

交割临近，生猪期货回归走弱

兴证期货·研发中心

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

国内生猪价格持续偏弱，我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量均创出非瘟以来的新高且超过均衡水平导致生猪过剩状态持续。在生猪供应仍旧过剩的背景下，猪价可能延续下跌的行情。目前生猪期货升水现货价格，养殖企业注册期货仓单数量增加，加剧期货价格下跌速度。

● 风险提示

收储政策；猪瘟疫病

报告目录

1.生猪：交割临近，生猪期货回归走弱	3
1.1 价格下跌，生猪养殖全行业亏损.....	3
1.2 生猪供应维持高位打压价格.....	5
1.3 价格及季节性规律对生猪价格利空.....	8
1.4 期现回归打压期货价格.....	10

图目录

图 1: 生猪价格 (元/公斤)	3
图 2: 生猪养殖利润 (元/头)	4
图 3: 猪料比价.....	4
图 4: 我国生猪存栏量 (万头)	5
图 5: 能繁母猪存栏 (万头)	5
图 6: 猪肉产量 (万吨)	6
图 6: 定点企业生猪屠宰量 (万头)	6
图 7: 生猪饲料产量及同比 (万吨、%)	7
图 8: 我国饲料产量 (万吨)	7
图 9: 我国猪肉进口 (万吨)	8
图 10: 生猪价格自高点下跌时间.....	9
图 11: 生猪价格季节性走势.....	9
图 12: 生猪价格及升贴水.....	10
图 13: 生猪仓单 (张)	10

1. 生猪：交割临近，生猪期货回归走弱

经过近两年的高利润刺激,生猪行业的供应已经恢复到非瘟发生以前的水平。2021 年以来,生猪的供求出现过剩的状态,由于生猪的供应和产能维持高位,短期这种供求过剩状态还将持续。生猪期货 LG2109 合约即将交割,期货价格在 16000 元/吨,仍旧较现货基准交割价格高近 1000 元/吨,现货企业大量注册期货仓单,导致期现价差回归。在供求过剩状态下,生猪期货仍维持弱势的状态。

1.1 价格下跌，生猪养殖全行业亏损

自 2019 年 10 月全国价格创出历史新高后,生猪价格高位震荡后今年大幅下跌至低于 16 元/公斤,回归到非瘟以前的价格区间,目前价格处于 15000—16000 元/吨。由于生猪养殖投资增加,饲料成本大幅上涨,生猪养殖的总体成本大幅提高,生猪行业整体处于亏损状态。

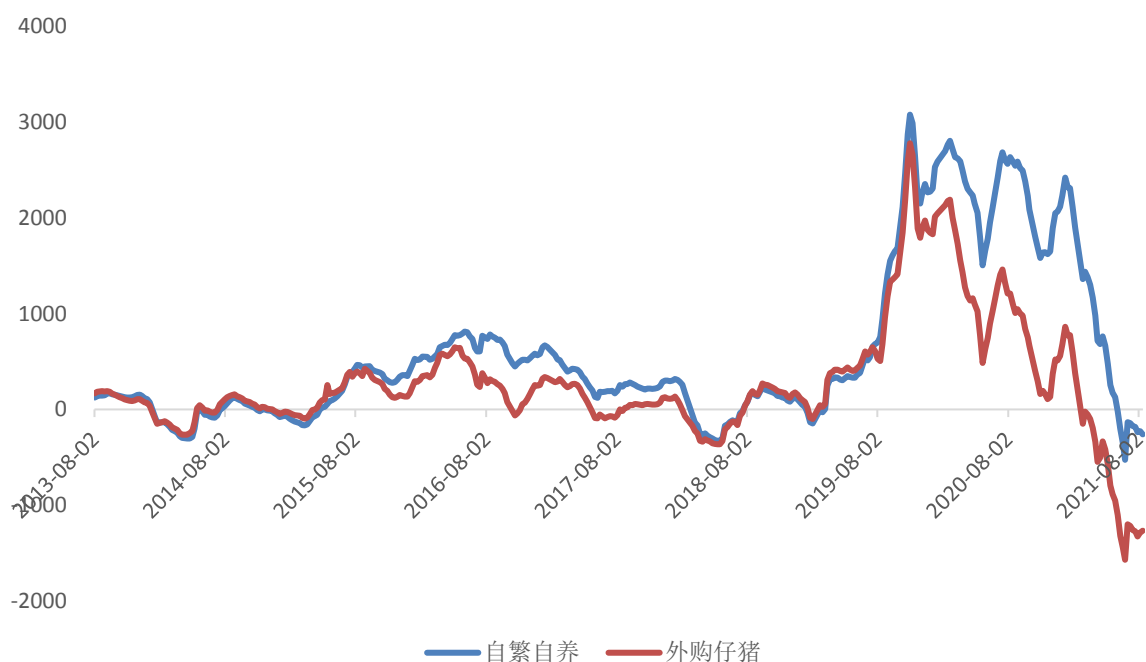
图 1: 生猪价格 (元/公斤)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

