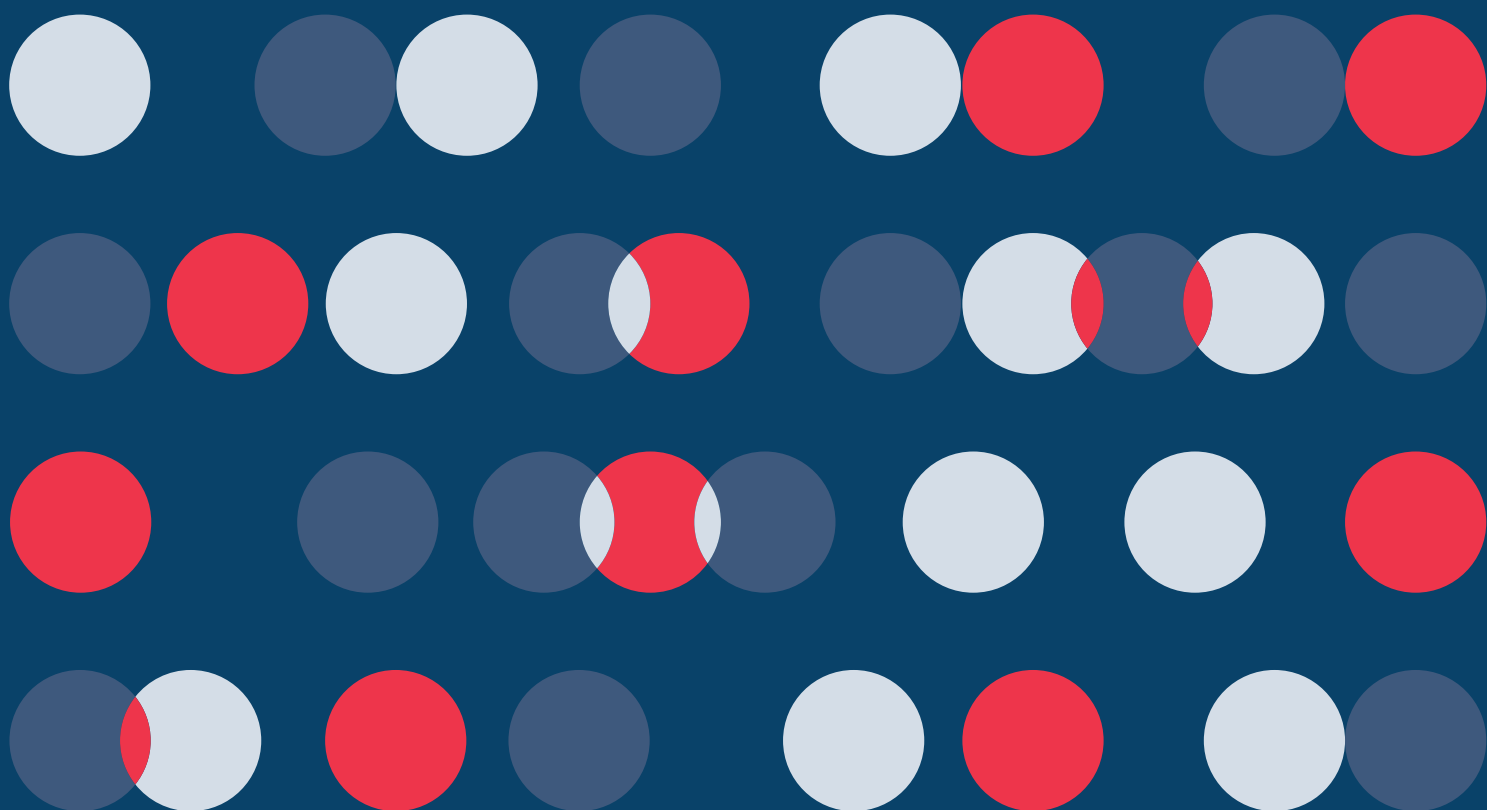


2020年5月

## 研究報告

# 全球大宗商品衍生產品市場概覽



# 目錄

頁數

摘要 .....	1
1. 什麼是大宗商品？什麼是大宗商品衍生產品？ .....	2
1.1 場外大宗商品衍生產品的交易.....	2
1.2 場內大宗商品衍生產品的交易.....	4
2. 全球提供大宗商品衍生產品的交易所 .....	9
3. 全球場內大宗商品衍生產品的交易活動.....	13
3.1 大宗商品衍生產品交易的增長趨勢.....	13
3.2 主要大宗商品交易所.....	16
3.3 主要產品 .....	19
3.3.1 貴金屬.....	19
3.3.2 非貴金屬 .....	20
3.3.3 農產品.....	21
3.3.4 能源 .....	21
4. 總結 .....	22
世界各地交易所簡稱.....	23
附錄：有提供大宗商品衍生產品的交易所名單（2019年年底） .....	24

## 摘要

大宗商品是指可供公眾買賣而供應相當同質化的實物資產，主要種類包括貴金屬、基本金屬（即非貴金屬）、農產品及能源產品。大宗商品的交易是指於實物（現貨）市場買賣大宗商品，同時亦包括買賣大宗商品衍生產品，當中既有交易所場內的標準化期貨及期權產品，也有場外的非標準化產品（例如掉期產品）。

