

收储支撑，难改中长期去产能

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

春节以后，猪肉需求大幅萎缩，但供应逐步增加，供求过剩压力导致生猪价格持续走低；国内生猪养殖出现严重亏损；全国猪粮比跌破 5:1 的一级预警状态，继各省之后央储即将入市收储，对猪价短期有利好支撑。但国内生猪存栏和能繁母猪存栏仍旧处于过剩状态，中长期去产能仍将持续，生猪价格仍将会震荡磨底。从历史统计数据看，生猪反弹后将继续进入二次探底，时间周期在 10 个月以上，因此，我们认为生猪价格的底部可能要到 7、8 月以后才会逐步出现，建议投资者可关注反弹抛空策略。

● 风险提示

收储政策；猪瘟疫病

报告目录

1.生猪：收储支撑难改中长期去产能	3
1.1 春节之后，猪价大幅走低	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 期货升水反应惜售及收储预期	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

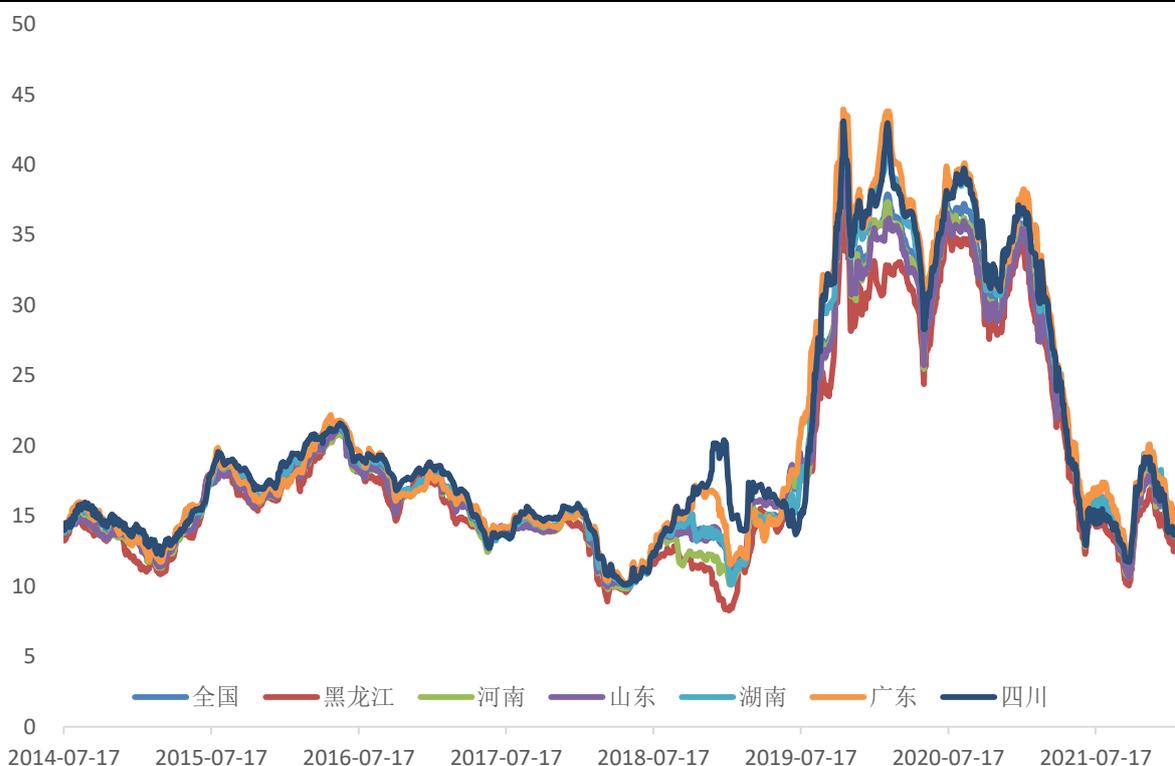
1. 生猪：收储支撑难改中长期去产能

春节过后，生猪价格迅速下跌，猪粮比已经跌破 5:1 的一级预警状态，生猪养殖行业亏损严重，养殖企业惜售情绪增加。继各省发改委收储猪肉后，预期央储即将入市收购给生猪价格带来一定的支撑和上涨动力。目前生猪存栏和能繁母猪存栏仍旧处于过剩状态，我们认为短暂的收储利好过后，生猪价格面临着继续下跌探底的过程，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 春节之后，猪价大幅走低

