



Global Derivatives Market

10月

2024

月刊 总第151期

# 衍界

主办



大连商品交易所  
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

封面故事

## 美联储新一轮降息周期的路径和影响

玉米期货恢复上市二十载 服务产业高质量发展 P.26

深化“数字大商所”建设 打造“一站式”线上服务 P.38



主办:  大连商品交易所  
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

合作:  FOW  
FUTURES OF THE WORLD

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

## 美联储新一轮降息周期的路径和影响

美联储首轮降息已然落地, 根据对美联储过去三十年五轮降息周期分析, 此轮降息周期大概率是预防式降息。历史表明, 预防式降息下, 美联储降息对股票、债券、美元指数等资本市场整体有正向影响, 但短期内可能出现阶段性的回调; 而大宗商品方面, 预计对金融属性较强的贵金属有正向推动作用, 但对更依赖基本面的原油、有色、黑色系、农产品的影响有限, 仍需关注供需层面的变化。

### 热点文章



P26

玉米期货恢复上市二十载  
服务产业高质量发展



P38

深化“数字大商所”建设  
打造“一站式”线上服务

# CONTENTS 目录

---

## ■ 封面故事 Cover Story

01 美联储新一轮降息周期的路径和影响

## ■ 市场信息与资讯 Market News & Tendency

05 CME推出ESTR Watch助力期权市场发展

06 9月中国期货市场交易规模稳步提高

07 ESMA：欧洲清算保证金两年内上涨50%

08 中国证监会擘画期货市场高质量发展路线图

## ■ 期市热点与评论 Hot Topic & Comment

09 印度公布散户交易亏损数据 旨在强化市场沟通 推进投资者保护改革

12 随着流动性增加，天气衍生品市场将迎来“重大变化”

14 欧盟监管审查导致欧洲能源交易所与纳斯达克的交易告吹

15 CFTC“反向压力测试”凸显行业清算韧性

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

17 玉米和大豆价格因丰产预期和温和天气而下跌

19 丰产致基金做空国际玉米 国内玉米市场受影响有限

23 为何原油和柴油价格会追随豆油走势？

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

26 玉米期货恢复上市二十载 服务产业高质量发展

28 “期货市场的新生力量”系列报道之三——工业企业期现结合路上“精于心、践于行”

30 大商所功能发挥专题——“期货价格怎么看、如何用”系列报道之一

——从起点到终点，看合约生命周期里的期货价格

## ■ 衍生品知识库 Derivatives Library

33 新合约点评：纽约商业交易所WTI原油-布伦特原油BALMO期货合约

34 数据统计

## ■ 大商所新闻 DCE News

38 深化“数字大商所”建设 打造“一站式”线上服务——大商所对外门户10月9日上线试运行

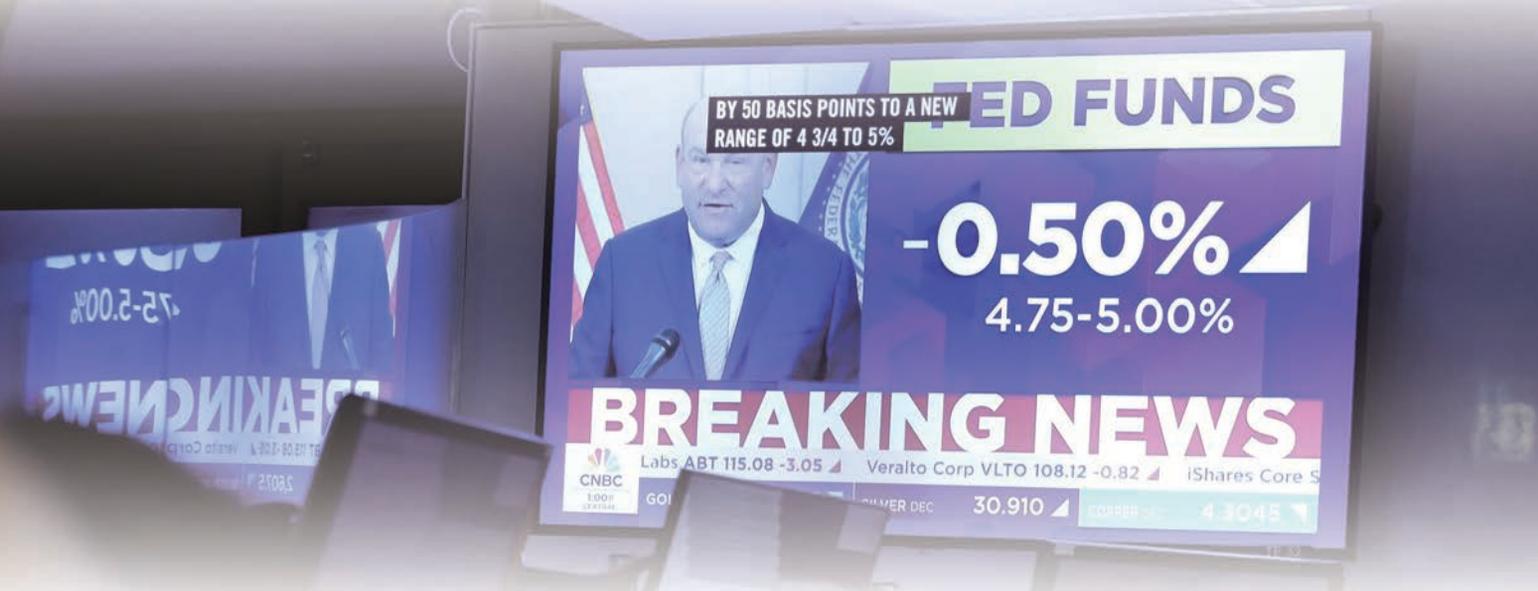
39 大商所就原木期货、期权合约及相关规则公开征求意见

41 大商所“学习产业红色精神、砥砺改革奋进”系列报道之一——让北大荒精神在期货市场一线闪耀

---

# 美联储新一轮降息周期的路径和影响

聂智洋 刘佳颖 / 大商所研究中心



美联储首轮降息已然落地，根据对美联储过去三十年五轮降息周期分析，此轮降息周期大概率为预防式降息。历史表明，预防式降息下，美联储降息对股票、债券、美元指数等资本市场整体有正向影响，但短期内可能出现阶段性的回调；而大宗商品方面，预计对金融属性较强的贵金属有正向推动作用，但对更依赖基本面的原油、有色、黑色系、农产品的影响有限，仍需关注供需层面的变化。

美东时间9月18日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%—5.00%区间，开启2020年3月以来的新一轮降息周期。综合研判，此次降息是一次预防式降息，后续大概率会以小幅多次的常规方式完成降息目标，即在2024年至2026年以每次25个基点的节奏再降200个基点，使联邦基金利率逐步回落至2.75%—3.00%区间。后续若美国经济回暖，则股强债弱的格局有望延续，大宗商品有望走强。若经济出现衰退，则黄金、美债或会走强，而美股、大宗商品或存在较大回调压力。建议关注国际资本流入带来的市场波动风险和大宗商品价格波动风险。

## 一、美联储大概率开启预防式降息周期

一是美国经济仍具韧性，本轮降息大概率为预防式降息。所谓预防式降息是指在经济出现放缓迹象时降息以预防衰退风险。2024年1—8月整体通胀控制良好，同比中枢持续回落；1—6月非农就业数据表现强劲，7—8月出现衰退迹象。因此，美联储在9月降息50个基点，是在通胀上行压力大幅减弱后，对7—8月劳动力市场降温速度过快的预防式反应。当前主流预测依旧认为美国经济并未陷入衰退或遭遇重大危机。美联储9月议息会议将美国国内生产总值（GDP）增速从6月的2.1%小幅调降至2.0%，国际货币基金组织

(IMF)将2024年美国经济增长预测由2.7%小幅调降至2.6%，但国际货币基金组织、世界银行(2.5%)、经济合作与发展组织(OECD)(2.6%)等均预测2024年美国GDP比2023年2.5%的增速持平或更高一些。

二是美联储预计后续或渐进降息200个基点，2024年四季度两次各降25个基点概率较大。美联储在1989-2023年共进行了五轮降息，其中1995年和2019年的两轮为预防性降息。美联储实践表明，预防式降息通常呈现出幅度小、节奏缓慢的渐进式特征。9月美联储议息会议后公布的利率点阵图显示，2024年末、2025年、2026年联邦基金利率适当水平的预测中值为4.4%、3.4%、2.9%，意味着2024年底、2025年、2026年再次分别降息50个、100个、50个基点，联邦基金利率回落至2.75%-3.00%区间。目前，2024年11月和12月各降25个基点的可能性较大。原因在于美国经济仍具较强韧性，处于库存上行周期，同时通胀虽在回落，但仍高于美联储目标水平，2023年同期基数偏低以及当前住房通胀进入反弹期，四季度通胀或有小幅反弹，均决定了美联储年内没有连续大幅降息的基本面环境。

三是2025年及之后的降息路径不确定性较大，不排除中途采取其他降息方式、终止降息甚至转向加息。其一，如果经济意外走衰或发生危机，则降息可能加快。例如1998年对冲基金长期资本管理公司(LTCM)破产等危机，导致1995-1998年预防式降息在后期转为衰退式降息，单次降息幅度显著增加且节奏变快。2024年总统选举中如果特朗普当选但共和党不能拿下参众两院，则2025年初政府债务上限到期后，两党将围绕财政预算展开新一轮争夺，政府存在关门风险，将对经济和就业带来冲击，带来更大的降息压力。其二，从美国经济和通胀基本面看，也不能排除美联储中途暂停降息的可能性。美国居民和企业持续去杠杆，2024年一季度末的杠杆率下降至72%和

76.8%，分别回到2001年和2017年水平，资产负债表比较健康，降低了美国经济大幅衰退的概率。同时，随着按揭利率下降，对资金敏感的房地产市场可能再次改善。近期美国房屋销售、新屋开工等数据有所回升，7月和8月美国零售数据超预期，金融条件的改善还会进一步刺激美国居民消费。

## 二、预防式降息对大类资产的影响

本轮降息与1995年和2019年的预防式降息周期有较多类似之处，但受地缘政治风险和美國大选的不确定性影响较大。未来不出现严重经济或金融市场冲击情况下，本轮降息周期较有可能出现软着陆。若经济大幅回暖，采购经理指数(PMI)回归扩张，股强债弱的格局有望延续，美债收益率下行空间有限，美股持续高位。大宗商品有望走强，尤其是原油在库存偏低和供给扰动下，价格可能走高。考虑到地缘政治和美国大选不确定性以及再通胀风险，黄金或有较好支撑。若经济出现衰退，则黄金、美债或会走强，而美股、商品或存在较大回调压力。

### (一)对美股、美债、美元指数的影响

一是美股长期看涨，但短期内有调整风险，大选对板块有扰动。预防式降息中，美股在首次降息后一个月的调整风险较大，但大方向仍然积极。本轮降息中，美国经济发生衰退的可能性较低，在流动性宽松情况下，美股大幅下调空间有限。但由于当前美股估值过高，从历史看三季度美股季节性调整偏负面，并且美国大选前1-2个月美股通常承压。美股后续或仍有一定下行空间，但年底或明年初，随着美国大选结果落地，叠加美国经济走向有望更加明确，美股可能恢复涨势。

二是美债整体表现较优，若美国经济保持韧性，也存在回调可能。历史经验看，预防式降息中，10年期美债收益率在降息后1个月内下行斜率最明显，随

后走平，降息5个月后再度转为下行，随着经济预期改善而企稳回升。本轮降息前，10年期美债收益率已有所下行，但幅度仍属于历史中位数水平。如果美联储首次降息后，经济数据保持韧性，市场衰退担忧缓和，降息预期减弱，可能使美债收益率阶段性触底回升。2025年后，如果美联储保持降息，美债收益率可能继续下行。

三是美元指数或因避险属性凸显而走强，但可能受日元升值拖累。美元指数通常伴随着降息而下跌，但当系统性金融风险上升及地缘政治恶化时，美元避险属性凸显，反而会走强。此前的预防式降息中，美元指数在降息后6个月内偏强运行，随着降息推进见顶回落。在本轮降息周期中，美元走势存在不确定性。如果日本央行对加息保持克制，则美元或企稳甚至反弹。但若日本央行继续加息，美元指数也可能下行。未来1-2季度日本央行可能在加息上比较谨慎，以管控日元快速升值对日本乃至全球金融市场的冲击。但日本货币政策正常化的方向不改。日元仍有较大升值空间，美元指数仍可能逐渐面临日元升值的拖累。

## （二）对大宗商品的影响

一是贵金属或继续震荡上行。历史经验看，预防式降息过程中，黄金价格基本上为先跌后涨。降息前1个月平均下跌0.68%，降息1个月和3个月后，价格回调3.96%和0.35%，6个月后平均上涨6.02%。本轮降息中，黄金在降息前已上涨较多，由于全球央行放缓购金、期货和期权多头持仓较为拥挤等因素，当前黄金估值可能也过高。首轮降息后1个月，金价可能随之阶段性承压；此后，如果美债收益率和美元指数继续向下，同时黄金ETF持仓量触底回升，那么金价可能仍将震荡上行。

二是原油价格较可能在降息后保持震荡。原油表现很大程度上受供需以及地缘政治影响，在之前的预防式降息中，原油基本呈现下降趋势，但会因天气或地缘政治事件影响而上涨。1995年和2019年的预防式降息中，降息前1个月布伦特原油期货价格均上涨（10.99%、2.9%），降息后基本为下跌，1个月后下跌0.74%和4.55%，3个月后下跌4.44%和0.26%。降息6个月后发现分化，2019年下跌13.09%，但1995年大幅上涨17.59%，这主要由气候、地缘政治等因素导致<sup>1</sup>。化工产品对利率变化的敏感度较低，价格波动更多依赖于原材料成本 and 市场需求。本轮降息中，原油价格较可能在降息后保持震荡。降息可导致的美元增加可能会提高市场流动性，进而为原油提供一定上行驱动，但降息幅度超预期也引发对就业市场放缓的担忧。长期看，多种因素共同决定降息对原油的影响。目前，美国正缓慢补充战略石油储备、欧佩克产油国改变限产保价策略并开始规划提高石油产量，市场对需求前景的担忧情绪仍在发酵，原油价格可能仍面临一定压力。与原油关联较强的油化工品种或将出现一定调整。化工品价格和价差目前多处于历史相对中低位置，价格在短期内可能面临一定来自需求端的压力。能化品种价格整体上行驱动或相对有限。

三是对有色的影响取决于后期软着陆情况。此前的预防式降息中，有色基本处于下行通道，受衰退预期主导。例如，铜在降息1个月前下跌1.15%，降息1个月、3个月、6个月后分别下跌1.85%、1.93%、7.86%。本轮降息中，美国经济虽然软着陆预期较强，但在降息后1-6个月内仍可能受衰退预期主导，后续需要关注美国通胀及就业数据，判断美国经济衰退到复苏情况。

1. 1996年上半年气候异常，北美等世界主要石油消费地石油消费量有所上涨，西方石油公司大量动用库存导致库存水平过低而造成石油市场一定的心理恐慌，同时伊拉克石油出口问题久拖不决，在国际石油市场上造成了一定的投机气候，大量国际资本进入石油期货市场，这都在一定程度上造成了油价上涨。

四是对黑色系的影响较为有限。预防式降息中，煤炭钢铁受美元利率变化影响不大。黑色系的终端集中在基础设施、房地产以及机械制造领域，即使价格受到美元汇率波动影响，但更大的价格影响来自于供需基本面变化。本轮美联储降息短期对黑色系的影响有限，长期还需关注国内供需矛盾、产业政策方向以及海外钢铁需求增长的边际影响。

