

►研报·鸡蛋

价差变化是核心因素

倍特期货·研究发展中心

2020年5月29日

蛋价在5月的波动，出现了两个明显特征。第一是猪肉价格对蛋价，特别是现货的影响再次放大；第二是鸡蛋期货合约之间的差异更为显著。这两个特征导致鸡蛋期货的波动节奏异常复杂。那么在接下来的6月，鸡蛋价格跟随怎样的影响要素，波动又会出现怎么的变化，将是未来观察的重点。

相关报告：

《鸡蛋重新评估供需关系》

分析师：魏宏杰

从业资格号：F0209358

投资咨询证号：Z0000599

联系电话：028-86269250

助理分析师：刘体峰

从业资格号：F0210058

联系电话：028-86269305

QQ：423329788

要点：

- ◆ 猪肉价格波动对鸡蛋价格的影响
- ◆ 鸡蛋价格的基本面因素

观点和操作策略：5月以来，鸡蛋价格始终是以弱势基调运行，没有太多起色。首先是市场期待中的五一长假消费旺季成色有所折扣，导致鸡蛋社会库存过大。而国家对猪肉价格持续进行调控，猪肉价格在5月基本处于承压走低的状态，也对鸡蛋价格也出现向下的跟随。最后是期货层面，2006合约临近交割，由于限仓，资金流出，期价持续阴跌。而2007及其余远合约则以窄幅区间内的反复震荡为主。整个5月来说，行情走势相当复杂。预计6月，整个市场基本面仍然难言明朗，多空争斗的焦点将集中于：远期合约目前呈现出得期现的升水，是否是正确反映了基本面的可能变换？！

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、行情回顾

期货方面：

5月，由于影响因素极其复杂，且在近月合约体现最为集中，导致鸡蛋期货各合约差异也异常显著。具体来说，2007及后期合约均为窄幅区间内的反复震荡为主，而2006合约则视影响因素的不同，其波动被明显分为了三个阶段。在行情回顾中，重点分析2006合约。

第一阶段：5月6日~11日，五一长假后，2006合约出现跳空下行，价格波动重心从节前的3150下跌至3000。因节日期间的消费未如预期，社会库存存量较大，现货价格走低，导致期现价格同步下行。

第二阶段：5月12日~22日，该阶段2006合约出现震荡走低，价格波动重心从3000下跌至2800。该阶段，最主要的影响因素是生猪价格受国家调控措施加强，出现连续下跌，鸡蛋现货价格在此过程中，明显和猪肉价格联动，持续阴跌走低。

第三阶段：5月23日~28日，该阶段2006合约出现跌幅逐步放大的持续下行过程，4个交易日中价格波动重心从2800下跌至2550。该阶段，最主要的影响因素是该合约临近交割，受到交易规则限仓所致，在供需宽松的大背景下，资金只能平仓流出，期价承压持续走低。值得需要的是：该阶段，鸡蛋现货价格基本稳定，未有大的波动。

和4月相比，近远期合约没有明显的差异。5月期间，鸡蛋期货各合约表现出较强差异性。其原因，是该时段内，影响鸡蛋的因素都以短期为主，并不动摇更远的基本面格局。

图1：鸡蛋2006合约期货指数



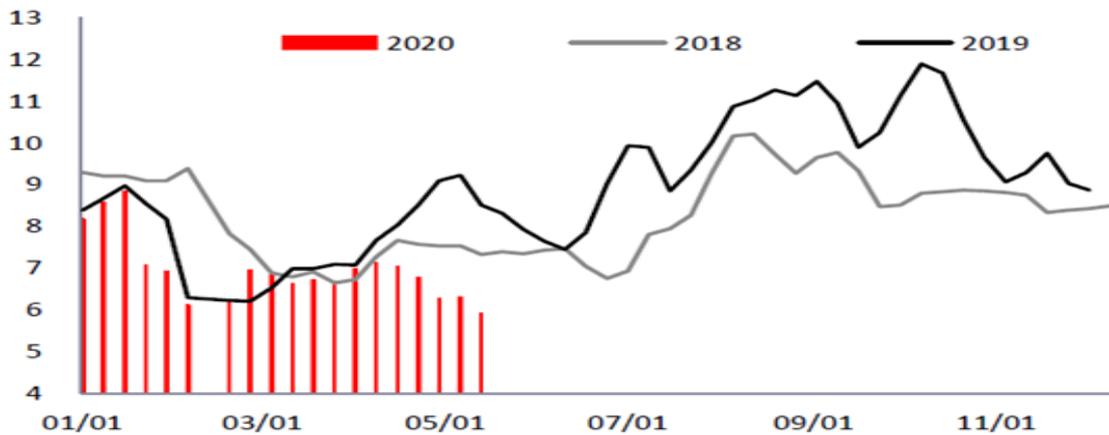
(数据来源：文华财经)

