

中证网讯（记者 周璐璐）六年前的3月31日，伴随着清脆响亮的鸣锣声，豆粕期权正式在大连商品交易所上市交易，填补了我国商品期权的空白，标志着我国期货市场翻开了工具齐备的新篇章。

六年来，大商所锐意进取，在LPG上实现了期权与期货同步上市，在PP、PVC和LLDPE上实现了多个期权品种同时上市，在棕榈油上实现了期权上市即引入境外交易者，开创了我国期权市场建设的诸多“首次”。在不断丰富产品体系的同时，大商所持续提升期权市场运行质量，为实体经济管理风险提供了更多得心应手的工具。

精工匠心创市场新图景

截至目前，大商所共上市豆粕、玉米、铁矿石、LPG、PP、PVC、LLDPE、棕榈油、豆一、豆二、豆油共11个期权品种，涉及粮油、能源矿产、塑化等产业，累计挂牌合约超3万个。2022年期权累计成交量近1.79亿手，日均持仓量172.70万手，同比分别增长74.64%和30.94%，展现出了活跃的发展态势。

特别是较为成熟的豆粕、玉米、棕榈油和铁矿石等期权品种，经过多年发展，其成交量已位居商品期权市场前列。根据国际期货业协会（FIA）的统计数据，2022年大商所豆粕、玉米和棕榈油期权分别位列全球农产品期权成交第1、2和4位，铁矿石期权则位居全球金属期权成交第1位。此外，PP、PVC、LLDPE作为具有中国特色的中间产品期权，在全球化工品期权中也有不俗表现。

从期权与期货市场联动关系来看，期权期货成交占比不断提升。比如2022年豆粕、玉米、铁矿石、棕榈油和LPG期权期货成交占比分别为16.43%、24.62%、18.86%、11.06%和12.32%，同比分别增长55.84%、126.19%、81.98%、164.81%和64.36%。“这表明两个市场间的良性联动效应正在逐步形成。”申万宏源证券金融创新总部副总经理李斌冰向中国证券报记者介绍。

就市场运行质量而言，李斌冰提到，大商所各期权品种报价价差均表现出下降趋势，市场流动性稳步提升，尤其是部分品种期权合约已经达到了相应期货合约的流动性水平，表明投资者参与期权市场的积极性明显提高。此外，各期权品种主力系列隐含波动率与标的期货历史波动率的相关性明显上升，相关期权定价精准程度较高，也表明市场处于良性有效的运行环境中。

做市功能服务行而不辍

伴随着豆粕期权的上市，做市商制度也在期权市场落地生根。业内人士告诉记者，相较期货，期权合约定价复杂且数量众多，单个品种可能同时有上百个合约挂牌交易，这就需要做市商通过报价和成交，缩小买卖价差、提供充足的流动性。“在大

商所的支持和各家做市商的努力下，各期权品种流动性显著提升，盘口买卖价差收窄，盘口挂单量深度良好，为市场提供了良好的避险工具，有助于农产品、能化、黑色产业链实体企业进行套期保值。”国泰君安风险管理公司做市业务负责人胡泊表示。

据统计，2022年做市商持续报价合约的成交量覆盖了大商所期权上市总成交量的70%，有效持续报价时间比达82%，同比提高9个百分点；有效回应报价比达80%，同比提高2个百分点；做市商持续报价合约平均买卖价差同比收窄了63%；参与大商所期权市场的法人客户数同比增长了33%。

上海洛重贸易有限公司副总经理张宏安告诉记者，大商所在开展期权做市的过程中一直秉持精细化的管理思路，紧跟市场运行情况针对性调整做市方案，也对做市商的展业情况和诉求给予了充分考虑。比如在分析实虚值期权交易情况的基础上，对实值期权和虚值期权的报价义务进行适度优化调整，以更好地满足市场对虚值期权的交易需求，并降低做市商的资金占用。

