

自2021年1月生猪期货正常挂牌交易以来，目前已经有5个合约到期，累计交割506手。从最后期现回归情况来看，在进入交割月后整体上呈现出期货贴水的状态，其中LH2111及LH2201合约进入交割月后贴水幅度最大。其背后的原因主要是：生猪交割区域升贴水与实际现货区域价差不匹配；交割机制上卖方交割更便捷；买方交割成本高于卖方交割。从区域影响来看，LH2205合约开始四川、湖南等高升水地区开始参与交割，但目前还完全体现出对盘面定价的影响，主要原因在于当地参与交割的体量相对较小，后期若该地区企业对交割参与积极性上升，盘面最终定价将向四川、湖南等高升水地区现货锚定的话，盘面对其他交割地区的贴水程度可能加剧。从LH2305开始，交易所执行新的区域升贴水标准，其中最主要的特征是调低了四川、湖南、重庆、湖北等地的升水，以匹配当前该区域现货价格相对基准地河南现货的价差并不太高的现状。然而，从历史来看，各区域价差的长期趋势由各地区的成本因素决定，中短期则由区域供需不匹配所致。随着非瘟防控水平的提高及供需结构的再平衡，区域价差或再次向成本因素决定的长期趋势靠拢，这意味着四川、重庆、湖南、湖北等高饲料成本地区的生猪现货与基准地河南的价差偏低的情况将很有可能得到修复。而目前交易所提前将以上区域在2305及之后合约的升水调低，又可能导致届时升贴水低于实际区域价差的结果，从而抑制这些区域的交割积极性。此外，LH2305及之后合约，交易所还增加了一批高贴水地区，使得届时可能交割地区大幅扩容，这进一步加大了期限回归路径的复杂性，但交割机制及费用因素产生的多头劣势仍是一个关键考虑变量。

分析师：覃多贵  
从业资格号：F3067313  
投资咨询号：Z0014857  
电话：021-55007766-6671  
邮箱：15580@guosen.com.cn

#### 独立性申明：

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。

在实物交割机制及期现套利畅通的情景下，期货与现货往往都会在随着交割临近而逐步趋同，即基差趋近于零（由于交易及交割成本的存在，基差最后未必会恰好等于零）。然而，在实操上，由于买卖双方心理与预期、参与交割的难易程度不同，最终期现回归的结果往往也难以符合理想中情况。本文复盘生猪期货上市以来的5个合约的交割回归情况，并从生猪期货交割区域设置、操作便利程度、交割成本等角度对生猪期货倾向于贴水交割的背后原因进行了分析，并对未来可能变化进行展望。

### 一、生猪期货上市以来各合约交割时期现回归情况

自2021年1月生猪期货正常挂牌交易以来，目前已经有5个合约到期，累计交割506手。交割参与者包括生猪养殖集团，生猪贸易企业、期现公司。从交割库来看，中粮、牧原交割最多，其余交割库还处于少量尝试阶段。从交割区域来看，江苏交割最多，其次为湖北、河北、湖南、内蒙、河南。

表：生猪期货交割统计

行标签	lh2109	lh2111	lh2201	lh2203	lh2205	总计
安徽颖上牧原农牧有限公司					7	7
车板					7	7
安乡牧原农牧有限公司					36	36
车板					36	36
河南省黄泛区鑫欣牧业股份有限公司	3					3
仓库	3					3
湖北钟祥牧原养殖有限公司	2		40	8	6	56
仓库	2					2
车板			40	8	6	54
湖南龙华农牧发展有限公司					1	1
车板					1	1
牧原食品股份有限公司	5					5
仓库	4					4
车板	1					1
汝南天康宏展农牧科技有限公司	2					2
仓库	1					1
车板	1					1
三台新希望农牧科技有限公司					3	3
车板					3	3
武汉中粮肉食品有限公司			1	9	11	21
仓库			1	9	1	11
车板					10	10
正康（义乌）猪业有限公司	1					1
车板	1					1
正阳牧原农牧有限公司					7	7
车板					7	7
中粮家佳康（赤峰）有限公司					20	20
仓库					20	20
中粮家佳康（河南）有限公司				12	4	16
车板				12	4	16
中粮家佳康（江苏）有限公司	7	22	12	146	60	247
仓库	5	22	7	75	60	169
车板	2		5	71		78
中粮家佳康（盐城）有限公司				26		26
仓库				7		7
车板				19		19
中粮家佳康（张北）有限公司					55	55
仓库					55	55
总计	20	22	53	201	210	506

