

## “猪周期”上行拐点要来了吗？

**主要观点：**三季度猪肉供需将进入再平衡阶段，但供给仍然强于需求，猪肉价格虽能止跌，但难以持续反弹，料将呈现底部震荡局面。进入四季度，供给进一步收紧，需求进入旺季，猪肉价格有望开启上行周期。预计三季度猪肉批发价均值将在 23 元/公斤左右，四季度升至 28 元/公斤左右，价格上行拐点初现。

一、今年以来猪肉价格持续下跌，在一定程度上平抑了食品 CPI 乃至整个 CPI 的上涨幅度，避免了市场担心的“猪油共振”局面的形成。

2019 年 11 月中旬，本轮猪肉价格上涨周期告一段落。此后，在经历了 1 年多的高位震荡状态后，今年以来猪肉价格进入持续下行阶段。农业部公布的猪肉平均批发价已经从今年 1 月中旬的约 47.6 元/公斤下跌至目前的约 22.4 元/公斤，累计下跌幅度近 53%，这也使得今年以来猪肉价格持续处于同比负增状态，且同比跌幅不断加深，其中，6 月猪肉批发价月均值同比跌幅已下探至 44.3%。我们计算得到，2013-2020 年猪肉批发价均值为 25 元/公斤，这也意味着，当前猪肉价格已经跌至长期历史均值以下。

**图表 1 2021 年以来，猪肉价格同比跌幅持续扩大**

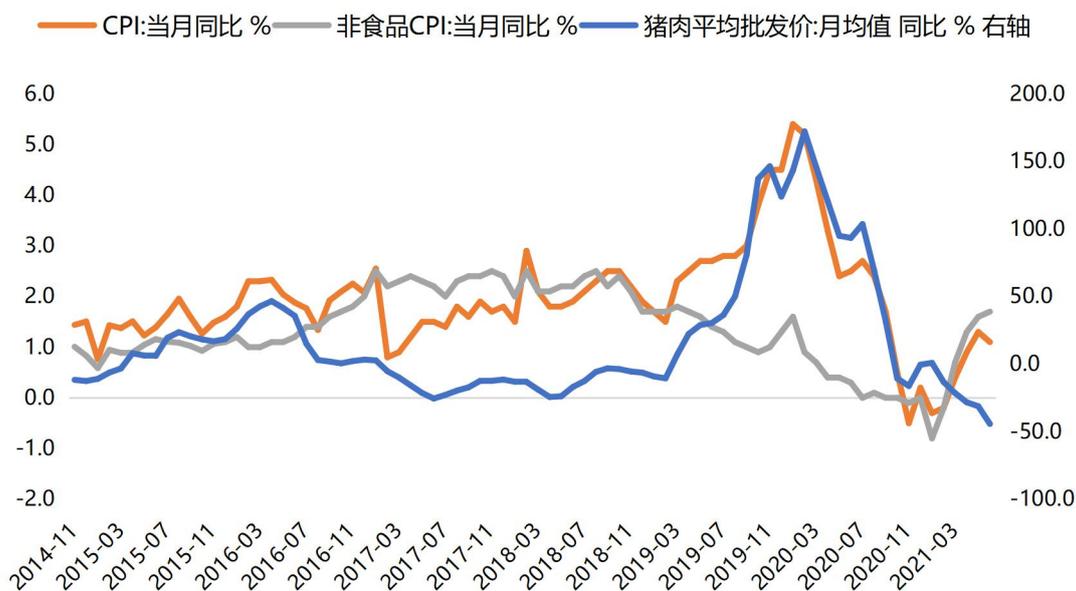


数据来源：Wind，东方金诚

今年以来，在以油价为代表的国际大宗商品价格急涨的情况下，国内猪肉价格的持续下跌避免了市场担心的“猪油共振”局面的形成。在我国，CPI 走势受“猪周期”影响显著，这既是由于作为单一商品，猪肉价格在 CPI 衡量的一篮子商品价格体系中的权重较大

