

节奏之战，让子弹多飞一会儿

走势评级：

生猪：震荡

报告日期：

2023 年 4 月 26 日

★ 热点事件

25 日，生猪主力大跌，盘面估值整体下行。回归定价逻辑，我们认为情绪发酵已有累积，与其右侧跟随，不如让子弹多飞一会儿。本报告就两个重要问题予以讨论：（1）阶段性出栏缺口与体重；（2）消费与投机需求。

★ 博弈：阶段性出栏缺口与体重

7 月合约站在供给端视角无非是节奏之战。多头资金主要交易冬季仔猪腹泻引致的年中阶段性出栏缺口，但考虑出栏节奏导致压力后移之后，年中的阶段性出栏缺口或有所缓解，即仔猪腹泻的利多存在不及预期可能。此外，放量出栏降重之后体重基数依然不低的事实压缩近期猪价向上空间。

★ 消费难持续改善，投机偃旗息鼓

宰量与鲜销率再度背离的事实表明年后终端消费改善难以持续。从养殖、屠宰投机成本来看，2 月中上旬春节后做投机具备较好性价比，4 月末投机已然跟随预期偃旗息鼓。一方面，前期屠宰主动入库到终端走货困难增加的被动入库都让现阶段冻品库容显著提升，且当前冻-鲜价差并不利于冻品顺畅出库，除了正常的轮库以外，冻品集中出库时间节点大概率出现在下半年双节备货旺季。另一方面，二次育肥主流采购体重下滑，肥标价差驱动二次育肥动力走弱。

★ 投资建议

期货市场，市场多头认为在当时点猪价、猪粮比水平，现货价格向下空间有限，叠加政策端向好预期，以及年初仔猪腹泻的影响，现价存在一定反弹驱动。而空头则关注需求支撑趋弱与增产且投机行为下出栏节奏整体仍有后移的事实。节前恰逢资金避险阶段，配合五一节前现货再度走弱，空头表现较为强势。策略上，伴随基差持续走缩、产业投机趋弱，主力 LH2307 或仍有反复，不宜过度追空，关注反弹后逢高空机会。此外，关注远月跟随超跌后 9-1、11-1 价差再度走扩机会。

★ 风险提示

双疫情；踩踏出栏；饲料原料波动；合约流动性风险等。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。



黄玉萍 资深分析师(油籽&豆类粕)

