

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新一轮猪周期将在三季度启动

2022年5月11日

摘要:

五一假期以来,猪肉价格重回震荡态势,引发了市场对于猪肉产能去化节奏的担忧。我们认为,目前猪肉供大于求的基本面尚未改变,但往后看,新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。对此,我们从三个维度进行了论证。

- **产能视角:能繁母猪2021年二季度末出现拐点。**根据生猪养殖过程,能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约10个月,鉴于此可基于能繁母猪存栏量情况预测猪肉价格。农业部数据显示,2021年二季度末能繁母猪存栏同比出现拐点,并迎来趋势性下滑,截至今年3月末,能繁母猪存栏同比已进入负区间,同比下降3.1%。这意味着近期猪肉供大于求的局面还将持续,生猪产能将从今年三季度开始下降并逐步推升猪肉价格。
- **盈利视角:生猪养殖行业已经历两轮亏损。**除了能繁母猪存栏以外,生猪养殖行业的利润情况也是判断猪周期的关键指标。在猪周期的下行阶段,行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性,导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于猪肉价格企稳并开启新一轮上行周期。回顾过去的两轮猪周期,养殖行业分别出现了两次、三次的亏损之后,下行周期才得以结束。本轮猪周期从2021年年初进入下行通道,2021年6月开始出现亏损,直至11月扭亏为盈,在5个月的亏损期中,最高亏损达到了731元/头。春节过后,生猪供大于求导致猪肉批发价格转头下行,引起了自繁自养模式的新一轮的大面积亏损。时至今日,第二波亏损已经持续了4个月,行业正处于产能去化的关键阶段,未来供需关系将持续改善。
- **政策视角:官方传出猪价上行的暖风。**4月19日,国家发改委举行的新闻发布会上,新闻发言人孟玮表示,生猪价格已低位运行较长时间,进一步大幅下跌的可能性较小,随着后期消费回暖,生猪价格有望逐步回升至合理区间。4月20日农业农村部表示,到今年三季度中国生猪养殖有望实现扭亏为盈。另外,截至5月6日,猪粮比为5.28,尚未达到盈亏平衡点,与2010年以来的猪粮比均值7.86也有较大距离。在养殖户经营压力普遍较为严峻的情况下,我们推断下半年政府通过放储等方式调控猪肉价格的动力较低。
- **值得注意的是,下半年通胀压力或将明显加剧。**猪周期启动,加上俄乌冲突导致能源价格居高不下,将对下半年CPI读数形成较强支撑。根据我们的测算,“猪油共振”的影响下,CPI大概率在下半年突破3%。在一季度货币政策执行报告中,央行重点提及了“密切关注物价走势变化”,表明物价变化对央行下一阶段货币政策的影响程度可能会有所增大。
- **风险因素:疫情变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。**

