

国际商品期货市场大宗交易 发展现状介绍

INTRODUCTION OF THE DEVELOPMENT STATUS OF BLOCK TRADING IN THE INTERNATIONAL COMMODITY FUTURES MARKET

上海期货与衍生品研究院 陆振翔

一、大宗交易的发展历史

大宗交易最初是以大额交易（Large Trade）的形式在股票¹和衍生品市场进行，主要通过私下协商达成一致后进入场内市场完成交易，进而降低大单交易的交易成本。随着电子交易平台技术的进步，20 世纪 60 年代，为大宗交易买卖双方提供便利化的暗池交易（Dark Pool）在美国开始出现²，但暗

池交易主要在经纪商处完成。2005 年后，美国鼓励电子化交易的开展，为大宗交易的迅速发展提供了契机³。

在大宗交易发展初期，由于交易规则和信息披露制度不够完善，对价格产生了一定的冲击，市场各方在“大宗交易是否具有存在的必要⁴”、“大宗交易是否会影响场内市场的价格发现功能⁵”等问题

¹ Kraus, A., and H. Stoll, “Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange” [J] Journal of Finance, 1972.

² Doug Clark, Dark Pools and Dark Liquidity, BMO Capital Markets, 2009.

³ 美国证监会（SEC）在 2005 年颁布了全国市场系统规则（Regulation NMS），推动了电子化交易的发展，由于大宗交易在价格方面具有天然优势，大宗交易规模也迅速扩大。

⁴ （1）Bessembinder, H. & Venkataraman, K. Does an electronic stock exchange need an upstairs market? Journal of Financial Economics, 2004. （2）Dunsky, L. EFRPs and block trades: Where did they come from and where are they going. The Journal on the Law of Investment & Risk Management Products, 2014.

⁵ Anderson, H. D, Cooper, S & Prevost, A. K. Block trade price asymmetry and changes in depth: Evidence from the Australian Stock Exchange. Financial Review, 2006.

上进行了长期争论，欧美金融监管机构对大宗交易的监管态度也发生了多次转变。最终在 2008 年金融危机后，美国商品期货委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）和欧洲证券及市场管理局（The European Securities and Markets Authority, ESMA）分别在《多德—弗兰克法案》和金融工具市场指令（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）基础上出台了相关规定⁶，对开展大宗交易的合约要求、交易清算方式和信息披露制度等方面进行了明确。

二、大宗交易的定义和优势

（一）定义

从欧美主要期货交易所现行的规则来看⁷，大宗交易（Block Trade⁸）是指满足最低交易手数要求的交易所上市期货、期权或组合产品的私下商品大单交易，该类交易通常由交易双方以一对一、或多对多的方式在非公开市场进行，成交后再进入交易所的清算所进行清算⁹。

美国的期货交易所的大宗交易只允许采用一对一的方式进行交易，不允许像场内交易那样多对多撮合。欧洲的期货交易所既允许采用一对一的方式，也允许采用多对多的方式¹⁰；其中，多对多方式下，允许客户通过经纪商进行匿名交易。

（二）优势

大宗交易具有以下优势：

一是满足机构投资者需求。境外衍生品市场的参与者以机构投资者为主，市场参与度深，因机构投资规模和业务发展需要，对大单交易有需求。

二是避免大单交易影响市场稳定。在常规场内衍生品市场直接进行大单交易，很可能对盘面价格产生较大影响，从而影响整个市场的稳定¹¹。大宗交易以单一价格成交，避免对场内价格波动的影响。

三是降低大单交易的交易成本。相比在公开市场上进行大单交易，往往需要在不同的价位上分多次成交，大宗交易可以在合理的价格上以单一价格进行成交，降低了买卖双方的交易成本。

四是交易成功后通过清算所进行清算，保证了交易的安全。

三、大宗交易的基本现状

（一）交易品种与规模

大宗交易的产品为交易所上市的特定期货、期权或组合产品，主要包括利率、股指、外汇等金融类，以及能源、金属和农产品等商品类，以能源类品种为主。在 CME 集团大宗交易的能源类合约约为 1057 个；ICE 情况与 CME 集团类似，仅 ICE 美国交易所大宗交易的能源类品种就有 1075 个¹²（表 1）。

从交易规模来看，交易所一般将大宗交易与期

⁶ 2010 年至 2012 年，CFTC 针对商品大宗交易出台了“指定合约市场核心原则及相关要求”（Core Principles and Other Requirements for Designated Contract Markets）。

⁷ 参考 CME 集团、ICE 美国、欧洲交易所、LME、Eurex 和新加坡交易所大宗交易规则。

⁸ 除了 Block Trade 的表述外，LME 将大宗交易称为 Large in scale，SGX 则称为 Negotiated Large Trade。

⁹ 《境外主要衍生品交易所大宗交易研究》，中国证券期货，2018 年。

¹⁰ 在 Eurex OTC Block Trade 平台采用一对多交易时，经纪商的每位客户都需满足最低交易手数要求。（Eurex 交易所官网）

¹¹ Ingrid M. Werner, Institutional Trading Costs, Rotman School Distinguished Lecture Series, 2008.

