

期货交易咨询业务资格：  
证监许可[2012]112

生猪品种  
定制报告

2023 年 07 月 06 日

## 分析师

朱殿霄

农产品分析师

期货从业资格： F3079229

投资咨询资格： Z0018269

联系电话： 13051524133

客服电话： 400-618-6767

## 中泰期货研究所



## 中泰期货服务号



## 策略概述

- 2023 年商品猪理论供应量同比偏高，且考虑到对应区间能繁母猪存栏量逐月提高、母猪种群效率逐月改善的前提，预计今年下半年的理论出栏量高于上半年。
- 在社会平均购买力下滑的背景下，猪肉消费量将更富有弹性，淡季猪肉消费明显下滑，而旺季猪肉消费仍将具有刚性。考虑到冬至、春节前后的猪肉刚性需求，我们认为毛猪价格仍可能在下半年走出季节性的回升趋势。
- 行业现金流承压，但产能去化速度较缓慢，养殖端短期不会出现因现金流短缺而导致的大规模抛售现象。
- 产业规模化的提升显著降低了三季度供应断档发生的风险，且从一些先行指标看（二季度并未表现出仔猪、标猪短缺的现象），今年断档产生的迹象并不明显。我们认为今年发生严重供应断档的概率越来越低，市场不宜对三季度供应缩量抱有过高期待，同时也要警惕三季度断档预期破灭后的抛售风险。
- 从基本面的角度看，今年四季度的现货价格尚可期待。但是我们要清晰的认识：今年生猪市场“供应宽松”的大格局仍将持续，供应端微弱的边际调整及需求端的季节性波动并不能彻底扭转大局，我们虽然对四季度毛猪价格抱有期待，但不宜过高。全年供应宽松的大格局没有变，现货价格的重心难以大幅上移。
- **风险提示：供应断档风险 官方收储政策**

# 下半年生猪供应整体仍然宽松

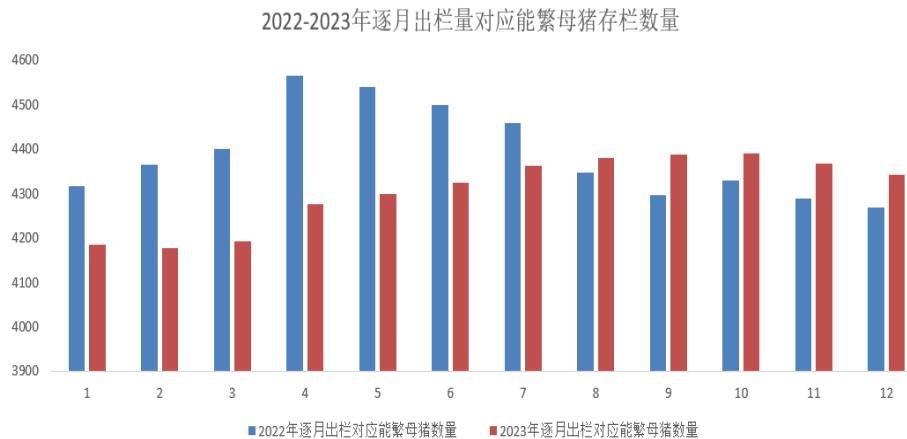
## 1、下半年生猪现货市场的“大格局”

### 1.1、供应绝对量同比偏高，且下半年高于上半年

2023 年出栏的商品猪对应的能繁母猪存栏周期为 2022 年 2 月至 2023 年 2 月份，该阶段的能繁母猪存栏情况具有三个显著特点：第一，能繁母猪存栏量居于高位。2022 年 2 月至 2023 年 2 月份期间能繁母猪存栏量均值为 4306 万头，该数值超出农业部设定的能繁母猪存栏量绿色区间上限。因此，单纯从能繁母猪存栏绝对数量看，2023 年供应整体宽松；第二，能繁母猪存栏数量逐月递增。趋势上看，2022 年 2 月至 2022 年 12 月区间能繁母猪存栏量逐月递增，虽然 2023 年 1 月、2 月母猪存栏量有所下滑，但幅度相当有限。这意味着 2023 年下半年的商品猪理论出栏量会高于上半年，这一点与去年的出栏节奏完全相反；第三，母猪种群生产效率显著改善。从窝均健仔猪、配种分娩率等指标看，2022 年 2 月至 2023 年 2 月区间的母猪种群生产效率同比有显著提升，且同样呈现逐月改善的趋势，市场已经普遍认识到母猪种群效率改善对商品猪供应增量的影响。

