

消费逐步回落，生猪价格走低

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

10月以后，国内生猪价格迅速反弹，养殖出现盈利；12月春节备货高潮已退，1月中旬之前生猪消费存在短期走强的情况；但时间窗口极端，很难大幅度拉动生猪价格走高。目前国内生猪存栏和能繁母猪存栏都在下降，但仍旧都处于过剩状态，预期春节前后生猪价格将出现大幅探底行情，建议投资者可关注卖出套保的机会。从历史统计数据看，生猪反弹后将进入二次探底，时间周期在10个月左右，因此，未来半年内对生猪价格可能面临走低风险。

● 风险提示

收储政策；猪瘟疫病

报告目录

1.生猪：消费逐步回落，猪价走低	3
1.1 12月备货旺季以后，猪价震荡回调.....	3
1.2 生猪去产能，但仍处于过剩状态.....	5
1.3 统计规律预示生猪价格将二次探底.....	8
1.4 期货贴水反应未来需求仍宽松.....	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: 生猪价格低点上涨周期.....	9
图 11: 生猪价格季节性走势.....	9
图 12: 生猪价格及升贴水.....	10

1. 生猪：消费逐步回落，猪价走低

国庆之后经过近 2 个月的上涨，生猪价格最高已经达到 18 元/公斤，反弹幅度达到 60%，生猪养殖行业出现较好养殖利润。在 12 月腊肠需求较好情况下，生猪价格维持偏强行情。目前生猪存栏和能繁母猪存栏仍旧处于过剩状态，我们认为 1 月中旬以前，短暂的春节备货结束以后，生猪价格面临着继续下跌的二次探底的过程，因此建议投资者或者养殖企业可利用生猪价格高位的时机进行卖出套保。

1.1 12 月备货旺季以后，猪价震荡回调

2021 年 10 月国庆假期之后全国生猪价格反季节上涨，生猪价格最高达到 18 元/公斤，养殖利润达到 150—300 元/头，养殖效益较好。由于双节是我国传统消费旺季，12 月腊肉需求带动生猪价格走高，但随着腊肉备货的结束，市场预期猪价将维持逐步震荡回调。我们认为，尽管 1 月中旬以前，生猪需求仍然较为旺盛，但由于大猪集中出栏，且留给市场消化的时间不多，因此，生猪价格逐步震荡走低的概率大幅增加。

图 1：生猪价格（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前，生猪养殖利润维持高位震荡回调，自繁自养生猪盈利重新进入盈亏平衡区间，外购仔猪盈利 160 元/头。随着生猪价格的高位震荡回调，生猪养殖企业的养殖利润将逐步走低重新进入亏损状态。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，企业抗风险的能力加强。今年春节较早，一般春节前半个月左右时间备货基本结束，1 月中旬可能是猪价高位震荡的最后时刻。随着备货期的结束，生猪价格将会出现下跌。由于供求处于过剩的状态，未来半年生猪行业可能会出现价格下跌导致养殖亏损，继而带动养殖企业去产能；这一过程有望在 2022 年的三四季度生猪去产能结束，生猪供求达到平衡甚至短缺状态。