¹² 根据 CME 集团、ICE 官网 2018 年 11 月 5 日披露信息整理。

转现交易量一起进行统计。FIA 也将大宗交易规模与期转现一并归入场内交易量进行统计排名。CME 集团 2018 年 11 月 5 日大宗交易和期转现交易量为 68 万手，占当日总交易量的 4.7%。其中，近 64% 的大宗交易量来自于利率、外汇和股指等金融类合约，能源类合约占 31.6%，金属占 1.5%，农产品占 2.9%。能源类合约中，大宗交易集中于 WTI、天然气、成品油、丙烷和电力等品种。Eurex 披露的 2018 年

10 月交易量报告中，场内衍生品的场外交易量（大宗交易 + 期转现）占其总交易量的比例达到 1/3 左右。

从收入来看，CME 集团 2017 年大宗交易加广义期转现¹³业务的交易清算费用约 3.7 亿美元，占其总收入的 10%。

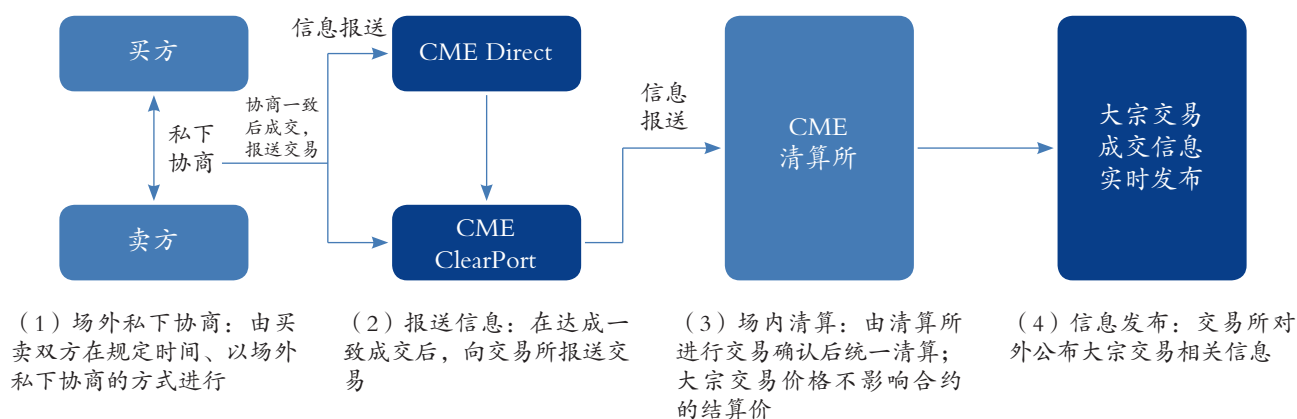
（二）交易流程

大宗交易的流程主要包括四部分：场外私下协商、报送成交信息、场内清算和信息披露（图 1）。

表 1：CME 集团大宗交易产品数量

	大宗交易产品数量
CME（农产品、股指、外汇、利率）	199
CBOT（农产品、商品指数、利率、国债）	96
NYMEX（能源、化工、航运等）	1057
COMEX（金属）	37

数据来源：CME 集团官网，2018 年 11 月 5 日



资料来源：根据 CME 官网资料整理

图 1：大宗交易流程

¹³ CME 集团的期转现为广义期转现（EFRP, Exchange for Related Positions），是指相关头寸之间的互转。相关头寸可以为现货，也可以为场外衍生品、场外期权等。广义期转现的类型包括期转现（EFP, Exchange For Physical）、期货转互换（EFS, Exchange for Swap）、期货转场外其他衍生品（EFR, Exchange for Risk）和期权转场外期权（EOO, Exchange of Options for Options）等。

1. 场外私下协商：由买卖双方在规定时间内、以场外私下协商的方式进行。在美国，CME 集团规定可在合约到期前的几乎任何时间¹⁴提交交易信息（工作日）；ICE 美国交易所规定能源期货大宗交易的截止时间为最后交易日前一天；对于能源类期权，截止日期为期权到期日的下午 4:15 前或到期执行前 15 分钟。在欧洲，ICE 欧洲交易所和 Eurex 的规定时间与美国不同，为交易日的常规交易时段。

2. 报送信息：在双方达成一致后，向交易所报送交易信息。在报送方式上，CME 集团可以通过 CME Direct 或直接在 CME ClearPort 上，ICE 通过 WebICE 或直接在 ICE Block 上进行，Eurex 通过 Eurex OTC Block Trade 平台完成。在报送时间上，交易所会根据不同产品类型，规定在交易执行后的 5、10 或 15 分钟内报送¹⁵。

3. 场内清算：由清算所进行交易确认后统一清算，大宗交易价格不影响合约的结算价。CME 集团通过 CME Direct、CME ClearPort 用户界面或前端交易软件向 ClearPort 报送，由 CME ClearPort 提交信息至 CME 清算所统一清算。ICE 美国交易所通过 ICE Block¹⁶将能源类在 ICE 欧洲清算所清算，其他产品在 ICE 美国清算所清算；ICE 欧洲交易所的会员通过 ICE Block 报送给 ICE 欧洲清算所进行清算。Eurex 通过 Eurex OTC Block Trade 平台报送 Eurex 清算所统一进行清算。

4. 信息发布：交易所对外公布大宗交易相关信息。在美国，CME 对大宗交易成交信息实时发布（大

宗交易的日期、执行时间、合同月份、价格和数量一经结算就会自动报告），ICE 美国交易所也会在官网披露；在欧洲，ICE 欧洲交易所由交易者选择立刻发布或延迟发布；LME 在 T+1 日延迟发布¹⁷；Eurex 由交易者选择是否在当天公开。

（三）参与者资格

美国和欧洲在对大宗交易的参与者资格规定上有所区别。符合美国《商品交易法》规定的“合格合约参与者”（Eligible Contract Participant, ECP），才能进入 CME 和 ICE 美国交易所开展大宗交易。合格合约参与者包括：交易所会员、会员公司、经纪商 / 交易商、政府机构、养老基金、商品基金、产业客户、投资公司、保险公司、存款机构和高净值个人，商品投资顾问（Commodity Trading Advisors, CTA）和投资顾问；此外，管理总资产超过 2500 万美元的外国个人或实体也可代理客户参与。

ICE 欧洲交易所规定的参与者包括：所有注册实体、贸易商和独立参与者，ICE 大宗交易注册会员，交易商、经纪商等会员。LME 的参与者为所有会员。

（四）最低手数要求

买卖双方交易所开展大宗交易，必须满足交易所规定的最低手数要求（The Minimum Threshold Quantities），不同合约的最低手数要求由交易所规定。例如，CME 集团的金属期货品种大宗交易最低手数要求为 5-25 手；在 2012 年将 WTI 原油期货大宗交易最低手数从 100 手降低至 50

¹⁴ CME、CBOT 除去 5:45pm-6:00pm，NYMEX、COMEX 除去 4:00pm-5:00pm。

¹⁵ 例如，ICE 美国交易所规定能源、金属、汇率类为 15 分钟内，其他为 5 或 10 分钟内。

¹⁶ 通过清算会员的大宗交易账户交易；其他交易需邮件提交 ICE 美国交易所确认后，转入 ICE Block。

¹⁷ 通过 LME Select 上的大宗交易信息实时发布。

手，WTI 原油期货从 1000 手降至 100 手。降低后，WTI 期权的大宗交易量明显上升，占到总交易量的 30%¹⁸。而 ICE 的金属期货为 5 手，Brent 原油期货为 100 手；LME 的大宗交易主要为金属期权，根据不同品种设定为 100-1000 手；Eurex 的大宗交易品种主要为股票、商品指数和波动率指数，其中彭博商品指数期货为 50 手。（表 2）

（五）交易方式及成交价格

美国规定的大宗交易为一对一交易。大宗交易必须是以单一价格完成的，价格必须“公平合理”，不会对场内市场价格产生影响。CME 集团和 ICE 美国要求大宗交易的成交价格需考虑（1）该笔交易的大小，（2）在相近时间内该合约的其他成交价，（3）与相近时间内其他现货市场和期货市场成交价，（4）

