

## 看风行船，打破非理性牢笼



走势评级：生猪：震荡  
报告日期：2022 年 4 月 3 日

黄玉萍 资深分析师(油籽&豆类粕)  
从业资格号：F3079233  
投资咨询号：Z0015897  
Tel: 8621-63325888-3907  
Email: yuping.huang@orientfutures.com  
联系人 吴冰心  
从业资格号：F03087442  
Tel: 8621-63325888-4192  
Email: bingxin.wu@orientfutures.com

### ★ 弱现实兑现：现价低位运行，亏损持续扩大

在需求季节性走弱与供应周期性过剩下体现的养殖深亏被粮价高企渐次击溃。市场年内的矛盾点更多集中在：(1) 去化进程与供应拐点；(2) 反弹高度。本报告将就上述两点矛盾作重点解读，另外，我们将压栏情绪指数化，从新视角给出关于猪价弹性的一些看法。

### ★ 相对明牌的量：或有被动/主动的折损

1) 育肥出栏量：W 型还是倒 U 型？(1) 跨年度方向：2022 年主要供应相较于 2021 年仍高出至少 7 个百分点。(2) 年内趋势：全年出栏量或呈现前高后低（头高尾低）的倒 U 型走势。但若结合年内出栏体重月度变化去看鲜肉主要供应，年尾或呈现一定的尾部抬升。另外，考虑到当前新冠疫情对局地出栏的影响，供应拐点极有可能在 4-5 月出现。2) 高粮价驱动清退，但不排除拐点后置。

### ★ 不确定的弹性：谨慎看待高度

1) 弹性：均重弹性的可视化过程。若为下行转上行或是上行周期，年底体重较年初将有明显抬升，侧面反映市场主动压栏情绪强烈；而若转入真正下行周期，年尾压栏意愿在所处完整周期内表现最不明显，即便仍有年内季节性压栏动机。

2) 月间强弱：次要供应同比将显著改善吗？进口商仍在观望，养殖企业自建冻库、屠宰企业低价入库等属于压力后延。

### ★ 投资建议：看风行船，打破非理性牢笼

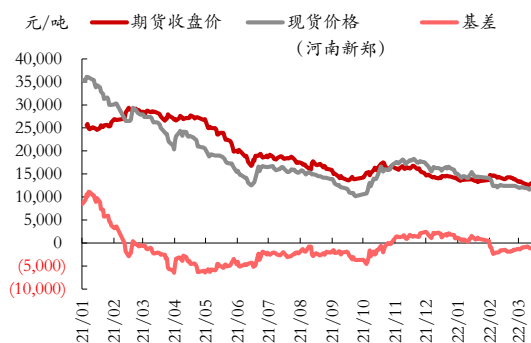
上半年：供给惯性增长 vs 年后需求最淡季，空头完胜。短期仍需关注多次收储带来情绪底支撑以及新冠疫情对局地调运的扰动。

下半年：供给边际改善 vs 需求抬升，反转预期强化，谨慎看待高度。暂时不要违背周期可能反转下的看多情绪，故长线看多适宜。但考虑到全年主要供应仍同比偏多以及市场有一定压栏预期，注意上方空间(17500-18000 元/吨以上产业端会考虑介入套保 09 合约)。

### ★ 风险提示

新冠疫情；生猪疫病；母猪、仔猪超淘；投机性二次育肥及压栏；新设交割库等。

主力合约行情走势图（生猪）



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、弱现实兑现：现价低位运行，亏损持续扩大 .....	4
2、相对明牌的量：或有被动/主动的折损 .....	5
2.1、育肥出栏量：W 型还是倒 U 型？ .....	5
2.2、高粮价驱动清退，但不排除拐点后置 .....	8
3、不确定的弹性：谨慎看待高度 .....	10
3.1、弹性：均重弹性的可视化过程 .....	10
3.2、月间强弱：次要供应同比将显著改善吗？ .....	12
4、投资建议：看风行船，打破非理性牢笼 .....	13
5、风险提示 .....	14

