

广东某农牧企业套期保值案例

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

方案制定时间

2024年3月

★企业简介及风险敞口

公司属于生猪养殖产业链的中游，既需要向上游购买玉米、小麦、豆粕等饲料原材料；又需要向下游销售生猪及猪肉，若饲料采购及生猪销售价格均随市场波动，公司将面临的风险敞口如下：（1）饲料原材料价格上涨导致的成本增加、挤出利润风险；（2）饲料原材料价格下跌导致前期购入的库存饲料减值风险；（3）生猪价格下跌导致的收入减少风险。

★生猪及饲料原料行情分析：

生猪：短期：当前肥标价差高位、养殖端的投机需求或对3、4月整体价格形成重要底部支撑，但对肥猪需求的季节性减少将对肥标价差及其绝对价格产生一定冲抵效果。中长期：农业部新生健仔数显示未来半年后的出栏量可能转入下降通道，将从预期上支撑合同约定价。**玉米：**近期结转糙米、新陈小麦预计将先后流入饲用领域，大麦进口持续高位，预计玉米价格将保持偏弱震荡。但中下游补库需求仍在释放、国产玉米的增储的预期基本能够实现，预计二季度价格低点将高于年前。三季度预计价格中枢将随着玉米自身库存的消耗而继续环比季节性小幅回暖。9月之后的新玉米上市价格下降的预期较强。**豆粕：**买船数据显示4-5月国内进口大豆供应充足，而养殖能否如期向好还需不断验证。不过从交易角度，美豆跌破成本后做多具有一定安全边际。中长期还需继续关注美国24/25年度面积、天气及作物生长情况，下半年发生拉尼娜的概率增加也为天气炒作提供了条件。

★风险敞口管理方案

2024年4月，根据行情分析和企业风险敞口情况，对于未采购饲料，建议近期可针对二季度计划采购豆粕关注逢低多头套保机会，三季度关注玉米多头套保机会；对于库存饲料，近期及新季玉米收获后可针对库存玉米考虑逢高空套保机会；而对于生猪销售，可关注二季度投机需求过热后的逢高空套保机会。建议关注市场走势并及时灵活调整套保方案，并根据市场走势情况制定下半年套保方案。

★风险提示

价格走势超预期、基差风险、移仓风险

黄玉萍

资深分析师（油籽&豆粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

吴冰心

分析师（农产品）

从业资格号：F03087442

投资咨询号：Z0019498

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

杨云兰

高级分析师（农产品）

从业资格号：F03107631

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

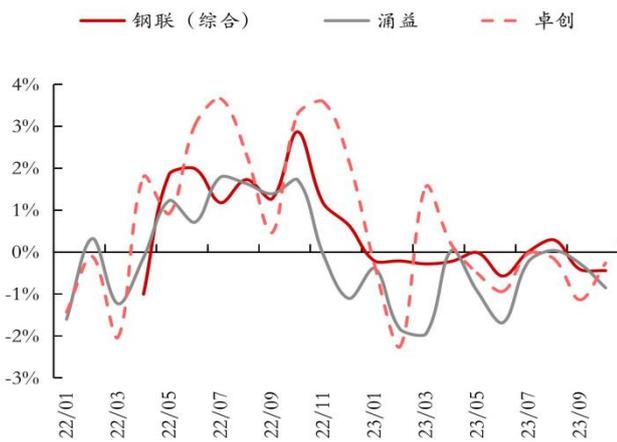
1、生猪及饲料原料行情与基差分析

1.1、生猪

供给：去产高峰已过，出栏压力尚未实质性缓解。

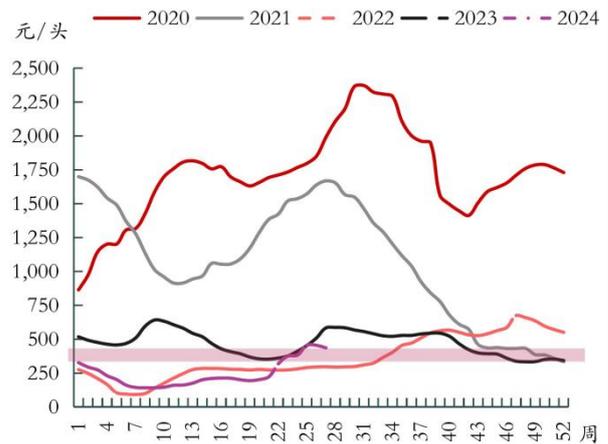
母猪去产条件削弱，24H1 能繁母猪存栏或趋于稳定。从 380-400 元的 7kg 仔猪成本来看，仔猪销售再度回归盈利区间，而商品猪价格又存在较为一致的“探底结束”预期，业端主动去产减速（2 月已有两家三方机构能繁母猪存栏环比转为正值：涌益+0.28%、卓创 166 家样本+0.6%）。此外，集约化程度的提升使得行业在去产动作上趋于理性。据钢联农产品、卓创资讯规模场样本，截至 2 月底，能繁母猪存栏同比降幅分别为 5.88%、4.24%，远不及其他机构包含散户数据所呈现的降幅（涌益-8.4%、协会-9.15%）。规模企业的谨慎决策将制约产能去化深度与幅度，叠加行业仍存在 2024 年周期反转的良好预期，我们预计上半年能繁母猪存栏量将以稳定为主。

图表 1：各机构监测能繁母猪环比变动



资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 2：7kg 仔猪销售价格



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 3：三方机构监测能繁母猪同比、累计变动及存栏水平波动

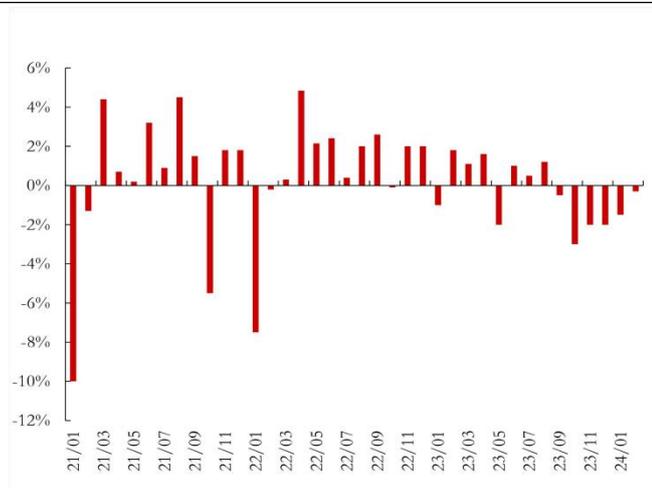
样本来源	24年2月能繁母猪同比降幅	23年1月至今能繁母猪累计去化幅度	21年6月以来能繁母猪变化情况
钢联-规模场	-5.88%	-6.04%	
涌益	-8.40%	-10.08%	
卓创-166家样本企业	-4.24%	-6.39%	
协会	-9.15%	-10.97%	

