

供给存增量预期 四季度先抑后扬

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

柴颖华

电话：010-88604088

邮 箱

chaiyinghua@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3040296

投资咨询资格号

Z0015079

【策略观点】

中秋消费增量不足，国庆需求提振预期不高，规模场 9 月出栏计划完成缓慢，养殖端看涨心态转弱，压栏、二育认卖出栏，供给压力集中释放，猪价走弱。不过待此轮前期二育大体重猪出完，猪价如果跌破 17 元/公斤，冬季腌腊备货需求下，二育补栏积极性将会上升，托底猪价下方。主力 2411 合约，国庆后将临近交割换月，与现货逻辑贴近，近期基差持续缩窄，在现货短期下跌空间有限的前提下，2411 合约下方空间有限。放眼四季度，随着天气转凉，居民消费环比将好于三季度，但由于双节需求表现不佳，加之国庆后，缺乏节日效应带动，冬季腌腊启动前，四季度需求增量幅度有限。从供给端来看，农业农村部统计能繁母猪存栏从 4 月开始由降转生，Mysteel 统计规模场能繁从 2 月开始环比增加，加之 8、9 月规模场出栏计划完成不佳，四季度规模场出栏量较大，明年供给压力则有进一步加大预期。综上，四季度的 10-11 月，供需双增，但供给增长幅度大于需求增量，猪价偏弱震荡。至 12 月，冬季需求逐步启动后，价格有望出现回暖，整体呈先抑后扬。远月 2501 合约走势偏空看待，在产能恢复预期已通过高贴水兑现的当下，下方空间谨慎看待，建议区间 14500-16000 元/吨。

