

农产品组

研究员：

## 2024 年二季度市场展望

### ——循此苦旅，直抵群星

#### 观点概述：

此前 2024 年年报《若非处周期，怎知底可贵》中，我们对于 2024 年生猪期货基本面做出了如下判断：①2024 年上半年生猪市场仍以消化过量库存为主，清明节前后有望跌破行业现金流成本 14 元/公斤；②产业集中度提高大趋势不改，行业内卷下养殖成本及效率进一步提升；③宏观资本和投机资金抄底旺季合约，盘面维持远月升水的 contango 结构；④国家政策性调控变动不大，市场对于短期消息面反应进一步钝化；⑤投机性反弹频率回升，短期投机或价差机会增多，但趋势性行情难以顺畅从市场实际运行过程中，我们发现伴随着 2023 年年末冬季疫情影响的持续性发酵，表现出的是北方大肥的缺失，短期供给压力的缓解导致年前猪价的反弹和年后猪价淡季不淡，“逢节必跌”的魔咒被打破，价差关系上南北价差倒挂和标肥价差的扩大也验证了这点，我们因此对推论①做了如下修正，2024 年上半年仍以消化冷库库容和过剩产能为主，但供给压力较前两年同期明显下降，规模场的主动增重和散户二育进场进度仍偏谨慎，深度跌破现金流成本的可能性有限。而推论②③④⑤仍维持不变，但总体来看，利空要素在逐步缩减，非洲猪瘟带来的“超级猪周期”影响逐步消散，市场进入新一轮周期，生猪产业有望在 2024 年二三季度迎来久违的红利期。

年报中我们提出了抓 LH2303/05/07 上的短期性矛盾的单边策略建议以及 LH2403-2411 反套策略，其中反套策略从入场到交割月前持续持有，获利效果较好。而基于我们当前对于生猪市场的判断，结合期现市场抢跑的现状，认为当前生猪盘面具备投机抄底价值，但仍以逢低做多为主，对于产业端，2024 年套保行为可能没有前两年那么顺利，套保端亏损的可能性仍存，但是鉴于远月盘面目前已给出一定的可观收益，建议仍以逢高套保为主，适度控制套保比例，落袋为安。综上所述，单边策略上，我们认为当前生猪市场情绪边际转好，投机资金抢跑严重下有一定回踩需求，但也难有深跌可能，在压栏二育发力前做多边际收益仍较好，建议以逢低做多 LH2405 合约为主，参考入场点位【15000-15200】元/吨，上方目标点位 16500 元/吨，下方跌破 14500 元/吨向上趋势支撑后止损。。套利策略上，基于交易过度抢跑预期差和远月边际转好难以证伪的角度，可介入 LH2407-241 反套策略，如发生估值反转或二次育肥抬头导致的盘面反复，也可以通过平掉其中一腿的方式顺势做另一腿的单边来获取短期收益，策略胜率和灵活性较高。期权策略上，考虑到猪价难以深跌的判断，累计收益期权策略或有较好的获利空间。后续持续出栏均重、屠宰量数据，观察仔猪补栏信息，对策略的条件做进一步的核实确定。

**单边策略：**逢低做多 LH2405 合约，入场点位：15000-15200，上方目标 16500，止损 14500。

**套利策略：**LH2407-2411 反套策略

**期权策略：**可选择累积收益期权策略

关注出栏均重、屠宰量数据，观察仔猪补栏信息。

**风险提示：**国家产能政策变化、非洲猪瘟疫情大面积爆发、二次育肥大規模进场

## 目 录

观点概述: .....	1
一、 三季度生猪市场及行情回顾 .....	4
二、 生猪边际观察: 季节性旺季供需双增, 周期中继性反弹 .....	5
三、 现货季节性上涨来临, 盘面进入混沌期 .....	错误!未定义书签。
免责声明 .....	11
物产中大期货研究院 .....	11

## 图表目录

图 1:	分地区生猪价格 单位: 元/千克.....	4
图 2:	生猪期价行情走势 单位: 元/吨.....	4
图 3:	生猪连续主力合约波动率 单位: %.....	错误!未定义书签。
图 4:	生猪、能繁母猪存栏量 (精修后) 单位: 万头.....	6
图 5:	生猪存栏预测值与实际值比对 单位: 万头.....	错误!未定义书签。
图 6:	出栏均重和自繁自养利润 单位: 公斤/头、元/头.....	6
图 7:	自繁自养及外购仔猪养殖利润 单位: 元/头.....	错误!未定义书签。
图 8:	日度屠宰量及出栏均价 单位: 头 元/斤.....	错误!未定义书签。
图 9:	日度屠宰开工率 单位: %.....	错误!未定义书签。
图 10:	仔猪、生猪及白条猪肉价格对比 单位: 元/公斤.....	错误!未定义书签。
图 11:	冷库库容率 单位: %.....	错误!未定义书签。

