

# 慶祝日經225指數之成就

## —日本股市全球接入



此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其聯屬機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

## 日本股票期貨國際化

今年為新加坡國際金融交易所 (SIMEX) ——現新加坡交易所 (SGX)，作為先鋒，以SGX日經225指數期貨開創世界基於日本股市之期貨合約的30週年。另外相關的一個里程碑則為日經225指數26年前於芝商所首次登場。1986年，芝商所與SIMEX合作在亞洲第一家金融期貨交易所SIMEX推出了以基準日經225指數期貨為交易標的之期貨。

代表亞洲最大先進經濟體的日經225指數亦為首個現身期貨市場的亞洲股指。於當時主席Leo Melamed的領導下，芝商所於1984年攜手SIMEX率先建立革命性的相互沖銷機制增強了雙方的戰略合夥關係，其為衍生產品業歷史上最早期亦最成功的交易所聯結之一。

### 期貨市場之父

Leo Melamed被看待為期貨市場之父。他在將芝商所發展為領頭期貨市場和設立國際貨幣市場中所發揮之作用於金融市場中為個傳奇。另外他還引導SIMEX之提升，其後來與新加坡證券交易所及Securities Clearing and Computer Services Pte Ltd公司合併成了SGX。

“我知悉，若MOS奏效，我們就徹底改變了期貨交易，因為我們連接了兩個時區並使新加坡海岸獲得了生意與敬意。”— 芝商所名譽主席Leo Melamed

## 關於相互沖銷機制 (MOS)

透過芝商所與SGX之間的特殊安排，基於日元及美元的日經期貨合約交易者可在其中一家交易所持倉並於同一交易日在另一家交易所進行清算。因此，交易所可於這兩家交易所執行交易並能於其首選時區清算該等交易。

### 相互沖銷機制之耐久力

三十多年後，SIMEX初始且最為長久的伙伴關係仍在存續，MOS亦仍被全球投資者廣泛使用。

按MOS安排，日經225指數期貨於1988年在芝商所的Globex交易平台供給，而芝商所自身則在1990年推出日經期貨合約。

SGX與芝商所之伙伴關係使全天候交易成為事實並實現了日本股票期貨市場的國際化。如今，日經225指數期貨在全球活躍交投。

芝商所與SGX上市的日經225指數期貨過去十年的成交額與再前十年相比已增長超過4倍，合約已成功從場內交易過渡至電子交易。

### 圖1：SIMEX場內交易



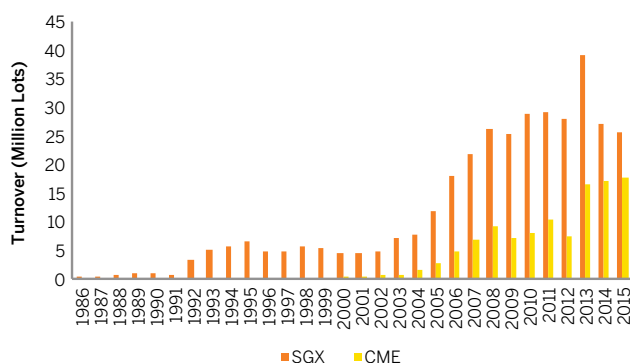
資料來源：SGX

## 關於日經225指數

自1950年以來，俗稱日經225指數的日經股票平均指數已成為最廣泛引用之日本股票指數。許多金融產品與日經225指數掛鉤。日經225為價格加權股指（以日元計價），由東京證券交易所第一類股（針對大公司）中的225隻股票組成，其成份股每年重審一次。

