

苹果进入套保可行域

产业客户把握预期差

在的“高供给”、“高库存”的背景之下，新季苹果期货各个合约的价格长期在 8500 元/吨以下进行相对稳定的区间波动。4 月第 4 周，春季的最后一次寒潮来袭，此时，陕西甘肃大部分区域已经进入盛花期。寒潮的侵袭首先在 22 号的山西北部引起霜冻，随后在河南、河北、陕西等多地导致果树花芽、或者幼果受损。各种“水果减产”的传言甚嚣尘上，苹果期货价格也应声而起。22 日以来的 4 个交易日，苹果主力 1910 合约涨幅达到 13.35%，成功突破前期的震荡区间。

苹果受损的信息逐渐出现。据了解，苹果受损区域主要集中在陕西省延安市的中南部区域，以富县为中心。富县、洛川、黄陵等地都出现明显的苹果花芽冻伤现象，且由于进入了坐果期，受损相对严重；延川、延长等地也有局部成片的灾情，总体轻度受灾；而渭南、甘肃庆阳等地成片冻伤的现象较少，多数是因地势原因而呈现的点状受灾分布。

由于本次灾害有部分区域比较严重，而大部分区域实质影响有限，所以如果紧紧盯住部分受灾严重的区域，容易犯“盲人摸象”的错误。因此，把东部与西部产区完整地进行观察，同时对西部产区中甘肃、陕西、河南、山西等地进行分别分析，就会发现，本次苹果本身受寒潮的影响是有限的，当然，进一步的减产数据需要坐果完成后才能明朗。

随着价格的钟摆继续向前，为有现货支撑的企业提供了更好的套保价格。直接进入市场套保考验企业的交易水平和风控能力。企业也可以选择我司场外期权服务，更好地完成价格的锁定和风险的控制。

投资咨询报告

郑商所高级分析师评选专用

发布日期：2020 年 04 月 30 日

目录：

- （一）天气与灾害
- （二）市场经验认知
- （三）情绪推动
- （四）套保方案

一、 天气与灾害

天气是影响苹果产量的最重要因素之一，而今年的寒潮也是确实存在的，尤其是在山西北部，在寒潮到来的第一天，山西省忻州市静乐县就发部了霜冻预警，并将级别提升至黄色警戒级别。从低温分布图来看，本次寒潮主要影响的地区在山西省北部以及河北省中北部，这些地区主要受灾的作物是梨。

同时，在陕西、河南、山西南部等地，桃、杏等作物也有明显受损的情况。在这些不同品种的水果中，除了梨之外，都是应季水果，其直接的竞争对手不是远月的苹果，反而是当季的苹果。梨方面，山西省和河北省的总产量占全国约30%，确实有系统重要性，但河北也并非全部梨受损绝产，而且梨的体量远小于苹果，在两者关系中，苹果占据主导，梨对苹果的价格影响远远不如苹果对梨的影响，因此需要审慎看待梨减产对于苹果的影响。

自寒潮开始的第二天起，苹果受损的信息逐渐出现。据了解，苹果受损区域主要集中在陕西省延安市的中南部区域，以富县为中心。富县、洛川、黄陵等地都出现明显的苹果花芽冻伤现象，且由于进入了坐果期，受损相对严重；延川、延长等地也有局部成片的灾情，总体轻度受灾；而渭南、甘肃庆阳等地成片冻伤的现象较少，多数是因地势原因而呈现的点状受灾分布。

图表1：陕西地区受冻害调研情况

省份	市	区县	产量（万吨）	影响幅度	预期减产量
陕西	铜川	印台区	10.91	0.00%	0.00
		耀州区	28.20	0.00%	0.00
		宜君	11.04	0.00%	0.00
	宝鸡	陈仓	3.40	0.00%	0.00
		凤翔	12.43	0.00%	0.00
		岐山	9.40	0.00%	0.00

