

2023-10-13

产业服务总部

饲料养殖团队

生猪期货为产业高质量发展添砖加瓦

核心观点


我国是世界上最大的生猪生产和消费国，生猪产业链汇集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰、兽药疫苗、肉制品加工、冷链储藏运输以及餐饮零售等多个环节，是关乎国计民生的重要支柱产业。随着生猪产业规模集约化发展速度突飞猛进，生猪养殖企业面临的市场风险、疫病风险、环保风险也与日俱增。虽然在养殖技术提升和政策的保驾护航下，生猪产业发展风险有所减弱，但是生猪养殖的市场风险却没有相应的措施来改善。为了稳定生猪产能，用市场化方式缓解“猪周期”波动，生猪期货成功面市。

本文对生猪上市以来的运行情况、产业参与模式进行了介绍，整体生猪期货上市两年多，成交规模逐渐扩大、生猪期货合约的流动性较强、期现关联度越来越强、期现回归较好、产业客户参与度提升，发挥了期货的价格发现与风险规避功能，为生猪产业主体规避经营风险、实现稳健发展发挥了积极作用，最后对进一步提高生猪期货服务产业提出了建议和举措。

公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1号

饲料养殖团队研究员

 韦蕾

☎：(027) 65777092

◇ 从业证号：F0244258

◇ 投资咨询编号：Z0011781

联系人

 叶天


☎：(027) 65777093

◇ 从业证号：F03089203

 刘汉缘

☎：(027) 65777094

◇ 从业证号：F03089203

 姚杨

☎：(027) 65777095

◇ 从业证号：F03089203

生猪期货为产业高质量发展添砖加瓦

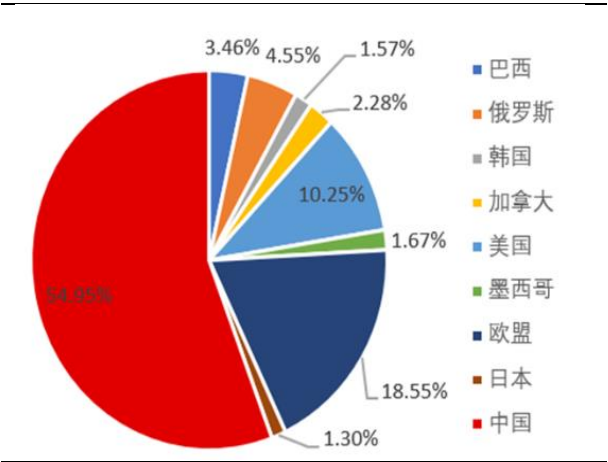
一、国内生猪产业发展现状	3
二、生猪期货介入机遇与运行情况	5
(一) 生猪期货成交量稳步上涨，市场承载力在逐步加强	5
(二) 生猪期现货相关性高，价格发现功能较强	6
(三) 期现回归情况良好，交割顺畅助力产业套保	7
(四) 生猪产业客户期货参与度稳步增加	9
三、生猪产业期货运用模式多样化	10
(一) 直接参与方式	10
(二) 间接参与方式	13
四、进一步提高生猪期货服务产业的建议和举措	17
(一) 规范市场主体行为，有序活跃市场	17
(二) 增加品种和服务供给，满足产业企业需求	17
(三) 加大政策支持和试点推广的力度和范围	17

一、国内生猪产业发展现状

我国是世界上最大的生猪生产和消费国，生猪产业链汇集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰、兽药疫苗、肉制品加工、冷链储藏运输以及餐饮零售等多个环节，是关乎国计民生的重要支柱产业。2007 年以来国家颁布了一系列扶持生猪生产发展的政策，构建了长效发展机制，促进了我国畜牧业的持续健康发展和现代化，随着市场经济的发展，生猪产业开始迈向高质量发展阶段：

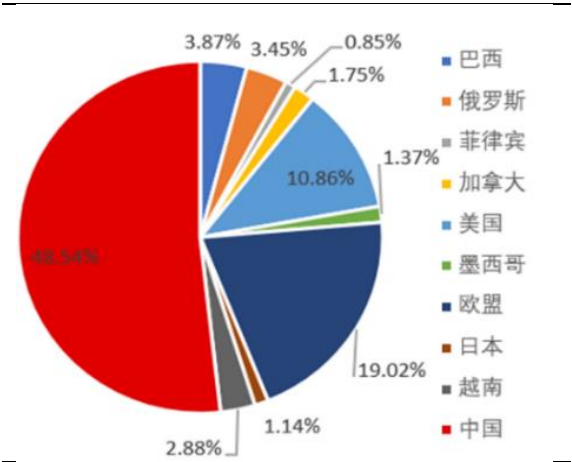
一是生猪养殖规模稳步扩大。尽管受 2018 年非洲猪瘟爆发影响，国内生猪产能大幅去化，2019—2020 年生猪产量大幅下滑，但是随着非瘟疫情得到控制叠加政策扶持，整体产能快速扩张，2020 年底开始我国生猪产量逐步恢复至常态水平，根据国家统计局数据，2022 年中国生猪出栏量同比增 4.27%至 7 亿头，猪肉产量同比增 4.63%至 5541 万吨，在连续三年回升后已达到近十年间的中等水平。地理分布上，我国生猪养殖主要集中在华中、西南、华南、华东地区。根据国家统计局数据，2022 年前十大猪肉主产省为四川、湖南、河南、云南、山东、湖北、广东、河北、广西、江西，其中四川、湖南和河南三省产量合计占全国总产量的 24.74%。

图 1：各国生猪产量占比



数据来源：美国农业部 长江期货

图 2：各国猪肉产量占比



数据来源：美国农业部 长江期货

图 3：国内生猪出栏量与猪肉产量

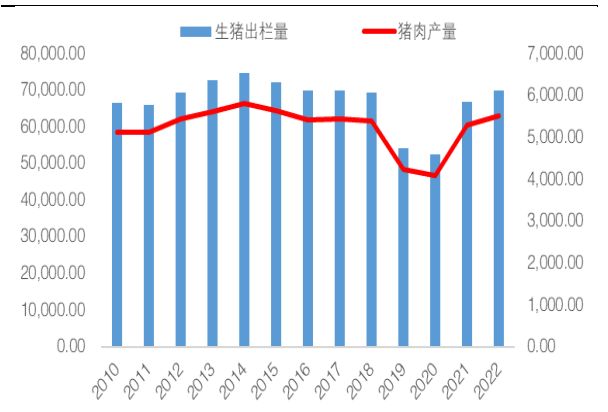
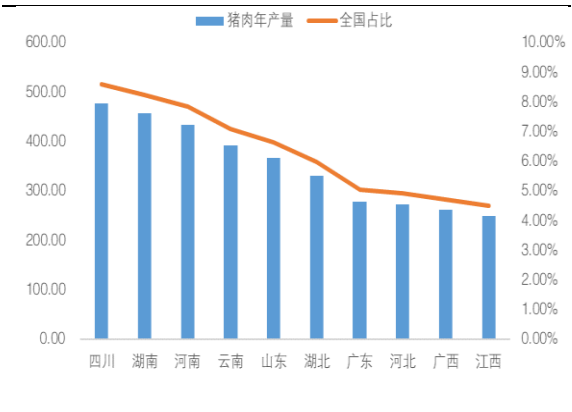