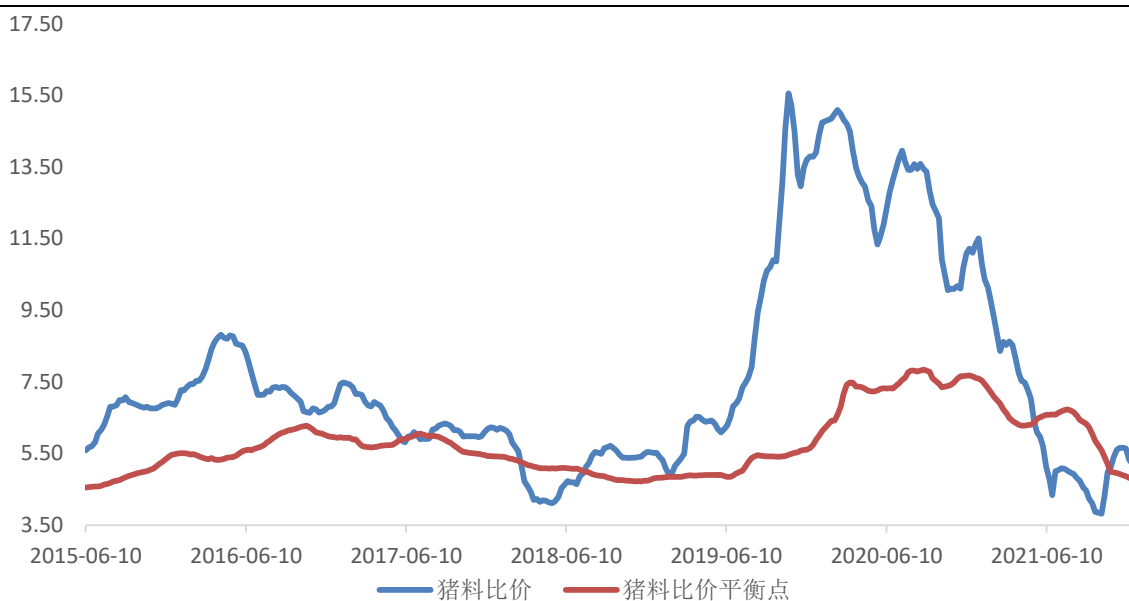
图 2：生猪养殖利润（元/头）



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 5.19，而均衡比价为 4.75，显示目前生猪养殖行业仍然有一定养殖利润。2018 年国内的猪料比价低于均衡比价有 6 个月时间，今年猪料比价自 5 月开始到 10 月初持续了 5 个月且比价幅度远远低于历史的均衡水平，生猪养殖行业的亏损周期走完，初次反弹盈利的时间周期不会太长将会再次面临养殖亏损去库存的过程。考虑季节性的因素，我们认为国庆后生猪价格反弹的幅度较大但周期更短，可能在 1 月初将达到反弹高位，时间不足 4 个月，较以往的初次反转时间更短。

图 3：猪料比价

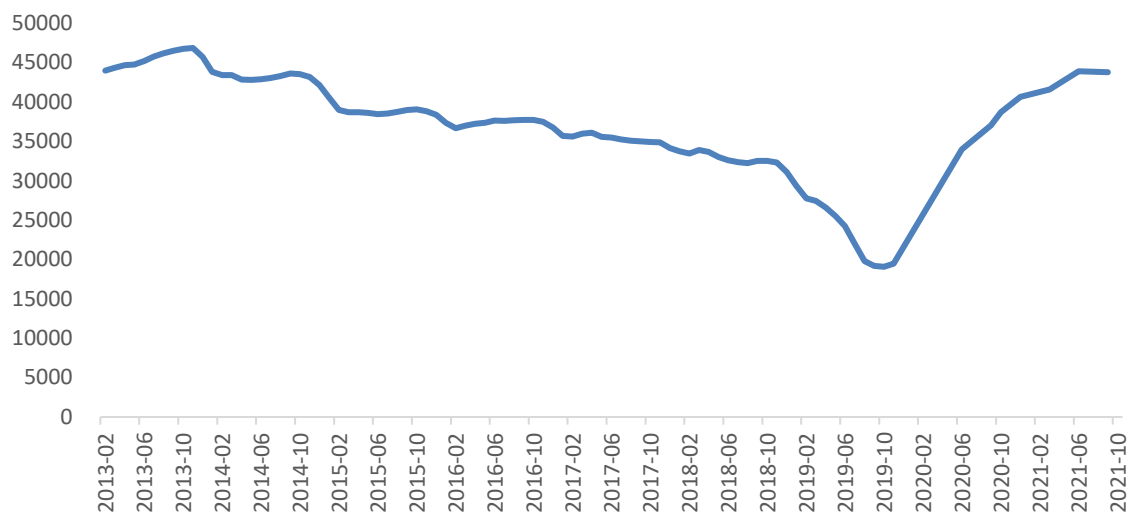


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 生猪去产能，但仍处于过剩状态

根据农业农村部的数据，2021年9月我国生猪的存栏量达到了43764万头，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。目前的生猪存栏量仍旧高于均衡水平，去产能仍将持续。

