

## 专题报告-红枣

## 红枣面积去化到位了吗？

走势评级：

红枣：震荡

报告日期：

2024 年 12 月 27 日

## ★ 新疆红枣的扩产与去化之路

**扩产：**随着居民收入的提升及食品保健意识的兴起，2000 年起红枣收购价上行，面积迅速扩张，新疆凭借优秀的自然条件，成为了全国的主产区，形成了“世界红枣在中国，中国红枣在新疆”的格局。

**过剩：**面积的扩张与单产的自然提升（在生长期——生长结果期——盛果期的过渡中，枣树单产逐步提升），令红枣从 2012 年起迎来了供需反转，红枣种植收益大幅下降，但面积仍在缓慢惯性提升。

**去化：**2016 年起新疆红枣踏上了漫长的去化之路，但树龄结构改善及低效产能去化，令平均单产继续提升，产量并未明显下降。近年红枣丰减交替，农户收益转向震荡，导致 2022 年起面积去化放缓。

## ★ 极端“大小年”之下的供需平衡

2020-2024 年间产量的丰减交替，也仅仅实现了相对中性的 2 年平均期末库存，即便是在大减产年份，也基本未出现库存明显紧张的情形；这也意味着如果两年平均单产回归正常水平，即使需求假设乐观，库存恐也将累至高位。过去单产极端波动主要是受天气与农户投入周期性的共同影响。2021 和 2023 年的减产，均主要在于定产关键期所遭遇的高温叠加较低的农户投入；而 2022 和 2024 年的丰产，均受益于积温较高，导致了发芽、开花坐果提前，从而降低了关键期与盛夏季节的重合程度，再加上农户的管理积极性相对较高。

## ★ 展望

**长周期看**，随着最后一批枣树步入盛果期，平均单产中枢还将继续提升；而红枣的表观需求在 2016 后已达峰，疫情之后随时间走弱的趋势明显，因此，红枣面积预计仍相对过剩，去化之路仍较漫长。

**展望 2025**，虽然农户投入预计将周期性回落，但若无天气的配合，大概率仍将实现相对正常的单产，主要关注春季萌芽、开花节奏以及夏季的天气。若 2025 丰产的基础能逐步夯实，叠加需求的季节性走弱，价格预计将逐渐走弱；若最终减产，价格上涨之后可能也会面临弱需求带来的回调（价格弹性大），长期看走势或低位震荡。

## ★ 风险提示

天气；需求超预期；托市收购的不确定性。

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

杨云兰 高级分析师(农产品)

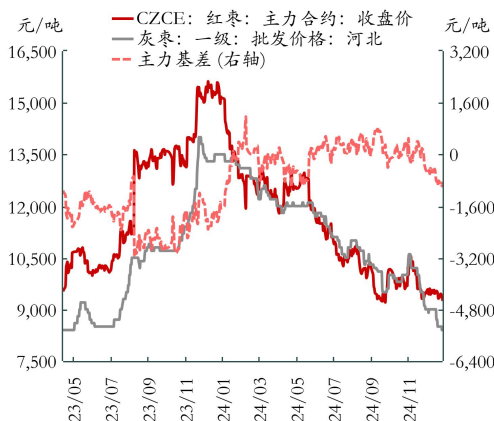
从业资格号：F03107631

投资咨询号：Z0021468

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

## 主力合约行情走势图（红枣）



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 目录

1、简介.....	4
2、红枣市场 20 年回顾.....	5
2.1 新疆红枣的扩产与去化之路.....	5
2.2 极端“大小年”之下的供需平衡.....	7
3、政策调控.....	10
4、长周期供需展望.....	12
4.1 需求：消费趋势性走弱，且价格弹性较高.....	12
4.2 供给：单产中枢或还有提升空间.....	13
4.3 结论：平衡易破，面积过剩，去化之路尚未走完.....	15
5、红枣研究框架.....	16
6、2025 年红枣价格展望.....	18
7、风险提示.....	19

## 图表目录

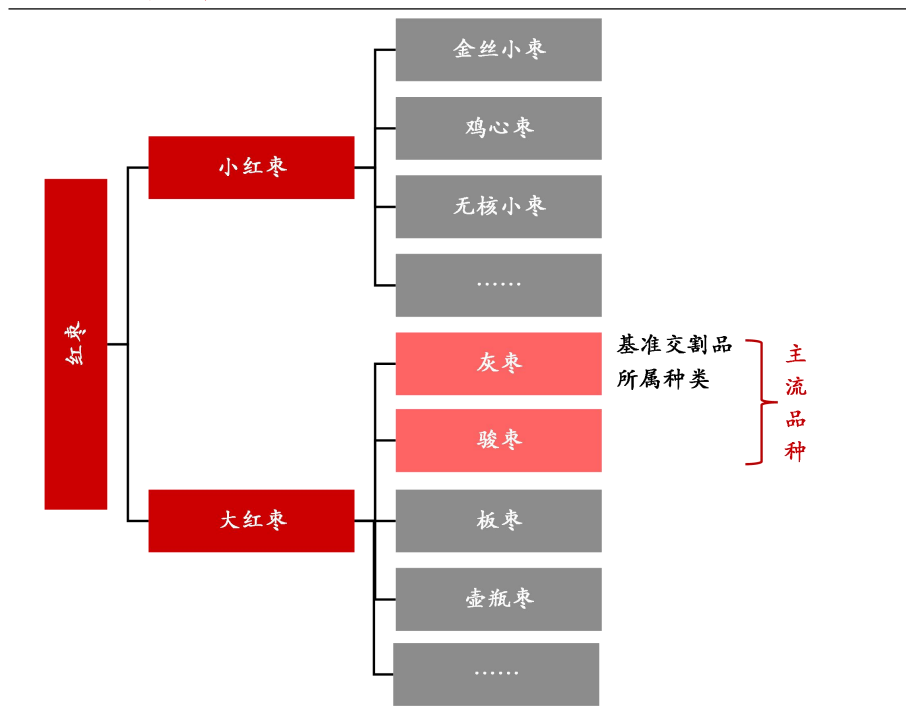
图表 1: 红枣的种类.....	4
图表 2: 红枣期货交割基准品及交割替代品.....	4
图表 3: 红枣进出口占比可忽略不计.....	5
图表 4: 新疆红枣产量占全国近一半的比例.....	5
图表 5: 新疆红枣的扩产与去化之路.....	6
图表 6: 新疆灰枣产量大幅波动（钢联来源）.....	7
图表 7: 新疆红枣产量大幅波动（卓创来源）.....	7
图表 8: 红枣生长周期.....	8
图表 9: 2021-2024 年红枣产情及天气、农户投入情况.....	8
图表 10: 近年红枣价格复盘.....	9
图表 11: 新疆灰枣期末库存.....	10
图表 12: 库消比与收购价.....	10
图表 13: 红枣托市收购情况梳理.....	11
图表 14: 红枣托市收购情况梳理.....	11
图表 15: 红枣托市收购情况梳理.....	12
图表 16: 新疆枣农近年利润（根据钢联成本数据推算）.....	12
图表 17: 新疆枣农近年利润（根据卓创成本数据推算）.....	12
图表 18: 2016 年起全国红枣表观消费量由增转降.....	13
图表 19: 新疆灰枣消费量的价格弹性较大.....	13
图表 20: 枣树生命周期.....	14
图表 21: 新疆灰枣供需平衡表.....	15
图表 22: 红枣基本面研究框架.....	17
图表 23: 枣树面积、单产潜力相对稳定的情况下，农户投入与红枣价格的周期传导.....	17
图表 24: 灰枣年度内，红枣价格的核心影响因素的季节轮换.....	18
图表 25: 2024 年新疆统货平均收购价预期及对应的期货估值.....	19
图表 26: 红枣主力合约收盘价季节性走势.....	19

