

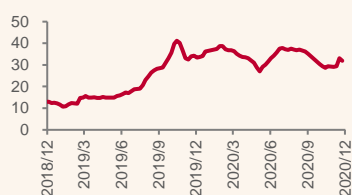
策略报告

逢高做空是主基调

2021 年 01 月 07 日

生猪期货上市首日策略报告 20210107

生猪价格图



资料来源: Wind, 招商期货研究所

王真军

020-62996805

wangzhenjun@cmschina.com.cn

F0282372

Z0010289

涂雅晴

0755-82784520

tuyaqing@cmschina.com

F3075683

微信公众号: 招商期货研究所



本期观点:

1. 短期单边策略: LH2109 逢高做空

核心逻辑是: 1) 我们认为 2021 年生猪出栏大概率会超过 2019 年的年度生猪出栏量, 因此年度价格重心或低于 2019 年的年度均价 21 元/公斤。

2) 参照往年数据来看, 9 月的现货均价比年度均价平均高 2 元/公斤, 因此对于 LH2109 大致预计 23 元/公斤为相对均衡价格, 我们建议逢高空为主基调, 2 季度见年度低点。

2. 中期套利策略: LH9-11 正套

我们认为月间正套是主逻辑, 一是基于生猪出栏预期持续增长, 二是基于生猪价格的季节性。且从大商所公布的生猪期货合约挂盘基准价通知: LH2109 合约 30680 元/吨, LH2111 合约 29680 元/吨, LH2201 合约 28680 元/吨, 不难看出市场预期。然而我们需特别强调交易时机, 上市初期 LH2109 大概率会成为主力合约, 在悲观预期下, 主力合约冲击最大, 静待二季度低点呈现后参考现货基差情况考虑月间正套进场。

一、生猪供需推演

（一）静态供需

短期生猪价格因季节性需求，叠加供给恢复慢驱动的上漲行情。但大背景来看，据农业农村部最新数据显示，今年前三季度全国新建投产了 1.25 万个规模猪场，1.34 万个空栏规模猪场复养。截至 11 月末，全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已连续 10 个月增长。全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90% 以上。

图 1：河南地区生猪出栏价（单位：元/公斤）



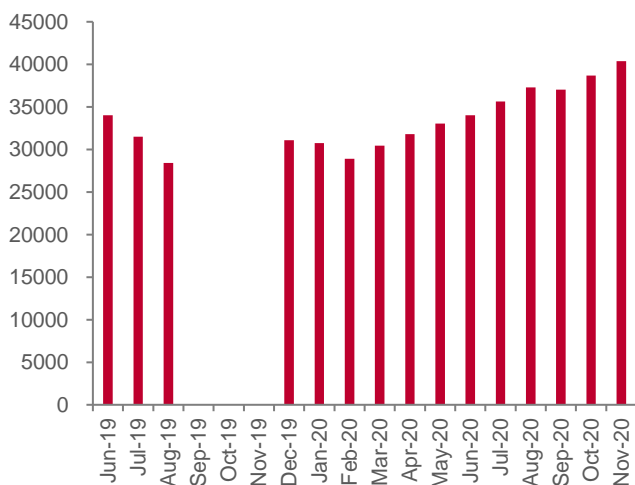
资料来源：涌益咨询,招商期货研究所

图 2：猪肉价（前三等级白条）（单位：元/公斤）



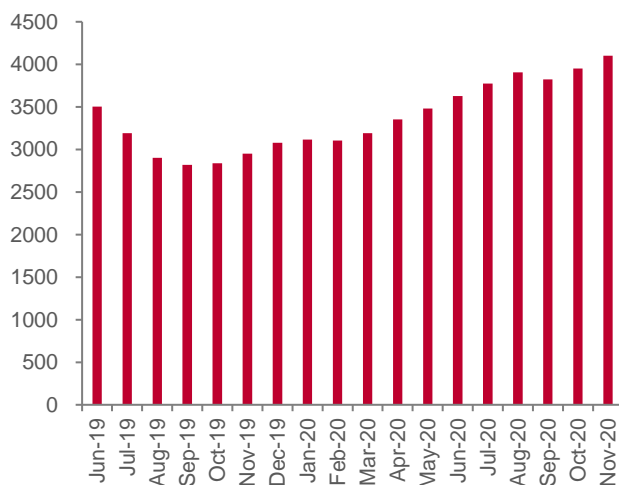
资料来源：涌益咨询,招商期货研究所

图 3：生猪存栏（万头）



资料来源：农业农村部，招商期货研究所

图 4：能繁母猪（万头）



资料来源：Wind,招商期货研究所

（二）动态供需推演

根据我们生猪平衡表的动态推演，我们认为 2021 年理论生猪出栏将持续上升，供需缺口有望逐步缩小。猪价主要的影响因素来自供给量，也就是市场猪肉供给。猪肉供给=肥猪出栏*出栏均重。