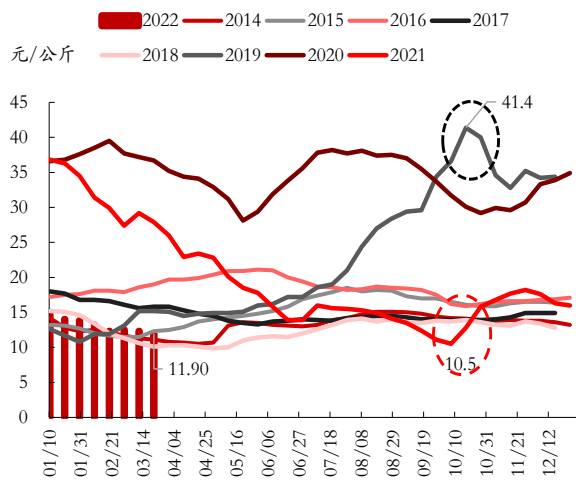
## 图表目录

图表 1: 全国外三元生猪出场价震荡偏弱运行 .....	4
图表 2: 猪粮比价已连续六周跌破 5: 1 (截至 3.30) .....	4
图表 3: 自繁自养养殖亏损再度扩大 .....	4
图表 4: 外购仔猪养殖亏损有所收窄 .....	4
图表 5: 集贸市场猪肉日均交易量 .....	5
图表 6: 猪肉交易占畜产品交易量比 .....	5
图表 7: 能繁母猪 2 月环比降幅收窄至 0.5% .....	6
图表 8: 养殖效率理论变动 .....	6
图表 9: 新生仔猪数仍高于 2018 年 .....	7
图表 10: 基于仔猪数据的育肥出栏预测 .....	7
图表 11: 基于母猪数据的全年主要供应理论 W 走势 .....	7
图表 12: 基于分娩数据的育肥出栏量预测 .....	7
图表 13: 饲料原料价格抬升 .....	9
图表 14: 当前断奶仔猪对应未来出栏现金成本 .....	9
图表 15: 7kg 仔猪价格 .....	9
图表 16: 后备母猪价格 .....	9
图表 17: 后备母猪销量 .....	10
图表 18: 母猪重置成本低 .....	10
图表 19: 以宰后均重衡量的压栏情绪指数波动 .....	11
图表 20: 2009 年以来月度出栏均重系数 .....	11
图表 21: 以出栏均重衡量的压栏情绪 .....	11
图表 22: 1-2 月宰后均重仍高于 17、18 年同期水平 7% .....	12
图表 23: 肥标价差波动 .....	12
图表 24: 进口量回归正常区间 .....	12
图表 25: 进口价差、税率 (8%→12%) 优势不再 .....	12
图表 26: 北方地区库容率较南方地区更高 .....	13
图表 27: 监测屠宰企业冻品库容率有所提升 .....	13

## 1、弱现实兑现：现价低位运行，亏损持续扩大

年后猪价延续低位震荡，全球粮价高企带动国内饲料厂家多轮补涨，周期反转预期进一步增强。据国家统计局，年初至今，全国外三元生猪出场价格已下跌近 20%。伴随养殖亏损的持续扩大，国家发改委监测的猪粮比价已连续六周跌破 5:1，收储政策频出，寄托在远月合约上的看涨情绪已有所反映。无疑，近月从基本面角度仍将低位运行，在需求季节性走弱与供应周期性过剩下体现的养殖深亏终被粮价高企渐次击溃。同时，短期新冠疫情的点状爆发再度抑制由外出餐饮、团体消费所带来的需求弹性，局地饲料、生猪及猪肉产品调运受到较大影响。月底因疫情扰动，价格上迎来短暂支撑。

图表 1：全国外三元生猪出场价震荡偏弱运行



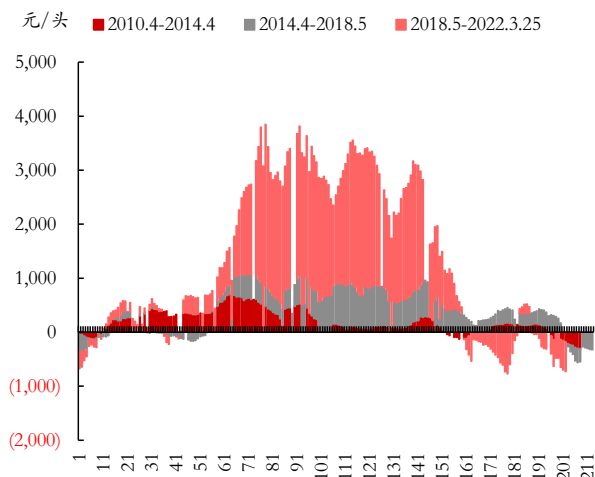
资料来源：国家统计局、东证衍生品研究院

图表 2：猪粮比价已连续六周跌破 5:1（截至 3.30）



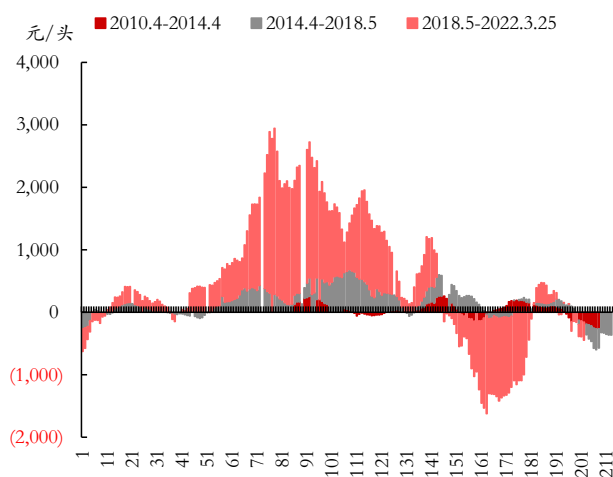
资料来源：国家发改委、东证衍生品研究院

图表 3：自繁自养养殖亏损再度扩大



资料来源：博亚和讯、东证衍生品研究院

图表 4：外购仔猪养殖亏损有所收窄



资料来源：博亚和讯、东证衍生品研究院

我们常常试图去避免在本轮周期中过多寻找过去几轮周期的影子，因其足够特殊，也令产业端、资本端印象深刻。然而贯穿行业主线的周期特点仍然是基础母猪的产能波动，回归产能-价格-利润-产能是我们判断周期的核心依据。

当下，市场年内的矛盾点更多集中在：（1）去化进程与供应拐点；（2）反弹高度。本报告将回归供给本身，就上述两点矛盾作重点解读，另外，我们试图将压栏情绪指数化，从新的视角给出关于下半年猪价弹性的一些看法。

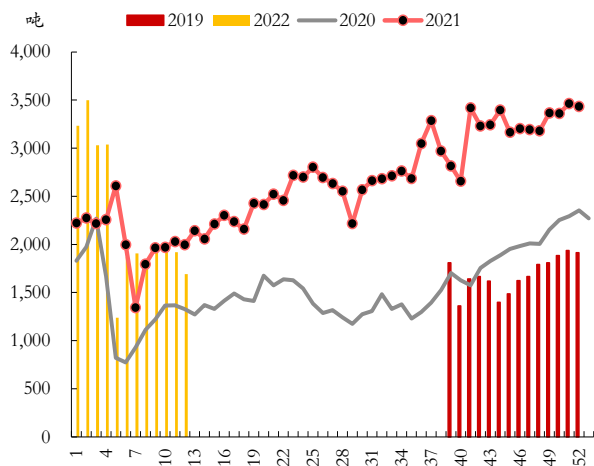
## 2、相对明牌的量：或有被动/主动的折损

### 2.1、育肥出栏量：W 型还是倒 U 型？

对于今年猪价走势，我们总结为确定性的反转、不确定的弹性。当前粮价大幅拉涨的确在某种程度上加速了行业的产能出清，但市场仍应当严格区分现下对远月的高定价究竟是物价拉涨还是产能去化到位所带来的周期性拉涨。

