

【專題一】

全球股票期貨發展概況



廖進和 (期交所 專員)

壹、股票期貨緣起

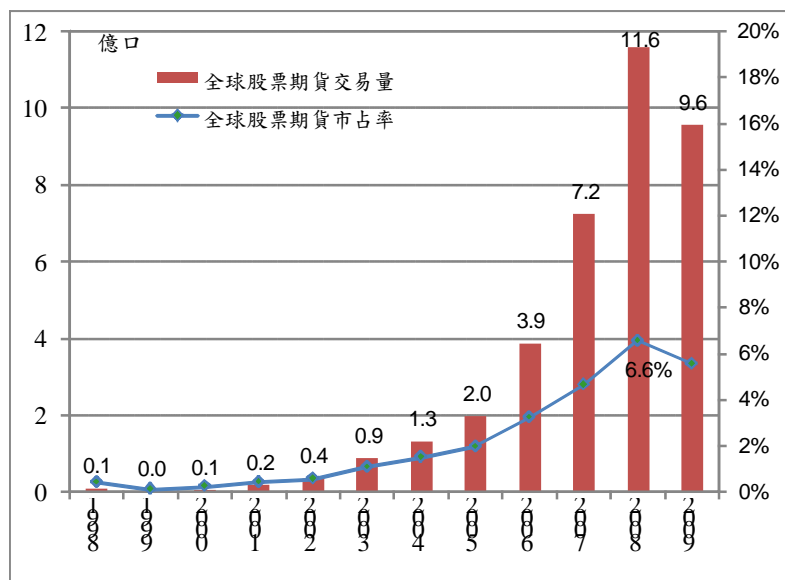
全球集中市場股票期貨交易始於瑞典，1990 年瑞典 OM 斯德哥爾摩交易所率先推出股票期貨，隨後澳洲雪梨期貨交易所 (SFE) 與芬蘭赫爾辛基交易所 (HEX) 於 1994 年跟進，而美國雖為全球發展較早及規模最大之資本市場，惟該國卻一直到通過 2000 年商品期貨現代化法案後，始解除禁止股票期貨交易之法令限制，於 2002 年 11 月 8 日推出股票期貨。截至 2009 年 12 月止，全球計有 18 個國家之 20 家交易所推出股票期貨。

貳、全球股票期貨交易概況

一、全球股票期貨交易量成長率及市占率

全球股票期貨交易量在 2004 年首次突過 1 億口大關後 (詳見圖 1)，交易量開始出現大幅攀升，同年該商品交易量占全球整體期貨市場交易量比重達 1.5%。

圖 1 全球股票期貨交易量



資料來源：FOW TradeData。

2006年起，全球股票期貨交易量連續3年出現大幅成長。在2006年至2008年間，全球股票期貨交易量成長率高達97%、85.4%及59.9%，遠高於全球整體期貨市場交易量成長率，全球股票期貨交易量占全球整體期貨市場交易量比例在同期間達3.2%、4.6%及6.6%。由此可見，股票期貨在全球期貨市場中可謂明日之星。

表 1 全球各類衍生性商品交易量成長率與市占率

商品類別	2007年		2008年		2009年	
	市占率	交易量成長率	市占率	交易量成長率	市占率	交易量成長率
股票選擇權	24.1%	34.1%	25.0%	17.8%	26.5%	3.2%
股價指數選擇權	24.5%	20.1%	23.5%	8.6%	24.5%	2.0%
利率類	24.0%	17.3%	18.1%	-14.4%	14.2%	-23.2%
股價指數期貨	11.6%	46.3%	14.0%	36.9%	13.2%	-8.3%
股票期貨	4.6%	85.4%	6.6%	59.9%	5.5%	-17.4%
農產品類	3.4%	52.1%	4.3%	40.1%	4.3%	-0.7%
能源類	3.1%	25.5%	3.2%	16.0%	3.5%	7.3%
金屬類	1.4%	13.3%	1.6%	34.4%	2.9%	79.1%
外匯類	2.6%	56.7%	2.8%	24.2%	3.7%	29.7%
其他商品類	0.3%	36.5%	0.5%	61.5%	1.2%	134.7%
軟性商品類	0.4%	23.2%	0.4%	17.8%	0.4%	-12.8%
合計	100.0%	29.3%	100.0%	13.3%	100.0%	-2.3%