【目 录】

[一、行情回顾](#)..... 2

[二、生猪基本面分析](#)..... 3

[2.1 供给增加 猪价冲高回落](#)..... 3

[2.2 四季度产能存上升预期 节后出栏压力较大](#)..... 5

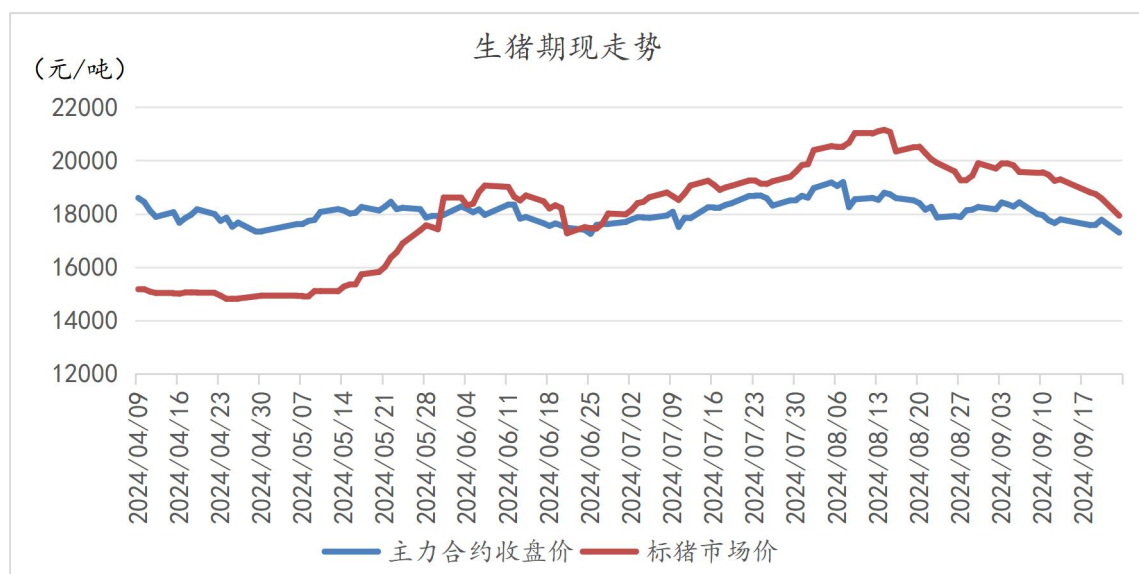
[2.3 双节需求增量不及预期 节后消费将惯性回落](#)..... 7

[2.4 饲料原料低位运行 养殖利润维持高水平](#)..... 8

[三、行情总结](#)..... 9

一、行情回顾

图表 1 生猪主力合约及现货走势



数据来源：我的农产品网、国元期货

去年四季度疫病造成的产能损失，在今年中旬兑现，叠加看涨情绪下，压栏、二育增多，供给进一步收紧，猪价开始上涨，7月上旬，消费淡季下，需求端跟进不足，价格出现小幅回调。至7月下旬，随着标肥价差走阔，养殖端压栏情绪再起，叠加二育滚动入场，市场供应偏紧，利多因素占据优势，助推猪价走强。虽有淡季需求掣肘，但在现货强势及供给偏紧现状支撑下，近月合约同步走强。8月上旬延续上涨势头，外三元均价一度突破 21 元/公斤，主力 2409 合约跟随现货走强，涨至 20000 元/吨一线。猪价快速拉升，终端消费则跟进缓慢，养殖端认价出栏增多，先前压栏、二育猪源也陆续开始出栏，出栏节奏加快，供给紧张局面缓解，猪价开始高位回落，不过此时中秋备货需求支撑下，猪价在 19.5 元/公斤附近高位震荡。至中秋节前后，供给集中释放，双节需求增幅有限，价格跌破 18 元/公斤。主力 2411 合约受供给压力及节日效应退潮预期影响，跌破 17000 元/吨关口。

二、生猪基本面分析

2.1 供给增加 猪价冲高回落

截止 9 月 23 日，生猪三季度出栏均价 19.5 元/公斤，较二季度环比上涨 3.18 元/公斤。标肥价差-0.47 元/公斤，较二季度末扩大 0.42 元/公斤。去年四季度疫病导致的产能损失，在年中逐步兑现，猪价开始进入上涨趋势，随着标肥价差走扩，压栏、二育情绪升温，进一步推高猪价，突破 21 元/公斤。进入 8 月下旬，节日效应下，消费逐步回升，不过前期后置的供给也集中释放，供给增长幅度大于消费增幅，价格回落至 18 元/公斤附近，旺季不旺再现，三季度整体呈先扬后抑走势。

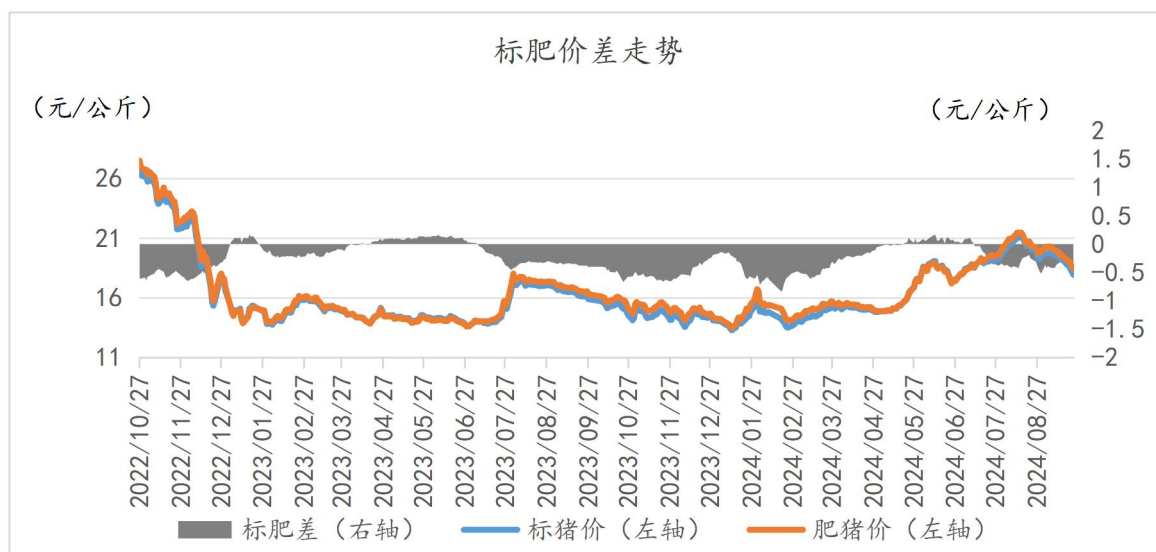
截止 9 月 23 日，仔猪出栏均价 35.42 元/公斤，较二季度末环比下跌 13.24 元/公斤。二元母猪（50KG/头）均价 1688.1 元/头，较二季度末环比下跌 48.09 元/头。养殖端对后市预期偏谨慎，仔猪补栏积极性不高，三季度价格持续走弱。

