

从猪价对 CPI 影响看生猪期货上市的意义

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

生猪在我国 CPI 分项中占据较高权重,猪价变化和 CPI 具有强正相关关系,猪价波动对 CPI 的拉动率、贡献率较高,生猪周期对于 CPI 的影响十分重要。生猪期货的价格发现、风险管理等功能,为生猪养殖产业提供权威、公开的价格参考,也为养殖主体管理价格波动风险提供有利工具。在生猪期货参与度不断提升的过程中,期货市场的价格发现、风险管理功能将促进生猪产业健康持续发展、降低猪价脱离基本面异常波动的风险,使得生猪市场对于 CPI 的影响向更加理性化发展。

摘要:

生猪在我国 CPI 分项中占据较高权重,数据统计发现,猪价与 CPI 的相关系数达到 0.6 以上,属于强正相关水平。在猪价上行周期中,其对 CPI 的拉动率远超衣着、生活用品及服务、医疗保健及个人用品、娱乐教育文化用品及服务、居住等一级大类,猪肉价格波动对 CPI 的贡献率份额也相对更大。

由于我国生猪产业中散户占比较高,产业信息透明度较弱,行业缺乏统一的价格参考指标,经常出现因信息掌握不充分而盲目增减母猪产能,导致生猪价格的大起大落,加剧 CPI 的波动。

我国生猪期货于 2021 年 1 月 8 日在大连商品交易所正式挂牌上市,期货工具的价格发现功能降低了行业的信息壁垒,提供了权威、公开、透明的价格参考,养殖户可以更好地掌握市场行情,增强市场敏感度,有助于完善价格形成机制。期货的套期保值功能也为养殖企业提供有效的风险管理工具,规避价格波动风险、稳定利润、更科学的安排生产计划。在生猪期货参与度不断提升的过程中,期货市场的价格发现、风险管理功能将促进生猪产业健康持续发展、减少猪价脱离基本面异常波动的风险,使得生猪市场对于 CPI 的影响向更加理性化发展。

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

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供参考之用,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。

目 录

摘要:	1
一、 引言	4
二、 猪价在 CPI 中的重要性	5
(一) CPI 编制及权重	5
(二) 猪肉在 CPI 中的重要性	6
三、 猪价对 CPI 的影响	8
(一) 猪肉价格和 CPI 正相关	8
(二) 拉动率分析	8
(三) 贡献率分析	9
四、 历史生猪周期复盘	10
(一) 非瘟前后的生猪周期	10
1. 产能指标: 母猪存栏波动缩小	11
2. 价格指标: 猪价波动频率增加	12
3. 利润指标: 盈利时间缩短	13
(二) 非瘟发生后的两轮猪周期复盘	14
1. 第一轮: 不可抗力带来的行业暴利 (2018. 5-2022. 3)	14
2. 第二轮: 利润调节下的缓慢去产能之路 (2022. 03 至今)	14
五、 生猪期货上市的意义	15
(一) 价格发现功能引导行业生产	15
(二) 风险管理功能平抑利润波动	16
(三) 生猪期货上市使猪价对 CPI 影响更加理性化	16
参考文献:	17

图表目录

图表 1: 生猪期货成交额	4
图表 2: 生猪期货日均持仓量	4
图表 3: 我国 CPI 分类及权重	6
图表 4: CPI 与食品分项的关系	6
图表 5: 食品占 CPI 权重较大	6
图表 6: 猪肉价格波动幅度大	7
图表 7: CPI 猪肉分项波动大	7
图表 8: CPI 与猪肉分项的走势	7
图表 9: 猪肉 CPI 权重变化	7
图表 10: 猪肉价格与 CPI 食品分项的关系	8
图表 11: 猪肉价格与 CPI 的关系	8
图表 12: CPI 各分项的拉动率	9
图表 13: 猪肉对 CPI 拉动率	9
图表 14: CPI 各分项的贡献率	10
图表 15: 猪肉对 CPI 贡献率	10
图表 16: 非瘟前与非瘟后的猪周期回顾	11

图表 17： 非瘟前与非瘟后的母猪产能变化.....	12
图表 18： 非瘟前与非瘟后的猪周期价格波动.....	13
图表 19： 非瘟前与非瘟后的行业利润特征.....	13
图表 20： 第一轮：不可抗力带来的行业暴利（2018. 5-2022. 3）	14
图表 21： 第二轮：利润调节下的缓慢去产能之路（2022. 3-至今）	15
图表 22： 生猪期货的价格发现功能.....	15
图表 23： 生猪期货交割量和交割金额.....	16

一、引言

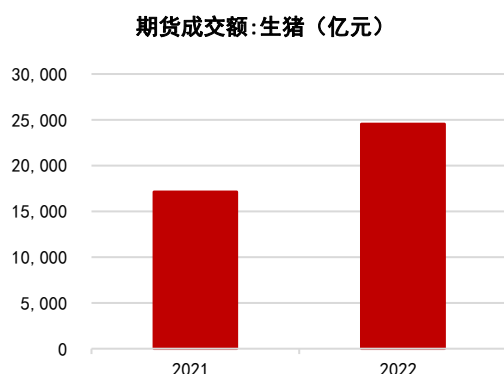
生猪产业对于我国具有重要的经济意义和价值，是农业生产供应链上不可缺少的重要一环，猪肉产业亦影响着国民生活的品质，在宏观经济中发挥着重要作用。

历史数据表明，生猪产业具有明显的周期性特征，养殖户在每轮周期都需要面对巨大的不确定性。目前，我国生猪养殖仍然以散户为主，该类养殖户对市场供求关系和价格走势的预判普遍缺乏前瞻性与系统性，在面临各类潜在风险时也缺乏及时有效的应对策略，常出现“追涨惜售、恐跌滥杀”的现象，容易陷入存栏上涨→价格下跌→淘汰弃养→价格上涨的恶性循环，以致长期处于损失最大的劣势区间(陈锐等，2022)。

