

引入做市商制度改善期货合约连续性的业务探索及实践^{*}

上海期货交易所 李欢 郝建萍 方伟 袁博 许真颖

国内商品期货市场历来存在“近月不活跃、活跃不连续”的问题。2017年以来，上海期货交易所（下简称上期所）开展引入期货做市商制度的可行性研究和具体方案设计，在立足自身市场需求和品种具体特点的基础上，研究借鉴国际成熟市场一般做法，率先选择了镍品种作为试点并取得成功，随后逐步铺开并覆盖所有不连续品种和新上市品种。实践表明，期货做市商制度在引导主力合约逐月轮换、促进活跃合约连续、提升品种运行质量等方面起到积极作用，得到了市场和产业客户的积极响应和反馈。同时，期货做市商制度的引入，培育促进了一批本土做市商队伍，丰富了期货行业的期货衍生交易业务。下一步，上期所将在进一步优化期货做市业务的同时，通过扩大做市商对内、对外开放，进一步丰富做市商类型，着力培育具有相当竞争力、能与国际做市商团队过招的本土做市队伍。

一、引入期货做市制度的必要性及可行性

（一）合约连续性不足严重制约期货品种功能发挥

正式引入期货做市商制度之前，国内商品期

货市场合约连续性不足的问题突出。从2017年国内市场37个活跃品种的主力合约移仓规律来看（表1），除铜、铝、锌、铅外，其余品种合约均存在不同程度的连续性不足问题，主要表现为交易持仓仅集中在挂牌合约的个别月份，活跃合约交易持仓规模占比达95%以上，其余月份合约均处于不活跃状态。合约连续性不足带来的影响包括：产业客户利用期货市场时存在现货库存的逐月保值、交割不便；投资管理服务类机构利用场内市场进行有效的风险对冲、风险管理的需求受到限制；品种未能形成平滑的远期价格曲线，导致市场无法利用期货价格进行点价、定价；合约间价格、期现货市场价格、国内外市场价格联动性不强，价格影响力不足；合约交易、持仓高度集中于少数月份，容易造成市场风险聚集等。

针对市场投资者通过多种渠道表达了进一步优化合约连续性的诉求和建议，国内几家商品期货交易所也采取了一定措施，包括调整不活跃合约交易手续费、建立指定交易商制度¹、仓单服务商制度²、调整合约挂牌方式³等，但对于改善合约活跃度及连续性效果均不理想。

^{*} 本文系2019-2020年度上海期货交易所优秀研究成果。

¹ 大连商品交易所于2000年12月1日实施《大连商品交易所豆粕期货市场若干措施（试行）》，在豆粕品种中确定一定数量的“市场活跃者”，要求报价义务并给予手续费优惠。2002年3月28日郑州商品交易所实施《活跃小麦期货合约的若干措施》，引入了“指定交易商”完成一定的交易量和持仓量义务，并给予一定手续费返还。资料来源：<https://wenku.baidu.com/view/fa3c51aabb68a98270fefa64.html>。

² 2017年3月14日大连商品交易所发布实施《大连商品交易所铁矿石仓单服务管理办法（试行）》的通知，旨在活跃铁矿石近月合约。

³ 2013年为进一步完善黄金期货合约设计，上海期货交易所将黄金期货品种“合约交割月份”条款由原来的“1-12月”修订为“最近三个连续月份的合约以及最近11个月以内的双月合约”。

表 1：2017 年国内期货市场活跃品种的活跃月份统计

活跃合约月份	期货品种
各月均活跃	铝、铅、铜、锌
1-5-9	菜籽粕、菜籽油、大豆、豆粕、豆油、鸡蛋、棉花、强麦、油菜籽、玉米、玉米淀粉、棕榈油、白糖、动力煤、焦煤、焦炭、锰硅、铁矿石、硅铁、玻璃、甲醇、聚丙烯、聚氯乙烯、聚乙烯、天然橡胶、PTA、镍、锡
1-5-10	螺纹钢、热轧卷板
6-12	黄金、白银
6-9-12	石油沥青

