饲料养殖月报

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 农产品组
研究员

范红军
☎ 020-37595315
✉ fanhongjun@htfc.com
从业资格号：F0262666
投资咨询号：Z0002196

邓绍瑞
☎ 010-64405663
✉ dengshaorui@htfc.com
从业资格号：F3047125
投资咨询号：Z0015474

玉米：新作压力带动近月基差回归

1. 我们未对玉米供需平衡表预估进行调整，缺口维持在 5500 万吨，但考虑到临储小麦拍卖政策意在抑制小麦饲用替代，后期国家控制的其他能量原料库存（包括陈化水稻、进口转入储备以及潜在的中储粮轮入）在何时以何价投放市场形成实际供应存在不确定性，这会引发市场担忧，导致市场提前入市补充库存；

2. 12 月期间特别是下半月期货市场可以理解为新作压力之下的近月基差回归，即新作压力带动近月期价下跌，继而拖累远月期价。考虑到 1 月合约已经进入交割月，而根据国家粮食与物资储备局公布的 11 个主产省区玉米收购进度，我们倾向于认为新作供应压力最大的时候即将过去，结合前面论述，后期市场特别是华北产区补库有望带动期现货价格趋于上涨。

玉米淀粉：负反馈过程反映至成本端

3. 如我们 11 月中专题报告预期，淀粉行业整体持续负反馈，其中 11 月中至 12 月上半月主要反映供需端的改善，12 月下半月则主要反映成本端的下滑，考虑到目前淀粉盘面生产利润已经出现亏损，行业负反馈或告一段落，淀粉-玉米价差继续收窄空间受限，淀粉期价更多跟随原料端即玉米走势；

4. 就后期淀粉-玉米价差走扩的驱动而言，成本端或主要源于华北-东北玉米价差，因华北新作减产，而临储小麦拍卖限制饲料企业参拍，意图抑制饲用替代，后期华北产区供需缺口或逐步凸显，价差有望走扩；供需端节前更多期待下游备货，节后潜在因素在于冬奥会对华北产区开机率的影响。

鸡蛋：预期有待验证

5. 鸡蛋现货继续呈现供需两弱的格局，需求层面受新冠疫情、绝对价格及其生猪替代影响未有起色，供应层面在产蛋鸡存栏前期环比恢复缓慢，进入 12 月之后由于鸡蛋现货价格弱势，养殖户淘汰积极性上升，带动存栏环比出现较大幅度下滑；

6. 鸡蛋期货有两个方面值得留意，其一 1 月合约基差上，与往年期价升水现货不同，今年近月基差更类似于 2019 年，基差持续位于历史同期高位，这一方面源于鸡蛋交割制度，另一方面则反映市场的悲观预期，即市场担心出现类似于 2019 年春节前持续大幅下跌的情况；其二是期价结构，2 月合约期价最低，之后各合约均呈现升水格局，以反映供需和季节性规律。由此可以看出，目前合约期价价差结构较为合理，最大的

风险或集中在近月合约的绝对价格定价上，这需要市场跟踪春节前市场供需和现货价格走势来逐步验证。

生猪：节前供需观察期

7. 在经历 11 月持续坚挺之后，在养殖企业与养殖户出栏加快，进口冷冻库存出库，带动生猪现货价格持续震荡回落；期价则呈现近弱远强格局，与鸡蛋类似，近月期价大幅贴水，而远月期价相对强势，3 月、5 月和 7 月甚至小幅收涨；

8. 期价呈现远月升水结构，表明市场对远期供需趋于乐观，这主要源于两个方面的原因，其一是按生猪出栏滞后能繁母猪 10 个月计算，4 月之后生猪供应量有望趋于下滑；其二是春节前进口冷冻库存出库，加上养殖企业和养殖户出栏加快，特别是生猪出栏体重持续下滑，使得市场预期部分春节后供应压力提前释放，加上远期供应下降的预期，有望带动现货价格节后提前见到低点；

9. 在这种情况下，考虑到 1 月和 3 月合约已经较现货存在较大幅度的贴水，已经在一定程度上反映 4 月之前的供应压力和春节后的需求淡季，而市场对远期供需的预期较为复杂，节前现货涨跌均可以做出不同的解读，很可能不会改变目前市场的预期。

交易建议：

玉米与淀粉：转为看多，建议谨慎投资者观望，激进投资者可以考虑择机入场做多。

鸡蛋：维持中性，建议投资者节前观望为宜。

生猪：维持中性，建议投资者节前观望为宜。

风险因素：

国家进口政策、新冠肺炎疫情和非洲猪瘟疫情

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 农产品组
研究员

范红军
☎ 020-37595315
✉ fanhongjun@htfc.com
从业资格号：F0262666
投资咨询号：Z0002196

邓绍瑞
☎ 010-64405663
✉ dengshaorui@htfc.com
从业资格号：F3047125
投资咨询号：Z0015474

玉米篇：新作上市压力带动近月基差回归

我们未对供需平衡表预估进行调整,上一年度即 2020/21 年度供需缺口 8000 万吨,当前年度即 2021/22 年度供需缺口下降至 5500 万吨。在前期报告中，我们看涨的逻辑主要在于小麦面临供应安全与饲用替代之间的冲突，即一方面国内玉米供需缺口需要小麦饲用替代加以补充，另一方面临储小麦库存已经下降，继续大量饲用替代可能危及国家一号文件提及的口粮供应安全。这种冲突会导致小麦价格上涨来抑制饲用替代，继而有望带动玉米期现货价格上涨。

但在 10 月以来小麦现货价格持续上涨并创出新高，国家并未进行临储小麦拍卖，直至 12 月 29 日才公布 1 月 5 日重启临储小麦拍卖，每周 50 万吨，并限制饲料企业参拍。这一操作表明国家更在意口粮供应安全，试图减少投放和限制参拍来抑制小麦饲用替代。

而众所周知，虽然当前年度供需缺口较上一年度有所下滑，但在进口受限的情况下，仍有很大一部分缺口需要跟上一年度一样，通过国内饲用替代加以补充，但国家这一政策意图无疑会导致之前的市场预期发生改变，更有甚者，考虑到国家还控制陈化水稻库存、进口玉米形成的储备库存及其潜在的轮入库存，后期国家愿意在何时以何价投放形成市场供应，均可能存在很大的不确定性。在这种不确定性的驱使之下，市场参与主体特别是下游需求企业可能需要未雨绸缪，尽量先行采购做库存，即尽可能通过内外两个市场渠道来满足自身所需，也就是说，国家这番操作客观上会导致市场先行补充年度供需缺口，而非苦苦等待国家抛储形成的供应。

