

一朝春尽红颜老，花落人亡两不知

文字不能保证内容的真实性，而是形成一个语境，让人们可以问“这是真的还是假的”。——尼尔·波兹曼《娱乐至死》

2017 年 12 月，苹果期货合约在郑州商品交易所上市，正式开启了生鲜水果品种在我国商品期货市场上上市交易的大门。

2018 年是苹果期货元年，也是苹果市场充满戏剧性、话题性的一年。即将过去的这一年，苹果期货从一个被市场忽视的小品种，成长为备受瞩目的成交之王。在这个市场中，有顺势而为赚的盆满钵满的多头，有坚定不移呐喊到最后一刻的空方；而更多的是，那些在犹豫不决中错失机会的人和那些因为抵抗不住波动压力而承受损失的人。

随着总体趋势的结束以及交易费用的增加，苹果期货的持仓量已经从高峰期的 49 万手减少至 25 万手，成交量则由最高的 401 万手降至不到 20 万手，让人不免感叹：一朝春尽红颜老，花落人亡两不知。对苹果期货仍有期待的我们，希望“落红不是无情物，化作春泥更护花”。

这是我们的苹果年报，我们深知，在一个嘈杂的市场中，没有鲜明的观点与独到的见解，是无法被听见的。但我们不会告诉投资者，“苹果行情的起点是 13000”，我们也不会宣扬“只做 100% 的行情”。我们向大家呈现的是我们所观察到的市场边际变化，以及根据变化所进行的逻辑推理和推理得出的理性结论。我们希望读者能够对我们的叙述始终保持怀疑的态度，并向我们提出问题。

本报告主要分为三个部分，第一部分我们对过去的一年期现货市场的情况进行复盘，寻找影响市场变化的主要因素，并且观察在这一年中，市场所发生的、会对未来产生影响的变化。第二部分，我们将基于当前进行的市场预期，对 2019 年苹果期货市场做出展望。第三部分将总结我们关于苹果市场的大体思路，并给出一些基于当前环境的操作逻辑。

请参阅最后一页的重要声明

苹果产业链年度报告

作者姓名：田亚雄 魏鑫

邮箱:weixinqh@csc.com.cn

电话:023-81157287

发布日期：2018 年 12 月 29 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周一下午 5 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

农产品研究团队

田亚雄 首席研究员
联系电话：023-88367400
投资咨询资格编号：Z0012209

牟启翠 豆类研究员
联系电话：023-86975422
投资咨询资格编号：Z0001640

魏鑫 生鲜研究员
联系电话：023-81157271

石丽红 油脂研究员
联系电话：023-81157273

邵航 商品期权研究员
联系电话：023-88060455

蒋欣然 玉米研究员
联系电话：023-81157271

吴新扬 软商品研究员
联系电话：023-88369577

HTTP://WWW.CFC108.COM

目 录

第一篇 过去的就让它过去，故事终究有个结局	2
一、懵懂时代	2
（一）为什么是 7800？质量是唯一关键。	2
（二）扶贫？还是过剩？	2
（三）下跌是行情的前奏	4
二、一曲春歌	4
（一）节后余生	4
（二）春寒料峭	5
（三）交割！交割！	6
三、曲终人散	6
第二篇 毁不灭是我 尽头的展望	8
四、潮起潮落，我是岸边的一颗顽石	8
（一）价格之锚	8
（二）替代之谜	8
五、序曲已响，再奏一首春歌	9
（一）刺激、刺激	9
（二）改变的，不仅仅是交割标准	11
六、多空对峙，近远月不同模式	12
（一）近月合约：预期与反预期的战争	12
（二）远月合约：溯洄从之，道阻且长	13
第三篇 苹果期货交易思路及策略	14
七、价格波动范围	14
八、近月合约操作思路及策略	14
九、远月合约操作思路及策略	14
附 录	15
附录一：苹果期货持仓分析	15
附录二：苹果成本利润分析	16

第一篇 过去的就让它过去，故事终究有个结局

一、懵懂时代

（一）为什么是 7800？质量是唯一关键。

2017 年 12 月 19 日，郑州商品交易所发布通知，公布苹果期货上市时间为 2017 年 12 月 22 日。首批上市交易苹果期货合约 AP1805、AP1807、AP1810、AP1811、AP1812，各合约挂牌基准价均为 7800 元/吨。

为什么是 7800？应该多还是应该空？

这是市场上众多投资者心中的疑问。人们需要去寻找的是，**现货市场的对应物的价格**。然而苹果现货市场的复杂性增加了寻找期货对应标的的难度。80#国标一级果，质量容许度 5%的水准，与现货当中的山东一二级 80#果有着巨大的不同，并不能直接等同。相关交割库的人员参与果交割培训之后，都表示仓单注册的难度比想象中更大。

在现货价格 80#一二级客商货报价 3.2 元/斤的情况下，交易所确定了 7800 元/吨的挂牌基准价，将交割品的质量升水以及交割的新增成本加入其中。然而，在以质论价的市场中，期货追求的标准化并没有得到足够多的理解和认可。在后续的市场运行中，交割品的质量升水与成本升水都挤压殆尽，盘面甚至一度贴近现货市场中的一二级客商货价格运行。忽视质量和标准的市场，会在未来改正它的错误。

