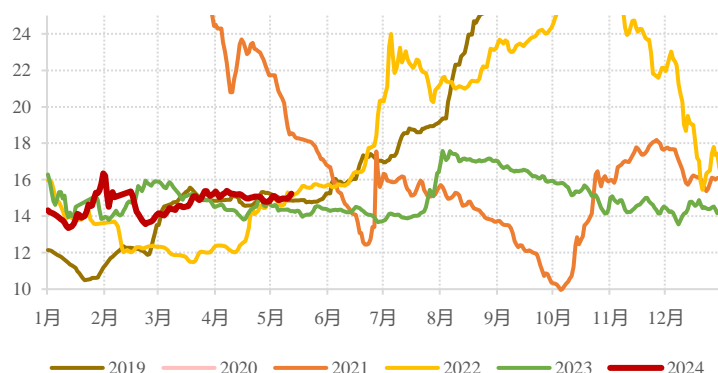


摘要：前期能繁母猪的不断去化催生了今年猪价的良好预期，而生猪现货在年初快速回暖后却停滞不前，期货盘面也大幅回调，波动剧烈。本文对当前生猪市场的主要矛盾进行了分析，并基于此对后续供需情况与期现货价格走势给出判断。

经历一年有余的寒冬，生猪养殖行业似乎已望见曙光。2024 年 2 月 29 日，农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》指出，以全国猪肉产量 5500 万吨为基准，设定能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右。2024 年 3 月，能繁母猪存栏量已由此前高点的 4390 万降至 3992 万，累计去化幅度 9.07%。尽管长期来看能繁母猪正不断去化，但现货走势平平。春节后全国出栏均价最低跌至 13.57 元/公斤，经过一个月的反弹，4 月初均价突破 15 元/公斤，随后再度震荡走弱，5 月以来市场观点多空交织，期货盘面波动加大。本文将分析当前生猪市场的主要矛盾，并试图对后续供需走势进行判断。

图1 生猪全国出栏均价（元/公斤）

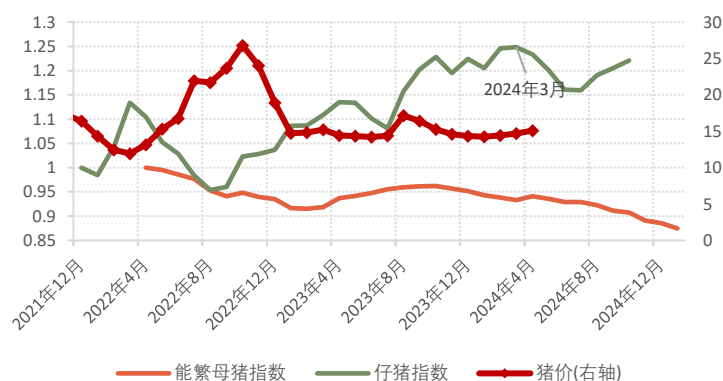


资料来源：涌益咨询，永安期货研究中心

一、供给长期趋势与短期节奏的背离

2022 年 12 月以来，能繁母猪数量趋势由增转减，按由母猪配种至商品猪出栏 10 个月的周期计算，2023 年 10 月对应生猪理论出栏数量极值。但随着能繁母猪种群的更新与养殖技术的进步，能繁母猪效率不断提升的背景下，统计口径内的生猪出栏量仍保持高位，直至今年 4 月份环比才呈现较为明显的下降。这一环比转弱主要由 2023 年 10-12 月冬季疫情所致。此前我们曾经根据出栏体重结构测算，冬季疫情导致受猪病影响较重的省份存栏或减少 5% 左右，对于供给总量仍居高位的 24 年 1 季度而言影响相对有限；而尽管彼时各机构调研认为猪病对母猪场影响有限，但生产效率的定量数据显示配种率、分娩率与窝均健仔数均遭受负面冲击，且能繁母猪淘汰呈加速之势，多因素作用之下使得 24 年 4-8 月大概率面临供给缺口。而随着冬季疫情的影响消失，24 年 2、3 月仔猪的存活率都有明显回升，使得 8-9 月之后供给迅速回升。

