

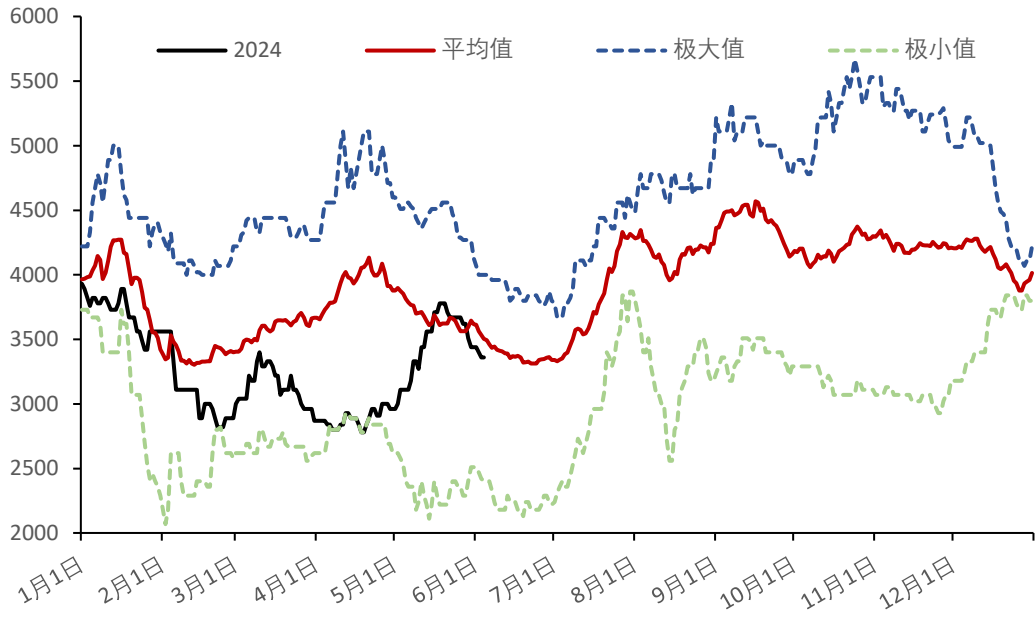
- ◆ 受成本下降以及新开产蛋鸡不断增多的影响，上半年国内蛋价整体表现弱势，五一至今意外反弹，主因是市场一致悲观预期下造成的基本面边际变化；期货走势与现货趋同，以增仓下行为主，盛行逻辑为升水挤出，反弹则博弈预期差，月间走势以反套为主。
- ◆ 产业层面，年内延续偏高补栏，短期可淘老鸡数量有限，鸡龄维持在500天以上的偏高水平，趋势看未来存栏有增无减；成本端大概率维持低位整理，对蛋价支撑有限，但警惕原料端意外反弹引发的空头回补；需求整体偏弱，但低库存下预期改变触发的补库行为也容易放大短时需求。
- ◆ 现货端，预计蛋价在下半年基调仍为偏弱，阶段性反弹同样值得留意，主要模式或为淡季慢跌和旺季快涨。低点参考6月底和9-10月份，如梅雨季全行业扛价，则中秋高点有不及预期的可能。未来可能引发蛋价超预期反弹的触发点包括持续低价引发超淘、成本端意外大涨，以及情绪改变引发的恐慌性补库等。
- ◆ 盘面来看，短期高空有方向优势但无空间优势，中期关注盘面能否对中秋旺季涨价做出反应，有赖于偏差定价，需要关注梅雨季能否有超淘以及盘面是否剧烈扩仓（从而引发预期转折）等，长期市场兑现了中秋涨价后，后市在供强需弱的影响下，远月有望重回流畅跌势。主要策略关注：合理利润价位套保或反弹抛空09、10等淡季合约，持续亏损或猛烈扩仓后低多08等旺季合约。

