

供给韧性与需求弹性：接受预期之外

走势评级：生猪：震荡
报告日期：2023 年 11 月 13 日

★ 总要接受预期之外

市场告诉我们的是总要接受预期之外。十一前我们并不过分看跌 10-11 月份猪价，认为价格底部支撑将来自于行业存在逢回调做二次育肥、压栏投机的驱动。由此，十一后现货价格的阶段性崩塌多少令市场措手不及，我们将其归因于预期以外生猪疫病的影响，甚至引发了连环效应，比如养殖股开始回春。除了疫病以外，第二点不确定性来自于终端消费。

★ 有什么值得期待的？

而市场同样需要变化与意外，因为预期之外依然值得期待。回到长周期逻辑，全面超预期的去化将支撑未来 10 个月左右的市场供应存在收紧可能。保守估计，能繁母猪去化将持续至 24Q1，理由如下：（1）基本面不支持猪价大幅上行，预计 24 年春节后价格将在成本线附近或偏下区间运行，即现金流压力持续催化主动去产；（2）季节性猪病与温度挂钩，未来几个月将处疫病高发阶段，即不可抗力催化被动去产。回到短中期逻辑，正如本热点报告标题所示——存在供给韧性与需求弹性。在潜在的猪病与现金流压力加速出栏预期下，春节前市场供应存在相当的韧性，标猪供应相对宽松的事实并未改变。需求弹性则来自全年最旺季的趋势上行以及春节后的断层下行，在供给节奏无异常的前提下，这一点或直接区分 01 与 03 的合约特性。

★ 投资建议

由此，在现金流压力与季节性疫病的双重考验下，产能去化进程有望持续，与此同时近月供应压力暂难缓解；而伴随天气转凉，终端消费支撑将趋势性增强。供需双增下，近月合约单边策略的难度将大幅提升。策略上，投机资金建议跟随现货行情短线操作为主，不建议在双重不确定下过度追求单边有效性，产业客户可择机逢高套保。套利方面可关注受到去产能驱动所强化的 24 年上半年与下半年合约的反套策略。

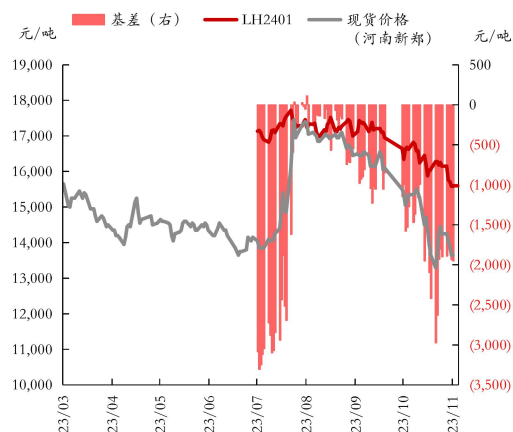
★ 风险提示

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。



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

- 《下半场：质疑上涨，理解上涨，警惕超涨_230920》
- 《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》

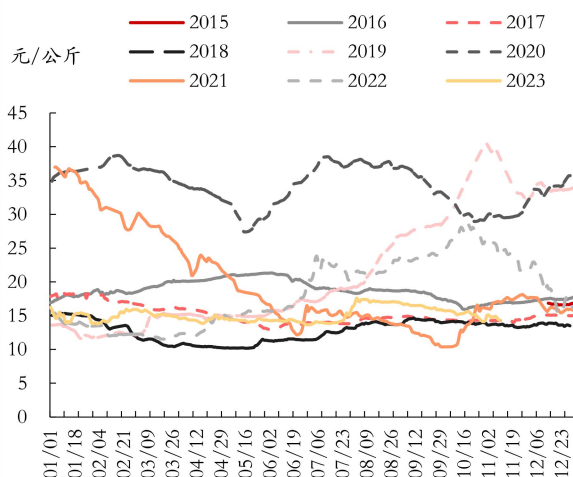
重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、总要接受预期之外

正如人生不总是坦途，剧情不总重复上演，生活告诉我们的是学会接受一些预期之外，而市场告诉我们的则是总要接受预期之外。

十一前我们并不过分看跌 10-11 月份猪价，认为价格底部支撑将来自于行业存在逢回调做二次育肥、压栏投机的驱动。而结合历史体重波动来看，四季度的确给足了产业较为充分的季节性抄底理由（至少不应该加速出栏），今年年中以来的标肥价差异动也进一步强化了该论点。

