



现货价格反弹超预期

鸡蛋：继续关注现货价格走势

1. 鸡蛋现货价格9月初延续8月下半月跌势，但随后企稳回升，逐步震荡上涨，截至9月21日主产区均价上涨0.49元/斤，主销区上涨0.59元/斤，贸易监控显示，收货正常偏难，走货相对偏快，贸易状况总体小幅改善，贸易商库存持续处于低位，且有继续小幅下滑，贸易商基于季节性规律继续稳中看跌预期。鸡蛋期价震荡反弹，继续呈现近强远弱格局，以收盘价计，1月合约上涨59元，5月合约上涨29元，9月合约上涨250元，这带动基差继续走强，截至9月21日，湖北浠水现货均价对1月基差上升671元至1051元，主产区现货基差上升428元至836元；

2. 分析市场可以看出，9月期间现货价格表现相对强于预期，使得导致市场观点出现较大分歧，一方认为供需改善不及预期，即前期环保政策导致蛋鸡大量淘汰；另一方则认为更多源于季节性因素和台风的影响，因现货价格呈现区域分化的特点，广东销区带动河北、湖北和湖南现货价格相对强于其他地区，而蛋鸡存栏数据各家机构亦存在一定偏差，后期需要关注现货价格走势来加以判定；

3. 对于9月合约而言，考虑到其即将到期，实际操作意义并不大；对于1月合约而言，考虑到目前远月期价大幅贴水现货，在一定程度上反映现货价格季节性下跌的预期，后期重点关注现货价格来判定供需改善情况；对于5月合约而言，考虑到目前养殖利润处于历史高位，后期鸡蛋季节性下跌亦很难跌破成本线，蛋鸡养殖户补栏积极性有望带动鸡蛋供需继续改善，当然存在一定不确定性，即环保政策和潜在疫情，后期可重点关注1-5价差。

交易建议：

谨慎看空，建议投资者继续持有1月合约空单，以前期高点4026一线作为止损。

风险因素：

环保政策与禽流感疫情等。

范红军

谷物&鸡蛋研究员

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

相关研究：

期价或已反映现货价格上涨预期

2017-12-4

行业高利润或难以维持

2017-12-25

期价反映节后现货价格下跌预期

2018-1-29

现货价格节后大幅下跌

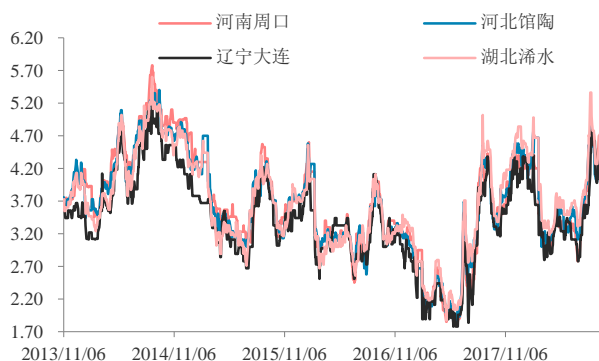
2018-2-26

现货价格持续反弹

鸡蛋现货价格9月初延续8月下半月跌势，但随后企稳回升，逐步震荡上涨，截至9月21日主产区均价上涨0.49元/斤，主销区上涨0.59元/斤，贸易监控显示，收货正常偏难，走货相对偏快，贸易状况总体小幅改善，贸易商库存持续处于低位，且有继续小幅下滑，贸易商基于季节性规律继续稳中看跌预期。

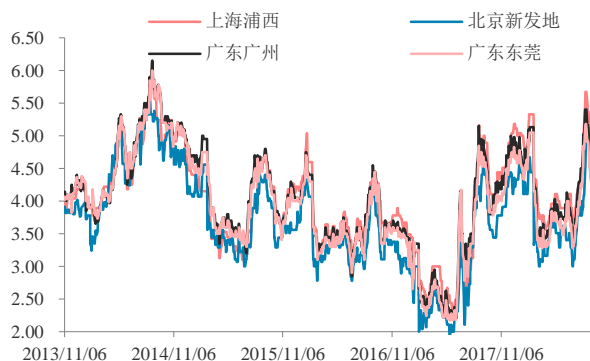
鸡蛋期价震荡反弹，继续呈现近强远弱格局，以收盘价计，1月合约上涨59元，5月合约上涨29元，9月合约上涨250元，这带动基差继续走强，截至9月21日，湖北浠水现货均价对1月基差上升671元至1051元，主产区现货基差上升428元至836元。

