

热点报告-生猪

规律习得与拥抱未知:谨慎看待投机&去产

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

生猪: 震荡

报告日期:

2024 年 1 月 18 日

★近端: 基于未知的无限想象

受 23 年年底北方及中部地区猪病影响, 现阶段生猪行业呈现区域性标猪供应“相对偏紧”的特点, 以致南北价差给出调运利润空间, 并进一步激化短期养殖端投机情绪。随之而来的是现货价格稍有企稳。期货市场反应更为迅速, 近月主力合约止跌盘整, 基于去产逻辑的反套策略反而表现趋弱, 3-5 跷跷板倾斜向正套走势, 合约估值跟随走弱, 且上方空间更加扑朔迷离。规律的习得来自于历史, 周期不总是重复, 在新历史缔造之前, 市场参与者将依然在未知里打开无限想象。基于上述认知, 我们当前主要讨论以下两点:

1) 投机: 从投机条件来看, 24 年投机需求的动态发展将更接近于 22 年, 整体近端投机性高于远端; 短期行为亦能助推行情超预期, 上半年确是重要的观察窗口。

2) 产能: 1 月产能去化将大概率放缓, 往后或难突破 23 年底淘汰量。虽然新周期累计去产幅度已突破前值, 但养殖效率的提升让市场普遍谨慎看待反转后的猪价涨幅。

★ 投资建议

现时点投机需求入场不具备持续性, 对近月现货价格仅起底部支撑作用, 非强有力助燃剂。而伴随利空落地, 市场将逐渐转向交易产能去化下的出栏减量, 届时如若催生周期性投机情绪, 则更有可能带动价格上涨, 并体现为更大的涨幅与更长的持续时间。

此外, 价差结构由去产预期带动的反套向正套切换, 在去产条件逐渐削弱的同时(疫病的趋稳以及现货价格企稳), 市场对上半年供给仍维持宽松看法。

策略角度, 24Q1 我们不建议对近月合约进行抄底操作, 可等待单边反弹做空机会, 关注 LH2403 上方 14000 元/吨压力位。鉴于 3-5 跷跷板机制依然存在, 3-5 套利性价比降低, 7 月合约相较于 5 月合约更具多配价值(结合养殖成本, 07 较成本线升水不高), 关注逢低做多 LH2407 或逢价差走缩入场 3-7 反套机会。

★ 风险提示

生猪疫情; 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)

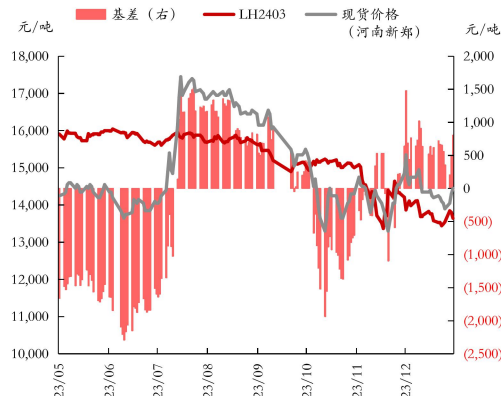
从业资格号: F03087442

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

《克制方能行远, 低谷亦有鲜花盛开_231204》

《供给韧性与需求弹性: 接受预期之外_231113》

《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》

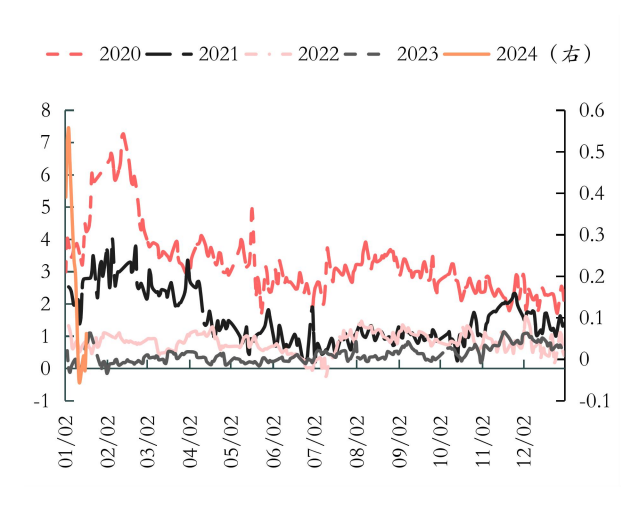
重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成交易建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、近端：基于未知的无限想象

