



宏观研究

【粤开宏观】“跌跌不休”何时了：猪周期拐点判断及对CPI的影响

2021年11月22日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

近期报告

《【粤开宏观】防范供给冲击推高居民生活成本：10月通胀数据点评》2021-11-10

《【粤开宏观】从政策寻底到经济寻底：10月经济数据解读》2021-11-15

《【粤开宏观】中美关系释放缓和信号：双方诉求及影响展望》2021-11-16

《【粤开宏观】2022年中美通胀与大类资产展望：亢龙有悔，盈不可久》2021-11-19

《【粤开宏观】中国财力分配关系“六省一市养全国”的表象与真相》2021-11-19

猪贵伤民，猪贱伤农。今年以来猪价持续下跌，养殖户陷入大面积亏损状态。随后中央紧急启动第二轮收储，以及临近年底和春节的提前储备带来的需求拉动，猪肉价格迎来短期回暖。近年来猪价为何总是大起大落？本次反弹是猪肉价格企稳的信号吗？第五轮猪周期何时启动？本文着重回答以上问题。

一、什么是猪周期？

猪周期是指猪肉价格呈周期性变化的经济现象，本质是猪肉供需变动带来的价格波动。猪周期的一般运行轨迹：猪价上涨——养殖户积极补栏——生猪供过于求——猪价下跌——淘汰能繁母猪——猪肉供应减少——猪肉冲回上涨。循环往复，形成了所谓的“猪周期”。这种价格的波动是市场经济规律在起作用，但是波动的幅度会对居民生活、农业生产者产生冲击，市场主体期待的是相对平稳而非大起大落的周期。

猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期历时3~4年。能繁母猪决定了生猪的产能，从能繁母猪补栏到影响猪肉价格一般需要10~14个月，因此一轮猪周期大概需要3~4年。由于猪的生产周期具有特定的自然生长规律，不以人的意志为转移，因此“猪周期”时长较为稳定，但价格波幅不定。

二、近年来猪肉价格为何大起大落？主要受到供给端冲击

猪周期的本质是供需关系，我国猪肉需求端总体稳定，季节性波动仅对猪肉供需产生小幅扰动。长期来看，猪肉需求主要受到居民收入水平、人口增长、饮食偏好等因素的影响，总体趋于稳定。我国猪肉年消费量稳定在5500万吨左右，人均年消费量保持在40千克左右。在一年之内，受节假日和气候的影响，猪价在12月至次年2月、7-9月往往趋于上涨。

影响猪价的关键在供给，我国以散户养殖为主体的环境放大了价格的波动性。当前国内生猪产能仍由散户主导，追涨杀跌，容易造成猪肉价格大起大落。截至2019年我国50头以下的养殖户占比仍然高达94.3%，500头以上的规模化养殖户占比仅有0.7%。此外，猪周期运行过程中容易受到重大疫病、环保限产等外生冲击，在一定程度上放大了价格的波动性。

自2006年以来，我国大致经历了四轮猪周期。主要有以下三个特征：一是一轮完整的猪周期价格下行时间略长于上行时间。原因在于当猪肉价格下跌，养殖户并不会立即退出，只有陷入深度亏损时，养殖户才被迫退出市场，因此每轮周期末端存在较长的磨底期。二是重大疫病会加剧猪周期的波动幅度，特别是在2019年2月启动的超级猪周期中，非洲猪瘟是重要的推动因素之一。三是在每轮猪周期的顶部或底部，中央会启动冷冻猪肉投放或收储，对猪周期进行平抑，但效果有限且难以持续。

