

逢高沽空正当时

——鸡蛋策略跟踪 3

报告要点

今年梅雨季淡季不淡,后续蛋价是否会延续上行? 此篇为鸡蛋策略跟踪系列第三篇,把握现货走势,推导交易逻辑。敬请关注。

摘要:

近期策略思考:三季度,主要逻辑依旧围绕“逢高沽空”节后合约思路为主。

JD09 合约具备节后交割逻辑,因此,JD09 合约往往提前现货下跌。根据复盘,JD09 合约往往提前中秋节 2 个月左右开始提前交易节后交割逻辑,大致按照 9 月中旬中秋计算,即 7 月中旬前后盘面下跌启动。中秋节前 20 天左右,正好处于交割月前夕,盘面下跌基本到位。基于此,我们认为,JD09 合约逢高沽空策略的节奏大致为:7 月中旬左右进场/或是中秋节前 2 个月左右进场,8 月底进入交割月前离场。今年在供应逐步递增的趋势之下,现货旺季利润空间受压的背景下,旺季存疑,逢高空策略在基本面加持之下确定性增强。

JD10 合约同样延续逢高沽空思路。根据现货走势,中秋节后 10 天~30 天后(大约 9 月底~10 月中旬)蛋价逐步企稳回升。由于 JD10 合约 10 月进入交割月,投机账户需在 9 月底离场,节后交易时间较为有限,大多只能交易节后蛋价走弱的逻辑。因此,JD10 合约进入交割月前,基本维持偏弱走势。策略上,类 JD09 合约,延续逢高沽空思路。

主要风险在于,当前基差偏高,相较当前现货价格,盘面估值相对偏低。

JD01 合约类似 JD09 合约,同样具备节后交割逻辑,因此,JD01 合约往往提前现货下跌。根据复盘,现货价格往往在中秋节后 10 天~30 天左右,即 9 月底 10 月中旬前后,蛋价逐步止跌,随后进入年末的小旺季。在现货企稳回升一段时间后,JD01 合约往往在 10 月底前后,JD01 合约开始交易节后交割逻辑,交易时间大概 2 个月左右,进入交割月前(12 月底之前)盘面下跌基本到位。基于此,我们认为,JD01 合约逢高沽空策略的节奏大致为:10 月底~11 月上旬左右进场,12 月中下旬离场。

风险因素:禽流感;需求超预期;饲料超预期;政策。

投资咨询业务资格:
证监许可【2012】669 号

农业组研究团队

研究员:

李兴彪

从业资格号: F3048193

投资咨询号: Z0015543

李青

从业资格号: F3056728

投资咨询号: Z0014122

刘高超

从业资格号: F3011329

投资咨询号: Z0012689

王聪颖

从业资格号: F0254714

投资咨询号: Z0002180

吴静雯

从业资格号: F3083970

投资咨询号: Z0016293

李艺华

从业资格号: F3086449

投资咨询号: Z0019380

程也

从业资格号: F03087739

投资咨询号: Z0019480

重要提示: 本报告非期货交易咨询业务项下服务, 其中的观点和信息仅作参考之用, 不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户; 市场有风险, 投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容, 旨在对期货市场及其相关性进行比较论证, 列举解释期货品种相关特性及潜在风险, 不涉及对其行业或上市公司的相关推荐, 不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见, 不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下, 任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为, 中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、 前期策略复盘	3
二、 鸡蛋市场近期的边际变化	3
(一) 利润超预期, 补栏超预期	3
(二) 国内禽流感平稳, 老鸡占比不高, 生产效率良好	5
(三) 亏损有限, 延淘明显	6
三、 近期交易策略思考	9

图表目录

图表 1: 鸡蛋 2408-2410 月差走势 (元/500kg)	3
图表 2: 鸡蛋 2409 合约盘面走势 (元/500kg)	3
图表 3: 蛋鸡养殖利润走势 (元/斤)	4
图表 4: 鸡苗补栏趋势 (万只)	4
图表 5: 蛋鸡空栏率持续偏低 (%)	4
图表 6: 在产蛋鸡存栏持续抬升 (亿只)	4
图表 7: 蛋鸡产蛋率同比偏高 (%)	5
图表 8: 鸡龄结构年轻, 生产效率偏高 (%)	5
图表 9: 中国 120 日龄以下后备蛋鸡月度存栏占比 (%)	5
图表 10: 中国 450 日龄以上待淘蛋鸡月度存栏占比 (%)	5
图表 11: 红粉占比反转 (%)	6
图表 12: 单颗蛋重供应下滑 (g)	6
图表 13: 在产蛋鸡存栏变化趋势 (亿只)	6
图表 14: 2020 年养殖利润和淘汰量 (万只; 元/斤)	7
图表 15: 全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量 (万只)	7
图表 16: 全国淘汰鸡平均淘汰日龄 (天)	7
图表 17: 28 种重点蔬菜价格 (元/公斤)	9
图表 18: 豆粕、玉米价格 (元/吨)	9
图表 19: 中秋节前现货价格走势 (元/500kg)	10
图表 20: 中秋节前 JD09 合约走势 (元/500kg)	10
图表 21: 中秋节前 JD10 合约走势 (元/500kg)	10
图表 22: JD09 合约基差走势 (元/500kg)	10
图表 23: 中秋节前现货价格走势 (元/500kg)	11
图表 24: 春节前 JD01 合约走势 (元/500kg)	11

