



徽商期货  
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



## 生猪：耳后生风 谨慎乐观

成文日期：2023 年 12 月 27 日

徽商期货有限责任公司  
投资咨询业务资格：  
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所  
农产品部门饲料养殖团队

尉秀 畜禽分析师  
从业资格号：F0300124  
投资咨询号：Z0011345

### 摘要

1. 生猪产能持续回调，但仍略高于合理水平。非瘟后的高额利润刺激大量资本进入养殖行业，生猪养殖单位的潜在产能远大于实际产能，前期投资正兑现成为影响价格的新增基础变量，能繁母猪数量对生猪市场长期的影响力或被弱化。

2. 在不考虑养殖单位潜在产能投入变现、二育等影响等情况下，1-5 月的生猪供应，均高于往年同期。

3. 冻品库存高位，冻库压力或贯穿 2024 年全年。

4. 生猪供大于求的格局或仍是 2024 年的主基调。2024 年 8 月之后，理论上受前期能繁母猪加速去化，叠加季节性需求，价格有望走强。但考虑到供给的季节性会对需求的季节性有一定对冲，以及规模化程度的不断提升，养殖单位潜在产能的逐步变现，或一定程度抑制价格上涨，不排除旺季不旺，维持谨慎乐观。

**风险提示：**冬季疫病、二次育肥、潜在产能的变现程度。

## 一、行情回顾

### （一）现货方面

2023 年生猪现货价格低位徘徊，区间震荡。具体表现为最高价为 17.58 元/公斤（8 月 2 日），最低价为 13.55 元/公斤（12 月 8 日），高低价差是 4.03 元/公斤；生猪价格仅少数时间（主要集中在 7 月下旬至 8 月初期间）高于行业成本线以上。

全年猪价的反弹有两波，共同特征都是价格在短期内快速拉涨。

图 1：2023 年全国生猪日度均价（元/公斤）



数据来源：徽商期货研究所、涌益咨询

第一波是，进入 2 月中下旬，受北方部分区域二育托底和情绪支撑，猪价短期快速拉涨，截至 2 月 28 日，全国生猪均价为 15.92 元/公斤，较前期低点（2 月 10 日，14.09 元/公斤）上涨 1.83 元/公斤，涨幅 12.99%。

第二波是，7 月中下旬，部分地区台风及降雨天气，开学季备货预期叠加相对较低的猪价，北方部分养殖户二次育肥情绪高涨，叠加受冬季低温疫病导致的供应相对减少，多种因素助推猪价上涨。截至 8 月 2 日，全国生猪均价为 17.58 元/公斤，较前期低点（7 月 14 日，13.89 元/公斤）上涨 3.69 元/公斤，涨幅 26.57%。

