

# 行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：出席國際會議)

## 出席新加坡第 14 屆美國期貨業協會亞洲衍生性商品研討會暨新加坡金融管理局監理官會議報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：張科長慧真

吳專員宛怡

派赴國家/地區：新加坡

出國期間：107 年 11 月 26 日至 107 年 11 月 30 日

報告日期：108 年 2 月 21 日



# 目錄

第一章、前言.....	1
第二章、國際監理官會議內容重點.....	2
第一節、Regulatory Crossroads Cliff Effect of Soft Landing.....	2
第二節、Self-regulation of Digital token offerings.....	4
第三節、Balancing Safety with Efficiency in CCP Regulation.....	5
第三章、亞洲衍生性商品研討內容重點.....	6
第一節、Welcome Address and Fireside Chat: The FCM Perspective.....	6
第二節、The Exchange Perspective.....	8
第三節、Regulatory Roundup.....	10
第四節、The Outlook for Asia-Pacific Exchanges.....	12
第五節、Future for a New Generation of Investors.....	14
第六節、The Development of Asian Commodity Markets.....	16
第七節、Keynote Address.....	17
第八節、China Opens Up.....	19
第九節、The Great Debate.....	21
第十節、Future State: Where Do We Go From Here.....	23
第十一節、Clearing Challenges and Opportunities.....	25
第十二節、Industry Innovations.....	26
第四章、心得及建議.....	27
附件一：國際監理官會議議程	
附件二、研討會簡報	



## 第一章、前言

2018 年第 14 屆美國期貨業協會亞洲衍生性商品研討會 (FIA Asia Derivatives Conference) 暨監理官會議於 2018 年 11 月 26 日至 30 日於新加坡 St. Regis 酒店舉辦為期 3 天會議，活動內容包括主管機關會議、專題演講、座談會及期貨業博覽會等。2018 年 11 月 27 日由新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 舉辦監理官會議，2018 年 11 月 28 日至 29 日之亞洲衍生性商品研討會部分則由美國期貨業協會 (Futures Industry Association, FIA)、新加坡交易所 (Singapore Exchange Limited, SGX) 承辦，會議內容聚焦於金融海嘯後全球金融改革之後續發展、店頭衍生性金融商品集中結算、亞洲衍生性商品市場之發展情況、中國大陸衍生性商品市場之對外開放等。

本次會議包括澳洲、巴西、汶萊、柬埔寨、加拿大、法國、香港、印尼、日本、肯亞、荷蘭、挪威、菲律賓、沙烏地阿拉伯、新加坡、南韓、泰國、阿拉伯聯合大公國、英國、美國及我國主管機關參與監理官會議，並有來自 227 家機構、超過 800 名交易所、期貨業及資訊廠商代表參與研討會。我國由金融監督管理委員會證券期貨局期貨管理組張科長慧真及吳專員宛怡出席；另臺灣期貨交易所企劃部黃經理定容率員出席美國期貨業協會亞洲衍生性商品研討會。

本報告分為四大部分，第一章為前言，第二部分為國際監理官會議內容重點，第三章為亞洲衍生性商品研討內容重點，第四章為參與本次會議之心得與建議。

## 第二章、國際監理官會議內容重點

為提供各國金融主管機關對於金融衍生性商品市場監理之經驗交流機會，亞洲衍生性商品會議期間並舉辦國際監理官閉門會議，本次會議主要針對目前全球金融市場之關注重點、數位貨幣市場之發展與監理、如何兼顧集中結算制度之安全與效率等議題進行交流討論，計有 20 餘國主管機關派員出席。

### 第一節、Regulatory Crossroads Cliff Effect of Soft Landing

引言人：

**Allison Lurton**, Senior Vice President & General Counsel, FIA

與談人：

**Patrice Aguesse**, Head of Market Regulation Division, Autorité des marchés financiers – France

**David Boberski**, Deputy Head, Group Compliance, ASP, HSBC

**John Laws**, Managing Director and Head of Government & Regulatory Relations and Policy, Asia Pacific, Barclays

**Eric Pan**, Director, Office of International Affairs, US Commodities and Futures Commission

重點摘要：

- (一) 2008 年金融海嘯發生後，G20 領袖高峰會議共同承諾改革金融衍生性商品市場，形成提升金融衍生性商品市場透明度及有效控管衍生性商品市場系統性風險之主要共識，美國及歐盟亦配合訂定店頭衍生性商品相關改革法案，對於店頭衍生性商品市場之強化有重大進展。來自歐洲及美國之金融主管機關及金融機構，主要探討管制革新（Regulatory Reform）、集中交易對手（Central Counterparty, CCP）、及利率基準（benchmark）等議題。
- (二) 現行美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）相關規範下，美國公司及業者於非美國本土之交換交易（SWAP）市場進行交易及集中結算，係依 CFTC 逐案評估各區域主管機關之

監管架構，而有不同程度之限制，繁複之規範限制讓市場參與者遠離受 CFTC 監管之市場，亦限縮美國對國際市場的參與程度，導致市場及流動性分割化之情形。美國期貨業協會(FIA)於 2017 年 10 月發布白皮書，針對促進美國參與國際交換交易市場提出建議，建議 CFTC 對於跨境交易之限制能有更符合市場需求之修正。

