



經濟觀察家



平心而談

恆大集團首席經濟學家兼恆大經濟研究院院長 任澤平



►本輪豬周期始於2018年中，已歷時1年3個月，已漲141%
資料圖片

四因素致豬肉價大漲 明年下半年有望回落

「豬周期」是生豬生產和豬肉銷售過程中的價格周期性波動。豬周期的本質是供需關係，需求端總體穩定，關鍵在供給端。中國以散戶養殖為主體的環境放大了價格的波動性。第一，豬肉消費需求從長期看由居民收入水平、人口增長和消費結構決定，短期受季節性飲食習慣、流行疫病、食品安全和消費替代效應等影響。第二，豬肉供給端主要受養殖利潤、政策干預、天災疫病等因素影響。

當前生豬養殖主要分為兩種模式，即「自繁自養」，典型如牧原股份；另一種是「公司+農戶」，公司提供仔豬、飼料、疫苗獸藥及技術人員支持，待生豬長到出欄體重後由公司負責回收銷售並給農戶支付代養費，如溫氏股份、新希望等。前者佔用資金相對較大，折舊多、獸藥和疫苗費更高，但過程可控；後者佔用資金少，折舊少，有利於剛進入生豬養殖行業的公司彎道超車，但需要支付大額委託養殖費。

2006年以來，中國大致經歷了四輪「豬周期」，主要有以下特點：一是每輪豬周期基本上在3至4年，下行時間略長於上行時間，主要是因為在下行階段，利潤下行但只要未虧損，養殖戶退出的意願不強；二是每輪豬周期均伴隨疫病助推，但最近的豬周期相較過去明顯存在非市場化的政策因素如環保干預；三是規模化和技術進步導致需要的能繁母豬和生豬存欄量下降，因此新一輪豬周期產能恢復後對應的存欄量將低於前期；四是不同於歷次豬周期，本輪豬周期僅影響CPI，並未傳導至PPI，核心CPI和非食品CPI下行、PPI連續為負，宏觀環境是總需求不足。前三輪豬周期分別均歷時4年左右，上行周期分別為2年、15個月和2年，最高漲幅分別為132.6%、98%和76.6%。

建議多招並舉增加供給

本輪超級豬周期，漲幅大、速度快，四大原因：環保禁養擴大化、規模化養殖策略、非洲豬瘟、內生豬周期。第一，近年尤其是2015年以來，環保政策對生豬養殖的影響凸顯。各地紛紛制定了劃定禁養區和區內污染養殖戶搬遷計劃，層層加碼擴大化，一

刀切。第二，規模化養殖升級導致散戶大量退出，豬肉供給下降，但仍未改變中國散戶養殖佔比較高、規模化養殖率不高的格局。年出欄量小於100頭的散養農戶數從2007年的8100萬戶，下降到2017年的3700萬戶，降幅54%，而同期年出欄頭數超過1000頭的規模養殖場數量從4萬增至8.2萬，增幅達150%。但是，養殖500頭以下的養殖戶數佔比仍高達99.4%，500頭以上的養殖戶數量佔比0.6%，500頭以上的出欄數量佔全部出欄數不到50%（約49.1%）。第三，非洲豬瘟導致大批生豬受到感染，截至2019年7月，全國共發生非洲豬瘟疫情143起，撲殺生豬116萬餘頭。第四，非洲豬瘟前，上一輪豬周期中積累的過剩產能逐漸出清完畢，新一輪豬周期已經啟動，豬肉價格存在內生上漲動力。

本輪豬周期始於2018年中，已歷時1年3個月，已漲141%，根據2年左右的上升周期及本輪周期能繁母豬和生豬存欄量過快下滑，或要到2020年下半年迎來價格向下拐點。一是居民豬肉消費需求較大，但能繁母豬和生豬存欄為十年低點，當前供給缺口高達1000萬噸。中國豬肉消費佔全球49.3%，遠高於歐盟的19%和美國的8.7%，國內肉類消費中豬肉消費佔比高達73%，短期內牛羊禽肉難以替代。

二是中國進口豬肉量長期僅佔國內豬肉消費的3%左右，佔全球豬肉出口的18%。今年以來雖加大進口力度，但仍無法彌補供給缺口。1至8月累計進口豬肉116.4萬噸，逼近去年全年119.3萬噸的總額，累計同比40.4%；5至8月豬肉進口當月增速分別為62.6%、62.8%、106.7%和76%。隨著豬肉進口大幅增加，進口單價也大幅提高，8月達到每千克2.27美元，較年初上漲31.6%，同比為36.6%。