未找到目录项。

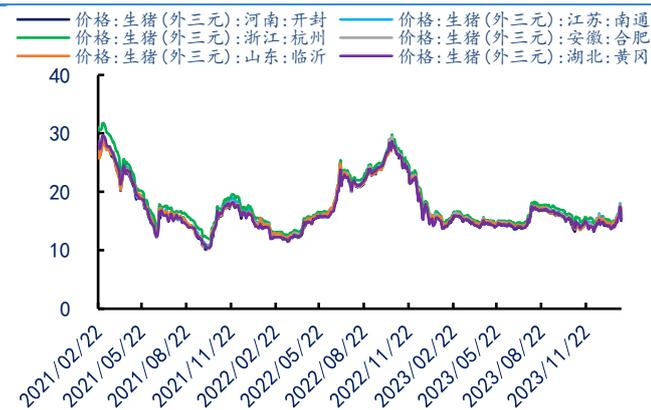
## 一、 一季度生猪市场及行情回顾

### 1. 供给压力同比缓解，淡季不淡即为强势

在 2024 年年报《若非处周期，怎知底可贵》中，我们预计 2024 年上半年生猪市场仍以消化过量库存为主，清明节前后有望跌破行业现金流成本 14 元/公斤。回看 2024 年一季度生猪市场行情，由于 2023 年冬季疫情影响，华北地区生猪出栏明显下滑，叠加产能去化和未有前期超量二次育肥影响，相比 2023 年同期，2024 年春节前供给压力明显下滑，冷库库容得到有效缓解，伴随着供需面的逐步好转，持续一整年的“逢节必跌”魔咒被打破。且由于标肥价差扩大，行业情绪好转，规模厂开始主动压栏增重，春节后进入消费淡季后，猪价不跌反涨，截至 3 月 21 日，全国生猪现货均价为 14.92 元/公斤，较 1 月 1 日上涨 0.9 元/公斤，涨幅为 6.3%。

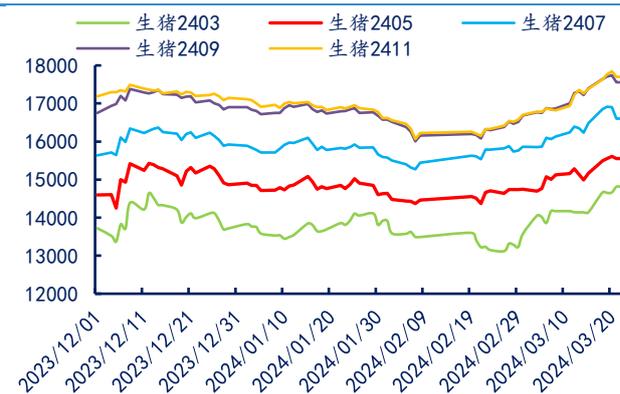
一季度现货猪价与盘面相似，同样出现了提前上涨抢跑迹象，从跟踪数据指标显示为出栏均重持续上升，标肥价差维持高位，毛白价差缩减，南北价差持续倒挂，充分反应了当前生猪现货市场规模场为主，散户为辅，南方新建产能多，北方冬季疫情受损，屠企鲜销为主，分割入库有限等特点，为此后猪价的温和上涨埋下伏笔，具体价格变化和运行逻辑在此前内参、日报、周报中均有体现，敬请回溯。

