

www.shanjinqh.com

作者：曹有明

期货从业资格证号：F3038998

投资咨询资格证号：Z0013162

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

审核：王云飞

从业资格号：F03141565

交易咨询号：Z0021688

邮箱：wangyunfei@sd-gold.com

复核：刘书语

从业资格号：F03107583

邮箱：liushuyu@sd-gold.com

山金期货官微：



豆粕玉米进入上行周期，生猪维持宽幅震荡

报告导读

（1）豆粕：从过去几次豆粕的价格波动周期来看，短周期一般持续的时间在 3 年，长周期一般 6-7 年。而且，近 20 年来，豆粕价格基本都在 2500 元/吨上方运行，期货的高点在 4500 左右。目前价格在 3100 元/吨附近，现货价格略高。过去四年为大豆的增产周期。随着特朗普上台后发动贸易战，在目前的形势下，中国基本排除掉进口美豆的可能。那么，未来中国进口大豆的价格主要看巴西和阿根廷的供应情况。这两个国家出现任何的天气扰动，都有可能推动中国进口大豆价格出现飙升，从而带动豆粕价格的上涨。从大的周期以及盈亏比的角度来看，买入豆粕进行套期保值，对于生猪养殖企业来说，非常有必要。

（2）玉米：运行周期与豆粕价格的周期非常接近。在本质上，我们看涨玉米，与看涨豆粕的逻辑是一致的。从库存、库销比、猪粮比价以及玉米绝对价格的运行趋势看，未来玉米大概率将也进入上行周期。对于养殖企业来说，在玉米上进行买入套期保值，控制生猪的养殖成本，操作的风险小，且潜在获益空间与胜算均较大。

（3）生猪：目前国内生猪以及能繁母猪存栏量均已经进入到相对平稳时期，这也决定了未来生猪出场价的波动不会像 2020 年那么剧烈。另外，因为最近两年宏观经济增速下行，消费相对偏弱，通胀趋弱，对猪肉的消费形成一定的压力，预计生猪价格将围绕 15 元/公斤上下波动，生猪期货价格的波动相对更为平缓。针对生猪期价的卖出套期保值，需要考虑绝对价格水平、基差、季节性规律这三个最重要的因素进行择时交易。