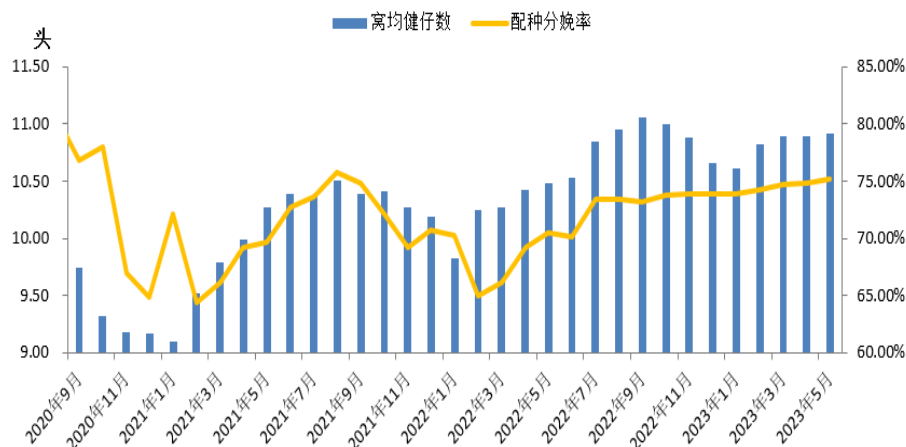
综合上述三方面因素，我们认为 2023 年商品猪理论供应量同比偏高，且考虑到对应区间能繁母猪存栏量逐月提高、母猪种群效率逐月改善的前提，预计今年下半年的理论出栏量高于上半年。值得注意的是，目前市场普遍认识到了全年供应宽松的现实，整个市场还没有形成普遍压栏的预期（截止目前），因此今年因为供应后置而导致的潜在供应压力可能会弱于去年同期（该点仍需动态观察）。

**图表 1 能繁母猪存栏数量趋势**



来源：农业部，中泰期货整理

**图表 2 生产指标变化趋势**



来源：涌益咨询，中泰期货整理

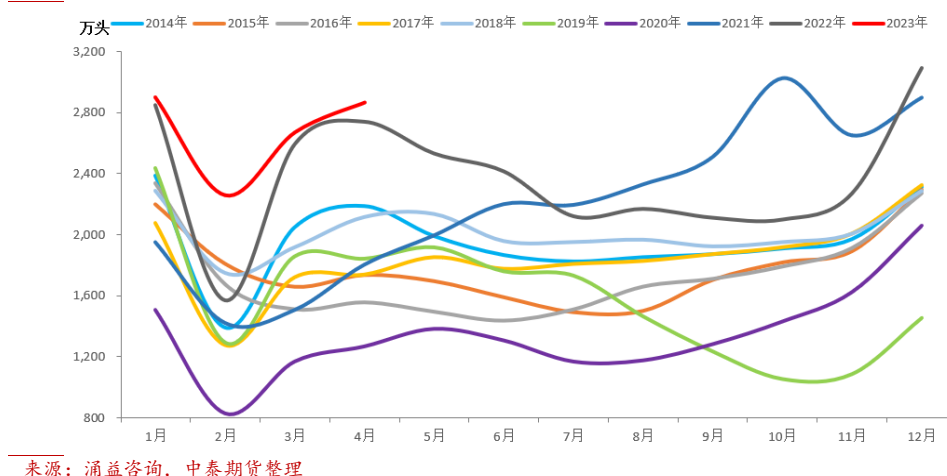
## 1.2、猪肉消费同比修复，下半年猪肉消费有刚性

对于未来猪肉消费的判断，我们认为主要把握两方面：第一，同比正常年份，今年的猪肉消费有修复，但尚未完全恢复。一方面，疫情对社会活动的冲击几近消失，社会和商业活动回归正常，作为猪肉需求重要渠道的餐饮消费快速复苏（餐饮需求约占猪肉消费量的 30%左右），同比疫情期间猪肉需求的边际增量十分显著，这是 2023 年猪肉消费同比修复的核心因素。另一方面，由于新冠疫情持续时间较长，社会和家庭消费资产负债表的恢复需要过程，整个社会的购买力不足，很大程度上拉低了猪肉消费的上限,我们预计消费疲软的态势仍将持续。第二，猪肉消费具有季节性，需求弹性较为明显。一般情况下，上半年是猪肉消费的淡季，下半年是猪