图 1：分地区生猪价格 单位：元/千克



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图 2：生猪期价行情走势 单位：元/吨

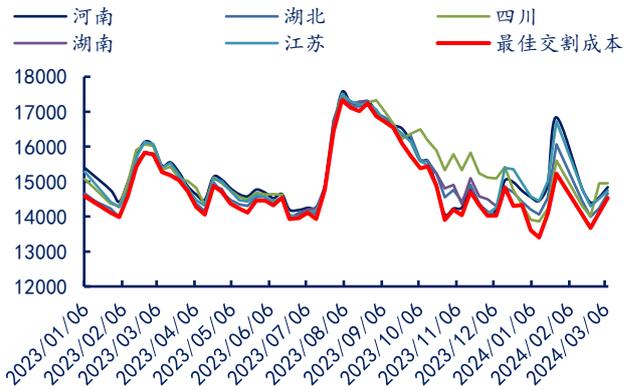


数据来源：WIND、物产中大期货研究院

### 2. 市场情绪悲观向乐观转换，盘面升水逐步上升

盘面走势来看，在 LH2403 合约的强势预期被证伪后，市场悲观情绪蔓延，相比 2023 年同期，基差率明显下滑，甚至出现了负基差的情况，而春节后淡季不淡和相关指标强势的推动下，市场情绪逐渐由悲观向乐观蔓延，远月合约抢跑猪价向好预期，盘面升水逐步上升，从升水率来看，相对于往年，整体做多情绪仍偏谨慎，预期差交易机会仍需高频跟踪。

图3：合约规则调整后区域交割成本 单位：元/吨



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

数据来源：WIND、物产中大期货研究院

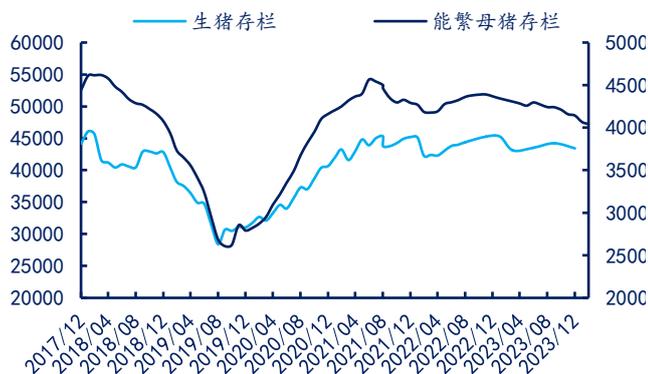
## 二、 生猪边际观察：市场情绪转换，期现抢跑严重

### 1. 产能去化初见成效，实际出栏低于市场预期

从官方数据来看，截至2024年2月末，农业农村部数据显示能繁母猪存栏为4042万头，环比下降0.6%，同比降幅6.9%，自前期能繁母猪存栏高点2022年年底至今，已连续下降14个月，累计去化7.93%，根据农业农村部会同六部委最新发布的《生猪产能调控实施方案（2024修正）》确定的能繁正常保有量3900万头，仍高出142万头，处于绿色波动区间。从节奏上来看，对应主要产能去化的节点是从2023年10月开始的，目前正处在前期产能去化逐渐兑现的阶段，未来二季度的供给压力整体上是逐渐减轻的。而从量级来看，如果按照官方数据计算，对照2022年上轮能繁母猪去化的情况，当时10个月能繁从4564万头的高位降至4177万头，降幅累计8.48%，本轮产能去化周期更为漫长。且考虑到规模厂养殖效率普遍存在大约10%左右的PSY提升，实际产能去化的效率更是不及预期，生猪产能仍然处于过剩状态，行业期待产能更大的出清。

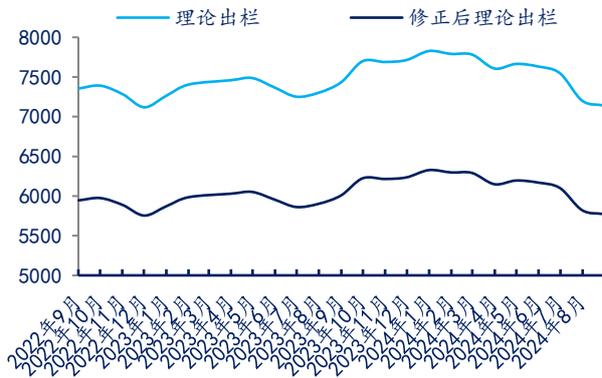
但根据第三方机构的仔猪存活率、母猪育种效率及行业普遍PSY进行计算后，我们发现2023年统计出栏率显著低于统计局公布的出栏率，但从走势和相关性等统计指标上来看，总体拟合效果较好，因此排除是冬季疫情和二次育肥带来的影响，因此我们认为，由于散户的大量退出和规模厂商转母频繁调整生产计划的影响，统计数据存在基数上的偏差，实际产能未必有数据显示的如此宽裕，预计当官方统计能繁母猪下降至4000万头以下时产能就能实现平衡。但由于市场情绪的逐步转好，产能更大幅度的去化较为困难，预计2024年4-9月生猪理论出栏处于下降态势，10-12月生猪理论出栏开始回升，生猪供应减量向下击穿需求增量的节点预计发生在5-7月期间，但规模厂的压栏驱动或导致供给后移并弱化矛盾。

