鸡蛋：高处不胜寒

王 俊
农产品研究员
从业资格号：F0273729
投资咨询号：Z0002942
电话：15882158317
邮箱：wangja@wkjyqh.com

报告要点：

由于存栏偏低、疫情助推和成本支撑等因素，上半年现货蛋价运行在历年高位，走势与同为牛市的 2014 年和 2019 年较为相似；五一后现货有所回落且整体表现不及预期，缓淘、需求疲软以及季节性回调压力是主要原因。期货在经历了年初的上涨以后，合约分化，2、3、4 等合约走交割月回归现货逻辑，8、9、10 等旺季合约仍走预期逻辑，近弱远强，整体波动率较为低迷。

行业方面，当前蛋鸡存栏处历史低位，预计 6 月以后存栏将缓慢恢复，但初期不明显，10 月以后存栏恢复提速，不过预计整个下半年的存栏都不会有明显增加；今年以来淘汰鸡出栏较为缓慢，一定程度影响了蛋价节奏；补栏方面，受盈利回升但利润不高影响，补栏略有回升但尚未放量，长期看补栏回升是个确定的过程。

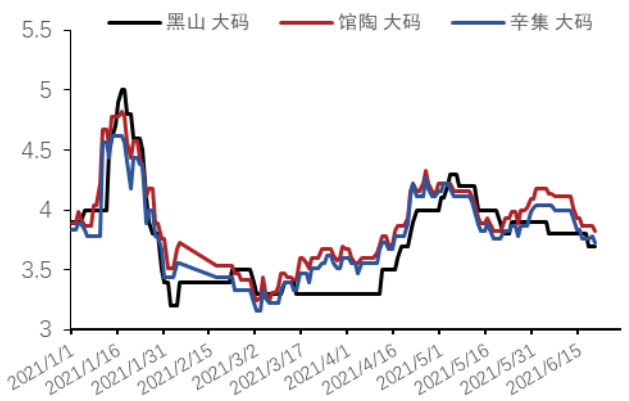
市场对今年中秋行情较为期待，但当期消费需求较疲软等隐忧是最大利空，我们预计 8 月旺季的高点仍能触及 5.2-5.3 元/斤区间，9 月均价能维持在 4.5 元/斤以上；下半年蛋价将从高位有所回落但受成本和存栏支撑，下方空间不大；长期看随着补栏的进行，蛋价将逐步从今年的高价位回落，明年有望回归正常的波动区间。预计下半年期货以窄幅震荡为主，季节性将发挥关键作用，建议 7 月中旬前逢低买入为主，9 月合约支撑参考 4600 元/500 千克，至 7 月中下旬，随着利多被逐一兑现，盘面有提前见顶的可能，5000 元/500 千克以上是 9 月合约的主要压力位。长期看，随着补栏的进行和存栏的回升，蛋价有望从高位回落，但由于补栏的恢复是个过程，在今年下半年的现货上依旧不会体现的很明显，因此对于下半年合约而言，预计依旧是区间操作思路，不宜过分追涨杀跌；年底以后，明年的供需情况会逐步明朗，届时可适当逢高逐步布局明年淡季合约的空头头寸。

