



Global Derivatives Market

7月

2024

月刊 总第148期

# 衍界

主办



大连商品交易所  
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

研究中心

封面故事

## 中国高频交易监管理念 影响亚太监管思路调整

规模化养殖持续推进 产业格局呈现新特征  
——湖南、河南地区生猪产业调研报告 P.25

为何欧洲期货和期权市场增速不及美国和亚洲? P.10

2024年7月 总第148期

主办: 大连商品交易所  
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

合作: FOW  
FIRST OF GLOBAL WIRELESS 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

## 中国高频交易监管理念影响亚太监管思路调整

近年来,我国证券市场不断完善高频交易监管规则,为亚太及其他市场提供了重要示范。泰国针对高频交易推出的监管措施,以及马来西亚可能加强高频交易监管的行动,被彭博等境外媒体认定为“跟随”、“追随”中国。

### 热点文章



P25

## 规模化养殖持续推进 产业格局呈现新特征

——湖南、河南地区生猪产业调研报告



P10

## 为何欧洲期货和期权市场 增速不及美国和亚洲?

# CONTENTS 目录

## ■ 封面故事 Cover Story

01 中国高频交易监管理念影响亚太监管思路调整

## ■ 市场信息与资讯 Market News & Tendency

04 Climate Impact X推出首个碳移除合约  
05 EEX将推出系列原产地担保期货合约  
06 CFTC表示期货经纪商对资本规则存在担忧  
07 SEBI提出更严格的衍生品交易规则

## ■ 期市热点与评论 Hot Topic & Comment

08 英格兰银行中央对手方检查让压力测试不再是单纯的“打勾选择题”  
09 美国版《巴塞尔协议III》终局规则面临压力  
10 为何欧洲期货和期权市场增速不及美国和亚洲？  
12 大辩论：加密货币期货能否与更成熟的产品一同进行交易和清算？  
13 推广电子化交易，重振欧洲股市  
14 亚洲主要市场日趋多元化  
15 做市商称《欧洲市场基础设施法规3.0》未能帮助欧洲摆脱困境

## ■ 宏观与商品聚焦 Macro-Economics & Commodity

16 央行行动仍在推动债券市场增长  
18 美国通胀前景和就业状况如何？  
20 可可价格上涨趋势将止于何处？  
21 金价顶住股市强劲、美元走强和利率上升压力创下新高  
23 波动性在原油市场占据主导地位

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

25 规模化养殖持续推进 产业格局呈现新特征——湖南、河南地区生猪产业调研报告  
29 凝众智 聚合力——“2+1牵手工程”开辟产业培育新路径  
32 大商所携中大院举办中央企业金融衍生品业务培训 服务中央企业更好参与利用期货市场

## ■ 衍生品知识库 Derivatives Library

35 交易培训：期权希腊字母——度量风险的四种因素 [英文]  
42 新合约点评：纽约商业交易所WTI年度现金结算合约  
43 新合约点评：欧洲能源交易所TTF天然气月度期货合约  
44 新合约点评：洲际交易所能源交易平台欧洲碳排放期货合约  
45 数据统计

## ■ 大商所新闻 DCE News

49 大商所调整期权合约挂牌规则  
49 鸡蛋、玉米淀粉和生猪期权合约公开征求意见  
51 大商所调整鸡蛋期货车板交割新鲜度指标检验相关规则

# 中国高频交易监管理念影响亚太监管思路调整

孟星彤、刘佳颖 / 大商所研究中心



近年来，我国证券市场不断完善高频交易监管规则，为亚太及其他市场提供了重要示范。泰国针对高频交易推出的监管措施，以及马来西亚可能加强高频交易监管的行动，被彭博等境外媒体认定为“跟随”、“追随”中国。

新冠肺炎疫情后，全球资本市场波动加剧，高频交易成为各国监管机构关注重点。为维护资本市场稳定、提升投资者信心，2024年7月泰国出台系列针对高频交易与卖空操作的管理措施。与此前重点监管高频交易幌骗等违规行为的逻辑不同，泰国此次更关注高频交易量占比与市场状态匹配性，强调高频交易群体在维护市场稳定和促进市场发展方面的作用。对此，彭博社进一步指出，泰国近期针对高频交易的监管是跟随中国的行为，后续马来西亚也将跟进。由此可见，我国对高频交易监管模式的探索不仅符合自身国情，也得到亚太等新兴市场国家的认可。

未来，我们要进一步坚定信心，不断探索建设中国特色期货市场监管制度体系。

## 一、亚太监管机构调整高频交易监管理念与措施

高频交易量占比与市场状态不匹配引发亚太监管理念调整。在股市下挫前，泰国、韩国对高频交易采取与美国原则监管相似的理念，认为监管重点在于防范高频交易不当行为，及其在市场极端冲击下的不利影响。泰国证券交易委员会（以下简称泰国证监会）认为10%至15%的高频交易量占比基本与当前市场发展阶段相适应<sup>1</sup>。但2023年8月至10月，泰国SET指数单向大幅下挫，跨境资金大幅流出，打破高频交

1.泰国证监会发布的《算法交易引致泰国资本市场的格局变化》研究资料，认可作为算法交易之一的高频交易存在积极作用。

易量占比与市场状态之间的平衡,引发中小投资者对高频交易造成市场下跌的质疑。随后,泰国证监会发现2024年1月至2月的卖空交易中,以高频交易为主的境外程序化交易量占比迅速抬升至近80%。该结果与韩国交易所(KRX)发现新冠肺炎疫情后境外高频交易占比迅速攀升并成为韩国股票市场主流的结论一致<sup>2</sup>,这种趋势已成为亚太市场共性。对此,泰国证监会秘书长Pornanong认为,有必要根据高频交易流动性与当下市场状况的变化采取监管措施。此外,泰国证券交易所(SET)2024年6月还将高频交易监管作为资本市场建设的重要内容,纳入2025-2035年新战略规划<sup>3</sup>,可见泰国高频交易监管重点已转向与市场状态匹配性、促进资本市场发展等多个维度。

提高市场透明度、限制交易频率和加强卖空管理是亚太监管机构的三个重要发力点。2024年4月至7月,泰国多次出台针对高频交易和卖空操作的监管措施。整体来看,以上监管措施可总结为三个方面。一是提高市场透明度。强制高频交易者登记注册,并要求高频交易者披露更详细的交易算法和策略信息,同时交易所将向市场披露高频交易者的不当交易行为、指令。二是限制交易频率。拟在2024年三季度实施250毫秒的最低休息间隔时长(Minimum Resting Time),以限制订单过度频繁修改或取消的投机行为。三是加强

卖空管理。取消非SET100指数成分股的小市值股的卖空资格<sup>4</sup>,仅允许投资者在股价上涨时卖空,提高非法卖空处罚力度<sup>5</sup>。其他亚太国家,如韩国,除了加大高频交易不当行为惩罚力度外,还通过“Sidecar停牌机制”<sup>6</sup>降低高频交易的不利影响。此外,作为配套措施,韩国还要求交易所开发卖空监控系统,拉平散户与机构的融券现金抵押率等<sup>7</sup>。

## 二、高频交易监管思路调整凸显中国监管制度重要影响

近年来,我国证券市场不断完善高频交易监管规则,为亚太及其他市场提供了重要示范。泰国针对高频交易推出的监管措施,以及马来西亚可能加强高频交易监管的行动,被彭博等境外媒体认定为“跟随”<sup>8</sup>、“追随”<sup>9</sup>中国。具体而言,我国从稳市场和促发展两方面完善高频交易监管制度,对此次亚太监管思路的转变产生了重要影响。

在稳市场方面,从仅关注稳“极端波动”与“不当行为”,转向稳“不利的市场状态”。与美国在“闪崩”等极端波动情形下加强高频交易监管的理念不同,我国更关注高频交易在市场运行状态中的作用及匹配性。面对资本市场波动,自2023年9月以来,我国监管机构多次强调对量化高频交易加强跟踪研判并及时调整监管措施<sup>10</sup>,通过严厉打击高频交易异常行为、提高交易费率、降低交易频率、限制其与做空策略相

2.韩国同样关注这两个指标。韩交所发现,随着美国和欧洲对高频交易的监管加强,境外交易者转入亚洲监管套利成为新趋势,且韩国国内股市的主导力量已经从价值投资交易转向高频交易。详见: <https://www.e-kjfs.org/upload/pdf/KJFS-2024-04-53-2-277.pdf>。

3.《从挑战到机遇:泰国资本市场转型》,详见: [https://www.sec.or.th/EN/Pages/News\\_Detail.aspx?SECID=10880](https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?SECID=10880)。

4.要求可卖空的股票近3个月平均市值规模不少于75亿泰铢,且过去12个月平均每月换手率(Monthly Turnover)不少于2%。详见: <https://www.set.or.th/th/about/setsource/news-release/article/544-set-amends-short-selling-and-program-trading-regulations-commencing-on-july-1-2024?rand=112024>。

5.泰国对不持有的股票且实施裸卖空或非法卖空的投资者处以100万泰铢以上,且不低于其所获得利润三倍数额的罚款。

6.即当KOSPI或KOSPI 200期货合约价格变动超过5%,程序化交易买单将被暂停5分钟。

7.详见韩国金融委员会(FSC)7月发布的《做空交易改革方案》。

8.原文表述为“...泰国此次行为跟随中国的行动...”。High-Speed Traders, Short Sellers Face Growing Asia Crackdown, Bloomberg, 详见: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-30/high-speed-traders-short-sellers-face-growing-asia-crackdown>。

9.原文表述为“中泰严管高频交易,马来西亚追随中泰举措...”。详见: <https://www.klscreeener.com/v2/news/view/1350787>。

10.2023年12月,高频交易量已达东京证交所成交量的70%,但日本监管机构并未采取进一步的监管措施。而我国在资本市场面临下行压力之时,及时出台针对高频交易的系列监管措施。

关的限售股出借和转融通等,以避免其对市场造成不利影响。泰国监管机构在2023年11月发现高频交易占比与当前市场状态不匹配后,推出的一系列跟随我国监管理念的举措,体现了我国监管制度的重要影响。

在促发展方面,将高频交易的监管重点从“行为伴生监管”,转至强调其在“促进市场建设发展”方面的主体作用。与美国将高频交易作为幌骗的监管重点不同,我国不仅监管其不当行为,而且从2023年9月以来,制定了多项针对包含高频交易在内的程序化交易的规范管理措施,并将其作为推动资本市场高质量发展的“1+N”政策体系的重要内容,以有效发挥其在资本市场建设中的作用。2024年6月,泰国监管机构联合发布的《从挑战到机遇:泰国资本市场转型》战略规划也秉持这一理念,专门列出了完善高频交易监管的政策,并特别强调其在促进资本市场建设与发展

方面的重要作用。

我国期货市场对程序化和高频交易的监管起步较早,特别是2023年底以来采取了系列有力有效的监管措施,对提升市场运行质量起到了很好的作用。未来,人工智能、大数据、云计算等新一代信息技术的蓬勃发展,及在高频交易中的快速应用,使高频交易对市场的影响可能日益多元与复杂。在此背景下,我们始终要立足国情市情,牢牢站稳人民立场,密切跟踪高频交易与市场运行状态,在更好保护投资者利益和服务实体经济发展中,通过实践不断探索和丰富中国特色监管制度的内涵。此外,在市场运行特殊情况下,可研究借鉴泰国、韩国等对高频交易卖空资格的限制,以及对高频交易频繁报撤单行为设置最低休息间隔时长等措施,持续丰富我国高频交易监管工具箱。🌀



# HIGH-FREQUENCY TRADING

## 交易所动态 EXCHANGE NEWS

### CBOE将提供实物交割VIX期权

芝加哥期权交易所(CBOE)表示其计划针对美国期货交易者推出实物交割的VIX期权。短期期权交易持续推升美国股票衍生品成交量, 这为推出可交易的单日合约奠定了基础。芝加哥期权交易所高级副总裁兼产品创新主管Rob Hocking表示, 相比基于标普500指数(SPX)、以现金交割的证券类VIX期权合约, 受美国商品期货交易委员会(CFTC)监管的公司更青睐交割VIX期货的期权合约。Hocking称: “对于VIX期货期权, 我们了解到客户希望有非现金交割的期权, 这对受商品期货交易委员会监管的期货客户更具吸引力。以实物VIX期货交割的期权更适合对交割方式有偏好或无法使用证券型期权的客户, 我们力图推出相关产品以满足其需求。” 芝加哥期权交易所的主要合约反映SPX未来30天的隐含波动率, 目前在每月的一个周三结算。他补充道, 新的结算方式将成交量加权平均价格(VWAP)指标用于期货交割, 便于公司推出每日到期的波动率交易期权。Hocking称: “我们还可以提供更短期限的VIX期权, 不受每周一次的拍卖结算流程的限制。用日终VWAP结算价格交割期货, 有助于推出每日到期的VIX期权。这将提供一种新的方式, 顺应SPX指数短期期权交易增长的趋势。” 芝加哥期权交易所发布的数据显示, 零日到期期权2023年占交易所SPX合约总量的45%, 而在2022年4月其占比仅为26%。

### Climate Impact X推出首个碳移除合约

新加坡交易所(SGX, 新交所)旗下的碳交易专业平台Climate Impact X(CIX)推出首个碳移除合约, 以拓展其碳信用产品组合。CIX近期表示, 其已推出基于自

然的造林、重新造林和植被恢复(Afforestation, Reforestation and Revegetation, ARR)信用合约CIX ARR X(CAX), 同时推出了中国版CAX-C。一位发言人表示, 该合约于周四开始交易, 上市当日即成交10,000吨碳信用。每份合约代表一篮子符合标准项目的1,000个碳信用, 每个碳信用相当于1,000吨碳移除量。CIX交易所负责人Ellery Suntano在一份新闻稿中表示: “标准化合约解决了流动性不足、交割不确定、定价不透明等问题, 有助于提升碳市场的效率和影响力。全球亟待开展更多基于自然的碳移除项目, 其中, 欧洲和亚太对使用ARR信用合约的需求尤为强劲, 为此, 我们决定推出CAX。通过集中交易活动, 我们正在建立更深入、更高效、更透明的ARR市场, 从而扩大投资, 增强碳市场参与者的信心, 吸引更多参与者加入。” CIX每周四会在其交易所举行时长30分钟的现货定价会议。全球合约将参考经黄金标准(Gold Standard)或Verra核证的12个选定ARR项目, 中国版则包括部分符合Verra标准的中国本地项目。维多集团碳移除发起人Jonathan Gan在一份声明中表示: “在全球范围内, ARR信用的定价因基础项目属性不同而存在巨大差异, 使其难以扩大市场规模。CIX选择了在全球范围内具有吸引力且广受认可的项目, 有利于建立市场信心, 推动ARR买卖双方深入参与交易活动。”

### 港交所宣布将进行重大技术改革

香港交易所(HKEX, 港交所)新任行政总裁陈翊庭宣布对衍生品技术进行重大改革, 这是其上任后的首批举措之一。港交所近期表示已开始升级其领航星衍生品平台(Orion Derivatives Platform), 以优化交易、清算和风险管理功能, 预计于2028年推出。港交所表示, 新平台由内部技术团队开发, 将提升集团衍生品业

务的竞争力，助其在全球衍生品市场中脱颖而出。港交所3月上任的行政总裁陈翊庭表示：“港交所致力于帮助香港市场和参与者实现长期、可持续的增长和发展，因此，建立面向未来的技术平台和运营方针是我们的关键战略重点。”陈翊庭在接替前任总裁欧冠升之前为港交所联席营运总监，曾表示衍生品市场是港交所增长最快的业务之一，新平台将“巩固香港作为亚洲风险管理中心和国际金融中心的领先地位”。港交所表示，该平台采用模块化架构，能够快速推出新产品，有望“支持全天候交易”。港交所于2022年针对现货产品引入在险价值保证金计算方法，新平台将分阶段推出，2028年上线后，衍生品清算也将采用在险价值模式。

### ICE推出迷你期货以促进环保类产品交易

洲际交易所(ICE)表示，其推出的首个小型欧盟碳配额(EUA)期货有助于推动其环保类产品组合的增长，此前该市场成交量达到两年来最高水平。洲际交易所近期推出迷你EUA期货，每份合约规模为100吨，为其标准合约的十分之一。洲际交易所不断完善其环保类产品组合，旨在刺激交易需求。交易所数据显示，3月和第一季度的成交量均达到自2021年末以来的最高水平，日均成交量分别为94,000手和82,000手。洲际交易所公用事业市场总经理Gordon Bennett在一份声明中表示：“作为全球最大、流动性最强的碳市场，欧盟将继续发挥其对国际碳市场的影响力，随着国际航空碳抵消和减排机制(CORSIA)、迷你EUA期货的加入，洲际交易所将为客户提供更多工具，使其承担碳排放风险，为碳成本定价。”洲际交易所表示，小型合约旨在帮助航运业的用户在管理运输和商品风险的同时管理碳排放风险。其数据显示，上个月位于阿姆斯特丹的ICE Endex的EUA期货成交量较2023年3月增加3%，达920,646手。按相同基础计算，第一季度成交量