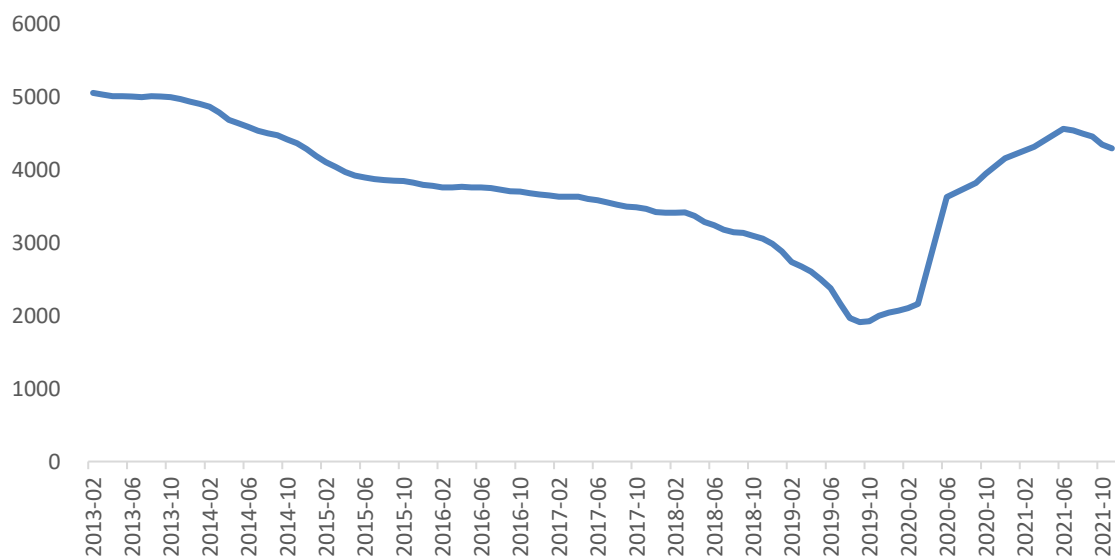
图4：我国生猪存栏量（万头）



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，11月全国能繁母猪的存栏量达到4296万头，环比继续下降，但仍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15%，意味着4296万头的能繁母猪的产能按照以前的标准也能达到3651万头，超出了均衡的能繁母猪存栏。国内能繁母猪存栏的数据仍旧处于去化过程。

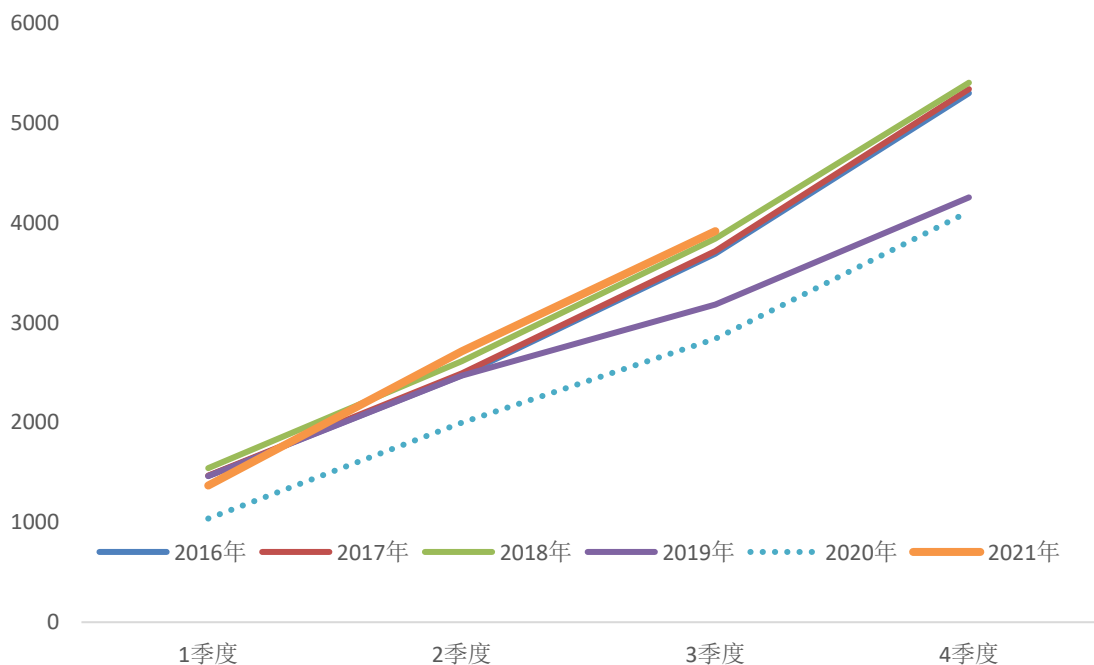
图5：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