目前,生猪养殖行业进入到全行业亏损状态,自繁自养生猪亏损 250 元/头,外购仔猪亏损达到 1260 元/头,生猪养殖的亏损幅度也创出历史新低。由于资金大量进入生猪养殖市场,生猪养殖规模化逐步增加,企业抗风险的能力大幅加强,使生猪行业的产量和产能退出速度缓慢,生猪行业的亏损状态可能还将持续。

图 2：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

以猪料比价看，目前生猪与猪饲料的价格比为 5，而均衡比价为 6.7，显示目前生猪养殖行业亏损较为严重。2018 年国内的猪料比价低于均衡比价有 6 个月时间，目前，猪料比价自 5 月开始到现在持续了 3 个月且比价幅度远远低于历史的均衡水平，充分显示生猪养殖行业的艰难。

图 3：猪料比价

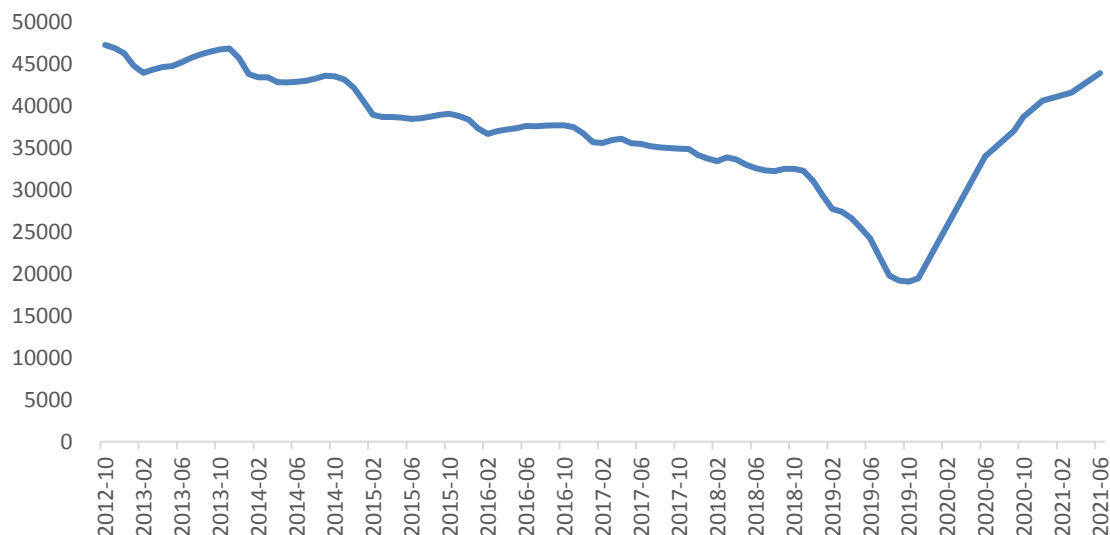


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 生猪供应维持高位打压价格

根据农业部的数据，2021年6月我国生猪的存栏量达到了43911万头，已经远远超过了非瘟前的水平。2018年8月非瘟发生以前，我国生猪行业已经出现严重的供求过剩的局面，彼时的生猪存栏量不过34000万头，与当时相比，目前的供应过剩状态已经非常严重。

