



任泽平：猪周期的逻辑与展望



意见领袖 | 任泽平团队

2021 年 11 月至今，猪价进入 “W” 筑底阶段，边际企稳。2022 年 4 月为第二次筑底，22 省市猪肉均价从 4 月低点 18.92 元/千克涨到 7 月 1 日 24.21 元/千克，涨幅 28.0%。生猪期货价格亦从 4 月底 16080 元/吨涨至 7 月 4 日 22755 元/吨，涨幅 41.5%。

我们判断，从 3-4 年一轮的猪周期看，2022 年 4 月猪周期二次筑底，当前或已进入新一轮猪周期的筑底上行期，这与产能去化时间规律相印证。预计未来价格温和上涨，但不具备快速大幅上行的条件，主因产能去化程度不深、且处于历史相对高位，叠加保供稳价措施出台，未来涨幅取决于产能去化程度。

今年初我们重点推荐猪周期，逐步被市场验证，明显跑赢大势。

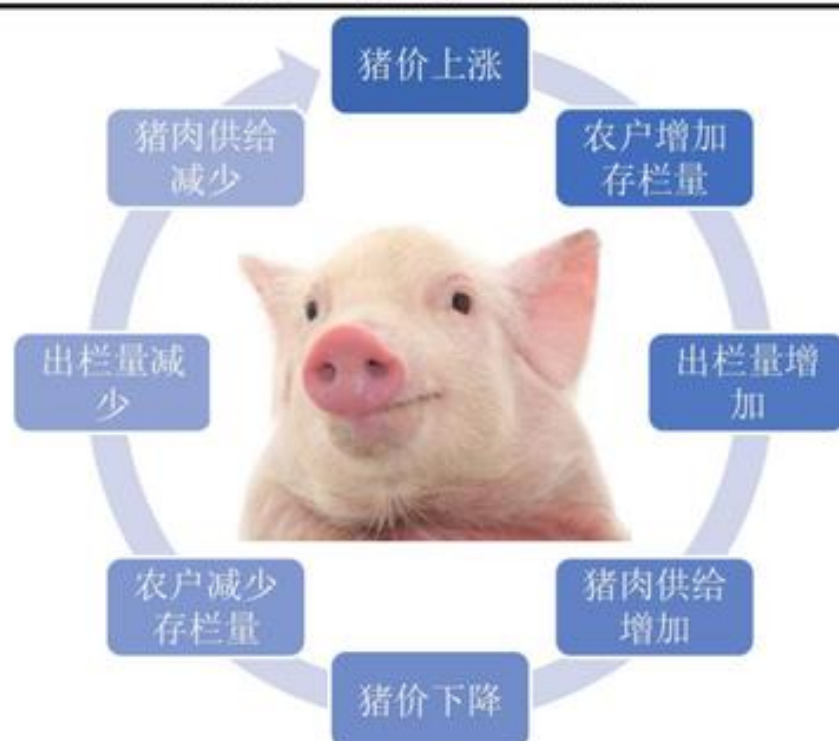


1 猪周期的逻辑

1.1 猪周期的产生

猪周期是生猪生产和猪肉销售过程中的价格周期性波动现象。具体而言，猪肉价格上涨时，养殖户会扩大产能，增加能繁母猪，推动生猪存栏量上升，育肥成熟后生猪出栏量增加，猪肉供给增加，价格下降。养殖户观察到猪肉价格下降，减少产能，淘汰能繁母猪，生猪存栏量和出栏量下降，猪肉供给减少，猪肉价格重新回升，周而复始。

图表：“猪周期”传导机制



资料来源：泽平宏观

猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期历时 3-4 年，同时在一年的之内受节假日和气候影响呈现出小周期波动。能繁母猪代表产能，生猪存栏代表库存，扩大生猪供应先要扩大产能。从猪仔成为后备母猪需 7 个月达到

可繁殖状态，1 头母猪生产一胎需要 5 个月左右（妊娠期 114 天、哺乳期 20 天、空怀期 14 天），母猪产仔再经过 1-2 个月的保育期和 5-6 个月的育肥期，生猪可出栏。从补栏母猪到增加猪肉供应需 18 个月左右，因此一轮猪周期约 3-4 年时间。可根据当月生猪存栏量推断未来半年的生猪供给。