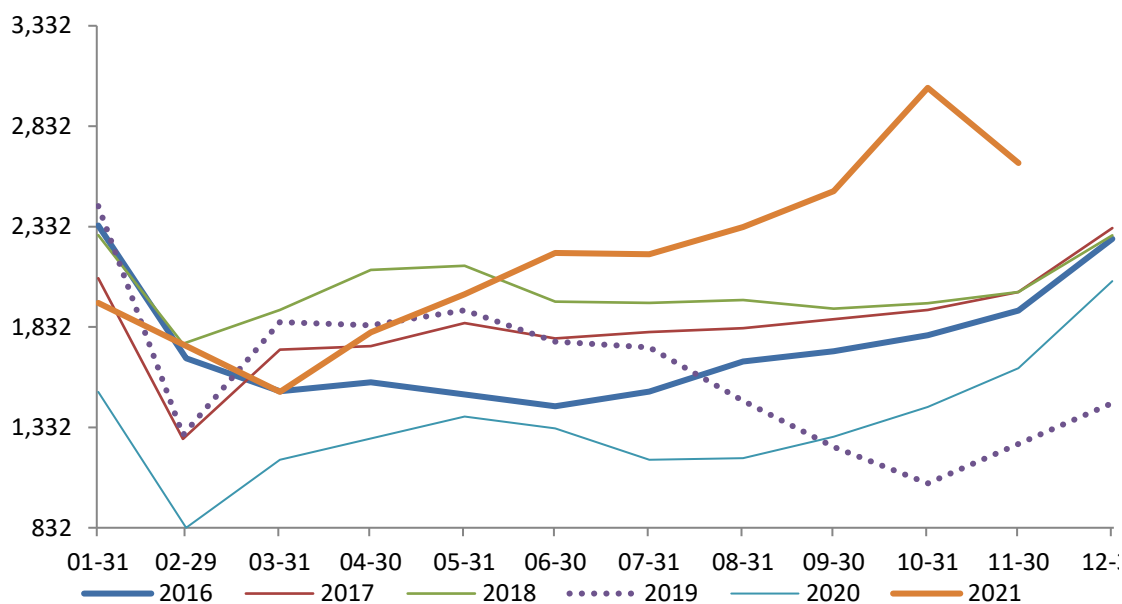
从猪肉的产量看，季度产量数据显示，2021年前3季度，我国猪肉的产量已经达到3917万吨，超出了2016年以来的最高水平，反应了目前生猪市场供求过剩的状态。11月生猪屠宰数据环比大幅下滑，但仍处于季节性高点，显示出目前市场供求宽松的状态维持。

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。

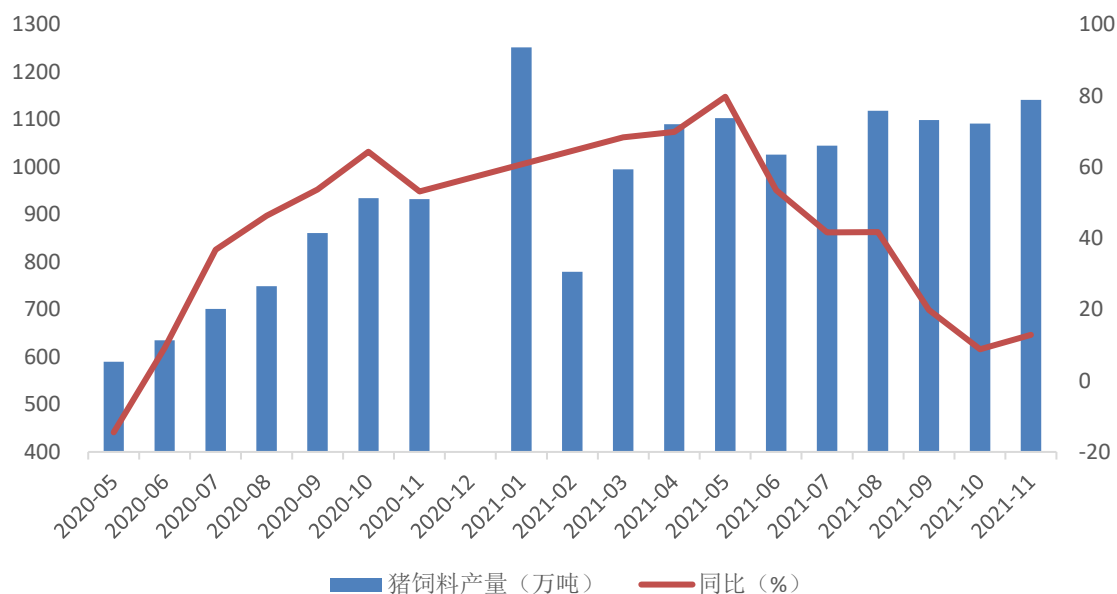
图6：定点企业生猪屠宰量（万头）



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 11 月的 12.9%，预期后期生猪饲料的产量绝对值仍旧维持高位，但会逐步下滑。

