

周期飞转：破浪、潜行

周期轮转，底层利润驱动和养殖时间差的基础逻辑没有改变，但产业资本的丰富、产业结构的改变和产业养殖手段的变化驱动着周期节奏的变化。

2022年，生猪市场走过低谷，迎来利润的兑现期。后非瘟时期，市场环境更加复杂：散发疫情不断形成外生冲击，前期阶段性的、持续时间较短但有深度的产能去化造就了市场多空双方的争议。而后产能伴随利润的提升逐步恢复，但市场对于产能恢复的速度和基点都仍有较大争议，也意味着未来还有预期扭转、起伏的空间。

期货市场对于2023年生猪市场价格的预期暂时以成本为基准，但在实际的价格兑现中，供需矛盾大概率不会像目前盘面价差结构一样平稳。同样的，我们认为成本并不能够起到支撑和限制作用，预计2023年度有望整体盈利，但局部或跌破成本。

在2022年年末，我们对2023年的市场进行展望。我们深知任何事前的分析都有着时间与空间、数据与思维等多方面的局限性，但这并不会阻碍我们秉持客观、独立的立场，尽可能呈现我们的思考逻辑并提出大胆的观点。在对错之外，我们希望读者能够通过阅读我们的年报获得新鲜的想法，更多寻找到交易的灵感和策略设计的方法论。

全文共六个部分：第一部分，我们简单回顾了过去一年的市场行情，总结市场犯下的“错误”；第二部分，我们梳理了过去对产业和周期的部分关键思考；本文的三、四部分，从供给和需求两方面对未来一年的市场逻辑进行的阐述；第五部分作为总结；第六部分为个人的研究和策略体悟。

我们希望，在生猪期货市场不断成熟的背景下，有更多的读者能够和我们一起，完善对市场的理解，完成自我的提升。

2023 年生猪年度报告

分析师

魏鑫：养殖产业高级研究员
期货投资咨询从业证书号：Z0014814

发布日期：2022 年 12 月 22 日

研究销售（上海）

魏鑫
021-50600233
17623597610（手机/微信）
weixinqh@csc.com.cn
汤选澎
021-50600105
tangxuanpeng@csc.com.cn

中信建投期货研究发展部

重庆研发中心

地址：重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿
商务中心 27 楼、30 楼（邮编：400015）
电话：(023) 81157271

上海研发中心

地址：浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2203 室（邮编：200120）
电话：(021) 50600233

目 录

一、2022 回顾：极致的情绪，反噬与冲击	2
（一）周期的延续与新生	2
（二）天然的超涨和超跌	3
（三）期货市场：跟随的机会与纠错的机会	4
二、周期的轮转和产业的更新	5
（一）周期底层逻辑延续	5
（二）投资和生产改变周期转速	5
1、持续的投资	5
2、持续的兑现	8
3、养殖模式的突变和改革	8
（三）利润驱动加速	9
1、从现实驱动到预期驱动，周期加速	10
2、利润率：动力的核心体现	10
三、2023 供给侧：产能恢复克制，产量兑现受扰	12
（一）产能恢复克制，产量向上曲折	13
1、能繁母猪的现实和预期	13
2、从能繁母猪到对应标猪出栏	14
3、出栏节奏的扰动	16
4、生产效率继续提升	18
5、产量兑现的总体预期	18
（二）成本在定价中的地位	19
（三）冻肉库存出清，进口回归平静	21
1、全球猪肉产销情况速览	21
2、进口回归常态，冻品库存有限	22
（四）政策延续逆周期调节，稳定产业手段更加直接	23
四、2023 需求侧：不确定下的确定性	24
（一）疫情政策转向，消费环境先紧后松	24
（二）从白毛价差和白毛比价观察猪肉需求	26
（三）季节性关注细节	27
五、2023 展望：供给主导趋势，需求确定边界	28
（一）价格波动范围预测	28
（二）期货市场值得注意的重点	29
1. 交割阶段的三个因素	29
2. 基差的回归	31
（三）2023 年套保与投机策略建议	31
（四）市场风险提示	33

一、2022 回顾：极致的情绪，反噬与冲击

2022 年的生猪市场行情，可以分为“回落筑底”、“三轮上行”和“承压下行”三个阶段，周期的快速转换叠加过程中阶段性的超跌超涨是今年行情特色。我们看到，现货市场中有极致的情绪演绎，期货市场也随风起舞，不过，最后终究是尘归尘，土归土。

图 1：2022 年生猪市场呈现先筑底，后持续上行，再快速下行的局面（单位：元/吨）



数据来源：国家粮油信息中心，大连商品交易所，中信建投期货

（一）周期的延续与新生

去产能与亏损周期延续

综合国家统计局、农业农村部以及各家行业咨询公司的数据，市场形成了基本共识：2021 年二季度，以能繁母猪为核心的产能指标实现周期性见顶，随后进入产能的去化阶段。生猪现货价格在 2021 年 6 月、9 月都出现了阶段性深跌，在此期间，能繁母猪的去化得以加速。

周期价格筑底

2022 年年初，尽管有春节需求的加持，但生猪价格未能摆脱继续周期下行的趋势。3 月，伴随着 2203 合约的结束，市场完成了对产能高点的最终兑现，实现了上一轮周期的最终价格筑底。这是周期性和季节性的共同驱动，同时还受到包

括疫情在内的市场大环境影响。

第一波反弹

随着 4 月中旬的到来，市场开启了第一波的底部反弹，尽管反弹后价格依旧位于成本线下，但市场信心得以提振，以能繁母猪为代表的产能数据在利润为还未全面转正的情况下进入恢复状态。

周期性价格上行和产能恢复开启，市场节奏明显加快。

图 2：生猪本轮周期为短周期



数据来源：国家发改委，国家统计局，农业农村部，Wind，中信建投期货

（二）天然的超涨和超跌

如果说 4 月的上行是在政策调整刺激下，猪价依靠供需关系的缓和形成的底部反弹，那么猪价在缓慢上行至 6 月之后，迎来了更加具有情绪化的超涨超跌¹的市场。

首先要说明的是，生猪市场有两个天然的属性使得其非常容易出现短期“超涨超跌”：

一个是价格传导和反馈的延迟，形成了“养殖-屠宰-终端感知-实际消费-消费反馈-下游市场-屠宰-养殖”较长的反应链条，这中间存在一定的时间差距。反馈时间的延迟会导致上游的价格调整常常过度。

另一个是养殖端短期决策的弹性和刚性，也就是我们说的压栏或者二育。养殖

¹ 这里的超涨超跌并非指市场价格的不合理，而是指针对理论上的标猪供需情况，价格可能出现了一定程度的偏离。请参阅文末重要声明

户可以在**短期**调节出栏节奏²，但又需要在**大的时间段**内完成出栏，实现资金的回笼。养殖户销售的时间直接决定了利润的水平，这也导致短期的投机以及由之而来的追涨杀跌的内在驱动。

在7月初、10月的上涨过程中，阶段性超涨表现得较为明显。这一阶段原本就处于供给的低点，在二次育肥的分流下，市场供给更加紧张。价格的上行进一步推动压栏和二育从而形成推动价格的正向循环，直至价格泡沫因为供给的增长³而破裂。

而随着价格从10月高点回落，在消化完泡沫之后，市场同样也会出现阶段性超跌。价格下行导致上游恐慌，而终端销售价格实际调整有限。随着养殖端继续集中出栏，短期形成高供给的局面，叠加市场进入疫情影响最严重的时段，从而也比较轻易地打出价格的阶段性低点。

（三）期货市场：跟随的机会与纠错的机会

期货市场很大程度上来说，是比现货市场更加稳定和理性的。但即便如此，期货市场的波动过程也创造了持续的交易和套保的机会。

本年度的期货市场行情主轴来自于10月前的多头和10月之后的空头。**但多头过于坚持，回吐利润甚至导致亏损是普遍现象；空头入场过早，承受浮亏后自我怀疑亦是常见状况。**决定左侧还是右侧交易，实际的考虑方向可以有所不同。

我们认为，所有的右侧交易，都可以看成是跟随市场情绪创造的机会。顺应市场的操作模式最主要是要**判断市场是否达到了情绪的极点以及现实是否支撑情绪继续激化。**

所有的左侧交易，本质上是要通过对市场进行纠错实现收益。这时的主要考虑应是**市场是否会“尽速”认识到过去在情绪上的过度并兑现反转。**

而判断行情和执行策略的难点在于，现货情绪最为高涨的时间段，期货实际上有更大的贴水，如何对生鲜品的基差进行解读是我们后续要重点反思的。

² 对于出栏节奏的调节，不同的企业、养殖户的可调节区间不同，一般大企业连贯生产，短期调节的幅度稍小，中小养殖户的调节灵活度较大。
³ 这里的“抵挡不住”含义包括：二次育肥在高价阶段没有再补栏分流的意愿、原本的二次育肥和压栏生猪面临出栏、本身标猪出栏量的提升。
请参阅文末重要声明

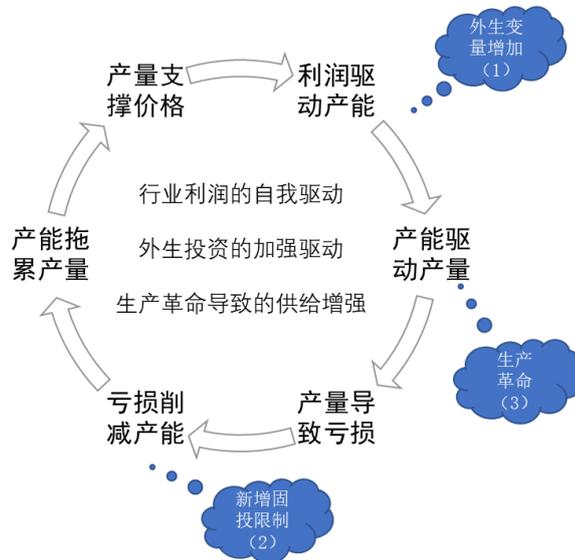
二、周期的轮转和产业的更新

（一）周期底层逻辑延续

如果我们认为周期是价格、利润、产能的往复，那么“猪周期”无疑将继续存在。而周期继续存在的核心原因很简单：利润驱动行为的逻辑没有改变、产能提升到产量兑现有时间差距的客观事实也没有改变。

在养殖环节仍然存在空间、主体、形式上分散的情况下，养殖端的产能调整以预期利润为核心依据⁴。

图 3：猪周期以及轮转加速的动力源



制图：中信建投期货

（二）投资和生产改变周期转速

尽管我们认为周期将继续存在，但**周期轮转的速度**正在改变。我们认为：前期高利润带来的投资刺激和生产模式的变革是改变周期转速的主要原因。

1、持续的投资

按照理论的周期产业的产能扩张模式，产业的投资一般来源于产业本身的利润积累，和基于产业增长空间的**适当**的外部投资。但生猪产业在 2019 年之后，**外部投资持续性大量投入**，对产业结构形成明显影响。

