

供需紧平衡下，投机属性增强

——生猪策略跟踪 4

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

需求淡季，猪价抗跌，始终在 19 元上下徘徊。后续猪价能否进一步上冲？盘面还有交易机会吗？此篇为生猪策略跟踪系列第四篇，把握现货走势，推导交易逻辑。敬请关注。

农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

周重廷

从业资格号：F03093821

投资咨询号：Z0020578

摘要：

策略复盘来看，基本面的趋势、季节性的驱动、疫情的平稳性，三者共振将增加策略的确定性。吸取历史的经验教训后，站在当下，基本面呈现前紧后松的趋势，季节性压栏具备客观空间，当下疫情整体平稳，正套以如期兑现。

10 月份之前整体处于紧平衡状态，这增强了行业的投机属性。二育滚动模式下，季节性压栏的驱动力度或减弱，未来是否会再度出现疫情也是未知数，这些都是我们需要持续跟踪的边际变化。这使得策略的确定性减弱，交易对于市场动态变化的把握能力要求进一步抬高。

现货方面，8-9 月份或呈现震荡偏强状态，后续仍有冲高预期，中秋节前不排除冲破 20 元大关的可能。当下市场处于紧平衡下逐步转向宽松的通道当中，10 月份之前，基础供应增幅平缓，对猪价压制力度有限。另外，我们认为行业压栏的季节性大概率在 8 月逐步启动。当前均重持续偏低，集团场降重，散户缺大体重猪，市场处于去库状态。需求淡季猪价抗跌，说明偏紧平衡，且为后面压栏预留空间。后续标肥价差拉开逐步刺激二次育肥和集团厂增重的启动，预计压栏幅度增加，助推猪价偏强。

基差方面，盘面估值中性偏低，这为单边低多策略提供安全边际。当前盘面与交割成本最低区域的现货相比，截至 7 月 29 日，LH2409 合约基差 300 点左右，而历史同期基差均为负，大约在-300~-3000 区间；LH2411 合约基差 730 点左右，而历史同期基差均为负，大约在-600~-2500 区间。由于 11 月合约对应了 10 月份之后产能增幅扩大的压力，以及后期可能的高均重压力，基本面较 LH2409 而言更加宽松，导致 LH2411 估值低于 LH2409。我们认为盘面贴水的状态是市场已经将后续产能递增压力和压力幅度的差异均计入的结果。后续只要现货不出现大幅回调，盘面下跌空间有限。基于此，单边逢低多近月的策略值得关注。

套利方面，此时追高有风险。站在当下，11-1 正套、9-1 正套已经持续突破历史

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

新高，处于绝对高位，此时追高将面临估值修复（回调）的风险。另外，LH2501 合约基差也处于历史高位，短期内持续向下的空间有限。建议关注 LH2501 合约反弹后，逢高空的机会；以及结合行业压栏节奏，关注后续可能的 11-1 正套的机会。

风险因素：疫情；压栏节奏；需求超预期；饲料上行超预期；政策。

目 录

摘要:	1
一、 策略回顾	4
(一) 2024 年前期策略复盘	4
(二) 2023 年同期策略复盘	5
二、 生猪基本面边际变化	6
(一) 供应: 三季度基础供应缓增, 压栏启动概率较大	6
(二) 需求: 整体偏疲软, 但不是核心驱动	9
三、 近期交易策略思考	10

