玉米重心下移
生猪待压力释放

研究员：张晓君
联系电话：0371-6561-7380
从业资格：F0242716
投资咨询：Z0011864

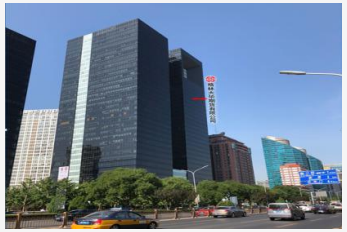
2023年9月28日

和谐

欣赏

契合

维护



互动

共荣

目录 CONTENTS

01 三季度行情回顾

02 玉米生猪市场分析逻辑

03 四季度行情展望及操作建议

04 风险因素

三季度行情回顾

1.1 观点回顾

季报20230331 《玉米中枢下移 生猪再次探底》
半年报20230616 《玉米近强远弱 生猪预期下修》
月报20230901 《玉米区间运行 生猪或先扬后抑》

➢ 玉米观点

宏观逻辑，美国经济数据持续释放疲软信号，劳动力需求明显下降，9月美联储议息会议停止加息预期增强，全球经济下行压力仍存。地缘政治方面，黑海农产品外运协议终止，但该事件对全球谷物供需格局以及市场情绪影响的力度和深度正在逐渐弱化。宏观驱动方向和力度都在弱化。

产业逻辑，我国主动建库周期仍在持续，主动建库或转变为被动建库。

供需逻辑，供给方面：国际方面，全球谷物供给紧张局面改善，长期供给预期向好，然而地缘政治导致全球粮食贸易流通节奏的不确定性增加。短期来看，巴西二茬玉米加速上市，阶段性供预期增加。流通方面关注俄乌冲突下谷物出口节奏。国内方面，中长期来看，本年度我国玉米产需缺口仍存，替代和进口仍是补充产需缺口的主要途径，预计22/23年度玉米或仍将维持供需紧平衡，进口关注巴西玉米到港节奏、国内关注定向稻谷和小麦替代规模。短期来看，国内新旧交替之际市场阶段性供求偏紧，贸易商惜售情绪升温，支撑玉米小麦现货价格维持坚挺，随着已成交定向稻谷进入市场、新作玉米陆续上市叠加进口玉米陆续到港，预计9月以后市场供给有望逐步增加，当前供求偏紧格局或将逐步改善。综上，短期来看，新作上量之前现货价格或仍维持偏强运行；中期来看，供给上量后将限制价格上方空间，多空交织下仍将维持区间运行。价格方面关注玉麦价差。供给方面关注新作定产情况。

操作上，中期维持区间交易思路，C2311合约上方压力2750-2800，下方支撑2600-2650。可关注承压后的波段做空和卖保机会。

➢ 生猪观点

全年来看基本维持生猪年报观点不变。

长期来看，能繁母猪存栏对应今年3-10月份生猪出栏环比增加且今年上半年产能去化缓慢，母猪产能仍处相对高位，对应明年5月前生猪市场供给仍较充足；待产能去化基本结束，猪价才能对应十个月后真正进入上升通道。

中期来看，今年2-7月全国新生仔猪量同比增长8.4%，对应未来6个月生猪供应同比增加。

短期来看，7月份全国规模猪场的中大猪存栏量环比增长3.1%，同比增长8.7%，对应8、9月份生猪供应也将稳定增加。当前供需双方深度博弈，猪价在17元/公斤附近窄幅震荡。

9月份预计供需双增，关注相对增幅。供给端重点关注存栏相对充足 和 体重相对偏低互为掣肘的局面如何打破；消费端重点关注双节前的备货需求。现货猪价或维持区间运行，跟随供需相对变化呈现先抑后扬走势，下方支撑16-16.5元/公斤，上方压力17.5-18元/公斤。关注标肥价差走势。

操作上，从中期来看，在年底前供需双增的预期下，暂不存在大的结构性矛盾，单边趋势行情支撑力度不足，建议根据阶段性供需相对变化寻找波段交易机会。投机交易可关注下方支撑确认后的波段做多机会；套保方面依旧关注远月合约的卖保机会。LH2311合约下方支撑16300-16500，上方压力17500-18000。

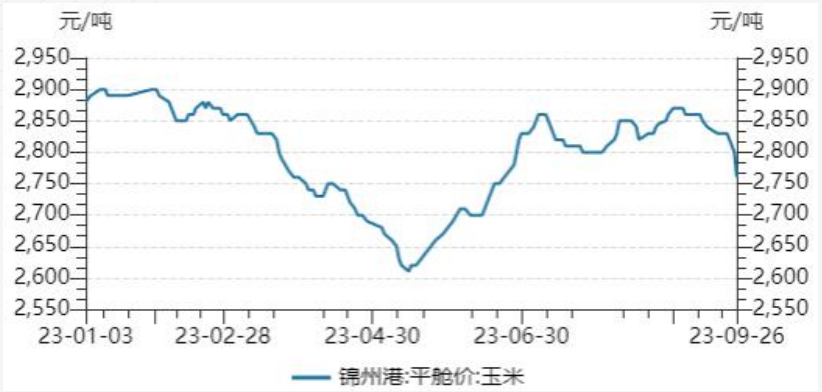
请务必阅读文后免责声明

1.2 盘面回顾

格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.

➢ 现货回顾：三季度玉米价格高位区间后承压下行，锦州港平舱价从月初2830元/吨涨至月中最高2870元/吨后承压下行至2760元/吨，季末环比跌幅2.5%；三季度全国生猪价格在7月从14元/公斤涨至17.5元/公斤后的两个月时间都维持在16-17元/公斤区间偏弱运行。
➢ 期货回顾：玉米期货主力合约先扬后抑，C2311合约季涨幅0.23%，收于2628元/吨；生猪期货先扬后抑、波动逐渐收窄，LH2311合约季涨跌幅0%，收于16565元/吨。

锦州港玉米平舱价走势图



生猪现货价格走势图

玉米期货2311合约日K线走势图

生猪期货2311合约日K线走势图

数据来源：博易大师、WIND、格林大华期货

1.3 复盘对比

格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

- 复盘对比

在9月月报写到玉米区间运行，可关注承压后的波段做空和卖保机会。生猪近月合约观望或等待支撑验证后的做多机会，远月合约卖保头寸继续持有（6月6日发布远月合约卖保方案、7月31日发布期货卖保策略建议）

以上观点得到盘面验证。

请务必阅读文后免责声明

上半年策略回顾

格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.

格林大华期货有限公司 GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD. 研究与投资咨询部套保策略

研究员：张晓君
投资咨询证：Z0011864
联系电话：0371-65617380
日期：2023 年 4 月 10 日

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

LH2311 合约卖出套期保值策略

一、行情分析

当前我国能繁母猪存栏从 2022 年 5 月连续 8 个月环比上升，直至 2023 年 1 月开始环比下降，对应今年 11 月生猪出栏量仍处相对高位，叠加饲料成本下降、生产效率同比提升，预计 11 月现货价格突破 20 元/公斤的压力较大。

二、可行性分析

4-5 月份出生仔猪对应 6 个月后，即 10-11 月开始出栏。按照养殖成本 16 元/公斤推算（企业可根据自身成本进行测算），当 LH2311 合约期货盘面给出 19 元/公斤及以上的价格，企业可在盘面进行卖出套期保值操作，提前锁定生猪销售价格，按照 120 公斤出栏体重，可在盘面提前锁定一头养殖利润≥3*120=360 元。

三、方案设计

四、风险提示

1、基差风险
2、流动性风险
3、保证金追加风险

格林大华期货有限公司 GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD. 研究与投资咨询部套保策略

研究员：张晓君
投资咨询证：Z0011864
联系电话：0371-65617380
日期：2023 年 4 月 21 日

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

LH2307 二次育肥保值策略

一、行情分析

LH2307 合约行情分析：生猪供给充足，上涨空间有限。

二、可行性分析

具体情况需按照二次育肥实际采购数据进行分析，以下大致以 16 元/公斤的二育猪源出栏成本进行大致测算，当 LH2307 合约盘面价格高于 17000 元/公斤，可考虑在期货盘面进行卖出套期保值，若出栏体重为 250 公斤，可提前锁定至少 250 元/头的养殖利润。

三、方案设计

四、风险提示

1、基差风险
2、流动性风险
3、保证金追加风险

格林大华期货有限公司 GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD. 研究与投资咨询部套保策略

研究员：张晓君
投资咨询证：Z0011864
联系电话：0371-65617380
日期：2023 年 6 月 6 日

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

生猪期货远月合约卖出套期保值策略

一、行情分析

- 能繁母猪存栏仍处相对高位，产能去化不及预期
- 仔猪利润导致养殖端苦苦支撑
- 冻品库存抑制下半年猪价预期

二、可行性分析

按照当前养殖端产能去化程度来看，能繁母猪存栏依旧处于相对高位，对应 10 个月后的生猪出栏依旧相对充足，叠加生产效率提升以及饲料原料成本下降，施压 2024 年一季度猪价预期，可考虑逢高参与 LH2403、LH2405 合约卖出套期保值操作，LH2403 可关注 16500 以上卖保机会，LH2405 可关注 17000 以上卖保机会。

三、风险提示

1、基差风险
2、流动性风险
3、保证金追加风险

格林大华期货有限公司 GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD. 研究与投资咨询部套保策略

研究员：张晓君
投资咨询证：Z0011864
联系电话：0371-65617380
日期：2023 年 7 月 31 日

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

生猪期货卖出套期保值策略建议

一、行情分析

……

综上，当前标肥价差持续走扩将继续支撑猪价展开阶段性反弹，向 16 元/公斤养殖成本附近靠拢。中长期生猪市场供给相对充裕叠加国内冻品库存居高不下，或将限制下半年猪价向上空间，从期货的价格发现功能来看，下半年现货猪价在 18 元/公斤有明显压力。

二、生猪期货卖出套期保值策略建议

近期生猪期货合约展开全线反弹，生猪期货充分发挥价格发现功能，提前兑现猪价上涨预期，大部分生猪期货合约的盘面价格已超过 16 元/公斤的养殖成本线，其中 LH2311、LH2401 合约盘面价格已超过 17 元/公斤，盘面已给出养殖企业一定的养殖利润。预计 8 月期货盘面或先扬后抑。若此轮现货猪价反弹预期在 16-16.5 元/公斤，假设给盘面 1000 元/吨的升水则对应 LH2309 合约在 17000-17500 或有明显压力。当前 LH2311、LH2401 合约价格已经反应出市场对于季节性消费的预期，然而中期生猪供给仍较充足，或限制年底猪价进一步上涨空间。LH2309 合约上方压力关注 17000-17300，LH2311 合约上方压力关注 17800-18000，LH2401 合约上方压力关注 17800-18000，LH2403 合约上方压力关注 16000-16200。

……

三、风险提示

1、疫病风险
2、基差风险
3、流动性风险
4、保证金追加风险

数据来源：格林大华期货

上半年策略回顾

格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.

