

期权 基础与市场概况篇

OPTIONS
FUNDAMENTALS AND
MARKET OVERVIEWS



目录

期权基础知识 ----- 01

01. 什么是期权? ----- 01

02. 什么是股指期货? ----- 01

03. 什么是期权合约? ----- 02

04. 什么是权利金? ----- 02

05. 什么是行权? 什么是行权价格? ----- 02

06. 什么是实值期权、平值期权和虚值期权? ----- 03

07. 什么是期权的内在价值和时间价值? ----- 04

08. 期权有哪些种类? ----- 05

09. 影响期权价值的因素有哪些? ----- 07

10. 期权与期货有什么区别与联系? ----- 07

11. 什么是场外期权? 什么是场内期权? ----- 08

全球期权市场发展概况 ----- 09

12. 场外衍生品市场的主要品种及现状? ----- 09

13. 场内期权市场现状如何? ----- 09

14. 全球场内期权成交规模及分布情况如何? ----- 10

15. 按标的产品划分, 场内期权主要交易的品种有哪些? ----- 11

16. 场内期权产品中, 哪种产品类别交易量最大?
哪只产品交易最为活跃? ----- 11

股指期货市场发展概况 ----- 12

17. 股指期货的总体发展情况如何? 最活跃的股指期货产品有哪些? --- 12

18. 美国上市股指期货产品的主要交易所有哪些? ----- 13

19. 欧洲上市股指期货产品的主要交易所有哪些? ----- 14

20. 其它国家和地区上市股指期货产品的交易所有哪些? ----- 15

做市商制度介绍----- 16

21. 证券市场做市商制度是如何起源与发展的? ----- 16

22. 期货市场做市商制度是如何起源与发展的? ----- 17

23. 期权市场做市商制度是如何起源与发展的? ----- 17

24. 根据价格的形成方式不同划分, 做市商制度有哪几种类型? --- 18

25. 根据做市商数量不同划分, 做市商制度有哪几种类型? ----- 18

26. 报价驱动制度和竞价驱动制度各有何优缺点?
哪种制度使用更广泛? ----- 18

27. 期权做市商制度的主要功能和作用是什么? ----- 19

28. 为什么说做市商制度是提供期权市场流动性的重要手段? ----- 19

29. 为什么说做市商制度有助于期权市场价格合理稳定? ----- 20

30. 为什么说做市商制度有助于提升期权市场效率? ----- 20

期权基础知识

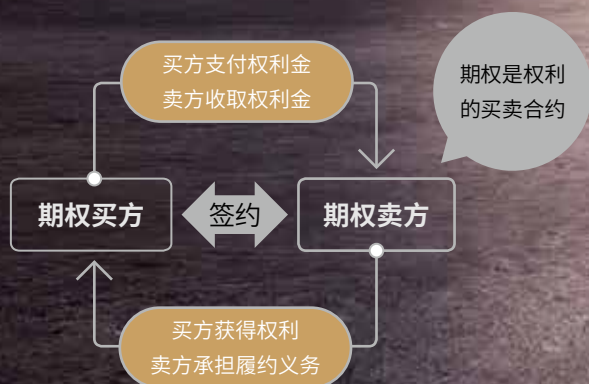
BASIC KNOWLEDGE OF OPTIONS

01 什么是期权？

从本质上看，期权 (Options) 是一种金融衍生产品，赋予其持有者在未来以一定的价格买入或卖出特定标的资产的权利。

根据《期货交易管理条例》规定，期权合约是指由交易所统一制定的、规定买方有权在将来某一有效期限内以特定价格买入或者卖出标的资产的标准化合约。

期权关键的特征在于权利和义务的非对称性。期权买方通过支付权利金购买了一个权利，而不需要承担义务。但这个权利并不是没有时间限制的，如果期权买方在预定的时间内不执行这个权利，那么该期权便随即失效，也就再无执行权利的机会。相反，对于期权卖方而言，收取了权利金，也就承担了履行合约的义务。只有当期权合约到期之后，这份义务才会解除。



02 什么是股指期货？

以股票指数为标的资产的期权称为股指期货。股指期货是期权的一种，在操作上和期权没有太大的差别，只不过交易对象是股票价格指数。

★ 本册中涉及期权的概念和论述均指场内期权



03 什么是期权合约？

期权合约是指由交易所统一制定的、规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出标的资产的标准化合约。期权合约的买方向卖方支付费用，享有要求卖方履约的权利；期权合约的卖方收取费用，承担履约的义务。

