

期货交易咨询业务资格：  
证监许可[2012]112

生猪品种  
季度报告

2023 年 10 月 7 日

## 分析师

朱殿霄

农产品分析师

期货从业资格： F3079229

交易咨询从业证书号： Z0018269

联系电话： 13051524133

客服电话： 400-618-6767

## 中泰微投研小程序



## 中泰期货服务号



## 策略概述

- 1、无论是从价格上涨的物理前提方面（供应基数大，环比仍在增，这是主要矛盾），还是从价格上涨的情绪支撑（预期分化，难成合力）等角度看，我们倾向于认为十月份难以出现因压栏驱动的现货价格大幅拉涨。
- 2、在此前提下，如果我们认为情绪因素难以大幅发酵，则需要更关注供应总量本身的量级情况。
- 3、四度猪肉消费存在明显的“需求季节性与消费脉冲性的叠加”特征，因次我们对冬至和春节前后市场需求保持乐观，特别关注因阶段性需求爆发引致的现货阶段性上涨机会。
- 3、在今年散户继续退出、二育规模显著缩小、出栏体重增长缓慢、消费需求同比好转的背景下，未来市场肥猪供应短缺的情况或更加明显。特别是在肥猪需求最旺盛的冬至前后，肥猪价格的快速拉涨可能会对标猪价格形成短暂的提振，这可能是未来少有的标猪价格结构性上涨机会。
- 整体上，四季度市场多空因素交织，提示市场关注阶段性、节奏性错配导致的多空机会。
- 风险提示：警惕市场压栏情绪再度升温导致的现货大涨风险**

## 市场多空因素交织，关注节奏性波动机会

### 一、三季度生猪现货市场回顾

整个三季度毛猪价格走势可以被划分为两个阶段：

一是七月中旬至八月上旬的快速拉涨阶段。该阶段现货价格由 14 元/公斤的底部区间快速拉涨至 17.5 元/公斤附近，阶段涨幅超 20%。

我们认为该阶段现货上涨是由“基本面支撑”+“情绪面加持”+“时间节点合适”三因素共振驱动形成。

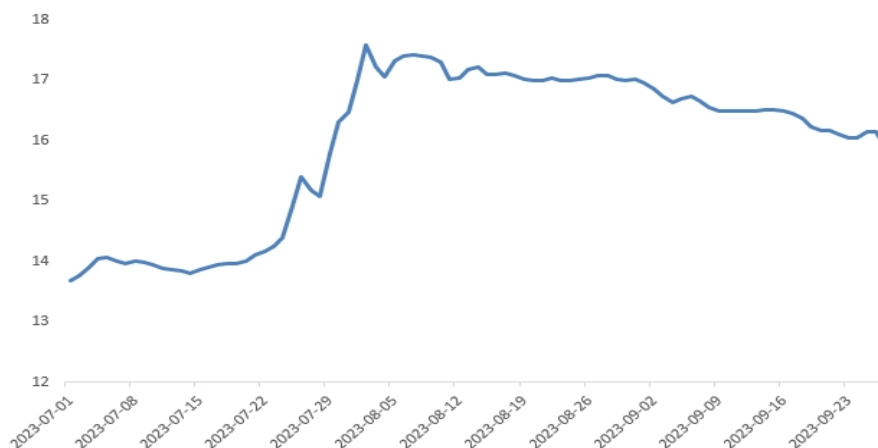
基本面的变动包含了“出栏体重持续下滑”、“标肥价差快速逆转”、“下游承接能力提升、集团出栏有所减量”等因素。基本面因素的变动是本轮现货大涨的基本前提，情绪支撑和时间节点作用的发挥必须依附在基本面因素的变动前提上；情绪面的加持包含了“亏损周期最长，人心思涨”、“价格持续震荡，底部明朗”、“断档预期仍存，等待兑现”、“投机情绪升温，择机入场”等因素，情绪起到了助涨的作用，但也造成了市场的高波动率；时间节点也支持现货价格的上涨。一方面七八月份是历年毛猪价格季节性回暖的起点，入场亏损的概率不高；另一方面七八月份节点压栏和二育入场刚好可以赶上国庆、中秋前后出栏，提前入场意味着要面临更多的高温料比不合适、肥猪应激问题，延后入场则不一定能赶上理想的出栏节点。