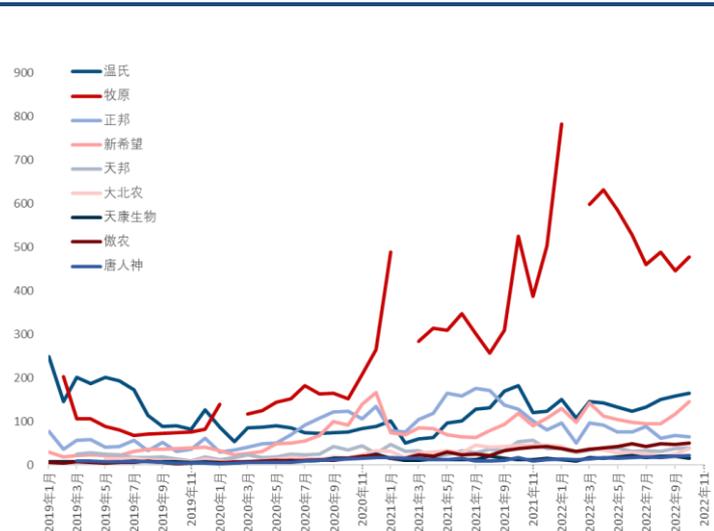
⁴ 尽管各类主体在调整时间上有所差别，但不影响总体趋势。
请参阅文末重要声明

从上市公司角度来看，能繁母猪的扩张和随后兑现的产出提升都证明了这一点。从 2019 年到 2021 年，多家企业实现了产出的成倍增长。2022 年，超过 22 家企业能繁母猪存栏突破 10 万头。按照统计局口径给出的全国能繁母猪存栏量，CR3 达到 11.3%，CR10 达到 16.7%，但我们按照这一口径计算的集中度数据有所低估⁵。

表 1：头部企业母猪规模（万头）

规模排名	上市公司	2022年底E	2022年中	2021年	2020年
1	牧原食品	270	260	283.1	262.4
2	温氏集团	140	110	110	180
3	新希望集团	85	90	100	120
4	正大食品(中国)	40	38	38	-
5	德康集团	38	40	45	40
6	正邦集团	35	38	100	120
7	傲农集团	34	32	36	20
8	双胞胎集团	32	30	38	25
9	扬翔股份	28	24	30	25
10	天邦集团	25	28	38	50
11	中粮集团	22	25	25	22
12	大北农	18	20	23	23
13	天康生物	15	12	12	13.5
14	海大	15	11	10	-
15	广西桂垦	14	-	10	-
16	大象农牧	12	-	17	10
17	铁骑力士	10.5	10	10	-
18	京基智农	10.5	9.19	-	-
19	巨星农牧	10.1	10	-	-
20	唐人神	10+	10+	12	10
21	华统股份	10	-	-	-
22	力源集团	10	9	-	-

图 4：上市公司出栏量（万头）⁶



数据来源：新猪派，Genesus，中信建投期货

数据来源：各上市公司销售公报，中信建投期货

从在建工程的时点数据来看，2020 年前各家上市公司兴建产能的积极性较强，2021 年后有明显分化，主要是利润下行后部分企业出现了资金运营的压力以及战略上的调整。不过已经建成的生产能力在后续持续兑现，从生物性资产的角度，2020 年由于资产构建成本本身比较高，形成顶部，后续除正邦外，上市公司整体保持在较高水平。

另外从现金流上看，上市公司筹资活动并没有因为利润的下滑而全面停止，牧原、温氏、新希望、傲农、巨星等企业整体筹资力度仍远大于非瘟周期之前。

按照截至目前的上市公司 2023 年出栏目标来看，牧原预计达到 7000~8000 万头，温氏 2600~2800 万头，新希望 1850 万头，天邦也有望达到或接近 1000

⁵ 低估的原因在于统计局基于抽样调查的基期数值偏高，而上市公司的数据相对较“实”，叠加生产效率等因素，按照出栏占比来看，CR3 能够达到 15%，CR10 预估在 20%以上。

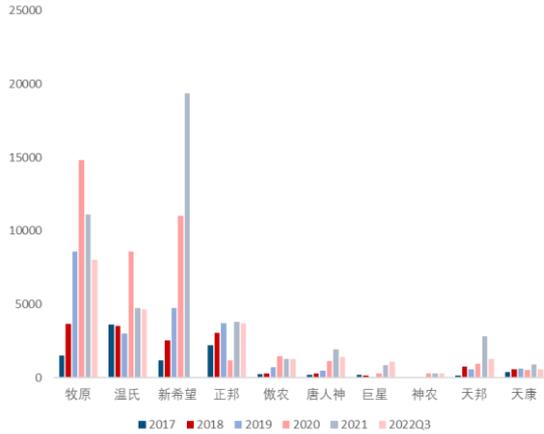
⁶ 牧原 1~2 月的销售数据加总统计后放置在 1 月。

⁷ 2020 和 2021 年数据来自于 Genesus 公司的 MEGA producer 报告，2022 年数据来源于积牧网旗下新猪派的公开资料整理。

请参阅文末重要声明

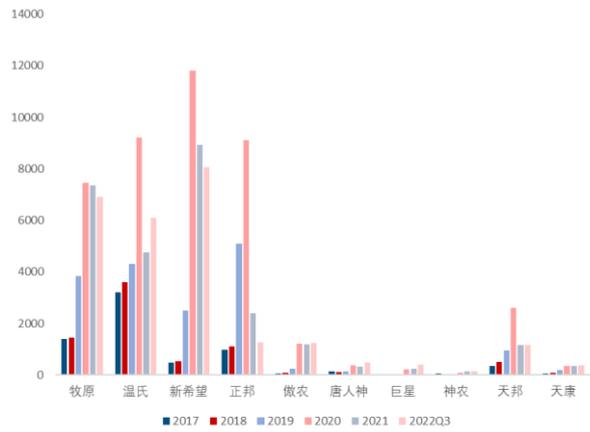
万头，仅上述四家公司的出栏量就可能达到正常年份市场供给的五分之一。

图 5：主要上市公司资产：在建工程（百万元）



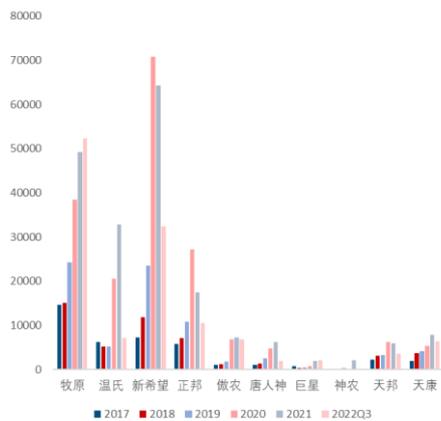
数据来源：上市公司财报，Wind，中信建投期货

图 6：主要上市公司资产：生产性生物资产（百万元）



数据来源：上市公司财报，Wind，中信建投期货

图 7：筹资活动现金流入（百万元）



数据来源：上市公司财报，中信建投期货

表 2：部分公司出栏目标和现实对比（万头）⁸

企业	2023年目标	2022年出栏预估	2022年前11月出栏	预期同比增长
牧原	7000~8000	6210	5517.40	12.72%
温氏	2600~2800	1830	1603.54	42.08%
新希望	1850	1490	1304.70	24.16%
天邦	800~1000	420	393.77	90.48%
傲农	800	520	467.62	53.85%
天康	500	207	182.84	141.55%
唐人神	350	211	186.95	65.88%
巨星	265~300	154	134.60	72.08%
京基智农	200	127	111.60	57.48%
神农	150	91	81.47	64.84%
东瑞	120	53	47.24	126.42%

数据来源：上市公司交流平台，Wind，中信建投期货

如果说早期恒大、万达的养猪布局颇有扶贫的味道，2017 年开启的万科、京基智农等房企转型对于养殖端的投资正开始在主流市场中占据一席之地。而在非洲猪瘟之后，地方国有资本在保供政策基调下，同样逐步进入养殖端。以广东为代表，广弘控股、广垦畜牧、越秀集团、广东省食出畜牧、颐丰食品等省级、地市级国有控股企业纷纷拓展进入养猪行业；以四川为例，成都兴城投资则选择和新希望合作，对 21 个养殖项目进行收购；河南、山东、安徽等主产

⁸ 部分数据由人工加总计算，可能存在四舍五入后的尾数误差；2022 年度出栏数据为预估数，可能存在偏差；2023 年目标数根据上市公司公开发言整理，和最终实际完成数之间可能存有差距。
请参阅文末重要声明

区各地市城投平台也都出现了对于生猪企业的投资热潮。而这一系列的投资，正在当前以及后续的周期中实现产能上的兑现。

2、持续的兑现

外部资本受宏观环境影响，被短期的产业利润吸引，从而进行持续性投入，一旦投入水平超过产业原本预期，便能够产生加速产业周期的效果。由于外部资本投入本身存在时间上的持续性，再叠加兴建、投产再到产量的兑现，实际的过程比较长，以至于有的工程在利润高峰兴建，在利润回落时才完工，产能在此时集中兑现，驱动周期的快速下行。

当市场中以中小散户为主体时，产能的消长以二元能繁母猪为核心。羊群效应下的集体行为助推出非常有规律的周期表象。

而随着外部资本的投入，所形成的产能本身就有长期运行的预期，同时也需要长时间的折旧摊销和持续性地生产才能实现预期利润。因此，当产业进入亏损阶段后，中小散户的离场现象比新设规模场更加明确，而经过短暂调整后，在利润兑现阶段，规模厂商加速兑现产能，将缩限利润的高度或者时间的长度。

这些新增产能的诞生并不为单一周期为目标，会持续地在更长地时间段形成对应地供给，也因此意味着，如果没有足够的中小散户让位，生猪养殖业的长期利润必然受到限制。

3、养殖模式的突变和改革

育种代次缩短或更加灵活。

非洲猪瘟阶段，由于母猪的缺失和母猪养殖利润高企，养殖業者积极创新并实现了从传统代次体系跳脱，形成了更加灵活的养殖体系。一部分养殖代次实现了长期收缩，代表为二元轮回养殖模式；另一部分通过三元肥转母的方式快速补充市场仔猪，大大缩短了原本需要的逐级产能提升的时间。

在过去的周期中，由于价格的波动本身有限，而已经形成的五元或三元代次在这样的价格波动中有长期的生产优势，没有必要实施肥转母等策略。

非洲猪瘟引致的深度去化本应该导致恢复时间的拉长，但从实际状况来看，高额利润倒逼出的新型养殖模式起到了快速推动产能恢复的作用。潘多拉魔盒

一旦打开，在未来面临上行周期预期的情况下，加速恢复产能的驱动也必然卷土重来。

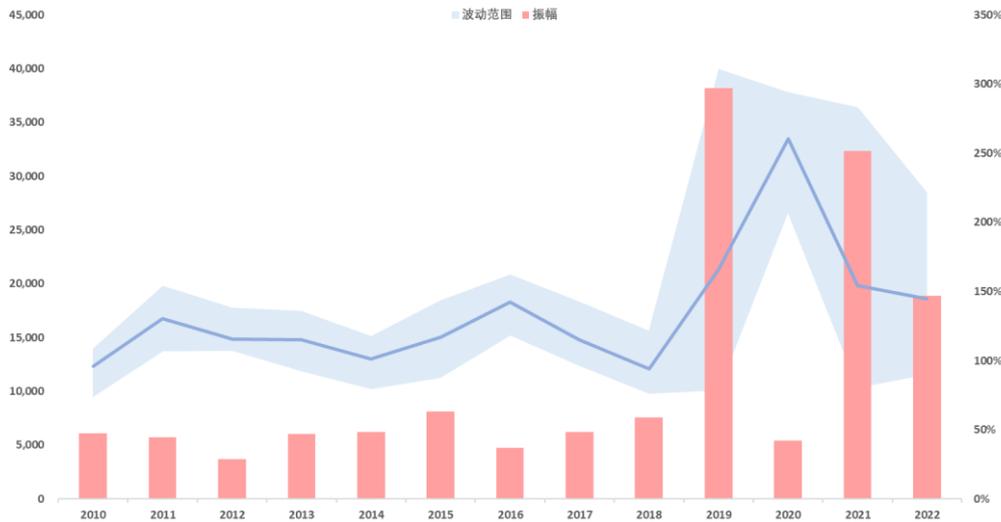
投机式生产大行其道。

在非洲猪瘟周期之前，二次育肥一般只针对四季度行情进行有限度的操作。但由于市场行情波动的加大，农户固定资产使用率的降低，利用价格波动来实现投机盈利成为了较多养殖、贸易乃至屠宰加工企业的选择。