過去十年，場內大宗商品衍生產品的交易呈現上升趨勢，伴隨的是亞洲區交易所的市場份額不斷增加。原因包括：（1）全球經濟增長，大宗商品貿易對沖的需求增加；（2）於組合投資中使用大宗商品衍生產品來對沖投資於股本證券及債券等金融產品的風險或單純用作投資用途的趨勢有所增加；及（3）內地經濟的崛起進一步推動全球商品貿易的增長及相關的對沖需求，而內地大宗商品交易所的交易活動於全球市場愈益舉足輕重。

全球超過一半的衍生產品交易所都有提供大宗商品的衍生產品，多數為期貨。大宗商品以產品數目計，領先的是歐美成熟市場，而成成交量方面則是內地大宗商品衍生產品交易所佔優。大宗商品的四大類別中有三類（貴金屬、非貴金屬及農產品）按 2019 年成交量的交易所排名，三家內地交易所中至少有一家位列全球三甲。內地交易所僅於能源產品方面較為遜色，而能源產品卻佔據了全球大宗商品衍生產品的大部分成交量（主要來自原油期貨）。況且海外參與者參與內地大宗商品衍生產品市場仍有很大限制，只有少量指定產品開放給海外參與者。換句話說，內地交易所的高成交量基本上都是來自境內參與者。與西方成熟市場相比，內地交易所的大宗商品合約單位通常較小，成交周轉率亦相對較高。

隨著內地交易所進一步開放發展，全球大宗商品衍生產品市場的格局自當會不斷演變。

## 1. 什麼是大宗商品？什麼是大宗商品衍生產品？

大宗商品的一個基本經濟定義，就是來自天然資源的實物商品，可供公眾買賣及其供應是相當同質化<sup>1</sup>。大宗商品包含許多不同的資產類別，涵蓋不同的產業，包括貴金屬、工業用或基本金屬、能源、禽畜及穀物以及其他農產品（通常稱為「軟商品」，即生產方式為養殖或種植（而非天然提取或開採）的大宗商品）。

大宗商品為實物資產，與股本證券及債券等金融資產不同。金融資產是按資產預期現金流的折現值進行估值，而大宗商品是按實物資產未來可能形成的價格（按實物資產供求等因素計算）的折現預測進行估值<sup>2</sup>。

衍生產品是一種證券，其價值衍生自所掛鈎的資產或一組資產（基準）。衍生產品的形式通常包括期貨、遠期、期權及掉期<sup>3</sup>。大宗商品衍生產品指的是以大宗商品或大宗商品基準為掛鈎資產的衍生產品，通常被商品生產商及消費者用以對沖掛鈎商品的未來價格變動。另外會有利用掛鈎大宗商品價格變動進行投機的投機者，以及利用市場失效的因素（例如市場之間的價格效率有缺失）來謀取利益的套戥者，亦會買賣大宗商品衍生產品。

大宗商品的交易是指於實物（現貨）市場買賣大宗商品，同時亦包括於場內或場外買賣大宗商品衍生產品。在衍生產品交易所買賣的是標準化的大宗商品期貨及期權合約，而非標準化的遠期、期權及掉期產品則於場外進行交易。大宗商品投資者亦可選擇投資於證券交易所提供的大宗商品結構性產品，包括「交易所買賣大宗商品」（ETC），即追蹤掛鈎商品指數（以單一或一組大宗商品為基礎）表現的交易所買賣基金（ETF）；以及反映掛鈎商品或商品指數價格變動的大宗商品差價合約（CFD）。

大宗商品衍生產品的場外交易以往相當活躍。然而，自2008年年中爆發全球金融危機，揭露了場外衍生產品市場不受監管及不透明的嚴重問題後，大宗商品衍生產品的場外交易便大幅減少，這有別於大宗商品衍生產品場內交易的穩定增長。下文將探討全球大宗商品衍生產品的交易趨勢。

### 1.1 場外大宗商品衍生產品的交易

圖1及2顯示1998年6月底至2019年6月底的21年間未平倉的場外大宗商品衍生產品的合計名義金額及合計總市值<sup>4</sup>（根據國際清算銀行（BIS）的半年度場外衍生產品統計數據）。場外大宗商品衍生產品的名義金額及總市值於2004年年底之後急升，至2008年6月達到高峰，然後於2008年出現的全球金融危機之後的數年間大幅回落。