农产品价格传导，特别是生猪价格的传导具有非对称传导特征(付莲莲等, 2019)，在 2004 年以后，食品通胀的惯性主要来自于粮食价格和生猪价格惯性，在生猪价格波动更为激烈且已成为食品价格惯性主要来源之一的情况下，货币政策应该更加关注生猪价格的波动情况(吕建兴等，2019)。实证研究表明，生猪产业链从上游的玉米、仔猪价格传导到中下游的生猪、猪肉价格，最后再到 CPI，这一传导过程存在时滞，生猪价格增长将造成 CPI 增速上升(张俊峰等，2018)。

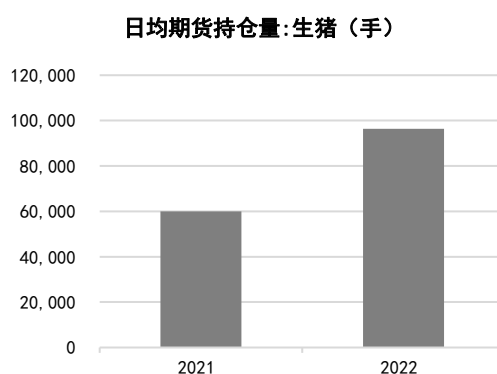
2021 年 1 月 8 日，我国生猪期货在大连商品交易所正式挂牌上市，经过两年多的发展，生猪期货在服务实体经济方面的能力不断增强，市场参与度也持续提升。生猪期货成交额从 2021 年 1.7 万亿元，增长至 2022 年的 2.5 万亿元，日均持仓量也从 2021 年的 6.0 万手，增长至 2022 年的 9.6 万手。

图表1：生猪期货成交额



资料来源：大连商品交易所、中信期货研究所

图表2：生猪期货日均持仓量



资料来源：大连商品交易所、中信期货研究所

生猪期货的上市，为产业内的利益相关者提供了风险规避和价格发现的有力工具，有助于平抑猪肉价格波动，熨平猪周期，调整上下游产业的生产规模。生猪期货的上市，使得市场定价参与的群体多元化和开放化，远期价格与养殖周期

相匹配，可助力养殖户避免周期性波动对其经营利润的影响（大连商品交易所，2021）。生猪养殖场、屠宰加工厂、猪肉贸易商可以在期货市场中选择合适的时机卖出或买入期货合约，将销售或购买价格事先锁定在相对理想的水平（杨果平，2021）。由于期货交易的是标准化的合约，大商所创新性地对生猪质量实施前置管理，将依靠主观经验判断和检验时间较长的指标以及部分屠宰反馈指标纳入前置管理范畴（大连商品交易所，2020），生猪期货上市对生猪生产和养殖的标准化和规范化提出了更高的要求，生猪期货交割规范可以起到引导行业科学化、标准化养殖的作用（贾泰宁，2022），从而促使生猪产业转型升级。

整体来看，猪价作为影响我国 CPI 的重要项目之一，生猪生产的稳定性、价格形成机制的科学性尤为重要。生猪期货上市后，期货工具的价格发现、风险管理等功能，为生猪产业提供权威、公开、透明的价格参考，也为养殖企业规避价格波动风险、科学安排生产提供风险管理工具。在生猪期货参与度不断提升的过程中，将促进生猪产业健康持续发展、减少猪价脱离基本面异常波动的风险，使得生猪市场对于 CPI 的影响向更加理性化发展。

二、猪价在 CPI 中的重要性

（一）CPI 编制及权重

消费者价格指数（Consumer Price Index, CPI）是度量一组代表性消费品及服务项目价格水平变动程度的相对数，用来反映城乡居民所消费商品及服务价格水平变动情况的宏观经济指标，通常作为观察通货膨胀水平的重要指标。

我国编制消费者价格指数的商品和服务项目，共包括食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通讯、娱乐教育文化用品及服务、医疗保健及个人用品、其他用品和服务八大类，262 个基本分类。

由于物价指数是用一定数量的调查商品来反映市场价格总水平的变化，因此计算物价指数的时候必须确定每一种调查商品或服务项目价格对市场价格总水平影响的重要程度（即权数）。根据国家统计局披露，我国在确定每五年对产品分组目录及其权数进行全面更新的基础上，每年均根据居民消费支出变动情况对权数进行及时调整和修正。现行的 CPI 编制方法实行以 2020 年为对比基期，2021 至 2025 年这五年为一个权数周期，每年略作调整，以确保指数能准确地反映城乡居民的最新消费模式，同时也可以确保居民消费价格指数的准确性和可比性。

从 2021 年我国 CPI 各分项权重来看，食品烟酒类权重最高，达 30%；其次是居住，权重为 22.1%；医疗保健及个人用品、交通和通讯、娱乐教育文化用品及

服务权重也均超过 10%。

图表3：我国 CPI 分类及权重

分类	权重（2021）
食品烟酒	30.0%
衣着	6.8%
生活用品及服务	4.7%
医疗保健及个人用品	11.2%
交通和通讯	11.3%
娱乐教育文化用品及服务	13.7%
居住	22.1%
其他用品和服务	0.2%

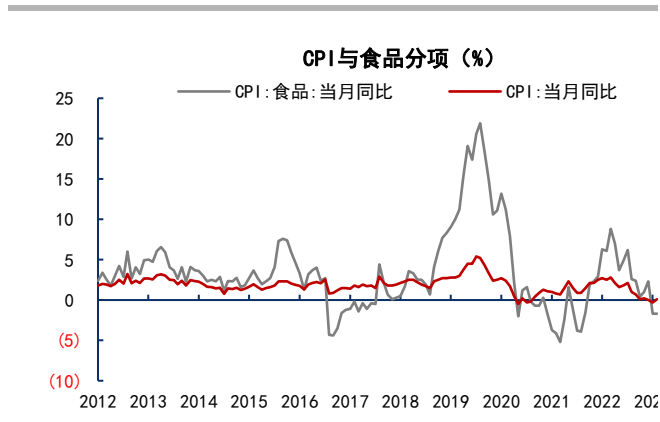
资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

