

## “2018年通胀展望三部曲”之二： “猪周期”不再

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

李蕙荃

hqli@cebm.com.cn

### 主要观点

2017年初以来猪价持续低迷：8-9月猪价环比曾短暂转正，但10月进入传统猪肉消费淡季后，猪价再度下跌。在此期间，传统供给指标——能繁母猪与生猪存栏量持续下降，与猪价疲软偏低的情况不甚相符。展望2018年，在供给指标持续下降的情况下，“猪周期”会否卷土重来进而推升CPI，是预判物价形势的另一关注点。

2017年，猪价疲软与存栏量低迷持续并行，与传统“猪周期”逻辑相悖。“猪周期”之所以“失效”，受到以下因素的影响：一是，养殖技术进步使得肉猪出栏体重持续大幅上升。仅2016年以来的肉猪出栏体重的上升幅度，就明显超过了同一时期生猪存栏的下降幅度；二是，随着母猪育种效率的改善，每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数明显增加；三是，近几年生猪养殖的规模化程度明显上升，养殖户观察价格与调整供给的效率增强，令猪价的周期性减弱；四是，“南猪北养”明确要在2017年底完成，使得近几个月生猪出栏有所加速，进一步导致存栏去化与价格疲软并行。

我们预计，2018年猪肉价格存在上行压力，但反弹力度一般。原因在于：第一，“南猪北养”的建场时滞，可能加剧明年年初的猪肉供给缺口。但南猪北养下，2016-2017年的生猪存栏量收缩幅度，尚不及以往猪周期启动前的幅度，再考虑到出栏体重的上升，其对猪肉价格的抬升作用应该不会太强。第二，规模化养殖带来的成本节约，使得大型养殖企业对猪价下行的承受能力增强；环保禁养也会带来规模化养殖程度的进一步上升；而与国际水平相比，我国母猪育种效率仍有继续提升的空间。因此，未来“猪周期”弱化的情况仍将延续。第三，考虑到中国经济仍处于筑底期，且劳动力市场的紧缺程度一般，预计明年居民收入增幅有限，很难带动猪肉消费需求显著扩张。此外，稳健中性的货币政策环境，与持续低迷的饲料价格，亦不支持猪肉价格的显著上涨。

预计2018年生猪价格中枢将由今年的15元/千克小幅抬升至16元/千克，年初高点不超过18元/千克。从而，全年猪价同比在5%附近，对CPI同比的拉动可能仅为0.15%。此外，由于“南猪北养”的建场时滞将在明年年初较多体现，2018年猪肉价格可能呈现“前高后低”的走势。

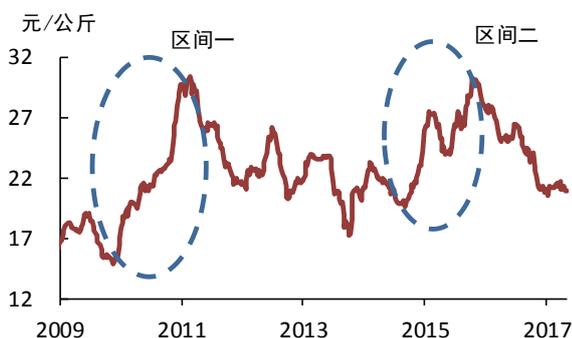
#### 一、回顾传统“猪周期”

“赚一年，平一年，亏一年”是猪养殖行业流行的说法，这就是典型的“猪周期”表现。2015年以前，养殖技术与养殖规模的限制使得猪价的大周期易于捕捉。根据养殖规律，仔猪养殖的平均饲养周期为5-6个月，若自繁自养，从能繁母猪受孕到仔猪育肥出栏的周期长度约为10-12个月。因而，当下养殖户观察到价格变化并进行存栏调整，需要在半年至一年后才转化为生猪出栏与猪肉供给，进而带来猪价下行拐点的出现。猪价大周期的形成，正源于这种相对滞后的供给调整。

