
生猪：短期供需错配 中期谨慎乐观

摘要：

1.近期猪价上涨原因：除了有供应边际收紧加持，亦有疫情令囤货需求激增以及价格上涨后压栏行为增加等因素导致短期供需错配，需谨慎情绪升水挤压风险。

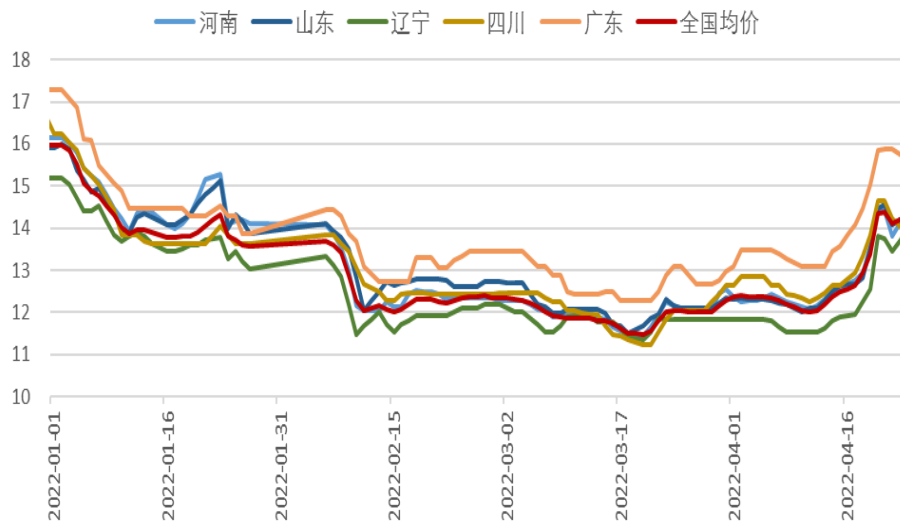
2.中期看，供应边际收紧、周期转折敏感期饲料价格上涨带来成本支撑加之消费有望环比好转等因素将提振猪价底部抬升。但母猪结构优化、产能去化幅度存分歧（需后期不断验证）、价格若持续上涨也将延缓淘汰等因素制约涨幅。压栏、二次育肥、冻品等边际扰动因素也将继续影响价格运行节奏及幅度。

3. 周期维度，2021 年 5-6 月能繁母猪存栏高点对应今年 3-4 月生猪出栏峰值，集团场 3 月出栏超额完成，市场也将逐渐走出季节性需求淡季，猪价较难跌破 3 月低点，周期底部显现。但新一轮猪周期猪价的上涨幅度需要关注能繁母猪去化程度。历史上猪周期启动均有或政策或疫病等扰动因素驱动，本轮周期目前尚未有明显被动产能去化。此外，非瘟以来的这轮周期中，产业结构发生变化，规模场占比提高，有助于增强产业抗风险能力。而从政策角度来看，政府“稳定基础产能，减缓生产和价格的波动”的决心不变。新一轮周期暂谨慎看待。

一、春节后生猪价格走势回顾

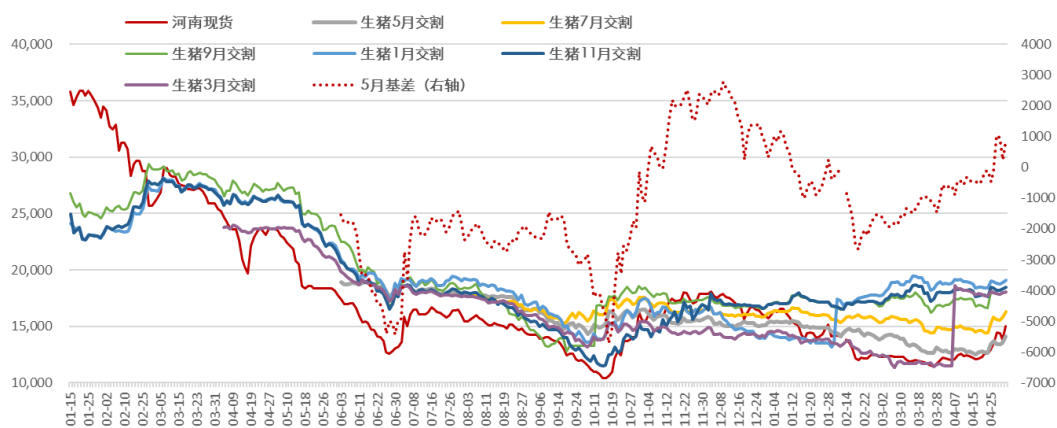
春节后至今，生猪现货价格先抑后扬，大致分两个阶段运行：（1）供应充足叠加消费淡季令 2 月初至 4 月中上旬呈现季节性弱势，但下有“低价养殖端抗价、冻品建库存、收储提振信心、局部受疫情影响出栏受阻”支撑，上有需求压制，供需博弈令价格多数时间围绕 12 元/公斤上下波动，3 月中旬短暂跌破 12 元/公斤（低点出现在 3 月 20 日，河南 11.44 元/公斤，全国 11.48 元/公斤）；（2）4 月中旬以来猪价跳涨，略超预期。涌益跟踪 4 月 25 日河南外三元生猪均价达 15.04 元/公斤，全国均价 14.57 元/公斤。供应边际收紧为背景，广东调运新规为导火索，南方涨价带动北方跟涨，养殖端缩量抬价，涨价后市场情绪发生变化，压栏、二次育肥抬头，助推价格进一步走高；需求端，疫情反复囤货激增，部分逐渐解除封禁区域消费有所恢复。本轮猪价上涨虽有供需配合亦含情绪升水，短期供需错配导致的上涨持续性仍待观察。期货市场近月合约跟随现货波动为主，远月合约受资金情绪影响较大，提前给出周期反转以及季节性升水，特别是春节后饲料成本上升后，市场对于产能加速去化的担忧加剧正向市场结构。