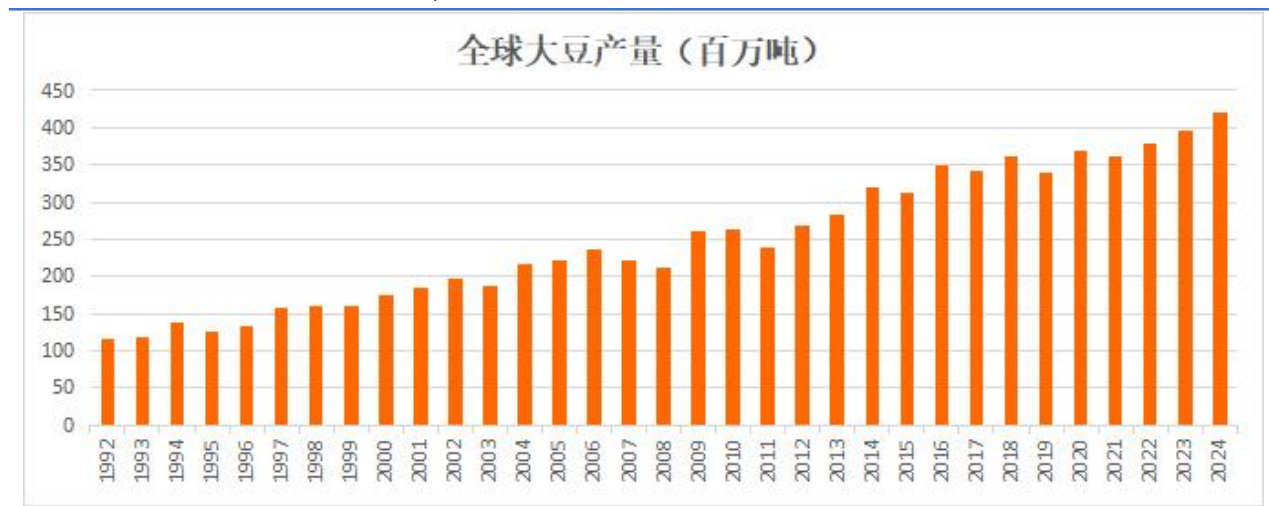
风险提示：贸易局势、南美的天气形势等

一、豆粕的上涨或远未结束

1.1 2025 年大豆产量创纪录，未来全球产量继续增加的趋势不可持续

2025/25 年度全球大豆产量预计将达到 421 百万吨，已经连续增产四年，且今年的增幅是过去三年中最大的一年，比去年增加了 2600 万吨。从过去的情况来看，全球大豆产量从未有连续五年增加的。2024/25 年度新增的大豆供应主要来自于巴西大豆产量的增加，预计今年巴西大豆产量增加 1500 万吨，属于极度丰产的年份。阿根廷大豆产量 4900 万吨，去年增加 80 万吨左右，已经恢复到正常年份。考虑到贸易战的影响，今年美国大豆种植面积预计会出现一定幅度的下降。整体来看，全球大豆连续增产的趋势很难持续。而且，如果要出现减产，来年的产量基本上要回到上一年的产量水平，也就是说，2025/26 年度大豆减产大概率上将要超过 1000 万吨。贸易战叠加整体产量的回落，可能会推动大豆价格向 2021 年高点靠拢，大豆价格进入新一轮上行周期概率极大。

图表 1：全球大豆产量连续四年增加，增产趋势不可持续



数据来源：iFind, 山金期货

1.2 原油价格的下跌带动豆油回落，油粕比向着有利于豆粕的方向变化

受贸易战以及 OPEC+增产原油的影响，原油价格大幅下跌，目前已经跌破了最近几年的低点所构成的重要支撑，预计将展开新一轮持续时间在一年以上的下行趋势行情。因为美国发动了贸易战，造成全球经济增速下降，甚至部分国家会陷入衰退，原油的需求预期恶化。另外，贸易战导致美国通胀预期大幅攀升，特朗普希望通过拉低油价来抑制通胀，因此鼓励原油生产商加大开采力度。而且，国内外主要的机构普遍看空原油及工业品。因此，原油价格在跌破了近几年的低点构成的支撑位后，极有可能将展开一轮长期下行趋势。

最近一年多时间，因印尼等实施掺混比例更高的棕榈油生产生物柴油，导致棕榈油持续上涨，带动豆油价格不断攀升，压制了豆粕的价格。随着原油价格的下跌，棕榈油价格大概率将跟随原油价格走势，展开一轮下行趋势，带动豆油价格的下跌，油厂将通过挺豆粕的价格来维持压榨利润。因此，从油粕比的角度来看，未来豆粕价格将和过去一年的情形反过来，豆粕的走势将明显强于豆油，油粕比将逐步向 2.0 逼近。

