



择“鸡”套利

摘要

鸡蛋：2019年上半年大宗商品整体波动幅度较大，中美贸易摩擦持续，非洲猪瘟疫情严重。从货币政策来看，当前货币政策放松和收敛的态度都不明显，在缓解银行信贷投放约束的基础上，更加注重总量适度和节奏平滑。结构性货币政策是发力重点，目标是将金融资源疏导至高质量制造业、现代服务业、国家重大战略、民生普惠领域等重点领域和薄弱环节；稳妥推进利率“两轨合一轨”、金融对外开放及汇率制度改革；在中美贸易冲突加剧，经济内生动能有待夯实的情况下，有因时因势、预调微调的空间。所以除了考虑供给需求因素之外，投资者更多要考虑大宗商品整体联动性以及货币政策转型后对于商品的影响。

从往期走势分析我们认为蛋价8-9月份价格继续上行概率较大，随着在产蛋鸡出栏量增加，蛋价下半年会出现拐点，届时货源偏紧局面会大幅改善，蛋价终将回归，维持2019年蛋价将会呈现两头低中间高的走势预判，全年的高点在8-9月份可能较大。

总之，2019年将是鸡蛋价格不确定性较高的一年，鸡蛋供需影响因素多空交织，中美贸易摩擦引发出出口环境发生变化，非洲猪瘟使内部供需发生改变。建议波段操作替代趋势判断，套利方面建议继续关注做多1909合约做空2001合约。切记及时跟进变量因素的发展波段操作。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐明 0451-82331166

xuming@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0000399

目录

1. 引子	3
2. 鸡蛋期现行情概述.....	4
3. 现货价格涨跌解析	4
4. 期价运行规律	5
5. 产蛋鸡存栏	6
6. 蛋鸡苗价格	6
7. 饲料成本逐渐提高	7
8. 鸡蛋价格周期性因素	9
9. 其他影响因素	9
9.1 天气变化.....	9
9.2 禽流感疫情.....	10
9.3 非洲猪瘟疫情.....	10
10. 1 月与 9 月价格走势基本面分析.....	11
11. 2019 年下半年鸡蛋行情展望与操作建议.....	12
南华期货分支机构	14
免责声明	16

图表目录

图 1：鸡蛋指数价格走势	4
图 2：鸡蛋期现价差（单位：元/500kg）	5
图 3：鸡蛋期货价格与持仓量的变化规律	6
图 4.1：蛋鸡苗价格（单位：元/羽）	7
图 4.2：淘汰鸡价格（单位：元/斤）	7
图 5.1：豆粕、玉米的价格（单位：元/吨）	8
图 5.2：蛋鸡配合饲料的价格（单位：元/斤）	8
图 5.3：蛋鸡养殖利润（单位：元/羽）	9
图 6：鸡蛋流通价差（单位：元/公斤）	10
图 7：鸡蛋 91 价差（单位：元/公斤）	11
图 8：期货价格领先现货价格（左单位：元/500 千克 右单位：元/千克）	12

1. 引子

2019 年上半年鸡蛋波幅较大，期价呈上升走势，鸡蛋指数 2 月中旬创出年内低点 3380 点，第二季度期价稳健上行。现货方面今年上半年蛋价曾一度上探至 4.8 元/公斤。由于非洲猪瘟影响，鸡蛋替代性一度走强，部分地区存在货源供应偏紧的局面，造成了蛋价持续上涨的态势。

我们认为蛋价 8-9 月份价格继续上行概率较大，随着在产蛋鸡出栏量增加，蛋价下半年会出现拐点，届时货源偏紧局面会大幅改善，蛋价终将回归，维持 2019 年蛋价将会呈现两头低中间高的走势预判，全年的高点在 8-9 月份可能较大。