目录

一、新一轮猪周期将在三季度启动	3
二、CPI 同比“破 2”	6
三、输入性通胀压力下，PPI 同比下行斜率较缓	8
风险因素	9

表目录

表 1：猪价相关表态	5
------------------	---

图目录

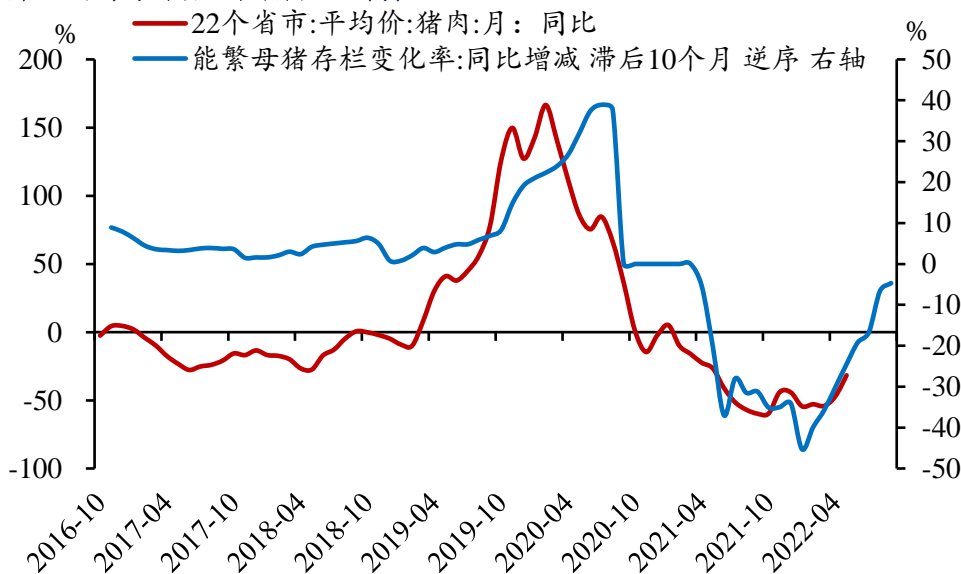
图 1：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月	3
图 2：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损	4
图 3：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损	4
图 4：玉米、豆粕价格 3 月以来大幅上涨	5
图 5：目前猪粮比处于较低区间	6
图 6：CPI 同比增速破 2	6
图 7：疫情期间物流受阻	7
图 8：下半年 CPI 预测	7
图 9：PPI 同比延续下降趋势	8
图 10：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅	9

一、新一轮猪周期将在三季度启动

目前猪肉供大于求的基本面尚未改变，但往后看，新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。4月疫情防控导致猪肉运输不畅，黑龙江、吉林、辽宁等地作为生猪供应大省，猪肉出栏受阻，再叠加养殖户防疫成本增加，造成短期猪肉价格上涨。4月份CPI数据显示猪肉价格由上月环比下降9.3%转为上涨1.5%。然而五一假期以来，猪肉价格重回震荡态势，引发了市场对于猪肉产能去化节奏的担忧。我们认为，目前猪肉供大于求的基本面尚未改变，但往后看，新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动。对此，我们从三个维度进行论证。

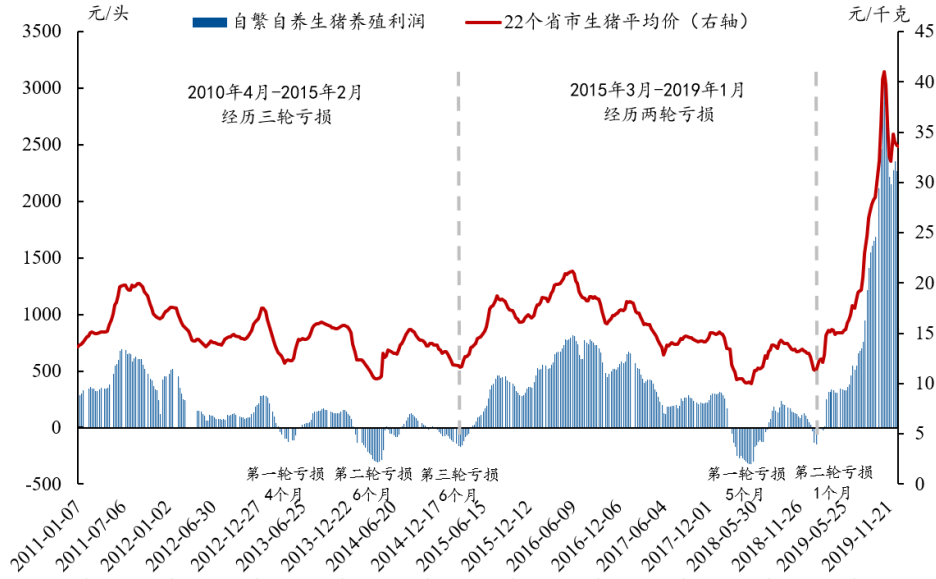
产能视角：能繁母猪2021年二季度末出现拐点。根据生猪养殖过程，能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约10个月，鉴于此可基于能繁母猪存栏量情况预测猪肉价格。农业部数据显示，2021年二季度末能繁母猪存栏同比出现拐点，并迎来趋势性下滑，截至今年3月末，能繁母猪存栏同比已进入负区间，同比下降3.1%。这意味着近期猪肉供大于求的局面还将持续，生猪产能将从今年三季度开始下降并逐步推升猪肉价格。

