

国信期货研发部

生猪

生猪期货上市首日交易策略

2021年01月07日

## 内容摘要

**单边：**国内生猪产能总体在恢复，后期供应将持续增加，供需环境趋于宽松，这意味着，2019年11月的高点即是本轮猪周期的顶点，后期猪价的下行成为主旋律。对于即将上市的LH2109、LH2111及LH2201合约来说，其仍将处于周期下行期中，上市后预计较现货有较大的贴水。综合周期性与季节性规律来看，预计LH2109合约合理价格区间在24000到26000元/吨之间。因此，就生猪期货上市后的单边投资策略而言，若上市价格低以上区间，我们倾向于逢低做多，若高于上述区间，我们倾向于逢高做空，若在以上区间之内，则以震荡对待。

**跨期：**由于生猪价格具有明显的周期性和季节性特征，生猪期货上市后其月间价差也将围绕着这两个因素来波动。最先挂牌的LH2109、LH2111及LH2201合约，分别对应着9月、11月和1月三个月份。从季节性来看，一般1月价格略高于9月，9月高于11月，但由于生猪市场处于产能扩张周期，LH2201月对应的供应压力预计高于LH2109月，这有可能盖过季节性因素的影响。因此，从跨期价差角度，我们建议多关注LH2109-LH2111正套。而对于LH2109-LH2201和LH2111-LH2201价差，目前来看无论正套还是反套胜率都不太好把握。

**跨品种：**  
**a. 生猪与玉米、豆粕。**从大的方向来看，养殖利润将收缩，对应着盘面生猪/玉米、生猪/豆粕比价的走低，这意味着的从趋势角度来看，生猪期货上市后可以考虑进行买豆粕空生猪或买玉米空生猪的养殖利润套利。由于生猪与玉米及豆粕价格的波动性差别较大，在进行生猪和玉米、豆粕套利交易时，需要注意好节奏，尽量选择玉米、豆粕基差比较高、生猪期货基差比较低的时候交易。  
**b. 生猪与鸡蛋。**基于未来生猪产能的恢复，可以预期鸡蛋/生猪比价将趋势性走高，但由于鸡蛋的短期高波动性，进行鸡蛋/生猪比价交易时宜多关注鸡蛋的中短期节奏。目前鸡蛋9月合约价格在4500元以上，盘面给出了较好的养殖利润，从养殖户补栏心态来看，春节后补栏意愿仍较强，预计后期供应将有较快恢复的可能，盘面可能有一定高估风险，因此，目前并不建议鸡蛋/生猪的跨品种交易。

分析师：覃多贵

从业资格号：F3067313

电话：021-55007766-6671

邮箱：15580@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、生猪期货合约的基本要素

生猪期货作为国内首个活体交割的商品期货品种，其合约设计注定会与当前已经上市的品种有所不同。为了便于阅读，笔者将其关键要点进行了整理，并以表格形式呈现出来（见下表），同时，亦将目前国内期货市场上唯一的养殖类期货品种——鲜鸡蛋的相关内容一并列出，以作对比。

	生猪期货	鸡蛋期货
交易单位	16 吨/手	5 吨/手
报价单位	元/吨	元/500 千克
最小变动价位	5 元/吨	1 元/500 千克
合约月份	1、3、5、7、9、11	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12
保证金比例	套保:8% 投机:15%	套保:8% 投机:9%
涨跌停板	8% (首日:16%)	8%
交易限额	500 手；套保不受限制	1200 手；套保不受限制
手续费	万分之二（日内万分之四）	万分之点 1.5
交割手续费	1 元/吨	1 元/吨
仓储费	5 元/吨·天	6 元/吨·天
备注	鸡蛋涨跌停板和保证金比例为最新的、非临近交割合约的标准。	

由表中可以看出，除了交易单位、报价单位、最小变动价位、合约月份的差别外，生猪期货的交易费用、交易限额及保证金比例都较鸡蛋要严，这与交易所的“确保上市初期稳起步、抑制成交过热”的“严控风险”的设计理念基本一致。

