

【生猪热点】上九天揽月，动力何在？

主要内容：

第一部分：行情分析

第二部分：供需分析

第三部分：其余影响因素分析

第四部分：总结

国联期货研究所 农产品事业部

于子宸 从业资格证号：F03097508

投资咨询证号：Z0020666

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773 号

一、行情分析：养殖端压栏惜售情绪较强，现价快速反弹上行

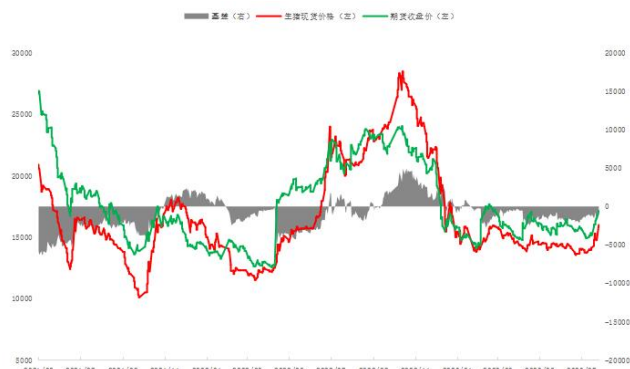
自7月中下旬开始，生猪市场情绪发生改变，现货价格触底反弹，期价大幅拉升。2022年12月中下旬养殖端进入亏损区间，至今持续亏损近7月有余。历史上生猪养殖最长连续亏损期为2014年（持续亏损7个月），目前的亏损时长即将超过历史上最长亏损期，养殖端悲观情绪压抑已久，盼涨情绪非常强烈。本次上涨起因在于标肥价差于夏季转负并进一步走阔（肥猪价格大于标猪价格），市场大猪猪源紧缺，同时也给予养殖端压栏空间，肥猪带着标猪价格上行，市场压栏惜售情绪强烈，二次育肥借机入场，促使价格进一步反弹。价格的上行形成了“涨价→压栏惜售→二育入场→价格进一步上行”的循环。上周在现价开启上行节奏后，部分养殖主体担忧涨价持续性，周四周五现价小幅调整，我们认为在旺季需求即将来临的背景之下，养殖端的看涨情绪以及二次育肥进场并未结束，预计现货价格的上行仍将持续，维持看多思路。周末现价涨势进一步得到确认，全国生猪均价站至16元/公斤以上。今日生猪期价强势上行，2309合约收盘价为17140，涨幅为4.35%，2311合约收盘价为17810，涨幅为2.98%。

图1 生猪出栏均价（元/公斤）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图2 生猪基差



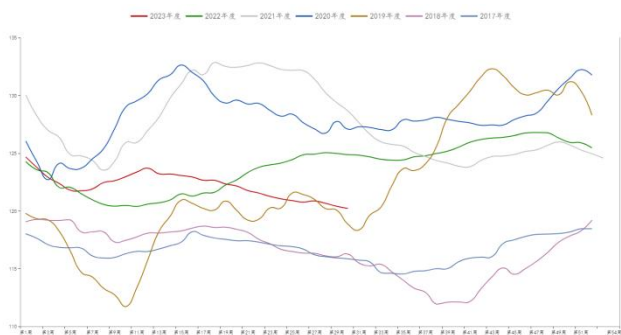
数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

二、短期：涨价→压栏惜售→二育入场→价格进一步上行

标肥价差转负并进一步走阔，市场大猪猪源紧缺。本次涨价起始于7月21日，起因在于市场上大猪存栏减少，造成阶段性市场供给错配。在之前的汇报中我们常提到，今年的标肥价差转负的时间非常提前，在肥猪需求的淡季，大猪价格就已高于标猪价格，说明市场上缺少大猪，因此也给到养殖户压栏惜售的空间。截至7.28日标肥价差为-0.38元/公斤，进一步走阔，市场出现大猪带着标猪涨的局面，看涨情绪一触即发，养殖端压栏惜售，二育顺势入场，价格快速反弹，市场形成“涨价→压

