



2020年3月1日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

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

songcongzhi@jinxinqh.com

近月期价面临较大的升水压力

内容提要

二月份大部分处在春节休市期间, 现货整体波动较为温和。春节旺季补货结束后, 二月蛋价呈现高位回落。二月末全国蛋价 3.8 元/斤, 环比月初跌 0.15 元/斤。反观鸡蛋期价在二月份波动则较为剧烈, 年内触底之后即跟随大宗商品迅速反弹。尤其节后开市以来, 整体商品剧烈波动, 市场情绪极不稳定, 鸡蛋期价亦脱离现货呈现高位剧烈震荡。二月全月, 鸡蛋主力合约 2105 涨 6.89%, 月内最高 4730 元/斤, 最低 4222 元/斤。59 价差宽幅偏弱震荡, 月度跌 67 元/斤, 最高-276 元/斤, 最低-453 元/斤。因此, 期现背离下, 鸡蛋远近月基差在 2 月份均大幅走弱。

当前而言, 市场关注的主要逻辑包括两方面: 第一, 宏观氛围十分偏暖, 国内外商品表现强势, 再通胀预期支撑整个农产品强势运行; 第二, 对于蛋鸡自身产业逻辑而言, 由于去年 8-10 月补栏量较少导致 5 月前新开产蛋鸡偏少, 带动整体存栏下滑或降至历史同期低位, 供应端的利多短期无法证伪; 在多重利多刺激下的鸡蛋期价表现为高估值和高升水。因此, 近月期价 (04、05 合约) 主要矛盾是当前的高升水是否合理。我们结合存栏对现货历史季节性波动规律进行比较, 认为上半年整体消费偏弱的季度里, 现货很大概率会不及预期, 近月基差的修复很大可能是通过期价下跌向现货靠拢。

请务必仔细阅读正文之后的声明



中长期来看，我们认为鸡蛋的核心逻辑是本轮蛋鸡周期可能仍未见底，生猪存栏的恢复势必会带动整个动物蛋白供需再平衡，在猪价处在下行周期的背景下，对禽类的价格支撑由强转弱，或间接的促进禽类去产能。远月来看，一方面受饲料原料价格大涨带动养殖成本成本抬高，蛋价的下方边际相应抬高；但另一面从生猪带动养殖再平衡的角度来说，未来蛋价有进一步向养殖成本靠近的可能，甚至需要蛋鸡产业再次出现亏损，继而开启产业被动去产能。

