



2020. 04. 20 星期一

一文看懂跨月价差-尿素 59 价差回顾



【观点】

价差是市场对于不同时间点供需情况的反映，期货跨月价差是市场对于不同月份合约预期价格上的体现，也是市场在当下情绪的侧面映射。贸易商通过交易所的套利合约可以锁定不同月份间的商品价差，为贸易提供了近远月建立虚拟贸易流的可能。本文第一、二部分着重探讨正套与反套的区别，第三部分结合尿素期货 5-9 价差进行应用场景分析，具体如下：

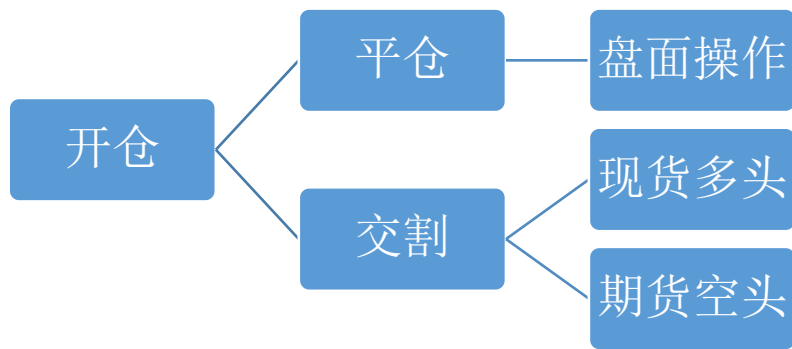
【正文】

写在前面的话：为统一全文中价差的计算方式，全部用近月减去远月作为价差的计算方式。

1、正套

正套是正向套利的简称，就是当期市中某一个合约的近远期价格出现顺差时，我们在同一时间内以某一低价格买入近期合约、以某一高价格卖出远期合约，两者的头寸数量相等，正向套利的原理就是：同样的货物在不同时间点的价值是不同的，但如果我们以近月某一时间点采购货物持有一段时间，到远月某一时间点时再卖出，如果远月与近月的价差可以覆盖期间持有成本就可以在近月买入、远月卖出的操作，与现货贸易中低价买入、高价卖出是同样一个道理。

具体操作是：做多近月同时等量做空远月，这样我们就以某一价差入场，如果未来价差扩大我们就获得了盈利，如果价差缩小同样也会有亏损的可能。未来有两种了解头寸方式：一、两个合约同时或者分别平仓；二、近月合约由于是多头头寸，可以选择交割接到仓单注销后转为现货头寸，而远月空单继续持有，这样就由正套转为了现货配上卖出套保头寸。



不论是选择盘面平仓还是近月交割接货转为现货配卖出套保头寸，其实质均是在价差较低时入场、价差较高时出场的逻辑，那么我们如何来核算当前的价差是高估还是低估，在远月价格比近月价格高时可以通过期间的持有成本进行核算，如果价差大于持有成本那么就出现了无风险套利的机会。我们以尿素为例，按照近月交割接仓单后在远月抛仓单的方式，核算主力合约与次主力合约四个月的持有成本：

| | 项目 | 厂库 | 仓库 |
|-------|---------|-----------|-----------|
| 老仓单成本 | 仓单成本 | 四个月持有仓单费用 | 四个月持有仓单费用 |
| | 仓储费 | 48 | 48 |
| | 现货资金利息 | 32 | 32 |
| | 期货保证金利息 | 4 | 4 |
| | 手续费 | 3 | 3 |
| 新仓单成本 | 至交割库运费 | 0 | 40 |
| | 出入库费 | 0 | 30 |
| | 质检费 | 0 | 1 |
| | 合计 | 87 | 158 |

注：其他仓单持有期间不涉及注销品种可参考厂库仓单成本

厂库及仓库仓单的持有成本是不同的，首先我们看厂库：近月多头头寸进入交割环节接到仓单，持有四个月综合成本 87 元/吨，如果建仓时价差高于 87 元/吨则即便是近月交割时价差没有回归，也可以选择将近月的多头头寸转为仓单，而远月的空头头寸不平仓，如果接到仓单后价差仍然没有回归，则理论上可以选择将接到的仓单在远月配合空单进行卖出交割。但是，由于素期货为了防止长时间存放出现板结等现象，规定尿素期货仓单有效期是 4 个月，在每年的 2、6、10 三个月份的第十五个交易日对市场上所有的仓单进行注销，这样如果 UR2001 合约接到仓单后必须在二月的第十五个交易日前进行注销，如果选择在 UR2005 合约进行卖出交割需要与厂库进行协商用生产日期在二月后的货物重新进行仓单注册。

同样仓库仓单也需要仓单注销的时间点，由于仓库仓单注销后货物的生产日期无法满足距离下一注销日大于 150 天的规定，所以一般情况下无法进行二次注册用于远月主力合约的交割，因此需要重新入库新的货物进行仓单注册，如果选择在仓库进行注册那么新的入库费用及从尿素工厂运至交割仓库的费用需要承担，我们以衡水棉麻库汽车入库费用 30 元/吨，运费取最低的 40 元/吨进行计算，仓库仓单无风险套利成本 135 元/吨，成本较高不推荐尝试，同样的条件下推荐在厂库进行仓单注册。

2、反套

反套是反向套利的简称，就是当期市中某一个合约的近远期价格出现逆差时，我们在同一时间内以某一高价格卖出近期合约、以某一低价格卖出远期合约，两者的头寸数量相等，反向套利的原理就是：同样的货物在不同时间点的价值是不同的，但如果我们以近月某一时间点以高价销售货物，到远月某一时间点时再买入补货，如果期间价差缩小就有盈利，与现货贸易中出口外商先应标待船期临近国内价格走低后补货发港口类似。

具体操作是：做空近月同时等量做多远月，这样我们就以某一价差入场，如果未来价差缩小我们就获得了盈利，如果价差扩大同样也会有亏损的可能。未来有两种了解头寸方式：一、两个合约同时或者分别平仓；二、近月合约由于是空头头寸，可以选择临近交割采购现货同时将远月多头头寸平仓，并将采购的现货在某交割仓库进行仓单注册后，在近月合约配合空头头寸进行卖出交割。

反套操作一般应用在反向市场中，即近月为旺季供需偏紧导致价格较高，而远月是淡季供过于求导致价格较低，此种情况下无法通过期间持有的时间成本进行准确的核算无风险套利成本，我们将在下一部分讨论反套应用的场景。

3、应用场景

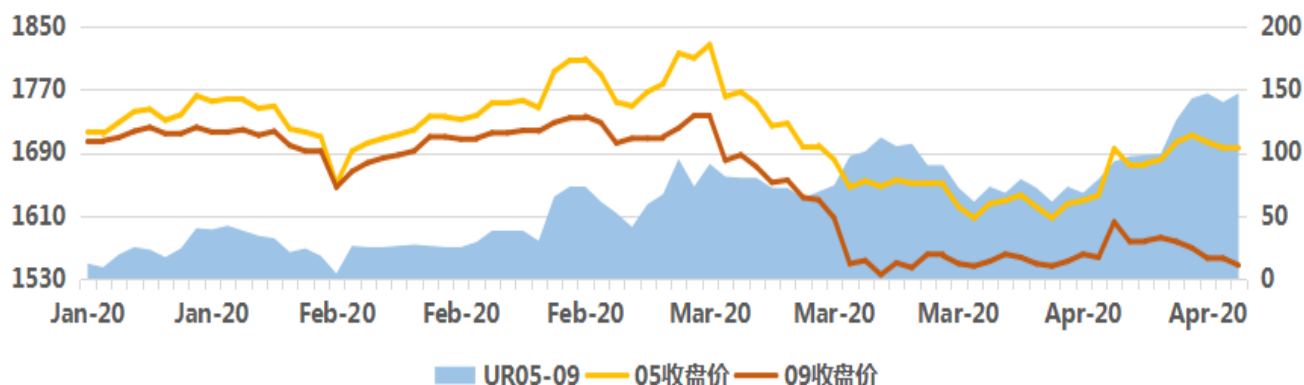
在进行应用场景介绍前，我们先回顾一下正套与反套操作的，通过下面表格进行总结：

| 操作 | 正套 | 反套 |
|------|----------------------------|----------------------------|
| 应用场景 | 近月价格低、远月价格高 | 近月价格高、远月价格低 |
| 开仓 | 近月做多、远月做空 | 近月做空、远月做多 |
| 平仓 | 近月多头平仓、远月空头平仓 | 近月空头平仓、远月多头平仓 |
| 盈亏 | 近月-远月价差扩大盈利 近月-远月价差缩小亏损 | 近月-远月价差缩小盈利 近月-远月价差扩大亏损 |