## 二、上市后生猪期货价格如何看？

### 2.1 找“锚点”：基准地在河南，首批交割库在东部区

一般来说，在健康的市场环境下，期货价格最终将与交割地的现货价格收敛，因此交割地现货往往成为期货价格的锚。根据大连商品交易所的《关于生猪期货交割业务有关事项的通知》（大商所发〔2021〕9号），生猪期货的交割区域及地区升贴水设置如下：

#### “一、交割区域

河南省、江苏省、浙江省、安徽省、山东省、湖北省、河北省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、陕西省、福建省、江西省、湖南省、广东省、广西壮族自治区、重庆市、四川省、贵州省、云南省。

#### 二、地区升贴水

各地区所设指定交割仓库、指定车板交割场所，与河南省指定交割仓库、指定车板交割场所升贴水如下：

（一）河南省 0 元/吨、江苏省 500 元/吨、浙江省 1500 元/吨、安徽省 100 元/吨、山东省-200 元/吨、湖北省 500 元/吨。上述交割区域地区升贴水自生猪期货上市交易之日起实施。

（二）河北省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、陕西省、福建省、江西省、湖南省、广东省、广西壮族自治区、重庆市、四川省、贵州省、云南省的地区升贴水随该地区指定交割仓库的设立同时公布，且在已上市合约立即实施。”

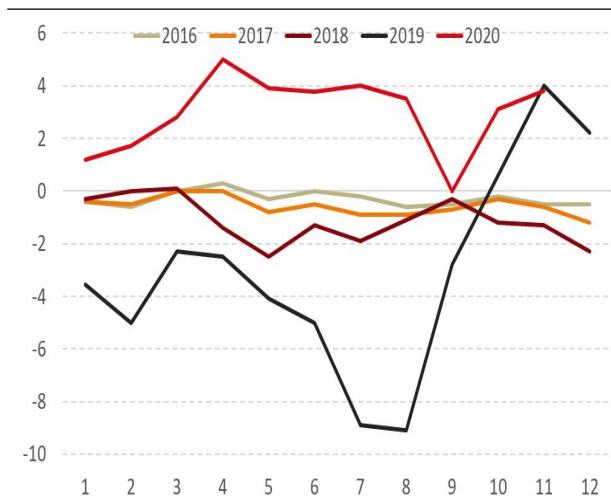
可以看出，生猪期货的可交割区域分布范围非常广，基本覆盖了国内大部分省区。但首批交割库主要集中在河南、江苏、浙江、安徽、山东、湖北六省，即农业农村部《全国非洲猪瘟等重大动物疫病区域化防控方案》划定的东部区。根据此前农业农村部的区域化防控的相关政策，全国划分为 5 个大区，各区域内统一防控疫病、流通分配、资源整合。2021 年 4 月 1 日起，东部区将实行生猪调运限制，但具体措施尚

未公布。由此可知，首批交割库区域的选定即是出于对非瘟疫情防控的现实考虑。从套利机制上来讲，期货将锚定最便宜交割区域的现货价格。而在国内非洲猪瘟疫苗研发出来前，国内仍有一定非瘟复发的风险，一旦非瘟复发，生猪流通将受到严重影响，进而引发区域供需的不平衡，可能使得现货区域分化加大，从而影响盘面定价。因此，生猪期货上市后，需要重点关注东部区现货市场的变化，同时要注意非瘟复发及由此带来的调动政策干扰的风险。

