

总量研究

新一轮猪周期的起点何时出现？

——《见微知著》第五篇

要点

事件：

去年 12 月以来，猪价一路下行，至今跌幅超过 30%，不断向去年 10 月低点靠近，关于新一轮猪周期何时开启的讨论也越来越多，市场普遍预计年内猪价前低后高，下半年有望开启新一轮猪周期，那么一致预期能否顺利兑现？如果猪价如期上涨，是否会推升国内的通胀风险？生猪养殖板块的市场表现又将如何？本文试图从这些角度出发，给出我们的思考。

核心观点：

回顾历次猪周期表现，我们预计今年二季度猪价大概率筑底，确认新一轮猪周期的起点。但由于产能去化程度弱于往年，预计下半年猪价上涨更偏温和，中性情景下，预计较年内低点反弹 30%，对年内通胀影响可控。

新一轮猪周期开启需要具备哪些条件？

我们从历次猪周期表现总结出，新周期开启需具备三项条件：一是，前期产能去化明显，最近两轮猪周期开启前，产能去化幅度基本在 15% 以上。在养殖利润连续亏损的 12 个月-14 个月后，猪价开始持续反弹。二是，前期经历过“W”型的二次探底，价格调整到位。三是，具备催化剂，包括季节性需求回升，以及猪瘟疫情、环保政策等引发市场对未来供给的悲观预期。

二季度猪价大概率筑底，新一轮猪周期的起点确认。

一是，短期来看，从生猪存栏领先性看，预计二季度猪肉供给仍会增加，市场仍处在供过于求的阶段，猪价继续承压。但随着猪粮比价跌破 5:1，猪肉收储工作陆续开启，猪价跌幅有望收敛，进入筑底阶段；二是，猪价已经历连续一年的快速下行周期，在短时间内出现猪价的两次探底，目前价格基本调整到位；三是，由于生猪养殖利润亏损，2021 年 7 月，生猪产能开启去化周期，目前已维持 9 个月。同时，由于今年饲料成本较高，养殖利润亏损程度高于往年，将进一步削弱今年上半年养殖户补栏的积极性。

二季度猪价筑底后，能否顺利进入快速上行周期？

根据能繁母猪存栏对应 10 个月后的生猪供应的规律性，我们预计从 5 月起生猪供应将逐步减少，价格前低后高是大概率事件。但鉴于年内生猪产能去化程度或不及过去两轮猪周期，预计二季度猪价筑底后，将开启一轮相对温和的上行周期。从过去两轮猪周期经验看，2015、2019 年生猪供给分别减少 15.6%、19.8%，对应当年猪价自低位反弹 41%、182%，而今年预计到年末较 4 月高点仅减少 6.5%（根据能繁母猪存栏数推算）。

年内猪价温和反弹，对通胀影响可控

预计年内猪价较低点反弹 30%，最大将拉动 CPI 单月同比上涨 0.5-0.6 个百分点（8-10 月），或将导致 9 月 CPI 同比接近 3%。但全年来看，下半年猪价反弹仅拉动 CPI 同比中枢上升 0.2 个百分点，对通胀影响相对温和。

生猪养殖板块已先行反弹，持续性如何？

每轮猪周期内，生猪养殖板块一般经历两轮典型的上涨阶段，分别出现在猪周期尾部和新轮猪周期开启后。去年 10 月以来，生猪养殖板块上涨，反映的正是第一阶段行情。未来随着二季度猪价筑底回升后，生猪养殖板块或将再次出现上涨行情。

风险提示：生猪产能去化不及预期；养殖户预期调整带来价格扰动。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebscn.com

相关研报

中美四次交锋：中方呼吁和平，美国关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

开年财政：基建升温、土地降温——光大宏观周报（2022-03-20）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

经济数据大超预期，成色几何？——2022 年 1-2 月经济数据点评（2022-03-15）

俄乌冲突升级，输入性通胀风险显现——2022 年 2 月价格数据点评（2022-03-09）

俄乌俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗追踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力量和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

制造业扩张放缓，稳增长仍需发力——2022 年 1 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2022-01-30）

生产法视角，如何看待 2022 年经济走势？——《制造业深度洞察系列》第二篇（2022-01-30）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

目 录

一、	新一轮猪周期开启需要具备哪些条件？	3
二、	二季度猪价大概率筑底，为新一轮猪周期开启蓄力	4
三、	年内猪价温和反弹，对通胀影响可控	7
四、	生猪养殖板块已先行反弹，持续性如何？	8
五、	风险提示.....	9

图目录

图 1:	2015、2019 年猪周期开启前，能繁母猪存栏明显下降	3
图 2:	每轮猪周期开启前，均有猪价的二次探底	3
图 3:	生猪出栏量仍处在高位，显示供给依旧充足	5
图 4:	生猪定点屠宰量处在高位，显示供给依旧充足	5
图 5:	生猪养殖亏损后，出栏猪肉重量随之下降	5
图 6:	从生猪存栏领先性看，二季度猪肉供给压力仍在	5
图 7:	中央冻猪肉收储有助于短期内稳定市场价格	6
图 8:	从能繁母猪存栏数推算，今年生猪供给先升后降，对应价格走势相反	7
图 9:	2022 年猪价走势预测	8
图 10:	中性预期下，2022 年猪价反弹对 CPI 的拉动相对温和	8
图 11:	2009-2010 年，生猪养殖板块上涨始于猪价第一次探底	8
图 12:	2014 年以来，生猪养殖板块上涨始于猪价第一次探底结束后	8
图 13:	能繁母猪存栏变化的核心驱动力来自养殖利润	9
图 14:	生猪养殖板块上涨一般发生在养殖利润第一次大幅亏损后	9

表目录

表 1:	猪价的季节性特征明显，二三季度价格普遍上涨	4
------	-----------------------------	---

一、新一轮猪周期开启需要具备哪些条件？

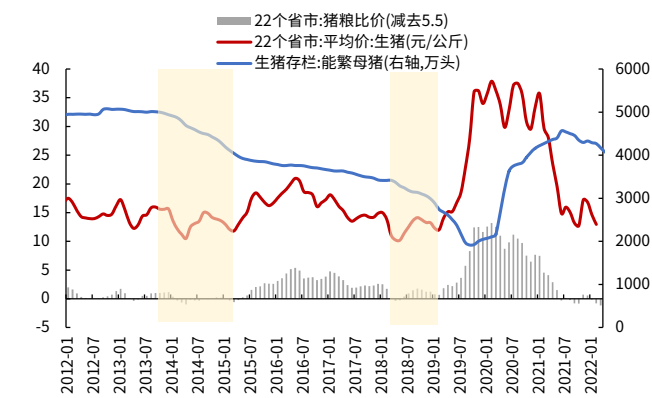
2021 年以来，由于生猪供应大幅增长，带动猪肉价格持续回落，2021 年 10 月，猪价出现第一次探底，12 月以来，猪价持续下行，进入二次探底阶段，猪价接近去年 10 月的低点。从历史经验看，猪价二次探底后，一般会开启新一轮猪周期，这一规律在今年是否会再次重演？首先，我们根据过去几次周期的规律，总结出新一轮猪周期开启大致具备以下三个条件。

一是，前期产能去化明显，最近两轮猪周期开启前，产能去化幅度基本在 15% 以上。一般在养殖利润连续亏损的 12 个月-14 个月后，猪价开始持续反弹。

在 2015 年 4 月猪周期开启前，由于养殖利润持续亏损，带动生猪产能持续去化，能繁母猪存栏从 2013 年 9 月的 5007 万头持续压降至 2015 年 3 月的 4040 万头，降幅达到 19%。根据生猪养殖的周期性规律，我们根据能繁母猪存栏数，推测 10 个月之后的生猪供给（图示见后文图 8），对应 2014、2015 年生猪供给分别减少 3.7%、15.6%。