图表 2 全国外三元生猪出栏均价走势



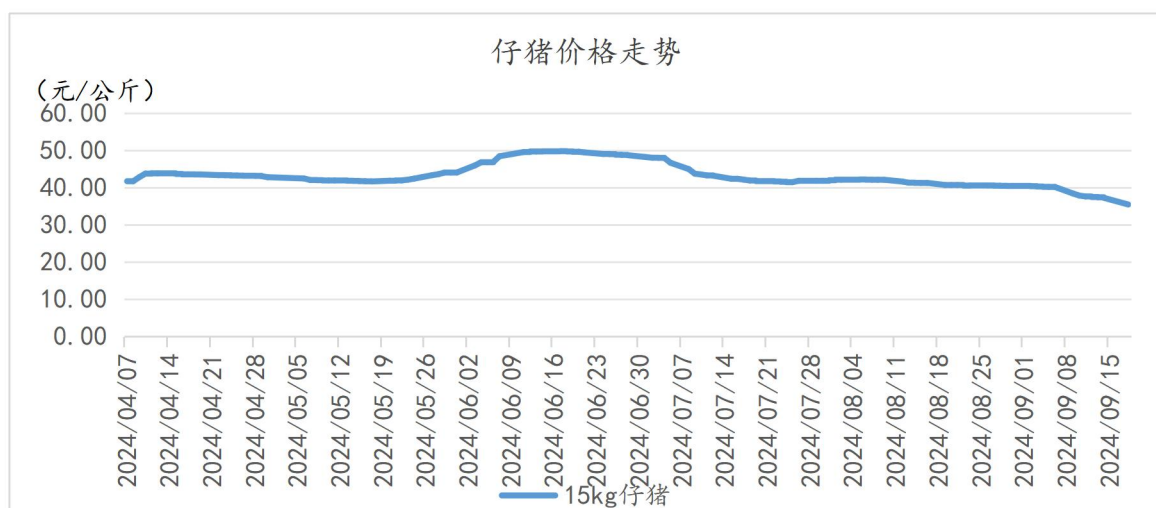
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 3 标肥价差走势



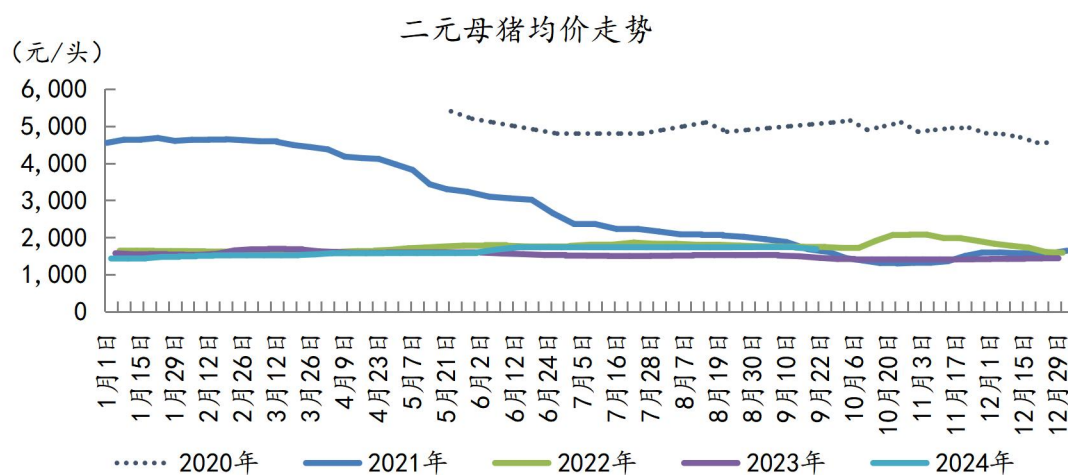
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 4 仔猪均价走势