为更好地理解当前“猪周期”所发生的变化，让我们先回顾一下过去两轮传统的猪周期。我国猪肉价格曾在2010年6月-2011年9月（区间一）和2015年3月-2016年6月（区间二）大幅上涨，期间猪价涨幅分别达到91.3%和48.7%，且持续时间超过15个月（图表1）。这两个时期猪价的大幅上涨，都发生在存栏极低与供给缺口的背景下，而这都与前期价格低迷、疫情爆发等因素导致产能大量退出相关联。

**区间一：2010年6月-2011年9月。**次贷危机后，大量资本涌入当时盈利颇丰的生猪养殖行业，母猪与生猪产能都出现了大幅扩张。但2009年猪流感、雨润瘦肉精等事件，导致猪肉消费意愿明显下降。从而，2009年-2010年上半年，猪肉供过于求的情况较为严重，猪价持续低迷，养殖利润降至低位。2010年年中，猪粮比价甚至只有不到4.7。这推动了生猪存栏的持续去化，加之2010年初蓝耳病疫情导致一些低产母猪遭到淘汰，能繁母猪存栏量由2009年初的4987万头，快速下降到2010年8月的4580万头，生猪供给进入严重不足的状态（图表2）。而养殖利润持续位于盈亏平衡线之下，叠加玉米价格的大幅飙升，又进一步限制了养殖户补栏信心的修复。在此背景下，猪价从2010年6月开始启动了大幅上行趋势。

图表 1：两轮典型的猪价上涨区间



来源：Wind，莫尼塔

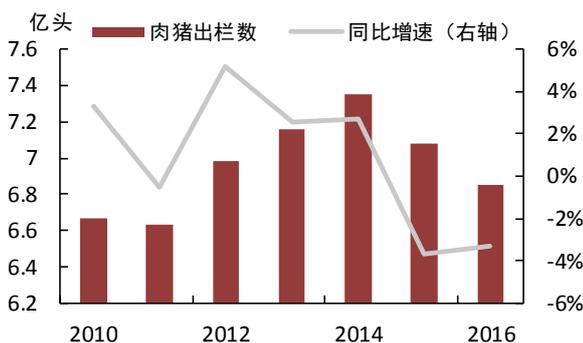
图表 2：2010 年上半年，能繁母猪存栏大幅下滑



来源：Wind，莫尼塔

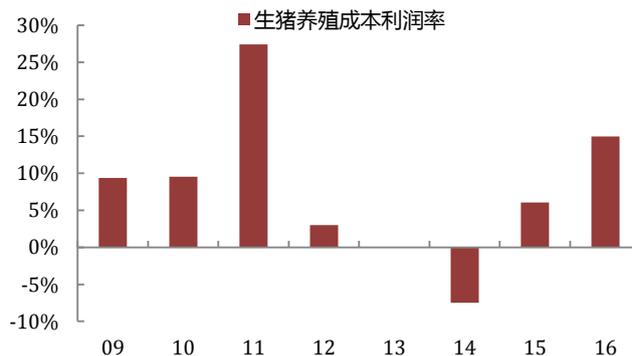
**区间二：2015年3月-2016年6月。**2010-2011年猪价大涨后，出于稳定物价的考虑，国务院于2011年7月发布了《促进生猪生产持续健康发展的政策措施》，发改委于2012年5月发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，其中包含养猪补贴、冻肉储备等多项价格调控政策。在养殖利润维持高位的情况下，养殖户补栏热情较高，能繁母猪存栏增加的情况持续到了2013年初。因能繁母猪存栏充裕，2012-2013年，肉猪出栏量稳步增长，2014年出栏头数达到7.35亿的峰值（图表3）。由此带来的猪肉供给过剩，导致猪价下行压力加大，进而拖累养殖利润。生猪养殖在2014年进入深度亏损状态，不少散户退出市场，加速了生猪存栏的去化（图表4）。2015年初，供给收缩开始推动猪价显著上涨。

