



## 产能去化犹可见，产业竞争亦增强

鸡蛋期货上市运行已有 8 年，经历了 1703 合约每日选择交割和 2106 合约裸蛋交割的两个重要变革，也经历了 2018 年 5 月和 2020 年 3 月两次重要的持仓限制扩大，市场结构发生了重大变化。在变化的市场中，我们不断挖掘影响盘面价格变动的有效因子，形成了对于年内市场判断的基本体系。

我们认为，主导鸡蛋价格周期的核心因素无疑是供需，而价格反过来也会影响养殖户的决策从而影响市场对于供需的预期。由于现货市场中，鸡蛋价格除了受到当下供需的影响外，还有价格粘性、市场惯性、渠道库存、贸易心理等多个因素的牵扯，其波动常常偏离预期的节奏。在加上资金在不同的时段对市场热点的埋伏和追逐，市场上形成了现货主导逻辑、预期逻辑和反预期逻辑，三类驱动，此消彼长。

透过今年的年报，我们将明年上半年相对确定的存栏下行趋势向读者进行了阐释，同时基于基础产能和产能利用率的思考方式，对 2021 年下半年的产能恢复进行了预判。我们认为，当前出现的产能去化，不过是养殖户对于产能利用率的调整，而整体的基础产能还在，一旦利润出现，产能恢复的速度不应低估。

正如我们在 2019 年没有办法预测到 2020 年的新冠疫情一样，2020 年的我们也无法去预测下一只“黑天鹅”什么时候以什么方式到来，但我们希望能帮助您看到下一头“灰犀牛”正在以何种姿态、什么速度向我们走来。

## 鸡蛋产业链年度报告

作者姓名：魏鑫

邮箱:weixinqh@csc.com.cn

电话:023-81157287

发布日期：2020 年 12 月 27 日

### 报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周一下午 5 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

### 农产品研究团队

田亚雄 首席研究员  
联系电话：023-88367400  
投资咨询资格编号：Z0012209

魏鑫 生鲜研究员  
联系电话：023-81157273

石丽红 油脂研究员  
联系电话：023-81157273

邵航 商品期权研究员  
联系电话：023-88060455

蒋欣然 玉米研究员  
联系电话：023-81157271

吴新扬 软商品研究员  
联系电话：023-88369577

## 目 录

主要观点： .....	2
一、2020：冲击之后，回归供需 .....	3
（一）2020 年度核心话题 .....	3
（二）旧的故事：猪蛋分化 .....	3
（三）新的冲击：新冠疫情 .....	5
（四）回归核心：存栏变化 .....	6
二、2021 上篇：被续写的故事 .....	8
（一）可预见的存栏下行 .....	8
（二）需求：从疫情中恢复 .....	9
（三）价格运行的季节性路径预测 .....	10
三、2021 下篇：利润、投资与产能周期 .....	12
（一）历史中的蛋周期 .....	12
（二）养殖行业的不同主体 .....	12
（三）养殖供给的利润弹性与不确定性 .....	13
（四）下半年产能有望趋稳，关注季节性波动的恢复 .....	14
四、鸡蛋期货投资机会展望 .....	17
（一）2021 年鸡蛋现货市场评估 .....	17
（二）2021 年鸡蛋投资机会：单边与套保机会 .....	18
（三）2021 年鸡蛋投资机会：价差机会 .....	19
（四）风险提示 .....	19

## 主要观点：

1. 鸡蛋市场告别了生猪的影响，回归自身的供需。未来一年，不出意外，新冠疫情对消费市场的影响也将减弱，鸡蛋的总体需求同比好转。供给方面，上半年主要关注淘汰节奏，但整体产能的去化相对确定；下半年行情则取决于上半年的育雏补栏情况。
2. 从 2017 年下半年到 2019 年年末长达两年半的盈利周期和超高的利润水平导致的产业增长的后果并不会因为今年上半年的亏损而消失。基础产能提高，产能利用率下降的情况下，随着利润的提升，各类养殖主体有望积极补栏，从而缩短本次养殖盈利周期的时间和高度。
3. 上半年的高利润容易转换为下半年的高开产，因此，如果上半年现货价格较高，给下半年鸡蛋市场的预期将会产生两个方向矛盾的影响。一方面从价格上直接支撑远月期价，另一方面又通过供给的中间变化因素压制远月价格的上升。交易当中，如何判断矛盾的主要方面，显得更加重要。
4. 价差方面关注基本面和交割规则等因素共同影响的相关合约，由于市场在交割之前，对于交割逻辑的认可可能有限，部分价差策略还需要时间来发酵。

## 一、2020：冲击之后，回归供需

### （一）2020 年度核心话题

本年度的商品市场绕不开新冠疫情的话题，相比其他主流大宗商品，鸡蛋具有明显的国内属性和居民消费属性。因此，新冠疫情在国内的爆发和蔓延所导致的中短期影响更加明显；相比之下，国外疫情以及由全球疫情导致的经济问题对于鸡蛋市场来说，影响相对间接，且力度较小。

除了疫情带来的短期冲击之外，2020 年的行情波动依旧围绕着产能的变化。尤其是在 17~19 年度的扩产周期当中，产能与利润齐飞，给 2020 年的蛋价带来明显的压制。

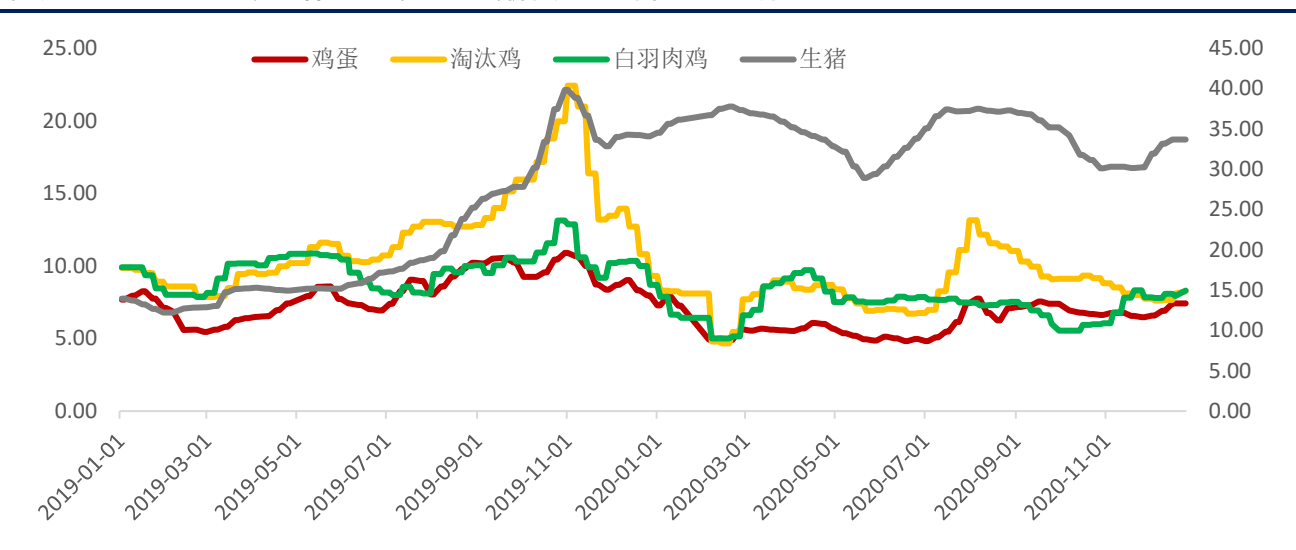
2019 年下半年飞速上涨的猪价在 2020 年给予保持高位运行，而鸡蛋价格则走出了截然不同的趋势。蛋猪两者价格分离的核心还是由于作为两种不同属性商品，他们的直接替代性有限。比起猪肉，蔬菜对于鸡蛋的影响可能更大。猪肉和鸡蛋两者价格的传导机制以间接传导为主，作为中间传导因素的肉鸡、淘汰鸡没有形成有效的链接，那么肉蛋之间价格的相关度也就大打折扣。

