

聪明的资金-交割月表现包含的信息

研究院 量化组

研究员

陈辰

☎ 0755-23887993

✉ chenchen@htfc.com

从业资格号: F3024056

投资咨询号: Z0014257

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

在股票投资领域，市场把北向资金作为聪明的资金；在商品海外投资领域，CFTC 公布的持仓数据帮助投资者有效分析市场中套保、投机投资者所占比重；在国内商品投资领域，常用的聪明资金是交易所公布的前 20 大期货公司持仓、成交数据。

而本文分析的交割月资金代表了市场上参与期现贸易的投资者，往往代表着换手率低，持仓周期长，产业背景深厚的聪明投资人，交割结算价是连接期货与现货之间的锚。交割价格是对交割品现货的市场定价，简单的逼仓交易背后反映的是复杂商品供需的侧影，而供需关系可能是影响未来价格走向的关键。

我们观察到菜粕 2209 合约在交割月涨幅明显超过了菜粕主力，有逼仓的特征，而后菜粕的主力大幅上涨，其中是否有明确的因果关系、领先滞后关系是本文研究的主要课题。取历史上所有已到期的合约（不限于主力），计算交割合约与主力合约在交割月最后交易如之前累计收益率之差，计算出相应的历史分位数，如果处于前 20%，在未来一个月（或两周）做多菜粕，后 20%未来一个月（或两周）做空菜粕，策略在 2021 年 9 月开仓菜粕空头、2022 年 1 月开仓菜粕多头取得了较高的收益，其余时间效果不显著。

我们也对全部商品期货进行了测试，交割资金信号对内盘市场主导品种效果好，对国际市场主导品种效果较差，同一个因子在不同的板块、品种的定价体系中，起到的作用有较大差别，对于国际化的品种，交割月流动性对价格的传导并不直接。

从菜粕的例子，我们可以感知到，单纯凭借交割月信息去指导交易并不现实，即使是内盘品种，预测胜率并不高。但是作为一个品种景气程度评估的一部分，持续跟踪是非常有意义的。例如，我们观测到菜粕、纸浆、豆粕在商品因子策略的持仓排名靠前，同时交割月近月表现强于主力合约，加强了因子策略的多头信号。

目录

策略摘要	1
菜粕 RM2209 逼仓	3
交割月信息是否对未来行情走向有意义	5
总结	8

图表

图 1：菜粕期货 2209 合约临近交割涨幅异动	3
图 2：菜粕期货多头参与滚动交割意愿弱	4
图 3：菜粕期货 9 月 9 日仓单日报，含有效预报仓单合计 1571 手	5
图 4：菜粕期货进入交割的持仓量（上图）与成交量（下图） （单位：手）	6
图 5：菜粕期货交割月与主力合约收益率差	6
图 6：预测未来一个月	7
图 7：预测未来两周	7
图 8：菜粕期货逼仓信号是对策略信号的加强	8

菜粕 RM2209 逼仓

2022 年 9 月 15 日（上周四）是菜粕期货合约 RM2209 的最后交易日，在 9 月交割合约 RM2209 价格的增长幅度大幅超过了主力合约 RM2301。RM2209 合约在 9 月 1 日开盘价格为 3490 元/吨，在 9 月 13 日价格最高触及了 4745 元/吨，涨幅接近 40%，同期主力合约的涨幅约为 10%。部分空头合约在临近交割期间，以大幅高于交割结算价平仓，而后主力合约录得大比例涨幅，我们将在本文中展示多维度的市场数据，以期帮助投资者更具体的了解交割月的市场博弈。

图 1：菜粕期货 2209 合约临近交割涨幅异动



数据来源：Wind 华泰期货研究院

菜粕期货是在郑州商品交易所上市，交易所规定在交割月前一个月的最后交易日收盘前，自然人持仓需要调为 0 手，也就是自然人在 9 月之前需要将 RM2209 合约清盘，而进入交割月的只能是机构投资者，所以交割月的双方都具备较强的专业性，是市场上“聪明的资金”。

我们先了解交易所的交割规则，郑商所采用滚动交割和集中交割相结合的方式，即在合约进入交割月后就可以申请交割，而且，最后交易日过后，对未平仓合约进行一次性集中交割。滚动交割的交割结算价为期货合约配对日（含该日）前 10 个交易日交易结算价的算数平均价。集中交割的交割结算价为最后交易如（含该日）前 10 个交易日交易结算价的算数平均价。滚动交割的配对也分为响应配对和组织配对，组织配对指的是，卖方提出交割申请，有买方响应视为确认，没得买方响应，卖方未撤销，交易所按照一定原则组织配对；响应配对指的是只有得到买方会员响应的卖方交割申请才会予以配对。

菜粕属于响应配对的品种，在 9 月份 RM2209 合约在滚动交割期间成功交割配对的手数为 0。通过交易所公布的每日结算数据（下图）可以很好的理解原因，交割结算价就是上文提到的近 10 个交易日结算价均价，当期货合约价格处于上行趋势，盘中价格明显高于交割结算价，期货多头在盘中了结头寸可以获得比交割更高的收益，所以多头参与滚动交割的意愿弱，更愿意等待不参与交割的空头盘中平仓。

9 月进入到交割月的持仓量为 2837 手，而注册仓单峰值 1317 张，有效预报 254 张，峰值合计 1571 张仓单（一张仓单等价一手期货），仓单数量少于市场上的持仓量，此时持有空头裸头寸的投资者风险较高（持有空单但没有仓单），最后进入交割的实际手数为 800 手，大部分的持仓在 9 月 13 日了结。

图 2：菜粕期货多头参与滚动交割意愿弱

2022-09-09 本月第7个交易日 本年第168个交易日													
合约代码	昨结算	今开盘	最高价	最低价	今收盘	今结算	涨跌1	涨跌2	成交量(手)	持仓量	增减量	成交额(万元)	交割结算价
RM209	4,075.00	4,394.00	4,394.00	4,050.00	4,300.00	4,274.00	225.00	199.00	6	2,026	0	25.64	3,665.00
RM211	3,154.00	3,147.00	3,157.00	3,088.00	3,146.00	3,127.00	-8.00	-27.00	829	7,645	-203	2,592.26	
RM301	2,975.00	2,944.00	2,971.00	2,909.00	2,957.00	2,946.00	-18.00	-29.00	550,769	393,726	-6,109	1,622,704.90	
RM303	2,928.00	2,902.00	2,932.00	2,872.00	2,916.00	2,910.00	-12.00	-18.00	18,625	56,279	3,230	54,208.05	
RM305	2,985.00	2,958.00	2,994.00	2,929.00	2,979.00	2,968.00	-6.00	-17.00	42,228	61,260	4,956	125,329.56	
RM307	2,942.00	2,929.00	2,957.00	2,901.00	2,944.00	2,929.00	2.00	-13.00	102	228	-5	298.78	
RM308	2,975.00	2,958.00	2,980.00	2,934.00	2,977.00	2,957.00	2.00	-18.00	30	63	7	88.70	
小计									612,589	521,227	1,876	1,805,247.89	
总计									612,589	521,227	1,876	1,805,247.89	

2022-09-13 本月第8个交易日 本年第169个交易日													
合约代码	昨结算	今开盘	最高价	最低价	今收盘	今结算	涨跌1	涨跌2	成交量(手)	持仓量	增减量	成交额(万元)	交割结算价
RM209	4,274.00	4,745.00	4,745.00	4,249.00	4,250.00	4,252.00	-24.00	-22.00	1,227	801	-1,225	5,216.73	3,740.00
RM211	3,127.00	3,300.00	3,336.00	3,298.00	3,326.00	3,320.00	199.00	193.00	1,086	7,659	14	3,605.35	
RM301	2,946.00	3,110.00	3,164.00	3,110.00	3,149.00	3,147.00	203.00	201.00	570,850	423,705	29,979	1,796,347.09	
RM303	2,910.00	3,065.00	3,123.00	3,060.00	3,115.00	3,102.00	205.00	192.00	14,049	57,965	1,686	43,573.04	
RM305	2,968.00	3,120.00	3,175.00	3,119.00	3,167.00	3,153.00	199.00	185.00	69,349	67,591	6,331	218,649.50	
RM307	2,929.00	3,077.00	3,126.00	3,077.00	3,117.00	3,109.00	188.00	180.00	194	209	-19	603.07	
RM308	2,957.00	2,999.00	3,141.00	2,999.00	3,128.00	3,128.00	171.00	171.00	61	65	2	190.83	
小计									656,816	557,995	36,768	2,068,185.60	
总计									656,816	557,995	36,768	2,068,185.60	

数据来源：郑商所 华泰期货研究院

图 3： 菜粕期货 9 月 9 日仓单日报，含有效预报仓单合计 1571 手
[导出EXCEL](#) [导出TXT](#) [打印](#)