三、新一轮猪周期的启动信号已出现：三个观察

一是猪粮比持续低于盈亏平衡点，生猪养殖利润已陷入深度亏损。养殖利润是决定生猪供给的核心因素，一般领先猪肉价格变化半个周期左右。自5月



14 日起，22 省市猪粮比一直盈亏平衡点之下运行，9 月 15 日我国生猪养殖预期盈利降至-715.8 元/头，导致养殖户出现大面积亏损。

二是能繁母猪存栏决定生猪的产能，已开启向下拐点。根据农业部数据，2021 年 7 月我国能繁母猪存栏量环比回落 0.5%，结束了连续 21 个月的增长，8 月降幅进一步扩大至 0.9%，标志着这一轮能繁母猪的去化进程已开启。上市公司生猪养殖更具前瞻性，其产能去化在年初就已经开始。以牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技四家上市公司为例，4 家企业生物性资产合计值从年初开始逐季下降，一季度、二季度、三季度环比分别为-3.7%、-4.6%和-10.5%。

三是当前生猪存栏创历史新高，新一轮去栏迫在眉睫。在 2019 年 2 月启动的超级猪周期下，这一轮养殖户的补栏幅度和速度大幅高于以往，导致了今年以来生猪存栏量持续处于高位，猪肉价格持续下跌。截至今年三季度生猪存栏量达到 4.4 亿头，是 2014 年以来同期最高水平。

四、未来展望：短期仍处于磨底状态，或在 2022 年下半年迎来拐点

近期猪肉价格回升主要受蔬菜价格太高导致的替代效应、居民储备腊肉腊肠的需求上升、以及中央第二轮收储等短期因素的带动，没有改变生猪市场供过于求的本质，不具备可持续性。**猪肉价格短期仍处于磨底状态，预计在 2022 年下半年迎来本轮周期拐点。**

按照猪周期的价格变化规律，我们预计今年四季度至明年上半年猪肉价格将在 22 元/千克左右保持震荡，后续猪肉价格变动三种情形：中性情形下，在 2022 年年底上涨至 30 元/千克左右，对 CPI 同比的拉动达到 0.7 个百分点；**乐观情形下**，2022 年年底猪肉价格上涨至 35 元/千克左右，对 CPI 同比的拉动达到 1.2 个百分点；**悲观情形下**，明年年底上涨至 26 元/千克，对 CPI 同比的拉动为 0.4 个百分点。

警惕猪周期重启后居民生活成本提高、滞胀风险上升。一方面，2022 年 PPI 或持续向 CPI 传导、猪周期触底回升，叠加 CPI 低基数等因素，CPI 同比有突破 3%的可能。物价压力可能凸显，或在明年下半年对货币政策形成制约。另一方面，当前我国居民边际消费倾向仍未回到疫情前水平，餐饮、旅游等部分行业的部分就业人员收入仍未根本性改善。同时未来出口有下行压力，就业压力或增大，有必要未雨绸缪继续兜牢民生社保底线，适当提高对中低收入人群补贴，避免物价上涨带来的冲击。

风险提示：重大疫情爆发、下游消费恢复不及预期



目 录

一、逃不开的“猪周期”	4
(一) 什么是“猪周期”	4
(二) 历史上的猪周期	5
二、猪肉价格影响因素	6
(一) 需求端：整体保持稳定	6
(二) 供给端：波动幅度较大	8
1、散户主导的生猪产能	8
2、外生冲击扩大周期振幅	9
(三) 季节性变动：主要受到节假日和气候的影响	10
三、新一轮猪周期启动的信号正在出现	11
四、未来展望	13

图表目录

图表 1：“循环往复”的猪周期	4
图表 2：完整的猪生产周期一般为 18 个月	5
图表 3：2006 年以来四轮猪周期，目前正处于第四轮猪周期的磨底阶段	6
图表 4：历次猪周期表现	6
图表 5：2014 年以后，我国猪肉消费量及人均消费量逐渐趋于稳定	7
图表 6：我国猪肉在肉类消费中的占比维持在 70% 以上	7
图表 7：猪肉进口量占总消费比重较低	8
图表 8：我国生猪养殖由散户主导	9
图表 9：关于生猪养殖的环保政策梳理	9
图表 10：猪价变化具有季节性规律	10
图表 11：养殖利润是补栏的决定因素	11
图表 12：5 月下旬以来，生猪养殖一直处于亏损状态	12
图表 13：能繁母猪存栏领先猪肉价格 10-14 个月	12
图表 14：上市公司的生物性资产自年初开始下降	13
图表 15：猪肉价格与生猪出栏负相关	13
图表 16：CPI 走势与猪肉价格高度相关	14
图表 17：猪肉与鸡肉价格走势高度相关	15