回归 12 月以来的期现货市场,可以简单概括为新作上市压力带动的近月基差回归,深加工企业玉米原料库存及其南北方港口玉米库存回升，带动南北方港口玉米价差和华北-东北玉米价差以东北产区偏强而华北和南北方港口下跌实现修复之后，一度通过深加工企业门前到车量和北方港口集港量带动华北产区玉米收购价和北方港口收购价在 12 月中出现反弹，但随后东北产区新作上市压力凸显，东北产区现货价格逐步传导至北方港口和华北产区，形成全国现货价格整体弱势的局面。与之对应的是，12 月下半月期价持续震荡下行，近月基差持续回升至期现平水状态，而近月相对弱于远月，5-1 价差一度接近 80 元。

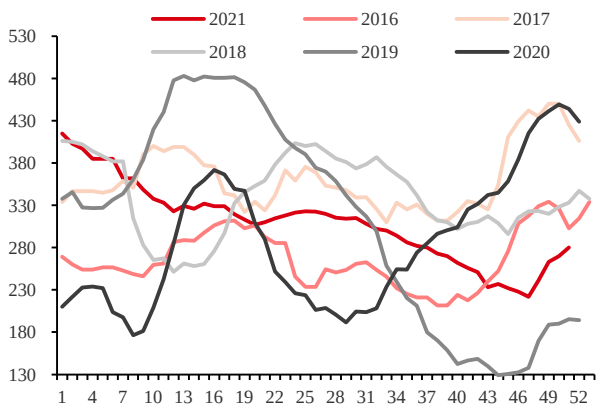
考虑到近月合约期现已经回归且即将进入交割月，而国家粮食与物资局数据显示 11 个主产区玉米收购进度加快，截至 12 月 25 日已经超过 4 成，春节前超过 5 成应该问题不大，新作上市压力最大的时候或即将过去。结合之前的逻辑分析，后期有望出现市场主体入市补库存带动期现货价格震荡上涨的情况，特别是华北产区因新作减产和小麦饲用替代受到抑制，且玉米和替代品进口受限，或成为率先启动区域。

图 1. 中国玉米供需平衡表 单位：百万吨

项目	USDA								华泰期货							
年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
期初库存	123.6	172.9	212.0	223.0	222.5	210.1	200.5	205.7	100.9	178.4	260.7	254.6	190.0	139.5	97.5	104.5
产量	249.8	265.0	263.6	259.1	257.2	260.8	260.7	273.0	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	206.0
净进口	5.5	3.2	2.4	3.4	4.4	7.6	29.5	26.0	5.5	3.2	2.4	3.4	4.5	7.0	29.0	17.0
总需求	206.0	229.0	255.0	263.0	274.0	278.0	285.0	294.0	177.8	185.9	224.5	264.0	256.0	245.0	213.0	229.0
饲用需求	144.0	165.0	185.0	187.0	191.0	193.0	203.0	214.0	114.8	121.9	151.0	181.0	170.0	160.0	125.0	141.0
FSI需求	62.0	64.0	70.0	76.0	83.0	85.0	82.0	80.0	63.0	64.0	73.5	83.0	86.0	85.0	88.0	88.0
期末库存	172.9	212.1	223.0	222.5	210.1	200.5	205.7	210.7	178.4	260.7	254.6	190.0	139.5	97.5	104.5	98.5
其中：储备库存									162.1	251.5	218.6	118.6	100.6	25.6	32.0	22.0
社会库存									16.3	9.2	36.0	71.4	38.9	71.9	72.5	76.5
年度变化	19.1	39.2	10.9	-0.5	-12.4	-9.6	5.2	5.0	77.5	82.3	-6.1	-64.6	-50.5	-42.0	7.0	-6.0

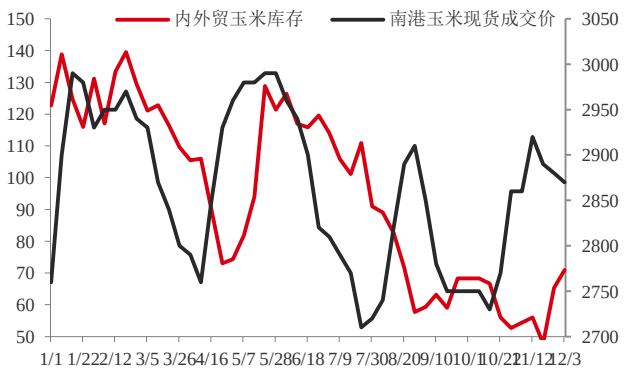
数据来源： USDA 华泰期货研究院

图 2. 北方港口玉米库存 单位：万吨



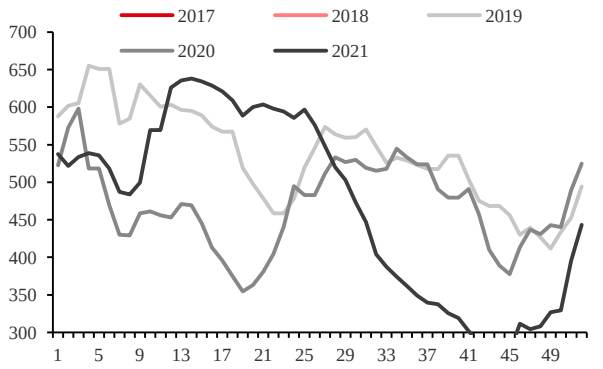
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 3. 南方港口内外玉米库存 单位：万吨



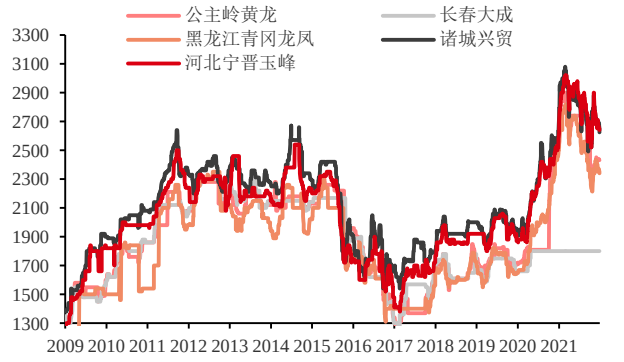
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 4. 深加工企业玉米库存 单位：万吨



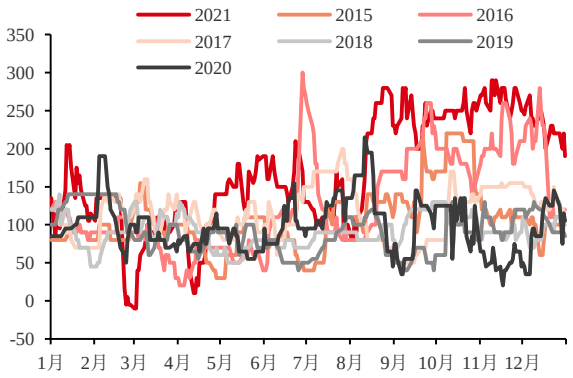
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 5. 深加工企业玉米收购价 单位：元/吨



