

供应宽松，预期谨慎

2025 年 12 月



中泰微投研小程序



中泰期货研究所



中泰期货服务号

品种目录

分析师

朱殿霄
期货从业资格：F3079229
交易咨询从业证书号：Z0018269
联系电话：13051524133
客服电话：400-618-6767
公司网址：www.ztqh.com

目录

一、2024 年生猪市场行情回顾.....	- 3 -
1.1 供需相持阶段（1-4 月份）	- 3 -
1.2 情绪推涨阶段（5-9 月份）	- 3 -
1.3 压力释放阶段（9-12 月份）	- 3 -
二、供应格局：市场供应相对充裕.....	- 4 -
2.1 产能基数偏高	- 4 -
2.2 供应趋势递增	- 4 -
2.3 生产效率抬升	- 5 -
2.4 外部冲击较弱	- 6 -
2.5 养殖成本下滑	- 7 -
三、需求格局：需求市场未见亮点.....	- 8 -
3.1 定义猪肉消费分析框架	- 8 -
3.2 新年猪肉消费市场展望	- 8 -
四、结论展望	- 9 -
4.1 供应相对充裕，不宜期待超额利润	- 9 -
4.2 预期相对谨慎，养殖端情绪化减弱	- 9 -
4.3 外部冲击较少，价格的波动率下滑	- 9 -
4.4 盘面定价充分，关注冲高套保机会	- 9 -

内 容 摘 要

- **1、供应相对充裕，不宜期待超额利润。**当前生猪市场产能呈现出“产能基数偏高”、“生产效率提升”、“供应趋势递增”三个基本特点，这决定了 2025 年生猪市场供应相对宽裕，甚至将出现阶段性过剩，市场继续给出超额养殖利润的概率偏低。
- **2、预期相对谨慎，养殖端情绪化减弱。**在信息平权时代，养殖端从业者对明年市场面临的供需形势多有基础认知，市场对 2025 年现货价格高度相对谨慎，投机类群体（二次育肥群体、放养群体、冻品贸易）市场参与度或明显降低，对市场价格波动的影响减弱。
- **3、外部冲击较少，价格的波动率下滑。**2023 年四季度严重猪病疫情影响在“现实”和“预期”两个维度推高了 2024 年生猪市场的波动率。与 2023 年相比，2024 年生猪市场几乎未发生规模化疫病冲击，市场无需继续围绕疫情影响程度展开反复的博弈，我们认为这将显著降低 2025 年生猪市场价格的波动率。
- **4、盘面定价充分，关注冲高套保机会。**市场几乎达成了 2025 年供应相对宽裕的共识，而期货市场较为超前和充分的对市场共识进行了交易，部分产业主体套保入场的主动性很高，导致 LH2509、L2511 等合约已经回落至养殖成本线（预期）附近，盘面对产业基本情况定价充分。但波动是市场的主旋律，我们仍建议产业继续对盘面价格保持关注，抓住后续盘面可能给出的套保机会。
- **风险提示：基础产能异常波动 潜在猪病疫情影响**

供应宽松，预期谨慎

——生猪市场年报

一、2024 年生猪市场行情回顾

“高波动率”是 2024 年生猪市场价格走势的最大特征。生猪市场在“产能趋势认知分歧”、“疫病损失程度分歧”两大主线矛盾的推动下走出了“过山车式”的价格走势。回顾全年，2024 年现货市场走势可以划分为三个阶段：

1.1 供需相持阶段（1-4 月份）

该阶段市场的需求要素和供应要素摆动都较为明显，毛猪价格在多轮供需错配转换的过程中呈现出宽幅震荡状态。元旦前市场经历了一波毛猪抛售现象，元旦后市场供应压力有所降低，叠加春节消费明显提振，春节前现货价格阶段性拉涨了约 2.5 元/公斤，涨势强劲；春节过后，需求的大幅萎缩导致市场出现供应过剩现象，毛猪价格快速回落至 14 元/公斤以下，基本抹平了节前涨幅；随后，市场需求季节性回暖，毛猪价格缓慢回升至产业平均养殖成本线附近。