鸡蛋：高处不胜寒

现货高位运行

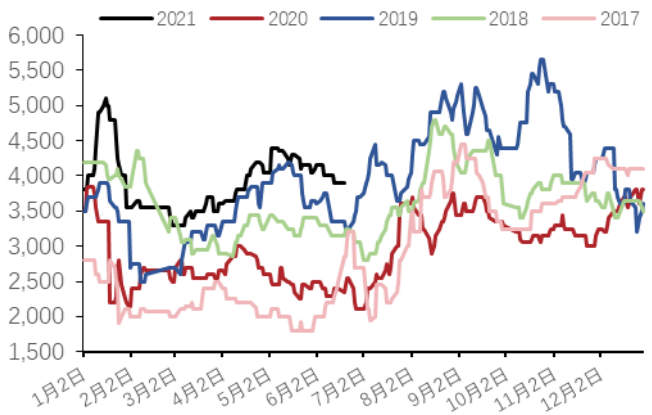
上半年现货蛋价运行在历年高位，走势与同为牛市的 2014 年和 2019 年较为类似。从基本面看，今年与 2014 年属于同一个类型，都是由于供应端收紧，存栏极低加上来不及补栏，供不应求导致价格居高不下，而 2019 年则属于猪肉替代需求端发力的逻辑。与 2014 年相比，影响今年蛋价的因素更为复杂，疫情、需求、成本等因素对节奏都存在明显的影响。受存栏下滑影响，价格从去年 12 月初见底以后反季节性回升，年初主产区均价运行在 4 元/斤左右，1 月份东北和河北局地发生疫情，导致产区鸡蛋物流受阻，蛋价一度飙涨至 5 元/斤左右，随后修正回落，但因疫情特殊情况下的今年就地过年的情况增多，需求断档不明显，往年春节后现货大幅回落的情况在今年并未发生，主产区节后最低价也没有跌破 3 元/斤。随着春节期间积压库存的消化，蛋价在 3 月下旬以后逐步回升，并在偏低存栏的加持下一路走高至 5 月初，主产区均价最高接近 4.3 元/斤。五一后现货整体走弱不及预期，受绝对价格高企、需求偏弱以及猪肉低迷等的影响，加之梅雨天气等季节性因素的干扰，蛋价由五一前的高位回落至目前的 3.7 元/斤左右。

图 1：主产区鸡蛋现货走势（元/斤）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 2：现货蛋价的季节性走势（元/500 千克）

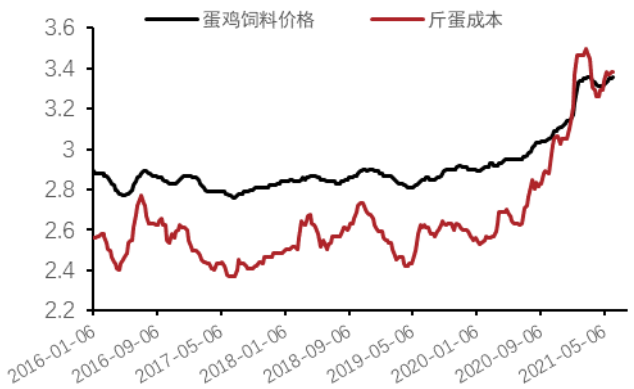


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

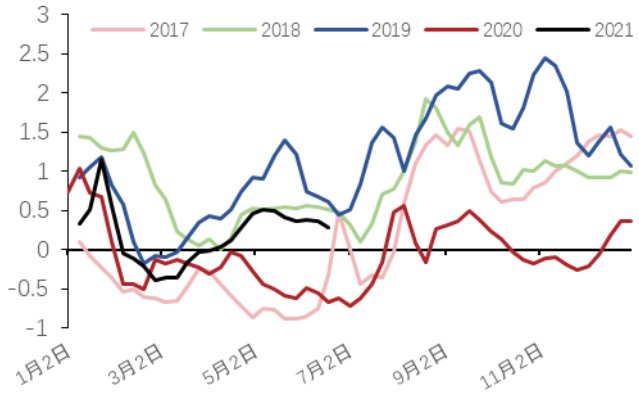
成本支撑在今年的蛋价强势过程亦中扮演了关键角色，豆粕、玉米等原料价格的高企令养殖成本抬升明显。尤其在今年在存栏本来就偏低，上游要价相对强势，蛋价追随成本走高就成了最基本要求。另外，成本走高也令年内养殖利润承压，这导致了一个结果，虽然蛋价绝对价格处于历年高位，但盈利状况与往年相比并无优势，现货的强势并未完全传导至补栏的积极性上，蛋价由此受到了进一步支撑。

图 3：蛋鸡饲料价格和斤蛋成本（元/公斤；元/斤）

图 4：养殖利润（元/斤）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

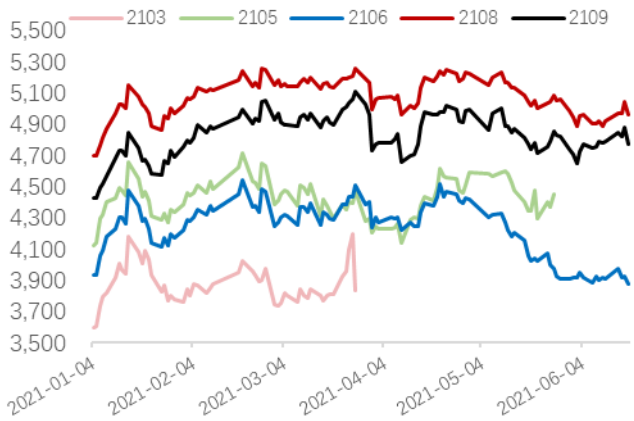


数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

期货波动收窄

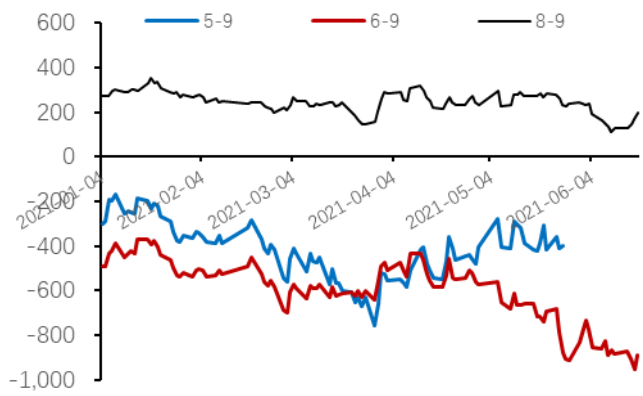
受现货提前见底带动，从去年 12 月开始，期货一改此前的疲弱走势，空头平仓导致盘面各合约以大阳线拉涨，2202、2203 等近月合约受带动纷纷以涨停收盘，而市场一向看好的 2205 合约也顶着升水大幅拉涨，这是盘面的第一波上行，宣布现货提前见底后期货正式结束去年持续一年的熊市，涨幅靠前的有 02、03 和 05 等合约。第二波上涨始于今年初，河北等地局部疫情的发生令物流受阻，现货冲击 5 元/斤以上的同期历史高位，尽管维持的时间并不久，但对近月的 01、02 和 03 等合约拉涨效果立竿见影，尤其是 01 合约进入交割月以后，最高涨至 5700 元/500 千克的历史高位。第二波上涨以后合约间分化，近月的 234 等合约慢慢开始走交割逻辑，向节后淡季的现货看齐，整体震荡走弱但跌幅也有限，波动率较之前明显收窄。而远月旺季的 5、8、9 等合约依旧走强预期的逻辑，表现较近月明显偏强，不过受绝对价位过高（考虑到 2106 合约以后实行裸蛋交割）以及偏离现货太远影响，整体涨幅也相对有限，波动率不大，近远月走反套逻辑。五一以后现货涨价不及预期，同时淘鸡减少补栏增加，远月各合约从高位有所回落，其中靠近现货的 5、6 合约走势相对较弱。盘面自 1 月中旬以来接近半年的波动率明显收窄，持仓和成交量都大幅下滑，与去年同期高持仓高成交大波动的行情已不可同日而语。

图 5：期货各合约走势（元/500 千克）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 6：近远月价差走势（元/500 千克）