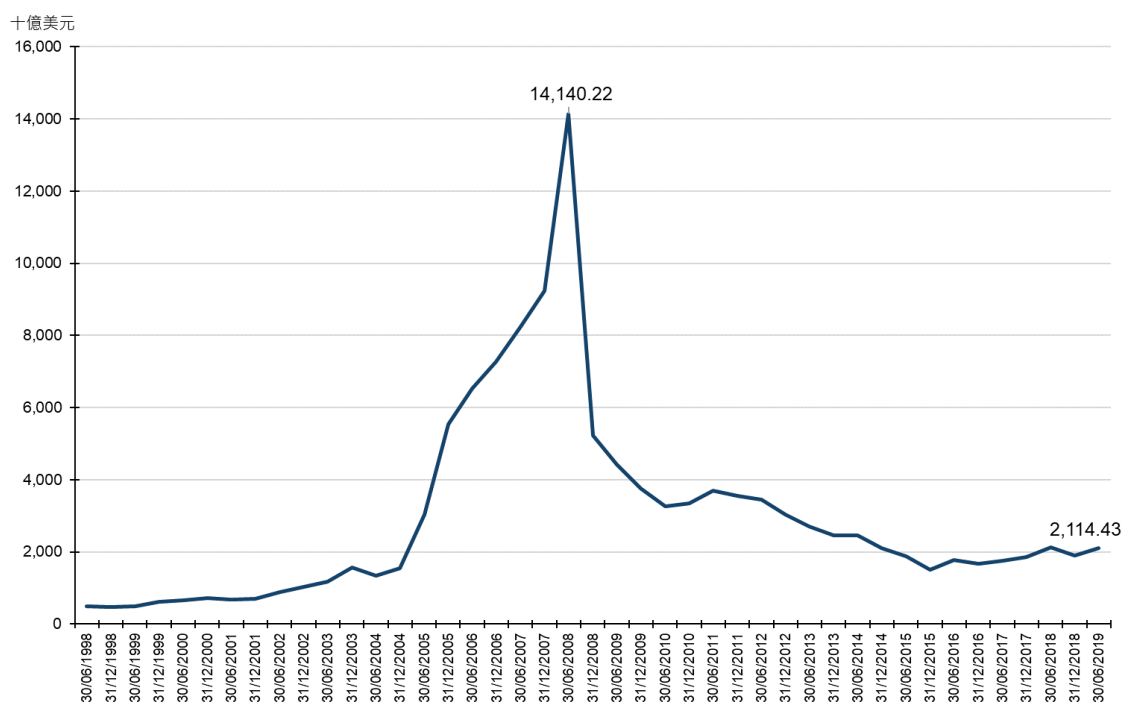
<sup>1</sup> 資料來源：特許金融分析師協會（CFA）網站（<https://www.cfainstitute.org>）。

<sup>2</sup> 資料來源：同上。

<sup>3</sup> 期貨合約是交易雙方為以協定的價格在未來某個日期購買及交收某項資產而訂立的協議。期貨合約於交易所進行買賣，條款標準化。遠期合約與期貨合約類似，但合約條款為買賣雙方磋商而定的條款，並於場外（而非於交易所）進行買賣。期權合約是雙方之間的協議，以特定的價格在未來某個日期買賣資產，但到該未來日期當天，期權買方不一定要行使其購買或出售資產的權利。掉期合約是一種現金流交換另一種現金流的協議。大宗商品掉期亦是掉期產品的一種，其現金流取決於掛鈎商品的價格。掉期產品的交易通常於場外進行。

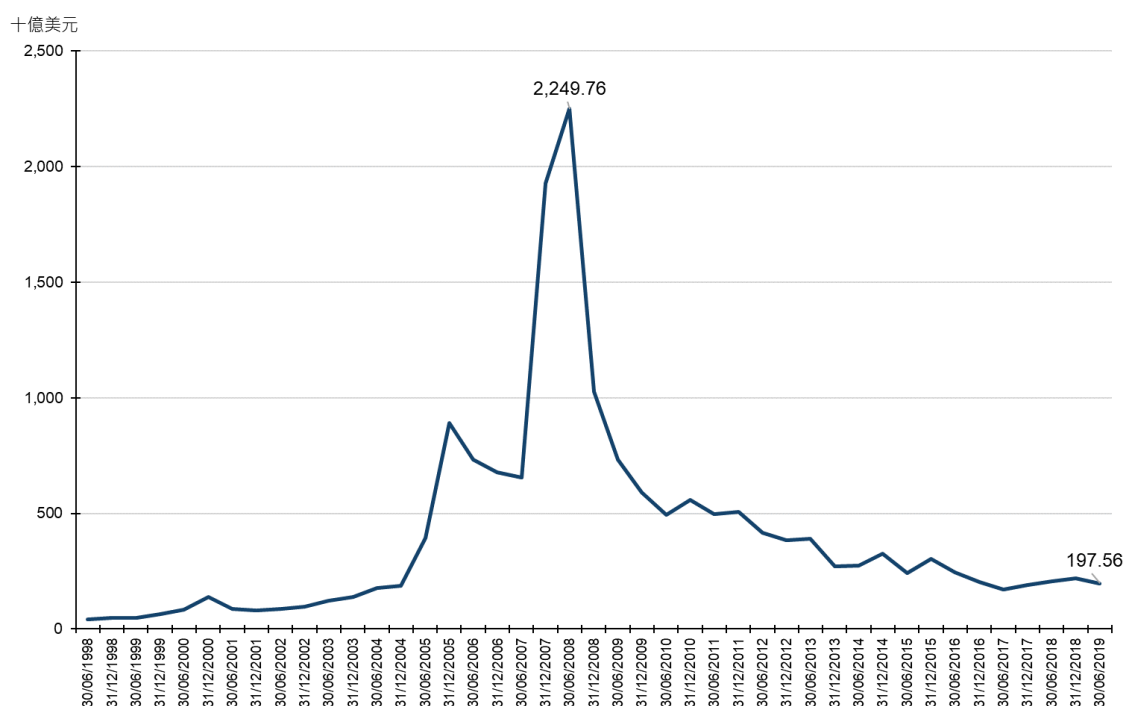
<sup>4</sup> 根據BIS統計數據的定義，未平倉合約的總市值（gross market value）所反映的，是萬一市場參與者所有對手方均未有支付合約付款而要按報告日期的市價取替合約時，對市場參與者所可能招致的最大損失。