压栏和二次育肥都客观上起到了改变短期供需环境，累积活体库存并向后移动的作用。而对于供需的改变也进一步导致了加剧价格的波动。上涨过程中容易形成“上涨 – 压栏 – 上涨”的正向循环；在压栏之后，一旦供需转换，在下跌过程中容易出现“下跌 – 恐慌 – 下跌”的负向循环。

而总的来看，我们已经进入了“价格高波动 – 高投机度 – 价格高波动”的循环当中。这类波动形成周期中较为强势的扰动，如果和周期的转折点共振，则既有可能加速周期的转换。

图 8：历年猪价波动范围（元/吨）



数据来源：国家粮油中心，Wind，中信建投期货

（三）利润驱动加速

除了以上因素驱动周期转动的加速之外，利润本身的波动是周期的核心驱动，这里我们用一节来专门讨论。

1、从现实驱动到预期驱动，周期加速

过去由现实利润驱动

我们认为，在过去，生产主体的利润预期主要是受利润本身驱动。现实利润的提升带来预期利润的提升，从而驱动投资意愿的产生和投资的兑现，最终实现市场供给的提升。

在过去的猪周期中，现实利润对产能的驱动显得十分明确，从生猪价格对仔猪价格驱动就可以看出。然而这种预期显然是“非理性的”：当下利润并不能代表未来利润。只要明白这一点，养殖主体的决策就会基于更多的市场信息来形成“理性预期”。

过去市场主体多数基于非理性预期来进行决策，我们认为原因有三：

第一，市场主体信息获取能力的不足；

第二，市场主体解读信息的能力有限；

第三，由于损失厌恶的存在，相比跟随市场导致的被动损失，养殖主体更厌恶预测市场可能导致的主动损失。

现在由预期利润推动

而随着互联网的普及，加上生猪产业信息流的日渐通畅，无论是官方、咨询机构还是产业网络、各类主播都不断推进市场主体采用基于未来而非当下养殖利润的更理性的预期。

对于养殖产业来说，在能够更加理性地预见利润的情况下，**集体预期可能驱动集中抢跑，反而导致周期频率的提升**；在面临利润回落的状况下，理性预期也可能加速产能的撤出，而同时导致周期走向极端。

在很大程度上，只要利润有波动，无论是理性预期还是非理性预期的决策，最终都会体现在产能变动上。太过强烈的一致预期最终导致预期的自我实现。

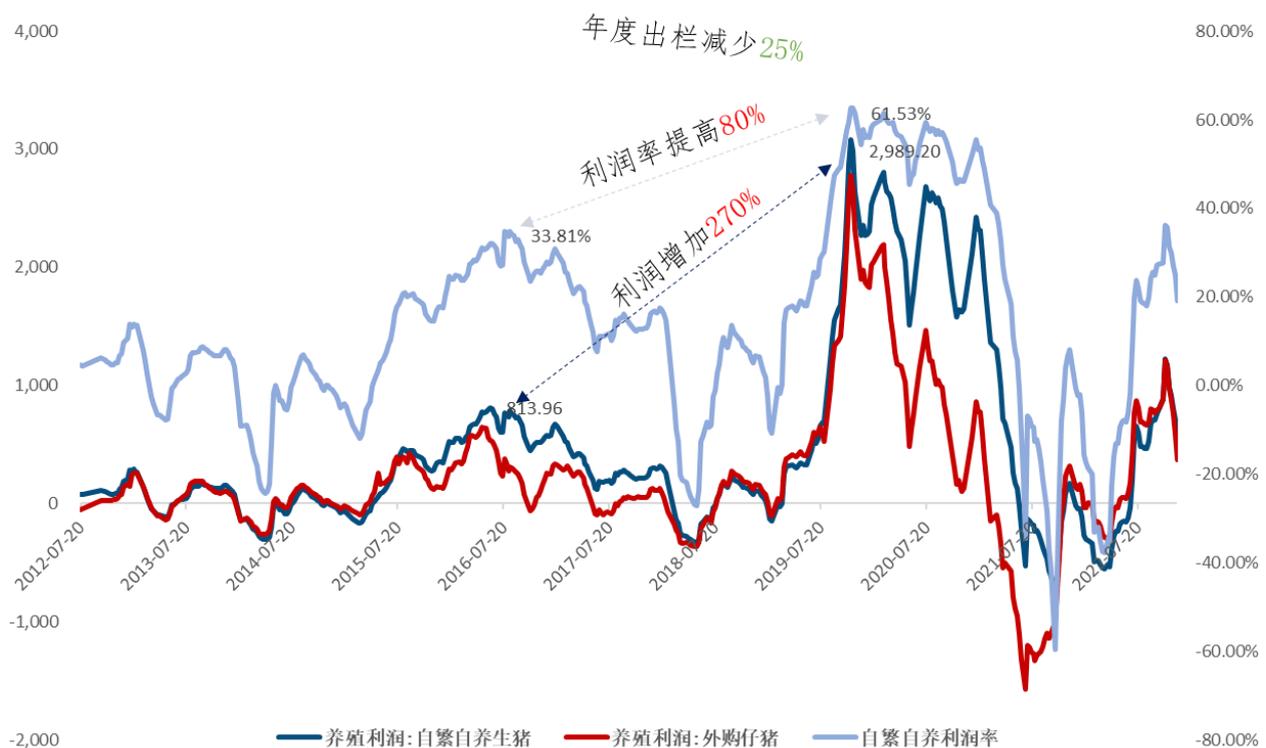
2、利润率：动力的核心体现

当我们观察利润驱动时，相比**利润**的绝对水平，同时也要观察**利润率**，这一点常被市场所忽视。从产业外的视角上看，利润率是资本投入所关注的最重要的决策指标。

高利润率形成大力驱动

我们可以看到，相比此前猪周期，非瘟周期利润成倍增长，但实际利润率的提高相对来说更温和一些，又考虑到出栏量的大幅减少，实际产业内自身累积的利润是有限的，内生资本的驱动无法兑现我们现在所看到的产业化和规模化。

图 9：利润和利润率对比



数据来源：国家粮油中心，Wind，中信建投期货

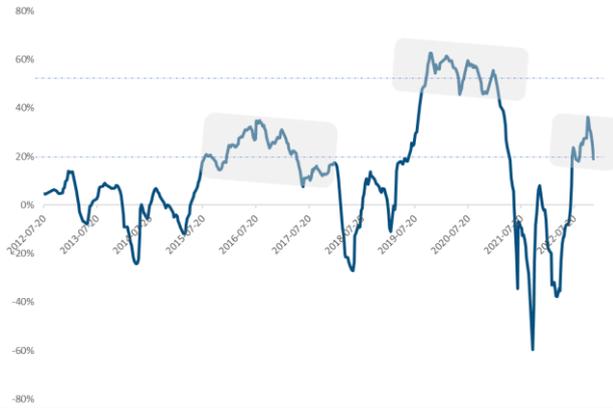
生猪行业在进入 2014 年以后，在考虑周期高峰和低谷之后，整体的平均利润率在 10~15%左右，周期高点，养殖利润率在 20%上下浮动。考虑到其面临的巨大市场波动，这样的利润率可以看作是风险和报酬相对匹配的。非洲猪瘟周期将养殖利润率提升至 50%以上，并持续一段时间，这自然吸引了大量外来资金的进入。

从母猪端到育肥端，相对利润率带来的结构差异

此外，非瘟周期，利润率的驱动核心在于能繁母猪，相较于外购仔猪来说，自繁自养或销售仔猪在这一周期取得高额利润的时间更长，后续的损失更小，

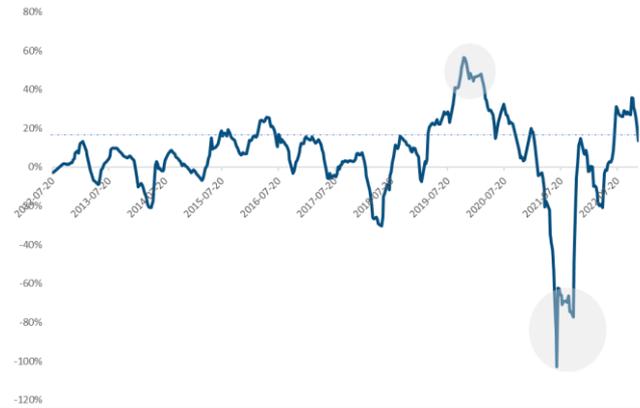
也就侧面导致了上一周期的恢复在能繁母猪上体现得更明显。同时也压制了本轮周期的种猪养殖利润。

图 10：养殖利润率（自繁自养）



数据来源：国家粮油中心，Wind，中信建投期货

图 11：养殖利润率（外购仔猪）



数据来源：国家粮油中心，Wind，中信建投期货

到了本轮新的短周期自繁自养和外购仔猪的利润差距不大，周转速度较快的二次育肥在局部时间体验了高额利润。

我们能够预见，在今后很长时间内，依靠降低成本和提高效率形成护城河的集团企业将继续在种猪端扩张；而中小散户的灵活性更能够在育肥端占据优势。

总结一下，从周期上看，目前处于产能恢复过程中受到短期行情冲击的阶段。2019 年开始的大量投资将继续形成规模企业的产能长期兑现，利润天花板存在；而市场主体开始利用预期指导产能安排，或将驱动价格预期的自我实现，加速周期的轮转。

三、2023 供给侧：产能恢复克制，产量兑现受扰

2023 年的生猪供给侧，我们主要从生产、成本、冻品、政策四个方面进行讨论。

首先是最为核心的，基于能繁母猪、仔猪生产以及存栏和出栏节奏的生猪出栏数量预期，这一部分当中，短期市场面临的是出栏节奏的不确定性，长期面临的是产能本身的不确定性；成本是重要的价格锚，但在短期市场内，成本本身似乎是排除在供需定价之外的，第二方面我们将探讨成本是如何在定价过程中产生影响的；第三方面我们将谈论相对次要的冻品因素；第四部分简单关

请参阅文末重要声明

注政策对未来市场供给端的影响。

（一）产能恢复克制，产量向上曲折

后非瘟时代的阶段性集中去产能在我们看来仍然是不充分的，而后的产能恢复也仅仅是缓慢的修复而已。

非洲猪瘟背景下，养殖场本身的新增与减少对于原本的统计数据产生了挑战。我们结合官方和多家数据机构的数据来观察当前和未来的能繁母猪产能变化情况。

1、能繁母猪的现实和预期

不同口径的官方能繁数据常被拿来比较，事实上从绝对数量上看差异巨大。目前官方公布的数据以统计局口径为准，整体波动要明显小于市场此前关注更多的农业农村部口径。

图 12：官方能繁母猪存栏



数据来源：农村农业部，国家统计局，中信建投期货

表 3：能繁母猪存栏预测表

	现实量	预测高值	预测中值	预测低值
2022Q1	4185			
2022Q2	4277			
2022Q3	4362			
2022Q4		4419	4397	4388
2023Q1		4467	4379	4362
2023Q2		4476	4342	4314
2023Q3		4490	4308	4262
2023Q4		4508	4287	4198

