



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-11-15

王 俊
农产品研究员
从业资格号: F0273729
交易咨询号: Z0002942
☎ 028-86133280
✉ wangja@wkqh.cn

鸡蛋：反弹了就好

报告要点：

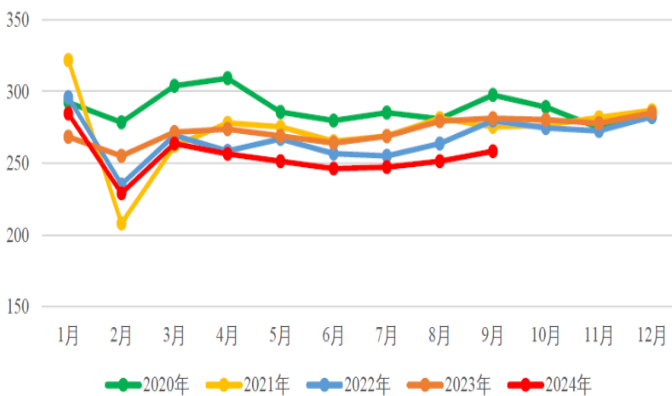
现货预期外的支撑，叠加盘面资金博弈，当前鸡蛋市场处于弱预期暂无法兑现，转而往上反弹修复基差的阶段，在现货确认新一轮跌势，或者盘面低位追空资金实际止损离场以前，看涨情绪仍未完全兑现，从而也就无法给出高点吸引新空入场。当前基差尚未完全修复，博弈仍在延续，建议中短期偏强震荡思路看待，等待市场确认新一轮产能压力，现货也兑现了季节性的偏强，盘面也给出了相对高点以后，后期可逐步关注淡季合约的上方压力。

鸡蛋：反弹了就好

7月初以来，随着豆粕和玉米价格向下空间的打开，鸡蛋空头组织了新一轮跌势，远期盘面悲观延续，淡季合约被提前交易至成本线附近，同时也位于多年绝对低点位置，资金看空远期预期较为一致。不过，随时时间的推移，远月逐渐过渡成近月，而现货的下跌不及预期令基差显著扩大，盘面近期以大幅反弹的方式来收敛基差，整体表现近强远弱，市场运行的背后需要思考几个问题，一是现货为何下跌不如此前市场的预期，导致现货弱期货反弹、期现背离？二是基差修复背后的博弈逻辑以及未来修复后的走势。

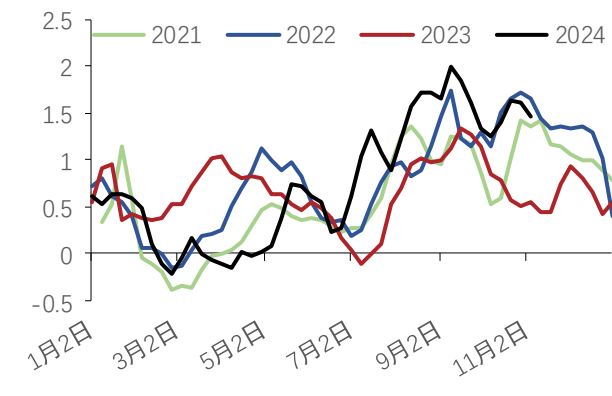
现货层面，此前市场看空的焦点在于供应恢复和成本端的下移，9月旺季过后消费支撑不在，蛋价在10-11月份有提前回归乃至跌破成本的可能，做缩养殖利润是现货空头的主要逻辑，但截止目前养殖盈利仍位于多年同期高点附近，侧面印证产能激增逻辑失效，我们认为当中存在几个预期偏差。一是实际存栏恢复远不及理论量。后者主要由补栏数据推导得出，这方面各家机构数据差异不大，均指向过剩，但实际存栏还要受种源、产蛋率等因素影响，从红粉蛋价差看，今年红蛋供应较为明显的受到了种源和鸡病等问题的影响，导致存活率、产蛋率偏低，高存栏并未有效转化成高产蛋量，这方面可以用蛋鸡饲料数据来直接印证，根据中国饲料工业协会的数据显示，今年前三季度蛋禽饲料产量为2288万吨，同比下降5.9%（图1），饲料同比显著下降说明产能恢复存疑。其次，偏高蛋价还受到了较好需求的拉动，一方面受气候影响，鸡蛋消费对高价蔬菜形成替代；再者是市场的锚定效应，即从消费者角度看对鸡蛋估值并非是从产能和盈利视角，而是来自于生活经验尤其是同比数据，同比而言今年蛋价下降显著，对消费端存在明显的刺激；最后是弱经济环境下的口红效应，导致性价比偏高的鸡蛋容易受消费者青睐而相对畅销。以上因素使得现货尽管逐步走弱，但期待中的大跌并未未到，支撑盘面修复基差。