2022 年 2 月春节假期之后全国生猪价格持续走低，生猪价格最低跌至 12.48 元/公斤，养殖亏损达到 280—350 元/头，养殖亏损严重。春节之后进入消费淡季，猪肉需求处于大幅萎缩状态，加之今年疫情较为严重，猪肉需求更弱，猪肉价格持续下跌不止。

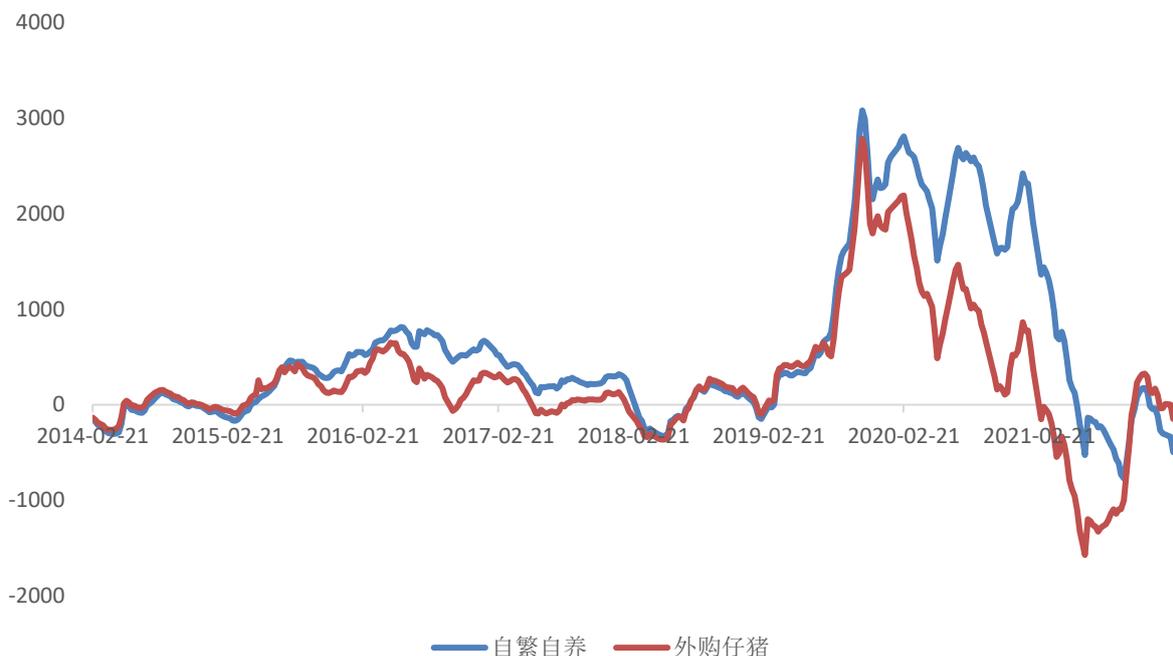
图 1：生猪价格（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前，生猪养殖利润持续走低，自繁自养生猪重新进入严重亏损区间，外购仔猪亏损 150 元/头。随着生猪价格的低位震荡，生猪养殖企业的养殖维持严重亏损状态。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。春节之后，生猪的消费弱势短期很难改变，在供应仍旧充裕的背景下，生猪价格仍将会出现下跌。短期来看，由于亏损较严重，企业惜售以及各级储备陆续进入市场收储猪肉，将会给猪肉价格带来一定的利好支撑。但由于供求处于过剩的状态持续，未来半年生猪价格可能仍会维持下跌导致养殖亏损，继而倒逼养殖企业去存栏去产能；这一过程有望在三四季度生猪结束，生猪供求达到平衡甚至短缺状态。

