



Global Derivatives Market

5月

2025

月刊 总第158期

衍界

主办



大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

封面故事

从期货市场看宏观

——期货价格指数对主要经济指标预测能力研究

原木期货首次应用于进口贸易定价，
众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中 P.30

大商所就纯苯期货、期权合约及相关规则公开征求意见 P.44

FUTURES

CPI

PPI

2025年5月 总第158期

主办:  大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

合作:  FOW
PART OF GLOBAL PROPERTY 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

说明

自2024年12月起,《衍界》每季度(3月、6月、9月和12月)刊发一期测试技术与质量管理专刊。专刊旨在传递先进的行业测试技术并分享宝贵的质量管理经验,主要面向证券、基金、期货公司和研究机构。专刊发行期间,普通刊休刊一次。

内部资料 妥善保管



封面故事

从期货市场看宏观 ——期货价格指数对主要经济指标预测能力研究

期货市场价格信息凝聚着各类参与主体对商品供需与宏观形势的预期。研究发现,期货价格指数对PPI有一定预测能力,对CPI细分领域有一定预测性,但对CPI整体预测能力不足;期货价格指数难以用来预测整体经济运行情况,但铁矿石、PVC等品种价格指数对房屋新开工面积变化趋势有一定预测能力。

热点文章



P30

原木期货首次应用于进口贸易定价,众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中



纯苯
 C_6H_6

P44

大商所就纯苯期货、期权合约及相关规则公开征求意见

CONTENTS 目录

■ 封面故事 Cover Story

01 从期货市场看宏观——期货价格指数对主要经济指标预测能力研究

■ 市场信息与资讯 Market News & Tendency

10 ICE“全天候”业务模式推动2024年收入增长16%

12 大商所征求月均价期货、纯苯期货与期权及相关规则意见

13 CFTC或将采取新方式监管体育相关事件合约

15 《期货公司居间人管理办法》将于8月1日起施行

■ 期市热点与评论 Hot Topic & Comment

16 大辩论：欧盟会提高企业通过欧洲清算机构清算的要求吗？

17 欧洲ETF期权市场逊于美国

18 交易商流动性改善推动期货市场发展

19 Euribor或仍为欧洲主要基准

20 ISDA：《巴塞尔协议III》清算规则对交易银行“具有惩罚性”

22 业界等待欧洲活跃账户监管规定的关键细节

■ 宏观与商品聚焦 Macro-Economics & Commodity

24 美国“关税乱拳”未影响市场涨势

26 乌克兰问题未达成协议，但市场仍保持信心

27 油价陷入两难境地

28 全球供应减少推动玉米价格继续上涨

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

30 原木期货首次应用于进口贸易定价，众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中

32 期市促进商品标准体系升级

34 鸡蛋市场遭遇“倒春寒”——期货成蛋鸡养殖企业破局“金钥匙”

■ 衍生品知识库 Derivatives Library

38 新合约点评：Coinbase交易所Solana期货

39 新合约点评：EEX西班牙电力周一至周日峰值期货

40 数据统计

■ 大商所新闻 DCE News

44 大商所就纯苯期货、期权合约及相关规则公开征求意见

45 大商所就线型低密度聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯月均价期货合约及相关规则公开征求意见

47 大商所优化聚丙烯、线型低密度聚乙烯和聚氯乙烯仓库标准仓单注册时限要求

48 会员服务再升级——大商所优化有价证券作为保证金业务流程

从期货市场看宏观 ——期货价格指数对主要经济指标预测能力研究

王曦 / 大商所研究中心



FUTURES
Consumer Price Index
Producer Price Index

期货市场价格信息凝聚着各类参与主体对商品供需与宏观形势的预期。研究发现，期货价格指数对PPI有一定预测能力，对CPI细分领域有一定预测性，但对CPI整体预测能力不足；期货价格指数难以用来预测整体经济运行情况，但铁矿石、PVC等品种价格指数对房屋新开工面积变化趋势有一定预测能力。

期货市场是现代金融体系的关键部分，交易机制高度市场化，参与者广泛且专业，每日汇聚大量全球信息。这些信息整合形成的期货价格信息，凝聚着市场各类经济主体对未来供需、价格及宏观经济形势的前瞻性预期。国务院办公厅转发中国证监会等部门联合发布的《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》指出，“深入做好重点商品价量指标的趋势性监测和前瞻性研判，建立期现货、场内外、境内外综合分析体系，提升从期货看宏观、从宏观看期货的能力，更好服务宏观经济管理”。这一政策导向明确了期货市场与宏观经济研究的紧密联系，凸显期货数据深度分析的重要性。基于此，我们开展了利用期货价格指数预测经济指标的研究，发现期货价格指数对PPI具有一定预测能力，对CPI的细分领域有一

定预测性，但对CPI的整体预测能力较差，主要原因为CPI涵盖的商品和服务种类繁多，除部分受期货价格影响的食物、能源外，还包含住房、医疗、教育等难以在期货市场直接交易的项目，加之上市期货品种价格对这些项目的传导链条漫长，使得期货价格指数对CPI整体走势的代表性受限。此外，期货价格指数难以用来预测整体经济运行情况，但铁矿石、PVC等品种价格指数能够预判房屋新开工面积的变化趋势，对经济运行研判有一定参考意义。

一、研究综述

在期货信息对经济指标预测的研究领域，国内外均有广泛且深入的探索，其中用期货价格指数对通胀的预测是研究重点。国外开展相关研究的时间较早，而国内的研究起步虽晚，但随着商品期货市场的蓬勃

发展,目前也取得了显著进展。从研究结果来看,多数文献观点认为,商品期货价格是市场参与者综合考量宏观经济波动、政策导向转变等因素后,基于对未来商品供求态势的研判而形成的。这一形成机制从理论上赋予了期货价格指数对物价、通胀等指标的预测能力(Hafer, 1983; Garner, 1985)。然而,回顾美国上世纪80、90年代的经验,随着产业结构的深度调整,国家经济重心向第三产业转移,这一结构性变化致使期货价格指数对通胀的预测能力逐渐减弱(Furlong, 1989; Bloomberg和Harris, 1995)。

国内研究起步晚但进展显著。张树忠等(2006)编制了我国农产品期货价格指数,邹昆仑和张欣(2011)编制了金属期货价格指数,发现所编制的指数对CPI与PPI具有一定程度的领先作用。常清(2010)、刘健等(2017)发现我国工业品价格指数一定程度领先PPI。

本文同样将研究聚焦于期货价格指数,但有两点改进。一方面,拓展了研究指标的广度。不再局限于诸如PPI、CPI等价格类指标,而是将目光延伸至工业增加值、固定资产投资,乃至房屋新开工面积、施工面积等与实体经济活动联系更为紧密的经济指标体系。另一方面,为使研究更契合现实预测需求,我们着重考量模型对未来数据的预测成效。具体而言,通过计算模型预测值与实际真实值之间的差异(即样本外 R^2),以此来精准评估期货价格指数的预测能力。

二、数据与模型说明

指数选取环节,为全方位呈现期货价格信息,我们从整体、板块以及品种三个维度着手探索。从整体指数来看,纳入了中证商品指数与南华综合指数。板块指数层面,南华农产品、工业品与能化指数,可精准洞察不同产业领域在期货市场的表现;大商所农产品、钢铁炉料成本(简称钢铁炉料)与化工期货价格

指数,则聚焦大商所关键板块的价格走势,为深入分析行业动态提供有力支撑。品种指数方面,生猪指数成为关键一员,值得一提的是,在生猪上市前,我们运用生猪现货指数进行补充,确保数据连贯性;铁矿石、PVC、铝、螺纹钢与玻璃的期货价格指数,精准锁定了具有代表性的大宗商品品种,便于挖掘其价格波动蕴含的经济信号。

经济指标方面,我们选取反映整体价格水平、实体经济整体运行与行业运行相关指标(附表1)。价格方面,选取CPI与PPI作为研究标的。这两个指标能够直观反映物价水平的波动情况,是衡量经济运行中价格层面变化的关键指标。实体经济整体运行状况方面,选取工业增加值(体现经济增长的态势和工业发展的活力)、投资完成额(反映在经济建设过程中的资本投入规模与力度)、规模以上工业企业利润总额(反映企业整体的经营效益与盈亏状态),以及克强指数中的工业用电量和铁路货运量(从能源消耗和物流运输角度,侧面反映宏观经济的活跃度与运行热度)。行业运行状况方面,选取与大商所品种紧密相关的对应行业工业增加值、用电量、房屋施工、新开工面积等指标。

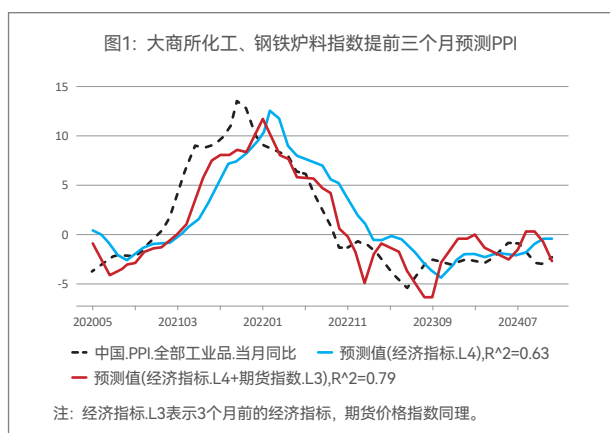
在数据处理上,限定时间范围为2010年1月-2024年12月,依据月度最后一个交易日数据,将期货价格指数折成月度同比数据。经济指标均经过统一计算后,采用月度同比数据。

在宏观指标预测领域,时间序列分析方法是常用方法,它基于过去数据来预测未来走向。而本文的研究,是在该常用模型的基础之上,引入期货价格指数。通过对比加入期货价格指数前后两个模型的预测结果(样本外 R^2),探究期货价格指数在宏观指标预测中的价值与作用。模型具体见附件,结果具体见附表2、3。

三、实证分析结果

(一) 期货价格指数对PPI有一定预测能力, 但对CPI预测能力不足

南华工业品指数、南华能化指数、大商所化工指数、大商所钢铁炉料指数, 均具备对2-3个月后的PPI进行有效预测的能力。聚焦大商所期货价格指数, 当同时选用大商所化工与钢铁炉料这两个指数对3个月后的PPI进行预测时, 样本外 R^2 从0.63提升到0.79, 模型的预测效果进一步提升(图1)。特别在2021年与2022年期间, PPI波动异常剧烈, 此时加入期货价格指数的改进后模型所给出的预测结果与真实值更为贴近, 预测优势明显。



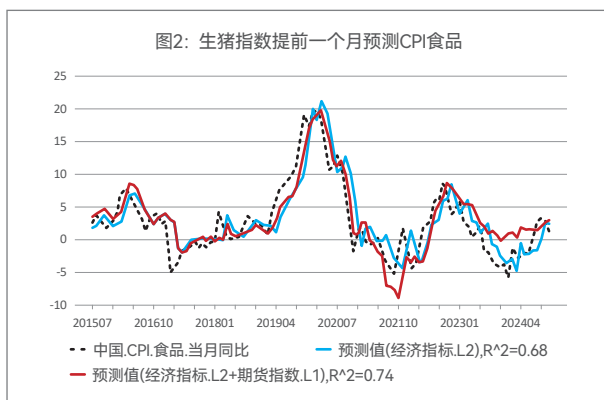
与PPI不同的是, 无论用商品综合指数还是各板块指数, 都难以预测CPI走势。CPI、PPI表现不一致, 主要有以下几方面原因。从商品构成角度来看, PPI主要反映工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度, 涵盖大量基础原材料、能源等产品, 这些正是期货市场的主要交易品种, 如原油、金属等。期货市场的价格波动能直接、及时地反映这些基础产品的供需变化, 进而与PPI紧密关联。而CPI涵盖的商品和服务种类繁多, 除了部分受期货价格影响的食物、能源外, 还包括住房、医疗、教育等难以在期货市场直接交易的项目, 且上市期货品种价格对此类项目影响的传导链

条漫长、传导结果也较为复杂, 从而使得期货价格指数对其整体走势的代表性受限。

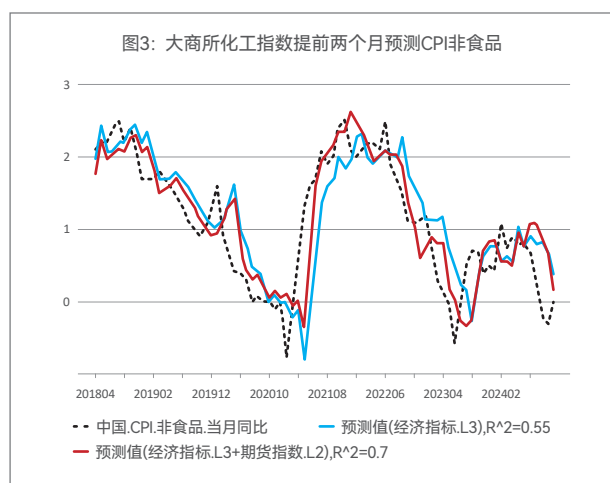
(二) 不同板块和品种的期货价格指数对CPI分项具有一定预测能力

1. 生猪指数具备独特的预测时效优势, 能够提前1个月对CPI食品分项的走向进行预判。依据附表2所提供的信息, 在针对1个月后CPI食品进行预测时, 引入生猪指数构建的改进模型展现出了较好的预测准确度。进一步结合图2深入观察能够发现, 引入期货价格指数的模型在提前1个月对CPI食品进行预测时, 相较于未加入期货价格指数的预测值, 更加贴近真实值。

然而, 值得注意的是, 2024年以来, 随着CPI食品走势渐趋平稳, 市场环境悄然发生变化。在这种新常态下, 生猪指数是否依然能精准发挥其提前1个月的预测效能, 后续还需持续跟踪观察。一方面, 平稳的走势可能会掩盖一些潜在的波动因素, 生猪养殖行业自身的供需结构、饲料成本变动、疫病防控成效等诸多因素, 都可能影响生猪指数与CPI食品之间的关联传导机制; 另一方面, 外部宏观经济环境、消费市场偏好转换等因素, 同样可能干扰生猪指数的预测精准度。故而, 面对CPI食品走势趋稳的新局面, 对生猪指数的持续研究与动态监测至关重要, 以便及时调整预测策略, 确保能够精准把握CPI食品的未来走向。



2.在预测CPI非食品分项指标时,南华工业品指数、南华能化指数与大商所能化指数都展现出了独特的前瞻性优势,它们能够分别提前1-2个月对CPI非食品的走势进行预判。剖析背后成因,以大商所化工指数作为典型案例,该指数涵盖范围广泛,紧密关联着诸多存在塑料需求的行业领域,其中制造、地产、交通等行业尤为突出。并且,化工指数与原油市场存在着千丝万缕的联系,原油作为众多化工产品的基础原料,其价格波动、供需变化等因素都会通过产业链传导至化工领域,进而反映在化工指数上。这种多元且深入的产业关联,使得大商所化工指数在捕捉CPI非食品的价格信号时更为敏锐,能够提前洞察市场趋势,因而在预测CPI非食品方面有较好的表现。



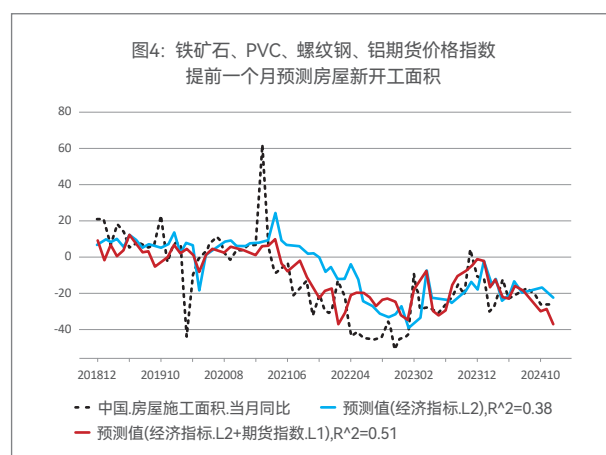
(三)期货价格指数对整体经济运行指标的预测能力较差,对部分行业类经济指标具有较好预测能力