五是农产品波动区间仍有下移空间。此前的预防式降息中，农产品出现小幅下跌，可能因供给、天气等其他因素影响，抵消了利率下降带来的利好。油脂在降息叠加经济复苏初期时上涨明显；谷物叠加国际贸易及供应链动态影响受降息刺激上涨；软商品受气候变化和国际市场动态影响更大，受降息影响较小。本轮降息中，全球油脂油料、玉米供需宽松，更偏需求主导，降息后主要农产品价格波动区间仍有下移空间，还需考虑宏观面、地缘政治等因素。例如，美国农业部8月供需报告数据预期2024/2025年度全球油脂供需宽松，油脂产量增加、期末库存上涨、库存消费比上升，与降息影响强弱关系仍待观察。

### 三、启示和建议

美联储首轮降息已然落地，根据对美联储过去三十年五轮降息周期分析，此轮降息周期大概率为预防式降息。历史表明，预防式降息下，美联储降息对股

票、债券、美元指数等资本市场整体有正向影响，但短期内可能出现阶段性的回调；而大宗商品方面，预计对金融属性较强的贵金属有正向推动作用，但对更依赖基本面的原油、有色、黑色系、农产品的影响有限，仍需关注供需层面的变化。考虑到地缘政治和美国大选不确定性以及再通胀或美国经济衰退风险，大类资产波动或将进一步加剧。对此，我们提出以下建议。

一是关注国际资本流入带来的市场波动风险。短期内，降息可能带动部分国际资本流入中国市场，资本的流入可能推高股票、债券和大宗商品市场。但相应地，资本流动和外部市场环境变化也可能让市场波动加剧。需要进一步加强资本市场的预研预判，做好风险应对预案，加强风险管理，动态防范国际资本流动带来的潜在风险。

二是关注大宗商品价格波动风险。虽然黑色系受美联储降息影响较小，农产品供大于求趋势明显，化工产能相对过剩，但美国降息已经开启，后续软着陆可能性较大。加上地缘政治风险、大选风险、气候变化、自然灾害和异常天气等现象频发，都加大了年底大宗商品的波动风险。需要密切关注重点品种风险监测，防止市场大起大落，打好提前量，做好服务实体经济工作。🌀



## 交易所动态 EXCHANGE NEWS

## CME推出ESTR Watch助力期权市场发展

芝加哥商业交易所集团(CME集团)近期推出欧元短期利率(ESTR)期货定价工具ESTR Watch,用户可在欧洲央行(ECB)利率变动时,借此工具生成ESTR期货的预期价格。ESTR Watch将对2022年推出的美国有担保隔夜融资利率期货定价工具SOFR Watch形成补充。SOFR Watch由芝加哥商业交易所Fed Watch提供数据支持,Fed Watch利用联邦基金期货价格数据分析预测美联储升降息的概率。其结果可反映市场对未来一年内到期期货合约的利率水平预期。ESTR Watch推出后,芝加哥商业交易所集团欧洲、中东和非洲地区利率产品主管Mark Rogerson表示,该工具大受在美国实施期货和期权策略的公司的欢迎。他说:“用户可在ESTR Watch中输入其对欧洲央行政策变动的预期,并预测ESTR合约的结算价格。我们在开发和优化SOFR Watch的过程中发现,它还能帮助客户制定期货和期权策略。交易员通常会利用Fed Watch的预测信号确定给定头寸的有效执行价格。2023年美国期权交易量显著上升,随着新功能的推出,我们预计欧洲也会出现同样的趋势。”ESTR Watch目前能够生成五个月到期合约的结算价格,芝加哥商业交易所集团计划进一步扩展其方法,以覆盖更多不同到期时间的合约价格。鉴于欧洲央行存款便利利率与ESTR利率高度相关,ESTR Watch可借助价差生成远期ESTR数据。该工具已在7月25日欧洲央行会议举行之前推出。

## LSEG与道琼斯达成新闻、数据和分析合作

伦敦证券交易所集团(LSEG)近日表示,其旗舰数字体验平台Workspace现已整合道琼斯旗下各个新

闻品牌的新闻和评论。即日起,用户无需支付额外费用即可浏览华尔街日报、巴伦周刊、道琼斯新闻通讯社、华尔街日报专业版、华尔街日报观点、投资者商业日报、MarketWatch、私募股权新闻和财经新闻,以及道琼斯的中文、德语和日语新闻报道。此外,伦敦证券交易所集团将为道琼斯的新闻通讯业务团队提供Workspace平台,以及“创新的工作流程和生产力工具,支持以数据驱动的新闻编辑”。伦敦证券交易所集团并未具体说明双方的合作年限。该集团首席执行官David Schwimmer表示:“道琼斯和华尔街日报的最新新闻、评论和分析为Workspace用户带来了强大的新功能。此次合作也让道琼斯受益于我们世界一流的数据分析能力,可支持其所有平台的数据驱动新闻编辑。”伦敦证券交易所集团与道琼斯还将在Workspace内共同开发“增强版新闻体验”功能,新功能将于2025年初推出,由道琼斯资深编辑策划。

## 新交所推出新加坡和日本短期利率期货合约

新加坡交易所(SGX,新交所)确认在7月29日推出三月期东京隔夜平均利率(TONA)和新加坡隔夜平均利率(SORA)期货。新交所于3月份首次宣布这一计划,当时表示合约将于“2024年下半年”推出。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TONA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货,其中迷你期货流动性最强。数据显示,5月份10年期迷你日本政府债券期货成交量为21,344手,同比持平。通告称:“新交所希望通过在其市场内提供保

证金认可来增强流动性。客户可通过合约和相关产品的商品间价差实现保证金抵补，进一步提高资本效率。有关保证金抵补的更多相关信息将在推出前公布。”此举代表新交所重新进军短期利率期货市场，其前身新加坡国际金融交易所（SIMEX）在退出该市场前曾挂牌欧洲美元和欧洲日元期货。

### Eurex推出首个以太坊期货和期权

8月12日，欧洲期货交易所（Eurex）推出首个以太坊期货和期权，以完善2023年推出的比特币衍生品系列。欧洲期货交易所表示，新上市的合约将以欧元和美元计价，标志着其与富时罗素的合作进一步深化。此前，为助力欧洲期货交易所首次进军该市场，富时罗素与Digital Asset Research于2023年4月推出了相关基准。欧洲期货交易所的富时罗素以太坊指数期货和期权将以现金结算，期权每周到期。这是对2023年推出的以欧元和美元计价的比特币期货的补充，欧洲期货交易所将成为第一个推出旗舰加密货币衍生品的欧洲主要交易所。数据显示，6月，欧洲期货交易所所以美元计价的比特币期货合约共成交1,020手，同比下降三分之一。该合约2023年9月成交量达38,416手，创下月度最高记录。数据显示，6月，欧洲期货交易所所以欧元计价的比特币期货成交量为293手，而去年10月推出的比特币期权年初迄今月度成交量仅为个位数。据媒体报道，在美国证券交易委员会（SEC）监管批准的最后阶段完成后，首批现货以太坊交易所交易基金（ETF）将于近日上市。

### Euronext表示清算迁移将释放增长潜能

泛欧交易所（Euronext）在公布第二季度业绩后表示，计划于2024年晚些时候完成的清算迁移将“为客户释放创新潜能并创造战略增长机会”。泛欧交易

所首席执行官Stephane Boujnah向投资者和分析师表示，清算业务表现“非常强劲”，清算收入较2023年第二季度增长三分之一，达3,920万欧元（约合3,310万英镑）。原因在于，2023年12月集团将其股票清算业务转移至泛欧交易所清算公司，使其“获得了额外业务”，股票清算量激增。泛欧交易所清算公司第二季度收入同比增长40%，达1,610万欧元。Boujnah在一份声明中表示：“泛欧交易所通过战略性地扩展清算业务来打造综合性市场基础设施，进一步推动欧洲交易后市场的整合重组，积极充当客户创新的催化剂。”泛欧交易所正值实施战略计划，以提高创新力和竞争力的关键时期。目前，泛欧交易所正将其衍生品清算业务从伦敦证券交易所集团旗下的伦敦清算所（LCH）转移至泛欧交易所清算公司。过去数十年来，泛欧交易所的期货和期权业务一直由伦敦清算所负责。Boujnah指出，泛欧交易所本月成功将其商品衍生品清算业务迁移至泛欧交易所清算公司，并重申迁移的“第二阶段（即最后阶段）”将于9月进行，主要涉及金融衍生品的清算业务。

### 9月中国期货市场交易规模稳步提高

中国期货业协会10月11日统计数据显示，9月份中国期货市场运行平稳，交易规模稳步提高。9月，中国期货市场成交量为7.94亿手，成交额为53.69万亿元，同比分别增长6.39%和增长4.29%。1月至9月，中国期货市场累计成交量为57.01亿手，累计成交额为441.24万亿元，同比分别下降11.86%和增长3.75%。在9月成交量增长的同时，市场持仓量却呈现下降趋势。截至9月末，中国期货市场总持仓量约3751万手，较上月下降8.43%。

## 监管动态 REGULATION NEWS

## ISDA致力于打造行业通知中心

国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 近日表示, 其将与标普全球市场财智和年利达律师事务所合作搭建平台, 起草必要文件, 并在“优先司法管辖区”征求法律意见, 以确保通知中心的有效性。协会指出, 此项服务将通过标普全球市场财智Counterparty Manager平台向买方用户免费开放, 预计将于2025年落实。协会首席执行官Scott O'Malia表示: “我们很高兴众多金融机构都认可建立安全数字平台的好处, 该平台可快速收发终止通知。此外, 国际掉期与衍生工具协会通知中心还能为用户增加确定性, 避免出现因通知延迟而导致的风险和损失。” 2024年4月, 协会开展了一项行业外联活动, 旨在寻求交易商和买方机构的支持, 而后决定继续推进这一计划。国际掉期与衍生工具协会表示, 在表态支持使用该平台的公司中, 有57%为买方机构, 包括资产管理公司、保险公司和对冲基金, 并且有三分之二的全球主要交易商会员表示原则上会采用该平台。协会还指出, 全球诸多机构均持肯定态度, 其中美洲占比39%, 欧洲占比47%, 亚太地区占比14%。

## ESMA: 欧洲清算保证金两年内上涨50%

欧洲证券及市场管理局 (ESMA) 近日公布了最新的清算交易对手方压力测试结果, 结果显示, 2021年3月至2023年3月, 16家清算公司的保证金要求增加了56%, 总额达6,120亿欧元 (约合5,170亿英镑)。管理局还发现, 系统相关性大型客户 (通过分析客户清算份额相对于市场规模计算得出) 在股票和排放权交易 (如: 欧盟碳排放配额, EUA) 衍生品领域占比最大, 均超过80%。中央对手方监督委员会独立成员、

欧洲证券及市场管理局中央对手方理事会董事Froukeliën Wendt在电话会议中表示: “我们发现保证金要求总额大幅提升, 可能是压力测试分析前的高波动期所致。我们在生态系统分析中的另一个重要步骤是对大型客户的分析, 我们使用交易数据库的数据了解中央对手方、清算会员和客户之间的联系。可以看到, 在某些市场, 客户集中度很高且占据主导地位, 这是我们在开展后续分析工作时需要重点关注的信息。” 此次测试包括信用、集中度和流动性测试, 并首次加入气候风险测试。欧洲证券及市场管理局指出了集中头寸的问题, “附加保证金” 导致中央对手方的清算成本增加。

## CFTC委员支持对《巴塞尔协议》重新提案

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 委员Christy Goldsmith Romero近期在参议院银行委员会的确认听证会上表示, 很可能对《巴塞尔协议III》终局规则进行“重新提案”, 而非继续推进当前程序。Romero援引“逻辑延伸”法律原则, 称由于需要进行大范围的实质性修改, 可能需要重新提案。Romero正在接受质询, 她被提名担任联邦存款保险公司 (FDIC) 的主席, 联邦存款保险公司将与货币监理署 (OCC) 共同决定《巴塞尔协议》终局规则的未来走向。美联储主席Jerome Powell近期证实, 美联储建议对规则进行大范围的实质性修改, 并设置意见征询期。Romero在回答问题时表示: “我认为, 当拟议规则收到大量负面意见时, 重新提案不失为明智之举。我们应遵循《行政程序法》和‘逻辑延伸’原则, 相比于追求速度, 我更希望正确行事。” 参议员Mike Rounds问道, 由于该机构可能很快会做出决定, Romero是否会考虑回避巴塞尔改革, 由副主席Travis Hill接替此职位?

Romero答道：“如果我被确认担任主席，董事会将会做出决定。我认为没有需要回避的理由，但可以说，虽然我没有看到具体的修改内容，但面对大量消极的评论，且涉及大范围的实质性修改，我倾向于重新提案，这是我的看法。”

### FSB关注非银行金融机构流动性风险

金融稳定理事会近日发布了一份关于增强非银行金融机构(NBFI)韧性的报告，指出此类机构在全球金融体系中发挥着越来越重要的作用。理事会在报告中表示，全球金融系统容易受到非银行金融机构流动性承压的影响，并举例说明2022年初大宗商品市场波动以及同年9月英国政府债券危机均暴露出了系统的脆弱性。金融稳定理事会希望货币市场基金、对冲基金、经纪自营商、其他投资基金等非银行机构“完全自担流动性风险，而不是依赖央行和其他有关当局的干预措施”。报告写道：“2022年主要大宗商品价格的大幅上涨和剧烈波动导致欧洲集中清算衍生品市场保证金要求提高，促使部分交易活动转向多为非集中清算的场外市场，针对大宗商品价格的对冲活动也因此减少。”报告还指出非银行机构杠杆水平过高，认为这可能会在市场承压时期引发问题。金融稳定理事会表示：“非银行实体通过外汇互换、远期合约等表外风险敞口承担额外的杠杆，过去十年，这些杠杆头寸显著增长。正如近期的一系列市场事件所示，如果管理不当，累积的杠杆风险会成为潜在的问题，一旦受到冲击，就可能在整个金融系统中引发连锁反应，增加市场压力，甚至导致系统性崩溃。”

### One Trading获得欧洲加密货币衍生品交易许可证

One Trading已获得荷兰金融市场管理局(AFM)颁发的有组织交易设施(OTF)许可证，这标志着欧

洲加密货币衍生品交易领域的“里程碑式”监管批准成果。One Trading表示，这是荷兰金融市场管理局颁发的首个有组织交易设施许可证，而One Trading是首个获准在欧盟交易永续期货的《欧盟金融工具市场指令II》(MiFID II)交易场所。One Trading表示，这是公司与荷兰金融市场管理局和荷兰中央银行(DNB)多年合作历程中的一个“重要”成就，旨在“变革衍生品交易并将加密货币期货引入欧盟市场”。One Trading表示，其产品是芝加哥商业交易所集团、欧洲期货交易所等主流交易所现有合约的“现代替代版”，其期货“比到期期货等传统集中清算衍生品更简单、更精确且资本效率更高”。One Trading表示，它是首个可实时结算所有衍生品头寸的交易平台，可在一分钟内完成结算，并在所有市场提供全天候服务。

### 中国证监会擘画期货市场高质量发展路线图

2024年9月30日，中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》(以下简称《意见》)。国务院办公厅转发了以上《意见》。这是中国期货市场发展历史上具有里程碑意义的文件，是落实党的二十届三中全会精神的重要举措。《意见》围绕一条主线、三个发展阶段，从八个方面出台十七条具体措施，为中国期货市场发展擘画路线图，是指导未来中国期货市场发展的纲领性文件。具体而言，包括严格监管期货交易行为、严厉打击期货市场违法违规行为、加强期货公司全过程监管、强化期货市场风险防范、提升商品期货市场服务实体经济质效、稳健发展金融期货和衍生品市场、稳步推进期货市场对外开放和深化期货市场监管协作。