图表 2：原油的走势与油粕比

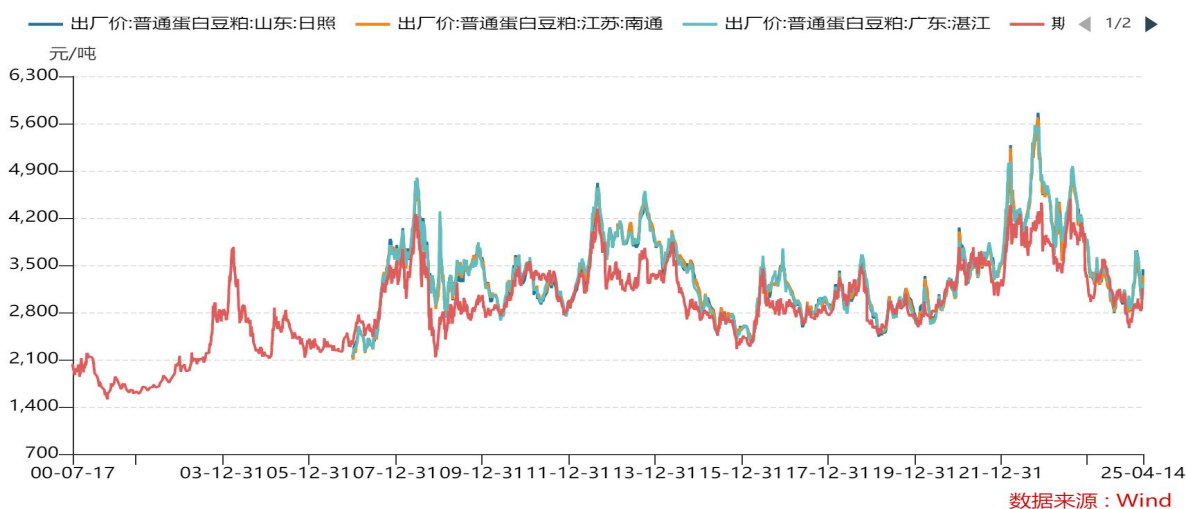


数据来源：iFind, 山金期货

1.3 豆粕绝对价格处于低位，上涨空间巨大

目前豆粕现货价格在 3300 元/吨左右波动，期货价格在 3100 元左右波动，基差在 200 元左右。无论是现货价格还是期货价格，均处于相对偏低的位置。一旦遇到因天气因素导致的减产等，豆粕的价格将容易遭遇市场的天气炒作，在短时间即出现大幅上涨。

图表 3：豆粕现货与期货价格走势



数据来源：Wind

数据来源：Wind, 山金期货

反过来说，即使天气等条件有利，在目前的价格水平上，向下的空间也比较有限。而且，目前的行情有一定基差作为保护，逢低进行适量的买入套期保值，仍具有很大的必要性。

1.4 豆粕行情的展望

从过去几次豆粕的价格波动周期来看，短周期一般持续的时间在 3 年，长周期一般 6-7 年。而且，近 20 年来，豆粕价格基本都在 2500 元/吨上方运行，期货的高点在 4500 左右。目前价格在 3100 元/吨附近，现货价格略高。过去四年为大豆的增产周期。随着特朗普上台后发动贸易战，在目前的形势下，中国基本排除掉进口美豆的可能。那么，未来中国进口大豆的价格主要看巴西和阿根廷的供应情况。这两个国家出现任何的天气扰动，都有可能推动中国进口大豆价格出现飙升，从而带动豆粕价格的上涨。

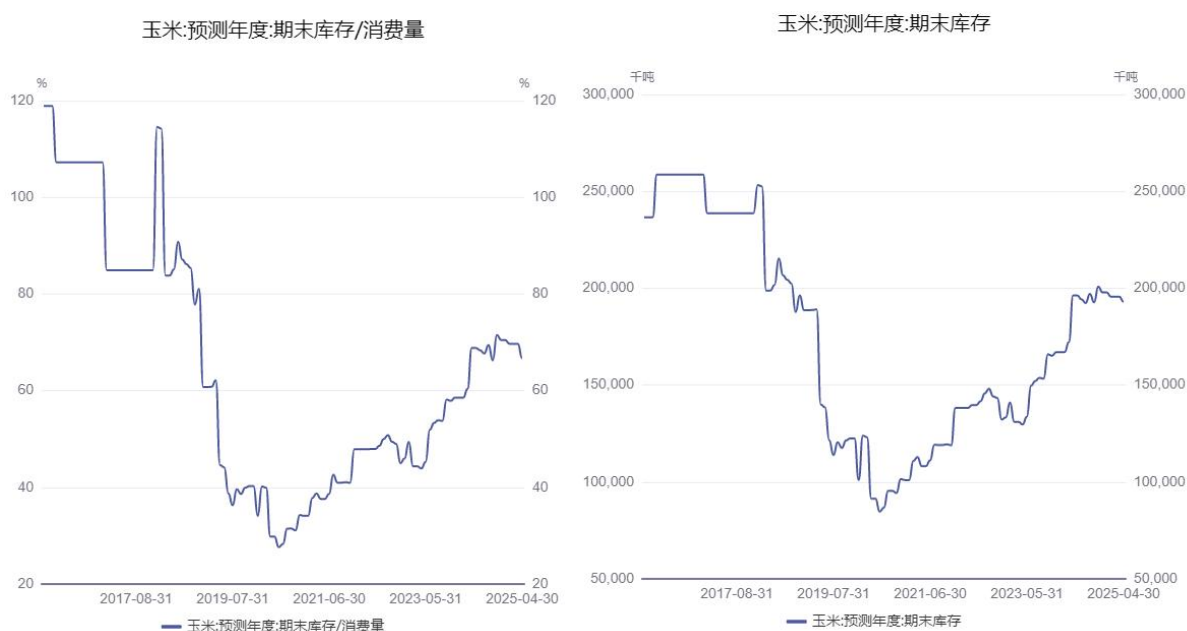
从大的周期以及盈亏比的角度来看，买入豆粕进行套期保值，对于生猪养殖企业来说，非常有必要。从入场的点位来说，主力合约如果能跌至 3000 元/吨下方，将是极佳的入场区间。当期价突破 4000，则往往意味着行情来到了高位区间，买入套保的多单需要考虑逢高离场了。