总而言之，对于去年的行情，关注三个重点因素。一个是后非瘟时代蛋价与猪价的分化，一个是新冠疫情形成的脉冲效应，核心还是鸡蛋本身供需情况。

### （二）旧的故事：猪蛋分化

2019 年，我们见证了生猪价格创下历史新高，同时肉鸡价格、鸡蛋价格也同时达到了历史极值，从而形成了三者共振的情况，但时间进入 2020 年，猪价、鸡价和蛋价却走出了完全不同的模式，其原因在于价格共振所需要的条件出现了改变。

图表 1：2019~2020 生猪（右轴）、鸡蛋与肉鸡价格走势（单位：元/公斤）



数据来源：博亚和讯，中信建投期货

我们年报的第一张图片，展示了四种相关禽畜产品的价格走势，可以看到，19 年和 20 年，生猪与其他产品的价格中枢出现了明显的分离。我们进一步分析他们之间的相关程度：

**图表 2：19/20 年生猪、白羽肉鸡、淘汰鸡和鸡蛋价格变化的相关系数**

2019 年					2020 年				
	生猪	肉鸡	淘汰鸡	鸡蛋		生猪	肉鸡	淘汰鸡	鸡蛋
生猪	1.00	0.50	0.49	0.40	生猪	1.00	-0.02	0.06	0.18
肉鸡	0.50	1.00	0.61	0.51	肉鸡	-0.02	1.00	0.53	0.27
淘汰鸡	0.49	0.61	1.00	0.61	淘汰鸡	0.06	0.53	1.00	0.67
鸡蛋	0.40	0.51	0.61	1.00	鸡蛋	0.18	0.27	0.67	1.00

数据来源：博亚和讯，中信建投期货

从图表二中，我们可以看到，生猪和其他品种之间价格波动的相关性是不稳定的，即便 2019 年猪鸡相关系数达到 0.5，在 2020 年却为-0.02；而另一方面，我们可以看到，淘汰鸡对肉鸡和鸡蛋价格波动的相关性都比较稳定，这也侧面证明了其作为价格的传导枢纽的事实。

不同的价格趋势反映了不同的供需情况。首先，生猪、肉鸡和鸡蛋的供给状态在共振后出现分离，生猪依旧位于产能低迷期，而肉鸡和鸡蛋产能快速上行。其次，生猪价格向鸡蛋价格传导的直接和间接链条都出现断裂。直接链条上，生猪价格的波动幅度不大，消费市场完成了价格适应，没有大的边际变动，很难导致新增的替代效应；间接链条上，生猪 - 肉鸡 - 淘汰鸡 - 鸡蛋的传导因为鸡价表现一般，没有形成边际供给的突然变化，反而由于淘鸡价格较低，在某些时段形成了对淘鸡的抑制，压低了鸡蛋价格。

**图表 3：生猪鸡蛋供需节奏**

品种	产能低迷期	三者共振期	三者分离期
生猪	18 年底至今	19 年下半年处于供给极低环境	2020 年整体供给仍处于恢复期，产能偏弱，价格有支撑
肉鸡	19 年	19 年下半年处于供给偏弱期，受猪肉价格大幅上涨的边际影响较大	19 年开始祖代引种明显增加，2020 年产能明显提升，压制价格
鸡蛋	17 年下半年至 18 年末	19 年下半年处于供需平衡期，但短期淘鸡价格上涨，导致边际供给大幅下降，从而导致蛋价超预期上行	18~19 年大量补栏导致 2020 年供给形成历史极高水平，持续压制价格

数据来源：中信建投期货整理

瞄准 2021 年，生猪与鸡蛋的供需环境又将出现较大的变化，但两者的趋势是朝着相反的方向运行。生猪产能恢复速度有望加快，养殖利润将逐步收缩，而鸡蛋则会先沿着去产能的路径前行，直到补栏和淘鸡数量实现扭转。

### （三）新的冲击：新冠疫情

截至 12 月 25 日，全球因新冠疫情死亡的人数达到 175 万人，感染人数为 7986 万人。相比之下，拥有世界五分之一人口的中国，死亡人数为 4634 人，感染人数为 86933 人。因疫情导致的死亡率为世界总体死亡率的 1/76；感染率上看，我国为世界平均水平的 1/167。中国对于新冠疫情的控制取得了巨大成功，从而也抑制了疫情对于消费的冲击时间和冲击力度。

**图表 4：全球和主要国家疫情情况**

	确诊人数	死亡人数	感染率	因疫情造成的死亡率
中国	86933	4634	0.0062%	0.03%
美国	19210166	338263	5.7521%	10.13%
日本	215266	3196	0.1702%	0.25%
印度	10169818	147379	0.7369%	1.07%
英国	2227947	70302	3.2694%	10.32%
法国	2547771	62548	3.7714%	9.26%
德国	1633072	30053	1.9491%	3.59%
巴西	7448560	190515	3.5042%	8.96%
全球	79864648	1750907	1.0408%	2.28%

数据来源：中信建投期货整理

新冠疫情的背景下，鸡蛋市场受到的影响是“脉冲－衰减”式的。从 2020 年全年的鸡蛋消费市场来看，整体的冲击可以分为：对节后需求的直接冲击、对年度需求的渐弱影响和对季节性需求的冲击。

**图表 5：部分省市活禽市场开放时间表**

省份	时间	活禽市场放开事宜
江西	2 月 18 日	江西省省长易炼红在省委农村工作会议暨扶贫开发工作会议专门强调，要逐步放开活禽市场，增加市场供应。
	2 月下旬	《南昌市疫情防控期间放开活禽交易市场实施方案》、《疫情防控期间景德镇市放开活禽交易市场实施方案》
安徽	2 月 22 日	安徽要求各地对活禽交易市场依法依规有序放开
广东	2 月下旬	逐步放开
甘肃	2 月下旬	逐步放开
海南	3 月 3 日	全省已有 54 个农贸市场、集贸市场和便民疏导点恢复活禽交易
湖南	3 月 3 日	湖南省农业农村厅、省市场监督管理局、省商务厅联合下发了《关于逐步恢复活禽交易市场经营》的通知
河南	3 月 6 日	河南三部门联合印发《关于尽快开放活禽交易市场的紧急通知》