短期的逻辑是中大猪存栏与滞后 1-2 个月的猪价联动关系，中大猪一般 2-3 个月以后育肥出栏影响到短期生猪的出栏，生猪的出栏最终影响供给。

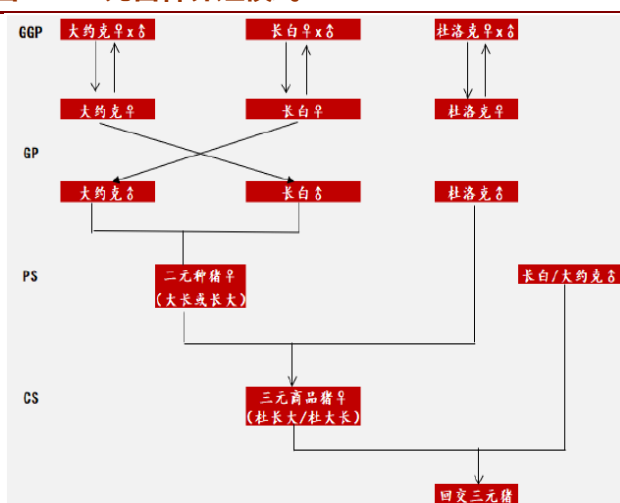
长期的逻辑是通过 10 个月前能繁母猪数量*MSY*出栏均重来预判市场猪肉供给，值得关注的是每个月的生猪出栏均重以及 10 个月前的能繁母猪存栏（从能繁母猪到育肥猪需要十个月）。这是市场供给的重要参考指标。

表 1：模型的参考指标

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95.00%	70.00%
乳猪成活率（断奶前）	85.00%	75.00%
育肥成活率	93.00%	90.00%
最高胎龄	8 胎	3 胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87.00%	87.00%