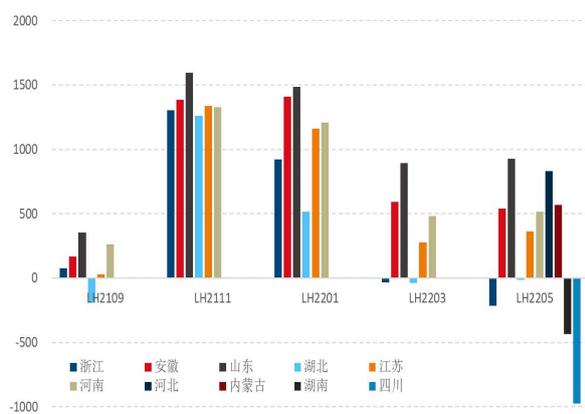
资料来源：大商所 国信期货

从最后期现回归情况来看，在进入交割月后整体上呈现出期货贴水的状态，其中LH2111及LH2201合约进入交割月后贴水幅度最大。分区域来看，交割月期货盘面相对湖北、浙江、江苏等地现货价格贴水幅度最小或升水最大（各地区现货已经区域升贴水调整，下同），LH2205合约对增设的湖南、四川地区交割库明显升水，单纯从基差角度以上地区交割积极性理应较高。结合前面交割统计数据来看，江苏、湖北、湖南交割量的确排在前列，但浙江、四川地区交割量相对较少，可能与当地企业对期货参与态度比较谨慎

或熟悉程度不够有关，而河北、河南、内蒙贴水较大但交割量仍不少，主要是由于中粮一家企业参与积极性较高，难以反映普遍情况。

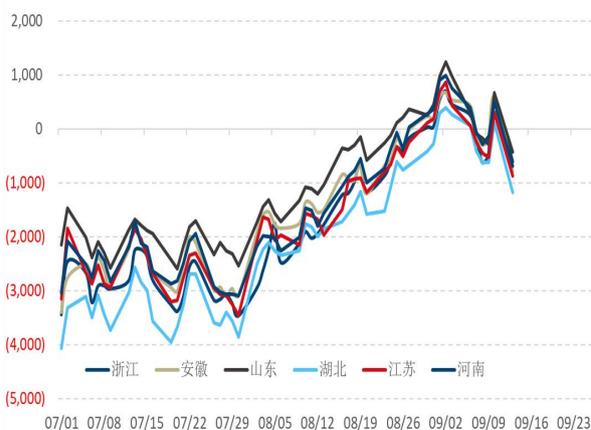
对基差变化过程来看，LH2109 合约起初有较高的升水，进入 8 月现货弱稳，期货继续下跌，最终贴水进入交割月；LH2111 合约在交割月前两月大部分时间都是升水现货，到 10 月下旬现货反弹，期货走平，以贴水进入交割月；LH2201 合约在 11、12 月期间贴水于现货，并保持贴水状态进入交割月；LH2203 合约在 2 月期间对各交割地升贴水状态不一，但总体基差处于偏低水平，之后期货下跌，各地现货反弹，最终以贴水主要交割地的状态进入交割月；LH2205 合约在 3 月及 4 月前半段都升水于主要交割地，4 月下旬现货快速反弹，但期货跟涨不力，最后亦是期货贴水进入交割月。总体来看，无论是上涨、下跌还是震荡趋势中，生猪期货最终都是以贴水进入交割月，并交割月维持贴水现货的倾向。

