南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

2023 大宗商品年度展望 生猪

物壮则易老，狂风难终朝

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

边舒扬
投资咨询证号
Z0012647

联系人
王一帆
从业资格证号
F03099649

摘 要

2022 年生猪行情经历了新旧猪周期的转换，从前一轮周期的筑底阶段逐步过渡到新一轮周期的上行阶段。在压栏、二育狂热情绪的推动下，仅仅历经 6 个月就使猪价完成了以往猪周期需花一年多时间才能达到的涨幅，透支了后市继续上行的力量，随着政策频发，情绪泡沫逐渐被戳破，供应偏多需求较弱的现实使得现货价格一路下跌，在腌腊季价格也难有转头之势。正应了“物壮易老、是谓不道，不道早已”，这也是许多人认为本轮猪周期提前步入下行阶段的原因。

展望明年，市场偏空。我们认为明年生猪的出栏量整体都偏宽松，尤其是从年后开始到 6 月，生猪市场将处于“供强需弱”阶段，价格基本以下行为主，而从 7 月开始，去重阶段的完成，叠加出栏增幅的稳定，需求的恢复，价格或将止跌企稳，但仍存偏弱震荡下行之趋势，在天气转凉后的 9、10 月份价格可能有所反弹，11 月后，出栏由增转降叠加需求旺季和鸡肉替代效应的消失，我们推测猪价才有机会开始走一波顺畅的上涨行情。明年整体偏悲观，但年底仍存曙光，是谓之“狂风不终朝、骤雨不终日”。

策略建议：进入交割月前 1-3 反套仍可持续；2305 合约偏空，2311 合约偏多，但需选择合适的机会布局 11 合约的多单。

风险点：年前需求大幅好转；生猪疫情突袭；新冠疫情发生新变化

目录

第 1 章 行情回顾 4
第 2 章 产能修复压制价格，逻辑重回供应 5
2.1 利润驱动影响能繁母猪 5
2.2 能繁母猪决定最终产能 6
2.3 去重阶段还未完成，猪肉供应持续增加 8
2.4 猪粮比回落至安全区间，政策压力骤降 9
2.5 进口难形成压力 10
第 3 章 需求修复回归值得期待 11
3.1 疫情压制消费 12
3.2 年前腌腊季需求边际增幅不及供应 12
3.3 鸡肉替代效应或将抑制猪肉价格 13
3.4 相关政策将刺激明年需求由弱转好 14
第 4 章 展望与策略 15
免责申明 17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表目录

图 1.1&1.2：现货价格走势&生猪期货价格走势 4
图 1.3&1.4：期现走势转折图&基差走势图 5
图 2.1.1：利润推动猪周期 6
图 2.1.2&图 2.1.3：利润与产能&利润驱动母猪淘汰 6
图 2.1.4&图 2.1.5：成本价影响产能增减&目前养殖仍有利润 6
图 2.2.1 生猪产能周期 7
图 2.2.2 今年补栏情绪偏谨慎 7
图 2.2.3 生猪出栏预测值 8
图 2.3.1&2.3.2：出栏均重（钢联）&出栏均重（涌益） 8
图 2.3.3&2.3.4：能繁母猪性能对比&鲜销率 9
图 2.3.5：猪肉供应量 9
图 2.4.1&2.4.2：猪粮比&重点屠宰企业冻肉库容率 10
图 2.5.1：进口猪肉 10
图 2.5.2&2.5.3：美国猪肉价格&美元对人民币汇率 11
图 3：猪肉消费量 11
图 3.1.1&3.1.2 国庆出游人数与收入&疫情对餐饮的影响更大 12
图 3.1.3&3.1.4 疫情对收入的影响&消费者信心与储蓄意向 12
图 3.2.1&3.2.2 白毛比价& 屠宰毛利润 13
图 3.2.3&3.2.4 屠宰量& 标肥价差 13
表 3.3.1 相关性 14
图 3.3.1&3.3.2 猪肉与鸡肉价格走势& 中国肉鸡月度引种量 14

第1章　行情回顾

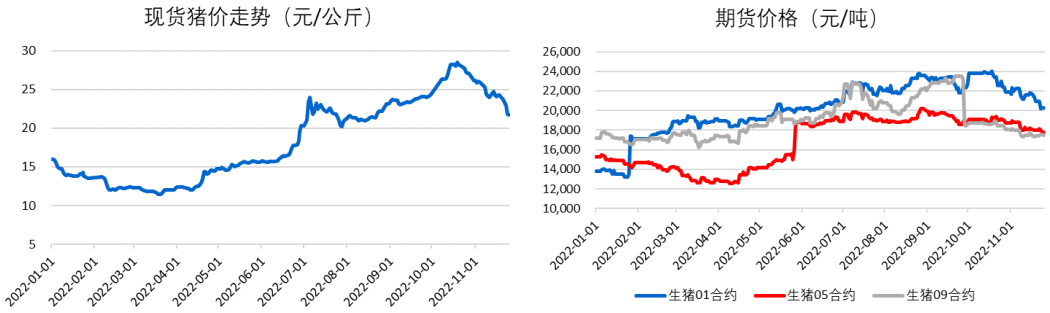
回望今年价格，正处于新老周期转换之际，经历了从上一轮周期的底部向新一轮周期高点爬升的过程。第一季度猪价仍处于前一轮猪周期的尾部，2021 年 3-5 月能繁母猪的产能还在增加，而当期体重虽处于去重阶段但还未完全去化，同时叠加节后消费的惯性低点，“供强需弱”主导一季度的价格行情，在 3 月底前，现货价格在 12 元/公斤的位置反复震荡筑底，期货价格跟随现货，呈现偏弱走势。

进入二季度后，2021 年能繁母猪自 6 月去化的产能开始逐步兑现，需求经过三四月份的谷底后迎来季节性的修复，供给的减少以及需求的恢复，支撑起现货价格企稳后开始上涨，价格从 12 元/公斤上涨至 7 月初 22.8 元/公斤的较高位置，期货价格同步上行。