资料来源：涌益咨询,招商期货研究所

图 5：三元留种养殖模式



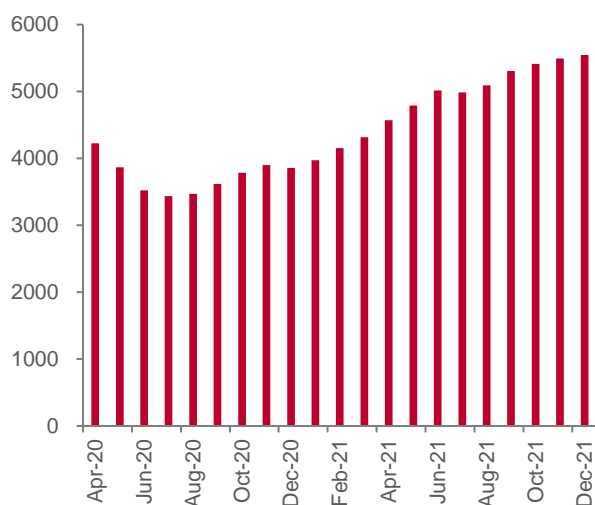
资料来源：招商期货研究所

图 6：二元三元能繁母猪占比



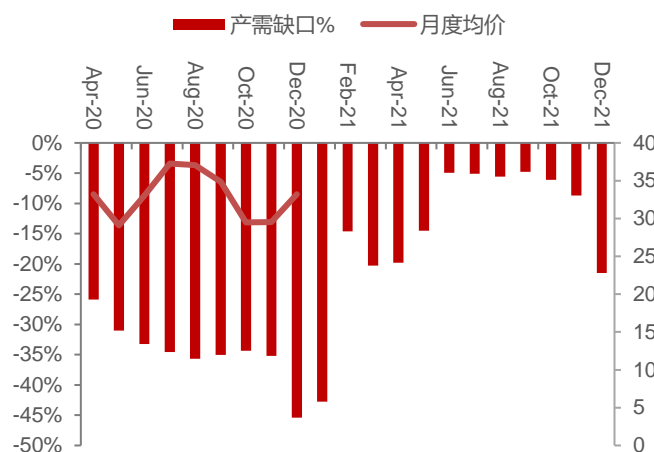
资料来源：招商期货研究所

图 7：理论生猪出栏量（万头）



资料来源：招商期货研究所

图 8：产需缺口展望（%）



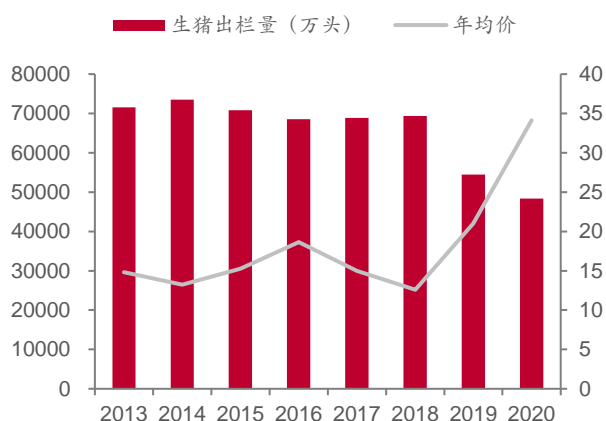
资料来源：招商期货研究所

二、价格映射

（一）年度价格的判断

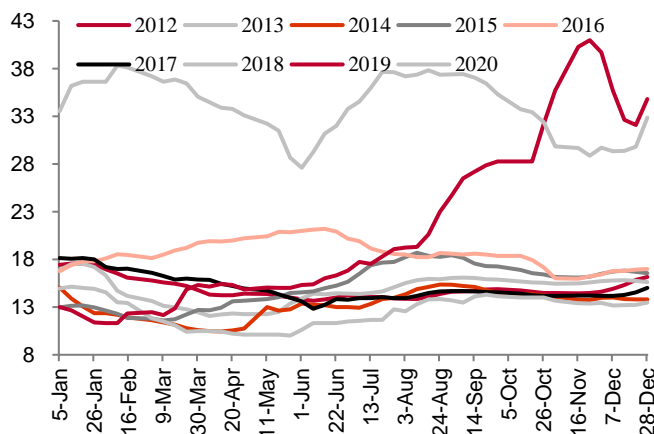
参照往年来看，2017 年是个生猪供需相对均衡年，生猪年度均价为 15 元/公斤。因 2018 年 8 月非洲猪瘟的影响，导致了 2019 和 2020 年生猪供给持续下降，分别为 2017 的 79%和 70%，而生猪年度均价上涨至 21 元/公斤和 34 元/公斤。根据我们的平衡表推演，我们认为 2021 年生猪出栏有望恢复至 2017 的 88%左右，大概率会超过 2019 年的年度生猪出栏量，因此年度价格重心或低于 2019 年的年度均价 21 元/公斤。

图 9：生猪出栏量（万头）



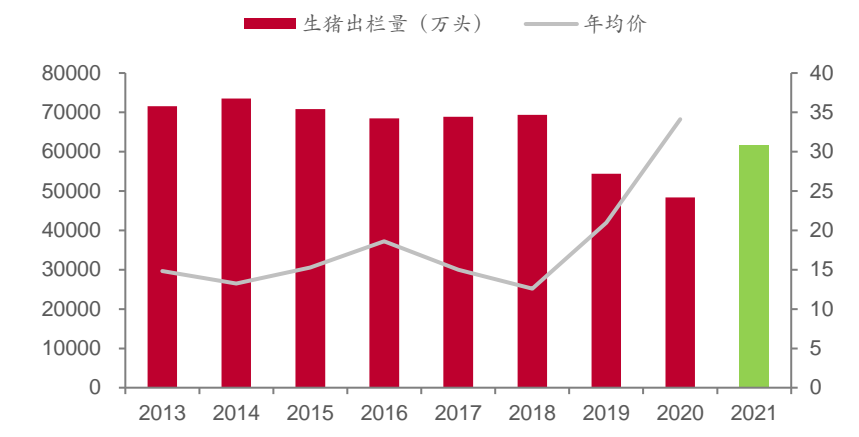
资料来源：Wind，招商期货研究所

图 10：历年生猪价格（元/公斤）



资料来源：Wind，招商期货研究所

图 11: 2021 年供给恢复年 (万头, 元/公斤)