1.2 情绪推涨阶段（5-9 月份）

该阶段是全年毛猪价格上行的主升浪，区间价格涨幅超 6 元/公斤。该阶段现货价格的拉涨是基本面和情绪面共振驱动的结果：一是 2023 年四季度北方地区严重猪病影响的后遗症开始显现，市场从 5 月底开始表现出供应偏紧的迹象，现货价格开始上行；二是市场对 7-9 月份出现“供应断档”的预期剧烈升温，养殖端出现了较为普遍的压栏增重行为，尤其是二次育肥等投机群体大量入场，导致本就偏紧的市场供应进一步收缩，推动现货价格出现情绪化上涨。

1.3 压力释放阶段（9-12 月份）

该阶段是今年现货市场价格的主跌浪，区间毛猪价格跌幅超 5 元/公斤，四季度末现货价格基本回落至三季度初价格水平。现货市场的供应表现出两个特征：一是理论供应量完全走出了 2023 年猪病疫情影响，市场标猪供应充足；二是三季度市场压栏增重积累的库存压力开始兑现，社会猪源出栏积极性抬升，肥猪供应增加。上述两方面因素叠加导致四季度生猪供应大幅增加，超过了猪肉的季节性需求增量，压制现货价格持续回落。

图表 1 逐月出栏商品猪对应能繁母猪存栏情况

单位：元/公斤



来源：上海钢联，中泰期货整理

二、供应格局：市场供应相对充裕

2.1 产能基数偏高

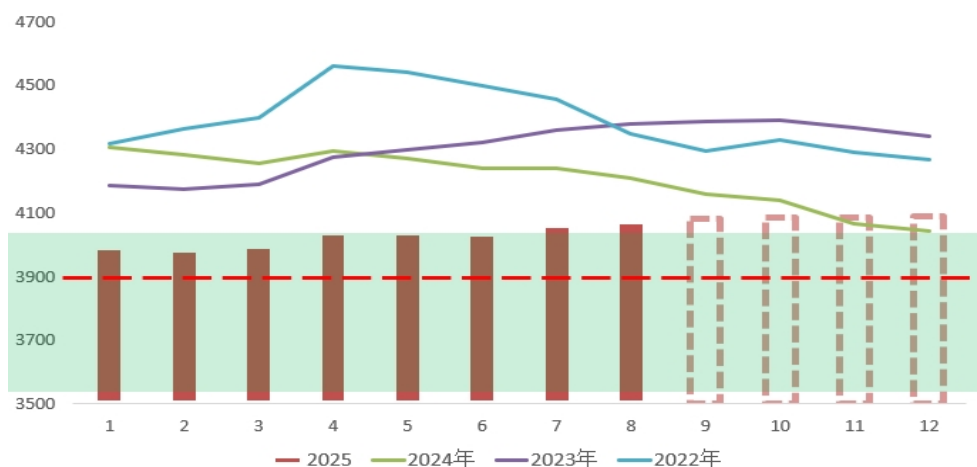
按照农业农村部《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》，“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右。同时，将产能波动的绿色区域设定为能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的 92%—105% 区间（含 92% 和 105% 两个临界值），也就是 3588-4095 万头区间为产能绿色区域。

按照能繁母猪与商品猪出栏间的线性对应关系，2025 年全年出栏的商品猪对应能繁母猪存栏区间为 2024 年 3 月至 2025 年 2 月。目前，官方发布的最新能繁母猪存栏量为 10 月份的 4073 万头，对应明年 8 月份的理论出栏量。从已经公布的能繁母猪存栏数据看，明年 1-8 月份商品猪出栏对应的能繁母猪存栏情况呈现两个明显特点：一是全部高于能繁母猪正常保有量 3900 万头；二是明年 4-8 月份商品猪出栏对应能繁母猪存栏量基本围绕产能调控绿色区间的上沿波动。这意味着明年 1-8 月份市场的商品猪理论供应量整体呈现略微宽松的状态。

对于明年 9-12 月的商品猪出栏，对应能繁母猪存栏阶段为 2024 年 11 月至 2025 年 2 月，该阶段能繁存栏情况尚不得知，但我们认为该阶段能繁存栏将保持逐月环比增长态势：一是 2024 年整体属于盈利年，养殖端现金流改善，不存在被动去产能的压力；二是该阶段能繁存栏对应明年四季度消费旺季的商品猪出栏，市场价格预期尚可。另外，近期猪病疫情也相对稳定，对母猪种群的影响较小。考虑到今年九、十月份母猪存栏量已经高于产能绿色区间上沿，后续几个月母猪基础产能继续超过绿色区间上沿的概率较高。

