



有反弹，难反转

摘要

宏观层面，当前宏观环境对大宗商品市场的利多驱动作用减弱，长期看对国内定价的大宗商品存在顶部压力。消费端，随猪价大幅下跌，居民消费习惯与肉类消费结构决定生猪消费刚性逐渐回归，但消费习惯的回归需要较长时间，当前生猪消费继续随季节性回升的概率较大。供给端，产能恢复超预期，21 年年初的冬季我国华北等地遭遇生猪病疫情，所导致的供给缺口大部分被平抑，但缺口客观存在也是事实。综上所述，生猪价格重心长期继续向下不改，但 7-9 月价格走势由于阶段性供给缺口与消费缓增的影响很可能出现反弹，叠加养殖端深度亏损，三季度走势大概率会好于二季度月，但进口冻肉、分割入库、二次育肥所形成的库存或在价格反弹中形成抛压，抑制反弹幅度。

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

赵广钰

投资咨询证号：

Z0013074

目录

第 1 章 宏观驱动作用逐渐转空	4
第 2 章 生猪消费回归是长期行为	5
2.1 人均猪肉消费	6
2.2 我国猪肉生产与消费结构	7
2.3 我国居民猪肉消费习惯	7
2.4 消费者敏感性与其他替代	8
2.5 屠宰量随供给量缓步回升	8
第 3 章 生猪产能恢复超预期	9
3.1 能繁母猪存栏恢复超预期	9
3.2 二元能繁母猪（含回交）价格补跌	10
3.3 商品猪存栏&出栏显著恢复	11
3.4 预计下半年进口锐减	13
3.5 中央储备冻猪肉竞价投放与冻品库容	13
3.6 二次育肥扰动体重变化与实际供需	14
3.7 生猪病疫情仍需重点关注	15
第 4 章 综述	16
免责声明	17

图表目录

图 2.1.1: 人均猪肉消费量	6
图 2.1.2&2.1.3: 人均牛羊肉、禽肉、蛋消、水产费量	6
图 2.2.1&2.2.2: 历年猪肉、禽肉生产与消费情况	7
图 2.3.1&2.3.2 我国居民肉类消费习惯&鲜品冻品价差	7
图 2.4.1 生猪&白羽肉鸡价格	8
图 2.5.1&2.5.2: 生猪屠宰量	9
图 3.1.1&3.1.2: 能繁母猪月度存栏	10
图 3.2.1&3.2.2: 能繁母猪存栏结构与性能对比	10
图 3.2.3: 全国二元能繁母猪均价	11
图 3.3.1&3.3.2 生猪养殖企业存栏情况、出栏预估	12
图 3.3.3&3.3.4: ASF 以来商品猪存栏&商品小猪存栏	12
图 3.3.5&3.3.6: ASF 以来商品中猪&商品大猪存栏	12
图 3.4.1&3.4.2: 猪肉进口量	13
图 3.5.1&3.5.2: 冷冻猪肉库容使用率&2020 年中央储备肉竞价投放情况	14
图 3.6.1—3.6.4 生猪养殖利润与体重、以及饲料价格变化	14
图 3.7.1: 90KG 以下非标生猪出栏占比	15

第 1 章 宏观驱动作用逐渐转空

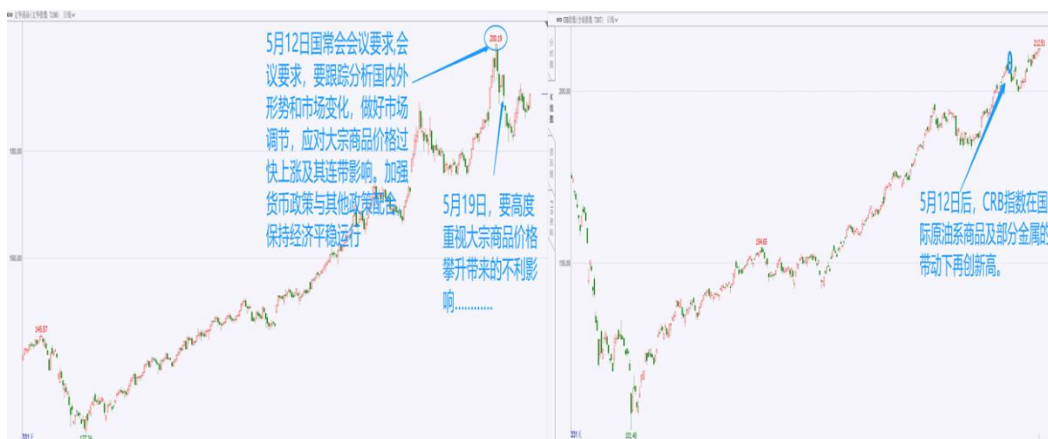
2021 年生猪年报中提及“我国宏观正处在积极的恢复路径当中，但基础仍需巩固。而我国经济财政政策的干预规律基本以逆周期为主，预计政策逐渐回归常态。在此背景下，预计随后两个季度出现消费端大幅滑坡、或者出现通胀的概率都非常低，影响生猪价格运行的主逻辑线是其商品基本面属性。”并作出分项拆解。

2021 年一季度报告中，提及“当前我国宏观环境对供需以境内为主的大宗商品驱动作用处于利多惯性尾声，同时预期 CPI 温和通胀，总体而言对生猪的影响中性略偏多。但目前生猪供需基本面存在非常明显的不平衡矛盾，所以个人在其二季度价格影响权重中给宏观影响的占比非常低，叠加季报篇幅有限，不再对宏观分项拆解赘述。”

