

农产品组

研究员：

## 2月生猪市场展望

### ——产能恢复，道阻且长，行则将至

#### 观点概述：

1月8日生猪期货上市以来，盘面在市场生猪远期供给增加的共识下下挫调整，当前已消化产能恢复的预期，后期或主要围绕生猪存栏恢复和预期的偏差、需求受新冠疫情影响程度以及非洲猪瘟疫情再次扩散的题材展开交易，从技术面来看生猪筑底行情明显，继续大幅追空盈利空间或有限，从基本面来看，9月生猪价格或有较大可能高于25元/千克，或可轻仓试多。

风险提示：非洲猪瘟疫情扩散、新冠疫情二次爆发、养殖政策变化等。

## 目 录

观点概述: .....	1
一、 1月生猪市场走势回顾.....	4
二、 生猪供需展望: 产能恢复道阻且长, 市场预期存偏差.....	4
三、 交易或围绕产能预期差进行, 警惕非洲猪瘟扰动.....	8
1. 合约交易或围绕产能恢复预期差进行.....	8
2. 合约放量前, 买入套保或增加.....	9
免责声明.....	10
中大期货研究院.....	10

## 图表目录

图 1:	生猪期货主力合约走势图 单位:元/吨.....	4
图 2:	分地区生猪价格 单位:元/千克.....	4
图 3:	生猪、能繁母猪存栏量(精修前) 单位:万头.....	5
图 4:	生猪、能繁母猪存栏量(精修后) 单位:万头.....	5
图 5:	三元母猪产能效率低下 .....	6
图 6:	能繁母猪存栏结构 .....	6
图 7:	仔猪价格 单位:元/千克 .....	6
图 8:	全国历年生猪屠宰开工率 单位:%.....	7
图 9:	国内历年生猪出栏均重 单位:千克.....	7
图 10:	生猪出栏体重分布 单位:头.....	7
图 11:	价格分布概率图 单位:元 %.....	8

未找到目录项。

## 一、1月生猪市场走势回顾

### 1. 生猪期货兑现产能恢复预期下跌调整

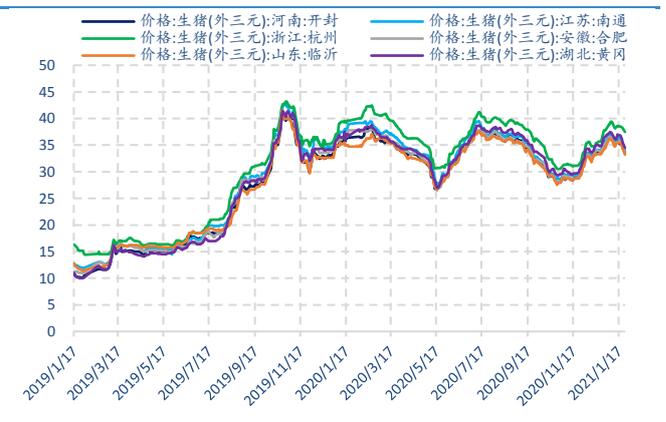
1月8日生猪期货上市首日即发生大跌，随后偏弱调整，截至1月26日，月内最低24460元/吨，临近月末，在近月现货下跌的情况下，主力合约未受带动，始终未有效向下击破均线，技术面上来说筑底行情明显，继续大幅追空盈利空间有限。同品种合约方面，上周卓创资讯、涌益咨询等第三方机构均表示能繁母猪存栏环比下跌2%左右，导致9-11价差连续缩小，后期官方数据公布12月能繁母猪存栏环比上升1.49%，后续关注市场认识可能带来的机会以及主力合约放量后的方向性选择。