資料來源：FOW TradeData

二、各交易所股票期貨交易量及排名

2009 年全球股票期貨交易量排名前 5 名之交易所分別為俄羅斯 RTS 交易所、紐約泛歐交易所 (NYSE Euronext)、印度國家證券交易所 (NSE)、德國歐洲期貨交易所 (Eurex) 及南非交易所 (SAFEX)。在 2007 年至 2009 年間，該 5 家交易所股票期貨總交易量在全球市占率分別高達 90.5%、87.1% 及 87.3%，故該 5 家交易所股票期貨對全球股票期貨市場之影響舉足輕重。

在交易量排名變化方面，RTS 股票期貨交易量在 2009 年出現異軍突起，該年交易量高達 2.5 億口，排名一舉躍昇為全球第 1 名；反之 SAFEX 雖然在 2007 年及 2008 年連續 2 年蟬聯全球股票期貨交易量第 1 名，惟 2009 年該交易量股票期貨交易量出現巨幅衰退，排名亦退至第 5 名。

另值得注意的是，最近 2 年有韓國交易所 (KRX)、俄羅斯銀行間外匯交易所 (MICEX) 及泰國期貨交易所 (TFEX) 等 3 家交易所新推出股票期貨，該等交易所股票期貨之上市日期分別為 2008 年 5 月 6 日、2009 年 10 月 1 日及 2009 年 6 月 22 日，其中以 KRX 股票期貨交易量較為活絡，2009 年 KRX 股票期貨日均量已達 146,132 口。

表 2 各交易所股票期貨交易概況 (單位：口)

交易所代號	國家或地區	2007 年			2008 年			2009 年		
		交易量	市占率	排名	交易量	市占率	排名	交易量	市占率	排名
RTS	俄羅斯	71,344,335	9.8%	4	77,208,500	6.7%	5	248,669,083	26.0%	1
EURONEXT	歐洲	75,266,349	10.4%	3	124,468,809	10.7%	4	199,044,957	20.8%	2
NSE	印度	179,324,970	24.8%	2	225,777,205	19.5%	2	161,053,345	16.8%	3
EUREX	德國	52,460,383	7.2%	5	130,210,348	11.2%	3	116,771,129	12.2%	4
SAFEX	南非	277,430,072	38.3%	1	452,172,896	39.0%	1	109,725,591	11.5%	5
MEFF	西班牙	21,294,315	2.9%	6	69,546,297	6.0%	6	44,587,779	4.7%	6
KRX	韓國	-	0.0%	20	11,201,295	1.0%	9	36,562,342	3.8%	7
IDEM	義大利	6,363,954	0.9%	10	4,417,700	0.4%	10	10,973,237	1.1%	8
OM	瑞典	11,009,475	1.5%	8	26,447,496	2.3%	8	10,675,844	1.1%	9
EDX	英國	13,832,706	1.9%	7	26,590,828	2.3%	7	7,378,590	0.8%	10
ADEX	希臘	3,076,077	0.4%	11	3,696,959	0.3%	11	4,774,644	0.5%	11
ONEC	美國	7,886,327	1.1%	9	3,448,089	0.3%	12	2,617,296	0.3%	12
BSE	匈牙利	1,529,195	0.2%	13	1,163,279	0.1%	14	1,204,849	0.1%	13
OB	挪威	2,632,748	0.4%	12	1,629,788	0.1%	13	1,172,473	0.1%	14
MICEX	俄羅斯	-	0.0%	20	-	0.0%	22	953,781	0.1%	15
WSE	波蘭	114,021	0.0%	16	326,476	0.0%	15	465,757	0.0%	16
HKEX	香港	351,514	0.0%	15	257,015	0.0%	16	271,766	0.0%	17
TFEX	泰國	-	0.0%	20	3,838	0.0%	19	145,758	0.0%	18
WB	奧地利	8,760	0.0%	18	6,981	0.0%	17	6,053	0.0%	19
SEM	印度	426,348	0.1%	14	5,309	0.0%	18	14	0.0%	20
總計	-	724,362,793	100.0%	-	1,158,581,208	100.0%	-	957,054,288	100.0%	-