# 印度公布散户交易亏损数据 旨在强化市场沟通 推进投资者保护改革

吴蓉 孟星彤 / 大商所研究中心

面对衍生品市场散户疯狂的局面，印度监管部门于2024年7月提出一系列抑制投机的政策措施，但遭遇市场强烈反对。为此，印度证券交易委员会深入分析市场损益情况，公开披露散户在市场中的弱势境遇，此举旨在加强市场沟通，加快推进市场改革，更好保护中小投资者。印度市场快速上涨但投资者遭受巨大损失、监管部门公开数据以推动改革的做法对我国期货市场具有一定借鉴意义。

2024年9月23日，印度证券期货监管部门发布《2022-2024财年权益类衍生品市场损益分析》，显示散户总计损失达1.8万亿卢比（约1500亿元人民币）。此数据是在市场快速上涨、散户大量涌入、投保难题日益严峻、监管提出抑制投机政策但频频受阻的背景下发布的。分析认为，监管部门深入剖析散户损益情况并予以公开，是强化市场沟通、赢得主体理解，为相关政策发布奠定基础、营造良好舆论氛围的手段之一。当前，我国资本市场正处于快速恢复阶段，也可能出现新的散户盲目入场的情况。印度市场做法启示我们，在市场上涨阶段亦要加强投保、强化沟通、凝聚共识，防范年轻低收入群体盲目涌入，鼓励中小投资者更多通过基金等参与交易，满足散户投资需求的同时培养耐心资本。

## 一、印度衍生品市场散户疯狂入场，逾九成亏损，2024年交易散户近半为新入场者

近年来，随着印度股票市场急剧增长，衍生品市场也快速发展。2024年上半年，印度期货市场成交量占全球比重达76%，期权占比更高达88%。为此，散户投资者大举涌入以追赶市场红利。然而，近期监管发布的市场损益情况显示，散户在印度市场快速增长情境下，损失惨重。

（一）2024年权益类期货散户数量占比99.8%，近半为新户

近年来，随着印度股市及衍生品市场快速上涨，吸引了数以百万计的散户入场交易。数据显示，印度资本市场散户投资者账户数量自2020年以来增加了两倍多，总数达1.6亿人。权益类期货市场来看，2024财年散户数量近1000万人，占交易主体总量的99.8%，贡献了市场30%的交易量。值得一提的是，2024年新增散户420万人，占2024年交易散户总量的近50%。

此外，印度散户群体年轻化和低收入两大趋势不断加深。其中，30岁以下年轻人占散户总量比从2023年的31%提高至43%，年收入低于50万卢比（约4万人民币）主体占散户总数比，从2022年的71%增长至75%。

（二）散户损失1.8万亿，多数投资者非理性“执迷不悟”

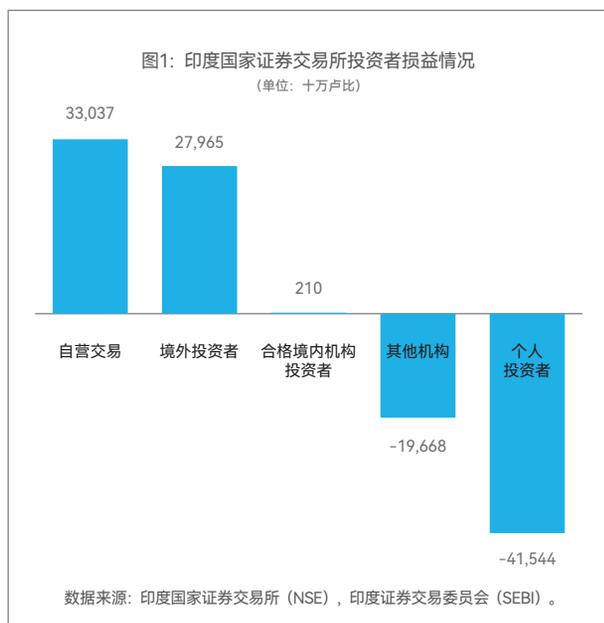
在散户疯狂涌入的背后，散户亏损情况触目惊心。印度证券交易委员会（SEBI）统计数据显示，截至2024年3月的3个财年内，印度权益类期货市场投资者合计损失达1.81万亿卢比（约合1500亿元人民币），其中仅2024年损失就达5240亿卢比。

从结构来看，超过91%的散户遭受交易亏损，而在小于30岁的年轻群体中这一比例更是高达93%。具体亏损额来看，人均亏损20万卢比（约合1.6万元人民币），低收入散户群体损失近一半的年收入。统计亏损居前的40万名散户来看，平均损失更高达280万卢比（约合22.4万元人民币）。盈利方面，仅1%的散户盈利超过10万卢比（约合0.8万元人民币）。

此外，印度证券交易委员会曾在2022年公布散户亏损情况，提出约89%的散户亏损，然而散户在此后的两年内仍然持续涌入。印度证券交易委员会统计显示，在2022-2023财年连续两年亏损的散户群体中，超过75%在2024财年继续留在场内交易。

（三）个人投资者“苦苦挣扎”，专业机构“盆满钵满”

与散户相反，专业机构和境外投资者在权益类期货市场大举获益，97%的境外投资者和96%印度境内自营交易商获得了几乎全部市场收益。其中，境内自营交易商合计收益3300亿卢比，境外投资者获益2800亿卢比。以印度国家证券交易所（NSE）为例，上述两类



专业主体几乎赚取了市场全部的收益（详见图1）。印度证券交易委员会特别强调，使用高频量化等交易技术的专业主体获益更为显著，如，境外投资者中使用算法交易的主体占比为87%。

此外，印度证券交易委员会提出，导致散户投资者损失的另一大因素是交易成本。2024财年，印度散户投资者在上述期货市场交易总成本为5000亿卢比，包括经纪费和交易费等。

## 二、印度已发布抑制过度投机政策，但阻力较大，此次损益报告发布或旨在推动政策出台

事实上，印度监管部门早已关注到散户疯狂涌入的情况，并于2024年7月提出一系列政策抑制过度投机、保护散户利益。然而，市场对这些政策反对颇多，甚至在社交媒体发起“散户运动”。因此，此次印度监管部门详细披露散户损失细节，可能是为了争取市场认可，推动投保相关改革政策发布。

（一）印度已提出系列政策抑制过度投机保护投资者

2024年5月，印度财政部长Nirmala Sitharaman公开表示，散户投资者在衍生品市场的盲目交易，市场不受控制的爆炸式扩张可能给市场、投资者、普通家庭带来巨大风险。7月23日，Sitharaman又提出，印度政府将提高证券衍生品交易税，期货从0.0125%提高到0.02%，期权从0.0625%提高到0.1%。

7月30日，印度证券交易委员会酝酿已久的《加强投资者保护与市场稳定，强化衍生品监管框架（征求意见稿）》正式发布，提出提高最低交易金额、提高交易税收、提高保证金、提前收取期权权利金、减少合约数量等一系列政策，以抑制市场特别是中小投资者的过度投机行为（详见表1）。

（二）市场强烈反对政府政策，监管部门公布损益情况以推动改革

表1: 印度7月遏制投机征求意见稿具体政策

序号	内容	具体要求	目的
1	提高交易门槛	建议将衍生品的最低合约价值从500万卢比提高到100万卢比, 6个月后再提高到200万卢比或300万卢比。	提高交易者门槛, 减少小散户参与。
2	提高保证金	提高交易的保证金要求, 尤其是在接近合约到期时。	交易者将需要更多资金来弥补潜在损失, 可抑制过度投机。
3	减少合约数量	各交易所目前不同到期日合约较多, 导致混乱和高波动性。计划将每周到期合约的数量减少到每个交易所只有一份。	有望降低投机性交易, 稳定市场状况。
4	扩大期权行权价区间	扩大部分期权的价格区间, 并阻止散户投资者购买高风险合约。	降低在低概率赌注上快速获利的可能性, 降低投机交易的吸引力。
5	取消日历价差保证金优惠	取消到期日日历价差保证金优惠。这项优惠目前允许交易者以较低的保证金持有头寸, 从而导致重大风险敞口。	增加交易所需资本, 从而减少投机活动。
6	日内监控持仓限额	为确保遵守持仓限额, 证券交易委员会建议对指数衍生品合约进行日内监控。	有助于发现和防止交易者超出限额, 从而降低系统性风险。
7	预先收取权利金	证券交易所建议预先收取权利金, 以避免不当的日内杠杆。	确保交易者有足够的资本来覆盖其头寸, 从而降低违约风险。

数据来源: 印度证券交易委员会 (SEBI)。

据路透社报道<sup>1</sup>, 上述政策发布后, 印度监管部门收到了近万条市场意见, 绝大多数来自交易员和经纪机构, 他们认为这些措施可能打击市场流动性。此

外, 还有一些散户和交易员在社交媒体上发起“散户运动”, 呼吁抵制印度证券交易委员会相关措施。

正是在这样的市场背景下, 印度证券交易委员会公布了以权益类期货为代表的印度衍生品市场投资者损益情况, 揭露散户在市场的巨额损失, 以及自营机构和境外投资者利用先进技术开展量化交易收益颇丰等情况, 以获得市场主体的理解和支持, 抑制散户过度交易, 推动改革。

### 三、总结与启示

面对衍生品市场散户疯狂的局面, 印度监管部门于2024年7月提出一系列抑制投机的政策措施, 但遭遇市场强烈反对。为此, 印度证券交易委员会深入分析市场损益情况, 公开披露散户在市场中的弱势境遇, 此举旨在加强市场沟通, 加快推进市场改革, 更好保护中小投资者。

2024年9月26日我国召开的中央政治局会议提出“研究出台保护中小投资者的政策措施”。当前我国资本市场正处于快速恢复阶段, 不排除可能出现散户群体非理性入场的情况。印度市场快速上涨但投资者遭受巨大损失、监管部门公开数据以推动改革的做法对我们有如下启示。一是在市场快速上涨阶段, 散户投资损益情况同样值得关注, 应密切跟踪。二是市场上涨时亦应重视投资者保护, 扩大投教范围, 强化市场沟通, 防范低收入、年轻主体盲目入场。三是鼓励中小投资者更多通过基金等途径参与, 满足投资需求的同时培养耐心资本, 维护市场健康稳定发展。🔗

1. 见: [https://www.reuters.com/world/india/india-tighten-derivatives-rules-despite-investor-pushback-sources-say-2024-09-06/#:~:text=Securities%20and%20Exchange%20Board%20of%20India%20\(SEBI\)%20will%20limit%20the](https://www.reuters.com/world/india/india-tighten-derivatives-rules-despite-investor-pushback-sources-say-2024-09-06/#:~:text=Securities%20and%20Exchange%20Board%20of%20India%20(SEBI)%20will%20limit%20the).

## 随着流动性增加, 天气衍生品市场将迎来“重大变化”

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

新兴天气衍生品市场得到了做市商的大力支持, 期望更多终端用户借助此类产品管理天气相关风险。天气衍生品基于温度、风力、太阳辐射、降雨量等特定参数定价。企业日益重视不可预测的天气模式对其现金流的影响, 天气衍生品市场自2023年初以来蓬勃发展。

新兴天气衍生品市场得到了做市商的大力支持, 期望更多终端用户借助此类产品管理天气相关风险。

### TP ICAP投资天气衍生品市场

TP ICAP欧洲、中东和非洲地区天气衍生品主管 Tim Boyce在采访中阐述了该公司的天气衍生品战略。

他说:“我们开始看到需求发生重大转变, 随着流动性加深, 市场的兴趣也在增加。TP ICAP在这一领域开展了大量投资, 并将继续在全球扩大业务以满足需求, 我们已经为未来五年的市场增长做好了准备。”

天气衍生品基于温度、风力、太阳辐射、降雨量等特定参数定价。企业日益重视不可预测的天气模式对其现金流的影响, 天气衍生品市场自2023年初以来蓬勃发展。根据交易所公布的数据, 2021年和2022年, 在芝加哥商业交易所集团主导的场内市场, 天气类合约月均成交量约为11,500手, 2023年则跃升至42,052手。这是由于公用事业公司、大宗商品生产商等企业需要管理尾部风险。

Boyce称:“2022年, 美国经历极端高温, 场内市场成交量大幅增长, 交易所报告的活动显著增加。我们发现, 受价格波动影响的公用事业公司意识到了风险管理的必要性。”

“这为天气衍生品提供了现实用例, 此外, 场外市场的灵活性为有特定需求的公司提供了良好的切入

点——我们可以定制直接反映其风险需求的合约, 助其在资产负债表上对冲相关风险。”

### 芝加哥商业交易所集团提供多种天气衍生品合约

芝加哥商业交易所集团提供多种类型的合约, 在美国, 合约基于冬季制热指数 (HDD) 和夏季制冷指数 (CDD)。欧洲合约夏季参考月度累积平均温度指数 (CAT), 冬季参考月度制热指数。东京合约涵盖各季节的累积平均温度指数。总体而言, 合约覆盖全球18个城市, 其中13个位于美国, 4个位于欧洲, 1个位于亚洲。未平仓合约主要集中在美国衍生品市场 (详见图1) 且数量持续增长。交易所数据显示, 截至7月22日, 平均未平仓合约量较2023年增长4%, 达122,000手。



场内市场在总体成交量中所占份额相对较小。5月, 分析师估计, 交易所交易市场约占总成交量的

10%，未平仓合约名义价值约为250亿美元（约合195亿英镑）。

场外市场规模更大，具有更多的细分和灵活性，覆盖了更多的指标。Boyce表示，Quanto合约也有所增长，此类合约结合了温度等天气因素以及相关的清算天然气市场，越来越多地受到流动性提供商的支持。

他补充道：“从历史上看，天气市场由少数流动性提供者提供服务，这也是其发展迟滞的原因之一。当时其主要作为风险转移工具，而不是一个完全交易的市场。随着流动性增加，对冲成本降低。目前约有十家流动性提供商积极助力市场，推出不同类型的纯天气衍生品或Quanto合约。”

“借助更深的流动性池，我们现在拥有更具竞争力的定价，可提供价格更低的对冲工具，投资者对天气产品的交易兴趣也在增加。在能源和商品领域，随着可再生能源市场的发展，温度特别是风力领域的交易活动不断增加。与之相关的降水和太阳能衍生品市场也在扩大，形成了良性循环。”

#### 金融结算更有效且易于预测

随着市场流动性增加、接受度提高，有望出现更多的应用场景。金融结算比传统保险公司提供的结算方式更有效且易于预测，企业损失补偿保险就是用例之一。

Boyce称：“对于损失补偿保险行业来说，期权可以成为二元保险的有效替代选项。在这一用例中，期权能够弥补保险覆盖范围的空白并确保赔付，基于可靠的参数数据触发，在72小时内完成。不失为更适宜的选择，并且随着当前流动性的增加，市场信心也在推升需求。”

“然而，虽然损失补偿保险合同可以提供最具成本效益的解决方案，但市场参与者倾向于选择具有类似常用金融工具（如互换或期权）特征的参数保险合同和/或天气衍生品。”

天气衍生品完全符合TP ICAP扩大其能源转型相关产品覆盖范围的战略目标。

该公司近期任命了三位区域主管，以支持其能源和商品业务的增长。

TP ICAP在公布2023年业绩时指出，能源和商品市场活跃。作为全球最大的交易商间经纪商，TP ICAP能源商品业务收入同比增长18%，达4.55亿英镑。全球能源和商品主管Andrew Polydor在与分析师的电话会议中表示，集团计划加强与其数据部门的合作，以提供天气衍生品、自愿碳市场和电池金属产品的价格和交易信息。

