



供应压力保持，重心温和下移

倍特期货有限公司 2023年12月
魏宏杰 投资咨询证号：Z00005999
品种分析由倍特期货策略团队提供支持



- 研讨嘉宾观点仅代表个人看法，不代表公司官方立场
- 本次研讨所有分析、评论、具体观点均是以独立研究者角度展开，关联逻辑和如果出现主观的分析结论及建议也都体现独立、中立的原则，既不有意保护也不刻意损及任何他方利益，凡是引用观点和我们的观点均有明确区分。
- 本次研讨，作为不针对特殊用途的“通用性质”报告宣传，只用于一般分析思考，**并不构成直接投资建议**；因此也就没有考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，媒体受众应考虑本报告的任何意见或建议是否符合自身特定状况。
- 研讨采访互动嘉宾可能持有讨论议题中存在利益相关的证券股票，提请投资者注意潜在的利益冲突，我们将尽可能秉持客观中立立场

要点：

- 行情回顾
- 从基本面数据，季节性分析看鸡蛋
- 未来的展望

观点和操作策略

- 2023年，季节性特征是主导现货蛋价走势最为关键和显著的要素。期货方面，基差变化较上一年度减轻，期现表现的一致性增强，操作复杂性降低。从年度数据看，期价在【4000-4500】的区间震荡后，年末出现破位走低，波动中轴下移至4200。
- 在2024年，蛋鸡存栏增量略高于预期，导致供应压力保持增加，供需关系继续宽松。而饲料成本仍会有所下移，鸡蛋生产成本下降，在此条件下，鸡蛋价格中轴仍有望保持回落。
- 同时，需高度重视季节性差异和规律，这是鸡蛋期货操作的核心。

投资策略：供应压力保持，中心温和下移

- 01 行情回顾
- 02 基本面研究
- 03 策略分析
- 04 结语

PART 1

行情回顾



一、行情回顾

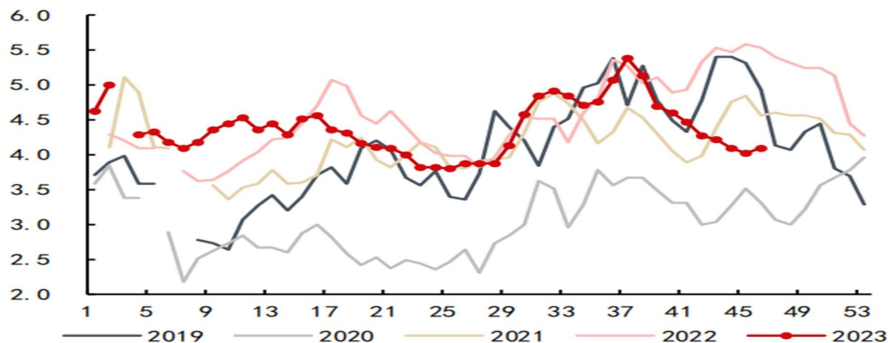
- 期货方面，2023年，鸡蛋期货指数高点4525，低点3653（截止12月18日），年度内多数时间表现为处于4000-4500元的波动区间，但在年末出现破位走低。自鸡蛋期货上市以来的122个月中，本年度鸡蛋期价是一个相当平稳的一个波动年度。同时这种波动，和2018年有点类似。从2023年度的波动特征看，年度高点出现在9月，年度低点出现在12月。期价的高低点时间段和现货是基本一致。
- 我们认为，2023年的鸡蛋期价波动几乎和现货一致：
- 第一、鸡蛋指数的波动非常充分的体现了季节性特征。该特征的显著性较2021、2022年有明显升高。其根本原因在于鸡蛋供应的变化，随着蛋鸡存栏的逐步恢复，开始正常化。同时，本年度疫情干扰完全消失，鸡蛋波动更为遵循基本面的特征。以最典型的2309合约看，该合约在3-6月逐步走低，从4600一路下跌至4000元/吨，反应的就是该时段现货供应持续增加，是典型的弱势季节性特征，而6-9月，该合约价格又逐步上行，从4000持续升高至4700元/吨，也是反应该时段现货供应紧张，蛋价持续上涨，和该时段典型的强势季节性特征相匹配；
- 第二、2023年，蛋鸡存栏量全年都呈现持续的增加，虽然增量不大，但供应端增量的预期是一直存在的。而本年度需求端的表现是较为令人失望的，纵观全年，消费始终表现得平淡无奇，给予厚望的疫情后消费增量并未出现，蛋价波动没有受到事件扰动，基本为供需关系变化引导，现货价格变化相对温和，幅度明显收敛。本年度，鸡蛋期货的基差及月份强价差明显缩小，不再成本影响行情的关键因素，期货的季节性特征在2023年显著强化。

