

生猪市场中的新变量？

2021年2月8日，生猪期货合约高开高走，主力合约LH2109收于269000元/吨，涨幅超过4%，远月合约LH2201合约触及涨停板。其实8号生猪期货大涨在上周五就有迹可循，市场中不断传出“疫苗毒”对于生猪产能，产量的影响，经过周末的发酵，周一的行情也是意料之中的事情。那么对于未来行情怎样演绎，我们希望从现货，产能恢复速度，以及未来产业的发展等多个维度给投资者提供更好的分析。

一、期货大涨为哪般

没有绝对的高价或低价，只有相对的“好价格”。

1.1 “疫苗毒”

生猪期价的大涨，一是市场对于年末价格的主流预期就在25元/公斤，在盘面上市大跌并持续围绕25000元/吨的价格波动后，市场上抄底的声音渐起。二是，现货价格虽然持续下跌，但是从基差角度看，盘面依旧处于深度贴水状态，对于产业外的资金来说，做空基差也是一种选择。而最主要的原因还是近期市场上对于非洲猪瘟变异病毒的担心。市场上传闻的新型类非洲猪瘟病毒，我们也找了相关的论文摘要如下：非洲猪瘟(ASF)于2018年传入我国后已流行了2年有余，我国非洲猪瘟病毒(ASFV)毒株未曾出现较大变异。最近，针对我国ASF疫情放缓以及感染猪出现的低死亡率现象，我们在ASFV生态学研究中，从主动监测的样品中分离到1株源自湖北某地的ASFV自然变异株。经基因组测序发现，其EP402R基因(CD2v)和上游相邻的EP153R基因(8CR)出现部分缺失，共计1252bp，导致病毒血吸附特性丧失；在多处基因编码区和基因间隔区出现独有的碱基突变、缺失或插入，与国内已经发表的10个ASFV毒株完全不同，这些变化导致病毒蛋白氨基酸组成的改变和功能丧失；在基因组3'末端出现503bp串联重复的核酸片段插入，该片段与国外毒株基因组末端部分序列有高达96%的同源性。该变异株不含任何已知标记基因，说明我国的ASFV已经出现了自然变异株，可能和目前呈现的亚急性型流行的ASF有关。（摘自：1株非洲猪瘟病毒自然变异毒株的鉴定）。

简单来说，就是非洲猪瘟的病毒由于某些原因产生了变异。而市场推断是由于在疫苗研制过程中，造成了基因组的缺失，产生了新型的病毒，也就是目前大家口中简称的“疫苗毒”。在论文中，我们并没有找到此病毒的传播途径，影响范围，毒性衰落期等相关信息，可能是由于整体对于该变异病毒的研究处于开始阶段，后续的研究结果需要一段时间。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

研究员

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

投资咨询号：Z0015951



1.2 影响广度和深度仍然未知

目前市场上对于该病毒的潜伏期，传播途径等问题，基本是通过观察得出的结论，而我们对于该病毒的影响时间周期和影响程度暂时很难有准确的量化。不过可以确认的是近期确实发生了相对于疫情，对于我国生猪的复养造成了一定干扰。从市场调研反馈来看，当前疫情主要发生在长江以北地区，如果复制非洲猪瘟的经验来看，年中南方省份雨水天气增多后，发生疫病的可能性较高。

据我们了解，该病毒在市场传播始于 2019 年下半年，并在 2020 年下半年后，由于市场认知的提升，该疫苗的新增使用量显著减少，也就是说如果真是通过疫苗传播的话，未来真正打过该疫苗的生猪数量是在减少的。同时，北方地区冬季的天气本就对毛猪的体质影响较大，加上非洲猪瘟后，我国猪群体系出现混乱，三元母猪转能繁后，生产的仔猪体质进一步下降，在这一阶段出现明显的疫病影响也应有一定心理预期。对于未来“疫苗毒”的问题，我们应该关注他的毒性的衰落期，传播几代后是否毒性影响减弱；是否具备大规模传播的条件；以及随着二元能繁母猪的替换或是后备母猪的补充，养殖企业能否做到常态化防控，损失有限等问题。

