

►研报·鸡蛋

价差变化仍是核心因素

倍特期货·研究发展中心

2020年7月2日

蛋价在6月的波动，一个主线始终贯穿其中，就是期价的高升水被持续的压缩，其背后反应得是鸡蛋现货供应保持高位，消费并无亮点，现货价格持续走低。那么在接下来的7月，鸡蛋供需层面有无新的变化，波动又会出现怎么的波动，是未来观察的重点。

相关报告：

《价差变化是核心因素》

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：

- ◆ 高升水对鸡蛋期货价格的影响
- ◆ 鸡蛋价格的基本面因素

观点和操作策略：今年6月以来，鸡蛋价格延续了弱势运行的基调，价格持续走低。从供需层面看，现货鸡蛋存栏处于高位，降幅不足，供应压力维持。而消费层面，由于国内局部地区的疫情再度抬头，导致市场信心走低，贸易商谨慎拿货，消费缺乏增量。期货方面，2007合约临近交割，由于升水高企，时间窗口逐步关闭，资金流出，期价持续阴跌，2008合约显著跟随。而2009及远期合约则以先跌后反弹为主。

预计7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：期货远期合约目前呈现出的升水，是否正确反映了基本面的变换，这个问题和前期完全一致。

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：

6月，相对于5月的复杂多变，整个6月现货市场的低迷沉闷，在期货市场基本体现为悲观和失望，并导致期货合约的持续走低。从合约差异看，差异性不如5月份显著。具体来说，2007~2008都出现持续性跌势，而2009及后期合约在持续下跌后，表现出一定的反弹。在行情运行上，6月行情也清晰分为两段，以6月17日为分界点

第一阶段：6月1日~17日，鸡蛋期货价格持续走低，指数价格波动重心从3800下跌至3450。因现货市场持续低迷，价格低位波动，导致近月合约的时间窗口关闭，期货价格存在高升水被持续挤压。

第二阶段：6月17日~30日，该阶段，期价的运行出现明显的合约间差异。2007、2008合约因临近交割月，现货压力缓解希望渺茫，价格承受压力，维持低位震荡。2009及后续合约，因时间窗口尚在，资金对现货市场可能变化仍有预期，期价在触及低位后出现一定力度的反弹。需要注意的是：虽然6月后段，现货一度出现反弹，但2007、2008合约仍受制于价差，未有跟随现货。

和5月相比，近远期合约的差异性减小。其根本原因是：6月现货市场的沉闷，是超过市场普遍预期的，导致了几乎所有期货合约在上中旬均出现了跌势。

图 1：鸡蛋 2007 合约



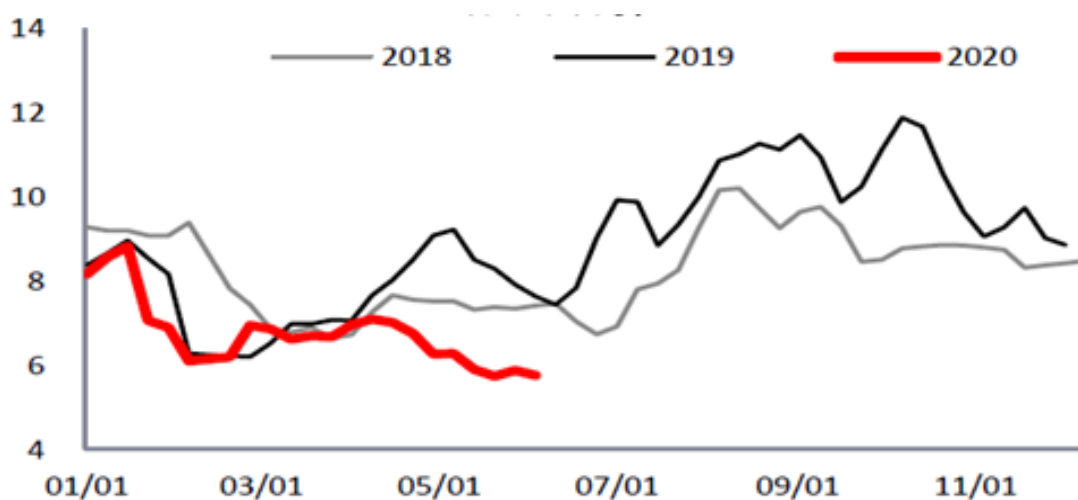
(数据来源：文华财经)