图表目录

图表 1: 生猪 2409 走势 (元/吨)	4
图表 2: 生猪 2409-2501 月差走势 (元/吨)	4
图表 3: 生猪 2311 走势 (元/吨)	6
图表 4: LH11-LH01 月差走势 (元/吨)	6
图表 5: 新生仔猪指数变化趋势	7
图表 6: 行业出栏均重 (kg/头)	8
图表 7: 样本集团厂出栏均重 (kg/头)	8
图表 8: 标肥价差 (元/斤)	9
图表 9: 增重周期粗略估计	9
图表 10: 肉猪比价	9
图表 11: 屠宰毛利润 (元/头)	9
图表 12: 屠宰量-中秋对齐 (头)	10
图表 13: 现货均价-中秋对齐 (元/kg)	10
图表 14: 屠宰量-春节对齐 (头)	10
图表 15: 现货均价-春节对齐 (元/kg)	10
图表 16: LH09 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	11
图表 17: LH11 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	11
图表 18: LH11-LH01 月差走势 (元/吨)	12
图表 19: LH09-LH01 月差走势 (元/吨)	12
图表 20: LH01 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	12

一、策略回顾

（一）2024 年前期策略复盘

基于我们 2024 年半年度策略报告，我们提示市场：“6 月，在抛压释放窗口猪价回调。7-8 月，在理论出栏持续缩量+二育助推下，猪价再度上行，8 月底至 9 月初有望突破 20 元大关。”，建议关注旺季合约 LH2409 的低多机会，以及 LH2409-LH2501 正套的机会。从季报发出至今，LH2409 从 6 月底的 17200 元/吨上涨至 18800 元/吨左右，累计涨幅约 9.3%。9-1 正套从-210 点上涨至 2250，累计上涨 2460 点，策略如期兑现，收益良好。

详情请见《【中信期货农业（生猪）】供需平衡趋紧，猪价破浪前行——2024 年半年度策略报告》、《【中信期货农业（生猪）】现货阶段性回调，三季度看涨趋势不变——点评报告 20240710》

图表1：生猪 2409 走势（元/吨）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：生猪 2409-2501 月差走势（元/吨）



资料来源：Wind 中信期货研究所

复盘策略的节奏表现来看，我们总结几点心得体会：

- 1) 今年市场整体呈现“抢跑”的状态。在实际驱动未在本面上得以体现的情况之下，盘面开始提前交易，如果盯着驱动做交易的投资者，总比盘面晚了一步。这是市场逐步进化，逐步变得聪明的体现。
- 2) 价格发现的功能充分发挥。基本面大趋势会引导市场情绪，2023 年，基本面逐步由宽松转紧，盘面持续升水；反观 2024 年下半年，基本面逐步开始由偏紧转宽松，盘面持续贴水。市场对于后市的谨慎，认为后续产能抬升的趋势已经早早计入价格。
- 3) 驱动启动时间点变得模糊。学习效应下，二育由集中的出场入场模式，转入滚动出场入场模式，驱动不是快速集中的、大规模的发生，而是持续

的、缓步的发生。因此，很难判别驱动启动的确切时间。

综上，对行业行为预判的能力要求抬升，看到驱动再入场的时代已经过去。

（二）2023 年同期策略复盘

2023 年 8 月初，我们发布了第一篇策略跟踪系列报告《【中信期货农业（生猪）】压栏行情启动，正套策略持续——专题报告 20230803》，当时推荐了正套的策略。复盘来看，去年正套策略失误，并也让我们深刻的意识到“切忌逆势（逆基本面）而为”。

正套策略的本质驱动在于季节性的行业压栏。简而言之，每年下半年，在总需求以及肥猪肉需求刺激之下，养殖户总会或多或少的进行压栏（往往以集团厂增重和散户端二育育肥体现），从而引起阶段性供给后置，从而产生近月偏强远月偏弱的趋势。

然而，季节性产能节奏的变化难以独立支撑起正套行情的兑现，切忌逆势（逆基本面）而为。从基本面来看，2022 年 4 月至 2022 年 12 月能繁母猪产能处于补栏周期，对应 2023 年 2 月至 2023 年 10 月份属于扩产能的兑现时期。基于此，当时站在 8 月的时间节点，后续仍然面临基础供应量递增的场景。虽然当时我们也提示了产能充裕，正套幅度有限的风险，但逆基本面的杀伤力还是远超我们的想象，这也为后续正套的失误埋下一个雷。

