

2024年2月6日

国内2-4月生猪供应宽松预期不变

——生猪策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 今年1-2月生猪出栏压力不大，11-12月被提前释放了一部分。1月集团场主动抛压存在，但需求端也是有支撑的，叠加天气因素导致的风险溢价，出栏价格也是自元旦后低开高走。我们预计1月生猪出栏量环比预计增幅在5%左右；2月出栏量环比或减20%左右，同比增3.48%；3月的生猪出栏量环比或有10%左右的增幅，同比或增9.6%。4月份生猪供应上环比或出现5%左右的缩减，同比去年出栏量或增加4.2%。
- 总体而言，预计节后短期的供需错配引发的现货落差还会存在，尤其是节前生猪价格溢价存在、价格虚高的情况下，并且今年2月-3月冻品库存很高、去化压力大，二育投机度也不高、分流量很小，节后的现货压力还是存在的。如果节后没有太大的需求增量及意外的供应变化，2-3月供需过剩的现实下生猪现货价格预计还会阴跌，期货指引的未来行情偏差不大。需要注意的是，4月开始，虽然生猪供应上环比将出现明显的收缩，同比依然有3%-5%的增量，但是那时候五一备货行情启动，现货价格有望弱稳或出现反弹。
- 我们预计，春节前基准地生猪现货价格将小幅回归至16元/kg左右，现货对LH03基差维持在-1000以上，仍属高位，LH03-05价差节后预计会加速收缩。展望2-3月行情，我们现货价格大概率会回调至14元/kg，LH03@13000-13500、LH05@14000-14500目前价格估值不高，期货预期相对充分。当然也不排除阶段性超跌行情以及供应上意外风险导致的价格重心整体下移。今年4-5月预计价格将逐步反弹，但目前并不具备趋势性行情基础。

风险因素：

- 1、需要特别注意的是，春节价格波动风险、2月-3月猪病散发风险。仔猪及二育补栏行情，预计暂时都无法影响供需及市场信心。
- 2、如果节后国内宏观压力不减或政策预期指引不足，且现实需求回暖不及预期，使得整个商品市场继续走现实证伪逻辑，不排除生猪这种基本面偏弱的品种出现意外的做空压力。

结论：春节前建议降低单边持仓，节前可重点关注LH03-05反套入场机会。

正文目录

1. 1 月生猪市场核心逻辑梳理	4
2. 未来生猪市场供需形势研判	4
3. 2 月-3 月生猪市场风险评估及行情展望	7
4. 结论及 2024 年春节前后操作建议	7

图表目录

图 1 涌益样本：能繁母猪存栏量	4
图 2 涌益样本：商品猪月度出栏量环比	4
图 3 国家统计局：能繁母猪季末存栏量	5
图 4 国家统计局：能繁母猪季末出栏量	5
图 5 商品猪出栏体重在 90 公斤以下占比	5
图 6 商品猪出栏体重在 150 公斤以下占比	5
图 7 200 公斤与标猪价差	6
图 8 前三等级白条与生猪出栏价的价差	6
图 9 断奶仔猪头数育肥成活数据	6
图 10 涌益样本：商品猪月度出栏量	6
图 11 生猪现货基差（元/吨）	8
图 12 LH03-05 月间价差	8

