



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 猪场的春天 ——二季度生猪饲料投资策略展望

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2024. 3

# 猪场的春天

## ——二季度生猪饲料投资策略展望

### 关注焦点

- 1季度玉米供应和政策相互扰动，整体呈现震荡走势。
- 生猪方面，随着存栏开始下降，猪价出现抬头。
- 核心波动区间：LH期货二季度预计运行区间14000-18000；C期货二季度预计运行区间2300-2500 。

# 猪价走势回顾

- 2023年至今，生猪价格总体处于相对低迷的水平。
- 进入2024年1季度，随着存栏下降，生猪价格有所抬头。
- 猪粮比的变化更值得关注。

全国外三元生猪出栏均价（元/公斤）



生猪主力合约收盘价（元/吨）

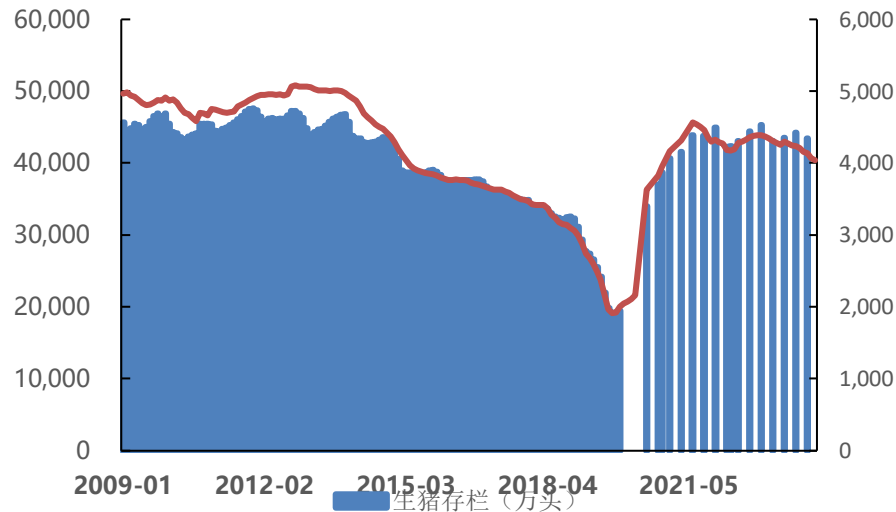


资料来源：涌益咨询，Wind，申万期货研究所

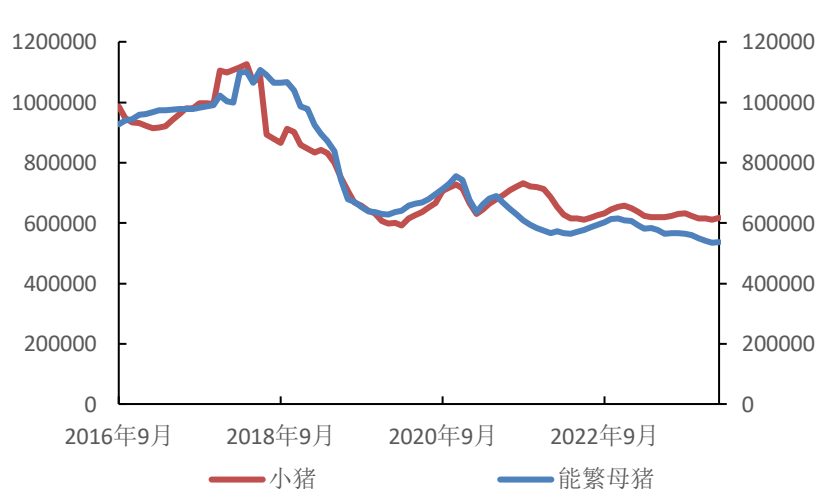
# 能繁母猪存栏持续出现下降

- 根据农业农村部的数据，2023年猪牛羊禽肉产量9641万吨，比上年增长4.5%；其中，猪肉产量5794万吨，增长4.6%；全年生猪出栏72662万头，增长3.8%，超过了2018年非瘟前(69382万头)的水平；截止2023年末生猪存栏43422万头，同比-4.05%，环比-1.82%；截止2月能繁母猪4042万头，同比-301万头，环比-25万头。能繁母猪存栏持续出现下降。

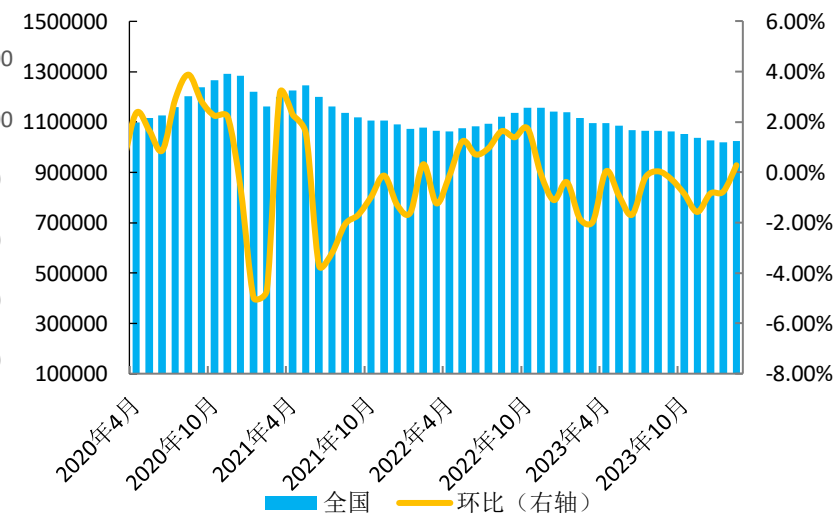
农业农村部生猪和能繁母猪存栏（万头）



涌益咨询样本生猪存栏（头）



全国能繁母猪存栏量及环比（样本点）



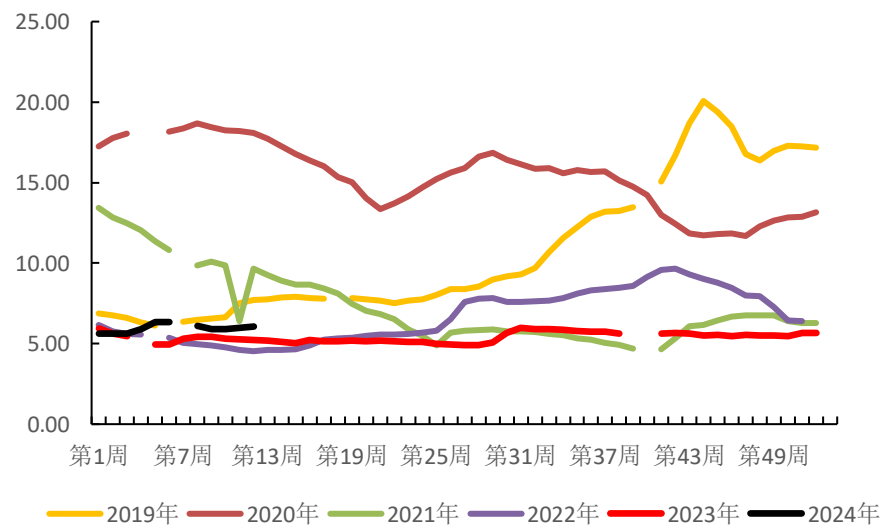
# 猪粮比较前期低位回升

■ 截至3月20日发改委监测猪粮比为6.07，环比+0.09。猪粮比脱离在二级预警区间。

猪粮比（生猪价/玉米价格）



猪粮比季节性

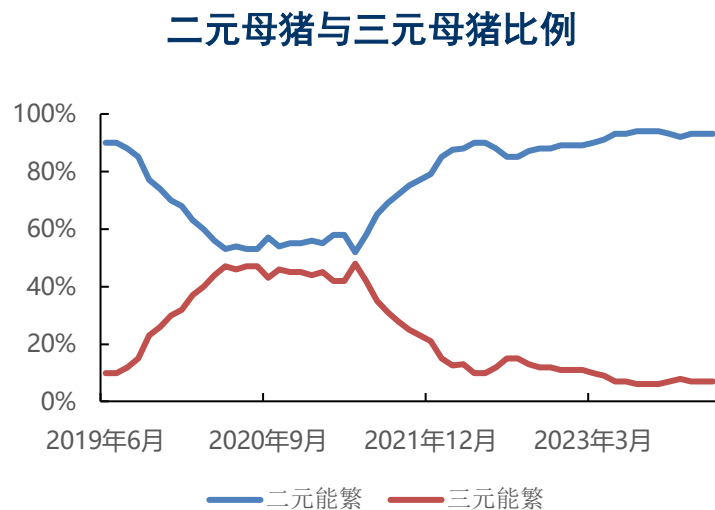


# 前期政策推动，猪粮比出现回落

猪肉储备调节机制			
	预警分级		储备调节
过度下跌	三级预警	猪粮比价低于6：1	暂不启动收储
	二级预警	猪粮比价连续3周在5；1-6：1 或能繁母猪出栏单月同比降幅达5% 或能繁母猪存栏连续3个月累计降幅在5%-10%	视情况启动收储
	一级预警	猪粮比价低于5：1 或能繁母猪出栏单月同比降幅达10% 或能繁母猪存栏连续3个月累计超过10%	启动临时收储
过度上涨	三级预警	猪粮比价高于9：1	暂不启动投放
	二级预警	猪粮比价连续2周在10；1-12：1 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅在30%-40%	启动投放
	一级预警	猪粮比价高于12：1 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅超过40%	加大投放力度

# 二元三元能繁母猪处于正常水平

- 2020-2021年除了能繁母猪绝对数量外，养殖户为了存栏恢复还大量启用了三元母猪。绝对高利润引发绝对高产能恢复。
- 随着21年下半年-22年初猪价大幅下跌，三元母猪逐步淘汰，目前的二元三元能繁母猪比例重新恢复正常，且根据涌益咨询的调研，今年母猪群里4胎以下的占比70%左右，母猪品质优于去年。