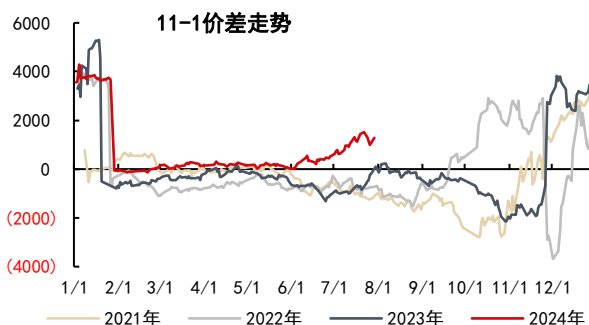
对于突发事件的跟踪，观点策略的动态调整是投资者的基本素养。策略不是一成不变的，策略会因为盘面估值、驱动预期、市场情绪的变化而持续动态调整。2023 年四季度，如果没有疫情，也许去年年底正套依旧存在兑现的可能。但复盘实际情况来看，四季度以来，也就是策略推出 2 个月之后，北方疫情爆发，除了仔猪、母猪等产能受损以外，也导致育肥猪的提前释放，起到了利空近月利多远月的效果。疫情的干扰是 2023 年四季度以来，11-1 反套的核心驱动。因此，在基本面逐步宽松，以及疫情干扰两者共振之下，反套兑现。

图表3：生猪 2311 走势（元/吨）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：LH11-LH01 月差走势（元/吨）



资料来源：Wind 中信期货研究所

总结来看，我们认为，基本面的趋势、季节性的驱动、疫情的平稳性，三者共振会增加策略的确定性。吸取历史的经验教训后，站在当下，基本面呈现前紧后松的趋势，季节性压栏具备客观空间，当下疫情整体平稳，正套如期兑现。

今年基本面虽逐步转松，8-9 月份基础供应增幅相对有限，10 月之前整体处于紧平衡状态，这增强了行业的投机属性。二育滚动模式下，或许季节性的驱动力度减弱，以及未来是否会再度出现疫情也是未知数，这些都是我们需要持续跟踪的边际变化。这使得未来策略的确定性减弱，交易对于市场实时动态变化把握的能力要求进一步抬高。

二、生猪基本面边际变化

（一）供应：三季度基础供应缓增，压栏启动概率较大

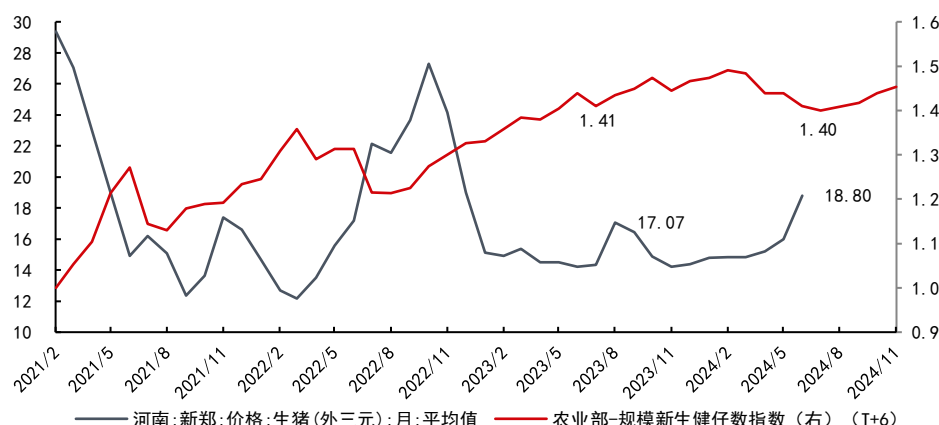
我们尝试通过根据规模新生仔猪数来推测后期商品猪出栏情况（仔猪→育肥猪）。按照生命周期，从新生仔猪到商品猪出栏，大致经历 6 个月左右的时间，根据新生仔猪环比变化编制指数，并往后平移 6 个月，大致可以得到未来商品猪出栏趋势。同样的，根据仔猪料（教保料）销量环比变化编制指数，往后平移 5 个月左右，从旁验证未来商品猪出栏趋势。从仔猪指数变化情况来看，今年三季度缺猪效应放大，四季度或小幅抬升。

