



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-03-15

王 俊
农产品研究员
从业资格号：F0273729
交易咨询号：Z0002942
☎ 028-86133280
✉ wangja@wkqh.cn

生猪：共识与分歧

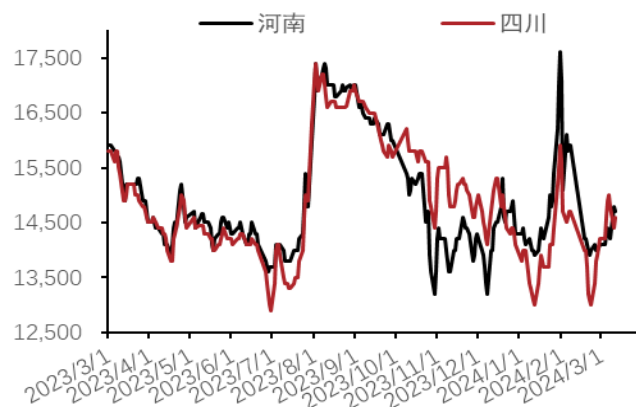
报告要点：

春节后生猪市场情绪出现一定改善，当前市场新的共识正在形成，对猪价中期看好但长期承压具有共识，对短期现货、二育节奏以及中期涨价高度存在分歧。由此导致近月交易跟随现货和供需节奏为主，过程虽有反复但低点不断抬升，情绪支撑下回落做多更具赢面优势；远月依靠减量的预期支撑，且当前绝对价位并不算高，适宜长线多单持有，现货和近月的每次下探，大概率带来的是加仓而非离场机会。

生猪：共识与分歧

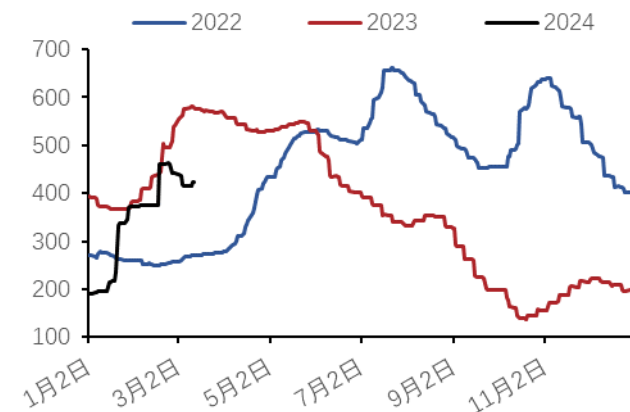
正如我们在上篇生猪策略中所指出的，节后猪市一方面面临供应不减、抛压仍大的问题：今年一季度肥猪由去年春季母猪提供，彼时产能去化刚刚开始，市场信心尚且坚挺，母猪产能相对充裕，仔猪性能明显恢复，供应减量体现并不充分。再者，消费端在节日后迅速滑入淡季，叠加冻品入库大概率的缺失，尽管现货端在节前有消费旺季的加持，但偏近合约具有明显的节后属性，策略上依旧适合反弹抛空。实际走势在现货和 03 合约上大致体现出了这个判断，尽管幅度上不尽人意，但具体节奏基本吻合。不过，回顾来看，现货和盘面也走出了一些明显的预期差，这一方面暗示基本面开始出现细微的变化，另一方面又通过影响节奏和情绪，使市场产生新的共识与分歧，推动未来预期的发展。首先节前备货期北方现货明显上涨，幅度超过预期，并通过巨大的南北价差以及区域内部偏大的标肥价差来体现，表明北方局部前期中因疫情导致的中大猪损失超过预期，散户损失大过集团，进而还衍生出仔猪价格提前上涨这一新的预期；其次，节前南方价格不为所动，节后南北价差从一个极端到另一个极端，同时伴随屠宰端的明显放量，又说明缺猪只是局部而非全局的，整体供应尚属充裕，然而价格虽弱但稳，又说明消费并非如先前预期的那样不堪一击；再者，预期价格在节后因消费淡季叠加入库缺失的压力将持续探底乃至深跌的情况也并未出现，猪价在屠宰缩量中逐步站稳，再度验证了供应因疫情导致的减量已盖过自然增量的部分，淡季的当跌不跌，进一步继续抬升市场情绪，推动仔猪价格持续偏强，压栏和二育入场继续推波助澜。总结来说，就是市场已经认识到去年四季度因低价和疫情，全市场尤其是北方区域很可能遭受到了超过此前预期的损失，进而带动减量提前发生，当前尽管现货依旧因消费淡季而有所反复，但市场情绪已然不弱，部分抢跑力量已开始陆续入场。