（二）扶贫？还是过剩？

作为“扶贫果”，苹果期货的市场情绪起初是高涨的。但是，“既要扶贫，价格不能太低”，这样带着政治意图的想法在市场当中生存了不到一个月，就迎来了酣畅淋漓的下跌。

“过剩”是笼罩在苹果产业上的一片乌云，可以想象，在每年生产 4450 万吨¹苹果的国度，每年苹果的种植面积还在以 5%左右的水平增长。与此同时，90 年代迅速扩张的苹果园由于技术的落后，正在逐步进行整合与换代。从运营模式上，合作经营代替了个体经营；从种植技术上，矮砧密植代替了乔砧种植。两个方面的重大变革，都将苹果整体的生产能力进行了大幅的抬升。苹果的过剩表现在质量的底下、品种的单一。而过剩造成的问题，则是农民收入的减少以及种植风险的增加。控制风险，根据市场价格预期来调整种植结构，借助衍生品工具推出保险项目，才是苹果期货“扶贫”应有的路径。

供给快速增加而需求增长缓慢。我国的人口增长率已经由上世纪 90 年代 15‰的水平下降到 5‰的水平。城镇化的进程在过去二十年内疯狂地加速，如今也进入到了降速区间。尽管贫困人口减少、居民消费能力和意愿的增强仍然在为我们的消费市场增进活力，但**苹果作为生鲜大宗商品，在缺乏工业消费需求的情况下，生鲜**

¹ 本文大量引用了官方统计数据，但并不代表作者完全认可此类数据，只是因为市场中并没有更好的替代产品。

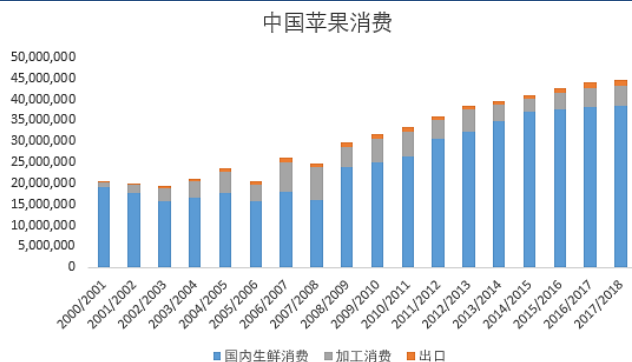
消费的力量仍是基于消费人口的数量，价格仍是其主要竞争力。

图表 1：我国苹果总产量（万吨）



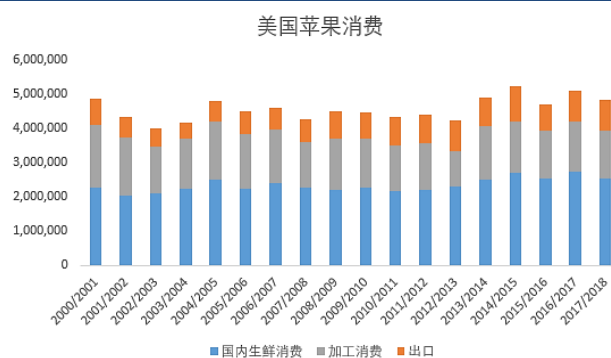
资料来源：Wind，中信建投期货

图表 2：中国苹果消费结构（吨）



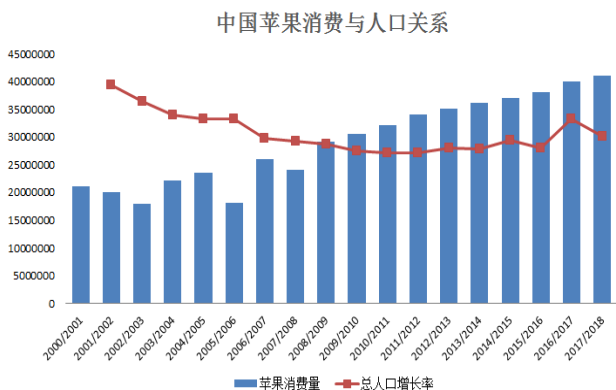
数据来源：USDA，中信建投期货

图表 3：美国苹果消费结构（吨）



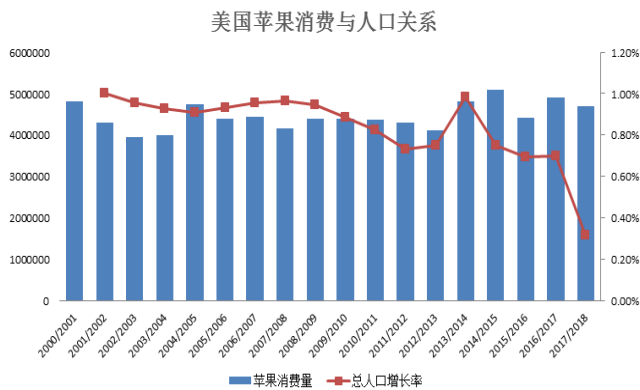
数据来源：USDA，中信建投期货

图表 4：中国苹果消费与人口增长关系（吨、%）



数据来源：USDA，Wind，中信建投期货

图表 5：美国苹果消费与人口增长关系（吨、%）



数据来源：USDA，Wind，中信建投期货

（三）下跌是行情的前奏

前文提到，7800元/吨的价格，与投资者在市场上所接触到的现货价格有一定的差距。在主要的交易参与者都没有了解交割品质量标准的情况下，将期货交割品的升水挤干。

苹果上市后，市场逐渐开始围绕“过剩”做起文章。而实际上，我们所谈论的过剩是产业发展中所面临的一个威胁，是不加限制的扩张带来的未来的风险。对于当季已经收购的苹果来说，收购价格作为买卖双方对于市场的理性判断，并不需要再背负“过剩”这一道枷锁。