图 1：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月

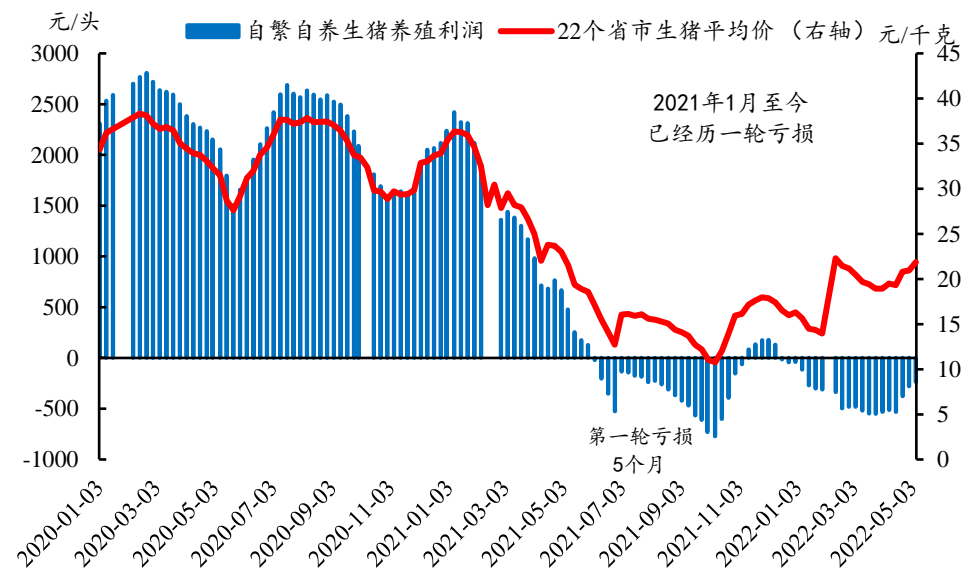


资料来源：万得，信达证券研发中心

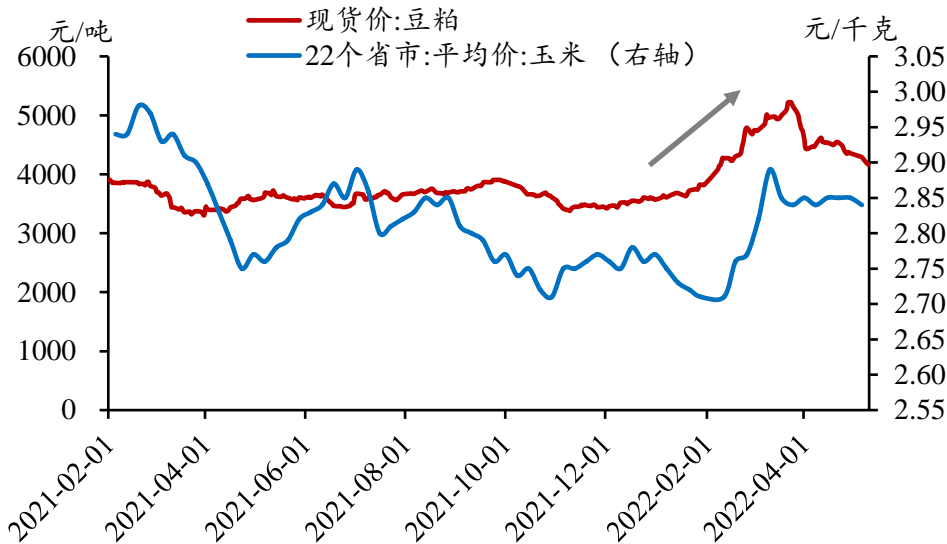
盈利视角：生猪养殖行业已经历两轮亏损。除了能繁母猪存栏以外，生猪养殖行业的利润情况也是判断猪周期的关键指标。在猪周期的下行阶段，行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性，导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于猪肉价格企稳并开启新一轮上行周期。回顾过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损之后，下行周期才得以结束。本轮猪周期从 2021 年年初进入下行通道，2021 年 6 月开始出现亏损，直至 11 月扭亏为盈，在 5 个月的亏损期中，最高亏损达到了 731 元/头。今年春节过后，生猪供大于求导致猪肉批发价格转头下行，引起了自繁自养模式的新一轮的大面积亏损。3 月以来，受南美干旱、俄乌冲突影响，豆粕和小麦价格大幅上涨。饲料涨价的背景下，即便 4 月猪肉价格回升，养殖户依然处于亏损状态。由此，第二波亏损已经持续了 4 个月，行业正处于产能去化的关键阶段，未来供需关系将持续改善。