当前认为宏观环境对大宗商品的影响正在逐渐转空，且高位价格对利空因素明显更为敏感。个人不再对宏观情况做出全部分项拆解，仅对我认为的宏观要点进行简析。

第一，个人认为国内定价商品与国际定价商品出现分化。5 月 12 日至 5 月末，国务院常务会议三次“点名”大宗商品。5 月 12 日召开的国常会指出，“做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”；5 月 19 日召开的国常会提出要加强市场监管，“依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格特别是囤积居奇等行为并公开曝光”；5 月 26 日召开的国常会指出，“支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台，用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为。”而后国内大宗商品价格见顶，以文华商品指数为例，5 月 12 日收盘价 200.03，而后见顶转跌，截至 6 月 21 日收盘文华商品指数收盘价格为 183.59，较 5 月 12 日下跌逾 8%。而国际商品价格以 CRB 指数为例，5 月 12 日后再次创出新高，与国内大宗商品出现分化。具体来讲，供需容易受到国内政策影响的商品（例如钢材）够成的指数权重部分，大概率已经见顶，切记不能忽视“宏观无形之手”的调控力量。而 CRB 指数更依赖于国际市场的“缩表”节奏。

图 1.1&1.2：文化商品指数&CRB 指数



数据来源：文化财经 南华研究

第二，宏观预期性升水逐渐退潮，“疫情后”时代的需求与供给节奏错配造成了全球虚假繁荣的假象，但个人认为实际经济运行情况并未脱出新冠疫情前的下行周期。简而言之，疫情后全球财政宽松以及货币放水，刺激了一轮商品牛市，包括不同国家的疫情防控稳定节奏不同、终端需求与部分大宗商品供给恢复节奏不同带来的错配效应，最终形成了和货币宽松同步的商品牛市，但目前商品市场价格已经运行至疫情前筹码密集区间，而下一步国际货币宽松尤其联储的“缩表”节奏将影响未来大宗商品价格是否继续强势，但目前宏观对于大宗商品价格缺乏进一步利多，即便是“缩表”节奏平稳，当前宏观环境对大宗商品市场的利多作用也边际缩减。尤其一旦出现超预期的“类缩表”动作，在特定阶段甚至可以忽略基本面情况，跟踪系统性方向即可。例如北京时间 6 月 17 日凌晨 2 点，美联储宣布暂不加息，维持利率 0-0.25% 不变。美联储措辞略偏鹰派，将美金加息时间提前到 2023 年，同时还讨论如何缩表，如何缩减大规模的债券购买计划。而后大宗商品市场出现系统性下跌。

图 1.3&1.4：美国、欧盟 M2 & CRB 指数



数据来源：美联储、欧央行、南华研究

第 2 章 生猪消费回归是长期行为

生猪消费层面，个人此前一直维持“居民消费习惯与肉类消费结构决定生猪消费具备一定刚性，尤其在生猪供给并未完全恢复的前提下，生猪消费随供给同时恢复的可能性较大”的观点。认为消费端并不是未来主导生猪价格方向的主要矛盾。同时认为“虽然消费端在当前情况下并不能主导生猪价格运行的方向，但是对生猪价格运行的方式有重要影响。”

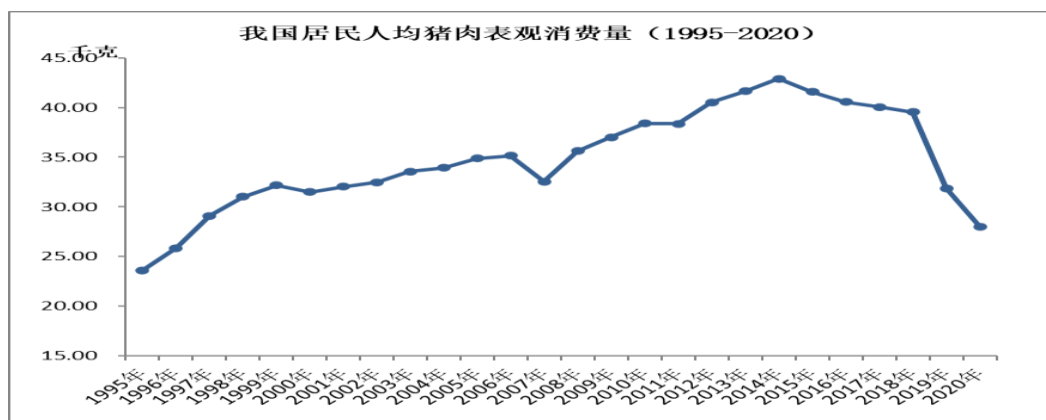
但随生猪供给缺口逐渐缩小，消费也需要作为重要的考虑维度。简而言之，锚定我国发生非洲猪瘟以前的年度消费量是 5500 万吨，发生非洲猪瘟后生猪价格大幅上行，导致部分消费者转向鸡肉、牛羊肉等其他蛋白消费，那么猪肉的年度刚性消费量或将下

降至 5000 万吨左右，此时如果供给仅仅在 4200 万吨，800 万吨的刚性需求缺口随供给增加的弹性会非常大，但随着供需逐渐向平衡线靠拢，此前的消费习惯是否改变，又有多少已经转移至其他肉食品将是未来影响生猪价格的重要因素。

2.1 人均猪肉消费

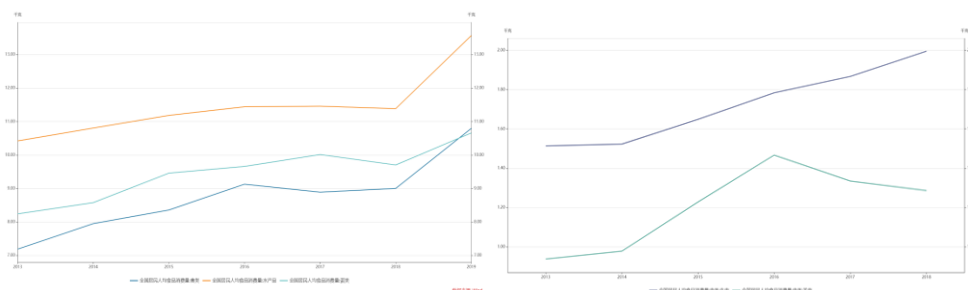
我国居民人均食品消费量中猪肉消费在 1995-2018 年间稳步增长，自 95 年的 23.62KG 上涨至 18 年的 39.36KG，年均上涨 3.05%。近年居民人均猪肉消费量以较快速度增长，截至 18 年，人均猪肉消费的趋势性依然为上行趋势。直至 2019 年，我国人均猪肉消费骤降至 31.9KG，环比下降 19.15%，当年度人均消费下降是由于供给短缺导致，故不列入趋势性考虑。2020 年虽未结束，但在假定人口结构及环比增速并未出现显著变化的情况下，粗略估计 2020 年人均猪肉消费仅为 28KG/人，较 19 年环比下降 12%，自我国出现非洲猪瘟以来持续滑坡式下滑。

