



Global Derivatives Market

11月

2024

月刊 总第152期

衍界

主办



大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

封面故事

中美生猪产业发展及价格周期对比研究

美国对做市业务的监管与启示

——基于CFTC对纳斯达克期货交易所处罚的分析 P.11

纵深服务林木产业高质量发展 原木期货和期权在大商所上市 P.37



2024年11月 总第152期

主办:  大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

合作:  FOW
PART OF GLOBAL FINANCIAL 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

中美生猪产业发展及价格周期对比研究

根据美国生猪产业发展经验,我国生猪养殖行业仍在规模化过程中,而且即便完成规模化,生猪周期和价格波动仍不可避免。建议政府在稳固生产能力的基础上,进一步完善生猪市场信息服务,同时引导企业积极利用期货价格配置资源,鼓励企业充分利用期货工具管理风险。

热点文章



P11

美国对做市业务的 监管与启示



P37

纵深服务林木产业高质量发展 原木期货和期权在大商所上市

CONTENTS 目录

■ 封面故事 Cover Story

01 中美生猪产业发展及价格周期对比研究

■ 市场信息与资讯 Market News & Tendency

07 港交所2024年上半年营收持平

08 大商所与BMD联合主办国际油脂油料大会

09 FIA警告印度衍生品改革所带来的风险

10 中期协进一步加强期货居间人管理

■ 期市热点与评论 Hot Topic & Comment

11 美国对做市业务的监管与启示——基于CFTC对纳斯达克期货交易所处罚的分析

14 北欧电力衍生品备受关注

16 大辩论：为什么期货和期权市场的新入场者通常很难成功？

17 “云原生”期货经纪商不容小觑

■ 宏观与商品聚焦 Macro-Economics & Commodity

19 全球宏观形势分析：货币疲软、债务高企和国家老龄化

23 丰收临近，谷物价格下跌，美国农民承压

24 油价可能进一步走弱

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

26 化工企业首次运用聚丙烯期货月均价开展现货贸易——期货市场满足产业多样化定价需求

27 “期货市场的新生力量”系列报道之四——“期货药方”治愈企业“老毛病”

30 大商所功能发挥专题——“期货价格怎么看、如何用”系列报道之二
——期货市场为农业生产提供价格信号

■ 衍生品知识库 Derivatives Library

32 新合约点评：大连商品交易所原木期货和期权

33 数据统计

■ 大商所新闻 DCE News

37 纵深服务林木产业高质量发展 原木期货和期权在大商所上市

39 第18届国际油脂油料大会暨农畜产业（衍生品）大会在大连召开

41 冉华：加快建设世界一流期货交易所 更好地以专业所长服务实体所需

43 大商所优化厂库仓单担保管理

中美生猪产业发展及价格周期对比研究

鲁娟 戴一爽 姜琦 / 大商所研究中心

根据美国生猪产业发展经验，我国生猪养殖行业仍在规模化过程中，而且即便完成规模化，生猪周期和价格波动仍不可避免。建议政府在稳固生产能力的基础上，进一步完善生猪市场信息服务，同时引导企业积极利用期货价格配置资源，鼓励企业充分利用期货工具管理风险。

随着我国生猪养殖行业规模化进程加速和生猪期货市场发展，生猪价格运行规律较以往出现较大变化。美国在上世纪90年代曾经历与我国当前相似的发展过程，出现行业亏损历时长、亏损程度加深等特征，且在规模化后生猪周期跨度明显拉长、价格波动依然较大。美国早在上世纪60年代开始推出生猪相关衍生品，衍生品市场的发展使得企业可以较好应对价格波动风险，专心提升生产效率，行业远期合同订单占比持续扩大，产业发展态势不断稳定。根据美国生猪产业发展经验，我国生猪养殖行业仍在规模化过程中，而且即便完成规模化，生猪周期和价格波动仍不可避免。建议政府在稳固生产能力的基础上，进一步完善生猪市场信息服务，同时引导企业积极利用期货价格配置资源，鼓励企业充分利用期货工具管理风险。

一、美国生猪产业发展及价格周期特征

(一) 美国生猪养殖行业在深度亏损下加速规模化进程

上世纪80年代，美国生猪养殖行业开启规模化进程，在90年代规模化进程加速，生猪养殖千头以上企业出栏占比从1992年的39%上升至2002年的88%（详见图1）。同时，生猪养殖企业出现亏损程度加深、亏损时间拉长的特征。在90年代之前，美国生猪养殖行业盈利与亏损交替出现，且盈利幅度高于亏损幅度，但

在1993–2000年，行业亏损时间拉长且幅度加大，尤其在1998–2000年出现连续2年的深度亏损，行业内大量企业退出市场。



(二) 美国生猪价格周期在规模化完成后明显拉长

美国在2002年左右完成规模化，此前，美国生猪价格呈现4年左右的周期波动，此后，价格周期显著延长，近两轮完整的周期分别为7年和11年（详见图2）。这主要由于能繁母猪数量变动幅度收窄，增减产能的周期拉长，从而导致价格周期也拉长。1960–2002年，美国能繁母猪存栏量最大波动达16%以上；而2002–2023年，美国能繁母猪存栏量年度最大波动幅度仅为4.9%。



(三) 美国生猪价格在规模化完成后依然波动剧烈

生猪价格波动剧烈主要受疫病、成本和出口等因素影响。一是疫病频发导致生猪短期供需失衡,例如2013年6月至2014年6月,仔猪流行性腹泻疫病导致美国生猪存栏短期下降6%,同期生猪价格大幅上涨30%;二是国际大豆和玉米价格自2000年以后波动加大(详见图3),从成本端传导至猪价,2002年以后,美国猪价与大豆价格相关性高达0.84,远高于规模化过程中的0.2;三是美国猪肉出口占比明显提升,生猪价格的扰动因素增加,尤其在2011年出口量同比增长23%,占猪肉消费比重达到22%,叠加同期粮价上涨26%,共同推动当年美国猪肉价格上涨25%。

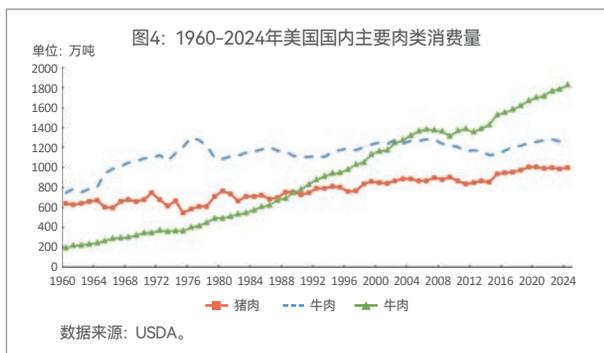


(四) 内外部因素共同驱动美国生猪养殖行业规模化

美国生猪养殖行业规模化格局的形成是在养殖技术进步、规模效应凸显的背景下,内外部因素共同作用的结果。一是下游屠宰端通过合同订单方式倒逼上游养殖端规模化。由于美国居民具有对肉类加工品的消费偏好,屠宰行业在生猪养殖产业链中形成强势地位,率先完成规模化进程。为稳定上游供应,屠宰端倾向于与具有稳定生产经营能力的规模化养殖企业签订合同,以订单方式进行生产。二是鸡肉消费挤占猪肉消费空间,迫使生猪养殖低效产能淘汰,间接推动生猪养殖行业规模化。1990-1999年,鸡肉消费量增幅为46%,猪肉消费需求增长空间受到抑制(详见图4)。同期,美国能繁母猪生产效率显著提升导致美国猪肉产量大幅增长,因此美国生猪供大于求(详见图5),养殖业利润下滑致高成本企业淘汰。

(五) 生猪相关衍生品助力美国生猪养殖行业稳健发展

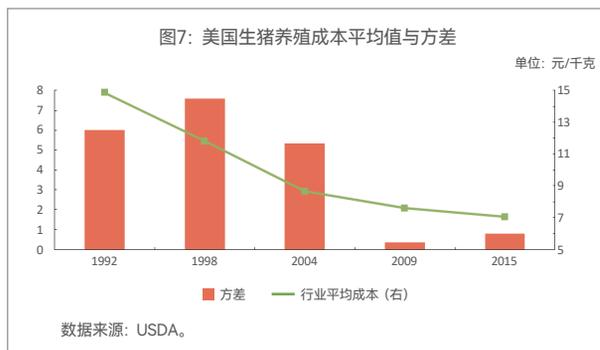
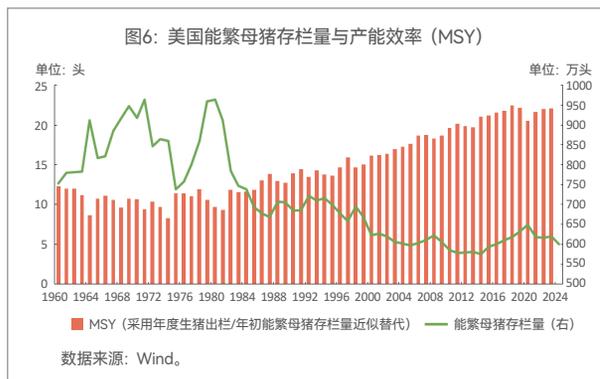
自1961年起,美国顺应现货市场变化,相继上市了冷冻猪腩期货、活猪期货和瘦肉猪期货,产品工具不断丰富,市场规模快速提升,不仅为市场提供客观、透



明的价格信号,还为企业在价格大幅波动的情况下提供了有效的避险工具,较好地维护了美国生猪产业平稳健康发展,不断推动产业走向成熟。据统计,在美国生猪行业规模化加速期,期货市场持仓量最高近30万手,年成交量逾600万手,至规模化完成后,年成交量最高逾1500万手。据爱荷华州立大学调研,2006年时生猪年出栏规模50万头以上的养殖企业中,95%的企业不同程度地参与生猪衍生品市场。此外,公开透明的价格信号出现以后,使远期合同订单模式得到更好的推广。据统计,远期合同订单的出栏生猪比例从1992年的5%上升至2004年的67%。除了可直接被运用的生猪、玉米、豆粕等大宗商品的期货期权工具外,2002年美国联邦农业保险公司还推出畜牧价格和畜牧收益两款保险产品保障畜牧企业收益,这类保险均采用期货价格测算是否赔付和具体赔付金额。

(六)产能趋于稳定、成本差距收窄、养殖效率提升是规模化实现后产业稳定成熟的重要标志和特征

美国生猪产业逐步成熟的标志主要有三个,也可以作为我国生猪产业成熟度的评判参考。一是产能逐步稳定。美国能繁母猪存栏量在1980年高达964.5万头,此后产能收缩,2000年后达到相对稳定状态,基本维持在570万头至630万头区间内小幅波动(详见图6)。二是企业间成本差距逐步缩小。据美国农业部(USDA)统计,美国生猪产业完成规模化后,企业间成本方差由1998年的7.5左右快速降至2009年的不足1(详见图7),表明企业生产成本差距明显缩小;行业平均成本也稳定至7元/千克左右。三是生猪养殖行业效率显著提升,每头母猪每年出栏肥猪头数(MSY)由1980年以前的10头增至2002年的16头,当前约为22头(详见图6)。



二、我国生猪产业当前发展现状及价格周期特征

(一)我国生猪养殖行业出现持续深度亏损,与美国规模化加速期相似

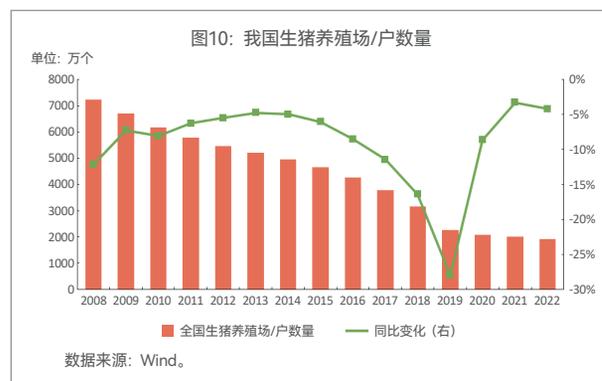
近年来我国生猪养殖行业出现了前所未有的亏损,自2021年6月至2024年4月份累计亏损时间达到23个月,最大亏损为711元/头,平均亏损近280元/头(详见图8)。在此背景下行业规模化进一步深化,头部20家生猪养殖企业出栏量占全国生猪出栏比重从2019年的11.4%提升至2023年的27.6%,出栏量500头以上的规模场出栏占比在2023年提升至68%(详见图9)。



(二) 生猪疫病加速行业规模化, 生猪价格波动幅度加大且频次提高

行业技术进步和产业政策支持的背景下,我国生猪养殖行业规模化持续推进,而2006年蓝耳病和2018年非洲猪瘟(以下简称非瘟)两次生猪疫情加速了产业规模化进程。在2018年之前,我国生猪价格受产能调节与生猪繁育规律影响,呈现4年左右的周期,价格振幅在110%至160%。2018至2022年的非瘟疫情周期,

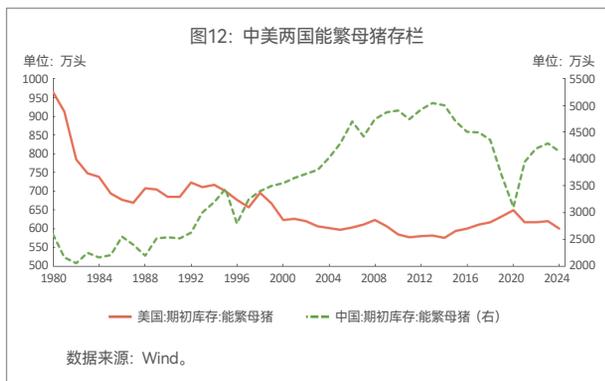
产能的大幅波动导致生猪价格振幅超过300%。2022年初至2024年初,由于行业集中度更高、信息透明度提升,市场供应调节更加灵敏,此轮上涨期仅持续7个月,此后迅速下跌,3个月内价格下跌近50%(详见图10和图11)。



(三) 从国际经验看,我国生猪产业走向成熟仍需时日

一是我国能繁母猪存栏量仍不稳定。美国能繁母猪存栏从1980年下降后,呈现平台波动。我国能繁母猪存栏量在非瘟期间大幅去化,近几年已经基本修复至非瘟前水平,尚未进入稳定状态(详见图12)。二是我国规模型养殖企业成本差异正在逐步收窄,但企业盈利能力差距仍然较大。2023年我国16家大型生猪养殖企业的成本在15-21元/千克不等,较2020年15-28元/千克的范围缩小。成本最低的企业单位亏损仅50元/头,成本最高的则亏损超过600元/头。三是我

国生猪养殖效率有望继续提升。当前我国MSY约为16头，与美国22头相比有差距。目前国内部分优秀企业MSY接近27头，未来头部企业可能将带领行业养殖效率提升。



(四) 生猪期货上市恰逢其时，市场功能正逐步发挥

2021年，我国生猪产业经历非瘟疫情洗礼后，生猪产能在相关部门统筹推进下快速恢复，生猪价格面临从高位大幅下跌的风险，企业亟需生猪期货规避价格风险，稳定来之不易的经营成果。在此背景下，大商所在中国证监会正确指导和各部委大力支持下，及

时上市生猪期货。生猪期货上市后整体运行平稳，价格发现和风险管理功能逐步发挥。一是生猪期货近远月合约价格序列有效反映长短期市场供需预期，引导企业合理调整存出栏并优化产业资源配置。二是行业企业高度关注并积极参与期货，目前已有400余家生猪产业企业申请了套期保值资格，产业客户持仓占比从2021年的23%提升至2024年(1-9月)的30%。三是“保险+期货”项目有力支持养殖户稳收增收，2021年以来，大商所已立项549个生猪“保险+期货”项目，累计为2.58万户养殖户提供保障，涉及生猪约1152万头。四是生猪期权于2024年8月上市，为生猪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风险管理工具链条。