一、前期策略复盘

基于我们 2024 年半年度策略报告，我们提示市场：“2024 年 3 季度，蛋价或在需求转暖背景下季节性走强，受产能制约，利润空间或不及去年。”6 月中旬，站在梅雨季中，旺季前夕，我们提示市场关注鸡蛋 8-10 正套机会，以及后期在 7 月中下旬关注 09 合约、10 合约逢高沽空机会。

8-10 正套推出以来，盘面近月交易旺季逻辑，JD2408 作为节前合约，涨势喜人，8-10 正套自 6 月 18 日至 7 月上旬，从 330 点涨至 660 左右，累计涨幅 100%。

JD2409、JD2410 合约在 7 月 8 日则提前抢跑下跌，从 4150 左右跌至 3950 左右，累计-4.8%。

详情请见《【中信期货农业（鸡蛋）】受产能制约，蛋价涨幅有限——2024 年半年度策略报告》、《【中信期货农业（鸡蛋）】现货继续拉涨，近月再度走强——点评报告 20240513》、《【中信期货农业（鸡蛋）】现货负反馈出现端倪，下跌如期到来——点评报告 20240521》

图表1：鸡蛋 2408-2410 月差走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表2：鸡蛋 2409 合约盘面走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

二、鸡蛋市场近期的边际变化

（一）利润超预期，补栏超预期

天下熙熙，皆为利来，天下攘攘，皆为利往。除了极端禽流感等疫病因素以及环保政策调节等外力因素外，蛋鸡存栏主要受到利润驱动。总结来讲，“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。养殖利润高时，养殖户会补栏蛋鸡苗；在养殖利润低

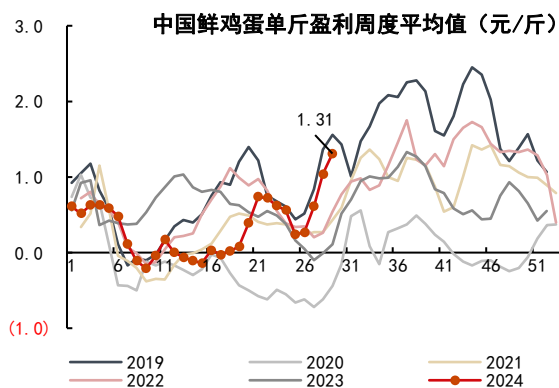
时，养殖户会减少补栏蛋鸡苗。

在蛋鸡行业连续 3 年盈利的大背景下，蛋鸡养殖持续以较高速度扩张。去年虽然饲料成本偏高，但在低存栏背景下，蛋价持续高位，利润呈现中性水平，叠加连续 3 年的盈利，给养殖户造成了一种“只要养鸡，就能赚钱”的错觉。

之所以说今年补栏超预期，不是说今年补栏天量，而是说今年补栏量远超与上半年盈利水平相匹配的补栏水平。从盈利水平来看，2023 年上半年，鸡蛋盈利均值在 0.65 元/斤，对应旺季补栏在 4200 万只~4600 万只区间。反观 2024 年上半年，盈利均值仅为 0.25 元/斤，盈利情况同比大幅减少 60%，但今年 1~6 月份的补苗量与 2023 年同期相比，不降反增，增加 2.72%。根据调研反馈，山西、河北、四川等地也多为满栏状态，与空栏率数据共振，再次验证补栏积极。