图 1：生猪分区域现货价格走势



数据来源：涌益咨询

图 2：生猪期现货及基差走势



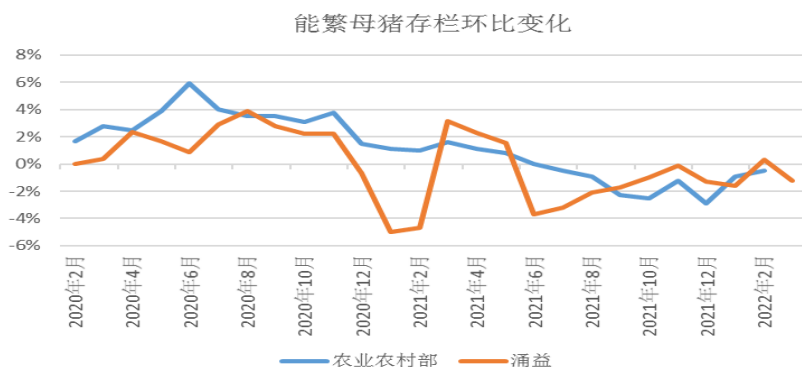
数据来源：wind

二、市场供需形势分析

（一）出栏趋势下降，但产能去化显不足、母猪结构优化

官方数据显示，全国能繁母猪存栏量在 2021 年 6 月份达到峰值 4564 万头，同年 6 月全行业进入亏损状态，产能开始去化。按照 10 个月生产周期推算，对应出栏高峰为 3-4 月。市场对于能繁母猪去化趋势存一致性预期，奠定 5 月后生猪供应收缩基调，但对于去化幅度存分歧，能繁母猪去化程度也决定了未来价格上涨高度。但由于生猪产业数据相对模糊，需动态根据市场价格及表现验证。从产能去化过程来看，市场缺乏被动淘汰过程，去年四季度猪价反弹也令产能去化放缓。按照统计局最新数据显示，一季度末，能繁殖母猪存栏 4185 万头（较峰值回落 8.3%，是正常保有量的 102%），整体产能去化力度仍显不足。此外，产能去化过程中母猪存栏结构优化，二元占比基本恢复至非瘟前水平，对存栏下降形成补充。