受 23 年年底北方及中部地区猪病影响，现阶段生猪行业呈现区域性标猪供应“相对偏紧”的特点，以致南北价差给出调运利润空间，并进一步激化短期养殖端投机情绪。随之而来的是现货价格稍有企稳。期货市场反应更为迅速，近月主力合约止跌盘整，基于去产逻辑的反套策略反而表现趋弱，3-5 跷跷板倾斜向正套走势，合约估值跟随走弱，且上方空间更加扑朔迷离。

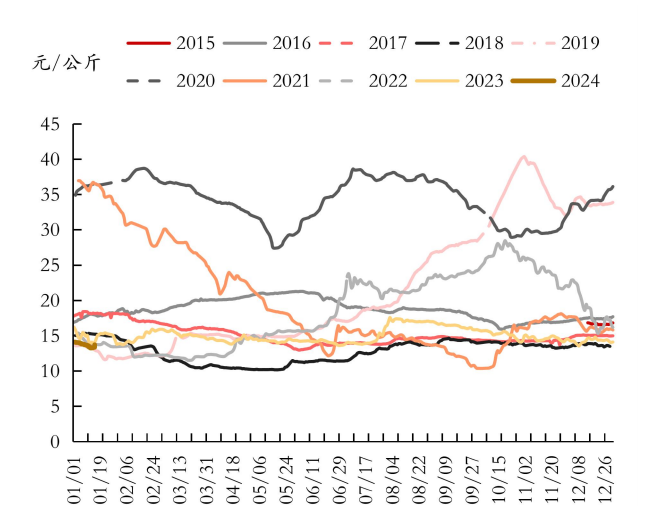
图表 1：南北价差倒挂给出调运利润



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

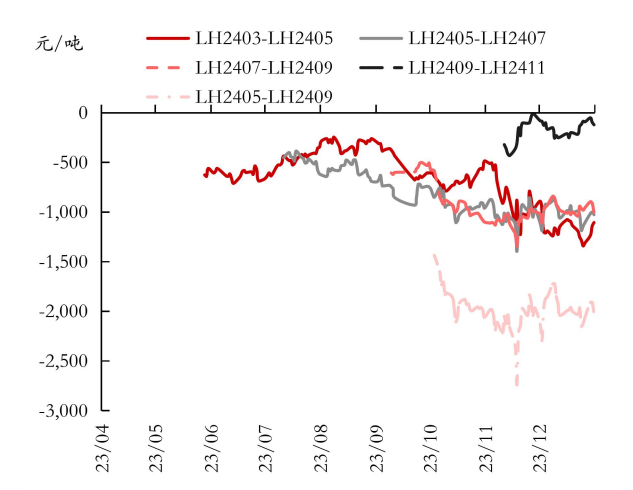
注：销区-产区价差，计算公式：（广东+四川+重庆+江苏+浙江+湖北+湖南）/7-（山东+黑龙江+河南）/5。

