

农产品组

研究员：

2022 年二季度生猪市场展望

——淡季暂无亮点，远月博弈加剧

观点概述：

上月内参中，我们认为当前生猪产业面临的矛盾便是尚未完全去化的生猪产能和快速上涨的饲料成本间的矛盾，参照历史经验，在经历长期亏损后，出于资金链压力，被动抛售导致的产能拐点很难超过 6 个月即 22 年 7 月，而若猪价大幅深跌过成本线，则远月猪价反弹的确定性增强。实际情况上，当前猪价在收储和惜售情绪支撑下，仍维持在养殖线下亏损 200 元/头临界点，市场节奏并无亮点，供需两端均处于季节性淡季水平，周期节点或后移，市场观点分歧下，布局远月合约的资金博弈加剧。

我们跳出市场普遍认为的养殖成本上升、产能去化严重、产能底部已到来的观点，来到现实证据来看，当前节点上，仍未出现能繁母猪大幅去化的证据，仔猪价格依旧处于盈亏线之上，出栏均重处在 120 公斤/头的最优料肉比区间，猪料产量仍在历史同期高位。由此来看，当前无论是产能水平和补栏积极性，还是能繁母猪存栏和活体库存来看，均处在高位，显现出对近端的利空压力反而更大，远月的利多影响更是无从说起。因此，后续猪价节奏的核心在于季节性淡季的负反馈如何向旺季的正反馈的转变，如果当前减产能如我们此前预期，拉动现货价格在清明节前后进行反弹，则维持前期周期拐点发生在 5-7 月的判断，细化时间取决于负反馈循环结束的节点；而如果现货价格仅是因为压栏惜售而短暂反弹，难以持续拉动，则要一直等到 9-10 月前后再靠季节性消费转向来拉动。因此，预计在市场未能带来更多决定性证据的现在，远月合约将在资金博弈下剧烈波动。

从策略上来看，近月合约 LH2203 在交割月中下跌回归至中粮仓单成本低位震荡，在现货持续下跌，多头反弹预期落空的情况下，主力合约 LH2205 合约大幅下跌，印证了我们上月的判断，目前虽然西南地区交割库审批消息还未落地，但市场已作出一定的预期，LH2205 合约已进入鱼尾行情，继续深跌空间不大，前期单边及反套策略止盈。因此单边策略上，我们认为供应节奏后移、需求弱势的情况下，LH2209 在 LH2205 移仓和企业套保的压力下做空安全边际较大，而相应 LH2301 可逢低做多。套利策略上，远月 LH2211 和 LH2301 合约的月差升水较小，存在一定的套利空间，如 03/05 合约如预期深跌，则或出现远月合约入场做多点位。

策略：LH2209 逢高做空 LH2301 逢低做多

LH09-01 反套

关注产能政策和补栏数据变化

风险提示：国家产能政策变化，非洲猪瘟疫情再度爆发，投机资金炒作

目 录

观点概述:	1
一、 一季度生猪市场走势回顾.....	4
二、 生猪供需展望: 周期拐点再现分歧, 关注仔猪数据	5
三、 05 合约鱼尾行情, 09 合约博弈加剧, 择时做多远月	7
免责声明.....	10
物产中大期货研究院.....	10

图表目录

图 1:	生猪期货 LH2205 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(精修后) 单位: 万头.....	5
图 4:	自繁自养及外购仔猪养殖利润 单位: 元/头.....	5
图 5:	仔猪、生猪及白条猪肉价格对比 单位: 元/公斤.....	6
图 6:	仔猪价格 单位: 元/头.....	6
图 7:	年度猪肉表观消费量 单位: 万吨.....	7
图 8:	月度猪肉表观消费量 单位: 万吨.....	7
图 9:	卓创检测重点屠宰企业开工率 单位: %.....	7
图 10:	国内重点屠宰企业平均冻品库容比 单位: %.....	7