肉消费的旺季，从屠宰量对比看，消费旺季（8月-次年1月）的生猪屠宰量比消费淡季（2-7月份）要高10%以上，这是支撑下半年毛猪价格季节性上涨的重要基础。另外，我们认为在社会平均购买力下滑的背景下，猪肉消费将更具有弹性，淡季猪肉消费下滑更加明显，而旺季（特别是节假日）猪肉消费仍然具有刚性（比如冬至、春节期间猪肉消费的刚性特性明显），阶段性的需求爆发仍可能显著拉涨现货价格。

因此，我们认为未来生猪市场有望从上半年“供强需弱”的格局向“供需两旺”格局转变，毛猪价格仍可能在下半年走出季节性的回升趋势。

**图表3 2014-2023年规模以上生猪定点屠宰量变化**



### 1.3、行业现金流承压，但产能去化速度较缓慢

自今年二月份开始，全市场养殖端亏损跨度已经接近5个月，且部分规模企业因成本过高而陷入深度亏损，整个养殖行业即将陷入“不可持续”的困局：或者低价不可持续，或者养殖企业不可持续（倒闭）。

我们认为短期没有那么悲观，养殖企业暂时还挺得住：第一，具备继续坚持的现金流基础。经过了前两年的快速扩张，规模企业密集的、大规模的资本性支出阶段已经结束，企业目前现金管理的重点是保证经营性现金流安全。我们可以看到，虽然目前规模场养殖成绩普遍较差，但融资渠道通畅，且批次出栏的毛猪本身可缓解现金流饥渴，规模企业现金流尚可维持。而对于中小规模企业，因为本身生产成本偏低，且具备饲料赊销等

融资手段，目前并没有深度亏损，仍有继续维持产能的基础。第二，对未来利润的改善有一定期待。不论是出于对下半年毛猪价格季节性回暖的信心，还是基于对三季度生猪供应会出现“断档”的判断，市场对下半年的价格仍较为乐观，没有人愿意倒在黎明前，咬牙坚持、观望一段时间是养殖主体的理性选择。

市场上关于养殖端在现金流压力下的行为选择分歧较大：一部分人认为产业在有亏损压力且现金流短期无虞的前提下会更倾向于集体挺价，推动毛猪价格重回成本线以上，这是市场多头的核心逻辑之一；另一部分人认为企业现金流压力差异明显，集体挺价联盟很难成立，以猪换钱、见价急卖的情况会越来越多，抛售压力会持续压制现货价格在成本线以下，这是市场空头的重要逻辑。整体上，我们倾向于认可市场空头的观点，完全竞争市场中的挺价联盟并不牢固，高供应基数下，低价本身更具持续性，行业产能去化是必然的归宿，而稍长周期的产能去化，一般会伴随着短期的供应增加，所以寄希望于产业挺价去改善价格困境并不是治本的办法。

## 2、下半年生猪现货市场的“小节奏”

### 2.1、严重供应断档发生的概率越来越低

从历史上“供应断档”发生的驱动看，近年产业结构的变动极大降低了断档发生的风险。按照正常年份的猪价走势，现货市场的价格高点多出现在三季度，这其中有需求边际显著向好的影响，更重要的是供应端所谓“季节性断档”的驱动。历史上断档发生的核心原因在于行业固定资产投资不足（圈舍简陋）和普遍存在的管理问题（散户管理水平偏低），但随着近几年规模企业出栏量占比快速增加，行业的基础设施显著改善，圈舍管理水平也有质的提升，夏季高温对配种的影响和冬季低温对仔猪的负面影响程度已经显著降低。