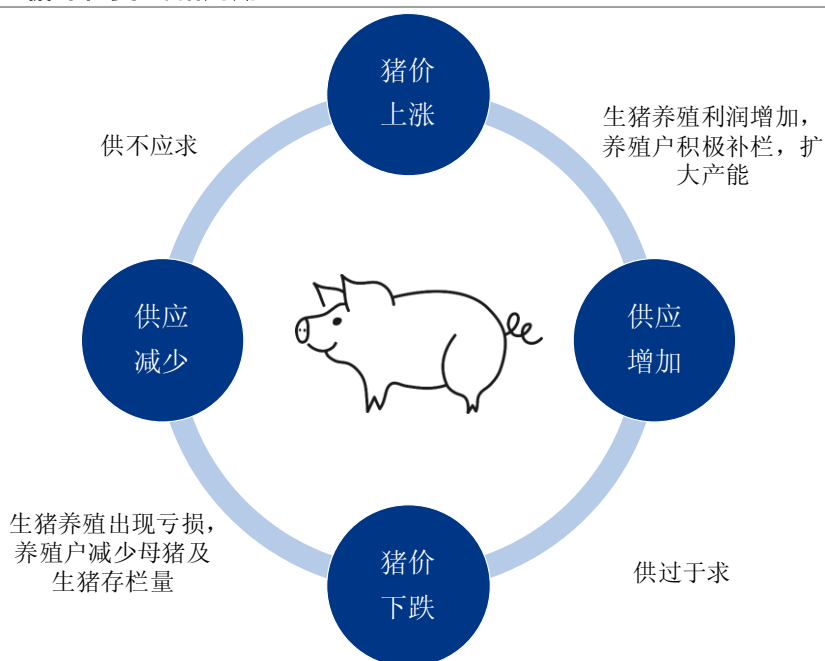
一、逃不开的“猪周期”

（一）什么是“猪周期”

猪周期是一种猪价周期性变化的经济现象，本质是猪肉供需不平衡带来价格的周期性波动。具体而言，当猪价上涨时，养殖户积极扩大产能，能繁母猪存栏量大增，生猪供给增加，市场供过于求，猪价下跌。当猪肉价格下跌到一定程度时，养殖户利润受损，开始收缩产能，大量淘汰能繁母猪，使得生猪供应减少，猪肉价格重回上涨。如此循环往复，形成了所谓的“猪周期”。这种价格的波动是市场经济规律在起作用，但是波动的幅度会对居民生活、农业生产者产生冲击，市场主体期待的是相对平稳而非大起大落的周期。

猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期历时 3~4 年。一般而言，母猪出生后经过 4 个月育肥后成为后备母猪，继续育肥 4 个月后成为能繁母猪并配种，能繁母猪妊娠 4 个月后分娩仔猪，仔猪保育、育肥 6 个月后成为出栏生猪，增加猪肉供应，猪的完整生产周期大约需要 18 个月左右的时间。由于养殖户并不进行种猪育种，一般通过外购二元母猪做后备。因此当猪价上涨时，养殖户补栏后备母猪，在 14 个月后形成生猪供给，因此一轮完整的猪周期大约需要 3~4 年。若直接补栏仔猪，则在 6 个月以后形成生猪供应。同时，猪的生产周期具有特定的自然生长规律，不以人的意志为转移，因此“猪周期”较为稳定，但波动幅度受到当期影响因素的影响。