(2021年为2.1%)，更为重要的原因是猪肉价格波动很大且呈现出明显的周期性特征，在CPI其他重要分项，特别是非食品CPI波动较小的情况下，猪肉价格的大涨大跌往往牵引着CPI走势。因此，今年以来，猪肉价格的持续下跌以及同比大幅负增，在很大程度上平抑了食品CPI乃至整个CPI的上涨幅度。

**图表2 在非食品CPI波幅较小的情况下，猪肉价格波动往往牵引着CPI走势**



数据来源: Wind, 东方金诚

二、当前猪粮比价已进入过度下跌一级预警区间，中央启动猪肉储备收储工作，猪肉价格出现止跌迹象。

随着猪肉价格跌破长期历史均值，作为其重要前瞻性指标的猪粮比价也在持续走低。猪粮比价是指生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值，按照我国相关规定，生猪价格和玉米价格比值在6.0:1，生猪养殖基本处于盈亏平衡状态。6月以来，猪粮比价就已跌破盈亏平衡点，6月18日当周跌至4.94（上一次跌破5.0还是在2015年3月份），6月25日当周进一步下跌至4.46。这直接导致养殖户亏损——数据显示，6月25日当周自繁自养生猪的单头养殖亏损额为526元，而在2019年四季度，单头养殖利润一度突破3000元。

**图表3 猪粮比价已跌破盈亏平衡点，自繁自养生猪利润转负**



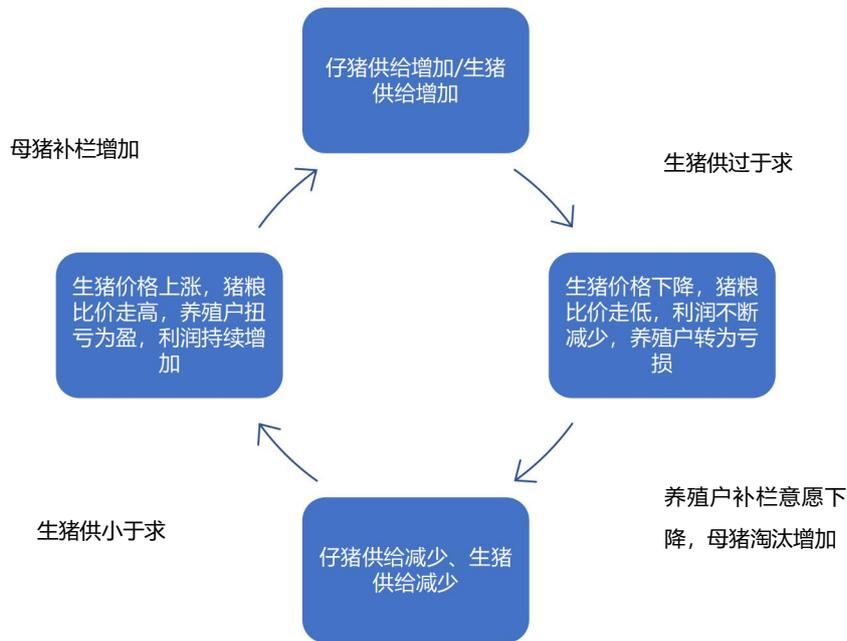
数据来源：Wind，东方金诚

根据发改委等部门联合印发的《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》，当猪粮比价低于 5:1 时，将发布一级预警，而在国家层面发布过度下跌一级预警时，中央和地方将启动全面收储。7 月 5 日商务部公告将启动 2021 年度中央储备猪肉收储工作，并于 7 月 7 日公开竞价收储本年度第一批中央储备冻猪肉 2 万吨。政策性收储的启动能够在一定程度上起到“托市”的作用，实际上，自 6 月中旬猪粮比价跌至过度下跌一级预警区间后，市场便开始预期国家层面将很快启动政策性收储，受此预期支撑，近期猪肉价格出现止跌迹象，平均批发价基本上在 22.5 元/公斤附近震荡。由此，当前市场开始关注猪肉价格的拐点是否已经到来，而如果下半年猪肉价格持续反弹，那么至少在三季度便很有可能形成“猪油共振”的局面。

