

首席宏评（第83期）

本轮猪周期为何与众不同？

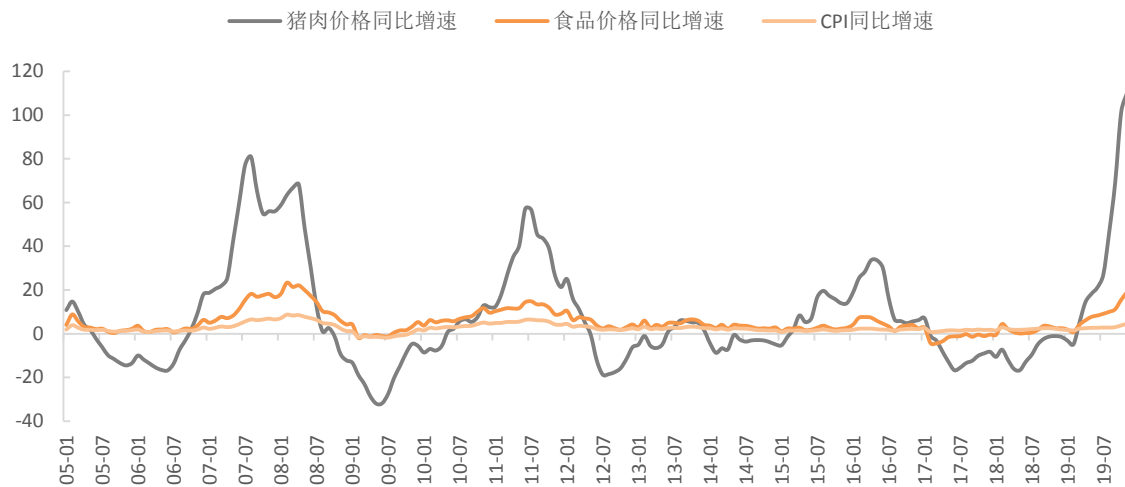
■ 核心摘要

- 1) 从 2005 年至 2017 年的三次完整猪周期来看，呈现出峰值不断下降、持续时间有所拉长的趋势性特征。导致猪周期震荡幅度下降、持续时间变长的一个重要原因，是国内养猪行业的集中度不断提高。
- 2) 供给侧收缩是本轮猪肉价格飙升的主要原因。外生性冲击主要有两个：一是非洲猪瘟的爆发与扩散；二是某些地方过度执行“一刀切”式环保政策，人为关闭养猪场与限制农户养猪。这两个冲击的叠加，才是导致生猪与能繁母猪存栏量同时剧烈收缩的根本原因。
- 3) 2019 年 12 月至 2020 年 3 月，春节因素与低基期因素可能导致猪肉价格处于高价平台期，而从 2020 年第二季度起，猪肉价格可能温和回落。考虑到新增供给与高基期效应，猪肉价格可能在 2020 年第三季度快速回落。
- 4) 中国 CPI 同比增速有望在 2020 年第一、二季度之间见顶，并在 2020 年第三季度快速下行。换言之，中国基准利率下行的空间将在 2020 年二三季度显著打开。这对股市与债市而言都意味着新的投资机遇。

2019 年 11 月，在宏观经济增速仍在下行的大背景下，中国 CPI 同比增速由 10 月的 3.8% 跳升至 4.5%。如图 1 所示，导致中国 CPI 增速逆势飙升的最主要因素是猪肉价格快速上升。2019 年 10 月与 11 月，猪肉价格同比增速分别达到 101.3% 与 110.2%，连续创出有月度数据以来的历史新高（之前的峰值是 2007 年 8 月的 80.9%）。