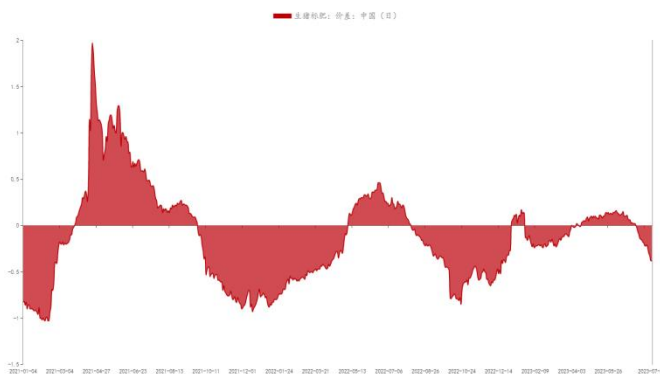
栏惜售→二育入场→价格进一步上行”循环。相比较 2-3 月份的价格反弹（自 14 元/公斤涨至 16 元/公斤），本次价格反弹的基本面相对更为健康。2-3 月份价格反弹的基本面为：年前积压的大猪压力仍存，需求处于年度消费淡季，上涨主要受收储政策引导、部分二育及冻品抄底入场等阶段性利多因素所推动，猪价上行后，二育、冻品的利润空间被压缩后逐步离场，猪价再次回落。而本次反弹的基本面为：市场大猪压力消化殆尽，出现大猪紧缺现象，且需求旺季即将到来，市场看涨及二育情绪更为热烈。因此我们认为在旺季需求即将来临的背景之下，养殖端的看涨情绪以及二次育肥进场未结束，预计现货价格的上行仍将持续，有望超出 2-3 月份反弹高点。

图 3 均重季节性变化趋势



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

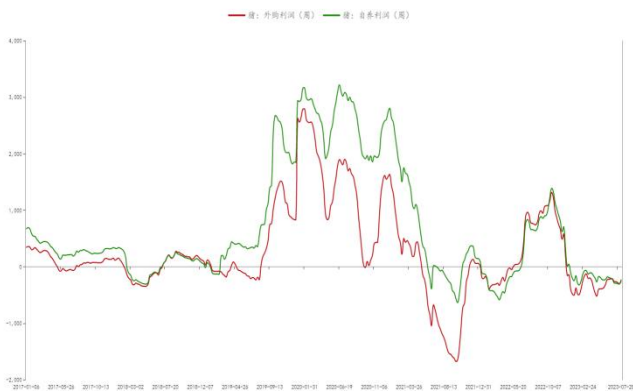
图 4 标肥价差变动趋势



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

养殖端持续亏损近 7 月有余，盼涨情绪热烈。截至 7 月 28 日当周自繁自养周均亏损 224.10 元/头，较上周亏损减少 97.24 元/头。外购仔猪本周亏损 255.05 元/头，较上周亏损减少 44.48 元/头。自 2022 年 12 月中下旬养殖端进入亏损区间，至今持续亏损近 7 月有余。历史上生猪养殖最长连续亏损期为 2014 年（持续亏损 7 个月），目前的亏损时长即将超过历史上最长的亏损期，整个养殖端的悲观情绪压抑已久，盼涨情绪非常强烈。观察今年养殖端表现，养殖户心理防线约为 14 元/公斤，下破时抗价惜售情绪较强，若价格无法维持则会出现恐慌出栏现象，导致价格进一步下跌；阶段性认卖情绪心理防线约为 15-16 元/公斤，此时接近养殖户养殖成本，部分养殖户存在恐高现象，价格一旦接近养殖成本则落袋为安；若价格进一步突破，则会加强养殖端惜售等待高价的心理，促使价格进一步上行。

图 5 生猪养殖利润（元/头）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 6 出栏生猪总成本（元/头）