- 现货方面，2023年，鸡蛋现货价格波动同样是体现了更多的季节性特征，同时也体现出本年度供需关系变化平缓的特征。从图2看，1-2月春节时段盘整，3-6月跌势，7-9月的涨势，10月国庆节后跌势，都很清晰。和现货价格变化的季节性特征非常一致。2023年度鸡蛋现货价格的重心也处于近6年来的中间价区。
- 从期货的年波动幅度看，2023年为20%，这是鸡蛋期货上市以来年波动幅度较小，波动相对平稳的一年，这个特征和2021年完全一致。而现货的波动幅度较2022年降低，年度波幅为40%。

图一鸡蛋期货指数



图二 鸡蛋现货价格



数据来源：卓创资讯

PART 2

基本面研究

- 1、基本面分析
- 2、季节性规律分析
- 3、需求变化分析

第一部分：基本面分析

蛋鸡存栏

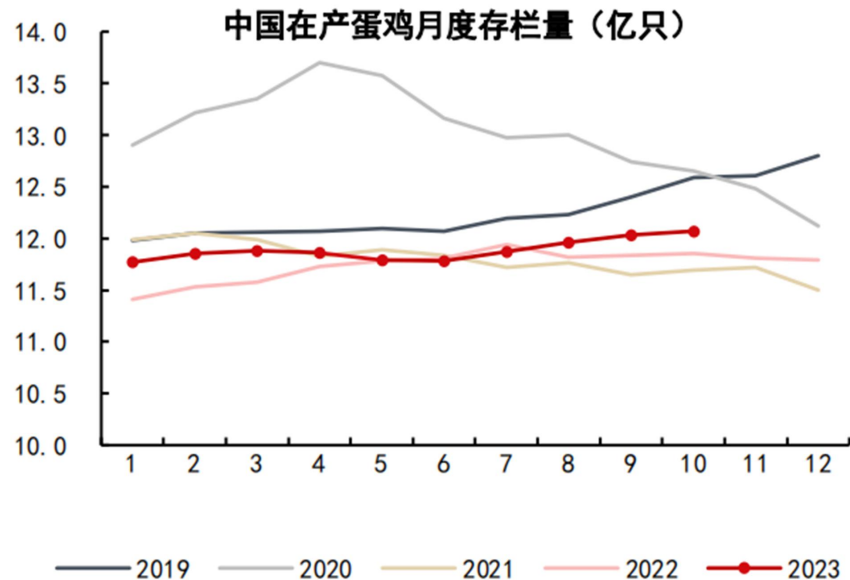
根据卓创资讯数据，卓创资讯数据显示，2023年11月在产蛋鸡存栏12.07亿只，环比+0.00%，同比+2.2%。蛋鸡存栏量同比保持增加，绝对值连续回升5个月，产能处于近五年的中位。从图表观察，全国蛋鸡存栏量从2023年1月以来，始终保持温和上升。虽然4-5月有过短暂回落，但蛋鸡存栏增加趋势仍得到延续。

需注意：按照蛋鸡的养殖周期进行推导，补栏育雏鸡苗在四个月后进鸡蛋开产期，陆续开产十四个月左右淘汰。即当前育雏鸡补栏量，既是未来四个月在产蛋鸡存栏量增量，又是十八个月后在产蛋鸡存栏量减量。卓创资讯的数据显示，2023年4季度，由于蛋鸡养殖利润下滑加快，部分企业补栏的积极性有所降低。从鸡苗价格走势价格，从9月起，鸡苗价格从3.23元/只回落至3元/只，暗示蛋鸡补栏增量或在11月后出现下滑势头。但方向性暂难以改变。