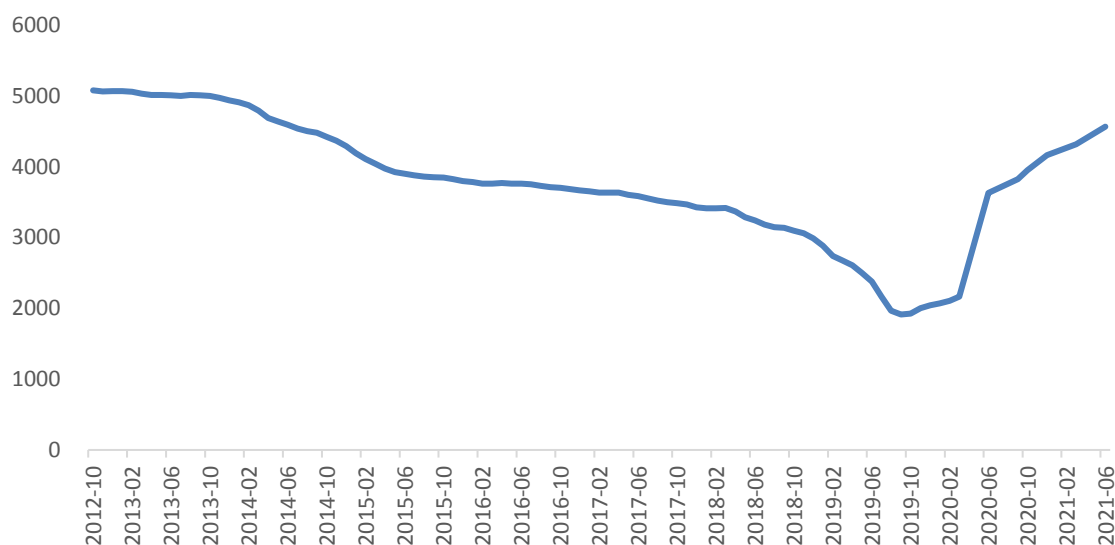
图4：我国生猪存栏量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

能繁母猪存栏代表未来生猪的供应产能，目前全国能繁母猪的存栏量达到4564万头，也远远超过非瘟发生前的3400万头。由于非瘟的影响，生猪的PSY出现了大幅的下降，假设PSY下降20%，也意味着4564万头的能繁母猪的产能按照以前的标准也能达到3650万头，超出了均衡的能繁母猪存栏。如果短期没有能繁母猪的大量淘汰，意味着产能过剩问题仍旧存在。

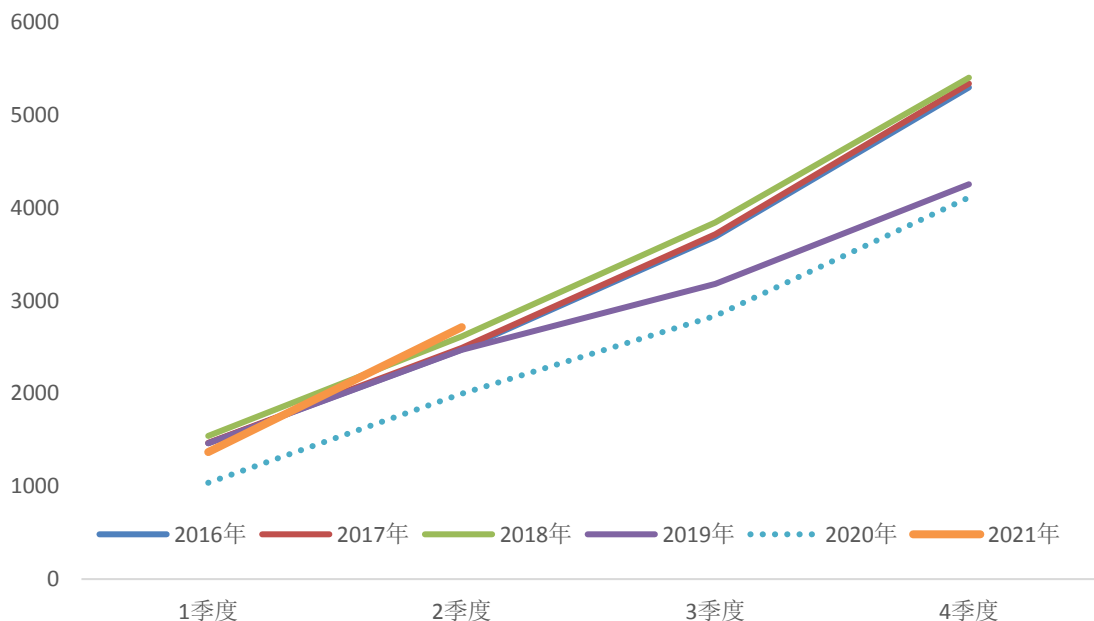
图5：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