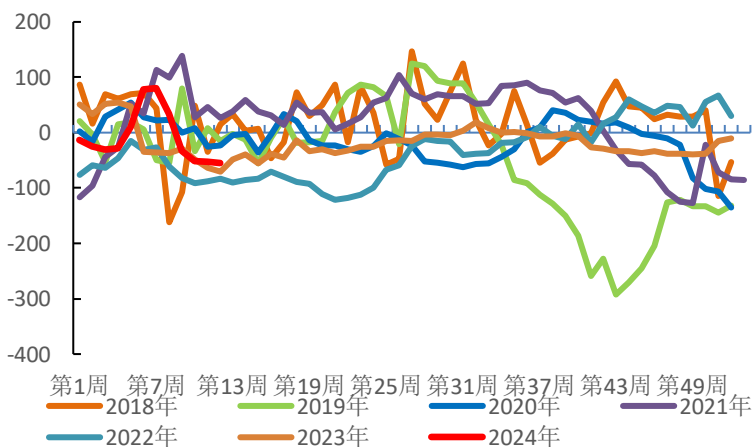


指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

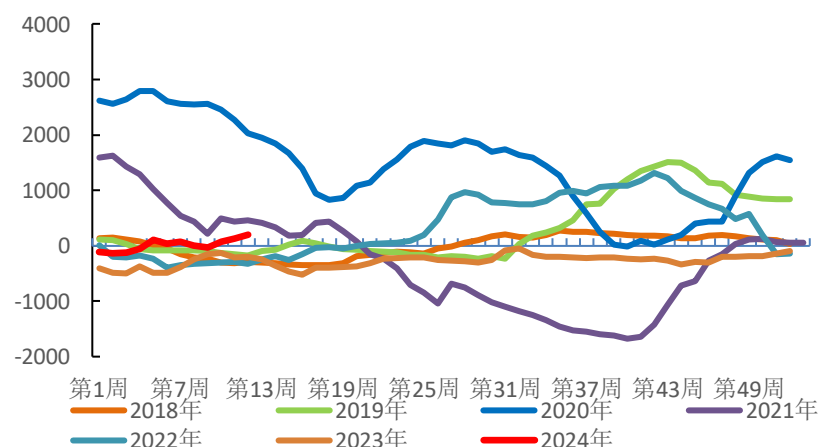
# 养殖利润：养殖利润出现改善

- 2023年在盈亏平衡点之下波动。
- 2024年随着生猪存栏减少和饲料成本降低，养殖利润出现改善。
- 需要考虑仔猪价格波动对外购仔猪育肥利润的影响。

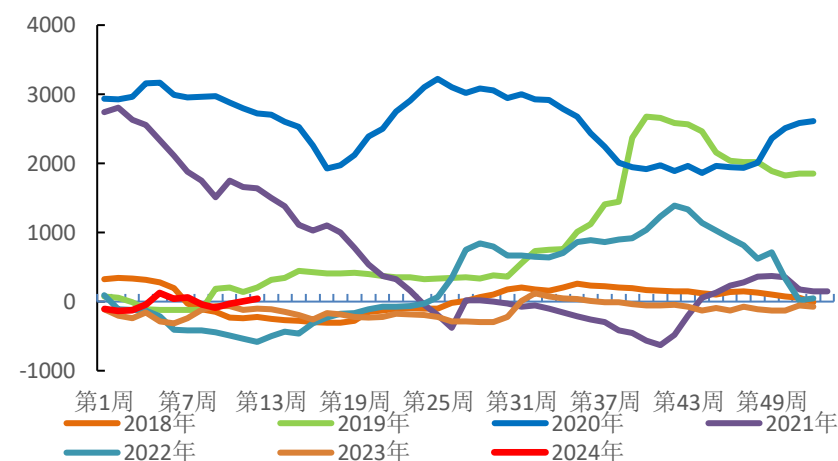
屠宰利润（元/头）



周度外购仔猪育肥利润（元/头）



周度自繁自养利润（元/头）





# 猪周期与养殖利润

- 用蛛网模型来解释生猪价格大周期波动的机制更接近真实情况。蛛网模型是一种动态分析理论，它利用弹性原理来解释一些生产周期较长的产品在失去平衡时的不同波动。我们使用供应弹性更大的蛛网模型来展示猪价在外部冲击（例如流行病、政策）的影响下如何演变。
- 蛛网模型的动态分析从外部冲击的出现开始。外部冲击导致时期  $t$  供给减少，需求超过供给。因此，消费者愿意出价高于均衡价格来购买  $t$  时期的全部供给，而  $t$  时期更高价格的形成刺激了生产者在  $t+1$  时期生产的供给大于需求，因此消费者愿意在  $t+1$  期间支付 期间支付减少并在  $t+2$  期间再次作用于生产者的供应。反过来，决策在循环中相互作用。当供给弹性大于需求弹性时，就会形成一张价格和产能波动越来越大的发散蛛网。
- 在解释生猪价格波动时，上述思路本质上是基于产能变化，推导出产能与价格如何相互作用、相互实现的。因此，分析生猪价格最常见的逻辑是基于稳定性。生猪的生长周期是根据繁殖母猪数量的变化来预测10-11个月后的生猪供应量来推断猪价的涨跌。

# 猪周期与养殖利润

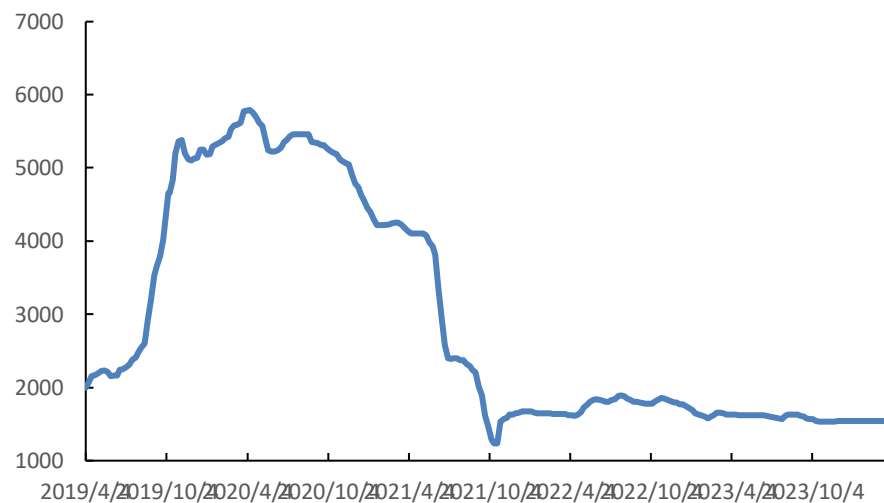
- 值得注意的是，宏观商品周期振幅对猪价周期振幅正相关

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疾病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47个月	28个月	19个月		8.83	6.88	28.3%
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/12	2001/12-2003/5	48个月	21个月	27个月		6.57	4.89	34.4%
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36个月	16个月	20个月	非典	9.66	5.78	67.1%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47个月	23个月	24个月	蓝耳病	17.45	6.1	186.1%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48个月	17个月	21个月	口蹄疫	19.92	9.48	110.1%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49个月	25个月	24个月		21.2	10.45	102.9%
周期七	2018/5-2022/4	2018/5-2021/1	2021/1-2022/4	47个月	32个月	15个月	非瘟	40.98	10.78	280.1%