中期角度来看，8-9 月份基础供应缓增，但绝对量维持年内低位，整体依旧处于偏紧平衡的状态。节奏上看，2023 年 8 月份，仔猪指数到达阶段性高点，接下来的 6 个月里，呈现持续下滑趋势，从 1.49 下滑至 1.40，累计-6%。往后平移 6 个月，则对应 2024 年 3-7 月份，商品猪出栏量高位下滑，供应压力逐步减少。

随后，仔猪指数出现边际向上，也意味着进入 8 月份，理论商品猪出栏压力会边际增加。但前两个月增幅有限，仅从 1.40 增至 1.42，累计+1.2%。今年 8-9 月对应的是去年四季度母猪产能受损的情况，处于产能周期拐点时期，而真正供应压力起量是在 10 月份，单月增幅扩大至 1.5%。

前期，我们一度提示市场，基于今年年中仔猪指数（T+6）回落至去年同期水平，年中上涨行情有重演可能。如今完成兑现，甚至在情绪助推下更甚一步，猪价一度突破 19 元/公斤。

图表5：新生仔猪指数变化趋势



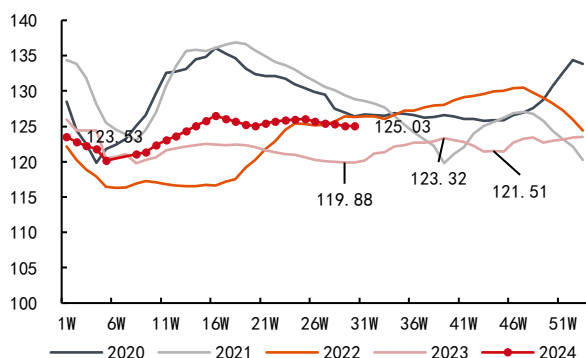
资料来源：Wind 卓创 涌益 钢联 中信期货研究所

短期角度，我们更加关注的是行业压栏的节奏。

首先，我们认为近期抛压对猪价的影响不大。一方面，在有了 2022 年下半年，以及 2023 年一整年的亏损和不赚钱的经验之后，今年二次育肥环节整体偏谨慎。二育在行业总供应的占比不大，影响有限。另一方面，二次育肥模式不断更新迭代，当前的滚动模式导致出栏均重变化的斜率偏缓，且当前均重仅在 125kg 上下波动，在饲料成本持续下滑的背景下，这是一个并没有刻意压栏的合理均重区间。因此，虽然栏舍利用率高，但活体库存不高，即便短期有抛压释放，对猪价的压力也相对有限。

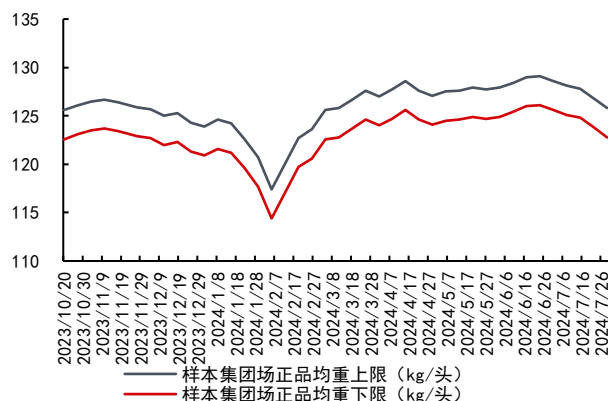
其次，我们认为 8 月份压栏行情启动的概率较大。随着行业集中度的不断抬升，集团场增重计划是行业压栏最重要的驱动力。当前行业均重持续下滑，集团场均重甚至比行业均重更低，这体现了当前散户端的二次育肥零星有动作，但是集团场的增重计划尚未大面积启动。低均重给后续增重留足了想象空间。