图 3：能繁母猪存栏变化

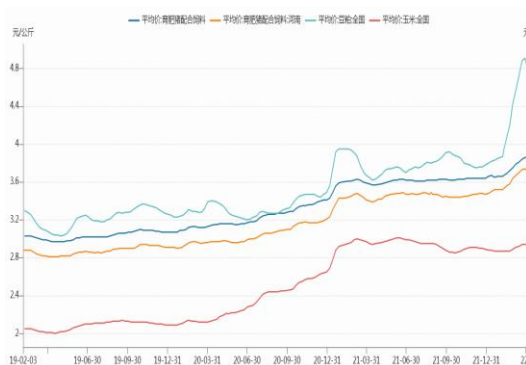


数据来源：农业农村部、涌益咨询

（二）饲料价格大概率维持高位提供成本支撑，但近端猪价若持续反弹或减缓母猪淘汰

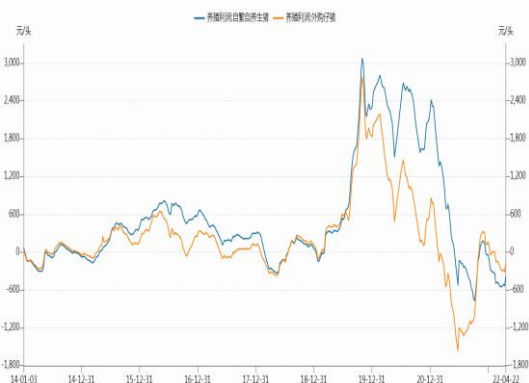
春节之后饲料原料价格显著回升，成本提高，未来玉米和豆粕等原料价格大概率仍将维持高位。猪价低迷状态下成本上升则产能被动去化，特别是在行业资金链紧张的情况之下。但现货价格若持续上涨，那么能繁母猪去化也将减缓，对于更远月价格来说存利空。4月中旬以来猪价快速大幅反弹，养殖亏损显著缓解。农业农村部4月20日表示6月份生猪生产大概能够达到盈亏平衡点。

图 4：饲料价格



数据来源：wind

图 5：养殖利润

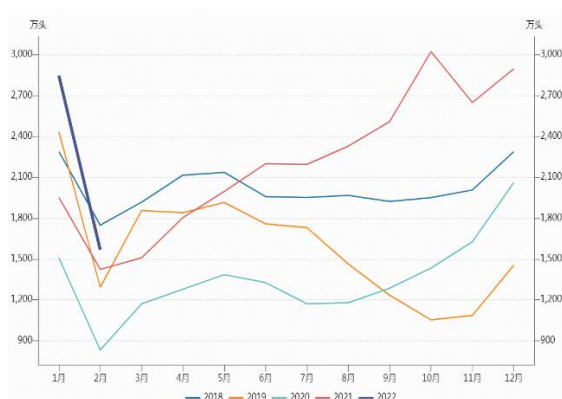


数据来源：wind

（三）短期需求难有显著提振、环比有望季节性增长，价格上涨需关注终端接受能力

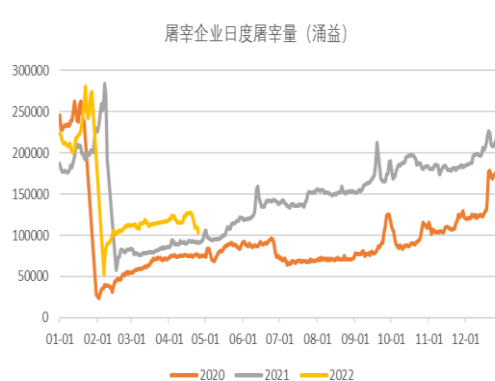
年度维度来看，季节性需求淡季即将过去，需求环比有望回升。而新冠疫情一旦缓解，那么也将对消费产生边际支撑。但短期来看，目前终端市场仍处新冠影响之下，囤货需求具有爆发性以及不可持续性特征，此外五一餐饮、旅游等团体消费目前来看仍将受抑，短期需求暂无明显好转情况。近期猪价快速上涨后，白条走货难度加大，宰量开始缩减，屠企压价意愿增强。而下半年猪价若出现超预期上涨，需求的张力也将面临考验。