图 1. 主产区鸡蛋价格 单位：元/斤



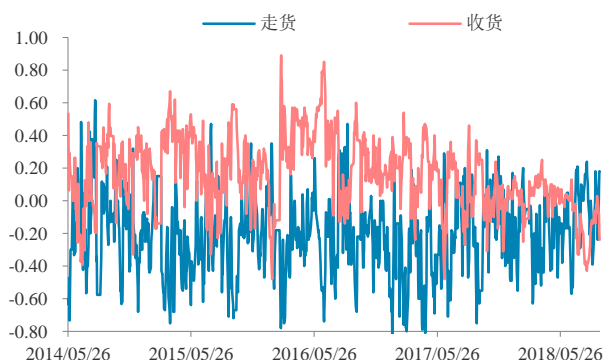
数据来源： 芝华数据 华泰期货研究院

图 2. 主销区鸡蛋价格 单位：元/斤



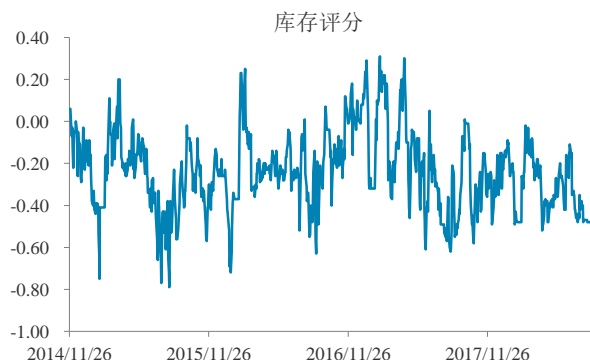
数据来源： 芝华数据 华泰期货研究院

图 3. 贸易商收货与走货监控评分



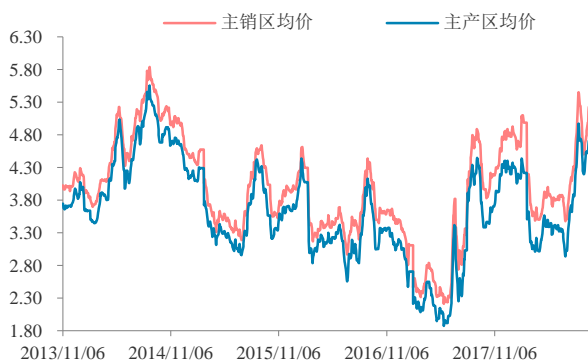
数据来源： 芝华数据 华泰期货研究院

图 4. 库存评分



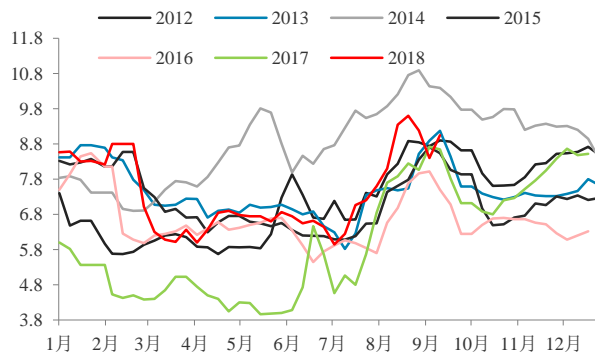
数据来源： 芝华数据 华泰期货研究院

图 5. 鸡蛋均价走势 单位: 元/斤



数据来源: 芝华数据 Wind 华泰期货研究院

图 6. 鸡蛋棚前批发价 单位: 元/公斤



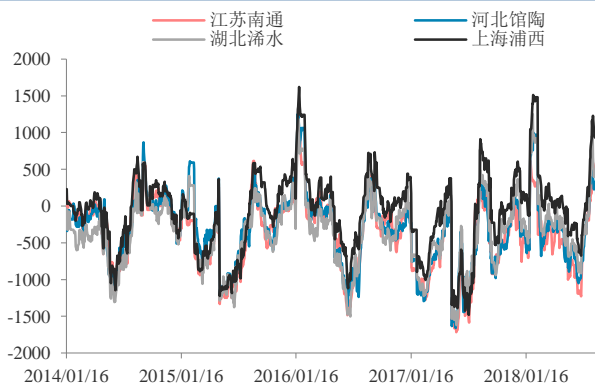
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7. 主要交割地鸡蛋现货基准价 单位: 元/500kg