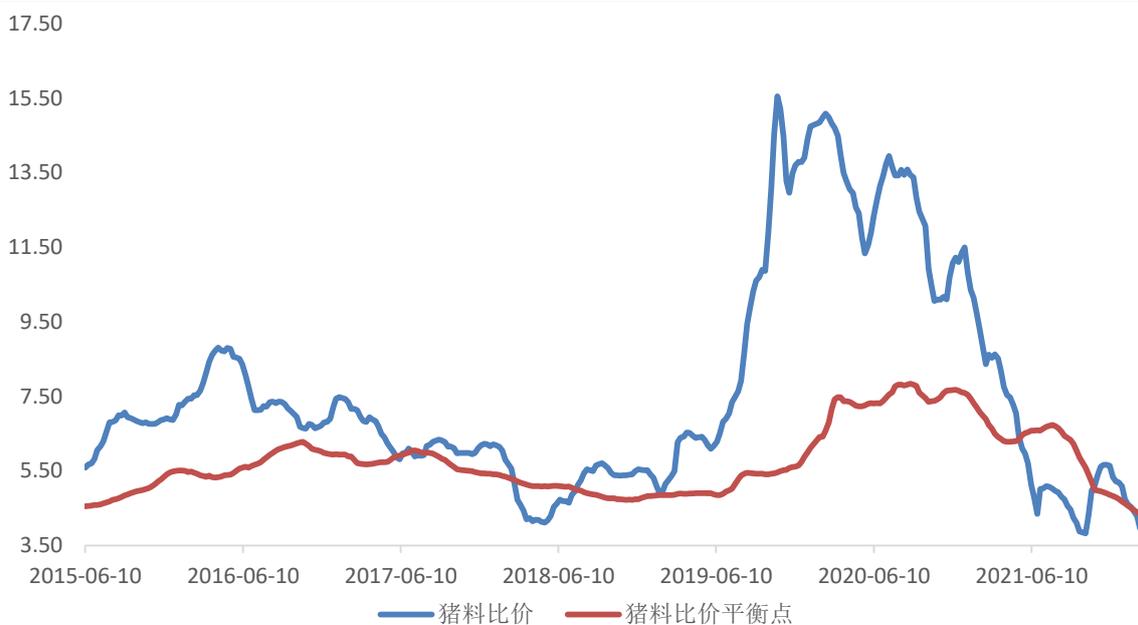
图 2：生猪养殖利润（元/头）



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 3.96，而均衡比价为 4.37，显示目前生猪养殖行业亏损严重。2021 年猪料比价自 5 月开始到 10 月初低于均衡水平持续了 5 个月且比价幅度远远低于历史的均衡水平，生猪养殖行业的第一波亏损周期走完后，初次反弹盈利的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，我们认为春节后生猪需求萎缩较快，价格将再度进入到亏损状态。

图 3：猪料比价

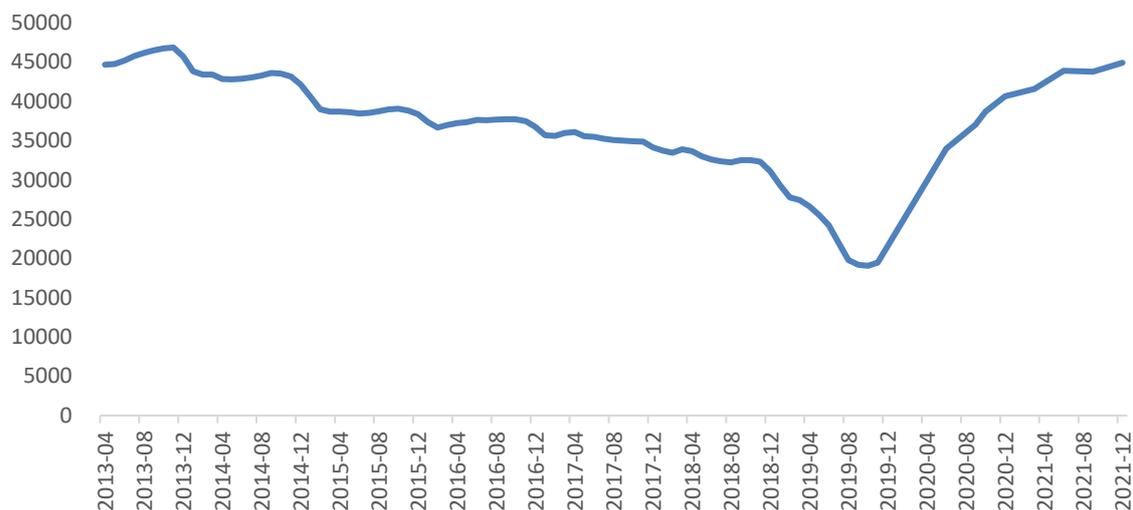


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 生猪去产能，但仍处于过剩状态

根据农业农村部数据，2021年12月我国生猪的存栏量达到了44922万头，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。