1. 1 月生猪市场核心逻辑梳理

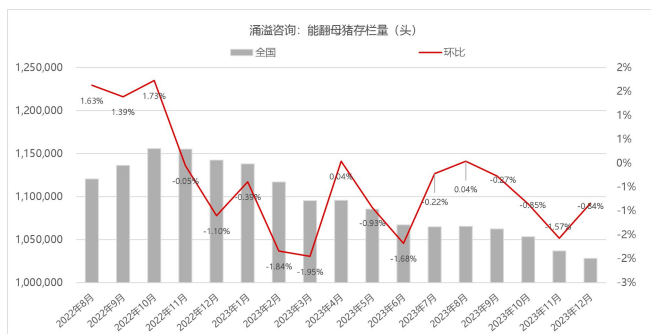
1 月底，生猪现货与期货行情发生明显背离，LH03 合约短期核心的问题就是对年后期货上涨信心不足；LH05 合约资金看空逻辑。目前资金偏看空的核心逻辑：短期，现货市场高峰行情就在 1 月底，基准地现货 16-16.5 元/kg 的行情，后面需求可能会支撑不足；冻品轮出压力在工厂停工后更加凸显，几次轮出公告出来期货下行压力都在增大。中期，冻品高库存，节后冻品建库预计会更谨慎；仔猪阶段性供需错配引发的行情现在普遍被认为没有长效性，预计节后 7kg/400 元以上的价格不会持久；基于下半年整体依然乐观的现实，以及二育套远月盘面利润情况，预计现货 14 元/kg 以下的行情，二育活跃度才会增加，目前现货活跃度不够。

我们从两方面看产业对上半年相对乐观的逻辑：首先是出栏体重，我们发现，现在国内出栏均重 122kg 还是偏高于前几年春节前，说明整体认为年后不会太差；其次，就是规模企业能繁母猪存栏情况，涌益数据统计的头部前 100 企业的产能相对稳定，大企业的资金状态要比预期的好，上游依然没有失去定价的中枢低位，大行情波动的基础暂时不存在；最后，从官方态度看，节后弱势破位预计仍会有增储提振市场信息，近期轮储后出库紧要性也在大大降低。

2. 未来生猪市场供需形势研判

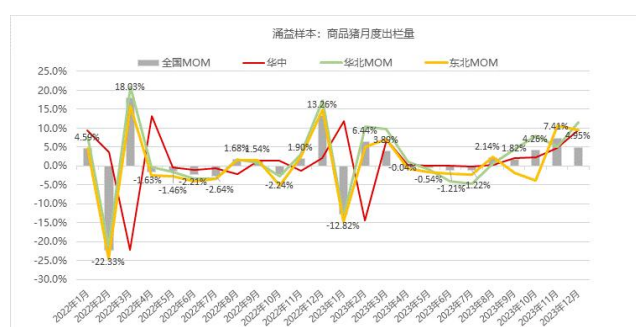
从长周期的产能逻辑推测，涌益样本数据显示 2022 年 10-11 月能繁母猪存栏见顶，12 月-次年 1 月环比减幅分别为 1.1%、0.39%；农业部官方样本测算的 12 月-次年 1 月能繁环比分别为增 0.07%、减 0.05%，官方公布的数据是分别增 2.1%、1.4%。对应的，2023 年 11 月-12 月出栏数据，涌益样本环比分别增 7.41%、4.95%，官方出栏数据显示 2023 年四季度出栏环比增 17%。综合看，2023 年 11-12 月生猪出栏量明显远大于产能决定的正常出栏量。

图 1 涌益样本：能繁母猪存栏量



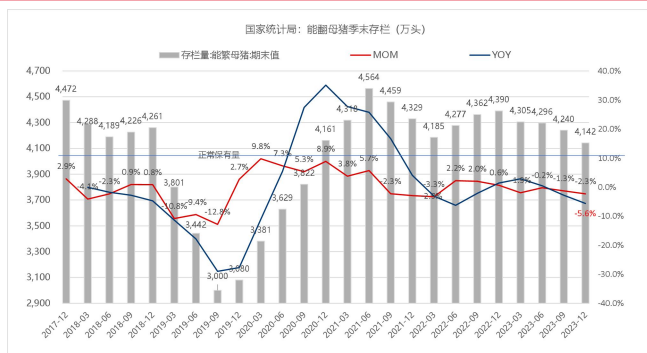
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图 2 涌益样本：商品猪月度出栏量环比



