

## Moment of Truth-弱现实笼罩下的减产年红枣

作者： 陈宇灏

期货交易咨询从业信息： Z0019939

联系方式： 021-58304077

时间： 2024/3/27



## 历史报告观点的总结

2023/9/25: 《产量争议不断，静待下树收购兑现》

关键表述：红枣最终通过终端居民的口腹进行消费，而在2023年经济复苏压力较大，居民消费能力相对有限的背景下：红枣却有着缺乏商品价值(送礼等用途及零食爆品的溢价)，消费弹性高，可替代性强，消费窗口集中等特点。我们认为市场对高价红枣接受度将偏低，可能与夏季西瓜等时令水果般，高开低走。

2023/11/20: 《红枣预期升高，高预期兑现条件是什么？》

关键表述：红枣盘面的暴涨可能来自于周末产销区现货行情的明显上调。…眼下产销区的强势来自于产业参与者对传统旺季的高预期，即愿意以高成本收购红枣，并预期能将高成本转嫁给终端消费者。…与产业目前普遍预期的理想转嫁成本情形相对，若消费者的消费能力有限，不愿为红枣这一商品支付高价，则产业可能承担较高的风险，包括回款风险及库存风险。高价收购的库存可能需要几年的周期方可在市场上进行合适价格的消化。

2024/1/18: 《红枣的预期有所松动，后市存在多少的支撑？》

关键表述：

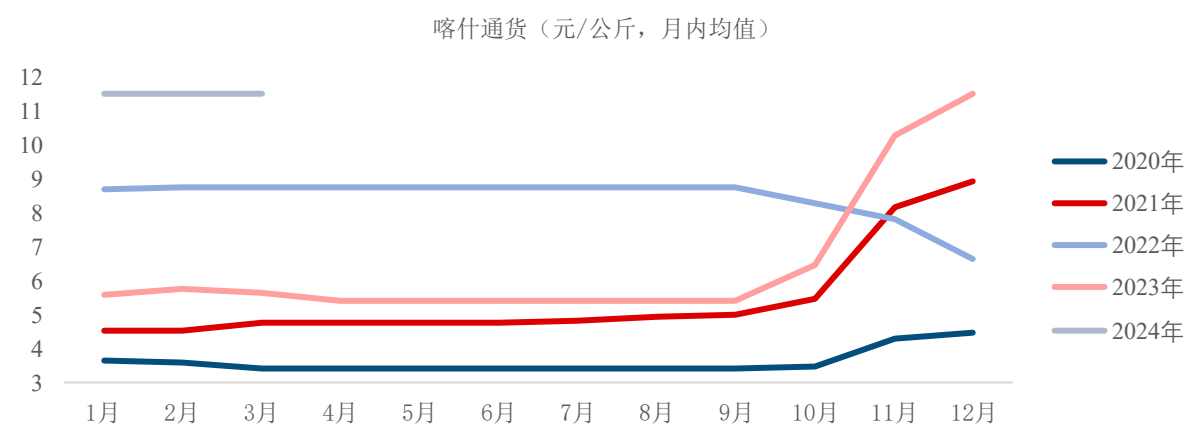
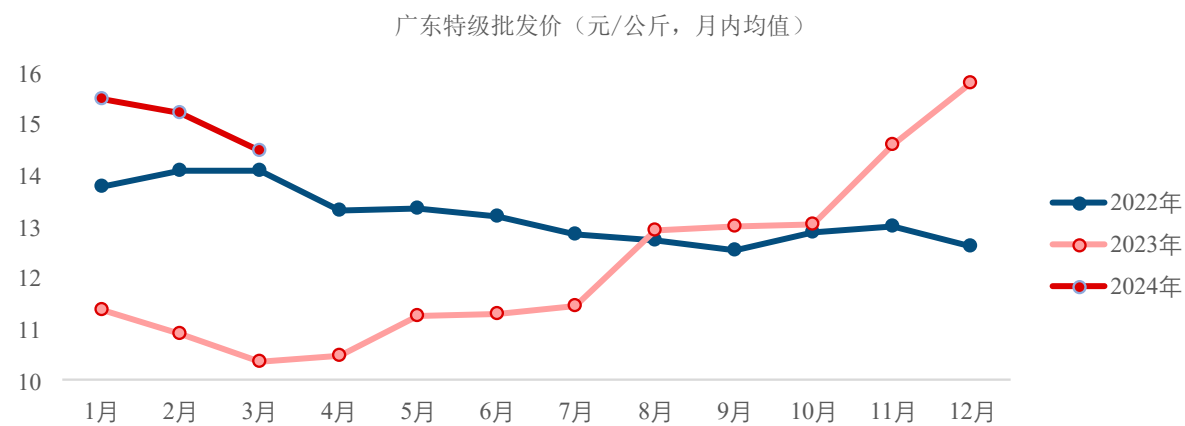
- 眼下的变量来自于远超前期预期的仓单规模，在明显减产季下，远超预期的仓单规模一定程度上松动了收购季较为一致存在的“低库存与新季减产下，本产季存在较大的供需缺口”的预期。
- 在春节后出现现货明显松动前，围绕12800~14400高抛低吸。若居民消费无法支撑创纪录高价时，现货价格真正松动时，成本支撑可能没有太大的意义。