图 6：生猪定点屠宰企业月度屠宰量



数据来源：wind

图 7：屠宰企业日度屠宰量

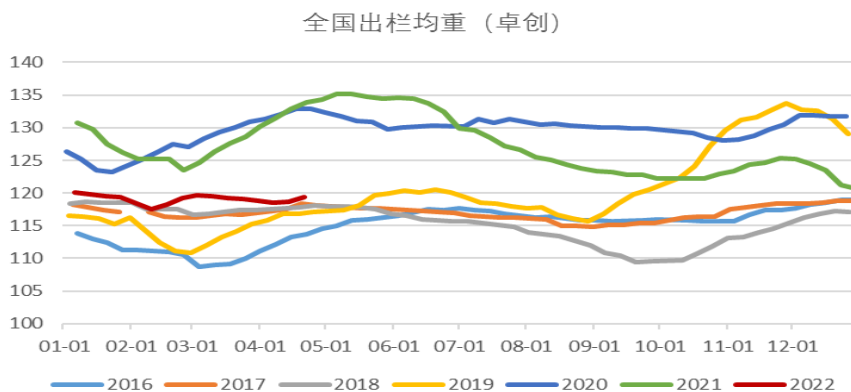


数据来源：涌益咨询

（四）压栏、二次育肥、冻品等边际扰动因素继续影响价格运行节奏及幅度

出栏均重：非瘟以来的这轮周期，中小养殖户由于对利润更为敏感，其决策对价格的节奏以及空间产生很大的影响，这也是研究分析的难点。情绪影响阶段压栏/出栏意愿易带来长周期下强于或差异于季节性的节奏性行情。诸如 2020 年 5 月集中出栏带来的恐慌性低点、9-10 月二次育肥群体亏损的低点、去年上半年赌行情养大猪，国庆节前恐慌出栏等，都使得价格出现超预期表现，成为市场的边际扰动因素。而未来这一特点仍将持续。3 月下旬以来仔猪价格回升，近两周回升明显。一方面因为本身仔猪存在季节性补栏，另一方面就体现出市场对下半年行情一致性向好的预期。一旦情绪形成循环，压栏、二次育肥等因素又将为市场带来变数。当前涌益跟踪出栏均重在 117kg 左右，卓创跟踪 119kg 左右。猪价快速反弹后，短期有压栏及二次育肥情绪有所显现，进而再反馈到猪价推动猪价上涨。节奏上看，夏季即将来临，标肥价差已经开始逆转，当前压栏以及二次育肥仍是短期行为。但在市场一致性预期下半年行情好转的情况下，而四季度大体重猪需求季节性增强，下半年压栏以及二次育肥等边际变量将会继续影响价格运行节奏及幅度，需动态关注。短期来看，市场关注点还需放到南方雨季来临对生猪生产和运输的影响，特别是周期转折敏感期，养殖亏损状态下的疫病防控情况不容忽视。

图 8：出栏均重

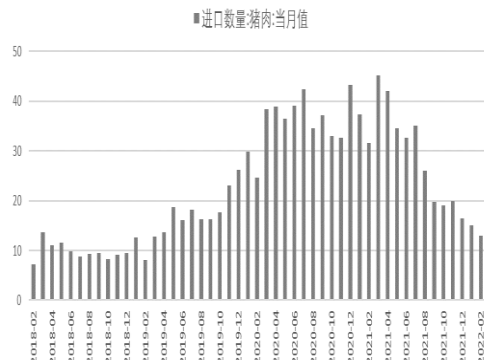


数据来源：卓创咨询

冻品和收储：前期猪价低位冻品入库分流白条压力，随着价格上涨冻品入库量减少。去年二季度以来猪肉进口量持续下滑，2022年一季度进口量为42万吨，同比降低64.2%。冻肉量级对市场影响不大，但需关注在大幅涨跌行情中对价格平滑作用。收储量级对市场影响亦不大，更多体现在情绪层面。政策是保持价格稳定而不是带来异常波动，临储政策作为底部支撑但不能作为驱动因素去交易。

