

## 推动产业健康有序发展，生猪期货大有可为

生猪产业在国民经济运行中的重要地位不言而喻。“猪粮安天下”说的就是粮食和生猪等农产品供给的战略意义同样重要。过去谈粮食安全，更多强调的是三大主粮，而现在生活好了，人们不光要吃饭，还要吃肉蛋奶，要吃水果蔬菜，这就要求我们树立新的粮食安全观，也就是大食物观。我国是世界生猪生产与猪肉消费第一大国。2022年，我国全年生猪出栏7亿头，生猪产业关系着国计民生，更与国民体质息息相关。生猪供给不但直接影响着城乡居民的生活水平，更关乎国家宏观经济和调控政策走向。古今中外的经验都证明，“粮猪”问题处理好了，经济社会发展就会具备坚实的基础，这就好比建造高楼，“猪粮”问题就相当于地基，地基不稳，再宏伟的建造蓝图也不过是镜中花、水中月，经济社会发展就无从谈起。本文主要阐述生猪期货在推动我国生猪产业健康有序发展中起到的重大作用。目前我国动物疫病风险频发、饲料原料进口依赖度依然较高、天气模式转换之年（三年拉尼娜转为厄尔尼诺）全球农业灾害频发拉低单产、生猪政策落实还有死角、贷款难、基层防疫体系不完善、生猪相关保险普及率偏低等问题仍未彻底解决，这里面很多问题都可以尝试用金融手段来部分或全部解决，生猪期货就是最重要的金融手段之一。

## 猪周期表现形式变化，生猪期货运用万变不离其宗

生猪养殖产业始终绕不开一个话题，那就是街头巷尾皆闻的“猪周期”。对于“猪周期”的形成原理早已无需再赘述。我们认为，“猪周期”是一个动态的概念，并不是一个简单的、固定不变的理论名词，随着产业的发展，猪周期的影响因素、表现形式以及产业、市场人士最关心的周期长度问题都会发生变化，在突发因素及行业认知变化的共同作用下，猪周期价格变动规律也经常突破人们以往的认识。产业人士需要紧跟变化，及时调整经营战略，生猪期货盘面是一个重要的参考，远期合约价格、近-远月合约价差已经可以提前反映产业、市场中的一些变化了。

本质上，生猪作为一种生鲜品，又是一种农产品，同时具备生鲜品的周期性特点和农产品的季节性特点。跟肉禽、蛋禽相比，生猪的繁育周期较长，从能繁母猪至育肥猪出栏，至少需要10个月的时间，而从后备母猪至能繁母猪，也需要3.5-4个月的时间。所以猪周期是以年度为单位，以往的猪周期是4-5年。由于时间跨度过长，对于未来10个月甚至1年后的猪价判断难度很大，这是整个生猪产业的痛点。尽管禽、蛋也存在周期，但是由于繁育周期较短，除非出现大规模禽流感可能会导致年度级别的大涨大跌行情以外，其余多数年份价格以年度内波动为主。正是由于繁育周期较长，生猪价格趋势一旦形成，短期内调头难度较大，相比于

肉禽、蛋禽产业只要把握好生产环节基本就可以相对稳健经营，生猪产业的健康发展必须要有长远视角、战略眼光，紧跟行业变化，充分利用生猪期货等衍生品工具，以不变应万变，方能立于不败之地。

图：猪周期原理



来源：新湖期货研究所

近些年国内针对猪周期的争议声音渐增，主要原因在于国内猪价周期性波动的长度及规律发生了重大变化，以前是4-5年，现在缩短了，甚至一年以内完成一轮涨跌。事实上，全球生猪养殖的繁育周期均未发生很大变化，但价格周期性波动规律发生变化是一种常态，在任何国家都会出现，这也代表着产业发展阶段的更迭。回顾生猪行业处于全球领先地位的美国，猪价波动规律发生变化也是一种正常现象。但是