表 2：CME、ICE、LME 交易所部分合约大宗交易最低手数要求

类型	CME 集团		ICE		LME	
金 属	黄金期货 / 期权	25 手 / 50 手	黄金期货 / 期权	5 手 / 5 手	铝期权	1000 手
	白银期货 / 期权	25 手 / 25 手	白银期货 / 期权	5 手 / 5 手	铝合金、铜、铅、镍、锌期权	500 手
	铜期货 / 期权	非现货最近活跃月和次活跃月 20 手，其他月 5 手 / 10 手	铁矿石掉期期货 / 期权	5 手 / 5 手	锡期权	100 手
	铝、铅、锌期货	5 手			特种铝合金期权	500 手
能 源	WTI 原油期货 / 期权	50 手 / 100 手	Brent 原油期货 / 期权	100 手 / 25 手		
	煤炭（普氏、阿格斯等报价）期货 / 期权	5 手 / 5 手	煤炭期货 / 期权	5 手 / 5 手		
	无铅汽油期货 / 期权	25 手 / 25 手	无铅汽油期货 / 期权	50 手 / 25 手		
农 产 品	可可、咖啡、棉花、白糖期货	100 手	11 号糖期货和期权、咖啡期货 / 期权	250 手 / 250 手		
	大豆期货 / 期权	常规时段 ¹⁹ ：100 手 / 50 手 欧洲 / 亚洲时段 ²⁰ ：50 手 / 75 手	棉花期货 / 期权	500 手 / 250 手		
金 融	标普 500 期权	常规时段：250 手 欧洲 / 亚洲时段：100 手	美元指数期货 / 期权	75 手 / 25 手		

数据来源：各交易所官网，2018 年 11 月

¹⁸ Eleni Gousgounis, Block Trades in Options Markets, CFTC, 2016

¹⁹ 常规时段（RTH）：7:00 a.m. - 4:00 p.m. 中部时间，周一至周五。

²⁰ 欧洲时段（ETH）：12:00 a.m. - 7:00 a.m. 中部时间，周一至周五。亚洲时段（ATH）：4:00 p.m. - 12:00 a.m. 中部时间，周一至周五及周末。

市场环境和交易双方的情况。

欧洲的大宗交易存在多对多的模式。例如，在 Eurex 的大宗交易平台 OTC Block Trade 上，允许股票和固定收益类期权产品通过多对多模式在平台匿名成交。Euronext 交易所在 2017 年推出 MTF Euronext Block 平台，可以满足 MiFID II 执行后原参与暗池交易的机构投资者对股权大宗交易的需求，平台的交易模式可以选择多对多。

此外，以每日结算价成交（Block TAS）也是美国 and 欧洲大宗交易常用的交易模式。

四、期货市场大宗交易的监管

（一）美国商品期货委员会（CFTC）

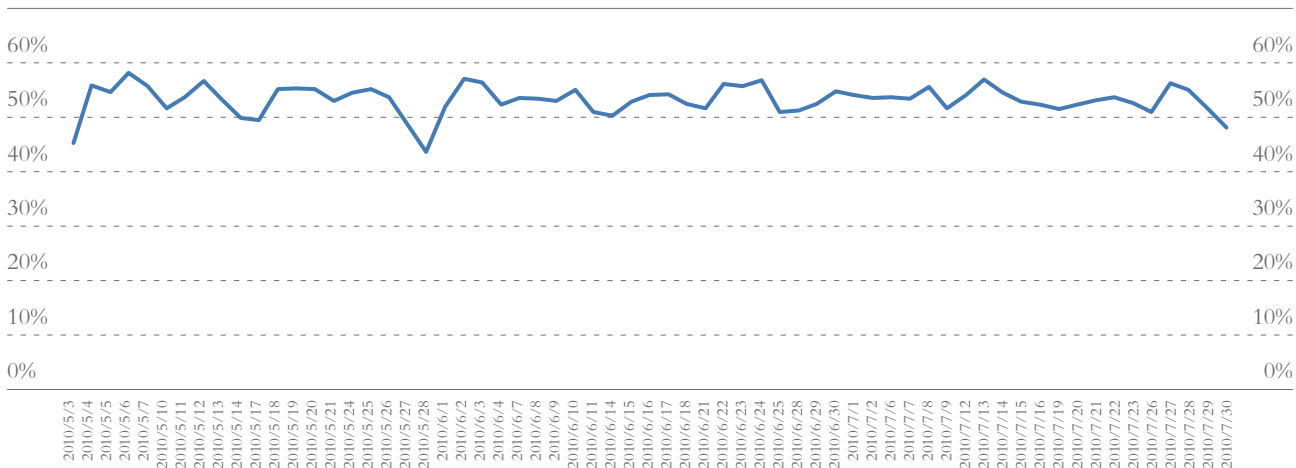
2010 年，CFTC 针对《多德—弗兰克法案》第 735 条涉及的对“指定合约市场（Designated Contract Markets, DCM）”的相关要求，开