猪周期的本质是供需关系，需求端总体稳定，关键在供给端。我国以散户养殖为主体的环境放大了价格的波动性。

需求端，长期受居民收入水平、人口增长和消费结构影响，短期受季节性饮食习惯、流行疫病、食品安全和消费替代效应等影响。近年全国居民猪肉年均消费量基本稳定，疫情期间有所下滑。

供给端，主要是生猪养殖呈周期性波动，此外，政策干预（环保、财政补贴、收储投放制度）、天灾疫病等因素放大供给波动。

我国的养殖业以农户散养为主，生产者同质程度较高，行业集中度低，单个生产者对市场价格的影响力较弱，更容易“追涨杀跌”，且防疫技术、资金不足，更容易大起大落，猪肉价格呈现出较为明显的蛛网周期的特征。

近年来，我国推行了规模化养殖策略，鼓励养殖厂扩大产能，同时不断缩小普通养殖户的规模，但我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局尚未改变。规模化养殖相对于散养户存在规模效应，且管理、技术和资金等更具优势，有利于增强市场的稳定性，减少散户养殖的盲目性。散户养殖随着城镇化进程加快、老龄化率提高、资金和技术匮乏等将逐步

萎缩。据农业部数据，2020 年生猪养殖规模化率达 57%；国务院办公厅 2019 年 9 月印发的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，2022 年和 2025 年，生猪产业转型升级取得重要进展、产业素质明显提升，养殖规模化率分别达到 58%左右和 65%以上。

生猪养殖处于产业链中游，上游主要有种植业、饲料、兽药疫苗等，下游主要是屠宰场和肉制品加工厂等，产业链总产值超过 3 万亿元，其中养殖业产值达万亿以上。当前生猪养殖主要分为两种模式，即“自繁自养”，典型如牧原股份；另一种是“公司+农户”，公司提供仔猪、饲料、疫苗兽药及技术人员支持，待生猪长到出栏体重后由公司负责回收销售并给农户支付代养费，如温氏股份、新希望等。

1.2 猪肉价格波动与 CPI 高度相关

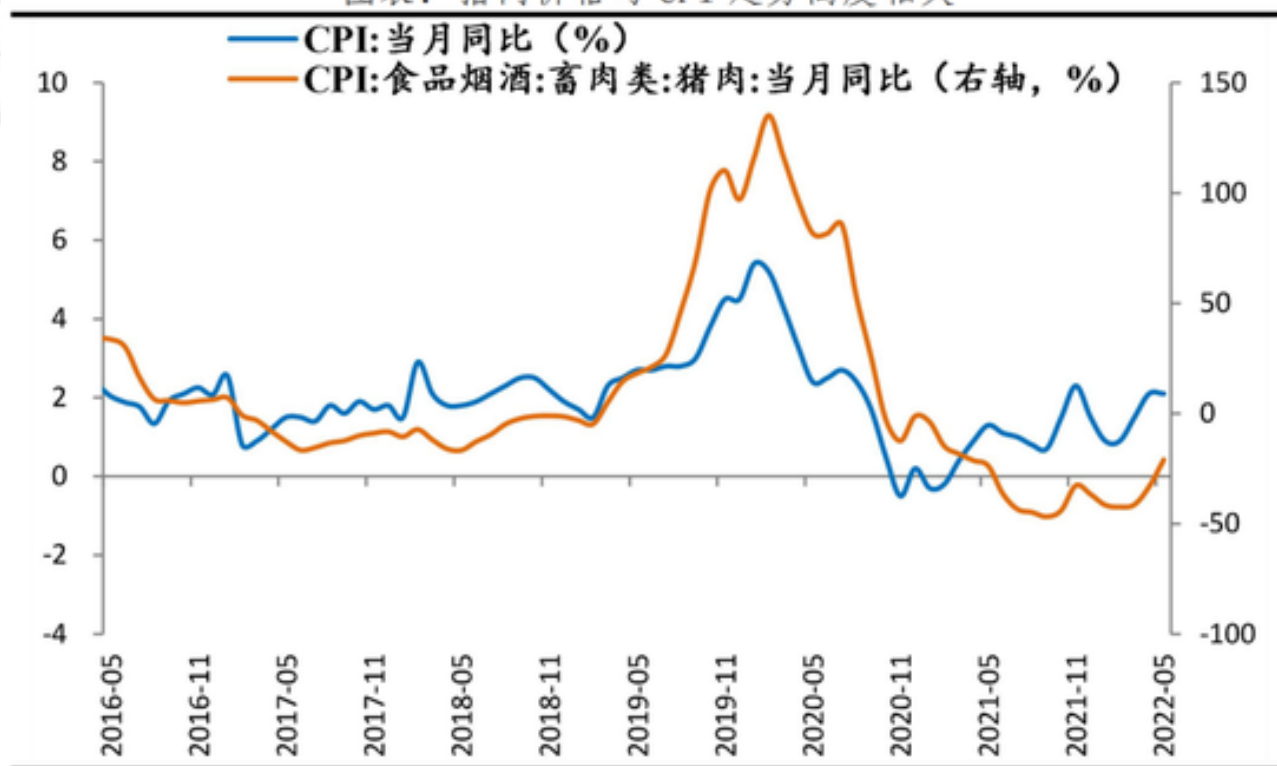
从历史数据看，我国猪肉价格波动和 CPI 波动高度相关，是考察和预测 CPI 波动的关键指标。2008 年至今，猪肉价格和 CPI 指数的相关系数达到 0.8 以上，远高于 CPI 篮子中的其他商品。

