



投资分析

解读郑商所小麦合约修改

期货研究所

张伟伟

期货研究所

联系电话：0516-83831165

E-mail: zww0518@163.com

关于郑商所小麦合约修改的分析报告

1月9日，郑州商品交易所公布了最新修改的《小麦期货合约和相关业务细则》。为了帮助广大客户深入了解此次合约修改的内容，我们从小麦期货合约及相关业务细则修改的必要性、具体修改内容及可能造成的影响等三个方面进行分析。

一、小麦期货合约修改的必要性

目前小麦期货合约存在的问题主要有：（1）优质强筋小麦（以下简称“强麦”）交割标的的质量指标要求偏高，规模偏小，参与群体受限，影响功能更好发挥；

（2）硬白小麦（以下简称“硬麦”）标的存在两个问题：一是该标的仅适用于黄河以北地区生产的小麦，豫南、江苏及安徽等地小麦难以达标；二是衡量硬麦品质的主要指标为“硬度指数”，该指标现货贸易中并不使用，造成期货市场质量标准与现货市场脱节。（3）相对于小麦自身价值相对较低、价格波动幅度较小，期货交割成本偏高。

上述问题的存在，使企业无法有效利用期货市场或利用程度受限，小麦期货也无法成为大多数粮食经营企业的“保护伞”，影响了小麦期货市场功能的正常发挥。

二、修改方案的具体内容

本次小麦期货合约及相关业务细则的修改主要围绕着扩大交割标的物范围，降低交割成本，引导企业积极参与，不断提高市场流动性，逐步促进市场功能正常发挥。主要内容包括：一是将硬麦改为普通小麦；二是参照现货市场，对普麦、强麦的品质指标进行界定，扩大交割标的物范围；三是降低普麦和强麦交割月前一个月保证金，降低普麦交割月保证金；四是普麦引入车船板交割方式，降低交割成本。具体修改情况如下：

（一）关于小麦期货合约的修改

1、硬麦期货合约修改情况

硬麦合约修改前后对照表：

	项目	现行合约(执行至 WT211 合约)	新修改合约 (自 PM301 合约执行)
1	合约名称	郑州商品交易所硬白小麦期货合约	郑州商品交易所普通小麦期货合约
2	交易单位	10 吨/手	50 吨/手
3	报价单位	元 (人民币) /吨	
4	最小变动价位	1 元/吨	
5	每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±3%	上一个交易日结算价±4%及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定
6	合约交割月份	1、3、5、7、9、11 月	
7	交易时间	上午 9:00—11:30, 下午 1:30—3:00	
8	最后交易日	合约交割月份的倒数第七个交易日	合约交割月份的第 10 个交易日
9	交割日期	交割日期: 合约交割月份的第一个交易日至最后交易日	最后交割日: 仓单交割: 合约交割月份的第 12 个交易日。 车船板交割: 合约交割月份次月的 20 日
10	交割品级	基准交割品: 三等硬白小麦符合 GB 1351-2008《小麦》; 替代品及升贴水见《郑州商品交易所期货交割细则》	符合《中华人民共和国国家标准 小麦》(GB 1351-2008) 的三等及以上小麦, 且物理指标等符合《郑州商品交易所期货交割细则》规定要求
11	交割地点	交易所指定交割仓库	交易所指定交割仓库及规定交割计价点
12	交易保证金	合约价值的 5%	
13	交割方式	实物交割	
14	交易代码	WT	PM
15	上市交易所	郑州商品交易所	

硬白小麦期货合约目前已挂盘到 WT211 合约, 新的普通小麦期货合约于 WT201 合约结束后推出, 首个挂牌合约 PM301, 新修改的制度自 PM301 合约执行。

2、强麦期货合约修改情况

强麦合约修改前后对照表：

	项目	现行合约(执行至 WS305 合约)	新修改合约 (自 QM307 合约执行)
1	合约名称	郑州商品交易所优质强筋小麦期货合约	
2	交易单位	10 吨/手	50 吨/手
3	报价单位	元 (人民币) /吨	

