

生猪：趋势向上，高度谨慎，把握节奏

2024 年 06 月 28 日



中泰微投研小程序



中泰期货研究所



中泰期货服务号

品种目录

分析师

朱殿霄
期货从业资格： F3079229
交易咨询从业证书号： Z0018269
联系电话： 13051524133
客服电话： 400-618-6767
公司网址： www.ztqh.com

1、全年行情回顾	- 3 -
2、市场供应：趋势与节奏	- 4 -
2.1 能繁母猪存栏总量宽裕，但趋势下滑.....	- 4 -
2.2 出栏节奏快速切换，放大价格波动.....	- 6 -
3、下游需求：系统性与特殊性.....	- 7 -
3.1 宏观有效需求不足.....	- 7 -
3.2 品种属性较为明显.....	- 8 -
4、结论与展望	- 9 -

内 容 摘 要

- 市场价格趋势仍然向上。供应方面，按照能繁母猪存栏与商品猪出栏的线性对应关系，2024 年商品猪理论出栏量整体呈逐月下滑趋势，特别是 8 月份开始商品猪理论出栏量下滑趋势更为明显。逐月下滑的商品猪理论出栏量为现货价格的边际上行提供了坚实的支撑，奠定了全年毛猪价格上行的大趋势。需求方面，猪肉消费具备明显的季节性规律，未来的农历三四季度为需求旺季，特别是四季度猪肉消费向好的路径带有刚性，收入效应和替代效应等因素都很难打破四季度消费向上的趋势。因此，下半年生猪基本面市场面临供需共振的向上格局。
- 对价格高度保持谨慎。一是在不考虑外部冲击的前提下，当前能繁母猪存栏总量居于高位，意味着商品猪供应较为宽松，这提示我们不宜过度看高全年价格重心；二是在今年有效需求不足、居民消费潜力下滑、居民价格敏感性增强的大背景下，猪肉消费量或会受到宏观因素拖累，今年的猪肉消费同比可能会更差一些；三是下半年存在多个强预期炒作的空间，压栏和二次育肥行为将持续支撑活体库存处于高位，这将对下半年供应起到“削峰填谷”的对冲作用。四是今年养殖成本大幅下滑，毛猪价格的上涨更容易给产业以合理利润，在供需并未严重失衡的背景下，我们不能过多期待超额利润。
- 追随市场，把握节奏。“抢跑”已经成为生猪期货市场的常态，市场频繁的在“交易预期”和“回归现实”中快速切换，这要求我们在夯实的基本面研究基础上，投更多精力在“预期”和“情绪”的把握上，紧紧抓住中秋预期、冬至预期、春节预期三个关键节点，寻找“预期交易”和“预期差交易”的机会。
- **风险提示：市场出栏节奏变动 消费不及预期影响**

生猪：趋势向上，高度谨慎，把握节奏

——生猪市场半年报

1、行情回顾

上半年生猪现货市场价格继续呈震荡上行走势。元旦过后，受年底商品猪集中出栏等因素影响，现货价格弱势下滑至 13.5 元/公斤附近。随后春节备货行情开始启动，现货价格快速上涨，节前现货高点达到 16.1 元/公斤。春节后，市场猪肉需求明显回落，养殖企业出栏节奏偏快，压制商品猪现货价格下跌约 1.5 元/公斤。随后，随着消费市场的逐渐复苏，叠加生猪市场理论出栏量持续下滑，生猪市场价格出现持续上涨趋势，至 6 月 12 日上涨至上半年价格高点 19.06 元/公斤，较年初价格上涨超 4 元/公斤，同比 23 年同期上涨约 4.9 元/公斤，同比涨幅为 32.4%。

