



Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

· 从业资格编号 F3071993
· 投资咨询编号 Z0015291

宋从志

· 从业资格编号 F3076601

下半年蛋价或前高后低

内容提要

过去的上半年鸡蛋价格整体表现较为强势，部分时间甚至处在历史同期的最高水平，且在相对传统的消费淡季蛋价更是出现逆势上涨。其主要受两方面影响：第一，宏观通胀预期令商品普涨，农产品整体走势较为统一，农产品指数创近9年高点。第二：对于蛋鸡自身产业逻辑而言，上半年产能不足也是支撑蛋价的核心因素。由于2020年蛋价持续低迷，饲料价格大涨，让不少养殖户补栏积极性受挫，集中体现在去年8-10月补栏量低位导致本年度3-5月新开产蛋鸡偏少，这让整体存栏也降至历史同期低位。内生产业及外部宏观因素共振，使得上半年蛋价强势未改。

展望下半年，我们认为鸡蛋的核心逻辑是本轮蛋鸡周期仍未见底，尤其是在生猪存栏恢复确认猪价进入下行通道。生猪产能的恢复势必会挤压蛋禽及肉禽产能，从而实现非洲猪瘟后动物蛋白供需的再平衡。对于临近的07、08、09合约而言，期货绝对价格偏高，但对现货升水不高，当前矛盾可能并不突出。由于当前整体新增开产蛋鸡尚未出现明显增加，供应压力并不明显，且这三个合约处在下半年中秋节备货及消费的旺季，短期现货未出现明显松动的情况下，期价具备进一步交易旺季升水的条件，但由于供需环比逐步转为宽松，期价可能也难有新的高点。对于09以后的合约，压力可能会逐步凸显。主要逻辑在于当前蛋鸡产业整体来看，现货环节仍有不错盈利，前期出于行业的自律性尚处在主动去产能阶段，力度可能仍然不够。生猪带动整个养殖进入熊市周期后，蛋鸡可能需要再次出现亏损，从而实现被动去产能。不过需要注意的是，商品普遍实现一轮上涨后，鸡蛋的定价中枢也相应上移，尤其饲料原料价格大涨推升养殖成本大幅走高，使得蛋价的下方边际相应抬高。因此，我们认为下半年整体蛋价走势可能呈现前高后低。

操作建议

中长期逢高偏空配置远月空头。

风险提示

非洲猪瘟、禽流感、饲料原料价格、异常天气。

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、上半年蛋价行情回顾

上半年鸡蛋价格相对整个农产品板块而言走势偏弱，不过上半年蛋价的几轮冲高，几乎都是处在农产品普涨的背景下。大致出现三次波段性行情：第一阶段，春节前，中下游集中补库，尤其河北疫情封锁加剧抢购热情，期现价格触底后大幅反弹，现货价格一度触及 5.25 元/斤的历史高位。同时，带动养殖利润大幅改善，补栏积极性开始回暖。第二阶段，春节后至清明五一期间，由于一季度整体开产蛋鸡较少，蛋价始终表现较强，在 3 月底一反常态开始提前上涨，并在五一假期期间达到顶峰，现货价格再次拉到 4.4 元/斤，之后开始高位震荡。第三阶段，五一节后，生猪价格大幅超预期下跌，给蛋价带来悲观预期，06 及 07 预期破产下跌，远月期价开始跟跌，但鸡蛋现货价格始终未出现明显转弱，因此远月基差开始大幅走强，09 合约绝对价格虽高但旺季预期升水不高，9 月期价陷入震荡。