（二）通过引入做市商制度改善合约连续性存在可行性

1. 做市商制度为改善合约连续性提供可能

具有现代意义的做市商制度已在证券市场、期权市场经历四十多年的发展，文献研究显示其核心功能可归纳为三类：提供市场流动性、价格发现功能、稳定市场。一方面，由于做市商具有维持买卖双向报价的义务，由此保持了市场的流动性，不会出现没有买卖对手而无法交易的现象。另一方面，做市商本身具备一定的专业能力，在综合自身资金、头寸以及对市场各类信息判断的基础上进行估值和报价，提供的报价更加贴近市场真实水平，具有参考性和吸引力。此外，通过做市商提供流动性和定价，有利于减少价格不合理波动、更好地处理大额交易指令，从而保持价格的稳定性和连续性。

2. 期货做市已得到一定范围的应用

相比期权合约，期货合约存在合约较少、流动性相对集中的特点，做市起步较晚、应用品种相对较少。自 2002 年芝加哥期货交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT) 在美国 10 年期利率互换合约正式引入做市商做市开始，国内外主流期货市场近年来也相继在新上市品种或流动性较差的品种上逐步引入做市商制度或增强流动性的计划。如芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile

Exchange, CME) 的活牛期货和天气期货、纽约商业交易所 (New York Mercantile Exchange, NYMEX) 的天然气管期货和铝期货等、香港交易所 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEX) 的指数、利率期货和小金属合约的流动性计划等。但由于大多数品种本身并不活跃，做市效果不够理想，参考价值有限。

二、国外成熟市场做市业务的主要做法

做市商制度作为境外市场的一项普遍性的制度安排，其主要功能是解决流动性不足的问题。目前，CME、芝加哥期权交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE)、欧洲期货交易交易所 (EUREX) 等成熟市场在做市品种选择、方案设计和做市商监督管理方面的主要做法如下：

（一）做市品种的确定

1. 境外交易所为几乎所有期权品种及部分期货品种引入做市商

CBOE 是最早引入期权做市商的交易所，EUREX 作为欧洲老牌交易所，引入做市商的时间也较长，二者在其上市的所有期权品种均引入了做市商，具体包括农产品期权、商品指数期权、二元期权和货币期权等。期货品种方面，最初在新品种或流动性不足品种合约上引入做市商，后根据交易所需要逐步扩展到其他品种。如

CME、EUREX 在其上市的部分利率、外汇、指数和商品期货中引入做市商。

2. 做市商自行申请做市品种或由交易所进行指派或引导

对于交易所公开招募做市商进行做市的品种，做市商在履行一定申请程序后成为相应品种做市商。以 CBOE 为例，做市商可以自行选择对不同交易时段的一个或多个期权品种进行做市。CBOE 也可以根据需要，在综合考虑做市商意愿、财务状况、系统容量等因素的基础上指定做市商为一个或多个期权品种做市。同时，为了鼓励做市商之间的竞争，使得众多做市商能够为所有期权合约提供流动性，CBOE 通过做市信用 (Appointment Credit) 对做市商的做市品种进行管理。期权品种交易量越大，做市信用成本越高，反之则越低，从而引导做市商为流动性不好的期权品种提供做市服务。

(二) 做市商义务及权利要求

1. 做市义务以双边报价要求为核心，不同品种要求有所不同

各交易所均要求做市商完成一定条件的双边报价义务，主要包括有效报价时间、最大买卖报价价差、最小报单量等。交易所可以设定不同的义务完成级别（如 CME 美国超长期国债期货方案中，做市商需要至少完成 65% 的有效报价时长），同时根据报单量的大小规定了不同的完成级别⁴。EUREX 要求受监管的做市商 (Regulatory Market-Making, RMM)⁵ 在平均每个月内的至少 50% 的交易日开展持续报价，并根据最大买

