



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-01-06

生猪：放低预期

王 俊

农产品研究员

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎ 028-86133280

✉ wangja@wkqh.cn

报告要点：

与往年相比，今年远期合约被提前放低，且价差偏窄，即便是旺季合约，与现货也存在明显的贴水，且对近月没有表现出合理的升水；没有给出好的套保利润，这是市场成熟度提升的标志，同时也表明市场对长期的展望较为悲观。考虑 24 年下半年尽管猪价下跌但盈利尚可，母猪产能不降反增，实际疫病没有发生的基础，因此在产能和生产效率看增背景下，叠加偏低成本的制约，我们认为远月估值并无过低或不合理之处，但投机节奏和季节性托底因素同样值得关注，对远月波动应放低预期，抄底或追空均无大的想象空间。总的来看，供压前置导致的抛压暂缓和大猪偏紧或暂时托底近月，巨大贴水下逼近合约不宜过分看空，回落后有节奏性买入机会但无趋势看多价值；对于远期合约仍处于产能增加的压力之下，应该放低对波动的预期。

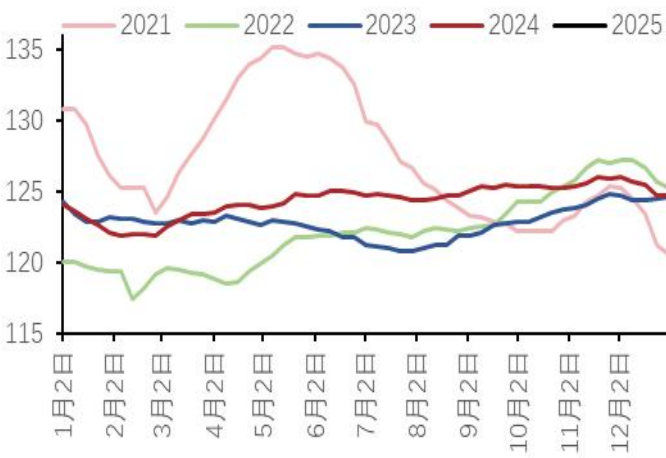
生猪：放低预期

以冬至为界，前期市场情绪悲观，屠宰放量明显，供应明显增量背景下节前反弹预期落空。12月集团出栏实际环比在12.2%，且超过计划出栏量的6.5%，当前交易体重降速明显，表明集团存在过度出栏的嫌疑；散户方面也不遑多让，当期栏舍利用率山东和江西分别下降至24%和23%附近，接近去年春节后悲观预期+疫情背景下创造的低点，同时标肥价差反季节性扩大，大猪供应偏紧佐证散户栏位有限，市场提前见到第一个恐慌底，由供应砸出，第二个恐慌底需要视春节后需求的降档情况而定，但在供应压力前置背景下，当前现货和盘面均出现压力缓解的迹象。

供压前置

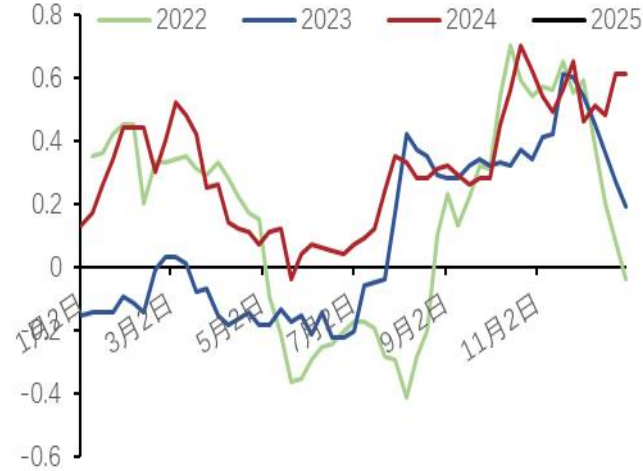
去年2月份开始出生仔猪数据明显转暖，对应到8月下半月理论出栏量显著攀升，现货情绪8月中旬转势，此后经历9月份的二育出栏和集团供应恢复，现货从高位明显回落但仍有养殖盈利。此后市场不再抱有幻想，计划出栏和屠宰端放量从10月份提前展开，明显早于往年的11月降温以后，表明整个市场存在提前风控的集体动作。据涌益咨询，24年10-12月计划出栏环比增量分别为4.3%、1.7%和5.4%，实际完成度分别超过计划量4.2%、1.6%和6.5%，增幅显著高于供应明显过剩的22年和23年同期。如果说仅凭供应规模偏大还不足以说明供压有提前透支的情况，我们还可以从几个指标侧面观察：一是交易体重降速明显，根据卓创数据，11月和12月初交易均重分别为125.32和125.99公斤，同比23年同期分别重1.59和1.26公斤，但是截止到今年元旦过后，交易均重已下滑至124.11公斤附近，与去年同期持平或略低，过量出猪是导致体重快速下滑最直接的原因；二是散户栏位明显下降，二育大省山东和江西栏位利用率分别下降至24%和23%，低于去年同期的35%和38%，也低于去年春节后低点的24%和25%，表明散户亦在过度恐慌中提前将筹码砸出；三是标肥差反季节性走高，传统冬至腌腊季后大猪需求下滑，标肥差从高位回归，但今年冬至后大猪持续坚挺，标肥差不落反升，大猪偏紧佐证活体库存得到一定程度的提前出清。