资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、畜牧业协会、东证衍生品研究院

产能——产量推演逻辑上，以仔猪出生数为代表的的数据表明现阶段出栏量下降的趋势性转折点尚未到来。首先，从农业部新生仔猪数来看，23 年底至 24 年 1 月，样本数据显示出较明显的月连续环比下降的走势，农业部新生健仔数已开始转入同比下降的通道中，

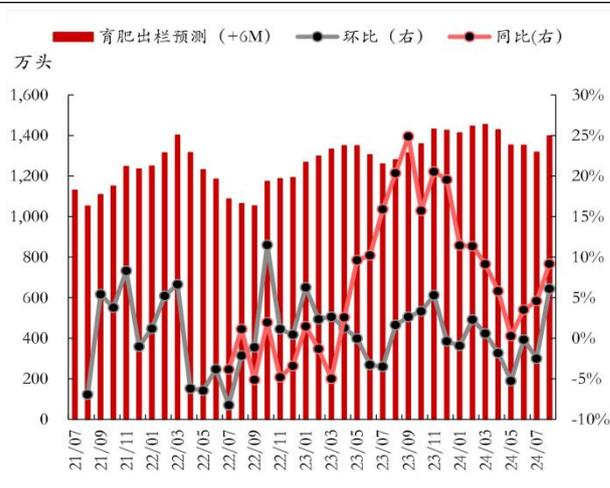
对应未来半年后的出栏量，即5-7月合约所对应的供应量，将从预期上支撑合约定价。

图表 4：新生健仔数环比变动



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

图表 5：育肥出栏预测



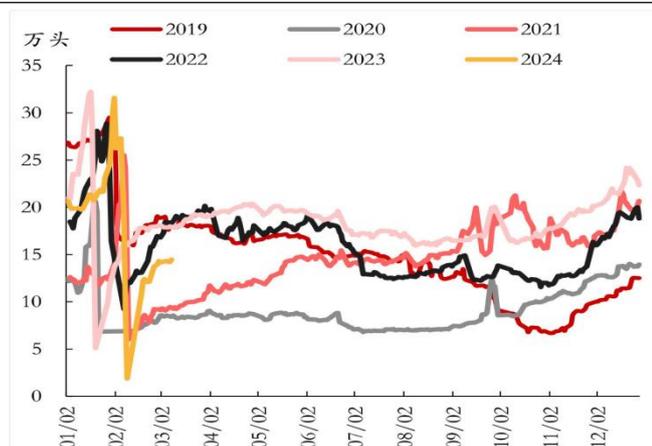
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

需求：春节后进入传统消费淡季，周期性投机给予底部支撑。

季节性看生猪进入传统消费淡季。春节后生猪进入传统消费淡季，节后2周内相当明显，行业处于缓慢去库阶段。当然也有市场观点认为进入3月开学、开工整体消费需求会较2月好转，但在淡季的基调上，生猪屠宰订单提升幅度依然有限。

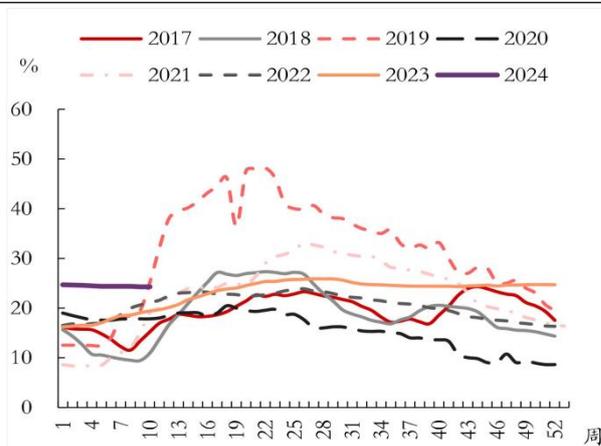
周期性投机决定底部支撑。春节期间养殖户被动压栏增重，节后部分企业调整出栏体重且南方存在养殖户进场二次育肥现象，体重呈企稳反弹趋势，短期标肥价差反季节性下行。实际上，当前标肥价差坚挺更多来自前期北方生猪疫病加速出栏带来的结构性缺口，伴随肥猪消费需求季节性走弱，消费的结构调整将与存栏的结构性缺口匹配，未来标肥价差将大概率延续走强趋势（即肥猪价格较标猪走弱）。那么二次育肥等投机行为的驱动将更依赖于市场对于反转周期的看法，周期性投机影响将逐渐超过季节性投机（一般四季度末最强）。

图表 6：生猪月度屠宰量



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

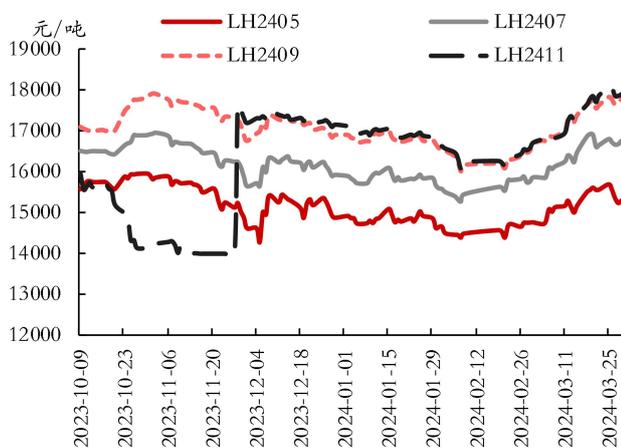
图表 7：标肥价差反季节性走强



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

基差：24 年仍延续 Contango 结构，但合约升水曲线较 23 年上半年盘面所形成的曲线更为陡峭。主要原因如下：23 年为供需双增逻辑，伴随需求端持续验证（尤其旺季不旺的价格特点），交易层面逐渐转向供强需弱的偏空方向；而 24 年则走上半年供强需弱、下半年供弱需强预期，更容易形成远月相对于近月合约的高升水。总体来说由于出栏下降的转折点未至，同时进入消费淡季，现货价支撑不足，近期基差进一步走弱概率相对更高。其次从季节性的角度看，随着消费需求的变化，上半年基差季节性走弱、下半年季节性走强概率较大。由于基差可能进一步走弱，从基差的角度看，目前不是卖出套保的好时机。

