

**上海**

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 16/19 楼  
电话: +86 21 3135 8666  
传真: +86 21 3135 8600

**北京**

北京市建国门北大街 8 号  
华润大厦 4 楼  
电话: +86 10 8519 2266  
传真: +86 10 8519 2929

**香港**

香港中环皇后大道中 5 号  
衡怡大厦 27 楼  
电话: +852 2969 5300  
传真: +852 2997 3385

**伦敦**

1/F, 3 More London  
Riverside, London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 432

## 通力“金融衍生产品”系列之二 境内外期货市场互联互通模式简介

作者: 樊磊 | 李雅光

2018 年以来, 我国期货市场逐步推进对外开放。在原油、铁矿石、PTA、20 号胶期货作为特定品种对国际投资者开放的基础上, 中国证券监督管理委员会副主席李超在 2019 年中国(郑州)国际期货论坛上表示境内交易所还要加深与境外交易所产品与业务的合作。境内交易所与境外交易所产品与业务的合作主要表现为境内外期货市场的互联互通, 本文拟简要介绍现有的五种互联互通模式。

### 1. 交叉挂牌模式

#### 1.1 简介

交叉挂牌是指本地交易所与境外交易所通过签订交叉挂牌协议, 将本地交易所的上市品种在对方交易所交易平台上进行挂牌, 从而便于对方市场投资者参与本地交易所品种交易, 以扩大大本地交易所的市场影响力。目前, 芝加哥商业交易所(CME)与马来西亚、印度以及巴西等地的交易所的合作均采取此种模式。

.....  
如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

## 1.2 特点

**合约的一致性。**本地交易所借用对方交易所的交易平台，将本地交易所品种进行挂牌交易，本质上是同一个合约在两地分别挂牌，因此合约具有一致性。

**合约行情统一撮合。**虽然品种是在两地交易所进行挂牌，但是行情由一个交易所集中撮合产生，因此一个合约只有一个行情价格。

**结算独立进行。**交叉挂牌模式下，两地交易所通过对方交易平台进行挂牌，在交易上借用对方通道进行，而结算则由各自的结算机构进行，是完全独立的。

## 2. 订单路由模式

### 2.1 简介

订单路由是指订单路由的服务提供商向对方交易所所在地的经纪商提供路由服务，从而使得两地投资者可以参与对方交易所的产品交易。目前，我国的“沪港通”采取的就是此种模式。

### 2.2 特点

**保留双方监管机构的监管权。**订单路由模式下，双方交易所及市场参与者仍然受到当地监管机构的监管，因此双方的监管机构可以在最大程度上保留自己的监管权力。

**资源上的合理安排。**该模式建立在交易所订单路由的互联上，合理利用了两地市场的交易结算业务来完成两地市场的联通，是对双方资源的合理安排。

**与其他互联互通模式兼容。**订单路由模式可以与其他互联互通模式同时使用，并且不会影响双方市场原本的活跃程度。

## 3. 结算价授权模式

### 3.1 简介

结算价授权是指本地交易所上市境外交易所的品种，通过签订结算价授权协议将境外交易所的结算价作为本地交易所该品种的结算价。目前，CME 与马来西亚以及南非等地交易所的合作便采取此种模式。

### 3.2 特点

**合约可以存在差异。**本地交易所仅引入境外交易所同一品种合约的结算价作为本地交易所该品种的结算价，在合约设计方面可以根据自身市场的特点进行一定的修改，不需要与境外交易所保持一致。

**行情相互独立。**该模式下，被授权交易所仅在结算时才引入授权交易所结算价作为本地交易所该品种结算价，其合约行情走势基本独立于授权交易所。

**结算独立进行。**该模式下，交易所上市的品种仅属于该交易所本身，交易所与对方交易所并不存在在结算上的连接，即该品种的结算与对方交易所是完全独立的。

## 4. 清算链接模式

### 4.1 简介

清算链接是指境外交易所在引进与本地交易所相同或相似合约的同时，对两者结算机构进行链接，从而使境外交易所会员可以在当地买卖本地交易所的合约并形成交易报价和结算价，然后由境外交易所结算机构将头寸传递给本地交易所结算机构进一步进行结算。2010年，欧洲期货交易所(EUREX)和韩国期货交易所(KRX)就 KOSPI-200 股指期权产品展开了清算链接合作(EUREX/KRX Link)，并取得了十分不错的效果。

### 4.2 特点

**新合约的引入。**EUREX 与 KRX 进行的合作并不是简单的两个相同合约的平行上市，而是引入了以 KRX 期权合约为标的的一日期货合约，激发了投资者的参与热情。

**日内行情相对独立。**EUREX-KOSPI200 股指期权产品不产生新的结算价，而是取决于 KRX 前一交易日的结算价。虽然结算价是固定的，但是投资者对赌的是期权合约次日的走势，日内行情保持相对独立，因此其流动性良好。

**结算机构头寸单向转移。**在该模式下，EUREX 的结算机构仅对当日的期货进行交割，交割之后的头寸转移到 KRX 结算机构下，因此头寸仅进行一次性的单向转移。

## 5. 相互冲销系统模式

### 5.1 简介

相互冲销系统(Mutual Offset System, MOS)指在对合约内容、合约设计、交易规则、保证金制度、交易时间等方面进行统一的前提下，境外交易所引进本地交易所合约，并通过两个交易所结算

机构的连接, 实现异地对冲引进合约头寸的一种联网交易。该模式源于 CME 与新加坡交易所 (SGX) 在 1984 年签订的跨市场挂牌与对冲的机制。目前, 这种模式已经很少被采用。

## 5.2 特点

**两地市场环境保持一致性。**由于涉及到交易头寸的转移及两地结算机构的跨市场结算, 因此该模式无论在合约设计还是市场规则等方面都要求两个市场保持高度一致, 因此实施起来难度较大。

**行情分段进行撮合。**在该模式下, 由于两地交易所交易时间并不一致, 同一合约在不同交易时间段内分别由不同交易所进行集中撮合, 再通过 MOS 相互进行信息传递, 因此行情是分段进行的。

**结算机构合作程度高。**在该模式下, 两地结算机构各自作为对方的特殊结算会员直接面对对方的风险。因此, 这一合作模式对结算机构的风险管理要求较高。如果结算机构要进行这方面的合作, 必须认可对方结算机构的风险管理系统。

目前, 我国期货市场的特定品种对外开放已取得了长足的发展, 下一步进行境内外期货市场的互联互通是大势所趋。前文介绍的五种互联互通模式都具有其独特的优势, 但同时也存在着一定的不足, 因此我国在选择期货市场互联互通模式时应该在考虑我国期货市场现有的交易结算模式、技术系统、监管手段等情况的基础上, 选择最适合我国期货市场实际情况的模式开展互联互通。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



樊磊  
+86 21 3135 8768  
justin.fan@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：[master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。