期权合约分为看涨期权 (Call Option, 又称买权) 与看跌期权 (Put Option, 又称卖权)。

看涨期权是指买方有权在将来某一时间以特定价格买入标的资产的标准化合约。

看跌期权是指买方有权在将来某一时间以特定价格卖出标的资产的标准化合约。



04 什么是权利金？

权利金 (Premium) 即期权合约的价格，是指期权买方为了获得权利向卖方支付的费用。

“ 打个比方：

如果想购买房产，首先要支付一定的费用作为定金。而权利金便类似于定金。当付完定金后，才有选择以合同约定的价格买或者不买房子的权利。但不同的是，定金可以冲抵房款，而期权的权利金则不行。



05 什么是行权？

什么是行权价格？

行权 (exercise) 是指期权买方在期权合约规定的有效期内行使权利，以特定价格买入或卖出标的资产的行为。

行权价格 (strike price) 是指由期权合约规定的，期权买方有权在合约有效期限买入或者卖出标的资产的特定价格。

“ 例如，行权价格为 4000 点的沪深 300 股指看涨期权合约

赋予买方在合约规定的有效期内以 4000 点的价格买入沪深 300 指数的权利。而该看涨期权合约的买方在合约规定的有效期内行使其权利，以 4000 点的价格买入沪深 300 指数的行为称为行权。



06 什么是实值期权、平值期权和虚值期权？

按照期权行权价格和标的资产价格的相对大小不同，期权可以分为实值、平值和虚值三种状态。

实值期权 In-the-Money (ITM)	行权价格小于标的资产当前价格的看涨期权，或行权价格大于标的资产当前价格的看跌期权。
平值期权 At-the-Money (ATM)	行权价格等于标的资产当前价格的看涨期权和看跌期权。
虚值期权 Out-of-the-Money (OTM)	行权价格大于标的资产当前价格的看涨期权，或行权价格小于标的资产当前价格的看跌期权。

期权虚值、平值与实值

期权价值状态	看涨期权	看跌期权
实值期权	行权价格 < 标的资产价格	行权价格 > 标的资产价格
平值期权	标的资产价格 = 行权价格	
虚值期权	行权价格 > 标的资产价格	行权价格 < 标的资产价格



07 什么是期权的内在价值和
时间价值？

期权合约价值可以分为**内在价值**和**时间价值**两部分。

内在价值 (Intrinsic Value) 为立即行权后所获得的收益，反映了期权行权价格和标的资产价格之间的关系。**时间价值 (Time Value)** 是指期权价格减去内在价值后的剩余部分。

实值期权的内在价值大于零，平值和虚值期权的内在价值等于零。实值期权内在价值的计算方法为：

+

%

×

=

实值看涨期权内在价值 =
标的资产当前价格 — 行权价格

+

%

×

=

实值看跌期权内在价值 =
行权价格 — 标的资产当前价格

“

例如，假设沪深 300 指数为 4100 点

行权价格为 4000 点的沪深 300 股指看涨期权合约为实值期权，其内在价值为 100 点 (=4100 点 -4000 点)，如果该看涨期权合约的价格为 220 点，则该合约的时间价值为 120 点 (=220 点 -100 点)。

行权价格为 4300 点的沪深 300 股指看涨期权合约为虚值期权，内在价值为零，如果该看涨期权合约的价格为 30 点，则该看涨期权的时间价值为 30 点。

行权价格为 4100 点的沪深 300 股指看涨期权合约为平值期权，内在价值为零，如果该看涨期权合约的价格为 60 点，则该看涨期权的时间价值为 60 点。

08 期权有哪些种类？

期权可以按照标的资产类别、行权时间、期权权利、价值状态、标的资产形式划分成不同的分类。

1

按标的资产类别分类

根据不同标的资产的类别，期权可以分为金融期权和商品期权。再进一步细分，金融期权又可分为股权类、外汇类和利率类期权，商品期权又可分为农产品类、能源类、工业金属类和贵金属类期权。

股权类期权主要分为股指期货、股票期权和 ETF 期权三类。

2

按行权时间分类

按行权时间划分，期权可以分为**美式期权**和**欧式期权**两类。

美式和欧式的称谓与期权交易的地理位置没有关系。

美式期权 (American Option) 是指期权买方可以在期权存续期内的任意时间行权的期权合约。

欧式期权 (European Option) 是指期权买方只能在到期日行权的期权合约。

美式期权和欧式期权各有优点。对于美式期权而言，行权时间较为灵活，常见于股票期权。相对而言，欧式期权的优点为：

1. 行权时间确定。欧式期权只能在到期日

行权，降低了操作失误的概率。另外，对于期权的卖方而言，欧式期权也有利于构建稳定的投资策略组合。**2. 定价较为简单。**欧式期权定价的方法简单、明确、易于操作。而美式期权定价主要依靠二叉树、蒙特卡洛等定价方法，较为复杂。目前股指期货主流采用欧式期权。

