

2023 年 05 月 26 日



# 生猪：11-1 跨月供需矛盾突出，反套顺势而为

——生猪价差交易策略

周小球

投资咨询从业资格号：Z0001891

zhouxiaoqiu@gtjas.com

吴昊

投资咨询从业资格号：Z0018592

wuhao023978@gtjas.com

## 报告导读：

自 4 月中旬起，我们提出中期看好 11-1 反套策略，但是受限于流动性，资金容纳量有限；伴随交易所生猪套利及手续费优惠政策公布，生猪各合约活跃度大幅提升，远月合约交易节奏或快于往年；与此同时，11-1 跨月供需矛盾突出，套利价差估值仍处于适宜入场区间，盈亏比合适，远月合约驱动将至，建议 11-1 反套策略顺势而为。

### 我们的观点：

三季度前，远月套利仍以预期定价为主，基于远月流动性变化及基本面驱动的判断，预计 11-1 反套策略将进入加速兑现阶段，目标区间-1200 至-1500 元/吨。

### 我们的逻辑：

从供应端看：根据能繁母猪存栏数据配合仔猪数据推演，年内育肥猪出栏峰值预计为 2023 年 11-12 月，随后供应压力逐步减少。

从需求端看：2024 年 2 月为农历新节，节前为年内猪肉需求峰值，且 2023 年底消费场景较 2022 年存在一定改善，旺季需求存在支撑。

策略驱动：政策助力流动性释放及年底理论出栏降量预期落地的驱动

### 主要风险：

三季度后育肥压栏及二次育肥补栏超预期；

现货反弹所带来的跷跷板交易情绪。

(正文)

## 1. 下半年供应变化方向明确：先增后减

### 1.1 高利润滞后带动供应增量

2022 年三季度养殖高利润带动生产效能及能繁存栏量双增，预计将于 2023 年二三季度体现。2022 年三季度生猪现货价格持续上涨，单头养殖利润超千元，养殖企业现金流阶段性修复，市场补栏积极性明显提升，叠加 2020 年为原种猪引种高峰，2022 年二元母猪逐步释放增量，头部养殖集团迎来生产效能优化高峰。根据数据显示，截至 2022 年 12 月官方能繁母猪存栏较低点增长 5.09%，2022 年 10 月涌益窝均健仔数达到 11 头/窝，较 2022 年 1 月低点提升 1.17 头/窝。综上所述，2023 年二三季度将滞后反映能繁母猪存栏上升及生产效能提升带来的育肥出栏增量。

图 1：2022 年三季度养殖利润位于高位



资料来源：卓创，国泰君安期货研究

图 2：2020 年引种繁育逐步投产



资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 3：窝健仔数不断提升



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 4：2022 年年底能繁母猪存栏处于峰值



资料来源：农业部，国泰君安期货研究

### 1.2 四季度迎供应拐点

2023 年一季度行业处于亏损阶段，产能拐点先至，四季度将迎来育肥出栏拐点。2022 年 12 月由于阶段性供需严重错配，现货价格崩盘，2023 年 1 月全行业再度进入亏损阶段，自繁自养头均亏损接近 300

元。截至4月，农业部能繁母猪存栏4284万头，较2023年高点下降2.4%；4月协会仔猪出生数环比由正转负，环比下降4.6%，初步体现年初母猪存栏环比变化情况，根据生产周期推演，2023年11-12月育肥出栏量或出现边际下降拐点。