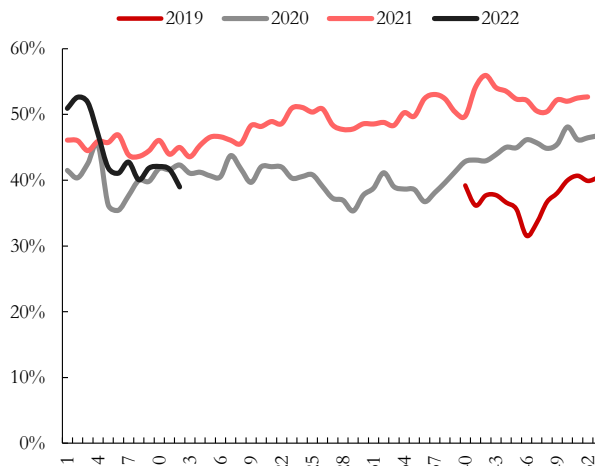
从基本面数据来看，需求对价格拉动效应主要体现在旺季合约。就消费去向而言，家庭消费占有猪肉消费的 60%，另外 40% 去往团体消费及外出就餐消费。即便集贸市场交易量同比显著好转（近日再度走弱），但大环境的弱、疫情的不稳以及早已发生的部分消费替代都表明今年的消费似乎也回不到疫情前，尤其影响到肉类消费结构中猪肉占比恢复以及家庭消费以外的弹性。那么判断价格反转及弹性的逻辑回归到供给本身。

图表 5：集贸市场猪肉日均交易量



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

图表 6：猪肉交易占畜产品交易量比



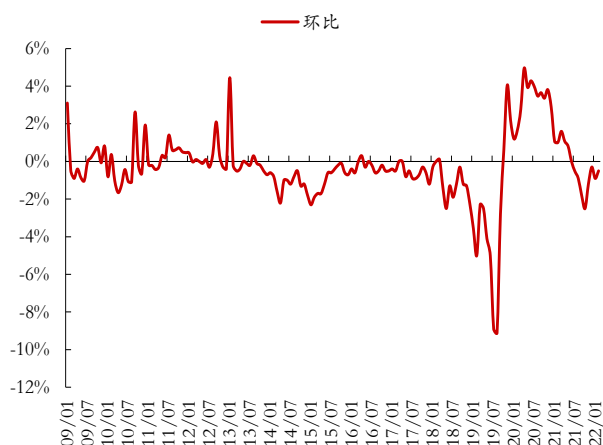
资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

**主要供应：**假设不考虑冻品抛售的影响，鲜肉供应将取决于能繁母猪存栏水平、母猪养殖效率 MSY、养殖成活率以及头均重量等指标（在这里我们不考虑重大生猪疫病、一刀

切政策下的外在冲击)。如果跟踪中期的市场出栏情况(小于10个月),市场可用的指标有新生仔猪数量、月度分娩窝数、窝均健仔数、养殖成活率等官方及三方机构监测数据。

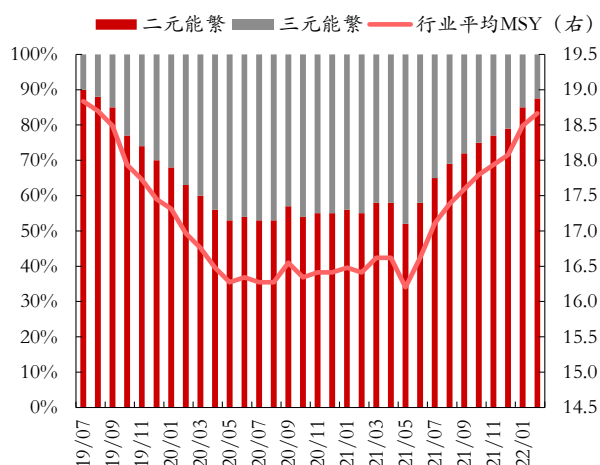
在这里我们再次(年报中已有出现相关赘述)从定量的角度对比分别采用官方能繁母猪数据(以2017年12月能繁母猪存栏水平为基准)、协会仔猪数据与三方分娩数据推得的育肥出栏变动。三类推导方式下,协会仔猪数据所得1-8月育肥出栏与三方分娩数据所得1-8月育肥出栏走势较为一致,而根据能繁母猪推得的产能变动(图11,W型)则与前两者(图10、12,倒U型)存在拐点、方向上的不一致。

图表7: 能繁母猪存栏



资料来源: 农业农村部、东证衍生品研究院

图表8: 养殖效率理论变动



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

首先,从拐点位置来看,由能繁母猪推得的供给拐点在年中6-7月,而仔猪数据与分娩数据推得的拐点分别在2月与3月;其次,从1-8月预测出栏量走势来看,前者似乎呈现“W型”而后二者则为“倒U型”。母猪数据与后二者相悖的主要原因有以下几点:

