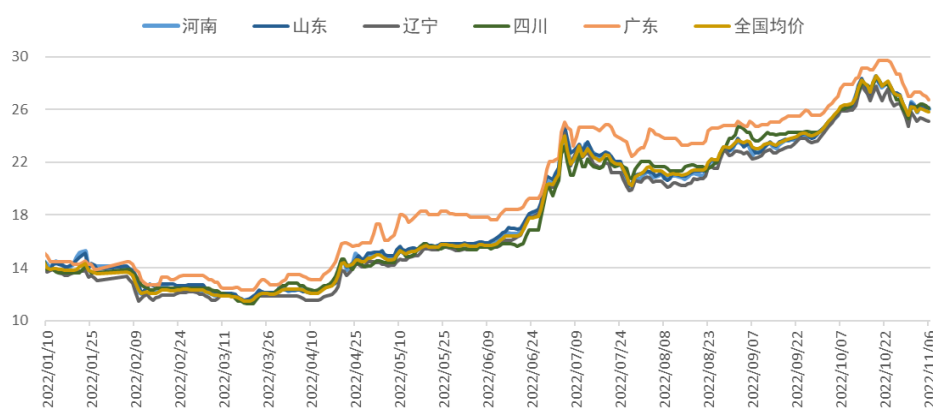


生猪期货交易策略

一、行情回顾：

10 月生猪现货价格再度上演过山车行情。受节前提前出栏、假期调运不畅、节假日集团出栏放量减少、养殖端惜售情绪较重、节假日需求提振等因素影响，国庆期间猪价超预期上涨。高价强化压栏及二育情绪，节后猪价强势运行，涌益跟踪外三元全国均价在 10 月 19 日达到高点 28.52 元/公斤，较 9 月底 24.32 元/公斤上涨约 17%，较 3 月 20 日价格谷底 11.48 元/公斤上涨 148%。猪价高位，市场情绪波动加剧。10 月下旬猪价掉头向下，官方持续发声“保供稳价”，规模场增量，高价抑需且局部地区疫情反复令需求预期转差，跌价驱动出栏情绪，散户认价程度提升。涌益跟踪 11 月 06 日河南外三元生猪均价为 26.05 元/公斤，全国均价 25.83。

图 1： 生猪现货价格走势



数据来源：涌益咨询

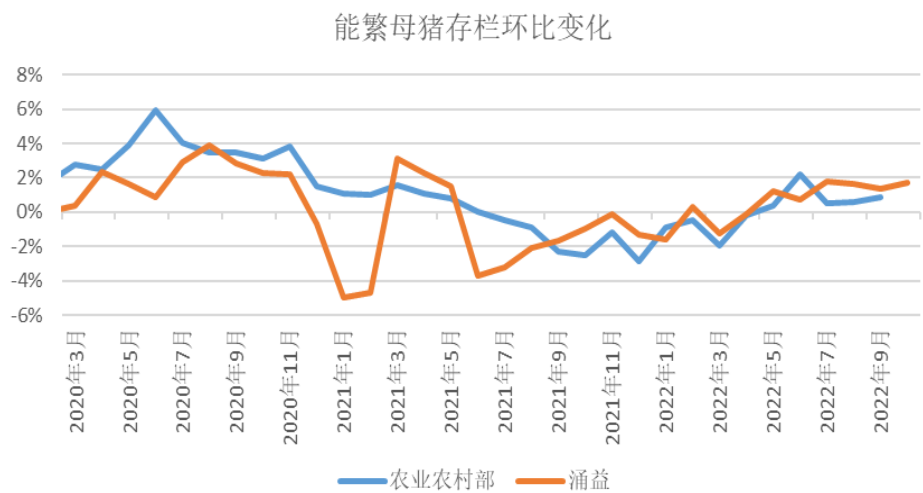
二、市场供需形势分析：

1. 现货供应压力仍处释放之中

市场对于能繁母猪存栏变化趋势存一致性预期，但对于幅度存分歧。今年 4 月以来新一轮猪价上涨周期启动，价格方向由产能指引。官方数据显示，全国能繁母猪存栏量在 2021 年 6 月份达到峰值 4564 万头，按照 10 个月生产周期，对应出栏高峰为 2022 年 3-4 月。去年 6 月全行业进入亏损状态，产能开始去化直至今今年 4 月，仅从能繁母猪到生猪出栏量传导角度来看，四季度生猪出栏受年初能繁母猪存栏量影响，故年前生猪供应基数仍有限，对现货价格底部存在一定支撑。但 6 月猪价超预期上涨巩固缺猪逻辑，市场对下半年行情一致性向好预期下，加之四季度本身大体重猪具有季节性需求，涨价、压栏和二次育肥情绪形成循环，近端惜售带来供应压力后移风险。体重一路增长，11 月 3 日当周涌益跟踪出栏均重

