

总量研究

新一轮猪周期有哪些“新变化”？

——《见微知著》第八篇

要点

引言：

自4月至7月中旬，生猪价格已经上涨92%。这一轮猪肉价格和相关股价的上涨行情，在市场的徘徊和犹豫中不断实现，不论是时点和幅度都超出多数人的预期。我们所理解的是，既要尊重猪周期存在的客观事实，又要留意本轮猪周期的特殊性。本篇文章，我们试着去寻找更多线索，去思考这一轮猪周期有哪些新变化？猪周期的下一步行情又将如何演绎？

核心观点：

新一轮猪周期已于今年4月开启，今年下半年到明年年初，预计猪价处在上行通道内，但上涨行情已步入中后期。预计三季度猪价将高位震荡，四季度迎来需求旺季，猪价存在进一步上涨的可能性，但鉴于生猪去产能进程暂停、以及政策天花板效应，预计猪价后续上涨空间将收窄至30%以内。

本轮猪周期开启源于行业深度亏损，实际供给收缩程度可能高于预期

本轮猪周期开启的原因与以往猪周期有明显差异。没有生猪疾病、环保政策等外部扰动，供给端收缩源于养殖户深度亏损后的产能去化，行业现金流受损幅度远高于过去几轮猪周期，可能会影响后续补栏意愿。

对于代表生猪产能的能繁母猪存栏，市场多以农业农村部公布的数据为准，计算得到本轮能繁母猪去化程度为8%，导致市场普遍认为本轮生猪产能去化程度较弱，猪周期可能延后开启，或者猪价反弹高度有限。但从实际价格表现来看，或许忽略了实际的生猪供应减少程度。一是，从饲料销量、其他渠道的存栏数据来看，指征的产能去化程度更高。二是，今年以来生猪出栏体重同比减少2%-6%，导致实际猪肉供给减少。

生猪去产能按下暂停键，但母猪补栏意愿依然偏弱

5月以来，农业农村部公布的能繁母猪存栏连续两个月回升，表明自去年7月开启的生猪产能去化进程已经暂停，对应着在明年1月之后生猪出栏将回升，猪价将步入下行周期。但从另一个维度观察，二元母猪价格上涨速度明显弱于仔猪和生猪价格，表明当前母猪补栏意愿偏弱，意味着本轮猪周期上行持续时间存在超预期的可能性。如果下半年母猪补栏节奏仍然较慢，可能会出现当猪价上涨至明年1月的高点后，在明年上半年内仍然维持在较高水平，猪价呈现出倒U型走势。

稳猪价政策提早介入，政策天花板可能约束猪价涨幅

本轮政策调控的目的，一方面在于降低猪价的波动性；另一方面，在于降低下半年CPI上行斜率，防止CPI同比持续处于3%以上的高位，以稳定通胀预期。目前来看，将猪价稳定在当前水平，能够保证四季度CPI同比回落至3%以下。但从实际情况看，四季度猪价仍存在上涨概率，若想保证四季度CPI同比低于9月高点，预计生猪价格的政策天花板为30元/公斤，超过这一水平后，国家将启动储备投放、稳定价格。

本轮市场抢跑明显，猪价上涨行情或已步入中后期

近期猪价上行斜率极快，现货价格持续高于期货价格，显示出市场挺价意愿较强。一方面，意味着实际的生猪产能去化程度可能高于预期，另一方面，意味着猪价可能会提前透支未来上涨空间。考虑到猪价短期内已不具备快速上涨动能，涨价行情步入中后期，预计生猪养殖板块后续股价涨幅将会放缓，何时见顶取决于后续能繁母猪补栏节奏，以及四季度需求旺季下的猪价表现。

风险提示：生猪产能持续修复；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@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国科技霸权：大国博弈的前沿阵地——《大国博弈》第二十六篇（2022-07-17）

财政收支矛盾仍大，下半年如何持续发力？——6月财政数据点评兼光大宏观周报（2022-07-16）

经济走过地点，V型反弹开启——2022年6月经济数据点评（2022-07-15）

美国6月通胀全面升温，加息预期迅速走高——2022年6月美国CPI数据点评（2022-07-14）

6月出口再超预期，但未来隐忧不减——2022年6月进出口数据点评（2022-07-13）

政策进实体跟，宽信用进行时——2022年6月金融数据点评（2022-07-11）

油价展望：俄乌冲突与美国运动式减碳——《大国博弈》第二十五篇（2022-07-07）

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022年6月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