三季度能繁母猪产能的去化持续，但 7、8 月是传统的消费淡季，“供弱需弱”使得现货价格出现了一定程度的偏弱震荡整理，但二次育肥的入场以及产能持续去化的兑现，价格在底部有所支撑，进入 9 月后随着天气转凉，需求回升，二育现象的持续，价格再次一路上行，在国庆节前达到 24.32 元/公斤的价格。然而在期货方面，价格先跟随现货同步上行，在 9 月期现价格出现回归后，两者走势便开始出现背离，现货继续走国庆前“供弱需回升”的逻辑而缓慢上行，01 合约逻辑则提前交易年前生猪集中出栏供应偏多的逻辑，即在“供强”逻辑影响下出现短期的下行，直到 9 月 25 日期现两者在“节前提前备货，需求有所增加”的逻辑下达成一致，走势继续同步至节前。

进入四季度后，期现走势背离迹象更加明显，现货市场二育、压栏现象在情绪、价格的刺激下加剧，“压栏、乐观情绪”带领现货价格一路上冲至本轮猪周期目前最高点 28.52 元/公斤，而期货则更为理性，在“需弱供强预期”的影响下，已经开始提前下跌。10 月下旬政府政策发布频率加快，力度变大，情绪泡沫逐渐被戳破，随着规模厂出栏和价格下跌的负反馈形成，在“供应偏强需求偏弱”的现实下，现货价格开始追随期货走了一段较为顺畅的下跌行情。而随着腌腊季的逐步开启，养殖户出栏积极性提高，虽然需求有所提振，但目前来看，需求的边际增加不及供应边际的增幅，价格上涨存在压力。

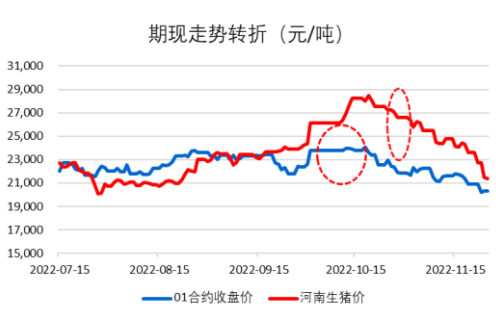
图 1.1&1.2：现货价格走势&生猪期货价格走势



数据来源：涌益咨询 大连商品交易所 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.3&1.4：期现走势转折图&基差走势图



数据来源：涌溢咨询 大连商品交易所 南华研究

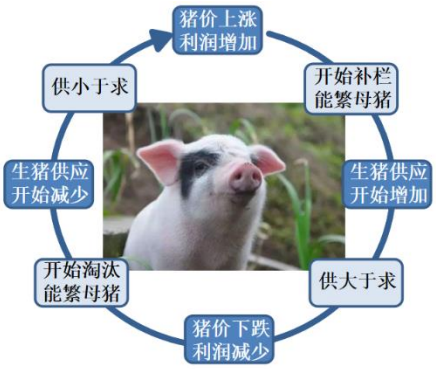
第 2 章 产能修复压制价格，逻辑重回供应

根据涌益咨询的数据显示，能繁母猪存栏量在今年 5 月开始环比上升，其绝对数值在 10 月基本已经恢复到 2021 年 7 月的产能，产能恢复速度较快，从能繁母猪到生猪出栏的周期来看，明年生猪的供应将偏宽松压制价格重心下行，影响价格走势的逻辑也将从需求重新转移至供应。

2.1 利润驱动影响能繁母猪

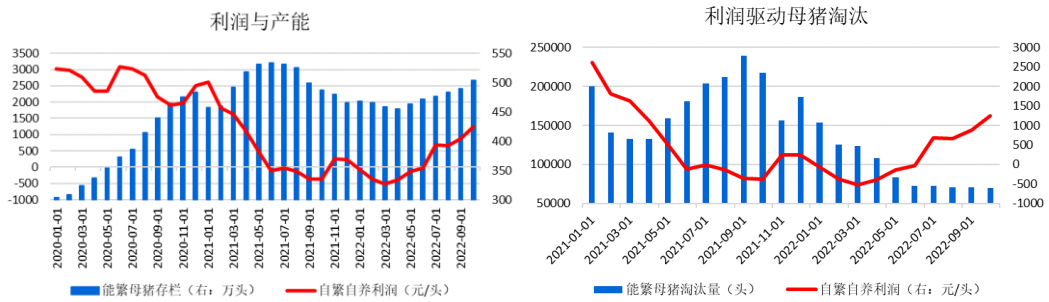
猪周期在经济学上是一个典型的蛛网模型，利润直接影响养殖户产能的增减，进而传递到供应端，影响猪价走势，最后重新回归利润，如此循环构成一个又一个的猪周期。本轮猪周期的上行是由前一轮周期利润的持续亏损，导致产能去化、供应减少所引起的，不像前几轮猪周期那样有“蓝耳病”、“环保政策”、“非瘟”等外力因素影响，因此，本轮周期产能并未受到打击。所以当利润开始由深度亏损向盈利迸发时，产能恢复速度加快，这与上一轮“非瘟因素”引起的猪周期完全不同，由图 2.1.2 也可以看到前一轮周期在每头盈利 3000 元的时候，产能受非瘟影响，仍处于低位，恢复速度较慢，而在今年这轮猪周期的 5 月，每头自繁自养生猪利润仍旧小幅亏损时，能繁母猪存栏已经开始环比增加，截至 10 月，农业农村部的数据统计显示，能繁母猪的存栏量已经恢复到正常保有量的 106.8%。虽然猪价在 11 月有较大幅度的下跌，但目前仍在平均成本线之上，从历史经验来看，只要养殖户还未出现亏损，那么就不会主动大幅淘汰母猪，预测 11 月到春节前能繁母猪存栏量环比增幅减少，但总量仍会增加，对应十月后生猪出栏来看，明年供应整体偏宽松。

