

高基差下仍未释放的利空

走势评级：生猪：看跌
报告日期：2025年3月19日

吴冰心 高级分析师（农产品部）
从业资格号：F03087442
投资咨询号：Z0019498
Tel: 8621-63325888-4192
Email: bingxin.wu@orientfutures.com

★ 现实：基差修复逻辑下的强势反弹

生猪期货迎来超预期的连续性反弹，截至3月19日当日，LH2505最高涨至13785元/吨，较2月底13000元/吨左右上涨超6%，盘面逐渐走出早前看空基本面的认知。近月单边超涨的同时，套利上呈现正套特点，是临近交割月前盘面在高基差下的一类快速修复。

★ 预期：仍未释放的利空有待落地

当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升的同时，从产能视角来看，养殖盈利的维持进一步阻碍了产业周期性去产。我们认为，在完成高基差交易之后，随着进入消费淡季，经历累库后更为宽松的供应将逐渐释放，进而带动现货价格的下跌，这将再度回归成为交易重心。

★ 展望与投资建议

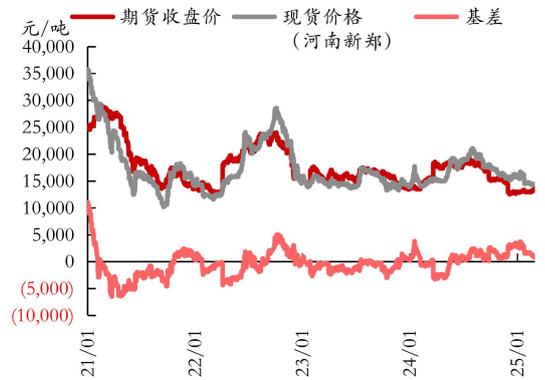
中长期，生猪的交易仍具有强趋势性，即围绕能繁母猪存栏、仔猪出生、育肥成活率、母猪淘汰等指标进行，而当下的数据及行业利润表现并未出现扭转信号，结合体重所对应的库存来看，2025年我国生猪养殖仍处于猪肉供应趋于过剩的格局内。旺季合约的估值在产能以外围绕养殖成本讨论，这是天然产业空头套保的重要考量，那么在未来仍未到来之前，建议以成本作为合约“支撑”，耐心等待成本被打破的可能性，这期间或是相对曲折的道路。

短期，现货的坚挺是一类以时间换空间的表现，越坚挺则越累库则对应后续压力愈甚。而伴随时间轮换、季节轮转，代表市场需求与养殖偏好的肥标价差存在继续走弱的压力，这意味着累库是存在约束与上限的，那么该过程的不可持续性将是沉重一击。我们认为去库难度的攀升是当下不可高估上半年合约的核心原因，向上行情背后高基差的支撑，或需要面对现货走弱的考验。策略上，风险偏好者可轻仓布局5、7空单，谨慎者建议等待右侧入场机会。

★ 风险提示

疫病、饲料原料价格波动、资金行为

主力合约行情走势图（生猪）



相关报告

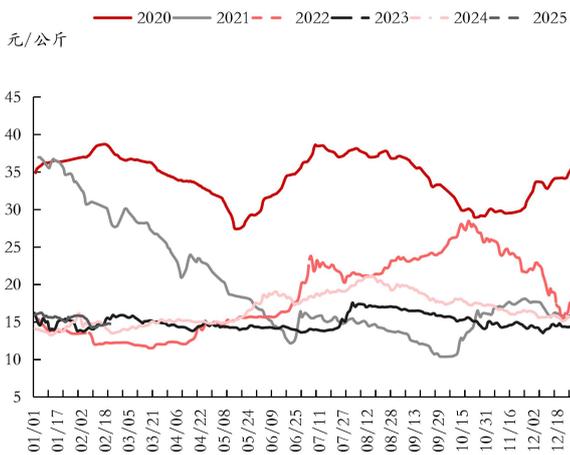
- 《前行的轨迹，不一定是直线_241227》
- 《天平两端，自有砝码_240926》
- 《循此苦旅，以达星辰_240314》
- 《规律习得与拥抱未知：谨慎看待投机&去产_240118》