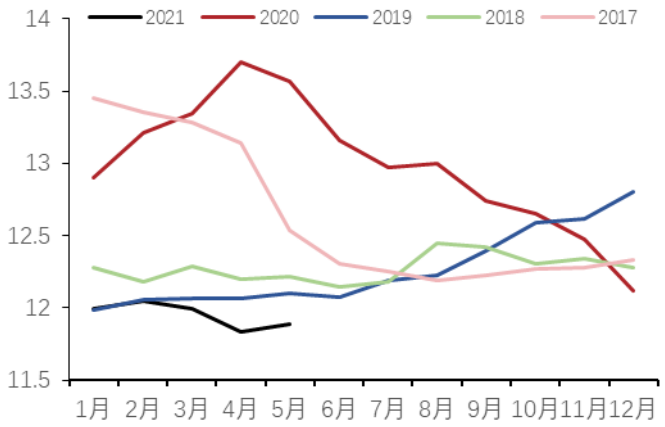


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

存栏处历年低位

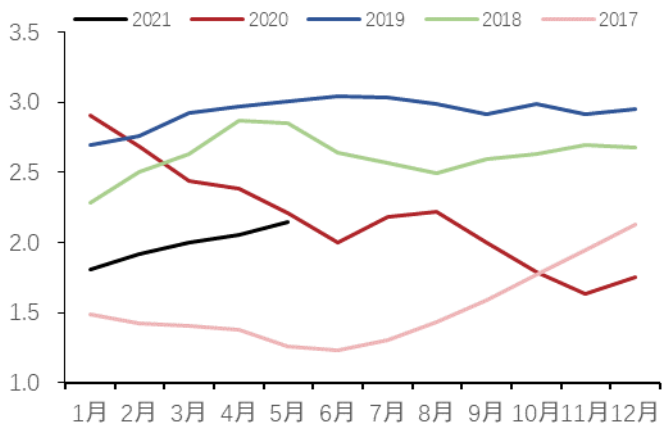
受去年蛋价低迷导致的全年补栏偏弱影响，今年以来国内蛋鸡存栏处于历史低位，且大致呈逐月回落的态势。据卓创资讯数据显示，截止今年 5 月份的在产蛋鸡存栏为 11.89 亿只，同比去年同期的 13.57 亿只回落 12.3%，环比年初的 11.99 亿只回落 1%。其中高峰在产蛋鸡 10.52 亿只，同比落 11.8%；后备蛋鸡 2.14 亿只，同比回落 3.1%，全部蛋鸡 14.03 亿只，同比回落 11.1%。按蛋鸡 5 个月开产，17 个月（即 540 天鸡龄）淘汰算，5-17 个月积累下来的补栏蛋鸡即为当期存栏，由此推导出今年存栏的低点在 6 月（图 10），此后存栏逐步恢复，但初期恢复的速度较慢，预计 10 月之前存栏都不会有太大起色，10 月之后存栏恢复情况需要视后期补栏情况而定；长期看存栏见底后呈逐步恢复态势。

图 7：在产蛋鸡存栏（亿只）



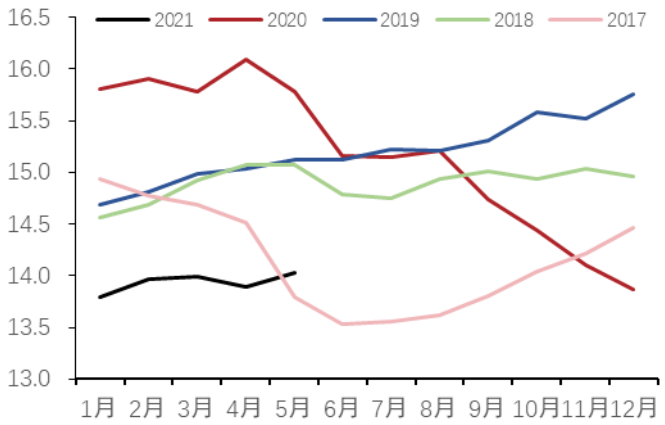
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 8：后备蛋鸡存栏（亿只）



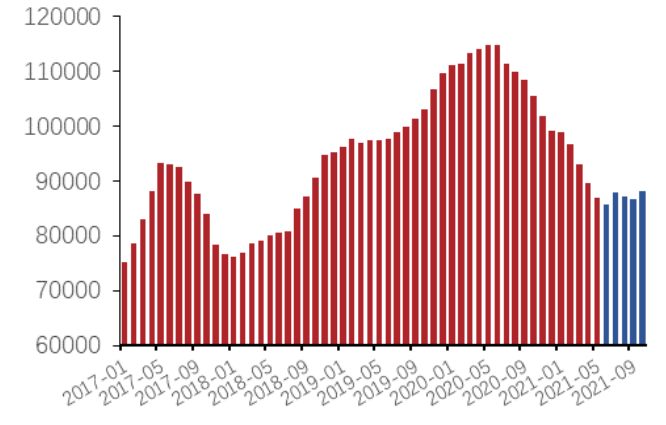
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 9：全部蛋鸡存栏（亿只）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 10：理论存栏推导（5-17 个月鸡龄，万只）