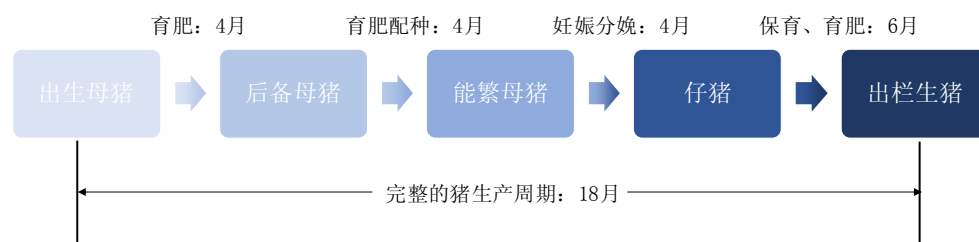
图表1：“循环往复”的猪周期



资料来源：粤开证券研究院



图表2：完整的猪生产周期一般为 18 个月



资料来源：粤开证券研究院

(二) 历史上的猪周期

自 2006 年以来，我国大致经历了四轮猪周期：

第一轮 (2006 年 6 月-2010 年 5 月)：猪蓝耳病疫情蔓延开启猪价上升周期。2006 年初猪肉价格持续处于低位，生猪养殖业面临亏损，大量养殖户退出生产。2006 年夏季猪蓝耳病爆发，并于 2007 年在全国范围内蔓延，延缓了补栏速度，生猪供应数量减少。相应地，猪肉价格从 2006 年 7 月开始企稳回升，2007 年全国 22 省市的猪肉平均价上升至 18.8 元/千克。在春节等短期因素作用下，猪价在 2008 年 3 月达到本轮高点 26.2 元/公斤，较最低点 6.8 元/公斤上涨 287.7%。随后养殖户开始补栏，猪肉价格进入下行通道。2008 年经济危机、2009 年甲型 H1N1 流感疫情爆发以及瘦肉精等食品安全事件使得消费者信心受挫，需求下降，加速猪肉价格下滑。2009 年年中国启动收储，叠加生猪产能去化完成，猪价完成止跌。

第二轮 (2010 年 6 月-2014 年 4 月)：典型内生动力推动的猪周期。本轮猪周期外部干扰因素较少，价格主要受到内生动力推动，是一次相对经典的猪周期。在上一轮周期的影响下，能繁母猪的存栏量自 2009 年初开始下降，对猪肉供给的影响在 2010 年年中开始显现，猪肉价格开始攀升。2010 年 8 月，能繁母猪存栏量降至周期内低点 5480 万头，猪价亦 13 个月后攀升至周期内高点 30.4 元/千克。随着猪价的上涨，养殖户纷纷增加生猪产能，猪肉价格又进入下行通道。2013 年 5 月，商务部等三部门为了提振市场信心，开启冷冻猪肉的收储工作，猪肉价格短期内有所反弹。但随着反腐工作深入以及打击“三公消费”，2014 年猪肉价格进一步下跌。

第三轮 (2014 年 5 月-2018 年 5 月)，环保禁养政策、疫病多发压制补栏动力。2014 年 4 月我国通过《环境保护法》，开始实施严格的环保禁养政策，并着力提升生猪养殖的规模化程度，导致大量散养户退出市场，生猪产能持续去化。2015 年上半年猪丹毒疫情爆发，进一步加剧了供应短缺。猪肉价格在 2016 年 4 月来到本轮高点 30.32 元/公斤，较最低点上涨 76.6%。与前两轮不同的是，此轮猪周期是受环保禁养和规模化的影响，尽管猪肉价格上涨，但补栏力度有限。同时规模化养提升了养殖效率，一方面提升了生猪的单体重量，另一方面使得能繁母猪可提供的仔猪数量上升，因此能繁母猪存栏持续下降、生猪存栏下滑至 2016 年下半年略有回升，生猪屠宰量未受到明显影响。猪肉价格自 2016 年 6 月开始下降，并于 2018 年 5 月来到本轮最低点 15.9 元/千克。

