

鸡蛋市场交易逻辑探讨（第一期）

内容概要

与玉米与淀粉类似，考虑到周报受篇幅所限，逻辑分析内容可能不够详实，现拟不定期推出市场交易逻辑探讨系列报告，此为第一期。

首先，我们对当前期现货市场进行分析和理解，目前鸡蛋现货价格和蛋鸡养殖利润处于历史同期高位，而期价在现货基础上存在较大幅度升水，表明市场存在强烈看涨预期，主要基于两个方面，其一是去年9-11月的主动去产能，推算后期蛋鸡存栏量不足；其二是非洲猪瘟疫情导致能繁母猪存栏环比下降，进而影响远期生猪出栏量。

然后，我们认为主要风险在于后期现货价格涨幅不及目前市场预期，特别是现货不涨反跌的可能性。近月合约主要在于春节后库存去化不够，远月则源于后期蛋鸡存栏或继续环比回升，因在目前的养殖利润、看涨预期和淘汰鸡日龄下，补栏积极性有望回升，养殖户或延迟淘汰。

最后，在前期的报告中，我们更多以推荐59反套为主，当时的主要逻辑基于三点，其一是非洲猪瘟疫情二次局部地区爆发更多影响远期生猪供应，对鸡蛋替代需求的提振或更多体现在远月合约上；其二是5-9价差的统计规律，往年基差在1-4月多趋于收窄，个人理解主要原因在于现货价格会相对弱势，进入4月之后现货价格如果出现上涨，则5-9价差有可能走强；其三是现货春节后变动的统计规律，以目前现货已知的春节后低点计算，5月合约对应的端午节前高点对春节后低点的涨幅只有2014年和2019年超过这一预期水平，而9月合约对应的中秋节前高点对春节后低点的涨幅则只有3年低于这一水平，即2013年、2015年和2016年。

虽然截至到3月26日，鸡蛋59反套整体符合我们之前预期持续下跌，最低下降至-655元，已经反映中国畜牧业信息网数据显示的往年现货月均价平均变动幅度。但基于我们第二部分对当前市场潜在风险的分析，我们倾向于认为，现货表现或不及市场目前的乐观预期，这会导致基差回归或更多以期价下跌的方式来实现，对应5-9价差亦有可能继续下滑。在这种情况下，我们建议谨慎投资者可以考虑继续持有59反套，考虑到接下来清明节临近，市场预期有待检验，一旦现货价格表现弱于预期，激进投资者可以考虑轻仓入场做空鸡蛋期价。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

范红军

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

投资咨询号：Z0015951

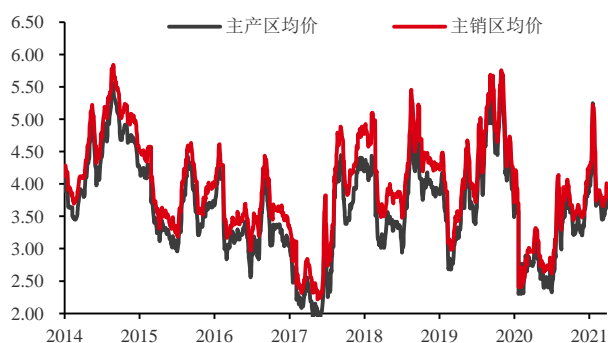
当前市场解读

去年 12 月初现货价格启动上涨行情，市场预期转为乐观，春节后虽有季节性下跌，但整体表现强于往年同期（见图 2 鸡蛋棚前批发价），蛋鸡养殖利润亦为 2016 年以来最高水平（见图 3 蛋鸡养殖利润）。在我们看来，潜在主要原因有四，其一是绝对价格层面受到饲料原料成本的支撑，特别是去年以来玉米现货价格持续大幅上涨；其二是春节前后新冠疫情导致返乡过年人数减少，对规模养殖鸡蛋的需求增加，使得春节期间库存累积相对下降；其三是局部地区非洲猪瘟疫情爆发，使得猪价相对坚挺，通过替代需求支撑鸡蛋价格；其四是市场看涨预期强烈，各环节持有现货看涨亦在情理之中。