数据来源：博易大师

玉米生猪市场分析逻辑

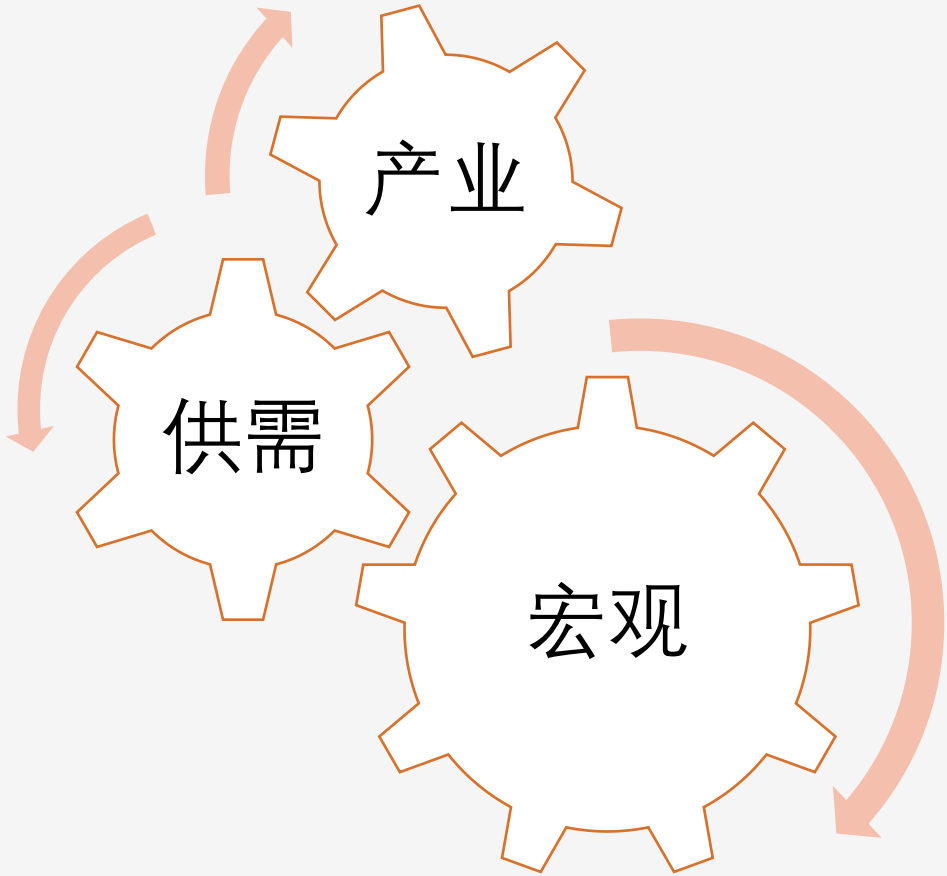
世界观　WHAT

逻辑顺序不变，调整位置排序

宏观（货币周期/流动性）　择势

产业（库存周期/利润传导）　择机

供需（时间周期/主要矛盾）　择时



方法论　HOW

驱动因子轮动

驱动轴　or　传动轴

确定性　or　不确定性

绝对变量　or　边际变量

确定性 → 方向　　不确定 → 时机

嵌套？共振？级别？

全球供给前景预期改善，地缘政治扰动减弱

- **全球玉米供给前景改善**

USDA9月供需报告预估全球2023/24年度玉米产量为12.14亿吨，2022/23年度预估为11.51亿吨；全球2023/24年度玉米期末库存预估为3.13亿吨，2022/23年度预估为2.9亿吨；23/24年度全球库存消费比仍处于近四年高点，且高于8月预测水平。

- **美玉米产量、期末库存均处于历史次高水平**

美玉米优良率改善，优良状态高于市场预测值，亦高于上年同期水平；成熟率为70%，均高于去年同期及五年均值。当前美玉米进入收割期且收获进度开始加快，报告显示截至9月26日已收获15%，高于去年同期水平3%。目前23/24年度美玉米增产已成定局，后续重点关注新玉米的销售进度和节奏。本周市场等待USDA周五即将发布每季度谷物库存数据，9月1日玉米库存的平均估计为14.29亿蒲式耳将是三年来的最高水平，较上年同期增长3.8%。

- **地缘政治扰动减弱**

在黑海协议终止后，乌克兰积极寻求黑海航运走廊协议的替代路线。目前，地缘政治对全球谷物供需格局在时间周期的影响更加长期化，但对于市场情绪影响的力度和深度正在逐渐弱化。

图：世界玉米供需平衡表

单位:百万吨									23/24*		
年份	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/21*	21/22*	22/23*	8月	9月	变动
期初库存	209.73	311.48	351.96	341.28	322.41	307.42	292.88	310.54	297.92	299.47	1.55
产量	972.21	1123.41	1080.09	1123.41	1120.13	1129.42	1218.71	1155.62	1213.5	1214.29	0.79
总供给	1181.94	1434.89	1432.05	1464.69	1442.54	1436.84	1511.59	1466.16	1511.42	1513.76	2.34
国内饲用量	601.58	656.07	672.36	702.4	716.03	723.87	745.22	730.64	756.69	756.1	-0.59
总使用	968.01	1084.14	1090.45	1143.76	1136.17	1144.01	1201.06	1166.69	1200.37	1199.77	-0.6
进口	169.81	292.49	149.93	162.96	167.66	184.86	184.44	175.6	187.11	187.12	0.01
出口	119.74	160.06	148.24	180.93	172.25	182.7	206.59	181.66	196.19	196.19	0
结转库存	213.93	350.75	341.6	320.92	306.37	292.83	310.54	299.47	311.05	313.99	2.94
库存使用比	22.10%	32.35%	31.33%	28.06%	26.97%	25.60%	25.86%	25.67%	25.91%	26.17%	0.26%

图：美国玉米供需平衡表

单位:百万吨									23/24*		
年份	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/21*	21/22*	22/23*	8月	9月	变动
期初库存	43.97	44.12	58.25	54.37	56.41	48.76	31.36	34.98	37	36.87	-0.13
产量	345.51	384.78	371.1	364.26	345.96	358.45	382.89	348.75	383.83	384.42	0.59
进口	0.8	0.8	0.92	0.71	1.06	0.62	0.62	1.02	0.64	0.64	0
总供给	390.28	429.7	430.27	419.34	403.43	407.83	414.87	384.75	421.47	421.93	0.46
饲用量	129.91	138.94	134.73	137.93	149.87	142.43	145.43	137.8	142.88	142.88	0
国内消费	298.79	313.83	313.98	310.47	309.55	306.69	317.09	305.58	313.45	313.45	0
出口	48.29	58.27	61.92	52.46	45.13	69.78	62.8	42.29	52.07	52.07	0
总需求	347.08	372.1	375.9	362.93	354.68	376.47	379.89	347.87	365.52	365.52	0
结转库存	44.12	58.25	54.37	56.41	48.76	31.36	34.98	36.87	55.94	56.4	0.46
库存使用比	12.71%	15.65%	14.46%	15.54%	13.75%	8.33%	9.21%	10.60%	15.30%	15.43%	0.13%

数据来源：大商所

玉米市场分析逻辑—我国玉米供需格局

➢ 供给方面：

长期来看，本年度我国玉米年度产需缺口仍存，进口+替代仍是补充年度产需缺口的主要途径。

中期来看，下半年供给增量陆续兑现，定向稻谷拍卖进入尾声、进口玉米陆续到港、新作批量上市，重点关注基层上量高峰和下游补库力度对价格强弱影响的节奏。

短期来看，9月份华北新粮批量上市，贸易商加速腾库，下游企业采购谨慎，叠加定向稻谷进入流通环节，阶段性供强需弱格局或持续至东北新粮集中上市，待下游企业开始建库，或将缓解供强需弱格局。

替代方面：定向稻谷拍卖进入尾声，9月底拍卖或告一段落。截至9月28日共投放1600万吨，累计成交1428万吨，成交率89.25%，剩余38万吨将在28日全部投放（截至收稿暂未收到拍卖结果）。小麦替代规模预计缩减，主要因为今年芽麦占比较高，大多流入饲用环节，优质粮源价格坚挺，小麦价格高于玉米价格，小麦替代优势明显减弱，预计小麦替代玉米规模将明显下降。

进口方面：巴西出口加速，进口利润高企。Secex数据显示9月1-25日巴西出口玉米660万吨，去年9月全月出口量为642.2万吨。今年9月份迄今日均出口量为440,059吨，同比高43.9%。9月巴西玉米出口平均价格同比下跌17.5%，我国1%关税进口到港成本约2250-2350元/吨，蛇口港成交价2920元/吨。

图：黑龙江玉米大豆种植补贴

近几年黑龙江粮食补贴(单位：元/亩)		
年份	玉米	大豆
2018	25	320
2019	30	255
2020	38	238
2021	68	248
2022	28	248
2023	?	350以上

图：中国主要谷物供需平衡表

单位：千吨

年度 1/	2021/22	2022/23 9月预估	2023/24 9月预测	同比变化	同比变幅
生产量 2/	622,336	623,418	627,140	3,722	0.6%
进口量 3/	40,638	35,710	30,300	-5,410	-15.1%
年度供给量	662,974	659,128	657,440	-1,688	-0.3%
食用消费	272,450	272,200	270,990	-1,210	-0.4%
饲料、种用及工业消费	374,060	352,125	362,580	10,455	3.0%
年度国内消费	646,510	624,325	633,570	9,245	1.5%
出口量 3/	3,201	2,630	3,030	400	15.2%
年度总需求量	649,711	626,955	636,600	9,645	1.5%
年度结余量 4/	13,263	32,173	20,840	-11,333	

1/ 表中年份为市场年度。本表中主要谷物的范围仅包括小麦、玉米和稻谷；
2/ 表中产量数据引自国家统计局，或以其为基础的预测数；
3/ 表中进口量、出口量引自国家海关总署，或以其为基础的预测数；
4/ 表中年度结余量为当年新增供给量与年度需求总量间的差额，不包括上年库存。

图：中国玉米供需平衡表

单位：千吨，吨/公顷，千公顷

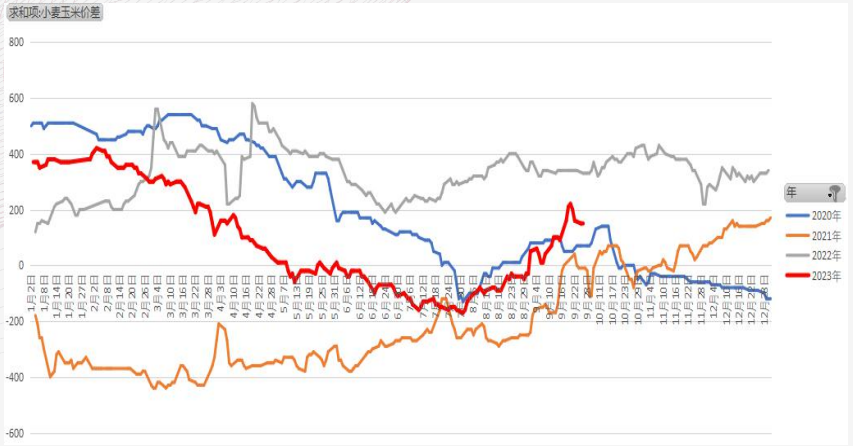
项 目 1/	2021/22	2022/23 9月预估	2023/24 9月预测
播种面积 2/	43,324	43,070	43,200
东北地区 3/	17,854	17,392	17,520
华北黄淮地区 4/	14,960	14,970	15,038
单位产量 2/	6.291	6.436	6.505
东北地区	6.917	7.103	7.184
华北黄淮地区	5.889	6.104	6.180
产 量 2/	272,551	277,200	281,000
东北地区	123,502	123,528	125,870
华北黄淮地区	88,105	91,377	92,941
生产量	272,551	277,200	281,000
进口量 5/	21,886	19,000	17,000
新增供给	294,437	296,200	298,000
食用消费	18,850	18,900	18,890
饲用消费	180,000	195,000	200,000
工业消费	77,000	76,000	75,000
种用消费	1,280	1,260	1,270
国内消费	277,130	291,160	295,160
出口量 5/	3	10	10
总消费量	277,133	291,170	295,170
年度结余 6/	17,304	5,030	2,830

1/ 表中玉米市场年度为当年10月至次年9月；
2/ 表中产量数据为国家统计局统计数据，或以其为基础的预测数据；
3/ 表中东北地区包括吉林、黑龙江、辽宁和内蒙古；
4/表中华北黄淮地区包括北京、天津、河北、河南、山西、山东、江苏、安徽；
5/表中进出口数据为海关总署统计数据，或以其为基础的预测数据；
6/表中结余量为当年新增供给量与年度需求总量间的差额，不包括上期库存；