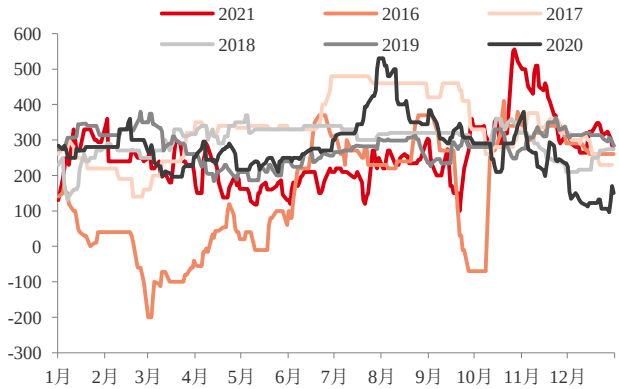
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6. 南北方港口玉米价差　　单位：元/吨



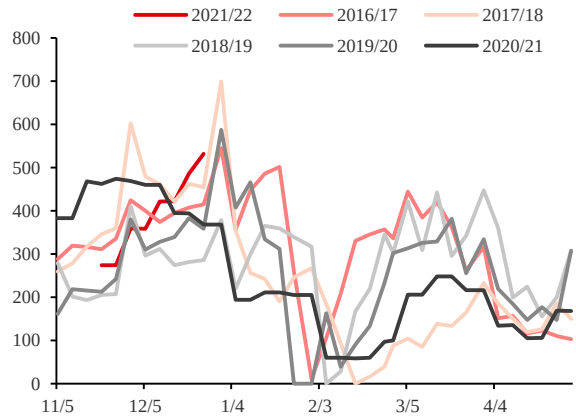
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 7. 华北-东北产区玉米价差　　单位：元/吨



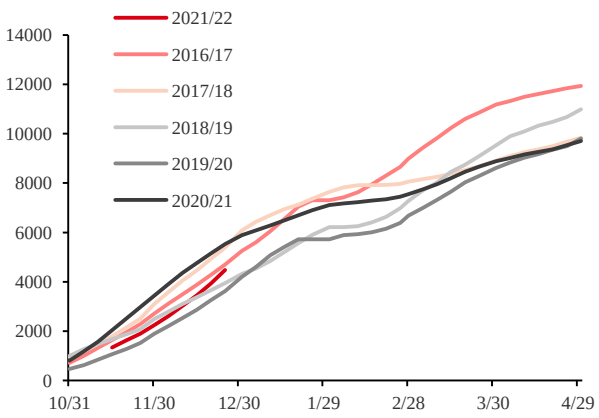
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8. 11 个主产省区 5 天收购量　　单位：万吨



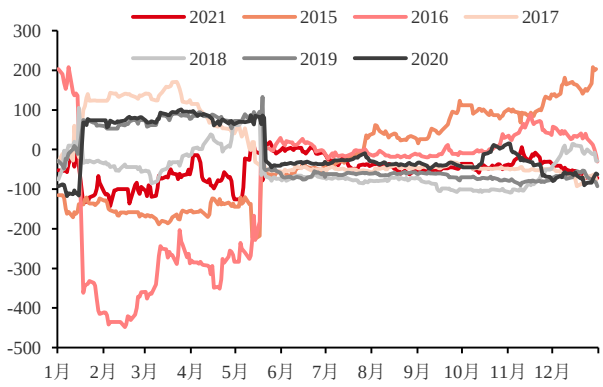
数据来源：国家粮食与物资储备局 华泰期货研究院

图 9. 11 个主产省区玉米收购量　　单位：万吨



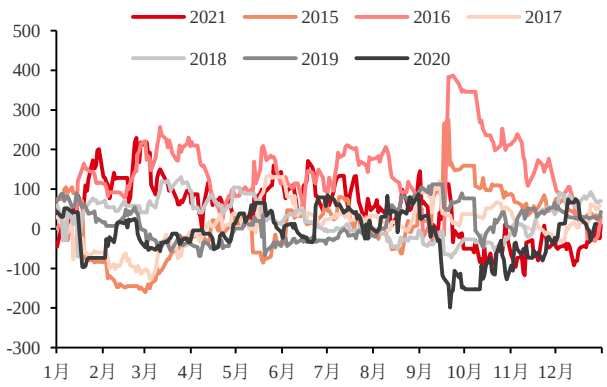
数据来源：国家粮食与物资储备局 华泰期货研究院

图 10. 玉米 1-5 价差　　单位：元/吨



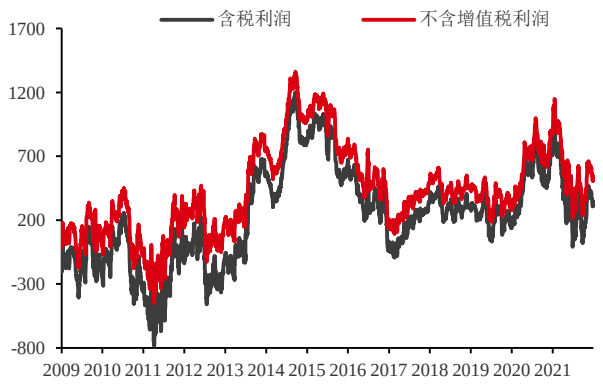
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 11. 玉米近月基差　　单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 12. 玉米进口利润　　单位：元/吨

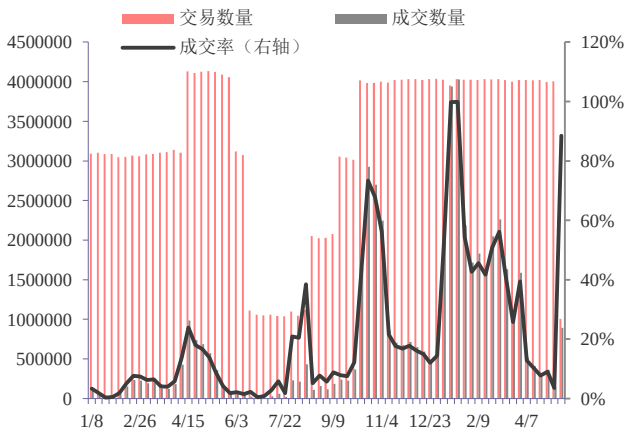


数据来源：Wind　华泰期货研究院

图 13. 南方港口饲用替代谷物价差　　单位：元/吨

数据来源：Wind　华泰期货研究院

图 14. 临储小麦拍卖成交　　单位：吨，元/吨



数据来源：国家粮食批发交易中心 华泰期货研究院

图 15. 小麦-玉米价差　　单位：元/吨

数据来源：Wind　华泰期货研究院

玉米淀粉篇：行业负反馈反映至成本端

自 11 月中旬专题报告以来，淀粉-玉米价差持续收窄，整体符合我们之前负反馈逻辑的判断，这一负反馈过程又可以简单划分为两个阶段，11 月中至 12 月中主要反映供需端，在这一阶段，玉米期现货价格变动不大，淀粉震荡偏弱，价差主要驱动源于行业库存持续累积。