图表 2 逐月出栏商品猪对应能繁母猪存栏情况

单位：万头



来源：农业农村部，中泰期货整理

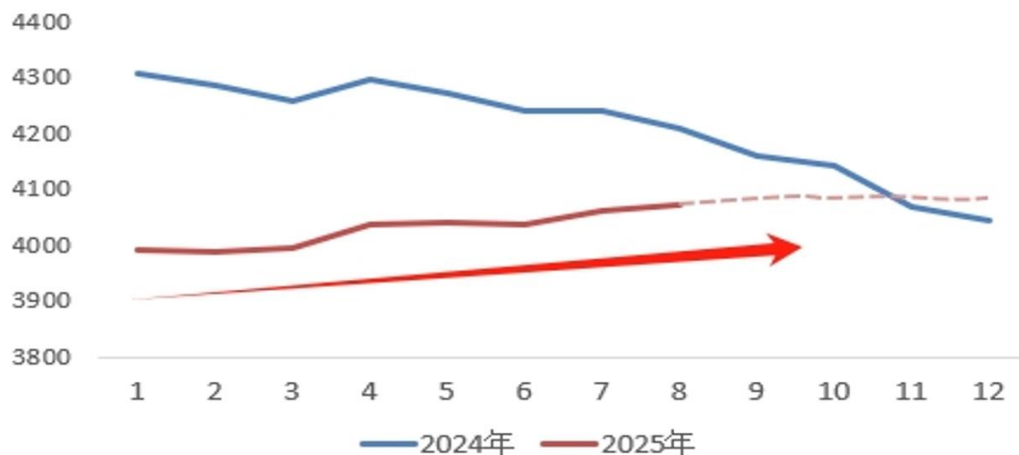
2.2 供应趋势递增

我们认为 2025 年商品猪理论出栏量趋势整体将呈逐月递增状态。这一方面基于 2024 年 3 月至 10 月份已经披露的能繁存栏实际情况，另一方面基于我们前文对于 2024 年 11 月-2025 年 2 月间能繁母猪存栏趋势的推断。

基于上述观点，我们可以据此将 2024 年和 2025 年的理论出栏量做对比：单纯从母猪产能角度看，明年前三季度的理论供应压力小于 2024 年同期，这是从下图两条曲线间的物理差距中可以直观得出的结论。但是因为 2025 年商品猪逐月出栏量对应能繁母猪存栏趋势边际向上，明年四季度的商品猪理论出栏量或将超过今年四季度。同时，考虑到市场在秋冬季的压栏增重倾向，明年四季度或将面临“理论出栏增加”叠加“供应压力后置”双重压力。因此，目前市场对明年三四季度的价格行情非常谨慎，目前已挂牌的 LH2509、LH2509 合约盘面价格均已回落至 15000 元/吨以下。