操作建议

中长期逢高偏空配置，套利逢高继续空5多9。

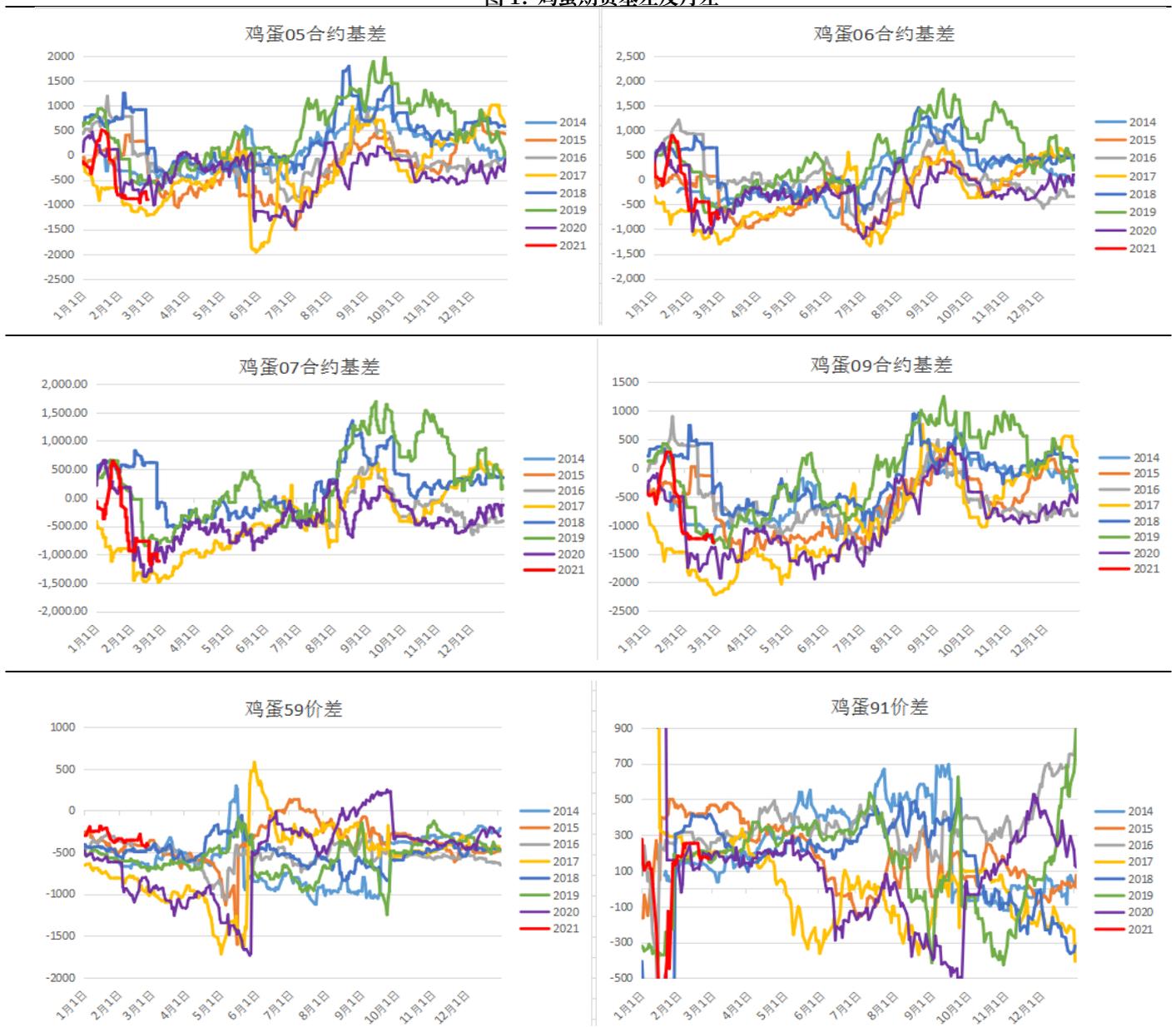
风险提示

非洲猪瘟、饲料原料成本、新冠疫情。

一、鸡蛋期现货价格及价差变化

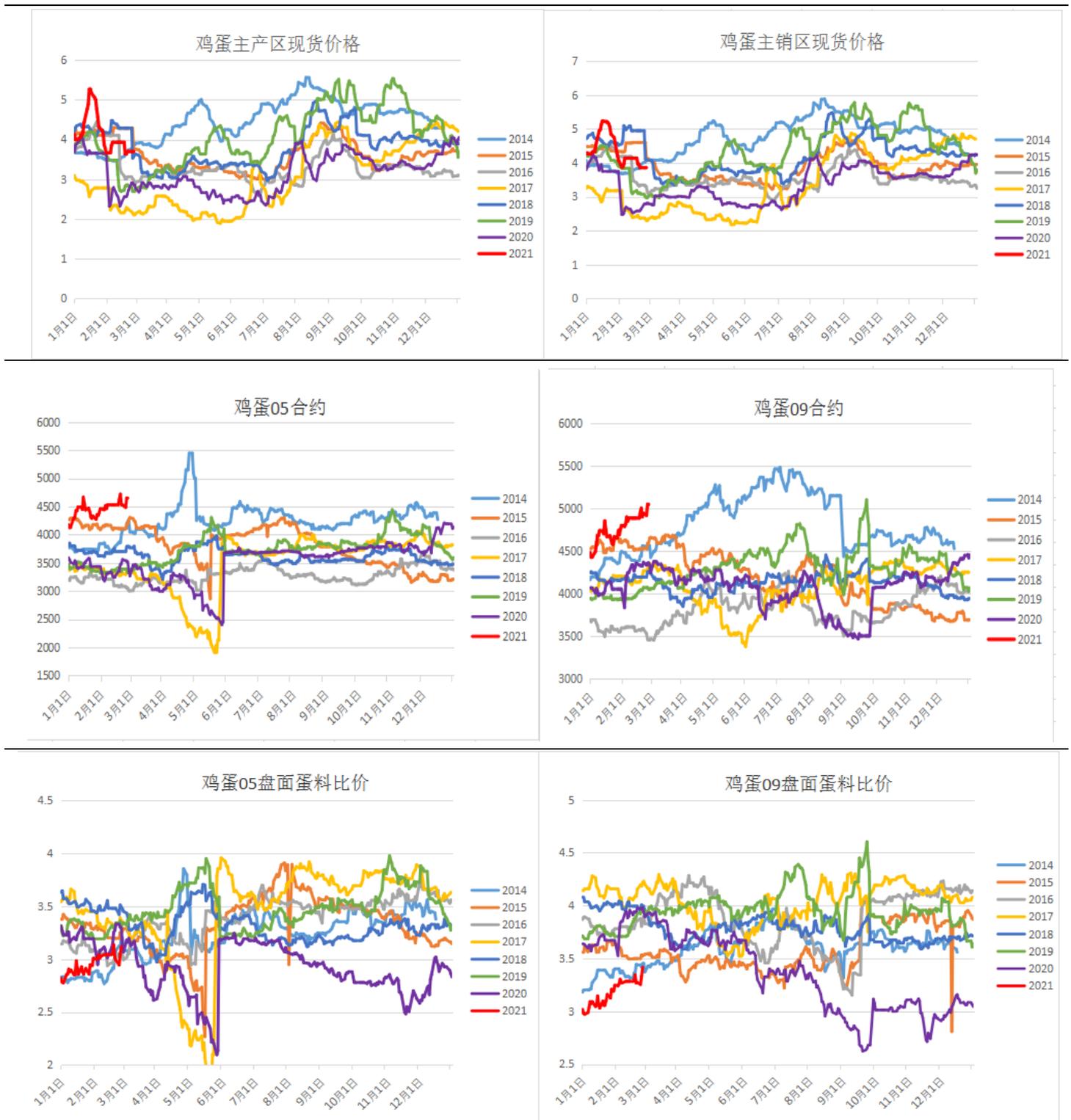
二月份鸡蛋期价呈现明显上涨，主力合约 2105 在年后突破前高，月度涨幅 6.89%，而整个二月份现货由于季节性因素，整体表现较为低迷，因此鸡蛋期货各合约基差在 2 月份迅速走弱，近月合约基差接近 2017 及 2020 年，均是历史偏低位置，09 合约对现货升水一度达到 1300 元/斤以上，59 价差-538 元/500 公斤，先涨后跌，价差的绝对值亦处在历史同期偏高位置。