房地产投资有哪些新变化？——光大宏观周报（2022-07-03）

疫后复苏形势向好，PMI重回扩张区间——2022年6月PMI数据点评（2022-06-30）

LPR下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

盈利边际改善，结构分化缓解——2022年5月工业企业盈利数据点评（2022-06-27）

目 录

一、	本轮猪周期开启源于行业深度亏损，实际供给收缩程度可能高于预期.....	3
二、	生猪去产能按下暂停键，但母猪补栏意愿依然偏弱	5
三、	稳猪价政策提早介入，政策天花板可能约束猪价涨幅	6
四、	本轮市场抢跑明显，猪价上涨行情或已步入中后期	9
五、	风险提示.....	10

图目录

图 1:	2022 年 4 月，新一轮猪周期开启.....	3
图 2:	从能繁母猪领先规律看，今年 5 月后生猪供应减少，带动猪价持续上涨	3
图 3:	2020 年，我国生猪养殖规模化率达到 57.1%	3
图 4:	随着规模化养殖推进，美国猪价波动减弱，但猪周期仍然存在	3
图 5:	2020 年猪价快速下跌导致行业亏损幅度高于往年	4
图 6:	从能繁母猪领先规律来看，今年 5 月到明年 1 月，生猪供给将持续回落	4
图 7:	头部上市公司的能繁母猪存栏去化程度较大	5
图 8:	每轮猪周期开启前，均有猪价的二次探底.....	5
图 9:	二元母猪涨价幅度明显弱于仔猪和生猪.....	6
图 10:	2020 年以来生猪养殖成本明显高于往年水平	6
图 11:	今年 3-6 月政策密集收储，托底猪价	7
图 12:	今年国家发改委对猪价态度从防止猪价过度下跌，转变为防范猪价过快上涨	7
图 13:	今年 6-7 月生猪日度屠宰量持续回落，可能与需求减弱、压栏惜售有关.....	8
图 14:	从生猪定点屠宰量看，每年 6-9 月为需求淡季，四季度需求回升.....	8
图 15:	猪价的三种情形下 CPI 同比走势推演.....	9
图 16:	7 月以来，生猪现货价格持续高于期货价格.....	10
图 17:	生猪养殖板块已进入第二轮上涨行情	10

一、本轮猪周期开启源于行业深度亏损，实际供给收缩程度可能高于预期

今年 4 月起，随着猪价筑底回升，新一轮猪周期正式开启。如果以猪价趋势性下行结束作为每一轮猪周期的起点，自 2006 年 7 月至 2022 年 3 月，正好经历四轮猪周期，长度分别为 45 个月、47 个月、48 个月、51 个月，猪价波动基本遵循四年一轮的周期性规律。自 2022 年 4 月起，在政策密集收储、疫情催生囤货需求、叠加物流运输不畅等因素影响下，猪价结束年初以来的持续下行态势，开始筑底回升。随着 5 月后前期生猪产能去化的逐步兑现，生猪存栏开始回落，带动猪价持续上涨。

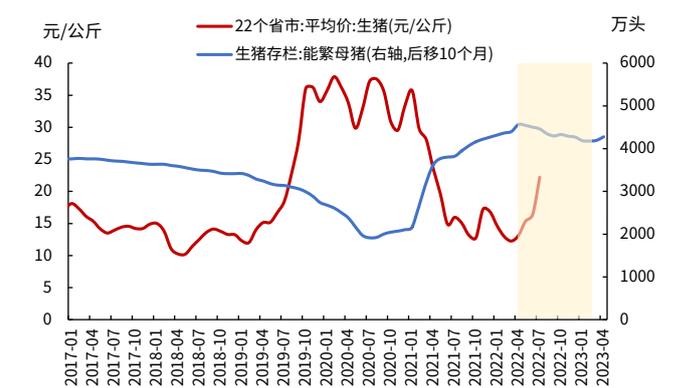
部分观点认为，生猪规模化养殖可能会消除猪周期，因此年初以来有人对于本轮猪周期是否开启，仍然持怀疑的观点，资本市场参与者对此也存在徘徊和犹豫。但是我们认为，中期维度内猪周期的波动仍然存在，这一点从美国生猪价格变动可以看出。中国农业农村部数据显示，2020 年我国生猪养殖规模化率达到 57.1%，相对于欧美国家仍属于较低水平。从美国猪价历史变动情况看，即便是 1990 年之后美国生猪养殖规模化率提高至 70% 以上，其猪价仍然遵循 3-4 年的周期性波动，只是波动率在逐步降低。

