

利多信号难扰大势，猪价下探空间仍存

报告要点

本篇为策略跟踪系列第二篇，近期市场出现一些边际利多信号，如1月份出栏计划缩量，12月份饲料销量转降，企业降重暂缓等。但根据分析，我们认为这些边际利多信号依旧难扰供应宽松的大势，暂时没有看到猪价拐头的信号，基于此，1月中下旬可择机逢高空近月合约，或依旧有盈利空间。

摘要：

近期基本面出现利多信号：

- 1) 一月份集团出栏计划量收紧，样本点集团企业在1月份出栏计划量，较上月（12月份）大幅减少8~11%。
- 2) 猪价持续低迷，且今年春节偏后（2月10日），集团降重意愿整体后移。当下出栏压力得到边际缓解，降重带来的加速出栏或在1月下旬重启。
- 3) 育肥饲料销量在2023年10-11月份还处于小幅攀升的状态，进入12月份，育肥料销量快速由正转负，环比均-9%~13%。

从大势来看，利多信号难扰大势，猪价下探空间仍存：

- 1) 虽然母猪存栏小幅下降，但依旧处于产能高位，同时生产效率冲抵部分存栏的降幅，在不考虑疫情受损的情况下，整体猪肉产量预计持续小幅增长，基础供应压力较大依旧是2024年的主旋律。
- 2) 疫情虽造成影响，但12月份出栏完成率不超110%，并没有出现大超预期情况。样本企业全体重段的累计受损幅度相对有限。若将这部分增量分摊至未来出栏批次中，那么，各体重段对应的受损情况更为有限。
- 3) 1月上旬，北方出栏缩量持续兑现，然而，北方的相对高价并没有拉动全国均价的上涨。1月11日，根据涌益咨询，全国出栏均价13.47元/公斤，创2023年以来新低，足以说明受疫情影响导致的供应缩量难有改变大势的能力。
- 4) 全国范围来看，大猪占比也没有着急下滑的迹象，目前依旧维持在7.7%的高位；标肥价差目前依旧维持倒挂，再次说明市场大猪供应的问题还未消化完全。
- 5) 基于饲料原材料下行，行业平均成本预计于2024年一季度末降至15元/公斤左右，累计降幅5.23%。

风险因素：政策、需求超预期、疫情超预期。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F03086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

目录

摘要:	1
一、 前期策略复盘	4
二、 近期基本面出现边际利多	4
(一) 出栏计划量收紧, 当期供应有所收缩	4
(二) 降重节奏暂缓, 出栏压力有所后移	6
(三) 年底饲料降幅扩大	8
三、 猪价有反转的机会吗?	9
(一) 基础供应压力较大是 2024 年上半年的主旋律	10
(二) 疫情影响节奏, 但难扰动大势	11
(三) 冻品压力难消化	13
(四) 需求仍无亮点	14
(五) 成本中枢持续下降	14
四、 策略跟踪	16
免责声明	17

表目录

图表 1: 主力 03 合约下跌流畅 (元/吨)	4
图表 2: 现货偏弱震荡 (元/公斤)	4
图表 3: 2023 年 12 月-2024 年 1 月出栏量情况 (咨询方统计)	5
图表 4: 山东标肥价差回正 (元/斤)	5
图表 5: 南北价差倒挂 (元/斤)	5
图表 6: 2022 年 11 月-2023 年 1 月出栏量情况 (咨询方统计)	6
图表 7: 2023 年春节前 2 个月开启降重进程	6
图表 8: 当前出栏均重处于缓慢增重过程中	7
图表 9: 上市企业均重变化 (kg)	7
图表 10: 调研样本企业均重 (kg)	8
图表 11: 调研样本企业目标体重 (kg)	8
图表 12: 近年春节前育肥料销量变化 (%)	8
图表 13: 近年春节前出栏均重变化 (%)	9
图表 14: 育肥料销量环比趋势	9
图表 15: 能繁母猪存栏 (万头/%)	10
图表 16: 母猪饲料销量 (万吨/%)	10
图表 17: 行业生产效率逐步抬升	11
图表 18: 上市企业生产效率趋势	11
图表 19: 育肥料销量 (万吨/%)	12
图表 20: 仔猪料销量 (万吨/%)	12
图表 21: 全国范围 150kg 以上出栏占比 (%)	13
图表 22: 全国范围标肥价差 (元/斤)	13
图表 23: 冻品库容高位运行 (%)	14

图表 24：鲜销率偏低（%）	14
图表 25：宰量旺季不旺，持续下滑（头）	14
图表 26：饲料原材料价格（元/吨）	15
图表 27：测算自繁自养成本	15

一、前期策略复盘

10月下旬以来，我们在日报、周报，以及点评报告中持续提示市场，供应压力持续递增，压制猪价中枢是今年的长期趋势。而短期来看，在需求预期持续证伪、疫情扰动供应节奏、盘面估值偏高的背景下，我们建议逢高空近月合约的策略持续盈利。自我们12月中上旬提出空头策略以来，LH2403主力合约连续下探，截至目前，累计跌幅达8%。

图表 1：主力 03 合约下跌流畅（元/吨）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 2：现货偏弱震荡（元/公斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