图 1：鸡蛋指数价格走势



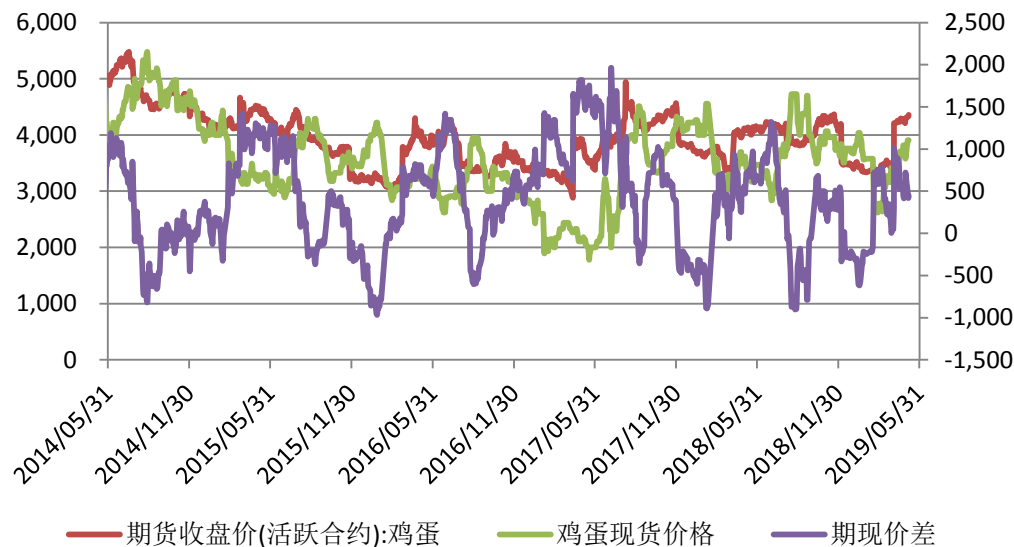
资料来源：WIND 南华研究

2. 鸡蛋期现行情概述

回顾 2019 年上半年鸡蛋期货价格的走势波动。鸡蛋指数的最低点 3870 元/500kg 出现在 2 月 11 日，最高点 4578 元/500kg 出现在 5 月 29 日，涨幅接近 20%。总结特点就是震荡上行，趋势明显。相比现货价格，鸡蛋期价走势尤为剧烈。

3. 现货价格涨跌解析

图 2：鸡蛋期现价差（单位：元/500kg）



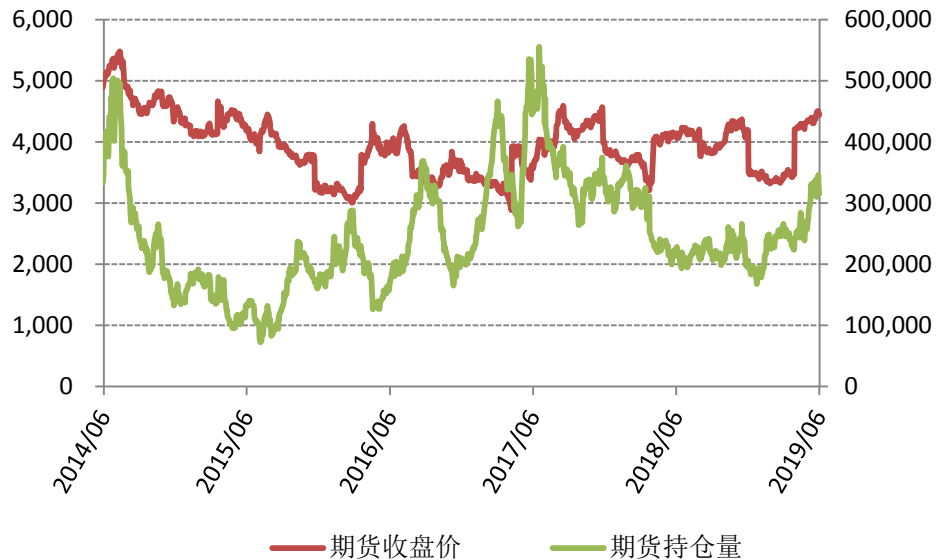
资料来源：WIND 南华研究

4. 期价运行规律

鸡蛋期货上市以来鸡蛋活跃合约与玉米活跃合约、豆粕活跃合约的相关性分别为 0.440、0.393，。与豆粕的相关性弱于玉米。虽然从饲料配比来看，玉米占比 60%，豆粕占比 30%，但是鸡蛋期价的波动方向更倾向于活跃剧烈的豆粕。