图 2.1.1：人均猪肉消费量



数据来源：国家统计局 海关总署 USDA 南华研究

图 2.1.2&2.1.3：人均牛羊肉、禽肉、蛋消、水产费量

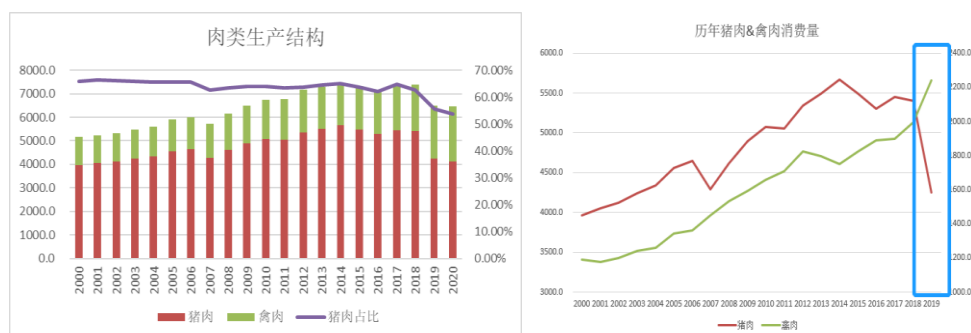


数据来源：国家统计局 南华研究

2.2 我国猪肉生产与消费结构

我国居民肉类消费中猪肉占比始终处于较高位置，自 2000 年至 2018 年，我国肉类生产结构中猪肉与禽肉产量均保持良好的增长态势，而 ASF 发生前猪肉在肉类生产结构中占比最高，2010-2018 年猪肉消费在肉类消费中平均占比高达 63.76%，但 2019 年因生猪供给短缺造成肉类消费中猪肉生产占比大幅下滑至 55.6%，2020 年猪肉消费占比下继续下降至 53.8%。预计 2021 年随着生猪产能恢复，消费占比随之恢复是大概率事件。

图 2.2.1&2.2.2：历年猪肉、禽肉生产与消费情况

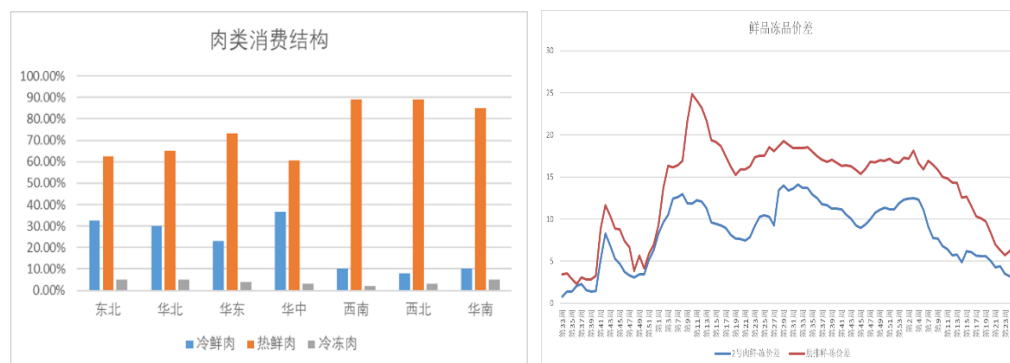


数据来源：国家统计局 南华研究

2.3 我国居民猪肉消费习惯

从猪肉生产的类型划分，我国居民的消费习惯倾向于鲜肉消费，尤其是热鲜肉消费，在猪肉消费占比中超过 75%；近年来华北、东北、华中地区冷鲜肉消费占比也有所提升，消费占比达到 25%，而西北和华南等地仍以热鲜肉消费为最主要方式。总体来看，冷冻肉消费不及消费总量的 10%。此外，从消费流向来看，居民的直接消费主要在农批市场、农贸市场以及商超，而冷冻肉更多流入深加工行业与小型餐饮，这就决定鲜肉的消费很难被替代。随着本轮生猪价格下跌，猪肉鲜品与冻品价差显著缩小，未来鲜品消费继续占居较高消费权重仍然是主要消费习惯，居民对鲜肉消费的支撑仍在。

图 2.3.1&2.3.2 我国居民肉类消费习惯&鲜品冻品价差



数据来源：涌益咨询 南华研究

2.4 消费者敏感性与其他替代

从消费者的类型划分,我国居民对猪肉的消费主要分为餐厅堂食、集体餐饮、家庭烹饪和外卖几类。其中团膳食堂和小餐厅经营者对价格较为敏感,部分低收入家庭对猪肉价格也较为敏感,此类消费者在生猪价格上涨时容易转向其他蛋白品,如鸡肉、水产、鸡蛋等。价格敏感型消费者应该在价格上涨初期就开始转向其他替代品,而生猪价格曾经在高位盘整超过一年,敏感型消费者大多应该在那段时期转移至其他蛋白品消费。

而当前猪肉价格连续回落,未来在生猪与鸡肉等蛋白品高价差时期的消费转移部分有望回归,但终端消费习惯的改变需要较长的周期,消费替代部分不会迅速回归,因此当前生猪总体消费水平不及非洲猪瘟疫情前水平。

图 2.4.1 生猪&白羽肉鸡价格

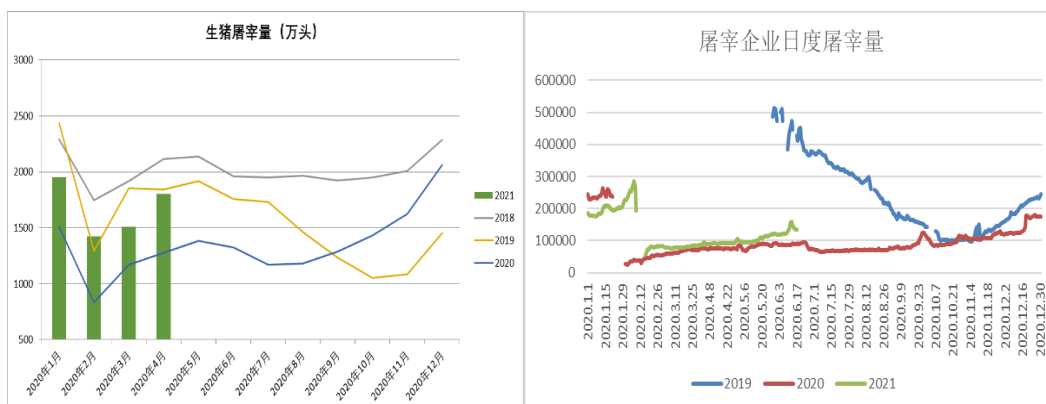


数据来源:国家统计局 南华研究

2.5 屠宰量随供给量缓步回升

据农村农业部所统计的全国 2000 万主营业务收入规模以上的生猪定点屠宰企业屠宰量,截至 21 年 4 月,统计口径内屠宰企业累计屠宰量 1804 万头,较去年同期增长 41%。长期来看,生猪屠宰量所反馈的消费信息为,消费量已经明显超过去年同期,正在逐渐接近 19 年消费水平。中期来看,高频屠宰数据反馈日消费随季节性继续上升概率大。

图 2.5.1&2.5.2：生猪屠宰量



数据来源：农村农业部 涌益咨询 南华研究

第 3 章 生猪产能恢复超预期

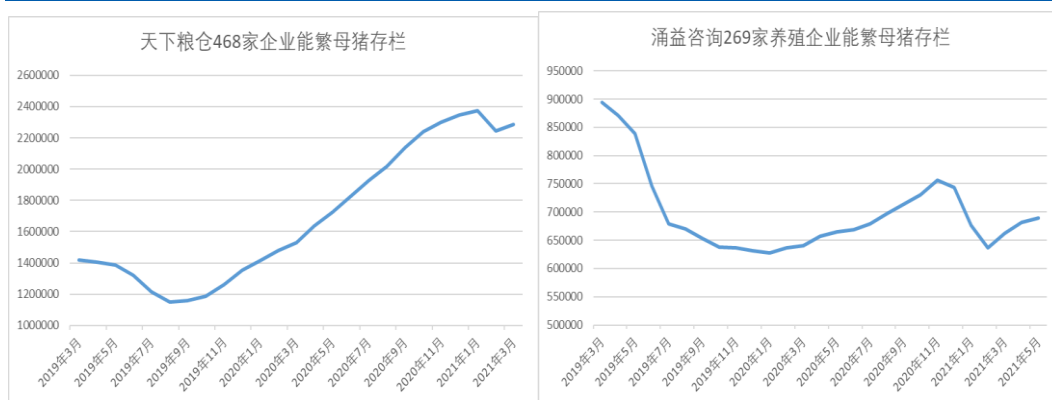
2021 年年报中提及“生猪产能恢复与释放或将是 2021 年生猪价格重心运行的最重要逻辑主线，当前能繁母猪产能加速恢复，商品猪存栏也形成有效的“正向恢复结构”，但非洲猪瘟、能繁母猪结构与生猪出栏体重等问题也制约了生猪产能恢复的路径。此外，预计明年我国猪肉净进口与中央储备冷冻肉抛储均有所减少。综合来讲，个人认为明年我国生猪供给大概率显著恢复，生猪供给恢复或将压制价格重心下行。”

但二季度报告中考虑到冬季我国华北等地遭遇生猪病疫情，导致能繁母猪存栏与生猪存栏大面积损失的问题，认为能繁母猪加速恢复受阻，下调产能恢复预期幅度。当前回顾二季度报告，还是忽视了高养殖利润下的市场力量，尤其二次育肥等行为错配市场供需，总体看年报中生猪供给恢复是压制价格重心下行的主逻辑不变，但产能恢复速度超出预期，剔除非洲猪瘟的影响，2021 年下半年生猪价格运行方向仍然偏空，三季度价格中或存在价格反弹，但幅度有限。

3.1 能繁母猪存栏恢复超预期

过去两年时间内，能繁母猪存栏不同口径统计数据差异较大，其中天下粮仓 468 家能繁存栏与官方大样本较为接近，涌益口径 20 年 12-21 年 2 月能繁母猪总计损失 13% 左右，出现较大缺口，结合各口径数据及个人采集现货市场信息看，我国能繁母猪显著恢复，冬季缺口较大程度被平抑。近期生猪价格持续下跌也可以做为佐证，如果仅仅是大肥猪压制，很难造成这么大的跌幅，需要表外产能扩张作为解释。