图 4：各省猪肉产量与占比

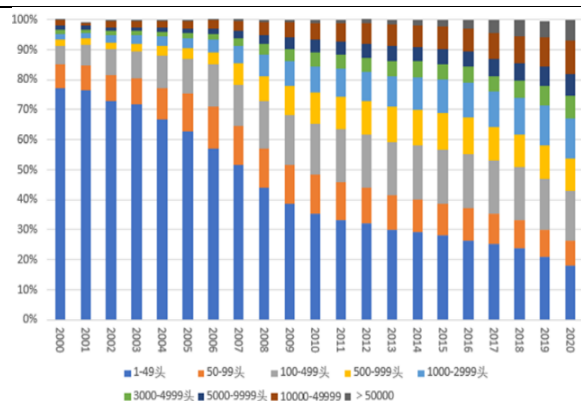


数据来源：国家统计局 长江期货

数据来源：国家统计局 长江期货

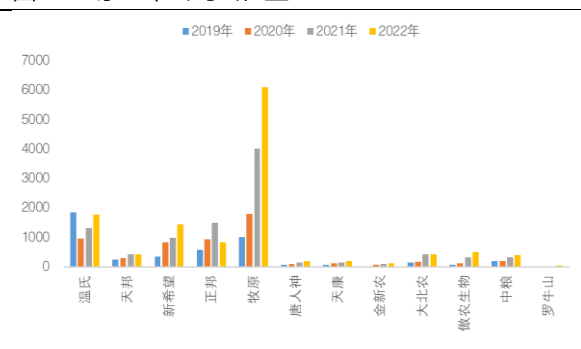
二是生猪养殖结构逐步由小散养户向规模化、集约化、标准化发展。我国生猪行业集中度较低，长期以散户养殖为主要饲养方式。不过随着行业环保要求趋严、国家政策支持规模化和非洲猪瘟淘汰小散户等因素的影响，行业分化加速，目前规模化养殖趋势已经开始显现。从出栏量来看，2011—2020 年期间，国内年出栏 500 头以下的养殖场出栏量占比从 63.40% 降至 43.00%；而年出栏 500 头以上的养殖场出栏量占比从 36.60% 提升至 57.00%。同一时间内，年出栏 1-49 头的户数占比下降了 1.76%，而年出栏 500 头以上的户数占比上升了 0.47%。与生猪养殖规模化发展相对应的是头部养殖企业的市场占有率显著增长，定价逐渐从屠宰端向养殖端转移。2019—2022 年期间，12 家上市生猪企业的年出栏市占率从 8.65% 涨至 18.04%，其中牧原股份占了 8.74%。

图 5：2000-2020 年不同规模养殖场生猪出栏占比



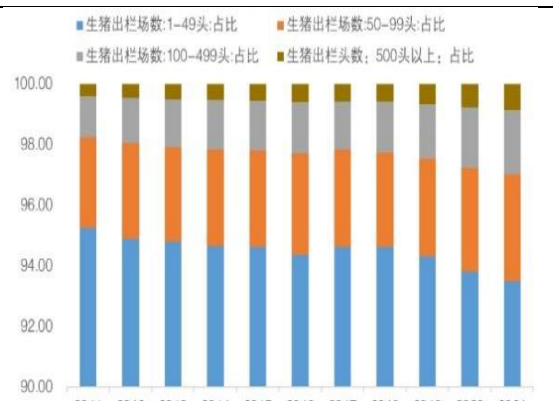
数据来源：同花顺 长江期货

图 7:12 家上市公司出栏量



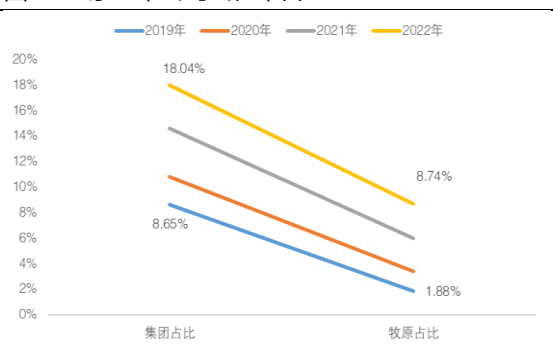
数据来源：同花顺 长江期货

图 6：生猪养殖年出栏户数占比



数据来源：同花顺 长江期货

图 8:12 家上市公司出栏市占



数据来源：同花顺 长江期货

三是政策关注度增强，为生猪产业持续健康发展保驾护航。2010 年之后国家基本每年都会出台各种法律法规，主要侧重于产业升级、行业环保、疫情防控及产能恢复等，推动全国生猪行业规模化、标准化、产业化同步发展，比如说国家出台多项政策用于提高种猪生产水平、提高养猪效率、降低生产成本、保障母猪正常生产能力、提高生猪养

殖效益；通过农业供给侧结构改革、对达到一定规模标准的生猪养殖企业给予一次性临时补贴等方式扶持规模化养殖的发展；通过全国普遍推行环保政策，治理污染、绿色养殖、推动生猪养殖转型升级；为了遏制非洲猪瘟疫情扩散，政策调控以加强生猪调运管理、规范生猪调运、做好生猪扑杀补贴工作；打击生猪私屠滥宰，致力于将非洲猪瘟控制在可控范围内；启动猪肉收储抛储政策稳价保供等等。通过政府调控和行业监管的有效结合，及时调整政策指导方向和市场制度，确保产业高质量发展。

随着生猪产业发展速度突飞猛进，生猪养殖企业面临的市场风险、疫病风险、环保风险也与日俱增。虽然在养殖技术提升和政策的保驾护航下，生猪产业发展风险有所减弱，但是生猪养殖的市场风险却没有相应的措施来改善。在生猪供求关系中，需求相对稳定，而供应却因养殖端的非理性逐利呈现周期性波动，导致生猪价格和养殖利润呈现周期性波动，即“猪周期”。目前我国生猪产业中小散户占比仍大，由于信息渠道单一，市场判断能力偏弱，容易出现非理性的趋同行为；叠加资本过度介入生猪养殖行业，猪价波动更为剧烈，因此周而复始的猪周期循环已成为生猪产业高质量发展的制约因素。