二、现货的价格走势

人们关心的永远是未来变化，而逐渐忘记过去。

2.1 节后价格预期

生猪作为农产品，其价格的变化，主要也是受供应的影响更大，需求更多是在特定的消费淡旺季提供边际的影响。恰巧，节后就是一个比较明显的消费淡季。淡季价格并不一定每次都下跌，还是要考虑供需两端的边际影响，例如在 2016 年和 2019 年两个猪周期中的供应短缺年份，节后猪价是不跌反涨的。

根据市场相关调研数据反馈，市场上确有 80 公斤肥猪提前出栏以及大量母猪淘汰现象。收集了市场上的普遍数据，大家对于肥猪提前出栏或是非正常死亡的比例估算在 15-20% 左右，如果我们将这部分的供应均摊在两个月内（提前出栏的饲养周期推算影响未来两个月时间），即短期内供应的影响，3-4 月份每个月相对于当下减少 7.5-10%。

另一方面，港口冷库的进口冻肉依旧是一把达摩克利斯之剑。11 月中下旬，进口冻品肉频频检测出新冠病毒，冻品出关一度停滞。虽然后期政策有所放开，但由于出库时间较过去延长一倍以上，同时下游农批市场的接受度严重受限，实际出库量仍然有限。目前了解的情况是港内冷库依旧处于爆满状态，部分港口货物已停止入库。依照前期调研及近期到港量推算，目前港口冻肉库存约有 80-100 万吨。春节期间，考虑到减少新冠疫情风险的角度，冻肉应该不会大规模出库。而从积压时间的角度上看，3 月份冻肉开始逐渐出库的可能性较大。若将这部分额外挤压的库存分摊到 3 个月计算，每

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

投资咨询号：Z0015951

月供应将额外增加 30 万吨左右。根据农业部数据显示，我国 2020 年猪肉产量 4113 万吨，月均供应在 340 万吨左右，冻肉集中释放的供应增加占比接近 9%。考虑到年后消费淡季，3-5 月份实际供应量更小，冻肉释放的供应端占比可能会更高。

既然普遍认为年后是消费淡季，需求究竟会少多少呢？我们统计了过去 6 年全国月度白条猪肉批发量的变化，以此来代表实际猪肉消费水平。可以清楚的看到，在 1 月份或是春节备货或是春节消费的节日效应带来的批发量大增后，2 月份均出现明显的消费下滑，消费者多以前期储备的肉品消耗为主。进入 3 月份后，消费出现小幅反弹，并且保持至 4 月份。过去六年，3 月份猪肉批发量水平为同期 1 月份批发量 79.45% 水平，4 月份猪肉批发量水平为同期 1 月份批发量的 79.78% 水平。消费水平预计在 3-4 月份较 1 月份平均减少 20% 左右。此外我们也用农业部过去十年的定点屠宰企业的屠宰量作为作证，3 月份屠宰量为同年 1 月份的 76.40%，4 月份屠宰量为同年 1 月份的 80.49%。因此，我们用 1 月份的供需来比较节后的供需局面，会发现积港冻肉如果能够如期出库，足以弥补近期猪病带来的损失，那么需求的下滑将会使猪价进一步承压。而 2016 年和 2019 年节后猪价不跌反涨的情况，一是当时正处于猪周期的上半场，即去产能阶段；另一方面，我们在 2019 年进口冻猪肉的量级在 100 万吨级别，远不现在的 400 万吨级别，更遑论今年节后是有额外的积港冻品肉集中出库的可能。即使没冻肉的冲击，我们供需仍存 10% 左右的剪刀差，届时猪价大概率也将出现下跌。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

吴青斌

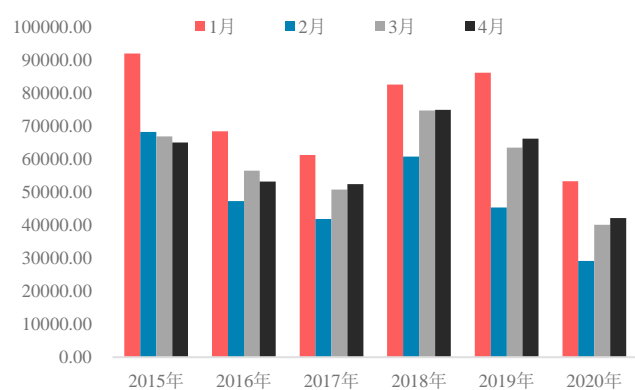
☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