图1：河北辛集各年现货走势(元/斤)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

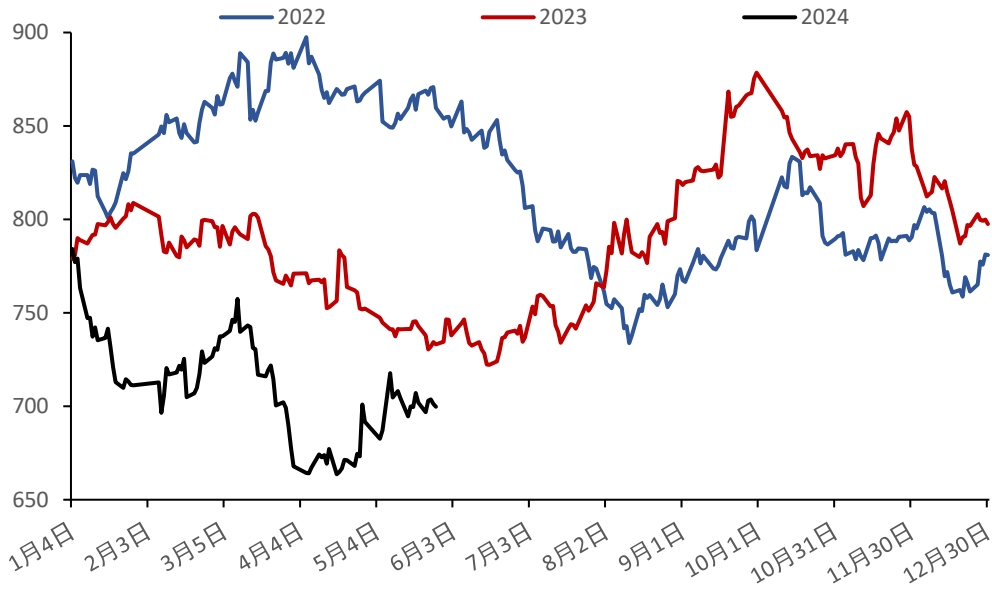
图2：现货近10年统计规律(元/500千克)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

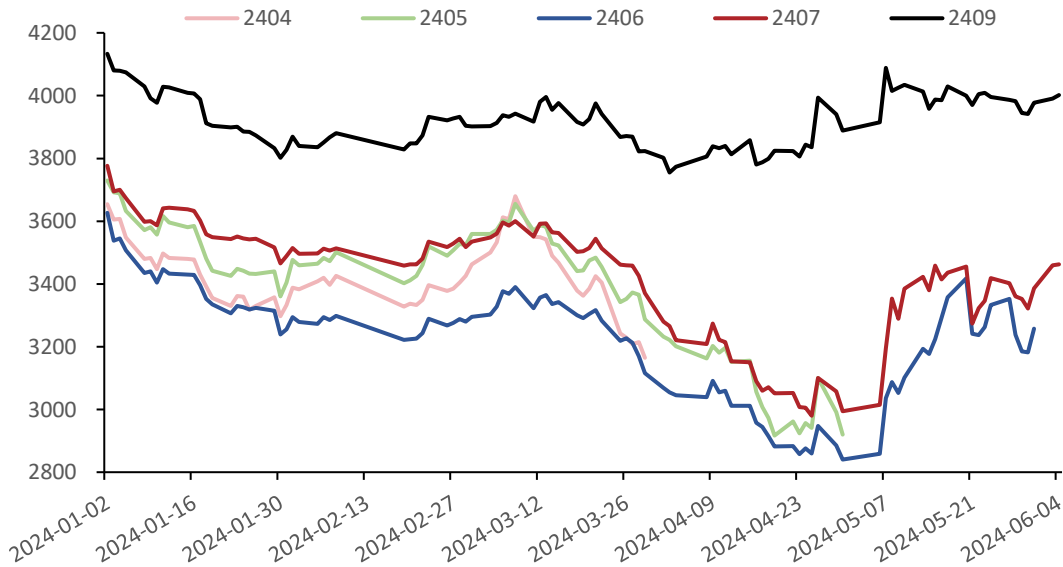
- 1、随着成本下降以及新开产蛋鸡的不断增多，上半年国内蛋价表现弱势，除绝对价格处于四年同期最低外，价格在旺季不旺，季节性反弹消失也印证了整体产能的过剩；不过，五一至今现货大幅反弹，也说明市场在一致悲观的预期下，较容易受到边际变化的影响。
- 2、整体走势分成两段：年初至4月下旬，供应持续增多，成本低位徘徊，贸易端因心态悲观而维持低库存，囤货需求受抑制，价格一路走低，辛集现货运行区间在3.9-2.8元/斤，期间春节后因下游的短时备货而出现0.5元/斤左右幅度的反弹；五一至今，受老鸡淘汰、成本走高以及备货消费转好等因素的刺激，蛋价大幅反弹超过1元/斤，目前辛集报价在3.7元/斤附近。