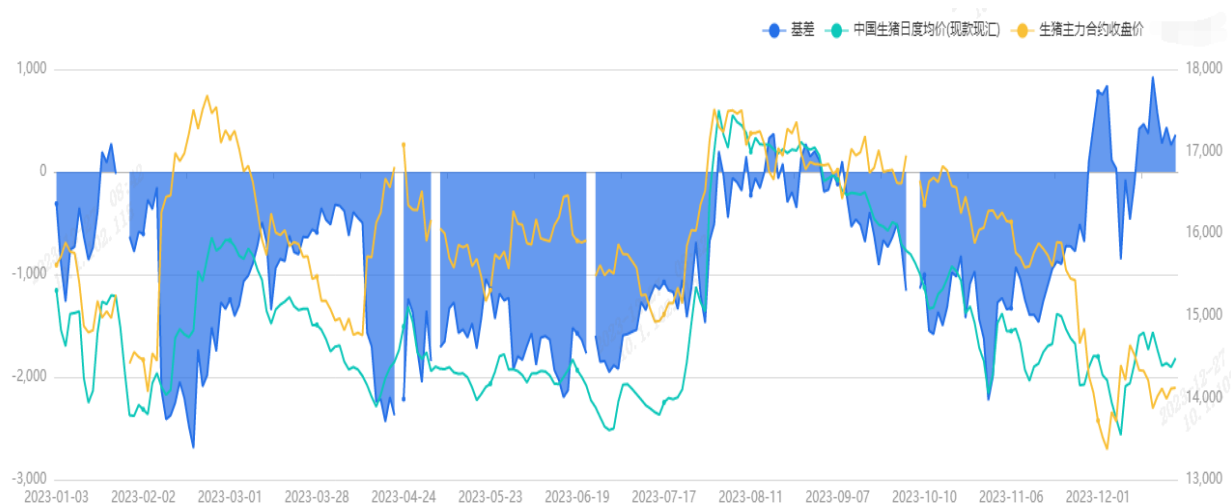
受供应不缺的主逻辑，叠加全年二育总体较为谨慎，导致价格区间内窄幅震荡。

### （二）期货方面

期货盘面，主要体现为期货升水不断被修复，基差向上回归。主要原因：受年初市场对年底季节性旺季的预期，远期合约多数时间保持较高升水，但旺季不旺，预期不断被修正，

期货升水反复被修复。

图 2：基差



数据来源：徽商期货研究所、卓创资讯

## 二、主要影响因素分析

### (一) 猪周期

#### 1. 猪周期现象

“猪周期”是一种经济现象。最核心的指标是能繁母猪存栏，若能繁母猪存栏出现大幅波动，猪价就会启动新一轮周期，并结合年内季节性的“小周期”进行波动。循环轨迹一般是“肉价上涨——养殖利润增加，增加养殖积极性——母猪存栏量大增——仔猪供应增加——生猪供应增加——肉价下跌——养殖利润会减少，降低养殖积极性——大量淘汰母猪——仔猪供应减少——生猪供应减少——肉价上涨”。

图 3：猪周期



数据来源：徽商期货研究所、同花顺

以生猪价格波峰波谷作为主要判断依据，2006 年以来，我国生猪市场经历了完整的 4 轮猪周期，分别是，2006 年 6 月至 2010 年 4 月、2010 年 4 月至 2014 年 4 月、2014 年 4 月至 2018 年 5 月，2018 年 5 月至 2022 年 3 月。可发现，猪周期一般 4 年一轮，谷底通常在 4-6 月份。

研究生猪价格周期实际上就是研究产能周期，两者具有非常严密的对应关系：产能调整的时间长度和产能调整的幅度，跟它所对应的一段时间后的价格涨跌长度和涨跌幅度是对应的，“猪周期”在生猪行情研究中具有重要作用。

## 2. 当下现状

由于驱动“猪周期”存在的条件、动因、核心因素一直存在，我们认为当下且至未来多年“猪周期”仍然存在，2022 年 3 月至今，是生猪市场正在经历的第五轮周期。

本轮猪周期，我们认为上行期已经结束。其价格上涨的时间长度明显短于前几轮周期，仅有 7 个月，即 2022 年 3 至 10 月，而前四轮猪周期的上行周期分别为 23、17、25、27 个月。上行周期缩短主因是，前四轮周期中，猪价上涨主要是产能调整，即供应量减少造成的价格上涨；而本轮周期价格上行的原因除了是产能调整的原因（且产能调整的深度不够），还在于情绪和预期。

图 4：新一轮猪周期猪价走势（元/公斤）





数据来源：徽商期货研究所

近几年，受二育及压栏等情绪因素的影响，季节性波动频繁出现“异动”（受非洲猪瘟影响的2019及2020年除外）。比如，受二次育肥入场，带动散户压栏惜售情绪较强，2022年6-10月猪价呈淡季不淡走势，重心节节上行并于10月中旬创下年内新高；但进入消费旺季即11月至次年1月，猪价却呈旺季不旺的表现。而受2022年下半年二次育肥亏损影响，2023年市场整体二育较为谨慎，但依旧有“异动”：在供应偏充足且需求淡季的背景下，市场依旧有非理性的强预期，部分区域二育集中性入场、冻品加快入库叠加带动的压栏情绪，导致2月下旬猪价短期内快速拉涨。