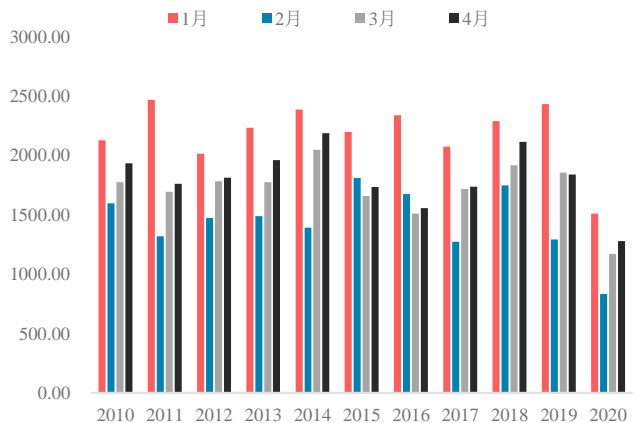
投资咨询号：Z0015951

图 1：白条猪肉月度批发量 单位：吨



数据来源：农村农业部 华泰期货研究院

图 2：定点企业屠宰量 单位：万头



数据来源：农村农业部 华泰期货研究院

2.2 猪价不会一路下跌

进入 5 月份后，随着需求的缓慢复苏，以及可能出现的南方疫病影响，现货价格大概率进入反弹阶段。12-1 月份出生的仔猪出栏时间本就在 5 月份之后，当下疫病对于生猪群体无差别的攻击自然也会影响仔猪的存栏数量。按照目前三方机构的统计数字，仔猪存栏月度环比下降 6% 左右，考虑到 5 月份开始南方猪瘟对于大猪实际出栏的影响，那么 5 月份的国内生猪实际供应量大概率与今年 3、4 月份（前文提到了提前出栏导致

的供应下降) 供应水平相当或更低。而根据月度猪肉批发量的数据计算, 需求端的月度环比增长为 7% 左右, 叠加积港冻肉消耗接近尾声, 届时猪价反弹可能性较高。

落实到价格方面, 当前猪病影响了部分集团企业的养殖计划, 大量的仔猪采购导致市场上仔猪价格连续上涨, 在生猪复养没有完全恢复到非瘟前水平的时期, 供应还没有进入过剩周期, 外购仔猪的养殖成本依然是猪价的有效支撑。按照目前仔猪价格 1500-1600 元/头计算, 养到 130 公斤出栏的成本约在 25-26 元/公斤, 可以当作现货价格的底部支撑。当前仔猪价格与上年 6 月份价格相当, 对应 5 个月后的出栏价, 2020 年 11 月份出栏价在 29-30 元/公斤, 可以当作较好的卖出价格。当然在猪价下行周期中, 目前的仔猪价格依旧是高利润且存在较大下行空间的。如果市场出现供应过剩, 仔猪成本作为利润的一个环节将不会作为成本支撑, 如果下半年生猪复养保持顺利的话, 年末打破外购仔猪的养殖成本还是有较大可能。

三、期货价格的逻辑

一切都是数字!

3.1 权威数字

目前交易所上市的期货合约最早是 LH2109 合约, 未来会有更多的远月合约上市, 那么虽然现货短期的价格波动会对于期价产生一定影响, 但是我们对于期货远期的最终定价是要结合生猪的养殖周期性, 也就是从能繁母猪的推算得出的。