图 2.1.1：利润推动猪周期



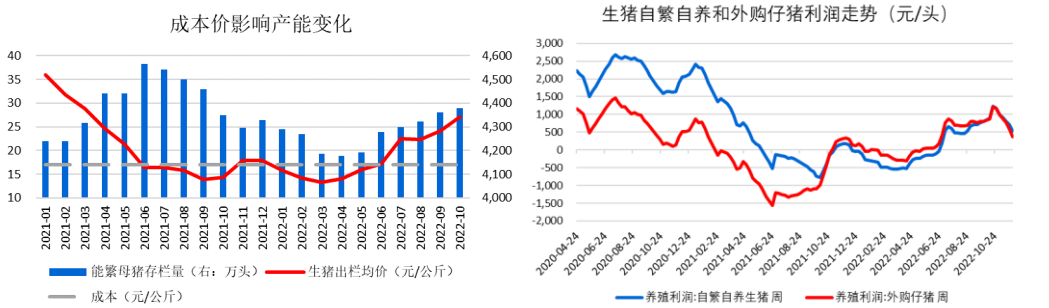
数据来源：南华研究

图 2.1.2&图 2.1.3：利润与产能&利润驱动母猪淘汰



数据来源：我的农产品网 南华研究

图 2.1.4&图 2.1.5：成本价影响产能增减&目前养殖仍有利润



数据来源：农业农村部 我的农产品网 南华研究

2.2 能繁母猪决定最终产能

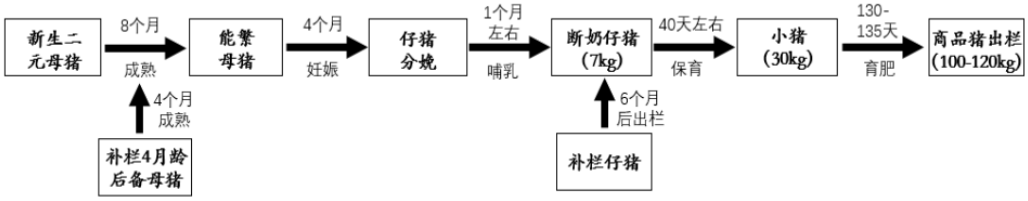
根据生猪产能的周期来看，当期生猪的出栏量由 10 个月前的能繁母猪决定，无论从农业农村部、钢联还是涌益的数据来看，能繁母猪存栏量在今年 5 月后开始环比增加，那么对应到 2023 年 3 月以后的生猪出栏量也将持续增加，同时叠加利润对能繁母猪存栏量的影响，由上文可知，淘汰去化过程只会在亏损时启动，因此我们预计生猪出栏的的增量趋势起码将延续至 2023 年的 11、12 月份。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

虽然明年供应呈现出整体偏宽松的格局，但仔猪和后备母猪的补栏情况依旧会影响短期的出栏节奏。今年 7-9 月生猪出栏均价持续上涨，且上涨幅度较大，但是对比仔猪和后备母猪价格来看（图 2.2.2）我们会发现两者价格不仅没涨反而有所下跌，这说明了养殖户对六个月后的市场情况比较担忧，补栏情绪偏谨慎，即对应 2023 年 1-3 月生猪出栏增幅会较小，这与能繁母猪在明年 1-3 月兑现的产能互相印证。

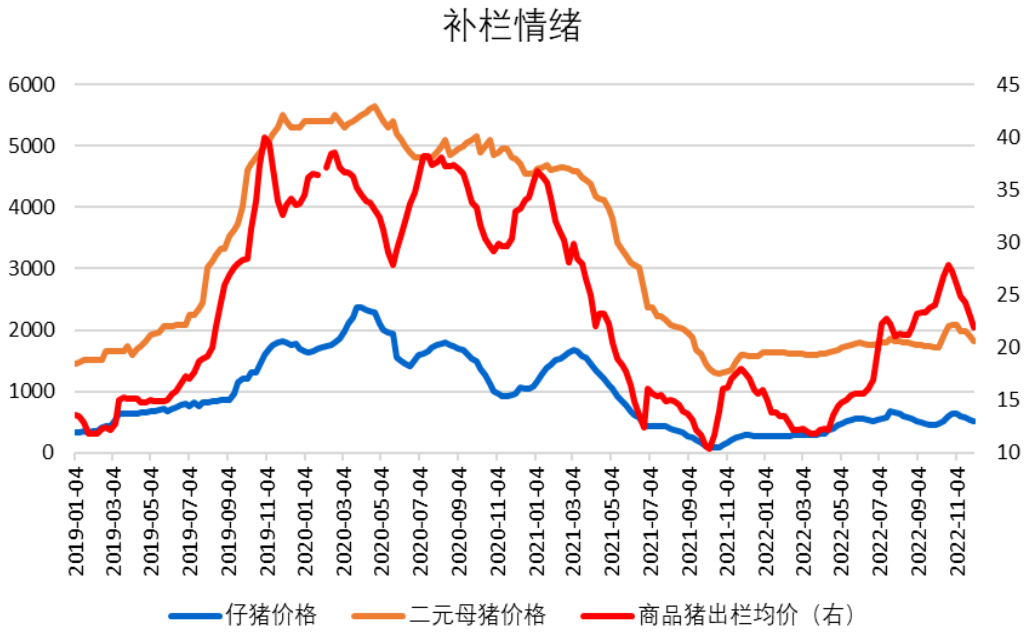
最后我们根据涌益咨询数据中能繁母猪的存栏量、参与配种率等数据来对未来生猪出栏趋势做大致的描绘，虽然从能繁母猪数量来看，明年 2 月的出栏量应该是最少的，但由于实际生产效率的提高，从明年 1 月开始，出栏量基本就稳定上行，验证了我们对明年整体生猪的供应偏宽松的推测，同时可以看到 5 月以后环比增幅维持在较低水平，叠加利润影响，我们推测年底前环比增幅可能由正转负，在 11 月份出栏量可能开始下降。当然，对未来产能的推测会忽略现实中的出栏节奏，考虑今年 1 月春节，2 月的供应会提前出栏，因此我们认为 2 月的供应将会是明年中较少的一个月，但与此相对的是需求在年后基本也在低部，价格能否反弹还需谨慎看待。