在产蛋鸡存栏量=新增开产存栏量-老鸡淘汰量。按照蛋鸡的养殖周期进行推导，补栏鸡苗在四个月后进开产期，五个月左右上高峰，开产后约十三个月，即到了510日龄左右，若不延淘，老鸡将按照正常程序淘汰出栏。因此，估算当月在产蛋鸡存栏净变化=五个月前鸡苗补栏量-十七个月前鸡苗补栏量。从已有数据推算：，如果日龄持续偏高位，2024年上半年，蛋鸡在产存栏量同比与2023年将有4%-5%的增幅；若出现老鸡集中淘汰从而降低日龄，2024年上半年，蛋鸡在产存栏量同比与2023年将有2%-3%的增幅。整体趋势上，蛋鸡存栏增长的趋势都非常清晰，对于蛋价的压制作用都将强于2023年。这一点从图4可见。

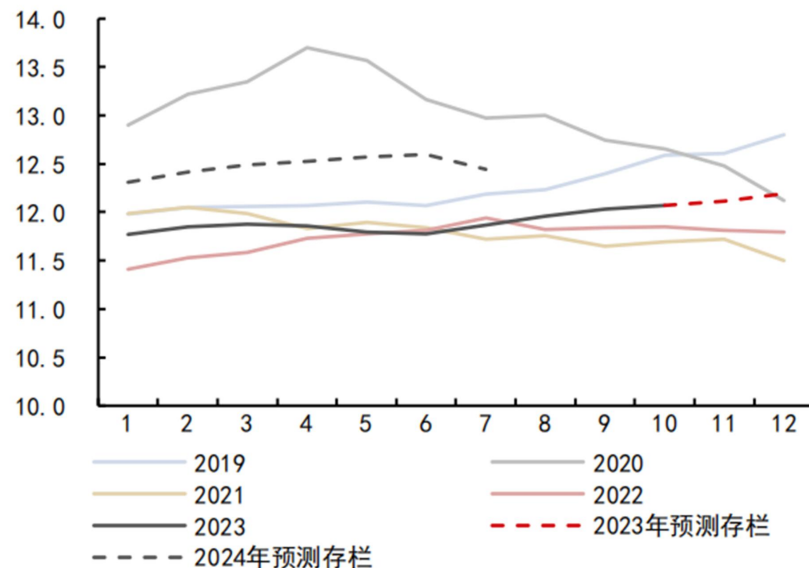
初步预期：预计本轮蛋鸡存栏从2023年6月保持回升，从已经公布的存栏数据推演，该回升至少延续至2024年4月，当期蛋鸡存栏数有望升至12.4-12.5亿只。同比2023年同期有明显增加。