（二）猪肉在 CPI 中的重要性

猪肉在 CPI 中占据一定权重。食品烟酒是 CPI 八大类别中权重最高的项目，权重在 30%左右，其中，食品单项在 CPI 的权重在 20%左右，食品项目下的猪肉 CPI 权重在 1%-5%区间波动调整。

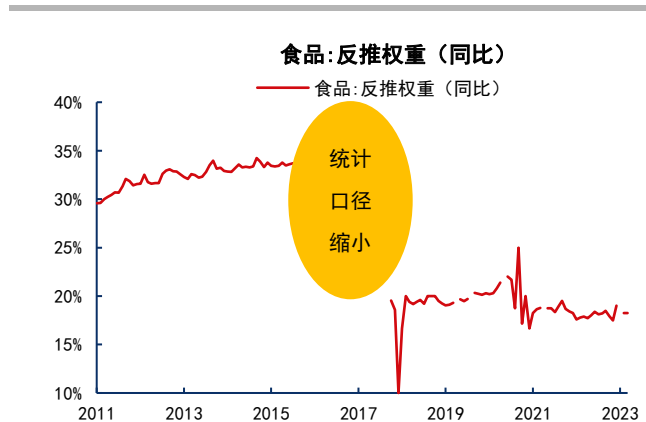
食品 CPI 与综合 CPI 高度相关。从食品分项来看，食品 CPI 同比值与综合 CPI 同比值保持着较为明显的同向变化关系，相关系数达到 0.89。2016 年以前，我国食品项目 CPI 权重在 30%以上，食品 CPI 同比值与综合 CPI 同比值相关系数高达 0.96。2016 年基期轮动之后，食品项目统计口径缩小，不再包括茶及饮料、在外餐饮，食品项目的 CPI 权重也下降至 20%左右，但仍旧与综合 CPI 保持较强的正向关系，两者同比值的相关系数达到 0.86。

图表4：CPI 与食品分项的关系



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表5：食品占 CPI 权重较大

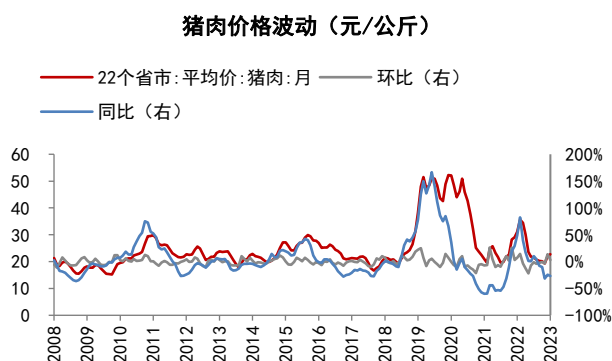


资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

猪肉作为食品项目下的重要组成部分，猪价波动幅度高，对 CPI 影响大。由

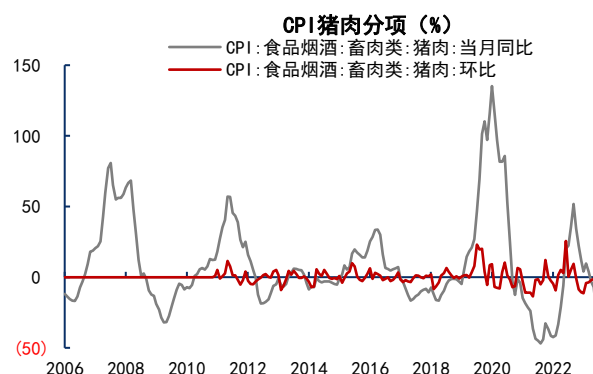
于猪肉现货价格波动幅度较大，历史同比波动达到（-60%，+170%），猪肉类分项的 CPI 同比波动也达到（-47%，+135%），对通货膨胀产生较大影响。尤其在 2020 年-2021 年，受到非洲猪瘟的影响，猪价大幅上涨、猪肉消费权重增加，带动 CPI 明显增长。其中，2020 年 2 月，猪价同比涨幅达到 167%，当月猪肉 CPI 同比+135%，食品 CPI 同比+21.9%，综合 CPI 同比+5.2%。

图表6：猪肉价格波动幅度大



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

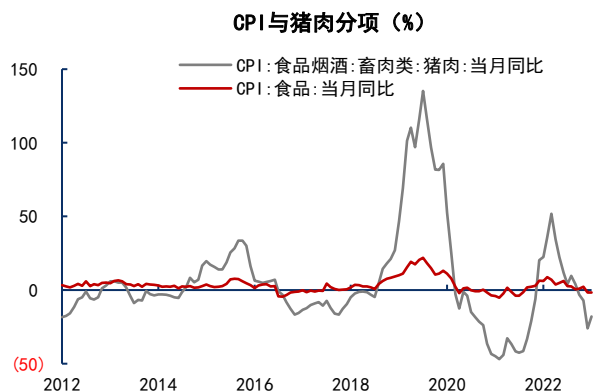
图表7：CPI 猪肉分项波动大



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

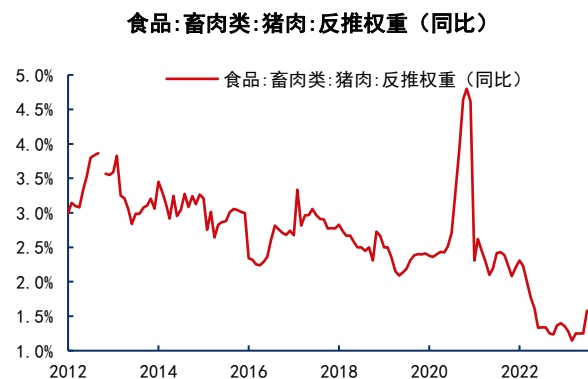
近年来，猪肉 CPI 权重呈下降趋势。从猪肉分项来看，除 2020 年-2021 年非洲猪瘟带来的异常情况外，2013 年以来，我国猪肉项目的 CPI 权重整体呈震荡下行趋势，2013 年猪肉权重为 4%，到 2023 年 8 月，猪肉权重已经下调至 1.56%。总体来看，猪肉的 CPI 权重下调，导致猪价变化对于综合 CPI 的影响程度减弱，但是，由于猪价波动幅度较大，其对我国综合 CPI 的影响仍不容忽视。