图表 8：生猪期货期限结构



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 9：生猪主力合约基差



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

1.2、玉米

供给：卖压之后，替代品压力接踵而至

1 月中上旬，悲观情绪仍在蔓延，价格连续刷新 23/24 年内低点，市场对政策增储的层级与效果，总体信心不佳；春节前后，随着增储政策逐批落地以及渠道建库积极性的小幅提升，玉米经历了两轮小的反弹，但在并不乐观的长期预期下，这并未能提供持续的上行动力；进入 3 月，在进口大麦连续数月保持高位、对玉米饲用需求的挤压显现，以及糙米提前出库的传闻等因素的影响下，玉米又转入了震荡趋弱的阶段。

糙米：22/23 年度定向稻谷在 2023 年 8 月初-9 月末期间投放，按照其流入终端需要 1 个月的时间来预估，8 月底及其之后拍卖的稻谷预计都将结转至 23/24 年度，预估约 700-800 万吨；这批结转稻谷的平均成交价约 1777 元/吨（东北地区），折算糙米成本约 2430 元/吨（按 79% 出米率计算，考虑稻壳收入回补）。1 月初北港平舱价已跌至糙米理论成本，剩余的结转糙米将主要在玉米价格充分修复之后，才能因替代优势而逐步流入市场，而这将最有可能发生在 24Q3；但 3 月中旬市场传闻国家要求剩余糙米加速出库，需在 5 月底之前出库完毕。当前北港玉米平舱价在 2400 元/吨左右震荡运行，提前出库不仅是供应压力前置，也意味着尚未销售的糙米需要以更低的价格流入市场，对全年价格中枢

的利空影响或更大。

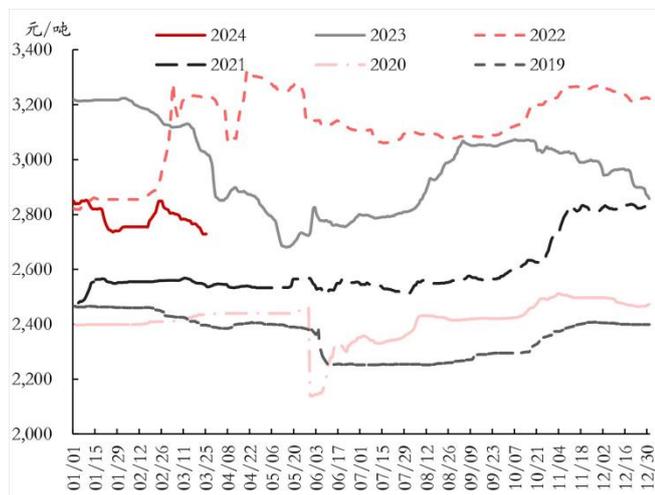
小麦：因恢复性增产预期和食用需求的趋弱，小麦的替代优势或将在5-6月提前出现。

目前小麦长势整体良好，中性假设下，24/25小麦年度或有超过2000万吨的小麦进入饲用。在2023年之前，规模较小的次级小麦的饲用，通常发生在新麦大量上市之后，即6-8月之间，此时小麦价格也通常偏弱，但市场总会在学习效应中逐渐抢跑，且新麦产情在5月底、6月初也基本形成定局，上年的结转库存或会因此释放。今年春节之后小麦价格持续下行，小麦的饲用替代优势正逐渐向平衡线靠拢，此外，豆粕现货价也有所上涨，且即将迎来天气炒作阶段，也有利于小麦替代玉米门槛的降低。

大麦：今年全球玉米供应进一步宽松化，且我国已开放澳洲大麦进口，国际饲料粮宽松的供应压力或许将通过无配额限制的品种即大麦传导至国内市场。自去年8月澳麦“双反”政策取消后，截至今年2月，我国的大麦进口到港已经连续6个月保持在100万吨以上，根据路透的航运数据，3月到港预计仍将超100万吨，预计未来还将继续保持。

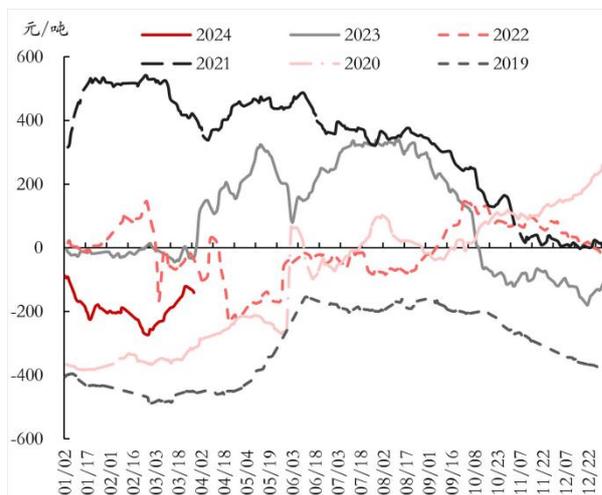
主要能量谷物进口总量二季度环比季节性下降的预测目前仍保持不变，主要是玉米、小麦进口量环比下降，其中玉米在8月之后预计还有一定量的国企定向配额释放带来的增量，而小麦并无可规避65%配额外高关税的进口通道。但23/24全年进口量预期的同比增幅因大麦而进一步上调，此外，三季度巴西出口旺季到来、美玉米产量兑现后，是否会加剧国际饲料粮的供应压力，令国内大麦等杂粮进口再超预期，也存在不确定性。总体上，三季度供应环比改善的预期不变。

图表 10：春节后小麦价格持续下行



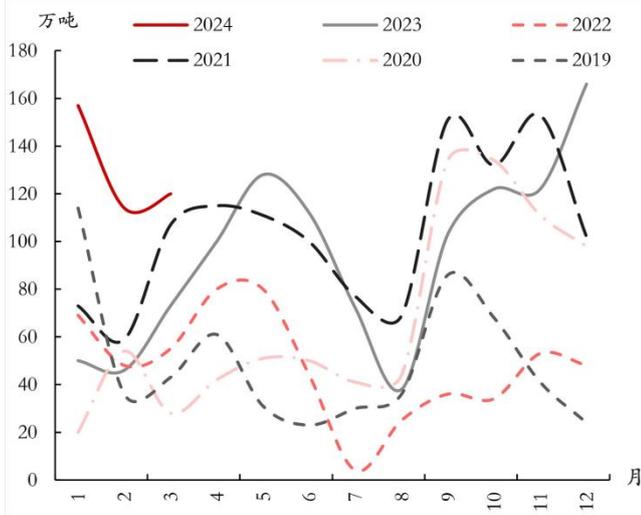
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 11：小麦替代玉米的理论价格优势表现