三、总结与建议

从美国经验来看，美国生猪养殖行业经历了从规模化缓慢演变到快速推进再到进一步发展成熟的阶段，在生猪养殖行业规模化完成以后，依然没有解决生猪价格剧烈波动问题。为稳定行业发展，美国政府管理部门为市场提供完备的产业信息服务，尤其是联合产业主体和期货交易所上市生猪相关衍生品，并根



据产业需要不断调整和优化合约,推出新的衍生品工具帮助生猪产业企业管理风险;同时,美国联邦农业保险公司基于衍生品价格推出畜牧价格保险和收益保险等,进一步丰富企业风险管理工具体系,使得企业能够专注于提升生产经营能力。

非瘟在我国爆发后,我国相关管理部门通过生猪产能调控、中央储备猪肉收储投放和及时推动生猪期货上市等方式,较好地维护了生猪产业稳定运行。当前我国生猪市场仍处变局,产业规模化进程持续推进,疫病等因素阶段性扰动市场价格,企业经营依然面临风险。为帮助生猪相关企业平稳度过市场结构调整和产业升级的阵痛期,维持生猪长期生产稳定,保持价格处于合理水平,建议如下。

一是进一步发挥期货市场功能,提升企业风险管理水平。目前,我国已上市生猪、豆粕和玉米等期货衍生品工具,生猪产业已具有相对完备的风险管理品种体系。当前生猪龙头企业积极参与利用期货市场,但由于生猪产业庞大,企业主体众多,产业整体参与期货比例和程度仍然不足。建议政府相关部门、行业自律组织等协同多方发力,通过多种形式引导市场各主

体提高风险管理的意识,协助企业提高利用期货的能力,将生猪养殖“保险+期货”纳入政策性农业保险体系,帮助更大范围的养殖主体稳定经营。

二是增强对生猪产业的信息服务能力,助力企业经营决策。我国生猪产业遍布全国,且近年产业格局变化剧烈,企业在经营中难以获取全面准确的信息,更好地把握市场形势变化。建议相关部门加强对各区域生猪市场动态信息监测,以及对期货市场价格信号的应用推广,通过官方媒体和新型媒体等多种渠道及时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”,帮助企业及时合理调整产能与出栏计划,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

三是提升疫病防控工作水平,促进产业平稳发展。我国动物疫情防控工作取得了显著成效,目前从全国范围来看,对生猪养殖行业威胁最大的非瘟疫情整体可控,但其影响仍未完全消除,多种重大动物疫病不同时期不同地区也有不同程度的发生和流行。建议相关部门在疫病高发季节,特别是北方冬季和南方雨季,加强监测和防范,为养殖企业提供及时充分的防疫指导,支持企业做好猪群健康监控与管理工作。🔴



交易所动态 EXCHANGE NEWS

Cboe推出波动率指数期货期权

芝加哥期权交易所(Cboe)定于10月14日推出其波动率指数(VIX)期货期权,这是对其现有的基于证券和现金交割的波动率指数(VIX)期权的补充。芝加哥期权交易所高级副总裁兼产品创新主管Rob Hocking在接受采访时表示:“近年来,我们发现波动性产品的需求不断上升,扩展至期货期权市场,为期货经纪商客户以及积极买卖波动率指数和标普500指数(SPX)产品及波动率指数交易所交易基金的客户提供新的渠道,将我们的波动性工具包纳入其风险管理策略。”Hocking补充道:“这些合约在到期时会转换为实物近月波动率指数期货,从而简化结算流程,方便我们列出短期期权到期期限。列出在一周前五天到期的期权有助于进行每日结算,符合我们在标普500指数和罗素2000指数(RUT)等主要股指期权中发现的趋势——投资者继续寻求短期合约效用。我们预计,机构投资者现在能够通过增加波动率指数期货期权,增强其证券期权和期货的波动率指数交易。”证券期权受证券交易委员会(SEC)监管,而这些新合约将受商品期货交易委员会(CFTC)监管。

Eurex推出第二套加密货币衍生品

欧洲期货交易所(Eurex)现已推出其第二套加密货币衍生品,在2023年推出比特币的基础上,增加了跟踪以太坊的期货和期权。近期,欧洲期货交易所根据7月宣布的计划,推出了富时罗素以太坊指数期权和期货合约。欧洲期货交易所表示,新产品以现金结算,期权每周到期,这是对去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。欧

洲期货交易所执行委员会成员Randolf Roth当时在一份新闻稿中表示:“我们期待携手富时罗素和Digital Asset Research,为客户提供更加丰富的加密衍生品。作为世界领先的中央对手方,欧洲期货交易所受监管交易所提供交易,是机构客户入局加密货币的理想合作伙伴。”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2023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。

港交所2024年上半年营收持平

香港交易所(HKEX,港交所)公布了持平的上半年营收,因为其大宗商品市场的反弹无法抵消现货市场和认股权证市场的下跌。港交所近期公布2024年上半年业绩,营收为106亿港元(约合10亿英镑),略高于2023年上半年。业绩提升的主要原因在于大宗商品交易复苏,尤其是其伦敦金属交易所(LME)交易市场——2022年3月镍市场关闭之后,港交所的交易活动有所减少,但在此后创下十年业绩新高。大宗商品部门当期营收为14亿港元,较2023年上半年增长35%,其中伦敦金属交易所交易手续费增长43%,清算部门营收增长40%。根据业绩报告,2024年上半年伦敦金属交易所可收取费用的日均成交量为694,000手,同比增长29%。这一趋势持续至2024年夏季,伦敦金属交易所7月成交量同比增长30%。按相同基础计算,港交所的股票和金融衍生品下跌13%至29亿港元,原因在于衍生品认股权证和牛熊证的需求下降,以及保证金资金的净投资收入拖累业绩。但是港交

所的业绩文件显示,其衍生品日均成交量达150万手,为历史新高。因此,其期货交易场所的交易手续费增长2%。港交所现货市场延续低迷态势,收入较2023年上半年下降2%至41亿港元。

ICE开展欧元短期利率期权交易

洲际交易所(ICE)成为首家基于欧元短期利率(ESTR)开展期权交易的交易所,开辟了三方争夺市场的新战线。在推出相关合约四个月后,洲际交易所于8月20日公布,其欧元短期利率期权产品共计进行了三笔大宗交易,成交量达2,000手。4月22日,洲际交易所推出欧元短期利率期权合约。5月20日,芝加哥商业交易所(CME)紧随其后,推出同等期权产品。截至目前,欧洲期货交易所尚未推出欧元短期利率期权合约。同时,洲际交易所报告称,8月20日欧元短期利率期货的持仓量达409,700手,创下新高,为其市场领导者地位奠定了稳固的基础。8月20日,欧洲期货交易所欧元短期利率期货持仓量为178,294手,芝加哥商业交易所持仓量为62,590手。交易所数据显示,就持仓量市场份额而言,洲际交易所为62%,欧洲期货交易所为28%,芝加哥商业交易所为10%。根据交易所数据,洲际交易所欧洲分部近期交易70,282手欧元短期利率期货,占欧元短期利率总成交量的32%;欧洲期货交易所交易132,299手欧元短期利率期货,占欧元短期利率期货总成交量的60%;芝加哥商业交易所交易18,191手欧元短期利率三月期期货,占当日总成交量的8%。

CME推出首个周度比特币期货

芝加哥商业交易所(CME)9月30日推出最新创新产品——首个周度比特币衍生品。芝加哥商业交易所表示,相关合约规模为比特币的五十分之一,并将根据纽约比特币参考汇率(BRRNY)进行现金交割。

芝加哥商业交易所集团加密货币产品全球主管Giovanni Vicioso表示:“随着每周到期的小规模合约的出现,各种规模的投资者都能在受监管交易所更准确地微调其比特币敞口,包括机构投资者以及成熟、活跃的散户交易者。”他补充道:“纽约比特币参考汇率是主要现货比特币交易所交易基金(ETF)使用的基准,据其结算,交易者还可受益于不断增长的流动性,且能更有效地观察到美国交易时段的市场波动。”芝加哥商业交易所表示,此次产品推出已经获得盈透证券、Plus500、微牛证券等多家美国头部零售经纪商的支持。数据显示,近年来,芝加哥商业交易所已成为集中清算比特币衍生品的首选场所,7月清算量达317,200手,是继2024年3月(361,200手)和1月(343,200手)之后,芝加哥商业交易所比特币成交量排名第三的月份。2023年10月末,芝加哥商业交易所集团超越币安成为持仓量最多的交易所,此后一直保持领先地位。

大商所与BMD联合主办国际油脂油料大会

以“开放融合·向新提质·共谋发展”为主题的第18届国际油脂油料大会暨农畜产业(衍生品)大会11月13日在辽宁大连举行,围绕“中国与全球宏观经济分析与展望”“国际农产品贸易格局变化及应对策略分析”“全球大豆油料种植、供需及价格展望”等多个热点话题展开探讨。本届大会由大连商品交易所和马来西亚衍生产品交易所联合主办,郑州商品交易所和芝加哥商业交易所集团支持,中国大豆产业协会、中国饲料工业协会、中国植物油行业协会、中国畜牧业协会、中国肉类协会、中国淀粉工业协会和中国粮食行业协会协办。此次大会设置1个主论坛以及油脂油料、饲料养殖、深加工3个分论坛,邀请来自国内外期货交易所、行业协会、实体企业、金融机构的专家发表演讲、深入交流。

监管动态 REGULATION NEWS

CFTC要求FTX赔偿客户127亿美元

美国商品期货交易委员会(CFTC)对FTX作出判决,要求这家已停业的加密货币市场向其前客户支付127亿美元,这是迄今为止美国期货监管机构做出的最大追偿。商品期货交易委员会近期表示,美国纽约南区联邦地区法院同意对声誉不佳的加密货币交易所FTX和交易公司Alameda Research处以罚款,表明此次和解将为FTX客户和FTX欺诈受害者带去金钱救济。商品期货交易委员会执法部门主管Ian McGinley称:“商品期货交易委员会此次为受害者追回数十亿美元款项,在金额方面创下记录,在速度方面同样超乎寻常。21个月前,FTX开始实施大规模欺诈行为,在此期间,商品期货交易委员会开展调查并提起诉讼,做到了当时许多人认为不可能的事——决定赔偿受害者的损失。”该命令要求FTX支付87亿美元赔偿金和40亿美元非法所得,弥补受害者因FTX联合创始人Sam Bankman-Fried策划的欺诈活动而遭受的损失。3月, Sam Bankman-Fried因窃取客户逾80亿美元资金而被判处25年监禁。商品期货交易委员会表示,法院命令认定FTX还违反了美国《商品交易法》(CEA)和商品期货交易委员会法规,并对此类进一步违法行为实施禁令,同时还实施了交易和注册禁令。商品期货交易委员会还表示,FTX和Alameda需要配合委员会推进当前诉讼流程,而该美国期货监管机构则同意,不对FTX寻求民事罚款,而是将其金钱索赔权交给受害者。

FIA警告印度衍生品改革所带来的风险

国际期货业协会(FIA)呼吁,在经历爆炸式增长后,印度监管机构应对区域指数衍生品市场分阶段谨慎实施监管改革计划。近期,国际期货业协会针对印

度证券交易委员会(SEBI)关于指数衍生品框架改革措施的意见征询做出回应。7月末,印度证券交易委员会发布意见征询稿,其中涉及大幅增加合约规模和期权用户保证金要求等多项措施。这些措施表明,区域市场结构在经历显著增长后发生重大变化,尤其是零售账户和经纪商对期权市场的使用。国际期货业协会回应意见征询称:“同时推出多项新措施会增加出现意外后果的风险,可能有违政策制定者的初衷。为了缓释这些风险,我们建议采取渐进、谨慎且保守的方式实施监管改革。在此期间,透明路线图必不可少。只有这样,才能全面分析每项变革的影响,继而采取额外措施。”印度权益类衍生品一直是全球场内衍生品成交量增长的重要推动因素。7月,印度国家证券交易所Nifty银行指数期权日均成交量达2.061亿手,同比增长41%,Nifty 50指数期权紧随其后,日均成交量增长104%,达1.841亿手。

WFE呼吁美国人工智能监管保持克制

世界交易所联合会(WFE)近期针对美国财政部关于人工智能在金融领域应用的意见征询发布建议。世界交易所联合会建议美国政府在创新与保护之间“寻求适当平衡”,确保监管框架不会“过于宽泛、过于复杂”,且监管机构与其他国际标准制定者保持一致。世界交易所联合会在声明中表示:“如果美国框架不能满足这一要求,人工智能为经济增长、生产力、自动化和创新带来的好处就会面临风险。”6月,美国财政部开始就人工智能在金融服务领域的应用、机遇和风险征求意见。财政部此举依据的是美国总统拜登于2023年10月签署的一项有关人工智能的“具有里程碑意义”的行政命令。美国财政部长耶伦当时表示,解决人工智能相关风险,“并非从零开始或是

徒劳的重复”。世界交易所联合会首席执行官Nandini Sukumar表示,拜登行政命令中对人工智能的定义“过于宽泛”,可能会对金融服务公司施加过多合规义务,从而造成“不必要的复杂局面”。Sukumar在声明中提到:“政策应该建立适当的保障和监督机制,但也必须鼓励创新,促进人工智能等尖端技术的应用。”世界交易所联合会监管事务主管赞同谨慎行事,为市场参与者进一步开发人工智能驱动工具。

Capco: 欧洲大宗商品审查支持可持续发展

技术和管理咨询公司Capco专家表示,欧洲监管机构对商品衍生品的《欧盟金融工具市场指令》(MiFID)审查将提高透明度,并符合可持续发展要求。近期, Capco针对欧洲证券及市场管理局(ESMA)的意见征询发表评论,对拟议监管改革表示欢迎,特别是排放权交易相关改革。该轮意见征询于5月23日开始,并于近日结束。欧洲证券及市场管理局表示,该轮意见征询有助于确保《欧盟金融工具市场指令》法规符合欧盟委员会的可持续发展战略。Capco首席顾问Peter Lehnen表示:“一方面,欧洲证券及市场管理局希望减轻市场参与者的报告义务——这些义务已被证明不充分或多余,因此报告期限将会延长,频率也会降低。另一方面,人们显然希望进一步强化在受监管交易场所交易和通过受监管清算所结算的义务。此举有助于减轻交易参与者报告义务,因为交易场所和清算所也有报告义务。”

DTCC: 英国EMIR Refit带来“独特挑战”

美国证券存管信托与结算公司(DTCC)托管与衍生品服务总经理Syed Ali称,将于9月30日生效的英国《欧洲市场基础设施法规》修订版(EMIR Refit)规定和已于4月末生效的欧洲规定存在实质性的不同。Ali表示:“英国《欧洲市场基础设施法规》修订版与欧洲

报告规定存在分歧,因此,在这两个司法管辖区报告的市场参与者将会面临独特的挑战和机遇。”Ali补充道:“新规不仅要求技术调整,还要求就数据管理和报告实践制定战略方针。”金融市场行为监管局(FCA)于9月30日更新对英国实体的报告要求,其中包括增加75个字段——将必填字段数量从目前的129个增至204个。Ali表示,与4月欧盟《欧洲市场基础设施法规》修订版一样,早期测试已证明“对于帮助企业尽早为新制度做好准备很有价值”。他继而称:“英国《欧洲市场基础设施法规》修订版有助于增强衍生品市场,推动数据标准化,改善数据聚合和风险分析,并为提升市场诚信和投资者保护铺平道路。”Ali表示,运营着欧洲主要交易报告库之一的美国证券存管信托与结算公司,“将继续通过这一重要的监管里程碑为行业提供支持,提升全球市场的安全性、效率及透明度”。

