

天平两端，自有砝码



走势评级： 生猪&鸡蛋：看跌
报告日期： 2024年9月26日

★ 生猪：Back 结构稳固，近月逐渐筑底

生猪期货的 Back 结构来自利润修复下母猪产能恢复的驱动，中长期现货价格将面临从上行周期拐头向下的压力。所谓一鼓作气，再而衰、三而竭。无论投机需求对旺季价格影响多甚，由二育、压栏带来的现货持续上涨积极性或难与昨日一较高下。也就意味着每一次反弹的冲击波将逐渐趋弱，旺季的投机高点受限。那么旺季底部支撑将少部分依赖投机入场，核心取决于肥标价差与屠宰，前者负责消耗存栏中体重段较高的库存，而后者则推动整体去库。

★ 鸡蛋：存栏压力——一把横在上方的剑

二三季度鸡蛋现货未如市场所期待在供应压力过剩下大幅走弱，其背后或与统计数据出入相关，盘面整体下跌顺畅度削弱，关于低点的空间争议尚存。从在产蛋鸡存栏理论存栏压力甚高，环比延续增势，并未出现反转信号。趋势反而不会说谎。我们从补苗与淘汰判断，蛋价依然处于周期下行阶段，从趋势的角度来看，未来的一段时间里，总能看见补产压力兑现的时候。

★ 投资建议

天平两端，自有砝码。过满则溢，市场自我调节机制发挥其效应，从而驱动周期变化。

生猪：国庆前一周，主力 LH2411 大幅下跌，一路跌破 17000 关口，市场情绪转向悲观。对累库压力与旺季消费疲软的担忧是旺季合约崩塌的主要原因，节前情绪落地或为节后提供支撑，现货回调、二育成本的下降将驱动投机短期进场，现货或能迎来反弹机会。但从今年整体的交投节奏来看，市场不乏抢跑的人。策略上，建议以大幅反弹后做空思路对待。

鸡蛋：8 月鸡苗补栏积极性较强，主力 JD2501 基差创历史新高，盘面已较充分注入增产预期。现阶段，主力支撑在成本线 3500 附近，鉴于 1 月合约最后交易日已基本接近年前备货尾声，我们从需求端并不看高 JD2501。策略上，关注国庆后现货价格与淘鸡行为，若现货表现超预期，则盘面存在低估值下的反弹空间；反之，盘面将回归震荡偏弱走势，这也是我们中长期看法。

★ 风险提示

饲料原料价格波动、疫病散发

吴冰心 分析师（农产品部）

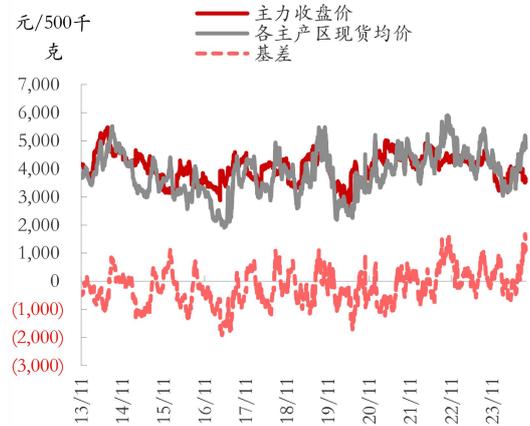
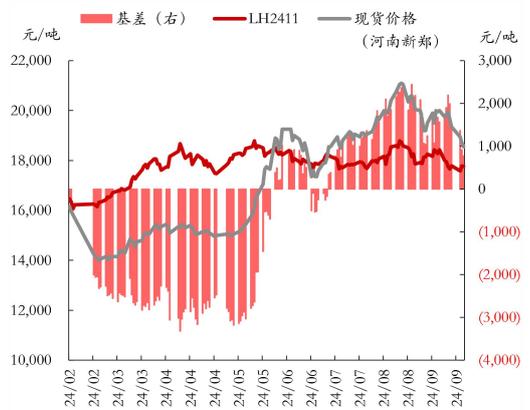
从业资格号：F03087442

投资咨询号：Z0019498

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（生猪、鸡蛋）



相关报告

- 《循此苦旅，以达星辰_240314》
- 《规律习得与拥抱未知：谨慎看待投机&去产_240118》
- 《克制方能行远，低谷亦有鲜花盛开_231204》
- ……

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、生猪：Back 结构稳固，近月逐渐筑底.....	4
1.1、二育积极性削弱，肥标价差仍有支撑.....	4
1.2、中长期将逐渐过渡至下行周期.....	6
2、鸡蛋：存栏压力——一把横在上方的剑.....	8
3、投资建议.....	11
4、风险提示.....	11

