



## Cover Story

# 2019年第44屆FIA年會摘要



上圖自左而右為期交所林志成副總經理、證期局期貨組林家璋科長、證期局張振山副局長、金管會紐約辦事處黃錫和主任、期貨公會盧廷劭副秘書長

期交所◎阮浩耘

美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）年會於今（2019）年3月12日至14日在美國佛羅里達州波卡雷登市舉行，吸引全球超過1,100位主管機關、交易所、期貨業者、資訊廠商與媒體共同參加，探討總體經濟、政治、社會等議題對衍生性商品產業之影響，以及虛擬貨幣、跨境交易與金融改革之發展現況。

FIA年會援例由FIA執行長Walt Lukken

之專題演講揭開序幕，其表示2018年全球交易所衍生性商品交易量創下300億口歷史新高，較2017年成長20%，顯示衍生性商品產業成功地為市場參與者提供了一個具備流動性，便於管理風險與方便投資之市場。然而，在快速成長的背後，衍生性商品產業也因其高槓桿與商品較為複雜之特性，遭非專業人士誤解為造成商品價格高漲之主因。

事實上，衍生性商品之價格發現功能，



使創新者以及消費者能即時獲得價格訊息，進而刺激技術創新與整體經濟發展。例如高油價刺激了過去數個世代不曾見到之石油探勘技術創新，促使美國在10年內，從全球最大的石油進口國，轉變為石油淨出口國，並於去（2018）年超越沙烏地阿拉伯與俄羅斯，成為全球最大石油生產國。原油生產成本之降低，使市場得以充足供應石油及天然氣，市場供需再度恢復平衡。

高油價亦刺激對替代能源及電池技術之投資，從而影響市場需求，如：特斯拉於2008年油價最高點時，推出第一台電動車，目前全球各大車廠均已積極投入電動車之生產，以滿足龐大的市場需求。以上這些例子，反映了經濟學供需法則：解決高價格之方式即為高價格本身（The cure for high price is high price）。市場正常運作下，當石油、玉米或利率等商品交易發生極端價格時，衍生性商品市場即發出強而有力之價格訊號，使市場參與者了解供需明顯失衡。此種情形之解決方案，並非究責於市場；相反地，更應投入資源以使市場恢復平衡。

另鑑於期貨、選擇權及衍生性商品產業明顯缺乏多元性（diversity），Lukken分享FIA董事會新措施，即組建多元化委員會，以促進多元化和包容性為使命，鼓勵支持衍生性商品產業之多樣化意見，最終促進產業多元化。

## 壹、專題演講與重要座談會摘要

### CFTC主席演講

由於現任CFTC主席J. Christopher Giancarlo將於今年夏天任期屆滿後卸任，本次為其最後一次以CFTC主席身分於FIA年會致詞。今年其以「改善過去、擁抱現在與前進未來數位金融市場」為題發表演講。在改善過去部分，CFTC認為部分已施行法規須進行調整，方能兼顧加強監理與市場發展。須調整的法規包括自營商資本規範、交換交易執行設施（Swap Execution Facility, SEF）規範以及交換交易市場行情資訊規範等。

自營商資本規範部分，銀行業主管機關對金融機構要求之資本提撥將排擠銀行留在市場中之資本，進而對市場健全性造成負面影響，因此CFTC正積極與銀行業主管機關溝通，希望其了解衍生性商品市場發展對經濟成長與平衡系統性風險之重要性。在SEF規範部分，CFTC坦承過去施行之規範過於繁瑣，增加市場參與者負擔，且太依賴模型、解釋函令與暫時性之豁免令，若未來主管機關改變態度，將有權修改或撤銷相關函令，增加SEF規範之不確定性。因此CFTC已於去（2018）年發布修正草案，並徵求公眾意見，希望據以進行調整。在交換交易市場行情資訊規範中，有關全球金融市場識別碼（identifier）之管理，因各國主管機關之官僚作法，以及欠缺誘因等原因而一片混亂，各國主管機關均希望掌控全球識別碼規範之實施，但卻無境外監理權強制他國參與者使