除了美式和欧式期权外，市场上还存在一些既不属于美式、也不属于欧式的期权种类。如**百慕大期权**，是一种可以在到期日前所规定的一系列时间行权的期权，可以被视为美式和欧式期权的混合体。但是，这些期权多在场外交易。

3

按期权权利分类

按期权权利划分，期权可以分为**看涨期权**和**看跌期权**。**看涨期权**是指期权买方有权在将来某一时间以行权价格买入合约标的资产的期权合约。**看跌期权**是指期权买方有权在将来某一时间以行权价格卖出合约标的资产的期权合约。

对于看涨和看跌期权的卖方而言，均收到了买方支付的权利金，但因买方权利不同而承担着不同的义务。看涨期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应买方的要求，以期权合约事先约定的价格卖出标的资产；看跌期权的卖方有义务在期权规定的有效期内，应买方的要求，以期权合约事先约定价格买入标的资产。

4

按价值状态分类

按期权价值状态划分，期权可以分为**平值、实值和虚值期权**。

平值是指期权的行权价格等于合约标的市场价格的状态。

实值是指看涨期权的行权价格低于合约标的市场价格，或者看跌期权的行权价格高于合约标的市场价格的状态。

虚值是指看涨期权的行权价格高于合约标的市场价格，或者看跌期权的行权价格低

于合约标的市场价格的状态。

通俗来说，期权的三种价值状态可以理解立即执行该期权后的获利状态，也即内在价值的状态。假如立即执行期权可以获利，该期权则为实值期权，获利数额称为实值额；假如立即执行获利为零，该期权则为平值期权；假如立即执行将会亏损，该期权则为虚值期权，亏损数额称为虚值额。

5

按标的资产形式分类

按标的资产形式划分，期权可以分为**现货期权**和**期货期权**。**现货期权**是以现货为标的资产的期权。**期货期权**是以期货为标的资产的期权。

“

例如

美国芝加哥期权交易所的标普 500 期权的标的资产为标普 500 指数，属于现货期权；而芝加哥商业交易所的道琼斯工业指数期权的标的资产为道琼斯工业指数期货，属于期货期权。

股指期货以现货期权为主。一般而言，适合作为衍生品标的的资产需要满足一定的条件，如一段时间内产品相对稳定、易于划分和标准化、具有较好的市场流动性等。当存在统一、透明、连续的现货市场时，一般多采用现货期权的形式。当现货市场不满足上述要求时，则往往采用期货期权的形式。

09 影响期权价值的因素有哪些？

影响期权价值的因素主要包括：**标的资产价格、行权价格、无风险利率、到期剩余时间**以及**波动率**，其关系具体如下：

影响因素		看涨期权价值	看跌期权价值
标的资产价格	上升 下降	增加 减少	减少 增加
行权价格	上升 下降	减少 增加	增加 减少
到期剩余时间	增加 减少	增加 减少	不确定 不确定
波动率	上升 下降	增加 减少	增加 减少
无风险利率	上升 下降	增加 减少	减少 增加

10 期权与期货有什么区别与联系？

期权与期货存在相似之处，两者都是基本的场内衍生品，并且都具有一定的杠杆特性和风险管理功能。

但是期权与期货在买卖双方权利与义务、风险收益特征、保证金制度和合约数量等方面存在较大区别。

权利与义务：期权买卖双方权利和义务不对等，而期货买卖双方权利与义务对等。期货买卖双方在到期日必须按照交割结算价进行交割，没有放弃交割的权利。与期货不同，期权市场交易的是履约的权利。买方支付费用取得履约的权利，而没有履约的义务；卖方卖出权利收取一定费用，须承担履约的义务。通过买卖期权，投资者可将履约权利和义务进行分离，达到灵活投资和风险管理的目的。

风险收益特征：期权与期货的风险收益特征不同，期权的收益与标的资产的收益是非线性关系，两者不存在固定的比例关系；而期货的收益与标的资产收益之间存在固定的比例关系。

保证金制度：期权与期货的保证金制度不同，期货买卖双方都需要缴纳保证金。期权买方支付权利金并获得权利，无需缴纳保证金；期权卖方收取权利金并承担义务，需要缴纳保证金。期货的保证金一般以一定比例收取，而期权的保证金不以固定比例收取。