## 2.2 靠“想象”：挂牌合约较远，须更多地盯住预期的变化

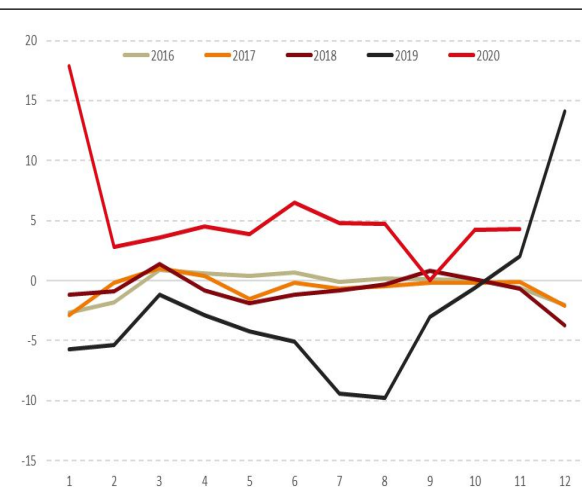
根据大商所公告，首日上市的生猪期货为 LH2109、LH2111、LH2201 合约，最近月的合约为 LH2109 合约，对应着 8 个月之后现货价格。由于生猪作为活体商品，期现套利机制的约束相对不明显，这也意味着市场的交易将更依赖投资者的“想象”，即生猪期货上市后，期货价格更多的取决于对未来供需的预期，而受当下的现货市场供需现实影响较小。根据国家农业农村部的统计，国内能繁母猪的存栏自 2019 年 10 月以来，已经连续 14 个月环比增长，目前已经恢复到正常的水平的 90%，预计到一季度末将恢复到正常年份水平。能繁母猪存栏数量的上升，意味着未来供应总体向着宽松的方向发展。

图：能繁母猪存栏环比（单位：%）



数据来源：iFinD 农业农村部 国信期货

图：生猪存栏环比（单位：%）

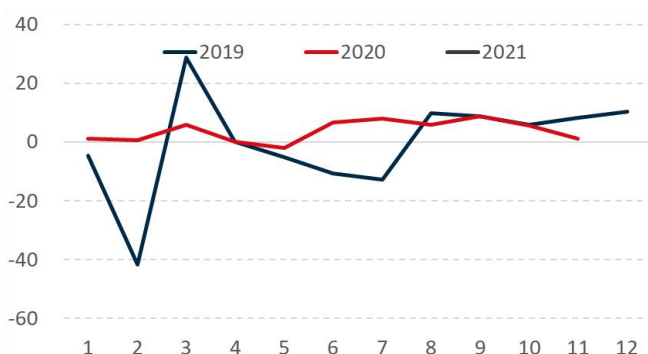


数据来源：iFinD 农业农村部 国信期货

此外，饲料工业协会的母猪饲料及仔猪饲料生产数据也可以为推测未来供应变化提供线索。由于国内饲料进出口量很小，饲料生产量可以大致视作下游的消费量。从母猪料产量来看，自 2020 年 6 月开始，母猪料产量环比增速明显提升，这暗示着母猪存栏增长的提速，按生猪繁育时间大致推算，到 2021 年 8 月商品肉猪的供应亦将增加。因此，对于 9 月合约来说，也将面临着一定新增供应的压力。而从仔猪料产量来看，9 月产量环比增幅较高，意味着 1 月出栏肉猪供应增加较多，而 10、11 月仔猪料环比增幅大幅下降，意味着 2、3 月肉猪供应或有阶段性减缓，亦即在一季度，生猪市场供应压力还不大。

图：母猪饲料生产环比（单位：%）

图：仔猪饲料生产环比（单位：%）



数据来源：饲料工业协会 国信期货



数据来源：饲料工业协会 国信期货

由于生猪产能总体在恢复、未来肉猪供应趋于增加，猪价大方向是向下的，期货上市后预计也将有较高的贴水。从投资的角度来说，要重点的关注是会不会出现预期差，建议跟踪以下几个方面的变化：一、尽管当前能繁母猪存栏恢复较好，但能繁母猪的存栏中有四成以上是三元母猪，其生产性能偏低，这会限制未来生猪供应恢复速度；二、前期天气降温一度导致北方部分产区仔猪发病率和死亡率上升，可能导致阶段性供应减少；三是目前生猪行业的成本曲线较非瘟前更加发散，边际成本影响着猪价下跌的速度和深度。