2022-09-09 本月第7个交易日 本年第168个交易日

品种：菜粕RM 单位：张 日期：2022-09-09				每张仓单=1手合约*10吨/手=10吨	
仓库编号	仓库简称	仓单数量	当日增减	有效预报	升贴水
0607	中粮祥瑞	950	0		0
小计		950	0	4	
1002	南通粮油	0	0		0
1004	益海安徽	87	0		0
小计		87	0	0	
1005	中粮巢湖	0	0		0
1006	中粮黄冈	0	0		0
1008	中粮荆州	280	0		0
小计		280	0	0	
1013	中粮钦州	0	0		-100
1015	东莞富之源	0	0		0
1016	大海粮油	0	0		-100
1018	中纺福建	0	0		0
小计		0	0	250	
1019	枫叶粮油	0	0		-100
1021	厦门中禾	0	0		0
1022	邦基东莞	0	0		0
1023	防城港澳加	0	0		-100
总计		1317	0	254	

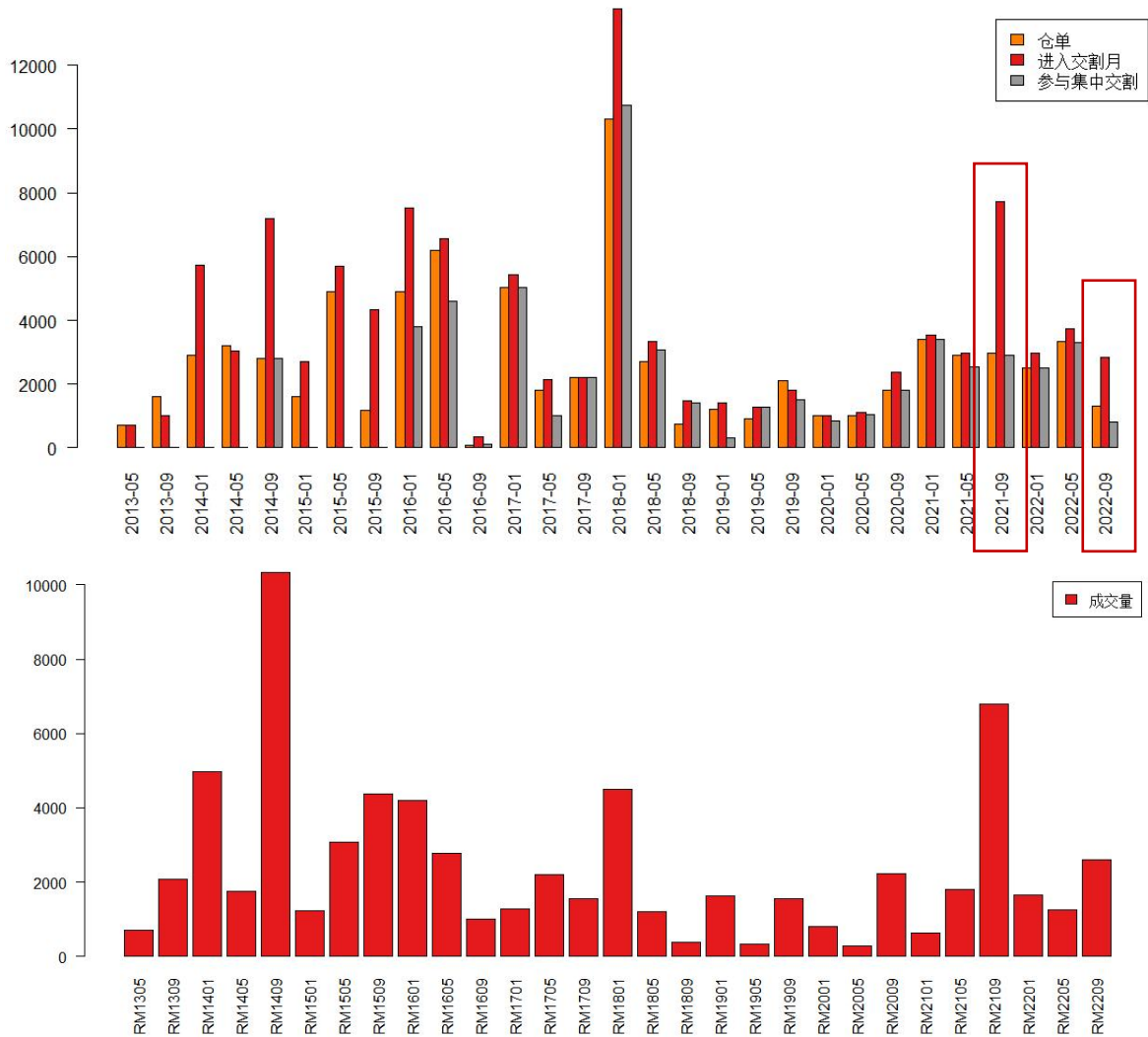
数据来源：郑商所 华泰期货研究院

交割月信息是否对未来行情走向有意义

我们注意到在交割月上涨之后菜粕期货主力合约也发生了上涨，从基本面的角度上看，当交割月合约价格过高，通常伴随着市场上的仓单量较少、库存少，而这是否对未来的行情有指示作用，我们接下来对商品品种进行大范围测试。