图表 3：肉猪出栏加速并在 2014 年达到顶峰



来源：Wind，莫尼塔

图表 4：2014 年生猪养殖亏损延续了较长时间

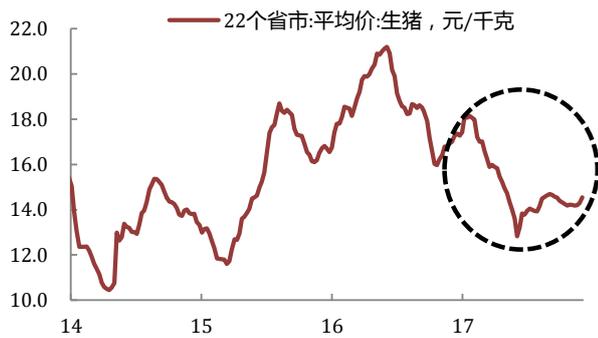


来源：Wind，莫尼塔

## 二、2017年“猪周期”为何弱化？

2017年，猪肉价格除了在春节前后和8-9月出现过明显上涨外，多数时间都维持疲软（图表5）。同时，生猪与能繁母猪的存栏量进一步走低，10月存栏量同比分别降至-9.4%和-5.8%（图表6），存栏去化的时间超过四年，且绝对水平降至历史低位。**这与传统猪周期的逻辑相悖：**一方面，生猪与能繁母猪存栏持续减少，存栏绝对水平已经极低，但猪价却持续疲软；另一方面，2016年全年，猪粮比价维持在高位，当前也有每头210元以上的养殖利润，但产能扩张不仅没有出现，能繁母猪存栏量反而在今年2季度开始加速下滑。

图表5：2017年，猪肉价格多数时候维持疲软



来源：Wind，莫尼塔

图表6：2017年，猪周期的传统供给指标逼近临界线



来源：Wind，莫尼塔

我们认为，2017年“猪周期”之所以“失效”，可能有以下几方面原因：

**首先，生猪出栏体重持续大幅上升，使得猪肉供给被低估。**2014年以来，肉猪出栏体重以1.1%的年均增速上升（图表7）。例如，温氏股份的肉猪出栏平均体重已经由2016年的约110公斤，上升到目前120公斤附近。这与环保督查以及养殖方式的变化有关：一方面，环保督查促进了生猪行业的规模化养殖与效率提升；另一方面，外三元猪以及二次育肥的情况，也增加了出栏体重上升的潜在可能。2016年以来，以温氏为代表的先进产能出栏平均体重增长9%，而同期生猪存栏仅下降6.5%。可见，肉猪出栏体重的上升，使得以生猪存栏量度量的猪肉供给存在低估。

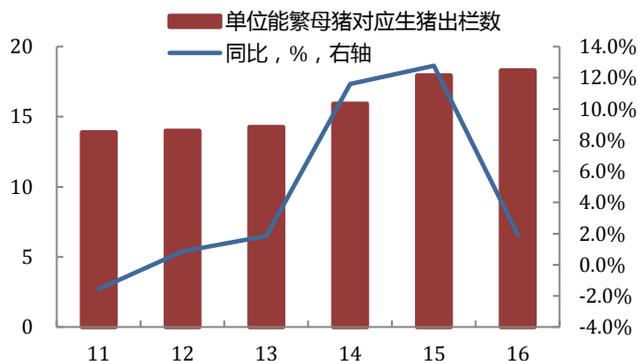
**其次，能繁母猪PSY指标明显上升，使得能繁母猪需求下移。**PSY是指每头母猪每年所能生产的断奶仔猪头数，是衡量养殖户仔猪育种效率的指标。近两年，PSY指标有所上升，当前大型养殖企业的PSY指标大多在25头左右，大幅高于过去惯常认为的16-18头。同时，单位能繁母猪对应的生猪出栏数也持续增加，单位能繁母猪对应的每年生猪出栏数由2014年的16.0，提高至2016年的18.3，对应年均增速约为7.0%（图表8）。这使得能繁母猪的需求程度有所下降，从而能够部分解释近期能繁母猪持续去化的情况。