数据来源：wind、国元期货

图表 5 二元母猪均价走势



数据来源：我的农产品网、国元期货

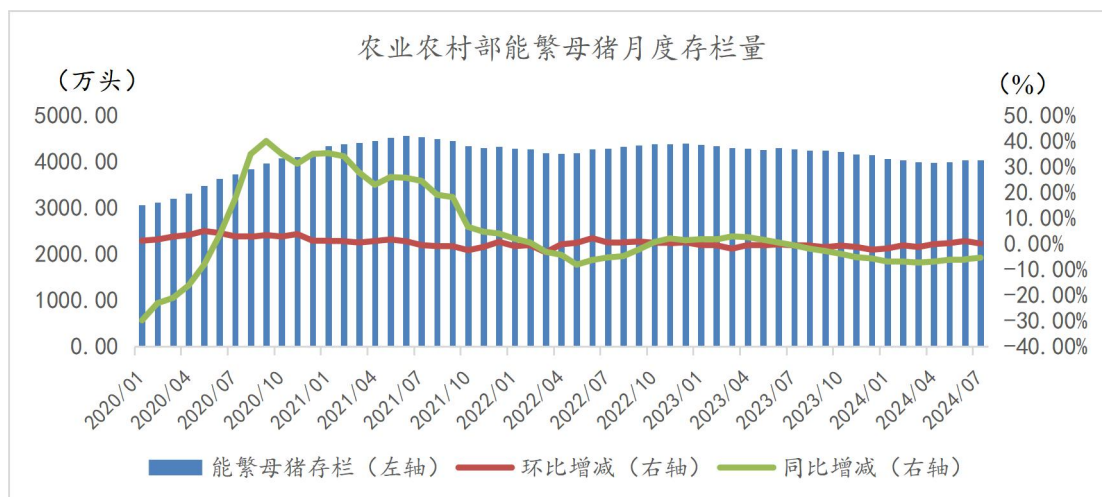
2.2 四季度产能存上升预期 节后出栏压力较大

根据农业农村部数据显示,2024 年 7 月末全国能繁母猪存栏量 4041 万头,同比下降 5.4%,环比上涨 0.1%。相当于正常保有量的 103.6%,处于绿色区域。下半年产能去化效果逐步显现,对猪价下方形成较稳固的支撑。不过随着我国生猪行业生产效率提升以及猪肉消费需求等变化,3 月 1 日农业农村部新修正的《生猪产能调控实施方案》发布,提出将能繁母猪正常保有量从 4100 万头下调至 3900 万头,以此来看,当前存栏基数的实际产能比预期偏大,猪价上行幅度不宜过高估计。官方数据从 5 月份开始,连续三个月环比增长,明年上半年供给压力将高于今年下半年。

据 Mysteel 统计,截止 2024 年 8 月底,规模场能繁母猪存栏量为 496.41 万头,环比上涨 0.32%,同比下降 2.35%。二季度以来,猪价重心上移明显,养殖端利润处于较好区间,主动调减产能的意愿不高,规模场能繁母猪存栏连续 6 个月环比小幅上升,从生产周期推算,四季度后半段理论产能开始环比上升,远月合约承压弱势运行。规模场 8 月商品猪存栏数为 3475.22 万头,环比增加 1.22%,同比减少 0.79%。规模场 8 月商品猪出栏量为 866.74 万头,环比减少 1.5%,同比增加 5.04%。规模场 8 月上旬计划完成偏慢,中下旬开始冲量,出栏节奏明显加快。至 8 月底,旺季需求回暖预期下,二育抄底入场,规模场控量挺价,出栏有所放缓。8 月猪价波动较大,涨跌过快,规模场 8 月出栏计划量完成不足,部分供给压力后移至 9 月,在中秋节前集中释放。目前来看,9 月出栏计划完成缓慢,10 月后规模场出栏任务较重。