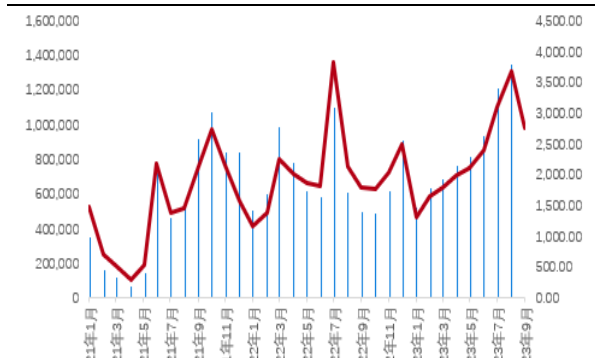
二、生猪期货介入机遇与运行情况

从 2018 年年底开始，因受到非洲猪瘟、环保限产、粮食价格上涨等多重因素影响，生猪价格大幅上涨，进入超级猪周期。为了稳定生猪产能，用市场化方式缓解“猪周期”波动，一方面全国各地出台政策鼓励和支持生猪产业发展，生猪产能得以快速恢复，生猪价格回落；另一方面加快推动生猪期货产品的上市，在 2021 年 1 月 8 日生猪期货正式在大连商品交易所交易。

（一）生猪期货成交量稳步上涨，市场承载力在逐步加强

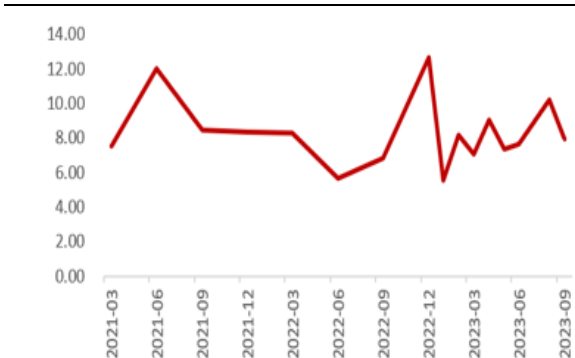
从中国期货业协会公布的生猪期货成交量及成交额数据来看，生猪期货自 2021 年 1 月上市 600 多个交易日以来，成交量及成交额呈现双双增加的趋势。其中 2023 年月均成交量约为 88.17 万手，较 2021 年增长 69.76%，成交活跃度逐年增长；截至 2023 年 9 月，生猪期货累计成交额接近 6 万亿，日均持仓量已超 13 万手，分别是上市月份的 3 倍、7 倍左右。用生猪期货的成交量和持仓量的比值来看，上市以来平均达到了 8 倍，最高达到 12 倍，说明生猪期货市场的流动性比较强，投资者参与的积极性比较高。整体生猪期货市场承载的资金体量逐渐增厚，流动性逐渐增强。

图 9：生猪期货成交量及成交额



数据来源：中国期货业协会 长江期货

图 10：生猪期货成交量/持仓量比值



数据来源：中国期货业协会 长江期货

（二）生猪期货相关性高，价格发现功能较强

生猪期货反映未来某个时间的生猪供求关系变化和价格走势预期，生猪期货与现货走势的关联程度是检验期货价格发现功能的风向标。从河南的生猪现货价格与生猪期货连续合约收盘价走势图来看，因上市首个合约远月 09 合约，离现货时间较远，供需预期与现实差异较大，导致前期两者走势偏差也大，不过随着时间的拉近，期现市场同步性较高。截至 2023 年 10 月 9 日，生猪期货价格与现货价格相关性达 0.85，两者走势基本趋于一致。

从期限结构来看，期货合约也较好地反映了生猪现货的季节性变化。生猪供需受气温与节日影响，存在明显的季节性趋势。全年需求旺季在国庆中秋节的 9-10 月、12 月，年后回落；需求最差的是春节后的 3-4 月，二季度低谷后随着气温降低而增加。我们可以看到生猪的 9、11、1 月对应合约的价格相对偏高；3、5 月对应合约价格相对偏低。从价格相关性以及期限结构来看，说明期货价格发现功能进一步增强。

目前上市的 2409 合约定价 17000 元/吨附近，表明明年 9 月的生猪现货预期 17 元/公斤，反映了市场对当下生猪产能继续去化以及需求较好的供需预判，可以给产业未来一年的生产计划做指引。同时政府主管或宏观决策部门也可以参考生猪期货价格对经济运行进行有效的预研预判，科学引导生猪相关行业调整生产经营的规模 and 方向，从而改善行业指导与宏观调控方式，以实现国家稳定生产、保障供给的宏观调控目标。

图 11：生猪期货连续合约收盘价与河南生猪现货价

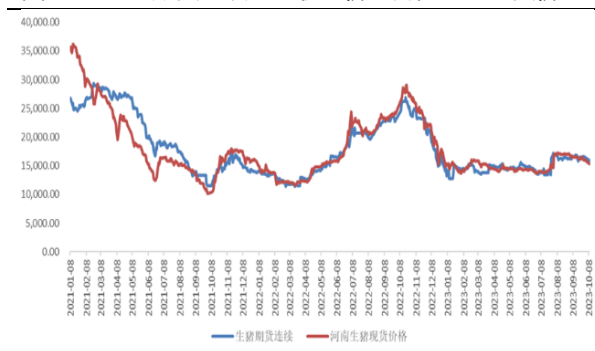
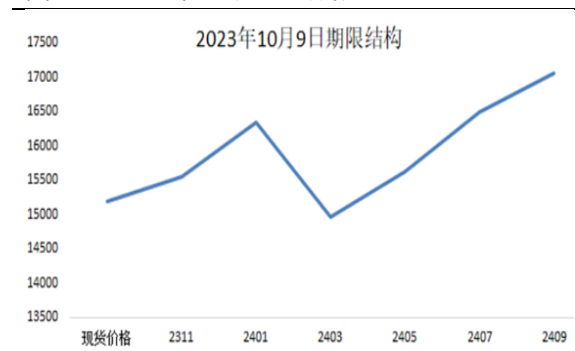


图 12：2023 年 10 月 9 日期限结构



数据来源：中国期货业协会 长江期货

数据来源：中国期货业协会 长江期货

（三）期现回归情况良好，交割顺畅助力产业套保

期货价格反映未来的价格预期，一般距离交割日时间越长，期货价格受干扰的因素也越多，市场对未来的预判容易产生较大的偏差。但随着交割日时间临近，期货价格与现货价格相关性不断提高，期货价格会更加趋近于现货价格。从上市以来的交割合约来看，进入交割月后期现逐渐收敛，最终实现回归，期现价差均值-646 元/吨，价差范围在-2690、1510 元/吨之间，期货贴水交割概率 85%，但 2022 年 5 月交易所修订交割升贴水以后，期现价差明显回落，价差范围降至-555、655 元/吨之间。其中生猪期货的交割机制促进期现价格的回归，为产业客户套保提供了保障，目前生猪交割库点已从上市之初的 14 家增加至 42 家（含集团交割库分库 36 家及非集团交割库 6 家），已覆盖华中、华北、华东、西北、西南等多个生猪主要产区，最大仓单量增加至 5.6 万吨，约是上市之初的 2.5 倍。截至 2023 年 10 月生猪累计交割 934 手，2021 年、2022 年、2023 年分别为 54 手、675 手、205 手，市场从第一年的尝试到大量交割，再到现在的交割减少，说明生猪交割顺畅，不过市场逐步成熟后，期货价格回归更好，产业不需要通过过多的交割就可以达到价格回归的目的。