数据来源：中信建投期货根据新闻整理

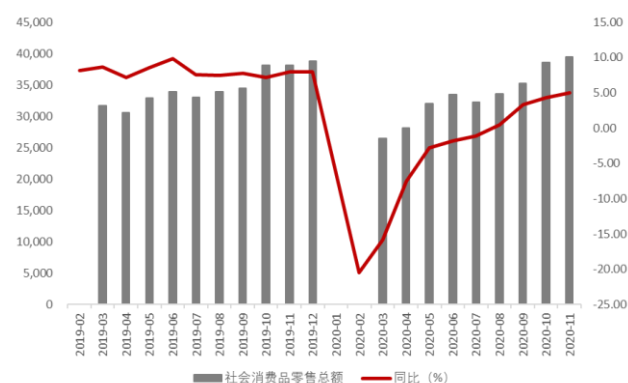
对节后需求的直接冲击，可以分为两个层面：一个是社会经济生活的突然停摆，包括春节假期的延长、大规模的出行限制乃至购物限制、餐饮市场的暂停等等导致实质需求的减少；另一个是交易市场的停摆，包括活禽市场的关闭（虽然活禽市场影响的是肉鸡，但间接也影响淘鸡、鸡蛋的走货）、对传统市场的限制、对物流

的短暂限制导致的供需通道阻塞。

这种直接的冲击对于节后的 02、03 合约来说形成的致命的打击，给原本受到供需矛盾转换导致的价格下行再添助力，而淘鸡受阻也拖累了后续的 04、05 合约。

对年度需求的渐弱影响可以从宏观环境以及具体产业上窥出端倪。全社会的消费品零售总额自新冠疫情发生以来呈现逐月恢复的水平。从数据上看，社会消费品零售总额同比数据在 10 月份转正，也表明了新冠疫情后，消费品市场的弹性。受疫情冲击最大的餐饮行业，3 月份同比下滑 46.8%，4 月份同比下滑 31.10%，5 月后才逐步恢复正轨。截至目前，社会总体消费恢复同比正增长，餐饮板块恢复去年同期水平。

**图表 6：社会消费品零售总额（万元）与同比增长率（%）**



**图表 7：社零餐饮收入（万元）与同比增长率（%）**



数据来源：国家统计局，中信建投期货

数据来源：国家统计局，中信建投期货

从数据上可以很好地说明今年疫情对于消费的“脉冲”式影响。包括餐饮业在内的下游消费行业止步转好、活禽市场根据各地具体情况而逐步开放，鸡蛋需求也同步回升。新冠疫情对于鸡蛋的影响在 2 月和 3 月表现明显，4、5 月市场库存去化压力较大，对中秋消费也有一定削弱，中秋后影响逐步减小。

#### （四）回归核心：存栏变化

无论是生猪还是疫情，都是外生冲击。鸡蛋本身的供给在所有外生冲击的影响下，依然起到价格主导的作用。

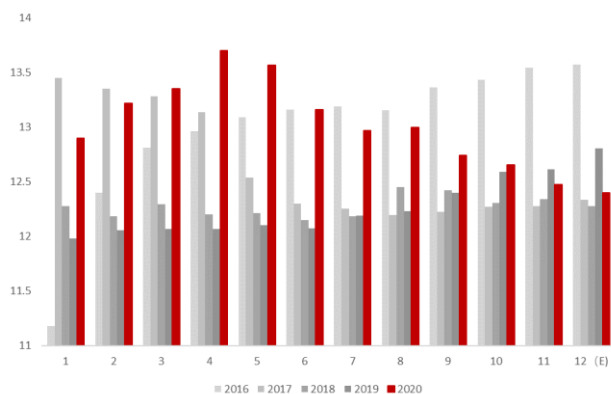
2020 年是鸡蛋存栏的见顶年份，根据卓创资讯的数据，蛋鸡总存栏在 2020 年 4 月创下了历史记录，达到 13.7 亿羽，同比增长 13.5%。在存栏超越历史同期水平的环境下，养殖利润也必然被逼退至负值。从而进入了存栏的去化阶段。

产能的去化跟扩张一样，不会一蹴而就，需要几个阶段。首先，亏损的时间需要足够长，才能够让养殖户感受到现金流的压力，调整养殖决策，或是提前淘汰或是延后补栏；其次，由于 18/19 年持续的盈利，蛋鸡养殖从业人士的总体资本水平较好，外加养殖業者也寄希望于获取产能去化后的第一杯羹，养殖者决策的耐心更强

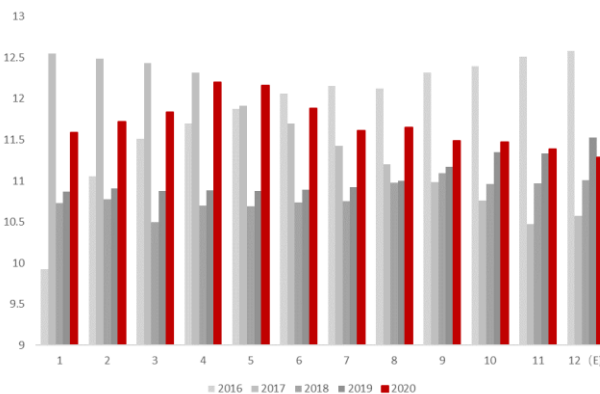


了；最后，去产能的条件依然需要存栏结构合适，在可淘老鸡和大龄蛋鸡不多的情况下，产能的去化势必更需要时间。

图表 8：2016~2020 年鸡蛋总存栏（亿羽）



图表 9：2016~2020 年在产蛋鸡存栏量（亿羽）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

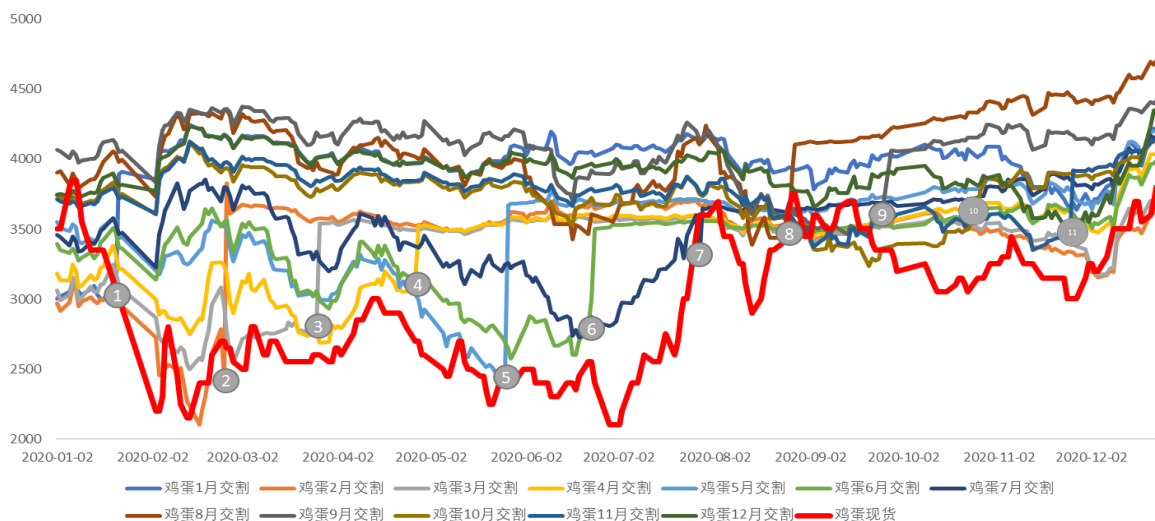
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