在这个市场懵懂的时代，谁先发现了交割品升水、谁先了解了苹果每年的价格运行模式，能够大胆地进行布局，也就能够在行情到来时吃到最甘甜的果实。可是谁又知道后市能够有一场一飞冲天的行情呢？

二、一曲春歌

（一）节后余生

如果问大多数的苹果期货参与者，苹果期货是什么时候开始上涨的，也许其中的许多人会回答，是在“冻害”之后。其实不然，苹果的触底回升是在春节之后。春节之前，市场预期现货价格将有较大幅度的上涨，然而，事实却是，苹果的价格相对平稳。那么相对的，苹果价格在春节节后也没有出现较大幅度的下跌，也与市场预期相反²。

苹果期货在春节前后的市场反应模式不禁让笔者想起国内期货市场上市的另一个生鲜品种：鸡蛋。超前地反应预期，同时在预期没有实现的情况下提前地进行恢复性的行情。同样作为生鲜品种，苹果和鸡蛋在许多地方，尤其是消费的属性上，有着相似之处，但是，他们之间更深层次的差别决定了我们不应该用看待鸡蛋的手法来看待苹果。节后缓慢恢复的期货价格在沉默中走上爆发之路。

图表 6：苹果、鸡蛋、豆粕供需特点对比

	苹果	鸡蛋	豆粕
供给	一年一次，断层明显	连续供给	北美南美交替供给（大豆）
需求	需求高峰与低谷对于存货价格影响不大，主要影响出库量，价格将随库存变化，有一定延后性	需求状况直接反映到价格之上	需求具有一定的平滑性，与养殖周期相关但没有明显的季节性
库存	影响现货价格的核心因素	库存较少，现货商根据预期会进行可能的操作	一定程度上取决于油厂对于豆粕的平衡、选择
替代/关联	其他水果	蔬菜、其他蛋白类	其他粕类、植物蛋白饲料

资料来源：中信建投期货整理

²这里的价格主要指产区库存果在产区的拿货价格

（二）春寒料峭

4月3日至7日，我国陕西、山西、甘肃省大部地区出现大幅降温天气，黄土高原苹果种植区苹果花受冻严重。

今年开春后气温回升较快，苹果开花进度提前，而4月上旬的急速降温与提前盛开的苹果花不期而遇。

图表 7：苹果生长周期及温度条件

阶段	时间	温度条件	
根系生长期(落叶休眠至萌芽前)	-	根系没有休眠期，1-2℃时开始生长	
萌芽期	3月中下旬	5℃以上萌芽	
新梢生长期	3月下旬到4月上旬	8℃以上，需求水分较多	
开花期	4月中旬	苹果花芽自萌发到开花需要日平均气温>10℃的积温240-260℃	
		5℃以下，花粉受冻，失去活性	
		水分过多对开花不利	
果实生长发育期	生理落果	4月下旬-5月上旬	幼果期-1℃即受冻害
	胚胎发育	6月下旬-8月上旬	适宜温度19-21℃
	果实膨大期	8月中旬-10月中旬	月平均日照时数>150h
			果实膨大期适宜温度22-28℃
			需足量水分供应
落叶休眠期	11月上中旬开始	气温低于15℃苹果树开始落叶	
		7.2℃以下的低温达到1440-1662h才能结束自然休眠	

春季霜冻，影响花芽

虫害

夏季冰雹

秋季霜冻，影响果实

春季霜冻，影响花芽

虫害

夏季冰雹

秋季霜冻，影响果实

资料来源：公开资料，中信建投期货

在交割品质与成本升水被压制的情况下，突如其来的倒春寒给了苹果大幅上涨的原始动力和想象空间。

在常人眼中，倒春寒也许就是一个正常的节气，北风带来阵阵寒意，多穿件衣服即可抵御。但对于处在花期中的果树来说，低温带来的冻害可以使花朵完全失去生命力。

产业方面在冻害发生的第一时间便能意识到其影响，而接近产业的相关人士则能够在灾害发生的第一时间在期货盘面进行响应。彼时的期货盘面整体持仓量不到5万手，资金以汹涌之势入场，在冻害发生的一周内翻倍至10万手，并在五月底来到接近50万手，苹果期货的价格也从6000元/吨的水平来到10000元/吨（1901合约）。

回望过去的一波上涨，冻害无疑起到了导火索的作用，冻害导致的减产也是价格上涨的主要原因。但与此同时，我们不能忽略的是，从7800到6000的这一波不太合理的下跌其背后所代表的交割品质与成本因素给与苹果期货价格的整体支撑。

（三）交割！交割！

当市场中有人鼓吹苹果期货价格望向高处，而背后的逻辑在于交割苹果特别好，交割品数量少的时候，我们就需要保持一种怀疑的态度。**苹果的交割标准，注重严更甚于注重好**，希望在交割覆盖面上更加广阔同时也希望交割品质统一减少争议，最终的目的在于引导市场未来的发展方向。