数据来源：国家统计局，中信建投期货

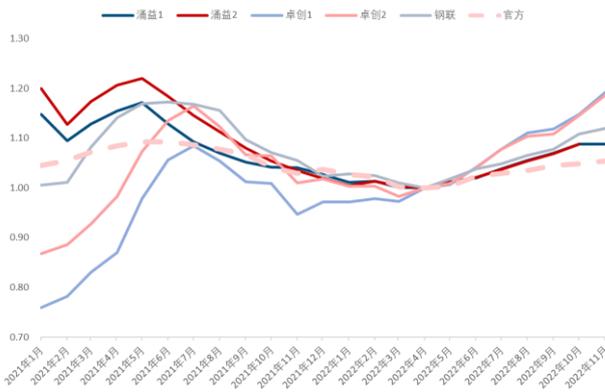
经过近 3 个季度的恢复，目前能繁母猪存栏量已经来到政策目标确立的平衡点 4300 万头上方。我们认为，在目前的价格波动环境下，未来的能繁母猪产能变化具有较大不确定性，对于 2023 年能繁母猪变化趋势，我们给出了高中低三个判断。（1）若猪价在当前受挫之后，能够尽速企稳并继续给予产业充分利润，那么未来一年能繁母猪仍有继续上行的可能。（2）若猪价节后稳定于成本线上下，则能繁母猪有望随利润缓慢起伏；（3）若养殖利润持续走弱，则将

开启新一轮去化周期。

综合各个数据源，我们以 2022 年 4 月为基期，对数据进行指数化后，可以看到，各机构数据在产能变化的周期趋势上基本一致，不过在变化幅度上有较大区别。

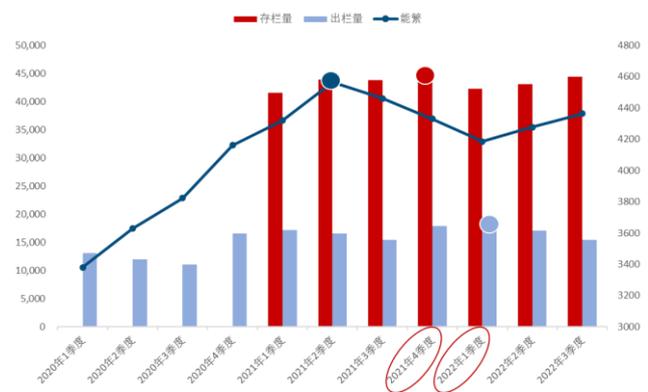
从卓创数据⁹的角度来看，目前母猪的恢复程度已经达到甚至超越 21 年初高点；涌益则相对悲观，但也已经较低点有 10%左右的提升。钢联数据则位于两者之间。官方数据相较而言更具有稳定、综合的色彩。

图 13：能繁母猪存栏



数据来源：农村农业部，中信建投期货

图 14：能繁 - 生猪 - 出栏



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2、从能繁母猪到对应标猪出栏

从长期趋势上看，“能繁 - 存栏 - 出栏”的对应关系是比较明确的。如上图所示，在 2021 年 2 季度出现能繁高点之后，2021 年 4 季度出现了存栏高点，并在 2022 年 1 季度兑现了出栏高点。

但这样的对应关系在时间差距以及数量差距上具有不确定性，即便是从季度的数据上也做不到精确的对应，更遑论月度数据上的直接对应了。我们认为以下三个主要因素是导致能繁到出栏的对应关系产生扭曲的重要原因：

(1) 能繁生产端：能繁母猪本身的孕龄并没有在数据中体现，加上从能繁到仔猪的生产需要关注效率、配种和成活；

(2) 育肥生产端：从育肥的生产来说同样需要考虑效率，而且需要考虑养殖的季节性；

⁹ 从数据样本大小来看，涌益数据量级在 10 万头左右，卓创数据量级在 50 万头左右，钢联数据量级在 500 万头左右。请参阅文末重要声明

(3) 出栏节奏端：短期的出栏节奏扰动更大，尤其是在 1、4 季度受春节和冬季消费影响，出现超过 1 个月的压栏也属于常见现象。

因此，在利用能繁对存栏和出栏进行预测时，除了本身的数据对应关系外，还需要进行效率、节奏、季节性上的调整。在认识到其中可能出现的差距后，我们更重视基于现状的对模糊正确性的把握，以及对于市场预期和预期转变可能性的把握。

不过首先，我们还是利用能繁的同比数量来做一个对比。¹⁰

图 15：能繁母猪存栏¹¹

生猪出栏时间	2023年Q1					2023年Q2					2023年Q3	2023年Q4
对应仔猪时间	2022年Q3					2022年Q4					2023年Q1	2023年Q2
对应能繁时间	2022年4月	2022年5月	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年Q4	2023年Q1
对应能繁数量	4177	4192	4277	4298	4324	4298	4324	4362	4379	4401	4397	4379
能繁存栏同比	-7.75%	-8.15%	-6.29%	-5.35%	-3.91%	-5.35%	-3.91%	-2.18%	0.71%	2.44%	1.57%	4.64%
2022同期出栏	19566					17021					15443	18200(F)
2022同期高价	15850					20350					24350	28500*
2022同期低价	11550					12200					20000	18600*
2022同期均价	13097					15417					22368	24530*
2022同期中位价	12350					15700					22500	24600*

数据来源：农村农业部，国家统计局，中信建投期货

利用养殖时长的推算，2023 年 1 季度的生猪出栏，基本上来自于 2022 年 3 季度前后的仔猪，而对应的母猪存栏应该在 2022 年的 4 到 8 月¹²。以此类推，我们对于 2023 年上半年的出栏所对应的能繁母猪阶段进行了整理，对于 2023 年下半年来说，较难做到月度的准确评估，我们用此前的季度中性能繁预估来做对应。

从上面的表格可以看到，从理论产能上看，2023 年整体出栏应该呈现上升趋势。1 季度对应的产能最少，2 季度末可能出现明显增长，3、4 季度的表现需要继续观察能繁母猪数量的未来走势。

从同比的角度来看，2023 年的一季度相对的理论出栏量相较 2022 年恐大幅回落。2 季度同比出栏量将有望由负转正，下半年大概率维持同比增长。

在给出同期对比的情况下，我们也给出了 2022 年的主要价格信息。1 季度

¹⁰ 此处对比我们选用官方数据，因其抽样方法较为科学，同比数据扰动稍小。

¹¹ 能繁母猪的存栏同比，并不代表对应标猪出栏的同比，务必注意。能繁母猪变化只是标猪出栏变化的其中一个先导指标。

¹² 4 月配种母猪在 7 月生产，8 月怀孕 2 月龄母猪在 9 月生产，因此，对于三季度仔猪来说，我们囊括的能繁母猪实际的时长是 5 个月，这 5 个月的母猪对于这一季度的仔猪生产都会有所作用。

请参阅文末重要声明

同比理论出栏量的大幅减少，有望对低价、均价和价格中位数形成较为明显的支撑，而后续理论出栏量的增加则可能限制高价幅度。在最终对价格进行判断之前，我们还有很多的内容要厘清。

接下来我们将解释出栏节奏的扰动，这是和能繁产能变化同样重要的因素。

3、出栏节奏的扰动

从能繁到理论出栏的简单逻辑推理，单无论是从历史数据的验证上看，还是从过往价格波动的状态来看，都有很多需要调整的地方。

从屠宰端的历年表现上看（见下图），屠宰量的波动有明显的季节性特征，尤其是屠宰量对于四季度和春节前后的需求有长期持续的匹配。

我们认为，屠宰端的表现反映的是供给端在养殖过程中主动匹配需求的情况。

从能繁母猪的数量上看，并不会出现类似屠宰的季节性波动；从仔猪的成活情况看，也不会出现如此高的季节性波动。即便仔猪有相关的季节性疫病，但也与屠宰的季节性节奏并不一致。

因此，屠宰量的规律性，根本上是来源于养殖端在三四季度以及春节前后调整出栏节奏来实现的。

图 16：定点屠宰量



数据来源：商务部，农业农村部，中信建投期货

表 4：规上定点屠宰量占出栏量的比重

年份	统计局出栏量	规上定点屠宰量	屠宰数据占比
2022年Q1~Q3	52030	21081	40.52%
2021年	67128	26486	39.46%
2020年	52704	16259	30.85%
2019年	54000	19115	35.40%
2018年	69900	22951	32.83%
2017年	68861	22184	32.22%
2016年	68502	20871	30.47%
2015年	70825	21383	30.19%
2014年	73510	23618	32.13%
2013年	71557	23314	32.58%
2012年	69790	22285	31.93%

数据来源：商务部，农业农村部，中信建投期货

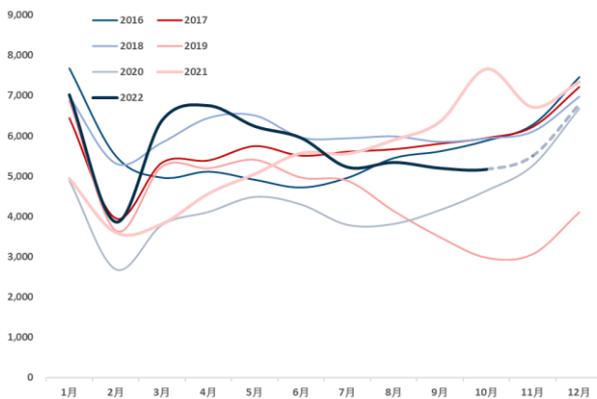
屠宰在春节的集中，一方面，来自于三四季度逐渐向后压栏实现，另一方面，将节后应出栏生猪挪至节前，也导致了春节前的出栏量提升，节后出栏下

请参阅文末重要声明

降的情况。

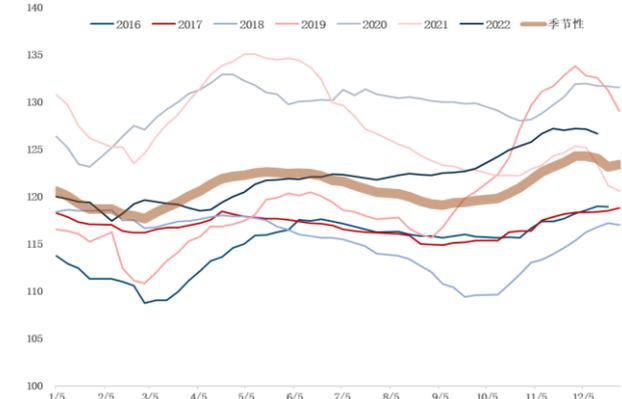
图 16 显示了规上定点屠宰量的各年度季节性变化，不过年度之间的数据并不可直接比较，因为每一年规上定点屠宰的占比不同，我们根据统计局口径的出栏数据（表 4）进行调整后，得到下面的可跨年比较的模拟出栏量。

图 17：调整后的模拟出栏量



数据来源：商务部，中信建投期货

图 18：出栏均重（公斤/头）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

季节性是我们比较容易观察到的出栏节奏变化所带来的结果，而要在结果兑现前做出判断，我们需要在参考能繁母猪、仔猪数量等指标的同时，观察对于出栏节奏最为重要的指标——出栏体重。

