

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、美國聯準會對槓桿ETF發出警告

美國聯邦準備理事會（The Federal Reserve System，簡稱Fed）最新研究發現，在股市震盪、高波動率期間，提供倍數收益報酬的槓桿ETF交易活動，可能會造成美國股市的下一次崩盤。

槓桿ETF運用衍生性商品之操作，以提供倍數於指數報酬率之收益，當股票市場上漲時，槓桿ETF需買進標的指數衍生性商品，以確保其能獲取相對應之倍數報酬。

美國聯準會經濟學家Tugkan Tuzun表示，為回應市場的劇烈波動，槓桿ETF為追蹤與指數之倍數連動，其交易活動可能因此讓市場震盪更為劇烈，而迫使槓桿ETF需要再次進行交易以達追蹤指數倍數效益之目的，這也可能觸發串聯式的反應（cascade reaction）。

美國監管機構已多次表示，槓桿和放空ETF不適合長期投資者。而由美國聯準會所做的這些分析，更彰顯了槓桿ETF風險尚未完全地被了解。

槓桿ETF因其交易活動多集中於每天交易時段的最後一個小時，而被廣為批判增加

了最後價格的波動性。美國央行在7月發表的一份研究論文也顯示，槓桿ETF在每日交易時段最後一小時的交易活動，可能會導致「不相稱的價格變動」，如果股市收盤大幅走低，可能會影響投資者的信心，而導致第二天大量的賣出。

美國聯準會也將槓桿ETF與在1987年10月造成美國股市崩盤原因之一的「投資保險組合」策略，仔細地作比較。該策略在股市上漲時買進股票指數期貨，並在跌時賣出以減少損失，但一旦大量交易時，股市即不再反應原來的基本面，而可能導致崩盤。雖然槓桿ETF在證券市場交易量，無法與1980年代的「投資保險組合」相較，但在資產價格波動率提高期間，槓桿ETF的交易活動確實影響了證券市場。美國聯準會表示，在2008至2009年的金融危機期間，以及2011年的歐洲主權債務危機時期，槓桿ETF的交易活動明顯導致證券市場整體波動上升。

根據ETFGI顧問公司的資料，槓桿及放空ETF於6月底之資產價值還不到485億美元資產，僅占全球ETF資產的2.4%而已。然而，由於基金經理為買賣或避險，廣泛地以槓桿ETF為操作工具，槓桿ETF卻占了極大的交易比重。

在2011年12月，瑞士信貸（Credit Suisse）的AES投資組合策略集團曾對槓桿ETF進行詳細的分析，其結論認為槓桿ETF



之交易，被錯誤地控訴會增加交易日最後時段的波動率。

(林昱廷 整理自Financial Times 8月13日新聞)



二、美國證管會針對更多員工實施冷靜期措施

美國證券管理委員會(SEC)正著手進行新政策，針對其更多的職員，若轉至私人企業服務者，必須有一年冷靜期(cooling-off period)的限制。許多人批評SEC原先的「旋轉門(revolving door)」規範已造成太多利益衝突問題，而新修正措施正可望降低批評者的反對聲浪，且對於SEC有太多離職員工，紛紛轉至其所監管的法律及會計師事務所任職的控訴者，則是更表支持。

SEC的最高道德律師近期送出一份內部備忘錄，8月21日公布新的離職後雇用限制規範，明年1月1日實施。新的措施規範員工所得若超過155,440.50美元，離職後將有一年旋轉門之限制。在這之前，只有最資深的SEC官員，像是部門主管，始受限於此項規定。

向來批評SEC旋轉門政策的非營利性監督政府機構－「政府監督計劃」(Project on Government Oversight, POGO)，於今(2013)年2月發布一份關於SEC旋轉門規範報告，要求限制SEC中階管理者必須有一年旋轉門條款限制。其調查員Michael Smallberg提到：「我們很高興SEC終於決定消除一個不必要的缺失。」他也認為：「SEC的中階管理者應該遵循與其它相關單位相同的離職規定，讓離職者在他們離職後，短期

內不會對SEC造成不良影響。」

另一方面，新政策卻遭受前SEC律師的批評，他們認為冷靜期規定對低層某些員工而言，可能對其職業生涯規劃造成嚴重影響，並會增加SEC未來招募新進人員的困難度，甚至造成員工的出走潮。

SEC發言人John Nester在一篇聲明稿中提到，SEC由於相信限制規定會造成SEC很難吸引和留住高素質員工，因此自2003年起，就開始為那些高薪但非高層的員工尋求冷靜期限制的豁免。