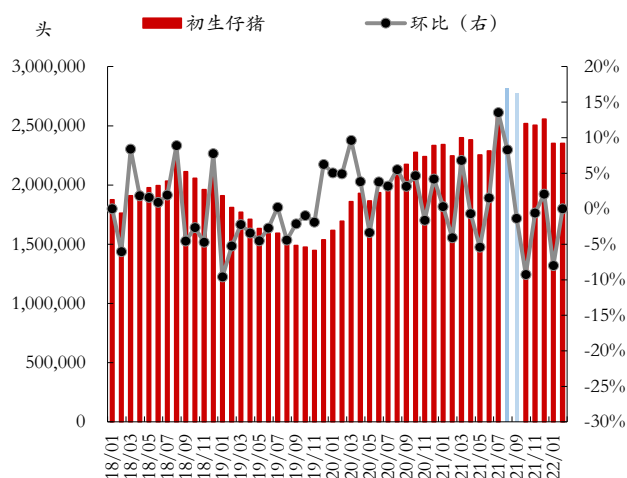
(1) **MSY 动态调整偏误**: 通过母猪数据推供给的过程中,我们根据二三元结构以及分别对应的养殖效率进行理论推算,而这期间所得到的MSY产生了明显的改善。然而在实际调研中,我们发现不少优质三元在低胎龄阶段养殖效率上已与普通二元非常接近(从PSY来看),经历非洲猪瘟后,养殖端在选种上更为谨慎。因此,通过二三元占比得到的MSY动态调整存在一定偏误,实际效率的边际改善并没有那么显著(“W型”失效)。

(2) **隐藏的母猪效率调整**: 下行周期内企业加速产能出清,继商品猪加速出栏、淘汰仔猪后,伴随而来的是加快母猪群体淘汰。还是以去年年底为例,9、10月猪价年内二次探底,淘汰代孕母猪并非稀奇事。11、12月旺季效应前置,猪价显著反弹,不少6-10月期间淘汰落后母猪的养殖户已陆续补入50kg小后备母猪。这期间隐藏的是母猪更新断档所改变的效率连续性,也就意味着去年年末母猪对应到今年年末出栏的效率压力将存在一定程度边际缓解(再次论证“W型”失效)。



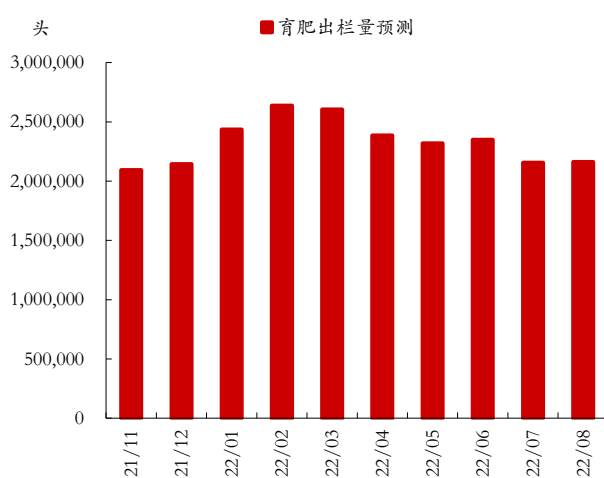
(3) **难以预计的折损**：推算未来出栏量本身就是一类冒险居多的行为，而可供参考的指标有限。相对母猪—10 个月后育肥出栏的推导关系来说，仔猪—6 个月后育肥出栏在折损量上可规避 4 个月的误差。并且 10 个月区间跨度过长，放在本轮下行转上行周期里去看，更可能发生疫病带来的意外损失（例如 21Q4 北方非瘟清栏以及 22Q1 冬季生猪疾病）或是人为淘汰所带来的折损（例如 21Q4 卖烤乳猪、掩埋仔猪、淘汰带仔母猪等）。结合现阶段产业端资金压力去看，上半年仍存在人为折损的可能，但很难重复去年下半年的悲剧（三次论证“W 型”失效）。

图 9：新生仔猪数仍高于 2018 年



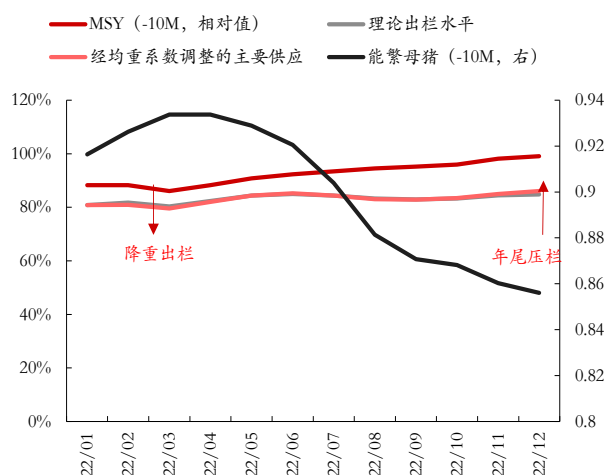
资料来源：畜牧业协会、东证衍生品研究院

图 10：基于仔猪数据的育肥出栏预测



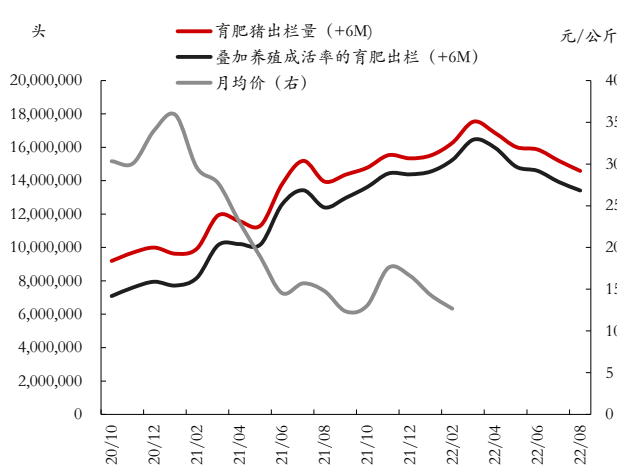
资料来源：畜牧业协会、东证衍生品研究院

图 11：基于母猪数据的全年主要供应理论 W 走势



资料来源：农业农村部、涌益咨询、东证衍生品研究院

图 12：基于分娩数据的育肥出栏量预测



资料来源：涌益咨询、卓创资讯、东证衍生品研究院

因此，我们倾向于在年内趋势的判断中可多关注三方数据给的信号，而跨周期、跨年度的纵向对比可参考官方数据给的大方向。

(1) 首先，从跨年度方向上：假设全年出栏均重回归 115 公斤的正常区间（不考虑压栏、二次育肥的最理想状态），结合母猪年存栏水平（-10M）、养殖效率（-10M）、出栏均重（当年度）来看，**2022 年主要供应相较于 2021 年仍高出至少 7 个百分点。**

