

2017 交割变动专题

摘要

期货市场发展 20 多年来，期货对实体经济的推动作用越来越大，我们也看近几年不断有新品种获批上市。而其中非常重要的一环便是交割制度的成熟。只有交割制度完善，期货的价格发现功能才能得到充分的体现。

进入 2017 年后，大连商品交易所和郑州商品交易所对一些品种的交割规则进行了一部分修改。我们看到，交割规则的修改，一方面能减少不合理升贴水对价格的扭曲，另一方面也能够使实体企业更方便的参与交割。

目前在 2017 年交割规则发生变化的品种有：白糖、棉花、豆二、焦煤和焦炭，下面我们将逐一对变动进行介绍。

华泰期货研究所农产品组

徐盛

软商品研究员

☎ 021-68753967

✉ xusheng@htfc.com

从业资格号：F3023096

各品种变化分析：

白糖交割变动：

长期以来，我国糖产业格局是以广西、云南、广东等主产地制糖并销往全国各地为主。北方则作为销区对待，因而白糖交割库以广西为基准，日照、营口等地的交割库呈现升水状态（当前日照凌云海和日照粒粒金升水 90、营口港务和营口北方升水 200）。然而随着时间的推移，北方加工糖占全国食糖市场的比重越来越高，而众所周知，由于原糖价格偏低，加工糖相对广西糖反而经常有低成本的优势，同时东北的实际现货价格并没有出现对广西现货的高升水，这样就导致加工厂有意愿将大量加工厂注册成仓单抛在盘面上，而接货方则将面临一接货便亏损的窘境。我们看到 14/15 和 15/16 榨季就出现了 9 月合约临近交割时出现仓单压力而近月崩盘的情况，这将导致期货合约价格指导作用的降低。因而调整北方交割库的升贴水就显得非常有必要。

我们看到，郑州商品交易所进行的升贴水调整主要是针对营口交割库，从 1711 合约起，两个交割库的升水从 200 下调至 90，而其他北方的交割库也大多相应做出了下调。

我们认为这样的调整对于 17/18 合约而言，将缓解北方仓单临近 9 月合约交割乏人问津的问题，更有利于多头接货，同时也将更好的发挥期货市场风险管理、价格发现的功能。

图表 1 白糖交割仓库升贴水变动

交割仓库名	调整前升贴水	调整后升贴水	变动幅度
营口港务集团有限公司	200	90	-110
营口北方糖业有限公司	200	90	-110
天津中糖华丰物流有限公司	220	150	-70
天津军粮城国家粮食储备库	220	150	-70
河北藁城国家粮食储备有限责任公司	260	240	-20
河北永安国家粮食储备库有限公司	260	240	-20
中粮糖业(唐山)仓储物流有限公司	210	110	-100
中储发展股份有限公司郑州南阳寨分公司	220	240	20
中糖世纪股份有限公司河南分公司	220	240	20
山东黄岛国家粮食储备库	190	150	-40
中糖世纪股份有限公司江苏分公司	200	180	-20
平湖华瑞仓储有限公司	220	180	-40
中糖世纪股份有限公司湖北分公司	170	240	70
云南新储物流有限公司	-170	-140	30
广西荣桂贸易公司	0	0	0
广西柳州桂糖有限责任公司	0	0	0
广西荣桂贸易公司来宾仓储分公司	0	0	0
广西贵港桂糖储备有限公司	0	0	0
广西黑五类物流有限公司	0	0	0
广西北部湾弘信供应链管理有限公司	0	0	0
广西弘信供应链管理有限公司	0	0	0
广西来宾西江港务有限公司	0	0	0
昆明国家粮食储备有限公司	-100	-100	0
云南广大铁路物资储运有限公司	-170	-170	0
佛山市华商物流有限公司	80	80	0
广东北部湾农产品批发中心有限公司	0	0	0
陕西西瑞粮食储备库有限公司	180	180	0
日照粒粒金粮油贸易有限公司	90	90	0
日照市凌云海糖业集团有限公司	90	90	0
南京铁心桥国家粮食储备库	200	200	0

数据来源：郑州商品交易所 华泰期货研究所

棉花交割变动：

新疆作为国内最大的棉花产地，其皮棉产量占全国产量的 80% 以上，但交割基准地却设在内地，并且在疆的交割库偏少。这样便使得大量新疆生产的皮棉将长途跋涉运输到内地进行仓单注册。这样降低了仓单注册的效率、增加了注册时间和成本，也增加了期货 01 合约被逼仓的风险。与此同时，随着新疆下游纺织行业的发展，在疆棉花的需求也在不断增长，因而增加新疆当地的交割库、同时修改交割基准地便显得越来越紧迫。

2016 年 11 月 11 日郑州商品交易所发布公告，增加了新疆的交割库：新疆农资集团北疆农佳乐有限责任公司、石河子天银物流有限公司、库尔勒银星物流有限责任公司由郑州商品交易

所指定棉花交割中转库转为指定棉花交割仓库。同时对交割规则进行了调整：对非新疆生产加工的棉花用于期货交割时贴水 200 元/吨；取消新疆生产加工的棉花升水 200 元/吨的规定。上述调整自 2017 年 9 月 19 日开始执行（也就是从棉花 1711 合约开始执行）。而内地的交割库升贴水标准如下：

这里我们要说明的是，“运费补贴”指新疆维吾尔自治区财政厅发布执行的出疆棉花运费补贴标准。当运费补贴政策到期、新政策公布前，升贴水计算时运费补贴标准沿用上期政策规定，交易所另行通告的除外；新的运费补贴政策标准公布后，升贴水按照新标准计算，自政策公布之日起（不含该日）第十个交易日开始执行，如果该日在交割月份第一至第十二交易日之中，则执行日期顺延至该交割月份第十三个交易日。

我们看到，棉花交割存在运费补贴的不确定，这也对未来市场增加了未知的部分。这是一个值得注意的风险。

图表 2 棉花交割仓库升贴水变动

交割仓库名称	升贴水（元/吨）
河南储备物资管理局四三二处	900 减去“运费补贴”
南阳红棉仓储有限公司	
河南豫棉物流有限公司	
中储棉漯河有限公司	
湖北银丰仓储物流有限责任公司	950 减去“运费补贴”
湖北储备物资管理局三三八处	
衡水市棉麻总公司储备库	
中国储备棉管理总公司徐州直属库	
菏泽市棉麻公司	
山东省禹城棉麻有限公司	
滨州中纺银泰实业有限公司	
中棉集团山东物流园有限公司	
芜湖市棉麻有限责任公司	1000 减去“运费补贴”
南通棉麻有限公司	
中国供销集团南通供销产业发展公司	
江苏银海农佳乐仓储有限公司	
江阴协丰棉麻有限公司	0
中国储备棉管理总公司绍兴直属库	
新疆农资集团北疆农佳乐有限责任公司	
石河子天银物流有限公司	
库尔勒银星物流有限责任公司	

数据来源：郑州商品交易所 华泰期货研究所

豆二交割变动:

一、豆二期货合约和规则改革的背景及原因

近年来随着我国压榨行业的迅速发展，压榨大豆需求不断上升，2015 年进口大豆规模突破 8000 万吨，2016 年进口数量继续上升，达 8391 万吨。而以压榨大豆为交易标的的黄大豆 2 号合约却长期不活跃。黄大豆 2 号合约不活跃主要有以下两个原因：一是受现货监管政策的影响，按照国家进境粮食检验检疫相关法规要求，进口大豆现货市场实行全流程封闭管理，期货交割不便利；二是现行合约及规则不符合现货市场最新情况。自 2004 年黄大豆 2 号合约上市以来，进口大豆现货市场已出现较大变化，现行的合约及规则没有反映现货市场的变化，需要进行调整。

二、五项措施便利大豆参与交割

国家质检总局从国家战略的角度出发，对进口大豆参与期货交割的相关政策进行重大调整，于 2016 年 11 月开始实施《进口大豆期货交割检验检疫监督管理规范》，采取五项措施，便利进口大豆参与交割：一是允许企业利用期货交割库仓容，办理进口大豆检疫许可，扩大了期货交割主体范围，更利于期货市场活跃；二是允许在期货交割与加工原料之间快速变更检疫许可证，保障了每月达数百万吨大豆的可供交割量；三是允许进口后供加工用库存大豆转化为期货大豆，使中小企业也能够顺畅地参与交割，享受期货市场带来的红利；四是结合我国进境粮食指定口岸制度，增设期货指定交割仓库，将交割区域从辽、鲁、苏三省扩大到全国主要沿海沿江省份；五是国家质检总局下属相关单位和部门与大商所联合开发“进口大豆期货监管信息系统”，为政策顺利实施提供了技术支撑和安全保障。

三、两大主要改革

交割质量标准兼顾巴西大豆特点：原交割质量标准主要以美国大豆作为标准品，以巴西大豆作为贴水替代品。大商所根据现货市场变化情况，在黄大豆 2 号交割质量标准设计中充分考虑巴西大豆品质特点，将南北美大豆均纳入交割标准品范围，突出体现销区导向型的市场特点。

4 质量指标

4.1 黄大豆 2 号期货合约交割标准品品质技术要求:

粗脂肪 (湿基) (%)	粗蛋白 (湿基) (%)	水分及挥发物 (%)	杂质 (%)	破碎粒 (%)	损伤粒 (%)		色泽 气味
					总量	其中:热损粒 (%)	
≥18.5	≥34.5	≤13.5	≤2.0	≤15.0(入 库)	≤4.0(入 库)	≤1.5(入 库)	正常

				≤20.0(出 库)	≤ 28.0 8.0(出 库)	≤3.0(出库)	
--	--	--	--	---------------	-------------------------------	----------	--

4.2 黄大豆 2 号期货合约质量差异升扣价:

项 目	质量标准 (%)	允许范围 (%)	升扣价 (元/吨)
粗脂肪 (湿基)	≥18.5	≥16.5 且 <18.5	-120
粗蛋白 (湿基)	≥34.5	≥33.5 且 <34.5	-50
水分及挥发物	≤13.5	11、1、3 月合约交割的 国产包粮大豆 ≤14.5	-50
损伤粒	总量	≤3.0	-30
	其中：热损伤粒	≤0.5	

引入厂库交割制度，优化期转现交割流程：引入了厂库仓单制度，同时大幅优化期转现交割，调整滚动交割，为买卖双方客户参与交割提供便利。

大商所将已进入大豆压榨工厂的进口大豆纳入可交割范围，能够增加可供交割量，确保交割安全。由于相关管理规定不允许进入大豆加工厂的大豆外流，且进口大豆只能用于压榨，大商所通过制度安排，允许买方客户接到厂库仓单后，委托厂库将大豆加工成豆粕和豆油，而厂库应当接受货主委托，按照 78.5% 的豆粕得率、18.5% 的豆油得率，提供符合交易所规定的期货交割质量标准的豆粕和豆油。货主委托厂库加工的，应当在提货前向厂库支付加工费用，包括大豆委托加工费和豆粕包装费。

厂库交割的具体操作方式：卖方注册信用仓单时，须按照交易所规定缴纳 100% 的现金保证金或 120% 的银行保函。仓单注销后，买方提货前需向交割厂库支付交易所规定的委托加工费用，暂定为 160 元/吨，交易所将根据市场情况变化适时调整委托加工费。

在出库流程上，厂库出库时，货主应当在标准仓单注销日后（不含注销日）的 4 个自然日内（含当日）到厂库提取豆粕和豆油。厂库应当在标准仓单注销日后（不含注销日）的 4 个自然日内（含当日）开始发货。货主提取豆粕、豆油时，厂库应当将其视同期货交割商品，优先办理出库。出库时，厂库应当在货主的监督下进行抽样，经双方确认后样品封存，并将样品保留至发货日后的 30 个自然日，作为发生质量争议时的处理依据。

如签发大豆厂库标准仓单的大豆压榨厂是交易所豆油或者豆粕的厂库，持有该仓单的客户如需将大豆厂库仓单串换为豆粕和豆油期货仓单，需要与大豆厂库自行协商相关费用。

在引入厂库交割制度的同时，大商所以对期转现的具体做法进行了优化。一是延长期转现业务期限。此次修改后，大商所将期转现业务办理截止日期由交割月前月倒数第三个交易日，延长至交割月份第六个交易日（含当日），增加了八个交易日。二是推动期转现信息平台建设。缺乏现货供需信息，是制约期转现业务规模的影响因素之一。目前，买卖双方主要通过自行联系或通过会员联系。为提高买卖双方获取信息的效率，大商所在电子仓单系统建设黄大豆 2 号期

转现信息平台，由买卖双方通过会员填写现货供需信息。三是规定非标准仓单期转现的货款支付可由交易所负责办理，或由交易双方自行协商确定。原制度中，交易所不为非标准仓单期转现业务提供贷款结算服务。修改后，买卖双方可以自由选择由交易所代为办理贷款结算或自行协商结算，对于买卖双方日常往来业务较少的，可以有效保障资金的安全性，增加办理非标仓单期转现的便利性。四是简化期转现审批流程并暂免期转现手续费。为进一步降低黄大豆 2 号的期转现业务成本，提高期转现业务效率，大商所大幅简化期转现的内部审批流程，并暂不收取标准仓单期转现手续费和非标仓单期转现手续费。

在滚动交割制度方面，大商所将有关规定调整为：持有厂库信用仓单的卖方客户，可以提出黄大豆 2 号的滚动交割申请；持有仓库实物仓单的卖方客户，不可以提出黄大豆 2 号的滚动交割申请。

考虑到滚动交割制度下买方被动配对，而买方到仓库提货后，需要异地调运时，不仅会大幅增加运费成本，而且须履行相应的审批手续政策，办理时间较长，会给买方带来不便。因此大商所以对黄大豆 2 号滚动交割做出规定，卖方客户只能以厂库标准仓单提出滚动交割，以避免买方客户面临异地接货带来的不便。

焦煤焦炭交割变动：

焦炭：15 年 1 月交割 65.3 万吨，天量交割后交易所先后几次增加了焦炭交割仓库和厂库，包括：山西省焦炭集团天津仓储有限公司，青岛港国际股份有限公司，唐山市港口物流有限公司 3 个仓库和山东铁雄冶金科技有限公司，迁安市宏奥工贸有限公司，山西阳光焦化集团股份有限公司，徐州伟天化工有限公司 4 个厂库，同时去掉了青岛钢铁集团兖州焦化厂 1 个厂库，此后几次交割的交割量较 14 年以前高，17 年的 2 次交割期货和现货价格大致平水。

焦煤：焦煤刚上市曾发生混煤交割，15 年交易所对检测标准的执行更加严格，15 年 9 月由于有卖方货物检验不合格，仅交割 6.6 万吨，此后虽然交割指标没有变动，但镜质体随机反射率标准差 (s) $\ll 0.13$ 的标准在执行时并不十分严格，16 年 5 月开始山西和蒙古煤替代澳洲煤成为交割主力，期货贴水的幅度较以往更大。交易所新设立中铝内蒙古国贸有限公司为焦煤非基准指定交割厂库，与基准库的升贴水为 0 元/吨，交易所 17 年增加了 1 个焦煤交割厂库，中铝内蒙古国贸有限公司，交收地为河北省迁安市沙河驿镇。

交割变动小结

期货市场发展 20 多年来，期货对实体经济的推动作用越来越大，我们也看近几年不断有新品种获批上市。而其中非常重要的一环便是交割制度的成熟。只有交割制度完善，期货的价格发现功能才能得到充分的体现。

进入 2017 年后，大连商品交易所和郑州商品交易所对一些品种的交割规则进行了一部分修改。我们看到，交割规则的修改，一方面能减少不合理升贴水对价格的扭曲，另一方面也能够使实体企业更方便的参与交割。。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2016版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com