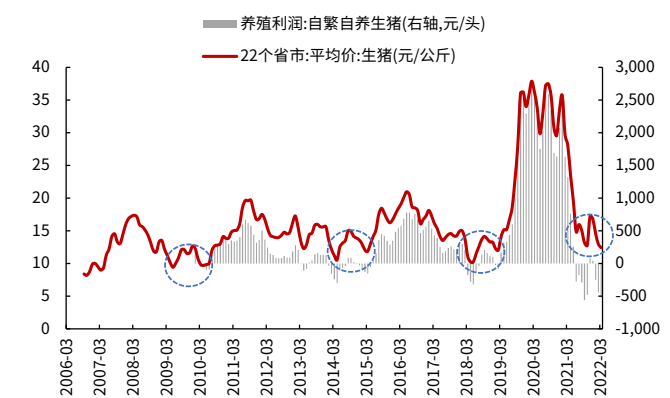
此后由于环保禁养政策，生猪产能进一步去化，小规模养殖户不断退出，同时，2018 年 8 月以来非洲猪瘟蔓延，扑杀和禁止调运使得产能快速去化，推升新一轮猪周期的诞生，2019 年 3 月起猪价开启一路上行。2018-2020 年生猪供给均处在收缩状态，根据能繁母猪存栏数推算，2018、2019、2020 年生猪供给分别减少 6%、19.8%、23.1%。

图 1：2015、2019 年猪周期开启前，能繁母猪存栏明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 3 月 23 日

图 2：每轮猪周期开启前，均有猪价的二次探底



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 3 月 23 日

二是，前期经历过“W”型的二次探底，价格调整到位。

以 22 个省市生猪均价作为参照价位，在 2010、2015、2019 年开启的新一轮猪周期前，猪价均经历两次探底，最终猪价见底回升的价位分别为 9.7 元/公斤（2010 年 4 月）、11.8 元/公斤（2015 年 3 月）、12.1 元/公斤（2019 年 2 月），均低于成本价，基本都回到猪周期开启前的价格水平。

三是，具备催化剂，包括季节性需求回升，以及猪瘟疫情、环保政策等引发市场对未来供给的悲观预期。

从历次猪周期开启的时点来看，2010、2015、2019 年猪价开启上涨都出现在一/二季度。其背后反映的是猪肉需求季节性回升的规律，也为猪周期开启提供规律性时点。从 2007 年至今，观察猪价的季节性波动情况看，每年 2、3 月份都是猪价跌幅最大的时期，二季度起猪价跌幅收敛或开始上涨。

同时 2010、2015、2019 年猪周期顺利开启，均伴随着猪瘟、环保政策等事件，引发市场对未来猪肉供给的担忧，催化看多猪价的市场情绪。例如，2010 年夏季，猪瘟、猪蓝耳病多发，于当年 8 月达到发病高峰期；2015 年 1 月 1 日新《环境保护法》实施，明确技术和环保措施，罚款拆迁，2015 年 4 月明确禁养区域；2018 年 8 月，非洲猪瘟开始蔓延。

表 1：猪价的季节性特征明显，二三季度价格普遍上涨

猪周期所处阶段	年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
上行期	2007	1	-5	-5	4	21	8	16	3	-9	-2	11	10
先上后下，4月见顶	2008	6	2	1	-1	-7	-2	-4	-5	-8	-9	-1	13
下行期	2009	1	-10	-8	-10	-7	7	8	11	0	-5	1	9
先下后上，4月见底	2010	-3	-13	-8	-1	1	2	20	6	1	2	8	-2
上行期，8月见顶	2011	0	7	2	0	6	15	6	0	0	-8	-7	1
下行期	2012	4	-4	-8	-7	-2	-1	0	2	3	-2	2	10
下行期	2013	7	-10	-14	-8	5	12	2	8	1	-2	0	0
下行期	2014	-13	-11	-8	-6	19	5	3	11	-1	-5	-2	-2
上行期，3月见底	2015	-5	-7	-2	10	9	7	16	5	-4	-5	-3	3
先上后下，5月见顶	2016	5	5	4	5	4	-2	-9	-1	-2	-11	4	3
下行期	2017	5	-4	-7	-5	-8	-5	3	3	1	-2	0	5
下行期	2018	1	-8	-20	-7	0	12	10	9	4	-3	-4	0
上行期，2月见底	2019	-7	-2	17	8	0	10	11	23	23	29	0	-6
上行期	2020	5	6	-4	-7	-12	10	13	1	-5	-14	-4	13
下行期	2021	7	-17	-6	-16	-17	-24	7	-6	-12	-3	35	-2
下行期	2022	-13	-11										