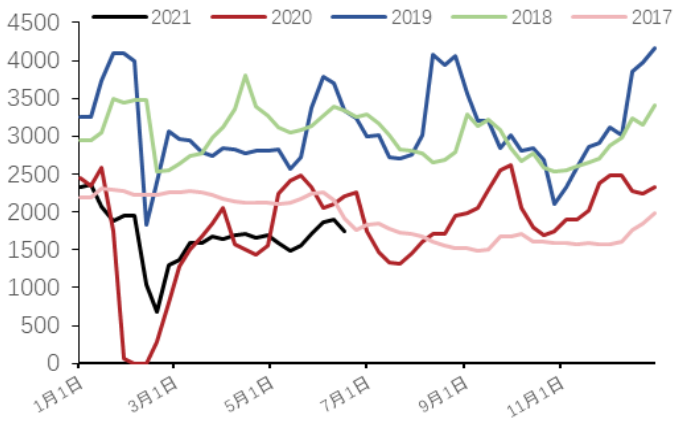
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

补栏弱淘汰低

存栏是对当期状况的描述，补栏和淘汰量则是对边际变化的描述，影响的是未来存栏的变化。对于未来的存栏而言，影响短期节奏的是淘汰鸡的出栏情况，决定长期基本面的则是蛋鸡的补栏情况。淘鸡出栏与淘汰意愿和淘汰能力有关，意愿方面，今年蛋价绝对价格属于偏高水平，利润同

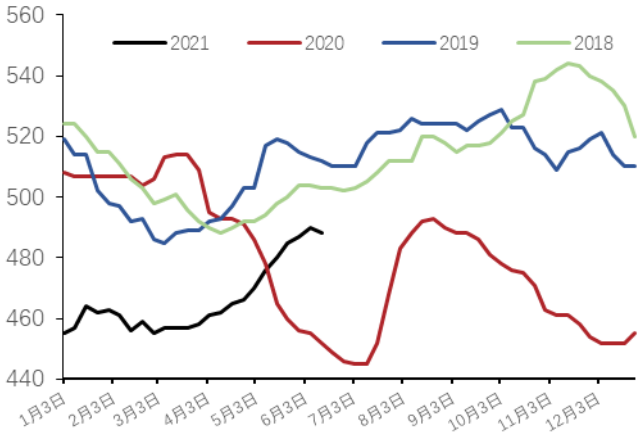
比去年大幅回升，市场主体对后市看好，主动淘汰的意愿较弱；而淘汰能力与蛋鸡鸡龄结构有关，今年以来待淘鸡基本属于 2019 年下半年补栏的鸡，整体日龄偏小，在蛋价尚可且有盈利的状况下，养殖户主动淘汰去库存的动力也较弱。整体来看，淘鸡在今年上半年以来出栏量持续偏小，市场在部分时段有明显的惜淘和延淘现象，而春节后出现了大量的换羽，也一定程度影响了上半年的蛋价节奏，令存栏下降的速度比预期更缓，五一后蛋价的走弱，部分原因也受到了整体市场淘鸡出栏偏低的影响。

图 11：淘鸡周度出栏（万只）



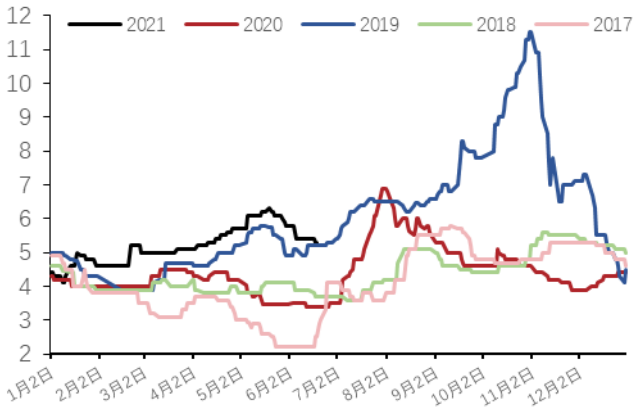
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 12：淘鸡出栏鸡龄（天）



