



华泰期货

QFI 开放对期权市场的影响——以大商所期权为例

(二)

研究院 量化组

研究员

李光庭

0755-23887993

liguangting@htfc.com

从业资格号: F03108562

投资咨询号: Z0021506

高天越

0755-23887993

gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

李逸资

0755-23887993

liyizi@htfc.com

从业资格号: F03105861

投资咨询号: Z0021365

联系人

黄煦然

0755-23887993

huangxuran@htfc.com

从业资格号: F03130959

王博闻

0755-23887993

wangbowen@htfc.com

从业资格号: F03149658

前言

近年来，随着 QFI 制度的稳步推进，我国各期货交易所陆续扩大了 QFI 可参与的商品期货与期权品种。2022 年 9 月 2 日，上海期货交易所、上海国际能源交易中心、郑州商品交易所、大连商品交易所及中国金融期货交易所联合发布公告，首次明确 QFII、RQFII 可参与的 23 个商品期货品种，标志着境外投资者正式进入我国大宗商品衍生品市场。此后，2025 年 3 月 4 日，上期所、上期能源、大商所、郑商所及广期所进一步新增 15 个 QFI 可交易商品期货品种，扩大了市场开放范围。为了探究 QFI 开放对期权市场的影响，我们将从对波动的影响和对流动性的影响两方面进行研究。本篇将介绍 QFI 开放对期权市场流动性的影响。

核心观点

从宏观层面来看，QFI 制度实施以来，大连商品交易所期权市场的整体成交与持仓规模呈现温和增长态势。其中，国际化程度较高、与全球定价体系紧密联动的品种市场活跃度明显提升。从投资者角度来看，开放在一定程度上优化了市场参与者结构，增强了市场的流动性供给与价格发现功能。既满足了境外投资者风险管理的需求，也提升了期权市场的深度和交易的连续性。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

目录

| | |
|--------------------|---|
| 前言 | 1 |
| 核心观点 | 1 |
| QFI 制度 | 3 |
| 大商所 QFI 开放情况 | 3 |
| 成交量与持仓量 | 4 |
| 总结 | 8 |

图表

| | |
|--|---|
| 表 1：大商所期权品种开放 QFI 前后 20 和 60 个交易日的 VIX 情况 单位：无 | 4 |
| 图 2：大商所期权品种开放 QFI 前后 20 个交易日的成交量情况 单位：张 | 5 |
| 图 3：大商所期权品种开放 QFI 前后 60 个交易日的持仓量情况 单位：张 | 6 |
| 图 4：大商所期权品种开放 QFI 前后同比成交量情况 单位：张 | 6 |
| 图 5：大商所期权品种开放 QFI 前后同比持仓量情况 单位：张 | 7 |
| 图 6：成交持仓四象限 单位：无 | 8 |

QFI 制度

2020年11月1日，《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》正式实施。该办法将原有的合格境外机构投资者（QFII）与人民币合格境外机构投资者（RQFII）两项制度统一为“合格境外投资者”（Qualified Foreign Investor，简称QFI），标志着我国资本市场对外开放进入新的阶段。

QFI制度旨在引导境外长期资金有序进入境内证券与期货市场，促进市场的国际化与机构化发展。根据2020年9月25日中国证监会、人民银行及国家外汇管理局联合发布的管理办法，申请成为QFI需满足以下条件：(1) 财务稳健、资信良好，具备证券期货投资经验；(2) 境内投资业务主要负责人员符合所在国家或地区的从业资格要求（如有）；(3) 治理结构、内部控制和合规管理制度健全有效，并设有督察员监督境内投资活动的合规性；(4) 经营行为规范，近三年内未受到监管机构的重大处罚；(5) 符合中国证监会基于审慎监管原则制定的其他条件。与早期的QFII制度相比，新规取消了对机构经营年限及资产规模的量化要求，显著降低了准入门槛。