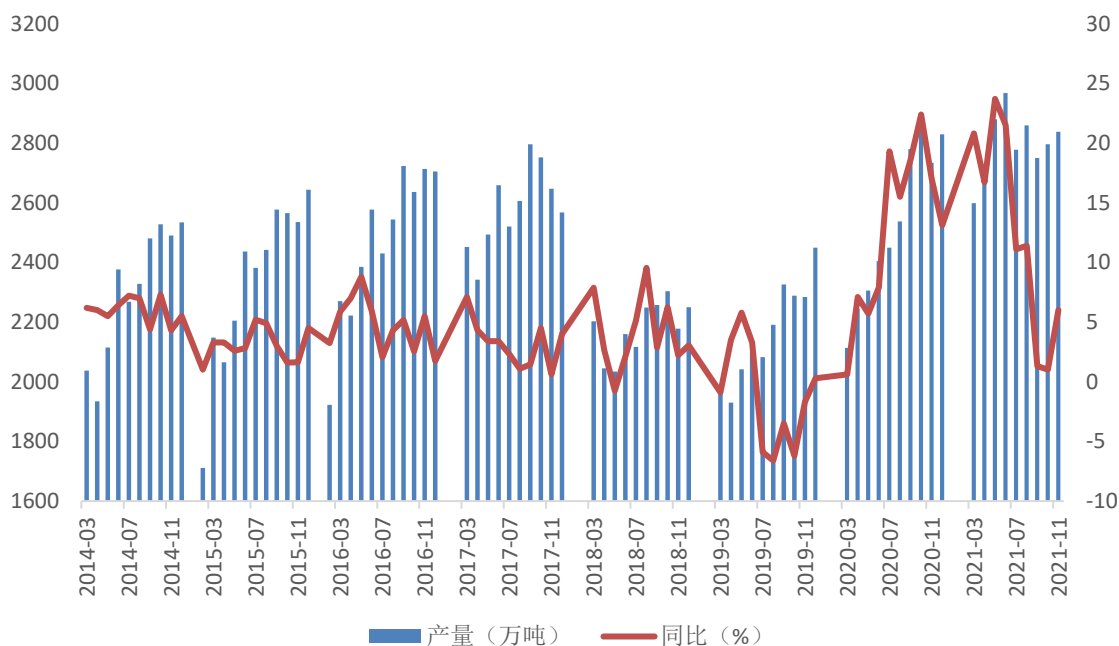
图 7：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从饲料供应的角度看，国内饲料产量自 6 月创出历史新高以来出现了下滑，目前仍旧维持高位震荡，反映养殖行业的存栏仍旧维持高位。