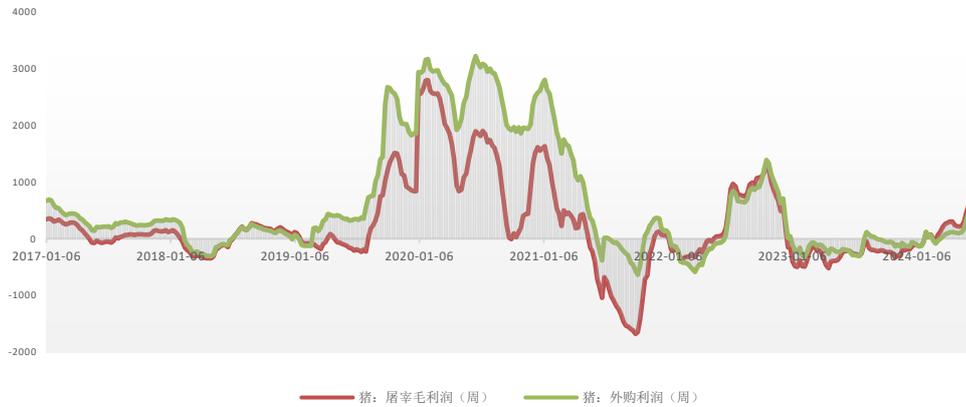
图表 1 现货价格走势



来源：同花顺，中泰期货整理

受毛猪价格快速上行影响，自今年五月份开始，生猪养殖从全行业亏损转入全行业盈利，产业结束了长达 10 个月的超级亏损周期。据钢联数据显示，截止 2024 年 6 月 21 日，外购仔猪养殖模式利润为 543 元/头，自繁自养模式利润为 537 元/头。

图表 2 养殖利润走势



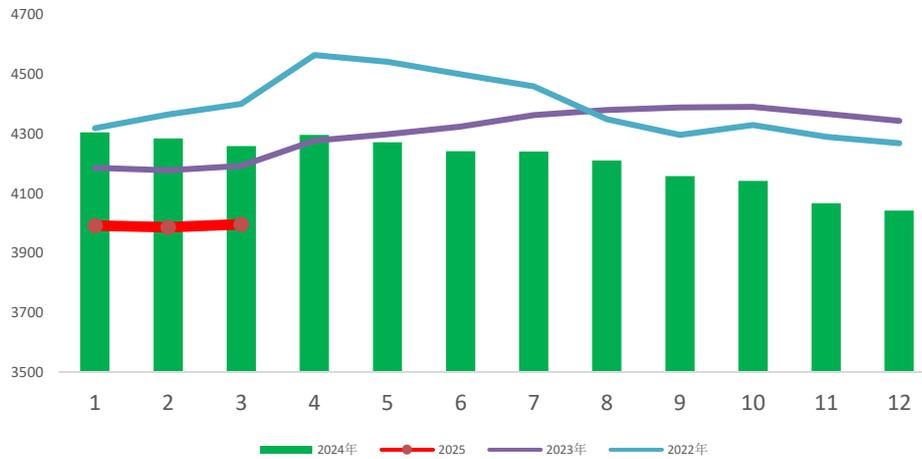
来源：同花顺，中泰期货整理

2、市场供应：趋势与节奏

2.1 能繁母猪存栏总量宽裕，但趋势下滑

对生猪市场供应进行分析的核心抓手是能繁母猪存栏情况。2024 年商品猪出栏对应的能繁母猪存栏周期为 2023 年 3 月至 2024 年 2 月，该阶段能繁母猪存栏(官方)表现出两个明显特征：

一是能繁母猪存栏量整体呈逐月下滑趋势。从数据上看，2023 年 3 月能繁母猪存栏量为 4305 万头，2024 年 2 月能繁母猪存栏量为 4042 万头，该区间内能繁母猪累积下跌 263 万头，跌幅 6.1%。且从变动趋势看，除 2023 年 6 月能繁母猪存栏数据环比有明显增加外，2023 年 3 月至 2024 年 2 月区间的其他月份母猪存栏环比均为下跌，且自去年 10 月开始跌势有加速迹象。按照能繁母猪存栏与商品猪出栏的线性对应关系，2024 年商品猪理论出栏量整体呈逐月下滑趋势，特别是 8 月份开始商品猪理论出栏量下滑趋势更为明显。**逐月下滑的商品猪理论出栏量为现货价格的边际上行提供了坚实的支撑，奠定了全年毛猪价格上行的大趋势。**