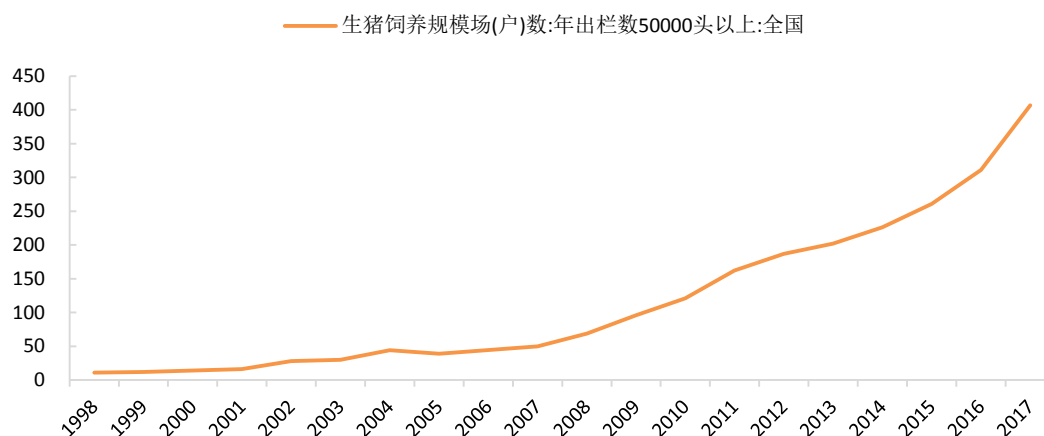
应该说，仅仅在半年之前，绝大多数分析人士都没有能够预见到，2019 年下半年猪肉价格居然能如此快速地攀升。事实上，如图 1 所示，从 2005 年至 2017 年的三次完整猪周期来看，呈现出峰值不断下降、持续时间有所拉长的趋势性特征。以至于在本次猪肉价格上涨之前，很多分析师都认为，分析猪周期的必要性已经下降，猪肉价格变化对 CPI 的影响已经持续弱化。而导致猪周期震荡幅度下降、持续时间变长的一个重要原因，是国内养猪行业的集中度不断提高。如图 2 所示，全国范围内年出栏数 5 万头以上的养猪场数量，已经由 1998 年的 11 家上升至 2017 年的 407 家。市场普遍认为，养猪的集中化程度的提高能够平抑猪肉价格的波动，从而弱化猪周期的影响。

图表1 本轮猪周期与此前三轮猪周期迥异(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

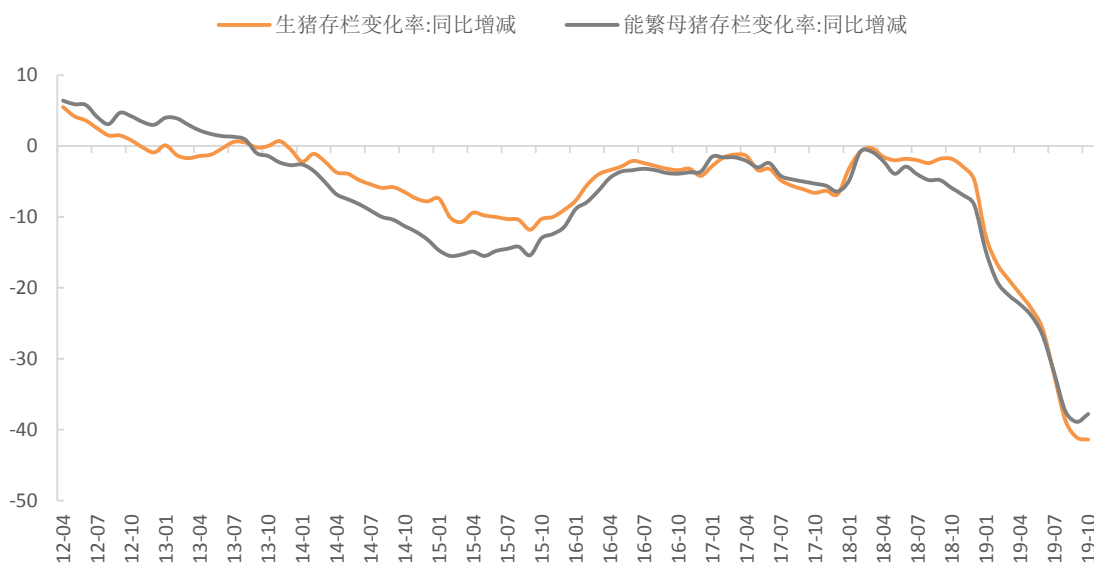
图表2 全国范围内大型养猪场数量不断上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