图表6：行业出栏均重（kg/头）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表7：样本集团厂出栏均重（kg/头）

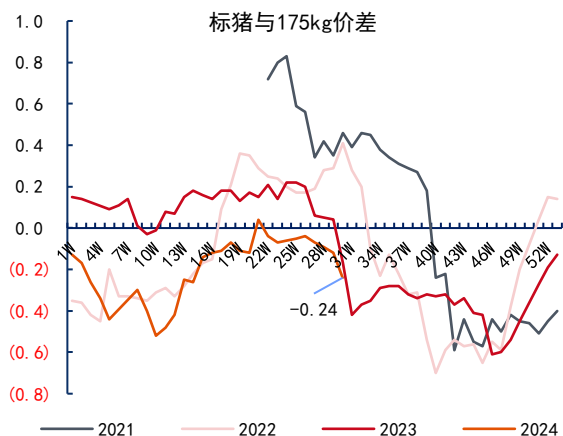


资料来源：Wind 草根调研 中信期货研究所

如何预判后续压栏启动的时间节奏？我们主要以肥猪溢价、增重周期和节日时间的匹配关系，进行推演。

- 1) 标肥价差拉开逐步刺激二育。按照以往经验，进入8月份，随着气温逐渐转凉，肥猪溢价空间逐步打开，并在10月前后出现明显扩大，这将刺激二次育肥的积极性不断抬升。
- 2) 基于大约1-1.5个月的压栏周期，我们认为，为了赶上中秋（今年在9月17日）、国庆备货的需求小高峰，第一波增重周期相对主流的启动时间在8月-9月初进行；为了赶上冬至腌腊季（今年在12月21日）肥猪需求高峰，第二波增重周期主流的启动时间在10月底-11月初进行。
- 3) 从往年的均重变化来看，我们认为正常季节性压栏可参考2023年走势。2022年的二育过于集中且疯狂，情绪干扰较大；2021年、2020年的价格波动太大，对均重也造成干扰。唯有2023年，在价格窄幅震荡的行情当中，均重变化相对较好的体现了正常季节性的波动。根据复盘，2023年下半年出现两波压栏，第一波是从8月初的119kg开始，直到10月第一周的123.32kg，累计增幅在4kg左右；第二波是从11月第一周的121.5kg开始，直到次年年初的123.5kg，累计增幅在2kg左右。按照合理增重幅度来看，未来行业均重+3-5kg属于合理增重，若压栏积极性较高，均重超130kg也不无可能。

图表8：标肥价差（元/斤）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表9：增重周期粗略估计

体重段 (KG)	累计增 重 (KG)	阶段用 料量	对应料 肉比	增重周 期 (天)	每天增 重 (KG)
97kg- 135kg	38	129.5	3.41	42.9	0.89
97kg- 140kg	43	149.9	3.49	49.5	0.93

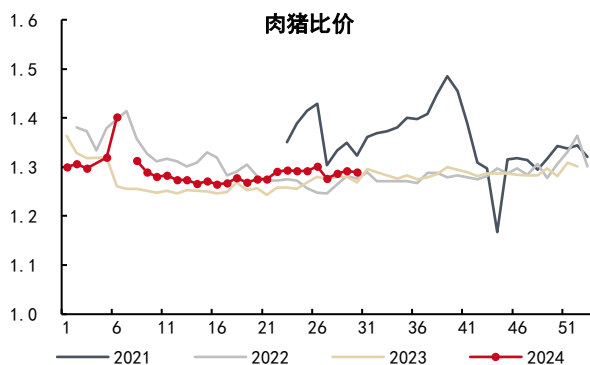
资料来源：Wind 草根调研 中信期货研究所

小结：目前至 10 月份，行业或持续处于偏紧平衡状态。8 月份起，基础供应缓增，但绝对量维持年内低位；8 月份，压栏启动概率较大，供应端对猪价不构成拖累，甚至有助力猪价上行的作用。