表 1：生猪期货上市以来的交割情况

品种	合约	交割日期	交割量	月交割量	交割结算价	车板交割量	仓单交割量	期现价差
生猪	lh2109	20210903	4	20	13450	1	3	-600
生猪	lh2109	20210906	5		13015	2	3	-1,165
生猪	lh2109	20210907	1		13160	0	1	-840
生猪	lh2109	20210913	4		13855	1	3	695
生猪	lh2109	20210914	4		13265	1	3	805
生猪	lh2109	20210915	2		13265	0	2	775
生猪	lh2111	20211108	2	34	14870	0	2	-1,190
生猪	lh2111	20211123	5		16040	0	5	-1,320
生猪	lh2111	20211124	5		16300	0	5	-1,460
生猪	lh2111	20211125	5		16825	0	5	-775
生猪	lh2111	20211126	5		16825	0	5	-875
生猪	lh2111	20211130	12		16415	0	12	-1,365
生猪	lh2201	20220110	4	85	13995	4	0	-1,035
生猪	lh2201	20220111	5		13980	4	1	-1,030
生猪	lh2201	20220112	13		13970	13	0	-240
生猪	lh2201	20220113	13		13980	8	5	240
生猪	lh2200	20220114	8		13856	8	0	-324
生猪	lh2201	20220117	8		13500	8	0	-610
生猪	lh2201	20220118	1	234	13850	0	1	-320
生猪	lh2201	20220124	1		13500	0	1	-990
生猪	lh2201	20220128	32		13805	0	32	-265
生猪	lh2203	20220304	5		11670	5	0	-510
生猪	lh2203	20220307	8		11760	5	3	-420
生猪	lh2203	20220308	6		11780	5	1	-500
生猪	lh2203	20220309	5	227	11760	3	2	-290
生猪	lh2203	20220310	7		11715	6	1	-385
生猪	lh2203	20220311	5		11700	5	0	-220
生猪	lh2203	20220315	2		11875	2	0	-165
生猪	lh2203	20220316	12		11725	6	6	-185
生猪	lh2203	20220317	2		11705	2	0	-225
生猪	lh2203	20220318	12	35	11700	9	3	-180
生猪	lh2203	20220321	13		11760	11	2	150
生猪	lh2203	20220322	13		11510	11	2	-140
生猪	lh2203	20220323	12		11600	12	0	-170
生猪	lh2203	20220324	7		11700	7	0	-280
生猪	lh2203	20220325	10		11580	5	5	-570
生猪	lh2203	20220328	74	16	11475	8	66	-725
生猪	lh2203	20220329	8		11500	8	0	-680
生猪	lh2203	20220331	33		11580	0	33	-500
生猪	lh2205	20220509	10		14130	5	5	-670
生猪	lh2205	20220510	11		14180	9	2	-570
生猪	lh2205	20220511	3		14325	1	2	-685
生猪	lh2205	20220512	10	78	14460	2	8	-840
生猪	lh2205	20220513	15		14735	6	9	-575
生猪	lh2205	20220516	12		14755	4	8	-545
生猪	lh2205	20220517	18		14885	5	13	-485
生猪	lh2205	20220518	18		14885	3	15	-485
生猪	lh2205	20220519	10		14740	0	10	-790
生猪	lh2205	20220523	9	18	14990	3	6	-690
生猪	lh2205	20220524	23		15110	5	18	-410
生猪	lh2205	20220525	22		15500	8	14	-110
生猪	lh2205	20220526	35		15600	9	26	0
生猪	lh2205	20220527	14		16000	14	0	300
生猪	lh2205	20220531	17		15430	0	17	-110
生猪	lh2207	20220705	5	137	18835	5	0	-1,615
生猪	lh2207	20220707	5		21895	4	1	-2,475
生猪	lh2207	20220708	7		20610	3	4	-2,690
生猪	lh2207	20220711	3		20800	3	0	-1,130
生猪	lh2207	20220712	3		21300	3	0	-1,150
生猪	lh2207	20220713	5		20270	5	0	-2,330
生猪	lh2207	20220715	5	18	20645	5	0	-2,665
生猪	lh2207	20220728	2		20645	0	2	-155
生猪	lh2209	20220914	2		22600	2	0	-660
生猪	lh2209	20220916	3		23070	3	0	-260
生猪	lh2209	20220919	5		23060	5	0	-10
生猪	lh2209	20220921	5		23105	5	0	-675
生猪	lh2209	20220922	1	78	23265	1	0	-545
生猪	lh2211	20221116	7		23235	7	0	-1,975
生猪	lh2211	20221117	7		23330	7	0	-890
生猪	lh2211	20221118	7		23235	7	0	-1,045
生猪	lh2211	20221121	7		23200	7	0	-1,180
生猪	lh2211	20221122	2		23215	2	0	-1,405
生猪	lh2211	20221123	8	18	23275	7	1	-605
生猪	lh2211	20221124	8		23200	7	1	-310
生猪	lh2211	20221125	12		22970	2	10	-460
生猪	lh2211	20221128	10		22970	0	10	1,510
生猪	lh2211	20221130	10		23220	0	10	1,220
生猪	lh2301	20230106	8	137	14095	8	0	-805
生猪	lh2301	20230109	5		14380	5	0	-620
生猪	lh2301	20230112	5		13920	5	0	-1,480
生猪	lh2303	20230303	36		14105	0	36	-1,805
生猪	lh2303	20230306	21		14195	0	21	-1,665
生猪	lh2303	20230307	21		14040	0	21	-1,760
生猪	lh2303	20230308	1	18	13960	1	0	-1,840
生猪	lh2303	20230313	16		13800	0	16	-2,000
生猪	lh2303	20230314	6		13800	0	6	-1,700
生猪	lh2303	20230320	13		13800	0	13	-1,400
生猪	lh2303	20230321	10		13800	0	10	-1,400
生猪	lh2303	20230322	7		13800	5	2	-1,580
生猪	lh2303	20230323	6	29	13800	1	5	-1,400
生猪	lh2305	20230510	4		14575	4	0	75
生猪	lh2305	20230522	10		14655	10	0	655
生猪	lh2305	20230523	2		14500	2	0	420
生猪	lh2305	20230524	2		14205	2	0	105
生猪	lh2307	20230705	5		13635	5	0	-365
生猪	lh2307	20230707	12	3	13780	10	2	-220
生猪	lh2307	20230711	6		13800	6	0	-200
生猪	lh2307	20230712	4		13745	4	0	-295
生猪	lh2307	20230724	2		13445	2	0	-555
生猪	lh2309	20230918	1		16850	1		350
生猪	lh2309	20230919	2		16850	2		250
交割总数		934	最小期现价差	-2,690.00	期货贴水交割概率		85.15%	
最大期现价差		1,510.00	期现价差均值	-646.38	车板交割量		397	