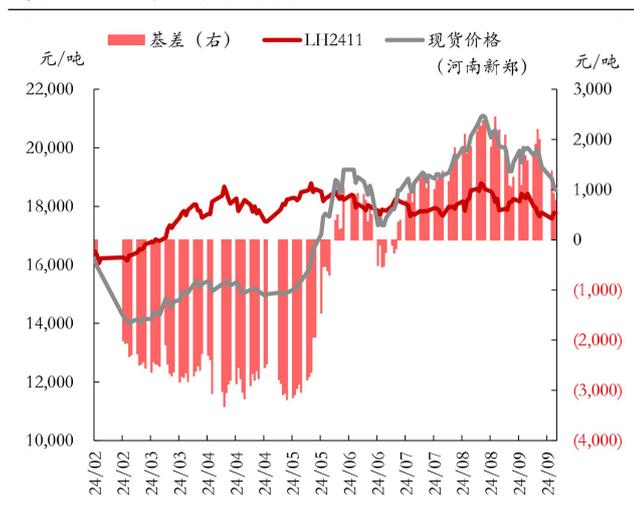
图表目录

图表 1: 生猪主力基差变动.....	4
图表 2: 生猪合约价差表现.....	4
图表 3: 交易均重 (卓创)	5
图表 4: 出栏均重 (涌益)	5
图表 5: 二次育肥销量占比.....	5
图表 6: 标肥价差.....	5
图表 7: 屠宰开工率.....	6
图表 8: 冻品库容率.....	6
图表 9: 能繁母猪存栏变动.....	7
图表 10: 产能周期性恢复已持续三个季度.....	7
图表 11: 育肥出栏预测.....	7
图表 12: 主力历史表现及基差.....	8
图表 13: 01 交割历史基差波动.....	8
图表 14: 在产蛋鸡存栏 (卓创)	8
图表 15: 在产蛋鸡存栏 (钢联)	8
图表 16: 鸡蛋主产区均价波动.....	9
图表 17: 单斤鸡蛋盈利.....	9
图表 18: 补苗情况 (卓创)	9
图表 19: 补苗情况 (钢联)	9
图表 20: 老鸡淘汰进程再度放缓 (卓创)	10
图表 21: 老鸡淘汰进程再度放缓 (钢联)	10
图表 22: 全国代表销区鸡蛋周度销量 (卓创)	10
图表 23: 全国代表销区鸡蛋周度销量 (钢联)	10
图表 24: 中国鲜鸡蛋生产环节库存天数.....	11
图表 25: 中国鲜鸡蛋流通环节库存天数.....	11

1、生猪：Back 结构稳固，近月逐渐筑底

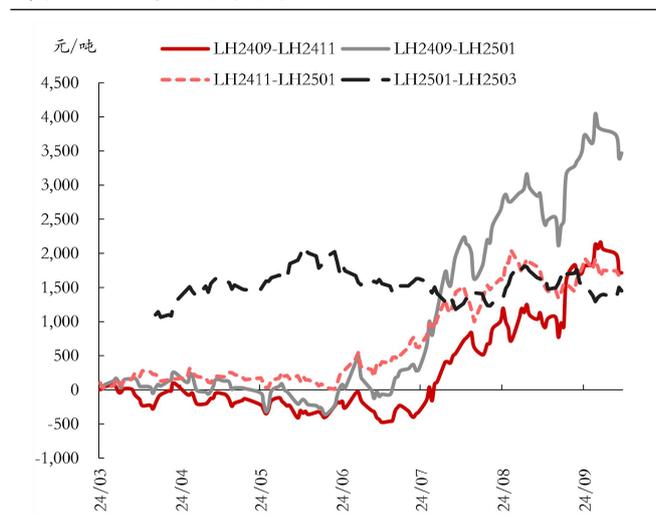
生猪期货的 Back 结构来自利润修复下母猪产能恢复的驱动，中长期现货价格将面临从上行周期拐头向下的压力。而某种程度上，近月现货摸高回落的过程，正是在一次次试探后的逐渐筑底。待躁动褪去，年底出栏潮释放，看多周期的故事已接近尾声，新的篇章即将展开。