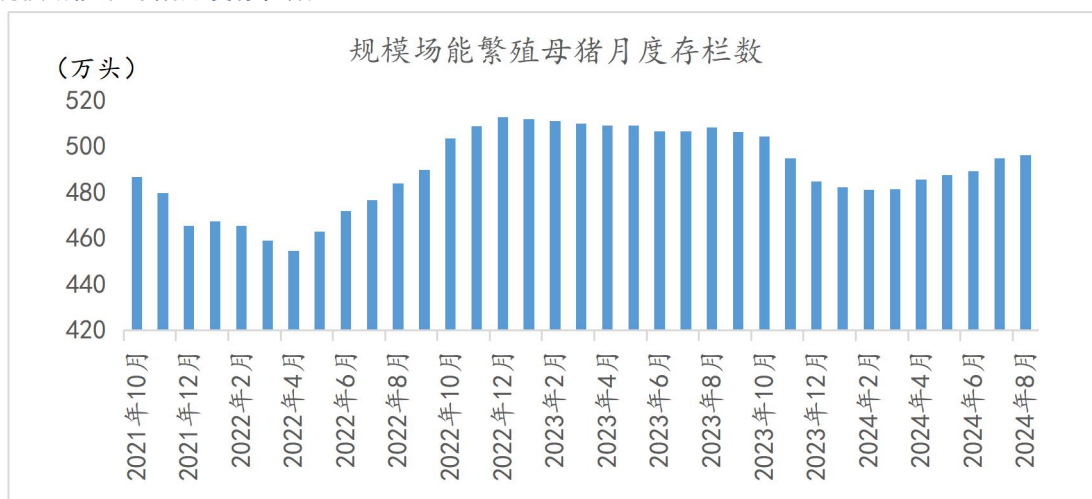
截止 9 月 20 日,生猪出栏均重 124.25 公斤,较二季度末环比上调 0.27 公斤。8 月下旬起,前期压栏、二育到了适合出栏体重,加之标肥价差走扩,大猪开始集中出栏,出栏均重持续小幅上调,进一步加大了猪肉整体的供给压力。不过从近两周均重来看,周环比开始下调,国庆后,前期大猪猪源逐步出清后,二育有逢低补栏需求。

图表 6 农业农村部能繁母猪存栏量



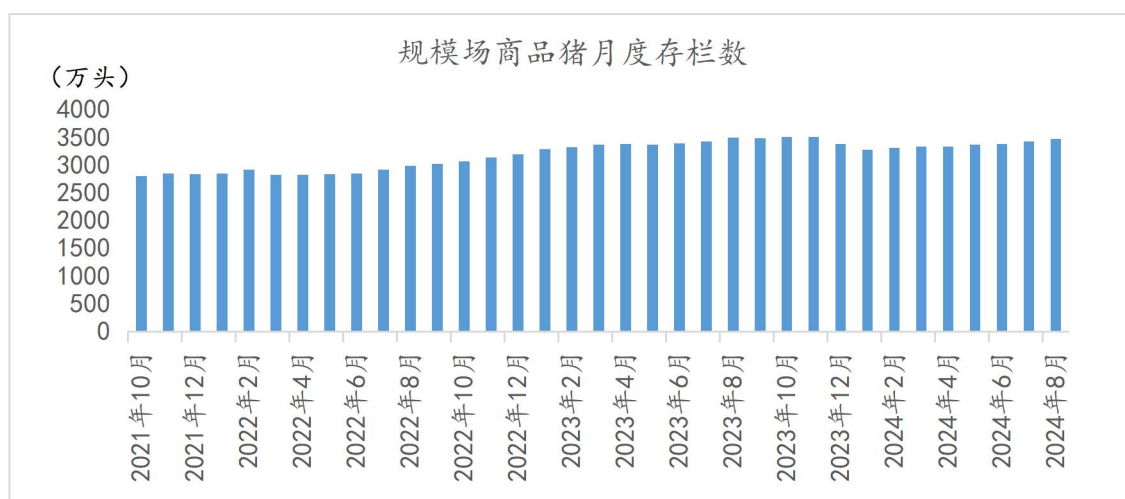
数据来源：农业农村部、国元期货

图表 7 规模场能繁母猪月度存栏数



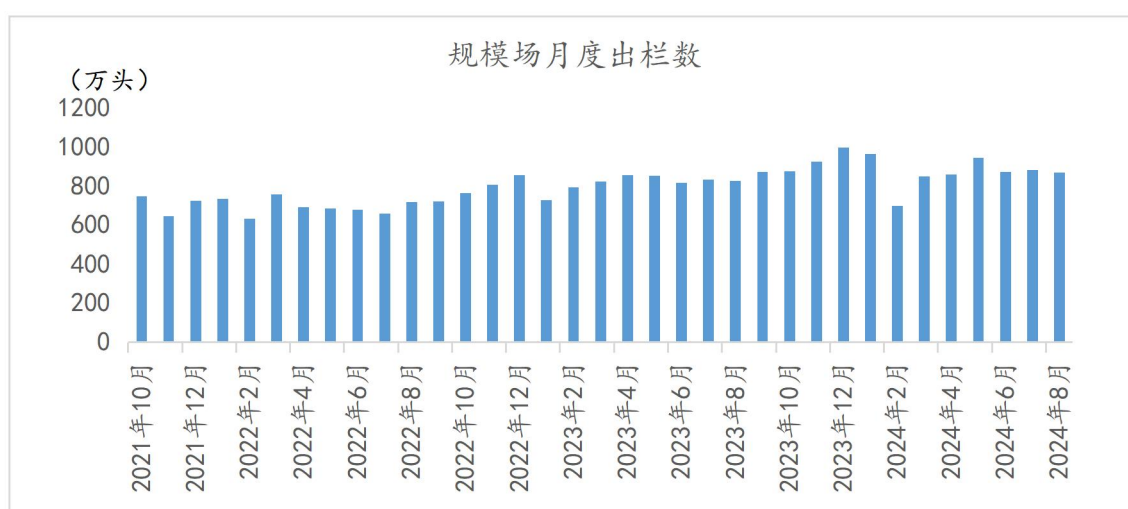
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 8 规模场月度存栏数



