

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新一轮猪周期将在三季度启动

2022年5月11日

摘要:

五一假期以来,猪肉价格重回震荡态势,引发了市场对于猪肉产能去化节奏的担忧。我们认为,目前猪肉供大于求的基本面尚未改变,但往后看,新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。对此,我们从三个维度进行了论证。

- **产能视角: 能繁母猪 2021 年二季度末出现拐点。**根据生猪养殖过程,能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约 10 个月,鉴于此可基于能繁母猪存栏量情况预测猪肉价格。农业部数据显示,2021 年二季度末能繁母猪存栏同比出现拐点,并迎来趋势性下滑,截至今年 3 月末,能繁母猪存栏同比已进入负区间,同比下降 3.1%。这意味着近期猪肉供大于求的局面还将持续,生猪产能将从今年三季度开始下降并逐步推升猪肉价格。
- **盈利视角: 生猪养殖行业已经历两轮亏损。**除了能繁母猪存栏以外,生猪养殖行业的利润情况也是判断猪周期的关键指标。在猪周期的下行阶段,行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性,导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于猪肉价格企稳并开启新一轮上行周期。回顾过去的两轮猪周期,养殖行业分别出现了两次、三次的亏损之后,下行周期才得以结束。本轮猪周期从 2021 年年初进入下行通道,2021 年 6 月开始出现亏损,直至 11 月扭亏为盈,在 5 个月的亏损期中,最高亏损达到了 731 元/头。春节过后,生猪供大于求导致猪肉批发价格转头下行,引起了自繁自养模式的新一轮的大面积亏损。时至今日,第二波亏损已经持续了 4 个月,行业正处于产能去化的关键阶段,未来供需关系将持续改善。
- **政策视角: 官方传出猪价上行的暖风。**4 月 19 日,国家发改委举行的新闻发布会上,新闻发言人孟玮表示,生猪价格已低位运行较长时间,进一步大幅下跌的可能性较小,随着后期消费回暖,生猪价格有望逐步回升至合理区间。4 月 20 日农业农村部表示,到今年三季度中国生猪养殖有望实现扭亏为盈。另外,截至 5 月 6 日,猪粮比为 5.28,尚未达到盈亏平衡点,与 2010 年以来的猪粮比均值 7.86 也有较大距离。在养殖户经营压力普遍较为严峻的情况下,我们推断下半年政府通过放储等方式调控猪肉价格的动力较低。
- **值得注意的是,下半年通胀压力或将明显加剧。**猪周期启动,加上俄乌冲突导致能源价格居高不下,将对下半年 CPI 读数形成较强支撑。根据我们的测算,“猪油共振”的影响下,CPI 大概率在下半年突破 3%。在一季度货币政策执行报告中,央行重点提及了“密切关注物价走势变化”,表明物价变化对央行下一阶段货币政策的影响程度可能会有所增大。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。

目 录

一、新一轮猪周期将在三季度启动	3
二、CPI 同比“破 2”	6
三、输入性通胀压力下，PPI 同比下行斜率较缓	8
风险因素	9

表 目 录

表 1：猪价相关表态	5
------------------	---

图 目 录

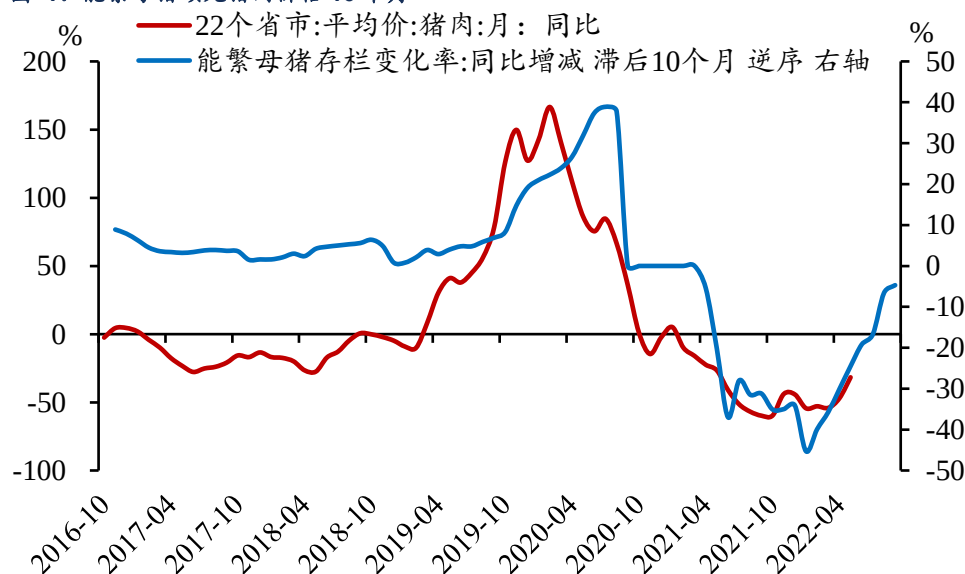
图 1：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月	3
图 2：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损	4
图 3：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损	4
图 4：玉米、豆粕价格 3 月以来大幅上涨	5
图 5：目前猪粮比处于较低区间	6
图 6：CPI 同比增速破 2	6
图 7：疫情期间物流受阻	7
图 8：下半年 CPI 预测	7
图 9：PPI 同比延续下降趋势	8
图 10：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅	9