图表8：CPI 与猪肉分项的走势



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表9：猪肉 CPI 权重变化



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

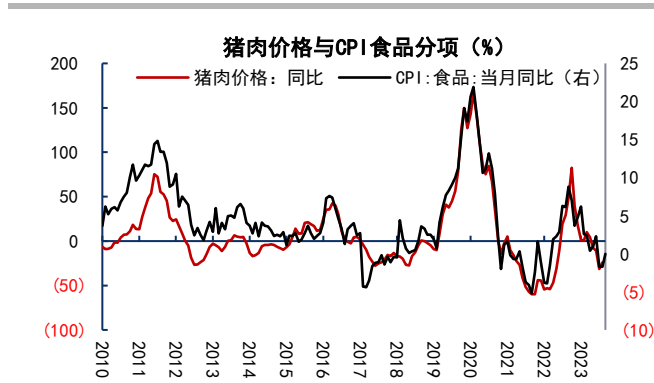
三、猪价对 CPI 的影响

（一）猪肉价格和 CPI 正相关

猪肉价格变化与食品分项 CPI、综合 CPI 整体呈同向变化关系。并且，受到权重影响，猪肉价格同比波动幅度，整体高于食品 CPI 同比波动幅度，也高于综合 CPI 同比波动幅度。

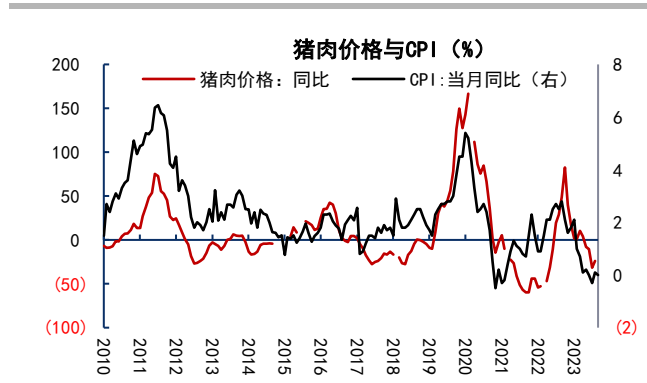
2010 年以来，猪肉价格同比与食品分项 CPI 同比的相关系数达到 0.91，与综合 CPI 同比的相关系数达到 0.62。猪肉价格同比与 CPI 同比表现出较强的正相关特征。

图表10：猪肉价格与 CPI 食品分项的关系



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表11：猪肉价格与 CPI 的关系



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

（二）拉动率分析

拉动率，是指各类分项 CPI 的同比变化，对综合 CPI 同比变化影响的绝对数值。

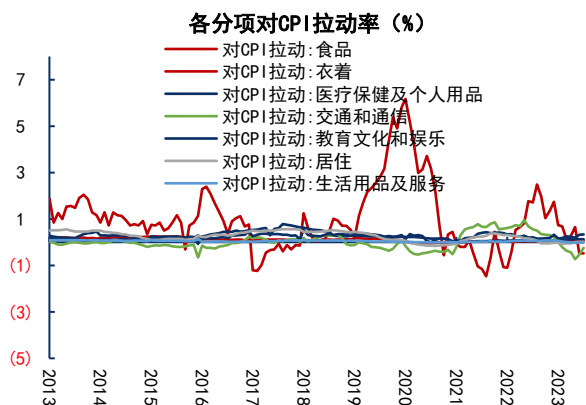
以猪肉为例：猪肉 CPI 拉动率=猪肉 CPI 同比变化*猪肉权重。

2023 年 8 月，猪肉 CPI 同比变化-17.90%，猪肉权重 1.56%，可以计算出，猪肉 CPI 拉动率=-17.90%*1.56%=-0.28%，说明当月猪肉 CPI 同比下降 17.90%，将综合 CPI 同比值向下拉动 0.28 个百分点。

CPI 拉动率一方面受到各分项自身价格的同比变化，另一方面，也受到权重的影响。食品价格同比变化大、权重高，因此对 CPI 的拉动率最高。

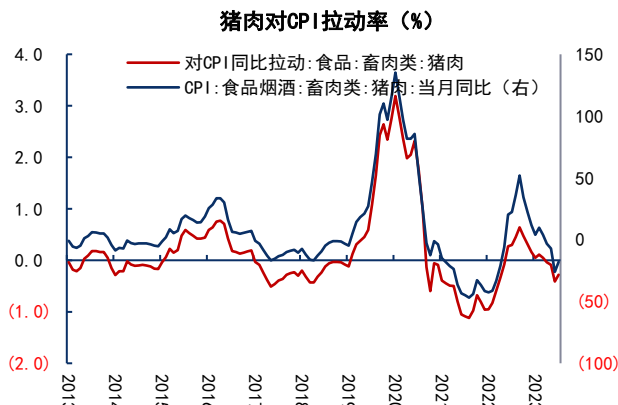
从猪肉价格对 CPI 的拉动率来看，2022 年生猪价格进入上行周期，猪价的增长幅度较大，对 CPI 形成正向拉动。而随着 2023 年生猪价格快速下行，2023 年 5 月至今，CPI 生猪分项同比为负，拉动综合 CPI 向下。