二、玉米：将进入上行周期

2.1 玉米的库存见顶概率大

最近四年，玉米库存逐步攀升，库销比也同步上升，但这种上升趋势或并不具备持续性。首先，过去几年，中国玉米进口量占中国玉米总供给在 10% 左右。如果期末库存不断上升，且价格不断下跌，那么，进口的量预计将有所下降。另外，由于贸易战的影响，中国进口美国大豆的概率几乎不存在，大豆价格存在巨大的上涨风险。预计国内政策面也将鼓励种植更多的大豆，压缩玉米的种植。因此，我们从玉米的库存及库销比走势上可以看到，最近一年左右的时间，这两个数据基本上处于横盘状态。在玉米的消费方面，生猪存栏量预计将维持稳定，蛋鸡养殖尚有较好的利润，预计蛋鸡存栏量也将稳中有增，预计的消费大概率可以维持稳中有升的局势。因此，从供求的角度来看，玉米的价格上行的可能大于下行的可能性。

图表 4：国内玉米的库存及库销比



数据来源：iFind, 山金期货

2.2 猪粮比价仍有下降空间，对玉米价格构成支撑

从相对价格角度来看，猪粮比价目前是 7 左右。从过去近 15 年的周期看，该数据低点一般跌破 5。因此，猪粮比价仍有继续下降的空间。从生猪价格的角度来看，生猪价格上涨空间比下跌空间大，这也意味着玉米的价格未来上涨的空间要大于生猪的上涨空间（按比例）。

图表 5：猪粮比价的走势



数据来源：iFind, 山金期货

另外，从豆粕和玉米比价的角度看，由于豆粕的价格存在较大的上涨空间。如果豆粕价格上涨，则一定会带动玉米价格的上涨。近几年玉米价格的下跌，也有豆粕价格大幅下跌的拖累。未来这一过程将逆转。

2.3 玉米绝对价格已经出现了较大幅度的回落，继续下跌的空间有限

从玉米绝对价格的角度来看，经过近 5 年时间的调整，目前玉米价格已经有高峰期的 3000 元/吨的水平回落到 2300 元/吨的水平，调整的时间和空间均已经非常充分，继续下跌的空间有限，未来上涨空间远大于下跌空间。

图表 6：美豆压榨情况



数据来源：iFind, 山金期货

2.4 总结：玉米价格已经进入上行周期

综合来看，玉米的运行周期与豆粕价格的周期非常接近。在本质上，我们看涨玉米，底层逻辑与看涨豆粕的逻辑是一致的。从库存、库销比、猪粮比价以及玉米绝对价格的运行趋势看，未来玉米大概率将也进入上行周期。

