



2022年6月24日

# 减产预期强，价格易涨难跌

## ——2022年下半年苹果期货行情及投资展望

✍️周小球 投资咨询从业资格号：Z0001891 📧 zhouxiaoqiu@gtjas.com

报告导读：

**我们的观点：**2022年下半年，总量减产，优果率仍具有不确定性，苹果价格总体高位震荡。

**我们的逻辑：**劳动力短缺、粮食种植收益增加等造成苹果种植面积下降，预计22/23年苹果继续减产。由于气象变幻莫测，优果率仍具有较大不确定性。苹果期货合约摘牌时持续呈现负基差状态且基差率较大。苹果期货交割量偏低，标准化难度大是造成难以低成本大量生成交割品的主要原因。现阶段成交持仓比回落至阶段性低位，市场情绪相对谨慎，但交割成本对价格的影响权重较高，一旦有任何风吹草动，市场情绪随时可以再起波澜。

**投资建议：**2022年下半年，减产对价格形成支撑，在核心变量优果率没有落地以前，交割成本仍将是市场的重要锚点，期货价格易涨难跌，背靠仓单成本短多为主。优果率与冷库入库量落地以后，新年度的供需形势将随之明朗，价格转而交易去库节奏为主，消费对于价格的影响权重增加。

作者简介：

周小球：国泰君安期货农产品首席研究员。2019年郑商所资深分析师，2018年、2016年、2012年、2011年、2010年郑商所高级分析师，2016年大商所十大投研团队领队兼投资经理，2020年、2019年、2018年、2017年、2016年、2015年期货日报最佳农产品分析师，2011年上证报最佳农产品分析师。秉承“扎根产业、以研究驱动服务能力提升”的理念，为客户提供值得信赖的服务。

## 目录

1. 2022 年上半年苹果期货走势回顾.....	3
2. 2022 年下半年苹果期货展望：优果率是影响价格的核心因素.....	3
2.1 负基差仍是常态.....	3
2.1.1 苹果持续负基差交割.....	3
2.1.2 交割品稀缺是负基差的主要原因.....	4
2.2 减产预期强，优果率仍具有不确定性.....	5
2.2.1 产量下降、优果率仍具有不确定性.....	5
2.2.2 替代品价格偏高，支撑苹果价格.....	6
2.2.3 市场情绪随时可以再起波澜.....	7
3. 结论与投资建议.....	8

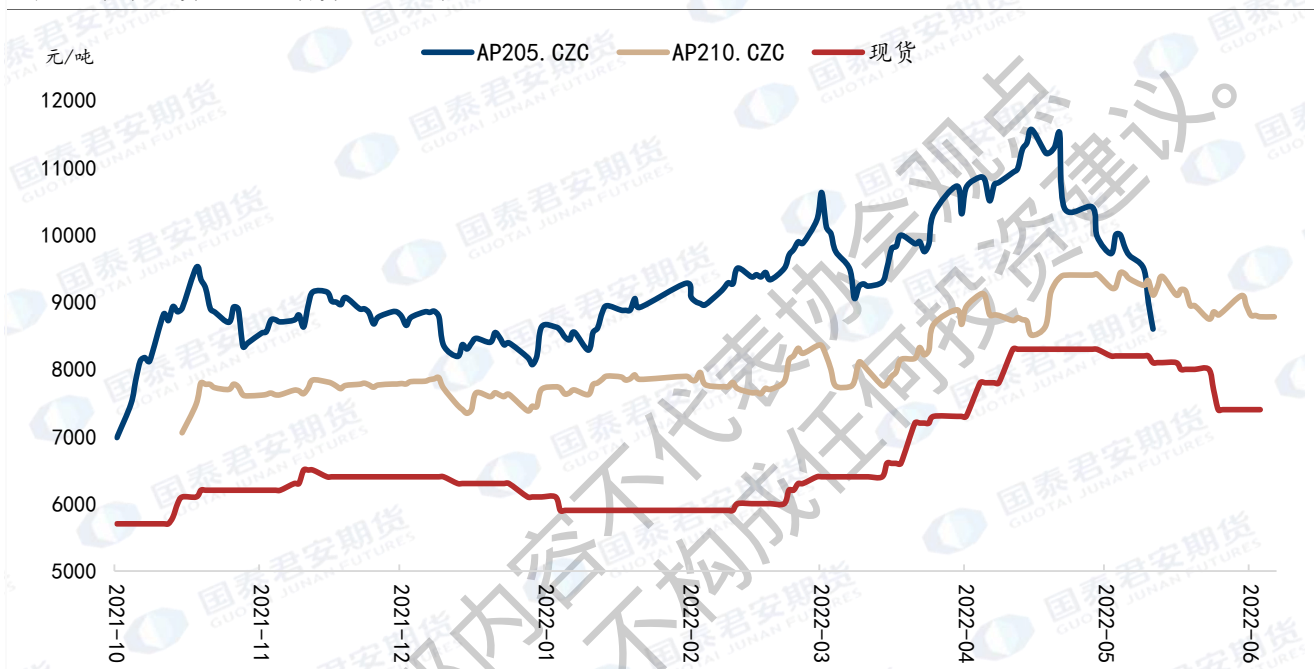
研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