資料來源：FOW TradeData

三、股票期貨與現貨市場共榮發展

近年全球股票期貨交易量出現大幅成長，而全球股票交易量亦同步上揚，以 2005 年至 2008 年數據為例，該期間全球股票期貨交易量成長率連續 4 年出現上揚，平均成長率達 63.8%，同期間全球股票市場交易量亦連續 4 年出現成長，平均成長率達 30%，主要係因股票期貨為證券市場投資人一個不可或缺之避險工具，且股票期貨上市後，交易人藉此可進行跨市場避險與各種策略性交易，因此股票期貨可讓證券市場交易量更為活絡，並與證券市場產生互補作用及相輔相成。

參、全球主要股票期貨交易所之發展概況

以下係就 2009 年全球股票期貨交易量排名前 5 名之交易所，依序說明其股票期貨之發展近況與交易量活絡之主要因素。

一、俄羅斯證券交易所 (RTS)

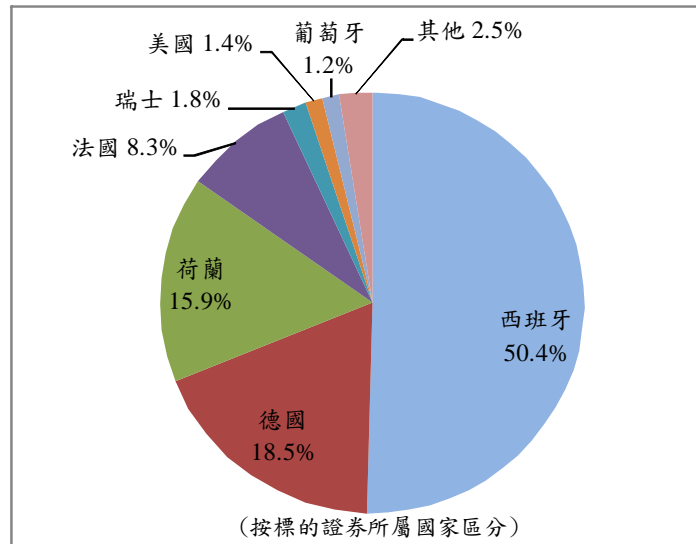
RTS 係於 2001 年 4 月 1 日推出股票期貨，目前 RTS 股票期貨標的證券共計有 18 檔，2009 年 RTS 股票期貨交易量較去年同期大幅成長 222.1%，達 2.5 億口，排名高居全球第 1。RTS 股票期貨之主要參與者係為個別交易人，而 2009 年 RTS 股票期貨交易量主要集中於 Sberbank of Russia 與 Gazprom 等兩檔標的證券，該兩檔交易量占 RTS 整體股票期貨交易量比重高達 60.3%與 23.1%，Gazprom 係為全球最大之天然氣公司，Sberbank of Russia 則為 2009 年底 RTS 股票市場市值最大之上市公司，由於 2009 年該兩家公司股票價格年化波動率高達 81.1%及 58.8%，在此高波動率下，市場避險需求增加，該兩檔標的證券股票期貨交易量因而大幅成長。

二、紐約泛歐交易所 (NYSE Euronext)

NYSE Euronext (以下簡稱 Euronext) 股票期貨目前主要集中於 Euronext-Liffe，該市場係於 2001 年 1 月 29 日推出股票期貨，目前標的證券含括 22 個國家之 1,130 檔股票，交易人可以選擇於集中市場或店頭市場交易股票期貨。