## 1、简介

红枣（Chinese Jujube），又称干制红枣，是我国的本土水果，生产、消费基本均在国内，进出口占比极小，2022 年出口仅占约 0.3%。红枣营养价值丰富，有“天然维生素丸”之称，且历史悠久，种类繁多，其中灰枣和骏枣为主流品种。灰枣原产于河南新郑，现主要种植于新疆。目前红枣期货**基准交割品为一级灰枣**（对应的现货等级为特级）。

枣农采摘下树销售的红枣称为“统货”，经加工企业清洗、分级等处理后，便可流向消费市场。5 月之后天气转热，红枣需入冷库储存，在冷库中可储存 2 年以上，不过，红枣的仓库标准仓单必须在每年 9 月最后一个交易日前注销，从 11 月 1 日起，接受新季红枣的仓单注册。

图表 1：红枣的种类



资料来源：郑商所、东证衍生品研究院

图表 2：红枣期货交割基准品及交割替代品

灰枣	升水替代品	交割基准品	贴水替代品	
期货等级	A（特级）	B（一级）	C（二级）	D（三级）
对应的现货等级	超特级	特级	一级	二级
升贴水（元/吨）	1200	0	-1800	-3000

资料来源：郑商所、钢联、东证衍生品研究院

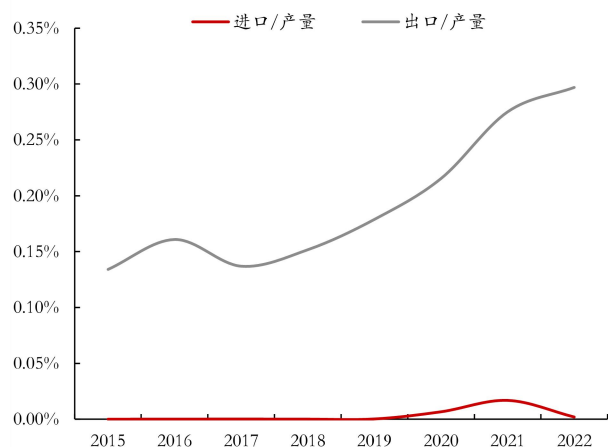
## 2、红枣市场 20 年回顾

### 2.1 新疆红枣的扩产与去化之路

#### 1、扩产

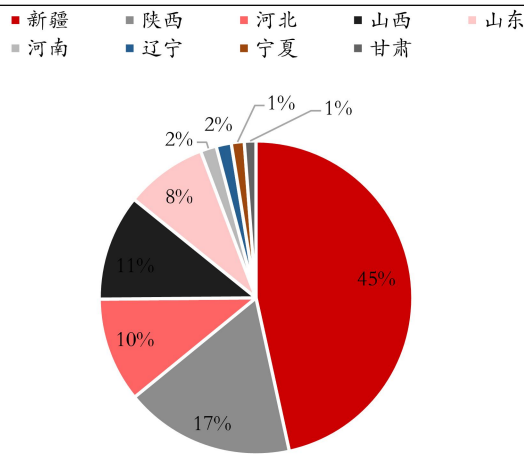
河南、河北、山东、山西、陕西曾是红枣的传统产区，2000 年左右起，随着居民可支配收入的提升以及食品保健意识的兴起，红枣需求逐渐旺盛，收购价逐渐上行，我国红枣面积也因此进入迅速扩张期。新疆地区由于土地广阔、干燥少雨、光热资源丰富，加上枣树对土壤适应能力强，耐干旱、耐盐碱，枣林在偏远地区能起到防风固沙、调温调湿的作用，因此，新疆红枣面积在 2002-2011 年间高速增长，CAGR 高达 40%，逐渐成为了红枣的主产区，形成了如当下所见的“世界红枣在中国，中国红枣在新疆”的格局。根据国家统计局的数据，2017-2022 年间，新疆红枣产量占全国比例多在 45%-50% 区间。