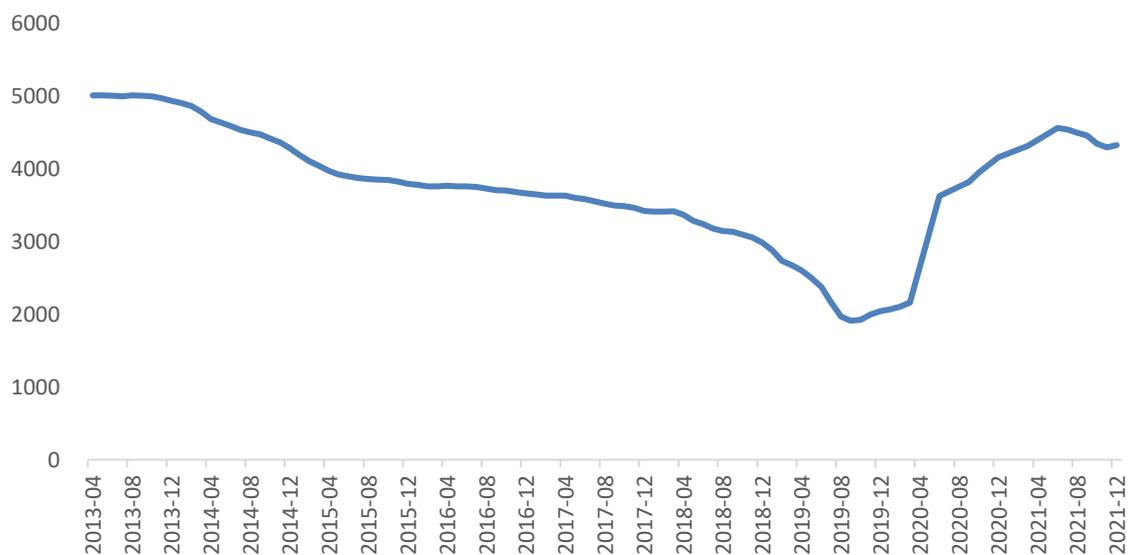
图4：我国生猪存栏量（万头）



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，12月全国能繁母猪的存栏量达到4329万头，环比小幅增加，仍旧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4329万头的能繁母猪的产能按照以前的标准也能达到3680万头，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。

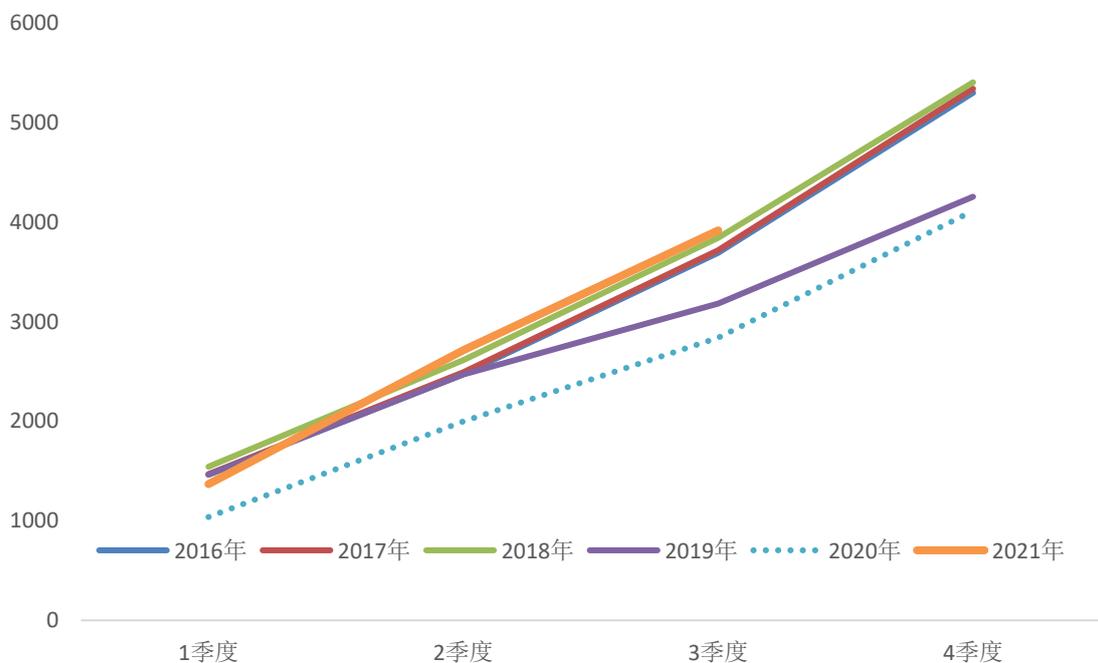
图5：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