图 1. 鸡蛋期货基差及价差



数据来源：文华财经、金信期货研究院

图 2. 鸡蛋期货价格及盘面利润



数据来源：博亚和讯、文华财经、金信期货研究院

二、供需基本面情况

1. 在产蛋鸡存栏量

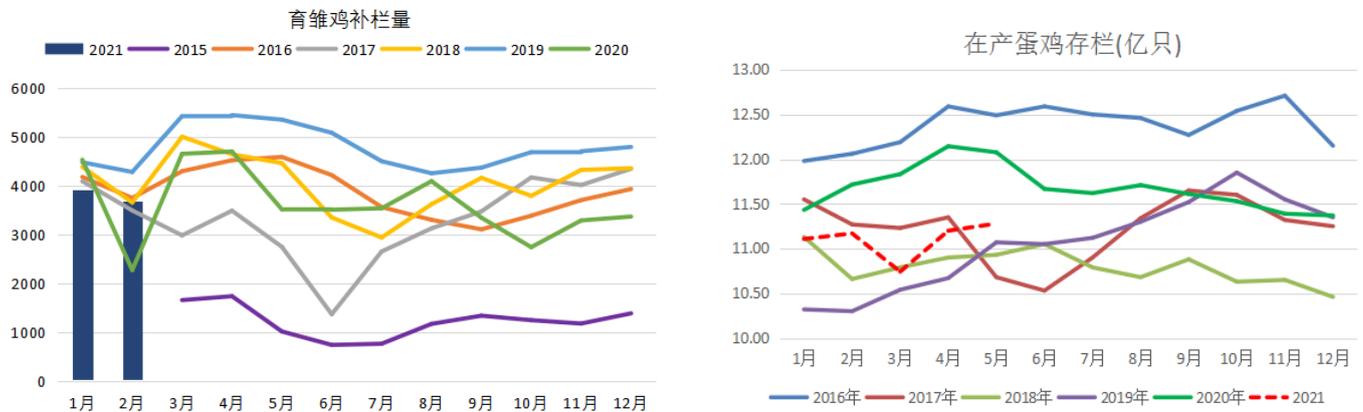
二月份养殖利润整体持续乐观带动蛋鸡存栏量止跌回升,其核心表现在补栏量大于老鸡淘汰量,由于当前整体鸡龄较轻,多数淘汰鸡鸡龄在460天左右,低于正常480天正常淘鸡日龄。蛋价预期回暖后,养殖户淘鸡积极性开始下降。据卓创资讯样本数据显示,2月份补栏量3695万羽,环比下降5.7%,同比增加62.6%,淘汰量193万羽,环比下降32.45%,同比大幅增加457%,考虑到去年受新冠疫情影响的特殊年份,参考2019年同比亦下降11.8%。因此整体存栏量止降回升,2月份存栏量环比1月增加0.58%。由于去年10月份补栏量相对低位,预计3月份新增开产仍然不多,而随着鸡龄增加,老鸡增多,预计存栏有望进一步探底,但是3月份后随着去年11、12补栏的蛋鸡逐步开产后,在产存栏量有望进一步反弹,并有可能超过2017年同期的存栏量。

图3. 在产蛋鸡存栏量

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021	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	11.17	-4.66%	8.45%	4.78%	-0.89%	-7.38%
3月	12.19	11.23	10.79	10.54	11.83	10.74	-9.21%	1.92%	-0.44%	-4.34%	-11.87%
4月	12.59	11.35	10.90	10.67	12.14	11.20	-7.78%	4.97%	2.75%	-1.32%	-11.04%
5月	12.49	10.68	10.93	11.07	12.08	11.28	-6.60%	1.90%	3.20%	5.62%	-9.69%
6月	12.59	10.53	11.05	11.05	11.67						
7月	12.50	10.90	10.79	11.12	11.62						
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: 博亚和讯 金信期货研究院

图 4. 全国在产蛋鸡存栏量及育雏鸡补栏量



数据来源：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

鸡蛋现货在春节前后基本呈现极强的季节性规律。由于消费的季节性带动现货集中补货，节前现货出现高点，而节后慢慢过渡到消费淡季，叠加春节期间积累现货库存，因此春节后一般现货会有明显下跌。我们对过往各年份统计发现，节后现货价格低点平均为 2.87 元/斤，节后调整时间平均超过一个月，考虑到本年度春节在 2 月，叠加节前现货涨幅较高，因此，现货当前时间点可能仍然面临较大的季节性回调压力。