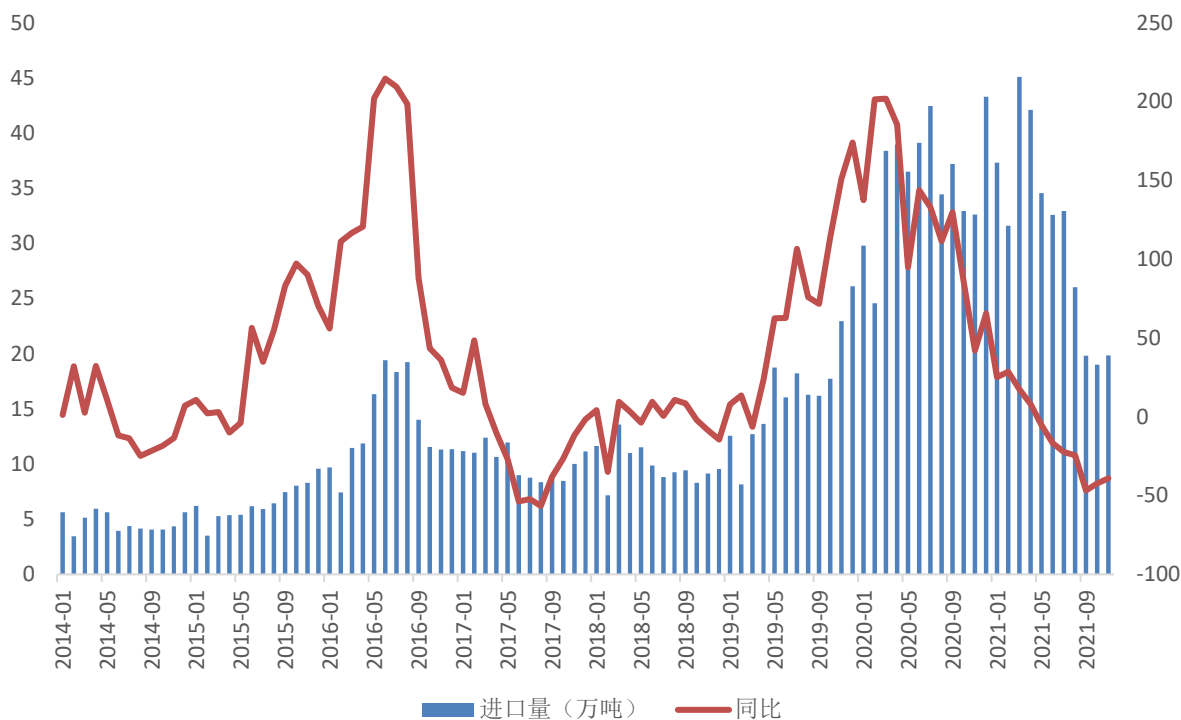
图 8：我国饲料产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从进口情况看，我国猪肉的进口出现大幅下滑，但仍旧维持偏高水平。尽管目前国内猪肉的价格较高点大幅下跌，但由于国内养殖成本较高，部分进口仍旧盈利，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，给生猪的供应带来一定压力。

图 9：我国猪肉进口（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

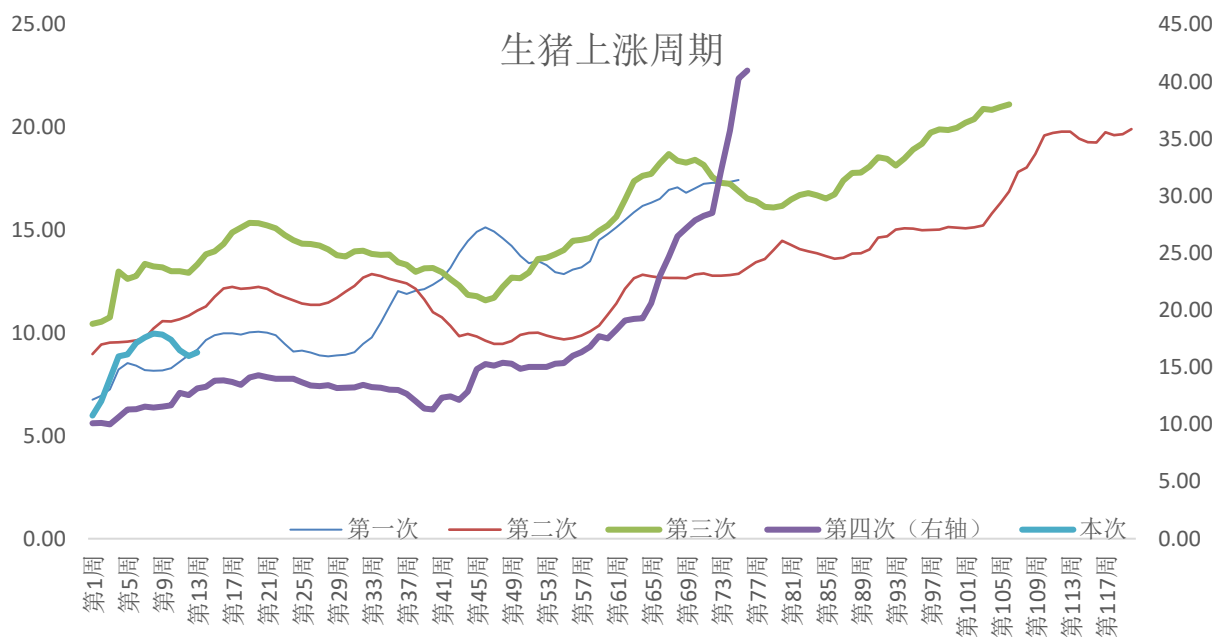
国内生猪供应维持高位，进口猪肉数量同样保持较高水平，中长期生猪仍旧面临去产能的过程。