合约数量：期权合约的数量远多于期货合约。期货在每个合约月份上只有一个合约；而期权在每个合约月份上存在多个不同行权价格的看涨和看跌期权合约。

11 什么是场外期权？什么是场内期权？

场内交易市场和场外交易市场作为期权市场的两个场所，都是进行风险管理的重要场所。场内期权是在交易所交易的标准化合约，通过清算机构进行集中清算。场外期权是在非集中性的交易场所交易的非标准化期权合约，是根据场外双方洽谈或者中间商撮合、按照双方需求自行制定交易条件的金融衍生品。**场外交易与场内交易在本质上差别不大，两者最根本的区别在于期权合约是否标准化。**



全球期权市场发展概况

DEVELOPMENT OF GLOBAL OPTIONS MARKET

12 场外衍生品市场的主要品种及现状？

根据国际清算银行 BIS 的统计数据，2018 年末所有场外衍生品未平仓合约的名义总额达到 544 万亿美元，同比上升 2.2%。以标的物划分，场外衍生品可以分为利率类、外汇类、权益类、商品类等。从名义金额来看，2018 年利率类衍生品一直是场外衍生品中最为活跃的类型，其次是外汇类和信用类衍生品。在场外衍生品市场中，以名义本金规模计算，互换等市场贡献了其中近 90%，场外期权仅占 10.64%，为 57.92 万亿美元。相比较而言，场外期权还有很大的市场发展空间。

13 场内期权市场现状如何？

欧美场内期权市场完整涵盖了权益、利率、外汇及商品类产品，而其他金砖国家也全部建立了权益及外汇类期权产品体系，其中巴西与南非进一步推出了利率及商品期权产品，从创新深度来看，境外持续推出了周、季度等不同期限期权，并在基于期权行情编制的波动率指数 (VIX) 基础上上市了 VIX 指数期货及期权等衍生产品。

14 全球场内期权成交规模及分布情况如何？



2018 年全球场内金融衍生品规模 (百万张)

● 数据来源：WFE2018 年统计数据

产品类别	细分产品类别	期权	占比	期货	占比
权益类	个股	4,452	14.8%	1,455	4.8%
	股指	4,355	14.5%	3,379	11.2%
	ETF	1,889	6.3%	2.1	0.01%
利率类	短期利率	545	1.8%	1,754	5.8%
	长期利率	330	1.1%	1,950	6.5%
外汇类	外汇类	1,155	3.8%	2,518	8.4%
商品类	商品类	280	0.9%	5,640	18.8%
其他	其他	182	0.6%	192	0.6%
合计		13,188	43.8%	16,890	56.2%

2018 年全球各国家和地区场内期权产品成交数据汇总

● 数据来源：WFE2018 年统计数据

	成交量 (万张)	持仓量 (万张)
美国	619,406	37,052
欧洲	95,227	13,170
日本	3,798	206
澳大利亚	8,580	692
韩国	69,364	321
新加坡	1,413	218
中国台湾	19,535	58
中国香港	16,734	983
印度	343,003	413
巴西	104,571	3,794
俄罗斯	7,257	205
南非	4,595	764

15 按标的产品划分，场内期权主要交易的品种有哪些？

场内期权产品按标的类型划分，可以分为权益类、利率类、外汇类、商品类及其他类型的期权产品。

权益类期权包括个股期权、ETF 期权和股指期货期权，产品体系较为丰富。2015 年 2 月上海证券交易所推出了我国首只场内期权 --- 上证 50ETF 期权。

利率类期权是指以利率类金融工具为期权标的物的期权合约。利率期权合约通常以政府短期、中期、长期债券，欧洲美元债券，大面额可转让存单等利率工具为基础资产。

外汇类期权又称“货币期权”，主要以美元、欧元、日元、英镑、印度卢比等为基础资产。

商品类期权是指标的物为商品的期权，如农产品中的小麦大豆、金属中的铜等。截止 2019 年 9 月，我国大陆市场上市的商品期权有豆粕、白糖、铜、玉米、棉花和天然橡胶六种。