冷靜期政策的影響範圍可能會更廣，前SEC律師認為政策的改變將會影響很大群人。因為和其它的聯邦政府單位相比，SEC有著較高的薪水支付規模，也因此旗下的員工才有辦法和華爾街競爭。

冷靜期政策也可能使得SEC減少聘用律師、會計及經濟學家等專家，這些人運用艱深的分析方法在複雜的金融商品，像是衍生性商品、指數股票基金(ETF)及高頻交易。而相對而言，這類員工通常只任職於SEC一小段時間，卻必須支付他們高額薪水。

接下來很多年，道德政策還會持續改變。前SEC調查員David Kotz批評SEC不應該允許任何受冷靜期規範的高薪員工有豁免機會。SEC前道德律師Shira Pavis Minton也對SEC員工提到，近期SEC已獲得政府道德局排除豁免之同意。

(夏斌威 摘譯整理自Reuters及相關新聞, Aug. 2013)

三、洲際交易所收購紐約泛歐交易所可望於今秋完成

紐約泛歐交易所執行長 Duncan Niederauer 於7月30日業績說明會上表示：洲際交易所(Intercontinental Exchange Inc., ICE)收購紐約泛歐交易所 (NYSE Euronext Group) 的合併案可望在今年秋天前完成。

去年12月，總部位於美國亞特蘭大的洲際交易所與紐約泛歐交易所達成協議，以82億美元收購紐約泛歐交易所。這項交易將創造全球市值第二大的交易所集團，旗下擁有14個證券暨期貨交易所，以及5個結算所。雙方並協議若主管機關不同意合併案，洲際交易所將付7.5億美元的補償金給紐約泛歐交易所。

歐盟已於6月24日同意合併案，並認為本合併案所造成的市場壟斷尚屬輕微，不像之前歐盟否決的德意志交易所與紐約泛歐交易所合併案，會對衍生性金融商品市場及固定收益市場造成嚴重壟斷。

美國證管會於8月15日亦批准合併案，目前尚待美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 及歐洲證券與市場管理局 (The European Securities and Markets Authority, ESMA) 的核可，預計今年秋天前會完成合併案。

(張見地 整理自 Wall Street Journal, July and August 2013)



四、BATS及Direct Edge合併後將成為美國第二大交易所

美國兩家交易所BATS Global Markets及Direct Edge，於8月26日宣布雙方已同意進行合併，合併後的股票交易量將超越那斯達克、成為僅次於紐約證交所的美國第二大交易所，新公司將沿用BATS名稱。

兩家公司亦積極開拓國際市場商機，BATS目前已經營歐洲最大的證交所 BATS Chi-X Europe，且Direct Edge亦正努力擴展巴西市場。

本項合併案彰顯美國證券主管機關致力提高美國前兩大交易所競爭壓力的明確立場。

繼洲際交易所 (ICE) 即將完成以100億美元收購紐約證交所的母公司紐約泛歐證交所之後，本次BATS Global Markets和Direct Edge的合併，將使得美國的龍頭股票交易所中，僅剩那斯達克未進行合併。

包括摩根大通、高盛、和KCG控股等之投資銀行和高頻交易公司均持有兩家交易所股份。由於近年來交易量和利潤大幅縮減，華爾街提供股票交易的機構數目已減少，導致許多經紀商轉而至紐約證交所及那斯達克進行交易。

藉助先進技術和較低交易費之優勢，BATS和Direct Edge已分別擁有美國股票交易11%的市占率。兩家交易所合併後的交易量市占率將領先那斯達克的18%，僅稍低於紐約證交所的23%。

合併案須經美國主管機關核准，預計於2014年上半年完成，目前並無減少旗下交易所營運家數之計畫。

(蘇鈺絮 摘譯整理自金融時報及相關網站新聞, Aug. 2013)



五、美國進行網路安全演練

美國證券暨金融市場協會(Securities and Industry and Financial Markets Association, SIFMA)於7月18日針對美國金融市場進行網路攻擊演練。

代號為「量子黎明2」(Quantum Dawn 2)的演練，模擬美國遭受網路攻擊並企圖癱瘓美國證券市場交易，約有50家企業及政府部門超過500人參與，主要參與者包括政府部門，如國土安全部、聯邦調查局、財政部、證券交易委員會(SEC)；以及大型金融機構，如紐約證券交易所、那斯達克、高盛、美國銀行等。