期货价格指数对整体经济指标的预测能力欠佳,关键原因在于中国经济结构发生了深刻变化。近年来,第三产业、高附加值制造业在国民经济中的占比显著提升,其中第三产业在GDP中占比自2015年超过50%后持续提升,2024年已达到56.75%,第三产业已成为经济发展的重要支柱。而期货市场上市的农产品、能源、金属等大宗商品,虽然会对中下游产业的生

产成本、终端消费成本产生影响,但由于传导链条过长、传导机制复杂,客观上制约了期货价格预测整体经济运行态势的能力。

然而,对部分行业类经济指标,期货价格指数仍具有较好的预测能力,如铁矿石、PVC、螺纹钢、铝期货价格指数可提前1个月预测房屋新开工面积。结合图4细致分析后可知,当铁矿石、PVC、铝与螺纹钢的期货价格指数整合运用时,能够提前1个月对房屋新开工面积做出预判。然而,值得一提的是,单独考察其中任一品种的指数,却均无法达成有效的预测效果。这一鲜明对比充分揭示出,铁矿石、PVC等这4个品种的价格指数呈现整体性上扬态势时,往往是房地产市场即将步入复苏阶段的先行信号。且多个品种相互组合,能够有力削减单一品种自身携带的“噪音”干扰,使得所蕴含的期货信息更加明确,为市场洞察提供更为可靠的依据。

但值得注意的是,当进一步纳入玻璃这一品种后,我们发现原本4个品种构建的预测体系,其预测能力并未得到显著提升。深入探究背后缘由,这主要与玻璃在房地产领域的消费特性紧密相关,其消费场景主要聚焦于存量房的翻新改造工程,而非新建房屋领域,因而在预测新建房屋相关指标时,难以发挥协同增效的作用。



四、预测效果检验

前文分析表明，期货价格指数虽难以精准预判CPI走势，然而在CPI的细分领域，如食品、非食品分项，以及PPI方面，部分期货品种或板块指数却展现出较强的预测效能。此外，我们还注意到，像铁矿石、PVC等期货价格指数能够协同对未来房屋新开工面积进行前瞻性预估。有鉴于此，我们得以借助这些期货价格指数，实现对相关经济指标的有效预测，为经济决策提供参考。

展望未来几个月，经预测，CPI食品分项将呈现温和上扬态势，而CPI非食品分项预计会持续在0.2附近窄幅震荡，PPI则面临进一步下行压力，房屋新开工面积同样不容乐观，大概率延续下滑轨迹。我们以2024年12月经济指标为基础，结合2025年1月期货价格指数进行综合研判，对2025年1-3月指标予以预测，具体结果详见表1。从预测结果来看，未来数月内，CPI食品有望缓慢攀升，至3月份预估将达0.46%；CPI非食品基本维持在0.2附近波动，稳定性较强。PPI方面，由于大商所化工与钢铁炉料指数同比下跌，未来几个月PPI下行趋势不减，预计到3月份同比跌幅将扩大至4%左右。房屋新开工面积或继续沿袭此前下跌势头，未

来几个月的同比预测值徘徊于-30%。如此种种，为我们洞察后续经济走向提供了前瞻性视角，相关各方宜密切关注、提前布局。

表1 预测结果 (%)

	CPI.食品	CPI.非食品	PPI.全部工业品	新开工面积
202412	(-0.5)	(0.2)	(-2.3)	(-16.86)
202501	0.03	0.2	-2.64	-26.85
202502	0.4	0.23	-3.23	-30.07
202503	0.46	0.28	-4.31	-28.51

注：括号内为真实数值。

尽管借助统计手段，我们察觉到部分期货价格指数在经济指标预测上展现出一定优势，然而当前研究尚存若干短板，如所采用的预测方法稍显单一。为保障模型具备良好的可分析性，避免因“黑箱”特性给结果剖析造成阻碍，本文选用了经典的线性回归模型，却忽略了对非线性情景的探讨。如果适度引入机器学习方法，诸如随机森林、神经网络等前沿技术，在充分整合期货市场全方位信息的基础上，从方法层面实现突破，优化模型架构，或可更为精准地预判经济走向，为相关决策提供更为可靠的依据。

参考文献

- [1] Furlong F T .Commodity prices as a guide for monetary policy[J].Economic Review, 1989(Win):21-38.
- [2] Bloomberg S B , Harris E S .The Commodity-Consumer Price Connection: Fact or Fable?[J].Social Science Electronic Publishing, 1995(10):21-38.
- [3] Ram Acharya, Paul Gentlesupb, Krishna Paudelsupc. Examining the CRB index as a leading indicator for US inflation[J].Applied Economics Letters, 2010, 17(15):1493-1496.
- [4] Chen Y C , Turnovsky S J , Zivot E .Forecasting Inflation using Commodity Price Aggregates[J].Journal of Econometrics, 2014, 183(1):117-134.
- [5] 张树忠,李天忠,丁涛.农产品期货价格指数与CPI关系的实证研究[J].金融研究, 2006(11):13.
- [6] 邹昆伦,张欣.我国金属商品期货价格指数与PPI关系探析[J].上海金融, 2011(10):5.
- [7] 刘健,丁嘉伦,张玉英.我国工业品期货价格指数与PPI关系的实证研究——基于VAR模型和IECM模型[J].金融理论与实践, 2017(6):7.
- [8] 常清.宏观决策要参考期货价格指数[J].价格理论与实践, 2010 (11) : 13-14.

附表

附表1：经济指标表

类别	期货信息与经济指标	起止日期
期货 价格指数	南华综合指数、农产品、工业品、能化指数	2011年1月-2024年12月
	中证商品指数	2011年7月-2024年12月
	大商所农产品、钢铁炉料、化工指数	2014年1月-2024年12月，钢铁炉料：2016年1月-2024年12月
	生猪、铁矿石、螺纹钢、铝、PVC、玻璃期货价格指数（Wind指数）	2011年5月-2024年12月，生猪2022年1月前采用现货指数
经济指标		
价格类	CPI（整体以及非食品、食品分项）	2010年1月-2024年12月
	PPI	
生产类	工业增加值（整体及黑色压延、化学原料分项）	2010年2月-2024年12月
	固定资产投资完成额	2010年2月-2024年12月
	BCI企业利润前瞻指数	2011年9月-2024年12月
	利润总额（工业企业以及黑色压延、化学原料等分项）	2010年2月-2024年12月
	用电量（工业以及黑色压延、土木工程等分项）	2010年2月-2024年12月，土木：2018年1月-2024年12月
	铁路货运量	2010年1月-2024年12月
	房屋施工面积	2010年2月-2024年12月
	房屋新开工面积	

附表2：期货价格指数预测经济指标的结果（1）

经济指标	期货价格指数	提前1月	提前2月	提前3月	提前4月	提前5月	提前6月
CPI.非食品	大商所化工指数	0.71 0.81	0.55 0.7	0.42 0.61	0.3 0.54	0.18 0.5	0.08 0.48
	大商所钢铁炉料指数	0.64 0.7	0.45 0.54	0.31 0.41	0.18 0.28	0.08 0.22	0.01 0.22
	南华工业品指数	0.75 0.83	0.63 0.72	0.52 0.61	0.43 0.5	0.34 0.43	0.27 0.38
	南华能化指数	0.75 0.81	0.63 0.69	0.52 0.57	0.43 0.46	0.34 0.39	0.27 0.33
CPI.食品	大商所农产品价格指数	0.71 0.68	0.56 0.51	0.44 0.35	0.33 0.22	0.19 0.05	0.06 0
	南华农产品指数	0.68 0.67	0.52 0.52	0.39 0.39	0.29 0.28	0.18 0.15	0.07 0.01
	生猪指数	0.68 0.74	0.52 0.58	0.39 0.44	0.29 0.32	0.18 0.19	0.07 0.06

经济指标	期货价格指数	提前1月	提前2月	提前3月	提前4月	提前5月	提前6月
CPI	生猪指数	0.63 0.63	0.46 0.44	0.34 0.31	0.25 0.23	0.17 0.17	0.08 0.1
	大商所农产品价格指数	0.67 0.66	0.49 0.48	0.37 0.34	0.27 0.22	0.18 0.11	0.07 0
	大商所化工指数	0.67 0.68	0.49 0.51	0.37 0.39	0.27 0.29	0.18 0.22	0.07 0.15
	大商所钢铁炉料指数	0.49 0.5	0.12 0.13	0 0	0 0	0 0	0 0
	中证商品指数	0.63 0.63	0.46 0.46	0.34 0.36	0.25 0.27	0.17 0.2	0.08 0.11
	南华工业品指数	0.63 0.61	0.46 0.44	0.34 0.33	0.25 0.24	0.17 0.17	0.07 0.09
	南华能化指数	0.63 0.61	0.46 0.43	0.34 0.3	0.25 0.2	0.17 0.13	0.07 0.04
	南华农产品指数	0.63 0.61	0.46 0.43	0.34 0.31	0.25 0.21	0.17 0.11	0.07 0
PPI	大商所化工指数	0.84 0.93	0.72 0.84	0.61 0.74	0.51 0.64	0.41 0.57	0.3 0.51
	大商所钢铁炉料指数	0.85 0.9	0.73 0.82	0.63 0.75	0.52 0.68	0.42 0.62	0.31 0.59
	南华工业品指数	0.85 0.93	0.73 0.84	0.61 0.72	0.5 0.61	0.39 0.49	0.28 0.39
	南华能化指数	0.85 0.89	0.73 0.79	0.61 0.68	0.5 0.58	0.39 0.48	0.28 0.38
BCI企业利润前瞻指数	大商所化工指数	0.25 0.24	0.03 0.02	0 0	0 0	0 0	0 0
	大商所钢铁炉料指数	0.25 0.28	0.1 0.16	0 0.07	0 0.04	0 0	0 0
	中证商品指数	0.47 0.43	0.33 0.3	0.24 0.2	0.2 0.16	0.18 0.13	0.18 0.11
	南华能化指数	0.47 0.45	0.33 0.33	0.24 0.23	0.2 0.19	0.18 0.16	0.18 0.13
	南华工业品指数	0.47 0.44	0.33 0.3	0.24 0.2	0.2 0.16	0.18 0.13	0.18 0.1
	南华综合指数	0.47 0.44	0.33 0.31	0.24 0.21	0.2 0.17	0.18 0.14	0.18 0.11
工业增加值（黑色压延）	大商所钢铁炉料指数	0.28 0.34	0.05 0.16	0 0.06	0 0	0 0	0 0
工业增加值（化学原料）	大商所化工指数	0.26 0.29	0.06 0.19	0 0.15	0 0.18	0 0.19	0 0.21
	南华能化指数	0.3 0.35	0.12 0.21	0.04 0.14	0.01 0.09	0 0.03	0 0
工业增加值	中证商品指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
	南华综合指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
用电量（土木工程建筑业）	大商所钢铁炉料指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
用电量（黑色冶炼）	大商所钢铁炉料指数	0.25 0.33	0.16 0.15	0.11 0.08	0.01 0.02	0 0	0 0
用电量（工业）	中证商品指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
	南华综合指数	0 0	0.01 0	0.04 0.02	0 0	0 0	0 0
铁路货运量	南华综合指数	0.48 0.5	0.35 0.4	0.26 0.33	0.15 0.25	0.1 0.23	0.01 0.15
	中证商品指数	0.36 0.39	0.18 0.24	0.03 0.13	0 0	0 0	0 0

注：前一个数是自回归模型的样本外R²，后一个数是修正模型的样本外R²，R²小于0用0代替，下同。粗体部分为符合我们预测条件的情况。

附表3 期货价格指数预测经济指标的结果（2）

经济指标	期货价格指数	提前1月	提前2月	提前3月	提前4月	提前5月	提前6月
黑色压延业利润	大商所钢铁炉料成本指数	0.2 0.17	0.03 0	0.01 0	0.02 0	0.02 0	0 0
化学制品业利润	大商所化工价格指数	0.55 0.51	0.44 0.38	0.28 0.2	0.13 0.04	0.08 0	0.04 0
	南华能化指数	0.52 0.5	0.42 0.43	0.26 0.29	0.12 0.15	0.07 0.16	0.03 0.16
固定资产投资完成额	大商所化工价格指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
	大商所钢铁炉料成本指数	0.03 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
	中证商品指数	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0.01
	南华综合指数	0.01 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
	南华能化指数	0.01 0.02	0 0.01	0 0	0 0	0 0	0 0
房屋新开工面积	铁矿石指数	0.38 0.38	0.35 0.32	0.23 0.2	0.16 0.1	0.17 0.09	0.12 0.03
	PVC指数	0.47 0.39	0.42 0.33	0.36 0.28	0.32 0.26	0.35 0.33	0.33 0.35
	螺纹钢指数	0.47 0.42	0.42 0.34	0.36 0.32	0.32 0.29	0.35 0.35	0.33 0.35
	沪铝指数	0.47 0.44	0.42 0.38	0.36 0.33	0.32 0.27	0.35 0.35	0.33 0.37
	玻璃指数	0.48 0.42	0.43 0.37	0.35 0.27	0.3 0.23	0.32 0.28	0.29 0.27
房屋施工面积	铁矿石指数	0.33 0.34	0.29 0.3	0.28 0.28	0.27 0.23	0.13 0.06	0.1 0
	PVC指数	0.34 0.27	0.29 0.22	0.29 0.21	0.29 0.16	0.23 0.14	0.22 0.2
	螺纹钢指数	0.34 0.28	0.29 0.21	0.29 0.23	0.29 0.24	0.23 0.2	0.22 0.21
	沪铝指数	0.34 0.31	0.29 0.25	0.29 0.26	0.29 0.27	0.23 0.22	0.22 0.22
	玻璃指数	0.38 0.35	0.33 0.3	0.33 0.25	0.32 0.25	0.23 0.19	0.23 0.19

附件

预测模型介绍

依次选取过去60个月¹数据作为样本数据拟合自回归模型与改进模型,以此分别预测第60+n月的经济指标,外推得到两个模型全时间段的预测值,通过计算样本外 R^2 确定预测能力。如此一来,既能确保有足够的历史信息可供模型学习,又能预留出合理的测试区间,保障模型的可靠性与有效性。

自回归模型: $Ind_t = \alpha + \beta_1 Ind_{t-n-1}$

改进模型: $Ind_t = \alpha + \beta_1 Ind_{t-n-1} + \beta_2 Fut_{t-n}$

自回归模型为仅依靠经济指标历史值进行预测,而改进模型不仅用到经济指标历史值,还考虑了期货价格指数。 Ind_t 代表t时刻的经济指标(同比), Fut_{t-n} 代

表t-n时刻的期货价格指数(同比),自变量中Ind的滞后期数比Fut多1期的原因是经济指标存在滞后公布的情况,如统计局公布本月数据的时间往往在下个月中旬,而期货价格指数在本月即可知。

最后,为确保评估的科学性与严谨性,设立了明确的预测能力评判标准:其一,改进模型的 R^2 大于特定阈值,意味着预测值要尽量靠近真实值。考虑到价格类经济指标与期货价格指数联系紧密,对于这类指标,阈值设定为0.7,即要求预测准确度需高于0.7;而对于其他经济指标,阈值设定为0.5。其二,改进模型的 R^2 大于自回归模型,且两者差值在0.05以上,这一要求旨在排除经济指标本身的自相关性干扰,确保是期货信息在预测未来经济指标时切实发挥了显著且独立的作用。