图3：鸡蛋期货指数走势对比(点)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

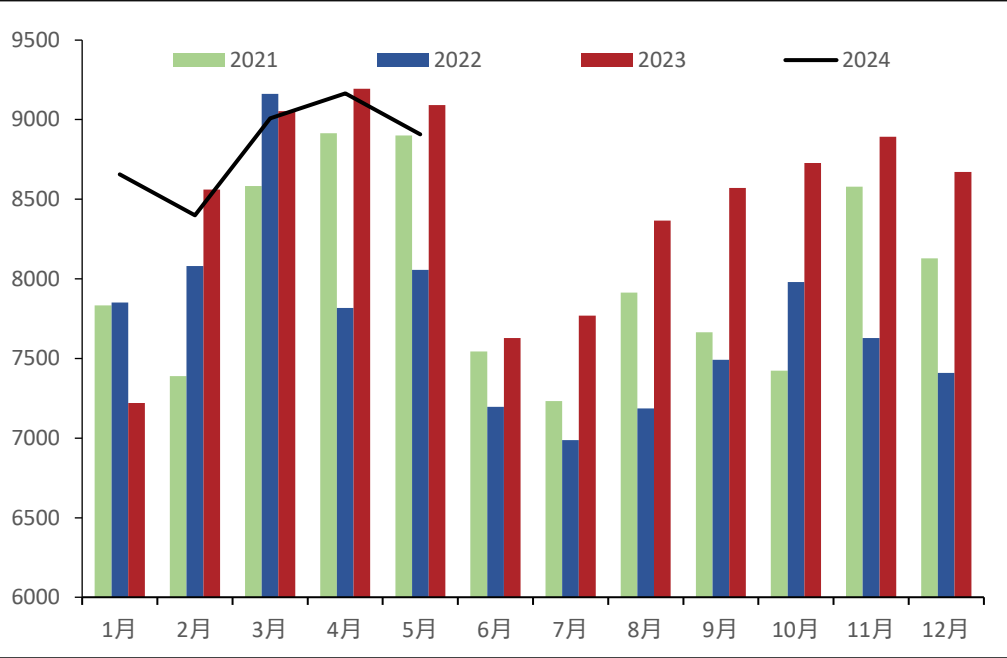
图4：鸡蛋2404-2409合约走势（元/500千克）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