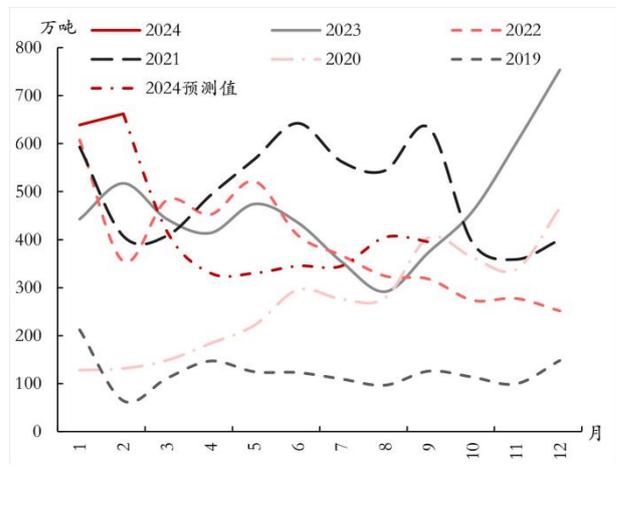
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 12: 国内大麦月度进口量



注：2024年3月数据为基于路透航运数据的预测值。
资料来源：海关总署、路透、东证衍生品研究院

图表 13: 国内主要能量谷物月度进口量及预测



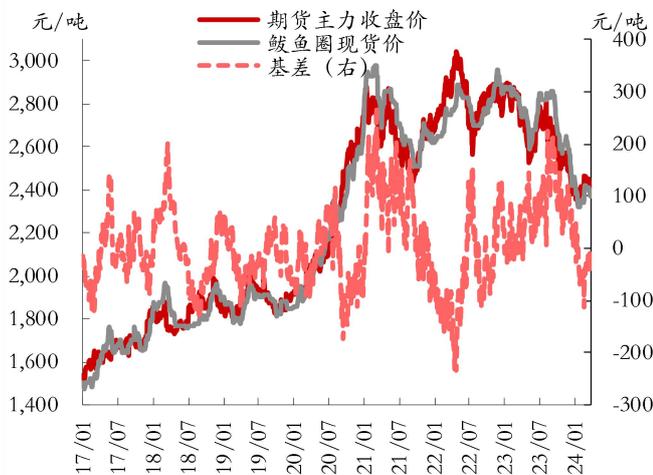
注：以上进口数据包括玉米、小麦、大麦、高粱四种谷物；
2024年3月预测基于路透航运数据，其后为笔者预测。
资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

需求：饲用需求持续下降，深加工需求同比旺盛

存栏预计驱动饲料需求持续下降，但后期或能因高均重边际回暖。前2个月存栏的下降已经开始驱动饲料总需求走弱，2024年1-2月，全国工业饲料产量4437万吨，同比下降3.6%，预计该趋势至少持续至今年Q3。不过，因行业适度压栏增重，生猪均重略有提升。本年度预计存栏将是饲料需求的主导因素，后期随着赌市后的行为增加、均重进一步提升，饲料需求有望环比边际回暖。**深加工需求同比旺盛，夏季预计还有季节性回暖空间。**此前我们预期东南亚木薯迎来收获季之后，木薯淀粉有望反向替代部分玉米淀粉，但木薯供应并未明显改善，1-2月木薯干进口37.19万吨，同比大幅下降69%；木薯淀粉进口58.45万吨，同比下降12%；木薯淀粉-玉米淀粉价差回调也有限。此外，淀粉糖对白糖的替代也因配方更改，大部分被固定下来。不过，淀粉糖的开机率以及淀粉企业的开机率与春节前相比仍有差距，主因食饮进入淡季。进入夏季后，有望季节性回暖。

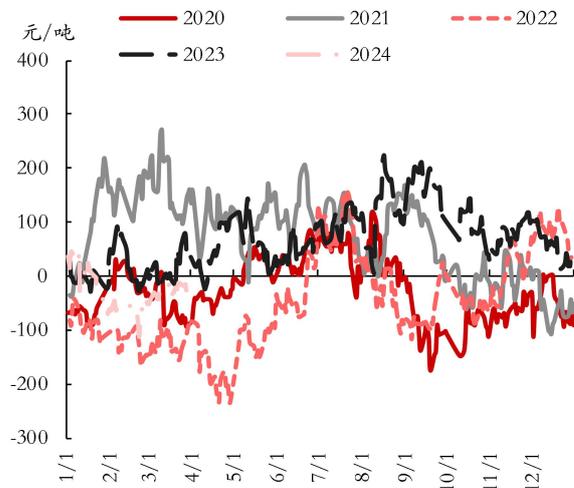
基差：当前玉米基差为-40元/吨，从历史数据看，当前基差处于1年历史数据的8.59%的分位位置，历史1年基差均值、最小值、中位数、最大值分别为60.28、-114、62.5、224元/吨；从季节性看，由于玉米的收获季节为9-11月，通常来说8月前基差随现货库存逐步消耗而上涨，而8月后由于新季玉米收获，现货库存增加，基差会季节性下滑；从玉米基本面看，由于结转糙米和新陈小麦预计将先后流入饲用领域，加上大麦进口持续高位、全年进口预期上调，预计玉米价格将保持偏弱震荡，考虑到中下游补库需求仍在释放、国产玉米的增储总量达到1100万吨的预期基本能够实现，二季度可能达到玉米价格低点。进入三季度价格中枢将随着玉米自身库存的消耗而继续环比季节性小幅回暖。总体来说，9月新季玉米上市前玉米基差可能会震荡上行，不利于买入套期保值。

图表 14: 玉米基差



资料来源: Wind、Myagric、东证衍生品研究院

图表 15: 玉米基差季节性



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

1.3、豆粕

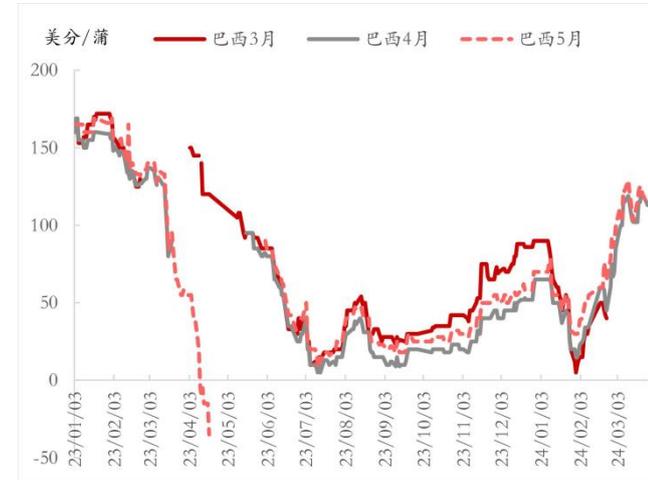
南美大豆：进口大豆成本抬升，连豆粕先于外盘见底

一季度豆粕期价呈 U 形走势，且明显先于外盘见底。CBOT 大豆 5 月合约持续下跌并于 2 月 29 日最低跌至 1128.5 美分/蒲，豆粕 5 月合约则在 1 月 30 日跌至最低 2928 元/吨，随后上涨至 3 月 21 日的高点 3385。巴西 CNF 升贴水持续上行，3 月内外盘期价均有所上涨，但豆粕涨幅明显大于外盘。

