



Global Derivatives Market

6月

2024

月刊 总第147期

衍界

主办



大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

研究中心

封面故事

印度钢铁行业进入快速发展通道 未来全球钢铁原燃料市场竞争加剧

印度衍生品市场研究 P.24

钢铁行业“乍暖还寒” 产业链企业积极应对 P.39



2024年6月 总第147期

主办:  大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

合作:  FOW
PART OF GLOBAL BRISTOL GROUP

编译: 大连商品交易所研究中心

地址: 中国北京裕民路12号

电话: 010-5760 2370

传真: 010-5760 2300



扫码获取本刊电子版

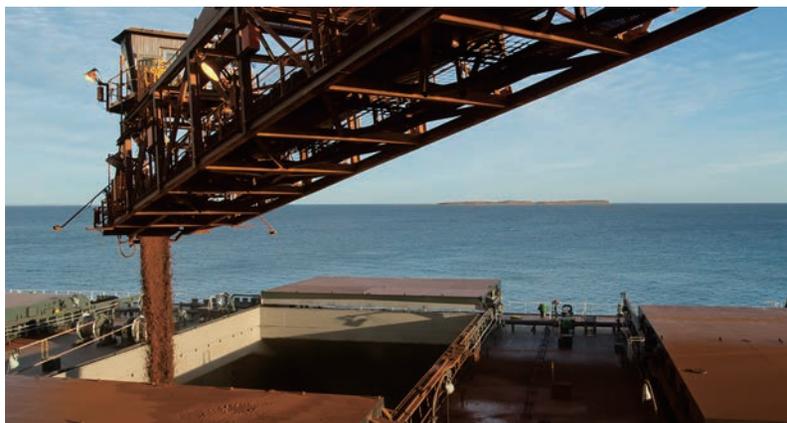


大连商品交易所
官方公众号



大商所研究中心
官方公众号

内部资料 妥善保存



封面故事

印度钢铁行业进入快速发展通道 未来全球钢铁原燃料市场竞争加剧

印度已进入钢铁需求快速增长阶段,可能对国际焦煤、铁矿石等钢铁原燃料市场价格波动产生影响。我们应充分认识全球钢铁原燃料供应的严峻形势,扎实推进“基石计划”,多元保障资源供给;同时鼓励钢厂提高风险意识,主动适应新业态新形势,利用好期货市场,提升中国大宗商品价格影响力。

热点文章



P24

印度衍生品市场研究



P39

钢铁行业“乍暖还寒”
产业链企业积极应对

CONTENTS 目录

■ 封面故事 Cover Story

01 印度钢铁行业进入快速发展通道 未来全球钢铁原燃料市场竞争加剧

■ 市场信息与资讯 Market News & Tendency

09 伦敦金属交易所将于8月起同时运行多个技术平台

09 港交所“互换通”优化措施顺利上线

11 商品期货交易委员会呼吁成立人工智能特别工作组

11 新加坡金融管理局与中国人民银行推进绿色转型金融合作

■ 期市热点与评论 Hot Topic & Comment

12 国际期货业协会网络风险特别工作组：具体行动计划还是重复建议？

13 选举之年——银行需警惕不可预测事件

15 伦敦金属交易所面临镍市场挑战

17 大辩论：洲际交易所开发镍衍生品有用吗？

18 行业关注反周期法规

20 行业努力应对清算所非违约损失

22 行业盘点长期存在的代执行交易问题

24 DCE研究：印度商品衍生品市场研究

■ 宏观与商品聚焦 Macro-Economics & Commodity

29 ESTR期货预期欧洲央行将与美联储同步降息

31 小盘股与大盘股的差异越来越大

33 快餐天堂里的芝士汉堡难题

34 当前天然气价格低迷

■ DCE服务实体经济专栏 DCE Serving the Real Economy

36 大商所研究中心在唐山召开2024年度第二期京津冀会员研究沙龙

39 钢铁行业“乍暖还寒” 产业链企业积极应对——大商所组织京津冀鲁铁矿石现货市场调研

42 国内首单“小龙虾高温指数保险+衍生品”产品落地

44 “果树寒潮指数保险+衍生品”首单完成 这个公司为何敢“第一个吃螃蟹”？

46 大商所“百校万才”工程助力期货教育与行业需求精准对接

■ 衍生品知识库 Derivatives Library

49 交易培训：成交量加权平均价格（VWAP）是什么？[英文]

51 新合约点评：芝加哥商业交易所集团微型比特币期货

52 新合约点评：马来西亚交易所大连商品交易所豆油期货

53 数据统计

■ 大商所新闻 DCE News

57 大商所优化不得交割持仓处理和标准仓单转让委托交易所收付货款业务

58 焦煤期货将实施集团交割库自报升贴水业务

印度钢铁行业进入快速发展通道 未来全球钢铁原燃料市场竞争加剧

杨坤峰, 赵亮 / 大商所研究中心

印度已进入钢铁需求快速增长阶段,可能对国际焦煤、铁矿石等钢铁原燃料市场价格波动产生影响。我们应充分认识全球钢铁原燃料供应的严峻形势,扎实推进“基石计划”,多元保障资源供给;同时鼓励钢厂提高风险意识,主动适应新业态新形势,利用好期现货市场,提升中国大宗商品价格影响力。

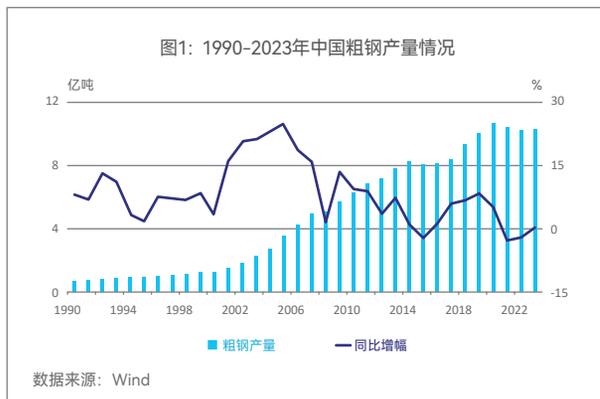
我国粗钢产量进入平台期,印度城镇化进入快速提升通道,已成为全球粗钢增量的主要贡献者。研究印度钢铁产业发展现状及未来趋势,对于我们准确把握未来全球钢铁原燃料供需变化、提前做好应对方案具有重要意义。研究表明,未来印度粗钢产量将以9-10%增速发展,2026年有可能转为铁矿石净进口国,焦煤优质资源国际竞争也将加剧。建议充分认识国际钢铁原燃料供应严峻性和长期性,在稳步夯实“基石计划”基础上,积极利用国际国内两个市场两种资源保障供应;鼓励引导钢铁企业努力适应新形势科学合理参与期货市场,形成多方参与、期现联动的市场格局;抓住印度尚未形成铁矿石价格影响力的战略机遇期,各方合力提升中国铁矿石价格代表性和影响力,以维护国家和产业利益。

一、印度逐步成为全球钢铁需求增长的重要力量

过去一百多年,全球钢铁工业的主要增长动力先是英国等欧洲国家,然后是美国以及日本。2000年后中国钢铁产量快速增加,成为全球钢铁工业最重要增长点。2023年,中国粗钢产量全球占比54%。但是,中国粗钢产量自2020年以来,总体呈现波动下行趋势,全球钢铁产量的增长主要由印度贡献。2023年,全球和中国粗钢产量均与2022年持平,而印度粗钢产量增加1480万吨,增长11.8%。

(一) 中国对全球钢铁行业拉动作用由强转弱

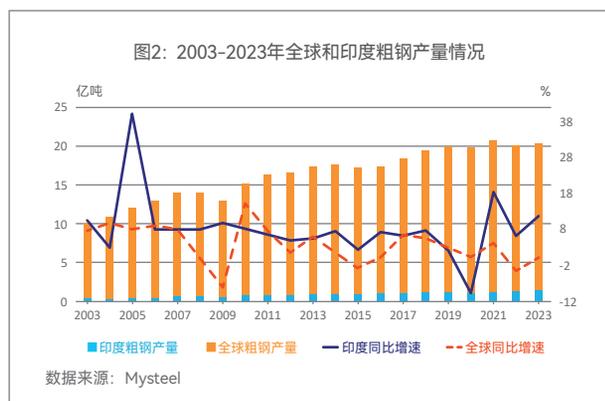
2000年以后,中国进入重工业化阶段,城镇化率进展加快,钢铁工业快速发展,产量规模不断扩大,成为全球钢铁供应大国。中国粗钢产量2000年仅为1.2亿吨,而2020年达到峰值10.65亿吨,年均增速11.2%,高于全球增速7.2个百分点,全球占比从15.1%提升到59.1%。但2020年以来,中国钢铁产量增速放缓,对全球钢铁产量的拉动作用弱化。2021年至2023年,中国粗钢产量年均下降0.6%,降幅小于全球1个百分点(详见图1)。



(二) 印度近年成为全球钢铁行业的重要增量

近二十年来,印度粗钢产量一直保持较高增速,从2003年的0.32亿吨增加到2019年的1.11亿吨,2020

年因疫情出现下降，随后继续保持增长趋势，2023年为1.4亿吨。2003年至2023年，印度和全球粗钢产量年均增速分别为7.7%和3.4%。其中，2020年至2023年，全球粗钢产量年均增速为-1.8%，而印度为9.0%，对全球粗钢增量的拉动作用愈加明显。印度粗钢产量于2017年超过1亿吨，2018年超过日本位居全球第二，2023年全球占比达到7.4%（详见图2）。



二、印度钢铁原燃料需求增加，对外依存度不断提升

在印度政府政策支持下，人口红利优势持续发挥，城镇化率快速提升，房地产、基建以及汽车等行业持续长足发展。由于上述三个行业合计钢铁消费量占比达七成，印度国内钢铁产量将继续快速增长，钢铁原燃料需求将持续增加，铁矿石将由净出口转为净进口，焦煤净进口量将大幅增加。

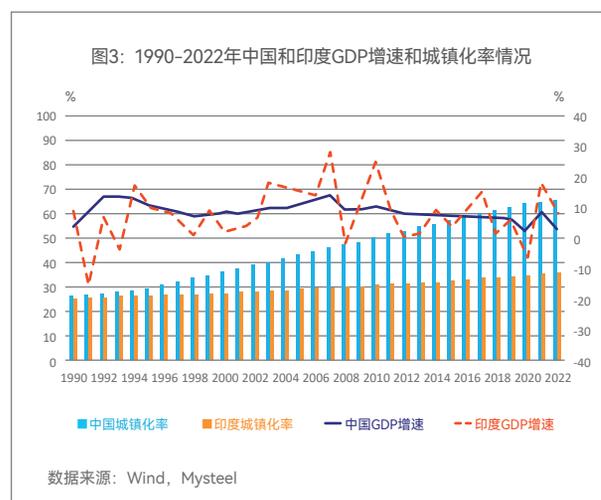
（一）城镇化进入快速增长通道，钢铁需求持续增加

1. 城镇化率提升带来钢铁需求快速增长

城镇化率提升会带来钢铁产量快速增加。按照国际经验，城镇化率提升速度和钢铁产量呈现正相关关系，城镇化的快速提升阶段，往往伴随钢铁产量的快速增长，美国、日本、中国均是如此。1920年至1955年，美国城镇化率年均增速为1.0个百分点，钢铁产量年均增速为4.9%；1956年至1973年，两者增速分

别为0.2个百分点和0.5%。1945年至1955年，日本城镇化率年均增速为5.4个百分点，粗钢产量年均增速为17%；1956年至1970年，二者年均增速分别为1.7个百分点和15.2%。中国在城镇化快速增长阶段，粗钢产量出现了更加迅猛增长。2001年至2007年，中国城镇化率年均增速为3.3个百分点，粗钢产量年均增速为21.9%；2008年至2014年，两者增速分别为2.6个百分点和8.6%；2015年至2023年，两者增速分别为1.9个百分点和3.0%。

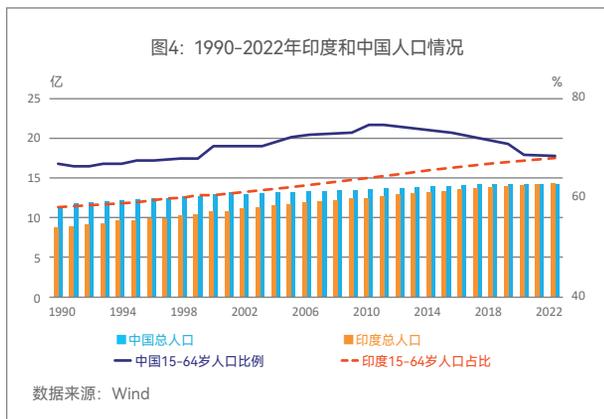
按照国际经验，一般认为城镇化率30%至50%是快速发展区间，印度城镇化率已经进入快速增长阶段。无论是最早开始城镇化的英国和美国，还是后来的日本和中国，均存在上述规律。英国城镇化历时140年，城镇化率从25%提升到70.2%，其中33.8%提升到51%仅历时50年。美国城市化历时90年，城镇化率从24.9%提升到73.6%，其中24.9%提升到50.1%仅历时40年。日本城市化历时70年，城镇化率从33%提升到56%历时10年。中国城镇化率从30%提升到50.5%，历时18年。印度城镇化率2023年为35%，已经进入快速增长区间；政府着力推动基础设施建设以及年轻化的人口结构为城镇化快速发展奠定了基础（详见图3）。



2.政策倾斜和人口红利支持城镇化快速发展

印度政府积极调整政策导向,着力加快基础设施建设,提升城镇化率。莫迪政府认识到基础设施建设落后,城镇化率低已经制约印度经济平稳增长,为此连续增加政府资本支出,着力解决交通以及城市配套等制约城市化进程的短板问题。2019年,印度推行额度为1.2万亿美元国家基础设施管道建设计划;2021年,印度又推出1.35万亿美元的国家基础设施计划。2020年以来,印度投资额占国内生产总值(GDP)比重稳步增长。2023年,固定资产资本形成额占国内生产总值比重为32.4%,由此带来钢铁消费量增速加快。

印度人口结构年轻,为城镇化快速发展提供良好基础。印度人口红利优势明显,不但人口众多而且人口结构非常年轻。目前,印度以青年人口(15岁至24岁)为主,人口增速为0.8%,联合国预测2050年后才会开始下降。2000年以来,印度劳动力人口(15岁至64岁)占总人口的比例持续超过60%,高比例的劳动力人口更愿意去城市寻找新的就业机会,为城镇化提速和经济发展提供潜在动力(详见图4)。



3.房地产、基建与汽车等行业的发展带动钢铁需求增长

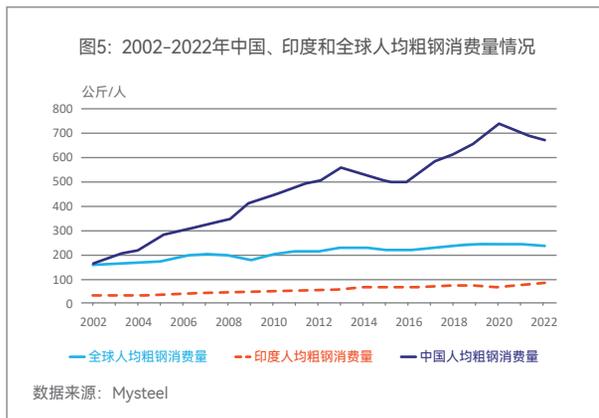
在城镇化率提升阶段,越来越多年轻人从农村转移到城市,住宅、交通等基础设施以及通行汽车需

求旺盛,成为钢铁需求增加的主要推动力。2023年财年,印度房地产、基础设施和汽车行业合计用钢量占比达到70%(详见表1和图5)。

表1: 印度分行业钢铁需求预测 (单位: 万吨, %)

消费领域	2023年		2030年	
	需求量	占比	需求量	占比
房地产	3700	31	6300	33
基础设施	3400	28	5500	29
汽车	1300	11	2300	12
耐用消费品	600	5	800	4
铁路	400	3	600	3
非耐用消费品	100	1	200	1

数据来源: 印度钢铁协会Coking Coal Summit2023



印度房地产市场2021年规模为2000亿美元,但是35%的城市人口生活在低于标准的住房中,未来发展空间巨大。据印度有关机构预测到2030年房地产市场规模将达到1万亿美元,2047年将有望提升至5.8万亿美元。同时,在印度房地产市场中,基于钢框架的建筑市场份额低于10%,而发达国家钢框架结构份额高达80%,印度钢结构建筑比例提升势在必行。

发展基础设施建设投资,是印度这种人口超级大国实现经济腾飞的必由之路。在政府支出大幅增加推动下,机场、铁路网、燃料运输管道、发电、输电线路

道路、桥梁的开发和扩建等基础设施建设加速推进。交通条件的改善以及城镇化率的提升，将带来汽车拥有量的持续增加，印度汽车行业协会预计未来十年汽车产销量将实现持续大幅增长。

(二) 铁矿石产量增速不及需求，净出口或转为净进口

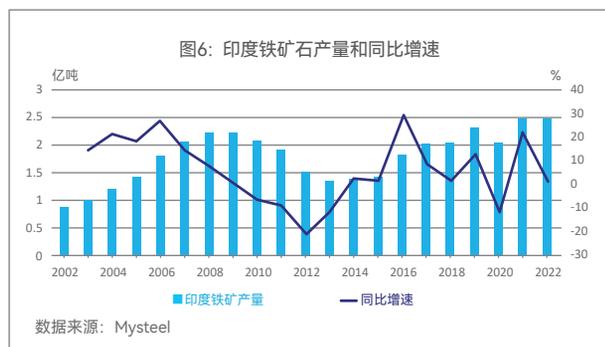
1. 铁矿石资源丰富，供给呈寡头格局

印度铁矿石资源储备和产量均位居全球前列。据美国地质勘探局(USGS)数据显示，印度原矿总储量排在澳大利亚、巴西、俄罗斯、中国以及加拿大之后，是全球第六大铁矿资源储量国。2022年，印度铁矿储量34亿吨，全球占比4%（详见表2）。印度铁矿石产量在2009年之前持续增加，因国内矿山建设滞后，2010年开始连续四年铁矿石产量下降，2014年再次进入增长通道。2022年，印度铁矿石产量2.49亿吨，全球占比9.5%，位列第四（详见图6）。

表2：全球及主要国家铁矿石原矿及含铁量储量（单位：亿吨，%）

国家	原矿储量	铁矿石含铁量储量	平均铁品味
澳大利亚	500	240	48
巴西	340	150	44
南非	10	6.4	64
印度	55	34	62
中国	200	69	35
全球	1800	840	47

数据来源：光大期货研究所



印度铁矿石生产与澳、巴主流生产国情况类似，产量相对集中在几家头部企业。SteelMint最新数据显示，印度2023财年铁矿产量超过2000万吨的企业共有5家，总量占比65%，呈现明显的寡头供给结构。并且，这5家企业以钢矿联合经营为主，对外销售铁矿石十分有限。就产品结构而言，印度铁矿石以粉矿为主，粉矿和块矿占比分别为69%和30%。

2. 国内需求增加，铁矿石出口量下降

2009年以来，印度铁矿石出口量呈现下降趋势，以更好满足日益增加的国内需求。2010年至2012年，印度采取提高铁矿石出口关税的方式减少出口；2015年5月之后，印度针对低中高等不同品位铁矿石采用不同的出口关税措施。2023年，印度铁矿石出口量已经从2008年的9100万吨下降到1100万吨左右，其中出口中国占比从最高时的96%下降到目前的70%左右（详见图7）。



3. 供给增速低于需求，印度或转为净进口国

据印度国内机构不完全统计，2024年印度铁矿石产量增速10%左右，与国内需求基本相当。未来几年，印度矿石开采将集中于高品位。预计到2030年，印度铁矿石总产量将达到4亿吨，但是铁矿石供给增速仍然低于其国内需求增速。结合我们对印度钢铁行业发展趋势展望以及印度国内铁矿石资源状况，预期2026年前后印度将转为铁矿石净进口国（详见表3和表4）。

表3:《印度国家钢铁政策2017》目标(单位:百万吨,人/公斤)

国家	2022-23财年	2030-31财年目标
粗钢产能	157	300
粗钢产量	125	255
人均钢材消费量	87	158

数据来源:信达证券

表4:印度铁矿石供需情况(单位:万吨)

	粗钢产量	铁矿产量	铁矿需求	铁矿供需差
2021	11800	25000	22000	3000
2022	12500	25300	23500	1700
2023	13300	26300	25200	1100
2024	14300	28000	27000	1000
2025	15300	28900	28800	100
2026	16800	30900	31800	-900
2027	18500	33100	35100	-2000
2028	20300	35400	38500	-3100
2029	22600	37900	42800	-4900
2030	25500	40000	48300	-8300

数据来源:研究中心根据公开资料整理

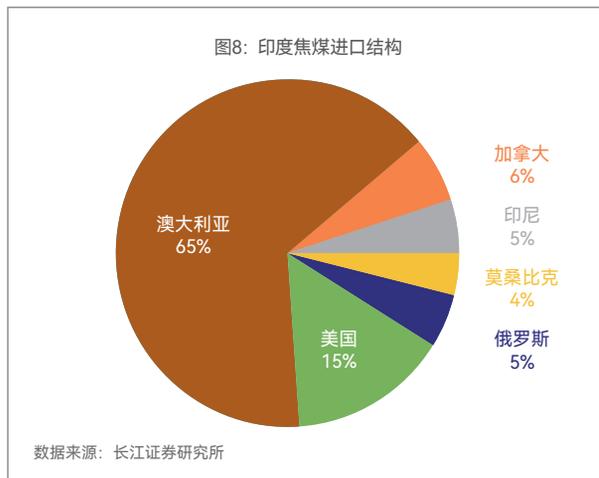
(三)高炉炼钢比例持续提升,焦煤对外依存度提升

1.焦煤资源储备不足,澳为传统进口来源地

印度焦煤资源极为匮乏,90%左右由印度煤炭公司CIL生产。由于国内焦煤产量无法满足自身快速增长的炼钢需求,印度需要在国际市场采购优质炼焦煤。根据英国能源公司(BP)统计数据,2021年印度煤炭进口量占全球进口贸易总量的15%,位列全球第二。若以“进口量/表观消费量”表示进口依存度,近年来印度煤炭整体进口依存度保持在20%以上,其中炼焦煤进口依存度在80%以上。尽管2022-23财年印度国内煤炭产量创下历史纪录,但煤炭进口仍大幅增长,进口总量达到2.38亿吨,同比增长13.8%。其中,炼焦煤进口量为5470万吨,与2021-22财年的5540万

吨基本持平。印度大部分焦煤进口量来自澳大利亚,占比长期在80%左右。近年来,来自俄罗斯的进口量增加,来自澳大利亚的进口量占比在2023年下降到65%左右(详见图8和表5)。

图8:印度焦煤进口结构



数据来源:长江证券研究所

表5:印度近年来分煤种消费量(单位:亿吨,%)

财年口径	煤炭		焦煤		
	消费量	同比增速	消费量	进口量	进口占比
2015-16	8.37		0.57	0.45	78.95
2016-17	8.42	0.6	0.54	0.42	77.78
2017-18	8.98	6.7	0.58	0.47	81.03
2018-19	9.68	7.8	0.70	0.52	74.29
2019-20	9.56	-1.3	0.64	0.52	81.25
2020-21	9.06	-5.2	0.60	0.51	85.00
2021-22	10.28	13.5	0.66	0.57	86.36
2022-23	11.15	8.5	0.65	0.56	86.15

数据来源:长江证券研究所

2.焦煤需求日益增长,产能扩张无法满足需求

印度经济快速发展,能源消费持续增加。根据国际能源署(IEA)预测,2025年全球煤炭需求将达到80.38亿吨,2022年至2025年均增速为0.1%。其中,印度将贡献绝大部分煤炭消费增量,2022年至2025年消费量预计增长1.17亿吨,年均增速为3.4%。

高炉比例提升,焦煤需求快速增加。按照相关规划,2030年印度钢铁产能将达到3亿吨,粗钢产量达到2.55亿吨;高炉占比由现在的46%左右,提升到60-65%,焦煤需求快速增加。从目前在建和列入计划的项目来看,绝大多数新增项目为“高炉-转炉”的长流程项目,据不完全统计,到2030年,印度现有钢铁企业将至少新增产能1.5亿吨,其中83%的新增产能是以“高炉-转炉”为主的长流程项目。

印度政府计划增加洗煤厂建设,提高炼焦煤产量,但供给增量不及需求。印度焦煤灰分高,超过一半的焦煤灰分在35%至50%,洗选难度大。为此,印度政府积极推动洗煤厂建设,提升洗选得率。根据印度煤炭部数据,2030年炼焦原煤产量将达到1.4亿吨,洗出后产量将达到4800万吨,但国内供给增量仍远低于需求。结合供需来看,2030年印度焦煤需求量预计将达到1.44亿吨,进口将达到9600万吨(详见表6)。

表6: 2024年-2030年印度煤炭进口预测表 (单位: 亿吨)

年份	煤炭		焦煤	
	消费量	同比增速	消费量	进口量
2024	13.6	10%	0.84	0.64
2025	14.9	10%	0.92	0.65
2026	16.2	8.7%	1.01	0.67
2027	17.6	8.7%	1.1	0.81
2028	19.1	8.2%	1.2	0.88
2029	20.6	8.2%	1.32	0.92
2030	22.2	7.7%	1.44	0.96

数据来源: 研究中心根据公开资料整理

三、印度加大国际采购力度,中国进口形势更加复杂

印度进一步深化印澳合作,加大国际市场优质焦煤采购力度,同时如果印度国内铁矿石生产无法满足快速增长的需求,未来可能转为国际采购。这将直接和中国抢占国际资源,也会导致国际价格波动加剧,增加中国进口成本。

(一)中国铁矿石进口向澳巴集中,价格波动可能更加剧烈

铁矿石国际贸易中印度等非主流矿增幅缓慢甚至下降,澳巴垄断地位明显。从印度等非主流国家进口的矿石是中国钢铁原材料稳定供给的重要调剂变量,其58%品味以下的铁矿石尤其受中国钢厂青睐。但是近年来,澳大利亚发货量逐年攀升,巴西季节性波动较大,印度总体呈现下降趋势,其余国家增量有限,澳巴占比维持在80%以上,垄断优势更加明显。

未来几年全球铁矿石增量有限,印度需求增长加剧价格波动风险,增加中国进口成本。按照经验数据,铁矿石投资一般先于产量释放3年至4年。2020年以来,四大矿山投资缓慢增长,2023年开始产量释放。但是总体来看,这轮投资增长,资本开支强度低且多数资本支出用于产能置换,新增产量有限。印度铁矿石资源以中低品位为主,中高品位的优质铁矿石资源相对稀缺。如果未来印度转为铁矿石净进口国,那么也将以进口中高品位的铁矿砂为主,可能会增加国际市场优质铁矿石资源的竞争。长期以来,这些中高品位的铁矿石一直是国际贸易中为铁矿石定价的基准矿种。因此,印度钢铁市场的崛起,可能会进一步增加未来铁矿石市场的不确定性,有进一步抬高中国铁矿石进口成本的潜在风险。

(二)印澳合作深化,中国采购澳优质主焦煤难度加大

未来全球焦煤供需整体偏紧,澳大利亚焦煤成为亚洲国家主要抢占目标。根据国际能源署预测,2025年冶金煤(炼焦煤+喷吹煤)产量将降至10.78亿吨,与2022年相比减少1800万吨,产量整体呈下降趋势;冶金煤(炼焦煤+喷吹煤)出口量将达到3.26亿吨,与2022年相比增加1900万吨。澳大利亚、蒙古、俄罗斯、美国等是主要出口地区,其中澳大利亚焦煤适

用性最强, 适合做骨架煤种, 能够有效替代中国最优质焦煤和肥煤, 成为亚洲地区争抢的资源。

印度深化与澳大利亚合作, 加大中国进口澳大利亚焦煤的难度。印度钢铁工业发展高度依赖澳大利亚焦煤, 为进一步增加焦煤进口, 政府不断推动深化与澳大利亚合作, 签署自贸协定等, 给我国进口澳大利亚焦煤带来挑战。

四、结论与建议

印度已进入钢铁需求快速增长阶段, 市场预计未来粗钢产量保持年均9%至10%的增速。而且印度钢矿企业集中度高, 国际采购容易形成合力, 可能对国际铁矿石、焦煤市场价格波动产生影响。因此, 我们应充分认识全球钢铁原燃料供应的严峻形势, 扎实推进“基石计划”, 多元保障资源供给; 同时鼓励钢厂提高风险意识, 主动适应新业态新形势, 利用好期现货市场, 提升中国大宗商品价格影响力。

一是充分认识全球钢铁原燃料供应形势的严峻性和长期性。包括印度在内全球主要矿山开采投资增速缓慢, 铁矿石和焦煤等未来供应增量有限, 全球钢铁原燃料供需将长期维持紧平衡。此外, 我国粗钢和生铁产量虽然已达平台期, 但仍将在高位维持较长一段时间。根据中钢协数据, 2023年中国粗钢消费中制造业占比48%, 已成为最大用钢产业, 未来中国制造

业在全球中的优势仍将长期保持。据市场机构预测, 2030年前我国制造业用钢量有望以年均5%增速增长, 占比将达到55%, 将长期支撑铁矿石需求。

二是扎实推进“基石计划”, 增强国内铁元素供应保障能力。手握现货资源是保障国内重要大宗商品供应的基础和核心。“基石计划”的推进和落实是我国钢铁产业稳定发展的重要支撑。建议针对“基石计划”建立国家层面协调机制, 明确和压实主体责任, 建立督办机制, 确保计划实效。综合考虑全球铁元素供需趋势及国内铁资源现状, 建议着力推动废钢产业发展, 加快解决税率问题, 充分利用智能检验技术提升行业标准化水平, 加快培育废钢大型加工主体, 促进废钢行业规模化发展, 稳定国内铁元素供给能力。

三是抓住宝贵的窗口期, 协力提升中国大宗商品价格影响力。虽然印度钢铁行业进入快速发展通道, 但其商品衍生品市场发展相对滞后。铁矿石期货虽已上市, 但价格影响力极其有限。这为我国提升铁矿石价格影响力提供了一定的缓冲期。建议我国从上到下尽快统一共识, 统筹期现货两个市场, 积极推动钢厂、矿山等备战新形势, 主动适应行业新业态, 科学合理参与衍生品市场防控市场风险, 稳定经营利润, 形成多方参与、期现货联动的市场格局, 全面落实总书记关于“提升重要大宗商品价格影响力”相关指示要求。

交易所动态 EXCHANGE NEWS**Abaxx将在近期迎来第三个清算会员后开始运营**

近日，拥有Abaxx交易所多数股权的Abaxx Technologies表示，其交易和清算部门将在其第三个清算会员获得批准后开始运作。该集团1月末称，StoneX Financial已成为其首个全面交易和清算会员，此后新加坡凯基证券也成为其会员。该清算所预计很快就会迎来第三个会员，进而开启最终通知和批准流程，全程预计耗时两周左右。其在通知中表示：“一旦第三个清算会员申请获得批准，Abaxx新加坡清算所就会请求董事会批准提供最终准备情况证明。我们预计，董事会最终审查流程、批准运营以及提交所需通知需要大约两周时间。除非在最后通知期内意外出现任何监管问题，否则Abaxx交易所和Abaxx清算所将正常运营并开放市场。”相关机构确认，将从运营之日起推出液化天然气、碳和硫酸镍期货。Abaxx补充道：“我们预计这些产品的首次交易将是大宗交易，而且随着这些新期货合约的持仓量和流动性增加，交易活动也将在未来几个季度增加。随着每个市场持仓量增加，我们将在这些单独的期货合约交易成功启动后更新信息。”

新交所计划2024年下半年推出首个短期利率期货

新加坡交易所(SGX, 新交所)计划在2024年下半年推出日本和新加坡短期利率期货，这将是该集团的首个短期利率产品。新交所近期表示，计划于2024年下半年推出新加坡隔夜平均利率(SORA)和东京隔夜平均利率(TONA)3月期期货。鉴于2023年日本交易所集团和东京金融交易所相继推出合约，当前此举将加剧日本市场的竞争。新交所集团外汇与利率全球主管蓝国聪(KC Lam)在新闻稿中表示：“由于利率环境的不确定

以及宏观环境的通胀和波动，利率衍生品作为具有成本效益的透明对冲交易工具，其吸引力和使用率有所提升。我们计划推出的SORA和TONA期货将补充我们不断扩大的多元资产衍生品特许经营门类，并为全球参与者提供额外的交叉保证金工具。”新交所称，SORA期货将使企业能够对冲参考该利率的现货产品，而日本期货将与新交所现有的日本政府债券(JGB)期货一起交易。数据显示，目前新交所上市有10年期完整规模日本政府债券期货、10年期迷你日本政府债券期货以及10年期迷你日本政府债券期权，其中迷你期货流动性最强。数据显示，2023年新交所的10年期迷你日本政府债券期货成交544,000手，相比2022年(当年新交所合约成交688,000手)下降五分之一。

Acuiti报告称结构性问题阻碍欧洲期权市场发展

市场情报公司Acuiti近日发表题为《欧洲上市衍生品市场结构亟需优化》的报告，该报告指出多种因素导致欧洲的期权合约对交易者的吸引力低于美国或亚洲的类似合约。该报告以57家衍生品公司反馈为基础，由Acuiti与芝加哥期权交易所(Cboe)欧洲衍生品部门联合撰写。报告发现，市场分散、散户参与度低以及场外市场流动性好等问题制约着欧洲场内期权的发展空间。Acuiti研究主管Ross Lancaster称：“为了优化欧洲投资体验，必须努力促进电子化交易、吸引散户投资者并减少碎片化，从而改善整个欧洲的期权市场。”约55%的受访者认为，相比美国或亚洲，欧洲散户交易者较为缺乏，这是导致欧洲期权市场增长不足的主要因素，而50%的受访者认为，碎片化是一个关键影响因素。Acuiti报告指出，交易成本以及交易所间缺乏竞争也是交易者在考虑交易欧洲期权时面临的问题。报告列举了欧洲特有的两个特点，“全国头部企

业演化而成的区域股票市场模式，以及交易所拥有清算所的垂直筒仓模式，而该清算所专门清算其交易所产品，这阻止了交易所之间的可替代性”。

巴西证券交易所推出巴西首个波动率指数

巴西证券交易所 (B3) 在获得芝加哥期权交易所 (Cboe) 全球市场公司的VIX方法授权后，推出了其首个波动率指数。巴西证券交易所近日表示，已与标普道琼斯指数合作制定该指数。巴西证券交易所受益于过去两年成交量的激增，正在使用芝加哥期权交易所的方法计算Ibovespa股指的30天隐含波动率。巴西证券交易所指数经理Henio Scheidt在新闻稿中称：“新指数为巴西证券交易所产品组合增加了一个波动性指标，可为金融专业人士在衡量风险认知时提供参考。巴西期权市场的成交量已创新高，这使得该指数有望推出，而在世界其他地区已经成熟的方法也有机会引入当地市场。”数据显示，巴西证券交易所2023年成交量排名全球第二。该集团2023年合约成交量为83亿手，与上年持平，巩固了其仅次于印度主要交易所的地位。数据显示，期间持仓量增加62%，达到2.036亿手，表明市场渐趋成熟。芝加哥期权交易所全球衍生品主管Catherine Clay在一份声明中表示：“巴西证券交易所新指数的推出，不仅凸显了VIX指数作为股市波动率基准的普遍实用性和创新性，还标志着在加强全球各地金融生态系统方面迈出重要一步。”

伦敦金属交易所将于8月起同时运行多个技术平台

伦敦金属交易所 (LME) 细化了其同时运行新旧交易平台直至切换为新技术的计划，预计切换完成时间不会早于10月。伦敦金属交易所近期告知客户，新平台LMEselect 10将于8月上线，并与现有技术同时运

行至少两个月。新平台原定于2024年4月上线，后延至“至少6月末”。伦敦金属交易所发言人称：“伦敦金属交易所正在谨慎推进新平台上线事宜，因为这是监管机构提高运营弹性要求背景下推出的首批大型交易所平台之一，我们对此极为重视。”发言人继而称：“因此，我们将从8月21日起同时运行现有平台和新平台，直至确认最终切换日期，该日期不早于10月21日，且取决于同时运行期间系统投入生产的部署情况。”隶属于香港交易所 (HKEX, 港交所) 的伦敦金属交易所表示，LMEselect 10是大规模技术基础设施变革计划的一部分，代表着“伦敦金属交易所技术能力和稳健性的重大变革”。发言人补充道：“我们对正在构建的解决方案的质量很有信心，感谢会员和ISV (独立软件供应商) 加入我们的一致性测试周期。”当前的LMEselect v9系统使用名为cBlue的Cinnober/纳斯达克GUI。2023年，伦敦金属交易所曾与Trading Technologies合作开发并推出新前端LMEtrader，可兼容两个版本的LMEselect。

港交所“互换通”优化措施顺利上线

在“互换通”平稳运作一周年之际，香港交易所集团旗下的香港场外结算有限公司与中国外汇交易中心、银行间市场清算所股份有限公司共同推出了多项“互换通”业务优化措施，以更好地满足国际投资者管理人民币利率风险的需求。具体优化措施包括：一是新增了以国际货币市场 (IMM) 结算日 (即每年3月、6月、9月和12月的第三个周三) 为支付周期的IMM合约，与国际利率互换产品市场接轨。二是推出了合约压缩服务，允许参与机构压缩具有相同交易要素但相反方向的合约，方便参与机构在互换合约到期前提前终止，降低参与机构的资金占用成本和提升交易结算效率。三是新增与合约压缩服务配套的历史起息合约，即起息日早于当前日期的合约。

监管动态 REGULATION NEWS**欧洲证券及市场管理局
呼吁减少对伦敦中央对手方依赖**

某欧洲高级监管人员表示，欧洲机构应该采取措施以减少其对英国清算所的风险敞口，否则将面临更严格的监管要求。近日，欧洲证券及市场管理局（ESMA）中央对手方监督委员会主席Klaus Loeber在欧洲期货交易所（Eurex）会议上表示，行业应该采用《欧洲市场基础设施法规3.0》（EMIR 3.0），减少欧洲对伦敦中央对手方的依赖。Loeber称：“要求欧盟清算会员或客户持有欧盟中央对手方账户有助于提高韧性，但预计也有助于降低欧洲证券及市场管理局2021年报告中指出的过度风险敞口。”2024年2月初，欧洲当局同意最早于2025年实施以下监管要求——欧洲机构必须持有欧洲清算所活跃账户，并与这些中央对手方清算一定数量的交易。相比欧盟委员会提出的量化门槛，即机构一定比例的交易必须通过欧洲中央对手方进行清算，该要求相对宽松，被视为折衷解决方案，受到了部分机构的欢迎。但Loeber强调，欧洲监管机构将监测该法规的有效性，一旦发现现行措施无效，就可能引入更严格的要求。Loeber称：“欧洲证券及市场管理局必须在18个月内评估新制度是否有效降低了风险敞口。显然，新制度能否成功取决于行业。如果未能取得成功，报告就会研究可能需要采取的进一步措施，例如量化门槛。因此，我呼吁大家让活跃账户发挥作用。”

国际清算银行计划打击银行资本规定中的“粉饰行为”

国际清算银行（BIS）负责银行事务的委员会提出改革建议，旨在阻止大型银行通过减少计算窗口期间风险敞口来管理资本要求。国际清算银行巴塞尔银行

监管委员会（BCBS）近日启动一项咨询，旨在针对全球系统重要性银行（G-SIB）资本要求变更评估方法。委员会提议根据全年平均值评估指标，而非按照目前要求，根据年末数据评估。委员会还发布了一份报告，评估了银行的“粉饰行为”，即降低评估日前后纳入计算的指标。国际清算银行在一份声明中表示：“此类监管套利行为旨在暂时减少银行在用于报告和公开披露全球系统重要性银行评分的参考日期前后感知到的系统痕迹。正如委员会先前指出的，银行的粉饰行为不可接受。这种行为会破坏委员会标准的预期政策目标，并有可能扰乱金融市场的运作。”有关规定变更的磋商将持续至6月7日。报告评估了银行层面数据，以分析银行年末资产负债表管理与评估工作之间是否存在联系，最后总结认为该假设存在因果证据。报告称：“这些结果表明，银行试图降低全球系统重要性银行评分可能是导致年末粉饰行为的重要驱动因素，说明这种行为可能对市场波动产生更广泛的影响。”美联储已提议对全球系统重要性银行征收附加费，其中包括场外市场客户清算代理交易。改革将会大幅提高提供清算服务的美国银行的资本要求，目前正在征求意见，但已遭到市场参与者的严厉批评。