在交易量方面，2009 年 Euronext 股票期貨交易量達 2.0 億口，排名全球第 2，該交易所股票期貨交易量自 2006 年起逐年出現大幅成長，2005 年 Euronext 股票期貨交易量為 1,215.8 萬口，2006 年則成長 143%至 2,951.6 萬口，2007 年與 2008 年成長率亦高達 155.0%與 65.4%，主要係因 Euronext 在 2005 年 10 月 24 日推出店頭商品結算服務 Bclear，其所提供之客製化股票期貨吸引眾多法人參與交易。2008 年與 2009 年 Bclear 股票期貨交易量占 Euronext 整體股票期貨交易量比例高達 97.1%與 99.3%。在標的證券集中度方面，2009 年 Bclear 股票期貨交易量主要集中於西班牙 (50.4%)、德國 (18.5%) 及荷蘭 (15.9%) 等國之標的證券 (詳見下圖 2)。

圖 2 2009 年 Bclear 股票期貨交易量比重



資料來源：Euronext 網站

Euronext 店頭股票期貨交易熱絡主要原因除交易成本（採上限制）較集中市場低 25~75%與標的證券多樣化外，尚因店頭股票期貨較具交易彈性，故吸引眾多具客製化股票期貨需求之歐洲避險基金及其他法人參與。另在合約規格上，交易人除可自由選擇到期日（最長可達 5 年）外，亦可選擇現金或實物交割，且無最低交易量之限制，此外，交易人亦可自由選擇是否同意 Euronext 公布其交易明細資料，隱密性較集中市場高。

三、印度國家證券交易所（NSE）

NSE 股票期貨係於 2001 年 11 月 12 日上市交易，有別於其他交易所，印度股票期貨一上市即獲得廣大交易人之青睞，交易量自 2002 年之 0.2 億口，逐年快速成長至 2008 年之 2.3 億口，2004 年至 2006 年間，NSE 股票期貨交易量更是連續 3 年排名全球第 1，目前 NSE 股票期貨標的證券共計有 179 檔。

NSE 股票期貨之主要參與者係來自於個別交易人與自營商，2007 與 2008 年，NSE 股票期貨個別交易人之參與比重分別為 64%與 57%，自營商則為 27%與 33%。NSE 股票期貨上市後立即獲得廣大交易人之青睞，主因係在股票期貨上市前，印度股票市場交割制度採用所謂 BADLA 制度，該交割制度在某種程度上類似股票期貨，在 BADLA 制度下，印度股票投資人可於每周一至每周五期間，不斷進行買進與賣出股票，一直到周五，投資人才須就所持有之股票淨部位進行交割，而在交割後，印度股票投資人可以在隔周進行同樣交易，故該種制度又稱為 Carry-forward 制度，此與期貨交易極為相似。

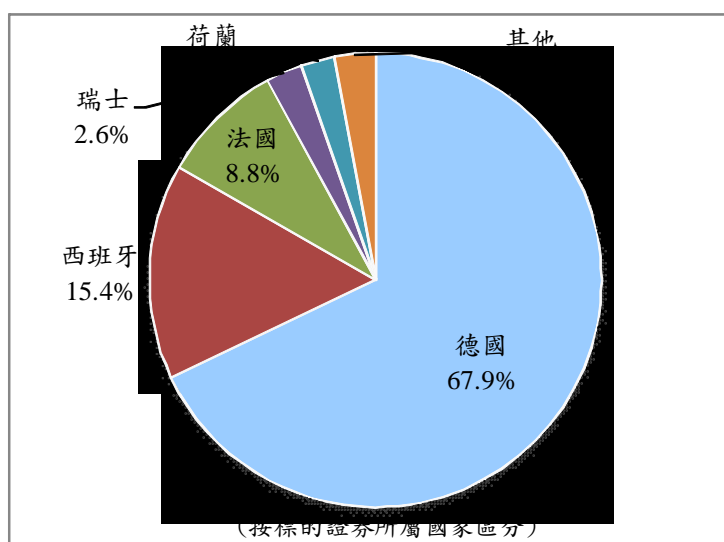
而在更早之前，前揭交割期間更可長達數月之久，由於 BADLA 在印度股票期貨上市不久前已經禁止，印度股票投資人於是轉而交易股票期貨，故讓印度股票期貨交易量突飛猛進。