图表 1：商品猪出栏价格季节性波动



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 2：标肥价差提前变化

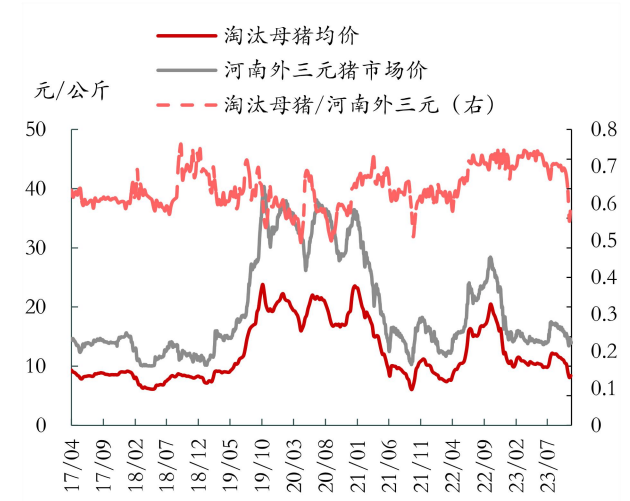


资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

由此，十一后现货价格的阶段性崩塌多少令市场措手不及，我们将其归因于预期以外生猪疫病的影响，甚至引发了连环效应，比如养殖股开始回春。本轮疫病主要集中于北方市场发生、展开，带动淘汰母猪价格快速下跌、淘汰母猪/标猪比价走弱以及部分地区（河南、山东等）散户叠加现金流压力与猪病的影响而恐慌出栏，也体现在母猪淘汰屠宰场满负荷运作的现实上，被动+主动淘汰迹象显著。但是否应当过度注入加速出栏预期？不然。一来当前疫病存在局域性，二来为避免感染，区域内集团场存在压栏迹象（即出栏主力集中于散户，11 月规模场出栏计划环比大幅增加也体现了这一点）。

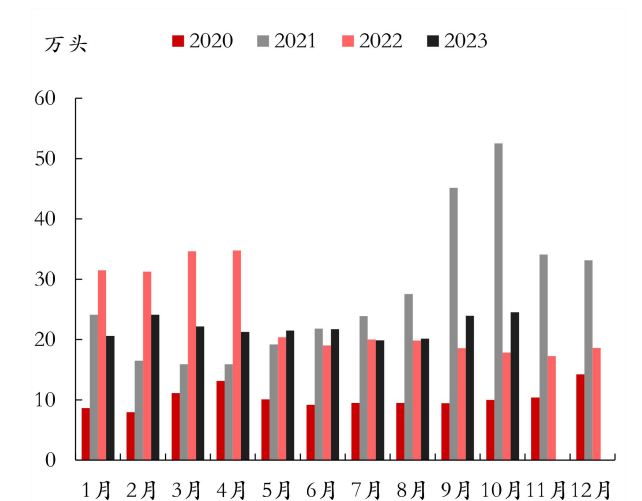
除了疫病以外，第二点不确定性来自于终端消费。我们暂时不考虑投机性需求，因为悲观的市场很难催动更为剧烈的一致性行为。终端消费的不确定性在于启动时点以及启动后上涨幅度对于供应的消化速度。观察 10 月以来的屠宰量及鲜销率情况，在鲜销率表现平平无奇之下，宰量与猪价呈背离走势，这一点恰印证了当前尚未触发旺季效应，宰量的抬升是一类屠宰端采购行为——受便宜的毛猪价格所吸引。

图表 3：淘汰母猪 vs 标猪比价



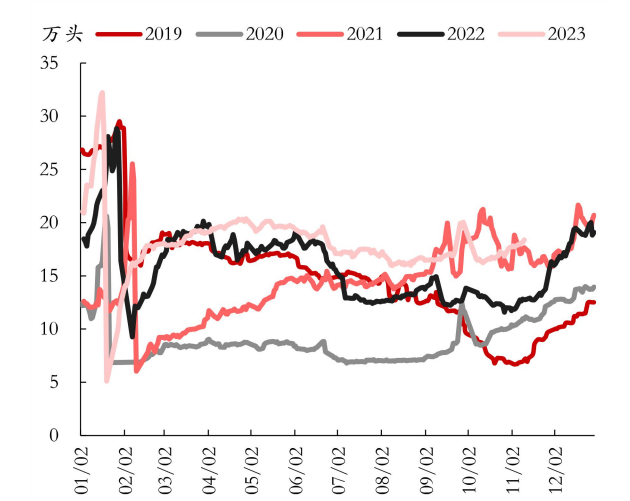
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 4：局地母猪淘汰量大幅增加