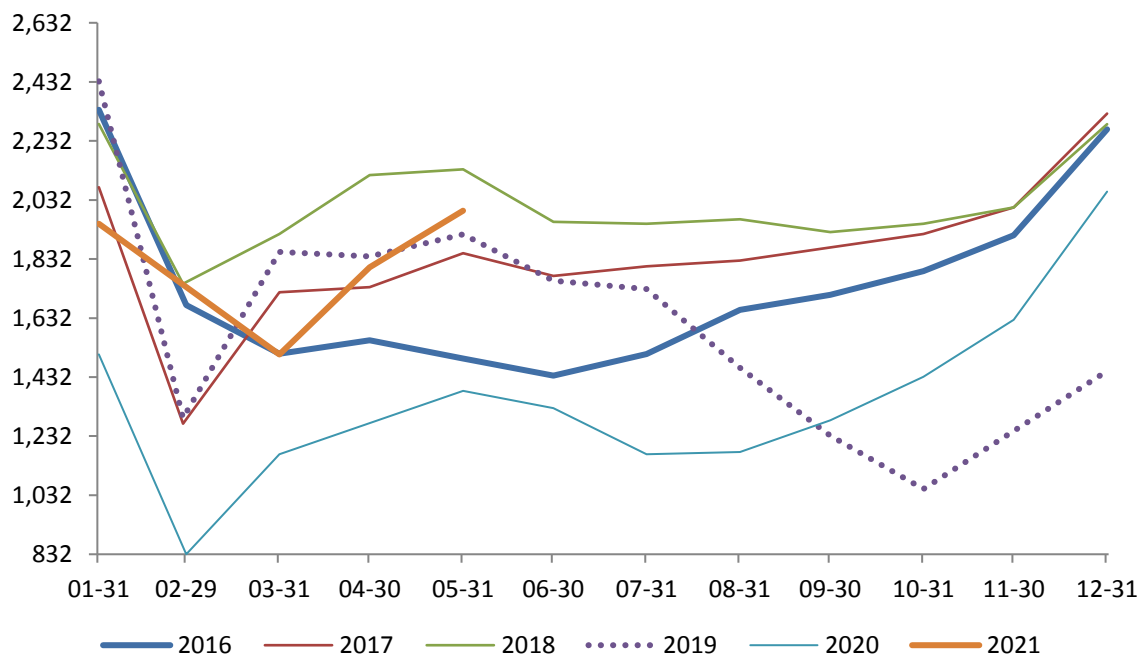
从猪肉的产量看，季度产量数据显示，2021年前2季度，我国猪肉的产量已经达到2715万吨，超出了2016年以来的最高水平，反应了目前生猪市场供求过剩的状态已经很严重。

图6：猪肉产量（万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部
生猪定点企业屠宰量同样显示，生猪的屠宰处于月度的偏高水平。

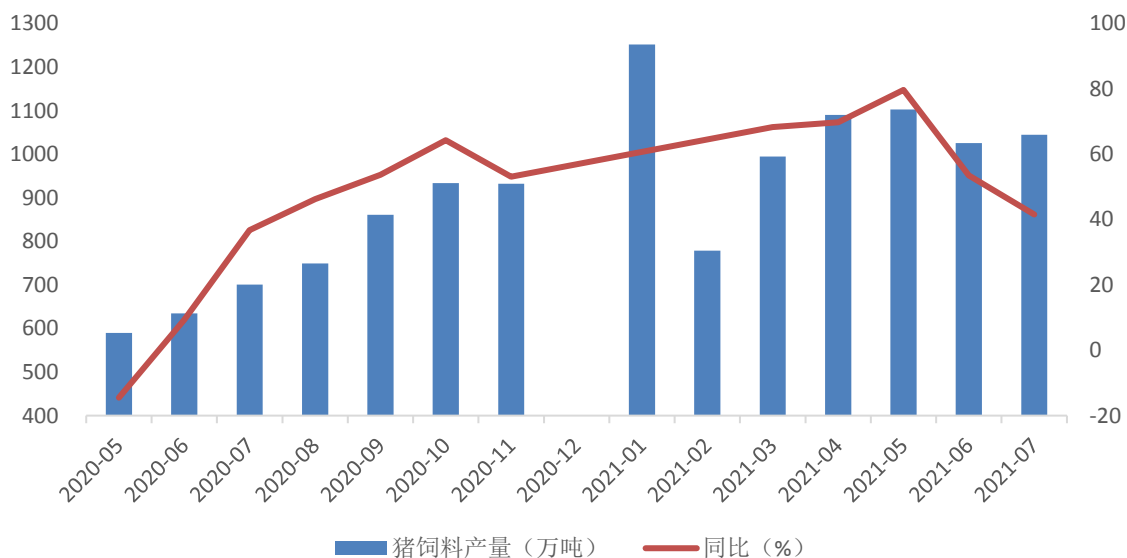
图6：定点企业生猪屠宰量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

