

行政院及所屬各機關出國報告

出國類別：其他（出席國際會議）、考察

出席2013年美國商品期貨交易委員會 (CFTC)國際監理官會議及美國期貨業協 會(FIA)年會並考察紐約國際業務報告

服務機關：金融監督管理委員會

出國人員：謝專任委員易宏

駐紐約代表辦事處陳主任銘賢、洪秘書延欣

證券期貨局 廖秘書健寧

派赴國家：美國波卡雷登、紐約

出國期間：102年3月7日至102年3月16日

報告日期：102年5月20日

目 次

第一章 前言.....	1
第二章 美國商品期貨交易委員會及期貨業協會簡介...	2
第三章 「CFTC 國際監理官會議」內容重點	5
第四章 「第 38 屆美國期貨業協會年會」內容重點...	17
第五章 紐約拜會及考察行程重點	41
第六章 參與會議心得與建議.....	48
附件一 CFTC 國際監理官會議及 FIA 年會議程 ...	60
附件二 紐約拜會及考察行程	63
附件三 CFTC 國際監理官會議出席人員名單.....	65
附件四 會議資料.....	69

第一章 前言

2013年美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）國際監理官會議及第38屆美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）年會於2013年3月11日至14日假美國佛羅里達州波卡雷登（Boca Raton）舉行，計有來自全球超過1,000位代表與會。本次活動內容包括主管機關會議、專題演講、座談會、交易所資訊交換及期貨業展覽等。

本年度會議本會係由謝委員易宏、駐紐約代表辦事處陳主任銘賢、洪秘書延欣及證券期貨局廖秘書健寧等4位代表出席。本次會議議題包括高頻交易之風險控管、店頭衍生性商品相關規定及實務發展、強化基準利率指標（如LIBOR）之監理、強化期貨交易人權益保障之監理、期貨交易市場之未來展望等事項。

另本會謝委員易宏於上開會議前先赴美國紐約，由本會駐紐約辦事處陳主任銘賢、洪秘書延欣及楊秘書斐堯等人陪同，拜會紐約聯邦準備銀行（FRBNY）、紐約州金融服務署（NYDFS）及紐約泛歐交易所（NYSE Euronext）等單位，並與我國中央銀行駐紐約代表辦事處及本國銀行紐約地區分支機構負責人座談及視察本會駐紐約辦事處。

第二章 美國商品期貨交易委員會及期貨業協會簡介

第一節 美國商品期貨交易委員會簡介

美國商品期貨交易委員會（U.S. Commodity Futures Trading Commission，簡稱CFTC）於1974年成立，為一個獨立之政府機構，負責監管美國商品期貨和期權相關事宜，當時期貨交易主要係以農產品為主，但隨著時間的經過，期貨商品種類日趨多樣化，已包括大量高度複雜性的金融期貨及選擇權合約，為加強市場之監理，2000年通過商品期貨現代化法案，大幅強化CFTC之功能與職責，另鑒於2008年金融風暴的發生，2010年7月通過The Dodd-Frank Act (DFA)法案，授權CFTC針對店頭衍生性商品之監理訂定相關規範。

CFTC之委員會有5位委員，並由其中一人擔任主席，委員由總統提名參議院同意後任命，任期5年，來自同一政黨的委員不得超過3人。目前CFTC主席為Gary Gensler，另有Bart Chilton、Mark Wetjen、Jill Sommers及Scott O'Malia等4名委員。CFTC下設置結算風險管理部（Division of Clearing and Risk，簡稱DCR）、法令執行部（Division of Enforcement，簡稱DOE）、市場監理部（Division of Market Oversight，簡稱DMO）及店頭衍生性商品相關機構管理部（Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight，簡稱DSIO）等4個主要部門，另設有經濟分析、資訊技術及國際事務等單位。

CFTC之總部位在華盛頓，其於芝加哥、紐約及堪薩斯另設有地區辦公室。CFTC經費並非來自業者繳納之監理年費，而係由政府編列預算支應，目前大約有1000名員工，其中700名為正式晉用人員，300名為約聘人員。

