

下半场：质疑上涨，理解上涨，警惕超涨

走势评级：

生猪：震荡

报告日期：

2023 年 9 月 20 日

★节奏问题持续

第三季度的议题是“变化”，而这源头来自于需求改善预期。一方面，即将进入季节性消费旺季，市场交易逻辑逐渐由供应端转向供应&需求双端口：三季度初资金偏好同样跟随逻辑切换，我们见证了上一个主力合约 LH2309 与当下的主力合约 LH2311 低位反弹，多头力量再度回归。另一方面，三季度投机热情较一二季度有所回暖，这是当下现货快速拉涨的主要原因之一。当然，阶段性南方地区大猪的短缺让市场产生了视觉盲区，而在市场盲区里，总有人抢跑，尤其年初疫病重灾区北方地区的养殖户们。来到四季度，真实的终端需求亟待兑现，产量仍将稳步投放至市场，近期盘面再度高位回调。

★质疑上涨，理解上涨，警惕超涨

关于上涨众说纷纭，狼来了的故事总会重复上演。22 年作为故事的开端已足够令人印象深刻，包括 4-5 月开启的涨价潮以及 11 月中下旬的供应踩踏。23 年年中猪价再度阶梯式上涨，涨价过程同时带动市场出栏均重企稳回升。然而从涨幅及持续时间上，均不及 22 年市场表现，行业整体趋于理性，一些数据可作为我们质疑上涨、理解上涨、警惕超涨的重要参考。

当下估值紧密跟随现货价格浮动，这也是我们认为在数据不清的前置条件下最好的锚定方式，请务必关注现货情绪。在供给交易趋于一致后，现阶段需求端或成为最大突破口。从年底屠宰开工率与鲜销率波动来看，20%-30%日均提振量也许是下半场交易的黑马。

★投资建议

缺乏持续性的投机需求支撑之下，现货价格向上驱动弱，故呈小幅回调走势。伴随体重持续企稳回升，中大猪短缺矛盾将有所缓解，而月度计划出栏仍呈环比增长趋势，供给端压力始终存在。若短期终端消费无明显提振，现货难见突破，主力或维持在 16,500 元/吨附近，建议区间操作为主。另外，重视节奏交易下价差逻辑的切换。