图表 3 2025 年逐月商品猪出栏对应能繁母猪存栏趋势

单位：万头



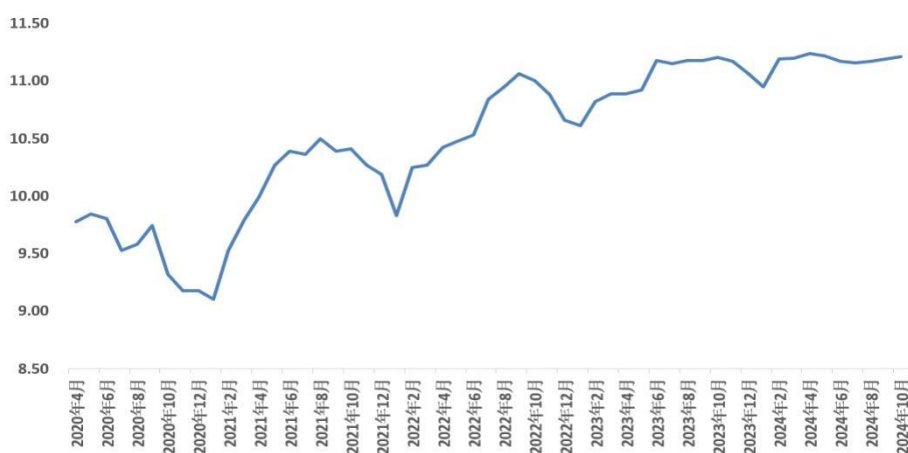
来源：农业农村部，中泰期货整理

2.3 生产效率抬升

能繁母猪的“数量基数”和“生产效率”共同决定了市场的产能水平。2025 年的商品猪供应不仅要面对能繁基数偏高的问题，也要面对母猪种群生产效率抬升的影响。根据农业农村部消息，“近几年母猪生产效率持续提升，今年以来 PSY(母猪提供断奶仔猪数)比去年又提高约 0.6 头，后续生产相同数量的仔猪所需的母猪存栏量将更少”。如果以 2023 年全国生猪养殖行业 PSY 水平 20.1（《2023 年养猪行业数据年度报告》）为基数，2024 年 PSY 提高 0.6 头，意味着相同数量能繁母猪的产能水平同比提高了约 3%。考虑到 2024 年全年生产形势稳定，猪病疫情对母猪种群的冲击较小，母猪种群生产效率的抬升将更有效和明显的抬升 2025 年的商品猪供应量。

图表 4 窝均健仔数趋势

单位：头

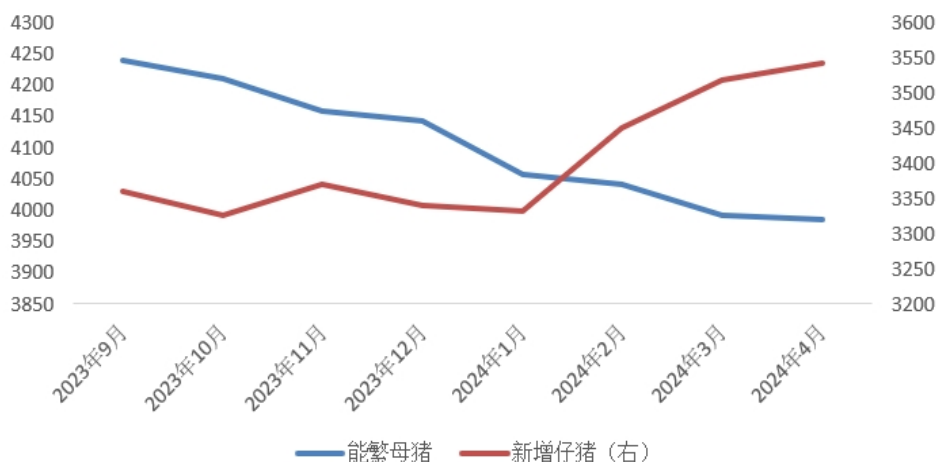


来源：涌益咨询，中泰期货整理

从实证的角度看，自 2024 年上半年开始，我们已经可以观察到能繁母猪存栏和新生仔猪存栏间的劈叉关系（下图），并且这种劈叉较为剧烈，这显然体现了母猪种群生产效率提升对市场实际供应带来的现实性影响。

图表 5 能繁母猪存栏与新增仔猪存栏发生劈叉

单位：万头



来源：涌益咨询，中泰期货整理

2.4 外部冲击较弱

外部冲击往往是生猪市场价格趋势性波动的主要来源。2002 年以来五轮猪周期中有四轮周期形成的驱动源于疫病或政策等因素的外部冲击。

2002 年—2006 年“猪周期”主要受非典疫情和禽流感疫情冲击。先是非典疫情导致养殖端、屠宰端停摆，产能快速下滑，其后禽流感爆发后，猪肉需求快速抬升，导致现货价格快速上涨。该周期上行期持续 27 个月，涨幅达 71%，下行期持续 20 个月，跌幅 40%。