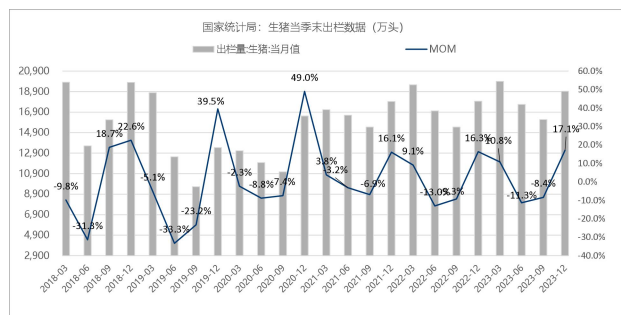
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图3 国家统计局：能繁母猪季末存栏量



资料来源：统计局 东海期货整理

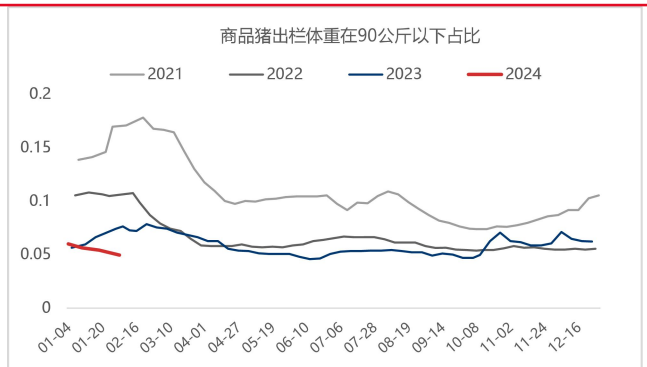
图4 国家统计局：能繁母猪季末出栏量



资料来源：统计局 东海期货整理

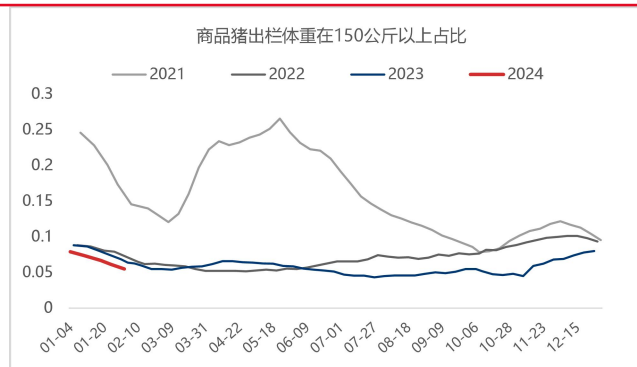
通过涌益调研反馈信息，去年猪病发生时间线来看，2-3月份北方有零星发生，6-9月份南方雨季猪病发生，主要区域围绕在四川、湖南、江西、浙江、江苏，广东、广西、云贵有零星发生。9-11月份北方猪病频发，主要发生区域集中在、山东、河南、河北、东北。从样本的出栏数据看，去年11-12月华北、东北地区出栏量环比增幅较大。因此，结合现货端反馈认为，我们认为猪病的散发增加了出栏量。去年9月中旬前后及12月上旬小体重出栏量出现突然陡增，另外，今年四季度大肥猪去化时间要早，以上均可作证出栏量存在意外增加的情况，且11月末标猪价格支撑下的肥标价差开始快速收缩，和9月小体重猪提前出栏有直接关系。除此之外，12月上旬的小体重猪提前出栏，或导致2月前后的标猪量不会太多，这和目前集团厂出栏标猪价格再大幅上涨也有关系的。目前的肥标价差再意外拉涨，也验证了大肥提前出栏带来的滞后影响。总体看，今年1-2月生猪出栏压力不大，11-12月被提前释放了一部分。