图 1. 鸡蛋及农产品指数



数据来源：Wind、优财研究院

二、鸡蛋基本面情况

1、在产蛋鸡存栏量

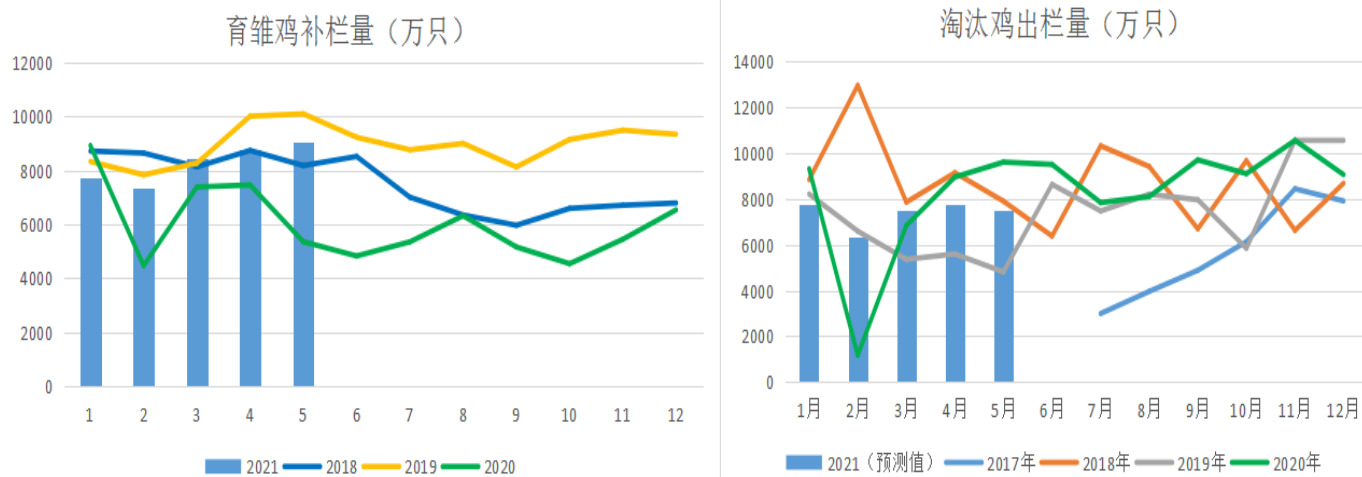
首先育雏鸡补栏量在去年四季度底逐步回暖，据三方样本数据显示，鸡苗销量在1月份开始环比增加16.2%，但同比仍低13.7%。不过年后2-5月份鸡苗销量开始逐月环比增加，并在5月份同比出现增加31%。当月补栏绝对量接近2016年水平，处在历史相对高位，可见二季度开始整体养殖热情逐步转为积极。过去的1-5月由于去年10、11月份补栏偏少影响，新开产蛋鸡也相对较少，4-5月全月在产蛋鸡存栏量环比仍然保持小幅下降。不过整体鸡龄较轻，平均淘汰鸡鸡龄在460天左右，低于正常480天正常淘鸡日龄。5月底，蛋价持续走高后带动养殖利润大幅好转，现货养殖利润一度处在历史同期最高水平，因此养殖户大量惜淘老鸡。更主要在于去年12月及今年1月份补栏蛋鸡开产。带动6月初整体存栏量止降回升。而6、7月份随着二月份补栏雏鸡开产，预计在产存栏量有望继续回升。

图2. 在产蛋鸡存栏量

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比2020	同比2019	同比2018	同比2017	同比2016
1月	11.98	11.55	11.13	10.32	11.43	11.11	-2.85%	7.63%	-0.21%	-3.83%	-7.29%
2月	12.06	11.27	10.66	10.30	11.72	10.93	-6.71%	6.12%	2.53%	-3.02%	-9.37%
3月	12.19	11.23	10.79	10.54	11.83	10.72	-9.37%	1.74%	-0.62%	-4.51%	-12.03%
4月	12.59	11.35	10.90	10.67	12.14	10.60	-12.69%	-0.62%	-2.72%	-6.58%	-15.78%
5月	12.49	10.68	10.93	11.07	12.08	10.63	-12.01%	-4.01%	-2.78%	-0.50%	-14.92%
6月	12.59	10.53	11.05	11.05	11.67	10.68					
7月	12.50	10.90	10.79	11.12	11.62	10.92					
8月	12.46	11.34	10.68	11.30	11.71						
9月	12.27	11.65	10.88	11.52	11.61						
10月	12.54	11.60	10.63	11.85	11.53						
11月	12.71	11.32	10.65	11.55	11.39						
12月	12.15	11.25	10.46	11.35	11.37						