图表12：CPI 各分项的拉动率



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表13：猪肉对 CPI 拉动率



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

（三）贡献率分析

贡献率，是指各类分项对 CPI 的拉动量，占 CPI 变化总量的比例。

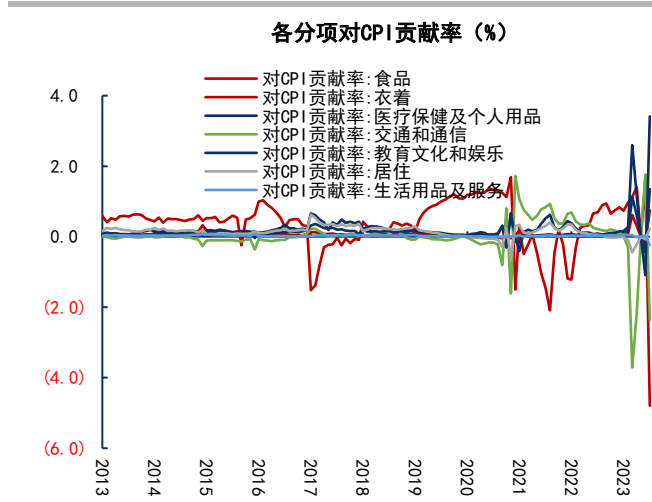
以猪肉为例：猪肉 CPI 贡献率=猪肉 CPI 拉动率/CPI 同比变化。

2023 年 8 月，猪肉 CPI 拉动率-0.28%，CPI 同比变化 0.10%，可以计算出，猪肉 CPI 贡献率=-0.28%/0.10%=-280%，说明当月猪肉价格变化为综合 CPI 贡献了较大比例的向下拉动。

CPI 贡献率衡量了各分项对综合 CPI 同比变化的影响份额，拉动率越高的分项，对 CPI 的贡献率往往越大。总体来看，食品项目对 CPI 的贡献率远超其他项目。2019 年-2020 年非洲猪瘟导致的猪价暴涨阶段，食品对 CPI 的贡献率一度超过 100%；2021 年随着猪价的下行，食品项目对 CPI 的负向贡献率也一度超过 100%。

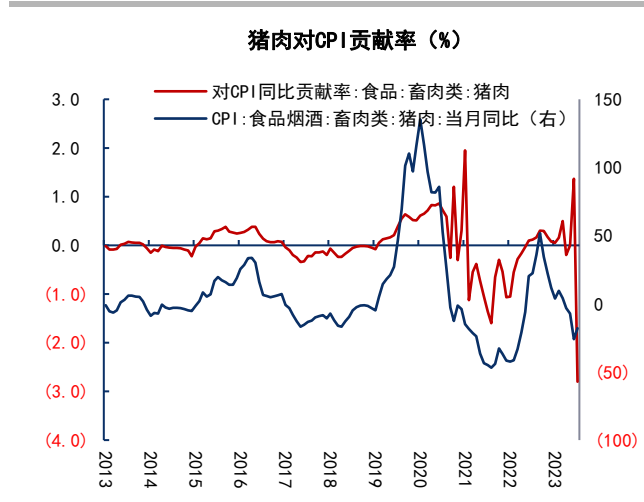
从猪价对 CPI 的贡献率来看，2019 年非洲猪瘟爆发以前，猪价对 CPI 贡献率整体在 50%以内。而 2019 年-2021 年，由于非瘟疫情造成母猪产能大幅减少，猪价波动幅度明显放大，导致猪价对 CPI 贡献率变化程度也较以往更大。2022 年以来，生猪养殖行业的产能增减周期加快，猪价波动频率增加，猪肉对于 CPI 的贡献率也呈现较大的波动变化。

图表14：CPI 各分项的贡献率



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表15：猪肉对 CPI 贡献率



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

四、历史生猪周期复盘

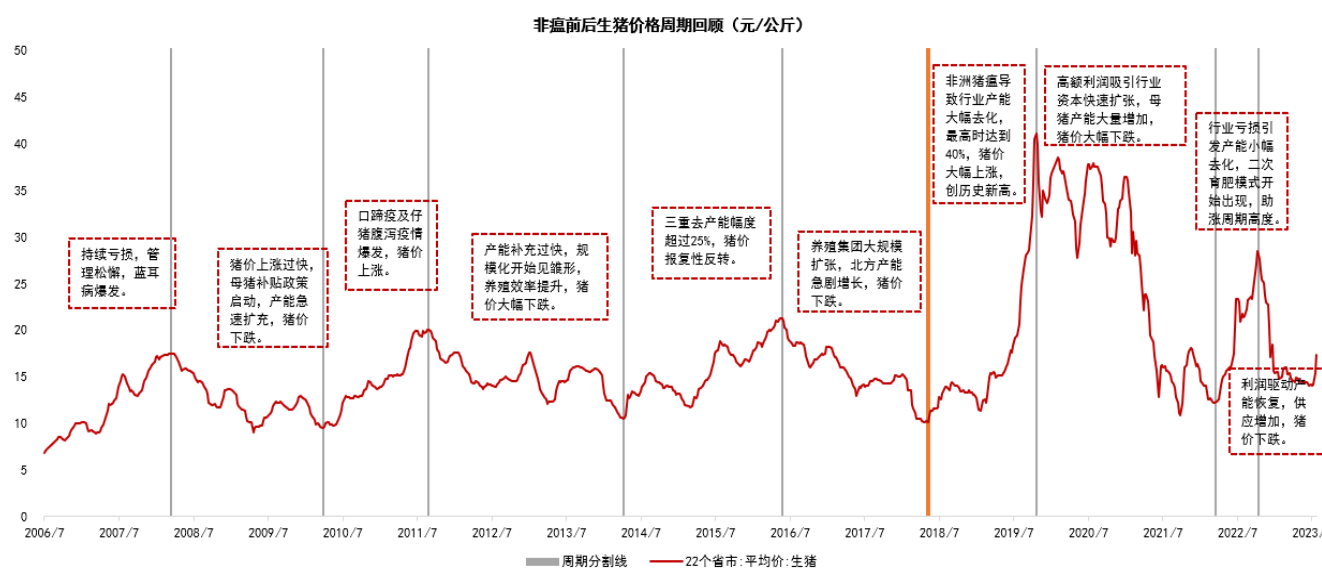
（一）非瘟前后的生猪周期

在非洲猪瘟发生以前，猪周期运行规律相对稳定，约四年经历一轮周期，猪价高点在 20 元/公斤左右，低点在 10 元/公斤左右。其中，上行周期多为外力因素驱动，疫情、环保限产等导致母猪产能去化，供给减少，价格上涨；下行周期多为利润驱动，养殖利润增加，母猪产能扩张，供给增加，价格下跌。