图三 全国蛋鸡存栏



数据来源：卓创资讯

图四 全国单产蛋鸡存栏预期量



数据来源：卓创资讯

蛋鸡养殖利润

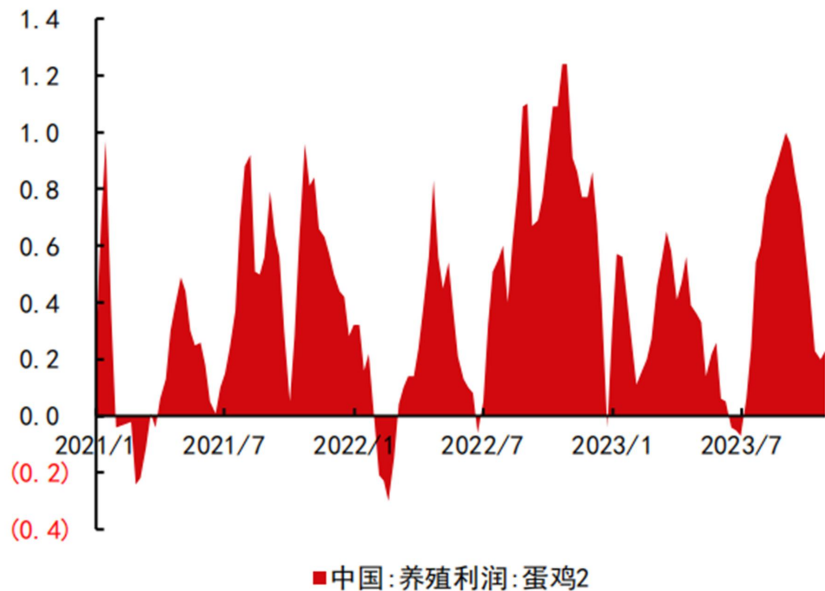
鸡蛋周期出现的原因，就是“养殖利润→蛋鸡补栏→鸡蛋价格”的传导。在“养殖利润→蛋鸡补栏”的传导方面，对于养殖户而言，养殖利润的高低决定是否补栏蛋鸡苗以及补栏量的多少。养殖利润受蛋鸡收入和养殖成本的共同影响。其中，蛋鸡收入主要由鸡蛋价格决定，养殖成本主要由饲料成本和鸡苗成本决定。

2023年，蛋鸡养殖利润波动有明显的收敛，波动幅度是近三年最低的。往年同期来看，前五年（2018年-2022 年）11 月份蛋鸡养殖利润均值为 1.06 元/斤，而目前利润水平与前五年均值相比直接折半。

从成本角度看，截止12月7日当周，蛋鸡配合饲料均价3.52元/公斤，较年初回落8.6%，较年内高点回落9%。当前饲料价格水平基本和2022年持平，也在逐步接近过去5年的中位数水平。从目前的蛋鸡饲料价格来看，豆粕价格高位逐步回落，玉米价格也在增产预期下持续承压下行，预计未来蛋鸡饲料成本整体趋于下行。上游养殖利润空间或得到释放，进一步提振补栏情绪。这一点也印证2024年蛋鸡存栏量有望回升的预期。

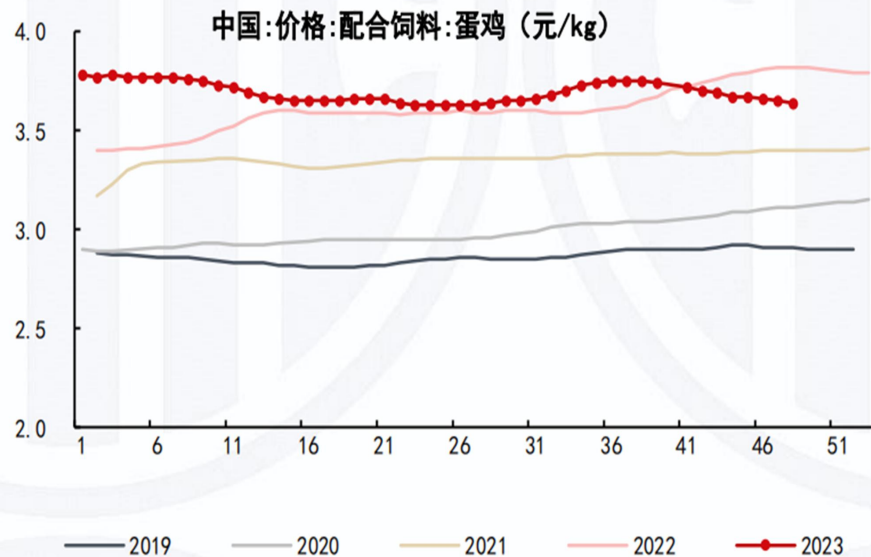
当前蛋鸡养殖利润处于过去5年的中位数。较为稳定的养殖利润仍有利于蛋鸡补栏，成为未来蛋鸡存栏保持预期增长的关键因素。