图表 7：肉猪出栏体重持续且明显增长



来源：Wind，莫尼塔

图表 8：能繁母猪育种效率持续且明显改善

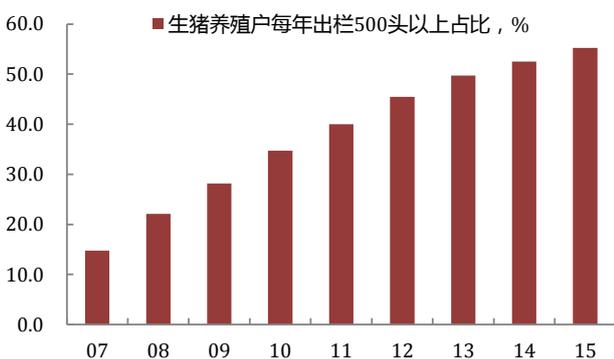


来源：Wind，莫尼塔

再次，生猪规模化养殖程度提升，使得猪肉供给的周期性减弱。2012-2015年猪价低迷时期，养殖利润明显下滑甚至长期亏损，导致成本控制不佳的散养户大量出清，加上近两年环保督查的影响，生猪养殖的规模化程度明显上升（图表9）。而在规模化养殖时代，养殖企业观察价格与调整存栏的效率增强，猪肉供给的周期性减弱，价格波动也会下降。

最后，“南猪北养”政策造成生猪出栏节奏前移。2016年4月，农业部发布《全国生猪发展发展“十三五”规划》，将中东部大部分水系密集的地区划为禁养区。2016年12月，国务院要求在2017年底前，全国所有禁养区的猪场都要完成关闭或搬迁（图表10）。这在中长期会带动养猪产业向东北与西部地区的迁移，即“南猪北养”。然而短期内，“南猪北养”涉及较高的猪场迁徙成本，操作上未必完全可行。在明确的禁养时间节点下，养殖企业或在近期加速生猪出栏，从而加剧了存栏去化与猪价疲软的并行。

图表 9：生猪规模化养殖程度日渐提升



来源：Wind，莫尼塔

图表 10：养猪业十三五规划禁养要求

类型	区域
约束发展区	北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东
适度发展区	山西、陕西、甘肃、新疆、西藏、青海、宁夏
潜力增长区	辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古、云南、贵州
重点发展区	河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南

来源：Wind，莫尼塔

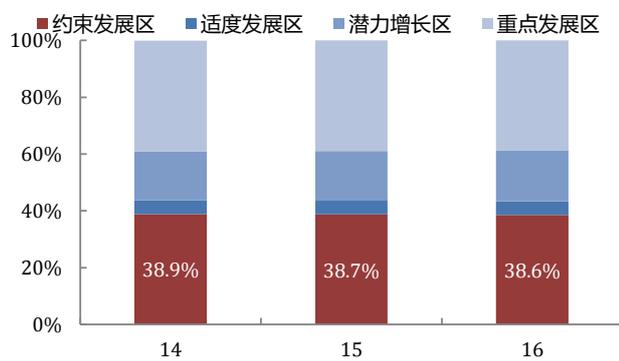
综上，养殖优化带来的生猪出栏体重与能繁母猪育种效率上升，使得传统猪肉供给指标失真；行业出清带来的规模化养殖，使得传统“猪周期”得到平滑；“南猪北养”带来的猪肉供给节奏前移，则加剧了2017年底前存栏去化与猪价疲软的状况。

### 三、2018年猪价如何演变？

我们判断2018年猪肉价格有向上压力，但反弹力度一般。预计2018年生猪价格中枢由今年的15元/千克小幅抬升至16元/千克，高点不超过18元/千克。从而，全年猪价同比在5%附近，对CPI同比的拉动可能仅为0.15%。此外，由于“南猪北养”的建场时滞将在明年年初体现较多，2018年猪肉价格可能呈现“前高后低”的走势。原因在于：