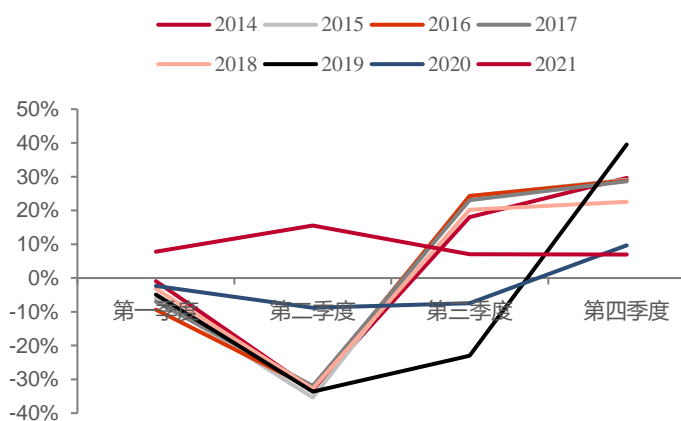


资料来源: 招商期货研究所

(二) 价格的季节性判断

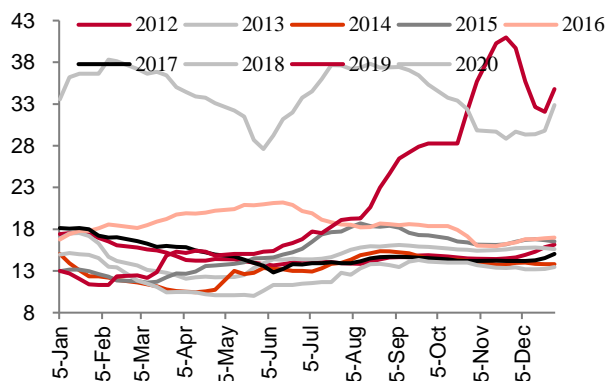
在均衡年度下, 生猪供给/表需的季节性, 决定了生猪价格的季节性。一般生猪 2 季度表需明显下降引发了季节性下跌至年度低点。而随着表需的回升, 第三季度生猪价格季节性走高, 后短期回落, 在年前形成第二个季节性高点后逐步走低。但 18 年的非瘟加剧了生猪季节性的幅度, 特别是 2019 年三季度供给大幅下降, 推动了生猪价格创历史新高。展望 2021 年, 考虑到生猪供给的持续恢复, 我们认为今年二季度的季节性下行更明显, 依然下探至年度低点, 而后走季节性回升-不变的是周期。

图 12: 生猪供给的季节性 (万头)



资料来源: Wind, 招商期货研究所

图 13: 生猪价格的季节性 (元/公斤)



资料来源: Wind, 招商期货研究所

三、策略推荐

（一）挂盘基准价

挂盘基准价是确定新上市合约第一天交易涨跌停板额的依据。

首先大家对基准价需要一个正确的看待，基准价并不是当日开盘价，而是确定当日运行的价格区间，以 2109 合约为例，大商所给出的基准价是 30680 元/吨，因此在集合竞价过程中的价格波动在 25770-35890 元/吨的区间内，以集合竞价的最后撮合价为最终开盘价。

根据《大连商品交易所交易规则》等有关规定，现将生猪期货合约挂盘基准价通知如下：

表 2：生猪期货合约相关参数

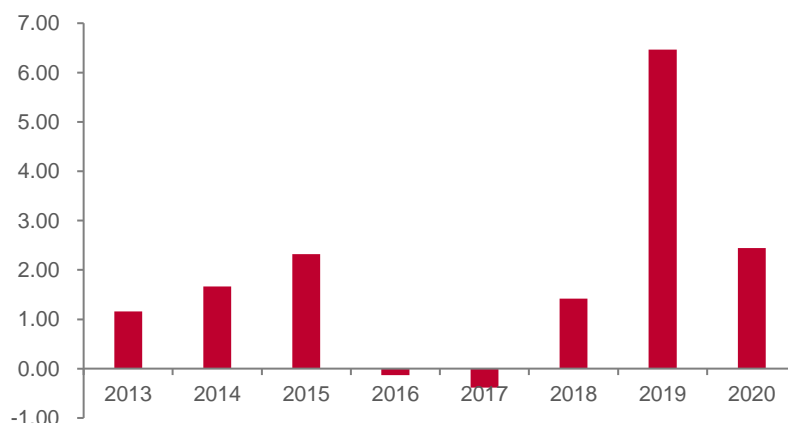
合约	基准价	涨跌幅区间（元/吨）	保证金（元/手）				手续费（元/手）		最小变动单位（元）	每手损益（元）
			8%套保）	15%（投机）	18%	21%	2%（隔夜）	4%（日内）		
LH2109	30680	25770 35890	39270	73632	88358	103085	98.176	196.352	5	80
LH2111	29680	24930 34430	37990	71232	85478	99725	94.976	189.952	5	80
LH2201	28680	24090 33270	36710	68832	82598	96365	91.776	183.552	5	80