图：交割月基差均值（经升贴水调整）（单位：元/吨）



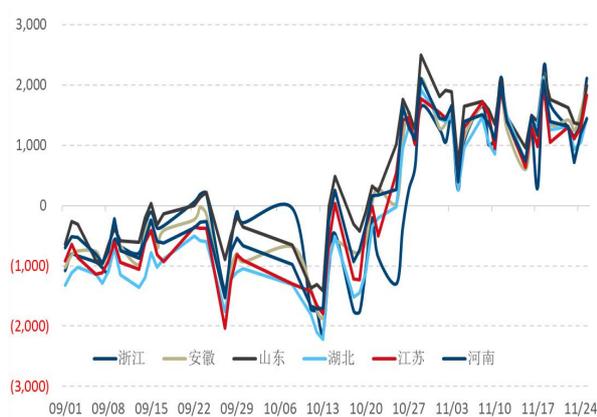
资料来源:Wind 国信期货

图：LH2109 合约基差收敛情况（单位：元/吨）



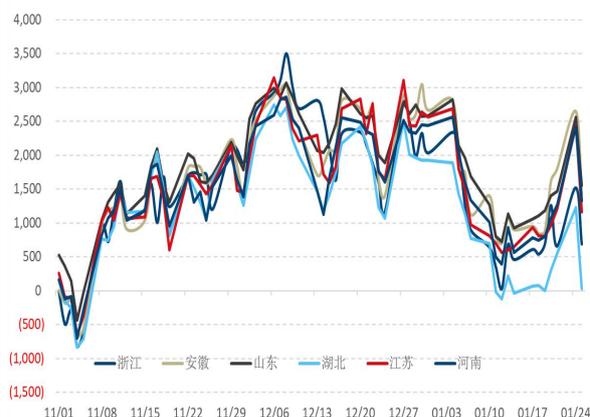
资料来源:Wind 国信期货

图：LH2111 合约基差收敛情况（单位：元/吨）



资料来源:Wind 国信期货

图：LH2201 合约基差收敛情况（单位：元/吨）



资料来源:Wind 国信期货

图：LH2203 合约基差收敛情况（单位：元/吨）

图：LH2204 合约基差收敛情况（单位：元/吨）



资料来源:Wind 国信期货



资料来源:Wind 国信期货

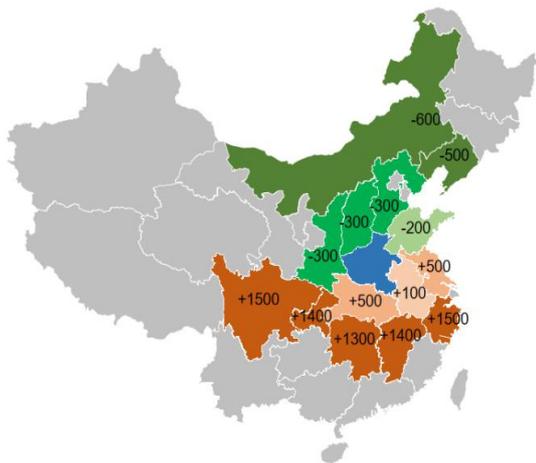
## 二、生猪贴水交割的原因分析

### 2.1 生猪交割区域升贴水与实际现货区域价差不匹配

2021年1月8日，生猪期货正式挂牌交易，大商所首批交割库选定在河南、山东、江苏、湖北、安徽、浙江六个中东部省份。同年5月19日，大商所又进一步设定河北、陕西、四川、湖南等9个省份（区）为交割地，并设定相应区域升贴水，增设交割区域的升贴水适用于2205及之后的合约，并开始征集相应区域的交割库，但直到2022年4月20日，交易所才发布公告在四川、河北、内蒙、湖南四个省份新增交割库，而之增设升贴水的9个区域中还有陕西、山西、辽宁、重庆及江西仍未交割库确定。2022年5月13日，大商所再次发布公告，新增了广东、福建、广西、吉林、黑龙江、云南、贵州7个交割地，并设定了对应的升贴水，并对现有部分交割地的升贴水进行了一定调整，新的区域升贴水将于2305合约适用。

图：截至2022年5月生猪区域升贴水设置（单位：元/吨）

图：生猪区域升贴水调整过程（加粗地区未公布交割库）



数据来源：大商所 国信期货

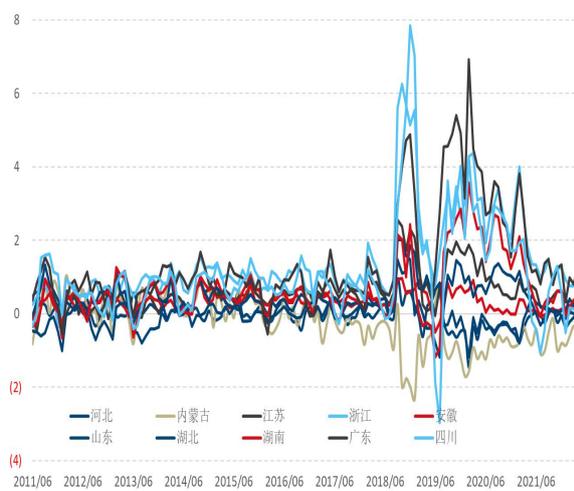
	2203及之前合约	2205-2303合约	2305及之后合约
河南	0	0	0
湖北	500	500	0
安徽	100	100	300
山东	-200	-200	0
江苏	500	500	500
浙江	1500	1500	1100
内蒙		-600	-800
四川		1500	-200
河北		-300	-100
湖南		1300	100
陕西		-300	-300
山西		-300	-400
辽宁		-500	-700
重庆		1400	-200
江西		1400	100
广东			600
福建			400
广西			-200
吉林			-800
黑龙江			-1000
贵州			-1000
云南			-1400

数据来源：大商所 国信期货

总体来看，生猪期货交割区域的设置是从东部地区分阶段向全国主要的生猪生产省份逐步扩散的，新的交割区域的设定以先公布交割区域升贴水、后征集交割库的方式进行。由于区域升贴水提前公开，某一区域若有新设交割库，交割库公布后可立即适用于已经上市的合约。考虑到生猪期货交割区域覆盖面积较广，设定固定升贴水的前提条件是各区域间的价差相对稳定。否则，由于区域价差的不断变化，对卖方交货来说，期货最优交割地也会反复改变，卖方可以相机抉择地选择最有利的区域进行交割，而这对于意图

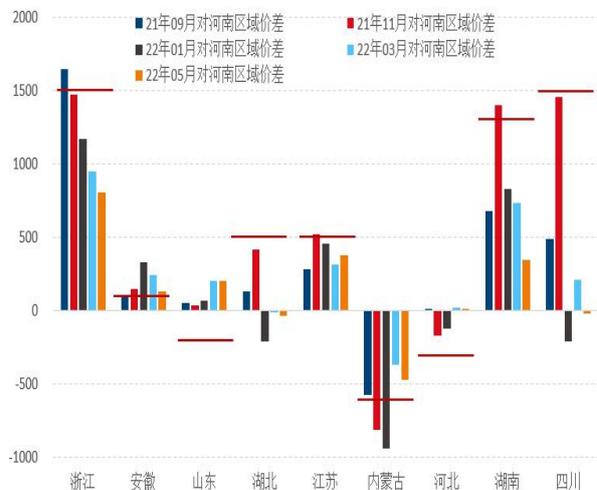
接货的多头来说，会产生一个不稳定的预期，一旦接货地区的实际现货价格相对于基准地的价差明显低于交割区域的升贴水，多头将会有一种“买贵了”的吃亏感。从实际的生猪现货市场运行来看，自2018年非瘟传入国内以来，各地生猪产业受到非常严重的冲击，但由于不同区域受到冲击的程度及复产进度不一，加之政策层面为了防控非瘟传播又对活猪调运出台了一系列限制性措施，地区价差的稳定关系已经被打破，到目前仍未完全恢复到非瘟之前的状态。而交易所升贴水的设定较多的依赖于历史常规，并没有反映行业的新变化，这就使得升贴水与实际价差不匹配。从目前已有交割库的地区来看，湖北、湖南、四川、浙江、江苏等地升贴水高于实际区域价差，而内蒙、山东、河北升贴水低于实际区域价差，因此，前者利于卖方交割，后者利于买方交割。此外，由于生猪交割需要买方联系符合非瘟防控要求的运输车辆及下游屠宰场，交割地的不确定可能使得买方配对到自己不具备相应资源的地区，因而，盘面保持贴水亦可视为对买方面对的不确定性的一种补偿。

图：各地区与基准地现货价差并不稳定（单位：元/吨）



数据来源：大商所 国信期货

图：交割月区域价差与交割升贴水不匹配（单位：元/吨）



数据来源：大商所 国信期货

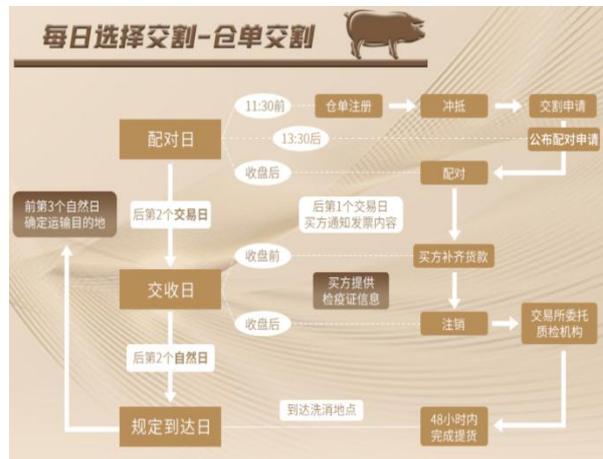
## 2.2 交割机制上卖方交割更便捷

图：每日选择交割之车板交割流程



数据来源：大商所 国信期货

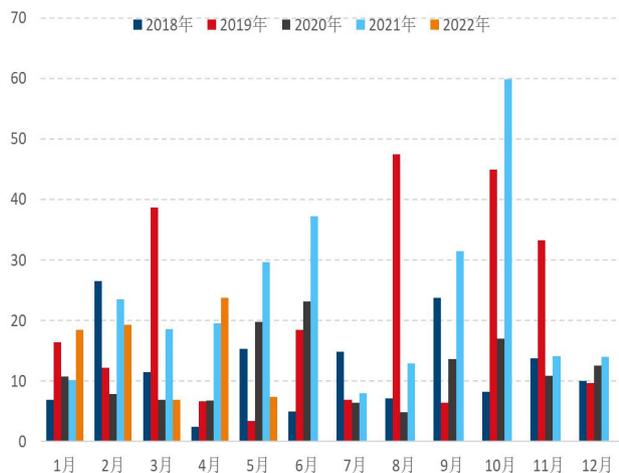
图：每日选择交割之仓单交割流程



数据来源：大商所 国信期货

根据大商所公布的生猪期货业务细则，生猪期货适用期货转现货（以下简称期转现）、每日选择交割和一次性交割三种交割方式。其中，每日选择交割是指在交割月第一个交易日至最后交易日的前一交易日，由持有交割月单向卖持仓的卖方客户主动提出标准仓单交割或者车板交割申请，并由交易所组织匹配买卖双方在规定时间内完成交割的交割方式。由于生猪期货最后交易日为合约月份倒数第4个交易日，因此，每日选择交割方式几乎可以在交割月全月进行，且提供了仓单交割与车板交割两种形式供选择，从时间方式上给了卖方足够的灵活性，每日选择交割也就成为了生猪交割的主流选择。而对于参与交割的多头来说，却时间方式选择上较为被动。首先，在每日选择交割期，持有交割月单向买持仓的买方虽然可以根据卖方申报交割情况向交易所申报交割意向，但若卖方交割申报量过多，导致满足买方意向后仍有剩余的标准仓单和车板交割意向，则未提交交割意向和所提交交割意向未被满足的买方持仓可能会被动配对。由于生猪这样的生鲜商品，其现货价格本身波动性比较强，从月初到月底现货价格可能相差较大，对于多头接货来说，无法事先确定接货时点，也就较难评估的接货的风险。其次，当遇到法定小长假或“黄金周”时，交割完成时间拉长，买方将面临着较大的现货价格波动风险。根据生猪期货业务细则，“国务院规定的节假日期间（含调休、连休）以及与之前后相连的周末，指定交割仓库和指定车板交割场所暂停办理货物交收业务。因此导致申报检疫及货物交收无法连续完成的，相关业务顺延。除前述规定外的其他周末仍正常办理相关业务。”这意味着若在配对日之后遇到法定假日，实际提到现货并处理这段时间可能在8、9日甚至10余日之后（如遇到黄金周），由于交割结算价以配对日当时期货结算价（每日选择交割）或最后十个交易日所有成交价格的加权平均价（一次性交割）来计算，最后的现货处理价与交割结算价之间的差异就构成多头接货的风险因素，这对于具体较强季节性、波动性大且受节假日消费脉冲影响较大的生鲜商品来说，尤其重要。

图：生猪月内高价较低价高出的幅度（单位：%）



数据来源：Wind 国信期货

图：2010-2019年生猪现货的季节性(单位:元/吨)



数据来源：Wind 国信期货

### 2.3 买方交割成本高于卖方交割

对于一个完整的生猪期货交割流程来说，买方交割费用一般会高于卖方交割。从卖方角度来看，可以选择的交割方式有仓单交割和车板交割。对于仓单交割来说，交割库卖方主要是注册厂库仓单需要的银行保函手续费，非交割库卖方需要向交割库购买仓单，因此主要费用包括购买仓单的资金占用成本及仓单持有期的仓储费；对于车板交割来说，只要获得车板交割场所的确认，无需仓单，亦没有仓储费。从买方角度来看，显性费用主要包括出库费+洗消费+仓储费（车板交割则无）+利息费+亏重，合计费用接近500元。此外，非产业买方还存在很多隐性成本，譬如交割时不能及时挑出体重、外观不符合标准的猪只，不能联系到符合非瘟防疫要求运输车辆，不能联系到下游屠宰场安排屠宰计划等，往往需要外包给其他专业机构

操作,这又会增加额外的费用。

表：生猪交割主要费项及参考标准

费用项	参考标准	说明
期货交易费	万分之二	期货公司可能加点
交割手续费	1 元/吨	暂时不收
检验费	3000 元/3 手	暂由交易所承担
运输费	省内 3000-4000 元/手	根据油价、运距等因素变化, 9-12 元/公里, 买方承担
出库费	15 元/吨	支付给厂库, 车板交割无此项费用。买方承担
洗消费	不超过 300 元/车	目前几大交割库和车板场所 100-300 元之间, 买方承担
仓储费	5 元/吨天	交收日前卖方承担, 交收日当天仓储费买方承担。车板交割无此费用
运输掉秤	冬天 1.5kg/100km, 夏天掉秤 2.5kg/100km	受天气等诸方面影响
利息费用	可变	卖方买仓单资金占用, 买方交收日付款至卖猪收回货款间的资金占用。买卖双方期货保证金资本占用

资料来源:国信期货

### 三、后期可能的变化

由于生猪期货每日选择交割制度对于卖方交割更友好,且买方接货成本及操作复杂程度相对较高,未来生猪期货贴水交割预计仍将维持。从区域影响来看,LH2205 合约开始四川、湖南等高升水地区开始参与交割,但目前还完全体现出对盘面定价的影响,主要原因在于当地参与交割的体量相对较小,后期若该地区企业对交割参与积极性上升,盘面最终定价将向四川、湖南等高升水地区现货锚定的话,盘面对其他交割地区的贴水程度可能加剧。从 LH2305 开始,交易所执行新的区域升贴水标准,其中最主要的特征是调低了四川、湖南、重庆、湖北等地的升水,以匹配当前该区域现货价格相对基准地河南现货的价差并不太高的现状。然而,从历史来看,各区域价差的长期趋势由各地区的成本因素决定,中短期则由区域供需不匹配所致。随着非瘟防控水平的提高及供需结构的再平衡,区域价差或再次向成本因素决定的长期趋势靠拢,这意味着四川、重庆、湖南、湖北等高饲料成本地区的生猪现货与基准地河南的价差偏低的情况将很有可能得到修复。而目前交易所提前将以上区域在 2305 及之后合约的升水调低,又可能导致届时升贴水低于实际区域价差的结果,从而抑制这些区域的交割积极性。此外,LH2305 及之后合约,交易所还增加了一批高贴水地区,使得届时可能交割地区大幅扩容,这进一步加大了期限回归路径的复杂性,但交割机制及费用因素产生的多头劣势仍是一个关键考虑变量。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。