图 2：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：玉米、豆粕价格 3 月以来大幅上涨


资料来源:万得, 信达证券研发中心

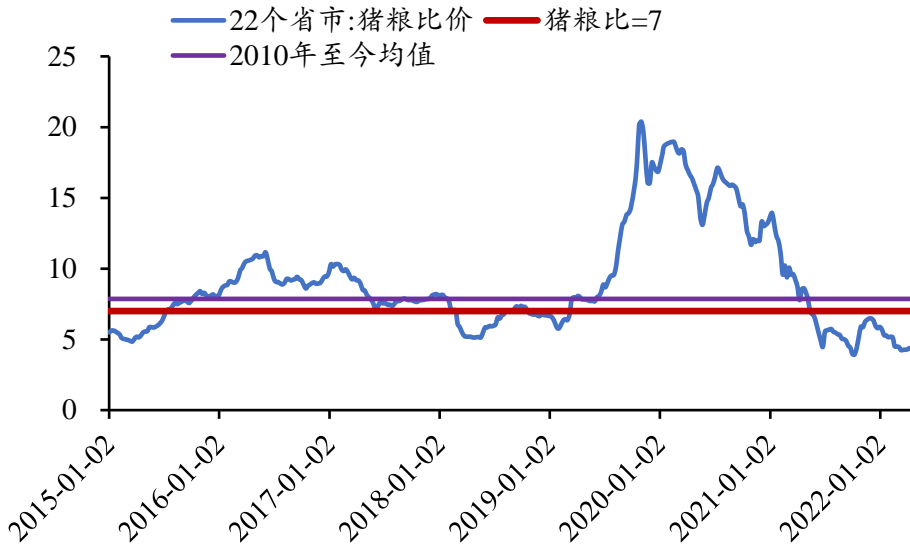
政策视角：官方传出猪价上行的暖风。4月19日，国家发改委举行的新闻发布会上，新闻发言人孟玮表示，生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖，生猪价格有望逐步回升至合理区间。4月20日农业农村部表示，到今年三季度中国生猪养殖有望实现扭亏为盈。

表 1：猪价相关表态

日期	相关文件/会议	内容
2021年9月	《生猪产能调控实施方案(暂行)》	“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。
2022年4月18日	新华社《当前中国经济十问》	随着猪肉市场由供求基本平衡向紧平衡过渡，预计到二季度或三季度，猪肉价格或将进入上行通道，拉动CPI温和上涨。
2022年4月19日	国家发改委新闻发布会	生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖，生猪价格有望逐步回升至合理区间。
2022年4月20日	农业农村部	随着新生仔猪数高位回调、饲料成本高位回落等有利因素不断积聚，三季度生猪养殖有望实现扭亏为盈。