现货方面：

鸡蛋现货在 5 月的价格波动也是转向了弱势。截止 5 月 28 日，全国鸡蛋均价 2.52 元/斤，较 4 月底下跌 0.425 元/斤。产区价格水平 2.35~2.45 元/斤，销区价格水平 2.75~3 元/斤。价格水平显著低于去年同期。和过去 5 年对比，表现位较低水平，仅略高于 2017 年。

现货价格来看，表现为：产区持续阴跌，价格下跌持续时间和幅度均大于销区，体现的是鸡蛋、生猪产区重合中，蛋价和肉价的联动性。全国蛋价整体仍在偏低区间运行。

图 2：全国鸡蛋均价



（数据来源：文华财经）

二、基本面研究

（一）鸡蛋基本面

供应方面

蛋鸡存栏方面：据蛋鸡生长周期，当前时点在产蛋鸡存栏量增量为 5 个月前补栏蛋鸡苗，减量为 15 个月前补栏蛋鸡苗。截止 4 月底，全国蛋鸡存栏量 13.7 亿羽，环比增加 2.6%，同比增加 10%。5 月基本持平，进入 6 月后，6、7 月则有渐次下降的势头，供应压力减弱。但同 18、19 年对比看，蛋鸡存栏量仍明显偏高，产能高于前两年。如果没有消费端的较大增长，后期蛋价上行空间仍然是受到压制的。（见图 3）

同时从蛋鸡苗的销售看，因新冠疫情影响，蛋鸡苗销售在 1、2 月份出现断崖式下跌，较去年同期下滑 40%。从生长周期推算，也对应 5、6 月蛋鸡存栏存在下滑的预期。但进入 3 月，蛋鸡苗销

售出现明显恢复，虽然低于 2019 年，但已经远高于 2018 年。从这一点看，尚不能预期 8 月及以后蛋鸡存栏继续下滑。

以上两点，和前次月报一致，跟踪数据上也没有新的变化。

淘汰鸡方面：3 月后，全国淘汰鸡出栏明显加快。根据卓创数据，5 月 8 日当周淘汰鸡总出栏量 3133 万羽，环比微增 0.2%。考虑蛋鸡存栏量保持很高基数，未来相当一段时间，淘汰鸡出栏量将持续走高。

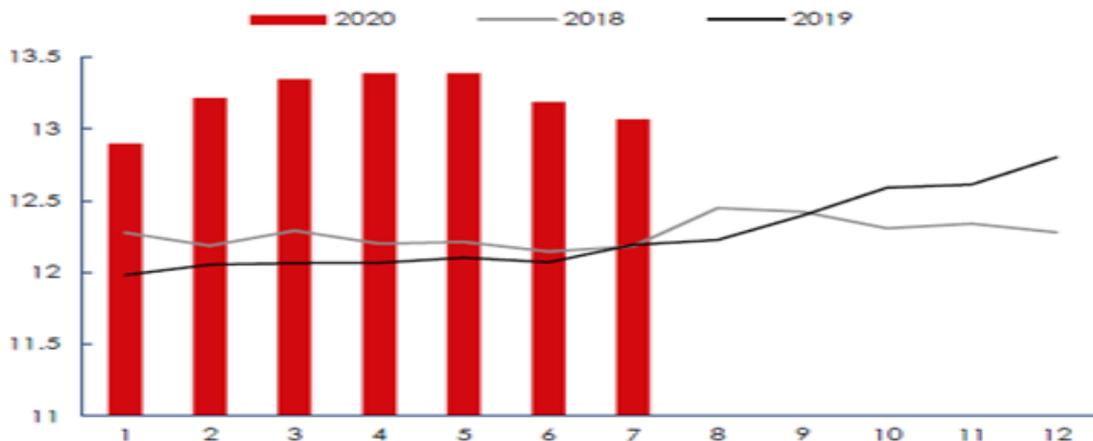
且特别需要注意的是蛋鸡养殖利润，由于鸡蛋和肉鸡价格的持续走低，当前蛋鸡的养殖利润大幅下滑。5 月 22 日当周蛋鸡养殖利润-13.10 元/羽，之前一周-6.42 元/羽，环比大幅下跌。从 2015 年以来的数据看，目前蛋鸡养殖利润仅高于 2015、2017 年。结合蛋鸡存栏量和肉鸡、猪肉价格波动趋向，综合考虑，蛋鸡养殖利润在负值区间的运行时间可能会延续较长时间。