未找到目录项。

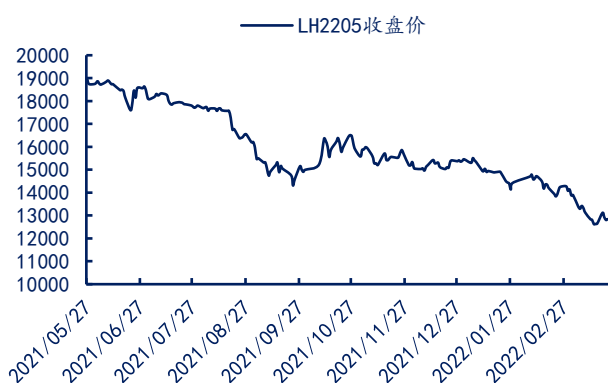
一、一季度生猪市场走势回顾

1. 现货猪价下滑至临界，调运受阻价差分化

随着2月春节节庆结束，生猪终端消费正式进入季节性淡季，后续收储政策和开学备货均未对市场产生明显提振作用，现货猪价顺势下跌，截至3月24日，全国外三元均价12.24元/公斤，月内跌幅2.1%，较去年年底下跌19.4%。供给端来看，猪价下跌至恐慌临界点，散户压栏惜售情绪再起，规模场减缓出栏节奏提高料肉比来应对低价，但整体来看，当前存栏仍高，被动压栏将导致后期供给压力将稳步提升。需求端来看，收储政策提振有限，新冠疫情再度爆发，屠企调运受阻，餐饮消费走弱，终端白条需求进入全年最弱阶段，且短期来看难有改善，预计未来供需情况持续宽松，现货猪价或面临深跌风险。

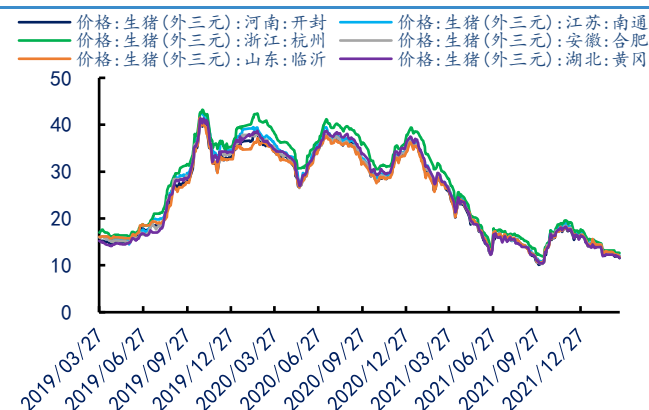
目前来看，由于需求收到季节性和新冠疫情的双重压力，猪价处于成本线-200头均利润的微亏季节性淡季位，在散户压栏惜售情绪下支撑较强，短期来看，被动压栏持续导致近期或有小幅反弹，但后续不断增长的供应压力或导致猪价向下突破跃进式深跌，发生我们预期的二次探底行情。因此，长期拐点维持前期第二个价格底部出现在2022年清明节前后的判断，价格底部或在10元/公斤左右。而区域价差上，随着由于前期南北去产能进度不同，近期北方生猪调运受疫情影响较为严重，区域价差再次分化，北方猪价稍有回升，南方猪价持续下跌，交割博弈区域向南转移以获取升贴水溢价。

图1：生猪期货 LH2205 合约走势图 单位：元/吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图2：分地区生猪价格 单位：元/千克



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

2. LH2205 持续下跌，远月合约受拖累

1月到春节前阶段，当时主力合约LH2203在成本线14000-15000区间反复震荡，反映了市场在此时的分歧，但随着春节逐步临近，消费数据和出栏数据逐渐确定，高活体库存和高补栏偏向看空后市，空头资金在03合约贴水现货的情况下不断加仓增持。而春节后，随着现货猪价暴跌，空头逻辑确认，在升水压力和交割博弈下，03合约快速下跌，空头资金获利了结后移仓到05合约。此时，在豆粕价格不断走高的情况下，叠加市场预期5月开始进入“猪周期”反转年份，前期LH2205在14000-15000区间中偏强震荡，直到节后市场发现现货价格深跌下未有强势反弹迹象，反转预期落空，供应节点后移，叠加西南交割库审批预期，交割升水压力增大，LH2205持续性下跌。

在 LH2205 下跌同时，原本市场对远月合约 LH2209 的信心较足，在宏观成本推动、“猪周期”反转和季节性消费增长的共同预期下，市场一致性下 LH2209 前期一度冲高至 18000 高位。但在 LH2205 大幅下跌后，市场对“猪周期”反转预期转向悲观，远月 LH2209 及其他月份合约受拖累下下跌，在供应节点后移的预期下，LH2209 合约或有继续下跌风险。

二、 生猪供需展望：周期拐点再现分歧，关注仔猪数据

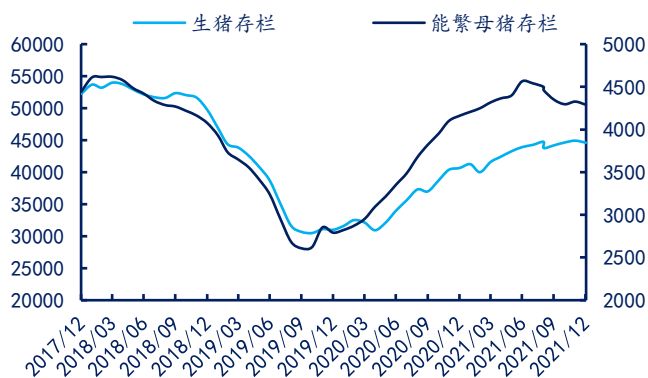
1. 供给端陷入负反馈，供给节点或后移

根据农业农村部最新数据，1 月能繁母猪存栏量 4296 万头，环比下跌 0.9%，再度进入产能去化节奏，近 7 个月内累计调减 274 万头，较 2020 年末减少 3.7%。以本轮能繁母猪存栏 4100 万头的产能目标，当前能繁母猪存栏仍在 4300 万头的区间上沿，虽然散户产能部分去化，预计 2 月能繁母猪环比下跌，但规模场能繁母猪存栏不减反增，产能水平仍在高位，本轮“猪周期”底部仍在持续，预计产能顶峰或出现在明年 7 月，维持生猪存栏顶峰出现在明年清明前后的判断。

而从能繁母猪产能情况看，生猪存栏惯性增长趋势难以逆转。由于生猪产能去化的滞后性，且 2021 年 3 月到 2021 年 10 月，仔猪出栏量均在 3000 万头以上，对应 2022 年 1 月到 8 月间，生猪存栏仍处于增产期，且由于生猪养殖降本增效周期较长，虽然养殖企业普遍尝试豆粕减量替代方案，但疫情影响下，豆粕价格持续高涨，猪粮比价不断下滑，养殖利润再度落入深水线，整体养殖企业扭亏为盈难度较大。但在持续亏损的同时，现货供需陷入季节性供需宽松——价格下跌——反弹预期落空——惜售待涨——前期供应后移——供需再度宽松的负反馈怪圈，猪价始终在头均亏损 200 元/头的临界点震荡，但随着产能递增，压栏活体库存不断增大。

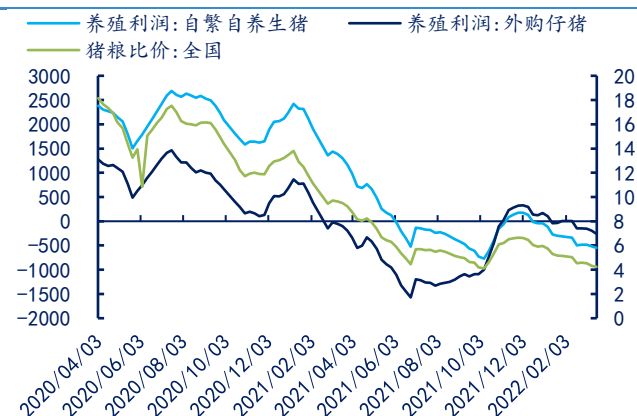
而从市场走向来看，市场讨论价格反转核心关注往往在仔猪和能繁母猪上，但这些数据本身存在较大的不确定性，同样的能繁母猪量，可以通过调整胎龄，调整空怀期去改变未来生猪的存栏，而生猪的压栏和提前出栏可以改变猪肉的供应，我们更关注当前出栏商品猪的供应和需求情况，并推导是否影响后续供给节奏。从仔猪补栏情况来看，虽然养殖利润较差，但补栏积极性较高，2022 年一季度前生猪存栏仍维持惯性增长，环比增幅预计在 1.6-1.7%。随着近期生产性压栏的持续和仔猪补栏的惯性增长，供应节奏或继续后移。