在相对高位的现货价格之上，期价亦反映比较强烈的看涨预期，这主要体现在两个方面，其一是远月升水于近月，特别是3到8月合约，整体呈现为远月升水结构，表明市场预计现货价格将持续上涨；其二是期价升水现货，从图4-6可以看出，主产区均价对5月基差为历史同期低位，而主产区均价对9月和1月基差仅高于2017年和2020年，这两年的共同点在于当年春节后养殖利润亏损，其中2017年主要因为禽流感疫情影响下游需求，2020年则主要源于供应增加叠加新冠疫情，养殖户补栏积极性下降，市场进而预计后期供需改善，将带动远期现货价格上涨。而今年与上述两年有较大不同，更多基于两个方面，其一是去年9-11月的主动去产能，推算后期蛋鸡存栏量不足；其二是非洲猪瘟疫情导致能繁母猪存栏环比下降，进而影响远期生猪出栏量。

图 1. 鸡蛋均价走势

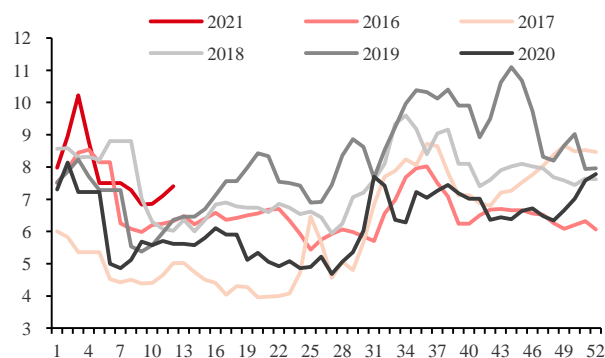
单位：元/斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

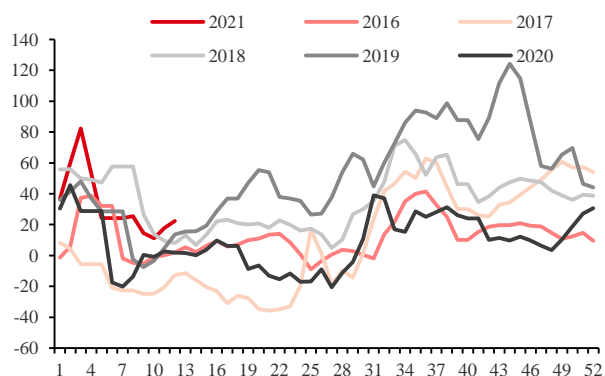
图 2. 鸡蛋棚前批发价

单位：元/公斤



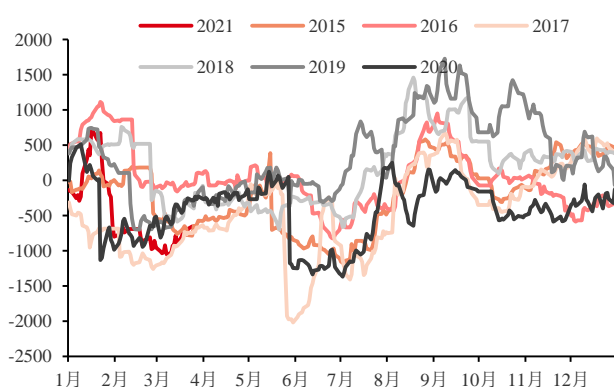
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3. 蛋鸡养殖利润 单位：元/只



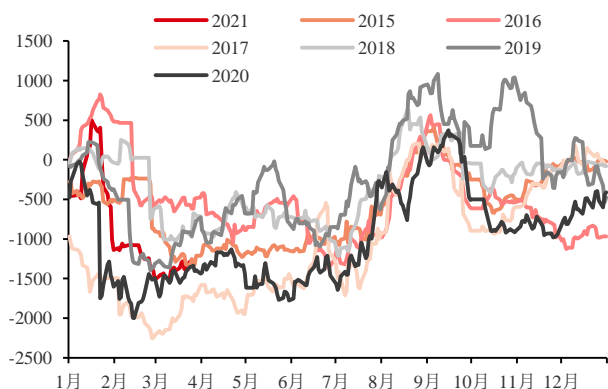
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4. 主产区均价对 5 月合约基差 单位：元/500KG