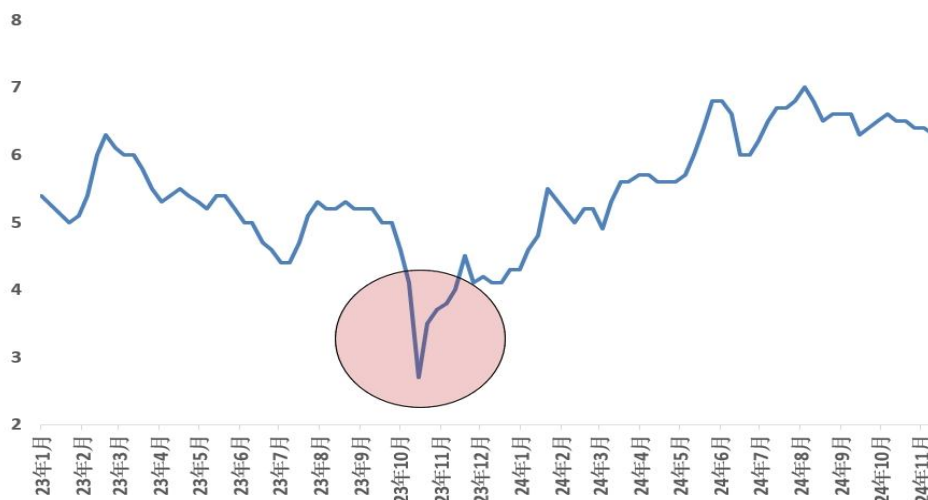
2006 年—2010 年“猪周期”主要受猪蓝耳疫病的爆发影响。2007 年猪蓝耳疫病爆发导致生猪存栏量急速下降，供需关系反转，猪价进入上行阶段。该周期上行期持续 22 个月，涨幅达 158%，下行期持续 24 个月，跌幅 46%。

2014 年—2018 年猪周期”主要受环保禁养规定的影响。国内从 2014 年起开始实施严格的环保禁养规定，提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户退出市场，生猪和能繁母猪存栏持续下降，驱动现货价格上行。该阶段现货上行期持续了 24 个月，涨幅达 97%，下行期持续 25 个月，跌幅超 50%。

2018 年—2022 年猪周期的核心驱动源自非洲猪瘟疫情影响。2018 年爆发了非洲猪瘟疫情，导致 2018-2019 年能繁母猪存栏量大幅下降，2019 年能繁母猪存栏较 2018 年 5 月下降 42%。供需关系的剧烈变动导致现货价格快速拉涨，本轮现货价格上涨持续了 32 个月，涨幅达 260%，下行期持续 14 个月，跌幅为 67%。

图表 6 淘汰母猪价格走势

单位：元/公斤



来源：涌益咨询，中泰期货整理

从近两年的实际情况看：2023 年四季度北方猪病疫情严重，引发了严重的市场抛售情况，导致标猪现货价格快速下跌。同时，猪病疫情的影响对能繁母猪存栏基数和仔猪补栏积极性也产生了负面影响，这从淘汰母猪价格及仔猪价格走势中可见一斑。考虑到母猪和仔猪受损对生猪市场长期供应的影响，2023 年猪病疫情的实际损失，在预期和现实两个维度为 2024 年现货价格注入了高波动率，市场在对疫情损失定价的反复博弈中推动了现货价格反复摆动。目前，针对 2023 年四季度疫情影响的交易已经结束，而 2024 年全年猪病疫情稳定，市场将把远期定价逻辑的关注重心放在供需核心指标上，而不会如 2024 年一样花更多的时间和精力交易对外部冲击的定价。

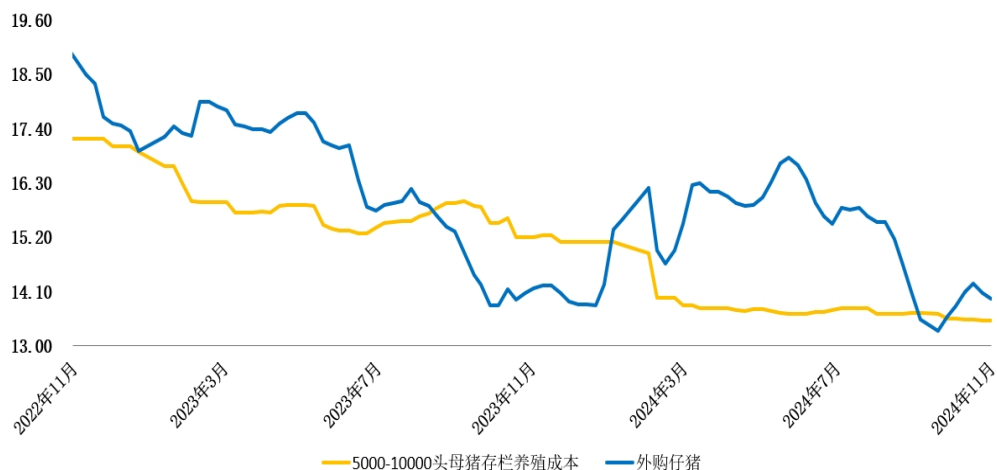
综上所述，考虑到 2024 年外部冲击较弱，我们认为 2025 年现货市场的波动率将显著下滑。