不论价格波动形式如何变化，有生猪相关的期货工具在手，必能最大范围的化解行业价格波动风险，引导产业合理调整产能投放，切实保障各级养殖主体的利益。正所谓推动产业健康有序发展，生猪期货大有可为。大商所生猪期货诞生于2021年1月8日，彼时正是猪价处在高位运行的阶段，27000元/吨以上的期货价格为行业带来了较好的套保机会。所谓盛极而衰，猪价的周期性顶部区域往往也在酝酿巨大的风险，国内先行先试的以某综合性大集团为代表的生猪产业龙头，率先利用生猪期货进行期现结合的操作，实现了在生猪熊市周期中的稳健经营。但是我国生猪产业对于期货的认识和使用需要一个过程，在美国也同样经历了几十年的发展过程，在这个过程中可能会产生一些对于生猪期货的误解，比如最常见的误解之一就是期货的诞生和发展会放大现货价格的涨跌幅度，这种观点是毫无依据的，期货的投机属性与套保属性是相辅相成的，期现货价格阶段性出现波动幅度不一致的情况也是十分正常的，现货价格一定会有波动，如果与之对应的期货价格波动率很低、一潭死水的话，也根本起不到发现价格、规避风险的作用。如果认为期货价格的大幅波动会传导至现货价格上，期货去助涨助跌现货，则犯了本末倒置的错误，期货的本质源于现货，正是对于现货远期供需的预期才形成了期货盘面价格。

大商所生猪期货的酝酿与上市经历了差不多二十余载，

对生猪产业链上各种形态产品上市的可行性进行了实地调研和反复论证，对猪胴体、白条猪肉、分割猪肉、活体、指数产品等标的均进行了大量的研究，最终发现采用活体交割的生猪期货是符合我国现阶段生猪产业发展的最优解。所以，首先我们要明确的是，生猪期货的诞生与发展是我国生猪产业健康发展的必由之路与最有效的途径。当然随着产业的进一步发展，未来的生猪相关衍生品标的物会出现扩充或者改变，比如当前生猪期权产品正在加快研发上市，企业将有更多风险管理工具可供选择。

## 美国生猪产业的过往对我们的启示

我国的生猪期货市场若想更好的服务三农，为国家宏观经济运行提供决策参考和政策建议，更好服务构建全国统一大市场和双循环新发展格局，必然要借鉴全球处于领先低位的美国生猪产业过往的经验与教训。美国猪价的周期性波动是有一定规律的，但是规律也经常有被打破的时候。2000年以后，美国猪价的波动区间大部分落在40-80美元/百磅，偶尔也会出现超出这个区间的时候，高点价格大致是低点价格的2倍，这一点跟国内过往猪周期是类似的，但客观地说，以同样的时间维度来看，美国的猪周期体现的规律性比我国还要差些。之前有分析认为，由于美国生猪产业的规模化发展（美国前十大生猪生产企业产能占比超过40%；前五大生

猪屠宰加工企业市场占有率超过 70%)，美国猪周期由之前的 4 年左右一轮，拉长到 7-8 年一轮，或者说已经没有明显的猪周期了，实践证明，上述观点皆有片面之处。世间万物皆变化，唯一不变的就是变化。自 2020 年下半年以来，美国猪价也经历了一波超级周期行情，从最低点的 30 美元/百磅飙升至 130 美元/百磅，高低价差在 4 倍左右，跟我国 2019 年下半年开始的超级周期行情如出一辙，当时我国的平均猪价从 10 元/公斤飙升至 40 元/公斤。这说明即便美国的规模化程度已经非常高了，但是这并不能抑制猪价的大幅波动，甚至由于大集团的垄断性，美国猪价的波动幅度可能会比以往更大，此时假如没有猪相关期货品种的话，对于美国整个生猪养殖产业链会产生巨大的冲击，甚至对于一些龙头企业会是毁灭性的打击。美国的瘦肉猪现货价格走势同样说明了，不要迷信于以往相对固定的猪价波动频率及上下限，如果不结合产业的现状，现货产业经营战略出错的概率依然很大，而且对于规模性企业来说，一次重大失误就可能满盘皆输，甚至有清盘的风险，而瘦肉猪期货盘面可以提前反映远期市场走势及波动节奏的变化，为美国猪企的经营提供重要参考。