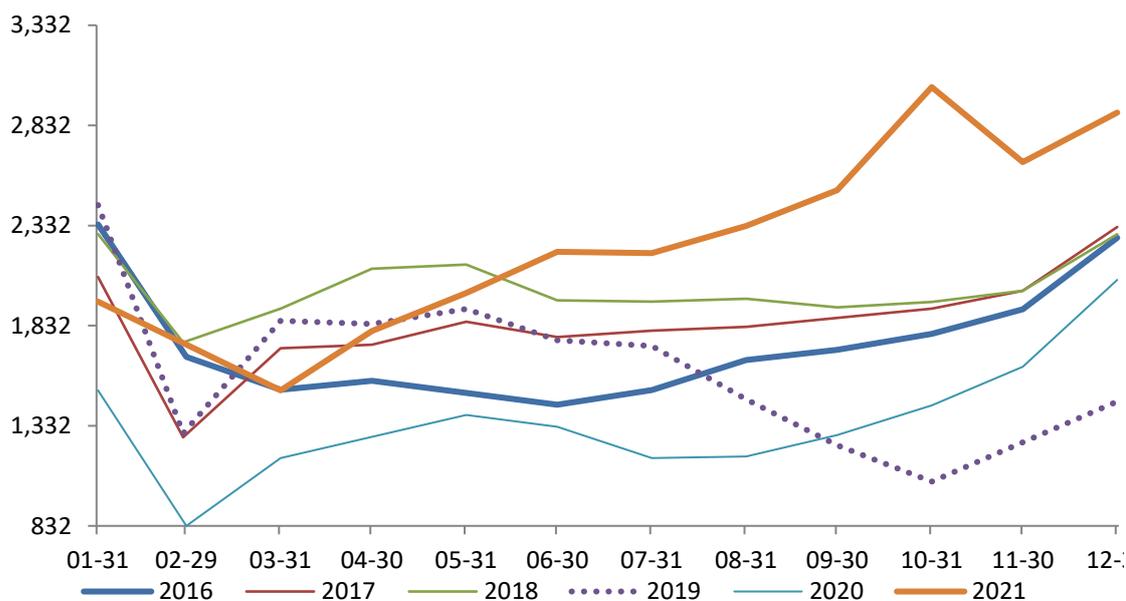
从猪肉的产量看，季度产量数据显示，2021年前3季度，我国猪肉的产量已经达到3917万吨，超出了2016年以来的最高水平，反应了目前生猪市场供求过剩的状态。12月生猪屠宰数据继续增加，仍处于季节性高点，显示出目前市场供求宽松的状态维持。

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。

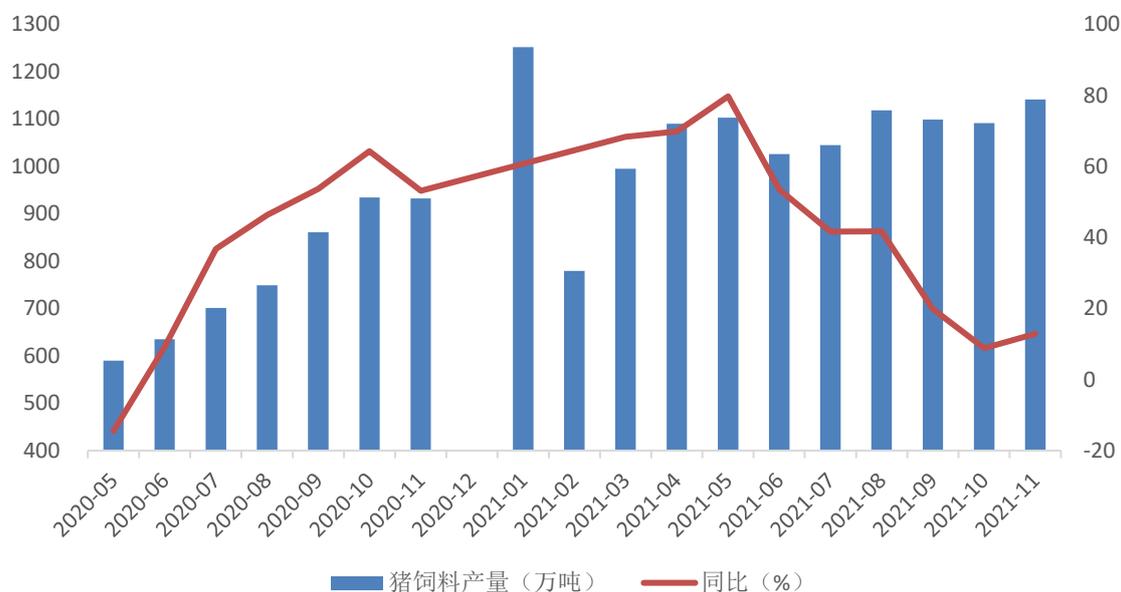
图 6: 定点企业生猪屠宰量 (万头)