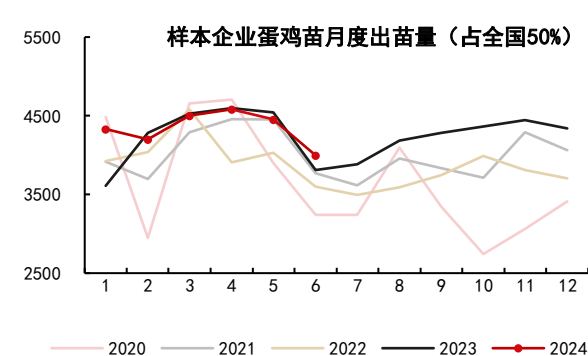
在补栏积极的趋势下，在产蛋鸡存栏持续递增。根据卓创咨询，6 月，中国在产蛋鸡月度存栏量 12.55 亿只，环比+0.88%，同比+6.5%。

图表3：蛋鸡养殖利润走势（元/斤）



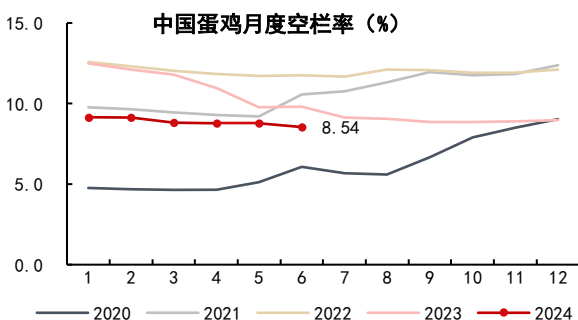
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表4：鸡苗补栏趋势（万只）



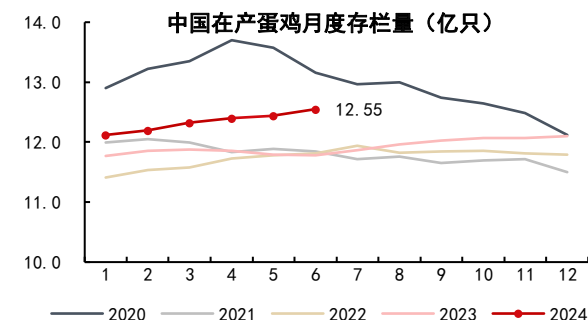
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表5：蛋鸡空栏率持续偏低（%）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表6：在产蛋鸡存栏持续抬升（亿只）



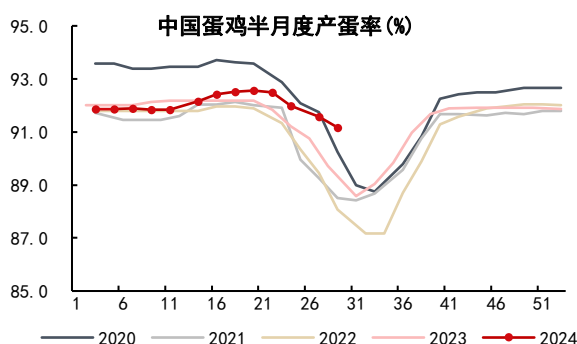
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

（二）国内禽流感平稳，老鸡占比不高，生产效率良好

疫情平稳，产蛋率并未大面积受扰。据调研反馈，虽局部区域出现传支、滑液囊等现象，但今年鸡病整体平稳，例如河北主产区，甚至较去年疫情整体减轻1/3左右。据卓创咨询监测，当前产蛋率91.17%，同比高出1.46个百分点，也可以从旁验证。

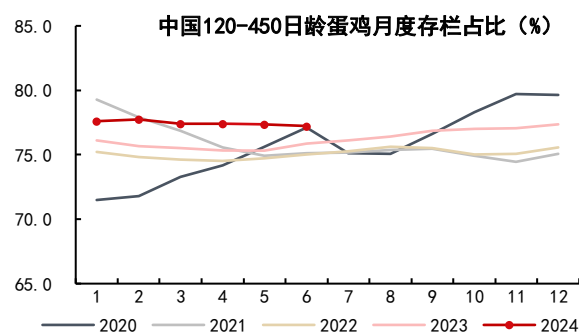
当前鸡龄结构年轻，老鸡不多，对生产效率不造成拖累。根据卓创咨询，6月份，中国120日龄以下后备蛋鸡月度存栏占比13.86%，较上月变化-0.86%；120-450日龄蛋鸡月度存栏占比77.23%，较上月变化-0.17%，依旧维持近年高位；450日龄以上待淘蛋鸡月度存栏占比8.91%，较上月变化2.89%。

图表7：蛋鸡产蛋率同比偏高（%）



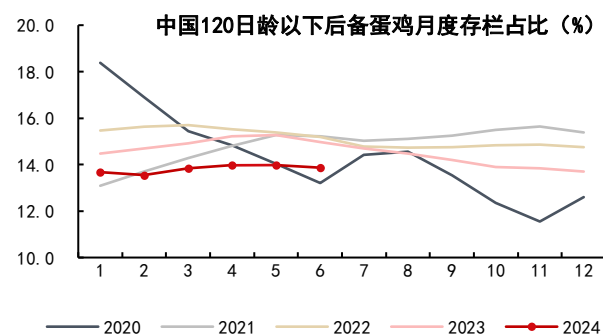
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表8：鸡龄结构年轻，生产效率偏高（%）