(2) 其次，从年内趋势上：全年出栏量或呈现前高后低的倒 U 型走势。但若结合年内出栏体重月度变化去看（第 3 节详述），从鲜肉主要供应来看，年尾或呈现一定的尾部抬升。另外，考虑到当前新冠疫情对局地出栏的影响，**供应拐点极有可能在 4-5 月出现。**一来，疫情限制出栏，同时养殖端短期被动压栏；二来，二季度也是资金承压的关键节点（2.2 节详述），或引发恐慌性出栏。

## 2.2、高粮价驱动清退，但不排除拐点后置

在行业所谓的至暗时刻，我们需要时刻去关注由养殖亏损、猪病带来的意外淘汰。从调研情况来看，养殖户询价热情高涨，但母猪、仔猪价格较长时间处于历史低位，真正补栏的却很少，从侧面反映出现阶段养殖端心有余而力不足。即便看好下半年和明年的行情，手里的资金实力不允许。本人年初分两次前往两湖地区参与产业调研，同时也参与由三方机构组织的全国性线上调研，得到的结论大相径庭，总结为以下几点：

(1) 业内表现不一：散户大量退出、少数接盘资金入驻但未成规模、中等规模养殖企业资金压力最大以及上市公司逆势扩张。行业的确需要经历阵痛，除了主动缩产能以外，后面的驱动更多依靠中小规模养殖户退出来给出超预期的调整，而养殖成本高企或许就是一个契机。

(2) 粮价高企有望加速去化：4、5 月价格走势可能是压倒扛价高压养殖户的最后一根稻草，国家的收储托市与屠宰端冻品托市仅起到缓跌效应，只是供应的一部分后延。

(3) 补栏、出栏、压栏节奏：短期亏损程度深，养殖端主动压栏不明显，但也有少部分通过减少饲料喂养而延长出栏时间（1-2 个月最多）；补栏情绪渐起，观望居多，资金压力大，养殖端更多的是心有余而力不足，或进一步主动缩减产能。

当然我们也认同本轮周期高盈利的观点，但就业内分化而言，中大规模及以上养殖户（企）前期投入大量资金于设备更替、猪场翻修、种群更新中，而小散户，从体量上已大幅下降，对行业的影响已大不如前。

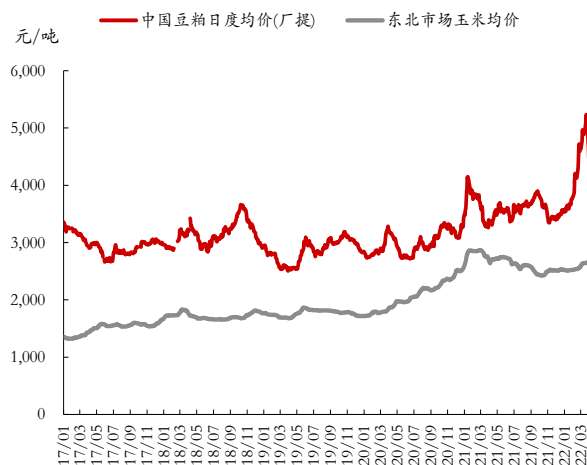
上半年有一定概率会重复去年四季度的惨剧，如若后市这些折损预期兑现，那么能肯定的是，三、四季度的出栏量会受到影响，年内可能呈现前高后低的走势。由此，从量和拐点来看，下半年价格一定会较上半年有明显抬升。此外，**我们把时间线拉回从前，对比 2017、2021 年市场主要供应与价格，额外考虑本轮周期内消费需求的恶化，今年年均价应当在成本线 16 元/公斤附近。**

近期俄乌局势的边际改善短暂地缓解了国内饲料原料的抬价情绪，我们同样并不排除养



殖端扛亏损延长的可能，那么周期拐点一定会后置，未来 1-3 个月母猪淘汰速度、仔猪以及后备母猪的价格都是关键信号。

图表 13: 饲料原料价格抬升



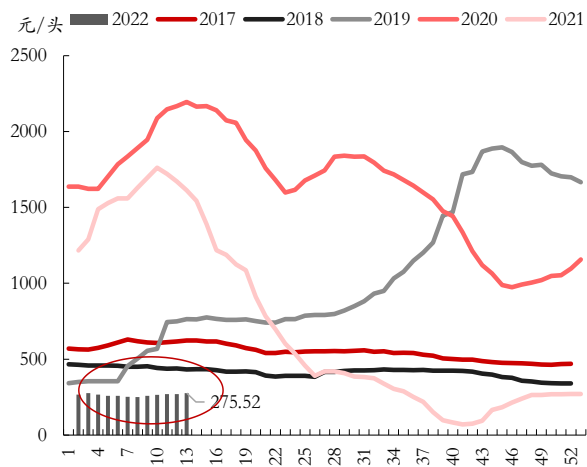
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 14: 当前断奶仔猪对应未来出栏现金成本