下面我们以近一个月尿素品种 UR2005 与 UR2009 合约价差进行场景应用介绍：

除了上文所述纯粹的理论部分，5-9 价差是近月合约与远月合约强弱的对比，是市场对于不同时间段供需预期的体现，在市场缺乏趋势性行情时，可以很好的体现当下市场的整体情绪。

期货05-09价差图



三月中下旬尿素工厂实际成交价格已开始下跌，贸易商前期低价货源恐慌性抛货导致区域市场价格与工厂价格倒挂。比较期货价格、现货工厂价格、现货市场价格可以发现，期货价格反应最为迅速，现货市场价格主要由贸易商买断价格决定故反应速度次之，而工厂价格是反应最慢的一个环节，只有当成交持续不好一段时间后才会选择向下调整，以价格换取成交量。然后，在目前这种预期和现实双双走弱的情况下，市场观望情绪激增，现货市场的需求暂缓。三月初开始是企业库存快速消化，贸易商积极拿货的时间段，然而库存并没有真正全部发到终端，从上周开始贸易商预感氛围不好快速出货，叠加期货价格疲软影响，需求紧缺的问题明显好转甚至已有过剩。本次印标受全球尤其是印度国内疫情原因结果一直迟迟未出，导致当时现货市场观望情绪浓重，贸易商库存基本消耗殆尽，采购较为谨慎，有发货流向才会按需采购，农业需求进入扫尾阶段，工业需求较为平稳。3月31日期货价格打破一周多的沉静，近月出现了较大跌幅，而远月价格跌幅较小，说明市场对于现货市场的看法仍然不乐观。现货市场也确实有较大跌幅，内蒙地区已达到1500-1530元/吨区间，交割区域厂库主流价格也来到了1650-1690元/吨区间，而山东标杆企业华鲁恒升外发火运已降到1640元/吨，对周边市场有一定引领作用，当时的5-9价差盘中最低来到了49元/吨附近。而随着印标采购数量及价格的确定，基本上符合市场的预期，国内部分地区工厂可以对接印标出口，此前的观望情绪大为缓解，贸易商及终端现货采购成交放量，尤其是内蒙古地区尿素工厂库存降低、待发订单激增，现货企稳的同时5-9价差也快速拉升，4月1日当天最高触及78元/吨，并于4月14日达到了盘中162元/吨的高点。本个月的时间里绝对价格UR2005从3月31日最低1607元/吨到4月14日最高1724元/吨，绝对价格涨幅117元/吨；而5-9价差从3月31日最低49元/吨到4月15日最高162元/吨，相对价格也有113元/吨的波动。

| 日期 | UR2005 (元/吨) | 5-9 价差 (元/吨) |
|-------|--------------|--------------|
| 3月31日 | 1607 | 49 |
| 4月14日 | 1724 | 162 |
| 涨幅 | 117 | 113 |

同样的行情差不多的收益为什么要应用价差呢？原因就是出现趋势性行情，比如4月初的尿素期货，单

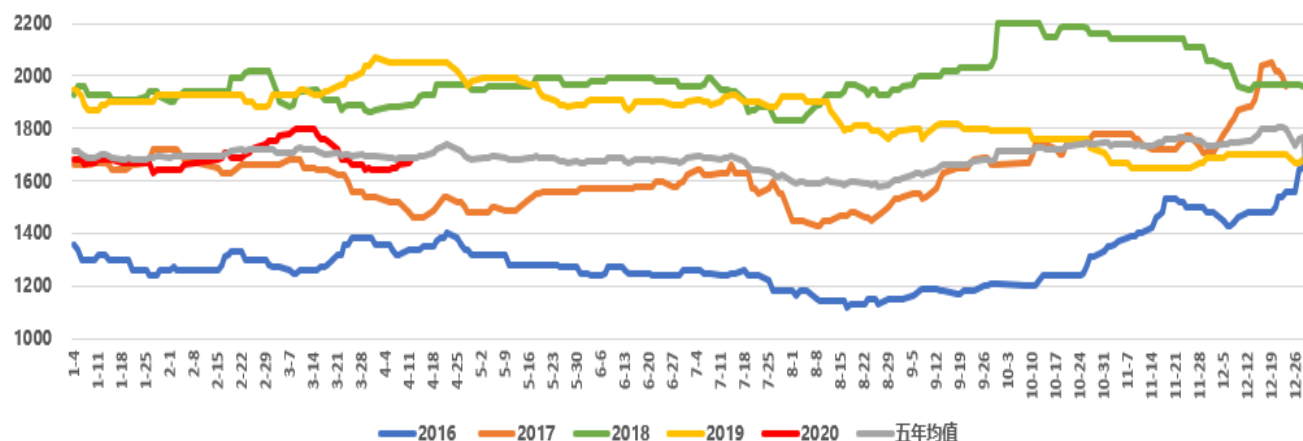
边价格基本是一路上涨，而 5-9 价差由于配合了 9 月空头头寸，其每日增长更加稳健，每个交易日的同一价格的触及频率更高，也就为交易者提供了更多的平仓机会。

而近期尿素 5-9 价差一直处于 150 元/吨以上区间高位震荡，其原因有三：

1. 5 月合约用于交割的仓单截止目前以仓库为主，厂库参与意愿较低，导致目前局面对多头稍稍有利，5 月价格比较坚挺；
2. 现货刚需仍在，但实际市场情绪已开始走弱，鉴于 5 月合约价格坚挺交割区域内厂家均不愿降价，平水格局不利于厂库注册仓单；
3. 市场一致不看好下半年需求，导致 9 月合约价格大幅贴水当前现货价格；

以上三点原因导致现货价格与 05 合约价格一直横盘，而 09 价格又大幅下跌导致 5-9 价差创历史新高，其中上述因素 1 和因素 2 互相影响制约。

小颗粒山东出厂价格 (元/吨)



鉴于尿素每年现货价格，每年下半年 9 月前后均会出现全年价格最低点，而 3 月份由于春耕现货价格均有一轮上涨。因此，市场对于期货 05 合约会被理解为旺季合约，而 09 合约一般会理解为淡季合约，这也是 5-9 价差一直为负数的原因。可以说，郑州商品交易所尿素期货的上市为化肥产业提供了公平、透明的远期价格，其发现价格的作用体现得淋漓尽致，为尿素产业链各个环节的现货贸易提供了权威性的参考。

最后，很多贸易商对于价差开平仓交易下单操作有疑问，如果两个合约分别建仓或者平仓，中间或长或短均会有一定时间间隔，会导致价差有所变动，其实郑州商品交易所对于已挂牌的每个合约之间的价差均有套利合约设置，具体可以参考交易软件-套利合约-郑州套利合约-SPD UR2005&UR2009，通过套利合约下单不仅可以锁定意向价差，并且可以享受大额单边保证金占用的优势，与单边操作保证金占用比例一致，为交易所资金的充分利用提供了保障。

注意：对于临近交割合约注意其流动性问题，例如 UR2005 合约在 4 月中旬后流动性开始走弱，且个人投资者持仓无法进入交割月，建议在近月合约交割月前一个月中旬前操作。

【总结】

价差是市场对于不同时间点供需情况的反映，期货跨月价差是市场对于不同月份合约预期价格上的体现，

也是市场在当下情绪的侧面映射。贸易商通过交易所的套利合约可以锁定不同月份间的商品价差，为贸易提供了近远月建立虚拟贸易流的可能，例如冬储贸易商可以通过正套建立近月虚拟库存并配合远月卖出套保，出口贸易商可以通过反套模拟出口应标-内贸采货的流程，灵活应用价差可以更好的观察市场的成交情绪，期货跨月价差是市场情绪的晴雨表。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

金融理财部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

产业发展部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521