而非洲猪瘟周期中，由于母猪产能损失严重，生猪价格出现了历史性涨幅，一度超过 40 元/公斤，丰厚的利润快速吸引大量资金涌入，待生猪疫情平稳后，母猪产能迅速扩张，母猪存栏基数增至近七年之最，在供应压力下，猪价也重新回落至 10 元/公斤。

非瘟后，生猪周期出现了新的变化，行业疫情防范意识增强，目前没有再出现大规模疫情带来的产能深度去化，产能周期由“外力驱动模式”切换至“亏损驱动模式”。由于主动去产能的割肉过程较为艰难，因此非瘟后周期中，行业的产能去化幅度较小，上行周期长度开始缩短。

图表16：非瘟前与非瘟后的猪周期回顾



资料来源：Wind、中信期货研究所

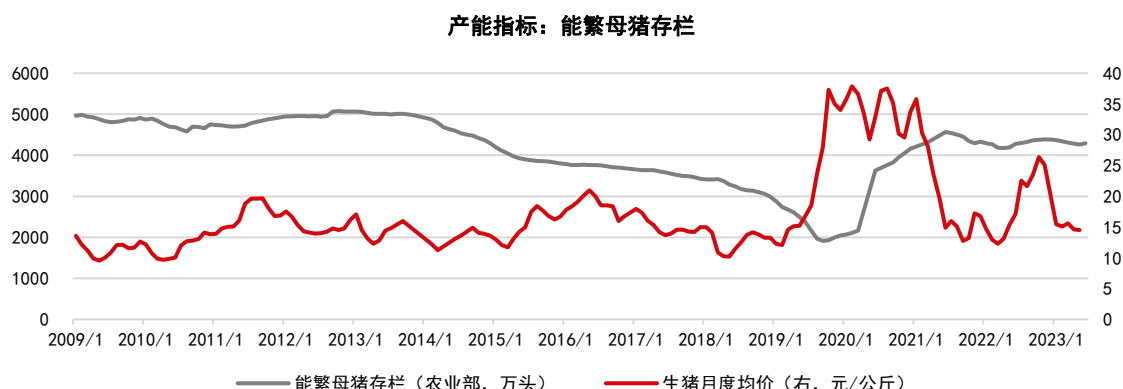
1. 产能指标：母猪存栏波动缩小

母猪存栏量的变化影响 10 个月后生猪出栏量的变化，当母猪产能去化幅度越大，对应下一轮猪周期的反弹高度就越大。

非瘟及之前的猪周期中，疫情、政策等外力因素往往带来母猪产能的大幅去化，且短时间内复产难度较大，因此上行周期较长，猪价翻倍式增长。2014 年-2015 年，在亏损+环保禁养政策影响下，全国母猪存栏从 5000 多万头，下降至 3800 万左右；2019 年，在非瘟影响下，全国母猪存栏从 3000 万头左右，下降至不足 2000 万头。

而在非瘟周期过后，行业没有再出现外力因素的强势介入，产能去化仅仅依靠利润的持续亏损、企业现金流断裂，主动缩减产能。2021 年 6 月-2022 年 4 月，行业大幅亏损，全国母猪存栏从 4564 万头，下降至 4177 万头，由于没有外力影响，该轮周期中产能去化幅度、去化持续时间明显缩小，并且随着猪价反弹，母猪产能快速恢复。非瘟后的猪周期中，行业产能整体处于高位区间，始终在农业部规定的正常保有量以上，由于缺乏外力帮助产能去化，仅依靠亏损引发养殖户主动淘汰的产能有限，母猪存栏波动幅度明显缩小。

图表17：非瘟前与非瘟后的母猪产能变化



资料来源：Wind、农业部、中信期货研究所

2. 价格指标：猪价波动频率增加

在非瘟前的猪周期中，母猪产能的变化趋势是生猪出栏的主导因素，行业的产能的调节相对缓慢，因此猪价的上行和下行周期经历的时间也相对较久。

而经过了非瘟带来的暴利周期后，行业的资产建设已经十分充足，养殖户对于猪价的预期也被拉高，提前布局产能、二次育肥抄底等行为开始增多，也给猪周期价格的波动带来了新的特征：

- 1) **周期长度缩短**：在经历过养殖利润一度超 3000 元/头的超级猪周期后，养殖户对于猪价上行周期的期待值被拉高。行业在经过了 2019-2020 年的快速建设，猪舍等相关生产配套措施相对充足，这为行业补栏母猪提供了有利的客观环境。养殖主体在看到猪价上涨后，补栏更加迅速和积极，甚至在 2022 年 5 月，周期刚开始上行，养殖还处在亏损阶段时，全国母猪存栏就开始增加。母猪的快速增加，导致猪价的上涨周期快速终结。行业产能变化更具及时性，造成猪价周期的运行时长较之前缩短。
- 2) **价格涨跌频繁**：非瘟发生后，不少散户由于疫情防范能力不足，开始主动缩短养殖链条。由于二次育肥所需要承担的时间风险更短，面临的疫情损失较小，因此不少自繁自养和外购仔猪育肥的养殖户开始转做二次育肥。二次育肥的本质是将当期的供应暂时留住，待育成更大体重的肥猪后，再释放到市场当中，因此加剧了前期生猪的供给缺口，也加大了后期释放时的供应冲击。2022 年以来，随着猪价的上行，二次育肥主体不断参与到市场当中，生猪价格的波动频率加剧，助涨助跌效果明显。从 2022 年以来的猪周期价格波动标准差来看，虽然波动性不及非瘟周期，但是明显比非瘟前的几轮猪周期中的标准差更大，猪价的波动性更强。