# 现货行情概况：传统旺季的过去与现货价格的持续萎靡

眼下红枣现货的特点：

- 减产年下产销区价格的绝对值都创下历史纪录
- 在11月收购季过去后，销区的行情并不那么乐观，销区现货价格持续偏弱运行。
- 我们认为其原因是居民侧的终端消费未能支撑南北销区现货价格如收购季预期般一路走强。
- 换句话说，居民面对减产高价下的红枣，并没有展现出足够的消费刚性。
- 消费刚性是长期以来农产品研究的核心假设。这便是为什么农产品的研究往往更喜欢强调供给侧。而通过眼下现货侧的兑现，市场不得不承认交易的主轴不是供给侧要素。

本产季产销区现货价格绝对值均创下历史纪录，但销区价格持续走弱





# 现货行情概况：传统旺季的过去与现货价格的持续萎靡

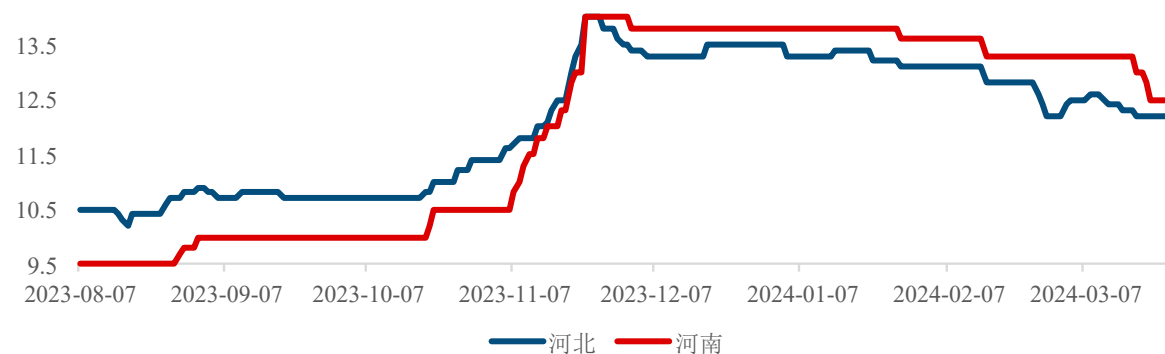
- 传统旺季已经过去，而在一般情况下“11、12月至春节”的传统旺季与“春节后~次年11、12月新枣下树”的消费量大致持平。
- 我们在1月的《红枣的预期有所松动，后市存在多少的支撑？》已经介绍过，很难想象在传统旺季前出现较明显的让价促销。
- 而随着传统旺季的过去，缺乏消费支撑的红枣价格开始再次加速松动。