去年 5 月船期巴西 CNF 升贴水在 4 月 18 日最低跌至-35 美分/蒲，今年迄今为止的低点 30 美分/蒲出现在 1 月 30 日。今年巴西大豆收获进度、农民销售进度、1-2 月出口量几个关键指标和去年同期水平相当，那为何今年 CNF 升贴水的低点出现更早且绝对值明显抬升呢？可能的原因有以下几点：第一，今年巴西平衡表较去年相对紧张。今年巴西产量预估不断下调，3 月 CONAB 预估巴西今年产量 1.4686 亿吨。同时，巴西国内大豆压榨量连年增加，CONAB 预估 2024 年巴西大豆出口较上年下降 953.3 万吨至 9233 万吨，期末库存也有所下降。第二，巴西国内仓储能力不足导致其大豆集中收获上市时会有显著卖压，但据悉今年巴西农民增加吨袋存储以延缓销售压力，买卖双方博弈过程中卖方挺价的底气更足。第三，作为全球最大大豆进口国，今年我国盘面压榨毛利明显好于去年同期。尤其是 3 月 8 日起市场流传着各种关于压榨下降、卸船不畅的传言，油厂也相继挺价及限量销售。榨利持续好转情况下国内新增巴西买船，中国进口需求“激增”，巴西农民 CNF 升贴水报价也就更有理由维持坚挺。

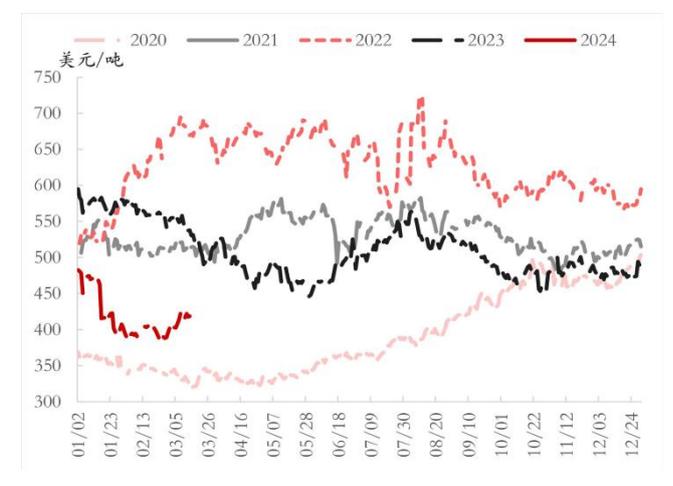
阿根廷丰产是大概率事件，截至 3 月 26 日阿根廷 76.4%大豆作物处于鼓粒灌浆期、37.4%成熟，优良率下降 2%至 29%。未来 1-2 周阿根廷产区降水相比往年同期正常值偏低，预计 4 月可陆续收割，产量恢复至正常年份水平基本确定。布宜诺斯艾利斯谷物交易所维持阿根廷产量预估 5250 万吨不变，罗萨里奥交易所在最新报告中也上调产量预估 50 万吨至 5000 万吨。预计 4 月阿根廷将开始收获，丰产背景下可供出口量增加，若阿根廷政府今年再次开展“大豆美元计划”鼓励农民出口创汇，那么出口可能进一步增加。

图表 16: 巴西出口 CNF 升贴水报价



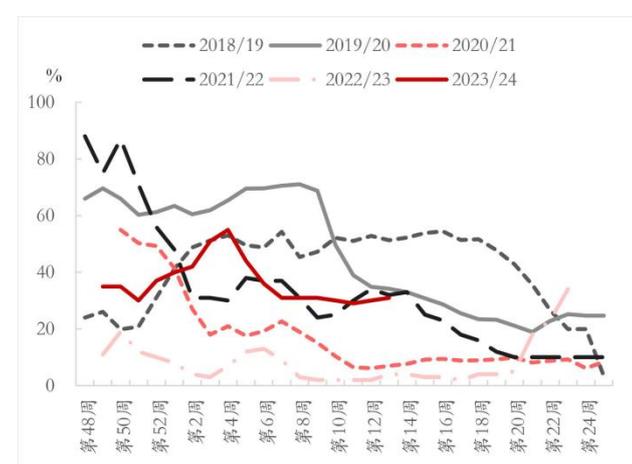
资料来源: 钢联、东证衍生品研究院

图表 17: 巴西即期出口一口价



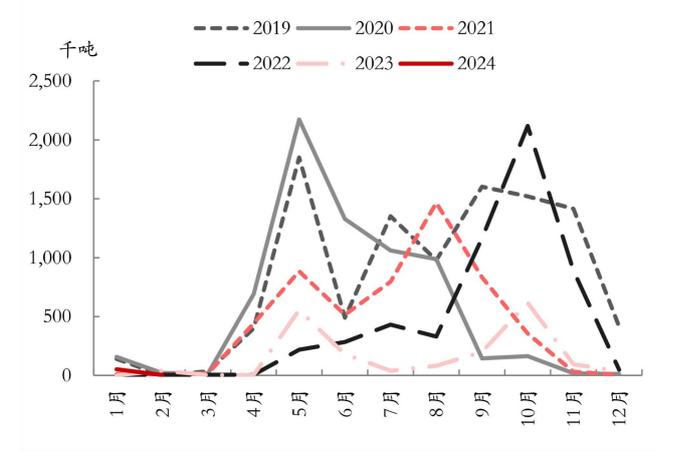
资料来源: Reuters、东证衍生品研究院

图表 18: 阿根廷大豆优良率



资料来源: BAGE、东证衍生品研究院

图表 19: 阿根廷大豆出口



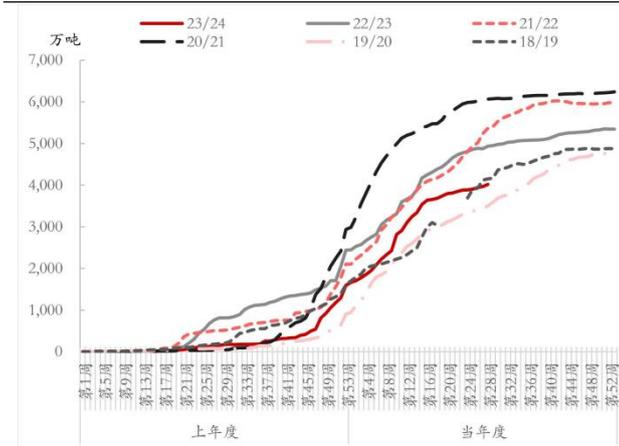
资料来源: 阿根廷农业部、东证衍生品研究院

美国大豆: 美豆平衡表偏宽松, CBOT 跌破种植成本。

美国供应趋宽松, 这一点市场并无疑问。去年 9、10 月 USDA 供需报告预计美国 23/24 年度期末库存 2.2 亿蒲, 最新一期报告已经上调至 3.15 亿蒲。主要拖累项在于出口, 截至 3 月 14 日当周美国本年度累计出口订单为 4016 万吨, 同比降 18.8%; 累计装船 3549.5 万吨, 同比降 18.5%。USDA3 月供需报告维持美国本年度 4681 万吨的出口目标不变, 要完成这一目标, 剩余每周需新增订单 26.6 万吨, 新增装船 45.3 万吨。考虑到美豆在国际市场缺乏性价比, 未来出口前景仍然悲观。美国压榨需求强劲, 截至 2 月本年度 NOPA 会员累计压榨大豆 11.1157 亿蒲, 同比增 6.5%, 相比之下 USDA3 月供需报告预估的 23/24 年度压榨仅年比增 4%, 强劲的压榨需求能够一定程度帮助美国 23/24 年度期末库存不再进一步调高。

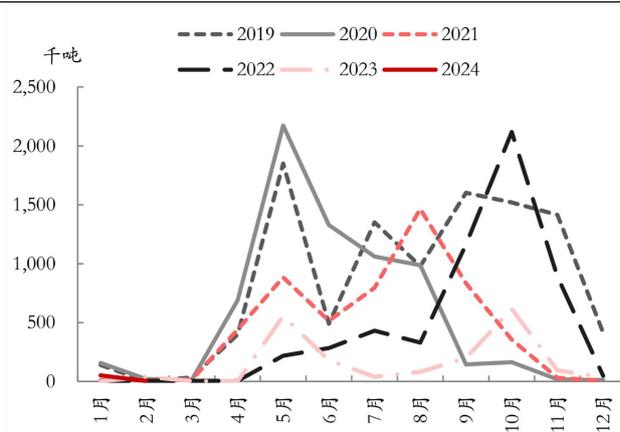
更重要的是即将开始的24/25年度。3月28日USDA公布季度库存报告和种植意向报告：截至3月1日美豆库存为18.45亿蒲，略高于市场平均预估值18.28亿蒲；2024年美豆种植面积为8651万英亩，和市场预估的8653万英亩基本持平，但不及USDA农业展望论坛预估的8750万英亩。报告公布后CBOT波动不大，但必须明确的是8653万英亩的面积意味着未来对大豆生长期天气/单产提出了更高要求，或者说美国24/25年度平衡表大概率较USDA农业展望论坛预估的更紧张。**考虑到CBOT已经跌破种植成本，未来价格走势或以震荡/偏强震荡为主，此后重点关注美豆产区天气。**

图表 20: 美豆累计出口订单



资料来源：USDA、东证衍生品研究院

图表 21: CBOT 大豆连续与美豆种植成本



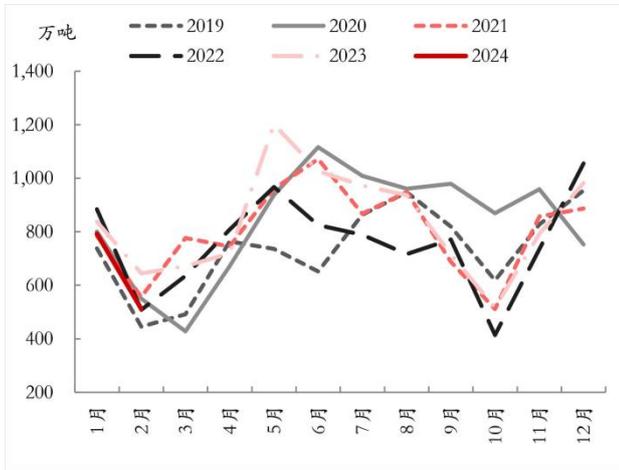
资料来源：USDA、Wind、东证衍生品研究院

国内市场：远月供应偏宽松，需求表现不佳

供应端，1-2月我国累计进口大豆1304万吨，同比降179万吨（12.1%）。钢联预估3月进口大豆到港582万吨，4月960万吨，5月950万吨。各家预估绝对数据略有不同但趋势一致，即4月起进口大豆供应将会明显增加，这也符合历史季节性规律。油厂对远月买船节奏一度偏慢，但自3月中旬盘面榨利改善以来，油厂远期豆粕基差成交明显转好，油厂买船速度也就相应加快。从进口量来看，一季度供应难言紧张，但3月中旬开始市场对于供应的担忧却愈演愈烈。一方面，和去年4月类似，有关GMO证书下发、进口大豆卸船不畅的传言不绝于耳，市场担忧4月进口大豆到港不及预期。另一方面，如果说大豆集中到港带来的供应压力迟早会来，趁此压力还未真正到来的时期油厂集中挺价或限量销售。

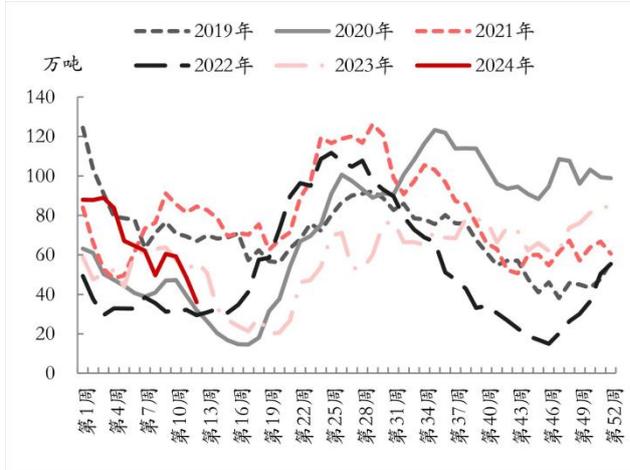
需求端，补库需求促成了3月现货上行，但随后豆粕成交提货明显转淡，市场转而关注远月供应宽松。外购仔猪利润转正但自繁自养仍然亏损，禽类及水产需求不佳；广东地区豆菜粕现货价差长期处于700元/吨以上，意味着菜粕使用更有性价比；除此之外1-2月我国还累计进口了56万吨葵籽粕，豆菜粕均面临来自葵籽粕的替代。但是，正是因为此前市场一致预期供应难言紧张、需求难见起色，下游压缩库存使用天数。在供应担忧加剧之后中下游补库需求增加，集中补库告一段落后上周豆粕成交提货明显转淡，市场转而关注远月供应宽松。

