

宏观动态跟踪

“猪周期”再探讨

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S10601201100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 近期猪粮比再次跌入预警区间，相关上市公司股价却高歌猛进，市场对新一轮猪肉价格上涨的时点出现分歧。本文是对猪周期走向的再度探讨，并进一步分析其对宏观经济和资本市场的影响。
- 一问：目前生猪产能去化程度如何？从农业部公布数据看，自 2021 年 7 月起至 2022 年 1 月，能繁母猪存栏累计去化了 6.9%。由于本轮猪周期存在三元母猪存栏占比较高的特殊情况，我们考虑生产效率的变化，估算实际产能的去化。我们发现，能繁母猪的产能直至 2021 年 9 月才出现实质性的下滑，截止 2022 年 1 月的产能去化幅度约 2.6%。通过对比发现，经调整后，本轮周期的能繁母猪产能去化节奏快于此前几轮猪周期的缓慢去化阶段，却显著慢于产能加速去化的历史阶段。
- 二问：未来猪肉价格何去何从？短期看，未来一季度生猪供需失衡格局延续，猪肉价格在淡季面临调整压力。由于目前养殖户观望情绪浓厚，下半年猪肉价格的走势有两种可能性：第一种是下半年新一轮猪周期反转开启，猪肉价格的涨幅在 40%-60%。第二种是产能去化情况不及预期，猪肉价格在下半年或仅反弹 30%左右。我们倾向于认为，今年下半年即可迎来新一轮猪周期的上行。一方面，目前三元能繁母猪存栏占比已大幅下滑，淡季亏损或加速生猪产能去化；另一方面，2019 年以来养殖企业在高利润的刺激下加速举债扩张，当期现金流压力偏大。
- 三问：猪周期对 CPI 与货币政策的影响几何？基于对猪价的判断，预计年初 CPI 同比上行相对温和，自 6 月起加速上行，期间如叠加油价或蔬果价格扰动，不排除于 9 月突破 3% 的可能性，12 月存在二度冲高的风险。当前货币政策关注的重点转为为宽信用“保驾护航”。鉴于结构性通胀风险尚未解除、美联储货币紧缩的潜在影响，央行将更加重视结构性工具的使用。不过，适时降准在弥补基础货币缺口方面仍有空间，如经济减速风险未消、宽信用成色不足，政策利率亦存微调的可能性。
- 四问：如何看待当前生猪养殖行业的股价波动？就历史经验而言，养殖行业的股票价格主要在两个阶段跑赢大盘。1) 猪价下行过程中，成本相对较低的自繁自养生猪养殖预期利润首次陷入亏损前后。2) 新一轮猪周期启动，猪肉价格快速上行，养殖业盈利预期快速升温，带动股票价格上行。当前看，本轮猪周期的第一波收益已基本兑现，未来超额收益的持续性取决于下半年新一轮猪周期能否如期开启。如上半年能繁母猪存栏逐步降至 4000 万头左右(减少 8%以上)，新一轮猪周期在下半年开启的可能性大增。
- 风险提示：猪瘟加剧；产能去化不及预期；养殖企业出现信用风险。

2021年6月起，生猪养殖行业陷入严重亏损，而养殖行业（801017.SI）的股票指数在2021年8月初养殖亏损加剧之际便开启筑底反弹，至2022年2月17日的累计收益率约40.1%，较同期沪深300指数的超额收益高达43.4%，投资者对2022年猪肉价格开始新一轮上涨的预期强烈。与之对比鲜明的是，在生猪价格再度调整之下，2022年2月8日国家发改委公告，猪粮比数据再度进入预警区间，生猪期货指数自2021年10月28日至今（截止2月22日）持续阴跌，幅度已达13.7%。

当前看，市场对新一轮猪周期开启时点仍存分歧，自2021年11月我们发布《新一轮猪周期：信号、拐点、影响》后，生猪相关的数据持续更新，也出现了一些值得关注的新变化。本文是对猪周期走向的再度探讨，并进一步分析其对宏观经济和资本市场的影响。重点回答四个问题：一是，目前生猪产能去化程度如何；二是，猪肉价格将何去何从；三是，猪肉价格波动对于2022年CPI与货币政策的影响几何；四是，如何看待当前生猪养殖行业的股价波动。

