

► 策略 · 鸡蛋

供需改善，重心上移

倍特期货 · 研究发展中心

2021 年 12 月 25 日

快速转换，界线清晰的季节性走势规律，仍是鸡蛋期价波动的核心特征。同时，伴随鸡蛋自身供需关系的转换及生产成本的变化，蛋价在2021年度的价格重心将有上移的表现。

相关报告：

《共振效应，强势走高》

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：

- ◆ 行情回顾
- ◆ 从基本面数据，季节性分析和成本变化看鸡蛋
- ◆ 未来的展望

观点和操作策略：2020年，季节性特征是主导蛋价走势最为关键和显著的要素，价格中轴线也基本和3800元吻合。在2021年，鸡蛋市场有望出现供需关系的改善，蛋鸡存栏量适当降低，减轻供应压力。而饲料成本上移，则推高鸡蛋生产成本，在此条件下，鸡蛋价格中轴有望出现上移。

同时，重视季节性差异和规律，这始终是鸡蛋期货操作的核心。

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，2020 年，鸡蛋期货指数高点 4230，低点 3108，年度内多数时间表现为围绕 3800 元的反复震荡。而图表上看，自鸡蛋期货上市以来的 86 个月中，鸡蛋期价绝大多数时间都处于 3000~4800 的区间之间。

2020 年度有两点值得我们重视。第一、鸡蛋指数对应 3000 点的底部被继续测试，证明有效，大概率认为低于 3200 元的价格都具有投资价值；第二、季节性特征继续清晰表现，并基本主导各合约的独立运行。从年度内各月份合约走势看，2002~2006 合约，五一例外走出持续阴跌，2007~2008 走势则完全反应了夏季鸡蛋生产减弱的季节性特征；2009~2011 合约则重新反应天气转凉，鸡蛋生产增加，蛋价重新承压下行的弱势季节性特征。

另外值得注意的是，2020 年是农产品的大年。饲料原粮玉米、豆粕、菜粕等均走出持续上行的走势，体现上鸡蛋成本上，就是成本线的上移。但鸡蛋价格受困于蛋鸡存栏保持高位，鸡蛋供应规模总量偏高等因素，始终未能出现对农系整体价格涨势的跟随。

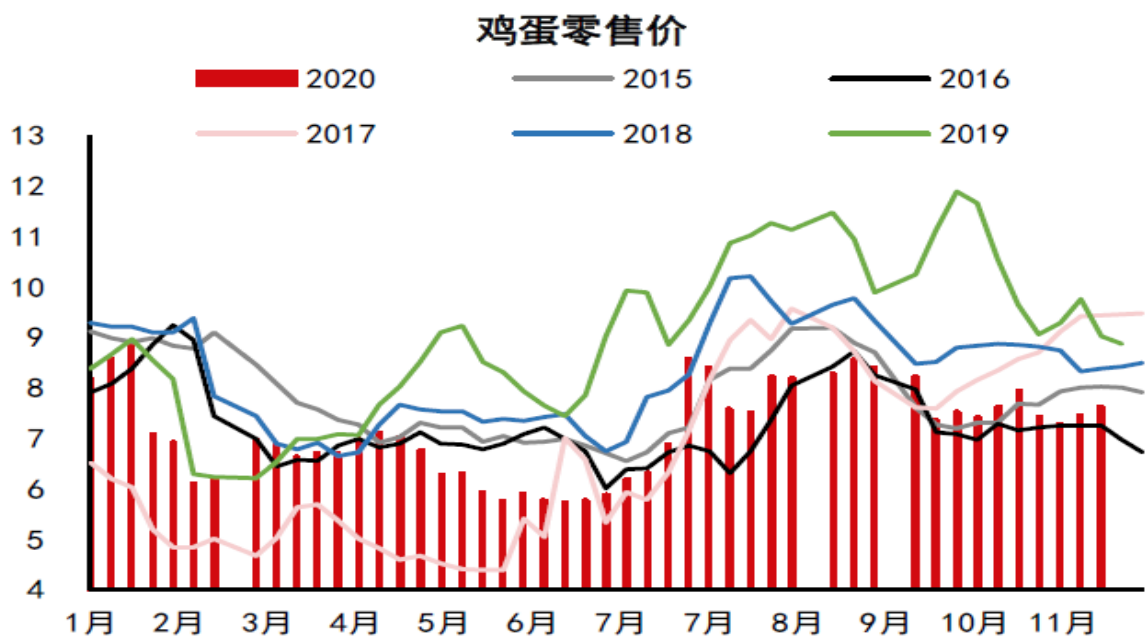
图 1：鸡蛋期货指数



(数据来源：文华财经)