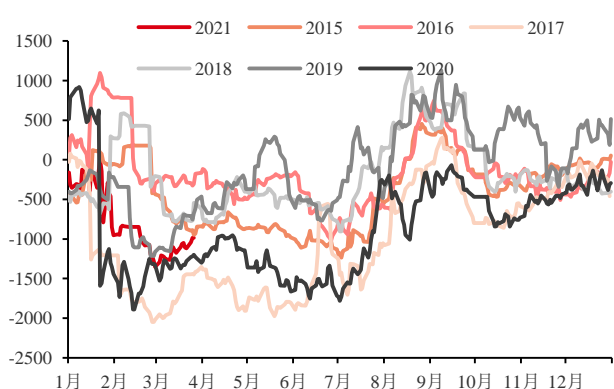
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 5. 主产区均价对 9 月合约基差 单位：元/500KG



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 6. 主产区均价对 1 月合约基差 单位：元/500KG



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

潜在风险分析

通过第一部分的分析，我们可以看出，当前市场预期较为乐观，现货价格和养殖利润处于往年同期高位，且期价较现货价格升水较高，在这种情况下，主要风险在于现货价格涨幅不及目前市场预期，特别是现货不涨反跌的可能性。

分近月和远月来看，近月主要是指 5 月合约主要看现货价格走势，目前来看主要风险在于我们前期分析的现货高于往年同期的四大潜在因素的第四个方面，这里面最直观的体现是目前生产环节和流通环节库存，由于卓创资讯数据所限，从图 7 和图 8 可以看出，虽然两者春节后均有所下滑，即节后清理春节期间积累的库存，但生产环节库存高于 2019 年，流通环节库存则为近三年最高水平，考虑到 2020 年由于新冠肺炎疫情导致渠道库存相对偏高，这在某种意义上表明当前市场看涨预期强烈，市场有持有现货看涨的心理，但节后渠道库存清理不足，或将压制后期现货价格上涨幅度。

从远月来看，则更多看后期蛋鸡存栏变化，在第一部分的分析解读中，我们可以看出一个很有趣的现象，2017 年和 2020 年均是当时即春节后养殖利润亏损，继而预计蛋鸡养殖户去产能，进而市场预期远期供需改善，远月期价给出较大幅度升水。但今年情况则有很大不同，更多基于去年 9-11 月的行业主动去产能，去年 12 月至目前养殖利润整体趋于改善，春节后更是处于往年同期高位。

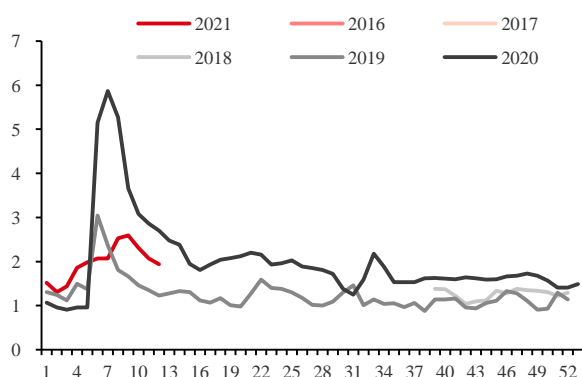
这一差异会给后期带来相当大的不确定性，因为目前可以看到，由于养殖利润同比偏高，加上市场看涨预期强烈，鸡苗价格也持续上涨，表明市场补栏积极性回升，卓创资讯报告和数据相对悲观，但博亚和讯报告显示，目前规模化企业正常补栏，种鸡企业远月鸡苗预定基本正常，多数种鸡企业种蛋入孵率继续上调至 60%-80%，少数规模化种鸡企业满孵。目前多数种鸡企业鸡苗订单定至 5 月中上旬，青年鸡补栏积极，订单排至 6 月份。

更为重要的是，养殖户淘汰积极性显著下降，一方面源于养殖利润和看涨预期，另一方面源于目前蛋鸡淘汰日龄显著低于往年同期，使得淘汰鸡价格春节后长期处于往年同期高位，卓创资讯和天下粮仓在这一数据基本一致，卓创资讯公布的周度样本和整体数据均接近去年同期低位，详见图 16 和图 18，卓创资讯和天下粮仓公布的月度数据则显示，详见图 15 和图 19，2021 年 1 月和 2 月蛋鸡淘汰量仅高于去年同期，显著低于往年同期。

由于补栏积极性回升，而养殖户延迟淘汰，卓创资讯和天下粮仓数据均显示，2012 年 2 月在产蛋鸡存栏量均已经出现环比回升，考虑到目前蛋鸡淘汰日龄低于 460 天，往年多在 500 天以上，而 12 月之后由于鸡蛋现货价格上涨带动养殖利润改善，蛋鸡补栏量已经环比回升，那么我们可以合理预期，如果蛋鸡养殖利润持续，后期蛋鸡存栏有望继续环比回升。

图 7. 生产环节库存天数

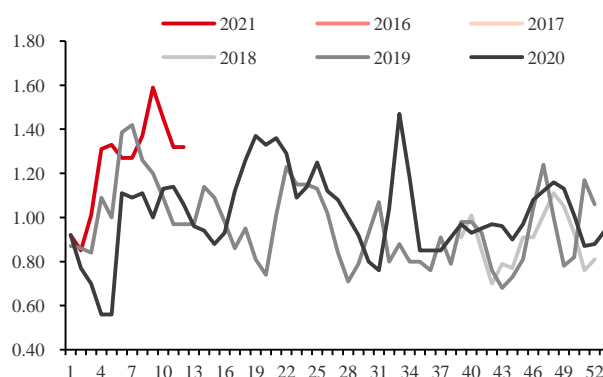
单位：天



数据来源：卓创资讯华泰期货研究院

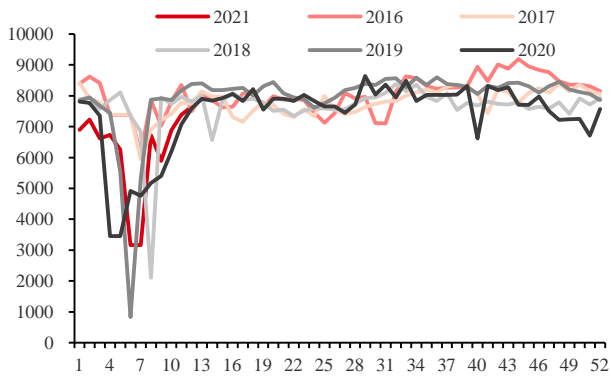
图 8. 流通环节库存天数

单位：天



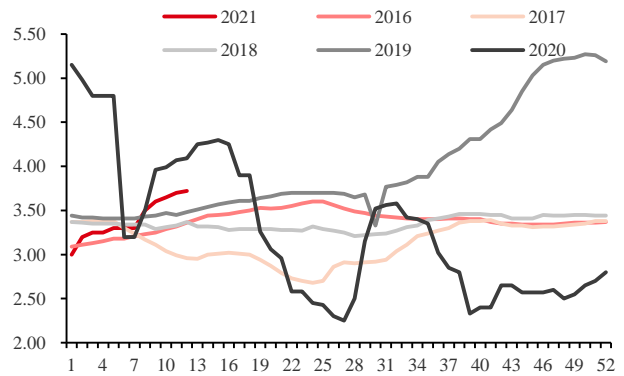
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 9. 样本城市鸡蛋销售量 单位：吨



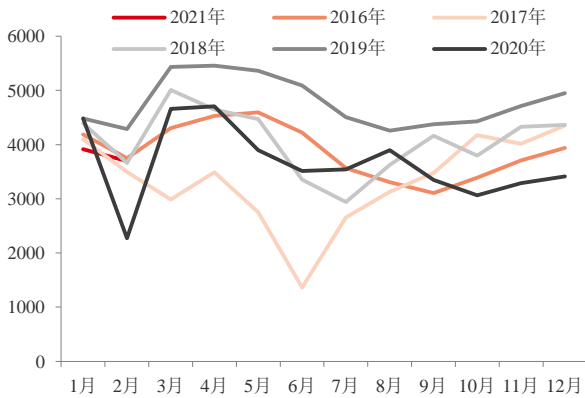
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 10. 蛋鸡苗价格 单位：元/只



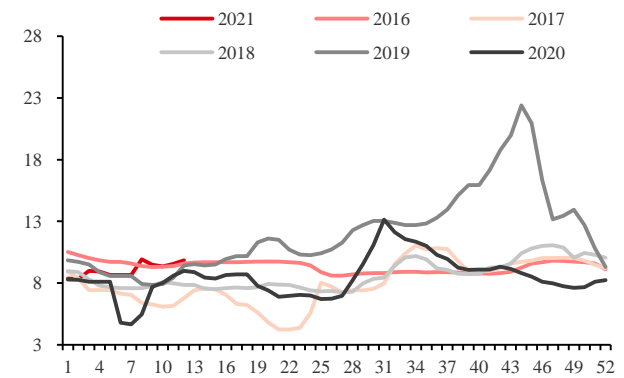
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 11. 鸡苗销售量 单位：万只



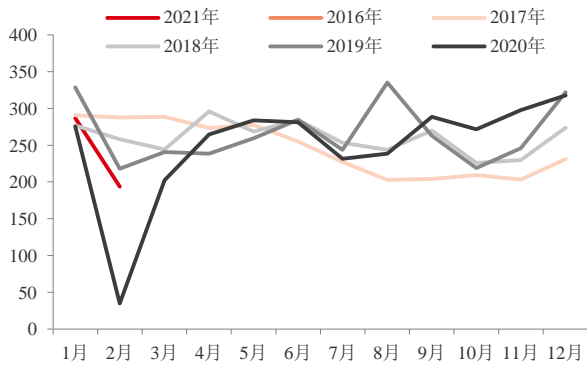
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 12. 淘汰鸡价格 单位：元/斤



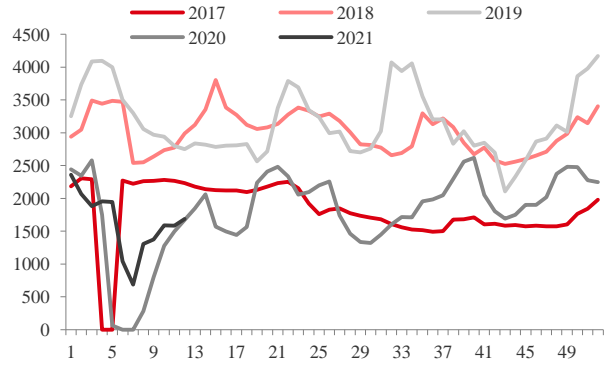
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15. 样本企业蛋鸡淘汰量 单位：万只



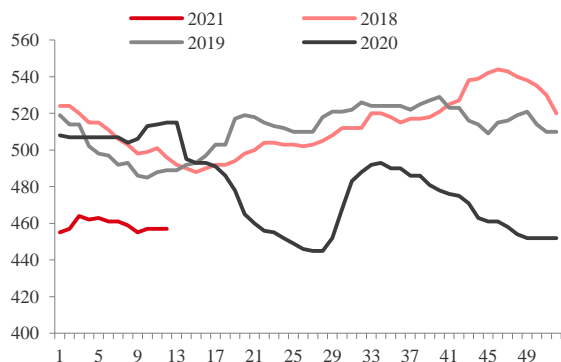
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 16. 周度蛋鸡淘汰量 单位：万只