最后，我们用过去一年的期现货市场走势结束我们对于 2020 年的回顾，标有数字的灰色圆形代表合约结束的位置。

上半年，摆脱猪价影响的鸡蛋在疫情的冲击下跌得十分顺畅，市场憧憬着蛋价回暖，蛋始终无法突破 3 元，2 月到 6 月合约伴随着涨价希望的破碎依次下行。中秋期间消费和餐饮都仍在恢复，现货上行的空间有限，一波三折之后，市场归于平稳。随着产能去化的进一步展开，11 月蛋鸡总存栏量实现同比下降，12 月在产蛋鸡存栏预估也将实现同比下降，价格逐步回暖。

新的故事将在 2021 年续写。

图表 10：2020 年鸡蛋各合约和鸡蛋现货（辽宁锦州）价格走势（元/500 千克）



数据来源：博亚和讯，大连商品交易所，中信建投期货



## 二、2021 上篇：被续写的故事

2020 年，在供给和疫情的双重压制下，蛋鸡养殖产业出现了较长时间的养殖亏损。短期的补栏受阻和长期的补栏偏低扭转了存栏向上的趋势。在供给侧，我们能够预见存栏的下行。需求上，除了本身的季节性之外，新冠疫情对于消费的影响逐渐弱化，未来的不确定性主要在两个方面：一个是疫苗的表现，一个是针对出入境管理政策的变化，这些都可能从不同角度影响鸡蛋市场的需求。

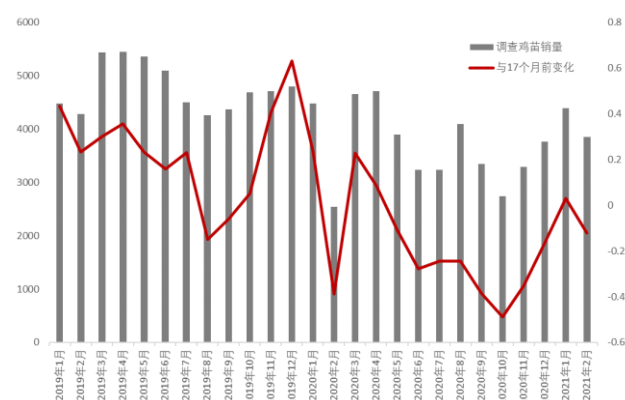
### （一）可预见的存栏下行

我们先从供给侧说起。

供给侧的核心数据是存栏，表面上看，存栏是鸡蛋供应量的基础，存栏量在存栏结构和产蛋效率两者的影响下，形成产量，决定了价格天平的一端。但存栏量的统计频率又如此之低，统计数据权威性也不高，再加上短期市场有小规模库存以及贸易心态的变化，现货价格、走货和库存的数据对于盘面短期的波动影响较大，在数据滞后的情况下，存栏量数据对于行情的节奏把控帮助有限，但对价格趋势的判断仍有重要意义。要规避调查数据滞后的缺陷，就必须对未来的存栏进行预先判断。

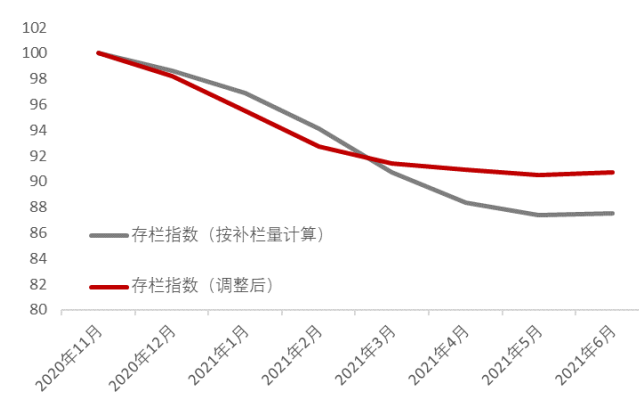
在对存栏预测之前，我们首先要掌握的数据是鸡龄结构，而除了本身市场中调查得到的鸡龄结构情况之外，我们还要结合补栏数据、淘汰数据来进行佐证。按照正常的养殖时间，蛋鸡淘汰的主流鸡龄应该在 480~540 天，在节前可能会出现延淘的情况，同时也有在靠近节日时出现集中淘汰的可能，综合以上静态数据和养殖规律，我们以 2020 年 11 月为基期对 2021 年上半年的存栏变化做出了相应的测算。

图表 11：调查鸡苗销量（万羽）及同 17 个月前比较变化率



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图表 12：2021 上半年在产存栏指数（2020 年 11 月为基期）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

首先，我们整理了补栏数据，并利用卓创公布的鸡苗销量数据对在产蛋鸡存栏数据进行预期，基本思想是用 4~5 个月前的补栏预估当月的新增开产数量，用 21~23 个月之前的补栏预估当月的淘汰数量，在数据上进行了拟合平均处理，使得每月能够基本对应。

但我们利用已有数据进行验证时发现，虽然利用这一方法确实能够预测存栏变化的趋势，但仍与真实存栏变化有一定误差。我们认为主要原因在于（1）不同时间段市场淘汰老鸡的鸡龄不同，这一方法没有纳入季节性考量，（2）数据本身是调查数据，具有一定的数据误差。基于以上判断，我们调整预测模型，使之更匹配当前的淘鸡节奏，结果如图表 12。

我们认为，明年上半年在产蛋鸡存栏的下行趋势是明朗的，这是基于上半年应淘汰老鸡和新增开产蛋鸡之间的差距，产能去化的空间在 10% 左右。

随着 2019 年第三和第四季度的蛋鸡在 2021 年上半年完成淘汰，鸡蛋产能也就实现了从供给偏强到供需平衡再到供给偏紧的快速转换，这一转换的过程基本配合了 2020 年中秋 - 2021 年春节 - 2021 年年中的时间线，进一步抹平这一时间周期内的价格季节性。

## （二）需求：从疫情中恢复

基于存栏量和季节性的价格变化是鸡蛋市场基础的演绎，在基调之外，2020 年的新冠疫情的阴霾仍然没有散去。

一方面，新冠疫情本身就具有不确定性，另一方面，新冠疫情对消费市场的影响更具有多面性。

在国内，疫情防控进入常态化，疫情的可控程度较高，但在国外疫情肆虐的环境下，持续输入和零星传播的状况仍然严峻。春节即将来临，同时温度较低，病毒在环境当中生存的能力较强，这些都加剧了短期的风险。