4	最小变动价位	1 元/吨	
5	每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±3%	上一个交易日结算价±4%及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定
6	交易保证金	合约价值的 5%	
7	合约交割月份	1、3、5、7、9、11 月	
8	交易时间	上午 9:00—11:30, 下午 1:30—3:00	
9	最后交易日	合约交割月份的倒数第七个交易日	合约交割月份的第 10 个交易日
10	交割日期	交割日期: 合约交割月份的第一个交易日至最后交易日	最后交割日: 合约交割月份的第 12 个交易日。
11	交割品级	标准交割品: 符合郑州商品交易所期货交易用优质强筋小麦标准 (Q/ZSJ001-2003) 二等优质强筋小麦, 替代品及升贴水见《郑州商品交易所期货交割细则》	符合《中华人民共和国国家标准 小麦》(GB 1351-2008) 的三等及以上小麦, 且稳定时间、湿面筋等指标符合《郑州商品交易所期货交割细则》规定要求
12	交割地点	交易所指定交割仓库	
14	交割方式	实物交割	
15	交易代码	WS	QM
	上市交易所	郑州商品交易所	

强麦期货合约目前已挂盘到 WS305 合约, 自 WS201 合约结束后, 暂停新合约挂牌, 待 WS207 合约结束后, 开始挂盘新修改的强麦合约, 即自 QM307 合约开始执行新的强麦合约和细则。

(二)《郑州商品交易所期货交割细则》修改的具体内容

1. 交割标的

(1) 硬白小麦改为“普通小麦”, 基准交割品由原来的“符合国标 GB1351-2008 的三等以上硬白小麦”改为“符合《中华人民共和国国家标准 小麦》(GB 1351-2008) 的三等及以上小麦, 且不完善粒中生芽粒 \leq 2.0%, 霉变粒 \leq 2.0%”; 水分、杂质、不完善粒物理指标放宽, 对超标部分实行扣量, 与国家有关规定一致; 取消了原来的降落数值指标要求。

替代品质量差异及升贴水：

（一）入库时，水分 $\leq 12.5\%$ 的，足量入库； $12.5\% < \text{水分} \leq 13.5\%$ 的，以 12.5% 为基准，水分每超 0.5% ，扣量 1.0% ；不足 0.5% 的，不扣量。出库时，水分 $\leq 12.5\%$ 的，标准仓单水分减量由提货人承担，车船板水分减量足量交货； $12.5\% < \text{水分} \leq 13.5\%$ 的，水分每超 0.5% ，补量 1.0% ；不足 0.5% 的，不补量。

（二） $1.0\% < \text{杂质} \leq 1.5\%$ 的，以 1.0% 为基准，杂质每超 0.5% ，入库扣量（出库补量） 1% ；不足 0.5% 的，不扣量（出库不补量）。

（三） $8.0\% < \text{不完善粒} \leq 12.0\%$ 的，以 8.0% 为基准，不完善粒每超 1.0% ，入库扣量（出库补量） 1.0% 。

（2）优质强筋小麦，内在品质指标仍保留稳定时间、湿面筋、拉伸面积，但具体要求均有所降低，基准交割品为“符合《中华人民共和国国家标准 小麦》（GB 1351-2008）的三等及以上小麦，不完善粒中霉变粒 $\leq 2.0\%$ ， $300s \leq \text{降落数值} \leq 550s$ ；内在品质指标稳定时间 ≥ 8 分钟、湿面筋 $\geq 30\%$ 、拉伸面积（ 135min ） $\geq 90\text{cm}^2$ ”。并增加了新的替代品贴水：“内在品质指标稳定时间 ≥ 6 分钟、湿面筋 $\geq 28\%$ 、拉伸面积（ 135min ） $\geq 75\text{cm}^2$ 时的，贴水 80 元/吨”。

2. 普麦增加车船板交割有关内容

增加车船板交割及指定交割计价点的有关定义：

“车船板交割是指在交易所指定交割计价点货物装至买方汽车板、火车板或轮船板，完成货物交收的一种实物交割方式。买卖双方以货物装上买方车船板为界，实现货物的所有权和风险转移，各自承担对货物的数量、质量责任”。“交割计价点”是指由交易所指定的用于计算双方各自应承担交割费用的地点。明确“普麦交割基准价为该期货合约的基准交割品在指定交割计价点买方的车船（汽车、轮船）板或指定交割仓库买方的车船（汽车、轮船）板交货的含税价格（不含包装）”。