图表 3：红枣进出口占比可忽略不计



资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

图表 4：新疆红枣产量占全国近一半的比例

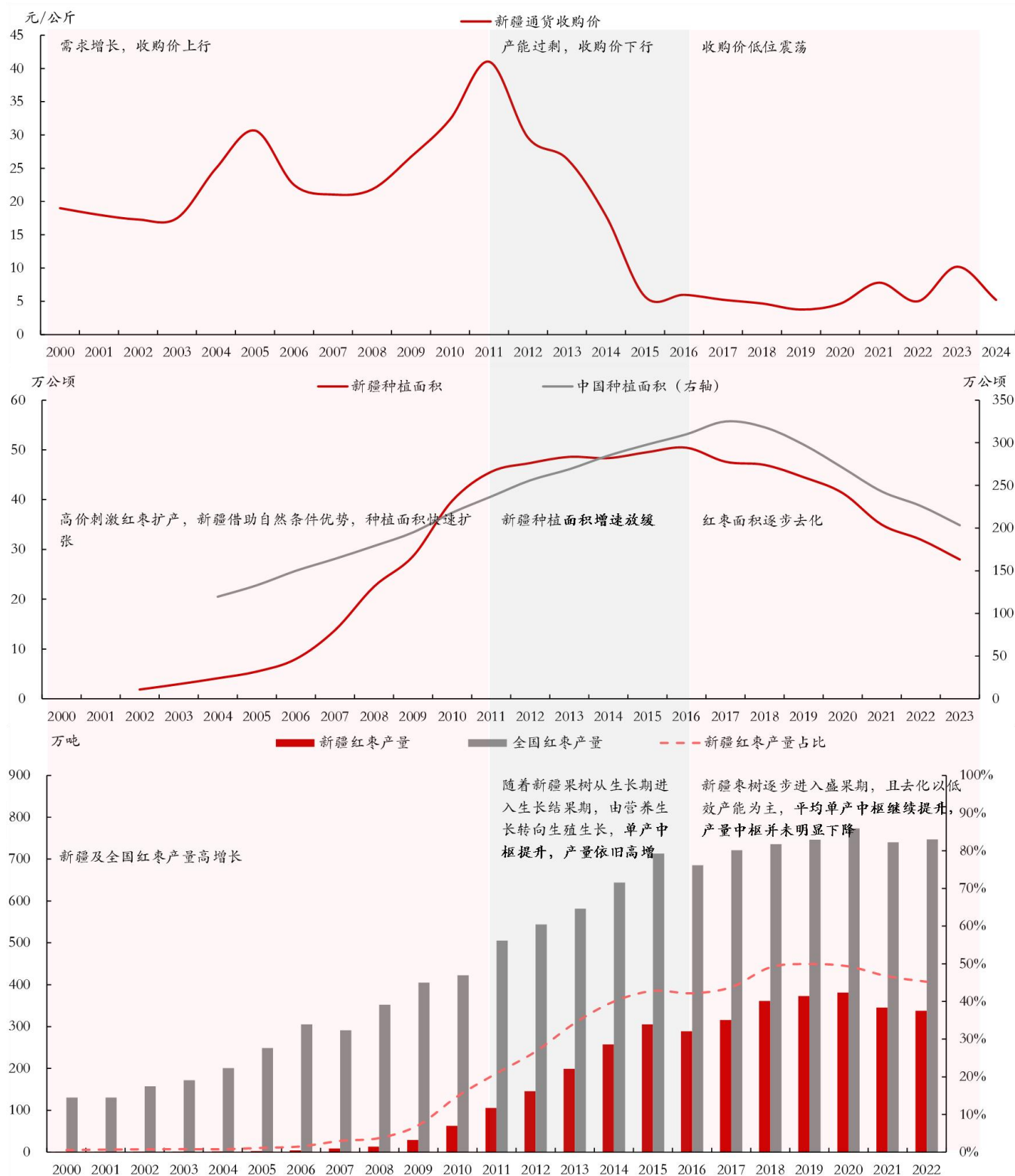


资料来源：统计局、东证衍生品研究院

#### 2、过剩

一方面是面积的扩张，一方面是单产的自然提升（枣树逐渐从生长期进入生长结果期，由营养生长转向生殖生长），导致红枣于 2012 年开始迎来了供需反转，价格大幅下跌，根据统计年鉴的数据，新疆红枣统货收购均价从 2011 年的 35 元/公斤，下跌至 2016 年的 10 元/公斤。此阶段，红枣种植收益大幅下降，但新疆红枣面积仍在提升，只是速度大幅放缓，2011-2016 年间 CAGR 仅 2%。

图表 5：新疆红枣的扩产与去化之路



资料来源：中国林业年鉴、国家统计局、卓创资讯、钢联数据、东证衍生品研究院

### 3、去化

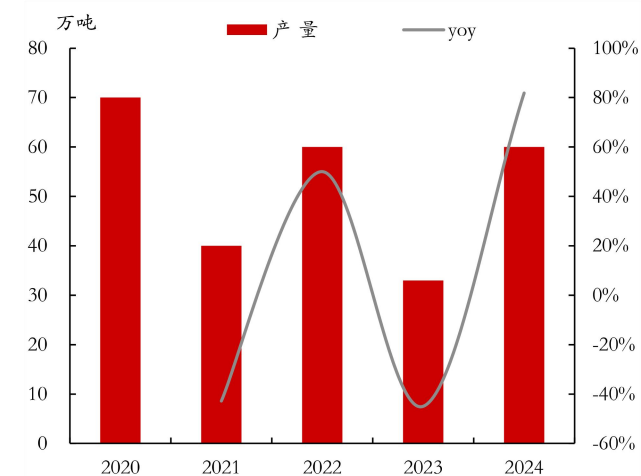
2016年起,新疆红枣面积终于踏上了漫长的去化之路,2016-2023年间面积CAGR约为-8%。但由于新疆枣树逐渐进入了盛果期,且去化以低效产能为主,故平均单产中枢持续提升,导致产量中枢并未明显下降。统计局数据显示,2016-2022年间新疆红枣产量CAGR为2.6%,全国产量CAGR为1.5%。

## 2.2 极端“大小年”之下的供需平衡

### 1、近年新疆产量大幅波动

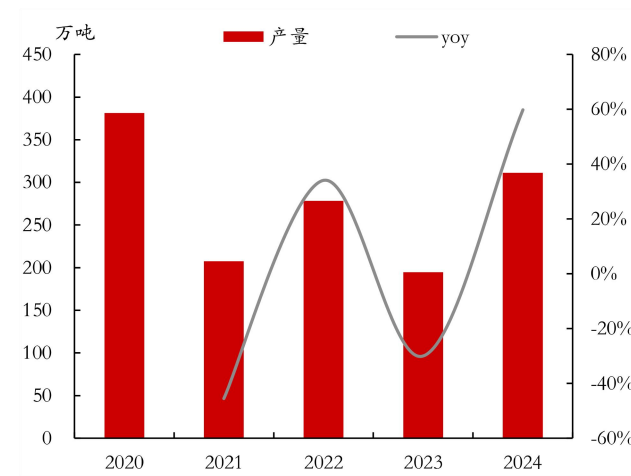
果树传统的“大小年”主要是由树体营养在年份上积累和消耗不均衡导致的,当前枣树树龄结构年轻,仅仅一年的丰产,理论上尚不至于导致大小年出现,但**2020-2024年的新疆产量,的确存在明显的丰减交替**,钢联数据显示,2021和2023年新疆灰枣的减产均可称为“腰斩”,卓创资讯的数据波动幅度略小于钢联,但减产幅度也高达30%-40%。(注:2019年红枣期货上市之后,红枣产量的市场调研数据逐渐增加;不同机构统计的红枣产量数据差异较大,主要是品种、含水量等不同,统计局的口径包含鲜枣的数据。)

图表6: 新疆灰枣产量大幅波动 (钢联来源)



资料来源: 钢联、东证衍生品研究院

图表7: 新疆红枣产量大幅波动 (卓创来源)



资料来源: 卓创、东证衍生品研究院

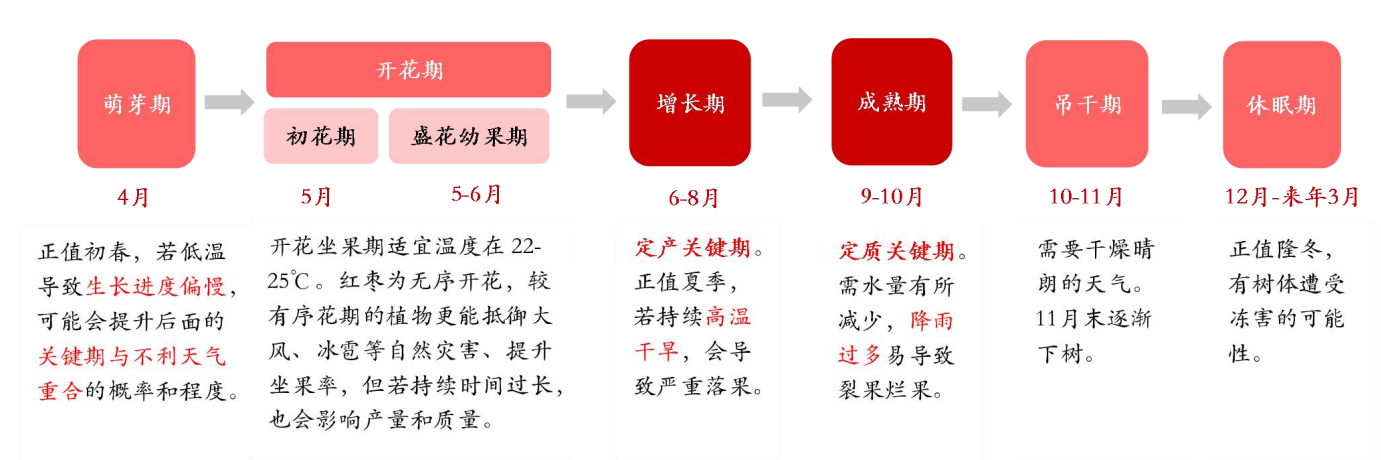
### 2、原因主要在于天气, 其次是农户投入的周期性波动

大量落花落果是红枣的生理特性, 自然坐果率仅1%-2%。不利天气(如高温、持续的大风等)会加剧落果, 而良好的田园管理(如加强土肥水管理、加强病虫害防治、生长枝摘心、花期环割等)则有助于提升坐果率。