1. 由于国内期货市场起步较晚,大部分期货价格指数都于2011年后编制,为了平衡模型训练数据量与测试数据量,取5年数据进行模型训练。

交易所动态

EXCHANGE NEWS



ICE“全天候”业务模式推动2024年收入增长16%



洲际交易所 (ICE) 2024年收入增长16%，充分表明在经历一年宏观经济环境动荡后，其“全天候”业务模式仍具韧性。ICE报告称，2024年净收入从2023年的79.9亿美元增长16%至92.8亿美元，其中营业收入达到创纪录的43.1亿美元，同比增长17%。总体而言，归属于ICE的净收入从2023年的23.7亿美元增长16%，达到27.5亿美元。ICE董事长兼首席执行官 Jeffrey Sprecher表示：“我们很高兴连续19年创下收入记录，每股收益持续增长。出色的业绩记录证明了‘全天候’业务模式的韧性，在各种宏观经济环境中，客户可以通过访问我们领先的网络管理风险、使用关键任务数据并提高工作流程效率，继续实现复合增长。进入2025年，我们将继续专注于提高客户的工作流程效率并为股东创造价值。”受利率和大宗商品市场对地缘政治事件反应的推动，2024年是ICE有史以来交易最繁忙的一年。ICE还宣布2025年第一季

度每股股息为0.48美元，较2024年同期的0.45美元增长7%。

交易所关注场外交易流量以促进外汇市场发展

由于地缘政治趋势和创新推动更多公司使用混合产品，全球交易所正在扩展其产品种类，以满足旺盛的外汇对冲需求。近期，全球市场担忧11月美国大选的结果以及新一轮降息周期的影响，各交易所报告的场内外汇期货成交量稳步增长。这些推动因素使得外汇敞口成为企业、银行和资产管理公司在不确定性市场环境中保护自我的关键。交易所数据显示，德意志交易所旗下欧洲期货交易所 (Eurex) 1月份外汇期货成交量同比增长30%，达到210,957手。此前，2024年末成交量激增，其中11月份成交量同比增长一倍，12月份成交量同比增长79%。欧洲期货交易所1月份欧元/美元期货成交量增长了86%，部分受传统上依赖场外市场的银行推动。芝加哥商业交易所集团 (CME集团) 拥有名义规模最大的外汇期货市场，近期报告称，1月份共成交2,150万手合约，同比增长15%。根据交易所数据，日均成交额约为830亿美元，其中英镑合约成交量增长了30%。在欧洲期货交易所，这一趋势也使得越来越多的用户在交易所执行大宗交易和期转现交易。这些混合工具允许用户进行双边交易，同时保持透明度并获得监管保护。买方公司越来越多地采用混合方式管理流动性，利用欧洲期货交易所的多交易商网络及其360T外汇平台。

泛欧交易所将扩大欧洲回购清算业务



泛欧交易所近日表示，计划于9月推出其首个固定收益期货，这是该集团扩展其衍生品业务的重要一步。泛欧交易所近期还宣布与欧洲结算巨头欧洲清算银行（Euroclear）建立合作伙伴关系，以支持Euronext Clearing在回购和其他资产类别方面抵押品管理工作的发展。根据合作协议，泛欧交易所希望将其意大利回购清算业务拓展至“更广泛的欧洲政府债券”，并选择欧洲清算银行作为Euronext Clearing的首个三方代理，通过提高运营效率、优化保证金和资产负债表来加强抵押品管理。泛欧交易所衍生品和交易后业务主管Anthony Attia表示，泛欧交易所已在意大利回购市场建立了“强大的业务基础”，意大利是与欧洲清算银行建立合作伙伴关系的良好起点。Attia表示，2024年9月已将股票和大宗商品衍生品业务从LCH SA迁移至新的清算机构，泛欧交易所已将“所有国际清算会员”连接至Euronext Clearing。Attia认为，美国证券交易委员会（SEC）计划在2025年晚些时候强制要求对美国国债进行中央清算，并在2026年年中要求对美国国债回购交易进行中央清算，这将影响欧洲的监管议程，“正如2024年广泛讨论的趋势，SEC强制要求对美国国债进行中央清算，从而引发了一系列影响清算所的法规变动。我们认为，这将促使欧洲市场调整清算机制”。

港交所欢迎推动资本市场发展的财政预算案措施

香港交易所（港交所，HKEX）对香港特区政府 的财政预算案措施表示欢迎，表示该计划将“进一步提升香港作为国际金融中心的地位”。香港特区近日公布了2025-2026财年预算，其中包括审查市场结构、提高主要指数衍生品持仓限额、发展虚拟资产等多项金融举措。港交所主席唐家成（Carlson Tong）表示：“我们欢迎香港财政司司长在2025-2026年度财政预算案中提出的措施，涵盖的范畴非常全面，特别是与香港资本市场相关的部分，涉及证券及衍生产品市场、交易及风险管理、离岸人民币业务中心、与内地和国际的互联互通、大宗商品发展，以及财富管理等领域。措施将进一步提升香港作为全球领先国际金融中心的地位。港交所将继续与香港证券及期货事务监察委员会（SFC，证监会）紧密合作，探索更多市场改革，同时将继续深化与内地市场的互联互通，加强我们与国际投资者和合作伙伴的联系，并积极拓宽产品生态圈的广度和多样性。”港交所行政总裁陈翊庭（Bonnie Chan）补充道：“港交所欢迎这些举措，并致力与各利益相关方通力合作，发挥我们作为香港资本市场重要基础设施的关键作用，积极提升香港这个国际金融中心的活力。我们将继续与香港证监会和合作伙伴紧密合作，优化市场微观结构和上市机制，扩大和丰富我们的产品生态圈，放眼未来，升级我们的基础设施，进一步提升香港市场对内地和国际发行人、投资者的吸引力。”

CME推出Solana期货以扩展其加密货币产品

芝加哥商业交易所（CME）宣布计划3月份推出Solana期货，进一步丰富其加密货币衍生品系列，与其成功的比特币期货产品及最近推出的比特币周五期货期权共同构成加密货币产品组合。CME近日表示，待监



管部门审查后,将于3月17日上市Solana期货,客户将能够交易价值25 Solana的微型合约和价值500 Solana的大型合约。该期货采用现金交割,并基于CME CF Solana-美元参考汇率,CME表示,该汇率为“以美元计价的Solana每日参考汇率,伦敦时间每日下午4:00计算”。CME加密货币产品全球主管Giovanni Vicioso称:“随着新Solana期货合约的推出,我们正在满足客户对更广泛的受监管产品日益增长的需求,以管理加密货币价格风险。随着Solana不断发展成为开发者和投资者的首选平台,这些新的期货合约将为其提供更具资本效率的投资和对冲工具。”CME表示,Solana期货将加入其比特币和以太坊期货及期货期权的加密货币产品系列。年初至今,此类产品日均成交量同比增长73%,达到202,000手,平均持仓量增长55%,达到243,600手,独立的交易账户超过11,300个。

大商所征求月均价期货、 纯苯期货与期权及相关规则意见

大连商品交易所(大商所,DCE)近日先后就线型低密度聚乙烯(LLDPE)、聚氯乙烯(PVC)和聚丙烯(PP)月均价期货合约及相关规则,以及纯苯期货、期权合约及相关规则向市场公开征求意见。月均价期货是一种以一个月内标的资产平均价格为结算依据的期货合约。三个化工品月均价期货合约采用现金交割方式,即交易所以交割结算价为基础,划付持仓双方的盈亏,了结到期未平仓合约。这将是大商所首次推出现金交割期货合约。纯苯是重要的有机化工原料,上承石油和煤两大基础能源,下接合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大产业,是苯乙烯、己内酰胺、苯酚、苯胺和己二酸等化工品的关键原料,终端产品涉及纺织、家电、轮胎、染料等众多领域。研发纯苯期货、期权是大商所服务实体经济的又一重要举措,可以与已上市的苯乙烯期货、期权形成合力,为相关产业企业提供更为完备的风险管理工具和贸易定价基准,助力芳烃产业链供应链安全稳定发展。

监管动态

REGULATION NEWS



CFTC或将采取新方式监管体育相关事件合约



Caroline Pham

美国商品期货交易委员会（CFTC）已就圆桌会议制定了详细的计划，以讨论颇具争议的体育相关事件合约问题。已于1月底换帅的CFTC近日表示，将在“特定体育相关事件合约”的信息征询结束后“约45天”内召开一次公开圆桌会议。该圆桌会议将在CFTC位于华盛顿的总部举行，旨在根据研究、数据、报告和公众意见“建立健全的行政记录”，以便为CFTC“监管和监督预测市场（包括体育相关事件合约）”的方法提供参考。新任代理主席Caroline Pham曾任CFTC委员，她表示，“遗憾的是，过去几年的不当拖延和反创新政策严重限制了CFTC转向合理监管预测市场的能力”。Pham在1月20日特朗普上任后被任命为CFTC的代理主席，她表示，CFTC目前对于事件合约的解释“充满法律不确定性，限制了新政府的政策调整空间”。Pham表示，预测市场是

“利用市场力量评估情绪以确定事件概率的重要前沿”。她补充道：“CFTC必须摆脱过去对创新的敌视，以前瞻性的态度看待未来的可能性。”Pham表示，此次圆桌会议是“建立全面监管框架的第一步，该框架将促进预测市场的发展，并保护散户免受二元期权欺诈的侵害”。

欧洲监管机构发出转变信号以提高竞争力

欧洲高层政策制定者近日表示，其将调整监管规定，通过减少碎片化和降低进入门槛增强欧洲竞争力。欧盟金融服务和储蓄与投资联盟的新任委员在欧洲证券及市场管理局（ESMA）组织的一次活动上表示，将消除建立单一欧洲市场基础设施的障碍，支持该地区的经济增长。Maria Luis Albuquerque称：“我们将致力于消除资本市场的结构性障碍，特别是市场碎片化和真正竞争的障碍。欧洲企业往往无法享受单一市场的规模和协同效应。我们仍然没有单一的金融服务市场，这对欧盟来说是一个竞争劣势。我们正在拖慢自己的进步，我们必须——而且我会——更加直言不讳地指出这些障碍。我很清楚，有些行业和公司会从低效中获利。甚至可以说，我们已经发现保护主义和寻租活动的蔓延，而且许多领域都存在这样的现象，此类行为往往会设置障碍并阻碍进步。这种情况在欧洲的政策制定工作中常常出现，我们之前就曾见过，但我们不能再骄傲自满，必须正面应对。”Albuquerque

于2024年12月初上任，接替负责资本市场联盟的Mairead McGuinness。她主张通过新的《欧洲市场基础设施法规》（EMIR）推动欧洲利率衍生品清算，包括从2025年6月起要求在欧盟设立“活跃账户”。Albuquerque的言论与ESMA主席Verena Ross早些时候的言论相呼应，Ross呼吁提高国家监管政策的一致性，并加强欧洲超国家机构的监督。

Liquidnet：监管导致欧洲流动性逊于美国

Liquidnet场内衍生品执行和量化服务（EQS）主管Darren Smith表示，严苛监管导致流动性恶化，有可能使欧洲更加落后于蓬勃发展的美国市场。Darren Smith在佛罗里达国际期货业协会（FIA）/证券业和金融市场协会活动上发表的评论中表示，“我们面临的最大挑战之一是不不断变化的欧洲产品流动性格局。在正常市场条件下，欧洲的流动性通常较为充足，然而，就像大海一样，只有潮水退去，才会看到谁在裸泳。监管使得银行跨司法管辖区分配资源的成本更高、流程更繁琐。在正常情况下，这些限制可能无关紧要，但在承压时期，随着交易员蜂拥而出，其副作用就会非常明显。”不同的监管框架对各个市场的影响也天差地别，而监管限制了银行提供流动性的能力，创造了一个由专业做市商填补的空白。Smith引用的数据显示，近年来，欧洲在全球期货持仓量中的份额已从三分之一降至五分之一，而美国目前占有四分之三的市场份额。他补充道：“欧洲的流动性供应生态要实现蓬勃发展，就需要稳定的双向活动。遗憾的是，情况并非总是尽如人意。严重倾斜的资金流动应引起警惕。另一个典型的例子是美国、欧洲和英国市场前端的期权交易活动。即使在‘正常’时期，欧洲市场活动的占比也接近33%，现在，这一比例刚刚超过20%。”

DTCC对美国国债清算延迟后的“确定性”表示欢迎

美国证券存管信托与结算公司（DTCC）表示，对美国金融监管机构已将美国国债清算强制执行期限推迟一年的“监管确定性表示赞赏”。DTCC运营着美国唯一的国债清算机构——固定收益清算公司（FICC），表示已准备好向客户推出增强型访问模型和保证金功能。此前，DTCC曾表示，其专注于全球最大债务市场清算的商业价值。FICC发言人称：

“FICC对美国国债清算强制执行期限的监管确定性表示赞赏。即使期限有所变化，我们仍准备在3月份推出增强型访问模型和独立客户保证金功能，并将在客户准备使用这些服务时继续为其提供相关支持。我们还将与客户密切合作，应对导致请求延期的任何挑战。FICC始终致力于持续为客户提供一流的中央清算解决方案，以提高效率和流动性，促进透明度和竞争，并提高美国国债市场的安全性和稳健性。”美国证券交易委员会（SEC）近期表示，已将美国国债强制清算日期推迟至2026年12月31日，将美国国债回购交易的清算日期推迟至2027年6月30日。此前，SEC计划从2025年末开始对美国现金国债实施强制清算，并从2026年中期开始对美国国债回购交易执行强制清算。



SEC撤销对数字交易所Coinbase提起的诉讼



Hester Peirce

美国证券交易委员会（SEC）加密货币特别工作组负责人Hester Peirce批评该监管机构最初对数字交易所Coinbase提起诉讼的决定，SEC证实已撤销此案。委员Hester Peirce在近日发表的评论中表示，SEC应阐明其关于加密资产的政策，而不是采取执法行动。Peirce称：“我不支持对Coinbase的行动。除此之外，我担心这是SEC的战略——利用执法工具监管加密行业。通常，制定针对新兴行业和商业实践的法规应由SEC专业政策部门负责。” SEC于2023年6月对Coinbase提起诉讼，指控该交易所未能正确注册并获得加密货币交易所发行证券的批准。SEC近日证实已撤销诉讼。Peirce补充道：“前委员会决定将这一职能转移到执法部门，通过大规模的执法监管举措推进，这损害了美国公众的利益，对

行业产生了不利影响，导致委员会的专业工作人员难以运用其专业知识。”在谈到SEC撤销此案时，ARK投资管理公司首席执行官Cathie Wood对此举表示欢迎，并称此案“毫无根据”。

《期货公司居间人管理办法》将于8月1日起施行

中国期货业协会（中期协）5月9日发布修订后的《期货公司居间人管理办法》（下称《办法》），并自2025年8月1日起施行。《办法》进一步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、居间人禁止性行为、居间人培训管理等要求。《办法》实施之日起，期货公司所有存续的居间合同均应符合《办法》规定。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，中期协于2021年9月10日发布了《期货公司居间人管理办法（试行）》（下称《办法（试行）》）。同时，为保障《办法（试行）》有效落地执行，提升居间人自律管理效能，中期协于2021年11月1日正式上线运行居间人信息登记管理系统，并同步推进居间人培训课程开发、投诉调解平台建设、资格考试服务等相关系列工作。中期协公布最新数据显示，截至2025年3月底，12813名居间人完成登记，其中4417名居间人处于合同存续期。