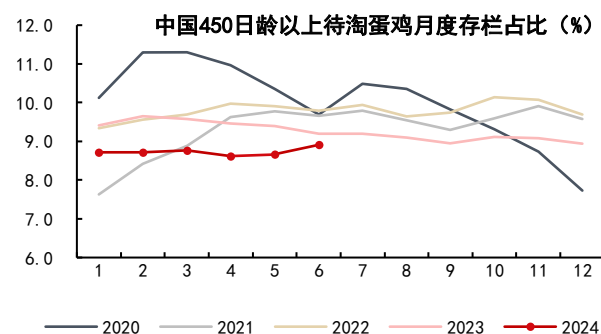
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表9：中国120日龄以下后备蛋鸡月度存栏占比（%）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表10：中国450日龄以上待淘蛋鸡月度存栏占比（%）

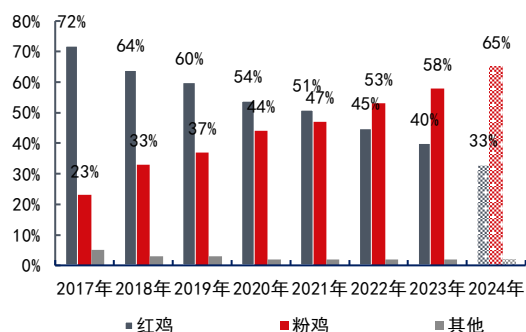


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

总体来看，无论从在产蛋鸡存栏维度，还是从生产效率维度，供应同期均呈现递增趋势，对蛋价造成压制；而唯一的利多，则在于红粉占比的变化。疫情以来，消费习惯转变带动养殖习惯改变，粉鸡占比逐年抬升，前期红鸡：粉鸡从7：3逐渐向3：7转换。按照红蛋60g、粉蛋52g测算，若完成以上转换，单位存栏鸡蛋斤重的供应将出现3%左右的下滑。但要注意的是，养殖习惯的转变是长期缓

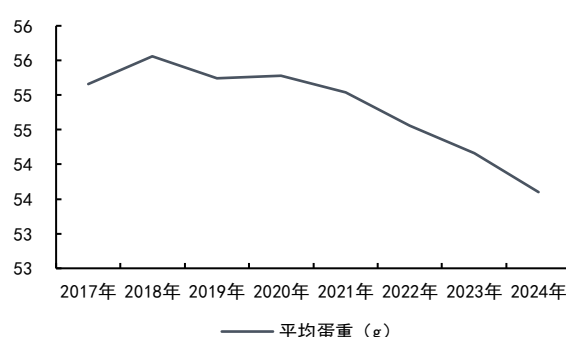
慢趋势性变化的结果，而非一蹴而就，因此，在今年对供应的对冲来看，理论不会出现质变。

图表11：红粉占比反转（%）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表12：单颗蛋重供应下滑（g）

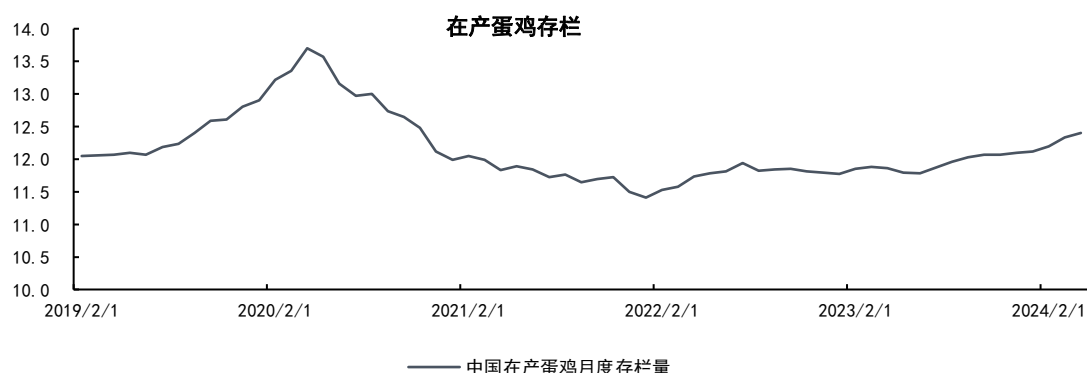


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

（三）亏损有限，延淘明显

从在产蛋鸡存栏的变化趋势来看，今年与2020年最为相似。在2019年的超量补栏下，2020年迎来产能大年，随着蛋鸡存栏量达到顶峰，蛋价也来到阶段性的低谷。当前环境，在前期持续盈利的驱动之下，2023年也出现大量补栏的行为，驱使2024年产能逐步递增。根据卓创咨询，当前在产存栏的趋势与2020年类似，处于持续增产的上行通道当中。2020年，在高存栏的背景下，也创出了除2017年以外的最低蛋价，随后，超低蛋价也驱使了行业的快速淘汰，导致下半年产能快速下移。那今年，同样的故事是否重演呢？我们认为不会。