作为无序开花的植物，红枣在开花期出现落花落果后，还能重新开花坐果，因此只要不利天气的持续时间不长，对坐果率的影响通常相对有限。对产量而言，**最关键的时段主要还是果实增长期**，通常为6-8月，而盛夏时节最常见的不利天气，即为高温和干旱。此外，在增长期之前的阶段，若是**积温偏低导致生长进度偏慢，也会增加关键期遭遇不利天气的风险**（导致关键期与盛夏时节的重合度更高）。不过，若农户能及时给水，高温的不利影响也会减弱。近年决定枣农投入力度的，主要是上一年的销售价格（既影响可投入的资金，也影响农户对下一年销售价格的预期）。

图表 8：红枣生长周期



资料来源：公开资料整理、东证衍生品研究院

图表 9：2021-2024 年红枣产情及天气、农户投入情况

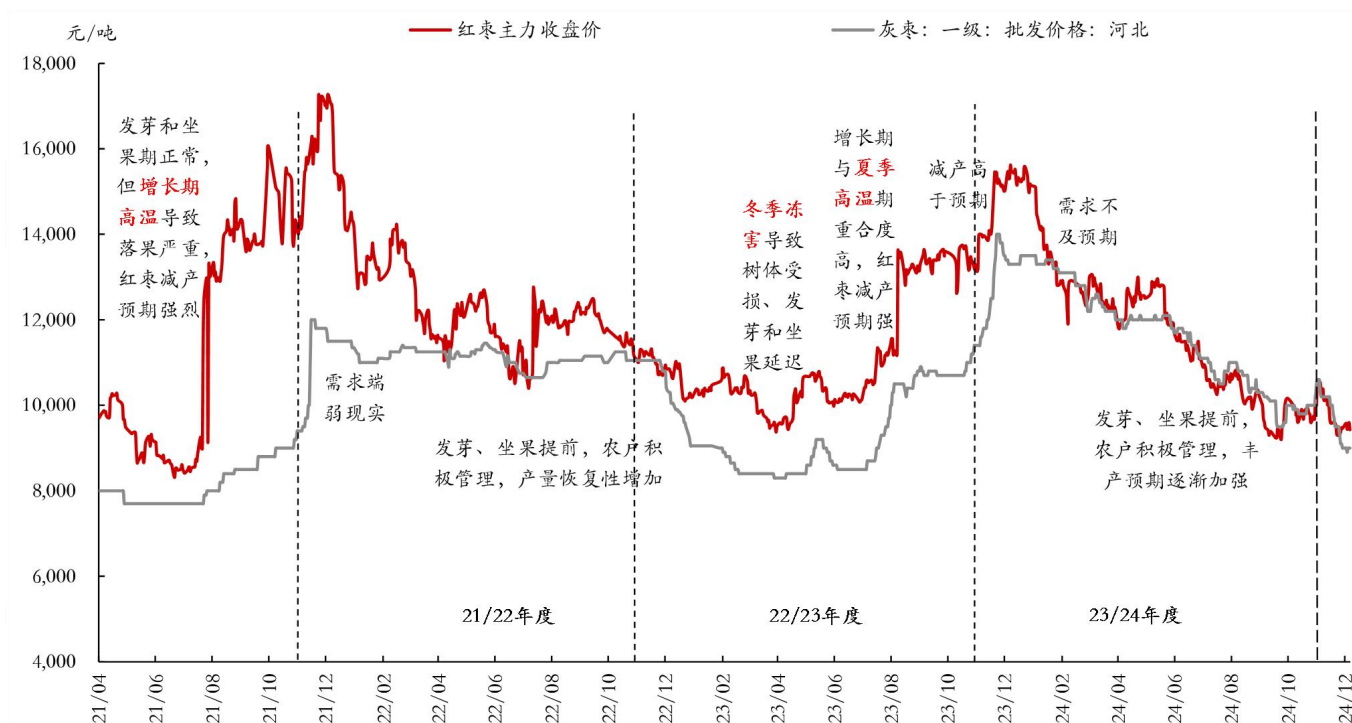
产季		2021	2022	2023	2024	备注
产情		减产	丰产	减产	丰产	受天气和管理水平共同影响
农户投入积极性		一般	积极	一般	积极	存在周期性
天气及生长情况	萌芽期	发芽节奏 <b>正常</b> （4月底开始发芽）	积温高，发芽 <b>提前</b> （3月底开始发芽）	受冻害影响，发芽 <b>延迟</b> （5月初）	积温高，发芽 <b>提前</b> （4月中）	存在不确定性
	开花期	坐果 <b>正常</b>	坐果期 <b>提前</b> 约半个月	坐果期 <b>延后</b>	坐果期 <b>提前</b> 了约10天	
	增长期	遭遇 <b>高温</b> 落果严重	<b>关键期与高温期重合度较低</b> ，积极管理，落果情况正常	遭遇 <b>高温</b> 落果严重	<b>关键期与高温期重合度较低</b> ，积极管理，落果情况正常	

资料来源：钢联、东证衍生品研究院



回顾过去4年，2021和2023年的减产，主要原因均在定产的关键期所遭遇的夏季的高温，叠加农户管理投入积极性较低，且2023年还有冻害影响，既直接令树体受损，又令其发芽、开花、坐果延迟，加剧高温的不利影响；而2022年和2024年的丰产，均受益于积温较高导致的发芽提前，以及农户相对较高的投入积极性。

图表 10：近年红枣价格复盘



资料来源：钢联、东证衍生品研究院

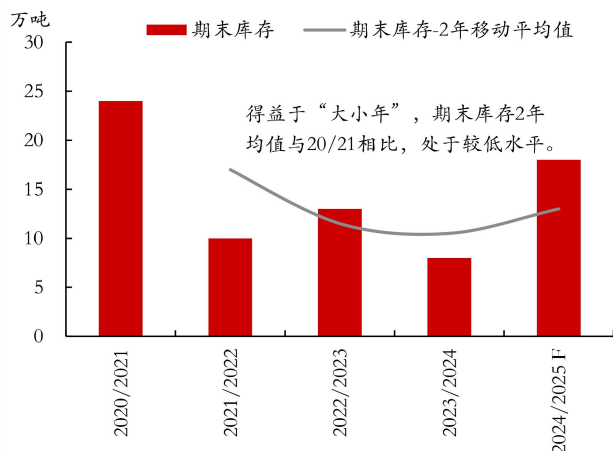
### 3、影响

2022年起，新疆地区红枣面积去化放缓。钢联调研情况显示，2024年也只有少量间伐和弃耕，近两年新疆灰枣的有效种植面积基本稳定。2025年枣农销售价格和单斤收益虽然同比下降，但横向与其它农产品对比，相对收益仍然良好，砍伐、改种的可能性预计很小，2025面积预计继续保持相对稳定。

目前“大小年”成为了市场部分参与者隐含的基准预期。目前的红枣的平均收购价约5.2元/公斤（收购期尚未结束），高于2019、2020年的3.76和4.63元/公斤，与2022年的5元/公斤相差无几。但从2021产季开启极端“大小年”之后，红枣期末库存的2年移动均值就保持在相对中性的水平。当前盘面远月合约多围绕9500元/吨震荡，对应的统货成本也在5.2-5.4元/公斤，结合历年收购价和库消比来看，我们认为当前的价格隐含了2025年的库存结转将继续保持中性的预期，而这或需要2025年大幅减产才能达成。这一现象背后的主要原因，或许是最近4年产情数据的“学习效应”较为深刻，而2019年红枣期