### 三、生猪期货上市后有哪些潜在交易机会？

#### 3.1 单边机会

生猪价格具有明显的周期性，从历史来看，生猪价格大致呈现三年一个周期的特征。其间由于环保政策或疫情冲击可能导致猪周期延续的时间有所拉长或缩短，但周期从未消失。本轮猪周期始于 2019 年 3 月，到 2019 年 11 月达到历史性高点，之后价格便震荡向下。由于 2019 年 11 月以来，国内生猪产能总体在恢复，后期供应将持续增加，供需环境趋于宽松，这意味着，2019 年 11 月的高点即是本轮猪周期的顶点，后期猪价的下行成为主旋律，对于即将上市的 LH2109、LH2111 及 LH2201 合约来说，其仍将处于周期下行期中，上市后预计较现货有较大的贴水。

目前国内生猪现货市场尚处于有春节前需求支撑的旺季，加之近期冻品检出新冠病毒阳性的影响，原来对冻品的需求也部分转移到鲜肉需求上，进而推升了猪价。但随着节后需求的减少及生猪供应的逐步恢复，后期猪价预计将有所走弱。从本轮猪周期高点出现后的三轮下跌来看，每轮下跌幅度都在 8-11 元/公斤之间。目前基准地河南省的猪价在 36.4 元/公斤，参考前面每轮下跌空间，后期猪价至少应该在 28 元以下，若再考虑目前产能恢复的情况较前面几轮下跌时要好，预计明年猪价底部将会在 20-25 元/公斤之间。

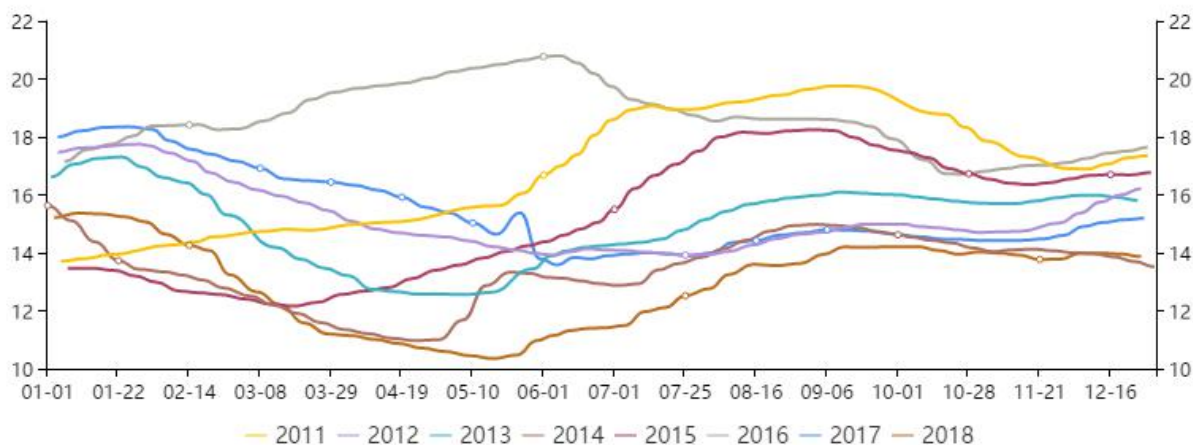
图：猪价具有明显的周期性波动特征（单位：元/公斤）



数据来源：WIND 国信期货

从季节性来看，国内猪价年内低点一般会出现于4、5月价，高点一般在1月和8、9月。但在猪周期快速上行或快速下行时，季节性规律会相对变弱甚至被打破。由于2021年猪市仍处于下行周期，且在8、9月新增供应量较多，季节性规律也将大概率弱于往年。综合周期性与季节性规律来看，预计LH2109合约合理价格区间在24000到26000元/吨之间。因此，就生猪期货上市后的单边投资策略而言，若上市价格低以上区间，我们倾向于逢低做多，若高于上述区间，我们倾向于逢高做空，若在以上区间之内，以震荡对待。

图：猪价具有明显的周期性波动特征（单位：元/公斤）



数据来源：WIND 国信期货

### 3.2 跨期机会

由于生猪价格具有明显的周期性和季节性特征，生猪期货上市后其月间价差也将围绕着这两个因素来波动。从最先挂牌的合约来看，只有三个合约LH2109、LH2111及LH2201，分别对应着9月、11月和1月三个月份。从季节性来看，一般1月价格略高于9月，9月高于11月，但由于整体上生猪市场处于产能扩