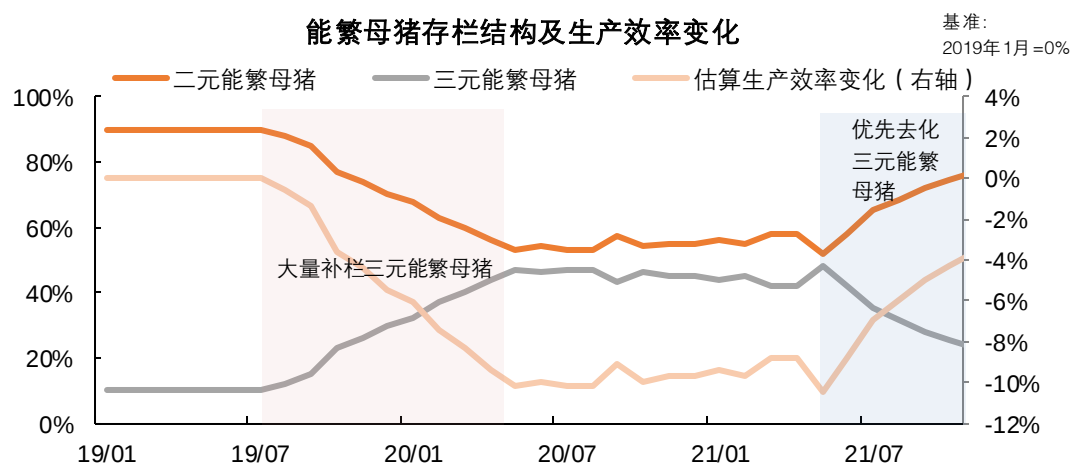
一、生猪产能去化程度如何？

以农业部公布数据看，截止2022年1月，全国能繁母猪存栏量为4290万头，7个月累计调减274万头。本轮猪周期能繁母猪存栏数量的去化自2021年7月起，前3个月的去化幅度3.2%，前5个月去化6.7%，前7个月（截止2022年1月）去化幅度6.9%。

本轮猪周期与此前几轮的显著不同在于三元母猪的高存栏，能繁母猪整体生产效率的提升一定程度上抵消了其存栏数量的下滑。非洲猪瘟爆发时，国内严重短缺二元母猪，养殖户为加快补栏赚钱，用三元母猪留种作为能繁母猪。但三元母猪的PSY（PSY，指每头母猪每年能提供的断奶仔猪头数）相对于国外引种的二元母猪而言偏低。历史上，行业去化初期往往会优先淘汰高龄二元母猪，本轮产能去化则会最先淘汰生产效率更加低下的三元母猪。涌益资讯的调研数据也显示，在2021年下半年以来的生猪产能去化过程中，三元能繁母猪的占比已经从2021年5月的48%下滑至了2021年12月的21%。

考虑能繁母猪生产效率的变化，我们对能繁母猪的去化情况进行调整。我们发现，在本轮猪周期去化初期的2021年7月-8月间，能繁母猪生产效率提升幅度可能超过3%，高于存栏数量的下滑比例，或难带来产能的实质性压降；直至2021年9月，能繁母猪的产能才出现了实质性的下滑。我们估算，前3个月调整后的产能去化幅度约3.0%，前5个月（截止2022年1月）调整后的产能去化幅度约2.6%。

图表1 本轮猪周期优先去化三元能繁母猪，生产效率有所提升



资料来源：涌益资讯，平安证券研究所

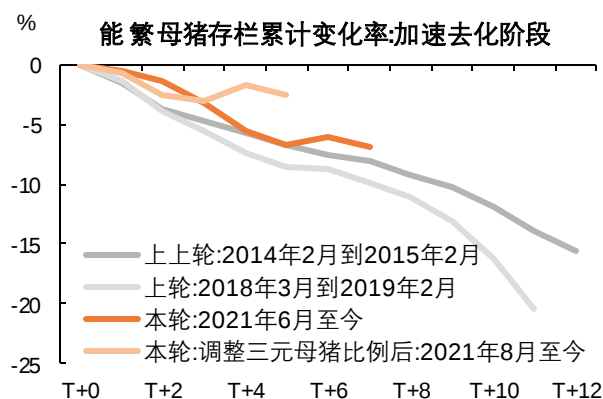
我们将过去几轮能繁母猪产能的去化分为两个阶段：一是缓慢去化阶段，预示着27-30个月后将迎来新一轮猪肉价格的上行；二是加速去化阶段，预示着1年后新一轮猪周期上行阶段开始。