现货方面，2020年，除开新冠疫情导致鸡蛋价格在春节前后断崖式下跌这一特殊事件，今年鸡蛋现货价格波动基本上仍是遵从了季节性特征，差异化和分界线都非常清晰。上半年蛋价1月起至6月底，价格逐波走低，至6月底，现货均价跌破3元/斤。7~9月，天气转炎热，鸡蛋生产转为淡季，供应下降，蛋价震荡走高，至8月下旬，均价突破4元/斤。10月~11月，天气转凉，鸡蛋生产再转为新的季节性特征，产出增加，供应压力放大，而需求平稳，波澜不惊，期货价格再次震荡走低，11月中下旬均价跌破3.25元/斤。11月下旬后，天气转向严寒，蛋鸡产蛋率下滑，供应减少，而需求逐步上升，现货价格亦重新回暖，至12月中旬，均价已再次逼近4元/斤关口。

图2：鸡蛋价格走势



(数据来源: wind)

整体来说 2020 年季节性变化和特征主导了蛋价走势的全局，这是该年度最大的特征。这一点和 2019 年度，鸡蛋价格基本受生猪价格引导有明显差异。同时，至鸡蛋期货在 2013 年上市以来，2020 年也是季节性特征体现最为显著和清晰的一年。

二、基本面研究

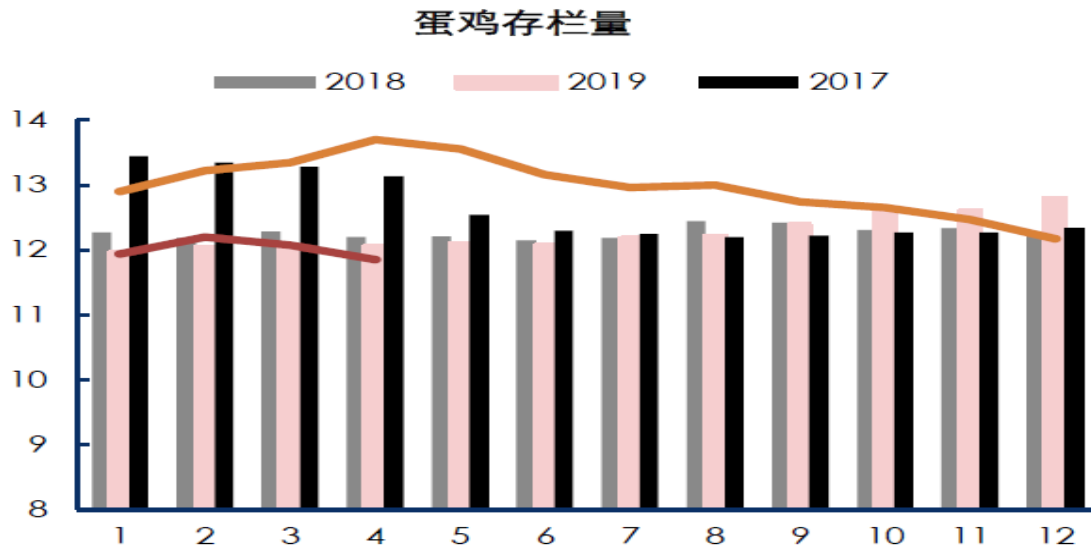
(一) 基本面分析

蛋鸡存栏

根据卓创资讯数据，11月蛋鸡总存栏为12.476亿只，环比跌幅1.41%，同比跌幅1.08%。月内新开产蛋鸡数量偏少，且淘汰鸡出栏量增加，因此在产蛋鸡存栏量继续下降。从图表观察，全国蛋鸡存栏量在5月转头下行，经过7、8的略有反复后，再次进入下行通道。预期至12月底，全国蛋鸡存栏量基本和17、18年度一致。且蛋鸡存栏下滑的势头有望持续到2021年4月。

