



华安期货
HUAAN FUTURES

股指期权做市商制度的 发展历史与现状

汇报人：曾真 投资咨询部

时间：2022.01.11

目录

CONTENTS



- 1 股指期货做市商制度的内涵
- 2 股指期货做市商制度的起源
- 3 为何引入股指期货做市商制度
- 4 全球股指期货做市商制度比较



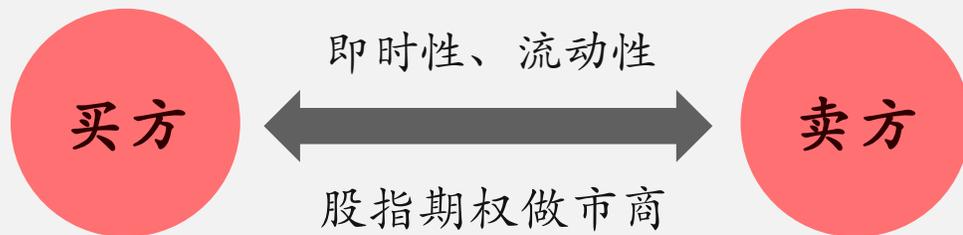
交易价格：订单驱动与报价驱动

- ① 订单驱动：期货交易直接通过客户的订单流来促使交易达成，这就是“订单驱动”，在该市场买方和卖方的订单都会被显示出来
- ② 报价驱动：期权交易有更多的产品类别，然而却只有少有（或没有）针对单一产品的订单流，期权交易依靠做市商为上千种产品来提供市场的流动性，绝大多数期权交易的参与者可以看到做市商当前的买价卖价和所有限价单



报价驱动，也称做市商模式

- 做市商，就是由具备一定实力和信誉的法人作为特许交易商，不断向投资者提供买卖价格，并按其提供的价格接受投资者的买卖要求，以其自有资金与投资者进行交易，从而为市场提供即时性和流动性，并通过买卖价差实现一定利润
- 股指期货做市商制度，就是以做市商报价形成交易价格、驱动交易发展的股指期货交易方式





做市商交易目的：做市、对冲

从交易上看，做市商需要紧密观察订单流，响应买卖需求并更新报价。当预期短期价格偏离资产基础价值时，应跟随市场趋势，提供相同数量的买卖报价，其假设买卖两端报价后完成交易具有相同的概率。

从对冲角度来看，做市商需要有选择性地对冲手中总头寸随行情波动的风险，并在行情波动剧烈时，对冲波动率风险。对于行情运行方向引发的持仓风险，通过Delta中性策略来实现。



做市商制度的两种分类

按照价格形成方式

- 纯粹做市商制度，做市商充当固定的交易对手方，交易者的订单只能和做市商成交
- 混合型做市商制度，交易者既可以与做市商成交，也可以与其他交易者撮合成交

按照做市商数量

- 垄断性做市商制度，针对某一产品，只有一个做市商负责向市场提供报价
- 竞争性做市商制度，针对某一产品，有数个做市商来共同负责提供报价

目录

CONTENTS



- 1 股指期货做市商制度的内涵
- 2 股指期货做市商制度的起源
- 3 为何引入股指期货做市商制度
- 4 全球股指期货做市商制度比较



股指期权做市商制度起源于芝加哥期权交易所

图表1 美国市场做市商制度发展

时间	事件
1960年	美国柜台交易市场中的批发商已经具备做市商的雏形
1966年	全美证券交易商协会（NASD）成立了专门的自动化委员会研究在柜台交易市场引进自动化报价的可行性
1971年	NASDAQ系统主机正式启用，标志着NASDAQ市场正式成立
1973年	CBOE上市第一个股票期权产品时引入了做市商制度
1987年	CBOE实行了指定做市商制度
1999年	经会员大会投票通过在其全部股权期权合约中推行了这项制度
2000年	CBOE成立了芝加哥指定做市商协会

此后建立的期权市场大部分引入了做市商制度

在股指期权市场，全球成交量最大的前十家交易所中，除韩国交易所(KRX)、印度国家证券交易所(NSE)外，其余八家交易所均引入了做市商制度。尽管个别市场在股指期权产品上尚未引入做市商，但这也充分认识到做市商制度的重要性，并在市场中流动性不足的产品上尝试引入做市商制度。

图表2 2018年权益类期权成交量前十的交易所



目录

CONTENTS



- 1 股指期货做市商制度的内涵
- 2 股指期货做市商制度的起源
- 3 为何引入股指期货做市商制度
- 4 全球股指期货做市商制度比较



沪深300股指期权做市商

图表3 中金所沪深300股指期权做市商名单

股指期权做市商	股指期权预备做市商
招商证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、东方证券股份有限公司、西部证券股份有限公司、光大证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、海通证券股份有限公司、国信证券股份有限公司、银河德睿资本管理有限公司、中粮祈德丰投资服务有限公司、浙江浙期实业有限公司、华泰证券股份有限公司、中泰证券股份有限公司、申万宏源证券有限公司、浙江南华资本管理有限公司	广发证券股份有限公司、长江证券股份有限公司、中信中证资本管理有限公司、海通资源管理有限公司、国泰君安风险管理有限公司、东证润和资本管理有限公司、申银万国智富投资有限公司、华泰长城资本管理有限公司、浙江济海贸易发展有限公司、金瑞前海资本管理（深圳）有限公司、五矿产业金融服务（深圳）有限公司、新湖瑞丰金融服务有限公司