## Cover Story

用其識別碼。為改善此情況，CFTC不排除未來與其他主要主管機關合作，推出另一套更有效率方式。

在持續推動業務部分，CFTC將持續推動KISS (Keep It Simple, Stupid) 計畫，望透過簡化法規降低市場參與者之法令遵循成本，也將持續依賴2017年市場情報部門之功能，了解新科技與新交易方式對市場所帶來之改變。CFTC除持續強化執法外，亦將加強執法透明度，今年法規執行部門將首次公布年度報告。在國際合作部分，CFTC則持續呼籲各國施行以結果為導向並允許替代性遵循 (substituted compliance) 之法規，以降低法令衝突。

最後，J. Christopher Giancarlo主席期望CFTC能成為21世紀之主管機關，擁抱金融科技，並積極與新創業者互動與合作，使金融市場發揮最大功能，並促進整體經濟發展。

### 結算所風險

Nasdaq交易所去年9月發生結算會員違約事件後，即開始全面檢視結算相關規範，並於今年FIA年會中，分享後續行動方案，行動方案第一個面向為原始保證金改革，改革後原始保證金將可涵蓋尾端風險及集中度風險。第二則是會員管理規範調整，除了確保會員之資本與流動性充足外，也對營運面之要求進行調整。第三為拍賣流程之改善，Nasdaq將增加會員參加拍賣之誘因，並放寬參與拍賣者之標準，也參考國際組織對拍賣之建議，制定拍賣最佳施行規範 (best prac-

tice)。

與談人均對Nasdaq之改革方案表示贊同，但也提出其他建議，在保證金部分，結算所應有權在集中度過高時，加收保證金，也應定期針對結算會員部位進行極端狀況壓力測試，以確保保證金充足，方得降低整體市場風險。在會員管理部分，結算會員之資格並非一次性審查，結算所應定期檢視其是否持續符合會員資格。最後，在違約結算會員未平倉部位拍賣部分，結算所應提供適當誘因，使市場參與者願意參加，但適當的參與者數量很重要，才能在透明度與防範資訊洩漏之間找到平衡。

### 虛擬貨幣之機會與挑戰

由於去年比特幣價格大幅下跌，連帶影響芝加哥商業交易所 (CME) 以及芝加哥選擇權交易所 (Cboe Global Markets) 之比特幣期貨交易。Cboe雖為最早推出比特幣期貨之交易所，但已於今年3月宣布不再加掛契約，換句話說，待Cboe 6月份合約到期後，即不再提供比特幣期貨之交易服務。反觀晚Cboe一週推出比特幣期貨之CME，其交易量雖受價格下跌影響而停滯，但情況已逐漸好轉，2月中更創下上市以來單日成交量最高紀錄。CME表示，比特幣期貨約有30%至35%之交易來自美國以外地區，此數字高於整體平均，且有50%交易完成於美國現貨市場開盤之前，顯示比特幣商品具全球交易需求。而在傳統交易所以外，許多虛擬貨幣交易平台，如Bakkt、LedgerX與ErisX等均積極



尋求推出實物交割之比特幣期貨，惟目前仍待主管機關核准。

另在虛擬貨幣之法規方面，自去年比特幣交易平台Gemini兩位創辦人Winklevoss兄弟於FIA年會中呼籲，業界應建立一自律組織（Self-Regulatory Organization, SRO）監管虛擬貨幣市場相關活動後，包含Gemini在內之4家平台業者即於去年8月設立虛擬商品協會（Virtual Commodity Association）；另10家金融服務及創新公司所設立之SRO-數位資產市場協會（Association of Digital Asset Markets）亦隨後於11月成立。除美國外，日本金融廳（FSA）也於去年10月授予虛擬貨幣業自我監管地位，允許日本虛擬貨幣兌換協會（Japan Virtual Currency Exchange Association）對虛擬貨幣違規行為進行監控和制裁，以及制訂規則保護客戶資產並防止洗錢。整體而言，虛擬貨幣市場已朝向制度化與透明化之方向發展，在制度逐漸完備後，可望吸引更多機構法人參與交易。