精细化管理还体现在对期权持续报价合约月份的设置上。随着市场对期权近月合约系列的交易需求逐渐增长，大商所细致研究评估、紧跟市场变化，于2021年增加近月合约系列持续报价义务，并对各品种的持续报价合约总数进行了调整：对于铁矿石等活跃度较高的品种，直接增加近月合约系列，使做市商持续报价合约系列由2个增至3个；而对于一些规模较小的品种，则将原先的次主力合约系列替换成近月合约系列，使持续报价合约系列仍保持为2个。多家做市商表示，这样既可以贴近实际满足市场交易需求，也避免了做市商在报价、系统等方面的压力激增。

这一系列优化措施，不仅促进了期权市场活跃和稳健发展，也促成一批“定的准、报的窄、稳得住”的优秀期权做市商快速成长。目前，大商所期权做市商团队数量较豆粕期权上市时扩充了一倍以上，他们的参与有力促进了期权市场稳健运行和功能够有效发挥。

市场对外开放更上层楼

自2018年起，我国期货市场对外开放的大门逐渐打开，对外开放品种日益丰富。境外市场主体对我国期货市场的关注度持续提升，对参与期权品种交易的兴趣也相应增加。大商所在铁矿石和棕榈油期货成功引入境外交易者的基础上，提前谋划，大胆实践。2021年6月，棕榈油期权上市即作为境内特定品种引入境外交易者，成为我国首个对外开放的商品期权。

据悉，在棕榈油期权引入境外交易者的过程中，大商所充分考虑期权市场对外开放前景，强化顶层设计，对期权交易管理办法进行了针对性修改完善，梳理了境外交

易者、境外特殊参与者、境外中介机构、会员和交易所在期权交易中的权责关系，为今后更多期权品种引入境外交易者打下了良好的制度基础。

2022年，随着期货和衍生品法的颁布施行，我国期货市场迈向高水平制度型对外开放的新阶段。在此背景下，大商所坚持合格境外投资者（QFI）和境内特定品种“两条腿走路”，坚持期货和期权“双管齐下”。9月，豆一、豆二、豆粕、豆油、棕榈油、铁矿石、LLDPE期权向QFI开放；12月，豆一、豆二、豆粕、豆油期权作为境内特定品种向境外交易者开放。至此，大商所通过QFI路径和境内特定品种路径实现对外开放的期权品种分别达到了7个和5个，特别是在油脂油料领域，全部5个期权品种均已通过上述两条路径实现了对外开放，国际化水平明显提升。

“大商所国际化期货和期权品种如铁矿石、大豆和棕榈油流动性高，受到许多境外客户的青睐。”东证期货新加坡总裁魏进宝向记者介绍，境外企业可以利用大商所的期货和期权规避价格风险、开展基差贸易，增强了产业链的韧性，提高了市场的流动性。他预计，未来将有越来越多的境外客户，进入包括大商所在内的境内国际化期货和期权市场，相关市场机制也将继续获得提升与完善。

据悉，目前已有来自新加坡、澳大利亚、瑞士、英国等国家和地区的境外客户参与了大商所期权品种的交易。中商外贸（新加坡）有限公司专门从事包括棕榈油、豆油等农产品类大宗商品的国际贸易，且主要面向中国进行出口，是第一批参与相关期权品种交易的境外客户之一。“大商所油脂油料期权品种的对外开放，为全球的产业企业提供了更丰富的风险管理工具和策略，可以帮助许多像我们这样的跨境供应链服务商做好套期保值，稳定日常生产经营，使产业流通运转更加顺畅，也有助于促进含权贸易模式在油脂行业的发展。”中商外贸董事总经理张扬说道。

灵活服务实体大显身手

在境外主体将目光投向我国期权市场的同时，已经有越来越多的国内产业企业将期权用于日常经营和风险管理。记者还了解到，场内期权的稳健发展也带动了场外期权和含权贸易的推广，促使黑色、化工、农产品等产业领域更多地将期权工具和期权思维融入至采购销售等各环节，使上下游客户从传统的对立博弈更多地转变为战略合作关系，有效带动了产业链的合作共赢。完善风险管理体系、创新衍生品运用，逐渐成为相关产业经营发展的新风尚。