资料来源: 信达证券研发中心整理

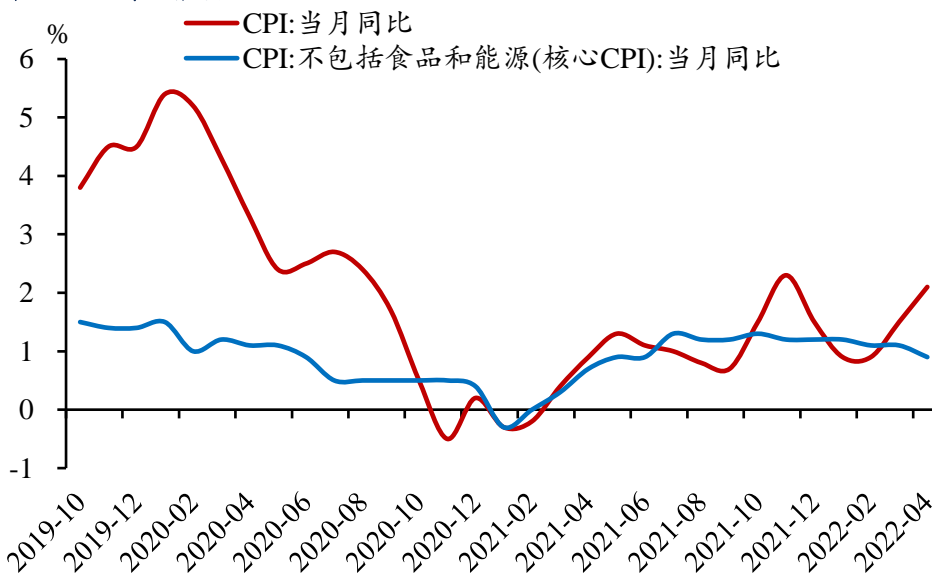
我们推断下半年政府通过放储等方式控制猪肉价格上行的动力较低。根据2021年6月发布的《完善政府猪肉储备调节机制，做好猪肉市场保供稳价工作预案》，生猪生产盈亏平衡点的猪粮比价约为7:1。截至5月6日，猪粮比为5.28，尚未达到盈亏平衡点，与2010年以来的猪粮比均值7.86也存在较大距离。在养殖户经营压力普遍较为严峻的情况下，我们推断下半年政府通过放储等方式调控猪肉价格的动力较低。

图 5：目前猪粮比处于较低区间


资料来源：万得，信达证券研发中心

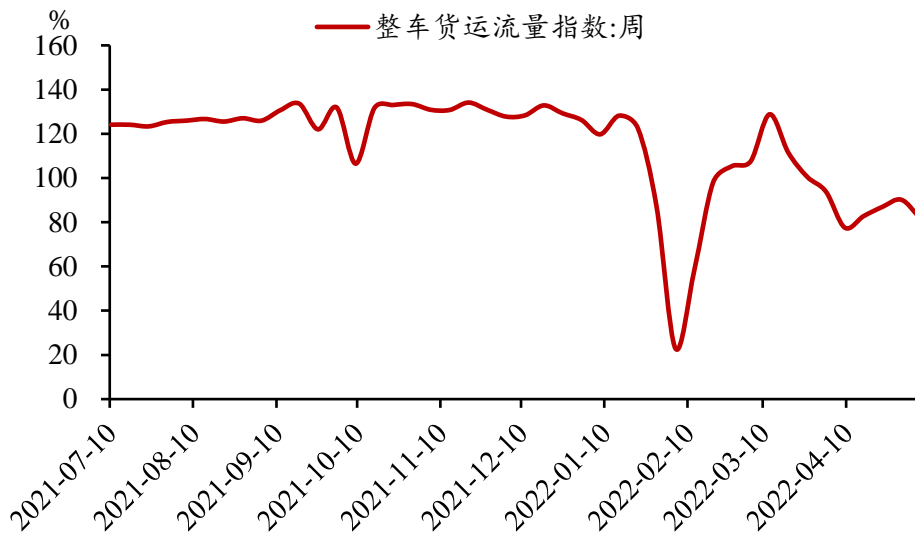
二、CPI 同比“破 2”

CPI 同比涨幅扩大。4 月 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。去年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。

图 6：CPI 同比增速破 2


资料来源：万得，信达证券研发中心

物流成本上行叠加囤货需求增加，食品价格“由跌转涨”。从环比看，食品价格由上月下降 1.2% 转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。因疫情期间物流成本上升，加之囤货需求增加，薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨 8.8%、7.1% 和 5.2%。猪肉价格由上月下降 9.3% 转为上涨 1.5%。