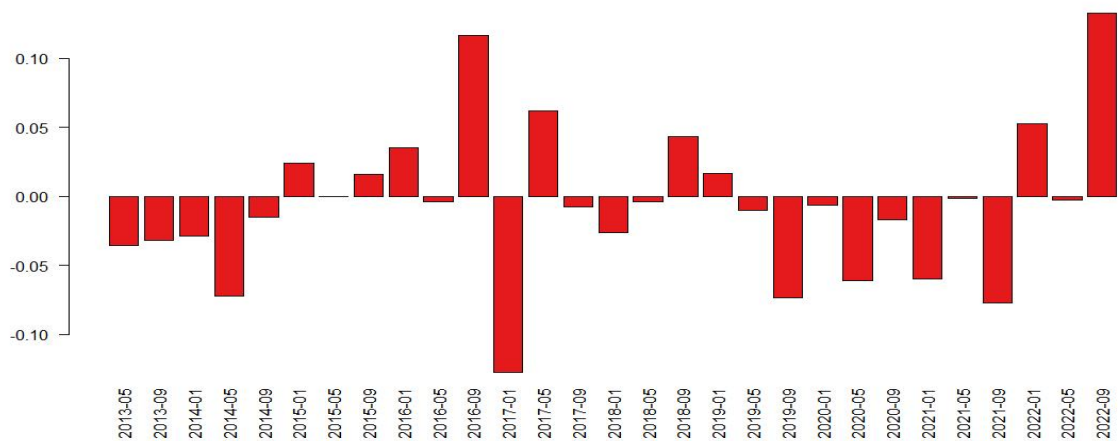
首先需要找到一个指标刻画交割合约的价格表现是否有异常，我们比较交割合约与主力合约在交割月累计收益率的表现，找出两者差距过大的时间。下图中，我们展示了菜粕历史上 1、5、9 月合约的量价表现。

图 4： 菜粕期货进入交割的持仓量（上图）与成交量（下图） | （单位：手）



数据来源：天软 华泰期货研究院

图 5： 菜粕期货交割月与主力合约收益率差

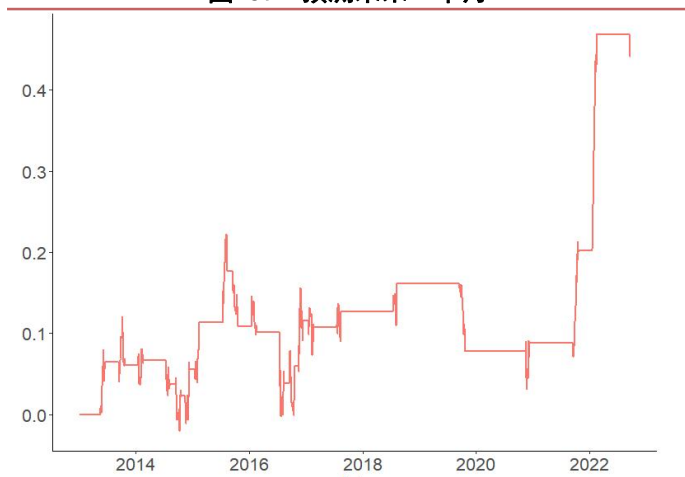


数据来源：天软 华泰期货研究院

我们可以观测到菜粕 2209 合约参与集中交割的持仓量相较于前期大幅度减少，仓单数量处于历史的低水位。RM2109 合约也出现了相似情况，交割月市场持仓量明显大于仓单数量，但行情相反，主力合约跑赢了交割合约。