产品类别	细分产品类别
权益类	① 个股 股指 ETF
利率类	① 短期利率 长期利率
外汇类	① 外汇类
商品类	① 商品类
其他	① 其他

16 场内期权产品中，哪种产品类别交易量最大？哪只产品交易最为活跃？

在所有期权类别中，权益类期权规模最大，2018 年共计成交 110 亿张，占比超过全部场内期权 8 成。

股指期权市场发展概况
DEVELOPMENT OF STOCK INDEX
OPTIONS MARKET

17 股指期权的总体发展情况如何？

2018 年股指期权交易规模达 43.5 亿张，成交量排名前 5 位的交易所依次为：印度国家证券交易所、韩国交易所、欧洲期货交易所、芝加哥期权交易所和美国芝加哥商品交易所集团。

分产品来看，印度国家交易所 Nifty 银行指数期权和 Nifty 50 指数期权、韩国交易所 KOSPI 200 指数期权、芝加哥期权交易所的标普 500 指数期权、欧洲期货交易所的 STOXX 50 指数期权排名靠前。近来，市场对使用期权产品管理风险的需求不断提升，交易所场内期权市场发展较快。

主要国家及地区股指期权交易所交易情况

● 数据来源：WFE2018 年统计数据

产品	交易所	2018 年成交量（百万张）
Nifty 银行指数期权	印度国家证券交易所	1587
Kospi 200 指数期权	韩国交易所	658
CNX Nifty 指数期权	印度国家证券交易所	622
标普 500 指数期权	芝加哥期权交易所	371
Euro Stoxx 50 指数期权	欧洲期货交易所	274
台指期权	台湾期货交易所	194
迷你标普 500 指数期货期权	芝加哥商业交易所	192
Euro Stoxx 银行指数期权	欧洲期货交易所	47
日经 225 指数期权	东京证券交易所	36
RTS 指数期货期权	莫斯科交易所	31

18 美国上市股指期货期权产品的主要交易所有哪些？



01 ————— 02 ————— 03

芝加哥期权交易所 (CBOE)

CBOE 是现代股权类期权产品的发源地，通过不断金融创新，已成为全球期权产品种类最丰富的交易所。上市交易的股指期货期权包括标普 500 股指期货期权、标普 500 波动率股指期货期权、罗素 2000 股指期货期权、纳斯达克 100 股指期货期权和道琼斯工业股指期货期权等品种。

芝加哥商业交易所 (CME)

CME 主要的股指期货期权为迷你标普 500 股指期货期权 (美式)、标普 500 股指期货期权 (美式)、迷你标普 500 股指期货月末期权 (欧式)、标普 500 股指期货月末期权 (欧式)、迷你标普 500 股指期货周期权 (欧式) 和标普 500 股指期货周期权 (欧式)。

美国国际证券交易所 (ISE)

ISE 目前共提供 30 余种股指期货期权的交易。最为活跃的五种股指期货期权为罗素 2000 股指期货期权、纳斯达克 100 股指期货期权、迷你纳斯达克 100 股指期货期权、标普中盘 400 股指期货期权和迷你罗素 2000 股指期货期权。



19 欧洲上市股指期货期权产品的主要交易所有哪些？



01 ————— 02 ————— 03

欧洲期货交易所 (Eurex)

Eurex 是欧洲最大的金融衍生品交易所。其股指期货产品近年来发展较快。目前，Eurex 股指期货产品众多，包含大盘指数、地区指数、行业指数、风格指数，产品种类齐全。除了这些传统的股指期货外，Eurex 还推出一系列一周到期的股指期货，如基于 Dow Jones Euro Stoxx 50、DAX、SMI 的第 1、2、4、5 个周五到期的股指周期权。

洲际交易所 (ICE Europe)

洲际交易所，前身伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE) 是全球十大衍生产品交易所之一，在欧洲地区仅次于 Eurex。ICE 的主要产品为利率期货和期权，股指期货产品交易量占 ICE 交易总量比例较低。ICE 三大主力股指期货为：荷兰 AEX 股指期货、FTSE100 股指期货、法国 CAC40 股指期货，其他股指期货合约交易量很小。

北欧证券交易所 (OMX)

OMX 是北欧地区主要的衍生品交易所，其旗舰股指期货产品为 OMXS30 股指期货。OMXS30 指数是根据斯德哥尔摩证交所 30 只最大成交量股票按市值加权平均计算所得。OMXS30 股指期货在该所的全部股指期货产品中占有绝大部分的交易量，其他股指期货交易不活跃。

20 其它国家和地区上市股指期货产品的交易所有哪些？

韩国交易所 (KRX)

KRX 共上市了两个股指期货产品——KOSPI 200 和 KOSDAQ 50 股指期货。KOSDAQ 50 股指期货由于缺乏成交量，已经于 2005 年退市。而 KOSPI200 股指期货则获得成功。