# 欧盟监管审查导致欧洲能源交易所与纳斯达克的交易告吹

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

德意志交易所表示，欧盟的监管审查延缓了交易进度，欧洲能源交易所只得终止纳斯达克北欧电力交易业务转让协议并承担高额成本。Weimer称：“我们收到了欧盟委员会通信总司的质询，并在文件中提出了补救措施。但专案小组表示，该交易很可能不会在第二阶段获得批准。”

## 德意志交易所与纳斯达克的交易告吹

德意志交易所表示，欧盟的监管审查延缓了交易进度，欧洲能源交易所 (EEX) 只得终止纳斯达克北欧电力交易业务转让协议并承担高额成本。

在与分析师和投资者的电话会议中，德意志交易所首席执行官Theodor Weimer在发布上半年和第二季度财报时表示，在欧洲能源交易所终止与纳斯达克的交易之前，交易正处于欧盟委员会通信总司 (DG COMM) 第一阶段监管程序的“最后阶段”。

Weimer称：“我们收到了欧盟委员会通信总司的质询，并在文件中提出了补救措施。但专案小组表示，该交易很可能不会在第二阶段获得批准。”

“在这种情况下，时间表难以预测，即便通过第二阶段的审查，我们也会面临高昂的法律和咨询成本，并消耗大量的内部资源。”

这一决定影响了德意志交易所2024年第二季度的成本，相关费用同比增长27%，达6.01亿欧元（约合5.06亿英镑）。内生性成本增长率为6%，其中包括因交易终止而产生的约1,500万欧元的一次性成本。

Weimer表示，集团曾考虑过其他方案，并与纳斯达克讨论了相关情况，最终决定终止收购北欧主要电力市场的业务。欧洲能源交易所退出交易后的第二天取消了客户交易北欧电力衍生品的费用。

Weimer对欧盟委员会通信总司将《欧盟并购条

例》第22条应用于此项交易的适当性表示质疑，认为交易并不影响成员国之间的贸易，也没有对成员国境内的市场竞争构成严重威胁。

Weimer说：“该规定实际上并不适用于此项交易，通信总司援引这一条款属实令人惊讶，这是我们始料未及的。”

## 德意志交易所将积极拓展市场

近日，欧洲能源交易所报告称，得益于市场对德国、法国、意大利和西班牙电力期货产品的强劲需求，2024年上半年电力衍生品交易激增。

Weimer向投资者和分析师表示，德意志交易所在欧洲电力市场占有“非常大”的份额，而首席财务官Gregor Pottmeyer表示，在与纳斯达克的交易告吹后，交易所将以“更加有条不紊的方式”进行市场拓展。

然而，Pottmeyer强调，“这并不意味着我们在商品领域的并购活动会受到限制”。Weimer对此表示同意，并称并购是德意志交易所未来战略的“重要组成部分”。

德意志交易所近日宣布，2024年第二季度总收入同比增长19%，达17.5亿欧元，上半年总收入同比增长18%，达34.8亿欧元。交易和清算业务方面，欧洲期货交易所交易的金融衍生品第二季度净收入增长10%，达3.396亿欧元，上半年增长率为1%，达6.703亿欧元。

Weimer将于2024年末退休，德意志交易所交易前和交易后主管Stephan Leithner将接替其职位。

Leithner将于10月1日起担任执行委员会主席，任

期五年，同时担任联席首席执行官，在Weimer年末离职后成为唯一的首席执行官。

## CFTC“反向压力测试”凸显行业清算韧性

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

美国商品期货交易委员会近期公布的“反向压力测试”结果表明，即使在其所谓的“极端且非合理的市场冲击”下，也有充足的资源应对多个清算会员违约的情况。测试发现，在市场冲击达到历史水平的四倍且至少有三名清算会员违约前，任一衍生品清算组织均有充足的资源。

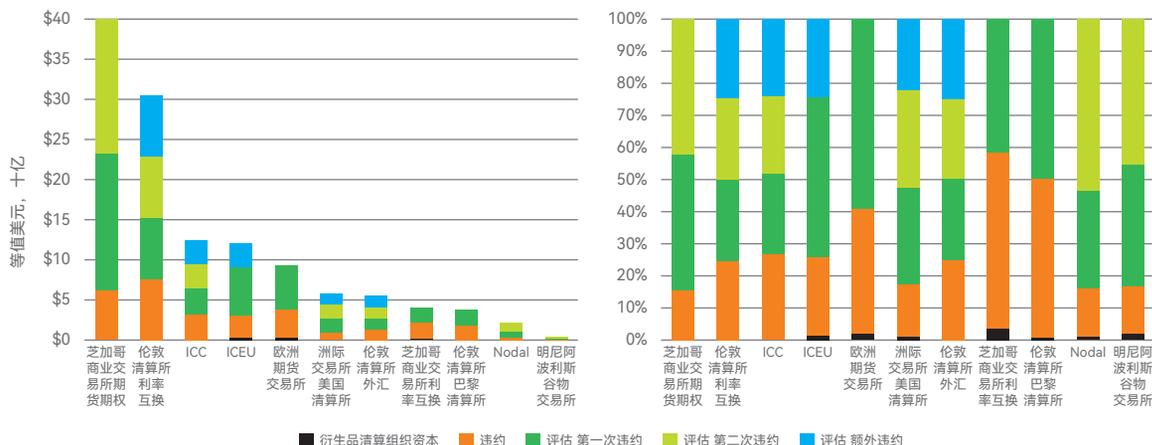
美国商品期货交易委员会（CFTC）近期公布的“反向压力测试”结果表明，即使在其所谓的“极端且非合理的市场冲击”下，也有充足的资源应对多个清算会员违约的情况。

该分析涵盖九家公认的衍生品清算组织（DCO），其中五家为期货和期权清算所，其余机构提供信用违约互换、利率互换或外汇产品清算服务。

测试发现，在市场冲击达到历史水平的四倍且至少有三名清算会员违约前，任一衍生品清算组织均有充足的资源。测试采用了11种基本市场情景，价格冲击的严重程度从3.9倍到15倍不等，才会耗尽2023年9月1日（测试日期）预先提供给公司用于清算的财务资源（详见图1）。

美国商品期货交易委员会表示：“虽然许多全球

图1: 用于覆盖压力损失的共有资源



数据来源: 美国商品期货交易委员会。

金融机构均为多家衍生品清算组织的会员,但即使受到高于历史水平八倍的价格冲击,九家清算所三次违约所造成的亏损也仅占非违约机构一级资本的一部分,仍在可控的范围内。”

这一消息证实了清算公司在应对日益动荡的市场和清算量增加方面所取得的进展。

OpenGamma保证金专家Jo Burnham在一封电子邮件声明中表示:“这份报告凸显了衍生品清算公司的韧性以及监管在不确定时期维持市场稳定的有效性。新冠肺炎疫情、俄乌冲突以及为抑制通胀而提高利率等事件都在考验市场的反应能力。”

“令人欣慰的是,尽管出现了这些概率极低的事件,市场仍能有效应对重大干扰,确保市场平稳运行并保护投资者。”

美国商品期货交易委员会在2019年的监管清算压力测试中首次加入反向压力测试。

2023年11月13日,CCP Global代表行业参加了有史以来规模最大的中央对手方“演习测试”,并在2024年5月表示,2023年在应对市场混乱的准备工作方面取得了重大进展。

其首席执行官Teo Floor当时表示:“2023年的主题是在新市场清算提升透明度的积极影响和在建立运营韧性方面取得的进展,具体包括满足新的结算和

处理标准,以及引入新的网络和技术保障措施。”

此次演习涉及全球31个中央对手方,包括美国商品期货交易委员会在内的23家监管机构以及数十个清算会员,模拟了每个中央对手方五大清算会员之一同时违约的情况,以测试违约管理和拍卖流程在此类承压情景下的能力。

下一次演习定于2025年末举行,监管机构已表示有意扩大参与度,让更多新兴市场中央对手方加入其中。

巴塞尔银行监管委员会(BCBS)、国际清算银行支付与市场基础设施委员会(CPMI)以及国际证监会组织(IOSCO)于1月份启动了一系列意见征询,旨在审查保证金准备情况和披露标准。

初始保证金的透明度问题一直存在争议,两大中央对手方交易机构均警告称,切勿对清算机构施加过于严格的要求,并认为当前的信息披露已经足够充分。

国际掉期与衍生工具协会(ISDA)和国际期货业协会(FIA)则对全球监管机构推动透明度的举措表示赞成。

国际掉期与衍生工具协会首席执行官5月份表示,清算机构还应披露反顺周期保证金计算方法。



## 玉米和大豆价格因丰产预期和温和天气而下跌

Debbie Carlson

由于温和天气和丰产预期，芝加哥期货交易所玉米和大豆期货价格降至四年来最低水平。德国商业银行大宗商品分析师Carsten Fritsch表示，随着种植面积增加，美国玉米产量预计将达到151亿蒲式耳，比2023年高出1.6%，如果实现，这一产量将成为有史以来第三高的水平。

由于温和天气和丰产预期，芝加哥期货交易所(CBOT)玉米和大豆期货价格降至四年来最低水平。

新作12月玉米期货目前交易价格约为每蒲式耳4.11美元，较2022年8.27美元的高点大幅下降，远低于2012年的历史最高价8.43美元。2024年迄今玉米价格下跌18.7%

与此同时，新作11月大豆期货价格接近每蒲式耳10.41美元，较2022年17.84美元的高点有所下跌，亦低于2012年的历史最高价17.94美元。2024年迄今，大豆期货价格已下跌17%。

美国农业部6月末发布的最新农作物种植面积预测显示，大豆种植面积略有减少，玉米种植面积则大幅增加。

德国商业银行大宗商品分析师Carsten Fritsch表示，随着种植面积增加，美国玉米产量预计将达到151亿蒲式耳，比2023年高出1.6%，如果实现，这一产量将成为有史以来第三高的水平。美国农业部的数据

可能会催生玉米交易商的看涨情绪，2024/25年度期初库存下调至19亿蒲式耳，降幅远超预期。但交易商在分析数据时发现，尽管期初库存有所减少，但仍比一年前高出36%。

### 玉米带气候条件向好

尽管偶尔会遭遇强风暴，但玉米带作物生长条件总体良好，玉米和大豆正进入关键授粉阶段。7月中旬美国农业部作物生长报告显示，两种作物的生长速度均高于五年平均水平。

一位气象学家表示，温热潮湿的春季为玉米带作物的生长奠定了良好的基础。DTN Weather的农业气象学家John Baranick表示，春季降雨提供了中西部地区作物生长所需的土壤湿度，足以消除爱荷华州等地长期存在的干旱问题。

厄尔尼诺现象会导致海面温度升高，该现象在春季消散，是有记录以来最强烈的现象之一。Baranick表示，从历史上看，厄尔尼诺现象之后通常会出现同



等强度的拉尼娜现象,但目前尚未发生。拉尼娜现象会导致海水温度下降,可能导致中西部地区的降雨量低于正常水平,不利于农作物生长。

美国国家海洋和大气管理局(NOAA)在7月份的预测中表示,8月至10月之间有70%的概率形成拉尼娜现象,并可能持续至北半球冬季,11月至次年1月出现的概率为79%。

如果拉尼娜现象在秋季形成并影响到中西部地区,将有助于农作物自然干燥,从而节省农民的干燥成本。

### 远期价格看跌

近几个月来,玉米和大豆期货价格呈下行趋势,伊利诺伊大学和俄亥俄州立大学的农业经济学家表示,这一趋势可能预示着价格进一步走低,扭转过去几年的涨势。伊利诺伊大学的Gary Schnitkey和Nick Paulson以及俄亥俄州立大学的Carl Zulauf在7月9日的博文中写道,2021年至2023年间出现的高价格模式可能只是暂时的,如果当前趋势持续,农作物价格可能会再次下跌。

他们写道:“当前的价格模式让人回想起之前曾经出现的情况,预示着未来多年收入将持续下降。”

他们指出,美国农业部也预计价格将继续走低,其在6月份预测2024年玉米价格为每蒲式耳4.40美元,低于2023年的4.75美元,更远低于2022年6.54美元的高点。

他们补充说,美国农业部目前没有提供2025年的预测数据,但期货市场显示价格将再次小幅下跌至4.25美元。

大豆价格也较2022年平均每蒲式耳14.20美元的高点有所下跌,2023年价格为12.55美元,美国农业部预测2024年平均价格为11.20美元,期货市场预计2025年价格为11美元。

经济学家表示,如果当前的价格趋势发生反转,那么市场对玉米和大豆价格达到新高的期望将会落空。他们认为,价格上涨是短期供需不平衡的结果,例如,中国在2020年重建生猪群、俄乌冲突导致的供应中断和市场不确定性,以及近年来巴西、阿根廷和美国产量表现不佳,都是推高价格的因素。

2021年至2023年间的价格上涨并非常态,经济学家预计未来会进入低价周期,玉米和大豆价格将接近美国农业部预测的每蒲式耳4.55美元和11.00美元。

如果2024年的产量低于平均水平,价格可能会回升,但由于生长季节即将进入尾声,这种情况不太可能发生。俄乌局势变化也可能推高价格,但经济学家对价格上涨的前景并不太乐观。

他们写道:“虽然存在这些可能性,但历史经验表明,低价期可能会持续七到八年。”



# 丰产致基金做空国际玉米 国内玉米市场受影响有限

徐未 杨少鹏 / 大商所研究中心

管理基金2024年上半年做空CBOT玉米期货与期权是基于国际玉米供需宽松趋势，随着全球粮食供需变化趋于稳定，空头持仓已大幅下降至9月底的不足7万手。未来，美联储货币政策、拉尼娜天气以及全球生物质能源政策调整均会影响全球粮食等大宗商品市场走势，我国需要保持政策定力，保障粮农收益和粮食供给，充分发挥市场调配资源和价格信号作用，促进玉米等重要大宗商品价格保持在合理水平。

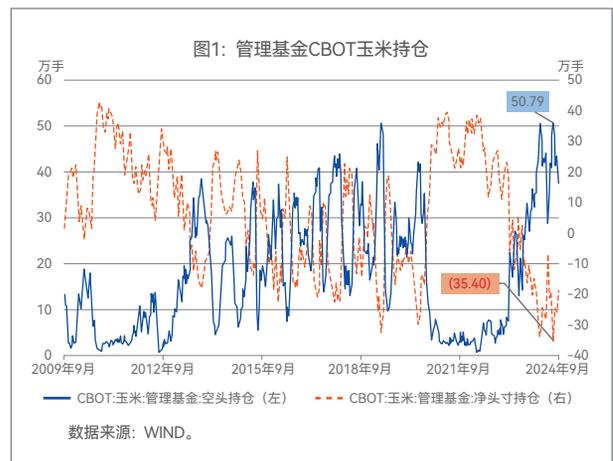
2024年以来，美国商品期货交易委员会（以下简称CFTC）数据显示，管理基金大幅增加芝加哥期货交易所（以下简称CBOT）玉米期货和期权空头持仓，并创历史新高。有市场人士担忧国内玉米价格受国际市场影响会加剧波动。为此，本文对管理基金历史上持仓大幅变动情况进行梳理，并对国内外玉米期现联动性进行分析。研究发现，管理基金大幅加仓是基于玉米期货基本面变化而进行的顺势交易行为；近年国内外玉米价格相关性虽然有所提高，但由于我国进口玉米占比不高，且国内小麦、稻谷等替代品供应充足，因此国内玉米价格走势更多是反映国内玉米供需变化，从近五年玉米价格涨跌幅来看，国内波动总体小于国外，国际对国内玉米市场影响有限且可控。