6个月后	不同规模自繁自养						外购仔猪育肥
	母猪50头以下	50-200	200-500	500-2000	2000-5000	5000-10000	
2022/7/13	15.11	15.25	15.41	15.50	15.41	15.41	15.75
2022/7/20	14.93	15.08	15.22	15.32	15.22	15.22	14.67
2022/7/27	14.93	15.08	15.22	15.32	15.22	15.22	14.67
2022/8/3	14.65	14.79	14.93	15.02	14.93	14.93	14.45
2022/8/10	14.49	14.63	14.77	14.86	14.77	14.77	14.36
2022/8/17	14.63	14.82	15.03	15.05	15.00	14.99	14.50
2022/8/24	15.01	15.19	15.39	15.42	15.38	15.39	14.88
2022/8/31	15.10	15.27	15.47	15.51	15.46	15.47	14.96
2022/9/7	15.25	15.39	15.58	15.62	15.57	15.58	15.14
2022/9/14	15.28	15.41	15.61	15.65	15.60	15.61	15.21
2022/9/21	15.33	15.41	15.61	15.65	15.60	15.61	15.30

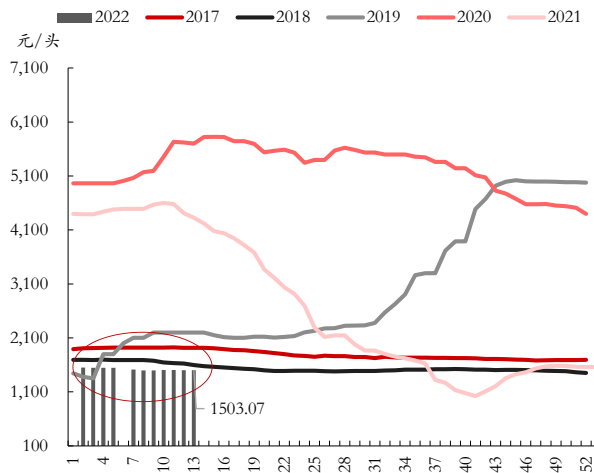
资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 15: 7kg 仔猪价格



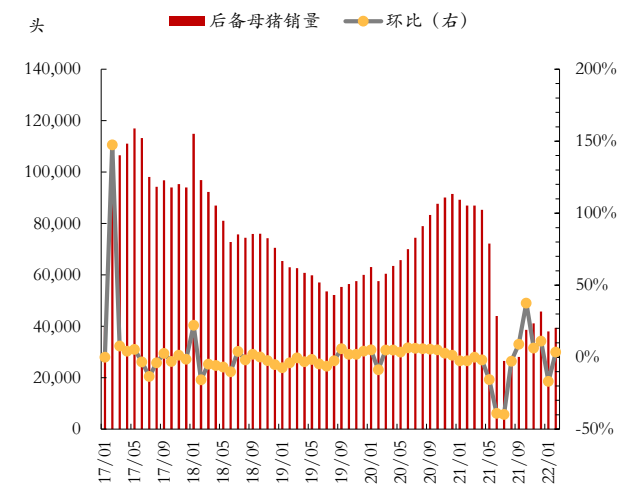
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 16: 后备母猪价格



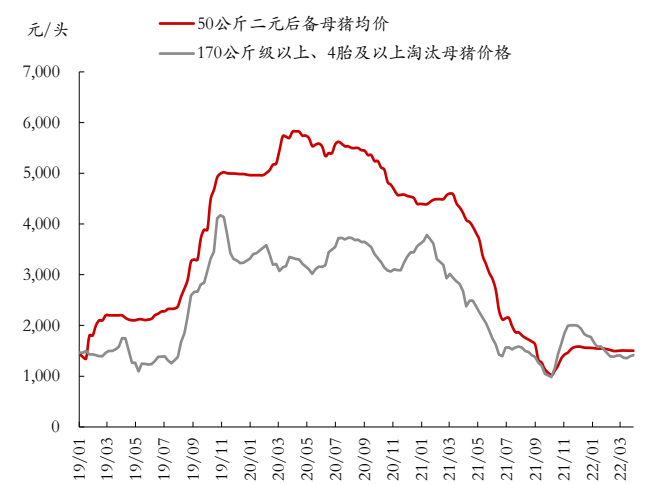
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 17: 后备母猪销量



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 18: 母猪重置成本低



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

### 3、不确定的弹性：谨慎看待高度

前文我们更多探讨的是关于拐点以及出栏量的问题，即便从供应角度判断下半年猪价有显著的边际改善，站在交易策略角度，市场关心的第二大问题在于其反弹高度以及月间强弱。这里要重新回顾影响供应弹性的两要素：出栏均重与冻品投放。

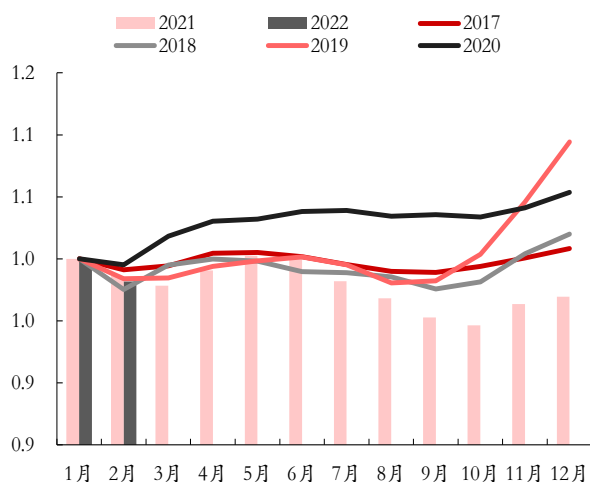
#### 3.1、弹性：均重弹性的可视化过程

在明牌出栏量之外，不确定的增重更多取决于养殖端的出栏节奏。我们试图将均重可视化，或者说是一类压栏情绪（本报告没有单独强调二次育肥，但实质上二次育肥效果等同于压栏）的可视化。

**(1) 跨年度表现：**由宰后均重与出栏均重两个数据共同验证（见图 19、21）。若所处年份为下行转上行周期或是上行周期，年底体重较年初将有明显抬升，侧面反映市场主动压栏情绪强烈（年尾肥猪边际收益优于标猪、产能去化后呈现阶段性猪肉供给缺口）；若为上行转下行周期，更多是养殖端一致性压栏带来的年尾均重抬升；而若转入真正下行周期，年尾压栏意愿在所处完整周期内表现最不强烈，即便仍有年内季节性压栏动机。

