



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-07-18

王 俊
农产品研究员
从业资格号: F0273729
交易咨询号: Z0002942
☎ 010-60167188
✉ wangja@wkqh.cn

生猪：等待旺季兑现

报告要点：

短期基础供应增量有限，且市场仍有累库预期，现货在消化月中抛压后 8 月份仍有再涨可能，只是或较难创出新高；盘面在贴水保护下估值端仍存在明显的支撑，09 合约更多关注逢低买入。下半年四季度开始逐步进入累库的兑现期，且散户栏位补齐以及基础供应增加均为春节前行情增加压力，只是盘面打出提前预期，远月给出的升水不够，11 等淡季合约更多等待反弹后套保或抛空，不宜过分追低。

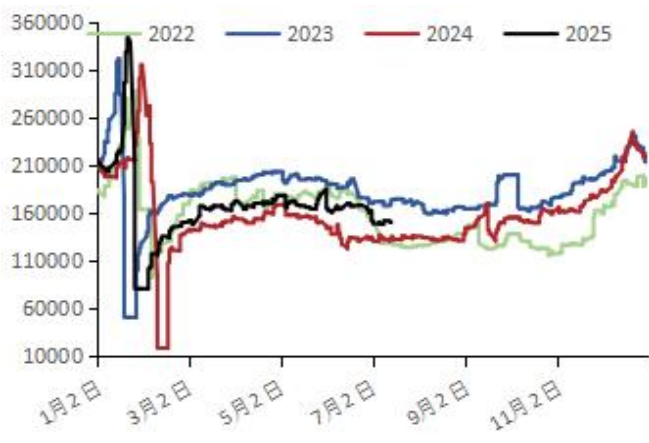
生猪：等待旺季兑现

猪比预期更少

上半年生猪市场再度体现出反一致预期的特点，总结来说就是：现货窄幅整理为主，尽管缺乏亮眼的表现，但由于猪比空头预期的要少，盘面在提前给出较高贴水的背景下，几个合约在临近交割前均以向上收贴水的走势为主，没有最终兑现空头的预期。

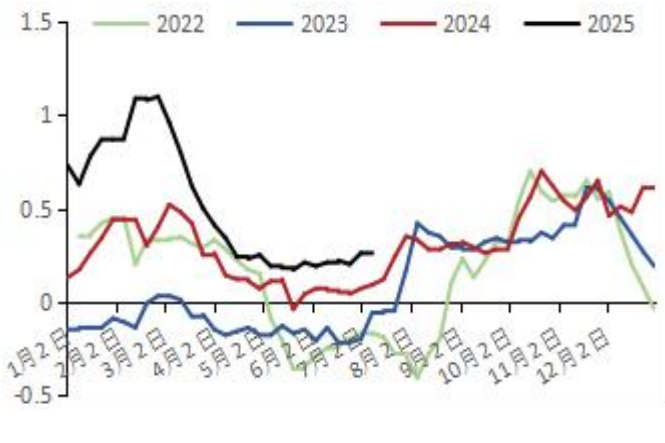
从逻辑上讲，尽管今年产能处于增势，但由于市场从去年底便开始提前风控，尤其是预期多锚定 2023 年，远月价格提前被交易至成本线附近后，屠宰量提前释放，散户和企业的出清程度较高，冻品也没有如 2023 年一样提前累库，直接导致了春节后空头预期的落空。从数据端看，尽管机构数据显示年内企业实际出栏量偏高，理论供应也指向未来平衡表偏向过剩，但由于规模场的增量无法覆盖散户的退出（从肥标价差和前期二育栏位可以看出散户占比进一步下降），而后者无法通过显性数据直接体现，因此交易的数据相比实际数据更加利空且明显失真。总结来看，今年与 2023 年最大的不同不是基本面而是预期：2023 年是供应增加但预期不差，产能出清不够且提前累库，因而盘面连续向下收升水；今年尽管产能也是增加，但由于行业预期悲观且风控过头，盘面主要逻辑转为收预期不足的贴水。

