

## 二育行为的推演

边舒扬 投资咨询证号：Z0012647

王一帆 期货从业证号：F03099649

真理越辩越明，行情的演绎也需要不断修正。

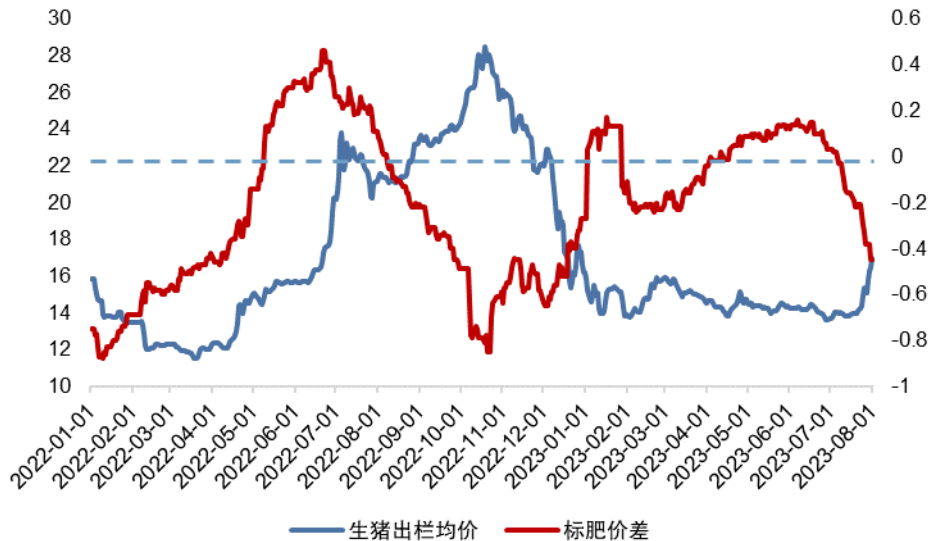
### 前情回顾

在六月初的一篇文章《生猪行情的复盘、演绎与策略》中，我们讲了六个“故事”来演绎未来 6-7 月行情可能的上涨，随着时间的发展，故事一、二没有发酵，故事三成为已经兑现的事实，但受到能繁母猪存栏的压制，利多不明显，故事四是我们觉得最有希望引起价格止跌的因素——梅雨天气，也随着出梅而破灭，但我们并未想到这个故事竟然会在三伏天里重新由呼啸而来的台风引起并发酵；故事五、六说的都是同一件事，即二育有入场的动力和时机，6-7 月供应的缩量以及大猪的压力基本在进入 7 月前出清使得价格上方的压力缩小，为二育的入场和价格的反弹创造机会，但当时我们认为由于消费的掣肘，反弹幅度不会超过 2 元/公斤。因此，基于此我们在当时提出了以海鸥看跌期权和固定赔付向下敲出累计期权的策略，站在今天的时点来看这两个策略的提出，针对 2307 上的海鸥期权，在进入交割月前实现了较好的套保效果，而针对 2309 的固定赔付向下敲出累计期权目前也刚开始在期货端卖出 17000 点位的期货手数，前期的 6、7 月的固定赔付稳定“到手”，截止当下也运行较好（具体内容可翻阅《生猪行情的复盘、演绎与策略》），但是该期权的风险在于行情趋势性的转变，即未来盘面是否会持续上行。因此本文想要讨论的是本轮盘面价格的连续上涨是否具有可持续性，行情是否发生转变，二次育肥能持续多久以及能推动价格达到什么位置。