中期协进一步加强期货居间人管理

中国期货业协会(以下简称中期协)10月25日就《期货公司居间人管理办法(征求意见稿)》(以下简称征求意见稿)公开征求意见。征求意见稿进一步明确规范了期货公司居间合作条件、居间人名下客户交易和操作监测、居间人禁止类行为、居间人培训管理、居间人互联网展业等要求,完善了居间人退出机制等。为加强期货居间人管理、规范居间人行为,在中国证监会的指导下,中期协2021年9月10日发布了《期货公司居间人管理办法(试行)》(以下简称《办法》)。《办法》以保护交易者合法权益为出发点和落脚点,通过压实期货公司居间人管理主体责任,对居间人行为予以规范管理。《办法》试行三年来,对规范期货公司居间人管理、防范化解居间活动风险、保护交易者合法权益发挥了积极作用。时隔三年,中期协围绕强监管、防风险、促高质量发展主线,结合期货居间人展业现状及自律管理实践,对《办法》进行了修改完善。

美国对做市业务的监管与启示

——基于CFTC对纳斯达克期货交易所处罚的分析

刘佳颖 薛建良 / 大商所研究中心

通过梳理CFTC对做市业务的监管并结合我国现状可以发现，中美两国对做市商的监督管理框架基本一致，都将做市商管理规则的制定权下放交易所，都采用了“交易所规则+做市协议”的监管模式。我国期货市场做市商业业务起步虽晚但发展较快，功能定位与境外略有差异。美国主要以提升流动性扩大交易规模为主，而我国主要为了促进期货近月合约活跃、主力合约连续，进而更好满足产业企业利用各月份期货合约管理连续生产经营风险的需要，同时也在一定程度上提升商品期权流动性。

8月28日，纳斯达克期货交易所(NFX)因在做市商项目中隐瞒和否认了针对做市商的基于交易量的补贴而被美国监管机构处以2200万美元的民事罚款。研究该事件中美国监管机构对交易所做市业务管理的思路和方式，对于进一步完善我国做市业务管理具有一定启示意义。研究发现中美两国对做市业务的监管框架基本一致，但由于当前阶段中美两国期货做市业务功能定位存在差异，监管操作方面略有不同。未来，随着国情市情变化，我们要不断探索完善做市业务规则制度体系，切实提升期货市场服务实体经济质效。

一、事件回顾

(一) 为吸引交易者，新成立的期货交易所所在合约上市时实施了针对做市商的市场激励方案

纳斯达克期货交易所(NFX)位于特拉华州，2014年11月21日被美国商品期货交易委员会(CFTC)批准成为指定合约市场(DCM)，2015年7月开始提供

能源期货合约交易¹。为提升市场流动性，交易所于2015年4月2日向CFTC提交《能源期货和期权产品指定做市商委任征集》(SR-NFX-2015-15)²，推出“指定做市商(DMM)”方案，于4月16日获准，并在CFTC官网公布³。该方案规定交易所每月向加入方案的做市商支付固定金额补贴。

(二) 指定做市商项目效果不及预期，交易所新增基于交易量的补贴规则，但没有向监管机构报告

做市商方案实施后，一些指定做市商项目参与者没有达到预期做市目标。纳斯达克期货交易所随后与部分指定做市商项目参与者接洽，要求他们承担更大的做市义务，并在原来的固定津贴金额之外，基于交易和清算量向其支付报酬。需要强调的是，指定做市商项目中基于交易量的补贴规则没有向监管机构进行披露，也没有向公众公布。

(三) 基于交易量的做市补贴规则受到“第三方

1.注：纳斯达克期货交易所于2020年9月16日被正式撤销DCM资格。

2.<https://www.cftc.gov/sites/default/files/filings/orgrules/15/04/rule040215nqfdcm001.pdf>

3.公布的网址为：

https://www.cftc.gov/IndustryOversight/IndustryFilings/TradingOrganizationRules?Organization=&Receipt_Date_From=&Receipt_Date_To=&Status=&Date_From=&Date_To=&Show_All=0

监管机构”关注,但交易所没有采取任何行动

2015年12月,交易所的“监管服务提供商”⁴——美国期货业协会(NFA)——就做市补贴规则提出监管质疑,并建议交易所就2015年9月特定合约中的某些交易活动与三家指定做市商项目的做市商联系。然而,对于该监管建议,交易所既没有联系这些做市商,也没有记录和说明为什么没有进行联系。

(四) CFTC审查基于交易量的做市补贴规则,交易所做了虚假和误导性的声明

2016年底,CFTC市场监管部对纳斯达克期货交易所进行规则执行审查。交易所在知晓监管审查主题的情况下,却未向交易所员工通报相关情况。在接受问询时,合规和法律团队成员对指定做市商方案中依据交易量支付做市补贴的措施不知情。当CFTC询问是否按交易量付款时,他们否认指定做市商方案中存在此类措施,并错误地声称“我们的方案不存在以交易量为依据的奖励措施”。这些声明被认为是虚假和误导性的,且CFTC认为交易所对此应该知情。

(五) CFTC调查交易所的系列违规行为,并处以民事罚款

在美国期货业协会的帮助下,CFTC对交易所的系列违法违规行为了进行了调查。在此过程中,交易所向CFTC提交了和解提议,在不承认也不否认监管机构调查结果或结论的情况下,同意了CFTC的处罚决定。2024年8月28日,CFTC发布命令指出,纳斯达克期货交易所由于违反《商品交易法》核心原则、未能充分披露激励措施、提供虚假和误导信息等,被处以2200万美元的民事罚款。

二、美国做市商监管思路及纳斯达克期货交易所的违规行为

(一) 美国对期货市场做市商监管的思路模式

一是美国对做市商采用“原则监管”模式,交易所自主制定管理规则但需经CFTC审核。美国《证券交易法》、《商品交易法》以及行政法规几乎没有关于做市商管理的具体规定,而是授权交易所自主制定规则并进行自律监管。根据《美国联邦法规》第17章第40.6条的《规则自我认证》要求,交易所制定的新规则或新修改的规则需提交美国证券交易委员会(SEC)或CFTC,同时提交的材料需经过规则的自我证明,通过监管机构审核的规则将获得认证并生效,不满足要求的将收到中止通知。

二是做市规则文本、文本的解释说明及其合规性证明,是监管机构审核关注的重点。《美国联邦法规》第17章第40.6条规定了交易所向CFTC提交交易规则的内容和要求。具体包括:(1)时间——规则执行前10个工作日提交;(2)规则文本——如果是修改规则,则必须标记删除和添加的文本;(3)合规性证明——规则符合商品交易法和CFTC监管条例相关条款的证明;(4)规则的解释说明——相关规则的运作、目的、效果以及符合相关法律规则的简要解释和分析;(5)规则公开证明——在向CFTC提交规则时已在交易所网站公开拟提交规则的自我证明。

三是以具体做市商项目为落脚点对做市商进行监管,交易所做市商管理办法和做市商项目都需要上报审核。交易所做市商管理办法是针对做市商行为和做市项目运行的一般性规定,与我国各交易所《做市商管理办法》相似;做市商项目(部分交易所称为“激励

4注:监管服务提供商是美国期货市场一种的特殊监管制度安排,规模较小的期货交易所可以聘请具有资质的第三方机构对其业务合规性进行监管,其行为具有法律效力,本案中该机构为NFA。

项目”)则是交易所根据产品需求确定做市商数目、奖励、义务等方面,并作为公开征集做市商的具体实施方案,与我国各交易所的“做市商项目征集公告”类似,但其对做市商的报价义务、绩效考核、激励方式等规定更为具体和详尽。根据CFTC监管条例规定,《做市商管理办法》和“做市商项目”都属于交易所规则体系范畴,需向监管机构提交和审核。

以芝加哥商业交易所(CME)为例,其制定及修改做市商项目的规定与要求在交易所规则手册第1章会员195条《做市商管理办法》中,包括做市商的保密要求、做市商项目及条件(明确交易所的原则性权责及在此基础上的做市商管理)、监管机构的优先权、参与者的合规性等。需要强调的是,交易所都将做市激励计划的具体金额视为商业机密,在做市商项目中仅公布激励的措施、手段、方式等信息,具体金额则在交易所与做市商签订的“做市协议”中规定。

(二) 纳斯达克期货交易所违反的主要规则条款

一是没有披露做市商激励规则,违背了期货交易所必须依规运行以及规则要促进公正公平交易的规定。美国《商品交易法》和《美国法典》及执行规定要求,期货交易所的建立、监管和运行活动必须有规可依,交易所制定的规则要促进交易公平和平等。基于这些规定,CFTC认为交易所的合规管理人员、监管服务提供商必须知晓做市商项目的重要条款。纳斯达克期货交易所没有向其内部合规管理人员、监管服务提供商、CFTC和公众公开基于交易量的做市补贴规则违反了相关要求。

二是在向监管机构提交材料和接受调查时,违反了提供虚假和误导性陈述的禁止性规定。根据美国《商品交易法》第6条的相关规则要求,“禁止任何人向委员会作出虚假或误导性的重要事实陈述。”CFTC认为纳斯达克期货交易所根据“自我认证规则”向监管机构提供材料时,否认和遗漏了做市激励

的补贴规则,并在监管机构调查询问时进行了误导性陈述。CFTC还指出,虚假和误导陈述是监管机构对交易所监管审查的重要方面,交易所的违规极为严重。

三是交易所进行做市商项目报备认证时,违反了提交信息需满足完整、准确和公开的要求。美国《商品交易法》的核心原则7要求交易所必须提供尽其所知的完整和准确信息,不得有遗漏。同时,《美国联邦法规》第17章第38.4(b)条规定了期货交易所向监管机构提交规则文本、证明材料的流程和要求。CFTC认为纳斯达克期货交易所最初提交的规则文本中、在实施新的激励政策后,都没有披露基于交易量的做市补贴规则,同时,也没有按照流程在其网站公示该激励规则,这违反了交易所规则报备认证的规定。

四是未记录交易所行为与监管建议的不同,违反了执行监管服务提供商监管建议的要求。《美国联邦法规》第17卷第38.154(c)规定,交易所要“记录其行动与其监管服务提供商建议行动不同的任何情况,包括监管服务提供商推荐行动方案的原因以及交易所选择不同行动方案的理由。”CFTC认为交易所没有执行美国期货业协会的监管建议,也没有对相关建议进行记录和说明,违反了执行监管服务提供商监管建议的规定。

三、总结与启示

通过梳理CFTC对做市业务的监管并结合我国现状可以发现,中美两国对做市商的监督管理框架基本一致,都将做市商管理规则的制定权下放交易所,都采用了“交易所规则+做市协议”的监管模式。我国期货市场做市商业务起步虽晚但发展较快,功能定位与境外略有差异。美国主要以提升流动性扩大交易规模为主,而我国主要为了促进期货近月合约活跃、主力合约连续,进而更好满足产业企业利用各月份期货合约管理连续生产经营风险的需要,同时也在一定程度

上提升商品期权流动性。

自2017年在豆粕期权引进做市商制度以来，在证监会的坚强领导和统筹管理下，我国做市商管理规则体系不断完善。2018年，为规范做市交易行为，证监会统筹各交易所制定了统一的做市商管理办法。2024

年，为进一步规范做市商激励，证监会进一步统筹各交易所统一修改了做市商管理办法、制定了做市业务指南。未来，大商所将结合业务发展实际，借鉴境外有益经验，强化沟通协调，不断优化完善做市业务管理规则，以更好服务实体经济。🔗

北欧电力衍生品备受关注

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

2015年，欧洲能源交易所推出北欧电力期货，近年来，其一直寻求更积极地进军该领域，甚至开始与纳斯达克洽谈北欧电力交易市场收购事宜。8月末，泛欧交易所宣布，计划2025年通过旗下北欧电力交易所推出北欧电力期货——北欧电力交易所由泛欧交易所于2019年收购。

近期，两家有意在北欧电力市场站稳脚跟的欧洲交易所爆发了小规模“口水战”。

多年来，北欧电力（指瑞典、挪威、丹麦等欧洲北部国家）一直由纳斯达克主导，后者拥有北欧范围内的大多数国家交易所。

2015年，欧洲能源交易所（EEX）推出北欧电力期货，近年来，其一直寻求更积极地进军该领域，甚至开始与纳斯达克洽谈北欧电力交易市场收购事宜。

6月末，收购交易失败，欧洲能源交易所立即发起攻势，免除北欧电力期货截至2024年末的手续费。

泛欧交易所计划推出北欧电力期货

8月末，泛欧交易所（Euronext）宣布，计划2025年通过旗下北欧电力交易所推出北欧电力期货——北

欧电力交易所由泛欧交易所于2019年收购。

泛欧交易所表示，新的泛欧交易所北欧电力期货市场将会通过其泛欧交易平台Optiq交易，客户测试“最早将于2025年3月”开始。

泛欧交易所多元化服务主管兼北欧电力交易所主席Camille Beudin表示：“泛欧交易所北欧电力交易所电力期货的推出可以提供独特机会，有助于结合泛欧交易所的能源市场技能和专业知识以及坚实的北欧市场基础，利用行业知识以及金融产品交易和清算，为客户提供兼具吸引力和竞争力的产品。”

此次合作将支持在北欧和波罗的海地区系统价格和电价区域（EPAD）到期的所有现金交割期货交易，基础现货指数由北欧电力交易所提供。

Beudin在后续接受采访时称, 北欧电力期货客户想要“北欧解决方案”, 暗示欧洲能源交易所总部设在德国, 而德国并非北欧国家。

Beudin表示: “客户主要来自北欧, 他们想要北欧解决方案——希望相关人员能用当地语言交流, 并了解该市场的特点。由于北欧电力交易所总部位于奥斯陆, 我们可以满足这项要求。”

“我们掌握能源市场专业知识, 拥有北欧客户坚实基础, 设有现金交割衍生产品的匹配交易引擎, 同时还在扩大清算所规模, 因此我们具备所有条件, 能为客户提供长期有竞争力的产品。”

欧洲能源交易所强调其北欧电力资质

欧洲能源交易所对此作出回应, 强调自身具备北欧电力资质。

欧洲能源交易所业务开发、电力衍生品和全球大宗商品市场总监Steffen Riediger前往奥斯陆与北欧境内公司交流, 并在后续接受采访时表示, “毫无疑问, 欧洲能源交易所可为客户提供北欧解决方案。我们计划提升北欧市场的流动性, 这种决心远胜以往。观察近期形势就会发现, 市场出现了大量新闻, 着实令人振奋”。

欧洲能源交易所表示, 其在丹麦设有员工, 且在挪威和瑞典“将会增派员工”。“我们已与奥斯陆及北欧境内大量人员交流, 希望雇用更多本地员工。我们正在寻找能为本地社区服务的本地人才, 让本地人服务本地人。”

Riediger称其对欧洲能源交易所的“独特产品和服务”“很有信心”。

他还说: “结合系统价格、区域期货及其优势, 即能进行价差交易, 可以显著提升其他市场的流动性与连通性, 帮助我们在与泛欧交易所的竞争中占据有利地位。”

“实话实说, 我们欢迎竞争。我们在很多市场中发现, 竞争可使交易群体受益并促进创新, 而这正是每个人的期望。”

对于欧洲能源交易所, 北欧“毫无疑问”是未来两年的“核心重点区域”。Riediger称: “这是因为其在二十年前曾是欧洲最大市场, 且在之后很长一段时间内一直都是仅次于德国的第二大市场。”

“不幸的是, 十多年来, 市场始终处于流动性枯竭的状态, 而我们的任务就是为市场恢复流动性。”

欧洲能源交易所首席执行官Peter Reitz于8月末表示: “我们始终欢迎竞争, 包括北欧电力市场上的竞争, 我们的共同目标是提升流动性。”

“鉴于我们当前的产品设置, 包括近期推出的北欧区域期货(Nordic Zonal Futures), 我们相信, 我们已经在欧洲电力和天然气的所有主要市场上提供碳合约等有吸引力的产品, 市场参与者以及希望在北欧以外地区交易的群体只需通过一个平台, 即可进行相关交易。” 

大辩论:为什么期货和期权市场的新入场者通常很难成功?