（二）需求：整体偏疲软，但不是核心驱动

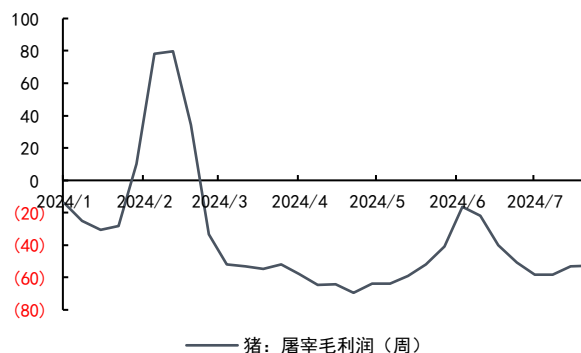
整体猪肉需求疲软，是今年市场的明牌。春节后消费快速回落，肉猪比价持续下滑，前三季白条肉价格也平稳运行，整体需求平淡。直到进入 6 月，受到毛猪价格提振，白条跟涨。从监测数据显示，毛白价差、肉猪比价，以及剔除生猪涨幅后的白条肉价格，纷纷呈现走扩迹象。这意味着，虽然主观感受需求是很差的，但需求或不及想象那般疲软，虽没有明显驱动猪价上行，但也不至于严重“拖后腿”。但是需求转好的迹象并未持续太久，肉猪比价 6 月中旬后再度转弱，屠宰亏损也进一步加深，这一趋势持续至今。

图表10：肉猪比价



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

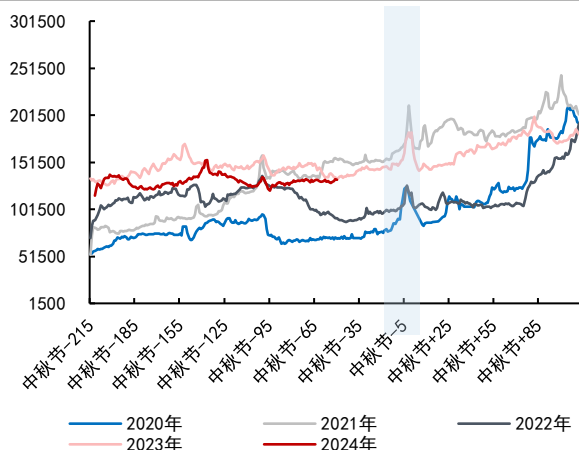
图表11：屠宰毛利润（元/头）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

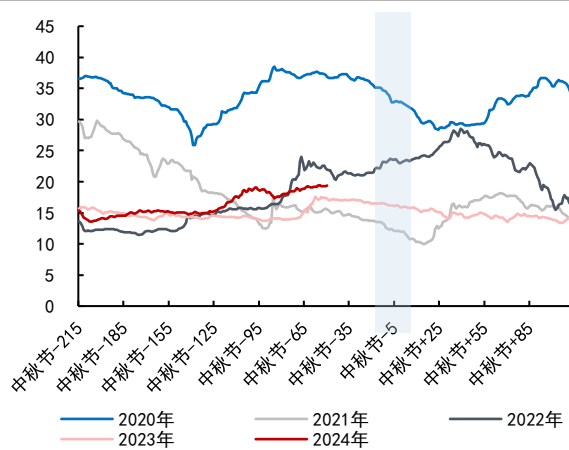
根据复盘，节日前后的宰量和价格并没有呈现明显的相关性，需求不是猪价核心驱动。生猪备货时间周期偏短，从中秋节前宰量变化可以看出，仅在节日前1周左右，宰量出现明显抬升，但宰量的抬升似乎并未提振同时期的猪价，在产能较大的2023年、2021年，猪价平稳下行。同样的，在春节前，宰量提前2-3个月开始逐步回升，但下行周期中的猪价该跌的照跌不误。基于此，我们认为需求不是猪价核心驱动。