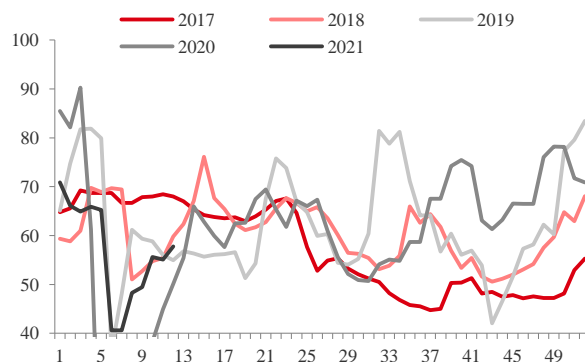
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 17. 蛋鸡淘汰日龄 单位: 天



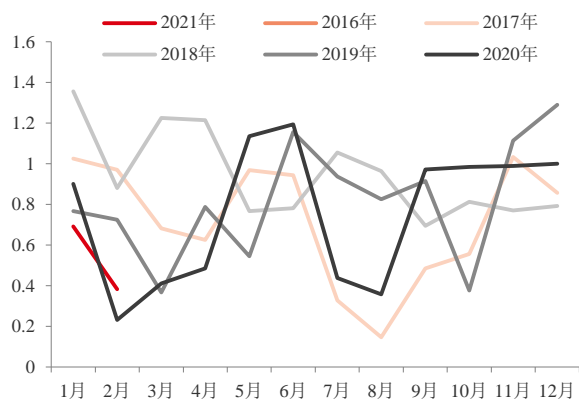
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 18. 样本市场蛋鸡周度淘汰量 单位: 万只



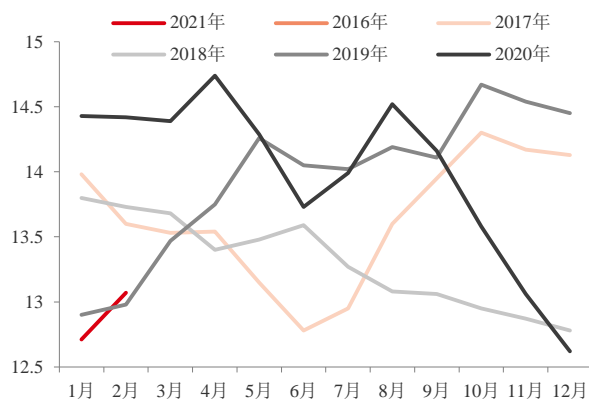
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 19. 蛋鸡淘汰量 单位: 亿只



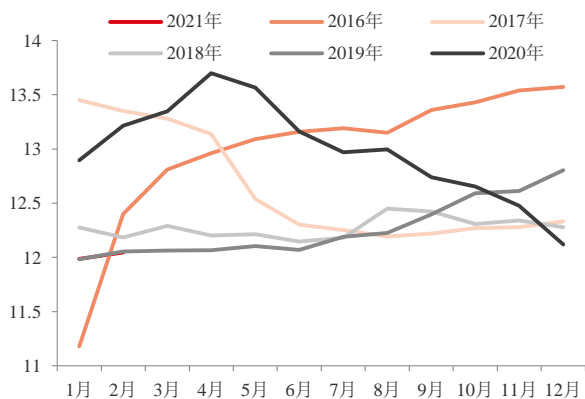
数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

图 20. 全部蛋鸡存栏 单位: 亿只



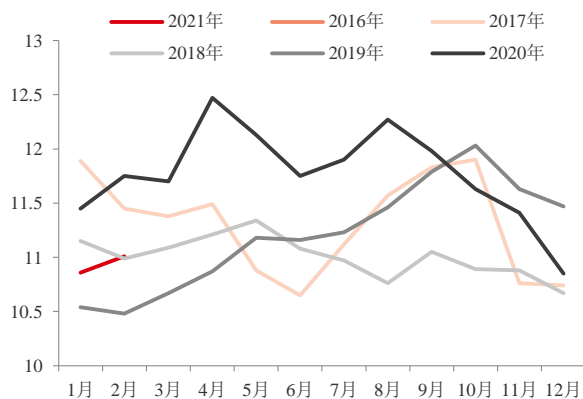
数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

图 21. 在产蛋鸡存栏 单位: 亿只



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 22. 在产蛋鸡存栏 单位: 亿只



数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

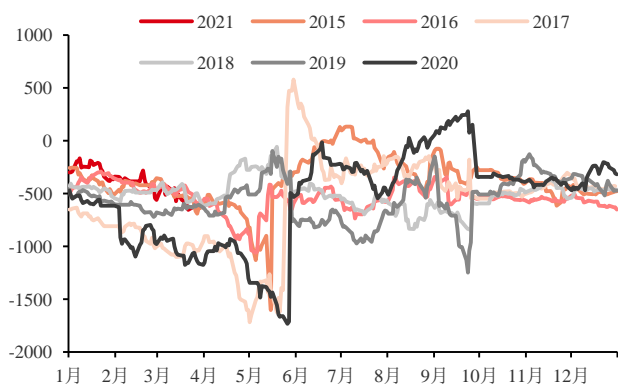
后期交易思路

在前期的报告中，我们更多以推荐 59 反套为主，当时的主要逻辑基于三点，其一是非洲猪瘟疫情二次局部地区爆发更多影响远期生猪供应，对鸡蛋替代需求的提振或更多体现在远月合约上；其二是 5-9 价差的统计规律，从图 23 可以看出，往年基差在 1-4 月多趋于收窄，个人理解主要原因在于现货价格会相对弱势，进入 4 月之后现货价格如果出现上涨，则 5-9 价差有可能走强；其三是现货春节后变动的统计规律，目前现货已知的春节后低点是 3.45 元，5 月合约最高超过 4700 元，对应预计的现货涨幅为 1.25 元/斤，而 9 月合约高点为 5100 元左右，对应预计的现货涨幅为 1.65 元。从图 27 可以看出，5 月合约对应的端午节前高点对春节后低点的涨幅只有 2014 年和 2019 年超过这一预期水平，且我们知道，2014 年发生非常严重的禽流感疫情，2019 年则爆发非洲猪瘟疫情；从图 28 可以看出，9 月合约对应的中秋节前高点对春节后低点的涨幅则只有 3 年低于这一水平，即 2013 年、2015 年和 2016 年。

截至到 3 月 26 日，鸡蛋 59 反套整体符合我们之前预期持续下跌，以收盘价计，最低下降至 -655 元，中国畜牧业信息网公布的数据显示，自 2000 年以来到 2020 年，5 月到 9 月现货月均价平均变动值为 1.28 元/公斤，折合 640 元/500KG，即目前价差已经反映往年现货月均价平均变动幅度。

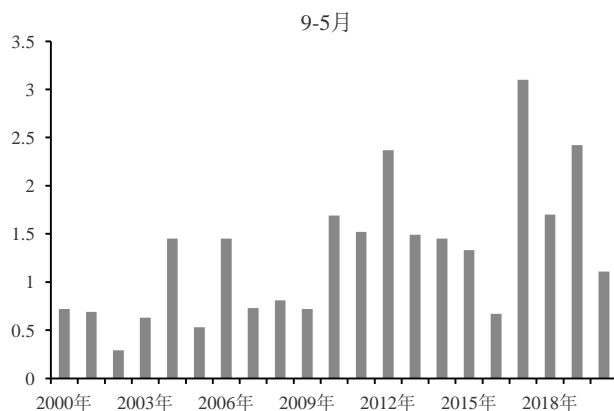
基于我们第二部分对当前市场潜在风险的分析，我们倾向于认为，现货表现或不及市场目前的乐观预期，这会导致基差回归或更多以期价下跌的方式来实现，对应 5-9 价差亦有可能继续下滑。在这种情况下，我们建议谨慎投资者可以考虑继续持有 59 反套，考虑到接下来清明节临近，市场预期有待检验，一旦现货价格表现弱于预期，激进投资者可以考虑轻仓入场做空鸡蛋期价。