三是環保政策糾偏和非洲豬瘟疫苗研製需要時間。

超級豬周期將在宏觀、中觀、微觀上產生較大影響。宏觀上，2008年至今，豬肉價格和CPI指數的相關系數達到0.82，遠高於CPI籃子中的其他商品。豬價上漲將推升食品CPI，同時帶動替代品牛羊肉、雞蛋、雞肉等的價格上

漲，拉動CPI，下半年CPI將繼續在3%附近波動，個別月份可能超過3%。但本輪CPI上漲具有鮮明的結構性特徵，核心CPI下行，PPI連續為負，全面通脹的可能性不大。宏觀經濟形勢主要面臨通縮而非通脹壓力，「拿掉豬以後都是通縮」。貨幣政策更多作用需求端而非供給端，因此貨幣政策放鬆不會加劇通脹。中觀上，加速生豬規模化養殖，提高行業集中度；影響肉禽運輸業格局，從活體運輸到冷鮮豬肉運輸，從「調豬」到「調肉」，冷鏈豬肉運輸迎來機遇；對上游飼料產業產生影響，短期降低對玉米、大豆等飼料的需求，價格下降，隨著存欄量上升將帶動上游飼料價格上漲。當前，中國生豬養殖業行業集中度較低，2018年前10大進軍養豬行業的上市企業生豬出欄量共4731.67萬頭，市場份額佔比僅6.82%，龍頭溫氏股份、牧原股份、正邦科技和新希望生豬出欄量分別為2230、1100、554和225萬頭，與接近7億頭出欄量比仍極小。微觀上，低收入群體居民受到豬肉價格上漲影響更大，因此要注意通過補貼的形式降低低收入群體的支出壓力。

政策建議：一是多措並舉增加供給，穩定豬肉市場供應，密切跟蹤替代品牛羊肉價格並加大投放。建議短期內適當放鬆對生豬養殖業的環保約束，減少不合理的禁養區劃定。加快投放儲備的凍豬肉。扶持前期退出市場的養殖大戶，幫助其盡快恢復生產。此外，應盡快尋找新的豬肉進口市場如巴西、澳洲等，在確保檢驗檢疫安全的前提下，大幅增加進口豬肉數量。

二是降低豬肉生產過程中的相關稅費和交易運輸等的成本，增加對養殖戶尤其是大規模養殖戶的融資支持。

三是從需求端重點補貼對豬肉價格上漲較為敏感的低收入群體，建立與豬肉價格漲幅掛鉤的動態補貼機制，補貼人群與低保、貧困戶等名單掛鉤。

四是從長效機制，進一步提升規模化養殖場在種群選育、養殖技術、檢驗檢疫等領域的水平，提高行業集中度，加快產業轉型升級，提高規模化、標準化、產業化和信息化水平，加強冷鏈物流配送體系建設等，推進生豬「就近屠宰、冷鏈配送」經營方式。

港證監完善虛擬資產監管

香港國際新經濟研究院高級研究員 付饒



鍵能講堂

2019年10月4日，香港證監會正式在官方網站發布了《關於監管投資於虛擬資產的持牌企業的備考條款及條件》（下稱新規），這是繼香港證監會於去年11月發表《有關針對虛擬資產投資組合的管理公司、基金分銷商及交易平台營運者的監管框架的聲明》（下稱《聲明》）之後，正式發布更加具體的針對持牌虛擬資產管理人的監管條款。

首先，證監會對受新規監管的機構界定很專業：其一將包括比特幣期貨在內的期貨、證券合約與直接投資於比特幣等虛擬資產區分開來；其二，考慮到虛擬資產可能在短時間內大幅波動導致其佔資產組合的比例超過10%，新規指出，持牌法團正在採取一切合理地切實可行措施，令基金對虛擬資產的投資可及時減少，從而將有關投資比例減至低於其總資產價值的10%，這種情況也可以不受新規監管。

其次，新規顯示，對虛擬資產的監管與法幣資產監管同等嚴格。在牌照方面的要求沒有新的變化，仍然和2018年11月1日《聲明》一致。而新規中虛擬基金管理公司參加首次代幣發行的一些基本要求，與證監會其他文件中對參加首次公開募股（IPO）的要求基本一致。虛擬基金管理公司需要監控交易平台和保管人的IP地址和錢包地址、開設獨立的銀行帳戶以接收和管理客戶的法幣，需要非常全面地評估不同保管安排的利弊、特徵和特性。