图 1：2022 年 4 月，新一轮猪周期开启



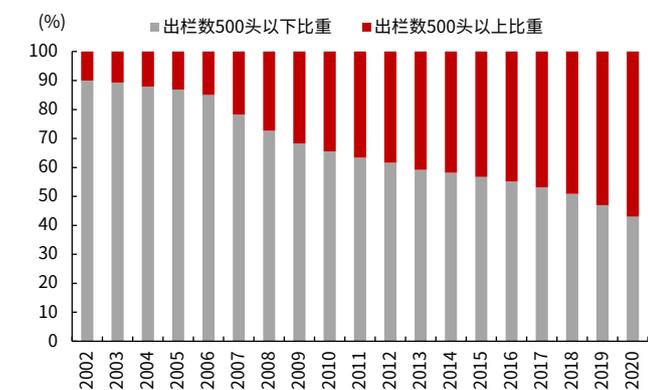
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 7 月 15 日

图 2：从能繁母猪领先规律看，今年 5 月后生猪供应减少，带动猪价持续上涨



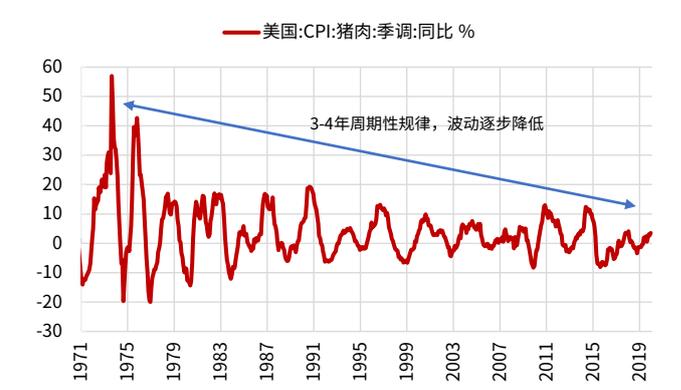
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 7 月 15 日

图 3：2020 年，我国生猪养殖规模化率达到 57.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：随着规模化养殖推进，美国猪价波动减弱，但猪周期仍然存在



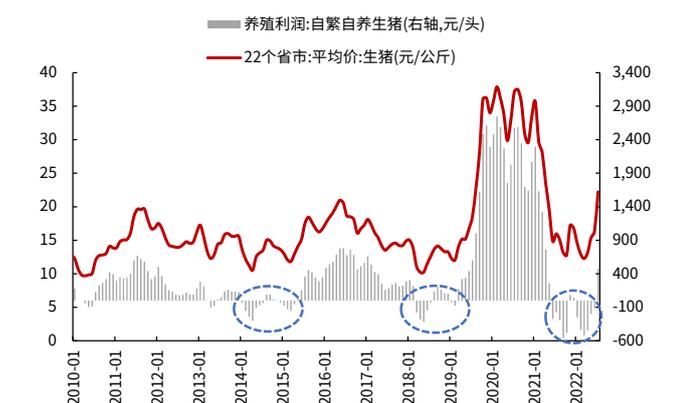
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2019 年 12 月

本轮猪周期开启的原因与以往猪周期有明显差异。从周期性角度来看，猪肉需求相对稳定，猪价波动主要受供给扰动。2006年、2010年、2014年、2018年猪周期的顺利开启，均伴随着猪病蔓延、环保政策等外部催化，导致生猪产能被动缩减。例如，2006年，高致病性猪蓝耳病多发；2010年，夏季猪瘟、猪蓝耳病多发，2011年，口蹄疫、仔猪腹泻多发；2014年，秋冬季各地出现A型口蹄疫疫情，2015年，环保禁养限制生猪产能；2018年8月，非洲猪瘟大面积蔓延推动超级猪周期的诞生。