**D2X率先获得加密货币衍生品
欧洲多边交易设施许可证**

荷兰加密货币衍生品交易所D2X（总部位于阿姆斯特丹）成为第一家获得多边交易设施（MTF）许可证以交易加密衍生品的欧洲公司，这是该交易所的一个重要里程碑，而该交易所还获得了最新一轮融资。D2X近期表示，它是第一家获得荷兰金融市场管理局（AFM）颁发MIFID MTF许可证以提供加密衍生品的欧盟公司，该许可证允许D2X在监管下开

设现金结算加密期货和期权交易场所。D2X还在声明中表示, 将于2024年第二季度上线面向机构参与者的平台。D2X已获得1,000万美元(约合780万英镑)A轮融资, 该融资由Point72 Ventures领投, GSR Markets和现有投资者也参与其中。即将出任首席执行官的前首席运营官Frederic Colette表示: “随着MIFID许可证的批准, 我们旨在为数字资产领域的可靠性设立新的基准。D2X正在为金融机构安全进入加密衍生品市场铺平道路, 我们致力于确保他们每一步的安全和成功。” D2X表示, 它将成为欧洲第一个每周七天交易受监管加密衍生品的市场, 并将根据与“一级信贷机构”达成的协议提供场外交易抵押账户。Colette曾任法国兴业银行大宗经纪和清算业务全球主管, 即将接替Theodore Rozencwajg担任首席执行官, 后者是法国兴业银行联合创始人, 即将出任首席商务官。

商品期货交易委员会呼吁成立人工智能特别工作组

美国商品期货交易委员会(CFTC)的一位高级监管人员推动成立了一个跨机构特别工作组, 以加强对人工智能技术的监督。近日, 市场风险咨询委员会委员Kristin Johnson就该主题在华盛顿召开会议, 并在会上表示, 人工智能工具在金融行业的使用激增, 已经导致行业风险加剧。她呼吁美国市场和审慎监管机构联合制定行业准则。她在开幕辞中表示: “特别工作组将支持人工智能安全研究院制定金融服务业人工智能使用和监管的准则、工具、基准和最佳实践。特别工作组可能会向人工智能安全研究院提供建议, 并评估研究院的提案。”人工智能安全研究院由拜登政府于2023年末成立。Johnson呼吁证券交易委员会、联邦储备委员会、货币监理署、消费者金融保护局、联邦存款保险公司、联邦住房金融局和国家信用合作社管理局共同努力。

国际掉期与衍生工具协会就直清算模式发出警告

近日, 总部位于纽约的国际掉期与衍生工具协会(ISDA)对非中介清算活动发出警告。非中介清算是指客户直接与清算所进行清算, 而不是像现在这样通过经纪商进行清算。在对近期发布的美国商品期货交易委员会(CFTC)咨询报告的回复中, 国际掉期与衍生工具协会对客户在衍生品清算组织(DCO)不使用期货经纪商(FCM)作为中介的模式下获得的保障表示担忧。国际掉期与衍生工具协会表示: “商品期货交易委员会应最终确定进一步保障仅与中介衍生品清算组织相关的清算会员资产, 该中介衍生品清算组织包括作为其会员但不隶属于衍生品清算组织的多家期货经纪商。若有衍生品清算组织提供直接清算, 而不是通过与其无隶属关系的多家期货经纪商, 国际掉期与衍生工具协会建议, 商品期货交易委员会应在针对提供直接清算的衍生品清算组织所涉风险和复杂性的全面评估完成后, 建议加强对清算会员资产的保护。届时, 商品期货交易委员会应该提出综合框架, 全面应对这些风险。”近日, 总部位于华盛顿的衍生品行业机构国际期货业协会(FIA)警告商品期货交易委员会, 不得接受综合加密市场模型, 不得将其作为美国监管机构改革清算会员资金保护规定的一项举措。国际期货业协会尤其担心所谓的“杠杆式去中介化清算”。

新加坡金融管理局 与中国人民银行推进绿色转型金融合作

新加坡金融管理局(MAS)和中国人民银行(PBC)在5月20日举行的第二次中新绿色金融工作组(GFTF)会议上讨论了推进中国和新加坡绿色金融合作的举措, 包括分类法的调整、促进绿色资金流动以及开发脱碳评级平台, 以及一些新兴领域, 如自然和生物多样性、ESG数据模型互操作性, 以及人工智能和数据分析的使用等。

观点文章

国际期货业协会网络风险特别工作组： 具体行动计划还是重复建议？

Reece Chapman / Kynetix营销经理

2023年1月第三方服务提供商勒索事件为全球衍生品行业敲响了警钟。2023年3月，国际期货业协会对此作出回应，成立网络风险特别工作组。经过数月的努力，工作组于2023年9月发布报告《国际期货业协会网络风险特别工作组行动后报告与调查结果》。对于报告提出的一系列建议，总体反馈褒贬不一。

2023年1月第三方服务提供商勒索事件为全球衍生品行业敲响了警钟。该事件暴露了单一违规行为可能造成的深远影响，导致整个行业持续数周陷入混乱。机构重新启用人工流程，所有重要操作均遇严重延误。而恢复正常运营同样面临巨大困难。据报道，部分机构需要两周甚至更长时间才能恢复。由于场内衍生品市场高度互联，干扰情况尤其严重。该事件表明，机构必须优先考虑弹性，注重改善恢复过程。

国际期货业协会成立特别工作组并发布报告

2023年3月，国际期货业协会（FIA）对此作出回应，成立网络风险特别工作组。该工作组由行业专家和领袖组成，包括交易所、清算所、清算机构、终端用户和供应商，旨在增强场内和集中清算衍生品行业抵御网络攻击破坏性影响的能力。此外，工作组还将致力于增强对未来攻击的应对能力，加强协调和信息共享，以提高运营弹性。经过数月的努力，工作组于2023年9月发布报告《国际期货业协会网络风险特别工作组行动后报告与调查结果》。

对于报告提出的一系列建议，总体反馈褒贬不一。有人指出，“似乎大体都是关于后续调查与合作的建议，缺乏具体内容”。另一部分人则认为意义重大，

“突显了网络风险和运营弹性的现状和未来发展轨迹”。该综合框架重点关注六大要素：沟通、整合、协调、信息、标准化和防范。

报告中的具体建议及其意义

国际期货业协会网络风险特别工作组的报告解决了衍生品行业的网络安全关键问题，因此受到称赞。但是，它是否依据现有程序和框架？是否是一种可以真正提高网络安全标准的可信任的前瞻性方法？

首先，只有确保沟通渠道有效，才能实现危机管理，同时还要安全共享信息和协调应对措施。工作组随后建议成立“行业弹性委员会”，以促进此类渠道的开发。其次，整合是指需要建立场内和集中清算衍生品行业与专注运营弹性的行业团体之间的联系。在未来的网络事件中，这些团体可以作为信息共享的可信论坛。此外，他们还会定期召开会议，分享威胁情报、提高防范意识。

第三，建议“市场参与者审查内部政策和程序，在网络事件发生期间和之后与受影响方重新建立联系”。建议利用现有指导和框架实现这一目标，考虑如何将这指导与框架应用于场内和集中清算衍生品行业。第四，工作组还鼓励市场参与者、服务提

供应商和市场基础设施实施相关程序,及时与交易对手和客户共享关键数据。

第五,工作组建议行业更高效地识别运营弹性风险评估结果。他们特别指出,很多机构普遍都会质疑第三方服务提供商。问卷标准化程度越高,调查过程就越高效。最后,正如预期,工作组认为衍生品行业应定期参加网络攻防演练。这应包括主要利益相关者的直接参与以及通过国际期货业协会的间接参与。他们还建议利用现有程序,而非创建新的程序。

行业对报告的看法

最重要的一点是,衍生品行业越来越容易受到网络威胁。该报告全面解决了这一问题,因此受到称赞。也有人认为,这些建议未能提供可行解决方案,更像泛泛而谈。但这是行业需要的吗?行业是否需要

包含可行解决方案的具体行动计划?缺乏具体指令可能阻碍迅速实施,导致组织陷入不确定的状态。强调协作和信息共享也许是出于好意,但怀疑论者可能认为这是在尝试将责任从单个组织转移到集体,可能减轻后续责任。

只有时间才能说明真实影响。这个行业是个复杂且相互关联的生态系统,对于越来越多手法老练的网络犯罪分子而言颇具吸引力。由此可见,必须开展尽职调查,采取报告中列出的有力措施。但是,他们仍有机会开展更多工作,推荐具体、创新、积极且有前瞻性的举措和措施。国际期货业协会特别工作组的报告有望开启持续改进之旅,提醒金融业必须适应不断变化的需求,并在未来挑战面前保持警惕。🔒

选举之年——银行需警惕不可预测事件

Alex Knight / Baton Systems欧洲、中东和非洲地区负责人

防控未知事件风险一直是金融市场的一项难题。2024年将迎来多场选举,这些选举会对市场产生深远影响。银行也必须意识到,政治风险会显著影响其财务和风险职能,包括贸易融资、流动性和抵押品管理。

防控未知事件风险一直是金融市场的一项难题。当被问及政治家面临的最大挑战时,曾任英国首相的哈罗德·麦克米伦(Harold Macmillan)回答道:“事件,亲爱的孩子,是事件”。现在我们要问的是,事件对市场的影响是否像今天这样大?

这段市场疯狂时期始于2020年3月,当时市场对新冠肺炎疫情封锁措施做出反应。自那时起,我们见

证了一段时期的疯狂交易环境,包括2022年大宗商品波动、结束利兹·特拉斯(Liz Truss)首相任期的英国国债危机、美国国债崩盘以及2008年以来最严重的银行业危机。

银行需注意政治风险

没有水晶球,我们很难预言2024年市场将会发生什么重大事件。但是,2024年将迎来多场选举,这些

选举会对市场产生深远影响。2016年以来，美国和英国选民第一次有机会通过投票表达意见。我们都知道那一年发生了什么。

2016年英国脱欧和特朗普胜选引起的躁动尚未平息，促使投资者在面临众多选举可能带来的政治动荡时保持高度警惕。但需保持警惕的不仅仅是密切跟踪投资组合的投资者。银行也必须意识到，政治风险会显著影响其财务和风险职能，包括贸易融资、流动性和抵押品管理。

以外汇汇率为例。外汇市场对意料之外的政治结果高度敏感，这些结果可能会导致货币价值大幅波动。英国脱欧公投的第二天，英镑汇率下跌10%，投资者的投资组合受到冲击。英国银行将会经历影响其融资需求、造成短期融资紧缩的估值变化。

实质上，外汇市场波动较大时期，受影响货币的短缺可能影响其偿还债务的能力和成本，因为银行被迫达成新的安排，以便获取所欠货币。由于市场其余部分供应短缺，成本可能上升。市场成交量的增加也会使实际融资过程承压——你可能会因活动增多而与更多交易对手结算更大金额。这也会导致成本上升。

银行面临保证金追加问题

大额保证金追加通知也是银行财务和风险团队的关注点。市场波动期间，为弥补外币头寸或用于集中清算衍生品，需提供的抵押品可能大幅增加。受2020年3月和2022年大宗商品崩盘启发，国际清算银行（BIS）和国际证监会组织（IOSCO）近期审查了初始保证金和变动保证金的提交流程，强调了这一问题亟需加以研究。

以两家银行达成的集中清算利率互换为例。作为协议的一部分，双方都需要向中央清算所提供抵押品以弥补任何潜在损失。最初，一切都很稳定。但后

来，为了应对政治危机，意外出台紧急货币政策，利率因此开始波动，并直接影响了根据之前利率按市价计价的利率互换协议的价值。

对于其中一家银行来说，这导致其利率互换估值出现损失。负责监管这些交易的中央清算所认为，由于波动性增加以及银行互换估值损失，双方均需提供额外抵押品，以弥补未来潜在损失（初始保证金）以及交易亏损方的负市价（变动保证金）。银行需要提供更多抵押品，但可能没有足够的流动资产可供使用。如果多家银行面临类似情况，这种假设情景将更明显。如果市场条件变化使得多家银行需要提供更多抵押品，这将造成更大范围的流动性紧缩和一系列更广泛的问题。

这种情况表明，必须了解中央对手方和交易对手的风险敞口和持有量，以及这些中央对手方的最新抵押品计划和资格。即使在最平静的市场中，银行也很难获得这种机会，更不用说多个资产类别出现动荡时。

银行需主动贯彻相应措施

评论人士敏锐地意识到，英国大选双方（工党和保守党）都谨慎维持理性支出。美国情况类似，只是程度较轻。美国严格控制未落实的政府支出计划，以免扰乱货币和国债市场。正如我们在2022年9月所见，如果时任财政大臣夸西·科沃滕（Kwasi Kwarteng）“迷你预算”提案的经济影响在极短时间内显现，政治事件就可能对外汇和国债市场产生巨大影响，进而为银行管理流动性、基金资金和抵押品带来沉重压力。

选举之年正值地缘政治长期不确定时期，要求金融机构就流动性、资金缺口和抵押品头寸的监督方式做出重大转变。如果金融机构寻求在瞬息万变的世界中蓬勃发展，那么关注日内融资动态和抵押品要求不仅仅是响应措施，也是需要主动贯彻的必要实践。🔗

热点话题

伦敦金属交易所面临镍市场挑战

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿



近期，在能源和农业领域占据主导地位的美国洲际交易所集团宣布，其将首次进军基本金属领域，推出镍衍生品合约。伦敦金属交易所对此作出回应，强调了其在重建镍市场方面所取得的进展。两年前，伦敦金属交易所曾因保证金飙升而被迫关闭其镍市场。

镍市场迎来诸多变动

伦敦金属市场正在升温。多年来，基本金属的国际贸易情况一直能够预测。上海期货交易所（上期所）支撑着庞大的中国市场，芝加哥商业交易所集团（CME集团）在美国也有出色业务，全球交易则由香港交易所（HKEX，港交所）旗下的伦敦金属交易所（LME）主导。

但是近期，在能源和农业领域占据主导地位的美国洲际交易所（ICE）集团宣布，其将首次进军基本金属领域，推出镍衍生品合约。

洲际交易所近日表示，正与伦敦金属交易所前老板Martin Abbott运营的Global Commodities Holdings Ltd (GCHL) 合作，计划使用GCHL即将推出的实物镍交易平台的指数开发洲际交易所镍衍生品合约。

洲际交易所欧洲分部总裁Chris Rhodes称：“基于我们与GCHL的长期合作关系，洲际交易所所有能力将其优质大宗商品基础设施带入镍市场。”

Rhodes补充道：“我们正在探索此举的可能性，并与市场参与者、关键利益相关者合作，研究如何利

用GCHL定价提供镍的替代市场结构,进而优化对冲模型,使其更适应不断变化的供应链。”

总部位于伦敦的GCHL表示,将于2024年4月推出实物交易平台,镍是首款大宗商品。

Abbott在一份声明中表示:“GCHL正与洲际交易所合作,计划将其实物价格指数与衍生品合约的结算和清算挂钩,形成从实物交易、价格发现到价格风险管理的闭环,为我们和洲际交易所服务的行业提供全套解决方案。”

伦敦金属交易所在重建镍市场方面的努力

伦敦金属交易所对此作出回应,强调了其在重建镍市场方面所取得的进展。两年前,伦敦金属交易所曾因保证金飙升而被迫关闭其镍市场。

该交易所在一份声明中表示:“我们过去为增强伦敦金属交易所镍市场流动性和信心所做的努力持续取得成效,镍日均交易量已回到2021年水平,2024年初至今同比增长76%。”

伦敦金属交易所还强调了其为推广“绿色”镍所做的努力。该交易所在3月初表示,正与现货交易平台MetalsHub合作开发低碳镍指数。

伦敦金属交易所称:“这一方法源于其与镍委员会和更广泛市场的深入接触,也可通过LMEpassport披露系统按需扩展到其他可持续发展维度。”

该交易所补充道:“我们将继续致力于与用户合作,确保伦敦金属交易所镍价受益于深厚而富有弹性的流动性,继续反映全球供需动态。”

市场热议话题转向成交量加权平均价格

过去两年,伦敦金属交易所对其镍市场和实践进行了改革,防止导致2022年3月镍市场关闭的事件再次发生。

3月伦敦金属交易所市场开发主管Robin Martin表示,行业已经走出2022年3月的困难时期。

他说:“有趣的是,过去两年话题也出现了转变。两年前,镍危机爆发后,这是唯一的热议话题,但在近期国际期货业协会(FIA)年度会议期间,镍已经鲜少出现在我们的讨论中。几乎每个与我们交流过的人都对市场发展势头以及我们当前改革带来的机会感兴趣。”

最具争议的举措莫过于改变收盘价的计算方法,即从圈内收盘价改为基于电子屏幕价格的算法计算。

Martin称:“这一变化并未受到所有人的欢迎,但我们仍坚持为现货价格、前四个月的即期合约以及三个月的合约制定成交量加权平均价格(VWAP)。”

“我们并未一次性全盘引入,这对部分会员而言变动较大。部分会员向其客户保证接收收盘价执行,因此他们必须改变风险管理方式。”

最后,Martin表示,伦敦金属交易所只有平衡金属市场长期以来的特性及其传统用户的要求,才能实现现代化,提高交易实践标准化水平。

Martin称:“我们希望市场尽可能透明、有效运作,但也认识到,市场结构的实质性变化,无论是围绕电子交易还是其他方面,都可能影响我们部分会员的商业模式。”

“正因如此,伦敦金属交易所在引入这些变革时往往非常谨慎。但同样地,我们认为应当采用更加标准化的结构,外界现在也普遍有此期待。”



大辩论： 洲际交易所开发镍衍生品有用吗？

3月末，洲际交易所（ICE）称正致力于开发镍衍生品，与伦敦金属交易所（LME）展开竞争。此举是否有用？



这是老生常谈，但竞争是件好事。洲际交易所进军镍衍生品领域引发的竞争迫使现有参与者持续创新并保持低价，这最终对每个人都有利。

观察全球最具竞争力的市场就会发现，竞争的好处显而易见，美国股票和期权市场就是很好的例子。这些安排使得产品具有可替代性，即市场间的产品趋同且可替代，这意味着市场竞争主要围绕费用、技术等其他因素开展。

VS



竞争通常是件好事。它在美国股市等市场中是有意义的，但在大宗商品市场中却截然不同。后者是依赖实物交割的实体市场，而实物交割离不开仓库网络。

这些仓库的建设成本很高，而且须由行业承担。如此一来，会首先增加竞争成本，后期才能降低费用、推动技术创新。遗憾的是，费用和技术优势并不显著，这也解释了为什么大宗商品市场和衍生品市场往往倾向于在一个地方交易。

会议追踪

行业关注反周期法规

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

鉴于清算所保证金模型对波动性等因素有所反应，2020年3月波动导致追加保证金通知激增，迫使交易商和经纪商清算头寸以获取所需保证金，但实际却增加了波动性。随后，行业一度陷入恶性循环，直到波动性最终减弱才打破循环。

多年来，清算行业一直在思考顺周期性，即清算所部署的保证金模型在市场承压时期意外增加波动性的现象。

但大约四年前，随着新冠肺炎疫情加剧引发抛售，这一问题变得更加突出。

鉴于清算所保证金模型对波动性等因素有所反应，2020年3月波动导致追加保证金通知激增，迫使交易商和经纪商清算头寸以获取所需保证金，但实际却增加了波动性。随后，行业一度陷入恶性循环，直到波动性最终减弱才打破循环。

近期典型案例出现在2020年3月，行业显然从中吸取了教训，特别是在保证金模型的可预测性和透明度方面，这意味着最近波动时期的情况并没有那么糟糕，例如2022年2月俄乌冲突之后的交易。

但是问题并未消失，监管机构仍在努力制定可供广泛推行的框架。

世界交易所联合会的观点

世界交易所联合会 (WFE) 研究主管 Pedro Gurrola Perez 博士在近期会议上表示：“随着时间推移，保证金模型会有所变化。在我开始从事这个领域的工作时，仍有一些非常简单的模型，因为清算需要就简单的期货和期权策略采用简单模型。但是，现在

清算信用违约互换 (CDS) 或更复杂的产品需要更复杂的模型。”

Perez 博士表示，近年来，中央对手方保证金模型也对不断变化的法规有所反应，例如初始保证金和变动保证金程序。

Perez 博士补充道：“选择模型并了解模型运作方式和相应选择后果，会影响我们应对风险的方式和顺周期性等问题。”

芝加哥商业交易所集团的观点

芝加哥商业交易所集团 (CME 集团) 总经理兼量化建模主管 Udes Jha 表示，行业最初基于投资组合的保证金模型经受住了时间的考验，但他同意 Perez 博士的观点，即行业实践需要发展。

Jha 称：“我们相信，顺周期性建模可以从数据准备开始，涵盖风险模型的各个方面。如果没有良好的历史数据，你将无法管理顺周期性，因为投资组合可能发生变化，你可能会发现你根本没有特定风险状况的正确数据。”

他补充道：“筛选是人们用于构建场景的一般方法，也称为 EWMA (指数加权移动均值) 或 Lambda。Lambda 的选择对于顺周期性非常重要，它会影响你计算保证金的方式。根据我们的经验，几乎所有进入保证金模型的因素都会对顺周期性产生影响。”

伦敦政治经济学院Murphy博士的观点

这是伦敦政治经济学院法律系客座教授David Murphy博士在会议上提出的一个主题。

Murphy博士于2014年发表了一项顺周期性衡量指标,他认为,“顺周期性可以衡量,但它取决于回报路径,是个随机变量。换言之,一旦市场上发生任何事件,保证金就会变化。显然,保证金的变化幅度取决于事件的先后顺序。”

我们知道,我们无法预测未来的金融时间序列,只能将其视为随机变量,因此保证金变化也必定是随机变量,但这并不等于它们不存在某种结构”。

Murphy博士表示,他在2014年的工作是基于“大幅看涨指标”观察市场极度承压的五天内的保证金峰值。

他说:“该指标取决于回报的精确路径,但有一点不太明显——如果你用该指标比较两个不同的模型,得出排序可能显示顺周期性一高一低,而且你不必在回报系列中做出重大改变就能调转排序。”



David Murphy

Murphy博士补充道:“我们需要摆脱对回报路径的依赖,所以无需考虑特定情况再次发生,如2008年俄乌冲突后的大宗商品市场形势等。”

“不要只选一组事件,我们需要更广泛地思考。当务之急是寻找对比初始保证金模型的方法,从而确切指出一个模型的顺周期性高于或低于另一个模型,不依赖于特定的一组回报,而且在理想情况下还可捕捉一些不确定性。”

近期,Murphy博士和Perez博士在世界交易所联合会会议上介绍了一种基于脉冲响应函数的反周期新方法,该方法常用于镜头设计、音频放大器设计和过程控制系统。

Murphy继续道:“我们将采用已知的波动时间序列,因此将研究波动的阶跃函数,形势大好时突发意外,波动性就会增加并保持在较高水平。保证金模型对此有何反应? 我们想摆脱特定回报路径,所以会考虑多条路径。我们将对一系列符合波动时间序列的路径进行采样,并检查相应的保证金。”

该指标用于应用广泛的过滤历史模拟(FHS)模型,但该模型并不适合预期使用。他说:“FHS反应过度。早期回报超出数据系列之前,其保证金需求均值更高,早期回报超出数据系列之后,才会达到最后水平。这就是顺周期性过度现象,不同寻常且难以捉摸。”

Murphy博士补充道:“我们认为,这种脉冲响应函数方法可以用于比较不依赖于特定风险因素情景的保证金模型。它支持我们捕捉模型对波动性变化的反应,借助多种场景估计该反应中的离散度或不确定性。”

Murphy总结道:“我们确实认为,顺周期性没有正确的度,并且监管机构不应对模型的数字反应设限。归根结底,顺周期性涉及的是中央对手方用户负担及其流动性获取情况。”

行业努力应对清算所非违约损失

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

近期，金融监管机构开始关注清算所如何应对其面临的其他风险，这些风险统称非违约损失。非违约损失相当无趣，但其重新带出了有关清算的陈年话题：如果形势恶化，由谁承担最终责任？清算所本身还是其客户？

清算所存在的理由只有一个：减轻交易商违约对市场其他参与者的影响。而且业内一致认为，相关清算所几十年来在这方面表现很好。

但在近期，金融监管机构开始关注清算所如何应对其面临的其他风险，这些风险统称非违约损失 (NDL)。

主要非违约损失包括：投资损失，包括回购交易对手违约或债券发行人信用评级下调造成的损失；有关托管机构或结算机构失职的损失；欺诈、盗窃或员工失信造成的损失；网络攻击造成的损失；以及操作或系统故障造成的损失。

非违约损失定义尚待阐明

非违约损失相当无趣，但其重新带出了有关清算的陈年话题：如果形势恶化，由谁承担最终责任？清算所本身还是其客户？

每个人(包括监管者自身)似乎都同意，非违约损失的定义需要进一步完善。

2023年8月，国际证监会组织 (IOSCO) 和巴塞尔支付与市场基础设施委员会 (CPMI) 发布报告，概述了中央对手方的非违约损失处理方法可能在哪些方面需要进一步指导。

此前，该国际监管机构已于2022年8月发布讨论文件，旨在“推动行业工作，开展相关对话，探讨中央对手方如何管理非违约事件造成的潜在损失”。

2023年8月，多家监管机构表示将“在短期内”就

该主题进行深度磋商，因为除了现行的金融市场基础设施原则 (PFMI) 规定，可能还需新的指导。

报告称：“鉴于所报告的实践应用广泛，且业内观点并不一致，支付与市场基础设施委员会和国际证监会组织计划对所有金融市场基础设施类型的非违约损失开展额外工作，包括金融市场基础设施原则实施情况评估和一般商业风险指导。我们还将继续接触行业利益相关者，以在近期针对有关非违约损失的进一步指导或建议进行公众咨询。”

多家机构对非违约损失情景展开细致研究

六个月过去了，非违约损失问题仍未得以阐明。近日，瑞士交易所 (SIX) 集团清算服务主管 Laura Bayley 在马德里举行的会议上表示：“非违约损失情景的难点在于难以预测和定义。因此，我需要各监管机构针对非违约损失情景的所有差异提供更多指导和释义。”

“网络攻击属于典型情景，但勒索软件攻击与删除所有系统数据并使你无法重启中央对手方的攻击截然不同。这些情景完全不同，对中央对手方造成的后果也完全不同。中央对手方需要为此做好准备。”

Bayley 补充道：“我们希望对这些场景进行更细致的研究，尽力了解后果。”

国际证监会组织秘书处高级政策顾问 Giles Ward 近日表示还需开展更多工作。

Ward说：“我们确实听到了这些观点，因此，继2022年文件提出想法但未制定标准之后，我们紧急开展后续工作。我们没有非违约损失专门小组，专门负责制定更详细的指南或建议。同时，我们的实施监测标准小组也在进行评估，评估结果有助于推动非违约损失小组开展上述工作。”

他继而称：“就情景而言，我们非常了解参与者违约情景。这种情景易于建模——你可能违约一次、两次或三次，而非违约损失情景则数不胜数，涉及存管、网络、欺诈等。”

Ward表示，有些非违约损失比其他非违约损失更易建模，“历史数据在投资、存管等长期存在风险的领域中非常实用，但关键问题是，我们并未掌握有关欺诈等风险的大量回顾性数据”。

近日，世界交易所联合会（WFE）监管事务主管Richard Metcalfe在世界交易所联合会会议上表示：“非违约损失的问题在于其可管理但不可建模，因此很难量化。据我们所知，非违约损失相当罕见且无法集中，因为其与管理方式不同。”

他补充道：“重点在于你可以拥有什么样的工具。你不能应用变动保证金、垫头（haircutting）等信用风险管理工具。”

Metcalfe总结称：“不同中央对手方的做法略有不同，如果你让你的会员参与投资方向决策，就可合理期望他们承担某种责任。”

2023年，另一家代表中央对手方会员的行业机构国际期货业协会（FIA）对国际证监会组织文件做出了回应，表明其立场。国际期货业协会首席运营官Jackie Mesa当年8月称：“长期以来，我们一直主张，中央对手方应对大多数非违约损失负责，并就

其分配方式保持透明。正如我们在2020年文件中所说，分配这些损失的指导原则应该是‘谁在管理风险’。”



行业盘点长期存在的代为执行交易问题

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

多项挑战接连出现，导致基于复杂通信网络的交易处理流程陷入瓶颈，这些网络连接着为交易进行清算和结算的各方，包括客户、执行经纪商、结算经纪商和清算所。相关过程需要各方代为执行交易，但在2020年3月，处理代为执行交易业务基本没有任何标准，只会增加混乱。

专家表示，期货和期权行业在处理2020年3月新冠肺炎疫情爆发后出现的交易后瓶颈问题方面取得部分进展，但是相关工作仍需继续。

代为执行交易问题浮现

四年前快速恶化的疫情，使衍生品公司中台遭受巨大冲击。有关病毒传播的初期公告发布之后，交易变得异常活跃，成交量激增，使银行和经纪商的交易后业务严重承压，当时这些团队正在适应居家办公模式。

多项挑战接连出现，导致基于复杂通信网络的交易处理流程陷入瓶颈，这些网络连接着为交易进行清算和结算的各方，包括客户、执行经纪商、结算经纪商和清算所。

相关过程需要各方代为执行交易 (give-ups)，但在2020年3月，处理代为执行交易业务基本没有任何标准，只会增加混乱。

清理积压工作需要数周时间，整个行业不得不开始反思需要跨行业合作才能解决的根深蒂固的问题。

2021年11月，国际期货业协会 (FIA) 发布交易后标准蓝图，并于2022年成立衍生品市场标准协会 (DMIST)，该协会于同年11月发布文件，寻求为三大类代为执行交易信息设定30分钟的阈值。

近期，衍生品市场标准协会发布年度工作报告。

国际期货业协会主席兼首席执行官Walt Lukken在报告中称：“对单个机构和整个行业而言，运营都已变得具有战略意义。几十年来，业界一直采用各种变通方法解决对账和清算流程漏洞问题。但是现在，这些方法不再可行。2020年3月，我们的运营能力已经达到极限。”

衍生品市场标准协会赞助商委员会主席兼嘉吉全球衍生品运营总监Samina Anwar表示：“过去一年，衍生品市场标准协会在改善场内衍生品市场运营效率方面取得重大进展。”

“通过合作，我们已经开始在全球范围内实施30/30/30标准，为日常全球对冲和风险管理带来显著效益。及时确认代为执行交易，将增加在交易日内处理的交易数量，从而在该交易日的内部账簿中更准确地反映头寸和风险。”

问题解决进展及各方观点

近日，市场情报公司Acuity与交易后运营公司OSTTRA联合发布报告，指出代为执行交易仍然是个问题。

当被问及2020年3月以来行业在处理代为执行交易方面取得了多大进展时，39%的受访者表示，已经取得大量进展但仍存在微小风险；46%的受访者表示，已经取得一些进展但仍存在重大风险；15%的受访者表示进展甚微。

Acuiti创始人Will Mitting称：“衍生品行业在构建产能和降低动荡时期运营中断风险方面表现突出。过去三年，交易后运营经历多次考验，并证明了自身韧性。但是，本报告发现工作仍需继续。”

参与编写文件的OSTTRA总经理Joanna Davies表示：“我认为买方机构在技术和商业行为方面已经取得进步，确保其能更有效地管理运营风险，而卖方也同样找到了方法，可以缓解大量交易造成的一些运营问题。”

她补充道：“我们不应忘记，2020年3月，成交量和波动性创下历史新高，但自那以后，我们又创下了许多历史新高，这并不是基于单一宏观事件，而是基于当前交易场内衍生品的市场参与者的数量以及他们创造的成交量。”

金融科技公司Trading Technologies近期收购交易后技术供应商ATEO SAS，进军交易后领域。Trading Technologies首席执行官Keith Todd称：“这个行业已经取得进步，但是尚未达到必要水平。正常情况下，结算都在第二天进行，但风险情况不会只出现在一天结束时，它们可能在一整天内都出现。越来越多的人开始意识到，机构需要了解一天中任何时间的确切风险敞口，从而能够做出适当的反应。”

Davies和Todd支持衍生品市场标准协会的倡议。Davies说：“我认为，每个人都相信国际期货业协会等行业机构能够推动行业采取集体应对措施，因此衍生品市场标准协会提出的框架是正确的。难点在于如何实施和坚持。”

“我们推荐从时效性标准开始，它可以让你在90分钟内完成清算账户中的交易，但问题是，没有数据标准化，就可能无法完成正确账户中的正确交易。”

OSTTRA总经理补充道：“我认为，数据标准化是下一个重要步骤，可以提高准确性，从而迅速降低运营风险。实际上，如果我的研究正确无误，但仍有许多受访者认为措施不足，那么你必须相信，对于在正常交易日完成期货业务清算而言，我们都面临着相对不可接受的风险水平。”

Todd对此表示认同并补充道：“鉴于已对交易执行难题投入大量时间、精力和财力，而风险在交易执行时就始于交易后流程的起点——期货经纪商（FCM），我们需要进一步投资和简化。”

DCE研究

印度商品衍生品市场研究

李朋 / 大商所研究中心

印度衍生品市场起步早、变化大、发展快，是全球衍生品市场的重要组成部分。结合当下全球政经形势不稳、大国之间博弈加剧、逆全球化浪潮涌起的背景，印度衍生品市场的快速崛起及其结构性变化，既给我国衍生品市场发展带来一定挑战，又能够为扩大我国商品衍生品影响力提供难得的机遇。

印度作为重要的发展中国家之一，未来发展潜力巨大。近期受中美竞争关系加剧的影响，印度已成为境外资本的主要青睐地。在此背景下，研究印度商品衍生品市场发展规律和特征具有较大意义。通过梳理印度商品衍生品领域法律法规等文献发现，印度商品衍生品市场具有发展历史长、变化大的特点，监管机制不断调整优化，主要交易所采取公司化运作模式，新品种上市审查宽松且周期较短，交易时间安排多样，现金交割与实物交割并存，并实施有限对外开放政策。近年来，印度衍生品市场进入快速发展阶段，主要是因为权益类衍生品市场发展较快，商品衍生品市场发展则相对落后。这为我国商品衍生品市场扩大在亚洲甚至印太等区域影响力提供了发展契机。

一、印度商品衍生品市场发展历程

印度商品衍生品市场始于1875年，至今已有近150年历史。纵观其发展历程，“变”字贯穿始终。历经多轮关停和开启，印度商品衍生品市场直至2003年才迎来最为重要的发展阶段，监管机构和法律框架随着市场发展发生相应变化，交易所则在大规模淘汰和整合后从碎片化走向集中化。

（一）商品衍生品市场发展历经波折

印度商品期货市场历史悠久，发展一波三折。

1875年，印度建立了孟买棉花交易联合会，开始交易棉花期货；1918年，印度政府成立棉花合约委员会监管期货交易；1919年，棉花合约商会取代棉花合约委员会监管棉花交易。二战前，印度已经上市了多个期货品种，包括黄金、油籽、胡椒粉、姜、马铃薯、食糖、粗糖等。1952年，印度出台《远期合约（监管）法》（FCRA），该法案禁止所有商品期权交易，禁止远期合约采用现金结算。20世纪60年代，由于干旱和中印边境冲突，导致商品短缺，许多农民卖空远期合约无法履约，一些人因此自杀。当时印度政府认为，期货交易引发投机，导致价格高涨和商品短缺，遂逐渐禁止所有商品期货交易。

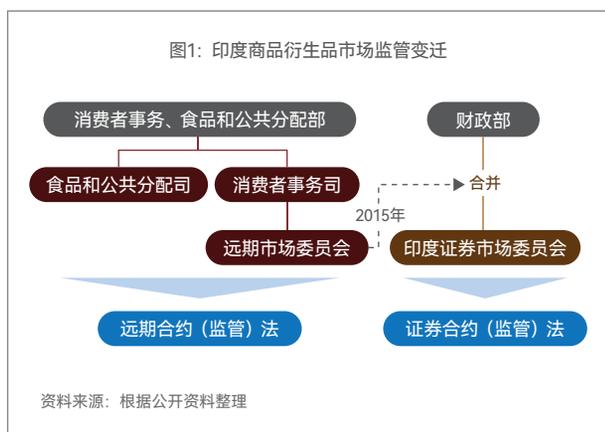
20世纪70年代，印度实施一系列经济改革，旨在促进经济增长和发展，其中一项改革措施是鼓励商品交易和市场发展。在此期间，印度政府重新允许7种不重要的商品进行期货交易，但交易非常稀少。2003年，印度议会通过立法允许期货交易，解除对所有商品期货交易的禁令，印度商品衍生品市场开始走向快速发展阶段。2006年，印度修订《远期合约（监管）法》，取消对商品期权交易的限制。

（二）商品衍生品市场监管逐步规范

2003年至2015年期间，远期市场委员会（FMC）

承担期货市场监管职能。印度期货品种初期多为食用商品，因此远期市场委员会成立之初便隶属于印度消费者事务、食品和公共分配部下的消费者事务司。由于只是消费者事务司下的一个部门，远期市场委员会没有足够的能力和资源来监督管理商品期货市场。同时，为了把金融市场中的股票和商品部分进行整合并统一管理，2015年9月，远期市场委员会并入印度证券交易委员会（SEBI），隶属于财政部管理。印度证券交易委员会自此开始承担期货市场监管职能。

期货市场法律框架也相应地从《远期合约（监管）法》转变为《证券合约（监管）法》（SCRA）。2015年，印度修订《金融法》，为更改期货市场监管机构奠定法律基础。随后，《远期合约（监管）法》和《证券合约（监管）法》均作出相应修订。其中，《远期合约（监管）法》在过渡期结束后被废除（详见图1）。



（三）商品衍生品交易场所日益集中

远期市场委员会并入印度证券交易委员会之前，印度商品衍生品交易场所由全国性期货交易所和区域性期货交易所组成。以2010年为例，印度有5个全国性期货交易所和16个区域性交易所。区域性交易所仅允许在指定区域展业，一般上市1个至2个品种，交易不活跃，所有区域性交易所交易量占比不足3%。远期市场委员会并入印度证券交易委员会之后，印度证券

交易委员会对印度期货交易所进行清理整合。2016年1月，印度证券交易委员会出台《商品衍生品交易所退出政策》，规定超过12个月没有成交的交易所，或连续两年成交额低于100亿卢比的全国性交易所，以及连续两年上市品种成交额占该品种在全国成交额低于5%的区域性交易所，应予以退出。2016年，印度有6个全国性期货交易所和6个区域性期货交易所；2018年，区域性期货交易所全部退出，以股票交易为主的国家证券交易所（NSE）和孟买证券交易所（BSE）同年被批准引入商品衍生品交易。截至目前，印度仅有多种商品交易所（MCX）、国家商品和衍生品交易所（NCDEX）、国家证券交易所和孟买证券交易所四个商品衍生品交易场所。以上四个商品衍生品交易所上市品种情况如表1所示。

表1: 印度商品衍生品交易所上市品种情况 (单位: 个)

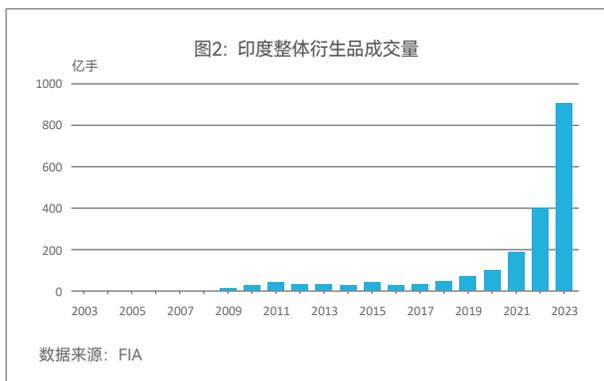
交易所	批准上市品种数量		可交易品种数量		2022-23年度有交易品种数量	
	非农产品	农产品	非农产品	农产品	非农产品	农产品
MCX	12	4	12	4	12	4
NCDEX	1	25	1	24	1	16
BSE	3	3	3	3	2	3
NSE	6	0	4	0	1	0
小计	22	32	20	31	16	23
合计	54		51		39	

数据来源: SEBI《2022-2023 Annual Report》

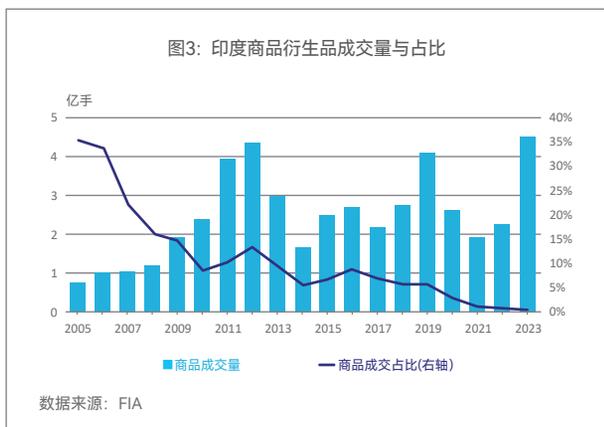
（四）商品衍生品市场规模占比较小

近年来，印度衍生品市场规模发展迅速，目前已是全球最大的衍生品交易国家（以成交量计算）。2023年，印度衍生品成交量911.67亿手，位居全球第一（详见图2）。其中，印度国家证券交易所、孟买证券交易所和多种商品交易所的成交量在全球所有交易所中分列第1位、第4位和第18位。