本次演練著重於主管機關擔憂的問題：一個受資助的恐怖組織，可能攻破美國金融系統防禦而進行攻擊，造成交易損失或洩露金融資料，甚至可能迫使美國股市關閉。演練並未影響市場的實際價格，而是透過虛擬的交易環境讓參與者檢測遭受網路攻擊的危機處理能力，以確保市場正常運作及保護投資人。

過去幾年，駭客曾經多次攻擊並影響全球證券市場。2011年港交所公布財務報告的網站曾遭受攻擊，迫使交易所暫停七間企業的交易。同年稍早，歐盟也曾因網路攻擊暫時關閉一個碳交易市場。

根據國際證券管理機構組織(IOSCO)和世界交易所聯合會(WFE)今年7月提出的研究報告，過去一年中，網路攻擊僅造成每間交易所不到100萬美元的損失。但為預防更

具組織能力的網路攻擊，幾間大型交易所每年在資訊安全上的花費超過1千萬美元。

本次演練突顯美國證券業正盡最大努力，避免金融市場所仰賴的電腦系統遭受類似攻擊。SIFMA預計於9月完成演練報告，同時銀行及交易所高層已經準備討論下一次的模擬演練。

(陳奐先 摘譯整理自WSJ、SIFMA官網及相關網站新聞，Aug. 2013)



歐洲地區



六、歐洲集中交易對手公司降低英國及愛爾蘭股票交易的交割費用

歐洲最大的證券結算中心－歐洲集中交易對手公司(European Central Counterparty, EuroCCP)，已開始對許多在歐洲的另類交易場所進行英國及愛爾蘭股票交易之交易者降低交割費用。

歐洲集中交易對手公司為美國證券保管結算公司(Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC)的子公司，未來投資人只要是在其提供結算服務的機構進行交易，均能以買賣互抵後的淨額(net)結算。適用的交易機構包括歐洲交易金額市場占有率最大的股票交易所BATS Chi-X Europe、NYSE Arca Europe、高盛Sigma X多邊交易機制(Multilateral Trading Facility, MTF)、倫敦證交所擁有的Turquoise及UBS多邊交易機制。

歐洲集中交易對手公司推動降低交割成本，可進一步提升歐洲股票交易的效率。雖然長期以來監管機構持續規劃將各國市場整合為單一市場，但歐洲多數的股票交易基礎設施仍然高度分散。

大約有半數的歐洲股票交易是在「另類場所」進行，對現存的傳統交易所如：倫敦證券交易所、泛歐交易所（Euronext）、德國證券交易所（Deutsche Börse）及那斯達克OMX等，構成競爭壓力。大部分傳統交易所的交易係透過數個股權結算機構處理。

歐洲集中交易對手公司為在兩年前領先產業推出「互通性」（interoperability）程序的機構之一，可使各結算機構彼此互通。新的作業程序提高了歐洲集中交易對手公司的市占率，所提高的市占率大多搶自其主要競爭對手－荷蘭的「歐洲多邊交易機制（European Multilateral Trading Facility）」。然而因採用「按成本價格」（at-cost）商業模式經營，故仍無法使歐洲集中交易對手公司轉虧為盈。而歐洲多邊交易機制因損失市占率發生虧損，後來同意與歐洲集中交易對手公司合併。

結算機構在每筆交易中均扮演交易對手，保證在發生違約時仍可完成交易。結算會員必須就每筆交易提存保證金，從而增加交易成本。淨額結算允許市場參與者買賣互抵，並以其所有交易互抵後的額度支付交割費用。歐洲集中交易對手公司估計經由此作業程序，客戶每年可以省下大約140至200萬歐元。

歐洲集中交易對手公司執行長Diana Chan表示，跨平台淨額結算為有利於整體泛歐股票交易市場的重要措施，亦彰顯交易者聚焦減少交割及其他交易後成本（post-trade costs）。此項服務已獲得英國稅務主管機關的核准，自8月12日起生效。

（陳怡均 整理自Financial Times, Aug. 2013）



亞洲地區



七、中國監管機構加快審批RQFII計畫

2012年中國國家外匯管理局共計核准約134.53億美元的QFII投資額度，相當於過去10年來，所有獲批QFII投資額度374.43億美元的35.9%，並加速審批人民幣合格境外投資者（RQFII）計畫，允許外國投資人使用離岸人民幣購買中國的股票及債券，此舉被業界譽為中國金融市場對外「最開放」的1年。

根據中國證券監督管理委員會（以下簡稱證監會）公布資料，今年六月批准了3個新的RQFII投資機構，是從2011年12月這項計畫展開批准9家機構之後，單月批准最多的一次。這三家機構為恒生投資管理有限公司、中國工商銀行（亞洲）投資管理有限公司，以及太平資產管理（香港）有限公司。資料顯示至今年六月底止，證監會共批准了22家RQFII投資機構。



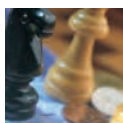
證監會發言人2013年7月12日宣布，為了擴展該項計畫，證監會決定將RQFII計畫拓展至倫敦、新加坡、臺灣以及其他地區，目前這項計畫只開放給香港投資者，但證監會並沒有調整RQFII計畫2,700億人民幣(440億美元)的淨配額。同時，在北京當局試圖拓寬管道，讓外國投資人得以購買中國股票、債券及貨幣市場工具的政策之下，強勢貨幣主導的合格境外投資者(QFII)計畫的配額幾乎提高了一倍。

然而，目前QFII及RQFII的配額仍未被完全使用，主因在於外國投資者對中國股市仍持懷疑態度，以及擔心若美國貨幣寬鬆政策提早結束可能造成人民幣下跌，至今只有不到一半的RQFII配額被使用。

至於此次擬對臺開放1,000億人民幣的RQFII係投資大陸A股，將有助於大陸滬深股市增加其資金量能。由於RQFII額度可直接投資大陸，不似QFII欲投資大陸需先匯兌成美元，再兌成人民幣，可減少資金摩擦成本，對臺灣投資人來說更具優勢與吸引力。

臺灣投信業者指出，臺灣境內投信基金規模約2兆新臺幣，大陸一次就開放1千億元的RQFII額度，約當近5千億新臺幣規模，對已接近飽和的臺灣基金市場而言，等於又多出4分之1的市場，可望促進臺灣基金業者更為蓬勃發展。

(黃于珊 整理自Reuters, July 23, 2013)



八、日本證券交易監督委員會罰款創紀錄

日本證券交易監督委員會 (Securities and Exchange Surveillance Commission, 以下簡稱證監會) 在7月31日宣布，將對涉嫌操縱日本RISE公司股價的新加坡Juggernaut資產管理公司處以4億3,118萬日圓(約440萬美元)之罰款 (RISE是一家市值約50億日圓的日本房地產公司，目前在Jasdaq上市交易)。處罰案已送交日本金融廳，預估約需幾個月的時間取得核准。

本案可能將創下日本證券主管機關對內線交易或操縱股價的最高罰款金額紀錄，也是第三次對非日本公司罰款。證監會曾在2012年6月對涉嫌內線交易的美國第一紐約證券公司(First New York Securities LLC)罰款1,400萬日圓；同年12月對美國老虎亞洲夥伴公司(Tiger Asia Partners LLC)罰款6,571萬日圓。

證監會表示，Juggernaut涉嫌自2012年3月21日起至4月25日(合計26個交易日)，利用其所控制在開曼群島註冊的基金公司下巨額之高價買單，操縱RISE公司股價，意圖使其他投資者相信市場對RISE公司股票有大量需求。Juggernaut同時大量拋售RISE公司股票，從中獲取不法利益近2億日圓。

一位證監會官員表示對Juggernaut處以高額罰款，除因RISE股價在涉嫌操縱期間從每股31日圓大幅上漲至75日圓外，所涉及股數亦相當龐大。

一位證監會官員在對記者簡報本案時表示，證監會亦對跨國交易進行監視，並已得到新加坡金融管理局的協助。

日本證券主管機關於2012年強力打擊國內內線交易，日本最大證券經紀商野村控股公司(Nomura Holdings Inc.)因員工涉嫌在增資股銷售資訊對外公開前洩漏消息，導致兩位高階主管辭職。本次證監會對涉嫌操縱股價的新加坡Juggernaut資產管理公司處以創紀錄罰款，為日本政府加強打擊證券市場違法活動之後續具體作為。面對監管鬆散的批評聲浪，上述處罰皆為主管機關努力整頓及恢復日本證券市場信心的部分措施。

(周楷峯 摘譯整理The Wall Street Journal, Aug. 2013)



人有能力以較少金額投資價格較高之藍籌股。新加坡經紀商Society of Remisier (Singapore) 總裁Jimmy Ho表示：「這次的交易變革將使得藍籌股短暫主宰成交量前二十大之市場，因散戶投資人將移轉低價小型股之投資標的到藍籌股，然而長期而言，多數投資人仍聚焦於容易『交易』之股票，而非以投資並『持有』為目的。」