“异动”导致生猪价格波动率变大。根据数据，2009至2018年，我国生猪价格波动率较为稳定，最大值为2016年的54.47%，最小值为2012年的27.17%，均值为39.05%。而近几年，随着二次育肥群体的增加，其自身进退的灵活性叠加与压栏形成的一致性预期，致猪价多次在较短时间内上演过山车行情。如下图，猪价从2022年3月20日的11.48元/公斤上涨到2022年10月19日的28.52元/公斤，仅用了7个月时间，随后用又3个月不到的时间迅速暴跌至1月12日的13.96元/公斤。猪价的快速变动也让养殖主体在不到一年的时间里，经历了从亏损550元/头（自繁自养）到盈利1250元/头，再进入亏损约400元/头的处境。

图 5：全国商品猪出栏价格（元/公斤）

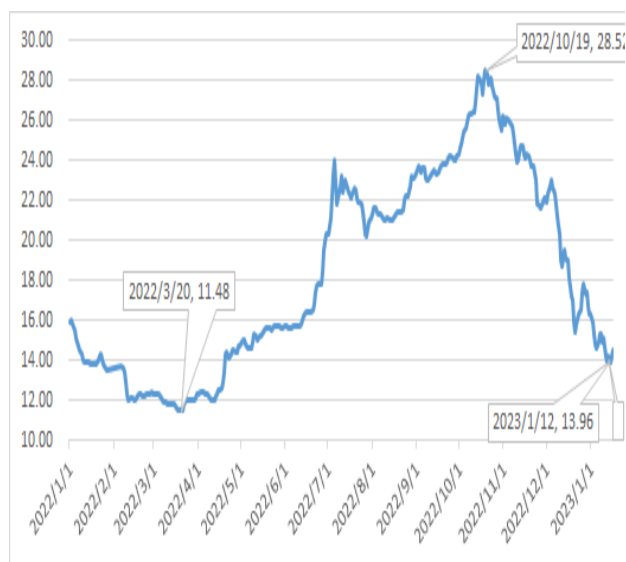


图 6：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：涌益咨询、同花顺、徽商期货研究所

综上，本轮猪周期总体呈现：（1）季节性波动特征被弱化；（2）价格“宽幅高频”波动；（3）高波动下带来超强预期，短线投机现象增多；（4）潜在产能调整空间大，量价背离时常发生。

### 3.未来趋势

规模养殖发展加快，散养户持续减少，行业集中度仍有继续提升空间。可以从以下两个维度分别验证。

维度一，根据数据，按照年出栏生猪 500 头以上的猪场即为规模猪场，2022 年我国规模场养殖比重达到 65.1%，较 2020 年的 57.1% 上升 8%，较 2010 年的 30.1% 上升 30%，已超 2025 年养殖规模化率发展目标。

维度二，从上市公司商品猪出栏数量看生猪行业集中度亦是走高。根据数据，2022 年 18 家生猪养殖上市企业（含港股上市的中粮家佳康）商品猪出栏数量为 1.31 亿头，较 2021 年的 0.99 亿头，增加 0.32 亿头，增幅 31.08%。其中，2022 年，牧原股份出栏商品猪数量占全国 8.74%，较 2021 年提高 2.74%、较 2020 年提高 5.34%。受猪价持续低迷、较高的资产负债率影响，部分上市猪企陆续下修 2023 年度出栏目标，但出栏量预计仍超上一年。截至 2023 年 11 月，18 家生猪养殖上市企业累计出栏生猪 1.37 亿头，约占 2022 全年出栏量的 103.70%，较 2022 年序时完成 123.70%。