图表 2：二次育肥情绪抬头带动现货价格稍有企稳



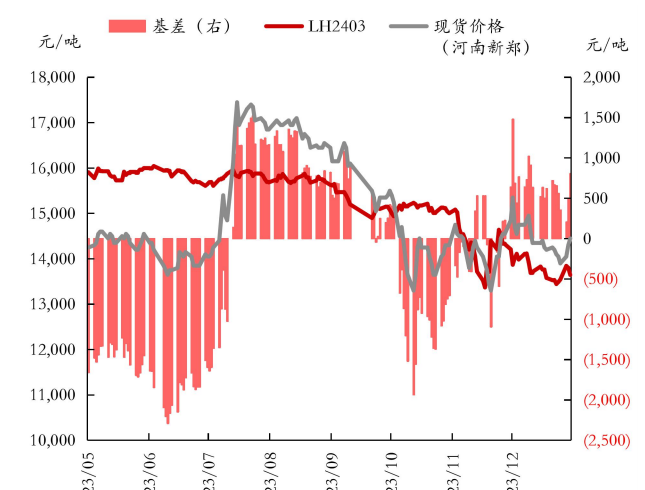
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 3：合约月差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 4：主力基差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

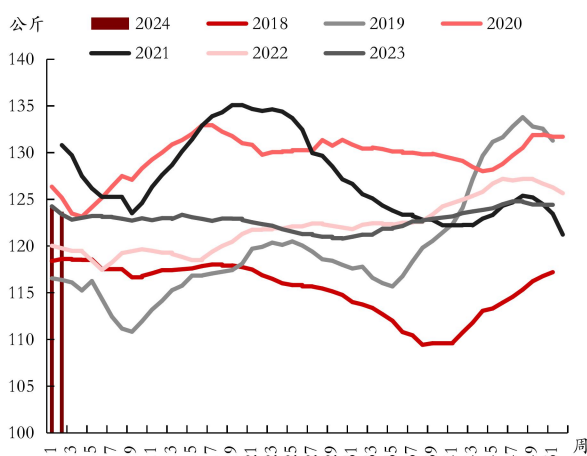
规律的习得来自于历史，周期不总是重复，在新历史缔造之前，市场参与者将依然在未知里打开无限想象。基于上述认知，我们当前主要讨论以下两点：

1) 投机：短期行为，亦能助推行情超预期

在过去的报告中，我们认为从投机条件来看，24 年投机需求的动态发展将更接近于 22 年，整体近端投机性高于远端（这里指的是行业在现有的流动性之下，更愿意去配置资金占用成本低的短期投机，比如二次育肥与压栏）。春节前少数业内资金方的抢跑行为，显而易见的使得中期（6 个月以内）基本面从预期上开始转弱（从资金博弈视角）——根本原因在于暂时性企稳并非基本面实质性改善所带动。

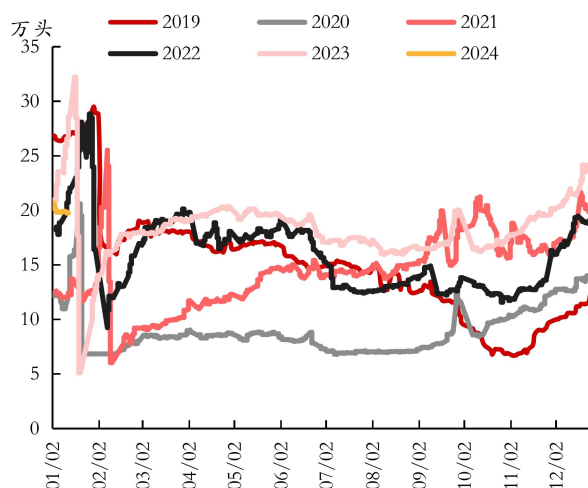
那么此轮节前投机能否起到很好的试金石效应？辩证看待，时候未到。从当前的二次育肥情绪来看，一方面源自猪价超跌助长，另一方面则受南北方市场分化助推（北方腊八节备货&雨雪降温影响）。然而不可否认的是，在近月偏弱的基本面压制下：（1）投机少量入场难以弥补年后终端消费的断层下滑；（2）作为隐性库存显性化的重要指标——出栏均重，仍高于过去两年同期水平，猪病与现金流回笼需求带动的加速出栏并未能快速解决供应难题；（3）除了活体库存以外，冻品库存同样从终端猪肉平衡表的视角给予参考，库容率保持绝对高位、去库受阻已然将诸多冻品投机方隔绝在外，24 年投机主力将顺畅切换回养殖户。