数据来源：国家粮油信息中心、格林大华期货

玉米市场分析逻辑—我国玉米供需格局

图：山东地区小麦玉米价差走势图



图：近几年我国月度进口玉米量（单位：万吨）

月份	2021年	2022年	2023年	环比%	同比%
1	301.46	275.44	224.28	158.63	-18.57
2	178.10	193.05	308.61	37.60	59.86
3	193.12	241.31	219.15	-28.99	-9.18
4	185.01	220.93	100.25	-54.26	-54.63
5	315.53	207.98	166.26	65.85	-20.06
6	357.13	220.68	184.69	11.09	-16.31
7	286.24	153.71	167.84	-9.12	9.19
8	323.44	179.77	119.84	-28.60	-33.34
9	353.38	153.40	*	*	*
10	130.32	54.73	*	*	*
11	78.76	74.13	*	*	*
12	133.25	86.72	*	*	*
合计	2835.72	2061.85	1490.92	-	-11.93

图：国际玉米进口成本参考价

品种	船期	期货收盘 美分/蒲式耳	升贴水 美分/蒲式耳	FOB价 美元/吨	运费 美元/吨	CNF升贴水 美分/蒲式耳	CNF 美元/吨	进口成本 元/吨	港口
美湾	10月Z	479.75	115	234.14	57.0	260	291	2444	天津港
		479.75	115	234.14	57.5	261	292	2448	张家港
		479.75	115	234.14	58.0	262	292	2452	广州港
	11月Z	479.75	104	229.81	57.0	249	287	2409	天津港
		479.75	104	229.81	57.5	250	287	2413	张家港
		479.75	104	229.81	58.0	251	288	2417	广州港
	12月Z	479.75	95	226.27	57.0	240	283	2380	天津港
		479.75	95	226.27	57.5	241	284	2384	张家港
		479.75	95	226.27	58.0	242	284	2388	广州港
	1月H	494.50	83	227.35	57.0	228	284	2389	天津港
		494.50	83	227.35	57.5	229	285	2393	张家港
		494.50	83	227.35	58.0	230	285	2397	广州港
巴西	11月Z	479.75	90	224.30	44.0	202	268	2260	天津港
		479.75	90	224.30	44.5	203	269	2264	张家港
		479.75	90	224.30	45.0	204	269	2268	广州港
	12月Z	479.75	95	226.27	44.0	207	270	2276	天津港
		479.75	95	226.27	44.5	208	271	2280	张家港
		479.75	95	226.27	45.0	209	271	2284	广州港
	1月H	494.50	100	234.04	44.0	212	278	2338	天津港
		494.50	100	234.04	44.5	213	279	2342	张家港
		494.50	100	234.04	45.0	214	279	2346	广州港

图：中国小麦供需平衡表

单位：千公顷、吨/公顷、千吨

年度 1/	2021/22	2022/23 9月预估	2023/24 9月预测
播种面积	23,567	23,519	23,631
冬小麦	22,409	22,432	22,528
春小麦	1,158	1,087	1,103
单位产量	5.811	5.856	5.778
冬小麦	5.880	5.918	5.837
春小麦	4.473	4.568	4.569
产　量	136,943	137,723	136,540
冬小麦	131,762	132,760	131,500
春小麦	5,181	4,963	5,040
生产量	136,943	137,723	136,540
进口量	9,559	12,210	9,300
新增供给	146,502	149,933	145,840
制粉消费	93,600	93,800	93,400
其中面粉	70,200	70,350	70,050
其中次粉	4,680	4,690	4,670
其中麸皮	18,720	18,760	18,680
饲用、种用及工业消费	52,840	33,950	44,100
年度国内消费	146,440	127,750	137,500
出口量 2/	20	20	20
年度总消费	146,460	127,770	137,520
年度结余量 3/	42	22,163	8,320

数据来源：国家粮油信息中心、中国粮油商务网、WIND、格林大华期

➢ 需求方面：饲用消费结构性增长，工业消费相对稳定。

□ 饲用消费结构性增长，小麦替代比例增加

当前饲料消费仍处于相对高位。据中国工业饲料协会统计数据显示，**2023年8月全国工业饲料产量2878万吨，环比增长6.1%，同比增长5.9%**。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为22.8%，同比下降8.0%；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比11.9%，同比下降4%。

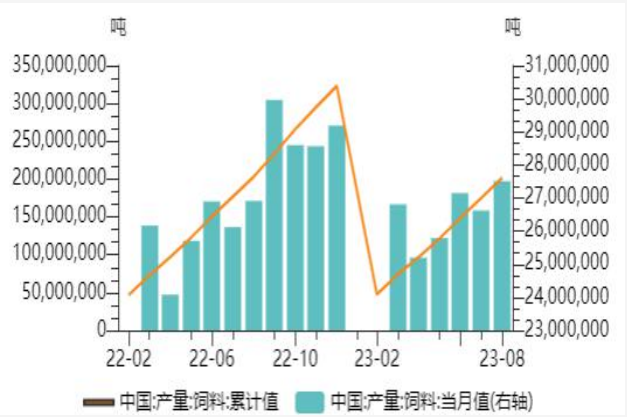
生猪方面，官方数据显示未来一段时间内生猪市场供给相对充足。截至8月末能繁母猪存栏为4241万头，仍高于4100万头正常保有量3.3%。从生猪存栏来看，今年2-7月全国新生仔猪量同比增长8.4%，对应未来6个月生猪供应同比增加。随着天气转冷，大猪消费偏好将推动季节性压栏增重启动，饲用消费预期持续向好。

禽类方面，肉禽方面，在产父母代种鸡存栏量继续上升，商品代鸡苗供应量与肉鸡出栏量增加，禽肉供应持续增长。卓创资讯监测显示今年7月我国肉鸡月度出栏量为5.16亿只，1-7月累计出栏31.94亿只，同比增加19.35%。蛋禽方面，今年8月份样本企业蛋鸡苗月度出苗量4183万羽，月环比降7.6%。今年8月全国蛋鸡存栏量环比增约0.76%。今年以来蛋鸡养殖利润为正，预计9月各地新开产蛋鸡数量增多，支撑饲用消费。（截稿时8月数据暂未更新）

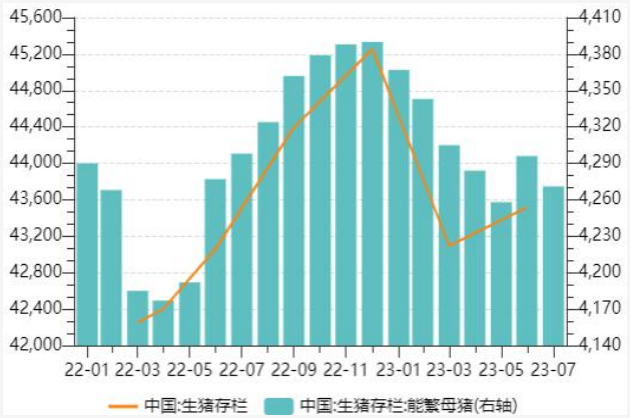
需要注意的是今年芽麦比例较高，优质小麦价格坚挺，部分地区小麦价格已高于玉米价格100元/吨，小麦替代玉米性价比明显降低，预计随着小麦价格高位运行，玉米饲用消费预期将持续恢复。

综上，生猪、禽类存栏仍处相对高位支撑饲料消费预期，且玉麦价差回归，小麦对玉米饲用消费替代减弱，玉米饲用消费预期回升。

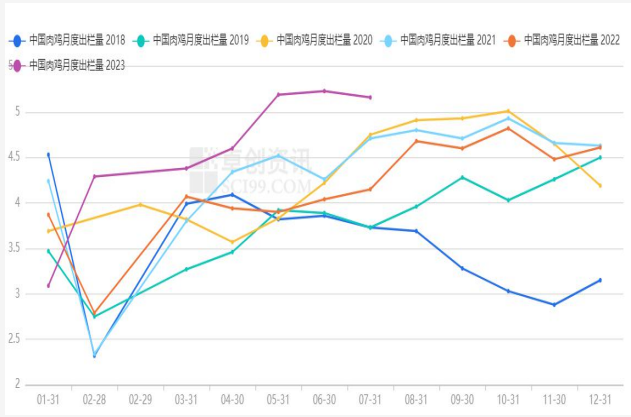
图：饲料产量当月值及累计值



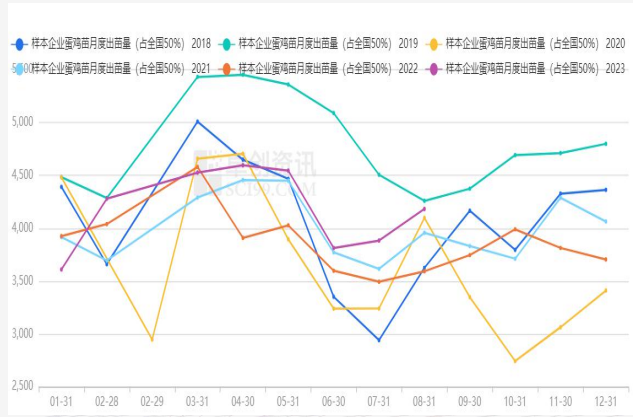
图：能繁母猪及生猪存栏量



图：样本企业肉鸡月度出栏量



图：样本企业蛋鸡苗月度出苗量



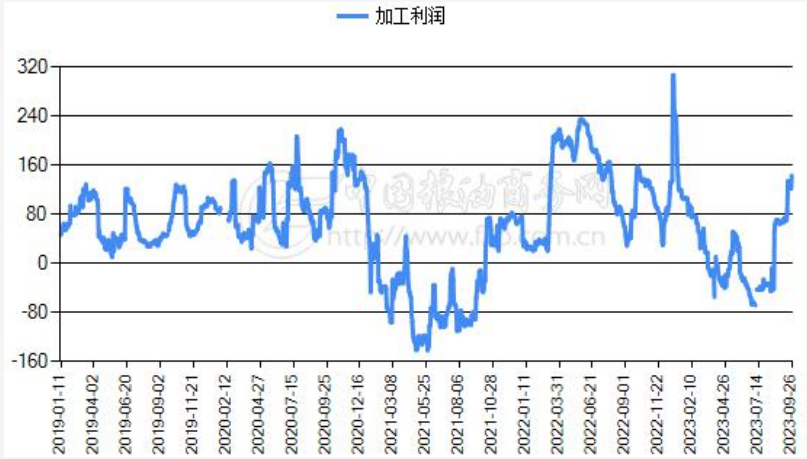
数据来源：WIND、卓创

➢ 需求方面：饲用消费替代加剧，工业消费相对稳定。

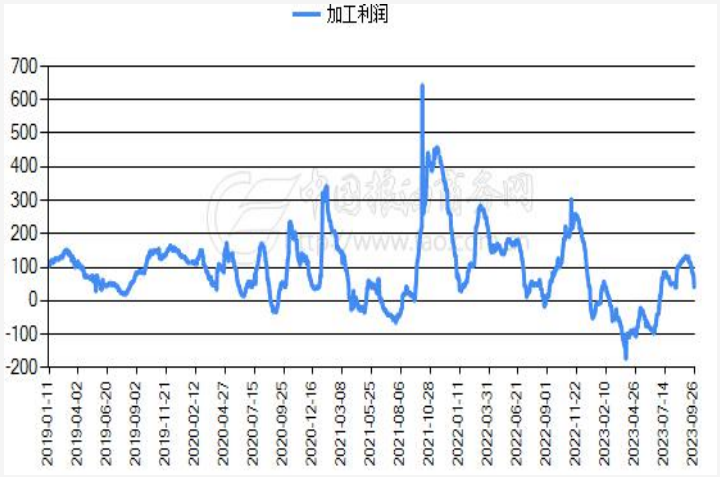
□ 工业消费总体保持稳定

整体来看我国玉米深加工产能相对稳定。从季节性规律来看，四季度淀粉及酒精加工行业开机率季环比明显增加。尤其10月以后随着新作玉米大量上市，深加工企业建库意愿逐渐显现，关注企业建库节奏。