- (三) 有鑑於各方建議，CFTC 持續檢討對跨境交換交易規範措施，主席 Giancarlo 於 2018 年 10 月對於跨境交換交易提出監管白皮書，指出現行監理架構有依賴法規遵循替代 (Substituted Compliance)、監管態度不一致之情形、廣泛而複雜之行政指導等情形，且操作上不符合實務、增加交易成本、限制經濟發展機會及增加系統性風險等不利效果。監管白皮書採用風險基礎方法 (Risk-Based Approach) 提出修正之基本原則，對於非美國集中結算、非美國交易平台、非美國交易商、交易及清算要求、位於美國境內之非美國人所安排或協商或執行之交易 (ANE transactions) 等監理面向，辨識跨境交換交易活動對美國金融體系是否構成直接且重大風險，區分可比較與非可比較的管轄權。
- (四) 因應人為操縱倫敦銀行同業拆放利率 (LIBORs) 案發生後，銀行間無擔保融資市場流動性日益萎縮情況，金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 致力改革銀行同業拆放利率 (IBORs)，於 2018 年 11 月發布有關改革利率基準之白皮書，揭示發展隔夜無風險或近乎無風險利率 (RFR) 及限期利率 (term rates) 已取得重大進展，新利率基準錨定交易活躍且具流動性之標的市場，因此更為可靠而穩定，未來可望適用於衍生品市場，及銀行團聯貸、債券及抵押貸款等現金市場。
- (五) 結論：與談代表分享近期歐美主要監理機構對金融市場進行相關改革之最新進展，建議各國主管機關持續重視金融市場流動性及風險控管問題，認為美國與歐盟提出之金融改革措施及後續修正方向，可作為亞洲地區主管機關之參考，然而法規統一化並非跨國交換交易市場之最佳監理方式，各國仍宜視當地產業結構及市場發展情況等酌予參採，不需要完全複製歐美模式。

## 第二節、Self-regulation of Digital token offerings

引言人：

**Lim Yann Lih**, Deputy Director, Corporate Finance and Consumer Department,  
Monetary Authority of Singapore

與談人：

**Chua Peiying**, Counsel, Financial Regulation Group, Linklaters Singapore

**Takato Fukui**, Director General, Japan Virtual Currency Exchange Association

**Dr Luka Müller-Studer**, Legal Partner, MME Legal AG

**Benedicte Nolens**, Head of Regulatory Affairs for Asia and Europe, Circle

重點摘要：

- (一) 數位貨幣提供創新且靈活的支付方式，提高支付效率及降低交易成本，因匿名性、去中心化、難以追蹤、可全球流通之交易特徵，在全球影響力日益增長，由於數位貨幣交易可劃分同時存在於跨國跨區域，監督責任缺乏明確性，各國亦存在不同政策態度，部分國家認同此類創新技術發展，部分國家則限制其合法使用。
- (二) 防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF）已於 2015 年針對虛擬貨幣之風險基礎方法提出指導方針（guidance for a risk-based approach to virtual currencies），說明如何採取風險基礎方法分辨虛擬貨幣支付產品與服務所帶來的洗錢及資恐風險、協助各國瞭解並制定相關監管措施以防制洗錢及打擊資恐。
- (三) 國際上已有加密貨幣交易平台自主結盟，建立監督虛擬商品市場的自律組織，例如與會之日本加密貨幣交換產業協會（Japan Virtual Currency Exchange Association），期望藉由自我監督強化數位資產市場的監管環境，爭取主管機關認同，提升金融市場對加密貨幣的接受程度。與談之虛擬貨幣交易平台及自律組織代表，建議各國主管機關採用審慎開放之態度看待數位貨幣技術之發展，將虛擬貨幣產業納入監管，並提供自律組織法律授權，以制定適合當地市場且具有強制力之規範標準。



### 第三節、Balancing Safety with Efficiency in CCP Regulation

引言人：

**Jackie Mesa**, Senior Vice President, Global Policy, FIA

與談人：

**Robert Cox**, Vice President & Senior Policy Advisor, Federal Reserve Bank of Chicago

**Sunil Cutinho**, President of CME Clearing, CME Group

**Helen Lofthouse**, Executive General Manager, Derivatives and OTC Markets, Australian Securities Exchange

**Dr Frederick Shen**, Head of Global Treasury Business Mangement, OCBC

重點摘要：

- (一) 配合 G20 峰會對掌握店頭衍生性商品交易資訊以有效控管系統性風險之結論，各國主管機關提出相關監理改革，包括要求申報交易契約內容、可標準化或符合其他要件之店頭衍生性商品交易強制採用集中結算、未採行集中結算者則適用較嚴格之資本適足規範等，亞洲地區主要交易所亦致力獲取美國及歐盟認可為合格結算機構。
- (二) 店頭衍生性金融商品之強制集中結算機制，雖提升市場流動性及降低信用風險，亦可能有風險集中之疑慮，因此，集中結算機構之會員不只是參與交易者，其管理風險之能力尤為重要，會員資格標準不僅考慮財務因素，也需客觀評估其風險控管、參與違約事件處理等功能；保證金基準之設計需涵蓋各種風險因子，完整考量價格波動程度、部位集中度與商品流動性等市場風險，對於部位或壓力測試損失風險較大之會員，額外要求提供保證金，所收取之非現金擔保品亦應定期檢視其流動性；此外，集中結算機構投入結算基金之資金，與發生違約情況時應負擔之財務責任，宜與結算會員投入部份具有衡平性，且可動態反映風險水平，若額度過高，可能降低結算會員風險管理之意識，若僅符合法令規範之最低額度，集中結算機構人員較無誘因以更審慎態度處理風險控管問題，以避免違約發生時損及自身或其股東之利益。