图表 5：出栏均重仍高于过去两年同期水平



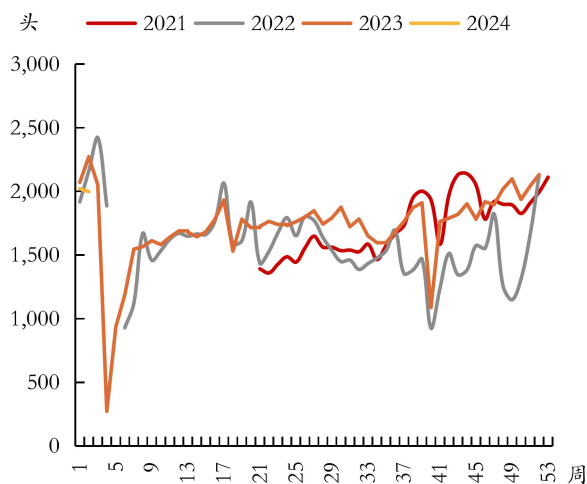
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 6：年后屠宰量往往存在断层下滑



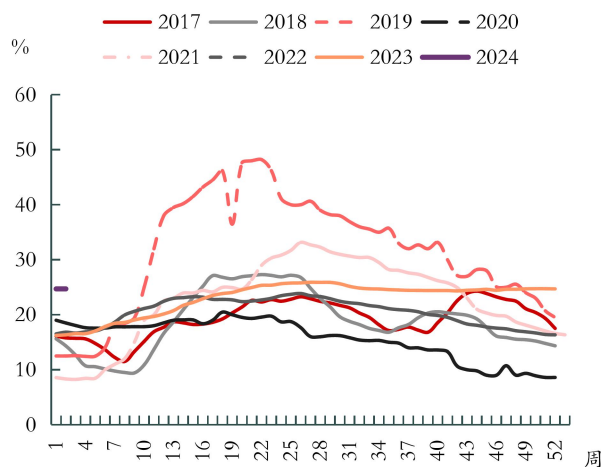
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 7：北京新发地白条批发同比走弱



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 8：冻品库存处于绝对高位



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

短期行为亦能助推行情超预期，上半年确是重要的观察窗口。按照时间维度，投机主要包含两类：周期性（特指大的产能周期）与季节性（特指年内季节性需求周期，亦是一类小周期）。周期性相对于年内季节性往往能对行情产生更快速、猛烈的冲击，需要警惕供需错配。倘若忽略需求影响，24 年将逐渐步入猪价上行周期，这意味着市场将优先关注供给从宽松趋于平衡再到紧缺的变化过程（后面补充讨论产量的变化预期）。根据多家机构给到的产能监测，我们预计 24 年产量拐点将出现在 4-5 月前后，在产量逐渐明朗后，近月合约的博弈重点极有可能受养殖出栏节奏干扰——即近月超涨挤占远月上涨空间，持续关注终端消费以外的周期性投机需求。