从鸡蛋期货的持仓量变化规律来看，鸡蛋期货月度级别的趋势性行情均与市场的增减仓配合默契，节奏也非常清晰。从下图可以看出，当资金流进、流出非常明显的时候，资金流向对鸡蛋期货价格的影响强于同期的现货价格走势。

图 3：鸡蛋期货价格与持仓量的变化规律



资料来源：WIND 南华研究

除了受到玉米、豆粕关联性较强的品种间的影响外，鸡蛋还受整个商品期货整体多空情绪氛围的影响。

5. 产蛋鸡存栏

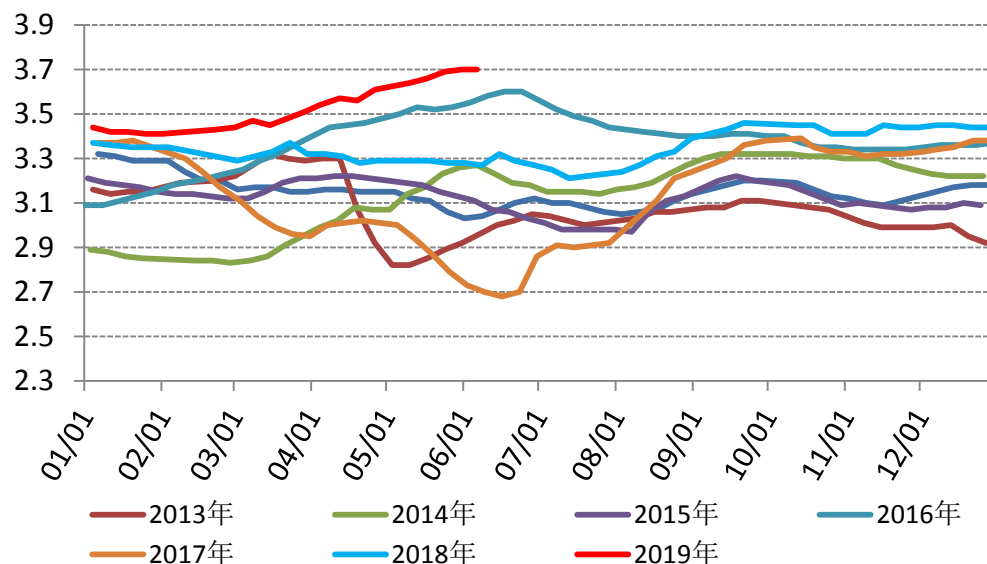
2019 年 4 月，全国在产蛋鸡存栏量约为 10.67 亿只，环比增加 1.01%，但是比历年同期的减幅 -3.92%，接近于 2016 年蛋鸡存栏量，目前蛋鸡存栏仍旧恢复中，相对去年同期仍旧偏少，受三季度气候影响，禽病影响鸡蛋供应，即将进入高温高湿季节，造成鸡蛋产蛋率下降，供应仍旧紧平衡状态。从育雏鸡和后备青年鸡补栏量上看，1-2 季度补栏积极性高，特别是见效速度快的青年鸡，其中育雏鸡 4 月份同比增加约 20%，青年鸡 4 月份环比增加约 30%。按照最高峰值来推断，四季度供应量将显著增加。

6. 蛋鸡苗价格

当前肉鸡价格稳定回升，养殖户对后市行情保持乐观，虽然市场鸡苗量有所增加，但鸡苗供应仍偏紧。且第一波脱温鸡高峰来临，拉动鸡苗需求和价格。高档土鸡类苗量不大，投苗稳定，苗价高价运行，预计下阶段鸡苗价格保持稳定。