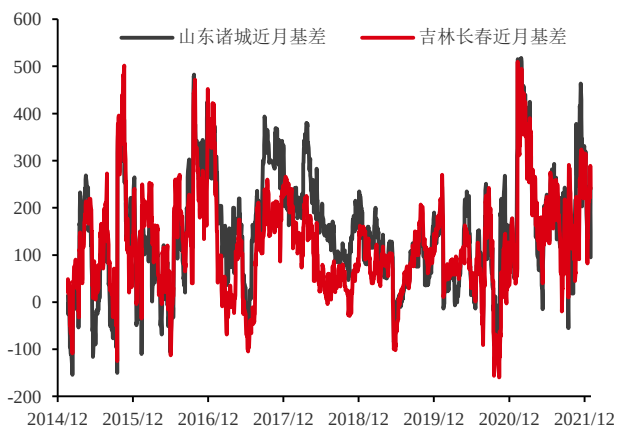
12 月下半月可以理解为第二阶段，主要反映成本端的因素，即在新作上市压力之下，东北产区现货价格趋弱，传导带动华北产区和北方港口在 12 月中旬短暂反弹之后再度走弱，在行业库存持续累积的背景下，成本下跌特别是华北产区深加工

企业玉米收购价下滑带动玉米淀粉现货报价持续下调，继而带动淀粉-玉米价差进一步收窄。

考虑到淀粉行业负反馈已经反映至成本端，期现货生产利润持续下滑，盘面生产利润已经出现亏损，再加上近月合约即将进入交割月，我们认为淀粉-玉米价差继续收窄空间受限，后期淀粉有望随成本端即玉米期价出现上涨。

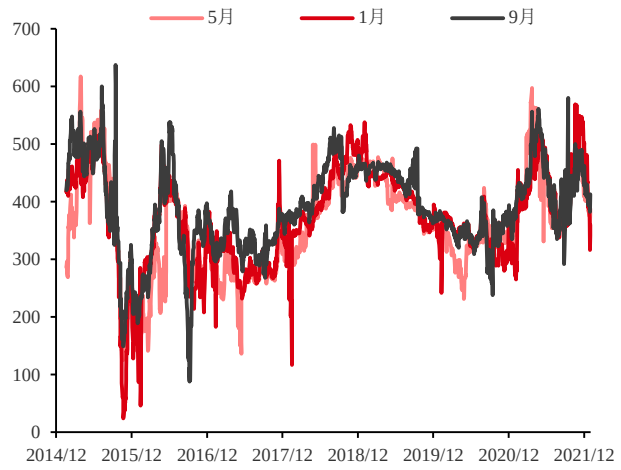
就后期淀粉-玉米价差走扩的驱动而言，成本端或主要源于华北-东北玉米价差，因华北新作减产，而临储小麦拍卖限制饲料企业参拍，意图抑制饲用替代，后期华北产区供需缺口或逐步凸显，价差有望走扩；供需端节前更多期待下游备货，卓创资讯数据显示，最近两周出库量大幅同比下滑，或主要源于玉米原料下跌，节后潜在因素在于冬奥会对华北产区开机率的影响。

图 16. 淀粉近月基差　　单位：元/吨



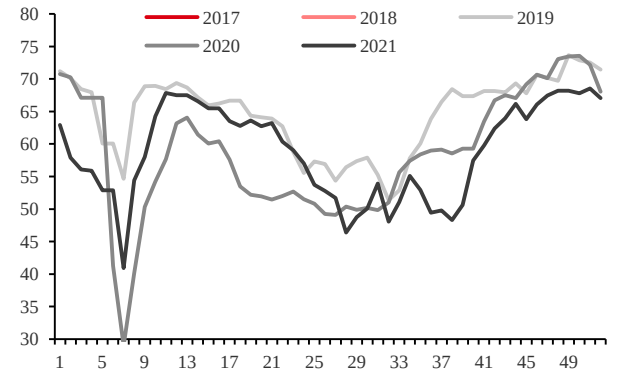
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 17. 淀粉-玉米价差　　单位：元/吨



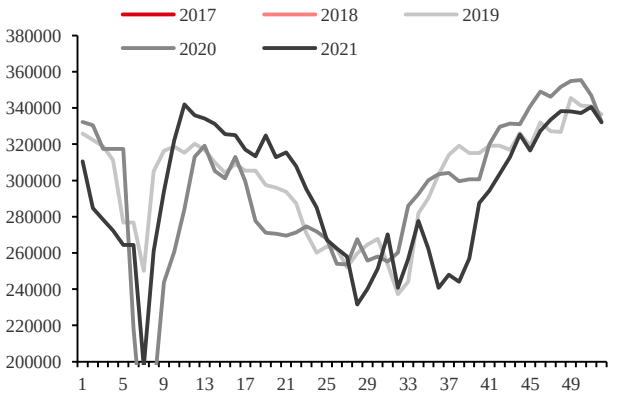
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 18. 玉米淀粉开机率　　单位：%



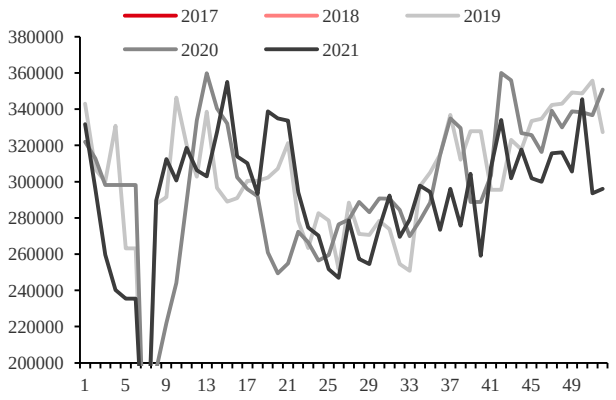
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 19. 玉米淀粉产量　　单位：万吨



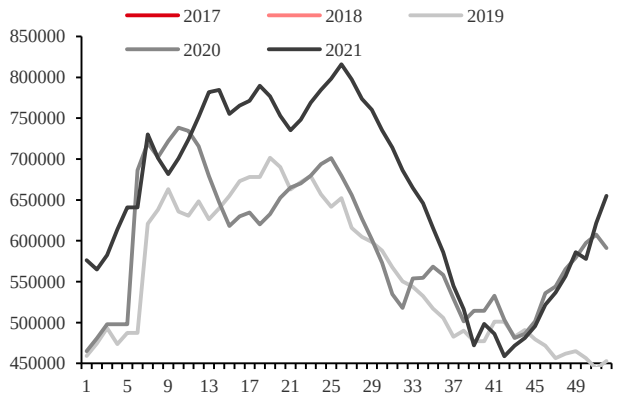
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 20. 玉米淀粉出库量 单位：万吨



