

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、芝加哥商品交易所考慮於倫敦設立期貨交易所

芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME Group) 目前考慮於倫敦設立期貨交易所，以擴張其歐洲業務。這項消息顯示CME可能對LME併購競標案沒有把握，因此考慮自行建立歐洲期貨交易所。

目前傳出有意競標London Metal Exchange (LME)的交易所包括CME、NYSE Euronext、Intercontinental Exchange (ICE)及Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd. (HKEx)等。5月7日將是各交易所提出收購計畫的最後期限。

雖然目前CME的營收80%來自美國境內業務，但因各交易所競相爭取境外衍生性商品交易與結算需求，因此擴大歐洲業務已成為CME目前的優先策略之一。CME並選擇倫敦作為其進軍歐洲的灘頭堡，且積極擴展該所於歐非地區之業務版圖。

首先，自2009年以來CME倫敦辦公室

已增加超過150名員工。再者，去年CME將該所負責規模最大的前兩項商品(金屬及外匯衍生性商品)的主管調至倫敦，目前能源及利率衍生性商品業務重心已移出紐約。CME並計畫於今年於Belfast設立新辦公處所，提供相關技術支援工作。

此外，2012年3月CME增加對Dubai Mercantile Exchange (DME)的投資持股，4月又併購以倫敦為業務重心的GreenX Holdings 控股公司(全球碳排放權交易量第二大之交易市場，僅次於歐洲氣候交易所)。

由於金融海嘯後，美國金融法案《多德－弗蘭克法案》要求OTC、場外交易及衍生性商品市場的交易擴大使用集中結算，因此許多交易所為掌握商機，紛紛加速擴張相關業務，並將版圖擴大至歐洲。因此以倫敦作為歐洲衍生性商品結算業務(特別是OTC商品結算)重心的交易所並非僅CME一家，還包括NYSE Euronext 及ICE 等(如附表)。CME 歐非中東區負責人Mr. William Knottenbelt表示，目前在倫敦結算的OTC衍生性商品約占全球市場的65%。

(徐曉薇 整理自Financial Times等相關報導, Apr. 2012)



交易所	集團持有或計畫併購之衍生性商品交易所或結算所	特色
NYSE Euronext	倫敦Liffe futures Exchange	歐元利率期貨(Euribor interest rate futures contract)、場外衍生性商品結算(OTC clearing)。
ICE	倫敦能源期貨交易所(London energy futures exchange)	-ICE 2001年併購國際石油交易所(International Petroleum exchange) -目前於倫敦擁有場外衍生性商品結算所(OTC clearing house)，以信用違約交換商品(Credit Default Swaps, CDS)結算業務為主。
CME	2010年成立CME Clearing Europe	以場外衍生性商品結算(OTC clearing)為主: 包括能源商品、利率交換(IRS)、外匯衍生性商品(FX)、信用違約交換商品(CDS)。
LSE	股東會同意該所併購LCH. Clearnet	LCH.Clearnet為歐洲交易量最大之OTC利率交換商品(Interest Rate Swaps)交易中心。



二、紐約證交所計畫讓更多經紀商成為造市者

紐約證券交易所計畫讓更多經紀商成為造市者，原有造市者如Barclays Plc和Getco LLC將面對新型態的競爭者。紐約證交所擬讓「補充流動量造市者(Supplemental Liquidity Market Maker, SLMM)」的營運方式能夠類似一般註冊的造市者，且在進行放空時適用較為寬鬆的規定。現行在紐約證券交易所提供買賣報價的交易者中，該類型造市者界於職責相對較嚴謹的「指定造市者」(Designated Market Maker, DMM)」，和義務較少的「補充流動量提供者(Supplemental Liquidity Provider, SLP)」之間。

各交易所皆嘗試用各種方法引導造市者進行更積極的報價以吸引交易量，

Nasdaq股票市場提出試行計畫，允許流動性較差的ETF發行人可以付費請造市者進行買賣報價。Bats則在今年開始一項造市者鼓勵計畫，針對在Bats掛牌的ETF，報價表現最佳的造市者每日可獲得200美元獎勵金，次佳者則可獲得每日50美元獎勵金。