### 简单的复盘

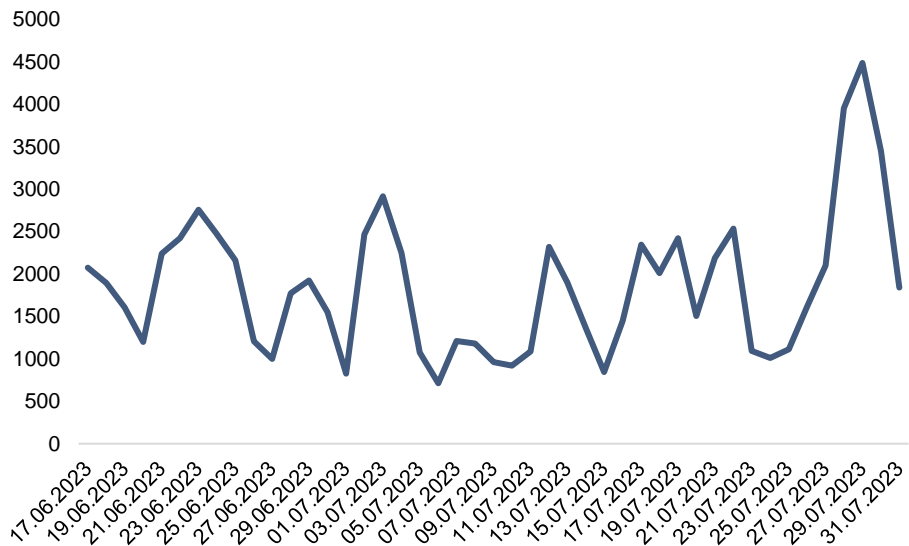
本轮行情的启动源于几重因素的叠加，一是标肥价差的逆转，在长期亏损的背景下，养殖户一直坚持降重策略，导致进入夏季大猪紧缺，但市场对大猪又有一定的需求，因此大猪的价格开始上涨，推动标猪价格的反弹；二是随着大猪、标猪价格的反弹，市场情绪开始回暖，在之前的文章中我们也提到在长期下跌的行情中，人们的抄底情绪会逐渐积累，直到价格弹簧的放松，情绪就会迸发，期货市场是这样（27 日主力合约多头的大量增仓），现货也是，短期价格的持续反弹会让养殖户认为长期的探底已经完成，对未来价格充满乐观情绪，惜售抗价压栏行为开始出现，进一步减少了短期市场的供应；三是天气的助力，“杜苏芮”台风的来袭，使得全国各地降雨量骤增，短期生猪调运困难，进一步缩减了市场的供应（虽然台风也会造成白条消费的减少，但我们认为供应的边际减少量将大于消费），同时台风过后猪病的题材或许也将重新发酵；四是二次育肥，价格的反弹刺激二次育肥的情绪，二次育肥的进入又进一步推动价格的上涨，价格的进一步上涨又会导致养殖户情绪的乐观与压栏。这几重因素的叠加和共振，特别是长期压制的看涨情绪这跟弹簧的反弹是造成近期价格迅速拉升的原因。

图 1：标肥价差



数据来源：我的农产品网 南华研究

图 2：25 个生猪主产主销区降水量（mm）



数据来源：路透 南华研究

## 二育行为的推演

在我们的早评中，我们一直强调需要关注规模二育的入场是否具有持续性，这是因为在目前产能兑现处于上行期的市场上我们并没有看到生猪消费的强复苏(白条走货的疲软一直没有得到太大改善)，因此如果天气转好后少了二育的持续入场，那么这轮行情的持续时间可能就会像今年 2 月那样而不是去年 7 月的行情了。因此推演二育的行为就至关重要，为此下面我们将从二育短期对供应的影响、二育的可持续性以及其导致价格的变动进行推演。

延续上一篇《思绪乱弹系列——能繁母猪去化至何时何量，猪价才能有反转》的思路，随着产能效率的提高，虽然能繁母猪存栏量在官方规定的产能绿色的调控区间，但其出栏量已经较去年有了极大的提高，这是导致目前供应多的主要原因。根据前篇专题的推导，7 月的生猪出栏量大致在 9196.55 万头，本月的出栏进度抛开 7 月 23 日后的改变，其余基本维持较为稳定的出栏节奏，这也可以从前 23 日的出栏价格进行佐证。前 23 日的出栏均价正好是 14 元/公斤，每日的价格波动基本围绕 14 元/公斤上下运行（这也是比较神奇的一点，说明 14 确实是养殖户和市场默认的关键价位，同时也说明了目前市场在没有外力干扰的因

素下，正处于一个供需相对平衡的状态中，那么基于此，我们认为只要未来边际需求的增量大于未来边际供应的增量，价格就有上行的动力，由此可以研判下半年的行情，关于这点我们将在下文继续讨论)，因此，我们把本月的出栏量平均分摊到每日上得出前 23 日每日出栏量基本在 296.66 万头，供需平衡的状态下，需求也维持在 296.66 万头一天，而 23 日后总共还剩下 2373.37 万头的量，随着二次育肥、压栏惜售情绪的进入，短期供应开始缩减，这里我们参考涌益的二育数据，23 日后基本有 5.8% 的二育占据了本应出栏的量，同时叠加全国各地的压栏（压栏方面目前没有具体的数据，但规模厂根据调研了解压栏最多一礼拜，可以忽略不计，主要还是散户行为，散户更易受短期情绪影响同时叠加压栏需要的资金成本比二育要低，因此我们预估压栏有 10% 的量参与进来），因此短期内将减少 375 万头的量，对应到每日出栏量预估为 249.78 万头，相比需求减少 15.8%，同时我们考虑天气引起的调运困难会缩减供应，但暴雨天气也会影响需求，相互抵消后我们认为天气对供应端仍有 1% 的影响，因此，我们推算最终的理论均衡价格将在 16.35 元/公斤附近，而实际 7 月 31 日当天的全国出栏均价在 16.41 元/公斤，我们认为是一个合理的价格。但是截止 8 月 2 日生猪出栏价格是 17.58 元/公斤，相较前期的 14 元/公斤涨幅 25.6%，意味着又有 9.8% 的二次育肥进入市场，价格才是合理的（短期压栏和调运都相对稳定），那么二育真的会在当下的高价持续进入吗？这是我们想讨论的第二个问题——二育的可持续性。