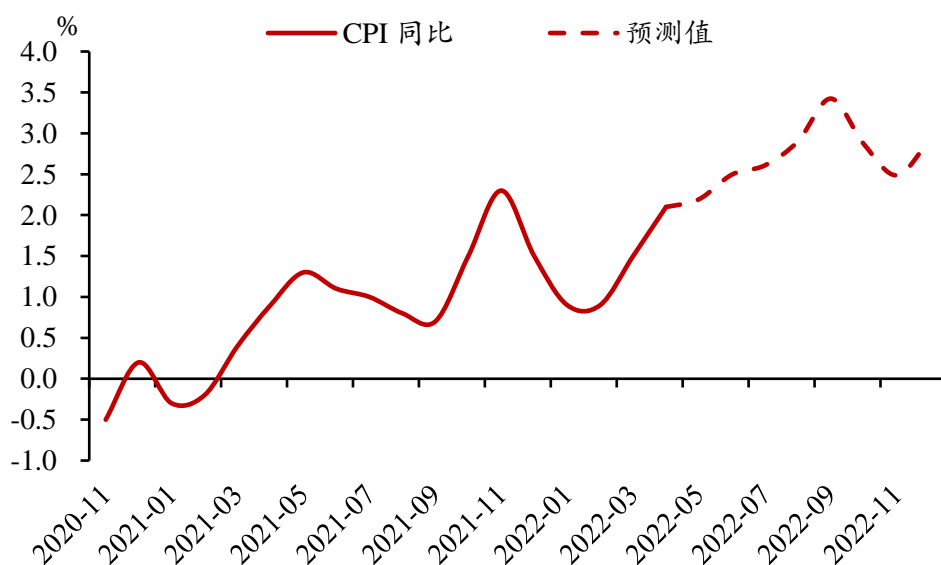
图 7：疫情期间物流受阻


资料来源：万得，信达证券研发中心

地缘冲突持续，推升能源价格环比上涨。汽油和柴油价格分别上涨 2.8%和 3.0%；受小长假因素影响，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别上涨 14.9%、6.8%和 1.5%。

核心 CPI 增速回落反映居民需求偏弱。4 月核心 CPI 同比 0.9%，较前值再次回落 0.2 个百分点。受疫情封控影响，居民消费场景受限，衣着、旅游、服务价格环比增速大幅下降。

值得注意的是，下半年通胀压力或将明显加剧。猪周期启动，加上俄乌冲突导致能源价格居高不下，将对下半年 CPI 读数形成较强支撑。根据我们的测算，“猪油共振”的影响下，CPI 大概率在下半年突破 3%。在一季度货币政策执行报告中，央行重点提及了“密切关注物价走势变化”，表明物价变化对央行下一阶段货币政策的影响程度可能会有所增大。