阶段一：能繁母猪开始缓慢去化，从这一阶段到新一轮上涨的开始有着 27-30 个月的时滞。随着猪价下行至盈亏平衡线附近，大中型养殖户往往会优先淘汰高龄、低 PSY 的母猪，缺乏成本优势的散户退出市场，能繁母猪整体存栏规模趋于下滑。在上轮猪周期（2015 年 4 月至 2019 年 2 月）中，能繁母猪存栏第一阶段的去化自 2016 年 6 月开启，前 3 个月去化幅度 1.3%，前 5 个月去化幅度 2.0%，前 7 个月去化幅度 1.1%，而新一轮猪周期到 2019 年 3 月开始启动。在上上轮猪周期（2010 年 6 月到 2015 年 3 月）中，能繁母猪存栏第一阶段的去化自 2013 年 1 月开启，前 3 个月去化幅度 1.1%，前 5 个月去化幅度 1.2%，前 7 个月去化幅度 2.9%，而新一轮猪周期到 2015 年 4 月开始启动。

阶段二：能繁母猪加速去化，期间去化速度约为第一阶段的 4-6 倍，从这一阶段到新一轮上涨的开始时滞在一年左右。在上轮猪周期（2015 年 4 月至 2019 年 2 月）中，能繁母猪存栏第一阶段的去化自 2018 年 3 月开启，前 3 个月去化幅度 5.6%，前 5 个月去化幅度 8.5%，前 7 个月去化幅度 9.9%，前 9 个月去化幅度 13.1%，而新一轮猪周期到 2019 年 3 月开始启动。在上上轮猪周期（2010 年 6 月到 2015 年 3 月）中，能繁母猪存栏的加速去化自 2014 年 2 月开启，前 3 个月去化幅度 4.7%，前 5 个月去化幅度 6.8%，前 7 个月去化幅度 8%，前 9 个月去化幅度 10.3%，而新一轮猪周期到 2015 年 4 月开始启动。

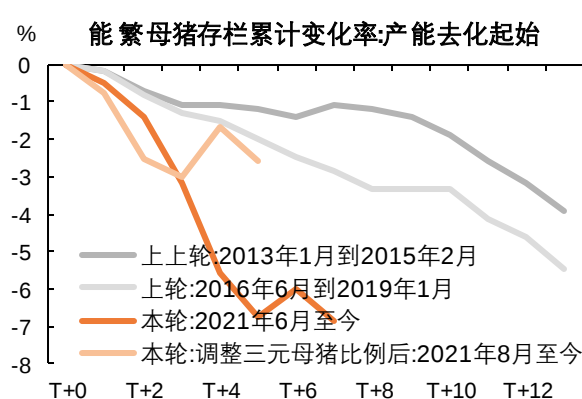
我们认为，2021 年 7 月开始的本轮猪周期能繁母猪去化速度介于两个阶段之间。从能繁母猪存栏数量看，本轮前 7 个月 6.9% 的去化幅度略低于前两轮猪周期加速去化阶段的 8%、9.9%，远超前两轮猪周期第一阶段 2.9%、1.1% 的缓慢去化速度。然而，调整能繁母猪生产效率的变化后，本轮猪周期在 2021 年 9 月正式开始去化，前 5 个月 2.6% 的产能去化幅度远超前两轮猪周期缓慢去化阶段的 1.2%、2.0%。

图表2 与此前几轮猪周期加速去化阶段相比，2021 年下半年以来能繁母猪的去化速度略慢



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 与此前几轮猪周期产能去化初期相比，2021 年下半年以来能繁母猪的去化速度更快