			扶风	30.26	0.00%	0.00
			陇县	2.78	0.00%	0.00
			千阳	3.29	0.00%	0.00
		咸阳	乾县	39.77	0.00%	0.00
			礼泉	81.51	0.00%	0.00
			永寿	34.29	0.00%	0.00
			长武	24.30	31.00%	7.53
			旬邑	43.61	18.00%	7.85
			淳化	56.00	0.00%	0.00
			彬县	32.68	16.00%	5.23
		渭南	合阳	28.33	45.00%	12.75
			澄城	32.24	65.00%	20.96
			蒲城	23.35	0.00%	0.00
			白水	47.90	13.00%	6.23
			富平	12.40	5.00%	0.62
			韩城	5.92	5.00%	0.30
		延安	宝塔	35.00	10.00%	3.50
			延长	28.00	5.00%	1.40
			延川	10.47	5.00%	0.52
			安塞	15.16	5.00%	0.76
			富县	49.64	75.00%	37.23

			洛川	55.30	41.00%	22.67
			宜川	47.50	38.00%	18.05
			黄陵	29.00	38.00%	11.02
	省内合计	--	--	844.08	18.55%	156.61
	占全国	--	--	25.82%	4.79%	--

数据来源：卓创资讯

图表2：甘肃地区受冻害调研情况

省	地区	产量（万吨）	影响幅度	影响量
甘肃	平凉	172.50	40.00%	69.00
	天水及周边	137.50	30.00%	41.25
	庆阳	25.00	45.00%	11.25
	陇南	14.30	10.00%	1.43
	定西	6.00	0.00%	0.00
省内合计	--	355.30	34.60%	122.93
占全国	--	8.63%	2.99%	--

数据来源：卓创资讯

尽管上述区域都遭受了不同程度的冻害，但相比 2018 年的低温冻害来说，本次寒潮带来的影响相对明显更小，且影响的区域也有限，不可与 18 年寒潮同日而语。由于本次灾害有部分区域比较严重，而大部分区域实质影响有限，所以如果紧紧盯住部分受灾严重的区域，容易犯“盲人摸象”的错误。因此，把东部与西部产区完整地进行观察，同时对西部产区中甘肃、陕西、河南、山西等地进行分别分析，就会发现，本次苹果本身受寒潮的影响是有限的，当然，更进一步的减产数据需要坐果完成后才能明朗。

作为在苹果生产区域的产业企业，我们也需要知道，自己周围的苹果生产状况并不能代表全国的苹果生产状况。尤其是在近年来，新兴产区的扩张导致苹果种植更加分散，对于单一灾害多带来的风险抵抗能力也越来越强。

二、 市场的经验与认知

2018 年的市场行情一直深埋在投资者的记忆当中，随着寒潮来临，这一记忆被唤醒。

一方面来说，投资者对于冻害这一自然灾害的敏感系数提升，使得市场能够以较快的速度进行反应；而另一方面，由于灾害情况不同，市场的快速反应极有可能忽略了不同时空、不同受害程度下应该有的合理涨跌幅度，出现过度反应的情况。

因此，作为产业企业，在市场火热的情况下可以冷静思考：

- 1) 本次灾害是否真的改变了明年苹果供给充足的大背景？
- 2) 是否会对一开始的产区贸易、开秤定价产生影响？
- 3) 早熟苹果作为市场的先行指标，在这一环境下有多大的预期变化？

正如我们在第一部分分析的那样，我们认为本次天气扰动确实对部分区域产生了明显的影响，但并没有改变我国苹果总体产量较大、入库量较大的事实。而随着产区进入暖春季节，大规模的灾害现象有望减少，后期局部区域的大风、冰雹天气影响范围相对有限，但仍需密切关注。

三、 情绪推动给出套保机会

综上，我们认为，本次苹果盘面的上涨，是由寒潮冻害的导火索引起的，而背后的主要推动因素是市场情绪。可以看到，4 月 22 日到 4 月 28 日，苹果期货盘面的总持仓就由 9.7 万手上升至 13 万手，短短五个交易日增仓 34.02%。

在长期的悲观预期下，苹果期货盘面一直维持 8500 元/吨以下的水平，盘面波动幅度较往年来说偏小，投资者参与的积极性不高，而这就反过来导致有卖方套保需求的产业企业没有找到合适的入场点。

而当前情绪推动的盘面价格走高，尤其是远月合约站上 9000 元/吨的价格水平，则给到我们生产、贸易企业一些操作的可能和空间。

四、 生产季价格推高，多方式合理套保

（一） 左侧市场，期货套保可阶段入场应对

从生产的周期来看，当前处于苹果生长的前期，虽然冻害是灾害当中较大的一种，也是有可能影响全国苹果产量的唯一一种。但是随着市场敏感度的提升，生长中后期的灾害，即便没有造成大规模减产，也可能造成盘面的异动。因此，在企业进行期货盘面套保操作的时候，需要谨记当前所处的时空环境和未来可能发生的风险事件。

企业应该根据自身生产量、贸易量以及贸易模式来确定在未来一年的现货风险暴露头寸，也就是那些需要企业来承受价格波动风险的库存的数量。结合对于不同月份销售量的预期，来确定不同时间的现货风险暴露。

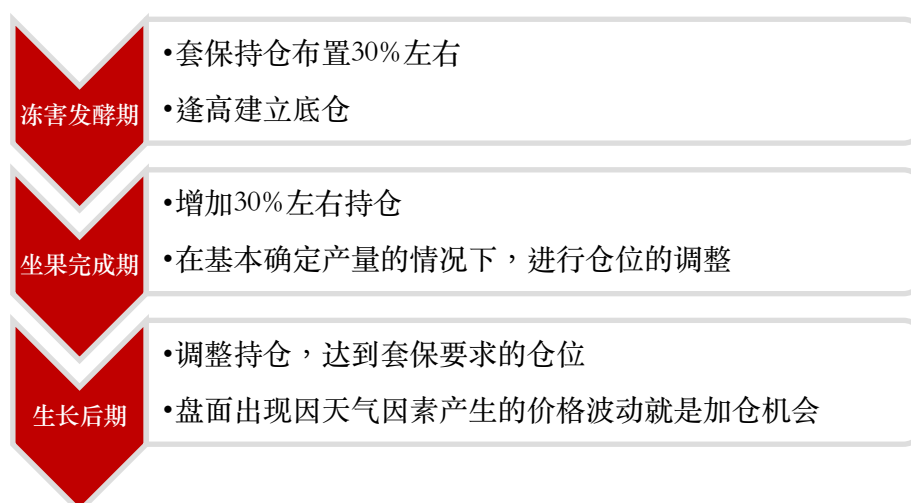
当现货上的风险暴露较大时，就可以在价格合适的情况下，利用期货盘面进行套期保值操作。我们建议企业利用动态套保的方式，进行分批减仓操作，综合时间节点和盘面价格以及实际的风险状况进行头寸布置。

期货盘面套保的样例：

企业在 10 月有 10000 吨的现货头寸风险，希望利用期货将现货头寸的风险控制在 5000 吨以内，那么现货头寸的布置就应该在 5000 吨（500 手），根据苹果生长的时间和预期产量以及贸易量，这两者都可以进行调整。

我们建议当前客户对 500 手当中的 30%先行逢高建仓，等到了解坐果情况之后，再进行 30%左右的建仓。在后期夏季冰雹以及虫害等因素的炒作高潮阶段，再建立 40%左右的仓位，完成整体的套保。这样分三个阶段进行套保，一方面避免了单次建仓后，仓位较重可能带来的保证金大幅波动的风险；另一方面，通过择时，能够把握更好的入场时间和节奏。

图表3：分阶段套保建议示意图



制作：中信建投期货

（二）场外期权：灵活度高，一劳永逸

由于期货市场仍然处在剧烈波动时期，对于企业的期货熟悉度以及风险控制能力都有较高的要求。参与期货市场还需要企业实时追踪，把握行业动态，关注贸易和生产，同时对期货盘面要有充分掌握。

在此情况之下，我们还可以利用场外期权来进行风险管理操作。场外期权具有灵活性，企业也不用担心保证金波动的问题。通过场外期权，我们可以锁定盘面远月合约的价格，当远月合约价格跌破我们锁定的价格时，企业就讲得到赔付，且不用担心价格上涨或大幅波动带来的风险。

企业参与场外期权，仅需要付出一定程度的权利金，就能够享受到较好的风险控制效果，而权利金的多少也可以根据调整期权期限、行权价格、期权形式等参数做到最优化，来保证既能够满足风险控制的需要，又节约成本。

（完）