(正文)

## 1. 2022 年上半年苹果期货走势回顾

苹果期货价格震荡上行为主，持续处于负基差状态。2022 年上半年，苹果市场总体呈现期货引领现货格局。苹果期货价格先扬后抑，市场总体持续处于深度负基差状态，直到进入交割月基差才有所收敛。AP205 合约均价为 9660 元/吨，现货均价为 6620 元/吨，平均基差为-3040 元/吨。AP210 合约亦明显升水于现货价格，5 月份以来的平均基差为-1300 元/吨。

图 1：苹果现货价格、期货价格走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

**第一阶段（2022 年 1-4 月）：现货上涨阶段。**21/22 年全国苹果产量同比下降 2.3%，由于优果率下降明显，苹果冷库入库量同比下降 20%，入库量降幅远大于产量的降幅。减产以及优果率下降导致苹果可交割货源明显减少，交割成本有所增加。供应端利多驱动苹果期现货价格同涨。

**第二阶段（2022 年 5-6 月）：现货回落阶段。**南方应季水果大量上市，价格走低，带动苹果价格下跌。6-8 月份水果价格存在季节性下跌需求，水果之间的替代效应明显，对苹果价格有一定压制作用。

## 2. 2022 年下半年苹果期货展望：优果率是影响价格的核心因素

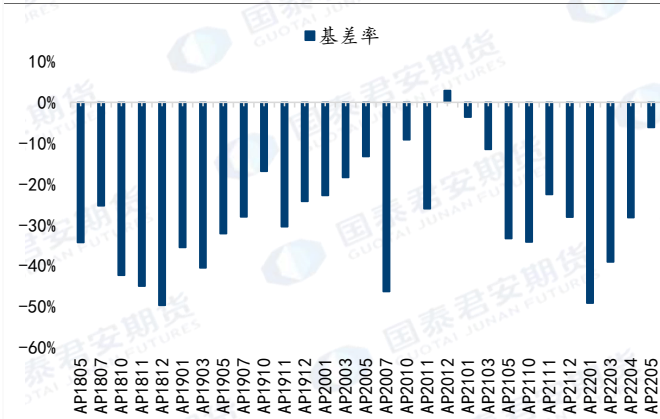
### 2.1 负基差仍是常态

#### 2.1.1 苹果持续负基差交割

苹果期货合约摘牌时持续呈现负基差状态且基差率较大。苹果期货上市以来，合约摘牌时平均基差率为-27%，最高为 AP2012 合约的 3%，最低为 AP1812 合约的-50%，合约摘牌时持续呈现负基差状态且基差率较大。虽然 AP2205 合约摘牌时基差仅为-500 元/吨，但是基差收窄仅仅发生在交割月，而交割前月的平均基差为-3000 元/吨，最低基差率达到-47%。