现货方面：

鸡蛋现货在 6 月的价格波动的最大特征是：低迷沉闷。截止 6 月 30 日，全国鸡蛋均价 2.42 元/斤，较 5 月底下跌 0.1 元/斤。产区价格水平 2.27~2.37 元/斤，销区价格水平 2.45~2.84 元/斤。价格水平显著低于去年同期。和过去 5 年对比，表现为历史同期最低。

现货价格来看，表现为：产区、销区均处于持续低迷过程。特别是端午小长假后，蛋价出现再度下行。全国局部地区新冠疫情重新抬头和暑期即将来临，消费面再次承受压力。

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。2020 年 5 月蛋鸡存栏量 13.56 亿羽，环比减 1.02%，同比增加 10.25%。存栏拐点已现。6 月~9 月逐渐下降，供应压力环比趋缓，虽然同比看，产能仍大幅高于前两年，但供应压力在缓解。（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。进入 3 月，蛋鸡苗销售

出现明显恢复，但在 5 月鸡苗销量再度大幅下跌从生长周期推算，对应 9 月蛋鸡存栏可能出现再度下滑。

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。从年度对比看，当前淘汰鸡为过去 5 年第二高位，仅低于 2018 年。

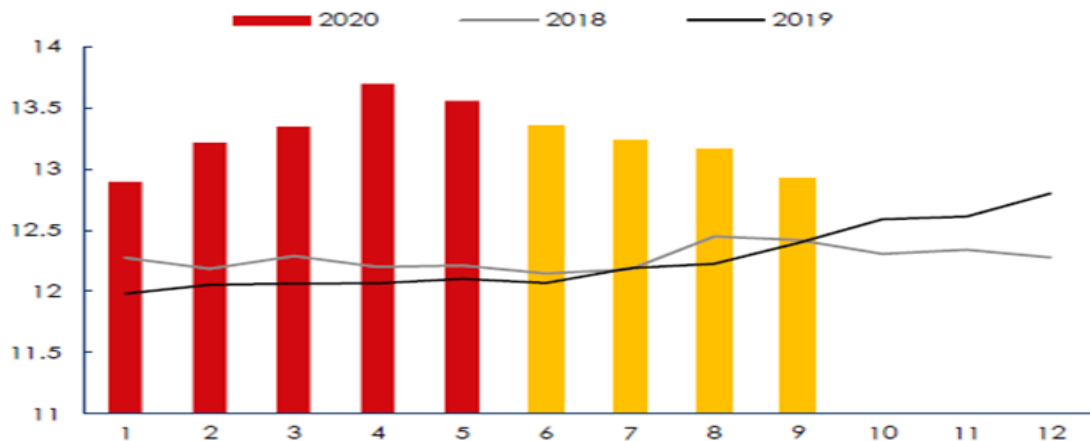
且特别需要注意的是蛋鸡养殖利润，由于鸡蛋和肉鸡价格的持续走低，当前蛋鸡的养殖利润大幅下滑。截止 6 月 24 日当周，蛋鸡养殖利润为-19.8 元/羽，之前一周-11.31 元/羽，继续大幅下跌，这已经是连续第 10 周养殖利润亏损。从 2015 年以来的数据看，目前蛋鸡养殖利润仅高于 2015 年。结合蛋鸡存栏量和肉鸡、猪肉价格波动趋向，综合考虑，蛋鸡养殖利润在负值区间的运行时间可能会延续较长时间。这也会加快蛋鸡淘汰的频率。需要注意是否出现 2017 年的报复性回升。（见图 4）

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。6 月，全国局部地区疫情出现反复，再度打压消费信心。而端午小长假期间和后期，现货价格再次走低，也证明市场的实际需求是低于预期的。这已经是年内第三次出现鸡蛋价格在节日期间出现走低。当然中间也有市场对所谓报复性消费预期过高的问题。随着夏季来临，学校将进入暑期休假。整体看：预计 7 月份总体消费保持平稳或环比略有回落，消费的总体水平预计持平或略低于去年同期。

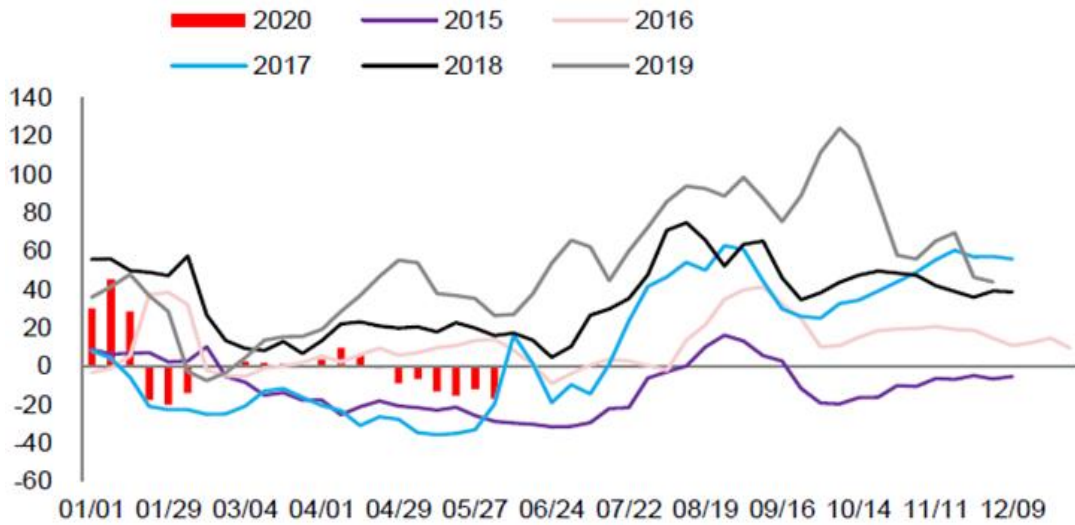
蛋鸡存栏在 6 月有望从高位转向回落，且进入夏季，鸡蛋生产转向季节性回落，决定鸡蛋的供应量有所回落，供应端有较为积极的变化。消费端变数不大，保持基本平稳，但市场信心有明显下降，整体消费水平预期持平去年同期或略有增加。

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：鸡蛋分析的周期性和季节性

周期性

鸡蛋价格大约 3-4 年左右时长为一个周期，周期长度主要与蛋鸡的繁育和养殖生长周期有关，蛋鸡从出生到开始产蛋时间为 17 周（4 个月），祖代→父母代鸡→商品代蛋鸡到最终产蛋时间在 72-80 周（18~20 个月），一年半时间足够完成产能的扩张及收缩。单个周期长短跟整个周期盈利/亏损时长幅度有关，一般长时间大盈利会面临更长时间亏损去完成产能去化，进而开启下个周期。禽流感疫情、蛋白替代逻辑驱动的生猪供需情况也一定程度影响了蛋鸡大周期时长和周期峰值及谷值。

从历史的周期高低点回看，14 年 10 月，大周期处于上行，而小周期开启下行，周期高点显现，17 年 6 月，大周期处于下行，小周期开启上行，周期低点出现。19 年 10 月，大周期处于上行阶段，小周期开启下行阶段，周期高点出现。而当前蛋价处于 17 年开启的大周期中的下行阶段，目前下行阶段从 2019 年 10 月已经运行近 9 个月的时间。从小周期看，由于新冠疫情对消费的影响是无先例可循，从实际观察，我们认为下行周期出现延长是可以接受的。并未对周期性特性产生根本影响。

