

红枣的预期有所松动，后市存在多少的支撑？

作者： 陈宇灏

期货交易咨询从业信息： Z0019939

联系方式： 021-58304077

时间： 2024/1/18

9月介绍过的观点与兑现情况-收购季以创历史纪录的高价结束

我们在《【建投红枣专题】产量争议不断，静待下树收购兑现》中已经介绍过我们当时对红枣收购季的预期：

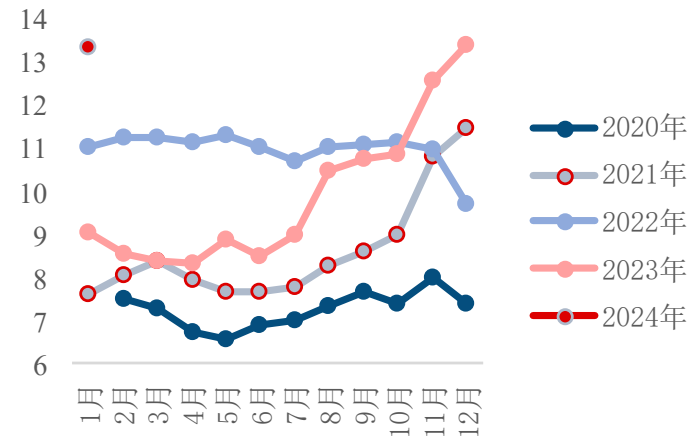
“。。。故我们认为，眼下客商普遍囤陈货，便是为了避免重复21/22的现货利润不佳的窘境。当前现货越热火朝天，越反映了从业者对高价枣行情的不自信。”

自9月以来，主要超乎预期的事件是产销区似乎在**供需缺口预期**的推动下有着较高的收购热情，导致现货价格创下历史纪录，大幅推动盘面突破我们前期预期的水平。

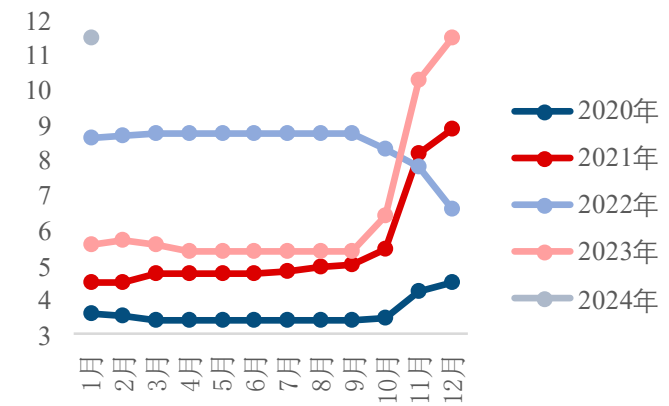
而在收购季过去之后，冬春消费旺季已经到来，红枣的核心问题转向了消费，在市场普遍预期供需缺口下，消费能否使红枣现货价格更进一步？

本产季产销区现货价格均创下历史纪录

河北一级批发价（元/公斤）



喀什通货（元/公斤）





9月介绍过的观点与兑现情况-消费季的到来

我们在《【建投红枣专题】产量争议不断，静待下树收购兑现》中已经介绍过我们对红枣消费特性的观点：

“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：

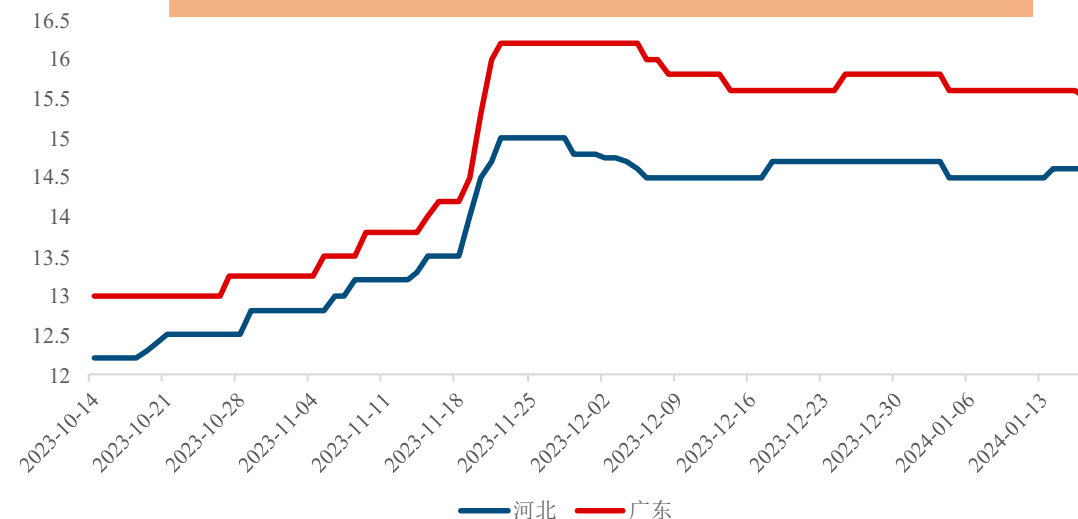
红枣却有着

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。”