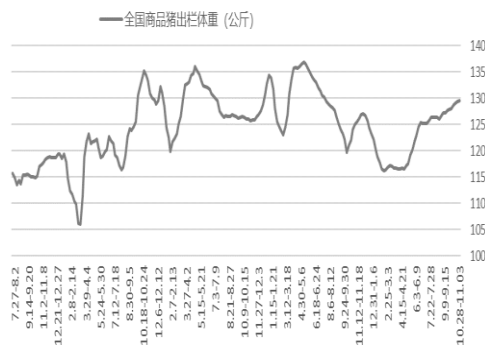
129.69kg，处于历史同期较高水平。8月中旬后，大猪与标猪价差较往年提前拉开，国庆节后肥标价差进一步走阔。近期肥标价差回落，大猪出栏有所增加，但目前猪价仍处高位，旺季尚未来临，跌价后抗价情绪犹存，部分养殖端仍存压栏待涨心态，关注11月价格表现检验肥猪出栏进度，目前现货价格的回落并未完全反映这一部分供应压力。供给节奏为传统旺季价格提供不确定性，目前处于供应增加需求弱势阶段，市场恐慌出栏则阶段回调压力较大，但现货价格深跌后，需求启动价格存在反弹可能。

图 2：能繁母猪存栏变化趋势



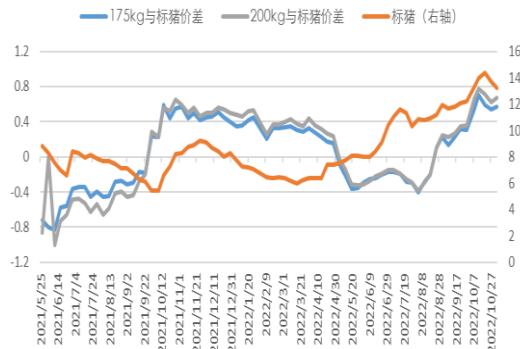
数据来源：农业农村部、统计局、涌益资讯

图 3：生猪出栏均重



数据来源：涌益咨询

图 4：肥猪和标猪价差



数据来源：涌益咨询

2. 市场进入需求确认交易时段

四季度天气转冷、腌腊灌肠以及春节等刚性需求客观存在，重点需要关注需求增幅，这也是市场目前较大的分歧所在。今年前期需求整体表现一般。与去年国庆前后天气降温以及猪价低位形成鲜明对比的是，今年国庆前后猪价均维持强势，高价抑需，此外当前气温偏高，

南方腌腊灌肠等活动尚未启动，国庆节后需求持续疲软。后期需求走向一方面看价格，价格回落则仍有想象空间，价格若维持高位则要考虑季节性需求是否会打折扣。另一方面需要关注新冠疫情发展。近期各地疫情再有反复，整体宏观情绪相对弱势，需求弱预期转向也是近期价格回落诱因之一。此外，今年春节时间较早，需求时间窗口较窄。