第二節 美國期貨業協會簡介

美國期貨業協會 (Futures Industry Association, FIA) 前身係1955年成立於紐約之商品交易商協會 (Association of Commodity Exchange Firms)。其成立宗旨係為提供紐約商品交易商、交易所合作與溝通的橋樑，以及推廣教育與維護投資人權益。1973年起該協會的成員進一步納入芝加哥的期貨經紀商 (FCMs)，嗣後於1978年將總部由紐約搬遷至華盛頓並更名為今日的FIA，成為全國性的期貨業協會。FIA近年來的影響力已漸漸超出了美國本土，而成為一個國際性的期貨業協會組織。它吸引了來自國內外期貨市場眾多參與者，有多達250個以上會員公司 (Corporate Member)，代表數以千計之期貨業從業人員。其會員包括正式會員 (Regular Members) 及聯合會員 (Associate Members)。

FIA董事會共有34位董事 (Directors)，其中2位董事為公益董事 (Public Directors)，其餘董事則由會員代表組成。董事會轄下設立數個委員會，包括衍生性商品委員會 (Derivative Products Committee)、財務健全委員會 (Financial Integrity Committee)、國際業務委員會 (International Business Committee)、紐約期貨經紀商委員會 (New York FCM Committee) 及其他行政委員會等。FIA在美國本土及海外設有多個區部，如法務暨稽核區部 (Law & Compliance Division)、紐約及芝加哥作業區部 (New York and Chicago Operations Division)、日本分部 (Japan Chapter) 及英國委員會 (U. K. Committee)，各分部有其宗旨及負責之研究議題，並分別於不同區域、時間召開會議。FIA每年都舉辦各種類型的大型會議或活動，為期貨業提供討論業內焦點問題和發展機遇的機會和場所。

第三章 「CFTC國際監理官會議」內容重點

CFTC每年舉辦之「國際監理官會議」(International Regulators meeting)，係針對各國衍生性商品市場之主管機關定期舉辦的會議，其目的為提供各國監理機關最新衍生性商品市場管理知識與經驗交流之機會。

本次會議計有14國之證券期貨主管機關約30人參加，會議內容主要以座談會形式討論(1)高頻交易(High Frequency Trading)風險控管、(2)衍生性商品市場結構之變遷及(3)基準利率指標(如LIBOR)之真實性、可靠性與執法案件之挑戰等三大議題。會議重點如下：

議題一：高頻交易之風險控管

主持人：

Ben Van Vliet, Professor, Illinois Institute of Technology

與談人：

Richard Gorelick, CEO, RGM Advisors, LLC

Rajeev Ranjan, Policy Specialist, Federal Reserve Bank of Chicago

Philip Bond, Professor and Visiting Fellow, Oxford Centre for Industrial and Applied Mathematics

Edouard Viellefond, Managing Director, Regulation Policy and International Affairs Division, Autorité des marchés financiers

Christian Pawlik, Head, Legislative and Legal Issues Section (Securities), BaFin

壹、背景說明：

高頻交易（High Frequency Trading，簡稱 HFT）為一種演算法交易，高速下大量委託單（通常每筆委託數量很小），交易時間以微秒（microsecond）計；實務上高頻交易從決定下單、產生委託單、送出委託單到成交皆不經人手，具備可高速下單的連線，且利用低延遲技術（low latency），包括使用主機共置（Co-Location）或主機代管（Proximity）方式。高頻交易主要係利用複雜科技工具來進行許多不同策略之運用，具每日高週轉率及高委託/成交比之特性（相較於成交數量，絕大部分的委託是被取消的，委託取消率約 80%），每日交易結束時部位通常是持平或近乎持平，很少有風險留存跨夜，高頻交易成功之關鍵在於比競爭者更快速及利用如電子式專屬線路下單與主機代管服務之能力。本議題主要係就高頻交易實務上對市場的影響及主管機關之監理等議題進行探討。

貳、會議紀要：

一、高頻交易對於市場穩定、市場誠信及市場效率之影響：

（一）此議題座談會與談人普遍認為高頻交易對於市場所提供之二大功能為「價格發現（price discovery）」與「流動性（liquidity）」，且高頻交易有助於縮小價差（spread），近期學術研究亦有相同之結論，至於高頻交易是否有造成市場價格（短期）波動之負面影響，仍需進一步研究結果佐證。