### 第三章、亞洲衍生性商品研討內容重點

#### 第一節、Welcome Address and Fireside Chat: The FCM Perspective

主講人：

**David Martin**, Managing Director, J.P. Morgan Securities Singapore and, Chair, FIA Asia Advisory Board

**Walt Lukken**, President & Chief Executive Officer, FIA

與談人：

**Jerome Kemp**, Global Head of Citi Futures, Clearing & Collateral, Citigroup Global Markets

**Nick Rustad**, Managing Director, Head of Global Clearing, J.P. Morgan

重點摘要：

- (一) 美國期貨業協會(FIA)執行長 **Walt Lukken** 為 2018 年 FIA Asia 揭開序幕，引述國際貨幣基金(IMF)統計，新加坡人均生產毛額居全球第 10 位，高出全球平均水準近 5 倍，主要在於政府支持自由開放的金融服務，透過智慧立法(smart regulation)鼓勵創新並扼止不當行為，長期發展自由市場資本主義(free-market capitalism)、致力全球化及政治穩定、加強人才培育等，打造新加坡成為全球金融中心。**Lukken** 認為目前全球經濟及政治風險，主要在於美國期中選舉造成政府意見分歧及未來可能面臨更多僵局、英國脫歐(Brexit)議題導致其與歐洲大陸間經濟與政治分裂、美國重新審視與中國大陸及其他地區間之貿易政策方向。另中國大陸考慮對境外投資人開放市場，雖將使得全球市場競爭更加劇烈，惟 **Lukken** 仍表示肯定，並建議中國證監會開放相關法規，俾利提高境外投資人之參與程度。
- (二) FIA 認為市場首重安全性，致力釐清 2018 年 9 月那斯達克交易所(Nasdaq)結算會員違約(clearing member default)事件，並於近日發布集中結算機構風險白皮書，旨在強化集中結算機構之風險管理，確保全球市場安全，對於強化 CCP

風險管理提出包括會員資格標準、違約管理、違約基金分攤金額(skin in the game)及保證金適足性(margin adequacy)等建議。

(三) Lukken 訪談 Citigroup 及 J.P. Morgan 代表，對於過去 10 年間全球期貨產業發生結構性變化，期貨商總數大幅減少，且業務集中於少數期貨商，Citigroup 代表認為與施行巴塞爾資本協定 Basel III 有關；對於未來期貨業最大成長機會，J.P. Morgan 代表認為係中國大陸市場之逐步開放，並建議期貨商進入中國大陸市場需深入瞭解當地市場文化，方能永續經營。另請現場與會人士以手機即時投票，調查結果如下：

- 1、Q1 全球期貨商結構性變化之原因：38%為「高結算資金成本」(high cost of capital on clearing)，34%為「自動化及科技」(automation and technology)，28%為「法規遵循成本提高」(high regulatory costs)。
- 2、Q2 未來期貨業最大成長機會：60%為「中國大陸市場對外資開放」(opening of China to outside investors/companies)，33%為「擔保品管理及其他增值服務」(collateral management and other value added services)，其餘 7%為「虛擬貨幣及創新」(cryptocurrencies and other areas of innovation)及「傳統商品成長」(growth of traditional products)。

## 第二節、The Exchange Perspective

主持人：

**David Martin**, Managing Director, J.P. Morgan Securities Singapore, and Chair, FIA Asia Advisory Board

與談人：

**Thomas Book**, Chief Executive Officer, Eurex

**Matthew Chamberlain**, Chief Executive Officer, London Metal Exchange

**William Knottenbelt**, Senior Managing Director, International, CME Group

**Loh Boon Chye**, Chief Executive Officer, Singapore Exchange

**Edward Tilly**, Chairman & Chief Executive Officer, Cboe Global Markets

**Hiromi Yamaji**, President & Chief Executive Officer, Osaka Exchange

重點摘要：

(一) 有關那斯達克交易所結算會員違約事件：

2018 年 9 月 10 日北歐及德國能源市場發生極端價差變動(約為平時每日波動之 17 倍)，其中一名持有鉅額價差部位之結算會員 **Mr. Aas** 遭受重大衝擊，經通知追繳後無法支付保證金而發生違約。針對該事件，歐洲期貨交易所(**Eurex**)代表表示，**Eurex** 內部已廣泛討論該事件，並認為 **Eurex** 風險控管系統及相關機制完備，不會發生類似事件；倫敦金屬交易所(**LME**)代表認為，作為市場基礎設施提供者(**market infrastructure provider**)，類似事件即使高度不可能發生 (**highly unlikely event**)，亦須做好萬全準備；芝加哥商業交易所(**CME**)代表表示，**CME** 定期進行壓力測試，以確保系統安全性；大阪交易所(**OSE**)代表指出，2013 年 7 月大阪證券交易所及東京證券交易所合併，並整合交易平台、結算業務及相關規範後，衍生性商品結算業務由日本證券結算公司 (**Japan Securities Clearing Corporation, JSCC**)辦理，而 **JSCC** 結算會員近期提出建議，若市場長期處於高波動度時保證金水準不足，建議原先回溯期(**look back period**)250 日增加至 500 日，以維護市場運作安全。

(二) 中國大陸市場開放及機會：

對於中國大陸市場逐步對外開放，芝加哥選擇權交易所(**Cboe**)代表認為，中國

大陸如何對期貨市場進行適度風險管理，為相關單位重要課題，並將持續觀察後續發展；新加坡交易所(SGX)代表表示，樂見中國大陸市場對外開放；倫敦金屬交易所(LME)代表指出，隨著 MSCI 將 A 股納入 MSCI 新興市場指數，對商品期貨市場而言，中國大陸境內價格是否逐漸與國際價格趨於一致 (converges)，值得關注；歐洲期貨交易所(Eurex)代表表示，母公司德國交易所集團(DBAG)為深化其於中國大陸之商品期貨業務，先與上海證券交易所及中國金融期貨交易所建立策略聯盟，2018 年 9 月再與鄭州商品交易所合作。

### (三) 英國脫歐(Brexit)議題：

英國將於 2019 年 3 月 29 日正式脫離歐盟，倫敦金屬交易所(LME)代表相信最終必有可行解決方案，並指出法規監管在金融服務領域發揮作用及扮演角色；歐洲期貨交易所(Eurex)代表認為，無論英國脫歐時程及協議是否改變，全球金融市場將產生新常態(new normal)，而此新常態將有助 Eurex 拓展業務，例如成為中國大陸客戶進入歐洲市場門戶(gateway)及中國大陸市場值得信賴的策略合作夥伴。

### 第三節、Regulatory Roundup

主持人：

**Jackie Mesa**, Senior Vice President, Global Policy, FIA

與談人：

**Patrice Aguesse**, Head of the Market Regulation Division, Autorité des Marchés Financiers

**Jenny Cosco**, Managing Director, Co-Head, Government Affairs Asia-Pacific, Goldman Sachs

**Eric Pan**, Director of the Office of International Affairs, U.S. Commodity Futures Trading Commission

**Phua Wee Ling**, Director, Markets Policy & Infrastructure Department, Monetary Authority of Singapore

**Paul Willis**, Technical Specialist-Commodities, UK Financial Conduct Authority

重點摘要：

- (一) 本節主要討論英國脫歐(Brexit)議題，英國金融行為監理總署(FCA)代表說明，過去 2 年來持續參照歐盟規範修訂英國監理規範，使 FCA 符合現行歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)同等(comparable)規定，未來英國脫歐後，所有歐盟投資人於英國適用之規範等同於歐盟規範，可確保由歐盟至英國市場交易者可無縫接軌，但無法確定歐盟是否對由英國至歐盟市場交易者採取同樣作法。
- (二) 關於歐洲市場基礎設施監管規則(European Markets and Infrastructure Regulation, EMIR) 2.2 提案，允許歐洲證券及市場管理局(ESMA)根據第三國 CCP 系統重要性進行分類，並對被視為「系統性高度重要」之 CCP 施行更嚴格措施，須取得歐盟許可並設點後，方能於歐盟提供服務；然在 2019 年歐盟成員國陸續進行國會選舉情況下，此提案可能將被拖延。
- (三) 美國商品期貨交易委員(CFTC)代表表示，英國脫歐過程中與歐盟產生許多不必要衝突，美國與歐盟前針對市場管理已有共識及合作關係，希冀英國脫歐後，美國與英國及歐洲間仍能保持業務聯繫。美國支持對 CCP 進行嚴格管理，未來執行方式可進一步溝通討論。新加坡金融管理局(MAS)代表表示，新加坡對

於跨境監理持開放態度，在規範一致性前提下，透過分享監理資訊，能有效進行跨境監理並大幅降低法規遵循成本。

- (四) 對於 CCP 及市場參與者而言，英國及歐盟在法令制度上保持一致性，將有助提升市場參與者信心，然目前仍有待相關當局努力，使投資人不受英國脫歐影響，並持續參與英國及歐盟境內交易。其他關於亞洲投資人參與交換交易(swap) 於倫敦結算機構 LCH 結算之影響、客戶是否可持續於歐盟融資並進行交易等衍生議題，值得持續關注。

## 第四節、The Outlook for Asia-Pacific Exchanges

主持人：

**Pat Kenny**, Senior Vice President of Client Relations, CQG

與談人：

**Rinjai Chakornpipat**, Managing Director, Thailand Futures Exchange

**Les Male**, Chief Executive Officer, Dubai Gold & Commodities Exchange

**Mrugank Paranjape**, Managing Director & Chief Executive Officer, Multi Commodity Exchange of India

**Lamon Rutten**, President Director, Indonesia Commodity and Derivatives Exchange

**Eugene Zhu**, Chief Executive Officer, Asia Pacific Exchange

重點摘要：

- (一) 中國大陸在 2018 年間對衍生性商品市場陸續開放，例如：允許外資直接交易人民幣計價原油期貨及鐵礦石期貨。新加坡亞太交易所(APEX)代表表示：本次為中國大陸首次開放市場，希望藉由對外資開放，帶動期貨市場及人民幣國際化；APEX 為新加坡第 3 家交易所，於 2018 年 5 月正式營運，為中資創辦境外首家離岸(offshore)衍生性商品交易所，目的在服務中國大陸(onsshore)市場；目前大多數亞洲交易所均屬國內交易所，而 APEX 直接與國際市場競爭，藉新加坡之開放平臺與國際接軌，為中國大陸之期貨市場國際化鋪路，逐步形成亞洲商品期貨價格指標(pricing benchmark)中心；APEX 目前有軟質棕櫚油(palm olein)及離岸人民幣(USD/CNH) 等 2 檔期貨商品，未來將研議推出具亞洲特色、進口量大及有助人民幣國際化之商品。
- (二) 印度多種商品交易所(MCX)代表表示，2018 年下半年已推出橡膠期貨，為農產類新商品，可提升市場價格透明度及提供公允基準價，供橡膠生產鏈上參與者管理價格波動風險；另已獲印度證券交易委員會(SEBI)核可，籌設印度首家大宗衍生性商品結算機構 MCXCCL，作為 MCX 平台交易之 CCP，以提升風險控管能力；此外，因應 SEBI 自 2018 年 10 月起核准印度證券交易所掛牌商品



類契約，2019 年 MCX 將持續研議推出匯率類衍生性商品，並與印度國家證券交易所(NSE)洽談整合事宜。

(三) 泰國期貨交易所(TFEX)代表表示，目前泰國期貨市場之參與者結構，散戶仍超過半數(2018 年 10 月底泰國散戶約佔 53.9%)，在過去兩年努力下，外資交易量占比由 2016 年之 10%及 2017 年之 11%，於 2018 年成長至 12.45%；資訊設備部份，TFEX 於 9 月底與瑞典交易資訊公司 Cinnober 續約，以其 TRADExpress 軟體提供股權類及衍生性商品交易服務；未來 TFEX 將進一步強化商品以符合交易人需求，並提高現有商品流動性，尤其是 SET50 期貨與選擇權及股票期貨；另將研議新增股票期貨標的證券及延長匯率與黃金期貨交易時間，並持續利用線上課程提升交易人參與度。