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

北欧电力期货市场已经拥有两款可与纳斯达克和欧洲能源交易所 (EEX) 竞争的产品, 第三款产品可能于2025年通过泛欧交易所 (Euronext) 推出。但是, 期货和期权市场的新入场者通常很难成功。这是为什么呢?

流动性

客户通常偏好在一个中心进行交易, 但也喜欢通过竞争保持低价, 因此流动性和价格之间经常存在矛盾。流动性观点倾向于一种解决方案, 而竞争则更有利于实现低价。

虽然低价对企业很重要, 但实际上, 企业因流动性分散而遭受的损失往往远超因手续费降低而获得的回报。流动性的重要意义主要体现在两个方面。

首先, 流动性对于预防市场滑点至关重要。市场滑点是指在市场上下达订单时, 价格立即偏离, 造成

企业资金损失。高流动性有助于防范这种情况, 帮助企业增强交易信心。

流动性在市场波动时期也很重要。一旦市场开始快速波动, 企业就会希望更快、更轻松地完成交易, 而具有流动性的深度订单簿就能实现这一点。

清算

纳斯达克等交易所以及所有其他主要市场都在各自清算所提供组合保证金, 以此维护自身的市场主导地位。组合保证金是指清算所根据企业在该清算所持有的头寸组合计算的自身所需保证金。

从组合角度考虑并按总额而非净额收取保证金, 通常会令保证金下降。对企业而言, 相比将订单簿分散到多个清算所, 将所有头寸放在一个清算所的成本更低。正因如此, 企业才会倾向于将交易集中到一个交易所。🔗



“云原生”期货经纪商不容小觑

Christian Voigt¹ / Broadridge交易和连接解决方案市场主管

过去几年，决定利用期货交易增长并成为期货经纪商的公司数量略有增加（每年一到两家）。相比进入该领域的公司数量，更重要的是公司类型。早期的期货经纪商根植于农业，而新入场的公司则根植于云技术。

过去二十年，期货交易经历了巨大增长。2024年1月，国际期货业协会（FIA）在新闻稿中指出，2023年，“全球场内衍生品市场交易活动连续第六年创下纪录”。

相比之下，期货经纪商（FCM）的数量却有所下降。许多幸存公司，包括客户资金持有量排名前十的公司，同时也是大型经纪自营商（broker-dealer）、多元金融服务公司子公司或全球银行子公司。

期货经纪商整合与成交量增长的故事并非新闻。但是，有新趋势表明，技术在这个市场中意义重大。尽管在十年或二十年期间内，期货经纪商的数量有所下降，但从较短的时间范围来看就会发现不同的情况。

过去几年，决定利用期货交易增长并成为期货经纪商的公司数量略有增加（每年一到两家）。相比进入该领域的公司数量，更重要的是公司类型。

早期的期货经纪商根植于农业，而新入场的公司则根植于云技术。其中部分为向传统市场扩张的加密原生（crypto-native）公司。其他公司则开始为散户股票交易者提供服务。无论这些公司起源如何，正如我们在2023年数字化转型报告中所说，“这些新贵并未受到遗留系统和过时思维的拖累。他们行动敏捷，且对技术情有独钟”。

散户的崛起

新冠肺炎疫情爆发以来，期货等特定金融市场的散户参与度有所增长。其中，许多参与者从网红股票（meme stock）开始，然后转向期权和期货。国际期货业协会主席将这一群体称为“前锋”交易者。其他参与者则通过加密市场进入。

为其业务做准备的是一类新型在线经纪商，他们专注于满足这些年轻活跃交易者的需求。不同于传统经纪商和期货经纪商，在线经纪商可为客户提供更多的教育工具和复杂的风险控制服务。在线经纪商希望加强与客户的关系，因为部分活跃交易者后来会成为全职日内交易者或波段交易者。

期货行业的几位高层领导谈到了散户交易者的增长，以及技术如何模糊散户和机构间的界限。因此，在线经纪商开始涉足机构领域。例如，新期货经纪商Robinhood于2024年6月收购首个机构业务——一家全球加密货币交易所。

这些独立的云原生（cloud-native）公司还有一项优势：其散户客户群可以带来低接触的大批量订单流。这通常比机构交易者经常执行的高接触交易更加有利可图。此类低接触交易的成功离不开自动化和算法。顺便一提，散户订单流的增加往往与整体市场的

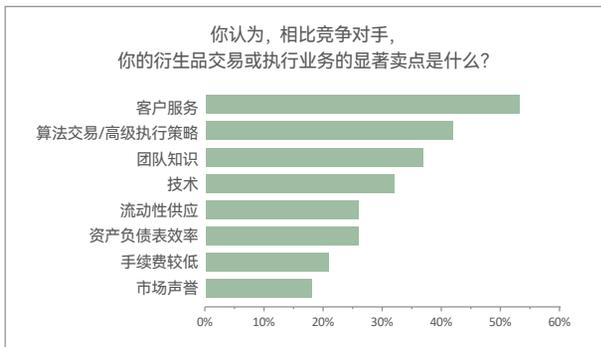
1.Christian Voigt曾任产品经理，在股票和衍生品市场结构领域拥有超过十五年的经验，目前在伦敦工作。Christian此前曾任欧洲期货交易所交易设计经理和Fidessa高级监管顾问，并在XETRA从事过业务开发工作。

相关性较低，因此有利于整个期货市场。

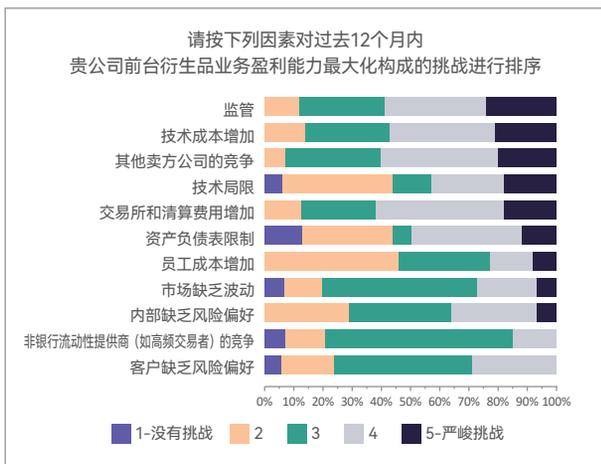
技术的重要性

对期货经纪商而言，业务可能成在技术，也可能败在技术，这一点不足为奇。

根据我们与伦敦管理智能平台Acuity合作的2024年前台期货经纪商挑战研究报告，约三分之一的受访高管将其衍生品交易技术视为竞争优势。同时，其中约20%认为技术局限是实现盈利能力最大化的关键挑战。



也就是说，技术既是竞争优势，也是盈利能力的潜在威胁？对比这些成熟期货经纪商及其新兴竞争对手所用技术栈，就会发现这种说法有其合理性。



遗留问题

当前，整个金融服务行业面临遗留技术栈的使用

难题。除了灵活性有限、难以扩展，遗留系统可能无法高效存储数据，且需定制支持。其还可能有害运营效率，受到期货经纪商的重点关注。

技术栈老化的影响并不限于交易，通常也会涉及合规性、风险管理等其他关键性业务领域。技术还决定着大部分的客户服务体验。这对期货经纪商而言非常重要，正如报告所述：“……技术投资是保持竞争力和提升客户服务品质的关键”。根据我们的经验，期货经纪商与许多卖方公司一样，倾向于为每个工作流程提供定制解决方案。但这会导致客户体验不完整。

当然，技术预算无论有多宽裕，都会在这些系统的维护和升级中迅速消耗殆尽。

重新取得技术优势

期货经纪商需要向这些云原生公司学习，提高敏捷性并重视技术。幸运的是，无论是意气风发的初创公司，还是经验丰富的期货经纪商，关键都只在于如何完成上述转变。

对公司而言，尤其是选择在内部构建现代云平台的公司，以此类平台取代遗留系统就是一项重大任务。基础设施就像一场规模游戏。公司即使具备足够规模，也可能做出外包决定，因为建造过程可能分散服务当前业务所需的宝贵资源。

2024年早些时候，Broadridge推出了一款用于期货和期权交易的新型软件即服务（SaaS）。我们的目标是创建具有极高灵活性且支持数据驱动自动化的可扩展平台，为期货经纪商提供全面解决方案。简而言之，就是一个综合执行工作区。

在建造与购买的争论中，前者具有定制这一显著优势。但是，选择联合解决方案提供商，而非内部建造，并不表示公司必须放弃定制方法。关键在于联合灵活且开放定制的解决方案提供商，提供开放式架构平台，支持无缝集成其他解决方案。

全球宏观形势分析: 货币疲软、债务高企和国家老龄化

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

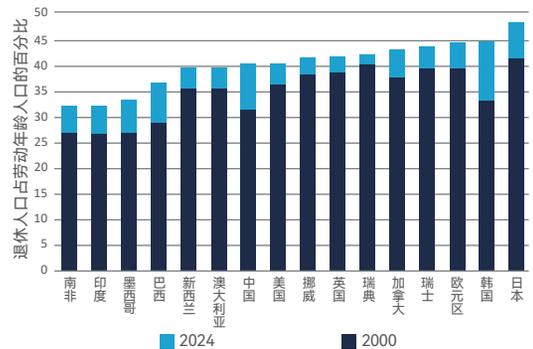
债务和人口结构影响着外汇汇率长期走势，却可能是讨论最少的两项重要因素。鉴于债务与国内生产总值之比以及世界人口的大幅增长并不均衡，债务和人口结构对货币市场回报的影响尤其重要。

债务和人口结构影响着外汇汇率长期走势，却可能是讨论最少的两项重要因素。2019年年中至2024年年中，人口老龄化国家的货币表现不及人口较年轻且债务较少的国家。如果这种关系持续到本世纪20年代后半期，债务和人口结构趋势可能有助于我们洞悉外汇汇率的未来走向。

鉴于债务与国内生产总值之比以及世界人口的大幅增长并不均衡，债务和人口结构对货币市场回报的影响尤其重要。2000年以来，全球主要经济体的债务比率均有上升。尽管如此，非金融行业总信贷水平差异很大，例如，墨西哥信贷占国内生产总值的80%，而日本信贷占国内生产总值的400%（详见图1）。

（周岁）与劳动年龄人口（23-64周岁）比率增长更快。就此而言，各国同样存在较大差异（详见图2和图3）。

图2: 世界人口持续老龄化，各主要经济体人口平均年龄都在增长
2000年和2024年人口平均年龄



数据来源: 美国人口普查局国际数据库、芝加哥商业交易所经济研究计算。

图1: 几乎各国的公共和私营部门债务增长速度都超过国内生产总值
公共债务+私人债务占国内生产总值的百分比



数据来源: 国际清算银行非金融行业总信贷水平数据库。

债务水平的升高与全球人口的增长是同步的。过去几十年，人口平均年龄大幅增长，退休人口（年满65

图3: 全球退休人员与工人的比率飙升并不均衡
2000年和2024年老年人口抚养比*



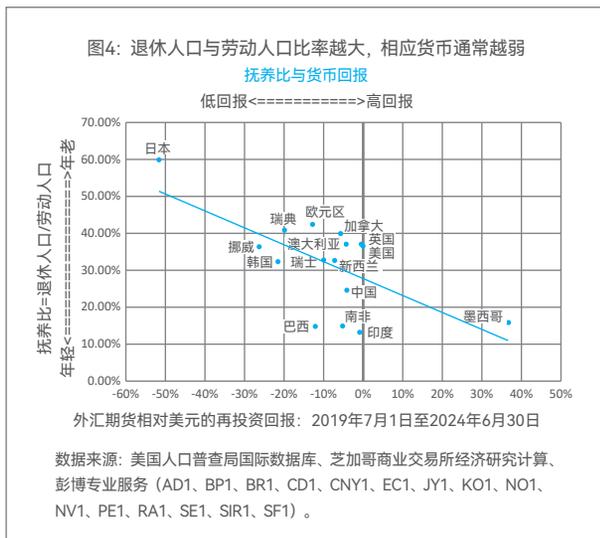
数据来源: 美国人口普查局国际数据库、芝加哥商业交易所经济研究计算。

在墨西哥、印度、巴西等人口较年轻的国家，退休年龄人口约为劳动年龄人口的15%，这意味着，每名退休人员约由七名工人供养。相比之下，日本退休年龄人口约为劳动年龄人口的58%，这意味着，每四名退休人员由七名工人供养。

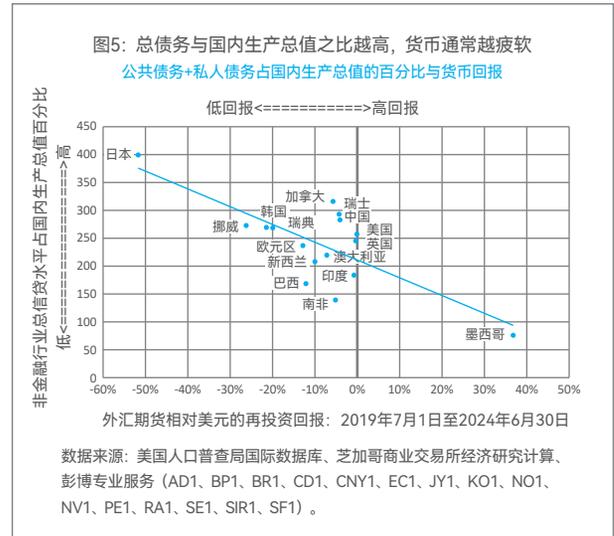
这些趋势带来一个问题：在劳动年龄人口持续减少的多数情况下，公共和私营部门实体如何应对日益加重的债务负担并为退休制度提供资金支持？对此，货币市场可能利用不断贬值的货币支撑债务和退休金。

我们计算了期货市场中15种货币兑美元（USD）的回报，其中，期货合约在到期前10天展期至下一份合约。外汇期货合约的回报等于现货收益加上两种相关货币间的利率差。该回报近似于投资某国短期存款相比投资美国短期国债或其他无风险美元证券的回报。

2019年7月1日至2024年6月30日，老年人口抚养比与我们15种货币的外汇期货再投资（展期）回报间的相关系数为-0.65。国家人口老龄化越严重，相应货币兑美元的回报率越低；反之，相应货币通常表现越好（详见图4）。



外汇期货回报与债务水平间的关系更为密切。我们利用国际清算银行（BIS）数据，计算了各国总债务（公共部门债务、家庭债务和非金融企业债务）与国内生产总值之比。2019年7月1日至2024年6月30日的五年间，总债务与国内生产总值之比与我们的外汇期货再投资（展期）回报间的相关系数为-0.75（详见图5）。