图表13：在产蛋鸡存栏变化趋势（亿只）



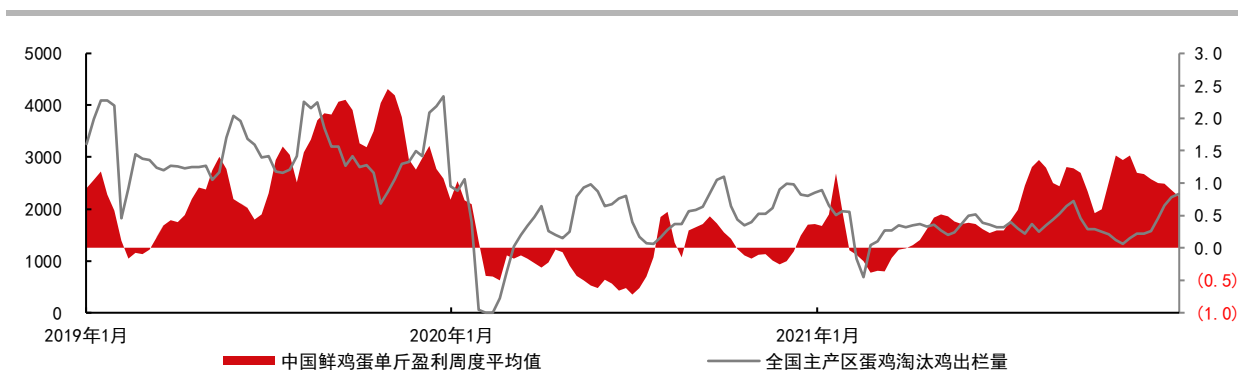
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

复盘2020年，深亏刺激超淘。在2019年四季度，行业还一度给出2.5元/斤的养殖利润，但随着存栏的快速提升，2020开年，蛋价快速下滑，同时饲料成本低位上行，利润随之快速被挤压，最低时给出了-0.45元/斤的亏损。在持续了

一个月的亏损之后，淘鸡量迅速增加，从3月起，淘鸡量以环比10%的速度每周高增，老鸡产能得到了快速的出清。4月份，随着亏损幅度的收窄，淘鸡量也相应有所减少。五一节后，需求边际下滑，随后进入梅雨季节，叠加产能依旧处于高位，导致养殖亏损再次加深。5~6月份期间，蛋价也快速下滑，甚至跌破开年水平达2.2元/斤，同时饲料成本持续增高，养殖亏损幅度始终维持在-0.5~-0.7元/斤区间，处于深亏状态。

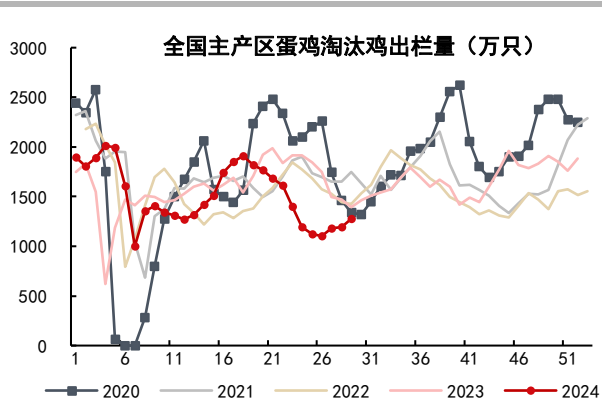
这两个月的深亏引起了当年的超量淘汰，以及补栏的快速下滑，从而拯救了下半年的蛋价，也为2021年的上行周期奠定基础。从淘鸡量来看，5~6月份淘鸡量均处于2000万只以上水平，较3~4月均值增加了43%；其中，5月份淘鸡量最大，周均2400万只左右。同时，从淘鸡日龄来看，从2019年四季度前高520天，先是缓慢下滑至509日龄（3月底），4月份累计下滑14天至486日龄，5月份累计下滑30天至456日龄，6月份累计下滑11天至445日龄。