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。

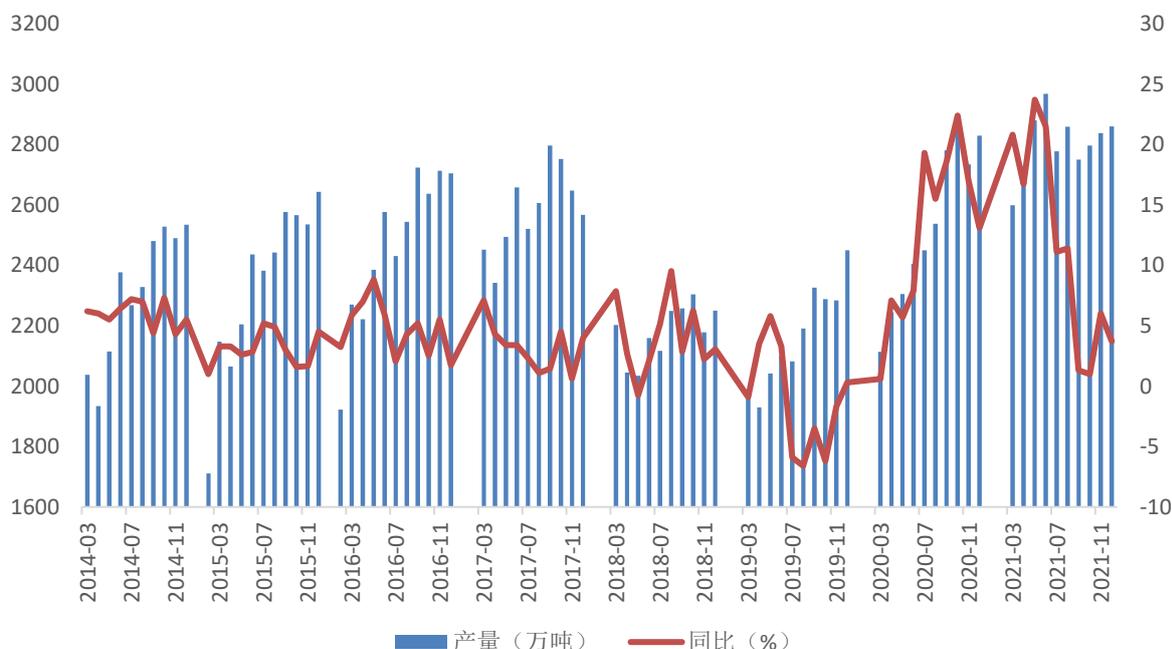
图 7: 生猪饲料产量及同比 (万吨、%)