图1：生猪期货主力合约走势图 单位：元/吨



数据来源：WIND 中大期货研究院

图2：分地区生猪价格 单位：元/千克



数据来源：WIND 中大期货研究院

### 2. 现货市场受新冠疫情冲击先涨后跌

现货市场方面，1月月内反复出现先涨后跌的波动行情，与往年1月先跌后涨的传统季节性不同，核心缘由在于新冠疫情防疫再次收紧扰动市场供需。元旦假期后，南方腌腊需求和终端消费虽有所回落，但前期猪价持续拉涨，养殖户惜售压栏明显，加之西南各省仍有需求，猪价不断攀升，需求面持续疲软，随后猪价下跌。但10号之后，河北、东北等地新冠疫情频发，消费端备货积极性提高，猪价再度上涨。下半月，北方新冠疫情防控措施不断升级，养殖单位担心后续出栏受物流因素阻碍，且对春节后价格不看好，开始加快出栏，叠加东三省与华南地区生猪疫病严重，小猪提前出栏增加，阶段性供给宽松，北方猪价率先下跌，南方地区随之转弱。后续持续关注春节备货受新冠疫情冲击程度和养殖单位出栏计划完成程度带来的现货价格波动，整体来看中短期趋势走弱。

## 二、生猪供需展望：产能恢复道阻且长，市场预期存偏差

### 1. 产能恢复众说纷纭，现实与预期偏差仍待确认

关于生猪产能恢复一直众说纷纭，市场对于产能恢复程度的认识存在明显偏差。农业农村部数据显示，生猪存栏已连续增长了11个月，能繁母猪存栏已连续增长15个月，根据2020年年末的数据，生猪存栏已达4.07亿头，同比增长31%，能繁母猪存栏达到4161万头，同比增加35.1%。生猪和能繁母猪存栏均已经恢复到2017年年末存量水平的92%以上。但是从卓创资讯、涌益咨询等第三方数据来看，生猪和能繁母猪存栏均明显低于农业农村部数据。

我们依据 2019 年 11 月前中国政府网上发布的生猪和能繁母猪存栏环比数据进行推算，并对 2020 年各个月份农业农村部发布会公布的数据进行复盘，可以发现，统计局数据 2019 年年底生猪存栏为 26147 万头，能繁母猪存栏 2697 万头，与农业农村部的统计口径存在约 10% 的偏差，精修修复后，生猪存栏为 31040 万头，能繁母猪存栏为 2790 万头，依照 2020 年全年生猪出栏总量 52704 万头推算，一季度能繁母猪约在 2928 万头，符合预期，产能恢复或达到正常年份的 70% 左右。

但这也仅仅是根据统计数据进行的修正，实际产能恢复程度还需对照饲料需求、动物疫苗用量等数据进行侧面佐证，现实和预期的偏差仍待确认。

图 3： 生猪、能繁母猪存栏量（精修前） 单位：万头



数据来源：农业农村部 中大期货研究院

图 4： 生猪、能繁母猪存栏量（精修后） 单位：万头



数据来源：农业农村部 中大期货研究院

## 2. 三元能繁比例仍高，生猪存栏增速或低于预期

2018 年非洲猪瘟疫情来袭，导致国内生猪产能大幅递减，2019 年政府纷纷下达了各种优惠政策鼓励恢复生猪生产，叠加养殖端受高额养殖利润驱动，养殖端普遍采用三元母猪留种的方式增加母猪存栏，实现生猪养殖风险最小化，养殖利润最大化。据天下粮仓数据显示，三元能繁母猪占比从 2019 年 1 月开始不断增加，直到 2020 年 8 月份达到最高，占比高达 59%，随后稍有回落，但由于二元能繁母猪产能不足，三元能繁母猪存栏仍在 40% 以上。

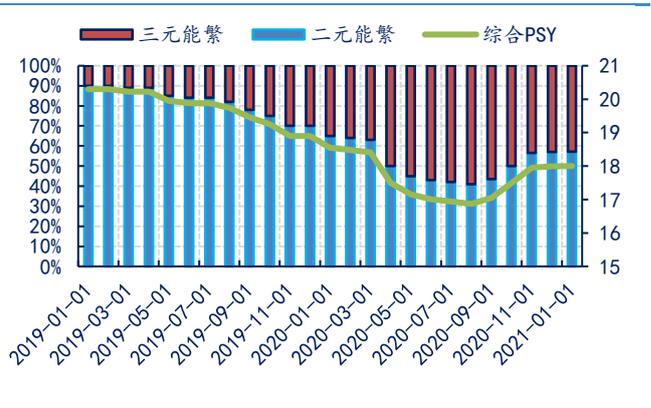
因此，能繁母猪产能虽不断增加，但三元母猪胎龄、配娩率、窝产仔猪数及重要指标 PSY 均不及二元母猪，涌益资讯数据显示，三元母猪 PSY14，远低于二元的 21，生猪产能恢复仍需时间。经估算，2019 年年初综合 PSY 在 20.3，而 2020 年年末综合 PSY 为 18，说明虽然能繁母猪存栏基本恢复到 2019 年年初水平，但综合 PSY 的大幅下降，限制了仔猪供应能力，2021 年仔猪同比增速相比 2020 年为  $135.1\% * (18/20.3) - 1 = 19.79\%$ ，即 2021 年生猪存栏增长幅度同比增长仅 20%。由于 2018、2019 年祖代猪引种仅 5000 头，但 2020 年祖代猪引种为 21000 头，2021 年内三元能繁母猪逐步被二元能繁母猪替代，预计能繁母猪结构将在 2022 年有显著改观，2021 年仔猪生产效率提升或不明显。