数据来源：优财研究院

图 3. 全国在产蛋鸡存栏量及育雏鸡补栏量



数据来源：芝华数据、博亚和讯、卓创资讯、金信期货研究院

2. 鸡蛋现货波动的季节性规律统计

鸡蛋属于生鲜品，由于无法做长时间的物理库存，同时消费端受节日影响明显，现货价格具有很强的季节性，蛋价一般下半年明显强于上半年。鸡蛋在端午节后现货一般会出现季节性回落，主要由于销区进入梅雨季节，叠加大量生蔬上市，鸡蛋消费会进入季节性消费淡季，蛋价也会相应出现低点，我们对过往几年进行统计，除了2014年禽流感及2019年非洲猪瘟年份，端午节后现货低点一般出现在6月底至7月初。此后蛋价一般经历短暂盘整后即开始季节性上涨，起涨时间一般距离中秋节73天左右，在端午节后的低点基础上平均涨幅约1.59元/斤。因此，市场一般每年会对9月合约给出较强旺季预期。本年度中秋节在9月21日，距离端午节旺季起涨时间可能尚早，同时，按照过往年份备货节奏，本年度预计现货在6月底见低点后，7月初或将开启季节性上涨。同时，大部分年份9月份蛋价的都在4000点及4500点之间，仅少数年份由于疫情影响，出现极端情况。本年度当前09合约位于4500点以上，处在非疫情年份历史高位，绝对价格偏高，但期价对现货升水不高，因此当前09合约可上可下，虽有旺季预期，但空间亦可能比较有限。

图 4. 鸡蛋端午节至中秋节现货波动季节性规律

鸡蛋历年中秋节现货高点									
	中秋时间	高点位置	距中秋时间	高点价格	上涨启动时间	距中秋时间	端午节后低点	低点出现时间	上涨幅度
2013	9月19日	9月9日	10	4.82	7月12日	69	3.08	7月9日	1.74
2014	9月8日	8月25日	14	5.70	6月16日	84	4.15	6月10日	1.19
2015	9月27日	9月9日	18	4.44	7月6日	83	3.04	7月4日	1.40
2016	9月15日	9月2日	13	4.15	8月4日	42	2.60	6月26日	1.18
2017	10月4日	9月8日	26	4.54	7月17日	79	2.41	7月8日	2.13
2018	9月24日	8月17日	38	4.94	7月10日	76	3.05	7月4日	1.89
2019	9月13日	8月27日	17	5.26	6月27日	78	3.45	6月19日	1.59
2020	10月1日	9月11日	19	3.99	7月20日	73	2.4	7月3日	1.59
2021	9月21日	9月2日	19		7月10号	73		6月底	
均值			19	4.77		73		6月29日	1.59

数据来源：博亚和讯、Wind、优财研究院

图 5. 鸡蛋 09 合约波涨跌幅度统计

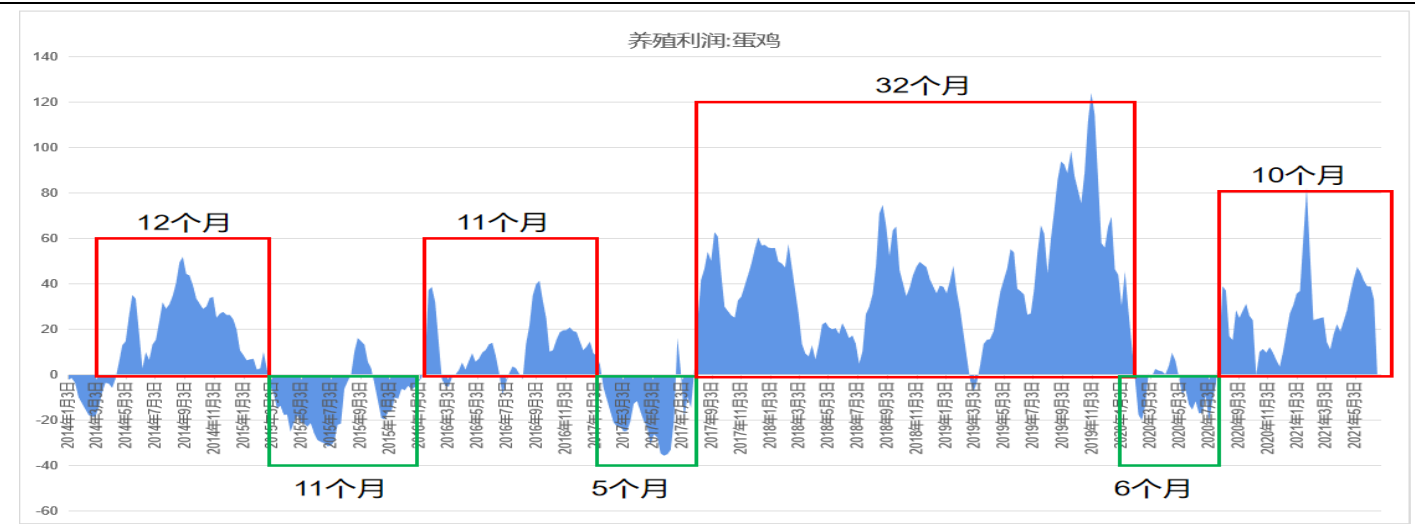
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
2021	4.82%	7.69%	-6.43%	5.60%	-5.03%	1.58%			2021
2020	-0.02%	4.50%	-1.37%	2.08%	-1.43%	-7.24%	7.65%	-15.14%	2020
2019	-0.41%	3.39%	-0.05%	6.09%	4.53%	-2.58%	2.01%	-10.85%	2019
2018	-1.84%	1.68%	-7.57%	1.99%	3.25%	2.55%	-3.45%	1.62%	2018
2017	4.29%	3.45%	-7.27%	-2.46%	-14.12%	19.14%	0.25%	0.67%	2017
2016	-3.77%	-2.79%	6.09%	10.05%	-2.76%	4.11%	-6.59%	-8.14%	2016
2015	2.39%	0.32%	-1.55%	-2.36%	-4.07%	-7.42%	11.41%	-10.00%	2015
2014	3.84%	-0.54%	4.79%	8.72%	-1.38%	8.87%	0.02%	-6.86%	2014
2013									2013
2012									2012
均值	1.16%	2.21%	-1.67%	3.72%	-2.62%	2.38%	1.61%	-6.96%	均值