卖报价价差和报价单数量的不同对做市商进行分级。此外，交易所还根据品种特点规定其他要求。例如 CME 三十日联邦基金做市方案中，要求做市商按照最大买卖报价价差和最小交易量的要求，完成指定的 6 个合约（3 个期货合约 + 3 个价差合约）中的任意 2 个合约（1 个期货合约 + 1 个价差合约）的做市义务。CBOE 要求主要指定做市商履行做市义务之外，还要求其在维持交易所的竞争力、努力提升做市期权品种的流动性方面提供支持，同时协助交易所进行市场宣传、会员沟通和投资者教育。

2. 做市商权利方面，以手续费减免或现金奖励作为基础，手段多样化且具备较强的竞争性

CME 针对不同品种的做市商的优惠措施会有所不同，除交易手续费减免、现金奖励返还外，还提供订单优先分配、更大的带宽或提供主机托管服务等技术支持手段。EUREX 同样将手续费减免和费用返还作为基础手段，也会根据产品流动性状况、产品重要程度来制定单独或组合的激励措施，包括给予排名靠前的做市商额外的现金奖励和交易所手续费共享⁶等。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所有做市商账户里的交易均可获得 75% 的交易费用减免。此外，做市商获取交易所费用返还具有一定的竞争性。例如 CME 的欧洲美元项目上，前 15 名做市商减免交易手续费，前 5 名做市商优先分配一定比例的最优报价订单。EUREX 对部分品种设立资金分配池，做市商依据各自交易量比例分享资金池⁷，

⁴ 报单量分别定为 6 手、10 手和 16 手三个级别，同样完成 65% 的有效报价时间的，报单量越大，手续费减免或做市返还越高。

⁵ 根据欧盟监管规定 MiFIDII 要求，EUREX 于 2018 年 1 月 3 日开始执行新的做市商体系，将做市商分为流动性提供者框架 (LPF) 和受监管的做市商 (RMM)。所有符合一定做市策略的参与者都应该主动申请成为 RMM 并履行要求的报价义务，否则会受到交易所处罚。同时 EUREX 将原有的做市商归类为流动性提供者，并签署商业协议。

⁶ EUREX 于 2013 年 7 月 - 2014 年 10 月，实施了收入分配计划，对于每个 MSCI 指数衍生品，EUREX 将产品净收入的 30%，按月返还给前 5 名合格的流动性提供者，其中 20% 的收入在流动性提供者之间平均分配，另外 10% 的收入按照成交量占比进行分配。

⁷ EUREX 还对于 Global Trading Hour 交易时段的 VIX 期权，对 N 个完成义务要求的做市商设置一个总额为 N*15000 美元的交易手续费返还池，由这 N 个做市商依据各自交易量比例分享返还的交易手续费。

从而充分激励做市商提供具有竞争力的市场报价。

（三）对做市商的监督管理

1. 做市商准入门槛较高，均采用审批制

如成为 EUREX 的做市商（RMM）需要在申请前的规定时间内，提供交易所认为有竞争力的双边报价且每日双边报价时长达到日内总交易时长的 50%。CBOE 的做市商主要有普通做市商（MM）、指定主要做市商（DPM）和领先做市商（LMM）三种类型，均需要向交易所提交申请，根据申请类型的不同，需具备的条件包括通过组织的考试、具备一定的资本充足率、业务运营能力、交易经历、具备一定人员和经验、遵守交易所规则情况等。

2. 做市商的主动退出与淘汰

作为交易所提升合约流动性的一项商业计划，做市商与交易所签订做市协议，从而获得做市商资格。做市商主动退出是在面临激烈的竞争环境下，做市营收无法继续抵补做市投入，主动提出放弃做市资格的情况。被动淘汰主要是指做市商无法完成做市义务或不再满足做市商资格条件时，交易所终止其做市商资格。