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、现实：基差修复逻辑下的强势反弹

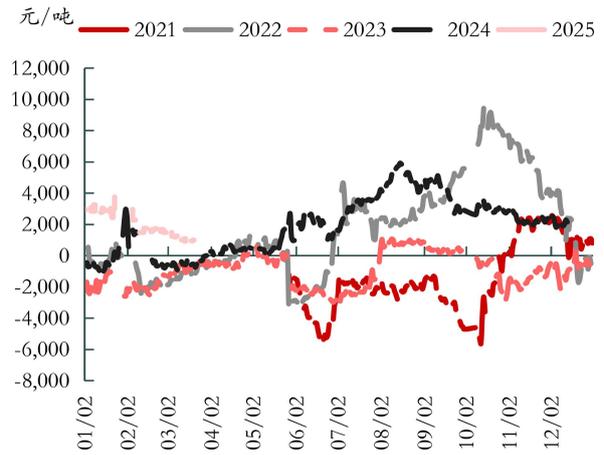
近期，生猪期货迎来超预期的连续性反弹，截至3月19日当日，LH2505 最高涨至 13785 元/吨，较2月底 13000 元/吨左右上涨超 6%，盘面逐渐走出早前看空基本面的认知。近月单边超涨的同时，套利上呈现正套特点，是临近交割月前盘面在高基差下的一类快速修复。

图表 1：出栏价格跌幅不及预期



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 2：LH2505 高基差修复



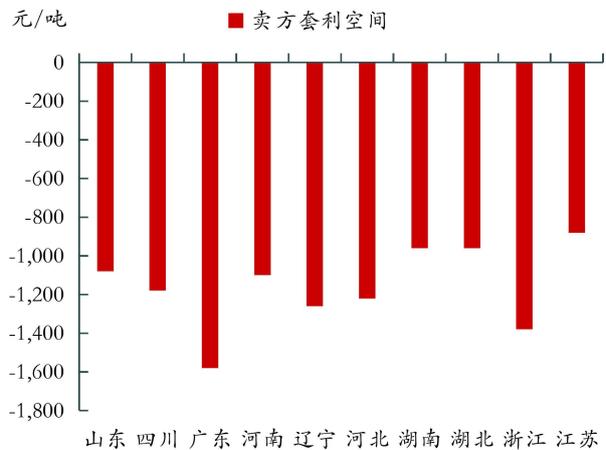
资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 3：LH2503 期现回归



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 4：卖方套利空间受制于现货



资料来源：WIND、卓创资讯、东证衍生品研究院

注：考虑地区升贴水和价差，这里以现货价格计算而非成本

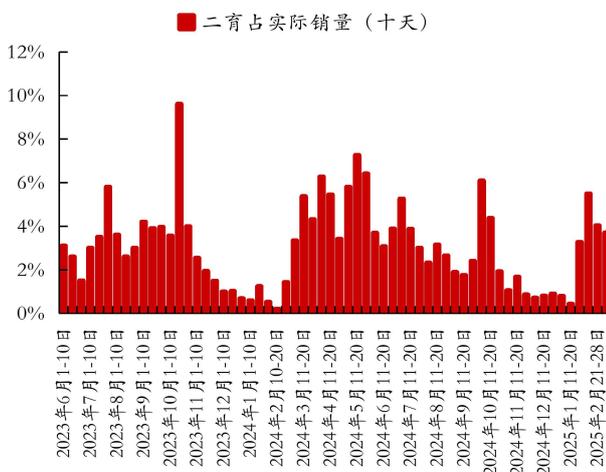
高基差下盘面修复的形成是市场以弱基本面提前交易5月合约而春节后现货却维持高位震荡的结果。从现货表现来看，参考钢联统计数据，1月外三元均价15.7元/公斤，2月均价14.79元/公斤，3月上旬均价14.53元/公斤，淡季月间跌幅不及预期。目前基准交割地河南现货价格与主力合约LH2505的基差始终维持在900-1200元/吨的高位，而考虑不同地区（选取代表性地区）价差与交易所给出地区升贴水后，当前盘面并未给出套利空间，除非现货进入更显著的跌势。

2、预期：仍未释放的利空有待落地

供应过剩、并逐渐愈发宽松依然是市场的一致认知，无论是集团场为代表的大型养殖户还是较为分散的中小养殖户，都在同一时期面临同样的来自出栏压力的现实问题。当下现货该跌不跌的背后仍在于出栏节奏与早前“节后大跌”判断之间的预期差。以春节为分水岭，往年节日所带来的集中消费效应在节后消退，使得市场需求急剧下滑，而叠加囤积的库存释放，往往会带来生猪价格呈现季节性下跌，更何况处于下行阶段。