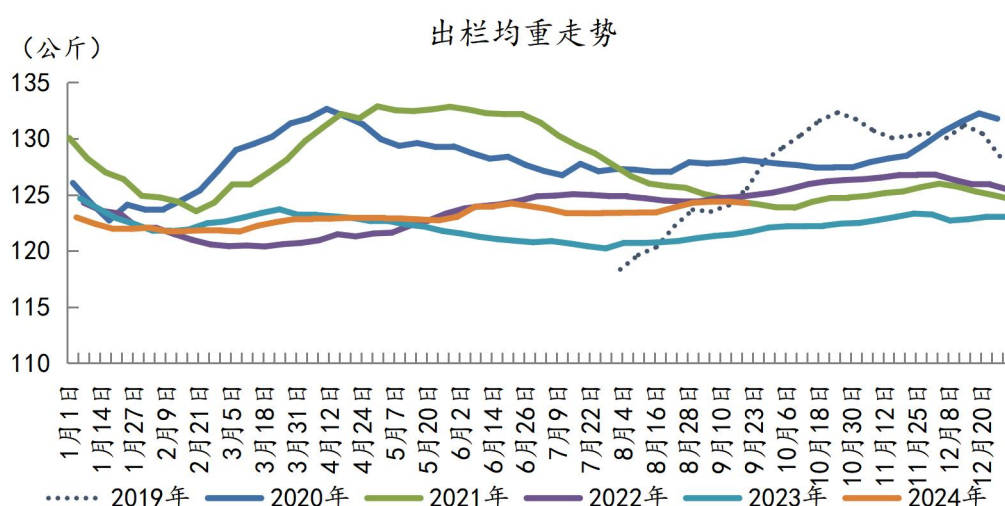
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 9 规模场月度出栏数