圖 1：場外大宗商品衍生產品的合計名義金額（1998年6月至2019年6月）



資料來源：載於 BIS 網站的 BIS 場外衍生產品統計數據。

圖 2：場外大宗商品衍生產品的合計總市值（1998年6月至2019年6月）



資料來源：載於 BIS 網站的 BIS 場外衍生產品統計數據。

場外大宗商品衍生產品交易之前的急升，是伴隨着 2007 年美國爆發次貸危機、房地產泡沫爆破後的大宗商品價格（例如油價）飆升。究其原因，可能是房地產及其他投資的投機性資金流入大宗商品，及/或全球急速發展使市場憂慮原材料短缺，令相關市場紛紛出現長倉。然而，2008 年的全球金融危機暴露了場外市場缺乏透明度的問題，市場在金融危機後進行一系列的監管改

革之後，場外大宗商品衍生產品市場進一步作出標準化，並更傾向對場外大宗商品合約進行中央結算<sup>5</sup>。

根據國際掉期與衍生工具協會（ISDA）的資料，場外大宗商品衍生產品市場的標準化程度已相當高。幾乎所有場外大宗商品衍生產品的交易均按標準法律條款進行，這些標準法律條款一般為雙方協定的 ISDA 主協議中所載的條款或（就部份情況而言）有關國家的同等條款。絕大部份合約均透過「確認對盤平台」以電子方式確認。透過產品模板化及於大部分非經濟界別採用市場慣例標準，交易其實非常標準化。行業框架現已使交易在條款定制化的同時仍可享有標準化基礎設施帶來的好處。

場外大宗商品衍生產品市場的交易流程已採用極高水平的直通式處理模式，包括使用電子交易記錄系統、透過確認對盤平台確認交易，以至採用中央交易對手方（CCP）結算。非中央結算的交易亦廣泛採用雙邊抵押品安排。大宗商品期貨、期權及遠期產品交易中有很高比例於交易所進行，並透過 CCP 進行結算。不少交易所均為場外交易提供 CCP 服務。交易所旗下為大宗商品衍生產品交易提供有關場外結算服務的結算所包括：ICE Clear（油氣產品、原油、煤、排放物等）、CME Clearport（天然氣、基本金屬、貴金屬、油品、原油、農產品等）及 LCH.Clearnet（基本金屬、貴金屬、塑膠產品、貨運、鐵礦石等）。另外，透過經紀、報價機構、電子交易平台或確認服務以及結算所等各式市場機構，交易前及交易後的透明度都相當高。

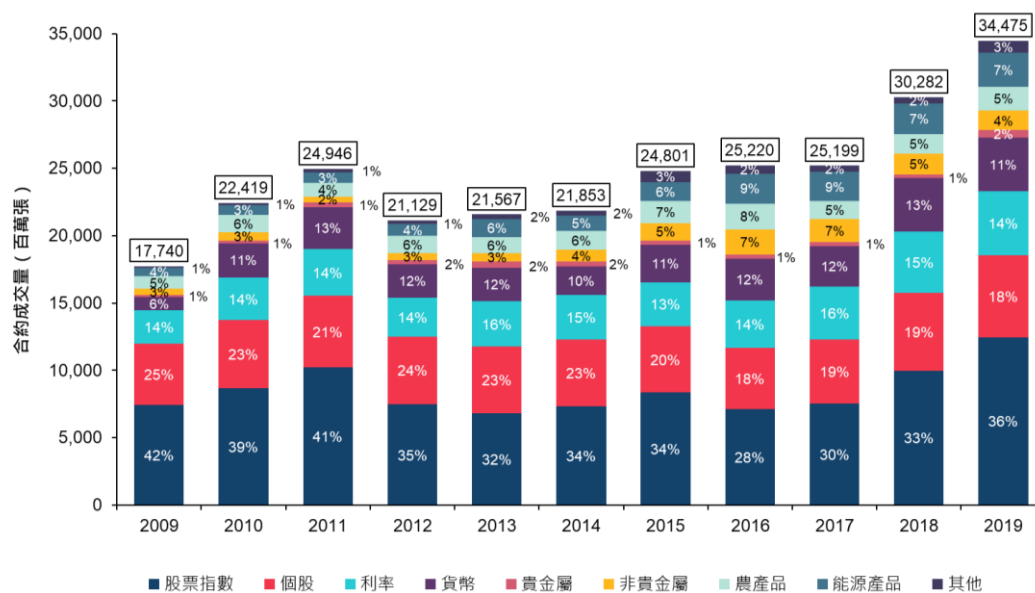
## 1.2 場內大宗商品衍生產品的交易

大宗商品以衍生產品的形式（一般為期貨及期權）於全球交易所進行買賣。根據美國期貨業協會（FIA）的分類，場內期貨及期權的掛鈎大宗商品資產分為四大類——貴金屬、非貴金屬（即基本金屬）、農產品及能源產品。這些衍生產品以實物商品為掛鈎資產，不同於金融衍生產品的掛鈎資產類別（包括股本證券（指數及個股）、利率及貨幣）。

圖 3 及圖 4 顯示 2009 年至 2019 年間全球各資產類別的場內衍生產品年度成交量及年末未平倉合約量的增長趨勢。按成交量及未平倉合約量計，股本證券衍生產品均貢獻最大，但大宗商品衍生產品的佔比亦見上升，於成交量的佔比由 2009 年的 12% 升至 2019 年的 18%，同期於未平倉合約量的佔比則由 8% 升至 11%（見圖 5）。值得注意的是，因其於成交量及未平倉合約量佔比的差距，大宗商品衍生產品的周轉率（於一段期間內的成交量相對於期末未平倉合約量的比率）較金融衍生產品的周轉率為高，並由 2009 年的 38% 攀升至 2019 年的 66%（見圖 6）。

