

境外期货和期权 做市商制度的研究

上海期货交易所 罗知林 金灿杰 吴星 于斯琪 崔瞳 雷晓冰

做市商是提升市场流动性的核心。由于市场产品特点不同，境外交易所在规定做市商申请资格及申请方式、做市义务和权利以及做市商日常管理等方面有所差异，但其主要目的都是提升市场流动性。

本文主要研究境外期货与期权相关做市商制度。关于其他市场的产品，比如证券、场外交易市场（Over-the-counter, OTC）和交易型开放式指数基金（Exchange Traded Fund, ETF）等，并未涉及相关研究。本文研究了芝加哥商业交易所集团、洲际交易所、欧洲期货交易所、日本交易所集团、香港交易所和莫斯科交易所六所境外交易所的做市商规则。

一、做市商制度介绍

（一）芝加哥商业交易所集团做市商制度

芝加哥商业交易所集团（Chicago Mercantile

Exchange & Chicago Board of Trade, CME Group）是目前全球最大的交易所。CME Group 包括芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）、芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）、纽约商业交易所（New York Mercantile Exchange, NYMEX）和纽约商品交易所（New York Commodity Exchange, COMEX）。其交易的期货、期权产品包括农产品、能源、股指、外汇和金属等。

1. 做市商资格申请

CME Group 按照产品做市项目进行做市商招募，要求符合条件的机构必须通过向交易所提交申请并经交易所审批的方式获得做市资格。对于有做市商数量限制的部分产品，交易所将通过竞标的方式进行筛选；未获得做市商资格但符合条件的机构可进入候补名单。

CME 交易规则第 195 条详细规定了交易所对做市商的审批制度，即做市商通常可以享有的权利和义务由交易所上报给美国商品期货委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）进行批准。针对每个做市项目，交易所所有权决定做市商资格、产品范围、每个计划的开始和结束日期、要求、限制、义务、激励措施以及申请人或当前参与者是否符合计划条款等。交易所保留自行决定适用和解释计划条款并进行修改的权利。交易所所有权决定是否允许参与者入选或继续参与做市商计划。

首先，交易所会根据产品的情况决定所需的做市商数量和做市义务，然后向社会发布，并征集做市商。交易所要求申请参与的做市商必须满足所有规定的义务。如果符合条件的申请者数目超过计划招收的做市商数目，则由申请者向交易所提交申请材料。影响申请者能否被选中参加做市商计划的因素有很多，交易所可能会考虑各种因素：完成报价义务能力的强弱，承诺提供报价的意愿，交易所审核人员是否相信申请者可以保持完成这样的义务，以及申请者的历史交易量和在类似合约上的做市经

验等。交易所可能适时调整上述要求，最终综合考虑各项因素以决定中标的做市商。

CME Group 的做市产品覆盖了旗下 CME、CBOT、NYMEX 以及 COMEX 的外汇期权、农产品期权、国债期权、股指期货期权、原油期货和贵金属期货等品种。

2. 做市商的义务与权利

做市商的义务是对规定合约进行双边报价。不同合约的报价标准不同，一般包括报价时间、最大有效报价价差、最少报价数量等。另外，针对期权合约的报价，交易所会对合约月份、行权价位和询价义务等有所要求，如国债期权的询价要求在 60 秒内回复，且有效报价持续 5 秒以上。

做市商的权利主要有交易手续费豁免和费用奖励等。在一些做市项目中，交易所会在订单流优先分配和提供批量报价功能等技术支持方面给予做市商政策优惠。此外，交易所对排名靠前的做市商会有进一步的激励措施。

以美国财政部长期国债做市项目为例，做市商可根据报价绩效（相对应三个可用级别）获得相应的费用免除和费用奖励（表 1）。

表 1：美国财政部长期国债项目

	报价标准			激励措施		
	价差	最少数量(手)	交易时间	费用豁免	费用奖励(每张)	费用奖励(每月)
级别 1	2.0/32 nd	6	65%	优惠 \$0.07	n/a	n/a
级别 2	2.0/32 nd	10	65%	全免 (\$0.13)	\$0.15	\$30,000
级别 3	2.0/32 nd	18	65%	全免 (\$0.13)	\$0.15	\$50,000