图 2.2.1 生猪产能周期



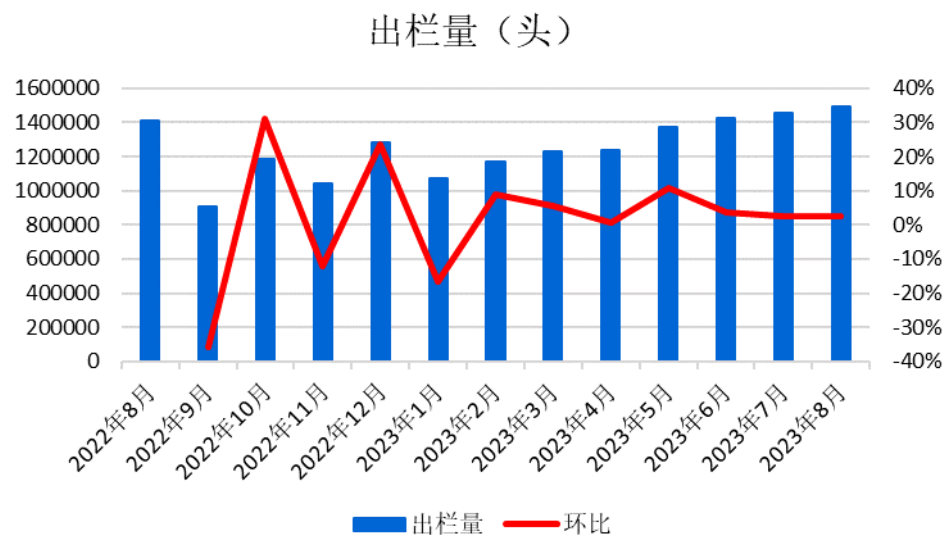
数据来源：南华研究

图 2.2.2 今年补栏情绪



数据来源：南华研究

图 2.2.3 生猪出栏预测值

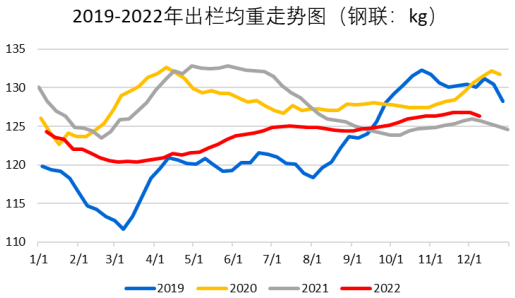


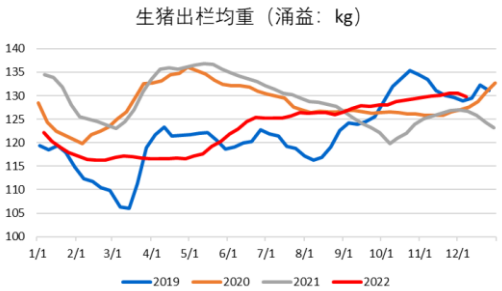
数据来源：涌益咨询 南华研究

2.3 去重阶段还未完成，猪肉供应持续增加

上一章我们推出了未来生猪的出栏头数，但最终与终端消费挂钩的是市场猪肉的供应量，而市场上猪肉的多少不仅取决于生猪出栏的头数，还取决于生猪的体重与鲜销率。因数据来源的不同，对于目前生猪的出栏体重在历史中所处的位置两者有较大的分歧，但可以确认的是目前的体重去化过程才刚刚开启，距离完成去重的阶段还较远。从历史经验来看，在猪价与体重出现走势背离的时候，只有当体重完成去重实现筑底，猪价才有重新上涨的机会。我们根据钢联的数据对猪肉的供应趋势做了描绘，可以看到随着鲜销率以及体重的持续上升，目前市场上猪肉的供应仍在持续增加，预计体重去化的过程将持续到明年 6 月，期间猪价上方会持续有压制。