图 9：冻品库容率

图 10：猪肉进口量



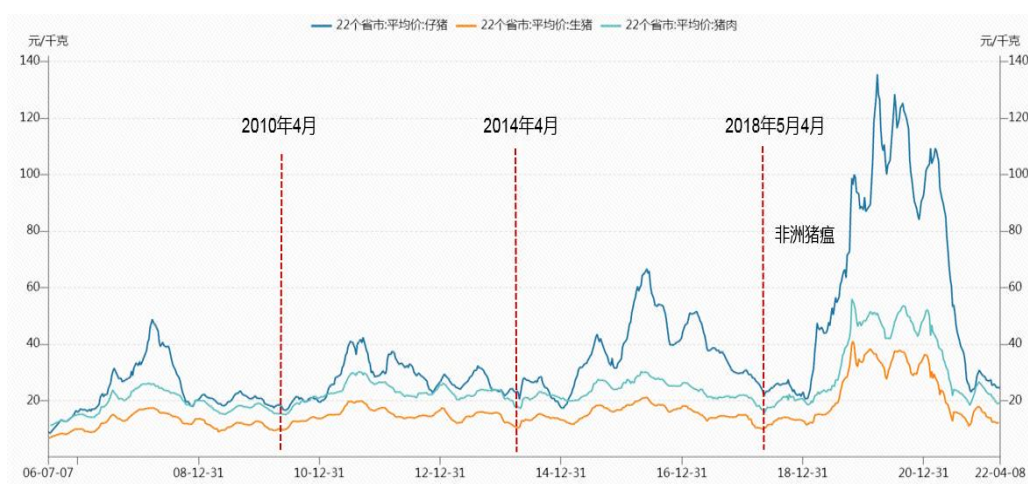
数据来源：涌益咨询

数据来源：海关、wind

（五）周期维度：下行周期底部已现，但新一轮周期谨慎看待

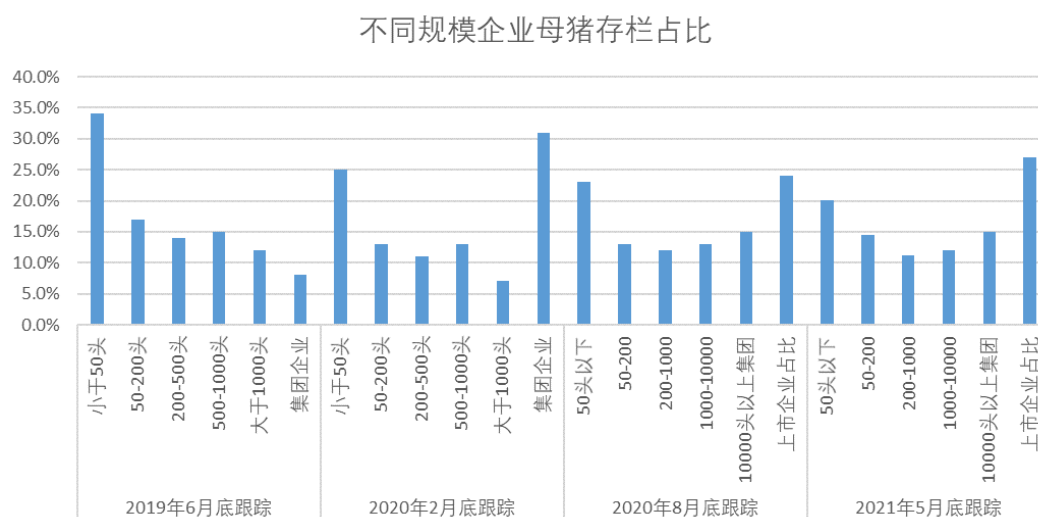
2021年5-6月能繁母猪存栏高点对应今年3-4月生猪出栏峰值，集团场3月出栏超额完成，市场也将逐渐走出季节性需求淡季，猪价较难跌破3月低点，周期底部显现。但新一轮猪周期猪价的上涨幅度需要关注能繁母猪去化程度。历史上猪周期启动均有或政策或疫病等扰动因素驱动，本轮周期目前尚未有明显被动产能去化。此外，非瘟以来的这轮周期中，产业结构发生变化，规模场占比提高，有助于增强产业抗风险能力，新一轮周期谨慎看待。

图 11：历史上的猪周期



数据来源: wind

图 12: 不同规模企业母猪存栏占比



数据来源: 涌益咨询

三、后市展望

短期现货价格由南至北的快速大幅反弹除了有供应边际收紧加持,亦有疫情令囤货需求激增以及价格上涨后压栏行为增加等因素导致短期供需错配,需谨慎情绪升水挤压风险。价格快速上涨后屠宰缩量,供需博弈情况需持续跟踪。中期看,供应边际收紧、周期转折敏感期饲料价格上涨带来成本支撑加之消费有望环比好转等因素将提振猪价底部抬升。但母猪结构优化、产能去化幅度存分歧(需后期不断验证)、价格若持续上涨也将延缓淘汰等因素制约涨幅。压栏、二次育肥、冻品等边际扰动因素也将继续影响价格运行节奏及幅度。周期维度,2021年5-6月能繁母猪存栏高点对应今年3-4月生猪出栏峰值,集团场3月出栏超额完成,市场也将逐渐走出季节性需求淡季,猪价较难跌破3月低点,周期底部显现。但新一

轮猪周期猪价的上涨幅度需要关注能繁母猪去化程度。历史上猪周期启动均有或政策或疫病等扰动因素驱动，本轮周期目前尚未有明显被动产能去化。此外，非瘟以来的这轮周期中，产业结构发生变化，规模场占比提高，有助于增强产业抗风险能力。而从政策角度来看，政府“稳定基础产能，减缓生产和价格的波动”的决心不变。新一轮周期暂谨慎看待。非瘟以来的这一轮猪周期市场情绪以及预期的快速切换加剧猪价波动，这一特点仍将延续，特别是当前正处周期转折时间点，市场较为敏感，期货市场远月合约受资金情绪影响较大，风险控制以及动态进行策略调整显得尤为重要。