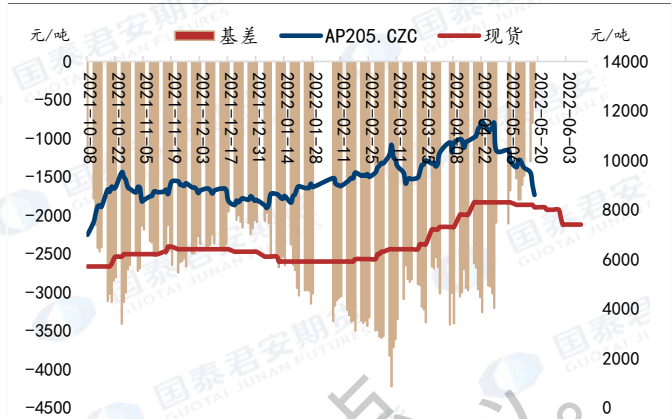


图 2：苹果摘牌基差对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 3：AP2205 合约进入交割月基差才回归

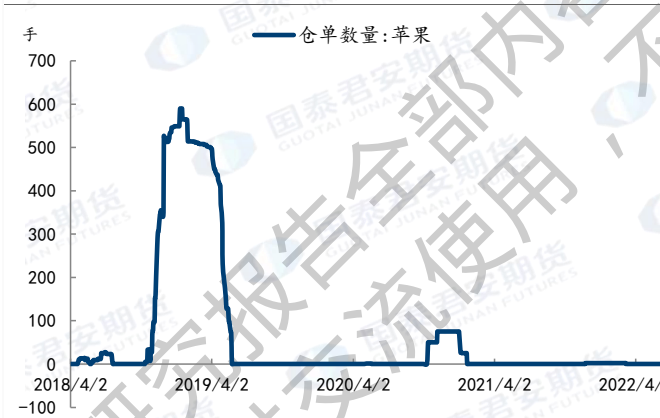


资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.2 交割品稀缺是负基差的主要原因

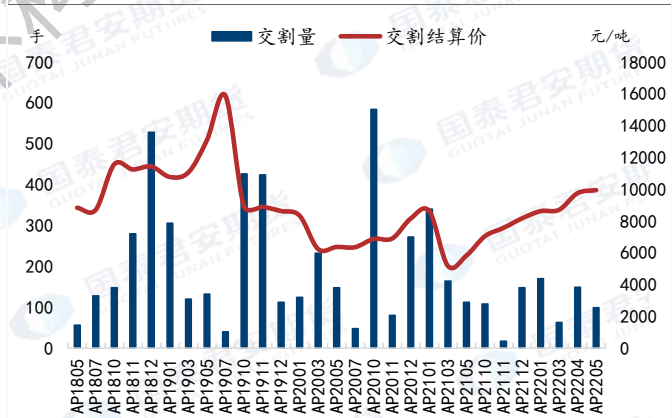
苹果期货上市以来，交割量偏低一直是困扰市场的重要因素。AP1905 合约以前，市场采用仓库仓单交割；AP1907 合约开始，虽然市场仍有零星仓单，但是总体以车板交割为主。截至 2022 年 6 月底，苹果期货上市以来累计摘牌 29 个合约，单个合约平均交割量为 192 手，最高为 AP2010 合约的 584 手，最低为 AP2111 合约的 17 手，交割量总体偏低（因交割制度调整，交割量已统一口径）。

图 4：苹果期货仓单情况



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 5：苹果期货交割量与交割结算价对比



资料来源：郑州商品交易所，国泰君安期货产业服务研究所

标准化难度大是交割品稀缺的主要原因。虽然 AP2110 合约开始苹果质量容许度由 10%扩大至 20%，且基差水平与 19/20 年相当、低于 20/21 年，但是单个合约平均交割量仅为 108 手，显著低于前两个年度的 216 手和 259 手。交割标准放宽的背景下，理论上基差水平也能满足无风险套利的需求，但是交割量不增反减，表明实现低成本大量交割的难度依然较大。标准化难度高由苹果的基本面属性决定，苹果生长环境差异较大、管理水平参差不齐、天气灾害频发等因素造成苹果质量不稳定，而苹果由通货转为交割品又需要手工挑选，效率低、成本高、容易导致次生碰伤，造成难以低成本大量生成交割品。