图 2.3.1&2.3.2：出栏均重（钢联）&出栏均重（涌益）

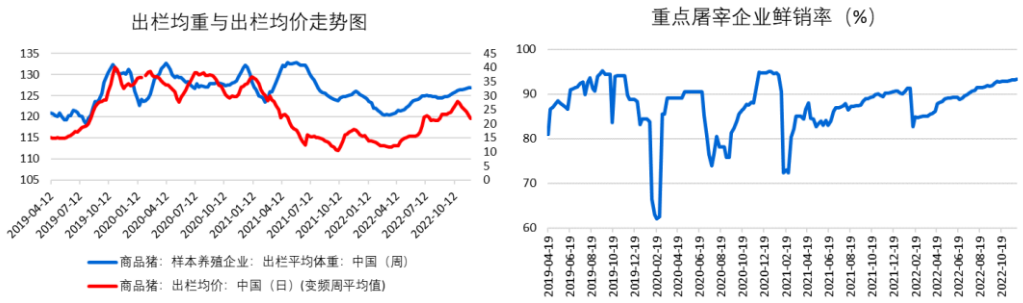




数据来源：我的农产品网 涌益咨询 南华研究

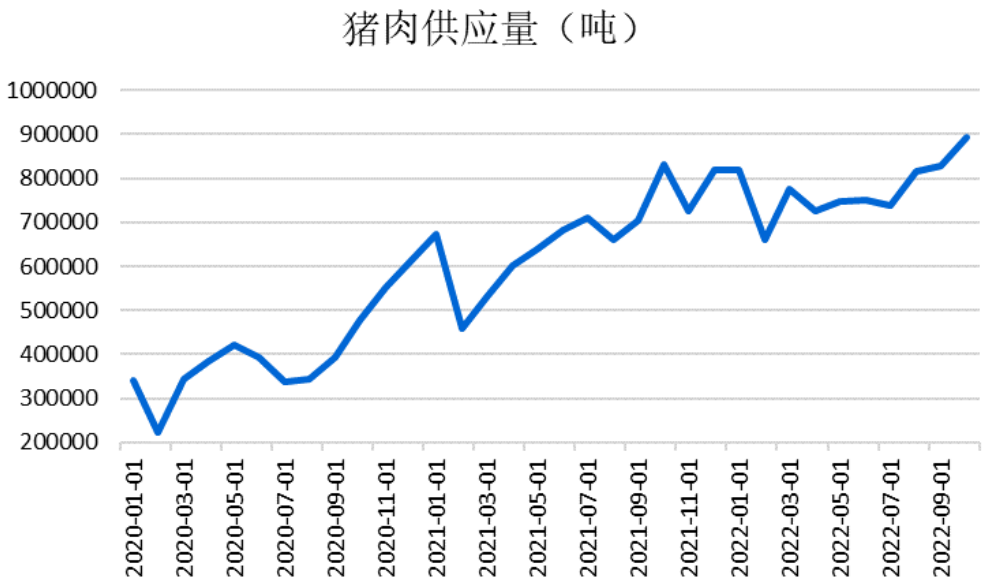
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 2.3.3&2.3.4：能繁母猪性能对比&鲜销率



数据来源：我的农产品网 南华研究

图 2.3.5：猪肉供应量



数据来源：我的农产品网 南华研究

2.4 猪粮比回落至安全区间，政策压力骤降

随着去年产能去化的逐渐兑现，今年 7、8 月份生猪的供应逐渐偏紧，猪价一路上涨，猪粮比朝着三级预警线前进，为了防止后市猪价的大起大落影响未来产能，发改委在 9 月 8 日投放今年第一批中央冻猪肉储备，随后两个月内陆续投放 7 批冻猪肉，总计达 21 万吨，今年上半年收储的 10 万吨冻猪肉基本抛出，目前猪粮比已经破 8，回落至安全区间，未来政策对猪价的压力有所减弱，同时随着冻肉库存回落至低位，叠加明年价格在供应偏强下低位运行概率较大，收储或将在明年四五月价格低位时开启，以提振猪价。

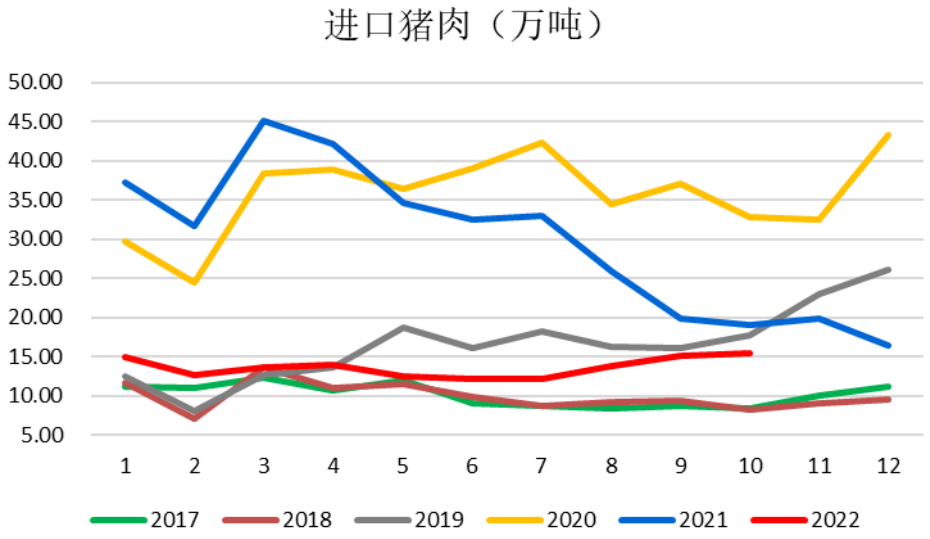
图 2.4.1&2.4.2：猪粮比&重点屠宰企业冻肉库容率

数据来源：发改委 我的农产品网 南华研究

2.5 进口难形成压力

据海关总署进口数据整理：中国 2022 年 10 月进口猪肉 16 万吨，2022 年 1-10 月累计中国进口猪肉 138 万吨，同比降幅 58.8%。从历年进口猪肉数量来看目前正处于历史的低位，部分原因是美国猪肉价格以及美元对人民币汇率位于高位，进口成本较高。从明年来看，随着国内能繁母猪产能的恢复，进口需求难有明显的增量，对国内猪肉供应难形成压力。

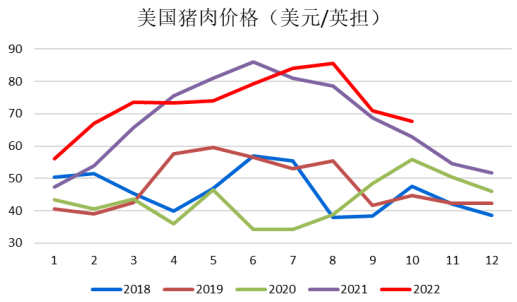
图 2.5.1：进口猪肉



数据来源：海关总署 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 2.5.2&2.5.3：美国猪肉价格&美元对人民币汇率