图 5：屠宰企业日度屠宰量

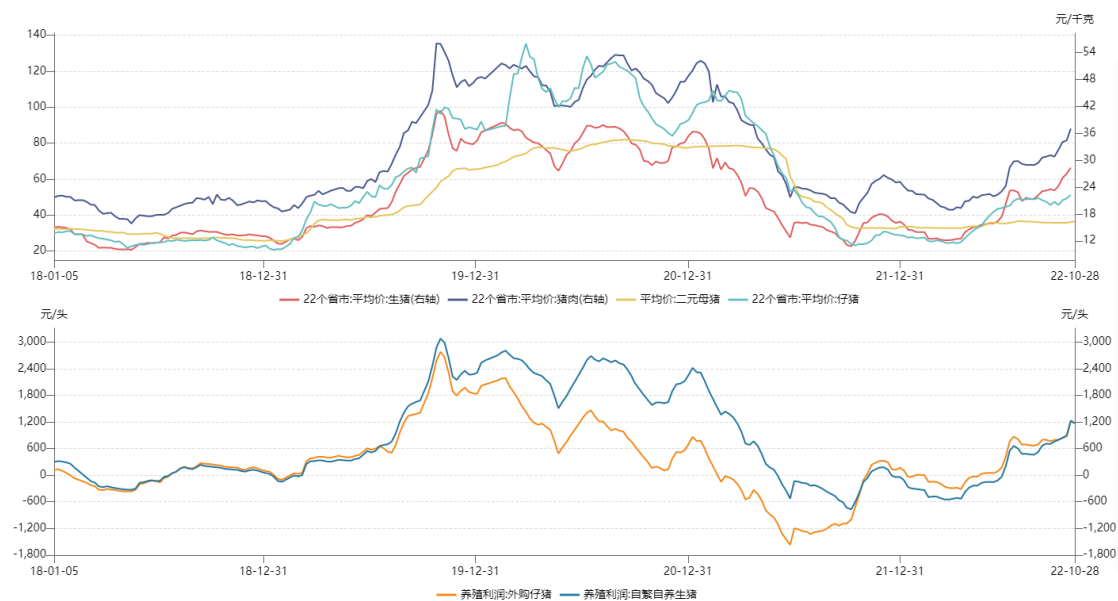


数据来源：涌益咨询

3.明年3月后生猪供应增加趋势确定，重点关注预期差

长周期来看，产能周期指引价格周期。官方数据显示，5月末能繁母猪存栏4192万头，结束连续10个月的回调，环比增长0.4%。三季度末能繁母猪存栏4362万头，连续5个月回升；涌益数据显示，4月能繁母猪存栏环比-0.13%，5月环比回升1.23%，6月环比上涨0.71%，7月环比增加1.79%。8月环比增加1.63%，9月环比增加1.39%，10月环比增幅1.70%。5月以来能繁母猪环比回升对应明年一季度后供应增加趋势较为明确，重点关注产能增长的预期差。能繁母猪对应到出栏供应受到疫病、养殖端基于价格预期的不同养殖决策等因素影响，此外对价格的影响还需匹配需求等因素，需动态跟踪评估。去年下半年至今年年初深度亏损令散户去化较为明显，受制于资金能力有限、补母猪周期长投入高、疫病风险、猪价不确定性、出栏对应时间段等因素限制和考虑，较高盈利水平下市场补栏情绪仍显谨慎，母猪价格表现滞后，令市场对明年上半年供应增量存分歧。国庆节后现货价格超预期上涨令部分养殖户对后市情绪好转，仔猪和母猪价格出现回升，关注补栏情绪。非瘟以来市场情绪以及预期的快速切换加剧猪价波动，超预期上涨和下跌成市场常态，情绪影响阶段压栏/出栏意愿易引起近远端供需错配进而带来长周期下差异于季节性的节奏性行情仍是交易的重点以及难点。