(四) 印尼商品及衍生性商品交易所(ICDX)代表表示，印尼為全球最大錫出口國，2018 年 10 月中旬 ICDX 發生錫商品交易停止事件，影響印尼 10 月錫出口量較 9 月下月 42%，並較 2017 年同期減少 33%；由於在 ICDX 交易之錫錠及錫礦石商品中，有 70%由國營公司 PT Surveyor 製發原產證明，目前尚待印尼貿易部(Kementerian Perdagangan)進一步指示，若未能儘速解決，除將影響 ICDX 交易量，2019 年印尼錫預計年出口量將持續下修。

(五) 杜拜黃金及商品交易所(DGCX)代表表示，DGCX 與旗下杜拜商品結算公司(DCCC)及 Cinnober 合作，升級其交易與結算平台系統，並於 2018 年 9 月創下成立 13 年以來最高日均交易量(89,873 口)；其中印度盧比受益於匯價為歷史低檔，相關匯率類商品交易均相當活絡；2019 年 DGCX 將持續推出新商品及新服務以吸引更多交易人參與市場。

## 第五節、Future for a New Generation of Investors

主持人：

**Laura Ryan**, Market Development Director, Buyside Trading Asia, Refinitiv

與談人：

**Greg Baker**, Managing Director, Charles Schwab Singapore

**Teyu Che Chern**, Chief Executive Officer, Phillip Futures

**Kelvin Chia**, General Manager, China, CQG

**John Donghoon Shin**, Chief Representative, Singapore Branch, Korea Exchange

**Marcus Goi**, Managing Director, Orient Futures International (Singapore)

**JB Mackenzie**, Managing Director, Asia, TD Ameritrade

重點摘要：

- (一) 針對如何在亞洲市場開發新一代期貨交易人，與談者認為，全球衍生性商品市場營運者均聚焦於部署尖端技術、開放市場管道，並教育新進者使用交易工具。無論參與者類別或公司營運所在地，皆反映衍生性商品市場發展大幅領先其他資產類別。衍生性商品市場國際化提供全球交易人大量機會，但因競爭無國界，亦形成相應挑戰，促使在技術、市場進入管道及教育訓練等 3 個關鍵領域持續發展。
- (二) 技術發展方面，新一代期貨交易人非常注重技術，促使期貨商致力提供多資產交易平台，使客戶可同時交易期貨及其他資產，降低客戶交易之複雜度及資本要求；資訊技術服務商則面臨新交易人要求取得與大型客戶同樣服務之挑戰，此類新交易人非常熟稔相關技術、瞭解自身需求，且有能力提出深入問題，使得吸引新交易人進入市場所需投入資源門檻亦相對提升。
- (三) 市場進入管道方面，新一代期貨交易人，尤其是希望透過衍生性商品進入其他市場之亞洲投資者，對期貨商提供進入不同市場管道之需求愈來愈高。以新加坡為例，投資人熟悉新加坡股票後，常會開始交易 MSCI 新加坡指數期貨，接著交易香港恒生指數期貨等同一時區指數產品，未來可能跨越時區交易國外高流動性商品，如：E-mini S&P 期貨。近年來許多歐美交易所延長交易時段至

涵蓋亞洲交易時段，以吸引更多亞洲參與者，例如：歐洲期貨交易所(Eurex)自 2018 年 12 月 10 日開始規劃部份股票指數及固定收益期貨市場提前數小時開盤，亦透過與韓國交易所(KRX)合作取得韓國市場散戶客群商機；隨著亞太地區交易所業務擴展到其他時區，開發新交易人策略也有不同變化，例如：韓國期貨商除開發國內客戶外，亦聚焦於開發新國際客戶，以擴大市場規模。

(四) 教育訓練方面，現今透過手機等智慧裝置就可即時交易全球衍生性商品，為提升潛在市場參與者對期貨市場關注，首重提供適切教育訓練，特別在散戶方面，以確保此類新進者長期參與交易，並奠定市場發展根基。

## 第六節、The Development of Asian Commodity Markets

主持人：

**Christiane Leuthier**, Senior Director of Commodities, FIA

與談人：

**Tim Bhatnagar**, Head of Compliance, APAC, Middle East & Africa, Olam

**Christopher Fix**, Managing Director, Head of Asia Pacific, CME Group

**Jennifer Ilkiw**, Vice President, Asia-Pacific, Intercontinental Exchange

**Joe Raia**, Managing Director & Head of Global Energy Markets, R.J. O'Brien

**Dennis Zhang**, Managing Director, Head of Commodities Development, Hong Kong Exchanges & Clearing Limited

**Barry White**, Senior Vice President, Intl FC Stone

重點摘要：

- (一) 針對中國大陸市場開放議題，與談人認為市場均感受到其主管機關加快開放步伐，外資希望中國大陸市場規範能儘速與世界其他市場靠攏；中國大陸之商品期貨市場交易結構亦在變動，例如：高頻交易比例提高，因此需調整相關制度或措施以為因應，借鏡國際經驗，進一步加強高頻交易監管；此外，需要新結算制度或修正過時、不適用法規，以協助市場發展。
- (二) 期貨商端風險控管及匯率問題，可能衍生交易成本提高、OTC 平台管控及相關結算問題，均為商品期貨市場亟需考慮議題；另一方面，虛擬貨幣帶來影響亦逐漸發酵，雖然目前推出相關期貨商品之交易所不多，但虛擬貨幣本身發展、背後科技、所延伸應用模式，甚至包裝為 OTC 商品於市場進行交易等，後續值得觀察。
- (三) 新商品開發方面，關鍵因素在於是否貼近市場需求，過往新商品失敗案例，主因為市場定位錯誤、不了解市場需求推出錯誤商品、商品不具差異化等；而品牌知名度亦相當重要，投資人會選擇投入知名商品市場。

## 第七節、Keynote Address

主講人：

**Brian Quintenz, Commissioner, Commodity Futures Trading Commission**

重點摘要：

- (一) 新加坡是全球金融、貿易、技術及文化樞紐，人均收入於 1970 年僅為全球平均值之 54%，於 2018 年已達 321%，這歸功於新加坡長期踐行自由經濟政策，1970 年新加坡為全球第 3 名自由經濟體，2018 年名列第 2 名，該排名考量包括私有財產保護、高效率司法制度、政府誠信及勞動、投資及貿易自由度等許多因素，新加坡在過去 50 年裡一直領先，同時其經濟亦蓬勃發展，這與全球主要金融中心之經濟自由度均名列前茅，如：紐約、倫敦及香港等，均非巧合。
- (二) 自由市場中參與者均可於公平環境競爭，但並非不受管制，法規完善、保護私有財產及不容腐敗與詐欺之市場，才能吸引企業與創新者。CFTC 優先與此類市場監理機構合作，以提高全球衍生性商品市場健全度與彈性，並確保跨境經濟活動及風險管理得以實行，毋須擔心監管範圍過大導致市場分割。
- (三) 2013 年 CFTC 初次提出跨境指導原則時，對交換交易(SWAP)的改革領先於其他 G20 國家，該指導原則下，美國人所進行的交換交易，無論地點或交易對手，均受到 CFTC 的監管與保護。然現今情況已不同，全球最大的交換交易市場在執行 G20 共識方面，包括交易申報、結算、未結算 SWAP 保證金及未結算衍生性商品資本要求增加等，均有實質進展。2013 年指導原則明顯過時，CFTC 必須承認並接受其他司法管轄區對等規範及其他監管機構在監管本地市場交換交易活動具有更高監管權。有鑑於此，CFTC 在 2018 年 10 月發表新白皮書，提出改進跨境監理方法具體建議，指出 CFTC 跨境交換交易監理應建立之基本原則，並敘明 CFTC 監理美國境外交換交易，僅限與美國商業有直接連結或重要影響活動者，在政策制定與國際合作方面，有助提供政策方向並建立共識。

(四) CFTC 感謝其他國家創造及持續維持經濟自由，且須承認並遵守其他司法管轄區之監理與規範，希望與志同道合之監管機構共同努力實現改革目標，建立監理良善並尊重合作之全球交換交易市場。

## 第八節、China Opens Up

主持人：

**Sharon Shi Ning**, Managing Director, G.H Financials (Hong Kong) Ltd

與談人：

**Jun He**, Executive Vice President, Shanghai International Energy Exchange

**Eric Jen**, Chairman of the Board & Chief Executive Officer, Yuanta Futures Hong Kong

**Li Ning**, Chief Representative, Singapore Office, Dalian Commodity Exchange

**Natasha Xie**, Partner, JunHe LLP

**Cecelia Zhong**, Chief Marketing Officer, Guojin Metal Technology, and Chief Executive Officer, Guojin Resources

重點摘要：

- (一) 2018 年中國大陸衍生性商品市場之對外開放有明顯進展，首先上海國際能源交易中心之人民幣計價原油期貨於 3 月掛牌並開放外資交易，大連商品交易所之鐵礦石期貨隨後於 5 月跟進，另中國證監會於 12 月核准瑞銀集團取得其北京子公司大部份股權，使瑞銀證成為中國大陸首家外資控股券商。與談人認為未來中國大陸衍生性商品市場將會更加開放，但提醒參與者，切勿期望中國大陸市場會一夕間大幅開放。
- (二) 上海國際能源交易中心代表介紹其原油期貨及上市後 3 次實物交割，外資可直接交易該商品，並可將交易所得轉為美元匯出境外；目前超過 70 家外資機構交易，持倉量達 1/3；另說明 2019 年規劃推出橡膠期貨，亦採原油期貨模式直接對外資開放，及未來考慮於香港及新加坡設點。
- (三) 大連商品交易所代表指出，2018 年 5 月開放外資參與交易鐵礦石期貨後備受矚目，累計 1 月至 10 月交易量達 2 億口，平均未平倉量 100 萬口；從中國大陸之交易所觀點來看期貨市場，特別是商品期貨市場，主要目的在於滿足實體用戶需求，並為實體經濟服務。
- (四) 元大期貨(香港)代表認為，中國大陸市場需求如何傳達予主管機關、市場所需開放程度為何、主管機關對市場開放之支持程度等，均為未來主要課題。JunHe

LLP 代表認為，中國大陸市場與西方不同，需逐步發展方可勾勒出其市場樣貌。

Guojin Resources 代表認為，中國大陸之交易所非以營利為目的，有許多國家計畫經濟目標須達成，市場與經濟平穩運作最為重要。



## 第九節、The Great Debate

主持人：

**Michael Syn**, Executive Vice President, Head of Derivatives, Singapore Exchange

與談人：

**Allison Lurton**, Senior Vice President & General Counsel, FIA

**Stephen Obie**, Partner, Jones Day

**Simon Puleston Jones**, Head of Europe, FIA

**Kevin Rideout**, Managing Director, Market Development, Hong Kong Exchanges and Clearing

重點摘要：

(一) 本節為辯論會，辯論議題為「中國大陸市場推出人民幣計價原油期貨，人民幣是否取代美元成為全球結算貨幣？」，主持人於辯論前進行民調，現場與會人士支持正、反兩方之人數相當，辯論結束後再次民調結果，則有多數人認為人民幣尚無法取代美元成為全球結算貨幣。