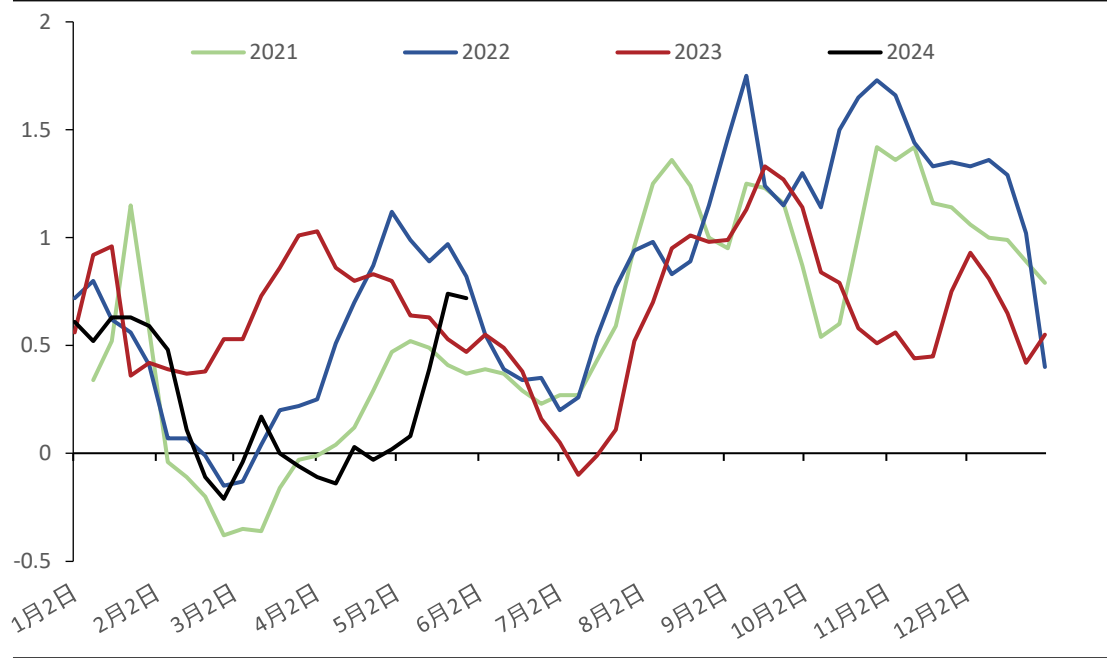
- 1、与前几年供需紧平衡的走势不同，本年供应处于去年偏高补栏的兑现期，产能压制价格，盘面多数时间由空头主导，以增仓下行为主，节奏与同样过剩的17和20年类似；盘面最高持仓一度接近64万手，指数由高点最大下行约1200点，幅度27%，五一后资金博弈加剧，盘面尤其是近月合约从低点减仓大幅反弹。
- 2、指数走势呈“W”形，与现货基本吻合，下行时盛行逻辑为挤升水，上行则博弈预期差；合约弹性以近月为大，远月跟随，下行时流行反套，反弹时盘面走明显正套。

图5：卓创口径蛋鸡补栏量(万羽)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

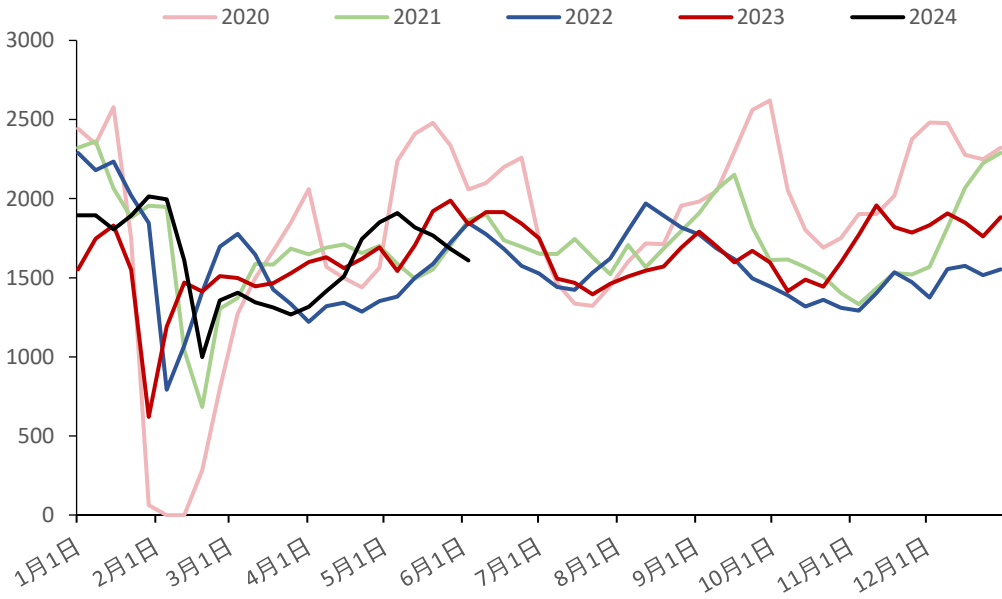
图6：蛋鸡养殖利润(元/斤)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