一、新一轮猪周期将在三季度启动

目前猪肉供大于求的基本面尚未改变，但往后看，新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。4月疫情防控导致猪肉运输不畅，黑龙江、吉林、辽宁等地作为生猪供应大省，猪肉出栏受阻，再叠加养殖户防疫成本增加，造成短期猪肉价格上涨。4月份CPI数据显示猪肉价格由上月环比下降9.3%转为上涨1.5%。然而五一假期以来，猪肉价格重回震荡态势，引发了市场对于猪肉产能去化节奏的担忧。我们认为，目前猪肉供大于求的基本面尚未改变，但往后看，新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。对此，我们从三个维度进行论证。

产能视角：能繁母猪2021年二季度末出现拐点。根据生猪养殖过程，能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约10个月，鉴于此可基于能繁母猪存栏量情况预测猪肉价格。农业部数据显示，2021年二季度末能繁母猪存栏同比出现拐点，并迎来趋势性下滑，截至今年3月末，能繁母猪存栏同比已进入负区间，同比下降3.1%。这意味着近期猪肉供大于求的局面还将持续，生猪产能将从今年三季度开始下降并逐步推升猪肉价格。

图 1：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利视角：生猪养殖行业已经历两轮亏损。除了能繁母猪存栏以外，生猪养殖行业的利润情况也是判断猪周期的关键指标。在猪周期的下行阶段，行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性，导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于猪肉价格企稳并开启新一轮上行周期。回顾过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损之后，下行周期才得以结束。本轮猪周期从2021年年初进入下行通道，2021年6月开始出现亏损，直至11月扭亏为盈，在5个月的亏损期中，最高亏损达到了731元/头。今年春节过后，生猪供大于求导致猪肉批发价格转头下行，引起了自繁自养模式的新一轮的大面积亏损。3月以来，受南美干旱、俄乌冲突影响，豆粕和小麦价格大幅上涨。饲料涨价的背景下，即便4月猪肉价格回升，养殖户依然处于亏损状态。由此，第二波亏损已经持续了4个月，行业正处于产能去化的关键阶段，未来供需关系将持续改善。