（二）業者代表 RGM Advisors 執行長 Mr. Richard Gorelick 指出，一般交易人並無能力於每一交易類別（type）、交易時間（time）與交易價格（price）進行交易，高頻交易之交易策略則可填補市場交易之缺口（gap），但在市場誠信方面，交易所與主管機關應強化市

場監視，以了解高頻交易交易策略，避免高頻交易操縱市場。

(三) 針對高頻交易可創造市場流動性一節，與談人法國主管機關 AMF 國際業務處處長 Mr. Edouard Viellefond 表示，法國推行金融交易稅(FTT)後，市場交易量雖下降 10%，流動性仍未受影響，爰高頻交易可強化市場流動性之功能仍值得探討，但強調此結果並非在於否決高頻交易可創造市場流動性之正面影響。該處長並指出，高頻交易著眼於技術層面，造市交易(Market Making)則為一交易策略，應不可混為一談，高頻交易如果沒有留倉(keep no inventories)，即沒有提供流動性之功能，也稱不上是造市者(market maker)，且造市者並非一定使用高頻交易技術，爰主管機關於擬訂高頻交易監管措施時，應避免對於造市交易造成負面影響。

(四) 有關 CFTC 委員 Mr. Bart Chilton 與 Ms. Jill Sommers 詢及高頻交易對於期貨市場及最終使用者(end-users)之影響一節：

1. Mr. Richard Gorelick 說明，前述高頻交易對於市場所提供之二大功能，有利於最終使用者於期貨市場進行交易，而近期高頻交易所發生之系統問題與錯誤交易等案例，雖多發生於證券市場，但基於市場關聯性，主管機關亦應注意高頻交易於證券市場所發生之錯誤交易對於期貨市場之影響。
2. Mr. Edouard Viellefond 則認為，高頻交易對於市場與最終使用者是否有利，應視高頻交易所採用之交易策略而定；目前法國主管機關在監視高頻交易方面，主要著重於交易人之刪單比率 (Cancellation Rate)，藉以了解刪單之交易策略是否影響整體市場交易效率。

二、 主管機關對於高頻交易應採行之措施：

- (一) 2010年5月6日股市閃崩事件(flash crash)後，美國主管機關採行暫停交易機制(circuit breaker)，避免個股股價漲跌過劇，該機制有助於風險控管，而目前學術界仍繼續研究可防止閃崩事件再次發生之控管機制，本次座談會與談人均提及主管機關可透過股價升降單位(Tick Size)之設計，藉以抑制投機性高頻交易交易策略。對於主管機關如何設計最佳(optimum)之股價升降單位一節，Mr. Edouard Viellefond 認為應依據個股流動性與價格高低設計之，Mr. Richard Gorelick 則指出，美證管會於年初曾針對股價升降單位舉行圓桌會議，會中有業者提出得以平均價差(average spread)作為股價升降單位設計依據，應可作為參考。
- (二) 在其他管制措施方面，Mr. Edouard Viellefond 認為，如快速刪單已成為高頻交易交易人所慣用之交易策略，主管機關可考慮對於刪單超過一定數額或比率時，應增收費用(Tax on Cancellation)。

議題二：衍生性商品市場結構之變遷

- 主持人 Theo Lubke, Managing Director, Chief Regulatory Reform
Officer Goldman, Sachs & Co. Securities Division
- 與談人 Jeffery Sprecher, CEO, Intercontinental Exchange (ICE)
Terrence A. Duffy, Executive Chairman and President, CME
Group
Ian Axe, Group CEO, LCH.Clearnet
Charles Li, Chief Executive, Hong Kong Exchange

壹、背景說明：

自 2008 年全球金融危機發生後，為強化店頭衍生性金融商品市場之監理，G20 於 2009 年 9 月匹茲堡會議決議在 2012 年底以前，符合一定條件的店頭衍生性金融商品應於合適的交易所或電子平台交易，並採行集中結算制度，同時應將店頭衍生性金融商品交易申報至交易資訊儲存庫。美國於 2010 年 7 月通過 The Dodd-Frank Act (DFA) 法案，其中第七章依據上述 G20 決議就衍生性商品之監理訂定原則性規範，並授權 CFTC 進一步研訂相關細部規定。本議題主要係探討邇來衍生性商品市場結構之變化及其相關影響。