出栏体重首先是现实的反映，体重是供给的一个方面；更重要的，我们通常将其作为累库和去库的信号。简单来说，体重上行一般意味着库存的增长，反之则意味着去库的进行，而一旦形成这样的想法，那么体重本身其实也可以看作是库存指标的一部分。

体重结合短期的出栏量，我们形成了四个象限：

图 19： 体重宰量四象限

<p>体重提升，宰量下降 短期供给减少，累库 季节性压栏、行情压栏、二次育肥 价格上行</p>	<p>体重下降，宰量提升 短期供给增加，降库 季节性集中出栏、行情恐慌出栏 价格下行</p>
<p>体重上升，宰量上升 短期供给增加 供给过剩兑现 价格快速下行</p>	<p>体重下降，宰量下降 短期供给减少 供给紧缺兑现 价格快速上行</p>

制作：中信建投期货

当然，这四个象限本身是动态循环的，如果面对的是消费变化剧烈的时间段，需要考量消费的匹配程度后，才能进行价格判断。

请参阅文末重要声明

4、生产效率继续提升

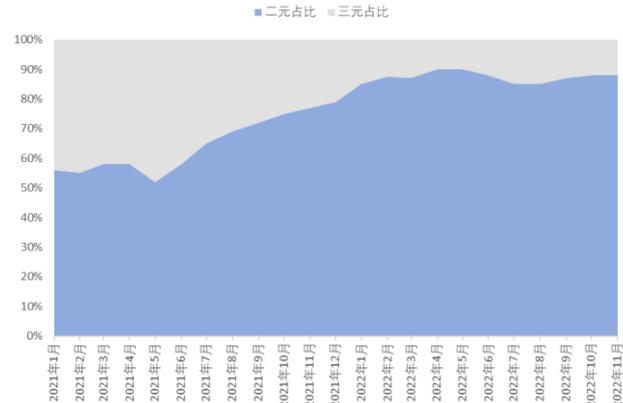
生猪的生产效率在经历非洲猪瘟之后，叠加规模企业持续运行成熟，整体提升的趋势没有改变，甚至在部分情况下可能出现加速的局面。

图 20：产仔、成活指标向好



数据来源：涌益咨询，中信建投期货

图 21：二元能繁母猪占比 (%)



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

从能繁母猪到生猪出栏，生猪生产效率主要体现在母猪的配种和妊娠成功率、产仔数量、仔猪成活、育肥阶段成活以及育肥阶段生长效率五个部分。其中产仔数量、仔猪成活以及育肥阶段的成活率受疫情等不利因素波动最大，主导了养殖场最终的生产效率。

从涌益咨询跟踪的样本数据来看，仔猪生产和猪只存活指标在经历冬季之后继续呈现上行趋势。排除季节性因素，窝均健子数在 2022 年有明显的提升。

而另一方面，可以看到三元母猪比例在猪价下行后快速下降，市场逐渐回到以二元母猪为基础的养殖当中来，利用科学的养殖代次提高生产效率。

5、产量兑现的总体预期

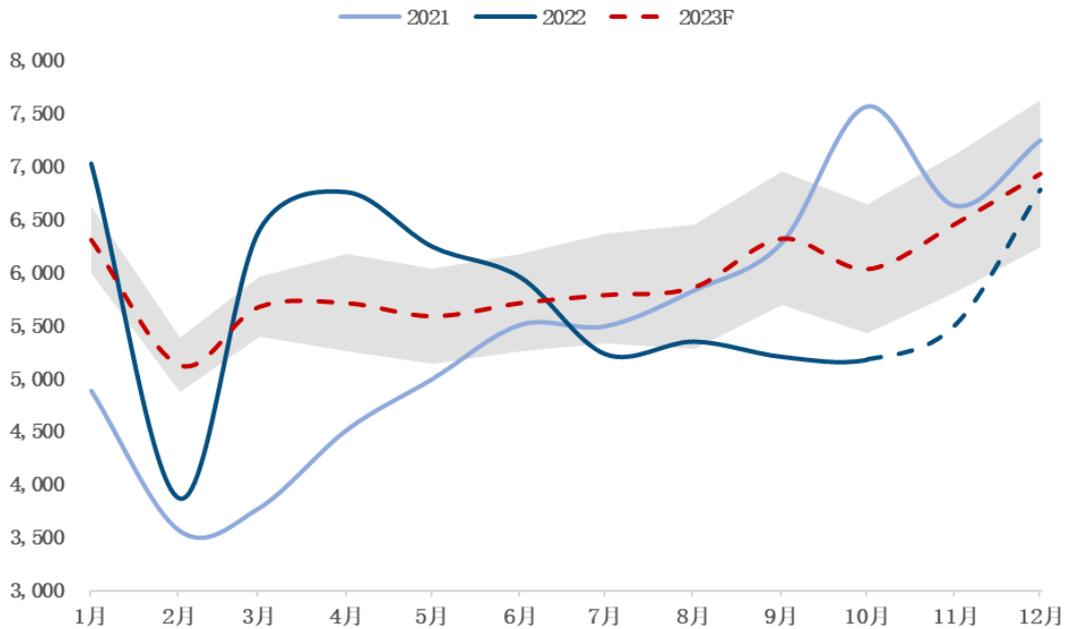
综合能繁母猪、养殖效率以及对季节性的把握，我们对 2023 年的生猪出栏趋势进行了数据层面的预测。

我们预期，2023 年生猪出栏呈现春节前高、上半年偏弱、下半年增长的局面。

相对于 2021 年产量的一路上行和 2022 年的前高后低，预计 2023 年总体产量波动更加平稳，但如果出现了短期市场节奏的调整或价格上的逆向反馈，

也可能导致生猪市场出栏节奏的变化。

图 22：预期生猪出栏量走势



数据来源：农业农村部，国家统计局，中信建投期货

尽管我们已经考量了产能、季节性等多方面因素，但仍然无法对短期节奏进行把握，其中春节前后的出栏量需要根据目前生猪出栏节奏来进行调整，同时，下半年的出栏量还需要关注利润驱动下产能的增减情况。

（二）成本在定价中的地位

按照大宗商品定价的基础逻辑，供应和需求是主导价格水平的核心，而成本本质上应该是通过影响利润以及利润预期，调节产能，从而导致供应的变化，随后形成对价格的影响。这样一来，成本本质上是长期因素，在短期价格的波动上并没有实质的驱动或压制作用。

但在市场定价讨论中，我们常常能够听到关于成本支撑的说法，同时在期货市场的定价中也可以看到远月合约在成本附近的持续震荡。

那么成本到底在定价当中起到什么作用呢？

（1）远月预期锚定在成本位置是因为没有更好的定价方式

对于远月合约来说，市场的定价基本上来源于能繁母猪带来的产能兑现预期，再加上部分季节性消费预期。

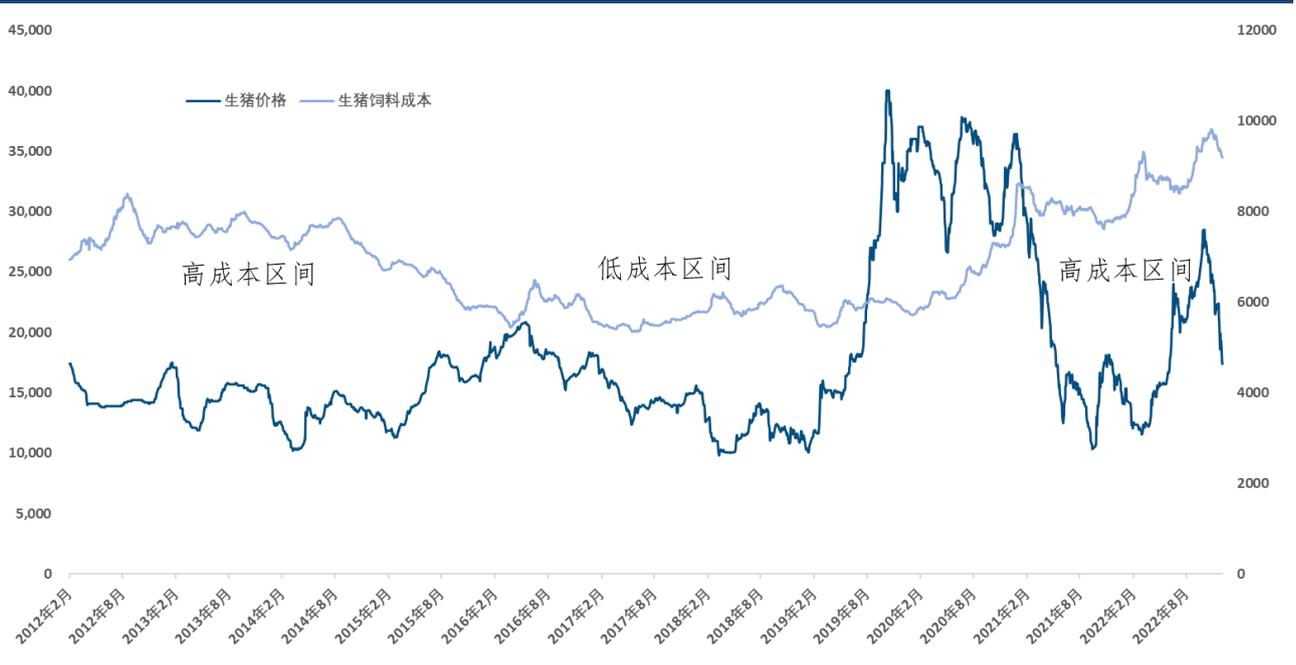
由于生鲜品本身难储存、高波动的状态，如果上述预期中没有特别显著和突出的矛盾，维持在成本线是市场的“防守状态”，在这样的状态下，多空双方都需要拿出切实的“证据”才能实现驱动。

(2) 短期来看，成本仅是养殖户心态中的一环

不可否认，大量养殖户对于价格的判定中，成本是重要的锚点。但养殖户基本都是价格的接收者，对市场价格形成反馈的力量有限。同时，养殖户本身有饲料成本、可变成本、养殖成本等多个不同成本，不同养殖户成本差异巨大，现实中几乎不可能形成特别强大且一致的心理防线。

除了成本之外，当日、前日的现货价格，其他养殖户的销售价格也都是价格锚点。

图 23：猪价与饲料成本（右轴）（元/吨）



数据来源：国家粮油信息中心，Wind，中信建投期货

(3) 关于成本的讨论应回归长期属性

长期以来，养殖成本的波动率远小于产成品的价格波动，**利润周期和价格周期**之间并没有太大不同。

而随着近两年饲料价格的不断提升，**高价格不一定带来高利润**，价格本身作为衡量周期的标尺，**准确度可能出现明显的下降**，也正是因为此，我们在报

告的第二章提出了对利润率的关注。

从上图我们可以看到，2012 年至今，我们经历了饲料价格的回落、持续的低位以及 2020 年后饲料价格的快速上行。长期的饲料成本重心由占比较大的玉米决定，而短期饲料价格的波动受波动率较高的豆粕影响。目前饲料成本从历史高点略有回落，但仍旧处于极高水平，在价格上行过程中，成本偏高对于产能的恢复势必造成一定限制。

（三）冻肉库存出清，进口回归平静

1、全球猪肉产销情况速览

长期来看，全球生猪生产总体趋势平稳，其中 2019~2020 年的供给收缩主要来自来自于中国。USDA 预期 2023 年全球猪肉供应处于继续增长态势。

近年来，亚洲多地的非洲猪瘟、美国农业出口的相关促进政策都侧面推动了猪肉跨国、跨区域贸易，加速了冻猪肉贸易长期增长的趋势。

图表 5：USDA 猪肉平衡表（单位：万吨）

年度	期初库存	产量	进口	总供应	出口	内销	期末库存	总需求
2010	61	10290	546	10897	588	10252	56	10897
2011	56	10351	615	11022	681	10284	57	11022
2012	57	10708	641	11405	709	10632	65	11405
2013	65	10927	619	11611	687	10859	64	11611
2014	64	11142	598	11805	685	11050	69	11805
2015	69	11182	640	11891	708	11118	65	11891
2016	65	11033	853	11951	924	10967	61	11951
2017	61	11106	848	12014	922	11027	65	12014
2018	65	11192	854	12111	936	11104	71	12111
2019	71	10103	931	11105	1037	9983	86	11105
2020	86	9576	1170	10832	1256	9503	72	10832
2021	72	10761	1155	11988	1221	10699	68	11988
2022	68	10985	960	12013	1067	10868	78	12013
2023	78	11098	955	12130	1050	11002	78	12130

数据来源：USDA-FAS，中信建投期货

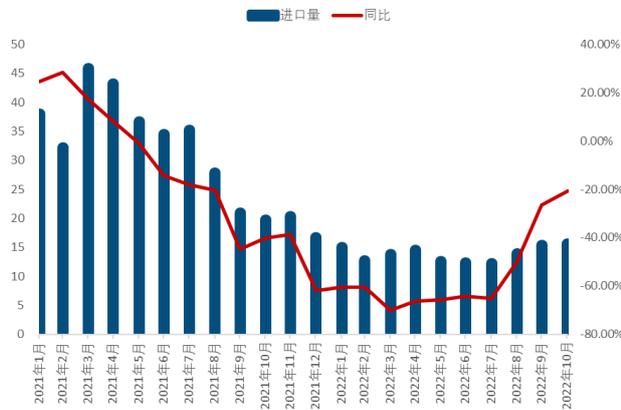
尽管 2022 年后，中国国内猪价回落，进口需求减弱，但长远角度来看，冻

品贸易的价值基础仍在，整体市场收缩后仍有望保持一定体量。

2、进口回归常态，冻品库存有限

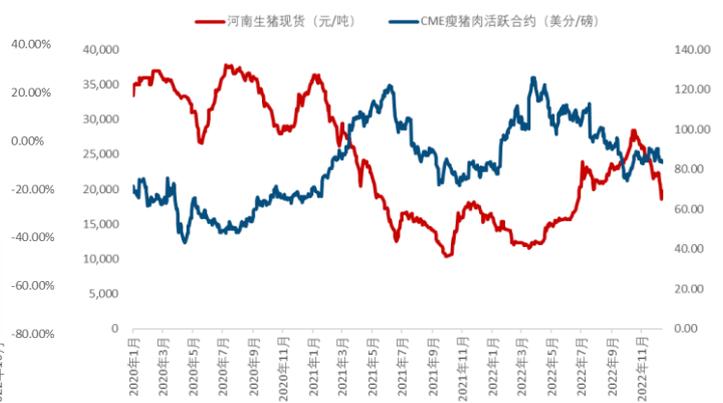
随着国内猪价的下滑，自国外进口冻肉的套利空间和性价比明显下滑。基于国内高价驱动的冻猪肉进口量在2021年3月后逐月下滑。2022年1-10月，进口冻猪肉138.28万吨，同比下滑58.6%。总体进口水平几乎回到非洲猪瘟之前。在国内猪价再次冲高回落的局面下，预计明年进口水平也将延续2022的调整趋势，全年猪肉进口量预估在165到240万吨。

图 24： 进口量明显下降



数据来源：海关总署，中信建投期货

图 25： 中外肉价对比



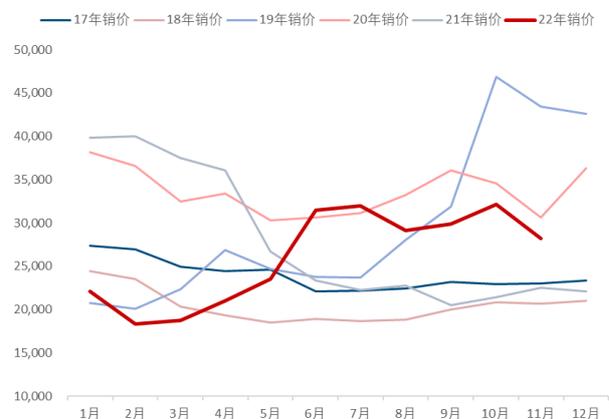
数据来源：CME, Wind, 中信建投期货

图 26： 冻品库存低位下滑



数据来源：海关总署，中信建投期货

图 27： 国产 4#肉冻品价格



数据来源：CME, Wind, 中信建投期货

除进口冻猪肉外，我国还进口猪杂碎。这一部分相对于猪肉进口来说更加稳

请参阅文末重要声明

定，取决于国内总体消费情况，2022年前10个月进口杂碎约90万吨，同比下滑15.8%，预计2023年杂碎进口量在95到120万吨。

冻品库存方面，2022年整体保持低位，同时在价格上行过程中，继续实现对冻品库存的去化，这也就意味着，对2023年来说，冻品库存不太构成后市供给的压力。

（四）政策延续逆周期调节，稳定产业手段更加直接

针对生猪生产，总体思路上继续沿用2021年发改委等六部委发布的《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》，以及农业农村部发布的《生猪产能调控实施方案（暂行）》。

这两个文件对于生猪在后非洲猪瘟时期的产能调控做出了具体的指导。

我们可以看到，政策的执行瞄准核心指标，包括表征产能的能繁母猪数量、利润核心指标猪量比价以及消费端价格指标。政策的执行逻辑是通过一系列政策工具，稳定生猪产能，从而实现对于生猪供应和猪肉价格稳定。

表 6：政策的指标与工具

政策	指标	工具
《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》	<ul style="list-style-type: none"> 猪粮比价（核心） 能繁母猪存栏量变化率（控降幅） 36 个大中城市精瘦肉平均零售价格（控涨幅） 	<ul style="list-style-type: none"> 储备：中央、省级、城市 临时收储 储备投放
《生猪产能调控实施方案（暂行）》	<ul style="list-style-type: none"> 4100、3700 能繁母猪存栏目标 	<ul style="list-style-type: none"> 保供应：加强预警-督促地方-补贴、信贷、贴息； 控规模：加强预警-督促地方-加强督导

数据来源：国家发改委，农业农村部，中信建投期货

除了延续2021年的相关政策外，2022年我们明显能够感受到政策端主动调节的响应速度更快，手段更多样，执行更果断。

收放储方面，2022年3到6月，共放储13批16次，合计投放10.14万吨；9到11月，又进行了7次收储。调控频率仅次于2020年。随着集团企业的兴起，发改委进一步采取窗口指导，直接调研调查的方式，自7月以来多次召集龙头猪企和肉企进行座谈，了解市场情况，敦促缓释市场压力；同时，屡次发布稳价相关信息，提

请参阅文末重要声明

早进行预警。

2023年，我们认为相关调控政策有望延续，政策透明度和预见性明显提升。

以“保供给”为核心，“逆周期”为手段的调控思路料将维持。

四、2023 需求侧：不确定下的确定性

（一）疫情政策转向，消费环境先紧后松

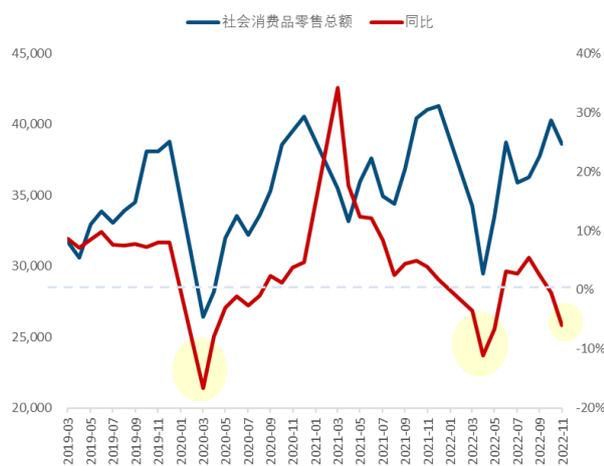
2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，意味着新冠疫情防控政策方向的彻底转变。

过往疫情以物流人流限制导致餐饮消费的阶段性下滑

随着疫情在2022年各处肆虐，对于经济社会发展的冲击显著。从低频宏观数据来看，社零总额在2020年年初、2022年年初以及2022年年末均受到冲击，这和对应的社会疫情形势紧密相关。社零数据的低迷显示目前民众消费受到疫情管控的严重影响，随着疫情管控措施的放开，我们认为，后续消费将步入长期修复阶段，而在此之前，我们还需要经历对疫病本身的适应和接纳。

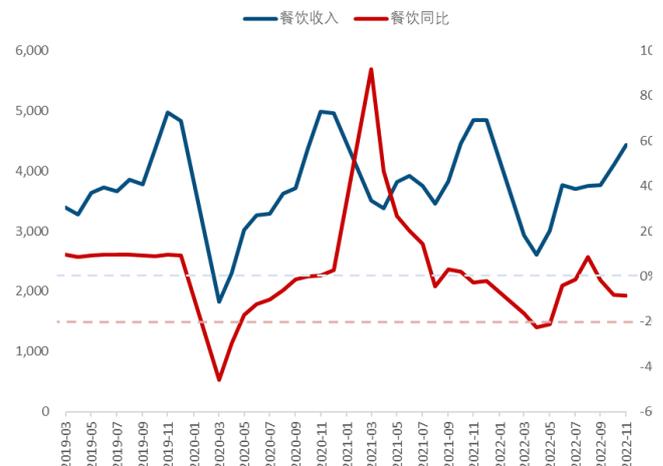
从餐饮收入角度来看，疫情以来，除2020年年底到2021年上半年市场有恢复性的回升外，整体面临持续压力。截至11月底，2023年餐饮收入同比下行8.3%，创下除2020年以外，有记录以来的最大跌幅。

图 28：社零同比三度为负



数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 29：餐饮收入受持续影响



数据来源：国家统计局，中信建投期货

餐饮业是受疫情冲击最严重的行业，也是猪肉消费的重要场景。在疫情政策转向后，

请参阅文末重要声明

餐饮业如能获得恢复，有望从多个方面促进肉类消费。

关注疫情先导区域的恢复

由于我国各地疫情出现的高峰期不同，部分城市正在经历疫情高峰，而其他城市则仍在等待疫情高峰的到来。因此，我们可以一方面关注各省市疫情情况，另一方面重点考察疫情先发城市经济形势的变化。

目前率先进入疫情达峰阶段的城市主要是在政策调整前就面临较大压力的城市，如河北省多个城市，另外郑州、重庆、北京等城市也处于疫情达峰期。可以看到，受疫情影响，尽管对比前期严格封控时期接近于0的客运量要明显增加，但和正常状态来比有巨大差距。