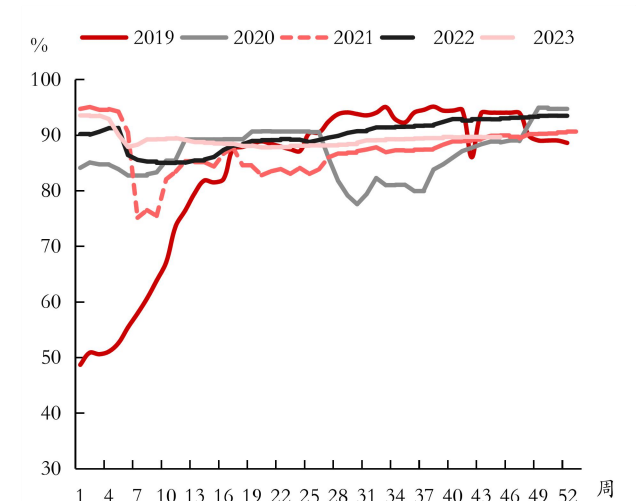
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 5：日度屠宰量



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 6：鲜销率



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

2、有什么值得期待的？

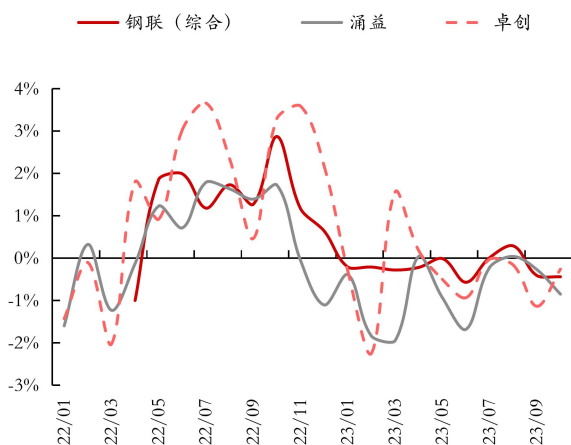
而市场同样需要变化与意外，因为预期之外依然值得期待。

首先，我们回到长周期逻辑，这将影响我们对于月差以及一些安全牌的看法，当然也是二级市场农业板块较为期待的 24H2 价格弹性。从 10 月份各机构公布的能繁母猪存栏数

据来看，全面超预期的去化将支撑未来 10 个月左右的市场供应存在收紧可能。近期和市场的交流中，大家普遍关心几个问题：（1）当前各家企业盈利能力如何？是否存在行业出清？（2）行业整体能繁母猪的去化趋势如何？

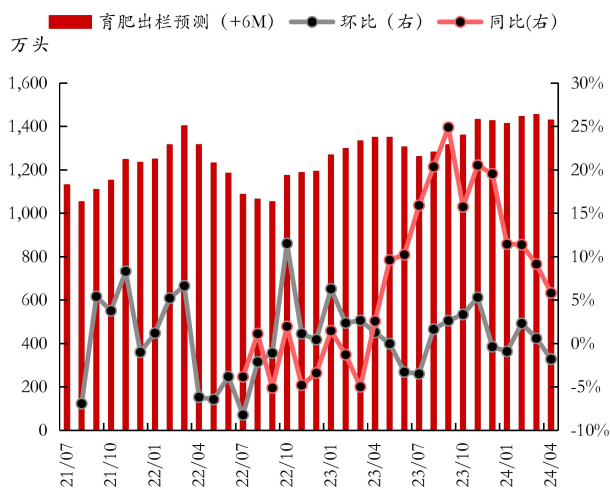
我们通过普调得到，当前企业主流现金成本在 14-14.5 元/公斤，完全成本在 15-16 元/公斤区间，但在短债居多的影响下，或带动部分企业年底加速出栏以及减少生物性资产（也有提高仔猪外销比例举措）。保守估计，能繁母猪去化将持续至 24 年一季度，理由如下：（1）基本面不支持猪价大幅上行，预计 24 年春节后价格将在成本线附近或偏下区间运行，即现金流压力持续催化主动去产；（2）季节性猪病与温度挂钩，未来几个月将处疫病高发阶段，即不可抗力催化被动去产。