而本轮猪周期开启，没有生猪疾病、环保政策等外部扰动，供给端收缩源于养殖户深度亏损后的产能去化，行业现金流受损幅度远高于过去几轮猪周期，将影响后续补栏意愿。自2021年6月至2022年6月，自繁自养母猪的养殖利润处在亏损期，养殖利润平均亏损279元/头，高于2014、2018年两轮周期下的平均亏损74元/头、27元/头（分别取2014年1月-2015年4月、2018年3月-2019年2月的各月养殖利润均值）。

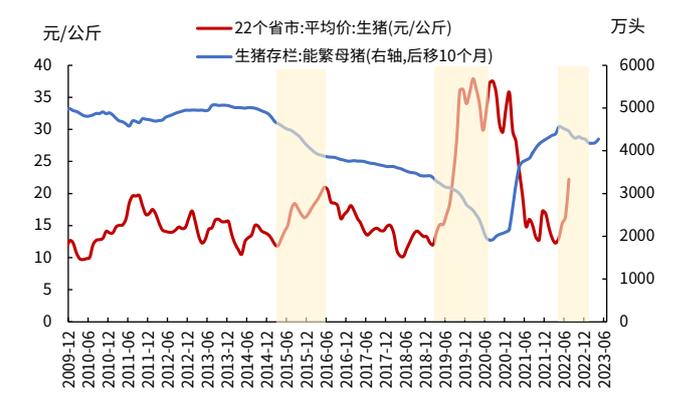
尤其是散户经历大规模扩产后，由于价格快速回落，陷入大幅亏损，其恢复养殖的信心需要重建。这也意味着，和以往猪周期不同，即便是猪价已经拐头向上，养殖户现金流恢复仍需要一定时间，其再度扩产的意愿会更加谨慎。

图5：2020年猪价快速下跌导致行业亏损幅度高于往年



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为2022年7月15日

图6：从能繁母猪领先规律来看，今年5月到明年1月，生猪供给将持续回落



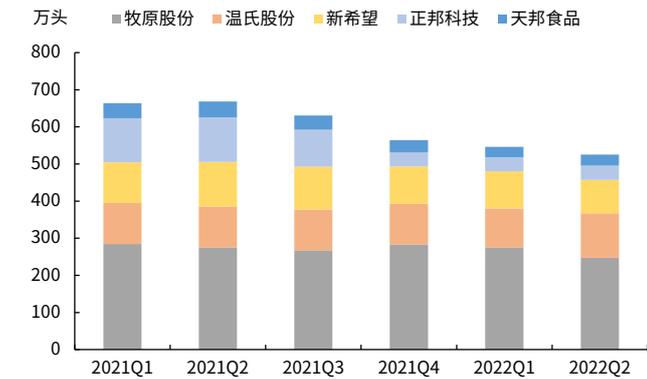
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为2022年7月15日

对于生猪产能的刻画，核心观测指标是能繁母猪存栏（对应10个月后的生猪出栏情况），目前市场多以农业农村部公布的数据为准。根据2021年7月到今年4月能繁母猪存栏量计算，本轮生猪去化程度约为8%，这也导致市场前期普遍认为本轮生猪产能去化程度弱于以往几轮猪周期（一般为15%以上），认为猪周期开启市场可能会延后至2023年，或者认为猪价的反弹高度有限。我们此前的报告也曾指出，二季度将确认新一轮猪周期的起点，但是下半年反弹高度相对温和。（详见2022年3月24日外发报告《新一轮猪周期的起点何时出现？——〈见微知著〉第五篇》。）

但是经过4月以来猪价在需求淡季的持续反弹，我们充分感受到了这一轮猪价上涨的力量，6月末22个省市生猪价格已经较3月末反弹超65%，明显高于市场预期。即便不考虑近期压栏惜售的情况，5月末，22个省市生猪价格也已经较3月末反弹近30%，不论是涨幅还是猪周期开启的时点，都超出年初市场预期。如果认可市场是理性的，我们或许要考虑一下是否真实的产能去化程度要高于8%。