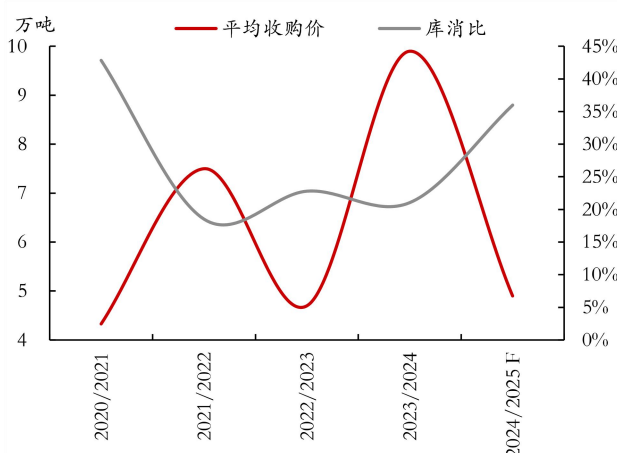
货上市之前数据较为缺乏，市场对这一阶段关注和研究也相对不多。

图表 11: 新疆灰枣期末库存



资料来源：钢联、东证衍生品研究院

图表 12: 库消比与收购价



资料来源：钢联、东证衍生品研究院

### 3、政策调控

与许多农产品一样，红枣也存在着托市收购，通常是在新枣下树后的枣农销售阶段，以高于市场价的水平收购。但红枣收购政策的特征也与粮食作物存在着明显差异。

粮食作物通常会在价格过度下跌时出台调控政策，以保护农户收益，但红枣近年暂未表现出类似的特征。在近年红枣丰产、枣农销售价较低年份中，除了2019年启动了托市收购并且调控的效果显著之外，其余的2020年、2022年和2024年，均无均效果明显的托底政策出台（结合新闻与价格表现来看）。而在红枣减产、价格走高的2021年却启动了托市收购。2019年10月，新疆果业集团和若羌县签署《红枣托市收购合作协议》，新疆果业集团将以8.5元/公斤的统货最低收购价，对若羌红枣进行托市收购，远高于当时3-4元/公斤的市场均价，收购时间截止到2020年1月20日，资金来源于农发行等渠道的授信；2021年11月，泽普县亦启动托市收购，灰枣统货收购价格在7.2元左右，也高于11月初的6元/公斤的市场收购均价（后期市场价格上涨至8-9元/公斤）。

据参与托市的企业反馈，2019年托市政策的出台，主要是助力乡村振兴和脱贫攻坚。2020年底，贫困县全面实现摘帽，**脱贫攻坚目标如期完成，或是红枣托市收购逐渐淡出市场的原因之一**。在丰产年份，虽然枣农销售价较低，但红枣仍有一定种植利润，较高的产量也可让枣农的总收益有所保障。根据钢联数据，近年红枣自有地种植成本约3700元/亩，纯包地种植成本约4300元/亩，换算为元/公斤的成本，波动主要来源于单产。丰产年份价格较低，但成本也较低，自有地农户的种植利润约1.5-1.6元/公斤，纯包地农户利润约0.8-0.9元/公斤。卓创调研统计的种植成本较钢联更低，自有地种植成本约2200元/亩，纯包地种植成本约3200元/亩，在丰产年份，自有地农户的种植利润约3元/公斤，纯包地农户利润约1.9元/公斤。

图表 13：红枣托市收购情况梳理

	时间	收购价格	收购地区	当年产情	价格表现
2019 年	19 年 10 月下旬公布，20 年 1 月 20 日收购截止	统货最低收购价 8.5 元/公斤	若羌县	丰产	收购新闻公布后期货价格上涨，1 月收购期临近结束时回归供需基本面，价格一路下行。
2021 年	-	灰枣统货收购价约 7.2 元/公斤	泽普县	减产	期货价格已基本充分甚至过度反映减产的利多，新枣收购期以震荡下跌为主；统货价格走强。

注：由于红枣的托市收购启动时缺乏公开的政策性文件，上表仅梳理了有权威新闻媒体报道的年份的托市收购情况；不完全整理。  
 资料来源：新疆日报、东证衍生品研究院

图表 14：红枣托市收购情况梳理

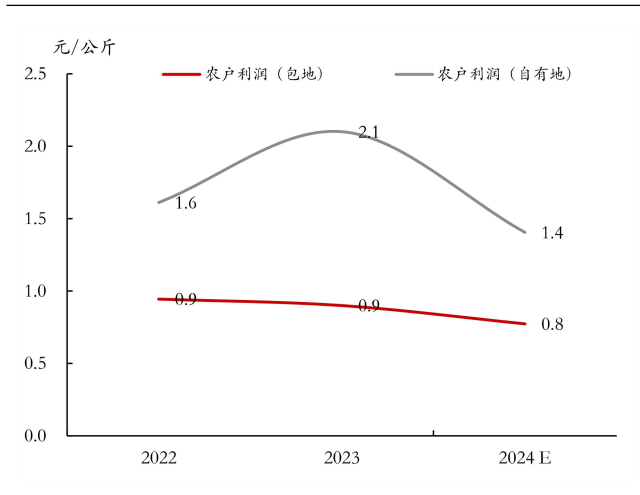
单位：元/亩	2021	2022	2023	2024 E
地租	600	600	600	600
人工	2200	2270	2300	2300
水电	150	180	200	200
肥料	650	750	800	800
农药	250	300	400	400
总成本（自有地）	3250	3500	3700	3700
总成本（包地）	3850	4100	4300	4300

资料来源：钢联、东证衍生品研究院

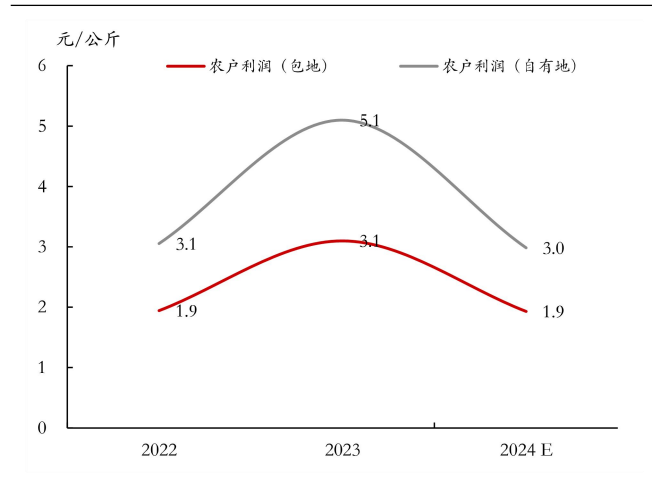
**图表 15: 红枣托市收购情况梳理**

单位	指标	2022	2023	2024 E
元/亩	种植成本（包地）	4100	4300	4300
	种植成本（自有地）	3500	3700	3700
公斤/亩	主流亩产	900	500	1000
元/公斤	成本（包地）	4.6	8.6	4.6
	成本（自有地）	3.9	7.4	3.9
	通货平均收购价	5.5	9.5	5.4
	农户利润（包地）	0.9	0.9	0.8
	农户利润（自有地）	1.6	2.1	1.5