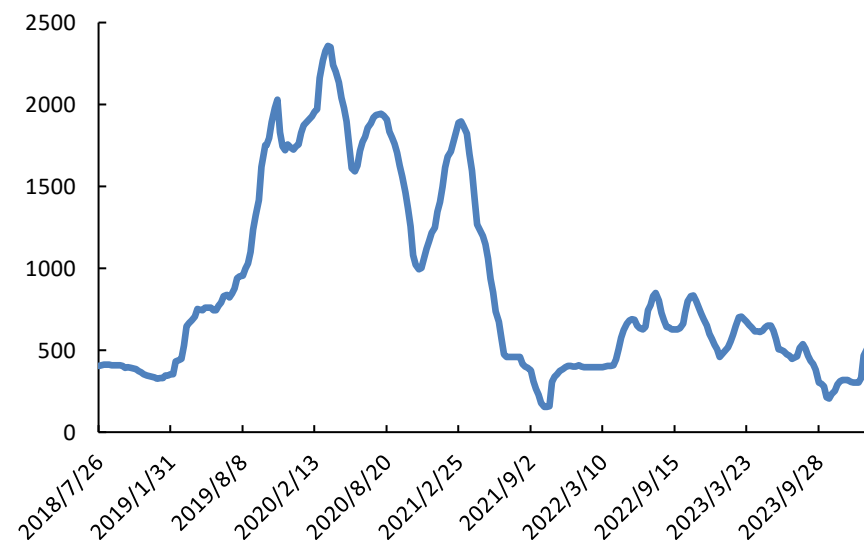
# 母猪价格维持低位，仔猪价格出现反弹

- 母猪价格维持低位，而随着猪价出现上涨，仔猪价格出现反弹。

50公斤二元能繁母猪均价（元）



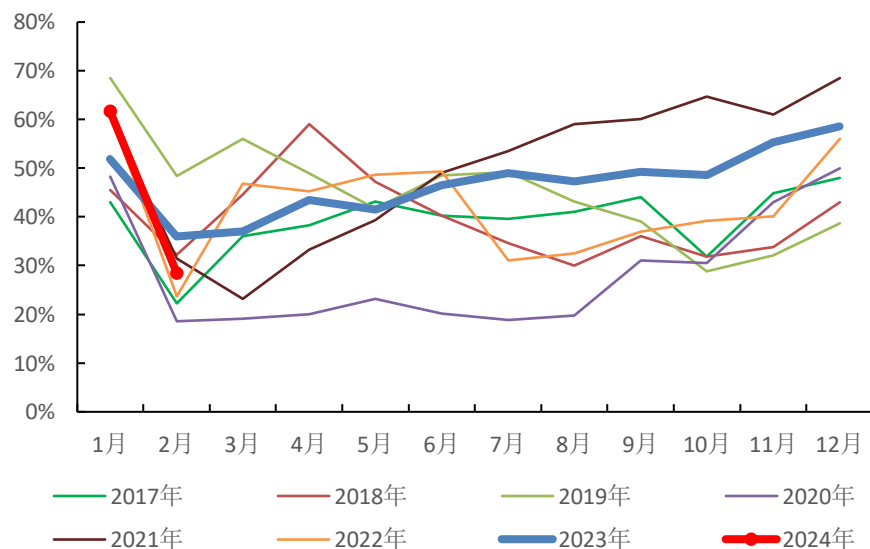
仔猪均价（元/公斤）



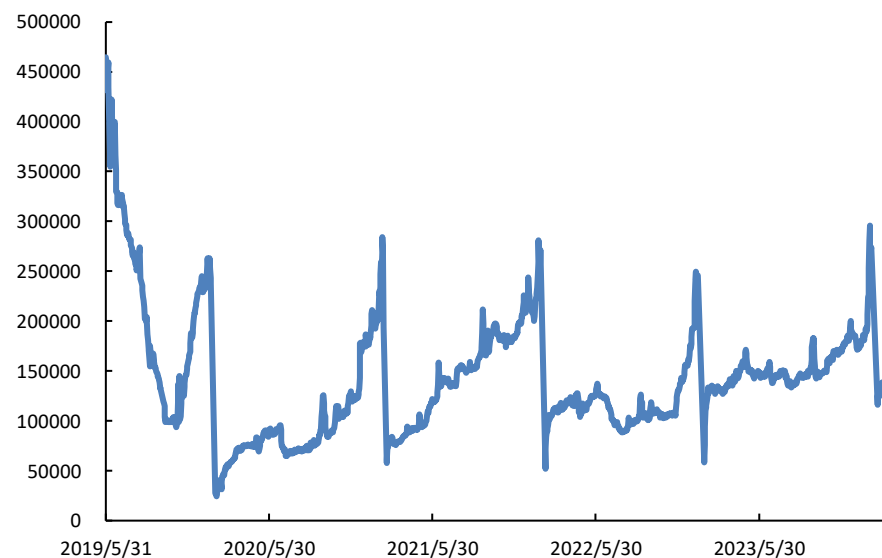
# 关注屠宰进度

- 春节后猪肉消费处于淡季，屠宰量有所下降。

## 月度屠宰企业开工率



## 样本屠宰企业日度屠宰量（单位：头）

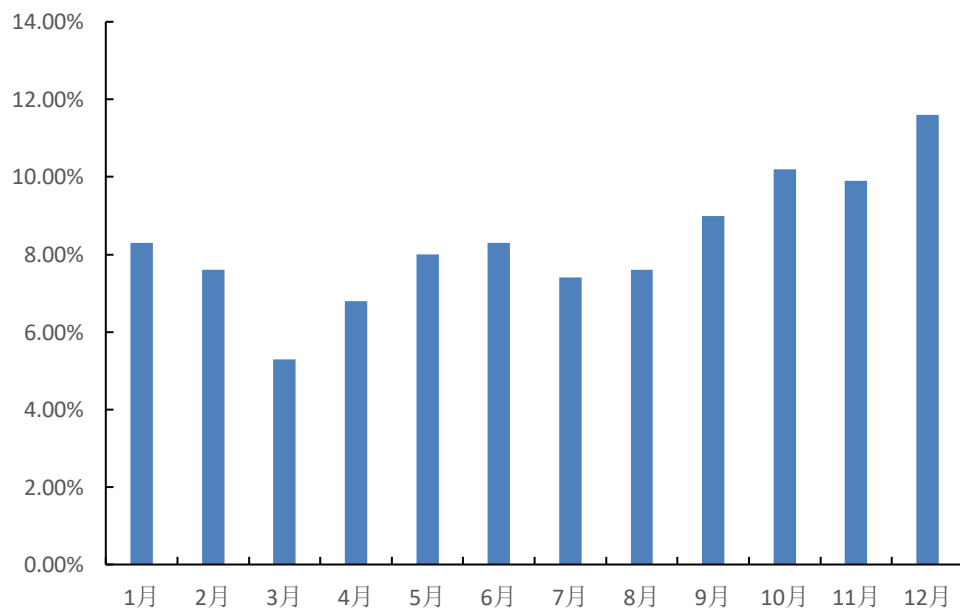


资料来源：涌益咨询，申万期货研究所

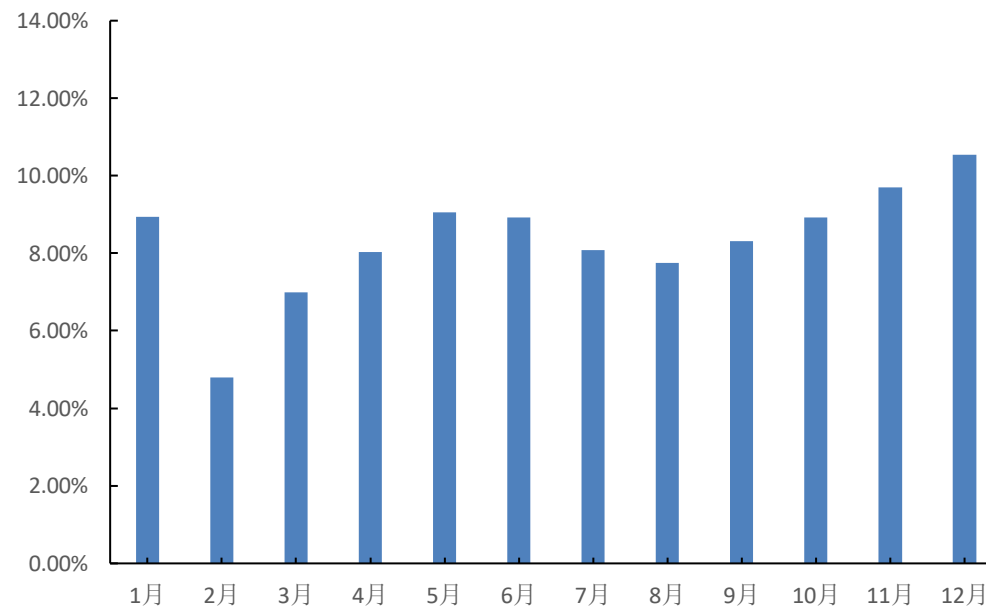
# 生猪供需季节性

- 春节后猪肉消费处于淡季。

猪肉消费占全年比例(%)



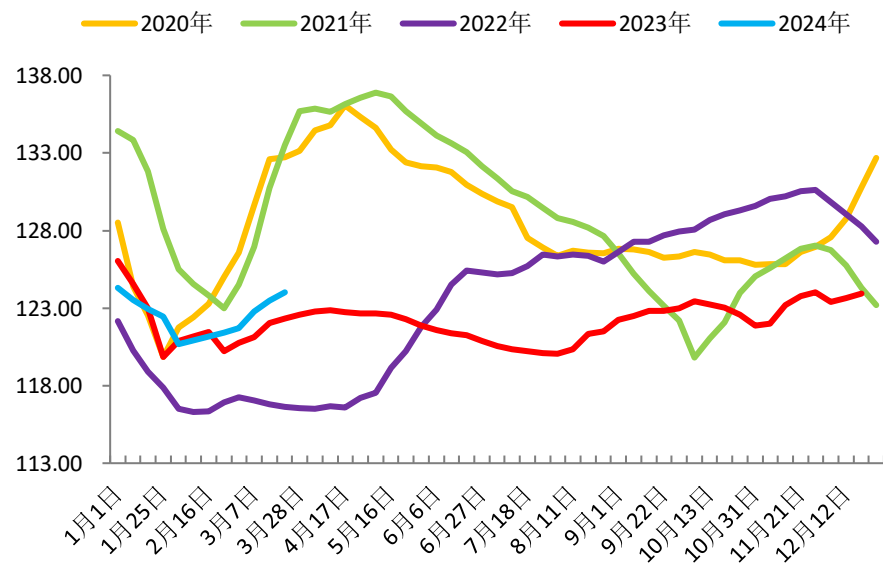
猪肉供应占全年比重(%)



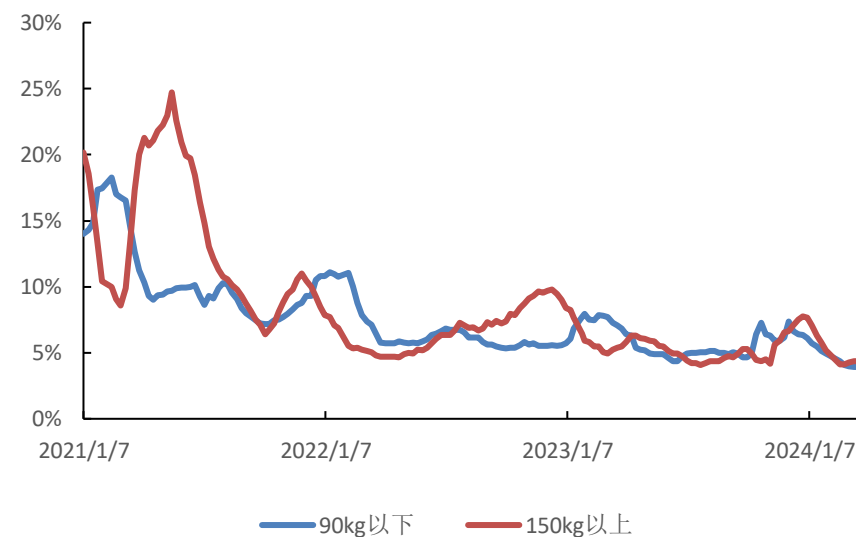
## 养殖户压栏意愿继续上升

- 近期猪价反弹，出栏体重出现增加。

生猪出栏均重（公斤/头）



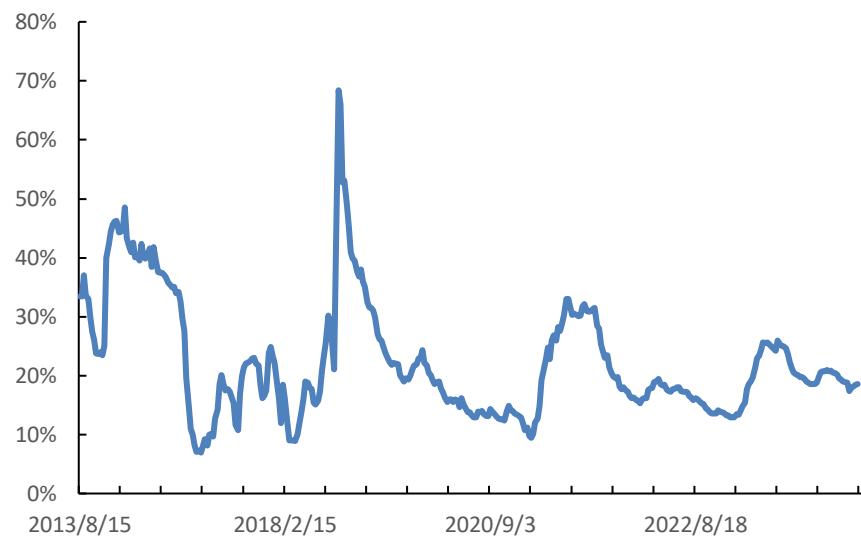
### 90kg以下及150公斤以上出栏占比



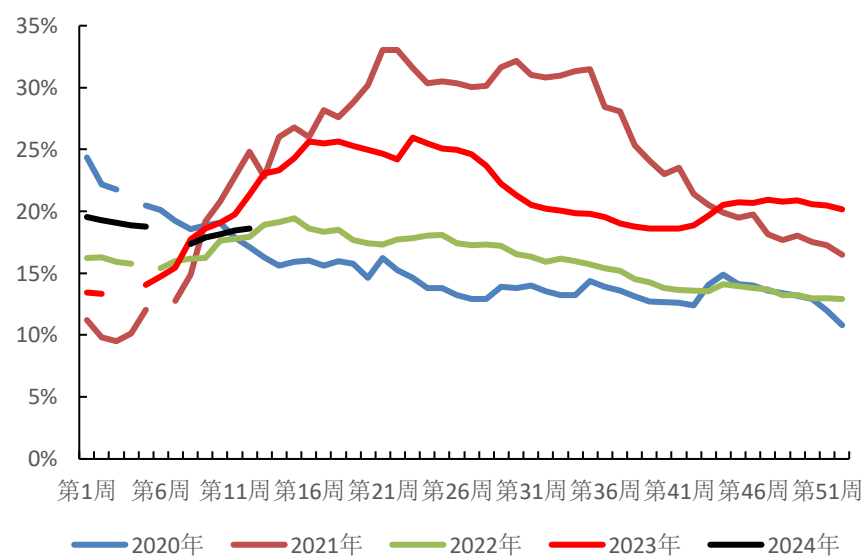
# 关注冻品库存

- 截至3月21日，国内冻品库存率为18.63%，去年同期为21.37%。
- 当前冻品库存处于相对比较中性的水平，后续观察贸易商的囤货需求。

周度冻品库存率 (%)