从饲料销量、其他渠道的存栏数据来看，指征的产能去化程度确实更高。饲料工业协会数据显示，今年一季度，全国母猪饲料销量累计下降 22.3%；截至 5 月，畜牧业协会定点监测的规模种猪场二元能繁母猪存栏量同比降幅达 19%。截至今年二季度末，五家上市公司能繁母猪存栏同比去化程度达到 21%，其中牧原股份、新希望、正邦科技、天邦食品披露的能繁母猪存栏量较 2021 年高点分别减少 13%、25%、68%、25%，温氏股份则较 2021 年同期增加 9% 存栏量。

图 7：头部上市公司的能繁母猪存栏去化程度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：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 7 月 2 日

此外，生猪出栏体重的下降，也导致实际猪肉供给减少。我们以 16 省份的白条猪肉宰后均重作为观测出栏体重的指标。今年一季度，猪肉的宰后均重持续回落，4 月中旬较去年同期已经减少 6%，此后随着猪价上涨，二次育肥现象增多，出栏体重开始增长，但至今年 7 月初，猪肉的宰后均重仍较去年同期减少 2%。

二、生猪去产能按下暂停键，但母猪补栏意愿依然偏弱

5 月以来，农业农村部公布的能繁母猪存栏已经连续两个月回升，市场再次担忧本轮猪价上涨的持续性和高度。7 月 15 日，6 月能繁母猪存栏公布，环比增长 2%，明显高于上月的环比 0.4%，当日生猪期货价格大幅回落 5%。能繁母猪存栏连续两个月回升，表明自去年 7 月开启的生猪产能去化进程已经暂停，今年 4 月之后能繁母猪存栏回升，对应着明年 1 月之后生猪出栏将回升，猪价将步入下行周期。

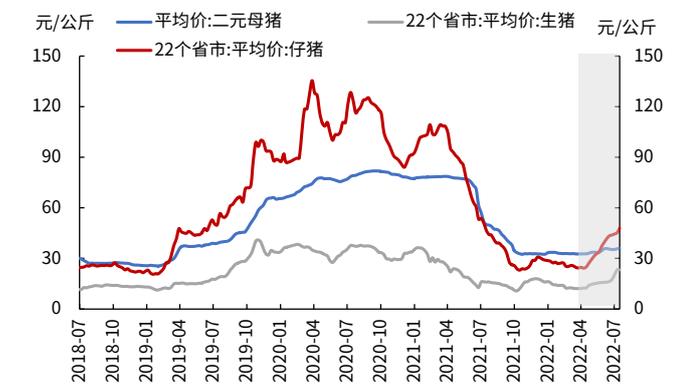
但从另一个维度观察，即二元母猪价格上涨速度较慢，表明当前母猪补栏意愿偏弱，意味着本轮猪周期上行持续时间存在超预期的可能性。如果下半年母猪补栏节奏仍然较慢，可能会出现当猪价上涨至明年 1 月的高点后，在上半年内仍然维持在较高水平，使得猪价呈现出倒 U 型走势。

目前来看，由于猪价已经步入上行周期，生猪产能回补是正常现象。但如果观察二元母猪价格，其涨幅远低于同期仔猪和生猪价格，显示出实际的补栏意愿仍然较弱。这也反映出市场对未来猪价上涨的持续性和高度有较大的不确定性，优先选择产出较快的仔猪作为补栏方式。

一般而言，从仔猪到商品猪出栏需要 5-6 个月，假设从今年 7 月开始补充仔猪，对应在今年 12 月到明年 1 月出栏，正好处于消费旺季和猪价高点。而如

果是选择在今年 7 月补充母猪，那么到明年 5 月商品猪开始出栏，这时猪价可能已经出现下跌（从生猪期货价格和市场预期来看，普遍预计明年 1 月后猪价见顶回落），因此除非看到猪价持续大幅上涨，否则养殖户通过能繁母猪补栏的意愿难有明显改善。同时，受饲料价格上涨等因素影响，截至今年 5 月，生猪的养殖成本接近 18 元/公斤，而 2011 年至 2020 年间一般在 15 元/公斤左右，较高的养殖成本不仅会影响其盈利水平，也会增加养殖户的决策成本。