资料来源：Wind，光大证券研究所

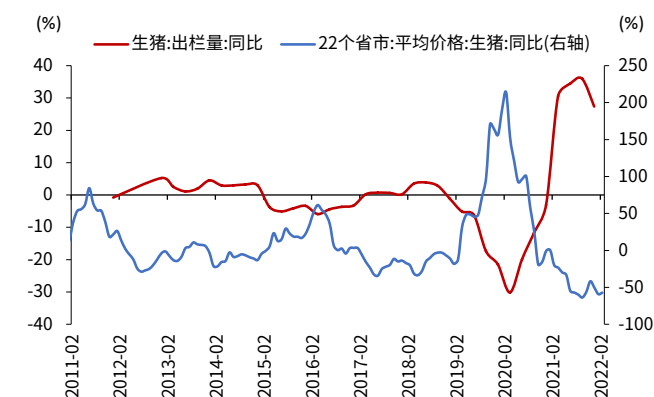
注：指标采用 22 个省市生猪平均价格月度环比(%)

二、二季度猪价大概率筑底，为新一轮猪周期开启蓄力

根据上述三个开启新一轮猪周期的条件，我们认为二季度猪价见底是大概率事件，可以看作是新一轮猪周期的起点。一是，2021 年以来，猪价已经历连续一年的快速下行周期，在短时间内出现猪价的两次探底，目前价格基本调整到位。二是，2021 年 6 月生猪养殖利润开始亏损，2021 年 7 月，生猪产能开启去化周期，目前已维持 9 个月。并且由于今年饲料成本较高，推升养殖成本，导致养殖利润处在深度亏损状态，亏损程度高于往年，将进一步削弱今年上半年养殖户补栏的积极性。

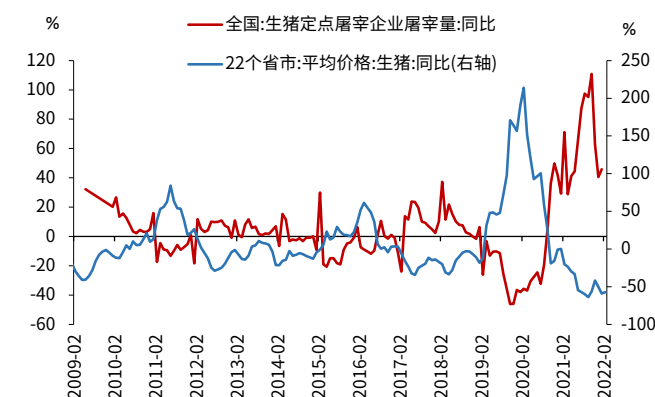
短期来看，市场仍处在供过于求的阶段，猪价继续承压。一是，国内疫情反复，导致餐饮需求减弱，将压低猪肉需求；二是，从屠宰量、生猪出栏量等同步指标来看，猪肉实际供给并未减少，生猪出栏体重也在下降，说明在当前深度亏损的情况下，养殖户出栏意愿相对较强；三是，从生猪存栏领先生猪供给 6 个月的规律性看，二季度猪肉供应仍会增加，预计同比增长 11%，但考虑到今年生猪出栏体重较上年同期下降 5%，将部分缓解猪肉供给增加带来的猪价下降压力。

图 3：生猪出栏量仍处在高位，显示供给依旧充足



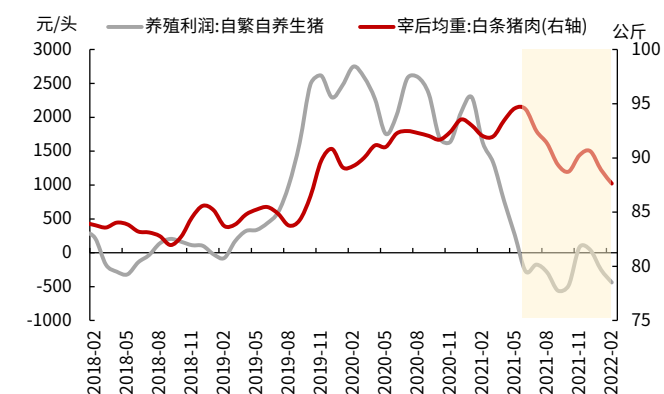
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 3 月 23 日