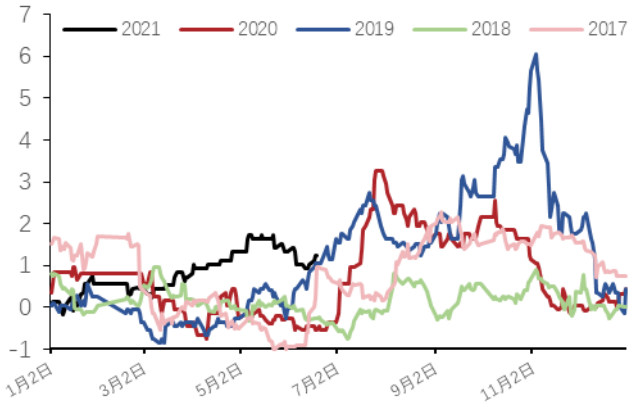
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 13：淘鸡价格走势（元/斤）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

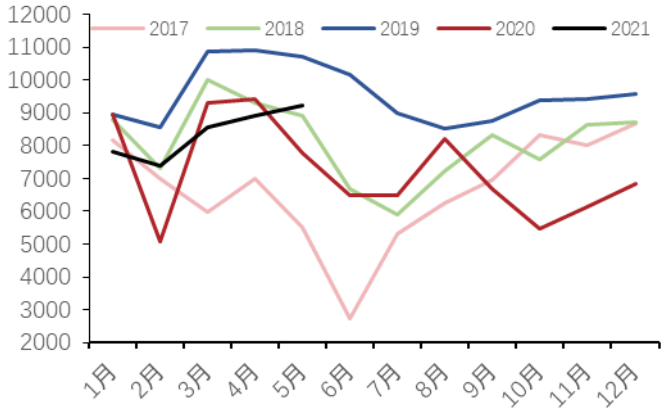
图 14：淘鸡-白羽鸡价差（元/斤）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

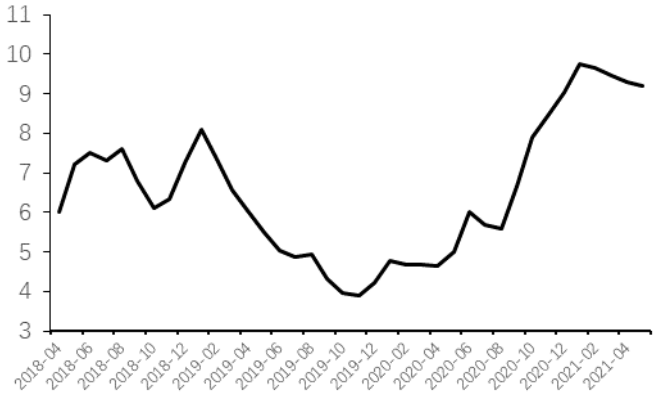
蛋鸡补栏与养殖利润有关，市场依据档期盈利状况做出补栏决策，盈利高则多补栏，反之则少补栏；补栏最终转化成有效产能还需要时间的维度，除了 4-5 个月的开产时间限制以外，低存栏状态下，持续多个月的高补栏积累下来才能最终扭转存栏下滑的趋势。今年以来，随着养殖利润的逐步回升，补栏情况较去年已出现明显好转；但受制于整体成本的高企，盈利状况仍不够理想，补栏情况与 2018、19 等历史高补栏年份相比仍有较大差距，因此未来存栏会逐步恢复，但离供需平衡仍有一段距离，离供应过剩则差的更远。另一方面，从当期的空栏率等指标来看，该指标越高则意味着补栏的潜力越大，而经过一段时间的盈利，养殖户现金流得以从去年的连续亏损中得到改善，以上均有助于未来补栏的进行。因此，尽管当前受制于盈利状况补栏称不上理想，但我们对于未来的补栏的逐步恢复仍抱有信心。