数据来源: 我的农产品网、国元期货

图表 10 出栏均重走势



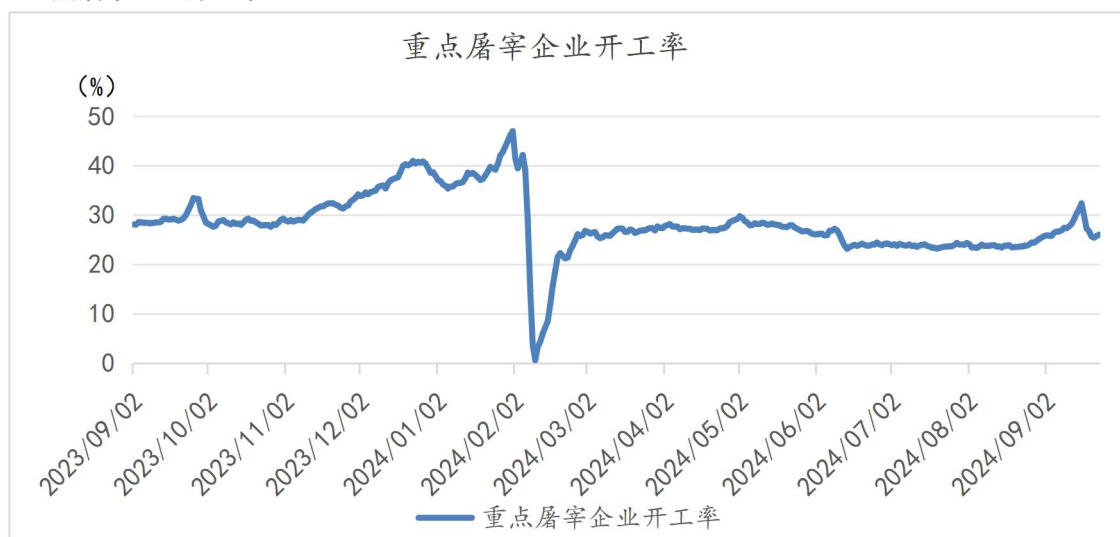
数据来源: 我的农产品网、国元期货

2.3 双节需求增量不及预期 节后消费将惯性回落

截止 9 月 23 日, 重点屠宰企业开工率为 26.03%, 较二季度末环比上升 1.76%, 较去年同期下降 3.98%。冷冻肉库容率 17.36%, 较二季度末环比下降 6.24%, 较去年同期低 7.04%。二季度天气炎热, 猪肉消费处于淡季, 加之毛猪价格上涨较快, 屠企亏损压力较大, 开工率持续走弱。在中秋需求带动下, 开工率出现短暂上升, 节后需求走弱, 开工率再次回落。中秋消费不及预期, 国庆需求提振力度较弱, 临近国庆, 开工率回升幅度偏低, 当前开工率远低于去年同期。预计国庆后至 12 月期间, 虽然天气转凉, 猪肉消费环比将好于夏季, 但缺少节

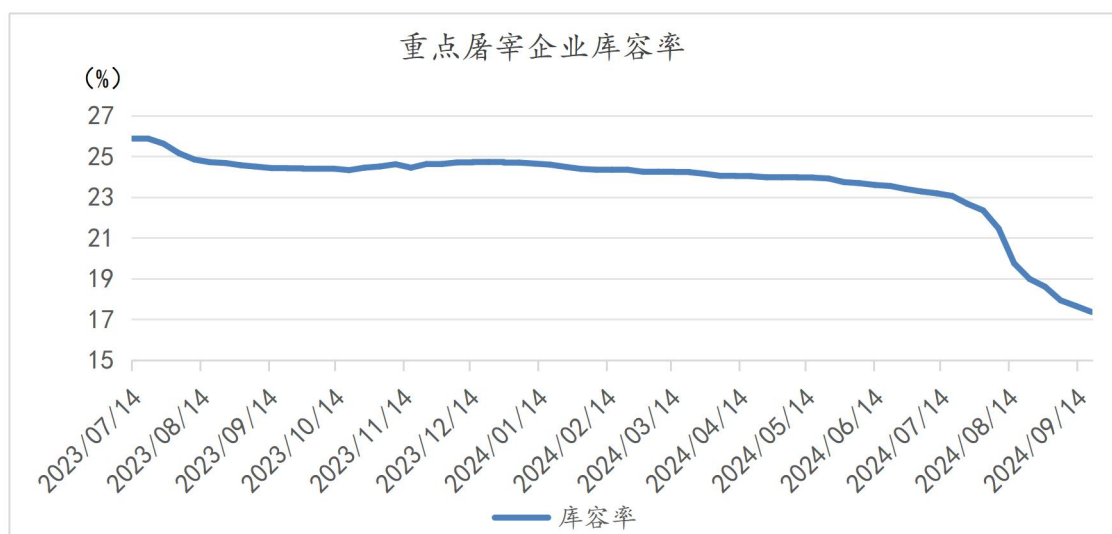
日提振，整体需求增幅有限，开工率维持低位。待冬季腌腊开启后，需求将有所回暖。中秋需求提振，加之天气转凉，屠企订单增多，开工率环比持续回升。鲜冻肉价差优势下，冻肉迅速消化，库存压力大减。同时，冻肉大量出库，抑制了鲜销，不过在今年猪肉重心上移，终端高价承接力不足的情况下，屠企主动分割入库操作较少，四季度冻肉供应可能会偏紧。

图表 11 重点屠宰企业开工率



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 12 重点屠宰企业冻品周度库容率



数据来源：我的农产品网、国元期货

2.4 饲料原料低位运行 养殖利润维持高水平

截止 9 月 23 日，玉米三季度现货均价 2417.78 元/吨，较二季度均价环比下跌 13.53 元/吨，豆粕三季度现货均价 3089.3 元/吨，较二季度均价环比下跌 336.2 元/吨。玉米从基本面