近年来，随着QFI制度的稳步推进，我国各期货交易所陆续扩大了QFI可参与的商品期货与期权品种。2022年9月2日，上海期货交易所、上海国际能源交易中心、郑州商品交易所、大连商品交易所及中国金融期货交易所联合发布公告，首次明确QFII、RQFII可参与的23个商品期货品种，标志着境外投资者正式进入我国大宗商品衍生品市场。此后，2025年3月4日，上期所、上期能源、大商所、郑商所及广期所进一步新增15个QFI可交易商品期货品种，扩大了市场开放范围。

大商所QFI开放情况

2025年6月18日，上期所、郑商所及大商所再次联合宣布扩大QFI参与范围，允许境外投资者进一步参与商品期货与期权交易。特别是大商所新增了乙二醇（EG）和液化石油气（PG）两个期货及期权品种。截至目前，大商所共有12个QFI可交易商品期货与期权品种，涵盖农产品、能源化工及黑色建材等主要产业链板块，标志着我国期货与期权市场对外开放的深度与广度持续提升。截至目前，大商所共有12个QFI可交易商品期货及期权品种，其范围涵盖了农产品、能源、化工和黑色建材大类。

表 1：大商所期权品种开放 QFI 前后 20 和 60 个交易日的 VIX 情况 | 单位：无

| 大类 | 序号 | 品种 | 交易所 | QFI 可交易日期 |
|------|----|-------------|---------------|--------------------------|
| 农产品 | 1 | 黄大豆 1 号 (A) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| | 2 | 黄大豆 2 号 (B) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| | 3 | 豆粕 (M) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| | 4 | 豆油 (Y) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| | 5 | 棕榈油 (P) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| 能源 | 6 | 液化石油气 (PG) | 大连商品交易所 (DCE) | 2025/6/20 (2025/6/19 夜盘) |
| | 7 | 聚乙烯 (L) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |
| | 8 | 聚丙烯 (PP) | 大连商品交易所 (DCE) | 2025/3/4 (2025/3/3 夜盘) |
| 化工 | 9 | 苯乙烯 (EB) | 大连商品交易所 (DCE) | 2025/3/4 (2025/3/3 夜盘) |
| | 10 | 聚氯乙烯 (V) | 大连商品交易所 (DCE) | 2025/3/4 (2025/3/3 夜盘) |
| 黑色建材 | 11 | 乙二醇 (EG) | 大连商品交易所 (DCE) | 2025/6/20 (2025/6/19 夜盘) |
| | 12 | 铁矿石 (I) | 大连商品交易所 (DCE) | 2022/9/2 |

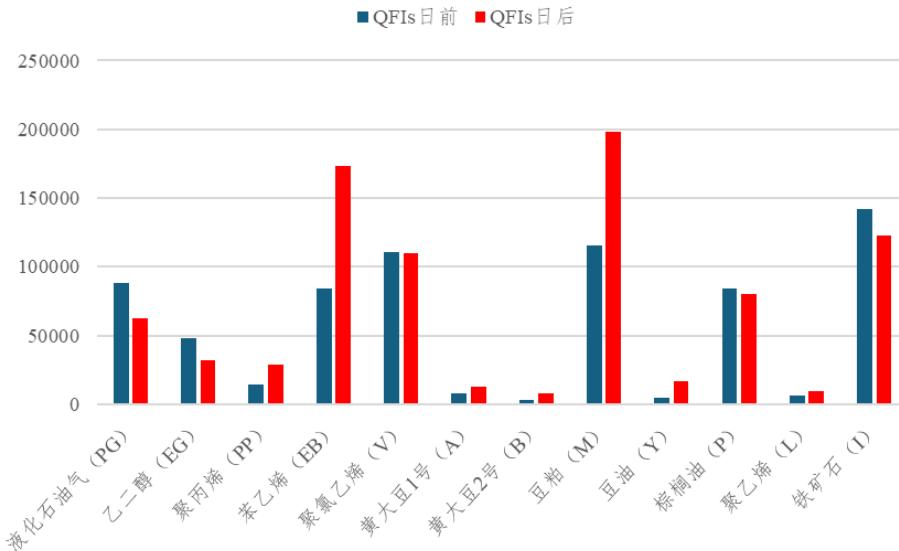
数据来源：DCE 华泰期货研究院

为了探究开放 QFI 交易对于期权市场运行情况的影响，我们从成交量和持仓量入手进行分析。通过探究，我们发现对上述期权品种而言，开放 QFI 交易能够在一定程度上提升市场的流动性。同时，境外资金进入市场也使得期权市场的深度和稳定性得到提升。