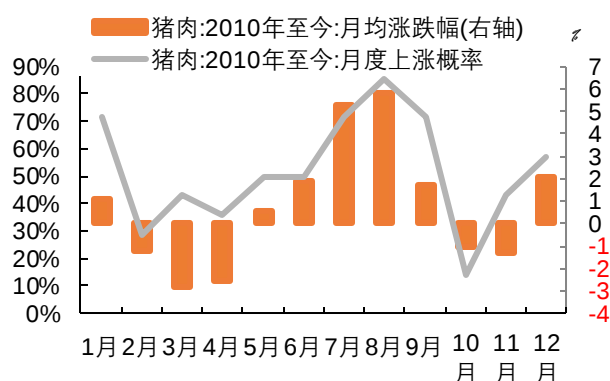


资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、未来猪肉价格何去何从？

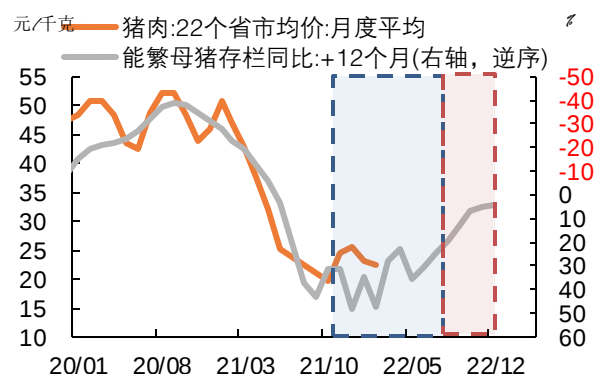
短期看，猪肉价格在 2022 年上半年或再度探底。一是，从季节性规律看，春节后的一个季度内，猪肉消费将进入淡季。二是，2021 年上半年能繁母猪存栏尚在高位，对应 2022 年上半年的生猪供给量偏高。供需错配之下，猪肉价格大概率将再度触底。

图表4 猪肉价格变化具有季节性规律



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 能繁母猪存栏变化预示 2022 年中猪价上行确定性较强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

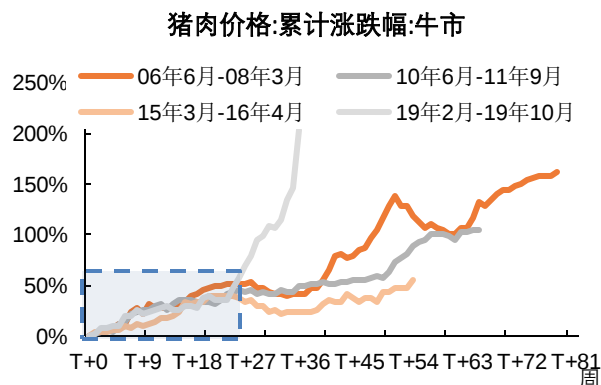
中期看，2022 年下半年大概率将迎来猪肉价格的上涨，但由于目前养殖户观望情绪浓厚，市场对于这一行情可持续性与人幅度的看法存在分歧。未来猪肉价格的走势有两种可能性：

第一种：未来一季猪肉价格深跌触底，产能加速去化。如若在未来一个季度的消费淡季之中，猪肉价格跌至 15-20 元/kg 位置，使得养殖户出现类似于 2021 年 10 月上旬的深度亏损，能繁母猪去化加速。在递推 10 个月后的 2022 年末至 2023 年年初，猪肉供给将明显下降，在冬季腌腊需求与春节效应助推下，猪肉价格或将加速上行。这种情形下，新一轮猪周期将在 2022 年下半年如期开启，参照过去几轮猪周期的历史规律，预计 2022 年下半年猪肉价格的上涨幅度有望达到 40-60%。

第二种：未来一季猪肉价格低位震荡，产能去化速度放缓。假设未来一个季度猪肉价格低位震荡，生猪养殖的预期利润在盈亏平衡线附近徘徊，而养殖户对下半年价格开始上涨的预期升温，能繁母猪去化缓慢。在递推 10 个月后的 2022 年末至 2023 年年初，供需格局难以实质性扭转，猪肉价格或旺季不旺。这种情形下，新一轮猪周期的价格加速上行或被推迟到 2023 年，且即便今年三季度猪肉价格如期反弹，其幅度和可持续性大概率将会偏弱，参照历史上震荡期猪肉价格的反弹力度，下半年涨幅约在 30%左右。

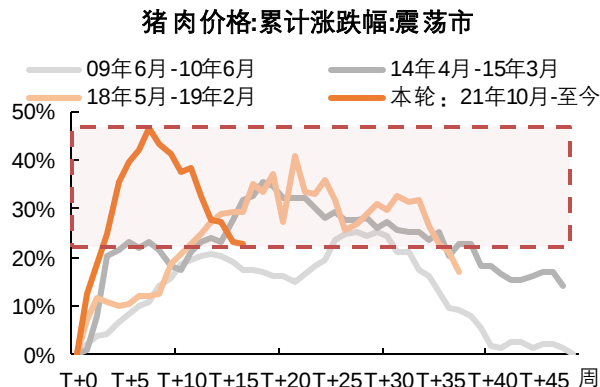
可见，未来一个季度猪肉价格走势与能繁母猪去化的力度值得持续关注。我们倾向于认为，情形 1 发生的概率更大，2022 年下半年即可迎来新一轮猪周期的上行。一方面，三元能繁母猪存栏占比已大幅下滑，淡季亏损或加速生猪产能去化。在 2021 年 6 月到 10 月，养殖户已经历了第一次深度亏损后的去化，这使得当前三元能繁母猪的占比越发接近 2019 年年初的水平，后续的能繁母猪去化将更倾向于高胎龄的二元母猪，实际产能的削减幅度更为可观。截止 2022 年 2 月 18 日的数据表明，自繁自养生猪再度陷入了头均 495.14 元的深度亏损。而短期淡季需求低迷延续，或使抗风险能力偏弱的养殖户加速退出。另一方面，本轮猪周期中养殖企业在高利润的刺激下加速举债扩张，在生猪价格下行中面临着更大的现金流压力。以现金短债比看（ $\text{现金短债比} = \frac{\text{现金及等价物}}{\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债}}$ ），截至 2021 年三季度末，五大上市猪企的短期偿债压力已接近于 2019 年初的历史极端水平。