2.5 养殖成本下滑

生猪养殖成本在 2024 年出现了显著下滑，低成本优势有望在 2025 年得以维持。从历史数据看，2023 年自繁自养模式的成本中枢在 15.5 元/公斤，而 2024 年的成本中枢已低于 14.5 元/公斤，养殖成本大幅下滑显著增厚了养殖利润，是对生猪养殖行业的重大利好。

图表 7 饲料成本价格走势

单位：元/公斤



来源：涌益咨询，中泰期货整理

2024 年养殖成本大幅下滑的原因有三个：一是饲料成本的大幅下滑。玉米、豆粕价格在 2024 年均有明显回落，这是今年养殖成本大幅回落的核心驱动；二是养殖成绩持续改善。前文已经提到，今年以来 PSY 比去年提高约 0.6 头，育肥成活率自二季度开始也明显提高，为降本贡献了重要力量；三是产能利用率抬升。近两年规模企业降本发力的重点在于提高产能利用率，该工作在过去一段时间效果明显，头部企业厂房/设备摊销大幅降低，有效支撑了单斤成本下滑。

从上述三个因素的边际展望看，2025 年养殖成本有望继续回落：一是从期货市场玉米、豆粕远期合约走势看，饲料成本有望维持低位甚至继续下滑；二是在猪病疫情扰动偏低的背景下，养殖成绩有望继续抬升；三是头部企业扩张动力降低，继续提高现有产能利用率是企业的理想选择。

三、需求格局：猪肉需求未见亮点

3.1 定义猪肉消费分析框架

我们认为可以把猪肉消费的构成拆解为以下三部分：

$$\text{猪肉需求} = \text{刚性消费基数} + \text{季节性需求摆动} + \text{节假日需求摆动}$$

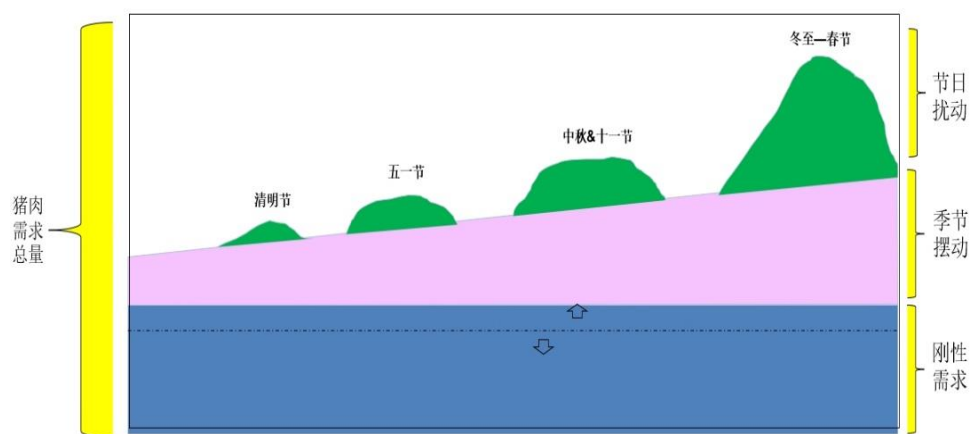
其中：

刚性消费基数是指全社会在一定经济环境下内生性猪肉消费需求。猪肉的内生性需求主要受经济发展水平、居民收入水平、人口结构和替代品因素影响。

季节性需求摆动是指因饮食习惯的季节性差异导致的猪肉需求季节性变动。从历史情况看，猪肉消费的季节性规律明显，一般上半年是消费淡季，下半年是消费旺季，旺季市场消费量级一般比淡季高 20% 以上。

节假日扰动：节假日一般会有有效的刺激猪肉消费，尤其是中秋、春节等重要节日的猪肉需求增量明显，但节假日需求一般有明显的波段性、脉冲性特征，很难对猪肉消费形成持续的提振。