目前新加坡證券市場中市值前三十大之企業(即新加坡海峽時報指數—Strait Times Index成分股)中，有12家企業之最低投資金額1標準交易單位須至少為新幣5,000元，也就是成分股中有4成每股股價高於新幣5元。

由於交易單位的更改對證券商而言是一項成本，交易與計價系統皆須變更，Jimmy Ho及許多券商皆表示希望制度修改能夠一次到位，避免不必要的支出浪費。

新交所兩階段逐步改革的用意，就是希望能在交易單位降到1股之前先行評估市場反應。預計明(2014)年第一季先調整至100股，之後至少兩年後再降至1股。新交所正式向新加坡金融管理局提出變更申請之前，仍會持續與大眾溝通。

九、新加坡交易所擬降低標準交易單位至100股

新加坡交易所現行以1,000股為標準交易單位，惟為便於與國際合作，新交所規劃擬先降低交易單位至100股，最終再降至1股，然而此階段式調整作法卻遭致多數業內人士之質疑。

亞洲2大國際化證券市場—香港及東京證交所，其證券交易單位與其他交易所較不相同，係由股票發行人決定，並無固定標準單位。港交所交易單位從1股到80,000股不等，東證所則從1股到3,000股。而世界主要證券交易所則以固定1股或100股為單位。

新交所表示，此次交易單位調整之提議，除為了與國際接軌，也將使散戶投資



預計將降低標準交易單位至100股的商品包括：普通股、不動產投資信託(REITs)、商業信託、公司權證、結構性權證以及國際板的延期結算合約(Extend Settlement Contracts, ES)。

其他不在規劃變更交易單位的商品則有：ETF (SPDR STI STF及ABF SG 債券基金除外)、ADR及固定收益證券(包括新加坡政府債與特別股)。

(林芷玲 摘譯整理自Channel News Asia及相關網站新聞, Aug. 2013)



十、新加坡交易所衍生性商品交易收入為主要增長的來源

新加坡交易所靠著衍生性金融商品，在一片缺乏併購的亞洲交易所中展現成長。根據彭博社的數據，新交所在2013年6月前的五年內，來自衍生性金融商品的收益攀升50%至2.345億新幣，勝過成長4.4%至4.695億新幣的股票交易收益。

執行長Magnus Bocker表示：「我們首要目標是有機增長(organic growth)，我不認為在這個區域裡，有明確的併購機會。」新交所股價自Bocker 2009年9月上任以來已經下跌2.5%，股價在2010年10月達到Bocker任內最高的價10.12新幣，當時是新交所併購ASX失敗前一週。新交所股價8月2日收在7.66新幣。

新交所擁有在日本以外最大的日經225股票平均指數合約市場，並在四月開始鐵礦石期貨的交易，現更準備在今年底

前增加外匯期貨及菲律賓和泰國股票指數合約。Bocker表示，為了把握日益增長的債券發行，新交所正在發展固定收益類商品。固定收益商品對新加坡和新交所都是非常重要的基礎性金融商品，雖然債券的發行快速成長，但卻缺乏足夠的次級市場。「我們需要在擁有債券期貨市場之前發展次級市場。」新交所在7月23日的報告中表示，新交所在6月底藉出售債券募集1,960億新幣，去年同期所募集資金則為1,610億新幣。

新交所亦計畫在幾年內引進天然氣及電力期貨交易。Bocker表示，一旦擁有電力的現貨及期貨市場，就更容易進入天然氣市場，「天然氣比電力要來得更具區域性及全球性的商品。這可能要花費數年的時間來發展。天然氣市場在新加坡才剛剛起步，而儲氣槽也才剛開始建設。」

瑞士信貸van Veen在7月25日訪問表示，在未來五年，衍生性金融商品將可望成為新交所的發展主力，期待它更像CME。新交所成為區域證券交易所的可能性不大，因為中國企業通常選擇在香港上市。然而在衍生性商品市場，新交所可能成為真正的區域性交易所。Bocker表示，對於新交所能與CME相提並論感到榮幸，美國交易所仍舊是業界的領導者，CME是所有期貨合約之母，不論是在能源或是金融期貨市場，CME是一個非常成功且歷史悠久的組織。「我們(新交所)從他們(CME)那裡得到啟發。」



(孫嘉臨 整理自Bloomberg, Aug. 2013)