资料来源：钢联、东证衍生品研究院

**图表 16: 新疆枣农近年利润（根据钢联成本数据推算）**


资料来源：钢联、东证衍生品研究院

**图表 17: 新疆枣农近年利润（根据卓创成本数据推算）**


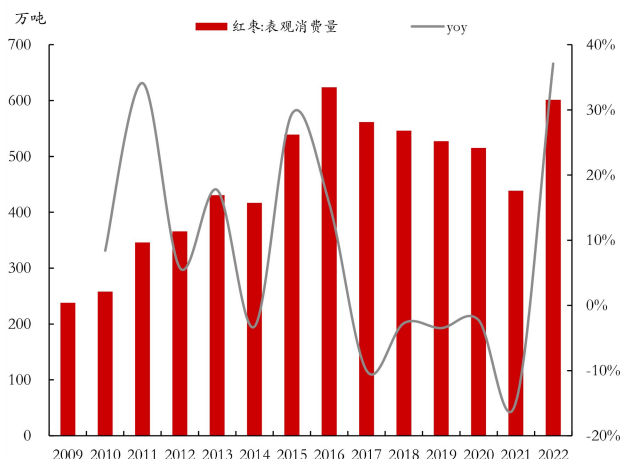
资料来源：钢联、卓创、东证衍生品研究院

## 4、长周期供需展望

### 4.1 需求：消费趋势性走弱，且价格弹性较高

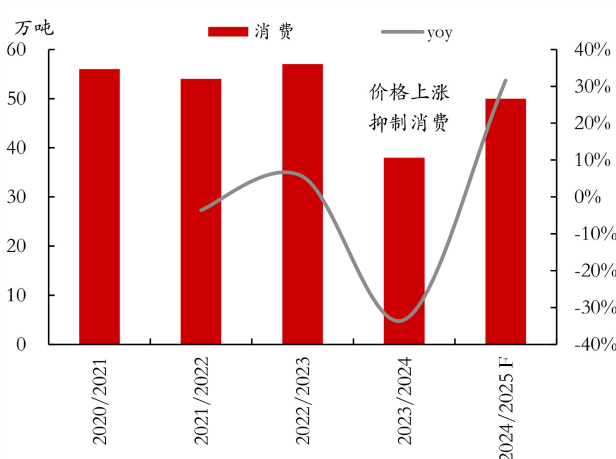
统计年鉴数据显示，2016 年之前，全国红枣表观消费量跟随居民收入和养生意识而保持增长趋势；2016 年之后，**红枣表观消费达峰**，转向波动下降。钢联的灰枣消费量也保持缓慢下降趋势，**疫情之后走弱的时间趋势更加明显**；此外，春、夏、秋三季的消费逐渐平滑化，节日效应的提振效果逐渐减少，备货不及预期的情况出现概率提升。

图表 18: 2016 年起全国红枣表观消费量由增转降



资料来源: Ifind、郑商所、中国林业年鉴、东证衍生品研究院

图表 19: 新疆灰枣消费量的价格弹性较大



资料来源: 钢联、东证衍生品研究院

在增长期结束之后，红枣作为非刚需消费品，其较高的价格弹性也开始显现。23/24 年度红枣大幅减产，但 23Q3-23Q4 价格大幅上涨之后，红枣消费也受到抑制，一方面是终端消费意愿受到抑制，另一方面线上渠道销售占比较高，原材料价格上涨后，分销商利润受到侵蚀，推广、备货意愿也受到抑制。2024 年初，春节备货不及预期，价格小幅回落；冬季的消费旺季过后，消费持续走弱、价格大幅下跌，且 2024 年端午备货继续不及预期。

展望未来，由于当前宏观消费较为低迷，红枣消费或延续下行的时间趋势，叠加周期性波动，预计表现为波动式走弱。

## 4.2 供给：单产中枢或还有提升空间

### 1、枣树的生命周期与单产

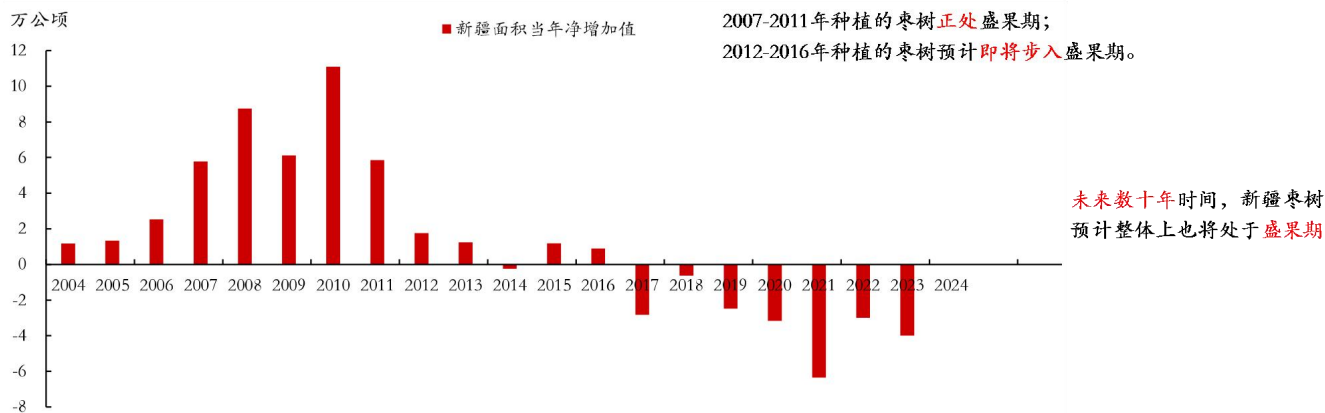
- 枣树的首个生命周期被称为“生长期”，在这一阶段，其产量相对较低。枣树从生长期过渡到下一个生命周期“生长结果期”所需的时间跨度不一，短则 3 至 4 年，长则 7-8 年。在规模化种植中，通过采用酸枣苗嫁接技术，可以显著缩短生长期，通常仅需大约 3 年时间。
- “生长结果期”持续时长一般为 15 年左右，如果田园管理得当，可缩短至 5-10 年，此阶段产量较前期有所提升，但仍然不高。
- 枣树产量的巅峰为“盛果期”，这一阶段持续时长一般可达 50 年以上，优秀的田园管理水平可进一步延长盛果期的长度。
- 进入下一个周期“结果更新期”后，红枣产量将降低，这一阶段一般可延续至栽植后的第 80 年左右。

- 有文献资料表明在栽植后的第 80-100 年，红枣将进入“衰老期”，届时产量将大幅下滑。不过，目前首批规模化种植的枣树尚未度过一轮完整的生命周期，未来的实际情况可能会与理论情况有所不同。

## 2、未来步入盛果期的枣树预计将继续增加

草根调研信息显示，2011 年左右有大批农民入疆种植红枣；从种植面积的历年净增加情况也可推断，新疆枣树多数或种植于 2007-2016 年间。2007-2011 年间种植的红枣，目前正处于且未来数十年预计都将处于盛果期，即单产潜力保持在巅峰状态；2011-2016 年种植的红枣在未来 5-10 年预计也将步入盛果期，因此，新疆红枣平均单产中枢预计还有提升的空间。

图表 20：枣树生命周期



资料来源：钢联、郑商所、中国林业年鉴、公开资料整理、东证衍生品研究院



### 4.3 结论：平衡易破，面积过剩，去化之路尚未走完

钢联、卓创的调研情况显示，在过去 4 年单产波动较为极端的情况下，红枣的期末库存 2 年平均值仍然较为中性，并且即便是在大减产年份，也基本没有库存过度紧张的情形出现；这也意味着，如果两年平均单产回归正常水平，当下的红枣的面积仍然是过剩的，一旦红枣产量出现连续 2 年的丰产，库存结转恐将继续累积。