(四) 生猪产业客户期货参与度稳步增加

生猪上市两年多，产业链企业经历建立认知、熟悉理念、掌握方法到运用工具的渐进过程，目前参与期货市场的产业企业越来越多。在生猪养殖前 20 家龙头企业中，一半以上成为生猪期货交割库。从交割库的设置可以看到，目前的库点背后全都基于养殖业。因此规模集团厂、上市公司等大的养殖企业的套保相对活跃，中小养殖企业慢慢跟随，产业链下游企业少量尝试摸索，还需要培育。据不完全统计，2022 年，发布开展商品期货套保公告的上市猪企由 2021 年的 13 家增至 16 家，涉及资金超过 60 亿元。其中中粮家佳康、牧原、德康农牧、唐人神集团、巨星农牧、新希望六和等龙头企业均已参与生猪期货套保，且已成为大商所产融培育基地，带动更多产业链企业参与期货市场。大商所数据显示，目前全国共有 400 余家生猪产业链相关企业申请生猪期货套期保值资格。同时，中小养殖户和养殖企业对期货公司和保险公司联合推出的生猪“保险+期货”项目也持积极参与态度，2021—2022 年大商所共支持开展生猪“保险+期货”项目 368 个，涉及生猪数量 112.9 万头，累计实现赔付 4.23 亿元，地点覆盖河南、四川、湖南等养猪大省。今年以来，已有江苏、广西、广州等地政府明确对生猪“保险+期货”继续给予资金支持。

表 2：生猪期货指定集团、非集团交割仓库名录

序号	指定集团交割仓库名录	序号	非集团交割仓库名录
1	牧原食品股份有限公司	1	武汉市江夏区金龙畜禽有限责任公司
2	温氏食品集团股份有限公司	2	汝南天康宏展农牧科技有限公司
3	新希望六和股份有限公司	3	正康（义乌）猪业有限公司（暂停交割业务）
4	正大投资股份有限公司	4	广西农垦永新畜牧集团有限公司
5	双胞胎畜牧集团有限公司	5	澄城县澄石种猪有限公司
6	中粮肉食投资有限公司	6	合阳县泛海畜牧发展有限公司
7	四川德康农牧食品集团股份有限公司		
8	福建傲农生物科技集团股份有限公司		
9	江苏立华牧业股份有限公司		
10	唐人神集团股份有限公司		
11	北京二商肉类食品集团有限公司		
12	河南双汇投资发展股份有限公司		

表 3：生猪期货指定车板交割场所名录

序号	指定车板交割场所名录	序号	指定车板交割场所名录
1	牧原食品股份有限公司	22	中粮家佳康（赤峰）有限公司
2	湖北钟祥牧原养殖有限公司	23	中粮家佳康（吉林）有限公司

3	安徽颍上牧原农牧有限公司	24	江安德康生猪养殖有限公司
4	正阳牧原农牧有限公司	25	常熟德康农牧有限公司
5	安乡牧原农牧有限公司	26	泸州德康农牧科技有限公司
6	四川牧原农牧有限公司	27	渠县德康生猪养殖有限公司
7	邛崃牧原养殖有限公司	28	泗洪德康农牧科技有限公司（暂停交割业务）
8	南昌牧原农牧有限公司	29	湖北三匹畜牧科技有限公司
9	湖北石首牧原农牧有限公司	30	宿迁市立华牧业有限公司
10	亳州温氏畜牧有限公司	31	湖南龙华农牧发展有限公司
11	三台新希望农牧科技有限公司	32	南乐美神养殖有限公司
12	夏津新希望六和农牧有限公司	33	丰镇市大红门农牧科技有限公司
13	南京新牧农牧有限公司	34	赤城县大红门科技牧业有限公司
14	邳州正大食品有限公司	35	河南万东牧业有限公司
15	泗阳双胞胎畜牧有限公司	36	叶县双汇牧业有限公司
16	灵璧双胞胎泰峰畜牧有限公司	37	武汉市江夏区金龙畜禽有限责任公司
17	中粮家佳康（江苏）有限公司	38	汝南天康宏展农牧科技有限公司
18	中粮家佳康（河南）有限公司	39	正康（义乌）猪业有限公司（暂停交割业务）
19	中粮家佳康（盐城）有限公司	40	广西农垦永新畜牧集团有限公司
20	武汉中粮肉食品有限公司	41	澄城县澄石种猪有限公司
21	中粮家佳康（张北）有限公司	42	合阳县泛海畜牧发展有限公司

总的来看，我国生猪期货上市以来，市场规模逐渐扩大、生猪期货合约的流动性较强，期货市场处于良好发展状态，期现关联度越来越强、期现回归较好、产业客户参与度提升，发挥了期货的价格发现与风险规避功能，为生猪产业主体规避经营风险、实现稳健发展发挥了积极作用，助力产业高质量发展。

三、生猪产业期货运用模式多样化

随着期货品种知识的投教工作不断展开以及经典案例的持续推广，期货市场对产业发展的影响力逐渐增强，参与期货市场的产业企业数量增多的同时，企业运用期货工具的模式呈现多样化，具体可以从直接参与、间接参与两方面来阐述其运用期货的经验模式。

（一）直接参与方式

对生猪产业的生产经营而言，无论其生产所需的原材料还是产品销售都依赖于外部的市场，都面临价格波动风险。而期货市场为生猪产业提供风险规避的场所，产业参与者直接在期货市场上通过持有和现货市场相同标的物、相同数量、相反价格变动方向的