近期市场出现一些边际利多的信号，2024 年开年盘面一度多空博弈焦灼，日内波动较大。后续猪价将如何走？猪价市场就此开启反转？

二、近期基本面出现边际利多

（一）出栏计划量收紧，当期供应有所收缩

一月份出栏量计划量大幅收紧。上周，各咨询方分别公布样本点集团企业在 1 月份的出栏计划量，较上月（12 月份）大幅减少 8~11%。根据卓创数据，1 月份计划出栏-10%；根据钢联数据，1 月份计划出栏-9.4%；根据涌益数据，1 月份计划出栏-8.3%。数据公布，盘面波动较大，1 月 2 日主力合约 LH2403 涨幅达 0.84%，收盘于 13830 元/吨，随后 1 月 4 日最高点一度达 13945 元/吨，接近 14000 元大关。

一月份出栏计划出现较大降幅的主因为前期疫情影响的持续兑现。根据调研反馈，10 月下旬起，北方疫情再起，山东、河北、河南、东北等地均出现较严重的疫情，导致大量散户被迫去化，以及部分中招的企业超卖小体重猪。小猪的提前出栏导致 1 月份出栏缩量，短期内出栏压力减缓。

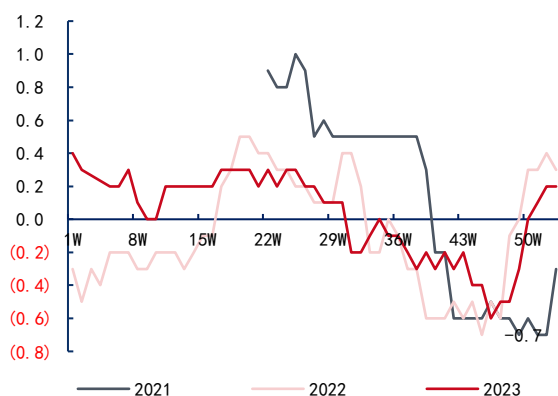
图表 3： 2023 年 12 月-2024 年 1 月出栏量情况（咨询方统计）

	12 月实际 出栏量	12 月计划 完成率	1 月计划出 栏量	1 月计划量 /12 月实际 量	12 月日均 出栏量	1 月日均计 划出栏量	1 月计划量 /12 月实际 量
卓创咨询	16193372	107%	14413046	-11%	539779	480435	-11%
钢联数据	12427800	107%	11257100	-9%	414260	375237	-9%
涌益咨询	20650000	109%	18940000	-8%	688333	631333	-8%

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

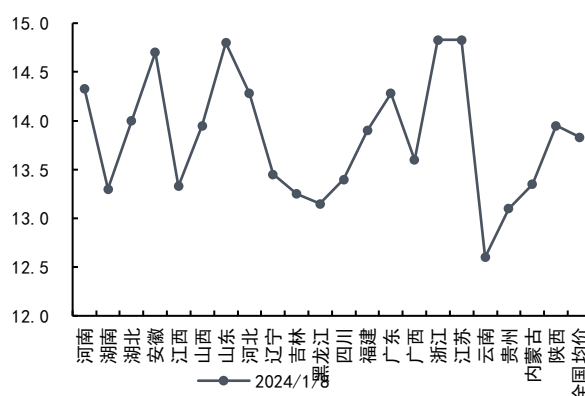
价格指标可从旁验证。第一，从标肥价差来看，以山东为首的北方一些区域，2023 年 12 月中旬以来，其标肥价差已经出现回正的情况，表明北方因前期超售小体重猪，从而导致了目前缺标猪的供给结构性矛盾。新年第一周，根据涌益咨询，175kg 肥猪与标猪之间价差为 0.20 元/斤；200kg 肥猪与标猪之间价差为 0.20 元/斤。第二，从南北价差来看，同样由于北方缺标猪的结构性矛盾，导致北方价格高于南方价格。

图表 4： 山东标肥价差回正（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 5： 南北价差倒挂（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

与去年春节前出栏节奏相比，大幅缩量是异于往年的表现。我们回溯了 2023 年春节前夕的出栏实际节奏，发现，在春节前 1 个半月左右时间段中，均呈现加速出栏的趋势。2023 年春节为 1 月 22 日，根据各咨询机构数据，2022 年 12 月份计划出栏量较 11 月份实际出栏量有 5~10% 的增幅，随后，集团企业均超额完成任务，完成率在 100%-105% 区间。2023 年 1 月份，虽然从计划完成总量看，较 2022 年 12 月份出现较大降幅，但由于 2023 年春节较早的原因，1 月份实际出栏天数大幅低于 12 月份。剔除春节放假情况，发现，1 月份日均计划出栏量较 12 月份日均实际出栏量依旧环比+10~15%，保持了加速出栏的趋势。

因此，从日均出栏节奏来看，当前的出栏节奏确实是一个明确的边际利多信号。但我们认为，疫情只是改变了短期的出栏节奏，并不会影响供需过剩的大势。

图表 6： 2022 年 11 月-2023 年 1 月出栏量情况（咨询方统计）

	12 月实际出栏量	12 月计划完成率	1 月计划出栏量	1 月计划量 /12 月实际量	12 月日均出栏量	1 月日均计划出栏量	1 月计划量 /12 月实际量
卓创咨询	12077865	104%	9719600	-20%	402596	441800	10%
钢联数据	10895900	104%	9297500	-15%	363197	422614	16%
涌益咨询	18050000	101%	15280000	-15%	601667	694545	15%