★风险提示

非瘟疫情；消费超预期；投机性二次育肥及压栏；流动性风险等。



东证期货
ORIENT FUTURES

吴冰心 分析师（农产品部）

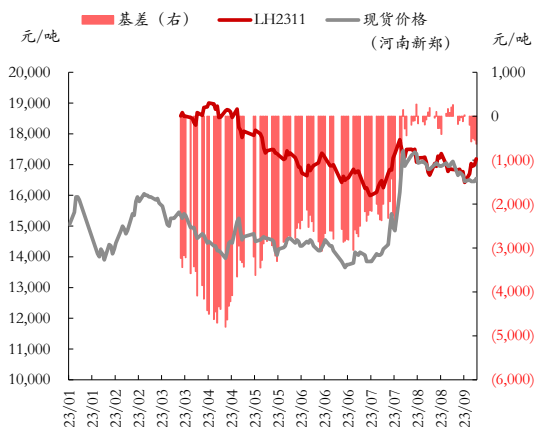
从业资格号：F03087442

投资咨询号：Z0019498

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（生猪）



相关报告

《周期之变与不变——广东 7 月生猪调研报告_230731》

《增产难以逆转，谨慎看待需求弹性_230629》

《近忧未解，供给压力犹存——山东 5 月饲料养殖调研报告_230528》

《节奏之战，让子弹多飞一会儿_230426》

《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》

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。

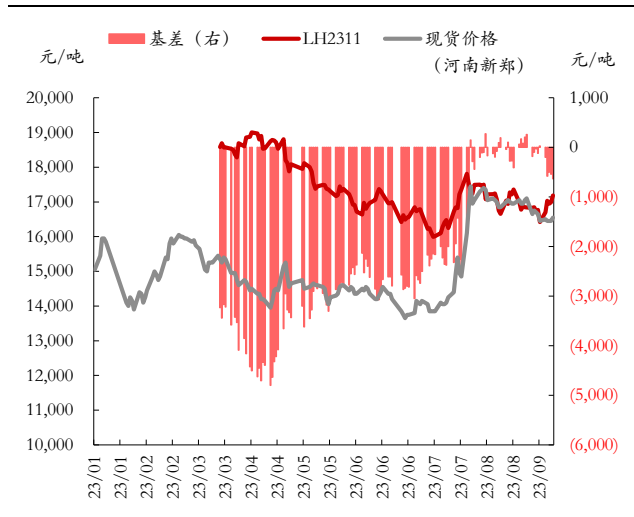
1、节奏问题持续

生猪现货价格摆脱几个月前平静的局面，第三季度的议题是“变化”，而这源头来自于需求改善预期。

一方面，即将进入季节性消费旺季，市场交易逻辑逐渐由供应端转向供应&需求双端口：三季度初资金偏好同样跟随逻辑切换，我们见证了上一个主力合约 LH2309 与当下的主力合约 LH2311 低位反弹，多头力量再度回归。另一方面，三季度投机热情较一二季度有所回暖，这是当下现货快速拉涨的主要原因之一。当然，阶段性南方地区大猪的短缺让市场产生了视觉盲区，而在市场盲区里，总有人抢跑，尤其年初疫病重灾区北方地区的养殖户们。

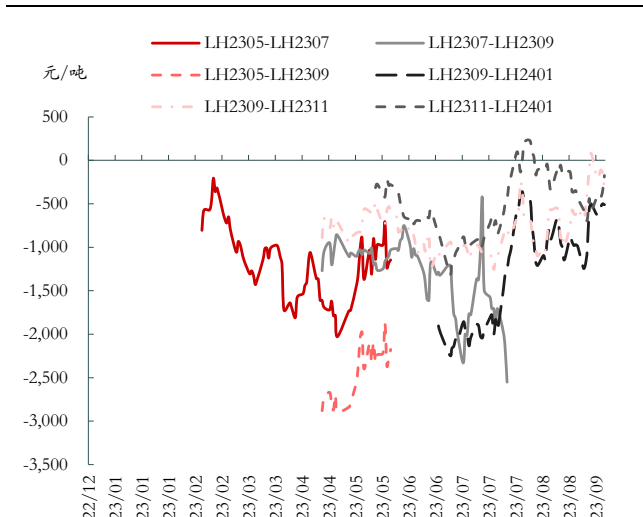
来到四季度，真实的终端需求亟待兑现，产量仍将稳步投放至市场，近期盘面再度高位回调。在本篇热点报告中，我们把重点放在两个重要问题上再作讨论：1、标猪供应宽松的事实与阶段性大猪短缺；2、季节性的鲜销率与屠宰开工率变动。

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：月间价差走势



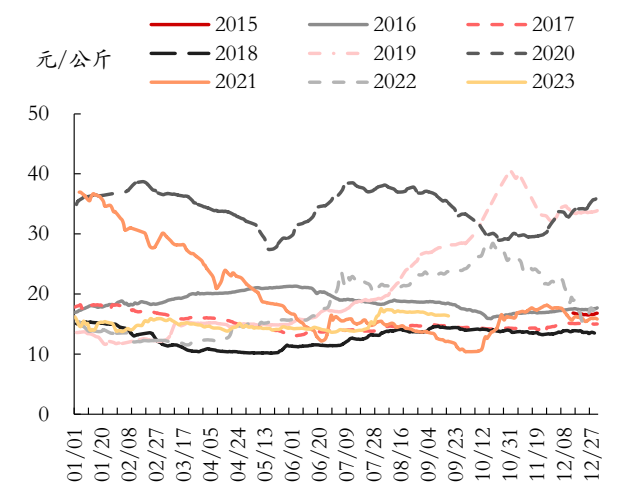
资料来源：WIND、东证衍生品研究院

2、质疑上涨，理解上涨，警惕超涨

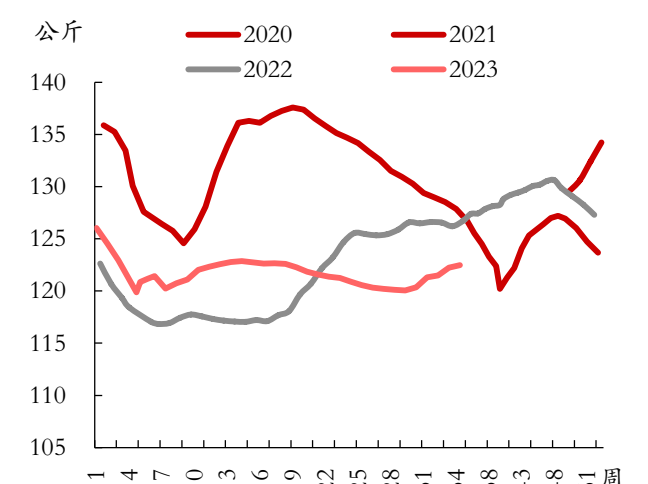
关于上涨众说纷纭，狼来了的故事总会重复上演。22 年作为故事的开端已足够令人印象深刻，包括 4-5 月开启的涨价潮以及 11 月中下旬的供应踩踏。23 年年中猪价再度阶梯式上涨，涨价过程同时带动市场出栏均重企稳回升。然而从涨幅及持续时间上，均不及 22 年市场表现，行业整体趋于理性，一些数据可作为我们质疑上涨、理解上涨、警惕超涨的重要参考。