**图表 13：主要疫苗研发和接种进展**

国家	研发机构	当前进度	产能
中国	武汉生物所	开始紧急使用	2 亿剂/年
	科兴生物	三期临床，巴西已完成数据统计，有效率 50% 以上	3 亿剂/年
	北京生物所	开始紧急使用	2 亿剂/年
英国	康希诺	三期临床	1-2 亿剂/年
	牛津+阿斯利康	年内于英国使用	30 亿剂/年
俄罗斯	加马列亚研究所	紧急批准使用	明年 6 月达到 3 千万剂
美国	诺瓦瓦克斯	三期临床，预计 2021 年 4 月开始使用	10 亿剂级
	强生	三期临床，预计 2021 年 2 月提交 FDA 紧急授权申请	10 亿支/年
	辉瑞	开始接种	12 亿剂/年
	赛诺菲	推迟计划，预计 2021 年四季度开始使用	N/A
德国	CureVac	即将开展三期临床	3 亿剂/年
	Biotech	开始接种	2021 年达到 13 亿剂

数据来源：中信建投期货

未来的重要变量实质是在于国外，重点关注疫苗的研发与接种进展、国外疫情和我国的出入境政策。在当前病毒变异、传播规模较大的情况下，国外的控制措施有效程度低，要实现全面战胜疫情，疫苗几乎成为了唯一的路径。

鸡蛋作为典型的国内品种，为什么需要关注国外疫情发展的状态呢？

我们认为，国外疫情如果继续影响境外产业链条的恢复，国外市场将必然加大对于中国产业链的依赖，实质上是赋予了中国一定的竞争优势，加速了国内从新冠疫情当中恢复的进程，提升用工需求，从而增加团体用餐需求，也从整体的经济恢复中赋予民众更多的国内购买力。

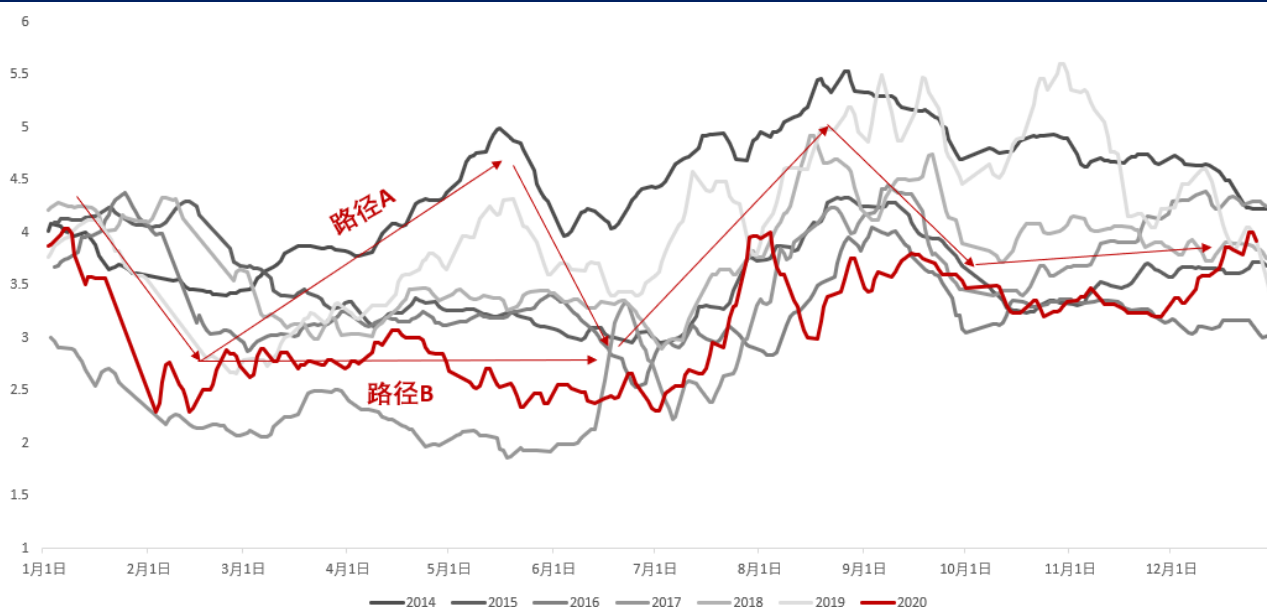
而在疫苗有效性较好，同时接种率较高的情况下，国外疫情逐步得到控制，中国的疫情控制优势将逐步衰减。不过，在此情况下，国外需求有望逐渐恢复，也有可能对我国出口产业需求形成另一个层面的利好。与此同时，我们还可以考虑我国出入境的管理规定的变化，在现行规定下，对于入境人员的长时间强制隔离，带来的结果是将出境消费人群锁定在国内，某种程度上也将促进国内消费；如果国外疫情超预期好转，全球出入境管理制度回归疫情前常态，出境旅游等服务贸易市场重新开放，则可能形成与之相反的结果。

在“两个循环”和需求侧改革的背景下，我们预计对于鸡蛋的整体需求是受到提振的。

### （三）价格运行的季节性路径预测

厘清供给侧产能去化的情况后，我们结合季节性需求的变化，可以对未来半年的价格趋势作出基本判断。

图表 14：价格的季节性路径



数据来源：博亚和讯，中信建投期货

可以看到，鸡蛋在上半年的价格变化一般有两种路径。路径 A 在节后见底之后有趋势性的上涨，路径 B 则维持弱势稳定运行，而决定当年鸡蛋价格向哪一个路径去运行的因素就是存栏量的变化和猪肉等外部推动因素。

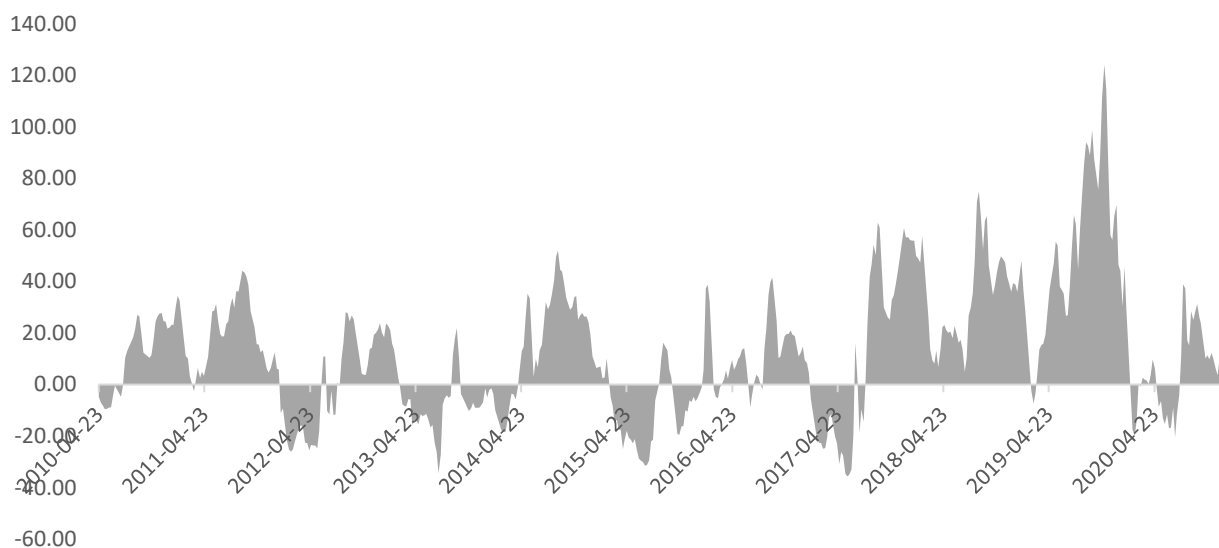
由于存栏下行导致 5~6 月出现鸡蛋的供给低点，我们认为，2021 年很有可能实现“路径 A”的季节性价格变化，这也和当前盘面的价格结构类似。不过由于鸡蛋本身波动比较大，同时各个合约之间的价差波动也比较大，仍然有机会出现定价暂时偏离的机会。