数据来源：文华财经、Wind、优财研究院

3. 蛋鸡养殖利润情况

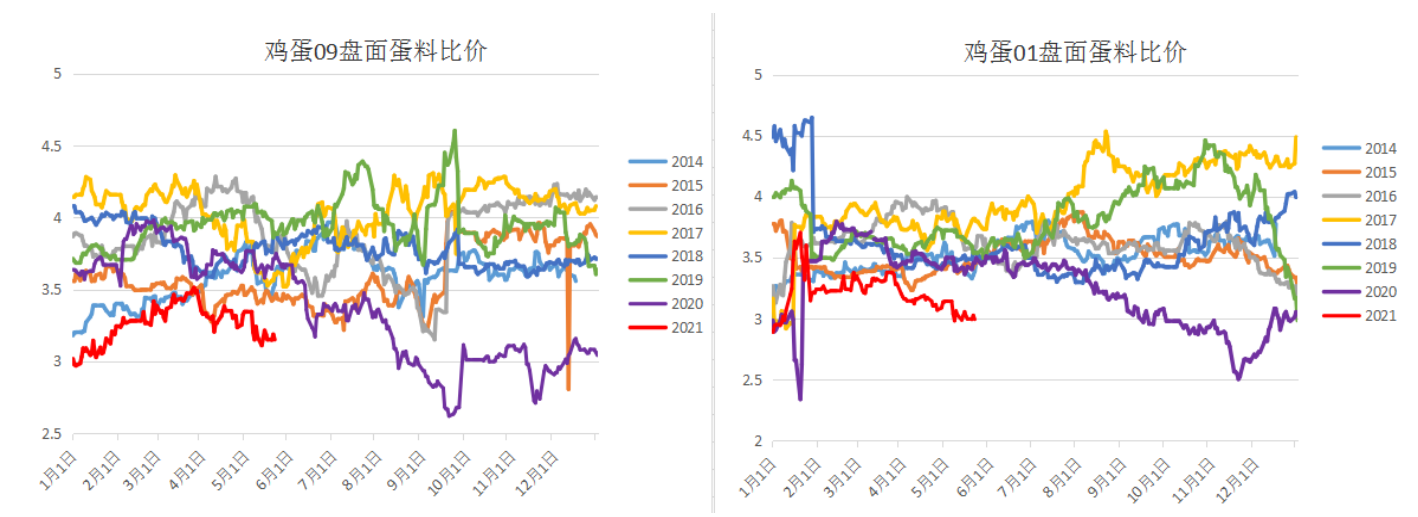
本年度上半年大部分时间蛋鸡养殖均处在盈利状态，且养殖利润处在历史同期偏高位。1-5 月份月度平均养殖利润 35.4 元/羽，主要由于鸡蛋现货及淘汰鸡价格均表现强势，3 月份后随着小麦拍卖逐步出库，陈化水稻投放增加，实现了对禽料中玉米进一步替代，养殖成本环比仍在继续走低，不过由于整个粮食价格大涨，当前蛋鸡养殖饲料成本接近 3.6 元/斤，也处在历史同期最高位置。上一轮鸡周期盈利时间达到 32 个月，去年经历短暂的 6 个月亏损后即再次进入盈利周期，史无前例的盈利水平也让养殖单位抗风险能力大大增加。