图 5. 鸡蛋春节后现货波动季节性规律

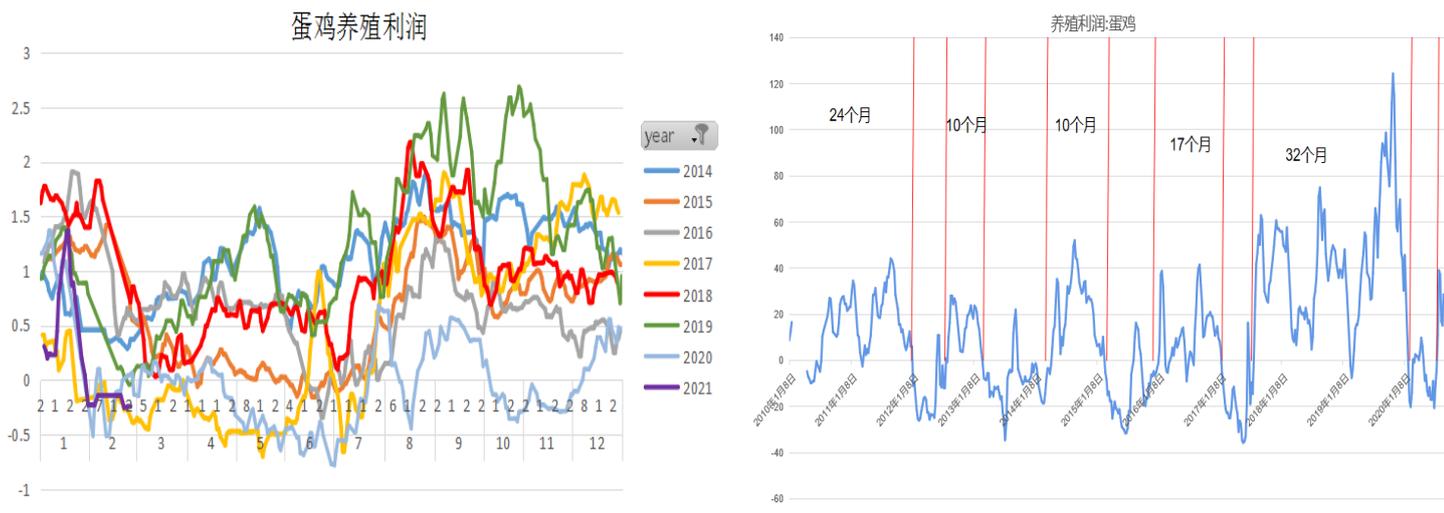
鸡蛋历年春节期间现货高低点											
年度	春节	年前低点	出现日期	年前高点	出现日期	年后低点	出现日期	年前涨幅	持续时间	年后跌幅	持续时间
2012	1月22日	3.6	11月28日	3.82	12月26日	2.8	2月24日	0.22	28	1.02	50
2013	2月9日	3.86	10月29日	4.39	1月14日	3.52	3月18日	0.53	77	0.87	63
2014	1月30日	3.68	11月21日	4	1月3日	3.4	2月24日	0.32	43	0.6	52
2015	2月18日	4.07	1月4日	4.22	2月13日	3.07	4月9日	0.15	40	1.15	55
2016	2月7日	3.61	12月22日	4.39	1月25日	2.91	3月1日	0.78	34	1.48	36
2017	1月27日	3.02	12月6日	3.15	12月23日	2.1	3月8日	0.13	17	1.05	75
2018	2月15日	4.01	1月19日	4.31	2月6日	2.97	3月22日	0.3	18	1.34	44
2019	2月4日	3.71	12月11日	4.11	1月14日	2.68	2月25日	0.4	34	1.43	42
2020	1月24日	3.45	12月30日	4.06	1月7日	2.34	2月3日	0.61	8	1.72	27
2021	2月11日	3.89	12月29日	5.15	1月18日		3月中旬	1.26			
平均值		3.69		4.16		2.87				1.18	