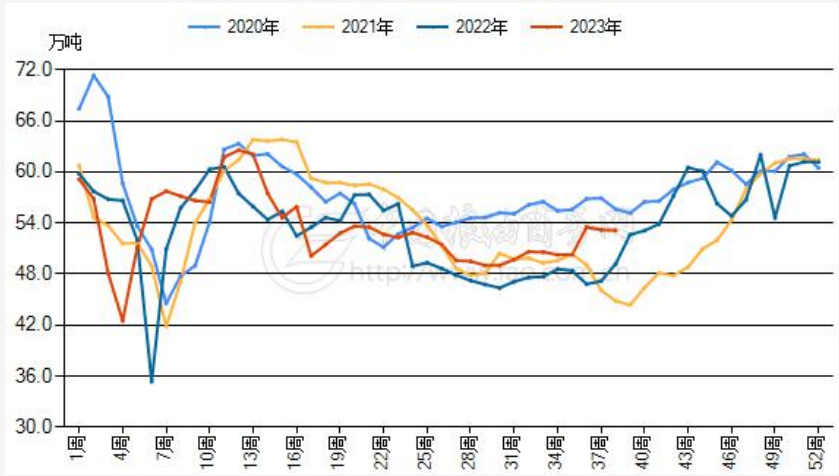
图：玉米酒精加工利润走势图



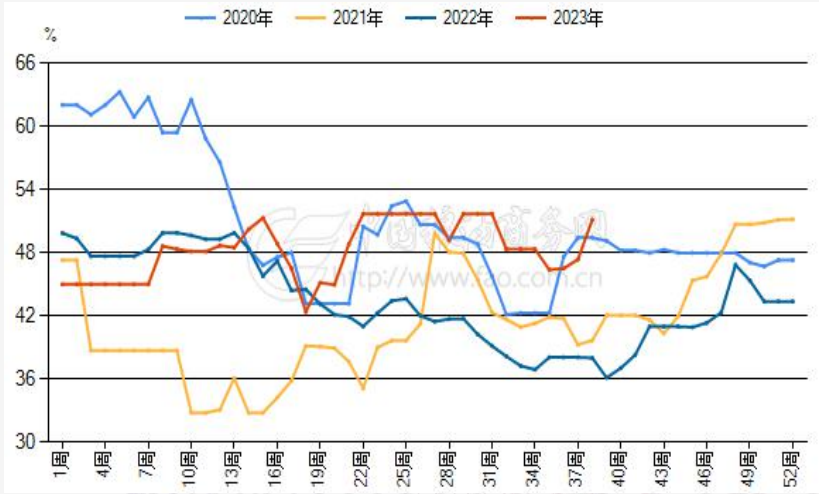
图：玉米淀粉加工利润走势图



图：玉米淀粉加工企业周度开机率



图：玉米酒精加工企业周度开机率



数据来源：粮油商务网

玉米市场观点及操作建议

➢ 后市观点

宏观逻辑，美联储虽9月暂时停止加息，然而美联储主席表示控制通胀“还有很长的路要走”，还暗示不排除未来会继续采取更为紧缩的措施，并在更长时间内维持高利率水平，对大宗商品需求构成一定压力。国内稳经济政策持续释放，关注后续政策。地缘政治方面，黑海外运协议终止对全球谷物供需格局在时间周期的影响更加长期化，但对于市场情绪影响的力度和深度正在逐渐弱化。

产业逻辑，我国主动建库周期仍在持续，主动建库或转变为被动建库。

供需逻辑，供给方面：国际方面，全球谷物供给紧张局面改善，长期供给预期向好，然而地缘政治导致全球粮食贸易流通节奏的不确定性增加。目前巴西玉米加速上市，阶段性供预期增加。国内方面，中长期来看，本年度我国玉米产需缺口仍存，替代和进口仍是补充产需缺口的主要途径，预计22/23年度玉米或仍将维持供需紧平衡。当前供给增量陆续兑现：定向稻谷拍卖进入尾声、进口玉米陆续到港、新作玉米批量上市，**新粮上市是四季度价格的主要驱动逻辑，重点关注基层上量高峰和下游补库力度对价格强弱影响的节奏，预计四季度玉米价格或呈现在区间内先抑后扬，整体重心下移。**具体来看，9月份部分地区新粮批量上市，叠加定向稻谷大量进入流通环节，贸易商加速腾库，同时下游企业持续去库、采购相对谨慎，市场阶段性呈现供强需弱格局，价格向下寻找支撑；待10月中旬以后，企业库存持续消耗(芽麦、稻谷），东北地区新粮上市，粮库、企业、贸易商等加大建库力度或限制玉米进一步下跌空间，价格有望止跌企稳；待年底临近春节，企业节前建库或支撑价格展开波段反弹。消费方面，进入四季度随着天气转冷，大猪消费偏好将推动季节性压栏增重启动，饲用消费预期持续向好。且小麦等谷物替代性价比减弱，玉米饲用消费有望回暖，消费仍处相对高位有望限制玉米下方空间。

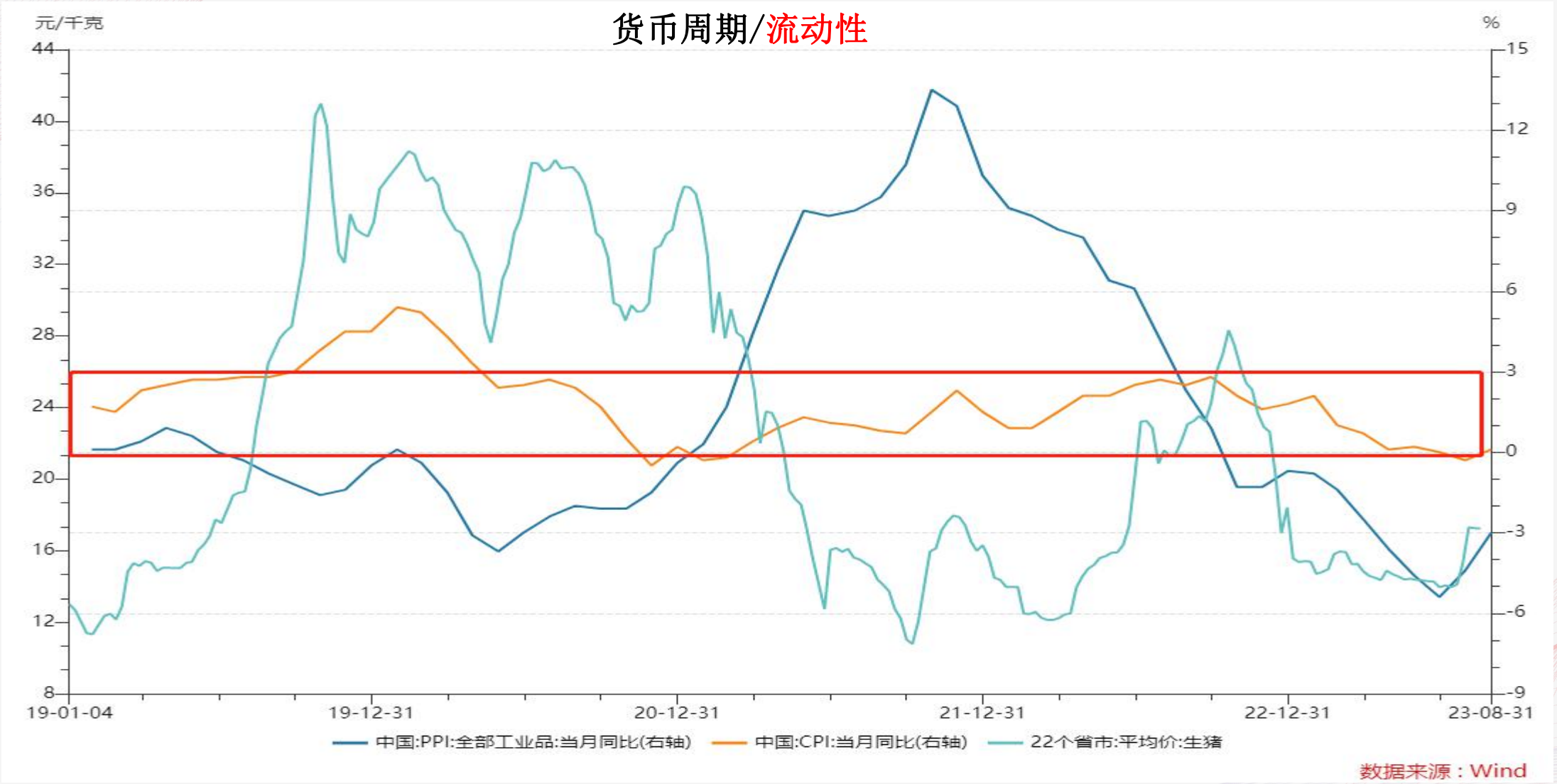
操作上，在下游集中建库之前维持波段偏空交易思路，C2311合约下方支撑关注2550-2580，若有效跌破则支撑下移至2500-2530；C2401合约下方支撑2500-2550；中期维持区间波段操作思路，可等待下游集中建库对应的波段做多机会。