图：美国瘦肉猪价格



来源：彭博、新湖期货研究所

图：中国 22 省市生猪均价



来源：同花顺、新湖期货研究所

生猪产业规模化加速推进并不意味着价格波动风险下降

官方数据显示，我国生猪养殖规模化率从 2017 年的 46.9% 提升至 2022 年的 65.1%，未来规模化水平仍将进一步提高，推进生猪规模化养殖有利于提高生猪养殖业抗风险能力，促进生猪产业平稳有序发展，是生猪养殖业提质增效的重要途径，这一点无可厚非，但这并不意味着猪价周期性波动幅度会随着规模化的推进而缩小，企业规模越大，对于价格风险管理能力的要求就会越高。近几年，由于我国猪价走势超出了市场上大多数人的预期，市场各级主体基于对未来长期市场的相对迷茫，而产生了一些着眼于短期的操作，比如说二次育肥即是如此，市场不愿意承担从仔猪开始育肥、经营周期较长产生的风险而是基于对短期市场的判断，直接引进大猪来继续育肥，经营周期人为大幅缩短，这会减少市场的当期生猪供应量，但是如果未来集中出栏，又会瞬时加大后期市场供应量，这其实也是当今现货市场中助涨助跌的重要因素之一。如果现货市场中这种情况变得普遍之后，生猪期货盘面的波动幅度自然会变大，对于产业来说，当发现盘面波动形势明显发生变化时，需要引起足够的警觉，并提前做好操作预案。

2022 年我国生猪出栏量排名前 20 的养猪企业合计出栏生猪约为 1.68 亿头，占全国总量的 24%。这个比例对于美国来说，可能并不算高，但是中美两国在各个层面都存在较大的差异，猪肉供应的稳定性对我国这样一个人口大国来说非



常重要，这种重要性是远超美国的。所以尽管我国生猪产业规模化已经达到了一定的程度，但是中小型散养户不会全部消亡，仍然会有一定生存的土壤。况且我国规模化养殖企业的养殖模式主要包括自繁自养的重资产模式和公司+农户代养的轻资产模式，占据主体的是公司+农户的模式，这一点跟美国的区别很大。我国养殖行业的规模化跟美国的不同之处还在于我们是养殖端率先集中化，而屠宰端的变化不大，而美国养殖端规模化加速很有可能是由屠宰端引起的，美国屠宰行业集中度提高后，大型屠宰厂会寻求持续稳定提供生猪的大型养殖场，这就会倒逼养殖端横向并购，所以1990年后美国生猪养殖端规模化加速。所以未来我国的生猪屠宰端可能会发生一些变化，一些养殖龙头企业也在上屠宰产能，实现产业链一体化。但是我国生猪屠宰相对比较分散的局面短期内很难改变，规模型屠宰场与小型屠宰场将长期并存。我国屠宰产能过剩，开机率常年不足50%，如果没有上下游支撑的话，单纯屠宰业务，生存是比较艰难的。屠宰企业通常也会通过冷库来调节猪肉供应释放的节奏，在这个过程中会面临存货贬值的风险，同时在生猪价格上涨的过程中，猪肉价格的上涨并非同步，也加剧了屠宰企业的经营压力。目前我国屠宰行业对于期货衍生工具的运用不如生猪养殖行业，仍有较大的提升空间。根据公开信息，美国最大的猪肉制品生产商史密斯菲尔德（SmithField）为了覆盖生猪

养殖业务的风险，其组合使用瘦肉猪、玉米与豆粕的期货和期权，锁定生猪养殖现金流，同时通过利率互换合约与外汇合约来覆盖利率变动与外汇变动带来的风险敞口。此外，该公司还通过瘦肉猪期货对存货进行管理来降低肉制品加工环节的猪价波动风险。如 2012 年史密斯菲尔德存货约减值 1670 万美元，但是通过合理使用衍生品公司获得了 2190 万美元的投资收益，完全覆盖了存货减值金额。未来随着我国生猪产业链上下游衍生品工具的逐步完善，场内、场外工具的有机结合，针对不同类型主体的衍生品使用方式的普及与应用，我们必将走出有中国特色的生猪产业发展之路。

## 我国生猪产业目前参与生猪期货的现状后续建议

经过我们实地调研发现，我国生猪产业目前对于生猪期货的参与主要包括以下几种类型：

- 1、传统综合性大集团，资金充沛，资金使用成本低，套保历史悠久，套保或期现结合操作进行的较早，流程较为完备。企业经营不以超额利润为目的，稳健经营，盘面生猪头均利润达到 100-200 元或者以上的合理利润，就可以大量进行期现操作。