图 1：南北猪价走势（元/公斤）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 2：仔猪价格走势（元/头）



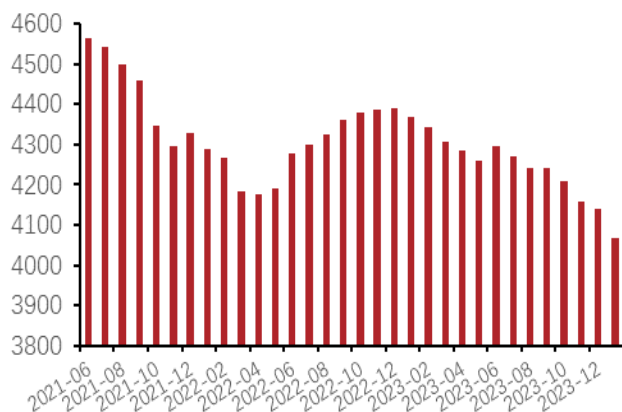
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

市场波动就是从旧分歧到新共识，进而产生新一轮分歧和共识的过程。站在当前节点，市场部分新的共识部分已然达成，旧的分歧逐步消弭，新的分歧也正逐步酝酿，有必要梳理当前市场都有哪些共识，又产生了哪些新的分歧，有助于我们更好的去判断未来价格运行的方向和节奏。

长期产能充裕以及压力后移的共识。官方数据显示截止 1 月底的能繁母猪数量为 4067 万头，环比下降 0.2%，产能降速放缓，结合其他口径的数据，推测本轮产能下降已接近结束。截止今年 1 月母猪产能一共去化了 7.4%，小于上一轮 8.5% 的去化幅度，上一轮母猪低点在 22 年 4 月

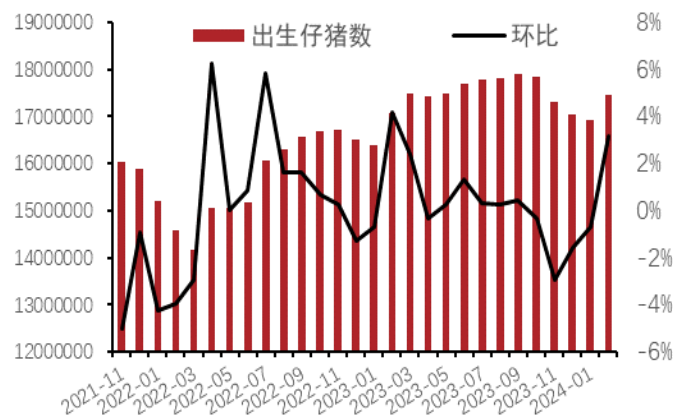
的 4188 万头，与本次 4067 万头的母猪数量差距不大，再结合当前母猪整体效能上升的判断，上一轮母猪去化没有催生出一轮新周期，当前的产能看依旧是充裕的。近期农业农村部将正常能繁保有量定义从 4100 万头下调至 3900 万头，也证明了当前母猪产能是完全够用的。另一方面，考虑市场预期转为乐观，集团增重，二育普遍入场，产能后置的预期正逐步强化，涌益数据显示，当前出栏均重环比明显走高，2 月仔猪出生数环比增加了 3.1%，配种和仔猪存活率等生产指标也明显转好，长期产能不缺以及供应有后置压力的共识将限制远期价格的向上空间。

