

境内外主流原油期货市场基础知识介绍(二)

原油期货价格限制机制对比

■ 郏颖 宋诗卓

我国期货市场采用固定比例的涨跌停板制度,即由交易所设定每日价格最大波动幅度,各品种的涨跌停板根据品种历史价格波动情况进行设定。欧美等期货市场主要采用熔断作为价格限制机制。熔断机制不同于涨跌停板制度的单日最大价格波动限制,其设计初衷是通过交易中断、限制交易价格等方式,在错误信息、错误交易指令及“羊群效应”等引发价格产生非理性剧烈波动时,冷却市场情绪,使得价格得以修正,从而达到稳定市场的效果。



A 价格限制机制介绍

我国期货市场采用固定比例的涨跌停板制度,即由交易所设定每日价格最大波动幅度,各品种的涨跌停板根据品种历史价格波动情况进行设定。按照比例设置涨跌停板,在价格较高时价格变化绝对值较高,在价格处于低位时,价格变动绝对值也相应降低。一方面,符合交易者心理承受预期;另一方面,通过与之相匹配的保证金水平,控制市场风险,符合当前我国期货市场风险管理的需要。

欧美等期货市场主要采用熔断作为价格限制机制。熔断机制是一种市场稳定机制,起源于美国。1987年10月19日(黑色星期一),道琼斯工业指数日内跌幅达22.6%,引发全球股市集体暴跌。第二年,SEC和CFTC批准NYSE和CME联合提出的熔断机制方案,指数熔断机制得以逐步发展。2010年5月6日,因个股高频交易引发的“闪崩”,道琼斯工业指数在20余分钟内暴跌9%,当年6月,SEC推出了相应的个股熔断机制。

熔断机制不同于涨跌停板制度的单日最大价格波动限制,其设计初衷是通过交易中断、限制交易价格等方式,在错误信息、错误交易指令及“羊群效应”等引发价格产生非理性剧烈波动时,冷却市场情绪,使得价格得以修正,从而达到稳定市场的效果。一是稳定价格。熔断机制可在市场剧烈波动时,将价格波动维持在一定程度内,可防范由错单引发的程序化交易策略驱动的连锁反应,从而降低市场波动性,控制市场风险。二是冷却市场情绪。当价格触发熔断后,交易者有更多的时间重新思考和评估有关信息,避免恐慌情绪和过度反应,从而防止价格暴涨暴跌。

B 境外主要原油期货市场的熔断机制

目前,CME和ICE在原油期货上均实施了熔断机制,但二者在机制设计上有所不同。前者为“熔断”,即熔断触发后交易暂停;后者为“熔断不断”,即熔断触发后启动价格限制机制,在价格限制范围内仍可继续交易。

CME熔断机制

CME的熔断机制从盘前议价期开始实施。盘前议价期(Pre-opening)是指在开盘前设定一个时段,在此期间,客户可以输入、修改和撤销下一交易日的委托,但委托单在该时段不会被成交。WTI原油期货周日的盘前议价期为开盘前1小时,周一至周五的盘前议价期为开盘前15分钟。

此前,CME实施静态熔断机制,按照固定值对各品种的价格限制进行设定。以WTI原油期货为例,其共有4档价格限制,分别为5、10、15、20美元/桶。盘前议价期开始后,若买卖报价或成交价较前一交易日结算价上涨或下跌5美元/桶,即被认定为价格限制触发事件,并进入2分钟观察期。在2分钟观察期内,若买卖报价或成交价仍等于该价格限制,则交易暂停2分钟,2分钟后交易恢复,价格限制扩大至下一档的10美元/桶;若2分钟观察期内,买卖报价或成交价未再触及价格限制,则交易继续,价格限制直接扩大至下一档的10美元/桶。以此类推,当超过20美元/桶的价格限制后,不再熔断。

为减少市场中断,提升价格发现的连续性,2019年4月1日,CME引入动态熔断机制,将此前的固定值价格限制调整为固定比例的动态价格限制(Dynamic Price Limit Functionality)。在该机制下,交易所根据前一交易日结算价以及回溯当日盘面价格,使用固定价格限制比例计算实时熔断阈值,以更好地反映价格波动情况。

熔断阈值的计算
CME对每个品种设置单独的价格限制比例,并以合约前一交易日结算价乘以该价格限制比例,计算出当日的动态熔断变量(Dynamic Circuit Breaker Variant)。在盘前议价期(Pre-opening)开始后,首个熔断阈值的上、下限分别为合约前一交易日结算价加/减动态熔断变量。随着交易的推进,此后每一时刻的熔断阈值的上限为其前60分钟的最高成交价/买价减去动态熔断变量。