以上内容与前一页的内容共同构成了红枣的现状：

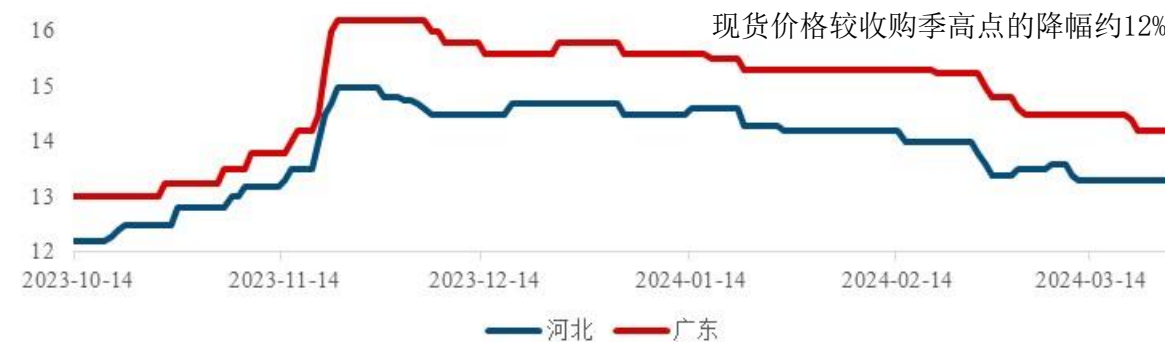
减产年下的高收购成本/高售价严重拖累了红枣的消费侧。红枣缺乏消费刚性及消费萎靡的压制已经通过现货价格的下行得到兑现，打破了收购季中期现市场普遍的乐观预期。

本产季产销区现货价格绝对值均创下历史纪录，但销区价格持续走弱

一级枣市场批发价（元/公斤）



23/24产季南北市场特级枣批发价演化情况（元/公斤）



# 如何看待红枣行情的演化及期货市场的预期？

我们介绍过很多次，期货盘面的接货价值 $\approx$ 河北特级现货价格-600。

以特级枣作为衡量，期货市场近期的重心代表着市场大致预期河北现货较当前的13.3元/公斤进一步下行约0.3~0.5元/公斤。

在消费旺季已经过去的情况下，我们认为当前的悲观预期并非全无道理。

当然，我们也需要考虑减产季的现货在何种情况下能够持稳或反弹？

核心条件：产业出于下游消费的需要，积极备货，现货市场大量收购现货，从而推高现货价格，最终实现期货预期的修正。

对此情形，我们认为抑制其实际兑现的因素包括但不限于：

- 补货需求往往在春节后（甚至假期期间）便已发生，而眼下补货需求也算不上热烈。
- 对于产业来说，大量备货意味着明显较高的收购成本及其带来的销售、库存、资金风险。在消费不甚理想的眼下，尽可能压低收购成本并通过渠道优势销售手中存货可能更为稳妥。
- 本产季的高价红枣可能需要等待较长周期（下一个大减产季）才能实现利润。



# 展望新季-近远月价差意味着什么？

在大减产的23/24产季已经进入消费弱现实的眼下，市场对于新季红枣似乎有着较理想的预期。

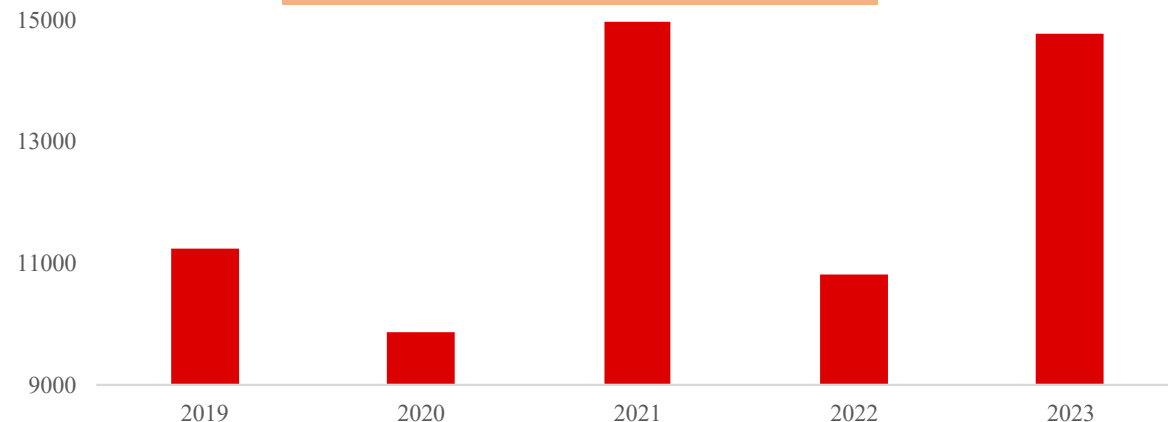
在没有出现有实质意义的不利天气前，我们倾向于新产季（24/25）出现恢复性增产。