那么,为何本轮猪周期一举逆转了此前十余年猪周期的长期趋势呢?分析价格异动通常会从供给与需求的框架入手。不难看出,今年下半年猪肉价格的飙升与需求面关系不大,因为对于猪肉的需求不可能在短期内显著放大。如图3所示,供给侧收缩是本轮猪肉价格飙升的主要原因。从2018年第四季度开始,生猪存栏数同比增速猛烈下降,到2019年9月同比下降超过40%,这是前所未有的供给收缩。更重要的是,能繁母猪存栏数同比增速发生了与生猪存栏数同等剧烈的下降。这就说明,其一,这次的供给收缩不是养猪企业或农户自主制定的决策;其二,本次猪肉供给收缩持续的时间将会比较长,因为能繁母猪存栏数的恢复需要更长时间。

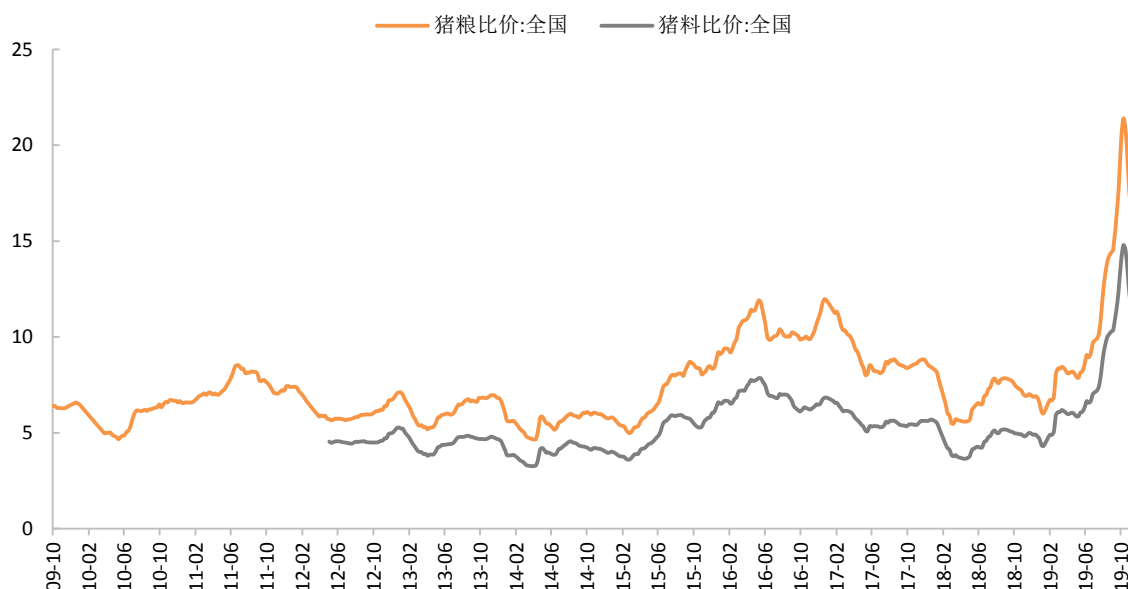
图表3 供给猛烈收缩是本轮猪肉价格飙升的主要原因(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

本次猪肉价格飙升与粮食价格、饲料价格的变动无关。在历史上,中国曾经发生过由粮食价格、饲料价格上升所引发的成本推动型猪肉价格上涨。然而如图 4 所示,当前中国国内猪粮比、猪料比均已达到历史性峰值,这意味着当前猪肉价格涨幅已经远远超过了粮食、饲料价格涨幅。例如,从长期来看,中国猪料比价的平衡点约在 5 倍左右,而截至 2019 年 10 月底的猪料比已经超过了 15 倍。