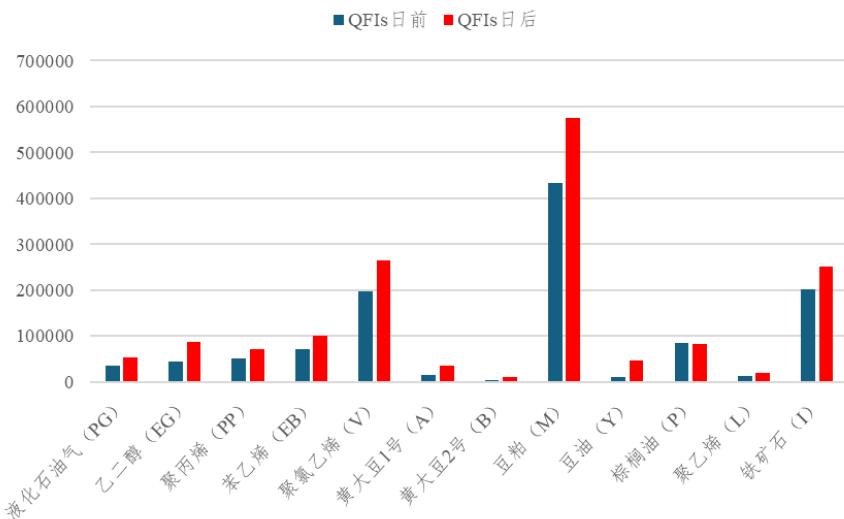
成交量与持仓量

成交量与持仓量的变化趋势可以反映期权市场运行的部分特征。成交量的上升意味着市场的交易活跃度增强，买卖双方的报价更为密集，交易成本下降，市场价格发现机制更加有效。而持仓量的普遍上升说明市场的长期头寸结构更加稳健。尤其是在 QFI 制度实施后，境外机构的进入为市场带来了新的资金来源与交易策略，境外机构投资者通常具有更强的风险管理与资产配置需求，更倾向于建立长期或对冲性质的持仓，而非短期投机交易。这种长期资本的流入有助于提升市场的稳定性，减少价格的非理性波动。我们首先设置开放日前后 20 个交易日作为观察期，对各品种的成交量、持仓量进行统计分析。