	11 月实际出栏量	11 月计划完成率	12 月计划出栏量	12 月计划量 /1 月实际量	11 月日均出栏量	12 月日均计划出栏量	12 月计划量 /11 月实际量
卓创咨询	11140227	103%	12131000	9%	371341	404367	9%
钢联数据	9871200	104%	10490100	6%	329040	349670	6%
涌益咨询	16879500	102%	17940000	6%	562650	598000	6%

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（二）降重节奏暂缓，出栏压力有所后移

往年来看，降重往往提前 2 个月左右进行。根据各咨询方数据，2023 年春节前，进入 2022 年 12 月份，行业出栏均重开启降重进程，22 年 12 月、23 年 1 月、23 年 2 月分别降重 0.81 公斤、3.97 公斤和 6.03 公斤。

图表 7： 2023 年春节前 2 个月开启降重进程

（公斤）	2023 年 2 月	2023 年 1 月	2022 年 12 月	2022 年 11 月	2022 年 10 月
卓创咨询	123.10	123.49	126.21	127.03	125.38
钢联数据	121.98	123.44	126.08	126.61	126.00
涌益咨询	120.48	124.80	128.92	130.00	128.79
均值	121.85	123.91	127.07	127.88	126.72
环比	-1.7%	-2.5%	-0.6%	0.9%	
累计变化	(6.03)	(3.97)	(0.81)		

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

今年异于往年的点在于，猪价持续低迷，且春节时间偏后，1 月份以来，集团降重意愿整体后移。对于集团厂来讲，猪价低迷期，因为价格再向下跌的空间非常有限，集团厂反而不着急降重，因此，降重过程会被拉长。当前环境来看，猪价持续低迷，叠加 2024 年春节偏晚（2 月 10 日），且目前体重绝

对数不大，因此，今年降重压力相对同期更轻、春节前给降重预留的时间也相对更长，驱动集团厂又延后降重计划。

从各咨询方数据来看，目前出栏均重依旧处于缓慢增重的过程当中，12月较11月份增0.27公斤左右。同样，从上市企业披露数据来看，暂时没有看到明显的降重。正邦公布的均重于2023年11月份达春节前高峰，131.29kg，12月份均重小幅下降，达129.42kg，距离降至标准体重还有近10kg的降重空间；大北农公布的均重于2023年10月份达春节前高峰，119.55kg，11月份小幅下降，12月份有重新出现小幅增量，达118.44kg，没有出现明显下降趋势。

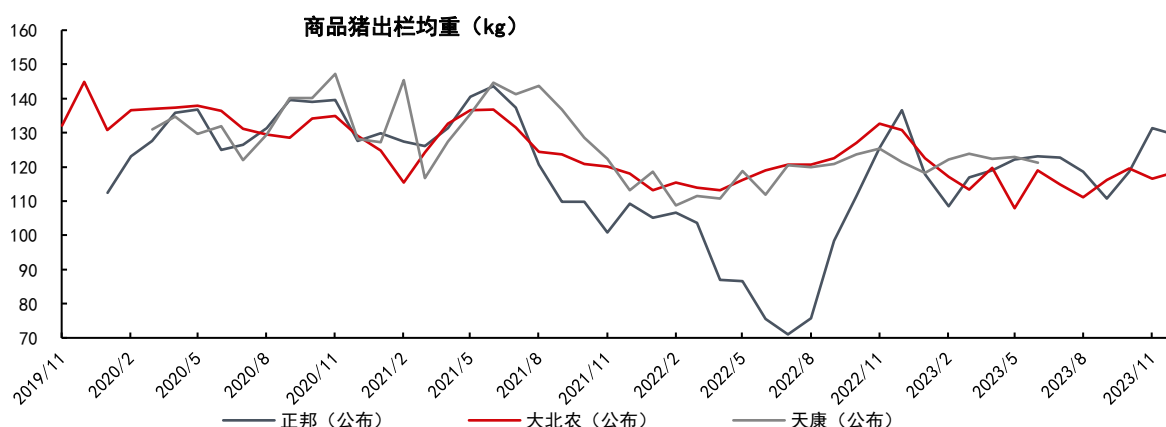
基于此，我们修正前期“1月份出栏节奏将加速”的判断，认为当下的出栏压力得到了边际缓解。降重带来的加速出栏或在1月下旬重启。

图表8：当前出栏均重处于缓慢增重过程中

（公斤）	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月
卓创咨询		124.58	124.50	124.38	123.47
钢联数据		122.98	122.97	122.89	122.27
涌益咨询		123.53	123.08	122.47	122.40
均值			123.52	123.25	122.71
环比			0.2%	0.4%	
累计变化			0.27		