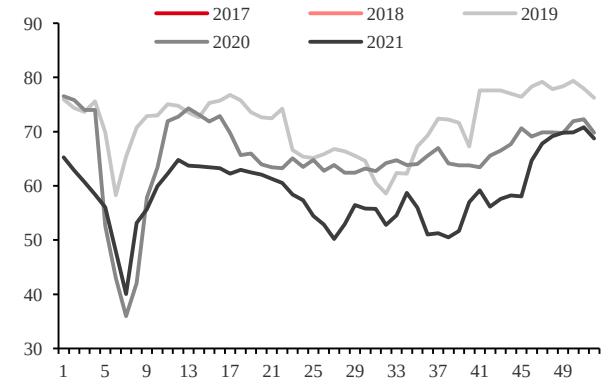
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 21. 玉米淀粉行业库存 单位：吨



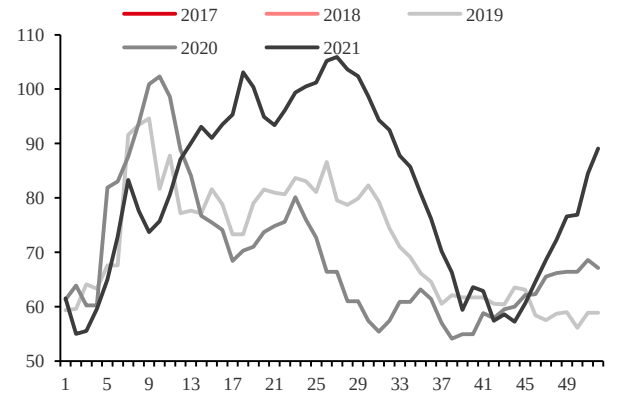
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 22. 玉米淀粉开机率 单位：%



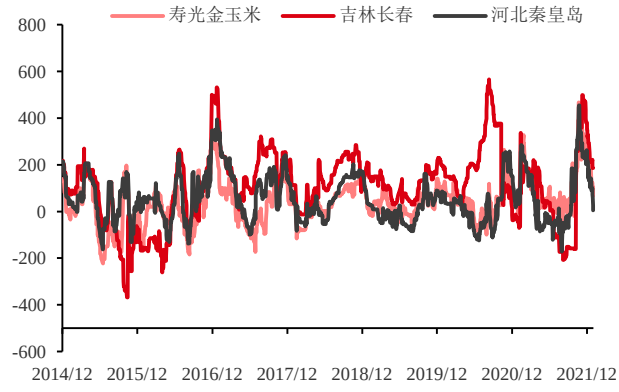
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 23. 玉米淀粉行业库存 单位：万吨



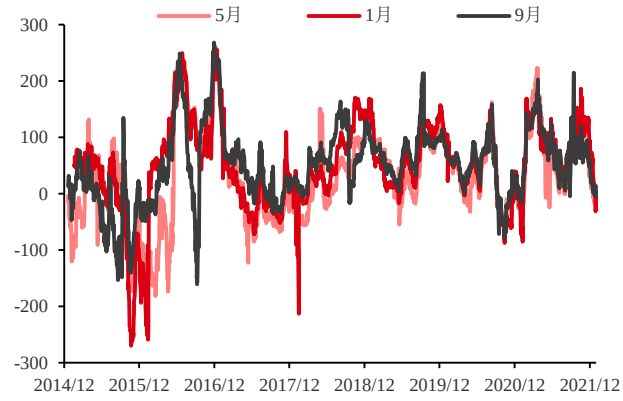
数据来源：我的农产品网 华泰期货研究院

图 24. 淀粉现货生产利润 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25. 淀粉盘面生产利润 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

鸡蛋篇：节前供需观察期

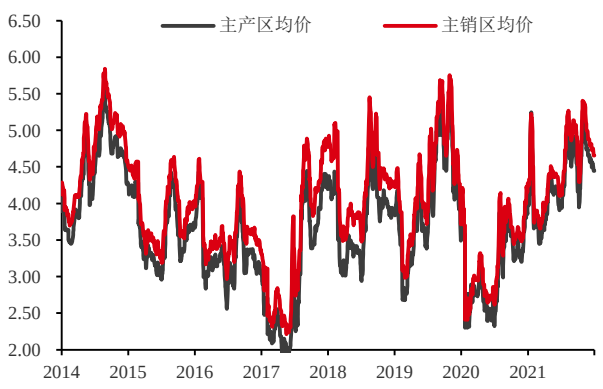
在前期报告中，我们概括今年鸡蛋现货总体特点是供需两弱，这一情况在 12 月得以延续，供应层面主要体现在在产蛋鸡存栏上，虽然今年蛋鸡养殖维持正利润状态，但由于受饲料价格上涨带动补栏蛋鸡投入成本高企，养殖户补栏积极性不高，更多以延迟淘汰老龄蛋为主，在产蛋鸡存栏未有明显恢复，进入 12 月以来鸡蛋现货价格低迷，老龄蛋鸡淘汰有显著加快，详见下图 31，带动 12 月在产蛋鸡存栏甚至出现较大幅度的环比下滑。

需求层面则可以参考卓创资讯公布的主产区月度走货量和样本城市周度鸡蛋销售量，自 6 月下半月开始持续处于历史同期低位。究其可能原因，一是疫情影响，二是鸡蛋绝对价格处于高位，三是生猪养殖恢复挤出部分替代需求。进入 12 月中旬以来，卓创资讯数据显示，鸡蛋生产环节与流通环节库存持续小幅环比累积，表明春节前备货需求持续低迷。

在供需两弱的格局之下，12 月期间期价亦表现弱势，突出表现在 1 月合约基差上，与往年期价升水现货不同，今年近月基差更类似于 2019 年，基差持续位于历史同期高位，这一方面源于鸡蛋交割制度，因其实行全月每日交割制度，1 月合约最后交割期临近春节假期；另一方面则反映市场的悲观预期，即市场担心出现类似于 2019 年春节前持续大幅下跌的情况。而在期价结构层面，节后 2 月合约期价最低，之后各合约均呈现升水格局，以反映供需和季节性规律。

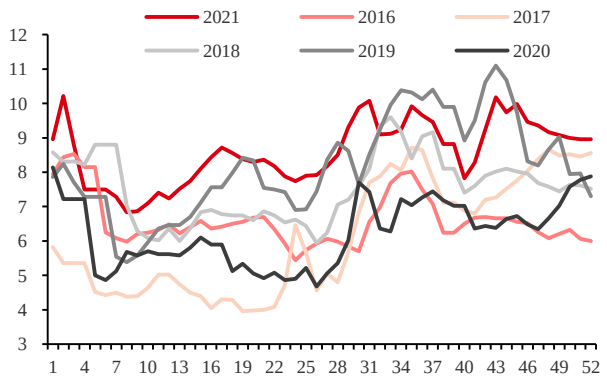
由此可以看出，目前合约期价价差结构较为合理，最大的风险或集中在近月合约的绝对价格定价上，这需要市场观察春节前市场供需和现货价格走势来逐步验证，考虑到目前期价已经出现较大幅度贴水，已经在很大程度上反映市场的悲观预期，在这种情况下，我们维持中性判断，建议投资者观望为宜。