- 3) **价格极差扩大**：二次育肥带来的供给后置放大了猪价的波动空间。在猪价上涨时，二次育肥抄底情绪明显，进一步放大供应缺口，造成猪价涨幅更高，从而拉高猪价的极差。

图表18：非瘟前与非瘟后的猪周期价格波动（元/公斤）

周期	开始时间	价格	结束时间	价格	变化值	变化幅度	标准差	周期长度（月）
下行	2008/03/21	17.45	2010/04/09	9.48	-7.97	-46%	2.12	25
上行	2010/04/09	9.48	2011/09/02	19.92	10.44	110%	2.99	17
下行	2011/09/02	19.92	2014/04/18	10.45	-9.47	-48%	1.91	32
上行	2014/04/18	10.45	2016/06/03	21.20	10.75	103%	2.63	26
下行	2016/06/03	21.20	2018/05/18	10.01	-11.19	-53%	2.48	24
上行	2018/05/18	10.01	2019/11/01	40.98	30.97	309%	5.96	18
下行	2019/11/01	40.98	2022/03/25	12.12	-28.86	-70%	9.35	29
上行	2022/03/25	12.12	2022/10/21	28.32	16.20	134%	4.71	7
下行	2022/10/21	28.32	2023/06/30	13.95	-14.37	-51%	4.41	8

资料来源：Wind、中信期货研究所

3. 利润指标：盈利时间缩短

非瘟及之前的猪周期中，由于母猪产能恢复过程较慢，因此供给不足带来的上行周期往往较久。而非瘟之后，行业在经过一轮暴利周期后，养殖积极性蓄势待发，在 2022 年开始的新一轮猪周期中，行业尚未开始盈利，母猪补栏就已经开始启动。过早的母猪补栏，使猪价上行周期中拐点的出现时间提前，随着产能的增加，生猪养殖的盈利时长被缩短。

图表19：非瘟前与非瘟后的行业利润特征



资料来源：Wind、中信期货研究所

（二）非瘟发生后的两轮猪周期复盘

1. 第一轮：不可抗力带来的行业暴利（2018. 5-2022. 3）

疫情大幅去化产能，猪价创历史之最。在这轮非洲猪瘟带来的猪周期中，由于母猪产能损失幅度最为严重，周期峰值的生猪价格也创下历史新高，突破 40 元/公斤。由于非瘟疫情防控经验不足，行业二元母猪产能恢复速度较慢。该轮周期出现了大量三元回交的情况，一定程度弥补二元母猪产能的受损，但由于三元母猪效率较差，生猪供不应求的局面持续较久，该轮周期中生猪价格在 30 元-40 元/公斤的高位区间持续了一年之久。

图表20：第一轮：不可抗力带来的行业暴利（2018. 5-2022. 3）

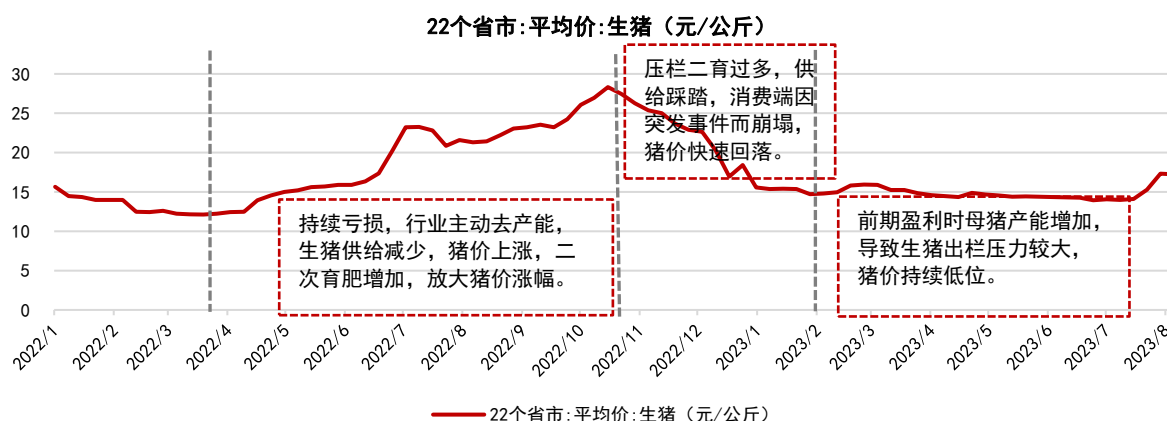


资料来源：Wind、中信期货研究所

2. 第二轮：利润调节下的缓慢去产能之路（2022. 03 至今）

缺乏外力因素介入，产能去化力度不足。2021 年以来，行业的疫情形势相对平稳，没有再出现疫病造成的产能断档。但是，行业的持续亏损会给企业带来流动性压力，从而引发产能的主动去化。2022 年这轮周期，就是伴随着 2021 年下半年行业亏损幅度不断扩大后，母猪主动去产能，带来 2022 年生猪供给下降的新一轮猪价上行周期。但是，由于主动去化产能的幅度远不及非瘟疫情去化的幅度大，因此该轮周期的峰值仅达到 28 元/公斤左右。