3. 对做市商的监管以自律监管为主

做市商是交易所对符合一定条件的市场参与者发放的一类资质，为市场提供流动性，本质上仍然是市场参与者，以交易所自律监管为主。自律监管主要包括做市商义务完成情况、持续性符合资质要求以及是否存在违法违规等行为等。

三、上期所期货做市方案设计思路

上期所积极开展了通过引入做市商制度改善合约连续性的方案设计工作，在充分考虑自身需求和特点的基础上，研究借鉴成熟市场在做市方案设计和业务管理方面的做法，总体思路包括：

1. 工作目标上，以改善合约连续性为核心，

并着力培育本土做市商队伍

与国外市场不同，改善合约连续性问题上期所引入做市商的初衷，期货做市的引入及配套工作始终紧紧围绕这个中心开展。同时，考虑到期货市场做市业务处于刚刚起步阶段，存在本土做市力量薄弱、基础不足的现状，期货做市的引入既有助于培育一批具有专业水平的本土做市商队伍，也有利于培育新业务、扶持行业发展。

2. 做市方案设计上，以报价为核心，兼具调整的灵活性

境外各交易所均对做市商设计了一系列做市义务指标，并可以根据市场行情变化进行灵活调整。虽然各个交易所在具体方案设计上存在一定差异，但核心指标均包含买卖报价价差、报价手数和报价时长等要求，否则将无法获取交易所给予的优惠。在做市商优惠方面，借鉴采用较为通行的基础手续费减免和手续费返还。

3. 监督管理上，在合规要求基础上引入竞争性的管理机制

申请成为上期所做市商必须在合规要求的基础上具备一定的资金实力、做市经验和独立的交易团队。在做市商获取的优惠措施方面，设计竞争性做市指标，对于达到一定排名的做市商才能参与手续费返还的分配。同时，在分配方式上按照做市商实际表现排名进行划分，激励做市商的报价积极性。做市商根据自身竞争能力和做市意愿，可以申请更多品种或随时放弃做市，通过市场化的竞争实现优胜劣汰。

此外，上期所在试点品种引入做市商制度的基础上，阶段性降低做市合约基础交易手续费。主要考虑的是：单一措施力度有限，采用双管齐下的组合手段有利于做市商报价引领及市场普惠下吸引更多市场投资者共同参与；同时充分考虑做市商成本、风险补偿，使做市商在风险可承受

范围内真正有意愿持续参与报价并努力完成任务。

四、上期所期货做市业务实施步骤和工作要点

上期所期货做市工作始于 2017 年年中，大致经历了三个阶段。

（一）第一阶段（2017 年年中至 2018 年 8 月）：谨慎选择试点品种，确定以“双边报价”为核心的做市方案

1. 以镍品种进行试点，验证做市可行性

在试点品种选择上，进行了市场调研，走访了金川迈科、青山集团、摩科瑞等多家生产、贸易企业。结合产业客户的诉求，考虑到境外伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）镍期货和上期所有色金属板块其他品种的运行特点，决定首先选取镍品种进行试点。试点目标确定方面，从稳健推进、确保成功的角度出发，确定了先实现双月轮转，再实现逐月轮转的目标。镍试点的成功验证了期货做市的可行性和方案的合理性。

2. 确定以“双边报价”为核心的做市方案，并持续进行优化调整

参照国际通行做法，采用以“双边报价”为核心的做市方案，同时将手续费减免作为激励做市商的手段。实施过程中，密切关注盘面运行情况，并通过了解做市商和市场参与者的真实反应，及时采纳合理性建议。

（二）第二阶段（2018 年 8 月至 2019 年年底）：扩大做市品种范围，持续优化做市方案，不断提升做市成效

1. 建章立制，逐步扩大做市品种范围

为尽快扩大成效，上期所于 2018 年 10 月率先发布了做市商管理办法，并建立做市商招募遴选、做市手续费减收等相关业务实施方案，为

做市业务合规铺开提供了制度保障，同时，启动原油、黄金期货品种做市。2019 年先后启动了白银、燃料油、20 号胶、锡和不锈钢的期货做市工作，做市品种数量扩大至 8 个。