数据来源：CME 官网

3. 做市商的管理

针对每个做市商项目，交易所会考察做市商的交易行为和其表现，一旦项目参与者不再符合该项目的资格要求或不能完成该项目的义务，交易所所有权撤销该项目做市商的参与资格。

做市商在日常的做市过程中，需要满足交易所规则、CFTC 管理办法和美国证券交易委员会管理办法；否则交易所将会对其进行纪律处分，包括但不限于取消违规做市商的资格。

(二) 洲际交易所做市商制度

洲际交易所 (Intercontinental Exchange, ICE) 是全球领先的交易所。2013 年 11 月，ICE 完成对纽约证券交易所的母公司纽约泛欧交易所集团 (NYSE Euronext, NYX) 的收购。目前 ICE 拥有 23 个交易所和交易市场：美国、加拿大、欧洲境内的 ICE 期货交易所；美国、欧洲境内的 LIFFE 期货交易所；纽约股票交易所；泛欧集团股票交易所；股权期权交易所；OTC 能源、信贷和股权交易市场。产品包括能源、利率、信贷、外汇、债券、农业、贵金属、股权、股票期权等。

ICE 对以上部分产品实行做市，并制定了相关的做市商制度。由于涉及商业机密，ICE 做市商制度的细则并未对外公布。

1. 做市商资格申请

笔者大概了解到做市商申请者需向交易所提交申请并经交易所审批后获得做市资格。做市商申请资格一般包括：

- (1) 申请单位必须是交易所会员；
- (2) 申请单位须提交做市计划；
- (3) 申请单位具备适当做市能力以及须提供过去

做市经验；

- (4) 申请单位提供适当做市系统技术证明等。

2. 做市商的义务与权利

做市商的义务包括：对指定合约进行持续双边报价，且对报价时间、数量及价差有一定要求等。做市商的权利主要有手续费减免或返还。

以 ICE 天然气期货 (Natural Gas Futures) 为例，做市商须在标的合约 85% 的交易时间段内 (伦敦时间 7:00 至 17:00) 持续报价，且在电子盘上维持对近月、最近季月、近月价差合约执行每笔不得低于 10 手的双边报价。ICE 会在统计交易月份后一个月内返还该做市商当月所有天然气期货完成交易的合约的交易及清算费用。

3. 做市商的管理

交易所一项重要的管理工作是降低做市商的操作风险和市场风险。目前，交易所系统功能包括设置下单前自动风险检验参数、手动风险检测及参数控制、设置交易价格上下限区间、自动交易系统 (ATS) 适当性检验、SMARTS 实时监控系统等，用以分析市场交易情形及监控。

(三) 欧洲期货交易所做市商制度

欧洲期货交易所 (EUREX) 是全球领先的衍生品交易所，前身为德国期货交易所 (DTB) 与瑞士期货期权交易所 (SOFFEX)。

根据 2018 年修订后的“做市和流动性提供”计划，EUREX 制定了普适性的流动性提供计划，只要符合条件的机构均可加入，分为受监管做市商 (Regulatory Market-Making, RMM) 和商业性的流动性提供者 (Commercial Liquidity Provisioning) 两类。

1. 做市商资格申请

RMM 申请者必须满足交易所规则第 52 条的相关要求,而这些要求最终满足委员会授权条例(欧盟) 2017/578 第 1 条规定, RMM 受公共法律监管。

委员会授权条例(欧盟) 2017/578 第 1 条规定如下:

投资机构签署金融产品的做市协议,需要在平均每月至少 50% 的交易日内,开展做市策略,而且做市策略中需要提供满足以下要求的报价:

1) 规模相似、有竞争力的价格以及同时刻双边的有效持续报价。其中规模相似指买卖报价的规模差距不超过 50%;有竞争力的价格指买卖报价在最大价差范围之内;同时刻双边指同时报出买价和卖价;有效持续指买卖报价符合交易所要求,能够与对手方的报价进行匹配;

2) 在至少一家交易所的一个金融产品上的报价时间不少于连续交易时间的 50% (不包括开盘和收盘的集合竞价时间)。

流动性提供者是在 EUREX 流动性提供计划框

架下的一种商业性行为。所有的 EUREX 交易者都可以通过签署流动性提供者协议 (Liquidity Provider Agreement, LPA) 参与到这一框架中,成为这类做市商。LPA 是一份涉及 EUREX 参与者、EUREX Frankfurt AG 和 EUREX Clearing AG 的三方协议。除了 LPA 主协议, LPA 的补充协议还涉及通用补充协议、产品细则和 EUREX Clearing AG 的产品价格列表。这些文件内容包括了流动性提供者的义务要求以及完成义务后的激励措施等。

2. 做市商的义务与权利

根据交易所规则第 53 条的相关规定,做市商被要求平均每月至少在 50% 的交易日开展持续报价,不包括开盘和收盘的集合竞价时间,也不包括委员会授权条例(欧盟) 2017/578 第 3 条中提到的波动率异常和特殊情况。特殊情况的界定由 EUREX 管理委员会决定和公布。另外,关于最大报价价差和报价单数量的要求也由管理委员会决定。目前, RMM 公布最大报价价差,并设置了不同级别(表 2)。

表 2: 受监管做市商 (RMM) 分级及报价价差

价差等级	出价最高范围	最大价差	单位
RMM-1	0 - 3.99	0.8	最小变动价位
	4.00 - 19.99	20%	百分比
	> 20.00	4	最小变动价位
RMM-2	0 - 0.00995	0.002	最小变动价位
	0.01 - 0.15	20%	百分比
	> 0.15	0.03	最小变动价位

价差等级	出价最高范围	最大价差	单位
RMM-3	0 - 0.045	0.01	最小变动价位
	0.05 - 0.745	20%	百分比
	> 0.75	0.15	最小变动价位
RMM-4	0 - 1.50	0,25	最小变动价位
	1.51 - 15.00	15%	百分比
	> 15.00	2,25	最小变动价位

数据来源：EUREX 官网

做市商的权利方面，EUREX 会根据产品流动性状况、做市表现要求、产品重要程度来制定单独或组合的激励措施。

一是交易费用返还。例如，2013 年 6 月，EUREX 宣布在所有的 MSCI 指数期货、期权上，对于满足做市要求的会员，其所有做市商账户里的交易均可获得 75% 的交易费用减免，激励计划持续时间为 2013 年 7 月至 2014 年 12 月。同时，对于在 2013 年新上市的 MSCI 指数期货、期权，在 2013 年 7 月至 10 月期间 EUREX 免收全部交易费用。

二是交易所收入共享。满足要求的做市商，可分享单个产品上的部分或全部交易所收入。例如，同样在 MSCI 指数期货、期权产品上，EUREX 于 2013 年 7 月至 2014 年 10 月，实施了收入分配计划：对于每个 MSCI 指数衍生品，EUREX 将产品净收入（即扣除上文的交易费用返还后，交易所在相应产品上的实际手续费收入）的 30%，按月返还给前 5 名¹合格的流动性提供者，其中 20% 的净收入在流动性提供者之间平均分配，另外 10% 的净收入按照成交量占比进行分配（表 3）。

表 3：2013 年 EUREX 的 MSCI 指数衍生品流动性激励计划

手续费返还	满足做市义务下，在 2013 年 12 月之前，100% 交易费用返还；之后至 2014 年 12 月，75% 的交易费用返还。
净收入分享	满足做市义务的做市商，共享相应产品 30% 的交易所净收入。其中 20% 净收入由前 5 名合格做市商分享，10% 净收入按交易量比例分配，激励计划持续至 2014 年 12 月。