对于养殖企业来说，在玉米上进行买入套期保值，控制生猪的养殖成本，操作的风险小，且潜在获益空间与胜算均较大。

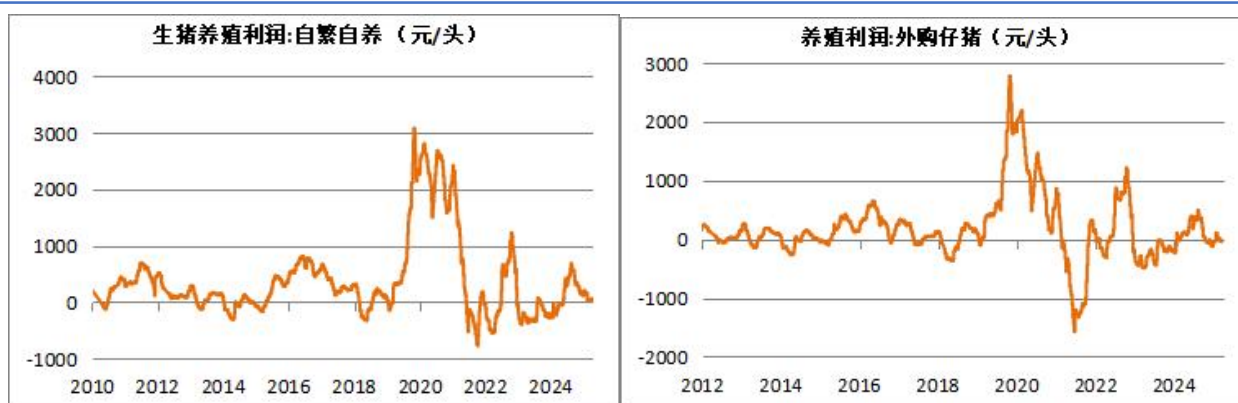
三、生猪进入低利润时代，价格维持低位震荡

3.1 生猪的养殖进入传统的低利润时代

2020 年前后因为生猪疫情以及新冠疫情的原因，生猪养殖利润出现了爆发式的增长，且持续了近两年时间。随后生猪养殖利润快速回落，于 2022 年出现了史无前例的深度亏损，2023 年生猪养殖利润快速恢复，但也仅恢复到过去常规猪周期的高峰时期的水平，没能在复现 2020 年的高光时刻。

2020 年的高利润本身属于多重事件冲击导致，在可以预期的将来，大概率不会再次出现，未来将进入低利润时代。首先，养殖行业本身竞争激烈，决定了不可能像个别垄断行业或者高准入门槛行业那样获得比较高的毛利。其次，防疫技术的进步，使得非洲猪瘟对供应的冲击逐渐式微。最后，大规模养殖场取代了家庭养殖，使得供应更有保障。

图表 7：生猪养殖利润的波动逐步下降

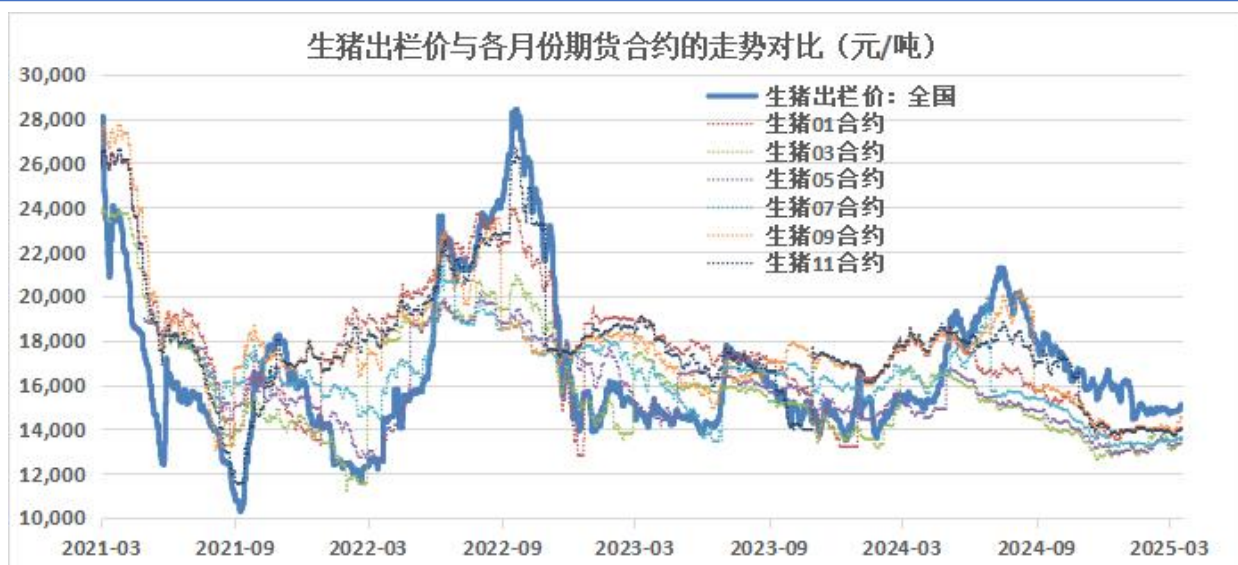


数据来源：iFind, 山金期货

3.2 生猪现货价格维持震荡，期价波动小于现货价格

最近几年，生猪价格的波动逐渐收敛，而且，期货的波动区间明显小于现货。主要原因在于，随着市场的成长和成熟，市场参与者对期货工具的使用更为熟练，对价格的理解也在逐步加深。而且，近三年的行情的证明，利用生猪期货进行套期保值，对择时的要求更高。例如，在现货价格跌至 14 元/公斤时，期价表现为升水（高于现货），预示市场一致看多未来价格的走势（市场的预期未必正确）；当价格涨至 18-20 元/公斤时，期价表现为贴水（低于现货），预示市场一致看空未来价格的走势。之所以有这样的表现，主要市场已经预期到，未来价格将不会在低位或高位停留很久。因此，当价格涨至高位时，即使未来价格会出现下跌，但主力合约可能已经贴水现货太多。