张周期，LH2201 月对应的供应压力预计高于 LH2109 月，这有可能盖过季节性因素的影响。因此，从跨期价差角度，我们建议多关注 LH2109-LH2111 正套。而对于 LH2109-LH2201 和 LH2111-LH2201 价差，目前来看无论正套还是反套胜率都不太好把握。

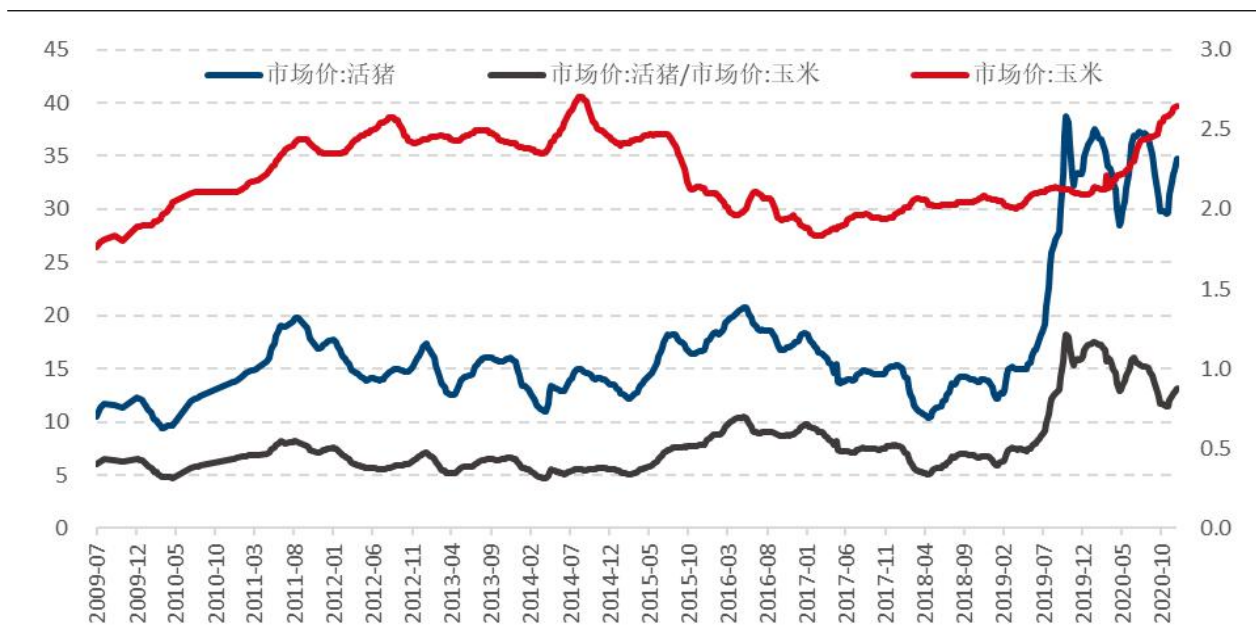
### 3.3 跨品种机会

目前已经上市的与生猪的相关的期货品种有玉米、豆粕、鸡蛋。其中，生猪与玉米、豆粕构成产业链上下游关系。从生猪养殖成本角度，饲料成本大致占猪价成本的 60%（为粗略数据，具体会因外购仔猪或自繁自养的仔猪成本而有所不同）。而饲料配方中，一般玉米占 60%，豆粕占 20%。而鸡蛋、猪肉同为蛋白类食品，理论上存在一定的替代关系。