此外，随着生猪养殖产业集中度的不断提高，部分龙头企业在当地价格影响的话语权

加重，不少地方猪价参照头部企业报价，也导致生猪价格的形成有一定演变，值得进一步关注。

非瘟后的高额利润刺激大量资本进入养殖行业，盲目扩张所带来的后遗症也正在凸显——前期的投资正兑现成为影响价格的新增基础变量。规模猪场由于资本投入后沉没成本高于散养户，因此只要猪价没有低于现金成本，保持生产依然符合其利润最大化原则。所以，即使在猪价不能够覆盖全部生产成本的时候，规模猪场能繁母猪的淘汰量和淘汰速度会不及小散户，甚至在猪价持续低迷的 2023 年上半年，部分企业能繁母猪数量仍然保持继续增加。相反，当猪价低于现金成本后，部分具有资金和融资优势的规模企业则有能力度过周期底部，逆境中有进一步加速规模化程度的可能。

随着大量市场资金的进入，原有的生猪产业结构逐渐被改变，未来猪周期或将呈现：

(1) 养殖行业将进入微利期；(2) “沉没”资本支撑下企业承压能力增强；(3) 产业竞争白热化状态，猪周期或将被拉长。

## (二) 供给端

### 1. 基础产能

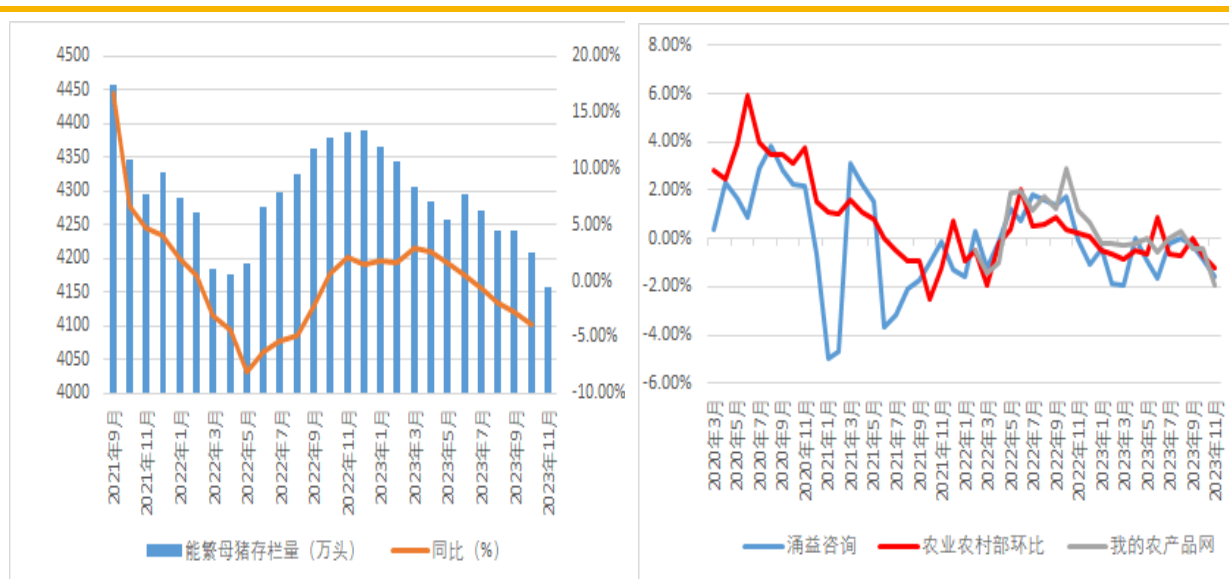
生猪产能持续回调，但仍略高于合理水平。据农业农村部数据，截至 11 月末，全国能繁母猪存栏 4158 万头，月环比下滑 1.20%，为 4100 万头正常保有量的 101.41%。总体表现是，周期产能的去化较前几轮周期不够深，主要原因是：前几轮周期产能去化是疫病或者政策，而本轮周期产能的去化是由于亏损导致的去产能。

据涌益咨询样本数据，全国能繁母猪 11 月环比下滑 1.57%，同期下滑 10.25%；据我的钢铁样本数据，全国能繁母猪 11 月环比下滑 1.92%，同期下滑 3.29%。多口径数据对比，可发现，自 10 月开始，能繁母猪去化开始进入加速通道。按照 10-11 月份调减速度测算，2024 年一季度生猪产能有望回到正常水平。

