



连平：新一轮猪周期及其对CPI的影响

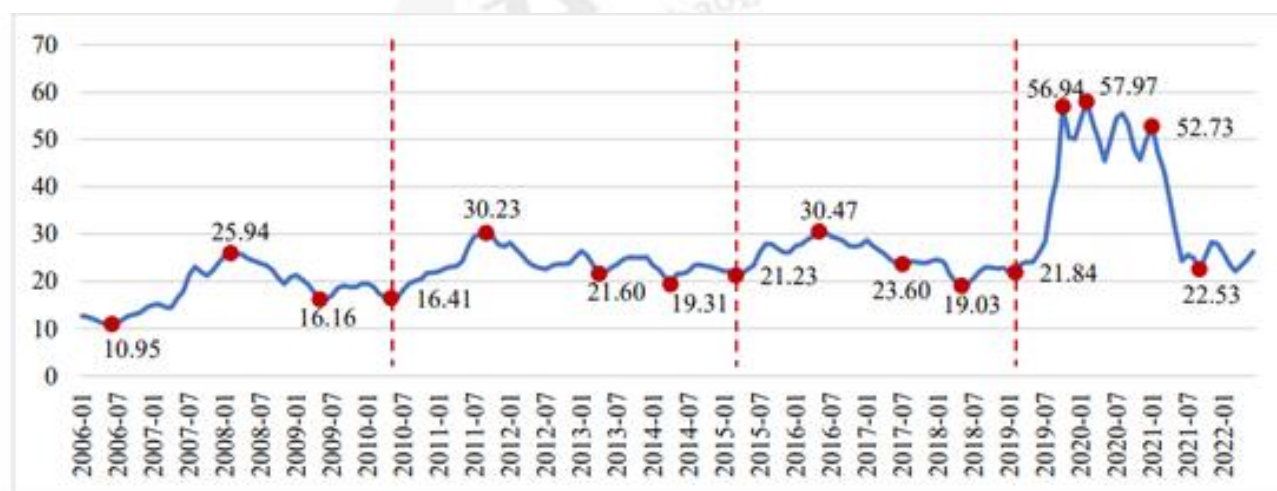




猪肉是我国居民最主要的肉类消费品，食品特别是猪肉价格对我国CPI篮子影响较大。猪周期表现为猪价的周期波动，其本质是供需关系的变化。自2006年以来，猪价共经历了四轮周期，一轮完整的猪周期时间跨度在4-5年左右，通常会经历上行期、下行期和筑底期。从长期来看，需求端总体稳定，猪肉价格走势主要由供给端决定。而供给本身的周期性是由生猪养殖周期决定的。从产业链角度看，影响生猪供给的主要因素包括养殖成本、疫情疾病、气候变化、政策干预（如收投储、环境保护、产业政策）等。疫情疾病、极端天气等突发因素具有随机性和不可预测性，往往是猪肉价格剧烈波动的重要推手。

图表 1：2006 年以来农产品集贸市场猪肉价格

(单位：元/公斤)



数据来源：Wind，植信投资研究院

图表 2：2006 年以来四轮猪周期复盘

猪周期	上行期	价格涨幅	下行期	价格跌幅	筑底期
2006. 6-2010. 5 (47 个月)	2006. 6-2008. 2 (20 个月)	137%	2008. 2-2009. 5 (15 个月)	38%	2009. 5-2010. 5 (12 个月)
2010. 5-2015. 3 (58 个月)	2010. 5-2011. 9 (16 个月)	84%	2011. 9-2013. 4 (19 个月)	29%	2013. 4-2015. 3 (23 个月)
2015. 3-2019. 2 (47 个月)	2015. 3-2016. 5 (14 个月)	44%	2016. 5-2018. 5 (24 个月)	38%	2018. 5-2019. 2 (9 个月)
2019. 2 至今 (41 个月)	2019. 2-2019. 10 (8 个月)	166%	2021. 1-2021. 9 (8 个月)	57%	2021. 9 至今 (10 个月)

数据来源：Wind，植信投资研究院

今年 3 月下旬以来，生猪猪肉价格持续上涨，22 省市生猪均价从第 11 周一路飙升到第 26 周，累计涨幅高达 91.5%，猪肉价格震荡上行至 28.43 元/千克，涨幅 50.2%。猪价节节走高，引发业内关于“新一轮猪周期是否已经开始”的激烈讨论。