第一点，标猪供应宽松的事实并未改变。据钢联农产品、卓创资讯、涌益咨询数据，1-8

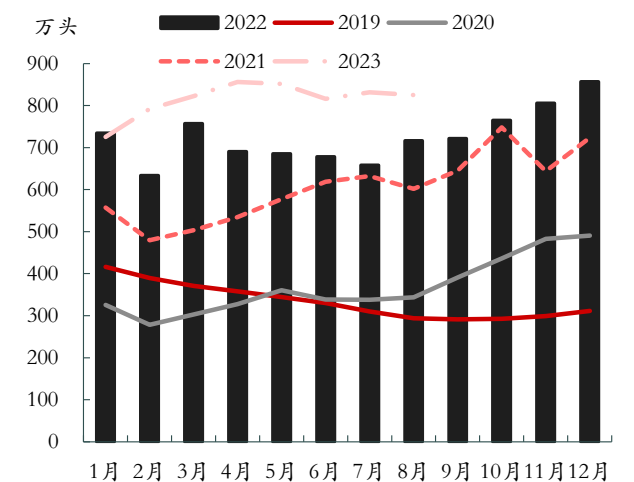
月样本企业实际出栏量同比分别+17.4%、24.54%、+5.03%。而从上半年仔猪落地的情况以及头部企业销售策略、年度目标来看，仔猪存量将转换为确定性的市场供应继续对下半年猪价产生冲击。**要注意的一点是**，出栏增量的问题将有望在四季度得到缓解，由此，现货价格上涨空间依然存在。

图表 3：生猪出栏价格（季节性）


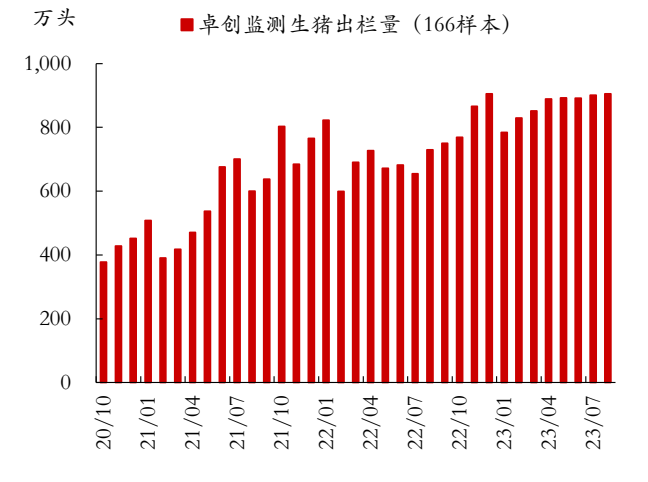
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 4：市场出栏均重变动