图表14：2020年养殖利润和淘汰量（万只；元/斤）



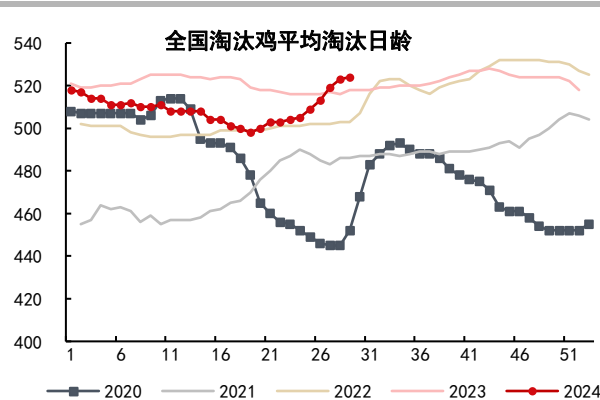
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表15：全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表16：全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

2024年的场景和2020年有明显的差异，导致年初至今行业基本盈利，亏损

时间短，深度浅。

- 1) **上半年存栏偏高但不及 2020 年水平。**虽然当前也处于在产存栏持续爬坡阶段，但较 2020 年绝对值比还是略逊一筹。根据卓创咨询，4 月，在产蛋鸡存栏量 12.4 亿只，较上月变化 0.57%，同比变化 4.55%。2020 年 4 月，在产蛋鸡存栏量达 13.7 亿只，较今年+10.4%，供应压力不处同一能级，因绝对产能过大而引起的主动淘鸡概率不大。
- 2) **上半年饲料成本持续下行，腾挪利润空间。**虽然在产能递增的趋势下，蛋价同期偏低，但由于上半年饲料成本也同向下行，为养殖利润腾出空间。根据卓创咨询，单斤鸡蛋饲料成本从开年 3.43 元/斤下滑至 3.1 元/斤左右，累计下滑 8.8%。养殖利润 3~4 月小幅亏损，但最深幅度也就在 -0.2 元/斤左右，远不及 2020 年的 -0.7 元/斤。
- 3) **进入下半年，梅雨季淡季不淡，利润厚度超预期。**根据历史情况来看，梅雨季属于鸡蛋需求淡季，利润空间往往压缩甚至进入亏损状态。但今年来看，由于梅雨季节高温高湿的错位，导致梅雨季对于鸡蛋需求的拖累作用有所减弱；同时，南方暴雨天气导致蔬菜供应受扰，6 月中旬起蔬菜价格快速拉涨，替代效应下，鸡蛋价格共振上行。在天气因素的扰动下，今年鸡蛋真正的淡季持续时间很短，10 天左右库存再度走低，蛋价企稳上行。截至上周（7 月 18 日），根据卓创咨询，中国鲜鸡蛋单斤盈利平均值 1.31 元/斤。淡季不淡，利润空间大超预期的场景下，加强了蛋鸡养殖端看涨的情绪。

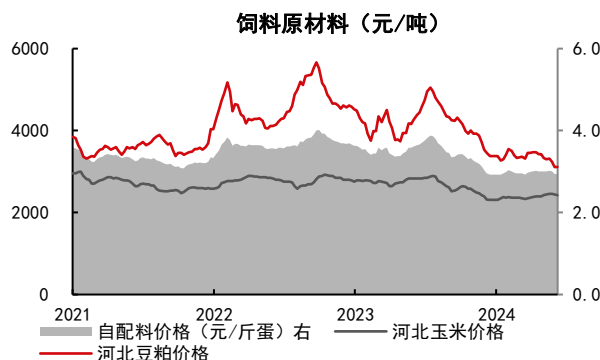
总结来看，年初至今，行业亏损有限，延淘情绪明显。上半年在饲料成本下行+存栏缓增的场景下，盈亏平衡线上下波动为主，实际亏损有限，淘鸡加速淘汰仅发生在 4 月份，日龄降至 498 天，超淘并未发生。下半年在梅雨季节淡季不淡的场景下，利润甚至突破 1.3 元/斤水平，市场延淘情绪浓烈，淘鸡量大幅下降，日龄快速抬升至 524 天。根据调研反馈，延淘惜售外，部分区域存在换羽现象，导致 6 月供应后置，7-8 月份供应压力则将更上一层楼。

图表17：28种重点蔬菜价格（元/公斤）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表18：豆粕、玉米价格（元/吨）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