图 2：大商所期权品种开放 QFI 前后 20 个交易日的成交量情况 | 单位：张



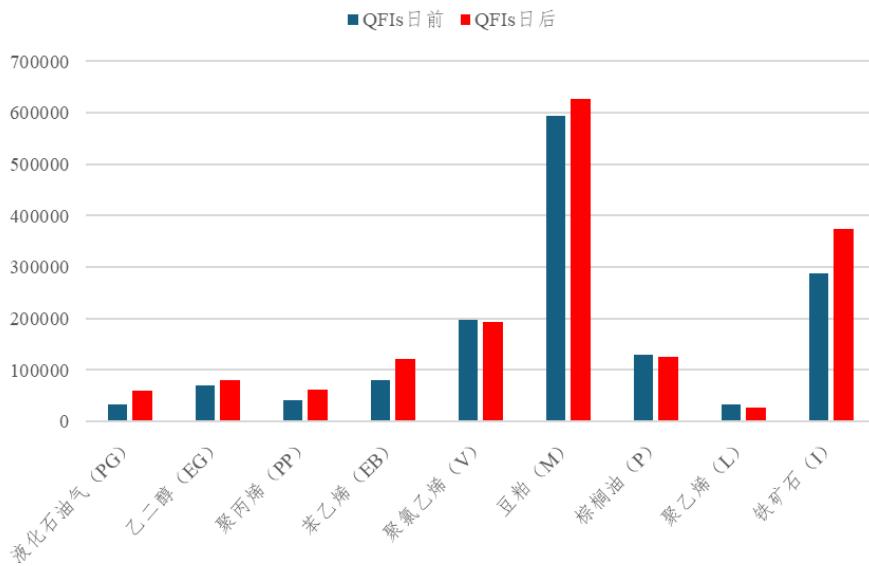
开放前后 20 个交易日的成交量情况（上图）



开放前后 60 个交易日的持仓量情况

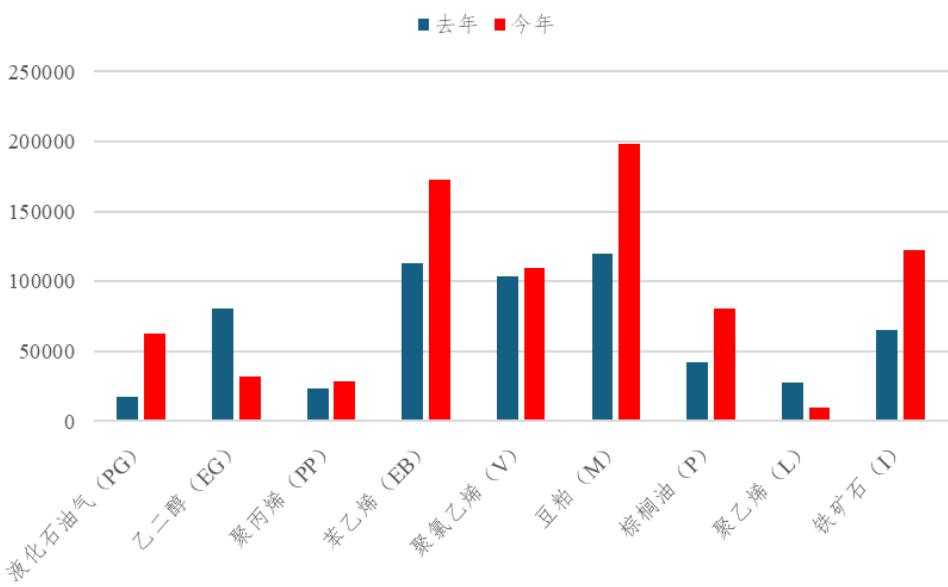
数据来源: DCE 华泰期货研究院

通过初步的分析可以看出，在开放后的一个月内，成交量并没有因为 QFI 资金的引入而出现普遍的增加，但是几乎所有品种的持仓量都实现了增长。这与我们对境外机构的猜测基本吻合：积极建立或维持头寸从而实现风险管理。而这也使得期权市场的结构更加稳健。为了探究 QFI 机制在更长一段时期内的影响，我们再次设置开放日前后 60 个交易日作为观察期。由于不同品种的成交量有可能受季节性特征影响，因此我们仅对各品种的持仓量进行分析。