图表12：屠宰量-中秋对齐（头）



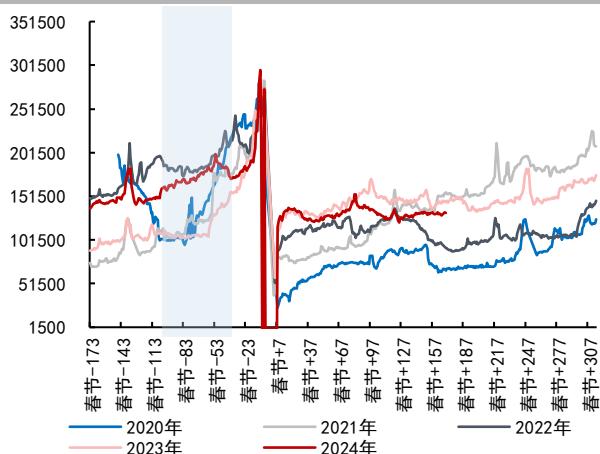
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表13：现货均价-中秋对齐（元/kg）



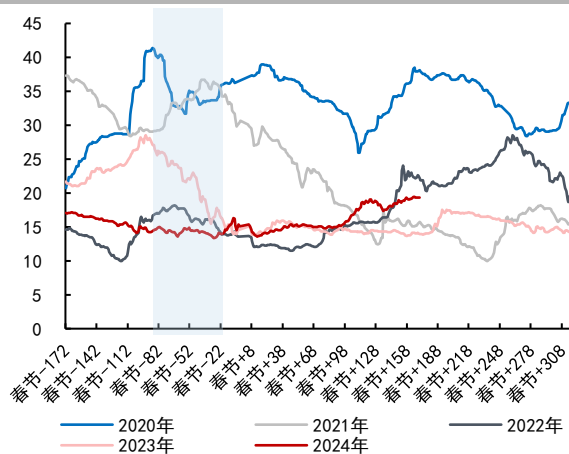
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表14：屠宰量-春节对齐（头）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表15：现货均价-春节对齐（元/kg）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

三、近期交易策略思考

现货方面，8-9月份或呈现震荡偏强状态，后续仍有冲高预期，中秋节前不排除冲破20元大关的可能。根据基本面分析，我们认为当下市场处于紧平衡下

逐步转向宽松的通道当中，10 月份之前，基础供应增幅平缓，对猪价压制力度有限。另外，我们认为行业压栏的季节性大概率在 8 月逐步启动。当前均重持续偏低，集团场降重，散户缺大体重猪，处于去库状态，需求淡季猪价抗跌，说明偏紧平衡，且为后面压栏预留空间；后续标肥价差拉开逐步刺激二次育肥和集团厂增重的启动，预计压栏幅度增加，助推猪价偏强。

基差方面，盘面估值中性偏低。当前盘面与交割成本最低区域的现货相比，截至 7 月 29 日，LH2409 合约基差 300 点左右，而历史同期基差均为负，大约在 -300~-3000 区间，也就意味着，当前盘面估值偏低。

同理，截至 7 月 29 日，LH2411 合约基差 730 点左右，而历史同期基差均为负，大约在 -600~-2500 区间，也就意味着，当前盘面估值偏低。由于 11 月合约对应了 10 月份之后产能增幅扩大的压力，以及后期可能的高均重压力，基本面较 LH2409 而言更加宽松，导致 LH2411 估值低于 LH2409。