貳、會議紀要：

一、swaps 契約期貨化(Futurization of swaps)之趨勢：

美國洲際交易所(ICE)與芝加哥商品交易所(CME)近期推出能源或金融(如 IRS 與 CDS)商品之 swaps 期貨商品(swaps futures)，本節討論主要著重 swaps 與期貨契約間之消長及保證金規範不一致所衍生之法規套利等問題，座談會談論重點如下：

- (一)CME 執行董事長 Mr. Terrence Duffy 指出，市場交易主要著重於資訊透明，且期貨市場非一低度監理之市場，目前各期貨交易所推動 swaps 契約期貨化，主要在於提供交易人標準化且符合需求之期貨商品，而店頭市場 swaps 商品之利基在於客製化與創新，故其認為期貨商品並非可完全取代 swaps 商品。ICE 執行長 Mr. Jeffery Sprecher 亦指出，能源期貨契約於 CME 旗下之紐約商品交易所(NYMEX)交易已久，交易人對於能源期貨契約交易

模式甚為熟析，故 ICE 於 2012 年 10 月將能源交換(swaps)契約轉換為期貨契約進行交易。

(二)目前 swaps 契約期貨化之主要爭論點在於 swaps 與期貨契約保證金額度要求之不同，依現行規定，期貨、選擇權商品之保證金額度，應至少可支應一日之市場波動(one-day margin)，農產品、能源與金屬之 swaps 契約亦要求至少一日之保證金，但其他類別之 swaps 契約(包括金融類別 swaps 商品，如 IRS 與 CDS)之保證金則至少應達 5 日。對此，與談人談論重點如下：

1. Mr. Jeffery Sprecher 指出，能源期貨契約與能源 swaps 契約之保證金規定相同，爰無法規套利之虞。
2. Mr. Terrence Duffy 則指出，CME 對於保證金之設計，並非依據商品類別來設定，主要依據商品之風險(risk-based)，故如 swaps 期貨商品本身之風險過高，CME 亦可要求繳交 5 日之保證金額度。

二、結算機構之發展策略：

Mr. Jeffery Sprecher 針對 ICE 與紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)合併案，說明該合併案主要商業策略考量為結合兩交易所之結算功能以創造綜效，又 ICE 目前提供之商品以能源及農產品契約為主，未來納入 NYSE Liffe 之金融類別 swaps 契約後，可擴增商品線，使得產品線更為完整；而在結算機構所面臨之困難點方面，由於 Basel 相關資本規定及低利率環境，導致結算機構取得資金之成本過高，此外，swaps 交易納入集中結算後，市場上保證金(擔保品)之品質與數量是否足夠，亦為結算機構未來經營策略之考量重點。

議題三：確保基準利率指標（Benchmarks）之真實性、可靠性 與執法之挑戰

第一部分：確保基準利率指標之公正性及可靠性

主持人 Rosa Abrantes-Metz, Professor, Stern School of Business
New York University

與談人 David Lawton, Director of Markets, UK Financial Services
Authority

Nick Collier, Global Head of Government and Regulatory
Affairs, Thomson Reuters

Jim Rosenthal, Chief Operating Officer, Morgan Stanley

David Eichhorn, Managing Director, NISA Investment Advisors,
LLC

壹、背景說明：

1980 年代倫敦逐漸形成歐洲美元市場，為簡化各種聯貸利率及金融工具的定價，英國銀行家協會（BBA）於 1986 年公布倫敦銀行同業拆借利率（London Interbank Offered Rate，簡稱 LIBOR）俾作為業者定價時的參考，報價銀行必須是在倫敦金融市場從事與其報價貨幣有關之重大交易，始具備報價銀行資格，各幣別的報價銀行家數由 6 家至 18 家不等，包括匯豐銀行、巴克萊銀行、花旗、美國、摩根大通等銀行。

BBA 要求各報價銀行報出「在倫敦時間 11 點前，倘拆入相當數量之資金」所願意支付的利率，故報價銀行並非依據實際交易利率報價，

而是以其主觀臆測之利率報價，其後路透社將各報價納入統計表格並剔除最高和最低之 25% 後，計算出各幣別及期限之簡單平均數，於倫敦當地時間上午 11 時透過該公司電子系統發布 LIBOR。目前 LIBOR 是全世界超過 3 兆美元金融商品之指標，此利率決定各種型態商品之利率，從房屋抵押貸款、學生貸款，乃至各種型態之衍生性金融商品均包括在內。