日經225指數的市場價值約3萬億美元，佔亞洲綜合股市逾12%、世界股市逾4%。

## 圖2：日經日貨在SGX和芝商所之成交額



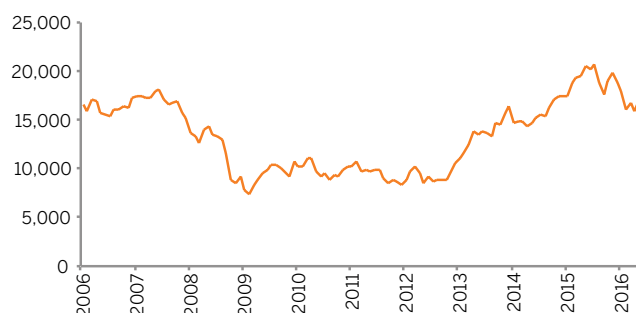
資料來源：彭博，2016年8月1日

## 日經225指數之成份股

日經225指數五大權重股目前包含一家零售商、兩家電信公司和兩家製造商。於標普500或新加坡的海峽時報指數 (STI) 的區別，為金融股並非該指數的最大板塊。五分之四的日經225股票來自四個板塊——消費品、工業、信息技術及醫療保健。除了國內經濟因素外，日經225指數的表現與2016年亞洲大部分地區相同，由全球增長前景所推動。

日經225指數透過給予基於每股50日元面值的平等權重對成份股進行加權。如拆股、成份股增刪等事件將影響指數的有效加權和計算。日經225指數初衷於反映總體市場，因此沒有具體的行業權重。

## 圖3：日經225指數表現



資料來源：彭博，2016年8月1日

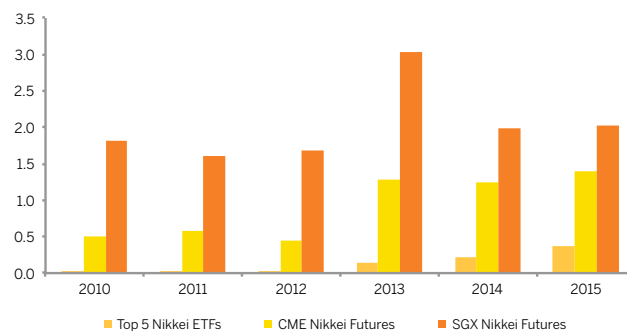
## 日經225期貨對比追蹤日經225之交易所交易基金 (ETF)

海外日經期貨繼續為投資者提供高流動性與方便接入。2015年，SGX和芝商所日經225期貨日成交總額達到230億美元，使5大追蹤日經225指數之ETF 26億的成交額相形見绌。在日本上市且追蹤該指數的幾大ETF為野村日經225指數、日興日經225指數、大和日經225指數、Next Funds日經225指數槓桿以及Maxis日經225指數。

對於尋求進入日本股市以進行風險管理之投資者，期貨是其首選工具，因為可輕鬆建立或結可觀倉位，還可享受離岸市場提供的高流動性，如圖4所示。另外，可透過期貨有效部署槓桿。

職業交易者依賴流動性、跨市場保證金制度及芝商所與SGX之間的MOS來有效管理風險和表達觀點。實際上，該聯結產生的流動性助推了日經期貨過去數十年的增長。

## 圖4：日經期貨與ETF的成交額 (萬億美元)



資料來源：彭博，2016年8月1日

### 擴展日經衍生產品生態系統

雖然日經225期貨和期權最初透過交易場公開喊價進行交易，但其後合約就不斷改變之客戶需求而逐步演變。現今，針對該系列產品，SGX和芝商所之客戶有多種貨幣和交易場所可選。