增长15%，达240万手。洲际交易所表示，2023年及第一季度其欧洲碳配额市场参与度亦创下历史新高。

### CME集团推出首个美国公司债券期货

芝加哥商业交易所集团于2024年2月首次宣布推出基于彭博美国公司指数和彭博高收益高流动性指数的新合约，并于6月17日开始交易。芝加哥商业交易所集团利率和OTC产品全球主管Agha Mirza在一份新闻稿中表示：“自2014年初宣布扩展至信用期货市场后，信用、利率、股票和其他资产市场参与者反响热烈。我们的信用期货旨在提高效率，支持价差交易，可自动抵补利率和股票指数期货的保证金要求。”芝加哥商业交易所集团表示，市场参与者可利用该期货与集团旗下丰富的美国国债期货组合进行商品间价差交易，以对冲久期风险，也可选择彭博久期对冲指数期货。彭博指数服务有限公司指数挂钩产品全球负责人Umesh Gajria在一份声明中表示：“芝加哥商业交易所集团即将推出基于彭博美国公司债券指数的期货，推动固定收益市场持续发展。此类信用期货可为投资者提供极具资本效益的工具，借助衍生品市场管理其债券投资组合的敞口和风险。”

### EEX将推出系列原产地担保期货合约

欧洲能源交易所(EEX)和环境、大宗商品和气候风险产品开发公司IncubEx宣布将于2024年9月2日推出一套新的原产地担保(GO)期货合约：EEX欧洲可再生能源GO期货(任何技术GO：水力/风能/太阳能/生物质能)、EEX欧洲水电GO期货、EEX欧洲风能GO期货和EEX欧洲太阳能GO期货。原产地担保是能源转型的关键组成部分，可以透明地跟踪欧盟内部可再生能源的来源，并有助于促进对可再生能源项目的投资。新的标准化EEX期货合约将允许市场参与者对这些市场进行对冲。

**监管动态** REGULATION NEWS**IOSCO指出交易所发展中潜在利益冲突**

国际证监会组织 (IOSCO) 已就旨在加强治理的新标准启动意见征询, 以应对交易所规模的扩大和业务的多样化。随着跨国交易所集团增多, 其业务范围拓展至市场数据、技术等新兴领域, 业务模式日趋多样化, 国际证监会组织近期发布的报告为监管机构提供了准则。国际证监会组织二级市场监管委员会主席 Isadora Tarola 在一份新闻稿中表示: “如今, 经济金融形势瞬息万变, 这份意见征询报告揭示了全球交易所的发展变化趋势, 并提供了六项良好实践和监管工具包, 旨在帮助监管机构应对挑战, 确保在不断变化的环境中进行有效监管。” 国际证监会组织警告称, 在加入大集团后, 各交易所或交易场所应保留其决策自主权, 协调利益冲突, 并表示, 监管机构应关注所有权变更对其监管拥有跨国所有权结构交易所的能力的影响。报告称: “虽然此类变化有望提高效率并推动收入多元化, 但也带来了新的监管挑战, 如保持监管职能的独立性、潜在的利益冲突和组织复杂性。报告中概述的监管注意事项和良好实践强调了调整监管方法以应对不断变化的市场结构的重要性。” 国际证监会组织表示, 该意见征询截止日期为7月3日。

**ISDA要求修改美国运营弹性提案**

国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 呼吁美国商品期货交易委员会 (CFTC) 修改其拟议的运营弹性法规, 以提高互换交易商的灵活性。国际掉期与衍生工具协会于4月1日致信商品期货交易委员会, 对其运营弹性框架提出了四项主要修改建议。国际掉期与衍生工具协会呼吁修改拟议规定中的治理要求, 避免重复监管, 延长事件通知时限, 并建议为公司预留充足的时间

以落实监管要求。国际掉期与衍生工具协会反对拟议治理规定, 认为不应要求“高管、监管机构或高级官员每年至少一次以书面形式证明合并计划或方案符合提案的特定要求”。国际掉期与衍生工具协会还写道: “我们十分关切‘将事件上报至首席合规官’这一要求, 因为根据提案规定, 可能会有大量事项均符合‘事件’定义。” 国际掉期与衍生工具协会建议将其改为“上报至‘适当的高级管理人员’更为合适”。国际掉期与衍生工具协会还表示, 美国全国期货协会 (NFA) 成员已需进行第三方服务提供商检查, 因此, 商品期货交易委员会的规定“应进行相应调整, 以便有针对性地管控风险”。第三, 国际掉期与衍生工具协会呼吁将公司报告事件的时间范围从当前提议的24小时延长至72小时, 并将法规的实施期限从当前计划的6个月延长至12个月。国际掉期与衍生工具协会在信函中表示: “国际掉期与衍生工具协会建议将此规定的实施期延长至少一年, 该提案设立了全新的框架, 公司须在法律、合规、运营、信息技术等各方面开展大量工作。各项工作极具挑战性, 可能无法在6个月内完成。”

**CFTC表示期货经纪商对资本规则存在担忧**

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 主席 Rostin Behnam 表达了该机构对于资本规则对衍生品市场清算中介机构影响的担忧。在堪萨斯州立大学举行的 AgCon 会议上, Behnam 在开幕致辞中重申了期货经纪商 (FCM) 在期货和期权交易场所提供清算服务的必要性。他表示, 美国版《巴塞尔协议III》“终局”规则以及针对全球系统重要性银行 (G-SIB) 的相关措施可能会进一步限制市场容量。Behnam 称: “我们必须保留清算激励机制, 并确保市场参与者不会因成本过高而无法

进行有效的风险管理。在思考未来的政策时,我们必须了解过去20年期货经纪商消失的趋势及其产生的影响。虽然许多行业都掀起整合潮,但衍生品市场需要保持一定程度的多样性,参与者应保持平衡,避免行业集中度过高。如果行业集中度过高,那么某个参与者违约就可能引发连锁反应,乃至波及金融生态系统。”新规带来了诸多影响,饱受诟病,美联储主席杰罗姆·鲍威尔在3月初表示,希望对这一备受争议的监管框架进行“重大调整”。Behnam补充道,商品期货交易委员会也参与了这一工作。他说:“商品期货交易委员会一直密切关注相关提案。我们不仅与审慎监管机构和市场监管机构的同事交流沟通,还在委员会内部组建了一个专家团队,与监管人员协同工作。我们希望了解并明确当前市场的情况、发生的变化、参与者的集中度、较小规模参与者服务的减少以及参与者多样性的重要性,以便生产者能够进入期货市场。”

### FCA计划拓展反洗绿规则至投资组合经理

英国金融市场行为监管局(FCA)正在考虑将投资组合经理纳入其新规的适用范围,以打击环境、社会责任和公司治理(ESG)金融产品营销中的“洗绿”行为,该规则于近期生效。新的反洗绿规则要求提供ESG声明的证明文件和投资标签,该规则的适用范围将扩展至提供标准化或定制产品的投资组合经理,此类产品来自多家已发布可持续声明的资产管理公司。该规则于5月末生效。英国金融市场行为监管局ESG主管Sacha Sadan在一份新闻稿中表示:“确认新的反洗绿指南以及我们扩展可持续发展披露要求和投资标签制度的提议是保持英国在可持续投资领域前沿地位的重要里程碑。我们好的和不好的反洗绿实践案例将帮助公司以正确的方式营销其产品。”意见征询文件显示,根据规定,投资组合经理须披露用于流动性和风险管理目的的非“追求可持续发展目标”的现金或衍生品。

### ESMA: 清算“消防演习”未发现严重问题

欧洲证券及市场管理局(ESMA)表示2023年全球最大规模中央对手方“消防演习”未发现重大运营问题。欧洲证券及市场管理局近期发布的一份报告概述了压力测试的主要发现,显示总体结果良好。欧洲证券及市场管理局报告称:“我们的主要结论是,演习发现了需要改进的领域,但并未发现重大问题。虽然演习是对真实危机事件的模拟,但也表明该行业正在积极准备应对重大违约管理流程。总体而言,参与演习的各方和相关机构一致认为全球演习具有附加价值,并希望未来继续开展类似活动。受访者也表示,进一步加强演习的真实性将有助于提升演习综合效益,例如,在后续的演习中组织客户迁移模拟练习。”欧洲证券及市场管理局是协助协调2023年11月13日演习的全球监管机构之一。此次测试是迄今为止同类测试中规模最大的一次,涉及31个全球中央对手方、23个监管机构和数十家清算会员。此次演习测试了每个中央对手方五大清算会员同时违约的情况,以评估违约管理和拍卖流程在承压情景下的表现。报告称,参与者指出的其他需要改进的领域包括:提高标准化和自动化水平以降低运营风险、提高拍卖流程的透明度、清晰记录并掌握公司的违约流程和工具。

### SEBI提出更严格的衍生品交易规则

印度证券交易委员会(SEBI)近期提出更严格的衍生品交易规则,以防止市场操纵、波动和投资者保护受损的风险。印度证券交易委员会发表了一份咨询文件,称个股衍生品合约应具有足够的流动性,并且市场参与者对此有足够的交易兴趣。目前,以上要求只适用于指数衍生品合约。根据拟议的规则,上市衍生品的个股应在75%的交易日内进行期货或期权交易。至少15%的活跃衍生品交易会员或200名会员(以较低者为准)应参与过该个股的衍生品合约;日均期权费应至少为15亿卢比;日均成交额应在50亿卢比至150亿卢比之间。

## 观点文章

## 英格兰银行中央对手方检查 让压力测试不再是单纯的“打勾选择题”

Joseph Cordahi / 金融科技公司NeoXam产品战略总监

压力测试已成为监管机构和央行评估银行应对全球市场突发波动性准备程度的一种常用工具。现在，银行需要进行压力测试以检验其韧性，问题在于，测试内容是否足够详尽？

近日，英格兰银行（BoE）采取措施加大清算所压力测试力度，旨在增强英国金融体系的韧性。直到现在，压力测试始终被视为一项“打勾选择题”，为确保监管合规，机构不得不完成这一枯燥乏味的工作。

然而，英格兰银行的公告指出，机构亟须转变思想观念，了解压力测试的真正意义：在复杂多变、难以预测的市场环境中，这是增强金融系统稳定性，获得竞争优势的有效方法。压力测试不仅仅是一项监管义务，更是清算所会员必要的战略举措。英格兰银行对英国金融业的信用风险进行严格审查，警示市场参与者重新评估其风险管理实践，为潜在的经济动荡做好应对准备。

准确、及时的数据洞察是抵御金融危机的关键所在。在当今瞬息万变、错综交织的市场中，全面了解投资组合交易、交易头寸、公司行为和定价有助于机构作出明智决策，有效降低风险。压力测试在其中发挥着重要作用。通过对清算所进行严格的压力测试，英格兰银行可确保此类关键金融中介机构的稳健性，并强调了数据驱动的风险管理实践的重要性。

清算所成员认识到，分析大量数据不仅仅是一项

监管要求，还是保持领先地位的关键所在。使用中心化投资记录簿（Investment Book of Records, IBOR）是最好的方式，它能够基于金融机构的全部投资数据反映“唯一真实版本的”头寸、估值和敞口状况。

面对前所未有的市场不确定性，将压力测试化为竞争优势的机构将成为金融行业的领导者。通过主动识别并解决运营中的潜在漏洞，清算所会员可以增强抵御市场冲击的能力，赢得投资者和交易手的信任和信心，践行其对于维持金融稳定和监管合规的承诺。此外，遵守最高标准的风险管理和透明度要求将使他们建立良好的信誉，获得监管机构、投资者和其他利益相关者的信任。

压力测试已成为监管机构和央行评估银行应对全球市场突发波动性准备程度的一种常用工具。现在，银行需要进行压力测试以检验其韧性，问题在于，测试内容是否足够详尽？为确保针对未来波动性做好最充分的准备，其他市场参与者也需要进行压力测试。最终，英国央行决定加强清算所压力测试的力度，要求清算所成员在市场动荡时期能够自信应对，保持韧性。🔗

## 美国版《巴塞尔协议III》终局规则面临压力

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

美国版《巴塞尔协议III》终局规则遭到强烈反对, 前任监管人员呼吁废除并重新制定有争议的银行资本规则, 这将大大推迟该协议的实施。2023年夏季, 初版提案通过并公布时, 美联储理事会成员就表达了担忧, 此后针对该规则草案的批评之声不断。

美国版《巴塞尔协议III》终局规则遭到强烈反对, 前任监管人员呼吁废除并重新制定有争议的银行资本规则, 这将大大推迟该协议的实施。

近日, 在证券业和金融市场协会 (SIFMA) 组织的圆桌会议上, 美联储监管业务前任副主席表示, 改革可能需要根据现行立法“重新起草提案”。

资产管理公司Cynosure Group董事长Randal Quarles表示: “我认为, 仅靠修改无法提高提案的可行性, 应根据《行政程序法》规定重新起草提案。因此, 问题不在于这些修改是否合理。我认为, 如果不按照法律要求重新起草提案, 很难作出适当修改。”

2023年夏季, 初版提案通过并公布时, 美联储理事会成员就表达了担忧, 此后针对该规则草案的批评之声不断。美国监管机构在2023年10月延长了意见征询期, 并启动了一项关于该规则影响的数据评估, 将最终实施时间推迟至2025年6月。

但Quarles估计, 重新起草意味着新草案要到2024年末或2025年初才能完成, 这将进一步推迟实施时间, 并补充道, 定量影响研究的结果至关重要。

他说: “尽管非常困难, 但目前的问题只能通过数据分析解决。我们必须考虑所有相关方的意见, 我认为这是整个流程中的一个重大缺陷。”

美国版终局提案修改了《巴塞尔协议III》规则和交易账簿基础审查 (FRTB) 制度下的风险资本要求, 大幅提高了银行投资组合的监管资本要求。根据国际

掉期与衍生工具协会 (ISDA) 1月份发布的分析报告, 交易账簿基础审查制度和修订后的信用估值调整计算方法将导致美国八家全球系统重要性银行 (G-SIB) 的风险加权资产增加129%。

当天早些时候, 美联储理事Michelle Bowman表示, 可能会在定量影响研究报告发布后启动进一步意见征询。证券业和金融市场协会首席运营官Joseph Seidel则表示, 最有可能的结果是根据数据重新起草提案。

Joseph Seidel在会上表示: “实际上, 最谨慎的做法是各机构撤回提案, 重新起草规则以征求公众意见。新提案应对整个资本框架进行全面审查, 并对拟议变更进行成本和收益分析。”

曾在前总统比尔·克林顿手下担任货币监理署署长的Gene Ludwig进一步表示, 修改资本框架偏离了当前情况下的重点问题。

风险投资公司Canapi的执行事务合伙人Ludwig称: “我个人认为应该推迟或搁置提案。如果要论时机, 当下实施改革显然不合时宜。这无益于增加金融机构价值, 实际上结果可能相反。这将导致它们的盈利能力下降——人们似乎忘记了, 实际上赚钱可以使一个机构更安全。” (这几句话翻译虽然与原文意思相近, 但觉得有点发挥太多了, 所以做了修改。)

“资本已经非常充足, 如果不够, 我们可以解决这个问题, 但这不是关键。监管机制需要解决更严重的

问题, 比如互联网带来的流动性挑战。”

Ludwig所说的流动性风险曾在2023年3月导致硅谷银行破产并引发银行倒闭潮, 他表示监管机构尚未着手解决危机引发的问题。

他补充道: “受严格监管的银行与几乎不受监管的非银行机构有着天壤之别。这些都是我们应该解决的提高安全性和可靠性的重大问题。”

这些提案招致了大量批评, Bowman指出, 意见征询期间收到的350条意见中, 有97%均为负面评论。

2024年1月, 国际期货业协会 (FIA) 和国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 分别发布研究报告, 结论称, 根据更新后的终局规则和全球系统重要性银行资本规则, 美国头部银行须获得72亿美元 (约合56亿英镑) 的额外资本以实现监管合规。🔗

## 热点话题

# 为何欧洲期货和期权市场增速不及美国和亚洲?

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

一种可能的解释是, 与美国或快速增长的亚洲市场不同, 欧洲没有蓬勃发展的散户交易群体, 这与欧洲养老金制度安排和文化紧密相关。

3月, 《期货期权世界》(FOW) 在荷兰阿姆斯特丹举办年度会议。尽管阿姆斯特丹期权交易繁荣, 做市商云集, 参会者仍致力于探究欧洲期货和期权市场增速不及美国和亚洲的原因。

一种可能的解释是, 与美国或快速增长的亚洲市场不同, 欧洲没有蓬勃发展的散户交易群体, 这与欧洲养老金制度安排和文化紧密相关。

### 荷兰金融市场管理局观点

在《期货期权世界》年会开幕式上, 荷兰金融市

场管理局 (AFM) 资本市场诚信监管主管Tanya Pieters-Gorissen表示, 散户投资有助于提振欧洲市场。

Pieters-Gorissen表示: “如果我们希望将资本市场提升至更高水平, 就需要提高散户投资者的参与度。在这一点上, 欧洲资本市场远远落后于美国资本市场。”

荷兰金融市场管理局表示, 美国和欧洲的不同之处在于, 欧洲养老金主要是职业养老金, 而在美国, 个人会对其退休计划承担更多责任。

她补充道：“尽管如此，我们必须鼓励散户投资者，为未来财务目标做好准备，当然，我们必须为其提供适当保护。”