图 1：蛋禽饲料产量变化（万吨）



数据来源：饲料工业协会、五矿期货研究中心

图 2：蛋鸡养殖利润（元/斤）

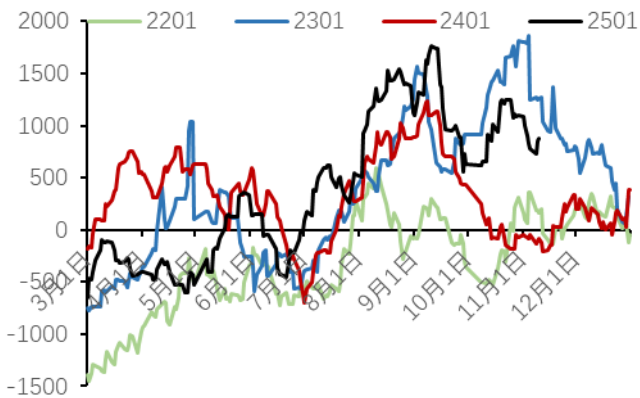


数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

仅仅是现货的下跌不及预期仍无法解释近期以盘面向上的方式来修复远期基差，这当中主要涉及市场的博弈问题。首先随着交割月的临近，尤其是主力 01 合约即将限仓，在现货下跌迟迟未达预期的背景下，盘面空头更加被动，鸡蛋的基差变化有较明显的季节性，从图 3 可以看到，当前基差过大而时间有限，留给空头证明产能过剩的时间越来越少，多头仅需一个基差过大就能证伪空头。其次从交易逻辑看，空头提前将远期盘面交易至成本附近，实际上继续往下交易

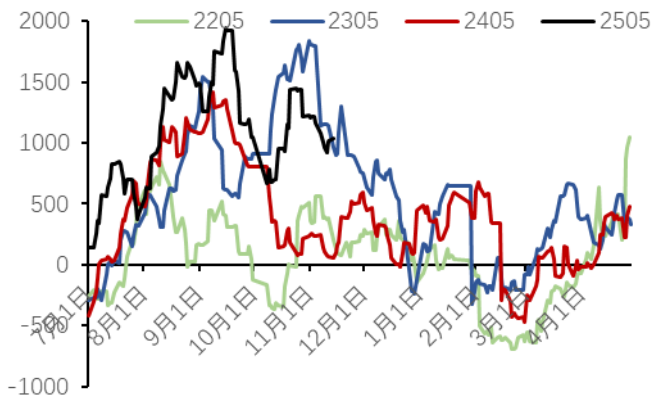
的空间已经有限，即便事后证明空头所言属实，也只是预期的兑现而已，万一市场发展不如空头预期呢，又或者市场已经为应对悲观情绪采取规避措施了呢？至少，从当前鸡蛋的现货表现，以及成本端的变化来看，边际上是不利于空头的，空头的故事讲了许多，对此市场已经听出了一些疲态，转而想听听多头怎么说。

图 3：鸡蛋 01 合约基差（元/500 千克）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 4：鸡蛋 05 合约基差（元/500 千克）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

综上，现货预期外的支撑，叠加盘面资金博弈，当前鸡蛋市场处于弱预期暂无法兑现，转而往上反弹修复基差的阶段，在现货确认新一轮跌势，或者盘面低位追空资金实际止损离场以前，看涨情绪仍未完全兑现，从而也就无法给出高点吸引新空入场。当前基差尚未完全修复，博弈仍在延续，建议中短期偏强震荡思路看待，等待市场确认新一轮产能压力，现货也兑现了季节性的偏强，盘面也给出了相对高点以后，后期可逐步关注淡季合约的上方压力。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

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交易建议。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交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易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。未经许可，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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

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.wkqh.cn