三、近期交易策略思考

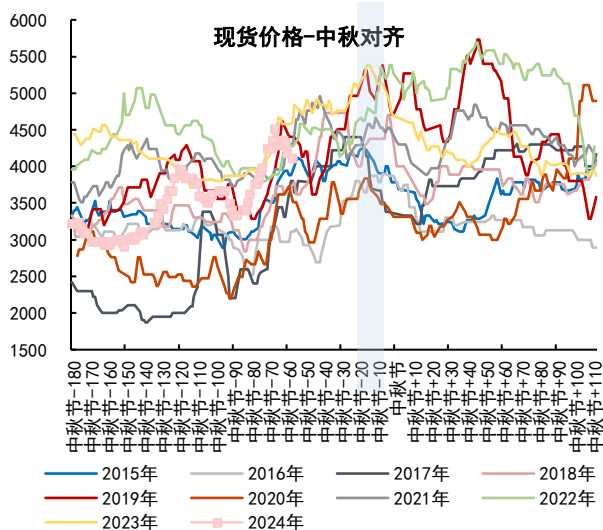
三季度，主要逻辑依旧围绕“逢高沽空”节后合约思路为主。复盘来看，现货价格下半年季节性规律明显。现货价格在逐步走出梅雨季后，蛋价逐步回升。7月份，由于学校放假，集中需求阶段性消失，旅游旺季之前，需求面临短暂的窗口期，蛋价阶段性回落。8月份，在中秋节前1个半月左右，节日备货需求陆续启动按下了旺季的开关，同时供应歇伏期的加持，蛋价快速上行，往往在中秋节前触达年内高点。梅雨低点至8月高点，蛋价累计上涨1.3-1.5元左右。中秋节前20~前10天左右，也就是8月底9月初前后，备货逐步结束，蛋价摸顶后开始季节性走弱。中秋节后10~后30天左右，也就是9月底10月中旬前后，蛋价逐步止跌，随后逐步回升进入年末的小旺季。

由于中秋节多在9月中下旬，JD09合约具备节后交割逻辑，因此，JD09合约往往提前现货下跌。根据复盘，JD09合约往往提前中秋节2个月左右开始提前交易节后交割逻辑，大致按照9月中旬中秋计算，也就是7月中旬前后盘面下跌启动。中秋节前20天左右，正好处于进入交割月前夕，盘面下跌基本到位。基于此，我们认为，JD09合约逢高沽空策略的节奏大致为，7月中旬左右进场/或是中秋节前2个月左右进场，8月底进入交割月前离场。今年在供应逐步递增的趋势之下，现货旺季利润空间受压制，旺季存疑，逢高空策略在基本面加持之下确定性增强。

JD10合约延续逢高沽空思路。根据现货走势，中秋节后往往10天~30天后（大约9月底~10月中旬）才会逐步企稳回升。JD10合约10月进入交割月，投机账户需在9月底离场，节后交易时间有限，大多只能交易节后蛋价走弱的逻辑。因此，JD10合约进入交割月前，基本维持偏弱走势。策略上，类JD09合约，延续逢高沽空思路。

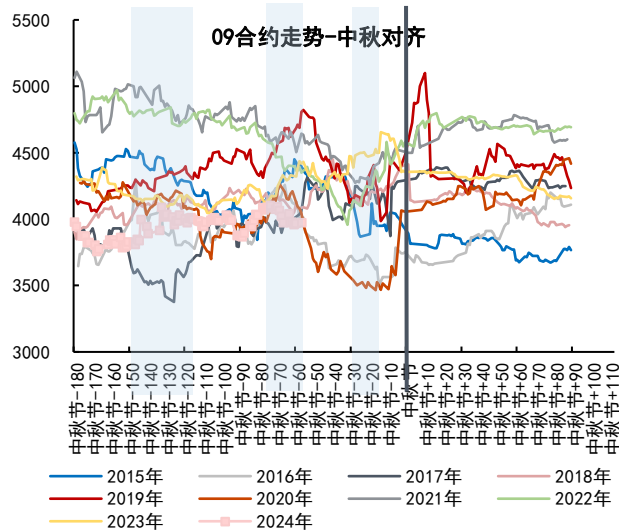
主要风险在于，当前基差偏高，相较当前现货价格，盘面估值相对偏低。

图表19：中秋节前现货价格走势（元/500kg）



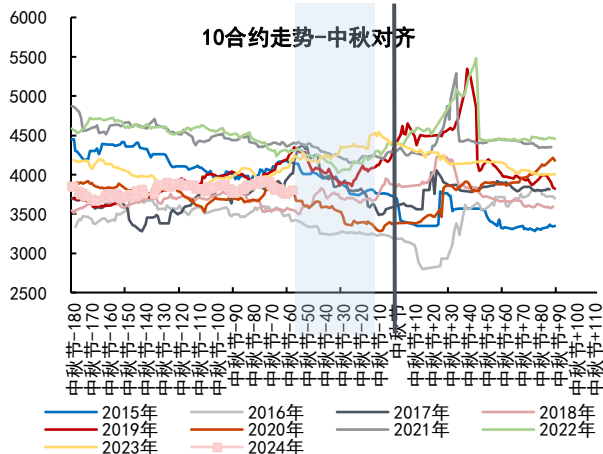
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表20：中秋节前 JD09 合约走势（元/500kg）