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

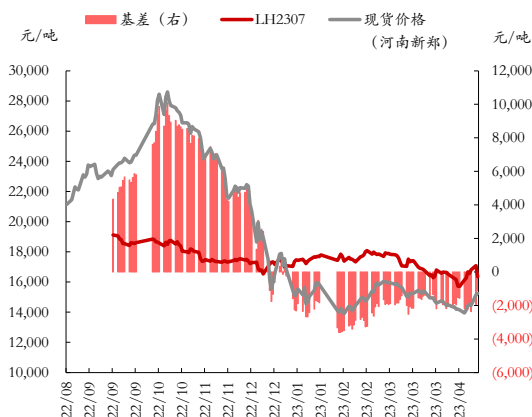
联系人 吴冰心

从业资格号：F03087442

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（生猪）



相关报告

《投机持续，主动去产窗口尚未开启_20230331》

《辩证看待供应扰动——四川 3 月生猪调研报告_230320》

《重节奏，轻趋势——辽宁 2 月生猪调研报告_230213》

《近忧在前，产能变数尚存_230112》

《眼看高楼将起，情绪领先崩溃_221212》

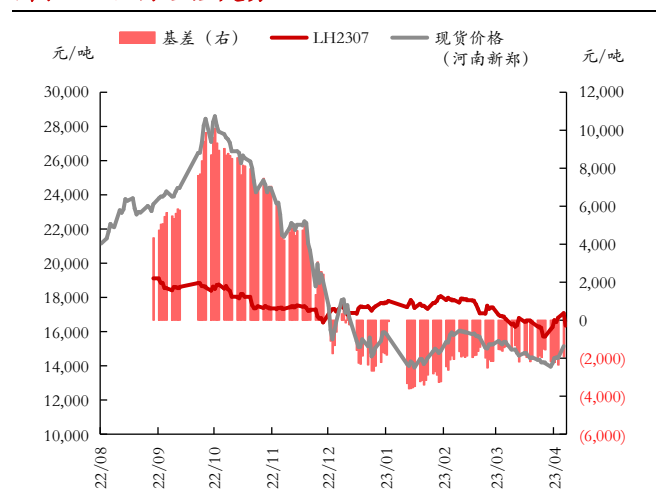
《展望 2023：增产趋势难以扭转，消费曙光何在？_221129》

1、热点事件：生猪盘面日内大跌，主力日跌幅超 4%

25 日，生猪主力大跌（主力基差大幅走缩），日跌幅 4.11%，盘面估值整体下行。其中主力合约下跌主要跟随基本面情况，虽然现货价格表现为企稳态势，但集团或进一步放量的传闻、二次育肥再度观望入场、冻品库存高企以及终端需求表现平平等均为一节后现价的重要利空因素。叠加恐慌情绪带动部分资金节前离场，主力在向下破位 17,000 元/吨心理关口后顺畅跌至 16,345 元/吨。此外，鉴于远月合约缺乏良好流动性，我们将其变动更多归因于“部分脱离基本面”的拖累下行。

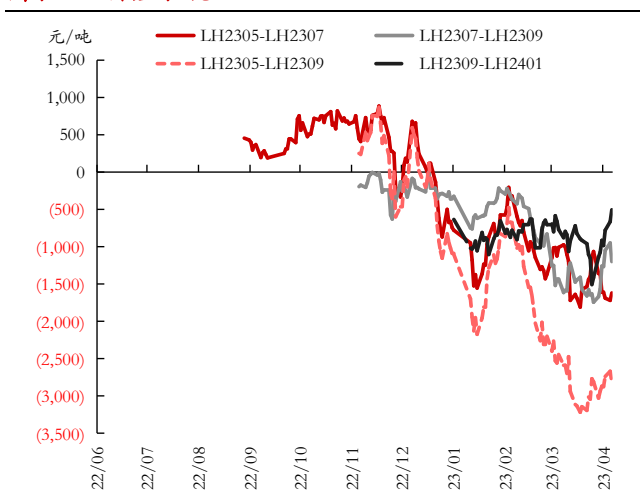
回归定价逻辑，我们认为情绪发酵已有累积，与其右侧跟随，不如让子弹多飞一会儿。本报告就两个重要问题予以讨论：（1）阶段性出栏缺口与体重；（2）消费与投机需求。

图表 1：主力基差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 2：价差表现



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

2、博弈：阶段性出栏缺口与体重

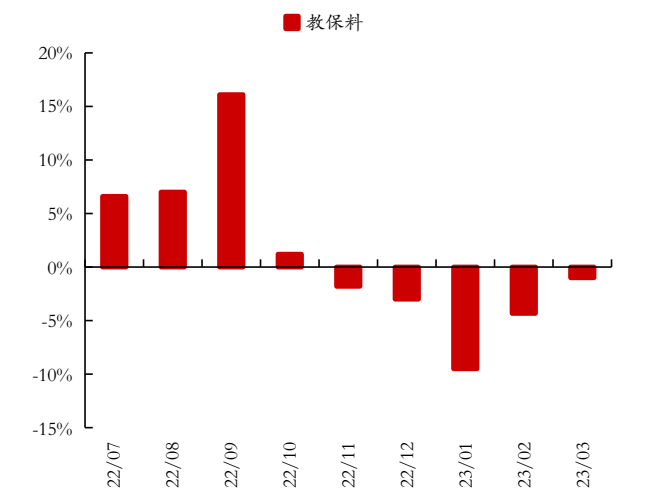
（1）阶段性出栏缺口或有所缓解

多头资金主要交易冬季仔猪腹泻引致的年中阶段性出栏缺口。从外销教保料数据来看，12 月以来教保料环比下降趋势与冬季仔猪腹泻高发的事实较为吻合。考虑到仔猪腹泻影响程度存在区域性、季节性特点，且饲料企业外销群体中包含仔猪腹泻影响较为严重的散户样本，该数据所体现的环比降幅或较实际降幅偏高。

如果按照我们所跟踪的两个样本对阶段性出栏缺口进行判断，7 月理论出栏将较 4 月-4%或-6%（分别为两个口径推算得到，下同）。若考虑一季度存在压栏、二次育肥行为，理论上 4 月出栏包括部分 2、3 月应当出栏生猪，7 月出栏生猪包含部分 5、6 月应当出栏生猪，5-7 月平均理论出栏较 2-4 月平均理论出栏+1%或-1.6%。由此，考虑压力后移之后的