图 3：大商所期权品种开放 QFI 前后 60 个交易日的持仓量情况¹ | 单位：张


数据来源：DCE 华泰期货研究院

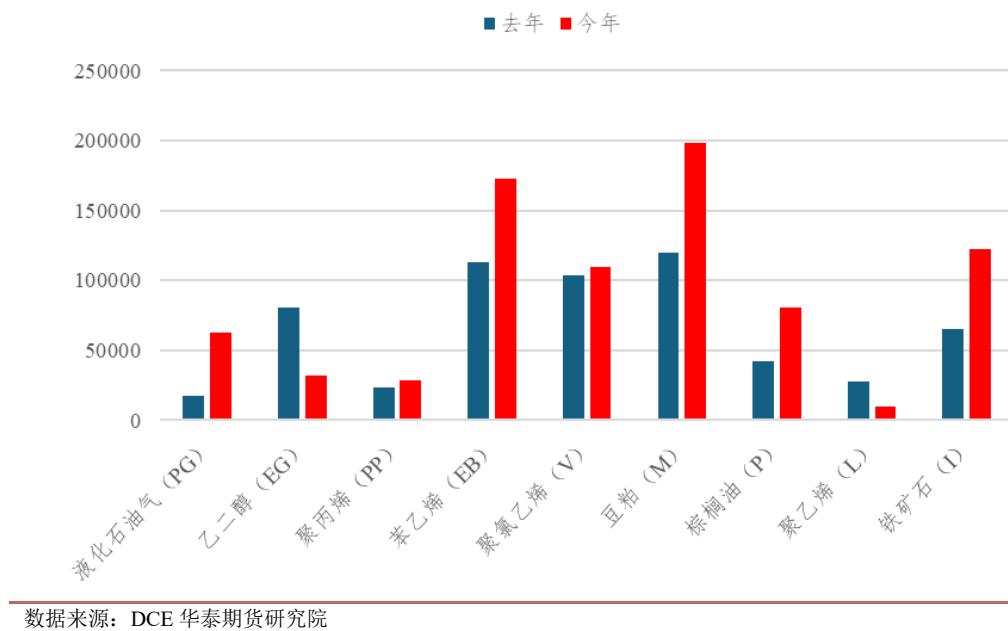
通过前后 60 个交易日的持仓量不难看出，开放 QFI 交易的大部分期权品种在 60 个交易日内的持仓量也都得到了增长，说明了境外投资者的加入使得市场的长期头寸结构更加稳健，市场的稳定性得到提升。为了进一步探究 QFI 资金进入市场对不同品种期货的影响，我们对开放的时间节点进行同比分析。

图 4：大商所期权品种开放 QFI 前后同比成交量情况² | 单位：张


数据来源：DCE 华泰期货研究院

¹ 豆一 (A)、豆二 (B) 和豆油 (Y) 期权在 2022 年 8 月 8 日在大商所挂牌上市，此处不作统计。

² 豆粕 (M)、棕榈油 (P)、聚乙醇 (L) 和铁矿石 (I) 的 QFI 开放时间为 2022 年 9 月 2 日，因此这些品种的去年为 2021 年，今年为 2022 年。其余品种的去年为 2024 年，今年为 2025 年。

图 5：大商所期权品种开放 QFI 前后同比持仓量情况³ | 单位：张


数据来源：DCE 华泰期货研究院

尽管从同比成交量和持仓量来看，开放 QFI 对整体的影响并不显著，但对于国际化品种（豆粕（M）、棕榈油（P）、铁矿石（I））而言，成交量同比都有明显的增长，豆粕（M）和铁矿石（I）持仓量同比增长在所有开放的品种中最为明显。这说明 QFI 制度的边际影响在不同品种间存在差异性，境外机构投资者更倾向于参与那些在全球范围内具有成熟衍生品市场、与国际市场联动性较强的品种。开放 QFI 的机制效应呈现出结构性特征。

为了更好地比较 QFI 开放前后的成交量和持仓量变化，我们取前后观察期内每种商品的成交量或持仓量均值，根据以下公式计算得到成交量、持仓量 QFI 开放前后比值，大于 1 则说明成交量或者持仓量有所上升，小于 1 则相反。

$$\text{商品期货 } i \text{ 成交量(或持仓量)QFI 开放前后比值} = \frac{\sum_n \text{QFI 开放后成交量(持仓量)} / n}{\sum_n \text{QFI 开放前成交量(持仓量)} / n}$$