相对于印度整体衍生品市场而言，商品衍生品市



市场发展缓慢。2023年,印度商品衍生品成交量4.50亿手,仅占全部衍生品成交量的0.49%;权益类衍生品成交量857.34亿手,占比为94%(详见图3)。



二、印度商品衍生品市场的机制与特点

相较于中国商品衍生品市场,印度在交易所性质、品种上市、交易、交割、风险管理和对外开放等机制方面存在一些显著特点。

(一) 商品衍生品交易所均为公司制

印度目前存续的四家商品衍生品交易所自成立之初便采用公司制。印度多种商品交易所、国家商品和衍生品交易所成立于远期市场委员会和印度证券交易委员会合并之前,均为全国性期货交易所。根据《远期合约(监管)法》,远期市场委员会明确要求全国性商品衍生品交易所自成立开始就需要实现公司化

和股份化,但对区域性商品衍生品交易所未作出类似规定。而对于国家证券交易所和孟买证券交易所,《证券合约(监管)法》也明确要求需要实行公司化和股份化。

(二) 明确可上市品种范围,新品种审批周期较短

印度期货市场交易的商品种类应在财政部商品指引范围之内。根据《证券合约(监管)法》,商品衍生品标的需为中央政府在《政府公报》上明确列明的货物,即财政部商品指引所列商品范围内。该指引包含不同货物类型下可交易的货物名称,最新指引包含12大类、91种货物(详见表2)。

表2: 印度财政部商品指引所列商品种类和数量 (单位: 个)

序号	种类	数量
1	谷物和豆类 (CEREALS AND PULSES)	17
2	油籽、油饼和油 (OILSEEDS, OILCAKES AND OILS)	12
3	香料 (SPICES)	13
4	金属 (METALS)	11
5	贵金属 (PRECIOUS METALS)	3
6	宝石 (GEMS AND STONES)	1
7	纤维 (FIBRES)	4
8	能源 (ENERGY)	10
9	甜味剂 (SWEETENERS)	2
10	种植作物 (PLANTATION)	4
11	干果 (DRY FRUITS)	1
12	其他 (OTHERS)	13
总计		91

数据来源: 印度财政部《List of goods notified under SCRA》

印度商品衍生品审查宽松、审批周期较短。根据《证券合约(监管)法》,各商品衍生品交易所需下设产品咨询委员会,负责开展新品种设计相关工作。新品种上市需经过印度证券交易委员会审批。一般情况下,产品符合《证券合约(监管)法》相关标准即可获

批,且审批周期较短。根据印度证券交易委员会公布的《2022-23年度报告》(统计周期为2022年4月至2023年3月),该年度9个期货新品种、3个期权新品种的审批周期中位数分别为15个和26个工作日(详见表3)。

印度商品衍生品市场中同一商品可上市多类合约。根据《证券合约(监管)法》,商品衍生品交易所可就同一商品发行多类合约,以满足大型机构和中小投资者的交易需求。例如,多种商品交易所在银、锌等的标准合约基础上,还上市了对应的迷你合约;国家商品和衍生品交易所也同时上市了孜然的标准合约和迷你合约。此外,不同交易所也可上市以同一商品为标的的合约。如多种商品交易所和国家证券交易所均上市了原油、黄金等合约。

表3: 2022-23年度印度新上市商品衍生品

序号	合约类型	合约名称	上市交易所	审批时间中位数(工作日)
1	期货合约	黄金(1公斤)	NSE	15
2		原油	NSE	
3		天然气	NSE	
4		花生(带壳)	NCDEX	
5		铝迷你合约	MCX	
6		铅迷你合约	MCX	
7		锌迷你合约	MCX	
8		原油迷你合约	MCX	
9		天然气迷你合约	MCX	
10	期权合约	孜然	NCDEX	26
11		芫荽	NCDEX	
12		姜黄粉	NCDEX	

数据来源: SEBI《2022-2023 Annual Report》

印度商品衍生品市场中同一商品可上市多类合约。根据《证券合约(监管)法》,商品衍生品交易所可就同一商品发行多类合约,以满足大型机构和中小

投资者的交易需求。例如,多种商品交易所在银、锌等的标准合约基础上,还上市了对应的迷你合约;国家商品和衍生品交易所也同时上市了孜然的标准合约和迷你合约。此外,不同交易所也可上市以同一商品为标的的合约。如多种商品交易所和国家证券交易所均上市了原油、黄金等合约。

(三) 合约日内交易时间普遍较长

印度证券交易委员会对日内交易时间做出区间限制,商品衍生品交易所可在此基础上自行安排交易时间。印度证券交易委员会规定农产品交易时间在每天9点至21点;非农产品交易开始时间同为上午9点,但结束时间为23点30分(春季美国夏令时开始后)或23点55分(秋季美国夏令时结束后)。商品衍生品交易所可在上述时间段内安排交易时间,也可在指定区间外延长交易时间,但必须建立适当的风险管理系统、监控系统和基础设施,以配合交易时间的增加。例如,多种商品交易所黄金、原油、铝交易时间为9:00-23:30/23:55,棉花交易时间为9:00-21:00,橡胶、玛莎拉油交易时间为9:00-17:00;国家商品和衍生品交易所小麦交易时间为9:00-17:00,白芝麻交易时间为10:00-17:00。

(四) 合约实物交割与现金交割并存

商品衍生品合约首选交割方式为实物交割,特定条件下也可进行现金交割。印度证券交易委员会规定,商品衍生品合约交割方式首选实物交割,但若实物交割难以实施,如商品是无形的,或难以存储、保质期短、基础设施不足、物流运输困难等,或有可靠的商品基准价格可供结算,则可以进行现金交割。例如,印度原油期货、商品指数衍生品等合约采用现金交割方式,黄金、铝等采用实物交割方式。

(五) 两板制、冷静期和ARMF等制度加强风险管理

商品期货日内价格波动限制分为初始板和加强板,中间衔接15分钟的冷静期,类似于熔断制度,但不会结束交易。当价格波动幅度达到初始板后,触发冷静期,冷静期内可在初始板价格以内继续交易。冷静期结束后,若价格仍处在初始板上,则当天波动幅度扩展至加强板;若价格处在初始板以内,则波动幅度不扩大。该风险管理模式类似于熔断模式,但在冷静期和二次触板后不会停止交易。

除此以外,印度证券交易委员会还要求部分商品衍生品清算所建立针对负价格风险的替代风险管理框架(ARMF)。印度证券交易委员会要求为可能出现负价格的商品提供清算服务的清算所需要建立替代风险管理框架,如果清算所的风险管理委员会能够证明其清算业务不涉及可能出现负价格的商品衍生品,则无需建立替代风险管理框架。替代风险管理框架在一定条件下触发,如商品价格在20个交易日内下跌超过50%,或上市同类商品的国际证券交易所/清算所决定实行负价格相关管理措施等。

(六) 部分现金结算非农产品合约实现对外开放

境外投资者仅允许参与现金结算的非农业商品衍生品合约和包含此类非农业商品的指数衍生品合约。符合《印度证券交易委员会(外国证券投资者)条例》的境外证券投资者(FPI)可参与印度商品衍生品交易,但仅允许交易现金结算的非农产品衍生品合约和对应非农产品指数衍生品合约。该规定给境外投资者参与印度商品衍生品市场设置了较多阻碍。根据印度证券交易委员会公布的最新成交量数据,目前无境外投资者参与商品衍生品市场。与之形成鲜明对比的是印度权益类衍生品市场,境外投资者成交量占比超过16%,成为该市场重要的参与力量。

三、结论与启示

总体来看,印度衍生品市场起步早、变化大、发展

快,是全球衍生品市场的重要组成部分。结合当下全球政经形势不稳、大国之间博弈加剧、逆全球化浪潮涌起的背景,印度衍生品市场的快速崛起及其结构性变化,既给我国衍生品市场发展带来一定挑战,又能够为扩大我国商品衍生品影响力提供难得的机遇。

一是经过多年发展完善,印度商品衍生品市场体系架构与西方更为接近。受近代英国殖民影响,印度商品衍生品市场天然选择了与西方相似的道路。虽然印度独立之后多次调整市场政策,但整体体系架构并未有本质性变化,其交易所运营采用公司制,结算与风控制度与欧美相似,品种上市及交易安排灵活等,基本保持了西方商品衍生品市场化程度高的特点。

二是印度良好的政经环境促进衍生品市场快速发展。一方面,在全球政治博弈中,印度始终处于被西方拉拢的状态,其金融市场更易受到西方国际资本青睐。另一方面,当前中国经济正处于新旧动能转换期,而印度人口与市场优势明显,是未来极具潜力的增长极,成为吸引国际资本的重要因素。据调研,目前从中国流出的国际资本主要流向目的地就包括印度、日本等国家。

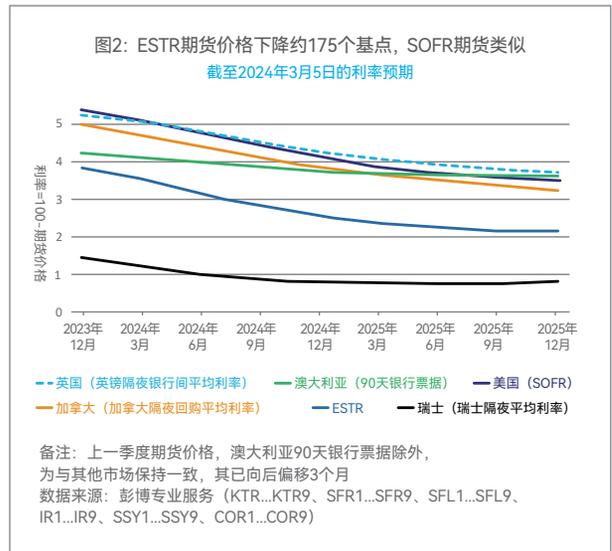
三是印度权益类衍生品市场国际化程度较高,但商品衍生品领域国际化水平较低,这为扩大我国商品衍生品国际影响力提供了难得机遇。近年来印度权益类衍生品市场国际化程度不断提升,境外投资者已成为市场重要力量之一。相对而言,出于维护商品市场稳定、保护弱势产业的考虑,印度商品衍生品市场的开放程度相对较低,国际影响力非常有限。虽然印度衍生品市场的快速发展给我国带来一定挑战,但相对于经济增长及商品贸易发展潜力,其商品衍生品市场的发展显然滞后,这就为我国商品衍生品市场进一步扩大在亚洲甚至印太等地区的影响力提供了难得的发展机遇。🔗

ESTR期货预期欧洲央行将与美联储同步降息

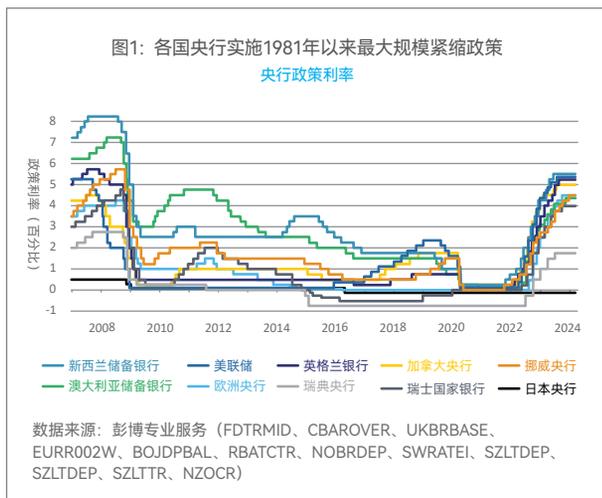
全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

尽管欧元区和美国的通胀和经济增长轨迹截然不同,但芝加哥商业交易所ESTR期货和芝加哥商业交易所SOFR期货的价格大体均随欧洲央行和美联储的降息步伐而变化。ESTR和SOFR期货价格从当前到2025年末均约下降175个基点。

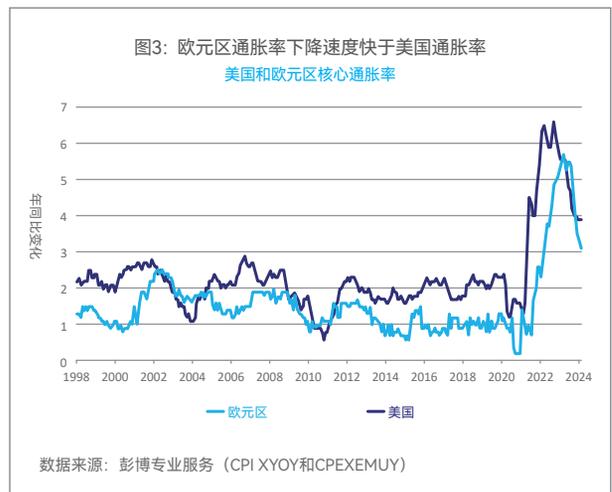
过去两年是1981年以来全球货币政策紧缩最为显著的时期,欧洲央行(ECB)400个基点的加息幅度处于区间中位(详见图1)。投资者认为,全球为对抗通胀而提高政策利率的趋势将在2024年晚些时候出现逆转,在2022年和2023年加息的几乎所有央行都将降息(详见图2)。令人好奇的是,尽管欧元区和美国的通胀和经济增长轨迹截然不同,但芝加哥商业交易所(CME)欧元短期利率(ESTR)期货和芝加哥商业交易所所有担保隔夜融资利率(SOFR)期货的价格大体均随欧洲央行和美联储的降息步伐而变化。ESTR和SOFR期货价格从当前到2025年末均约下降175个基点。



美国核心消费者物价指数,但前者在近几个月的下降速度更快(详见图3)。

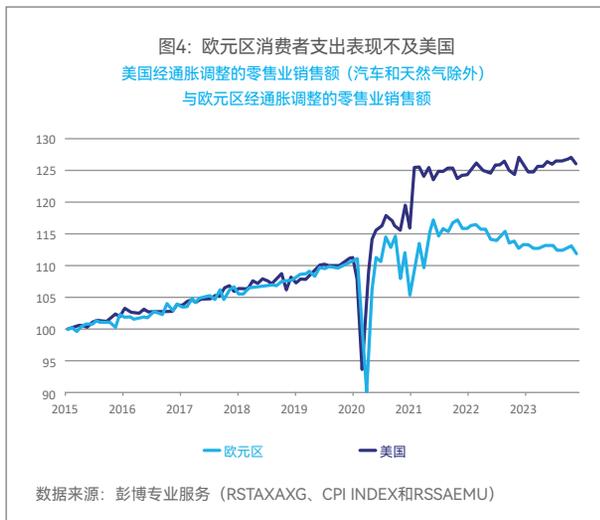


经济数据表明,欧洲央行或许会先于美联储放松政策。虽然欧元区核心通胀率达到峰值的时间晚于



欧元区整体经济状况也远不及美国。2023年，欧元区国内生产总值(GDP)增长0.1%，而美国国内生产总值增长3.1%。《通胀削减法》和《芯片与科学法》的近一万亿美元政府支出似乎正在支持美国经济增长，而欧洲在新冠肺炎疫情后却没有采取此类财政刺激措施。事实上，许多欧洲国家都在削减预算，其中包括法国，其在近期就削减了100亿欧元预计支出。

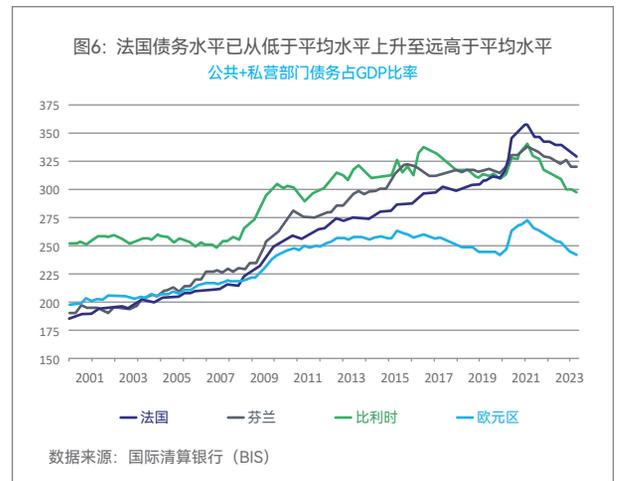
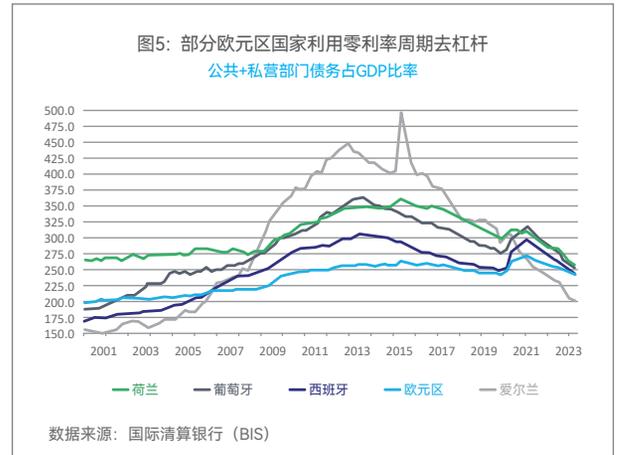
这一差距也反映在消费者支出数据上，经通胀调整后的美国零售额在疫情刺激措施引发的激增之后一直缓慢攀升。相比之下，欧元区的疫情刺激措施规模要小得多，欧洲零售额自2021年以来持续下滑（详见图4）。



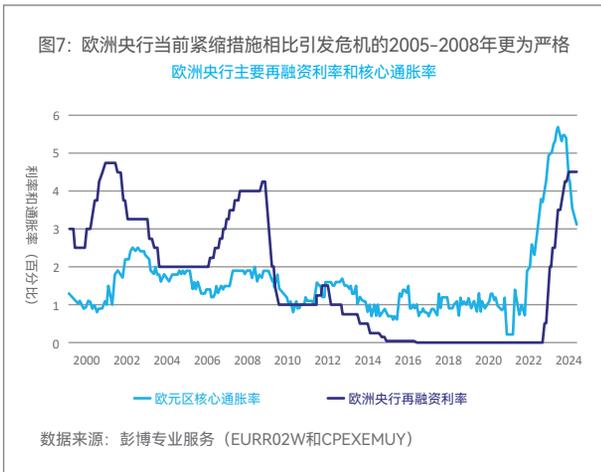
欧元区债务市场的独特性也可能使欧洲央行先于美联储采取政策削减措施。相比欧洲，美国债务市场相对简单：美国有一个主权发行人，以其央行创造货币发行债务。相比之下，目前有20个国家发行以欧元计价的债务，其中每个国家在欧洲央行政策方面都只有一票投票权。2010年代初，希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙和塞浦路斯都需要救助。意大利也濒临违约危险。

自2020年代初以来，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等

国家已完成大规模去杠杆（详见图5）。当前增长强劲的希腊也是如此。而以法国为首的其他欧元区国家则利用长期的零利率或负利率提振经济（详见图6）。当利率接近于零时，高杠杆率几乎不会造成任何问题。但当利率上升400个基点时，私营部门和公共部门的违约风险开始上升。



2005年至2008年欧洲央行加息，2009年欧元区债务危机爆发。此次，欧洲央行紧缩周期比上一次规模更大、速度更快（详见图7）。尽管欧洲债券价差目前依然表现良好，但很难想象如此大规模且快速的货币政策紧缩措施完全不会影响欧洲负债较重的政府和私营部门实体。



通胀率下降加快、经济增长放缓以及欧元区债务市场特征都表明, 欧洲央行降息可能比美联储速度更快、幅度更大。尽管如此, 欧洲央行经常跟随美联储的脚步, 而非主动采取行动。无论如何, 这种观点似乎就是芝加哥商业交易所ESTR期货的当前立场。ESTR期货反映出的欧洲央行情形, 与SOFR期货反映出的美联储情形大致相同。

小盘股与大盘股的差异越来越大

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

2009年至2021年, 标普500指数中的大盘股和罗素2000指数中的小盘股基本保持同步。美国劳工统计局机构调查显示, 2023年12月至2024年1月, 美国新增就业岗位超过50万个。劳动力市场和股市有何共同点? 它们都反映了财富榜上大公司和小公司之间的巨大差异。