图表 8：生猪现货与期货合约走势对比



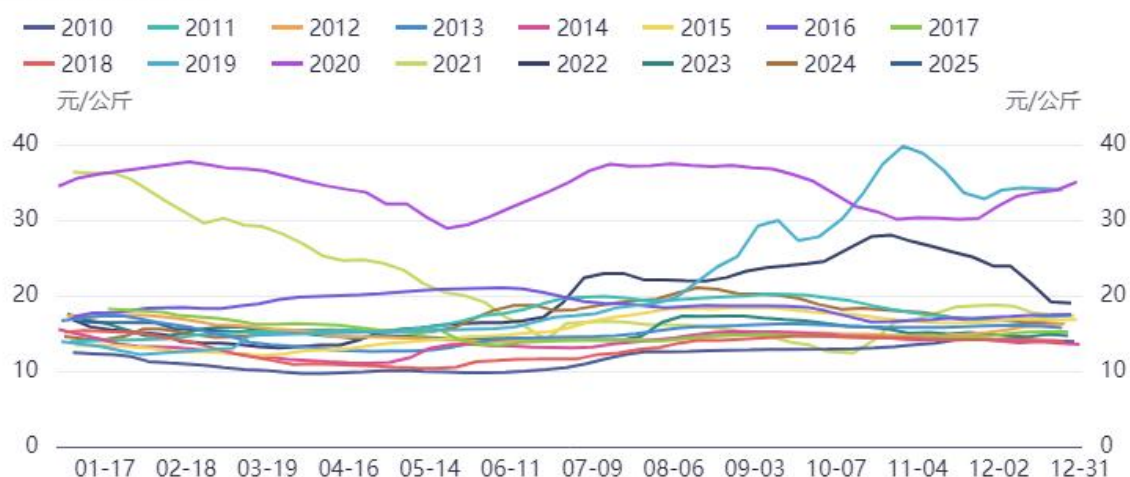
数据来源：iFind, 山金期货

3.3 生猪价格变化仍维持过去的季节性特征

生猪价格的季节性规律比较明显，一般是春节前后见顶，随后一路下跌，5月1日至端午前后见底，然后开启季节性上行趋势，至国庆/中秋前后见顶，随后短暂调整一至两个月，在春节前再出现一轮小幅的上涨。生猪价格的季节性规律主要跟出栏和需求的季节性波动有关。随着市场逐步成熟和理性，预计未来生猪价格的波动仍将遵循过去的季节性规律。

图表 9：生猪价格的季节性

全国大中城市:出场价格:生猪



数据来源：iFind, 山金期货

3.4 总结：生猪价格整体将维持宽幅震荡

目前国内生猪以及能繁母猪存栏量均已经进入到相对平稳时期，这也决定了未来生猪出场价的波动不

会像 2020 年那么剧烈。另外，因为最近两年宏观经济增速下行，消费相对偏弱，通胀趋弱，对猪肉的消费形成一定的压力，预计生猪价格将围绕 15 元/公斤上下波动，生猪期货价格的波动相对更为平缓。

图表 10：国内饲料产量



数据来源：iFind, 山金期货

针对生猪期价的卖出套期保值，需要考虑绝对价格水平、基差、季节性规律三个最重要的因素进行择时交易。在期价明显处于低位且现货价明显高于期货价格的情况下，不宜进行套期保值。只有当期现货价格处于相对较高的位置，且期价倾向于下跌的季节里（如春节至端午以及中秋之后的两个月左右的时间段），需要进行卖出套期保值，以规避期价下跌的风险。

四、总结

长期来看，豆粕、玉米大概率已经进入上行周期，持续时间至少在 2 年。因此，对于生猪养殖企业来说，在价格相对低位，提前买入豆粕和玉米期价，对未来索要采购的饲料进行套期保值，非常有必要。而且，随着生猪养殖企业规模的不断扩大和技术水平的不断提升，生猪出场价预计整体将维持震荡，且震荡将不断收敛，利润也将不断震荡回落。在可预见的将来，生猪养殖的暴利时代不会再现。因此，在价格的高点，对生猪进行卖出套保，可以有效提升养殖企业的利润水平。

在中美贸易战如火如荼的时代，提高成本的控制水平，以更好的价格卖出成品猪，是提升企业盈利的关键。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资

料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。