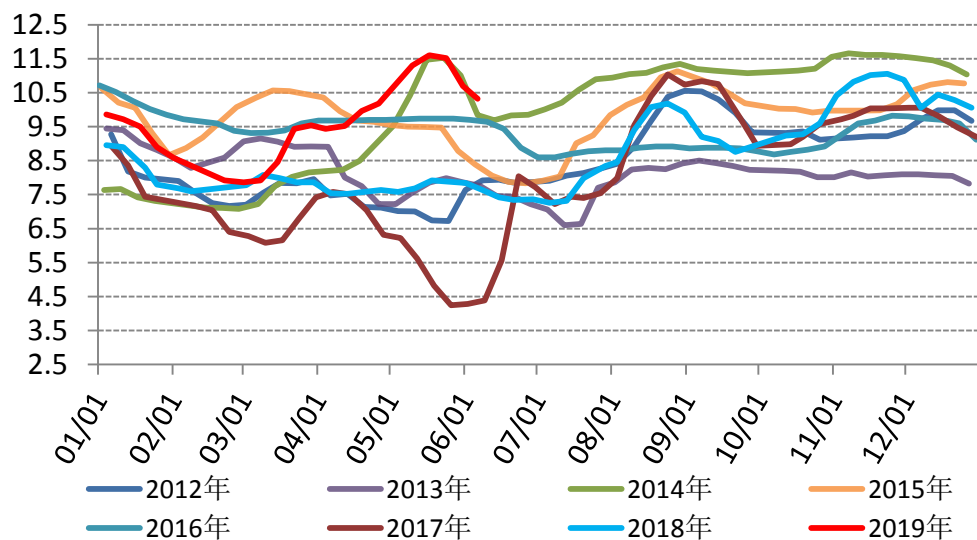
2018 年至今父母代鸡苗价格呈小幅走高趋势，苗价由年初的 3.44 元/羽上行至月末的 3.7 元/羽。业内人士表示，非洲猪瘟的相继爆发使养殖户加大蛋肉鸡存栏量导致市场鸡苗供求紧张预期升温，市场供给不足格局将延续至 2019 年全年，将会推动鸡苗价格上涨。

图 4.1：蛋鸡苗价格（单位：元/羽）



资料来源：WIND 南华研究

图 4.2：淘汰鸡价格（单位：元/斤）



资料来源：WIND 南华研究

7. 饲料成本逐渐提高

自 2019 年 5 月开始，豆粕价格受美豆种植进度放缓，叠加国内豆粕库存偏低，引发豆粕价格出现上涨，目前维持在 2900-3000 元/吨；玉米现货因为农民手中余粮不足出现持续性上涨，维持在 1900-2000 元/吨；而下游鸡蛋现货从高位 4.5 回落至目前的 3.5 元/斤，整体养殖利润出现下滑，由 5 月初的 1.02 元/斤，跌落至目前的 0.93 元/斤，主要是由于季节性原因造成的，原料价格上涨，鸡蛋消费阶段性疲软，目前即将进入高温季节，双节备货也将开启，现货仍将会出现上涨，但是补栏积极

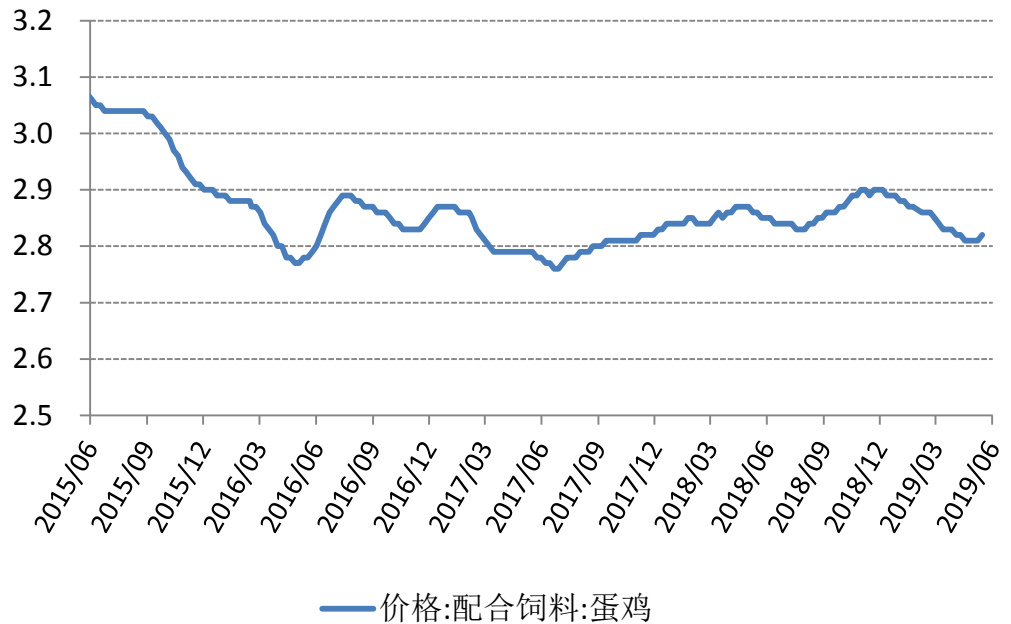
性仍在延续，主要是前期育雏鸡和青年鸡上栏排队引发的持续性价格上涨。利润阶段性回调不影响下半年利润风后期的到来，但是我们需要警惕产能恢复后的四季度利润提前见顶回落的可能性。