美国大盘股与小盘股差异

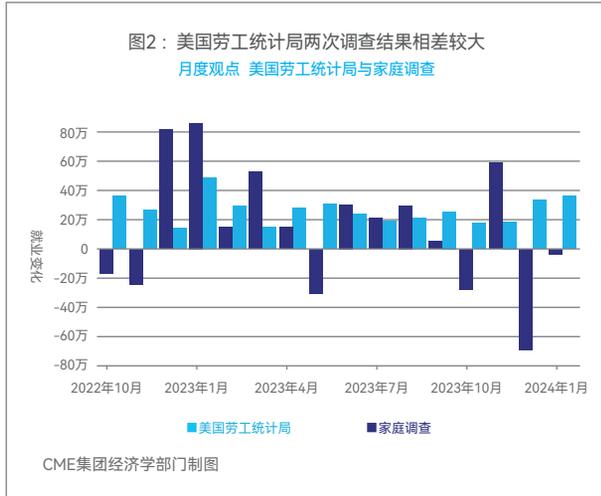
2009年至2021年, 标普500指数中的大盘股和罗素2000指数中的小盘股基本保持同步。但自2021年末以来, 标普500指数投资者已获得9%的回报。与此同时, 罗素2000指数小盘股投资者的回报较该指数峰值时期减少近20% (详见图1)。

美国劳动力市场调查数据

我们发现, 美国劳动力市场数据存在类似差异, 美国劳工统计局两次调查结果相差较大。该机构调查主要针对大企业, 调查结果显示, 12月至1月新增就业岗位超过50万个。相比之下, 家庭调查结果显示, 12月



和1月美国失业人口达到120万，劳动力市场人口减少近70万（详见图2）。家庭调查是对6万个美国家庭进行的月度调查，能更好地反映中小企业就业机会。



利率影响

为什么大公司蓬勃发展而小公司举步维艰？其中一个原因可能是利率。许多大公司拥有大量现金储备，由于美联储加息，这些储备当前回报率达5%（详

见图3）。此外，许多大公司在疫情期间收益率较低时通过发行债券融资。相比之下，许多小公司并没有大量现金可供赚取短期国债利息。这些公司通常会从银行借款，因此先于大公司遭受利率上升影响。



如果美联储开始降息，小公司的股票表现可能优于标普指数中的大公司，这对小公司而言十分有利。🔗



快餐天堂里的芝士汉堡难题

Jim Sullivan

无论是汽车餐厅还是汽车穿梭餐厅，美国快餐的典型特色都是汉堡。虽然每家公司都有其对快捷和美味的定义，但都难以保证“便宜”，因为牛肉价格已经达到历史最高水平，并且还在不断攀升至历史新高。

无论是汽车餐厅还是汽车穿梭餐厅，美国快餐的典型特色都是汉堡。Ray Croc创立了全球最大、最著名的连锁餐厅麦当劳，初期主营快捷、便宜、美味的汉堡。从那时起，许多快餐品牌都寻求与麦当劳竞争，且多个品牌成功加入与巨无霸的竞争，包括温蒂汉堡的戴夫经典单层汉堡和汉堡王的皇堡。虽然每家公司都有其对快捷和美味的定义，但都难以保证“便宜”，因为牛肉价格已经达到历史最高水平，并且还在不断攀升至历史新高。



瘦牛肉价格连创历史新高

美国农业部每周都会发布XB460报告，列明新鲜和冷冻牛肉边角料的平均价格。牛肉边角料来自牛肉分割成块的过程，用于制作牛肉碎，最终可制成汉堡肉饼。价格按照瘦牛肉百分比分类，主要分为50%和90%瘦牛肉两大类。在美国，人们采用玉米作为饲料为牛育肥，因此，肥肉较多、瘦肉较少的修整型牛肉更为常见，价格也更便宜。为了制作完美肉饼，需要混合肥肉和瘦肉，达到特定比例。每个汉堡供应商的目标比例略有不同，总体区间为75%–85%。

2024年3月，美国国内很难买到的90%瘦牛肉创下价格纪录。事实上，2024年3月连续三周每周都有历史新高，截至3月22日，当周平均价格上涨至3.35美元高位！历史上，90%瘦牛肉的价格仅有少数几次超过每磅3.00美元。第一次是在2014年，另一次是在2020年。大多数人可能还记得2020年价格为何创下历史新高——新冠肺炎疫情造成严重破坏。2014年已是十年以前，也是最后一次瘦牛肉价格持续上涨并突破每磅3.00美元。那是过去美国最后一次牛肉供应不足，当时情形也许不太容易记起，但与现在类似。

牛和牛肉的价格波动很大，每年通常都会遵循季节性涨跌模式。芝加哥商业交易所（CME）活牛期货远期曲线通常显示4月合约价格最高，8月合约价格最低。价格经常波动，每年的最高价和最低价差距很

大。汉堡连锁店聘用经济学家、分析师和供应链专业人员，由其确保牛肉供应充足，并且价格可让汉堡店的利润保持相对稳定。过去五年，这些专业人士经历了重重挑战，受到了真正的考验。麦当劳积极迎接挑战，自2019年以来股价已上涨近40%。汉堡王母公司餐饮品牌国际股价上涨20%，温蒂汉堡上涨5%。考虑到双方均须应对供应链波动，这已经是相当了不起的成绩了。但是，美国牛群供应周期更长，往往需要八到十年才能达到最低价，这对强大的汉堡连锁店而言是个前所未有的考验。

供应短缺是困扰美国汉堡巨头的大难题

每年牛肉价格涨跌是一回事，但应对这种通常需要近十年才能完成补充的商品的供应短缺则完全是另一回事。牛群数量减少，屠宰数量下降，这就是美

国汉堡巨头目前面临的问题。2024年至今，美国牛屠宰总量较2023年同期下降13%，且呈下降趋势。尽管过去其他潜在盈利问题推动了手机订购、汽车穿梭餐厅产量增加以及店内自助终端自动化，但瘦牛肉价格失控和供应受限才是更严重的问题。

汉堡连锁店应对美国本土价格失控的主要方法之一是寻求进口市场。澳大利亚、乌拉圭和新西兰是瘦牛肉的主要来源地。事实上，当2015年90%瘦牛肉价格终于摆脱长期以来的3.00美元以上高位时，恰逢澳大利亚进口牛肉大量涌入。但这次的情况不同，美国汉堡连锁店主张使用新鲜牛肉，而大多数进口牛肉必须经过冷冻才能长途运输到海外。无论发生什么，美国人仍会继续享受快捷美味的汉堡，但价格可能不会便宜。🔁

当前天然气价格低迷

Lysiane Baudu

在2050年之前，传统化石燃料很可能仍然存在于能源结构中。2023年12月最新一次COP确认，至少在2030年前，天然气可充当有序过渡的桥梁。与此同时，天然气市场似乎已进入新周期。

俄乌冲突引发能源危机之后，市场得以稍事喘息。但面对新一轮需求，供应依然紧张，且地缘政治紧张局势也可能推高价格。

国际能源署（IEA）和政府间气候变化专门委员会（IPCC）的分析都表明，在2050年之前，传统化石燃料很可能仍然存在于能源结构中。2023年12月最新一次缔约方会议确认，至少在2030年前，天然气可充当有序过渡的桥梁。

与此同时，天然气市场似乎已进入新周期。国际能源署能源市场和安全主任Keisuke Sadamori在国际能源署2024年第一季度天然气市场报告发布时表示，“全球正在逐渐摆脱对供需双方产生深远影响的能源危机”。

他补充道：“鉴于价格已降至相对可控水平，我们预计今年全球天然气需求将稳步增长。但满足这一新需求的速度至关重要，尤其考虑到供应紧张，且大量

新的液化天然气产能要到2024年后才能投入使用。”

液化天然气供应紧张

报告指出,就2023年天然气需求而言,中国、北美以及非洲和中东天然气资源丰富的国家有所增长,但被其他地区的下降部分抵消,导致全球天然气需求仅增长0.5%。其中,欧洲消费量下降7%,达到1995年以来最低水平。2024年,全球天然气需求预计增长2.5%。但国际能源署指出,2023年“全球液化天然气产量增幅未达预期”。预计2024年供应将再次趋紧。预计2024年液化天然气供应增长3.5%,远低于2016-2020年8%的增长率。

此外,季度报告总结称,“新液化工厂可能推迟投产、地缘政治形势紧张、特定遗留项目天然气供应问题恶化以及航运相关风险,都对当前前景构成下行风险,可能加剧到2024年的价格波动”。

但近期的价格只朝一个方向发展——下跌。欧洲天然气价格基准荷兰TTF就是如此。2024年4月交割的期货合约在2024年3月11日的价格为每兆瓦时(MWh)24.93欧元。美国基准也是如此。3月11日,亨利港4月纽约商业交易所(NYMEX)期货合约结算价为1.759美元/百万英热单位,随后几天持续下跌。亚洲现货液化天然气基准JKM交易价格较年初下跌逾26%,3月11日为8.46美元/百万英热单位。

经济增长放缓

ANZ Research分析师David Hynes和Soni Kumari在2024年3月7日的一份报告中写道,“全球天然气价格基础似乎已经显现,因为持续的供应问题恰能匹配低迷的需求。能源短缺引发的担忧情绪似乎已经缓解。天气转暖和经济活动低迷,使得消费者在经历两年变动之后重新开始消费。2024年的供需预计不会失衡。”

实际上,大多数天然气市场投资者预计全球经济增长放缓。在此背景下,价格可能继续因需求有限而

承压。但是,乌克兰和中东的战争可能推高价格,具体取决于当地局势发展。

谨慎预测

美国银行大宗商品策略师Francisco Blanch在近期一份关于2024年展望的报告中预计,TTF价格在春季呈现下降趋势的可能性更大,尤其是在全球经济持续低迷的情况下。

他提醒称:“近期投资者持仓增加的趋势可能出现逆转,尤其是在天气转暖促进多头仓位清算的情况下,TTF价格可能因此下跌。”

但是,Blanch也强调了一些可能导致价格意外上涨的风险。其中包括制造业活动复苏以及红海地区混乱局面。近日,高盛大宗商品分析师Samantha Dart和Daniel Moreno将2024年TTF价格预测从41欧元/兆瓦时下调至31欧元/兆瓦时。

至于亨利港,美国能源信息署在其2月《短期能源展望》中指出,预计2024年和2025年的平均现货价格高于2023年,但仍低于3.00美元/百万英热单位。其解释称:“我们预测,2024年需求增长快于供应,价格将会上涨。”最后,在亚洲,ANZ Research在其2024年预测中指出,日本现货液化天然气价格将从2023年的29.1美元/百万英热单位降至11.4美元/百万英热单位。

因此,市场可能“已经显现基础”,但至少在未来几个月内,市场仍可能出现波动。🔴



大商所研究中心在唐山召开 2024年度第二期京津冀会员研究沙龙

陈兰君子 / 大商所研究中心

5月20日至24日，大商所研究中心成功举办京津冀会员铁矿石产业调研。为促进调研成果的分享和交流，大商所研究中心于24日在唐山举办了2024年度第二期京津冀会员研究沙龙。来自山西中阳钢铁、河南物产和京津冀期货公司等30余名相关研究人员参加了本次沙龙。

5月24日，大商所研究中心主办的2024年度第二期京津冀会员研究沙龙在唐山举行。此次沙龙以铁矿石产业调研为主题，聚焦我国铁矿石产业现状和发展趋势以及实践中的期现结合风控案例，邀请了一德期货铁矿石高级分析师董良、天津三江水国际贸易有限公司总经理靳海强和河北双赢实业集团期货部部长何国富等3位期现货企业代表同参会代表

进行成果分享和深入交流。来自山西中阳钢铁、河南物产和京津冀期货公司等30余名相关研究人员参加了本次沙龙。

在沙龙上，与会代表对我国钢铁行业当前现状和未来趋势进行了深入分析。长期看，钢铁行业产能过剩会渐次显现，行业将逐步完成去产能，最终实现供给格局优化。在此过程中，我国钢材消费结构也正发

生改变,制造业支撑钢材消费结构转型并构成钢材消费新的增长极。未来铁矿石需求季节性特征或将弱化;内矿生产趋于集中,定价方式日趋多元。短期看,一方面,受益于近期出台的一系列房地产政策利好,下游需求预计下半年可能逐步恢复;另一方面,钢厂对生产计划进行合理控制,根据订单量产量销。目前,钢厂库存压力不大、但利润收窄,增加出口渠道提高利润是钢企关注的焦点。

首先,制造业将支撑钢材消费结构转型,未来将逐步完成去产能并实现供给格局优化。借鉴日本、德国等国钢铁行业发展历程,钢铁需求与国家工业化进程紧密相关,进入成熟期后产能过剩会逐步出现,在市场竞争及政府引导下,最终行业通过优胜劣汰实现供给格局优化。目前,我国钢铁行业正在逐步迈向成熟期,行业优胜劣汰加速,钢材消费结构也正在发生改变。根据中钢协数据,2023年中国粗钢消费中制造业占比达到48%,已成为最大用钢产业。未来中国制造业在全球的优势仍将长期保持,钢材供应格局将进一步优化。与会专家代表也表示,2022年开始“螺降板升”趋势逐渐显现,建筑行业需求大幅下降,船舶制造、汽车和装备制造、新能源设备制造等制造业需求正在提升。

其次,钢厂库存压力不大,增加出口渠道提升利润成为钢企关注焦点。调研发现,相较于一季度,4月份华北地区生产板材、带钢的钢厂基本处于满产满销状态,厂内库存压力不大,但钢厂利润空间依然有限。如何寻求生产结构转型和增加出口渠道是目前钢厂提及最多的关注点。调研了解到,在钢材出口结构上地区差异性较大,例如中东地区以石油管道项目为主,包括压力容器、石油管线等;韩国以船板为主;东南亚以普碳钢材为主。

第三,矿山精粉产量相对稳定且内矿生产趋于集中,定价方式日趋多元。2024年3月,华东和华南部分矿区出现突发事故和设备故障,精粉供给有所影响,4月份后有所恢复。调研了解到,山西地区精粉产量维持在较高水平,河北地区精粉产量接近满产,矿山普遍维持常备库存,与往年相比变化不大。在基石计划引领和相关部门推动下,国产矿山的生产集中度逐年显著提升。中国矿山企业协会规划显示,截至2025年底,国产矿企业数量将减少25%,大中型企业产量占比将提高到85%,前5位国产矿企业产业集中度将达到40%。同时,定价方式由此前长期双方供需协议(以下简称长协)逐步转变为基差定价、参考期货定价、参考国际月度长协与预付款结合等多种方式并存。

第四,未来铁矿石需求季节性特征或将弱化。以往我国东北、西北和华北地区很多钢厂的产品以螺纹钢、盘螺线材等建筑用钢为主,冬季建筑工程施工停止后,钢材销售就会困难。此时,钢厂往往会选择减产,致使铁矿石刚性需求出现间歇性下降。然而,次年3月中旬至5月,这些地区建筑工程又会逐步复工,加之每年11月至12月是赶工期,建筑行业季节性特征造成了铁矿石在每年几个时段出现需求短期集中爆发,从而对铁矿石价格形成季节性支撑。但随着下游钢材消费结构的调整,板材等品种需求提升或将弱化当前铁矿石需求季节性特征。



第五，期现结合的理念和实践呈现新趋势，期货市场助力黑色产业企业提质增效。黑色系品种功能发挥日益完善，与产业企业结合日趋紧密，期现结合呈现新的趋势性特征。一是价格不再仅由供需决定，宏观经济、市场预期等均对黑色品种影响日渐加大；二是企业运营风险加大，不确定性增加，迫切需要合理的风险对冲手段保障经营；三是钢材金融属性日益增强，成为资产配置的重要选择；四是企业主动适应新形势、新环境的能力逐步提升。

2023年6月，大商所研究中心举办了首期京津冀会员研究沙龙，至今已成功举办六期。下一步，大商所研究中心将继续促进市场和研究相结合，有效衔接会员需求和市场热点，不断丰富研究沙龙形式，更好地引导京津冀期货公司强化产业培育，进一步提升京津冀地区市场服务质量。📺



钢铁行业“乍暖还寒” 产业链企业积极应对 ——大商所组织京津冀鲁铁矿石现货市场调研

李夏, 王自然¹ / 大商所研究中心

大商所一直高度重视铁矿石等重点品种期现货市场运行情况。一方面, 组织专门研究团队加大品种周期规律性研究, 及时跟踪现货市场变化; 另一方面, 强化多部门协同, 全力做好风险早预警、早发现、早处置, 丰富风险防控工具箱, 全力维护期货市场平稳运行。为了解当前铁矿石市场的供应、需求、进口以及库存等方面的真实情况, 大商所围绕京津冀鲁等主要钢铁区域组织开展产业调研, 并形成相关调研报告。

2024年一季度, 由于对地产的悲观预期, 市场对铁矿石需求预期持续下行, 港口库存从年初的1.22亿吨增加至3月末的1.44亿吨, 日照港61.5%PB粉价格从年初的1035元/吨降至3月底的772元/吨。二季度以来, 国家先后出台了多项促消费、稳增长和促进房地产的宏观经济政策, 在政策预期向好以及高炉检修后季节性开工的双重因素作用下, 日均铁水产量从3月底的221.17万吨增至5月底的235.8万吨, 涨幅6.61%, 日照港61.5%PB粉价格从3月底的772元/吨涨至5月28日的894元/吨, 涨幅15.8%。为了解二季度以来铁矿石价格波动反映的是供需结构的真实改善, 还是宏观预期的超前反应, 大商所围绕京津冀鲁等主要钢铁区域组织开展产业调研。调研发现, 宏观经济政策推动, 对钢铁行业的需求带来提振, 同时钢厂在一季度集中检修后, 于二季度逐步复工, 铁水产量提升, 整个行业利润情况有所改善, 推动铁矿石期现货价格止跌上涨。下半年主要看宏观政策兑现及粗钢平控情况, 应重点关注第三季度矿价上涨风险。

一、调研区域及其代表性

调研范围覆盖京津冀鲁等我国钢铁行业主要生

产、消费、贸易、存储区域。河北省是我国第一大产钢省, 2023年粗钢产量2.11亿吨, 约占全国粗钢总产量的20.70%; 山东省粗钢产量7455.9万吨, 位列全国第三, 约占全国总产量的7.21%。河北、天津、山东等区域内港口的日常铁矿石库存约占全国港口总库存的65%, 贸易量约占国内贸易总量的86%。其中, 河北省供应量远大于需求量, 是典型的资源流出区域, 资源流出量中, 80%以上都是流入北京、天津地区, 部分流入山东地区。

本次调研对象涵盖矿山、钢厂、港口、终端用钢企业、贸易商和物流等13家企业, 基本覆盖钢铁全产业链。5月中下旬, 大商所派员与15家会员单位一同赴京津冀鲁等地实地调研。调研包含1家河北省最大国有钢铁企业旗下矿山, 3家分别为国企、民企、合营的钢厂, 1个铁矿石年吞吐量1.5亿吨的大型港口, 2家大型国有终端用钢企业, 4家年贸易量从70万吨到4770万吨不等的大中小型贸易商和1家主营业务区域覆盖两港的物流公司。

二、调研了解到的情况

第一, 国产供应方面, 国内矿山开工率处于较高水平, 后续增产空间有限, 对未来铁矿石需求谨慎乐观。调研了解到, 一是目前国内铁精粉产量已经接近设计产

1.参与此次调研的大商所研究中心工作人员还有聂智洋、张立。

能,后续可增幅空间较低。以华北地区为例,目前年产能250万吨的矿山,日开采量已接近满产的8500吨。二是当前铁精粉需求较好,供应偏紧。调研的矿山中,矿石的开采和销售处于随采随卖,先款后货的状态,订单周期一般在一周以内,铁矿石日均产量处于日销售订单量的70%至80%。

第二,下游需求方面,调研钢厂的产品结构从螺纹钢转型到板材和带钢,其基本处于满产阶段,转型后利润有所改善但依旧较低,部分企业有增加产线计划,对未来销售谨慎乐观。调研了解到,一是调研钢厂处于满产阶段,6月份整体接单量比5月份好,但钢厂对前景依旧谨慎,不备产品库存,随销随产,订单周期一般在一周以内,不赊销货款,以先款后货形式签订合同。二是钢厂生产结构普遍开始由螺纹钢向板材和带钢等有利利润的产品转型,转型后利润有所改善,但利润空间仍较低,基本维持在100元/吨至200元/吨。三是钢厂对板材和带钢等未来需求预期看好,部分企业有新增产线计划,预计需求稳步增长,利润空间改善不大,认为钢铁价格将保持平稳运行。

第三,终端需求方面,高速、基建等施工企业承接项目以计划内为主,没有额外扩展项目规划,同时建设开工启动慢于往年,后期可能会加速赶工完成全年任务额,对下半年施工谨慎乐观。从终端基建企业了解到,一是当前推进的施工项目以集团内部为主,且主要为十四五期间规划的项目,没有额外扩展项目的规划,并降低了房地产项目的开发占比。二是正在推进的项目,由于一季度的春节和天气因素,目前开工进程低于目标总量一半。三是终端需求企业对下半年谨慎乐观,认为三四季度会大幅提升施工节奏,或将带动下半年需求增长。