猪肉价格走势和 CPI 高度相关主要源于猪肉在 CPI 篮子中占比较高。目前猪肉在 CPI 篮子中的比重约为 2%，考虑到食品类商品在 CPI 篮子中总比重约为 30%，且 CPI 篮子中商品种类众多，猪肉作为单一商品的比重是很大的。此外，CPI 篮子中的部分商品如服装、家用器具等商品价格一般比较稳定，周期性不如猪肉价格强；另一些商品如房屋租赁费用价格的波动周期长于猪肉价格变动周期，这使得猪肉价格的周期性变动在 CPI 中

体现得较为明显，成为影响 CPI 的重要变量。

2022 年 5 月猪价同比-21.1%，对 CPI 拖累在逐步减弱，影响 CPI0.34 个百分点。剔除猪价后，CPI 同比 2.9%。

图表：猪肉价格与 CPI 走势高度相关

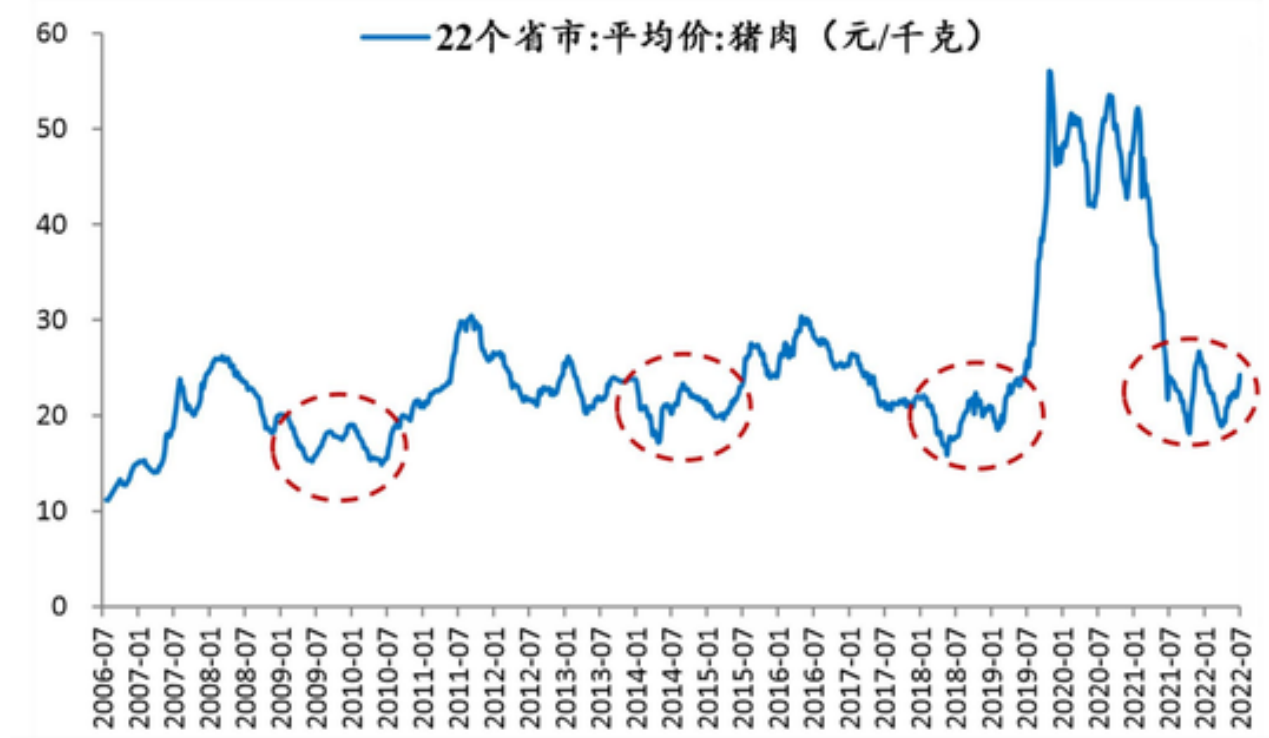


资料来源: Wind, 泽平宏观

1.3 2006 年以来的四轮猪周期回顾

2006 年以来，我国大致经历了四轮“猪周期”，主要有以下特点：一是每轮猪周期基本上在 3-4 年，下行时间略长于上行时间，主因下行阶段利润虽有下行，但只要未亏损，养殖户退出的意愿不强；二是每轮猪周期均伴随疫病助推；三是规模化和技术进步导致需要的能繁母猪和生猪存栏量下降，因此新一轮猪周期产能恢复后对应的存栏量将低于前期。

2006 年以来四轮猪周期，当前是第五轮猪周期开始阶段



资料来源: Wind, 泽平宏观

第一轮“猪周期”是2006年中-2010年5月，历时4年，其中上行周期2年，涨幅132.6%，下行周期2年。2006年初猪肉价格持续处于低位，致使养猪业处于亏损状态。部分养殖户亏损严重，永久退出，大量母猪被淘汰。2006年全国能繁母猪的存栏量下降3.6%，生猪存栏量同比下降2.6%。在大规模的产能出清后，生猪数量开始逐渐传导至猪肉供给端。