



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-03-18

生猪：低成本下的博弈困局

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：

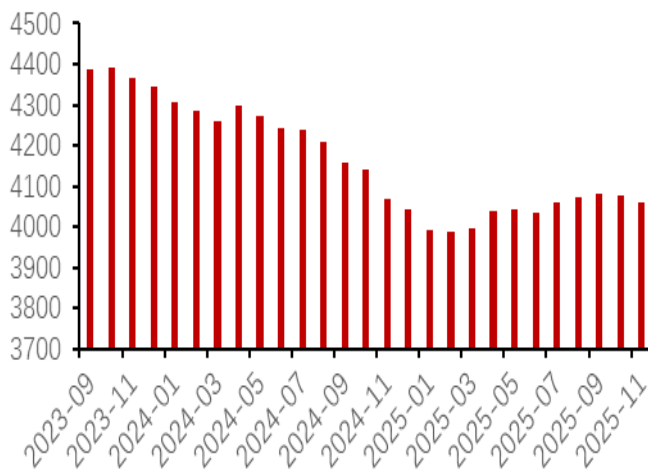
前期以及目前的低饲料成本构成了当下猪市的困局：一方面未来供应增加的趋势仍在兑现中，与盘面 contango 的结构排列形成矛盾；其次肥标差以及企业挺价等结构性因素仍存，体重向后积累，堰塞湖形成但尚未决堤；最后偏低成本造成了低预期与低价格博弈，需要饲料的超预期上涨，或者供应增至临界点导致现货超预期的下跌来打破当下稳态的局面，在此之前，远月被压制，而近月容易因收贴水而上涨。策略上，建议空头矛盾充分暴露前近月短多或区间思路为主，长期来看套保和投机方均需要重点关注远月上方的压力。

生猪：低成本下的困局

产能和理论供应量充裕

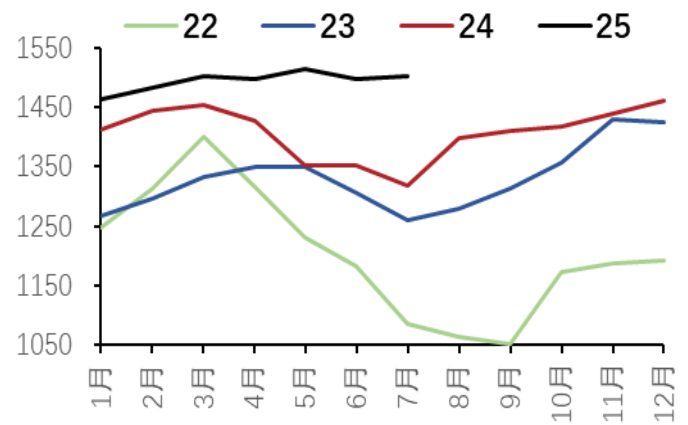
由能繁母猪推导，今年3-9月理论出栏逐步增加，产能最高峰在三季度末期。截止今年1月，官方能繁母猪为4062万头，考虑PSY等生产指标仍处高位，且去年四季度以来受疫病影响较小，三季度后供应端理论值降幅有限。样本数据显示，今年分年理论出栏量同比偏高，预期7月份的理论出栏量环比受季节性影响较小，同比+14%；3月份计划出栏量环比2月+14.3%，日均环比+3.2%。数据显示未来供应增加的趋势在逐步兑现中，与盘面Contango的结构排列形成矛盾。