荷兰金融市场管理局引用了“订单流支付 (Payment for Order Flow)”的例子，即经纪公司将客户订单发送给不同交易执行方而获得报酬，尽管推迟实施，但欧洲已明令禁止此类交易行为。

Pieters-Gorissen还表示，监管机构需要深入了解“行为方面的消费者偏好”。

她说：“这有助于优化消费者决策，并提高他们对资本市场的信任。”

她补充道：“金融机构在这方面发挥着重要作用，如果我们能够共同应对这些挑战，我相信会有更多散户投资者进入资本市场。”

Pieters-Gorissen继续说：“提高散户参与程度和资本市场保护力度有助于深化资本市场联盟 (Capital Markets Union) 并增强欧洲经济体系，因此至关重要。”

#### 芝加哥期权交易所欧洲分部观点

芝加哥期权交易所欧洲分部 (Cboe Europe) 欧洲衍生品主管Iouri Saroukhanov在随后的小组讨论中提出了欧洲存在的一个问题。Saroukhanov称：“纵观整个欧洲，衍生品市场增速不仅落后于美国，也不及全球其他新兴市场。”

“这反而说明，欧洲潜力仍有待开发。最近，市场重点关注其他地区，但也不应忽视欧洲的发展，未来几年，随着欧洲在协调性、便利化等方面持续改善，其潜力将得到充分释放，重新吸引投资者。”

Saroukhanov谈到了芝加哥期权交易所在美国取得的成功。近年来，美国期权成交量稳步增长，散户

交易者功不可没。

他说：“如果要论近期趋势，自然绕不开芝加哥期权交易所全球范围内取得的巨大成功，零日期期权等SPX复合产品的增长尤为值得注意，零日期产品的市场份额从过去几年不到20%增长到45%，有时甚至高达50%。”

Saroukhanov表示，零日期产品应用场景广泛而多样，其中包括大量散户参与的交易。

#### 其他机构观点

荷兰银行清算银行做市交易业务全球主管Gary-John Baptiste也认为欧洲有所滞后，但不认为欧洲与其他地区之间具有直接可比性：“我们还远未达到可以说‘我们希望打造像美国一样的市场’的程度，这样的表述究竟是否正确？我对这一观点持保留态度。我一直认为，欧洲致力于推动高质量发展，因此我们应该注重优质投资和散户教育，建立公平透明的市场——在我看来，这才是欧洲的发展方向。”

泛欧交易所 (Euronext) 比荷卢/德国二级市场主管Dirk Donker表示：“我认为原因有很多，其中之一是欧洲提供多元产品，如差价合约 (CFD) 和认股权证，但欧洲同样有紧迫感。在美国和其他市场，人们更清楚地意识到，他们需要投资资本市场，为未来财务目标做好准备。”

Donker补充道：“继2006年推出周度期权后，我们在2008年又推出了日度期权，短期期权产品问世已久，这波日度期权交易热潮属实令人意外。”

做市商IMC欧洲直接对手方交易主管Cathal Hardiman补充道：“它在欧洲的一些产品上表现良好，每日参与度和散户参与度都很高，这给了我们一些希望。”

## 大辩论：

## 加密货币期货能否与更成熟的产品一同进行交易和清算？

芝加哥期权交易所 (Cboe) 于4月25日宣布其关闭现货加密货币交易所的决定，并将比特币期货转移至现有期货市场，但加密货币期货能否与更成熟的产品一同进行交易和清算？

## 正方观点

近年来，加密货币和加密货币期货历经大起大落，其中，2022年末美国大型交易平台FTX破产曾引起轩然大波。但事实上，加密货币市场在短短几年内已取得长足发展，部分暴雷事件甚至功不可没。

最初的加密货币市场大多并未进行集中清算，这意味着没有清算机构作为中央对手方保护交易公司免受交易对手违约的影响。

虽然这些市场依然存在，但多年来，市场已逐步转向集中清算市场，芝加哥商业交易所集团 (CME集团) 的比特币期货成为此类业务的首选场所。最近，总部位于伦敦的交易场所GFO-X与伦敦清算所 (LCH) 达成了一项协议，

伦敦清算所将在2024年下半年GFO-X加密货币期货市场上线后为其提供清算服务。

问题在于，这些清算所须专门为加密货币业务设立单独的违约基金和保证金池，虽繁琐费力，却是必要之举，因为通过芝加哥商业交易所或伦敦清算所进行利率、股票或商品交易和清算的公司担心其保证金与加密货币交易者的保证金相混杂，在发生加密货币违约事件时可能需要承担责任。

然而，随着加密货币市场走向成熟，为此类产品提供清算服务的清算所也愈加善于管理相关风险，加密资产完全可以与其他资产一同并入清算所的违约基金中。

## 反方观点

诚然，加密货币市场已在短时间内趋于成熟，但仍饱受非议。对于一些以机构为重点的集中清算市场来说，此类批评有失公允。

清算所可能更善于管理此类产品，收取保证金以避免客户违约给市场带来风险，但机构仍不

愿直接入局近期爆雷事件频发的加密货币市场。

遗憾的是，在这个行业中，观念对行动的影响不容小觑，在未来很长一段时间内，加密货币仍将被视为波动剧烈、险象环生的市场。

## 会议追踪

## 推广电子化交易, 重振欧洲股市

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

在阿姆斯特丹举办的《期货期权世界》(FOW) 年度会议上, 某交易所专家组表示, 欧洲股票衍生品交易活动低迷, 实现电子化交易转型至关重要。

近日, 在阿姆斯特丹举办的《期货期权世界》(FOW) 年度会议上, 某交易所专家组表示, 如果改革失败, 欧洲市场将面临落后风险。

芝加哥期权交易所 (Cboe) 欧洲股票衍生品主管 Iouri Saroukhanov 表示, 不同地区的市场结构存在显著差异。

他说: “90% 的人认为在美国执行交易的成本和价差相对较低, 这是因为美国市场竞争激烈、选择丰富且透明度高, 流动性提供商能够有效管理价差。”

“对此, 我们应当小心谨慎, 避免落于人后。目前, 美国和亚洲发展迅速, 欧洲却停滞不前。因此, 我们需要采取切实有力的措施, 展开变革。”

Saroukhanov 引用了交易所上月某研究报告中的数据。西班牙证券市场公司 (BME) 旗下西班牙金融期货交易所 (MEFF) 的衍生品市场主管 Gustaf Adolf Renkwitz 表示, 其于 2023 年推出了散户标记功能, 用于标记散户订单, 以增加西班牙电子成交量。

Renkwitz 说: “散户流动性标记旨在让客户更清楚地地在电子屏幕上看到自己的交易。普及新技术需要时间, 交易所团队正在努力纠正误导性概念, 避免散户认为技术有害无益而有所抵触, 我们希望破除这些障碍。”

“实际上, 这一技术优势显著, 预计电子屏幕价格显示功能将会有所优化。”

做市商 All Options 的交易柜台经理 Deepti Koshy 表示, 受银行资金流推动, 欧洲普遍存在场外交易和暗池交易, 这一情况亟需改变。

Koshy 称: “欧洲市场结构正在调整, 尚未完成。市场参与者日趋多样化, 我们希望打造透明、公正的良性竞争环境, 但目前看来, 任重道远。大量散户和机构资金流尚未公开。如今, 在某些市场, 仍有 60% 以上的场外交易, All Options 将继续与交易所和监管机构合作, 尽力将更多资金流向呈现在电子屏幕上。”

其他专家表示, 过去几年, 欧洲在产品创新方面大获成功, 预计这一势头将延续, 从而推升成交量。欧洲期货交易所 (Eurex) 欧洲、中东和非洲地区股票和指数销售主管 Philipp Schultze 指出, 交易所上市的总回报期货 (TRF) 和股息期货的成交量有所增长。

Schultze称：“欧洲产品创新如火如荼，此前率先推出总回报期货，目前美国也已效仿。我们还成功将场外市场转变为场内市场。此外，早在十年前，我们就建立了活跃的股息市场，领先美国。欧洲大陆分布在东一区到东三区之间，明晟（MSCI）指数衍生品持仓规模最大，拥有显著优势。这些都是创新例证，为进一步增长提供了有力支撑。”

泛欧交易所（Euronext）于2018年末推出了基于法国CAC 40指数的总回报期货，其金融衍生品部门负

责人Charlotte Alliot表示，买方采用率的提高将有助于进一步推动增长。

Alliot称：“我相信涨势还会继续，目前就买方而言，大多数对冲基金在交易回购曲线，试图利用卖出或买入压力来获得优势。传统资产管理公司正在考虑采用总回报期货，我们做了很多相关工作，一旦推广开来，将会改变基准。该产品拥有无可比拟的优势，能将利率和股息整合进单一价格，以便企业管理所有风险。”

## 亚洲主要市场日趋多元化

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

在阿姆斯特丹举行的《期货期权世界》（FOW）年度会议上，某专家组表示亚洲最大金融市场持续发展且日趋多样化，为国际投资者和交易者带来了机遇。

在阿姆斯特丹举行的《期货期权世界》（FOW）年度会议上，亚洲交易专家组就亚洲规模最大、最具吸引力的市场展开讨论，涵盖多项最新主题。

凯基证券（新加坡）私人有限公司高级副总裁William Fyfe表示：“日本曾是亚洲最早建立金融市场的国家，目前投资者对日本的关注度明显回升。2023年，日经225指数表现强劲，部分税收政策调整也促使当地投资者开始参与日本股票市场。”

Fyfe在会上表示，日本央行上个月自2007年以来首次加息，日本固定收益市场也出现复苏迹象。

上海期货交易所（上期所）国际合作部总监助理杨一平表示，中国境内大宗商品衍生品市场发展空间广阔且内容多样。

杨一平在会议上说：“我们将继续扩大商品期货的投资范围，吸引海外投资者。目前，我们有24个国际

化产品和46个合格境外机构投资者（QFII）可投资产品，但这还不及市场上现有商品期货和期权数量的一半，仍然有待进一步开放。”

Nuvama Asset Services业务开发和关系管理总监Rutesh Durve表示，尽管印度市场看似复杂，壁垒高筑，但仍有不同的市场途径可以进入，例如，通过境内经纪商或在印度设有办事处的跨国公司进行交易。Durve说：“未来，印度市场规模发展到一定程度时，投资者就会需要境内代表。”

近期发布的一份新报告显示，2023年第四季度推出的十大最佳新期货和期权合约中有八个来自亚洲的交易所。

期货和期权涨跌互现导致亚太地区交易活动放缓，香港和澳大利亚最大的交易所报告其3月成交量同比均有所下降。

## 做市商称《欧洲市场基础设施法规3.0》未能帮助欧洲摆脱困境

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

在阿姆斯特丹举行的《期货期权世界》（FOW）年度会议上，两家大型做市商对要求欧洲交易公司在欧洲清算所开设活跃账户的规定提出批评，认为此项改革并未解决欧洲最大的问题——分散。

在近日，Flow Traders公共事务主管Niels Lemmers在阿姆斯特丹举行的《期货期权世界》（FOW）年度会议上表示，《欧洲市场基础设施法规3.0》（EMIR 3.0）未能解决欧洲的主要问题。

他说：“我们支持集中清算，但该法规也存在消极的一面，中央对手方的分散会增加成本，这会反映在交易产品的价格中，最终转嫁到终端用户身上。”



Niels Lemmers

Lemmers表示：“我不确定新法规能否结束分散并解决成本持续上涨的问题。”

All Options首席商务官Diederik Dorst对此表示同意，认为欧洲分散的交易后格局阻碍了创新发展和产品开发。

Dorst在会议上表示：“新产品增长面临的一个关键障碍是作为后端的交易后基础设施。引入新市场需要全面清算会员（General Clearing Member）花费大量时间进行前期准备，而欧洲的交易后基础设施相当复杂，涉及各国交易所及其相关清算业务。相比之下，在美国，期权清算公司（OCC）负责衍生品交易的清算，证券存管信托与结算公司（DTCC）负责股票交易的清算，十分便利。”

Dorst补充道：“我们仍在同一个问题上打转，试图通过不断修订《欧洲市场基础设施法规》来解决当前困境，我们为什么不建立一个简单明了、方便普适的交易后系统，从根本上降低成本呢？”

欧洲中央对手方清算所协会（EACH）秘书长Rafael Plata措辞微妙，他说：“应在18个月内开立并使用账户，如未能达成，我们应该采取进一步行动。我不清楚这是否会增加成本，作为市场用户，大家可以自圆其说。”

# 央行行动仍在推动债券市场增长

Philippe Noyard / Candriam固定收益全球主管

股市总体表现坚挺，大多数高风险固定收益资产类别的利差进一步收窄。与此同时，多数主要市场国债收益率小幅下降。央行行动仍然是推动债券市场增长的主要因素。

3月，大多数资产类别表现良好，令不少投资者心情舒畅。股市总体表现坚挺，大多数高风险固定收益资产类别的利差进一步收窄。与此同时，多数主要市场国债收益率小幅下降。央行行动仍然是推动债券市场增长的主要因素。英国跌幅领跑G4（美国、欧元区、日本和英国）经济体，其10年期国债收益率下跌19个基点。

欧元投资级债券表现尤其强劲，而高收益债券则因利差扩大和对利率敏感性降低而表现落后。在主要债券资产类别中，表现最突出的是新兴市场硬通货（Hard Currency, HC）债务，月回报率超过2%。

**尽管通胀存在不确定性，但我们认为美国利率具有吸引力，市场隐含中性利率过高**

根据估值，我们认为美国利率具有吸引力。尽管2024年前两个月抑制通胀进程停滞，经济增长依然强劲，但是美联储并未大幅偏离2024年降息的此前预期。这表明，美联储非常希望开始降息周期，不想像加息那样“慢半拍”。此外，我们相信美联储将敏锐地意识到，在即将到来的美国总统大选前开始降息周期会被视为政治干预手段，如果数据允许，美联储会选择在夏季（即大选前），开始实施这一颇具象征意义的举措（第一次降息）。

根据夏季降息假设以及当前远期能源价格，我们的公允价值模型显示当前利率水平具有吸引力。此外，虽然近年来“中性利率”可能有所上升，但我们认为，在降息周期内接近4%的市场隐含利率水平

显得过高，远高于美联储对于长期趋势（发展方向）的预期。

**欧元利率价值仍存，我们维持增持看法**

根据对公允价值的预期（基于通胀和货币政策预期），我们维持欧元期限的超配头寸。值得注意的是，尽管经济增长前景有所稳定，但我们认为抑制通胀的趋势已不可阻挡，并应持续下去。

欧洲央行（ECB）已明确表示将在6月份首次降息，后续降息速度和幅度将视经济数据表现而定。

相比奥地利，我们建议减持法国和比利时国债。尽管存在背景评级风险，并且最近法国未能达成其预算目标，但我们预计利差不会大幅扩大。为平衡风险，相对于其他欧元区发行人，我们倾向于低配此类发行人的债券。

我们维持做多挪威和英国对欧元利差交易的想法。尽管英国抑制通胀步伐慢于欧元区，但预计会出现“追赶效应”，即总体通胀率可能从4月份起降至英格兰银行（BOE）2%的目标以下，并维持几个月的时间。就降息而言，与美国和欧元区其他国家相比，英格兰银行的治理结构也使其更具灵活性。因此，我们认为与欧元区相比，英国更有可能根据市场预期采取更多降息措施。

**我们对新兴市场硬通货主权债券和本币债券的超配头寸进行获利了结，保留对新兴市场企业债券的偏好**

在我们上个月上调新兴市场硬通货主权债券评级后，利差已大幅收窄。由于价值主要集中在高收益

债券领域，该部分利差在飙升至超1,000点后回落至600点，而指数水平的利差则降至200点。除CCC评级国家外，利差处于极低水平。

在本币市场，大多数市场的实际利率仍然较高，尤其是拉美地区。但我们也观察到，市场已经消化了大部分降息措施，与美国国债的利差也已收窄。由于通胀和美联储后续行动的不确定性，我们倾向于保持谨慎态度，回归中性观点。

我们继续看好企业债券，企业基本面总体健康，因此估值较为合理。供应受限的情况进一步证实了这一点。

#### 欧元投资级信用债券仍具吸引力，我们小幅上调对美元投资级信用债券的评级

欧元投资级债券与国债的利差仍然较小。相对于高收益债券，鉴于BB级信用债券与BBB级债券利差极小，其估值更具吸引力。然而，我们对这一水平感到满意，基本面仍有支撑。随着通胀回落，欧元区经济仍将实现正增长，同时企业资产负债表总体健康。降息将带来额外的缓解。理论上，随着投资者资金回归该资产类别，短期内应能提供支持。

我们认为，由于利差较小，美国信用债券的估值仍缺乏吸引力。然而，对于以欧元对冲的投资者而言，美国投资级信用债券收益率较近期水平吸引力略低，目前对冲后收益率略高于欧元投资级信用债券，

而在2023年，这一水平低了100多个基点。因此，我们将美国投资级信用债券的评级从-1.0小幅上调至-0.5。尽管欧元对冲后的收益率较高，但与欧元高收益债券相比，美元高收益债券市场的质量较差，因此我们并未上调美国高收益债券的评级。