2. 结合品种特点和实践效果，持续优化做市方案

由于做市品种范围扩大、各品种实际特点不一，因此，上期所一方面结合盘面实时变化，及时调整对做市商的考核要求，引导做市商充分发挥作用；另一方面，结合具体品种表现，对已基本形成逐月连续的镍品种，逐步降低做市力度；对于整体交易规模有待提升的原油品种，提高市场交易贡献的激励；对于贵金属品种初期做市效果不佳的情况，引入银行类做市商。

3. 着力推动品种精细化管理，进一步提升做市成效

在引入做市商制度的同时，上期所也着力推动解决品种交易、交割环节运行不畅的问题，如扩充镍品种可交割资源，建立镍、黄金、白银、燃料油等品种非活跃合约手续费调节恢复机制，修改黄金期货合约最小变动价位，为解决银行分支机构账户问题进行专项研究等。

（三）第三阶段（2020 年以来）：实现做市业务对不连续品种和新上市品种全覆盖，同时强化竞争，着力培育本土专业做市队伍

1. 做市覆盖全部不连续品种和新上市品种

2020 年上期所新增螺纹钢等 5 个不连续品种做市，低硫燃料油、国际铜上市后不久即开展做市业务。截至目前，上期所现有 20 个期货品种，除铜铝锌铅（逐月连续品种）、线材（基本无交易品种）和高硫燃料油（因“限硫令”可能导致市场标的发生变化）无需进行做市外，其余 14 个期货品种全部做市，覆盖所有不连续品种和新

上市品种。

2. 进一步强化竞争，助力培育本土专业做市队伍

在做市商招募遴选方式上，变“相马”为“赛马”，允许符合基本条件的做市商都参与做市。引入竞争性排名机制，并将扶持政策向头部做市商倾斜，排名靠后做市商不再获取减收支持。同时，按“扶优限劣”原则对做市商进行动态管理，明确政策预期导向，鼓励有志于发展做市业务的公司不断加大投入、提升做市能力，并对于无法完成基本义务或持续净亏损的做市商进行淘汰、劝退。

3. 大力开展市场宣传和业务培训工作

今年上期所主动加大做市成效推广力度，让

市场及时了解、关注做市品种盘面变化和交易机会。同时，通过走访 JUMP TRADING、澳帝桦（中国）、景佑科技等专业做市机构，在方案设计和业务管理方面借鉴其成功经验。

五、期货做市业务取得成效与挑战

（一）期货做市取得成效

1. 合约不连续、近月不活跃的问题得到较好解决

从连续合约活跃数量看，所有做市品种已基本实现前 5-7 行合约同时活跃。在此基础上，镍、原油、锡、不锈钢、20 号胶、纸浆、低硫燃料油等 7 个品种均打破原有主力合约跨月轮转的模式，并初步实现逐月轮转（表 2）。