图 1：交易均重（公斤）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 2：标肥价差（元/斤）

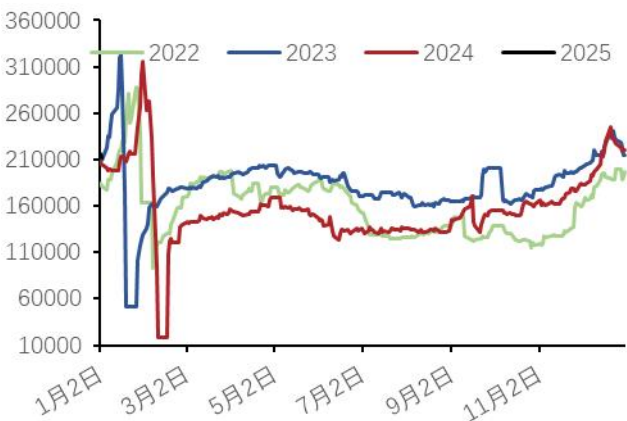


数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

期现货出现反弹

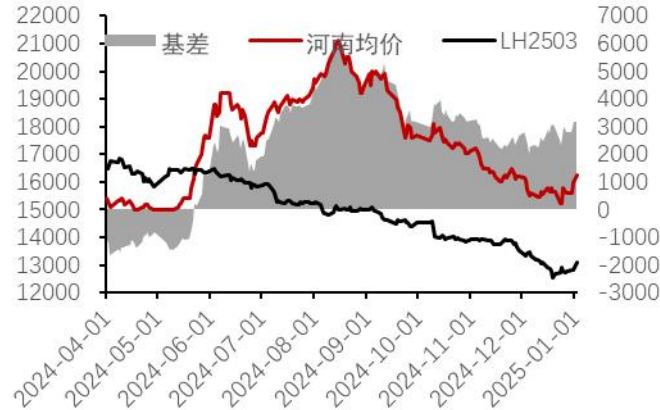
供压前置起到一次小型疫病的作用。去年下半年尤其是四季度养殖持续亏损，供应持续增加导致的恐慌性抛售叠加疫病影响是主要原因，考虑今年产能恢复谨慎、进度整体缓慢，仅仅是季节性因素导致的理论存栏量回升，屠宰量却达到与去年持平的规模，供压前置扮演了一次小型疫情对产能去化的作用；反观需求端，在与 23 年同期屠宰持平的背景下，考虑体重同比增加，但无论是价格还是盈利水平，24 年均好于上年同期，表明消费端基本支撑仍在。23 年四季度的疫情对中小猪的去化导致了 24 年一季度下跌不及预期且涨价提前，本年虽无疫病的明显影响，但供压前置作用类似，或对中短期的现货起到托底作用，市场认为 1 月份计划和理论供应量依旧偏大，且面临的出栏窗口有限，但标肥差过大引发的压栏和二育入场也能限制跌幅，边际上改善市场的看空情绪，导致冬至后市场未如预期般继续回落，反而触底反弹。另外盘面逼近合约处于普遍的成本线以下，且贴水现货幅度偏大，在现货暂时触底的预期下，近期也走出了一次空头离场引发的回补。

图 3：各年屠宰水平（头）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 4：LH2503 合约基差



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

长期展望悲观

与往年相比，今年远期合约被提前放低，且价差偏窄，即便是旺季合约，与现货也存在明显的贴水，且对近月没有表现出合理的升水；没有给出好的套保利润，这是市场成熟度提升的标志，同时也表明市场对长期的展望较为悲观。供压前置影响与真实发生的疫情不可同日而语的点在于，前者影响多集中在近端，后者不光影响中大小猪，也会明显的影响产能乃至带仔母猪，因而实际影响的链条更为长远。考虑 24 年下半年尽管猪价下跌但盈利尚可，母猪产能不降反增，实际疫病没有发生的基础，因此在产能和生产效率看增背景下，叠加偏低成本的制约，我们认为远月估值并无过低或不合理之处，但投机节奏和季节性托底因素同样值得关注，对远月波动应放低预期，抄底或追空均无大的想象空间。总的来看，供压前置导致的抛压暂缓和大猪偏紧或暂时托底近月，巨大贴水下逼近合约不宜过分看空，回落有节奏性买入机会但无趋势看多价值；对于远期合约仍处于产能增加的压力之下，应该放低对波动的预期。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn