

创新仓单分配机制，解决异地交割难点

上海期货交易所交割部 徐春雷

从我国当初引入期货交易这一高级市场模式来看，其本意是利用其套期保值和价格发现功能来适应市场经济的要求，尤其是我国加入WTO以后，一个有国际影响力的期货市场对争取交易商品的定价权，增强国际竞争力方面具有的战略作用已成共识。综观国内商品期货市场，虽然近几年有了较大发展，但从影响力来看，和国际上主要期货交易所比起来，无论是在国际性和开放性等方面还略有逊色，尚难引领国际商品价格的走势，在国内，其价格影响力也还未达到绝对权威的地步，对各地理区域的现货价格影响力也有差异，现货贸易中不少还是以地区性的现货市场价作为价格参照。造成这种局面，有很多原因，仅从交割制度的某些方面来看，有两点值得关注：第一，某些品种的指定交割仓库地理分布仅限于交易所所在地或集中于少数某几个地区、和现货市场的发展不同步，从而影响了期货市场的价格辐射面；第二、现行的交割规则会造成仓单分配中的供需结构不平衡，从而影响潜在套保者的入市积极性。而这两个因素又是相互关联的。因此，认真剖析现行的交割制度和有关惯例，结合各交易品种的具体实践和交易所发展情况，尤其是要针对那些发展中的“瓶颈”，适时进行制度创新，这对于拓宽交割工作的思路，从而促进交易的发展不无裨益。

一、积极探索交割制度的改革和创新对于提升交易所的竞争力有其必要性

一个国际性的期货市场其价格辐射面肯定是面向全球的，也一定是个开放的市场，这个开放是多层次、多方面的，其交易者可以来自境内外各地，其交易资金可能绝大多数来自境外，其报价和结算可能是本国货币也可能是外国货币、其交割地可以在本国，也可以在外国。开放是奠定国际化的基础，而开放下的竞价和交割，其产生的价格才能成为世界价格。我们可从交割这一层面对国内外交易所做一个对比分析，以有色金属交易全球居首的LME为例，其在欧美及远东共32个地区分布有400多家仓库，已建立起一个全球性的交割仓库网络，最近还计划在上海的外高桥物流园区设置交割仓库，若这一计划得到实施，我们可以想象其价格包含了中国因素后对我国的影响，SHFE不无被逐渐边缘化之虞。而反观SHFE，其主力品种电解铜上市至今，交割仓库还仅限于上海一地。不难想象，相对消费市场不断拓展的地理区域，交割仓库的布局不能及时跟上现货市场的发展会一定程度上影响到期货市场价格覆盖区域，不利于确立期货市场价格指导的权威地位。

由此，我们不能简单地以设置交割仓库是利多还是利空，或以库存量和库容量的比例来考量交割仓库的设置和布局。还以LME为例，相对它目前的库存量，其四百多家交割仓库的库容量显然是足够有余了，可相对前期铜的牛市行情，其并没有产生什么“利空”，其还考虑在中国这个极富潜力的市场设置交割仓库，可见LME设置交割仓库是同市场的开拓紧密联系起来，而不仅仅是为了满足实物的交收。相对LME等国际性市场，国内现有的期货交易所，影响面还有限。因此，随着国内期货市场的发展和开放，根据各品种的不同特性，在境内直至在境外逐步建立一个和现货市场相匹配的交割库网络是商品期货市场发展的一个趋势，也是符合电子商务发展和全球经济一体化的趋势。在这个网络中，所有的交割库都应处于平等地位，卖方可任选其中一个交割库交货，买方通过交割得到的不同等级或不同地区的仓单间的升贴水应接近现货市场的实际差价，也就是通过交割得到的仓单不存在明显的套利空间。不同仓单间的升贴水实现了市场化，卖