图表 21：新疆灰枣供需平衡表

单位：万吨	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025 F	2025/2026 F
期初库存	10	24	10	13	8	18
产量	70	40	60	33	60	58
yoy		-43%	50%	-45%	82%	-3%
总供应	80	64	70	46	68	76
消费	56	54	57	38	50	54
yoy		-4%	6%	-33%	32%	8%
结转	14	-14	3	-5	10	4
期末库存	24	10	13	8	18	22
库消比	43%	19%	23%	21%	36%	41%

资料来源：钢联、东证衍生品研究院

新疆灰枣的产季以 11 月为分界线，目前处于 24/25 年，以钢联的**新疆灰枣供需平衡表**为基础，我们**继续向后展望至 25/26 年**：

- 产量：**钢联数据显示，2024 年红枣实现丰产，且单产水平还略高于 2022 年，结合面积的轻微下降，我们估计 24/25 年新疆灰枣产量约 60 万吨，与 22/23 年基本持平；如前文所述，由于红枣相对其它品种的种植收益仍然较好，2025 年有效面积预计也不会明显下滑，单产方面，则以同比小幅下降为基准预期（即假设天气正常，农户投入积极性降低，令单产略有下降）。
- 需求：**由于目前价格偏低，低价格可能会刺激红枣需求恢复，但同时也考虑到消费大概率趋弱的时间趋势，预计 24/25 年新疆灰枣消费量将同比回升 32%至 50 万吨，略低于往年正常水平；25/26 年假设消费继续回升至 54 万吨，接近往年正常水平。
- 库消比：**由于 2024 年红枣增产已成定局，除非需求有超预期的高增长，24/25 年库



消比大概率提升；而在 2025 年单产预期中性的情景下，即使给以消费比较乐观的预期，25/26 年库消比预计也将**累至近年的次高位**；若近两年消费量因宏观环境低迷而修复明显不及预期，则库消比可能将超过 20/21 年，**达到近年的最高水平**。

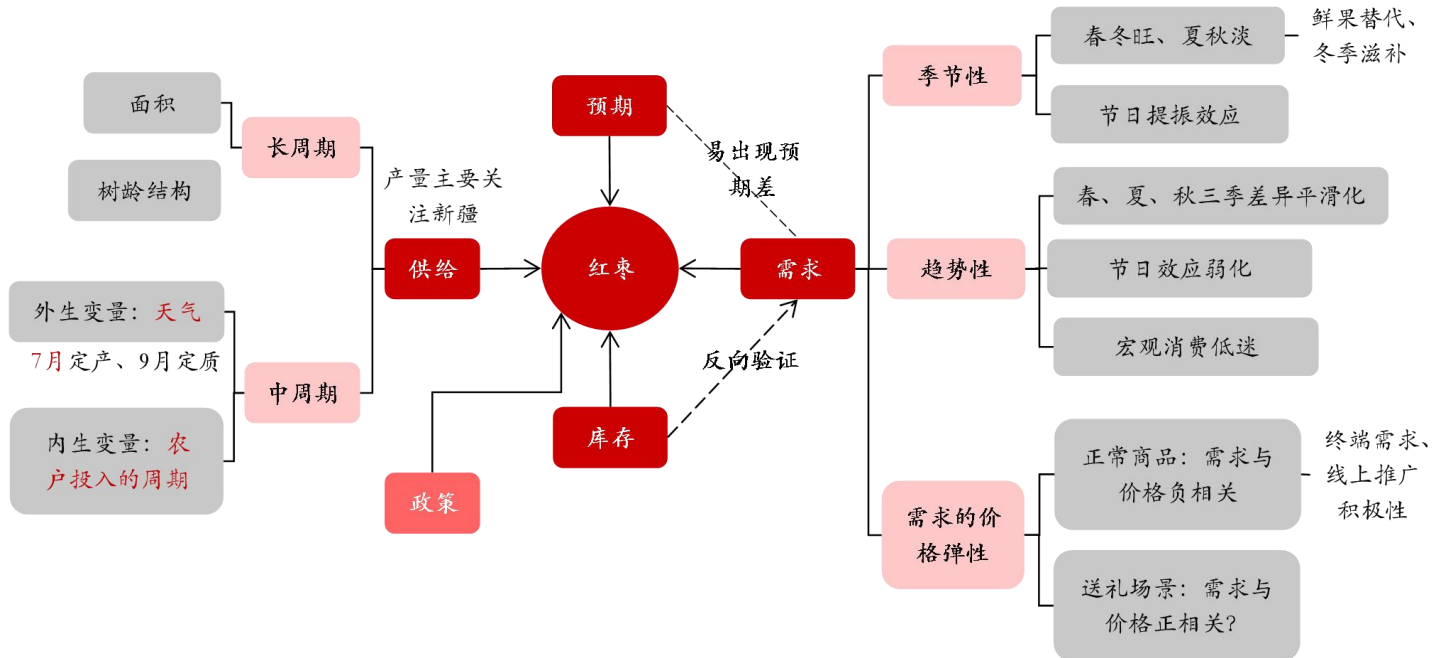
由于红枣种植的前期投入较高，农户通常不会轻易砍树，产能去化更多可能是以间伐和弃种的形式，缓慢淘汰掉部分低效产能，而这一进度或许相对漫长，也需要红枣相对于其它品种种植收益保持较低水平，且天气、政策托市等也会放慢去产能的步伐。

## 5、红枣研究框架

基于上述市场回顾和供需分析，可总结出红枣的定价特征：

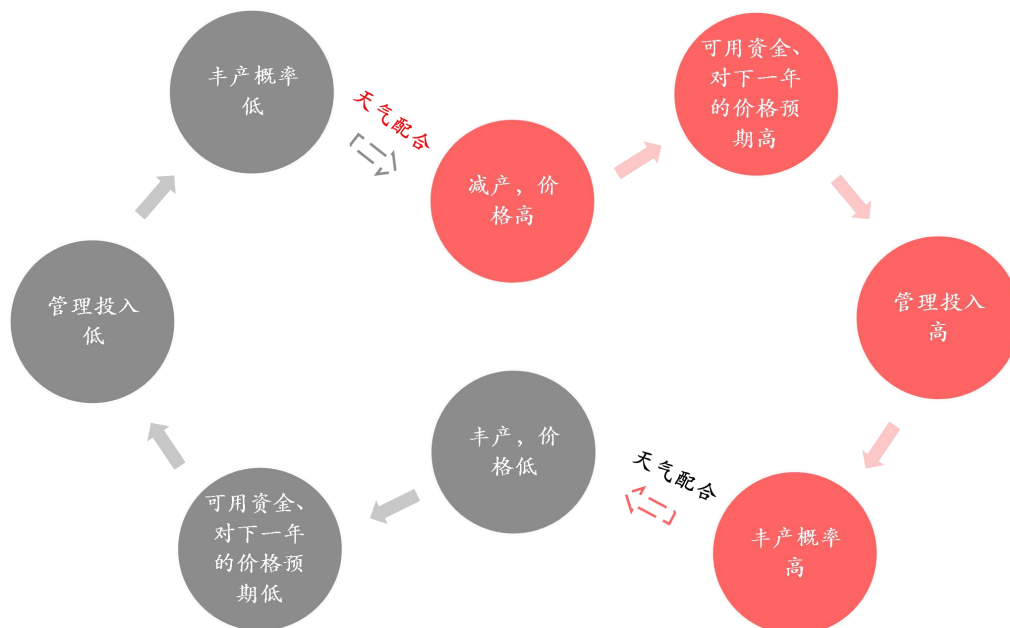
- 供给端，长周期主要看面积和树龄结构，但较高的初始固定投入决定了面积对价格作出的反映是高度滞后的；但在中短周期之中，农户当年的田园管理**投入水平通常会跟随上一年的价格调整**，从而影响丰产的概率，亦可在**中短期周期内达到类似于“蛛网模型”的效果**，不过，天气仍然是单产水平重要的影响因子。
- 与传统的农产品不同的是，**红枣需求弹性很大，定价权重较高**，但却几乎没有可跟踪的下游消费数据，主要是红枣加工厂、消费品品牌的集中度低，因此，**更易于出现需求端的预期差**。
- 但市场仍然**更乐于交易相对有迹可循的供应端变量**，对需求的交易以现实走货、节日备货情况判断为主。
- 作为小品种，企业在现货市场进行大量集中收购的资金成本，与其它主流农产品而言相比较低，期货端资金也更易入场炒作，价格波动的风险更大。