图 1：生猪屠宰量（头）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 2：肥标价差（元/斤）



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

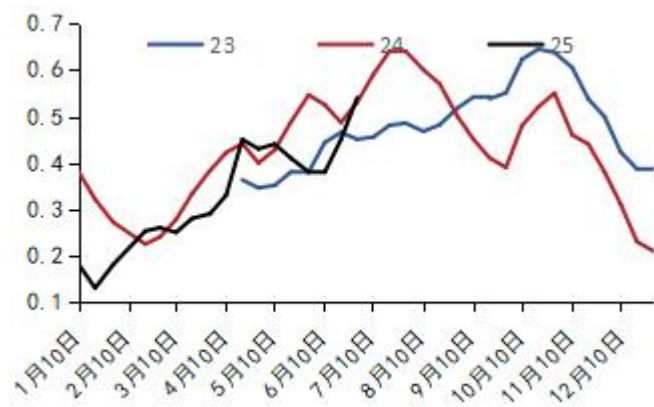
短期或仍有累库空间

5 月份以来，随着散户在春节后的库存重建告一段落，栏位普遍恢复到与去年同期相当的水平；企业端，天热后规模场也存在降重的需要，现货市场出现较明显的下跌，河南均价从 15 元/公斤下跌至 14 元/公斤附近，跌幅 1 元/公斤，四川均价跌幅达 1.5 元/公斤。不过，随着体重、屠宰量以及散户栏位的下降，市场在低位达成新的供需平衡。进入 6 月下旬，屠宰端开始逐步体现年初仔猪疫病导致的断档，基础供应减量，导致 6 月份计划完成度超过预期，而企业降重幅度偏大，也直接造成 7 月份的计划出栏量环比下降，引发 7 月初猪价的再度冲高。此轮上涨，河南均价从最低的 13.9 元/公斤涨至最高的 15.3 元/公斤，幅度接近 11%，现货的上涨也明显抬升了 07、09 等近月合约的估值。

7 月初至今，随着价格冲高后二育盈利扩大，散户普遍有兑现大猪的需要，市场惜售情绪有所

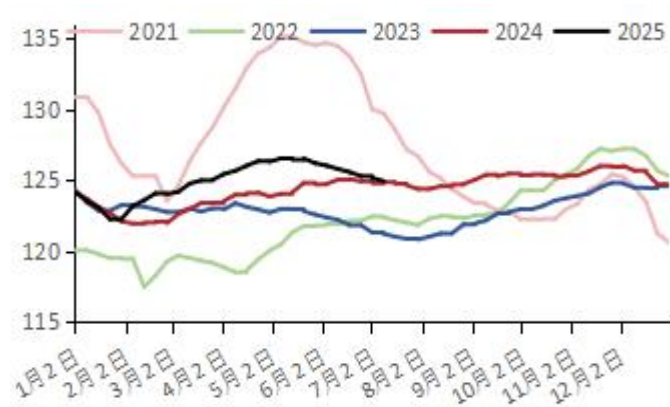
松动，现货市场再度踟蹰不前。但因为基础供应增量有限（7、8月份受年初仔猪疫病影响理论供应增量有限），且散户对后市预期调高，因此现货有压力但较难大跌，8月份集团理论供应变化不大，但配合散户栏位继续出清以及天气炎热下的增重困难，现货尽管难创新高但不排除仍有再次冲顶可能，盘面在贴水保护下估值端仍存在明显的支撑。

图 3：散户栏舍利用率（%）



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图 4：生猪交易均重（公斤）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

四季度重点关注上方压力

尽管上半年以来市场去库预期没有兑现，现货坚挺程度一再超空头的预期，但累库是实实在在发生的，只是9月前或仍未到需要集中兑现的阶段。与2023年相比今年的几点相同与不同：一是前期产能出清程度不同，2023年上半年是发生持续亏损的，因而更多表现为去库而非累库，今年上半年的生猪市场发生的累库（表现为体重增加）到下半年可能出现集中的兑现；二是9月后集团厂理论供应增势的斜率类似，二者均来自于头年母猪产能的积累以及年初仔猪疫病的少发，且今年上半年散户栏位补齐后（仔猪育肥叠加二育栏位）对整体行情的支撑作用相比上半年式微，现货在年底前、8-9月季节性反弹后上演低迷的可能性偏大；三是盘面远期给的预期和升水不同，2023年远期一直给出可观的升水，表明市场情绪偏高，但今年远月持续处于贴水状态，或限制盘面跌幅，届时不排除出现跌现货，但期货下跌有限的状态。

综上，短期基础供应增量有限，且市场仍有累库预期，现货在消化月中抛压后8月份仍有再涨可能，只是或较难创出新高；盘面在贴水保护下估值端仍存在明显的支撑，09合约更多关注逢低买入。下半年四季度开始逐步进入累库的兑现期，且散户栏位补齐以及基础供应增加均为春节前行情增加压力，只是盘面打出提前预期，远月给出的升水不够，11等淡季合约更多等待反弹后套保或抛空，不宜过分追低。

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