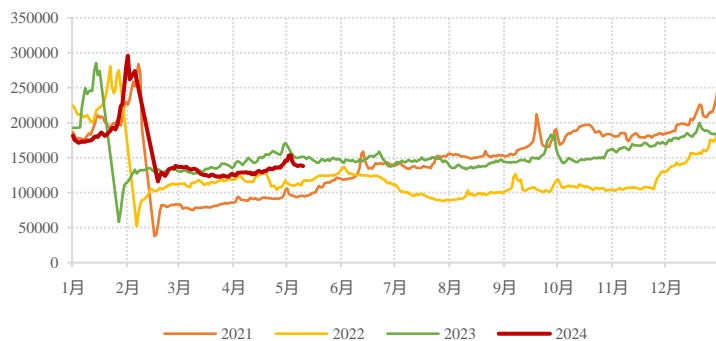
图2 能繁母猪存栏与仔猪产量变化



资料来源：涌益咨询，永安期货研究中心

但从前面的价格走势我们容易推断，进入4月后生猪供给并未如期减少，反而有所增加，与高频屠宰数据一致。且规模场商品猪出栏计划同样于4月环比增加，折算至日均增幅达8.48%（4月天数少于3月）。伴随着出栏量上升的是生猪出栏体重的快速攀升，2024年3月第一周全国出栏均重为122.77公斤，而到4月第一周全国出栏均重增至126.03公斤。出栏量上升往往伴随着体重的下降，二者同步上升时往往预示着活体库存与供给在短期内宽松，因此我们可以看到现货价格在进入4月后见顶并震荡回落，2405、2407合约也较高点下挫1000点有余。

图3 全国屠宰量季节性变化



资料来源：涌益咨询，永安期货研究中心

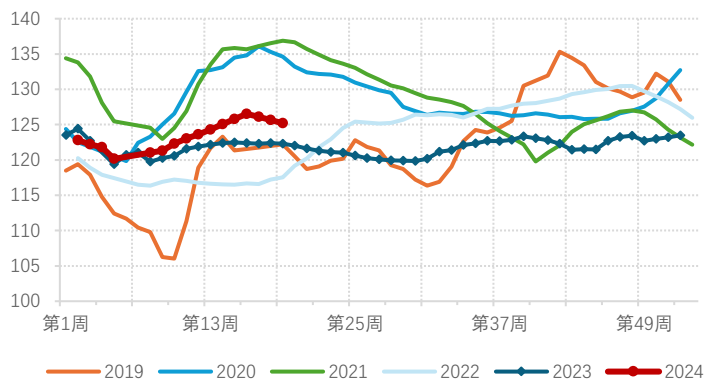
二、冬季疫情影响与出栏节奏的共振

从图2可以看出，若非去年冬季疫情存在，即使能繁母猪存栏持续淘汰，外推至仔猪端的总产能也不会明显减少，甚至反而继续增加。但由于生猪产能的分散，想要精确地估计疫情带来多少存栏生猪与出栏仔猪的损失较为困难，尤其是散户端，在各统计数据中覆盖度最低，也最容易在统计时出现“幸存者偏差”或其他系统性偏误。整体而言，市场对于疫情缺口的预期较为乐观，从而在盘面给出较为少见的结构：2407、2409逐月升水，2411、2501持平2409，其中2411略高于2409，2503贴水2501与2407持平。由于供给是生猪价格变化的主导因素，现货能否证实盘面的定价主要取决于后续供给如何演绎。尽管远期的供给在当前难以证实或证伪，预期更是难以定量研究，但长期中预期将逐渐朝着现实收敛，理解预期的分歧，找出更大概率发生的情形有助于提升对远月合约投资决策的胜率；同时，今年预期对现实的反作用也明显增强，前文所述供给长期趋势与短期节奏的背离即是预期作用于现实的结果。

通过养殖场的补栏与出栏行为可以间接观测产业内对后续行情的预期。24年春节之前，仔猪价格即开始上涨，涨幅达50%以上，早于传统的补栏旺季，年后仔猪价格回调后继续上行，7公斤仔猪价最高达600元/头以上。出栏方面，集团场纷纷压栏增重，尤其是西南地区部分集团场出栏体重上调至130公斤以上，

致使年后出栏体重快速上行，由最低 120.67 公斤升至 126.67 公斤。由此我们可以看出，产业内对于供给减量的幅度和开始的时间都较为乐观。如前文所述，这一乐观预期主要源于 23 年冬季疫情带来的损失。

图4 主要省份出栏均重（千克/头）



资料来源：涌益咨询，永安期货研究中心

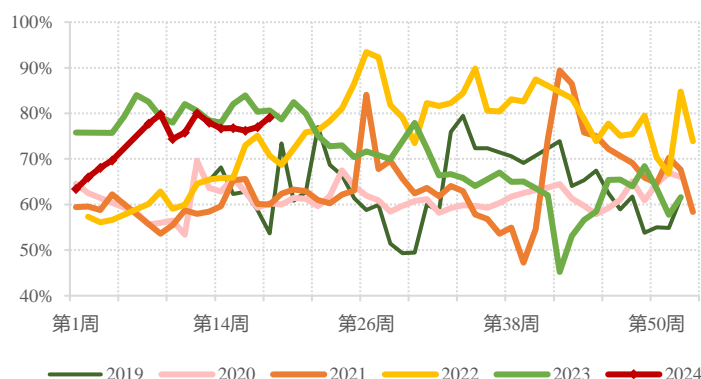
但若综合体重与产能数据来看，可以看出冬季疫情的缺口在此前一段时间内并非是供给变化的主因，实际上 3-4 月体重增加的幅度完全足以填平产能温和下降的幅度，乐观预期的压栏与疲软现实的出栏带来的“库存周期”反而是供给与现货行情的决定性因素。我们可以看到在 4 月中，南方地区出栏体重率先见顶，节奏由压栏转向加速出栏；北方（尤其是东北地区）体重仍在上行，例如黑龙江、辽宁于 4 月 12 日至 18 日当周宰前均重环比增长超过 3 公斤，河南也超过 2 公斤，反映存量猪的集中消化，随后体重也进入下行通道。