标准的严格，体现在指标的 Settings 和检验的过程上。果形、色泽、果梗、表面缺陷等构成了苹果的外观指标，根据质量容许度的要求，不符合外观指标的苹果只能占检验总样本量的5%以内。而在样本中，还要抽取一部分进行硬度和可溶性固形物的检测。此外，对于大小的控制也相对严格，大小容许度5%。对于相关指标的严格规定和对容许度的严格把控，推进苹果成为标准化的生鲜产品，这是苹果作为期货商品的必须要求。通过严格地执行抽样——表面检查——硬度/可溶固形物检查的流程，市场逐步清楚和明白苹果期货标准的意义。

符合交割标准的苹果到底好不好？相对于国内生产的大部分苹果来说，交割品是既好又标准。但是，交割品仍然是大宗的苹果，不是珍品果、特供水果，它好，但没有那么好，更不能算是最好。所以，作为一种大宗水果，无论这些准备好的折算仓单，是直接走向现货市场还是通过期货交割的流程走向消费市场，它终究要走向大众消费市场，而面临的消费人群、苹果的必须性以及相关产品的竞争能力决定了它价格的上限。

三、曲终人散

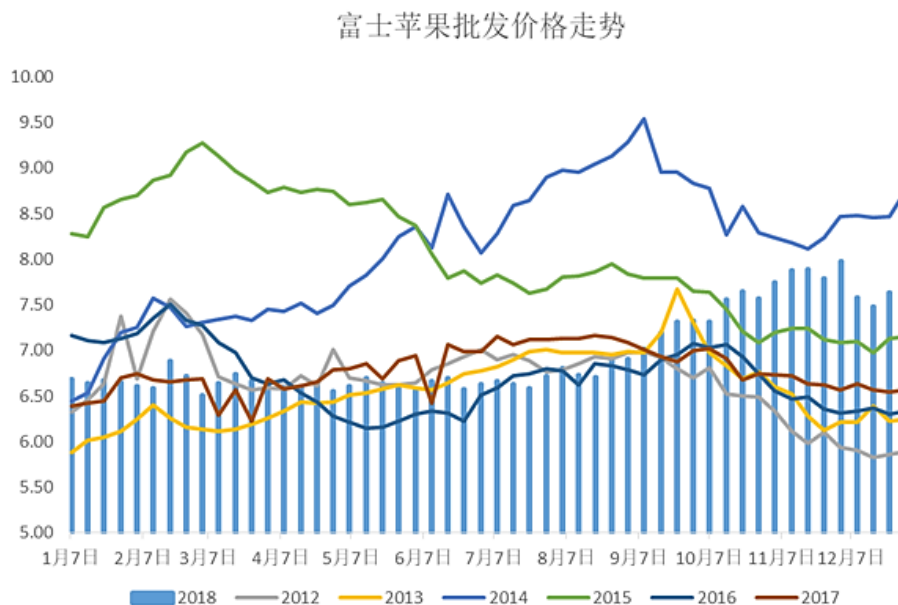
收购入库前，我们迎来了苹果的最后一波上涨，然后就开始进入漫长的宽幅震荡时间。两个价格的出现现在节前给苹果定下波动的范围：一个是收购价格，一个是销售报价。

收购价格决定收购成本，收购成本决定交割的原始成本。这个成本究竟是多少？无疑是市场中大部分投资者的疑问。然而，无论怎么计算，我们都无法得到一个统一的答案，地区不同、收购的途径不同、货品的质量不同，这些都让我们的计算增加了难度。而且，生成的仓单，仅仅是整体收购的苹果中的一部分，其（真实）成本还需要由其余部分的销售价格来决定。

仓单成本（未知）= 收购苹果价格+收购/筛选费用+储存费用+资金成本-销售非仓单标准品的利润（未知）

销售报价对于价格的上限有着明显的指导意义。收购价格确定，存货商已经有了一个心理价位。基于心理价位加上预期的收益，存货商对外报价显示了在当前预期下，他愿意成交的价格。**如果在现货市场上能够以这个价格买到对应质量的苹果，在期货盘面高于这个价格接货就没有意义。**当然，存货商的报价也将根据市场发展的方向有所变动。