图 2：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损

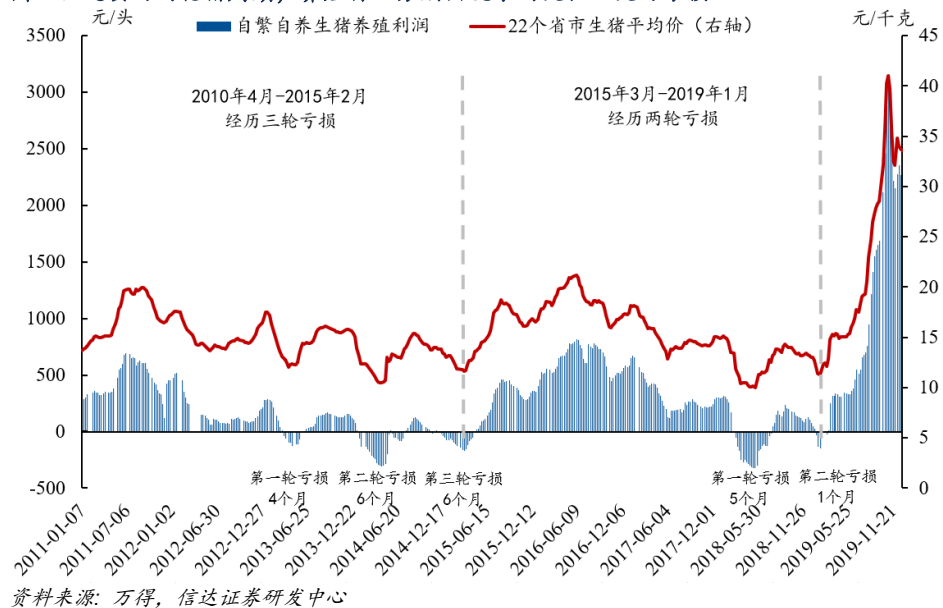


图 3：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损

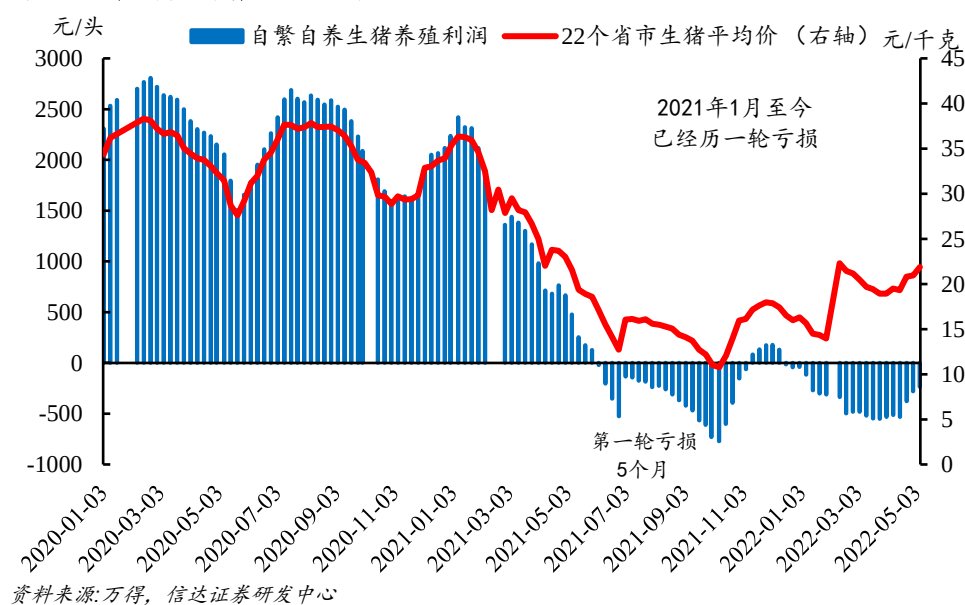
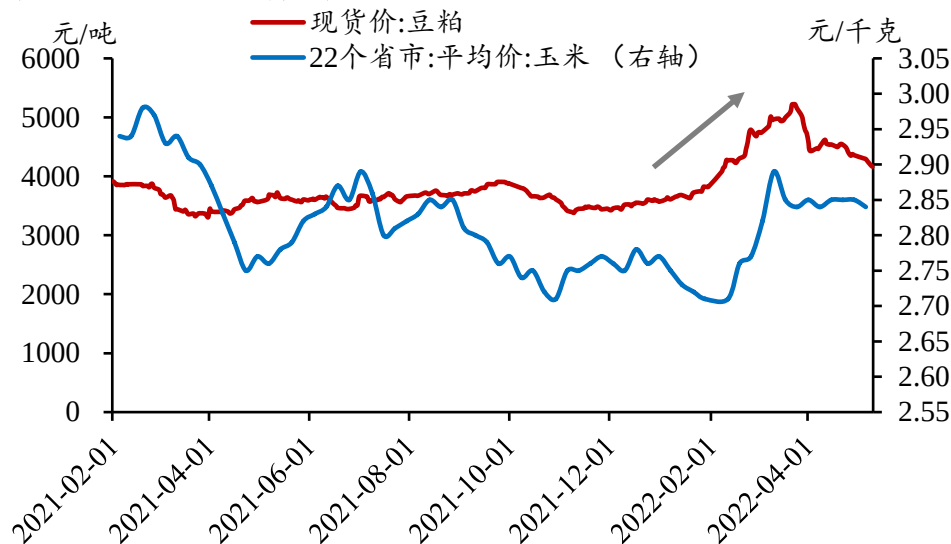