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 8. 主要交割地近月基差 单位: 元/500kg



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

1 月合约关注现货价格下跌空间

回顾今年的现货价格走势, 我们可以看到, 今年现货价格季节性上涨在 7 月初启动, 往年多出现 7 月中下旬, 且幅度高于往年, 为近四年以来最高水平, 已知的季节性高点出现在今年 8 月 15 日, 较往年提前半个月到 1 个月时间 (见图 16), 针对这种情况, 我们在 8 月底在拜访某大型饲料在湖北鄂州和浠水的饲料工厂时, 顺道走访了湖北浠水蛋鸡养殖户、鸡蛋贸易商和蛋鸡业协会, 从走访过程中了解到, 主要源于以下几个方面的原因, 其一是高温天气, 通过蛋鸡采食量影响产蛋率和蛋重; 其二是环保政策, 不达标鸡场拆迁导致蛋鸡提前淘汰, 废弃则导致后期补栏下降, 而改造升级与转移需要时间; 其三是前期 5-6 月的蛋鸡淘汰, 导致大蛋供应下降, 蛋鸡总存栏环比改善不够; 其四是 5 月期间行业库存不足, 使得季节性上涨时段与补库周期重合, 带动现货价格涨幅扩大; 其五是北方多雨天气, 导致青菜供应不足, 鸡蛋短缺相应提前。

且从走访过程中了解，当地贸易商多有库存，且大小蛋价差较低，受访人士预计现货价格在9月初横盘或小幅反弹后仍将继续下跌，但9月中上旬以来，鸡蛋现货价格持续反弹，上涨时间与幅度均超过市场预期。

这种情况导致市场观点出现较大分歧，一方认为供需改善不及预期，以芝华数据为例，最新2018年8月全国蛋鸡总存栏量为12.94亿只，环比减少2.13%，同比减少4.81%；在产蛋鸡存栏量为10.68亿只，环比减少1.02%，同比去年减少5.86%。导致蛋鸡存栏环比下降的主要原因在今年7-8月的环保政策，导致蛋鸡淘汰分别达到10311万只和9411万只。

另一方面则认为，9月上旬本就是季节性上涨阶段，往年多在这个时段出现季节性高点，双节备货的因素依然存在，再加上今年还需要考虑台风“山竹”的影响，现货价格也呈现一定区域强弱分化结构，广东销区带动河北、湖北及湖南鸡蛋现货价格相对强于其他地区。对于芝华数据，虽然其能较好解释今年现货价格的上涨，但也存在一定异议，其一是总体淘汰量与前期补栏量不一致，芝华数据1-8月蛋鸡总淘汰量达到7.18亿只，但倒推15-19月蛋鸡补栏量均在5亿只左右；其二是在7-8月大量淘汰之后，同期公布的鸡龄结构数据仍显示，即将淘汰鸡占比继续增加；其三是其他机构的数据显示蛋鸡存栏数据差别较大，如博亚和讯数据显示，2018年8月在产商品代蛋鸡存栏环比上涨2.72%，同比下降1.94%，并认为9月蛋鸡存栏仍有望继续环比增加。

虽然市场对接下来季节性下跌的判断基本一致，因供需整体趋于改善，一方面蛋鸡存栏或继续环比增加，加上高温过后产蛋率逐步回升，而需求层面双节备货之后缺乏大的节假日备货需求支撑，现货价格往年多有下跌，幅度在0.65到1.44元/斤不等，平均跌幅在1.05元/斤，最大跌幅出现在2014年，达到1.44元/斤。

但由于市场对9月中上旬现货价格超预期反弹的理解存在分歧，即市场不确定环保政策是否已经导致供需改善不及预期，在这种情况下，市场对接下来鸡蛋现货价格下跌的幅度亦存在分歧，这其中还涉及今年季节性高点提前的问题，对应期价而言，如果把8月15日当作季节性高点，即主产区均价4.9元/斤，参考往年现货价格到1月的平均最大跌幅1.05元，考虑到多数年份季节性下跌之后到1月均出现小幅反弹，则意味着目前期价已经在很大程度上反映后期现货价格下跌的预期，而如果以9月以来（即往年季节性高点出现时段）的高点测算，参考往年平均跌幅计算，1月期价仍有下跌空间，加上今年的情况可能类似于2014年的情况，即大量淘汰之后持续补栏带动供需改善，现货价格持续下跌至年后，那么1月期价则存有较大下跌空间。