1.3 统计规律预示生猪价格将二次探底

从 2006 年以来，我国生猪价格经历了 4 轮周期，我们选取周期的最低点开始对上涨周期进行研究。在这四轮上涨周期中，生猪的价格上涨持续 80—110 周的时间，其中 2009 年的上涨周期和 2014 年的上涨周期数据较为齐全，也有较强的代表性。2009 年 5 月以来的上涨周期，由低点 9 元/公斤反弹至 12.18 元/公斤，上涨 5 个月涨幅 35%，随后经历 5 个左右的二次探底后形成大幅上涨，由 9.5 元/公斤上涨至 19.8 元/公斤，涨幅超过 100%；2014 年的上涨周期，由 10.55 元/公斤经历 5 个月的上涨至 15.35 元/公斤涨幅接近 45%，随后经历 5 个月的二次探底跌至 11.72 元/公斤，然后形成强烈上涨至 18.36 元/公斤，涨幅接近 56%。

从历史统计看，生猪价格在探底后将形成 35—50% 的上涨，上涨时间持续 4—5 个月时间；目前，本轮上涨持续 3 个月、反弹幅度超过 60%，主要因为前期亏损导致的生猪淘汰量偏大及春节需求的较高预期所致。我们认为春节行情之后，生猪价格可能再度经历二次探底的行情，价格在 11.5—12.5 元/公斤，最后导致生猪供求处于平衡甚至短缺状态。