图五 全国蛋鸡养殖利润



数据来源: wind

图六 蛋鸡饲料价格



数据来源: 卓创资讯

饲料原料动向

玉米：

玉米在2023年出现了价格重心逐步下移的局面，波动价区的震荡下移，波动中轴2700元/吨，降低100元/吨，高点2930，低点2440（截止12月14日）。从供需平衡表看，国内玉米价格至2020年后保持温和增产，预计23/24年度产量回升至25500万吨，叠加2500万吨/年进口量，年度总供给增加至28000万吨，年比增加3100万吨。而消费方面，增量为1300万吨，消费增量不及供应增量，库存消费比从25%回升至28%。可以说，23/24年度，国内玉米整体是一个供大于求的局面，玉米当前价格仍有继续回落的空间。

豆粕：

2023年，全球油料市场供需转向宽松，豆粕现货价格年内高点降低300元/吨，目前徘徊于4000元/吨关口。从美国农业部最新的2023/24年的全球大豆供需平衡表看，该年度，全球大豆产量将首次突破4亿吨大关，为40040万吨，增量2820万吨，而年度消费为38370万吨，增量为1950万吨，供应增量明显高于消费增量。由此，全球大豆库存消费比亦回升2个百分点，至20.75%。为2019年以来最好水平。基于以上数据，可预期粕类将进入弱势周期运行中，保持周期性回落的可能。

从玉米、豆粕这两个最重要的饲料原料供需形势看，玉米转向供大于求，价格已经出现承压回落的势头。而豆粕或蛋白类饲料，则继续保持基本面偏弱的基础条件。成本端的继续出现下移是大概率事件。由此，也会体现在鸡蛋价格上，成本降低，蛋价的底部会有下移。

图七 中国玉米供需平衡表

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	23/24	23/24
				11月预测	11月预测	同比	同比
产量	216	207	235	230	255	-4	25
进口	9	30	22	19	25	-3	6
新增供给	224	237	257	249	280	-7	31
饲用等消费	193	178	180	182	191	1	9
工业等消费	79	77	77	73	77	-4	4
国内总消费	272	255	257	255	268	-2	13
结转库存	86	68	67	62	75	-4	12
总库存/使用比	31%	27%	26%	25%	28%	-0.02	0.03
商业库消比	21%	15%	14%	11%	11%	-0.03	0.00
储备库消比	11%	12%	12%	14%	17%	0.02	0.03