图 4：玉米、豆粕价格 3 月以来大幅上涨


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

政策视角：官方传出猪价上行的暖风。4月19日，国家发改委举行的新闻发布会上，新闻发言人孟玮表示，生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖，生猪价格有望逐步回升至合理区间。4月20日农业农村部表示，到今年三季度中国生猪养殖有望实现扭亏为盈。

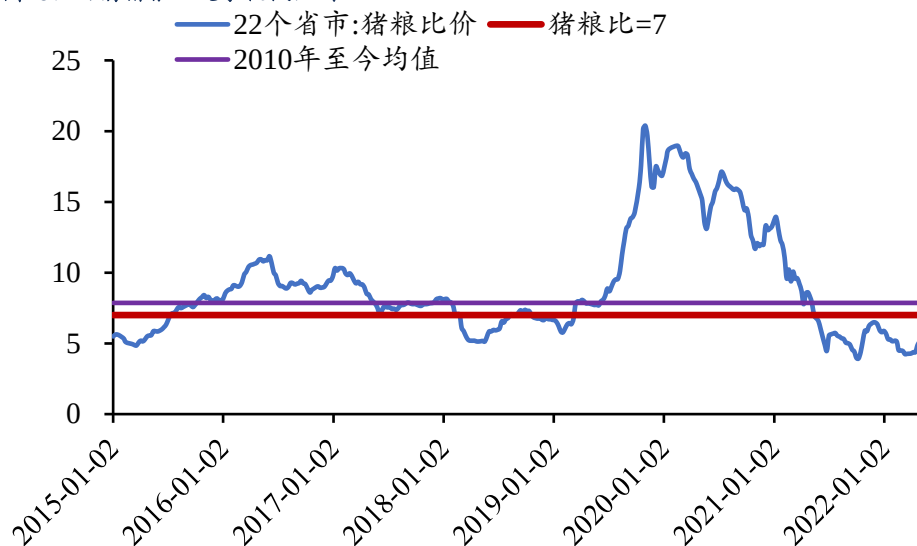
表 1：猪价相关表态

日期	相关文件/会议	内容
2021年9月	《生猪产能调控实施方案(暂行)》	“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。
2022年4月18日	新华社 《当前中国经济十问》	随着猪肉市场由供求基本平衡向紧平衡过渡，预计到二季度或三季度，猪肉价格或将进入上行通道，拉动CPI温和上涨。
2022年4月19日	国家发改委新闻发布会	生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖，生猪价格有望逐步回升至合理区间。
2022年4月20日	农业农村部	随着新生仔猪数高位回调、饲料成本高位回落等有利因素不断积聚，三季度生猪养殖有望实现扭亏为盈。

资料来源: 信达证券研发中心整理

我们推断下半年政府通过放储等方式控制猪肉价格上行的动力较低。根据2021年6月发布的《完善政府猪肉储备调节机制，做好猪肉市场保供稳价工作预案》，生猪生产盈亏平衡点的猪粮比价约为7:1。截至5月6日，猪粮比为5.28，尚未达到盈亏平衡点，与2010年以来的猪粮比均值7.86也存在较大距离。在养殖户经营压力普遍较为严峻的情况下，我们推断下半年政府通过放储等方式调控猪肉价格的动力较低。