数据来源：EUREX 官网

¹交易所按照一定的评分标准进行打分排名，没有对外公布具体的评分标准。

三是其他额外的现金奖励。对于满足要求的做市商，交易所额外提供现金奖励。2018年，EUREX在其外汇期货产品的流动性激励计划中，提供了两类现金奖励。第一类是早期流动性奖励计划，对于前5名（按时间先后顺序）正式注册、且符合流动性供应要求的做市商，每月可获得15000欧元

的奖励。第二类是额外50万欧元的流动性奖励，在2019年第4季度，外汇衍生品日均交易量高于25000手合约的前5名（按交易量排序）做市商，在2019年12月之后，可按交易量比例分配50万欧元的奖励（表4）。

表4：2018年EUREX外汇期货流动性激励计划

手续费返还	按照表现给予50%或100%的费用返还
净收入分享	50%净收入 - 0.05美元 × 合约成交量；每月由前10名做市商分享
现金激励	对前5名合格做市商给予15000欧元/月
	2019年12月后，按照2019年第4季度的交易量，对前5名做市商给予总额500000欧元的一次性奖励

数据来源：EUREX官网

3. 做市商的管理

EUREX市场的做市商制度比较简单：任何通过做市商账户的报单，如果符合交易所做市商的报价要求，就可以获得相应的奖励。在这种宽松的监管环境下，EUREX的主要管理工作是降低做市商的操作风险和市场风险。EUREX做市商保护系统（Market Maker Protection Tool）支持不同风险控制参数，原则上通过计算和控制若干秒内的下单量、vega值和delta值来控制市场风险。超过设定之后的交易单不会被送进场内，直到控制时间过后，再重新开始计算。

（四）日本交易所集团做市商制度

日本交易所集团（Japan Exchange Group, JPX）于2013年1月1日由东京证券交易所和大阪证券交易所合并成立，是亚洲最大的交易所之一。

大阪证券交易所（Osaka Securities Exchange, OSE）实行做市商制度，做市商分为主要做市商（PMM）和流动性提供者（LP）。其中，主要做市商须为指定的合约进行持续报价；流动性提供者须在指定合约的范围内，对标的进行双边报价。

目前，OSE期权产品仅允许PMM参与做市，产品包括10年期日本国债期货期权、日经225期权、TOPIX期权、JPX-Nikkei 400期权和个人证券期权等。

1. 做市商资格申请

交易所根据做市产品的需要设置申请期限和条件等，并接受交易参与者申请。在估算做市产品所需要的做市商数量后，OSE将在申请受理期间公布做市商数量和申请标准。申请机构需要提交一份“做市商申请表”。如果交易参与者为客户账户进行做

市，原则上，必须针对此类交易的每个账户提交“做市商申请表”附带的“做市确认书”复印件。

2. 做市商的义务与权利

做市商义务方面，对报价时段（日盘、夜盘或全天）、合约月份的范围和数量及标的产品、最大价差、最小报价数量等作了规定。

做市商权利方面，交易所为 PMM 提供了激励

措施，例如交易费折扣和奖金分红等。比如，OSE 根据做市商月平均业绩对 PMM 的交易费用给予折扣（表 5）。

3. 做市商的管理

如果做市商想放弃做市商资格，须至少提前一个月提出申请，OSE 将根据规定取消该做市商的资格。此外，如果认定做市商没有充分发挥做市作用

表 5: Nikkei 225 期权（常规期权）做市项目

项目		期权	
合格产品		Nikkei 225 期权 常规期权	
报价时段		日盘	
符合条件的情况		第 2、3、4、5 和 6 个合约月份的看涨 / 看跌期权平值附近的 19 个行权价 (实值期权 2 个 + 平值期权 + 虚值期权 16 个)	
要求	最大价差	买价超过	最大价差
		少于	
	1 日元	50 日元	3 个最小变动价位
	50 日元	1,000 日元	6 个最小变动价位
	1,000 日元		12 个最小变动价位
最小数量		20 个合约	
激励标准		当月的平均绩效比率（注 1）达到 20% 或以上	
		根据绩效比率，适用符合条件的产品的交易费用折扣。	
激励	交易手续费折扣 (注 2)	绩效比率	场内市场 第 2-6 个合约月份
			场外交易 所有合约月份
		大于 60%	交易价值乘以 2 个基点的金额
		40%-60%	交易价值乘以 1.25 个基点的金额
	20%-40%	交易价值乘以 1 个基点的金额	
* 每笔交易的每笔合约折扣费高达 350 日元。			