初步预期：。预计蛋鸡存栏2020年12月蛋鸡存栏继续下降，同比降幅2.5%。且蛋鸡存栏同比降幅在2021年还将进一步加大，年均降幅预计11%。

图3：全国蛋鸡存栏



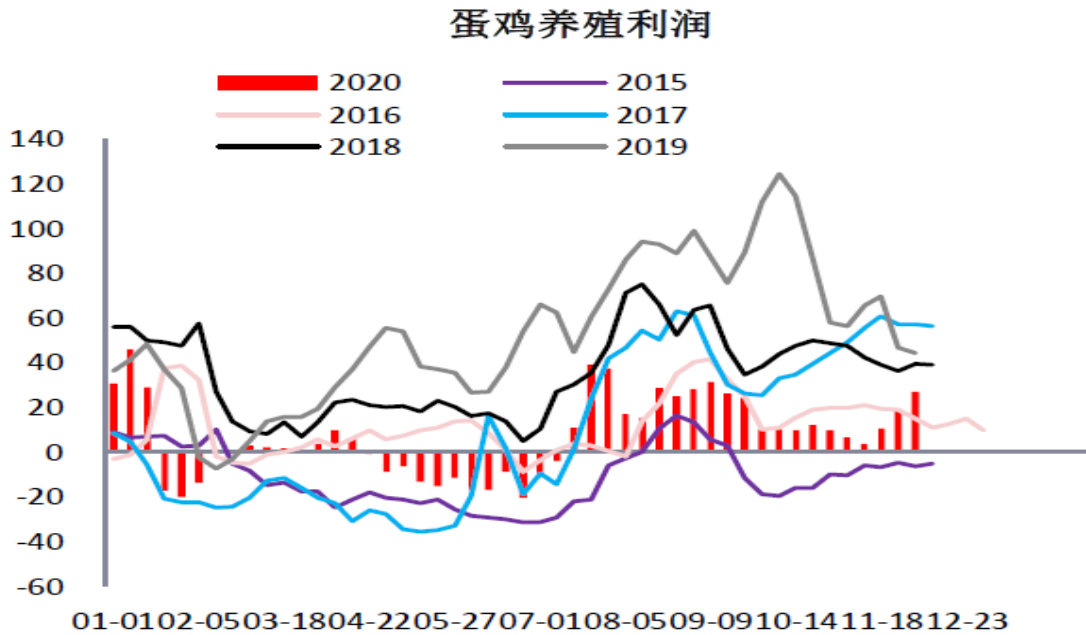
(数据来源: wind)

蛋鸡养殖利润

2020年，鸡蛋价格整体表现都较为低迷，而玉米、豆粕价格持续上涨，养殖成本推高。导致本年度蛋鸡养殖利润基本都围绕盈亏平衡线上徘徊，并在3-5月出现了连续11周养殖利润为负的低迷情况。从2015年以来的数据对比看，本年度利润水平仅略好于2015年，亦为过去5年最差年份。

养殖利润持续低迷，对养殖户信心打击较大，也导致蛋鸡存栏量的持续走低。我们可以从下图中反推养殖利润和鸡蛋均价的平衡点，可以推算出全国鸡蛋均价 3.3 元/斤是养殖利润的正负临界点。

图 4：全国蛋鸡养殖利润



(数据来源: wind)

饲料原料动向

鸡蛋生产中，饲料在生产成本中的占比近 70%，饲料原料价格的变化，直接决定鸡蛋生产成本的变化。而影响饲料价格最重要的原料为玉米和豆粕

玉米

玉米是 2020 年最为抢眼的农产品，由于连续的拍卖，国储玉米库存基本消耗完毕，失去国家玉米储备这一压舱石后，国内玉米价格持续走高。从供需平衡表看，2020/21 年度，国内玉米供需仍处于失衡，年度供需缺口接近 4400 万吨。如此大的缺口，一方面需要依赖进口补充，另一个方面则寄希望新作玉米补足。但在中短期内，均是远水不解近渴。玉米价格维持目前高位运行的时段在 21 年 4、5 月前均难改变。

豆粕

在此，我们直接引用国内权威机构分析结论：综上，假设饲料配方等保持不变，预计蛋鸡对豆粕需求同比-11%，肉鸡对豆粕需求同比+15%，两者合计大致相抵，即禽类对豆粕消费同比大致持平，变动不大。生猪对豆粕需求同比+31%。预计 2021 年养殖对豆粕消费同比+15%。对照前文，全年进口预计 10653 万吨，较 2020 年的 9589 万吨增加 1064 万吨或 11%。全年豆粕供应增幅不及需求增幅，料价格震荡偏强，保持上涨。