在化工领域，大商所的期权产品也已逐步成为相关企业规避和转移风险的重要工具，助力国内化工行业经营模式进一步优化升级。在近年来化工等原材料价格波动较大的背景下，上市公司永冠新材在初步熟悉期货套保工具的基础上，积极学习掌握期权等新的避险工具，进一步升级完善企业风险管理体系。

2021年，为帮助永冠新材管理一批300吨PVC的采购成本，徽商期货为其设计了买入期货并买入看跌期权和卖出看涨期权的综合性套保策略。具体来看，当年5月27日，永冠新材买入60手V2109合约，保证金为27.58万元，并同步买入60手V2109-P-8400看跌期权，权利金单价为282.5元/吨，卖出看涨期权V2109-C-9300，权利金单价为126.83元/吨。至当年8月6日，永冠新材将期货多头平仓，期货端收益16.55万元；期权头寸均持有到期、未行权，组合权利金成本为 $(282.5-126.83) \times 300 = 4.67$ 万元；现货端采购价格共上涨1.8万元。现货、期货和期权端合并计算，实现风险对冲收益10.08万元。整体上，期货端收益对冲了现货价格上涨风险，而期权头寸则在保护期货头寸的同时降低了期权成本。

值得一提的是，上述用到的期权策略不仅为企业降低了期权权利金成本，还合理借助大商所的组合保证金策略降低了资金占用。据了解，为鼓励产业企业利用期权组合策略进行风险管理，大商所对于期权对锁、跨式、宽跨式、垂直价差式以及买入/卖出期权期货等多种策略都给予保证金优惠政策。

在专业人士看来，场内期权既是产业的精细化风险管理工具，也为场外衍生品市场提供了合理的定价参考和更为有效的对冲工具。

以豆粕为例，在中泰汇融资本负责人看来，豆粕场内期权上市以来，不仅为市场定价起到指导性作用，提升了全市场定价的效率，更有效丰富了风险管理公司场外期权风险对冲手段。通过场内场外两个市场相互促进、协同发展，期货行业的风险管理公司也可以为豆粕及相关产业主体提供更好、更全面的服务。

据他介绍，2022年受全球通胀以及国际形势影响，国内豆粕价格持续高位震荡，饲料企业普遍面临采购成本过高、加工利润受到严重挤压的状况，对企业生产经营产生较大影响。2022年4月，中泰汇融资本就针对饲料加工企业低价采购的需求，在豆粕产业链传统基差贸易的基础上，将场外期权嵌入采购合同，帮助饲料加工企业在意向采购价格区间以下，以较低的价格按照每日采购量进行采购。

这种加入了期权的结构化的采购模式为企业总计规模为11000吨的豆粕采购节省90余万元，帮助企业实现了灵活控制采购成本的目的。在业务开展过程中，中泰汇融资本参考大商所豆粕场内期权价格，向企业提供了更为合理公允的报价，同时还通过卖出豆粕场内期权锁定场外期权波动率风险，有效缓释了自身场外期权风险对冲压力。

六年来，期权市场不仅在市场规模、运行情况、对外开放等方面实现了诸多突破，更是为服务产业企业、服务实体经济做出了越来越多的贡献。大商所相关业务负责人表示，下一步，大商所将继续积极开展期权工具创新，不断丰富期权品种，加快推进乙二醇、苯乙烯期权上市，推进期权工具在活跃期货品种上全覆盖；持续优化

合约规则制度，稳步提升期权市场运行质量，推动期权市场对外开放；通过“企风计划”“产融基地”等项目加强对产业客户的市场培育工作，助力实体企业更好使用期权工具、实现稳健经营发展。