图 5：三元母猪产能效率低下

项目	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
配奶前成活率	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8	3
平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14

数据来源：涌益资讯 中大期货研究院

图 6：能繁母猪存栏结构



数据来源：天下粮仓 中大期货研究院

由于近期不少商品猪提前出栏，现阶段场内栏位宽松，规模养殖单位加快补栏步伐，市场成交活跃，加上养殖单位对 2021 年行情持乐观态度，仔猪需求强劲。同时冬季仔猪受腹泻和猪瘟影响，成活率较往年下降约 3%，种猪场提供仔猪数量有限，行情明显上涨。由于仔猪供应下降，预计生猪产能恢复程度进一步下降。

图 7：仔猪价格 单位：元/千克



数据来源：WIND 中大期货研究院

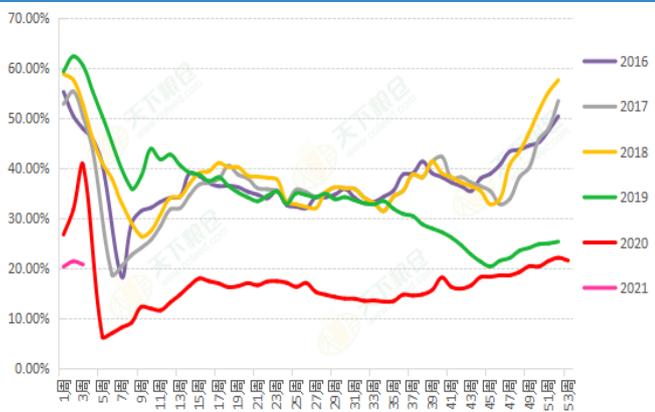
### 3. 春节前出栏节奏加快，抢售或影响生猪供给

随着春节临近，国内新冠疫情防控升级，部分地区被封锁，生猪及猪制品调运均受阻，屠宰企业白条销售疲软，订单下滑，市场终端需求下降。使得上周屠宰开工率下降，屠宰量相应下降。据天下粮仓调查，截止 2021 年第 3 周（1 月 13 日-1 月 20 日），全国主要监测屠宰企业的屠宰量为 1738449 头，较上周的 1789384 头减少了 2.85%。屠宰企业开工率为 20.79%，较前一周的 21.4% 下降了 0.61 个百分点。全国生猪出栏均重从上一周的 130.77 公斤下降至 130.66 公斤。较往年来看，屠宰企业开工率及屠宰量仍未恢复至平均水平。

此外，1 月中上旬大部分地区消费端已基本完成囤货，加上年底疫情防控的升级对生猪消费再次形成了限制，集体消费受限，需求端支撑力度减弱。从 2020 年整年的生猪消费来看，屠宰量大幅下滑的主要原因正是新冠疫情背景下社会消费低

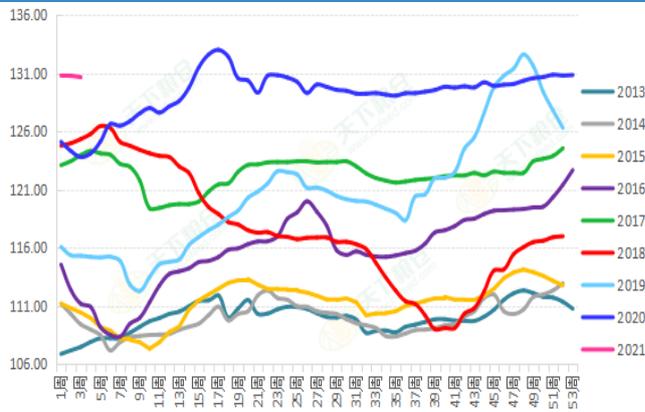
迷，因此疫情对消费的抑制作用短期将增强，但由于新冠疫情防控机制的完善和疫苗的接种工作推进，预期2021年中长期需求好于2020年。