#### 央行政策分化为货币市场带来机遇

随着欧元对匈牙利福林汇率逼近400关口，我们预计匈牙利央行将采取措施以避免福林进一步贬值，考虑通胀影响，并可能放慢降息步伐。相比之下，受波兰央行强硬立场以及选举后市场信心增强的支撑，波兰兹罗提表现良好。因此，我们建议增持匈牙利福林对波兰兹罗提的头寸。

加拿大通胀数据连续两次意外下滑，与美国的情况正好相反。因此，我们认为加拿大央行即将开始降息周期，降息步伐可能与美联储有所偏差。这可能对加元造成下行压力，与澳大利亚的情况截然不同。鉴于加息周期达到的峰值较低，实际利率仍然较低，澳大利亚储备银行可能仍是发达市场中最为鹰派的央行之一，从而为澳元提供相对支撑。

在精选合格基金中，我们还建议小幅增持土耳其里拉。尽管通胀持续居高不下，但货币利差仍然很大，而且我们认为，如果央行坚持实行正统货币政策，风险就会得到缓解。财政部长也确认了推行正统政策的目标。📌



# 美国通胀前景和就业状况如何？

Erik Norland

美国劳工部数据相互矛盾，既可解读为美国正在创造数十万个工作岗位，也可解释为正在削减一百多万个工作岗位。投资者对最新消费者物价指数各执一词，有观点认为通胀率仍居高不下，也有人称其已低于新冠肺炎疫情前的水平。

美国近期经济数据并未解答人们的疑惑，反而引发了更多问题，由此产生了诸多不确定性。

美国劳工部数据相互矛盾，既可解读为美国正在创造数十万个工作岗位，也可解释为正在削减一百多万个工作岗位。投资者对最新消费者物价指数（CPI）各执一词，有观点认为通胀率仍居高不下，也有人称其已低于新冠肺炎疫情前的水平。

美联储近期宣布维持利率不变，但投资者得出的结论可能与美联储及当前市场共识背道而驰。

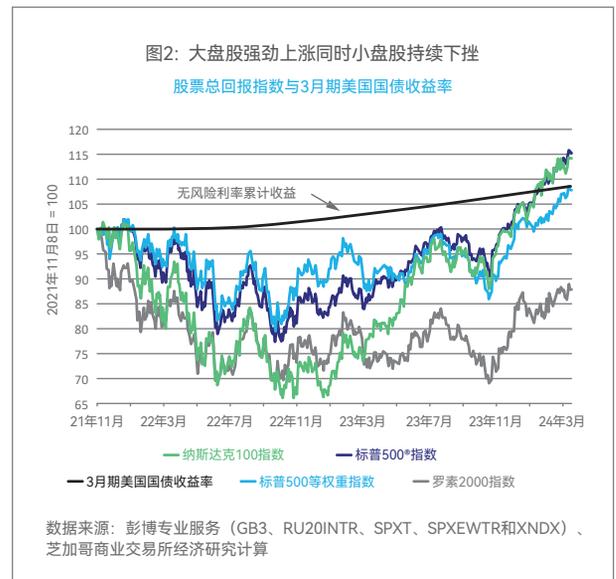
## 投资者对经济和就业持乐观态度

年初迄今，固定收益市场和大盘股投资者认为经济数据呈现积极变化，就业增长强劲，核心通胀率高于预期，而利率投资者也一再推迟降息预期（详见图1）。受乐观情绪影响，标普500指数®和纳斯达克100指数®双双创下新高。



相比之下，罗素2000®小盘股指数的投资者则认为经济前景晦暗不明：小型企业深陷困境，就业岗位迅速减少。

罗素2000指数自2021年创下历史新高后，已跑输3月期美国国债近20%，而大盘股则保持涨势（详见图2）。黄金通常会因“在更长时间内维持高利率”的讯号而承压，但近期却屡创新高。



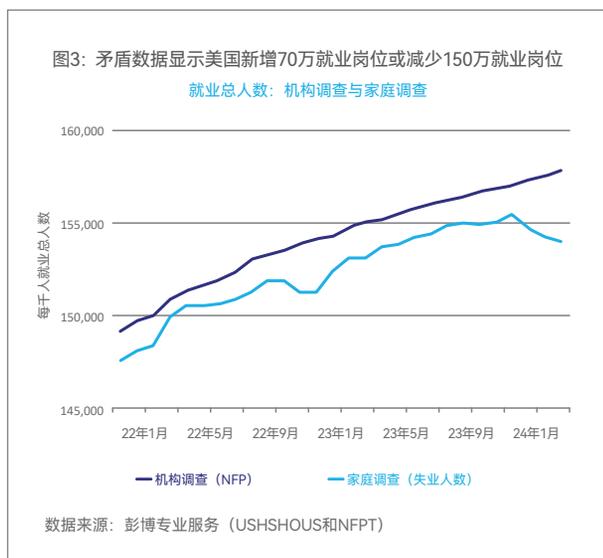
这就像是固定收益市场和大盘股投资者关注的经济数据与小盘股和黄金投资者所依赖的经济指标截然不同一样，实际情况可能确实如此。就业和通胀报告都包含大量的数据系列，其中不乏指向相反的数据。

### 美国劳工部报告数据相悖

美国劳工部发布的一项主要就业报告显示,过去三个月,美国已新增逾70万个就业岗位,而另一份报告则显示同期减少了近150万个工作岗位。

主要从大中型企业收集数据的机构调查显示,过去三个月非农就业数据增长强劲,自12月初以来已创造708,000个就业岗位。这一增幅可媲美2010年至2019年间的工作岗位增加速度,表明美国劳动力市场状况良好。

与之相反,家庭调查却显示同期减少了147.4万个工作岗位(详见图3)。家庭调查每月收集60,000户美国家庭的信息,较少关注大型雇主的情况。20世纪90年代,家庭调查的新增岗位指标也低于机构调查的结果,当时小盘股的表现同样落后于大盘股。



### 相关影响因素

借贷成本差异可能是造成当前数据出现矛盾的原因之一。许多大公司在2020年和2021年趁收益率处于历史低位时通过发行债券锁定了较低的长期融资成

本,而小型企业主要依赖银行借款。此后,利率已累计上涨逾500个基点。此外,许多大公司拥有大量现金储备,只需持有短期债券,每年就能赚取5%的收益。

通胀方面,投资者对业主等价租金(美国消费者物价指数指数的重要组成部分)的重视程度不同,得出的结论自然相反。整体通胀率的计算涵盖业主等价租金。随着3月份核心通胀率上涨3.8%,高于预期水平,市场的降息预期已回落至与美联储展望相当的水平。

然而,通胀持续的很大一部分原因在于业主等价租金,其定义是假设房屋业主租用自己的房屋并支付相应租金。该指标保持着每年6%的涨幅,约占核心消费者物价指数的四分之一。如果按照欧洲的标准剔除这项指标,美国的消费者物价指数将从3.2%变为1.9%,这意味着核心通胀率约为2.5%,与新冠肺炎疫情前的正常水平相近。这表明美联储的实际利率约为3%,接近金融危机爆发前18个月的水平。

美联储是否因为过于关注核心通胀数据而反应过度,过分收紧货币政策了呢?债券市场并不这么认为。债券市场预计美联储会将利率从当前的5.25%至5.50%逐步降至3.75%,而黄金投资者预期的降息幅度会比这大得多。虽然金价通常会因高利率前景而承压,但近期黄金却反弹至历史新高,这可能表明投资者预计美联储未来将大规模降息。

投资者试图通过分析美国的经济数据管理各种情景下的风险。究竟是经济过热,高通胀挥之不去?还是就业强劲、通胀较低的“金发女郎”经济?20世纪70年代的滞胀噩梦是否会再度上演?抑或美国已进入典型的经济衰退初期阶段?时间会告诉我们答案。但就目前而言,人们很难从经济数据中得出结论。🌀

## 可可价格上涨趋势将止于何处？

Jim Sullivan



大宗商品市场通常会在一定范围内波动，其变动受季节性规律影响，涨跌易于预测。然而，正如近期可可期货价格所示，如果发生超预期事件，价格会突然飙升。

很多人并不关注主食商品的价格。相比新技术股，人们对小麦、玉米、肉类等常见食品的原料不以为意。美国消费者新闻与商业频道（CNBC）等主流媒体的报道则关注与公司相关的盈利和增长潜力，以及他们实现价格持续增长的计划。

另一方面，大宗商品市场通常会在一定范围内波动，其变动受季节性规律影响，涨跌易于预测。然而，正如近期可可期货价格所示，如果发生超预期事件，价格会突然飙升。

从2010年到2023年12月，可可的价格一直在每吨2,000美元至4,000美元的范围内波动。这一区间维持了超过十四年，每当价格接近4,000美元时，都会出现回落。然而，西非主要可可产区恶劣天气和农作物病虫害频发，终于在2023年末使价格突破这一高点，并在2024年继续上扬。

2023年12月最后一个交易日，洲际交易所（ICE）可可期货收于略低于4,200美元的价格，创下历史新

高，涨破每吨4,000美元的关口。随后，可可期货价格在2024年继续攀升，1月至3月收盘价分别为4,800美元、6,000美元和9,700美元，4月份价格（截至本文撰写时）已达到11,100美元。随着供应危机加剧，波动性上升，流动性也在迅速蒸发。由于无法采购主要原料，美国和其他国家的巧克力工厂被迫关闭，供应短缺现象愈演愈烈。

在这种情况下，通常可能需要数月甚至数年的时间才能确定新的价格范围，市场重回平静。对比2020年至2022年可可期货与木材期货的情况，会有非常有趣的发现。在此期间，木材的交易价格区间为每千板英尺200美元至600美元。

与可可一样，木材从2020年春末开始面临严重的供应危机。新冠肺炎疫情导致全球经济活动停摆，美国太平洋西北地区的主要木材厂不再加工和制造木材，同年开始的供应短缺使木材价格攀升至每千板英尺900美元。供应危机还未缓解，2021年，房屋翻新

需求激增，木材价格再创新高，突破每千板英尺1,500美元。极端波动持续到2022年，木材价格一度涨至逾1,300美元，最终在7月回落至600美元以下。此后，木材期货的价格稳定在每千板英尺450美元至650美元的新区间内。

至少就目前而言，2020年至2022年木材期货的价格动荡与当前可可期货的情况并不一样。木材价格在经历了几个月的剧烈回调后才再次上涨，而可可价格在2024年前四个月并未出现明显下滑。例如，2020年初的第一波暴涨使木材价格从每千板英尺300美元升至930美元，涨幅达300%。2020年到2021年，期货价格从500美元涨到1,500美元，增幅再次达到300%。

可可和木材唯一的相似之处在于，它们都是成交量较少的大宗商品期货。但回看当下，如果想要预测当前价格上涨趋势会止于何处，可以留意可可价格达到12,500美元时的情况。这个价格将意味着从此轮突破开始的4,200美元上涨300%。在某些时候，需求减少、新供应解决方案出现等市场力量也会发挥作用，导致价格未触及这一上限。当然，除上述两个原因外，也可能出现市场疲软而导致价格下跌的情况，但可可终将确立新的交易价格区间。无论结果如何，2024年可可期货价格的走势都会霸占各大财经新闻媒体的头条。

## 金价顶住股市强劲、美元走强和利率上升压力创下新高

Debbie Carlson

金价的强劲走势令许多长期关注黄金市场的人士心生困惑，股市繁荣，美元走强，美联储不会像市场观察人士年初预期的那样迅速或大幅降息，种种因素表明：在当前经济条件下，黄金本应处于低迷状态。

过去两个月，金价一路飙升，接连创下历史新高。

4月12日，在强劲成交量的助推下，纽约商业交易所(NYMEX)最活跃的6月黄金期货价格升至每盎司2,419美元，创下历史新高。此后价格有所回落，但仍保持在每盎司2,340美元左右的高位。

金价的强劲走势令许多长期关注黄金市场的人士心生困惑，股市繁荣，美元走强，美联储不会像市场观察人士年初预期的那样迅速或大幅降息，种种因素表明：在当前经济条件下，黄金本应处于低迷状态。

贵金属交易商Ausecure董事长、资深金属交易员Peter Thomas表示：“这与我所见过的行情完全相反。”

股市走强通常意味着投资者愿意承担风险，而黄金总是以突出的避险属性广受青睐，因此金价上涨着实令人意外。2024年迄今，金价已上涨11%，而标普500指数仅上涨了5%，金价涨幅已超过股市。

美联储维持高利率水平，推动美元走强。黄金以美元计价，所以在其他条件相同的情况下，美元和黄金的走势通常是相反的。此外，与固定收益产品不

同，黄金不支付利息，鉴于美国10年期国债收益率徘徊在5%以下，金价本应走弱。

推动金价上涨的因素有哪些？

黄金交易商同样好奇推动金价迭创新高的原因。市场观察人士表示，世界黄金协会的数据显示，场内基金以净流出为主，推动金价升温的并不是投资需求。

金属交易公司Dillion Gage总裁Terry Hanlon表示，在他看来，现货市场非常活跃，买卖双方数量均等。买家被坚挺的价格所吸引，而卖家则纷纷抛售其以低价购入的产品。

Hanlon称：“高价反而会吸引投资者，股价越涨，买的人越多。”

他说，地缘政治担忧、顽固的通货膨胀以及其他原因也会引发淘金热。

尽管Hanlon表示买卖双方都有交易，但其他贵金属交易商却表示，美国和欧洲的黄金卖家多于买家。Thomas称潜在买家比平时少。前黄金交易商、伦敦新闻和信息网站Metals Daily首席执行官Ross Norman表示，欧洲零售市场对黄金的需求也不旺盛。

他指出，美国铸币局和珀斯铸币厂每月发布的成交量数据证实了需求大幅下降的趋势。报告显示，两家铸币厂3月份的销售额分别下降了96%和80%。

Norman认为，其他实体也可能是金价飙升的背后推手。他表示期货成交量大幅增加，并指出，芝加哥商业交易所集团（CME集团）的数据显示，2024年迄今，纽约商业交易所的成交量较2023年同期增长了1,805.7%，均为机构购买。

央行购买量持续大增，过去两年一直对金价形成支撑。Norman还指出中国需求强劲，中国海关数据显示，2024年前三个月的黄金购买量同比增长了34%。他说，上海的黄金溢价非常高，为每盎司48美元，表明需求强劲。

除一直热衷于购金的中老年人外，千禧一代和Z世代也加入了抢金热潮，其中，一克左右、豌豆大小且价格实惠的“金豆”颇受欢迎。他说：“自2021年达到顶峰后，中国股市实际上已损失近一万亿美元。随着商业房地产和影子银行问题凸显，黄金仍然是极少数有投资价值的资产之一。”

金价是否还能进一步上涨仍不得而知。然而，咨询公司Leuthold Group前首席投资策略师、现已独立的Jim Paulsen指出了一种鲜为人知的相关性：黄金现货价格与标普500科技板块相对价格的日线图显示，自2018年以来，两者的相关系数为+0.94。他指出，自1971年起，黄金和科技股之间一直存在历史滚动相关性。

他说：“强正相关时期往往经济状况良好，股市业绩令人满意，经济和股市动荡时则呈现低正相关性。”

Paulsen认为，在当前的牛市中，投资者可能会购买黄金以分散投资。他说：“黄金与科技股的正相关性释放了积极的信号，仍有指标表明牛市尚未结束。”



## 波动性在原油市场占据主导地位

Lysianne Baudu

中东局势紧张令投资者忐忑不安，各方尽力避免局势升级，油价冲高回落。不过，高盛仍调整了对布伦特原油价格的预测，将2024年下半年和2025年布伦特原油价格预估分别上调至每桶86美元和每桶82美元，此前预估为每桶85美元和每桶80美元。

虽说原油市场也受供需关系影响，但由于中东局势前途未卜，武力威胁、舆论攻防战和报复行为占据了主导地位，造成诸多不确定性，引发价格波动。例如，2024年4月19日，因有报道称以色列袭击伊朗，原油价格应声上扬。全球基准布伦特原油期货价格升至每桶90.54美元，涨幅达3.94%，美国西德克萨斯中质原油（WTI）期货价格升至每桶86.09美元，上涨4.06%。在伊朗政府否认其影响后，布伦特原油价格回落至每桶86美元。总体而言，油价略有上涨：布伦特原油期货价格为87.29美元，WTI近月原油期货合约价格为83.14美元。

路透社援引咨询机构Matador Economics的经济学家Tim Snyder的话称，“中东地区政治局势常常出现

戏剧性变化，因此市场会快速涨跌。”4月1日，以色列轰炸伊朗驻叙利亚首都大马士革大使馆附属的领事建筑，作为回击，13日，伊朗向以色列发动无人机和导弹袭击，此后，投资者一直在密切关注伊朗的反应。动荡走向迄今晦暗不明，市场担忧情绪弥漫。中东紧张局势可能再度升级，各国可能会对伊朗实施更严厉、更具针对性的制裁，原油供应存在中断风险。

### 未来价格可能更高

这是否会导致未来波动性加大或价格上涨？4月18日，高盛修改了对布伦特原油价格的预测，将2024年下半年和2025年布伦特原油价格预估分别上调至每桶86美元和每桶82美元，此前预估为每桶85美元和每桶80美元。德国商业银行则预计布伦特原油价格