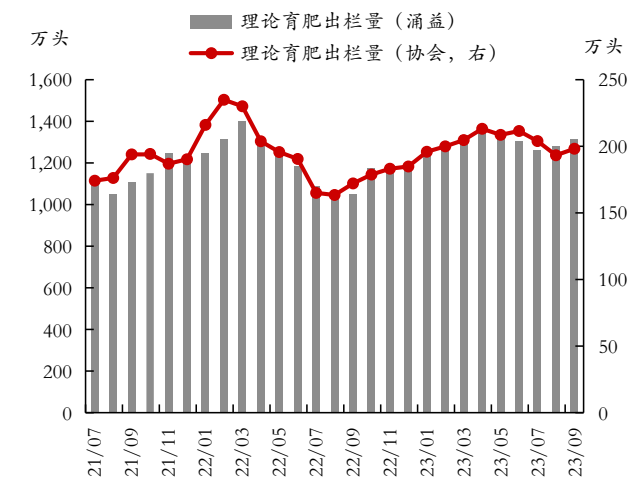
阶段性缺口或有所缓解，即仔猪腹泻的利多存在不及预期可能。

图表 3：15 家规模饲料企业外销教保料环比变化



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 4：年中可能存在阶段性出栏减量



资料来源：涌益咨询、畜牧业协会、东证衍生品研究院

(2) 体重仍居于偏高位置

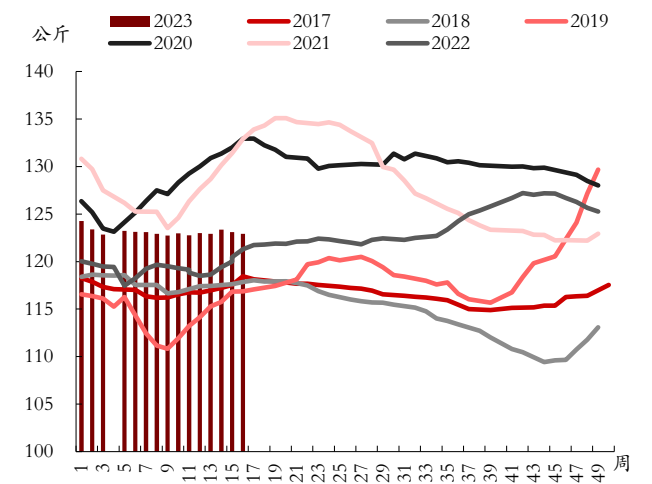
年初以来出栏均重稳定在 122-123 公斤小幅波动，且高于除 20、21 年以外同期水平，近期集团有明显降重动作。除了配合产业减负需要以外，降重也是配合需求端消费偏好季节性调整（标猪消费优于肥猪）的重要环节。正常来说，前期压栏大体重猪放量出栏初期体重往往有所抬升，而后伴随存栏结构改善（大体重占比下滑），整体出栏均重应当呈现下降趋势。但事实与之相反，这说明市场在放量出栏过程中大体重猪并未完全释放到市场，且前期因猪病提前出栏部分中猪也是平稳大猪增重过程的原因之一。

未来标肥价差能否进一步走扩是重要观察变量：一方面体现需求驱动的消费结构调整；另一方面通过走扩速度侧面反映大体重猪供给下降程度。如若小体重猪价格较肥猪迅速走高，且日间价格波动剧烈，基本可以配合调研情况确认市场是否催生了肥猪消费淡季中新一轮的二次育肥或压栏。

(3) 小结

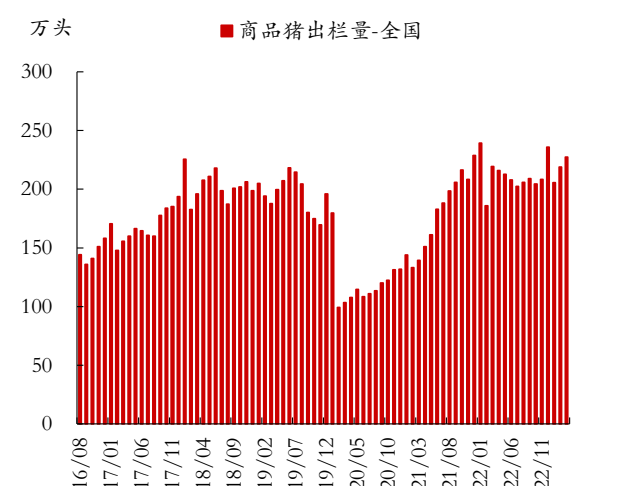
据此，7 月合约站在供给端视角无非是节奏之战。仔猪腹泻的缺口会否在 6-7 月兑现？前期出栏节奏扰动是否已将出栏缺口向后推移？几家头部集团企业年内出栏计划逐月递增对市场影响几何？这都是来自近月供给的博弈，实则需求端亦包含节奏问题，我们在下一小节继续。