经历过市场的洗礼，二育较以往更加成熟，过去一轮二育往往会持续 2-3 个月，而当下二育养殖户更倾向于追求“短平快”的利润，根据调研了解，在对未来行情不确定性较强的预期下，当养殖利润有 1-2 元/公斤的利润，二育户就愿意出栏兑现利润。而当价格较高抓猪成本提升时，除非对后市行情极度看好，否则二育行为将停止。说到底影响二育持续性最主要的推手还是利润，因此我们对未来成本和利润进行一定的测算。

本轮成规模的二育基本从 7 月 22、23 日开始，当时抓猪成本较低在 14.4 元/公斤，体重主要是 100kg，目前来看有了较好的盈利，随着时间的推移，二育情绪越来越浓厚，抓猪的价格开始比流向市场的贵 3-5 毛左右，抓猪的体重也开始上升，但是 7 月 28 日入场的截止目前仍有 1 元/公斤的利润，而 8 月入场的则还处于亏损状态，当然我们这里计算仅考虑了饲料和路途损耗的成本，人工和厂房水电的成本并未考虑在内，因此表 2 入场的利润较少或呈亏损状态。如果现在二育继续进入，供应的缩量会进一步拉高价格，那么根据这几个表可知，在 9-10 月价格必须要达到 17 元/公斤才有可能不亏损，达到 18 元/公斤其才能收获满意的利润，那么未来价格是否能到达该点位是二育是否会持续进入的关键。前文中我们有提到 14 元的价位是一个供需相对平衡的点，要想知道未来价格能否上升就得了解未来供应边际增量是否会少于需求的边际增量，我们运用上一篇文章的逻辑来进行推算，9 月的出栏量大致在 9251.36 万头，边际增加 51.81 万头，但我们还需要算上 7 月底二育和压栏供应的缩量，最先二育的养殖户可能会在 8 月就出栏，而随后入场的可能在 9 月中下旬十月初，其出栏成本降至到最低点时选择出栏，我们估计这部分养殖户占到 50%，即 187.5 万头，因此供应边际增幅大致为 3.5%，需求端我们用屠宰量往年的增幅来测算，9-10 月屠宰量较 7 月边际增幅在 10% 附近，价格存在上涨的基础，但是理论价格在 14.9 元附近，远远达不到 17 元，因此我们认为二育在目前超过 16 元/公斤的点位就不会再持续性的规模入场，这与我们前期认为反弹幅度不会超过 2 元/公斤相吻合。

表 1：7.23 进场二育成本

7.23 进场二育成本(14.4 元/公斤)		
育肥时间与体重	出栏成本(仅考虑饲料和路途损耗成本)	出栏时间

12 天体重到 110	14.58	8.03
12 天到 120kg	14.27	8.16
12 天到 130kg	14.09	8.28
20 天到 150kg	13.98	9.27
39 天到 175kg	14.2	11.7

数据来源：涌益咨询 南华研究

表 2：7.28 进场二育成本

7.28 进场二育成本（15.65 元/公斤）		
育肥时间与体重	出栏成本(仅考虑饲料和路途损耗成本 )	出栏时间
12 天体重到 130kg	15.92	8.09
20 天到 150kg	15.56	8.30
39 天到 175kg	15.61	10.08

数据来源：涌益咨询 南华研究

表 3：8.1 进场二育成本

8.1 进场二育成本（17.00 元/公斤）		
育肥时间与体重	出栏成本(仅考虑饲料和路途损耗成本 )	出栏时间
12 天体重到 130kg	17.17	8.13
20 天到 150kg	16.64	9.03
39 天到 175kg	16.69	10.12

数据来源：涌益咨询 南华研究

那么，在二育不可持续入场的前提下，未来价格会如何变化呢？首先，既然二育不存在可持续性，那么现在 17.6 元/公斤的价格已然偏高，我们认为其价格的成分中蕴含了情绪，在当下终端的消费并未看到明显复苏的情况下，一旦二育入场退却，那么价格会回到前期我们推导的理论均衡价格 16.35 元/公斤附近（二育供应的缩量还会持续一段时间），随后随着 9 月二育缩量的释放以及产能的兑现，未来价格可能将继续探底，朝着我们推导的第二个均衡价格 14.91 元/公斤驶去，**当然值得注意的一点是今年标肥价差的倒挂说明目前市场确实缺大猪，叠加冬季对腌腊的需求，二次育肥的行动在后续月份中陆续出现可能是大概率的事，但并不会影响整个下跌周期的大趋势，这对应了我们前篇乱弹系列的观点，同时我们也认为此次的反弹会在后市的行情中轮番出现，但幅度会越来越小，直到最后完成筑底，开启下一**

## 轮的上行周期。

### 策略

那么针对未来行情的演变，我们仍然认为海鸥看跌期权是合适的选择，只是对点位的选择需要重新设计，针对 11 合约的海鸥看跌期权我们认为可以将 K1 设计 14900, K2 为 16400 K3 为 17900。而近月合约短期受到情绪的影响仍然偏强势，二育供应的缩量会在后面月份来兑现，因此短期 9-1 的正套、长期 01 的逐步逢高布局空单是我们推荐的策略。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093