将达到每桶90美元至95美元的水平。BCA Research首席策略师Robert Ryan认为全球原油需求依然强劲，欧佩克+减产将提振油价，预计2024年布伦特原油均价将达到每桶98美元，下半年均价将超过100美元。

那么，油价会回归供需主导的局面吗？没那么快。分析师同样关注地缘政治紧张局势，并根据需求上升、欧佩克+减产导致供应受限的前景作出预测。瑞银分析师Giovanni Staunovo对路透社表示：“原油需求稳步增长，欧佩克+自愿减产协议延长后，原油供应将会受到限制。”3月初，以沙特阿拉伯和俄罗斯为首的欧佩克+成员国决定在第二季度继续削减原油供应。盛宝银行主管Ole Hansen表示，欧佩克+同意在6月末之前实施日均220万桶的自愿减产措施，从而“维持全球市场供应紧张状态并推高油价”。

但什么时候价格才算过高呢？4月19日，媒体报道称，国际货币基金组织预计欧佩克+将从7月开始增加原油产量。分析师估计，如果油价突破百元大关，欧佩克+拥有约600万桶/日的闲置产能可以释放，从而降低油价，防止价格上涨遏制需求。睿咨得能源公司高级副总裁Jorge León称：“原油市场拥有大型应急机制平息价格波动。”

### 伊朗、欧佩克+和中国备受关注

那么，伊朗的情况如何呢？伊朗是否会封锁霍尔木兹海峡，关闭这一承担全球约20%原油运输重任的海运通道？大多数专家认为这种可能性不大，因为伊朗同样依靠这条航道向其最大的客户中国运送原油。作为欧佩克成员国，伊朗目前的原油出口量创下六年来新高。美国Rapidan Energy Group地缘政治风险服务主管Fernando Ferreira在接受《金融时报》的采访时表示，尽管美国和欧盟正在准备实施新一轮的制裁，但“伊朗已经掌握了规避制裁的艺术”。

他补充道：“如果美国希望限制伊朗，就必须把焦点转移到中国。”目前，分析人士质疑限制伊朗原油流动措施的可行性，并指出拜登政府已经陷入困境。如果对伊朗实施更严厉的制裁，原油和汽油价格将会上涨，成为阻碍拜登成功连任的不利因素。

因此，供需关系未来可能再次成为价格主导因素。但在原油市场恢复平稳前，油价仍将波动。🔗





## 规模化养殖持续推进 产业格局呈现新特征

### ——湖南、河南地区生猪产业调研报告

戴一爽、鲁娟<sup>1</sup> / 大商所研究中心

近年来，生猪价格持续低迷，疫病长期存在，行业亏损期拉长而盈利期缩短，产业链各环节整体微利。在此背景下，企业行为日益谨慎，各环节降本增效，优胜劣汰。在行业中处于主导地位的养殖端驱使上下游跟随其发生改变，区域格局和价格特征出现新变化。

2018年非洲猪瘟疫情以后，我国生猪市场规模化进程加速，产业格局发生较大变化，生猪价格以往的周期性和季节性规律不再明显。2024年，生猪价格自2月份消费淡季便摆脱低迷出现上涨，市场普遍关心其下半年走势。生猪产业关乎国计民生，中央高度关注生猪产业发展和生猪价格波动。为更好了解生猪产业发展趋势、把握生猪周期变化规律并研判生猪价格未来走势，同时发挥期货市场服务生猪产业高质量

发展功能，大连商品交易所（以下简称大商所）组织京津冀地区17家会员单位及所内相关研究人员于7月8日至12日赴湖南和河南等地实地调研。根据调研情况，本文认为：下半年生猪供给平稳、需求回暖，预计猪价维持高位区间震荡；产业链各环节持续整合，养殖端整体盈利，行业日趋理性，规模化持续推进；屠宰端深陷亏损，企业面临“洗牌”风险；饲料端利润微薄，在养殖端带动下逐步向规模化迈进。

1.参与此次调研的大商所研究中心工作人员还有张立、姜琦。

## 一、调研区域及企业

湖南和河南两省的生猪生产与消费情况在全国范围内具有重要性和代表性,以上两省也是大商所生猪期货的重要交割地区,可以通过此两省情况以点带面了解全国生猪市场。一是两省均为生猪出栏大省,2022年分别出栏6 248万头和5 919万头,全国占比分别为8.93%和8.46%,位居全国前列。二是两地均为生猪调出大省,对周边地区生猪供应及价格影响较大,当地价格对市场信息的敏感度也较高。三是两地猪肉消费习惯及生猪生产模式有所差异,湖南和河南可分别代表南方和北方的情况。四是河南是生猪期货价格基准地,而湖南生猪期货交割量居全国前三名。

本次调研涉及10家生猪产业链上中下游企业,涵盖了4家不同规模及不同养殖模式的养殖场、4家不同规模的屠宰厂、1家专业饲料厂和1家动物保健企业。同时,本次调研还邀请了集团企业各业务条线的负责人(如集团养殖场的饲料和屠宰部门)、生猪调商共同参与,以提升调研充实度,并对各方信息进行交叉验证。

## 二、调研收获及研判

近年来,生猪价格持续低迷,疫病长期存在,行业亏损期拉长而盈利期缩短,产业链各环节整体微利。在此背景下,企业行为日益谨慎,各环节降本增效,优胜劣汰。在行业中处于主导地位的养殖端驱使上下游跟随其发生改变,区域格局和价格特征出现新变化。

**养殖端:** 2023年持续亏损和疫病使部分小规模企业和散户退出,虽然2024年养殖行业全面盈利,但是集团和规模企业整体谨慎,产能扩张放缓,部分中小散户转向二次育肥。调研企业反馈,2023年湖南生猪产能损失20%,河南生猪产能损失30%,主要以散户为主,且散户复养比例低。随着前期产能去化,2024年上半年生猪价格中枢抬升,同时饲料成本下

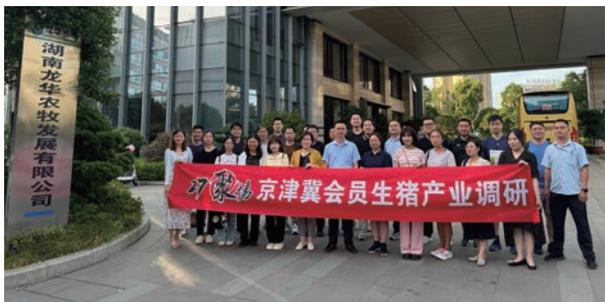
行,行业全面盈利,调研企业当前利润约为400元至500元/头。然而,调研企业表示未来不会继续大规模扩张,主要是考虑到疫病困扰、深度亏损和政策收紧等因素影响。小型企业和散户经历了长期亏损和疫病损失,对行业未来盈利水平缺乏信心,选择转型二次育肥和购买怀孕母猪等风险更低且操作更灵活的养殖模式。

**屠宰端:** 因产能长期过剩和2024年供需双弱挤压屠宰利润而遭受严重亏损,行业出现“洗牌”迹象,预计未来依附于上下游的集团屠宰厂和屠宰散户具有竞争优势。调研企业反馈,屠宰行业产能长期过剩,叠加2024年湖南和河南生猪供应受2023年疫病影响偏紧,同时终端需求受宏观经济偏弱、高价抑制和牛羊肉替代等影响表现不佳,屠宰亏损30元至60元/头。出于保客户、保开工率(降低单位折旧摊销成本)的考虑,调研企业表示即使亏损也要尽量开工,开工率在40%至60%不等。以上开工率只有优质企业才能达到,多数企业开工率估计在20%左右,河南地区已经有大型屠宰厂正在退出市场。预计未来依附于上游养殖或下游食品深加工企业的大规模屠宰厂因具有猪源和销售渠道等优势而存活,小规模屠宰散户因南方热鲜肉需求和低成本优势而存活,其他屠宰企业则可能被淘汰。

**饲料端:** 行业利润微薄、竞争激烈,在养殖端规模化倒逼下开始优胜劣汰。调研企业反馈,湖南地区生猪养殖散户退出导致饲料销量下滑30%至40%,对以小型企业和散户外销为主的饲料企业冲击较大,对规模养殖集团配套建设的饲料厂影响则较小。企业表示近两年长沙周边地区已经有不少饲料企业倒闭,企业数量由20多家降到5家。在市场激烈竞争下,饲料行业预计将随着养殖端散户退出而进一步规模化。养殖集团配套的饲料企业未来在市场中具有竞争优势,而向中小规模养殖场和散户销售为主的企业



7月8日上午，大商所研究中心调研团与唐人神肉制品及饲料部门负责人讨论交流产业动态



7月8日下午，大商所研究中心调研团在湖南龙华农牧发展有限公司调研生猪养殖行业情况



7月9日上午，大商所调研团在湖南长沙三旺饲料有限公司调研生猪饲料行业情况

可能被淘汰，或者通过调整饲料配方、转型经营模式等方式降本增效而得以继续经营。例如，为中小规模养殖场提供育肥段生猪代养服务，饲料厂收取饲料费用和代养费。

**二次育肥：**在经历多次一致性预期落空后，二育行为变得更加理性与灵活，对生猪价格的短期影响可能减小。调研企业表示，非瘟疫情后，生猪饲料、动保、屠宰等各个环节企业开始进入二次育肥行列。2022年和2023年，在市场的一致乐观情绪之下，二次育肥大规模补栏，但一致性预期落空后养殖群体遭受严重亏损。在经历了过去几年的市场低迷后，当前二次育肥的灵活度大大提升，呈现“短平快”的特点。例如，往年的二育通常是赌季节性行情，育肥周期为1至2个月，但今年的二育周期不固定，短则3天，长则1个月，养殖户有利润即出栏，不赌后市行情。数量上看，

当前二育数量低于2022年与2023年，且未出现二育集中上量情况，以滚动式入场和出栏为主。

**区域格局：**生猪产能受疫病和环保政策影响由北方向西南转移，导致区域价格特征发生改变，给大商所生猪期货区域升贴水设置带来一定困难。调研了解到，北方地区疫病防控和环保难度大，西南地区因地域特征而具有相对优势，南猪北养格局受此影响发生改变，部分产能从山东等省转向西南地区。山东和西南地区猪价水平发生逆转，山东猪价由2015年的全国后20%变为2024年的前15%，云南猪价由2015年的全国前20%变为2024年的全国后5%。现货价格区域特征的变化可能对生猪期货升贴水带来影响，需持续关注。生猪产能区域格局调整及区域价差频繁变化给大商所生猪期货区域升贴水设置带来较大困难，后续需及时跟踪调整优化。

### 三、调研总结及建议

当前生猪产业链主体既要面对来自外部的市场需求变化、疫病、政策调整等挑战,也要面对行业内部的激烈竞争与整合,市场形势日趋复杂,企业经营面临前所未有的困难。为提高市场竞争能力,增强产业链整体防风险能力,促进生猪产业高质量发展,企业希望在产业数据、风险保障和期货培训等方面获得支持。

一是方便快捷地获得全面的权威产业数据。希望国家相关部门加强各区域生猪市场动态信息监测,通过官方媒体和新型媒体等多种渠道持续发布生猪相关信息和数据,并提升数据发布频次和及时性,细化数据“颗粒度”,以帮助企业及时合理调整产能与出栏计划。企业反馈当前已经不能按照固有周期性和季节性经验安排生产经营,对生猪市场信息需求迫切。虽然生猪期货上市带动市场信息机构进一步发展,但是生猪产业过于庞大,各机构掌握的信息具有局限性。

二是获得更多风险保障。希望国家在更广范围内推动生猪死亡保险,将生猪养殖“保险+期货”纳入政策性农业保险体系,构建并完善生猪多层次风险管理体系,降低疫病和价格波动对养殖端造成的经济损失,避免产能大起大落,维持企业稳定经营和生猪市场平稳。企业表示,疫病将常伴养殖行业,虽然企业防疫水平已经有较大提升,但是仍不可避免遭受疫病损失;同时,企业面临的市场风险也在加大。

三是获得更为专业和系统的期货市场相关培训。企业反馈,生猪期货上市以来,价格发现与风险管理功能已经初步显现。当前产业内企业利用生猪期货的积极性有所提高,但是养殖产业链不同环节主体对期货的理解和应用不同,部分养殖企业因其所属集团具备参与期货经验而能快速学习并参与期货,部分二育主体对期货的接受和应用程度较高,但多数养殖企业和下游屠宰企业对期货认识不足,不具备参与能力。📌



长沙三旺饲料有限公司

## 凝众智 聚合力——“2+1牵手工程”开辟产业培育新路径

姚宜兵 / 期货日报

近年来,受地缘政治、经贸政策、气候变化等因素影响,全球大宗商品市场出现较大波动,国内一些企业,特别是中小微企业,承受的市场风险激增。面对采销价格的波动和行业竞争的加剧,不少企业抛弃了传统的“赚大钱”思想,更希望能“赚稳钱”。

风险管理是期货市场的重要功能之一,运用期货和期权工具应对市场波动,是解决企业上述需求的有效手段。虽然产业界对期货市场功能和作用的认识在不断深化,但现阶段依然有不少企业面对期货市场有些“手足无措”——他们既不熟悉各种策略和用法,也缺少相应的制度流程和人才队伍作为保障。针对这一问题,大商所探索推出了“2+1牵手工程”这一产业培育新模式,通过组织1家产融基地和1家期货公司组成期现团队,为1家意向参与或初入期货市场的产业企业(下称“实践企业”)提供针对性指导,“手把手”帮助实践企业迈出期现结合“第一步”。经过一年多多的培育,已有一批实践企业实现了从学到用的跨越,项目参与各方也对“2+1牵手工程”给予了充分认可。

### 风险管理需求亟待满足

位于陕西省渭南市的陕西丰仓原粮食产业开发有限公司(下称“丰仓原”)成立于2019年2月,是陕西省“专精特新企业”和西北五省最大的谷朮粉生产厂家,主要经营谷朮粉、食用酒精和高蛋白饲料的生产销售。玉米作为该企业生产上述产品的重要原料之一,其价格的变动直接影响到企业的经营利润,这也是让丰仓原管理层头疼的一个问题。

“偶尔也有听说过可以通过期货市场来应对价格波动,但是我们之前从未涉足过期货交易,完全是零基础的‘小白’,以为期货是碰不得的东西。而且陕西乃至整个西北地区,大家对期货市场的总体认知程度还是

比较低的,更别提真正用期货了,所以我们也是干着急,没啥好办法。”丰仓原副总经理郝新坦言道。

一些中游贸易商也面临类似的难题。上海鹿官实业有限公司(下称“鹿官实业”)成立于2014年,是一家主要面向国内市场经营玉米等谷类作物贸易的中小微企业,多年来主要通过上下游背对背锁价等传统的现货端操作模式来降低企业的运营风险,规模增长受到一定限制、对上下游产业的渗透度也相对有限。

然而近年来,不仅原料价格波动十分明显,产业链运营模式也发生较大变化,谷类贸易变得越来越难做。以饲料市场为例,期货日报记者了解到,部分下游饲料企业会选择跳过贸易商,直接与上游企业签订采购协议。这样不仅可以有效控制生产成本,还可从上游企业获得授信、拉长账期。还有部分下游头部企业甚至开始涉入贸易环节,导致行业竞争越发激烈,一些中小贸易商利润空间受到压缩,不得不黯然离场。

“我们已经充分认识到,在多元化转变的新业态时期,价格多变成为常态、经营风险也随之增加,企业必须要积极寻找出路,做风险管理不能只靠老办法。”鹿官实业总经理钱一非告诉记者。

### 产融基地言传身教

参与期货市场进行风险管理的意愿有了,但想要真正执行、做好其实并非易事——期货交易的专业度更高,思考角度和维度也与现货交易有很大的不同,如果能有“资深教师”传道授业自然再好不过。而在“带新人”方面,大商所产融培育基地无疑具有独特的优势。

记者了解到,产融培育基地多是相关产业的龙头企业,不仅现货经营规模化程度高,而且还有着丰富的参与期货市场的经验,其中不乏主板上市公司、国有企业。作为“过来人”,他们无疑能结合自身经历,

为想要踏入期货市场的“新人”提供支持和帮忙。因此，在“2+1牵手工程”中，产融培育基地是“2”中的关键一方。

在通过“2+1牵手工程”服务丰仓原的过程中，陕西粮农供应链管理集团有限公司（下称“陕粮农”）就很有针对性地设计了培训内容。据陕粮农“2+1”项目负责人高东梅介绍，理论培训是一方面，案例讲解也非常重要。“期货不是虚无缥缈的，而是可以切实拿来用的工具，所以我们会将之前经营过程中一些比较成功的案例拿来与丰仓原分享，比如去年5月我们通过买入套保降低采购成本的案例，我们详细分析了当时研判行情以及确定策略和时机的依据，帮助丰仓原直观了解套保操作的前前后后。”

在高东梅看来，丰仓原在接触期货市场过程中关心的许多问题和细节，都是陕粮农之前曾遇到过的。作为产融基地，在产业培育中一定要将心比心、要接地气，将自身的实践经验以通俗易懂的方式传递出去，带动更多陕西及西北企业实现业务合作、互利共赢。