图 5.1：豆粕、玉米的价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

图 5.2：蛋鸡配合饲料的价格（单位：元/斤）



资料来源：WIND 南华研究

图 5.3: 蛋鸡养殖利润 (单位: 元/羽)



资料来源: WIND 南华研究

8. 鸡蛋价格周期性因素

鸡蛋的季节性变化规律比较明显。从 2011 年到 2018 年的 50 个城市鸡蛋平均价统计来看, 季节性供需变动引起鸡蛋价格波动。上半年触及全年低点的概率较大, 随后震荡走高, 一般在 8、9 月份达到全年高点, 随后震荡回落。2019 年上半年看, 5 月当中两个节日——五一和端午, 节日备货需求刺激鸡蛋消费, 同时伴随着进入夏季, 山东、河南、河北等鸡蛋主产区的气温高企, 将严重影响蛋鸡产蛋率, 导致供给减少。同时, 在气温较高的环境下, 容易引发鸡的热应激, 死亡率上升, 养殖户加速蛋鸡的淘汰, 进一步导致鸡蛋的供应减少。端午过后, 蛋价虽然有所走弱, 但表现仍强于预期, 尤其是中美贸易战影响, 饲料成本有望继续提高从而提振蛋价走强。因此, 把握住节日、气温、疫情、饮食习惯、贸易战等多方面因素造成的鸡蛋周期性特点, 更有利于掌握鸡蛋价格的波动规律。