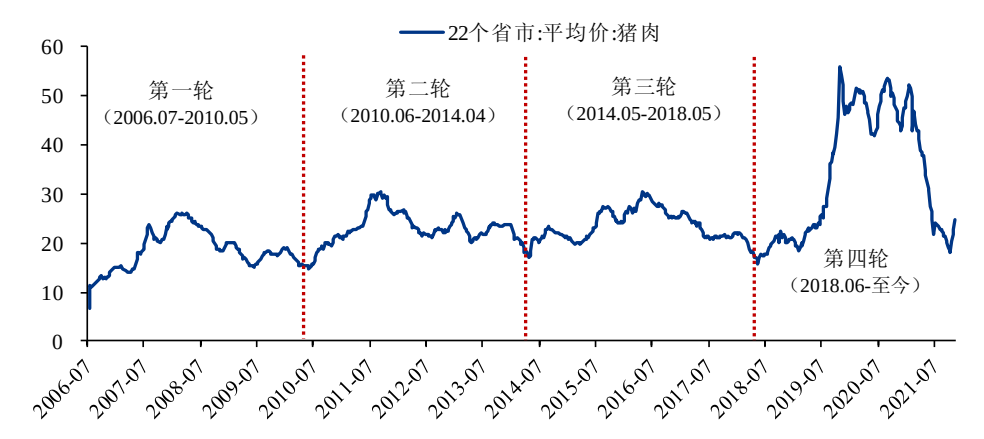
第四轮：(2018 年 6 月-至今)：非洲猪瘟蔓延引发的“超级猪周期”。2018 年年中，非洲猪瘟在全国开始蔓延，叠加环保限产、规模化养殖、猪周期内生向上动能的影响，猪肉价格快速上涨。2019 年 10 月，猪肉价格达到本轮最高点 56.0 元/千克，明显超出前三轮高点，较最低点上涨 253.2%。2020 年虽然新冠疫情对需求端形成一定的扰动，但猪肉价格仍然维持高位震荡，全年 22 省市猪肉平均价达到 47.9 元/千克，形成一波“超级



猪周期”。随着生猪产能逐渐恢复，猪肉价格迅速跌落，于 2021 年 10 月出现阶段性低点 18.2 元/千克。当前正处于第四轮猪周期的磨底阶段。

四轮猪周期均具有以下三个特征。一是每一轮完整的猪周期基本持续 3-4 年，其中下行时间略长于上行时间，原因在于猪肉价格下跌时只要未亏损，养殖户退出的意愿不强，因此存在较长的磨底期。二是重大疫病会加剧猪周期的波动幅度，诸如蓝耳病、猪丹毒、非洲猪瘟等，其中非洲猪瘟是本轮超级猪周期的重要推手之一。三是在每轮猪周期的顶部或底部，中央会进行冷冻猪肉投放或收储，对猪周期进行平抑。

图表3：2006 年以来四轮猪周期，目前正处于第四轮猪周期的磨底阶段



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：历次猪周期表现

轮次	开始时间	时长（月）	上行时长（月）	上升幅度	下行时长（月）	下降幅度
第一轮	2006.07-2010.05	47	19	287.7%	26	43.3%
第二轮	2010.06-2014.04	47	16	104.6%	31	43.5%
第三轮	2014.05-2018.05	49	24	76.6%	25	47.7%
第四轮	2018.06-至今	41（至今）	17	253.2%	-	-