我们认为盘面贴水的状态是市场已经将后续产能递增压力和压力幅度的差异均计入的结果。后续只要现货不出现大幅回调，盘面下跌空间有限。基于此，**单边逢低多近月的策略值得关注。**

图表16：LH09 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

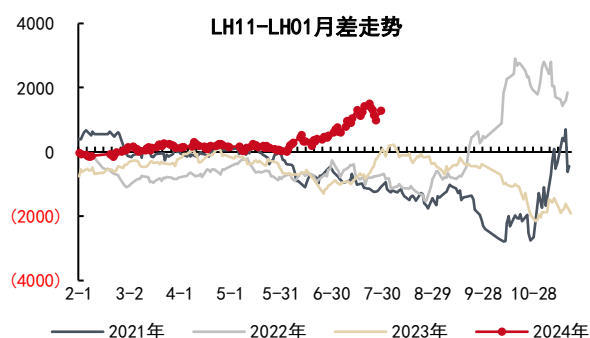
图表17：LH11 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

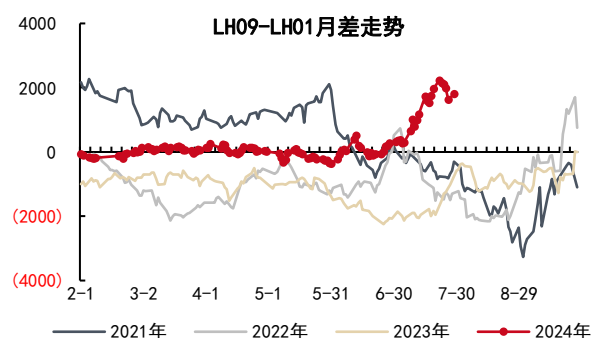
套利方面，此时追高有风险。站在当下，11-1 正套、9-1 正套已经持续突破历史新高，处于绝对高位，此时追高将面临估值修复（回调）的风险。另外，LH2501 合约基差也处于历史高位，短期内持续向下的空间有限。建议关注 LH2501 合约反弹后，逢高空的机会；以及结合行业压栏节奏，关注后续可能的 11-1 正套的机会。

图表18: LH11-LH01 月差走势（元/吨）



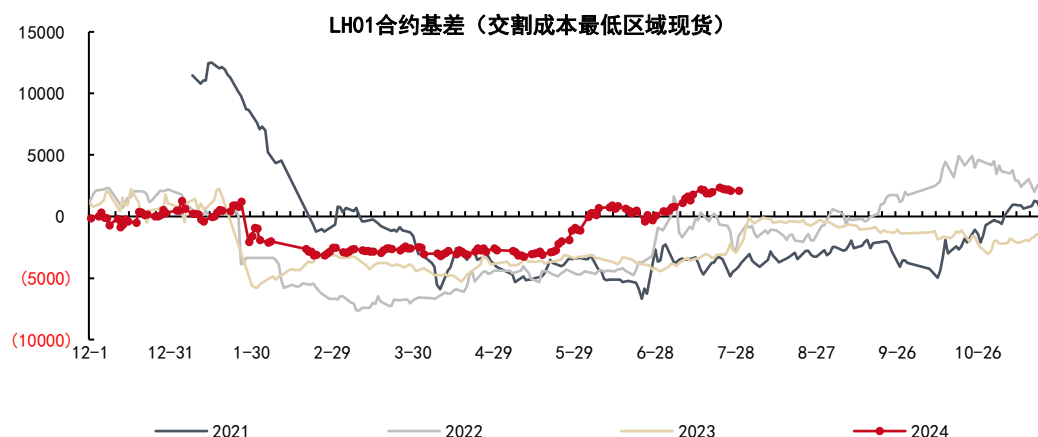
资料来源: Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表19: LH09-LH01 月差走势（元/吨）



资料来源: Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表20: LH01 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源: Wind 中信期货研究所

风险因素：疫情；压栏节奏；需求超预期；饲料上行超预期；政策。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>