图 30：石家庄地铁客流量



数据来源：交通部，中信建投期货

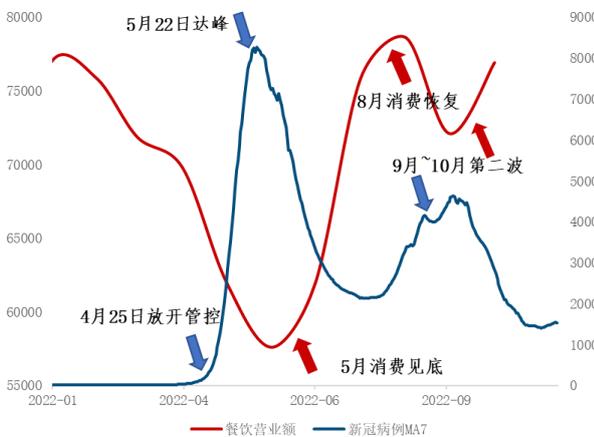
图 31：重庆市地铁客流量



数据来源：交通部，中信建投期货

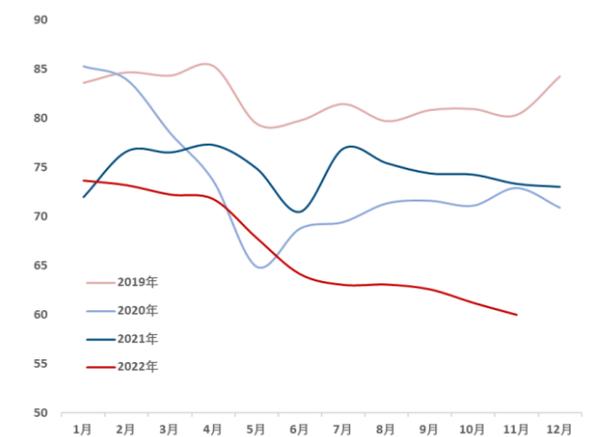
参考中国台湾地区的放开经验

图 32：中国台湾地区确诊病例和餐饮消费（万元，右轴）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 33：中国台湾地区疫情前后消费者信心指数



数据来源：Wind，中信建投期货

请参阅文末重要声明

相较于其他地区，和大陆采取类似严格管控，且取得较好成效的并不多见，诸如美欧等早期就放开的地区，可比较性较低。中国台湾地区在此前采取了和大陆类似的措施，防控效果也不错，在奥密克隆入侵之后才开放，加之类似的人文社会情况，因此，可比较性较高。

从上图中可以看到，防控政策放开之后，首先会经历一波感染的冲击，对应出现餐饮市场的萧条，我们理解，这一阶段带来的冲击，对于原本处于封控状态下的市场是有所提升的，而对于原本并没有封控，社会面没有太多阳性的城市则是一次重大打击。这一时期可能持续2个月左右，而对于全国来说，由于个城市的传播顺序不同，可能会出现整体时间上的延长。而由于我国开放时间临近春节，可能造成春节消费旺季受挫。

而随着第一波疫情冲击结束，市场有望实现餐饮营业的快速恢复，但度过第一阶段并不意味着能够非常顺利地进入上升通道。相反，随着管控的放开，病毒的变异、重复感染以及随之而来的发病次高峰都可能成为常态，对需求产生一定频率的短期冲击。

长期伴随病毒环境，消费习惯潜移默化

疫情之下，也加速了一些新消费模式的扩张，例如外卖、健康饮食等。2022年外卖市场规模有望达到9417亿元¹³，而预计今年全年社零餐饮收入的规模也仅在4.3万亿左右，在线外卖占餐饮市场比重超过25%¹⁴。

外卖中吸纳的肉类消费也对应占据更高比例，90后和95后是外卖消费主力，而外卖市场普遍追求食物制作的便利性和快捷性，相比之下，鸡肉在烹饪时间和口味上都有一定优势，进一步挤占猪肉市场。年轻人对猪肉的依赖有望随着食物多样化趋势减小。

（二）从白毛价差和白毛比价观察猪肉需求

屠宰环节是联系下游需求和上游供给的中间环节。屠宰环节可观察性高，大部分屠企也习惯以销定产的做法，所以市场通常会将屠宰行业的数据和消费需求联系起来。但我们认为，单纯的长期屠宰数据实际上是对供给侧的反映，数量之下的价格才是需求侧能够调整的空间。

屠宰环节上方的毛猪更接近于供给端，下游白条更接近于需求端，白条和毛猪

¹³ 数据来源：《2021年中国连锁餐饮行业报告》

¹⁴ 此处数据来源仍为《2021年中国连锁餐饮行业报告》，和前述社零餐饮收入有差距主要来源于数据口径不同。

有相互反馈的机制，但总的来说，他们之间的价差和比价很大程度上反映了两者背后供给和需求端相互的偏移度。

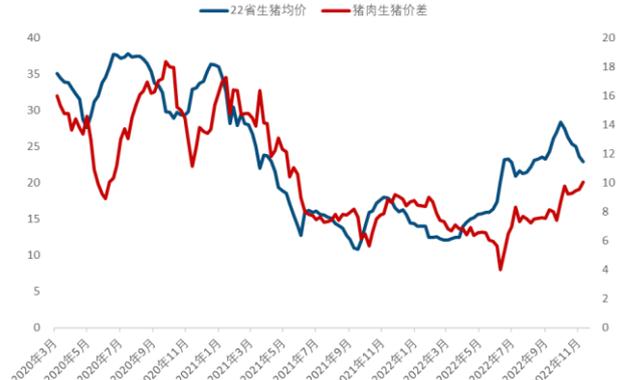
基于此，如果供给端决定长期的量，那么我们则可以使用白毛价差和比价这些“价”的指标，来对辅助判定需求端的情况。

图 34：白(肉)毛比价（右轴）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：白(肉)毛价差



数据来源：Wind，中信建投期货

白毛价差是白条价格减去生猪价格，这其中的价差主要是基于出肉率，叠加屠宰综合成本收益和贸易利润等。白毛价差在价格稳定地时候能够反映市场需求，但容易受到价格水平本身的影响。在价格稳定的情况下，白毛价差越大说明需求越好，反之亦然。

白毛比价是白条价比上生猪价格，其有效剥离了绝对价格对指标的较大影响。和价差一样，白毛价比的提升意味着下游消费需求提升。将价差、比价结合起来，结合开工率，能更好确定消费的支撑或压制是否真实存在。

（三）季节性关注细节

生猪消费具有明显的季节性，不过生猪的供给也有对应调整的空间，因此，消费的季节性并不一定带来价格的季节性。

春节是最强的消费驱动

一般到四季度我们就认为消费驱动能够发力，因为从数据上来看，四季度消费量高，同时一般也处于高价状态，但实际上，四季度本身也是有消费水平的波动的。

我们认为，四季度的消费核心驱动在于春节需求，一个是春节前鲜食储备的需求，这个是最集中的，另外是在降温之后的腌腊需求也相对集中。

而除此之外，如果没有确定的需求因素，四季度本身的需求相对其他时间来说仅有温度带来的小幅的肉类需求偏好。需要警惕旺季中的淡季。

消费端不同情景预期

表 7：预期消费端各时期不同情景

	春节前	春节后	二三季度	三四季度
乐观情景	疫情影响减弱 需求强势兑现	腌腊储备有限 需求恢复较快	餐饮需求抬升 消费转向乐观	季节性需求提升
中观情景	疫情影响 需求部分兑现	疫情尾部影响 节后消费缓慢恢复	疫情影响衰减 消费转向乐观	季节性需求提升
悲观情景	疫情影响 季节性微幅兑现	节后市场继续偏弱	市场环境改善缓慢	季节性和市场环境 共同提升

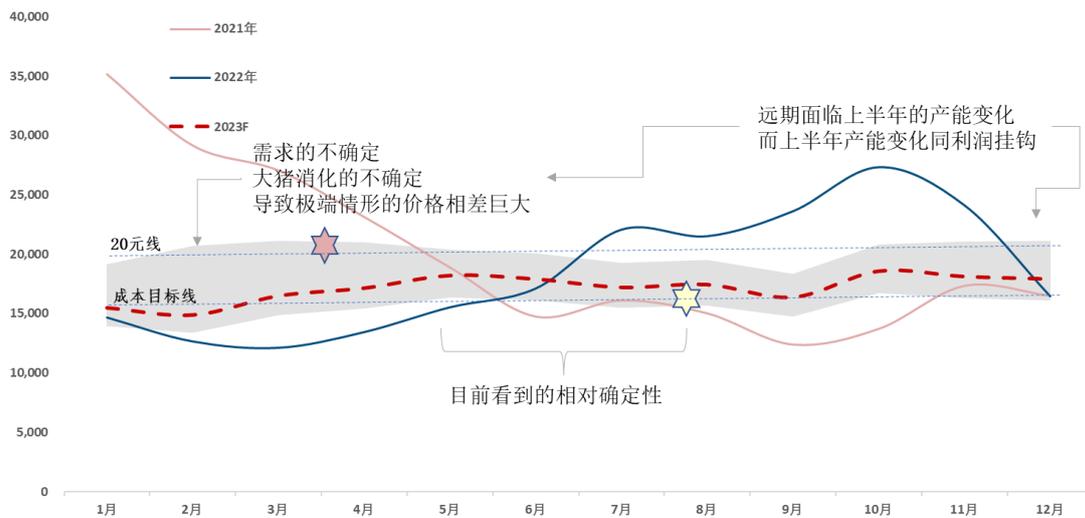
制表：中信建投期货

五、2023 展望：供给主导趋势，需求确定边界

（一）价格波动范围预测

2022 年，市场从周期的下行阶段兑现了有效反转，并进入新的利润上行周期，但在利润超预期冲高之后，又兑现了快速的回落。2023 年，我们预期价格的趋势性减弱，在供给两端的拉扯下，市场的波段性可能更强。

图 36：预测生猪现货价格波动范围（元/公斤）¹⁵



数据来源：中信建投期货

¹⁵ 此预估根据供需两侧目前能够确认的因素形成，有一定的主观成分，随着更多供需因素的确定，存在修正的可能。请参阅文末重要声明

从年度上看，预期产业整体实现微幅盈利，部分高成本企业面临亏损。

春节前后的价格需要考虑节前大猪的消化以及疫情的变化。如果大猪消化较好，同时疫情后需求快速恢复，那么整体价格有望重新回到较高水平；反之，则可能持续在成本线下。也因此，春节前后的市场价格波动区间较大。但随着时间的推移，我们比较确信整体消费环境的改善，乐观看待悲观现实。

年中部分我们认为将回归供给恢复的主线逻辑，价格承压回落的确定性较强；而年末部分则取决于年初市场情况，尤其是母猪的补栏和配种。

从供给端来讲，我们已经在图 22 给出中性条件下的预期出栏数量，但需求端的量化评估较为困难，因此我们基于历史数据得到价格中枢。后续，我们重点考虑以下四个因素：

- (1) **春节前大猪消化能完成吗？** 节前对节后的出栏透支是一般季节性的体现，但本年度目前仍然需要首先面对前期压栏带来的供给压力，这可能导致无法像往常一样将节后生猪部分进行出栏。
- (2) **旺季不旺之后，能否实现淡季不淡？** 从消费侧看，目前需求受到疫情的显著影响，呈现了旺季不旺的状态，而随着疫情过程的发展，到明年淡季时，如果疫情进展较快，可能兑现消费的整体恢复，反之，疫情影响时间过长，淡季面临供需双重压力。
- (3) **上半年的价格走势将直接影响补栏情绪，** 上下半年的跷跷板行情预计仍会继续上演。
- (4) **2023 年 3、4 季度还有压栏的动力和条件吗？** 在产能上行兑现的预期下，叠加 2022 年的经验教训，市场是会延续季节性压栏还是矫枉过正呢？