日元計價和美元計價日經225期貨於SGX和芝商所一概供應，為投資組合含日元或美元投資的投資者帶來便利。

持有芝商所美元計價日經225期貨未平倉權益的資產管理人持續上升。資產管理人過去數年的淨持倉約40%或以上。

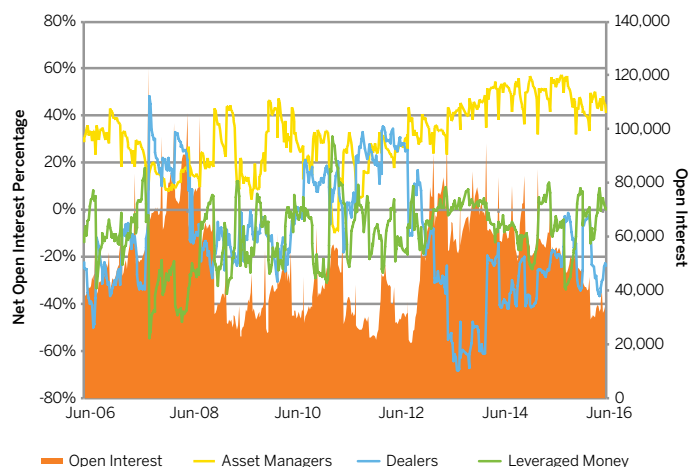
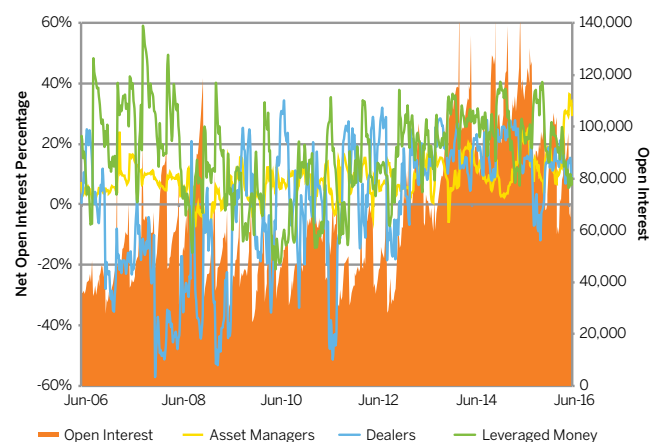
SGX和芝商所均已上市配套產品，其中包括日經225指數期權，並且，SGX更推出了亞洲首隻股息期貨，成為提供最多品種海外日本產品之交易所。

### 投入於生態系統中的SGX和芝商所

於芝商所和SGX交易之日經期貨是各自交易所利用其固有優勢為日本股市接入予以支持的生態系統不可分割之部分。

例如，就日經225指數期權，由於較高市場波動性導致投資者的對沖需求變大，SGX上的未平倉頭寸隨著攀高。2016年7月底，於SGX的未平倉合約權益逾100萬手。

圖5：芝商所日經美元期貨和日經日元期貨的交易者持倉與未平倉權益



資料來源：芝商所市場數據

圖5中的圖表顯示了同一場所同一指數期貨兩種幣別的使用情況，如芝商所日經期貨。美元計價貨幣的需求一般來自資產管理人團體。此需求由槓桿資金賬戶予以滿足，該等賬戶對日元倉位做多的同時做空。此被稱作“quanto”價差交易，只限經期貨獨有。它需要兩種貨幣計價的合約在同一場所同時可取且流動，以令跨市場保證金制度在經濟上變得可行。

在兩張插圖中，使用期貨和期權合約以獲得日經225指數敞口的做法可從其各自未平倉權益的增加得到證實。

## 追憶SGX與芝商所之夥伴關係

圖6：黃國松 (SIMEX創始主席) 和Leo Melamed



最後，我們從Leo Melamed 於1980年代期間接受的一次關於SGX及芝商所早期夥伴關係的採訪中分享他的想法。

### 新加坡《商業時報》2015年2月10日採訪

“雖然新加坡沒什麼期貨市場經驗，但交易員萬眾一聲。不僅如此，新加坡不論公共還是私營部門的官員都渴望達成此交易。因此，我選擇了新加坡。”

“...我是否曾預料Simex將來會成為SGX的一部分以及亞洲股票衍生產品的一個中心？當然沒有。但在某種切實的意義上，我清楚我們協議的成功會對新加坡未來成長為一個東南亞金融中心起到至關重要的作用。”— 芝商所名譽主席Leo Melamed