生猪期货、饲料原料期货头寸，以此来对冲现货市场所面临的价格不确定风险。

套期保值适用的情形：

1、锁定销售利润（卖出保值）

持有现货，担心价格下跌，使持有的商品价值下降；

已签订采购协议，对应下游销售价格是浮动的，担心市场价格下跌；

认为价格已经进入高位，但销售的商品价格未定，担心价格下跌。

2、锁定采购成本（买入保值）

未来要购买商品，价格尚未确定时，担心市场价格上涨，购入成本提高；

已按固定价格将商品卖出，担心市场价格上涨，影响采购成本；

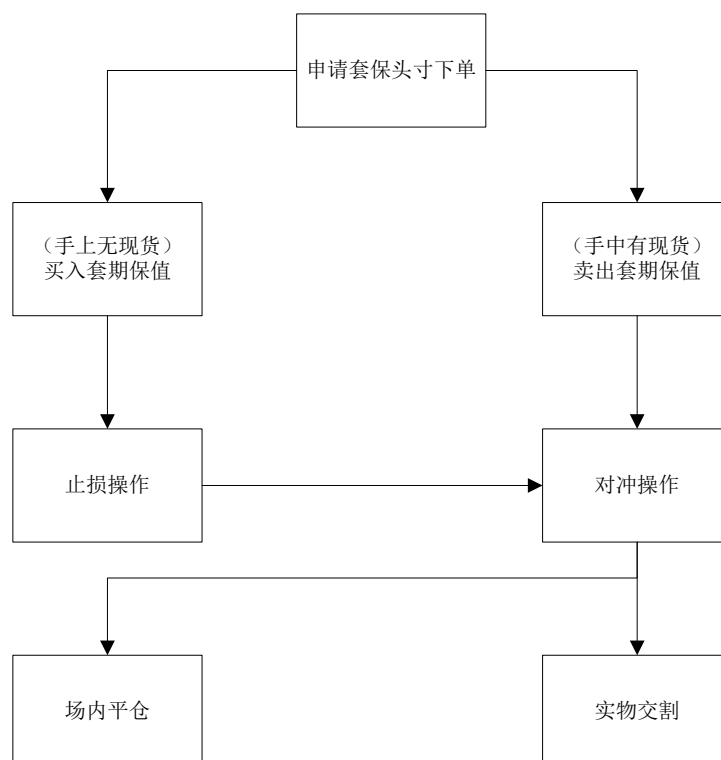
认为目前现货价格合适，但缺乏资金或暂时没库容，担心日后购进现货上涨。

3、企业库存管理

持有现货库存，担心价格下跌库存商品贬值，可以卖出套保；

为了节约库存费用，可以高位抛现货，在期货市场买入保值，建立虚拟库存。

图 13：套期保值流程图



1. 养殖企业卖期货规避猪价下跌风险

例如，某养殖公司担心 2021 年春节后猪肉消费进入淡季，猪价也将进入下行通道，对企业的正常生产和经营不利。企业希望锁定生猪销售价格和销售利润，谨防现货价格下跌造成经营风险。企业计划对春节后出栏的 58500 头生猪保价，于 2021 年 2 月 22

日在期货市场上以生猪 2109 合约为标的建立套期保值头寸，按照自身规模共卖出 440 手期货合约，建仓价格为 29380 元/吨，收取保证金共 1862 万元（9%比例）。随后，公司于 3 月 9 日以 27900 元/吨的价格平仓。进行套期保值后企业在现货端亏损 190 万元，但是在期货端盈利 1042 万元，共盈利 852 万元，锁定销售价格 30170 元/吨。

时间	现货价格 (元/吨)	期货价格 (元/吨)
2021 年 2 月 22 日	29230 元/吨	开仓：卖 09 合约，成交价 29380 元/吨
2021 年 3 月 9 日	28960 元/吨	平仓：买 09 合约，成交价 27900 元/吨
盈亏情况	亏 270 元/吨	赚 1480 元/吨
企业盈亏	现货亏 190 万元	期货赚 1042 万元
套保效果	总盈利 852 万元，销售价格 30170 元/吨	

2. 养殖企业买场内期权规避原料风险

例如，2020 年第二季度，美国大豆播种顺利进行，随着大豆压榨量增加，国内豆粕库存略有回升，但整体仍处于低位。当时中美贸易摩擦加剧，某生猪养殖集团担心豆粕价格上涨，引起原料采购成本增加。为了规避原材料采购风险并降低权利金，企业选择用豆粕场内期权来操作，并构造了牛市价差策略（买入看涨期权的同时卖出执行价更高的虚值看涨期权）。企业期货团队执行了买入 M2009-C-2750 合约、卖出 M2009-C-2950 合约共计 2000 手的操作，交易持仓期间，根据行情变动，滚动操作，实时调整期权头寸。最后，虽然豆粕现货上涨导致采购成本增加了 110 万元，但期货市场获利 125.3 万元，整体盈利 15.3 万元，期货端的盈利有效地冲抵了现货端的损失，采购价降至 2890 元/吨。

日期	期货端	现货端
2020 年 5 月下旬	2779 元/吨	2896 元/吨
2020 年 7 月上旬	2910 元/吨	2946 元/吨
交易情况名称	期权情况	现货情况
标的物及数量	买入 M2009-C-2750 合约 卖出 M2009-C-2950 合约，保费付出约 60 元/吨 共计约 2000 手	22000 吨
盈亏情况	共盈利 125.3 万元 (赚 62.65 元/吨)	采购成本增加 110 万元
期现合计盈亏	总盈利 15.3 万元	

3. 全产业链套保—养殖企业买饲料原料空生猪锁利润

生猪养殖企业既面临饲料价格波动带来的养殖成本风险敞口又面临着生猪价格波

动带来的销售利润风险敞口，饲料主要由玉米、豆粕组成，因此生猪养殖企业可以通过合适的玉米、豆粕、生猪套保比例管理原料、产成品等全产业链价格风险，从而锁定养殖利润。

例如，某养殖企业月出栏 13300 头生猪，2022 年 1 月担心节后生猪价格下跌和饲料原料价格上涨，利润持续压缩，因此利用期货工具进行买原料卖生猪套保，锁定养殖利润。1 月 14 日养殖一头猪亏 149 元，企业按照生猪 120 公斤出栏，料肉比 3:1，饲料中玉米豆粕的配比 65%、20%测算 13300 头猪的饲料与生猪期货套保头寸，在期货市场直接买入 312 手 C2205 和 96 手 M2205 合约同时卖出 100 手 LH2205 合约。进入 3 月后因俄乌冲突加剧，豆粕玉米期价大幅上涨，同时生猪期价因供应压力大以及需求淡季而下跌，尽管现货养殖一头猪亏损扩大，但企业在期货端的原料与生猪套保头寸均大幅获利，于是企业在 3 月中旬平仓了头寸，最终期货端盈利 753.06 万元，相当于一头猪赚 566 元，现货端亏损 585.2 万元，一头猪亏 589 元，整个期现结合盈利 167.86 万元，一头生猪养殖利润仅亏损 23 元，有效帮助企业锁利减亏。

时间	现货	期货
1 月 14 日	玉米 2732 元/吨，豆粕 3588 元/吨， 生猪 14.07 元/公斤，1 头猪亏 149 元	开仓：买 C2205 成交价 2735 元/吨、M2205 成交价 3186 元/吨，卖 LH2205，成交价 14945 元/吨
3 月 15 日	玉米 2752 元/吨，豆粕 4820 元/吨， 生猪 12 元/公斤，1 头猪亏 589 元	平仓：卖 C2205 成交价 2843 元/吨、M2205 成交价 4121 元/吨，买 LH2205，成交价 12810 元/吨
企业盈亏	-440*13300=-585.2 万	(14945-12810)*16*100+(2843-2735)*10*312+(4121-3186)*10*96=753.06 万元 (1 头猪赚 566 元)
套保效果	盈利 167.86 万 (1 头猪养殖利润-23 元)。通过期货套保锁定养殖利润	