图 4： 生猪、能繁母猪存栏量（精修后） 单位：万头



数据来源：农业农村部、物产中大期货研究院

图 5： 生猪理论月度出栏 单位：万头



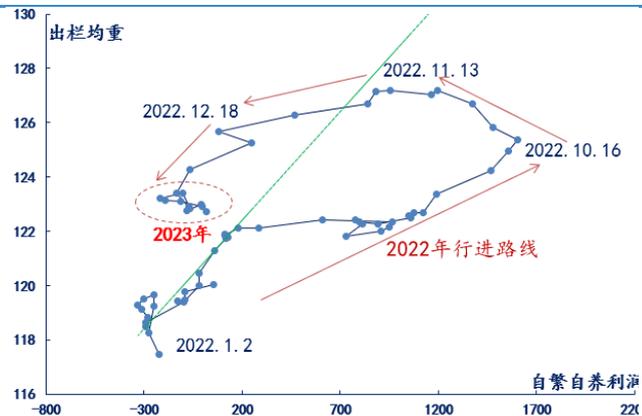
数据来源：农业农村部、物产中大期货研究院

## 2. 结构性缺失被商转母填补，淡季滚动生产保障供给

虽然我们对于当前能繁母猪产能水平提出了自己的质疑，并根据调研得到 2023 年底冬季疫情带来的华北能繁母猪去化信息，预言了产能下降兑现将导致生猪供应减量向下击穿需求增量的节点即将到来，但这并不代表一定会导致供需矛盾的产生和期现价格的大幅波动，短期来看，市场仍缺乏大涨大跌的基础。

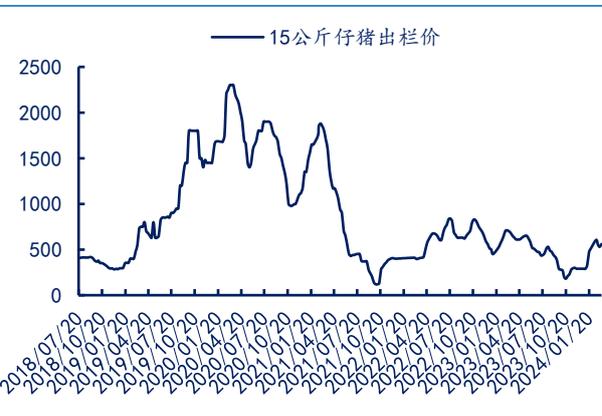
一个原因是规模厂通过大量商转母的方式补充产能，在 2024 年年初仔猪快速反弹至 600 元/只后，产能的快速补充再度打压了仔猪价格，当前自繁自养利润的持续低迷也印证了这点，产能不存在结构性缺失叠加消费淡季，一旦猪价出现明显走强，卖压大概率出现压制行情，负反馈导致散户和规模厂的抛售，难以形成行情的一致性；另一个原因是规模厂占比持续增加和散户的持续退出，导致二育和压栏的规模在持续下降，淡季滚动生产使得供应量整体有保证。但同时，行业在 2023 年的全年亏损和当前不断好转的供需环境，也导致猪价继续跌破行业现金流成本的可能性有限，整体维持温和上涨的态势为主。

图 6： 出栏均重和自繁自养利润 单位：公斤/头、元/头



数据来源：卓创资讯、物产中大期货研究院

图 7： 7 公斤仔猪市场价 单位：元/头



数据来源：卓创资讯、物产中大期货研究院

### 3. 乐观情绪转换中，散户二育进场有限

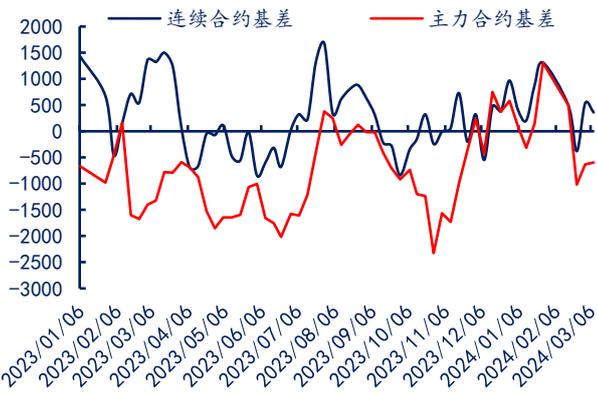
从基差和持仓来看，2024年的格局与2023年出现了一定的变化，2023年的生猪盘面保持了一年的高升水，持仓量明显偏高，但每到交割月前就开始逐月收升水，体现为市场预期乐观，现实悲观的情况下，盘面做多赛道拥挤。而2024年年初，近月盘面一度出现了负基差，市场预期较为悲观，给出了一定的边际利润，而截至3月21日，盘面基差率仍较往年同期偏低，显示了市场情绪正由悲观转向谨慎乐观当中，且由于天气仍偏冷，生猪应激反应严重，目前散户二育进场有限，仅南方少部分场开启二育进程，预计在养殖利润驱动下，二育进场将是大概率事件，给到近远月盘面价差一定的压力。