图表 5：出栏均重稳定维持高位



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 6：一季度出栏量逐月递增



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

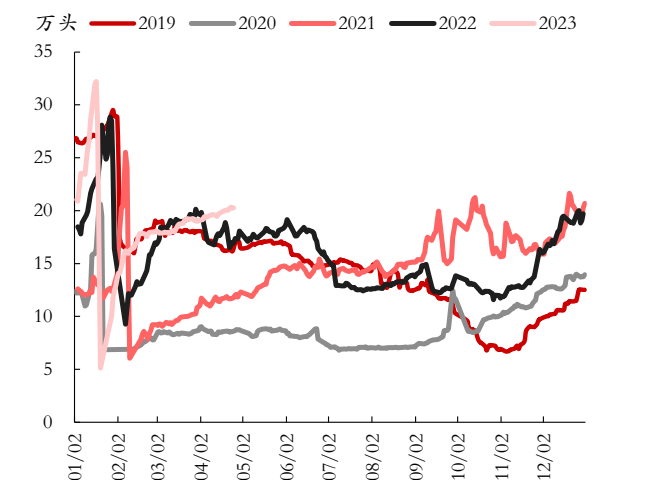
3、消费难持续改善，投机偃旗息鼓

日均屠宰量已超过历史同期水平，但宰量与鲜销率再度背离的事实表明年后终端消费改善难以持续。此外，从养殖、屠宰投机成本来看，2月中上旬春节后做投机具备较好性价比，4月末投机已然跟随预期偃旗息鼓。

一方面，前期屠宰主动入库到终端走货困难增加的被动入库都让现阶段冻品库容显著提升，且当前冻-鲜价差并不利于冻品顺畅出库，除了正常的轮库以外，冻品集中出库时间节点大概率出现在下半年双节备货旺季。另一方面，二次育肥主流采购体重下滑，肥标价差驱动二次育肥动力走弱（倘若标猪价格走高将进一步形成利空），二育性价比更多来自于毛猪采购成本下降与猪价趋势上行，显然猪价趋势上行在今年难以实现（详见年报、季报）。

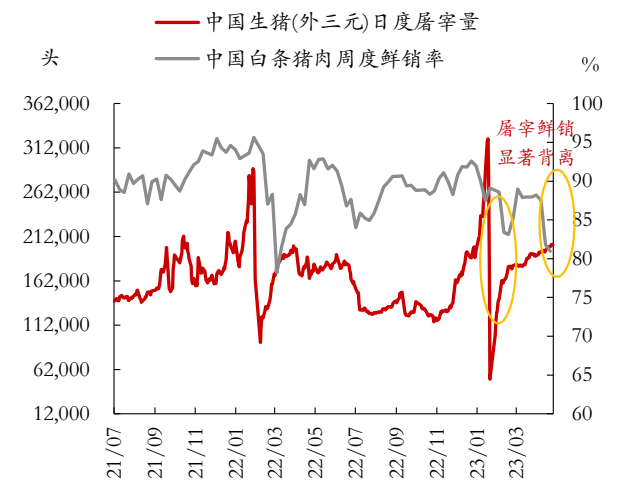
那么综上几点，消费支撑不足，对近端需求节奏影响最大的投机性需求边际走强乏力且将更多依赖于价格超跌企稳反弹的持续性。除非终端消费在五一后产生超预期增量，亦或是产业投机再度非理性上抬价格而产生虚假繁荣上涨助推。

图表 7：上半年屠宰有显著起色



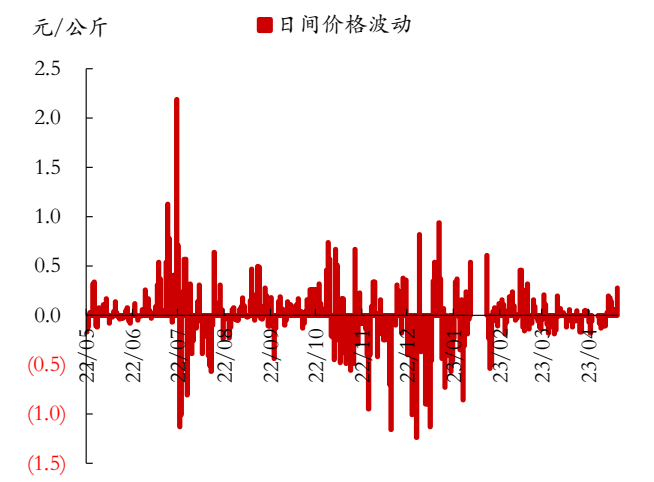
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 8：宰量与鲜销率再度背离