貳、會議紀要：

一、英國 FSA 改革建議：

與談人英國 FSA 市場部門主管 Mr. David Lawton 介紹有關 FSA 對於 LIBOR 機制之改革建議，4 大改革重點為：

- (一)對於 LIBOR 等基準利率指標之編製程序，包括銀行報價與管理，應建置監督管理機制。
- (二)對於基準利率指標之操縱作價行為，應課予刑事責任(Criminal Charges)。
- (三)編制機構之改革：將英國銀行家協會(BBA)對 LIBOR 之職責轉移至新監管單位，負責彙編及傳遞基準利率指標，以及提供可信之內部治理與監督。
- (四)LIBOR 等基準利率指標之報價與制定，應使用透明的成交資訊以決定報價。

二、Mr. David Lawton 說明，目前市場對於 LIBOR 等基準利率指標之可行替代方案並無定論，且報價機制之轉換亦有法律風險(Legal Risk)，故發生銀行操縱作價事件後，市場目前仍選擇持續使用該等基準利率指標，FSA 亦擬繼續採用報價機制(uncommitted quotes)。與談人 Morgan Stanley COO Mr. Jim Rosenthal 亦表示，金融機構與其他最終使用者目前不願放棄採用 LIBOR(長天期)。但

CFTC 主席 Mr. Gary Gensler 對此予以反駁，說明目前銀行間拆借市場似已不存在，隔夜或一週之拆借雖有零星交易活動，但巴塞爾有關資本與流動性覆蓋比率等規定，使得銀行對於一個月以上長天期拆借亦無意願，致該等 LIBOR 利率並非基於真實交易所制定，利率之可靠性仍有疑慮。

三、 Mr. David Lawton 另說明，國際證券管理機構組織(IOSCO)擬於近期發布基準利率指標改革最終建議，最終建議內容可能包括下列原則：

- (一)資訊透明：基準利率指標之計算與制定程序應透明公開。
- (二)賦予主管機關適當之監管責任。
- (三)建置可信之管理架構。
- (四)基準利率指標之參考交易資訊內容應屬可靠。

四、 對於基準利率指標之監管方面，Mr. Jim Rosenthal 指出，利率指標種類眾多，主管機關應選定「系統性重要」之利率指標作為監管對象，而監管強度則應依利率指標於市場應用之規模(scale-targeted)作適當調整。其他與談人則就此提出下列疑問，值得主管機關研究之：

- (一)「系統性重要」之利率指標如何定義？
- (二)針對在各國交易所廣泛應用之利率指標，應由何國主管機關負責監管？

第二部分：CFTC 基準利率指標執法案件過程、執法成本與違法行為樣態

演講者 David Meister, Director, Division of Enforcement, Commodity Futures Trading Commission