图 3.1.1&3.1.2：能繁母猪月度存栏



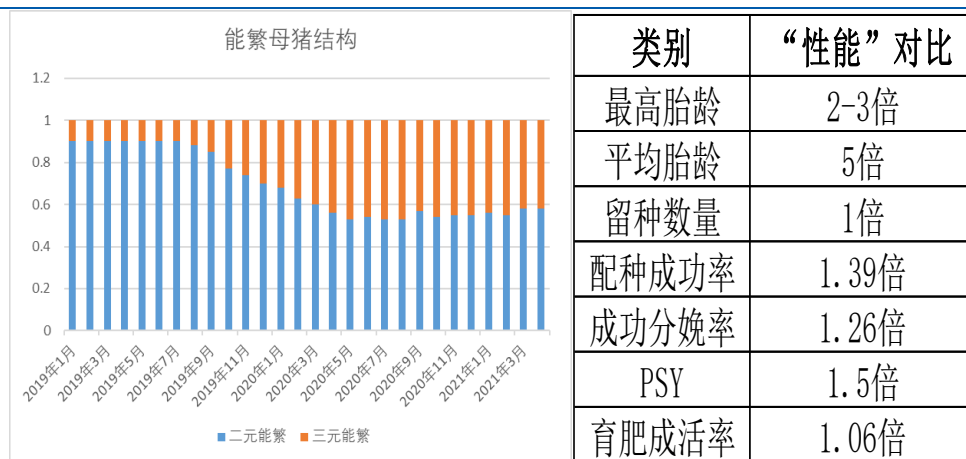
数据来源：国家统计局 涌益咨询 南华研究

3.2 二元能繁母猪（含回交）价格补跌

能繁母猪存栏恢复的过程中，二元能繁母猪的存栏结构也产生了实质性变化。由于二元能繁母猪稀缺，叠加养殖利润高企，在能繁母猪的补栏过程中将三元商品猪留种转为繁育母猪的情况已经常态化，尤其是疫情损失后的集中补栏，二元能繁母猪占比显著下降。

二元能繁母猪在产能中的占比从常规时期的 90% 水平下降至 21 年 2 月的 55%，近 6 个月平均二三元能繁母猪比例为 0.562：0.438。据少量市场样本采集信息得知，其在繁育成活率 PSY 方面，与传统二元能繁母猪相比要下滑 20%—30%，个别养殖企业下降 50%；繁育胎龄也较短，三元母猪繁育 2 胎后大部分需要淘汰，少量管理水平高的可以繁育 3 胎；在配种成功率下降 30%，成功分娩率约下降 21%，整体性能大打折扣。

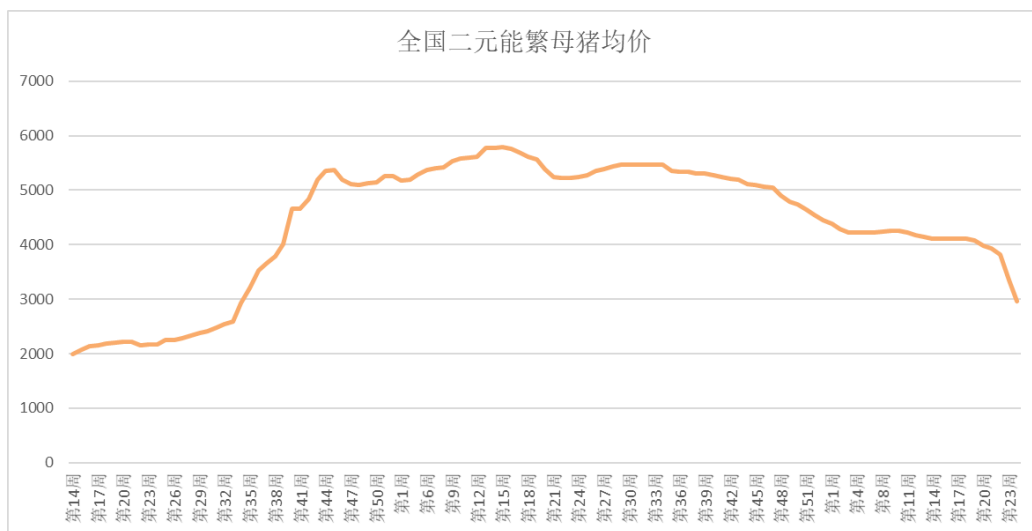
图 3.2.1&3.2.2：能繁母猪存栏结构与性能对比



数据来源：涌益咨询 南华研究

50KG 二元能繁母猪价格近期出现跳跃，此前价格自 2019 年 10 月中旬冲破 5000 元/头大关后，价格持续坚挺并未出现明显松动，直至 20 年第 47 周，二元能繁母猪价格下破 5000 元/头，而后又在 4000 元处获得支撑。五一假期后，随生猪价格大跌，市场大部陷入亏损，母猪补栏积极性大幅下降，连续 6 周出现跳跃，累计下跌达到 1200 元/头，下跌幅度达到 30%。预计未来能繁母猪价格维持弱势，企业以产能更新替换为主。

图 3.2.3：全国二元能繁母猪均价



数据来源：涌益咨询 南华研究

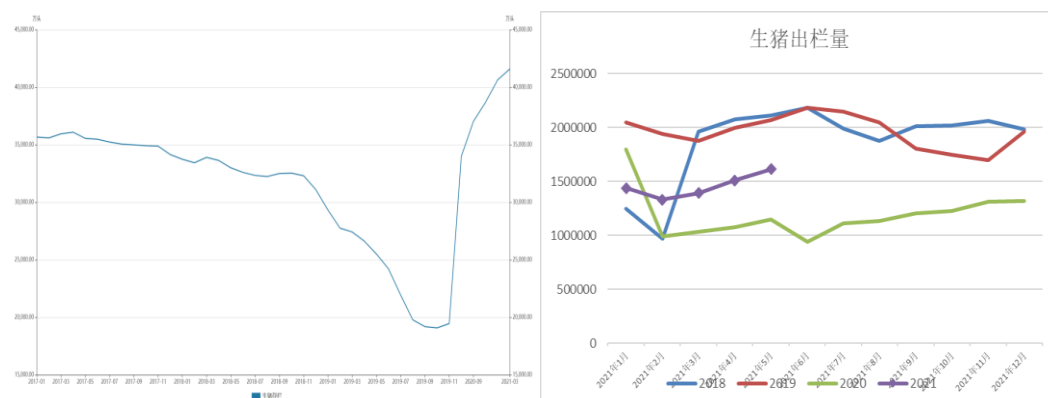
总体来看，能繁母猪环比虽然回升，但按照当前三元母猪的占比来推算，行业实际生产效率较传统 9:1 以上时期同数量母猪大幅下降。当前的养殖利润难以继续支持三元留种操作，未来能繁母猪中二元母猪占比有大幅提升空间。上述因素对能繁母猪存栏的恢复与商品猪的供给较直观数据都有“折扣”性影响，结构占比及其配种、分娩等差距指标已计算进入商品猪出栏与供需关系变化当中。