图3：2023年一二季度能繁母猪逐步去化



资料来源：农业部，国泰君安期货研究

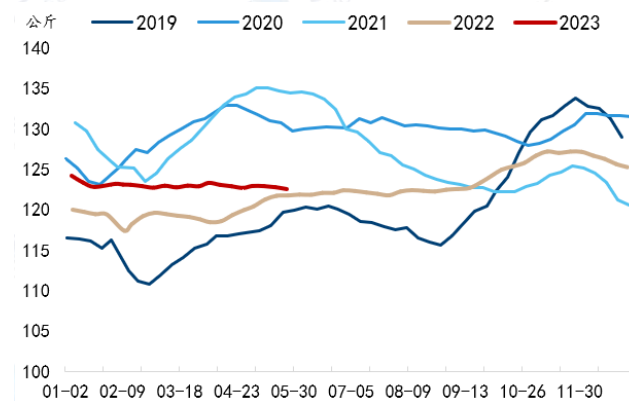
图4：4月协会仔猪出生数据呈现下降趋势



资料来源：畜牧业协会，国泰君安期货研究

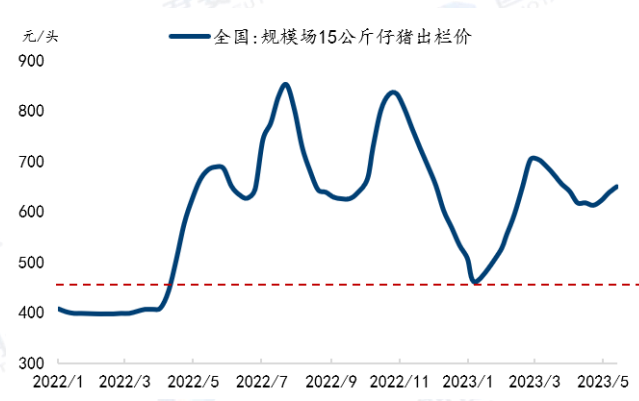
**弱预期助力下半年去库存及去产能，加剧阶段性供应矛盾。**2023年一季度产业对后市生猪行情仍抱有较乐观预期，整体以疫情带动的被动去产能为主，但是，伴随底部横盘时间延长，2023年4月产业现金流偏紧刺激出栏加速，若二三季度生猪供应持续增量，行业将下调下半年猪价预期，体重数据上或表现为低位调整，去库存进程先行开启，二季度末仔猪价格回归盈亏线，去产能进程随之启动。因此，二季度弱预期持续限制养殖体重，三季度出现超卖去产能，四季度将预留出较大的出栏节奏调整空间，易加剧阶段性供应矛盾。

图5：4月行业弱预期体现于体重横盘整理



资料来源：卓创，国泰君安期货研究

图6：仔猪利润收缩后方能迎来母猪去化



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

## 2. 11-1跨月需求矛盾突出

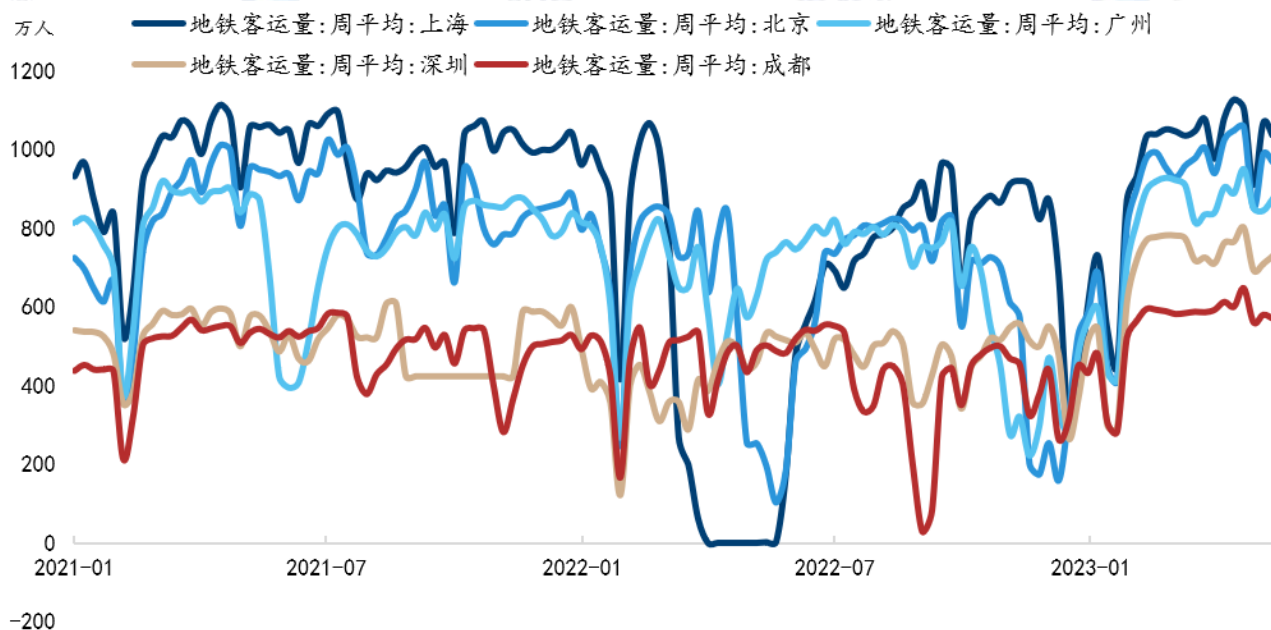
### 2.1 2023年旺季猪肉需求同比存在较大增幅空间

2022年12月与2023年12月由于环境及年份因素，需求承接力或存在较大差异。一方面，2022年



12月正处于疫情高峰期，全国大多数地区餐饮及食品加工猪肉消费处于停滞状态，导致消费旺季不旺的情况出现；相反，伴随疫情防控的常态化，2023年12月社会消费或回归季节性。另一方面，通常春节前后需求存在明显反差，2023年1月22日为农历春年，节后需求出现断崖式下滑；然而，2024年2月10日为农历春节，意味着2023年12月及2024年1月均处于消费旺季。综合来看，2023年底猪肉需求同比存在明显增量空间。

图7：2022年底人员流通大幅缩减，预计2023年底将回归常态化

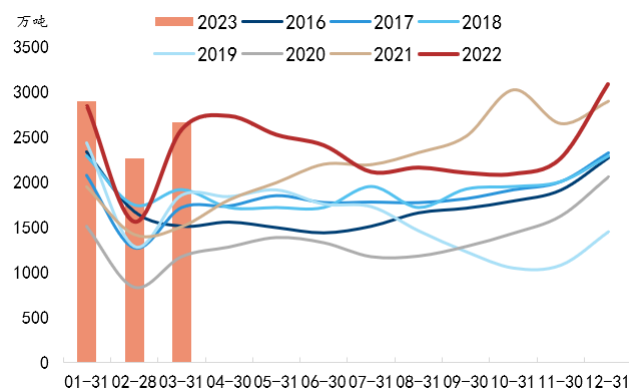


资料来源：同花顺，微博，国泰君安期货研究

## 2.2 跨月季节性需求存在明显差异

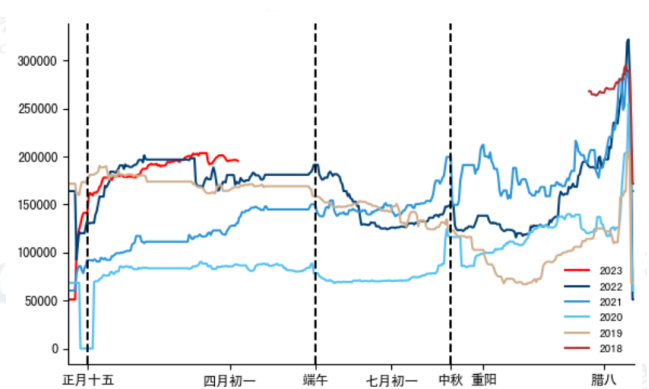
**2023年猪肉需求或延续季节性规律，年底旺季跨月消费存在明显增幅。**国内生猪消费呈现以农历节日为引导的季节性规律，通常来说，中秋节前后各类聚会较多，猪肉消费处于年内次高峰，农历春节前2个月受各地腌腊、年猪习俗、聚会、气温等因素提振，猪肉消费为全年最旺季节，10-11月处于两拨消费高峰中间，多为阶段性消费淡季。根据屠宰数据显示，春节前旺季月度宰量较10-11月上升30-50%，2023年底或延续该季节性，11-1跨月需求或呈现较大增幅。

图 8：月度屠宰量



资料来源：商务部，国泰君安期货研究

图 9：11-1 需求表征为次淡季对最旺季



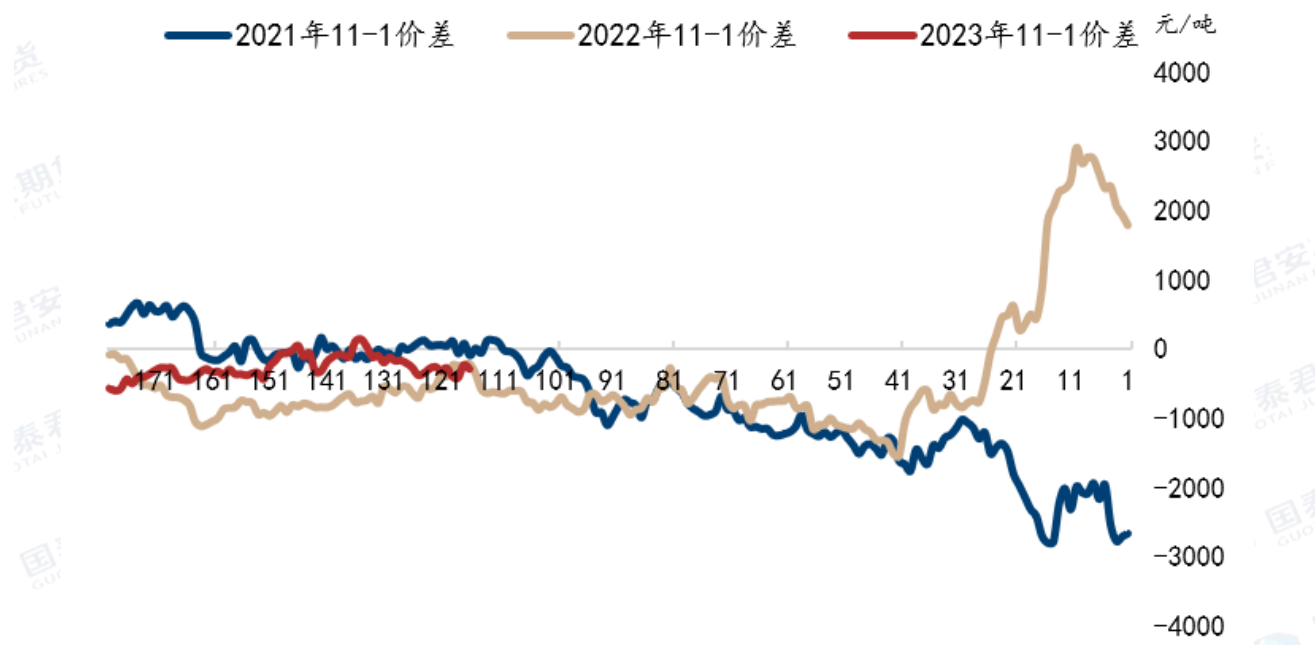
资料来源：卓创，国泰君安期货研究

### 3. 生猪 11-1 反套策略推荐

#### 3.1 跨月供需矛盾突出，反套价差走扩逻辑支撑较强

**11-1 反套策略的跨月供需矛盾突出，交易远月预期阶段存在走扩的逻辑支撑。**综合来看，供应端，2022 年三四季度，养殖利润高位带动能繁母猪生产效能与能繁存栏量双增，2023 年三季度育肥出栏维持增长趋势，2023 年一二季度养殖企业持续亏损，带动行业去产能及去库存，育肥出栏量将于 2023 年 11-12 月出现边际下降拐点，11 月合约受 10 月底供应预期影响，1 月合约受 12 月底供应预期影响，预计跨月供应呈现下降走势。需求端，2022 年底存在特殊因素限制消费场景，预计 2023 年底猪肉消费支撑较 2022 年同期存在明显修复；2024 年春节日期靠后，导致 1 月合约定价阶段处于全年消费最旺季，11-1 跨月需求存在较大幅度差异。根据统计数据来看，11-1 价差走扩存在一定季节规律，且 2311-2401 跨月供需矛盾较为突出，利于交易预期阶段的反套策略走扩，临三季度得到供应节奏印证后转为交易现实。

图 10：11-1 价差走势规律

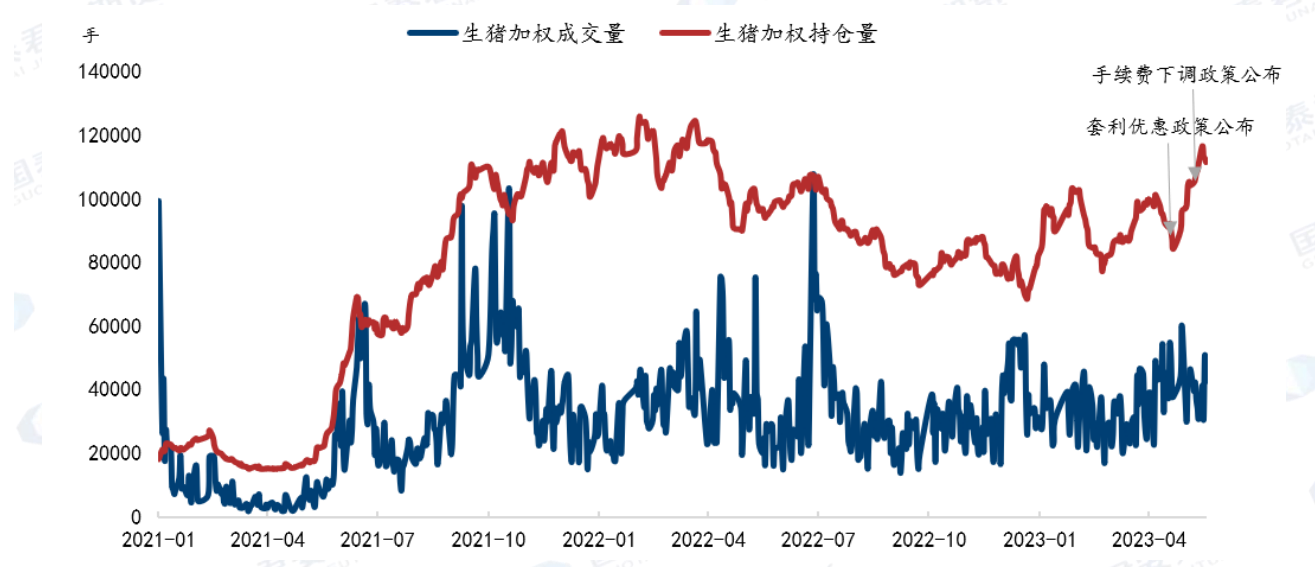


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

### 3.2 远月驱动来临，套利启动时间点将至

基于远月流动性变化及基本面驱动的判断，11-1 反套策略将进入加速兑现阶段。2023 年 5 月交易所分别公布生猪套利策略优惠及减免交易手续费等政策，生猪各合约持仓及成交均迎来明显增量，尤其远月合约由于受预期主导，交易者在近月矛盾并不清晰的阶段，更加关注远月套利的估值策略；伴随主力 7 月合约进入交割限仓阶段，市场将开启移仓，预计远月流动性有望进一步提升，市场所担忧的流动性限制得到缓解。此外，5-6 月仔猪出生数将决定 1 月实际育肥供应量，即便现货价格短期反弹，亦难影响当下仔猪供应下降的趋势，4 月协会仔猪数据环比变化已由正转负，若 5 月各端口仔猪出生数据均进入下降通道，市场对于 11-1 反套策略可以形成基本逻辑共识，策略将进入加速兑现阶段。

图 11：生猪套利及手续费政策优化后，流动性明显提升



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

### 3.3 风险分析

**11-1 反套策略核心风险在于：超预期压栏场景的假设及短期现货反弹所带来的跷跷板交易情绪。**

超预期压栏场景的假设：11月生猪超季节性压栏至1月出栏，导致旺季阶段性供应过剩。针对该风险，我们认为由于压栏属于月间生产节奏变化，可以着重关注临近交易月前2-3个月的现货价格预期、体重、二育情绪等指标印证。

短期现货反弹所带来的跷跷板交易情绪：根据生猪交易规律，市场默认近端现货价格若出现超预期上涨将导致远月估值受到压制，因此，需关注短期现货价格的大幅波动。



## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。