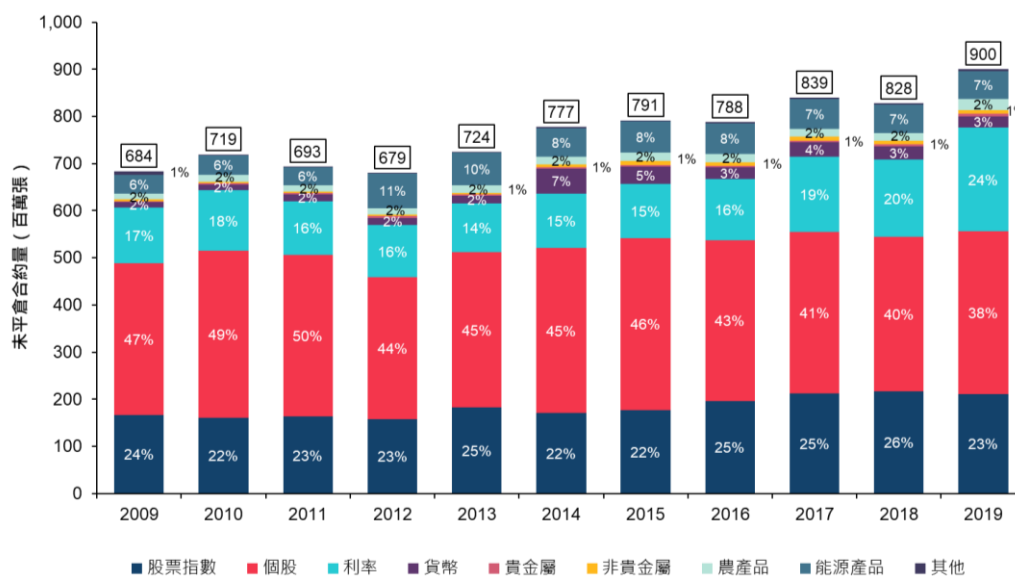
<sup>5</sup> 資料來源：《場外大宗商品衍生產品交易程序生命周期事紀》（*OTC Commodity Derivatives Trade Processing Lifecycle Events*），國際掉期與衍生工具協會（ISDA）白皮書，2012 年 4 月。該白皮書亦是本節所載的場外大宗商品衍生產品市場的資料來源。