- 2、龙头养殖集团，本身具备交割库资源，会衡量在盘面上卖猪，还是现货上卖，偶尔会出现大量交割，但交割量占总出栏量的比重非常小，未来随着生猪期货持仓的逐步扩

容，这一比例有较大的提升空间。龙头养殖集团具有专业的投研团队，会根据期货盘面价格反映的信息来辅助经营策略。

3、区域性规模型企业，主要看企业负责人对于期货的理解如何，有些企业会采用期货盘面操作来弥补实体养殖亏损，或增厚养殖收益。对“保险+期货”很有兴趣，但是对于可以投保数量认为偏少，此外认为理赔环节可能会有些生物安全防控方面的漏洞。

4、中小型养殖户，关注生猪期货盘面的比例很高，但直接参与的比例较少，如前文所述，我国中小型散养户仍将在相当长的一段时间内继续存在。这种类型的主体普遍资金实力不足，流动资金多用于现货经营周转，投入期货进行期现结合操作的资金有限，或者暂无力承受直接盘面套保可能带来的浮亏，对于保险+期货兴趣浓厚，只是对于保费比较敏感，保费在心理预期内会积极参与。

综合来看，生猪期货上市以来，龙头企业参与度稳步提升，普遍关注和运用生猪期货及时了解未来猪价走势，提前核算养殖收益，合理安排出栏计划、调整养殖规模和饲养周期、盘面锁定养殖利润。几乎所有龙头企业在制定未来生产计划时，均会将远期生猪期货价格纳入参考范围。甚至部分企业在上一个年度的第四季度就要确定下一年每个期货合约套保思路，即当年能不能做、做多大的量、在多少点位进

去、需要申请多少资金、风险敞口是多大，再结合其养殖成本和盘面价格匹配程度，基于其对未来的行情走势判断制定套保策略。另外多家龙头企业内部负责期货交易的部门并不单独考核 KPI，而是通过其期货市场和现货市场上合起来的盈亏判断其策略好坏。可以说，龙头企业对于生猪期货运用于日常经营已经逐渐纯熟，后面多希望大商所能够进一步稳健地扩容生猪期货，适当降低产业参与成本，增加市场流动性，拓展交割资源，交割方式多样化，以产融培育基地为抓手，带动更多产业链企业参与期货市场。在生猪期货及相关衍生品未来的进一步发展中，龙头企业将继续发挥不可替代的重要引领作用。

对于区域性规模型企业来说，尽管没有龙头集团在全国布局的那么广，但是多深耕某一个区域多年，在当地的影响力举足轻重，这类企业自身经营管理水平及生物安全防控能力在当地都是首屈一指，成长潜力巨大。但在成长的过程中大多面临资金的短板，流动资金多数用于企业的日常经营，经营风险控制主要依靠企业负责人的经验判断，对于期货衍生品的应用熟练程度不及龙头企业。这类企业本质上仍是传统的养殖企业，期现结合的经营模式没有完全形成，不太容易接受期货价格出现反向波动导致期货端亏损、现货端盈利的模式，对于这类企业可以更多地考虑期权衍生品来锁定风险。大商所目前已经形成了从玉米、豆粕到生猪的养殖全产

业链期货合约配置，玉米、豆粕场内期权已经上市，生猪场内期权在不久的将来也将上市。对于各类场外期权配置齐全、策略完备的期货公司子公司如新湖瑞丰来说，可以为这类客户提供定制化服务，解决企业的资金痛点并实现原料采购、生猪销售保价从而锁定生产经营利润。在企业研究、参与期货市场的过程中，建议大型养殖企业应加大力度培养具备金融素养的高端人才，在建立属于自己的期货部门的同时积极与国内头部优秀期货公司进行合作，不断提升对期货期权工具的认知水平，转变思维方式。

对于中小型养殖户来说，鉴于其体量，生猪“保险+期货”是最优解，当然若能理解、运用好期货工具，相信也可以在行业走势判断和规避风险上领先行业平均水平，甚至做到弯道超车，实现逆袭。

新湖期货 刘英杰