大辩论：

欧盟会提高企业通过欧洲清算机构清算的要求吗？

本轮谈判后，欧盟委员会可能会提高要求欧洲企业通过欧洲清算机构清算部分欧元计价利率衍生品交易的要求。



VS



欧洲多年来一直不满于大部分欧元利率衍生品在伦敦清算的现状。这一问题在2020年英国脱欧后变得尤为突出，这意味着此类产品的清算超出了欧洲央行的监管范围。

新一届欧盟委员会更加注重竞争力，而欧元利率衍生品清算也会影响金融稳定，如果本轮监管不能完全实现其战略目标，增加清算要求是很有可能。

欧洲监管机构将于6月引入活跃账户要求（AAR），这是《欧洲市场基础设施法规3.0》（EMIR 3.0）监管方案的一部分。2024年1月，欧盟、欧盟委员会和欧洲证券及市场管理局（ESMA）就监管范围达成一致，但与最初的计划相比有所缩减。

近几个月来，欧洲监管机构选取了新的方向，专注于降低进入门槛、促进欧盟内部竞争，这与不受银行欢迎的AAR相悖。

新任欧盟金融服务委员表示，委员会将在其任期内继续推进活跃账户要求，但她也表示希望发展欧洲的金融市场，因此下一届委员会可能不会像前届一样坚定支持活跃账户要求。

因此，当前一轮的活跃账户要求很可能会获得通过，且如果有所成效，未来不太可能变得更严格。

欧洲ETF期权市场逊于美国

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

专家小组表示，欧洲交易所交易基金（ETF）市场在使用与ETF挂钩的期权方面落后于规模更大的美国市场。

近日，在欧洲期货交易所（Eurex）衍生品论坛上，指数专家讨论了美国和欧洲交易所交易产品的发展情况，小组成员还评论了两国相关期权市场的差异。

MSCI固定收益和衍生品全球主管George Harrington在法兰克福召开的会议上表示：“美国和欧洲的期权市场存在很大差异。主要的区别在于美国拥有庞大的ETF期权市场，而欧洲却不存在这样的市场，这极大地改变了市场格局。”

Harrington补充道：“如果看指数期权，美国期权市场的流动性非常高，但ETF期权正成为一股强大的力量。欧洲更加关注指数期权，甚至完全以指数期权为主，这也是二者最显著的区别。”

标普道琼斯指数公司英国、北欧和欧洲资本市场商业主管James Harris表示认同，欧洲在使用ETF期权方面远远落后于美国市场。

他说：“在美国，标普500指数生态系统每日交易量达到万亿美元级别，因此其基础流动性规模令

人震惊。欧洲面临的挑战是如何采取一些小措施以提高ETF期权的接受度。”

James Harris进一步表示，欧洲已逐渐意识到这一机遇，发行欧洲ETF的公司正在制定策略，以推动该市场的增长。Harrington还提到了庞大的印度在岸期权市场。

Harrington称：“全球范围内，人们比以往更具战略性地看待期权。散户投资者对期权的接受度显著提高。过去市场上一直存在着恐惧情绪，但这种情绪已经消散。交易所已经向投资者普及了期权的运作机制。”

Harrington认同教育至关重要：“一些衍生品交易所很乐意从事教育方面的工作，与社区特别是财富管理群体互动。作为指数提供商，我们也会参与此类活动，提高市场对期权的认知度和接受度，这至关重要。”

Harrington进一步指出了区域市场的关键区别：“美国已经做了大量工作……允许在期货和期权交易中使用交叉保证金，这使得使用期权的效率大大提高。” 🔄



交易商流动性改善推动期货市场发展

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿



交易专家表示，银行流动性的增加促进了交易所交易的衍生品合约数量的增长，并帮助交易所推出新产品。

在法兰克福举行的欧洲期货交易所（Eurex）衍生品论坛上，高盛期货和期权全球联席主管Joseph Nehorai表示，监管改革使交易商的关注重点从场外衍生品转向场内市场。

Joseph Nehorai在小组讨论中表示：“作为监管改革的一部分，回顾《多德弗兰克法案》之后的清算要求，生态系统已经发生变化，银行和交易所的合作比以往更加紧密……以设计出满足银行对冲部门及终端用户需求的产品。”

“这是一次非常成功的转向。我认为，期货已经从一种具有自身流动性的独立资产类别变成了类似交易所交易基金（ETF）或互换的‘包装’工具，这对于衍生品市场的期货化（futuresisation）而言是一个关键的变化。”

转向场内市场与2008年银行业危机和雷曼兄弟破产后引入的未清算衍生品的额外保证金和资本要求有关。

Nehorai补充道：“银行此前主要在场外市场提供流动性，而现在愿意为期货市场投入资金，交易所和银行之间的合作关系可以共存，这是一个巨大的

转变，如果回顾十年前，我们全球客户群体交易的场内衍生品种类非常有限，只有股指期货、利率期货、大宗商品以及少量的外汇产品。”

“此后产品种类激增，如今客户可以在全球范围内交易超过300种股指期货，完全取决于个人需求，我们也愿意并需要根据监管和资本改革的要求为期货市场的做市提供资金支持。这意味着生态系统最终会惠及我们所有的客户，同时也为各交易所创造了更健康的竞争环境。”

在该小组讨论中，Kedalion资本管理公司股票投资组合经理Lorenzo Longo表示同意Nehorai的观点，即用户评估总回报期货（TRFs）等新产品流动性的方式也发生了变化。

Longo称：“不能仅根据屏幕上显示的流动性判断产品是否成功。从这个意义上来说，总回报期货——尤其是在欧洲，但在全球范围内也是如此——是最好的例证，因为屏幕上几乎没有任何交易活动。”

Longo进一步表示，源于总回报期货的主要欧洲指数期货的持仓量比例正在上升。

“投资者仍然依赖传统合约进行Delta对冲，此类合约确实需要且具有良好的流动性，但这并不意味着投资者最终会持有头寸。” 

Euribor或仍为欧洲主要基准

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

欧洲银行间同业拆借利率（Euribor）可能会继续作为行业默认的基准利率，专家认为，如果没有监管机构的强制要求，市场不太可能转向无风险替代利率。

在伦敦举行的FOW Trading专家论坛上，荷兰银行互换交易主管Diederik Visser表示，欧洲公司可能会继续使用Euribor而非新的欧元短期利率（ESTR）管理头寸。

Diederik Visser在讨论中表示：“从做市商角度来看，银行已准备好尽快向ESTR过渡，但从终端用户角度来看，监管环境的变化对于推动整个欧洲市场的改变至关重要，我认为短期内不会发生这种情况，所以我们会在很长一段时间内继续交易Euribor。”

高伟绅律师事务所(Clifford Chance)衍生品和结构性产品业务合伙人Anne Drakeford向代表团表示，目前许多公司仍依赖于基于专家小组定价的利率。

Drakeford称，“对于终端借款人来说，Euribor更容易理解、监控和管理，因此，虽然它可能不如ESTR高效，但我认为市场不会很快放弃Euribor。”

短期利率市场的借款人和参与者报告称，与“无

风险”替代利率相比，Euribor的定价机制存在难以解决的问题。

Visser补充道，“我认为，在没有强制规定的情况下，市场将维持现状，但从实际操作的角度来看，Euribor也确实面临一些挑战。尽管Euribor是基于交易的，但相对于ESTR可能波动较大，这对市场参与者来说是一个挑战。”

欧洲期货交易所（Eurex）、洲际交易所（ICE）和芝加哥商业交易所集团（CME集团）都在争夺与ESTR挂钩的期货的市场份额。ICE主导着历史更悠久且规模更大的Euribor市场，但面临来自欧洲期货交易所的挑战。

数据显示，2024年欧洲期货交易所交易了2,450万手旗舰Euribor合约，而ICE欧洲分部的成交量为3.74亿手，这意味着欧洲期货交易所的市场份额为6.3%。

数据显示，在与ESTR挂钩的期货市场中，欧洲期货交易所2024年交易了2,620万手合约，占据了54%的市场份额，ICE占38.5%，剩余份额则由CME集团占有。🔴



ISDA:《巴塞尔协议III》清算规则对交易银行“具有惩罚性”

全球投资者集团 (Global Investor Group) 供稿



SEC计划在2025年末强制对美国国债实施中央清算,并在2026年中期对美国国债回购交易实施中央清算。但随着特朗普重新入主白宫,美国将制定更为宽松的监管议程,近期行业机构越来越多地呼吁推迟这一计划。

一家主要衍生品交易机构的负责人表示,美版《巴塞尔协议III》规定中的清算资本要求与推动中央清算的监管议程“完全相反”。

国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 首席执行官 Scott O'Malia 近日重申了2024年与国际期货业协会 (FIA) 共同发出的呼吁,即有意继续提供清算服务的国际头部银行须获得72亿美元的额外资本,以遵守新版巴塞尔协议和美国全球系统重要性银行 (G-SIB) 的资本规定。ISDA 首席执行官表示,这相当于全球系统重要性银行的资本需要增加80%以上。

Scott O'Malia 称:“这项惩罚性税收与金融危机后促进更多使用中央清算的政策目标背道而驰,并会对市场稳定产生负面影响。我们已经制定了解决

此问题所需的步骤,并将继续倡导这些变革,以免影响重要客户清算服务的提供。”

“这正值美国证券交易委员会 (SEC) 将从2025年末开始在美国国债市场引入强制清算制度。ISDA 一直在利用其在衍生品清算方面的经验帮助公司为这一转型变革做准备,但审慎框架也须进行适当的调整。”

目前,SEC计划在2025年末强制对美国国债实施中央清算,并在2026年中期对美国国债回购交易实施中央清算。但随着特朗普重新入主白宫,美国将制定更为宽松的监管议程,近期行业机构越来越多地呼吁推迟这一计划。

近日,证券业和金融市场协会 (SIFMA) 负责人重申其延期请求,称目前的截止期限“无法实现”。

O'Malia近期表示，2025年美国国债清算的最后期限“太紧”，呼吁白宫推迟，而Coalition Greenwich的一份报告认为，SEC的强制清算要求“至少会被推迟”。

近期，O'Malia就《巴塞尔协议III》对SEC国债清算要求的影响发表评论，“目前，美国拟议的资本规则不承认基于美国国债和利率期货交易的跨产品净额结算。此类服务允许公司通过抵消交易组合中的交易来提高初始保证金利用效率，从而降低风险，但在针对交易对手信用风险的标准化方法下，从资本角度看并没有获得相应益处”。

数据显示，芝加哥商业交易所（CME）三月期有担保隔夜融资利率（SOFR）期货产品（按成交量计算的美国领先利率期货）2024年共交易8.644亿手合约，同比增长6%。

“随着越来越多的美国国债和回购协议按照SEC的规则进行清算，缺乏对跨产品净额结算的认可将拖累银行的盈利，并削弱其为客户提供清算服务的能力。我们还认为，补充杠杆率（SLR）需要进行调整，因为它与提高国债市场效率和韧性的目标不一致——我们2024年在致审慎监管机构的信函中已经指出了这一问题。”

ISDA首席执行官表示，尽管具体日期目前尚不确定，但监管机构完全可以在美国版《巴塞尔协议III》终局规则出台之前立即着手解决SLR、跨产品净额结算和G-SIB附加资本要求的问题。巴塞尔银行监管委员会（BCBS）近期表示，尽管包括美国在内的一些主要司法管辖区推迟实施，但备受争议的银行资本规则仍是首要任务。

O'Malia称：“这些都是复杂且具有挑战性的问题，但如果不采取行动，我们将付出高昂的代价。随着美国新一届政府上台、部分关键监管机构出现人事变动，政策制定者必须花时间调整所设定的资本要求。深度和流动性良好的市场对于经济增长至关重要，它依赖于风险适当的资本框架。我们必须妥善解决这一问题。”

“长期以来，《巴塞尔协议III》‘终局’方案提议的规则在设计上明显不合理，会限制银行提供重要中介和风险管理服务的能力。如果不全面修改规则，这将对数十万依赖银行融资以推动增长和投资的企业造成严重影响。从融资渠道减少到缺乏对冲解决方案，再到受外部冲击影响的脆弱性增加，最终受害的将是企业。”

Basel Accords III

业界等待欧洲活跃账户监管规定的关键细节

全球投资者集团（Global Investor Group）供稿

根据备受争议的EMIR 3.0活跃账户要求，欧洲公司必须在欧盟中央对手方执行一定数量的欧元利率互换、波兰兹罗提利率互换和短期利率（STIR）交易，且须达到一定的门槛。此举旨在降低欧洲公司对非欧盟系统重要性（二级）清算机构（如LCH和ICE欧洲清算所）的依赖。

欧洲监管机构正在推进关于“活跃账户要求（AAR）”的技术标准，预计2025年6月生效。

根据备受争议的《欧洲市场基础设施法规3.0》（EMIR 3.0）活跃账户要求，欧洲公司必须在欧盟中央对手方执行一定数量的欧元利率互换、波兰兹罗提利率互换和短期利率（STIR）交易，且须达到一定的门槛。

此举旨在降低欧洲公司对非欧盟系统重要性（二级）清算机构（如伦敦清算所（LCH）和洲际交易所（ICE）欧洲清算所）的依赖。LCH的SwapClear主导以欧元和波兰兹罗提计价的利率互换清算市场，而ICE在欧元短期利率衍生品交易中占有重要份额，这些业务都受到EMIR 3.0监管框架的约束。

ESMA旨在提高欧盟清算机构竞争力

欧洲证券及市场管理局（ESMA）中央对手方监督委员会主席Klaus Loeber在2月末发表讲话时表示，该监管机构牢记自己的职责。

Klaus Loeber在主题演讲中表示：“EMIR 3.0不仅旨在增强韧性，也是为了提高欧盟清算机构的竞争力和吸引力。ESMA正在采取两种互补的方法。我们的目标是提高欧盟中央对手方在全球范围内的竞争力，并进一步加强清算生态系统的韧性，使欧盟清算服务更具吸引力。”

“首先，我们致力于缩短新产品和新模型的上市

时间。EMIR 3.0将大大加快审批和验证速度，以便更快推出产品、审查模型。众所周知，当前的流程可能需要相当长的时间，EMIR 3.0将审批周期缩短至最多几个月，且严格规定了上限。对于一些较小的调整，我们还优化了处理流程，可在15个工作日内完成。这极大地改善了当前的情况。”



Loeber说：“公平地说，自EMIR 2.0（当前框架的前身）实施后，我们在减少欧盟对第三国中央清算机构的依赖方面取得了显著进展，欧元回购清算和信用违约互换清算已从伦敦部分转回欧洲大陆，但仍然存在重大挑战，特别是在利率衍生品清算方面，欧洲市场仍然高度依赖离岸中央清算机构。”

“为减轻相关风险并加强欧盟市场的自主权，我们将进一步完善监管框架以管理跨境风险，评估潜在的传播渠道和新兴技术，并确保对系统重要性二级中央清算机构进行直接监管。”

Eurex希望从监管规定中收益

欧洲期货交易所 (Eurex) 法兰克福分部首席执行官Robbert Booij在2月份举行的欧洲期货交易所衍生品论坛开幕式上表示, 该交易所希望从欧洲监管规定中受益。

作为欧元收益率曲线的发源点, 欧洲期货交易所法兰克福分部表示, 通过德国中央对手方清算所有欧元利率产品的公司将受益于各种相关工具之间的保证金抵补制度。

欧洲期货交易所法兰克福分部是欧洲长期利率衍生品的主要交易场所, 近年来积极采取措施, 吸引更多短期利率衍生品 (目前主要在ICE欧洲分部交易) 和利率互换产品 (通常在伦敦证券交易所 (LSE) 集团旗下的LCH清算)。

欧洲期货交易所于2023年11月启动了一项合作伙伴计划, 鼓励公司在欧洲法规生效前交易其STIR期货, 该法规旨在降低欧洲市场对伦敦 (如ICE欧洲分部) 的依赖。

