

钢材期货合约修订影响点评



走势评级：螺纹钢/热轧卷板：看涨
报告日期：2021 年 7 月 10 日

顾萌 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F3018879
投资咨询号：Z0013479
Tel: 8621-63325888-1596
Email: meng.gu@orientfutures.com

★螺纹钢及热卷交割标准及规定修订前后的主要变化：

7月9日，上期所发布公告修订了螺纹与热卷期货关于交割标准和仓单制作要求的部分内容，自2208合约开始执行。修订后的主要变化包括：螺纹钢交割品由此前包含非抗震（HRB400）统一修改为抗震（HRB400E），计重由磅计改为理算，入库制作仓单的时间延长为生产日期起45天内，提高了同一批仓单最少包含的规格数量要求。热卷方面，交割品中去掉了部分非主流厚度规格，将单一卷重下限提高到了23吨，适当放松了大仓单中同一批次包含的规格数量要求。

★交割标准和规则修订后对市场的主要影响：

总体来看，合约修改的核心目的是令期货交割品更加贴近现货交易的习惯，减少交割博弈的风险，也降低了临近交割阶段期现不回归以及出现异常基差的风险。我们认为主要的影响包括：

1) 螺纹计重改为理算以及延长制作仓单的时间要求将降低贸易商组织仓单的难度，尤其是钢厂长协户交割便利性将明显提升。2) 螺纹交割品统一为抗震，同一批仓单包含的规格数量提高以及热卷限制了非主流规格和小卷的交割，也将降低买方接货后现货处置的难度和折价风险，买方的接货意愿也将有所提高。3) 由于贸易商组织仓单的难度降低，钢厂参与期货市场的意愿对交割资源的影响有所下降。在南北价差走缩甚至倒挂的环境下，杭州地区的交割量或将较此前有比较明显的提升，崇贤库也可能会逐渐成为主力交割库。同时，如果南北价差持续走缩，加之华南现货贸易多为磅计，钢厂若有负公差利润，交割意愿也会有所提升。而买方若接到广东仓单，则会存在现货折价风险。4) 在以华北、华东现货计算螺纹仓单成本时，不需再考虑3%左右的磅差。RB2208及以后合约的价格也会反映这一变化。

★ 风险提示：

现货贸易及物流格局发生较大变化。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、螺纹及热卷交割标准及规定修订前后的主要变化

2021年7月9日，上期所发布了《上海期货交易所螺纹钢期货合约（修订版）》、《上海期货交易所热轧卷板期货合约（修订版）》以及《关于修订螺纹钢、热轧卷板交割商品补充规定的通知》，主要对螺纹钢和热卷期货的交割标准和仓单制作要求进行了修订，新标准自2208合约开始执行，自2022年7月21日起按照新标准生成仓单，在此之前生成的仓单不得用于新合约的交割和作为保证金。

交割标准的修订主要涉及交割品的材质、螺纹计重方式、入库生成仓单的时间要求、同一批仓单交割规格数量等方面的修改。螺纹合约的修改幅度大于热卷。修订前后的主要变化归纳见图表1和图表2。

图表1：螺纹钢期货合约交割标准修订前后的主要对照

项目	修订前	修订后	修订简评
交割材质	HRB400, HRB400E	HRB400E	统一为抗震螺纹，降低买方接到不抗震仓单的流通风险
计重方式	磅计	理算	更贴合华北、华东市场现状，降低了仓单制作难度
最晚入库时间	生产日期起30天内入库做仓单	生产日期起45天内入库做仓单	更易于卖方制作仓单
交割规格数量	交割数量 ≤ 6000 吨，可交割同一公称直径； 6000吨 $<$ 交割数量 ≤ 9000 吨，至少交割两个公称直径；且最多同直径数量不超过60%； 9000吨 $<$ 交割数量 ≤ 18000 吨，至少交割三个公称直径；且最多同直径数量不超过40%； 交割数量 > 18000 吨，至少交割四个公称直径。且最多同直径数量不超过30%。	交割数量 ≤ 2400 吨，可交割同一公称直径； 2400吨 $<$ 交割数量 ≤ 9600 吨，至少交割三个公称直径；且最多同直径数量不超过40% 交割数量 > 9600 吨，至少交割四个公称直径；且最多同直径数量不超过30%。 增加厂库交割除外	交割规格更加多样化，降低买方接仓单转现货后的折价风险