第一，“南猪北养”导致的生猪提前出栏，可能加剧明年初猪肉供给缺口，但影响幅度有限。十三五规划的生猪禁养区当前出栏量占比接近40%，但禁养区猪场有搬迁的选择（图表11）。农业部数据显示，2016年禁养区调减生猪存栏3600万头。假设2017调减水平大致接近，那么2016-2017年的生猪存栏量收缩幅度将不超过16%。较之上一轮猪周期启动时，生猪存栏量累计下降20%，且出栏体重低于当前的情况，本轮猪肉供给收缩的幅度仍有不小的距离（图表12）。

图表 11：生猪禁养区历史出栏量占比接近 40%



来源：Wind，莫尼塔

图表 12：本轮禁养导致猪肉供给收缩幅度可能不及 20%



来源：Wind，莫尼塔

第二，规模化养殖带来的成本节约，使得大型养殖企业对猪价下行的承受能力增强；环保禁养也会带来规模化养殖程度的进一步上升；而与国际水平相比，我国母猪育种效率仍有继续提升的空间。因此，未来“猪周期”弱化的情况仍将延续。2016年，生猪规模养殖单位成本仅为散养单位成本的88%，规模化养殖理论上可以使得每头生猪的总成本节约240元（图表13）。受此影响，牧原股份、新希望等不少养殖龙头纷纷表示，将采取“以量补价”的经营战略，这意味着其对于价格下行的承受能力已有明显增强。此外，从国际比较来看，尽管我国一些养殖龙头企业的技术已经较为领先，但全行业的养殖效率仍有待进一步提升。当前全行业平均18附近的PSY指标，相比于欧美国家25-30的PSY水平，仍有不小的上升空间。

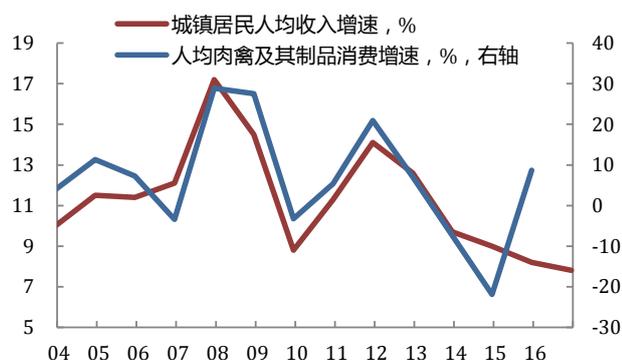
图表 13：规模化养殖促进生猪养殖成本的节约



来源：Wind，莫尼塔

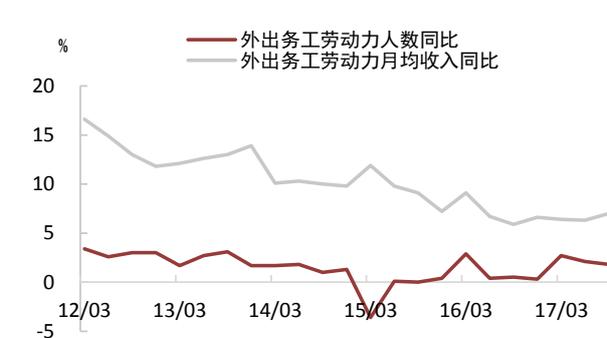
第三，猪肉消费需求大体平稳。近十年，我国人均肉禽类消费增速大体为正，且与人均收入的增长具有较强的相关性（图表14）。尤其是，大量务工人员进入城市带来的收入增长与生活改善，为肉禽类消费创造了一定的增量空间。但近年来劳动力市场的紧缺程度有所下降，一个例证是：2012年至今，农民工增速由3-4%下降到1-2%，但农民工工资增速16-17%降至6-7%（图表15）。2018年，我们认为中国经济仍然处在筑底期，增长中枢还有下行压力，加之劳动力市场的紧缺程度一般，预计居民收入增速的上行空间不大，这将限制肉禽类消费的进一步扩张。