图 15：蛋鸡补栏情况（万只）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图 16：全国蛋鸡空栏率（%）



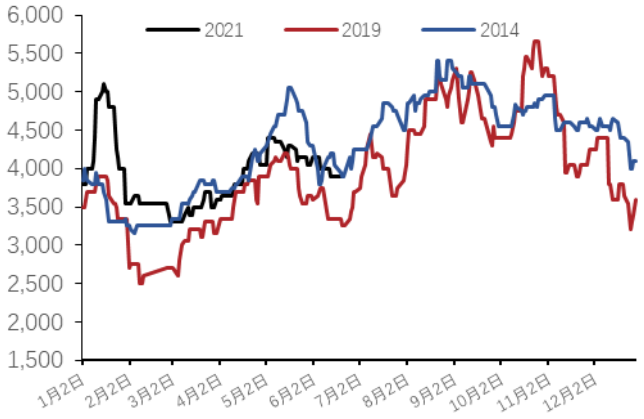
数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

下半年行情展望

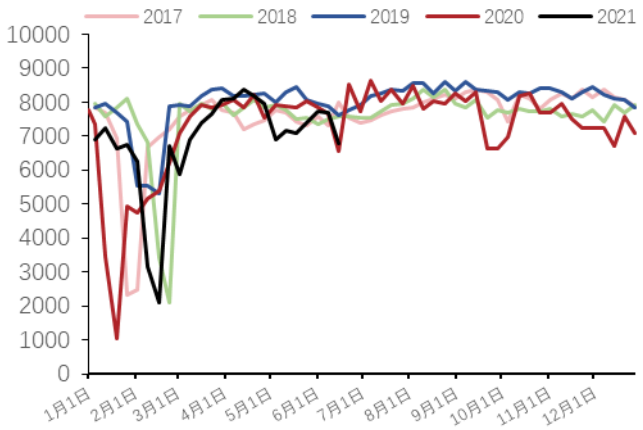
现货方面，目前市场比较期待中秋行情。一方面，6 月以后端午节前现货的涨幅不及预期，跌幅也临近盈亏平衡线，传统上 7 月前端午节后会因天气转热而集中淘汰掉一批老鸡，当前状况下可能会引发一波超淘。其次最关键的是存栏处于极低水平，且低存栏会在今年 10 月之前持续，当下补栏已经来不及，基本面情况与同为牛市的 2014 和 2019 相比不遑多让，这种情况下现货在旺季的带动下很容易冲高，参考 14 和 19 年的情况，现货均有冲上 5000 元/500 千克并冲击 5500 元/500 千克的记录，今年现货也具备这个实力；而参照期货的历史，6-7 月现货强势时往往会有一波较明显的跟涨。第三，养殖成本的抬升，饲料等原料价格居高不下，目前蛋鸡养殖综合成本已经接近 4 元/斤，原料对蛋价的支撑非常明显。偏空方面的观点主要来自于需求和延淘换羽等新产能的释放。受疫情影响，餐饮等消费的恢复依旧乏力，猪肉、蔬菜等价格的暴跌很大一部分原因也是受到了疲弱消费的拖累，从统计数据来看，今年以来蛋价持续偏高，而替代品价格有一定优势，鸡蛋消费整体不温不火，稳中偏弱。综合来看，我们对现货在 6 月底企稳并于 7 月开启上涨仍抱有信心，预计当前至 6 月底现货主旋律是偏弱回调但不会跌破 3.5 元/斤左右的饲料成本；至 8 月底之前，现货有较大概率冲破 5 元/斤并短暂冲击 5.2-5.3 元/斤的高位，8 月均价在 4.8-5 元/斤。9 月以后现货将有所回落，9 月均价大概率能维持在 4.5 元/斤以上。预计下半年现货窄幅震荡为主，走势视后期的补栏而定，但由于补栏时滞和原料成本的支撑，预计蛋价仍不会有大的回落空间。长期看随着补栏的进行，蛋价将逐步从今年的高价位回落，明年有望回归正常的波动区间。