二是八月中旬至九月底的持续阴跌阶段。该阶段现货价格弱势下跌，累积跌幅超 1 元/公斤。

我们认为该阶段现货价格弱势回落的核心原因在于前期驱动现货大涨的情绪面因素和基本面因素开始边际弱化。一方面，市场开始挤压七八月份现货大涨过程中的情绪泡沫，特别是在今年生猪供应量整体宽松的大背景下，压栏和二育的力量不及预期，市场难以形成一致的看涨预期，市场热度开始退潮，现货价格的情绪支撑也开始边际走势；另一方面，自八月中旬开始，供应端的边际环比增量明显：第一，从理论出栏量角度看，九十月份是年内生猪理论出栏量的高点；第二，出栏体重下滑的势头开始扭转，生猪出栏体重止跌回升并维持在 120 公斤以上；第三，“供应断档”因素的影响在弱化。虽然非瘟等因素的影响具有长期性（母猪受损的影响周期较长），但仔猪腹泻等因素的影响具有阶段性，理论上随着北方天气的转暖，二季度开始仔猪的成活率开始回升，对应 9 月前后的商品猪出栏将在一定程度上摆脱冬季疫病的影响；第四，七八月份压栏的毛猪也开始转化

为供应增量。以上因素共同作用驱动了该阶段现货价格的弱势下行。

**图表 1 三季度现货价格走势**



来源：统计局，中泰期货整理

## 二、当前现货市场的关键问题

站在当前节点，市场对未来现货价格的走势分歧较大：多头以需求季节性增长为核心论据，看多四季度现货价格上涨；空头认为供应总量宽松仍是市场的主要矛盾，四季度市场面临巨大的供应压力。在此背景下，我们认为有必要深入剖析以下三个问题，以对未来供需情况有所判断。

### 第一，总量宽松与供应后移之间的博弈

“总量宽松”是指毛猪供应量整体宽松，这一点可以从能繁母猪、新生仔猪、饲料数据、产仔效率等多个指标维度得以验证。目前，供应总量宽松的观点基本成为了整个市场的共识，总量压制现货价格高度是目前市场空头的核心论点。

“供应后移”是指压栏和二育导致的当期供应向后期转移的情况。目前市场多头的核心观点在于市场仍处于累库周期中：一方面出栏体重偏低；另一方面标肥价差有利可图。从这个角度讲，市场存在压栏和二育入场的条件，而普遍的压栏将导致当期供应减少，进而支撑现货价格短期上涨。正是因此，很多人对十月份再次复制如去年同期一样的暴涨行情抱有期待。但是，我们并不认为历史会简单的重复。

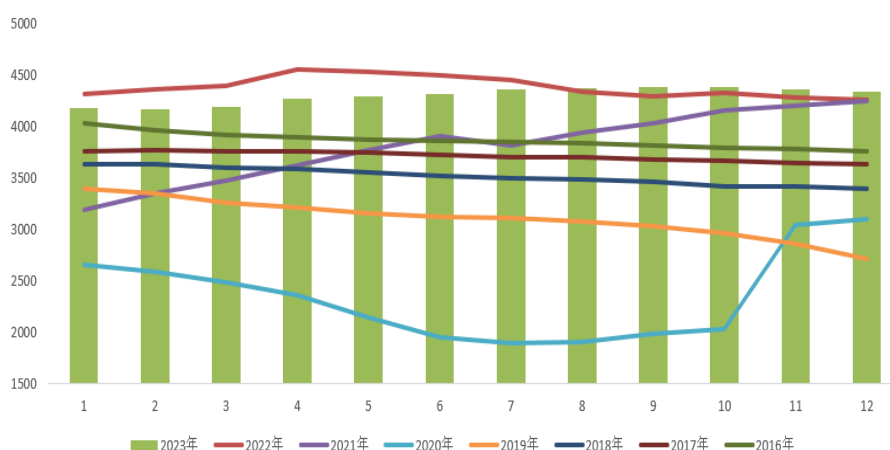
理论上，当期市场供应量=当期潜在供应量-供应压力后置量。

2022 年 9、10 月份的现货大涨是“当期潜在供应量”缩减和“供应压力后置量”大增双要素共振的结果：一方面，从理论出栏量看，2022 年的生猪理论出栏量在 4、5 月份见顶并开始下滑，7、8、9 月加速下滑，现货市场存在向上的物理基础；另一方面，2022 年二季度现货价格的快速拉涨、四季度理论供应量将降至年内低点的预期共同强化了整个市场的压栏情绪（二育也是压栏的一种），狂热的情绪推高了现货的高点。