期权的两个特点

第一，挂牌合约数量众多，合约之间流动性高度不均；

第二，期权产品持有到期的比例较高，合约存续期间交易活跃度会随着市场价格的波动而发生转移。

图表4 沪深300期权合约

标的	沪深300	I02201	合约名称	最新	涨跌	涨幅%	成交量	成交额	开盘	最高	最低	昨收	
到期日	20220121 (剩余12天)		沪深300	4822.37	4.14	0.09%	1.87亿	3322.19亿	4824.32	4856.65	4818.19		
			股指VIX	---	0.00	0.00%	0	0	---	---	---		
日增仓	涨幅%	理论价	真实杠杆率	溢价率	杠杆比率	看涨 <行权价>	看跌	杠杆比率	溢价率	真实杠杆率	理论价	涨幅%	日增仓
-299	-25.00%	0.0	0.00	16.14	8037.28	C 5600	P	6.41	-0.53	-6.41	773.3	-3.59%	-1
-479	-57.14%	0.0	0.00	14.06	8037.28	C 5500	P	7.09	0.04	0.00	0.0	0.00%	0
-332	-37.50%	0.0	0.02	12.00	4822.37	C 5400	P	8.72	-0.51	-8.72	573.5	-4.66%	0
-1139	-36.36%	0.0	0.31	9.93	3444.55	C 5300	P	10.30	-0.20	-10.30	473.0	-2.58%	-1
-433	-44.44%	0.0	3.48	7.87	2411.18	C 5200	P	13.13	-0.22	-13.10	373.1	-3.42%	-12
-445	-48.65%	0.6	17.64	5.84	1269.04	C 5100	P	17.63	-0.08	-17.38	273.7	-3.53%	-87
-758	-35.44%	4.3	37.84	3.89	472.78	C 5000	P	26.91	0.03	-24.78	177.6	-6.67%	-378
-728	-26.50%	9.9	44.40	3.00	280.37	C 4950	P	35.41	0.18	-29.83	133.2	-8.59%	-255
-232	-18.89%	20.2	45.65	2.22	165.15	C 4900	P	50.02	0.39	-36.20	93.5	-13.62%	-478
-177	-10.57%	37.2	43.53	1.56	101.74	C 4850	P	70.50	0.85	-40.34	60.6	-15.56%	289
201	-5.10%	62.2	38.41	1.08	64.82	C 4800	P	110.10	1.37	-44.85	35.7	-21.51%	211
-34	-1.29%	95.3	33.46	0.72	44.98	C 4750	P	168.61	2.09	-43.21	18.7	-22.28%	98
8	-1.08%	135.2	28.40	0.49	33.03	C 4700	P	267.91	2.91	-37.54	8.7	-23.73%	75
28	3.21%	179.9	23.31	0.43	24.96	C 4650	P	430.57	3.81	-28.25	3.5	-28.21%	-14
23	2.59%	227.6	19.76	0.32	20.30	C 4600	P	634.52	4.77	-16.49	1.2	-22.45%	-661
-1	4.04%	276.7	16.58	0.33	16.73	C 4550	P	927.38	5.76	-7.98	0.3	-21.21%	18
3	3.70%	326.4	14.30	0.30	14.33	C 4500	P	1205.59	6.77	-2.84	0.1	-13.04%	42
3	7.83%	376.3	11.99	0.62	11.99	C 4450	P	1506.99	7.79	-0.80	0.0	0.00%	601
-2	3.03%	425.9	11.09	0.26	11.09	C 4400	P	2191.99	8.80	-0.21	0.0	-8.33%	106
0	0.00%	0.0	0.00	-0.03	10.24	C 4350	P	3013.98	9.83	-0.04	0.0	-11.11%	45
0	5.07%	526.1	8.82	0.51	8.82	C 4300	P	4018.64	10.86	-0.01	0.0	-14.29%	114



做市商在不同合约间发挥“导流渠”的作用



期权合约流动性不足，不仅容易造成客户交易成本过高、无法及时开平仓、价格过度偏离等一系列问题，对交易所来说还会导致无法合理地数百个合约进行结算和收取保证金，影响市场平稳运行。