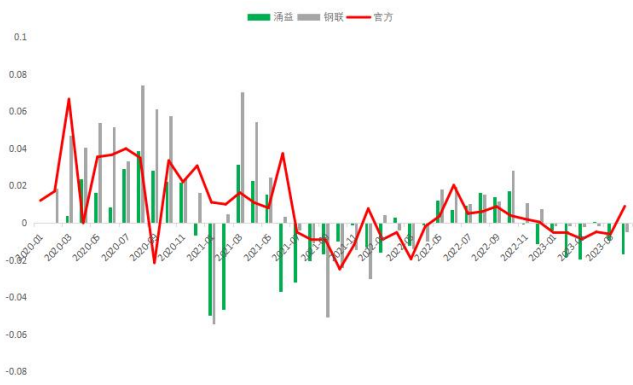


数据来源：博亚和讯、国联期货农产品事业部

三、中长期：产能去化缓慢，反弹难言反转

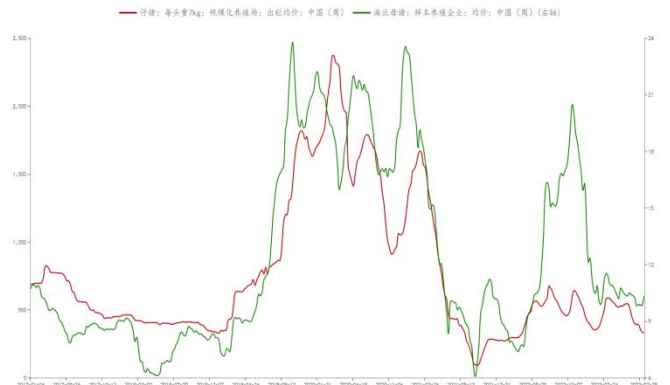
在持续亏损的局面之下，养殖端产能去化速率仍偏缓。根据官方统计数据，2023年6月能繁母猪存栏量为4296万头，环比增加0.89%，1-6月累计去化幅度为2.15%（前期增幅为5.01%）。在持续亏损的局面之下，养殖端产能去化速率仍偏缓，甚至在6月份出现了环比增加的现象。自数据以及市场信息中可以见得，截至目前行业仍未出现大规模的淘汰。一是亏损持续时间虽长，但亏损幅度相对有限；二是今年上半年仔猪售价较高，仔猪售卖仍存利润（据卓创数据统计，今年1-6月仔猪外销利润呈现增加趋势，平均利润为88.29元/头），推缓母猪淘汰进程。当前猪价反弹至16元/公斤，临近养殖端生产成本，预计将进一步延缓产能去化速率，周期反转仍需等待产能大幅去化。

图 7 各机构能繁母猪环比变化趋势（%）



数据来源：钢联、涌益、国联期货农产品事业部

图 8 仔猪与淘汰母猪价格变动（元/头）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

产能基数大且生产效率高，现价上方空间勿过于乐观。按照产能-供给对应关系，2023 年度供给量趋势基本取决于【2022 年 3 月-2023 年 2 月】的能繁母猪情况。自总量及趋势来看，此区间的能繁母猪存栏全程高于能繁母猪正常保有量 4100 万头，2022 年 3-4 月仍处于产能去化阶段，4 月猪价开启上涨，5-12 月份养殖端开启新一轮的产能补栏周期，伴随着四季度末猪价大幅下跌，养殖进入亏损区间，2023 年 1-2 月份再次出现能繁母猪淘汰现象。除此之外，产能增减过程之中，母猪种群结构也在发生改变，生产效率明显提升，根据涌益数据，截至 2023 年 6 月，二元母猪占比提升至 93%。因此本年度后续出栏所对应的产能基数及生产效率均较高，供给压力始终存在。原本按照产能规律来看，2023 年度 3-10 月供给压力环比持续增加，随后出栏压力环比减轻。但目前的情绪推涨干扰供给出栏节奏变动，容易使得供给压力后置，从而会限制现价上行的空间，给本年度后期行情带来压力，后续依旧要关注养殖端出栏节奏的变动以及二育的入场出场情况。

图 9 能繁母猪变化情况

图 10 能繁母猪生产结构



数据来源：国家统计局、国联期货农产品事业部

数据来源：涌益、国联期货农产品事业部

四、政策：猪粮比价 5：1 政策底部多次得到确认

本年度生猪价格多次在猪粮比价下破 5：1 之后触底回升，政策底部得到确认。按照《预案》规定，猪粮比价处于不同区间将触发相应的调控措施。2023 年上半年国家发改委分别于 1.9 日、1.30 日、2.6 日宣布猪价进入过度下跌三级、过度下跌二级、过度下跌一级预警。国家发改委于 2 月 17 日表示将会同有关方面开展年内第一批中央冻猪肉储备收储工作。随后猪价触底反弹，3 月 6 日发改委发布猪价由过度下跌一级预警区间回升至过度下跌二级预警区间。然弱势的基本面仍限制价格上行，猪价在漫长的磨底过程中前进，5 月 5 日国家发改委表示将会同有关部门研究适时启动年内第二批中央冻猪肉储备收储工作。第二批收储工作的开展，实际是在 7 月 3 日猪价进入过度下跌一级预警

之后进行。收储从量上来看，不足以撼动市场供需，但会提振市场信心，传导至短期市场供给，从而提振市场价格，猪粮比价 5:1 的临界值也是重要的政策底部支撑，后续继续关注政策层面相关措施。