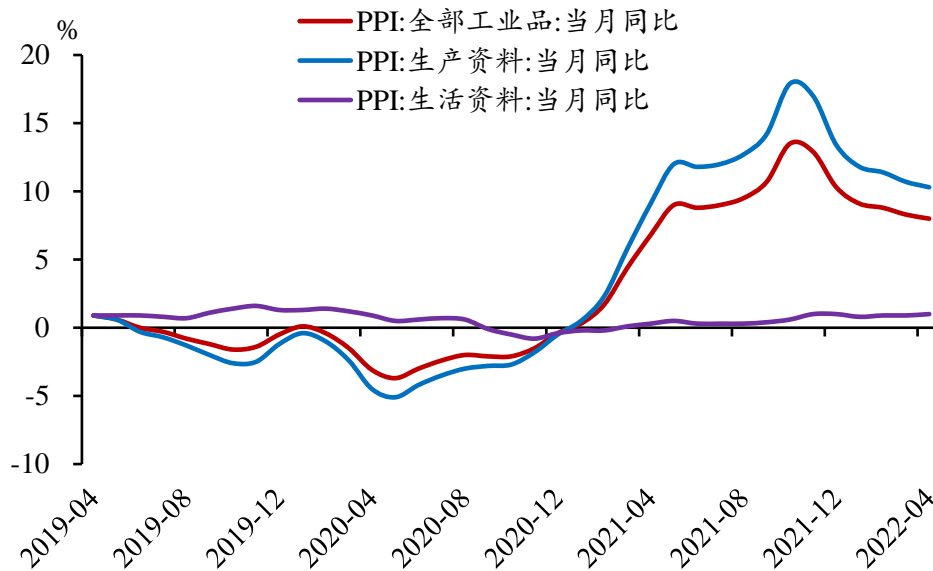
图 8：下半年 CPI 预测


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、输入性通胀压力下，PPI 同比下行斜率较缓

PPI 同比小幅下行。从同比看，PPI 上涨 8.0%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。其中，生产资料价格上涨 10.3%，涨幅回落 0.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点。从环比看，PPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。其中，生产资料价格上涨 0.8%，涨幅回落 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.2%，涨幅与上月相同。

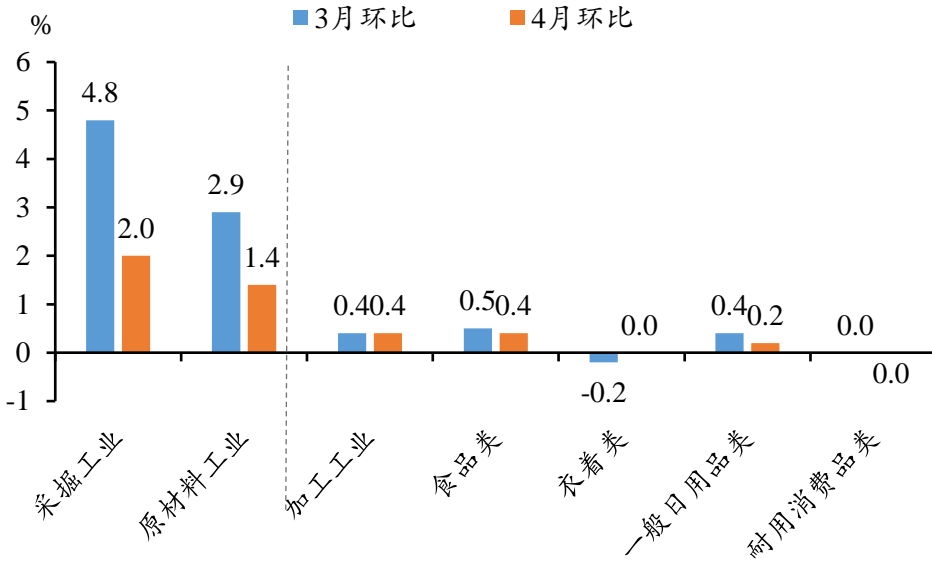
图 9：PPI 同比延续下降趋势



资料来源:万得, 信达证券研发中心

输入性通胀压力下，中上游 PPI 同比降幅小于预期。PPI 采掘工业环比增长 2.0%，上月为 4.8%，原材料工业环比 1.4%，上月为 1.9%。国际原油、有色金属等大宗商品价格高位震荡，国内相关行业价格增速小幅回落。其中石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.5%，涨幅回落 4.4 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.4%，涨幅回落 0.4 个百分点；石油和天然气开采业价格上涨 1.2%，涨幅回落 12.9 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%，涨幅回落 1.9 个百分点。

下游价格的传导依然偏慢。代表下游制造业的 PPI 加工工业环比上涨 0.4%，与上月持平。下游消费品中，衣着类价格涨幅高于上月，其余三类涨幅与上月持平或弱于上月，显示上游对下游价格的传导依然偏慢。如果下半年疫情得到控制，终端需求回暖，下游消费品行业价格涨幅有望进一步扩大，并带动相关行业利润增长。

图 10：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅


资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。