季节性

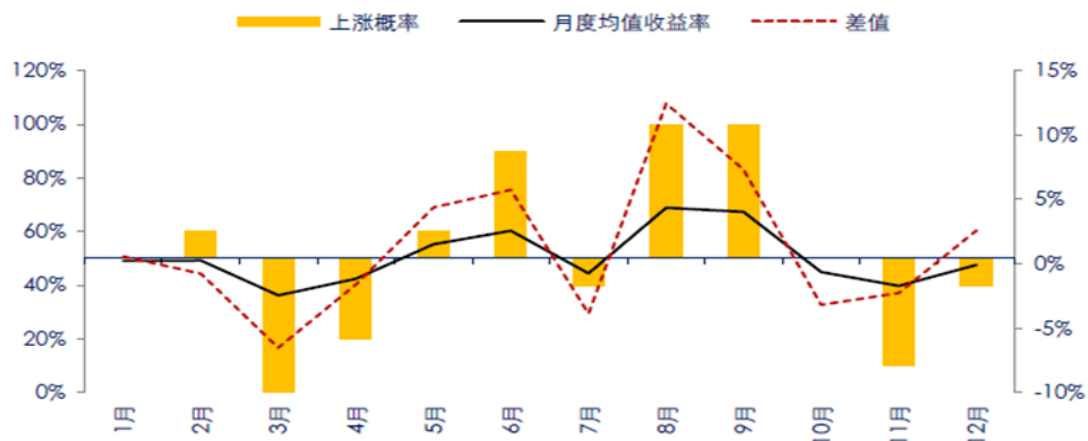
从过去 20 年鸡蛋现货价格波动看，6 月现货上涨概率为 90%；7 月上涨概率为 40%；8、9 月上涨概率为 100%。今年因新冠疫情，压制消费，导致 6 月鸡蛋现货走低，属于小概率事件。而进入夏季，鸡蛋生产的季节性亦如期而至。

图 5：鸡蛋历年价格波动



(数据来源：Cofeed)

图 6：鸡蛋历史价格



(数据来源：Cofeed)

三、策略

综合分析后，鸡蛋市场在 7 月可能出现的变化，相对 6 月要更为积极更为确定一些。其中现货蛋鸡存栏将出现确定性的下滑。同时在鸡蛋生产的季节性上，进入炎夏，产量季节性回落亦大概率发生。进一步蛋鸡养殖利润连续 11 周为负数，已经触及亏损 20 元/羽的高位，对蛋鸡补栏的负面影响会更深远的影响市场。最后，在鸡蛋价格波动的周期性看，价格出现转势的时间窗口也在逼近。单纯在供应层面，整体格局是强于 6 月的。

消费，仍不乐观的，根本原因仍是新冠疫情对群体性消费的影响仍在，且多有反复。但需要考虑，7、8月是学校放假固定时段，在该时间，疫情的影响体现在终端会有所弱化。

以上为基本面变化的预期和总结。接下来，分析最关键的期现价差。

2007 合约在 6 月重演了此前 2001、2005、2006 合约持续下跌的一幕。应该说，有 01、05、06 合约的先例，本次 2007 合约下跌在市场整体共识之中。从 6 月 30 日的收盘数据看，全国产区（河南、山东）均价为 2.25~2.40/斤，仍在低位徘徊。期货 2008 合约为 3.55 元/斤，升水 47.9%；2009 合约为 3.91 元/斤，升水 62.9%；2010 合约为 3.69 元/斤，升水 53.8%。均远高于 5 月 28 日，2007 合约的升水 31.8%。从升水幅度看，08、09 合约降低了 9%。

面对如此高的升水，需要关注的仍是现期分离如何回归正轨。从 2018、2019 的规律看，7 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 28%。当前现货价格仅为 2.4~2.45 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，目前难以做肯定的回答。大概率发生的事件是：现货价格恢复性反弹和期货近月合约收缩升水的过程同步进行。因此，在 7 月首先需要观察现货的变化动向。大概率现货价格会先期维持相对稳定的波动，7 月中旬后，注意是否有走势强化的特征。这个过程中，期货上要特别要注意 2008 合约，在 2001~2007 合约均陷入升水收缩后，2008 合约必然是多空争夺的战场。一旦现货启动过晚或过慢，就要特别留意本年度前期合约阴跌的一幕是否重演。

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 3900 一线，或可维持偏强的震荡格局，但上行空间是否能有进一步拓展暂时难以判定。同时，从蛋鸡存栏和蛋鸡苗销售数据看，本次供应可能的下滑周期大概率有延长的可能，那么 2010 及之后的合约，市场注意力会更加集中于供需关系转换可能与供应压力季节性增加之间的博弈。

同时，近期金融市场面临再次动荡，加之鸡蛋期货其未来走势，更需要细致观察，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