图 6. 蛋鸡养殖盈利周期



数据来源：博亚和讯、优财研究院

图 7. 鸡蛋与玉米及豆粕盘面比价

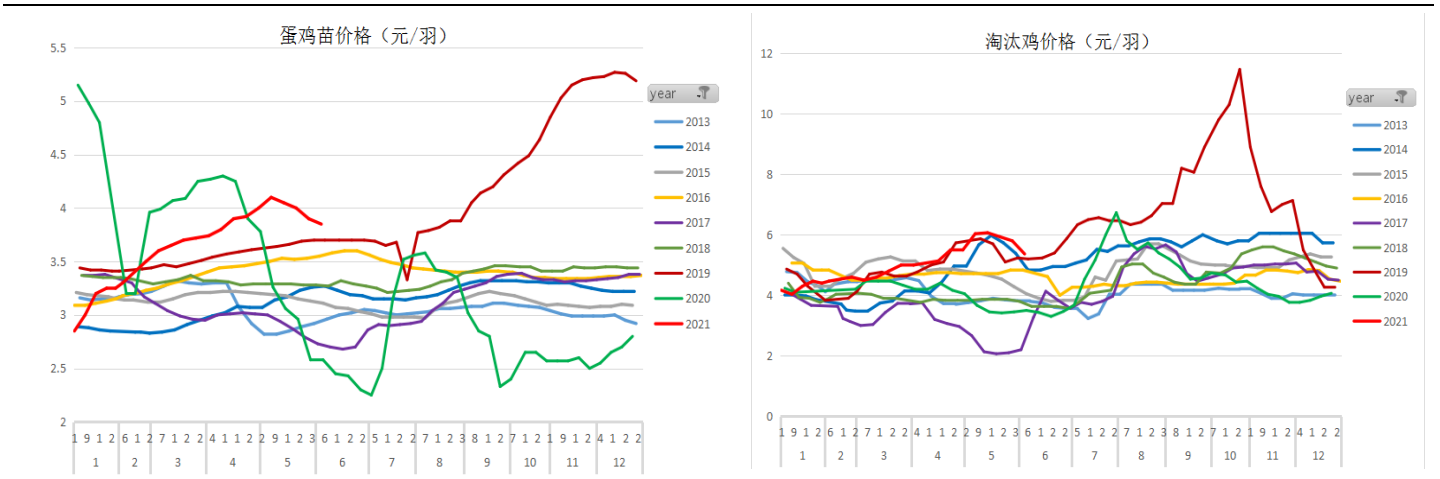


数据来源：文华财经、优财研究院

4. 鸡苗价格、淘汰鸡价格上半年双双处在高位

上半年受养殖利润向好提振，蛋鸡补栏热情较高，鸡苗价格现明显上涨；淘汰鸡整体偏少，且养殖户惜淘情绪较浓，淘鸡价格跟随蛋价一路冲高，淘鸡价格对白羽肉鸡价差持续扩大。淘鸡及鸡苗价格一度也处在历史同期最高水平，也验证了上半年存栏偏低的客观事实。