表 2：各品种首批合约做市前后盘口对比变化

合约	买卖价差			买深度			卖深度			买冲击成本			卖冲击成本		
	做市前	做市后	变化	做市前	做市后	变化	做市前	做市后	变化	做市前	做市后	变化	做市前	做市后	变化
NI1904	51.5	3.4	-93.4%	20.8	77.6	273.7%	20.9	77.0	268.2%	1.00	0.99	-1.4%	1.00	0.98	-1.5%
AU1904	14.5	3.4	-76.6%	12.6	84.8	571.6%	13.6	85.9	532.5%	0.96	0.06	-94.1%	0.97	0.04	-95.5%
SC1901	12.6	1.6	-87.3%	10.2	61.4	503.2%	14.1	89.5	536.6%	0.96	0.25	-73.8%	0.96	0.24	-74.7%
AG2002	27.1	1.2	-95.6%	42.3	215.8	409.9%	47.7	215.2	351.3%	0.90	0.19	-78.6%	0.90	0.20	-77.4%
NR2003	69.5	1.7	-97.6%	21.2	132.6	524.1%	22.3	134.3	502.9%	0.89	0.10	-88.4%	0.89	0.10	-88.5%
SN2006	306.0	1.9	-99.4%	15.5	71.6	361.5%	15.2	71.4	369.8%	0.99	0.59	-40.6%	0.89	0.10	-88.5%
SS2006	39.2	1.0	-97.4%	42.3	254.5	502.2%	43.1	243.8	465.8%	0.83	0.04	-94.7%	0.83	0.05	-94.1%
RB2103	12.0	1.1	-90.8%	45.8	349.5	662.8%	44.6	350.9	687.6%	0.94	0.21	-77.8%	0.94	0.21	-77.8%
HC2103	53.6	1.3	-97.6%	39.9	305.8	667.2%	41.0	306.8	647.9%	0.95	0.26	-72.5%	0.95	0.27	-72.0%
RU2103	16.5	1.2	-92.7%	18.2	96.3	429.7%	16.8	96.3	474.5%	0.95	0.21	-78.1%	0.95	0.21	-78.2%
BU2103	14.5	1.2	-91.7%	34.7	254.5	633.2%	31.6	257.2	714.0%	1.00	0.86	-13.5%	1.00	0.84	-16.2%
SP2012	63.3	1.1	-98.3%	32.8	342.4	943.1%	33.3	337.9	913.7%	0.92	0.12	-87.1%	0.92	0.13	-86.2%
LU2104	31.6	2.0	-93.8%	54.4	260.4	378.5%	54.4	259.4	376.8%	1.00	1.00	-0.1%	1.00	0.99	-0.9%
BC2104	113.0	31.8	-71.9%	11.3	39.9	251.5%	11.3	40.4	258.5%	1.00	0.49	-51.1%	1.00	0.48	-51.8%
均值	58.9	3.8	-93.5%	28.7	182.0	533.5%	29.3	183.3	526.3%	0.95	0.38	-59.6%	0.94	0.35	-63.3%

注：

1. 统计其为上述合约做市前一个月均值与做市后一个月均值对比。
2. 买（卖）深度为平均每笔切片（5 档）行情数据的值。

2. 做市合约运行效率大幅提升，交易成本显著下降

综合比较各做市品种首个做市合约做市前与做市后一个月情况，盘口最优买卖价差均缩窄，所有合约平均由 58.9 个 ticks（最小变动价位）下降至 3.8 个 ticks，降幅约为 94%；即时行情厚度增加，买卖 5 档平均报价手数由 29 手左右提升至 182 手左右，增幅约为 530%；冲击成本下降，各合约买卖冲击成本由平均 0.94 下降至 0.35，降幅约为 64%。

3. 为新上市品种的平稳运行及稳健成长提供有力支撑

上期所实践表明，新品种上市若没有引入做市，往往会出现合约不连续和交易清淡的情况，如不锈钢、纸浆等新品种。在市场交易习惯尚未完全固化的情况下，及时引入做市交易能够迅速引导市场、培养形成新的交易习惯，从而扭转合约不连续现象。同时，新品种具备一定盘口深度和市场规模，能够吸引观望投资者的参与，也会带来新品种市场交投规模的实际增长。以原油、20 号胶、不锈钢、低硫燃料油和国际铜期货为例，引入做市后且相关品种去除做市商量后，交易量平均增量比做市前增加 119.2%，持仓平均增量较做市前增加 159.2%（表 3）。

