



日本金融市場的變化

日產管理顧問股份有限公司（日產證券台北辦事處）◎堀内 雄二 代表

日本交易所集團(JPX)和東京商品交易所(TOCOM)於3月28日，就成立一體化交易證券和商品期貨的綜合交易所一事達成基本協議，並預計將於西元2020年問世。

所謂的綜合交易所是指：提供含蓋多元、豐富的投資對象，除現貨股票與股價指數期貨以外也有黃金、穀物、原油等商品期貨的交易所。

日本衍生性金融商品交易所現況

1. 依據主管機關之規定，以金融商品分類之不同而各自設立交易所。

2. 從顧客的觀點來看，日本市場與世界上其他衍生性金融商品(Derivative)市場相比，其綜合交易成本較高。與此同時，各交易所的狀況於近期也開始急遽變化，因使用IT承接交易的系統成本比起其他交易所來得更高，致使收益受到壓迫，導致國際競爭力下降。

表1、日本的衍生性金融商品交易所

交易所	上市商品	結算機關	管制法	管轄單位
株式會社大阪交易所 (OSE) ※ 株式會社 日本交易所集團 (JPX)	有價證券 (股票、債券)	日本證券清算機構 (JSCC)	金融商品交易法	金融廳
株式會社 東京金融期貨交易所 (TFX)	利息、外匯	TFX	金融商品交易法	金融廳
株式會社 東京商品交易所 (TOCOM)	貴金屬、石油、橡膠、農產品	株式會社 日本商品清算機構 (JCCH)	商品期貨交易法	經濟產業省及農林水產省
大阪堂島商品交易所 (ODCE)	農產品、砂糖	株式會社 日本商品清算機構 (JCCH)	商品期貨交易法	農林水產省

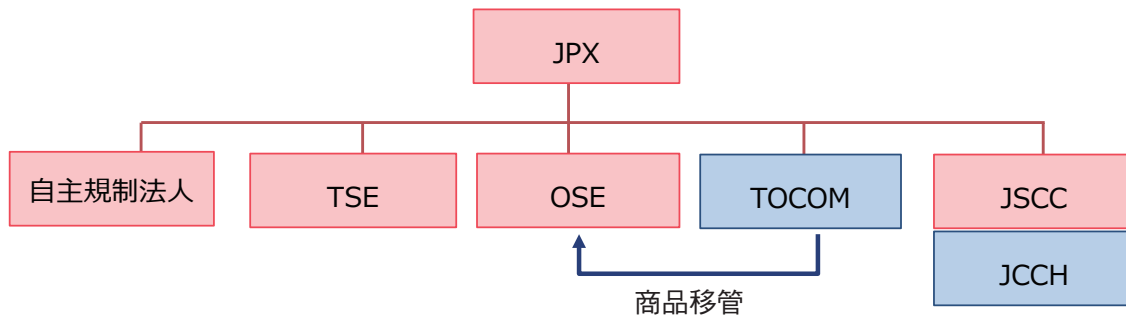


日本交易所集團（JPX）與東京商品交易所（TOCOM）的經營整合

日本交易所集團（JPX）於2013年1月1日由東京證券交易所（TSE）、大阪證券交易所（OSE；後更名為大阪交易所）兩家證券交易所合併組成，目前旗下共有東京證券交易所、大阪交易所、日本交易所自律法人和日本證券結算機構等公司，此次計畫與東

京商品交易所（TOCOM）經營整合，(1)貴金屬、橡膠、農產品移交管轄至大阪交易所（OSE）；(2)原油關聯商品仍由東京商品交易所（TOCOM）負責；(3)電力、天然瓦斯之後則由東京商品交易所（TOCOM）負責讓其成功上市；(4)結算則全部由日本證券結算機構（JSCC）處理。其統合形態請參表2。

表2、統合形態



整合服務 提昇便利

目前股價指數期貨等衍生性金融商品（Derivative）是於大阪證券交易所交易，黃金、原油等等的商品期貨則是於東京交易所交易；客戶若要交易衍生性金融商品（Derivative）與商品期貨，必須在證券公司和商品期貨公司各自開立帳戶並各自下單買賣。