图 3： 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 物产中大期货研究院

图 4： 自繁自养及外购仔猪养殖利润 单位：元/头



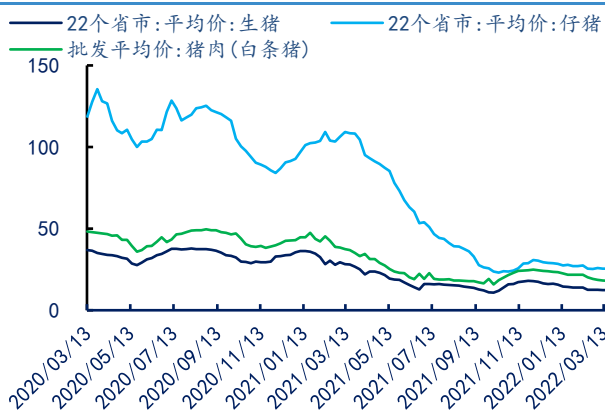
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

2. 高活体库存成隐患，反弹预期不破不立

根据上述推论和近期观察，虽然随着豆粕价格的快速上涨，养殖利润大幅下滑，猪粮比快速跌破 5:1 的关键节点，成本矛盾被激化，但从调研情况看，国内去产能情况分化严重，整体呈现北方去的多，南方少；散户去的多，集团逆周期增加的趋势，且从仔猪价格始终维持盈亏线以上来看，养殖企业补栏积极性较高，对于后市转好的预期较强，预计 2022 年 9 月前，存栏增长趋势难有变化。

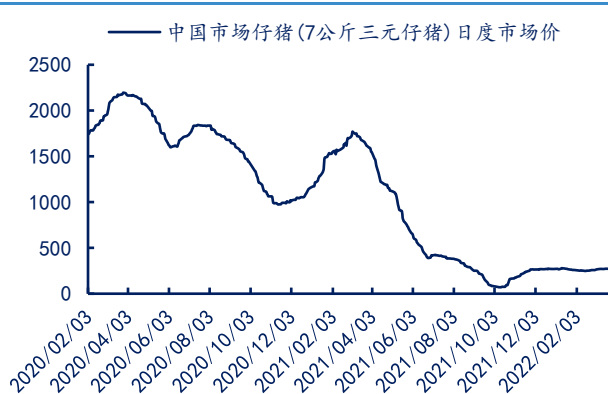
而近期的压栏惜售和收储政策提振，导致出栏均重始终维持在 120 公斤/头高位，高存栏高均重下，活体库存处于历史高位。因此，当前由于负反馈不断增加和延后的供应节奏，变成了悬在现货猪价头顶的一把“达摩克利斯之剑”，随着养殖企业长期亏损，新冠疫情下终端需求转好难度较高，如资金链难以支撑至需季节性需求转好，随时可能发生散户和部分中小规模场的超淘出栏，导致短期猪价跌穿，出现我们一直预期的“二次探底”，随后猪价或发生快速反弹，进入“猪周期”反转阶段，我们会重点关注相关线索和节点，这将是交易结构性矛盾的绝佳机会。