图 23. 鸡蛋 5-9 价差 单位：元/500KG



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

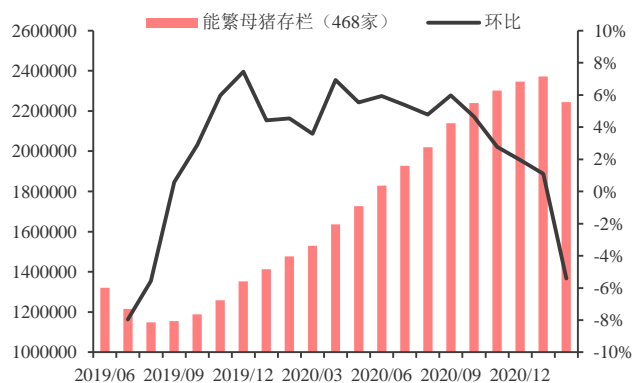
图 24. 鸡蛋月均价 5-9 月变动 单位：元/公斤



数据来源：中国畜牧业信息网 华泰期货研究院

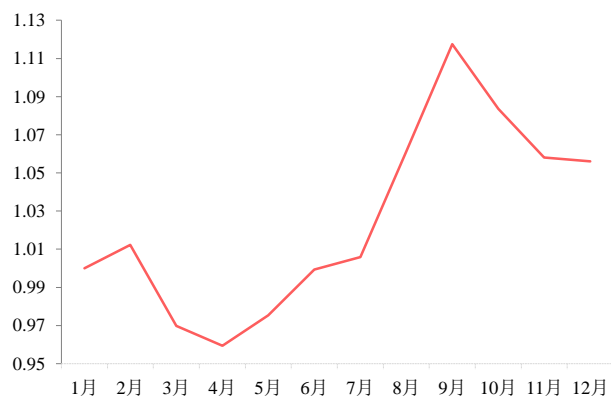
图 25. 能繁母猪存栏量

单位：头



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 26. 鸡蛋现货季节性规律



数据来源：华泰期货研究院

图 27. 鸡蛋现货春节后低点到端午节前高点涨幅统计

单位：元/斤

年度	端午节日期	春节后低点	端午节前高点	出现日期	涨幅
2013 年	6 月 12 日	3.52	3.59	5 月 30 日	0.07
2014 年	6 月 2 日	3.40	4.97	5 月 16 日	1.57
2015 年	6 月 20 日	3.07	3.36	4 月 22 日	0.29
2016 年	6 月 9 日	2.91	3.44	5 月 30 日	0.53
2017 年	5 月 30 日	2.10	2.12	5 月 5 日	0.02
2018 年	6 月 18 日	2.97	3.44	5 月 31 日	0.47
2019 年	6 月 7 日	2.68	4.31	5 月 20 日	1.63
2020 年	6 月 25 日	2.30	2.69	6 月 24 日	0.39
2021 年	6 月 14 日	3.45			

数据来源：华泰期货研究院

图 28. 鸡蛋现货春节后低点到中秋节前高点涨幅统计

单位：元/斤

年度	春节后低点	出现日期	中秋前高点	出现日期	涨幅
2012 年	2.89	2 月 14 日	4.54	9 月 14 日	1.65
2013 年	3.33	3 月 18 日	4.69	9 月 10 日	1.36
2014 年	3.76	2 月 24 日	5.51	8 月 26 日	1.75
2015 年	3.07	4 月 9 日	4.45	8 月 23 日	1.38
2016 年	3.13	3 月 1 日	4.07	9 月 2 日	0.94
2017 年	1.96	3 月 8 日	4.42	9 月 8 日	2.46
2018 年	3.24	3 月 22 日	4.92	8 月 16 日	1.68
2019 年	3.64	2 月 25 日	5.53	9 月 6 日	1.89
2020 年	2.28	2 月 3 日	3.94	8 月 3 日	1.66
2021 年	3.45	3 月 3 日			

数据来源：华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址: www.htfc.com