9. 其他影响因素

除了以上因素外, 天气变化、禽流感疫情、非洲猪瘟疫情等几个方面对于鸡蛋价格也有一定影响。

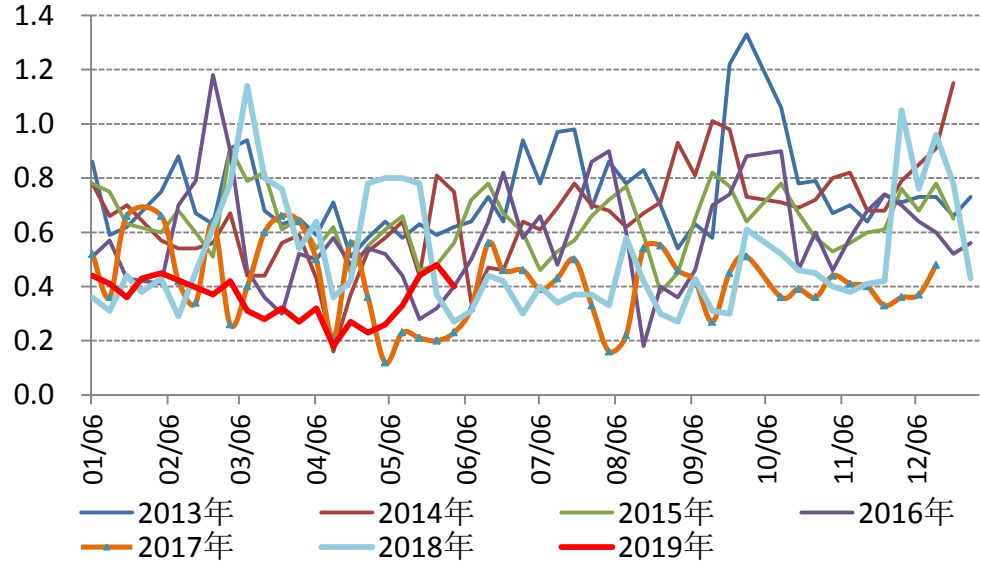
9.1 天气变化

天气变化会影响到鸡蛋储运情况, 直接关系到鸡蛋价格的变化。夏季天气炎热, 蛋品储存难度增大, 同时如遇多雨天气, 对交通运输也带来诸多不便; 同时, 随着国际油价变化国内汽油、柴油价格也数次上调价格, 造成运输成本进一步增加, 进一步对鸡蛋价格带来影响。此外暴雨、台风、强风强降雨天气、雾霾、雨雪天气, 都会对交通造成阻碍, 会对鸡蛋的局部地区的供需造成影响。

从鸡蛋价差可以看出鸡蛋走货以及需求状况。鸡蛋由养殖场流通到消费者手中, 需要经历数道中间环节。而在鸡蛋流通的过程中, 其附加值也在不断增加。鸡蛋的最初出场价与零售价价差继续保持 0.80-1.20 元/斤。那么, 这一部分附加值主要是由 1、经纪人中介费、经销商赚取的差价; 2、包装费用; 3、运输费用; 4、破损率组成。

由下图可以看出，在鸡蛋走货加快，需求旺盛时，鸡蛋的流通价差较大。反之，则流通价差处于低位。

图 6：鸡蛋流通价差（单位：元/公斤）



资料来源：WIND 南华研究

9.2 禽流感疫情

鸡蛋的疫情流行情况是影响未来鸡蛋供给，造成蛋价波动的较大因素之一。人感染 H7N9 禽流感是由 H7N9 亚型禽流感病毒引起的急性呼吸道传染病。

禽流感病毒属正粘病毒科甲型流感病毒属。禽甲型流感病毒颗粒呈多形性，其中球形直径 80~120nm，有囊膜。基因组为分节段单股负链 RNA。依据其外膜血凝素(H)和神经氨酸酶(N)蛋白抗原性不同，目前可分为 16 个 H 亚型(H1~H16)和 9 个 N 亚型(N1~N9)。禽甲型流感病毒除感染禽外，还可感染人、猪、马、水貂和海洋哺乳动物。可感染人的禽流感病毒亚型为 H5N1、H9N2、H7N7、H7N2、H7N3，此次报道的为人感染 H7N9 禽流感病毒。该病毒为新型重配病毒，其内部基因来自于 H9N2 禽流感病毒。

禽流感病毒普遍对热敏感，对低温抵抗力较强，65℃加热 30 分钟或煮沸(100℃)2 分钟以上可灭活。病毒在较低温度粪便中可存活 1 周，在 4℃水中可存活 1 个月，对酸性环境有一定抵抗力，在 pH4.0 的条件下也具有一定的存活能力。在有甘油存在的情况下可保持活力 1 年以上。

2019 年上半年个别地区出现 H7N9 禽流感疫情，目前来看尚未对养殖业形成重大影响，下半年冬季可能再次爆发禽流感疫情，一旦出现，鸡蛋价格可能会出现下跌，不但从心理上给养殖户的未来预期造成影响，而且进一步影响饲养规模和产蛋量。冬季为禽流感多发季节，投资者需密切关注这方面的新闻，保持警惕。

9.3 非洲猪瘟疫情

非洲猪瘟自 1921 年从肯尼亚产生，从欧洲传入亚洲。从实施净化到彻底根除，西班牙用时 35 年，葡萄牙也花了 10 年之久。对于 18 年传入我国的基因 II 型病毒，俄罗斯至今未能成功净化，且在十多年的时间内逐渐蔓延。

猪肉在我国的食物消费中占比较大，消费量占据了我国四大肉类的 65%左右。由于非洲猪瘟肆虐，猪肉产量大幅减少，出现大量肉类缺口，刺激其他肉类以及蛋类需求，从而推动牛羊肉以及鸡蛋、牛