NYSE Euronext 相關部門主管Joseph Mecane在接受電話訪問中表示：「這項計畫表彰SLP對紐約證交所市場的重要性，並擴大能夠參與的潛在證券商家數，也讓SLP能夠被視為註冊的造市者。」

在紐約證交所營運的9家SLP，能夠在現有DMM的報價服務外，擴大提供報價服務。該新種類的證券經紀商必須符合現行SLP的報價要求並提供連續性的買賣報價。這項計畫的初期階段開始於2008年。

Mecane表示他期望少數的券商，不論是現有的SLP或是其它經紀商，能夠成為將被稱為「補充流動量造市者（SLMM）」的新類型造市者。他也提到這項計畫預計於2012年6月或7月推出，目前尚待美國證管會核准。

紐約證交所目前有4家DMM，包括高盛和Knight Capital Group，必須較SLP和新類型造市者負擔更為繁重的報價和交易要求。但他們提供報價給客戶並與之交易時，相較SLP和其他券商能夠獲得更高的回饋。

新類型的造市者必須和在Nasdaq及其他交易所一樣，就其負責的股票提供連續性買賣報價，也必須達到紐約證交所對SLP要求：每月至少有10%的交易天數在可獲得的最佳價格內提供報價，並對負責報價的證券達到每日1千萬股的交易量。目前包括Barclays、Citadel LLC、Tradebot Systems Inc和Virtu Financial LLC皆為SLP。NYSE Amex也擬對其上市股票提出類似的造市者制度，該交易所的SLP制度於2010年1月開始實施。

Mecane表示在2008年導入SLP制度後創造了市場內的競爭，並從此讓紐約證交所「在實質上擁有多家負有類似造市者職責的流動量提供者」。在美國證管會法規促進了紐約證交所與其競爭對手Nasdaq OMX、Bats及Direct Edge之間的競爭後，SLP制度為紐約證交所的上市股票提供更多

的報價和更好的價格。

現階段SLP可選擇繼續保持SLP身分或成為造市者，前者將稱為SLP-Prop。根據紐約證交所規劃，只要相關交易行為來自於分別不同且獨立運作之事業單位，證券經紀商可以同時成為SLP-Prop與SLMM。並非所有上市證券都有該新類型的造市者提供報價服務。SLMM將被認為是實質的造市者，並可在進行放空時適用較為寬鬆的法規，也必須符合造市者的相關資本要求。

紐約證交所也在相關規劃中說明：「交易所相信這項計畫將使符合SLP資格條件的會員家數增加，尤其可以讓在其他交易所註冊成為造市者但對紐約證交所現行以自營專屬補充流動量提供者制度（SLP-Prop only）沒有興趣的會員，使他們加入SLP計畫」。

（曾羚 整理自Bloomberg及相關新聞, Apr. 2012）



歐洲地區



三、西班牙交易所大幅度修改交易系統

西班牙交易所集團（Bolsas y Mercados Españoles SA，簡稱BME）於四月底，為因應快速增長的自動化交易（automated dealing）升級交易系統；這也讓西班牙交



交易所成為全球最近期升級交易系統之交易所。惟西班牙交易所特別強調，此次升級交易系統之目的，並非為了吸引高頻交易者而與其他交易所之間進行的交易設備競賽。

高頻交易（high-frequency trading）的優勢在於讓專業交易者運用自動化系統以電腦演算法做計算，在數毫秒內即可完成買賣股票、衍生性商品及外匯交易，惟隨著高頻交易蓬勃發展，反對者對於高頻交易之爭議辯論也是從未停歇。

西班牙交易所集團的系統現在可以在1毫秒內完成交易，較先前的系統快上10倍。然而這樣的速度仍然遠不及其競爭對手，例如倫敦證券交易所的Turquoise交易平台。倫敦證交所運用該交易平台交易西班牙以及其他歐洲大陸股票，可在125微秒內完成交易，較西班牙交易所集團之系統快了8倍。