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。

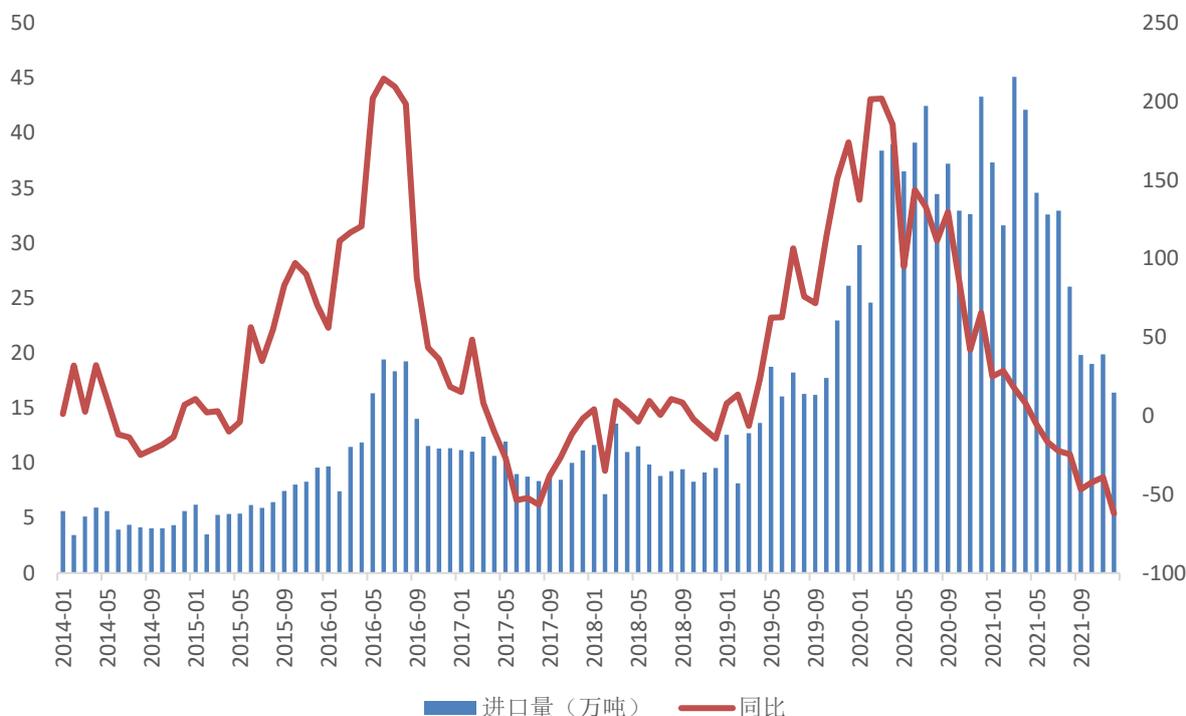
图 8: 我国饲料产量 (万吨)



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，但仍旧维持高位水平。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高位的水平。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 357 万吨，这较疫情前的 50—100 万吨的水平数量高出不少，给生猪供应带来一定压力。

图 9：我国猪肉进口（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

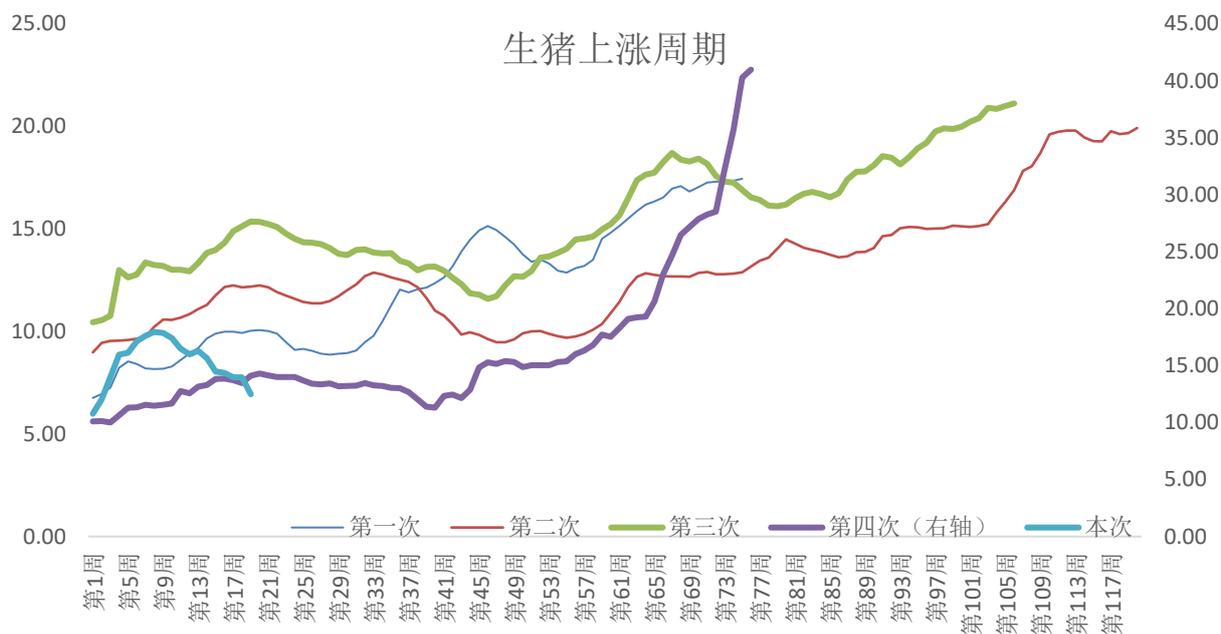
国内生猪供应维持高位，进口猪肉数量同样保持较高水平，中长期生猪仍旧面临去产能的过程。