数据显示, 2024年欧洲期货交易所交易了2,450万手旗舰Euribor合约, 而ICE欧洲分部的成交量为3.74亿手, 这意味着欧洲期货交易所的市场份额为6.3%。

Eurex Clearing首席执行官Erik Mueller补充道: “总体来看, 欧洲已经走出了零利率甚至负利率时期, 过去几年情况发生了变化, 为我们的客户和欧洲期货交易所带来了巨大的增长机会。”

“十年前, 固定收益业务在欧洲期货交易所的业务中占比很小, 但如今我们在股票和固定收益市场上的份额已经更加均衡, 成为全面的交易所和中央对手方。过去几年我们实现了两位数的增长, 预计还会进一步增长, 特别是在固定收益领域。”

Booij在2024年6月份出任首席执行官后首次参加欧洲期货交易所衍生品论坛, 他向代表团表示, 欧洲期货交易所法兰克福分部旨在帮助客户应对当前面临的主要挑战。

他说: “资本短缺问题是市场关注的焦点, 我们可以提供帮助。通过将多种产品整合至一个清算所, 我们能够为客户创造资本效率, 客户只需提供一次违约基金。借助投资组合保证金, 客户可以获得更多的风险敞口, 或通过更有效的方式管理风险。”

LCH欢迎欧洲改革计划

论坛上, 欧洲主要清算机构LCH的风险主管David Horner对欧洲改革计划表示欢迎, 这些改革旨在加快新衍生产品和模型变更的审批。

David Horner在小组讨论中表示: “ESMA围绕第49条和第15条所做的工作令人倍感鼓舞, 这些条款涉及中央对手方对新模型、模型变更和新产品的审批。因此, 他们关注这一点非常令人鼓舞, 我对Klaus及其团队所做的工作表示赞赏。”

“我不知道我们是否会看到更多类似的改革, 但我们可以抱有希望。”

EMIR 3.0于2024年末正式写入法律, 但ESMA仍需制定技术标准, 之后规则将于6月正式生效。

Eurex Clearing首席风险官Dmitrij Senko在小组讨论中也对此举表示欢迎。

Dmitrij Senko称: “我认同ESMA的立场和见解, 也支持简化模型变更和类似产品变更审批流程的法规精神。目前, 一些模型的变更需要两年时间, 这是不合理的——耗时太久了, 因此这项改革令人鼓舞, 我们非常期待它的效果……美国市场的变化让欧洲政策制定者更加关注这一问题, 并开始思考未来的发展方向。” 

美国“关税乱拳”未影响市场涨势

Kathleen Brooks / XTB研究主管



预计欧洲和美国股指将继续高开，中国股市也将走高，科技板块继续延续近期的涨势。美元全线下跌，美元指数处于2025年迄今的最低水平，因为市场忽视了政治噪音和特朗普的“对等关税”威胁，而是关注企业盈利数据和乌克兰战争结束的前景。

全球股市大幅上涨，EuroStoxx指数、德国DAX指数、纳斯达克指数和标普500指数均表现强劲，其中，标普500指数收盘价接近上个月的历史最高点。期货市场暗示股指将继续上扬。预计欧洲和美国股指将继续高开，中国股市也将走高，科技板块继续延续近期的涨势。美元全线下跌，美元指数处于2025年迄今的最低水平，因为市场忽视了政治噪音和特朗普的“对等关税”威胁，而是关注企业盈利数据和乌克兰战争结束的前景。

暂缓加征关税

市场密切关注的关税政策并未公布。特朗普仍将关税政策作为推进经济议程的工具，但并未以“一刀切”的方式压制全球经济，而是签署总统令，要求美国

贸易代表对每个国家单独征收关税。这项政策极其复杂，有报道称第一批对等关税可能会在4月1日实施。新的关税可能不仅限于对等关税，可能还包括非关税壁垒，如美国认为的不公平的国家补贴、增值税、法规和汇率。政策可能涉及更多方面，从市场角度来看，交易员该如何评估这些不确定性？

最简单的做法是回避。这不仅体现在指数上——除富时100外，全球大多数蓝筹股指数均大幅上涨，债券市场同样“镇静自若”：美国国债和全球债券上涨，华尔街恐慌指数VIX仍低于12个月平均值15.93。是市场习而不察？还是交易员认为对等关税落地仍需时日，4月无法实施？抑或是市场更关注基本面而非政治因素？我们认为，是这些因素共同作用影响了市场走势。

欧元受到追捧

目前, 外汇市场尚未担忧潜在关税将带来的负面影响。新兴市场、欧盟和英国都在后续对等关税政策的乌云之下, 但近期以来, 其货币对美元普遍上涨。例如, 欧元/美元汇率目前处于三周以来的最高水平, 且一路向上, 突破1.0391美元的50日均线。市场对特朗普最新的关税政策不以为意, 表明外汇市场仍然认为特朗普不过是虚张声势, 最后可能会暂缓加征关税。

美国资产价格的反应颇为有趣。特朗普将加征关税与减税政策挂钩, 甚至可能降低企业税。许多经济学家对关税收入是否足以弥补减税成本表示怀疑, 但市场现在可能并不关注个中细节。相反, 减税预期可能推动美国股市上涨。

市场展望

目前, 股市上涨似乎并非不可持续, 其有强劲的基本面和盈利数据支撑。例如, 欧洲银行推动Eurostoxx 50指数收盘价创下历史新高, 接近25年来的最高水平。桑坦德银行、法拉利和西门子领跑。而标普500指数中近期表现最佳的是超微电脑, 它是比特币最大的企业持有者之一, 被视为加密货币的股票市场

代表。与欧洲相比, 美国市场的繁荣更像是投资者情绪的助推, 这表明近期美股涨势可能不如欧洲一般稳健。不过, 应当注意, 标普500指数前50只股票的隐含相关性极低, 这意味着一家大公司的股价下跌不太可能拖累整个美国蓝筹指数。

接下来, 市场将关注关税动向以及经济数据。英国暂无相关数据发布, 然而欧元近期的强势将面临考验——欧元区第四季度GDP初值。市场预计经济增长持平, 同比增长0.9%。如果实际情况与预期有偏差, 可能引发市场反应, 尤其是在外汇市场。

近期发布的经济数据对金融市场产生了较大影响, 美国零售销售数据备受关注。市场预计1月核心零售销售(不包括汽车和汽油)将增长0.3%, 这可能表明消费强劲, 并有望改善风险情绪。

市场情绪的最大变化是美联储降息预期的降温。目前预计2025年将仅降息一次。根据CME Fedwatch工具, 美联储12月份降息的可能性为37%, 2025年加息的可能性目前为2%。尽管加息预期较弱, 但仍然值得关注, 如果通胀数据高企, 关于加息的讨论或将提上日程。🌀



乌克兰问题未达成协议,但市场仍保持信心

Kathleen Brooks / XTB研究主管

特朗普仍是金融市场的主导力量——从“特朗普交易”到关税贸易、暂缓加征关税,现在又是乌克兰和平计划。特朗普是这一切的核心,这意味着交易员和投资者需要密切关注他的一举一动。

特朗普仍是金融市场的主导力量——从“特朗普交易”到关税贸易、暂缓加征关税,现在又是乌克兰和平计划。特朗普是这一切的核心,这意味着交易员和投资者需要密切关注他的一举一动。

谈判是结束冲突的第一步

美俄首轮会谈已经结束。目前为止,谈判仅在两国外交部长之间进行,尚未确定特朗普与普京会面的具体日期。显然,欧洲和乌克兰仍被排除在谈判之外,如果达成协议,最终可能只得被动接受。谈判无果并不令人意外,这只是第一轮会谈,且俄乌局势复杂,可能需要数周甚至数月的时间才能制定出具体的和平计划。好消息是,美俄代表团在会谈结束后发表的声明中表示,双方同意继续谈判,以“尽快找到结束乌克兰冲突的方式”。该声明可能向乌克兰发出信号,表示寻求“可持续且为各方接受”的解决方案。

市场目前仍支持特朗普的计划

特朗普在对俄政策上采取了不同寻常的做法,目前市场对其仍抱有信心。市场预期俄乌冲突即将得到解决,欧洲股市全线上涨,贝宜系统有限公司(BAE Systems)、劳斯莱斯(Rolls Royce)等国防企业在富时100指数继续位居领先地位。

和平的光明前景也在大宗商品和债券市场中得到体现。自特朗普上任后,德国国债的表现逊于英美,俄乌停火的预期增强了人们对欧洲经济长期复苏的希望,德国陷入困境的制造业也有望扭转颓势。如果和



谈破裂,避险需求可能会对德国国债收益率形成下行压力。目前,和平解决的可能性依然存在,这可能导致德国国债收益率在欧洲经济增长回暖之前上升。

大宗商品市场凸显谈判无实质性进展

大宗商品市场的反应值得关注。金价飙升,涨幅达20美元,试探2,920美元上方的空间。这可能反映了市场对未来不确定性以及俄乌僵局难破的担忧。能源价格(包括原油和天然气价格)略有下跌,表明投资者在谈判早期阶段不愿大举押注能源价格下跌。欧洲天然气价格大幅下跌,但由于谈判结束且美俄下一轮会谈时间尚不明确,天然气价格转而上漲3%。这表明,大宗商品市场对俄乌和平进程高度敏感,未来价格可能会出现剧烈波动。

此外,美国指数期货或将强势开盘,美元目前仍是外汇市场的王者。

油价陷入两难境地

Lysiane Baudu

世界各地冲突频仍，俄乌战场历时三年硝烟未平，西方国家对俄罗斯的制裁不断升级……紧张局势仍有可能扰乱原油供应。除地缘政治风险外，贸易战也可能冲击全球经济，对原油市场造成严重破坏。

担忧新旧危机可能扰乱市场并拖累全球经济增长，交易员和投资者难以判断油价未来走势。高盛研究部预测，布伦特原油价格将在每桶70-85美元之间波动，2025年的平均价格约为76美元，而2024年为80美元。

世界各地冲突频仍，俄乌战场历时三年硝烟未平，西方国家对俄罗斯的制裁不断升级……紧张局势仍有可能扰乱原油供应。除地缘政治风险外，贸易战也可能冲击全球经济，对原油市场造成严重破坏。

特朗普政府对经济增长前景的影响

事实上，经济学家和分析师担心特朗普政府最近宣布的关税政策可能会推高消费品成本，并引发受影响国家对美国采取报复措施，进一步损害全球贸易流动和经济增长前景。

SEB首席大宗商品分析师Bjarne Schieldrop在路透社的一篇新闻报道中表示：“特朗普挥舞铁锤砸向

当前的全球‘自由贸易体系’，并宣称美国将对进口汽车征收25%的关税，人们自然会对全球经济前景感到担忧。”近几周，对中国和欧洲需求疲软的担忧已然抑制了油价。2025年2月21日，布伦特原油期货下跌2.68%，收于每桶74.43美元，美国WTI原油下跌2.87%，收于每桶70.40美元。2024年，亚洲需求走弱和市场供应过剩导致油价承压。大多数市场观察人士预计，2025年油价仍面临下行压力。高盛研究分析师在2025年1月9日的一份报告中提醒投资者，2024年布伦特原油平均价格约为每桶80美元，但有时会跌至70美元的低位。分析师解释道，“2024年，冲突和地缘政治不确定性影响了原油市场，使其变得难以预测。”

欧佩克+和非欧佩克国家产量

高盛研究部预测，布伦特原油价格将在每桶70-85美元之间波动，2025年的平均价格约为每桶76美元。全球大宗商品研究联席主管兼原油研究主管Daan Struyven表示：“油价将受到非欧佩克国家生产速度以及制裁、关税等地缘政治因素的影响。”

1月31日，路透社对41位经济学家和分析师的调查显示，2025年布伦特原油平均价格预计为每桶74.57美元（略高于2024年12月预测的每桶74.33美元，是自2024年4月调查以来首次预期上调）。不过，调查显示，对中国需求低迷和供应过剩的担忧将使2025年油价维持在每桶80美元以下，路透社补充道，“虽然美国对俄罗斯原油实施更严厉的制裁和地缘政治紧张局势可能会为油价提供支撑”。



美国能源信息管理局(EIA)在2月11日发布的短期能源展望(STEO)中表示,今明两年WTI原油现货平均价格将下降。预计2025年WTI原油现货平均价格为每桶70.62美元,2026年为每桶62.46美元,2024年平均为每桶76.60美元。此外,EIA预测,2025年布伦特原油平均价格为每桶74美元,2026年将降至每桶66美元,而2024年为每桶80美元。EIA总结道:“预计全球原油产量增长快于需求。”

除影响需求的宏观经济因素外,欧佩克+成员国和非欧佩克国家的产量也会左右油价走势。一些分析师认为,美国、加拿大、圭亚那、巴西等非欧佩克国家将有大量新产能上线,2025年上半年可能出现供应过剩。

此前,2024年12月,由于需求疲软、外部产量激增,欧佩克+成员国(以沙特和俄罗斯为首)决定将2023年4月和2023年11月通过的额外减产措施延长至2025年3月末,随后按月逐步取消,直至2026年9月末。

因此,如果正如EIA所言,“产量逐渐增加,而全球原油需求仍然疲软,预计2025年下半年至2026年原油库存将会上升”,油价面临下行压力。但目前下结论还言之过早,中期油价仍存在不确定性,影响因素包括全球经济走向(在复苏前可能会进一步放缓)、俄乌战争(如果达成和平协议,战争或将结束)以及全面贸易战(如果世界各国领导人开始进行建设性的对话,贸易战有望避免)。前景扑朔迷离,油价涨跌难断。🌀

全球供应减少推动玉米价格继续上涨

Bruce Blythe

2025年伊始,全球玉米供应前景进一步收紧,库存相对于需求的比例可能降至近30年来的最低水平,这意味着至少到年中,谷物消费成本将持续走高。1月,美国农业部意外大幅下调2024年玉米产量预估,玉米价格应声上涨。

2025年伊始,全球玉米供应前景进一步收紧,库存相对于需求的比例可能降至近30年来的最低水平,这意味着至少到年中,谷物消费成本将持续走高。

玉米价格年初上涨,涨势持续至2月底,突破5美元/蒲式耳(约合197美元/公吨)的关键价位,达到16个月高点。1月,美国农业部(USDA)意外大幅下调2024年玉米产量预估,玉米价格应声上涨。美国农业部还预测2025年晚些时候全球玉米库存将降至十年来的最低水平。

去除中国库存后的全球供应更为紧张。据路透社2月份报道,扣除中国预估供应量后,2024/25年度全球玉米库存消费比预计将降至7.8%,远低于20年平均11%,创1995/96年度以来的最低水平。

路透社专栏作家Karen Braun写道:“作为全球主要的谷物进口国,中国持有巨量玉米库存,是第二大玉米储存国美国的五倍多。由于中国通常不会向国际市场释放大规模库存,因此剔除中国库存的数据能更真实地反映全球可用供应的情况。”

中国的谷物进口量与供需紧张形势震动全球谷物市场,而特朗普再度掀起的贸易战令市场深感不安。2025年1月上任后不久,特朗普即宣布对所有中国进口商品征收10%的关税,引发市场对贸易战2.0爆发的担忧。

2018年,中国的报复措施包括大幅减少对美国大豆的购买量。目前,中国进口大豆大部分来自巴西,但美国仍是其主要供应国。

阿根廷干旱影响收成前景

由于北半球夏末的极端高温和干旱导致玉米单产下降,美国农业部下调了美国玉米产量预估。

最近,阿根廷的干旱促使包括美国农业部在内的多家机构下调了对该国产量的预期。2月初,美国农业部将阿根廷玉米产量预估下调2%至5,000万吨。阿根廷是世界第三大玉米出口国。