图表 3 历年逐月出栏商品猪对应能繁母猪数量


来源：同花顺，中泰期货整理

二是能繁母猪存栏总量仍然居于高位。按照《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，全国能繁母猪存栏正常保有量为 3900 万头，能繁母猪存栏量处于正常保有量的 92%—105% 区间（含 92% 和 105% 两个临界值）为绿色区域，表示产能正常波动。从能繁母猪数据看，2023 年 3 月至 2024 年 2 月区间中能繁母猪存栏量月度最低值为 4042 万头，仍较 3900 万头的正常保有量高 142 万头。**在不考虑外部冲击的前提下，能繁母猪存栏总量居于高位，意味着商品猪供应较为宽松，这提示我们不宜过度看高全年价格重心。**

2.2 出栏节奏快速切换，放大价格波动

出栏节奏影响主要指市场阶段性的压栏和出栏导致的现货价格大幅波动。

从今年已经发生的实际情况看，对上半年出栏节奏影响最大的驱动来自去年四季度北方猪病影响。自去年 10 月份开始，以山东、河南、东北为重灾区的北方地区遭受了较为严重的猪病影响，整个四季度北方地区普遍出现中大猪抛售现象，这种抛售对今年一季度毛猪供应形成了透支，所以我们观察到了春节前和 3 月份现货价格的大幅拉涨。同时，猪病疫情对仔猪的影响也是驱动二季度毛猪价格获得强支撑的重要因素（这里认为疫情对各体重段毛猪均产生巨大影响，去年 10 月份新生仔猪出栏约为今年 4 月份），且从出栏周期推断该因素对商

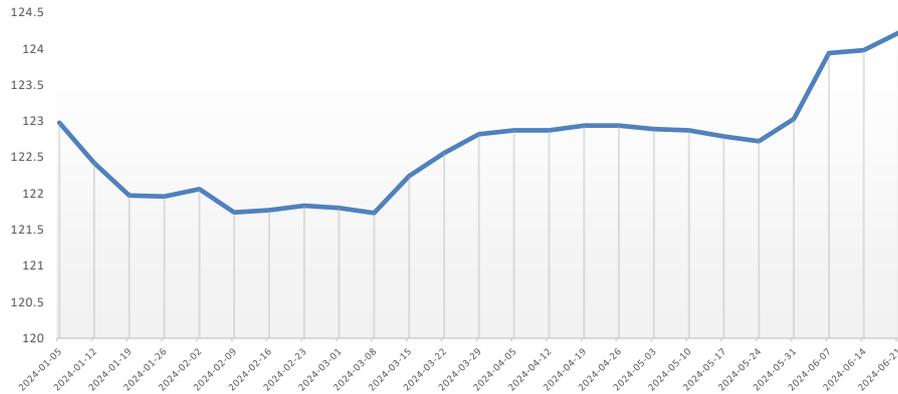
品猪出栏的影响可能一直持续到7月份（去年10月至今年1月出生的仔猪对应今年4-7月商品猪出栏），这也是近期所谓“断档期”逻辑的主要来源，“强断档”预期滋生了市场普遍的压栏和二育入场行为，显著推高了五六月毛猪价格，也为六月下旬毛猪价格的快速回落埋下了伏笔。

从历史和上半年的实际情况看，“预期”在市场价格波动中扮演了重要角色：“强预期”引发了市场主体的一致性行动，一致性行动在时间维度上推动了活体库存的剧烈变动（累库或去库），而当“强预期”进入兑现期，市场继续围绕“预期差”展开博弈。因此，“强预期”的存在往往是价格剧烈波动的前提条件。