### 三、2021 下篇：利润、投资与产能周期

#### （一）历史中的蛋周期

在分散养殖的条件下，利润的波动会驱动养殖主体形成羊群效应，同时进行类似的养殖决策，而由于养殖决策的执行与实际供给的变化有一定的时滞，所导致的供需错配推动价格上下波动循环往复，就形成了养殖的价格周期。

图表 15：蛋鸡静态养殖利润



数据来源：Wind，中信建投期货

从 2010 年到 2017 年的养殖盈利-亏损周期当中，我们可以看到，周期中盈利时间长度与亏损时间长度相匹配，盈利的空间与亏损的深度也相互印证，总体来看蛋鸡养殖产业长期平均下来，以微幅盈利为主，回报率并不高。

但 2017 年禽流感深度去产能，加上 2019 年猪肉价格飞涨，带来了历史上最长也最丰厚的盈利时段。按照我们对于行业周期的理解，长达两年多的大幅盈利，给产业的深度产能扩张足够的时间窗口。2020 年的低迷价格短期起到了存栏去化的作用，但一旦利润回升，产能恢复的弹性比以往更大。

#### （二）养殖行业的不同主体

蛋鸡养殖行业是畜牧行业中分散程度最高的产业之一，在这个产业当中，不同的主体又有不同的决策习惯。我们把蛋鸡养殖的主体粗略分为散养户、专业户和规模化养殖场三种。散养户是指存栏在 2 万羽以下，基础设施投入较少，用工人少或以家庭用工为主的养殖主体；专业户是指养殖规模在 2 万羽以上，有一定基础设施投入的养殖主体；规模化养殖场一般在 20 万羽以上，具有正规的企业运营模式和标准的财务核算体系。由于不

同层次的养殖主体具有不同的资源禀赋，所追求的风险收益各有不同，那么他们的行为表现也就出现明显的差异：

**图表 16：不同养殖主体的特点**

	成本基准	技术传导	决策考量	议价能力
散养户	饲料成本、静态测算	滞后	短期决策	议价能力低
专业户	可变成本、预期测算	居中	中期决策	议价能力中
规模化养殖场	总成本、综合测算	领先	长期决策	议价能力高

数据来源：中信建投期货

散养户具备更强的灵活性，逐利而动的行为模式比较明显；而集团化的规模养殖场，持续扩张的动作在 17 年以后持续加速。由于不同主体的存在和分散化养殖的现实，加上信息传播渠道的变革以及养殖技术的转变，鸡蛋的供给受养殖利润的调节的过程不再那么直接。

### （三）养殖供给的利润弹性与不确定性

鸡蛋供应量的变化主要来自两个层面，一个是新增投资和养殖户的进入与退出形成的产能变化，这部分的产能涉及到基础设施的投资，相应的回报周期要求的时间更长，我们称之为“基础产能”；另一个是养殖企业或养殖户通过空栏率来调整基础产能的利用率。

养殖基础产能的弹性并非对称：首先，对于灵活性较高的散户型养殖户来说，利润的波动达到一定程度后能够吸引其进入，但迫使其离场的往往是非利润因素（环保、疫病等）；其次，对于规模化养殖场来说，当前主流方向是规模的扩张，几乎所有的大型养殖场都在持续增加产能；因此，在产能弹性上，基础产能在环保整治和 17 年禽流感之后处于逐步上升状态。

以正大集团为例，其自 10 年以来持续布局国内蛋鸡产业，并且在 17 年之后加速扩张。产能版图覆盖华北、华中、华东、西北、西南等多个区域，总预期产能达到 2000 万羽。

**图表 17：正大集团的鸡蛋扩张**

项目地址	开工/签约时间	投产时间	投资总额	预期规模
北京平谷区	2010 年	2012 年 4 月	7.2 亿元	300 万羽
陕西咸阳	2010 年 10 月（签约）	—	—	300 万羽
浙江慈溪	—	2016 年 10 月	2.26 亿元	100 万羽
云南昆明	2017 年 7 月	—	6 亿元	300 万羽
上海崇明区	2019 年	2021 年 3 月	7.51 亿元	300 万羽
四川眉山	2019 年 2 月（签约）	—	6.25 亿元	300 万羽
山东潍坊	2020 年 6 月	2021 年年底	10.83 亿元	360 万羽
河南南阳	2020 年 9 月	—	3.1 亿元	100 万羽

数据来源：中信建投期货



除正大集团之外，仅在 2020 年就有韩伟、杉树、华润五丰、温氏、凤集、天勤等企业超百万余级别的新建项目近十个，在基础产能上提供超过 1000 万羽的增幅，预计相应的产能兑现将在 2021~2023 年之间实现。

尽管养殖的规模化的趋势是明确的，但基础产能由散户养殖更替为规模化养殖场讲师一个漫长的过程。中小型养殖者的退出，考虑的除了自身的成本收益，还有更多的行为惯性。年龄偏大的养殖户很难以外出打工作为备用选择，而年龄相对年轻的养殖户通常在向专业养殖的方向努力，城镇化和老龄化会继续降低散户产能，但这一过程相当缓慢，除非有类似环保等政策上的逼退。我们认为，在未来一段时期内，蛋鸡养殖行业仍然处于白热化竞争的阶段，散户与规模养殖的竞争逐渐转变到专业养殖与规模养殖之间的竞争。在基础产能提升的基本条件下，没有异常情况，每一个盈利的高峰期都不会维持太长时间。

站在产能利用率的角度来看，相比以往利润来时增产，亏损来时去产能的，当前的产业不确定性更强：

1. 产能清退更加慎：产业经历了 2017 年剧烈的清洗，并在随后的 6 月开始展开反转。这段记忆是被产业铭记的，以至于大多数有实力或者笃定蛋鸡养殖的主体都特别慎重做产能清退。2017 年的产能清退还有禽流感的逼迫，而完全要依靠养殖利润推动决策，养殖户一边不甘心当前高峰的这批鸡没有挣钱，另一方面又在价格上行的环境下看到未来的曙光，产能的去化如何能顺畅下去？
2. 养殖主体决策多元：过去养殖主体因为往往接受同质化的信息，因此在经营中的决策具有相对高的一致性，而目前互联网让当前的市场观点和信息更为通畅，养殖主体的决策方式和结果变得更加多元化，且更加不可预测，这也变相拉长了产业利润的变化周期。
3. 技术与模式变革：青年鸡为养殖户和种鸡场提供了缓冲地带，养殖户的选择更多；换羽技术从 17 年开始逐渐蔓延，拉长的蛋鸡养殖的生命周期；部分养殖业者用缩减养殖周期，从 510 天降至 430-450 天，加速资金周转，并往前持续布局未来的产能，以期等到产业利润的反转时刻。

因此，从我们对于养殖周期的综合判断来说，不能够再局限于当前的产能去化情况，还需要看到基础产能的变化以及养殖决策当中的不确定性。

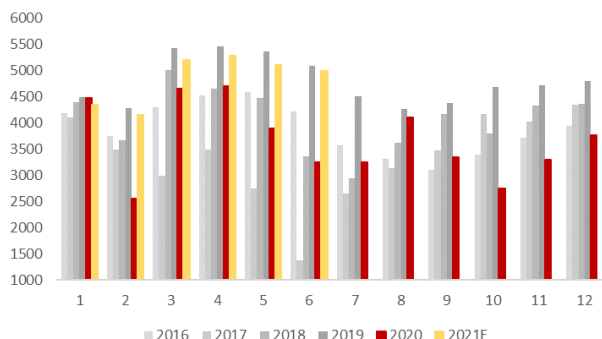
#### （四）下半年产能有望趋稳，关注季节性波动的恢复

在本文的第二章，我们从历史和当前的存栏、育雏情况，推断了 2021 年上半年可预见的存栏下行。相比上半年的存栏情况的较高确定性，2021 年的下半年我们需要做更多的假设来进行分析。

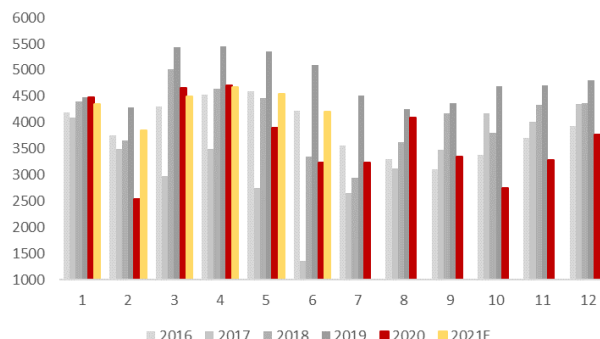
下半年的存栏变化主要由两部分构成，一是养殖户的上半年补栏决策，二是下半年的淘汰决策。补栏决策多与利润相关，而淘汰决策除了利润之外还限制在可淘老鸡的数量上。厘清这一逻辑后，可淘老鸡的数量所需要的假设最少，主要根据前期补栏数量来推断，不过也需要对淘鸡鸡龄以及对应的节奏做出假设；补栏量则需要根据利润情况和父母代产能来做推断；而利润情况很大程度上依赖于我们在第二章中所推断的存栏数量。

根据不同的利润情况和养殖决策的分析我们对下半年存栏进行情景分析：

图表 18：上半年补栏情况预测 A（调查鸡苗销量，万羽）



图表 19：上半年补栏情况预测 B（调查鸡苗销量，万羽）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

数据来源：卓创资讯，中信建投期货

在情景 A 中，我们假定明年上半年利润表现较好，父母代养殖场在 3 月之后的种蛋产能提升、利用率上行，鸡苗预订情况保持高位，仅次于 2019 年的表现。在这一情况下，存栏量见底的时间有望出现在 2021 年的 4~6 月，一旦上半年新增补栏进入开产节奏，产能就能够有效恢复，年末的恢复速度将进一步加快。

在情景 B 中，我们假定年后价格出现一定下行，订苗数量有所上升但仅位于常年平均水平。在这一情景下，存栏见底的时间还会继续推迟，直至 2021 年底，也就是 2020 年初受疫情影响上鸡减少的那批鸡苗淘汰之后，存栏量才能够有效恢复。

图表 20：2021 年存栏变化预测（指数，以 2020 年 11 月为基期）



数据来源：博亚和讯，大连商品交易所，中信建投期货

在以上两个情景之中，我们当前更倾向于情景 A 的情况。主要有三个原因：

1. 老鸡淘汰提升了空栏率，在预期的利润空间加持下，养殖户进行补栏的基础条件和意愿都有，从现实的订苗数据中也可以反映这一趋势；
2. 尽管受到了 2020 年上半年的亏损压力，但只要获取了 2019 年的养殖利润，养殖业从业者总体来说还是以赚钱为主，资产和现金流状态依然较好，支撑产能恢复的意愿；
3. 17 年开始的规模化养鸡场正处于产能的释放阶段，大部分企业构建了父母代 - 青年鸡的调节空间，产能的释放有望加速。

基于以上推论，我们对明年下半年的行情在保持总体乐观的情况下，也需要关注边际供给可能出现的提升势头，在相对平稳的供给环境下，季节性的展现将更加明确。

## 四、鸡蛋期货投资机会展望

鸡蛋的行情不仅仅基于对每个合约到期月份市场供需的判断，还取决于从当前到到期月份之间的时间段内，现货市场的波动情况。一方面，现货市场的波动从基差角度影响未来盘面，越接近到期时间，合约受现货价格的影响越大，即便远月合约的预期价格与短期内的现货市场波动实质关联度较小，也无法独善其身；另一方面，现货市场价格的变动一定会影响淘鸡和补栏决策，从而对远月市场供需形成影响。

在图表 10 当中，我们呈现了整年度各个合约期货和鸡蛋现货价格的走势，可以明显地看到三个特点：

1. 远月合约波动率小，近月合约波动率大；
2. 近月合约与现货相关性高，远月合约同现货相关性小；
3. 尽管期货盘面与现货涨跌并非每天对应，但现货市场的转折在趋势上与期货盘面的阶段性行情相匹配。

因此，在展望投资机会之前，我们除了对未来一年供需状态进行研判之外，还需要对现货节奏进行一定程度的预判。

### （一）2021 年鸡蛋现货市场评估

根据在前两个章节我们对于全年供需情况的判断，结合价格的季节性，我们认为 2021 年的鸡蛋现货市场关注以下的时间节点：

**图表 21：2021 年现货市场的重要关注时点**

时间节点	重大事件	主要影响/价格判断
2 月 1 日	春节备货进入尾声，春节为 2 月 12 日	需求逐渐衰竭，价格面临转折
2 月 18 日	节后价格形成	库存压制，需求真空，价格底部，面临转折
3 月 20 日	节后市场供需局面确定，清明节为 4 月 4 日	需要价格的上行验证前期存栏下行的判断
6 月 14 日	端午节	
7 月 11 日	初伏	产蛋率开始下降，关注河南等地涨价意图
9 月 7 日	中秋备货进入尾声，中秋节为 9 月 7 日	需求高峰后转弱，价格面临转折
10 月 8 日	节后价格形成	需要较节前明显跌价验证存栏的恢复
11 月 5 日	2022 年春节为 2 月 1 日	双十一等备货，进入新一年的节奏判断