图 26. 鸡蛋现货价格　　单位：元/斤



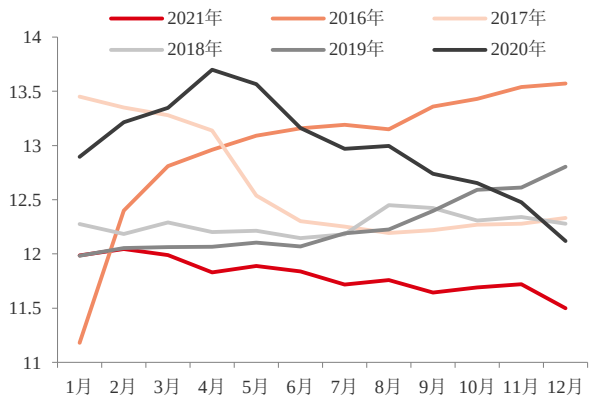
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27. 鸡蛋棚前批发价　　单位：元/公斤



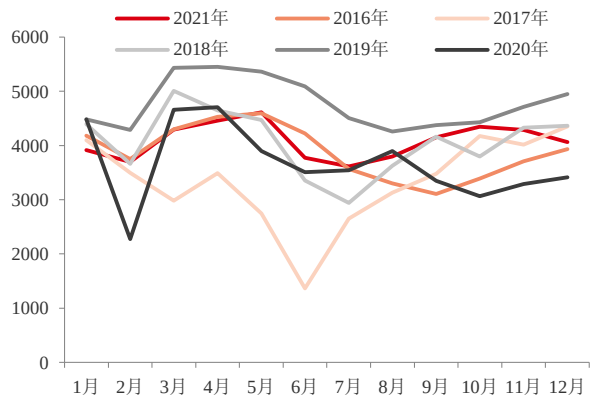
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28. 在产蛋鸡存栏 单位：亿只



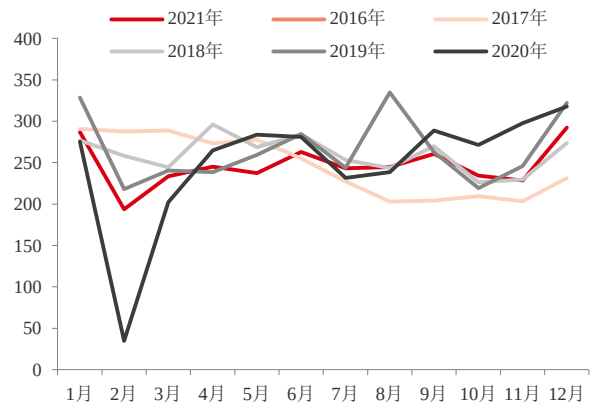
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 29. 样本企业鸡苗销量 单位：万只



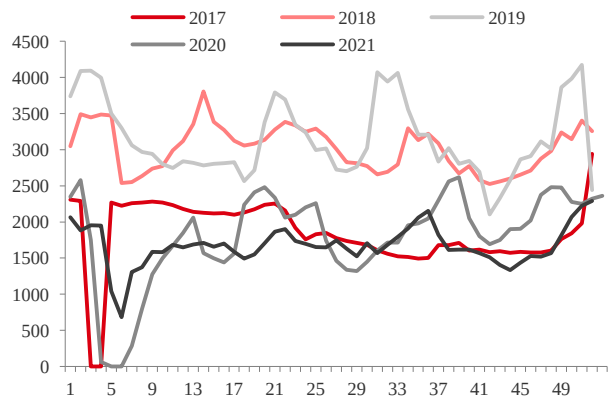
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 30. 样本企业蛋鸡淘汰量 单位：万只



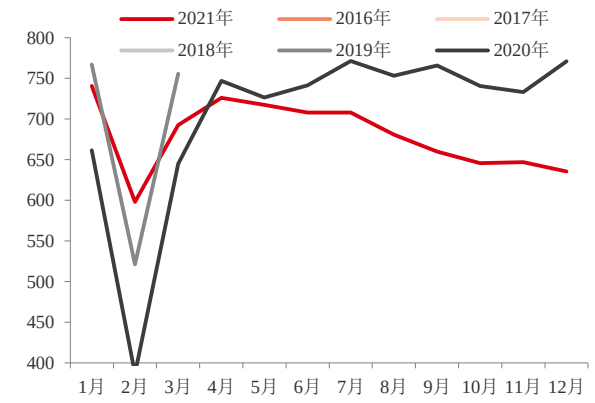
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 31. 周度蛋鸡淘汰量 单位：万只



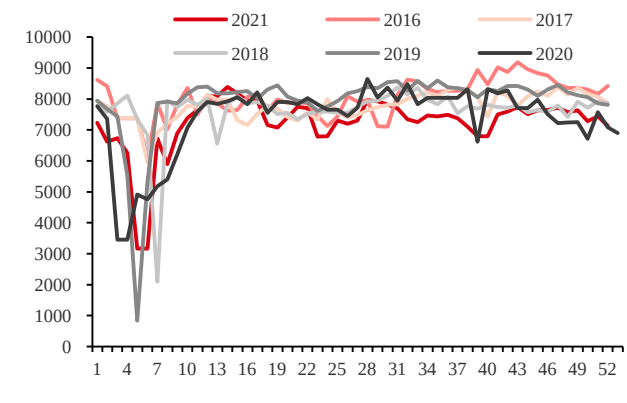
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 32. 主产区日均发货量 单位：吨



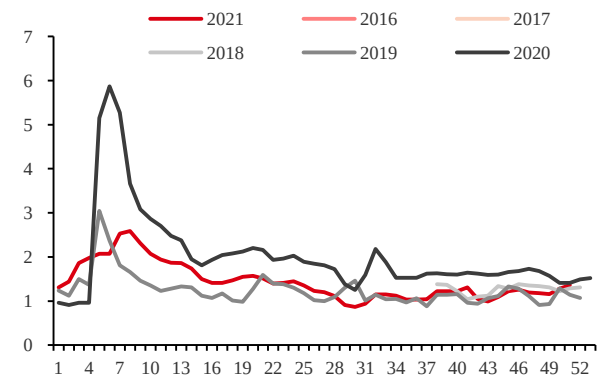
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 33. 样本城市鸡蛋周度销量 单位：吨