资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

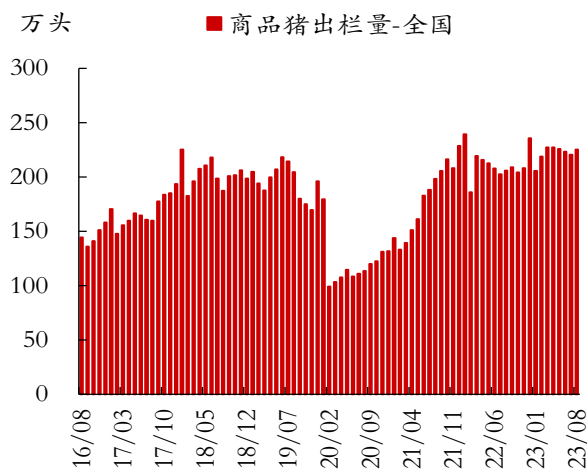
图表 5：1-8 月市场实际出栏（钢联）


资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 6：1-8 月市场实际出栏（卓创）


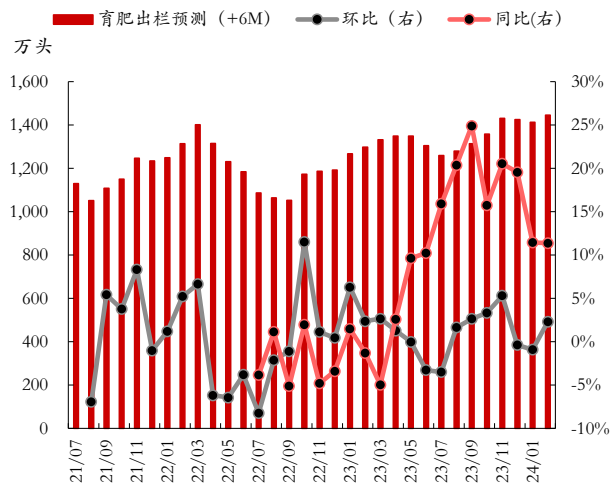
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 7: 1-8 月市场实际出栏 (涌益)



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

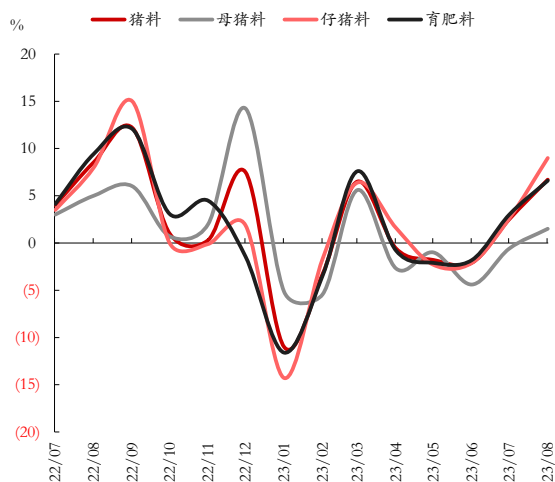
图表 8: 理论出栏量变化



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

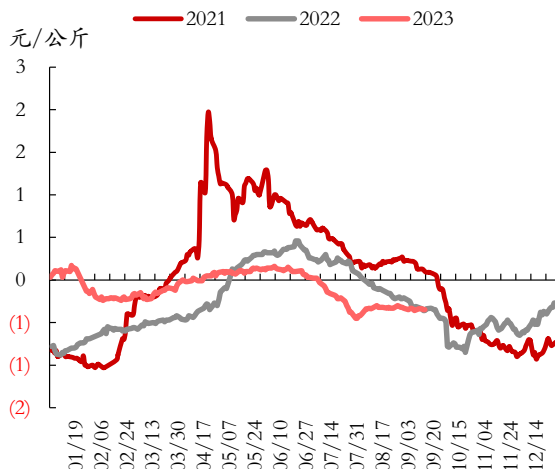
第二点, 阶段性大猪短缺是拉动猪价再度上涨至 16-17 元/公斤的主要原因。对比近三年标肥价差走势, 23 年 6 月底标猪价格已走弱于肥猪价格 (标肥价差由正转负), 提前逆转的后果是吸引部分投机进场, 无论是二次育肥还是压栏, 近两个月仔猪料存在显著增量也受到用作育肥料使用带动。而抢跑的投机行为拉动猪价超预期上涨, 在猪价-肉价传导机制中体现为屠宰毛利再度恶化以及肉-猪比价向下偏离正常区间, 故而我们应当警惕价格超涨, 鉴于短期投机的背后依然是伪需求、真供应。

图表 9: 猪料环比变动情况



资料来源: 中国饲料工业协会、东证衍生品研究院

图表 10: 地区标肥价差转势提前



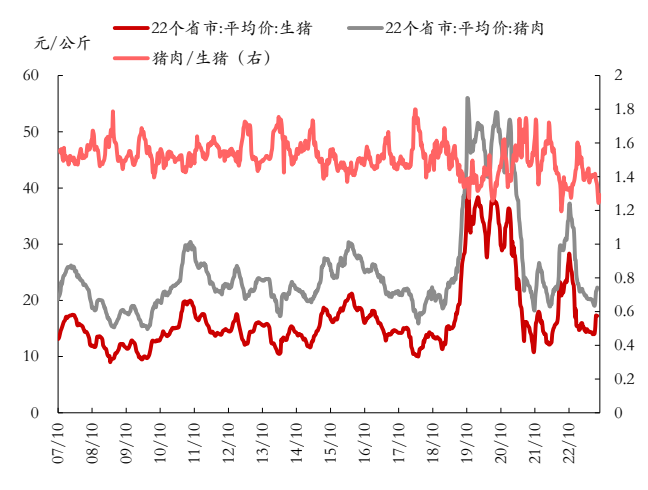
资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 11: 屠宰毛利 vs 自繁自养盈利