数据来源：博亚和讯、Wind、金信期货研究院

3.蛋鸡养殖利润情况

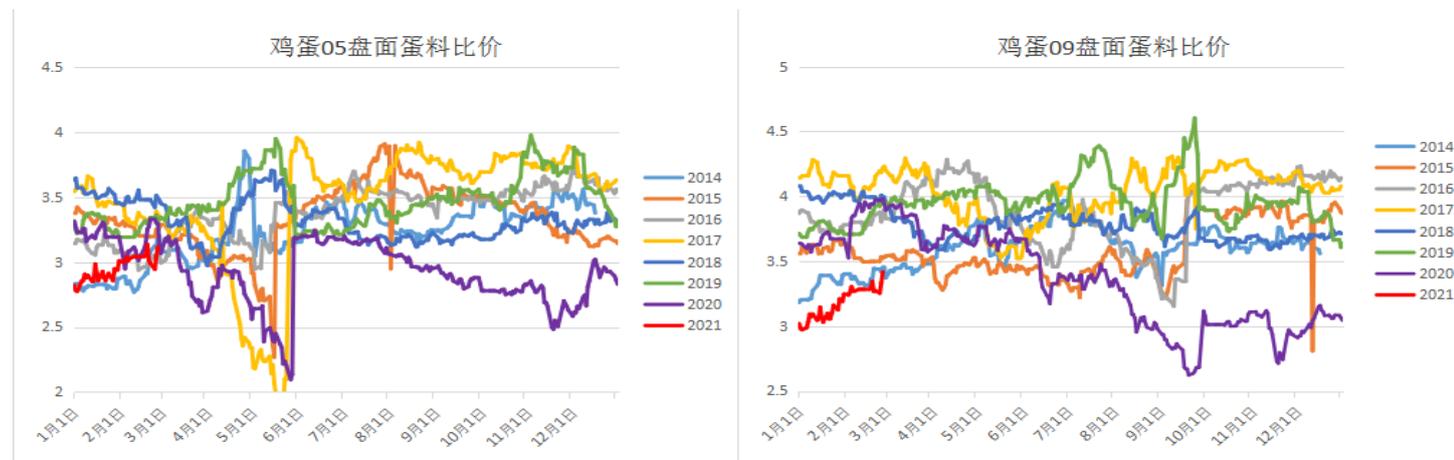
二月份鸡蛋现货价格回落后，养殖利润呈现季节性走弱，目前蛋鸡养殖处在盈亏平衡点附近。2月份月度平均养殖利润-0.15元/斤，主要由于鸡蛋现货价格在一月冲高后迅速回落，而饲料成本整体波动不大，豆粕弱势调整，玉米价格仍然强势，但是随着小麦拍卖逐步出库，有望实现对禽料中玉米进一步替代，养殖成本大概率继续降低，不过由于整个粮食价格大涨，当前成本接近3.5元/斤，处在历史同期最高位置，目前养殖利润亦处在历史同期低位，仅仅高于2017年同期。而从盘面的养殖利润同比来看，目前鸡蛋对玉米及豆粕比价关系也处在历史偏低位置，这也是当前支撑鸡蛋期价的主要因素。