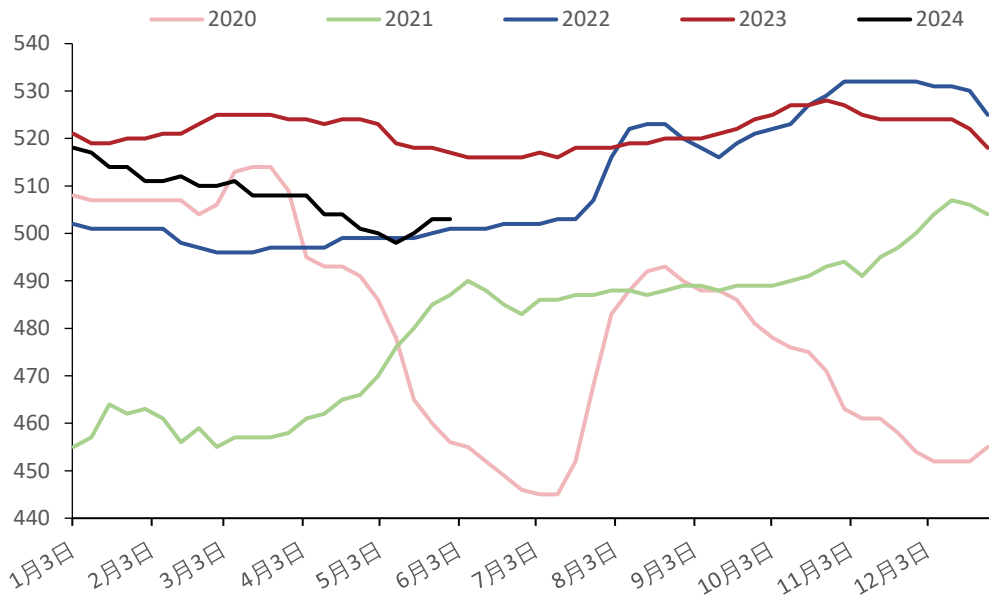
- 1、补栏延续去年以来的偏高水平，底层逻辑有三：一是连续三年的盈利积累（图6），养户现金流普遍充裕；二是蛋鸡产业规模化，资金实力雄厚；三是养殖成本下移，尤其是上半年蛋价极弱但并未深度亏损和跌破饲料成本，补栏节奏因此未受跌价的明显干扰。
- 2、从数据上看，5月份补栏8908万羽，环比-2.8%，同比-2%，环比下降但绝对量仍不低；今年1-5月共补栏4.4亿羽，同比去年的4.3亿羽增加2.3%，相比前年的4.1亿羽增加7.3%；去年全年共补栏10.2亿羽，同比前年全年增加10%。在淘鸡相对稳定的假设下，偏高的补栏最终会兑现为当前以及下半年的产能，奠定后市偏空的基调。

图7：淘汰鸡出栏量(万羽)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

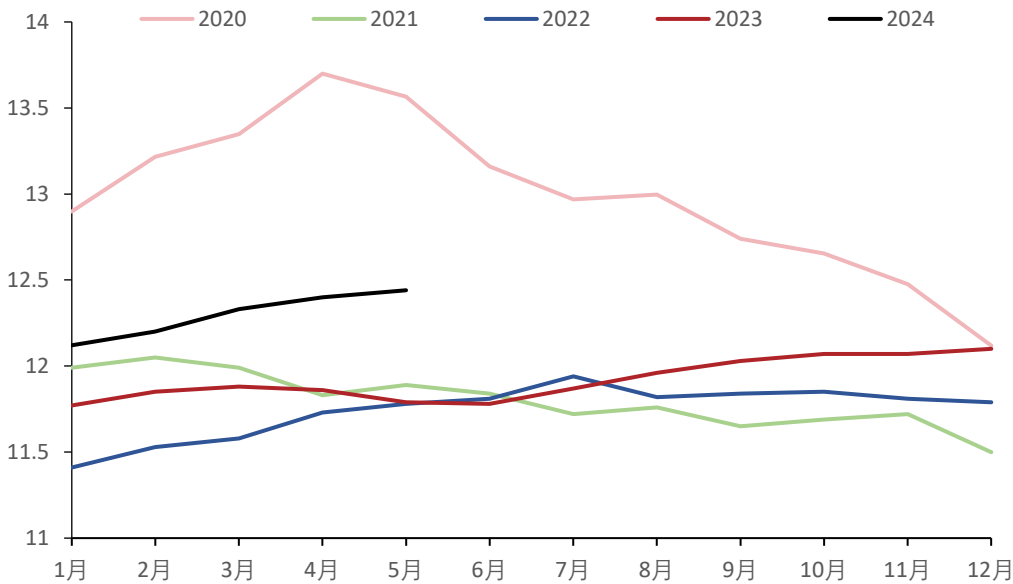
图8：老鸡出栏日龄(天)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