尽管事后看来产业端对疫情缺口的幅度与兑现的时间都过于乐观，但疫情损失若和出栏节奏发生共振，短期内供给收缩的幅度也很可能超出预期。当前全国都处于加速出栏的阶段，短期内供给保持宽裕，但散户出栏高峰期已过，从饲料销量看存栏也在减少，集团场供给也已出现减量迹象，库存正处于去化阶段，6、7 月对应的理论出栏低点若配合养殖端重新压栏，或带来短期内的供需错配。

三、当前产能的边际变化

根据农业农村部与统计局的数据，2024 年 3 月能繁母猪存栏 3992 万头，同比-7.27%，月环比-1.24%。尽管 2 月与 3 月统计数据口径不完全可比，但较大幅度的环比调减大概率并非统计口径的差异导致。与此同时，我们看到母猪屠宰数据的同比大幅萎缩，淘汰母猪价格与肥猪价格比值居于高位。在仔猪价格远远超过盈亏平衡点，头均利润达到 200 元以上时，母猪出现大额淘汰是十分反常的。因此对于母猪存栏的变化和 25 年 1 月后的供给变化，或许仍需更多的证据以支持进一步判断，在未来也容易形成较大的预期差与投资机会。

图5 山东淘汰母猪价格/商品猪出栏价



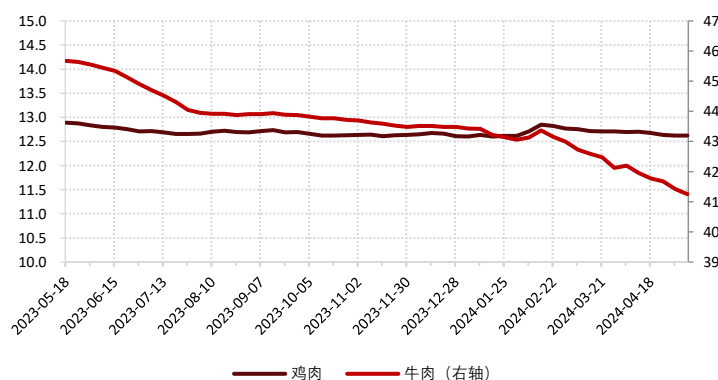
资料来源：涌益咨询，永安期货研究中心

四、总结

综合来看，2024 年是生猪养殖行业实现盈利、修复资产负债表的一年。尽管供给去化的幅度与持续性有待考量，但在饲料价格低廉的当下，猪价已来到成本之上，远月也给出了较好的套保利润。当前现货的震荡偏弱主要是养殖端去库存所致，由于 5 月规模场与散户的供给环比或均转弱，预计现货震荡上行，后续二育与冻品的推波助澜下现货或有短期冲高表现。8 月后供给或环比回暖，届时随着出栏压力的增大，可能继续迎来去库存节奏，形成年内现货价格的“小周期”。

需要注意的是，需求成为今年影响生猪市场的风险点。对比今年与去年终端需求表现，年后白条供给量低于去年的同时价格并未高于同期，一方面由于冻品商入库意愿较弱使得冻品需求缺席，一方面也受牛肉大幅降价的拖累。过去一年间，牛肉价格下降约 10%，从而使得猪肉相比替代肉类的吸引力有所减弱，而根据 USDA 预测，今年全球牛肉供给将进一步增长，我国牛肉进口可能持续居于高位。季节性方面，以过去两年表现来看，直到冬季腌腊开始之前需求难以得到有效提振。因此，需求方面的不利因素在短期内难以消除，或限制现货涨价高度。

图6 替代肉类平均零售价（元/斤）



资料来源：发改委，永安期货研究中心

站在当下的视角，8 月前我们对现货持有乐观态度，但由于 LH2407 与 LH2409 已经将现货涨价预期在盘面升水上体现，特别是 09 合约升水 3000 余点，我们对盘面价格持有谨慎乐观态度。虽然二次育肥与冻品商等实质起到贸易作用的主体并非析的重点，但它们确实会放大价格的波动，短期内可能使现货快速上行收升水，但涨价持续性有待验证，因此大幅升水时间段不宜过度追高，或可在 07 合约升水较低时布局少量多单，重视节奏。8 月后，随着供给的边际转好，如果盘面保持高水平升水，届时不再考虑多头配置，甚至

考虑空配远月，尝试收取预期差带来的升水价值。