图1：官方母猪存栏后推10个月（万头）



数据来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图2：分年理论出栏量（万头）



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

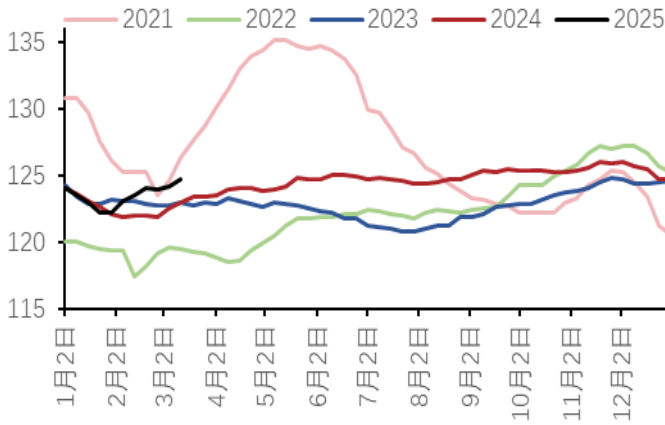
结构性支撑仍在

一是肥标价差支撑压栏和惜售。散户占比连续下降，加上前期大猪过分风控，当前肥标价差尽管季节性回落但同比仍明显偏高。且未来可能持续为正，支撑压栏情绪，导致尽管理性上市场对未来谨慎，但感性上却降重不顺，低饲料成本下，二育仍时有介入，价格反复拉扯，堰塞湖逐步形成但离决堤的临界点尚有距离，“狼来了”高呼了很久但还没来也是事实。

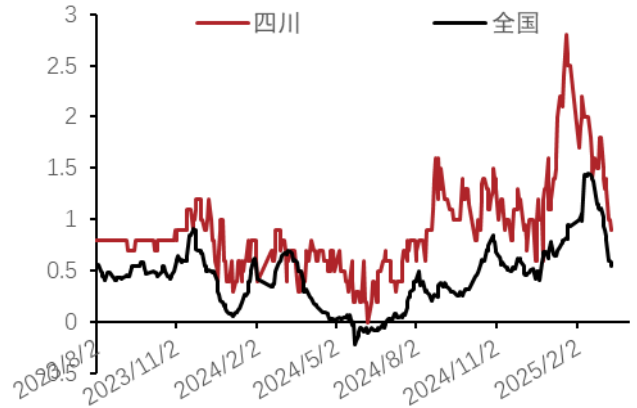
二是企业销售策略支撑生猪价格。春季是仔猪补栏旺季，饲料造肉成本低以及盘面给出未来的养殖利润一定程度吸引补栏。以牧原为例，今年1-2月商品猪销售量1146.1万头，同比+11%，仔猪销售219.2万头，同比去年的12.2万头+1700%，企业稳定生猪价格保仔猪销售的策略明显，但同时也暗含出企业不看好未来希望转移风险的策略。以上造成当前体重被动积累，与基本面相似2023年同期相比，今年截止3月中体重环比年内低点+2%，绝对值增加2.5公斤，23年同期增幅仅为+0.1%，今年市场将压力转抛后市的特征较为明显。

图3：生猪交易均重（公斤）

图4：肥标价差（元/斤）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

偏低饲料成本制造困局

造成当前局面最主要的原因是饲料成本偏低。一方面，猪价从去年8月中见顶后一路下跌，但始终保有较好的养殖盈利，低饲料成本是主要原因，由此造成尽管跌价但去产能尚未开始，母猪等产能从8月份以来依旧维持了增加态势，幅度为+1%以上，当前以及接下来半年的理论供应增加正是承接了去年下半年产能增势的产物。另外，尽管开年以来成本略有反弹，但同比仍明显偏低，造成养殖仍未出现明显亏损，二育和仔猪养殖仍存博傻和侥幸的心理，温水煮青蛙下，需要恐慌心理来打破稳态和刺穿泡沫，要么是饲料的超预期上涨，要么体重增至临界点导致现货超预期的下跌，或者兼而有之。

偏低饲料成本还造成了当前盘面的困局，即低预期与低价格博弈，驱动与估值难以共振，盘面交易的主线不明，缺乏清晰的趋势。市场看到了未来供应增加的趋势，对远期价格坍塌抱有预期，远月相对现货提前被交易至深度贴水状态，但低成本导致价格惯性依然，造成市场对坍塌时点并不确定，临近交割前近月反而容易因预期差而收贴水，如近期的05合约和已经进入交割月的03合约，在看到饲料明显上涨和猪市矛盾打破临界点之前，预计这种格局仍将延续。

综上，当前生猪市场面临多种矛盾，一方面未来供应增加的趋势仍在兑现中，与盘面 contango 的结构排列形成矛盾；其次肥标差以及企业挺价等结构性因素仍存，体重向后积累，堰塞湖形成但尚未决堤；最后偏低成本造成了低预期与低价格博弈，需要饲料的超预期上涨，或者供应增至临界点导致现货超预期的下跌来打破当下稳态的局面，在此之前，远月被压制，而近月容易因收贴水而上涨。策略上，建议空头矛盾充分暴露前近月短多或区间思路为主，长期来看套保和投机方均需要重点关注远月上方的压力。

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