2007年，高致病性猪蓝耳病在全国范围内爆发，延缓了补栏速度。因此，猪肉价格从2006年中开始企稳回升，2007年全国22个省市的猪肉平均价格为18.8元/千克，较上年上涨41%；加之春节等短期因素作用，2008年3月猪肉价格达到25.9元/千克的高点。此后，猪肉价格开始进入下行通道。2009年甲型H1N1（猪流感）爆发，2010年出现瘦肉精和注水猪肉等食品安全事件，公众的消费信心受挫，需求阶段性下降，对猪肉价格

形成进一步压制。2010 年 6 月，全国 22 个省市猪肉平均价跌至 15.5 元/千克的低点。

第二轮“猪周期”是 2010 年 6 月-2014 年 4 月，历时约 4 年，其中 2010 年 6 月-2011 年 9 月为上行周期，历时 15 个月，涨幅 98%，2011 年 9 月-2014 年 5 月为下行周期，历时 32 个月。这个周期是相对经典的猪周期，价格主要受到猪周期内生动力推动，外部干扰因素较少。在前一个周期的影响下，能繁母猪的存栏量自 2009 年起开始下跌，进入 2010 年，对猪肉供给的影响开始逐步显现，猪肉价格开始攀升。2010 年 8 月，能繁母猪存栏量降至 4580 万头，为周期内低点。13 个月后，猪肉价格迎来周期内高点，2011 年 9 月，猪肉价格攀升至 30.4 元/千克。随着猪肉价格的高涨，养殖户纷纷增加能繁母猪存量，猪肉价格又一次进入下行通道，并一直持续到 2013 年上半年。为了稳定猪肉价格，2013 年 5 月，商务部等三部委联合开启冻猪肉收储工作，提振了市场信心，短期价格有所恢复。2014 年猪肉价格再次下行。

第三轮周期是 2014 年 5 月至 2018 年 5 月，历时 4 年，其中 2014

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_43585