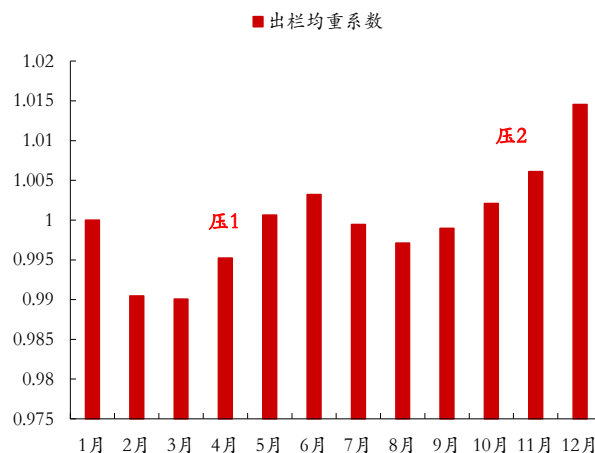
**(2) 年内表现：**此外，通过将 2009-2021 年月度出栏均重进行标准化处理（见图 20），我们会发现年内具备两个关键压栏节点。一是年后首次压栏，这里的压栏我理解为一类低价的被动压栏；而年尾 10-12 月将迎来年内第二次压栏，更贴切的可以被解释为一类体重边际收益吸引、高价吸引下的旺季主动压栏（见图 23），尤其四川、湖南等偏好肥猪地区标肥价差在年底走扩更为显著。

图表 19：以宰后均重衡量的压栏情绪指数波动



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 20：2009 年以来月度出栏均重系数



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

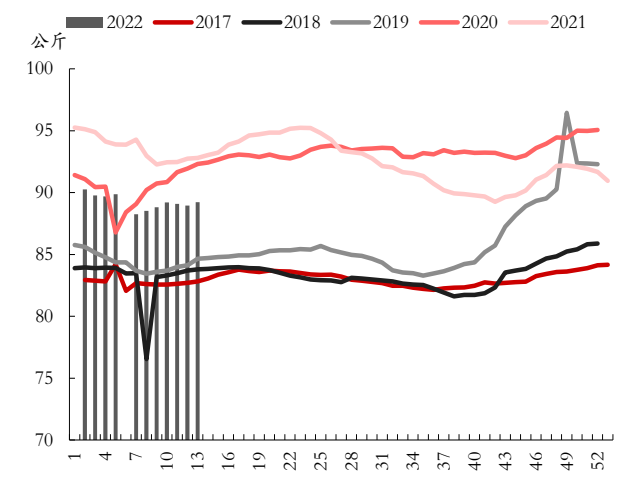
图表 21：以出栏均重衡量的压栏情绪

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1月	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2月	0.99	1.00	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	0.98	0.99	1.00	0.98	0.99	0.99
3月	0.98	1.00	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	0.98	0.99	0.99	0.98	0.99	1.00
4月	0.99	1.01	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
5月	1.01	1.01	1.00	1.01	1.01	1.00	0.99	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	1.00
6月	1.00	1.01	1.02	1.01	1.01	1.00	0.99	1.00	1.00	0.99	0.99	1.00	1.02
7月	1.00	1.01	1.02	1.01	1.00	0.99	0.99	1.00	1.00	0.99	0.97	1.00	1.00
8月	0.99	1.01	1.02	1.01	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	0.99	0.96	0.99	1.00
9月	1.00	1.01	1.03	1.01	1.00	1.00	1.00	1.01	1.00	1.00	0.96	1.00	0.99
10月	0.99	1.00	1.04	1.01	1.01	1.00	1.00	1.01	1.00	1.00	0.99	1.01	0.98
11月	0.99	1.01	1.03	1.01	1.01	1.00	1.00	1.01	1.00	0.99	1.00	1.02	
12月	0.99	1.01	1.03	1.02	1.02	1.01	1.01	1.02	1.01	1.00	1.03	1.03	