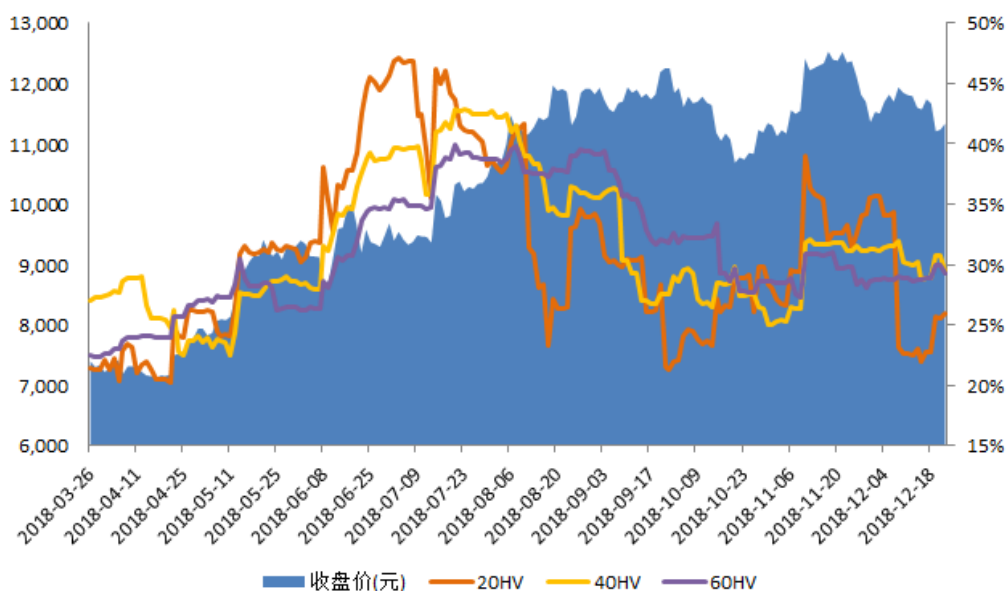
图表 8：苹果批发价格历史波动（元/公斤）



资料来源：Wind，中信建投期货

受到两个价格的夹击，苹果整体波动收窄，持仓与成交也相继减少。1810到1812合约相继走向交割，苹果期货这首曲子已经走向尾声。而最后留下悬念的，只有1905合约能否在乐曲的尾声再度奏出一次高潮。

图表 9：苹果主连合约指数及历史波动率对比



资料来源：Wind，中信建投期货

第二篇 毁不灭是我 尽头的展望

四、潮起潮落，我是岸边的一颗顽石

在工业品价格研究体系中，我们总是首先关注宏观经济的情况，对于大部分的产品来说，投资与消费是主导其供给和需求的根本力量。但农产品，尤其是生鲜品这种产业链条短、价格弹性相对较低的商品，实际上受短期宏观因素的影响是很小的，相反，农产品中各品种在价格上的共振反而可能会导致宏观经济出现一定的变化。

（一）价格之锚

行为经济学中的“锚定效应”是指当人们需要对某个事件做出评估时，会将某些特定数值作为初始值，这个初始值像锚一样制约着评估结果。

对于果农来说，他们的价格锚在于投资于果园的成本，或者是邻居家销售苹果的价格；对于存货商来说，他们转手销售的价格锚在于其收购的成本，或者是同行的销售价格；而下游贸易商的价格之锚则可能是存货商的报价或者是他上一次成交的价格。

当交易者们自上而下地锚定价格之后，价格粘性则明显地呈现出来，所有的报价都在短期内趋于稳定。这种短期的稳定无法形成一个稳态，反而使价格的波动更加具有危险性。由于市场对于需求由下至上的反应有一定时间的迟滞，所以当下游真实的信息向上游反馈而上游不得不做出决策应对时，价格之锚被打破，市场将呈现短时大幅波动的情况。

对于1907之前的合约来说，收购成本已经成为明显的价格之锚。现货市场各个主体都依靠这一参照物进行定价和论价。在此情况之下，期货市场所需要判断的，不仅仅是价格变化的方向和程度，更是价格变化的时间。在价格之锚的作用之下，宏观经济形势的变化对于市场价格的影响就变得不太重要了。但我们仍需要注意，从长期的产业发展来看，人口数量与结构、消费水平对于生鲜品消费的支撑作用，同时，我们也需要思考，在消费品多样化的今天，具有典型大宗商品性质的水果将以何种姿态出现在我们的食谱当中。

（二）替代之谜

根据中国营养协会“中国居民膳食指南”的推荐，我国居民日常消费水果每天应在200~350克，换算成每年大约在73~128千克。而在苹果消费上，我国人均表观消费量就已经达到了28千克/年，占到膳食指南整体水果消费量的21.58%~37.8%，是欧盟人均消费量的1.83倍，美国的3.26倍。平均而言，中国人每消费五斤水果，就有一斤是苹果。

作为横跨温带、亚热带、热带的国家，我国在水果生产上具有独到的地理和气候优势，水果种类繁多。随

随着我国农业经济的不断发展与转型，我国水果产业也逐渐壮大，在瓜类、苹果、梨、葡萄等主要水果产量上，均位居世界前茅。凭借生产上的独到优势，种植者们为国内消费者提供了海量的水果供应，而随着技术的进步与推广，水果的供应也日益丰富。

苹果与其他水果的替代性是不言而喻的：我们每个人能够消费的食物有限，其中水果的占比相对固定，苹果必须和其他水果进行竞争才能在我们的食谱上取得一席之地。尽管在这样的分析框架上，作为消费者的我们似乎有足够的选择性，但实际上并非如此。水果之间的竞争受到以下三个方面的限制：

1. 供销时间

不同水果有其主要的供应销售时间，这一点上，即便是大宗的苹果、瓜类也是如此，仅有少部分热带水果能够常年持续稳定地供应。在水果消费的习惯上，新鲜与应季通常是大部分消费者的偏好，因此，时间上的差异直接削弱了不同水果之间竞争的激烈性。

2. 区域物流

尽管很多人认为，当前冷链运输技术与跨区域销售网络已经步入成熟，空间的区隔不足以影响消费者的选择。然而，且不论水果消费中存在的“在地”偏好，很多外来水果的消费仍然需要完成当地民众从接受到喜爱的过程。苹果作为早期就在国内各区域间广泛流通的一种水果，在这一层面上具有天然的优势。