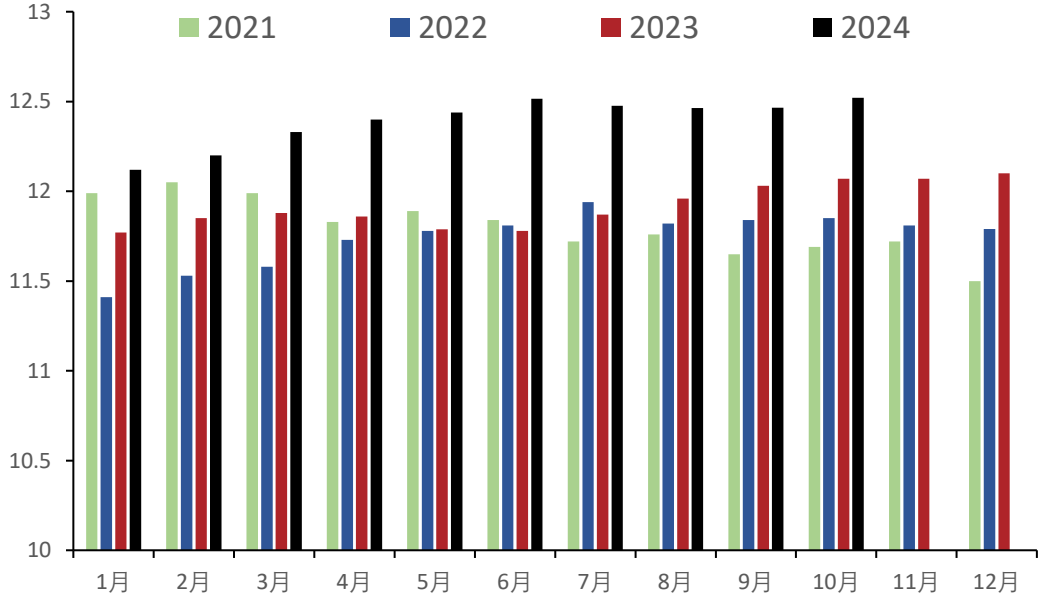
- 1、因去年初附近补栏量有限，当前可淘老鸡数量偏低，淘鸡出栏量级不高，仅4月份因蛋价低迷而略有放量，5月以来受蛋价反弹影响再度走低；鸡龄从年初的520天下降至目前的500天附近，表明低价一定程度刺激了淘汰。
- 2、短期而言，伴随着蛋价从低位反弹，养殖盈利转正并维持同期偏高，养户延淘再度加剧，鸡龄回升，或不利于未来几个月的蛋价表现；长期而言，考虑去年一季度高峰补栏逐渐步入淘汰期，未来理论可淘老鸡数逐步增多，鸡龄有进一步下行的空间，或对远期蛋价存在支撑。