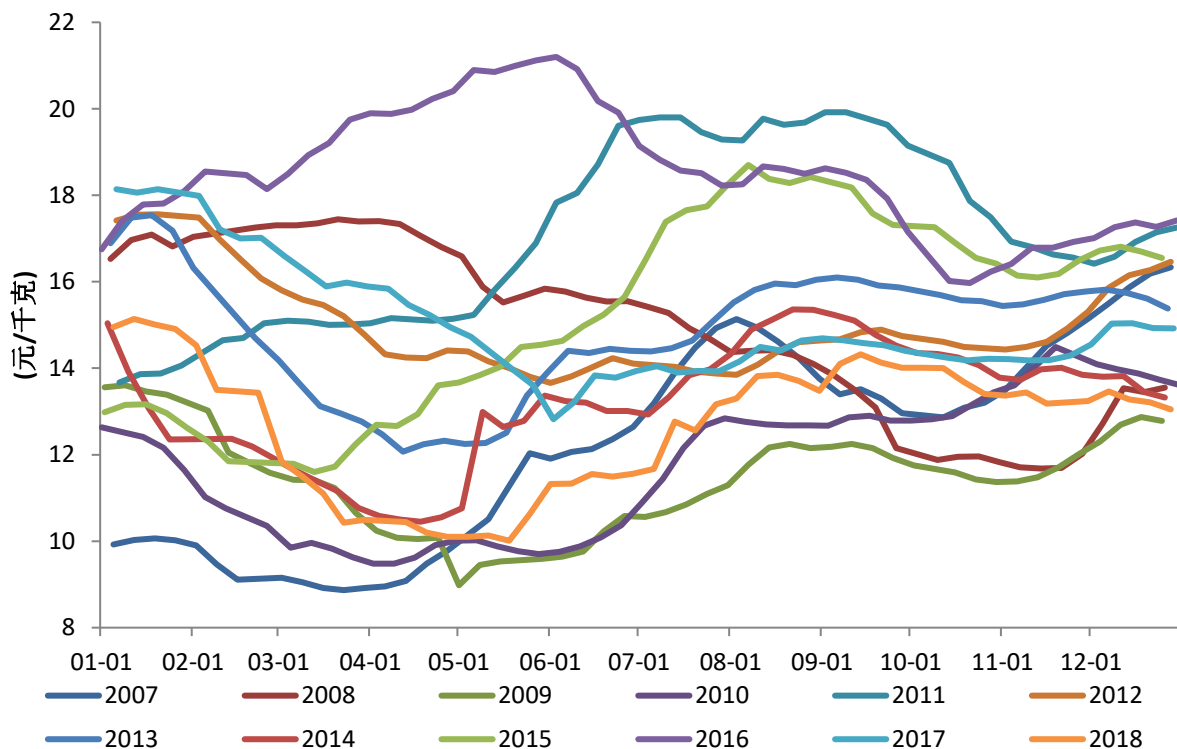
图 10：生猪价格低点上涨周期



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。生猪价格可能在春节前后形成反转。

图 11：生猪价格季节性走势

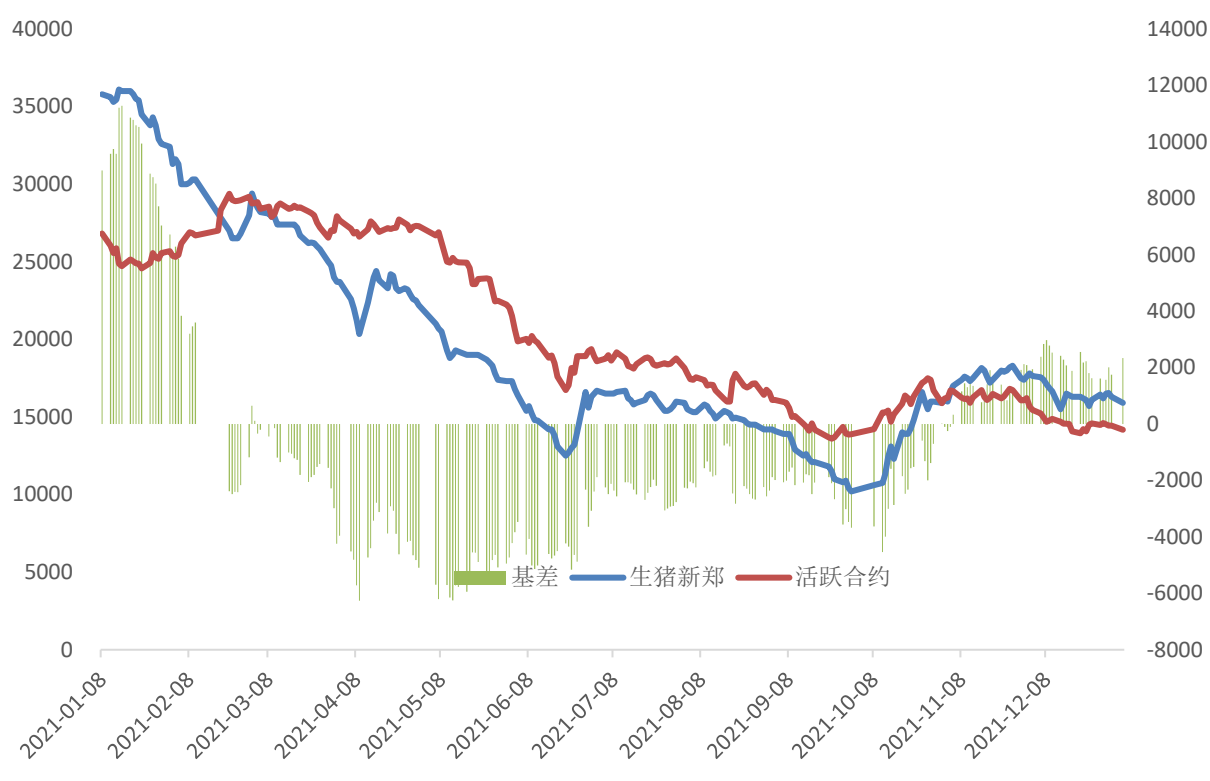


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 期货贴水反应未来需求仍宽松

期现结构看，目前期货价格大幅贴水现货，随着现货价格的反弹，远月利空预期导致期货价格上涨力度远低于现货。以河南新郑生猪现货价格为例，其与期货活跃合约的期现升水上升至 2300 元/吨水平，反映了未来的下跌预期。根据我们对未来供求及养殖成本的测算，后期远月 2203 和 2205 合约存在一定下跌的空间。

图 12：生猪价格及升贴水



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综合来看，国内生猪价格阶段性上涨带动养殖利润恢复，随着春节备货结束后，供求过剩的基本面将继续打压生猪价格形成二次探底行情。从产能角度看，生猪产业将出现二次探底过程，企业可以利用春节需求旺季形成的相对高的期货价格进行套保，锁定养殖利润。

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。