图 4：生猪定点屠宰量处在高位，显示供给依旧充足



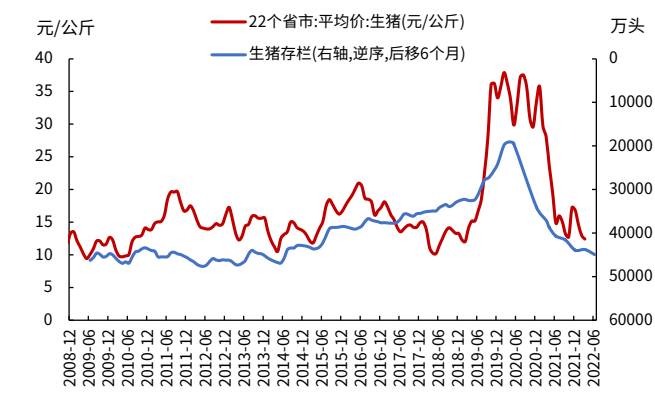
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：生猪养殖亏损后，出栏猪肉重量随之下降



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 2 月 28 日

图 6：从生猪存栏领先性看，二季度猪肉供给压力仍在

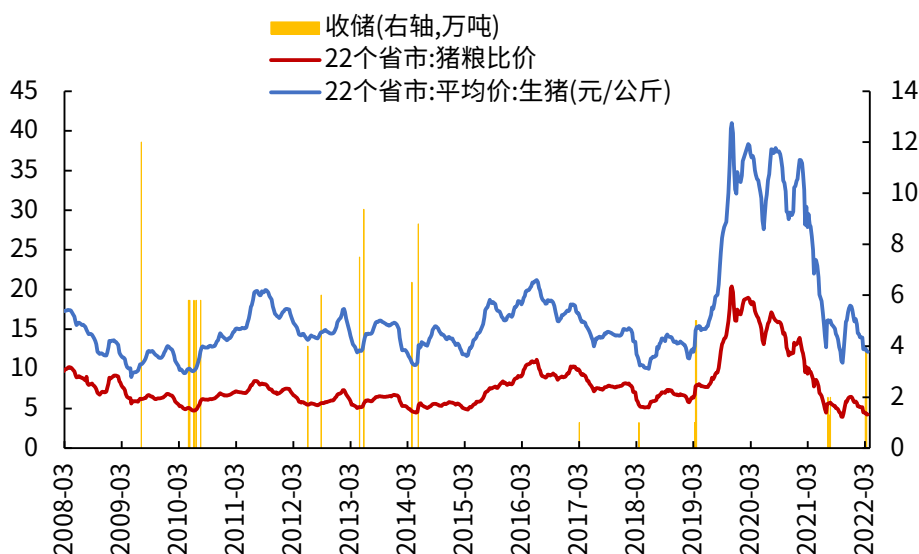


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据截至日期为 2022 年 6 月；生猪存栏数使用的是 6 个月前数据

随着猪粮比价跌破 5:1，猪肉收储工作陆续开启，猪价跌幅有望收敛，进入筑底阶段。2月8日，国家发展改革委称，将视情启动猪肉储备收储工作。此后，四川、湖北、江西等地陆续启动收储工作，3月以来，中央已经进行年内第三批冻猪肉收储，其中，3月3日、3月10日已启动收储 7.8 万吨。

从历史经验看，收储后一般出现猪价降幅收窄或触底回升，对应阶段性价格底部。2010、2019 年新一轮猪周期开启前均有中央启动连续收储。2010 年 4 月起，国家连续启动 5 次冻猪肉收储 29 万吨，推动 6 月猪价反弹。2019 年 3 月起，中央收储 3 批冻猪肉，合计 11 万吨，当月猪肉便开启反弹。可见，虽然猪肉收储占市场体量较小，但对于提振市场信心，稳定预期至关重要。