图 17：牛市年份蛋价对比（元/500 千克）

图 18：销区鸡蛋周度销量（吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

期货方面，由于盘面已经对上述基本面中的绝大部分作出较为充分的表达，没有预期差，未来一段时间窄幅波动仍将是主旋律，传统的季节性将再次发挥作用。具体来看，在当前现货偏弱、原料回落的背景下，期货有望偏弱回调为主，但随着现货企稳和旺季的到来，盘面仍有跟随冲高的窗口，至 7 月中下旬随着利多被逐一兑现，盘面有提前见顶的可能。按极端的 8 月现货能到 5.5 元/斤计算，9 月现货从高位回调 0.5-0.7 元/斤，对应于 4.8-5 元/斤，考虑到裸蛋交割的属性以及多头接货的意愿，预计 9 月盘面在 4800 以上逐步进入压力区，5000 以上有较大压力；而 9 月均价大概率能维持在 4.5 元/斤以上，因此 4600 以下的 9 月合约存有一定支撑。长期看，随着补栏的进行和存栏的回升，蛋价有望从高位回落，但由于补栏的恢复是个过程，在今年下半年的现货上依旧不会体现的很明显，因此对于下半年合约而言，预计依旧是区间操作思路，不宜过分追涨杀跌；年底以后，明年的供需情况会逐步明朗，届时可适当逢高逐步布局明年淡季合约的空头头寸。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

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投资建议。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投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资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。不经许可，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。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkjyqh.com

农产品团队介绍

	孟远 电话: 0755-23375120 Email: mengyuan@wkjyqh.com QQ: 573468777	**从业资格号：F0244193** 研究中心总经理。加拿大圣玛丽大学金融硕士，CFA3 级，FRM 持证人；期货从业 12 年，具备丰富的行业经验，在公司期间先后任职交易风控部总经理，业务三部总经理。
	王俊 电话： 15882158317 Email： wangja@wkjyqh.com QQ：328527230	**从业资格号：F0273729** **投资咨询号：Z0002942** 西南财经大学金融硕士，五矿期货农产品高级分析师，致力于农产品研究 10 年，熟悉油粕、鸡蛋、生猪等产业基本面，善于从供需和周期角度透视价格规律，准确把握各个阶段的市场情绪焦点，有较为丰富的产业服务和投研经验。

	周方影 电话： 0755-23375136 Email： zhoufy@wkjyqh.com QQ：2373114363	**从业资格号： F3036146** **投资咨询号： Z0014900** 南开大学产业经济学硕士，郑商所高级分析师，五矿期货农产品分析师。主要负责农产品的分析研究，熟悉油脂油料等品种的产业供需及交易逻辑，能够较好把握品种的周期性规律及季节性特征。在期货日报、中证报等公开发表文章多篇，多次接受期货日报、大宗内参等媒体采访。
	张利 电话： 0755-23375124 Email： zhanglb@wkjyqh.com QQ：377861845	**从业资格号：F3003549** **投资咨询号：Z0015099** 昆明理工大学管理学学士，农产品研究员。研究农产品交易策略多年，对油脂油料的价格变动节奏有独到的见解，擅长通过量化思维结合农产品的供需库存、季节性周期、利润等方面，为客户提供可操作性强，贴近于实战的交易思路与套期保值策略。长期与国内多家油脂油料企业保持信息沟通，建立了紧密的合作伙伴关系。
	丁易川 电话： 0755-23375137 Email： dingyc@wkjyqh.com QQ：469190954	**从业资格号：F3061485** 纽约州立大学金融学硕士，五矿期货纸浆、棉花研究员。致力于棉花、纸浆上下游产业链研究，充分了解品种季节性规律及周期性特征。擅长从周期、库存、利润等角度把握行情走势，发掘品种期现、跨期、跨品种套利机会。
	张正 电话： 18280292564 Email： zhangzheng@wkjyqh.com QQ：1769182714	**从业资格号：F3067079** 四川大学金融学硕士，农产品研究员，有多年证券研究经验。熟悉白糖、苹果、红枣等产品的周期性规律、季节性特征及交易逻辑，善于从基本面、技术层面等把握品种走势和套利机会。