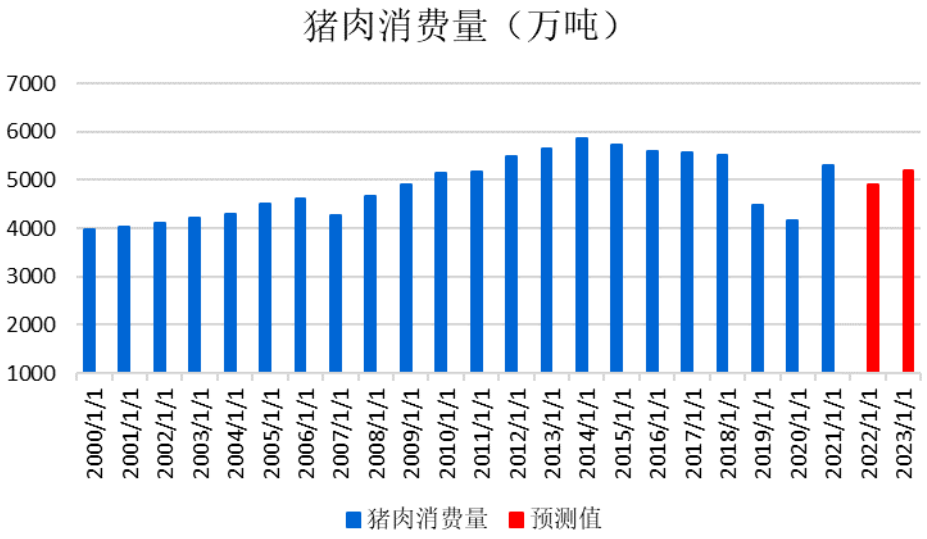


数据来源：中国人民银行 wind 南华研究

第 3 章 需求修复回归值得期待

居民消费习惯与肉类消费结构决定生猪消费具备一定的刚性，往年生猪消费的季节性规律明显，除了非瘟期间，每年的需求总量变化幅度不会太大，因此在研究猪价走势的时候，以往的专家学者都认为消费虽会对生猪价格运行的方式产生重要影响，但是消费端并不是主导生猪价格方向的主要矛盾。然而，2022 年由于疫情的反复和多点爆发对宏观经济以及居民的生活消费产生了前所未有的影响，猪肉的消费端受到了较大的抑制，尤其从今年 10 月下旬以来，生猪价格的走势已经从供应逻辑转向了需求，需求如何成为了影响今年年前价格的关键。简单来说，即年前消费好转那么价格就有上行的动力，反之则继续下跌。展望明年需求，从近期疫情防控政策的优化、放宽以及相关刺激经济政策的颁布来看，我们可以预测明年需求将是修复回归的一年。

图 3：猪肉消费量

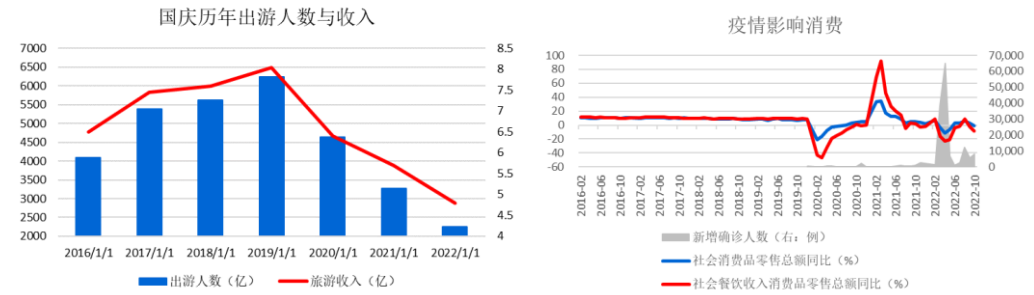


数据来源： OECD 南华研究

3.1 疫情压制消费

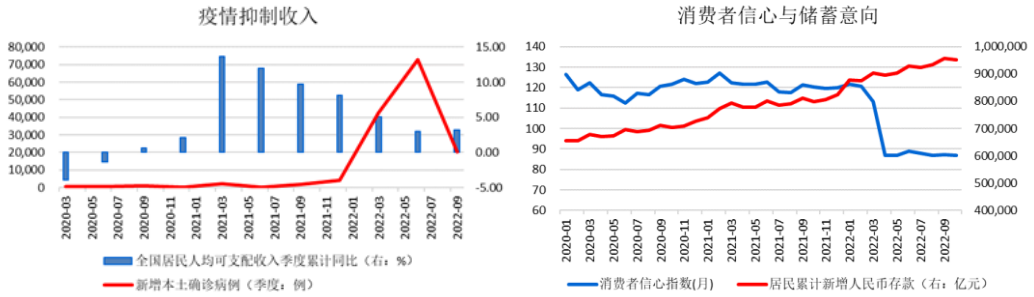
今年疫情的反复和在全国多地的散点爆发对国内整体的经济与消费造成了明显的抑制，进而由上至下传递到餐饮，压制猪肉消费。这主要体现在三个方面：1）疫情防控措施直接影响消费者消费的途径。各地爆发疫情后，对消费者出行造成了制约，部分疫情严重的地域会采取封控、静默等措施，直接导致对餐饮消费的减少，从图 3.1.1 国庆出游人数与收入可窥见一斑。同时从图 3.1.2 来看，疫情对餐饮收入的影响更大，波动也更剧烈。具体表现为当疫情严峻时，餐饮消费的收入下滑显著，而当疫情好转时又会出现“短期报复性”的消费，但随着疫情的常态化，消费收入的大涨大跌有所回归；2）疫情通过影响消费者的收入来影响猪肉消费。今年以来随着疫情的持续发酵，居民可支配收入同比持续下降，收入的降低叠加猪价的上涨，使得居民对猪肉的消费有所减少；3）在疫情的持续下，人们对未来前景的不确定性开始增加，对经济的信心产生怀疑，从而部分消费转向更保险的储蓄，减少了对消费的需求。