图表 1：生猪主力基差变动



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 2：生猪合约价差表现



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

1.1、二育积极性削弱，肥标价差仍有支撑

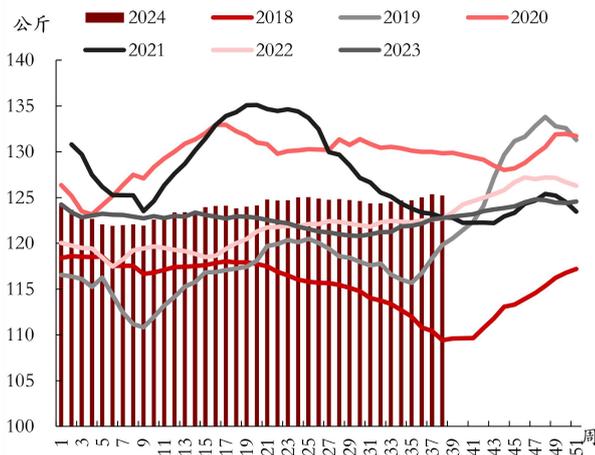
所谓一鼓作气，再而衰、三而竭。无论投机需求对旺季价格影响多甚，由二育、压栏带来的现货持续上涨积极性或难与昨日一较高下。也就意味着每一次反弹的冲击波将逐渐趋弱，对主力合约 LH2411 而言，旺季的投机高点受限。那么旺季底部支撑将少部分依赖投机入场，核心取决于肥标价差与屠宰，前者负责消耗存栏中体重段较高的库存，而后者则推动整体去库。

1) 肥标价差及体重表现

不低的体重基数叠加价格趋势上涨，是上行周期投机市必然出现的过程，同样体现了**活体库存压力的持续累积，这始终是市场不轻易看高旺季价格的一大主因**。我们选取两家具有代表性的机构数据对体重进行跟踪，首先对比截至 9 月 20 日前后的出栏均重与春节后低点增幅，卓创资讯 (125.24kg, 增幅 2.72%) vs 涌益咨询 (125.97kg, 增幅 4.39%); 而从同比增幅来看，两者分别为 +2.03%、+2.41%。无论从哪个角度看，当下体重均处于不低的水平，提前的累库压力会否加剧供应后置的风险取决于出栏节奏。

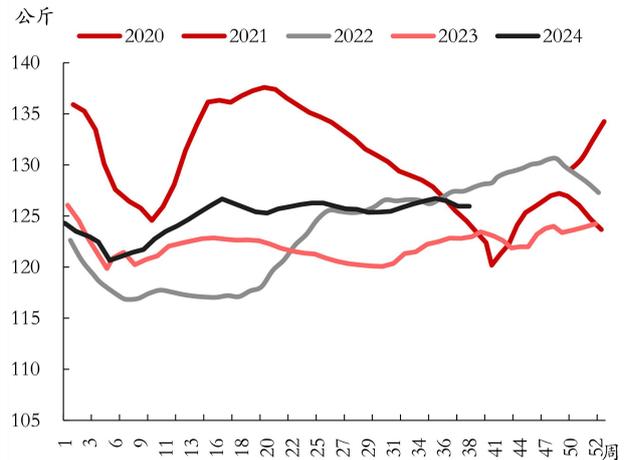
不妨顺着这条思路探讨关于产业出栏节奏的问题。站在四季度开端，肥猪需求有望改善，产业出栏压力受肥标价差驱动，同时，肥标价差亦是衡量肥猪供应是否过剩的重要指标。当下肥标价差正处于季节性扩大阶段，肥猪价格相对标猪价格有望持续走高，但在现货景气度不高的当下，价差支撑并未刺激二育持续入场，投机较为谨慎，限制价格上涨高度。

图表 3: 交易均重 (卓创)



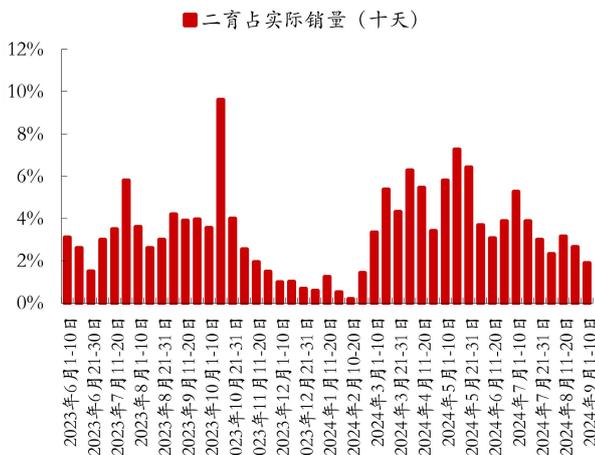
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 4: 出栏均重 (涌益)



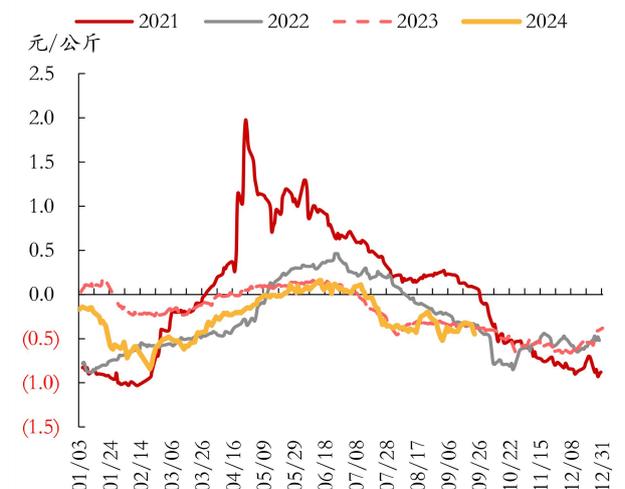
资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 5: 二次育肥销量占比