### 跨境交易

由於歐盟執行委員會（European Commission）提出之EMIR修正案，增加了歐洲監管機構對於具有系統重要性（systemically important）之歐盟及第三國集中結算機構之監管權力，市場參與者、各國國際協會及

CFTC均曾公開表達關切。市場參與者擔憂新法案將增加市場整體成本，最終導致市場分割，進而增加短期經濟成本、降低市場流動性，長期更可能威脅金融穩定。

跨境議題討論已久，但進度緩慢，原因係各國法案係以強化該國金融市場穩定與國家利益為主要考量，惟有透過各監管機構間之對話，制訂國際標準，並仰賴相對應母國市場規則，方能提高跨境監管一致性。

## 貳、2018年全球衍生性商品市場交易概況

### 2018年整體交易狀況<sup>1</sup>

依據美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）公布統計，2018年全球集中交易之衍生性商品市場交易量達302億口，創下歷史新高，較2017年成長20.2%。若以地區別來說，亞太地區、北美洲以及中南美洲均有雙位數成長，整體交易量以亞太地區最高，達112億口，成長27.1%；北美次之，交易量106億口，成長18.8%；中南美洲成長最快，達40.8%，整體交易量27.8億口。歐洲交易量僅小幅成長6.7%，約占52.7億口，整體來說全球主要地區之交易量均呈現擴張趨勢。

1 本文之統計資料來源為 FIA 出版之 Market Voice 2019 年 3 月號雜誌。資料包含全球 35 個國家中，53 家交易所集團，旗下共 82 家交易所中掛牌的衍生性商品之交易狀況。交易量採口數計算，不含店頭市場交易如利率交換交易 (IRS)，與交易所買賣基金 (ETF) 之交易量。



## Cover Story

表1：2018年全球各地區衍生性商品交易概況

地區	2018	2017	變動 %
亞太	11,192,572,507	8,809,399,396	27.1%
北美	10,559,161,846	8,886,461,065	18.8%
歐洲	5,265,097,175	4,935,945,295	6.7%
拉丁美洲	2,776,523,066	1,971,927,150	40.8%
其他	489,142,700	595,154,992	-17.8%
總計	30,282,497,294	25,198,887,898	20.2%

若以商品類別區分，去年整體市場成長主要由股價指數、個股以及匯率等三大類商品帶動。其中，占整體交易量前二大之股價指數以及個股類商品，於2018年交易量分別達99.8億口與57.9億口，較2017年成長32.8%與21.7%。股價類商品交易量大幅上升之原因，為整體市場波動上升，尤其是2018年第1季與第4季。在匯率類商品部分，去年交易量達39.3億口，成長31.7%。主要成長來自於印度與巴西市場中，契約規模較小（約1,000美元）之匯率期貨與選擇權商品。另利率類商品交易量去年為連續第3年創歷史新

高，達45.5億口，成長14.8%，主要成長來自於市占率超過一半的美國市場，另一主要市場歐洲則大致維持交易量不變。

去年雖大多數衍生性商品類別呈現上漲趨勢，但非貴金屬類，如銅、鋁及其他非貴金屬期貨與選擇權，交易量較2017年下跌12.5%，主要原因係中國交易所之相關契約交易量大幅下跌。但另兩個主要非貴金屬交易市場—倫敦金屬交易所（LME）與芝加哥商業交易所（CME）旗下紐約商品期貨交易所（COMEX）之交易量仍呈現上升趨勢，分別較2017年成長17.4%與21.4%。