奶等的价格上涨。

由于非洲猪瘟影响，我国生猪存栏与能繁母猪存栏数量大大减少，这还将影响世界大宗农产品贸易及价格走势。对于鸡蛋来说，猪肉库存的减少将直接鸡蛋替代作用增强，从盘面上可以看出，对猪肉的需求已经有一部分转移到鸡蛋之上，上半年鸡蛋价格不断上涨就是最好的证明。并且，由于生猪存栏减少，饲料成本也将下降，就会拉低蛋价成本，对于鸡蛋也是利好消息。

10.1 月与 9 月价格走势基本面分析

1 月合约在 2018 年 11 月下旬开始经历震荡下行过程，直观原因在于现货价格持续震荡走势，使得市场之前的看涨预期显著弱化，背后的原因更多在于养殖户的延迟淘汰，这会带动鸡蛋供应或环比改善，对应现货价格上涨空间相对受限。由于蛋鸡养殖利润高企，市场对春节前上涨预期较为强烈，这会导致养殖户惜售，而贸易商囤货，带动现货价格相对坚挺。在年初的价格下跌之后，近月基差有所回升，5 月初主产区均价对近月基差最高达到 -60 元，山东对近月基差最高达到 200 元，基差的回升可能会直接导致市场价格升高，主要原因有二，其一是蛋鸡存栏总体依旧偏高，芝华数据显示蛋鸡存栏环比与同比均继续升高，最新 2019 年 5 月在产蛋鸡存栏量为 11.07 亿只，环比增加 3.75%，同比增加 1.28%，且预计接下来到 1 月之前，蛋鸡存栏环比难有大幅增加；其二是 1 月已经进入春节前备货期，备货需求增加市场预期，而今年的非洲猪瘟疫情或提升鸡蛋对猪肉的替代需求。

图 7：鸡蛋 91 价差（元/500 千克）



资料来源：WIND 南华研究

对于 9 月合约而言，一方面预计供需将得到改善，当然，其中也存在环保和疫情等不确定性因素；另一方面，需求也将对应国庆节与中秋节双节节前备货期。因此，我们更多参考季节性规律即过往年份现货月均价变动来加以判断。截至 5 月 31 日，9-1 价差为 268 元。而统计数据显示，1 月到 9 月间鸡蛋月均价价差变动最大为 2.19 元/公斤，即 1095 元/500KG，平均变动 0.72 元/公斤，即 360 元/500KG。wind 数据显示 5 月主产区鸡蛋月均价为 10.25 元/公斤，往年 11 月到次年 9 月最大波动为 2.29 元/公斤，即 1145 元/500KG，平均波动 0.74 元/公斤，即 370 元/500KG，目前鸡蛋 9 月合约约为 4460 元左右，

众所周知，由于今年非洲猪瘟疫情肆虐，国家限制生猪流通，导致养殖户压栏严重，农业农村部最新数据显示：2019 年 5 月份国内生猪存栏量较 4 月份减少 4.2%。猪瘟疫情严重，养殖利润下降，仔猪价格较为低迷，表明养殖户补栏积极性下降，加上能繁母猪存栏同比和环比继续下降，农业农村