资料来源：上海期货交易所，东证衍生品研究院

图表 2：热卷期货合约交割标准修订前后的主要对照

项目	修订前	修订后	修订简评
交割规格	替代品可交厚度大于 3.5mm, 小于 9.75mm 的, 厚度尾数为.5 或者.75 的主流厚度规格热卷, 也可以交 4.25、5.25、5.6、5.7、5.8mm 这几个非主流厚度规格热卷	4.25、5.25、5.6、5.7、5.8mm 这几个非主流厚度规格热卷不可交割	更贴近现货市场, 降低多头接货风险
卷重范围	单个卷重 14-31 吨	单个卷重 23-31 吨	更贴近现货市场, 降低多头接货风险
交割规格数量	12000 吨 < 交割数量 ≤ 18000 吨, 至少七个厚度。且最多同一厚度热卷数量不得超过 20% 交割数量 > 18000 吨, 至少八个厚度。且最多同一厚度热卷数量不得超过 15%	交割数量 > 12000 吨, 至少六个厚度。且最多同一厚度热卷数量不得超过 20% 增加厂库交割除外	略减少空头交割难度, 但总体对多头接货影响不大

资料来源：上海期货交易所，东证衍生品研究院

2、交割标准和规则修订后对市场的主要影响

总体来看，本次交割标准和规则修改的核心目的是令期货交割品更加贴近现货交易的习惯，减少交割博弈的风险，也降低了临近交割阶段期现不回归以及出现异常基差的风险。我们认为，需要着重关注以下几方面对市场的影响：

1) 贸易商组织螺纹仓单的难度有所下降

螺纹钢期货交割的计重方式由磅计换成理算，以及最晚入库生成仓单时间由生产日期后 30 天改为 45 天，这两项改变大大降低了贸易商卖方尤其是钢厂长协户制作仓单的难度。

首先，除了华南地区外，螺纹现货交易多按理算计重，现货通常配有理算质保书。而若要期货交割，贸易商需要与钢厂沟通，改为磅计质保书。这会使钢厂无法获得负公差利润，更改质保书意愿不足，而贸易商也需要在价格上予以让步。在交割计重改为理算后，由于不需要修改质保书，贸易商尤其是钢厂长协贸易商交割的便利性大大提升。

另外，最晚入库制作仓单的时间从自生产日期 30 天内延长到 45 天内，降低了仓单制作的时间风险。从以往贸易商的经验看，若在交割仓库进行交割，从短驳、集港再到排船期、海运、卸货，30 天的时间非常紧凑。还需要留给仓库至少 2-3 天制作仓单的时间。任何一个环节出现问题都可能错过仓单制作的最后期限。而在时间延长后，这一风险明显降低，也会一定程度上扩大采购的钢厂范围，降低仓单的制作成本。

整体来看，在交割规则修改后，贸易商尤其是钢厂长协户参与交割的积极性和便利度将会大大增加，也扩大了可交割货源的范围。

2) 买方接仓单后现货质量和流通风险大大降低

首先，交割标准和规格更加趋向于现货主流。螺纹交割标准由包含非抗震（HRB400）统一修改为抗震（HRB400E）。此前螺纹期货买方面临比较大的风险也是接到非抗震仓单，尤其是在北方地区接到 HRB400 仓单，现货处置的难度很大。而在统一为抗震标准后，这一风险也被化解。热卷交割品规格中也去掉了现货市场的非主流规格，降低了现货流通风险。

其次，螺纹同一批次仓单包含不同规格的数量要求整体提高，也降低了买方接到单一规格仓单后处置的难度和折价的风险。

整体来看，预计在 2208 及以后的合约临近交割阶段，由于出现非抗震、非主流或规格单一的仓单导致期货大幅贴水交割的可能性会有明显的降低。

3) 南北价差变化对于交割的区域格局会造成影响

从以往仓单分布和仓库交割的情况看，江苏惠龙港和天津中储的交割量较大，浙江和广东的仓库交割量则非常有限，这与钢厂参与期货的积极性有很大关系。而随着贸易商组织仓单难度的下降，以及南北价差的变化，浙江和广东的交割量可能会随之增加。杭州是期现贸易商集中的地区，加上近两年与华北价格倒挂的时间增加，若这一现象持续，不排除未来杭州崇贤库会逐渐成为主流的交割仓库。

从现货交易习惯来看，华南螺纹现货交易一般采取磅计。历史上，华南地区现货价格多数情况下高于华北和华东地区，因此广东螺纹交割量非常有限。不过，一方面南北价差在整体走缩，另一方面，交割计重由磅计改为理算，华南钢厂若参与交割可能获得额外的负公差收益。那么，如果南北价差较低，华南钢厂参与交割的积极性可能会有所提升，也会增加华南地区交割量。

但如果期货买方接到广东的螺纹仓单，而当地采取磅计计重，则可能会面临现货的折价风险。因此，如果未来南北价差出现倒挂甚至持续倒挂，就需要关注华南交割的问题。

4) 螺纹理论仓单成本和盘面价格的变化

由于 2208 合约开始，螺纹计重改为理算，也就不再需要增加现行仓单成本计算过程中，以华东和华北理算现货价格折算的 3% 左右磅差。合约上市后的盘面价格也会包含这一因素改变后的影响。

3、风险提示

现货贸易及物流格局发生较大变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

顾萌

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com