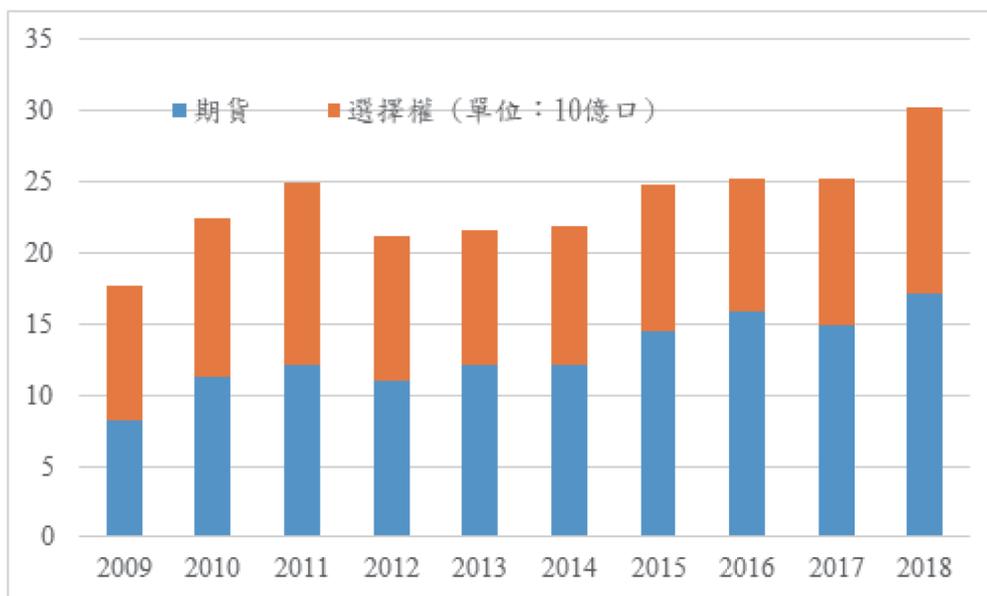
表2：2018年全球各類衍生性商品交易概況

類別	2018	2017	變動 %
股價指數	9,982,558,028	7,515,995,962	32.8%
個股	5,787,936,188	4,754,164,789	21.7%
利率	4,554,195,418	3,967,995,313	14.8%
匯率	3,928,907,250	2,984,103,494	31.7%
能源	2,237,728,622	2,171,206,765	3.1%
非貴金屬	1,523,286,916	1,740,499,534	-12.5%
農產品	1,487,729,626	1,306,068,499	13.9%
其他	489,018,266	479,719,598	1.9%
貴金屬	291,136,980	279,133,944	4.3%
總計	30,282,497,294	25,198,887,898	20.2%



以過去10年集中交易之衍生性商品市場發展來說，可觀察到以下重要趨勢。首先，北美與歐洲等10年前最主要的衍生性商品市場受金融海嘯衝擊最大，尤以利率類商品受影響最著，但中國與印度市場的快速成長，帶動2010年至2011年整體交易量上漲。隨後在2011年至2017年間，交易量再度停滯不前，直到去年才有突破性的成長。

其次，期貨與選擇權發展趨勢不同，過去10年期貨交易量大致呈現穩定上升趨勢，但選擇權交易量自2011年創新高後，就持續下跌，直到去年才大幅成長27%並創下新高。發展分歧的主要原因，係選擇權契約集中在股價類商品，而期貨契約則較平均分散於各商品種類。



圖：2009-2018 年全球期貨與選擇權交易量

再者，大宗商品類衍生性商品之成長速度，高於金融類商品。除因中國市場的快速成長外，大宗商品生產方式的結構性轉變也是重要因素。舉例來說，美國石油與天然氣市場之快速發展，除改變全球貿易結構外，也使能源類期貨與選擇權交易量在過去10年成長240%，並於去年創下歷史新高。