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。春节行情之后，生猪供应维持充裕，但需求下滑明显，生猪价格再度经历二次探底的行情，目前已经处于 12.5 元/公斤的偏低位置，养殖户的惜售以及各级政府发改委的收储可能会带动价格出现小幅的反弹，但生猪存栏和能繁存栏过量可能还会导致价格继续震荡寻底。

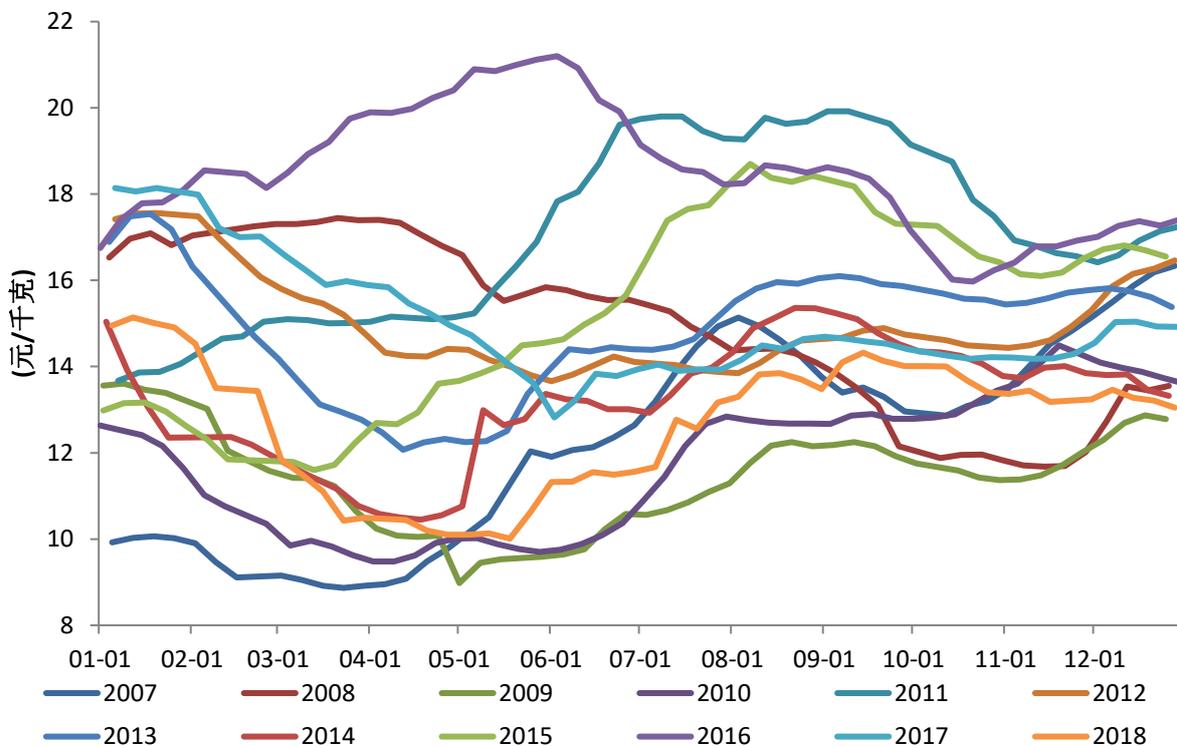
图 10: 生猪价格低点上涨周期



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。

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 期货升水反应惜售及收储预期

期现结构看，目前期货价格升水现货，随着惜售及收储的影响，现货价格将出现弱势反弹带动期货价格短期反弹。以河南新郑生猪现货价格为例，其与期货活跃合约的期现贴水达到 1400 元/吨水平，反映了未来的反弹预期。

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，春节后国内生猪价格迅速下跌，养殖行业亏损严重，养殖户惜售以及各级政府发改委开始收储猪肉将给生猪价格带来一定的利好支撑，但由于生猪存栏和能繁母猪存栏仍旧处于过剩状态，后期的供应压力仍会再次出现，导致价格继续下挫，建议投资者可逢反弹再度进行抛空交易，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。本报告清晰准确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。