图 3.1.1&3.1.2 国庆出游人数与收入&疫情对餐饮的影响更大



数据来源：文旅局 国家统计局 南华研究

图 3.1.3&3.1.4 疫情对收入的影响&消费者信心与储蓄意向



数据来源：国家统计局 wind 南华研究

3.2 年前腌腊季需求边际增幅不及供应

本轮猪周期从四月开始，生猪价格一路上行，其中伴随着白条肉价格的同步上涨，但从白毛比价出发，可以看到在本轮上涨行情中，肉价涨幅不及猪价涨幅，对此我们的理解是由于前期产能的去化，供给端偏紧叠加对后市旺季需求的期待，此时养殖端处于产业链中的强势地位，压栏现象较多，屠宰企业收猪困难，被动减少屠宰量，屠企利润

请务必阅读正文之后的免责条款部分

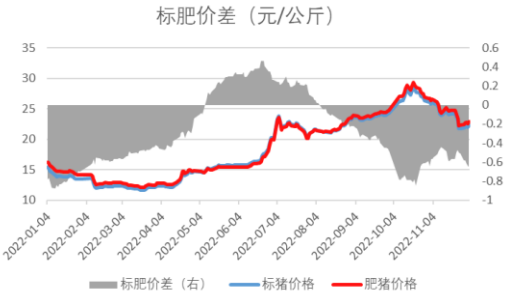
持续为负较好地佐证了这一点。而随着 10 月下旬，市场在弱现实与悲观预期的双重作用下，生猪恐慌性出栏，价格迅速下跌，在终端需求较弱情况下，屠宰企业开始压价主动减少屠宰量，同时利润开始由负转正，此时屠宰企业重回强势地位。

12 月 1 日，西南地区腌腊的开始代表着本轮腌腊季的逐步启动，屠宰企业屠宰量的跳跃式增加叠加肥猪出栏增多的同时标肥价差开始扩大，说明腌腊的开启对需求有所提振。但是随着腌腊季的进行，我们也需要考虑一点，目前屠企正处于产业链中的强势方，纵使需求有所提振，养殖户的大猪也需要在冬至前出栏、而标猪最迟也需要在年前完成出栏，屠企收购较为容易，有压价的能力，而养殖端压栏扛价能力已经随着时间的推移越来越弱，短期出栏节奏将加快，因此毛猪价格上涨幅度将有限，多是趁着价格回升顺势出栏。从这几日现货价格的表现和屠宰量未能继续大幅增量来看也从侧面验证了我们的观点。

图 3.2.1&3.2.2 白毛比价&屠宰毛利润

数据来源：涌益咨询 我的农产品网 南华研究

图 3.2.3&3.2.4 屠宰量&标肥价差



数据来源：涌益咨询 我的农产品网 南华研究

3.3 鸡肉替代效应或将抑制猪肉价格

猪肉消费存在替代效应，当猪肉价格过高时，消费者会将部分用于猪肉的消费转移到鸡肉、鸡蛋、牛羊肉等替代品上，从而使得替代品的价格开始上行，而当猪肉价格下降时，鸡肉等替代品的消费可能重新转移回猪肉上来，造成替代品价格的下降，这就是所谓的替代效应。我们把近 7 年市场肉类的价格做了相关性分析，从表中可以看到，猪肉与鸡肉的相关性最高，之间的替代效应最明显，而猪肉与牛羊肉较一般，与鸡蛋的相关性最差，这与各类替代品的自身特性有关，因此接下来我们将从猪肉与鸡肉之间价格

的替代效应来分析未来猪肉的消费如何？

从市场上鸡肉与猪肉的价格来看，当猪肉价格处于高位或鸡肉价格处于低位时，鸡肉对猪肉的替代效应较强，具体表现为在非瘟期间与今年猪价急速上涨的时候，鸡肉价格随着猪肉同步上涨，而鸡肉价格处于下行阶段时，猪肉价格也存在下降趋势。当下鸡肉价格处于历史的较高位置，对猪肉消费的替代效应有所减弱，一定程度上支撑猪肉价格。

展望明年，从 2021 年 9 月到 2022 年 4 月，肉鸡的祖代引种持续增加，2022 年 5 月后因美国、加拿大等国爆发禽流感，我国祖代种鸡进口量开始大幅减少，因此从鸡的产能周期来看，2023 年 11 月前肉鸡供应较宽松，价格可能较低，但相比往年来看，引种量依旧处于低位，因此猪价明年 11 月前将受到来自于鸡肉的弱替代效应，而 11 月后随着鸡肉供应的减少，价格上行，对猪价的弱抑制将会消失。

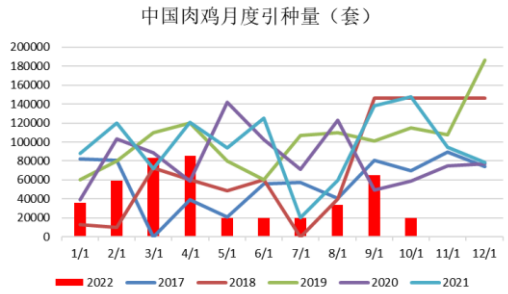
表 3.3.1 生猪与替他肉类相关性

		鸡肉	牛肉	羊肉	猪肉	鸡蛋
猪肉	Pearson 相关性	.718**	.570**	.530**	1	.025
	显著性（双侧）	.000	.000	.000		.293
	N	1780	1780	1780	1780	1780

**. 在 .01 水平（双侧）上显著相关。

数据来源：南华研究

图 3.3.1&3.3.2 猪肉与鸡肉价格走势& 中国肉鸡月度引种量



数据来源：我的农产品网 卓创资讯 南华研究

3.4 相关政策将刺激明年需求由弱转好

近期防疫政策和经济政策有较大的变化，为此我们罗列了部分：

11 月 10 日，中央政治局常委会召开会议听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，这里罗列部分措施：（一）及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接；（二）将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”；（三）纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法；（四）对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；