表 1：苹果期货交割品标准调整

公告时间	2017/12/20	2018/10/17	2020/7/14
基准交割品	符合《中华人民共和国国家标准鲜苹果》(GB/T 10651-2008) 一等及以上等级质量指标且果径 $\geq 80\text{mm}$ 的红富士苹果, 其中质量容许度不超过5%, 磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比不作要求。	符合《中华人民共和国国家标准鲜苹果》(GB/T 10651-2008) 一等及以上等级质量指标且果径 $\geq 80\text{mm}$ 的红富士苹果, 其中果径容许度 $\leq 5\%$ , 质量容许度 $\leq 10\%$ (虫伤、磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比 $\leq 8\%$ )。	符合《中华人民共和国国家标准鲜苹果》(GB/T 10651-2008) (以下简称《苹果国标》) 一等及以上等级质量指标且果径 $\geq 80\text{mm}$ 的红富士苹果, 其中果径容许度 $\leq 5\%$ , 质量容许度 $\leq 20\%$ (虫伤计入质量容许度, 磨伤、碰压伤、刺伤不合格果之和占比不做要求), 可溶性固形物 $\geq 12.5\%$ 。
合约	自AP1805合约开始执行	自AP1910合约开始执行	自AP2110合约开始执行

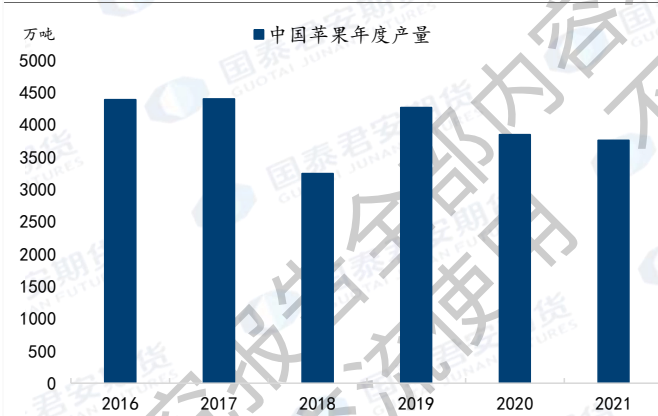
资料来源：郑州商品交易所，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 减产预期强，优果率仍具有不确定性

### 2.2.1 产量下降、优果率仍具有不确定性

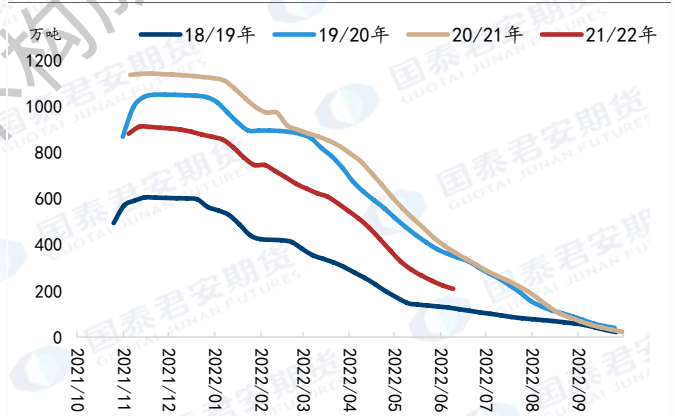
21/22 年苹果减产，库存果降幅更大。卓创数据显示，21/22 年全国苹果产量为 3762 万吨，同比下降 2.3%。由于优果率下降明显，苹果冷库入库量为 910 万吨，同比下降 20%，入库量降幅远大于产量的降幅。从库存水平来看，21/22 年总体库存低于 19/20 年和 20/21 年，但是仍高于 18/19 年。从去库存的速度来看，21/22 年去库存的斜率与 20/21 年基本一致，相较于 18/19 年显得更加陡峭，意味着去库存较为顺畅，消费能够承接住当前的价格。

图 6：21/22 年度中国苹果产量略微下降



资料来源：卓创，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：中国苹果库存相对偏低

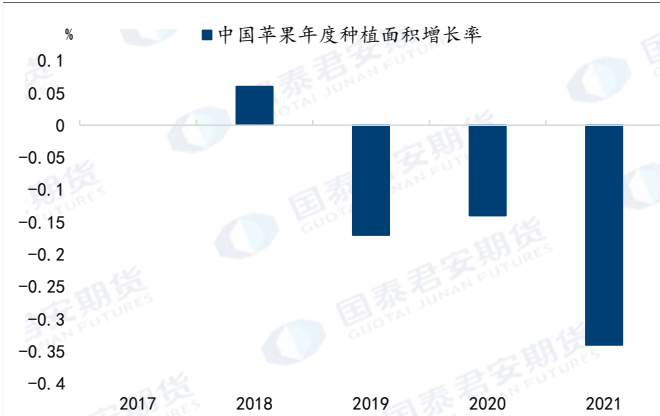


资料来源：卓创，国泰君安期货产业服务研究所

22/23 年苹果继续减产。全国苹果种植面积进一步下降，卓创数据显示 2021 年苹果种植面积继续小幅下降，且降幅较前两年更大，面积连续三年下降。苹果种植面积下降的原因主要是因为劳动力短缺、粮食种植收益增加等造成老树伐树增加，但是新种植面积下降。根据卓创坐果预估产量报告，预计 22/23 年全国苹果减产 13% 至 3450 万吨，其中 21/22 年套袋预估产量为 3965 万吨（不含因果个偏小导致的产量调整），苹果继续减产。因为坐果偏少，可能会导致果农套袋反而增加，因此后期全国苹果产量仍有一定修正空间。总体来看，市场各大机构评估的减产趋势基本一致。

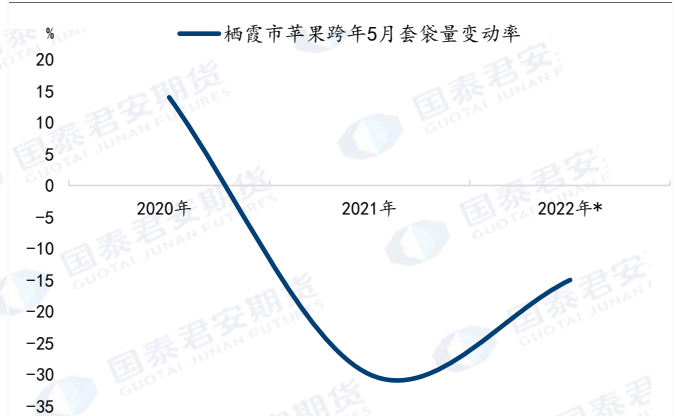


图 8：苹果种植面积小幅下降



资料来源：卓创，国泰君安期货产业服务研究所

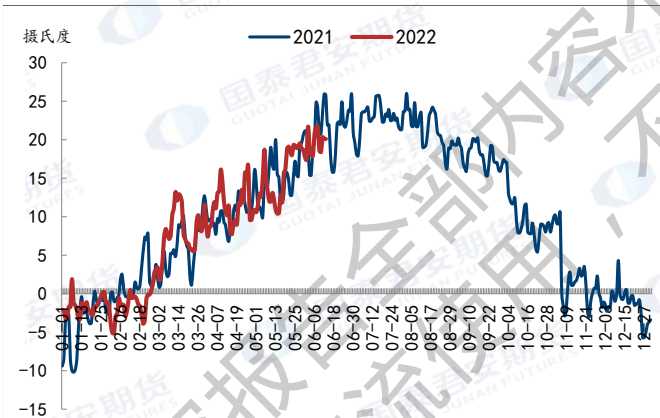
图 9：预计套袋数据小幅下滑



资料来源：卓创，国泰君安期货产业服务研究所

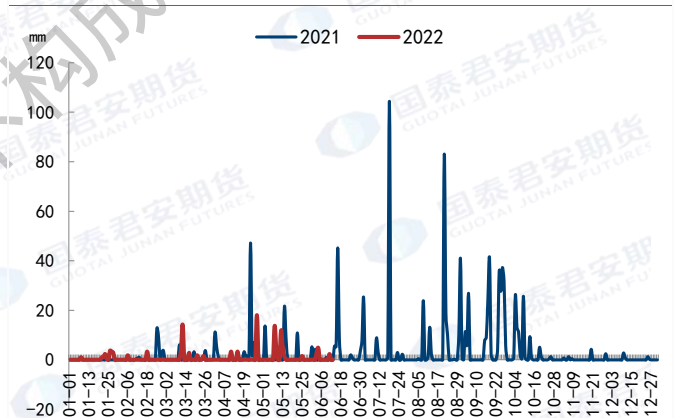
**22/23 年优果率仍具有较大不确定性。**21/22 年苹果产量下降与优果率双降，核心原因是花期和坐果期降水和气温异常、膨大期高温干旱以及成熟期降雨较多，同时局部的冰雹天气亦对优果率产生不利影响，除了果径偏小以外，果锈偏多也是造成优果率下降的主要原因。2022 年至今，主产区坐果数据偏低，但是生长情况好于去年，只要后期的气象条件处于正常水平，苹果优果率大概率呈上升趋势。以陕西咸阳区域气象来看，2022 年上半年最低温度明显高于 2021 年同期，三季度降水量成为关键。不过，由于气象变幻莫测，因此优果率仍具有较大不确定性。

图 10：陕西咸阳区域最低温度



资料来源：中国气象，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：陕西咸阳区域降水量



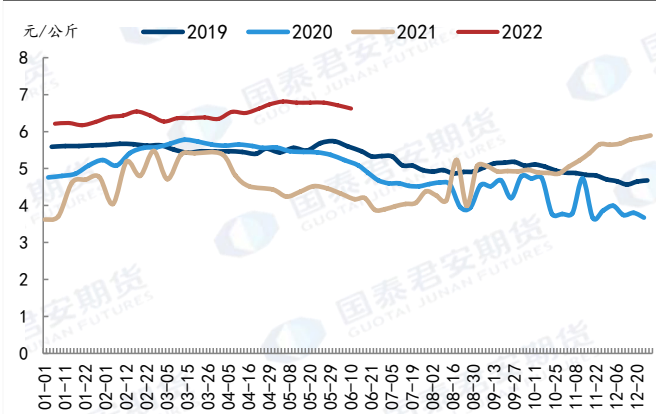
资料来源：中国气象，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.2 替代品价格偏高，支撑苹果价格

**水果价格季节性回落。**从水果的价格趋势来看，5 月份以来，南方应季水果大量上市，价格走低，一度因为疫情导致供应偏紧的香蕉价格也开始自高位回落，带动苹果价格下跌。6-8 月份水果价格存在季节性下跌需求，存在替代效果，对苹果价格有一定压制作用。

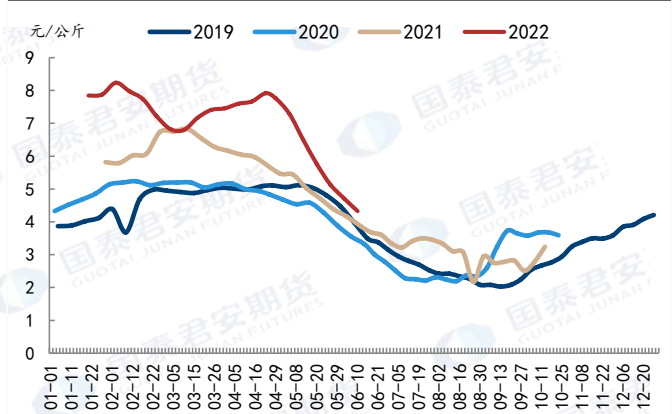
**水果价格总体偏高对苹果价格有支撑作用。**从水果的绝对价格水平来看，2022 年的香蕉、西瓜和蜜桔价格均高于 2021 年，2022 年 6 月份的鸭梨价格更是创出阶段性新高。水果价格总体水平偏高，对于新年度的苹果价格有一定示范作用，支撑效果凸显。无论是基于苹果行业基本面，还是基于水果的比较效应，市场对于新年度苹果开秤价预期较高，对远期价格形成支撑。

图 12: 香蕉自历史高位回落



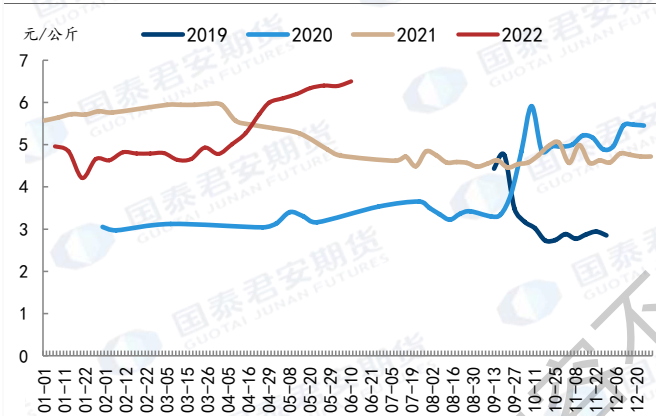
资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 13: 西瓜价格高位回落



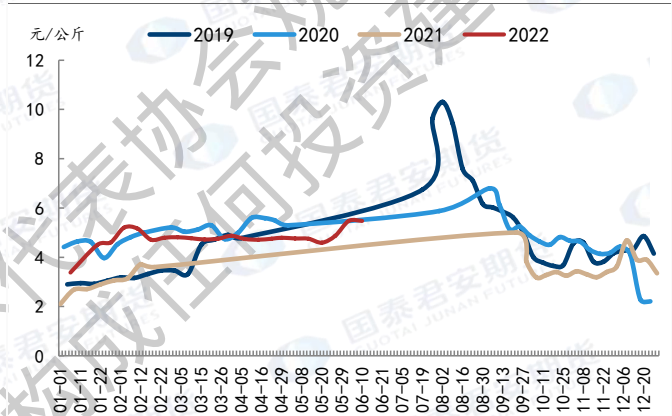
资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 14: 鸭梨价格创同期新高



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 15: 蜜桔价格走高



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.3 市场情绪随时可以再起波澜

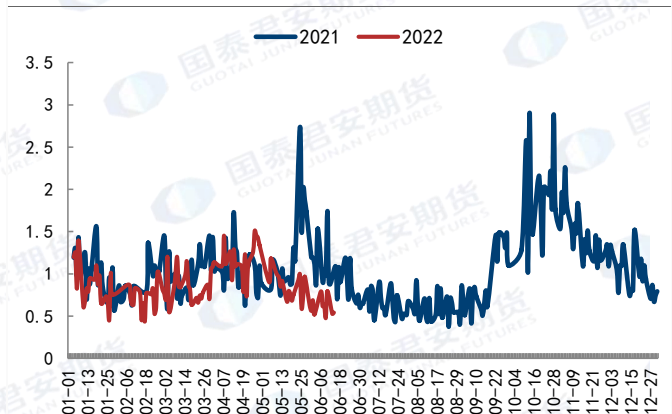
交易层面相对谨慎。以苹果期货 10 月合约为例，价格同比大幅上涨，成交量和持仓量同比明显下降，成交持仓比回落至阶段性低位，市场情绪相对谨慎。期货主升浪或者主跌浪量价往往呈现增仓放量状态，成交持仓比上升。当持仓进入平缓期，而成交量明显萎缩，意味着市场已经实现阶段性平衡。

图 16: 苹果期货价格走势对比



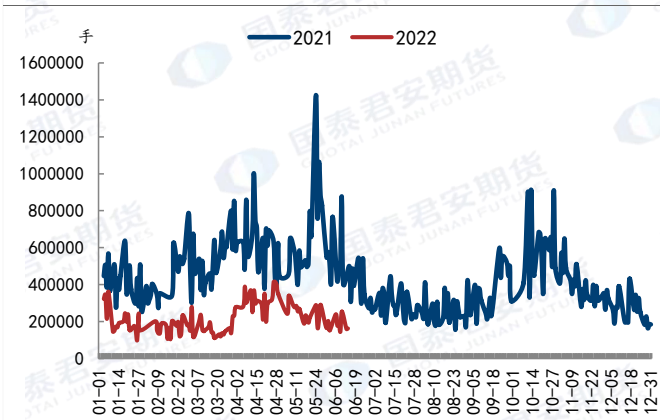
资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 17: 苹果期货成交持仓比



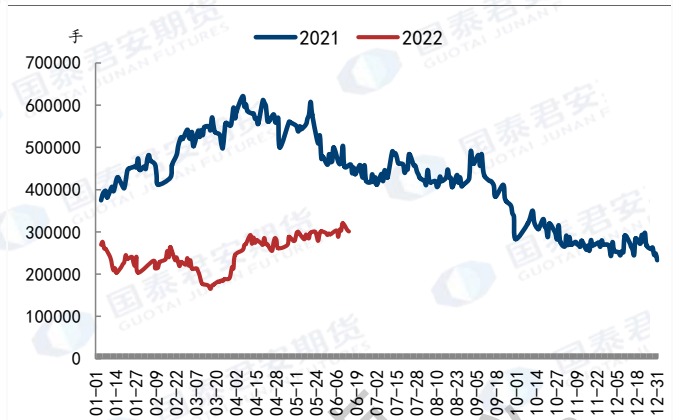
资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 18：苹果期货交易量对比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：苹果期货持仓量对比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

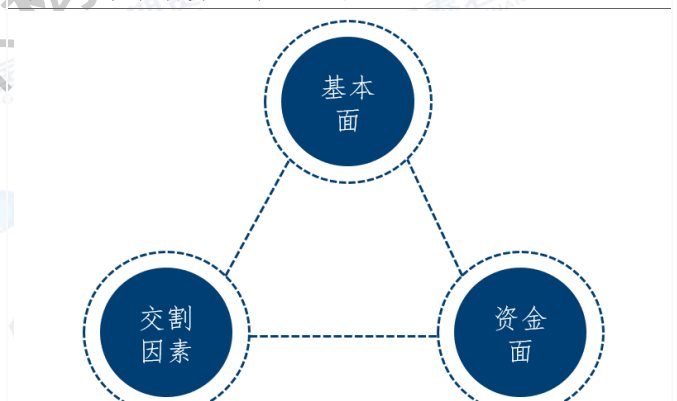
**交割成本对价格的影响权重较高，市场情绪随时可以再起波澜。**影响期货品种交割时基差收敛程度的要素主要有四个方面：市场规模大小，交割成本高低，交割能力强弱以及行业政策导向。制约苹果期货基差收敛程度的核心因素是交割成本与交割能力，一是交割成本高，二是难以实现大量交割。苹果期货上市至今，基本面、交割因素和资金面是驱动价格波动的主要因素，而价格大幅波动往往是基本面、交割制度、资金面三方面共振的结果。标准化难度大造成交割品成本高、数量少，这一核心因素并没有完全改变，因此交割因素对价格的影响权重依然偏高，一旦有任何风吹草动，市场情绪随时可以再起波澜。

图 20：大宗商品属性画像



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 21：苹果期货行情驱动复盘



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 结论与投资建议

基本面方面，劳动力短缺、粮食种植收益增加等造成苹果种植面积下降，预计 22/23 年苹果继续减产。由于气象变幻莫测，优果率仍具有较大不确定性。

交割因素方面，苹果期货合约摘牌时持续呈现负基差状态且基差率较大。苹果期货上市以来，交割量一直偏低，标准化难度大是造成难以低成本大量生成交割品的主要原因。



市场情绪方面，现阶段成交持仓比回落至阶段性低位，市场情绪相对谨慎，但交割成本对价格的影响权重较高，一旦有任何风吹草动，市场情绪随时可以再起波澜。

由于交割成本偏高，苹果期货定价的锚点尤为关键。从苹果期货上市至今定价锚点的情况来看，丰产的年份往往采用现货价格来定价，而欠产的年份往往采用仓单成本来定价，市场定价锚点依据行业基本面进行调整，核心是可交割品总供应量是否充裕。

图 22：苹果现货价格、期货价格走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

交易策略方面，2022年下半年，我们认为减产对价格形成支撑，在核心变量优果率没有落地以前，交割成本仍将是市场的重要锚点，期货价格易涨难跌，背靠仓单成本短多为主。优果率与冷库入库量落地以后，新年度供需形势将随之明朗，价格转而交易去库节奏为主，消费对于价格的影响权重增加。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521