图表21：第二轮：利润调节下的缓慢去产能之路（2022.3-至今）



资料来源: Wind、中信期货研究所

五、生猪期货上市的意义

（一）价格发现功能引导行业生产

生猪期货价格反映了市场交易者对于未来一段时间生猪价格的预期，可以为生猪产业提供公开、透明的价格参考，这有助于完善价格形成机制。

从生猪期货上市起来的连续合约收盘价格与生猪主产省河南地区的现货价格走势来看，两者呈现较为一致的变化关系，生猪期货价格对于现货现货价格具有良好的反映效果。同时，生猪期货远月合约价格，也体现了市场交易者对于未来生猪现货走势的预期水平，通过期货市场的引导作用，养殖户可以更好地掌握市场行情，形成理性价格预期，增强对生猪市场的敏感度，从而提前做好生产计划，实现养殖企业优化资源配置、合理控制养殖规模，使养猪行业的发展更加健康和可持续。

图表22：生猪期货的价格发现功能



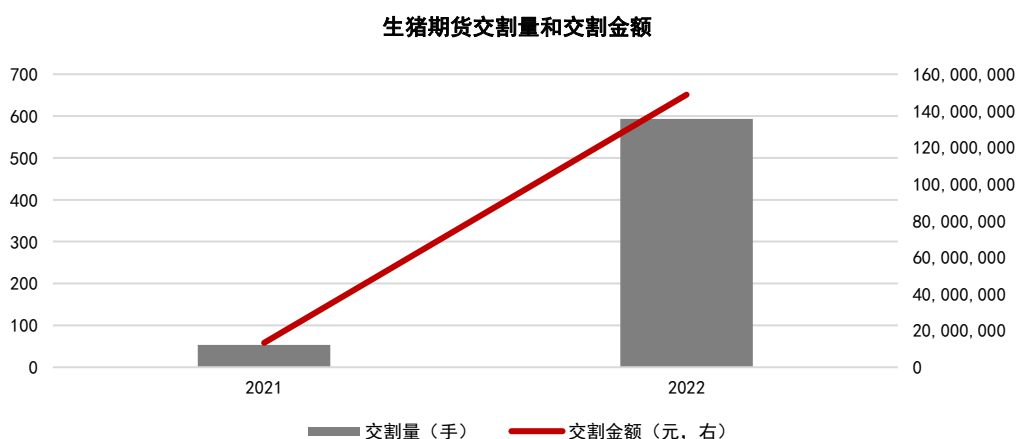
资料来源: Wind、中信期货研究所

（二）风险管理功能平抑利润波动

生猪期货可以为养殖户、屠宰企业和食品加工企业提供一个有效的风险管理工具，通过买入、卖出生猪期货进行套期保值，可以提前锁定生猪的采购、销售价格，一定程度对冲现货价格波动带来的风险稳定利润，提升市场竞争力。

生猪期货的参与者通过套期保值进行风险管理，既可以通过提前平仓，用期货的盈利对冲现货市场的不利波动，也可以通过实物交割的方式完成套期保值。自生猪期货上市以来，2021 年生猪期货共交割 53 手，交割金额 1333 万元；2022 年生猪期货共交割 593 手，交割金额 14882 万元。生猪期货套期保值功能的发挥，将有利于行业利润的稳定，促进生猪养殖产业的持续健康发展。

图表23：生猪期货交割量和交割金额



资料来源：Wind、中信期货研究所

（三）生猪期货上市使猪价对 CPI 影响更加理性化

猪肉价格在 CPI 中占据较大权重，猪价的大幅波动将对 CPI 产生影响。由于我国生猪产业中散户占比较大，行业缺乏统一的价格参考指标，经常出现因盲目增减母猪产能而造成生猪价格的大起大落，加剧 CPI 的波动。我国生猪期货于 2021 年 1 月 8 日在大连商品交易所正式挂牌上市，期货工具的价格发现功能降低了行业的信息壁垒，提供了权威、公开的价格指引，期货的套期保值功能也帮助养殖企业更科学的安排生产计划，从而避免因猪价非理性波动而对 CPI 产生的影响。随着生猪期货市场参与度的不断提升、价格发现功能的不断完善，生猪价格对于 CPI 的影响将更加理性化发展。

参考文献：

- [1] 陈锐, 黄锦烨, 刘鲁英等. 生猪期货上市对我国养猪业的影响[J]. 中国猪业, 2022, 17(02): 41-43. DOI: 10. 16174/j. issn. 1673-4645. 2022. 02. 008.
- [2] 付莲莲, 喻龙敏, 赵金霞. 生猪全产业链价格传导的门限效应——基于生猪期货对冲风险视角[J]. 农林经济管理学报, 2021, 20(02): 219-226. DOI: 10. 16195/j. cnki. cn36-1328/f. 2021. 02. 23.
- [3] 吕建兴, 毛学峰. 食品通胀惯性特征、惯性来源变化与放大效应[J]. 宏观经济研究, 2019(01): 145-157. DOI: 10. 16304/j. cnki. 11-3952/f. 2019. 01. 014.
- [4] 张俊峰, 于冷. 生猪产业链价格传导路径及其影响研究[J]. 价格理论与实践, 2018(04): 64-67. DOI: 10. 19851/j. cnki. cn11-1010/f. 2018. 04. 014.
- [5] 大连商品交易所. 生猪期货功能初显 助推生猪产业发展[EB/OL]. (2021-04-21) [2023-09-27]. <http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/xwzx93/jysxw/6277383/index.html>
- [6] 杨果平. 推行生猪期货规避市场风险进而促进产业发展[J]. 浙江畜牧兽医, 2021, 46(02): 25-27.
- [7] 大连商品交易所. 大商所正式发布生猪期货合约规则 并确定生猪期货合约上市相关参数[EB/OL]. (2020-12-31) [2023-09-27]. <http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/xwzx93/jysxw/6263045/index.html>
- [8] 贾泰宁, 何凤娇, 王轲. 生猪期货对猪肉现货的影响[J]. 投资与创业, 2022, 33(01): 90-92.

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>