图 7：中央冻猪肉收储有助于短期内稳定市场价格



资料来源：国家发改委，华储网，光大证券研究所
 注：截至日期为 2022 年 3 月 24 日

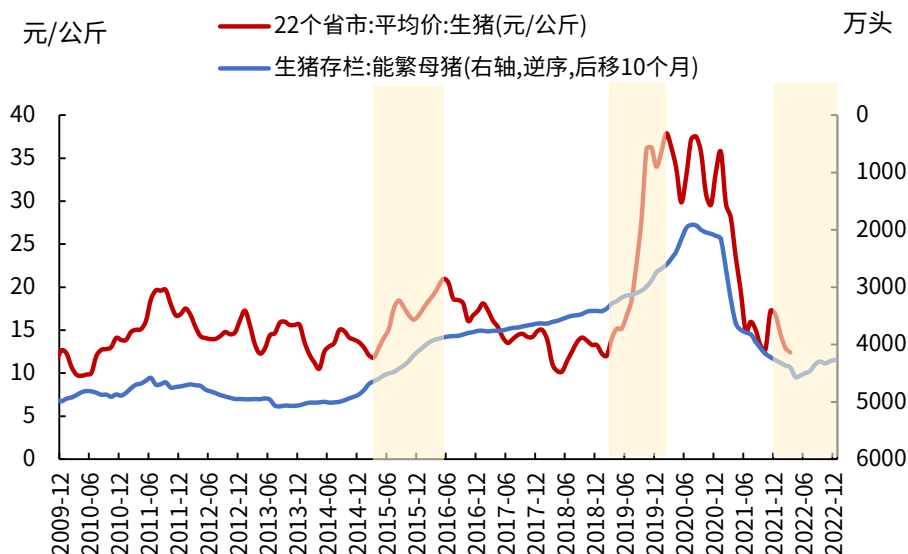
二季度猪价筑底后，能否顺利进入快速上行周期？我们认为还要打个问号。核心原因是，年内生猪产能去化程度或不及过去两轮猪周期。根据能繁母猪存栏对应 10 个月后的生猪供应的规律性，我们预计从 5 月起生猪供应将逐步减少，价格前低后高是大概率事件。但年内反弹空间难以与过去几轮猪周期媲美，更大幅度的价格反弹，仍需要产能进一步去化。

从过去两轮猪周期经验看，2015、2019 年生猪供给分别减少 15.6%、19.8%（根据能繁母猪存栏数推算），对应当年猪价自低位反弹 41%、182%。而今年预计到年末较 4 月高点仅减少 6.5%，产能去化程度远低于过去两轮，价格反弹幅度预计也弱于 2015 年。2021 年 6 月能繁母猪存栏见顶，达到 4564 万头，此后逐步回落，至今年 2 月降至 4268 万头，按照能繁母猪存栏领先出栏 10 个月的规律，今年 5 月起生猪供应开始减少，持续到 12 月。

类似的经验，可以参考 2018 年，当年生猪供应减少 6%，同时 8 月发生非洲猪瘟，但当年并未出现猪价的持续性上涨，更像是新一轮猪周期的提前预演。2018 年 4 月猪价底部出现，为 10.2 元/公斤，此后持续上涨，9 月出现价格高点，为 14.1 元/公斤，之后再度回落，直至 2019 年 2 月才步入快速上行周期。

因此，结合生猪供应和季节性需求来看，预计二季度猪价筑底，之后开启一轮相对温和的上行周期。考虑到市场普遍预计下半年猪价反弹，不排除养殖户存在压栏惜售的情况，可能会延后二季度产能的释放，从而推动猪价提前反弹。考虑到当前养殖户处在深度亏损状态，今年上半年生猪产能大概率将进一步加快去化，这将为明年猪价进一步上涨夯实基础。

图 8：从能繁母猪存栏数推算，今年生猪供给先升后降，对应价格走势相反



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2022 年 3 月-12 月为光大宏观预测数；前两个黄色柱状指向是 2015、2019 年猪周期开启时的生猪供给表现。

三、年内猪价温和反弹，对通胀影响可控

对于今年猪价的判断，2018 年是很好的参考年份。一方面，根据前述推测，我们根据能繁母猪存栏去化程度，推算出因存栏数下降，导致年末生猪供给较 4 月高点减少 6.5%，与 2018 年情况基本一致。另一方面，2018 年处在猪周期下行后的第二年，同今年所处阶段也一致。

同时，我们也注意到去年下半年以来生猪出栏体重持续减少，根据多省份宰后均重判断，去年 5 月以来，生猪体重大约减少 7%，这将导致生猪实际供给进一步减少，加大猪价反弹幅度。因此，我们还需要结合 2015 年猪价走势进一步判断（当年生猪供给减少 15.6%）。

我们参考 2015、2018 年猪价反弹高度和节奏，拟合出 2022 年猪价走势，作为中性情景下的预测值。预计 2022 年，猪价将在二季度出现企稳回升，三季度反弹幅度较大，年末猪价较 3 月低点上涨 30%，全年上涨 22%，反弹幅度相对温和。

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_39740