## 一、管理基金根据现货供需变化调整CBOT期货多空持仓数量

2009年以来，管理基金在CBOT玉米期货与期权上持仓大幅变动总共发生过3次，除本次大幅增加空头持仓外，还发生过2次大幅增加多头持仓的情况，均对应于全球玉米供需基本面发生显著变化的情况。

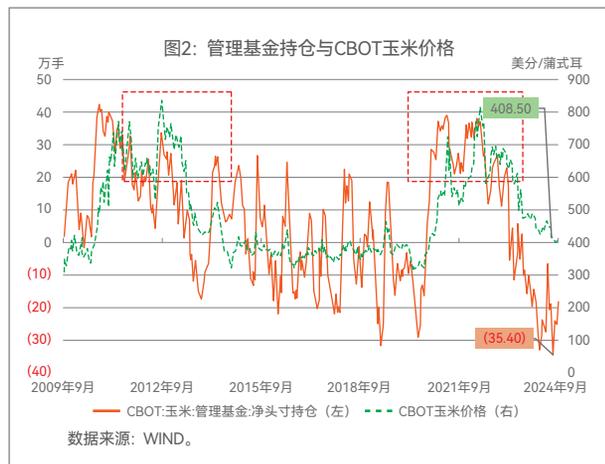
全球玉米丰产是本次管理基金大幅增加CBOT玉米期货与期权空头持仓的主要原因。2023年8月10日，美国农业部（以下简称USDA）数据显示美国2023/24

年度玉米产量同比上涨6.98%，CBOT玉米期货价格随之跌至475.50美分/蒲式耳，同比下降24.31%，此时，管理基金净持仓由多转空，净空持仓约为7.3万手。2024年2月10日，USDA报告预计2023/24年度巴西和阿根廷玉米产量同比增长19.06%，CBOT玉米期货价格进一步下跌至430.75美分/蒲式耳，同比下降37.20%，管理基金净空持仓增至31.43万手。2024年7月8日，USDA报告显示美国玉米生长状况明显好转，美国新季玉米丰产预期进一步增强，管理基金持有CBOT玉米期货和期权空头头寸达到50.79万手（详见图1），创历史新高，同时管理基金在CBOT玉米期货和期权的净空头头寸达到35.40万手。



1.管理基金是指由专业基金经理管理的资金，通常来自商品交易顾问、商品池运营商等机构。

纵观历史,其余两次管理基金大幅增加多头持仓的原因均为玉米供需关系由松转紧(详见图2)。第一次发生在2011年至2012年,美国玉米大幅减产导致全球玉米供需紧张,全球玉米库存消费比仅15%,美国玉米库存消费比处于8%的极低水平,远低于国际粮农组织(FAO)17%的安全警戒线,CBOT玉米期货价格在2012年8月12日达到838.75美分/蒲式耳的历史峰值,期间管理基金净多持仓最高达到40.89万手(均值为24.05万手)。第二次发生在2021年至2022年,在“三重拉尼娜”天气造成美国 and 阿根廷玉米减产的基础上,叠加俄乌冲突,乌克兰(玉米出口量占全球10%至13%)玉米产量锐减、出口受阻,全球玉米供需紧张,CBOT玉米期货价格在2022年4月29日达到年内峰值813.5美分/蒲式耳,期间管理基金净多持仓最高达到40.19万手(均值为29.43万手)。



## 二、国内玉米市场走势更多反映国内供需关系变化

近年来,随着国内玉米市场化改革深入推进,尤其是全球宏观经济、极端天气和地缘政治等外部因素的共同推动下,全球大宗商品同频共振的情况时有发生,国内外玉米价格走势从2020年以前的相对独立转为之后的阶段性趋同,但我国玉米自给率始终保持

90%以上高位,在有效市场和有为政府合力作用下,国内玉米价格受国外影响有限且可控。

(一)2020年以前,国内玉米价格在临储政策影响下相对独立

在2008年至2015年期间,我国实施玉米临时收储制度,在政府设定收购价并敞开收购的政策背景下,国内玉米供需主要受政策影响,收储价格主导市场。在2016年至2019年期间,我国推进玉米市场化改革,逐年出清临储玉米库存,每年向市场投放数量不等(0.5亿吨至1亿吨)的临储玉米,临储玉米拍卖数量和拍卖价格对市场价格影响较大。总体来看,国内相对独立的供需基本面使得境内外玉米价格呈现弱相关性,相关系数为0.43。

(二)2020年以来,宏观等外部因素致国内外玉米价格相关性上升,但国内价格整体反映了中国玉米供需情况变化

全球货币流动性扩张使全球大宗商品价格普遍上涨,大宗商品间相关性增强。2020年3月至2022年3月,为应对疫情对经济的负面冲击,美联储开启量化宽松政策,推动CRB大宗商品指数<sup>2</sup>上涨42.17%,大连商品交易所(以下简称DCE)玉米期货与CBOT玉米期货、大豆期货等价格相关系数达到0.85以上。

统计显示,全球流动性对CBOT玉米期货以及DCE玉米期货价格变化的贡献度分别为86.22%和79.79%,但是剔除货币流动性因素后,国内外玉米期货价格相关系数从0.86下降至0.68。

2024年以来,CBOT玉米期货价格大幅下挫反映的是全球粮食丰产格局。据USDA数据,2023/24全球玉米产量处于近十年高位,同比上涨5.52%,在全球粮食总体丰产且需求基本稳定情况下,自2023年三季度以来(截至今年8月底),CBOT玉米期货价格下降30.93%。

<sup>2</sup>美国商品研究局汇编的商品期货价格指数,于1957年正式推出,涵盖了能源、金属、农产品、畜产品和软性商品等期货合约,为国际商品价格波动的重要参考指标。

国内玉米价格跌幅相对较小则反映了国内供需总体紧平衡背景下，玉米丰产、替代品进口同比增加等情况。长期以来我国玉米一直存在一定产需缺口，缺口部分主要依靠进口及其他品种替代。2023/24年度我国玉米产量2.89亿吨，创2000年以来历史新高，加上小麦替代和杂粮1月至7月进口量同比大幅增长45%，供需紧平衡态势有效缓解，价格震荡下行。2023年三季度以来DCE玉米期货价格下降12.70%，跌幅远小于同期境外市场。



（三）有为政府有效市场有力协同，近年来境内玉米涨跌幅度总体低于境外

玉米是我国三大主粮之一，虽然市场化改革持续

推进，但宏观调控力度从未放松。除了通过生产者补贴保障供应总体平稳外，还通过调整进口以及收抛储政策等措施，使国内价格运行在合理区间。

一方面，相关部门指导大型粮企增加进口稳定国内供应。2020年初，新冠疫情爆发伊始，国内玉米价格率先上涨，国内外玉米期货价差（折算成统一可比口径）迅速扩大，从2019年末的约900元/吨扩大到1400元/吨以上，主管部门及时指导大型头部粮食贸易企业主动扩大进口，当年玉米进口量首次突破配额达到1130万吨，有效补充了国内供应。2022年俄乌战争爆发，全球粮食减产预期增强，调控部门继续指导粮企维持2062万吨历史次高位进口量。2020年3月至2022年4月期间，CBOT玉米期货价格上涨108%，而DCE玉米期货价格仅上涨58%。

另一方面，适时启动玉米及替代品收抛储，稳定市场预期。比如在2020年至2022年临储库存出清、境内外玉米价格普遍上涨情况下，相关部门在指导粮企大幅增加进口的同时，适时启动定向稻谷拍卖补充市场供应，拍卖量累计近5000万吨。同理操作，在2024年以来全球流动性收紧、供应宽松、价格下行情况下，相关部门于年初适时增加玉米收储量，稳定市场预期。

表1: 近五年境内外玉米价格波幅及波动率变化

	2020		2021		2022		2023		2024 (1-8月)	
	CBOT	DCE	CBOT	DCE	CBOT	DCE	CBOT	DCE	CBOT	DCE
最大值	484	2737	732.25	2890	813.5	3027	685.25	2890	472.5	2513
最小值	312	1907	483.75	2441	564.25	2577	464	2382	386.5	2263
波动幅度	55%	44%	51%	18%	44%	17%	48%	21%	22%	11%
波动率	11%	11%	9%	4%	9%	3%	14%	5%	5%	2%

数据来源: WIND, 研究中心整理。

注: CBOT价格单位: 美分/蒲式耳; DCE价格单位: 元/吨。

从近五年统计看,国内玉米价格的波动远小于境外。除2020年两者大致相当外,其余年份国内玉米价格的年内最大波幅不到境外的一半,波动率约为境外的三分之一到二分之一。

### 三、加强分析研判、保持政策定力,更好发挥市场机制服务科学宏观调控

总体来看,管理基金2024年上半年做空CBOT玉米期货与期权是基于国际玉米供需宽松趋势,随着全球粮食供需变化趋于稳定,空头持仓已大幅下降至9月底的不足7万手。未来,美联储货币政策、拉尼娜天气以及全球生物质能源政策调整均会影响全球粮食等大宗商品市场走势,我国需要保持政策定力,保障粮农收益和粮食供给,充分发挥市场调配资源和价格信号作用,促进玉米等重要大宗商品价格保持在合理水平。

一是要密切关注国际粮食市场形势变化,加强预研预判。未来影响国际粮食市场的不稳定、不确定因素依然较多。比如,气象机构预计拉尼娜气候将在9

月至11月形成,可能导致南美玉米大豆减产。此外,在全球能源转型中,美国和印尼等国家不断提高生物能源添加比例,可能会减少玉米、大豆和棕榈油等全球贸易量。建议及时跟踪国际粮食市场最新变化,为科学调控、有效治理打好基础。

二是进一步完善粮食保护政策及农业风险管理体系,保护粮农积极性。近年我国玉米连年丰产,是扎实落实粮食安全战略的客观结果,应坚定不移继续贯彻落实。同时,进一步发展多层次农业保险,优化“保险+期货”,不断完善农业风险管理体系,稳步提高粮食等重要农产品保险保障水平。

三是充分利用期货价格信号,优化完善补贴和收抛储等政策。探索利用期货市场远期价格信号适度调整生产者补贴比例以合理调节粮食结构,实现粮食品种间和年际间均衡。同时根据境内外、期现货价格关系和变化规律,优化完善粮食购销和储备管理体制机制,适时调节玉米及玉米替代品进口节奏,稳定市场供应。🌀





## 为何原油和柴油价格会追随豆油走势？

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

豆油等植物油是否已成为WTI原油及其精炼产品的领先价格指标？这个问题听起来似乎有点荒唐，因为原油市场的持仓规模是豆油市场的25倍，又怎会追随豆油市场的走势？然而，即便仅回顾过去一年，也能发现一些有趣的规律。

豆油等植物油是否已成为西德克萨斯中质（WTI）原油及其精炼产品的领先价格指标？这个问题听起来似乎有点荒唐，因为原油市场的持仓规模是豆油市场的25倍（以美元计，详见图1），又怎会追随豆油市场的走势？



然而，即便仅回顾过去一年，也能发现一些有趣的规律。2023年5月30日，豆油价格迎来一波上涨行情，涨幅达57%，并在7月24日达到峰值。2023年6月24日至9月27日，原油价格上涨了41%，这一涨势较豆油价格的暴涨滞后了一个到两个月的时间。2023年8月至9月，豆油价格急剧下跌，早于原油价格始于9月下旬的下滑。尽管期间爆发了以哈战争，但后者的下跌趋势仍持续贯穿2023年整个秋季。

豆油价格变动领先于原油的模式并不是从2023年才开始（详见图2）。这种模式可追溯到2007年前



后，当时美国国会通过了《能源独立与安全法案》（EISA），该法案提出了多项规定，其中包括要求逐步增加乙醇、生物柴油等可再生燃料的使用，而这两种燃料分别可以从玉米和豆油中生产。美国并非唯一推广可再生燃料的国家，约有65个国家出台了不同形式的生物燃料强制规定，其中许多都颁布于2005年至2015年期间。

2005年至2006年间，原油价格大幅上涨，豆油价格则呈横盘整理态势。2006年末至2007年，原油价格大幅回调，而后在2007年，随着美国颁布《能源独立与安全法案》，豆油价格开始飙升，原油价格也随之上涨。豆油价格在2008年1月触及峰值，而原油价格则在六个月后（2008年7月）创下历史新高。

在全球金融危机逐步加剧期间，豆油价格先于原油开启下滑趋势，并于2008年12月触底，较原油价格在2009年2月的触底提前了两个月。在2009年的价格

反弹期间，豆油多次出现的小规模峰谷变化都先于原油价格的相似变动（详见图3）。



2010年6月29日至2011年2月9日，豆油价格率先上涨了66%，随后在2010年8月24日至2011年5月2日，原油价格也出现61%的涨幅。此后，豆油价格开启了长期下滑态势，这预先揭示了2014年末原油价格的崩盘，当时欧佩克减产协议已出现破裂。在随后的熊市中，豆油价格在2015年10月降至谷底，原油价格在2016年2月也随之触底。与2009年类似，2016年价格复苏期间，豆油价格的峰值和谷值同样先于原油出现（详见图4）。



2017年和2018年初，欧佩克控制产量，WTI原油价格随之上涨，然而，豆油价格并未参与这一轮上涨

趋势。2018年末，受全球库存高企及欧佩克成员国争议的影响，原油价格急剧下跌。2020年新冠肺炎疫情爆发后，豆油和原油价格均大幅下挫，但豆油价格比原油早一个月触底，并在2020年末先于WTI原油开始反弹。随后，豆油价格在2022年先于原油触顶，在5月初达到峰值，而原油则在6月底达到峰值。之后，2022年末至2023年初，豆油价格的下行趋势也领先于原油（详见图5）。



如果豆油价格变动一直领先于原油价格，那其中的原因是什么？答案可能与生物燃料以及这两个市场的相对规模有关。由于豆油作为生物柴油的应用日益增长，其价格或许对原油需求与供应动态的初期变化异常敏感。

原油市场的核心是全球最大的炼油企业，他们比多数企业更有能力判断近期原油及成品油的供需情况。如果这些企业察觉到原油供应相对于成品油需求可能存在缺口，他们可能会利用生物燃料来补充原油供应。由于豆油市场规模约为原油市场的1/25，因此其价格可能会在原油价格变动之前率先开始上涨。相反，如果炼油企业预见到原油供应量即将过剩，他们可能会减少豆油购买量，导致豆油价格似乎因预期原油价格即将下跌而先行走低。

这种关联同样也出现在原油与棕榈油价格之间，因为棕榈油在印度尼西亚、马来西亚、越南等东南亚国家被广泛用作生物燃料（详见图6）。此外，豆油与超低硫柴油（过去曾称之为“取暖油”）的价格也存

在这种关联（详见图7-图9）。虽然我们无法保证植物油与原油及其精炼产品价格之间的明显关联在未来仍会持续，但近期豆油和棕榈油价格的疲软表明，原油和柴油价格在短期内可能难以反弹。

图6: 棕榈油价格也可能是原油的先行指标



图8: 2010年至2016年超低硫柴油价格基本跟随豆油价格走势



图7: 超低硫柴油价格也可能跟随豆油走势



图9: 自2017年起超低硫柴油价格也基本跟随豆油价格走势



# 玉米期货恢复上市二十载 服务产业高质量发展

王宁 / 证券日报

玉米期货曾在上世纪90年代上市后退市，又于2004年9月22日在大连商品交易所（以下简称大商所）恢复上市。

业内人士认为，自2004年恢复上市20年来，玉米期货实现了市场平稳运行、质量稳步提升和功能有效发挥，有效助力玉米产业妥善应对市场风险、实现高质量发展，在服务临储政策改革、农业供给侧结构性改革、全国统一大市场建设等一系列重大战略上发挥了积极作用。