但今年的情况同比去年有很大不同，主要体现在两点：第一，“供应宽松”是今年市场的主基调。今年四季度的理论出栏量同比高于 2022 年，且在高基数的基础上，9、10 月份是年内生猪理论供应量的高点，市场不存在价格大幅拉涨的物理基础；第二，与 2022 年相反，今年生猪市场理论供应量在时间序列上整体是向上的，这使市场很难形成如去年一样“四季度将面临严重供需错配”的一致预期。同时，今年前期多轮二育折戟，市场压栏的情绪严重分化，也很难在情绪上复制去年的狂热。因此，无论是从价格上涨的物理前提方面（供应基数大，环比仍在增，这是主要矛盾），还是从价格上涨的情绪支撑（预期分化，难成合力）等角度看，我们倾向于认为十月份难以出现因压栏驱动的现货价格大幅拉涨。

在此前提下，如果我们认为情绪因素难以大幅发酵，则需要更关注供应总量本身的量级情况。

**图表 2 历年逐月出栏的商品猪对应能繁母猪存栏数量**



来源：统计局，中泰期货整理

## 第二、标猪充足与肥猪短缺之间的矛盾

上面讲的是供应总量的节奏问题，下面我们再看供应的结构性问题。

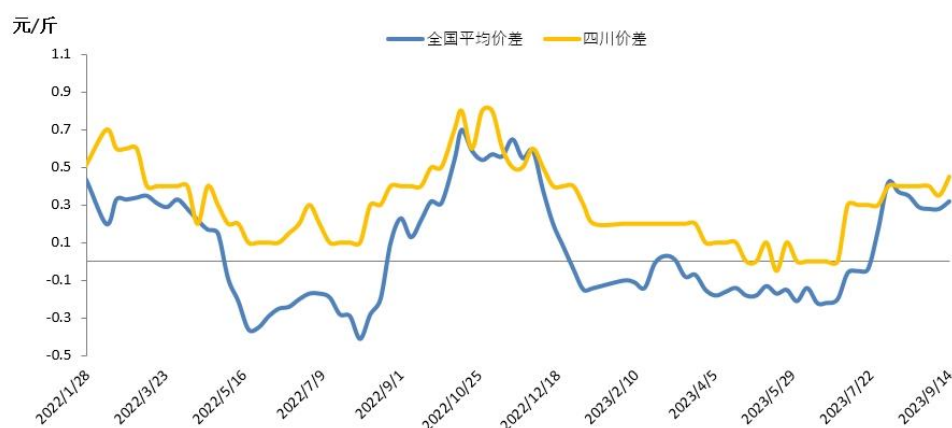
从需求结构的季节性规律看，春节后市场对大体重肥猪的需求开始下滑，到6、7月份市场肥猪需求达到冰点，中秋前后开始回暖，冬至前后整个市场对大体重肥猪的需求达到高峰。上述规律体现在数据上，表现为农历一季度至二季度标肥价差持续上涨，然后从每年的中秋至冬至（阴历四季度）前后持续下滑，价差的变动反映了整个市场对大体重肥猪的供求变动。

毫无疑问，上述趋势仍将在今年重复，但我们认为今年标肥价差的极值可能会更低，这源于未来供应结构和需求结构的严重错配现象。一方面，未来肥猪需求增加并在冬至前后达到高峰的趋势不会变；另一方面，供应市场的占比情况却发生了巨变。大体重肥猪主要由散户供应，但在长期亏损的压力下，散户大量退出已是不争的事实（今年长达七个月的亏损，散户退出进一步加剧），市场肥猪供应的基数快速萎缩（即便是散户的压栏情绪很强，但压栏的基数低，也难以改变市场的供应结构。这一点非常重要）。另外，集团厂虽然在市场供应上取得了决定性的占比，但受限于批次出栏、成本管控等方面的考虑无意或难以大量供应肥猪。这种结构将导致整个市场形成了标猪充足和肥猪短缺并存的局面。