图 5：目前猪粮比处于较低区间

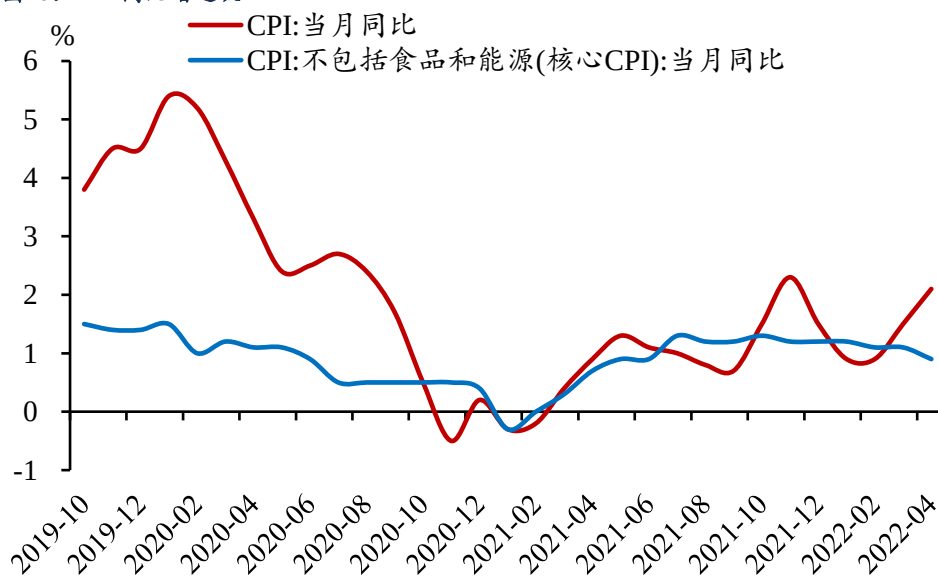


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、CPI 同比“破 2”

CPI 同比涨幅扩大。4 月 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。去年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。

图 6：CPI 同比增速破 2

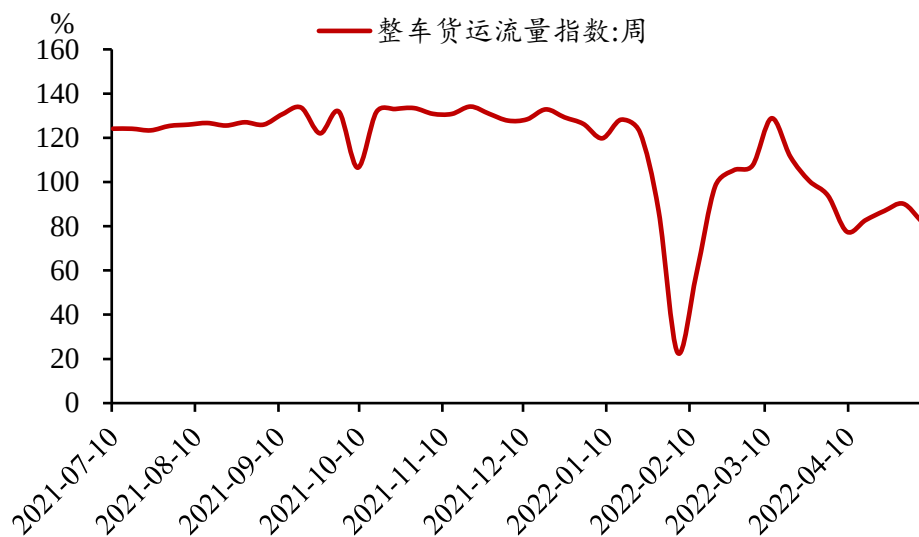


资料来源：万得，信达证券研发中心

物流成本上行叠加囤货需求增加，食品价格“由跌转涨”。从环比看，食品价格由上月下降 1.2% 转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。因疫情期间物流成本上升，加之囤货需求增加，薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨 8.8%、7.1% 和 5.2%。猪肉价格由上月下降 9.3% 转为上涨 1.5%。



图 7：疫情期间物流受阻



资料来源：万得，信达证券研发中心

地缘冲突持续，推升能源价格环比上涨。汽油和柴油价格分别上涨 2.8%和 3.0%；受小长假因素影响，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别上涨 14.9%、6.8%和 1.5%。

核心 CPI 增速回落反映居民需求偏弱。4 月核心 CPI 同比 0.9%，较前值再次回落 0.2 个百分点。受疫情封控影响，居民消费场景受限，衣着、旅游、服务价格环比增速大幅下降。

值得注意的是，下半年通胀压力或将明显加剧。猪周期启动，加上俄乌冲突导致能源价格居高不下，将对下半年 CPI 读数形成较强支撑。根据我们的测算，“猪油共振”的影响下，CPI 大概率在下半年突破 3%。在一季度货币政策执行报告中，央行重点提及了“密切关注物价走势变化”，表明物价变化对央行下一阶段货币政策的影响程度可能会有所增大。

图 8：下半年 CPI 预测



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_41621