## 赋能产业发展

上海源耀集团研投中心总监吴灵敏向《证券日报》记者介绍：“中国加入WTO后，国际市场对国内农产品价格的影响日益显著，到了2004年，国务院新一轮粮改方案提出全面放开粮食收购和销售市场，玉米开始成为完全市场化的粮食品种，此时期期货市场已经步入规范化发展之路。恢复上市玉米期货，为产业定价和避险提供支持，也就水到渠成了。”

据了解，玉米期货恢复上市以来的20年，也是我国玉米产业向阳生长的20年。20年间，我国玉米种植面积从2545万公顷增长至4421万公顷，产量从13029万吨增长至28884万吨，分别提升了74%和122%，特别是随着“藏粮于地、藏粮于技”战略的实施，单产也有了明显进步。在这一过程中，玉米的定位逐渐发生了变化，从最早的口粮向饲料用粮和工业用粮转变，需求和用途持续扩大，我国也从玉米的净出口国转为净进口国。

20年间，与产业发展相伴的玉米期货市场，在保持平稳运行的基础上实现了规模的壮大，日均成交量和持仓量分别从上市初期的8.57万手和11.12万手，增长到2024年上半年的58.34万手和138.8万手，

分别增长5.81倍、11.48倍。特别是2016年之后随着临储政策的取消和供给侧结构性改革的推进，玉米临储库存逐渐消化、定价回归市场，产业链相关主体风险管理需求激增，玉米期货的市场规模随之快速增长。据统计，2016年玉米期货日均成交和持仓分别为50万手、113万手，达到了临储政策实施期间的5.6倍和4.3倍。

从市场结构来看，产业客户渐成玉米期货市场的主导力量，众多产业企业积极参与其中。2024年上半年，产业客户持仓占比已达到47%的水平，目前100%的玉米大型贸易企业、85%的全国前20强饲料养殖企业、70%的全国前20强深加工企业已经在利用玉米期货规避现货经营中的价格波动风险。

在中国粮食商业协会常务副会长杨虹看来，玉米期货为产业链各环节提供了合理的价格参考，也提升了整个产业链的风险管理水平，同时还推动了相关金融服务和物流配套的完善，这不仅能进一步增强供应链韧性，还能促进玉米产业从粗放型经营向精细化、专业化方向发展，推动产业升级。

## 承载首单“保险+期货”

玉米期货一端连着大市场，一端连着小农户，如何真正让这一工具服务好广大种植主体，是大商所最关心的问题。如今出镜率颇高的“保险+期货”，最早就是在玉米品种上尝试推出的。

在玉米期货恢复上市后的第二年，大商所便启动了“千村万户”市场服务工程，发现不少农民都希望保险能在价格风险保障上进一步发挥作用，而风险管理又是期货市场的独特功能之一。借助保险的“群众基础”将期货市场和农民联系起来，成为一条非常值得探索的道路。

2015年8月份,在我国玉米市场从临储时代向市场化迈进、农户价格风险管理需求激增的背景下,大商所推动人保财险与新湖期货达成业务合作协议,参考玉米期货价格设定目标价格,为辽宁义县2家合作社的1000吨玉米提供了价格保险,当玉米实际价格低于目标价格时,农户即可获得保险公司赔付。其中,人保财险通过向新湖期货购买场外期权转移承保玉米的价格下跌风险,新湖期货则通过期货市场实现风险的再转移,风险管理闭环就此形成。就这样,我国首单“保险+期货”在玉米品种上诞生了,期货业与保险业合作精准服务“三农”的新篇章就此翻开。

新湖期货董事长马文胜告诉记者:“我们之前有尝试直接运用场外衍生品和订单农业,帮助种植户解决卖粮难、卖价低的问题,但农户对期货市场认知度有限,而‘保险+期货’既解决了农户无法直接参与期货市场的难题,又化解了保险公司没有风险对冲手段而无法推出农户所急需价格保险产品的困境,初步证明了该模式在保障农业经营主体收入上的作用。”

以义县为起点,玉米“保险+期货”逐渐走向广阔天地。据统计,2015年以来,大商所共计支持开展了195个玉米“保险+期货”项目,覆盖黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、河南、河北等18个省份,涉及现货量1125万吨,惠及农户11.4万人,实现理赔5.98亿元,以中国特色的期货“支农支小”践行普惠金融,进一步完善了种粮农民收益保障机制,为强农惠农富农做出了积极贡献。

玉米期货见证和服务产业20年的发展。大商所相关业务负责人向记者表示,下一步,大商所将坚持“一品一策”做好玉米品种维护工作,密切跟踪玉米现货市场变化,适时优化合约规则制度,完善交割库结构和布局。同时,继续以“农民收入保障计划”“企业风险管理企划”等品牌为抓手,不断提升对产业链供应链的培育和服务水平,为服务玉米产业高质量发展、助力国家粮食安全和农业强国建设贡献期货力量。🔗

期货市场的  
新生力量 系列  
报道 第3期

## 工业企业期现结合路上 “精于心、践于行”

韩乐 / 期货日报

实体企业开展期货套期保值，可以对冲现货价格变动带来的不利影响。套保操作指令简单到1秒钟就能完成，但看似简单的结果，得来却不容易，正所谓“精于心、简于形、践于行”。一些从未参与期货市场的企业，对复杂、小众的期货衍生品往往没有全面了解，对如何建立一整套风险管理机制、探索期现结合经营之路更是缺少充分认知。

期货日报记者了解到，从不敢、不熟悉期货到尝试参与期货套保，再到套保工具和模式的创新迭代，国内化工、钢铁、煤炭类相关企业在期现结合之路上实现了“精于心”。只有过程充分展开，落实到每个维度，精确到每个细节，才能让企业系统性地掌握这项工具，合理、从容作出套保决策。

与期货“亲密接触”从交割开始

我国商品期货市场普遍采取实物交割机制。作为期货服务机构，交割库是连接期货市场和现货市场的枢纽节点，承载着畅通大宗商品产业链供应链、实现资源配置的重要功能。很多工业企业正是从交割开始了与期货市场的“亲密接触”，冀中能源集团旗下的河北峰煤焦化有限公司（下称峰煤焦化）就是其中的代表。

2023年7月，峰煤焦化成为大商所焦炭交割厂库，此前该企业从未参与期货市场。峰煤焦化相关负责人告诉记者，前几年企业在行业整体“顺风顺水”的环境下，对期货市场认识有限，风险管理意识也相对薄弱。而现阶段国内经济形势复杂，大宗商品市场波动

频繁，焦企产能持续增长，行业面临严峻考验，顺应市场化趋势、提升风险管理能力已成为煤焦企业博弈竞争的重要着力点。

“在交易所等支持下，通过前期学习了解，我们逐步认识到期货市场具有风险管理和价格发现功能，能够为企业解决风险管理的问题，参与期货市场势在必行。”上述负责人称，峰煤焦化参与期货市场“第一步”就是作为交割库进行实物交割，不仅为买卖双方提供交割服务，确保交割流程顺畅和货物质量与存储安全，促进期货功能发挥，同时也为企业了解期货、未来更深度参与期货市场积累了宝贵经验。

根据大商所数据，2023年，大商所新增指定交割库43家，其中有很多从未参与过期货业务的企业通过交割库的新角色叩开了期货市场的大门。

国有企业积极加入“新企入市”队伍

在通过设立厂库完成参与期货市场第一步后，近期，冀中能源集团通过子公司——河北冀中新业物资贸易有限公司（下称冀中国贸）参与了焦炭期货套期保值，并利用集团旗下的交割库完成了交割。

据介绍，冀中国贸从事煤炭等大宗商品贸易，2024年以来，煤焦市场供需和价格波动较大，这让冀中国贸感触较深，也认识到了企业要选择期货市场作为避风港。“2024年4月，我们从焦化厂购买了一批焦炭，但当时价格低迷，为了规避未来价格下跌对公司利润的不利影响，我们经过前期筹备和学习，最终在焦炭期货2405合约上进行了卖出套保。”冀中国贸相

关负责人表示，焦炭期货价格走势与现货高度关联，在持有现货头寸的情况下，参与期货套保可以在很大程度上降低价格波动风险。

与众多企业相似，冀中能源在参与期货前对期货市场就有一定的认识。“期货是实体企业不可或缺的风险管理工具，期货品种对应的是可交割的现货。”在该公司相关负责人看来，作为以该品种为主业的国有企业，理应用好期现结合的方式改善经营管理。

同为国企业的代表，山东某国有贸易公司也从2023年开始“破冰”，与期货市场成功“牵手”。据了解，该公司从事铁矿石贸易，进口规模大、采销周期长，贸易过程中价格的不利变动会对企业利润造成巨大影响。公司管理者有很强的风险意识，但也对国企参与衍生品交易的合法合规性存有顾虑。在西南期货等支持下，该公司针对企业高层、中层、执行层进行多维度系统培训，以高效率完善制度、搭建体系，从“想”到“做”的转变也从这时开始。

2023年一季度，该公司首次开展铁矿石卖出套保，保护已经签订采购合同的铁矿石现货头寸，考虑到首次参与期货市场，套保规模约占进口量的30%。西南期货青岛分公司负责人刘耀对记者表示，通过合理参与套期保值，该公司在2023年很好地规避了价格风险，实现了既定经营目标。2024年一季度，在铁矿石价格震荡走低的背景下，公司坚持套期保值的大原则，继续利用期货工具对冲现货库存头寸风险，起到了稳定经营的效果。

#### 建立“虚拟库存”为企业经营保驾护航

记者在采访中了解到，很多民营企业对待期货套保的态度较为灵活积极，“试水”之路也较为平稳。

青岛某民营化工企业成立于2005年，从事化学原料和化学制品贸易，2023年月均开展乙二醇贸易5万~6万吨。该企业以内贸为主，下游客户集中在江浙沪地区，既有长期合作、每年定量采购的大客户，也有即

采即买的中小客户，贸易和经营模式较为灵活。

据了解，以往该企业现货采用的是“期货价格+升贴水”的基差点价销售模式，企业主要作为点价方，未直接参与期货市场。“最早接触期货市场是在2019年前后，当时乙二醇期货上市不久，上下游贸易伙伴开始探索和推广基差点价，我们就尝试参与点价。基差点价较传统“一口价”博弈的方式更公开透明和有效，我们对点价业务的接受度很高。”该企业期现部门负责人刘宗良认为，虽然受限于专业人员和经验缺乏等，当时并没有直接在期货上开仓套保，但多年下来该企业积累了经验，对期现结合管理风险、优化定价方式的操作也有了直观的认知。

转折发生在2022年6月。当时，国内乙二醇现货开启了一轮下跌周期，那时该企业现货库存约有1万吨，本打算“硬抗”一段时间，没想到价格继续深度下跌，乙二醇从6月的超过5000元/吨一路下跌至8月的不足3900元/吨。由于当时没有做期货套保，价格下跌令该企业遭受了1000多万元的重大损失。此外，当时乙二醇销路不畅，企业库存高企，库存持有时间越长，仓储费成本压力越来越大。

在了解企业的困难后，广发期货青岛分公司通过走访调研、路演、投教宣讲、专题培训等多次深入企业，帮助企业在不利行情中灵活运用套期保值工具。为此，该企业决定尝试直接参与期货市场，通过期货工具给现货库存上“保险”。

据刘宗良介绍，企业的操作是将现货库存以当时市场价格卖出，同时进行买入套保，建立“虚拟库存”，相当于把现货的库存转移到期货市场。实际业务中，该企业期现部门根据现货头寸，专门对套保头寸进行调整，期货端的收益有效对冲了现货库存贬值的损失，同时也为企业节省了一定的仓储费用。到2023年年初，该企业不仅把2022年6月至8月1万吨库存贬值的亏损追回来了，最终还额外获得了一定的收益。

经历了实操之后,企业对期货市场交易有了更深层次的了解,不再单纯认为期货是高风险的金融产品,真正认识到期货是对冲企业风险、平滑收益曲线的金融工具。

2023年3月,该企业再次参与期货套保,步伐更加坚定。企业结合现货风险敞口,在EG2305合约上分批次建仓,建立“虚拟库存”,以降低采购成本;在销货不畅、担心价格持续下跌导致存货贬值风险时,企业在EG2305合约上采取卖出套保策略,在库存销售后平仓。上述业务解决了价格波动较大时的高价采购和不敢囤货的难题,并最终实现正收益的良好套保效果。

如今,上述相关企业不仅持续深度参与期货市场,而且还总结出了“套保经”。比如,受访企业人员认为,实体企业首次参与期货市场的重要前提是成立专门的期现部门,需要具备现货贸易和期货交易经验的复合型专业人才进行套期保值运用和操作。同时,期货套保是“一把手工程”,企业管理者尤其要提升认识,对期现部门进行一定的现货贸易和期货套保策略的授权。此外,企业要树立正确的风险管理理念,摒弃靠期货赚钱的投机思路,让期货工具更好地服务企业自身平稳发展,切实增强抵抗市场风险的能力。🔗

大商所功能发挥专题

**“期货价格  
怎么看、如何用”** 系列  
报道 第1期

## 从起点到终点, 看合约生命周期里的期货价格

 姚宜兵 / 期货日报

### 编者按

在建设全国统一大市场的背景下,期现货市场加速融合,从时间和空间两个维度形成反映未来商品供求的价格网络,宏观政策、实体行为不再单纯依赖当期价格进行决策。期货价格如何形成、有何特点,及功能如何发挥,逐渐成为市场各方持续深化认识的重要课题。为让读者更好地了解期货市场价格发现功能的发挥情况,服务好实体企业、宏观部门利用期货价格信号,本期起刊载大商所功能发挥专题——“期货价格怎么看、如何用”系列报道(共五篇),敬请关注。

2022年施行的期货和衍生品法从法律层面明确“国家支持期货市场健康发展,发挥发现价格、管理风险、配置资源的功能”。其中,发现价格是期货市场最基础、最根本的功能,是管理风险、配置资源功能发挥的基础前提,管理风险、配置资源是期货发现价

格功能的延伸。

近年来,我国期货市场价格发现功能有效发挥,为辅助微观企业生产经营和宏观决策、促进大宗商品资源优化配置、把脉实体经济发展动向提供了重要的市场信息,得到了各方广泛关注。

### 发现价格功能贯穿期货合约的完整周期

概言之，发现价格功能是指通过公开、公正、高效、竞争的期货交易运行机制，形成具有真实性、预期性、连续性和权威性价格的过程。在期货交易所，所有期货合约通过公开竞价的方式进行自由买卖，把众多供求因素和成千上万的真实交易意愿集中反映到期货价格上，因而能够真实反映对供求趋势的预期。

“长期以来，国内期货交易所持续加强市场监管、防控金融风险，切实维护‘三公’的市场秩序，为发现价格功能作用的实现奠定了基础。”新湖期货董事长马文胜接受期货日报记者采访时表示，是否有效发挥发现价格的功能，是衡量期货合约成熟与否的标志。

据介绍，商品期货合约具有不同的交割月份，很多品种从1月到12月都有交割合约。从合约挂牌上市到运行，再到最终摘牌进入交割，在一个完整的“生命周期”里，挂牌价、每日成交价、结算价和交割结算价的形成机制都不同，反映了不同阶段的价格水平。