关键在于债务总体水平，而非其为公共债务还是私人债务。就与货币回报的相关性而言，公共债务比率和私人债务比率低于总债务水平。五年期间，公共债务/国内生产总值与货币回报的相关系数为-0.48；私营部门债务（家庭债务+非金融企业债务）/国内生产总值与货币回报的相关系数为-0.52，而公共债务+私人债务总额/国内生产总值与货币回报的相关系数为-0.75。就对货币回报的影响而言，总体债务比率大于单独的公共或私营部门债务比率，这一事实似乎可以证实所有债务都是公共部门债务。当然，家庭可以获得抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款和学生贷款，而企业可以向银行和债券持有人借款，但在危机中，此类债务大部分可以通过以下任一方法完成国有化：

1.直接方法：将银行或其他金融机构国有化，并将其债务纳入公共账簿，或免除家庭和企业的贷款。

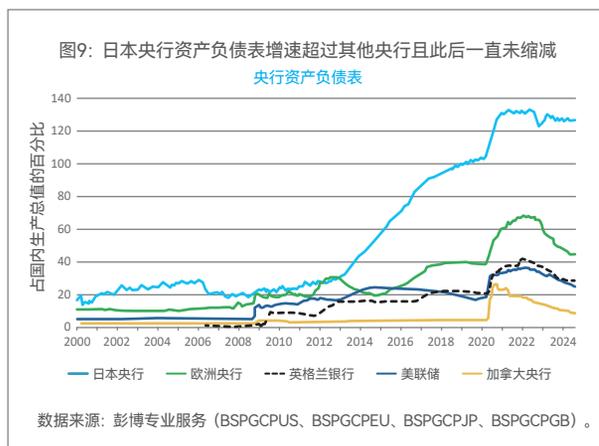
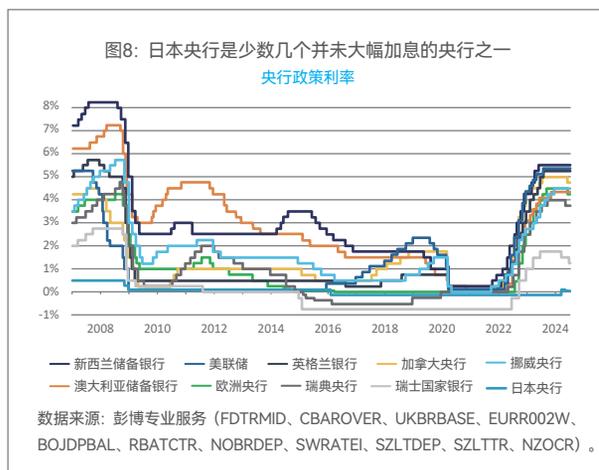
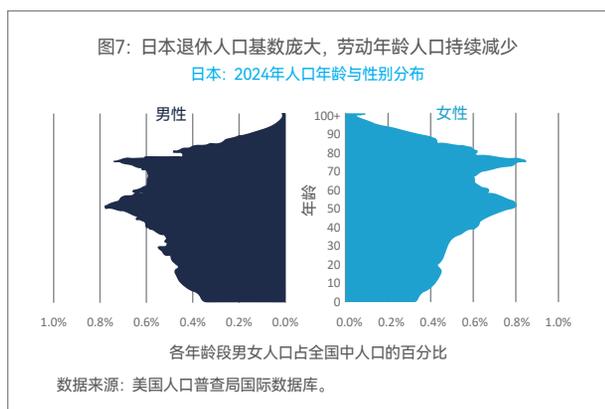
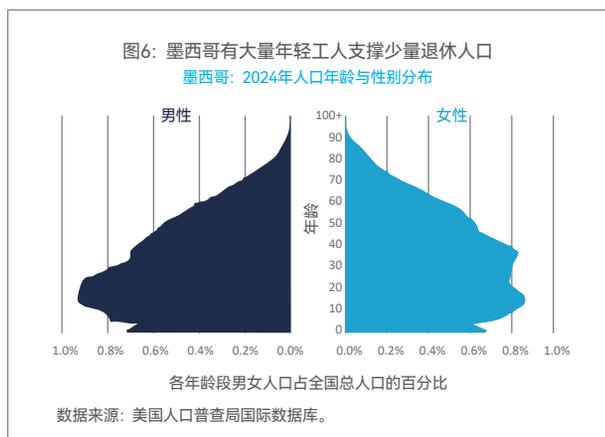
2.间接方法:在税收收入远远不足的情况下,巨额预算赤字可以逐步将家庭债务和企业债务转移至公共资产负债表。

全球金融危机期间,美国和欧洲都曾采用上述两种方法,1990年代初,日本在房地产和股市泡沫破灭后的漫长经济停滞期间也曾采用。

极端情况国别分析:墨西哥和日本

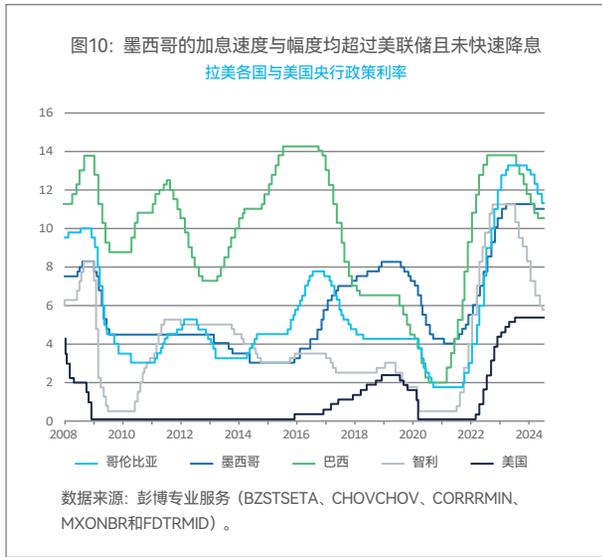
墨西哥和日本处于两个极端。墨西哥债务水平较低,人口年龄呈现典型的金字塔结构,年轻人口远超老年人口(详见图6)。而日本的人口结构则恰恰相反,40至80周岁人口最多(详见图7)。因此,墨西哥有大量年轻工人承担相对较少的债务。相比之下,日本的年轻人口越来越少,不仅大量退休人员无法得到资金支持,而且债务与国内生产总值之比位居全球第一。

考虑到日本的人口结构,如何才能解决沉重的债务负担?一种方法是货币贬值:利用不断贬值的货币偿还债务。为此,日本央行(BoJ)过去两年并未大幅加息,同期采取同样措施的只有另外一家央行(详见图8)。同样出于这一目的,日本央行过去十年实施超大规模扩表,主要原因在于其量化宽松计划规模远超其他央行(详见图9)。由于日本央行的资产负债表相比美联储有所扩张,日元兑美元大幅下跌。



相比之下,墨西哥实行紧缩货币政策,央行将其政策利率维持在美联储的6%左右(详见图10)。墨西哥比索与美元的利率利差为+6%,而日元与美元的利率利差为-5%,二者形成了鲜明的对比。日本债务水

平高企，或多或少需要维持低利率，这是解决债务负担的唯一途径。人口增长迅速的国家不需要吸引大量资本为新的投资提供资金。总体而言，日元期货合约价值大幅下跌，而墨西哥比索期货合约价值则大幅上涨（详见图11）。



结论

大多数国家的情况介于墨西哥和日本这两个极端之间。包括欧元区国家和韩国在内的这些国家未来几十年的抚养比将快速上升。尤其是中国和韩国，近年债务水平迅速上升，而且随着经济放缓，两国货币出现疲软。其他国家人口结构各不相同，例如美国、英国，尤其是巴西、印度和南非。



丰收临近,谷物价格下跌,美国农民承压

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿

得益于美国中西部大部分地区降雨充沛等有利条件,玉米和大豆产量预计创下纪录或接近纪录水平。但对作物生长有利,并不一定就对农民收入有利。预期供应充足,导致谷物价格跌至多年低点,农民收入连续第二年大幅下降。

随着夏季生长季结束,美国粮农即将迎来丰收。得益于美国中西部大部分地区降雨充沛等有利条件,玉米和大豆产量预计创下纪录或接近纪录水平。

但对作物生长有利,并不一定就对农民收入有利。预期供应充足,导致谷物价格跌至多年低点,农民收入连续第二年大幅下降。

玉米期货和大豆期货的价格在8月末接近四年低点,小麦期货价格也是如此。8月初,在印第安纳州特雷霍特郊外经营农场的Justin Campbell对路透社表示,“我们尚未见证价格的最低点”。

8月中旬,美国农业部(USDA)预测2024年大豆产量创下纪录,达45.9亿蒲式耳(1.249亿公吨),同比增长10%。玉米产量预计151.5亿蒲式耳(3.847亿公吨),略低于2023年创下的历史最高水平,是有记录以来的第三大产量。

近年来,由于几大种植区遭遇干旱,以及2022年俄罗斯入侵乌克兰,全球粮食库存出现中断,而美国农业丰收有望补充全球粮食库存。谷物价格下跌将进一步抑制食品通胀,这对消费者而言是个好消息。

农民收入受到严重影响

然而,对美国农民而言,情况好坏参半。到2025年,如果供应过剩继续引发谷物价格下跌,形势可能变得更加严峻。

2024年早些时候,美国农业部预测,2024年美国

农业净收入为1,161亿美元,较2023年下降430亿美元,降幅接近26%,甚至超过了2023年降幅(16%)。相比2022年创纪录的1,856亿美元,总计下降900亿美元,降幅为37%,是有史以来最大的两年降幅,不禁让人想起美国农业最黑暗的时期。

密苏里大学农业经济学家Ben Brown表示:“只有追溯到 大萧条时期和1930年代初,才能发现农业净收入的更大降幅。”

农民利润缩减已经波及整个农业领域。由于收入压力,农民不太可能支出10万美元或更多钱购买新拖拉机或联合收割机。迪尔公司(DE)等农用设备制造商因此承压。7月,迪尔公司在爱荷华州和伊利诺伊州的三家工厂解雇了600多名员工。

对农民而言,供求规律至关重要。如果谷物价格继续下跌,2025年,农民可能减少玉米、大豆或其他作物的种植面积。此举可能抑制种子、化肥和农用化学品生产商的业务。2024年,全球大型种子供应商科迪华公司(CTVA)的股价上涨14%,但较2022年底历史高点下跌20%。

相比之下,邦吉公司(BG)、阿奇尔丹尼斯米德兰公司(ADM)等谷物油籽加工商可能受益,因其可以更低的价格收购玉米和大豆。7月,鉴于加工利润率不断提高,邦吉公司上调全年盈利预期。

粮食供应可能加重压力

2024年大部分时间,谷物价格承压,而在美国农

业部预测大豆产量创下纪录且玉米产量好于预期后，谷物价格在8月继续下跌。

美国农业部预测，2024年玉米最大产地爱荷华州以及伊利诺伊州、印第安纳州、内布拉斯加州、南达科他州和威斯康星州的玉米产量将创新高。爱荷华州玉米平均产量为每英亩209蒲式耳，较2023年每英亩201蒲式耳增长4%。2023年，爱荷华州玉米产量为25.2亿蒲式耳，占美国总产量的16%。美国农业部估计，伊利诺伊州玉米平均产量为每英亩225蒲式耳。

根据即将到期的期货合约，8月末玉米价格跌至3.90美元，为2020年10月以来最低水平，不到2022年4月8美元以上市场峰值的一半。大豆期货跌至9.55美元，为2020年9月以来最低水平，约为2022年18美元附近峰值的一半。

Farm Futures分析师Bryce Knorr写道，美国农业部的预测部分阐明了玉米和大豆的收成前景，“但政府的愿景可能不会打动希望了解2024年作物能否盈利的农民”。

2023年丰收遗留的大量库存也对谷物价格造成了压力，2025年库存压力可能更加沉重。美国农业部在8月另一份预测中估计，2024至2025营销年度末美国玉米供应量将超过20.7亿蒲式耳（5,260万吨），创二十年新高。

Knorr补充道，8月谷物市场下跌“使得多头必须承担证明市场错误的责任。否则反弹机会可能转瞬即逝，而且还不是很好的机会”。

农民最终可能会从作物价格暴跌中得到安慰——正如我们在谷物市场常听到的，解决低价的最佳方法就是其本身。但是，这是否会发生以及何时发生目前还不清楚。

2025年，作为全球两大谷物大豆生产国，阿根廷和巴西预计也将迎来丰收。Knorr表示，美国大选、俄乌冲突和美元走强也在加剧市场不确定性。

Knorr称，尽管供应前景不容乐观，但对农民而言，“需求可能始终都是救命稻草。说到底，美国玉米和大豆出口的命运取决于全球竞争对手的销量”。

油价可能进一步走弱

Lysiane Baudu

市场预期地缘政治紧张局势可能缓和，但也面临供应充足、需求疲软的问题，投资者依然保持谨慎，甚至可以说是悲观。地缘政治局势缓和之后，市场参与者就会重拾对供应充足、需求疲软的不满。显然，这对价格上涨而言并非好兆头。

市场预期地缘政治紧张局势可能缓和，但也面临供应充足、需求疲软的问题，投资者依然保持谨慎，甚至可以说是悲观。当前高盛表示，如果中国需求仍然保持平稳，那么到2025年末布伦特原油价格可能

跌至每桶68美元。

近期，美国国务卿Antony Blinken发出警告，这可能是确保加沙地带停火的“最后机会”。但是，“最后机会”这一表述也可能与油价有关。确实，谈判尚未

取得成果，停战必须实施并持续。但若中东紧张形势最终平息，对油价的支撑就会消失——而这或许是最后的支撑。

地缘政治局势缓和之后，市场参与者就会重拾对供应充足、需求疲软的不满。显然，这对价格上涨而言并非好兆头。

8月20日，10月布伦特原油期货结算价下跌，收于每桶77.20美元，9月美国西德克萨斯中质原油（WTI）期货结算价同样下跌，收于每桶74.04美元。

确实，基本面的相关消息令人担忧。首先，人们持续担忧中国需求减弱。作为全球最大原油进口国，中国重现几十年来最低经济增长已有一段时间，而且没有任何好转迹象。7月14日，中国国家统计局公布，中国第二季度国内生产总值同比增长4.7%，低于预期（5.1%）以及第一季度国内生产总值增幅（5.3%）。

国际能源署（IEA）8月中旬发布的月度原油市场报告也证实了原油需求疲软。国际能源署指出，中国原油需求6月出现连续第三个月缩减，7月可能继续减弱，“因为原油进口量降至2022年9月严格封锁以来最低水平”，并表示“驱动因素的重大转变正在显现”。国际能源署称，由于中国经济疲软，今明两年全球原油需求增长将放缓至略低于100万桶/日。能源咨询公司Lipow Oil Associates董事长Andrew Lipow解释称：“中国经济增长放缓，导致需求预测变化。”

供过于求与价格下行压力迫在眉睫

石油输出国组织（OPEC，简称欧佩克）尤其如此。鉴于中国经济疲软，欧佩克下调了2024年的全球原油需求增长预测。欧佩克在8月12日发布的月度报告中指出，2024年全球原油需求将增加211万桶/日，低于2024年7月预测增幅（225万桶/日）。尽管仍与国

际能源署的观点相去甚远，但的确是欧佩克在2023年7月做出2024年预测后的首次下调。

欧佩克+将会采取哪些措施？

国际能源署与欧佩克的显著观点差异，也凸显了欧佩克+（欧佩克及其盟友，即俄罗斯）从10月起实施增产面临的困境。尽管欧佩克+强调其可“暂停或撤销”预定增产计划，但第四季度供应量预计增加54.3万桶/日。