图 9. 中国鸡蛋供需平衡表

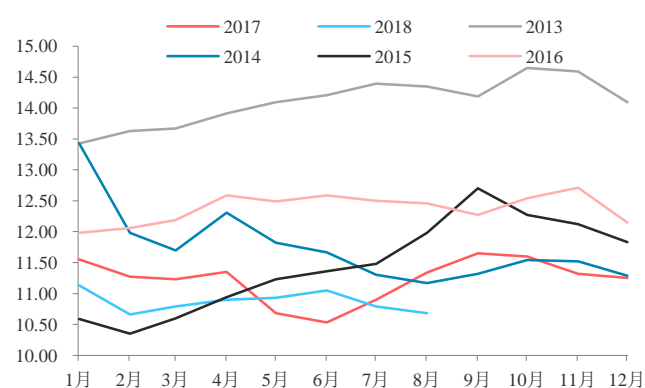
单位: 万吨

年度	期初库存	产量	进口量	出口量	消费量	期末库存
2010	65.00	2382.01	0.00	8.11	2375.15	63.75
2011	63.75	2423.16	0.00	8.03	2415.12	63.76
2012	63.76	2465.92	0.00	7.69	2460.45	61.54
2013	61.54	2478.77	0.00	6.71	2465.37	68.22
2014	68.22	2494.26	0.00	7.13	2497.36	57.99
2015	57.99	2453.00	0.00	7.54	2440.00	63.44
2016	63.44	2506.00	0.00	8.14	2490.00	71.30
2017	71.30	2473.00	0.00	8.56	2470.00	65.75
2018	65.75	2506.00	0.00	8.25	2495.00	68.50