圖 3：全球交易所所有衍生產品的年度成交量（按資產類別劃分）（2009年至2019年）



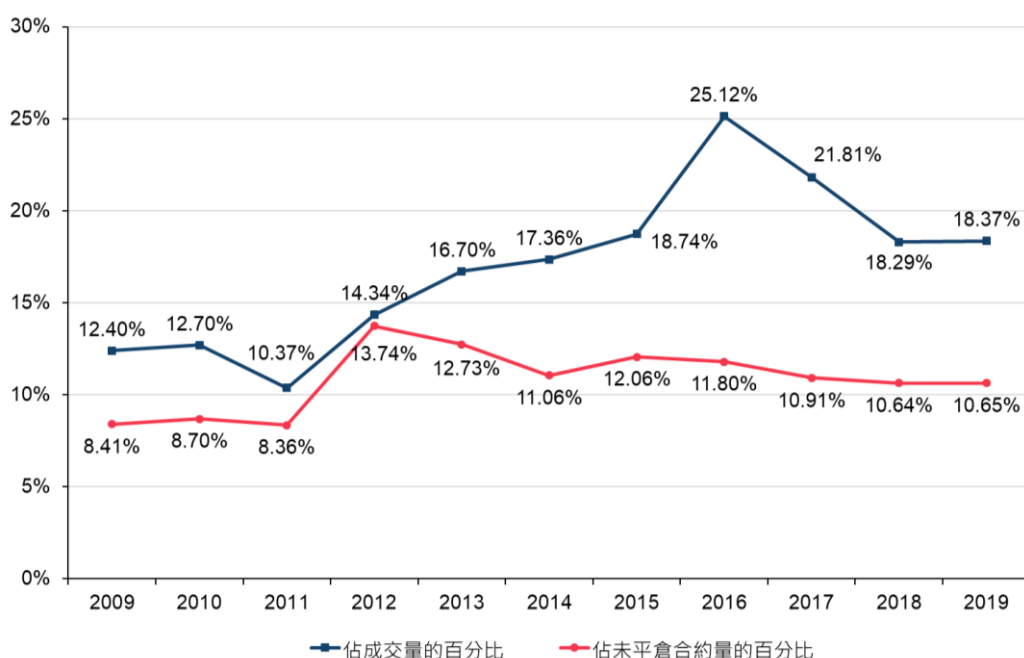
資料來源：FIA 月度統計數據（每年的 12 月份報告）。

圖 4：全球交易所所有衍生產品的年末未平倉合約量（按資產類別劃分）（2009年至2019年）



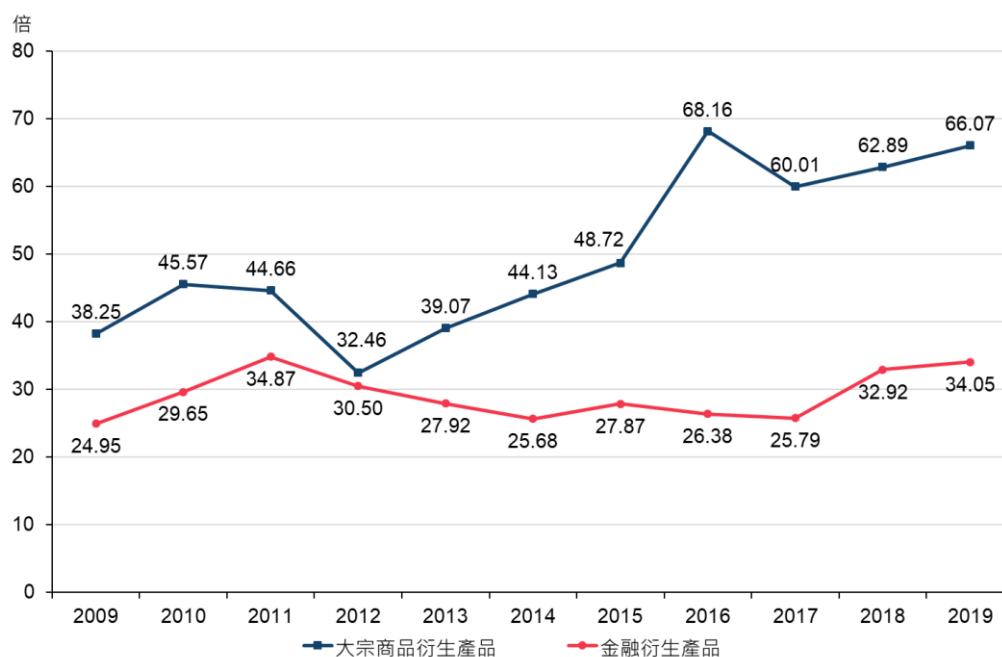
資料來源：FIA 月度統計數據（每年的 12 月份報告）。

圖 5：大宗商品衍生產品於全球衍生產品成交量及未平倉合約量的佔比（2009年至2019年）



資料來源：按 FIA 月度統計數據（各年的 12 月份報告）計算。

圖 6：大宗商品衍生產品與金融衍生產品的周轉率（2009年至2019年）

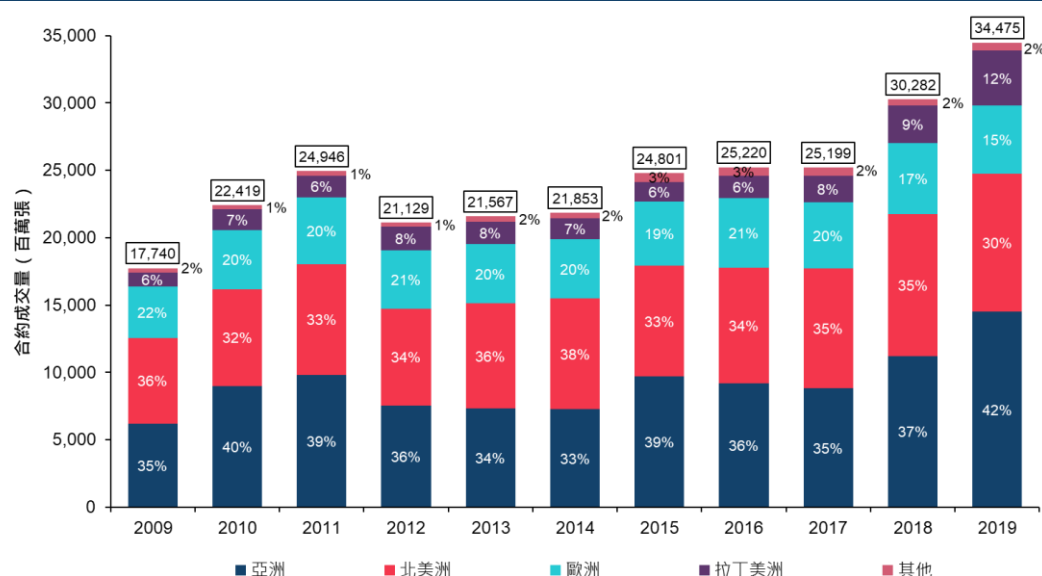


資料來源：按 FIA 月度統計數據（各年的 12 月份報告）計算。

在大宗商品衍生產品所佔比率及周轉率逐步增長的同時，亞洲交易所在全球衍生產品的成交量及未平倉合約量的佔比亦不斷增加——於成交量的佔比由2009年的35%升至2019年的42%，於未平倉合約量的佔比由2009年的4%升至2019年的9%（見圖7及圖8）。