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表9：上市企业均重变化（kg）

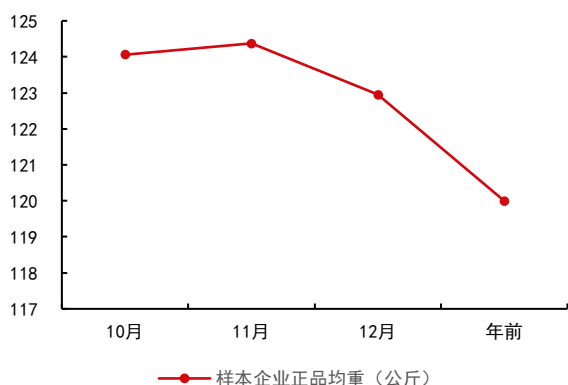


资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

若猪价反弹，节前降重预期仍存，但考虑今年均重整体偏低，往后的降重空间有限。从调研情况来看，12月份集团月均重较11月份下降1.5公斤

左右，至 123kg，依旧处于标准体重以上水平。据了解，部分企业计划年前降重至 115kg-120kg 水平，以平稳度过行情寒冬期。若在春节前集团企业普遍降至 115kg-120kg 区间，至少还有近 3-8kg 的下降空间。目前个别均重偏高的企业还在 130kg 以上，未来至少还有 10kg 以上的降重需求。降重带来的加速出栏或在 1 月下旬重启，届时会一定程度加重出栏压力。但整体空间不及往年，后期对于供应的冲击不会太大。

图表 10： 调研样本企业均重（kg）



数据来源：公开数据整理 中信期货研究所

图表 11： 调研样本企业目标体重（kg）

（公斤）	年前目标出栏体重	预计降幅
集团 A	115-118	5-7
集团 B	117.5	3-5
集团 C	120	4
集团 D	115-120	6-8
集团 E	120	2
集团 F	115	10
集团 G	120	11
集团 H	120	3-5

数据来源：公开数据整理 中信期货研究所

（三） 年底饲料降幅扩大

往年来看，育肥料销量在年底季节性下降，这一过程往往伴随着均重的下降，主要在于年起集中出栏所致。今年来看，在第二节我们提到，目前降重进程缓慢，行业出栏均重依旧处于持续小幅攀升的进程当中。在该环境下，育肥料的环比下滑本应延后，与降重周期的延后相对应。但是，受到前期疫情的影响，北方育肥猪部分区域受损严重，导致河南等地育肥饲料环比大幅下滑，从而拖累了全国的饲料销量下滑。

图表 12： 近年春节前育肥料销量变化（%）

春节时间	育肥料销量环比					
2024 年 2 月 10 日	2023 年 12 月	降 5~10%	2024 年 1 月		2024 年 2 月	
2023 年 1 月 22 日	2022 年 12 月	降 2~4%	2023 年 1 月	降 10%+	2023 年 2 月	降 3~5%
2022 年 2 月 1 日	2021 年 12 月	降 4~7%	2022 年 1 月	增 10~14%	2022 年 2 月	降 20~30%
2021 年 2 月 12 日	2020 年 12 月	增 8~10%	2021 年 1 月	增 10~14%	2021 年 2 月	降 30~40%
2020 年 1 月 25 日	2019 年 12 月	微增	2020 年 1 月	降 7~10%	2020 年 2 月	微增

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 公开数据整理 中信期货研究所

图表 13： 近年春节前出栏均重变化（%）

春节时间	体重降幅					
2024 年 2 月 10 日	2023 年 12 月	0.46	2024 年 1 月		2024 年 2 月	
2023 年 1 月 22 日	2022 年 12 月	(3.79)	2023 年 1 月	(1.55)	2023 年 2 月	(4.63)
2022 年 2 月 1 日	2021 年 12 月	(4.06)	2022 年 1 月	(4.26)	2022 年 2 月	(0.97)
2021 年 2 月 12 日	2020 年 12 月	3.04	2021 年 1 月	(6.33)	2021 年 2 月	(5.10)
2020 年 1 月 25 日	2019 年 12 月	(7.85)	2020 年 1 月	(8.67)	2020 年 2 月	5.19

资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

根据各咨询方饲料数据显示，育肥饲料销量在 2023 年 10~11 月份还处于小幅攀升的状态，进入 12 月份，育肥料销量快速由正转负，环比均-9%~13%。同样，根据调研多家样本企业的情况来看，8-10 月份饲料销量持续处于小幅抬升趋势，12 月份也出现了环比-8~10%的降幅。

同时，从样本调研的散户情况来看，2023 年 11 月~12 月，散户的生猪存栏和母猪存栏均保持较快去化速度，与饲料数据相互对应。因此，前期疫情受损的持续兑现，成为了近期供应的边际利多驱动。

图表 14： 育肥料销量环比趋势

（公斤）	2023 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 10 月
卓创咨询	-11.9%	/	/
钢联数据	-12.9%	2.5%	
涌益咨询		4.3%	6.2%
饲料协会	-6.0%	1.4%	5.0%
样本反馈	-7~10%	+2~4%	+3~5%

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

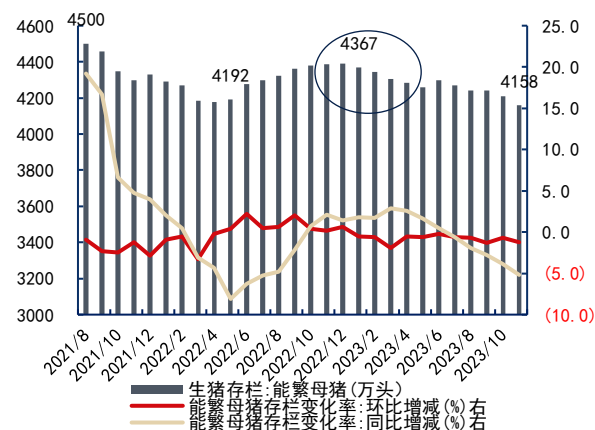
三、猪价有反转的机会吗？

虽然第二章我们提到了一些供应端对于当前市场的边际利多因素，但从大势来看，我们认为，基础存栏过大的问题并没有得到充分的解决，需求始终无亮点，即便供应出现小缺口，也难支撑猪价的大幅反弹。同时，近期饲料原材料持续下跌，成本中枢不断下移，拖低猪价估值中枢和现金流成本线。