始制定“指定合约市场核心原则及相关要求”

（Core Principles and Other Requirements for Designated Contract Markets），对大宗交易提出了一系列监管建议。

在 2010 年 12 月的拟定稿中，CFTC 对交易所开展期货合约大宗交易的基本规则、最低手数要求、参与者资格、关联方交易限制、禁止撮合、记录保存、报告提交时间和成交价等方面进行了详细规定。其中，明确要求最低手数设定必须大于在同一合约场内交易进行单一买单或卖单而引发大幅价格偏离的手数；并且要求开展大宗交易的期货或期权合约必须在连续 12 个月内有 85% 的流动性来自场内中央订单簿。但是，由于当时交易所²¹已上市合约大宗交易的占比约 50%（图 2），CFTC 在 2012 年发布的最终稿中放弃了 85% 流动性来自场内的规定。

（二）欧洲证券及市场管理局（ESMA）



数据来源：CFTC 官网

图 2：CFTC 统计 2010 年美国上市合约场外交易量占总交易量的比例

²¹ 2010 年，CFTC 对美国境内 CME、ICE 美国交易所、CBOT、COMEX、KCBT、MGE、NYMEX 等主要期货交易所的大宗交易产品进行了统计。

欧盟在大宗交易方面的监管要求比美国宽松。

(1) 在信息披露上, ESMA 在 MiFID II 中鼓励各国监管机构放宽对大宗交易限价定单 (Limit Order) 的公布义务; (2) 允许一对多、多对多的大宗交易;

(3) 大宗交易也可以匿名撮合。在欧洲期货市场相关法规中, 对大宗交易使用的术语也不太一致, 在 MiFID II 中称为 “Large in Scale Compared with Normal Market Size”, 在 LME 推出的大额期权交易中称为 “Large in Scale Options”, 简称 LIS 期权, 但在 EEX、Euronext 交易所发布的规则中又称为 “Block Trade”。

此外, 暗池交易²²在欧洲也作为一种匿名的的大宗交易广泛存在于场外市场。为增加市场的透明度, ESMA 对大宗交易和暗池交易进行了区分, 加强了对暗池交易的监管。对暗池交易设置了两条交易上限 (Double Volume Cap, DVC): 1) 任意一支股票或类似产品在 12 个月内的暗池交易总量不得超过总交易量的 4%; 2) 总暗池交易量不得超过总交易量的 8%。根据 ESMA 官网披露, 从 2018 年 MiFID II 实施后 5 个月的统计数据来看, 不符合 DVC 要求的品种 (主要是股票类) 暗池交易的交易量从 90%

以上下降至 10% 以下²³。

五、结论

大宗交易作为一种辅助交易方式, 已广泛被 CME 集团、ICE、LME、SGX 等全球主要期货交易所应用在能源、金属、农产品和金融类期货、期权等衍生品合约上, 为场内合约在场外大单交易提供了渠道。并且, 由于大宗交易可以采用单一价格在场外成交, 避免了大单交易对市场价格的影响; 成交后由清算所统一清算, 相比场外私下交易更安全可靠; 在信息披露上, 欧洲市场允许大宗交易延迟披露, 在私密性上更符合大型机构投资者的交易需求。

现阶段我国期货市场投资者结构仍以散户为主, 而欧美现行的大宗交易主要服务机构投资者。因此, 建议结合我国实际情况, 在改善投资者结构的前提下, 进一步论证开展大宗交易的必要性与可行性, 研究符合国内期货市场发展和实体企业需求的大宗交易规则和制度, 为服务实体经济提供支持。

(责任编辑: 董偲琦)

²² 暗池市场 (dark pool market) 是指买卖双方 (通常是机构投资者) 匿名配对进行大宗交易, 这种交易运作并不透明, 不会展示买卖盘价及报价人士的身份, 也不会向公众披露已执行交易的详情。

²³ ESMA 官网统计报告《STEVEN MAJLOOR ADDRESSES FESE CONVENTION 2018 ON MIFID II IMPLEMENTATION》。