那么，期货市场的较理想预期可能建立在以下逻辑上：

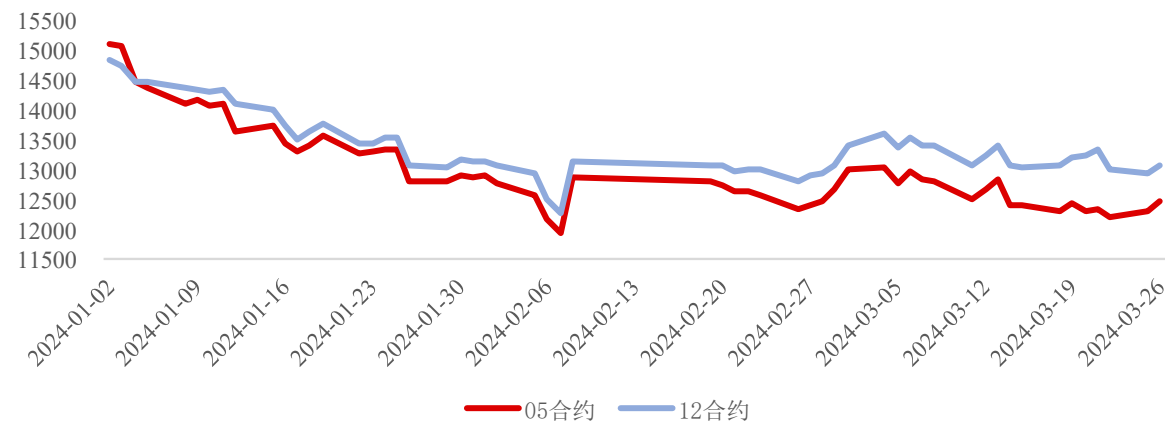
23/24产季真正意义上消耗了足够多的陈年结转库存，在恢复性增产年中构成相对偏紧的供需平衡。

这一逻辑的兑现要素：23/24产季剩余的时间中消费的红枣；23/24的结转库存规模；24/25红枣的生产情况。

12合约历史交割结算价



旧季新季合约的收盘价演化







## 观点总结：

居民面对减产高价下的红枣，并没有展现出足够的消费刚性。

消费刚性是长期以来农产品研究的核心假设。这便是为什么农产品的研究往往更喜欢强调供给侧。而通过眼下现货侧的兑现，市场不得不承认交易的主轴不是供给侧要素。

春节过去意味着传统旺季的结束，现货侧的松动兑现了节前盘面的压力，更给与了盘面进一步对现货在漫长淡季抱持悲观态度的理由。

盘面的悲观预期意味着现货价格进一步的下行。我们目前认为现货在淡季缺乏上行的动力（产业大量备货存在着较明显的成本、资金、销售风险）。但于此同时，我们也暂时很难想象减产年中的现货价格落到22/23等正常年份乃至更低水平。因此，我们目前认为12000的水平大致是本产季红枣现货相对较强的下方支撑（接货价值推算约11.4元/公斤的河北特级）。

若要真正实现这一下方空间的突破，可能需要出现产业积极抛售高价现货的情况，其行动动机可能是为了回款及避免入库存放多年方有可能的窘境。

故对于本产季合约，我们认为以偏弱震荡行情为主，可采取高抛低吸思路-05合约：12000~12700，09合约12000~13000。

对于当前市场相对更为乐观的新季合约，我们需要关注本产季剩余时间的消费情况能否造成低结转库存+恢复性增产的偏紧供需格局。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！





## 风险提示

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。