从一些先行指标看，断档产生的迹象并不明显。从理论出栏数量和生猪出栏体重两方面看，六七月份生猪出栏量存在环比下滑的迹象，但幅度非常有限：第一，从新生仔猪数据看，今年一月份新生仔猪数据环比下滑2%，但二月份又环比增加了1.7%，对应未来六七月份的理论出栏量下滑并不显著。第二，虽然近期生猪出栏体重持续下滑，但整体仍然处于相对较高的水平，且市场仍有一定的压栏意愿，偏高的出栏体重有望弥补出栏数量的小幅下滑。

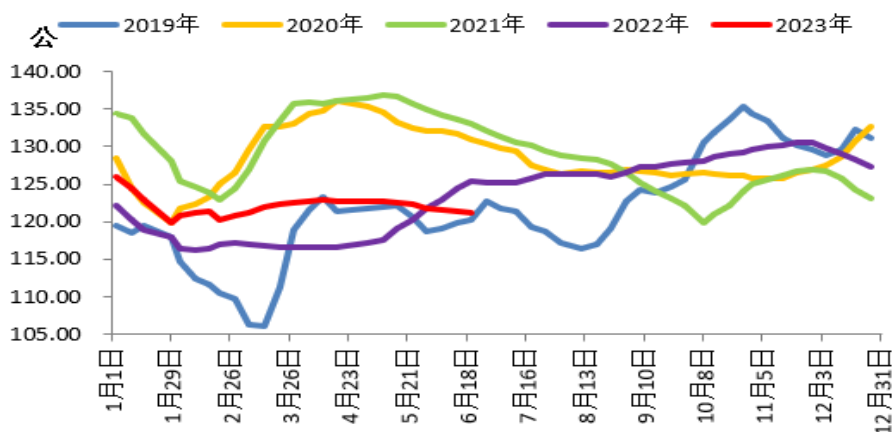
从毛猪价格波动的实际走势看，“非瘟”和“蓝耳”并未对现货价格形成显著扰动。北方非瘟的影响主要集中在22年4季度和23年1季度，考虑到非瘟对生猪的影响具有普遍性，理论上小中猪存栏也将受到一定影响，对毛猪价格的影响将最早在二季度开始显现，但现实情况是市场毛猪价格维持了快速下滑的走势，并未表现出供应缩量的迹象。另外，理论上冬季疫情对仔猪（当时的仔猪）的影响也将体现在4、5月份的毛猪供应上，但目前也看不到供应显著缩量迹象。

因此，从上述几个方面讲，我们认为今年发生严重供应断档的概率越来越低，市场不宜对三季度供应缩量抱有过高期待，同时也要警惕三季度断档预期破灭后的抛售风险。

## 2.2、四季度理论生猪出栏量或将环比下滑

从基本面的角度看，今年四季度的现货价格尚可期待。第一，从能繁母猪存栏趋势看，国内能繁母猪存栏数量自2022年12月份开始下滑，对应2023年内商品猪出栏出栏高峰为10月份，其后的11月、12月及次年1月的理论商品猪出栏量呈递减趋势，但值得注意的是逐月减幅并不大。第二，对比2022年三、四季度，目前市场的压栏情绪不高，二次育肥进场积极性不高，生猪出栏体重持续下滑，且市场对下半年毛猪价格走势的预期较为分化（作为对比，去年市场同期已经出现了普遍的压栏和二育现象），我们预计后续因市场普遍压栏而导致四季度供应压力陡增的概率不高，这有利于减轻四季度的供应压力。第三，如前所述，春节前后的猪肉消费具有刚性特征，旺盛的猪肉消费将对毛猪现货价格形成一定支撑。