最後，市場參與者結構改變，自然人占

比大幅上升，以自然人為主要參與者的中國、印度與巴西市場，近年來都有快速成長，各大交易所也逐漸開始重視自然人市場，如CME即於今年5月推出Micro E-mini契約，以較小的契約規格吸引自然人交易。

另在未平倉契約數部分，去年整體未平倉量雖小幅下跌，但主因係受到占總未平倉數近40%的個股期貨與選擇權契約，未平倉



## Cover Story

數較2017年下跌4.5%影響，但其他類別，如股價指數類與利率類商品之未平倉數均呈現上升趨勢。未平倉數占交易量的比例，在不同地區也有很大的不同，去年亞太地區交易量占整體37%，但未平倉數占比僅8.2%。反觀北美地區，交易量占整體35%，但未平倉數占比超過一半，達全球總未平倉數之55%。

### 全球交易所2018年交易概況

在交易所方面，CME於2018年再次蟬聯全球交易量第1名寶座，總交易量達48.4億口，較2017年成長18.5%，主要成長來自其股價指數與利率類商品。印度國家證券交易所（NSE）排名第2，交易量在去年大幅成長53.7%，總交易量37.9億口。主要成長來自其美元兌印度盧比期貨，該商品吸引許多短線投資人進入市場，在交易量大幅上漲同時，未平倉量僅占極小比例。巴西的B3交易所2018年排名從2017年第5名上升至第3名，交易量達25.7億口，成長42.3%，主因係Mini Bovespa指數期貨與選擇權吸引許多自然人參與交易，該商品整體交易量已達7億口，較2017年成長143%，即使經過契約規模換算，交易量仍比Bovespa指數期貨與選擇權高。

緊接在B3後面的，是洲際交易所（ICE）與芝加哥選擇權交易所（Cboe Global Markets），總交易量分別為24.7億口與20.5億口，較去年分別成長16.4%與13.3%。2交易所主要成長均來自個股選擇權商品。

事實上，去年美國以個股選擇權為主要業務之交易所都有大幅成長，去年全球前30大交易所中，成長幅度最高的邁阿密國際交易所（Miami International Exchange）即為一例，其交易量達4.21億口，較前年成長81%，旗下之2個交易所—MIAX Options與MIAX Pearl分別成立於2012年與2017年，成立歷史非常短，但在競爭激烈的個股選擇權市場中，脫穎而出，加總獲得10%之市占率，除了其科技優勢外，與流動性提供者及造市者之良好關係亦是主因。

相對於2018年全球市場的成長，中國交易所之交易量已連續2年大幅下跌。中國前2大交易所上海期貨交易所與大連商品交易所去年交易量分別下跌11.9%與10.8%，至12億口與9.8億口。上海期貨交易所主力商品如螺紋鋼、橡膠、瀝青與熱軋卷板期貨均大幅下跌，而大連商品交易所之主力商品鐵礦石期貨，交易量更下跌達28.1%，前2大交易所交易量之下跌是中國整體交易量衰退主因。排名第3名，以農產品期貨為主力商品之鄭州商品交易所，去年交易量逆勢成長39.6%，達8.18億口，而以金融期貨為主力之中國金融期貨交易所，交易量則大致持平，維持在約2,450萬口之水準。

最後，臺灣期貨交易所2018年再創交易量新高，達3.08億口，較2017年成長16.0%，排名全球第17名。期貨類商品交易量大幅成長，以及夜盤交易挹注動能，為交易量持續成長之主要原因。