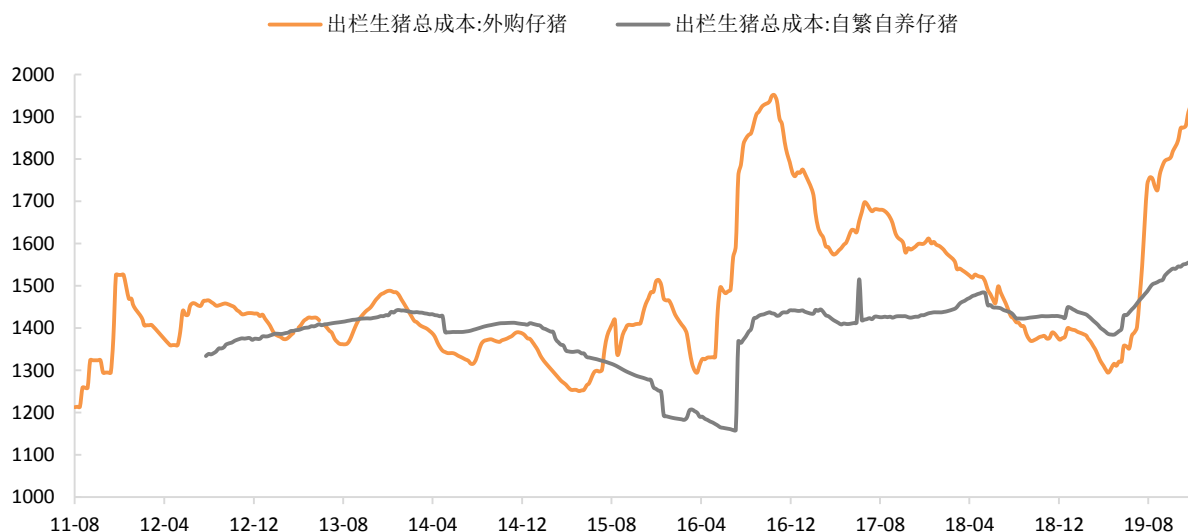
图表4 本次猪肉价格上涨与粮食价格、饲料价格无关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们也可以从另一个角度说明,成本上升绝非本次猪肉价格飙升的最重要原因。如图 5 所示,尽管从 2019 年 4 月至今,中国外购仔猪的出栏生猪总成本显著上升,但迄今为止出栏生猪总成本也仅仅与 2016 年 10 月下旬的水平持平。自繁自养仔猪的出栏生猪总成本也并未显著背离历史趋势。

图表5 外购仔猪价格上涨推动养猪成本上升（元/头，100kg）

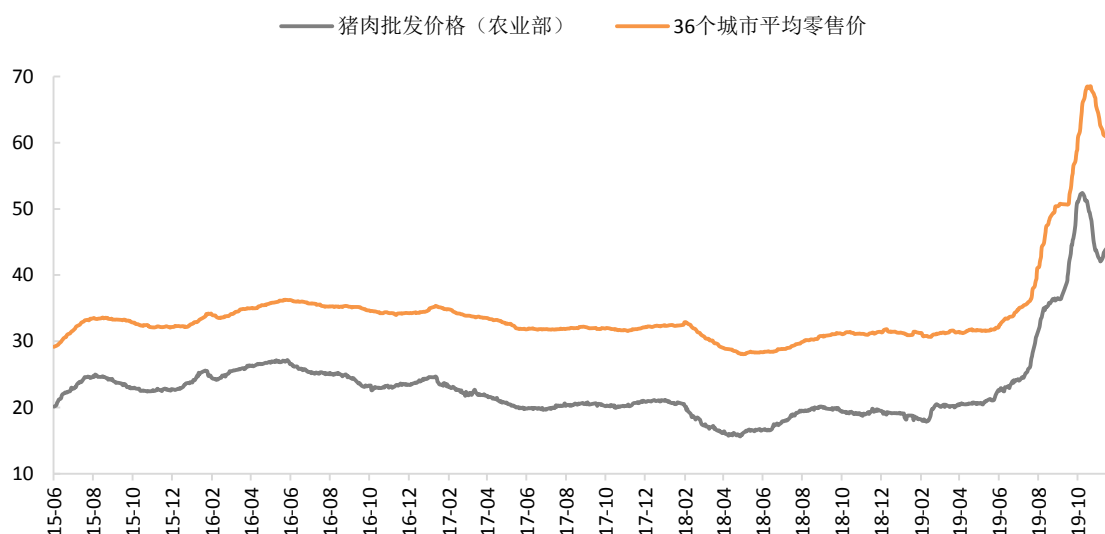


资料来源: Wind, 平安证券研究所

综上所述，本次猪肉价格飙升，原因一则不是来自需求面，二则不是来源于成本上升导致的养猪企业或农户的自发性供给收缩，而是来自养猪企业或农户不能控制的外生性冲击。截至目前来看，外生性冲击主要有两个：一是非洲猪瘟的爆发与扩散；二是某些地方过度执行“一刀切”式环保政策，人为关闭养猪场与限制农户养猪。这两个冲击的叠加，才是导致生猪与能繁母猪存栏量同时剧烈收缩的根本原因。