（二）期货市场值得注意的重点

1.交割阶段的三个因素

我们持续提示，生猪交割环节对于市场估值定价有较大影响。从规则角度，相比于一一般现货市场报价，我们需要关注体重、空间、时间上三个卖方主动权的价值。

（1）体重带来的价格差距

生猪期货的交割品在均重 100~140 公斤范围内都不受折价影响，因此，可能出现冬天交小猪，夏天交大猪的情况。

选择最优体重交割和最优时间、地点一样，均是可能性。可能性不是必然性，但利润空间越大，可能性就越大。

(2) 区域升贴水和区域价差不同带来的套利空间

从最近的交割情况看，湖南交割相对较多。湖南升贴水较高，同时和基准地河南的区域价差偏小；不过在 LH2205 合约之后，交割区域的升贴水明显改变，四川、湖南等地优势将减小。市场将重新选择盘面定价区域。

表 8：2305 前后的交割升贴水

地区	2303及之前	2305及之后	变化
河南	0	0	0
山东	-200	0	200
江苏	500	500	0
安徽	100	300	200
浙江	1500	1100	-400
河北	-300	-100	200
陕西	-300	-300	0
山西	-300	-400	-100
内蒙古（东部）	-600	-800	-200
辽宁	-500	-700	-200
湖南	1300	100	-1200
江西	1400	100	-1300
湖北	500	0	-500
重庆	1400	-200	-1600
四川	1500	-200	-1700
广东	-	600	-
福建	-	400	-
广西	-	-200	-
吉林	-	-800	-
黑龙江	-	-1000	-
贵州	-	-1000	-
云南	-	-1400	-

数据来源：大连商品交易所，中信建投期货

(3) 合约对应月份不同，带来的溢价不同

全月每日选择交割，给了卖方选择交割的权利，而这一权利的大小，和合约所处的时间有重要关系。合约所处月份如果有明确的波动方向，则波动方向向下，权利越大，对应贴水越多；该月份没有明确波动方向，但如果波动率越高，那么同样也会带来较高的权利价值，形成较高贴水。

全月每日交割本质上来说是卖方持有现货的看跌期权，但由于交割库才能进行交割，限仓状态下能否兑现套利机会还需要看多空双方每个合约的具体布

请参阅文末重要声明

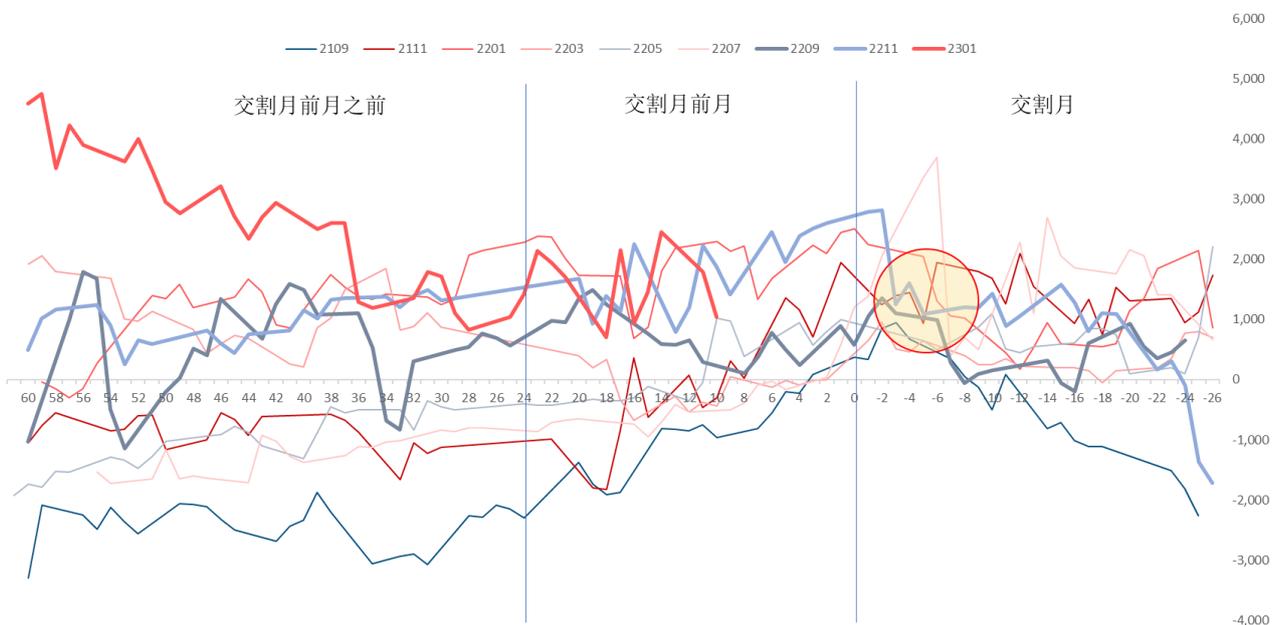
局。

2.基差的回归

生猪期货运行两年来，我们观察到，生猪市场的期现回归还是相对有效的。下图所显示的交割月前后基差走势当中，我们可以明显看到收敛的趋势。

不过由于上述 3 个因素，加上限仓、资金等综合因素，每个合约收敛的大致位置有一定的区别，但基本都趋向于 1000~2000 元/吨的水平。

图 37：交割月前后的基差表现



数据来源：大连商品交易所，中信建投期货

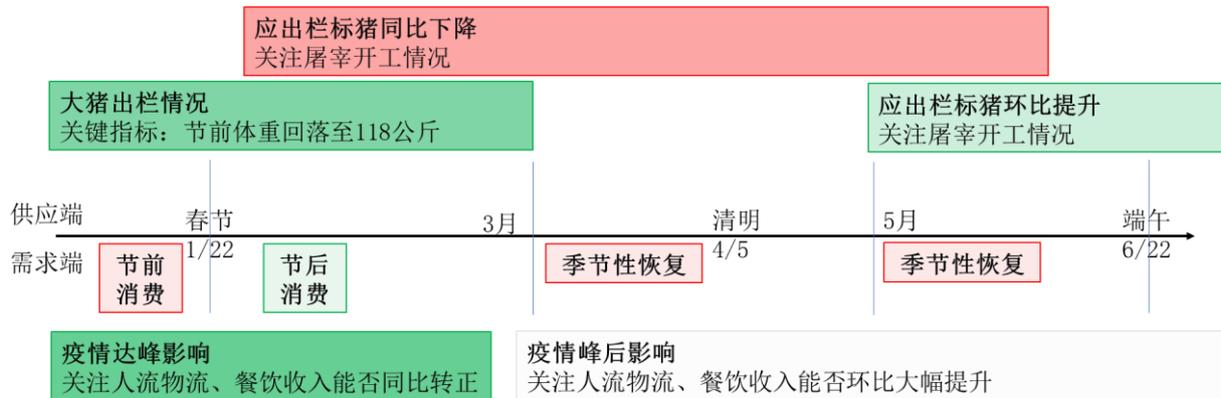
数据来源：大连商品交易所，中信建投期货

（三）2023 年套保与投机策略建议

市场对于明年的预期仍在摇摆当中，整个盘面此前都受到现货价格冲高回落的大量影响，而忽略了未来的供需状况可能于此无关。

从当前的盘面上来看，考虑 05 合约之后，升贴水改变的关系，目前市场基本形成基于消费利空消散后，围绕成本上下波动的较浅的 contango 结构。也随时有可能转向供给压制的 back 结构，但合约价差都相对较浅，供需两方势力在未能明细之前，市场防御性定价的倾向比较明显。

图 38：2023 年上半年供需主要因素



制图：中信建投期货

数据来源：大连商品交易所，中信建投期货

上半年关注消费利空的出尽

我们对 2023 年上半年持一季度谨慎，二季度相对乐观的看法。单纯供给侧来看，2023 年产能还未兑现至过剩，市场如能够在节前出清年末压栏大猪，并实现有效降重，则供给侧总体有所支撑。

需求成为上半年价格重心的重要主导因素，一旦需求好转，市场预期应有对应提升。而需求好转的时间可能在 3 月之前或之后，也就导致 3 月合约成为当前多空双方目前争议的焦点。

在乐观情况下，3 月之前消费好转，大猪出清，则 03 合约能够兑现转折；相反，如果以上两点均未实现，可能需要 05 合约在接近交割月时才能出现一定程度反映。不过随着各个合约的预期都持续悲观，逢低布局的性价比正在显现，利润兑现同供给侧大猪和需求侧疫情的利空出尽过程相适配。预计上半年合约的波动区间（除 LH2201）为 13100~20800 元/吨。

下半年可能同上半年形成跷跷板

下半年的市场有望继续和上半年形成“跷跷板”行情。不过只要上半年没有产能产能的大幅去化，那么远月兑现前期产能提升的过程就没有太大难度。对于下半年合约，我们目前没有特别强的趋势性建议，不过可以关注大猪出清、疫情过去等利好兑现时，市场给到的情绪高点。大胆预计的价格区间在 14000~21900 元/吨。

总的来说，我们判断 2023 年的市场是上半年“破浪”，下半年“潜行”。

（四）市场风险提示

在前文中，我们期望在不确定性中寻找确定性，但我们必须明白的是，预测越精准，犯错的概率越高的。除此之外，市场还有较多风险因素的存在需要警惕。

非洲猪瘟：非洲猪瘟仍在肆虐，尽管多数企业防控非瘟和与非瘟共存的能力都在提升，我们仍然需要警惕实质的猪瘟爆发以及资金炒作。猪瘟冬春多发于北方，雨季多见于南方。

新冠疫情：新冠疫情本身所带来的次生影响尚不确定。病毒共存期间再度发生超预期变异的可能性存在。

消费政策：随着疫情政策的放开，国家可能公布消费相关政策，或影响肉类或餐饮整体消费。

除此之外，通货膨胀、其他动物疾病、行业政策等方面的风险因素也许同时关注。

分析师介绍

魏鑫：养殖产业高级研究员（投资咨询资格证号：Z10014814）

从宏观、周期到微观层面持续追踪生猪市场。提出了多层次的生猪期现研究框架，首创了生猪季节性和周期性结合的研究方法。多次参与中期协、交易所相关课题研究；服务国内数十家大型农牧企业，服务产业和机构经验丰富；多次组织苹果、生猪等品种调研。

曾获得郑州商品交易所“高级资深分析师”、“高级分析师（苹果）”以及大商所“十佳投研团队”（成员）、期货日报最佳农副产品分析师、新浪财经/我的农产品网优秀农产品分析师等荣誉。

研究服务

研究销售（上海）

魏鑫 021-50600233 weixinqh@csc.com.cn

汤选澎 021-50600105 tangxuanpeng@csc.com.cn

中信建投期货 研究发展部

重庆

重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27 楼、30 楼（邮编：400015）
电话：(023) 023-81157271

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2203 室（邮编：200120）
电话：(021) 50600233



联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话：029-89384301

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号（力宝大厦）1栋2单元18层2、3号

电话：028-62818701

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-86769600

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161588

合肥营业部

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼13层1301-06、07号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971



太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间

电话：010-85951101

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 2603 室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资人参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得

请参阅文末重要声明

从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com