(二) 间接参与方式

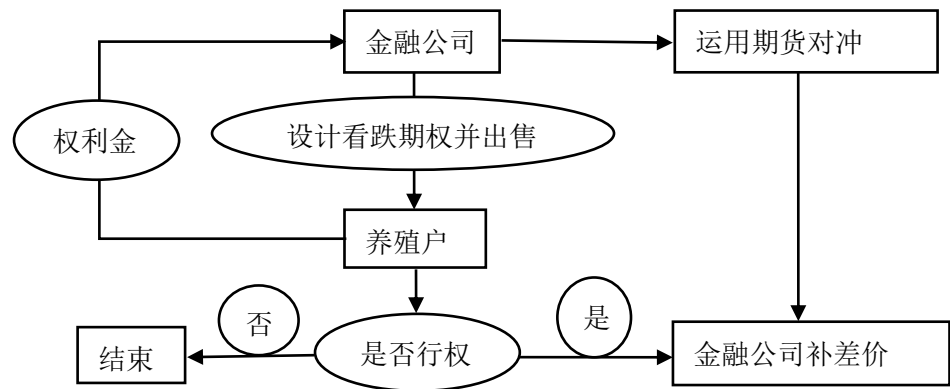
生猪产业参与期货套保需要专业的人才配备和多部门协作，否则可能变成投机，不仅起不到套保效果，还会产生额外风险；对于中大型的生猪产业企业有专业团队或时间精力，一般直接参与期货市场套保，可以灵活匹配现货经营。当然生猪期货市场也可以通过场外期权以及价格保险方式介入，适合中小企业或想业务模式创新的企业参与。

1. 场外期权——养殖企业购买场外期权保猪价下跌

场外期权交易，是指非集中性的交易场所进行的非标准化的期权合约的交易。是企业直接向期货风险管理子公司提出具体的风险管理需求，购买其定制化设计的期权产品，将价格波动风险转移给期货风险管理子公司；期货风险管理子公司再通过复制期权操作在期货市场对冲该风险，直至期权到期；期权到期后，若企业购买的期权达到行权条件，

则期货风险管理子公司对客户进行现金赔偿。目前交易所未正式推出生猪场内期权，产业企业不想自己在期货市场操作，可以通过购买场外期权来对冲价格风险。

图 14：场外期权流程图



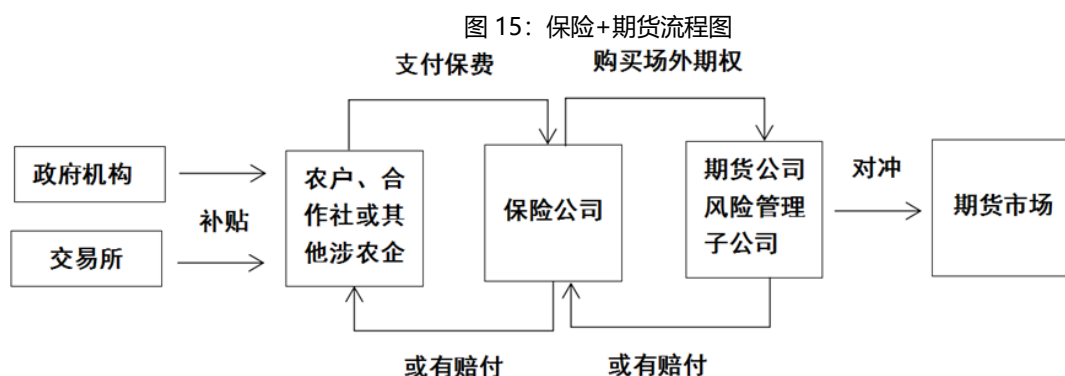
例如，生猪现货自 2022 年 10 月起持续下跌，临近春节，企业 2100 头生猪即将批量出栏，为防止生猪价格下跌，综合套保成本与风险情况，企业在期货公司购买香草看跌期权做套保管理。12 月 29 日企业买入 LH2203 执行价格 16500 元/吨的一个月看跌期权，共建立 213.4 吨头寸，付出权利金 15 万元。随着生猪价格的持续回落以及现货的出栏，企业同步了结头寸，1 月 16 日现货价格从入场时的 17.4 元/公斤跌至 14.9 元/公斤，此时 LH2203 跌至 15185 元/吨，企业平仓看跌期权头寸，获得期货公司 282755 元赔付。最终企业现货端亏损 533500 元，期权端盈利 132755 元，期现结合亏损 400745 元，虽然整体仍然亏损，但通过这次尝试，企业了解了场外期权工具可以减少时间精力以及亏损有限等优势，为后续价格风险管理积累了经验。

项目	期权情况	现货情况
12 月 29 日	买入 LH2203 合约，执行价格 16500 元/吨，一个月期香草看跌期权，期权总头寸 213.4 吨，权利金 15 万元(702.9 元/吨)	17.4 元/公斤 (2134 头)
1 月 16 日	平仓时候期货 15185 元/吨，期权赔付 282755 元	14.9 元/公斤
盈亏情况	期权端盈利 132755 元	现货端亏 2.5 元/公斤，亏损 533500 元
期现合计盈亏	期权端盈利弥补现货部分亏损	

2. “保险+期货” ——养殖企业买 “保险+期货” 保猪价下跌

“保险+期货” 模式是一种创新风险管理服务模式，确切来说是 “农产品价格保险

“收入保险+场外期权”，利用期货价格设计保险产品，再利用场外期权来对冲保险风险。涉及主体包括农业经营主体、保险公司、期货公司的风险管理公司和政府部门等，基于农产品价格保险产品，实现农业经营风险的承接、转移和对冲管理。“保险+期货”合力服务“三农”的主要节点：一是，农民或涉农企业通过购买保险公司开发的农产品价格保险产品，以确保收益。二是，保险公司通过购买期货公司风险管理子公司的场外看跌期权产品进行再保险，以对冲农产品价格下跌可能带来的赔付风险。三是，期货公司风险管理子公司在期货市场进行相应的复制看跌期权操作，进一步转移和分散风险。



例如：2021 年在生猪产量恢复背景下，猪价持续走弱，某生猪养殖户想对自己养殖的猪做价格保护，当时生猪期货上市不久，养殖户不懂期货，于是在保险公司的推荐下，尝试了生猪期货价格保险。2021 年 8 月 9 日养殖户找保险公司购买了一个月 LH2201 执行价格为 18600 元/吨的美式看跌期权的生猪价格险，即 18.6 元/公斤，为自己的 1000 头猪进行套期保值，权利金为 0.8556 元/公斤，对应 120 公斤的标准出栏体重，一头猪的权利金 102.7 元。9 月 8 日，LH2201 下跌至 15585 元/吨，下跌 3015 元/吨。客户期权端获得赔付 3.015 元/公斤，对应一头猪赔付 361.8 元。现货价格在 9 月 8 日报 13.9 元/公斤，较一个月前下跌 1.8 元/公斤。养殖户保险盈利 2.1594 元/公斤，期现结合盈利 0.3594 元/公斤。