1994 年 6 月 15 日，KRX 开始对外发布由 200 个大企业的股票组成的 KOSPI 200 (Korean Stock Price Index 200) 指数 (以 1990 年 1 月 3 日为基期)，并随即开展期货模拟交易。1996 年 5 月 3 日，韩国交易所正式开始 KOSPI 200 股指期货交易。1997 年 2 月开展了 KOSPI 200 股指期货的模拟交易，并于 1997 年 7 月 7 日正式推出 KOSPI 200 股指期货。

特拉维夫证券交易所 (TASE)

在 TASE 上市的股指期货产品为 TA35、TA Banks5 和 TA125 股指期货合约，以 TA35 股指期货为主。

香港交易所 (HKEx)

HKEx 是亚太地区最具影响力的交易所之一。目前交易的股指期货产品包括恒生股指期货、小型恒生股指期货、H 股股指期货、小型 H 股股指期货四类产品，其中最活跃的是 H 股股指期货。2010 年 2 月 8 日，为吸引场外交易，香港交易所推出了灵活期权，但该产品的成交并不活跃。

印度国家证券交易所 (NSE)

NSE 成立于 1993 年 4 月，是印度最大的全国性证券交易所，总共有 7 只股指期货。其中，BANK Nifty 指数期权和 Nifty 50 指数期权近年来交易量增长较快，是全球交易最活跃的股指期货产品之一。

日本大阪证券交易所 (OSE)

OSE 是日本金融衍生品交易的主要市场。目前，OSE 有两只股指期货产品，即 Nikkie 225 股指期货和 Nikkie 300 股指期货，而东京证交所有 Topix 股指期货合约。在日本股指期货市场上，交易最活跃的是 Nikkie225 股指期货，其余两只成交量较小。

做市商制度介绍

INTRODUCTION TO MARKET MAKERS

21 证券市场做市商制度是如何起源与发展的？

证券市场的做市商制度起源于美国纽约证券交易所（NYSE）。早期尚无证券交易所进行集中交易，证券交易一般在咖啡馆和拍卖行里进行。1792 年 5 月 17 日，24 名证券经纪人在纽约华尔街签署了著名的“梧桐树协议”，约定了大家必须共同遵守的最低佣金标准以避免恶性竞争，这就是 NYSE 的前身。NYSE 成立初期采用了在固定时间公开喊价的交易方式。1871 年，为了提高市场流动性，NYSE 引入了专家（Specialist）制度。专家有义务与委托簿上的委托进行交易，以保持市场的稳定和交易有序、公平地进行。专家制度实际上是做市商制度的雏形。

1971 年，美国纳斯达克（NASDAQ）市场将现代意义上的做市商制度引入了电子化交易平台，这是做市商制度在场内市场发展的里程碑事件。与 NYSE 中每只股票的交易只有一个专家的方式不同，NASDAQ 中每只股票会指定 7 至 11 家做市商提供流动性。

目前，做市商制度在证券市场较为常见。伦敦证券交易所（LSE）在一百多年前建立了早期的做市商制度，泛欧交易所（Euronext）在 2001 年设立流动性提供者，香港交易所（HKEx）于 2001 年建立做市商制度，澳大利亚交易所、韩国交易所也在 ETFs 等产品上引入了做市商。另外，许多非主板市场也实行做市商制度，如日本的证券业协会自动报价系统（JASDAQ）和中国台湾地区的“兴柜市场”。

22 期货市场做市商制度是如何起源与发展的？

期货市场在发展初期并没有建立正式的做市商制度，流动性最初是由场内交易员（Locals 或 Floor traders）来提供的。交易所虽然并未指定其为做市商，但场内交易员自愿扮演了做市商的角色，通过向市场提供买卖报价来赚取价差。

2002 年，芝加哥期货交易所 (CBOT) 引入做市商制度，荷兰银行 (ABN AMRO Bank N.V.) 成为首个指定做市商 (Designated Market Maker)。除 CBOT 外，全球其他期货交易所也针对流动性较差的期货品种引入了做市商制度，

“ 例如

香港交易所的股指期货和利率期货、新加坡交易所的利率期货、东京国际金融期货与期权交易所的美元兑日元汇率期货、芝加哥商业交易所 (CME) 的活牛期货和天气期货、欧洲期货交易所 (Eurex) 的 DAX 股指期货、EURO STOXX 50 股指期货和国债期货、纽约商业交易所的天然气期货和铝期货等。