**图表4 2019年至今生猪出栏体重走势图**



来源：涌益咨询，中泰期货整理

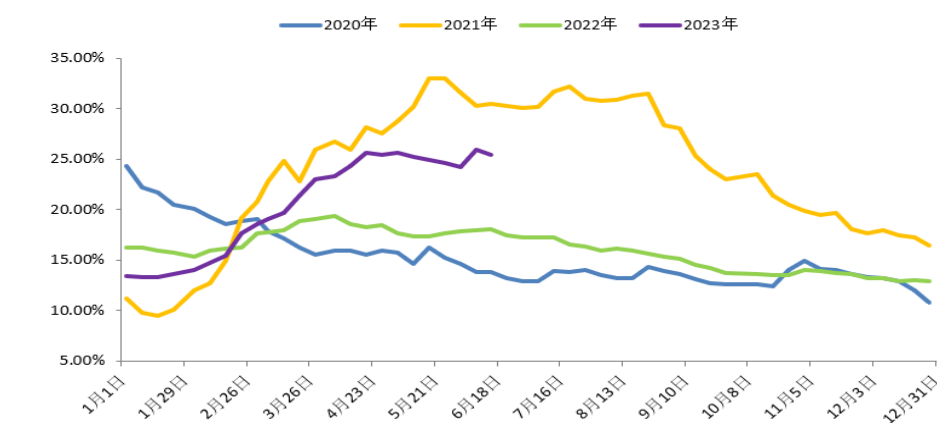


因此，无论从供应角度，还是需求角度，我们可以看到利多四季度毛猪价格的诸多因素，LH2401 合约有一定的多配价值。但是我们要清晰的认识到：今年生猪市场“供应宽松”的大格局仍将持续，供应端微弱的边际调整及需求端的季节性波动并不能彻底扭转大局，我们虽然对四季度毛猪价格抱有期待，但不宜过高。

### 2.3、关注猪肉冻品出库对价格高点的抑制

冻品是影响今年生猪市场波动的一个重要变量。今年上半年冻品商入库的积极性普遍偏高，主要原因有三方面：第一，春节期间的旺盛需求导致冻品库存快速降低（物理前提）；第二，对“后疫情”时代猪肉消费快速恢复的乐观预期（预期基础）；第三，2022 年冻品市场的大幅盈利吸引资金大量涌入（资金基础）。上半年入库积极性较高引致的结果有两个：第一，入库行为对上半年价格形成一定支撑，特别是推动形成了 2-3 月份现货价格的上涨；第二，导致市场冻品库存偏高，对下半年市场形成压力。除较为特殊的年份（19、21 年）外，目前冻品库容率仍处于偏高的水平，这部分冻品大部分将在下半年流入市场，核心的抛售节点将在在中秋、春节前后，而这两个节点是被现货市场寄予厚望的价格相对高点，冻品的集中出库大概率将对当时的现货高点形成压力，这一点值得市场关注。

**图表 5 2020-2023 年冻品库存率 (多样本)**



来源：涌益咨询，中泰期货整理

## 3、核心结论

- 2023 年商品猪理论供应量同比偏高，且考虑到对应区间能繁母猪存栏量逐月提高、母猪种群效率逐月

改善的前提，预计今年下半年的理论出栏量高于上半年。

- 在社会平均购买力下滑的背景下，猪肉消费量将更富有弹性，淡季猪肉消费明显下滑，而旺季猪肉消费仍将具有刚性。考虑到冬至、春节前后的猪肉刚性需求，我们认为毛猪价格仍可能在下半年走出季节性的回升趋势。
- 行业现金流承压，但产能去化速度较缓慢，养殖端短期不会出现因现金流短缺而导致的大规模抛售现象。
- 产业规模化的提升显著降低了三季度供应断档发生的风险，且从一些先行指标看（二季度并未表现出仔猪、标猪短缺的现象），今年断档产生的迹象并不明显。我们认为今年发生严重供应断档的概率越来越低，市场不宜对三季度供应缩量抱有过高期待，同时也要警惕三季度断档预期破灭后的抛售风险。
- 从基本面的角度看，今年四季度的现货价格尚可期待。但是我们要清晰的认识到：今年生猪市场“供应宽松”的大格局仍将持续，供应端微弱的边际调整及需求端的季节性波动并不能彻底扭转大局，我们虽然对四季度毛猪价格抱有期待，但不宜过高。全年供应宽松的大格局没有变，现货价格的重心难以大幅上移。

#### 4、策略建议

单边：关注 LH2309, LH2311 合约逢高做空机会

套利：可考虑 LH2309、LH2401 反套策略

套保：关注 LH2311 合约 16500 以上的套保机会



## 免责声明

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中