一、当前哪些因素影响猪周期运行

在新冠疫情冲击下，猪肉市场呈现供需紧平衡的态势。上半年以来国内多地疫情反复，导致部分地区出现被动压栏，加上货运物流阻塞，调运成本增加，流通效率下降，市场供应相对不足。而封控期间人员出行受限，东北、华东及华南部分区域终端需求受到抑制，但疫情发生地居民囤货需求上涨，从而导致短期猪肉价格明显上涨。随着疫情边际影响逐步减弱，复工复产加快推进，前期积压的库存投放市场，供给修复速度快于需求，价格再次出现阶段性下行压力。下半年仍不能排除局部地区再次暴发疫情的可能，但目前国内疫情防控进入常态化，再次出现大规模疫情反弹的可能性较小，加上下半年猪肉需求季节性回升，市场整体供需面趋向平衡。

极端天气增加猪价的不确定性。二季度暴雨、洪涝、台风、高温等极端天气频发，影响生猪出栏、收售、运输，造成市场供应偏紧。但高温天气对猪肉消费有较强的抑制性，终端需求跟进不畅，成为掣肘猪价涨势的主导因素。6月，22省市猪肉均价环比涨幅较5月大幅收窄8个百分点，生猪均价环比大幅收窄10个百分点。需要警惕的是，暴雨、洪涝等天气或导致养殖场受损严重，仔猪死亡率增加。同时极端天气后容易诱发疫情，使养殖端饲养风险加剧，从而增加了市场供给不确定性。三季度后期极端天气概率降低，生猪出栏节奏趋于正常，需求端表现仍较为疲软，猪价有下行压力。四季度进入猪肉消费旺季，需求将得到提振，而冬季仔猪病死率较高，叠加去年产能去化使得下半年生猪供给缩量，猪价可能再次回升。

俄乌冲突叠加多重因素影响，国际能源粮食危机不断发酵，通过输入

性效应拉动国内饲料、化肥等行业原材料价格上行，导致养殖成本上升。2020 年以来，受新冠疫情及极端气候影响，国际粮食价格持续飙升，今年 2 月爆发的俄乌冲突进一步加剧了全球粮食危机。我国大豆进口依赖度超 80%，且近三成进口玉米来自乌克兰。受国际玉米和大豆价格分别大幅上涨 27%和 23%传导影响，上半年国内玉米、豆粕价格分别上涨 4%、19%；而玉米、豆粕是主要的猪饲料，上半年育肥猪饲料价格因此被抬高了 6%。同时受国际能源价格上涨，国内石油、化工行业价格上涨，化肥生产成本上升。加上俄乌冲突导致化肥贸易量下降，粮食种植成本上涨，并最终传导至养殖端。养殖成本上升使养殖户养殖意愿下降，今年 3 月育肥猪饲料价格环比上涨 3.5%，与之对应的是能繁母猪存栏量环比下跌 3.3%，成为自去年 7 月产能开始调减以来的最大降幅。受美联储加息引发投资者对全球经济衰退担忧加剧的影响，6 月以来原油、农产品等国际大宗商品价格从高位明显回调，加上国内保供稳价政策持续发力，一定程度上缓解了现阶段国内输入型通胀压力。但下半年，俄罗斯和乌克兰局势仍存在较大不确定性。随着欧洲国家与俄能源协议陆续到期、制裁与反制裁冲突升级，以及天气转冷增大能源需求，国际能源价格可能被再次推升，并继续向农产品价格传导。而极端天气不断，冬季拉尼娜现象可能再次出现；乌克兰秋粮将大幅减产，欧洲干旱导致粮食运输受阻；市场供给紧张预期可能进一步发酵，粮价易涨难跌。预计国际粮价下半年还将震荡攀升，持续对国内生猪养殖成本造成上行压力。

市场非理性超调行为加剧供给受阻和价格震荡。虽然近年来生猪规模

化养殖程度逐渐提高，但在目前且未来很长一个时期，中小散养户仍是我国生猪养殖行业的重要主体。由于中小散养户在信息获取、成本管理、抗病和市场风险能力、资金实力等方面普遍较为薄弱，产能调整在外部冲击下容易大起大落，且有明显的“追涨杀跌”倾向，从而导致短期供给和价格的大幅震荡。4 月以来猪价大幅上涨的主要原因，就在于中小养殖户在市场涨价情绪煽动下出现压栏惜售和二次育肥行为。虽然在市场调节部门连番出手调控下，市场预期趋于稳定，但从中长期来看，养殖户非理性行为无法完全避免且具有不确定性，其生产经营的稳定性仍是影响猪周期运行的重要因素。借鉴国际经验，随着生猪养殖规模化程度提高，大型规模养殖企业具有成本和资金优势，抗风险能力较强，产能调整会相对平稳甚至有前瞻性的进行。比如在猪价大幅下跌的时候，一些效率较高的规模猪企会选择加大补栏力度，导致周期底部去化时间延长。在没有疫病和人为干扰、纯粹受自然周期主导的情况下，猪价波动幅度也将缩小。