四、德國歐洲交易所 (Eurex)

Eurex 股票期貨係於 2005 年 10 月 24 日上市，目前 Eurex 股票期貨標的證券含括 17 個國家之 728 檔股票，另 Eurex 與 Euronext 一樣，交易人可以選擇在集中市場或店頭市場交易股票期貨，惟該交易所股票期貨交易量主要集中於店頭市場，2009 年 Eurex 店頭市場股票期貨交易量占該所整體股票期貨交易量比例高達 99.8%。

在交易量方面，2009 年 Eurex 股票期貨交易量達 1.2 億口，排名全球第 4，在標的證券交易集中度方面，2009 年 Eurex 股票期貨交易量主要集中在德國（67.9%）、西班牙（15.4）及法國（8.8%）等國之標的證券（詳見下圖 3）。

圖 3 2009 年 Eurex 股票期貨交易量比重



資料來源：Eurex 網站

Eurex 股票期貨交易量會活絡主要係由於法人之參與，Eurex 法人股票期貨交易量參與比重約達 82%，主要係因 Eurex 針對店頭股票期貨交易訂定收費上限，此有利交易量大之法人降低交易成本，另在法規面上，2007 年 12 月起，歐盟地區之共同基金係由 UCITS III (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities III) 所規範，該法實施後，歐盟基金經理人開始得以自由地交易集中市場或店頭市場之衍生性商品，以避險基金為例，UCITS III 實施後，歐盟避險基金經

理人得以自由使用採現金結算之股票期貨進行多空交易，此讓基金經理人在投資組合操作上更具彈性與便利。

五、南非交易所 (SAFEX)

SAFEX 係於 1999 年 2 月 8 日推出股票期貨，目前上市標的證券共計有 331 檔，SAFEX 剛推出股票期貨前兩年，交易量並未見活絡，直到 2002 年方開始出現顯著成長，2007 年與 2008 年交易量一舉突破億口大關，達到 2.8 億與 4.5 億口，連續兩年位居全球第 1 名。

南非股票期貨交易量之所以在 2002 年後出現大幅成長，主要歸功於 SAFEX 積極對個別交易人與法人進行宣導，使得廣大交易人得以熟悉股票期貨，此外，由於南非上市公司長久以來股利發放極不穩定，故使南非股票期貨推出後，一直難以吸引交易人參與，直到 2002 年 SAFEX 推出股利期貨，加上 2003 年起，南非上市公司股票發放流程開始標準化與法制化，方便交易人得以合理預測上市公司股利，並得使用新推出之股利期貨規避股利風險，由於股利風險大幅降低，因此提升股票期貨造市者之造市意願與一般交易人之交易意願。

另差價合約 (CFD) 交易在南非極為興盛，就商品特性而言，CFD 與股票期貨類似，而相較 CFD，股票期貨係採每日結算，並由結算所保證交割，故並不具有 CFD 之交易相對方風險，此優點亦吸引部分南非 CFD 交易人轉而交易股票期貨。

肆、總結

近年全球股票期貨蓬勃發展，交易量不但與日俱增，且占全球整體期貨市場交易量之比例亦水漲船高，目前全球股票期貨較為發達之市場包含 RTS、Euronext、NSE、Eurex 及 SAFEX 等，另為滿足市場避險與交易需求，近年來亦有數家國外交易所陸續推出股票期貨，而觀察近年各主要交易所股票期貨與相關現貨股票市場之交易量可發現，兩市場係呈同步成長，足見股票期貨可與現貨市場股票交易產生互補作用與相輔相成，且商品多元化實有助於擴大整體資本市場規模與健全發展。