3. 交割流程

（1）交割配对有关规定与棉花期货修改思路相同。

对普麦在最后交易日之前的配对交割流程增加规定：“卖方提出普麦车船板交割申请时，应同时提交相应的拟交割货物信息，包括：品种、等级、数量、生产年度、交割计价点、存放地点等”；“买方会员在会员服务系统响应卖方会员的交割申请（选择普麦车船板交割货物信息）”；郑商所根据双方确认结果进行配对。

关于普麦在最后交易日的配对原则，增加以下规定：“最后交易日下午，普麦合约不再进行交易”；“下午1时30分之前，卖方应主动公布用于普麦车船板交割的信息”；“普麦车船板交割的卖方未公布车船板交割货物信息的，交易所按仓单交割对待”；“下午1时30分到2时30分，买方根据卖方提交的车船板交割的货物信息，自主选择并确认”。

（2）增加普麦车船板交割结算流程规定。规定“通知日后下一交易日上午9时之前，普麦买方会员应当将尚欠货款划入交易所账户”；“买卖双方自通知日后规定时间，对车船板交割货物的交收事宜进行协商，办理交收”；“配对后至车船板交割最后交货日次日，交易所按双方确认情况进行结算”。

4. 交割违约处理

规定“普麦交割违约的，由违约方支付对方20%违约金，终止交割。”

（三）《郑州商品交易所标准仓单管理办法》修改内容

主要对标准仓单有效期进行了修改，不再规定入库小麦的产期，两个小麦合约仓单的有效期限均改为“每年9月的最后一个工作日”。

（四）《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》修改内容

1. 保证金

本次主要修改了保证金标准，普麦交割月前一个月份上、中、下旬及交割月保证金分别由原来的“8%、15%、25%、30%”降低为“5%、10%、15%、20%”；强麦交割月前一月上旬保证金由“8%”降低为“5%”。

2. 持仓

按照两个小麦合约交易单位及新品种持仓限制标准对普麦、强麦持仓进行了修改：一般月份普麦、强麦持仓分别为 2000 手和 1000 手；交割月前一个月为 600 手和 300 手；交割月为 200 手和 100 手，以上持仓包含了跨期套利持仓。

（五）公告内容

1. 普麦指定计价点及交割仓库公告

选取处于粮食物流节点城市的交割仓库（协助协调商务纠纷）作为指定交割计价点，不同地区间不设升贴水。

指定交割计价点如下：

河南省（7）：安阳、新乡、郑州、许昌、漯河、驻马店、商丘

江苏省（3）：徐州、南京、靖江

河北省（3）：邢台、石家庄、衡水

山东省（2）：德州、济宁

每个计价点上都有指定交割仓库，以备双方在交货地点方面协商不一致时，可以采取把货物拉到指定交割仓库进行货物交收。

2. 强麦仓库设置

选取河南安阳安林、山东德州、河北柏乡，江苏扬子江物流、南京铁心桥等仓库同时开展普麦和强麦交割业务，在强麦产区增加延津库。

三、新小麦合约对市场影响的探究

（一）修改后，普通小麦期货合约名称符合现货市场习惯及期货市场命名习惯

“普通小麦”为现货市场对一般品质小麦的习惯称谓，以该称呼作为期货市场的合约命名也符合期货市场的命名习惯，容易被广大投资者理解和接受，达到“望文知义”的效果。从国家政策的角度分析，普麦标的受政策影响较大，但大多数现货企业认为，政策影响并不是导致小麦期货流动性不足的绝对因素，在小麦市场价

格高于或低于国家定价时，市场都存在机会，因此修改后，有利于普麦期货增加流动性、发挥市场功能。

（二）交易单位由 10 吨改为 50 吨

扩大普麦、强麦合约单位后可以适当提高市场门槛，降低市场风险。修改后普麦合约价值在 10 万元以上，强麦合约价值更高。提高合约单位，对于中小客户来说，由于每手保证金提高 5 倍，其参与的积极性可能受到一定的抑制，但基本不影响产业客户的参与。从市场长远发展看，有利于小麦市场稳定运行，发挥功能。

（三）扩大交割标的，贴近现货市场

经过修改，两个小麦合约都不同程度地扩大了期货合约可交割标的。硬麦改为普麦后，所有种类均可交割，交割标的由原来河南北部、山东、河北扩大为小麦五大主产省，该区域小麦常年产量在 8000 万吨左右，且多为三等以上小麦，可供交割数量应在 7000 万吨以上。强麦通过允许稳定时间 6 分钟以上、湿面筋 28% 以上、拉伸面积 75cm^2 以上的小麦替代交割，可供交割量预计将由原来的 300 万吨左右增加至 1000 万吨左右，如农民有种植积极性，可以很容易达到 2000 万吨以上，有利于引导小麦以市场需求为导向进行种植结构调整。

通过修改，将进一步提高小麦期货市场的流动性和运行质量，促进市场功能充分发挥，使小麦期货市场走上良性循环发展的道路。也许以后强麦的价格不会出现大幅偏离正常波动区间的问题，因为一旦期货价格过度偏离现货价格时，那些内在品质稍低的小麦就会生成仓单进行交割，从而抑制价格非理性上涨。

（四）每日价格最大波动限制扩大

为了规范每日价格波动限制的表述，将涨跌停板由“不超过上一交易日结算价 $\pm 3\%$ ”修改为“上一个交易日结算价 $\pm 4\%$ 及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定”，扩大涨跌停板幅度后出现停板的机率更小，可以减少出现停板的次数，有利于控制市场风险，促进市场稳定运行。

（五）创新交割方式，降低交易成本，为企业参与

期货提供更加便捷的方式

为降低交割成本，普麦进行了交割方式创新，设计了指定交割计价点车船板交割。该制度规定，“车船板普麦交割时，自指定计价点装至车船板之前的一切费用（不含包装）由卖方客户承担，之后的一切费用由买方客户承担。双方协商买方自行提货或卖方送货的，可根据计价点协商各自承担的运费”。这样，卖方在自己的货物存放地就可以将货物卖出，无须将货物再拉到指定交割仓库、注册仓单。

引进车船板交割，使买卖双方可以方便地进行点对点的贸易，与现货贸易差异不大，但进行期货交易，既可以回避现货价格波动的风险，又可以回避质量、数量、款项方面的诸多矛盾。主要优点有：一是指定交割计价点附近的现货企业无须将货物拉到指定交割仓库即可交割，便于其直观地利用期货市场套期保值；二是降低交割成本，促进期现货价格趋合，有利于小麦市场功能的发挥；三是实行车船板交割的同时，标准仓单交割方式同时存在，以方便现货企业参与期货时利用期货仓单融资，缓解资金压力。

（六）仓单有效期修改说明

强麦、普麦标准仓单的有效期均为每年9月的最后一个交易日。

选择9月作为退出月份的原因，一是对于强麦来说，可缓解新年度小麦后熟期的问题，降低交割风险；二是9月后小麦现货需求逐步旺盛，有利于陈麦仓单的消化。

总的来说，硬麦改为普麦后，将极大地方便企业交易、交割，预计期现货价格将会趋同，价格相关性将大幅提高；强麦降低主要指标要求后，将有效扩大交割标的范围，有利于更多现货企业参与。与此同时也产生一些其他的影响，首先，大合约交易成本的上升，对于抑制过度投机起到积极作用，但合约活跃程度将会受到较大影响；其次，交割标准的下降使交割更加容易，增加

现货商参与度，但是对多头来说承担的来自上方的压力也将会增大。这些将会影响小麦期货市场流动性，但长远看来，有利于稳定小麦市场，发挥规避风险功能。后期郑商所及新纪元期货公司将进一步加大小麦新合约的培训、宣传，使投资者充分了解两个小麦期货合约，更好地参与期货交易进行套保，避免，促进小麦市场功能的发挥。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电 0516-83731107 或发邮件至 yfb@neweraqh.com.cn 申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。