图 9：二元母猪涨价幅度明显弱于仔猪和生猪



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至日期为 2022 年 7 月 15 日

图 10：2020 年以来生猪养殖成本明显高于往年水平



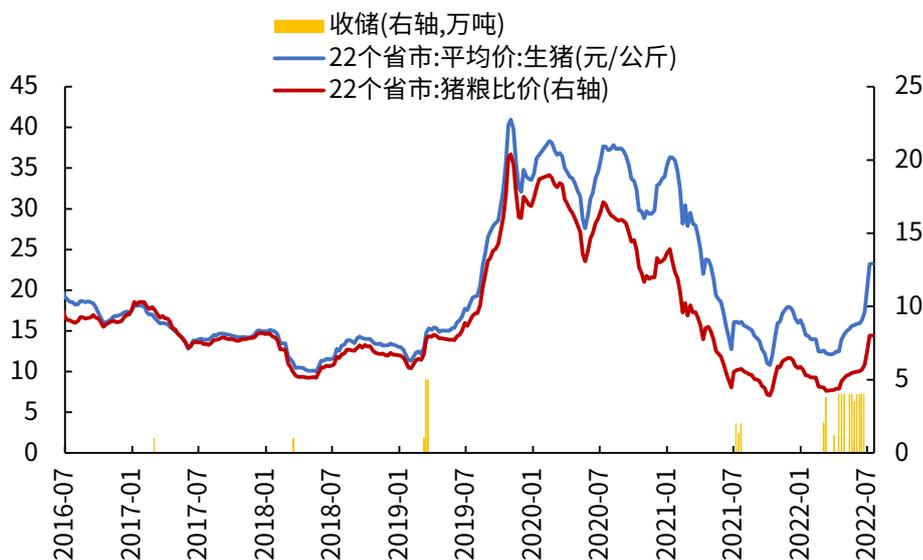
资料来源：中华人民共和国农业农村部-全国重点农产品市场信息平台，光大证券研究所

三、稳猪价政策提早介入，政策天花板可能约束猪价涨幅

相较于以往猪周期，本轮政策调控较早介入，不断引导市场预期。为防止猪价过度下跌，自今年 3 月 3 日至 6 月 22 日，我国共展开 13 批中央储备冻猪肉收储，推动猪粮比价回升至 6:1 上方，但同时也引发市场的看涨预期。随着 6 月末以来猪价快速上涨，国家发改委接连发文，稳定猪价。

7 月 4 日，国家发改委召开生猪市场保供稳价专题会议，提出近期国内生猪价格过快上涨，重要原因是市场存在非理性的压栏惜售和二次育肥等现象，短期内加剧了市场惜售情绪。目前生猪产能总体合理充裕，加之消费不旺，生猪价格不具备持续大幅上涨的基础。要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨。

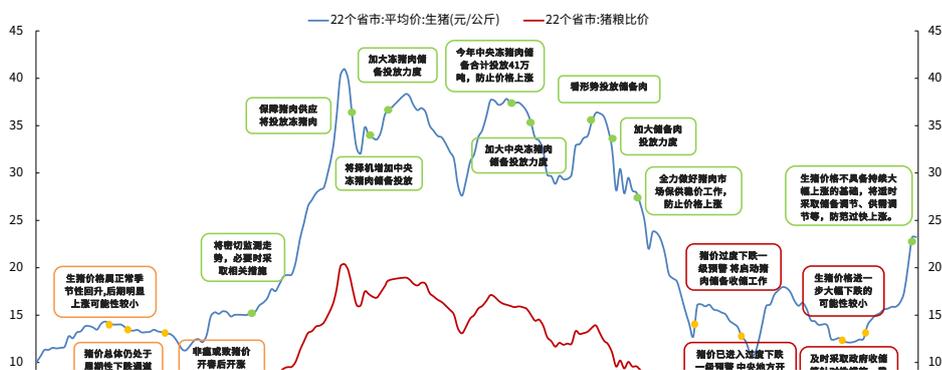
图 11: 今年 3-6 月政策密集收储, 托底猪价



资料来源: Wind, 光大证券研究所
注: 数据截至日期为 2022 年 7 月 15 日。

从历史经验来看, 政策调控对供给影响有限, 并不能够改变行业整体变化趋势, 只能影响短期的价格波动。

图 12: 今年国家发改委对猪价态度从防止猪价过度下跌, 转变为防范猪价过快上涨



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_44234