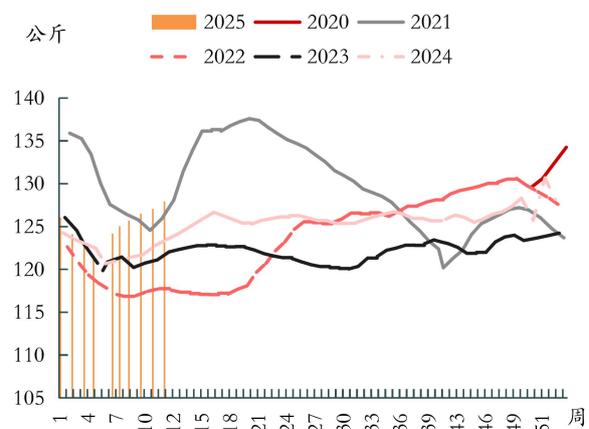
而实际情况却是，我们从体重指标及价格指标上看到了理论上不应当在“下行周期+消费淡季”出现的库存积压。从出栏均重表现来看，据涌益/卓创/钢联农产品反馈，截至3月第2周，出栏均重分别在127.92/124.74/123.71公斤，同增分别3.58%/1.46%/1.2%，背后存在集团场出栏滞后的原因，同时散户出栏意愿并不强，叠加少量育肥场二次育肥继续进场。值得注意的是，体重所反映的猪肉库存压力从饲料的同比变动中亦可予以体现，饲料作为生猪养殖过程中的主要成本支出，使用量与生猪存栏及体重存在正相关，不同口径反馈的饲料的同比增量（尤其育肥料），继续印证出栏滞后压力的抬升。

图表 5：二次育肥继续进场



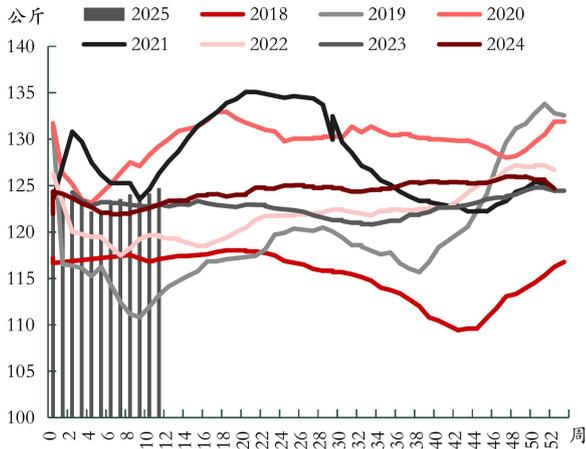
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 6：出栏均重变化所呈现的累库过程（涌益）



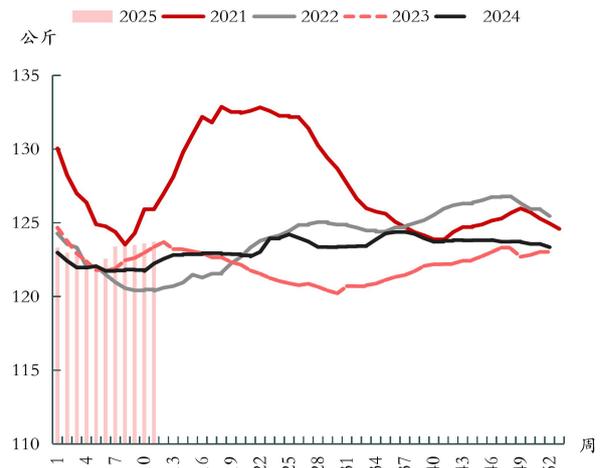
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 7：出栏均重变化所呈现的累库过程（涌益）