图5 商品猪出栏体重在90公斤以下占比



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

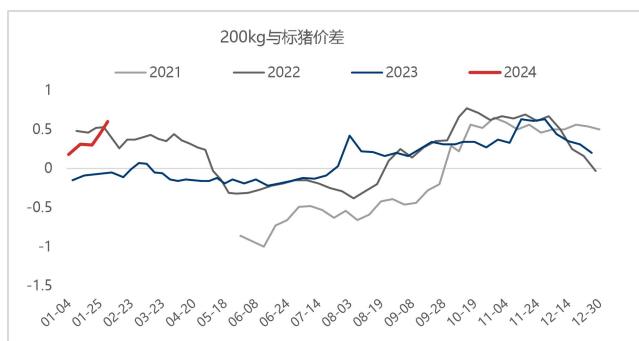
图6 商品猪出栏体重在150公斤以上占比



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

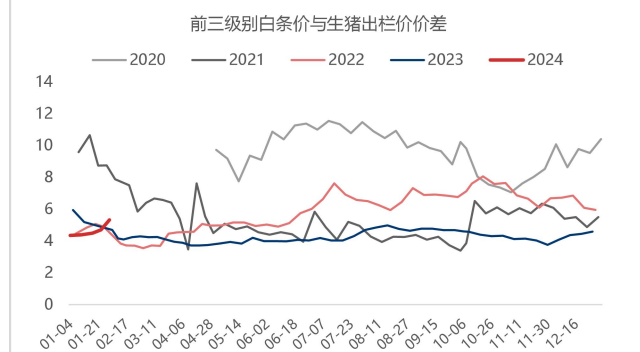
2023年11-12月屠宰同比增加40%，但是白毛价差处于低位，去年冬至今的猪肉消费增量还是有的，由此可以看出2023年11-12月供应过剩的现实，低价刺激消费、消费被动增长特点也十分明显。今年进入1月下旬，前三等级白条与生猪出栏价的价差陡增，临近春节的主动消费意愿有所增强，基准地现货价格还是有需求支撑的。另外，2月前后，受中东部及华北、东北等地雨雪天气影响，短期供应受限且物流成本也有提高，预计持续到2月9日春节假期前基准地生猪现货的溢价或一直存在的。

图7 200 公斤与标猪价差



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

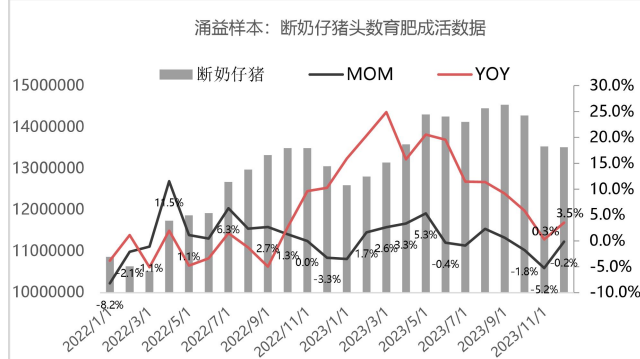
图8 前三等级白条与生猪出栏价的价差



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

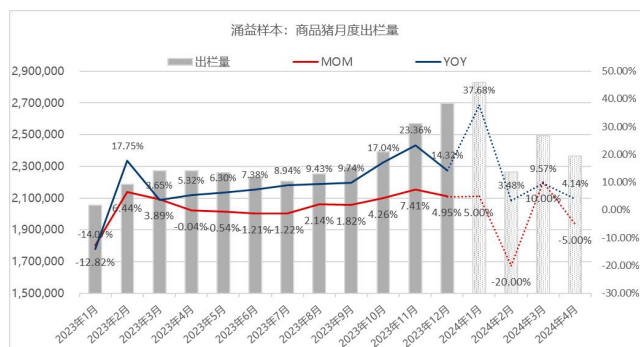
根据涌益样本数据统计，2023 年 2-3 月能繁母猪环比分别下滑 1.84%、1.95%，去年母猪从配种成活率、窝均健仔数、育肥成活率等方面，较去年均有明显提升。据涌益测算，2023 年 MSY 头均增加 1-2 头，所以母猪产能的缺失，并非完全意义上的育肥猪供应减少。从去年 7-8 月断奶猪情况看，正常生猪出栏或增加 1%-2%，不过 12 月初小体重猪出栏释放了部分供应压力。今年 1 月涌益样本统计的各省 1000 头以上猪场月度计划出栏量环比增长了 12.7%，90kg 以下的小体重猪和 150kg 以上的大体猪出栏占比都不算高，出栏均重也是从 124kg 降到 120kg。由此可以看出，集团厂在 1 月出栏积极还是非常高的。需求方面，1 月全国前 10 的屠宰场屠宰环比增量大概在 10%，各省规模厂增量很小，但是县区+乡镇屠宰企业环比增量超 13%。这从侧面看，今年屠宰行业集中度进一步提高，中大型规模企业业务规模不断缩小，头部及中小屠宰企业的业务增量的季节性还是非常突出的。综合看，1 月集团厂主动抛压存在，但需求端也是有支撑的，叠加天气因素导致的风险溢价，出栏价格也是自元旦后低开高走。我们预计 1 月生猪出栏量环比增幅在 5% 左右。