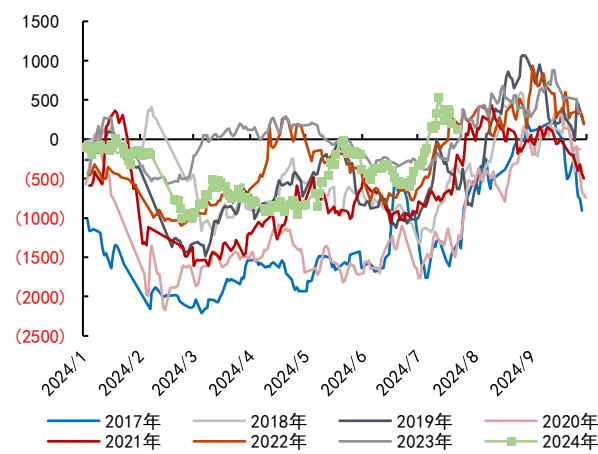
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表21：中秋节前 JD10 合约走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

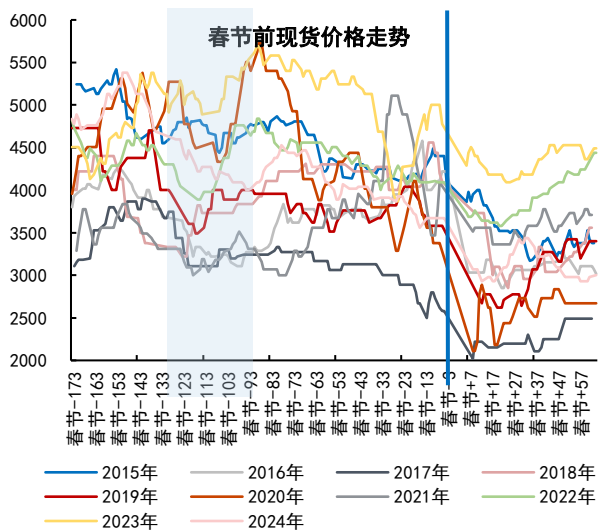
图表22：JD09 合约基差走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

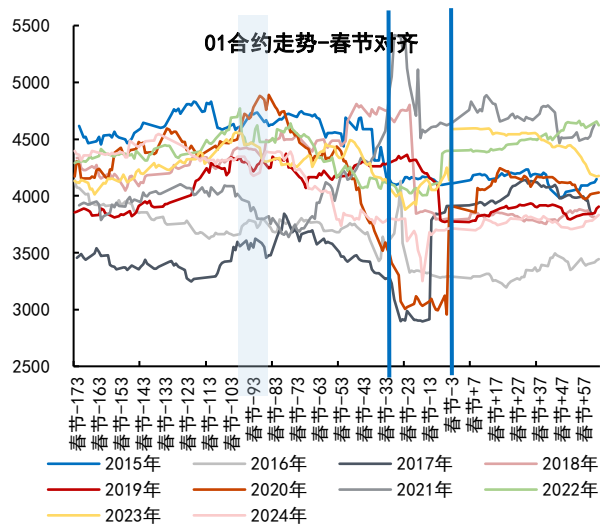
JD01 合约类似 JD09 合约，同样具备节后交割逻辑，因此，JD01 合约往往提前现货下跌。根据复盘，现货价格往往在中秋节后 10 天~30 天左右，也就是 9 月底 10 月中旬前后，蛋价逐步止跌，随后逐步回升进入年末的小旺季。在现货企稳回升一段时间后，JD01 合约往往在 10 月底前后，也就是春节提前 3 个月左右，JD01 合约逐步开始交易节后交割逻辑，交易时间大概 2 个月左右，进入交割月前（12 月底之前）盘面下跌基本到位。基于此，我们认为，JD01 合约逢高沽空策略的节奏大致为，10 月底~11 月上旬左右进场，12 月底进入交割月前离场。

图表23：中秋节前现货价格走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表24：春节前 JD01 合约走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

风险因素：禽流感；需求超预期；饲料超预期；政策。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>