请务必阅读正文之后的免责条款部分

11 月 24 日，李克强主持召开国务院常务会议，部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础；

广州：12 月 1 日起，市民朋友到药店购买感冒、发热等药品，不再查 48 小时核酸阴性证明；

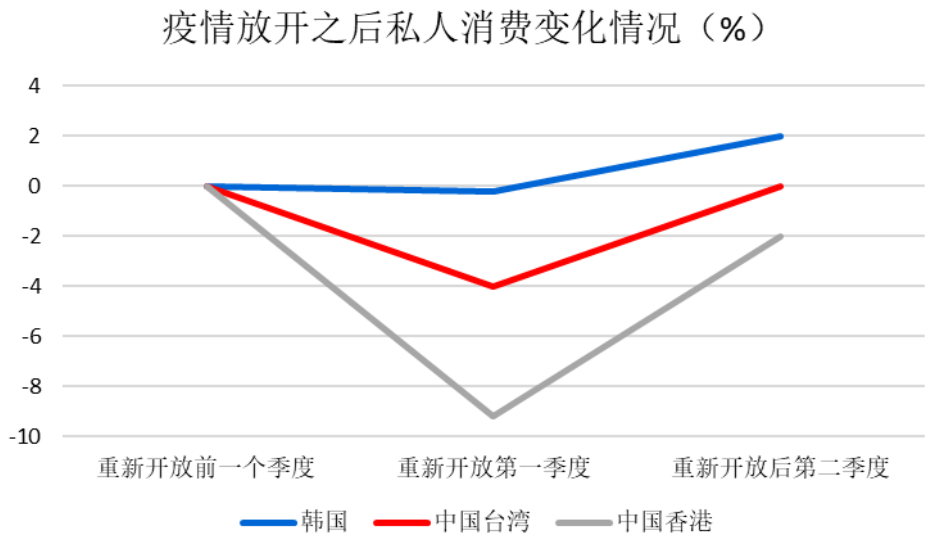
福州：12 月 2 日宣布无社会面活动人员纳入核酸免检

北京：自 12 月 5 日起，公交、地铁不得拒绝无 48 小时核酸阴性证明的乘客乘车；无社会面活动人员不外出可不必每日核酸检测；

中国人民银行决定于 2022 年 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率

综合来看，今年部分地区层层加码的防疫措施限制了居民的出行和消费能力，同时相关企业的停工停产也在经济上抑制了居民的消费意愿，拖累了 2022 年的消费。明年防疫政策逐渐放开优化后将对消费有较好的提振，但是我们认为此举并不代表会马上刺激居民的消费水平，这可以借鉴之前与中国一样实施相对严格的防疫政策的东亚国家和地区。从图 3.4.1 来看，由于在疫情放开后，新冠感染人数在这些国家和地区出现激增，个人因害怕感染新冠而主动减少外出叠加人们的消费水平还未得到较好的恢复，这进一步压制了人们的消费，导致私人的消费情况进一步恶化，在随后第二季度才开始逐渐恢复。因此，中国明年的消费情况可能呈现出“J”曲线效应，即进一步恶化之后再向好修复。

图 3.4.1 疫情放开后私人消费变化情况



数据来源：Haver Analytics　南华研究

第 4 章 展望与策略

最后我们对前文的观点做了以下总结：

供应：明年整体供应偏宽松，转折或在年底出现

（1）截止至 11 月底，供应端在正利润的驱动下，能繁母猪存栏量仍在增加，今年 12 月的生猪价格也较难跌破成本，因此，从利润驱动角度来看，今年 1 月甚至 2 月前，能繁母猪存栏量仍将增加；

（2）能繁母猪对应十月后生猪出栏量，根据已经确定的数据推算，生猪出栏量在明年 8 月前将持续增加，叠加利润因素后，整个生猪供应在明年 11 月前难见有转折；

（3）去重过程处于启动阶段，据历史来看，往往需经过 6 个月才能完成体重的筑底，因此预计持续到明年 6 月前，市场猪肉供应压力较大；

（4）未来政策和进口对供应压力较小；

需求：明年需求将经历“J”曲线效应，修复回归值得期待

（1）疫情从空间、经济、信心三方面影响猪肉消费；

（2）年前产业链主导权转移至屠宰端，消费提振难敌养殖户集中出栏；

（3）鸡肉价格在 11 月前产能偏宽松，价格较低，可能将对猪肉消费产生替代效应，而 11 月后随着鸡肉供应的减少，价格有望上行，对猪价的抑制将会消失；

（4）疫情政策放宽后，短期或迎来需求的继续恶化，两三个季度后将修复回归

综上，我们认为从明年年后开始到 6 月，生猪市场将处于“供强需弱”阶段，价格基本以下行为主，但不排除因出栏节奏或突发原因导致短期价格的反弹，从 7 月开始，去重阶段基本完成，叠加出栏增幅基本稳定，需求有所恢复，价格或将止跌企稳，在天气转凉后的 9、10 月份价格可能有所反弹，11 月后，出栏由增转降叠加需求旺季和鸡肉替代效应的消失，我们推测猪价将有所上行。

在策略上：目前时点屠宰端处于产业链中的强势地位，养殖户没有抗价的资本，在冬至前完成出栏是大势所趋，而三月作为年后的合约，出栏压力与一月相比较弱，即在下跌行情或震荡下跌行情中，三月的下跌幅度将小于一月合约，01 合约在进入交割月前仍可继续 1-3 反套；展望明年，不确定性增加干扰投资进入的准确时点，但总体来看，我们对 05 合约看法偏空，11 合约偏多，但需关注入场的正确时机。

风险提示：年前需求大幅好转；生猪疫情突袭；新冠疫情发生新变化

免责申明

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。

南华期货
NANHUA FUTURES

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦　　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