世界各主要交易所均紛紛升級交易系統，以吸引高頻交易者。許多的高頻交易者皆因交易速度之緣故，得以打敗其對手獲得最優惠的價格。

然而，西班牙交易所集團宣稱，其升級交易系統不僅是為了更快速的交易，更要為所有類型的市場參與者，提高其系統的可靠性和彈性。

西班牙交易所集團表示，速度是非常

重要的，但也必須考慮到系統的穩定性。西班牙交易所並不希望成為最快的交易系統，但希望能有一個系統，是又快又安全的。「我們不想進入這場『設備競賽』。西班牙交易所集團再三強調。

西班牙交易所集團的評論也顯示，在對高頻交易嚴密監管審查之實務狀況下，交易所之間對於吸引高頻交易業務開始有了分歧的意見。

在位於成熟市場的大型交易所，諸如倫敦交易所及紐約交易所，則積極爭取高頻交易業務，目的是為了增加收入及盈利增長，以滿足股東要求。

然而，在某些交易所，特別是在印度和土耳其，則質疑這些公開發行上市的交易所，其中包括倫敦證交所、紐約泛歐交易所集團、納斯達克OMX與德意志交易所，忽視其他市場參與者的需求，例如以公司基本面作為投資基礎的長期的資產管理公司等，對於交易速度增長並不太感興趣。

在四月底，總部位於布魯塞爾的遊說團體Finance Watch，發表的一份與高頻交易相關的報告，報告中表明其觀點認為高頻交易「危及市場的公平，秩序和誠信」，而且其創建的交易量，並不提供「投資者在有大額交易需求時的交易機會」。

該報告立即引起了來自歐洲主要交易

商協會 (the European Principal Traders Association) 之反駁，其「強烈駁斥」報告中的主張。該協會主要代表高頻交易及電子造市交易企業進行遊說。

大型荷蘭造市商IMC董事總經理兼歐洲主要交易商協會董事長Remco Lenterman說：「高頻交易在降低交易成本方面，顯然發揮明顯的作用。」

西班牙交易所集團表示高頻交易占了大約百分之三十的交易活動。

在交易系統升級之際，西班牙交易所集團也正正面臨著越來越多主業務為高頻交易之各種另類交易平台的競爭：如Turquoise、Quote MTF以及Equiduct係由美國對沖基金公司Citadel控制，總部位於美國的交易公司。

這些對手加起來，占了西班牙基準IBEX指數大約5%左右的交易量。

西班牙交易所集團表示，交易系統升級也增加了股票、指數股票型基金、權證和其他投資產品的交易，「這一個單一的系統，對西班牙股市目前和未來的需求，均提供足夠的增長潛力」。

西班牙交易所集團股票部門主管Jorge Yzaguirre表示，新交易系統將「有利於所有市場參與者」。他說：「西班牙交易所

集團，運用最先進的技術交易，以及最高的安全性和可靠性。要把西班牙證券交易所定位於電子交易的最前線之所有相關條件及標準，均以得到滿足。」

(林昱廷 整理自Financial Times, Apr. 2012)



亞洲地區



四、印度監管機關有條件地允許境內交易所申請上市

歷經漫長等待，印度證券市場之主管機關印度證券交易委員會 (Securities and Exchange Board of India, 簡稱SEBI) 終於在2012年4月2日宣布，同意境內之證券交易所與集保機構申請上市，但強調交易所必須先行解決存在於監理機制與商業利益考量間可能產生之衝突。

早在2010年11月時，由過去曾擔任印度儲備銀行 (中央銀行) 最高管理者，現為SEBI委員之Bumal Jalan，所帶領之小組提出的報告「Review of Ownership and Governance of Market Infrastructure Institutions」，對是否開放印度交易所上市提出建議。該報告指出印度可參照紐約、倫敦、香港等交易所的發展經驗，只要交易所能確保監理自主性，便可發行股份及上市。



SEBI此決議不僅影響印度境內證券市場的生態，也將影響許多投資印度當地交易所的國際投資機構。例如高盛（Goldman Sachs Group Inc.）、摩根史丹利（Morgan Stanley）等美國投資銀行及私募股權公司 General Atlantic 已持有印度國家證券交易所（National Stock Exchange）之部分股份，而花旗銀行（Citigroup Inc.）、德國交易所（Deutsche Borse AG）與新加坡交易所（Singapore Exchange Ltd.）目前也都持有孟買證券交易所（Bombay Stock Exchange）之股份。