图6.蛋鸡、毛鸡养殖利润



数据来源：Wind、博亚和讯、金信期货研究院

图 7.鸡蛋与玉米及豆粕盘面比价

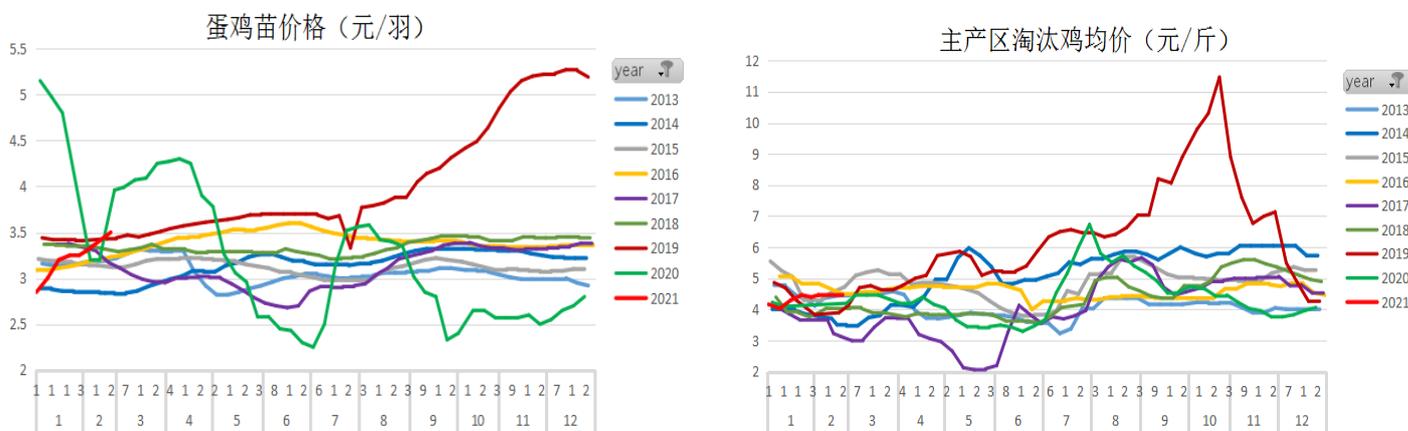


数据来源：文华财经、金信期货研究院

4.鸡苗价格持续上涨，淘汰鸡价格止涨回落

节后鸡苗价格受养殖预期及季节性影响出现明显上涨，淘汰鸡价格在月末止涨回落，生猪价格高位持续回落。截止 2 月 28 日，淘汰鸡主产区价格 4.47 元/斤，环比上月节前涨 0.27 元/斤，蛋鸡鸡苗 3.5 元/羽，环比节前涨 0.7 元/羽。