数据来源：USDA

图八 全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表										
国家	年度	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	国内消费	出口	期末库存	库消比
全球	2022/23年度	10月	99.1	370.2	167.0	312.6	363.7	170.9	101.9	19.06%
		11月	98.1	372.2	165.1	313.4	364.2	171.0	100.3	18.75%
	2023/24年度	10月	101.9	399.5	165.8	328.5	383.3	168.2	115.6	20.96%
全球(不含中国)	2022/23年度	10月	100.3	400.4	165.8	329.5	383.7	168.3	114.5	20.75%
		11月	68.8	350.0	65.0	218.6	248.0	170.8	65.1	15.54%
	2023/24年度	10月	68.8	352.0	64.3	218.4	247.7	170.9	66.5	15.90%
美国	2022/23年度	10月	65.1	379.0	65.8	231.5	263.3	168.1	78.4	18.18%
		11月	66.5	379.9	65.8	231.5	263.2	168.2	80.8	18.74%
	2023/24年度	10月	7.5	116.2	0.7	60.2	62.8	54.2	7.3	6.24%
美国之外	2022/23年度	10月	7.5	116.2	0.7	60.2	62.8	54.2	7.3	6.24%
		11月	7.3	111.7	0.8	62.6	66.1	47.8	6.0	5.25%
	2023/24年度	10月	7.3	112.4	0.8	62.6	66.1	47.8	6.7	5.87%
主要出口国	2022/23年度	10月	91.7	254.0	166.4	252.4	300.8	116.7	94.6	22.66%
		11月	90.6	256.0	164.4	253.2	301.3	116.7	93.0	22.25%
	2023/24年度	10月	94.6	287.8	164.9	265.9	317.2	120.5	109.7	25.05%
阿根廷	2022/23年度	10月	93.0	288.0	164.9	266.9	317.6	120.5	107.8	24.61%
		11月	51.9	190.8	9.5	86.4	96.7	106.2	49.3	24.29%
	2023/24年度	10月	51.9	192.8	9.3	86.5	96.8	106.3	51.0	25.11%
巴西	2022/23年度	10月	49.3	223.9	6.2	93.9	105.3	110.5	63.5	29.43%
		11月	51.0	223.9	6.2	93.9	105.3	110.5	65.2	30.22%
	2023/24年度	10月	23.9	25.0	9.2	30.3	36.5	4.1	17.5	43.10%
巴拉圭	2022/23年度	10月	23.9	25.0	9.1	30.3	36.6	4.2	17.2	42.22%
		11月	17.5	48.0	5.7	34.5	41.8	4.6	24.9	53.61%
	2023/24年度	10月	17.2	48.0	5.7	34.5	41.8	4.6	24.6	52.99%
主要进口国	2022/23年度	10月	27.6	156.0	0.2	53.0	56.8	95.5	31.5	20.65%
		11月	27.6	158.0	0.2	53.0	56.8	95.5	33.4	21.96%
	2023/24年度	10月	31.5	163.0	0.5	55.8	59.7	97.5	37.7	23.98%
中国	2022/23年度	10月	33.4	163.0	0.5	55.8	59.7	97.5	39.7	25.25%
		11月	0.2	9.1	0.0	3.1	3.2	5.8	0.3	2.90%
	2023/24年度	10月	0.2	9.1	0.0	3.1	3.2	5.8	0.3	2.90%
主要出口国	2022/23年度	10月	0.3	10.0	0.0	3.5	3.7	6.0	0.6	6.53%
		11月	0.3	10.0	0.0	3.5	3.7	6.0	0.6	6.53%
	2023/24年度	10月	33.2	23.7	134.2	121.9	151.2	0.3	39.6	26.14%
中国	2022/23年度	10月	32.1	23.7	132.5	122.7	151.7	0.3	36.3	23.91%
		11月	39.6	24.5	133.6	126.3	157.1	0.4	40.2	25.52%
	2023/24年度	10月	36.3	24.5	133.6	127.2	157.5	0.4	36.5	23.11%
主要进口国	2022/23年度	10月	30.3	20.3	102.0	94.0	115.7	0.1	36.8	31.78%
		11月	29.3	20.3	100.9	95.0	116.5	0.1	33.8	28.98%
	2023/24年度	10月	36.8	20.5	100.0	97.0	120.0	0.1	37.2	30.97%
中国	2022/23年度	10月	33.8	20.5	100.0	98.0	120.5	0.1	33.7	27.94%
		11月								
	2023/24年度	10月								

数据来源：USDA

第二部分：季节性规律分析

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。这导致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。

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的概率较高，特别注意：5、6月之交是一个明显的变换点。6月中下旬-9月，市场保持强势运行，震荡上行的概率较高。9月后期国庆节假期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。此种走势大概率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，基本上都具有极高的确定性。

蛋价的季节性规律，虽然在2021、2022一度变得凌乱不堪，但2023年，该规律又王者归来，基本主导了年内蛋鸡的大的波动节奏，我们认为：2024年，整体供需形势更为清晰，在此背景下，季节性规律仍将发挥主导作用。

图九 鸡蛋现货季节性特征

	供给	价格	需求	价格
2月	【库存】春节期间部分养殖户存货较多，库存有待消耗	下行	【淡季】节前备货透支节后需求	下行
3-5月	【产能】天气逐渐转暖，产蛋率提高，增加供应	下行	【开工】学校陆续开学、工厂逐渐复工，鸡蛋集中需求有所增加 【节日】劳动节、端午节备货需求	上行
6月	【存栏】一季度补栏蛋鸡还未开产	上行	【暑假】学校即将进入暑假，集中采购需求降低	下行
7-9月	【气温】气温升高，蛋鸡“歇伏”	上行	【节日】随着中秋佳节来临，对鸡蛋的需求逐渐增多	上行
10月		下行	【淡季】中秋已经完成鸡蛋采购，需求不旺盛	下行
11月	【存栏】一季度蛋鸡补栏，造成下半年蛋鸡存栏增加，供给增多	下行	【节日】即将进入年底备货期	上行
12月-下一年1月		下行	【节日】元旦春节备货需求 【流感】若禽流感爆发或影响消费意愿	上行