图表 8 猪肉需求构成模型示意



来源：中泰期货整理

3.2 新年猪肉消费市场展望

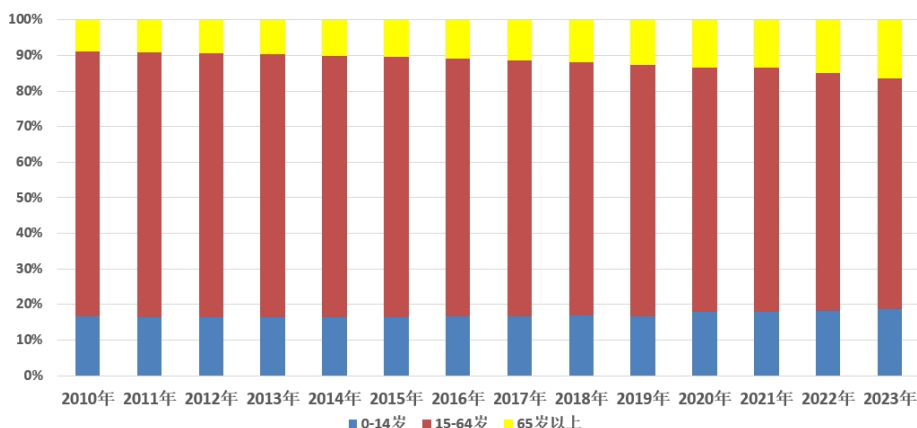
基于上述需求分析模型，我们对 2025 年猪肉消费市场有如下认知：

第一，市场将继续面临有效需求不足问题。关于有效需求不足问题，官方媒体光明网曾有评论：国内有效需求不足，是当前制约经济发展的主要矛盾（2024-10-14）。猪肉作为宏观属性较强的食品类消费品，受有效需求不足问题的影响较大。首先，经济发展增速放缓，居民收入增长受限，很难支撑餐饮、家庭猪

肉消费明显增长。其次，社会老龄化加剧限制猪肉消费需求。有数据显示 2023 年低国内 60 岁以上人口占比已超 21%，65 岁以上人口占比已超 15%。老年人饮食多清淡，老龄化趋势有加速现象将对国内猪肉需求形成趋势性负面影响。最后，替代品挤出效应明显。2024 年牛羊肉价格大幅下滑，牛羊肉与猪肉比价缩小，替代效应增强，对猪肉消费形成挤占。从牛羊肉市场基本面情况看，目前尚未看到供需逆转的明显迹象，预计牛羊肉等对猪肉的替代仍将持续。

图表 8 社会人口结构变化

单位：%



来源：中泰期货整理

第二，季节性和节假日效应仍将是需求摆动的核心来源。需求端的剧烈摆动往往是季节性和节假日需求叠加作用的结果，如春节后一个月消费低迷，实际是春节消费对节后的严重透支叠加天气回暖后猪肉消费季节性回落的综合影响；再如冬至、春节需求暴增的本质是猪肉季节性需求增加以及四季度节假日需求密集提振的叠加效应。对于 2025 年来讲，我们对消费端关注的重点仍在上述两个阶段，尤其是关注是否会发生较为明显的供需凑配现象。

基于上述讨论，我们认为 2025 年猪肉消费难有亮点，整体仍需将关注重点放着需求的季节摆动方面。

四、结论展望

4.1 供应相对充裕，不宜期待超额利润

当前生猪市场产能呈现出“产能基数偏高”、“生产效率提升”、“供应趋势递增”三个基本特点，这决定了 2025 年生猪市场供应或相对宽裕，甚至将出现阶段性过剩，市场继续给出超额养殖利润的概率偏低。

4.2 预期相对谨慎，养殖端情绪化减弱

在信息平权时代，养殖端从业者对明年市场面临的供需形势多有基础认知，市场对 2025 年现货价格高度相对谨慎，投机类群体（二次育肥群体、放养群体、冻品贸易）市场参与度或明显降低，对市场价格波动的影响减弱。

4.3 外部冲击较少，价格的波动率下滑

2023 年四季度严重猪病疫情影响在“现实”和“预期”两个维度推高了 2024 年生猪市场的波动率。与 2023 年相比，2024 年生猪市场几乎未发生规模化疫病冲击，市场无需继续围绕疫情影响程度展开反复的博弈，这将显著降低 2025 年生猪市场价格的波动率。

4.4 盘面定价充分，关注冲高套保机会

市场几乎达成了 2025 年供应相对宽裕的共识，而期货市场较为超前和充分的对市场共识进行了交易，部分产业主体套保入场的主动性很高，导致 LH2509、L2511 等合约已经回落至养殖成本线（预期）附近，

盘面对产业基本情况定价充分。但波动是市场的主旋律，我们仍建议产业继续对盘面价格保持关注，抓住后续盘面可能给出的套保机会。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。