然而，国际能源署预测，如果欧佩克及其盟友继续按计划增加供应，原本供应充足的市场将进一步陷入过剩处境。2025年，这种情况可能演变成真正的供过于求。摩根大通全球大宗商品策略团队主管Natasha Kaneva表示，2025年，欧佩克+以外的新增供应量可能达到180万桶/日，几乎是国际能源署预测消费增幅的两倍。

如此一来，曾预测本季度价格上涨的分析师现在纷纷调整预测的行为就可以理解了。此前，渣打集团有限公司的Paul Horsnell曾预测油价将飙升至每桶90美元以上。近期，其在新闻报道中表示，“原油市场似乎正在消化更为暗淡的前景。我们发现交易商的情绪异常悲观”。

花旗集团当前认为，供过于求迫在眉睫，预示“价格面临下行压力”，而摩根大通则预测，布伦特原油价格将在2025年第四季度跌破每桶70美元。2024年早些时候，高盛分析师曾预测2025年布伦特原油价格区间为75美元至90美元，但此后其观点多次变化。8月20日，高盛分析师表示，如果中国原油需求仍然保持平稳，那么到2025年末油价将跌至每桶68美元。但现在许多分析师认为，问题更多在于“何时”而非“是否”，也就是说，只要中国原油需求继续下降，油价就会出现暴跌。🔴

化工企业首次运用聚丙烯期货月均价开展现货贸易 ——期货市场满足产业多样化定价需求

姚宜兵 / 期货日报

日前,山东京博石油化工有限公司(以下简称京博石化)与下游塑料加工企业河南诺辰塑业有限公司(以下简称诺辰塑业)签订了一笔聚丙烯购销合同,与以往不同的是,该笔合同的价格采用了大商所聚丙烯期货合约月均结算价作为基准。这是国内化工企业首次将该价格用于现货贸易定价,是产业界利用期货市场实现稳健经营的一次探索创新。

该笔交易中,京博石化需要在2024年12月31日合同到期前向诺辰塑业交付3600吨聚丙烯现货,诺辰塑业可于12月中任意一天完成提货,并在合同到期后5天内,按照大商所聚丙烯期货2501合约12月的月均结算价加上升贴水,完成实际货款的最终结算。

位于山东的京博石化是一家大型民营石化企业,业务主要涉及高效能燃料、高端化学品、高性能材料三大板块,其中聚丙烯年产能为60万吨。京博石化期货中心总经理刘勇告诉期货日报记者,近年来受原料价格波动、产能大幅扩增以及宏观经济政策变化的影响,化工品价格波动较大,产业链上下游普遍希望能够稳定生产和盈利。在此背景下,除传统的一口价贸易外,公司还依托期货市场提供了多种贸易方式选择,以更好满足下游客户的个性化需求,提升公司的竞争力。他表示,目前京博石化正尝试以更平滑的方式核算公司内部各部门的成本和利润,同时部分下游加工、出口企业等客户也希望能获得更加平稳的采购价格。此次在与诺辰塑业的商务交流中,双方都认为期货价格更加公开透明,因此商定尝试将聚丙烯期货合约月均结算价用于交易定价和结算。这一方式既贴合了贸易双方诉求,也为促进行业生态良性发展提供了启发。

诺辰塑业董事长孙付伟表示,这几年塑料采购价格波动大,但塑料制成品价格调整难、调整慢,原料采购价格的上涨较难传导至消费环节。诺辰塑业作为一家从事塑料加工与销售的小型企业,采购成本的波动对其经营效益有着较大的影响。公司此前也了解过基差点价等贸易方式,但综合考虑体量和专业程度后,还是倾向于以更稳定的价格拿货,而非自行判断最佳点价时机。月均结算价是期货合约每日结算价的平均数,变动相对较为平滑,与公司长期采购的价格诉求较为契合,也为上游供应商所接受,以此结算有助于建立稳定的合作关系,进一步保障原材料供应、稳定生产成本。

在中国石油和化学工业联合会信息与市场部副主任范敏看来,期货月均价源于公开、透明的期货市场价格形成机制,由公开交易产生,具有公允、客观等特点。在当前化工品采购价格波动加剧的背景下,产业企业通过签订以月均价计价的现货贸易合同,能够充分利用月均价“少涨少跌,慢涨慢跌”的特点,熨平协议期间价格波动、稳定未来采销价格预期、合理安排生产经营计划,进而提升产业链供应链韧性和安全水平。此外,据他介绍,月均价定价已在化工品、原油等大宗商品的国际贸易中得到了比较普遍的应用,多家境外交易所已经上市了基于现货指数和期货的月均价期货合约,为实体企业基于月均价定价的现货贸易提供风险管理工具。

记者了解到,自2022年起,大商所通过官网对外发布聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯以及铁矿石这四个期货品种近月合约和主力合约的月均结算价,为实体企

业提供更加多元的价格信息。在具体计算中，大商所采用期货合约每日结算价的平均值来计算月均结算价，给予最新交易日更高的权重，精确刻画出当月平均价格的走势。

大商所相关业务负责人表示，期货合约月均价信息的发布，有助于构建多层次期货价格体系，能够为

实体企业的持续生产经营提供相对平稳的阶段性价参考，更好满足相关企业对贸易定价和风险管理的需。目前，大商所正在此基础上探索以月均价结算的风险管理工具，以更好满足产业多样化、精细化的风险管理需求，助力相关产业稳健运行和高质量发展。

期货市场的
新生力量 系列
报道 第4期

“期货药方”治愈企业“老毛病”

张梦 / 期货日报

玉米市场上有这样一群人：玉米价格涨了，他们担心采购成本增加；玉米价格跌了，他们担心库存贬值。玉米价格的波动线成了他们的“心电图”走势。这群人就是贸易商。近年来，随着市场波动更加复杂多变，企业经营过程中对价格的“痛感”愈发明显。越来越多的企业转变风险管理观念，拥抱“期货医生”，首次“问诊问药”就取得了显著成效。

“寻医问诊” 解决“老毛病”

A商贸公司是厦门一家以玉米饲料贸易为主要经营业务的传统企业。身处行业中游，企业面临着两大难题：一方面，短期生产销售计划难以及时根据价格波动调整；另一方面，长线的价格波动只能靠往年的经验进行判断，在与客户预签长单时定价不够理想。

“类似的情况肯定会给企业造成损失或减少利润，但在现货市场中不可避免，长此以往也就习以为常了。”A公司相关负责人说。

但去年的情况又有些不同。据该负责人介绍，去年下游加工企业需求不及往年，库存堆积，走货速度放缓，致使公司盈利状况大受影响。再加上玉米现货价格震荡走低，A公司的现货交易议价能力及订单预售能力都有所下降，甚至到了影响下一年度生产经营计划的地步。

“我们坐不住了，所以到处‘求学’，各种行业会议、风险管理培训等也参加了好几场，不仅仅是为了拓展客户圈子，更是为了找大佬指点迷津。在这一过程中，我们能感受到，这几年的行业氛围大有不同，不再像以前那样保守，很多同行在参与期货市场后，经营模式都发生了巨大变化，最明显的就是在定价权上，而且囤货也都在下降，给人的感觉就是企业更从容、更有活力。”上述负责人坦言，这也是A公司愿意尝试参与期货市场的主因之一。

在一次农产品贸易商展览会上，A公司与迈科期

货的团队建立起了联系。据迈科期货相关业务负责人介绍,当时A公司讲述了许多面临的难题和困惑,这些问题对这样一家零经验的企业而言确实有点棘手。好在A公司部分高管也接触过期货交易,大大消除了双方初次沟通的障碍。迈科期货给出了方法和建议,A公司也表达了尝试的意愿。可以说,双方第一次接触为该公司迈出第一步打下了良好的基础。

之后,迈科期货面向A公司多次开展针对性座谈交流,A公司也积极参与,对自身经营现状、业务流程、风险管理需求、管理架构等方面进行梳理和分享。经过交流,迈科期货对A公司有了较为全面深入的了解,紧接着系统开展了基础知识培训,帮助A公司了解建仓、移仓、平仓、交割、风控等期货交易相关规则,为其依法合规参与交易打下基础;随后又设计个性化套保方案,包括选择合适的期货合约、确定套保比例、设定止损点等,为A公司解决“老毛病”给出详细“药方”。

为了拿到“药方”,A公司自己也没少下功夫。“个人金融资产投资和企业做期货套保还是有很大区别的,除了行情判断,还要学习基差等很多之前没考虑过的知识点。后面选择具体的套保方案时,我们也曾纠结过,需要结合自身经验、资金、风险偏好和承受度等情况综合衡量和取舍,这才发现参与期货市场原来大有学问。一直到最终通过股东大会决议决定开展期货套保,才正式迈出了第一步。”A公司相关负责人说。

黑龙江B贸易企业同样深受价格波动困扰,也在去年选择尝试使用期货工具。B企业负责人告诉期货日报记者,之前做玉米贸易,很多时候就是秋收后低点收购、囤粮,等涨价再卖,但是现在玉米价格的市场化程度越来越高,这种模式并不保险,比如像去年,玉米价格就是从秋收后一路走低,传统贸易模式做起来就非常“难受”。现实的经营压力让B企业意识到,囤粮赌单边的做法是不靠谱的。

去年B企业负责人特别留心向圈子里的朋友打听,有没有好办法能应对价格不利变动带来的风险,有经验的朋友说可以试试做期货套保,并介绍他与海通期货的团队建立了联系。

“后来我和海通期货做了多次沟通,在其指导下对自身采购品种和周期、现有库存情况、未来销售计划、惯用定价模式、贸易品规格与交割标准品差异等基本信息做了全面系统的梳理和交流。对期现货市场有了更深入认识后,我更加希望借助期货工具来保障收益、渡过难关。”B企业负责人说。

“我们认为,有了对客户全面和深入的了解,才能进一步计算出期现货价格相关性和最优套保比例,并结合企业实际的采销节奏以及资金情况和风险承受能力,为客户提供头寸建立的建议。所谓‘好事多磨’,事后来看,前期与客户一道多花精力,可以为后续实际进行套保交易铺平道路。”海通期货相关业务负责人说。

“对症下药” “治疗效果”看得见

瞄准问题“对症下药”,使得企业能够有效借助期货市场规避价格风险,以期现结合的新面貌应对各种市场挑战。

A公司相关负责人表示,公司自开立账户以来,主要交易玉米期货,以及少量豆粕、豆一等其他农产品期货,逐渐学会了通过期货市场中的操作,并探索通过虚拟库存或虚拟销售,稳住了收益水平。“此外,我们对价格变动更加敏感,对未来一段时间的现货市场方向更为明了,自身在现货市场中的议价能力也在增强,而且实现了原有单一现货产销计划以外的超额订单配置。综合来看,前期制定的参与期货交易的几个目标已初步实现。”

据悉,由于A公司已经运用期货远月合约对长线订单进行利润锁定和仓位控制,公司的囤货压力明显降低。不再像之前那样,有时为了完成预定的销售目

标,就要牺牲部分利润。从公司经营的角度来说,期货市场的辅助帮助其解决了多年来困扰经营管理层的难题。“目前,公司管理层人员对套期保值交易、对期货市场功能有了更深入的认识,未来会继续与期货公司保持密切沟通,借助其专业指导和建议,根据市场的实时变化及时调整套保方式。”A公司相关负责人称。

B企业在参与期货交易后也给出了积极评价。“之前价格不利变动导致利润缩水甚至亏损的情况时有发生,我们基本只能靠硬扛,但是现在可以通过做期货来规避原材料采购价格的上涨风险。”据该企业负责人介绍,去年年底开户至今年5月,该企业豆粕、玉米期货套保交易已分别超过5万手、3万手,此外还尝试参与了期权套保,2024年度的套保交易将继续开展。

多位期货公司专家告诉记者,随着企业参与期货市场的不断深入,企业的建章立制也必须抓紧提上日程。期现结合不是一次性的,一个套保方案也不会适

用所有场景,还需要企业明确相关部门职责和 workflows,以及交易执行、风险管控、资金调拨等机制,从粗放式的管理逐步走入规范化管理,这样才能保障套期保值效果。在工具选择方面,期货公司也会帮助客户从线性特征的期货品种逐步增加非线性的期权品种,让策略更为丰富,满足更多场景的需求。

据悉,A公司现已根据期货公司建议,设置了期货交易专管岗位,由参与过期货交易、熟悉了解期货市场运作的团队专门负责,向董事会及公司经营管理层直接汇报,沟通部门涵盖了公司采购部门、财务部门、销售部门等。多部门协同合作,令A公司的经营决策更加具备效率、更易数据化管理,各部门间实现了更有效的配合。

“随着对期货交易尤其是期现结合方式的深入了解,我们越来越明白期货对企业经营的益处,也体会到要建立符合企业的套保方案,并严格去执行,才能保证套保的效果。未来我们会持续参与期货交易,不断进行摸索和完善。”B企业负责人说。🔗



大商所功能发挥专题

**“期货价格
怎么看、如何用”** 系列
报道 第2期

期货市场为农业生产 提供价格信号

姚宜兵 / 期货日报

2022作为期货市场的主要经济功能之一，期货价格发现功能在提升市场透明度和效率、助力实体经济发展等方面发挥着越来越重要的作用。

“春江水暖鸭先知”。从期货价格解析现货供需变化和预期，对实体企业来说大有裨益。国内很多涉农企业既直接利用期货价格进行贸易定价，转移价格风险，又间接用期货价格信号，指导生产安排和动态调节经营管理。可以说，期货市场为涉农企业生产经营和贸易定价提供了有效参考。

期货价格为农产品提供指引

大商所以农产品起家，大豆、玉米等期货品种经过数十年发展，市场功能有效发挥，在助力农产品市场化、引导农民稳收增收的过程中发挥了积极作用。

早在2003年9月，国内外大豆期货价格开启了一波快速上涨行情，很快从1.05元/斤涨至1.25元/斤以上，创10年来新高。当时黑龙江豆农还在参考前一年秋天和周边商贩的收购价，以1.05元/斤甚至更低的价格出售大豆。为此，大商所主动与黑龙江政府取得联系，引导当地农民把握这次上涨行情，把手中的大豆卖出好价格。在交易所与地方政府的共同引导下，产区大豆收购价格迅速与销区价格对接，持续上调至接近1.50元/斤，较好地保障了农民收益。

近年来，生猪产业深受“猪周期”的困扰，价格波动剧烈。2021年生猪期货上市，为更好地应对猪价波动风险带来了可能。“生猪期货合理反映远期供求变

化，具有透明度高、权威性强等特点。产业企业可以利用期货价格发现功能调节生产经营计划，比如在价位较高时适当扩大产能、锁定远期价格，反之缩减产能。”华西期货高级产业研究员龙海霞说。

事实上，2021年国内能繁母猪产能持续恢复，生猪价格进入下行周期。生猪期货上市恰逢其时，期货价格有效反映生猪产能变化，为产业主体稳定产能提供了有效的价格发现和避险工具。

具体来看，2021年11月至2022年3月，受阶段性供需错配影响，生猪期现价反弹，但期货价格及涨幅低于现货，表明市场认为“猪周期”尚未迎来真正拐点。2022年4月后，在生猪养殖业持续亏损的情况下，期货价格开始走高并升水现货，提前给出了未来价格反弹的信号，有效增强了市场信心。

据四川德康农牧食品集团（以下简称德康集团）相关人员介绍，2022年3月，行业普遍预计短期内猪价承压下行，出现了第二轮母猪淘汰，但当时生猪期货2209合约价格在18000元/吨左右，表明9月价格存在上涨预期。基于此，德康集团采购10万头猪苗，对应6个月左右的育肥周期，计划9月出栏，同时以17500元/吨的价位在生猪期货2209合约上进行套保，合理锁定了部分养殖利润。