图表 7：能繁母猪环比变化



资料来源：钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 8：理论出栏量预估



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

其次，回到短中期逻辑，我们给到的判断正如本热点报告标题所示——存在供给韧性与需求弹性。在潜在的猪病与现金流压力加速出栏预期下，春节前市场供应存在相当的韧性，而今年实际出栏与理论出栏量趋势基本一致，标猪供应相对宽松的事实并未改变。需求的弹性则来自全年最旺季的趋势上行以及春节后的断层下行，在供给节奏无异常的前提下，这一点或直接区分 LH2401 与 LH2403 的合约特性（后者较前者为典型淡季合约）。1、3 月度均价涨跌幅简单总结如下，从历史价差来看，无论所处哪类周期阶段（上行、下行亦或是介于两者之间的过渡区间），节后猪价仍普跌为主，这里仅供参考，因为总有预期之外。

图表 9：1-3、3-5 价差及涨跌幅历史走势

| 年份 | 春节 | 1-3价差 | 3-1涨跌幅 | 所处周期 | 5-3涨跌幅 | 3-5价差 |
|------|-------|-------|---------|------|---------|-------|
| 2007 | 2月18日 | 1.03 | -10.27% | 上行 | 25.53% | -2.29 |
| 2008 | 2月7日 | -0.52 | 3.11% | 上转下 | -8.47% | 1.47 |
| 2009 | 1月26日 | 2.32 | -17.20% | 下行 | -15.72% | 1.76 |
| 2010 | 2月14日 | 2.45 | -20.00% | 下转上 | 0.23% | -0.02 |
| 2011 | 2月3日 | -1.18 | 8.51% | 上转下 | 6.75% | -1.02 |
| 2012 | 1月23日 | 2.15 | -12.26% | 下行 | -8.31% | 1.28 |
| 2013 | 2月10日 | 3.94 | -22.81% | 下行 | -3.53% | 0.47 |
| 2014 | 1月31日 | 2.37 | -17.40% | 下转上 | 11.38% | -1.28 |
| 2015 | 2月19日 | 1.14 | -8.77% | 上行 | 19.23% | -2.28 |
| 2016 | 2月8日 | -1.52 | 8.67% | 上转下 | 9.79% | -1.87 |
| 2017 | 1月28日 | 1.99 | -11.00% | 下行 | -12.11% | 1.95 |
| 2018 | 2月16日 | 3.93 | -26.21% | 下转上 | -7.70% | 0.85 |
| 2019 | 2月5日 | -1.78 | 14.48% | 上转下 | 8.03% | -1.13 |
| 2020 | 1月25日 | -0.51 | 1.43% | 下行 | -17.63% | 6.39 |
| 2021 | 2月12日 | 7.65 | -21.41% | 下行 | -30.25% | 8.49 |
| 2022 | 2月1日 | 2.35 | -16.05% | 下转上 | 25.24% | -3.10 |
| 2023 | 1月22日 | -0.01 | 0.09% | 下行 | -6.02% | 0.93 |
| 2024 | 2月10日 | | | 下转上 | | |

资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 10：主销区腌腊启动时间

| 省份 | 2020 年腌腊时间 | 2021 年腌腊时间 | 2022 年腌腊时间 |
|----|----------------|-----------------------|---------------------|
| 广东 | 冬至以后 | 11 月下旬 | 11 月底-12 月中旬 |
| 广西 | 11 月下旬、1 月(群众) | 11 月下旬 | 12 月 10-12 月 22 日 |
| 四川 | 11 月 20 日后 | 10 月猪价低时、11 月 20 日后少量 | 11 月 20-12 月 10 日 |
| 云南 | 11 月底 | 冬至前后 | 12 月初-12 月中下旬 |
| 贵州 | 冬至前后 | 11 月中下旬零星开始 | 12 月 20 号左右 |
| 湖北 | 冬至前后 | 10 月猪价低时、11 月 20 日后少量 | 11 月 25 日-12 月 22 日 |
| 湖南 | 11 月下旬 | 10 月猪价低时、11 月 20 日后少量 | 11 月 20 日左右 |
| 浙江 | 冬至前后 | 冬至前后 | 冬至前后 |

资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

3、投资建议

由此，在现金流压力与季节性疫病的双重考验下，产能去化进程有望持续，与此同时近月供应压力暂难缓解；而伴随天气转凉，终端消费支撑将趋势性增强。供需双增下，近月合约单边策略的难度将大幅提升。

策略上，投机资金建议跟随现货行情短线操作为主，不建议在双重不确定下过度追求单边有效性，产业客户可择机逢高套保。套利方面可关注受到去产能驱动所强化的 24 年上半年与下半年合约的反套策略。

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