需求方面

目前看来新冠疫情对消费的影响，特别是对集中性餐饮消费的影响，仍然没有完全消退。这一点从五一长假期间现货市场变化可见一斑。应该说，市场的实际需求是低于预期的。当然中间也有市场对所谓报复性消费预期过高的问题。目前可预期的消费增量来自于学校暑假推后可能产生的同比增加。整体看：预计 6 月份总体消费保持平稳或环比略有增加，消费的总体水平预计持平或略高于去年同期。

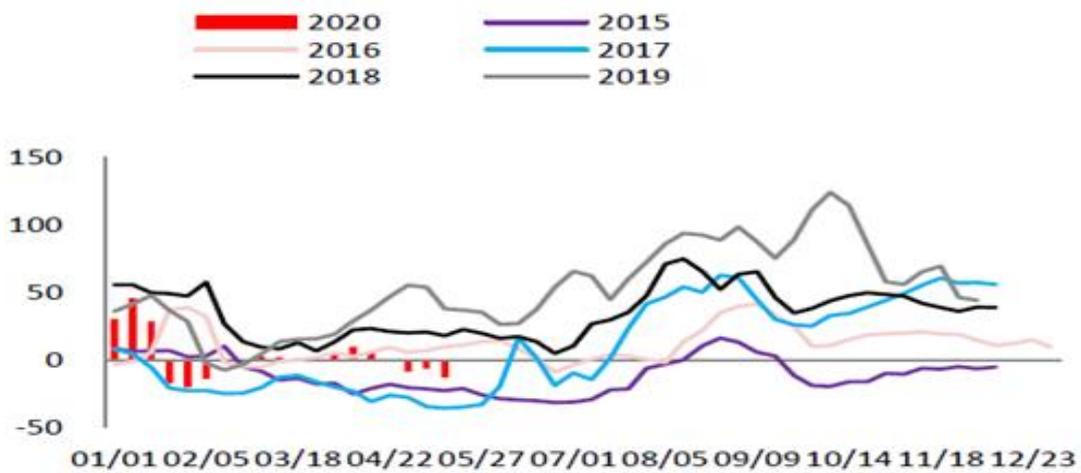
蛋鸡存栏在 6 月有望从高位转向回落，且进入夏季，鸡蛋生产转向季节性回落，决定鸡蛋的供应量有所回落，供应端有较为积极的变化。消费端变数不大，保持平稳，并考虑疫情导致的学校集中性消费延续，整体消费水平预期持平去年同期或略有增加。

图 3：全国蛋鸡存栏量



(数据来源：wind)

图 4：全国蛋鸡养殖利润



(数据来源: wind)

近期焦点：生猪

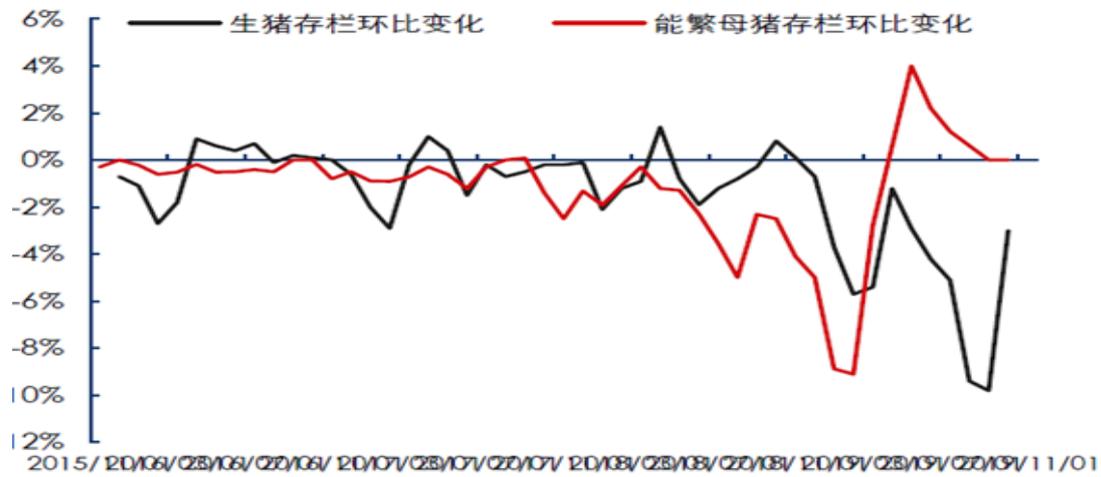
回顾 5 月鸡蛋价格的波动，能明显看到蛋价和猪肉价格在波动方向上的一致性。事实上，猪肉价格波动对鸡蛋价格的影响并非新鲜事物，在 2019 年 4 月~10 月，蛋价的涨势，在相当程度上需要归因于猪肉价格影响。特别是在 2019 年 8 月~10 月，当时主力合约 2001，从 4200~4900 的涨势，可以说完全是被猪肉价格硬生生带动走高的，并为 11 月之后的崩盘式下跌埋下了伏笔。