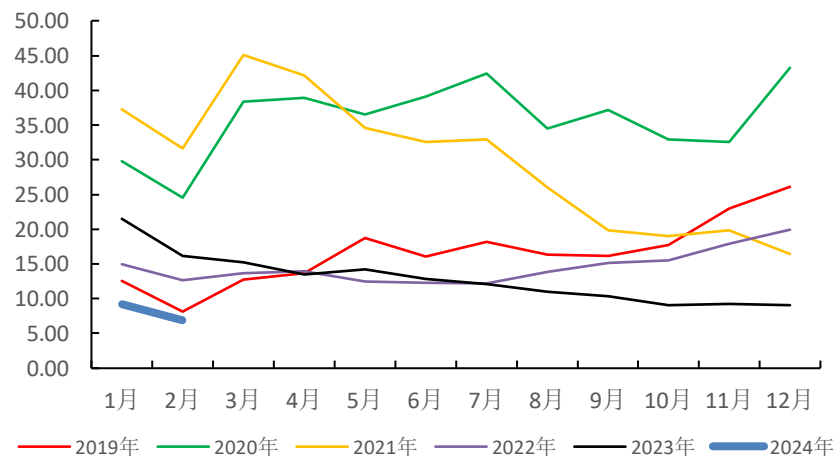
周度冻品库存率季节性 (%)



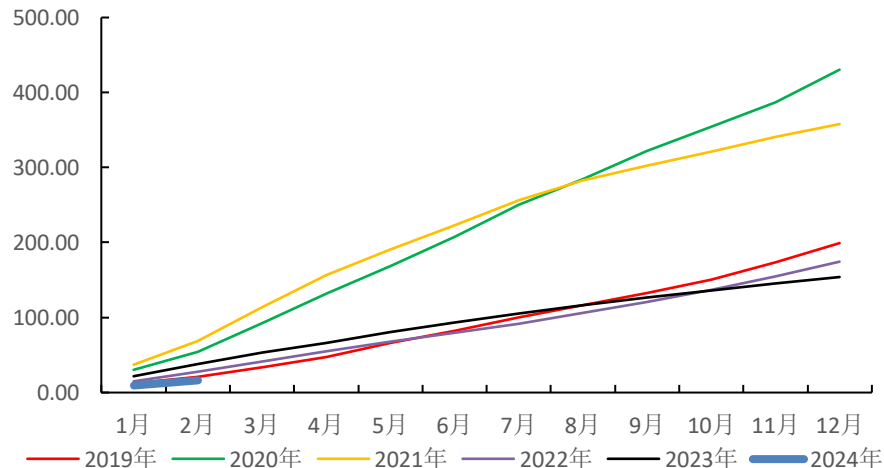
# 猪价波动的衍生影响

- 低价将导致三元母猪加速淘汰，仔猪、母猪补栏的减缓，同时目前猪肉进口同比减少。截止2024年2月，全年猪肉累计进口16.14万吨，同比减少21.48万吨，相对2020、2021年更是大幅下降。
- 后期如果生猪存栏下降，那么将对饲料的需求产生不利影响。

月度猪肉进口量（万吨）



猪肉月度累计进口（万吨）

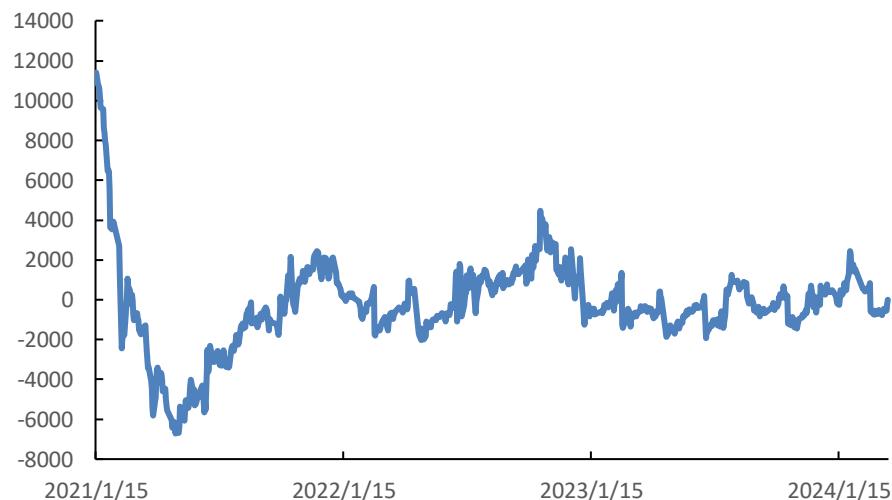




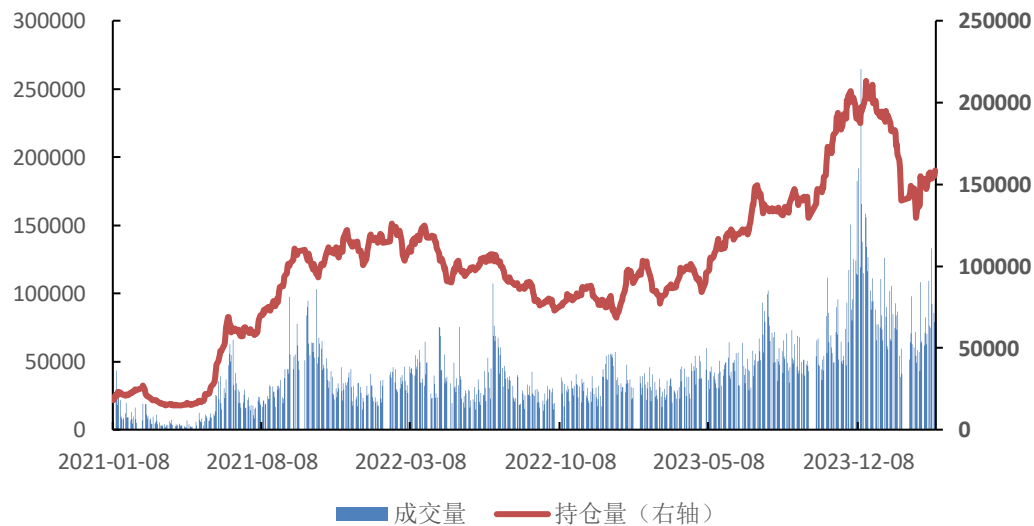
# 现货VS期货，期货成为市场的稳定器和指示器

- 从基差的角度而言，生猪的基差从上市的现货高升水到目前期现价差逐渐稳定，这也反映生猪期货市场逐步走向成熟。与现货相比，期货成了市场的稳定器，并给予企业套保的机会。
- 同时期货市场的价格发现功能也能得到体现。（如今年的盘面价差结构指导企业生产）

生猪期货基差（元/吨）

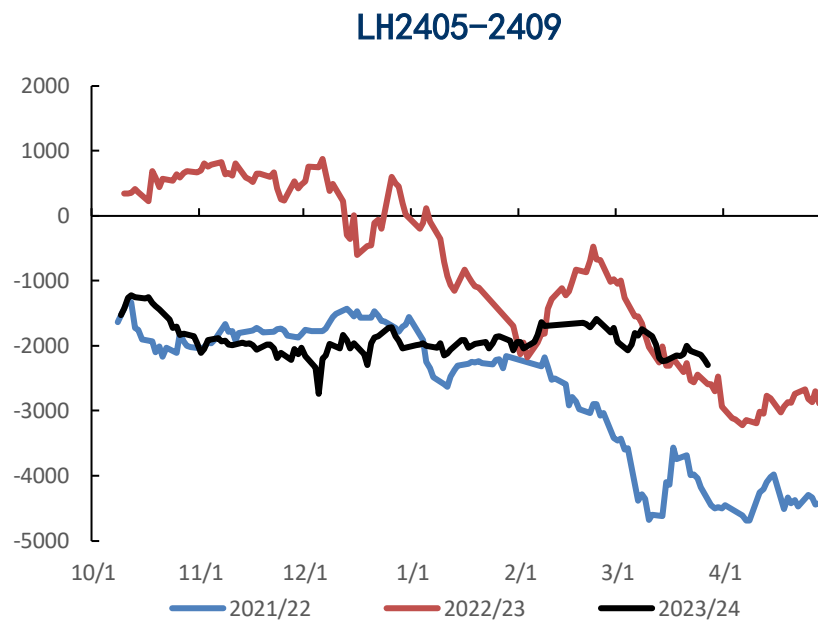
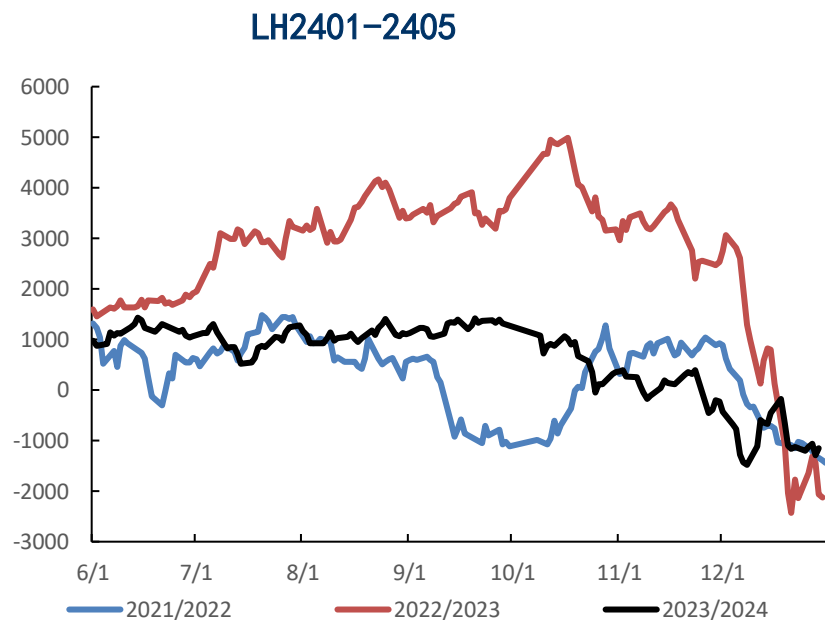