（一）基础供应压力较大是 2024 年上半年的主旋律

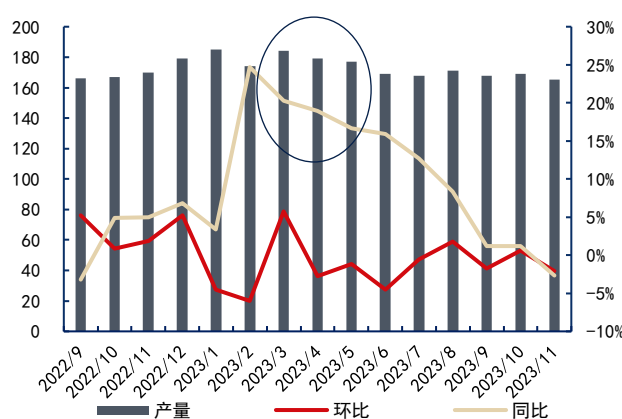
首先，从母猪存栏和饲料销量来看，产能处于高位。往前推 10 个月的母猪存栏处于高位，同时，母猪饲料销量也居高不下，就决定了当前的基础存栏偏高的事实。根据农业农村部数据，往前推 10 个月，2023 年 3 月份，能繁母猪存栏处于 4300 万头以上水平；根据协会数据，母猪饲料销量当期同比基本处于 20% 以上水平。

图表 15：能繁母猪存栏（万头/%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 16：母猪饲料销量（万吨/%）



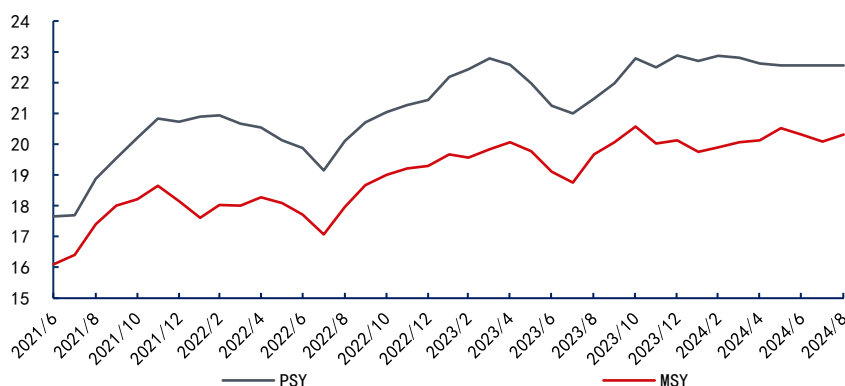
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

其次，从生产效率来看，今年有较大抬升。根据 2023 年我们走访南北方调研情况来看，今年以来，母猪胎龄处于 2-4 胎的性能高峰时间段，同时，二元占比达 93% 创下历史新高，母猪端的优胜劣汰决定了行业生产效率上行的基础。

从行业 PSY 来看，根据涌益咨询的各环节生产效率数据，我们综合测算发现，2023 年以来，每月份 PSY 同比均呈现 5-10% 的增长；进入 2024 年，行业 PSY 预计保持高位震荡为主，未来抬升空间逐步缩小。

从上市企业的公开披露数据，以及样本企业的调研情况来看，近一年多以来，生产效率增幅在 5-20% 区间，其中，牧原、温氏等行业龙头企业生产的增幅均 10% 以上，对行业影响力日益增加。

图表 17：行业生产效率逐步抬升



资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 18：上市企业生产效率趋势

	牧原股份	温氏股份	京基智农	神农集团	样本企业 A	样本企业 B
胎龄			3-4 胎	4 胎	0-2 胎	0-2 胎
品系			PIC+法系	PIC	PIC	新丹系
生产效率增幅	17%	12%	14%	4%		7%
2023 年底 PSY	28	22.3	25	28	25	30.1
2022 年中-年底 PSY	24	20	22	27	22	28.2

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

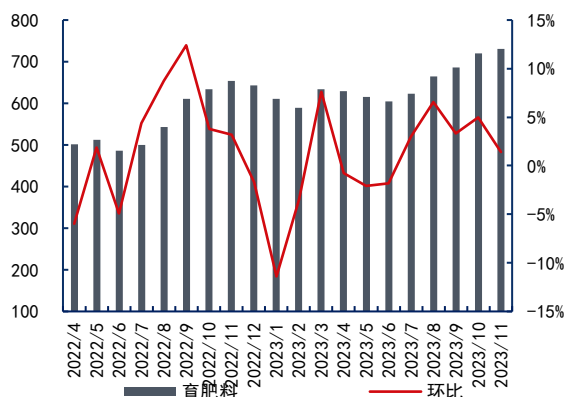
基于以上判断，我们认为 2024 年上半年，虽然母猪存栏小幅下降，但依旧处于产能高位，同时生产效率冲抵部分存栏的降幅，在不考虑疫情受损的情况下，整体猪肉产量预计持续小幅增长，基础供应压力较大依旧是 2024 年的主旋律。