数据来源：WIND

第三部分：需求变化分析

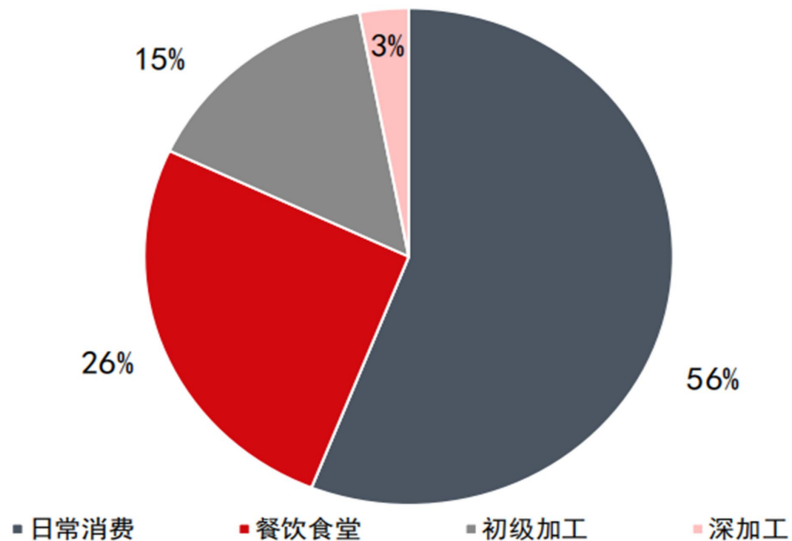
鸡蛋是一个需求结构相对固化的品种，在需求结构中，日常家庭消费占比为56%，集中堂食消费占比为26%，这两者已经占到需求比例的80%以上。其它如初级加工、深加工，所占比例均偏低，不足以引发剧烈变化。

从鸡蛋代表销区销量来看，2019年-2022年前三季度同比连续下滑，分别-8%、-3%、-1%。2023年1-9月份，需求整体+4%。其中，消费旺季8月份同比+38%。很明显，在疫情结束后，消费向正常状态恢复，但因消费结构的固化，整体变化并不大，整体消费水平恢复至2018年相当水平，但和于2019年仍有一定的差异。

虽然鸡蛋的消费结构变化不大，但通过分析产区和销区价格的走势，我们注意到：2023年，产区和销区的变化是有差异的。跟踪2023年1~11月产区和销区的价格差值，今年产销区价格差值出现了明显的放大。2022年1-11月份产销区价格差均值在0.49元/斤，2023年1-11月份产销价差均值在0.61元/斤，同比超+20%。

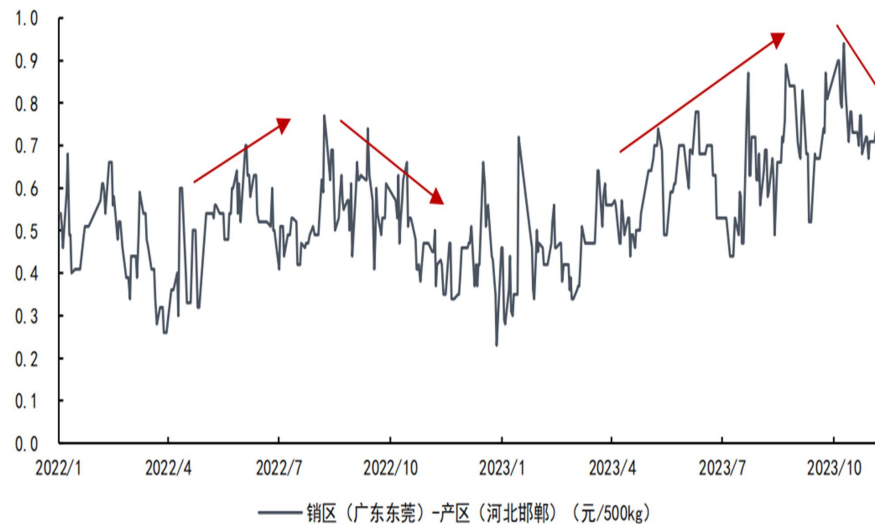
产销区价差的放大，一定程度说明销区需求的增长是明显的，但同时也表明：销区整体社会库存偏低，应对消费的变化冗余度不足。实际也反应出在供需形势偏宽松的大背景下，中间商囤货的积极性不足，更多是随购随采。这一点实际上是有点消极的。