图8：全国历年生猪屠宰开工率 单位：%



数据来源：天下粮仓 中大期货研究院

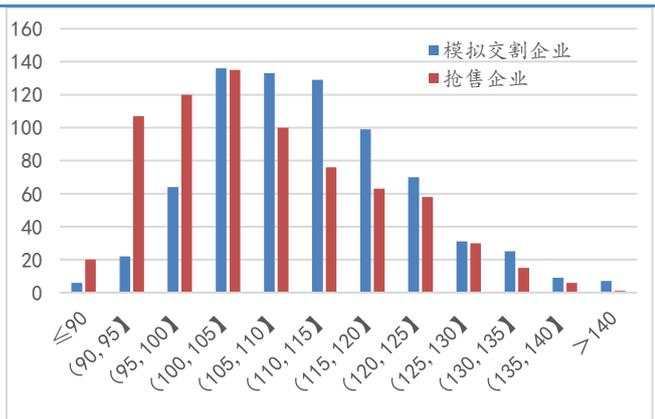
图9：国内历年生猪出栏均重 单位：千克



数据来源：天下粮仓 中大期货研究院

由于生猪产能上升较为确定，市场达成长周期下猪价下跌的共识，这就意味着养殖单位在不看好春节后猪价的情况出栏积极性较高，考虑到饲料价格持续上涨，延长养殖的边际利润贡献已大幅下降。从各大上市猪企的出栏决策中也可以看出，根据各养殖集团的销售报告，牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、金新农，其12月出栏均重分别为84.0/127.6/120.6/76.2/72.1/129.2/128.3/116.5公斤，除天邦股份外，各家出栏体重环比均出现下滑，下滑幅度从2.3公斤-19公斤不等。可以看出，各公司均存在抢出栏的行为，且未来将会更加显著。由于1月份大量90KG左右的中猪被抛售到市场上，直接导致标猪比大猪低3元/斤，而这些生猪按照正常养殖周期是要饲养到春节后出栏的，造成的连锁反应将影响生猪供应，我们模拟抢售效应的影响如下：

图10：生猪出栏体重分布 单位：头



数据来源：卓创资讯 大商所 中大期货研究院

根据大商所调研结果，生猪出栏体重基本符合拟正态分布，如生猪价格未有显著上涨下跌预期情况下，销售均价如蓝色柱状图，当价格有强烈上涨预期时，整体向右移动，当价格有强烈下跌预期时，整体向左侧移动（如图10红色柱状图）。