对此，北大荒中垦（珠海）贸易有限公司（下称“北大荒珠海贸易公司”）谷物贸易部张文涛表示认同。他认为，龙头企业的发展能够带动产业链上下游中小微企业的共同繁荣，而中小微企业的发展也能够为龙头企业提供更加丰富的市场机会。因此，借助期货市场维护和优化龙头企业与中小微企业之间的关系，实现经营模式的普遍转型升级，对于推动产业链整体高质量发展至关重要。“‘2+1牵手工程’将产融基地和中小微企业联系了起来。‘产业企业’这一共同身份，使我们能够更加顺畅地与鹿官实业交流沟通，大大提升了产业培育工作的效果。”张文涛说。

此外记者还发现，在市场分析方面，产融基地也有自身独特的优势。不同于金融机构多以投资为导向开展研究工作，产融基地的研究更多是为了服务好现

货经营，期现结合得更加紧密。比如作为大商所产融基地，北京合益荣投资集团有限公司（下称“合益荣”）就安排旗下两家油脂企业为天津新航纪元食品科技有限公司（下称“新航纪元”）着重讲授了现货贸易中确定基差的方法，以及基差采购、销售的具体操作等，帮助新航纪元打好期现结合的基础。

### 期货公司悉心培育

在服务中小微企业风险管理的过程中，期货公司一直以来扮演着重要的角色。在国贸期货大连分公司总经理肖美玲看来，建章立制是每一家企业参与期货市场前必不可少的准备工作，而“2+1牵手工程”恰恰为意向参与企业提供了这样一段准备期。

“在培训过程中，我们帮助上海鹿官实业从无到有逐步建立起完备的风控体系，覆盖事前、事中和事后，确保他们能够做到在交易前充分研究行情、评估风险，在交易中注重策略执行、仓位控制、资金管理等等，有了这个基础，企业才能更加安全地使用期货工具。此外我们还与产融基地一道实地回访并现场答疑，帮助上海鹿官实业进一步将衍生工具拿稳用好。”肖美玲说。

事实上，多位期货公司专家告诉记者，个别企业期货端遭遇重大亏损，其根本原因就在于没有建立、执行相应的风控体系，导致交易从“套保”走样变成“投机”，与最初的目标背道而驰。而在“2+1牵手工程”中，中小微企业可以先从这些基础学起，不必急于开户交易，这种循序渐进、脚踏实地的节奏对“初学者”更加适合。

关于套保策略和交易讲授也是期货公司的“拿手好戏”。据银河期货相关负责人介绍，在去年的项目中，银河期货开始系统培育新航纪元学习各常用交易策略的运用场景和实际效果，如何对照盘面计算每日策略盈亏，如何结合行情判断设计与执行交易策略，以及相关的头寸管理、套保比例计算、动态套保与场

外期权策略设计等，帮助新航纪元真正将期货工具拿得住、用得好。

“如果只是组织一个一两天的培训，可能很多内容就只能停留在面上一带而过，而‘2+1牵手工程’是一个多月的专项培训，意味着我们能真正把套保干货传递给实践企业，实践企业也有时间去消化吸收，效果自然要更好。”该负责人说。

长安期货则在通过“2+1牵手工程”服务丰仓原的过程中，深入挖掘企业所需，不仅为丰仓原提供风险管理思路，还进一步帮助其进行业务规划，引导企业经营思维由单一的现货思维转变为双腿运行的期现思维。据长安期货项目负责人介绍，以此次培训为契机，项目参与各方还达成了新的商业合作协议，涉及行业机会共享、现货购销、供应链金融等方面，使得项目在推广期货工具应用的同时，助力产业企业盘活现货贸易、丰富经营模式，深化了期现市场联动。

#### 实践企业从学到用

有了“2+1牵手工程”打下的基础，实践企业纷纷开始尝试参与期货市场，探索期现结合经营新模式。

去年春季，新航纪元参与了某储备库的豆油轮换项目，需要先将库存油脂向外部出售，后再进行同样数量产品采购，实现库存轮换。据介绍，新航纪元将出库单价9350元/吨按照“期货盘面价+基差”的形式折算为Y2305+400元/吨，并通过分析市场供需情况，判断未来基差应当延续下行通道，因此制定了“做空基差”的期现结合套利策略，即在将储备货物出库销售的同时，买入期货进行套保，从而将期、现两端组合成一个空现货、多期货的“空”基差组合。当市场价格下降到Y2305+350元/吨时，及时采购现货入库，同时将期货头寸平仓。整个过程不仅规避了轮换过程中的价格变动风险，还获得了50元/吨的超额盈利。

之后，新航纪元还进一步申请参与了大商所的“企业风险管理计划”（下称“企风计划”），在期货公司的指导下，通过期货空单对2100吨豆油现货库存

进行套保，并同步买入看涨期权进一步对冲期货端的价格上涨风险。在2023年年底至2024年年初的持续下跌行情中，新航纪元在期货和期权端合计盈利约137万元，有效应对了库存豆油的贬值风险。

“‘2+1’和‘企风计划’这两个项目相衔接，让公司能够由浅入深。经过这一年多的学习和实践，我们感觉对期货、期权工具的理解更加深刻了，使用起来也更加得心应手。最重要的是，即使面对一些棘手的情况，我们也不会无所适从，知道可以通过期货市场来应对，公司经营的稳定性由此大大提升。”新航纪元相关业务负责人说道。

四川升鸡沟禽业有限公司（下称“升鸡沟禽业”）也以相似的方式迈出了套保第一步。升鸡沟禽业总经理高园告诉记者，公司在去年底尝试通过鸡蛋期货和场外期权为500余吨鸡蛋现货套保。在市场走弱的阶段，期货和期权端共计盈利11万元，完全弥补了现货亏损。他坦言，“2+1牵手工程”的理论课帮公司夯实了基础，“企风计划”的实践课则帮助公司真正迈出了期现结合操作的第一步。“现在我们已经能结合不同业务场景和市场情况更熟练地开展套保，也会在日常经营中关注分析期货价格以辅助生产和销售决策，希望未来在个性化期权组合策略构建和使用方面获得更多专业培训和支持。”

据悉，还有多家企业，以“2+1牵手工程”为起点，以“企风计划”为平台，开启了接触、参与期货市场的新航程。钱一非告诉记者，他对项目非常认可。“首先是更新了观念，对期货专业知识和风险管理理念都有了更深的认识。其次是梳理了需求，更加清楚公司有哪些业务场景需要与期货市场结合以及如何结合，比如利用期货对已购合同进行卖出套保，或者利用期权来降低采购成本、增厚贸易利润等。还有很重要的一点就是打牢了基础，建立起了配套的制度和体系。目前公司已经‘小试牛刀’，希望日后能把期货工具更加精准高效地融入现货经营之中。”

# 大商所携中大院举办中央企业金融衍生品业务培训 服务中央企业更好参与利用期货市场

姚宜兵 / 期货日报

为服务中央企业更好地参与利用期货市场、提升全产业链风险管理能力,7月1—5日,大商所与中国大连高级经理学院(简称中大院)联合举办“中央企业金融衍生品业务培训班”,来自粮油、钢铁、能化等领域的近50家中央企业和地方国有企业代表参加培训。

培训期间,来自监管部门、高校的专家学者围绕中央企业参与期货和衍生品业务的监管规定、期货市场法律制度和功能作用发挥等主题开展授课,来自央企、民企和外资实体经济的相关业务负责人结合公司实践分享了在各自领域利用期货和衍生品的典型模式和经验。

## 用好期货和衍生品 有效应对价格波动风险

近年来,大宗商品价格波动频繁,给实体企业的生产经营带来较大影响。授课专家认为,中央企业作为国民经济的脊梁,具有覆盖重点及支柱产业、生产贸易规模较大、产业链条完整等特点,有必要提升运用金融衍生品、期现结合管理风险水平,进而带动整个产业链健康协同发展。

中国农业大学经济管理学院教授、博士生导师,金鹏期货董事长常青和参训企业代表共同回顾了我国期货市场建设发展的历史,他认为,经过三十多年的规范发展,我国期货市场的功能作用不断显现,从最初的不被理解、充满争议,到今天成为众多实体企业通过风险管理而做大做强的重要工具,期货市场对我国经济转型和高质量发展提供了有效助力。“如今,越来越多的企业开始认识到不做套保才是最大的投机。”他表示。

近几年,面对大宗商品价格波动风险,越来越多的实体企业开始利用期货和衍生品市场开展套期保值,涌现出中粮集团等一批产融结合程度高、期货衍生品运用成熟的央企代表。在中粮油脂套期保值部总经理谢祁看来,中粮集团不断发展壮大并成为全球国际粮食企业的过程中,期现一体化发展策略发挥了重要作用。

“期现结合发展已是大型企业的普遍共识和做法。”谢祁表示,期现市场的连通使粮食、油脂产业链企业的横向、纵向联系更为紧密,大大增强了产业韧性,切实帮助中粮集团对冲价格波动风险,提高了抗风险能力与国际竞争力。

“2008年全球金融危机之后,期货市场品种工具数量大幅增加,期货市场的风险管理和定价的作用日益突出。”嘉吉风险管理亚太区负责人、高级董事总经理董宇昕表示,面对持续变化的市场形势,企业应当建立新型业务模式,将期货市场功能与现货企业生产经营全过程紧密结合,企业由被动承受风险转变为主动选择与管理风险,通过期货和衍生品锁定成本和利润,保障企业稳健经营。

## 结合生产经营实际 掌握科学参与方法

企业是产融结合的细胞。近年来,实体企业对期货工具的认识逐渐成熟,越来越多实体企业开始主动参与期货市场,利用先进工具规避风险、提升效益,并在期货和衍生品应用方面持续探索,积累了丰富的实践经验。

作为化工行业龙头企业的恒力集团,多年来注重利用科学的方法参与期货市场,企业生产经营风险管

控能力大大提升。该集团衍生品研究院院长管大宇认为,企业参与利用期货市场要从风险管理需求根本出发,理解并运用套期保值策略。

他进一步解释说,根据需求产生原因的不同,套期保值可分为主动套保和被动套保,前者是贸易商为了降低风险或扩大规模,在采购商品后寻找合适的基差时点,主动采取的风险对冲方式;后者则是在某商品供需出现时空错配且对价格形成较大扰动时,产业企业被动将供应、库存或者未来的需求在衍生品市场上建立相反的头寸的风险管理行为。

对参训人员普遍关注的期货期权等工具选择问题,管大宇表示,期货是企业套保的主要工具,期权则具有运用更灵活、组合更多样的特点,企业可以围绕基差结构、敞口方向、资金缺口、采销需求等因素,对工具的选择进行全方位考量,循序渐进、因地制宜制定套期保值策略。

常青结合从业和研究经历,将企业套保的根本逻辑归结为建立在价格发现和风险管理这两项期货市场基本功能之上、对“价格波动的不完全可知性”和“企业规模化与可持续经营”的需求。

在董宇昕看来,套期保值是企业运营风险管理的主要手段,其核心是敞口头寸的规模管控和结构管控。其中,敞口头寸的规模管控是根本,即根据采购、销售(生产)的需求,同时结合所经营商品的价格趋势和季节性波动规律,在不同价格状态下,通过对敞口保有比例的相应调节,从而获取既定的利润,规避运营风险。敞口头寸的结构管理则是利用期货及衍生品价格结构优化头寸结构,不同价格走势对应不同的敞口保有比例,特别是当现货销售速度放缓或违约可能性提升时,应迅速将相应头寸转到期货市场。

“企业经营者应当学会通过对敞口头寸、现货头寸和期货头寸分布的掌握,按照期货市场的当期结算

价计算现货市场盈亏情况、期货各品种综合盈亏情况。”董宇昕说。

谢祁表示,企业做好套期保值业务的核心条件是在内部建立期现结合为核心的风控和评价体系,管理层和决策者要充分理解期货和衍生品,为套期保值提供资金、人才等系统支持。从外部来说,完备的期货品种体系和成熟的市场环境同样不可或缺。

#### 深化央企国企服务 助力实体经济高质量发展

期货和衍生品法明确提出,国家鼓励利用期货市场和衍生品市场从事套期保值等风险管理活动,体现了国家对期货市场多方位服务实体经济的肯定和支持。国资管理部门也鼓励国有企业在依法合规、风险可控的前提下开展期货和衍生品业务,同时在强化集团管控、完善风控体系、规范业务操作、建立报告机制等方面明确了监管要求。国内期货市场品种工具体系不断完善、服务模式不断丰富,为更多国有企业开展套期保值对冲价格风险提供了机会。

中大院党委副书记、纪委书记贺建飞表示,期货和衍生品市场作为现代金融市场的重要组成部分,对中央企业的风险管理、资产配置和资本运作具有重要意义。自2019年至今,中大院已经举办了五次“中央企业金融衍生业务培训班”活动,培训中央企业中高级管理人员超过200人次。通过持续深入开展期货和衍生品培训,深化中央企业对金融衍生品工具和期货市场的认识和理解,为中央企业参与期货市场提供了有力保障。

在交流活动中,相关参会企业代表对期货日报记者表示,通过参加集中培训,进一步认识到合理利用期货工具对企业风险管理和提升竞争力的重要意义,对期现结合的应用场景、理念和模式有了更深的理解,今后将更主动关注和参与期货市场,在风险管理的道路上走得更稳、更远。

据了解，近年来，大商所坚持“服务面向实体经济、创新紧跟市场需求”的理念，持续优产品、拓市场、强服务，不断拓宽服务实体经济的广度和深度，推动市场逐步发展成为产业企业稳定经营的“好帮手”。2023年，参与大商所交易的产业客户数量和产业客户日均持仓量同比分别增长21%和37%，越来越多的产业企业在大商所的宣传和带动下，萌发出了合理规划有效利用期货衍生工具管理生产经营风险的宝贵意识。

为了让更多产业客户了解期货市场、应用期货工具，大商所通过“DCE·产业行”“龙头企业一对一”等品牌活动，有重点、有节奏、有体系地深化产业服务。2023年，大商所累计在全国举办了近1600场

“DCE·产业行”等市场活动，充分发挥140家产融基地“大手拉小手”的示范带动作用，形成了企业培育企业的良性局面。与此同时，大商所还通过持续开展“企业风险管理计划”，为600余家企业尝试应用期货衍生工具管理生产经营风险提供了实践平台。

大商所党委委员、副总经理程伟东表示，下一步，大商所将坚持产品创新和合约优化并重的原则，持续做好市场建设，扎实开展产业服务工作，帮助包括中央企业和地方国有企业在内的各类实体企业正确认识期货市场的功能作用，将期货衍生工具合理规范有效地融入日常生产经营，努力打造为产业而生、随产业而动的市场生态，更好地助力实体经济高质量发展。🌀



交易培训  
Trader Training

## 期权希腊字母：度量风险的四种因素

## Option Greeks: The 4 Factors to Measure Risk

An option's price can be influenced by a number of factors that can either help or hurt traders depending on the positions they take. Successful traders understand the factors that influence options pricing, which include the so-called Greeks. They are a set of risk measures named after the Greek letters that denote them, which indicate how sensitive an option is to time-value decay, changes in implied volatility, and movements in the price of its underlying security.

These four primary Greek risk measures are known as an option's delta, gamma, theta, and vega. Below, we examine each in greater detail.

### KEY TAKEAWAYS

- An option's Greeks describe its various risk parameters.
- Delta is a measure of the change in an option's price or premium resulting from a change in the underlying asset, while theta measures its price decay as time passes.
- Gamma measures the delta's rate of change over time, as well as the rate of change in the underlying asset, and helps forecast price moves in the underlying asset.
- Vega measures the risk of changes in implied volatility or the forward-looking expected volatility of the underlying asset price.
- Theta measures time decay in the value of an option or its premium.

### Understanding Options Contracts

Options contracts are used for hedging a portfolio.

That is, the goal is to offset any potential unfavorable moves in other investments. Options contracts are also used to speculate on whether an asset's price might rise or fall. In short:

- A call option gives the option holder the right to buy the underlying asset
- A put option allows the holder to sell the underlying asset

Options can be exercised, meaning they can be converted to shares of the underlying asset at a specified price called the strike price. Every option has an end date called an expiration date, and a cost or value associated with it called the premium. The premium or price of an option is usually based on an option pricing model, like Black-Scholes, which leads to fluctuations in price.

### Volatility

How much an option's premium, or market value, fluctuates leading up to its expiration is called volatility. Price fluctuations can be caused by any number of factors, including the financial conditions of the company, economic conditions, geopolitical risks, and moves in the overall markets.

Implied volatility represents the market's view of the likelihood that an asset's price will change. Investors use implied volatility to forecast or anticipate future moves in the security or stock and in the option's price. If volatility is expected to increase, meaning implied volatility is rising, the premium for an option will likely increase as well.

### Profitability

There are a few terms that describe whether an option is profitable or unprofitable. When comparing the strike price to the price of the underlying stock or asset, if the difference results in a profit, that amount is called the intrinsic value.

- An at-the-money option means that the option's strike price and the underlying asset's price are equal
- An in-the-money option means that a profit exists because the option's strike price is more favorable than the underlying asset's price
- An out-of-the-money (OTM) option means that no profit exists when comparing the option's strike price to the price of the underlying asset

For example, a call option that's out-of-the-money means the underlying price is less than the strike price. On the other hand, a put option is OTM when the underlying's price is higher than the strike price.