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 12: 肉猪比价波动



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

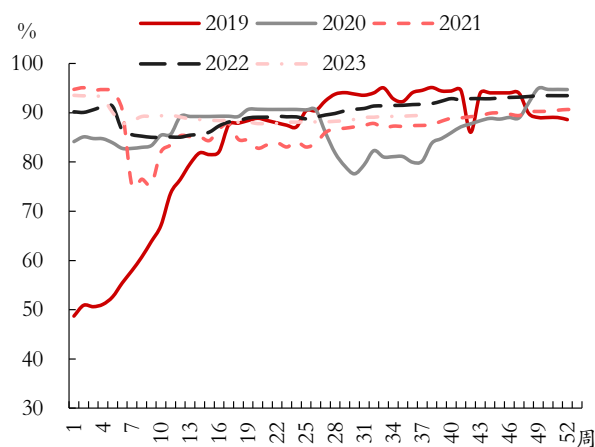
年底猪价又将作如何表现？

从估值的视角，假设不考虑需求同环比变动，同比出栏的增量仍会陆续兑现，但均重压力在上半年行业性普遍的降重策略实施后已得到缓解（体重同比-3%），当下估值紧密跟随现货价格浮动，这也是我们认为在数据不清的前置条件下最好的锚定方式，**请务必关注现货情绪**。在供给交易趋于一致后，现阶段需求端或成为最大突破口。从年底屠宰开工率与鲜销率波动来看，20%-30%日均提振量也许是下半场交易的黑马。

从价差的视角，关于 11-1 的讨论诸多。不妨做几点假设：

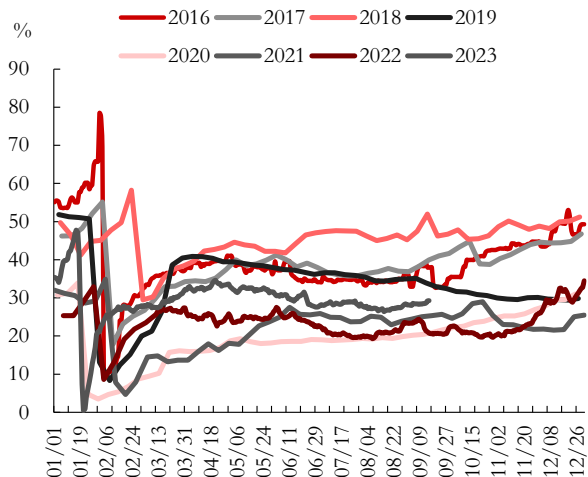
- 1) 7-8 月二次育肥生猪于 10-11 月集中出栏一轮，猪价上涨乏力，或维持区间震荡走势，市场将优先交易 01 合约的旺季特性，即 11-1 反套或走出阶段性行情。
- 2) 同样是集中出栏，而 10-11 月需求远不及预期，猪价大幅下跌，市场二次育肥、压栏情绪再起，盘面或先跟随猪价下跌而整体估值下移，但 11-1 反套空间将有所收窄。
- 3) 10-11 月需求远超预期（当然我们认为在真正腌腊旺季开启前，这一事件发生概率较低，除非**投机情绪超预期**），猪价跌幅有限，11-1 反套或向 11-1 正套反转，跟踪标肥价差及二次育肥情绪。

图表 13: 鲜销率季节性波动



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 14: 屠宰开工率季节性波动



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

3、投资建议

缺乏持续性的投机需求支撑之下, 现货价格向上驱动弱, 故呈小幅回调走势。伴随体重持续企稳回升, 早前中大猪短缺矛盾将有所缓解, 而月度计划出栏仍呈环比增长趋势, 供给端压力始终存在。若短期终端消费无明显提振, 现货难见突破, 主力或维持在 16,500 元/吨附近, 建议区间操作为主。另外, 重视节奏交易下价差逻辑的切换。

4、风险提示

非瘟疫情; 终端消费需求恢复远超预期; 投机性二次育肥及压栏; 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