资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

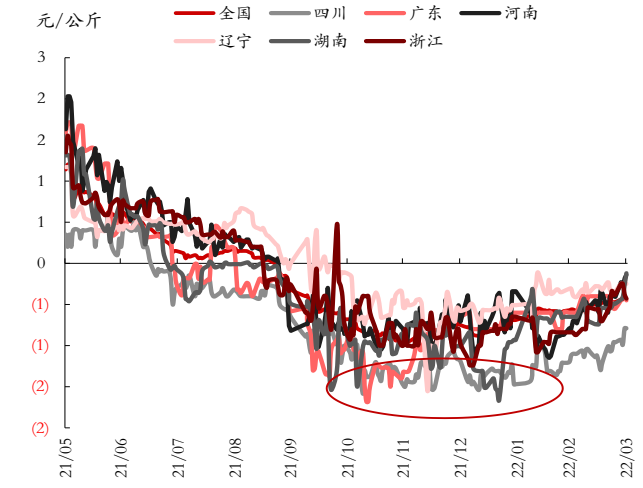
注：绿色为下行年月，红色为上行年月。

图表 22: 1-2 月宰后均重仍高于 17、18 年同期水平 7%



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 23: 肥标价差波动



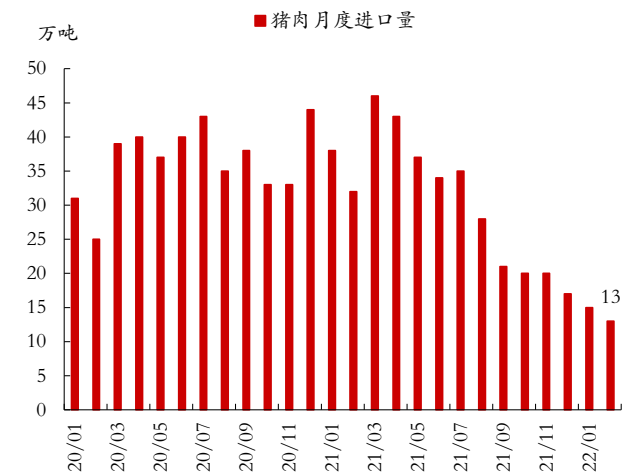
资料来源：我的农产品、东证衍生品研究院

### 3.2、月间强弱：次要供应同比将显著改善吗？

**次要供应：**这里主要指进口贸易商、屠宰场的冻品库存。在年报中，我们也断定次要供应压力今年将有显著缓解，同样一个问题，今天的答案或许是“也许吧”。

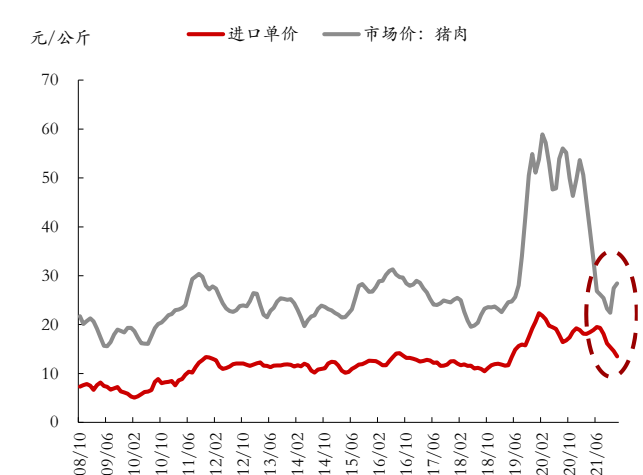
就猪肉及其产品进口而言，我国进口贸易商在下行周期仍处观望当中，叠加税率优势下降（上调回 12% 进口关税），至少今年上半年不会轻易大量增加冻肉进口；而同时，下半年或许是行业蠢蠢欲动的关键节点，尤其年尾旺季冻品可顺势投放市场，不排除年中往后进口量增加的可能（据了解，下订单至进口到港仅需 1-2 个月）。

图表 24: 进口量回归正常区间



资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

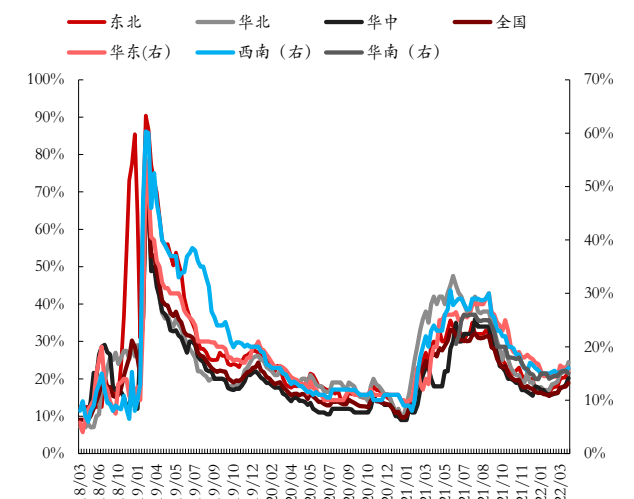
图表 25: 进口价差、税率 (8%→12%) 优势不再



资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

另外，从我国各地区的猪肉消费习惯来看，南方地区更偏好热鲜肉，屠宰端鲜少主动分割入库。故从冻品库容率来看，北方地区库容率往往较南方地区更高。然而从近期库容率走势以及我们所了解到的社会冻库使用情况来看，养殖企业自建冻库、屠宰企业低价入库等行为，在托住当期价格底部的同时，把一部分供应压力给到后市；而择机投放市场的过程，极有可能再度导致旺季不旺。

图表 26：北方地区库容率较南方地区更高



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 27：监测屠宰企业冻品库容率有所提升



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

#### 4、投资建议：看风行船，打破非理性牢笼

由此，即便下半年我们将大概率看到供应的边际改善，猪价反弹高度上，仍将承受来自需求不旺、冻品投放、年末压栏等潜在利空因素所带来的压力，而这些潜在因素实则部分由非理性市场所决定。那么从投资的角度，我们应当把握的是全年交易逻辑的转换及抓住阶段性多空因素，一句话总结（顺便点个题）——看风行船，打破非理性牢笼。这里我作交易逻辑的简要总结：

(1) 上半年：供给惯性增长 vs 年后需求最淡季，空头完胜。短期仍需要关注多次收储带来情绪底支撑以及新冠疫情对局地调运的扰动，主力合约 05 空单可逐步逢低止盈。另外，考虑到我们目前得到的理论拐点或出现在二季度末，衔接 07 合约，对于 07 应保持中性策略。

(2) 下半年：供给边际改善 vs 需求抬升，反转预期强化，谨慎看待高度。从当前节点来看，暂时不要违背周期可能反转下的看多情绪，故长线看多适宜。但考虑到全年主要供应仍同比偏多以及市场有一定压栏预期，注意上方空间（17500-18000 元/吨以上产业端会考虑介入套保 09 合约）；另外，在量与均重的博弈之下，适当关注需求旺季支撑，对于更远的合约，可以给出旺季溢价，期间需注意旺季节奏是否提前以及 01 合约年后交割的特点。伴随现实的逐步兑现，我们应当把握多空思路的区间转换，以变应万变。

(3) 其他：关注四川交割库新设进度对合约定价的影响以及生猪疫病的重大影响。

## 5、风险提示

新冠疫情；生猪疫病；母猪、仔猪超淘；投机性二次育肥及压栏；新设交割库等。



### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金23亿元人民币,员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的营网络。

自2008年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

## 分析师承诺

黄玉萍 吴冰心

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)