2022年10月中旬，现货价格在28~30元/公斤，生猪期货2301合约贴水现货约4500元/吨。按传统理解，2301合约是旺季合约，应该比2022年10月价格更高，但2301合约价格却低于现货。对此，上述

人士表示,当时现货市场存在大量二次育肥和压栏等情况,导致阶段性供需失衡,现货价格存在一定虚高成分,生猪期货2301合约贴水现货的结构反映出现货价格虚高的市场判断,对市场进行一定的纠正和指导。

价格发现功能同样体现在鸡蛋期货上。长江期货饲料养殖产业服务中心总经理韦蕾介绍,2023年3月,国内蛋鸡补苗超1亿羽,同比大幅增加,天量补栏对应2023年8—9月开产上高峰,预计供应量增加、蛋价承压下行,鸡蛋期货2309合约从2月28日的4652元/500千克震荡下行至6月14日的4046元/500千克,跌幅13%,有效反映了市场对中秋节后鸡蛋供应量增加、现货价格回落的预期。实际情况是,当年中秋节前的9月中旬,鸡蛋现货价格一度涨至5.57元/斤,但由于节后鸡蛋需求较弱,叠加天气转凉后蛋鸡产蛋率回升,鸡蛋供应预期增加,现货价格也迅速回落至4.36元/斤(4360元/500千克)。

近远月价差结构彰显市场变化

期货日报记者了解到,农产品普遍具有传统的淡旺季之分,其季节性的市场信息也准确地反映在不同月份的期货价格中。

“以生猪为例,生猪期货各合约价格会因当下现货市场情况、季节效应及对未来供需判断而出现明显差异。比如,由于生猪价格季节性因素,一般消费旺季11月和1月合约价格相对较高,而消费淡季3月价格相对较低。”龙海霞说。

事实上,2022年猪价整体呈现“先抑后扬”的走势,自2022年4月下旬以来现货价格持续上涨,期货远近月份合约整体跟随现货上涨,且近月合约涨幅明显大于远月,期限结构逐渐从“近低远高”调整为“近高远低”。这表明,虽然当时供应整体仍在收紧区间,但

随着二季度以来养殖利润改善,养猪主体补栏积极性提升,市场预期能繁母猪存栏量增加,未来生猪供应紧张的局面将有所改善。

对于如何看待现货市场当下和远期供需情况,期货盘面已经提前给出了“答案”。“期货合约有不同交割月份,能够把当前及变化中、变化后的市场供求关系动态、连续地反映到期货价格中。”中粮家佳康套保相关负责人对记者表示。

据华融融达期货研究所副所长汪贞祥介绍,生猪养殖从能繁母猪到仔猪,再到育肥猪,都有固定的时间差。如果猪瘟导致能繁母猪受损,影响的是10个月以后的生猪出栏;如果仔猪腹泻导致仔猪受损,影响的是6个月以后的生猪出栏。产业企业可以根据经营计划和风险敞口,选择不同月份的合约进行保值,效果更加明显。

“不同于其他以1、5、9月为主力合约的已上市品种,随着功能的逐步发挥,生猪期货除了限仓更加严格的7月合约,每个合约都会轮动成为主力合约,各合约也会因季节效应和市场对未来价格的预判而呈现差异化走势。”龙海霞举例说,2023年6月生猪期货2309合约价格在15.7元/公斤左右,但是由于市场看好下半年的行情,尤其是春节等消费旺季,远月2401合约价格约17.5元/公斤,高于近月合约,且在现货价格持续低迷、近月期货价格跟随下跌的阶段,2401合约没有出现明显下跌。因此,生猪期货不同月份合约价格,能够反映市场对未来生猪的供需预判。

在受访对象看来,生猪期货上市以来,一直很好地发挥着价格发现作用。通过参考近月和远月期货合约价格信号,企业能够及时把握、研判当前和远期现货市场情况,更好地辅助生产经营管理,提升企业应对风险的能力。🔗

合约名称：原木期货合约

发布机构：大连商品交易所

大连商品交易所	
合约名称	原木
期货/期权	期货
合约规模	90立方米/手
起始日期	2024年11月18日
交割类型	实物交割

合约名称：原木期权合约

发布机构：大连商品交易所

大连商品交易所	
合约名称	原木
期货/期权	期权
合约规模	1手（90立方米）原木期货合约
起始日期	2024年11月19日
行权方式	美式

大连商品交易所（以下简称大商所）11月18日上市交易原木期货，11月19日上市交易原木期权，原木期货、期权暂不开展夜盘交易。

原木期货首批上市交易合约为LG2507、LG2509、LG2511三个合约。上市初期，原木期货合约涨跌停板幅度为上一交易日结算价的6%，新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的12%，交易保证金水平为合约价值的8%。原木期货交易手续费收取标准为成交金额的万分之一，套期保值交易手续费收取标准为成交金额的万分之0.5。

原木期权首批上市合约是以LG2507、LG2509、LG2511期货合约为基础的期权合约，持仓限额为1500手。原木期权交易手续费收取标准为1元/手，行权（履约）手续费收取标准与期权交易手续费相同，套期保值交易手续费收取标准为0.5元/手。挂牌基准价根据BAW美式期权定价模型进行计算，模型中的利率取最新的一年期定期存款基准利率，波动率参考原木现货价格历史波动率等因素综合确定。原木期权交易可以使用限价指令和限价止损（盈）指令，每次最大下单数量与标的期货相同，为1000手。🔴



数据统计*



各洲商品衍生品持仓量与交易量

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

地区	月末持仓量	月累计交易量
亚洲	40,428,056	885,690,948
北美洲	70,842,064	133,902,856
欧洲	35,557,716	173,571,743
南美洲	425,373	708,098
大洋洲	229,660	74,844
非洲	146,653	224,791



中国内地商品衍生品持仓量与交易量

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

交易所	月末持仓量	月累计交易量
大连商品交易所	13,213,736	205,789,296
郑州商品交易所	11,954,587	292,269,797
上海期货交易所	8,964,468	236,650,228
广州期货交易所	1,112,884	22,352,109
上海国际能源交易中心	325,770	12,355,516

*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)。



美国商品衍生品持仓量与交易量

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

交易所	月末持仓量	月累计交易量
洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	40,609,554	33,529,587
纽约商业交易所 (NYMEX)	14,310,273	55,367,501
芝加哥期货交易所 (CBOT)	7,222,111	26,986,931
Nodal交易所	4,101,959	755,750
纽约商品交易所 (COMEX)	2,631,674	13,191,123
芝加哥商业交易所 (CME)	1,883,361	3,777,040
迈阿密国际期货交易所* (MIAX Futures)	79,682	185,195
FairX	3,450	105,669



欧洲商品衍生品持仓量与交易量

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

地区	月末持仓量	月累计交易量
英国	21,937,776	82,128,946
德国	7,184,226	3,275,746
俄罗斯	3,965,666	78,737,071
土耳其	1,455,403	7,360,551
法国	945,317	2,043,980
瑞典	69,328	25,449

*说明: 原明尼阿波利斯谷物交易所



全球农产品期货期权交易量前十名

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

合约	交易所	月累计交易量
菜籽粕期货	郑州商品交易所	49,841,103
豆粕期货	大连商品交易所	40,201,271
玉米期货	大连商品交易所	16,441,751
棕榈油期货	大连商品交易所	16,309,250
菜籽油期货	郑州商品交易所	13,342,817
天然橡胶期货	上海期货交易所	12,296,776
豆油期货	大连商品交易所	12,094,447
棉花期货	郑州商品交易所	9,219,802
白糖期货	郑州商品交易所	7,151,916
菜籽粕期权	郑州商品交易所	6,883,569



全球金属期货期权交易量前十名

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

合约	交易所	月累计交易量
螺纹钢期货	上海期货交易所	65,130,369
白银期货	上海期货交易所	31,106,412
热轧卷板期货	上海期货交易所	23,467,952
铁矿石期货	大连商品交易所	14,769,342
白银期权	上海期货交易所	10,322,663
工业硅期货	广州期货交易所	9,640,681
螺纹钢期权	上海期货交易所	8,507,964
铁矿石期权	大连商品交易所	7,407,249
碳酸锂期货	广州期货交易所	6,954,798
氧化铝期货	上海期货交易所	6,848,539



全球能源期货期权交易量前十名

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

合约	交易所	月累计交易量
原油期权	印度多种商品交易所 (MCX)	61,658,290
亨利港天然气期货	莫斯科交易所 (MOEX)	55,266,857
布伦特原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	26,949,194
WTI原油期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	20,712,668
燃料油期货	上海期货交易所	18,176,012
天然气期权	印度多种商品交易所 (MCX)	17,354,554
北美天然气期货	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	16,905,579
亨利港天然气期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	9,856,499
布伦特原油期货	莫斯科交易所 (MOEX)	8,553,378
柴油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	7,931,628



全球化工期货期权交易量前十名

2024年9月 数据来源: FIA 单位: 手

合约	交易所	月累计交易量
纯碱期货	郑州商品交易所	51,028,137
PTA期货	郑州商品交易所	28,867,762
PVC期货	大连商品交易所	25,569,129
甲醇期货	郑州商品交易所	14,522,947
纯碱期权	郑州商品交易所	10,895,303
PTA期权	郑州商品交易所	10,336,596
苯乙烯期货	大连商品交易所	10,162,952
聚丙烯期货	大连商品交易所	7,383,911
LLDPE期货	大连商品交易所	6,278,539
乙二醇期货	大连商品交易所	4,846,074

纵深服务林木产业高质量发展 原木期货和期权在大商所上市



11月18日大商所成立31周年之际，原木期货和期权上市活动在大商所举行，大连市委副书记、市长陈绍旺与中国证监会期货监管司司长李至斌共同为原木期货和期权鸣锣开市，李至斌宣读批复文件。大连市委常委、副市长李丹，中国物流与采购联合会总经济师何辉，中国木材与木制品流通协会会长李佳峰，中国木材保护工业协会会长刘能文，中国林产工业协会会长周鸿升，中国物流与采购联合会大宗商品交易市场流通分会副会长周旭，大商所党委书记、理事长冉华出席活动，大商所党委副书记、总经理严绍明主持活动。当日，原木期货合约正式挂牌交易，原木期权合约于11月19日挂牌交易。

李丹在致辞时表示，林业产业在国民经济发展中占有举足轻重的地位，加快完善林产品市场体系建设是我国高质量发展的迫切要求。原木期货和期权的上市，是大连区域性金融中心建设的一座里程碑，也将吸引更多木材生产、加工、经销企业落户大连，有效带动期现货交易联动，优化资源配置，进一步提高大商所在期货市场的地位和作用。大连正在聚焦“两先区”“三个中心”战略定位，加快推进“六个建设”，多措并举提升全市金融业发展质量，努力提供更好的营商环境和更优质高效的服务，同时也将全力支持大商所建设成为世界一流期货交易所，不断提升大连在全球大宗商品贸易体系中的地位，为辽宁和大连全面振

兴发展注入强劲动力。

何辉表示，利用期货等衍生工具开展套期保值，已成为产业企业管理价格风险、稳定生产经营的重要手段。我国是全球第一大针叶原木进口国，近年来，受全球经济、地缘政治等多重因素影响，木材等大宗商品市场价格波动幅度加大。原木期货和期权的上市，有利于形成公开、透明的市场价格，增强我国在全球木材行业的影响力，也有助于推动产业升级，为木材行业的可持续发展注入新的动力。中国物流与采购联合会将继续发挥桥梁纽带作用，与交易所加强合作交流，共同推动我国大宗商品期现货市场的建设与发展，共同维护木材产业链供应链的畅通和稳定。

李佳峰表示，木材与木制品产业是我国经济、社会发展的基础性产业，更是绿色、低碳、长青产业。木业的健康发展关系国计民生、事关千家万户。多年来，中国木材与木制品流通协会充分发挥桥梁纽带作用，反映行业诉求、促进交流合作，积极参与并支持木材期货市场建设。原木期货和期权同步上市，将进一步提升中国木材与木制品企业管理价格波动风险的能力，助力企业降本增效，更好地服务木业高质量发展。期待与大商所在行业标准制定等方面深度合作、深耕服务，共同助力产业构建起全面的价格风险管理体系。

刘能文表示，我国已成为世界最大的木材及制品的加工国、贸易国和消费国，年木材加工产值超过2万亿元，商品木材贸易量2亿立方米，进出口贸易额600多亿美元，年消费木材6亿立方米。原木期货和期权的上市，可以帮助木材产业企业转移市场风险、稳定进口成本，促进行业转型升级。长期以来，中国木材保护工业协会致力于“为木材创造更高价值”，倡导木材资源高值、高效、循环利用，后续将加强与大商所的交流协作，做好市场培育，希望更多的木业企业能够

认识了解并合理运用期货、期权工具，维护市场稳定和有效供给。

周鸿升表示，一木一材，关乎生态建设、经济发展，作为我国重要的林业资源之一，原木在相关产业中占据着关键地位。当前，随着林业产业链市场化水平的不断提高，林业行业对定价和风控工具的需求日益迫切。希望大商所以上市原木期货和期权为契机，继续守正创新，充分发挥期货市场功能，不断拓展服务实体经济的广度和深度。林产工业协会也将坚持创新发展、绿色发展和科学发展，加强和大商所在行业研究等方面的合作，促进林产产业升级和持续健康发展，共同为保障国家林业资源安全和行业保供稳价贡献力量。

冉华表示，木材是世界四大材料之一，是国家经济建设的重要资源，与企业 and 群众生产生活息息相关。我国作为全球木材消费大国，原木进口量居世界首位。近年来受房地产行业景气度、海外原木出口政策等因素影响，原木价格波动较大，产业避险需求强烈，发展木材期货市场有着真实的市场基础。原木期货和期权的上市，是继2013年大商所上市国内首批林产品期货品种——纤维板和胶合板期货后，期货市场在纵深服务木材产业发展上又迈出的坚实一步。大商所将按照证监会要求，与各方共同培育好、维护好、发展好原木期货和期权市场，努力在完善原木价格形成机制、促进产业平稳发展、提升我国林产品价格影响力等方面贡献期货力量。

据悉，原木期货和期权上市后，大商所期货和期权品种数量将分别增至22个和17个，覆盖品种板块更加丰富，服务产业能力进一步增强。下一步，大商所将在中国证监会的坚强领导下，围绕提升大宗商品价格影响力、建设世界一流期货交易所，立足优势特色，加快创新发展，努力在中国式现代化新征程中做出更大贡献，更好服务实体经济高质量发展。🔗

第18届国际油脂油料大会暨农畜产业（衍生品）大会 在大连召开

11月13日，由大连商品交易所（以下简称大商所）、马来西亚衍生产品交易所（以下简称BMD）联合主办，郑州商品交易所和芝加哥商业交易所集团（以下简称CME集团）支持，中国大豆产业协会、中国饲料工业协会、中国植物油行业协会、中国畜牧业协会、中国肉类协会、中国淀粉工业协会、中国粮食行业协会协办的“第18届国际油脂油料大会暨农畜产业（衍生品）大会”在大连举行。大连市委常委、副市长邱宝林，中国证监会期货监管司副司长巫伟斐，中国饲料工业协会常务副会长兼秘书长王宗礼，BMD董事总经理萨利姆，CME集团董事总经理兼亚太区负责人拉塞尔·贝蒂，大商所党委书记、理事长冉华出席活动并致辞。大商所党委副书记、总经理严绍明主持主论坛会议。