(二) 正方主要論點：

- 1、 正方回顧石油美元(Petro-dollar)歷史，因 1970 年代石油價格大幅提高，石油生產國透過出口石油獲取鉅額盈餘，而石油在國際市場上以美元計價及結算，產油國石油收入統稱為石油美元；1990 年代以來，大量阿拉伯石油美元流入全球金融市場，具舉足輕重影響力。
- 2、 隨著中國大陸經濟發展及其金融市場改革逐漸深入，「一帶一路」有助將人民幣推向國際，加速其國際化進程；現今中美貿易戰持續，中國大陸正致力提高人民幣在國際商品期貨交易訂價權，試圖改變美元在全球金融體系壟斷地位，於 2018 年 3 月於上海推出以人民幣計價原油期貨，由於中國大陸為全球最大原油進口國，此舉擴大對原油訂價能力，進而有望擺脫美元制約。人民幣已成功踏出取代美元成為全球結算貨幣第一步。

(三) 反方主要論點：

成為全球結算貨幣須具備要件包含金融市場開放且流動性高(open and liquid

financial markets)、法治環境安定(safety and rule of law)及不畏懼產生貿易逆差(willingness to run trade deficit)，而中國大陸現階段仍未成熟，人民幣目前尚不足作為全球貨幣。此外，國際貨幣須有高度可兌換性(convertibility)、資金流通性(unrestricted capital flow)及強力貿易網路，且國際社會對該貨幣前景抱持信心、可信賴其穩定性，願意持有並使用該貨幣進行交易、結算與投資，而中國大陸持續實施資本管制，雖為世界工廠並擁有廣大貿易網路，但人民幣匯兌不便性使其至今仍無法取代美元。

## 第十節、Future State: Where Do We Go From Here

主持人：

**Bill Herder**, Head of Asia-Pacific, FIA

與談人：

**Sharon Ang**, Managing Director, Head of Asia-Pacific, Cboe Global Markets

**Diederik Dorst**, Global Head of Regulation & Market Structure, Flow Traders

**K. Hari**, Chief Business Officer, National Stock Exchange

**Helen Lofthouse**, Executive General Manager, Derivatives & OTC Markets, Australian Securities Exchange

**Silvio Oliviero**, Chief Executive Officer, Agency Trading & Processing, ION Group

**Andrew Stewart**, Executive Director & Global Head of Futures, Macquarie Bank

重點摘要：

- (一) **Flow** 代表指出，影響全球成長、利率、通貨膨脹及其他有關總體經濟等不確定因素可能持續至 2019 年，並預計在未來 2 年內，升息將推動證券市場波動加劇，連帶使期貨市場波動度提高，投資人將更有意願利用期貨等衍生性商品以管理風險，而進一步推升市場交易量。
- (二) **ION** 代表則認為，近期全球市場交易仍然活絡且未平倉量持續走高，顯示市場及客戶體質狀況依然健全良好。
- (三) 芝加哥選擇權交易所(**Cboe**)代表表示，交易所大規模併購熱潮似為結束，但機會型收購(**opportunistic acquisitions**)則將繼續，以那斯達克交易所(**Nasdaq**)為例，近期收購兩家資訊公司以強化另類資訊(**alternative data**)領域，顯示交易所收益來源漸由傳統業務轉移至利潤更高且成長快速領域。隨著芝加哥商業交易所(**CME**)近期收購英國 **NEX** 集團，澳洲交易所(**ASX**)及印度國家證券交易所(**NSE**)代表均認為整合及交叉銷售機會(**cross sale opportunities**)將成為 2019 年焦點。
- (四) **Macquarie** 代表認為，市場將維持相對穩定，惟仍須持續關注英國脫歐事件之進展，隨著談判細節逐步發展，任何監管不確定性(**regulatory uncertainty**)均可

能使美國市場受惠，因美國具備法規架構與監管(**framework and oversight**)透明度。

(五) 虛擬貨幣發展前景方面，**Macquarie** 代表認為，虛擬貨幣領域目前尚缺乏機構投資人參與市場所需之監管廣度(**breadth**)；倘法規環境更加健全，將吸引更多交易人參與；**ION** 代表亦贊同此觀點，並表示對於證券型代幣發行(**security token offerings, STOs**)等新商品，多數交易人希望在受監管交易所(**regulated exchange**)進行交易以提升安全性。

## 第十一節、 Clearing Challenges and Opportunities

主持人：

**Paul Landless**, Partner, Clifford Chance

與談人：

**Kate Birchall**, Head of Asia Pacific, LCH Ltd.

**Roland Chai**, Group Risk Officer., Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

**Sunil Cutinho**, President, CME Clearing, CME Group

**Agnes Koh**, Executive Vice President, Chief Risk Officer, Singapore Exchange

**Erik Mueller**, Chief Executive Officer, Eurex Clearing

重點摘要：

- (一) 美國期貨業協會(FIA)於 2018 年 11 月 28 日針對那斯達克交易所結算會員違約事件發布一系列建議，包含會員標準、自行結算會員管理、保證金適足率、監督管理、會員風險管理、違約管理(包括設計與測試)及違約基金分攤金額(skin in the game)等，以改善 CCP 風險管理。
- (二) CCP 會員資格標準需透明、詳細及具體，並應客觀評估會員財務能力，包括檢視其資本是否足夠及財務流動性，且應有明確程序來管理信用狀況惡化會員，運用部位限制、要求增加保證金及要求減少部位等方式以防止違約。
- (三) CCP 應揭露其整體風險管理在各種情境下之可適用性；於風險四溢情況下，CCP 應考慮更高風險承受模型，或當壓力測試損失超過特定門檻時，要求大型會員提撥額外保證金，以防止風險增加；在設計風險承受模型時，CCP 應考慮非同步(asynchronous)壓力測試結果，以確保模型資源足夠，並應建立適當違約基金分攤金額以反映 CCP 系統風險程度，而非永遠維持固定金額。
- (四) CCP 是當前全球金融體系關鍵機構，健全結算體系可降低系統性風險，需透過各 CCP 及其會員、監管機構共同努力，強化結算體系並降低整體市場風險。