数据来源：中信建投期货

基于供需情况，我们形成了对价格的判断，而随着时间的进程，现货价格可能偏离我们的预期，需要关注偏离的真实原因。以上的时间节点主要参考历史情况，并不能代表未来一年的具体变化，我们认为，提前于现

期货市场判断现货的转折，在期现货市场转折之前出场是企业套保和资金投资鸡蛋期货比较重要的方式。

## （二）2021 年鸡蛋投资机会：单边与套保机会

2021 年的鸡蛋行情核心不在于供需趋势的变化，而在于趋势强弱的探讨。上半年供给去化的预期比较明显，但对于价格带动的程度还处于博弈阶段；下半年关注产能是恢复还是稳定，不确定性更大，也取决于上半年行情的走势。

**图表 22：2021 年鸡蛋期货各合约交易关注**

合约	供给侧	需求侧	重点关注
JD2102	产能去化速度降低 节后库存压力	节后需求真空	由于合约进交割月对应现货价格较高，可能形成交割月后再跌价的情况
JD2103	产能去化速度降低	季节性需求偏弱，用工需求和开学有望支撑团餐消费	产能下滑对价格形成支撑的强度
JD2104	产能进入阶段性底部，关注春季产蛋率	季节性需求偏弱，清明、五一节日	现货价格是否在春节后有明显的见底并趋势性回升的情况
JD2105	产能阶段性底部，关注淘鸡鸡龄情况，是否有异常延淘或换羽	季节性需求偏弱	重点关注一季度淘鸡情况，以现货价格侧面印证产能的下滑趋势 交易以价格支撑思路为主
JD2106	产能阶段性底部	季节性需求偏弱 端午节	关注春节节后价格中枢
JD2107	关注上半年育雏情况、产蛋率对实际供给量的影响	需求微弱向好预期	上半年补栏数据在前期影响较大，后期现货价格占据主导
JD2108	关注上半年补栏情况	中秋合约，需求向好	上半年补栏数据在前期影响较大，后期现货价格占据主导 交易以价格支撑思路为主
JD2109	关注上半年补栏情况		上半年补栏数据在前期影响较大，后期现货价格占据主导
JD2110	节前或集中淘鸡	中秋后合约，需求偏弱	
JD2111			可作为多头对冲合约

数据来源：中信建投期货

鸡蛋每一个合约标的虽然仅仅是时间的不同，但不同月份的实际矛盾也不同，一方面，要关注前述的时间

节点，提前布局；另一方面也需要抓住每个合约的关键矛盾。

此外，养殖企业套保可以选择在现货价格上涨，市场情绪较高的环境下，寻找情绪延续时间的末端，一般是季节性上涨的时间窗口的 2/3 左右，进行盘面的套保。如预期春节现货上涨时间自 12 月 10 日至 2 月 1 日，可在 1 月中旬左右逢高进行套保。反之，加工企业可选择市场情绪低迷的时间段进行套保。

### （三）2021 年鸡蛋投资机会：价差机会

我们认为，鸡蛋市场的价差交易机会会有两类，一类是基本面的交易机会，一类是规则的交易机会。如果基本面和规则这两个因素都能在一个价差组合中体现，那么就是相对比较合适的机会了。

我们重点推荐【05-06】价差走扩和【08-09】价差走扩两个策略，这两个策略都集合了基本面和规则的因素。

**图表 23：价差机会推荐**

05-06	08-09
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 供给方面两个月份差距不会太大，1 到 2 月补栏较多的情况下，6 月供给可能稍微增强</li> <li>● 季节性上看好 5 月创出上半年价格高点</li> <li>● 6 月为不含包装费用</li> <li>● 价差看到 300 元/500 千克以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 供给方面 9 月可能出现月内集中淘汰，但平均存栏预计变化有限</li> <li>● 季节性上看好 8 月底出现年内价格高点</li> <li>● 9 月交割可在中秋后进行</li> <li>● 价差看到 450 元/500 千克以上</li> </ul>

数据来源：中信建投期货

除了相邻两月的价差之外，其余大多数的价差实质上都是单边机会的衍生，当鸡蛋行情出现明显的趋势性，但趋势性中又有重大的风险存在，此时利用价差进行交易，是一种抵消风险的方式。在执行鸡蛋价差策略时，需要了解到近远月的波动不一致，明确价差利润的来源，才能更合理地进行价差操作。

### （四）风险提示

#### 1. 疫病风险

自 2017 年以来，禽流感在我国没有再出现大规模的爆发，但全球各地的禽流感病例仍时有发生，禽流感的危险真实存在。

禽流感一方面可能影响产能，尤其大规模发生的情况下，可能出现集中扑杀的强制措施。如果出现能够传染人的禽流感乃至造成重大人身影响的禽流感，那么将会严重影响消费环节对鸡蛋的接受度。

#### 2. 新冠疫情变化

南非、英国等地出现了变异新冠病毒，同时欧洲大陆、日本等地也有发现，当前研究表明，其传染性明显增强，各国纷纷采取对内和对外的旅行限制措施。

我国虽然在疫情防控方面取得了阶段性胜利，但仍然不可掉以轻心，尤其是在春运期间，境外输入与环境传人案例没有完全阻断，需要持续做好防护工作。



## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

### 湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903号

电话：0731-82681681

### 南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室电话：0791-82082701

### 河北分公司

地址：河北省廊坊市广阳道吉祥小区北门20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

### 漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼B座1203

电话：0596-6161566

### 合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路130号万达广场6号楼1903-1905室

电话：0551-62876855

### 西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层6G

电话：029-89384301

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心1809-1810

电话：0574-89071687

### 北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号中电信息大厦9层912

电话：010-82129971

### 太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

### 济南分公司

地址：济南市泺源大街150号中信广场A座1016、1018、1020

电话：0531-85180636

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连

期货大厦2901、2904、2905、2906室

电话：0411-84806305

### 河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道69号未来大厦2205、2211、1910室

电话：0371-65612356

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房

电话：020-28325302

### 重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1

电话：023-88502030

### 成都营业部

地址：成都武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1802、1803

电话：028-62818708

### 深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙NEO大厦A栋11楼I单元

电话：0755-33378736

### 杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场3号楼702室

电话：0571-28056982

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899号1幢1601室

电话：021-33973869

### 武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼（阳光城·央座）1306/07室

电话：027-59909521

### 南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路2号黄埔大厦11层D1座、D2座

电话：025-86951881

### 广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰广场B座1406

电话：020-22922100

### 上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1777号3楼F1室

电话：021-68597013

### 北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号乔大厦A座向东20米

电话：010-85951101

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**