生猪期货持仓与成交量（手）



# 生猪月差

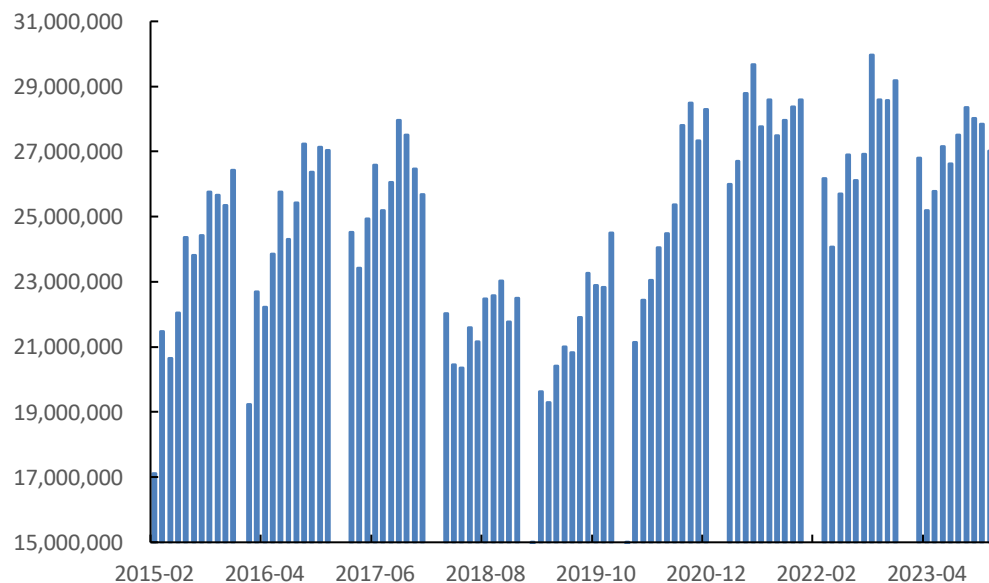
- 月差与基差思路类似。在熊市阶段，月差往往会收在近月贴水上。
- “兵马未动，月差先行”，当生猪供需改善时，月差将会提供很好的指引作用。



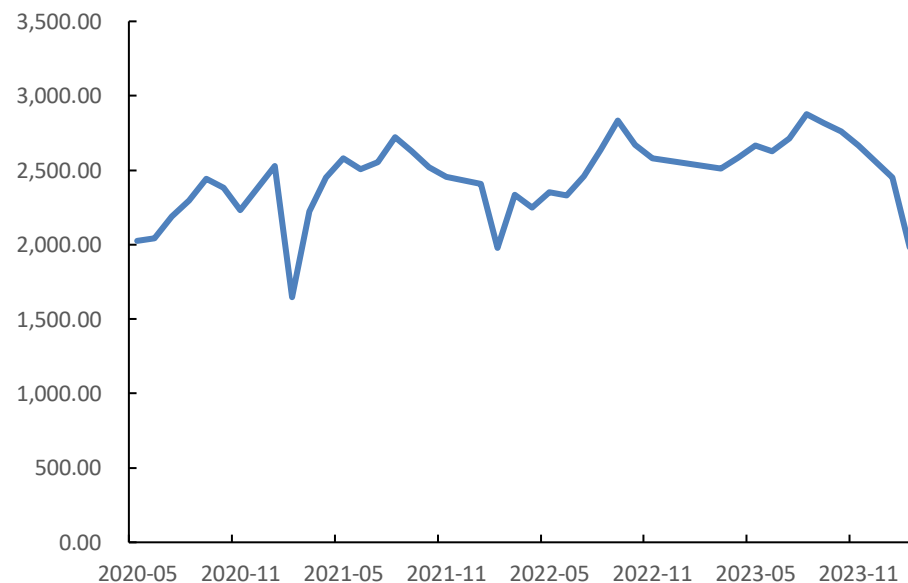
# 饲料需求出现下降

- 根据饲料业协会统计，2024年2月全国工业饲料总产量1984万吨，环比下降458万吨。
- 而根据国家统计局的数字，2023年12月饲料总产量2702万吨，同比下降7.43%。
- 饲料需求的下降与生猪存栏相匹配。

国家统计局月度饲料产量（吨）



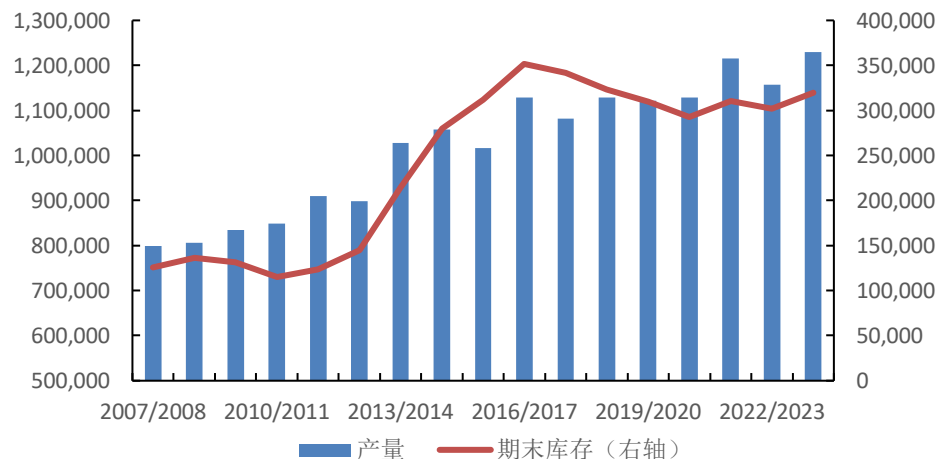
饲料业协会月度饲料产量（万吨）



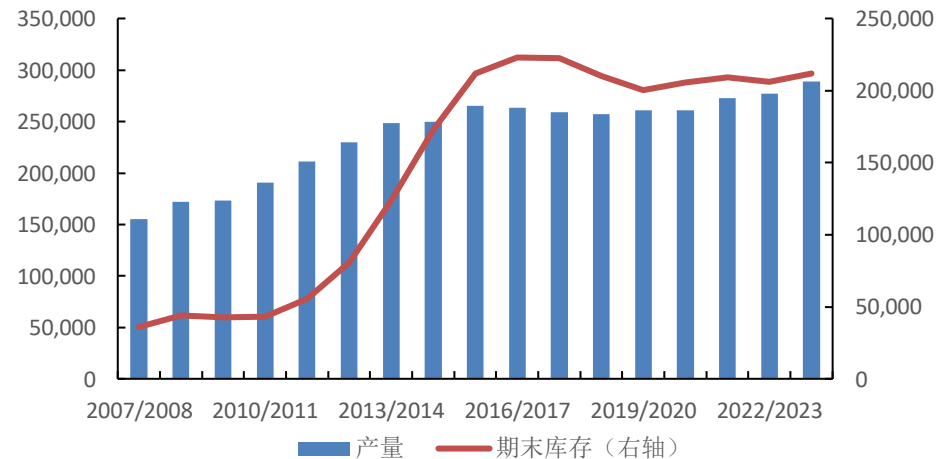
# 国际玉米供需

- 美国农业部3月8日发布了2023/24年度美国玉米供需预测报告。报告显示，美国玉米产量预计为3.8969亿吨，同比增长12.4%。出口量预计为5334万吨，同比增长26.4%。期末库存预计为5517万吨，同比增长61.2%。
- 全球玉米供需方面，美国农业部本月将2023/24年度全球玉米产量调低，主要受乌克兰、俄罗斯和南非产量下调影响。全球玉米产量预估为12.3024亿吨，较2月调低233万吨。同时，全球玉米出口预计为2.0227亿吨，比2月预测值高出145万吨。全球玉米期末库存预计为3.1963亿吨，较2月下调243万吨。
- 美国农业部(USDA)周四公布的种植意向报告显示，美国2024年玉米种植面积预估为9,003.6万英亩，市场此前预估为9,177.6万英亩。2023年实际种植面积为9,464.1万英亩。

全球玉米产量与库存（千吨）



中国玉米产量与库存（千吨）



资料来源：USDA，申万期货研究所

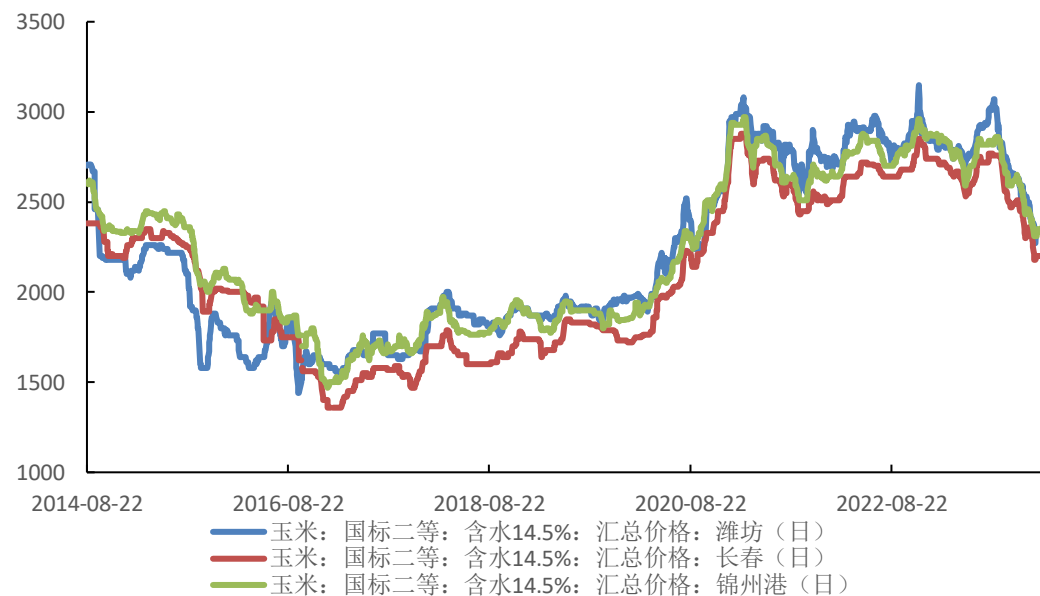
# 供应：1季度谷物价格震荡为主

- 1季度小麦和玉米价格震荡为主。

小麦收购价（元/吨）



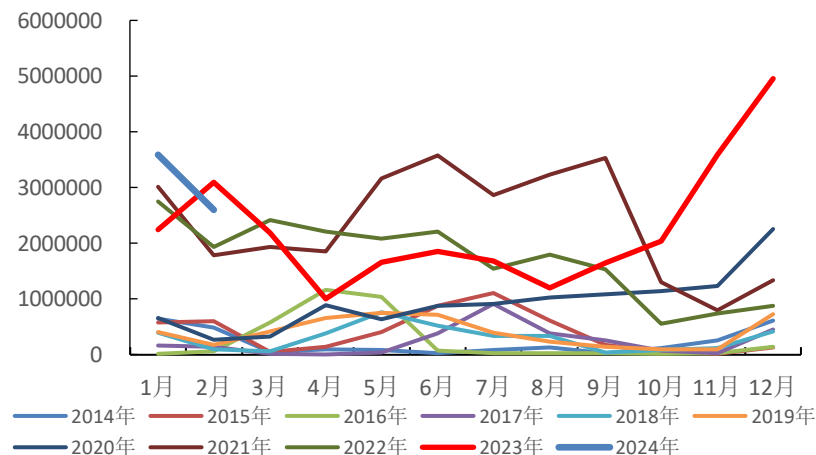
玉米现货价格（元/吨）



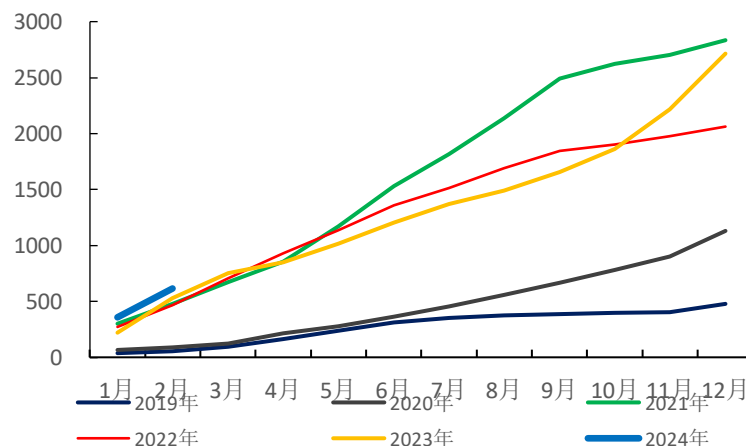
# 贸易流：玉米和小麦进口维持高位

- 根据海关总署发布的数据显示，2月全国玉米进口260万吨，同比减少49万吨；1-2月累计进口619万吨，同比增加86万吨。
- 2023年中国累计玉米进口2714万吨，同比增加652万吨。
- 随着近几年中国玉米进口的增加，国际市场价格对国内影响权重将逐步加大。