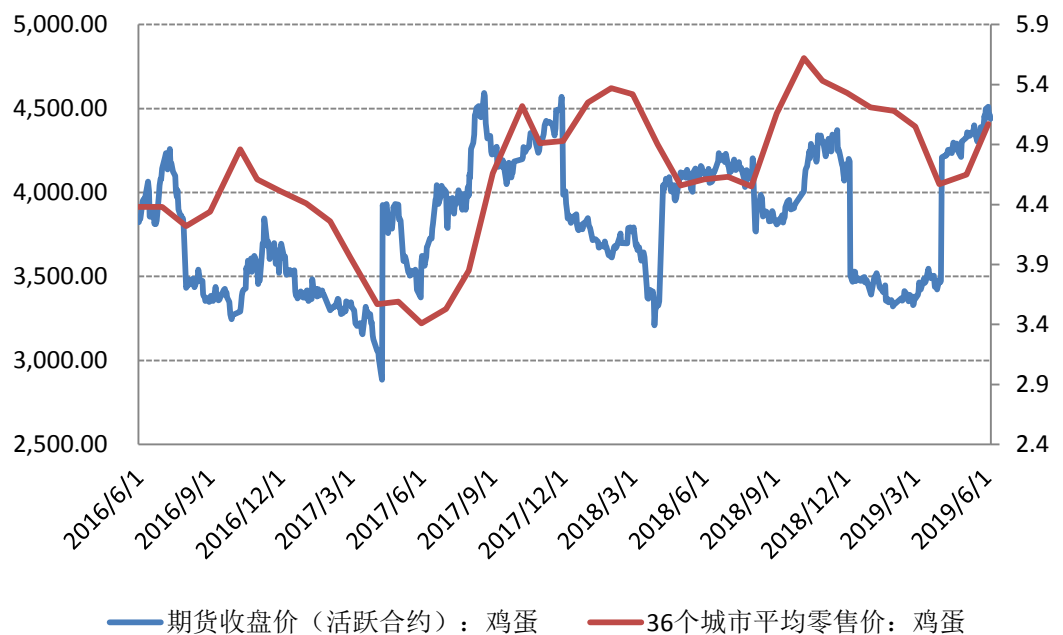
部最新数据显示：2019年5月份国内生能繁母猪存栏量较4月份减少4.2%，较2018年5月份减少22.9%，这会影响到后期猪肉供应，间接提高对禽蛋的需求。

11. 2019年下半年鸡蛋行情展望与操作建议

2019年上半年大宗商品整体波动幅度较大，中美贸易摩擦持续，非洲猪瘟疫情严重。从货币政策来看，当前货币政策放松和收敛的态度都不明显，在缓解银行信贷投放约束的基础上，更加注重总量适度 and 节奏平滑。

由下图可以看出，在鸡蛋走货加快，需求旺盛时，鸡蛋的流通价差较大。反之，则流通价差处于低位。

图8：期货价格领先现货价格（左单位：元/500千克 右单位：元/千克）



资料来源：WIND 南华研究

当前市场销区库存较低，成本端价格逐渐走高，未来不确定性因素增加等特点。我们认为当前定价基本合理，对期现货持有中性季节性偏多的态度。

目前鸡蛋的持仓量在期货市场中属于偏低水平，更易受资金面的影响，所以投资者关注鸡蛋的同时，需要关注资金流向。

鸡蛋三大主力合约的强弱排序程度依次是：09强于01，01强于05。01合约有时候会发生春节行情，但是也需要通过当时的存栏与需求数据来计算，并不是每年度会发生。但是09合约每年都会经历一波中秋行情。所以从09-01合约来说，比较适合买入09合约卖出01合约正向套利。

19年1月开始，由于新年备货阶段，鸡蛋价格稳步上升，在此阶段达到91价差最低点-422。在新年之后，由于需求减弱，价格小幅度回落。之后进入蛋鸡高产期，但是由于非洲猪瘟事件影响，盘中显示鸡蛋价格震荡上行。端午前夕，节日备货再次启动，价格再次走高，一度达到19年高点4578元/500Kg。同时91价差也达到了次高点379。

从未来走势分析我们认为蛋价8-9月份价格继续上行概率较大，随着在产蛋鸡出栏量增加，蛋价

下半年会出现拐点，届时货源偏紧局面会大幅改善，蛋价终将回归，维持 2019 年蛋价将会呈现两头低中间高的走势预判，全年的高点在 8-9 月份可能较大。建议可以持有 91 正向套利直到高点抛出获利平仓。

总之，2019 年将是鸡蛋价格不确定性较高的一年，鸡蛋供需影响因素多空交织，中美贸易摩擦引发出口环境发生变化，非洲猪瘟使内部供需发生改变。建议波段操作替代趋势判断，套利方面建议继续关注做多 1909 合约做空 2001 合约。切记及时跟进变量因素的发展波段操作。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话: 021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号(南通总部大厦)六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话: 0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net