从当前猪肉价格波动看，受到国家宏观性调控的影响，生猪价格持续走低，养殖利润向常态化回归。截止 5 月 17 日当周，外购仔猪养殖利润 772 元/头，环比降 24%，自繁自养养殖利润 1796 元/头，环比下降 12.58%。但此利润水平仍为 2013 年以来最高水平。在高利润的刺激下，全国生猪生产也处于高速复苏中，根据农业农村部 3 月公布的数据，全国能繁母猪存栏量 2164 万头，环比增长 2.8%。（备注：。农业农村部公布生猪存栏数据截止 2019 年 11 月，19457 万头，之后数据未公布。）

因能繁存栏母猪由降转升的拐点出现在 2019 年 11 月，且从历史数据看，生猪存栏和能繁母猪存栏波动节奏基本完全一致，不存在滞后性，可推断全国生猪存栏大概率也已经走出非洲猪瘟后的低谷，转为回升过程。

而就猪肉的消费看，餐饮行业的需求继续恢复，但较往年同期依旧偏低。虽然中小学陆续开学集中采购也逐步恢复，但大部分大学院校明确本学期不开学，集中性消费掉量，当前消费市场仍显低迷，整体需求市场对行情的支撑较为有限，猪肉供应阶段性相对过剩的情况依旧存在。且进口猪肉和储备肉非常充足，对供应构成持续压力，后期价格回调的概率依旧偏高

图 5：生猪存栏变化率



(数据来源: Cofeed)

三、策略

综合分析 6 月后，鸡蛋市场的基本面的最关键要素仍在于蛋鸡存栏。从前期的数据看，无论是行业的大周期亦或蛋鸡养殖的小周期，蛋鸡存栏从高转向回落的时间窗口均为 6 月。同时在鸡蛋生产的季节性上，进入 6 月，也会出现生产降低。同时蛋鸡养殖利润转为负数，对蛋鸡补栏的负面影响会更深远的影响市场。单纯在供应层面，市场应该熬过了压力释放的末期。未来或将看到一些积极的变化。

消费，5 月不及预期，需要重新修正评估。疫情对集中性消费的影响，应该说还没有完全消散。同时，猪肉价格下行对蛋价有压制作用，两者呈现正相关性，猪肉价格的低迷也使得蛋价前景蒙尘。

同样，由于 2006 合约在 5 月重演了此前 2001、2005 合约持续下跌的一幕，严重挫伤市场人气。从 5 月 28 日的收盘数据看，全国产区（河南、山东）均价为 2.4~2.45/斤，期货 2007 合约为 3.22 元/斤，升水 31.8%；2008 合约为 3.97 元/斤，升水 62%；2009 合约为 4.19 元/斤，升水 71%。均远高于 4 月 30 日，2006 合约的升水 11%。

如此高的升水，需要思考现期分离，如何回归正轨。从 2018、2019 的规律看，6 月 1 日~8 月 30 日这个时段，2018 年，鸡蛋现货上涨幅度为 43%，2019 年现货上涨幅度为 50%。虽然当前现货价格仅为 2.5 元/斤，明显偏低，但在消费亮点不足的大环境中，能否实现足够的涨幅预期，目前难以做确定性的判断。

基于此，在 6 月，首先需要观察现货的变化动向。大概率期价会维持相对稳定的波动，等待现货明朗后，再进行跟进。

这个过程，特别要注意 2007 合约，在 2006 合约退场后，资金集中涌入，双方争夺的关键就是升水问题如何解决。一旦现货启动过晚或过慢，就要特别留意 2005、2006 合约的一幕是否重演。

对于 2009 及之后的合约，有两个问题需要注意，第一是此类合约当前绝对价格都不低，2009 合约已经在 4200 一线，上行空间是否能有进一步拓展暂难以判定。同时，从鸡蛋生产的周期性和蛋鸡苗销售数据看，2009 及之后的合约，市场注意力会更加集中于供需关系再次转换，供应压力也会有季节新增加。其未来走势，继续用时间来观察。

同时，近期金融市场较为复杂，投资者在参与时，一定要严格控制仓位，切忌重仓，宜先以短线操作为主。再根据现货变化，择机调整思路。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com