## 第十二節、Industry Innovations

主持人：

**Yvonne Zhang**, Chief Executive Officer & Co-Founder, Aquifer Institute

與談人：

**Paul Abrey**, Director, Derivatives Utility APAC, FIS

**Ulf Carlsson**, General Manager, Head of North Asia & Japan, Nasdaq

**Chip Dempsey**, Senior Vice President & Chief Commercial Officer, OCC

**Christian Hauff**, Co-Founder & Head of APAC, Quantitative Brokers

**John Ho**, Head of Legal, Financial Markets, Standard Chartered Bank

**Keith Todd**, Executive Chairman & Chief Executive Officer, KRM22

重點摘要：

- (一) 隨著市場環境變化迅速且金融市場廣泛地採用新科技，創新科技與金融產業關係愈來愈緊密，在人工智慧、區塊鏈、擴增實境(augmented reality, AR)、提升交易速度技術等面向，科技運用對金融產業相當重要。
- (二) **FIS** 代表指出，舊經驗常阻礙採用新科技導入組織之決策，例如：目前業界運作規則多數於新科技出現前即制定，決策者常質疑，新科技未出現即可解決之問題，是否有導入新科技之必要；**Standard Chartered** 代表亦認為目前業界導入創新之速度尚未達 10 年前預期。**OCC** 代表認為，科技創新目的在解決問題，而應用上最大挑戰在新科技信任度，**OCC** 計劃利用大數據分析輔以其他相關技術，進行採用新科技之決策評估。**KRM22** 代表認為，企業不應僅著眼於降低成本，須以更宏觀之眼光及願景來決定是否採用創新科技。
- (三) 那斯達克交易所(**Nasdaq**)代表認為，各利害關係人關注角度不同，投資人期待市場開放，而主管機關基於有效監管市場，則採較為保守態度，當雙方意見分歧時，新技術之採用過程會更加複雜化。**Quantitative** 代表認為，主管機關態度經常影響是否採用創新科技之決策，建議主管機關積極鼓勵採用創新科技。**Standard Chartered** 代表稱許美國商品期貨交易委員實驗室(Lab CFTC)制定智能合約初步說明文件(**Smart Contract Primer**)之作為。

## 第四章、心得及建議

本次出席國際性研討會，透過與會人員相互交流，可瞭解目前國際金融市場發展及監理趨勢，謹提出以下心得與建議作為未來政策發展之參考：

- 一、本次會議對於目前國際間對於店頭衍生性商品市場之流動性問題、集中結算機制之優勢與不足之處及相關跨境監理問題多方討論，我國為提升店頭衍生性商品交易之安全、效率及透明度，並與國際監理趨勢接軌，已研提期貨交易法修正案增訂建置店頭衍生性商品集中結算制度相關規定，業經 2019 年 1 月發布施行，臺灣期貨交易所爭取建置店頭衍生性商品集中結算機制並已完成初步規劃。店頭衍生性金融商品態樣複雜，契約規格難以標準化，就主管機關監理角度，建議對於結算保證金模型、風險部位控管、財務風險預警機制、市場壓力測試、財務防衛資源等制度，持續蒐集國際店頭衍生性商品交易市場結構、集中結算制度之變革及主要監理機關之監理態度，審慎評估制度之可行性。
- 二、上海國際能源交易中心註冊於上海自由貿易試驗區，由上海期貨交易所出資設立，為中國大陸官方批准第一個對外資開放之衍生性商品交易所，第 1 檔以人民幣計價之原油期貨於 2018 年 3 月掛牌交易。過去中國大陸證券市場諸多限制，期貨市場更是完全封閉，現上海國際能源交易中心，開放境外國石油業者、原油貿易商及經紀商，不需於中國大陸境內設立公司，即可參與其原油期貨交易，展現中國大陸積極在國際能源交易市場爭取話語權、挑戰美元在國際間商品定價貨幣地位的企圖心。中國大陸對資本及資金匯出入嚴格管制，過去亦有強勢干預交易市場的紀錄，然而中國大陸規模龐大的交易市場，對於境外參與者而言有相當發展潛力，其市場磁吸效應未來是否對周邊市場產生影響，建議持續關注。
- 三、本次會議主辦國新加坡衍生性金融商品市場發展蓬勃，吸引亞洲金融業者及大型機構投資人參與，其全球金融中心之地位，主要係新加坡政府政策環境持續對外開放並嚴格執法，新加坡金融業亦致力於發展並引進金融創新科技，積極

向外拓展市場並吸引國際人才。我國近年來積極推動期貨市場新型態商品，例如 2017 年推出美國道瓊工業指數及 S&P500 指數期貨，2018 年推出英鎊及澳幣匯率、美國那斯達克 100 指數期貨、布蘭特原油期貨等；此外，將於 2019 年 7 月 1 日起開放期貨經紀商接受投資人委託國外期貨交易，除採自行交易及委託外國期貨商在台分公司於國外交易所進行交易外，亦得直接委託具備國外交易所結算會員資格之境外期貨商交易，未來我國期貨商可直接與國外期貨商建立合作關係，取得多元化之交易管道。上開措施均為我國為使期貨市場蓬勃發展及協助產業邁向國際化之努力，建議未來積極參與國際交流，持續保持開放的態度吸收學習國際經驗以為借鏡。

#### **附件一：國際監理官會議議程**

#### **附件二、研討會簡報**