为了有效缓解生猪和猪肉市场价格周期性波动，2021 年 6 月，发改委等部门联合印发了《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》，在猪肉价格过度下跌或过度上涨时启动预警，并适时通过临时收储或储备投放措施进行调节。自去年 7 月起，面对生猪价格过度下跌，发改委多次发布猪粮比价过度下跌预警，引导养殖场户及时根据市场情况，将生猪产能保持在合理水平；同时积极开展收储“托市”，中央层面累计 14 批次挂牌收储 48 万吨冻猪肉，并督促指导各地方同步进行收储。今年 7 月初，针对近期生猪市场出现盲目压栏惜售等非理性行为，发改委启动

投放中央猪肉储备，并指导地方适时联动投放储备，形成调控合力，防范生猪价格过快上涨。在调控机制持续发力下，市场非理性超调现象受到一定抑制，从而对产能自然调减导致的猪价周期性波动的扰动较小，使猪周期的启动、上行和下跌都相对平滑。

受上述因素的综合影响，本轮猪周期运行正在表现出一系列新的特点：一是周期持续时间或被延长至 5~6 年；二是影响供给端的不确定因素增加，猪价短期震荡更为频繁，或出现阶段性的“逆周期”涨跌现象；三是成本上升不断抬高生猪养殖的盈亏平衡点；四是宏观经济和地缘政治因素对猪价高位和筑底时间的影响更为显著。

二、新一轮猪周期何时启动

目前，影响猪价走势的核心供求关系并没有明显变化，猪肉价格仍处于底部震荡阶段。第四轮猪周期自 2021 年 9 月下行结束至今已经持续了 10 个月。由于今年 4 月以来猪价超市场预期的强势上涨，有业内人士认为，新一轮猪周期上行拐点已经出现。但 4 月以来猪价表现更多的是短期情绪因素导致养殖户非理性压栏惜售和二次育肥所致，目前猪肉市场供给水平仍处于历史相对高位。

根据国家统计局最新数据，当前生猪产能总体稳中向好，市场供应充足。上半年全国生猪出栏 36587 万头，比上年同期增加 2845 万头，同比增长 8.4%。能繁母猪存栏量在 2021 年 6 月到达高点 4541 万头，后由于猪粮比持续低于 6，养殖户亏损严重，产能开始逐渐调减。截至今年 4 月，

能繁母猪存栏量为 4177 万头，较去年高点下降了约 8%。近期由于猪价持续反弹、养殖户亏损减少。出于对后市行情的看好，养殖户补栏积极性提高，能繁母猪存栏量在 5~6 月连续回调；6 月末为 4277 万头，较去年高点仅下降了 6%；对比前两轮去化程度远远不足，2015 年和 2019 年启动的两轮猪周期均是在去化达到 20% 的时候才出现基本面拐点。因此判断，目前市场产能较为宽裕，还有进一步去化的空间。随着之前压栏和二次育肥的产能逐渐释放，可能出现阶段性供给过剩现象，导致猪肉价格再次回探。面对高位运行的成本压力，养殖企业产能去化有望再次开启。

本轮猪价筑底可能持续到三季度末，四季度有可能看到新一轮猪周期启动信号。2021 年 7 月，能繁母猪存栏量出现去化拐点且产能下降一直持续到今年 4 月，由此引起的生猪供给的减少将从今年二季度开始持续到明年一季度。由于 2021 年 9~12 月能繁母猪去化速度较快，根据养殖周期推断，今年 7~10 月生猪出栏会明显下行，对猪价上涨形成推动。7 月首周生猪猪肉价格延续大幅上涨走势，但进入中旬后，价格开始震荡下调。原因在于，从供给端看，7 月初发改委约谈大型猪企屠企并释放猪肉投储信号，养殖端认价出栏情绪好转，生猪供给呈现减量表现，猪价下行压

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_45444