图表6 猪周期启动的前半年猪价约上涨 40%-60%



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 震荡磨底期的生猪价格反弹



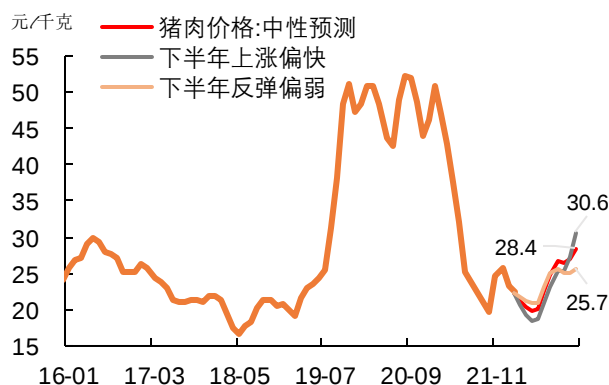
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、猪价波动对CPI及货币政策影响几何？

基于前述分析，我们进一步将猪肉价格的走势分为三种情形，分别考量其对CPI的影响。具体来看：

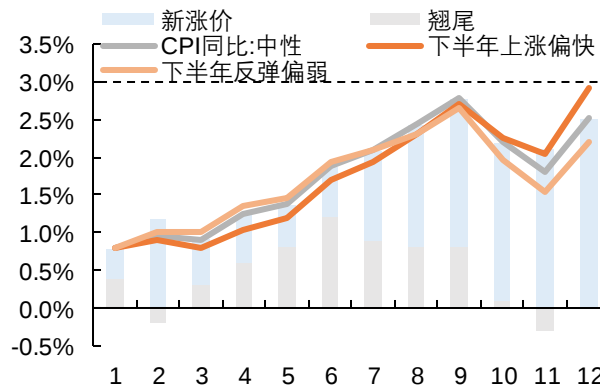
- 中性情形下，2022年上半年猪肉价格下行至20元/公斤以下，养殖户以较快速度去化，下半年猪肉价格上行幅度在45%左右，至2022年末猪肉价格升至27-32元/公斤。我们预计，中性情形下CPI在2022年四个季度的中枢分别为0.9%、1.5%、2.4%和2.2%，峰值为9月的2.8%。
- 下半年上涨偏快的情形下，2022年上半年猪肉下行突破18元/公斤的前期底部区域，引发养殖户加速去化，下半年猪肉价格上行幅度在60%以上，2022年末猪肉价格或升至28~35元/公斤。我们预计，在猪肉上半年深跌加速市场出清而下半年上涨偏快的情形下，CPI同比增速在2022年四个季度的中枢分别为0.8%、1.3%、2.3%和2.4%，峰值为9月的2.7%和12月的2.9%。
- 下半年反弹偏弱情形下，2022年上半年猪肉价格运行在20-25元/公斤的区间，生猪养殖利润在盈亏线附近徘徊，养殖户去化速度偏慢。尽管第三季度的猪肉价格仍将反弹，但四季度或震荡偏弱，下半年累计涨幅20%-30%，2022年末猪肉价格徘徊在24-28元/公斤。我们预计，在猪肉上半年震荡、养殖利润在盈亏平衡线附近，而四季度反弹偏弱的情形下，CPI在2022年四个季度的中枢分别为0.9%、1.4%、2.3%和1.9%，峰值为9月的2.6%，到12月回落至2.2%。