数据来源：OSE 官网

注 1：当月平均绩效比率等于每日绩效比率的均值，而每日绩效比率等于当日完成做市义务的时长除以交易时长。

注 2：除上述交易费用折扣外，如果 PMM 满足标准，则应为每个 PMM 专门使用的专用 TAP 提供相当于使用费的奖励，最多 5 个 TAP 用于 40% 或更高的绩效比率，最多 3 个 TAP 用于 20% 或更高且低于 40% 的绩效比率（每个专用 TAP 每月 100000 日元）。

或认定不符合做市资格的其他情况，OSE 可以撤销或暂停做市商资格，以及采取其他必要措施。

关于免除做市的情况，交易所的规定如下：

(1) 标的产品暂停或者停止交易；

(2) 多个做市商声明无法对特定产品提供报价，且交易所认为该要求合理的情况（如果某个产品只有一个做市商，该要求同样适用）。

（五）香港交易所做市商制度

香港交易所（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEX）是全球主要的交易所集团之一，也是一家在香港上市的控股公司。旗下成员包括香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司、香港中央结算有限公司、香港联合交易所期权结算有限公司及香港期货结算有限公司，还包括伦敦金属交易所（LME）。

HKEX 的不同产品设有市场庄家计划及流通量提供者计划。市场庄家计划（做市商计划）的权利与义务在交易所规则中规定。流通量提供者计划是交易所与委任的流通量提供者提供新产品流通量而做出的商业安排，其权利与义务具有弹性，没有强制规定。

做市商计划现有两类做市商：一般做市商和主要做市商。一般做市商细分为持续报价做市商和回应报价做市商，分别按照要求进行持续报价和回应报价；主要做市商须按要求进行持续报价及回应报价。

目前，做市商计划覆盖的品种包括了恒生指数、恒生中国企业指数及小型恒生指数期权等。

1. 做市商资格申请

申请期货或期权做市商必须满足下列条件之一：

(1) 交易所会员。需根据 HKEX 规则的第 11 章 A03 条规定提交书面申请，包括申请者的财务状况、交易记录、人事、电脑设备及内部安全程序、风险管理政策及程序，以及（如适用）其做市商做市情况是否符合交易所制定的有关规定等。

(2) 交易所会员的客户。必须通过一名交易所会员进入，并至少符合下列一项条件：

i) 获证监会或与证监会有谅解备忘录的海外机构发牌进行证券或期货合约交易或类似活动（除介绍代理人外）的机构；

ii) 受交易所认可的独立监管机构所监管的持牌银行；

iii) 标普评级为 A - 或以上，或穆迪评级 A3 或以上的机构，或持有已缴足股本不少于 50,000,000 港币及股东权益不少于 100,000,000 港币的机构。

2. 做市商的义务与权利

(1) 一般做市商义务

i) 须向交易所注明做市义务范围（回应报价或持续报价）；

ii) 回应报价一般做市商要求：不少于交易所指定的最低数量；报价持续时间不少于交易所指定的期限；在交易所指定的期限内作出回应报价。

持续报价一般做市商要求：不少于交易所指定的最低数量；不高于交易所规定的买卖价差；

iii) 回应报价百分比（做市商回应报价的次数与询价请求次数之比）或持续报价百分比（做市商处于有效持续报价状态的时间与交易时间总和之比）均不得低于交易所规定的百分比；

