



2021 年 3 月 26 日

苹果：为什么投资者喜欢做多？

✍ 周小球 投资咨询从业资格号：Z0001891

✉ Zhouxiaoli@gtjas.com

投资要点：

参与者结构偏散户化、做多容易暴赚的光环效益、每年都会交易倒春寒的经验主义以及归因错误甚至交割制度有利于做多的客观存在等都会导致投资者喜欢做多苹果。

不过，我们认为随着交割标准的下调，基差收窄大势所趋，投资者对价格的判断应该摒弃理所应当的经验主义和根深蒂固的偏见，回归到对于基本面的客观研究上，尽量做到顺势而为。

虽然自 AP2001 合约开始，苹果临近交割前都会出现价格崩塌，理论上会对投资者做多起到震慑作用，但是我们发现这丝毫没有影响到投资者火中取栗的热情。究竟是什么魔力导致投资者愿意前仆后继地去做多？

1. 参与者结构可能偏散户化

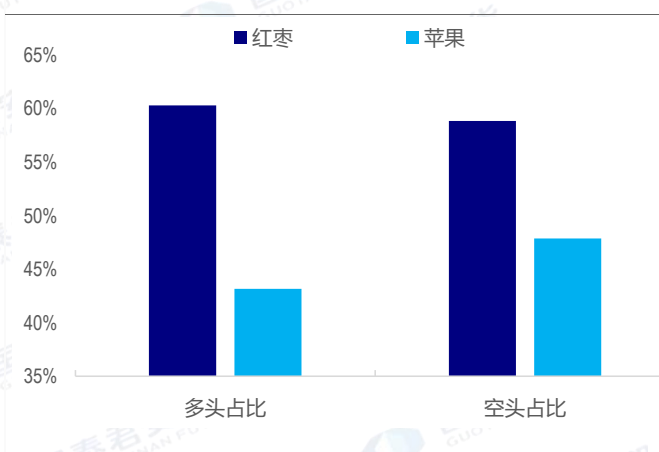
参与者偏散户化可能是喜欢做多的重要原因。从价量关系来看，2020 年 4 月份以后，市场呈现持仓稳步增加、价格单边下跌态势，持仓的增加意味着多空分歧的加大。我们没有查询到官方公布的参与者结构，因此只能通过类比去推测可能的结构。苹果属于生鲜品，由于存储成本相对较高，因此进行基差贸易的难度较大，叠加限仓相对严格，因此理论上超级大户参与的概率不大，相较于类似于铜等商品而言，散户参与的占比可能会较高。哪怕是与同属于生鲜品的红枣相比，其前 20 大会员持仓多头占比 43%，空头占比 48%，明显低于红枣的 60% 和 59%，也从侧面佐证苹果参与者机构可能偏散户化。散户和机构或者专业投资者的一个重要差异就是散户往往喜欢做多，不习惯做空。

图 1 苹果期货价格与持仓量走势



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 2 苹果与红枣持仓结构对比

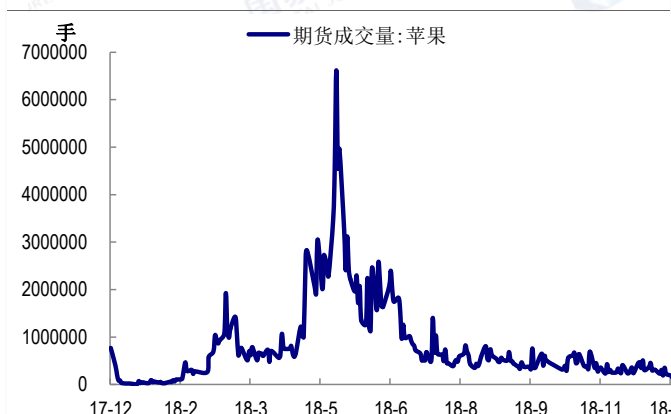


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2. 光环效应：很多人曾经做多发财

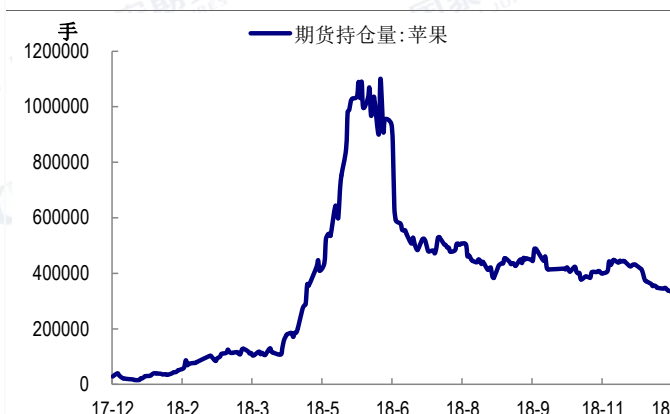
做多苹果有着明显的光环效应。2018 年 4 月 5-8 日，西北地区出现罕见的倒春寒灾害，造成苹果大面积减产。受减产预期影响，2018 年苹果期货价格从 6500 元/吨涨到 13000 元/吨，2019 年的 AP1907 合约更是上涨到 17000 元/吨。价格单边上涨带来极强的财富效应，市场出现了太多做多苹果暴赚的案例。苹果期货成交最活跃的时候，成交额创造 6200 亿的记录，而当天成交额排名第二的成交额仅为 1620 亿。随着市场监管力度的加强，苹果期货价格一度出现了快速回调，但是随着减产被进一步证实，虽然交易已经被严格限制，但是价格仍在不断上涨，做多苹果可以暴赚仍是市场的一直预期。从 2018 年 4 月份到 2019 年 7 月份，苹果价格上涨是市场认为最确定的事情，做多苹果也成为可以暴赚概率最高的事情。

图3 苹果成交一度异常活跃



资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

图4 苹果双边持仓一度高达100 万手

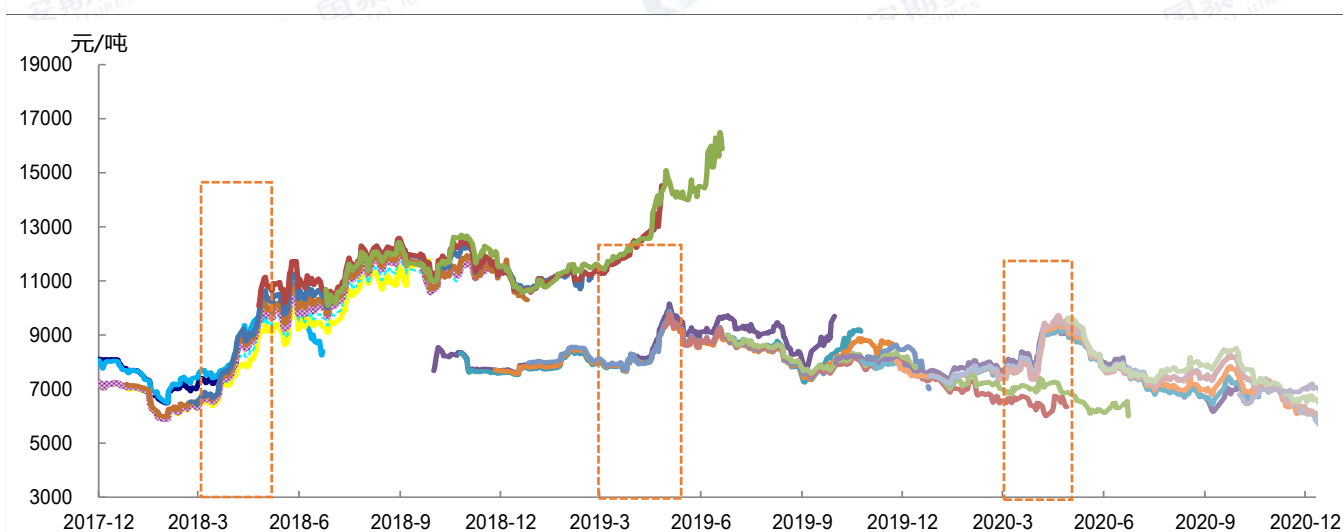


资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

3. 认知失调：选择性忽视事实

投资者经常会出现自我归因的问题：把成功归因于自己的能力，把错误归因于外部环境。通俗来说就是做对了是因为自己研究做的扎实，逻辑分析的准确，或者交易能力突出，而很少把成功归因于可能只是阶段性运气比较好而已。而做错的时候，可能更容易推测是因为大环境不好，或者是因为意外情况导致。其实，我们都知道，市场经常会出现可能行情看对了，但是市场交易的逻辑可能根本不是之前自己认为的那个逻辑的情况，比如2020年01月以前苹果价格比较容易上涨，投资者可能会认为是基本面相对偏好而去做多，最后行情也如预期一样上涨，但是实际的情况可能更多是因为交割标准较高造成交割成本高、交割品稀缺带来的多逼空造成的。

图5 苹果期货各合约价格走势对比

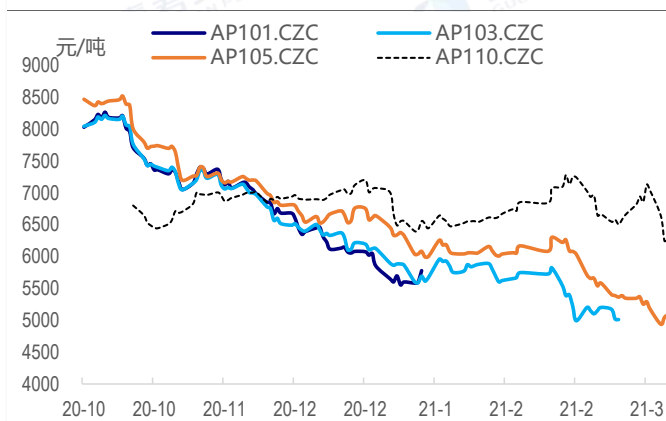


资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

认知失调也是投资者经常犯的错误。认知失调指的是当现实与预期不一致时，投资者往往会选择歪曲事实来回避痛苦。2018 年-2020 年，每年 3-5 月份市场都会交易倒春寒行情，期货价格往往会大幅上涨 2000 元/吨以上。基于历史经验，市场上会有相当一部分投资者认为今年也会交易倒春寒行情，因此 AP2110 合约价格高于 AP2105 合约价格 2000 元/吨变得理所应当。当价格超预期下跌时，做错的投资者往往会认为下跌只是意外，倒春寒其实已经造成了减产，只是市场没有去交易这一逻辑。

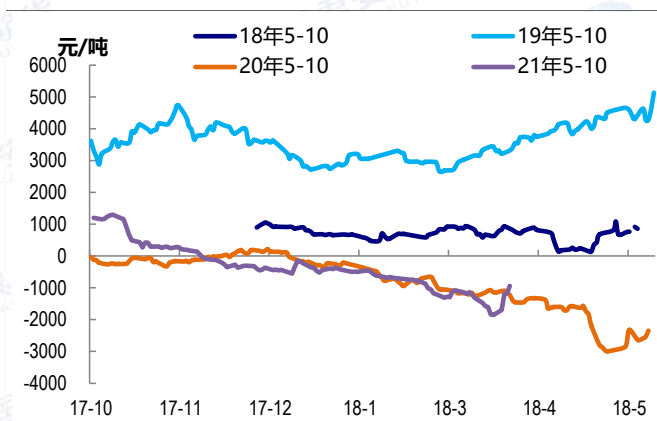
投资者回避现实主要表现为三个方面：回避严重灾害发生的概率极低的现实、回避产量进入增产期的现实、回避交割标准下调的事实。事实上，我国苹果种植区十年九旱，但是出现类似于 2018 年的状况则是十年一遇，每年都会发生严重灾害的概率极低。同时，2010-2015 年我国苹果种植的效益较好，种植面积大幅增长，苹果产量逐年增加，2018 年以后更是进入盛果期，单产提升进一步提振苹果产量，苹果是内销型商品，消费增速低于产量增速。此外，自 AP2110 合约开始，苹果基准交割品质量容许度由现阶段的 10% 下调至 20%，理论上交割标准明显降低，定价基准下移。投资者选择性忽视上述三种现实，转而相信过去的经验，给 AP2110 合约 2000 元/吨的升水。

图 6 近期苹果价格走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 7 苹果 5-10 价差走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

4. 总结：回归基本面，顺势而为

虽然在 20/21 年度的合约上仍难以实现低成本大量交割，理论上多逼空的土壤仍在，价格走势主要取决于监管意图以及资金的操作思路，但是由于高位接货的苹果现货价格较低、二次交割的难度较大且成本更高，交割时基差收窄是市场的理性选择。

对于 21/22 年度的合约而言（AP2110 合约开始），期货标准与现货一二级统货标准更加贴合，基差收窄大势所趋，驱动价格波动的因素回归到基本面上，同时也会在情绪上对 20/21 年度合约的价格产生指引，引导 20/21 年度基差在交割时收窄。

整体而言，参与者结构偏散户化、做多容易暴赚的光环效益、每年都会交易倒春寒的经验主义以及归因错误甚至交割制度有利于做多的客观存在等都会导致投资者喜欢做多苹果。不过，**我们认为随着交割标准的下调，基差收窄大势所趋**，投资者对价格的判断应该摒弃理所应当的经验主义和根深蒂固的偏见，回归到对于基本面的客观研究上，尽量做到顺势而为。

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“国泰君安期货产业服务研究所”，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

机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

辽宁分公司

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 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

广东分公司

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳分公司

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、

1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼

501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

长沙营业部

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

 国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>
国泰君安期货客户服务电话 95521