图9 断奶仔猪头数育肥成活数据



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图10 涌益样本：商品猪月度出栏量



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

我们看到 2023 年 8 月、9 月断奶仔猪仍有 0.7% 的环比增量，叠加考虑育肥出栏成活率同比提高的 1.7%，正常 2 月生猪的出栏量环比或有 1%-2% 的增幅。同样，去年 12 月小体重猪提前出栏释放了一部分，此外 2 月预计有 3%-5% 量被提前释放。我们基于对春节假期期间屠宰历史数据的观察，且考虑目前生猪出栏体重仍有 3% 的增量空间，主观上推测 2 月出栏量环比或减 20% 左右，同比增 3.48%。

再以此逻辑类推，2023 年 4 月-5 月能繁存栏环比大体稳定，具体看，去年 4 月环比增 0.04%、5 月能环比减 0.93%，不过去年 10 月-11 月母猪配种数、生产指标偏低，育肥成活率也存在季节性下滑情况，今年 3 月再假定 2 月被动压栏 10-15%情况，预计 3 月的生猪出栏量环比或有 10%左右的增幅（正常产量逻辑推测环比减 2%左右），同比或增 9.6%。继续按照产能逻辑推测，今年 4 月份生猪供应上环比或出现 5%左右的缩减，同比去年出栏量或增加 4.2%。

总体而言，预计节后短期的供需错配引发的现货落差还会存在，尤其是现在生猪价格溢价存在、价格虚高的情况下，并且今年 2 月-3 月冻品库存很高、去化压力大，二育投机度也不高、分流量很小，节后的现货压力还是存在的。如果没有太大的需求增量及意外的供应变化，2-3 月供需过剩的现实下生猪现货价格预计还会阴跌，期货指引的未来行情偏差不大。需要注意的是，4 月开始，虽然生猪供应上环比将出现明显的收缩，缺同比依然有 3%-5%的增量，但是那时候五一备货行情启动，现货价格有望弱稳或出现反弹。

3. 2 月-3 月生猪市场风险评估及行情展望

首先，跨春节价格波动风险。春节前生猪现货价格溢价依然存在，价格虚高导致期现价背离、出现高基差。若是节前基差始终不收缩，预计节后现货落差会很大，如此会造成产业信心崩裂、资金恐慌性出逃，且节后也非常容易吸引对冲资金仓促进场，期货价格很容易再出现技术性超跌行情。如果节前现货价格修正回调较多，基差回落合理，那节后现货落差给盘面的压力不会太大。相反，如果现货价格节前稳定，基差保持高位，节后现货也大体维持稳定，即便期货市场价格低开，那期货补涨的可能性也非常高。