图表 22: 中国大豆进口



资料来源: 海关、东证衍生品研究院

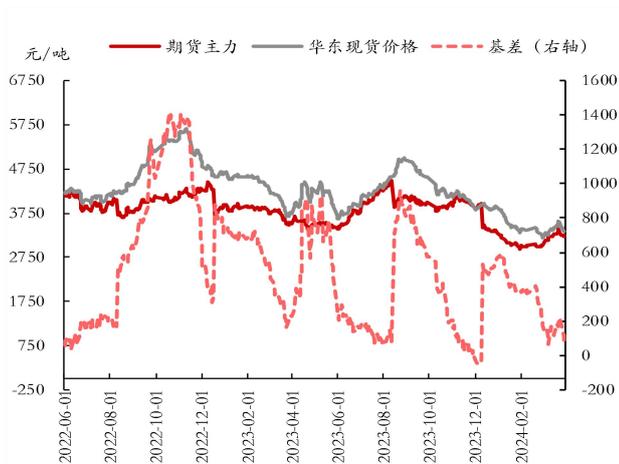
图表 23: 111 家油厂豆粕库存



资料来源: 钢联、东证衍生品研究院

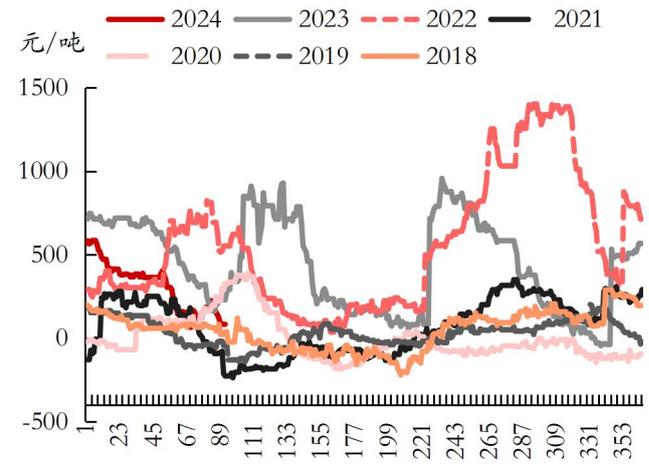
基差: 目前豆粕主力基差为 203 元/吨, 从历史数据角度看, 当前基差位于一年历史数据的 23.05% 的分位位置, 历时一年数据显示豆粕主力基差均值、最小值、中位数、最大值分别为 389.28、-18、324.5、1155 元/吨; 其次从季节性的角度看, 由于我国豆粕基本由进口大豆压榨, 因此豆粕基差与进口大豆走势呈负相关关系, 我国进口大豆的进口高峰与北美、南美大豆的收获季节基本一致, 约为 5-7 月和 11-1 月, 豆粕基差呈现出在年中和年底前相对较低的季节性特征; 最后从基本面看, 4 月起进口大豆供应将会明显增加, 但下游需求暂无起色, 现货段暂无上涨支撑。总体来说豆粕基差短期内有可能进一步走低, 这可以提升买入套期保值的有效性。

图表 24: 豆粕主力基差



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 25: 豆粕基差季节性



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

2、套期保值方案

2.1、现货企业情况及方案内容

公司属于生猪养殖产业链的中游，既需要向上游购买玉米、小麦、豆粕等饲料原材料，又需要向下游销售生猪及猪肉，若饲料采购及生猪销售价格均随市场波动，公司将面临成本、库存、收入及利润随市场波动的风险，具体来说主要面临的风险敞口如下：（1）饲料原材料价格上涨导致的成本增加、挤出利润风险；（2）饲料原材料价格下跌导致前期购入的库存饲料减值风险；（3）生猪价格下跌导致的收入减少风险。

图表 26：生猪养殖产业链风险敞口

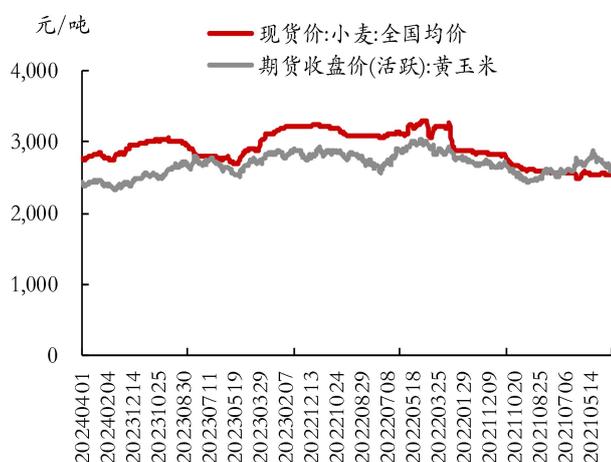
	风险敞口	套期保值方案
上游饲料及相关粮食企业	下游敞口	卖出套期保值
中游养殖企业	双边敞口	买入及卖出套期保值
下游屠宰终端消费	上游敞口	买入套期保值
库存较大的企业	库存资产减值风险	卖出套期保值

资料来源：东证衍生品研究院

(1) 饲料端

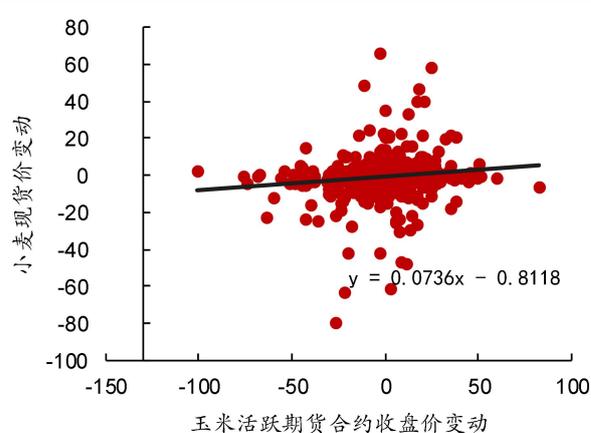
公司计划 2024 年全年消耗玉米、小麦、豆粕共 16.48 万吨，其中玉米占比 56%，小麦占比 25%，豆粕占比 19%。玉米及豆粕均是我国上市活跃交易的大宗农产品期货标的，公司可选择相应的活跃期货合约进行套期保值。我国目前普麦期货交易量小、行情波动低，除了直接选用普麦期货对小麦进行套期保值外，由于小麦与玉米均是能量饲料，具有较好的替代性，两年历史数据计算可得出小麦现货价与玉米期货价格的相关系数为 74%。总体上可以按照采购计划和存库情况，根据市场行情判断**按需选择买入套保或卖出套保**。