但合併之後，除了原油以外的商品期貨將會轉移至大阪證券交易所交易；而客戶也只需要在證券公司或商品期貨公司兩者其中任何一個交易平台上單買賣，享受同時交易股票與期貨之便利。目前正計畫將結算業務也合併為一，以統一計算股權與衍生性金融商品的（Derivative）盈虧，可望獲得更多國

外投資人青睞。

其主管機關，日本證券相關商品（如股價指數等）為日本金融廳，商品相關則為日本經濟產業省或日本農林水產省各自管轄。根據法規規定不同，上市交易所都是分開的，如前所述。

風險管理

商品期貨是一種可以透過少量的保證金來投資，並能夠獲取高利潤的保證金交易。另一面，也是一種可能因為出乎意料而產生巨大虧損的交易。

因此，日本金融廳有可能會對未來的風險制定出一些方針，如與業者發生爭議，在



Cover Story

進行黃金期貨交易之類時，仲裁將由金融斡旋諮詢中心負責，原油期貨則由日本商品期貨交易協會負責；如遇業者破產、倒閉情事時，原本證券與商品期貨業者預防破產時所準備的「安全網」就會開始各自的功能，讓投資者的資產得以得到保護。

綜合交易所成立前的過往與往後之課題

日本交易所集團（JPX）將在今年夏季對東京商品交易所（TOCOM）進行TOB（Takeover bid公開收購），並使其100%子公司化。至此為止，經過12年後，綜合交易所的構想終於開花結果。

綜合交易所之構想起於2007年，第一次安倍內閣政權的經濟財政諮詢會議中，明確記載能夠將股票、債券、金融期貨、商品期貨等一體化、並提供廣泛的品項變為可能的具體方案，金融與資本市場的強化備受期待。但是，由於管轄證券交易所的日本金融廳與日本農林水產省、日本經濟產業省轄下的東京商品交易所（TOCOM）之間政府各單位的分歧狀態與東京商品交易所（TOCOM）本身擁有強烈獨立意志的關係，都使綜合交易所的議題原地踏步。

但是，由於東京商品交易所（TOCOM）於2019年3月的合併結算中出現連續4期的虧損，就個體來說，更是有著高達11期連續虧損的可能性。財務基礎的惡化讓有著交易所生命線名號的交易系統之更新舉步艱難。此項新危機促使綜合交易所的進度向前邁進了一大步。尤其是此次東京商品交易所

（TOCOM）被日本交易所集團（JPX）子公司化後，更是大大的減輕了以往系統費用對公司經營上的壓迫與負擔。

未來展望

日本交易所集團（JPX）將繼續與日本金融廳和經濟產業省就東京商品交易所（TOCOM）所管的杜拜原油，移交管轄至大阪證券交易所一事找尋方法並進行磋商，希望將來這個計畫能催生與原油上的投資信託（ETF）合作效果。

日本交易所集團（JPX）也計畫考慮上市WTI、北海布蘭特原油與其它等等的原油期貨。

另一方面，東京商品交易所（TOCOM）正積極籌劃電力期貨與尋求大型電力公司的支持，並以盡快上市為目標。這是在電力自由化不斷發展的同時，為了規避電力公司販賣之電力的價格下滑與購入發電燃料的成本高升所造成的損失而提供一個避險管道。

電力期貨的需求也因電力自由化而不斷地增加，如果能夠得到大型電力公司的認可，並雙方合作，對早期開設市場與確保一定產量，可強化其經營體質，藉此為日本期貨市場注入活水並提昇國際競爭力。

綜合交易所的必要性

在海外，綜合交易所已經成為主流。往後，日本交易所集團（JPX）是否能夠通過



提高市場參與者的便利性成為能與CME競爭的存在？

毫無疑問，衍生性金融商品引導了世界主要交易所的成長。在這種情況下，JPX若沒有任何作為並一直處於劣勢的話，日本作為金融中心的地位會更進一步下降，國內公司和個人投資者在進行避險時，則可能會變成在海外進行。

根據美國期貨協會（FIA）的資料顯示，2018年衍生性金融商品的交易量（如表3），大阪證券交易所排名第16，東京商品交易所（TOCOM）排名第32，日本占市場分類比為1.5%，綜合交易所在海外已成為主流。