面向未来看，我们认为下半年仍有三个“强预期”等待兑现：一是2023年四季度疫情影响是否具备延续性。2023年四季度猪病疫情对能繁母猪造成的额外损失将影响今年第三季度的理论出栏量，这是一些观点判断今年现货价格高点将出现在第三季度的核心逻辑支撑。在这种预期支撑下，七八月份具备压栏和二育入场的逻辑土壤。二是下半年面临理论出栏量继续下滑，尤其是四季度出栏量加速下滑的预期。这一预期的逻辑根基主要来源于官方能繁母猪的变动趋势，只要这一预期在，滚动压栏、养大猪的观念就会持续，下半年的毛猪出栏体重很难大幅下降。三是四季度消费旺季的强预期。四季度的消费显著好于前三季度，冬至和春节的消费爆发将对毛猪价格形成支撑。特别是四季度消费趋势能或与出栏量加速下滑的预期形成共振，看好四季度猪价的预期将尤为强烈。

我们相信下半年的交易机会更多蕴含在上述三个“强预期”的发酵和兑现过程，值得大家从交易节奏上做细致的把握。分析的抓手包括出栏体重、标肥价差、毛白价差等等指标。

图表 4 生猪出栏体重走势



来源：同花顺，中泰期货整理

3、下游需求：系统性与特殊性

分析消费品的需求情况要从两方面入手：一是消费品所处的宏观环境。除部分劣等品外，大部分消费品的需求量与宏观经济走势呈同向共振；二是消费品本身的需求属性。不同商品在需求弹性、替代性、季节性方面表现出差异化的特征，这些特征对商品价格的波动产生重要影响。

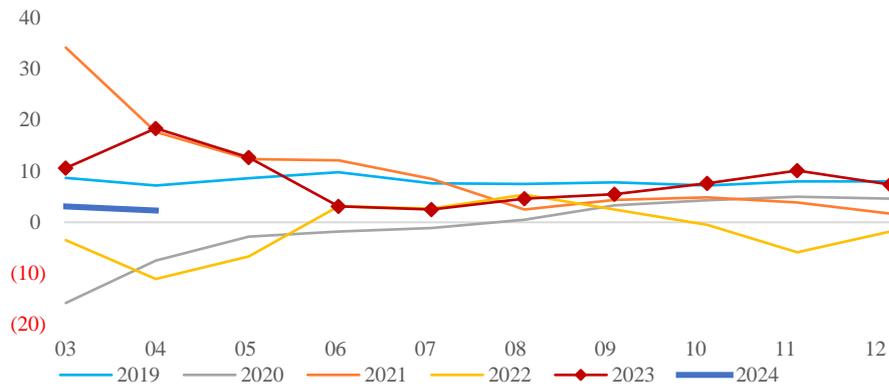
3.1 宏观有效需求不足

2023 年 12 月中央经济工作会议对今年的需求形式有权威判断：“进一步推动经济回升向好，需要克服一些难和挑战，主要是：有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性严峻性、不确定性上升”。从最新公布的社零数据看，市场有效需求不足的特征较为明显：一是社零总额同比增速勉强为正，仅好于防疫措施严格的 2020 年和 2022 年。考虑到同比数据可以剥离季节性，同比增速的弱势更多反映了系统性的消费不足问题；二是社零环比数据一直在零轴附近徘徊，几乎处于 2019 年以来的低位，也反映了消费市场边际改善的潜力偏差。

猪肉需求属于宏观属性较强的品类，一方面，诸如商务餐饮、工厂食堂、建筑工地食堂等宏观衍生需求受宏观走弱的影响偏大，而这些渠道是猪肉需求的重要场景；另一方面，宏观下行风险必然对居民收入造成影响，