目前,WTI原油期货的价格限制比例为15%。以WTI原油期货为例,假设WTI主力合约前一交易日结算价为28美元/桶,则当日动态熔断变量为4.2美

元/桶(28×15%),首个熔断阈值的上限为32.2美元/桶(28+4.2),下限为23.8美元/桶(28-4.2)。若在9:00—9:59,最高成交价为27美元/桶,最低成交价为25美元/桶,则10:00的实时熔断阈值的上限为29.2美元/桶(25+4.2),下限为22.8美元/桶(27-4.2)。

熔断的触发条件和时间
基础期货品种的主力合约的买卖报价或成交价一旦触及价格限制即触发熔断,该品种所有月份合约、基于该品种开发的所有关联合约(如跨期、跨品种价差合约等)均暂停交易2分钟;若非主力合约或关联合约触发熔断,则仅该合约暂停交易2分钟。交易恢复后,重新计算实时熔断阈值。若熔断触发时间在结算价议价期或者收盘前2分钟内,则交易仅暂停5秒。单个交易日发生4次熔断后,不再进行价格限制。

ICE熔断机制

ICE自2012年3月起实施价格区间限制(Interval Price Limit, IPL),即盘中的报价不得超过该时段设定的价格限制,否则将触发熔断。与CME不同,ICE的品种在熔断期(Hold Period)内不会暂停交易,但规定只能在价格限制内进行报价和成交。

熔断阈值的计算

ICE对每个品种设置单独的价格波动区间限制。熔断阈值在每个重计算期(Recalculation Time)开始时进行设定,同一重计算期内熔断阈值保持不变。其中,主力合约的熔断阈值为重计算期开始时的最新成交价加减IPL值;其他月份合约的熔断阈值为对应时点的主力合约价格限制加上月间价差。

熔断的触发

ICE的在每日开盘后实施IPL。当单个品种的某月份合约买卖报价超过熔断阈值即触发熔断,此时,该品种的所有合约均进入熔断期。熔断期内不会暂停交易,但规定各合约报价不得超过熔断阈值的上下限。熔断期间的熔断阈值维持不变。

目前,Brent原油期货的IPL值为1美元/桶,重计算期为3秒,熔断期为5秒。假设在伦敦时间0:00:00,Brent近月合约最新价为35.96美元/桶,则在0:00:00—0:00:02这3秒内,熔断阈值的上下限分别为36.96美元/桶(35.96+1)和34.96美元/桶(35.96-1)。若0:00:02时买卖报价或成交价超出上述范围,即触发熔断,熔断期为0:00:03—0:00:07共5秒,其间可在34.96至36.96美元/桶间进行报单。熔断结束后,按照0:00:08的最新价重新计算后3秒的价格限制。
(作者单位:上海国际能源交易中心)

供需改善 铜价向上概率较大

■ 兴证期货 孙二春

5月铜价小幅走强,截至5月29日,沪铜主力CU2007收于43940元/吨,月涨幅2.54%。基本上,国内供需持续好转,社会库存自3月底以来连续下滑10周。展望6月,供应端,智利、秘鲁(两国占全球铜矿产量比重40%)等主要铜矿生产国疫情加速恶化,全球主要大矿企下调全年产量预期,其中确定的影响量已经在40万吨以上,部分矿企因无法评估疫情对产量的影响,暂未公布具体的预估影响量,预计二季度大矿企产量或大幅下滑。短期指标来看,铜精矿加工费TC降至54美元/吨低位。需求端,随着下游复工复产正常化,铜消费逐步好转。

主要铜矿生产国疫情恶化,冲击铜矿供应

一季度全球前15大矿企铜矿产量负增长,预计二季度产量下滑幅度或加大。分矿企来看,Glencore一季度产量下滑2.74万吨,旗

下在非洲的Mutanda矿山仍处于检修状态,Mopani虽然重启,但一季度冶炼厂处理的5000吨铜矿仍未形成产成品(产量计入二季度),而且Mopani冶炼厂的重建可能会耗时几个月,公司再度下调2020年全年产量预期4.5万吨至125.5万吨(同比2019年,实际产量下滑11.62万吨)。