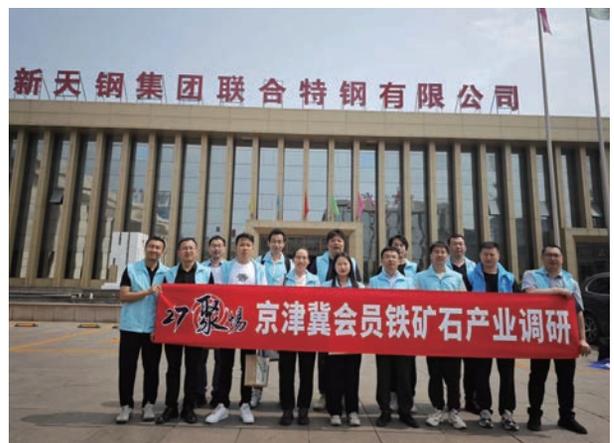
第四,铁矿石进口品种仍以主流矿为主,由于进口稳定性问题非主流矿无法替代主流矿,近期进口利润虽有所好转但仍整体处于亏损状态,对铁矿石未来价格偏谨慎。从调研的多家铁矿石进口贸易商了解到,一是



5月21日,大商所研究中心调研团在山东高速新材料集团调研



5月21日,大商所研究中心调研团在山钢国贸调研



5月23日,大商所研究中心调研团在新天钢特钢公司调研

目前铁矿石进口品种仍从四大矿山进口的主流品种为主，结构方面没有太大变化。二是非主流矿暂时无法替代主流品种。由于进口利润持续处于亏损状态，非主流矿与主流矿之间价差波动较大且流通性差，除了短期具备性价比优势外，今年大多数时间非主流矿面临亏损风险更大。

第五，铁矿石港口库存水平较高，调研港口接近满库状态，库存结构以贸易商库存为主，因前期备库成本高，短期去库意愿不强，多以质押状态存在，对未来矿价谨慎看涨但幅度有限。从港口和贸易商调研发现，一是调研港口的铁矿石库存整体水平偏高，基本接近满库存运转，近期港口的周转率有所恢复，疏港速度提升，压港等泊天数维持在2天至3天。二是库存结构中，钢厂矿占15%左右，贸易商占85%左右，钢厂低库存一方面表明其对未来需求缺乏信心，另一方面也蕴含着钢厂因后续需求启动而集中补库所带来价格快速上涨的风险。三

是贸易矿多以质押形式存在，由于部分库存普遍建立于2023年四季度，成本在900元/吨以上，因此短期去库意愿不强，将前期高成本库存质押，采用“先进后出”²的轮库模式销售。

三、未来市场展望

受访企业普遍认为，在现有的宏观经济政策推动下，如果今年粗钢产量维持去年同期水平，铁矿石价格有望维持高位震荡运行，尤其第三季度矿价上涨压力较大；如果经济政策兑现不如预期，粗钢产量出现明显下调，铁矿石价格或可能震荡下行。市场认为，6月至7月是消费淡季，生铁产量进入下行通道，国际矿山进入季节性发运高峰，供需出现阶段性错位，铁矿石价格将进入季节性回调阶段，8月开始，预计宏观政策的预期逐步兑现，下游施工恢复旺季，或推动铁矿石价格反弹。市场认为，下半年铁矿石价格或将在800元/吨至900元/吨区间震荡。🔁

2.即前期高成本库存通过轮库质押形式延长仓单有效期，而销售后采购的低成本库存，如果未来下游需求恢复带动铁矿石需求和价格提升，贸易商再销售前期建立的高成本库存。



国内首单“小龙虾高温指数保险+衍生品”产品落地

姚宜兵 / 期货日报



为湖北省是我国小龙虾第一生产大省，产量占全国的40%以上。作为全国农业特色产业标杆中的代表，湖北省荆州市小龙虾年产量约占全国的30%，特别是小龙虾养殖+加工产业链的形成，为当地经济注入了新活力。

然而，受亚热带季风性气候影响，荆州夏季天气炎热，且高温持续时间长，从5月初持续到国庆节才结束，夏季大部分时间温度超过30摄氏度，其中7-8月气温最高，温度可达40摄氏度。持续的高温会导致小龙虾产生明显的应激反应，大幅度减少进食或者拒绝进食，严重影响其正常生长发育进程，死亡率直线上升，对小龙虾供应产生严重影响。如何避免夏季高温天气给小龙虾养殖户造成的减产损失，成为摆在当地

政府和养殖户面前的一大难题。

为解决这一难题，国联期货股份有限公司与中国太平洋财产保险股份有限公司湖北分公司携手，通过收集分析温度指数数据、荆州当地气象局历史数据等资料，深入研究温度对小龙虾产量的影响，最终设计出符合荆州实际温度变化的模型，并根据模型配套提供了多样化期权产品，通过“温度指数保险+衍生品”的模式满足小龙虾养殖户实际需求，帮助养殖户抵御风险。该项目于5月31日落地，成功为200亩小龙虾提供3个多月的高温风险保障，也成为国内首单“小龙虾高温指数保险+衍生品”产品，同时也是金融衍生工具服务实体经济的一次积极探索。

“考虑到武汉与荆州实际温度贴合度比较高，我们选择‘中央气象台-大商所温度指数’中武汉地区的日平均温度指数(DAT)作为产品设计的标的物。在设计方案时我们着重考虑到随着温度上升，小龙虾产量不是线性减少的，这一特征启发我们在设计赔付方案时需要参考历史数据进行精细化调整。最终敲定采用多区间梯度赔付的理赔方案，更加贴合养殖户的实际风险情况。与传统小龙虾养殖保险的定损模式相比，在本次项目的保险产品中，只要观察期内被保险区域升温达到30摄氏度，养殖户就能得到赔偿，且保险费率低，养殖户投保成本较低。”国联期货股份有限公司总经理徐炜中介绍。

在具体操作中，参保养殖户通过保险公司购买高温指数保险，保险公司通过场外期权向期货公司风险管理子公司转移风险。值得一提的是，考虑到夏季高

温会增加西瓜的销量，该产品在后端创新性地引入对温度偏好相反的西瓜种植企业进行风险对冲，部分承接期货公司风险管理子公司的风险。这样，小龙虾养殖户、保险公司、期货公司、西瓜种植企业共同构成逐层天气风险转移机制，养殖业、种植业互为对手方，“小龙虾”与“西瓜”擦出另类火花。

据期货日报记者了解，天气衍生品起源于国外，国内依然处于探索状态。对我国衍生品市场而言，荆州“小龙虾高温指数保险+衍生品”项目开创性地满足了小龙虾养殖户对夏季高温避险的需求，并成功将温度指数与农户实际生产相结合，是“温度指数保险+衍生品”模式的一次全新探索，进一步扩大了“中央气象台-大商所温度指数”的应用领域。目前该指数及其衍生品已在水产养殖、果木种植、粮食种植等农业领域和电力销售等工业领域形成了多个应用场景。🌀



“果树寒潮指数保险+衍生品”首单完成 这个公司为何敢“第一个吃螃蟹”？

叶奕宏 / 中国气象报

5月17日,中国太平洋财产保险股份有限公司(以下简称“中国太保产险”)北京分公司将一笔保险赔付款打到了北京金渔耕生态农业发展有限公司的账户上:16008元,赔付率达119%。这标志首个“果树寒潮指数保险+衍生品”项目顺利结项,也意味着“保险+衍生品+资产管理”的这一气候风险转移结构通过了市场考验,“气象×金融”新模式构建取得重大突破。

“果树寒潮指数保险+衍生品”挂钩“中央气象台-大商所温度指数”(以下简称“温度指数”)中的北京站日平均温度指数(DAT),由中国太保产险、建信期货有限责任公司(以下简称“建信期货”)和上海笃熙稟泰私募基金管理有限公司(以下简称“笃熙稟泰”),在大连商品交易所的指导下共同推进,是国内农业气象风险管理领域的一大创新产品。

而北京金渔耕生态农业发展有限公司之所以敢“第一个吃螃蟹”,看重的是理赔效率和科学性。该公司总经理陈知国表示,公司在北京市平谷区种有138亩桃树,由于地处山区,气温波动大,每年3月至4月易受“倒春寒”影响,但这些不利影响要到授粉挂果的时候才能显现出来,按照传统政策性保险的理赔流程,时效性差、定损难度大。而这次他们签下的果树寒潮指数保险不用人工现场定损,怎么赔、赔多少都由权威数据“说话”。

国家气象中心(中央气象台)科技成果转化中心高级工程师齐丹表示,温度指数依据国家气象站真实、客观、全自动化的温度观测数据进行编制,将其作为天气衍生品的标的物,服务于对天气高敏感行业

的天气风险管理产品设计,可最大程度确保数据及时、权威、不可更改。

中国太保产险北京分公司三农经营管理中心综合市场部重大项目经理李怡介绍,在保险期内,一旦DAT下跌触及保单预设触发值,果树寒潮指数保险的被保险人即可锁定约定的赔付金额;如果DAT继续下跌并触及代表更低气温的第二触发值,被保险人则可锁定更高金额的赔付。4月10日,DAT跌至9°C,当即触发第一档赔付。

但指数型保险也面临着再保险支持有限、风险分散困难等问题,需要开辟新模式以转移承保风险。在这一项目中,新型农业经营主体通过指数保险将气象风险转移给保险公司,再由保险公司购买期货公司风险管理子公司的场外期权服务进行风险再转移。

当前,期货市场未上市天气期货场内衍生品,相关风险管理需要通过更为复杂的方式进行。为中国太保产险提供了赔付风险对冲服务的建信商贸衍生品部联席总经理金士星说,“果树寒潮指数保险+衍生品”贡献的创新思路是,引入私募基金作为交易对手,通过资产管理业务实现风险进一步分散转移。他说:“在衍生品设计上,我们采用‘看跌二元期权结构’,根据气温降幅设置两档赔付,充分模拟了寒潮天气短时多次降温的特点,且在交易结构中明确了对DAT的每日观察条款,确保在气温快速变化时能对种植户的收益提供保护。”

对笃熙稟泰而言,参与场外衍生品交易是一项全新尝试。该公司总经理唐福全表示,天气衍生品与传统投资收益率相关度较低,将其作为另类投资加入资

产管理计划的投资组合中能有效降低波动率、提高风险收益比。“许多投资主体无法直接参与农业经营主体的气象风险转移，但‘天气指数保险+衍生品’为我们服务乡村振兴找到了新支点。”唐福全说。

从2023年开始，挂钩温度指数的“天气指数保险+衍生品”或“天气指数衍生品”先后在广东、湖北、北京、河南、黑龙江等地落地6个试点项目，聚焦水产养殖，售电，茶叶、果树、主粮等作物种植，探索温度指数衍生品在实体产业中的应用，多个参与主体反馈效果良好。

大连商品交易所有关业务负责人表示，在全球气候变化大背景下，推动温度指数应用项目和天气衍生品市场的发展具有重要意义，可为我国农业、能源等天气敏感行业提供应对天气不利变化的风险管理工具，期待在金融监管、气象等部门的指导支持下，与保

险公司等其他金融机构深化合作，拓展应用场景，匹配实际需求，推动相关模式进一步辐射能源、交通、建筑等多个行业。

国家气象中心副主任章建成表示，“天气指数保险+衍生品”要精准发力，科学性是关键。要立足气象灾害风险预报、评估业务，设定科学的触发阈值，制定合理的保险费率、赔付金额，为更多气象高影响行业应对气候变化、缓释气候风险提供重要依据，“在这一方面，气象、金融携手，大有可为。”

中国太保产险三农创新研发中心经理刘易指出，在缺乏标准化天气期货交易市场的情况下，保险产品与天气衍生品的风险敞口无法进行灵活匹配，希望尽快推动天气期货实现场内上市交易，同时瞄准更多行业气象风险应对需求，不断扩充天气指数产品、衍生品种类，推动构建气象风险管理新业态。🌀



大商所“百校万才”工程项目 助力期货教育与行业需求精准对接

吕双梅 / 期货日报

一直以来，大商所高度重视期货人才培育，联合国内相关高校推出期货人才培育项目，倾力打造大商所“百校万才”工程特色品牌，助力实现期货教育与行业需求精准对接，为期货业和实体产业输送优秀的风险管理人才。

为国务院办公厅2013年12月25日发布《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，提出“将投资者教育逐步纳入国民教育体系，有条件的地区可以先行试点”。2019年9月，证监会、教育部联合印发了《关于加强证券期货知识普及教育的合作备忘录》（下称《备忘录》）。

正是在这一系列精神的贯彻落实中，大商所启动并不断推进高校人才期货培育工作，并于2017年在行业内率先启动高校期货人才培育项目。多年来，大商所紧密围绕“构建期货和衍生品行业产学研良性循环体系”这一核心目标，对项目进行持续的创新与优化，成功将该项目打造成了独具特色的“百校万才”工程品牌。通过与会员单位、大商所期货学院分院紧密协作，支持符合条件的高等院校开展期货和衍生品教学、课题研究、师资培育及学子交流等一系列活动项目，实现期货教育与行业需求的精准对接。

大商所联合高校累计培育学生逾2.7万人

据期货日报记者了解，2017年至今，大商所累计联合87所高校，开展了341个教学项目，培育高校学生逾2.7万人，合作高校覆盖25个省区市的各重点院校，所有课程以专业必修课、专业选修课、全校通识课等形式开展。

在课程内容设计上，大商所“百校万才”工程注重构建期货与现货结合、理论与实践兼备的期货衍生品

专业课程体系，课程内容包括期货衍生品基础理论、期货市场法律法规、行业及岗位简介等基础课程，同时增加《期货和衍生品法》解读、“保险+期货”、企业风险管理实务、模拟交易、产业调研、企业实习等，为学生提供全面学习和了解期货市场的机会。

大商所还积极推进师资培育、学子交流相关工作，在A类教学项目中增设“DCE·讲席教授”培育，举办了“young”帆期海——大商所首届大学生衍生品实践大赛决赛，联合部分项目开展了夏令营、产业调研等实践活动。各项工作得到了市场和合作高校积极响应和参与，取得了较好的效果。

项目课程体系创新亮点突出

2016—2023年间，在大商所的大力支持下，吉林大学先后与国投安信期货及南华期货通过产学研结合的方式联合开展了“百校万才”工程项目。吉林大学在开展项目时注重课程体系与实践教学的结合。该校的课程体系包括理论基础、投资实操、创新业务实务及案例、法律法规、案例展示，突出五大模块，除传统教学外，还融合了期货和衍生品法律教学、案例教学、模拟交易实践和职业生涯规划，极大地提升了学生在真实市场环境中的应用能力。

在教学安排方面，吉林大学联合业内多位从业一线专家共同深入课堂为学生进行授课，这些校外导师

不仅传授专业理论，还将大量真实案例融入教学，加深学生们对期货与期权相关专业理论知识的理解，以及如何设计风险规避方案。

九三集团大豆交易市场首席专家韩少杰告诉记者，他曾多次参加大商所“百校万才”工程项目吉林大学的教學项目。“我作为产业专家，主要让学生了解我们企业应用衍生工具管理风险的实际案例，让学生更好地消化以至于熟练地运用所学有关衍生品的理论知识。”他表示，大商所“百校万才”项目构建了学生通往期货与期权等衍生品领域的桥梁，培养学生的期货与期权等衍生品基本素养，为中国实体企业培育了衍生品高端人才，也为中国金融人才的培养探索出一条创新发展之路。

值得一提的是，吉林大学积极创新考核方案，更新后的考核评价体系涵盖案例实践与展示、资格考试、模拟交易等多个环节，鼓励学生从风险管理案例设计、期货资格考试以及衍生品市场模拟交易等多条渠道主动加强实践。

与吉林大学稍有不同，在大商所和东亚期货的支持下，上海财经大学开展的大商所“百校万才”工程教学项目，则专注于将前瞻性理论与关键领域应用相结合。该校设计的课程以期货行业人才需求为导向，结合学生的专业背景和兴趣特长，强调实战案例与模拟交易的结合。

特别是在农产品、原油化工、钢铁等关键经济领域，上海财经大学不仅提供了全面的产业结构和投资方法、交易策略教学，还引入了策略报告演示和模拟交易，让学生能够深入了解如何在实体经济中应用衍生工具。

此外，项目还结合了专家讲座和企业培训，通过上海东亚期货的专家资源库，邀请期现业务负责人、农产品高级分析师、投研总监等，为师生提供丰富的学习资源与专业知识。

注重学生实践能力的培养

福州大学在“百校万才”教学工程项目中充分体现了对学生实践能力的高度重视。该校与兴证期货紧密合作，为学生提供了一系列实践教学活 动，组织学生前往福建元成豆业有限公司等企业进行实地学习。在这些活动中，学生不仅能够近距离观察从企业原材料采购到豆粕加工、豆油制作、加工及包装、成品营销等全套的生产链流水技术，还能从企业工作人员那里学习到国际大豆市场的交易技术和风险管理策略。这种接触实际生产流程的机会极大地增强了学生们对市场运作的理解和期货工具在实际操作中的应用能力。

更值得一提的是，学生们还有机会参与企业的风险管理会议，从而直观地了解企业如何使用期货工具来进行风险对冲和价格管理。这种实践教学模式不仅让学生们获得了理论知识，更在实际场景中锻炼了自己的专业技能和解决问题的能力。

天津财经大学也在大商所“百校万才”工程项目的支持下，与一德期货成功开展了六期教学项目。该项目面向金融学院金融工程、量化金融实验班的本科生和金融专业硕士生，已累计培养了760名学生。

该项目的一个突出特点是强调产教、科教融合，创建了“校企对接、课程链接、学研衔接”的协同培养体系，邀请期货公司、生产企业、贸易企业及交割仓库的资深专家授课，让学生接触到最前沿、实用的行业知识。同时，学生还能通过模拟交易、量化交易实践和实地考察等多元化方式，全面提升职业技能。值得一提的是，在“young”帆期海一大商所首届大学生衍生品实践大赛中，项目学员基于实地调研为河北普阳钢铁有限公司制定了个性化的风险管理案例报告，并荣获二等奖。这一经历不仅增强了学生对期货及衍生工具的理解和把握，还让他们在毕业前就熟悉

了期货公司从业人员的核心工作,有效地缩短了从学习到工作的过渡期。

据介绍,项目课程结束后,一德期货还为学生们举办了暑期夏令营活动,涵盖实务培训、参观、面试和实习等内容。一德期货提供了多个实习岗位,并有专业导师指导,确保学生实习有收获。多位项目讲师被聘为天津财经大学金融专硕校外导师,提供全流程指导。这一成功的校企协同育人实践获得了2022年天津市教学成果奖一等奖。

在郑州大学,“百校万才”项目也有着自己亮眼的表现。该校联合创元期货曾组织了一场为期四天的鸡蛋产业调研活动,由12名优秀学生组成的小组在导师的引领下,深入了解了现货产业链和期货市场的功能与运作机制。他们实地走访了鸡蛋产业链上下游的各类机构,包括生产企业、贸易商以及期货交割库,从而全面掌握了行业的最新现状。此次调研活动不仅让学生们亲身体验了产业的实际运作,还为他们提供了一个将理论知识与实践相结合的宝贵机会。调研结束后,学生们结合所学知识和实际观察,完成了内容翔实的调研报告。

此外,吉林大学也曾与部分产业企业紧密合作,通过定向实习、调研、人才招聘,实现了教育行业与产业的有效对接。南华期货、华龙期货、徽商期货、华泰期货等合作单位更进一步,通过“百校万才”工程与浙江财经大学、兰州大学、中国科学技术大学、暨南大学等高校建立了实践基地。这些基地不仅提供了实地调研和参观的机会,还让学生有机会亲身参与企业实习,从而深入了解企业日常生产经营和风险管理的全貌。

值得一提的是,项目承办单位和合作高校普遍认为该项目在整体方案和相关要求上与高校教学习惯

高度契合,体现了高等教育与行业发展需求的紧密结合,其针对性、前瞻性和科学性也为推动我国高等院校期货衍生品教学体系建设起到了积极作用。

为产学研结合提供良好契机

大商所“百校万才”工程聚集行业 and 高校资源,形成合力,共同推动形成期货和衍生品行业产学研良性循环体系,建立多方共赢的人才培育机制。一是学生和高校受益。“百校万才”工程将期货衍生品理论、实践和市场前沿相结合,进一步丰富高校相关专业课程体系,提供新的校企合作模式,同时拓宽高校学生就业面,并有助于提升高校教师期货衍生品教学能力和学术研究水平。二是行业受益。“百校万才”工程为交易所、期货公司、高校的密切联系创造新的机遇,为产学研结合提供良好契机。同时,“百校万才”工程将人才培育和投资者教育工作前置至人才供给源头——高等院校,为期货行业高质量人才的持续供给和提升社会影响力提供重要支持。三是社会受益。“百校万才”工程培育的学生将会走到全国各地,各行各业,风险管理理念的提前植入将会使他们为期货市场发展提供新的、更多的支持和力量,对社会公众正确认识期货市场、促进市场科学利用期货工具起到良好的普及作用。

大商所相关负责人表示,下一步,大商所将继续以“百校万才”工程品牌为抓手,持续推动构建期货和衍生品行业产学研良性循环体系,促进高校期货衍生品教育和期货衍生品市场融合发展,为高校学生构建专业、系统、完整的期货衍生品知识体系,为行业输送更多专业型、复合型人才,提升各行业风险管理意识,为实现金融强国目标作出新的更大贡献。📍



交易培训
Trader Training

成交量加权平均价格 (VWAP) 是什么?