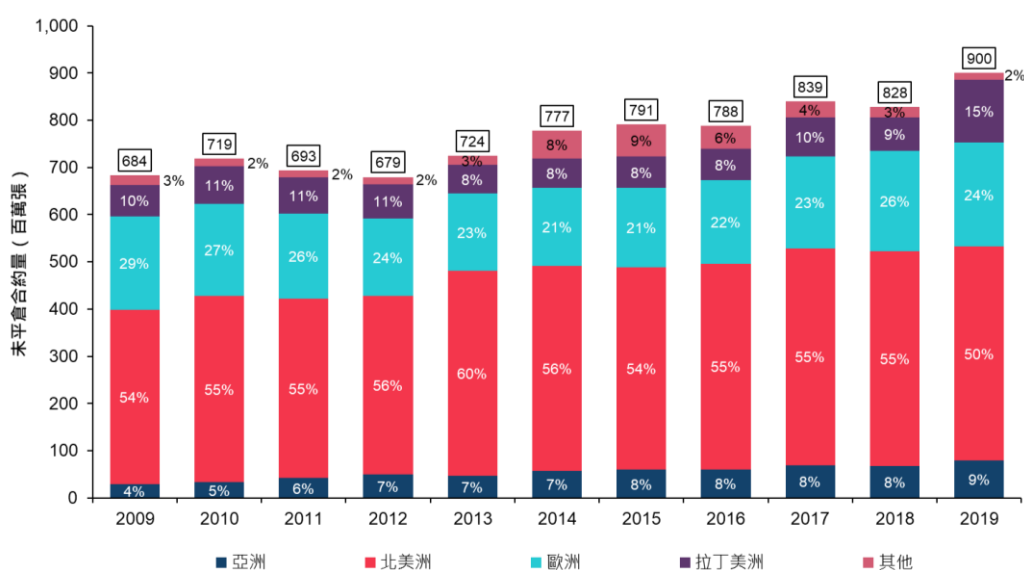


圖 7：全球交易所所有衍生產品的年度成交量（按地區劃分）（2009年至2019年）



資料來源：FIA 月度統計數據（每年的 12 月份報告）。

圖 8：全球交易所所有衍生產品的年末未平倉合約量（按地區劃分）（2009年至2019年）

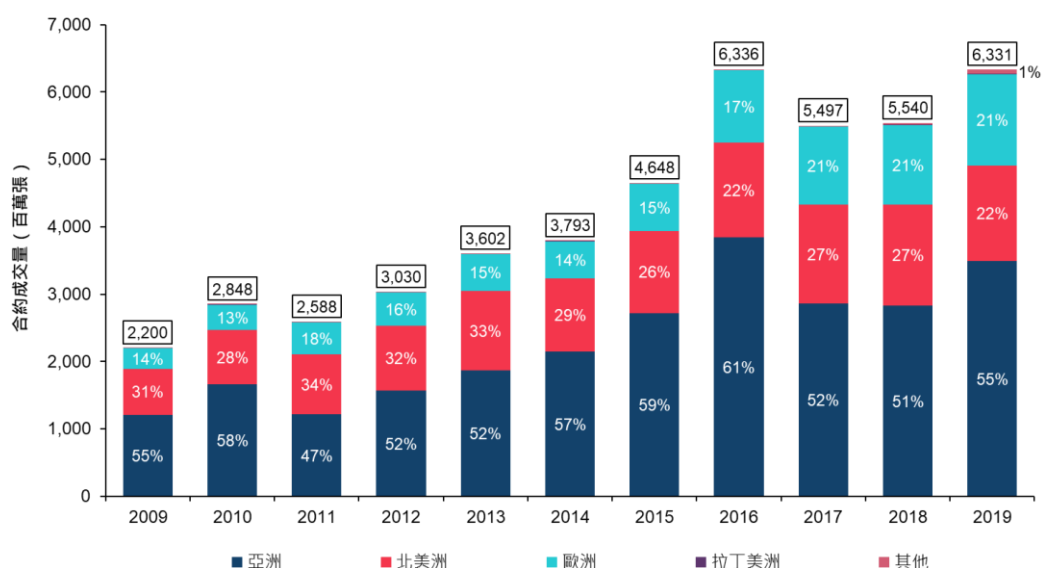


資料來源：FIA 月度統計數據（每年的 12 月份報告）。

將數據進一步分析，更可見到 2009 年至 2019 年間，亞洲交易所在全全球大宗商品衍生產品成交量中的佔比於 55% 左右的水平上落（最高為 2016 年的 61%），但其於未平倉合約量中的佔比卻由 9% 大幅增加至 20%（見圖 9 及圖 10）。期內亞洲區交易所的大宗商品衍生產品成交量及未平倉合約量的複合年均增長率分別達 111% 及 114%，超越美洲的交易所並與歐洲的交易所相若<sup>6</sup>。

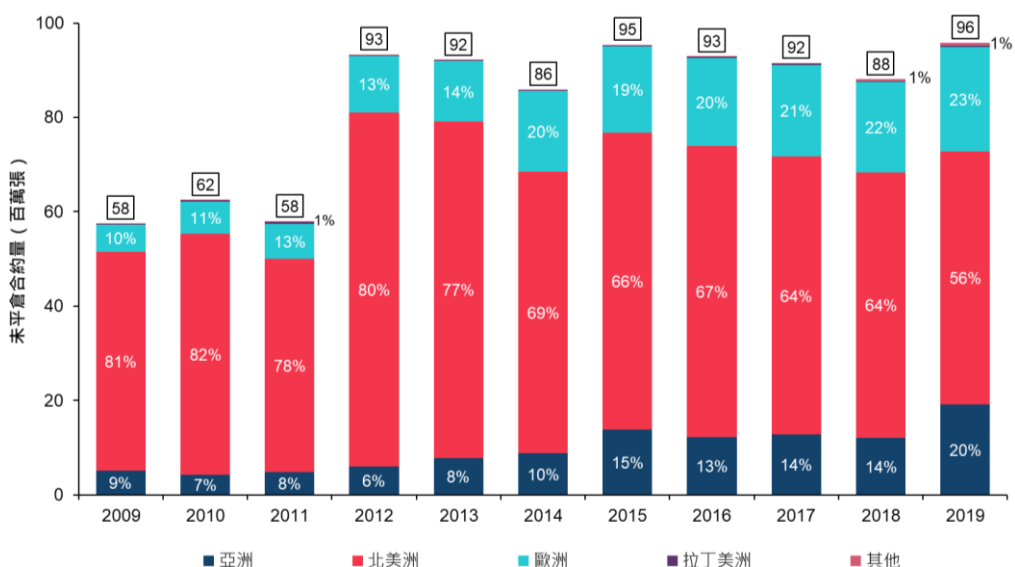
<sup>6</sup> 期內各地區交易所的成交量及未平倉合約量的複合年均增長率如下：北美洲為 108% 及 101%，拉丁美洲為 104% 及 103%，歐洲為 116% 及 115%。資料來源：按 FIA 統計數據計算。