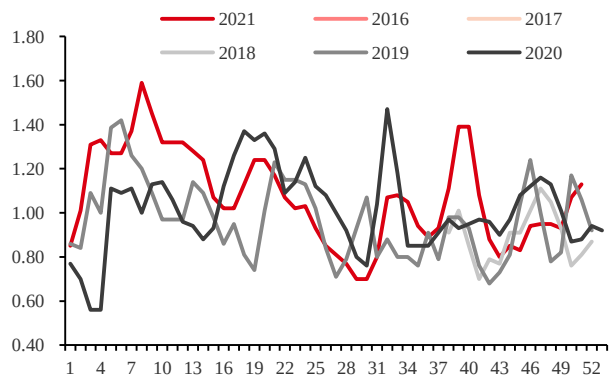
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 34. 鸡蛋生产环节库存　　单位：天



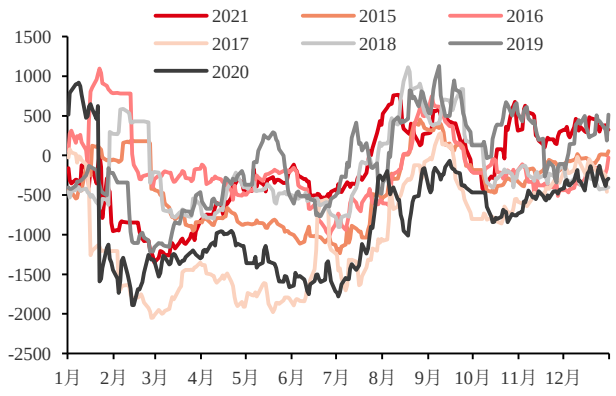
数据来源：卓创资讯　华泰期货研究院

图 35. 鸡蛋流通环节库存　　单位：天



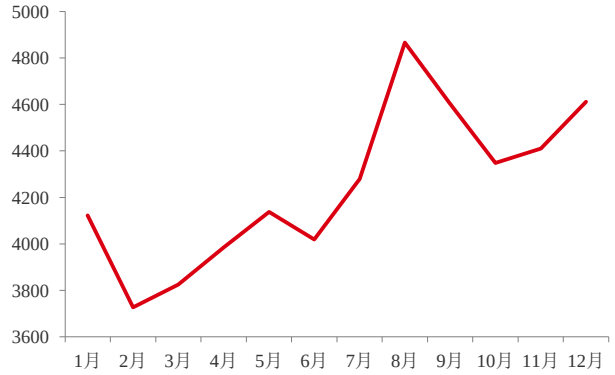
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 36：主产区均价对 1 月基差　　单位：元/500 千克



数据来源：Wind 文华财经 华泰期货研究院

图 37：鸡蛋期价结构　　单位：元/500 千克



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

生猪篇：预期有待验证

11 月期间国内养殖企业与养殖户出栏意愿较弱，主要体现在两个方面，其一是屠宰量，农业农村部公布的 11 月生猪屠宰量从上月的 3023 万头下降至 2649 万头，涌益咨询公布的月度屠宰企业开机率从上月的 64.60%下降至 60.92%；其二是生猪出栏体重上升，农业农村部和涌益咨询公布的数据均可以印证。这两者带动猪价 11 月期间相对坚挺。

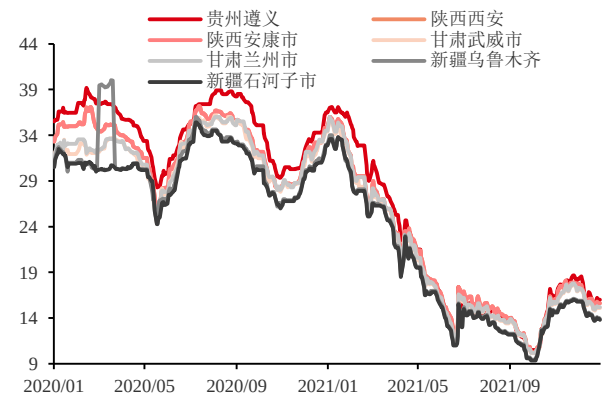
进入 12 月以来，养殖企业和养殖户出栏加快，涌益咨询公布的日度屠宰量持续增加至 2.4 万头，农业农村部与涌益咨询公布的出栏体重亦呈现持续下滑态势，此

外，市场消息称进口冷冻库存出库亦有所加快，供应增加之下，生猪现货带动近月期价持续震荡回落，近月基差亦维持高位运行。

但远月期价相对强势，3 月、5 月和 7 月甚至小幅收涨，期价结构逐步转为远月升水格局，表明市场对远期供需趋于乐观，这主要源于两个方面的原因，其一是生猪养殖行业自 5 月以来持续去产能，这体现在能繁母猪存栏持续下滑上，按生猪出栏滞后能繁母猪 10 个月计算，节后特别是 4 月之后生猪供应量有望趋于下滑；其二是春节前进口冷冻库存出库，加上养殖企业和养殖户出栏加快，特别是生猪出栏体重持续下滑，使得市场预期部分春节后供应压力提前释放，加上远期供应下降的预期，有望带动现货价格节后提前见到低点。

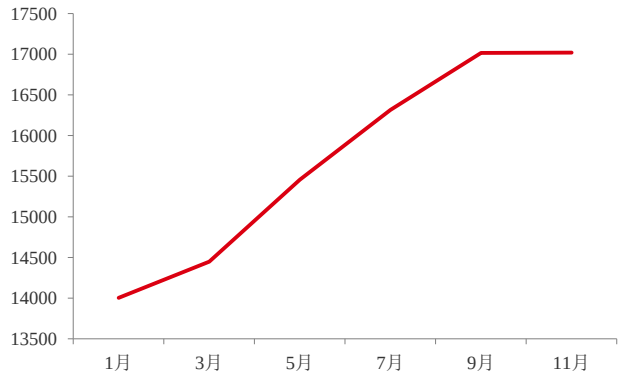
在这种情况下，考虑到 1 月和 3 月合约已经较现货存在较大幅度的贴水，已经在一定程度上反映 4 月之前的供应压力和春节后的需求淡季，而市场对远期供需的预期较为复杂，节前现货涨跌均可以做出不同的解读，很可能不会改变目前市场的预期。因此，我们维持中性判断，建议投资者节前观望为宜。

图 44. 全国生猪均价　　单位：元/公斤



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 45：生猪期价结构　　单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