图 7：能繁母猪存栏（万头）

图 8：能繁母猪环比变化对比（%）

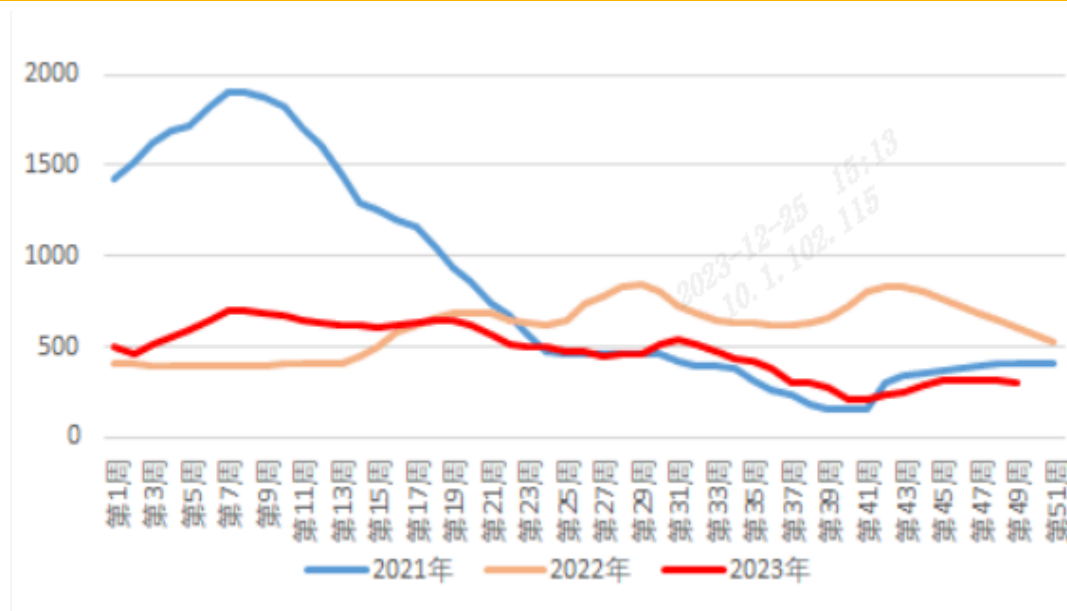




数据来源：徽商期货研究所、同花顺、农业农村部、涌益咨询、我的钢铁

进入加速去化的主要原因：一方面是进入 9 月猪病反复，另一方面是仔猪价格自 8 月下旬开始持续走低，并于 10 月下旬仔猪价格创年内新低(15 公斤仔猪价格低至 208 元/头)，仔猪亏损带动能繁母猪去化，截至 12 月 21 日当周，15 公斤仔猪价格为 307 元/头。