iv) 除获交易所特别豁免外，必须在所有交易日进行回应报价或持续报价。

(2) 主要做市商义务

i) 须向交易所说明做市义务范围和参数;

ii) 回应报价要求: 不少于交易所指定的最低数量; 报价持续时间不少于交易所指定的期限, 并须在交易所指定的期限内作出回应报价。

持续报价要求: 不少于交易所指定的最低数量; 不高于交易所规定的买卖差价;

iii) 回应报价百分比或持续报价百分比均不得低于交易所规定的百分比;

iv) 除获交易所特别豁免外, 必须在规定交易日作出回应和持续报价。

(3) 做市商权利

做市商享有交易所的交易手续费的折扣以及其他优惠。

3. 恒生指数期权做市商计划介绍

(1) 连续报价做市商义务

报价覆盖面: 不少于 50 个期权系列 (小型恒生指数期权为 25 个期权系列)。近 4 个月期权的最小报单量为 5 张, 近 3 个季度期权的最小报单量为 3 张。

报价时间: 股指期货每月提供持续报价达到交易时段的 70% 或以上。

报价持续时间: 不少于 20 秒 (除非在这 20 秒内相关指数水平出现变化, 在这情况下, 做市商可以改变他们的报价)。

报价价差: 对于股指期货, 近 3 个月且权利金为 1-750 点的最大价差为 30 点或买价的 10% (以较高者为准); 近 3 个月且权利金在 750 点以上的最大价差为 75 点。第 4-6 个月且权利金为 1-750 点的最大价差为 30 点或买价的 20% (以较高者为准); 第 4-6 个月且权利金在 750 点以上的最大价差为 150 点。

(2) 回应报价做市商义务

报价覆盖面: 回应所有询价 (长期期权除外), 最小报单量与连续双向报价相同。

报价时间: 在股指期货做市方面, 每月的回应报价百分比达 70% 或以上。

询价回复时间: 20 秒之内回复, 维持时间在 20 秒以上 (除非在这 20 秒时限内相关指数水平出现变化, 在这情况下, 做市商可以改变他们的报价)。

报价价差: 与连续双向报价相同。

(3) 主要做市商义务

主要做市商须提供以上持续报价及回应报价义务。

(4) 做市商的权利

i) 享有交易所交易费用的回赠优惠, 即交易所会降低做市商的交易手续费收取标准 (表 6)。

ii) 主要做市商可以以较低手续费交易其他相关股票指数期货及期权, 合约数不得高于该期权合约的成交量。

表 6: 恒生指数期权的优惠措施

	一般客户手续费	持续报价做市商 / 回应报价做市商 / 主要做市商手续费
恒生指数期权	10.00 港币	2.00 港币

数据来源: HKEX 官网

iii) 主要做市商可申请豁免 16 个连接 HKATS 的程式介面分判牌照费 (即每个连接每月 2600 港币或等值金额)。

iv) 主要做市商可申请额外的技术支持, 包括提高集合报价比例功能及做市商保护功能等 (表 7)。

表 7: 恒生指数期权主要做市商技术支持功能介绍

集合报价功能	每 3 个指定期权系列的集合报价功能交易数目为每秒 1 个
预设程式介面集合报价功能	设置每秒 5 个、10 个、20 个或 50 个集合报价交易
做市商保护功能	若报价数额超过预设时间内的预设数量, 启动保护机制

数据来源: HKEX 官网

4. 做市商的管理

香港交易所规定做市商的做市交易必须使用自有账户, 不得使用该账户接纳任何客户的报单与交易。

做市商执照为非独家性, 不可转让以及应用于其他未指定的场景。交易所对做市商名册进行管理, 记录做市商的名称、类别、生效日与到期日等, 以及做市商所涉及的市场。

交易所如果认定参与者存在做市义务的市场或其它市场已出现异常情况, 并有可能对做市商有效对冲其持仓的能力构成不利影响时, 可以决定暂停或修订做市商的部分或全部的做市规定。