另外，从生猪饲料的产量数据看，自2020年10月以来，生猪饲料产量增加加快，同比增幅都超过了40%。2021年生猪饲料的同比从年初最高的80%下滑到7月的41%，预期后期生猪饲料的产量在基数大涨的情况下，同比增幅将下滑。若以饲料反推猪肉的供应，以7月的40%的增幅来测算，2021年生猪的供应量在去年4113万吨的基础上增加至5758万吨，远远超出了非瘟前5400万吨的供求平衡产量。

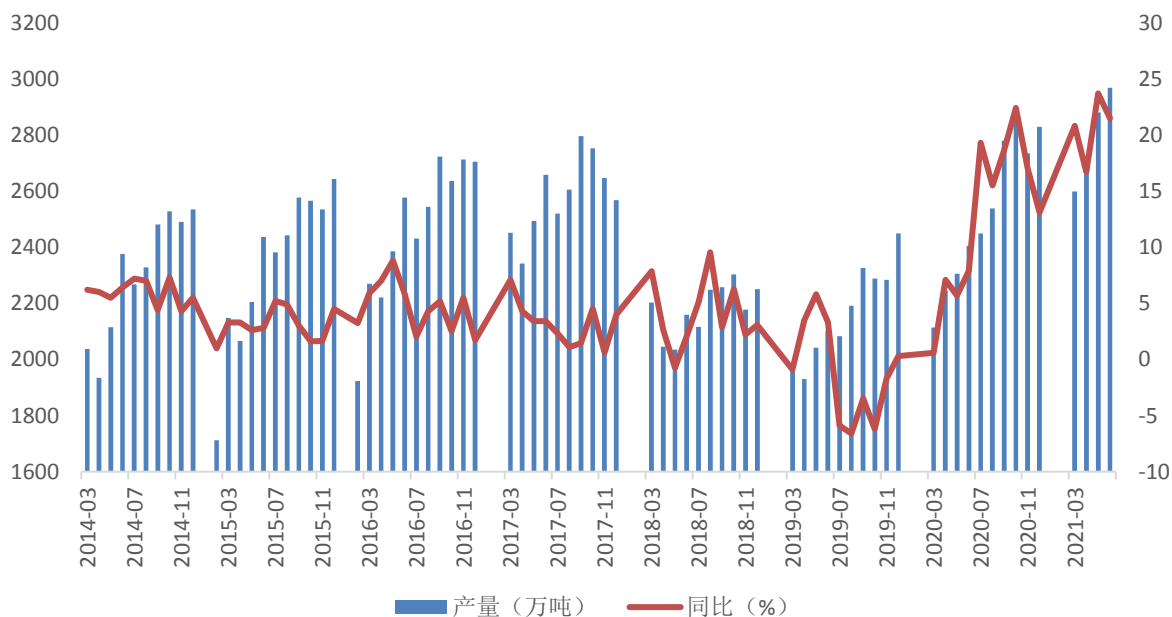
图7：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从饲料供应的角度看，国内饲料产量持续创出新高，反应生猪行业的供应增加，同时其他养殖行业的供应并未下滑。

图8：我国饲料产量（万吨）

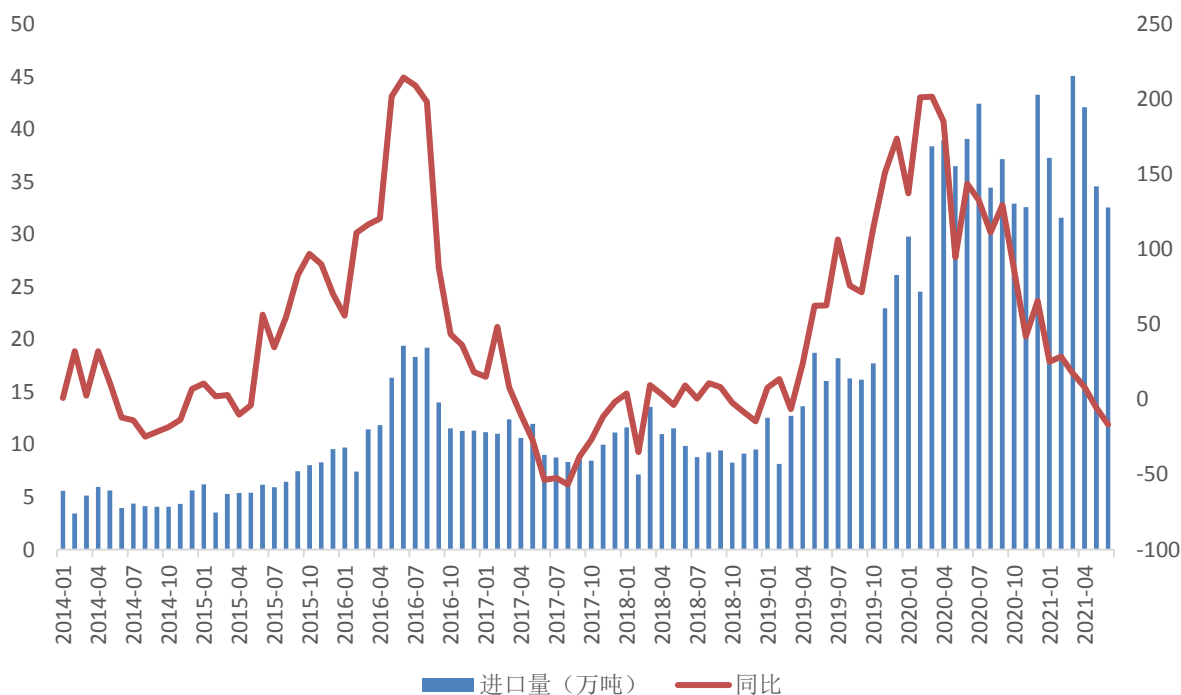


数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们知道 2019 年生猪价格暴涨导致肉禽和蛋禽的存栏同比大幅提升以部分替代生猪供应的缺口。目前生猪的供应量已经恢复到超过疫情前的水平，但肉禽和蛋禽的存栏相比疫情前增加，从饲料的分项和总量的数据可以侧面佐证，这给生猪的价格带来更大的打击。

从进口情况看，我国猪肉的进口维持历史高位。尽管目前国内猪肉的价格大跌，但由于国内养殖成本较高，进口仍有盈利，后期进口猪肉的数量可能维持偏高的水平。2020 年日历年度内国内进口猪肉达到 430 万吨，2021 年度进口猪肉的数量可能达到 300—350 万吨，这较疫情前的 50—100 万吨的水平数量高出不少，给生猪的供应带来压力。