按SEBI在其網站指出，只要能確保具備處理監管與營利間利益衝突之合適機制，證券交易所是可被允許上市的。目前規劃未來印度證券交易所現有的會員、上市與交易監理部門，將直接向交易所內之獨立委員會與總裁負責，長期目標是在適當時機將會員轉由獨立之自律機構（SRO）一併管理。再者，SEBI也將儘速成立多數以外部與獨立委員為主之解決利益衝突委員會，以及一併考量交易所經理人未來的薪酬制度，以面對未來可能產生之利益衝突問題。而目前屬於交易所處理之結算業務，將移轉至獨立的結算機構辦理，並擔保交易所內的交易與交割都能被執行。

除了應解決較易受質疑的利益衝突問題外，SEBI也對申請上市之交易所明確列示其他條件，包括：交易所發行之股票

不得在自身市場掛牌交易，且必須在得到SEBI上市核准後三年才能正式掛牌。另外，股權分散也需達到一定標準，不得有任何股東持有超過5%以上之股份，且至少半數以上（51%）的股份必須由公眾持有，公司淨值須維持在10億盧布以上。除了交易所外，SEBI也同時宣布允許集保機構申請上市，股權分散與淨值條件和交易所類似，但考量結算機構仍屬風險承受者，故暫不開放其上市。

市場分析師表示印度資本市場的新制將可能使得孟買證券交易所或印度國家證券交易所近期重新啟動IPO計畫，快則預計一年內將有所重大進展。而SEBI公布之上市條件規範，將有助於使交易所運作更加透明化。

（林宣君 整理自SEBI與The Wall Street Journal等相關新聞報導, Apr. 2012）



五、南韓將成立中小板股票市場

南韓為協助中小型企業透過資本市場籌資，計畫成立中小板股票市場，新市場命名為「韓國新交易所(Korea New Exchange)」，簡稱為Konex。南韓金管會表示將加速作業流程，後續將召開公聽會，聽取市場意見，並設立上市標準及修改相關資本市場法規，計畫新交易所於今年年底開始營運。

南韓金管會曾表示，過去金融政策一向獨厚大型財團，為改善此一情形，金管會有意將更加完善的金融服務延伸至普羅大眾及中小型企業，以協助其度過全球金融風暴的衝擊。南韓大多數的中小企業均面臨融資不易的困境，儘管政府屢次呼籲銀行應多放款予中小企業，但銀行仍偏好大型客戶，金融風暴發生後，更加重利息負擔，南韓金管會希望透過中小板股票市場直接融資的管道，提供中小型企業成長新動能。

中小板股票市場未來將交由韓國交易所營運，南韓金管會表示，上市標準將較現存的主板及KOSDAQ寬鬆，須公開揭露的部分也較少。目前規劃僅開放專業投資人參與交易，例如證券公司、基金、銀行、保險公司等，但個人投資人可透過共同基金參與該市場。

南韓金管會正與其他政府單位協商，希望能提供於中小板上市之公司更有利的租稅優惠，且研擬中小板企業轉至KOSDAQ上市之辦法。

然而設立中小版並非一片看好，市場人士質疑新設立的中小版可能會削弱KOSDAQ的功能，且其他交易所設立中小板也並非全部都是成功的案例，例如日本曾於2008年與倫敦證交所合作設立中小板股票市場「Tokyo AIM」，但由於掛牌公司及投資人參與度均不佳，已決定於今年7

月結束營運。

韓國交易所已有主板及KOSDAQ兩個市場，主板共有779家公司上市，包含三星電子、現代汽車等全球知名企業；KOSDAQ則有1,031家公司上市，主要為具成長潛力的高科技公司。韓國交易所目前市值約1.1兆美元，排名全球第13大。

(徐珮甄 整理自Bloomberg及相關新聞, Apr. 2012)



六、日本將幫助緬甸設立證券交易所

東京證券交易所〈TSE〉與日本第二大券商表示，他們已與緬甸簽署協議將助其建立證券交易所，在緬甸經過數十年秘密軍事統治後，作為國家重建經濟的目標。

TSE與大和證券集團有限公司的研究部門預計與緬甸中央銀行在5月簽署備忘錄，知情人士表示，緬甸將以在2015年前設立新的股票市場為目標。

對於緬甸將開放其廣泛封閉的經濟體之預期已逐漸升起，且美國於4月初表示，將開始放寬部分對緬甸的最嚴厲制裁，包括限制美國對緬甸的投資。緬甸於去年新政府上任後，已經歷經一段時間的政治與經濟改革。