方才愿意在不同的交割库进行交割，买方才乐意接受不同地区或等级的仓单，仓单的串换市场也才能真正地具备市场基础，SHFE目前在交割配对中面临的矛盾也才能得到缓解，也只有解决了仓单分配的矛盾，SHFE才能逐渐地、有针对性地增加异地交割仓库的分布范围，扩大价格影响的覆盖面，让“上海价格”逐渐成为“中国价格”甚至“世界价格”，从而有利于发挥期货市场的价格发现和资源配置作用，体现出全国性大市场的地位。然而，在目前的交割规则下，同一品种等级间的升贴水或异地仓库间的升贴水是由交易所规定的，且是多年不变的，显然，这一由交易所“发现”的价差并不符合市场的实际情况，因此，卖方就会选择入库成本最低的仓库制作“用于交割”的仓单，买方只能在卖方提供的仓单范围内按照交易所的配对规则被动地接受仓单分配，买方难免会得到不合其本意的仓单。这也就是为什么现在交割当中看不到广东仓库的铝仓单（在大部分时候表现为广东现货价对华东现货价升水的情况下），黄埔油库的燃料油仓单，看不到进口烟胶的仓单，很少看到优质进口电解铜仓单的原因。现行的规则只能是在交割中体现出“劣质”仓单驱逐了“优良”仓单，如果交割后有真实消费需求的买方得到了不合其意向的仓单，且不能用合理的价位通过仓单市场串换到所需仓单或抛售套现而只能选择运回使用地的话，那可能造成一方面使买方增加运费支出，另一方面可能会造成重复运输现象，再一方面耽误了买方提货时间，这就达不到经济学上所谓资源配置的帕累脱最优状态。SHFE之所以迟迟未能在异地开设铜的交割仓库，难以合理解决异地仓单的分配矛盾从而影响交易是原因之一。因此，针对这一交割工作中的瓶颈，积极探索交割制度的改革和创新有其必要性。

二、引入市场机制解决仓单分配难题

要解决仓单分配中供需不平衡的问题，建立仓单市场固然是一个方法，但从根本上看，改革目前的仓单分配机制，用市场机制来解决市场中出现的问题不失为一个比较好的办法。

以仓单分配中矛盾较多的铝锭为例，自从广东仓库取消铝锭基准交割库地位和升贴水后，明显感觉广东交易者和交割者的积极性不如以前。其中，仓单市场的不活跃是个因素，但铝厂到沪、粤两地运输成本的不同，使得铝厂不愿意在广东库交割却是根本原因，即使现货市场上有仓单串换的中间贸易商，其报价必然也是在两地实际差价上还要考虑利润的因素，因此，目前仓单串换的不活跃是完全可以想象得到的，交易所在广东的异地交割仓库也就随着交割制度的改变而沦为形同虚设。广东仓单的减少使得广东的现货商入市积极性降低。但恢复到以前的规则，即交易所规定一个固定的运输升贴水、华东库交割需事先申请撮合的做法显然也不可取，因为这违反了市场发现价格的规律，也不可能准确反映两地间的交割成本差异。从根本上来说，市场的问题还是要靠市场的手段去解决，即应发挥市场在资源配置中的基础性作用。笔者设想，我们不妨尝试通过市场竞价的方法来确定不同仓单间的升贴水，并用竞价的手段来进行仓单分配，具体有两种方法可考虑：

第一，采取静盘交易的方法，根据最后交易日后卖方递交的仓单分布和买方表达的交割意向，选取某种供不应求的仓单作为静盘交易的对象，由交易所从一个低于现货差价的起始升贴水开始报价并逐步加价，申报的买方通过电脑输入愿意买进的数量，直到申报买进数量等于仓单数量为止，该升贴水就确定为当月升贴水，交割金额按此结算；

第二，采取竞价交易方法，借鉴上海市采用的车牌照竞拍的方法，交易所公布某种供不应求的仓单数量后，由买方输入愿意接受的升水和买进数量，计算机按照价格优先的原则选择买方，然后进行交割结算，交易所公布平均升贴水。这两个方法同时可以解

决目前铜（对品牌的选择）和天然橡胶仓单（对仓库、产地和有效期的选择）分配中的难题，充分体现交割中的公平、公开、公正原则。同时，通过竞价产生的升贴水可作为仓单串换市场的参照价格。进一步强化交易所的价格指导地位。

解决了仓单升贴水问题，仓单分配供需不平衡的难题也就自然得到解决，随之，用于期货交割的各仓库的仓单供应就会趋于自然平衡，这此情形下，扩大异地交割仓库布点范围的工作也就相对变得容易了。

三、创新仓单分配机制意义

解决了仓单分配难点，我们铜的指定交割仓库就可以不再局限于上海一地，至少先可以在华东地区增设交割仓库，随后可以根据现货的消费区域来增设交割仓库。至于现在实行的110元/吨的高纯阴极铜升水规定可以取消，而是以仓单分配中的竞价机制来取而代之，竞价产生的升贴水必然是贴近现货市场的实际差价。那么，做为卖方，无论是交割进口铜、高纯阴极铜、或是湿法冶炼铜，由于都要按竞价的结果进行升水或贴水，相对抛售于现货市场，在正常的竞价情况下，卖方并无额外的收益或损失，因此，卖方不会刻意只交割相对不受欢迎的仓单。而对于买方，则完全可以按照自己的意向和心理承受来选择所需的仓单，在竞价机制下，买方所付出的代价就是他能接受的升水。

铝交割目前存在的问题是，卖方交割的仓单绝大多数集中于上海库和无锡库，而作为铝锭主要消费所在地广东库，很少有仓单交割，究其原因，广东铝锭的现货价格高于上海和无锡的现货铝价而交易所并没有升贴水的规定，因此卖方并不会主动交割广东仓库的仓单，如果在仓单分配中引入竞价机制，在供需不平衡的情况下，竞价的结果自然是买方需要付出升水，而卖方由于得到符合其心理价位的补偿，也会乐于交割广东地区的仓单，那么现存的仓单供需不平衡的矛盾也就得到了解决，华南地区的铝消费企业也就能更方便的参与期铝交易。而且，将来在浙江、重庆等铝消费新兴地区设置交割库面临的难题也就得到了解决，这对于活跃期铝交易，确立SHFE价格的权威性都有积极意义。

燃料油的情况如同铝锭，自上市以来，所有的交割都是在湛江油库完成的，而燃料油的现货市场和主要消费地是在广州黄埔，买方更愿意拿到黄埔油库的仓单，但卖方却始终没有选择在黄埔油库进行交割，出现这种局面，有多种原因，但是湛江和黄埔之间存在运输差价，黄埔现货价高于湛江价格，而交易所并没有规定交割运输升贴水，这是导致卖方不会主动在黄埔油库交割的重要原因。SHFE燃料油价格和黄埔现货价存在的基差也反映了这一现状。如果在燃料油交割中引进仓单分配的竞价机制，那么在利益驱动下，卖方有可能在黄埔油库进行交割，这样，对于扩大SHFE价格的影响和指导地位是不无裨益的。而且对于在其它地区增设交割油库也可进行有益的探索。

从长远来讲，随着全球经济的一体化，随着信息技术和现代物流的发展，资源的配置也必将在全球范围内进行，从商品期货市场的竞争方向而言，全球化交易是必然趋势，全球化交割也有可能出现，因此，积极探索交割制度的创新，在未来吸引境外资金参与中国期货市场的同时，面对市场参与者结构的变化，交割仓库的设置应否走出（海）关外、走出（国）境外，是我们现在应该考虑的一个问题，现行的交割制度或许并不能完全适应将来这种可能的变化，探索仓单分配制度的改革对于期货市场的长远发展、对于增加交易所的在竞争力有其积极意义。

责任编辑：奚炜