图 9：我国猪肉进口（万吨）



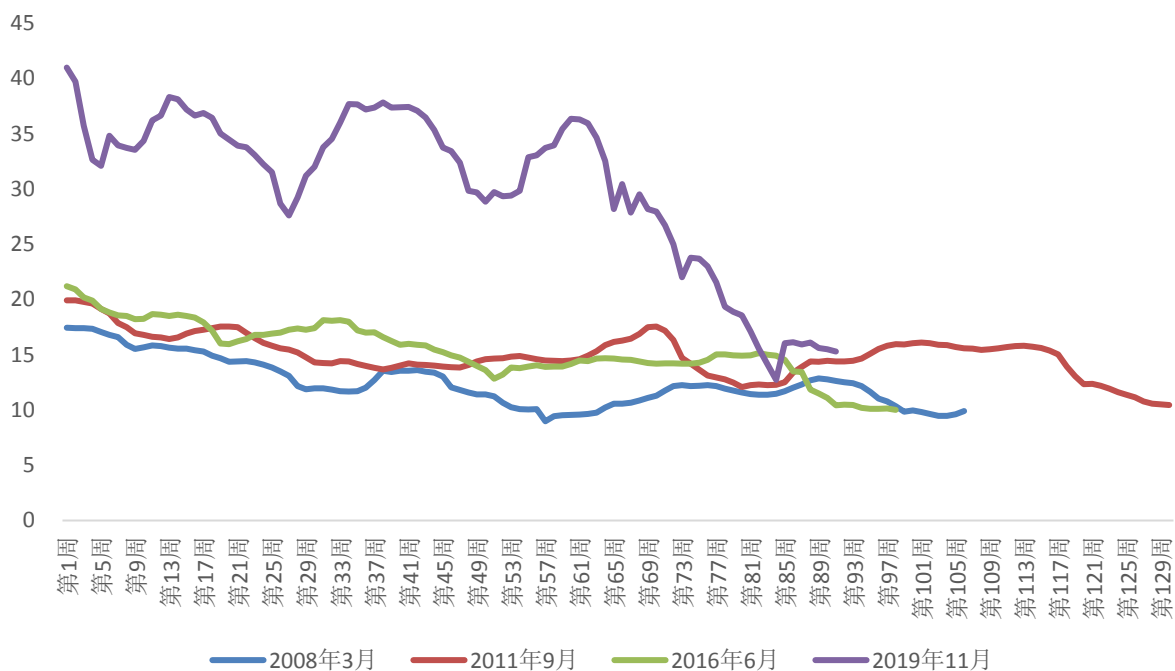
数据来源：Wind，兴证期货研发部

国内生猪供应维持高位，进口猪肉数量增加，造成我国生猪供应过剩的局面持续打压生猪价格。

1.3 价格及季节性规律对生猪价格利空

从 2006 年以来，我国生猪价格经历了 4 轮周期，我们选取周期的最高点开始测算下跌的时间。在这四轮周期中，生猪的价格下跌持续 100—130 周的时间，其中 2011 年的下跌周期相对较长主要由于部分省市环保限养导致生猪产能的出清放缓。最新的一轮下跌周期从 2019 年 10 月以来已经持续了 91 周的时间，按照正常周期看还将持续 3—4 个月的时间，即到 2021 年的 11、12 月接近本轮下跌周期的结束时间。考虑到目前生猪养殖的资本进入、规模效应增加，生猪养殖产业抗风险能力增强，市场出清的时间可能会略显偏长，但无论如何今年年底可能接近本轮生猪下跌周期的结束点。

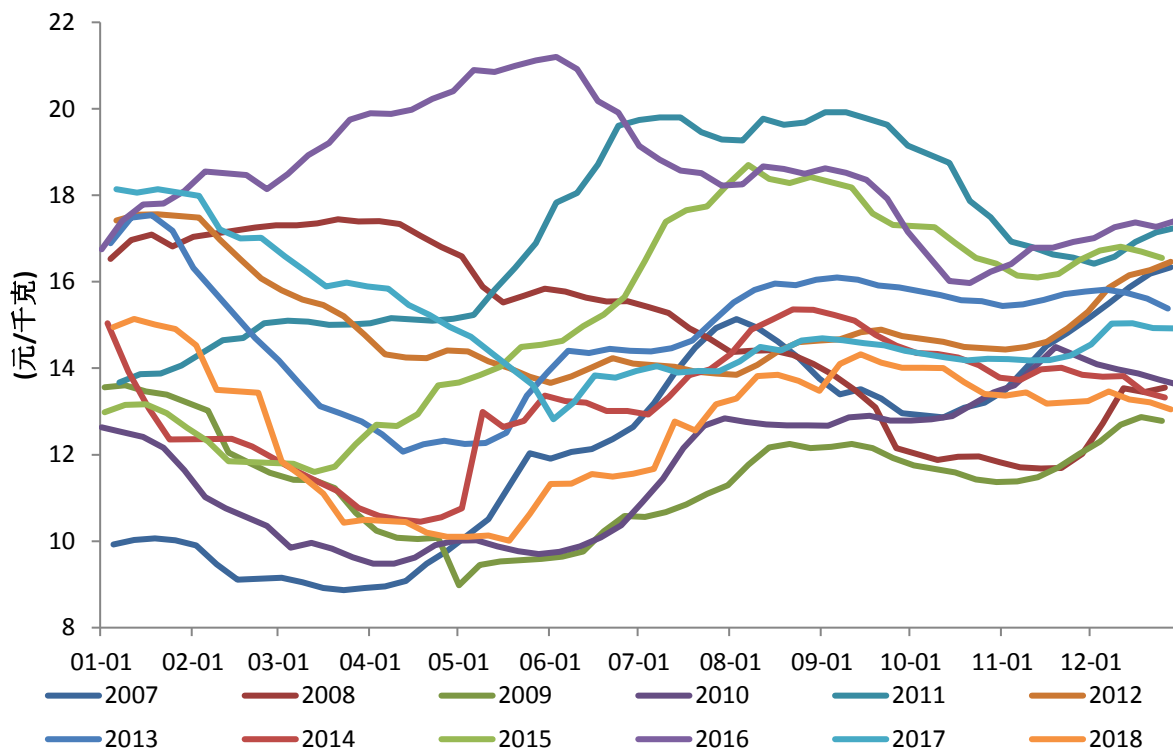
图 10: 生猪价格自高点后的下跌时间



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从季节性走势看，生猪在8、9月份出栏量较低出现年内的高点；1月份受春节需求影响出现另外一个高点，其他时间生猪的价格更倾向于下跌，尤其以春节后的下跌速度更快。目前8月已经接近结束，生猪价格已经接近高位区间，后期可能逐步下跌。