以线型低密度聚乙烯期货2305合约为例，其从挂牌到摘牌的一年中经历了“下跌—上涨—下跌”的宽幅震荡行情：先是受大投产周期叠加疫情影响下游需求的因素冲击，2022年5月19日以8496元/吨的挂牌基准价上市后，价格持续走低，至10月底跌至7452元/吨最低点；随着防疫政策调整、下游回暖提振需求，2305合约触底反弹，2023年1月下旬涨至8532元/吨，达到年内最高价；随着疫情影响消退，在新增产能投产和下游去库存等背景下，2305合约回调至最后交易日的8155元/吨，较挂牌基准价下跌4%。

“线型低密度聚乙烯期货2305合约价格走势敏锐地反映了过去一年不同阶段下，防疫政策调整和新增产能等因素影响下的供需变化和市场预期。”相关专家如是说。

### 挂牌基准价：新合约发现价格的“起点”

记者发现，一个新合约在挂牌前会设置挂牌基准价，这是新合约在完整“生命周期”内的首个价格。对新品种而言，新上市合约的挂牌基准价一般是由交易所在调研标的现货价格后，综合现货价格、远期供需关系、时间成本、运输成本等综合考虑后计算得出，于上市前公布，作为上市首日涨跌停板的参考依据。对现有品种而言，是根据相关交易管理办法，新合约的挂牌基准价为最近月份合约前一个交易日的结算价，交易所可以根据市场情况进行调整。上述挂牌基准价的定价方式为新合约设置交易保证金和涨跌停板提供了参考。

以生猪期货为例，2023年9月25日，生猪期货2407合约结算价16590元/吨，该价格成为2409合约次日开盘基准价，作为计算当日交易保证金和涨跌停板幅度的依据。2023年9月26日，2409合约以16590元/吨开盘，以17125元/吨收盘，较挂盘基准价上涨535元/吨，较2403、2405、2407合约收盘价分别多1725元/吨、1350元/吨、605元/吨，呈现“以2403合约为低点、远月合约依次升水”格局，符合当时市场对2024年二、三季度猪价或迎来反弹的预期。

### 结算价、收盘价：每日发现的真实价格

当一个期货合约挂牌交易后，在交易所完善的市场风控与监管机制下，会通过大量、合规交易形成公开、透明和实时变动的期货价格。相关专家、投资者讨论期货价格时，主要涉及三个维度：开盘价、收盘价、结算价。

根据《大连商品交易所交易管理办法》，开盘价是指某一期期货合约开市前五分钟内经集合竞价产生的成交价。开盘集合竞价未产生成交价的，以开市后竞价交易第一笔成交价为开盘价。收盘价是指某一期期货合约当日交易的最后一笔成交价格，可以反映收盘

阶段的价格水平,为交易者参与次日交易提供参考。

与收盘价不同,结算价是指当日某一期货合约全天或某一时间段成交价格按成交量的加权平均价。具体计算方式上,有的期货合约根据当日成交量加权平均价计算所得,也有的是根据当日最后一小时的成交价格进行加权平均计算所得。目前,国内期货交易所实行当日无负债结算制度,每日交易结束后,交易所将当日结算价作为各合约盈亏、交易保证金结算及制定次日涨跌停板的依据。

需要注意的是,由于收盘价和结算价计算方式不同,同一个合约当日收盘价和结算价的结果往往存在差异。比如2023年6月1日,受供需变化和政策调整的预期影响,铁矿石期货2309合约日内大涨,当日收盘价743元/吨,结算价724.5元/吨。次日,wind数据显示,2309合约继续上涨,涨幅达2.9%。专家表示,这个涨幅是将次日收盘价与前日结算价进行对比得出的。实际上,如果都用收盘价来对比,6月1日和6月2日的收盘价仅相差2.5元/吨,收盘价涨幅仅0.3%。

#### 交割结算价:期现价格回归的“终点”

实物交割是我国商品期货市场的基础性制度安排,而交割结算价是衡量期现价格是否有效回归的重要指标。

根据大商所结算管理办法等制度规定,交割结算价是期货合约交割结算的基准价,交割的买卖双方分别按交割结算价支付货款和开具增值税发票。其中,滚动交割的交割结算价采用该期货合约滚动交割配对日的当日结算价。一次性交割的交割结算价采用该期货合约自交割月第一个交易日起至最后交易日所有

成交价格的加权平均价,而鸡蛋、液化石油气、生猪等品种一次性交割的交割结算价采用期货合约交割月最后十个交易日所有成交价格的加权平均价。

相关专家指出,由于进入交割月后合约流动性随着最后交易日的临近而快速下降,因此,在一次性交割中,采取对一段时间内成交价格加权平均的方式计算得出交割结算价,能够保障交割结算价的准确性,避免单个交易日成交量较小影响整个交割结算价的情况。

近年来,大商所各期货品种的期现回归情况较好。记者从大商所获悉,目前多数品种的到期期现价差率(到期基差与同期现货价格的比率)在1%~3%,表明进入交割月后,相关期货与现货价格逐渐收敛,为期货价格真实、充分反映现货供需提供了保障。以生猪期货2209合约为例,2022年9月21日,该合约运行结束,结算价为23.5元/公斤,期现基差仅为0.11元/公斤。

在马文胜看来,目前国内期货市场在发现价格和管理风险方面的作用越发明显,越来越多的现货贸易以期货价格为定价参考,开展基差贸易,进一步促进现货贸易定价机制完善。同时,越来越多的实体企业利用期货和期权工具进行精细化风险管理,通过期现结合创造了具有竞争力的商业模式,有效提升了经营能力。

“实体企业要善用期货发现价格的功能,根据期货市场价格结构去调节生产经营、销售和库存。”四川德康农牧食品集团股份有限公司生猪期货负责人叶波表示。📍

## 合约名称：WTI原油-布伦特原油BALMO期货合约

发布机构：纽约商业交易所（NYMEX）

纽约商业交易所（NYMEX）	
合约名称	WTI原油-布伦特原油BALMO期货合约
期货/期权	期货
合约规模	1,000桶
起始日期	2024年7月1日
交割类型	现金交割

芝加哥商业交易所集团（CME集团）与洲际交易所（ICE）展开激烈竞争，芝加哥商业交易所集团再度发力，推出对标洲际交易所现有产品的合约。

BALMO合约的定价期从选定起始日期开始至月末结束。洲际交易所在欧洲布伦特原油期货市场占据主导地位，芝加哥商业交易所集团则拥有美国西德克萨斯中质（WTI）原油基准，新合约的推出标志着两家交易所再次展开角逐。



## 数据统计\*



## 各洲商品衍生品交易量 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

地区	交易量 (手)
亚洲	810,993,293
欧洲	179,601,063
北美洲	139,066,763
南美洲	596,741
非洲	267,898
大洋洲	72,715



## 中国内地商品衍生品交易量 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

交易所	交易量 (手)
郑州商品交易所	244,732,277
上海期货交易所	232,014,627
大连商品交易所	206,749,505
广州期货交易所	20,451,172
上海国际能源交易中心	10,471,505



## 美国商品衍生品交易量 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

交易所	交易量 (手)
纽约商业交易所 (NYMEX)	56,889,785
芝加哥期货交易所 (CBOT)	31,425,884
洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	30,576,779
纽约商品交易所 (COMEX)	14,805,136
芝加哥商业交易所 (CME)	4,123,548
Nodal交易所	781,717
明尼阿波利斯谷物交易所 (MGE)	373,653
FairX	85,591
北美衍生品交易所 (Nadex)	4,670



## 欧洲商品衍生品交易量 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

地区	交易量 (手)
俄罗斯	83,664,326
英国	80,784,846
土耳其	10,388,711
法国	2,461,194
德国	2,286,026
瑞典	15,960

\*说明: 根据FIA新分类标准, 商品衍生品包括农业 (Agriculture)、能源 (Energy)、金属 (Metals), 以及其它 (Others) 项下的化工 (Chemicals) 和其它商品 (Other Commodity)。



## 全球农产品期货期权交易量前十名 (月度)

2024年8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	38,597,363
菜籽粕期货	郑州商品交易所	37,219,842
棕榈油期货	大连商品交易所	20,608,036
菜籽油期货	郑州商品交易所	15,554,052
玉米期货	大连商品交易所	15,453,004
豆油期货	大连商品交易所	13,535,184
棉花期货	郑州商品交易所	9,718,460
玉米期货	芝加哥期货交易所 (CBOT)	9,565,575
白糖期货	郑州商品交易所	8,311,313
天然橡胶期货	上海期货交易所	7,710,687



## 全球金属期货期权交易量前十名 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
螺纹钢期货	上海期货交易所	49,287,677
白银期货	上海期货交易所	39,435,308
热轧卷板期货	上海期货交易所	24,578,359
铁矿石期货	大连商品交易所	14,231,409
白银期权	上海期货交易所	11,244,494
工业硅期货	广州期货交易所	11,061,176
氧化铝期货	上海期货交易所	9,242,512
黄金期货	上海期货交易所	7,027,072
铁矿石期权	大连商品交易所	6,915,284
精炼银期货	莫斯科交易所 (MOEX)	6,750,696



## 全球能源期货期权交易量前十名 (月度)

2024年8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)	63,473,943
原油期货	印度多种商品交易所 (MCX)	46,976,784
布伦特原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	26,224,270
WTI原油期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	21,392,674
燃料油期货	上海期货交易所	16,630,914
北美天然气期货	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	15,801,506
天然气期权	印度多种商品交易所 (MCX)	15,159,952
亨利港天然气期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	10,084,623
WTI原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	7,570,010
柴油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	7,345,791



## 全球化工期货期权交易量前十名 (月度)

2024年8月 数据来源: FIA

合约	交易所	交易量 (手)
纯碱期货	郑州商品交易所	43,533,095
PVC期货	大连商品交易所	23,409,848
PTA期货	郑州商品交易所	19,941,384
甲醇期货	郑州商品交易所	15,048,886
纯碱期权	郑州商品交易所	10,573,985
苯乙烯期货	大连商品交易所	9,250,656
聚丙烯期货	大连商品交易所	7,339,821
PTA期权	郑州商品交易所	6,776,762
LLDPE期货	大连商品交易所	6,760,167
乙二醇期货	大连商品交易所	5,168,358

## 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8月 数据来源：FIA

地区	交易量 (手)
欧洲	135,559,251
亚洲	111,054,820
北美洲	80,625,764
大洋洲	66,842
南美洲	16,024
非洲	1,649



## 全球能源衍生品交易量前五名交易所 (月度)

2024年8月 数据来源：FIA

交易所	交易量 (手)
印度多种商品交易所 (MCX)	71,532,618
莫斯科交易所 (MOEX)	69,079,708
洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	57,712,036
纽约商业交易所 (NYMEX)	56,127,644
洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	23,662,178

# 深化“数字大商所”建设 打造“一站式”线上服务

## ——大商所对外门户10月9日上线试运行

10月9日,大连商品交易所(下称大商所)对外门户上线试运行,这是大商所在科技赋能行业数字化转型、提升市场服务质效等方面迈出的又一个重要步伐。

据了解,作为推动“数字大商所”建设、践行“我为群众办实事”的重要抓手,大商所对外门户以提升业务办理效率、提高市场服务水平、满足市场参与者多元化需求为目标,坚持“科技驱动、用户至上”的总体原则,根据期货市场“生态圈”中不同市场参与者需求,提供多项业务办理的集成化服务,并通过支持APP、电脑客户端及网页等多渠道访问,实现信息汇聚、直达客户、消息驱动、便捷办理,为不同类别的用户打造专属、高效的“一站式”业务服务平台。

为了给用户提供更便捷、流畅和高效的服务体验,大商所对外门户覆盖交易、交割、结算、仓单、监查、期转现、投教七大业务模块,并设置了行情服务和互动交流功能板块,为会员单位、产业客户、机构及个人客户、做市商、仓储企业、质检机构、品牌企业、海关、港口、银行十类主要用户群体提供随时随地的业务办理、资讯获取、数据查询、意见反馈等服务。目前,市场参与者可以通过下载APP、电脑客户端或通过大商所官网三种方式使用体验,并可登录大商所官网了解对外门户的登录方式和业务办理指南。

作为推动交易所数字化转型、深化业务与技术融合的重要平台,大商所对外门户在功能上实现了“四个统一”。

一是“业务办理统一”。对数字仓单系统、期转现平台、场外业务平台、会员服务系统、市场活动管理系统等交易所目前已上线投入使用的业务系统进行了集成,并基于不同类型用户视角从业务办理上进行整合汇集。

二是“用户认证统一”。打通不同系统的内部认证,减少用户进行跨系统登录操作时的验证步骤,实现一步操作即可登录所有系统。同时,为会员单位、仓储企业等用户推出免UKey登录方式,进一步提升业务办理的时效性和便利性。

三是“诉求处理统一”。打造一体化的线上业务咨询和市场诉求处理新模式,提供智能搜索及留言平台功能,方便用户在线查询和交流反馈,实现线上统一呼叫中心功能。

四是“网络链接统一”。该系统打破专线固有模式,用户通过互联网即可登录和访问系统,实现会员服务业务功能逐步互联网化,为灵活开展业务查询和办理提供了平台支持。

近年来,大商所深入贯彻落实《证券期货业科技发展“十四五”规划》关于“推进数字化转型发展”的要求,持续推进“数字大商所”发展战略,加快推进各项业务数字化转型,以交易、清算、监查为代表的核心系统全面优化升级迈向“7.0”时代,同城数据中心等数字新基建投入使用,面向市场的数字应用场景不断丰富,业务与技术融合程度不断深化。

下一步,大商所将深入学习贯彻党的二十届三中全会精神和中央金融工作会议精神,坚持“服务面向实体经济、创新紧跟市场需求”,紧密结合对外门户试运行期间用户体验和市场需求,通过业务流程再造、业务数字化及移动化等新型互联网业务操作模式,持续改善对外门户运行质量、优化功能布局、完善用户生态,努力为广大市场参与者提供更高效、便捷的线上服务平台,通过写好数字金融大文章赋能国际一流衍生品交易所建设。🔗

## 大商所就原木期货、期权合约及相关规则公开征求意见

9月20日,大连商品交易所(下称大商所)发布公告,就原木期货、期权合约及相关规则公开征求意见。

根据公告,此次公开征求市场意见的内容包括《大连商品交易所原木期货合约(征求意见稿)》《大连商品交易所原木期货期权合约(征求意见稿)》《大连商品交易所原木期货业务细则(征求意见稿)》等文件,截止日期为2024年9月30日。

结合上述文件,原木期货合约交易代码为LG,交易标的为针叶原木,交易单位为90立方米/手,最小变动价位是0.5元/立方米,合约涨跌停板幅度为上一交易日结算价的4%,最低交易保证金为合约价值的5%。合约月份为1、3、5、7、9、11月,最后交易日和最后交割日分别为合约月份倒数第4个交易日和最后交割日后第3个交易日,交割方式为实物交割。

交割质量标准上,大商所参照相关国标指标体系,在广泛开展调研基础上,针对原木品种特点,贴近现货市场习惯设计了交割质量指标体系,重点采用节子、腐朽、开裂等作为外观缺陷指标,保证交割效率,减少交割争议。

交割方式上,原木期货实行车板交割与厂库交割并行,每日选择交割和一次性交割相结合,并配以期

转现交割的方式。其中,从交割月第一个交易日至合约最后交易日的前一交易日,客户可申请每日选择交割;最后交易日后,所有未平仓的原木期货合约持有者进行一次性交割,交割结算价采用该期货合约交割月最后十个交易日所有成交价格的加权平均价。

据了解,为确保市场平稳运行,上市初期大商所将在现有合约规则规定的基础上对原木期货的保证金、涨跌停板幅度等参数适度从严设置,以满足风险管理的需要。持仓限额制度设计上,采用从严限仓的原则,自合约上市至交割月份前一个月第十四个交易日,持仓限额为1500手;交割月份前一个月第十五个交易日起至该月最后一个交易日,持仓限额为300手;进入交割月后,持仓限额为60手。