从目前来看，在春节的消费情况真正兑现前，产业对于减产年份下的消费往往有着较高的预期，**很难想象在传统旺季前出现较明显的让价促销**。自然，各大产销区现货报价整体偏稳。

两大重要市场特级枣的价格整体偏稳



9月介绍过的观点与兑现情况-陈枣库存与供需缺口一致性预期

我们在《【建投红枣专题】产量争议不断，静待下树收购兑现》中已经介绍过我们对红枣消费特性的观点：

“结转库存规模较大，且成本明显更低，对减产预期下的新季枣收购、销售形成一定压力。”

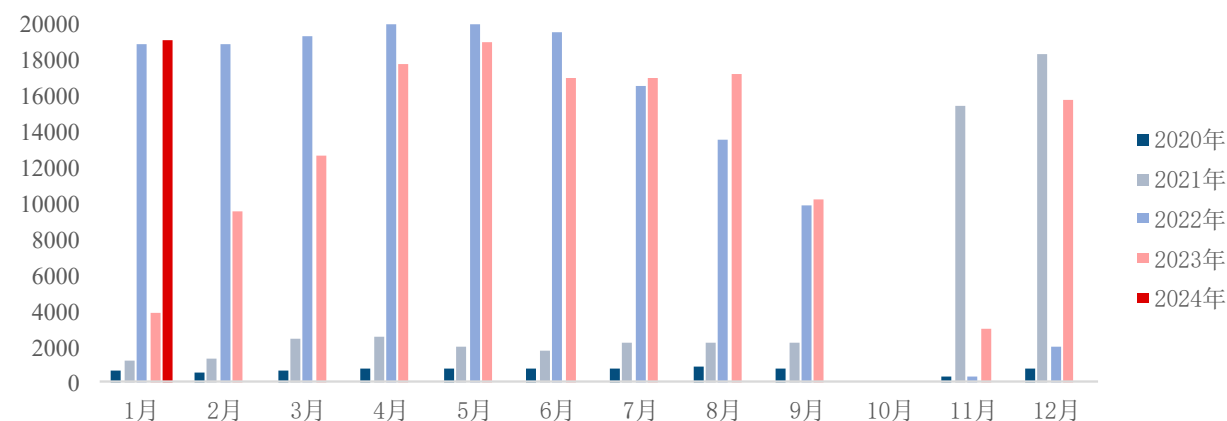
在收购季期间，市场一度形成了以下一致预期：

在本产季减产明显，而往年陈枣库存剩余不多的背景下，本产季存在较大的供需缺口，从而可以大幅推高现货价格，并带动期货盘面重心的上行。

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。

其次，仓单规模远超预期也反映了产业参与卖出套保的意愿较强，即对于后期消费较为悲观的态度，选择通过交割完成现货的销售。

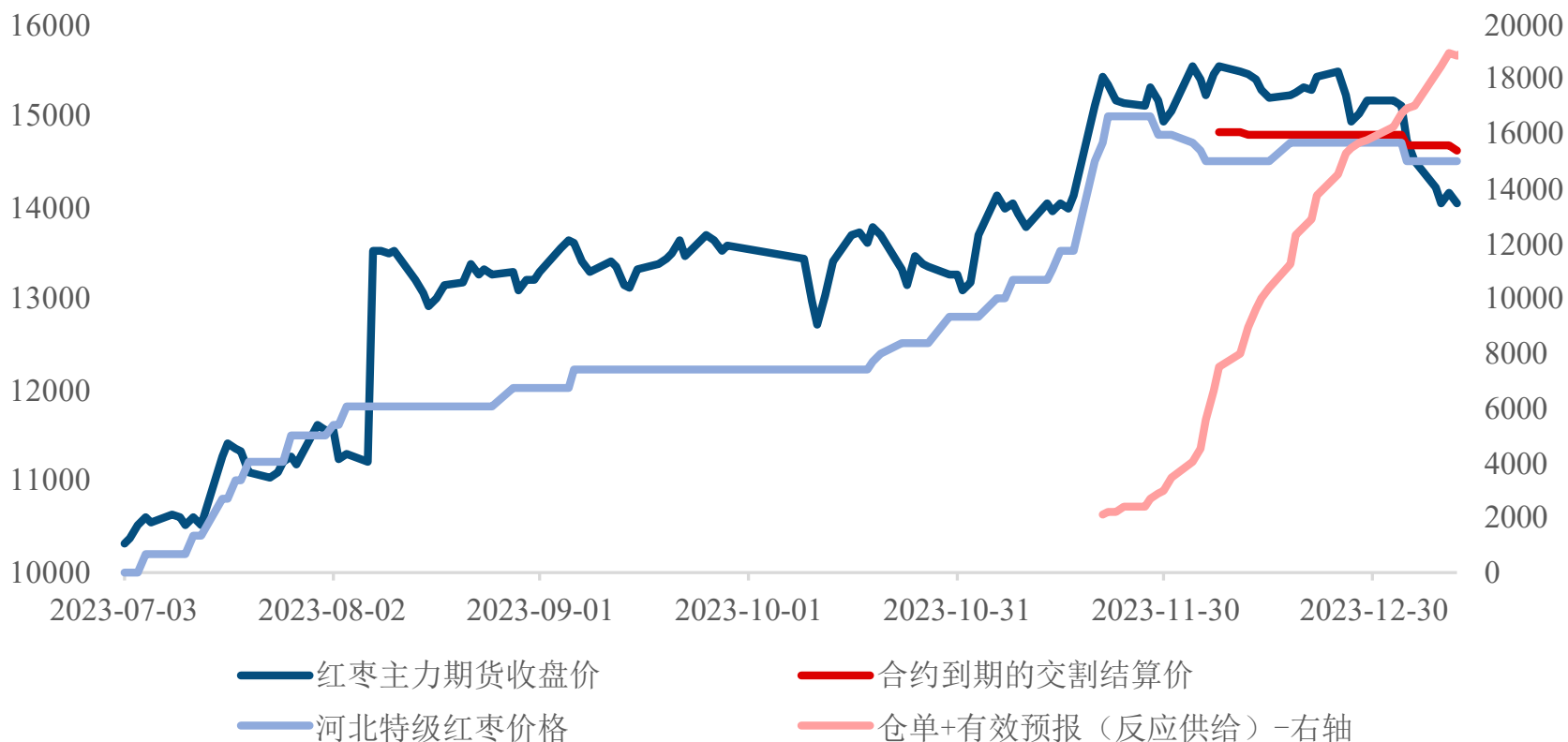
红枣仓单与有效预报的情况（月内最高值，截至2024年1月18日）





期货市场开始预期5月现货松动

红枣主力合约随着交割结算价的稳定水平与仓单数量的增加而出现了一定的下跌



以河北拿货+600升水，现货一级对应1800的贴水，以接货价值估算，市场对5月现货的预期：

特级枣大致在14.03元/公斤，
一级枣则大致在12.23元/公斤

而当前春节前暂时较为坚挺的
现货价格为：

河北特级14.6元/公斤

河北一级13.4元/公斤

期货市场在本来下跌中预期届时的现货将出现较明显的松动（尤其是一级枣）



农副产品的消费究竟有多少刚性？

本段文字同样适用于早在10月就走出明显Back结构的苹果，可以配合《【建投专题】春节旺季即将来临，苹果后期消费是机遇还是风险？》一起阅读。

过去的农产品研究定式中总是强调供给侧，一方面消费侧的零碎零散使得消费研究变得困难，另一方面农产品消费存在较强刚性似乎是市场的共识。

然而在疫情以来，居民消费能力进入了漫长的恢复过程，对于苹果、红枣为代表的大众农副产品，消费似乎出现了一定的价格弹性：