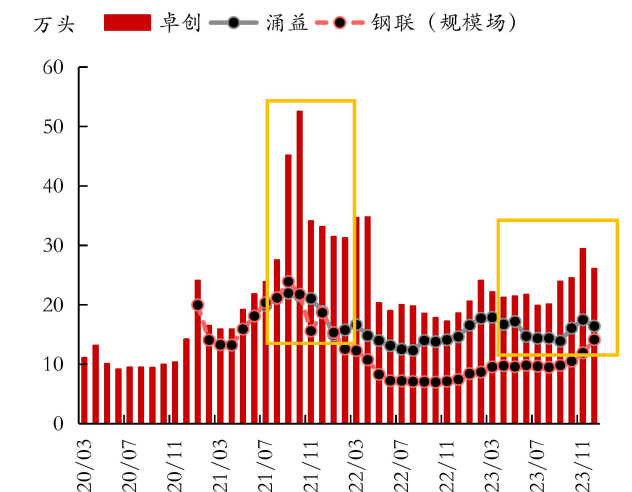
2) 产能：长端基石，价格中枢的决定因素

首先更新下近期疫病情况：11、12 月相对严重（存在生猪疫病带动的超卖），1 月北方较南方严重，但以散发为主且拔牙速度较快，整体均较前期有所缓和。此外，往年仔猪腹泻集中于 11 月至次年 2 月，23 年年底至今温度条件较好，仔猪腹泻同比影响削弱。

从母猪存栏数据来看，据国家统计局监测，截至 2023 年末，全国能繁母猪存栏 4142 万头，同比下降 5.7%，仍在正常保有量上方。这里与农业部口径全年单月最大降幅出现在 12 月存在差异，由此我们结合三方机构样本再做判断。12 月三方机构监测能繁母猪存栏环比变动分别如下：钢联综合样本-2.09%（前值-1.92%）、涌益-0.84%（前值-1.57%）、卓创-1.93%（前值-1.48%）。综合来看，年底达去产高峰。

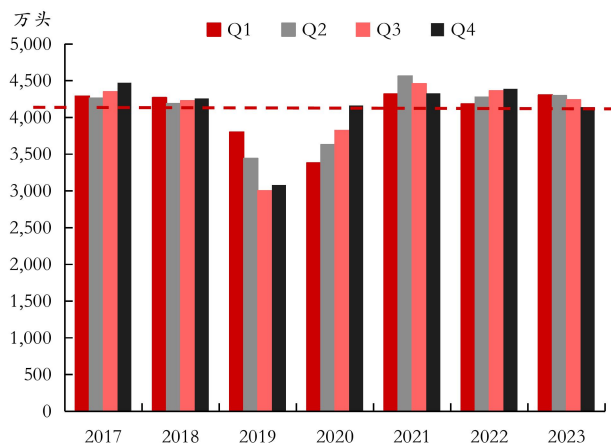
除了被动去产以外，主动去产的配合加速能繁母猪存栏下滑。后者基于现金流回笼需求，是一类减负行为，在业内存在分化：头部养殖企业在产能下调幅度上较为保守（尤其 24 年大逻辑为周期反转而非 23 年的震荡偏弱），中小散户依然是去产主力。现阶段疫病与猪价均进入阶段性平稳期，且年前存在备货支撑，1 月产能去化将大概率放缓，往后或难突破 23 年底淘汰量。

图表 9：各机构监测能繁母猪淘汰量变化



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 10：能繁母猪存栏量



资料来源：国家统计局、东证衍生品研究院

图表 11：各机构跟踪能繁母猪存栏情况

| 样本来源 | | 21 年存栏 峰值所在 月份 | 理论底部拐点 时间 | 22 年存栏 低点所在 月份 | 理论顶部拐 点时间 | 23 年 12 月末能 繁母猪存栏 | 21 年高点到 22 年低点去 化幅度 | 23 年 12 月底产 能较 21 年高点 去化幅度 |
|----------------|------------|----------------------|--------------|----------------------|--------------|----------------------|---------------------------|----------------------------------|
| 官方 机构 | 统计局 | 6 月 | 2022 年 4 月 | 3 月 | 2023 年 1 月 | 90.75% | 8.30% | 9.25% |
| | 农业部 | 6 月 | 2022 年 4 月 | 4 月 | 2023 年 2 月 | 85.65% | 9.40% | 14.35% |
| 民间 三方 机构 | 钢联-规模 场 | 6 月 | 2022 年 4 月 | 4 月 | 2023 年 2 月 | 90.87% | 14.73% | 9.13% |
| | 涌益 | 5 月 | 2022 年 3 月 | 4 月 | 2023 年 2 月 | 82.59% | 14.66% | 17.41% |
| | 卓创 | 7 月 | 2022 年 5 月 | 3 月 | 2023 年 1 月 | 96.67% | 15.67% | 3.33% |
| | 协会 | 6 月 | 2022 年 4 月 | 4 月 | 2023 年 2 月 | 76.94% | 23.87% | 23.06% |