3.3 商品猪存栏&出栏显著恢复

生猪生产延续恢复性增长势头，生猪存栏环比连续 6 个季度回升。一季度末全国生猪存栏 41595 万头，比上年一季度末增加 9475 万头，同比增长 29.5%。其中，能繁母猪存栏 4318 万头，同比增加 937 万头，增长 27.7%。生猪存栏持续恢复，环比已连续 6 个季度回升，恢复到 2017 年末的 94.2%。一季度，猪肉产量 1369 万吨，增加 331 万吨，增长 31.9%。

按不同口径数据观测，4-5 月生猪存栏与出栏维持增加。涌益咨询数据出栏量 2-5 月连续增长，远超去年同期水平，6 月出栏量同比增加幅度预期放缓，但结合存栏出栏数据来看，生猪供给随能繁母猪产能恢复继续增加是大概率事件。

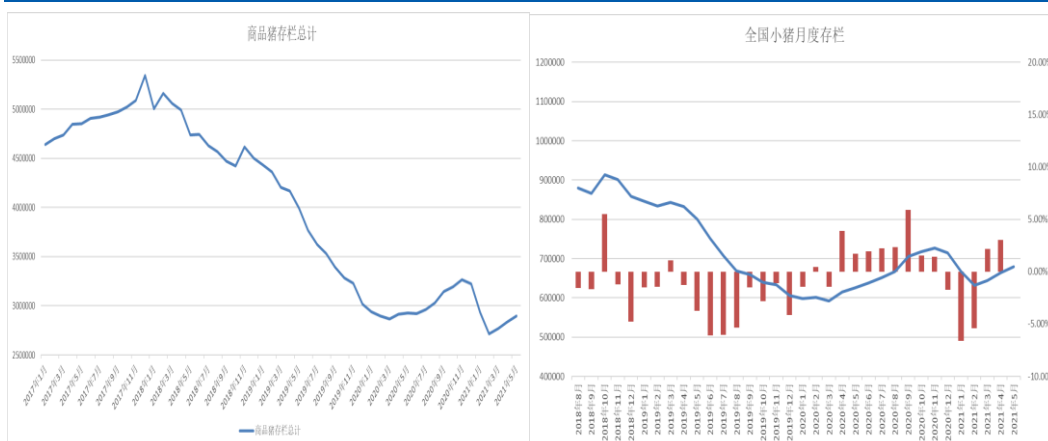
图 3.3.1&3.3.2 生猪养殖企业存栏情况、出栏预估



数据来源：农村农业部 涌益咨询 南华研究

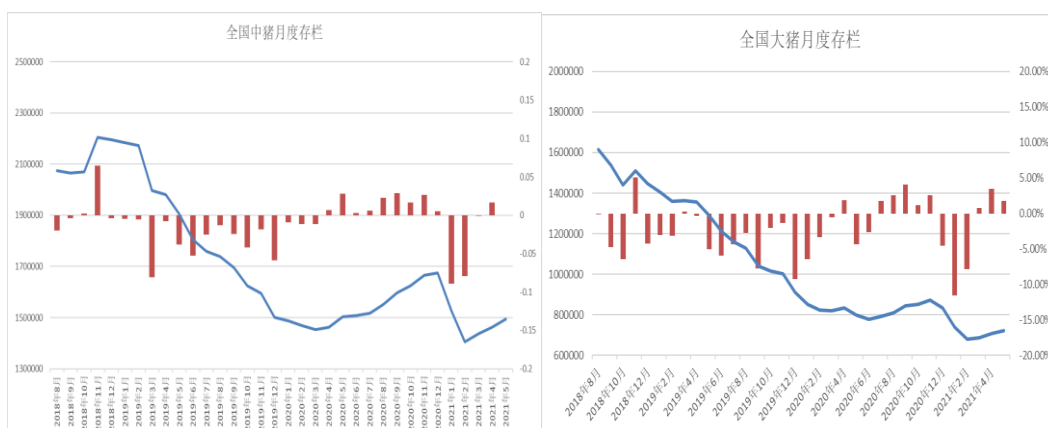
据涌益各口径数据，不同体重总计商品猪存栏量回升情况受到冬季疫情影响大幅回落，而后见底回升，预期整体维持存栏上升态势，符合长期市场预期。