緬甸中央銀行副行長在最近一次接受華爾街日報的採訪中表示，政府官員正



在仔細考慮國家陳舊的金融體系之廣泛改造，隨後即出現此一新協議。

緬甸與大和的關係可回溯至1996年，當時大和證券研究中心與國營的緬甸經濟銀行，合資建立緬甸證券交易中心，為早期緬甸為建立證券市場所作的努力。但該中心一直低調，主要提供僅僅兩家當地公司股票의櫃檯買賣。

TSE與大和自2010年年中起一直與緬甸政府討論此方案，TSE高層及大和表示，他們希望協助緬甸發展法規及促進經紀業務的成長以發展緬甸的證券市場，TSE也希望分享其在交易系統基礎設施之技術。

由於韓國交易所積極深化與鄰近國家交易所的關係，包括近期努力在寮國及柬埔寨開設新的股票市場，東京證券交易所已倍感壓力。

TSE社長齊藤惇 (Atsushi Saito) 於4月11日發表聲明協助緬甸資本市場發展的同日，全日空公司社長兼執行長伊東信一郎 (Shinichiro Ito) 亦表示，為滿足日益增加的商業需求，今年該公司將啟動成田機場與緬甸商業首都仰光間的航班，為時隔12年以來首次重啟對緬甸的航班。

日本的第二大銀行瑞穗實業銀行表示，因預期國外投資增加，4月6日已在緬甸開設辦事處，同時日本連鎖便利商店Lawson表示亦計劃至緬甸設立據點。

(蘇鈺絮 摘譯整理自華爾街日報及相關網站新聞, April 2012)



七、東協交易連結定於2012年6月啟用

從開始歷經超過6個月以上時間試圖解決技術上的問題後，由東南亞國協交易所間所組成的東協交易連結(Asean Trading Link)，其籌備團隊一也就是東協各國交易所的執行長們，在4月27日出席於新加坡舉辦的第16次東協交易所總執行長會議後宣布，東協交易連結將於今(2012)年6月正式啟用。

首階段進入東協交易連結的為新加坡交易所及馬來西亞交易所，泰國證交所則預計在8月加入，印尼證交所、菲律賓交易所和越南的胡志明證交所預期稍晚加入；最早加入東協交易連結的3家交易所市值占東協交易連結7家交易所總市值一相當於2.1兆美元的三分之二。

東協交易連結計畫中間曾遭遇技術上的困難，由原本的技術支援者一NYSE Technologies，更換為一間私營的美國交易科技公司一Sungard，使得時程延後。東協交易連結也與指數提供者一由倫敦交易所擁有的富時國際(FTSE International)簽訂協議，未來富時將提供東協交易連結一系列的東協市場數據和分析。

就算以長遠角度來看，東協交易所連

結並不是代表一家東協交易所，而是一個便利跨境交易的電子交易連結系統，允許投資人與交易所會員可從其當地交易所或東協以外國家連結到數個東協交易市場間。參與的交易所也可以連結到外部網路，希望藉此吸引下單流量至東協證券市場，催生一個新的東協資產類別。東協交易連結也簡要聲明，正與其他國際夥伴進一步討論協助將東協定位成為一個具高度投資性的資產類別。

新加坡交易所執行長Magnus Bocker表示：建立東協交易連結這個由會員交易所間所達成的合作決定，將成為打破藩籬邁向跨境交易的首個關鍵里程碑。

(溫又櫻 摘譯整理自Financial Times, Apr. 2012)



八、香港交易所將推出人民幣期貨

人民幣國際化的步伐正在加快，香港交易所(HKEx)將開始交易人民幣期貨。港交所將在第三季度推出一種美元兌人民幣期貨合約，旨在為投資者提供管理人民幣匯率風險的避險工具。