### 4. 需求端稍显好转，国家政策持续性利好

从需求端来看，屠宰率在年后再度进入季节性开工下降，淡季特征明显，需求端对近期猪价并未起到明显提振作用，但从鲜销率来看，2024年鲜销率显著高于往年同期，且冷库库容持续下行，显现出当前屠企分割入库动力稀缺，冷库肉不再成为压制猪价上涨的要素，后期随着猪肉需求的季节性回升，良好盈利预期的驱动下，屠企做库存行为或成为短期猪价提振的重要因素，但需求端独立提振猪价的驱动仍难以看到。

从政策调控方向，根据2024年2月农业农村部会同发改委等六部委共同发布的《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》内容，将能繁母猪存栏目标从4100万头下调至3900万头，将产能波动绿色区间放大到95%到105%，并提出了一系列切实可行的产能调控方案，包括在产能过度扩张期间收紧贷款额度等，这对规模厂占比持续扩大的今天有重要意义，说明政策调控端对于当前生猪产业的发展变化有着清晰的认识。目前来看，国储的轮储工作仍未充分展开，后续淡季收储行为或同样短期提振市场。另外值得注意的是，刚刚过去的两会中，政府工作报告再次强调了2024年CPI增长目标为3%，而2023年低迷的猪价对CPI产生了-0.54%的负作用，预计今年宏观要素和政策导向方面对于温和上涨的猪价容忍度较高，鼓励扩产的可能性较小。

图 8：主力合约和连续合约基差 单位：元/吨



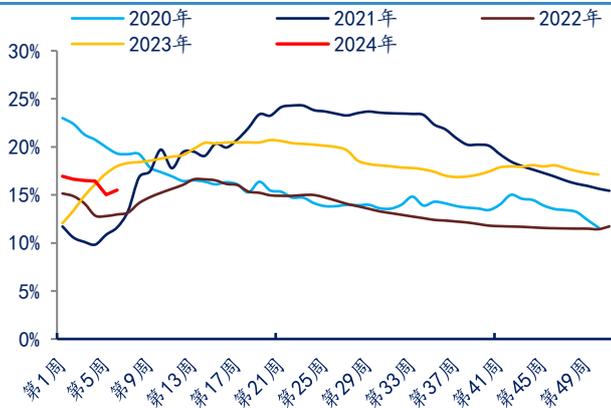
数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图 9：自繁自养及外购仔猪养殖利润 单位：元/头



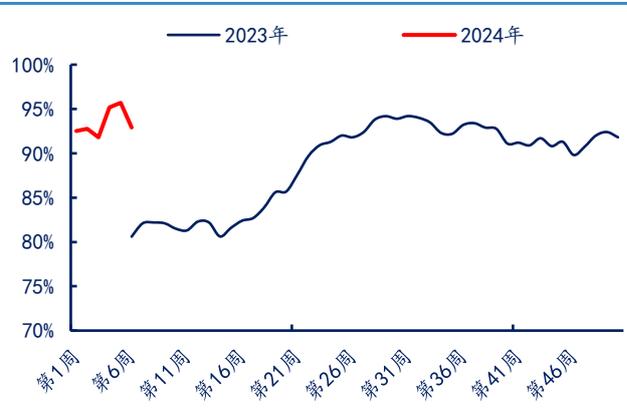
数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图 10：冷库库容率 单位：%