看，2024/25 年全球玉米总供应预计同比减少但仍旧充足。国内陈玉米供应充足，新玉米逐步上市，整体存丰产预期。虽然需求端上，四季度生猪有二育补栏需求，但生猪供应偏大，需求增长有限，玉米基本面整体依旧偏弱，预计四季度玉米以低位震荡为主。豆粕从基本面看，随着美豆丰产预期兑现，全球大豆定价权开始向南美大豆转移，据气象机构预测，全球气候有概率将进入拉尼娜现象，南美大豆新作种植忧虑或随之提升。国内来看，随着进口大豆到港高峰过去，豆粕供应端有所收窄，且四季度豆粕下游需求预期增加，豆粕整体供需格局将有所改善，预计四季度豆粕价格将偏强震荡。。

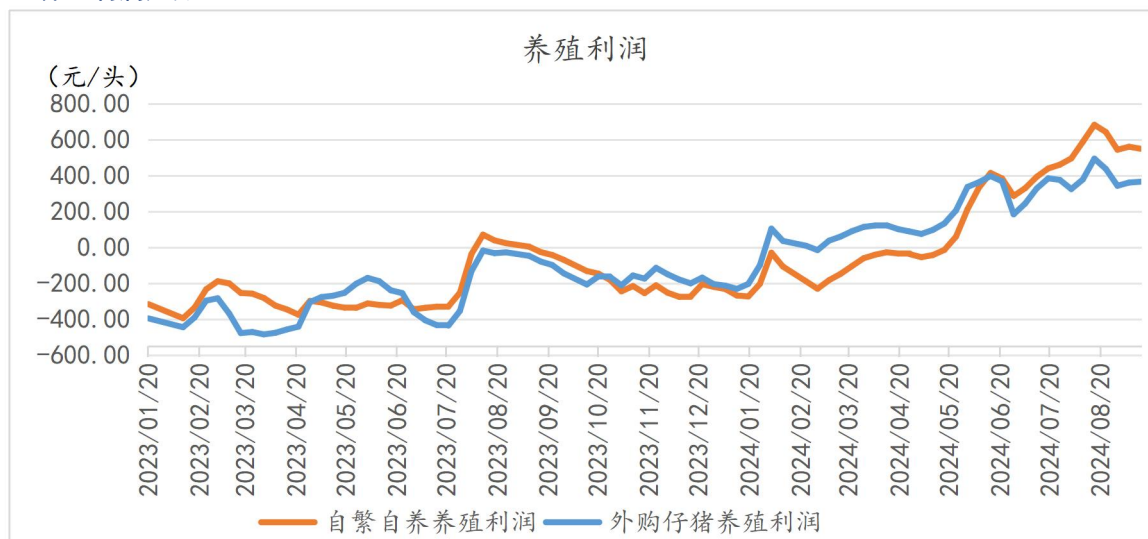
截止 9 月 13 日，自繁自养养殖三季度平均盈利 515.73 元/头，盈利较二季度环比扩大 406.3 元/头。外购仔猪养殖三季度平均盈利 365.82 元/头，盈利较二季度环比扩大 167.45 元/头。5 月开始，猪价进入上行通道，至 6 月下旬，养殖利润由亏转盈，随着猪价重心持续上移，养殖利润不断走扩。中秋节后，猪价出现回调，但饲料原料依旧维持较低价位运行，加之在压栏、二育托底下，四季度猪价下行幅度有限，预计养殖利润仍将保持较高水平。

图表 13 玉米、豆粕现货价格走势



数据来源：wind、国元期货

图表 14 养殖利润走势



数据来源: wind、国元期货

三、行情总结

供给压力集中释放，旺季不旺再现，猪价走弱。不过四季度在冬季腌腊备货需求下，二育逢低补栏，仍将托底猪价下方。主力 2411 合约，国庆后将临近交割换月，与现货逻辑贴近，近期基差持续缩窄，在现货短期下跌空间有限的前提下，2411 合约下方空间有限。展望四季度，随着天气转凉，居民消费环比将好于三季度，但由于双节需求表现不佳，加之国庆后，缺乏节日效应带动，冬季腌腊启动前，四季度需求增量幅度有限。从供给端来看，四季度规模场出栏量环比有增长预期，明年供给压力则会进一步加大。综上，四季度的 10-11 月，供需双增，但供给增长幅度大于需求增量，猪价偏弱震荡。至 12 月，冬季需求逐步启动后，价格有望出现回暖，整体呈先抑后扬。远月 2501 合约走势偏空看待，在产能恢复预期已通过高贴水兑现的当下，下方空间谨慎看待，建议区间 14500-16000 元/吨。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元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、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221