## 附錄

### SGX透過新一代衍生產品平台延長日經衍生產品交易時間

自2016年10月末起，SGX將對其衍生產品交易和清算平台實施升級。因此，SGX日經225指數期貨與期權的交易時間將延長到東部時間下午4:45。大宗交易登記也將延長到東部時間下午4:45。此次升級將把T與T+1交易時段之間的時間隔從45分鐘縮至15分鐘

圖7：SGX日經225指數期貨的新交易時間\*

時段狀態	東部時間	備註
開市前 ( T )	上午7:15 – 下午7:28	非撮合階段。允許輸入、修改和撤銷委託。
不可撤銷 ( T )	下午7:28 – 下午7:30	非撮合階段。允許輸入委託，但不得修改或撤銷
開市 ( T )	下午7:30 – 凌晨2:25	撮合階段
收市前 ( T )	凌晨2:25 – 凌晨2:29	非撮合階段。允許輸入、修改和撤銷委託。
不可撤銷 ( T )	凌晨2:29 – 凌晨2:30	非撮合階段。允許輸入委託，但不得修改或撤銷
15分鐘間隔		
開市前 ( T+1 )	凌晨2:45 – 凌晨2:53	
不可撤銷 ( T+1 )	凌晨2:53 – 凌晨2:55	
開市 ( T+1 )	凌晨2:55 – 下午4:45	所有T+1時段將在凌晨4:45結束

\*新的交易時間將在發布之前確認

升級版基礎設施的其他重要益處包括行業標準接入協議、大量自助功能以及改善的直通式處理。新系統將加強風險控制及系統保障以助市場參與者24小時管理其交易和清算持倉。

圖8：新SGX衍生產品平台之益處

行業標準接入協議	防止自我交易	大量开盘保护
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新SGX交易平台將就委託輸入支持OUCH低時延二進制套接字協議，為掛盤冊提供最快的異步交互。</li> <li>• 以按買賣盤排序的形式直接饋送Multicast ITCH數據，可獲取實時市場信號和即時掛盤冊更新。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 可防止某些參與者的委託相互執行，從而避免無意的內部交易。</li> <li>• 由於為避免自我交易的交易策略所需之編程複雜性降低，參與者因此獲益。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 允許做市商更有效地管理敞口風險，並讓做市商更有信心以更大數量或更優價差或兩者報價。</li> </ul>

欲閱讀更多如同本文的經濟研究報告或訂閱郵寄名單，請訪問[cmegroup.com/research](http://cmegroup.com/research)。





#### 芝商所总部

20 South Wacker Drive  
Chicago, Illinois 60606  
cmegroup.com

#### 芝商所区域办事处

芝加哥 +1 312 930 1000	纽约 +1 212 299 2000	伦敦 +44 20 3379 3700
新加坡 +65 6593 5555	卡尔加里 +1 403 444 6876	香港 +852 2582 2200
休斯顿 +1 713 658 9292	圣保罗 +55 11 2787 6451	首尔 +82 2 6336 6722
东京 +81 3 3242 6228	华盛顿特区 +1 202 638 3838	

#### CME Group Disclaimers

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為槓桿投資，由於只需要具備某合約市值一定百分比的資金便可進行交易，所以損失可能會超出最初為某一期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有一部分可投入某筆交易。

本手冊中所載信息和材料不得被視為是買賣金融工具、提供金融建議、創建交易平台、促使繳納或收取定金或在任何司法轄區提供任何類型的其它金融產品或金融服務之要約、邀請、招攬或接受。本手冊中所載信息僅供參考，並不意圖提供建議且不得被解釋為是建議。這些信息沒有考慮您的目標、財務狀況或需求。在依賴本手冊行事之前，您應獲取適當的專業建議。本手冊不構成招股說明書、產品披露聲明或法律建議，亦不是關於購買、出售或持有任何具體投資或者使用或不使用任何特定服務的推薦。有關本文檔中所涉事項，讀者應諮詢法律顧問獲取法律建議。本手冊及其內容未經新加坡任何監管機構審查和批准。本手冊信息僅按原樣提供，不作任何明示或默示之保證。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔任何責任。