整体来看，由于期货市场的多数品种合约较少、流动性较为集中，且存在类似于做市商的场内交易员来提供流动性，因此引入做市商制度时间较晚，适用的期货品种也较少，做市商制度在期货市场的应用并不普遍。



23 期权市场做市商制度是如何起源与发展的？

美国芝加哥期权交易所 (CBOE) 是全球第一家期权交易所，1973 年上市第一个股票期权产品时便引入了做市商制度。期权品种由于合约数量众多，定价相对复杂，期权市场大多引入了做市商制度。在股票期权市场，全球成交量前十的交易所均引入了做市商制度。在股指期权市场，全球成交量前十的交易所中，除韩国交易所 (KRX)、印度国家证券交易所 (NSE) 外，均引入了做市商制度。尽管韩国和印度市场在股指期权产品上未引入做市商制度，但他们也充分认识到做市商在提升流动性方面的重要作用，在流动性不足的产品上也引入做市商制度。

“ 例如

韩国交易所于 2006 年在股票期权上引入做市商制度；印度的孟买证券交易所于 2011 年 8 月在股票期权和股指期权市场引入做市商制度。

24 根据价格的形成方式不同划分，做市商制度有哪几种类型？

按价格的形成方式不同，做市商制度可分为纯粹做市商制度（报价驱动制度）和混合型做市商制度（报价驱动制度和订单驱动制度的融合）。

报价驱动制度是指在交易过程中，做市商充当固定的交易对手，交易者从做市商手中买入或卖出产品，并且为保证交易的进行，做市商连续给出产品的买入和卖出价格，并用自有资金进行证券交易。

订单驱动制度是指交易双方的指令直接或间接（经由经纪商）进入市场，并在市场的交易中心以买卖价格为基准按照既定的原则进行集中竞价撮合的交易制度。

25 根据做市商数量不同划分，做市商制度有哪几种类型？

根据做市商数量不同，做市商制度可以分为垄断性做市商制度和竞争性做市商制度。**垄断性做市商制度**是指针对某一产品，只有一个做市商来负责组织交易，提供报价。**竞争性做市商制度**是指针对某一产品，有数个做市商来共同负责向市场提供连续报价。

垄断性做市商制度的典型代表是 NYSE 早期的专家制度；竞争性做市商制度的典型代表为纳斯达克。研究表明，竞争性做市商制度下买卖价差更小，执行速度更快，交易成本更低。竞争性做市商制度更有利于市场微观结构的完善及效率的提高。经过多年的发展，竞争性做市商制度已成为目前全球市场中做市商制度的主流。



26 报价驱动制度和竞价驱动制度各有何优缺点？哪种制度使用更广泛？

报价驱动制度和订单驱动制度两种交易制度各有其优势和局限性：报价驱动制度交易成本相对较高，但是对市场本身的流动性要求较低；订单驱动制度在市场流动性较为充足的前提下交易成本较低，但是订单驱动制度对市场本身的流动性要求较高。

在纯粹做市商制度中，所有投资者均以做市商为对象，进行询价和成交，投资者间不能进行撮合成交，且做市商与做市商之间也不能成交。在混合型做市商制度中，投资者与做市商之间、投资者之间、做市商与做市商之间均可以成交，做市商作为一类特殊的客户参与撮合，在成交方面并不具备特殊权利。

从全球范围来看，混合型做市商制度突破了传统的订单驱动制度和报价驱动制度的限制，具有兼顾流动性和低成本的优势，广为全球主要交易所接受，成为一种主流交易制度。

27 期权做市商制度的主要功能和作用是什么？

由于期权市场流动性具有分散和不平衡的特征，做市商制度对于促进期权市场健康发展具有重要作用，主要体现在三个方面：

- 01 做市商制度是提供期权市场流动性的重要手段。
- 02 做市商制度有助于维持期权市场价格合理稳定。
- 03 做市商制度有助于提升期权市场效率。

28 为什么说做市商制度是提供期权市场流动性的重要手段？

流动性的核心含义是指金融资产以较低成本和较快速度变现的能力。市场流动性指标不仅包括反映市场活跃度的成交量、换手率等指标，还包括反映市场交易成本的买卖价差、市场深度、订单执行时间等重要指标。与证券、期货产品相比，期权产品的合约个数较多，市场流动性较为分散，期权市场选择交易机制过程中需要更多考虑到市场流动性的因素。在竞价交易机制中引入做市商制度可以改善期权市场买卖价差、市场深度、价格冲击成本和订单执行时间等流动性指标。