数据来源: 华泰期货研究院

图 10. 在产蛋鸡存栏

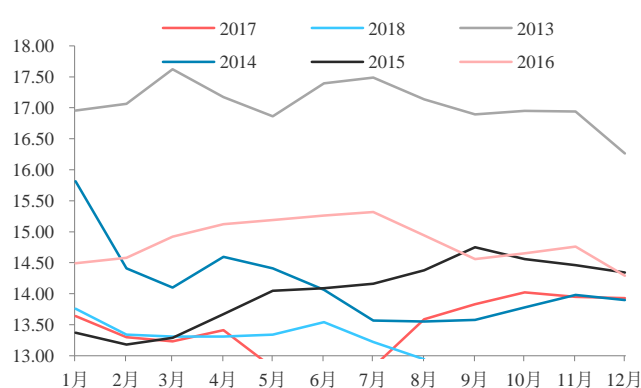
单位: 亿只



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 11. 全部蛋鸡存栏

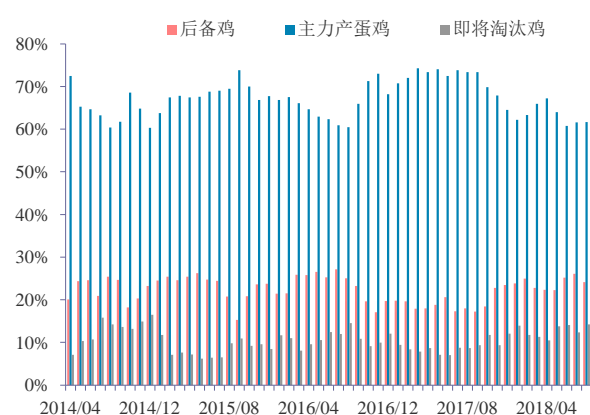
单位: 亿只



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 12. 鸡龄结构

单位: %



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

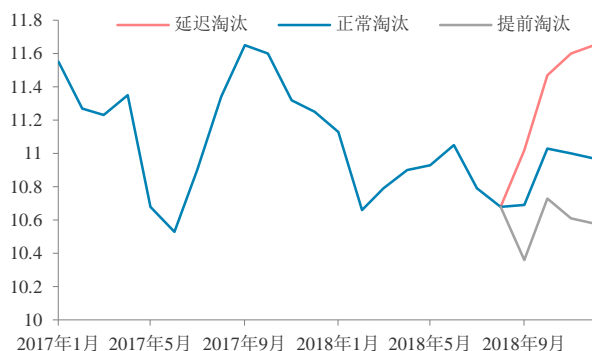
图 13. 1 月合约基差

单位: 元/500 千克



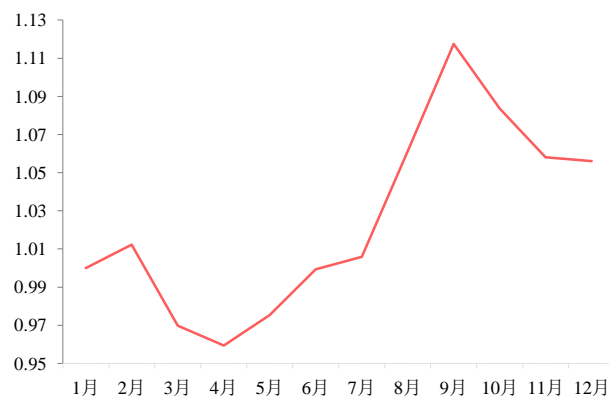
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 14. 在产蛋鸡存栏预估 单位: 亿只



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 15. 现货季节性规律



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16. 现货波动统计

单位: 元/千克, 元/斤

年度	中秋节	9月高点	出现日期	9月底	高点-月底	年前低点	高点-年前低点
2012 年	9 月 30 日	8.90	9 月 14 日	8.62	0.14	7.61	0.65
2013 年	9 月 19 日	9.17	9 月 13 日	7.59	0.79	7.22	0.98
2014 年	9 月 8 日	11.10	8 月 26 日	9.36	0.87	8.22	1.44
2015 年	9 月 27 日	8.64	9 月 11 日	7.12	0.76	6.42	1.11
2016 年	9 月 15 日	8.26	9 月 2 日	6.10	1.08	6.10	1.08
2017 年	10 月 4 日	8.90	9 月 8 日	6.76	1.07	6.76	1.07

数据来源: 华泰期货研究院

5 月合约存在不确定性

对于 5 月合约而言, 对应的是 2019 年 1 月之前补栏的蛋鸡, 由于春节前后养殖户有淘汰和补栏过程, 其受养殖利润的影响较大, 就目前而言, 蛋鸡养殖利润处于历史同期最高水平, 考虑到后期季节性下跌, 蛋鸡养殖利润或将大幅回落, 但考虑到往年鸡蛋现货价格季节性下跌幅度, 今年鸡蛋现货价格很难跌破成本线, 蛋鸡养殖或仍有望维持盈利状态, 9 月以来蛋鸡苗价格持续上涨, 表明蛋鸡养殖户补栏积极性有望得到延续, 后期供需有望继续改善。

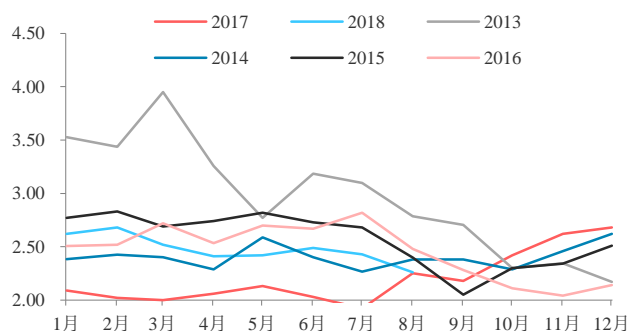
当然, 其中存在不确定性, 其一是环保政策, 8 月底的走访过程中了解到, 部分养殖户仍未达到环保要求, 湖北浠水当地鸡粪处理能力总体不足, 仅达到需要处理能力的一半, 这意味着后期仍有大量蛋鸡产能需要改造升级, 这会相当长一段时间的蛋鸡补栏; 其二是潜在可能的疫情, 可参考今年的猪瘟。

结合市场对 1 月合约的分歧, 我们建议投资者可重点关注 1-5 价差, 历史统计数据 displays, 自 2000 年以来, 多数年份 5 月现货价格低于 1 月, 仅 3 年出现 5 月高于 1 月的情况, 即 2007 年、2009 年和 2014 年, 往年平均波动为 0.99 元/公斤, 最近年份波动更大, 多在 1 元以上, 最高达 2 元/公斤, 剔除大幅波动的最近四年, 平