Freeport一季度产量下滑2.22万吨,旗下位于秘鲁的Cerro Verde矿山(2019年产量45.5万吨)受疫情影响3月开始进入检修状态,影响产量2.63万吨。由于新冠肺炎疫情疫情影响,公司下调全年铜销量18.14万吨至140.62万吨,同比2019年实际销量下滑5.83%。

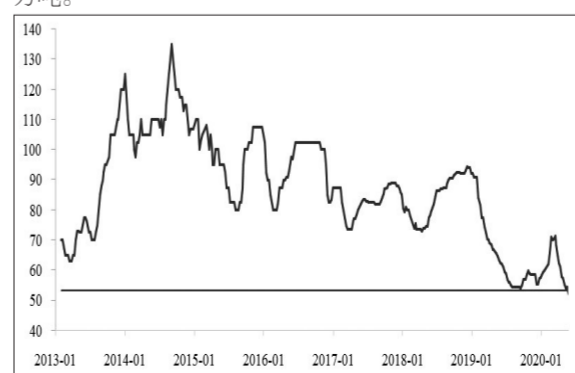
MMG一季度产量下滑2.25万吨,旗下位于秘鲁的Las Bambas矿山受地面矿石传送带维修、1月和2月社区堵路造成物流中断、3月中旬新冠肺炎疫情对矿山活动水平造成不利因素等影响,公司强调由于新冠肺炎疫情的不确定性对Las Bambas运营造成冲击,MMG于4月13日撤回Las Bambas的2020年产量指引,公司正研究一系列限制解除后的恢复方案,并将在恢复正常运营的时候向市场提供最新产量指引信息。

Anglo American一季度产量下滑1.4万吨,智利中部地区继续面临前所未有的干旱气候(有记录开始以来持续最长时间),旗下Los Bronces矿山产量大幅下滑。公司2020年铜矿产量预期暂时维持在64.5万吨不变,但一旦后期智利地区干旱天气及新冠肺炎疫情恶化对矿山生产造成影响,公司会调整产量预期。

增量方面,First Quantum一季度产量大幅增加5.83万吨,旗下位于巴拿马的Cobre Panama矿山持续放

量。但4月开始Cobre Panama矿山因为疫情影响进入检修状态,公司下调2020年产量预期7.5万吨至78万吨。

其他矿企方面,BHP Billiton、Teck Resources、Norilsk、Kazakhmys暂未调整产量预期,Vale下调全年产量预期3万吨,Antofagasta在旗下矿山持续运营的情况下产量会达到72.5万—75.5万吨区间的下边界,但很大程度上取决于疫情发展。Rio Tinto由于疫情影响下调旗下全球最大矿山Escondida(权益量占30%)2020年矿产铜产量预期5.25万吨,由于地震对旗下Kennecott生产单元的影响,下调2020年精炼铜产量预期3.5万吨。



图为TC下滑至53.4美元/吨(美元/吨)
总体来看,智利、秘鲁等主要铜矿生产地疫情加速

恶化,全球主要大矿企下调全年产量预期,其中确定的影响量已经在40万吨以上,部分矿企因无法评估疫情对产量的影响,暂未公布具体的预估影响量,预计二季度大矿企产量或大幅下滑。从短期指标来看,铜精矿加工费TC降至53.4美元/吨低位。

下游复工复产正常化,国内铜消费好转

国内方面,随着下游复工复产正常化,铜消费逐步好转。6大发电集团日均耗煤量超越去年同期,截至5月29日,6大电厂日均耗煤量64.41万吨(7日滚动均值),同比增长8.27%。从精炼铜下游企业开工率来看,4月国内电线电缆企业开工超越100%,5月在基建刺激等影响下,电线电缆企业开工继续抬升,国内铜消费整体向好。

海外疫情仍在恶化,欧美发达国家制造业深陷泥潭,美国4月制造业PMI下滑至41.5低位,欧元区5月制造业PMI有所回升,但仍处于39.5低位。中国出口至海外的铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上,海外疫情对国内铜消费的间接冲击延续。

国内铜库存自3月底出现拐点以来,连续下滑10周,累计下滑33.63万吨,显示国内铜供需出现实质性好转,后期随着国内刺激政策逐步落地,铜基本面向有望继续改善。综上所述,铜基本面向国内向好,海外恶化的局面延续,国内铜社会库存不断下滑,显示供需仍在改善,铜价有望维持强势。

兴证期货
INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES网址: www.xzfuture.com
客服热线: 95562