资料来源：大连商品交易所，招商期货研究所

（二）单边策略：LH9 逢高做空

参照往年数据来看，9 月的现货均价比年度均价平均高 2 元/公斤，因此大致预计 23 元/公斤为相对均衡价格，我们建议逢高空为主基调，2 季度见年度低点。

图 14：现货 9 月均价-年度均价（元/公斤）

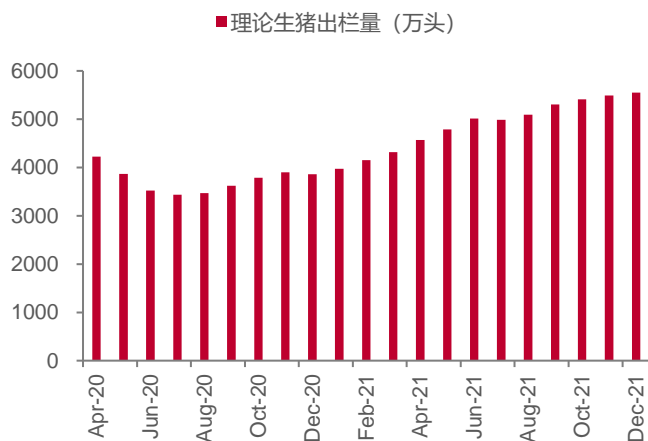


资料来源：招商期货研究所

（三）套利策略：LH9-11 正套

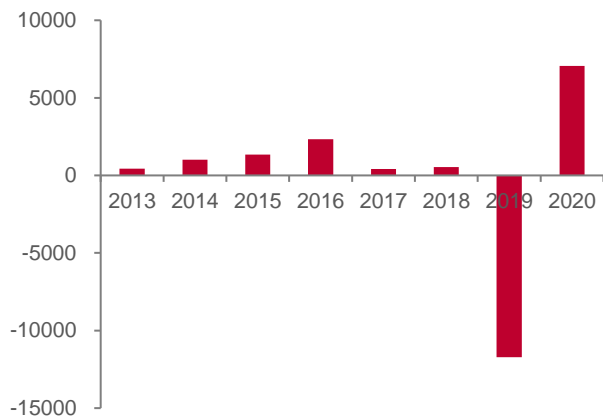
中期来看，我们认为月间正套是主逻辑，一是基于生猪出栏预期持续增长，二是基于生猪价格的季节性。且从大商所公布的生猪期货合约挂盘基准价通知：LH2109 合约 30680 元/吨，LH2111 合约 29680 元/吨，LH2201 合约 28680 元/吨，不难看出市场预期。然而我们需特别强调交易时机，上市初期 LH2109 大概率会成为主力合约，在悲观预期下，主力合约冲击最大，静待二季度低点呈现后参考现货基差情况考虑月间正套进场。

图 15：2021 年供给恢复年（万头）



资料来源：招商期货研究所

图 16：现货月均价差（元/吨）



资料来源：Wind, 招商期货研究所

研究员简介

王真军：中南大学数理金融硕士。拥有期货从业人员资格（证书编号：F0282372）及投资咨询资格（证书编号：Z0010289）。招商期货研究所农产品研究主管。曾就职于国内上市大豆压榨企业广州东凌粮油股份有限公司，负责油脂油料研究及套期保值相关工作。

涂雅晴：招商期货研究所农产品研究员，浙江大学农学学士，墨尔本大学金融学硕士，拥有期货从业资格（证书编号：F3075683）。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得