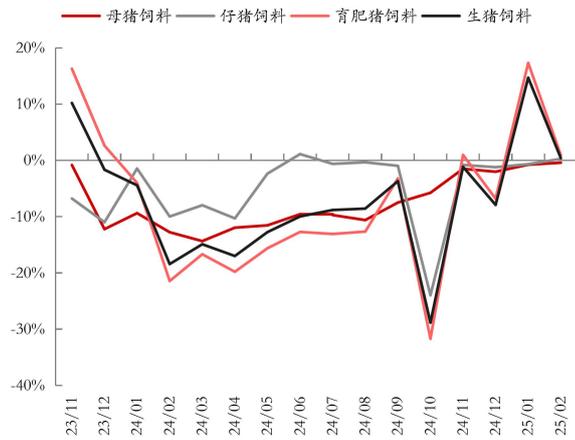
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 8：出栏均重变化所呈现的累库过程（钢联）



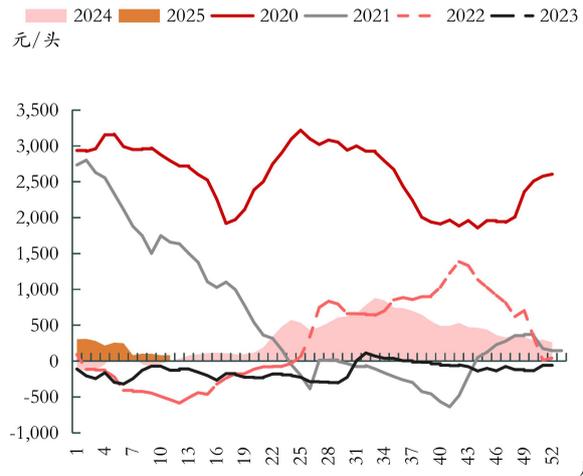
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 9：饲料同比增加



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 10：自繁自养利润



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

由此，当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升的同时，从产能视角来看，养殖盈利的维持进一步阻碍了产业周期性去产。据农业农村部数据，目前仍未进入母猪去产阶段，在1月份小幅去产之后，2月份能繁母猪反而呈现环比增势；类似的表现现在三方样本数据中同样得到验证，以卓创/涌益/钢联为代表的三方机构数据中的大样本部分分别对应2月能繁环增1.1%、持平略降、环增0.1%，产能从2023年年初至今已继续向上突破至稳定期。

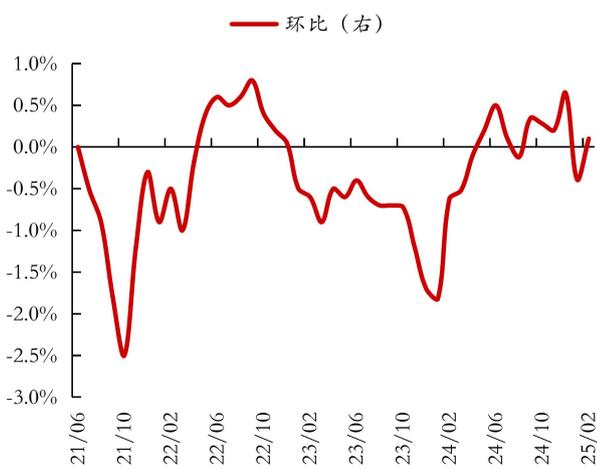
此外，从产仔表现来看，冬季疫病防控取得了改善显著，2024-2025 冬季期间，仔猪腹泻等季节性疾病影响较小，往年由于冬季疫病造成 7-9 月现货价格超涨的可能性被削弱，未来一段时间产量仍相对宽松，在今天的策略中，交易母猪增长的权重或要高于冬季仔猪疫病。

图表 11: 各机构能繁母猪存栏及变化曲线

样本类型	涌益		钢联			卓创		
	小样本	大样本	综合(规模+中小散)	规模	中小散	118家	166家	196家
2023年至2025年2月存栏变化曲线								
较上一轮减产期末存栏至今累计增幅	10.2%	7.5%	5.2%	4.9%	15.8%	20.8%	20.9%	17.7%

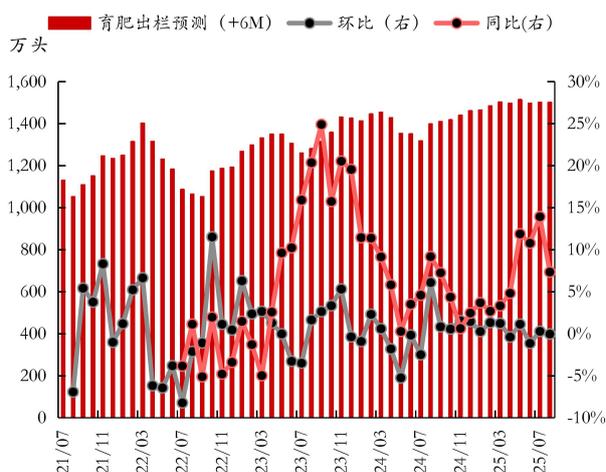
资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 12: 并未进入去产周期



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

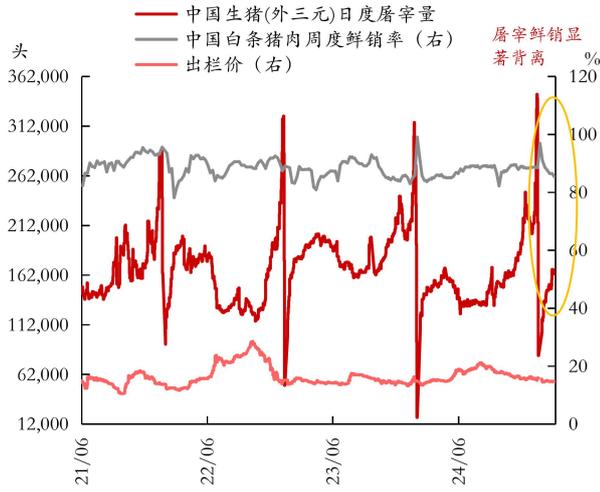
图表 13: 未来一段时间产量仍相对宽松



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

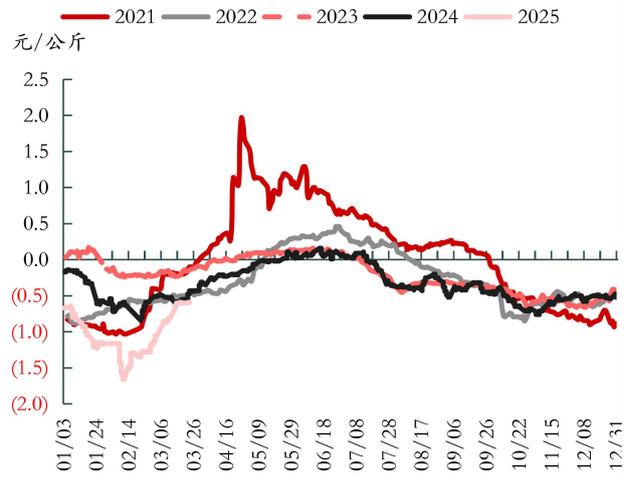
我们认为，在完成高基差交易之后，随着进入消费淡季，经历累库后更为宽松的供应将逐渐释放，进而带动现货价格的下跌，这将再度回归成为交易重心。从节后宰量与鲜销背离走势来看，终端消费并未见显著起色，而当下标肥价差曲线表现得比较陡峭，这其中固然有二次育肥因素的助推作用，从季节性来看，除却投机因素，亦存在继续走强的基础。

图表 14: 春节后屠宰增幅有限, 与鲜销呈背离走势



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 15: 标肥价差存在进一步走强基础



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

3、展望与投资建议

中长期, 生猪的交易仍具有强趋势性, 即围绕能繁母猪存栏、仔猪出生、育肥成活率、母猪淘汰等指标进行, 而当下的数据及行业利润表现并未出现扭转信号, 结合体重所对应的库存来看, 2025 年我国生猪养殖仍处于猪肉供应趋于过剩的格局内。旺季合约的估值在产能以外围绕养殖成本讨论, 这是天然产业空头套保的重要考量, 那么在未来仍未到来之前, 建议以成本作为合约“支撑”, 耐心等待成本被打破的可能性, 这期间或是相对曲折的道路。

短期, 现货的坚挺是一类以时间换空间的表现, 越坚挺则越累库则对应后续压力愈甚。而伴随时间轮换、季节轮转, 代表市场需求与养殖偏好的肥标价差存在继续走弱的压力, 这意味着累库是存在约束与上限的, 那么该过程的不可持续性将是沉重一击。我们认为去库难度的攀升是当下不可高估上半年合约的核心原因, 向上行情背后高基差的支撑, 或需要面对现货走弱的考验。

策略上, 风险偏好者可轻仓布局 5、7 空单, 谨慎者建议等待右侧入场机会。

4、风险提示

疫病、饲料原料价格波动、资金行为

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com