资料来源：wind、粤开证券研究院

二、猪肉价格影响因素

猪周期主要受到供需的影响，总体来看需求端相对稳定，供给端的波动是造成猪价大涨大跌的关键。

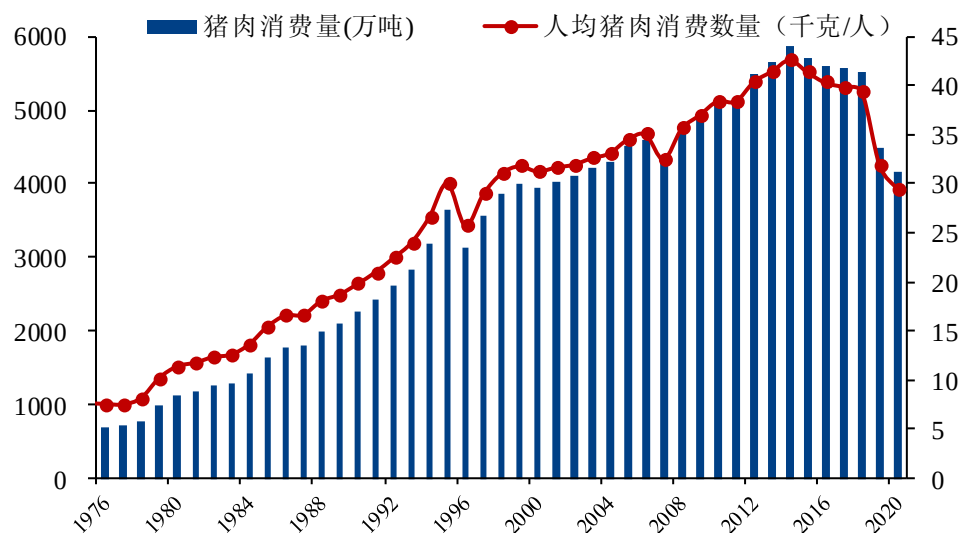
（一）需求端：整体保持稳定

我国是世界最大的猪肉消费国，猪肉消费量整体保持稳定，年消费量在 5500 万吨左右。从长期来看，猪肉消费需求主要受到居民收入水平、人口增长、饮食偏好等因素的影响，随着时间推移，各因素所起的作用不同。改革开放以后，受到经济快速发展、居民收入水平持续提高的推动，我国猪肉消费量从 779 万吨增长 2014 年的高点 5865 万吨，年均增速 5.8%，占到全世界猪肉消费总量的 53.1%。2014 年之后，猪肉消费对



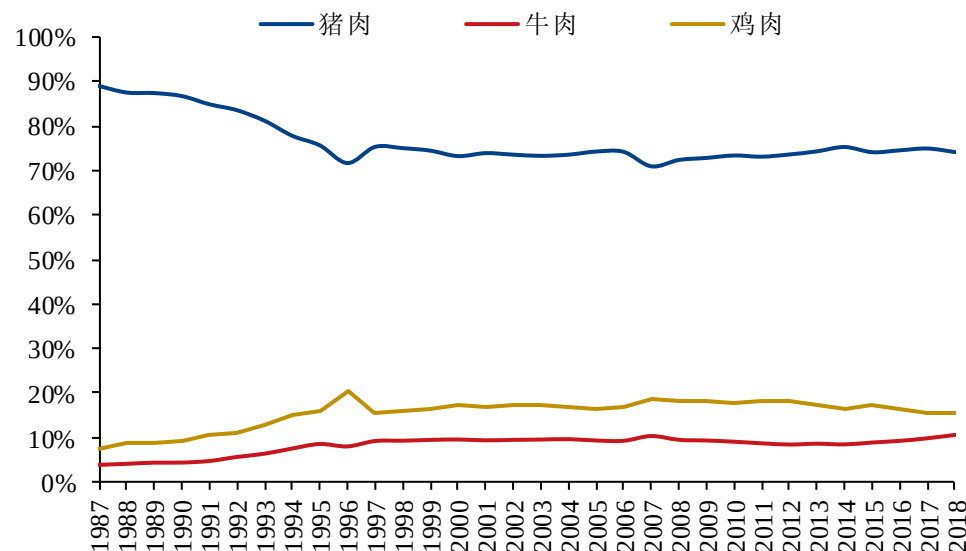
人均收入的敏感性降低，居民低脂健康饮食意识提升，猪肉消费量趋于稳定，年消费量维持在 5500 万吨左右，人均年消费量保持在 40 千克左右。从肉类消费结构来看，从上世纪 80 年代开始，猪肉在肉类消费中的占比逐渐下滑。当前猪肉占肉类总消费的比重基本稳定在 70% 左右，始终是肉类需求的主体。2019 年-2020 年消费总量有所下滑，主要是受到超级猪周期下猪肉价格暴涨的影响，同时 2020 年疫情期间局面餐饮聚会减少。