此次一并征求意见的原木期权合约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,以满足交易者对平值、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十二个交易日,交易



所可以根据国家法定节假日调整最后交易日。

同时,大商所对原木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,原木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,原木期权行权价格位于2000元/立方米至4000元/立方米之间时,行权价格间距为50元/立方米,区间以下和以上分别取25元/立方米和100元/立方米。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,原木期权的最小变动价位为0.25元/立方米,是标的期货最小变动价位的1/2,有利于期权价格及时、有效反映标的期货价格变动。

记者了解到,原木可分为针叶原木与阔叶原木,针叶原木标准化程度较高,被广泛应用于工程、建筑领域。我国是针叶原木的主要消费国和进口国,2023年表观消费量约5475万立方米,市场规模约459亿元,其中进口针叶原木约2810万立方米,市场规模约264亿元。多位业内人士告诉记者,未来原木期货和期权的上市将对我国木材产业高质量发展产生积极影响。

浙江物产森华集团有限公司董事长蒋坤表示,近年来原木现货市场价格波动幅度较大,企业避险需求较为强烈,木材贸易、加工企业可以利用原木期货和期权套期保值、转移价格波动风险,并根据远期价格合理调整进口、加工规模,从而通过市场化手段实现稳健经营、优化资源配置,进而促进整个行业的长远健康发展。

厦门象屿速传供应链发展股份有限公司林浆纸事业部总经理黄金进表示,期货市场能够为现货贸易提供公开、透明和连续的价格参考,有助于完善现货市场定价机制,促进产业标准化、规范化发展。原木期货和期权上市后,可以集中反映国内原木市场供需情况,并作为我国企业进口原木定价的重要参考,有助于提升我国木材企业在国际贸易中的地位。

大商所相关业务负责人表示,经过与原木产业链企业与行业协会的反复论证,大商所完成了原木期货和期权合约规则的设计工作。下一步,大商所将梳理并研究各方意见和建议,进一步完善合约和规则,确保其贴近产业实际特征,方便产业客户参与。🔗



大商所

## “学习产业红色精神、砥砺改革奋进”

系列报道 第1期

## 让北大荒精神在期货市场一线闪耀

姚宜兵 / 期货日报

## 编者按

近年来，大商所结合自身品种特点，以学习产业红色精神为主要切入点，建立党史学习教育常态化长效化制度机制，推进“北大荒精神”“大庆精神”“鞍钢精神”等工作实践中落地生根，教育引导广大党员、干部把学党史、用党史作为终身必修课，推进党建与业务有机融合、砥砺改革奋进。本期起刊载“大商所‘学习产业红色精神、砥砺改革奋进’系列报道”（共三篇），介绍大商所在学习产业红色精神，服务农业、化工、钢铁产业高质量发展中的有关做法。

七十多年前，近百万垦荒大军来到北大荒，点燃“第一把火”，拉起“第一把犁”，以“献了青春献终身，献了终身献子孙”的勇气，将人迹罕至的莽莽荒原改造成为富饶丰盈的“中国饭碗”“粮食航母”，在创造举世瞩目的农业现代化奇迹同时，孕育出艰苦奋斗、勇于开拓、顾全大局、无私奉献的北大荒精神，成为中国共产党人精神谱系的重要篇章，感召和鼓舞着一代代人。

作为我国东北地区唯一一家期货交易所，大商所以大豆、玉米等农产品起家，深植东北农业产业根系，逐步发展出覆盖粮食油脂、饲料养殖及林业的综合涉农品种体系，成为全球重要的农产品期货市场。近年来，大商所在推进党史学习教育常态化长效化的过程中，教育引导广大党员、干部把学党史、用党史作为终身必修课，深入组织开展北大荒精神的学习和实

践，持续开展品种创新，拓展服务“支农支小”和乡村振兴，深入探寻以产业红色精神引领农产品期货市场高质量发展之路。

## 深植共有根系，以红色基因筑牢思想之基

上党史学习教育活动以来，大商所以“学习产业红色精神、服务实体经济发展”为主要切入点，建立常态化长效化制度机制，以红色基因激发发展热情。班子带头学——专门制定相关学习方案，班子成员结合学习产业红色精神，探讨服务相关产业的路径方法；支部跟进学——交易所系统基层党支部结合“四史”学习内容，走进产业实体生产一线，开展“一日工”“一日兵”等主题党日和群团活动，以集中研讨、红色观影等形式组织开展产业发展史学习；促进党员自主学——为支部党员购买相关书籍，在日常学习中增强体会认识。鼓励基层党员用好“职工书屋”等平

台,积极主动做好个人自学。此外,大商所党委主要同志多次带队深入东北粮食主产区开展产业调研、党建学习等,带领广大党员干部走近一线,在北大荒的农场工厂、田间地头观摩和感受北大荒精神的印记。

来自大商所商品一部党支部的青年党员王靖媛在参加支部主题党日活动期间第一次走进北大荒,她说:“七十余年间,这里从荒原和无人区发展成为我国耕地规模最大、现代化程度最高、综合生产能力最强的国家重要商品粮基地。北大荒精神激励着大商所系统的青年党员立足岗位、牢记初心,为期货市场发展和农业强国建设奉献力量。”

王靖媛告诉期货日报记者,近年来,她所在的支部非常重视青年干部的培养和锻造,通过发挥青年理论学习小组作用、组建农产品期货突击队等形式,鼓励他们冲锋在前、拼搏在前、甘于奉献、勇于创新,让青年力量的发挥带动提升整个支部、部门干事创业的担当力和贡献度。2021年以来,商品一部先后荣获“证监会系统五一劳动奖章”“大连市青年五四奖章集体”等荣誉,并有多名干部员工荣获“大连市优秀共青团员”等荣誉称号。

正如王靖媛所说,商品一部党支部是一个拼搏奋进、团结向上的集体。由于负责农产品期货品种的研发和维护等工作,该部门也是大商所与“三农”联系最直接、最紧密的业务部门。商品一部党支部书记刘宇光认为,支部党建品牌和北大荒精神共有的勇于开拓、奋勇争先的内涵,是支部全体党员干部在工作中的力量源泉。

“我们支部的党建品牌是粮心支农,稳价‘油’我。”刘宇光告诉记者,这一品牌凝练而鲜明地阐明了支部工作的出发点、落脚点。在党建品牌精神内涵的引领下,支部扎实开展各类学习活动,在党建业务的促进融合方面下足了功夫。在政治学习方面,及时

跟进学习习近平总书记最新重要讲话、重要指示批示精神和关于农业强国建设方面的重要论述,坚持两周一学习、一月一讨论、一季一党课,紧跟党的理论创新步伐做好“理论必修课”学习,推动支部和部门工作再上新台阶。同时,为帮助支部党员准确把握推进工作的正确方向,商品一部党支部逐步探索建立业务交流与政策研究相结合的交流学习模式,结合部门负责涉农品种特点,设置东北振兴、乡村振兴、全国统一大市场建设、中央一号文件精神学习等多个主题版块,由支部党员根据个人兴趣和业务匹配方向,自行申报、自行策划内容并开展授课分享,在支部上下形成“学、钻、精”的良好业务学习氛围,促进党的理论生命力回到一线工作实践中。

在“以农为基,以史为鉴”的支部活动品牌引领下,党史、革命史等内容的注入为支部建设增添了更加鲜活生动的感受。2023年,支部同志赴贵州等地开展储备品种调研期间了解到当地“黎平会议”等革命事迹,回所后第一时间在支部扩大会议上进行了专题分享,在例行的调研成果交流外,专门增加了红色革命史分享环节,从历史遗存、革命事迹中提炼催人奋进的精神能量。此后,“工作做到哪里、党员走到哪里、红史学到哪里”的做法被保留和固化下来,成为商品一部支部党建活动的鲜明特色。

“东北地区是大商所重点关注和服务的区域之一。”刘宇光认为,北大荒与期货市场的建设发展都服务于保障粮食和重要农产品安全供给的国家战略大局,因此,“在期货市场一线工作实践中学习和践行北大荒精神,对凝聚干事创业的奋进力量、促进我们把工作做得更好更实,具有很强的指导意义”。

**坚持学干相长,服务高质量发展行稳向实**

学为干之基,干为学之用。

近年来,大商所在系统内扎实开展产业红色精神

学习,坚持学用贯通、以学促干,充分发挥党建引领作用,不断推动党建业务融合发展,取得一系列扎实而显著的成效。

2021年,生猪期货历经二十年研发在大商所挂牌上市,为生猪产业链参与者应对猪价波动风险提供了工具,并与玉米、豆粕等期货期权共同筑起主要饲料原料从种植、加工到养殖等相对完整的产业链条风险管理体系。

作为国内首个活体交割的期货品种,生猪期货上市以来,大商所坚持“一品一策”工作方针,始终保持对市场的跟踪研究,紧密贴近产业需求,不断增加服务供给。一方面通过降低交易保证金、合约交易限额和手续费标准,减免交割费用等举措,积极降低企业参与成本、便利产业链企业参与;另一方面通过增设交割仓库、调整区域升贴水等方式,确保企业能够灵活自主参与交割,从而更好参与生猪期货交易。

实物交割是我国期货市场的基础性制度设计,交割仓库连接着期货与现货市场,是打通期货市场服务实体经济的“最后一公里”。据了解,目前,大商所生猪交割库已从上市之初的12家增加至46家,已设库地区从6省增至14省。从上市到今天,大商所优化完善生猪期货交割机制的步伐一直未曾停歇。对此,商品一部党支部的高级执行经理朱后强感触很深。

保障重要农产品有效供给是“三农”工作的头等大事。对朱后强和同事们来说,保障生猪可供交割量充足、确保生猪期货平稳运行,是清晰而坚定的工作目标。生猪期货上市四年多来,朱后强先后走访了近二十个生猪主产区和近百家猪企,开展业务指导、进行新设库调研、参与模拟交割、应对风险处置……地图上覆盖了大半个中国的飞行轨迹是最好的证明。所谓披星戴月,正是朱后强和商品一部党支部党员同志们的日常。

“生猪期货是几代大商所人攻坚克难、薪火相传啃下来的‘硬骨头’,凝结着许多人的汗水和付出,我只是其中平凡的一分子。”朱后强这位有着十八年党龄的党员这样说道,“我们要把工作推进下去,也会把讲奉献、讲担当、顾大局的作风继承和发扬下去。”

这种朴素的情怀同样体现在大商所“保险+期货”服务“三农”的实践中。作为国内首倡“保险+期货”试点的期货交易所,自2015年起,大商所以“大商所农保计划”为抓手,连续十年深耕“保险+期货”服务乡村振兴。十年来,大商所在全国除港澳台以外的31个省(自治区、直辖市)开展1246个“保险+期货”项目,服务农户超过180万户次,保障玉米、大豆、生猪、鸡蛋、饲料等品种现货量近1900万吨,种植面积3240万亩。项目总保费约28.7亿元,大商所以自有资金补贴13.7亿元,占比约47.7%;累计实现赔付18.7亿元,赔付率约66%,在推动期货市场服务“三农”方面发挥了积极作用。

大商所市场发展部党支部的青年党员刘子嘉是大商所“农民收入保障计划”业务负责人,一直活跃在服务“三农”工作一线。谈及这些年在北大荒黑土地上的工作经历,他体会颇深:“让更多的农户对期货建立科学认知很重要。手里有新工具、脑子有新办法,农户才能更主动地使用期货工具,也更愿意把好的效果传播出去,我们期货市场服务‘三农’的路也能越走越宽。”

每逢春耕、秋收,刘子嘉便一路向北,在黑土地上留下调研的足迹。他告诉记者,看到自己的工作能帮助农户卖上好价钱、收入有保障,进而能够参与到保障国家粮食安全、助力乡村振兴的事业中,一股强烈的荣誉感和使命感便油然而生。

2023年,中央一号文件提出“加力扩种大豆油料”

“发挥多层次资本市场支农作用,优化‘保险+期货’”,大商所积极贯彻落实,在“农民收入保障计划”中有针对性地推出“银期保”大豆种收专项项目,探索解决种植环节融资难以及后期行情不佳时售粮难的问题。当年10月,“银期保”首年项目验收,刘子嘉来到黑龙江北安市,在这里他再次遇到大商所的老朋友——北安市革命现代农机专业合作社理事长李富强。2020年,这位种粮大户首次尝试参与“大商所农民收入保障计划”项目,收入得到了切实保障。2023年,通过“银期保”模式保障,李富强更是将所产大豆最高卖到2.81元/斤,较当年国储收购价高出0.3元/斤,相当于比同地区其他农户增收12%。在北大荒的黑土地上,像李富强这样的种植户还有很多,他们用自己的经历和故事有力地证明着,大商所创新开拓的各项举措正推动我国农业强国建设和农业高质量发展的脚步更快、质量更高。

### 牢记初心使命,以伟大精神映照跬步千里

薪火以相传,继往而开来。

每年的4月和5月,对一年只产出一季作物的北大荒来说,是春耕播种的关键时期。4月30日,全国首单“玉米低温气象指数保险+衍生品”项目在黑龙江省哈尔滨市巴彦县和尚志市正式落地出单。“气象+衍生品”产品首次运用于黑龙江玉米作物,将弥补“倒春寒”影响玉米生产种植所造成的损失。这也是大商所紧密贴合玉米产业需求、为黑龙江玉米种植户推出的又一创新型风险管理工具。

据了解,近年来,在现有产品框架基础上,大商所创新开拓的步伐逐步迈向更宽广的领域。在全球变暖的背景下,高温天气频发,给农业生产带来风险和冲击。作为国内首家探索温度指数及相关衍生品研究的期货交易所,大商所以服务农业天气风险管理为出发点,于2022年正式发布“中央气象台—大商所温

度指数”。下一步,大商所将稳步推动温度指数和期权等绿色金融产品研发上市,努力为农业领域管理天气风险提供期货“新策”、贡献期货力量。

在刚刚过去的8月和9月,大商所在农产品期货市场有一系列新动作。8月5日,大商所发布公告,对生猪交割称重相关规则进行调整,这一调整是大商所近年来坚持“一品一策”工作方针,积极响应市场呼声,紧密贴近现货市场需求,对已上市期货品种合约及规则制度设计持续优化的成果之一,有助于生猪交割效率提升、更好服务相关产业高质量发展。8月23日,鸡蛋、玉米淀粉、生猪期权挂牌上市,与相对应的期货品种以及豆粕、玉米等期货及期权工具一起,为相关产业提供同时覆盖原料和产品、期货和期权的更为完整健全的衍生工具链条和更加精细灵活的避险策略。9月20日,大商所就原木期货、期权合约及相关规则公开征求意见。我国是针叶原木的主要消费国和进口国,未来原木期货和期权的上市,可以集中反映国内原木市场供需情况,为我国企业进口原木提供重要定价参考,进而对我国木材产业高质量发展产生积极影响。

扎根东北的资源禀赋、丰富的涉农期货品种体系、服务“三农”和乡村振兴的长期实践,铸就了大商所鲜明热烈的红色底色。大商所三十余年奋进发展的每一个坚实足迹,都与实体经济的需求相得益彰,与时代的脉搏同频共振,更与来自广袤北大荒的红色精神遥相辉映、星火相传。大商所将深入学习贯彻党的二十届三中全会精神和中央金融工作会议精神,认真落实《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》工作部署,学习发扬艰苦奋斗、勇于开拓、顾全大局、无私奉献的北大荒精神,以全面深化改革为动力,更好推动农产品期货市场高质量发展,在建设农业强国和金融强国的道路上,创造无愧于时代的优秀业绩。📍

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