图表 14：我国人均收入与肉禽消费具有相关性



来源：Wind，莫尼塔

图表 15：我国外出务工人员收入增速明显走弱



来源：Wind，莫尼塔

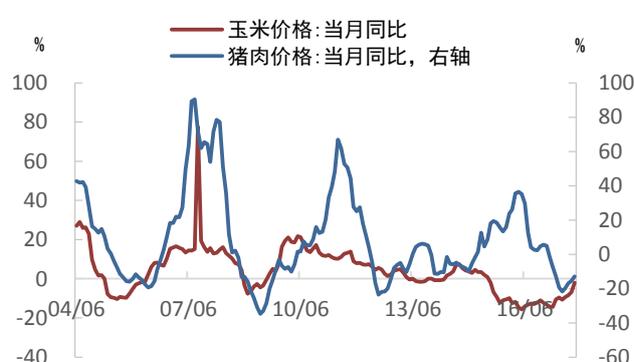
此外，稳健中性的货币政策环境，与持续低迷的饲料价格，亦不支持猪肉价格的显著上涨。历史上的猪价暴涨，前期都有货币高增、投资活跃的铺垫，猪价涨幅与M2增速呈现出21个月左右的滞后相关性（图表16）。因此，在M2增速较低的新常态下，猪价缺乏大幅上涨的基础。2015年以来，玉米价格持续下行，近半年同比有所反弹，但仍在负值区间（图表17）。当前，玉米价格依然处在收储制度取消的影响第一阶段，产量与进口量都还在收缩，价格下行压力尚未完全释放。而考虑到饲料成本占养猪总成本的40%（散户养殖）至60%（规模养殖），玉米价格的持续低迷使得养殖利润可能在较长时间内维持高位。这将吸引养殖户补栏或增产，从而制约猪价上行空间。

图表 16：M2 增速与猪价涨幅呈现滞后相关性



来源：Wind，莫尼塔

图表 17：玉米等饲料价格仍处相对低位



来源：Wind，莫尼塔

## 近期报告

- 2017年12月08日 质押新规“保驾”年末流动性
- 2017年12月10日 中央政治局会议定调“高质量发展”
- 2017年12月05日 “2018年通胀展望三部曲”之一：OPEC延长减产对油价影响几何？
- 2017年12月03日 理解统计局PMI与高频数据的“背离”
- 2017年11月29日 中国经济的“近”与“远”
- 2017年11月23日 稳健中性货币政策的“底气”——2017年3季度《中国货币政策执行报告》点评
- 2017年09月27日 人民币汇率的“新周期”？
- 2017年08月31日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题五：详解人民币汇率的逆周期因子
- 2017年08月24日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题四：中国出口“天花板”会否显现？
- 2017年07月29日 一叶知秋，秋未浓——某中部省份棚改与城投专题调研纪要
- 2017年07月21日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题三：去杠杆：金融为表，实体为里
- 2017年06月13日 中美货币政策还会“完美联动”么？
- 2017年06月19日 慎言“债牛”
- 2017年05月26日 民间投资的活力恢复了么？
- 2017年05月25日 货币市场利率走高，实体经济融资梦魇？
- 2017年05月18日 金融监管风暴来袭：银行如何参悟与应对
- 2017年05月09日 人民币汇率的“蜜月期”，金融监管的“窗口期”
- 2017年05月04日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年04月26日 中国经济周期之辩：制造业复苏的故事有多真？

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

### 上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦702室  
电话：+86 21 3383 0502  
传真：+86 21 5093 3700

### 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座1803室  
电话：+86 10 8518 8170  
传真：+86 10 8518 8173

### 纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295号12楼1232单元  
电话：+1 212 809 8800  
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>  
Email:cebmservice@cebm.com.cn