（二）疫情影响节奏，但难扰动大势

首先，全国范围来看，疫情影响有限。这一点主要从饲料销量来验证。今年下半年疫情不断，尤其 10 月下旬之后，北方疫情较为严重。但是从全国的饲料数据来看，截至 11 月份，并没有看到大幅的缩减。也就是说，局部地区可能确实严重，但是全国生猪供应量还是较高。根据饲料协会数据，从 2023 年 7 月份开始，育肥饲料销量持续上升，即便降幅有收窄趋势，但依旧在增

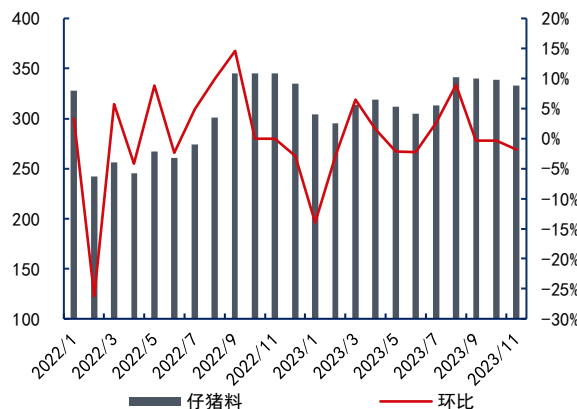
加。7-11 月份，分别变化+3%、6%、3%、5%、1.4%。仔猪料销量也高位震荡，近月小幅下滑，但降幅甚微。7-11 月份，分别变化 3%、9%、-0.3%、-0.3%、-1.8%。

图表 19：育肥料销量（万吨/%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 20：仔猪料销量（万吨/%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

第二，23 年 12 月份实际出栏增幅有限，24 年 1 月猪价迟迟未起，或说明疫情受损力度不强。根据各咨询方数据，12 月份实际出栏量小幅增加，完成率不超 110%，并没有出现大超预期的情况。据了解，各咨询方统计的集团企业出栏量计入了所有体重段的出栏数量，也就是说，再小体重段的育肥猪出栏（中招的育肥猪）也都会计入其中。基于此，我们认为，样本企业全体体重段的累计受损幅度相对有限。根据调研，疫情对于各体重段的育肥猪影响基本一致，不存在明显差异。若将这部分增量分摊至各个体重段上（对应未来几个月的出栏批次），那么，每个体重段对应的受损情况更为有限。

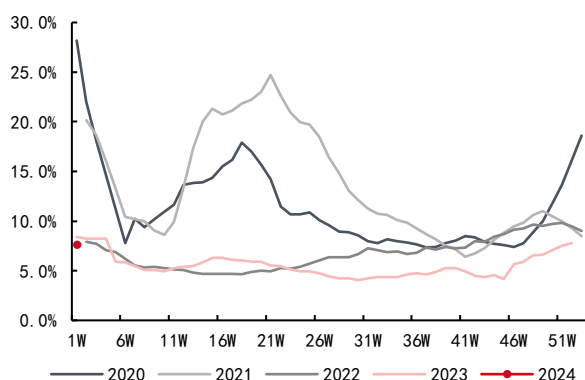
同时，从价格表现来看，1 月上旬，华北华东区域出栏缩量持续兑现，然而，北方的相对高价也并没有拉动全国均价的上涨。1 月 11 日，根据涌益咨询，全国商品猪出栏均价 13.47 元/公斤，较上日变化-1.32%，较上周变化-4.81%，创 2023 年以来的新低，足以说明受疫情影响导致的供应缩量难有改变大势的能力。

第三，全国范围来看，大猪占比持续偏高，标肥价差还未消化，暂未缺大猪迹象。

进入 1 月份，虽然市场持续在讨论散户去化的问题，但大猪出栏占比依旧偏高。从涌益咨询的数据来看，进入 12 月份以来，150kg 以上的出栏占比持续偏高，并没有因为疫情的发酵而大幅收窄；进入 1 月份，疫情暂稳，大猪占比也没有着急下滑的迹象，目前依旧维持在 7.7% 的高位。同时，元旦前期，随着市场宰量放量，也未看到体重的下降，也就是说，市场散户的大猪尾部压力仍在，并没有清除干净。

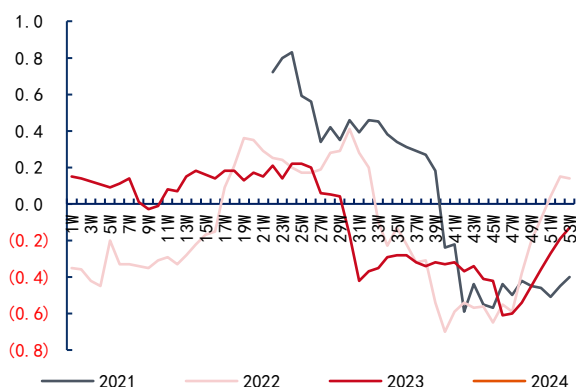
从标肥价差来看，我们在报告开头提到，因为疫情，山东为首的北方部分区域标肥价差回升，出现了局部缺大猪的现象；但从全国范围来看，标肥价差目前依旧维持倒挂，再次说明市场大猪供应的问题还未消化完全。1月4日当周，根据涌益咨询，175kg 肥猪与标猪之间价差为-0.13 元/斤；200kg 肥猪与标猪之间价差为-0.18 元/斤。