图 9：15 公斤仔猪价格（元/头）



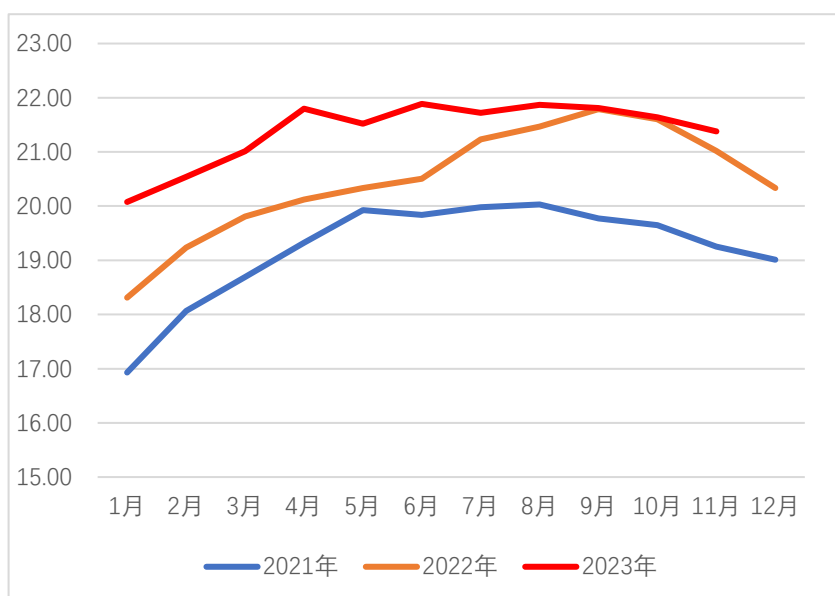
数据来源：徽商期货研究所、涌益咨询

但非瘟后的高额利润刺激大量资本进入养殖行业，生猪养殖单位的潜在产能远大于实际产能，前期投资的正兑现成为影响价格的新增基础变量，能繁母猪数量对生猪市场长期的影响力或被弱化。建议关注规模养殖单位的潜在产能的变现。

## 2.生猪供应

随着生猪行业生产管理水平的提升，行业生产效率提高，对产能影响显著。根据样本基础母猪存栏情况，通过窝均健仔数、次月断奶成活率测算近3年的行业均PSY（即每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数），PSY同期数据提高明显，如下图所示。综合，考虑到生产效率PSY（即每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）提升明显等因素，目前生猪产能仍略高于合理水平。其中，部分头部企业的PSY达到30，较行业平均值21.89，提高37%，比肩发达国家水平。

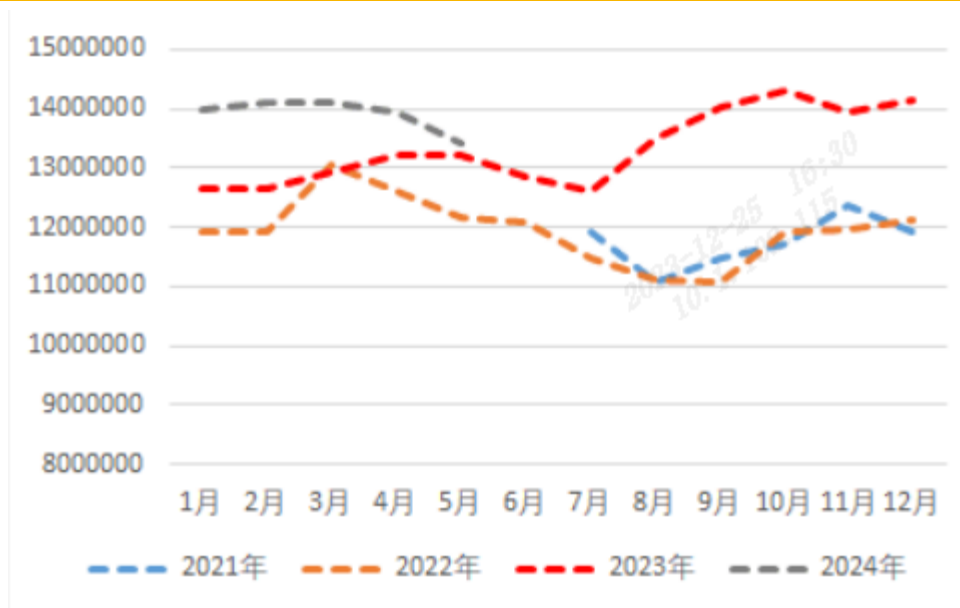
图 10：PSY



数据来源：徽商期货研究所

根据样本数据测算，在不考虑养殖单位潜在产能投入变现、二育等影响等情况下，2024年1月开始供应有所减少，2月有所反弹，于4-5月开始有明显下滑。但1-5月的生猪供应，均高于往年同期。倘若考虑养殖单位于2024年将前期固定投资逐步投入市场，潜在产能逐步变现，中长期供应量或只增不减。供应不缺，或依旧是牵制2024年上年度猪价走势的核心逻辑。

图 11：样本数据生猪供应测算

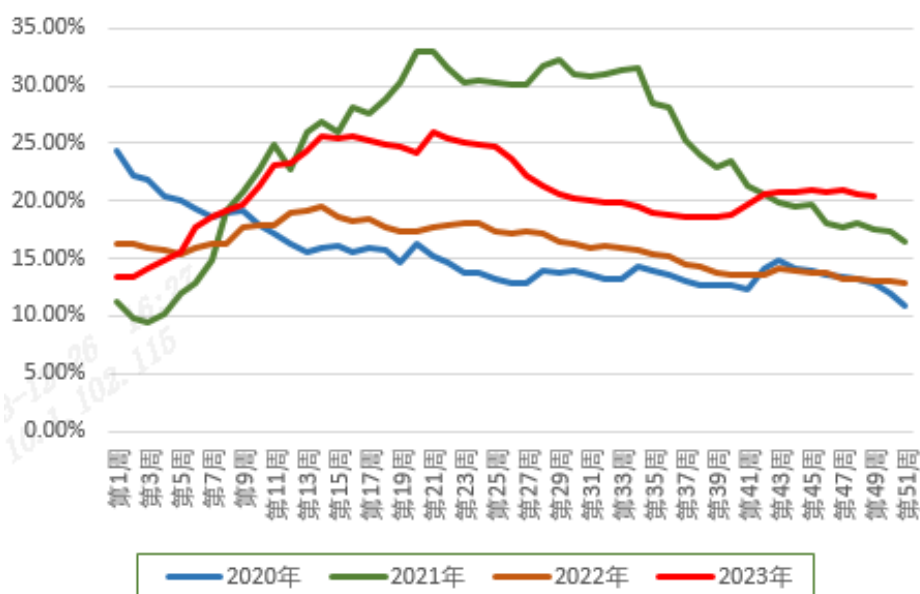


数据来源：徽商期货研究所

### 3.冻品库存

2023 年上半年，伴随生猪价格下跌，屠宰企业主动或被动入了较多冻品库存。下半年，冻品总体出库一般，尤其是 10 月份，冻库不减反增，主要原因是：一方面，供应压力大，猪肉产品不好卖；另一方面，此节点疫病频繁出现，病猪肉一部分会流到冻库。截至 12 月 21 日当周，多样本全国冻品库存率为 20.48%，处近 4 年同期最高值。

图 12：冻品库存率（多样本）(%)



数据来源：徽商期货研究所、涌益咨询

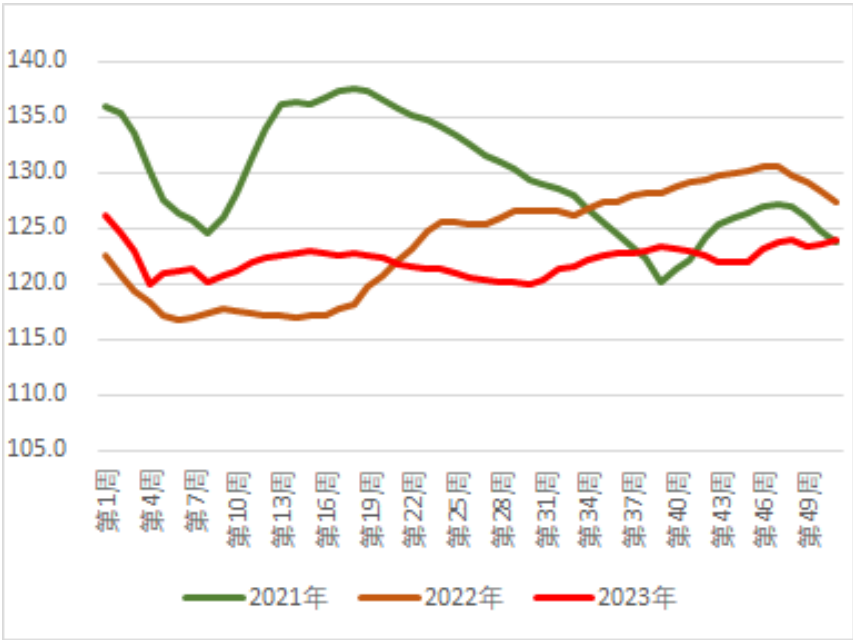
冻品库存高位，不排除 2024 年的一、二季度都在去库存的状态，所以这可能也会导致