图9：在产蛋鸡存栏(亿羽)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

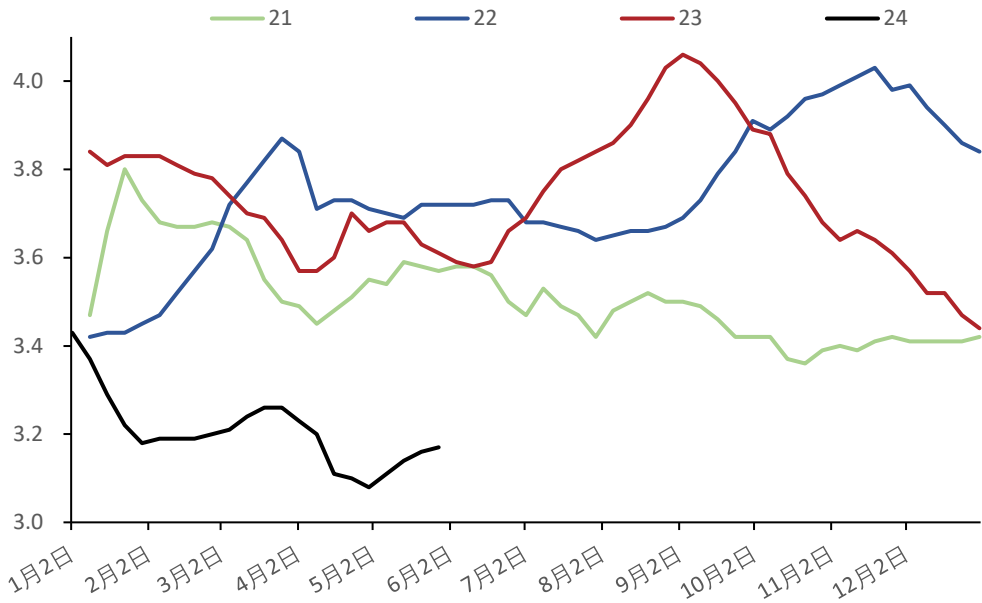
图10：存栏和预期存栏趋势(亿羽)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、受去年以来高补栏的影响，实际存栏持续增多，截止5月底的存栏数量为12.44亿羽，较年初+2.6%，同比+5.5%，较去年低点增加0.67亿羽，增幅5.7%；另一方面，基于5个月开产，17个月淘汰的正常养殖节奏下，推导得出的未来理论存栏高点为6月份的12.52亿羽，随后略有回落，但10月份再度回升至12.52亿羽，基调看未来供应压力还是偏大。
- 2、考虑在供需平衡的情况下，蛋价以季节性波动为主，需求权重较大；但今年供应存在明显过剩，参考基本面类似的17和20年，蛋价大部分波动由供应解释，市场预期悲观下价格受到抑制，旺季表现不旺，但持续低价后又容易因淘鸡放量和补货需求突然爆发而意外反弹，预计下半年蛋价波动将延续这种下跌缓慢和持久，反弹急促而猛烈的模式。

图11：斤蛋饲料成本(元/斤)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

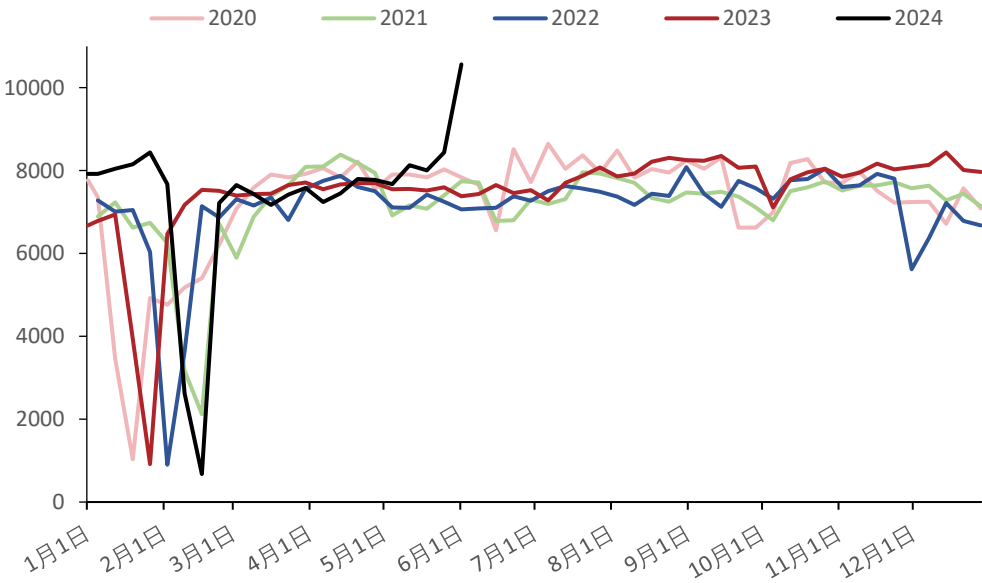
图12：玉米、豆粕和鸡蛋价格（元/吨、元/500千克）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