图 5：仔猪、生猪及白条猪肉价格对比 单位：元/公斤



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 6：仔猪价格 单位：元/头



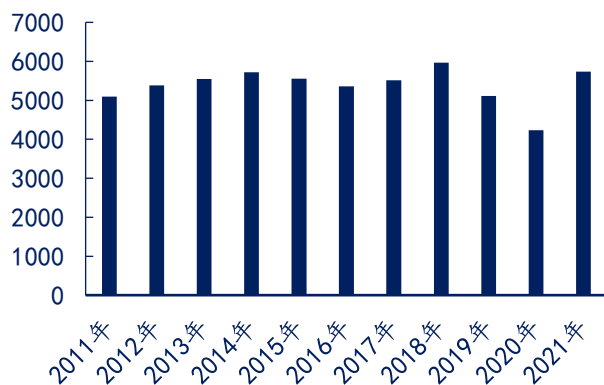
数据来源：卓创资讯 物产中大期货研究院

3. 消费淡季遇上新冠疫情，收储政策加剧负反馈

自 2011 年至 2017 年以来，随着我国国民生活水平逐渐上升，表观消费量维持稳步上涨。但随着非洲猪瘟爆发，生猪存栏损失严重，生猪及猪肉价格高企，猪肉需求刚性被打破，终端消费受到明显抑制。2020 年爆发新冠疫情后，疫情期间月度表观消费量更明显下滑，综合来看，2019-20 年期间，猪肉表观消费量下滑约 30%。近期季节性消费再度回落，表观消费量回升至往年同期水平，国家对于未来能繁母猪存栏 4100 万头的目标下，2022 年表观消费量预计继续提升，但短期来看，随着市场正式进入消费淡季，叠加新冠疫情影响下，各地生猪调运和终端消费均面临困境，近期需求端难有支撑。

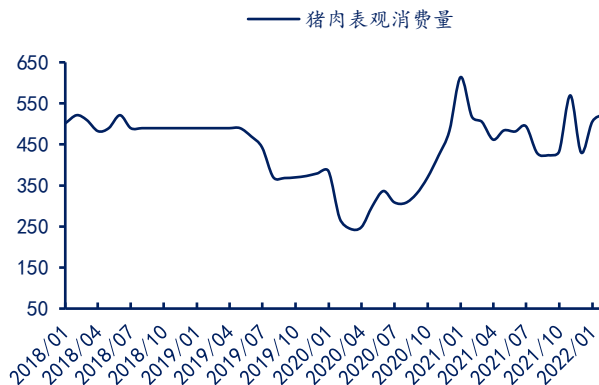
从发改委调控目标来看，猪粮比是最重要的收储力度指标，根据《调控方案》，由于近期豆粕大幅上涨，导致饲料成本大幅提升，当前猪粮比已进入一级预警区间，发改委连续进行收储工作，对短期价格的提振不明显，反而一定程度上加剧了负反馈，供应节点不断延后，后续继续观察收储政策导向。

图 7：年度猪肉表观消费量 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 物产中大期货研究院

图 8：月度猪肉表观消费量 单位：万吨



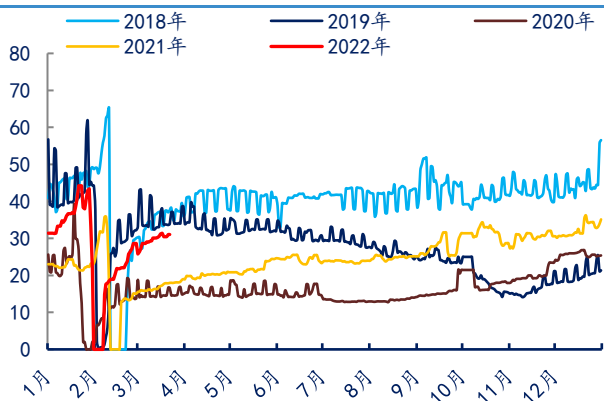
数据来源：卓创资讯 物产中大期货研究院

4. 屠企开工有限，关注冷库收储力度

正常年份，卓创监测重点屠宰企业开工率维持在 40%-50% 水平，生猪价格上涨后，屠宰企业采购成本增加，下游白条订单少，屠宰量随之下滑，2021 年猪肉消费旺季，开工率高点不足 30%。由于新冠疫情影响，屠企收购较为困难，虽然生猪存栏已恢复正常年份水平，屠宰开工率始终低于正常年份水平，显示需求端确受影响。

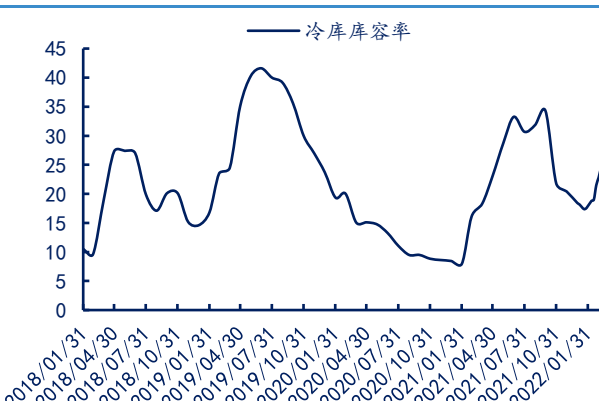
冻品库存方面，正常年份往往处于 30% 以下水平，非瘟发生后，企业入库现象较多。随着节庆消费临近，冷库库容持续下滑，而冷库库容在 1 月开始见底回升，反映了随着猪价下滑，终端消费进入淡季，部分屠企开始恢复冷库库存，随着猪价下跌，冷库库存持续稳步上涨，关注收储力度对后续供应进度的改变。