做市商制度是增强期权市场流动性的重要手段，在竞价交易机制中引入做市商制度可以从两个方面来改善期权市场的流动性。

首先，做市商承担一定的连续双边报价的义务，有效提高了市场深度并缩小了买卖价差。

其次，做市商对投资者在极度缺乏流动性的合约提出的报价请求有进行双边报价的义务。引入做市商可以为流动性极度缺乏的期权合约提供必要的流动性，为投资者降低订单执行时间，提高交易的即时性。大量的实证研究也表明，做市商制度可以显著增强期权市场流动性。

29 为什么说做市商制度有助于期权市场价格合理稳定？

对于缺乏流动性的期权市场，在竞价机制中引入做市商制度不仅可以有效提升市场流动性，而且还有助于维护期权市场价格的合理稳定。

首先，交易所对做市商的严格监管和做市商双边报价义务客观上要求做市商进行合理报价。与普通投资者不同，做市商须在交易所规定的价差范围内进行双边报价。如果做市商的双边报价高于（或低于）合理区间，则其买入指令（或卖出指令）将会成为市场套利的目标。因此，合理报价也是做市商长期生存的基本能力和要素。并且做市商作为期权市场专业报价机构其报价信息对市场有指导性意义，在期权市场发挥了一定的价格发现功能。

其次，做市商的风险对冲交易操作有助于纠正价格不合理的偏离。通常情况下，做市商在进行双边报价后，有可能在该期权合约产生单边头寸，需进

行跨产品、跨市场风险对冲。从全球期权市场做市商实践情况来看，做市商普遍应用现货或期货市场来管理期权持仓的风险并利用多个市场的相关性进行操作。做市商在多个市场的跨市场、跨产品交易行为有助于及时纠正单个市场价格偏离或不平衡的现象，维护现货、期货和期权市场之间的价格平衡，提升资本市场整体的定价效率。

再次，做市商对期权合约连续双边报价有助于减缓市场波动。一方面，做市商的双边报价可以增加市场深度，缓解大额指令对市场价格的冲击，防范价格过度波动；另一方面，做市商在不同期权合约之间的价差交易有利于期权市场价格的合理稳定。做市商在不同执行价格和到期月份的期权合约提供连续双边报价，犹如编织出一张减缓市场波动冲击的价格网，使得期权市场价格更具有弹性。

30 为什么说做市商制度有助于提升期权市场效率？

期权市场效率体现在交易成本与定价效率两个重要方面。在流动性不足或不平衡的期权市场引入做市商制度，不仅可以改善产品的流动性，而且可以提升期权市场的效率，有效促进期权产品的功能发挥。

首先，做市商制度可以显著降低期权市场的交易成本。在订单驱动制度下，如果流动性不足或不平衡，投资者难以便利或者如愿成交，并承担较高的交易成本，付出不必要的利益损失，不利于市场的健康发展。做市商通过向期权市场提供流动性，降低了期权市场交易成本，为投资者减小了买卖价差、价格冲击成本和执行时间。

其次，做市商制度有助于提升期权市场定价效率。市场定价效率是指市场价格反映信息的效率，即价格能迅速、准确、充分反映可得信息的能力。做市商制度有助于促进期权市场机构投资者的专业化和多元化，形成一批在双边报价上比普通投资者更灵敏和准确的专业做市商机构。此外，做市商跨市场、跨合约的交易操作使得市场信息在期权价格上的反应更加及时与充分。



免责声明

本手册仅作为介绍股指期货基础知识、揭示股指期货交易风险之用，不作为投资者投资决策的依据。任何依据本手册进行投资所造成的损失，编者不承担任何责任。

版权声明

本文字材料版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转载、翻版、复制、发表、翻译、引用或者以其他方式试用本文字材料。如征得本公司同意使用报告，需在授权范围内使用并注明出处为“中国金融期货交易所”，且不得对本文字材料进行任何有悖原意的引用、删减和修改。违反上述声明者，本公司将追究其相关法律责任。



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

地址: 上海市浦东新区世纪大道1600号陆家嘴商务广场5楼

邮编: 200122

电话: 8621-50160666

传真: 8621-50160606

网址: www.cffex.com.cn

Address: 5th Floor, LJZ Plaza, No.1600 Century Avenue, Shanghai 200122, China

Tel: 8621- 50160666

Fax: 8621-50160606

Website: www.cffex.com.cn



扫码关注
了解更多
精彩内容