若做市商连续两个月未能达到报价要求, 交易所所有权取消其做市的资格。若交易所认定其存在其他违反交易所规定的情况, 交易所也有权收回其做市资格。

(六) 莫斯科交易所做市商制度

莫斯科交易所 (Moscow Exchange, MOEX) 于 2011 年 12 月由莫斯科银行间货币交易所和俄罗斯交易系统合并而来, 是俄罗斯最大的交易所集团,

其主要产品和服务包括: 股票、债券、衍生品、外汇市场、货币市场和贵金属经营交易市场。

1. 做市商资格申请

为了提高市场流动性, MOEX 实行做市商制度。其交易会员是做市商唯一候选者, 做市产品包括证券、衍生品合约、货币和商品。

如果想成为做市商, 交易会员需要与 MOEX 签订做市协议。此外, 会员可以选择与产品发行人、MOEX 签订三方做市协议。在履行做市义务时, 如果客户有指示, 可以由交易会员代表自己进行交易, 且费用由其客户承担, 则交易会员可以代表客户进行交易。

根据俄联邦金融市场服务局第 11-2/PZ-N 号法规, 交易所须在网站上公布做市交易价格、供应量、需求量和交易量等信息。

2. 做市商的义务与权利

对于单个股票期货和期权而言, 做市商的义务涉及双边报价持续时间、最大价差、最小报价数量以及每日排名。每日排名根据持续报价时间、被动交易额、未平仓合约以及平均价差来确定 (表 8);

表 8：竞争性做市商项目每日评级质量因子及权重

质量因子	权重系数	权重值	
		GAZR,LKOH, SBRF,VTBR,GMKR, ROSN 等期货	Si, Eu, ED, MIX, MXI 等期货
持续时间 (Pcf)	α	0.4	-
被动交易额 (VT)	β	0.4	1
未平仓合约 (OP)	γ	0.05	-
平均价差 (AvgS)	δ	0.15	-
其他	λ	$0.3 \leq \lambda \leq 1$	-

每日评级排名计算公式：排名成绩 = $\alpha \times \lambda \times Pcf + \beta \times VT + \gamma \times OP + \delta \times \lambda \times AvgS$ 。

数据来源：MOEX 官网

做市商的权利涉及维持两个双边报价的费用返还以及根据排名所得的额外奖励，额外奖励包括交易手续费返还和固定费用奖励。

3. 做市商的管理

交易所对做市项目进行管理，其有权修改规则或更改做市项目的参数，暂停或单方面终止该项目，规定修订规则或更改做市项目的日期，以及暂停或终止做市项目的生效日期。以上信息通过交易所网站公布，并在相关信息公布后的 5 个工作日内生效。此外，交易所至少在生效日前 5 个工作日通过交易系统或者电子邮件通知做市商。

如果做市商不同意做市项目的任何修改，可在生效日之前向交易所发送通知，从生效日起停止做市。如果该做市计划是做市商唯一的计划，则意味着从生效日起协议终止。

二、做市商制度总结与思考

（一）境外做市商制度的特点

从境外的做市商制度可以看出以下几个特点：

一是做市商项目的制度框架由交易所制定，且所有交易所的做市商制度框架基本相同。比如，做市商制度一般都规定了做市商的资格、申请方式、做市义务、权利以及做市商日常管理等方面。

二是交易所根据自身特色以及产品特点等设计产品的做市商计划。因此，不同交易所的产品或同一交易所的不同产品的做市商计划并不一致，具有一定特色。尤其体现在做市商的义务、权利等方面，其主要目的是有针对性地提升市场流动性和价格发现等功能。

三是交易所的做市商项目一般需要符合上一级监管部门的要求，比如 CME 的产品做市计划需要上报给 CFTC 进行报批，EUREX 受监管做市商的资格申请必须满足委员会授权条例（欧盟）2017/578 第 1 条规定等。