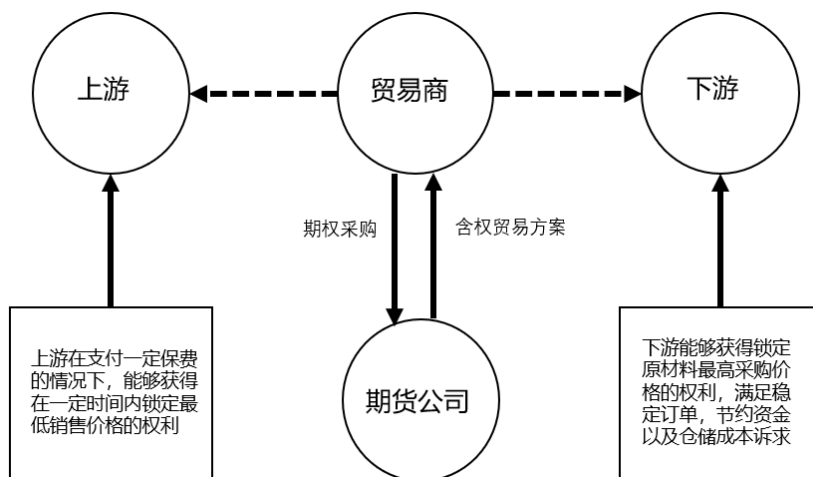
日期	期货价格	现货价格	期权成本
8 月 9 日	18.6	15.7	0.8556
9 月 8 日	15.585	13.9	
价差	3.015	1.8	

随着业务模式的不断创新发展，“保险+期货”模式渐渐成熟，相应的产品在上述基本模式的基础之上变得相对更为复杂也更符合农户的需求。例如除了价格险以外，也开始有收入险或“订单+保险+期货”的模式，即期货公司再保险保障价格而保险公司保障农户总体收入；在产品设计上也不仅仅局限于看跌保障，有的“保险+期货”也融入了看涨保护、保底收益、基差赔付等多项条款。

3.含权贸易——生猪产业链企业利用含权贸易新模式避险

含权贸易是指将期权或期权组合等衍生品结合进现货贸易的新型贸易模式，将期权或期权组合转换成现货定价方式，在现货购销合同中予以体现。含权贸易模式将运用场外期权的丰富品种和标的物满足了商品贸易产业链上下游各类企业多样且独特的管理价格风险的需求。

图 16：含权贸易流程图



例如，按照往常生猪价格波动规律，临近中秋节时，猪肉价格达到年内最高点或次高点，节后随着需求转淡价格大幅下跌。某屠宰企业规避节后猪肉价格大跌及走货不畅的风险，而某冻品贸易商已与其下游签订销售合同，需要提前锁定货源，2021年9月15日双方采取现货与期权结合的定价方式签订贸易合同，2021年9月22日，如果LH2201收盘价 ≤ 14325 元/吨，采购价为12100元/吨；如果LH2201收盘价 > 14325 元/吨，采购价为“LH2201收盘价-2500”采购。（基差依据合同签订前20天的价差预估）

日期	定价方式	采购价
9月22日	LH2201 收盘价 ≤ 14325 元/吨	12100 元/吨
	LH2201 收盘价 > 14325 元/吨	“LH2201 收盘价-2500” 元/吨

9月17日冻品贸易商为了规避货物贬值向期货公司购买了LH2201场外看跌期权，9月22日，LH2201价格为13772.5元/吨，小于合同约定的价格，冻品贸易商按12100元/吨向屠宰企业采购了880吨现货，同时因为期货价格下跌，冻品贸易商获得了期货公司81.09万元的赔付，扣除期权费额外收益22.08万，保护了产品货值；对于屠宰企业来说获得了“遇涨则跟涨，遇跌不跟跌”的权利，锁定了最低的销售价格。

四、进一步提高生猪期货服务产业的建议和举措

我国生猪期货挂牌上市两年多，从目前的市场表现看，生猪期货功能性作用已经显现，实体企业利用期货市场进行风险管理的需求逐步增加。期货市场必须不断提升生猪期货市场运行质量和效率，引导更多的产业参与并提高期货工具的运用水平，充分发挥生猪期货的价格发现功能，助力我国生猪养殖产业的高质量发展。

（一）规范市场主体行为，有序活跃市场

生猪期货平稳健康发展需要多方面的支持，包括生猪养殖规范化发展、生猪规则标准化、生猪市场经营主体的专业化、生猪期货市场监管机制的完善等。

前期为确保生猪期货市场安全稳健运行，大商所采取了高保证金、高手续费、严格的持仓限额和交易限额等一系列措施，严防过度交易，同时强化期现联动监管和加强套保管理。在这些交易制度与期货工具认识不深的情况下，产业客户是逐步参与，相对于生猪现货市场的规模而言，期货市场参与主体与成交量仍有很大的上升空间。为了鼓励更多生猪产业实体企业有序参与到期货市场中，充分发挥生猪期货服务于实体经济的功能，建议交易所在有效防控风险的前提下增仓提量增效。此外，加强同企业的联系，深入现货，深入企业，加强调研，了解需求，广泛听取企业意见，将企业的建议持续转化为改进市场管理和服务的具体措施。这样的举措对吸引和便利企业参与，拓宽企业参与市场的广度和深度，以及提升企业定价话语权有积极作用。

（二）增加品种和服务供给，满足产业企业需求

期货市场高质量发展要以服务实体经济为出发点和落脚点。虽然期货市场上市了饲料以及生猪品种构建了从种植、加工到养殖完整产业链条的衍生工具和风险管理平台，一定程度上服务了实体企业生产经营的价格风险，但并不是完全匹配产业链的细分主体，而且生猪活体交割在质量标准、运输等方面问题仍然存在，因此生猪相关期货新品种仍有进一步上线的空间，比如国外就上市了猪肉期货、猪肉指数期货等满足现货市场的需求。其次，要大力推进期权市场的发展，探索更多能够满足实体企业定价和风险管理需求的新工具、新方法、新途径。国内上市的期权数量明显低于期货品种数量，也低于发达国家一般水平，生猪相关期权品种推出可以为大量实体企业提供更广阔的对冲空间，满足国内企业的高端需求也是期货产业链转型升级的重要方向。

最后，期货公司等经营主体要提升专业水平和服务能力，充分利用期货风险管理子公司的业务优势，包含基差交易、仓单服务、合作套保、场外衍生品业务、做市业务等等，发掘实体经济企业参与期货市场的差异化需求，提供全方位的解决方案，在服务实体经济发展的过程中实现自身价值。

（三）加大政策支持和试点推广的力度和范围

为支持和引导实体企业进行管理风险和配置资源，大商所推行了农保计划和“企风计划”，推动众多农村主体与企业迈出应用衍生工具服务稳定经营的第一步，在促进实

体参与利用期货市场、提升产业风险管理水平等方面初见成效，其中生猪“保险+期货”模式在政府支持下取得良好效果，生猪品种的期货参与度大大提高，建议交易所继续推行服务产业的试点项目，为产业企业尝试新工具创造机会。与此同时，能增加和各地政府的沟通，助力生猪产业服务项目的创新试点与推广。其次，期货公司利用政策与试点项目作为业务抓手，利用期货等衍生品工具优化企业库存管理、原材料定价管理、产品销售等生产经营策略，形成典型案例，并加大试点项目的宣传力度，惠及更多实体企业。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：武汉市淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：（027）65777137

网址：<http://www.cjfc.com.cn>