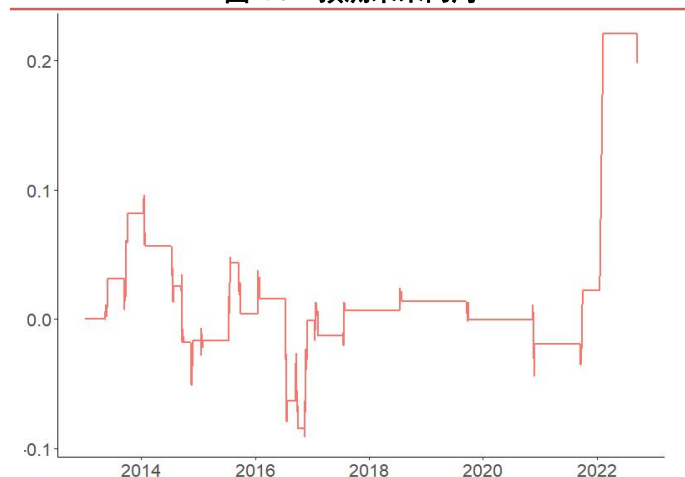
开始回测，我们取历史上所有已到期的合约（不限于主力），计算交割合约与主力合约在交割月最后交易日之前累计收益率之差，计算出相应的历史分位数，如果处于前 20%，在未来一个月（或两周）做多菜粕，后 20%未来一个月（或两周）做空菜粕。

图 6： 预测未来一个月



数据来源：天软 华泰期货研究院

图 7： 预测未来两周



数据来源：天软 华泰期货研究院

结果上看，策略在 2021 年 9 月开仓菜粕空头、2022 年 1 月开仓菜粕多头取得了较高的收益，其余时间效果不显著。

我们也对商品全品种进行了广泛的回测测试，总结下来，菜粕的预测结果相对其他品种较好，**表现比较好的品种包括：豆油、白糖、天然橡胶、鸡蛋、菜粕、锌；表现较差的品种包括：螺纹钢、热轧卷板、玻璃、低硫燃料油、聚丙烯、塑料、黄金、白银。**不难发现，表现好的品种以农产品为主，大多受内盘市场主导，而表现不好的品种主要是国际市场主导品种。

同时，我们也给出未来一个月策略给予多头、空头信号的品种，品种后续的价格走向值得关注：

多头：菜粕、纸浆、PTA、豆粕

空头：玻璃、菜籽油、焦炭、PVC.

总结

在股票投资领域，市场把北向资金作为聪明的资金；在商品海外投资领域，CFTC 公布的持仓数据帮助投资者有效分析市场中套保、投机投资者所占比重；在国内商品投资领域，常用的聪明资金是交易所公布的前 20 大期货公司持仓、成交数据。

而本文分析的交割月资金代表了市场上参与期现贸易的投资者，往往代表着换手率低，持仓周期长，产业背景深厚的聪明投资人，交割结算价是连接期货与现货之间的锚。交割价格是对交割品现货的市场定价，简单的逼仓交易背后反映的是复杂商品供需的侧影，而供需关系可能是影响未来价格走向的关键。

我们观察到菜粕 2209 合约在交割月涨幅明显超过了菜粕主力，有逼仓的特征，而后菜粕的主力大幅上涨，其中是否有明确的因果关系、领先滞后关系是本文研究的主要课题。取历史上所有已到期的合约（不限于主力），计算交割合约与主力合约在交割月最后交易如之前累计收益率之差，计算出相应的历史分位数，如果处于前 20%，在未来一个月（或两周）做多菜粕，后 20%未来一个月（或两周）做空菜粕，策略在 2021 年 9 月开仓菜粕空头、2022 年 1 月开仓菜粕多头取得了较高的收益，其余时间效果不显著。

我们也对全部商品期货进行了测试，交割资金信号对内盘市场主导品种效果好，对国际市场主导品种效果较差，同一个因子在不同的板块、品种的定价体系中，起到的作用有较大差别，对于国际化的品种，交割月流动性对价格的传导并不直接。

从菜粕的例子，我们可以感知到，单纯凭借交割月信息去指导交易并不现实，即使是内盘品种，预测胜率并不高。但是作为一个品种景气程度评估的一部分，持续跟踪是非常有意义的。例如，我们观测到菜粕、纸浆、豆粕在商品因子策略的持仓排名靠前，同时交割月近月表现强于主力合约，加强了策略的多头信号。

图 8：菜粕期货逼仓信号是对策略信号的加强

综合排名			长周期动量			短周期动量		
排名	品种代码	品种名称	排名	品种代码	品种名称	排名	品种代码	品种名称
1	SC	原油	1	SC	原油	1	EB	苯乙烯
2	I	铁矿石	2	NI	镍	2	MA	甲醇
3	M	豆粕	3	RM	菜籽粕	3	SS	不锈钢
4	SP	纸浆	4	M	豆粕	4	EG	乙二醇
5	NI	镍	5	LU	低硫燃料油	5	RM	菜籽粕
6	LU	低硫燃料油	6	AP	鲜苹果	6	SP	纸浆
7	RM	菜籽粕	7	SP	纸浆	7	NI	镍

数据来源：天软 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com