Greeks are usually viewed in conjunction with an option price model to help understand and gauge associated risks.

### Influences on an Option's Price

Table 1 below lists the major influences on both a call and put option's price. The plus or minus sign indicates an option's price direction resulting from a change in one of the listed variables. For example, when there is a rise in implied volatility, there is an increase in the price of an option as long as other variables remain static.

Table 1: Major Influences on an Option's Price

Options	Increase in Volatility	Decrease in Volatility	Increase in Time to Expiration	Decrease in Time to Expiration	Increase in the Underlying	Decrease in the Underlying
Calls	+	-	+	-	+	-
Puts	+	-	+	-	-	+

Bear in mind that results differ depending on whether a trader is long or short. If a trader is long on a call option, a rise in implied volatility becomes favorable. That's because higher volatility is typically priced into the option premium. On the other hand, if a trader establishes a short call option position, a rise in implied volatility will have an inverse (or negative) effect.

The writer of a naked option, whether a put or a call, would not benefit from a rise in volatility because writers want the price of the option to decline. Writers are sellers of options. When a writer sells a call option, the writer doesn't want the stock price to rise above the strike because the buyer would exercise the option if it does. In other words, if the stock's price rose high enough, the seller would have to sell shares to the option holder at the strike price when the market price was higher.

Sellers of options get paid a premium to help compensate for the risk of having their options exercised against them. Selling options is also called shorting.

Tables 2 and 3 present the same variables in terms of long and short call options (Table 2) and long and short put options (Table 3). Note that a decrease in implied volatility, reduced time to expiration, and a fall in the price of the underlying security will benefit the short call holder. At the same time, an increase in volatility, a greater time remaining on the option, and a rise in the underlying will benefit the long call holder.

Table 2: Major influences on a Short and Long Call Option's Price

Call Options	Increase in Volatility	Decrease in Volatility	Increase in Time to Expiration	Decrease in Time to Expiration	Increase in the Underlying	Decrease in the Underlying
Long	+	-	+	-	+	-
Short	-	+	-	+	-	+

A short put holder benefits from a decrease in implied volatility, a reduced time remaining until expiration, and a rise in the price of the underlying security, while a long put holder benefits from an increase in implied volatility, a greater time remaining until expiration, and a decrease in the price of the underlying security.

Table 3: Major Influences on a Short and Long Put Option's Price

Put Options	Increase in Volatility	Decrease in Volatility	Increase in Time to Expiration	Decrease in Time to Expiration	Increase in the Underlying	Decrease in the Underlying
Long	+	-	+	-	-	+
Short	-	+	-	+	+	-

Interest rates play a negligible role in a position during the life of most option trades. However, rho, which is a lesser-known Greek, measures the impact of changes in interest rates on an option's price. Higher interest rates typically make call options more expensive and put options less expensive—all other things being equal.

All of the above provides context for an examination of the risk categories used to gauge the relative impact of these variables. Keep in mind that the Greeks help traders to project changes in an option's price.

### The Greeks

Table 4 describes the four primary risk measures—the Greeks—that a trader should consider before opening an option position.

Table 4: The Main Greeks

Delta	Gamma	Theta	Vega
Measures impact of a change in the price of underlying	Measures the rate of change of delta	Measures impact of a change in time remaining	Measures impact of a change in volatility

### Delta

Delta measures the change in an option's price (that is, the premium of an option) resulting from a change in the underlying security. The value of the delta ranges from -100 to 0 for puts and 0 to 100 for calls (-1.00 and 1.00 without the decimal shift, respectively). Puts generate a negative delta because they have a negative relationship with the underlying security—that is, put premiums fall when the underlying security rises, and vice versa.

Call options have a positive relationship with the price of the underlying asset. If its price rises, so does the call premium, provided there are no changes in other variables such as implied volatility or time remaining until expiration. If the price of the underlying asset falls, the call premium will also decline, provided all other things remain constant.

A good way to visualize delta is to think of a race track. The tires represent the delta, and the gas pedal represents the underlying price. Low delta options are like race cars with economy tires. They won't get a lot of traction when you rapidly accelerate. On the other hand, high delta options are like drag racing tires. They provide a lot of traction when you step on the gas. Delta values closer to 1.00 or -1.00 provide the highest levels of traction.

### Example of Delta

Suppose one OTM option has a delta of 0.25, and another in-the-money option has a delta of 0.80. A \$1 increase in the price of the underlying asset will lead to a \$0.25 increase in the first option and a \$0.80 increase in the second option. Traders looking for the greatest traction may want to consider high deltas, although these options tend to be more expensive in terms of their cost basis since they're likely to expire in the money.

An at-the-money option, meaning the option's strike price and the underlying asset's price are equal, has a delta value of approximately 50 (0.5 without the decimal shift). That means the premium will rise or fall by half a point with a one-point move up or down in the underlying security.

In another example, if an at-the-money wheat call option has a delta of 0.5 and wheat rises by 10 cents, the premium on the option will increase by approximately 5 cents ( $0.5 \times 10 = 5$ ) or \$250 (each cent in a premium is worth \$50).

Delta changes as the options become more profitable or in-the-money. In-the-money means that a profit exists due to the option's strike price being more favorable to the underlying asset's price. As the option gets further in the money while delta approaches 1.00 on a call and -1.00 on a put with the extremes eliciting a one-for-one relationship between changes in the option price and changes in the price of the underlying.

The option effectively behaves like the underlying security in terms of price changes at delta values of -1.00 and 1.00. This behavior occurs with little or no time value as most of the value of the option is intrinsic.

### Probability of Being Profitable

Delta is commonly used when determining the likelihood of an option being in-the-money at expiration. For example, an out-of-the-money call option with a 0.20 delta has roughly a 20% chance of being in-the-money at expiration, whereas a deep-in-the-money call option with a 0.95 delta has a roughly 95% chance of being in-the-money at expiration.

The assumption is that the prices follow a log-normal distribution, like a coin flip.

This generally means traders can use delta to measure the directional risk of a given option or

options strategy. Higher deltas may be suitable for higher-risk, higher-reward strategies that are more speculative, while lower deltas may be ideally suited for lower-risk strategies with high win rates.

### Delta and Directional Risk

Delta is also used when determining directional risk. Positive deltas are long (buy) market assumptions, negative deltas are short (sell) market assumptions, and neutral deltas are neutral market assumptions.

When you buy a call option, you want a positive delta since the price will increase along with the underlying asset price. When you buy a put option, you want a negative delta where the price will decrease if the underlying asset price increases.

Three things to keep in mind with delta:

1. Delta tends to increase closer to expiration for near or at-the-money options.
2. Delta is further evaluated by gamma, which is a measure of delta's rate of change.
3. Delta can also change in reaction to implied volatility changes.

### Gamma

Gamma measures the rate of changes in delta over time. Since delta values are constantly changing with the underlying asset's price, gamma is used to measure the rate of change and provide traders with an idea of what to expect in the future. Gamma values are highest for at-the-money options and lowest for those deep in- or out-of-the-money.

While delta changes based on the underlying asset price, gamma is a constant that represents the rate of change of delta. This makes gamma useful for determining the stability of delta, which can be used to determine the likelihood of an option reaching the strike price at expiration.

Suppose that two options have the same delta value, but one option has a high gamma, and one has a low gamma. The option with the higher gamma will have a higher risk since an unfavorable move in the underlying asset will have an oversized impact. High gamma values mean that the option tends to experience volatile swings, which is a bad thing for most traders looking for predictable opportunities.

A good way to think of gamma is the measure of the stability of an option's probability. If delta represents the probability of being in-the-money at expiration, gamma represents the stability of that probability over time.

An option with a high gamma and a 0.75 delta may have less of a chance of expiring in-the-money than a low gamma option with the same delta.

### Example of Gamma

Table 5 shows how much delta changes following a one-point move in the price of the underlying asset. When call options are deep out-of-the-money, they generally have a small delta because changes in the underlying generate tiny changes in pricing. However, the delta becomes larger as the call option gets closer to the money.

Table 5: Example of Delta After a One-Point Move in the Price of the Underlying Asset

Strike Price	925	926	927	928	929	930	931	932	933	934
P/L	425	300	175	50	-75	-200	-325	-475	-600	-750
Delta	-48.36	-49.16	-49.96	-50.76	-51.55	-52.34	-53.13	-53.92	-54.70	-55.49
Gamma	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80	-0.79	-0.79	-0.79	-0.79	-0.78	-0.78
Theta	45.01	45.11	45.20	45.28	45.35	45.40	45.44	45.47	45.48	45.48
Vega	-96.30	-96.49	-96.65	-96.78	-96.87	-96.94	-96.98	-96.99	-96.96	-96.91

In Table 5, delta is rising as we read the figures from left to right, and it is shown with values for gamma at different levels of the underlying. The column show-

ing profit/loss (P/L) of -200 represents the at-the-money strike of 930, and each column represents a one-point change in the underlying asset.

At-the-money gamma is -0.79, which means that for every one-point move of the underlying, delta will increase by exactly 0.79. (For both delta and gamma, the decimal has been shifted by two digits by multiplying by 100.)

If you move right to the next column, which represents a one-point move higher to 931 from 930, you can see that delta is -53.13, an increase of 0.79 from -52.34. Delta rises as this short call option moves into the money, and the negative sign means that the position is losing because it is a short position. (In other words, the position delta is negative.) Therefore, with a negative delta of -51.34, the position will lose 0.51 (rounded) points in premium with the next one-point rise in the underlying.

There are some additional points to keep in mind about gamma:

1. Gamma is the smallest for deep out-of-the-money and deep-in-the-money options.
2. Gamma is highest when the option gets near the money.
3. Gamma is positive for long options and negative for short options.

### Theta

Theta measures the rate of time decay in the value of an option or its premium. Time decay represents the erosion of an option's value or price due to the passage of time. As time passes, the chance of an option being profitable or in-the-money lessens. Time decay tends to accelerate as the expiration date draws closer because there's less time left to earn a profit from the trade.

Theta is always negative since time moves in the same direction. As soon as an option is purchased by a trader, the clock starts ticking, and the value of

the option immediately begins to diminish until it expires, worthless, at the predefined expiration date.

Theta is good for sellers and bad for buyers. A good way to visualize it is to imagine an hourglass in which one side is the buyer, and the other is the seller. The buyer must decide whether to exercise the option before time runs out. But in the meantime, the value is flowing from the buyer's side to the seller's side of the hourglass. The movement may not be extremely rapid, but it's a continuous loss of value for the buyer.

Theta values are always negative and will always have a zero time value at expiration since time only moves in one direction, and time runs out when an option expires.

### Example of Theta

An option premium that has no intrinsic value will decline at an increasing rate as expiration nears.

Table 6 shows theta values at different time intervals for an S&P 500 Dec at-the-money call option. The strike price is 930.

As you can see, theta increases as the expiration date gets closer (T+25 is expiration). At T+19 (six days before expiration), theta has reached 93.3, which in this case tells us that the option is now losing \$93.30 per day, up from \$45.40 per day at T+0 when the hypothetical trader opened the position.

Table 6: Example of Theta values for short S&P Dec 930 call option

	T+0	T+6	T+13	T+19
Theta	45.4	51.85	65.2	93.3

Theta values appear smooth and linear over the long-term, but the slopes become much steeper for at-the-money options as the expiration date grows near. The extrinsic value or time value of the in- and out-of-the-money options is very low near expiration because the likelihood of the price reaching the strike price is low.

In other words, there's a lower likelihood of earning a profit near expiration as time runs out. At-the-money options may be more likely to reach these prices and earn a profit, but if they don't, the extrinsic value must be discounted over a short period.

Some additional points about theta to consider when trading:

1. Theta can be high for out-of-the-money options if they carry a lot of implied volatility.
2. Theta is typically highest for at-the-money options since less time is needed to earn a profit with a price move in the underlying.
3. Theta will increase sharply as time decay accelerates in the last few weeks before expiration and can severely undermine a long option holder's position, especially if implied volatility declines at the same time.

### Vega

Vega measures the risk of changes in implied volatility or the forward-looking expected volatility of the underlying asset price. While delta measures actual price changes, vega is focused on changes in expectations for future volatility. Higher volatility makes options more expensive since there's a greater likelihood of hitting the strike price at some point.

Vega tells us approximately how much an option price will increase or decrease given an increase or decrease in the level of implied volatility. Option sellers benefit from a fall in implied volatility, but it is just the reverse for option buyers.

It's important to remember that implied volatility reflects price action in the options market. When option prices are bid up because there are more buyers, implied volatility will increase.

Long option traders benefit from pricing being bid up, and short option traders benefit from prices being bid

down. This is why long options have a positive vega, and short options have a negative vega. Traders can employ a vega neutral position to offset the implied volatility of the underlying asset.

Additional points to keep in mind regarding vega:

1. Vega can increase or decrease without price changes of the underlying asset due to changes in implied volatility.
2. Vega can increase in reaction to quick moves in the underlying asset.
3. Vega falls as the option gets closer to expiration.

### Minor Greeks

In addition to the main Greek risk factors described above, options traders may also look to other, more nuanced risk factors. One example is rho, which represents the rate of change between an option's value and a 1% change in the interest rates. This measures sensitivity to interest rates.

Assume a call option has a rho of 0.05 and a price of \$1.25. If interest rates rise by 1%, the value of the call option will increase to \$1.30, all else being equal. The opposite is true for put options. rho is greatest for at-the-money options with long times until expiration.

Some other minor Greeks that aren't discussed as often include lambda, epsilon, vomma, vera, speed, zomma, color, and ultima.

These minor Greeks are second- or third-derivatives of the pricing model and affect things such as the change in delta with a change in volatility and so on. They are increasingly used in options trading strategies as computer software can quickly compute and account for these complex and sometimes esoteric risk factors.

### What Are the Greeks in Options?

Option Greeks are financial metrics that traders can use to measure the factors that affect the price of an options contract. The main Greeks are delta, gamma, theta, and vega. You can use delta to determine how much an option's price will change for every \$1 that

changes in the price of the underlying asset. Gamma indicates how much delta will change when the underlying asset price changes. Theta measures the daily drop in an option's price as it nears expiration as long as everything else remains the same. Vega helps investors understand how sensitive an option is to major price changes in the underlying asset.

### What Factors Affect Options Pricing?

Options pricing can be affected by several different factors. These include the strike price and the price of the underlying asset, the total time until the option's expiration date, interest rates, and volatility.

### Are Options Contracts Risky?

An option is a financial contract between two parties who agree that the buyer can buy or sell the underlying asset. Keep in mind that there is no obligation to make the sale or purchase. Options contracts come with their own inherent set of risks just like any other investment, such as stocks and bonds. For instance, as the holder of an options contract, you risk losing your principal investment. You can also lose money because these financial instruments come with high fees. And if you don't find a buyer for the contract by its expiration date, you may end up with

### The Bottom Line

The Greeks help to provide important measurements of an option position's risks and potential rewards. Once you have a clear understanding of the basics, you can begin to apply this to your current strategies. It is not enough to just know the total capital at risk in an options position. To understand the probability of a trade making money, it is essential to be able to determine a variety of risk-exposure measurements.

Since conditions are constantly changing, the Greeks provide traders with a means of determining how sensitive a specific trade is to price fluctuations, volatility fluctuations, and the passage of time. Combining an understanding of the Greeks with the powerful insights the risk graphs provide can take your options trading to another level. 