图表 27：小麦现货价与玉米期货价格走势



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 28：小麦跨品种套保



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

玉米二季度预计保持震荡偏弱，但二季度价格低点将高于年前；三季度预计价格中枢将随着玉米自身库存的消耗而继续环比季节性小幅回暖，但很难复现上一年度7-8月的上涨行情，不宜过度乐观。因此，近期可以逢高布局空单；关注三季度多头套保机会，以及新季玉米上市后的空头套保机会。同样由于玉米基差具有上半年季节性走强下半年季节性走弱的可能，为了减少基差对套保有效性的影响，上半年多头套保、下半年空头套保应适度提高套保比例。

图表 29：玉米的卖出套期保值

标的资产	玉米
套保数量	公司计划在接下来三个季度分别使用 23100 吨、22300 吨、27000 吨玉米作为生猪养殖饲料，平均库存天数为 30 日，目前可对二季度平均库存 7700 吨进行空头套期保值。后续公司可根据行情走势对下半年库存计划设置套保方案。
套保比率	根据两年历史数据分析，玉米的理论最优套保比率为 20%，且后续基差存在季节性走强的可能，可适度提高套保比率。建议匹配相应套期保值团队，设置合适的套保比例。
开仓建议	根据前文分析，公司近期可在玉米期价反弹至 2450-2500 元/吨附近分批逢高布局空单，同时对于卖出保值而言，基差缩小会遭受损失，因此企业应尽量锁定偏小的初始基差。
风险及平仓	开仓后企业需持续跟踪期货账户情况，若出现较大程度的浮亏，则应及时分析市场并向我司研究院专业人员咨询最新行情。若玉米期货如期下跌，应在期价探底时及时平仓，同时使用库存后也应在期货市场上将对应数量的空单平仓。
方案制定时间	2024 年 4 月初

资料来源：东证衍生品研究院

豆粕短期（4-5 月）国内进口大豆供应充足，目前无法预测趋势性上涨行情到来，不过从交易角度，美豆跌破成本后做多具有一定安全边际。中长期看后续还需继续关注美国 24/25 年度面积、天气及作物生长情况，下半年发生拉尼娜的概率增加也为天气炒作提供了条件。对于套期保值保值，近期可关注逢低安全做多机会，同时目前基差可能进一步走低，有利于增强多头套保的有效性。

图表 30：豆粕买入套期保值

标的资产	豆粕
套保数量	公司计划在接下来三个季度分别使用 8000 吨、7800 吨、12000 吨豆粕作为生猪养殖饲料，由于后续行情暂无法判断，可选用 07 合约对二季度预计采购数量进行套保（假设 Q2 采购数量为 8000 吨）。后续公司可根据行情走势对下半年采购计划设置套保方案。
套保比率	根据两年历史数据分析，豆粕的理论最优套保比率约为 30%，建议匹配相应套期保值团队，设置合适的套保比例。
开仓建议	根据前文分析，公司可在豆粕期价跌至 2900-3000 元/吨附近分批逢低布局多单，同时对于买入保值而言，基差扩大会遭受损失，因此企业应尽量锁定偏大的初始基差。
风险及平仓	开仓后企业需持续跟踪期货账户情况，若出现较大程度的浮亏，则应及时分析市场并向我司研究院专业人员咨询最新行情。若豆粕期货如期上涨，应在购入现货后在期货市场上将对应数量的多单平仓。
方案制定时间	2024 年 4 月初

资料来源：东证衍生品研究院

(2) 生猪端

生猪短期的投机需求或对3、4月整体价格形成重要底部支撑，但持续性投机助推猪价超预期存在难度。中长期看未来半年后的出栏量可能转入下降通道，将从预期上支撑合同约定价。策略上，维持中长期逢低做多观点，及时把握高位离场机会。公司计划2024年全年出栏54.5万头，近期可关注投机过热后逢高布局空单的套保机会，并且由于从基本面和季节性的角度看目前基差仍有走弱的可能，为了避免基差走弱冲抵卖出套期保值的有效性，可适度提高套保比例。对于下半年来说主要关注情绪过热生猪价格到达压力位附近的短期套保机会，同时在猪价回调时及时平仓，若无合适的套保时间窗口，建议下半年生猪销售不做套期保值。

图表 31：二季度生猪卖出套期保值

标的资产	生猪
套保数量	公司预计在接下来三个季度分别出栏140000、174000、132000头。通常育肥猪的体重在110-120kg之间，假设公司生猪平均出栏体重为115kg，则预计二季度将出栏16100吨生猪。
合约选择	建议选择5、7、9、11等主力合约进行套期保值，目前可选用7月合约对二季度出栏进行套保。
套保比率量	根据前文两年历史数据分析，生猪的理论最优套保比率约为30%，且后续基差存在季节性走低的可能，不利于卖出套保，可适当提高套保比率。建议匹配相应套期保值团队，设置合适的套保比例。
开仓建议	公司近期可在LH2407反弹至16500-17000元/吨附近分批逢高布局空单，同时对于卖出保值而言，基差缩小会遭受损失，因此企业应尽量锁定偏小的初始基差。
风险及平仓	开仓后企业需持续跟踪期货账户情况，若出现较大程度的浮亏，则应及时分析市场并向我司研究院专业人员咨询最新行情。若生猪期货如期下跌，应注意在期价探底后及时平仓，同时生猪出栏销售后也应在期货市场上将对应数量的空单平仓。
方案制定时间	2024年4月初

资料来源：东证衍生品研究院

2.2、服务成效

2024年4月玉米价格震荡下行，北港现货价从月初的2380元/吨左右下行至月末的2350元/吨左右，期货07合约价格从月初的2450元/吨左右下行至月末的2390元/吨左右。4月末-5月初，基于小麦利空反映较为充分，且海外玉米出现天气上的利多，以及国内华北冬小麦产区墒情偏旱范围的扩大，我们及时提示了客户择机平仓。若不参与卖出套保，则企业将在库存玉米原料上亏损约30元/吨，但参与套保后，期货市场盈利约60元/吨，有效减少了库存原料的亏损。

2024年4月豆粕价格震荡运行，进入5月因南美天气问题而跳涨，广东省豆粕（43%蛋白）现货价从4月初的3300元/吨左右涨至当前（5月中旬）的3500元/吨左右，07合约从4月初的3200元/吨左右上行至当前（5月中旬）的3500元/吨左右，若不参与买入套保，则企业的采购价格将增加约20元/吨，但参与套保后，期货市场盈利约30元/吨，有效降低了原料的采购成本。

2024年4月至今（5月中旬），广东省外三元生猪销售价格保持在16元/公斤左右震荡

运行，但 07 合约从 17000 元/吨一度下行至 15550 元/吨左右，参与卖出套保后，企业获得了基差走强的额外盈利。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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

Email：research@orientfutures.com