图 5：中国玉米供需平衡表

中国玉米供需平衡表				
单位：千吨	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
产量	259071	257174	242174	232174
进口	3467	4500	4000	12000
总供应	262538	261674	246174	244174
食用消费	18620	18650	18700	18700
饲用消费	185000	175000	172000	185000
工业消费	73000	78000	83000	83000
种用消费	1265	1260	1240	1240
国内消费	277885	272910	274940	287940
出口	19	20	20	20
总消费量	277904	272930	274960	287960
年度结余	-15366	-11256	-28786	-43786

(数据来源：wind)

图 6：中国豆粕供需平衡表

项目/年度	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度		20/21年度		同比
	估计值	估计值	估计值	估计值	11月估计值	12月估计值	11月估计值	12月估计值	
期初库存	83	70	98	95	71	71	108	108	52%
国内产量	6464	6992	7114	6707	7206	7206	7458	7693	7%
进口量	2	2	2	7	8	8	8	8	0%
总供应量	6549	7064	7214	6809	7285	7285	7574	7809	7%
国内消费量	6290	6839	6984	6648	7114	7114	7825	8181	15%
出口量	189	127	135	90	105	105	110	110	5%
总消费量	6479	6966	7119	6738	7219	7219	7935	8291	15%
期末库存	70	98	95	71	66	66	-362	-482	-827%
库存消费比	1.08%	1.43%	1.33%	1.05%	0.92%	0.92%	-4.56%	-5.81%	-733%

(数据来源：wind)

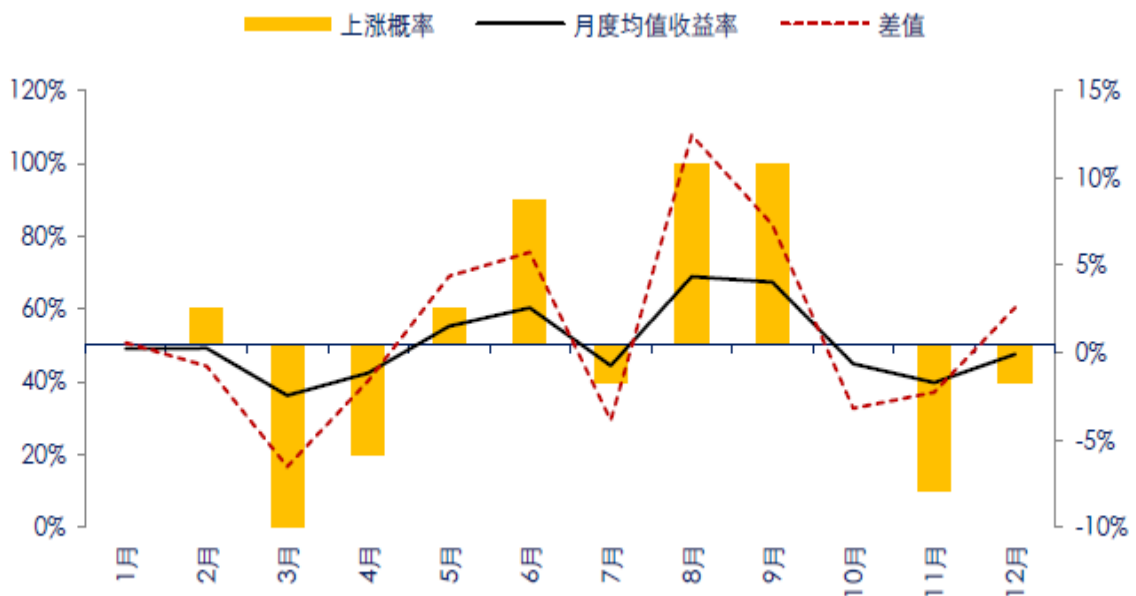
从玉米、豆粕这两个最重要的饲料原料供需形势看，基本决定成本端的上移是大概率事件。由此，成本端的上移也会体现在鸡蛋价格上，提升蛋价的底部。

（二）季节性规律分析

按照蛋鸡生命周期计算，某时点的在产蛋鸡存栏量增量为 5 个月前补栏蛋鸡苗，减量为 17 个月前补栏蛋鸡苗。决定蛋鸡养殖规模在一年内即可以快速变换

而鸡蛋生产则和季节变化有紧密关系，极端天气，无论是炎热或严寒，均导致产蛋率下降。这一点也决定鸡蛋价格波动呈现明显的季节性变化规律。见下图。

图 7：鸡蛋现货季节性



（数据来源：wind）

通过观察历年全国鸡蛋现货均价季节走势图，可以总结出历年来 1~5 月份整体弱势震荡走低概率较高，特别注意：5、6 月之交是一个明显的变换点。6 月~9 月，市场保持强势运行，震荡上行的概率较高。9 月后整体呈现下跌走势直到 11 月份。而年底有因天气严寒，和元旦春节双节效应走出翘尾效应走势。此种大概率走势可作为未来年度重点观察的操作节奏参考。

从图中看，3 月现货走低，8、9 月现货走高，基本上都是大概率事件。

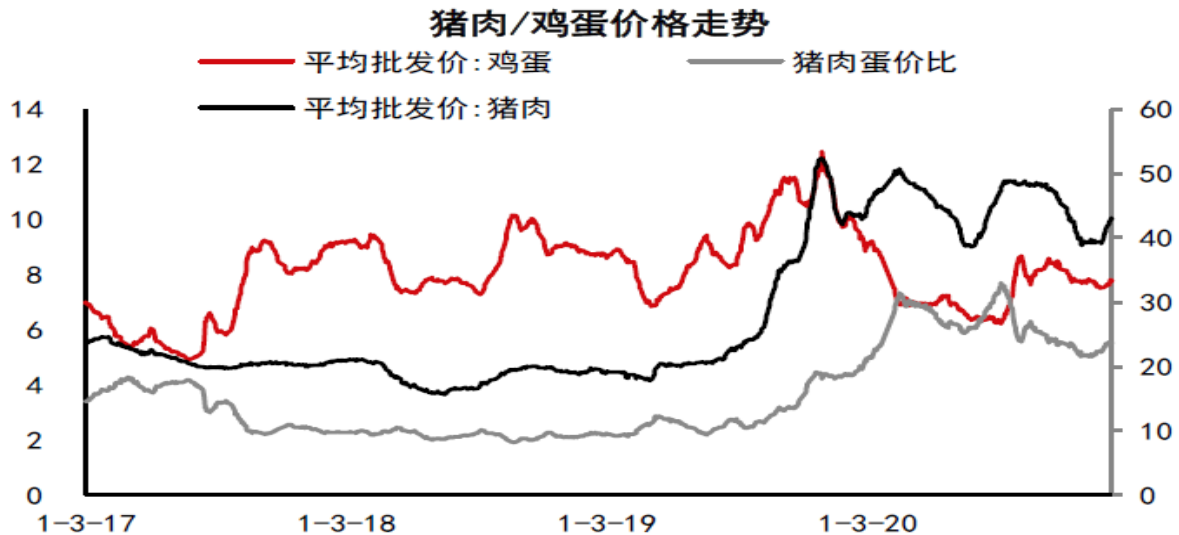
（三）套利市场分析

生猪鸡蛋比价关系

2021 年，期货市场的头等大事就是生猪期货千呼万唤始出来，经过近 14 年的等待，终于将在 1 月 8 日在大连商品交易所挂牌上市。

2019 年度，生猪价格也曾全程主导鸡蛋价格波动。由此，生猪期货上市后，对鸡蛋期价的影响应有更为直接的体现。

图 8：猪价和蛋价走势对比



（数据来源：wind）

从图 8 可见，2017 年以来，猪肉 VS 鸡蛋比价波动范围为【2、6】，带动比价变化的主因是猪肉价格。也即猪肉价格波动率高于鸡蛋或鸡肉。这一点，应和生猪产能恢复周期长于蛋鸡或肉鸡有关。

2019 年生猪价格的大涨直接驱动其他生长周期较短的蛋白供应产能快速扩张，尤其是蛋鸡和肉鸡，导致 2020 年产能过剩，肉鸡、鸡蛋价格长期处于低位，养殖利润减少使养殖户的补栏情绪下降。因此，预计 2021 年肉鸡、鸡蛋供应整体偏紧，价格重心上移，猪肉/鸡肉、猪肉/蛋比价下降。