本資料也可能會包含或鏈接至涉及或未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試之信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認可其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接不作不會侵犯到第三方權利之擔保。如果本 [ 資料類型 ] 含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准，不得修改、複製、儲存在可檢索系統裡、傳遞、複印、發布或以其它方式使用。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為Recognized Market Operator (認可市場運營商) 以及在香港特區被授權為Automated Trading Service (自動化交易服務)提供者。此外，CME作為Recognised Clearing House (認可清算所) 於新加坡受監管。

本文包含之信息並不構成《日本金融工具和交易法案》(1948年法律25號，經修訂)界定的提供直接進入任何外國金融工具市場的機會或向外國金融工具市場交易提供結算服務。CME Europe Limited並未註冊或授權提供，或意圖在亞洲任何司法轄區提供任何類型的金融服務，包括香港、新加坡或日本。

芝商所旗下的實體在中華人民共和國或台灣概無註冊，獲得許可或聲稱提供任何類型的金融服務。芝商所旗下的所有實體概未持有在香港根據《證券及期貨條例》開展期貨合約交易或諮詢業務之牌照。

本手冊以及其中所載或以提述方式納入的任何內容不屬於廣告，並不意圖在中華人民共和國境內公開傳播。本手冊僅供在新加坡境內向持有資本市場服務牌照(期貨合約交易)或免於遵守該等要求的人士分發。對於在韓國及澳大利亞境內分別根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款和相關規則，以及《2001年企業法》(澳洲聯邦)和相關規則之規定，將分發受取僅限於“職業投資者”，且其發行應受到相應限制。

©2016年CME Group和芝商所版權所有。保留所有權利。

#### Singapore Exchange Disclaimers

若於任何司法轄區分發、使用或依賴本文檔與適用的法律法規不相符或者會導致SGX需要滿足任何註冊或許可要求，則，本文檔不向位於該等司法轄區的任何個人或實體分發，亦不意圖供任何該等個人或實體使用或加以依賴。本文檔非買賣任何投資產品的要約或招攬，亦不是有關任何投資產品的金融建議或推薦。本文檔的發布僅供一般傳聞。它並不涉及任何人的具體投資目標、財務狀況或特定需求。關於任何投資產品是否合適，在進行投資或採納任何投資策略之前，應尋求財務顧問的建議。投資產品面臨重大投資風險，包括可能會虧損所投資的本金。投資產品的過往業績並不預示其未來表現。雖然SGX及其附屬機構已盡合理的注意以確保所提供信息的準確性和完整性，但由於該等信息的疏漏、錯誤、不準確、不完整或依賴於該等信息而遭受的任何類型的損失或損害(無論是直接、間接還是從屬的損失或任何類型的其它經濟損失)概不負責。SGX及其任何附屬機構不負責第三方提供之信息的內容。SGX及其附屬機構可能會在正常經營過程中交易投資產品，亦可能會在任何交易中處於對立面。SGX是新加坡《財務顧問法》(第110章)下的豁免財務顧問。本文檔所載信息可能會有所變動，恕不另行通知。

日經平均股價指數是由日本經濟新聞社(以下簡稱“日經”)使用其獨自開發的方法編制而成的作品，日經對日經平均股價指數本身和日經平均股價指數等的編制方法擁有著作權及其它一切知識產權。有關“日本經濟新聞社”“日經”以及“日經平均股價指數”標識的商標權及其它一切知識產權屬於日經。日經不承擔持續公佈日經平均股價指數的義務，對公佈中發生的錯誤、遲延或中斷不負責任。日經有權改變日經平均股價指數的編制方法等及其內容，也有權停止公佈日經平均股價指數。對於所有以日經平均股價指數為標的的金融產品等，日經既不作任何保證也不負任何責任。以商業目的使用日經平均股價指數例如開股、銷售日經平均股價指數的聯動金融產品或向第三方提供日經平均股價指數的數據等時，必須取得日本經濟新聞社的使用許可。