新規還要求僅向投資者提供委託

帳戶管理服務，並應評估投資者的資質，和客戶訂立委託帳戶管理的書面協議，每年兩次向客戶提供委託帳戶的投資表現和組合估值的報告等。

建全球數字經濟港

上述細則主要針對《聲明》中要求的，「超過10%資產規模（AUM）屬虛擬資產的基金，僅可針對專業投資者銷售，任何投資虛擬資產的基金和經紀機構，均需要向證監註冊。」做進一步細化。而在《聲明》中提及的虛擬資產交易平台，則在新規的「對手方風險」等條款中集中出現28次。筆者預計，證監會將很快出台針對虛擬貨幣交易平台的備考條款及條件，並在監管驗證可行性後，向交易所頒發牌照。

事實上，香港已經有虛擬資產行業從業者從創立之初就篤定合規發展。例如由前香港聯交所行政總裁徐耀華（Alec Tsui）加盟，註冊於香港的環球證券通證有限公司GlobalSTOX Limited（「GSL」）旗下的虛擬資產交易平台APX.HK於北京時間2019年9月18日正式開啟公開註冊，該平台主打合規、安全的理念，客戶主要面向專業投資者（Professional Investors），同時嚴格按照香港證監會關於虛擬資產交易平台的監管沙盒指引（Sandbox Regulation）規範運作。

筆者相信，在香港，會有越來越多的機構致力於引領區塊鏈虛擬資產管理和交易所行業，走全面合規化道路，深度參與並建設香港成為全球數字經濟港。同時，相信隨着區塊鏈技術的發展，相關的監管會更加完善。

香港金融固若金湯

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

筆者評論樓市其中一個理論就是「M3定律」，認為M3（泛指總存款量）象徵的資金流動正可以反映到資產價格上升的力度、市場的鞏固性和融資成本，當然，很多時候，資金充足也是代表貸存比率偏低的，配合了資金過多、借貸過少、高價值和供應量不足等四點。筆者創立了「龍市理論」，當然，因為社會最近出現了一些政治爭拗，這個「龍市理論」是有機會在實踐下再修改及補充的，而筆者亦是很留意一些「龍市」的基礎因素的變動，尤其在資金上，最近我們很多時候都會聽到新聞評論、報道，甚至有人認為市場大量資金流出，香港經濟可能要面對崩潰，有關的言論實在是太過誇大了，筆者從一些理解的數據給予各位參考。

香港算是全世界資金最充裕的大都會之一，如果以完整數據，我們看看最近公布直至到八月底的香港M3量是14.59萬億元的，是歷史上第三高，是比七月再上升了，八月已充分反映了政治爭拗下的市場反應，為何資金仍然會增加？我們的確在港元上是有1089億的減少，是一個近年比較少出現的幅度，但是美元存款及人民幣存款是有增加，因此總存款量仍然比七月是有增加的。美元增加可能有人認為部分是反映了有人賣港元買

入美元，但如果有這種情況，有關資金仍然是留在香港，筆者不認為是因為一些人呼籲以提款作政治鬥爭的影響，反而是有國際大鱷在操盤是借助這些謠言而已。而事實上，美元和人民幣是長期不斷流入香港的，因為香港始終在法制運作上是最好的市場，雖然在民生上，最近的運動影響了很多法治，但是商貿和市場運作仍然是做得很安全穩妥的。

看回過去數年，我們都有不同的炒家以借港元去買美元而對匯價作出衝擊的，有關的衝擊最有氣候的是大概影響到1000億元的資金運作，以本港的金融架構，起碼除了M3的14萬億之外，亦還有外匯儲備金，外匯儲備是總共有3.4萬億元的，即是說，以1000億元的較大追擊來說，外匯儲備可以承受約30次，即是不計民間的錢，只是靠政府其實仍是固若金湯的。

未來半年，相信我們要面對經濟衰退、失業，甚至結業潮，但是終歸都要面對環球貨幣量化而潮引起的價格上升。過去100年的歷史告訴我們，每次國際的金融在面對崩潰之後，都會被一些硬資產價值高的國家取而代之。

所謂硬資產即是礦產生產力，筆者認為亦包括了低借貸的房地產，這點內地是做得很好的，當然，我希望大家不應該對市場太恐慌，不要聽一些市場上的謠言，大家做好本分，樂觀去生活吧！

2006年以來內地歷經三輪豬周期



資料來源：Wind，恒大研究院