表 3：新上市品种做市前后表现对比

品种	上市日期	开始做市	品种日均成交			品种日均成交 (扣除做市商)		品种日均持仓			品种日均持仓 (扣除做市商)	
			做市前	做市后	同比	减做市量后	同比	做市前	做市后	同比	减做市量后	同比
20 号胶	2019.8.12	2019.9.26	5949	16911	184.27%	12659	112.79%	14313	36539	155.3%	20849	45.66%
不锈钢	2019.9.25	2019.12.26	9127	43989	381.97%	33236	264.15%	9845	71048	621.7%	30892	213.78%
低硫燃料油	2020.6.22	2020.7.27	39197	82044	109.31%	63829	62.84%	38326	166497	334.4%	94502	146.57%
国际铜	2020.11.19	2020.11.26	6469	20141	211.35%	13988	116.23%	2766	16321	490.1%	5449	97.00%
原油	2018.3.26	2018.10.26	113835	162216	42.50%	159070	39.74%	16048	70113	336.9%	63052	292.90%
平均值					185.88%		119.15%			387.67%		159.18%

注：

1. 比较区间，品种做市月至 2020 年 12 月底对比品种挂牌日至开始做市前一交易日。
2. “做市前”及“做市后”均采用品种交易量持仓量均值，“减做市量后”为扣除品种相关品种做市商均值后的量。

4. 进一步提升期货市场服务实体经济能力

在调研中，五矿有色、埃珂森（上海）、中基宁波集团等表示，随着相关品种合约连续性的提升，企业均增加了在相关期货品种上的套保和交割头寸比例。中基宁波集团表示在场外合同中已采用“沪镍 + 升贴水”模式；云锡股份作为国内锡产业龙头企业，该公司已直接采用沪锡期货价格作为供应商合同定价基准；华泰长城等多家风险管理子公司认为，随着活跃合约数量增多，期现市场内外盘联动更加紧密、价格有效性增强、

套利机会增多，为其场外业务开展、向产业客户提供精准的风险管理方案等带来了直接帮助。

5. 培育一批本土做市力量，助力行业发展

截至 2020 年 12 月底，上期所期货做市商累计 54 家，其中包括期货公司风险管理子公司 38 家，做市商的数量和投入均大幅增加。在交易所的扶持下，做市业务逐步发展成为期货风险管理子公司寻求转型的一个业务方向。近 3 年来，期货做市队伍在团队建设、系统开发方面，经历了从无到有、由弱到强的渐进转变，为培育头部

做市商、扶持行业发展提供了有力支持。

（二）存在挑战

做市虽取得一定成效，但从做市业务开展的目标上看，存在的挑战也不容忽视，主要有两个方面：

1. 如何持续提升做市成效的挑战

从改善合约连续性的角度看，虽然上期所前期部分品种已经取得一定成效，但也有个别品种做市成效不够理想，甚至出现反弹的情况，其背后主要还是如何进一步做好品种整体的精细化管理，提升品种期货功能发挥的问题。如何综合施策，做精、做细、做优现有品种，进一步促进期货品种功能发挥，也是未来期货做市工作的根本问题。

2. 如何进一步做好做市商队伍的管理和培育工作

从培育本土做市队伍的角度看，通过近三年交易所的大力投入和扶持，培育形成了一批具备自主做市能力的做市商队伍，基本目标已达成。但放眼国际市场，本土做市商与国际专业做市机构还存在很大差距，未来随着交易所投入的逐步下降，如何进一步扶持和培育具有专业水平的本土做市商队伍，同时还兼顾扶持头部和整体公平性的问题需要进一步探索和思考。

六、若干实践经验体会及下一步规划

（一）实践经验及体会

1. 交易所的创新工作要瞄准市场堵点和痛点

期货做市业务是国内期货市场的一项重要制度创新，其推出就是为了解决合约连续性不足导致的企业参与期货市场不便的问题。有效解决市场堵点和痛点，能够切实服务实体是创新工作能够取得成效的根本所在。