图 3.3.3&3.3.4: ASF 以来商品猪存栏&商品小猪存栏



数据来源：涌益咨询 南华研究

图 3.3.5&3.3.6: ASF 以来商品中猪&商品大猪存栏

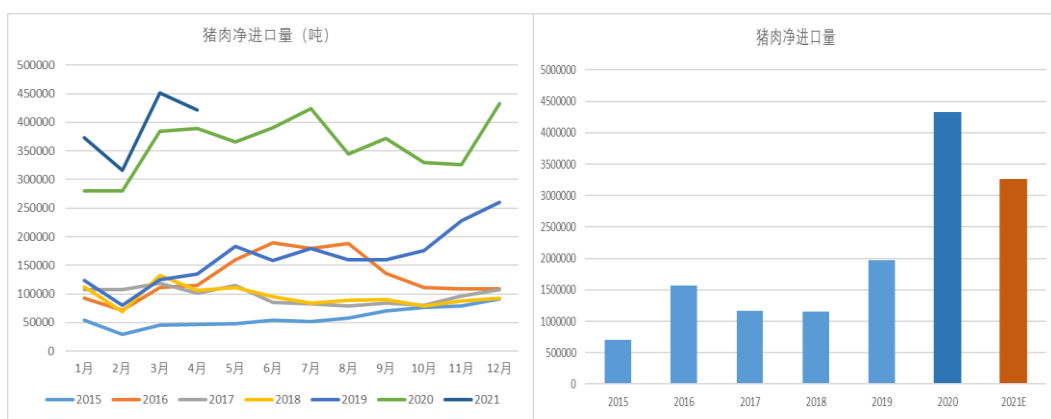


数据来源：涌益咨询 南华研究

3.4 预计下半年进口锐减

据海关总署数据，截止到 21 年 4 月，我国进口猪肉 156 万吨，超过去年同期水平。但认为未来猪肉进口较去年同期大幅减少，甚至于贴近 19 年水平。首先，我国生猪产能快速恢复，前文也提到生猪存栏恢复超预期，平抑冬季损失缺口，那么进口增加补充我国供给缺口的支撑就不再合理。再有，前 4 个月我国进口商大量进口冻品，受到欧美供给减少，我国进口商集中扫货等因素影响，目前进口利润明显倒挂，前期到港货物被动挤压累库严重，持货期待上涨的情况普遍存在，未来增大进口量的概率较小。

图 3.4.1&3.4.2：猪肉进口量



数据来源：海关总署 南华研究

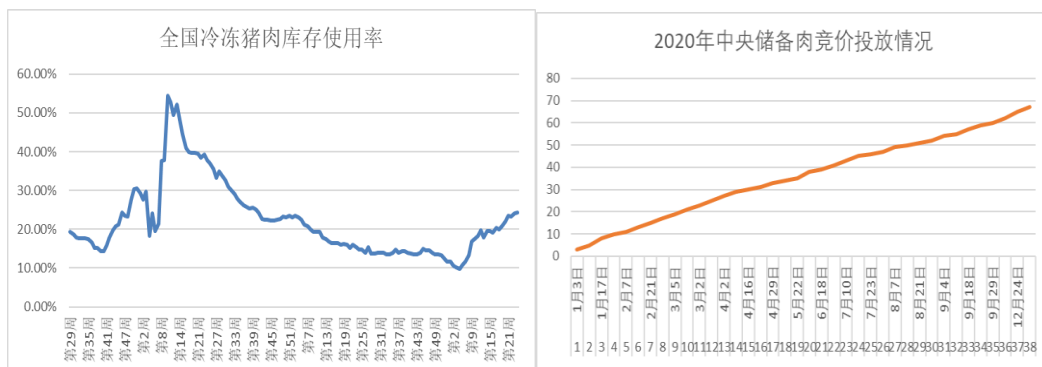
3.5 中央储备冻猪肉竞价投放与冻品库容

中央储备冻猪肉投放竞价交易在 2020 年频繁开展，全年总计投放 38 批冷冻肉，总计 67 吨。中央储备冷冻猪肉投放市场对供给的影响情况与进口猪肉类似，主要作用是平抑短期价格上涨，尤其是抛储频率增加，对市场情绪打压作用显著，猪粮比处于高位连续上涨、氛围敏感时期、以及春节国庆等假日投放力度较大。21 年上半年生猪价格重心大幅下行，中央储备肉竞价投放频率显著低于去年水平，未来猪粮比过低不排除根据国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、市场监管总局等联合印发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》进行收储的可能性，但总计收储量受制于地方财政情况等因素不会太大，总体而言中央储备冻肉竞价投放与收购对市场供需的实质性影响减弱。

但 21 年下半年，预计屠宰企业市场化的分割入库与出库情况会对阶段性供需造成较大影响，例如前期大肥生猪供给过剩，标肥价差较大，部分地区每公斤价差接近 3 元，屠宰企业有集中分割大肥入库的行为，以此进行猪价抄底，积累了一定库存，目前被动分割入库摊平前期成本的行为也依然存在，未来这部分库存在猪价出现反弹后，不排除