3. 消费心理

就如同我们在“价格之锚”中所讲的，上游市场对于苹果的价格有一个锚定的价格。同样，消费者对于水果的价格同样有锚定的价格。尽管两种水果之间的价差远远超过他们之间内含营养物的差距或者口感带来的愉悦的差距，但消费者对与水果的价值判断很大程度上取决于他上一次购买时的价格。在这种消费心理的影响之下，消费者对于每一种水果本身就有其心理价位，其他品种水果价格的上涨与下跌，对于其购买标的的意愿的影响就不是那么显著了。

五、序曲已响，再奏一首春歌

（一）刺激、刺激

2018年12月19日，郑商所发布公告，调降1910以及之后合约的保证金和交易手续费。交易所条件交易成本，刺激远月合约活跃度意图明显。从盘面上来看，当前远月合约（1910-1912）整体持仓仅在两万手左右，成交量不足主力合约的2%；与此同时，远月合约的波动程度相比近月有着天壤之别，进入12月以来，1910合约整体的波动幅度仅在150元/吨左右，这比近月合约多数时间里一天的波动都还要小。

交易成本是阻碍市场交易的一个方面，但同时可以看到，19/20年度的苹果生产尚未进入关键阶段，市场可以进行操作的空间不大，是期货盘面波动小、市场参与度不高的根本原因。

交易所的刺激政策有用与否还需要进一步的观察，当前的交易费用已经回到相对正常的水平，苹果市场多空矛盾分歧的剧烈程度决定了短期盘面的火热与否，长期来看苹果交易和监管的制度与实施水平将决定苹果期货长期的发展。

图表10：苹果手续费与保证金调整过程

日期	手续费	保证金	备注
3月15日	1元/手	7%	AP 合约手续费调整至 1 元/手
5月16日	3元/手	7%、10% (1807)	AP1807 合约保证金调整为 10%
5月22日	20元/手	7%、10% (1807)	
5月23日	20元/手	7%、15% (1807)	AP1807 合约保证金调整为 15%
6月14日	10元/手	9%、25% (1807)	AP 合约保证金调整至 9%；AP1807 合约保证金调整为 25%
6月21日	20元/手	9%、25% (1807)	
6月28日	20元/手	11%、25% (1807)	AP 合约保证金调整为 11%
7月16日	20元/手	11%、20% (1907)	AP1907 合约保证金调整为 20%
9月3日	20元/手	11%、15% (1810)	AP1810 合约保证金调整为 15%
9月18日	20元/手	11%、25% (1810)	AP1810 合约保证金调整为 25%
11月16日	20元/手	11%、15% (1901)	AP1901 合约保证金调整为 15%
12月3日	20元/手	11%、20% (1901)	AP1901 合约保证金调整为 20%
12月19日	20元/手	8%、 11% (1903-1907)、 20% (1901)	AP 合约保证金调整至 8%；其中 AP1901、1903、1905、1907 合约保证金维持不变
12月20日	5元/手、 20元/手 (1901-1907)		其中 AP1901、1903、1905、1907 合约手续费维持不变

资料来源：郑州商品交易所，中信建投期货

除去政策上的刺激，明年的市场，也有许多故事可以讲。苹果种植面积的扩张将成为收获之前的市场基调，但根据时间的飘移，市场也将目光对准春节的消费、库存去化情况、生长期的各项灾害以及收获定价的过程。这一系列事件爆发的过程我们在今年已经体会过一次，在不同时间刺激下，在这个慢慢成熟的市场中，或许会有不一样的反应。

（二）改变的，不仅仅是交割标准

相比近月合约的交割标准，1910及之后合约的标准既有部分放宽也有部分做出了加强。在放宽质量容许度的同时，对于虫伤、磨伤、碰压伤和刺伤等对苹果价值造成严重影响的部分进行了一定限制（相比之前当然也是放宽的）；对于收获期出入库硬度的控制则是明显的加强，硬度设置的更改使期现货的结合更加紧密，月间价差将更加平和。新的交割标准放宽了替代品的范围，使得大面积交割成为可能。由于贴水设置的固定性和市场销售的不确定性，可交割品范围的扩大，有利于卖出方选择最为合适的交割品进入交割。交割配对原则的改变则对于卖方来说有较好保障，同时有利于在交割月之前期现价格的回归。