表3：2018年全球前20大交易所交易量

排名	交易所	2018	2017	變動 %
1	CME Group	4,844,856,880	4,089,345,897	18.48%
	Chicago Mercantile Exchange	2,259,630,942	1,891,568,238	19.46%
	Chicago Board of Trade	1,778,590,729	1,408,034,345	26.32%
	New York Mercantile Exchange	652,470,369	653,295,150	-0.13%
	Commodity Exchange (COMEX)	153,713,320	136,012,283	13.01%
	Eris Exchange	451,520	435,881	3.59%
2	National Stock Exchange of India	3,790,090,142	2,465,333,505	53.74%
3	B3	2,574,073,178	1,809,358,955	42.26%
4	Intercontinental Exchange	2,474,223,217	2,125,404,062	16.41%
	ICE Futures Europe	1,276,090,376	1,166,947,836	9.35%
	NYSE Arca	460,113,644	302,568,725	52.07%
	NYSE Amex	389,866,979	293,548,459	32.81%
	ICE Futures U.S.	342,613,160	354,504,852	-3.35%
	ICE Futures Canada	2,973,036	5,545,879	-46.39%
	ICE Futures Singapore	2,566,022	2,288,311	12.14%
5	CBOE Holdings	2,050,884,142	1,810,195,197	13.30%
	Chicago Board Options Exchange	1,283,269,272	1,132,457,708	13.32%
	BATS Exchange	422,706,669	409,693,613	3.18%
	C2 Exchange	150,923,570	141,207,528	6.88%
	EDGX Options Exchange	118,429,304	52,844,958	124.11%
	CBOE Futures Exchange	75,555,327	73,991,390	2.11%
6	Eurex	1,951,763,081	1,675,898,310	16.46%
7	Nasdaq	1,894,713,045	1,676,626,292	13.01%
	Nasdaq PHLX	724,170,578	641,637,538	12.86%
	Nasdaq Options Market	428,650,957	340,852,645	25.76%
	International Securities Exchange	402,504,406	334,888,824	20.19%
	International Securities Exchange Gemini	205,043,832	191,019,945	7.34%
	Nasdaq Exchanges Nordic Markets	87,272,887	86,420,359	0.99%



# Cover Story

排名	交易所	2018	2017	變動 %
	Nasdaq NFX	22,012,655	49,108,109	-55.18%
	Nasdaq Boston	17,424,846	23,967,125	-27.30%
	International Securities Exchange Mercury	5,982,457	5,731,749	4.37%
	Nasdaq Commodities	1,650,427	2,823,651	-41.55%
	Nasdaq NLX	0	176,347	-100.00%
8	Moscow Exchange	1,500,375,257	1,584,632,965	-5.32%
9	Korea Exchange	1,408,257,756	1,015,335,674	38.70%
10	Shanghai Futures Exchange	1,201,898,093	1,364,243,528	-11.90%
	Shanghai Futures Exchange	1,175,388,670	1,364,243,528	-13.84%
	Shanghai International Energy Exchange	26,509,423	n/a	n/a
11	BSE	1,032,693,325	609,215,973	69.51%
	BSE	1,022,757,747	608,434,204	68.10%
	India International Exchange	9,935,578	781,769	1170.91%
12	Dalian Commodity Exchange	981,927,369	1,101,280,152	-10.84%
13	Zhengzhou Commodity Exchange	817,969,982	586,070,148	39.57%
14	Hong Kong Exchanges and Clearing	480,966,627	372,186,941	29.23%
	Hong Kong Exchanges and Clearing	296,183,076	214,845,348	37.86%
	London Metal Exchange	184,783,551	157,341,593	17.44%
15	Miami International Holdings	421,320,501	232,223,967	81.43%
	MIAX Pearl	220,609,083	41,070,094	437.15%
	MIAX Options	200,711,418	191,153,873	5.00%
16	Japan Exchange	388,302,535	322,408,620	20.44%
17	Taiwan Futures Exchange	308,083,576	265,705,669	15.95%
18	ASX	248,003,922	248,449,405	-0.18%
	ASX 24	160,313,011	147,871,580	8.41%
	ASX	87,690,911	100,577,825	-12.81%
19	Borsa Istanbul	236,393,421	146,122,348	61.78%
20	Multi Commodity Exchange of India	230,339,630	198,614,562	15.97%