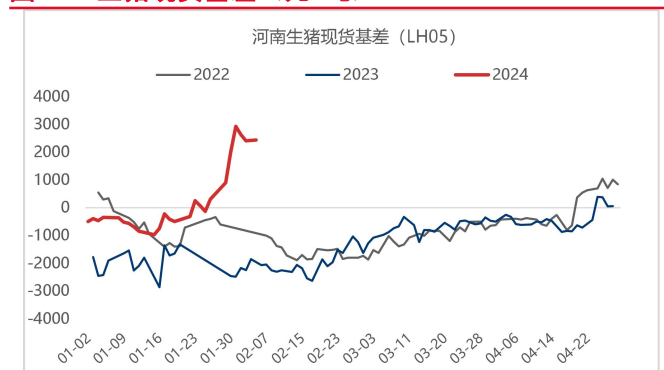
其次，2 月-3 月猪病散发风险。基于未来 2-4 月供需形势分析，如果需求没有太大增量，供应依然宽松。如果 3 月前后再出现猪病导致被动性出栏增加，短期的供需错配会相对明显，现货压力会倍增，但如此 4-5 月的供应压力出现明显缩减，配和五一备货行情，价格容易出现极端的反转行情。

最后，目前仔猪及二育补栏行情。目前 11-12 月仔猪供需错配引发的提前补栏行情基本结束，现在 7kg 仔猪价格在 350-400 元/头，对应的育肥至标猪的出栏成本大概在 15.5 元/kg 左右，套盘没有利润，因此，当前仔猪价格回归合理但进一步上涨空间有限。目前二育成本在 15.5/kg 左右，也没有套利空间。据现货端反馈，今年二育的建仓成本心理预期在 13-13.5 元/kg。综合看，节后无论是二育分流还是仔猪行情引发的未来上涨预期增强，暂时都无法影响供需及市场信心。

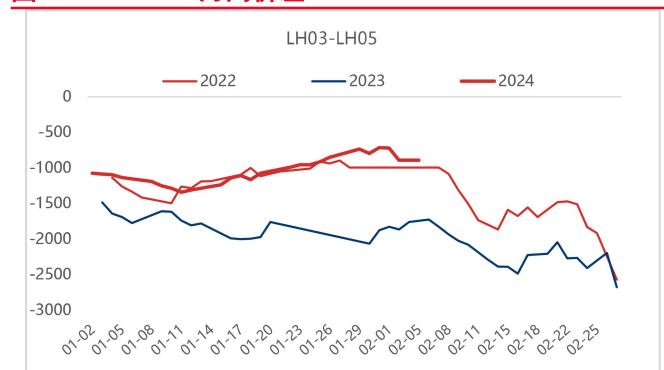
4. 结论及 2024 年春节前后操作建议

我们预计，春节前基准地生猪现货价格将小幅回归至 16 元左右，现货对 LH03 基差维持在 -1000 以上，仍属高位。2023 年春节前价差从 -2000 反弹至 -1760，节后跳空至 -2065，然后一周内又反弹到 -1760，再至中旬跌至 -2485。2022 年，节前 LH03-05 价差平稳 -995，节后开盘价差平稳 -995，但而后持续跳空至 -1865。2022 年是现货季节性跳空暴跌驱动月间价差走缩，2023 是基于良好的需求预期远月拉涨带动月间价差走缩。目前 LH03-05 价差 -890，

季节性高位，节后预计出现现货季节性下跌压力相对大一些。节后2月19日开盘、22日限仓，目前的供需过剩是事实，且期货LH03合约持仓过高，节后减仓压力会很大，多头过于拥挤的行情概率更小。因此，LH03-05价差节后预计会加速收缩。

图 11 生猪现货基差（元/吨）


资料来源：IFIND 东海期货整理

图 12 LH03-05 月间价差


资料来源：IFIND 东海期货整理

展望2-3月行情，我们现货价格大概率会回调至14元/kg，LH03@13000-13500、LH05@14000-14500 目前价格估值不高，期货预期相对充分。当然也不排除阶段性超跌行情以及供应上意外风险导致的价格重心整体下移。今年4-5月预计价格将逐步反弹，但目前并不具备趋势性行情基础。虽然需求处于底部的时候变量增多，但供应上相对清晰，并没有太大缺口。除以上供需面行情之外，如果2月底至3月份国内宏观压力不减或政策预期指引不足，且现实需求回暖不及预期，使得整个商品市场继续走现实证伪逻辑，不排除生猪这种基本面偏弱的品种出现意外的做空压力。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn