

携手大企业 服务中小微

# “仓单串换”串出期货服务企业新天地

□本报记者 张利静 王姣

期货市场有着价格发现和管理风险的作用,但同时期货市场是一个标准化的市场,其合约的标准化、交割地点的集中性特点与现货企业特别是小微企业个性化需求存在一定的矛盾。同时,在一些大宗商品的产业链上,上中下游的企业规模往往呈现从集中到分散的特点,企业规模和实力的差异使得产业链条的各类企业对期货市场的利用能力和效果不同,规模化企业市场利用能力强、效果好,小微企业市场利用存在一些制约因素,效果相对规模企业较差。期货市场在为实体经济服务的同时,如何为上中下游不同类型企业,特别是中小微企业参与交易提供便利和制度支持,是制度设计者始终要考量的重要因素。

2013年12月,大连商品交易所创新性地在豆粕品种试点集团内厂库仓单串换制度,并于2014年7月将企业集团扩容、由前期2家扩至9家,迈入制度完善的新阶段。一年来,广纳大企业、立足于集团经营的仓单串换制度极大地便利了产业链中下游的中小微企业参与期货交割,进一步推动了期货和现货市场的无缝对接,得到市场广泛认可。

仓单串换是大商所期货交割制度与服务的又一重要创新。记者从交易所获悉,未来,仓单串换还有更大的发展空间,如利用集团优势、地区龙头企业优势,扩充串换厂库数量规模,将贸易商纳入串换供给主体,实现由集团内向集团间、集团外延伸;将串换商品品质由期货交割标准品扩大到不同类型的产品,实现品质的串换。

据大商所相关人员介绍,交易所已经开始研究将仓单串换由集团内厂库向集团间厂库推行,由此将进一步提升仓单串换的效率。从为解决接货地点不确定性的制度创新,到促进产业链间互联的增强、携手大企业服务小企业,再到催生区域价差基准,仓单串换打破了长期以来期货市场在有限的交割地点进行交割的传统安排,有效推动着期货市场标准化与现货市场个性化之间的矛盾消解,并推动着市场参与结构的改善,发挥规模参与企业的优势加强对小微企业的服务,从而以打破期现分割的势能,给产业和市场带来新的前进动力。

## 中小微企业交割制约因素多

在期货市场上,买方和卖方是市场结构中既互相依赖又互相掣制的两大主体,买卖力量均衡是保证市场有效稳定运转的重要因素。但对于很多传统的大宗商品来说,因其关联的产业链条长、涉及的产业众多,买卖双方的市场地位和资源掌控能力往往不在一个层级上。体现在具体期货交易上,上游企业和卖方集约化程度较高,实力相对强大,而下游企业与买方分散,相对弱势,加之资金、人才的相对缺乏,市场参与和利用均存在一定的劣势。

以豆粕为例,豆粕是我国传统的期货品种,自上市以来,成为大商所交易最为活跃的品种之一,依托我国大豆现货的市场化和国际化,以及大豆压榨业的高度现代企业经营意识,逐步发展壮大,已经成为全球最为活跃的农产品期货品种之一。2014年,豆粕期货成交2.05亿手(单边),占大商所总成交量的26.6%。

在产业结构上,豆粕作为大豆压榨的产品,其产业链涉及大豆压榨、油脂、饲料加工、养殖等众多产业。卖方即大豆压榨业,主要集中在环渤海、华东和华南三大区域的沿海地



新华社图片

区,产业布局均衡、集中度适中,这些工厂大多数由中粮、益海、九三等约10家大豆压榨集团拥有。据统计,日压榨能力1000吨以上的大豆压榨工厂占整个大豆压榨行业80%以上的压榨量。而买方即饲料和养殖企业,实力则普遍较弱,我国大概有1万多家饲料企业,分布分散,大部分以中小微企业为主,经营辐射区域有限,风险管理意识和水平与上游大豆压榨业也有较大距离。

企业实力差异在豆粕期货交易上也有明显体现。一方面,我国大豆压榨集团所属的企业90%以上参与豆粕期货交易,且交易行为和交易模式非常稳定、成熟。可以说,参与期货交易已经成为大豆压榨业常规经营中的必备环节。另一方面,饲料和养殖企业参与程度相对较低,在利用期货市场的价格和避险机制等方面还很不理想。据统计,2014年参与豆粕期货交易的法人客户数达4400多家。这些法人客户中,作为卖方的大豆压榨企业占有持仓上的绝对优势,约占法人客户持仓的80%,而下游饲料企业在法人客户持仓中只占5%,市场力量极不平衡。

同时,在市场制度、机制上,基于产业现实格局及豆粕品种的存储要求和使用特点,2004年大商所在原有仓库交割的基础上,在该品种上首创了厂库交割制度,使豆粕期现市场空前融合,豆粕期货由此成为国内最为成熟的品种之一。至今,豆粕在全国共有19家交割厂库、3家交割仓库,主要沿我国大豆压榨企业集中的东南沿海布局,这一交割库布局符合豆粕品种特点及产业格局。

但对于饲料等买方企业而言,一方面希望交易所在国内能广设仓库,便利其交割,另一方

面,交割库分布在不同区域,其在参与交割时极易接到异地仓单。接到异地仓单意味着企业需要远距离提货,或者以卖仓单或异地卖现货的方式进行处理。饲料加工业的利润比较微薄,且豆粕易霉变,保质期短,物流成本和异地销售的不便都可能增加企业的计划外成本。上海某饲料企业年加工能力60多万吨,曾是豆粕期货的积极参与者,但2011年在进行了豆粕1107合约的交割之后,对豆粕交割参与便不再积极。在该企业2010年-2011年经历的四次交割中,交割地点分别在河北霸州、山东龙口、江苏南通、广州东莞(霸州、龙口交割库于2012年取消),四次交割贯穿了豆粕交割的四大区域,大大超出了企业预期。

## 立足于集团经营的仓单串换试点

为了解决异地接货问题,为中小微企业参与期货交易扫清障碍,大商所在多年的市场论证中,逐渐提出“仓单串换”的制度和服务创新思路。豆粕的集团化生产特性和市场格局使其成为这一思路试点的首个品种。

我国益海、中粮、中储粮、嘉吉等大型压榨企业在沿海主要压榨区内均建有压榨厂,如益海集团在黑龙江、辽宁、山东、江苏、广东、福建等13省建有16家压榨企业,中粮集团在辽宁、河北、山东、江苏、广东等10省建有16家压榨企业。同时,这些大型压榨集团具有完备的产品生产、销售体系,可以实现豆粕生产在集团内的统筹规划、统筹安排,事实上豆粕市场格局也基于这一生产格局展开。因此,压榨业的这种集团化经营和市场格局为交易所所破解交割地的有限性,实现多地间仓单灵活提货提供了条件。

2013年底,基于大量而深入的市场调研和

操作测试,大商所通过联合大型企业集团,在豆粕品种上开始试点集团内厂库仓单串换制度。选择豆粕现货生产能力较强、所属企业覆盖范围较广的企业集团,作为提供仓单串换的卖方主体。根据该制度,饲料企业等中小微买方客户交割后,可在仓单注册厂库所属的该集团其他工厂提货,或者将手中仓单换为该集团其他交割库仓单,为买方提供了更多的交割选择,买方在衡量异地交割成本和仓单串换成本后,可以选择最优交割模式,显著减少交割成本。

豆粕1401合约为仓单串换试点后的首个合约,该合约共交割15580吨,其中仓单串换量3900吨,共有来自湖南和安徽等地的四家饲料企业参与串换,当时上述企业接到了广东阳江嘉吉的厂库仓单,距离企业经营地较远,最后串换到江苏南通嘉吉。以最接近交割地点广东阳江的湖南某饲料企业为例,该客户的串换成本为每吨41.4元(包括11.4元每吨的地域价格差和30元每吨生产调整费),节省的物流成本为180元/吨,降低了约140元/吨的接货成本。

自2013年12月正式推出串换试点以来,参与串换的市场主体达30家,其中卖方8家,买方22家,买方中参与串换的饲料企业20家,饲料企业串换量12730吨,占串换总量的86%。尽管总量不高,但仓单串换这一制度的存在打消了饲料企业等中小微买方客户对交割地点不确定性的担忧,直接带动了整体实力偏弱的买方客户参与交易和交割的积极性。自2013年9月起,饲料企业交割量开始大幅增长,由2012年的0吨增加为2013年的2.04万吨,2014年达10.5万吨。同时,饲料企业在交割买方客户中的比重也大幅增加,1401、1403、1405合约中买方饲料企业

交割量所占比重分别达到64%、71%和100%。

仓单串换制度吸引了更多的中小微企业参与利用期货市场,有力提升了其风险管理水平和对现代市场的适应能力,促进了这些企业的成长。同时,仓单串换在发挥大型企业集团的仓储、物流优势,拓展全新业务的同时,也使更多小微企业参与至市场风险管理中来,利于对企业避险经营、特别是基差订价等模式的推行,防范市场整体经营风险和企业信用风险,同时进一步密切了企业与小微企业的业务联系,有助于形成稳定的客户关系,拓展了市场经营渠道和范围。而从整个产业链来看,各环节间企业联系的密切,对促进整个行业发展的稳定性和可持续性也具有积极意义。

此外,仓单串换业务的推行也为增设交割厂库打开了空间,串换机制的存在为制度设计者免去了厂库过多、企业不敢参与接货的担忧,2014年大商所先后增设了8家交割厂库,进一步为油脂企业套期保值提供了便利,也进一步扩大了对饲料企业的地区覆盖。2014年11月,在豆粕期货成功试点的基础上,大商所将豆粕仓单串换推广到了豆油和棕榈油两个品种,并在串换主体、串换品种和串换价格等方面进一步细化明确,为市场主体提供更多的交割便利。仓单串换在大商所得到全面、稳健的推广应用。

## 推动市场格局和现货价格体系变迁

仓单串换解决的不仅仅是中小微企业就近接货、便利交易的可能,更大意义在于推动了油脂油料市场在定价透明度和合理性等方面提升。

仓单串换制度推出后,豆粕期货和现货价格得到有效收敛,豆粕期货在近月合约活跃度明显增加,期现价格收敛效果显著。仓单串换制度推出前,由于买方对异地交割及价格收敛存有顾虑,在临近交割月时,大量持仓平仓、远月合约流动性低。制度推出后,相应的持仓大幅增长,如2012年-2014年作为豆粕主力合约的9月合约在进入交割前月首个交易日持仓量分别为8万手、18万手、33万手(单边),逐期增幅明显。同时,仓单串换业务推出后,期现价格差大幅缩窄,豆粕主力合约基差比过去6年同期平均基差缩小了16-192元/吨,远期销售基差也大幅降低,如远期交货的豆粕销售基差从2013年9月以前的250元/吨左右下降到2014年9月份的100元/吨以下,而从近期了解到的2015年9月份的基差销售合同看,平均基差在100元/吨以下水平已成为常态且基本稳定,这表明豆粕期货市场价格发现功能进一步得到提升。

更为重要的是,仓单串换催生了大型企业集团和下游中小微企业均普遍认可的区域价差基准。价格是贸易合同达成的最关键要素,因豆粕的销售半径通常不超过200公里,区域间的供需差异等因素使得豆粕现货市场价格差异比较显著。为了增强豆粕区域价差的透明度,大商所在其官方网站上每月发布区域价差,基础数据分别来自第三方市场机构和厂库的对外报价,并以五日均值计算区域价差。从试点以来的情况看,这些区域价差不仅成为仓单串换双方的定价依据,也为市场提供了重要的定价参考,有效提高了市场谈判效率,并有助于建立全国性的油脂油料品种现货价格体系。该价格体系建立后,将大大增强期货市场对现货价格的引导作用,从而构建以期货价格为核心、串换平台地区性价差与品质价差为补充的完整价格基准体系,为油脂油料产业发展提供完整的价格指引信号。

# 化危为机 加快完善市场机制

□宏源期货总经理 王化栋

此次股票市场在快速下跌过程中出现流动性枯竭,导致市场机制失效,引发市场恐慌,政府被迫采取救市措施。与国际成熟市场相比,我国股票市场呈现出暴涨暴跌的特点,此次股票市场风险的集中爆发更是暴露了我国股票现货市场在市场交易机制等市场基础建设方面存在的问题。正确认识我国股票市场此次流动性危机所暴露的问题,化危为机,借此机会完善市场机制从根本上解决问题才能促进我国资本市场的健康发展。

市场参与主体风险意识和风险管理能力不足。此次流动性危机与股票现货市场融资等杠杆交易业务的快速发展有密切的关系。市场主体对融资等杠杆交易机制带来的收益风险特征认识不足,只看到上涨时融资等杠杆的作用,忽视下跌时“去杠杆”可能带来的踩踏效应。我国股票市场投资者结构以中小投资者为主,中小投资者杠杆交易经验不足、风险管理意识淡薄,“散户+杠杆”的模式极易产生一致交易行为。与此同时,在行情单边快速上涨时期,部分机构交易行为“散户化”,加剧了市场的“羊群效应”。

市场信息传递和信息披露约束机制不足。近期,社会上所谓专业人士“不专业”,对市场和工具不了解,甚至对期货的多和空、期货的卖空、股票“裸卖空”和股指期货贴水造成股票市场下跌等基本概念不了解,甚至主观

臆断。在移动互联时代,网络媒体尤其是自媒体对期货市场不实报道的快速传播在一定程度上误导了投资者对股指期货等衍生工具的认识。同时,市场杠杆资金、杠杆类产品等信息不透明,市场参与主体无法合理预期和评估“去杠杆”压力,容易造成恐慌,加剧市场“羊群效应”。

股票现货市场做多做空机制失衡。目前,我国股票现货市场做多做空机制严重失衡,在融资等杠杆交易业务快速发展的背景下,失衡更加严重。国内股票现货市场做空机制主要有融券和ETF期权。与国际发达股票市场相比,我国融资业务发展迅速,但融券业务发展缓慢,两融市场发展严重失衡。截至2015年4月末,我国融资余额为1.83万亿元,融券余额为88.49亿元,融资/融券余额比达到206.8,远高于美国、日本等成熟市场。2015年2月上证50ETF期权上市,受制于开户交易条件的严格限制,成交规模较小。此次行情快速下跌过程中,部分机构通过股指期货对冲股票市场下跌风险,但股指期货只有三个品种,其市场规模无法满足股票市场的风险对冲需求。

多空交易是资本市场辩证的一对,要正确认识做空的概念。做空机制的目的是为投资者提供风险对冲的工具,规避股票市场风险。做空机制有利于发现股票价格,使股票的价值与价格不至于过度背离,在一定程度上减少过度投机行为,起到稳定市场的作用。因此,缺少做空机制就缺少了资本市场的自我制衡,市场风险无法提前释放,容易出现非理性交易行为。

加强市场信息传递约束和监管,正确引导市场主体理性投资。加强大股东回购、杠杆资金规模、股票临时停牌、股指期货限仓等信息披露管理,提升市场信息透明度,避免市场不实传言、谣言对投资者交易行为的影响。

对股指期货等衍生工具认识和使用不足。

股指期货是多空双方博弈的市场,既可以做多也可以做空。期货的卖空与“裸卖空”不同,“裸卖空”是股票现货市场的概念,其与融券不同,是在没有股票且没有借入股票的情况下卖出股票,增加了市场上的股票供应。期货市场持仓量每增加一张合约,都会产生一个多头和一个空头,市场上买入合约的数量和卖出合约的数量是相等的。

期货市场是以现货市场为基础,期货价格是现货价格未来的预期,反映投资者对未来供求关系的认识。从时间和空间的角度看,期货与现货价格短期内可以不一致,期货和现货价格之间的升贴水变化是正常的。历史数据表明,股指期货的期现价差与股票现货市场持仓量有较大的关系。当行情上涨时,多头热情高涨,往往导致期货升水于现货;当行情下跌时,由于投资者信心不足,往往会导致期货价格贴水于现货。在此轮行情快速上涨过程中,赚钱效应甚至导致出现了部分机构投资者“散户化”的现象,在股票现货市场和期货市场两边做多,没有正确使用股指期货等衍生工具进行风险管理。

加强市场信息传递约束和监管,正确引导市场主体理性投资。加强大股东回购、杠杆资金规模、股票临时停牌、股指期货限仓等信息披露管理,提升市场信息透明度,避免市场不实传言、谣言对投资者交易行为的影响。

在移动互联时代,信息的传播呈现数量多、传播快等特点,一些“不专业”的专业人士发表的错误观点极易造成市场传言误导投资者。监管部门应加强信息披露管理,对在公开媒体发表观点等言论的人士进行资质认证,对影响市场的不实信息进行及时反驳,正本清源。充分利用移动互联等网络媒体的传播作用,及时正面披露资本市场的相关信息,发挥市场真正专业人员的作用,正面引导投资者树立理性的投资理念,增强投资者风险意识,提高投资者资金管理、风险管理能力。

完善股票现货市场基础制度建设,发挥市场自身稳定能力的作用。与国际成熟股票市场相比,我国股票市场还需进一步完善基础制度建设。在股票现货市场引入杠杆交易的情况下,市场对流动性的要求大幅提升,这与股票涨跌停板对市场流动性限制形成了对立。股票现货市场应逐步放开涨跌停板制度。我国股票市场曾放开涨跌停板制度,因当时市场基础差,市值小,于1996年将取消涨跌停板制度作为应对当时股市极端波动的特殊应急措施。经过20年的发展,我国股票市场基础已经发生变化,日益成熟,可以参照国际成熟市场普遍经验,放开涨跌停板制度。研究推出股票现货市场T+0制度。T+0交易有利于市场自身稳定平衡机制和风险防范,有利于提高股票现货市场的流动性。加大融券业务发展力度,扩大融券标的范围,研究推出证券借贷等交易工具,解决股票现货市场避险工具不足问题。

正确认识股指期货等衍生工具,发挥衍生工具风险规避功能。期货市场的功能是价格发现和风险规避,期货交易实行保证金交易和双向交易,即期货交易是杠杆交易,是做多做空机制平衡的市场。自2010年股指期货推出以来,沪深300股指期货市场经历了完整的牛熊市场周期转换,实践证明股指期货是中性的风险管理工具,主要是为投资者的现货头寸提供风险对冲工具。股指期货在此轮市场波动中的作用主要有两个:一是作为股票现货市场的对冲工具,持有股票现货的证券公司、基金、保险等投资机构在期货市场卖出股指期货保值,无需在现货市场上抛售股票;二是股票市场下跌期间现货市场交易不流畅,停牌股票多,跌停股票多,股票市场流动性急剧下降,期货市场承接了股票现货市场大量的恐慌性卖出避险交易,充当了股票市场的“泄洪渠”。因此,股指期货价格下跌和贴水是股市下行的结果,而不是原因。因此,要大力发展股指期货、股指期权、个股期货等金融衍生品,丰富市场风险对冲工具,为我国股票市场的发展提供支持和保障。

这次危机暴露的问题是我国资本市场发展中存在的问题,要用发展的眼光,靠发展的手段解决问题,不能因噎废食而停止金融创新的步伐。我们应正视此次市场危机,进一步推进金融市场的“市场化”创新,大力发展金融衍生品市场,平衡做多机制与做空机制,为市场机制正常发挥作用创造良好的基础条件,发挥资本市场对实体经济的功能。