图十 鸡蛋现货消费结构



数据来源: wind

图十一 鸡蛋产销区价差变化



数据来源: wind

PART 3

策略分析



整体来看，在2024年，既需要通过影响鸡蛋期价的二个要素，也需要通过不同时间段对核心要素的辨析，寻求投资机会。

要素一：蛋鸡存栏量在2023年出现恢复性增加，目前这一过程在延续中，并有望持续到24年的4-5月之间，这个过程导致鸡蛋的产出保持增加，供应量继续增长。同时该阶段，饲料原料玉米价格重心下降和豆粕价格转向偏弱仍为大概率，将导致蛋价的成本进一步降低。同时，由于蛋鸡养殖利润目前存于合理价区，并胜过毛鸡、肉鸡乃至生猪养殖，在相当程度上能继续呵护农户的养殖积极性，不能完全排除出现超预期（时间、数量）补栏的可能性，鸡蛋供需的整体关系较2023年更为宽松。这有望导致鸡蛋价格重心走低。

要素二：蛋价生产的季节性特征仍将主导蛋价波动，现货上这一特征是不能转变。在供需关系转为宽松后，蛋价的季节性特征甚至得到了进一步的强化。当然，我们也要重视鸡蛋期货和现货仍存在较大的差异，不能对现货亦步亦趋，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，更不用说鸡蛋期货主力合约的切花呈现时间段上跳跃。一定要摆脱现货思维的限制，更为紧密跟随资金的动向。

从图12看，2024年，蛋价的几个基本数据，存栏可能和2019年类似，蛋价平均可能和2021年类似，成本平均亦和2021年类似。

图十二 鸡蛋存栏成本价格对比

下半年	2018	2019	2020	2021	2022	2023
蛋价平均	3.92	4.57	3.29	4.39	4.92	4.56
成本平均	2.74	2.77	3.16	3.44	3.82	3.91
蛋价和成本的 差值	1.18	1.80	0.13	0.95	1.10	0.65
存栏平均	12.3	12.4	12.6	11.6	11.8	

数据来源：WIND

观点小结：

展望2024 年度，供给方面，在蛋鸡养殖利润保持相对有利，饲料成本存在持续回落可能的背景下，养殖户补栏积极性将继续提升，在产蛋鸡数量将保持温和增加，并不能完全排除超预期的可能。根据文中对蛋鸡苗补栏情况推算，预计2024年4-5月间，在产蛋鸡存栏量到达年度高值，鸡蛋供应能力逐步增加。供需关注保持宽松。

需求方面，2023年需求已经基本恢复正常，变量不大。关键点是观察社会库存是否可以适当恢复。而此点，也是需要结合蛋鸡存栏变化及鸡蛋的季节性来综合考虑。从季节性消费看，一季度以节后传统消费淡季行情为主，二季度为开春补栏期，三季度中秋旺季提振消费，四季度以节后需求回落和年底备货驱动蛋价反弹特征为主。

综合鸡蛋供需格局变化，产能整体呈现从持续增加的趋势。2024鸡蛋价格的波动重心大概率会继续走低。从图表看，2023年鸡蛋指数波动重心为4200一线，预计2022年鸡蛋价格波动重心3950-3900一线，降低300-250点。波动区间为3400-4400，季节性因素主导年内波动节奏。



全国统一客服热线：**400-8844-998**

公司网址：**BTQH.COM** ▶

总部地址：成都市高新区锦城大道**539**号盈创动力大厦**A座406**

邮政编码：**610041**





THANKS