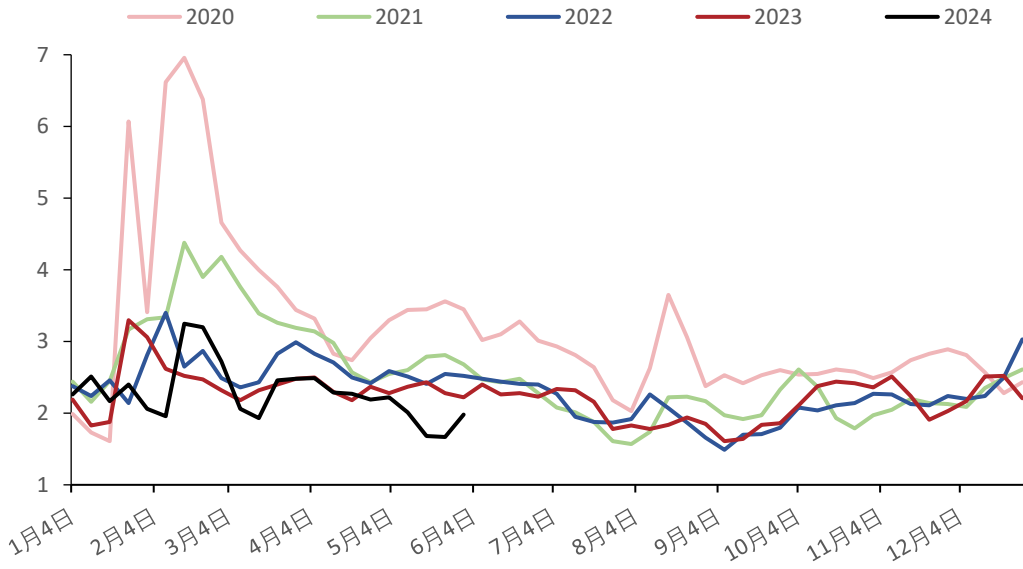
- 1、成本端由于豆粕和玉米价格的快速下滑，斤蛋成本自去年9月见顶，今年以来维持低位整理，截止目前的饲料成本在3.16元/斤附近，较年初下滑8%，较去年同期下滑约0.5元/斤，同比降13%；年内两次蛋价反弹，3月上旬和5月至今，成本端反弹均起到一定作用。
- 2、原料端未来展望，整体基调仍指向过剩，在无天气风险的假设下，全球玉米和大豆大概率丰产，价格易跌难涨，但也要留意6-8月敏感期交易天气风险的可能。成本端关注有二：一是在鸡蛋自身供过于求的背景下，偏弱成本对蛋价的支撑有限，且低成本改善盈利水平，导致未来补栏不弱，供应基数维持偏大，拉低蛋价估值水平；其次在市场一致的悲观预期下，成本端的意外涨价可能导致基本面边际改善，引发蛋市空头回补。

图13：样本点鸡蛋周度销售量(吨)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图14：生产和流通库存(天)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、季节性反弹消失，上半年蛋价在春节、清明和五一前反弹乏力，部分受到供应过剩的影响，需求端在上半年表现不及预期也是事实，尤其在市场一致悲观的预期下，渠道维持偏低库存，囤货需求消失，导致蛋价该涨不涨；一剑双刃的是，一旦预期改变，低库存引发的补库行为又会放大短期需求，造成超预期涨价，这点从5月以来的销售量以及蛋价反弹上体现得较为明显，消费端未来可能延续这一模式。
- 2、另外考虑周边替代品的价格，蔬菜、牛羊肉、鸡肉等价格普遍走低，而疫情后消费场景集中到户外，也较难对鸡蛋消费带来边际增量。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。