壹、背景說明：

CFTC 邇來查核發現 LIBOR 遭銀行操縱情事嚴重，已進行相關重大裁罰，包括：

集團名稱 處分日期	違法事實	CFTC 裁罰內容
巴克萊銀行 (Barclay) 2012.6.27	1.自 2005 年起操縱 LIBOR 及 EURIBOR 並假造不實報表，俾利針對衍生性商品投資部位(包括期貨與 swaps)增加獲利或減少損失。 2.自 2007 年至 2009 年金融危機期間，在高階主管指示下，經常性低報 LIBOR 以維護公司聲譽。	1.處罰鍰 <u>2 億美元</u> 。 2.發布禁制令要求該等公司採行相關措施以避免同樣情事再度發生。 (美國司法部(DOJ)與英國金融監理總署(FSA)分別對此案處 1.6 億美元及約 0.93 億美元之罰鍰。)
瑞士銀行 (UBS) 2012.12.19	1. UBS 內部員工及高階主管(計 36 位以上)，於 2005 年 1 月至 2010 年 6 月間，透過利率指標之操縱與不實報價，在衍生性商品交易上獲利，且 UBS 並與 4 家銀行業與至少 5 家經紀商進行串通(計有 2 千次以上之電郵或書面溝通文件)，以利進行錯誤報價與不實資訊之傳遞。 2. UBS 於 2007 年 8 月至 2009 年金融危機期間，UBS 經理人要求竄改美金 LIBOR 及其他利率指標之報價，以維護聲譽及避免影響 UBS 籌資能力與信用。	1.處罰鍰 <u>7 億美元</u> 。 2.發布禁制令禁止公司再次發生類似之違法行為，且公司應採行必要措施，確保該等利率指標之正確性與可靠性及強化相關內部控制制度。 (美國 DOJ 處以 5 億美元罰鍰，英國 FSA 及瑞士 FINMA 等主管機關分別處以 1.6 億英鎊罰鍰及要求繳回 0.59 億瑞士法郎之不當所得。)
蘇格蘭皇家銀行(RBS) 2013.2.6	1.RBS 於 2006 年至 2010 年間，透過日圓與瑞士法郎 LIBOR 指標之不當操縱與不實報價，在衍生性商品與貨幣市場	1.處罰鍰 <u>3.25 億美元</u> 。 2.發布禁制令禁止該公司再次發生類似之違法行為，及要求

	<p>交易部位獲利。</p> <p>2.RBS 協助與唆使其他銀行進行日圓與瑞士法郎 LIBOR 之不當操縱。</p> <p>3. 涉及前述違法行為者包括衍生性商品與貨幣市場交易員(12 位以上)、1 名經理人，並擴及至倫敦、新加坡與東京之辦公室。</p> <p>4.即使 RBS 交易員已知悉 CFTC 正著手調查 LIBOR 不當操縱案件，仍持續進行前述違法行為。</p>	<p>RBS 採行必要措施，確保該等利率指標之正確性與可靠性與強化內部控制制度。</p> <p>(美國 DOJ 處以 1.5 億美元罰鍰、英國 FSA 處以 1.37 美元罰鍰)</p>
--	--	---

貳、會議紀要：

CFTC 執法部門(Division of Enforcement, DOE)組長 Mr. David Meister 針對基準利率指標執法案件過程、違法行為樣態與相關成本作簡要說明，重點如下：

- 一、 LIBOR 利率為一商品(Commodity)，爰其交易與報價等屬於 CFTC 之監管範圍，有關商品之不實報價、意圖影響交易價格與操縱交易(manipulation)等行為，均屬違反美國商品交易法(Commodity Exchange Act)之規定。
- 二、 華爾街日報於 2008 年報導有關 LIBOR 基準利率指標低估與不實之資訊，CFTC 內部資深主管爰據以發起調查，除報章媒體所提供之資訊外，DOE 在調查過程中亦有效運用知情者透過吹哨者計畫(Whistleblower Program)所提供之資料及 CFTC 市場監視部(Division of Market Oversight)所提供之市場資訊。
- 三、 因 LIBOR 等基準利率指標操縱與報價不實之調查涉及跨國，為與他國主管機關合作，導致 CFTC 執法人員之交通成本頗高(主要證人多位於英國)。至於案件調查之關鍵，在於啟動調查程序應從何處開始，其中又以資訊之取得最為重要。在 LIBOR 案件之調查過程中，為順利取得關鍵資訊(如 email 通訊內容)，DOE 可向 CFTC

委員會申請核發傳票(subpoena)，強制要求行為人提供相關資料，惟在時效性方面，CFTC 仍不若美證管會(SEC)已將核發傳票之權利直接授權予調查部門及區域辦公室(註：SEC 調查部門及區域辦公室於發出傳票後仍須向 SEC 報備)。

四、調查結果發現，有關基準利率指標操縱與報價不實之違法行為樣態主要有四種：

- (一)銀行之交易員(trader)企圖操縱(manipulate)基準利率指標，且調查結果發現該銀行之交易員與負責基準利率指標之報價者(submitter)均屬同一人，此配置甚為不妥。
- (二)不同銀行之交易員間共同串通進行不實報價。
- (三)經紀商(interdealer broker)協助銀行交易員進行不實資訊與錯誤報價之傳遞。
- (四)銀行高階經理人要求交易部門進行基準利率指標之不實報價。