## 新合约点评

合约名称：**WTI年度现金结算合约**

发布机构：纽约商业交易所

## 纽约商业交易所 (NYMEX)

合约名称	WTI年度现金结算合约
期货/期权	期货
合约规模	1,000桶
起始日期	2024年4月15日
交割类型	现金结算

自2024年4月14日(星期日)起生效, 2024年4月15日(星期一)开始交易, 待商品期货交易委员会(CFTC)所有相关监管审查期结束后, 纽约商业交易所将上市三个原油期货合约, 以上合约在CME Globex电子平台上市交易, 并通过CME ClearPort清算。该合约是对交易所现有WTI现金结算期货合约的补充。



# 合约名称：TTF天然气月度期货合约

发布机构：欧洲能源交易所

欧洲能源交易所 (EEX)	
合约名称	TTF天然气(美元/百万英热单位)月度合约
期货/期权	期货
合约规模	10,000百万英热单位
起始日期	2024年4月15日
交割类型	现金结算

作为快速发展的全球性大宗商品，目前全球超过50%的液化天然气(LNG)以期货形式进行交易。亚洲和欧洲需求不断增长，液化天然气供应吃紧，短期内价格可能会有显著波动。面对由此产生的价格风险，欧洲能源交易所现有两类产品帮助客户管理相关风险，月度期货就是其中之一。

欧洲能源交易所TTF天然气月度期货合约(以美元/百万英热单位计价)每月到期，根据欧洲能源交易所TTF到期月份指数(以美元/百万英热单位计价)进行现金结算。以美元/百万英热单位计价的TTF已成为欧洲液化天然气进口的首选定价基准，并用于该地区以外的液化天然气相关交易策略。



## 合约名称：迷你欧洲碳排放期货合约

发布机构：洲际交易所能源交易平台

洲际交易所能源交易平台 (ICE Endex)	
合约名称	迷你欧洲碳排放期货合约
期货/期权	期货
合约规模	100份二氧化碳配额
起始日期	2024年4月22日
交割类型	实物交割

洲际交易所 (ICE) 表示，其推出的首个小型欧盟碳配额 (EUA) 期货有助于推动其环保类产品组合的增长，此前该市场成交量达到两年来最高水平。

洲际交易所4月推出迷你EUA期货，每份合约规模为100吨，为其标准欧洲合约的十分之一。洲际交易所不断完善其环保类产品组合，旨在刺激交易需求。交易所数据显示，3月和第一季度的成交量均达到自2021年末以来的最高水平，日均成交量分别为94,000手和82,000手。

洲际交易所公用事业市场总经理Gordon Bennett 在一份声明中表示：“作为全球最大、流动性最强的碳市场，欧盟将继续发挥其对国际碳市场的影响力，随着国际航空碳抵消和减排机制 (CORSIA) 和迷你EUA期货的加入，洲际交易所将为客户提供更多工具，使其承担碳排放风险，为碳成本定价。”

洲际交易所表示，小型合约旨在帮助航运业用户在管理运输和商品风险之余也能管理碳排放风险。

上个月洲际交易所位于阿姆斯特丹的能源交易平台 (Endex) 的EUA期货成交量较2023年3月增加3%，达920,646份合约。按相同基础计算，2024年第一季度成交量增长15%，达240万手。洲际交易所表示，2023年全年及2024年第一季度其欧洲碳配额市场参与度亦创下历史新高。🔗



数据统计



各洲商品衍生品交易量 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

地区	交易量 (手)
亚洲	779,803,556
欧洲	177,016,756
北美洲	146,352,040
南美洲	602,401
非洲	349,689
大洋洲	139,332



中国内地商品衍生品交易量 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

交易所	交易量 (手)
郑州商品交易所	258,865,324
大连商品交易所	206,161,685
上海期货交易所	199,904,277
广州期货交易所	18,795,390
上海国际能源交易中心	11,128,844



美国商品衍生品交易量 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

交易所	交易量 (手)
纽约商业交易所 (NYMEX)	54,916,216
洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	35,478,029
芝加哥期货交易所 (CBOT)	32,844,195
纽约商品交易所 (COMEX)	18,116,114
芝加哥商业交易所 (CME)	4,032,303
Nodal交易所	740,309
明尼阿波利斯谷物交易所 (MGE)	220,302
北美衍生品交易所 (Nadex)	4,369
FairX	203



欧洲商品衍生品交易量 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

地区	交易量 (手)
俄罗斯	82,236,535
英国	82,151,527
土耳其	8,355,201
法国	2,763,449
德国	1,491,318
瑞典	18,696
匈牙利	30



## 全球农产品期货期权交易量前十名 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
豆粕期货	大连商品交易所	38,420,595
菜籽粕期货	郑州商品交易所	22,187,534
棕榈油期货	大连商品交易所	16,675,284
菜籽油期货	郑州商品交易所	16,528,614
豆油期货	大连商品交易所	13,032,379
玉米期货	大连商品交易所	12,430,649
鸡蛋期货	大连商品交易所	11,466,449
天然橡胶期货	上海期货交易所	10,190,382
白糖期货	郑州商品交易所	9,161,733
玉米期货	芝加哥期货交易所	8,581,043



## 全球金属期货期权交易量前十名 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
锰硅期货	郑州商品交易所	46,558,874
白银期货	上海期货交易所	43,715,266
螺纹钢期货	上海期货交易所	32,093,538
硅铁期货	郑州商品交易所	12,548,584
工业硅期货	广州期货交易所	11,059,977
热轧卷板期货	上海期货交易所	9,179,119
白银期权	上海期货交易所	9,075,931
铝期货	上海期货交易所	8,933,815
铁矿石期货	大连商品交易所	8,887,434
精炼银期货	莫斯科交易所 (MOEX)	8,822,248



## 全球能源期货期权交易量前十名 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
亨利港天然气期货	莫斯科交易所 (MOEX)	62,751,800
原油期货	印度多种商品交易所 (MCX)	36,568,062
布伦特原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	25,621,530
WTI原油期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	18,822,665
天然气期权	印度多种商品交易所 (MCX)	18,588,559
北美天然气期货	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	16,690,866
燃料油期货	上海期货交易所	12,536,516
亨利港天然气期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	11,828,066
北美天然气和电力期权	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	8,895,394
WTI原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	7,866,861



## 全球化工期货期权交易量前十名 (月度)

2024年5月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
PVC期货	大连商品交易所	33,019,301
纯碱期货	郑州商品交易所	32,118,968
玻璃期货	郑州商品交易所	21,902,296
甲醇期货	郑州商品交易所	18,875,320
PTA期货	郑州商品交易所	14,494,488
苯乙烯期货	大连商品交易所	8,604,151
聚丙烯期货	大连商品交易所	8,180,515
LLDPE期货	大连商品交易所	7,309,788
纯碱期权	郑州商品交易所	6,178,887
尿素期货	郑州商品交易所	6,072,208

## 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5月 数据来源：FIA

地区	交易量 (手)
欧洲	133,714,668
亚洲	94,357,460
北美洲	82,922,804
大洋洲	132,053
南美洲	9,174
非洲	1,079



## 全球能源衍生品交易量前五名的交易所 (月度)

2024年5月 数据来源：FIA

交易所	交易量 (手)
莫斯科交易所 (MOEX)	67,989,456
印度多种商品交易所 (MCX)	61,160,192
洲际交易所欧洲分部 (ICE EU)	55,399,689
纽约商业交易所 (NYMEX)	53,967,343
洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	28,213,399

## 大商所调整期权合约挂牌规则

6月21日,大商所发布关于修改期权合约行权价格等条款的公告,明确自2024年8月2日结算时起,修改后的期权合约挂牌规则正式施行。

根据公告,相关规则修改后,期权合约将按照“近密远疏”原则挂牌。具体来说,对近6个自然月对应的期权,按照现有行权价格间距挂牌合约;第7个及随后自然月对应的期权合约,按照2倍于现有行权价格间距进行挂牌。

据期货日报记者了解,2017年境内首个商品期权——豆粕期权上市后,大商所在所有期权合约月份均采用相同行权价格间距的挂牌方式并沿用至今,即在不同到期月份但相同的价格区间上,交易所按照相同行权价格间距挂牌期权合约。这对促进期权市场平稳起步和功能发挥起到了积极作用。随着期权市场的不断发展,实体企业利用期权的深度和广度不断提升。近月的期权期限与企业现货贸易期限能够更好匹配,因此,产业企业对期权近月合约的流动性需求不断提升。在此背景下,大商所积极响应市场诉求,在充分进行市场调研的基础上,对期权合约挂牌规则进行优化调整,对近月期权合约按照较窄的行

权价格间距挂牌,对远月期权合约按照较宽的行权价格间距挂牌。通过这一调整,不仅可以精简期权合约数量,减少远月无效的冗余合约,增强期权近月合约的流动性,在更好满足产业交易需求的同时,还能够缓解系统压力,保障系统安全平稳运行。

市场人士表示,产业企业的现货贸易通常以中短期合同为主,也伴随少量长期现货贸易合同。“近密远疏”的期权挂牌方式有利于流动性进一步向近月合约聚集,也保留了远月合约的市场供给,同产业企业针对不同期限现货贸易的风险管理需求基本匹配,并为市场交易者保留了完整的波动率曲面信息,可以在期权品种持续丰富的当前阶段,更有效提升期权市场运行质量,更充分发挥期权市场风险管理功能。

需要注意的是,大商所修改后的期权合约挂牌规则从新挂牌期权合约开始施行,2024年8月2日之前已挂牌的期权合约继续交易。对近6个自然月(含)以内新增挂的期权合约,仍按照现行的行权价格间距挂牌合约;对第7个自然月(含)之后新增挂的期权合约,按照2倍于原行权价格间距挂牌合约。🔗

## 鸡蛋、玉米淀粉和生猪期权合约公开征求意见

6月24日,大商所发布公告,就鸡蛋、玉米淀粉和生猪期货期权合约(下称鸡蛋、玉米淀粉、生猪期权)向市场公开征求意见,意见反馈截止时间为7月1日。

据介绍,我国是世界最大的鸡蛋、生猪生产和消费国,也是世界第二大玉米淀粉生产和消费国。近年来,受国内宏观环境、供需等多重因素影响,

鸡蛋、玉米淀粉和生猪现货价格波动加大，2023年价格波动率分别为25%、10%、29%，产业避险需求较强。

鸡蛋、玉米淀粉、生猪期货先后于2013年、2014年、2021年在大商所上市，风险管理、价格发现、资源配置功能有效发挥。2023年，鸡蛋、玉米淀粉和生猪期货成交量分别为3225.1万手、5475.8万手和1342.9万手，日均持仓量分别为25.6万手、30.8万手和13.0万手。参与鸡蛋、玉米淀粉和生猪期货交易的法人客户持仓占比分别为49%、70%和54%，较上年分别提升了9个、7个和11个百分点。同时，鸡蛋、生猪“保险+期货”项目规模不断扩大，帮助广大养殖户有效规避价格下跌风险。总体来看，期货市场运行成熟稳健，具备良好产业基础。产业对场内期权工具的推出翘首以盼，以期通过更精准有力的工具稳定生产经营。

据此次征求意见稿，鸡蛋、玉米淀粉和生猪期权与大商所已上市期权合约设计思路一致，适用于同一套规则体系。其中，交易单位、报价单位、涨跌停板幅度、合约月份、交易时间均与标的期货合约一致；行权方式均为美式期权；行权价格均覆盖标的期货合约1.5倍涨跌停板幅度对应的范围，满足交易者对平值、实值、虚值期权的交易需求；期权到期日和最后交易日均为标的期货合约交割月份前一个月的第12个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日。

同时，大商所对三个期权的行权价格间距、最小变动价位等进行了有针对性的设计。行权价格间距方面，三个期权品种沿用了分段的行权价格间距设计思路，并根据“近密远疏”原则挂牌期权合约，即近月月份按照较窄的行权价格间距挂牌期权合约，远月月份按照较宽的行权价格间距挂牌期权合约。对于近六个自然月对应的期权合约，鸡蛋期权行权价

格位于2000元/500千克至4000元/500千克之间时，行权价格间距为50元/500千克，区间以下和以上分别取25元/500千克和100元/500千克；玉米淀粉期权行权价格位于2000元/吨至4000元/吨之间时，行权价格间距为50元/吨，区间以下和以上分别取25元/吨和100元/吨；生猪期权行权价格位于10000元/吨至20000元/吨之间时，行权价格间距为200元/吨，区间以下和以上分别取100元/吨和400元/吨。对于第七个及随后自然月对应的期权合约，行权价格间距为上述各段间距的2倍。

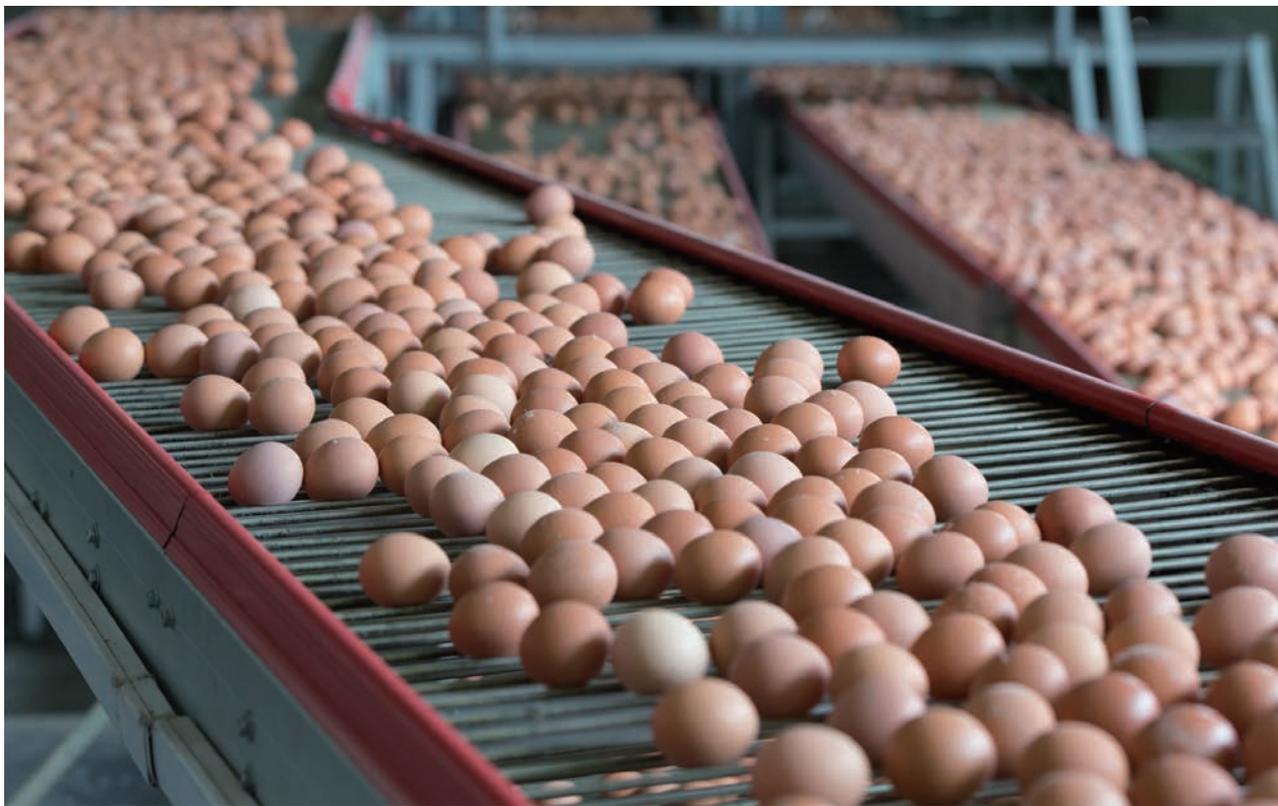
最小变动价位方面，鸡蛋、玉米淀粉、生猪期权的最小变动价位均为标的期货最小变动价位的1/2，分别为0.5元/500千克、0.5元/吨、2.5元/吨，有利于期权价格及时、有效反映标的期货价格变动。

自2017年国内首个商品期权——豆粕期权上市以来，大商所已推出13个商品期权，覆盖农产品、黑色、化工板块。在农产品板块上，已上市豆粕、玉米、棕榈油、黄大豆1号、黄大豆2号、豆油6个期权。2023年，大商所商品期权成交量、日均持仓量占国内商品期权市场的36%、42%。

在市场人士看来，作为衍生产品的基础工具之一和期货的有效补充，期权可以提高产业链企业风险管理的灵活性，为产业避险提供更多交易机会，帮助交易者构建更丰富的风险管理策略。通过期权和期货结合的方式进行风险管理，也可以帮助市场参与者降低风险管理成本，提高资金周转率。同时，上市鸡蛋、生猪期权还可以为养殖类“保险+期货”提供场内期权对冲工具，降低风险对冲成本。

大商所相关负责人对期货日报记者表示，为了使合约设计更贴近现货市场需求、便于日后产业更好参与，在此次期权合约研发过程中，大商所与业内专家、产业企业、期货公司进行了深入探讨，最终形成本次征求意见稿，欢迎市场各方提出宝贵意见和建议。📞

## 大商所调整鸡蛋期货车板交割新鲜度指标检验相关规则



为提高鸡蛋期货车板交割场所交割效率和能力，6月26日，大商所发布公告，对《大连商品交易所鸡蛋期货业务细则》中车板交割新鲜度指标（即“哈氏单位”）检验相关规则进行调整，修改后的规则将于2024年8月1日起实施。

根据公告，此次调整主要为，在鸡蛋期货车板交割中，由原规则中对全部样品进行检验，调整为在一个检验批次内，完成除哈氏单位以外指标检验后，买方可以选择通过目测在符合鸡蛋交割质量标准有关规定的样品中，自行挑选一半样品检验哈氏单位，其余样品作为备选。若买卖双方均认可自选样品的检验结果，则以此作为该批次鸡蛋哈氏单位的检验结果；若买卖双方未就该检验批次鸡蛋哈氏单位检验结果达成一致，则双方均有权继续检验备选样品，并以所

有样品检验结果作为处理依据。

本次调整前，大商所充分征询了养殖企业、贸易商等市场主体的意见。市场人士表示，此前在鸡蛋车板交割中，已有买方提出针对哈氏单位检验部分样品的需求，此次调整顺应现货贸易习惯，对车板交割流程予以优化，缩短了相关检验时间，提升了车板交割效率，为产业企业采用车板交割提供便利。同时，考虑到本次修改并未影响交割品的供求关系，因此不会对已上市合约的盘面价格产生影响。

大商所相关业务负责人表示，下一步，大商所将持续坚持“一品一策”原则，结合现货市场实际，优化鸡蛋期货合约及规则制度设计，促进期货市场功能发挥，更好服务产业高质量发展。🌀



衍界  Global Derivatives Market

[www.dce.com.cn](http://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