图表8 不同情境假设下的猪肉价格变动情况



资料来源: iFinD,平安证券研究所

图表9 不同猪肉价格假设下的CPI同比变动情况



资料来源: iFinD,平安证券研究所

对于 CPI 而言, 另外一个不容忽视的变量是国际油价的波动。2021 年 12 月下旬以来, 国际油价屡创新高, 至 2022 年 2 月下旬已逼近 100 美元/桶关口, 达近年来高位。从 2022 年 1 月的通胀数据看, 国际油价波动约推动 CPI 的交通工具用燃料分项环比上涨 2.2%, 原油相关项目推高 CPI 总体增速约 0.1 个百分点。全球奥密克戎变异株冲击减弱、OPEC+产油国的供给不足、俄乌地缘政治冲突, 短期内均支撑着油价的强势表现。尽管美联储加快紧缩或冲击原油需求与风险偏好、高位的油价可能刺激 OPEC 增产、美国石油战略储备可能加速投放、对伊朗石油出口的制裁也有望调整, 但这些逻辑何时兑现尚未可知, 当前供需缺口的加大仍助推着原油价格的上行。

“猪油”错位之下, 未来一季 CPI 上行幅度或较温和, 但在 9 月和 12 月两个时点, 猪肉价格上行叠加其他因素影响, 可能带动 CPI 冲高至 3% 左右。1) 2022 年上半年, 猪肉价格大概率深度调整, 即便原油价格突破 100 美元/桶, CPI 的同比增速也较难超出 2%, 上行幅度相对温和。2) 自 6 月起, 低基数与猪肉价格上涨开启将带动 CPI 加速上行, 9 月或运行至 2.8% 左右, 期间如油价迈向 120 美元/桶关口, 或蔬果价格出现如 2021 年四季度的大幅波动, 9 月的 CPI 同比增速可能突破 3%。3) 10-11 月的 CPI 增速在高基数下趋于回落, 但如未来一个季度生猪养殖产能去化的情况较好, 年末猪肉价格可能加速上行, 带动 12 月 CPI 二度冲高至 3% 左右。基于上述判断, 预计 2022 年上半年的 CPI 对货币政策而言并非“紧约束”, 下半年猪肉价格冲高之下, CPI 通胀形势存在一定的不确定性。

往后看, 货币政策关注的重点转为为宽信用“保驾护航”。近期公布的 2021 年四季度货币政策执行报告提出“加大金融对实体经济的支持力度”(上次“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”)、“加大跨周期调节力度”(上次“做好跨周期调节”)、“引导金融机构有力扩大贷款投放”(上次没有提及), 也明确了宽信用的政策方向。

具体操作方面, 鉴于结构性通胀风险尚未解除、美联储货币紧缩的潜在影响, 央行在未来一段时间或更加重视结构性工具的使用。具体在三个方面着力: 一是, 创新再贷款、再贴现工具定向支持实体经济; 二是, 调节宏观审慎政策及 MPA 考核参数, 引导商业银行贷款投向; 三是, 继续释放 LPR 改革红利。1 月社融“开门红”后, 宽信用成效初步显现, 货币政策在全局性工具的使用方面更趋“相机抉择”。不过, 适时降准在弥补基础货币缺口方面仍有空间, 而如经济减速风险未消、宽信用成色不足, 政策利率亦存微调的可能性。

四、如何看待生猪养殖行业的股价波动?

就过去两轮猪周期的经验而言, 每轮猪周期中, 养殖行业的股票价格主要在两个阶段跑赢大盘。

其一是猪价下行过程中, 在成本相对较低的自繁自养生猪养殖预期利润首次陷入亏损前后。首次亏损之际, 市场对养殖行业短期盈利的预期已然进入了最差的阶段。而这往往又伴随着能繁母猪存栏的去化与猪肉收储的进行, 在情绪面边际改善和未来猪肉价格上涨预期推动下, 板块逐渐跑赢大盘。1) 在上轮猪周期中, 2018 年 3 月猪肉价格下跌至养殖户成本线之下, 自繁自养生猪养殖的预期利润转为头均亏损 176.2 元。与之关联的是, 2018 年 4 月起能繁母猪存栏开始加速去化, 2018 年 3 月 16 日, 我国猪肉收储启动。自 2018 年 4 月至 2019 年 2 月新一轮猪肉价格上涨开始前, 养殖行业指数(801017.SI)收益率 48.1%, 跑赢沪深 300 指数 50.4 个百分点。2) 在上上轮猪周期中, 2013 年 4 月猪肉价格下跌至养殖户成本线之下,

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37862