目前，全球期权市场做市商的成交量占全市场40%-50%，这意味着几乎每笔期权交易都有做市商参与。

目录

CONTENTS



- 1 股指期货做市商制度的内涵
- 2 股指期货做市商制度的起源
- 3 为何引入股指期货做市商制度
- 4 全球股指期货做市商制度比较



做市商制度的基本内容

准入

- 目前有两种方式：自动准入和审批准入
- 当前大多数交易所采用审批准入方式

评估

- 做市商未履行职责或不满足资格条件时，交易所可以取消其资格
- 做市商可以主动向交易所提出申请，注销其做市商资格

义务

- 市场不连续时，连续报价或响应报价
- 报价的价差和数量、回应客户询价的时间和比例满足规定

权利

- 交易费用减免、特殊情况责任豁免、大宗交易便利及成交报告延迟、设置合理的报价变动单位、放宽持仓比例限制等

全球主要股指期权市场交易制度

图表5 全球主要交易所交易制度比较

交易所	交易制度	相关规定
芝加哥期权交易所 (CBOE)	竞争性做市商制度	《CBOE Rules (DPM Rules) 》
欧洲期货交易所 (EUREX)	竞价+竞争性做市商制度	《Exchange Rules for Eurex Deutschland and Eurex Zurich》
中国金融期货交易所 (CFFEX)		《中国金融期货交易所做市商管理办法》
台湾期货交易所 (TAIFEX)		《台湾期货交易所股份有限公司制造商作业办法》
香港联交所 (HKEX)		《期权交易规则》

全球主要股指期权做市商制度比较

图表6 全球主要交易所做市商制度比较

交易所	芝加哥期权交易所 (CBOE)	欧洲期货交易所 (EUREX)	中金所 (CFFEX)	台湾期货交易所 (TAIFEX)	香港联交所 (HKEX)
做市商名称	指定做市商	做市商	做市商	造市商	庄家
资格准入	<p>是否足够的资金；业务能力；申请人的交易经验和规则的执行情况，申请人指定行使指定做市商 (DPM) 权力代表人的能力；申请人执行DPM业务人员的数量和经验；申请人、关联人以及业务代表人的监管记录和遵守交易规则纪录；意愿且有能力提升交易所交易能力的申请人等。</p>	<p>交易所参与者可以向交易所提出申请，为某个或多个交易所认定可以做市的期权做市，交易所在审核时主要考虑申请者是否具有作为做市商所必须的交易知识以及必备的技术设备。</p>	<p>(1) 净资产不低于人民币5000万元；(2) 具有专门机构和人员负责做市交易，做市人员应当熟悉相关法律法规和交易所业务规则；(3) 具有健全的做市交易实施方案、内部控制制度和风险管理制度；(4) 最近三年无重大违法违规记录；(5) 具备稳定、可靠的做市交易技术系统；(6) 具有交易所认可的交易、做市或者仿真交易做市的经历；(7) 其他规定。</p>	<p>申请书、董事会议纪录、实施做市业务的内部控制制度、实行计算机系统自动应答报价的申请者、提供计算机系统安全的声明书、法人机构的证明文件。</p>	<p>(1) 交纳500万港元；(2) 具有一定的交易经验；(3) 内部控制和风险理体系完善；(4) 具备充分的资金运作能力等。经香港交易所批准后，每个做市商被分配为不少于2个期货合约和8个期权合约系列做市，另外参与者也可向交易所申请为某一类别的期权合约做市。</p>

全球主要股指期权做市商制度比较

接上表

交易所	芝加哥期权交易所 (CBOE)	欧洲期货交易所 (EUREX)	中金所 (CFFEX)	台湾期货交易所 (TAIFEX)	香港联交所 (HKEX)
义务	CBOE按照不同类型做市商规定了不同的做市义务, 每一个期权合约都有其固定的DPM, DPM要负责组织指定合约的交易, 而普通做市商则无须对某个合约负责。	Eurex为不同做市商类型制定了不同的做市要求, (一般做市商 (RMM)、永久做市商 (PMM) 和高级做市商 (AMM)), 这些做市要求根据品种存在一些差异。	在交易时间内, 做市商按协议约定, 主动提供的持续性双边报价; 在交易时间内, 做市商按协议约定, 对收到询价请求的合约, 进行的双边报价。	在获得台期所的批准后, 做市商必须按照交易所的要求进行报价, 台期所针对不同的品设置了不同的报价要求。	做市商收到开价要求后才进行报价, 按要求对报价进行回应。不论有无开价要求, 做市商都要主动为所负责的期权系列 (而非全部) 进行持续报价。
权利	CBOE对做市商的手续费给予优惠。	一方面是可以有交易费用的优惠, 另一方面是可以超过一般投资者的持仓限制。	根据协议约定和做市交易开展情况, 做市商可以享有手续费减收等权利。	做市商持仓限额一般为法人持仓限额的3倍, 减免其交易手续费、结算服务费或视市场状况予以奖励。	香港交易所针对不同的产品提供了不同的优惠方案

全球股指期权做市商制度的特征

图表7 全球股指期权做市商制度的特征

1、成熟市场对做市商进行分类管理，而新兴市场通常不进行分类

2、做市商通常被指定在某些产品上进行做市，交易所不再指定这些产品具体做市合约

3、对做市商积极做市的奖励方案与其回应询价比率和持续报价时间两个指标挂钩



华安期货
HUAAN FUTURES

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

感谢观看!

全国统一客服热线: 400-882-0628

总部地址: 安徽省合肥市蜀山区潜山路190号

华邦世贸中心超高层写字楼40、41层