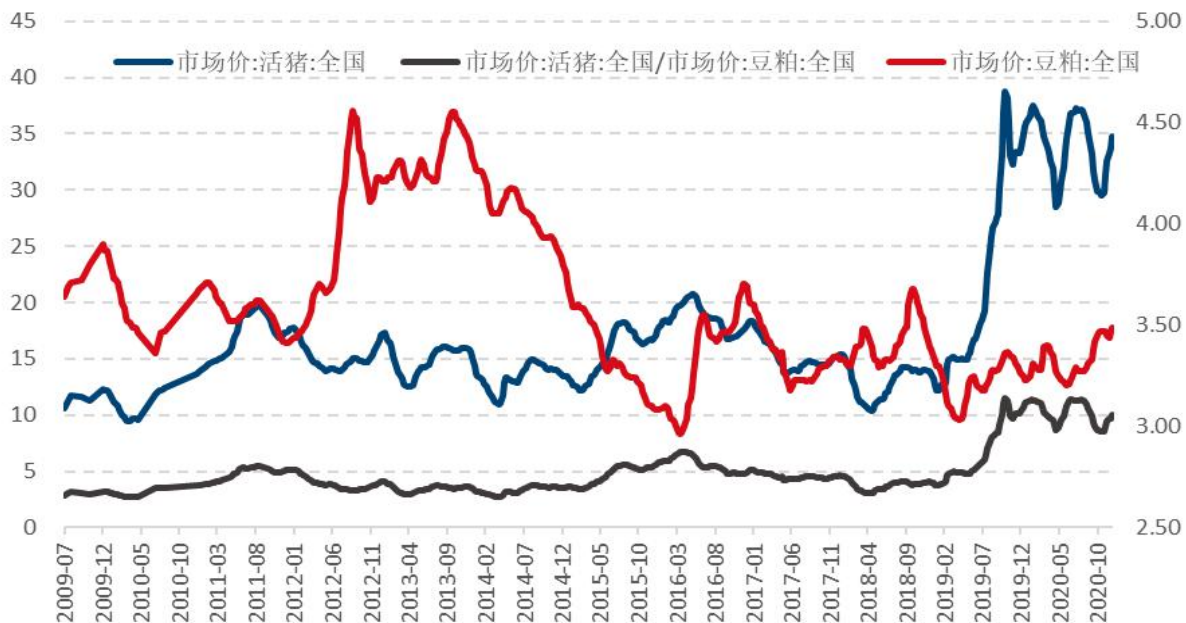
#### a. 生猪与玉米、生猪与豆粕的跨品种机会

从历史的生猪与玉米及生猪与豆粕比价的变化情况来看，其走势基本猪价走势一致，这说明了猪价与饲料原料的波动率的不同，因此，预判生猪/玉米、生猪/豆粕比价走向更应该多关注猪价的波动方向。由于国内生猪产能正在恢复，从大的方向来看，养殖利润将收缩，对应着盘面生猪/玉米、生猪/豆粕比价的走低，这意味着的从趋势角度来看，生猪期货上市后可以考虑进行买豆粕空生猪或买玉米空生猪的养殖利润套利。由于生猪与玉米及豆粕价格的波动性差别较大，在进行生猪和玉米、豆粕套利交易时，需要注意好节奏，尽量选择玉米、豆粕基差比较高、生猪期货基差比较低的时候交易。

图：生猪、玉米及比价走势图（单位：元/公斤）



图：生猪、豆粕及比价走势图（单位：元/公斤）



#### b. 生猪与鸡蛋

从鸡蛋、生猪及鸡蛋/生猪比价的历史走势来看，鸡蛋与生猪比价的趋势性变化亦受猪价影响非常明显。但同时，在鸡蛋/生猪比价的趋势性变化中，也表现出非常的强的短期波动性，这主要是由于鸡蛋产业周期短、波动性更强所致。因此，尽管基于未来生猪产能的恢复，可以预期鸡蛋/生猪比价将趋势性走高，但由于鸡蛋的短期高波动性，进行鸡蛋/生猪比价交易时宜多关注鸡蛋的中短期节奏。目前鸡蛋9月合约价格在4500元以上，盘面给出了较好的养殖利润，从养殖户补栏心态来看，春节后补栏意愿仍较强，预计后期供应将有较快恢复的可能，盘面可能有一定高估风险，因此，目前并不建议鸡蛋/生猪的跨品种交易。

图：生猪、鸡蛋及比价走势图（单位：元/公斤）



数据来源：WIND 国信期货

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。