## 玉米月度进口（吨）



## 玉米累计进口（万吨）



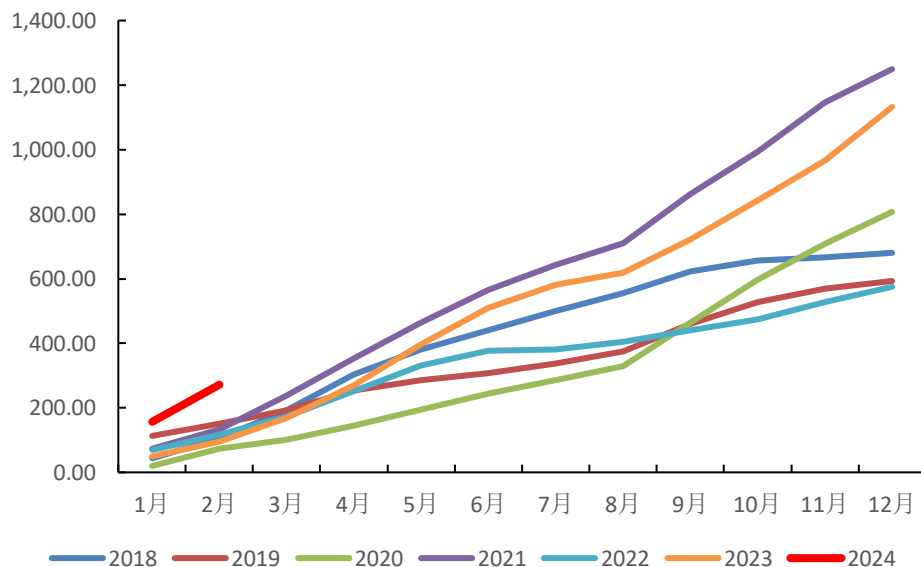
## 玉米进口利润（万吨）



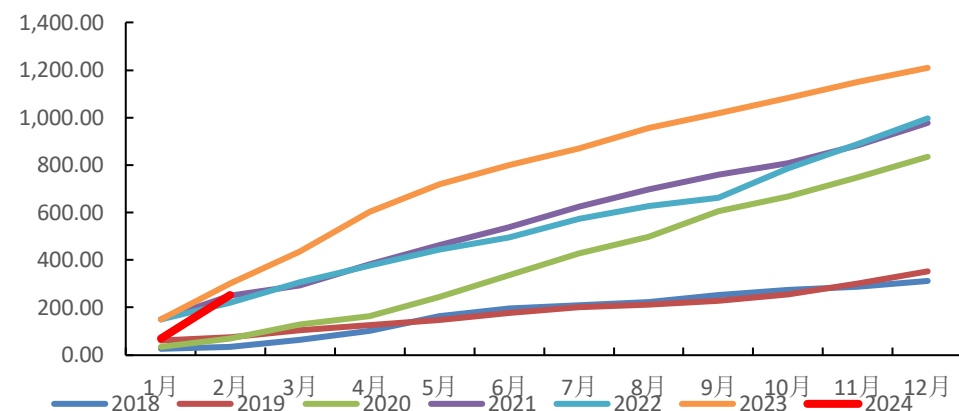
# 贸易流：玉米和小麦进口维持高位

- 相对玉米，国内小麦进口也保持高位。1-2月份进口小麦251万吨，同比减少51万吨。2023年全年小麦进口996万吨，同比增加19万吨。
- 与此同时，1-2月进口大麦271万吨，同比增加175万吨；进口高粱161万吨，同比增加129万吨。

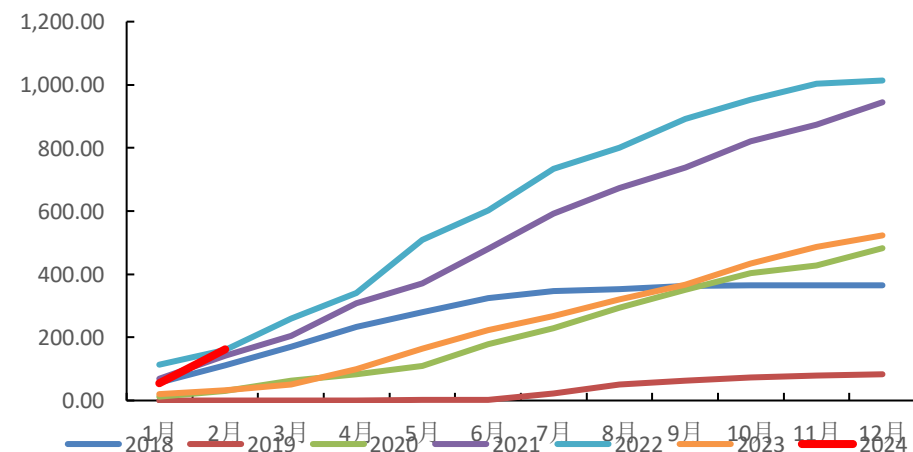
累计大麦进口（万吨）



累计小麦进口（万吨）



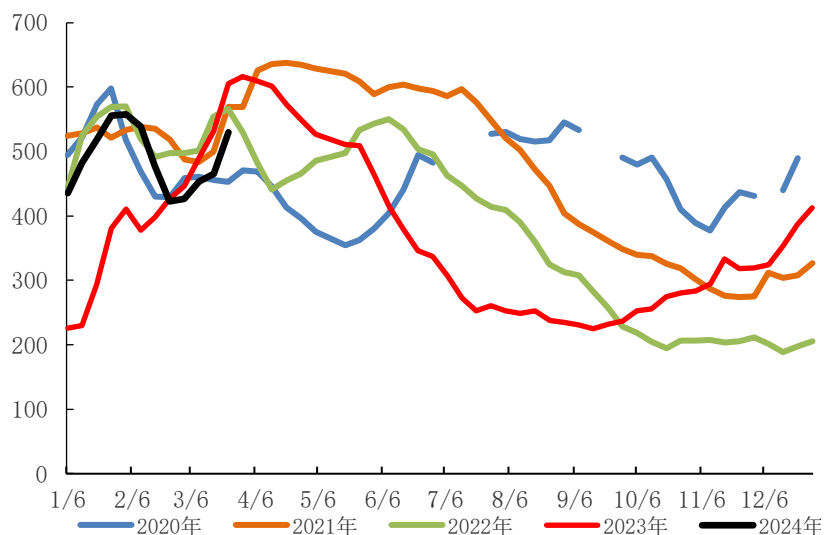
累计高粱进口（万吨）



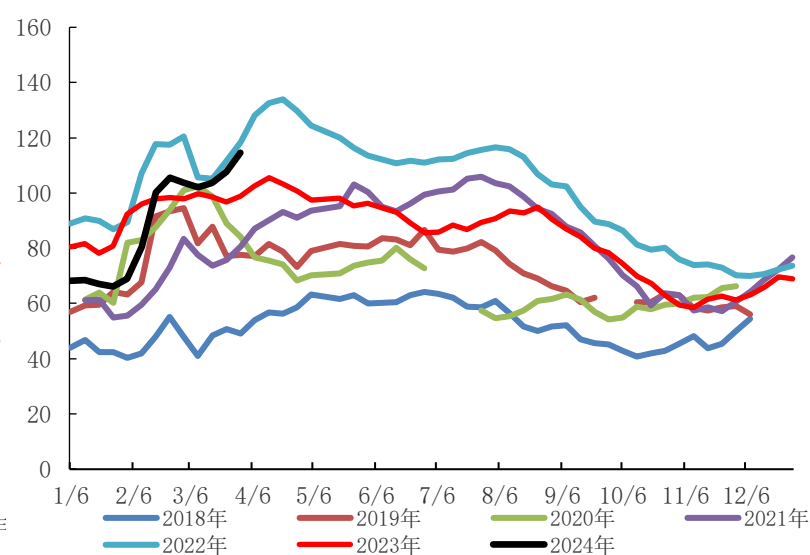
# 需求：来自深加工的驱动

- 截至2024年3月22日，主要深加工企业玉米库存529.4万吨，周度环比+64万吨；主要企业玉米淀粉库存107.5万吨，周度环比+3.9万吨，近期原料库存和淀粉库存都出现增加，对价格形成压力。

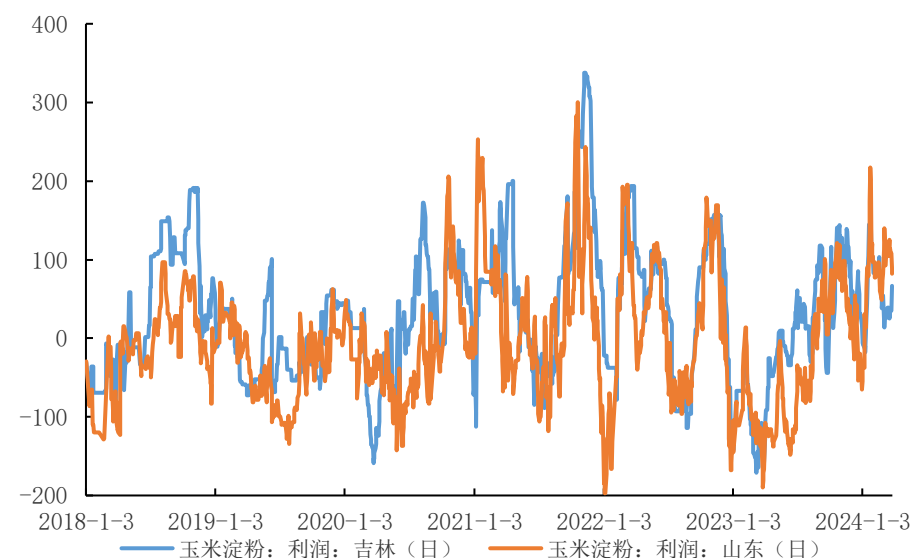
主要深加工企业玉米库存（万吨）



主要深加工企业淀粉库存（万吨）



玉米淀粉加工利润（元/吨）

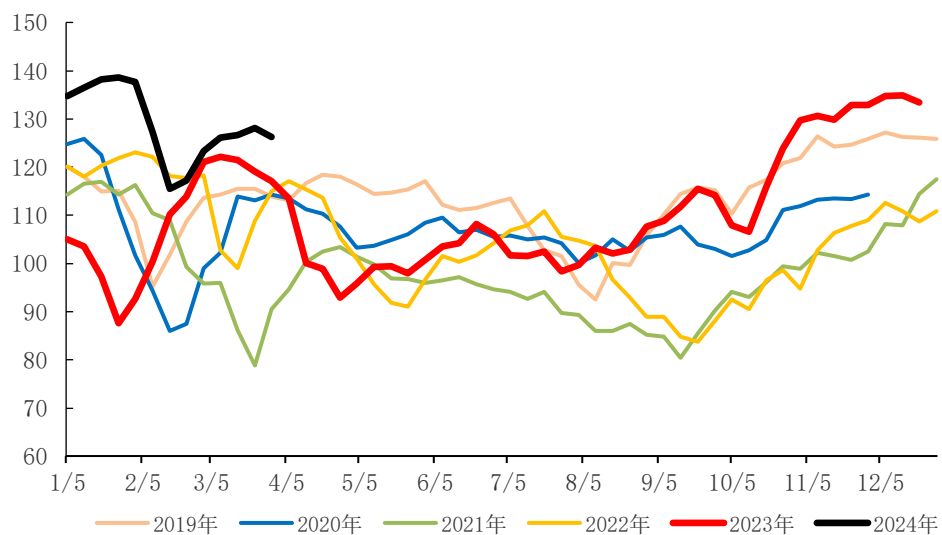




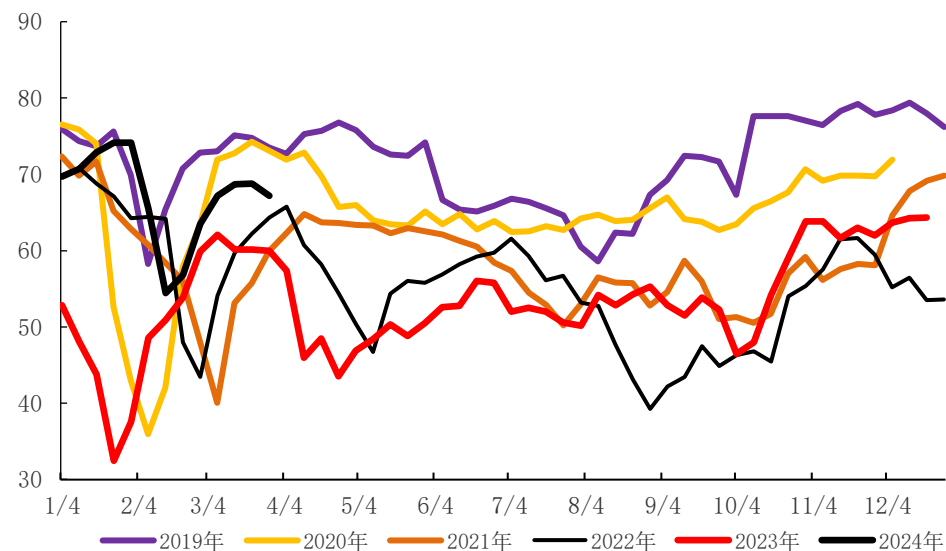
# 需求：来自深加工的驱动

- 截至2024年3月29日，主要深加工企业玉米消费量126.28万吨，周度环比-1.79万吨；主要企业玉米开机率67.2%，周度环比-1.58%。

主要深加工企业玉米消费量（万吨）



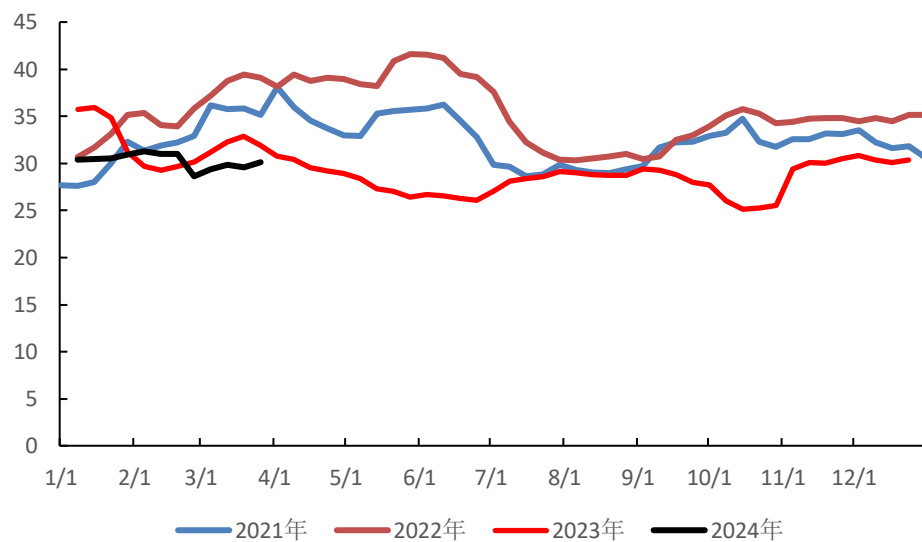
主要玉米淀粉企业开工率（%）



# 需求：来自饲料的驱动

- 截至2024年3月22日，主要饲料企业库存可用天数为30.11天；周度环比+0.55天，当前库存天数为过去4年最低。

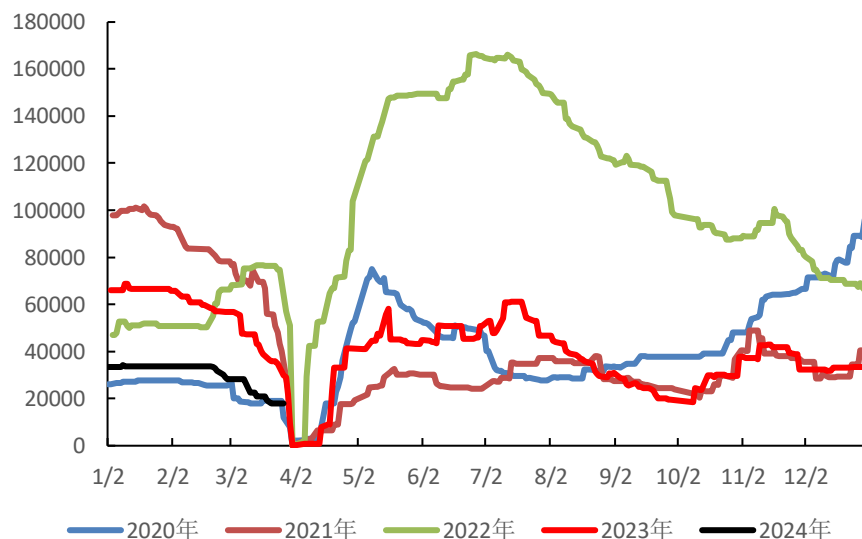
饲料企业：库存可用天数季节性



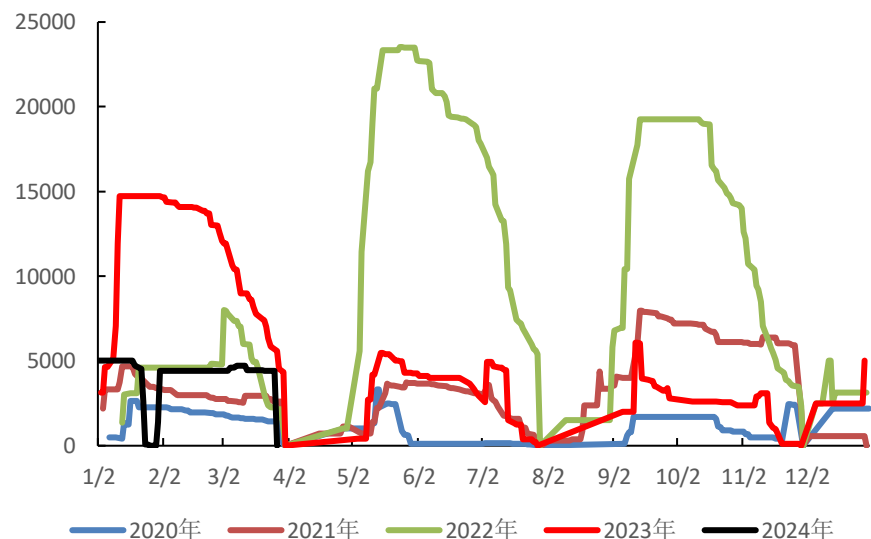
# 仓单和价差的变化

- 临近仓单注销，当前玉米仓单为近几年的相对低位。

玉米仓单季节性（张）



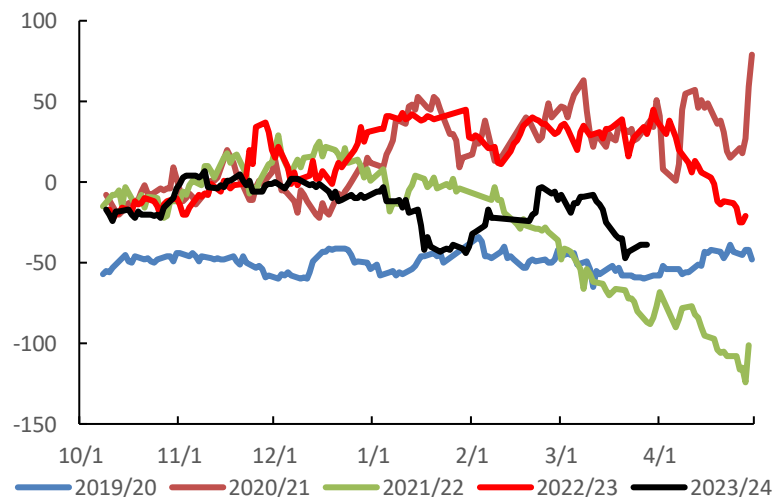
玉米淀粉仓单季节性（张）



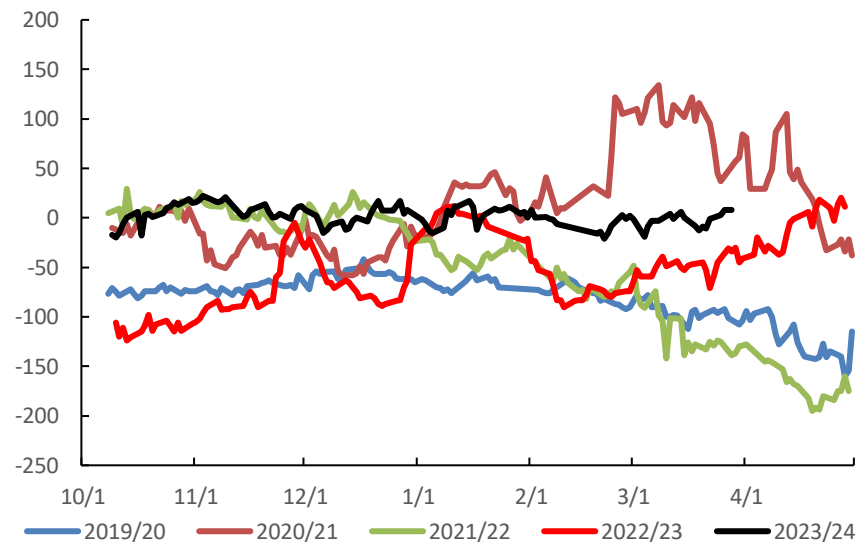
# 仓单和价差的变化

- 随着玉米现货价格补跌、玉米淀粉相对抗跌，玉米整体价差结构呈现远月升水态势。

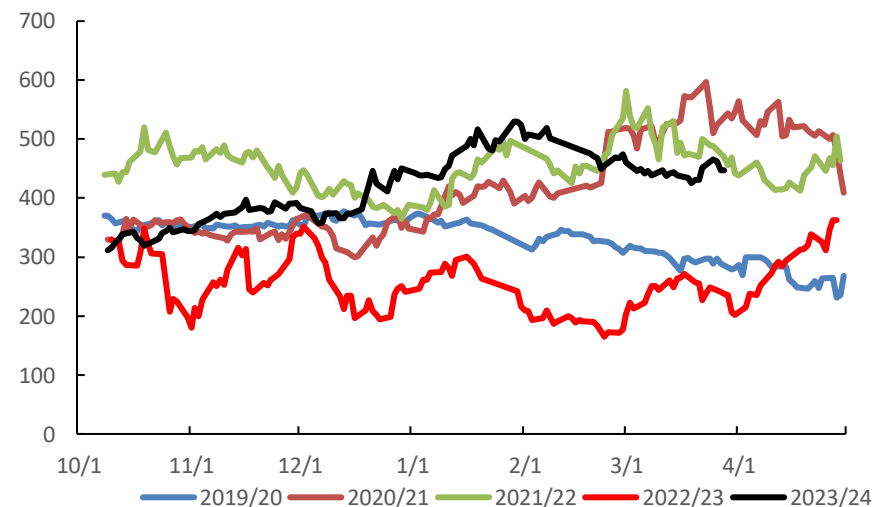
C05-C09季节性（元/吨）



CS05-CS09季节性（元/吨）

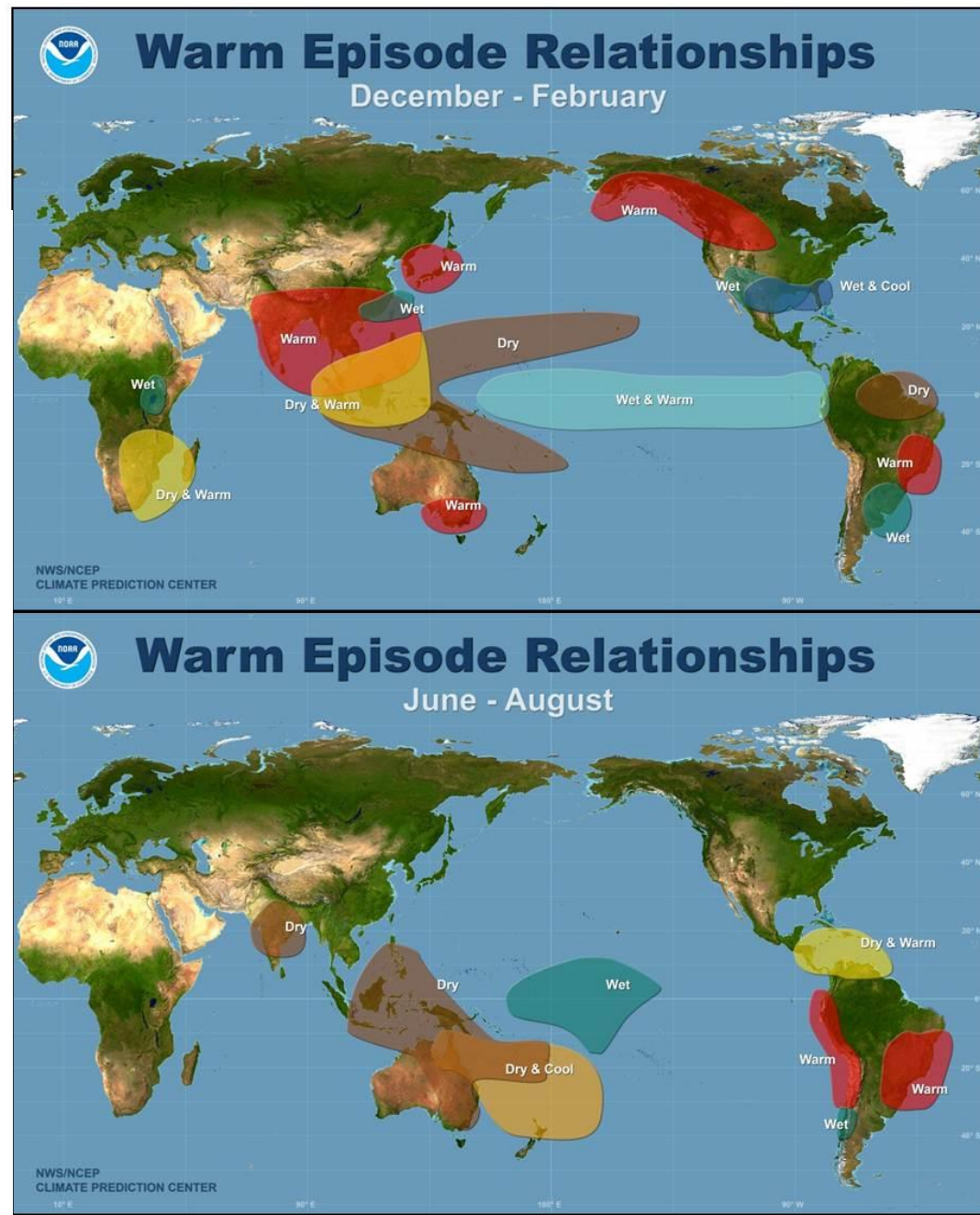
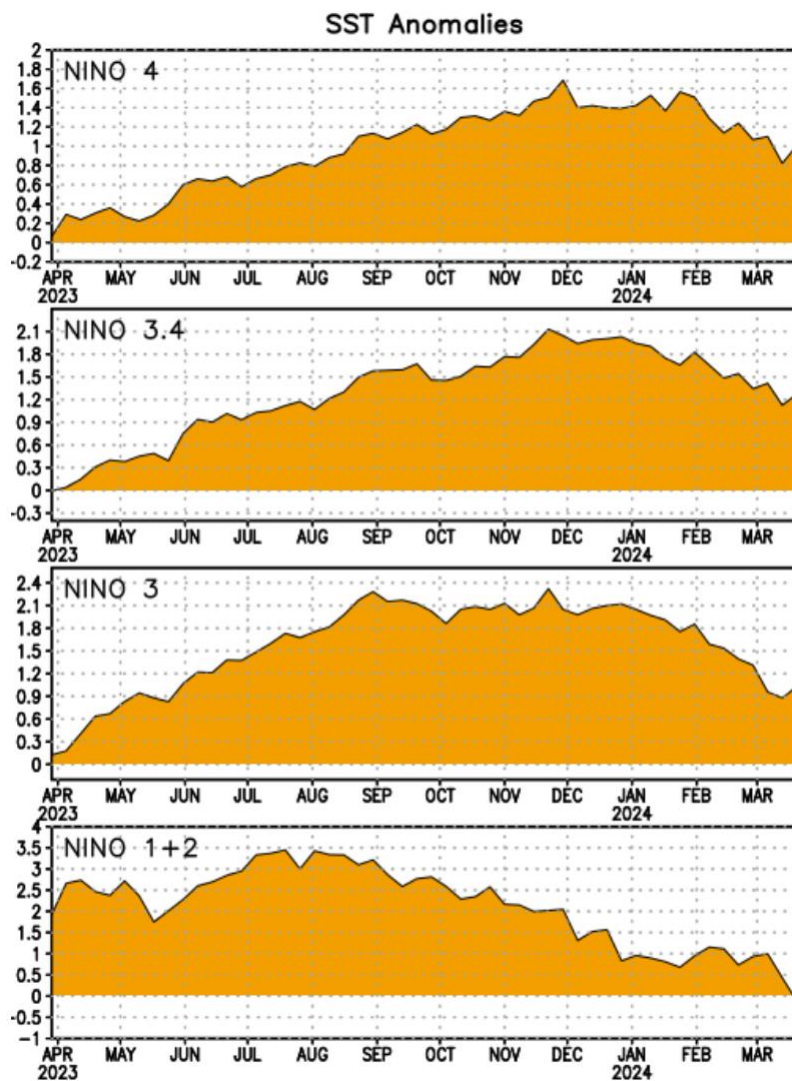


CS05-C05季节性（元/吨）



# 关注2024的厄尔尼诺进展

- 关注2024的厄尔尼诺进展。
- 目前看2024年有望从厄尔尼诺向拉尼娜转换。





# 未来生猪行情的主要逻辑

- 从周期看，虽然能繁母猪存栏环比连续小幅下降，生猪价格的拐点仍尚未到来，上半年生猪供应依然偏大。当产能过剩的背景下，养殖端的成本往往会构建成价格的顶部，养殖将在较长时间内维持亏损。未来随着养殖亏损持续，养殖逐步去产能，能繁母猪存栏下降后下半年生猪供应有望开始减少，价格则有望回升。
- 谷物方面，短期来看，4月播种季，政策方面容易托市挺价增加种植意愿，且当前汇率波动有利于粮价走强。长期来看，在粮食安全战略背景下，谷物供应将持续增加，并对价格形成压制。

## 风险点提示：

- 2季度市场交易天气因素。
- 关注非瘟的影响。

# 二季度生猪期货操作建议

## 套利操作

- ❖ LH05-LH09月差反套
- ❖ -1000附近可做扩大

## 单边操作

- ❖ 2024年2季度LH合约继续区间操作，参考区间14000-18000，下半年则逢低买入，参考区间15000-24000
- ❖ 玉米合约短期买入，参考区间2300-2500，下半年卖出，参考区间2000-2500

## 套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

## 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

## 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

## 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。