数据来源：卓创资讯、物产中大期货研究院

图 11：终端鲜销率 单位：%



数据来源：卓创资讯、物产中大期货研究院

### 三、产业红利期将至，单边做多和预期差交易并重

此前 2024 年年报《若非处周期，怎知底可贵》中，我们对于 2024 年生猪期货基本面做出了如下判断：①2024 年上半年生猪市场仍以消化过量库存为主，清明节前后有望跌破行业现金流成本 14 元/公斤；②产业集中度提高大趋势不改，行业内卷下养殖成本及效率进一步提升；③宏观资本和投机资金抄底旺季合约，盘面维持远月升水的 contango 结构；④国家政策性调控变动不大，市场对于短期消息面反应进一步钝化；⑤投机性反弹频率回升，短期投机或价差机会增多，但趋势性行情难以顺畅从市场实际运行过程中，我们发现伴随着 2023 年年末冬季疫情影响的持续性发

酵，表现出的是北方大肥的缺失，短期供给压力的缓解导致年前猪价的反弹和年后猪价淡季不淡，“逢节必跌”的魔咒被打破，价差关系上南北价差倒挂和标肥价差的扩大也验证了这点，我们因此对推论①做了如下修正，2024年上半年仍以消化冷库库容和过剩产能为主，但供给压力较前两年同期明显下降，规模场的主动增重和散户二育进场进度仍偏谨慎，深度跌破现金流成本的可能性有限。而推论②③④⑤仍维持不变，但总体来看，利空要素在逐步缩减，非洲猪瘟带来的“超级猪周期”影响逐步消散，市场进入新一轮周期，生猪产业有望在2024年二三季度迎来久违的红利期。

从现货和期货盘面来看，由于近三年来市场的逐步成熟，目前市场参与者对于即将到来的供应减量和需求上量已经有了预期，而在这一预期推动下，行情启动比往年抢跑更为严重，现货体现在了规模场的主动压栏导致在养殖利润并未回升的情况下，出栏均重提前上涨；而盘面体现在远月合约提前上涨启动，远月合约逼近18000关口。从基本面的角度来看，目前市场情绪仍处在悲观到乐观的转换过程中，规模场仍有走货意愿，二育规模尚受季节性限制，目前淡季不淡的现货猪价仍在合理范围内，预计2024年二季度猪价将延续温和上涨态势，不排除在投机性行为下有跳涨可能，但受制于规模场积极高转母和主动增重下产能充沛，上涨高度仍受限。盘面投机的角度来看，即使出现抢跑现象，市场也不可能充分消化所有预期，根据出栏节奏和市场压栏驱动进行预期差交易仍是较好的交易模式。目前，从仔猪价格的提前上涨、饲料成本同比显著下降和远月盘面高升水来看，无论期现都看好下半年猪价，预计压栏驱动会贯穿全年，且市场情绪仍处于谨慎乐观，建议套利策略仍以结构性反套为主。

年报中我们提出了抓LH2303/05/07上的短期性矛盾的单边策略建议以及LH2403-2411反套策略，其中反套策略从入场到交割月前持续持有，获利效果较好。而基于我们当前对于生猪市场的判断，结合期现市场抢跑的现状，认为当前生猪盘面具备投机抄底价值，但仍以逢低做多为主，对于产业端，2024年套保行为可能没有前两年那么顺利，套保端亏损的可能性仍存，但是鉴于远月盘面目前已给出一定的可观收益，建议仍以逢高套保为主，适度控制套保比例，落袋为安。综上所述，单边策略上，我们认为当前生猪市场情绪边际转好，投机资金抢跑严重下有一定回踩需求，但也难有深跌可能，在压栏二育发力前做多边际收益仍较好，建议以逢低做多LH2405合约为主，参考入场点位【15000-15200】元/吨，上方目标点位16500元/吨，下方跌破14500元/吨向上趋势支撑后止损。套利策略上，基于交易过度抢跑预期差和远月边际转好难以证伪的角度，可介入LH2407-241反套策略，如发生估值反转或二次育肥抬头导致的盘面反复，也可以通过平掉其中一腿的方式顺势做另一腿的单边来获取短期收益，策略胜率和灵活性较高。期权策略上，考虑到猪价难以深跌的判断，累计收益期权策略或有较好的获利空间。后续持续出栏均重、屠宰量数据，观察仔猪补栏信息，对策略的条件做进一步的核实确定。

**单边策略：逢低做多LH2405合约，入场点位：15000-15200，上方目**

标 16500，止损 14500。

套利策略：LH2407-2411 反套策略

期权策略：可选择累积收益期权策略

关注出栏均重、屠宰量数据，观察仔猪补栏信息。

风险提示：国家产能政策变化、非洲猪瘟疫情大面积爆发、二次育肥大规模进场

## 免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与物产中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表物产中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映物产中大期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为物产中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 物产中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>