2024 年入库的积极性会下降。即使进行库存轮换，压力也不会消失，只会后移，冻库压力或贯穿 2024 年全年。

4.出栏体重

2023 年度供应压力始终较大，全年生猪出栏体重维持在偏低位置，尤其进入 10 月，传统的压栏旺季出栏体重不增反降，主因是受猪病影响，多地小体重猪出栏冲击市场，叠加受恐慌情绪性影响，部分时段部分区域出现提前集中抛售。截至 12 月 21 日当周，全国出栏平均体重为 123.93 公斤/头。

图 13：出栏体重（公斤/头）



数据来源：徽商期货研究所、涌益咨询

2024 年春节前，旺季消费周期逐渐缩减，同时前期二育继续增重成本上升，且部分散户因资金压力问题，年底卖猪结饲料款现象增加，预计短期市场大猪出栏批次仍有增加预期，或带动生猪交易均重延续上升表现。中长期看，受供应不缺主线牵制，2024 年周度出栏均重或于 2023 年年度相当。

5.二次育肥

2023 年度二次育肥入场偏谨慎。主要原因是，(1) 2022 年猪价旺季不旺，做二次育肥主体亏损较多。(2)2023 年猪价持续偏弱，市场不具备压栏驱动，二次育肥参与度极低，以零星操作为主。

非洲猪瘟后，受资金压力、猪价高波动、短期风险易控等多种因素影响，养殖市场短期

投机者增加，部分养殖企业开始专业做二次育肥（以下简称“二育”），如自繁自养散户逐渐往二育方向转变，甚至外购仔猪的并不只做外购仔猪育肥，会根据行情做短期二育增重。若二育形成一致性预期，叠加其他养殖主体的压栏，短期内对市场供应的影响不可忽视。

通过前文测算，2024年5月之后生猪供应有一定下滑，市场或有一定的上涨预期，不排除市场再度出现大量二次育肥抄底，或对阶段性行情形成较大的影响。建议关注二次育肥及情绪面带动。

### 三、行情展望

供应方面，在不考虑养殖单位潜在产能投入变现、二育等影响等情况下，于4-5月开始有明显下滑，但1-5月的生猪供应，均高于往年同期。倘若潜在产能逐步变现，中长期供应量或只增不减。生猪供应充足，叠加当下冻品库存相对较高，供应压力或依旧是牵制2024年度猪价走势的核心逻辑。需求方面，季节性特征依旧是猪肉需求的主要特征，即每年10月到次年1月是全年消费最旺的时间，春节后的3至4月为消费淡季。但仔猪补栏等也具有明显的季节性，所以，供给的季节性或会对需求的季节性有一定对冲。

综合分析，生猪供大于求的格局或仍是2024年的主基调，猪价或先抑后扬，谨慎乐观。具体为，（1）春节前备货结束至2024年5月，因供强需弱矛盾突出，猪价或维持下行通道。受原料价格下跌预期，或会拖累猪价进一步探底。（2）2024年6-7月，受上半年价格走弱影响，叠加受冬季仔猪损失、对应周期能繁母猪小幅去化，猪价有反弹预期。（3）2024年8月之后，理论上受2023年10月开始能繁母猪开始加速去化，叠加季节性需求，价格有望走强。但考虑到供给的季节性会对需求的季节性有一定对冲，以及养殖单位潜在产能的逐步变现，或一定程度抑制价格上涨，不排除旺季不旺，维持谨慎乐观。期货方面，短期维持03合约逢高沽空。当前盘面，远月合约均有一定升水，考虑到变量因素的增多和不确定性，建议远月以观望为主。



## 【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

## 【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培养中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所以长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司  
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号      邮编：230061  
电话：0551-62865913      传真：0551-62865899  
网址：www.hsqh.net  
全国统一客服电话：**400-8878-707**

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信