期货市场中常常会对权威机构的数字质疑。USDA 每月的报告数据也常常被人怀疑, 阴谋论的声音层出不穷。但是永远不妨碍大家最终仍是以此作为交易的依据, 如果偏偏不认可怎么办? 好的, 拿出一套更权威的数字, 样本点更多, 更可信, 仅此而已。我国农业部的数据也是经常遭到市场质疑, 确实目前的数据精度也达不到 USDA 的水平, 但是这已经是覆盖最权威的样本数据了, 我们研究需要做的就是更准确的处理这些数据, 并且随着时间的推进, 要相信数据的准确性越来越高。非洲猪瘟之后, 相关的数据在上年经过了一次处理, 总体来说更靠近统计局的数据, 为的是口径更加统一, 今后趋势变化更加准确。对于之前沿用统计局数据的研究者来说, 同比的变化可以继续沿用。而对于之前用农业部的数据的研究者来说, 环比数字可能更贴近趋势的变化。市场中绝对准确的数字本就不存在, 几亿头体量的市场没人查的清楚, 趋势的变化足以指导我们当前市场的交易。

3.2 能繁母猪的推演

非洲猪瘟发生之后, 我国能繁母猪存栏在 2019 年 10 月份首次环比增加, 目前已经连续 15 个月环比增加, 平均增幅在 3% 左右。我们分别推演了三种不同能繁母猪的恢复情况, 基数是截至 2020 年 12 月份, 我国能繁母猪存栏恢复到 2017 年末 85% 水平, 2013 年末 60% 水平。

情景 1: 1 月份能繁母猪存栏环比下滑 7%, 2 月份能繁母猪存栏环比下滑 3%, 后续稳

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号: F3054450

投资咨询号: Z0015951

定在 3% 月度环比增长计算。中性考虑，夏季疫情得以控制，虽有损失，但是后备母猪及时补充。则恢复至 2017 年末 105% 水平，2021 年 11 月份恢复至非瘟前存栏水平。

情景 2：1 月份，能繁母猪存栏环比下滑 7%，2 月份能繁母猪存栏环比持平，后续稳定在 4% 月度环比增长计算。乐观考虑，2 月份后能繁母猪疫病稳定，后续继续保证稳定恢复。则恢复至 2017 年末 125% 水平，2021 年 8 月份恢复至非瘟前存栏水平。

情景 3：1 月份能繁母猪存栏环比下滑 7%，2 月份能繁母猪存栏环比下滑 3%，3-5 月份环比 2% 增长，6-8 月份，能繁母猪存栏平均环比 3% 下滑，9-12 月份继续恢复 3% 增长速度计算。悲观考虑，夏季南方猪病重新复发。则恢复至 2017 年末 82% 水平。

2020 年末能繁母猪存栏（万头）	情景 1: 2021 年末能繁母猪存栏（万头）	情景 2: 2021 年末能繁母猪存栏（万头）	情景 3: 2021 年末能繁母猪存栏（万头）
3060	3710	4381	2917

基于单纯数字的推算，我国今年能繁母猪存栏仍将保持恢复状态，恢复的程度取决于阶段性疫情的影响。如果一切相好的情况下，能繁母猪恢复还是较快的，而对于做期货的投资者来说，大周期下做复养恢复的大逻辑将会在未来几年一直存在。

不过在前期，种群质量较低的情况下，育肥猪的存栏恢复将低于能繁母猪存栏的恢复，整体保持在低 5% 左右的水平，阶段性的节奏问题，是要考虑实际的出栏数量对于价格的影响。但随着后续二元优质能繁母猪的产能逐渐释放，能繁母猪的产仔效率将明显提升。上年我国引种外国种猪数量达到历史记录水平，到实际的能繁母猪的产出时间预计在 2021 年 4 季度，那么通过二元能繁母猪带来的育肥猪繁育集中出栏将会在 2022 年三季度之后。而在这一过程中，养殖的高利润导致的三元商转母和二元回交现象预计仍将持续，并且保证市场的生猪供应。

如果我们理清楚了能繁母猪存栏的趋势，育肥猪的出栏自然变得简单，盘面价格去向何方想必各位投资者心中自有答案。期货市场是永远充满变化的市场，多空都有道理，盈亏都是数字，前期的推算随着时间也要不断修正，而真正到了下单那一刻，胜算和空间才是我们投资者需要考虑的事情，22000 元/吨的生猪和 28000 元/吨的生猪本质都是猪而已。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