按照港交所的計畫，合約報價將以每美元兌人民幣計算，保證金以人民幣計算。交易費及交割費亦以人民幣繳付。

香港交易所集團行政總裁李小加表示：我們的總體戰略是既要拓展股票及股票相關衍生商品以外的業務、提供更多元

化的人民幣計價產品，同時把握固定收益、貨幣及大宗商品方面的業務機遇。推出美元兌人民幣期貨正是這項戰略的其中一個重點。這亦反映香港交易所致力支持香港進一步發展為人民幣離岸中心。

隨著北京方面推動國際間在所有資產類別擴大使用人民幣，全球各交易所日趨將注意力轉向中國。港交所計劃推出大宗商品之衍生商品，而倫敦金屬交易所(LME)——其本身是港交所一個潛在的收購目標——正考慮向交易商提供用人民幣結算合約的可能性。此舉可能導致這家已有135年歷史的英國交易所放棄使用英鎊。

全球最大的期貨交易所芝加哥商品交易所集團(CME Group)去年曾不得不改進其人民幣期貨合約。CME預計，人民幣期貨合約的交易量增長，將與其他新興市場貨幣（如俄羅斯盧布和巴西雷亞爾）期貨合約類似，後者在去年上半年增長了四倍。

出生於中國大陸的李小加正期待扮演一核心角色，尋求讓港交所成為內地與世界其他地區之間資金流動的通道。他一直在推動拓展港交所的服務，使其突破首次公開發行(IPO)和股票交易等傳統強項，經由人民幣相關服務加深與中國大陸的連結。

香港企業目前獲准使用人民幣投資於中國大陸的相關證券，初期額度為200億元人民幣（約31億美元），而中國大陸投資



者能夠購買與香港股票連結的指數股票型基金(ETF)。在李小加的主導下，香港進行了首次人民幣計價股票發售，港交所的交易時間也與中國大陸趨向一致。

(陳海靖 摘譯整理自Financial Times及相關網站新聞, Apr. 2012)



九、香港交易所在上海建立市場數據中心

香港交易及結算所有限公司明年將在上海設立一市場數據中心，以提供內地投資者最即時的香港交易所交易股票與衍生性商品之市場資訊，吸引內地投資資金活絡香港股市，這也是海外交易所在中國大陸設立的第一個市場數據中心。

現行內地投資人採用付費給與香港交易所購買資訊之資訊商的方式，以獲取香港交易所交易資訊，然而此種非直接的資料傳輸是昂貴、緩慢、又時常中斷的。未來香港交易所上海市場數據中心會直接與香港交易所資料連結，以單向傳輸資料(Unicast Transmission)提供內地資訊廠商更直接、快速、可靠的股票和衍生性商品之股價、成交量、買賣委託等資訊。香港交易所行政總裁李小加說：「藉由明年在上海設立市場數據中心，我們可以更快且更廉價的方式提供內地投資人港交所股票、衍生性商品的股價和其他交易資訊。」

由於中國大陸仍實行資本控制(Capital Controls)，並非所有內地居民都可以自由交易香港股票；然而在境內合格機構投資人(QDII)架構下，有些內地居民已經購買投資香港上市公司的金融商品，此外，現在來自內地的香港旅客也可以在香港證券經紀商開戶，然後從內地透過網路或電話下單。香港交易所認為，一旦未來北京當局放寬資本控制並提供交易香港股票更大的自由度，新的市場數據中心將能使更多內地投資者受益。

分析香港交易所外資投資人結構，去年總交易量約有46%來自海外投資人，來自內地的投資量位居第4位，其中約有10%的海外投資來自內地，次於美國的28%、英國的27%、及歐盟的14%；在2009年時內地投資占香港交易所海外投資量的12%，2010年為10.55%，去年卻降到10%，呈現一降低趨勢。

建立上海市場數據中心是今(2012)年3月香港交易所預計投入30億港幣的「香港交易所領航星」(HKEx Orion)技術計劃中的一部分，該技術計劃重點在打造全新尖端科技的數據中心，及提升撮合、傳送市場數據及市場聯通服務的各系統。各項新建基礎設施及平台將於未來三年分階段實施，逐步強化市場。

(溫又櫻 摘譯整理自South China Morning Post、香港交易所網站相關資料, Apr. 2012)