均波动亦在 0.63 元/公斤，而截至 9 月 21 日，1-5 价差 336 元，即尚未反映平均波动水平。

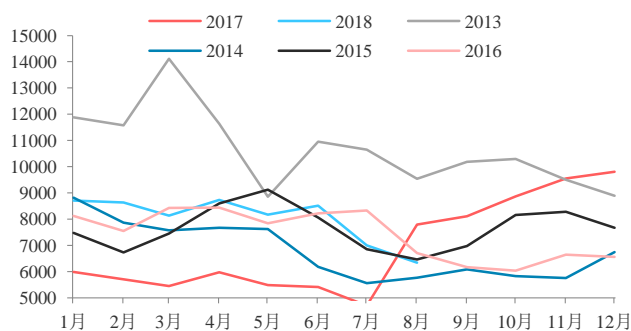
在这种情况下，如果后期现货价格季节性下跌带动 1-5 价差收窄，或者现货价格季节性下跌不及预期，蛋鸡养殖利润丰厚，养殖户补栏季节性延续，则可以做多 1-5 价差。

图 17. 后备鸡存栏量 单位：亿只



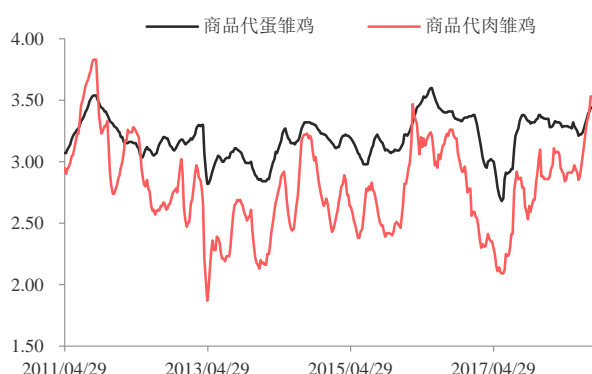
数据来源：芝华数据 华泰期货研究院

图 18. 育雏鸡补栏量 单位：万只



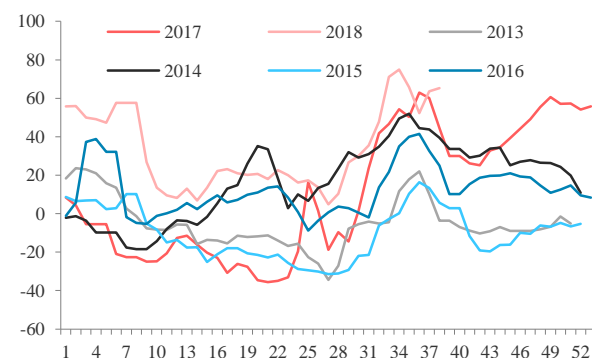
数据来源：芝华数据 华泰期货研究院

图 19. 鸡苗价格 单位：元/只



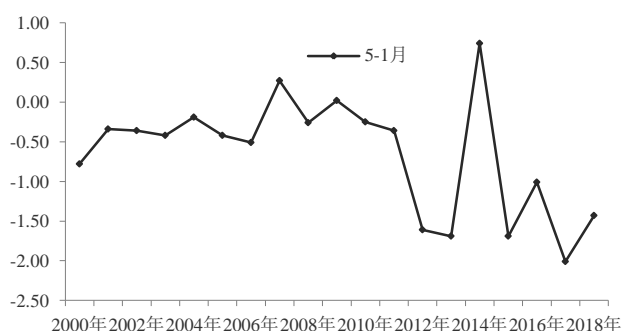
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20. 蛋鸡养殖利润 单位：元/只



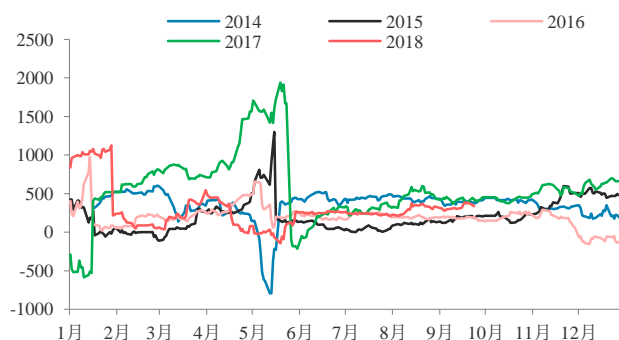
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21. 现货月均价 1-5 月变动 单位：元/千克



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22. 鸡蛋 1-5 合约价差 单位：元/500 千克



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。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、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com