當日本交易所集團（JPX）沒有採取任何行動的時候，全球的交易所正在迅速增長。

尤其是，芝加哥商品交易所（CME）集團近年一直採取擴張路線。它於2007年與芝加哥期貨交易所（CBOT）整合、2008年收購了紐約商品交易所（NYMEX）、2012年收購了堪薩斯城商品交易所（KCBT），並於去（2018）年11月收購了美債交易中翹楚的英國NEX集團，更積極地擴大了其交易商品的品項。

因此，去年的期貨和期權交易量連續四年創下歷史新高，芝加哥商品交易所（CME）集團的交易量占全球的16%，是全球排行第一位。

另一方面，日本交易所集團的（JPX）去年的期貨和期權交易量排名為全球第16

名，是芝加哥商品交易所（CME）的12分之1，與其有著非常明顯的差距。

在這種情況下，觀察各主要國家的交易情況時，特別是中國的交易所在去年上市以人民幣交易的原油期貨，對於同樣上市中東原油期貨的日本來說造成了非常大的威脅。另外，若中國舉其全國之力，讓其交易規則等包含其交易系統更加接軌國際時，毫無疑問地會成為亞洲的金融中心。

結論

可以相信，此次日本綜合交易所的構想能夠讓衰退中的期貨市場再生，並再次活性化。如果能夠重新審視市場區隔與進入綜合交易所的改革路線，並提升上市商品的魅力，不僅能引入海外的資金，也能以多元化的投資戰略去吸引包含個人、法人的投資者去運用其資產。預期可吸引更多參與者進入，增加流動性並擴大市場規模。





Cover Story

表3、衍生性金融商品交易所2018年交易量排行

排行	交易所	年交易量	排行	交易所	年交易量
1	CME Group	4,844,850,280	2	National Stock Exchange of India	3,790,090,142
3	B3	2,567,128,991	4	Intercontinental Exchange	2,474,223,217
5	CBOE Holdings	2,050,911,314	6	Eurex	1,951,763,081
7	Nasdaq	1,894,659,031	8	Moscow Exchange	1,500,375,257
9	Korea Exchange	1,408,257,756	10	Shanghai Futures Exchange	1,201,898,093
11	BSE	1,032,693,325	12	Dalian Commodity Exchange	981,927,369
13	Zhengzhou Commodity Exchange	817,969,982	14	Hong Kong Exchanges and Clearing	480,966,627
15	Miami International Holdings	421,320,501	16	Japan Exchange Group	388,302,535
17	Taiwan Futures Exchange	308,083,576	18	ASX	248,003,922
19	Borsa Istanbul	236,393,421	20	Multi Commodity Exchange of India	230,339,630
21	TMX Group	218,987,586	22	Singapore Exchange	217,387,520
23	Rosario Futures Exchange	192,341,218	24	JSE Securities Exchange	190,696,069
25	Euronext Derivatives Market	149,254,141	26	Thailand Futures Exchange	104,422,200
27	Tel-Aviv Stock Exchange	48,107,098	28	London Stock Exchange Group	46,105,494
29	MEFF	43,502,213	30	Tokyo Financial Exchange	38,833,350
31	China Financial Futures Exchange	27,210,053	32	Tokyo Commodity Exchange	23,597,767
33	Dubai Gold & Commodities Exchange	22,260,136	34	National Commodity & Derivatives Exchange	15,537,378
35	Athens Derivatives Exchange	13,946,112	36	Malaysia Derivatives Exchange	13,726,567
37	North American Derivative Exchange	12,323,287	38	Metropolitan Stock Exchange of India	10,283,909
39	Oslo Stock Exchange	9,432,118	40	Asia Pacific Exchange	8,523,228
41	Mexican Derivatives Exchange	8,331,508	42	Warsaw Stock Exchange	8,163,654
43	OneChicago	7,066,292	44	Budapest Stock Exchange	6,703,976
45	Pakistan Mercantile Exchange	2,490,226	46	Minneapolis Grain Exchange	2,335,284
47	Dubai Mercantile Exchange	1,237,175	48	Bolsa de Valores de Colombia	1,064,798
49	Mercado a Termino de Buenos Aires	706,312	50	New Zealand Futures Exchange	345,651
51	Osaka Dojima Commodity Exchange	230,247	52	Indonesia Commodity & Derivatives Exchange	171,672
53	LedgerX	31,324			