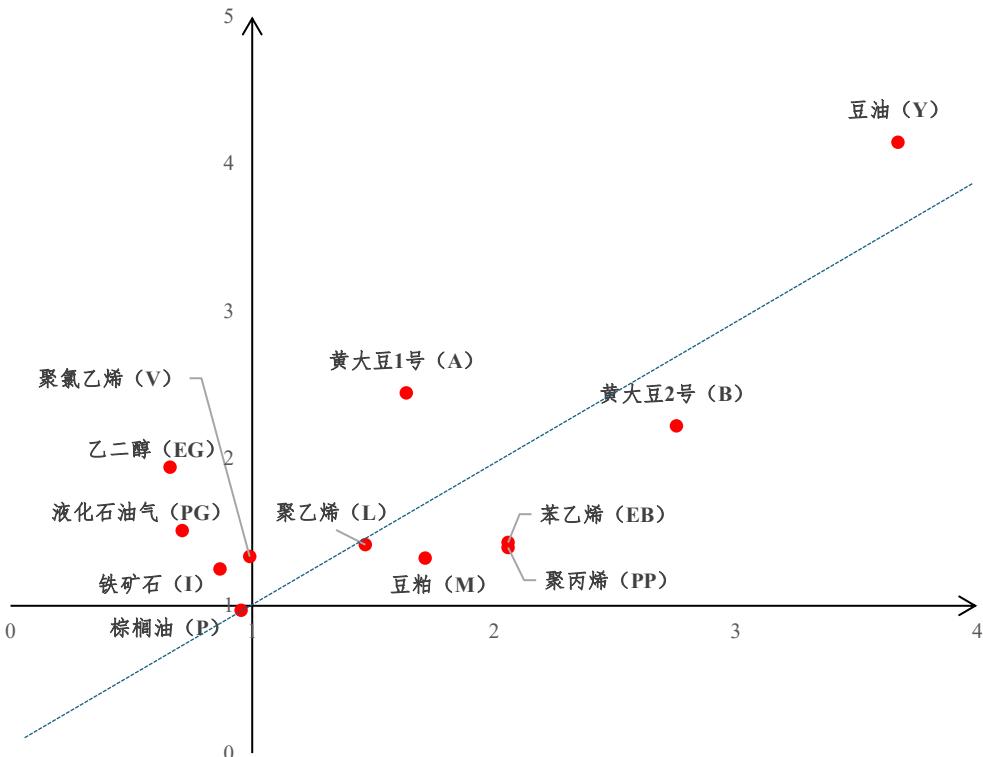
其中， n 指的是观察期内交易日天数，在本文中，我们取 $n=20$ 。观察期内每种商品期货所有合约的成交量、持仓量进行加总得到每天的成交量、持仓量总量，并根据成交持仓比=成交量/持仓量得到每天的成交持仓比。

以 QFI 日前后的持仓量比值作为横坐标，纵坐标轴代表 QFI 日前后的成交量比值作为纵坐标绘制坐标系。虚线作为成交持仓比的临界标识，虚线之上的区域，成交持仓比

³ 豆粕（M）、棕榈油（P）、聚乙烯（L）和铁矿石（I）的 QFI 开放时间为 2022 年 9 月 2 日，因此这些品种的去年为 2021 年，今年为 2022 年。其余品种的去年为 2024 年，今年为 2025 年。

大于 1，虚线之下区域，成交持仓比小于 1。

图 6：成交持仓四象限 | 单位：无



数据来源：天软 华泰期货研究院

第一象限（持仓量比值 > 1 ，成交量比值 > 1 ）：涵盖对豆油 (Y) 等品种，这些期权品种市场参与者数量增加，交易与持仓行为均更活跃。第二象限（持仓量比值 < 1 ，成交量比值 > 1 ）：像最近刚开放的乙二醇 (EG)、液化石油气 (PG) 在此，成交量提高但持仓量降低。位于虚线之上的期权品种，成交持仓比均大于 1，反映该区间商品期权受投机力量主导，资金短期博弈特征显著。而虚线之下的区域，成交持仓比小于 1，说明这些期权品种投机参与度低，市场交易以存量持仓博弈或产业套保等相对稳健行为为主。

总结

QFI 制度实施以来，大连商品交易所期权市场的整体成交与持仓规模呈现温和增长态势。从整体数据来看，QFI 开放对期权市场流动性的结构性效应明显。国际化程度较高、与全球定价体系紧密联动的品种（如豆粕 (M) 等）市场活跃度明显提升。从投资者层面来看，开放 QFI 交易在一定程度上优化了市场参与者结构，增强了市场的流动性供给与价格发现功能。既满足了境外投资者风险管理的需求，也提升了期权市场的深度和交易的连续性。未来，随着交易机制进一步完善、境外投资者参与比例提升以及国际定价体系的进一步融合，QFI 机制有望成为推动我国期权市场流动性持续提升与国际化进程加快的重要力量。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com