图表5：2014 年以后，我国猪肉消费量及人均消费量逐渐趋于稳定



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：我国猪肉在肉类消费中的占比维持在 70% 以上



资料来源：wind、粤开证券研究院



(二) 供给端：波动幅度较大

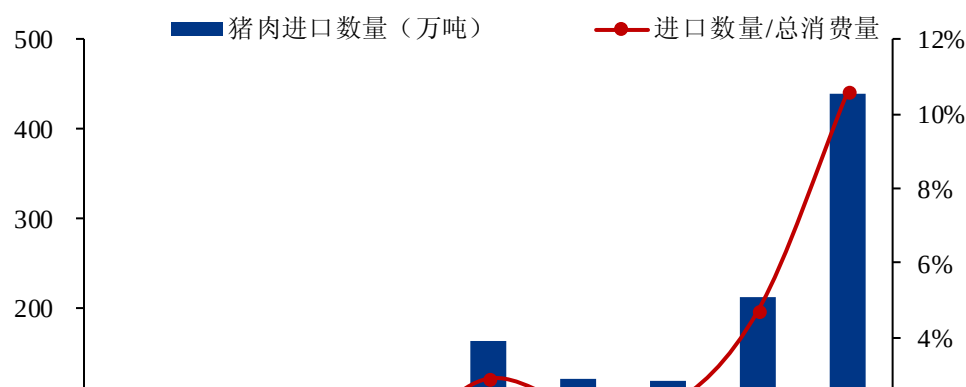
1、散户主导的生猪产能

我国猪肉市场的供给主要来自于国内，进口猪肉占消费量比重较低。我国猪肉消费基本可以实现自给自足，在 2018 年之前，进口猪肉占国内消费量的比重一直低于 3%。2019 年和 2020 年，受国内猪肉价格暴涨的影响，进口猪肉比重分别上升至 4.7% 和 10.6%。但进口猪肉不会成为国内供给的主要来源，一是进口猪肉只是国家用来调控国内猪肉价格的手段，大规模进口会对国内生猪养殖业造成冲击；二是我国食品安全标准比国外更为严格，例如在饲料及添加剂的管理上禁止使用抗生素、“瘦肉精”等。

国内生猪产能由散户主导，生产上具有无序性，容易造成猪肉价格大起大落。一直以来，我国生猪养殖业都呈现出散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。根据中国畜牧业年鉴，我国 50 头以下的养殖户从 2007 年的 8010 万户下降到 2019 年的 2145 万户，降幅达 73.2%。即使如此，截至 2019 年我国 50 头以下的养殖户占比仍然高达 94.3%，500 头以上的规模化养殖户占比仅有 0.7%。散户的疫病防治能力较差，同时在生产上“追涨杀跌”，进一步助涨了猪周期的形成。因此，加快建立现代化养猪业是避免生猪大起大落的前提。

近年来，我国推行了规模化养殖策略，鼓励各地新建、改扩建现代化规模化养殖场。生猪规模化养殖比重逐步提高，由 2010 年的 34.5% 提高到 2020 年的 57.1%，但与欧美发达国家 98% 以上的水平相比，仍有较大的差距。根据 2019 年 9 月国务院出台的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，生猪养殖规模化率到 2022 年达到 58% 左右，到 2025 年达到 65% 以上。

图表7：猪肉进口量占总消费比重较低



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_29932