三、三季度猪肉价格料将底部震荡，四季度可能会进入上行通道，年内猪肉价格止跌反弹对 CPI 造成的压力不大，CPI 同比有望控制在 3.0% 以内，但需关注明年上半年猪肉价格上行带来的通胀风险。

不难看出，猪粮比价之所以会成为猪肉价格的前瞻性指标，原因在于其直接影响到养殖户的利润空间，养殖户会根据利润变化自发调节补栏规模，从而形成猪粮比价-利润-母猪补栏-生猪出栏-猪肉供给的传导链条，最终通过影响猪肉的供需平衡来影响价格，这也是“猪周期”的一般循环轨迹。

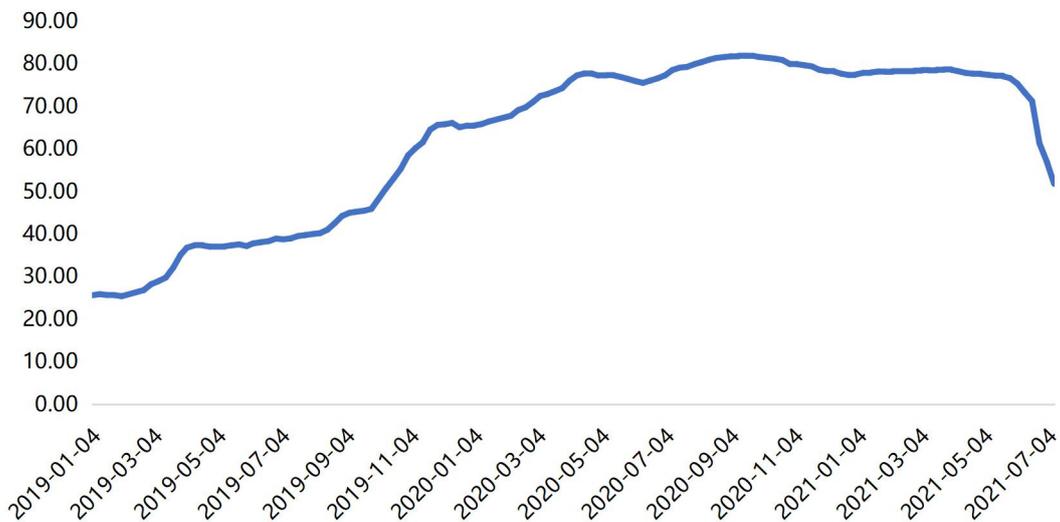
图表 4 “猪周期”循环轨迹示意图



资料来源：东方金诚整理

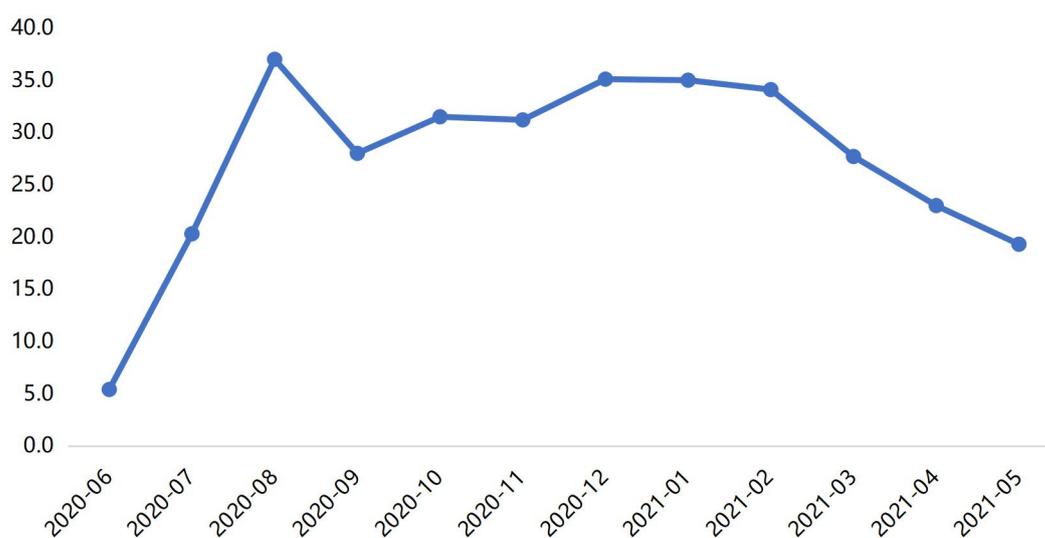
从猪粮比价到猪肉价格的传导链条来看，目前猪粮比价跌破盈亏平衡点对养殖户利润的侵蚀已经影响到了养殖户的补栏意愿，主要体现在6月以来，用来生产三元商品猪的二元母猪价格出现明显下跌（见图表5）。但至少到5月份，能繁母猪存栏量环比仍保持1%左右的正增长，同比增速虽自1月以来就连续下滑，但5月份仍处于两位数的较快增长区间（见图表6）。而从历史数据来看，能繁母猪存栏量同比增速领先猪肉价格大约10个月，原因在于从能繁母猪到商品猪的养殖周期在10-11个月左右（见图表7），这也预示着猪肉价格转为持续性反弹的拐点可能要到今年四季度才能看到。

**图表5 6月以来，二元母猪价格出现明显下跌**  
 平均价:二元母猪, 元/公斤



数据来源：Wind，东方金诚

**图表 6 今年 1 月起，能繁母猪存栏量同比增速开始持续下滑 (%)**



数据来源：Wind，东方金诚

**图表 7 商品猪养殖周期**



资料来源：大商所《生猪期货交易指南》