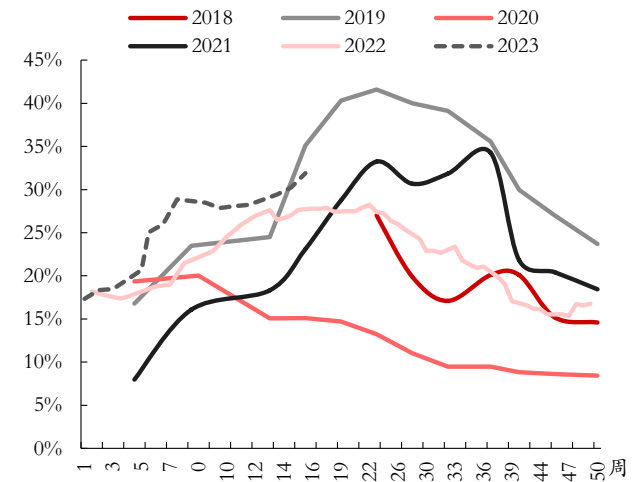
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 9：日间价格波动



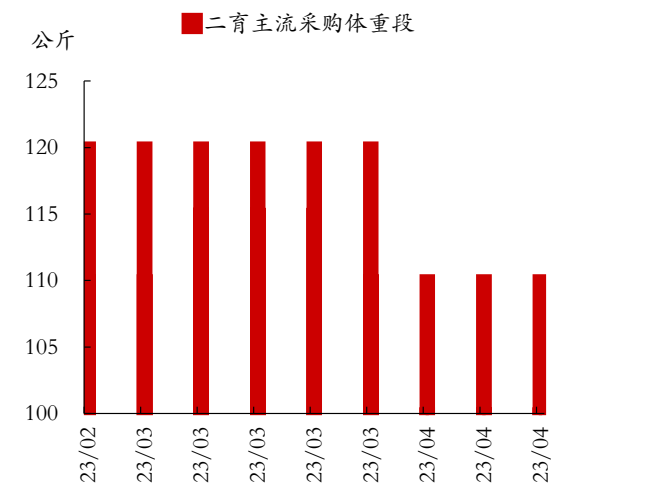
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 10：冻品库容率显著提升



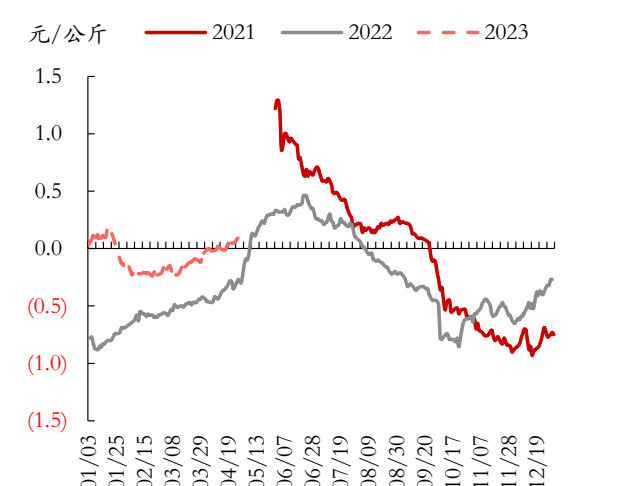
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 11: 二次育肥主流采购体重段显著下降



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 12: 标肥价差走扩



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

4、投资建议

降重有所成效,站在绝对值角度,体重依然处于相对不低的水平,未来产业通过持续去重为下半年减负的过程仍需要放量出栏加以配合,因此近期现货受到来自供给端的压制仅有所缓解但并未彻底解决,除非需求端再次产生超预期突破:无论是来自于终端消费还是二次育肥的投机性需求。往更远处去看,根据产能到产量的推导,下半年出栏压力依旧,猪价上涨将更多取决于旺季需求能否抵补出栏增量,我们认为不乏季节性上涨机会,但不宜过高看待年底猪价。

期货市场,市场多头认为在当时点猪价、猪粮比水平,现货价格向下空间有限,叠加政策端向好预期,以及年初仔猪腹泻的影响,现价存在一定反弹驱动。而空头则关注需求支撑趋弱与增产且投机行为下出栏节奏整体仍有后移的事实。节前恰逢资金避险阶段,配合五一节前现货再度走弱,空头表现较为强势。

策略上,伴随基差持续走缩、产业投机趋弱,主力 LH2307 或仍有反复,不宜过度追空,关注反弹后逢高空机会。此外,关注远月跟随超跌后 9-1、11-1 价差再度走扩机会。

5、风险提示

新冠疫情和非瘟疫情; 踩踏出栏; 饲料原料价格波动; 合约流动性风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com