吴青斌

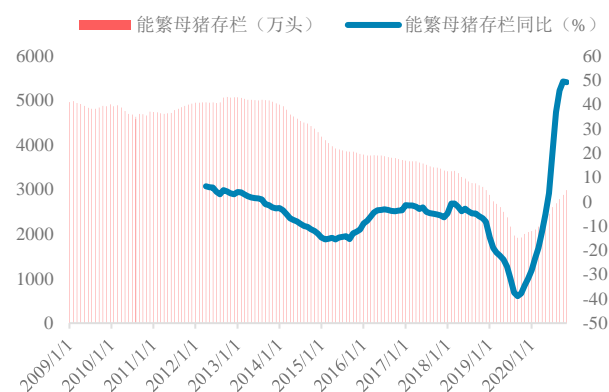
☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

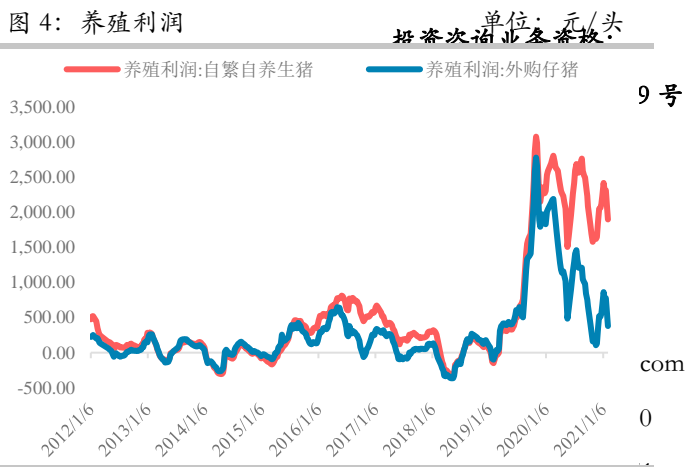
投资咨询号：Z0015951

图 3：母猪存栏



数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

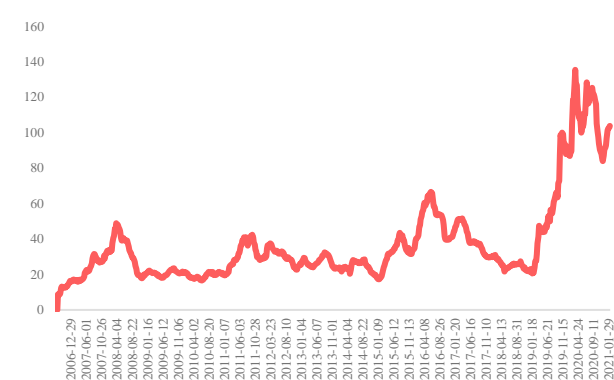
图 4：养殖利润



数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 5：仔猪价格

单位：元/公斤



数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

四、未来展望

幻想未来更加美好是本性，没人期望更糟糕的未来

回顾养猪行业的历史，就是一个不断跟困难斗争的过程，脱颖而出的都是德才兼备且具有真正企业家精神的人！展望未来，每个养猪人都有自己的计划，就像对于当前市场价格的想法不一样。

在非洲猪瘟之后，养殖业已经真正意识到了生物安全防护的重要性，只要有足够的时间，行业都可以找到方法将病毒的影响降到最低。不过，近期新型的病毒一定会对养殖业带来更多的困难，即使不像非洲猪瘟一样猛烈，想在一个养殖周期中做到彻底防范可控还是有一定难度的。但伴随着二元母猪的恢复，生猪恢复的前景依旧十分可期，产业的大周期带来的大逻辑才是真正机会。

实体企业来说，养殖面对的困难远多于价格变化，真正的养好猪，有效降低养殖成本才是企业面临的课题。几年前市场上流行这一句话：在风口上，猪也能起飞。这两年非瘟病毒让这句话成为现实，对于养殖行业的实际影响确实有点一语成谶的意味。倘若今年就是非洲猪瘟周期的下半场，养殖企业的机遇与挑战也许才刚刚开始。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com