集中抛售压制价格反弹幅度的可能性。

图 3.5.1&3.5.2：冷冻猪肉库容使用率&2020 年中央储备肉竞价投放情况



数据来源：涌益咨询 南华研究

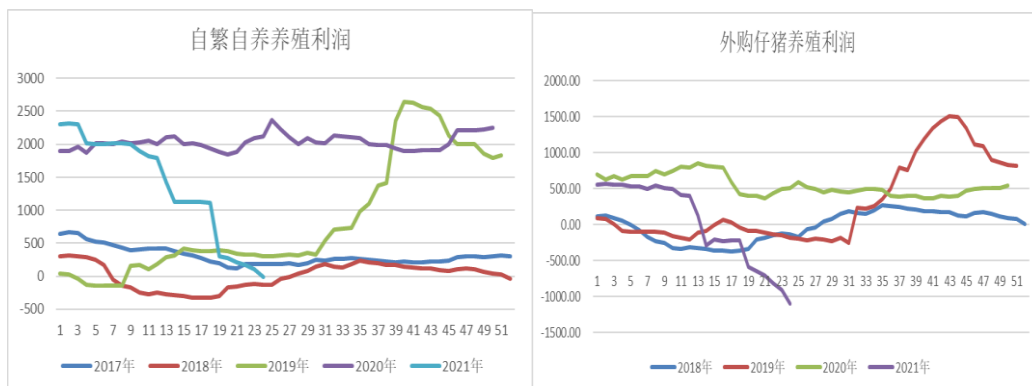
3.6 二次育肥扰动体重变化与实际供需

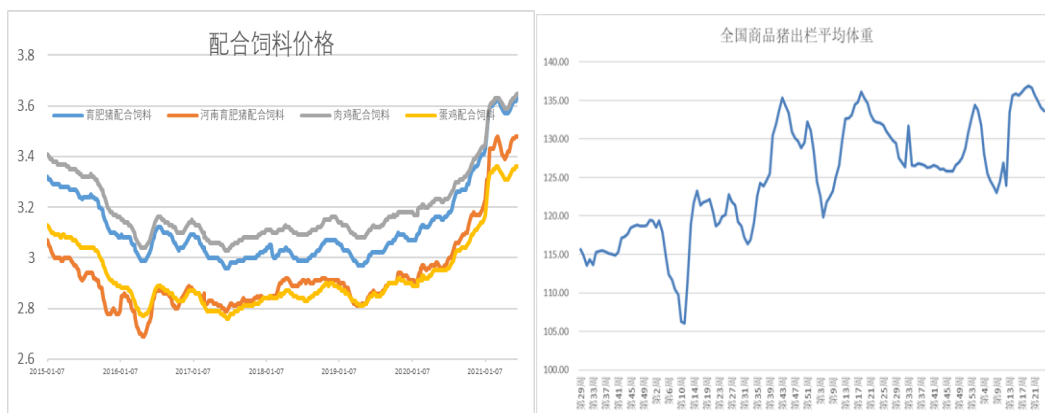
2021 年年报，与二季度报告中均维持“预判生猪出栏体重向上的趋势或将在今年春节开始出现拐点，而春节后的两个季度生猪平均出栏体重或转为下行。”的判断。但判断被证伪，春节后出栏体重经过一轮下滑后再次冲高，但个人认为这种二次育肥带来错配很难长期持续。

主要原因有：1、结合供需情况与饲料价格，养殖利润已经大幅下降，当前利润情况不支持大体重生猪养殖。2、春节后的集中二次育肥普遍亏损，5 月份二次育肥再次出现但整体谨慎，6 月下旬价格拉涨也有相对分散的二次育肥，整体看，经过一轮深度亏损，随生猪价格重心大幅下行，未来再次出现集中二次育肥的可能性较低。

但当前市场积压的超高体重大肥猪尚未出清，5 月份与屠宰企业分割入库时间节点近似的二次育肥又积压了一部分肥猪，未来都有可能成为市场的抛压。

图 3.6.1—3.6.4 生猪养殖利润与体重、以及饲料价格变化





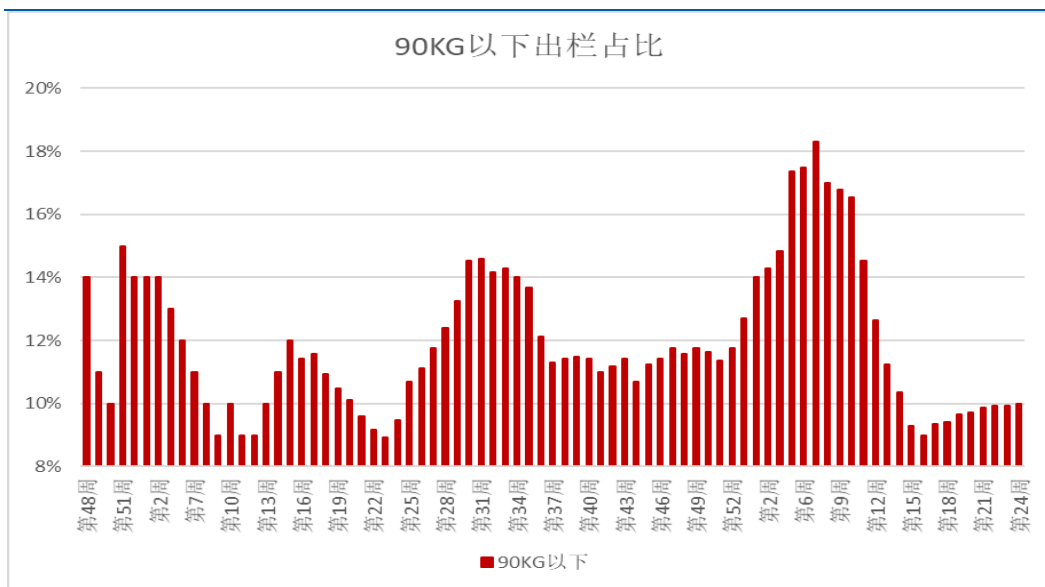
数据来源：WIND 涌益咨询 南华研究

3.7 生猪病疫情仍需重点关注

2021 年年报及季报中提及“生猪疫情依然是阻碍生猪产能恢复的最大困扰。”的判断并作出具体修正，但目前看企业防控能力逐渐升级，二季度虽然广东湛江、广西玉林等地发生生猪病疫情，但并未出现大面积扩散，今年年初的冬季疫情还是给养殖企业敲响了警钟。

今年夏季生猪病疫情存在不确定性，夏季南方雨水天气也不确定强度，随时保持密切关注，生猪价格尤其是远月盘面价格保持低位，容易受到生猪病疫情事件刺激发生踩踏。

图 3.7.1：90KG 以下非标生猪出栏占比



数据来源：涌益咨询 南华研究

第 4 章 综述

宏观层面，当前宏观环境对大宗商品市场的利多驱动作用减弱，长期看对国内定价的大宗商品存在顶部压力。消费端，随猪价大幅下跌，居民消费习惯与肉类消费结构决定生猪消费刚性逐渐回归，但消费习惯的回归需要较长时间，当前生猪消费继续随季节性回升的概率较大。供给端，产能恢复超预期，21 年年初的冬季我国华北等地遭遇生猪病疫情，所导致的供给缺口大部分被平抑，但缺口客观存在也是事实。综上所述，生猪价格重心长期继续向下不改，但 7-9 月价格走势由于阶段性供给缺口与消费缓增的影响很可能出现反弹，叠加养殖端深度亏损，三季度走势大概率会好于二季度月，但进口冻肉、分割入库、二次育肥所形成的库存或在价格反弹中形成抛压，抑制反弹幅度。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司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了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点