图表11：苹果交割标准改变对比

条款	原规则	新规则
第四条	车（船）板交割、仓库交割	车（船）板交割、仓库交割和 厂库交割
第六十三条	基准交割品：一等及以上等级质量指标且果径$\geq 80\text{mm}$的红富士苹果。 1. 质量容许度不超过 5%； 2. 磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比不作要求） 替代品及升贴水：一等及以上等级质量指标且$75\text{mm} \leq \text{果径} < 80\text{mm}$的红富士苹果。 1. 质量容许度不超过 5%； 2. 磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比不作要求； 3. 贴水 2000 元/吨。	基准交割品：一等及以上等级质量指标且果径$\geq 80\text{mm}$的红富士苹果。 1. 容许度$\leq 5\%$； 2. 质量容许度$\leq 10\%$ 3. 虫伤、磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比$\leq 8\%$ 替代品及升贴水： （一）一等及以上等级质量指标且果径$\geq 80\text{mm}$的红富士苹果： 1. 容许度$\leq 5\%$； 2. 质量容许度$\leq 10\%$； 3. 虫伤、磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比$\leq 10\%$； 4. 贴水 400 元/吨 （二）一等及以上等级质量指标且$75\text{mm} \leq \text{果径} < 80\text{mm}$的红富士苹果： 1. 容许度$\leq 5\%$； 2. 质量容许度$\leq 10\%$ 3. 虫伤、磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比$\leq 8\%$； 4. 贴水 1500 元/吨 （三）一等及以上等级质量指标且$75\text{mm} \leq \text{果径} < 80\text{mm}$的红富士苹果： 1. 容许度$\leq 5\%$； 2. $10\% < \text{质量容许度} \leq 15\%$ 3. 虫伤、磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比$\leq 10\%$； 4. 贴水 2000 元/吨
第六十四条	入出库硬度指标：	入出库硬度指标：

	1. 入库时，硬度不得低于 6.5kgf/cm ² ； 2. 出库时，硬度不得低于 6kgf/cm ² 。	1. 入库：每年 10 月 1 日至次年 2 月 20 日（含该日）入库的苹果，硬度不得低于 7kgf/cm ² ；其他时间入库的苹果，硬度不得低于 6.5kgf/cm ² ； 2. 出库：每年 10 月 1 日至次年 2 月 20 日（含该日）出库的苹果，硬度不得低于 6.5kgf/cm ² ；其他时间出库的苹果，硬度不得低于 6kgf/cm ² 。
第六十九条	卖方在会员服务系统提出交割申请后未得到买方会员响应的，卖方会员可于申请当日下午 2 时 30 分之前撤销交割申请；没有撤销的，由计算机系统判为作废。	苹果品种当日闭市后，对于未得到买方会员响应的交割申请，交易所通过计算机系统，先按照“建仓时间最早的法人持仓优先”原则，确定参与配对的买方持仓，后由计算机按先车（船）板后仓单的原则予以配对（配对日）。
第八十四条		1. 复检结果确定的质量容许度的等级高于（包括等于）车（船）板信息标示的等级，以车（船）板信息标示的等级为准，由此产生的复检及相关费用由争议提出方承担； 2. 复检结果确定的质量容许度的等级低于车（船）板信息标示的等级，但在交割标准允许范围内，以复检结果确定的等级为准，买方应当接受，由此产生的一切费用和责任由卖方承担。
第九十一条		苹果开具增值税专用发票或农产品销售发票。

资料来源：郑州商品交易所，中信建投期货

六、多空对峙，近远月不同模式

（一）近月合约：预期与反预期的战争

我们认为，苹果期货盘面价格，仍然将由基本面因素确定，资金对价格的推动，短时可能形成一定的扭曲作用，但并不可在长期持续。关注长期的基本面变化仍是我们的重点。

前文已述，苹果存货商的价格之锚已经牢牢确立，短时间想要打破并非易事。从苹果收获后期到当前，苹果存货商对于库存货的报价保持了长期的稳定，这也是报价方衡量下游承受能力之后给出的折中价格。相比往年同期，当前的库存货报价普遍上涨了30%左右，这根本是因为收购价格的大幅上涨，而存货商实际的利润空间增长并不明显。尽管从每单位苹果中获取的利润有微幅的上涨，但市场整体的贸易量出现明显下滑，想要

想要从中实现扭亏为盈并不轻松。

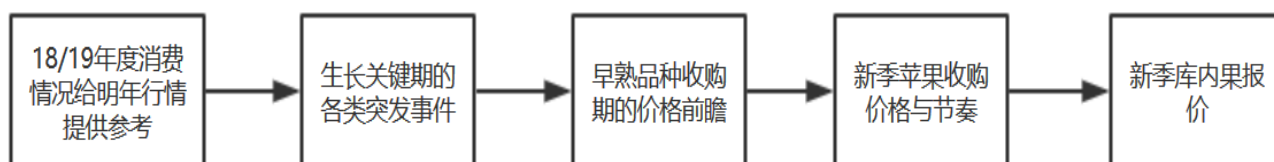
我们认为，苹果价格未来的走势主要由库存的去化情况决定，而库存去化的情况则由消费状况决定。库存去化的节奏是关键。在本年度消费受价格限制，而库存不多支撑上游挺价的情况下，市场价格容易出现前期的长期坚挺和后期的急剧变化。清明节前的水果市场是水果品种和数量都比较少的时期，消费者的选择受到一定限制，苹果在这个季节占据着相当重要的一席。加之清明之前苹果库存很难对现货商形成压力，因此，价格在前期下跌较为困难。而清明之后尤其是五月来临，库存少则价格涨、多则价格跌，不过对于盘面的参考意义已经不大了。

当前市场存在着春节推动消费和消费市场总体悲观的两个预期。首先，苹果消费的季节性，在销售区可能有部分体现在价格至上，但在产区，主要体现在销货量上。因此，预期节前涨价节后跌价，并据此操作容易被反预期的资金抓住。而市场总体的悲观情绪逐渐反映在对于盘面价格的持续压制之下，可是在产区价格长时间稳固的情况之下，提前走出的预期也给出市场一些反复的机会。