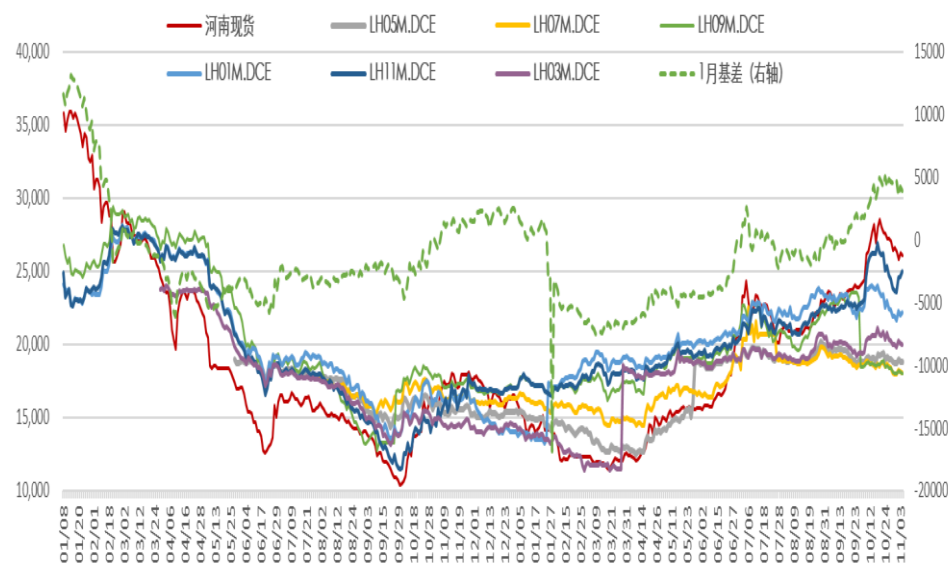
图 6：生猪、仔猪、二元母猪、猪肉价格及养殖利润



数据来源: wind

三、期现货走势分析以及策略建议

图 7: 生猪期现货价格走势



数据来源: wind

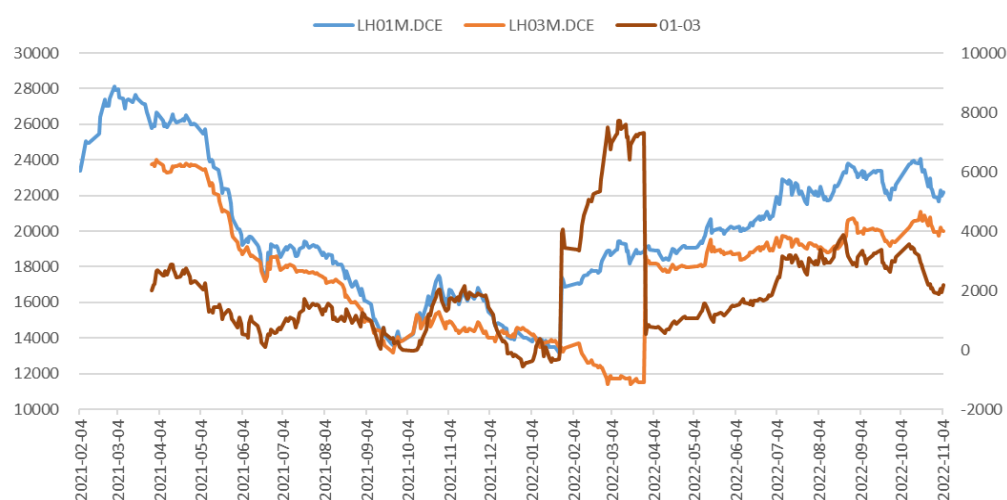
相较此前表现强势的现货市场, 期货表现较为谨慎。近月合约主要跟随现货, 远月合约受资金情绪预期影响, 贴水结构体现市场对于后市的悲观预期。

长周期来看, 5 月以来能繁母猪环比回升, 对应明年一季度后生猪供应增加趋势相对确定, 分歧在于增加的幅度, 整体维持逢高做空思路, 但由于盘面已经注入一定预期, 而远月合约估值具有较大不确定性, 且在一定程度上跟随近月波动, 因此在介入点位以及节奏上需审时度势, 灵活把握。风险点在于生猪疫病、新冠疫情以及政策风险等。

近端市场根据现货走势博弈 1 月合约，市场面临供需双增、政策引导持续的复杂局面。短期市场交易逻辑围绕出栏压力以及消费疲软，新疆生猪外调事件以及各地新冠疫情反复对情绪产生悲观影响。目前盘面贴水加之需求尚未证伪，价格回落后进一步追空缺少安全边际，需求尚未启动前若市场恐慌出栏现货价格快速回落或存在反弹节奏行情。但就目前观察情况来看，供应压力仍待释放而需求预期较弱，市场趋势偏悲观，若需求不及预期，供给压力释放同时或还要面对提前出栏的压力，且市场资金抢跑特点持续存在，密切关注市场情绪变化。

1-3 反套是近期市场主流头寸之一。核心逻辑在于：1.通过能繁母猪数据推断，今年一季度猪价处于周期谷底，3-4 月是能繁母猪存栏低点，按照静态养殖逻辑推断，对应 10 个月生猪出栏是 2023 年 2-3 月；2.今年年底需求市场预期较弱，加之官方节前“保供稳价”等政策引导，一旦需求不及预期节前出现提前抛售会导致节前过度下跌，也透支节后出栏。生猪作为生鲜品，供需数据是动态且较难量化的，近远月合约价差主要基于市场对于供需的周期性和季节性变化的预期，有较大的不确定性，更需动态评估。

图 8：生猪 01-03 合约价差走势



数据来源：wind