图表 21：全国范围 150kg 以上出栏占比（%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 22：全国范围标肥价差（元/斤）



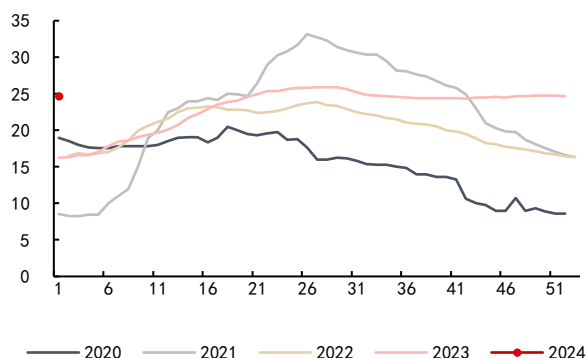
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

基于此，我们认为疫情或许影响了近月的出栏节奏，导致供应前置，1 月份中上旬出现小幅收缩的情况，但是不至于影响 2024 年上半年供应充裕的大势。对近月合约保持谨慎偏空的看法。

（三）冻品压力难消化

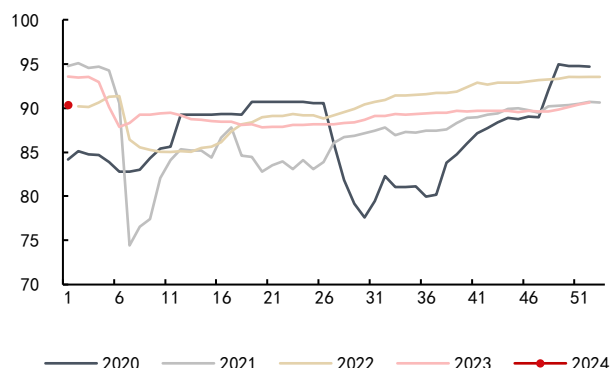
冻品库存难销，是年底猪价的隐患。除了鲜肉供应压力外，冻肉压力也有在年底集中释放的需求。根据钢联数据，今年冻品库容率同期高位，截止 1 月 5 日，样本库容率达 24.7%，近五年同期均值约为 14%，高出近 10 个百分点。当前猪肉消费需求较差，鲜销率也同期偏低。根据调研反馈，2023 年上半年，因冻品市场看好后市，大量囤积冻品，至今仍有近 4 成的冻肉存于库中。随着储存时间越久，售价折扣将越高。因此，对于冻品商来讲，年前冻品能出则出是当前的主流心态。冻品库存难销，是年底猪价的隐患。

图表 23：冻品库容高位运行（%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 24：鲜销率偏低（%）

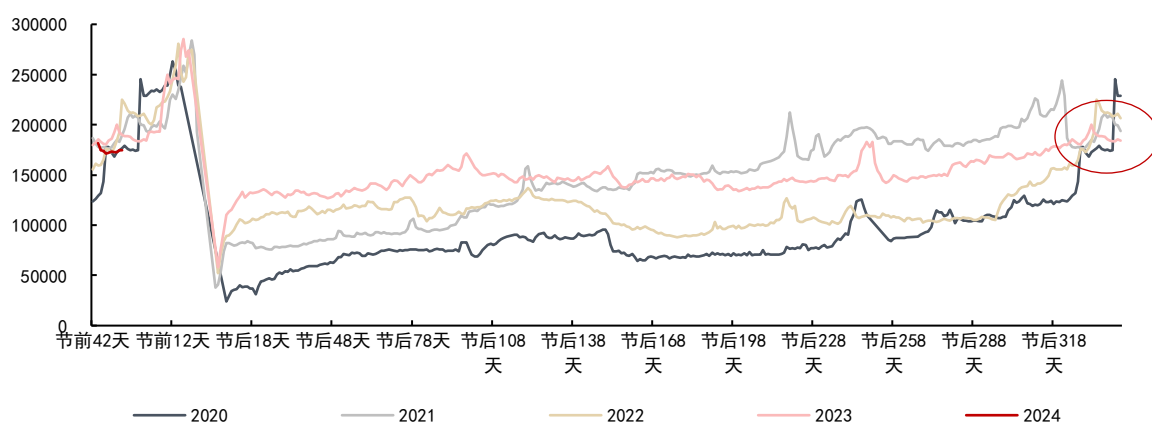


数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（四）需求仍无亮点

从今年宰量来看，需求持续疲软，消费低迷。受样本扩容的影响，样本宰量同比持续偏高，然元旦前期却出现同比不及去年的情况。另外，2023 年冬至高峰之后宰量明显下滑，降幅快于往年同期水平。2020 年-2021 年，从 12 月 20 日左右的屠宰量高峰至次年 1 月 8 日，分别累计降幅达 0.1%、7.5%；而今年累计降幅达 14%左右，下降速度明显快于往年同期。今年以来持续验证了需求节日效应退化的趋势。