（二）远月合约：溯洄从之，道阻且长

相比已经走过行情高潮的近月合约，19/20年度的远月合约还没有开始它的行情。

图表 12：19/20 年度苹果价格传导路线



资料来源：中信建投期货整理

苹果这一品种的一大特点在于，基本面长期保持稳定，而期货盘面却时时刻刻蠢蠢欲动，基于资金的推动，个别事件对于盘面产生的影响会在某些时候远大于整体基本面的影响。远月合约要在未来一年经历生长、采摘到种植的三个阶段，每个阶段有不同时段不同时间带来的不同影响因素，对于每种风险因素进行分析，理性看待这些因素带来的价格变化。

第三篇 苹果期货交易思路及策略

七、价格波动范围

【近月合约】：10800-13000（春节前）

【远月合约】：6800-8900（不发生重大灾害的情况下）

八、近月合约操作思路及策略

近月合约以1905为代表，我们认为其波动空间上有顶下有底，并且随着销售进程地推进，其波动将呈现明显的方向性，但具体的方向仍需要基于库存去化情况进行考察。

当前市场悲观预期占据主流，反而留下一定的向上空间，搏反弹、搏上涨可以在市场打足悲观预期之后进行。春节前后如果出现价格低谷则可尝试布局多单，清明节前预期市场波动将加剧，前期持仓需谨慎处理。

九、远月合约操作思路及策略

远月合约以1910为代表，在交割制度更加完善、交割场所熟悉流程、交割双方更加成熟的背景之下，期货盘面会与现货市场有着更加紧密的联系。一方面，盘面对于现货价格的深度跌水和前一年度较为紧张的供给都支撑着当前的远月合约；而另一方面，在苹果关键生长期度过之前，市场仍会注入一定的风险升水。从这两个方面来看，短期内苹果远月合约的价格仍将维持一个相对平稳的状态。

远月合约较小幅度的震荡短期看来，并不存在操作的意义，但长期来看仍有一些机会。面对局部性灾害可能出现的价格过度反应、在丰产预期下的持续承压以及在交割规则改变下的利空释放都将是未来在远月合约上布局的机会。

附录

附录一：苹果期货持仓分析

【稳定主力席位】

海通期货、中信期货、永安期货、中信建投期货、华泰期货、徽商期货、申银万国

【次主力席位】

中国国际、国泰君安、一德期货、光大期货、银河期货、广发期货、南华期货、浙商期货

【游资席位】

东航期货、中辉期货、东证期货、国信期货、鲁证期货、兴证期货、方正中期、银河期货、宏源期货、五矿易经

图表 13：2018 下半年苹果主力席位盈利能力排序

表现排序：

主力席位	盈利评分	游资席位	盈利评分
方正中期	10	和合期货	10
徽商期货	7	鲁证	9
中信期货	3	东方汇金	9
永安期货	3	兴证	7
国泰君安	2	国海良时	5
海通期货	1	新湖	5
中信建投	-1	华安	5
长江期货	-2	中辉	0
浙商期货	-3	招金	-2
银河期货	-5	广发	-3
宏源期货	-6	华安	-3
华泰期货	-8	五矿易经	-7
		广州	-9
		宝城	-9

资料来源：Wind，中信建投期货整理

注：盈利评分与实际盈利会有较大出入（交易所只录入前20数据、观察合约与时间有限、游资席位可能只考虑了单个合约），仅供参考。

附录二：苹果成本利润分析

图表 14：山东、陕西苹果成本利润分摊对比

科目		山东烟台	陕西洛川	单位
基本投入 (苹果第一批收货前投入)	种苗	300	300	元/亩
	种植人工费用	400	400	元/亩
	种植肥料费用	400	400	元/亩
	土地费用/租金	500	400	元/亩/年
	种植到挂果需要年限	4	4	年
	挂果前每年人工费用	200	180	元/亩/年
	挂果前肥料、农药费用	350	350	元/亩/年
	挂果前每年需要浇水、灌水费用	100	150	元/亩/年
持续经营投入	挂果前物料成本小计	2100	2100	元/亩
	挂果前成本小计	5700	5420	元/亩
	挂果期苹果肥料、农药及其他无聊费用	2800	2400	元/亩/年
	挂果期每年需要浇水/灌水费用	200	250	元/亩/年
	挂果每亩苹果日需要的人工费用	6500	4200	元/亩/年
	土地费用/租金	500	400	元/亩/年
种植收入	持续产果年化物料成本小计	2800	2400	元/亩
	持续产果年化成本小计	10000	7250	元/亩
	平均单产	6000	4000	斤/亩
	平均售价	2.92	2.9	元/斤
	每亩产值	17520	11600	元/亩
	净利润1：不计算人工、地租，按10年分摊挂果前物料费用	14510	8990	元/亩
	净利润2：不计算人工、地租，且不分摊挂果前物料费用	14720	9200	元/亩
苹果单位完全成本	净利润3：前10年分摊挂果前费用	6050	3808	元/亩
	净利润4：不分摊挂果前费用	7620	4350	元/亩
苹果单位完全成本	不含挂果前费用摊分	1.81	1.67	元/斤

资料来源：中信建投期货整理

注：数据基于正常年份乔木种植方式整理。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼 -3404 室

电话：0791-82082702

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

请参阅最后一页的重要声明

济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：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 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**