因此，在今年散户继续退出、二育规模显著缩小、出栏体重增长缓慢、消费需求同比好转的背景下，未来市场肥猪供应短缺的情况或更加明显。特别是在肥猪需求最旺盛的冬至前后，肥猪价格的快速拉涨可能会对标猪价格形成短暂的提振，这可能是未来少有的标猪价格结构性上涨机会（肥猪需求暴涨、大体重供应不足，肥猪支撑标猪价格）。

更值得注意的是，在短暂的供需结构性错配后，市场或仍然需要直面标猪集中冲击市场的现实。

**图表 3 市场标肥价差走势**



来源：涌益咨询，中泰期货整理

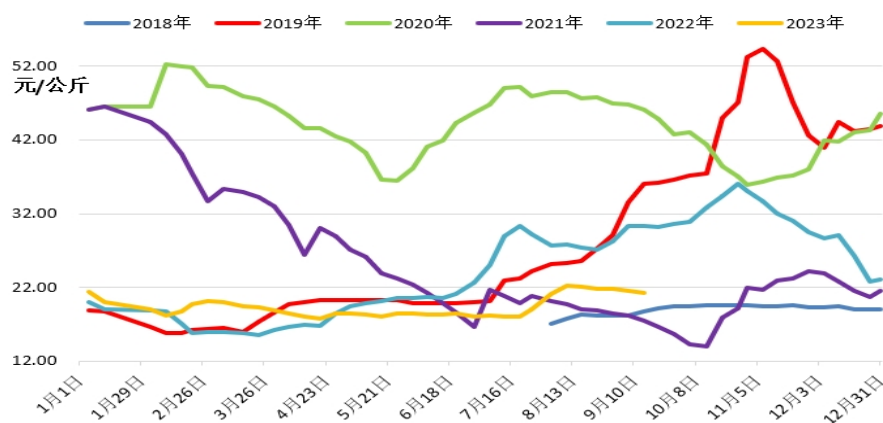
### 第三、需求季节性与消费脉冲性的叠加

目前市场对需求市场情况的分歧比较大，一部分认为疫情管控后消费市场有好转，一部分认为经济下行期市场消费萎缩。两种观点皆有一定道理，但都属于模糊正确的范畴，对未来价格判断的增益不大。

整体上，我们看好四季度猪肉消费，因为四季度猪肉消费存在明显的“需求季节性与消费脉冲性的叠加”特征：需求的季节性方面，下半年猪肉消费的基数逐步抬高。消费旺季（9月-次年1月）的白条鲜销量（使用屠宰量乘以鲜销率来观察消费情况）比消费淡季（2-8月份）要高10%以上，农历四季度整体的鲜销量环比农历第三季度的增量约在20%上下；消费的脉冲性方面，冬至、春节前后的消费具有爆发性（脉冲特征），某些屠宰产业资深人士反馈冬至高峰期的白条销量能提高50%以上，这种级别的需求爆发，显然具备吊打供应增量的实力。



**图表4 猪肉价格的季节性**



来源：涌益咨询，中泰期货整理

所以，即便我们前面强调了供应整体宽松的观点，但不否认冬至前后毛猪价格阶段性上涨的潜力。

### 三、核心结论

1、无论是从价格上涨的物理前提方面（供应基数大，环比仍在增，这是主要矛盾），还是从价格上涨的情绪支撑（预期分化，难成合力）等角度看，我们倾向于认为十月份难以出现因压栏驱动的现货价格大幅拉涨。在此前提下，如果我们认为情绪因素难以大幅发酵，则需要更关注供应总量本身的量级情况。

2、四度猪肉消费存在明显的“需求季节性与消费脉冲性的叠加”特征，因次我们对冬至和春节前后市场需求保持乐观，特别关注因阶段性需求爆发引致的现货阶段性上涨机会。

3、在今年散户继续退出、二育规模显著缩小、出栏体重增长缓慢、消费需求同比好转的背景下，未来市场肥猪供应短缺的情况或更加明显。特别是在肥猪需求最旺盛的冬至前后，肥猪价格的快速拉涨可能会对标猪价格形成短暂的提振，这可能是未来少有的标猪价格结构性上涨机会。

整体上，四季度市场多空因素交织，提示市场关注阶段性、节奏性错配导致的多空机会。

## 免责声明

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中