图表 25：宰量旺季不旺，持续下滑（头）



资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（五）成本中枢持续下降

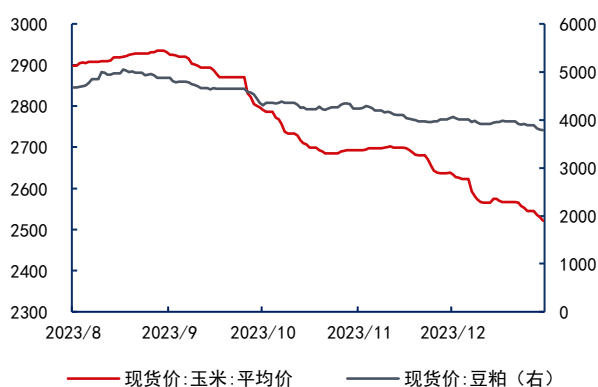
饲料成本下降，驱动明年猪价估值中枢下移。2023 年四季度以来，玉米价格、豆粕价格均呈现不同程度的下滑。

根据汇易网数据，玉米方面，2023 年 9 月中旬，玉米价格达峰 2935 元/吨，随后进入了下行通道当中。截止 2024 年 1 月 9 日，玉米下滑至 2539 元/吨，累计降幅达 13.8%。根据团队预判，随着粮食购销将逐步推进，价格持续下跌将吸引终端刚需备货，预计价格下方空间有限，用粮大户可关注未来逢低逐步建仓机会。2024 年上半年玉米或呈震荡式。

豆粕方面，2023 年 8 月下旬，豆粕价格达峰 5049 元/吨，随后进入了下行通道当中。截止 2024 年 1 月 9 日，玉米下滑至 3798 元/吨，累计降幅达 24.7%。根据团队预判，长期看，南美大豆产量若不及预期，豆类市场或偏多震荡；如果南美大豆顺利增产，全球豆类市场宽松走向不变。国内四季度消费旺季过后，进入消费淡季，蛋白粕价格趋弱，建议油厂积极卖保。

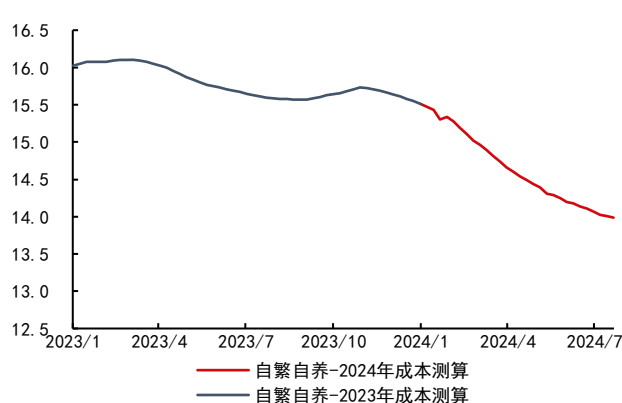
根据成本模型测算，2024 年生猪养殖成本或出现近 10%的降幅。从上游饲料端来看，我们假设 2024 年上半年，玉米现货价格呈现震荡走势，维持在 2500-2600 区间波动；豆粕现货价格或呈现震荡偏弱走势，1 月份至 6 月份，将从 3900 逐步下落至 3300 附近。基于以上假设，2023 年，自繁自养模式下，行业养殖单位的平均完全成本大约从 2023 年底的 15.55 元/公斤持续下行，预计于 2024 年一季度末或达 14.7~14.8 元/公斤，累计降幅 5.23%；二季度末或达 14.1~14.2 元/公斤，累计降幅 9.28%。若成本如期下行，猪价定价中枢亦将呈现同幅度的下移。

图表 26： 饲料原材料价格（元/吨）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 27： 测算自繁自养成本



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

四、策略跟踪

基于上述分析，我们认为市场并不具备反转的能力，但是不排除在腊月里出现小幅反弹的可能，建议前期 LH2403 空单继续持有，1 月中下旬反弹可择高点进场。

1) 需求：近期冻品出现小幅涨价迹象，宰量小幅回暖，屠宰场圈存略有缩减，说明元旦节后最差的时候已经过去。马上进入腊月，打工人返乡即将开启，或再次提振猪肉消费。从往年经验来看，1 月份才是宰量高峰，预计短期内需求会有季节性提振。但从前期表现来看，2023 年每个节日的需求证伪以及元旦之后宰量的超季节性下行，都让市场不敢再对需求抱有过的期望，预计需求回暖幅度有限。

2) 供应：我们在第二部分花了大篇幅讲述边际利多的信号指向，这一切都是对于短期供应节奏的干扰。总结来看，北方疫情让近月的供应部分前置，降重进度放缓则是让当前的供应小幅后置，但难以影响 2024 年上半年的大势。1 月出栏计划量缩减，但后面随着降重的启动，集团厂有再次加速出栏的预期，直到春节前后供应量都应保持较为充裕的状态。

3) 成本：据测算，2024 年一季度前，养殖成本处于逐步下行通道当中，预计 2 月底，成本将下滑至 15 元/公斤左右水平。成本的下行，助力了猪价下探的强度。

4) 估值：当前盘面价格偏低，基差+200 点左右水平，年前，猪价若不进一步下探，03 合约在年前不具备深跌的可能性。而年后，供应不存在大幅缩量情景，同时，需求进入年内最低谷。需求缩减幅度强于供应缩减幅度的判断，具有较强确定性，叠加成本的小幅下移，我们认为，生猪现货价格在春节之后跌破 13 元/公斤的概率较大，那么，LH2403 合约在交割月之前，估值依旧存在下行空间。

风险因素：政策、需求超预期、疫情超预期。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。