由此，可注意观察生猪期货上市后，是否存在猪肉鸡蛋比值走低的套利机会。

合约间价差

01VS05

截止 2020 年 12 月 24 日，鸡蛋期货合约 01-05 价差-22 元/吨，从统计规律来看，价差处于均衡水平。出现这个情况，注意是因 2021 年春节偏后，01 合约交割期可体现现货市场实际，平稳过度。和 2020 年收到投机资金压制的情况有所不同。（见图 9）

01VS09

截止 2020 年 12 月 24 日，鸡蛋期货合约 01-09 价差-222 元/吨，从统计规律来看，价差处于均衡水平。其道理和图 9 一致。2101 合约目前表现合理，未出现去年的投机性。（见图 10）

图 9：01 和 05 期价价差



(数据来源：文华财经)

图 10：01 和 09 期价价差



(数据来源：文华财经)

05VS09

截止 2020 年 12 月 24 日，鸡蛋期货合约 05-09 价差-224 元/吨，从统计规律看，价差处于偏高水平。原因有两点：1、根据规则，21 月 6 日之后，鸡蛋期货改变为裸蛋交割，不包含蛋托等包装费用，这实际上压低了 2106 合约之后的期货价格，价差有所收缩；2、因市场基本面情况有所不同，5 月正好处理蛋鸡存栏惯性下滑的末端，市场供应压力或不及往年同期。（见图 11）

综上套利结构，其各项价差特征中。需仔细观察的就是 05 对 09 的价差是否存在偏差。这个需要紧密跟踪基本面变化。

图 11：05 和 09 期价差



(数据来源: wind)

三、策略分析

整体来看,在 2021 年,需要重视影响鸡蛋期价的三个要素,通过不同时间段对核心要素的辨析,寻求投资机会。

要素一:蛋鸡存栏量仍处于惯性下滑过程,这一过程有望延续到 21 年的 3-4 月之间,这个过程导致鸡蛋的产出下降,供应压力降低。同时,该阶段,饲料原料玉米和豆粕维持高位偏强运行也是大概率,对蛋价的成本推升作用将会持续体现。鸡蛋供需的整体关系强于 2020 年。预期整体蛋价走势明显强于 2020 年。

要素二、鸡蛋生产的季节性特征仍将主导蛋价波动,并将继续明显显现。从本文前面的分析中,可预期 4 月蛋鸡存栏下滑势头存在结束并转为回升的可能,并逐步导致供需对比关系的重新确立。由此,需注意 5 月之后,季节性特征及其变化占据影响因素的首位。同时,需注意 2020 年鸡蛋期货出现新特征:即鸡蛋期货基本发展为全月份活跃品种,除开春节前后的 2、3 月份外,其它合约均能转换为主力合约。而每一个月份合约均能直接体现对应时间段上基本面变化和现货市场的实际状况。这提醒投资者,基于鸡蛋季节性特征变化的快速,需要仔细理解并预见各月份的影响要素变化,即便是两个相邻月份也是如此!这一点和农系其他品种有很大的差异。

要素三、生猪期货的上市,一方面将猪肉价格对鸡蛋价格的影响会更直接投射在盘面上,另一方面,则有望打开新的投资机会,即生猪 VS 鸡蛋价格的套利。从本文前面的分析中,可预见未来 3-4 个月生猪鸡蛋比价的收缩。同时需要注意两点,第一、当生猪价格波动处于平衡时,两者比价

的变化主要来自于鸡蛋季节性特征的转换；第二、当生猪价格处于方向性运行时，两者比价的变化主要来自于生猪。这一点是由生猪和鸡蛋的转换周期差异所决定的。

最后，结合蛋鸡存栏惯性下滑阶段尚未结束及饲料原料价格抬高后对蛋价的提升，预期 2021 鸡蛋价格的波动重心大概率会高于 2019 年。从前文图表一看，2020 年鸡蛋指数波动重心为 3700-3800，预计 2020 年鸡蛋价格波动重心为 4100 一线，提升 400 点。波动幅度为【3600, 4600】，同样提升 400 点。同时，考虑鸡蛋自身的季节性因素，以及蛋鸡存栏的恢复周期，2021 年鸡蛋价格波动和 2020 年低高低的节奏有明显差异，及可能是高~低~高~低，多出一个节奏。即在 1-3 月传统偏弱时间段，蛋价转偏强运行，4-6 月因存栏恢复及季节性弱势，偏弱运行，而后 6-9 月转为高温季节的偏强运行，并最终在 10-12 月再度进入季节性弱势。

❏ 免责声明

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