图 8. 蛋鸡鸡苗及淘汰鸡价格

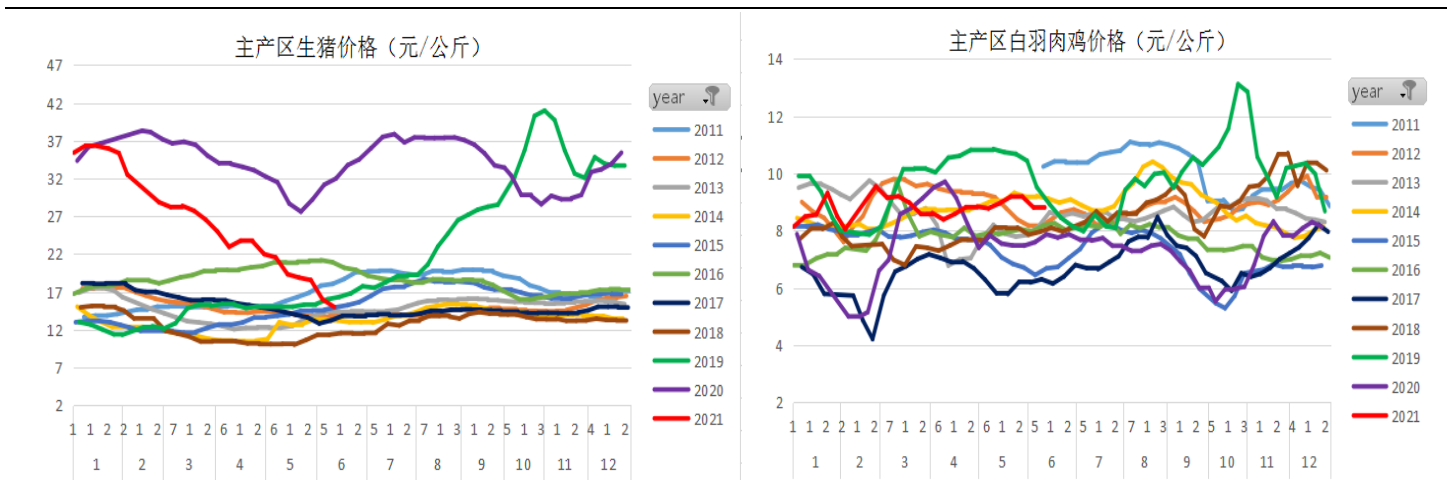


数据来源：博亚和讯、优财研究院

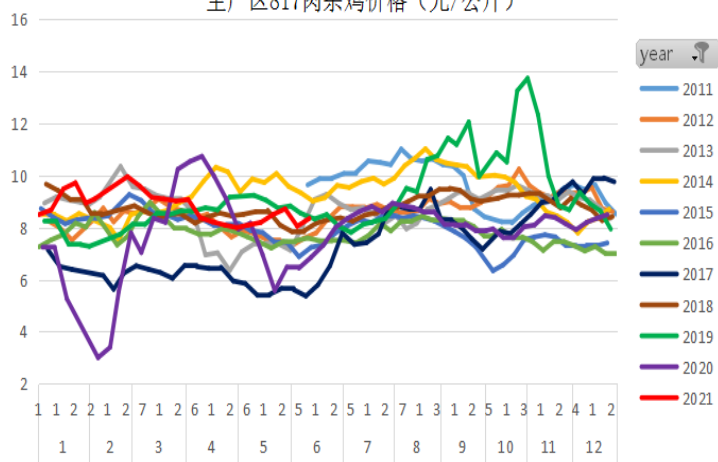
5. 猪价超预期下跌，动物蛋白价格走势分化

上半年生猪价格超预期下跌，尤其进入 5 月份后大猪集中出栏抛售，令猪价跌幅扩大。猪价下跌对整个动物蛋白价格形成一定拖累。但肉禽价格上半年整体表现较为强势，尤其年后 3 月份肉禽价格一度逆势上涨，动物蛋白走势较为分化。5 月份肉禽价格有所转弱，但受养殖成本影响，仍处在历史高位。截止 6 月中旬，全国 22 个省市平均生猪价格 15 元/公斤，环比 1 月跌 20.41 元/公斤，白羽肉鸡 8.83 元/公斤，环比一月涨 0.69 元/公斤，毛鸭价格 8.05 元/公斤，环比 1 月涨 0.52 元/公斤，817 肉杂鸡价格 8.35 元/公斤，环比 1 月跌 0.15 元/公斤。