2. 试点先行，逐步推进，凝聚共识

业务开展之初，因商品期货做市在国内外市

场基本没有成功先例可循，且国内期货市场“1-5-9”现象由来已久，行业内外预期并不乐观。

镍品种的试点证明了商品期货做市可行性，为将期货做市推向更多品种打下坚实基础。随着原油和不锈钢品种在做市前后形成鲜明对比，新品种引入做市后不仅实现逐月轮转，合约活跃度与品种规模也得到显著增长，后续其他新品种上市即引入做市已成为上期所惯例。

3. 敬畏市场，尊重专业，支持一线

做市是一项全新的工作，交易所没有经验，必须认真向市场学习。交易所党委秉持“敬畏市场”的理念，充分尊重支持市场上真实的声音和发展需求，为业务成效提升、管理经验的积累和人才队伍成长提供了优越的政策和监管环境。在业务推进过程中，上期所始终坚持贴近市场，并对市场合理性建议及时予以吸收和采纳，与市场共同实践探究。

4. 妥善处理创新过程中遇到的问题

在做市业务开展初期，有少数期货公司在自身能力尚不完备的情况下申请做市资格，借用外力完成做市义务、获取交易所奖励。经督导整改，相关公司均具备了自有独立团队和做市系统，做市表现更进一步。同时，在深入接触市场时，也发掘了一批具有专业做市能力的公司，可以在达到合规要求的前提下加入到做市商队伍，进一步丰富做市商类型，提升做市队伍整体竞争能力。

5. 多措并举、形成合力，切实提升做市成效

在实践中观察到，期货做市往往需要配套的合约、制度优化，才能达成更好的效果。下一步，针对做市成效尚不显著的螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶等品种，将根据具体的品种特点，研究并综合施策，提升成效。

（二）下一步工作方向和目标

近三年期货做市的实践效果证实了上期所探

索方向的正确性和推进该项业务的价值，但仍需在制度完善、有效监管、市场化管理和评估方面做进一步探索。未来的期货做市工作目标主要有两个：

一是争取努力实现大多数品种主力合约逐月连续，争取从根本上改善不连续品种市场运行质量，更好地服务实体经济。上期所现有做市的14个期货品种中，仍有一半品种尚未实现逐月连续，品种功能发挥作用有限，是今后三年的工作重点。

二是通过市场竞争，培育一批具有相当竞争力、能与国际做市商团队过招的本土做市队伍。从技术、策略、经验等方面看，本土做市团队与国际一流做市商还有明显差距，总体上看还难以同场竞赛。着眼未来市场开放的大趋势，培育本土做市商团队任务十分紧迫。从国际经验看，做市商团队也不可能太多，在扶持培育的基础上，强化竞争、优胜劣汰是个必然的过程。在进一步扩大对内对外开放的背景下，将有节奏地提升竞争强度，支持本土做市商团队在实战中提升能力，发展壮大。

借鉴成熟市场管理经验并结合业务实际，下一步在业务探索方面主要有三个优化：

一是搭建一套灵活兼容的做市商制度体系。对于国内场内市场而言，做市商是一项复杂的创新业务。上期所在市场发展初期，采取简洁的管理方式，能够较好地发挥做市商的作用，同时也有利于业务平稳起步和做市商机构的培育。在做市商制度稳步推出后，上期所可以充分借鉴CBOE、EUREX对做市商的管理经验，根据做市商类型、特点的不同，加强对做市商的分类、分级管理，并赋予做市商更多的职能。

二是增强方案设计和效果评估的市场化和灵活性。一方面，在技术条件的支持下，实现考核要求与市场指标的有效挂钩，使方案及时适应市场变化，减少人为决策的滞后性；另一方面，将做市评估与市场需求、品种设计和功能发挥情况紧密结合，建立常态化的做市效果评估、启动和退出机制。

三是进一步做好针对做市行为的有效监管。结合国内期货市场成熟度和交易系统的可承载力，加强对做市商以及非做市商的做市行为的研究，根据其特点，建立区别于其他类型投资者的有效监管手段，引导鼓励做市行为能够为不活跃合约提供有竞争力的报价，提升市场活跃度。

（责任编辑：谷平平）