图 9：卓创检测重点屠宰企业开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 物产中大期货研究院

图 10：国内重点屠宰企业平均冻品库容比 单位：%



数据来源：卓创资讯 物产中大期货研究院

三、05 合约鱼尾行情，09 合约博弈加剧，择时做多远月

上月内参中，我们认为当前生猪产业面临的矛盾便是尚未完全去化的生猪产能和快速上涨的饲料成本间的矛盾，参照历史经验，在经历长期亏损后，出于资金链压力，被动抛售导致的产能拐点很难超过 6 个月即 22 年 7 月，而若猪价大幅深跌过成本线，则远月猪价反弹的确定性增强。实际情况上，当前猪价在收储和惜售情绪支撑下，仍维持在养殖线下

亏损 200 元/头临界点，市场节奏并无亮点，供需两端均处于季节性淡季水平，周期节点或后移，市场观点分歧下，布局远月合约的资金博弈加剧。

从生猪期货上市至今，市场资金逐步完成了从交易存栏基准和环比数据，到交易结构矛盾，再到交易月间供需分化的过程。当前市场对存栏基准和季节性需求的认识已经得到共识，更多的影响来自于边际变量，对近月来说，主要是预期差的变量，而对于远月来看，主要是认识的变量。因此，我们更应关注结构矛盾集中爆发的实际节点，注意新增事件带来的认识影响，对于长期数据维持观察即可。

基于这样的思维，我们跳出市场普遍认为的养殖成本上升、产能去化严重、产能底部已到来的观点，来到现实证据来看，当前节点上，仍未出现能繁母猪大幅去化的证据，仔猪价格依旧处于盈亏线之上，出栏均重处在 120 公斤/头的最优料肉比区间，猪料产量仍在历史同期高位。由此来看，当前无论是产能水平和补栏积极性，还是能繁母猪存栏和活体库存来看，均处在高位，显现出对近端的利空压力反而更大，远月的利多影响更是无从说起。

因此，后续猪价节奏的核心在于季节性淡季的负反馈如何向旺季的正反馈的转变，如果当前减产能如我们此前预期，拉动现货价格在清明节前后进行反弹，则维持前期周期拐点发生在 5-7 月的判断，细化时间取决于负反馈循环结束的节点；而如果现货价格仅是因为压栏惜售而短暂反弹，难以持续拉动，则要一直等到 9-10 月前后靠季节性消费转向来拉动。因此，预计在市场未能带来更多决定性证据的现在，远月合约将在资金博弈下剧烈波动。

从策略上来看，近月合约 LH2203 在交割月中下跌回归至中粮仓单成本低位震荡，在现货持续下跌，多头反弹预期落空的情况下，主力合约 LH2205 合约大幅下跌，印证了我们上月的判断，目前虽然西南地区交割库审批消息还未落地，但市场已作出一定的预期，LH2205 合约已进入鱼尾行情，继续深跌空间不大，前期单边及反套策略止盈。因此单边策略上，我们认为供应节奏后移、需求弱势的情况下，LH2209 在 LH2205 移仓和企业套保的压力下做空安全边际较大，而相应 LH2301 可逢低做多。套利策略上，远月 LH2211 和 LH2301 合约的月差升水较小，存在一定的套利空间，如 03/05 合约如预期深跌，则或出现远月合约入场做多点位、

策略：LH2209 逢高做空 LH2301 逢低做多

LH09-01 反套

关注产能政策和补栏数据变化

风险提示：国家产能政策变化，非洲猪瘟疫情再度爆发，投机资金炒作

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，如与物产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物产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物产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，需注明出处为物产中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

物产中大期货研究院

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>