What Is the Volume-Weighted Average Price (VWAP)?

VWAP的计算方法是将每笔交易的交易金额 (价格乘以成交量) 相加, 然后除以交易的总股数。VWAP是一项技术分析指标, 可供交易者根据价格和成交量确定证券平均价格, 还可以帮助交易者监控一天中的流动性和价格。

The volume-weighted average price (VWAP) is a technical analysis indicator used on intraday charts that resets at the start of every new trading session. It's a trading benchmark that represents the average price a security has traded at throughout the day, based on both volume and price. VWAP is important because it provides traders with pricing insight into both the trend and value of a security.

Understanding the Volume-Weighted Average Price (VWAP)

VWAP is calculated by totaling the dollars traded for every transaction (price multiplied by the volume) and then dividing by the total shares traded.

$$\text{VWAP} = \frac{\text{Cumulative Typical Price} \times \text{Volume}}{\text{Cumulative Volume}}$$

Where Typical Price = (High price + Low price + Closing Price)/3

Cumulative = Total since the trading session opened

How to Calculate VWAP

By adding the VWAP indicator to a streaming chart, the calculation will be made automatically. However, to calculate the VWAP yourself, follow the steps below.

Assume a five-minute chart. The calculation is the same regardless of what intraday time frame is used.

1. Find the average price the stock traded at over the first five-minute period of the day. To do this, add the high, low, and close, then divide by three. Multiply this by the volume for that period. Record the result in a spreadsheet, under column PV.
2. Divide PV by the volume for that period. This will produce the VWAP.
3. To maintain the VWAP throughout the day, continue to add the PV value from each period to the prior values. Divide this total by the total volume up to that point.

To make Step 3 easier in a spreadsheet, create columns for cumulative PV and cumulative volume and apply the formula to them.

How Is VWAP Used?

VWAP is used in different ways by traders. Traders may use VWAP as a trend confirmation tool and build trading rules around it. For instance, they may consider stocks with prices below VWAP as undervalued and those with prices above it as overvalued. If prices below VWAP move above it, traders may go long on the stock. If prices above VWAP move below it, they may sell their positions or initiate short positions.

Institutional buyers including mutual funds use VWAP to help move into or out of stocks with as small of a market impact as possible. Therefore, when they can, institutions will try to buy below the VWAP or sell above it. This way their actions push the price back toward the average, instead of away from it.

VWAP vs. Simple Moving Average

On a chart, VWAP and a simple moving average (SMA) may look similar. However, these two indicators are calculated differently and represent different results.

VWAP is calculated by multiplying the typical price by volume and then dividing by total volume.

A simple moving average incorporates price but not volume. The SMA is calculated by totaling closing prices over a certain period (say 10 days) and then dividing the total by the number of periods (10).

Limitations of VWAP

VWAP is a single-day indicator and restarts at the opening of each new trading day. Attempting to create an average VWAP over many days could distort it and result in an incorrect indicator.

While some institutions may prefer to buy when the price of a security is below the VWAP or sell when it is above, VWAP is not the only factor to consider. In strong uptrends, the price may continue to move higher for many days without dropping below the VWAP at all or only occasionally. Therefore, waiting for the price to fall below VWAP could mean a missed opportunity if prices are rising quickly.

VWAP is based on historical values and does not inherently have predictive qualities or calculations. VWAP is anchored to the opening price range of the day. Therefore, the indicator increases its lag as the day goes on.

This can be seen in the way a one-minute period

VWAP calculation after 330 minutes (the length of a typical trading session) will often resemble a 390-minute moving average at the end of the trading day.

What Does the VWAP Tell You?

The volume-weighted average price (VWAP) is a measurement that shows the average price of a security, adjusted for its volume. The VWAP can tell traders about a stock's liquidity and indicate at what price buyers and sellers agree. Traders can use it to monitor a stock's price movement throughout the day.

Why Is the Volume-Weighted Average Price Important?

VWAP gives traders a smoothed-out indication of a security's price (adjusted for volume) over time. It is used by institutional traders to ensure that their trades do not move the price of the security they are trying to buy or sell too extremely.

For example, a hedge fund might refrain from submitting a buy order for a price above the security's VWAP, in order to avoid artificially inflating the price of that security. Likewise, it might avoid submitting orders too far below the VWAP, so that the price is not dragged down by its sale.

Is VWAP a Leading Indicator?

No, VWAP is not a leading indicator, it is a lagging indicator because it uses historical data. There is no real-time data used in VWAP and, therefore, it only has specific uses and does not help traders who need up-to-the-minute data.

The Bottom Line

The volume-weighted price index (VWAP) is a technical analysis indicator used by traders to determine the average price of a security based on both price and volume. It helps traders with liquidity and price monitoring during the day. 

新合约点评

合约名称：**微型比特币期货**

发布机构：芝加哥商业交易所集团

芝加哥商业交易所集团	
合约名称	微型比特币期货
期货/期权	期货
合约规模	0.1比特币
起始日期	2024年3月18日
交割类型	现金交割

芝加哥商业交易所集团(CME集团)计划推出其首个以欧元计价的微型加密货币期货合约,标志着这家占主导地位的传统交易所开始进军加密衍生品这一全新领域。

3月18日,芝加哥商业交易所集团推出以欧元结算的微型比特币期货和微型以太坊期货,规模仅为其标准合约规模的十分之一。2022年8月,芝加哥商业交易所集团推出以欧元结算的全规格比特币期货和全规格以太坊期货,每手规模分别为5比特币和50以太坊。

芝加哥商业交易所集团加密货币产品全球主管 Giovanni Vicioso 在一份新闻稿中表示:“鉴于市场对比特币和以太坊的兴趣日益增长,全球投资者一直在寻求更精确的风险管理工具。因此,我们观察到,以美元计价的微型比特币期货和微型以太坊期货的成交量增长了四倍。欧元是仅次于美元的第二大法定货币。以欧元计价的全新微型合约将为客户提供额外产品,更有效地对冲比特币和以太坊风险。”

“年初至今,芝加哥商业交易所集团比特币期货和以太坊期货24%的成交量来自欧洲、中东和非洲地区。我们将继续为当地客户开发更多工具,用于对冲其加密货币投资组合,以及描绘或观察潜在市场走势。”

这两种现金结算合约与CME CF比特币-欧元参考汇率和CME CF以太坊-欧元参考汇率挂钩,是芝加哥商业交易所集团与CF Benchmarks的最新合作成果。8月,该集团推出其首个亚洲参考汇率。

芝加哥商业交易所集团称,这两种欧元计价合约的大宗交易由交易商间经纪商TP ICAP提供支持。



合约名称：大连商品交易所豆油

发布机构：马来西亚交易所

马来西亚交易所	
合约名称	大连商品交易所豆油
期货/期权	期货
合约规模	25公吨
起始日期	2024年3月18日
交割类型	现金交割

马来西亚衍生产品交易所（BMD）已开始交易马来西亚交易所大连商品交易所豆油期货（FSOY）合约，这是该交易所上市的首个非棕榈油食用油期货合约。

马来西亚衍生产品交易所一份声明中表示，这是继2023年11月宣布与大连商品交易所签署豆油期货结算价许可协议后的又一举措。

马来西亚衍生产品交易所董事长兼马来西亚交易所首席执行官Datuk Muhamad Umar Swift表示：“我们很高兴成为中国境外首家获准将大连商品交易所商品期货结算价纳入产品范围的交易所。”

“除了我们现有的期货合约，市场参与者现在可将FSOY用作风险管理工具，在市场波动和国际市场日益复杂的情况下对冲价格波动。”

马来西亚衍生产品交易所提供全球流动性最强的毛棕榈油期货合约，而大连商品交易所提供全球流动性最强的豆油期货合约。

大连商品交易所发言人表示：“FSOY是马来西亚积极响应‘一带一路’倡议、庆祝中马建交50周年的务



实合作成果。它丰富了全球油脂产业链参与者的价格风险管理工具，加强了两国期货市场的联系。”

2023年，大连商品交易所豆油期货成交2.04亿份合约，是全球成交量最大的豆油期货合约。

同时，马来西亚衍生产品交易所总监Mohd Saleem Kader Bakas表示，鉴于豆油作为食用油和生物燃料原料的用途不断发展，FSOY的推出可谓恰逢其时。

他补充道：“FSOY允许国际交易者根据中国市场基本面参与豆油期货交易，同时支持在同一交易所交易毛棕榈油期货。因此，交易者能够通过价差交易抓住这两种常见替代商品间的套利机会。”

FSOY是以美元计价的现金结算合约，最终结算价以大连商品交易所豆油期货合约在交割月第10个交易日的一次性交割结算价计算。

马来西亚衍生产品交易所解释称，该价格随后会根据人民币兑换美元汇率进行调整，并四舍五入为最接近的0.25美元。📌

数据统计



各洲商品衍生品交易量（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

地区	交易量
亚洲	719,161,919
欧洲	178,934,080
北美洲	150,873,590
南美洲	661,317
非洲	310,989
大洋洲	90,217



中国内地商品衍生品交易量（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

交易所	交易量
郑州商品交易所	221,563,003
上海期货交易所	212,920,607
大连商品交易所	188,738,557
广州期货交易所	12,970,466
上海国际能源交易中心	10,603,832



美国商品衍生品交易量（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

交易所	交易量
纽约商业交易所（NYMEX）	53,620,350
芝加哥期货交易所（CBOT）	35,548,006
洲际交易所美国分部（ICE U.S.）	34,402,644
纽约商品交易所（COMEX）	21,474,012
芝加哥商业交易所（CME）	4,474,775
Nodal交易所	1,006,792
明尼阿波利斯谷物交易所（MGE）	339,956
北美衍生品交易所（Nadex）	6,948
FairX	107



欧洲商品衍生品交易量（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

地区	交易量
英国	88,277,017
俄罗斯	77,908,714
土耳其	8,380,536
法国	2,664,923
德国	1,682,486
瑞典	20,286
匈牙利	118



全球农产品期货期权交易量前十名（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

合约	交易所	交易量
豆粕期货	大连商品交易所	34,378,185
菜籽粕期货	郑州商品交易所	21,847,016
棕榈油期货	大连商品交易所	21,040,751
菜籽油期货	郑州商品交易所	14,851,909
豆油期货	大连商品交易所	13,339,281
玉米期货	大连商品交易所	11,015,245
白糖期货	郑州商品交易所	10,411,652
玉米期货	芝加哥期货交易所（CBOT）	9,561,698
天然橡胶期货	上海期货交易所	9,354,820
鸡蛋期货	大连商品交易所	8,244,264



全球金属期货期权交易量前十名（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

合约	交易所	交易量
白银期货	上海期货交易所	45,072,609
螺纹钢期货	上海期货交易所	40,770,215
铁矿石期货	大连商品交易所	13,122,951
热轧卷板期货	上海期货交易所	11,822,217
黄金期货	上海期货交易所	10,676,256
锰硅期货	郑州商品交易所	9,838,814
铝期货	上海期货交易所	9,122,442
镍期货	上海期货交易所	8,244,461
精炼银期货	莫斯科交易所（MOEX）	6,990,718
白银期权	上海期货交易所	6,970,172



全球能源期货期权交易量前十名 (月度)

2024年4月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量
亨利港天然气期货	莫斯科交易所 (MOEX)	57,916,384
原油期货	印度多种商品交易所 (MCX)	31,815,275
布伦特原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	25,913,766
WTI原油期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	19,873,141
燃料油期货	上海期货交易所	15,278,775
北美天然气期货	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	14,837,364
天然气期权	印度多种商品交易所 (MCX)	10,141,706
亨利港天然气期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	9,948,425
柴油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	7,662,883
WTI原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	7,287,374



全球化工期货期权交易量前十名 (月度)

2024年4月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量
纯碱期货	郑州商品交易所	32,887,998
玻璃期货	郑州商品交易所	28,013,111
甲醇期货	郑州商品交易所	20,490,232
PTA期货	郑州商品交易所	19,705,087
PVC期货	大连商品交易所	19,346,418
苯乙烯期货	大连商品交易所	8,959,414
聚丙烯期货	大连商品交易所	8,026,560
尿素期货	郑州商品交易所	7,857,077
LLDPE期货	大连商品交易所	7,572,841
PTA期权	郑州商品交易所	7,007,600

专题聚焦：全球能源类衍生品市场



各洲能源类衍生品交易量（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

地区	交易量
欧洲	133,968,909
亚洲	82,517,465
北美洲	77,957,042
大洋洲	86,310
南美洲	7,053
非洲	327



全球能源衍生品交易量前五名的交易所（月度）

2024年4月 数据来源：FIA

交易所	交易量
莫斯科交易所（MOEX）	63,925,416
洲际交易所欧洲分部（ICE EU）	58,347,914
纽约商业交易所（NYMEX）	52,732,114
印度多种商品交易所（MCX）	46,826,417
洲际交易所美国分部（ICE U.S.）	24,215,301

大商所优化不得交割持仓处理和标准仓单转让委托交易所收付货款业务

为进一步优化不得交割持仓处理业务,提高标准仓单转让服务效率,大商所于5月30日发布《关于修改<大连商品交易所结算管理办法><大连商品交易所交割管理办法>和相关品种期货业务细则的公告》,对不得交割持仓处理和标准仓单转让委托交易所收付货款业务进行优化,新规则将于2024年6月3日开始实施,优化业务也将于同日上午上线。

根据新规则,包括个人客户持仓在内的不得交割持仓应当在进入交割月前自行平仓。自交割月份第一个交易日起,交易所对个人客户交割月份合约的持仓予以强行平仓,未能完成平仓的个人客户,其持仓不参与滚动交割和每日选择交割配对,最后交易日闭市后,交易所将对仍未平仓的个人客户持仓予以平仓,并对其相应持仓处以按交割结算价计算合约价值20%的罚款。

进入交割月后,同一客户号的单位客户持有买卖双向持仓的,持仓为净卖持仓的,可对其净卖持仓部分提出卖交割申请;持仓为净买持仓的,可对其净买持仓部分申报买交割意向,从而满足了相关客户的交割需求。同一客户号买卖持仓相对应部分(即对锁持仓),将不再参与交割配对,客户可一直持有对锁持仓到合约最后交易日。

在标准仓单转让委托交易所收付货款(以下简称仓单转让交易所结算)业务方面,根据新规则,交易所对仓单转让的结算在处理时间上将由闭市后处理调整为可盘中处理,即会员提交仓单转让交易所结算业务申请后,在会员仓单转让资金充足的情况下,交易所审批通过后在盘中即可完成仓单过户和80%仓单转让货款划转,余款在卖方会员提交增值税发票后结清,从而将提高结算服务效率。

据了解,此前对于焦炭、焦煤、铁矿石、黄大豆2号、苯乙烯和液化石油气品种,个人客户持仓一旦进入交割月后,如果因为合约流动性不足而无法平仓,最后交易日收市后,交易所将对个人客户交割月份合约的持仓做平仓处理,并对其相应持仓处以按交割结算价计算合约价值20%的罚款。实行新规则后,在最后交易日收市后,交易所将对所有品种的个人客户交割月份合约的持仓做平仓处理,并对其相应持仓处以按交割结算价计算合约价值20%的罚款。

大商所提醒会员单位要做好客户的持仓跟踪管理,及时提醒客户在临近交割月前注意做好持仓风险管理,特别是做好个人客户临近交割月持仓的相关提示工作。

焦煤期货将实施集团交割库自报升贴水业务



6月7日，大商所发布了《关于焦煤集团交割库自报升贴水相关事宜的公告》《关于公开征集焦煤集团交割库的公告》，焦煤集团交割库自报升贴水业务将于2024年12月24日起办理。作为大商所常态化践行“我为群众办实事”的又一项举措，此次焦煤期货实施集团交割库自报升贴水业务，将为以往非交割区域内的企业通过集团交割库参与交割提供便利，进一步扩大交割区域，增加可交割资源。

据介绍，大商所最早于2017年在玉米品种上实施集团交割制度，并于2018年开展玉米集团交割库自报升贴水业务。2022年来，大商所贴近产业变化，“一品一策”调整焦煤期货合约规则、优化交割区域布局，将基准交割区域调整为主产区山西，并累计增设了11家焦煤交割库，推动可交割资源增加了约20%，为山西等主产区企业“在家门口交割”提供了便利。与此

同时，大商所也在深入焦煤产业链调研中了解到，一些不在现有交割区域内的焦煤龙头企业同样具有参与期货套保和实物交割的需求。为进一步响应产业诉求、为更多实体企业的参与提供便利，大商所充分借鉴玉米期货成功经验，在焦煤期货上实施集团交割制度，于2024年12月24日起办理焦煤集团交割库自报升贴水业务，以集团的方式进行指定交割仓库管理，依托大型集团企业信用建立交割风险分层承担机制，增强交割库抗风险能力。

结合公告内容，焦煤集团交割库自报升贴水业务有以下特点：一是明确设库和报价要求。集团交割库可以在山西省、河北省、山东省、江苏省或天津市以外地区设置自报升贴水的分库，该分库只能办理厂库业务，且需要同时在固定升贴水地区至少设置一个分库。自开具自报升贴水的标准仓单时起，集团交割库

应每日为自报升贴水分库进行升贴水报价。二是赋予买方选择提货地点的权利。进入交割环节后,货主在提交自报升贴水的标准仓单注销申请时有权选择提货分库,未选择提货分库的,视为在自报升贴水分库提货。若买方不认可自报升贴水或接货不便利,也可以选择回到集团交割库备选的固定升贴水分库提货。三是明确结算方式。提货分库的自报升贴水或固定升贴水由货主与该提货分库进行结算,其中自报升贴水结算按标准仓单注销时数字仓单系统中的升贴水报价作为结算依据。

市场人士分析,该业务支持在山西、河北、山东、江苏或天津等固定升贴水地区以外的集团交割库通过设分库和自报升贴水的方式参与交割,将进一步扩大焦煤交割区域、增加可供交割资源,更好满足以往非交割区域内企业的交割需求,有利于吸引内蒙古、河南、安徽等国内其他主要产销区的焦煤企业参与期货市场,同时还可以解决部分买方企业可能存在提货不便利的问题,在促进焦煤期货功能发挥、提升服务

实体能力等方面将发挥积极作用。此外,虽然新业务将在现有已上市合约上实施,但是由于赋予了买方选择提货地点的权利,因此实施后不会改变买方客户的预期接货成本,故不会对盘面价格产生影响。

此次焦煤期货实施集团交割库自报升贴水业务,经过了多轮市场论证和征求意见,大商所充分考虑拟扩地区的价差波动、物流情况、客户提货和销货便利性等因素,对集团交割库的义务进行明确。同时,此次征集焦煤集团交割库的公告对于申报焦煤集团交割库企业的注册资本和净资产、分库库容、生产或贸易规模、分库所在地区等提出了明确要求。

大商所相关业务负责人表示,大商所已于2024年6月3日对指定交割仓库管理办法、焦煤期货业务细则等进行了修订,为焦煤集团交割库自报升贴水业务的顺利办理提供了制度依据。该业务于2024年12月24日实施后,交易所将在官网“首页>行情数据>统计数据>交割统计”栏目中公布自报升贴水相关信息。大商所欢迎符合条件的企业积极申报焦煤集团交割库。



衍界  Global Derivatives Market

www.dce.com.cn

地址：中国 辽宁省大连市沙河口区会展路129号 邮编：116023

电话：(86) 400 861 8888 传真：(86) 411-8480 8588