巴西丰沛的降雨则减缓了大豆的收获,虽仍有望获得创纪录的大豆产量,但收割延迟可能会影响该国二茬玉米safrinha的种植。

美国农业贷款机构CoBank的分析师在最近的一份报告中表示:“如果巴西二茬玉米种植进一步推迟,南美玉米供应可能面临更严重的风险,导致全球市场供应紧张局面加剧。”

阿根廷和巴西的农民通常9月开始种植玉米和大豆,次年1月开始收获。美国农业部还下调了阿根廷大豆产量预测。

Summit Commodity Brokerage的分析师Tomm Pfitzenmaier向路透社表示,“南美玉米供应到夏季才会增加。美国短期内仍是玉米的主要供应国,这可能会支撑玉米价格在冬季末保持高位。”

中国缩减玉米进口

谷物行业观察人士继续密切关注中国的动向。

CoBank分析师表示,中国一直在减少玉米进口

量,希望减少供应以提振持续走弱的国内玉米价格。

由于中国经济低迷,消费者减少在肉类等高价食品上的支出,中国玉米价格始终承压。2025年2月,美国农业部将中国2024/25年度玉米进口预估下调23%,降至1,000万吨,为五年来最低水平。

CoBank分析师在一份报告中表示:“中国消费支出疲软正在影响许多行业,畜牧业受到的打击尤其严重。”

CoBank表示:“中国试图通过要求买家减少进口支撑国内玉米价格,而中储粮(旨在保障国家粮食安全的国有企业)已停止进口玉米轮出销售,转而增加国内玉米采购量以补充其储备。然而到目前为止,这些措施尚未扭转玉米价格下跌的势头。”

小麦库存趋紧

2025年初,全球小麦供应前景进一步收紧,部分原因是2024年欧洲和俄罗斯小麦产量下降。根据美国农业部的预测,全球库存正跌至九年来的最低水平。2月,美国小麦期货价格跃升至四个月高点,而随着政府实施的出口配额生效,俄罗斯小麦价格也有上涨。

路透社援引谷物运输公司Rusagrotrans分析主管的话称,到2024/25销售年度结束时,俄罗斯出口商最多可出口810万吨小麦,远低于原定配额。

俄罗斯政府允许贸易商在上半年度(7月至次年2月)尽可能多地出口小麦,但随后会设置配额以限制出口。2025年的配额减少了63%,降至1,060万吨。

美国小麦价格仍接近2024年末创下的四年低点,由于国内供应增加且强势美元抑制出口需求,上涨潜力可能有限。

2025年1月,美国农业部预测2025/26年度美国冬小麦播种面积将意外增加。2025年所有品种冬小麦的播种面积预计为3,412万英亩(1,380万公顷),同比增长2.2%。

原木期货首次应用于进口贸易定价

众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中

姚宜兵 / 期货日报

在当前国际贸易面临不确定因素冲击的背景下，依然有众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中。多家原木出口商正在积极与国内企业联系，探讨利用期货定价或开展基差贸易的可能性。随着越来越多境外企业的参与，我国原木期货的市场影响力将不断提高，能够为国际木材贸易的安全稳定运行提供更加坚实的保障。

随着市场稳健运行和功能初步发挥，去年11月上市的原木期货受到了越来越多海外原木出口商的关注。近日，首笔基于原木期货价格定价的进口贸易顺利完成，标志着原木期货首次在国际贸易中得到了运用。

据期货日报记者了解，此次交易的买卖双方分别为浙江凯德嘉瑞国际贸易有限公司（下称凯德嘉瑞）和Tenco Limited（下称Tenco），前者为我国一家大型原木贸易商、首批原木期货指定交割厂库之一，年原木进口量超过150万立方米；后者为一家新西兰原木和锯材供应商，是新西兰原木贸易行业标准术语的创立者，每年对华出口量为150万~200万立方米，约占新西兰对华原木出口总量的10%。该笔交易涉及辐射松现货9000立方米，符合原木期货交割标准品或替代品的质量要求，结算价格根据“合同签订日原木期货LG2507合约结算价+基差”进行汇率换算后确定。合同项下的货物于4月4日在新西兰马斯登角港装船发运，于4月21日抵达扬州港卸货。

记者了解到，今年2月以来，原木价格一路下滑，材长3.9米的中A级辐射松现货价格从高位约860元/立方米下跌至约780元/立方米。特别是进入3月后，原木现货行情波动较大，外盘出口价与国内港口现货价出现明显倒挂，传统原木国际贸易中出口商每月报“一

口价”的模式遇冷，销售难题波及海外。在此背景下，海外原木出口商迫切需要寻找一个市场各方都能接受的价格基准，以保障出口业务稳定开展，因此将目光投向了我国的原木期货。



Tenco中国区负责人Eric Xu表示，他们已经深耕原木贸易行业三十多年，在新西兰与多家林场、码头有着长期合作，建立起了完备的原木供应体系，并积极面向中国开展出口贸易，但此前在报价方面经常面临一些困扰。“无论从面积还是规模上来说，中国都是一个大市场，不同地区、不同企业对价格的接受度不尽相同。比起去争某一单的利润多少，我们更注重与更多客户达成长期、稳定的合作，因此希望尽可能提高

报价的准确度和接受度。”在Eric Xu看来,虽然上述交易成交价低于此前Tenco给出的报价,但更贴合中国市场的实际情况,因为原木期货合约价格是众多参与者共同交易出来的结果,能够更好反映中国市场的总体情况,以此为定价基准,有助于在市场行情不佳时与中国客户更顺畅地达成交易,值得进一步推广。

记者采访了解到,Tenco非常重视中国原木期货上市为行业带来的改变与机遇。由于原木期货交割质量标准同新西兰出口的原木标准贴合,因此上述业务不仅参考期货价格定价,还直接参照期货交割质量标准对原木进行单独分选和发货,使货物等级和品质更加明确,进一步降低了中国客户接货和处理的难度。

凯德嘉瑞总经理助理林张翼表示,Tenco与凯德嘉瑞是多年的战略合作伙伴,其在原木期货上市后就表现出了了解和接触的意愿。3月,在得知Tenco在现货销售上面临的压力后,凯德嘉瑞积极与其沟通,详细介绍了期货定价的优势、基差的计算方法以及货物规格的要求等相关情况,最终促成了交易。据他介绍,凯德嘉瑞依靠自身展业积累的大量数据,开发出了一套“原木期货价格—国内现货价格—外商美元报价”的换算公式体系,可以清楚说明基差的确定依据,帮助外商更好地理解并接受期货定价。

综合来看,上述交易具有三大特征:一是结算价格完全依据期货价格确定,定价依据公开、透明,兼顾进出口双方利益,更易被认可和接受;二是首笔期货定价的原木进口贸易已经具备相当的规模,涉及现

货量达到9000立方米,可以装满一艘原木运输船的3个货舱,需要约200辆次以上的卡车才可以全部运输;三是突破了以往新西兰原木出口的各等级混装、统货打包销售的模式,将规格筛选前置到海外发货环节,并参考原木期货交割质量标准,在输出价格的同时也实现了标准对接,有利于促进产业链供应链更加高效运转。

另据了解,与该批进口货物对应的销售也采用了期货定价。据悉,凯德嘉瑞与浙江浙期实业有限公司(下称浙期实业)签订了基差销售合同,约定由买方浙期实业点价,结算价根据“原木期货LG2507合约点价成交价+基差”确定。在与Tenco正式签订采购合同后,凯德嘉瑞随即进行了卖出套保。通过期货套保和定价,凯德嘉瑞有效对冲了绝对价格的波动风险和基差风险,从而基本锁定了业务利润。

值得一提的是,在当前国际贸易面临不确定因素冲击的背景下,依然有众多境外企业坚定看好中国市场并积极参与其中。据悉,除了Tenco,还有多家原木出口商正在积极与国内企业联系,探讨利用期货定价或开展基差贸易的可能性。比如,新西兰的另外一家头部原木供应商已在考虑开发新的固定产品线,每月单独拿出一批符合我国原木期货交割质量标准的货物与国内客户开展基差贸易。预计随着越来越多境外企业的参与,我国原木期货的市场影响力将不断提高,能够为国际木材贸易的安全稳定运行提供更加坚实的保障。



期市促进商品标准体系升级

祝惠春 / 经济日报



一根原木的量材革新，是期货市场助力商品标准体系提档升级的缩影。标准是经济活动的技术支撑，也是建设全国统一大市场的重要环节之一。在推动实体产业优化标准供给结构、提升标准质量水平的过程中，期货市场正以独特方式贡献解决方案。

“过去，南北木材商常因检尺标准不同产生纠纷，现在有了期货交割标准，让大家有了共同认可的‘度量衡’。”北新国际木业总经理王卫仁指着仓库里整齐码放的原木告诉记者。

长期以来，我国原木市场存在检尺标准不统一、检验行业操作不规范的问题。大连商品交易所研发团队在调研过程中发现，产生这一症结的原因主要出自两方面：一方面，南北方原木体积测量标准不统一；另一方面，行业缺乏智能检验标准，而人工检验误差大、效率低。不过，随着2024年11月原木期货在大商所上市，这个年加工产值超过2万亿元的产业加速迈向标准一致化。

大商所参考相关国家标准指标体系，采用形态、树种、材长、检尺径、外观缺陷等指标，科学制定原木期货的交割标准，并通过采用国标检尺，促进推动南

北方检尺标准统一，打通区域贸易壁垒。与此同时，还与行业协会、龙头企业深入开展研究论证，制定智能检验标准。2024年7月，《原木直径、材长智能检量技术》团体标准发布，不仅消除了人工检尺误差，检验效率更是提升超5倍。

“智能检验标准不仅化解了现货市场测量标准混乱的难题，更以技术赋能产业，推动全行业标准化水平跃升。”中国木材与木制品流通协会会长李佳峰对记者表示。

原木期货上市后，产业出现积极变化。目前，西南地区部分企业和林农开始尝试参考交割标准进行口径、材长上的分级和报价，逐步规范采伐、销售环节，提升国产林农林场收入。江苏苏州港检验检测有限公司市场业务部经理杨前程表示，原木期货通过“优质优价”的引导效应，推动林木产业向标准化、规范

化发展。近期该公司刚刚完成了全国首笔采用“机器+人工”检尺的原木期转现交易的检验业务。

一根原木的量材革新，是期货市场助力商品标准体系提档升级的缩影。标准是经济活动的技术支撑，也是建设全国统一大市场的重要环节之一。在推动实体产业优化标准供给结构、提升标准质量水平的过程中，期货市场正以独特方式贡献解决方案。作为我国重要的商品期货市场和大宗商品定价中心，大连商品交易所通过科学制定期货交割标准等举措，在多个产业领域推动相关商品标准升级，为完善我国大宗商品标准体系提供了创新实践样本。

期货标准持续赋能现货标准体系动态优化完善。2011年焦炭期货在大商所上市，一路也见证了行业从粗放扩张转向绿色智能的升级过程。近年，干熄焦因具有节能降耗的特点，符合国家绿色发展战略，在产业政策引导下，成为主流焦炭品种，也成为焦炭期货交割质量标准调整的锚定方向。

然而，由于现货市场缺乏统一、客观的干熄焦与湿熄焦区分方法，流通环节的干熄焦容易被误判为湿熄焦，既容易引起现货贸易质量纠纷、制约产业升级，也给期货交割带来了难题。

为更好发挥期货市场功能，在调整焦炭期货交割质量标准的过程中，大商所与中国炼焦协会、多家质检机构、产业企业合作，经过深入研究论证，形成了一套客观且具备可操作性的焦炭平衡水分检测方法，能够更精准地区分干熄焦与湿熄焦。

2024年12月，《干熄焦与湿熄焦的判定——平衡水分法》团体标准发布，已于2025年4月1日开始实施。与此同时，焦炭期货交割质量标准修改同步落地，将于2604合约开始实施。

“有效识别干熄焦，解决了行业区分干熄焦与湿熄焦的难题，不仅填补了行业空白，还明确了检测标准，对于畅通产品流通、提高产业标准化水平具有积极作用。”煤科院煤质技术与标准化研究所相关业务负责人对记者表示。

从原木到焦炭分类，再到鸡蛋、生猪等更多大宗商品领域，多年来，大商所立足产业实际，与产业机构密切合作，科学制定期货品种交割质量标准、创新检验方法，以专业所长服务实体所需。期货市场正以标准化、专业化的实践，成为完善商品标准体系、建设全国统一大市场的重要力量。



鸡蛋市场遭遇“倒春寒” ——期货成蛋鸡养殖企业破局“金钥匙”

邬梦雯 / 期货日报



价格波动风险、成本控制压力和供应链稳定性等问题，成为悬在企业头顶的“达摩克利斯之剑”。交易所引导行业运用期货、期权等金融衍生工具构建风险管理体系，不仅为养殖企业开辟了新的生存路径，更在产业升级的深层次逻辑中，演绎着现代农业与金融工具融合发展的新范式。

2025年春节刚过，全国鸡蛋市场便遭遇“倒春寒”。3.5元/斤的成本线被无情击穿，价格较2024年高点下跌近30%，这在养殖户的账本上画出一道刺眼的赤字。此轮行情不仅终结了持续五年的行业黄金周期，更拉开了行业大洗牌的序幕。

在这场变革中，企业的核心竞争力从单纯的生产效率转变为“规模控制+风险管理+价值创造”三位一体的综合能力。只有既能驾驭周期波动，又能创造消费价值的企业，才能在重构的产业秩序中占据优势。

供产能扩张引发行业阵痛

据期货日报记者了解，春节后的鸡蛋价格击穿了大部分养殖户的成本线。

“其实，这轮价格回调早有预兆。”光大期货农产品研究员孔海兰翻开数据台账说，“2024年7月起育雏鸡补栏量持续攀升，按生长周期推算，2025年春节后恰逢产能集中释放。”卓创资讯数据显示，截至

2025年2月，全国在产蛋鸡存栏量突破13亿只，环比增长1.31%，同比增长7.04%。此外，根据季节性规律，春节后消费转淡，鸡蛋价格通常承压下行。孔海兰表示，从目前的基本面表现来看，供给大概率延续增加态势，蛋鸡养殖可能持续面临亏损风险。

行业观察表明，此轮价格调整本质上是产能扩张与需求收缩的碰撞。一德期货生鲜品分析师侯晓瑞回溯行业周期发现，2021年以来的持续盈利刺激了产能扩张。特别是2024年，饲料成本明显下行，但产能增长速度偏慢，蛋价维持在较高水平，行业盈利进一步扩大，蛋鸡产能快速扩张。侯晓瑞同时认为，当前，全产业链正面临价格波动风险的严峻考验：上游养殖端承受饲料成本上涨与蛋价下跌的双重挤压，中间环节（贸易商、冷库等）则面临购销价差收窄的问题。

面对行业困境，产能出清被视为破局关键。孔海兰强调，淘汰落后产能是扭转价格颓势的根本路径。但

产能调整并非简单减量,而是行业生态的优化升级。

侯晓瑞预判,在存栏量稳定后,具备成本控制优势、生物安全管理能力及金融工具运用水平的企业将形成新的竞争优势。当前市场正经历供需关系的根本性转变,中长期供给压力将持续释放。

规模化浪潮改写价格“剧本”

在这场淘汰赛中,传统散户逐渐败退,现代化养殖企业强势崛起。侯晓瑞说:“蛋鸡养殖行业经历了2018年扶贫政策的扶持,2020年后散户从业者中老龄化群体被动退出,中小散户生存空间被挤压,大型养殖场凭借较强的资金实力及技术手段不断抢占市场份额。全国从产销区域到规模、从销售模式到养殖水平,都与前几年有了质的变化,行业集中度越来越高,鸡蛋品质越来越好,养殖管理越来越规范,市场参与者越来越专业。”

规模化不仅改变了生产端,更重塑了价格波动规律。侯晓瑞介绍说,参考肉鸡及生猪养殖规模化水平提升后的行业格局,中小散户占比不断降低后稳定在一定水平,大型养殖场不断抢占市场份额,最终成本较低、管理较好的企业脱颖而出。伴随着规模化进程的深化,鸡蛋价格波动周期拉长,且波动幅度降低。

此外,侯晓瑞表示,新型供应链模式正逐步替代传统贸易模式。电商平台及品牌直供等新型供给模式的兴起,大大缩短了中间环节链条,使贸易环节利润集中化。随着居民消费的升级,鸡蛋消费出现差异,品牌蛋等更受青睐,下游消费促使养殖端做出相应改变。

孔海兰认为,随着蛋鸡养殖规模化进程的加快,企业面临一定挑战,主要体现在两方面。一方面,创设品牌。随着居民对食品安全关注度的提高,品牌蛋需求提升。对规模养殖场而言,品牌溢价能力较强。相较于普通鸡蛋,品牌蛋的溢价可以有效弥补蛋价低迷时企业所面临的价格风险。另一方面,提高产品附

加值。目前很多大型养殖场正在通过向上下游拓展业务的方式进行扩张。相较于单一的蛋鸡养殖,企业积极延伸产业链,规避养殖利润周期变化所带来的生产经营风险。其中,在向下游拓展时,通过提高产品附加值的方式增加收入,提升企业竞争力以及抗风险能力。

深刻变革催生新“生存法则”

随着鸡蛋期货的逐渐成熟,越来越多的企业开始参与鸡蛋期货市场。侯晓瑞表示,基于此,鸡蛋定价方式也由现货主导逐步过渡到期现联动。养殖场可以参考盘面远期价格调整养殖策略,或以套保的方式参与期货市场,尤其对大型养殖场来说,养殖策略调整不如散户灵活,提前在期货上锁定远期利润有助于企业稳定生产经营。

“没有鸡蛋期货的时候,企业只能被动应对价格波动风险,而在鸡蛋期货上市后,企业可以通过期货市场锁定养殖利润。特别是在鸡蛋期权上市后,相关主体运用场景更加丰富,如利用‘保险+期货’稳定经营。此外,企业套保扩展到‘期货+期权’组合,经营理念更新发展。”侯晓瑞说。

四川厚全生态食品有限公司(下称厚全集团)的操作成为行业范例。厚全集团位于四川省乐山市,是一家集饲料加工,蛋鸡养殖,鸡蛋生产、分级加工与销售,有机肥研发、生产与销售为一体的蛋鸡全产业链运营商。作为市场的“后起之秀”,该公司通过有效运用期货工具在市场上获得了较强的竞争力。其董事长黄祖尧介绍说,厚全集团在日常生产经营中主要涉及的大宗商品有饲料原料豆粕、玉米及主营产品鸡蛋,这些大宗商品近年来价格波动较大,受此影响,公司在生产经营中面临成本上升以及利润压缩的双重压力。

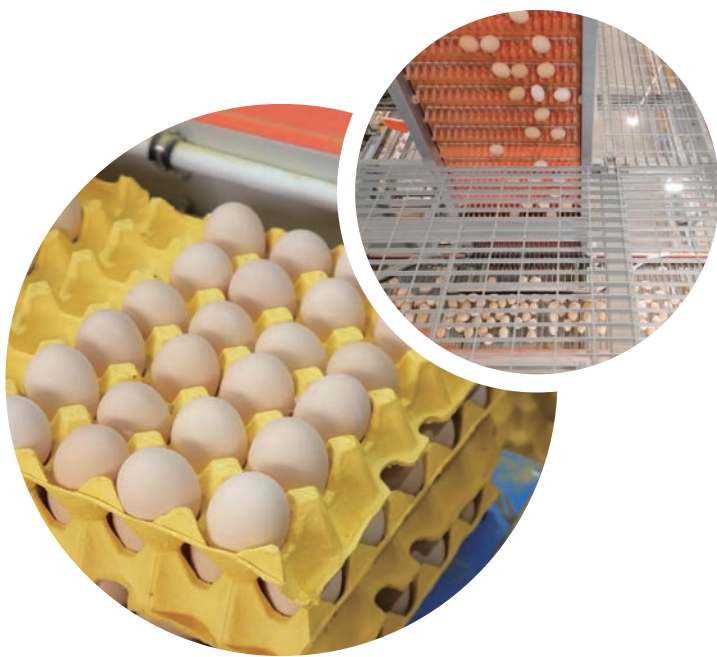
为了有效应对市场风险,厚全集团2020年开始参与期货市场。通过套保操作,该公司锁定豆粕、玉米

成本和鸡蛋售价，提前规划生产和投资计划，降低了价格波动对生产经营的影响，避免了因价格变化导致的经济损失。

“近几年我们参与期货市场的整体效果很好，公司得到了稳健快速的发展。短短五年时间，厚全集团跻身全国蛋鸡行业前十强。”黄祖尧表示，他们参与期货市场的主要模式有鸡蛋期货+期权套保、豆粕基差合约+期货期权套保等，风险管理策略逐步多样化。此外，厚全集团在套保过程中始终遵循“稳字当头、行稳致远”的原则和理念。

2024年上半年，鸡蛋价格大幅下跌，厚全集团团队调研后认为，可以利用交割厂库的优势，管控鸡蛋价格进一步下跌风险，并拓展销售渠道，于是择机卖出鸡蛋期货合约，并完成交割。2024年下半年，豆粕现货及期货价格持续下滑，厚全集团团队经过调研认为，豆粕价格有止跌回升的可能，尤其是美国大选后中美贸易存在不确定性，于是公司从2024年12月起逐步锁定豆粕基差合约，并同步进入期货市场。截至2025年1月，厚全集团已大比例锁定2025年2至4月拟使用的豆粕，有效降低了豆粕采购成本。

黄祖尧称：“当前，农牧产业已进入一二三产业融合发展的新阶段，期货市场的价格发现和风险管理功能有助于农牧企业科学制定生产经营策略、灵活应对市场变化。厚全集团作为大商所的产融培育基地，正积极拥抱期货等金融衍生工具，推动企业与行业的可持续、高质量发展。”他还表示，国内蛋鸡养殖行业已进入充分竞争阶段，规模化、集约化进程加速推动行业进入“微利时代”。商品蛋鸡环节的利润空间被压缩，企业需要以战略眼光破局，实现长效生存。在此过程中，具备全链协同能力、品牌溢价优势和风险管控体系的龙头企业将脱颖而出，预计未来十年有望形成3到5家百亿级行业领军企业，主导产业资源的再分配。



与厚全集团类似，吉林某大型养殖场也在积极利用期货市场“护航”经营发展。

据期货日报记者了解，上述公司已从最初的食品深加工发展到如今的全产业链闭环模式。该公司相关负责人表示：“在公司的发展过程中，我们深刻认识到单一业务模块的弊端，因而逐步向上下游拓展，以确保公司的可持续发展。公司现有蛋鸡存栏量千万羽，食品加工也表现出色，产品出口到香港、东南亚等地区。”

上述企业生产涉及鸡蛋、玉米、豆粕、白糖、棕榈油等大宗商品，近年来受天气、政策、地缘政治等因素影响，农产品价格波动加大，原料价格的不稳定导致生产成本难以控制，在价格下行周期中存货跌价风险增加，中下游面临原料涨价和终端产品提价困难的双重压力。在大商所的指导和支持下，企业利用期货市场对冲价格波动风险，通过基差交易优化库存，运用期权工具构建价格保护机制。可以说，期货市场为解决企业的难点和痛点提供了有效途径。

金融衍生工具重塑行业生态

近年来,我国蛋鸡养殖行业在规模化、集约化的进程中迎来深刻变革。随着市场集中度的提升、产业链条的延伸,行业逐渐告别粗放式增长模式,转而进入精细化管理的“微利时代”。在这一背景下,价格波动风险、成本控制压力和供应链稳定性等问题,成为悬在企业头顶的“达摩克利斯之剑”。交易所引导行业运用期货、期权等金融衍生工具构建风险管理体系,不仅为养殖企业开辟了新的生存路径,更在产业升级的深层次逻辑中,演绎着现代农业与金融工具融合发展的新范式。

事实上,蛋鸡养殖行业的规模化进程,本质上是农业现代化转型的缩影。当产业从分散的小农经济走向集约化生产,企业的经营逻辑随之转变:过去依靠市场价格波动赚取超额利润的模式难以为继,取而代之的是每斤鸡蛋几分钱的利润空间竞争。这种转变将行业推向“刀刃”向内改革的深水区——生产成本每降低1分钱、库存周转每优化1天、价格风险每规避1个百分点,都可能成为企业突围的关键。

传统模式下,企业往往陷入“价格上涨追产能、价格下跌砍规模”的恶性循环。而衍生工具的引入,正在重构风险应对机制。通过期货市场锁定未来销售价格,利用基差交易优化库存周期,借助期权工具建立价格保护机制,企业得以将不可控的市场波动转化为可量化的风险管理成本。这种转变背后,是农业经营主体从被动承受风险到主动管理风险的认知跃迁。

金融衍生工具的应用,绝非简单的套保操作,而是推动产业链价值重构的系统工程。在蛋鸡养殖领域,这种重构沿着三个维度展开。其一,价格发现功能重塑定价体系。期货市场形成的远期价格曲线,为企业的生产计划、库存管理提供前瞻性指引,实现跨周期资源配置。其二,风险管理工具完善经营闭环。

当企业能够通过期权组合策略为鸡蛋销售价格设置“安全垫”,通过基差贸易锁定上下游利润空间,生产经营就具备了更强的计划性和稳定性。其三,产融结合催生新型商业模式。部分龙头企业开始探索“保险+期货”“订单农业+套保”等创新模式,将金融衍生工具嵌入产业链各环节,构建起覆盖饲料采购、养殖生产、产品销售的全链条风控体系。

这种变革的深层价值在于,它打破了农业与金融的行业壁垒,让养殖企业从单纯的生产者转型为综合运营商。当企业能够运用金融工具对冲市场风险,便可更专注于提升生产效率、优化产品质量等核心竞争力的培育,形成“风险管理—效率提升—价值创造”的良性循环。

衍生工具的普及应用,正在引发蛋鸡养殖行业生态的连锁反应。在微观层面,企业风险管理能力的差异加速行业分化,具备金融素养和系统思维的市场主体逐渐占据竞争优势;在中观层面,期货价格成为行业景气度的晴雨表,引导资本、技术等要素更高效地流动和配置;在宏观层面,推动形成“生产端稳供给、金融端平波动、消费端保安全”的多维平衡机制。

从更宏观的视角观察,这种探索契合国家乡村振兴战略的内在要求。2023年中央一号文件明确提出“发挥多层次资本市场支农作用”,其深层逻辑正是通过金融创新激活农业产业升级的新动能。当越来越多的农业经营主体学会用金融工具“武装自己”,产业链层面就会形成风险共担、利益共享的协同机制,这对保障重要农产品供给安全、促进农民持续增收具有战略意义。

当金融活水持续润泽田间地头,我们看到的不仅是某个行业的蜕变,更是现代农业体系在风险管理、价值创造、生态构建等维度的深刻重构。这种变革的力量,将重新定义中国农业的竞争边界与发展图景。

合约名称: Solana期货

发布机构: Coinbase

Coinbase	
合约名称	Solana期货
期货/期权	期货
合约规模	100 Solana
起始日期	2025年2月18日
交割类型	现金交割

受美国监管的加密货币衍生品交易所Coinbase推出三款期货产品, 跟踪加密货币Hedera、Solana和Nano Solana的表现。

支持加密货币的特朗普再次当选美国总统后, 加密资产市场出现复苏。据美媒报道, 特朗普将任命前美国商品期货交易委员会(CFTC)委员、加密货币倡导者Brian Quintenz为CFTC主席。

美国证券存管信托与结算公司(DTCC)已将数字资产列为2025年的“重点关注领域”, 新兴资产类别的复苏反映了市场对加密货币“日益积极的态度”。



合约名称：西班牙电力周一至周日峰值期货

发布机构：欧洲能源交易所（EEX）

欧洲能源交易所（EEX）	
合约名称	西班牙电力周一至周日峰值期货
期货/期权	期货
合约规模	12兆瓦时/天
起始日期	2025年2月24日
交割类型	现金交割

欧洲能源交易所（EEX）2月24日推出91个期货合约，包括希腊电力基础期货（34个每日合约、5个周度合约和5个周末到期合约）和西班牙电力期货（34个每日合约、5个周度合约、5个周末到期合约、1个月度合约、1个季度合约和1个年度合约），覆盖周一至周日中欧时间8:00至20:00的高峰时段。

此次推出符合市场预期，EEX在2024年12月表示，希望扩大在西班牙和希腊电力市场的短期交易，并“计划在适当的时候扩展至其他欧洲市场”。

EEX首席执行官Peter Reitz表示：“新的‘周一至周日峰值期货’反映了电力现货市场的变化趋势，其中太阳能发电对价格的影响越来越大。”他在2024年10月还曾指出，近期的产品创新反映了集团支持向可再生能源转型的愿景，并观察到全球范围内低碳电力市场“日益放松管制且趋向自由化”。“这些合约提供了对冲工具，以适应太阳能发电的持续性。”



数据统计*



各洲商品衍生品持仓量与交易量

2025年3月 数据来源: FIA 单位: 手

地区	月末持仓量	月累计交易量
北美洲	78,140,834	154,347,406
亚洲	54,595,440	800,602,167
欧洲	33,588,640	99,331,362
南美洲	524,456	808,671
大洋洲	216,952	75,088
非洲	121,185	218,371



中国内地商品衍生品持仓量与交易量

2025年3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	19,195,102	234,709,857
郑州商品交易所	17,979,829	253,366,278
上海期货交易所	11,559,367	193,251,794
广州期货交易所	1,268,865	11,862,847
上海国际能源交易中心	417,598	12,856,324

*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

2025年3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.)	44,281,632	44,092,640
纽约商业交易所 (NYMEX)	16,282,805	56,531,980
芝加哥期货交易所 (CBOT)	8,621,051	33,090,830
Nodal交易所	4,375,028	605,190
纽约商品交易所 (COMEX)	2,402,137	14,167,369
芝加哥商业交易所 (CME)	2,080,215	5,376,127
迈阿密国际期货交易所 (MIAX Futures)	95,158	309,006
FairX	2,808	168,787
北美衍生品交易所	-	5,477



欧洲商品衍生品持仓量与交易量

2025年3月 数据来源: FIA 单位: 手

地区	月末持仓量	月累计交易量
英国	23,460,163	84,772,312
德国	7,363,132	3,327,475
土耳其	1,643,771	8,515,106
法国	1,043,370	2,691,847
瑞典	78,204	24,622



全球农产品期货期权交易量前十名

2025年3月 数据来源: FIA 单位: 手

合约	交易所	月累计交易量
豆粕期货	大连商品交易所	61,128,540
菜籽粕期货	郑州商品交易所	36,703,107
棕榈油期货	大连商品交易所	24,624,617
玉米期货	大连商品交易所	15,922,550
菜籽油期货	郑州商品交易所	15,683,337
豆油期货	大连商品交易所	12,091,234
玉米期货	芝加哥期货交易所 (CBOT)	10,036,308
豆粕期权	大连商品交易所	8,601,206
天然橡胶期货	上海期货交易所	8,126,357
棕榈油期权	大连商品交易所	7,078,284