邱宝林表示，大连是东北地区经济体量最大、最具发展活力的城市，也是中国北方重要的物流枢纽和分拨转运中心，在新时代推动东北振兴中发挥着重要作用。近年来，大连充分利用农产品贸易和航运物流节点优势，大力推进大宗商品交易市场建设，完善期现联动交易市场体系，引导各类市场主体积极利用期货市场开展大宗商品套期保值和风险管理业务，同时持续推进跨境贸易便利化，推动进出口环节降本增效，不断优化手续办理和监管措施，“进境粮食全流程监管”入选国务院自贸试验区改革试点经验。油脂油料和农畜产业是事关国计民生的重要产业，也是大连期货市场发展最为成熟、服务实体经济质效最为显著的板块之一。一直以来，大会有力促进了国际交流与合作，成为大连期货市场服务产业高质量发展的一张靓丽名片。当前，大连正在建设近悦远来的营商环境标杆城市，希望大家一如既往的关心大连、支持大

连，期待五湖四海的企业家在大连投资兴业、共展宏图。

巫伟斐表示，党中央、国务院高度重视期货市场改革发展稳定。前不久，国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，系统全面部署了期货市场强监管、防风险、促进高质量发展的政策举措和工作安排，对期货市场的功能作用作出了精准诠释，对本世纪中叶前我国期货市场发展图景进行了清晰勾画。近年来，期货监管工作坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，加强对金融本质规律的理解把握，结合中国实际，探索构建中国特色期货监管制度和业务模式。当前期货市场正处于从高速增长向高质量发展加快转变的阶段，期货市场要认真学习领会《意见》精神内涵、坚决贯彻落实《意见》部署，一体推进强监管、防风险、促高质量发展，推动建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的市场体系，为服务实体经济高质量发展创造良好市场环境。

王宗礼表示，饲料工业作为上游连接种植业下游连接养殖业的中轴产业，历经40余年发展，已成为规模体量巨大、产业基础雄厚、结构门类齐全、在国民经济中占据举足轻重地位的大产业，为保障我国肉蛋奶稳定供应，支撑畜牧业高效发展和国家粮食安全发挥了重要作用。从长期来看，我国饲料粮需求仍然呈刚性增长趋势、饲料原料供需矛盾依旧突出，加上当前国际环境的不确定性日益突出，饲料养殖企业对于降本提质增效、提高自身竞争力的需求更加迫切。合理运用期货、期权等金融衍生工具，通过套期保值等手段，实现期货与现货、产业上下游、国际国内市场等多方位的联动，能够有效帮助企业规避原料供应

紧张、价格波动频繁、产品库存高企等风险，促使企业优化生产经营效率，对于推动粮食等重要农产品保供稳价、促进畜牧饲料业高质量发展、助力国家粮食安全具有重要意义。

萨利姆表示，今年是中国与马来西亚建交50周年，两国经贸关系具有高度互补性，中国已连续15年成为马来西亚最大的贸易伙伴，马来西亚也已成为中国在东盟的第二大贸易伙伴。自2024年3月18日BMD推出马来西亚衍生产品交易所大商所豆油期货（F-SOY）以来，市场各方参与积极，截至10月交易量合计达到65379手，日均交易量430手。该产品的成功推出离不开与大商所的密切合作。未来，BMD将致力于进一步发展这一合约、扩大市场准入，并为所有参与者创造更多机会，此外还将充分发挥作为全球食用油交易市场的优势，通过实施产品扩张计划，为可持续衍生品交易开辟新的途径，增强全球市场参与者的灵活性。

拉塞尔·贝蒂表示，中国在过去几十年间逐渐崛起成为世界第二大经济体和亚太地区的重要增长引擎，并且始终坚持国际化和全球化导向。随着中国市场主体加速“走出去”，其全球敞口和面临的价格风险随之增加，对衍生品交易和套期保值的认识和需求也不断提高。尤其在当前市场动荡和地缘政治不确定的时期，高利率、全球通胀、地区冲突、极端天气事件等情况频发，客户需要通过期货市场发现价格、管理风险、捕捉机遇。作为原材料消费大国，中国大宗商品交易有着强劲的表现，CME集团坚信并将继续深挖中国经济长期增长潜力。希望以本次会议为契机，与中国的企业机构加强交流合作，更好了解其业务需求，进一步推动中国油脂油料行业的创新与发展。

冉华表示，近年来大商所在品种创新、期现结合、对外开放等多个方面取得突破，构建起满足产业需要的产品体系、契合实体需求的服务方式、稳步对外开放的发展格局，产业客户参与不断深化，具备了服务经济高质量发展、服务全球产业企业的基础和能力。在油脂油料等产业领域，以期货价格为定价参考、开展基差贸易已成为行业主流，境内外一大批龙头企业和贸易商充分利用国内国际两个市场套期保值，创造了全球化背景下有效维护产业链供应链稳定的诸多鲜活案例。下一步，大商所将在中国证监会的坚强领导下，扎实做好强监管、防风险、促高质量发展各项工作，促进市场平稳运行，持续创新完善产品供给体系，做深做实产业服务，深化境内外市场联通，着力提升大宗商品价格影响力，加快建设世界一流期货交易所，以专业所长更好服务实体所需，助力期货市场和相关产业实现高质量发展。

据悉，国际油脂油料大会由大商所和BMD于2006年联合创办，是大商所最早创立的产业大会品牌，经过多年发展已成为该领域内最具知名度和影响力的交流平台之一，得到了广泛关注与认可。今年的大会以“开放融合·向新提质·共谋发展”为主题，设置了1个主论坛以及油脂油料、饲料养殖、深加工3个分论坛，围绕“中国与全球宏观经济分析与展望”“国际农产品贸易格局变化及应对策略分析”“全球大豆油料种植、供需及价格展望”等多个热点话题，邀请来自国内外期货交易所、行业协会、实体企业、金融机构的专家发表演讲、深入交流。期间，大商所相关部门负责人还就相关品种工具运行情况、期现结合业务开展情况以及服务产业高质量发展相关工作等进行了介绍。📍

冉华：加快建设世界一流期货交易所 更好地以专业所长服务实体所需

11月13日，由大连商品交易所（以下简称大商所）、马来西亚衍生产品交易所联合主办，郑州商品交易所和芝加哥商业交易所集团支持，中国大豆产业协会、中国饲料工业协会、中国植物油行业协会、中国畜牧业协会、中国肉类协会、中国淀粉工业协会、中国粮食行业协会协办的“第18届国际油脂油料大会暨农畜产业（衍生品）大会”在大连举行。

会上，大商所党委书记、理事长冉华表示，不久前国务院办公厅转发中国证监会等七部门《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》），是我国期货市场发展史上的一件大事，意义重大。《意见》明确指出“期货市场是我国金融体系的重要组成部分，具有发现价格、管理风险、配置资源等功能，与企业 and 群众生产生活直接相关，对

稳定企业经营、活跃商品流通、服务保供稳价发挥着积极作用”。《意见》对期货市场监管和发展提出了明确要求，系统谋划了期货市场未来5年、到2035年和到本世纪中叶的改革发展目标，充分体现了党中央、国务院对期货市场的高度重视和殷切期望。

在冉华看来，近年来，我国期货市场运行及企业参与规范化程度明显提升，有力支持了国民经济平稳健康发展。大商所也在品种创新、期现结合、对外开放等多个方面取得突破，具备了服务经济高质量发展、服务全球产业企业的基础和能力。

一是建立满足产业需要的产品体系。紧密结合国情实际和产业需求，着力创新完善品种体系，先后推出全球第一个实物交割的铁矿石期货、国内第一个商品期权、国内第一个活体交割的生猪期货等，填补了历史空白。目前，大商所已上市21个期货品种、16个期权品种，覆盖农产品、钢铁原燃料、能源化工等重要大宗商品领域。原木期货和期权也将于11月18日和19日上市交易。该品种上市后，原木价格形成机制进一步完善，可以有效拓展期货市场服务木材产业链的深度和广度，相关企业能更好应对价格波动风险、助力行业的持续稳健发展。

二是产业客户参与不断深化。持续通过“DCE·产业行”、龙头企业“一对一”、产融基地、“企业风险管理计划”等市场品牌活动，不断加大产业企业培育力度，进一步增强产业企业学期货、用期货的意识和能力。2023年大商所一般法人客户

期货期权日均持仓占比34%，接近成熟市场水平。



三是创新契合我国实体经济需求的服务方式。针对我国现阶段小农散户多的特点，2015年以来在全国首倡“保险+期货”“银行+期货+保险”模式，以期货价格为纽带，将银行、保险、期货、龙头企业有机融合，为农户提供融资、订单、风险管理为一体的全链条式金融服务模式。

四是构建起稳步对外开放发展格局。以2018年铁矿石期货引入境外交易者参与为起点，目前大商所已有11个期货和期权品种相继实现对外开放，14个期货和期权品种面向合格境外投资者开放交易，境外客户参与深度持续提升。今年3月，马来西亚衍生产品交易所挂牌上市了以大商所豆油期货价格为基准进行结算的期货合约，为进一步深化境内外市场联通探索了路径、积累了经验。

据了解，经过多年的稳扎稳打，大商所逐步发展成为具有全球影响力的大宗商品期货交易中心，油脂油料、铁矿石、塑料等大宗商品价格影响力不断增强，与境外市场形成“你中有我、我中有你”的融合发展格局。在油脂油料、石油化工等市场化程度高的产业领域，以期货价格为定价参考、开展基差贸易已成为行业主流，境内外一大批龙头企业和贸易商充分利用国内国际两个市场套期保值，创造了全球化背景下维护产业链供应链稳定的诸多鲜活案例。

《意见》围绕提升大宗商品价格影响力、建设世界一流期货交易所等长远目标，明确了期货市场发展路径和重点任务。对此，冉华表示，大商所将在中国证监会的坚强领导下，与有关各方共同努力，紧紧围绕这两大目标，扎实做好强监管、防风险、促高质量发展各项工作，加快建设产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所，更好地以专业所长服务实体所需。

一是立足产业需要，持续创新完善产品供给体系。结合大商所具有优势特色的农产品、黑色矿产资

源、石化产品等产业链拓展品种布局，研究丰富合约类型，进一步满足产业企业更加多元、更加精细的风险管理需求。紧跟产业发展变化，坚持“一品一策”加快优化合约规则设计和交易、结算、交割等制度安排，营造有利于市场功能更好发挥、促进企业参与套期保值的制度环境。

二是做深做实产业服务，促进期现融合发展。做大做强“龙头一对一”“产融基地”“企业风险管理计划”等活动品牌，以点带面进一步提升产业企业风险管理能力。通过期转现等方式，便利产业企业参与。继续推广“保险+期货”以及“银行+期货+保险”等模式，推动期货市场更好嵌入我国农业风险管理体系。

三是坚持严监严管，促进市场平稳运行。密切跟踪热点品种运行情况，强化风险综合研判，坚决防范交易过热，引导各方理性参与。加强对各类交易行为的穿透式监管，密切关注新型交易技术和策略演进，依法从严查处各类违法违规行，净化市场生态。充分利用云计算、大数据、人工智能等科技手段，推进交易行为、交割业务等智能化监管，进一步提升监管效能和风险防范能力。

四是深化境内外市场联通，更好服务全球产业企业。围绕优势品种，通过完善产业链避险工具、加强龙头企业培育、深化对外开放等系列举措，进一步做大品种底盘，扩大期货价格影响力，更好满足全球相关产业企业的定价避险需求。同时稳步扩大对外开放品种范围，探索扩大结算价授权合作试点，继续加强与境外机构的交流合作，推动境内外期现市场融合发展。

本次大会以“开放融合·向新提质·共谋发展”为主题，共设置有主论坛和油脂油料、饲料养殖、玉米深加工3个分论坛，邀请境内外专家学者、行业权威人士围绕相关行业热点进行深入分析解读并分享新观点、新思路，以更好服务全球油脂油料及相关农产品市场期现融合实现高质量发展。📍

大商所优化厂库仓单担保品管理

11月1日,大商所发布《关于修改<大连商品交易所标准仓单管理办法>和相关品种期货业务细则的公告》《关于厂库标准仓单担保品管理相关事项的通知》,对厂库仓单担保品管理业务进行优化。修改后的规则和管理要求将于2024年11月8日起实施,同时大商所还将在数字仓单系统等平台上同步推出厂库仓单担保品管理相关功能。

据了解,厂库是指以交易所认可的担保方式承诺提供货物及相关服务的指定交割仓库。自2003年在豆粕品种上创新引入厂库交割以来,目前,大商所相关主要品种均实施了厂库交割。为防范交割风险,一直以来,指定厂库、集团交割库在注册标准仓单时,需要提交人民币资金或银行保函等担保品,作为厂库按规定交付货物的担保。随着近年来厂库仓单数量不断增加,厂库仓单担保品的规模随之增长。为深入贯彻“加强监管防范风险促进高质量发展”的要求,切实强化交割风险防控,进一步提高交割服务质效和担保品管理效率,大商所面向厂库、会员单位、存管银行等市场主体开展了多次调研论证,在广泛征求市场意见的基础上,于11月8日对厂库仓单担保品管理业务进行优化,并同步推出了相关系统功能。

根据相关通知和公告,此次大商所优化厂库仓单担保品管理业务,一是明晰界定厂库标准仓单违约赔偿标准。大商所各期货品种细则中明确,以最近已交割月份期货合约的一次性交割结算价为基准,计算厂库标准仓单违约赔偿金。二是实现厂库仓单担保品统一管理。以总量池模式管理担保品,允许厂库跨资产类型、跨品种、跨分库共用担保品额度。三是加强对厂库仓单担保品的规范管理。大商所将对担保品价格进行逐日盯市,并对担保品追加时限、临近到期日保

函处理等事项做出具体要求。四是优化线上业务流程。支持厂库线上办理担保品账号管理、银行账号报备、担保品交存和清退申请、担保品额度试算等业务,业务办理流程更加便利。

同时,此次大商所还对标准仓单管理办法进行了修改,为新增银行承兑汇票等资产作为厂库仓单担保品预留了政策空间,具体引入日期将以大商所通知为准。

相关厂库负责人表示,此次大商所以对厂库担保品管理业务进行了全面优化,一方面,加强对厂库担保品的日常监控。大商所以对担保品价值采取逐日盯市措施,对保函期限进行精细化管理,有利于厂库更高效开展标准仓单的全过程风控,确保厂库仓单担保品能够全面、及时覆盖交割风险;另一方面,响应了市场诉求,持续提升服务质效。大商所支持厂库仓单担保品额度可跨资产类型、跨品种、跨分库共用,多项担保品管理业务实现了电子化办理,有效提升了厂库担保品管理和使用效率。

“对于拥有多个品种的厂库企业而言,此次交易所打通了不同品种担保品额度可通用的渠道,帮助厂库减少担保品额度上的闲置资金,进而提高担保品使用效率,降低厂库的仓单注册成本。”物产中大集团化工交易管理部负责人高泉都表示,交易所对担保品价值进行每日盯市,也将更好地保障厂库交割平稳开展。

大商所相关业务负责人表示,未来大商所将继续守牢风险底线,立足服务实体经济大局,在持续强化交割库管理的基础上,不断优化厂库仓单担保品管理,推动厂库仓单担保品在保障交割安全、促进期货市场平稳发展中发挥更大作用,进一步提升交割监管和服务效能。 



衍界  Global Derivatives Market

www.dce.com.cn

地址：中国 辽宁省大连市沙河口区会展路129号 邮编：116023

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