从生猪出栏情况来看，据国家统计局数据，一季度生猪出栏量同比增长 30.6%，我们判断，二季度也能实现相当的增长水平。而因去年底今年初，北方地区受猪瘟疫情反复影响，仔猪产能有一定程度下降，预计三季度生猪出栏量将有所回落，同时国家层面启动收储也将对猪肉供给起到调节作用。不过，考虑到前期生猪产能呈现快速恢复状态——5 月能繁母猪和生猪存栏量同比仍增长 19.3% 和 23.5%，预示未来一段时间生猪出栏总体仍有保证，加之 4 月份二次育肥猪在 7、8 月份集中出栏，且 6 月下旬部分养殖户又开始抄底二次育肥，预计三季度猪肉供给仍将偏强。进入四季度，生猪出栏量料将继续边际回落，叠加压栏大猪消化完毕后，出栏生猪的体重将恢复正常，猪肉供给将进一步收紧，但也不太可能出现大幅下降。

结合需求端情况——三季度猪肉需求将季节性回暖，但 7、8 月份天气炎热、需求仍将较为清淡，四季度则为传统需求高峰——我们判断，三季度猪肉供需将进入再平衡阶段，但供给仍将明显强于需求，猪肉价格缺乏持续上涨的动力，预计将呈现底部震荡状态，当季批发均价将在 23 元/公斤左右；四季度猪肉供需关系进一步趋紧，猪肉价格有望开启上

行周期，当季批发均价或将反弹至 28 元/公斤左右。这也意味着，由于上年同期价格基数很高，下半年猪肉价格同比仍将持续处于深度负增状态，其中，三、四季度猪肉价格同比预计分别下降 52%和 32%左右，整个下半年猪肉价格同比下行对 CPI 涨幅将产生 0.9 个百分点左右的下拉效应。这是下半年 CPI 同比有望控制在 3.0%以内的重要原因之一。不过，到明年上半年，猪肉价格的边际持续反弹和基数的大幅走低，将带动其同比降幅迅速收窄并有望实现回正，这将对 CPI 同比增速产生较强的上推作用，需关注届时猪肉价格上行带来的通胀风险。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