图：C2311合约日线走势图

图：C2401合约日线走势图

数据来源：博易大师

货币周期/流动性



乘天地之正，任万物之性，生于无极，化为太极，动于阳，止于阴也。

产业

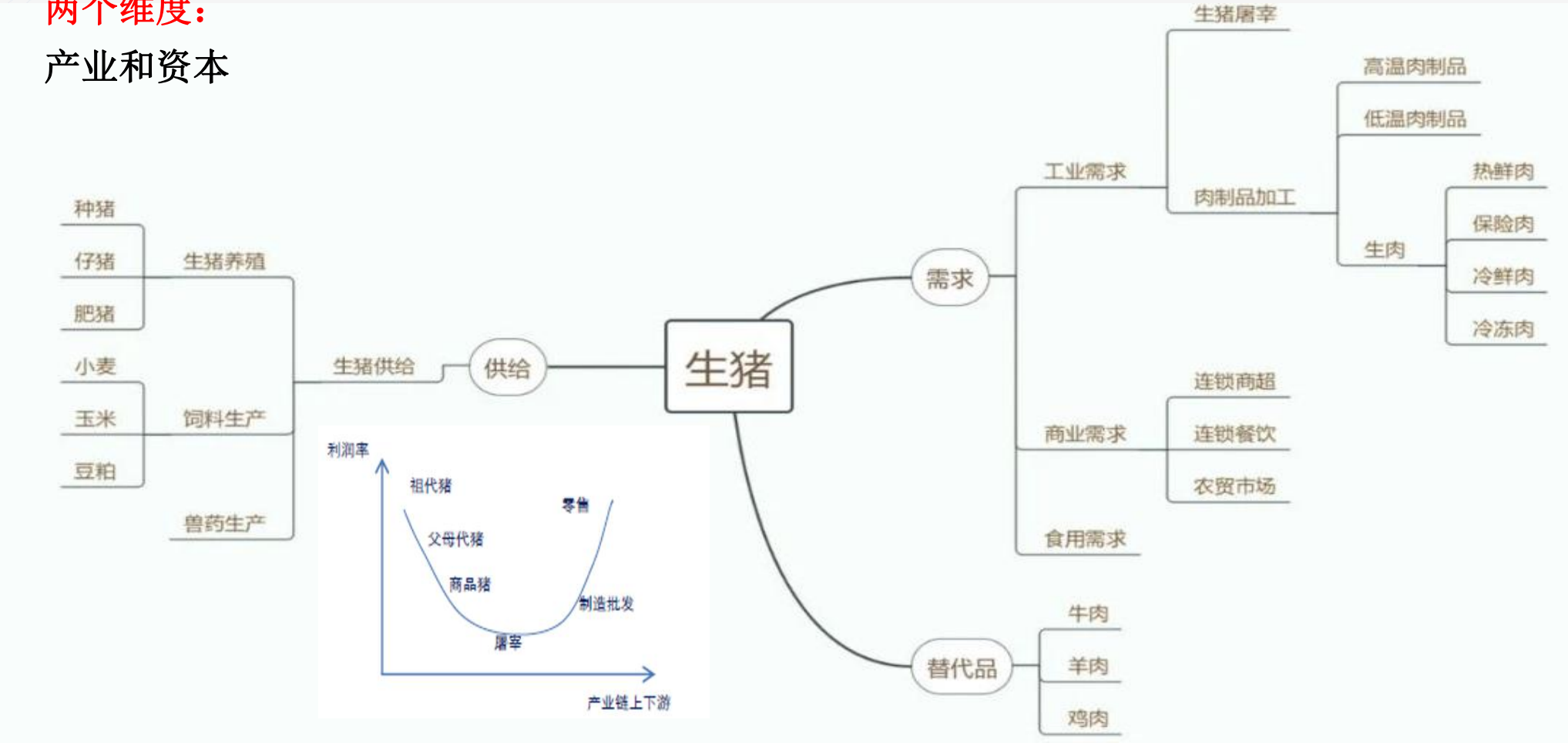
两个抓手：

库存周期：主动建库、被动建库、主动去库、被动去库

利润传导：养殖产业链各环节间红利传导

两个维度：

产业和资本

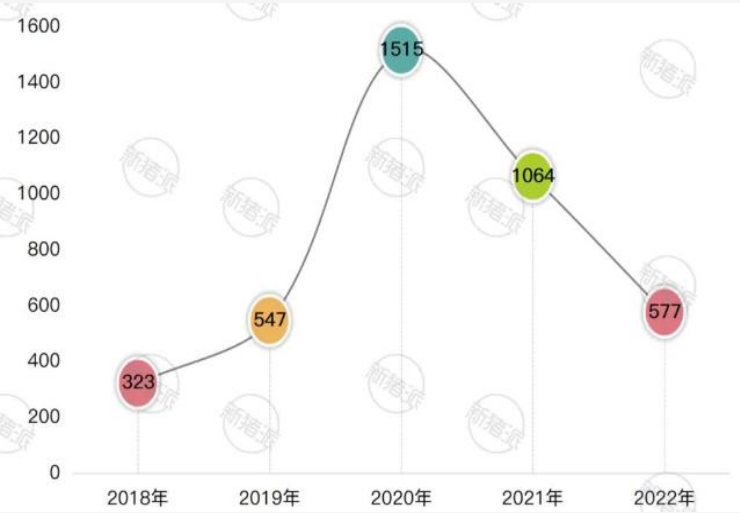


生猪市场分析逻辑—产业逻辑

产业

- **资金、技术推动**我国养殖端或处于规模化进程深水区的前半程，猪周期处于由供给变化加剧导致的价格波动大周期向季节性需求及疫病因素波动而演绎的价格变动小周期的**中间阶段。**
- **养殖端集团企业占地盘尚未结束**。低成本、资金状况良好的企业继续扩张，长期来看养殖成本将继续下移。
- 养殖端内卷带动原料、屠宰等全产业链竞争加剧，行业各环节进入微利时代。

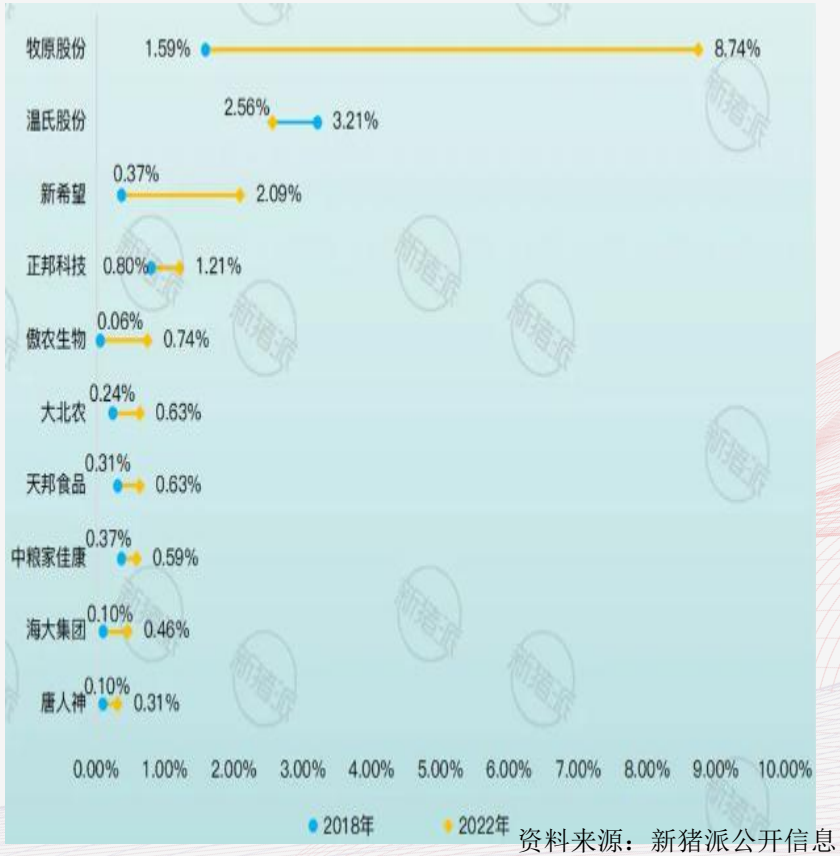
24家上市猪企历年资本开支总和



部分上市猪企历年资本开支

企业简称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	5年合计	2020年较2019年增幅
牧原股份	50.47	131.21	460.71	358.52	157.39	1158.3	251%
温氏股份	94.03	123.92	299.91	132.40	93.52	743.78	142%
新希望	37.07	93.46	342.50	174.46	68.53	716.02	266%
正邦科技	31.55	57.11	103.49	64.92	13.24	270.31	81%
海大集团	18.65	23.25	33.90	46.59	50.02	172.41	46%
天邦食品	17.09	12.35	50.55	23.16	10.97	114.12	309%
立华股份	8.48	15.29	22.62	27.45	24.21	98.05	48%
唐人神	6.80	8.31	21.06	34.88	20.98	92.03	153%
傲农生物	5.69	6.58	32.93	27.09	14.99	87.28	400%
大北农	9.87	8.65	24.43	23.57	15.51	82.03	182%
中粮家佳康	14.22	9.82	17.44	14.73	9.93	66.14	78%
京基智农	1.16	1.01	16.94	26.17	19.24	64.52	1577%
天康生物	5.93	13.53	9.30	17.52	14.30	60.58	-31%
华统股份	3.34	5.71	16.13	22.29	11.32	58.79	182%
上海梅林	3.19	16.58	11.17	10.28	7.38	48.6	-33%
禾丰股份	4.27	7.52	14.00	11.85	8.43	46.07	86%
金新农	4.76	4.77	10.62	7.44	3.94	31.53	123%
东瑞股份	0.67	1.26	4.47	11.22	12.93	30.55	255%
神农集团	1.72	2.37	6.29	11.84	8.01	30.23	165%
罗牛山	0.07	1.81	10.66	8.25	4.92	25.71	489%
新五丰	0.35	0.57	2.41	5.06	2.57	10.96	323%
顺鑫农业	2.47	1.29	1.69	1.20	1.44	8.09	31%
广弘控股	0.33	0.38	0.60	1.48	3.07	5.86	58%
正虹科技	0.43	0.50	1.62	1.16	0.41	4.12	224%
合计	322.61	547.25	1515.44	1063.53	577.25	4026.08	177%

前十大上市猪企2018与2022年市场份额对比

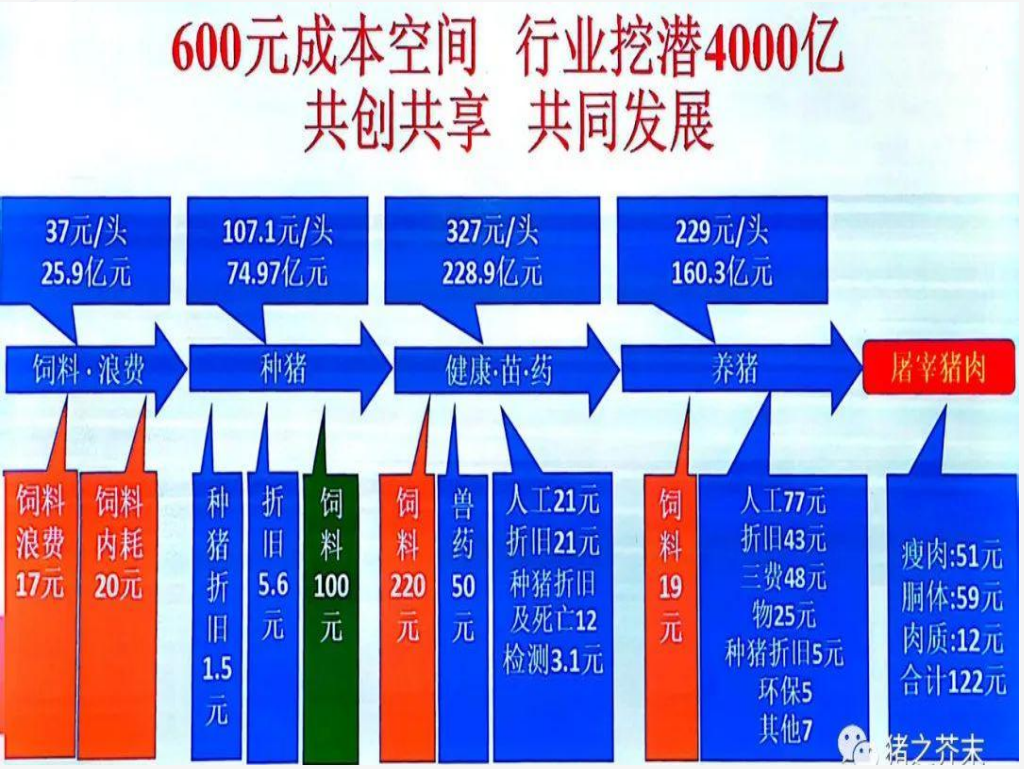


资料来源：新猪派公开信息

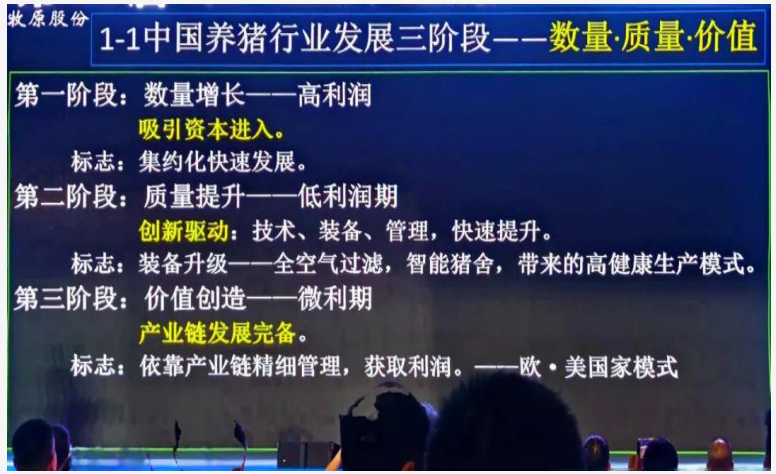
生猪市场分析逻辑—产业逻辑

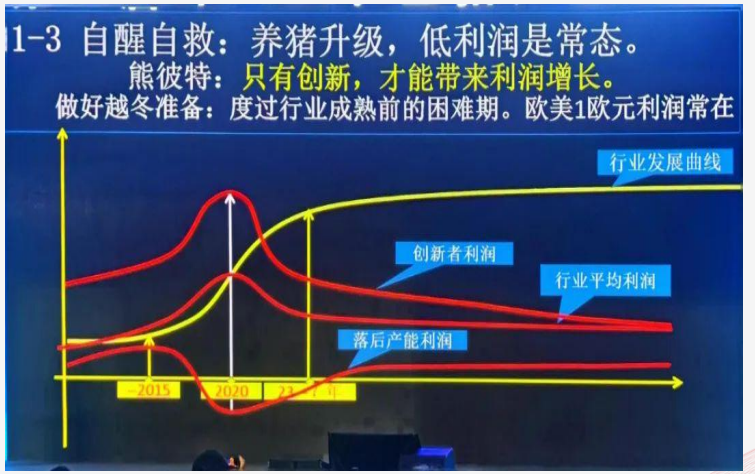
产业

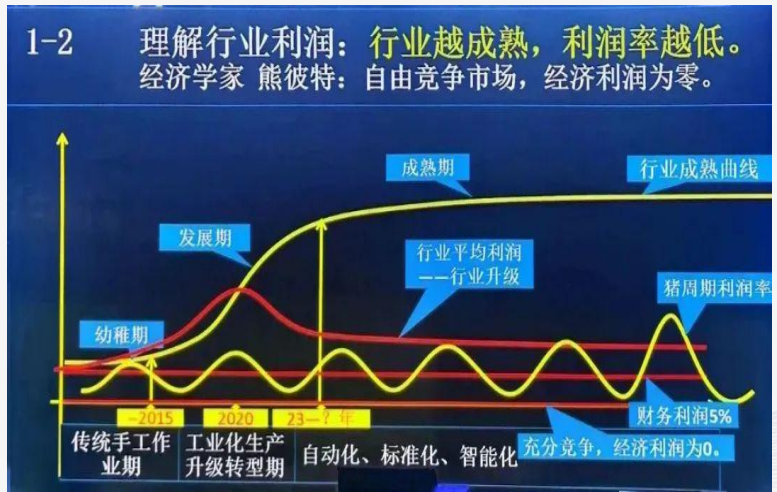
- **资金、技术推动**我国养殖端或处于规模化进程深水区的前半程，猪周期处于由供给变化加剧导致的价格波动大周期向季节性需求及疫病因素波动而演绎的价格变动小周期的**中间阶段。**
- **养殖端集团企业占地盘尚未结束**。低成本、资金状况良好的企业继续扩张，长期来看养殖成本将继续下移。
- 养殖端内卷带动原料、屠宰等全产业链竞争加剧，行业各环节进入微利时代。

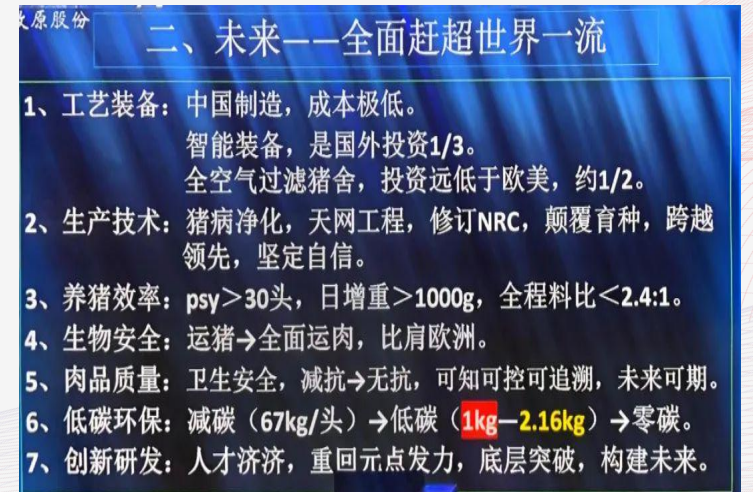


数据来源：公开资料

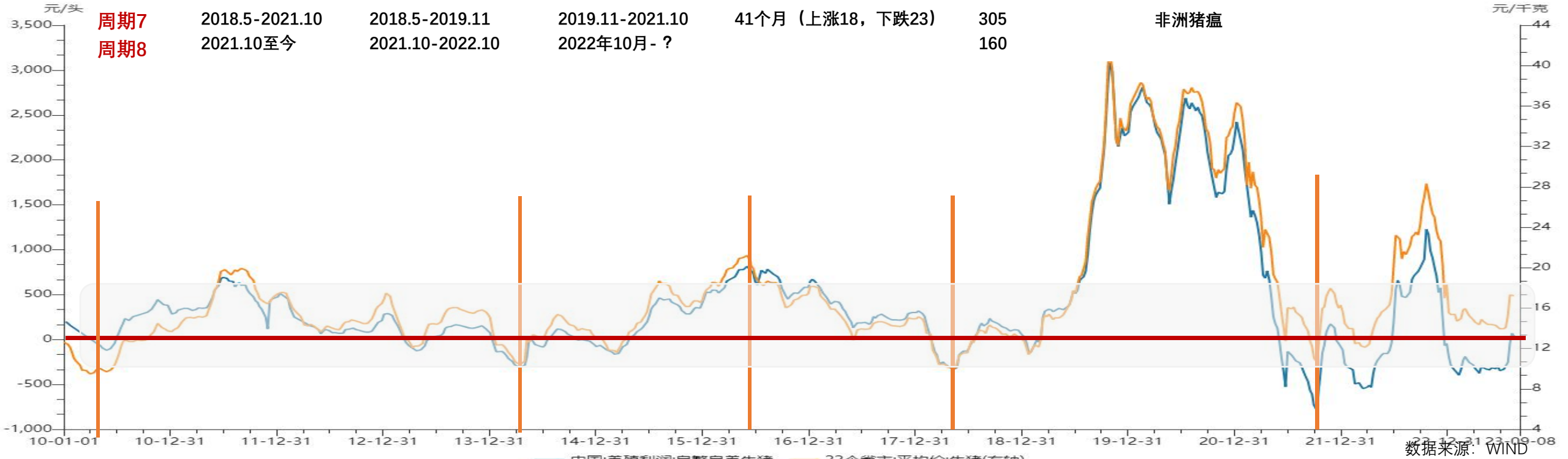








	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	最大涨幅	
周期1	1995.6-1999.5	1995.6-1997.10	1997.10-1999.5	47个月	28.3	
周期2	1999.5-2003.5	1999.5-2001.2	2001.2-2003.5	48个月	34.4	
周期3	2003.5-2006.5	2003.5-2004.9	2004.9-2006.5	36个月	67.1	
周期4	2006.5-2010.4	2006.5-2008.4	2008.4-2010.4	47个月（上涨20，下跌27）	183.1	蓝耳
周期5	2010.4-2014.4	2010.4-2011.9	2011.9-2014.4	48个月（上涨17，下跌31）	106.5	口蹄疫
周期6	2015.3-2018.5	2015.3-2016.6	2016.5-2018.5	38个月（上涨16，下跌22）	54	环保
周期7	**2018.5-2021.10**	**2018.5-2019.11**	**2019.11-2021.10**	**41个月（上涨18，下跌23）**	**305**	**非洲猪瘟**
周期8	**2021.10至今**	**2021.10-2022.10**	**2022年10月-？**		**160**	



数据来源：WIND

供给主导市场，价格影响消费

➢ 供给逻辑：疫病和政策是关键影响因素。量化过程中存在的变量较多，变量受市场情绪主导

能繁母猪（种猪/后备母猪）：理论上对应10个月后生猪出栏，量、质并重。

初生仔猪（配种、猪精）：理论上对应5-6个月后生猪出栏

出栏体重（集团场/散户、存栏结构）：从生猪出栏到猪肉供给的直接变量

二次育肥（逐渐规模化、体系化）：从生猪出栏到猪肉供给的间接变量

冻品库存（屠宰场/进口）：考虑国内屠宰主动or被动，冻品进口利润

猪肉储备：政策导向大于实际意义，影响市场情绪。

➢ 需求逻辑：难以量化，季节性为主

家庭消费60%：考虑人口结构变化、饮食理念变化等

餐饮消费20%：考虑经济增速、旅游、学校等

数据来源：卓创资讯

生猪市场分析逻辑—供给格局

➢ 从能繁母猪看供应

产能增加：

从能繁母猪存栏来看，2022年能繁母猪存栏4月达到年内最低点4177万头，5月开始环比连续回升至12月4390万头，理论上对应10个月后今年3-10月生猪出栏增加，即今年3月-10月进入产能兑现阶段，前三季度生猪供给相对充足。

产能减少：

23年1-8月能繁存栏连续8个月环比下降，对应11月至明年6月出栏供给减少。今年8个月产能下降仅3.3%（上轮前5个月产能下降6%）。今年产能去化缓慢叠加生产效率提升，对应生猪出栏减少的幅度有限，对今年年底及明年年初猪价看涨预期的支撑力度较弱。

最新数据解读：

国家统计局最新数据显示，截至8月底我国能繁母猪存栏4241万头，仍是4100万头正常保有量的103.4%。然而由于数据口径问题，绝对值月环比实际可参考价值存疑，但是从各渠道数据来看，可以印证我国上半年养殖端去产幅度不足，当前产能仍处于相对高位。

表：能繁母猪存栏对应10个月后出栏

日期	能繁母猪存栏（万头）	对应10个月后出栏	较4月末增幅（绝对增幅）	前者环比增幅（边际增幅）
2022年4月末	4177	2023年2月	——	——
2022年5月末	4192	2023年3月	0.36%	——
2022年6月末	4277	2023年4月	2.39%	2.03%
2022年7月末	4298	2023年5月	2.9%	0.51%
2022年8月末	4324	2023年6月	3.52%	0.62%
2022年9月末	4362	2023年7月	4.43%	0.91%
2022年10月末	4379	2023年8月	4.84%	0.41%
2022年11月末	4388	2023年9月	5.05%	0.21%
2022年12月末	4390	2023年10月	5.1%	0.05%
2023年1月末	4367	2023年11月	4.5%	-0.6%
2023年2月末	4343	2023年12月	3.9%	-0.6%
2023年3月末	4305	2024年1月	3%	-0.9%
2023年4月末	4284	2024年2月	2.56%	-0.44%
2023年5月末	4258	2024年3月	1.9%	-0.66%
2023年6月末	4296	2024年4月	2.8%	+0.9%
2023年7月末	4271	2024年5月	2.2%	-0.6%
2023年8月末	4241	2024年6月	1.5%	-0.7%

数据来源：国家统计局、格林大华期

生猪市场分析逻辑—供给格局

➢ 生猪存栏仍处高位，市场供给相对充足

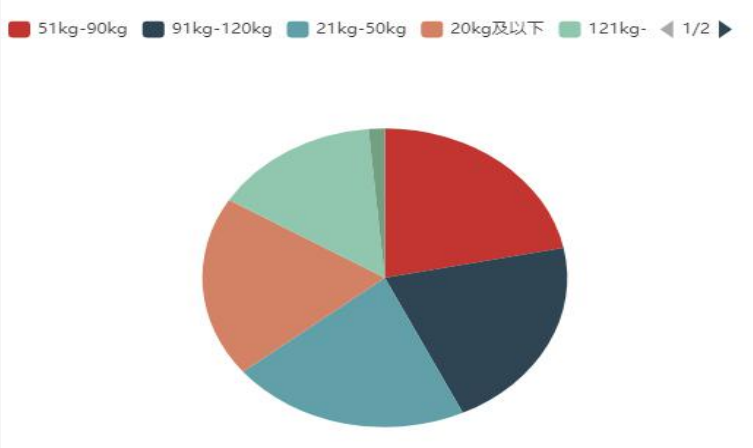
从我国生猪存栏来看，今年上半年生猪存栏量43517万头仍居于2015年至今的存栏高位，仅次于2021年年中高点43911万头。
从我国生猪出栏来看，今年上半年生猪出栏量37548万头为2015年至今同期最高水平。根据2015年以来统计数据显示，排除2019年特殊年份，上半年生猪出栏占全年生猪出栏量比例约为46~52%，平均水平为48.5%。按照平均水平推算，今年全年生猪出栏量约为7.7亿头；若按照52%全年占比测算约为7.2亿头。
从猪肉产量来看，今年上半年猪肉产量3033万吨同样为2015年至今同期最高水平。根据2015年以来统计数据显示，排除2019年特殊年份，上半年猪肉产量占全年猪肉产量比例在46~53%，平均水平为48.7%。按照平均水平推算，今年全年猪肉产量约为6227万吨。

农业农村部数据显示，今年2-7月全国新生仔猪量同比增长8.4%，对应未来6个月生猪供应同比增加；其中3-4月份全国新生仔猪数同比分别增长12.2%和11.2%，对应中秋国庆期间生猪出栏量仍将持续增加。

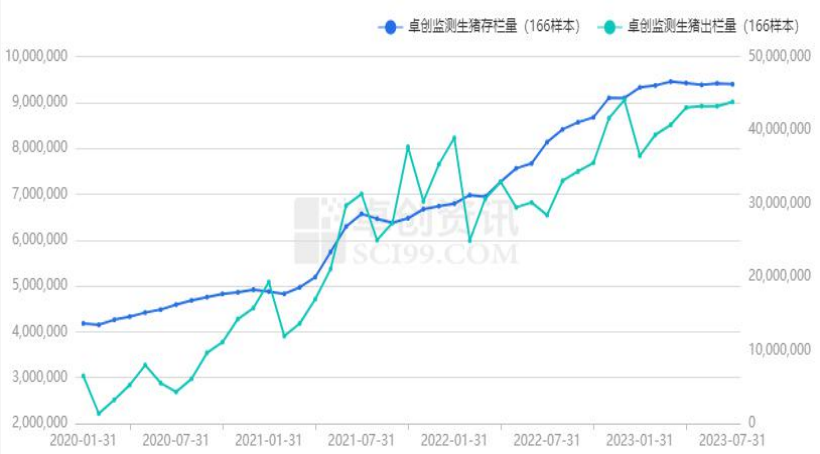
从存栏结构来看，卓创资讯调研截至8月底，生猪存栏结构为50公斤以下小猪存栏占比40.74%，月环比降0.67%；中猪51-90公斤占比21.78%，月环比减0.03%；大猪90-140公斤占比36.05%，环比增0.62%；肥猪140公斤以上占比1.43%。环比增0.02%。从调研样本来看，中小猪占比环比略降，大肥猪占比环比略增，仍处于养殖端压栏阶段。

图：我国生猪月度存栏量（单位：万头）

图：卓创资讯8月末生猪存栏结构调查



图：卓创监测样本生猪存栏、出栏走势



数据来源：卓创资讯、WIND

生猪市场分析逻辑—供给格局

- 从出栏体重来看，生猪供应=生猪出栏量*出栏均重。进入四季度，随着天气转冷，肥猪消费意愿增加，养殖端进入季节性增重阶段。卓创数据显示，自7月底全国生猪交易均重开始逐步抬升。截至9月28日，全国生猪交易均重122.93公斤，较7月低点增加1.7%。当前，生猪体重处于持续增重状态，但增重幅度相对有限。**增重幅度是四季度影响供给端的重要变量，建议重点关注。**

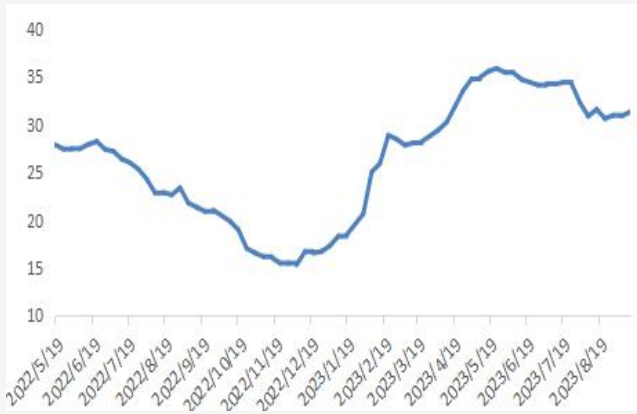
- 从冻品库存来看，卓创数据显示截至9月21日，猪肉冻品库容率30.53%，较本年度最高点35.87%降5.34%，冻品库存仍处于2019年以来的相对高位，四季度加速出库或在一定程度上冲击鲜品消费。

- 从进口来看，今年1-8月我国进口冻猪肉109万吨，同比增加7.8%；我国进口冻猪肉及猪杂碎累计值195万吨，同比增加8.9%。国内猪价维持低位，进口猪肉数量处于相对低位，进口冻品库存压力不大。

- 从收储来看，今年以来2月24日第一批中央冻猪肉收储2万吨，实际收储7100吨，流拍率高。7月7日轮储2.875万吨；7月14日第二批中央冻猪肉收储2万吨，全部成交。猪肉收储预期提振短期市场情绪，然而随着近期猪价持续回升，截至8月23日猪粮比价为5.92:1，退出猪价过度下跌一级预警，不再触发猪肉收储条件，年内收储已告一段落。同时，部分国储冻肉库存保质期临近，建议关注冻猪肉放储预期。

图：生猪周度交易均重（单位：公斤）

图：猪肉冻品库容率



图：我国进口猪肉及猪杂碎累计值

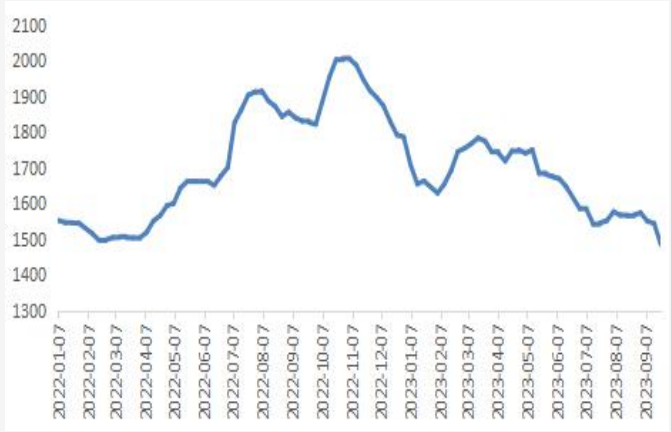
图：生猪日度屠宰量

数据来源：卓创资讯、WIND

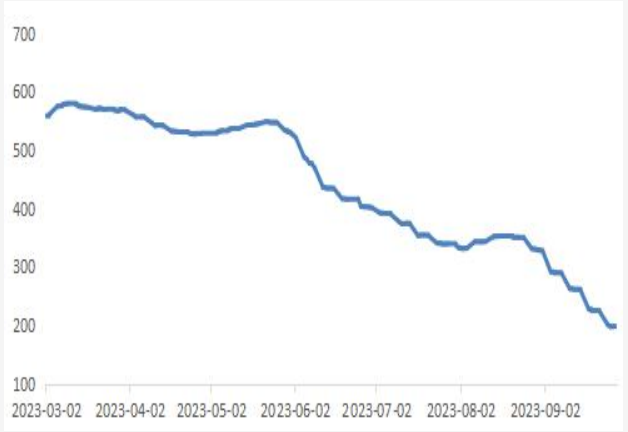
生猪市场分析逻辑—供给格局

图：全国生猪价格走势

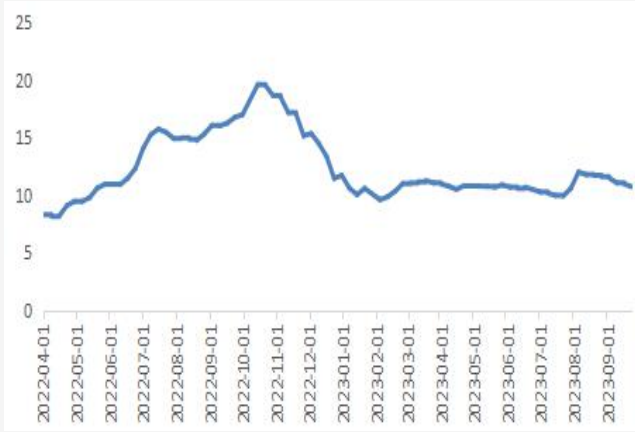
图：二元后备母猪价格走势



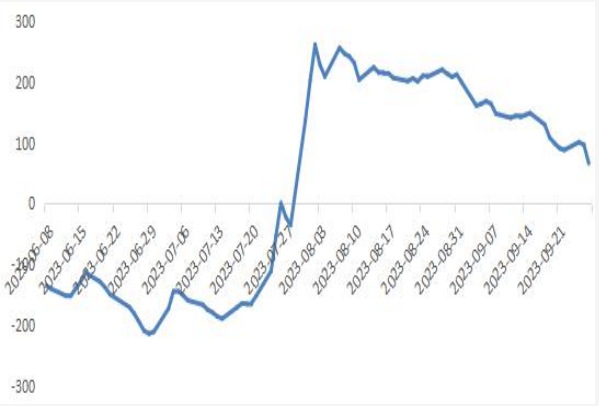
图：7公斤仔猪价格走势图



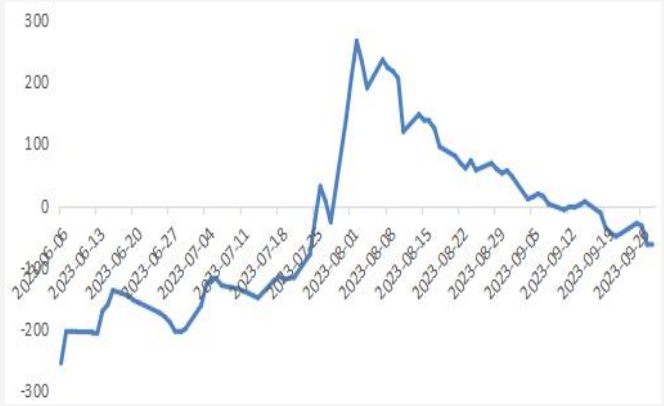
图：淘汰母猪价格走势



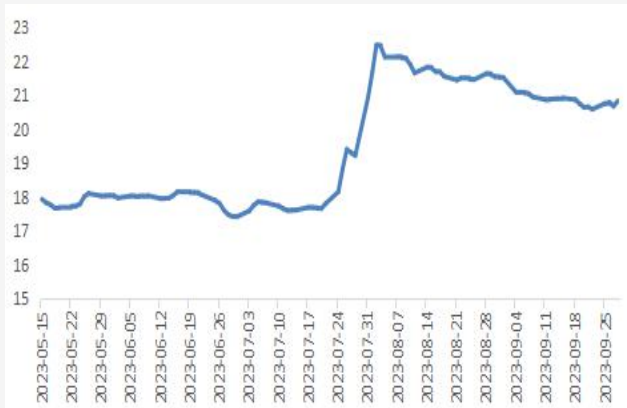
图：自繁自养利润



图：仔猪育肥利润



图：白条猪肉价格走势



图：屠宰毛利

数据来源：卓创资讯

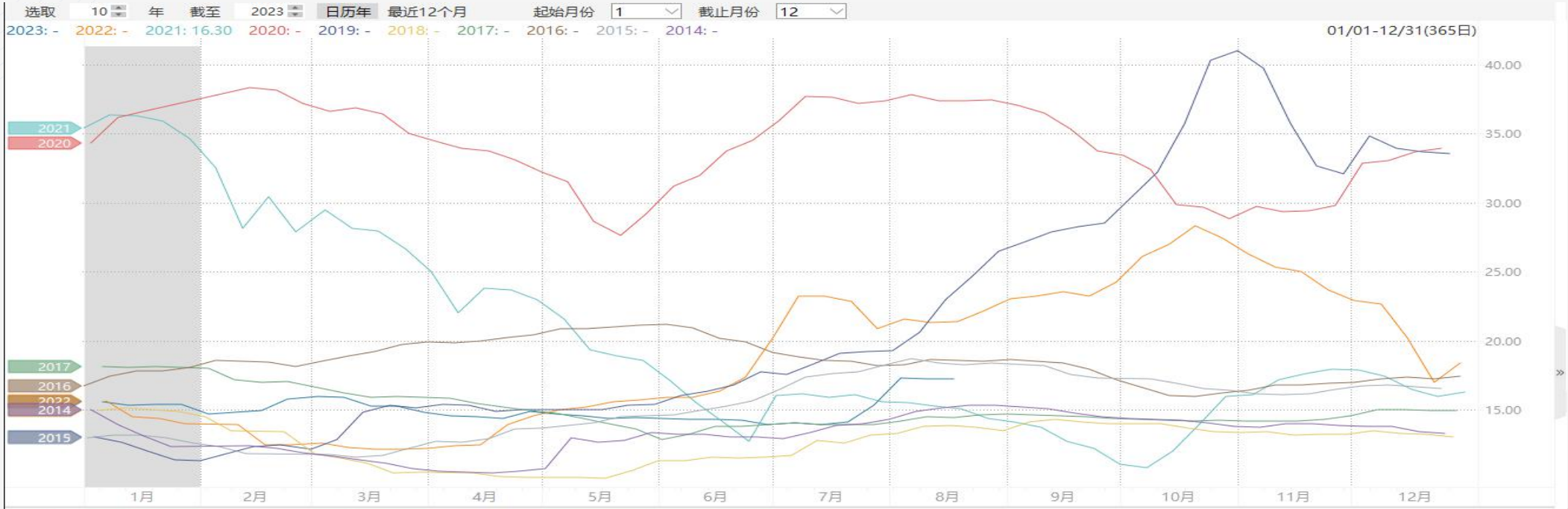
生猪市场分析逻辑—消费方面

消费仍以季节性消费规律为主

四季度即将迎来猪肉季节性消费旺季，预计四季度消费同比明显增加。

重点关注两个时间窗口：11月中旬左右南方腌腊灌肠消费力度、元旦前后北方节前备货力度。

图：生猪价格季节性走势图



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2023	-16.46%	2.73%	-6.08%	0.27%	-3.02%	-3.33%	9.68%	12.61%					2023
2022	-14.29%	-10.88%	-2.65%	20.05%	7.84%	10.71%	20.09%	6.33%	9.29%	13.28%	-13.84%	-22.19%	2022
2021	2.06%	-19.57%	-4.20%	-13.83%	-19.30%	-31.41%	22.62%	-7.75%	-15.28%	30.74%	12.60%	-9.24%	2021
2020	9.21%	1.53%	-5.83%	-5.54%	-11.67%	18.13%	8.20%	0.19%	-9.86%	-14.46%	3.33%	13.82%	2020
2019	-12.72%	9.48%	21.41%	-0.66%	2.26%	15.34%	8.46%	37.63%	7.74%	41.22%	-20.38%	4.58%	2019
2018	-0.07%	-9.93%	-21.89%	-3.72%	5.25%	8.75%	13.93%	2.35%	3.93%	-4.35%	-1.19%	-1.44%	2018
2017	4.13%	-6.17%	-6.64%	-5.92%	-8.96%	2.42%	-0.07%	5.10%	-1.64%	-1.25%	0.49%	4.41%	2017
2016	9.37%	0.22%	8.88%	3.34%	3.48%	-5.73%	-8.49%	1.54%	-7.24%	-5.42%	4.25%	2.96%	2016
2015	-5.26%	-6.10%	3.29%	11.11%	6.91%	7.63%	16.61%	0.93%	-6.03%	-5.14%	0.49%	0.30%	2015
2014	-19.70%	-3.48%	-9.65%	-2.04%	26.73%	-2.69%	7.38%	9.88%	-5.41%	-5.10%	0.51%	-3.83%	2014
均值	-4.37%	-4.22%	-2.34%	0.31%	0.95%	1.98%	9.84%	6.88%	-2.72%	5.50%	-1.53%	-1.18%	均值

数据来源：WIND

生猪市场观点及操作建议

- **宏观逻辑：**上半年经济恢复不及预期，稳经济、拉动消费等系列政策出台，宏观政策压力明显减弱。
- **产业逻辑：**养殖规模提升对我国猪周期或可分为两部分：一、规模化快速推进阶段，市场整合加剧导致猪价波动加大，价格周期性波动更为显著且反复。二、规模化深水期，猪周期演绎由供给变化加剧导致的价格波动大周期调整为因季节性需求以及疫病因素波动而演绎的价格变动小周期。我国或处于规模化深水区的上半程，或位于大周期向小周期转变的中间阶段。
- **供需逻辑**

供给方面：长期来看，当前产能去化远不及预期。叠加生产效率明显提升，对应生猪产能仍处于相对高位、生猪市场供给仍较充足。**中期来看，**今年2-7月全国新生仔猪量同比增长8.4%，对应未来6个月生猪供应同比增加。另外国内冻品库存维持高位，四季度出库或替代部分鲜品消费。**短期来看，**今年3-4月份全国新生仔猪数同比分别增长12.2%和11.2%，对应中秋国庆期间生猪出栏量仍将持续增加。**消费方面：**四季度即将迎来猪肉季节性消费旺季，预计四季度消费同比明显增加。重点关注两个时间窗口：11月中旬左右南方腌腊灌肠消费力度、元旦前后北方节前备货力度。

- **后市观点**

四季度生猪市场呈现供需双增格局，季节性消费旺季限制向下空间，生猪存栏相对充足限制猪价向上空间，供给端重点关注‘猪的数量’到‘肉的重量’的转化效率，即增重幅度。消费端重点关注下游增加幅度及冻品替代节奏。具体来看，当前双节备货基本结束，养殖端月底加速出栏，待十一放假期间养殖企业月初出栏节奏或再度放缓，供需双方将再次寻找相对平衡状态；待假期结束后，下游消费热情快速回落，季节性增重或驱动猪价承压震荡偏弱运行寻找下方支撑，关注15-16元/公斤养殖成本支撑效果。预计进入十一月后消费逐步向好，猪价有望迎来季节性上涨行情，等待验证四季度季节性消费回升力度来测试向上空间幅度，上方空间取决于压栏增重幅度和二育规模，暂可关注18-19元/公斤压力效果。

明年上半年供强需弱格局下猪价下行压力加大。成本方面，养殖端生产效率持续提升，自繁自养成本逐渐下移；同时当前全国仔猪价格大幅下跌，对应明年一季度育肥出栏成本明显回落，估算对应育肥养殖成本约12-14元/公斤。

- **操作建议**

在年底前供需双增的预期下，暂不存在大的结构性矛盾，单边趋势行情支撑力度不足，建议根据阶段性供需相对变化寻找波段交易机会。近月合约LH2311、LH2401建议短空思路，LH2311合约若有效跌破16500则支撑下移至16000；LH2401合约若有效跌破17000，则支撑下移至16700。也可等待下探验证支撑后的波段做多机会；远月合约LH2403、LH2405合约卖保头寸建议继续持有。

数据来源：博易大师

四季度行情展望及操作建议

玉米市场观点及操作建议

➢ 后市观点

宏观逻辑，美联储虽9月暂时停止加息，然而美联储主席表示控制通胀“还有很长的路要走”，还暗示不排除未来会继续采取更为紧缩的措施，并在更长时间内维持高利率水平。对大宗商品短期构成较大压力。国内稳经济政策持续释放，关注后续政策。地缘政治方面，黑海农产品外运协议终止对全球谷物供需格局以及市场情绪影响的力度和深度正在逐渐弱化。

产业逻辑，我国主动建库周期仍在持续，主动建库或转变为被动建库。

供需逻辑，供给方面：国际方面，全球谷物供给紧张局面改善，长期供给预期向好，然而地缘政治导致全球粮食贸易流通节奏的不确定性增加。目前巴西玉米加速上市，阶段性供预期增加。国内方面，中长期来看，本年度我国玉米产需缺口仍存，替代和进口仍是补充产需缺口的主要途径，预计22/23年度玉米或仍将维持供需紧平衡。当前供给增量陆续兑现：定向稻谷拍卖进入尾声、进口玉米陆续到港、新作玉米批量上市，**新粮上市是四季度价格的主要驱动逻辑，重点关注基层上量高峰和下游补库力度对价格强弱影响的节奏，预计四季度玉米价格或呈现在区间内先抑后扬，整体重心下移。**具体来看，9月份部分地区新粮批量上市，叠加定向稻谷大量进入流通环节，贸易商加速腾库，同时下游企业持续去库、采购相对谨慎，市场阶段性呈现供强需弱格局，价格向下寻找支撑；待10月中旬以后，企业库存持续消耗(芽麦、稻谷），东北地区新粮上市，粮库、企业、贸易商等加大建库力度，或限制玉米进一步下跌空间，价格有望止跌企稳；待年底临近春节，企业节前建库或支撑价格展开波段反弹。消费方面，进入四季度随着天气转冷，大猪消费偏好将推动季节性压栏增重启动，饲用消费预期持续向好，且小麦等谷物替代性价比减弱，玉米饲用消费有望回暖，消费仍处相对高位有望限制玉米下方空间。

操作上，在下游集中建库之前维持波段偏空交易思路，C2311合约下方支撑关注2550-2580，若有效跌破则支撑下移至2500-2530；C2401合约下方支撑2500-2550；中期维持区间波段操作思路，可等待下游集中建库对应的波段做多机会。

图：C2311合约日线走势图

图：C2401合约日线走势图

数据来源：博易大师

生猪市场观点及操作建议

- **宏观逻辑：**上半年经济恢复不及预期，稳经济、拉动消费等系列政策出台，宏观政策压力明显减弱。
- **产业逻辑：**养殖规模提升对我国猪周期或可分为两部分：一、规模化快速推进阶段，市场整合加剧导致猪价波动加大，价格周期性波动更为显著且反复。二、规模化深水期，猪周期演绎由供给变化加剧导致的价格波动大周期调整为因季节性需求以及疫病因素波动而演绎的价格变动小周期。我国或处于规模化深水区的上半程，或位于大周期向小周期转变的中间阶段。
- **供需逻辑**

供给方面：长期来看，当前产能去化远不及预期。叠加生产效率明显提升，对应生猪产能仍处于相对高位、生猪市场供给仍较充足。**中期来看，**今年2-7月全国新生仔猪量同比增长8.4%，对应未来6个月生猪供应同比增加。另外国内冻品库存维持高位，四季度出库或替代部分鲜品消费。**短期来看，**今年3-4月份全国新生仔猪数同比分别增长12.2%和11.2%，对应中秋国庆期间生猪出栏量仍将持续增加。**消费方面：**四季度即将迎来猪肉季节性消费旺季，预计四季度消费同比明显增加。重点关注两个时间窗口：11月中旬左右南方腌腊灌肠消费力度、元旦前后北方节前备货力度。

- **后市观点**

四季度生猪市场呈现供需双增格局，季节性消费旺季限制向下空间，生猪存栏相对充足限制猪价向上空间，供给端重点关注‘猪的数量’到‘肉的重量’的转化效率，即增重幅度。消费端重点关注下游增加幅度及冻品替代节奏。具体来看，当前双节备货基本结束，养殖端月底加速出栏，待十一放假期间养殖企业月初出栏节奏或再度放缓，供需双方将再次寻找相对平衡状态；待假期结束后，下游消费热情快速回落，季节性增重或驱动猪价承压震荡偏弱运行寻找下方支撑，关注15-16元/公斤养殖成本支撑效果。预计进入十一月后消费逐步向好，猪价有望迎来季节性上涨行情，等待验证四季度季节性消费回升力度来测试向上空间幅度，上方空间取决于压栏增重幅度和二育规模，暂可关注18-19元/公斤压力效果。

明年上半年供强需弱格局下猪价下行压力加大。成本方面，养殖端生产效率持续提升，自繁自养成本逐渐下移；同时当前全国仔猪价格大幅下跌，对应明年一季度育肥出栏成本明显回落，估算对应育肥养殖成本约12-14元/公斤。

- **操作建议**

在年底前供需双增的预期下，暂不存在大的结构性矛盾，单边趋势行情支撑力度不足，建议根据阶段性供需相对变化寻找波段交易机会。近月合约LH2311、LH2401建议短空思路，LH2311合约若有效跌破16500则支撑下移至16000；LH2401合约若有效跌破17000，则支撑下移至16700。也可等待下探验证支撑后的波段做多机会；远月合约LH2403、LH2405合约卖保头寸建议继续持有。

数据来源：博易大师

风　险　因　素

风险因素

- 全球经济形势
- 天气因素
- 新作上市节奏
- 政策性粮源投放
- 进口到港节奏
- 猪瘟疫病
- 收储政策

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

联系地址：北京市朝阳区建国门外大街8号楼21层2101单元
联系部门：研究与投资咨询部