资料来源：国家统计局、农业农村部、钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯、东证衍生品研究院

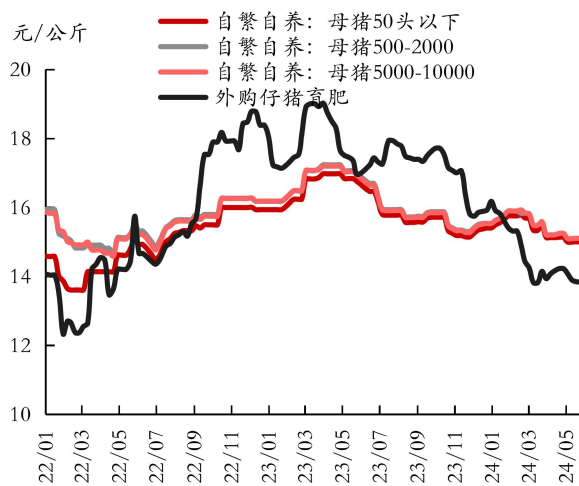
此外，产能与效率决定价格中枢。虽然新周期累计去产幅度已突破前值，但养殖效率的提升让市场普遍谨慎看待反转后的猪价涨幅。行业二八效应增强，产能降幅本就不高的头部企业 MSY 提升幅度较行业平均水平高（行业平均同比提升 3-5%）。

2、投资建议

在关于投机性需求的分析中，我们认为现时点投机入场不具备持续性，对近月现货价格仅起底部支撑作用，非强有力助燃剂。而伴随利空落地，市场将逐渐转向交易产能去化下的出栏减量，届时如若催生周期性投机情绪，则更有可能带动价格上涨，并体现为更大的涨幅与更长的持续时间。

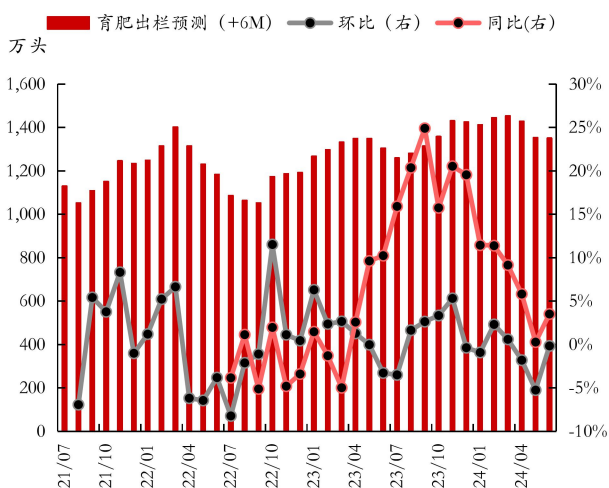
此外，价差结构由去产预期带动的反套向正套切换，在去产条件逐渐削弱的同时（疫病的趋稳以及现货价格企稳），市场对上半年供给仍维持宽松看法。因此，策略角度，24Q1 我们不建议对近月合约进行抄底操作，可等待单边反弹做空机会，关注 LH2403 上方 14000 元/吨压力位。鉴于 3-5 跷跷板机制依然存在，3-5 套利性价比降低，7 月合约相较于 5 月合约更具多配价值（结合养殖成本，07 较成本线升水不高），关注逢低做多 LH2407 或逢价差走缩入场 3-7 反套机会。

图表 12：5 个月后养殖成本预期



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 13：理论出栏量预估



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

3、风险提示

生猪疫病；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