图 3：能繁母猪数量（万头）



数据来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图 4：新生仔猪数量（头）



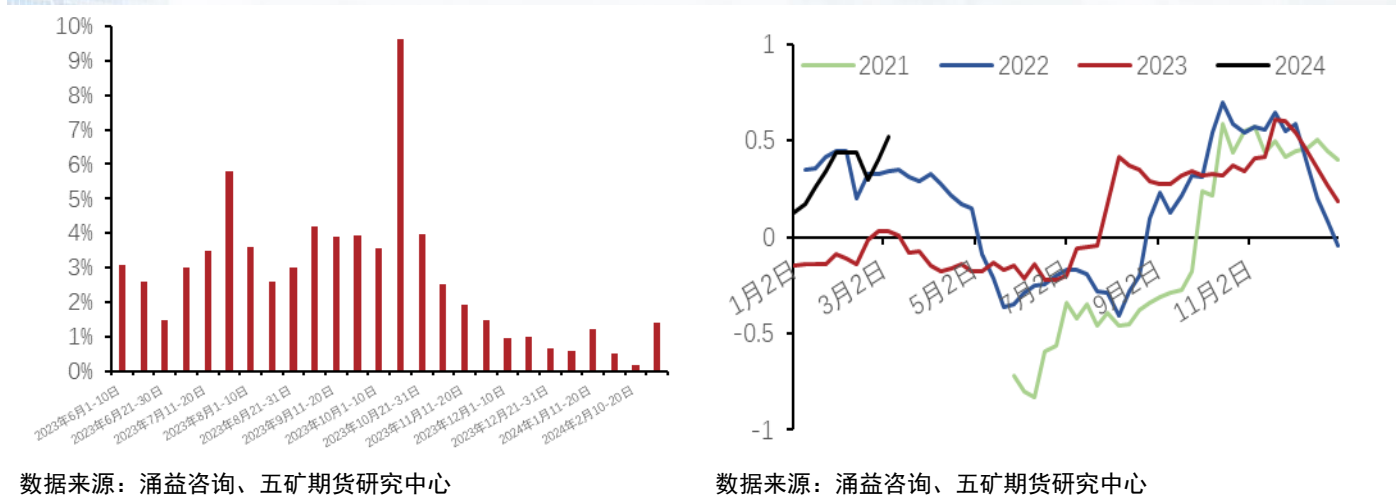
数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

供应中期减量的共识和涨价高度的分歧。长期的产能充裕与中期减量的共识并不矛盾，去年持续全年积累的产能去化，尤其国庆节后遭遇 FW 等疫情的影响，母猪乃至中小体重猪一度出现加速淘汰，节前北方现货的上下起伏是供应减量的第一次预演，中期市场将逐步开始体现仔猪以及母猪产能的损失。市场对于中期涨价的预期基本一致，但疫情导致的产能去化幅度和结构存在分歧，叠加长期产能充裕以及生产效率恢复的预期，由此产生对涨价节奏和空间的分歧，是当前盘面博弈的重点之一。

二育入场的共识和节奏的分歧。二育作为市场自发形成的调节机制，在产能递减的年份趋于活跃已经是近年不争的事实，广义的二育当然还包括压栏，本质上二者均为看涨后市所采取的抄底活体库存的行为，今年为二育加分的还有前期散户以及大体重猪过度去化后锁边带来的标肥价差偏高，以及饲料成本下降和盘面远月丰厚套保利润带来的诱惑。当前集团普遍开始增重，出栏均重开始上升，起到了部分分流屠宰猪源的作用；而二育规模尽管有所增多，但所占比例依旧不高，则说明场外观望的资金也不少，这无疑对后市猪价构成了潜在支撑。未来市场的分歧的部分还包括：二育入场的规模体量，何时入场，是“逢低参与”还是“追涨而入”，会不会等不到现货的回调而集体追高等。

图 5：二育/销售占比（%）

图 6：标肥价差（元/斤）



短期现货波动的分歧。短期现货的方向一定程度也影响了二育何时入场的问题，反过来，二育的入场节奏又会进一步强化现货的运行方向。从供需看，3 月份仍处淡季，且理论出栏量依旧偏大，中间变量是去年底 FW 对仔猪和中小体重猪的影响程度到底有多大，以及市场压栏和二育的截流程度；从计划出栏量看，3 月份出栏环比增量在 30%以上，日均出栏量环比增加 22%，剔除春节假期无效出栏日后日均出栏则相差无几；最难衡量的情绪，在市场普遍看涨后市、供需劈叉逐渐拉大的情况下，压栏惜售会一次次的抬高底部，屠宰减量以及标肥差偏大又会强化市场关于缺猪的预期。短期走势无非涨、跌、稳三种，但在情绪加持下，每一次跌价都是过程，新高才是目的，由此导致近月在分歧下虽有反复，但回落买入明显更具赢面优势，远月可以不顾现货的过程，直接交易涨价的结果，单纯依靠情绪来支撑。

综上，春节后生猪市场情绪出现一定改善，当前市场新的共识正在形成，对猪价中期看好但长期承压具有共识，对短期现货、二育节奏以及中期涨价高度存在分歧。由此导致近月交易跟随现货和供需节奏为主，过程虽有反复但低点不断抬升，情绪支撑下回落做多更具赢面优势；远月依靠减量的预期支撑，且当前绝对价位并不算高，适宜长线多单持有，现货和近月的每次下探，大概率带来的是加仓而非离场机会。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn