

专题报告

生猪期货套期保值可行性分析

2023年10月13日

生猪专题报告

研究员：马幼元

0755-88377240

mayouyuan@cmschina.com.cn

投资咨询号：Z0018356

生猪价格周期性波动，幅度大，风险高。生猪产能周期决定了猪价周期。猪价下行期，养殖端规模化加速，不少企业陷入亏损。生猪养殖利润和猪价走势高度相关，管理好猪价风险有助于获得稳定盈利。生猪期货平稳运行近三年，期现回归良好。运用生猪期货套期保值，能较好对冲猪价不利变动风险，获得合理利润，帮助养殖企业优化资源配置、合理控制养殖规模，解除企业规模扩张的后顾之忧，对企业稳健持久经营将大有助益。

□ 猪价周期性波动，波动幅度大，风险高

从2006年算起，已经经历了四轮完整的猪周期，每轮猪周期持续时间4年左右。前四轮猪周期分别因为蓝耳病、仔猪腹泻、环保禁养、非洲猪瘟等疫病或者行业政策去产能，导致猪价大幅波动。每轮生猪价格低点位于9-12元/公斤区间，且低点有逐步抬高的趋势。前三轮猪周期猪价在10-20元/公斤区间波动，近两轮波幅明显加大，这背后取决于产能去化程度及市场结构的变化。从价格维度来看，每轮猪周期猪价波动幅度都超过100%，猪价大幅波动给企业稳健经营带来不小挑战和风险。由于能繁母猪产能充裕，生猪供应充足，目前猪价处于下行期。

□ 养殖规模化加速，企业陷入困境，需对冲猪价风险

近几年，养殖端规模化趋势加速，集团厂快速扩张，小散户加速退出。在企业规模扩大后，猪价的低迷加重了企业的困境。如何有效管控未来生猪销售价格和饲料原料采购成本，增厚养殖利润，成为生猪养殖企业要解决的关键问题，而养殖利润和猪价的相关性高达80%以上，可以说猪价对企业养殖利润多寡产生了决定性作用。因此，对冲猪价波动的风险是企业需要关注的最核心问题，随着企业规模持续扩张，拼成本和资本，苦练内功虽然能超过同行一筹，但却不能很好应对行业下行的大势，不一定能安稳度过行业寒冬，毕竟影响养殖利润的关键是猪价而非成本，如何管理好猪价波动的风险获取合理利润才更为关键。而利用期货规避价格风险的功能，合理参与套期保值能有效对冲猪价风险。价格朝不利方向变动不影响既有利润，利润有保障，同时避免极端价格风险冲击企业经营，稳定享受平均利润，更能在风险相对确定的环境下，解除企业规模扩张的后顾之忧，充分利用期货市场节约流动资金，提高流动性，降低财务成本。因此对于目前规模持续扩张后的养殖企业来说，在行业下行期积极参与生猪期货套期保值正当时。

□ 生猪期货期现回归良好，套期保值为企业行稳致远保驾护航

生猪期货上市近三年来，期货活跃合约期价走势和现货价格相关性高达96%，期现货同向性波动趋势明显，这为运用生猪期货工具套期保值提供了良好的基础。期现货在交割月回归性较好，生猪期货风险规避的功能得到了很好的展现。并且随着这三年市场参与者更加专业化，期现货基差逐步趋于收敛，基差风险下降，运用期货工具进行套期保值能达到较好效果。部分优秀企业在这几年运用期货套保工具也明显改善了经营业绩。在目前生猪行业低谷期，养殖企业不少陷入经营困境，积极利用期货工具对冲生猪价格下行的风险，有利于养殖企业优化资源配置、合理控制养殖规模，解除企业规模扩张的后顾之忧，对企业稳健持久经营将大有助益。

□ 风险提示：疫病，政策。

正文目录

一、	前言	5
二、	猪价周期性波动，波动幅度大，风险高	5
(一)	猪价周期性波动，幅度大，风险高	5
(二)	产能周期决定猪价周期	6
三、	养殖规模化加速，企业陷入困境，需对冲猪价风险	8
(一)	行业规模化加速，下行期陷入困境	8
(二)	走出困境需要善用套保工具对冲猪价	10
四、	生猪期货期现回归良好，套期保值为企业行稳致远保驾护航	11
(一)	2021 年生猪期现回归情况回顾	11
(二)	2022 年生猪期现回归情况回顾	13
(三)	2023 年生猪期现回归情况回顾	15
(四)	期现回归良好，套期保值为企业行稳致远保驾护航	18

图表目录

图 1: 猪周期价格表现 (元/吨)	6
图 2: 猪肉产量-猪价 (万吨、元/吨)	7
图 3: 猪肉产量 (万吨)	7
图 4: 10 个月前能繁母猪与猪价对比图	7
图 5: 生猪不同规模户数	8
图 6: 10 家上市公司生猪出栏量及占比	8
图 7: 生猪养殖利润 (单位: 元/头)	9
图 8: 养殖利润与猪价相关性	9
图 9: 生猪企业净利润 (单位: 亿元)	9
图 10: 资产负债率 (单位: %)	9
图 11: 净负债率 (单位: %)	10
图 12: 现金短债比	10
图 13: 2021 年生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)	12
图 14: 2021 年对应能繁母猪产能 (单位: 万头)	12
图 15: 2021 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)	12
图 16: 冻品库容率 (单位: %)	12
图 17: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)	12
图 18: LH2109 交割月期价表现	12
图 19: LH2111 交割月期价表现	13
图 20: 2022 年生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)	14
图 21: 2022 年对应能繁母猪产能 (单位: 万头)	14
图 22: 2022 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)	14
图 23: 2022 年冻品库容率 (单位: %)	14
图 24: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)	14
图 25: LH2201 交割月期价表现	14
图 26: LH2203 交割月期价表现	15
图 27: LH2205 交割月期价表现	15
图 28: LH2207 交割月期价表现	15
图 29: LH2209 交割月期价表现	15
图 30: LH2211 交割月期价表现	15
图 31: 2023 年生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)	16
图 32: 2023 年对应能繁母猪产能 (单位: 万头)	16
图 33: 二元能繁殖母猪存栏数占比 (单位: %)	17
图 34: 2023 年冻品库容率 (单位: %)	17

图 35: 2023 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)	17
图 36: 2023 年生猪定点企业屠宰量 (单位: 万头)	17
图 37: LH2301 交割月期价表现	17
图 38: LH2303 交割月期价表现	17
图 39: LH2305 交割月期价表现	18
图 40: LH2307 交割月期价表现	18
图 41: LH2309 交割月期价表现	18
图 42: 生猪活跃合约收盘价与生猪现货价格相关性	19
图 43: 生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)	19
图 44: 2021 年部分上市公司生猪头均亏损 (单位: 元/头)	19

一、 前言

今年以来，生猪价格持续低迷，养殖企业亏损时间拉长，不少企业陷入经营困境。而造成目前这一困境的原因有哪些？怎么解决这一困境？这里本文将从猪价运行周期及特点，养殖行业现状及发展趋势，生猪期货期现价格表现三个维度来回答这些问题。

二、 猪价周期性波动，波动幅度大，风险高

（一） 猪价周期性波动，幅度大，风险高

从 2006 年算起，已经经历了四轮完整的猪周期，每轮猪周期持续时间 4 年左右。前四轮猪周期分别因为蓝耳病、仔猪腹泻、环保禁养、非洲猪瘟等疫病或者行业政策去产能，导致猪价大幅波动，这里我们回顾下这四轮猪周期。

第一轮猪周期从 2006 年 7 月持续至 2010 年 6 月，持续时间 47 个月，其中上行周期持续至 2008 年 4 月，约 23 个月，下行周期持续约 24 个月。2006 年国内猪肉价格跌至多年低位，猪价下跌约两年后，养殖端亏损严重，大量淘汰母猪，产能持续退出，猪价在 2006 年 5 月触底回升。而 2007 年爆发高致病性的猪蓝耳病，影响了产能恢复的节奏，猪价加速上涨，并在 2008 年 4 月见顶，期间猪价涨幅达 183%。随着后期供应恢复，猪价逐步回落。2009 年爆发甲型 H1N1（猪流感）疫情，生猪抛售叠加需求受抑制，价格持续下行，随后 2010 年出现瘦肉精和注水猪肉等食品安全事件，价格低位徘徊，至 2010 年 4 月，期间猪价跌幅达 43%。

第二轮猪周期从 2010 年 6 月持续至 2014 年 4 月，持续时间 48 个月，其中上行周期持续至 2011 年 9 月，约 17 个月，下行周期持续约 31 个月。随着上轮猪周期持续 2 年的猪价下跌，能繁母猪的存栏量连续两年减少，自高点下降 8.4%，期间全国范围内爆发了严重的仔猪腹泻病，导致大量仔猪非正常死亡。猪价在 2010 年 6 月开始触底并一路攀升，至 2011 年 9 月涨至此轮周期高点，涨幅达 107%，这个创历史新高价位直到 2016 年 5 年后才被打破。随着猪价的上涨，能繁母猪存栏持续回升，猪肉供应增加，猪价逐步回落至 2014 年 4 月的周期性低点，跌幅达 44%。期间，为了稳定猪肉价格，2013 年 5 月，商务部等三部委联合开启猪肉收储工作，提振了市场信心，短期价格有所反弹。

第三轮猪周期是从 2014 年 4 月持续至 2018 年 5 月，持续时间 49 个月，其中上行周期持续至 2016 年 5 月，约 25 个月，下行周期持续约 24 个月。国内从 2014 年起开始实施严格的环保禁养规定，提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户退出市场，生猪和能繁母猪存栏持续下降。猪价在 2014 年 4 月见底，震荡上涨至 2016 年 5 月，其中 2015 年上半年爆发的猪丹毒疫情起到推波助澜的作用，涨幅达 83.9%。但由于生猪出栏体重及规模场效率的提升，生猪出栏及猪肉产量在 2017-18 年持续增加，即使能繁母猪存栏继续下降（也可能由于环保禁养的影响，部分养殖样本点的变化导致数据有效性阶段性失灵），猪价也见顶回落。

第四轮猪周期是从 2018 年 5 月持续至 2022 年 4 月，持续时间 47 个月，其中上行周期持续至 2020 年 8 月，约 27 个月，下行周期持续约 20 个月。2018 年爆发了非洲猪瘟疫情，导致 2018-19 能繁母猪存栏量大幅下降，2019 年能繁母猪存栏较 2018 年 5 月下降 42%。前期环保禁养使得能繁母猪存栏已经降至低位，叠加非瘟去产能，2019 年能繁母猪存栏降至不足 2000 万头。猪价也迎来一波大幅拉升，2020 年 8 月 37.83 元/公斤，涨幅高达 278%。由于养殖利润极其丰厚，政府也持续出台鼓励生猪养殖的政策。政策+利润双轮驱动下，肥转母使得能繁母猪存栏快速回升，二次育肥、压栏等措施使出栏体重大幅增加，猪肉产量快速回升。猪价也承压回落，最高跌幅达 72%。

图 1：猪周期价格表现（元/吨）



资料来源：WIND、招商期货

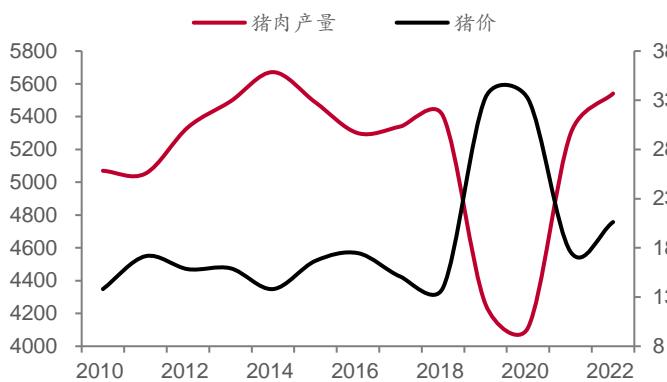
目前处于第五轮猪周期，和前面四轮猪周期不同，非疫病等不可抗力导致的去产能，而是因为养殖利润亏损带来的去产能。2022 年 4 月开始的这轮猪周期主要是养殖亏损驱动的去产能，去产能时间较短，仅持续了 11 个月，能繁母猪较高点下降 8.5%，对比 2010-2014 年这段时间，去产能持续 20 个月，能繁母猪较高点下降 7.7%。去产能的幅度决定猪价波动的幅度，但此轮猪价涨幅明显高过 2010-2014 年这轮猪周期，主要由于压栏及二次育肥的参与透支了行情。因此随着产能恢复，本轮猪价见顶时间快于预期。由于能繁母猪产能处于 4100 万头正常保有量之上，生猪供应充足，目前猪价处于下行期。

（二）产能周期决定猪价周期

猪肉总消费量等于总人口乘以人均消费量，前期人口及人均消费均呈现长期的上行态势，但猪价仍呈现周期性波动，说明消费端的变化对猪价的周期波动影响不大。而猪肉产量和猪价呈现负相关关系，10 个月前能繁母猪和当期猪价也呈现负相关关系。供应端的变化对猪周期的形成起着至关重要的影响。而能繁母猪产能又决定了生猪的

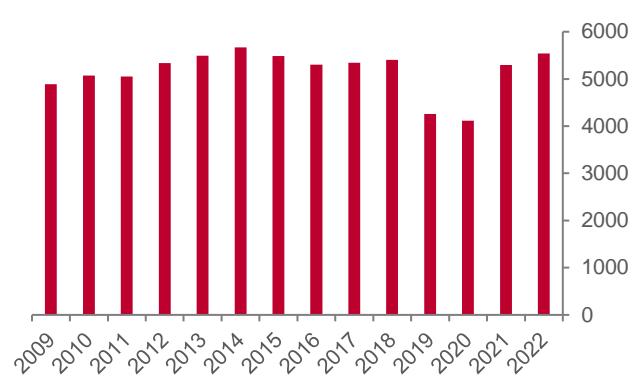
供应，因此能繁母猪的产能周期决定了猪价周期。能繁母猪更多的决定了长周期供应，进而决定长周期的猪价走势，而出栏节奏、出栏体重及二育改变了中短期供应节奏，影响了中短期猪价走势。

图 2：猪肉产量-猪价（万吨、元/吨）



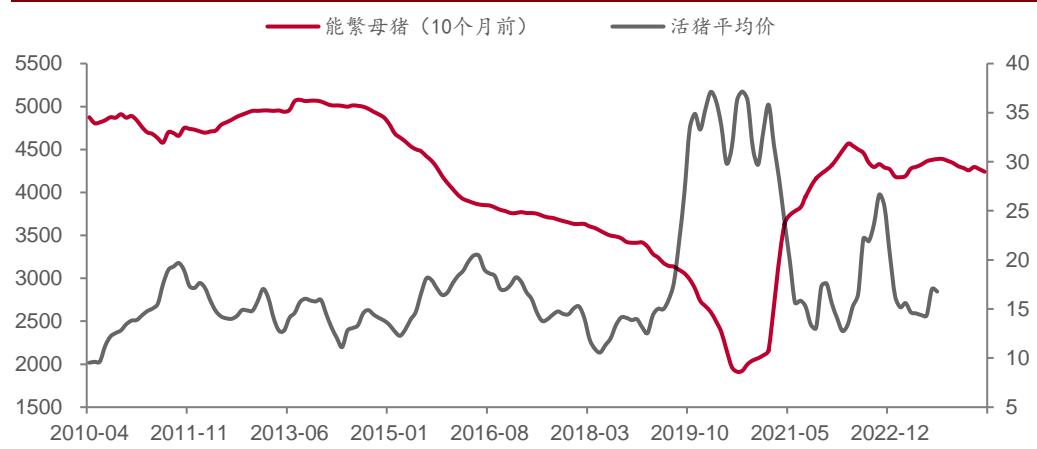
资料来源：统计局、WIND、招商期货

图 3：猪肉产量（万吨）



资料来源：统计局、招商期货

图 4：10 个月前能繁母猪与猪价对比图



资料来源：农业农村部、WIND、招商期货

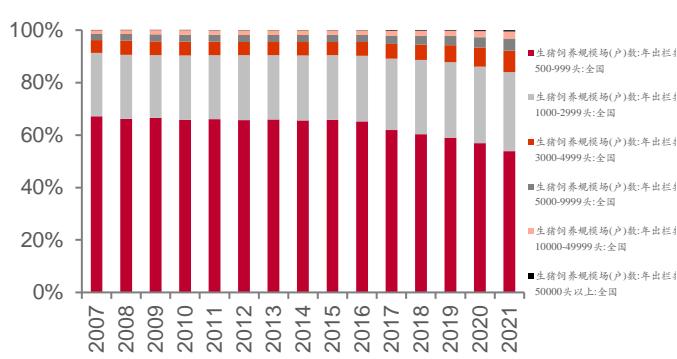
总体而言，每轮猪周期 4 年左右。生猪价格低点位于 9-12 元/公斤区间（多在 10 元/公斤附近），且低点有逐步抬高的趋势。前三轮猪周期猪价在 10-20 元/公斤区间波动，近两轮波幅明显加大，这背后取决于产能去化程度及市场结构的变化。从价格维度来看，每轮猪周期猪价波动幅度都超过 100%，猪价大幅波动为企业稳健经营带来不小挑战和风险。

三、养殖规模化加速，企业陷入困境，需对冲猪价风险

(一) 行业规模化加速，下行期陷入困境

近几年，受非瘟疫情影响，养殖端规模化趋势加速，集团厂快速扩张，小散户加速退出。部分区域小散户出栏占比已从2008年的7成下降到2022年的3成，散户占比急剧减少。相应的龙头企业占比已经从3%提高到30%左右，龙头企业出栏快速提升。另外从龙头上市公司生猪出栏市占率来看，2022年10家上市公司出栏占比达到17.79%，预计今年10家上市公司出栏占比有望达到21%。大集团跑马圈地，产能持续增加。随着规模化养殖企业集中度提高，话语权提高，对猪价影响加大。部分专业散户为降低长周期的养殖风险，逐步退出转二育，长线操作转中短线，加剧了猪价波动。本轮猪周期虽然养殖利润亏损幅度为历年最高，但规模企业养殖效率及防范疫病能力提升，资金实力强，基于扩大规模的考虑，亏损阶段去产能仍较为缓慢。但这导致猪价长期低迷，在企业规模扩大后，猪价的低迷加重了企业的困境。

图5：生猪不同规模户数



资料来源：WIND、招商期货

图6：10家上市公司生猪出栏量及占比



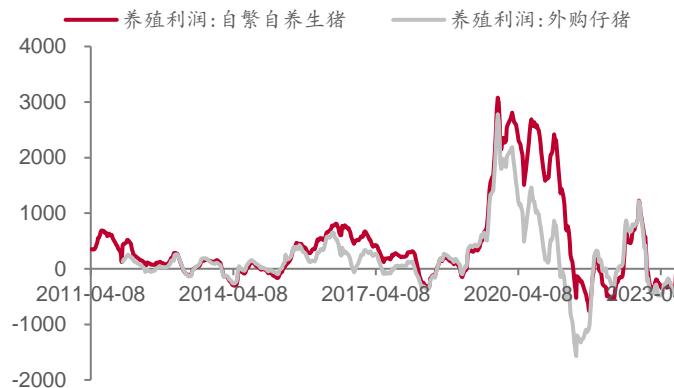
资料来源：WIND、招商期货

从近几年生猪上市企业情况来看，生猪龙头企业持续扩张，但因为猪价波动较大，生猪上市公司利润大幅波动，2021年多数企业陷入大幅亏损的境地，近两年负债率也持续攀升，部分企业负债率超80%，现金短债比持续降低，企业按时偿还到期债务能力明显下降，不少企业资金压力较大。猪企在猪价的高点有资金实力大幅扩张，但规模扩大后往往面临着猪价的下行期，而一旦猪价跌至成本线以下，这时候因为规模的扩大往往承受着更大的亏损，如何解决规模扩张之后的后顾之忧是企业需要重点考虑的问题。如何在猪价下行期对冲猪价波动的风险，获得稳定的养殖利润较为关键。

简单来说，企业的养殖利润=头均养殖利润×出栏量。头均养殖利润波动大，既是机遇又是风险，生猪养殖规模有赖于企业盈利带来的扩大再生产。虽然在猪价上行期有资金支持扩大再生产，但在下行期规模扩大后反而带来亏损大幅增加，这就是养殖企业目前面临的窘境，规模扩大了但面临的困难也变大了。就养殖企业来说，如何改善养殖利润是当前需要解决的主要问题，而生猪单头利润=生猪价格-养殖成本，核心就是对未来生猪价格以及养殖成本管控。从历年生猪价格来看，生猪价格具有波动大和

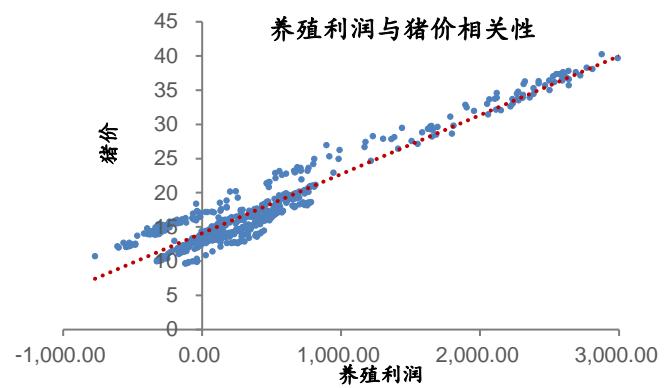
周期性特征。同时，养殖成本中饲料成本占比最大，且波动最大。因此，如何有效管控未来生猪销售价格和饲料原料成本，增厚养殖利润，成为生猪养殖企业稳健盈利的关键问题，而养殖利润和猪价走势的相关性高达 80%以上，可以说猪价对企业养殖利润产生了决定性作用，对冲猪价波动的风险又是企业需要关注的最核心的问题。而控制养殖成本，拼成本和资本反而成为次优解。而随着生猪期货的上市，正确认识并了解生猪期货对冲价格风险的作用尤为重要。

图 7：生猪养殖利润（单位：元/头）



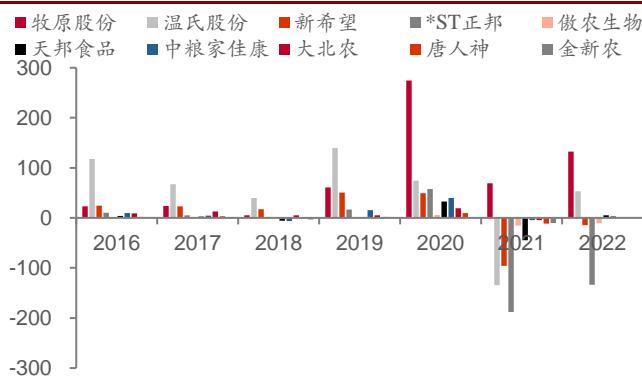
资料来源：WIND、招商期货

图 8：养殖利润与猪价相关性



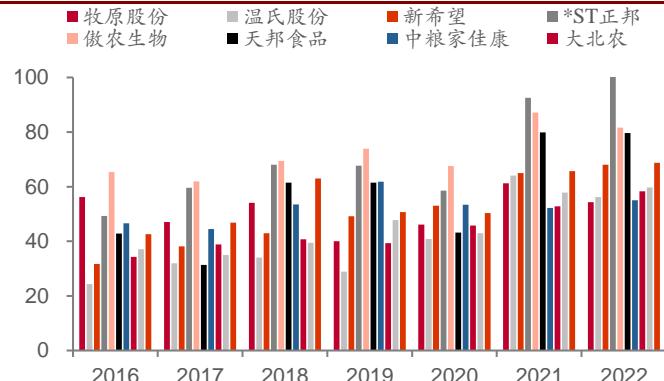
资料来源：WIND、招商期货

图 9：生猪企业净利润（单位：亿元）



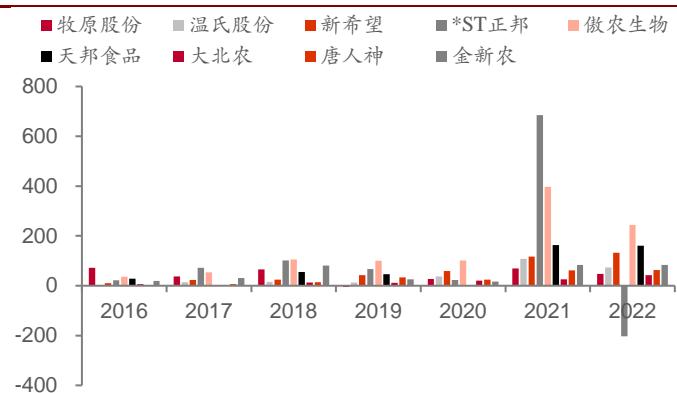
资料来源：WIND、招商期货

图 10：资产负债率（单位：%）



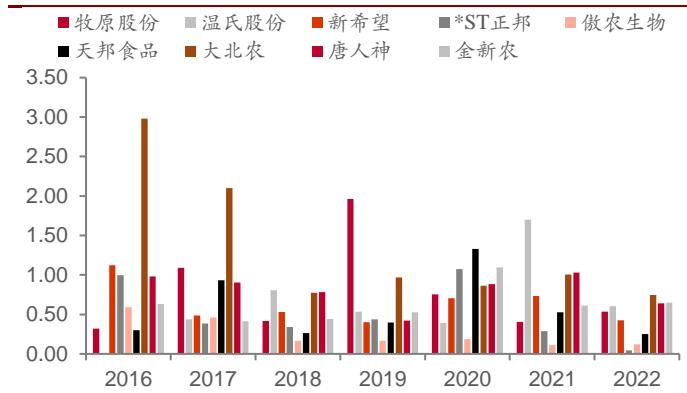
资料来源：WIND、招商期货

图 11：净负债率（单位：%）



资料来源：WIND、招商期货

图 12：现金短债比



资料来源：WIND、招商期货

（二）走出困境需要善用套保工具对冲猪价

由上文可知，随着企业规模持续扩张，拼成本和资本，注重练内功虽然能超过同行一筹，但却不能很好应对行业下行的大势，不一定能安稳度过行业寒冬，毕竟影响养殖利润的关键是猪价而非成本，如何管理好猪价波动的风险才更为关键。

而期货市场恰好为养殖企业提供了对冲猪价风险的工具，生猪期货上市对于生猪产业稳健发展具有重要意义。期货市场有两个基本功能：价格发现功能和规避风险功能。期货市场是一种接近于完全竞争市场的高度组织化和规范化的市场，市场参与者众多，采用集中的公开竞价交易方式，各类信息高度聚集并迅速传播。因此，期货市场的价格形成机制较为成熟和完善，能够形成真实有效地反映供求关系的期货价格。这种机制下形成的价格具有公开性、连续性、预测性和权威性的特点。期货市场的发展对企业生产经营活动的开展具有积极作用。其一，作为信号的期货价格，可以有效克服市场中的信息不完全和不对称，在市场经济条件下有助于生产经营者作出科学合理的决策，合理安排生产经营，避免盲目性；其二，通过期货市场进行套期保值，可以帮助生产经营者规避现货市场的价格风险，达到锁定生产成本、实现预期利润的目的，使生产经营活动免受价格波动的干扰。

结合期货的风险规避功能，产业链企业可以利用生猪期货进行套期保值，规避价格波动风险，稳定利润，提升市场竞争力。套期保值是指以规避现货价格风险为目的的期货交易行为，具体表现为某一生产经营者在现货市场上买进（或卖出）一定数量的现货商品的同时，在期货市场上卖出（或买进）与现货“品种相同、月份相同、数量相当、方向相反”的期货合约，以期在现货市场上发生不利价格变动时，达到规避风险的目的。套期保值基于期货价格与现货价格的同向性和趋合性。套期保值完成后价格朝不利方向变动不影响既有利润，利润有保障，同时避免极端价格风险冲击企业经营，稳定享受平均利润，更能在风险相对确定的环境下，有利于养殖企业优化资源配置、合理控制养殖规模，解除企业规模扩张的后顾之忧，进而促进整个产业健康发展。充分利用期货市场节约流动资金，提高流动性，降低财务成本。因此对于目前规模持续扩张后的养殖企业来说，在行业下行期积极参与生猪期货套期保值正当时。

四、生猪期货期现回归良好，套期保值为企业行稳致远保驾护航

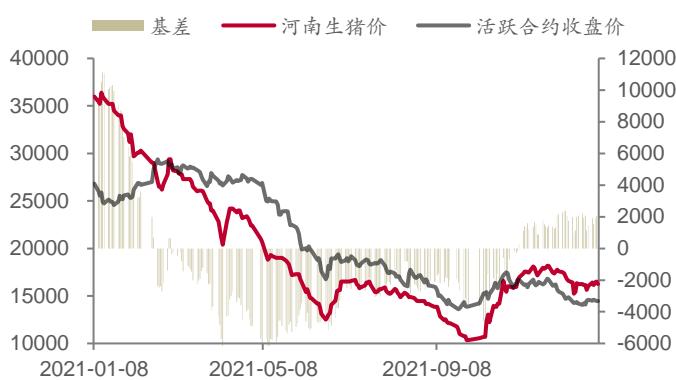
从猪价的波动规律我们可以看到，猪价呈现周期波动，波动幅度大，给企业正常生产经营带来较大风险，不少企业在这轮疫情后生产经营受到很大影响，经营陷入困境。而想要规避猪价大幅波动的风险，如何运用好期货工具套期保值便是解决这一困境的关键。自 2021 年 1 月 8 日生猪期货在大连商品交易所挂牌上市以来，生猪期货已经平稳运行快三年。这里我们梳理生猪期货上市以来，各合约交割期间期现回归情况，来看看生猪期货的风险规避功能表现如何，生猪期货能否在对冲猪价不利变化时达到较好的效果，从而为企业稳健经营保驾护航。我们将分三年回顾下期现货市场行情以及各交割合约交割期间表现。

（一）2021 年生猪期现回归情况回顾

2021 年生猪现货价格自年初以来一路下行，自年初 36.4 元/kg 一路下跌到 6 月 21 日的 12.5 元/kg，跌幅高达 65.66%，主要还是行业对 2020 年的高猪价仍有期待，加上高估冬季疫情造成的影响。一致性乐观预期导致二次育肥及压栏情况严重，出栏体重在年后淡季反而持续攀升，最高升至 135 公斤，达到近几年新高，体重回升路径和 2020 年基本类似。而从 2021 年对应的 10 个月前能繁母猪产能来看，能繁母猪已经自低位快速回升，对应着生猪出栏能力快速提高，年初进口猪肉持续增加，冻品库存高位，高供应弱需求背景下，大猪集中出栏，猪价持续回落。此后受收储提振，猪价反弹至 7 月 22 号的 16.5 元/kg，反弹幅度 32%。但此后由于出栏压力及冻品迫于资金压力出货，猪价二次探底，在 9 月 29 号再度回落至年度低点 10.35 元/kg，较年初高点下跌 26.05 元/kg，跌幅高达 71.57%。年底受腌腊需求提振，加上低猪价刺激需求，猪价持续反弹，11 月 25 号反弹至 18.15 元/kg，较低点上涨 7.8 元/kg，涨幅 75.36%。

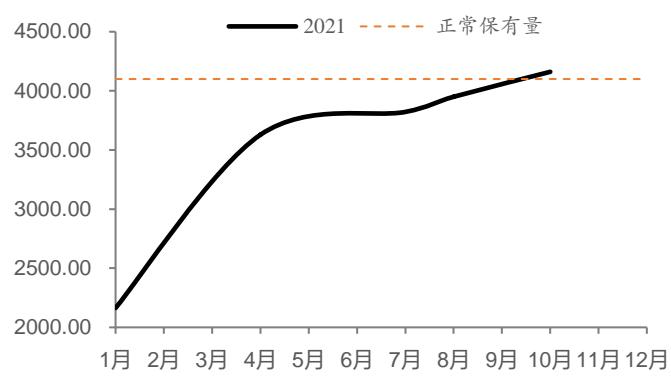
从当年的期现货价格表现来看，年初期货深度贴水现货，1 月 14 日基差高达 11110 元/吨，期货端担心冬季疫情导致去产能，有一波冲高。但现货一路下行，期现基差快速修复，2-10 月基差由正转负，直到年底需求旺季才再度转正。2021 年生猪基差波动区间为 -6255 元/吨到 11110 元/吨，基差波动幅度非常大。从 2021 年的两个已交割合约表现来看。LH2109 在交割月最终配对数 20 手。对比生猪期货合约交割结算价，基准地河南生猪现货价格折盘面价和所有交割地现货折算盘面最低价格走势（下文同理）。LH2109 期货价格从升水现货到交割月逐步回归现货，期现货同步回落，10-11 月期现货价格同步上行。LH2111 合约结算价在交割月前后和现货折盘面价多次回归。从 2021 年交割月前后期现货表现来看，期货价格与现货价格的同向性和趋合性表现较好，期货套保有望实现预期效果。

图 13: 2021 年生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)



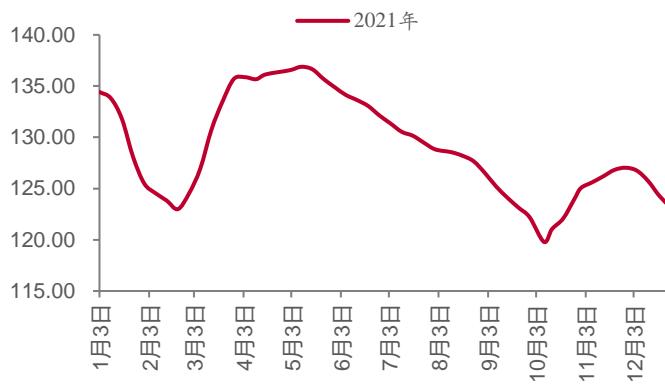
资料来源: WIND, 招商期货

图 14: 2021 年对应能繁母猪产能 (单位: 万头)



资料来源: 农业农村部, 招商期货

图 15: 2021 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)



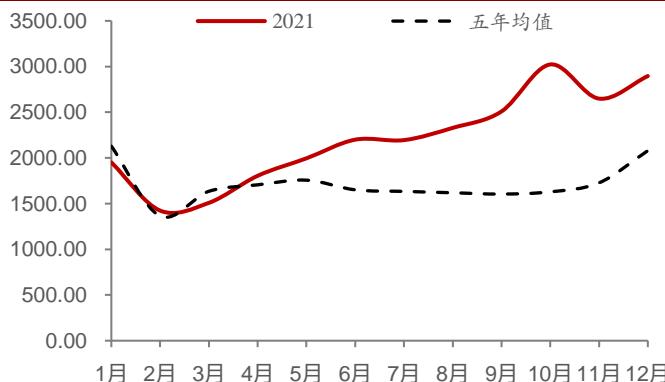
资料来源: 涌益咨询, 招商期货

图 16: 冻品库容率 (单位: %)



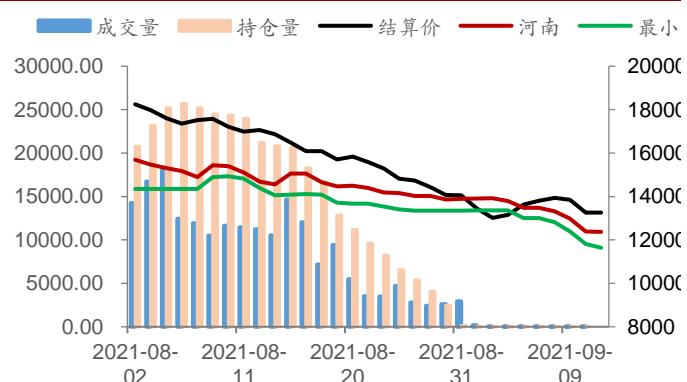
资料来源: 涌益咨询, 招商期货

图 17: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)



资料来源: 农业农村部, 招商期货

图 18: LH2109 交割月期价表现



资料来源: WIND, 招商期货

图 19: LH2111 交割月期价表现



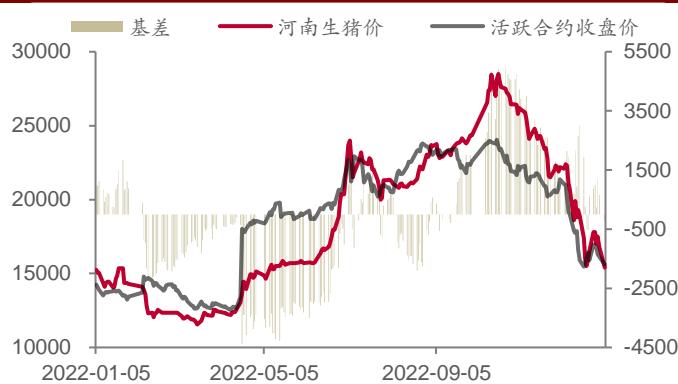
资料来源: WIND, 招商期货

(二) 2022 年生猪期现回归情况回顾

2022 年生猪现货价格大幅波动，如同坐了“过山车”。年初需求淡季，但供应充足，猪价季节性回落，在 3 月 18 号来到年度低点 11.55 元/kg。随着猪粮比跌破 5，官方逐步开启收储，提振猪价。从猪周期角度，2022 年 4 月对应着新一轮猪周期的低点，市场对新一轮猪周期开启有所期待。加上 4 月中旬广东省防控重大动物疫病应急指挥部发出《关于进一步加强生猪及生猪产品调运管理的通知》，自 5 月 1 日起，广东正式暂停省外屠宰用生猪入粤，广东这一政策成为 2022 年猪价上涨的导火索。随着收储+压栏+二次育肥齐上阵，一起助推猪价一路走高，从出栏体重也可以明显看到，伴随着猪价的上涨，生猪出栏体重也是一路走高。二次育肥多次进场并盈利也使得四季度二育积极性达到高峰，供应压力也因此不断后移，猪价在 10 月 19 号达到年内高点 28.5 元/kg，自低点涨幅达 147%。此后因为腌腊消费不及预期，前期压栏及二育大猪持续出栏。年底放开管控，需求再度承压，猪价快速回落至 15.5 元/kg，跌幅 45.61%。

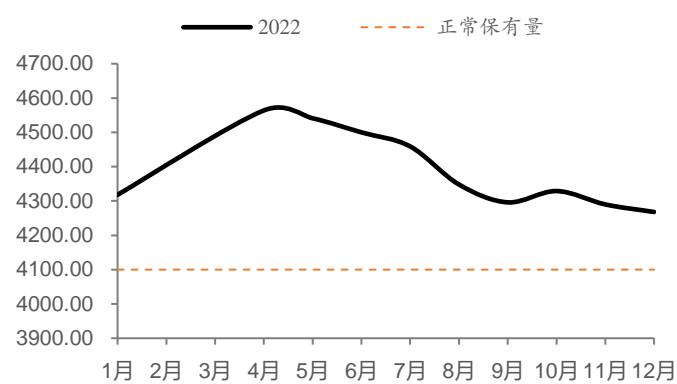
从当年的期现货价格表现来看，年初期货小幅贴水现货，2-9 月总体维持升水格局，显示市场预期端更乐观，2022 年生猪基差波动区间为-4380 元/吨到 4980 元/吨，基差波动幅度较 2021 年明显缩小，年底旺季和年初淡季，期货多贴水，中间时间段期货升水。2022 年是生猪期货上市的第二年，当年六个期货合约全部完成交割，且 LH2203, LH2205 这两个合约交割月配对手数分别高达 234 手和 217 手，显示在季节性淡季市场参与交割意愿较强。这里我们按照交割月期间期货价格的涨跌趋势把这六个合约分成三组，其中 LH2201, LH2203, LH2211 交割期间期货价格都处于下跌阶段，期货价格与现货价格同步下行且期货价格往最低交割价回归，此阶段适合养殖企业卖出套保，对冲猪价下跌的风险。LH2205, LH2207, LH2209 交割期间期货价格都处于上涨阶段，期货价格与现货价格同步上行且期货价格往河南基准地的较高交割价回归，此阶段适合下游需要采购生猪的企业（如屠宰企业，餐饮企业、食品加工企业等）参与买入套保操作，对冲价格上涨的风险。通过观察 2022 年各交割月的表现，无论是上涨阶段和下跌阶段期现货回归性都较好，套期保值能达到较好效果。

图 20: 2022 年生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)



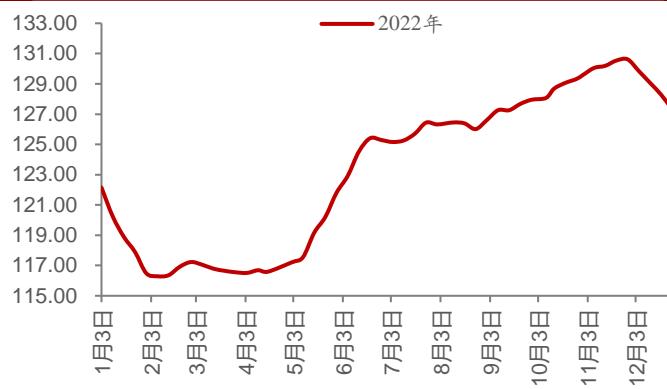
资料来源: WIND, 招商期货

图 21: 2022 年对应能繁母猪产能 (单位: 万头)



资料来源: 农业农村部, 招商期货

图 22: 2022 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)



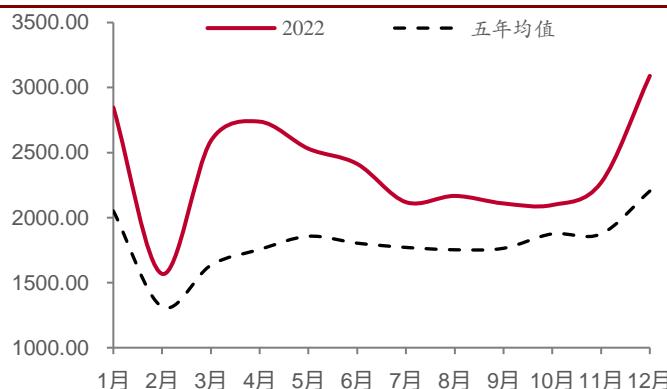
资料来源: 涌益咨询, 招商期货

图 23: 2022 年冻品库容率 (单位: %)



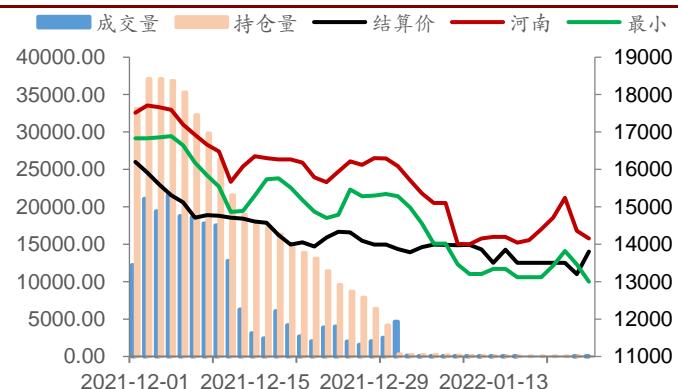
资料来源: 涌益咨询, 招商期货

图 24: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)



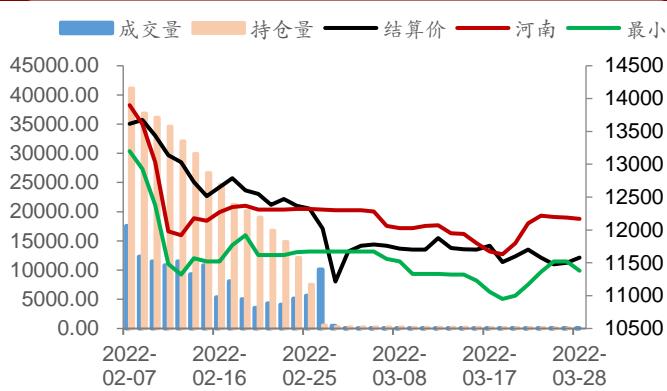
资料来源: 农业农村部, 招商期货

图 25: LH2201 交割月期价表现



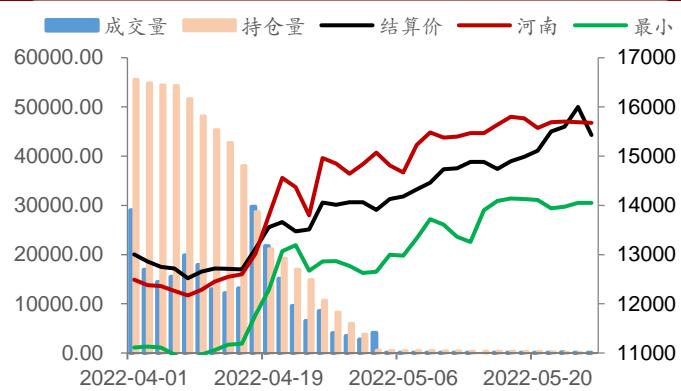
资料来源: WIND, 招商期货

图 26: LH2203 交割月期价表现



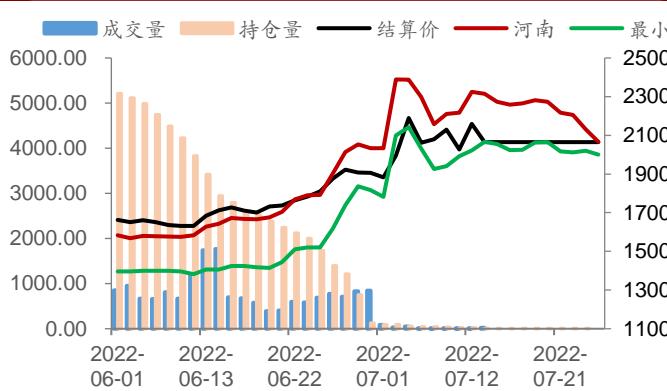
资料来源: WIND,招商期货

图 27: LH2205 交割月期价表现



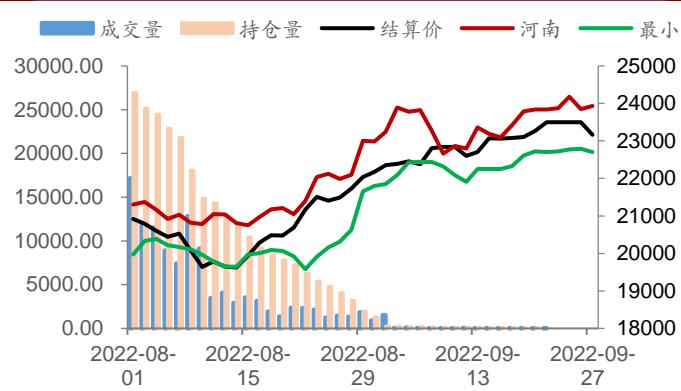
资料来源: WIND,招商期货

图 28: LH2207 交割月期价表现



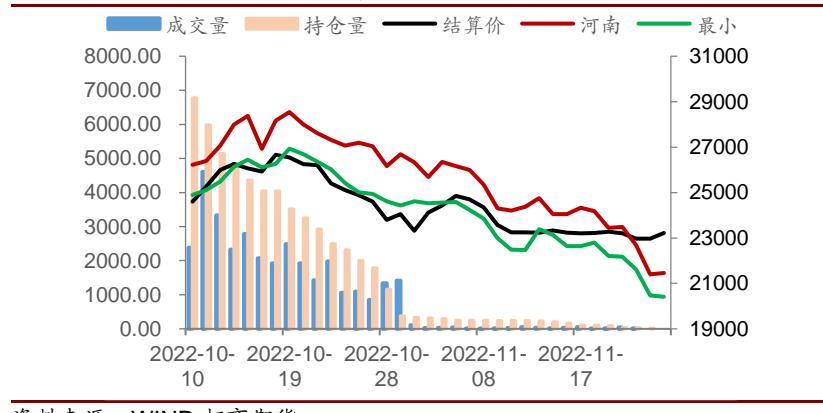
资料来源: WIND,招商期货

图 29: LH2209 交割月期价表现



资料来源: WIND,招商期货

图 30: LH2211 交割月期价表现



资料来源: WIND,招商期货

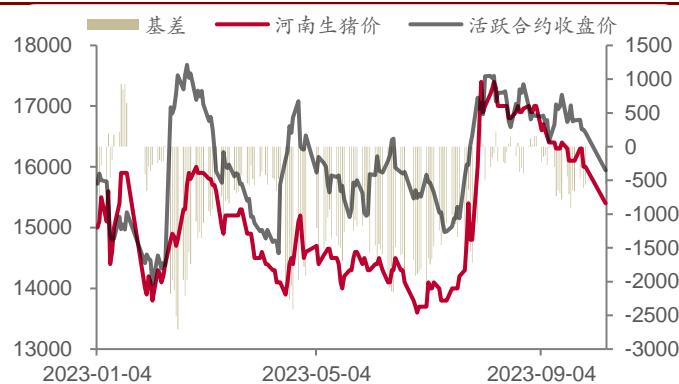
(三) 2023 年生猪期现回归情况回顾

2023 年年初，猪价延续了 2022 年年底的跌势，期货价格在 2 月 3 日见到阶段性

低点 14070 元/吨，生猪出栏价见到 13.8 元/公斤的低点，期间猪粮比跌破一级预警，收储预期加上二育入场，看涨及压栏惜售共振，2022 年拉涨猪价的几大因素再现，共同推动生猪期现货价格快速上涨，2 月 28 日涨至 15.92 元/公斤的上半年高点，区间上涨 2.12 元/公斤，涨幅 15.36%，后伴随着二育逐步出栏及需求承接力度不足，现货价格再度回到原点。二季度受制于供应充足需求疲软，猪价重心继续下移。7 月受春节疫情影响，出栏量下降。猪价长期低迷，人心思涨，台风天气叠加二育入场增加，猪价自低点快速反弹至 8 月 2 号的 17.4 元/公斤，涨幅达 27.94%，此后受制于供应压力，猪价再度走弱。今年二三季度一方面面临着生猪生产效率的明显提升，另一方面产能也是逐步上升，供应充裕，猪价整体偏弱运行，但下方成本支撑较强，猪价波动区间明显缩窄。

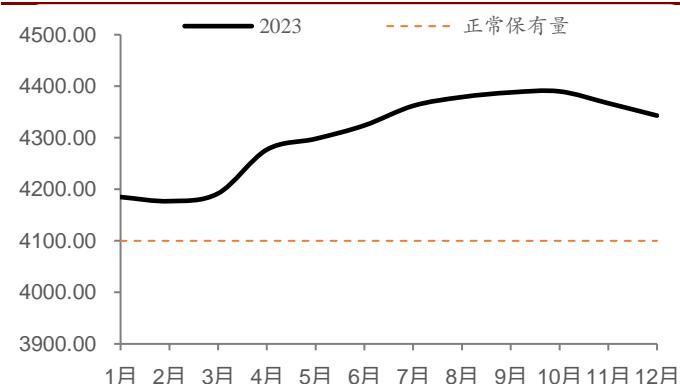
截至目前，2023 年期货价格多数时间升水现货，现货价格相对低位，市场一方面对年初北方疫情造成的影响偏高估，另一方面对二次育肥入场心存期待，导致期货一直维持升水状态。2023 年生猪基差波动区间为 -2710 元/吨到 930 元/吨，基差波动幅度较前两年继续缩小。2023 年截止目前总共有五个合约完成交割，因为今年生猪行情一直较为低迷，最终这五个合约的期现货价格在交割月都同步下行，低迷的行情也使得期货价格多向下往最低交割价格回归。LH2303 合约配对数 137 手，为今年配对数最高的一个月份。今年多数时间期货升水且给出了成本线以上的价格，各合约交割月回归较好，今年的行情非常适合养殖企业逢高做卖出套期保值，通过套期保值能改善企业目前遇到的困境。

图 31：2023 年生猪活跃合约基差（单位：元/吨）



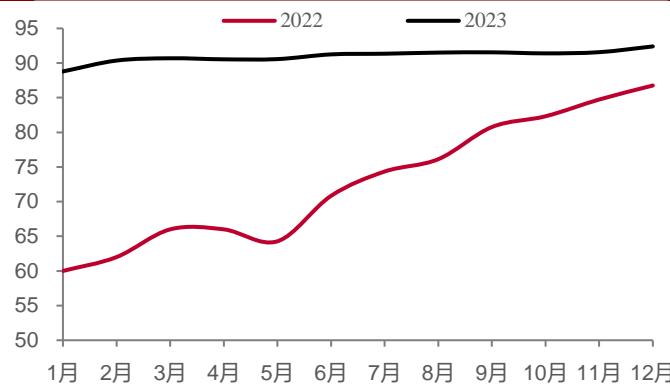
资料来源：WIND, 招商期货

图 32：2023 年对应能繁母猪产能（单位：万头）



资料来源：农业农村部，招商期货

图 33: 二元能繁殖母猪存栏数占比 (单位: %)



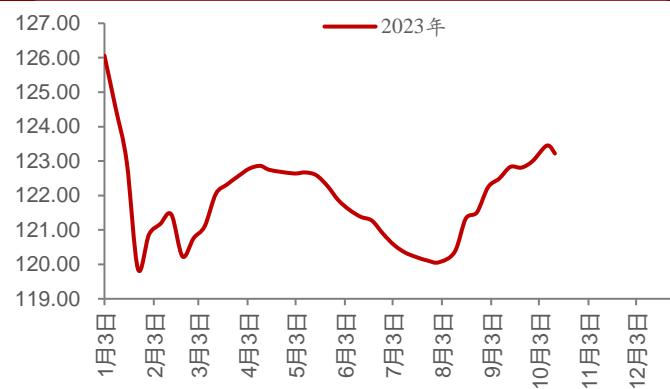
资料来源：钢联数据,招商期货

图 34: 2023 年冻品库容率 (单位: %)



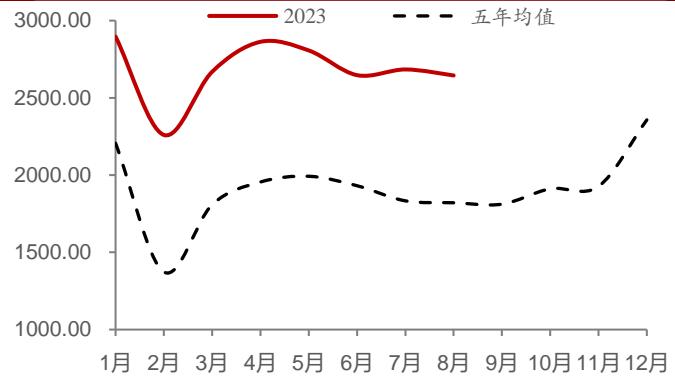
资料来源：涌益咨询,招商期货

图 35: 2023 年生猪出栏体重走势图 (单位: 公斤)



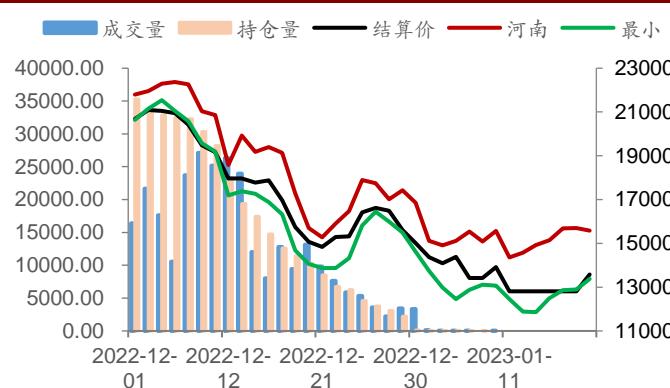
资料来源：涌益咨询,招商期货

图 36: 2023 年生猪定点企业屠宰量 (单位: 万头)



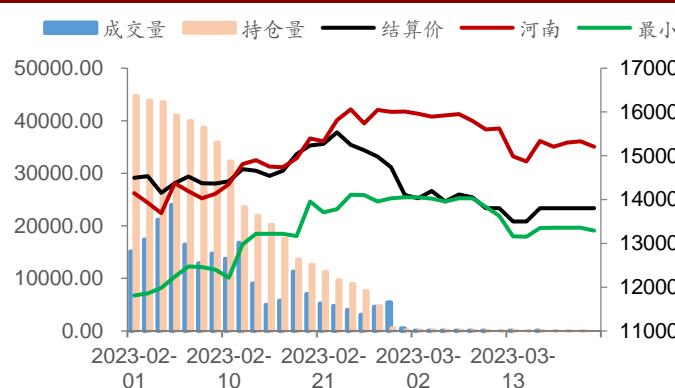
资料来源：农业农村部,招商期货

图 37: LH2301 交割月期价表现



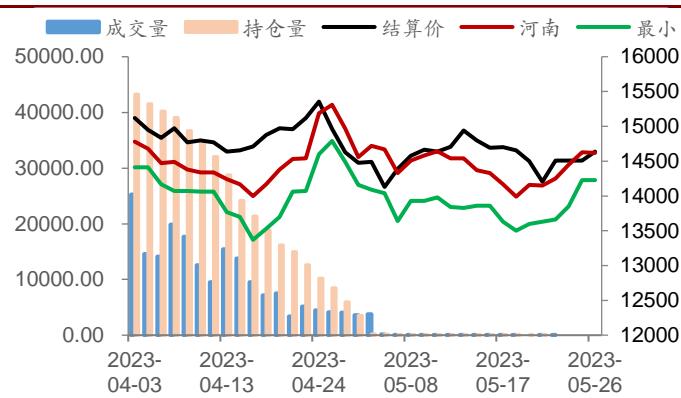
资料来源：WIND,招商期货

图 38: LH2303 交割月期价表现



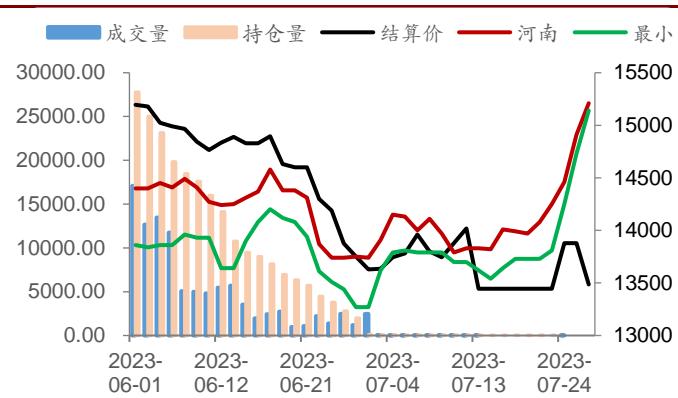
资料来源：WIND,招商期货

图 39: LH2305 交割月期价表现



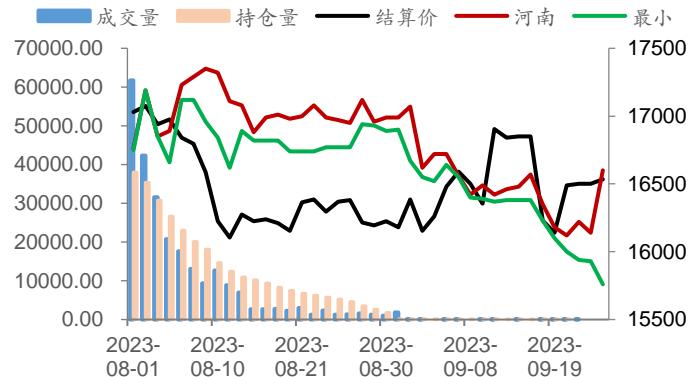
资料来源: WIND,招商期货

图 40: LH2307 交割月期价表现



资料来源: WIND,招商期货

图 41: LH2309 交割月期价表现



资料来源: WIND,招商期货

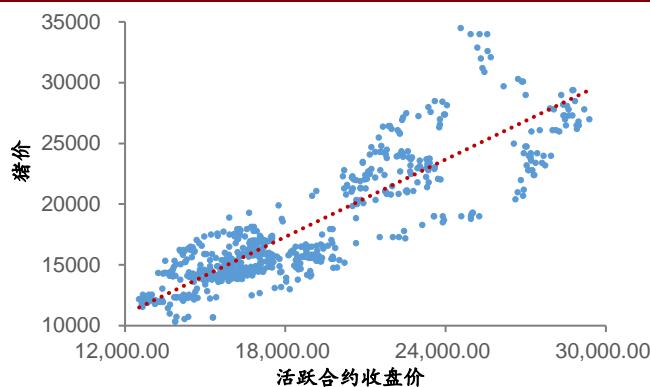
(四) 期现回归良好，套期保值为企业行稳致远保驾护航

生猪期货上市近三年来，期货活跃合约期价走势和现货价格相关性高达 96%，期货现货同向性波动趋势明显，这为运用生猪期货工具套期保值提供了良好的基础。从以上对历次交割合约交割月期间期现货价格表现回顾也可以发现，期现货在交割月回归性较好，生猪期货风险规避的功能得到了很好的展现。并且随着这三年市场参与者更加专业化，期现货基差逐步趋于收敛，基差大幅波动的风险下降，运用期货工具进行套期保值能达到较好效果。

据报道，依托生猪期货的风险管理功能，部分生猪养殖企业和中小散户陆续以不同方式参与到生猪期货市场中来，通过套期保值提前锁定价格，一定程度上缓解了生猪现货价格在低位僵持期间的深度亏损。其中 2021 年年初猪价大幅下行的阶段，中粮家佳康积极参与套保，得益于期货套保工具的运用等原因，其 2021 年中实现了优异的经营业绩，明显好于大部分同行。在目前生猪行业低谷期，养殖企业不少陷入经营困境，积极利用期货工具对冲生猪价格下行的风险，有利于养殖企业优化资源配置、合理控制养殖规模，解除企业规模扩张的后顾之忧，对企业稳健持久经营将大有助益。当然，这也需要建立一只专业的团队和完善的套保制度，在适宜的行情做出正确的套

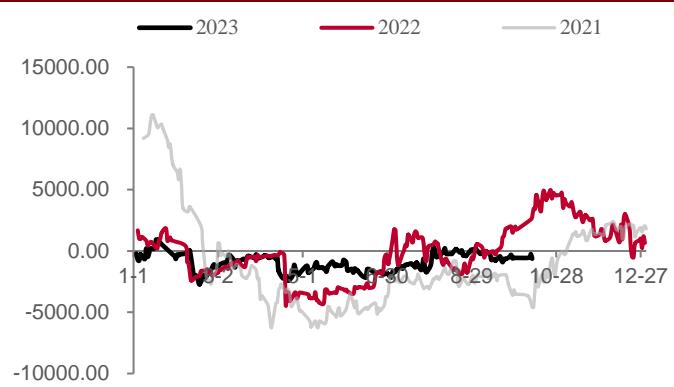
保决策。

图 42: 生猪活跃合约收盘价与生猪现货价格相关性



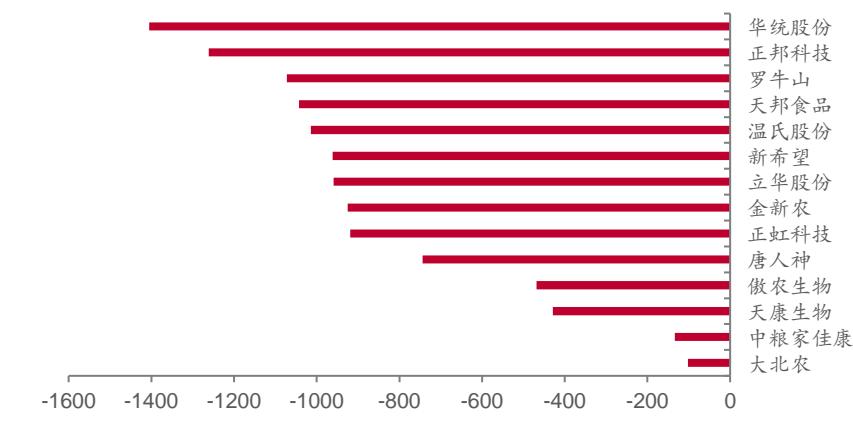
资料来源: WIND,招商期货

图 43: 生猪活跃合约基差 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND,招商期货

图 44: 2021 年部分上市公司生猪头均亏损 (单位: 元/头)



资料来源: WIND,招商期货

研究员简介

马幼元：招商期货研究所饲料养殖研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及投资咨询资格（证书编号：Z0018356）。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

- 每天免费分享 7 + 最新热门研报
- 每天分享当日华尔街日报、金融时报
- 每周分享经济学家、财经电子书
- 精选 100 + 细分行业专题报告

公众号：叁一江湖



欢迎扫码
获取更多精选内容