图 11: 生猪价格季节性走势

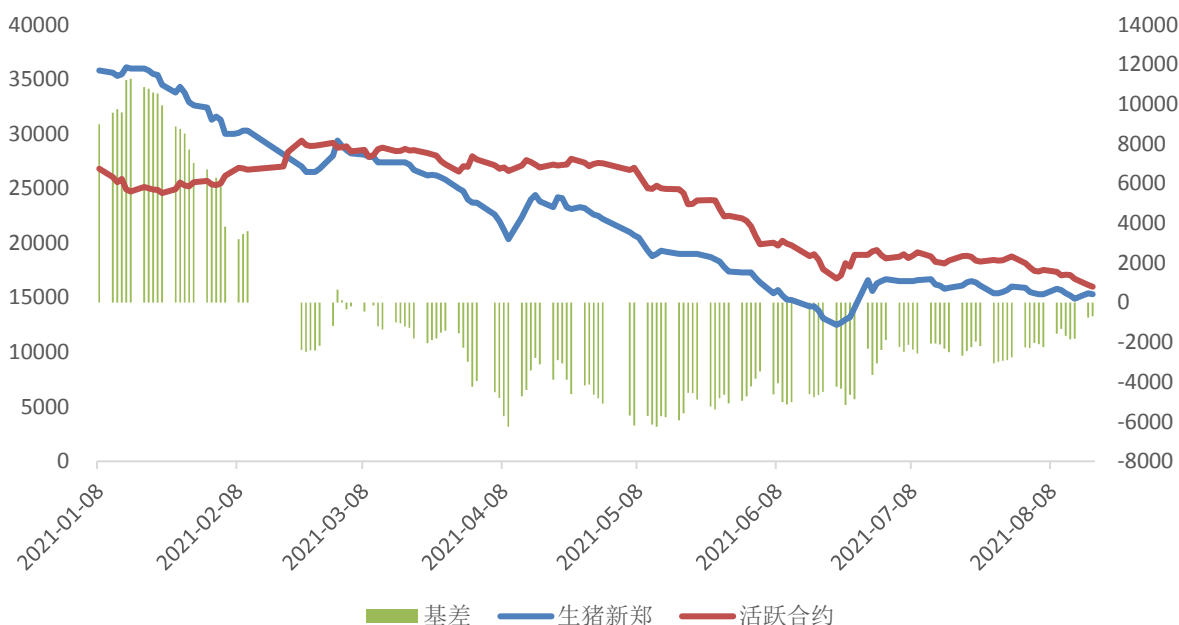


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 期现回归打压期货价格

期现结构看，目前期货价格仍旧升水现货，随着交割月的临近，现货企业大量注册仓单，对期货利空，导致期现价格迅速回归。以河南新郑生猪现货价格为例，其与期货 LG2109 合约的期现价差自 8 月以来迅速走低，由 3000 元/吨迅速收窄到 695 元/吨，期货价格持续走低。随着供求过剩及下游多头的离场不排除后期期现价差回归到 0 或者负基差的情况。

图 12：生猪价格及升贴水



数据来源：Wind，兴证期货研发部

自 8 月 6 日中粮注册 75 张生猪仓单以来，养殖企业注册仓单数量大幅增加。截止到 8 月 18 日生猪注册仓单达到 320 张，合 5120 吨。由于生猪 9 月开始交割可持续至 9 月下旬，如果期货仍旧升水较高，意味着仍将有养殖企业通过注册仓单进行期货交割来实现销售和超额利润。另外考虑到生猪下跌周期还将持续，目前 9 月、11 月的生猪期货价格仍旧升水，可能仍将出现加速下跌的趋势。

图 13：生猪仓单 (张)

品种	仓库/分库	昨日仓单量	今日仓单量	增减
生猪	中粮肉食	270	270	0
	江苏中粮	75	75	0
	河南中粮	75	75	0
	盐城中粮	75	75	0
	武汉中粮	45	45	0
生猪	德康农牧	50	50	0
	泗洪德康	50	50	0
生猪小计		320	320	0
总计		320	320	0

数据来源：DCE 网站，兴证期货研发部

综合来看，国内生猪价格持续偏弱，我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量均创出非瘟以来的新高且超过均衡水平导致生猪过剩状态持续。在生猪供应仍旧过剩的背景下，猪价可能延续下跌的行情。目前生猪期货升水现货价格，养殖企业注册期货仓单数量增加，加剧期货价格下跌速度。

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。