图 11 2023 年生猪相关政策调控信息一览

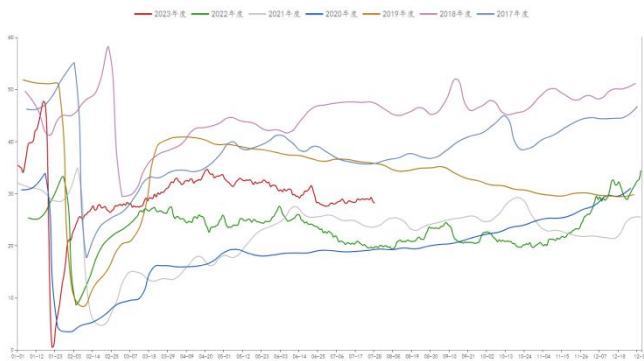
时间	内容
2023-07-12	华储网：2023年第二批中央储备冻猪肉收储竞价交易2万吨，交易时间2023年7月14日。
2023-07-03	生猪价格进入过度下跌一级预警区间，国家将启动年内第二批中央猪肉储备收储工作。
2023-05-05	国家研究启动年内第二批中央冻猪肉储备收储工作。国家发展改革委同有关部门研究适时启动年内第二批中央冻猪肉储备收储工作，推动生猪价格尽快回归合理区间。
2023-04-19	国家发改委新闻发言人孟玮在会上表示，国家发展改革委近期多次组织有关方面对后期生猪市场形势进行分析研判，目前国内生猪产能总体处于合理充裕水平，生猪价格进一步明显下跌的可能性较小。
2023-03-06	猪粮比价回升至二级预警区间。据国家发展改革委监测，2月27日—3月3日当周，全国平均猪粮比价为5.43:1，根据《预案》有关规定，由过度下跌一级预警区间回升至过度下跌二级预警区间。
2023-2-22	华储网：2023年第一批中央储备冻猪肉收储竞价交易2万吨，交易时间2023年2月24日。
2023-02-17	国家开展今年第一批中央冻猪肉储备收储工作。国家发展改革委同有关方面开展年内第一批中央冻猪肉储备收储工作，拟于近日收储2万吨冻猪肉，并指导各地同步开展地方政府猪肉储备收储。
2023-02-06	猪粮比价进入过度下跌一级预警区间，国家将启动猪肉储备收储工作。
2023-01-30	猪粮比价进入过度下跌二级预警区间。据国家发展改革委监测，1月16日~20日当周，全国平均猪粮比价为5.48:1。
2023-01-14	国家发展改革委建议屠宰企业适当增加商业库存。
2023-01-09	猪粮比价进入过度下跌三级预警区间。据国家发展改革委监测，1月3日~6日，全国平均猪粮比价为5.93:1。

数据来源：国家发展改革委、国联期货农产品事业部

五、消费：等待降温后需求逐步过渡至旺季

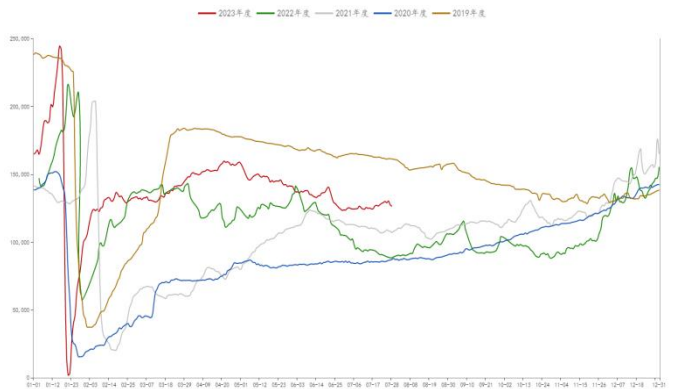
降温后需求逐步改善，四季度受节日及季节性效应推至高峰。根据钢联数据，截至7.28日当周重点屠宰企业开工率28.91%，环比微增0.30%，同比上涨9.15%。生猪及白条价格上涨，带动各地开工率多增少降。目前高温天气有所缓解，消费存在小幅改善的迹象，但并不显著。自季节规律而言，屠宰企业开工率在2月份达到最低值，随后二季度逐步恢复，三季度整体开工率偏低，四季度再次恢复，于12月-次年1月达到年内最高峰；屠宰量呈现类似变动，一季度整体屠宰量位于全年最低位，二季度宰量恢复，三季度再次趋弱，四季度恢复至年内峰值。按照经验规律，6-8月天气炎热，消费受到抑制，直至降温后需求逐步改善，后续中秋、国庆等节日推动猪肉消费，随后腌腊旺季开启至春节前将猪肉消费推向顶峰。养殖户的出栏节奏及二育入场时机同样参照需求的季节性规律而变动，8-9月份也正是二育入场的合理时间，育肥1-2个月后正好进入需求旺季，因此种种因素推动现货价格触底反弹。

图 12 屠宰企业开工率季节性变化 (%)