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 6: 标肥价差

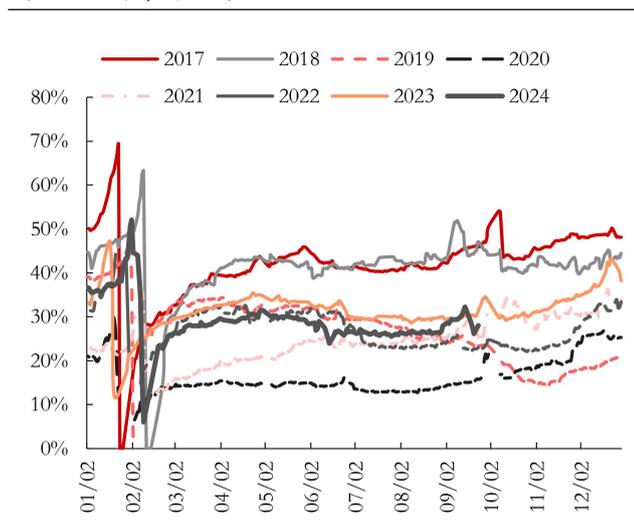


资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

2) 屠宰需求季节性去库

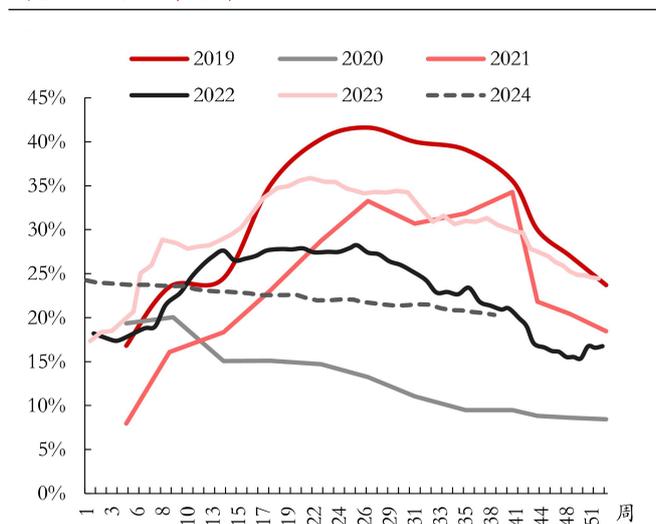
投机固然有推动价格超涨的实力，临近年末，真正检验消费支撑的阶段到来。伴随天气转凉，当下屠宰量存在见底回升预期，已延续攀升趋势一段时间。根据以往经验，旺季屠宰开工率较平日高出 30%，临近十一假期，盘面回调部分原因来自于对十一节后宰量回落的担忧。当然这一点确实在季节性上有所体现，节前备货告一段落，往往十一后冻品快速出库，当月现货价格存在来自冻品的压制与需求回落的拖累。

图表 7：屠宰开工率



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 8：冻品库容率



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

1.2、中长期将逐渐过渡至下行周期

回到交易维度，纵然底部支撑在投机反复与旺季消费到来下暂未打破，生产效率的持续改善，带动四季度出栏增加无疑为后市的转向埋下伏笔。从母猪存栏的恢复趋势来看，产能的周期性恢复已持续三个季度，同时得到提升的有养殖效率，而今年年初至今生猪疫病的影响趋弱，仔猪出生量改善是导致 01 过早大幅贴水现货的重要原因。从中长期来看，猪价将逐渐向下行阶段过渡。

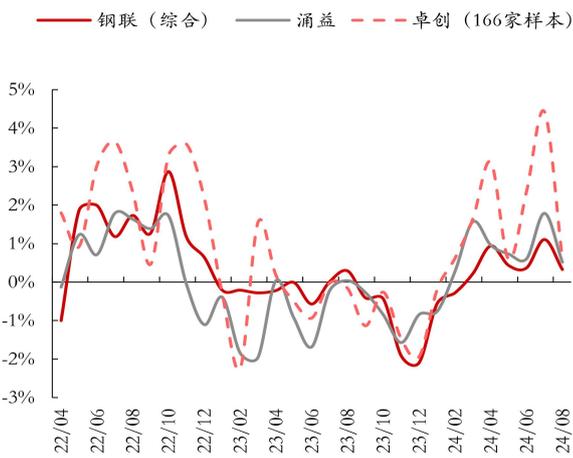
担忧猪价中枢下行还有来自成本端的压力。从蛋白与能量原料来看，玉米与豆粕价格中长期不容乐观。(1) 玉米：23/24 年度国内玉米丰产，而同时玉米及其替代谷物进口不少，国内玉米供给结余较多，陈玉米库存高位；伴随新玉米上市在即，持续的供给增量增加玉米下跌压力。(2) 豆粕：国际大豆供给宽松的格局较难改变，当下国内主要油厂豆粕库存较高、需求表现疲软，如若后市南美天气未出现重大利多，国内豆粕现货上方空间有限。

图表 9：能繁母猪存栏变动

样本来源	24年8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	-2.35%	-3.04%	
涌益	2.13%	-4.39%	
卓创-166家样本企业	8.47%	6.14%	

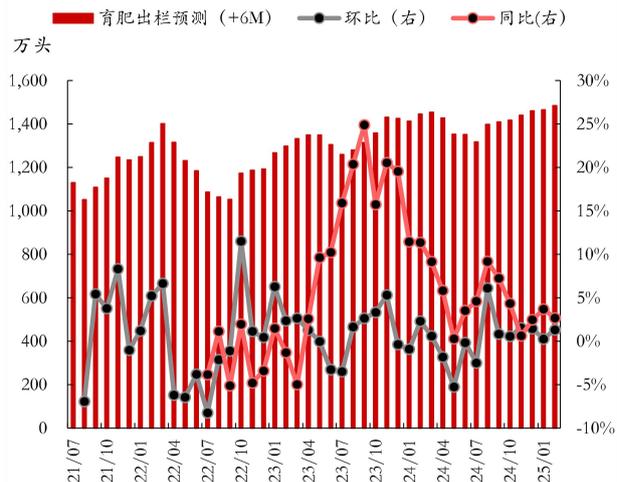
资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 10：产能周期性恢复已持续三个季度



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 11：育肥出栏预测

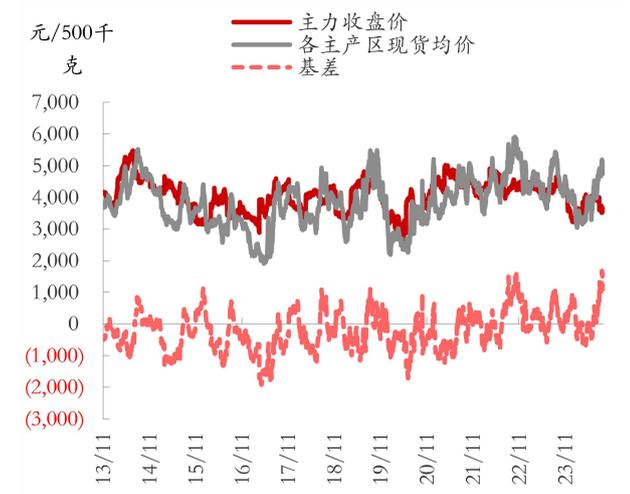


资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

2、鸡蛋：存栏压力——一把横在上方的剑

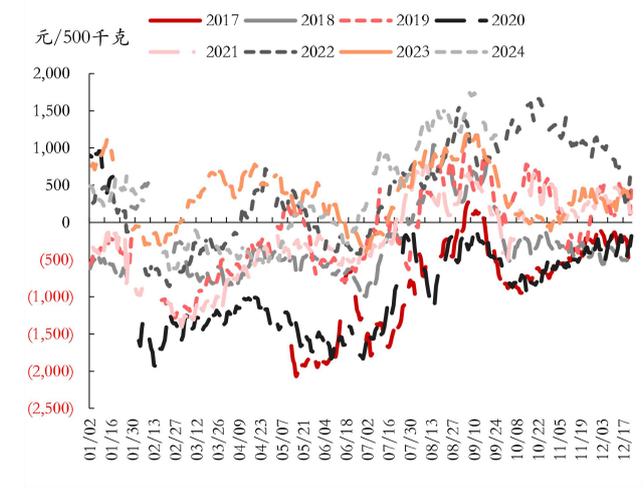
二三季度鸡蛋现货未如市场所期待在供应压力过剩下大幅走弱，其背后或与统计数据出入相关，盘面整体下跌顺畅度削弱，关于低点空间争议尚存。从在产蛋鸡存栏来看，卓创与钢联所统计的产能均已接近历史最高水平，理论存栏压力甚高，两方数据显示同比分别增加 7.69%、6.15%，环比延续增势，并未出现反转信号。

图表 12：主力历史表现及基差



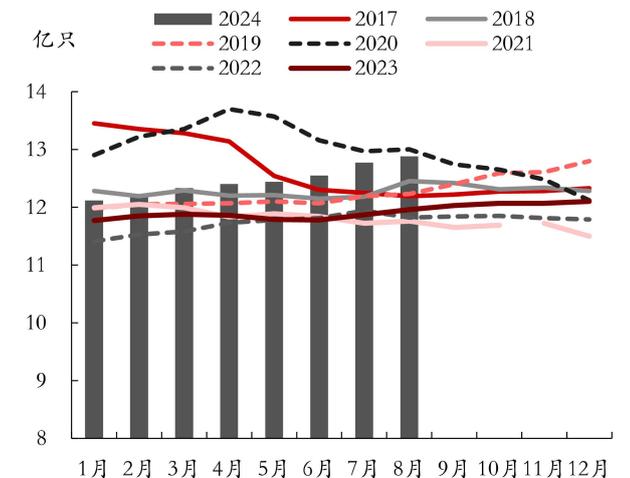
资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 13：01 交割历史基差波动



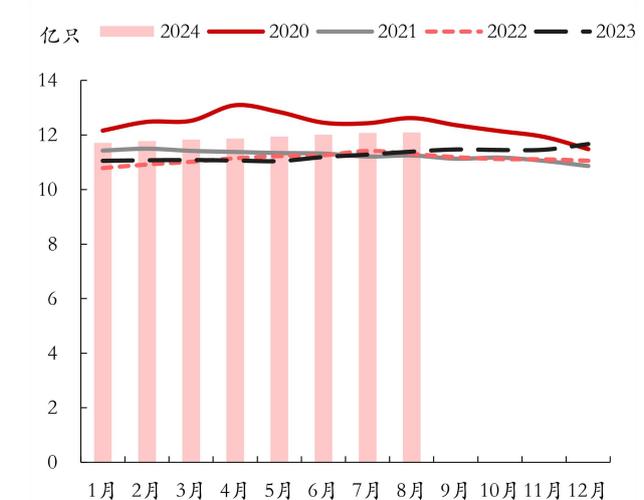
资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 14：在产蛋鸡存栏（卓创）



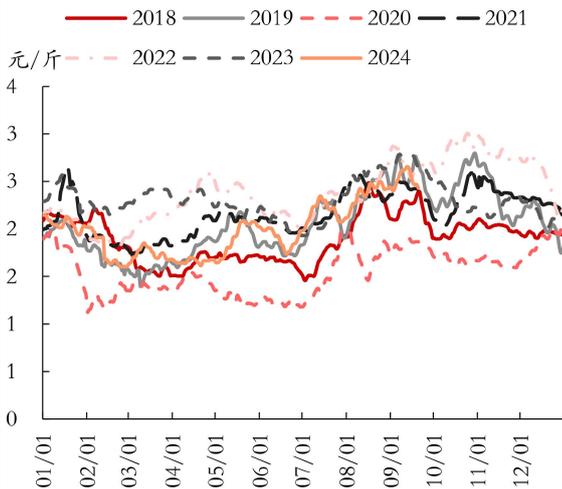
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 15：在产蛋鸡存栏（钢联）



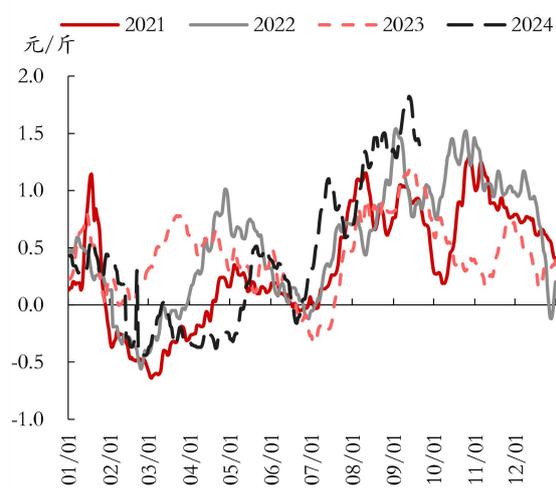
资料来源：上海钢联、东证衍生品研究院

图表 16: 鸡蛋主产区均价波动



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

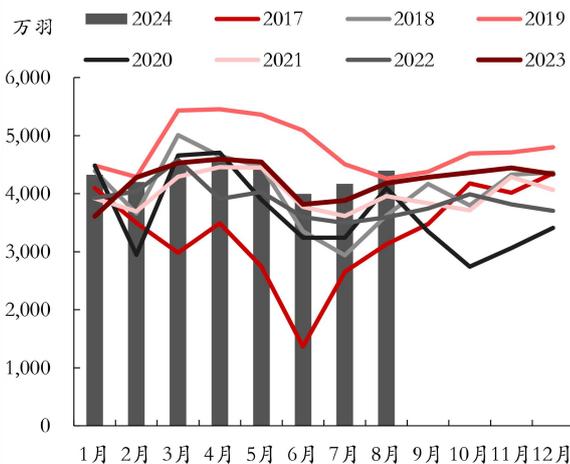
图表 17: 单斤鸡蛋盈利



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

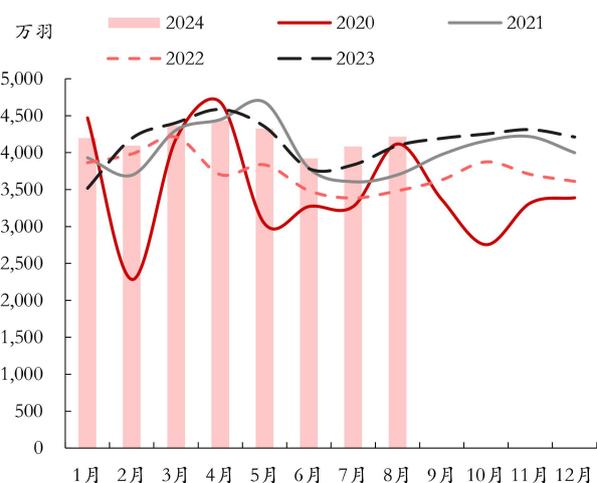
如果说价格是对供需的验证，证伪统计学上给出的结论，那么，相对于绝对值而言，趋势反而不会说谎。我们从补苗与淘汰判断，蛋价依然处于周期下行阶段：基于两家机构的鸡苗补栏、老鸡淘汰情况来看，产量的压力并未放缓养殖户补苗进程，现货表现良好而同时饲料原料价格下行，养殖端淘汰速度较预期慢。那么从趋势的角度来看，未来的一段时间里，总能看见补产压力兑现的时候。

图表 18: 补苗情况 (卓创)



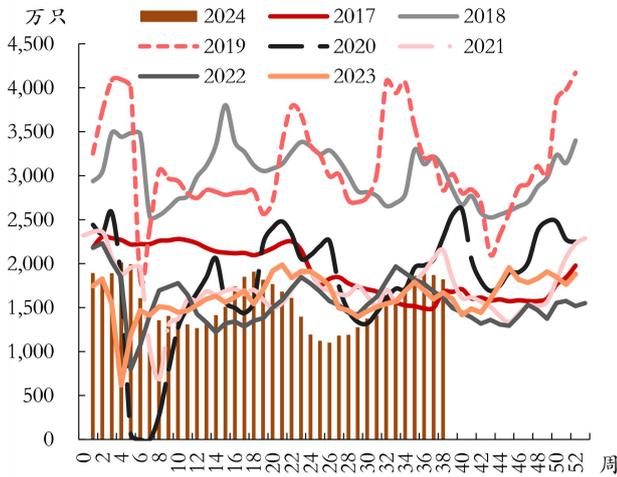
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 19: 补苗情况 (钢联)



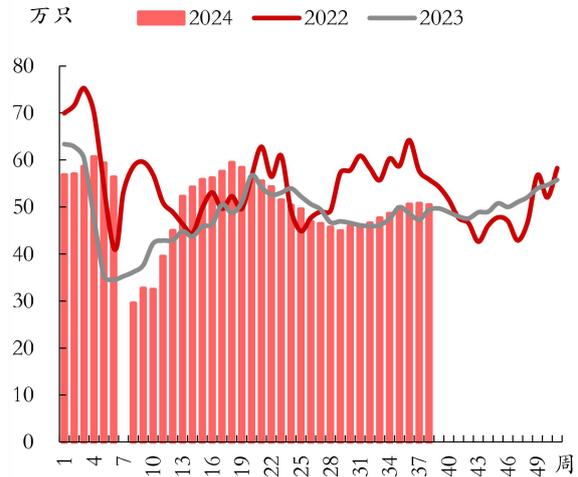
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 20: 老鸡淘汰进程再度放缓 (卓创)



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

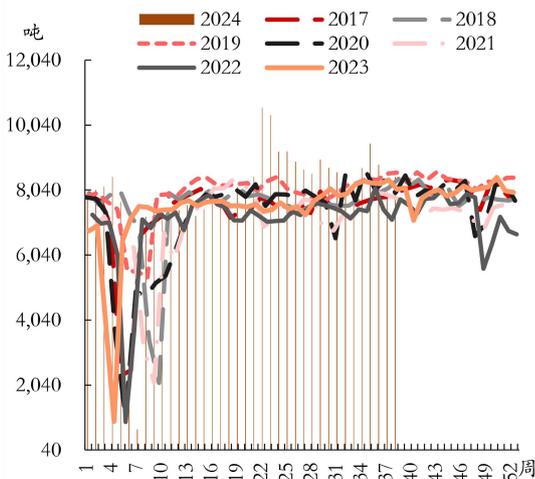
图表 21: 老鸡淘汰进程再度放缓 (钢联)



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

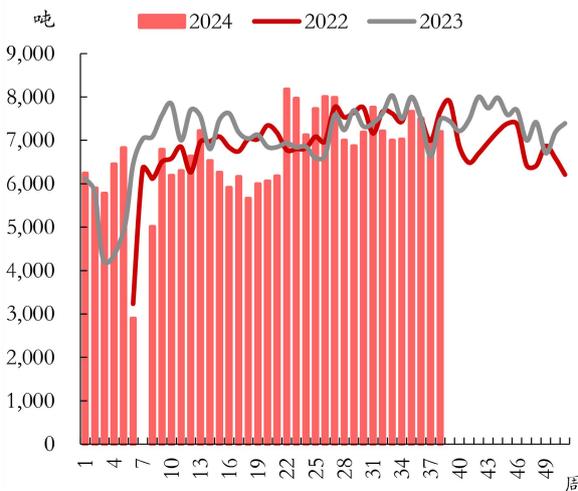
消费端的压力初现端倪。从近几周走货与库存情况来看，当下库存已低位回升，而季节性消费最好的时候似乎从历史销量表现上并未继续给出强支撑，甚至有望在年末迎来消费的大幅回落。鸡蛋主力将面临来自供需两端的双重压力。

图表 22: 全国代表销区鸡蛋周度销量 (卓创)



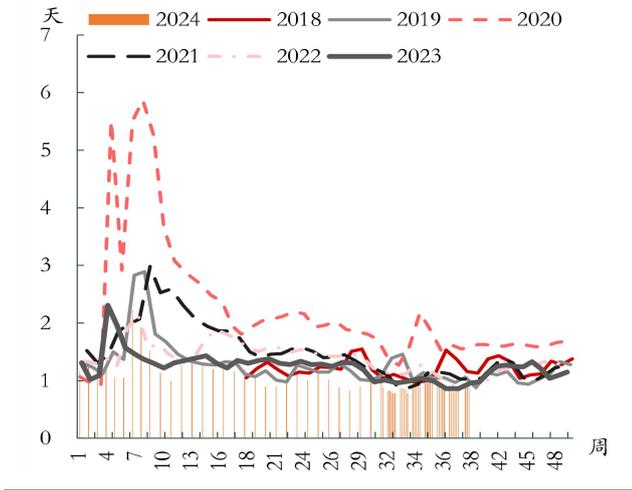
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 23: 全国代表销区鸡蛋周度销量 (钢联)



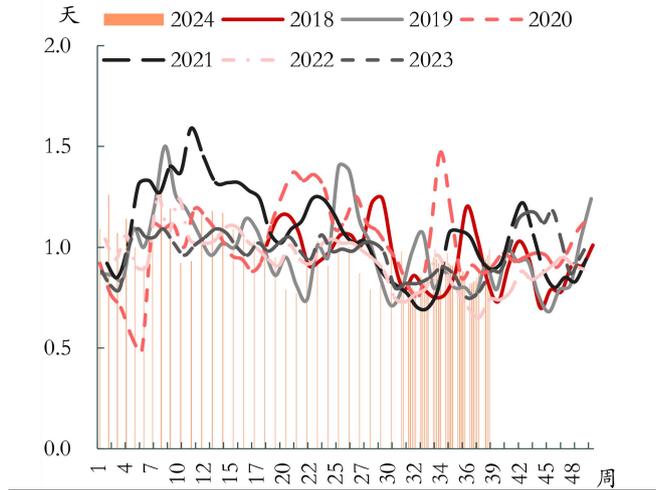
资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 24: 中国鲜鸡蛋生产环节库存天数



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 25: 中国鲜鸡蛋流通环节库存天数



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

3、投资建议

天平两端，自有砝码。过满则溢，市场自我调节机制发挥其效应，从而驱动周期变化。我们对生猪、鸡蛋的看法总结如下：

生猪：国庆前一周，主力 LH2411 大幅下跌，一路跌破 17000 关口，市场情绪转向悲观。对累库压力与旺季消费疲软的担忧是旺季合约崩塌的主要原因，节前情绪落地或为节后提供支撑，现货回调、二育成本的下降将驱动投机短期进场，现货或能迎来反弹机会。但从今年整体的交投节奏来看，市场不乏抢跑的人。策略上，建议以大幅反弹后做空思路对待。

鸡蛋：8 月鸡苗补栏积极性较强，主力 JD2501 基差创历史新高，盘面已较充分注入增产预期。现阶段，主力支撑在成本线 3500 附近，鉴于 1 月合约最后交易日已基本接近年前备货尾声，我们从需求端并不看高 JD2501。策略上，关注国庆后现货价格与淘鸡行为，若现货表现超预期，则盘面存在低估值下的反弹空间；反之，盘面将回归震荡偏弱走势，这也是我们中长期看法。

4、风险提示

饲料原料价格波动、疫病散发

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