图 8.淘汰鸡及鸡苗价格

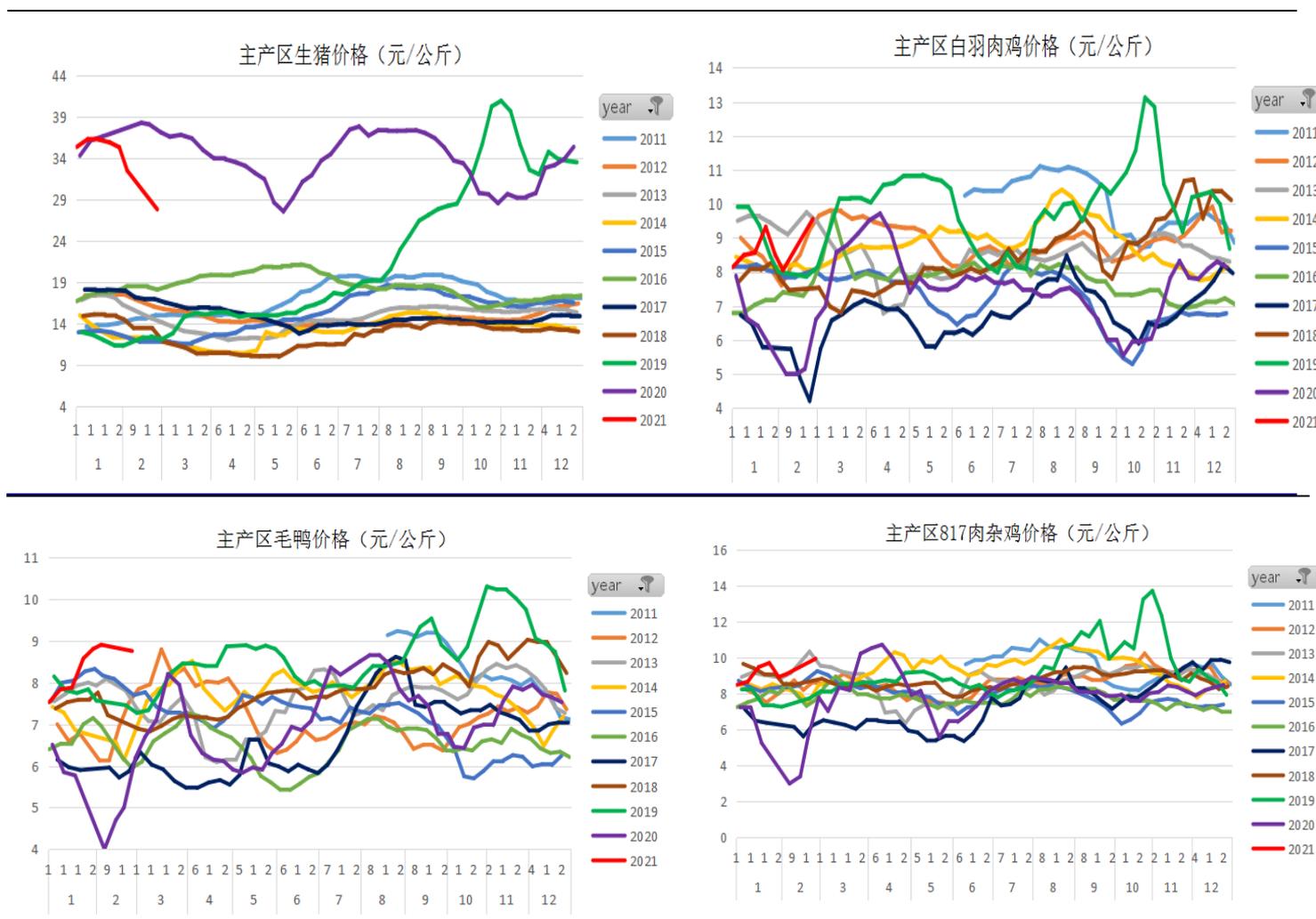


数据来源：Wind、金信期货研究院

5.动物蛋白价格走势分化，肉禽强势，猪价高位回落

2月份生猪价格高位回落，跌幅比价明显，但肉禽价格整体偏强运行，其中肉禽由于前期补栏少、饲料成本上涨居高难下，尤其年底进口冻品库存出库效率较低，让肉禽供应端越发紧张。截止2月末，全国22个省市平均生猪价格27.86元/公斤，环比1月跌7.5元/公斤，白羽肉鸡9.55元/公斤，环比涨1.05元/公斤，毛鸭价格8.76元/公斤，环比跌

图9.主要动物蛋白价格



数据来源：Wind、博亚和讯、金信期货研究院

0.05元/公斤。

三、总结及展望

宏观上来看，外部环境生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，同时鸡蛋自身供应端的问题仍需解决，蛋鸡仍处在去产能的路上，在内生和外生因素的共同作用下，尤其是在远月期价升水的情况下矛盾在逐步积累。

近期整个商品维持强势，宏观氛围十分利多，市场交易再通胀预期。令鸡蛋远近月合约均出现超高升水，05 合约基差已经处在历史同期偏低位置，且绝对价格仅低于发生禽流感的 2014 年，已经反映很强的看涨预期，现货跟涨压力很大。

远月来看，我们重点阐述的是蛋鸡供应偏大和生猪养殖恢复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，因此明年上半年 3300 附近的养殖成本仍然可能是相对较强的支撑。但对于产业而言，蛋鸡养殖或将从主动去产能逐步过渡到被动去产能阶段。

操作上，短期重点关注近月的基差矛盾，轻仓持有近月空单，或持有买 05 空 09 套利操作，中长期来看，参考生猪产能恢复的程度再择机逢高做空远月。

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. 金信期货优财研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！