（二）境外做市商制度的发展展望

境外交易所之间存在激烈的竞争，这种竞争的结果体现在：做市商注入的流动性对交易所的生存往往有决定性的作用。因此，做市商制度是境外交

易制度的重要内容，其能够保证期货、期权交易的流动性和稳定性。以 CME 为例，是否有做市商愿意参与已经成为是否推出一个新产品的重要考察条件。

1. 加大做市商项目的推广

做市商项目已由最早的期权产品推广到期货、股票、ETF 等产品。许多新产品上市时均有做市商参与提供流动性，从而提高新产品成功的概率。例如，CME 推出的铁矿石期货做市商，农产品期货、期权做市商和原油期货做市商。HKEX 推出的 RQFII ETF 和杠杆 ETF 做市商等等。

2. 与做市商加强合作

做市商是市场中重要的参与者，是市场的“关键少数”，对市场发展起到至关重要的作用。因此，交易所与做市商的合作正在不断地加强。比如，建立咨询委员会，主要的做市商都会在咨询委员会中。各国主要交易所均设有市场咨询委员会，如新加坡交易所的衍生品咨询委员会（Derivatives Advisory Committee）、HKEX 的衍生品市场咨询委员会（Derivatives Market Consultative Panel）和日本的自营交易研究组（Proprietary Trading Study Group, PTSG）。

3. 做市商的义务和权利公开和标准化

多数交易所已经开始用义务指标来衡量做市商的做市完成情况。同时，按照义务与权利对等原则，对完成义务的做市商进行激励。义务指标一般包括报价合约、报价时间、报价价差、报价数量、交易量以及回应询价等。权利指标一般包括交易手续费的减免、固定额外奖励、做市技术优惠及支持等。做市商的义务和权利一般在交易所网站公开，交易所会根据市场情况适时调整相关指标和权重。

4. 不断完善做市商保护机制

为了鼓励做市商更好地完成报价义务，防止出现操作风险、市场风险，各交易所积极推出做市商保护机制。如心跳机制、断线自动撤单、一键撤单以及错单保护等通用做法，以及针对做市商报价的专业保护（对报价价格、数量和希腊值进行保护等）。

5. 严厉打击市场违规行为

为了维护市场价格稳定，监管部门和交易所等机构必须严厉打击扰乱市场的违法违规行为。比如幌骗交易（Spoofing），这种行为严重干扰了做市商的正常报价。美国于 2010 年通过多德 - 弗兰克（Dodd-Frank）法案，对商品交易法案增加“扰乱市场行为”的新条款，即具有“幌骗”特征的交易都是违法的。2014 年 CME 和 ICE 均开始禁止类似交易行为。

（三）思考与借鉴

目前我国期权做市商制度设计主要借鉴境外主流交易所的模式，比如采用做市商准入机制、类似的做市义务权利规则。但是，与境外相比，我国交易所还有进一步提升空间：

一是没有对做市商进行分级管理。成熟市场如香港、芝加哥、伦敦等，由于交易产品种类繁多，参与做市商业的机构资质情况存在一定差异，因而对做市商进行分类管理。不同类别的做市商的准入门槛不同，其承担的义务与权利也不相同，而且对做市义务也给予了一定的自由度。比如，港交所规定做市商须从恒指期权产品的 40 个期权合约中选择不少于 24 个期权合约进行做市，具体的选择由做市商自由决定。这样做有利于进一步发挥其专业优势，达到降低市场买卖价差、平抑价格波动风险等

作用。

二是没有对做市商报价进行技术层面保护。在期权做市报价过程中，做市商时刻面临着市场流动性不足、价格波动剧烈以及报价系统错误等各类风险。从境外情况来看，交易所从技术层面对做市商建立起较为完善的保护机制，除了心跳机制、断线自动撤单、一键撤单以及错单保护等通用机制之

外，交易所还会对做市商报价进行专业保护。比如，CME 为期权做市商报价提供自动保护功能，当短时间内报价的成交量或者 Delta 值超过阈值，交易所自动取消做市商的报价，防止大量报价单被成交而造成做市商严重的亏损。

（责任编辑：陈众）