目前，中央政府与地方各级政府已经采取各种措施来稳定猪肉价格：第一，在各级部门高度重视与强力执行下，目前非洲猪瘟的扩散已经得到基本控制；第二，农业部与环境保护部已经开始大规模纠正过度执行的“一刀切”式环境保护政策；第三，政府已经开始动用官方冷冻猪肉储备来干预猪肉批发市场。在这些政策措施的作用下，如图6所示，从2019年11月中旬开始，全国猪肉批发价格与平均零售价格已经出现一定程度的回落。

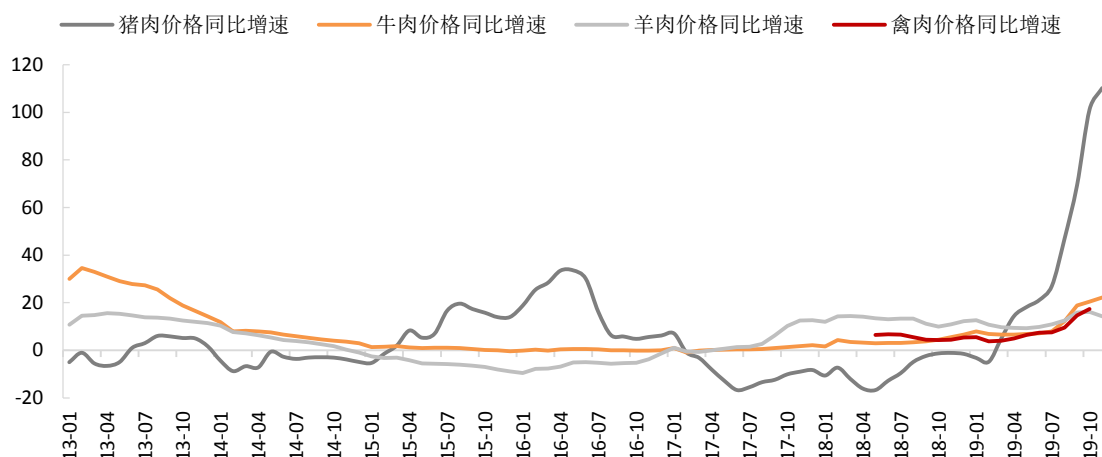
图表6 高频数据显示猪肉价格最近有所回落(元/kg)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

除上述官方政策调控外，另外两个因素也会抑制猪肉价格的进一步上涨：其一，如图 7 所示，随着猪肉价格越长越高，牛羊肉与禽肉对猪肉价格的替代作用已经开始显现。在过去的猪周期内，猪肉价格的上涨并未带动牛羊肉价格上涨。而在当前，猪肉价格上涨已经带动牛羊肉与禽类价格的温和上涨。这证明了替代作用的增强；其二，随着中美经贸谈判最近达成了第一阶段协议。如果没有新的不确定性的话，中国从美国的农产品进口（既包括猪肉，也包括大豆、玉米等潜在饲料）有望显著增加，这也有助于平抑国内猪肉价格的上涨。

图表7 猪肉消费与其他肉类消费的替代作用近期有所增强(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

当前距离 2020 年春季仅剩一个月时间。从传统上来看，春节前一个月是很多地区腌制猪肉制品的高峰期，对猪肉的需求将会出现季节性飙升。这意味着在供给紧缩情况下，需求上升可能带来额外的猪肉价格涨价压力。但目前中国官方对于抑制春节期间猪肉价格上涨高度重视，可能大规模动用冷冻猪肉储备进行干预。考虑到这一因素，我们认为，**2019 年 12 月至 2020 年 3 月**，春节因素与低基期因素可能导致猪肉价格处于高价平台期，而从 **2020 年第二季度起**，猪肉价格可能温和回落。考虑到新增供给与高基期效应，猪肉价格可能在 **2020 年第三季度快速回落**。

如果上述对猪肉价格走势的判断是正确的，那么中国 CPI 同比增速有望在 2020 年第一、二季度之间见顶，并在 2020 年第三季度快速下行。换言之，中国基准利率下行的空间将在 2020 年二三季度显著打开。这对股市与债市而言都意味着新的投资机遇。

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_8240