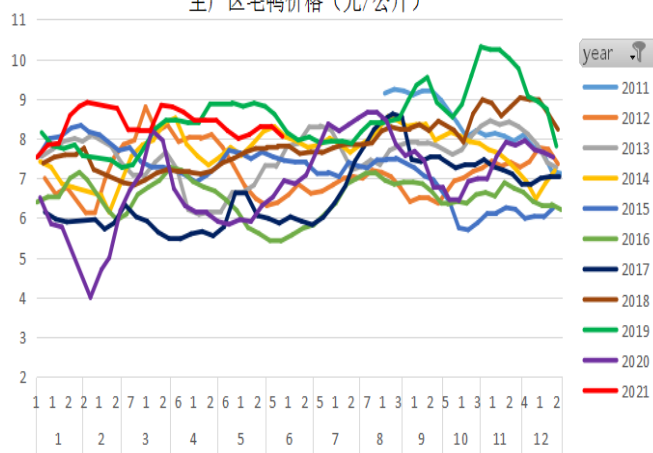
图 9. 主要动物蛋白价格及价差



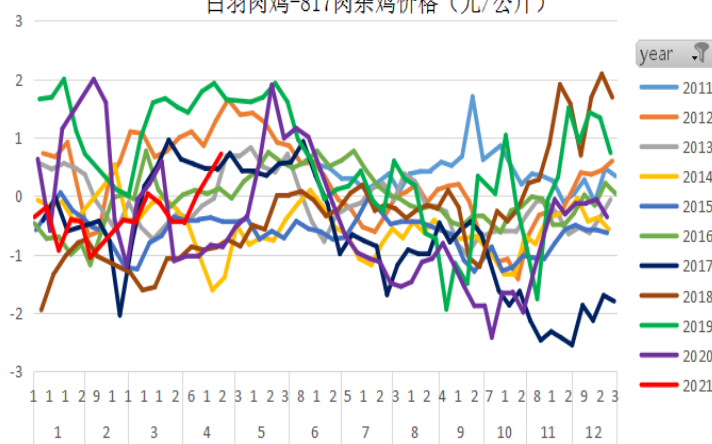
主产区817肉杂鸡价格（元/公斤）



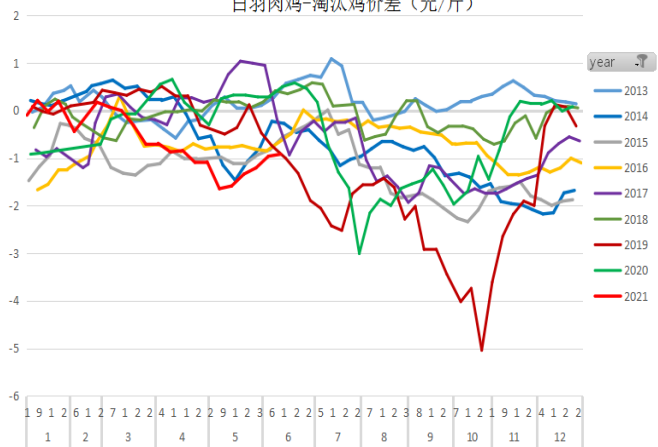
主产区毛鸭价格（元/公斤）



白羽肉鸡-817肉杂鸡价格（元/公斤）



白羽肉鸡-淘汰鸡价差（元/斤）



数据来源：博亚和讯、 优财研究院

三、总结及展望

宏观上来看，当前整体商品价格强势未改，农产品尤其外盘大涨，导致主要饲料原料玉米及豆粕价格持续攀升。养殖板块来看，我们认为核心逻辑是生猪存栏恢复，使得猪价进入下行通道。猪价格回落向整个动物蛋白价格传导，对蛋价的边际支撑作用转弱，蛋鸡产业或许还会出现被动挤压去产能。

上半年整个商品维持强势，宏观氛围十分利多，市场交易输入性通胀预期强烈。不过鸡蛋期价环比一季度来看，基差已经不是十分极端，远月期价虽然绝对价格偏高，但是对现货的升水其实并不高。因此，短期现货若无明显下跌，期价可能受基差影响存在较强支

撑，尤其 09 合约还是一年当中的旺季合约，而当前期价相对现货而言反映的预期也并不过分。

远月来看，我们重点阐述的是生猪养殖恢复带动禽类被动去产能的一个相对较长的逻辑，当然由于本年度饲料成本不断抬升，尤其是玉米价格较前期出现较大幅度的上涨，而玉米又是养殖的主要原料，对整个养殖成本的推升亦比较明显，因此全年 3900 附近的养殖成本仍然可能是相对较强的支撑。

操作上，短期重点关注端午节后的现货是否会如期回调，带动期价小幅回落，单边近月合约谨慎偏空配置，预计下跌空间可能也比较有限。中期逢低做多 09 旺季升水，长期逢高配置远月鸡蛋空头。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！