采用当前存栏结构下，如养殖单位选择抢售，模拟其出栏分布可发现，平均体重106.4千克，而正常状态下出栏均重为111.4千克，下降4.5%左右，基于这样的

效应，推算 3 种情况下的猪肉产量变化。

**(A) 乐观情形：**2021 年中国生猪出栏总数比 2020 年增长 35%左右，考虑到抢售效应，整体出栏效果为同比增长  $135% \times 95.5% = 128.93%$ ，**生猪供应同比增速为 28.93%**；

**(B) 中性情形：**2021 年中国生猪出栏总数比 2020 年增长 20%左右，考虑到抢售效应，整体出栏效果为同比增长  $120% \times 95.5% = 114.6%$ ，**生猪供应同比增速为 14.60%**；

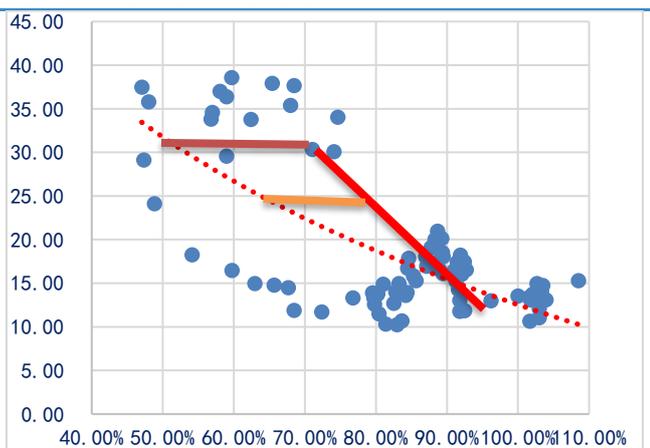
**(C) 悲观情形：**2021 年中国生猪出栏总数比 2020 年增长 5%左右，考虑到抢售效应，整体出栏效果为同比增长  $105% \times 95.5% = 100.28%$ ，**生猪供应同比增速为 0.28%**；几乎和 2020 年持平。

因此，在养殖单位决策较为理性的情况下，都已对供给端造成较大影响，如按照近期抢售程度来计算，对猪肉总供给的损失要大于此时的推测。综上所述，2021 年生猪总供给量较难达到预期的 30%，考虑到非洲猪瘟疫情威胁仍存，养殖单位补栏节奏提前，饲料总需求增长慢于存栏增长，中性情形发生可能性较大，**生猪供应或仅增长 15%左右**。

#### 4. 根据乐观情形进行推断，2021 年年末生猪价格或高于 25 元/千克

我们根据乐观情形进行估计，生猪供应增长 30%，存栏增长在 25%左右，当前产能基本恢复到正常年份 2014 年末的 70%左右，以此为基础，构建（70%，30 元/千克）到（95%，10 元/千克）的价格可能行动轨迹。同时根据历史价格数据拟合对数价格曲线（红虚线）为正常供求关系下可能存在的价格曲线，计算价格分布概率可得，**在乐观情形下，高于 25 元/千克的概率为 67.5%**。考虑到 9 月的存栏相较年末更低，叠加 7、8 月份季节性淡季抢售效应，9-12 月生猪价格或长期高于 25 元/千克。当然该模型拟合较为粗糙，仅作为投资者情景推理的参考所用。

图 11： 价格分布概率图 单位：元 %



数据来源：WIND 农业农村部 中大期货研究院

### 三、 交易或围绕产能预期差进行，警惕非洲猪瘟扰动

#### 1. 合约交易或围绕产能恢复预期差进行

根据上文分析可以发现，从供给端来看，生猪产能恢复预期存在较大偏差，能繁母猪存栏结构和养殖单位抢售出栏的扰动，将大概率影响远期生猪的供给。从需求端来看，随着气温回暖、防控机制收紧和疫苗接种的多重影响，新冠疫情对消费需求的影响逐步减弱，猪肉需求有望回归正常年份水平。结合上文推算结论，如主力合约受春节后猪价下跌带来的影响下挫，或有利用预期差获利的机会。

## 2. 合约放量前，买入套保或增加

根据大商所公布的持仓数据，某期货公司的卖方套保头寸占到了市场净空头寸的48%以上，在全部持仓中占比也超过了33%，其套保空单总成本大致如下：

表 1：套保持仓成本

开仓日期	空单量(手)	结算价
1月8日	2609	28290
1月11日	1286	26260
1月12日	1690	25795
1月14日	1054	25475
合计	6639	26815

资料来源：WIND 大商所 中大期货研究院

截至1月26日，套保头寸平均建仓价格26815元，浮盈4.69%左右，且后续卖出套保未有进一步加仓。从另一期货公司持仓报告看，买入套保正伺机入场，以此锁定成本，避免疫病和超预期上涨带来的成本上升。后续持续关注套保建仓进展。

## 3. 警惕非洲猪瘟疫情可能带来的扰动

据农业农村部数据显示，截至2020年12月31日，全国共爆发或监测排查出非洲猪瘟疫情192起（含3起野猪疫情），发生省份（市、自治区）12个。非洲猪瘟疫情基本得到控制，但根据民间信息，各地仍有散发，两广地区情况相对严重。

官方通报中，根据农业农村部新闻办公室1月21日发布的信息，广东省梅州市平原县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情，疫情发生时，该养殖场存栏仔猪1015头，发病214头，死亡214头。

非洲猪瘟疫苗研发工作仍在进行，对生猪产能仍存在一定隐患，后期还需持续关注其影响。

## 免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>