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

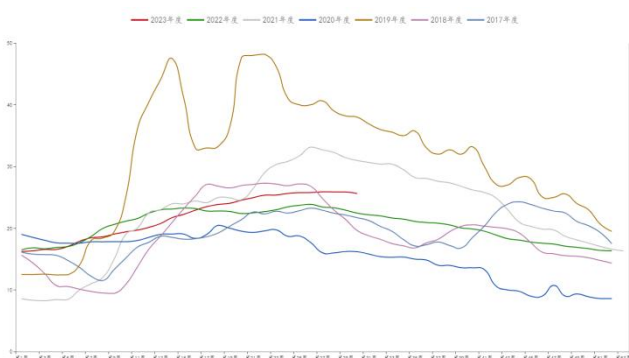
图 13 屠宰量季节性变化 (万头)



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

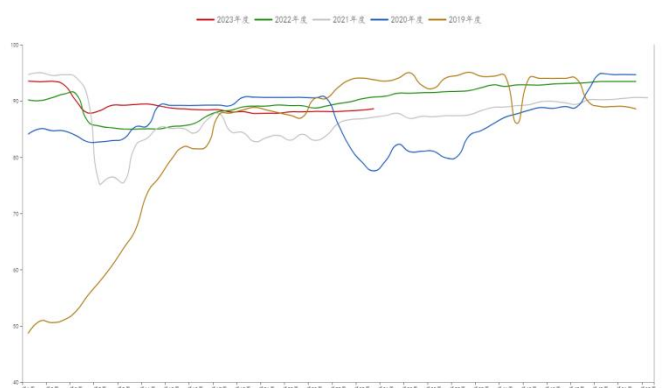
冻品库存偏高，警惕下半年冻品出库压力。从近年来屠宰企业冻品库容的变动来看，基本是上半年入库，下半年出库的节奏，按市场规律而言 8 月份之后冻品会逐步出库。除此之外，屠宰企业也会锚定利润来变动出库节奏，表现为在生猪价格位处低位时，屠企加大分割入库力度，于价格高位时择机出售。截至 7.28 日当周国内重点屠宰企业冻品库容率 25.63%，环比下降 0.25%。今年屠宰企业冻品库存处于较高水平，企业资金压力较大，在猪价上行的过程中要始终注意冻品方面的压力，虽冻品库存占比较少，自总量而言约占全国猪肉产量的 5%左右，但阶段性仍将推动行情（如上半年 2-3 月份价格低位冻品入库也为价格上行的驱动之一），下半年为冻品出库的时间段，若价格回升冻品集中出库也会一定程度上限制价格上行高度，需继续关注屠宰端冻品库容变动情况。

图 14 重点企业冻品库存季节变化 (%)



数据来源：涌益、国联期货农产品事业部

图 16 重点屠宰企业鲜销率 (%)



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

六、总结：

供给方面：短期标肥价差转负并进一步走阔，市场大猪猪源紧缺，养殖端压栏惜售推动价格快速反弹，且需求旺季即将到来，市场看涨及二育情绪更为热烈，形成“涨价→压栏惜售→二育入场→价格进一步上行”循环走势；长期来看，产能基数大且生产效率高，现价上方空间勿过于乐观。原本按照产能规律来看，2023 年度 3-10 月供给压力环比持续增加，随后出栏压力环比减轻。但目前的情绪推涨干扰供给出栏节奏变动，容易使得供给压力后置，从而会限制现价上行的空间，给本年度后期行情带来压力。**需求方面：**目前高温天气有所缓解，消费存在小幅改善的迹象，但并不显著。自季节规律而言，6-8 月天气炎热，消费受到抑制，直至降温后需求逐步改善，后续中秋、国庆等节日推动猪肉消费，随后腌腊旺季开启至春节前将猪肉消费推向顶峰。**冻品库存方面：**今年屠宰企业冻品库存处于较高水平，屠宰企业资金压力较大，下半年为冻品出库的时间段，若价格回升冻品集中出库也会一定程度上限制价格上行高度，在猪价上行的过程中要始终注意冻品方面的压力。

总体而言，我们认为在旺季需求即将来临的背景之下，养殖端的看涨情绪以及二次育肥进场未结束，预计现货价格的上行仍将持续，反弹空间有望超过 2-3 月份反弹高点。但需警惕在产能基数较高的情况之下，上方空间不能过于乐观，同时压栏、二育等行为会使得供给后置，加上冻品库存同样处于高位，本年度后期行情仍有压力。策略上，短期依旧维持偏多思路，中长期关注市场出栏节奏、二次育肥等变动情况，可适当介入多近空远（9-1）正套策略。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

国联期货

国联期货无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

国联期货上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600