21/22产季的红枣，12.75元/公斤（河北特级）成为了难以突破的高点，陈枣库存的冲击事实上也反映了终端的居民消费似乎更在乎性价比。

而在超级减产的18/19后的苹果，其价格的波动区间也出现了一定上限，一旦价格处于历史高位，库存的消化节奏便受到明显拖累（详见【建投专题】春节旺季即将来临，苹果后期消费是机遇还是风险？）。最终的翘尾与否终究需要依赖苹果的漫长消费期将库存消化到足够低的地步，从而为好货留出翘尾的空间。而与之相比，红枣的消费旺季更短且更为集中。

若居民对创历史记录的高价不那么敏感（刚性强），则终端消费能够在冬春消费旺季间完成如往年一般约50%的消费。与之相对，若消费情景外部性去除后，消费却依旧比不上21/22、22/23产季时，农副产品在居民消费能力恢复期间的消费弹性便可得到证明。传统的研究范式可能需要进行一定的调整。

观点总结：

我们始终认为高价对于缺乏商品价值、销售旺季较短且集中的红枣消费存在较明显的压制，较大规模的仓单也反映了供需缺口可能不如前期预期般巨大。

但在创历史纪录的现货价格下，产业依旧值得在控制自身成本风险的前提下，期待春节备货，并可能由于物流不畅或前期备货不足，在春节后的一两周内形成一定的补货行情。

我们需要意识到红枣本身耐储存，也可能存在产业惜售不愿降价促销，选择继续存储的可能，从而压制春节后（完成潜在节后补货）的现货松动幅度。原因是我们认为由于期货的套保功能，部分产业在参与期现结合贸易后，可能有着更强的抗风险能力。当然，本产季的高价红枣可能需要多年后才能等到销售的好机会。

盘面已经开始提前计价较明显的现货价格松动，若春节后，现货价格按照前述情形能在较长时间内维持相对的坚挺，则当前的预期则显得有些过度。相反，若春节后，现货价格由于终端消费不利真正出现进一步的松动，届时期货的下行空间才能打开。

策略总结：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。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：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內容。版权所有，违者必究。