图表 22：红枣基本面研究框架



资料来源：东证衍生品研究院

图表 23：枣树面积、单产潜力相对稳定的情况下，农户投入与红枣价格的周期传导



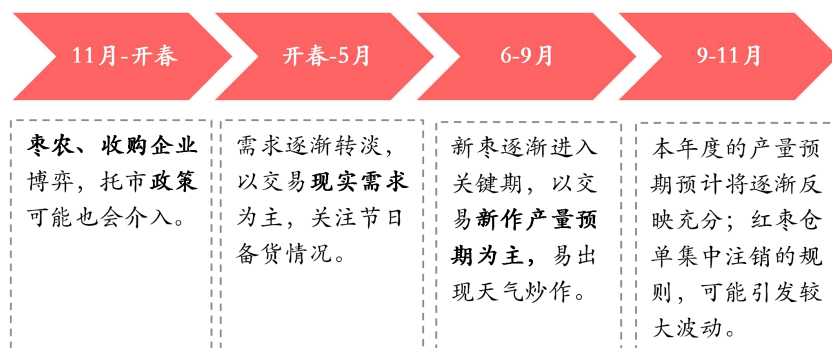
注：图中价格特指枣农销售期的平均价格；虚线箭头代表传导未必顺畅，还需要天气的配合。

资料来源：东证衍生品研究院

红枣价格的**核心影响因素**也同样存在**季节轮换**的特征：

- 11月新疆新枣开始下树，若无明显的产量预期差，则市场通常以产区枣农与收购企业的博弈来定价，上年售价、自媒体等因素会影响枣农销售心态；此阶段政策也可能介入，但近年托市收购逐渐淡出市场，市场对此关注度降低。
- 冬季结束之后，需求逐渐转淡，现实需求成为主要的定价因素，节日备货情况是反映需求的重要指标之一。
- 6月起，新一季的红枣逐渐进入关键期，新季产情成为市场的关注重点，且红枣市场对天气炒作通常有较高的热情。
- 临近9月，红枣产量基本明晰，后期的天气主要影响质量。此时仓单规则对期货市场的影响相对较大。红枣仓单9月需集中注销，且上年陈枣不可重新参与11月的仓单注册。因此，一方面，09合约通常会面临较大的仓单压力；另一方面，市场可能也会对01合约抱有新枣收购偏慢、仓单量偏少的担忧。

**图表 24：红枣年度内，红枣价格的核心影响因素的季节轮换**



资料来源：东证衍生品研究院

## 6、2025 年红枣价格展望

虽然市场对 2024 年红枣的丰产交易已久，但当前的价格隐含了“大小年”延续、2025 年期末库存回归中性的假设，因此，2025 年的天气和产情或是未来价格走势的关键变量。虽然 2025 年农户的投入积极性大概率将周期性回落，但若缺乏天气的配合，红枣大概率将实现相对正常的单产水平，在偏乐观的需求假设下也将出现大幅累库。未来的供应端变量，主要关注春季的萌芽和开花节奏，以及夏季的高温情况：

- 若丰产的基础能够逐步夯实，叠加需求逐步季节性走弱，红枣价格预计将长期下行。估值上，25H1 预计主要锚定 2024 年的红枣统货收购成本，当前收购期尚未结束，平

均收购价或还有小幅下行空间，若以 5 元/公斤、90%的商品率、1000 元/吨的加工费推算，对应的期货价格不足 9000 元/吨；25H2 预计将逐渐向 2025 的统货收购价预期靠近，丰产预期兑现后农户收益预计将被压缩，统货收购价或将回到 2020 年甚至 2019 年的水平（3-4 元/公斤），期货价格或将创下上市以来的新低。

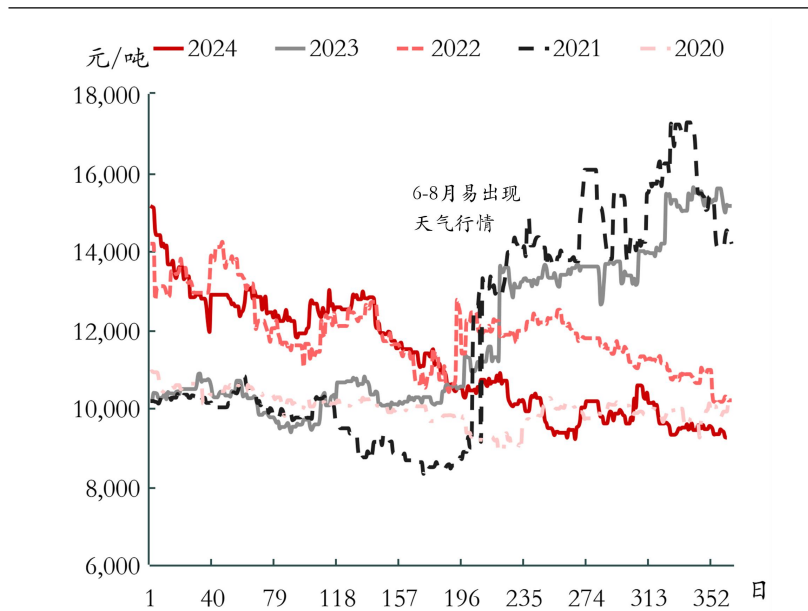
- 但鉴于红枣期货上市以来的 2 轮天气炒作行情，均带来了巨大的赚钱效应，一旦 2025 年天气具备炒作的基础，市场的热情或仍将较为高昂，届时或先以交易减产预期为主，若减产预期兑现，后期或也会面临弱需求带来的回调，长期看预计走势偏震荡。

图表 25：2024 年新疆统货平均收购价预期及对应的期货估值

通货平均收购价预期（元/公斤）	5.2	5	4.8
加工费（元/吨）	1000		
商品率	90%	90%	90%
短途运输（元/吨）	60		
包装费（元/吨）	500		
现货一级（期货二级）灰枣理论价格	7338	7116	6893
期货一级灰枣理论价格	9138	8916	8693

资料来源：钢联、卓创、东证衍生品研究院

图表 26：红枣主力合约收盘价季节性走势



资料来源：钢联、东证衍生品研究院

## 7、风险提示

天气；需求超预期；托市收购的不确定性。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

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

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)