全球金属期货期权交易量前十名

2025年3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	42,265,756
白银期货	上海期货交易所	20,861,780
热轧卷板期货	上海期货交易所	15,595,336
铁矿石期货	大连商品交易所	10,469,453
黄金期货	上海期货交易所	8,955,445
白银期权	上海期货交易所	7,214,213
锰硅期货	郑州商品交易所	7,029,978
镍期货	上海期货交易所	6,603,725
铁矿石期权	大连商品交易所	6,373,796
铝期货	上海期货交易所	6,050,161



全球能源期货期权交易量前十名

2025年3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)	37,103,591
布伦特原油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	24,477,080
北美天然气期货	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	23,454,752
天然气期权	印度多种商品交易所 (MCX)	19,741,608
WTI原油期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	17,058,676
燃料油期货	上海期货交易所	16,561,181
亨利港天然气期货	纽约商业交易所 (NYMEX)	12,561,955
北美天然气和电力期权	洲际交易所美国分部 (ICE U.S.)	11,090,372
石油沥青期货	上海期货交易所	8,338,235
柴油期货	洲际交易所欧洲分部 (ICE Europe)	7,872,761



全球化工期货期权交易量前十名

2025年3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	24,469,199
PTA期货	郑州商品交易所	18,176,188
聚氯乙烯期货	大连商品交易所	17,420,879
甲醇期货	郑州商品交易所	17,194,371
烧碱期货	郑州商品交易所	11,512,010
纯碱期权	郑州商品交易所	9,156,198
苯乙烯期货	大连商品交易所	8,295,249
LLDPE期货	大连商品交易所	8,075,644
聚丙烯期货	大连商品交易所	6,976,749
PTA期权	郑州商品交易所	6,154,238

大商所就纯苯期货、期权合约及相关规则公开征求意见

5月14日,大商所发布公告,就纯苯期货、期权合约及相关规则公开征求意见,截止日期为2025年5月21日。

据了解,纯苯是重要的有机化工原料,上承石油和煤两大基础能源,下接合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大产业,是苯乙烯、己内酰胺、苯酚、苯胺和己二酸等化工品的关键原料,终端产品涉及纺织、家电、轮胎、染料等众多领域。我国是世界最大的纯苯生产国和消费国,2024年我国纯苯产量2513万吨,表观消费量达2926万吨,市场总规模2086亿元。

研发纯苯期货、期权是大商所服务实体经济的又一重要举措,可以与已上市的苯乙烯期货、期权形成合力,为相关产业企业提供更为完备的风险管理工具和贸易定价基准,助力芳烃产业链供应链安全稳定发展。

根据征求意见稿,纯苯期货合约交易代码为BZ,交易单位为30吨/手,最小变动价位为1元/吨,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、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12月,最后交易日和最后交割日分别为合约月份倒数第4个交易日和最后交易日后第3个交易日,交割方式为实物交割。

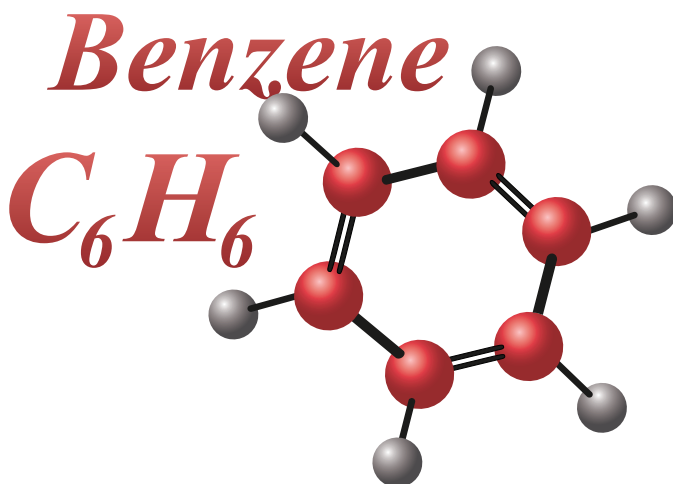
交割质量标准上,由于纯苯国家标准指标体系完善,在行业中认可度较高,因此大商所以现行国标为依据设计了交割质量标准,对国标中没有具体数值要求的1,4-二氧己烷(质量分数)、氮含量、水含量、密度、氯含量等五个指标也不做具体数值要求。

交割方式上,纯苯期货拟采用厂库与仓库并行的实物交割制度,适用一次性交割、滚动交割和期转现交割。一方面,纯苯现货贸易活跃度适中,仓库常年有库存且周转较快,因此适合开展仓库交割。另一方面,为保证生产的连续性,纯苯产业企业都有良好的

仓储设施和一定的常备库存,同样具备开展厂库交割的基础条件。

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的基础上对纯苯期货的保证金、涨跌停板幅度等参数适度从严设置。其中,持仓限额方面,自合约上市至交割月份前一个月第十四个交易日,当单边持仓量 ≤ 40000 手时,持仓限额为2000手,当单边持仓量 > 40000 手时,持仓限额为单边持仓量的5%;交割月份前一个月第十五个交易日至该月最后一个交易日,持仓限额为400手;进入交割月后,持仓限额为200手。

纯苯期权合约与大商所已上市期权合约的设计思路一致,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保持统一;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12个交易日,交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日。



同时,大商所对纯苯期权合约的行权价格间距、最小变动价位等进行了针对性的设计。行权价格间距方面,纯苯期权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。对于近六个自然月对应的期权合约,行权价格位于4000元/吨至8000元/吨之间时,行权价格间距为100元/吨,区间以下和以上行权价格间距分别为50元/吨和200元/吨。对于第七个及以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,纯苯期权的最小变动价位为0.5元/吨,是标的期货最小变动价位的1/2。

据了解,近年来受国际原油价格、全球经济形势、贸易格局、产能变化等多重因素影响,我国纯苯

现货市场价格波动幅度较大,特别是今年以来,纯苯价格一度从最高的7780元/吨下跌到5375元/吨,跌幅达到31%,企业避险需求较为强烈。在产业人士看来,纯苯期货和期权上市后,产业链企业可以利用衍生品工具有效应对价格波动风险,并根据公开、透明的远期价格信号进行供需调节,从而优化资源配置,对于促进产业链长远健康发展具有重要意义。

大商所相关业务负责人表示,目前大商所石化品种期货期权市场已建立起较为丰富的品种体系、多元化的市场服务体系和日渐成熟的风险防控体系。下一步,大商所将结合产业发展实际和市场各方意见建议,进一步优化完善合约规则,确保纯苯期货、期权平稳上市运行,稳步发挥市场功能。🔥

大商所就线型低密度聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯月均价期货合约及相关规则公开征求意见

4月24日,大商所发布公告,就线型低密度聚乙烯(LLDPE,下称聚乙烯)、聚氯乙烯(PVC)和聚丙烯(PP)月均价期货合约(下称三个化工品月均价期货合约)及相关规则向市场公开征求意见。

据了解,月均价期货是一种以一个月内标的资产平均价格为结算依据的期货合约。根据公告,本次征求意见的三个化工品月均价期货合约的合约代码分别为“L合约月份F”、“V合约月份F”和“PP合约月份F”,例如L2409F表示合约月份为2024年9月的聚乙烯月均价期货合约;合约月份为1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12月;最后交易日为合约月份前一个月的最后1个交易日;交易单位、交易时间、手续费、保证金、涨跌停板等方面与对应三个化工品实物交割期货合约保持一致。

据悉,三个化工品月均价期货合约采用现金交割方式,即交易所以交割结算价为基础,划付持仓双方的盈亏,了结到期未平仓合约。这将是大商所首次推出现金交割期货合约。

同时,为确保合约平稳运行,大商所对三个化工品月均价期货合约的结算价计算方法进行了针对性设计。具体来看,三个化工品月均价期货合约在合约月份前一个月之前的当日结算价,取对应实物交割期货合约的当日结算价;在合约月份前一个月某一交易日的当日结算价,则按照对应实物交割期货合约在该月全部交易日当日结算价的平均值计算,其中该交易日及其之后交易日的对应取值为该交易日实物交割期货合约的当日结算价,从而在计算过程中赋予最新交易日的当日结算价更高的权重。三个化工品月均价期货合约的交

割结算价,为对应实物交割期货合约在合约月份前一个月所有交易日当日结算价的算术平均值。

以L2409F合约为例,自挂牌起至2024年7月底,每个交易日的当日结算价锚定L2409合约的当日结算价;在2024年8月,即合约月份前一个月,L2409F合约每个交易日的当日结算价根据L2409合约在8月全部交易日的当日结算价计算得到,其中该交易日及其之后交易日均取L2409合约在该交易日的当日结算价。2024年8月共有22个交易日,L2409合约在8月前3个交易日的结算价分别为8293元/吨、8279元/吨、8254元/吨,那么L2409F合约在8月第3个交易日的当日结算价为 $[8293+8279+8254+8254 \times (22-3)]/22=8256$ 元/吨。8月最后1个交易日,L2409F合约到期,交割结算价为L2409合约在8月所有交易日当日结算价的算术平均值。

持仓限额方面,三个化工品月均价期货合约与实物交割期货合约适用各自的限仓数额。具体来说,三个化工品月均价期货合约限仓标准设置为原实物交割期货合约限仓标准的五分之一,即对非期货公司会员和客户,自合约上市至合约月份前一个月第14个交易日期间,若单边持仓量小于或等于20万手,则持仓限额为4000手,若单边持仓量大于20万手,则持仓限额为单边持仓量的2%;自合约月份前一个月第15个交易日起,持仓限额为1000手。相应的,三个化工品实物交割期货合约在非交割月的限仓标准调整为原标准的五分之四,即对非期货公司会员和客户,自合约上市至合约月份前一个月第14个交易日期间,若单边持仓量小于或等于20万手,则持仓限额为16000手,若单边持仓量大于20万手,则持仓限额为单边持仓量的8%;自合约月份前一个月第15个交易日起,持仓限额为4000手。三个化工品实物交割期货合约在交割月份的持仓限额仍维持2500手不变。

据悉,聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯期货先后于2007年、2009年、2014年在大商所上市,多年来其发

现价格、管理风险、配置资源功能有效发挥。2024年,聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯期货日均成交量分别为34万手、106万手和34万手,日均持仓量分别为51万手、112万手和52万手。参与聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯期货交易的法人客户持仓占比分别为71%、59%和72%。总体来看,三个化工品期货市场运行成熟稳健,产业认可度和参与度较高,为推出月均价期货合约奠定了良好基础。

市场人士指出,聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯作为塑料化工领域的核心品种,其市场波动与宏观经济、产业链供需及政策导向密切相关。在此之前,均价计价模式已经在三个化工品的国际国内贸易中得到了应用。2025年以来,受多方面因素影响,上游国际原油价格震荡,全球化工市场面临更加复杂环境。在此背景下,除了原有的基于期货价格的基差点价贸易外,越来越多的产业企业也在寻求基于公开市场价格的更为稳定的长期贸易模式,以稳定生产成本和经营效益。大商所计划推出的月均价期货能够直接为企业提供均价信息参考和定价依据,并与实物交割期货共同满足企业多样化的风险管理需要,因此众多企业对其上市表示期待。

据了解,2024年10月,山东京博石油化工有限公司与下游塑料加工企业河南诺辰塑业有限公司以PP2501合约的月均结算价签订了3600吨聚丙烯的购销合同,这是产业界利用期货市场月均结算价稳定经营利润的一次探索创新。未来,月均价期货的推出将为上述交易模式提供新的风险管理工具,有助于该模式的推广应用。

大商所相关负责人表示,在全面深入市场调研,广泛征求意见及充分论证基础上,大商所完成了三个化工品月均价期货合约的规则设计工作。下一步,大商所将结合各方反馈的意见和建议,进一步完善合约和规则,做好上市前各项准备工作,确保三个化工品月均价期货平稳上市运行。🔴

大商所优化聚丙烯、线型低密度聚乙烯和聚氯乙烯仓库标准仓单注册时限要求



为顺应现货市场发展实际、提升产业客户参与交割的便利性，5月9日，大商所发布《关于修改聚丙烯、线型低密度聚乙烯和聚氯乙烯期货业务细则的公告》，对聚丙烯、线型低密度聚乙烯和聚氯乙烯仓库标准仓单的申请注册时限要求进行优化，自6月1日起施行。

据悉，在此次调整前，聚氯乙烯、聚丙烯和线型低密度聚乙烯期货在仓库标准仓单申请注册时限要求上存在差异。具体来看，对于聚氯乙烯品种，境内生产商品的申请注册日期距生产日期不得超过120个自然日，境外生产商品的申请注册日期距进口日期不得超过120个自然日；对于聚丙烯和线型低密度聚乙烯品种，境内生产商品的申请注册日期距生产日期不得超过180个自然日，境外生产商品的申请注册日期距进口日期不得超过180个自然日。

根据公告，此次规则优化主要体现在两个方面：一是放宽了聚氯乙烯品种的仓库标准仓单申请注册时限要求，与聚丙烯、线型低密度聚乙烯保持一致；

二是统一了三个期货品种境内商品和境外商品仓库标准仓单申请注册时限的起算点。即，聚氯乙烯、聚丙烯、线型低密度聚乙烯仓库标准仓单申请注册时，无论是境内还是境外生产的商品，申请注册日期距商品生产日期均不得超过180个自然日。

市场人士表示，此次规则修改契合了现货市场发展实际与产业客户需求。一方面，聚氯乙烯商品从采购、运输到检验、入库，通常需要较长时间，放宽聚氯乙烯仓库标准仓单注册时限，可以缓解企业货物周转压力，扩大可供交割量，降低交割风险。另一方面，将三个品种境内外商品的仓库标准仓单申请注册时限要求统一，也有利于帮助产业客户更好理解记忆交割规则、更加便捷顺畅地参与期货交割。

下一步，大商所将坚持“服务面向实体经济，创新紧跟市场需求”的理念，持续跟踪相关品种期现货市场运行发展情况，“一品一策”做好品种维护优化工作，促进期货市场功能更好发挥，服务相关产业高质量发展。🔗

会员服务再升级 ——大商所优化有价证券作为保证金业务流程

姚宜兵 / 期货日报

日前,大商所向会员单位发布《关于优化有价证券作为保证金业务流程的通知》,围绕简化业务办理流程和调整数据统计等多维度优化有价证券作为保证金业务,为会员办理相关结算业务提供更便捷、高效的服务。

操作流程化繁为简,提取功能整合升级。在业务流程方面,以往有价证券作为保证金业务需按照合同号逐笔申请交存、统计和清退。升级后,会员可以依据资产类别(标准仓单、国债等)直接办理交存和提取,操作模式更简化,业务办理效率大幅提升。在资产提取方面,新功能整合了以往“部分提取”与“全部提取”两种方式,支持会员自主选择提取数量,提升了操作灵活性。

AI赋能业务管理,配备便捷辅助功能。在提交和审批环节,利用图像识别等人工智能技术辅助审核合同文本、自动规范文件名称,提升业务办理效率,帮助

会员更灵活高效地管理担保品资产。

数据统计直观明了,分类管理更加清晰。在数据统计环节,系统按照有价证券资产类别将作为保证金的金额等核心信息集中展示,替代原有的逐条合同显示方式,更为清晰。统计功能支持按多维度筛选查询,帮助会员更便捷地掌握资产分布及变动情况,大幅提升数据查阅与管理效率。

“此次有价证券作为保证金业务模块的升级,是大商所提高有价证券作为保证金管理质效的重要举措。我们不仅在业务流程上‘做减法’,而且成功地解决了历史数据转换难题,提供了多种统计查询工具,为会员创造更优质的业务办理体验。”大商所相关业务负责人对期货日报记者表示,未来,大商所将持续关注市场意见、建议,通过业务创新和服务优化提升结算业务服务水平,更好助力期货市场高质量发展。🌀





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