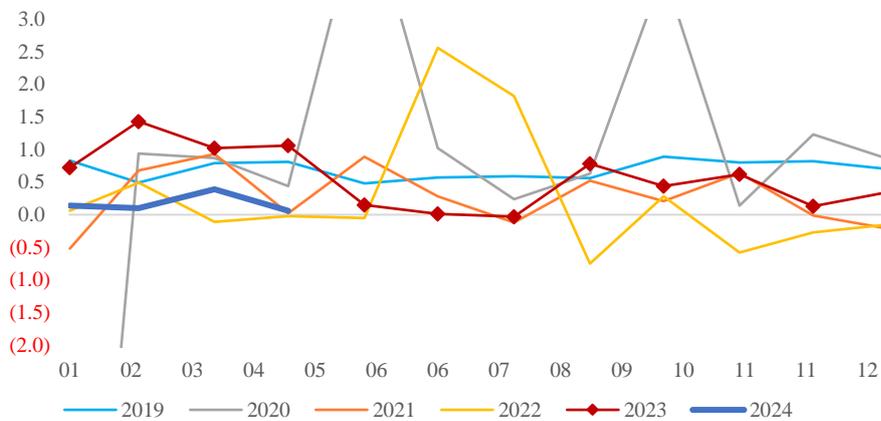
居民收入下滑将抑制肉类产品的消费，毕竟猪肉并不属于严格意义上的生活必需品。因此，在有效需求不足的大背景下，猪肉消费量或会受到宏观因素拖累，今年的猪肉消费同比可能会更差一些。

图表5 社会消费品零售总额:当月同比(%, 季节图)



来源：同花顺，中泰期货整理

图表6 社会消费品零售总额:当月环比(%, 季节图)



来源：同花顺，中泰期货整理

3.2 品种属性较为明显

我们认为猪肉需求有以下两个明显特征：

第一，替代属性强。从猪肉需求的历史波动看，猪肉整体上属于弹性偏强的品种，消费者对猪肉价格

有较强的敏感性，替代品情况对猪肉需求有一定影响。尤其是在居民收入下滑、替代品（牛、羊）价格崩盘的大背景下，性价比更高的牛肉、鸡肉等品种对猪肉需求的替代将更加明显。

第二，需求季节性明显。一般情况下农历一二季度为需求淡季、农历三四季度为需求旺季，特别是四季度猪肉消费向好的路径带有刚性，收入效应和替代效应等因素都很难打破四季度消费向上的趋势。因此，从季节性的角度看，我们仍有充足的理由看好下半年、尤其是四季度的猪肉消费。但值得注意的是，虽然下半年消费向好的路径具有确定性，但在居民消费潜力下滑、价格敏感性增强的大背景下，不宜对猪肉消费有过高期待（这些因素不会打破季节性，但会对现货价格高点形成限制）。

4、结论与展望

4.1 市场价格趋势仍然向上。供应方面，按照能繁母猪存栏与商品猪出栏的线性对应关系，2024 年商品猪理论出栏量整体呈逐月下滑趋势，特别是 8 月份开始商品猪理论出栏量下滑趋势更为明显。逐月下滑的商品猪理论出栏量为现货价格的边际上行提供了坚实的支撑，奠定了全年毛猪价格上行的大趋势。需求方面，猪肉消费具备明显的季节性规律，未来的农历三四季度为需求旺季，特别是四季度猪肉消费向好的路径带有刚性，收入效应和替代效应等因素都很难打破四季度消费向上的趋势。因此，下半年生猪基本面市场面临供需共振的向上格局。

4.2 对价格高度保持谨慎。一是在不考虑外部冲击的前提下，当前能繁母猪存栏总量居于高位，意味着商品猪供应较为宽松，这提示我们不宜过度看高全年价格重心；二是在今年有效需求不足、居民消费潜力下滑、居民价格敏感性增强的大背景下，猪肉消费量或会受到宏观因素拖累，今年的猪肉消费同比可能会更差一些；三是下半年存在多个强预期炒作的空间，压栏和二次育肥行为将持续支撑活体库存处于高位，这将对下半年供应起到“削峰填谷”的对冲作用。四是今年养殖成本大幅下滑，毛猪价格的上涨更容易给产业以合理利润，在供需并未严重失衡的背景下，我们不能过多期待超额利润。

4.3 追随市场，把握节奏。“抢跑”已经成为生猪期货市场的常态，市场频繁的在“交易预期”和“回归现实”中快速切换，这要求我们在夯实的基本面研究基础上，投更多精力在“预期”和“情绪”的把握上，紧紧抓住中秋预期、冬至预期、春节预期三个关键节点，寻找“预期交易”和“预期差交易”的机会。

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