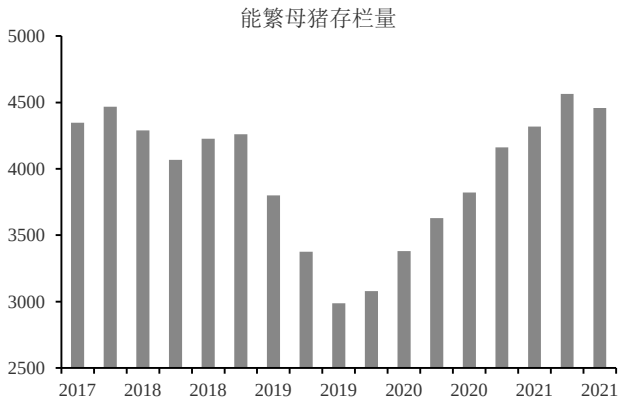
图 46. 生猪养殖利润　　单位：元/头

数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 47. 生猪基差　　单位：元/吨

数据来源：文华财经　博亚和讯 华泰期货研究院

图 48. 能繁母猪存栏量 单位：万头

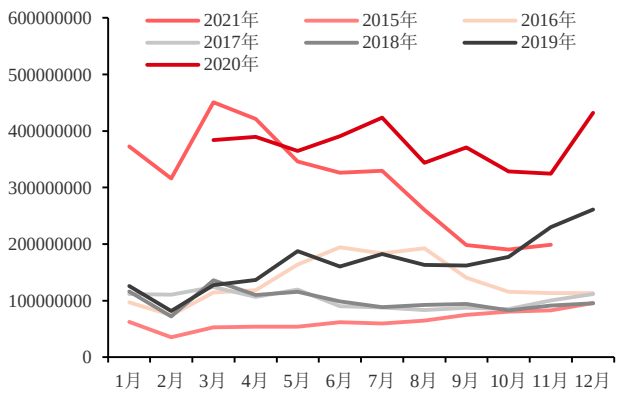


数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 49. 生猪存栏量 单位：万头

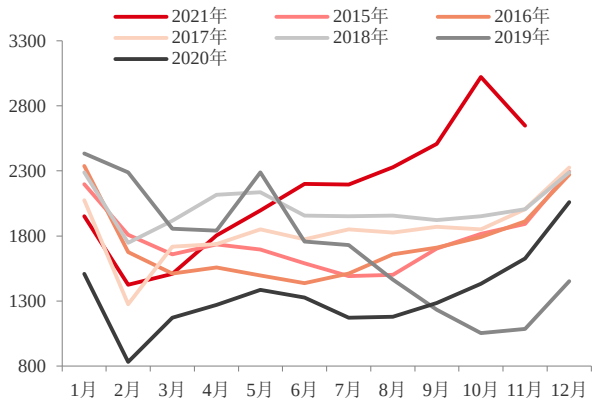
数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 50. 猪肉进口量 单位：公斤



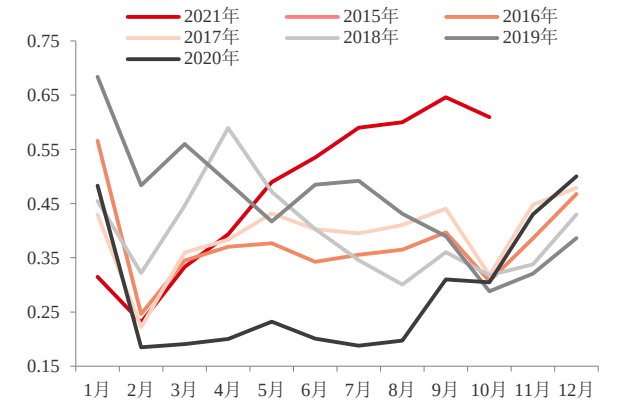
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 51. 规模以上企业生猪屠宰量 单位：万头



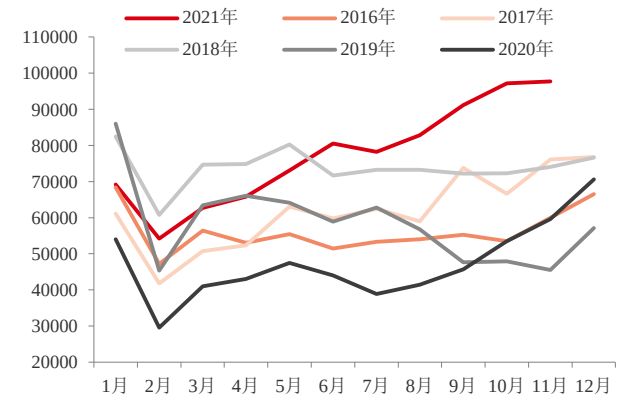
数据来源：商务部 华泰期货研究院

图 52. 屠宰企业开工率 单位：%



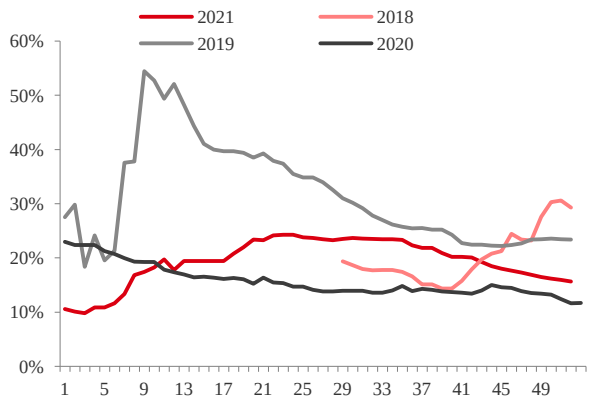
数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

图 53. 白条肉批发交易量 单位：吨



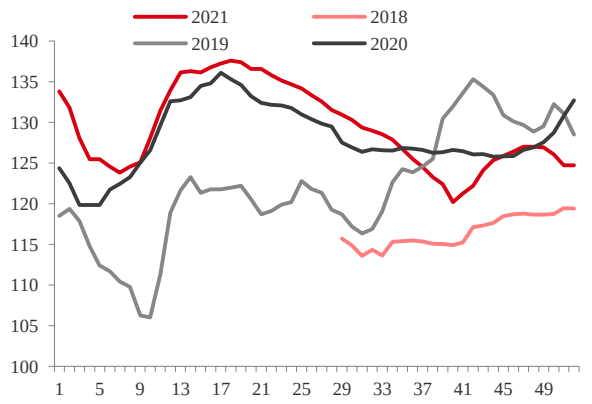
数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 56. 冷库库存比例 单位：%



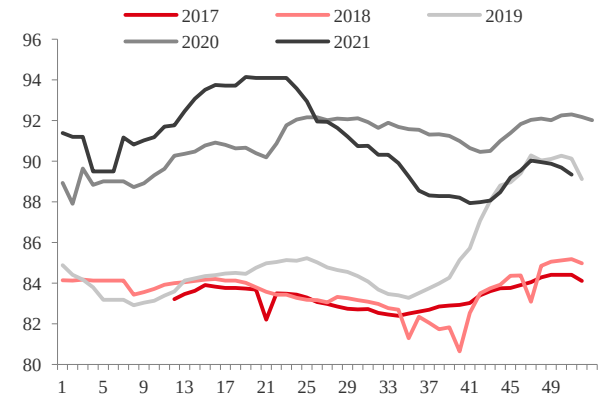
数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

图 57. 生猪出栏体重 单位：公斤



数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

图 58. 生猪宰后均重 单位：公斤



数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 59：日度屠宰量 单位：头

数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改， 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、 发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com