**圖 9：全球交易所大宗商品衍生產品的年度成交量（按地區劃分）（2009年至2019年）**



註：不包括 FIA 統計數據中歸類為「其他」的產品（涉及的資產類別包括大宗商品及非大宗商品）。  
資料來源：FIA 月度統計數據（各年的 12 月份報告）。

**圖 10：全球交易所大宗商品衍生產品的年末未平倉合約量（按地區劃分）（2009年至2019年）**



註：不包括 FIA 統計數據中歸類為「其他」的產品（涉及的資產類別包括大宗商品及非大宗商品）。  
資料來源：FIA 月度統計數據（各年的 12 月份報告）。

大宗商品衍生產品交易活動及亞洲區交易所所佔比率同見增長，主要原因有三：

- (1) **全球經濟增長** —— 全球經濟的增長自然刺激大宗商品的生產、消費使用及貿易增長，令大宗商品生產商及消費者利用大宗商品衍生產品對沖其實物商品倉盤的需要愈來愈大。對沖活動增多，大宗商品衍生產品交易自然增加。

- (2) **組合投資使用大宗商品衍生產品的趨勢上升**<sup>7</sup> —— 全球投資者可利用大宗商品衍生產品對沖其股本證券或債券投資的風險，或在低息環境下尋求較高回報。此外，大宗商品投資工具（例如大宗商品期貨指數基金）的供應不斷增加，投資者隨時可以將這些產品加入其全球性投資組合，增加其投資資產的類別。
- (3) **內地經濟及內地大宗商品交易所的崛起** —— 中國內地已是全球經濟增長的主要動力。截至2018年止的十年間，內地的國內生產總值年均實際增長率達12.7%，大幅高於全球經濟的3.5%<sup>8</sup>，2010年已超越日本成為全球第二大經濟體<sup>9</sup>。其間，除經濟增長外，為應對內地大宗商品行業日益增長的對沖需求，內地的大宗商品衍生產品交易所的地位亦不斷提高。

2009年時，內地三家提供大宗商品衍生產品交易服務的期貨交易所——上海期貨交易所（簡稱「上期所」）、鄭州商品交易所（簡稱「鄭商所」）及大連商品交易所（簡稱「大商所」）——的衍生產品成交量都打不入全球十大，未平倉合約量方面更落在二十名以外<sup>10</sup>。十年後，該三家交易所已成為全球衍生產品成交量最高的三家交易所，未平倉合約量方面亦位列十大。（詳見下文第3節。）

## 2. 全球提供大宗商品衍生產品的交易所

截至2019年年底，全球有83家交易所向FIA匯報衍生產品數據，當中涉及大宗商品衍生產品的佔45家，合共提供1,463隻大宗商品衍生產品<sup>11</sup>（見表1），其中大部分為期貨（1,162隻，佔總數79%），少數是期權。在大宗商品資產四大類別中，能源產品佔數最多，共876隻，佔總數60%（佔期貨63%，佔期權46%）；其次為農產品，共308隻，佔總數21%（佔期貨18%，佔期權34%）。提供大宗商品期貨的交易所數目（44家）較提供大宗商品期權的交易所數目（28家）為多。非貴金屬產品的數量最少（24隻期貨及期權），有提供這類產品的交易所亦佔數最少（17家）。

表 1：全球交易所提供的大宗商品產品（2019年年底）

產品類型	資產類別	提供產品的交易所數目	產品數目	佔該類資產產品數目的比重
期貨	貴金屬	22	106	9.1%
	非貴金屬	16	85	7.3%
	農產品	33	206	17.7%
	能源產品	27	737	63.4%
	其他	6	28	2.4%
<b>總計</b>		<b>44</b>	<b>1,162</b>	<b>100%</b>
期權	貴金屬	11	28	9.3%
	非貴金屬	8	29	9.6%
	農產品	19	102	33.9%
	能源產品	11	139	46.2%

<sup>7</sup> 見 Parantap Basu 與 William T. Gavin（2011）〈大宗商品衍生產品增長的原因為何？〉（“What explains the growth in commodity derivatives?”），《聖路易聯邦儲備銀行評論》（*Federal Reserve Bank of St. Louis Review*），2011年1月/2月。

<sup>8</sup> 資料來源：Wind。

<sup>9</sup> 資料來源：〈中國取代日本成為全球第二大經濟體〉（“China overtakes Japan as world's second-biggest economy”），BBC 網站的《BBC 新聞》（*BBC News*），2011年2月14日。

<sup>10</sup> 資料來源：有關排名是根據 FIA 月度統計數據（2009年12月份報告）所得。

<sup>11</sup> 本文有關2019年大宗商品產品及交投活動的詳盡分析中，除另有指明外，是將 FIA 數據內歸類為「其他」的產品按相關資產重新分類為大宗商品產品及非大宗商品產品。歸入大宗商品產品類者，在分析中列作「其他」大宗商品類別，其相關資產包括化學產品及大宗商品指數。

表 1：全球交易所提供的大宗商品產品（2019 年年底）

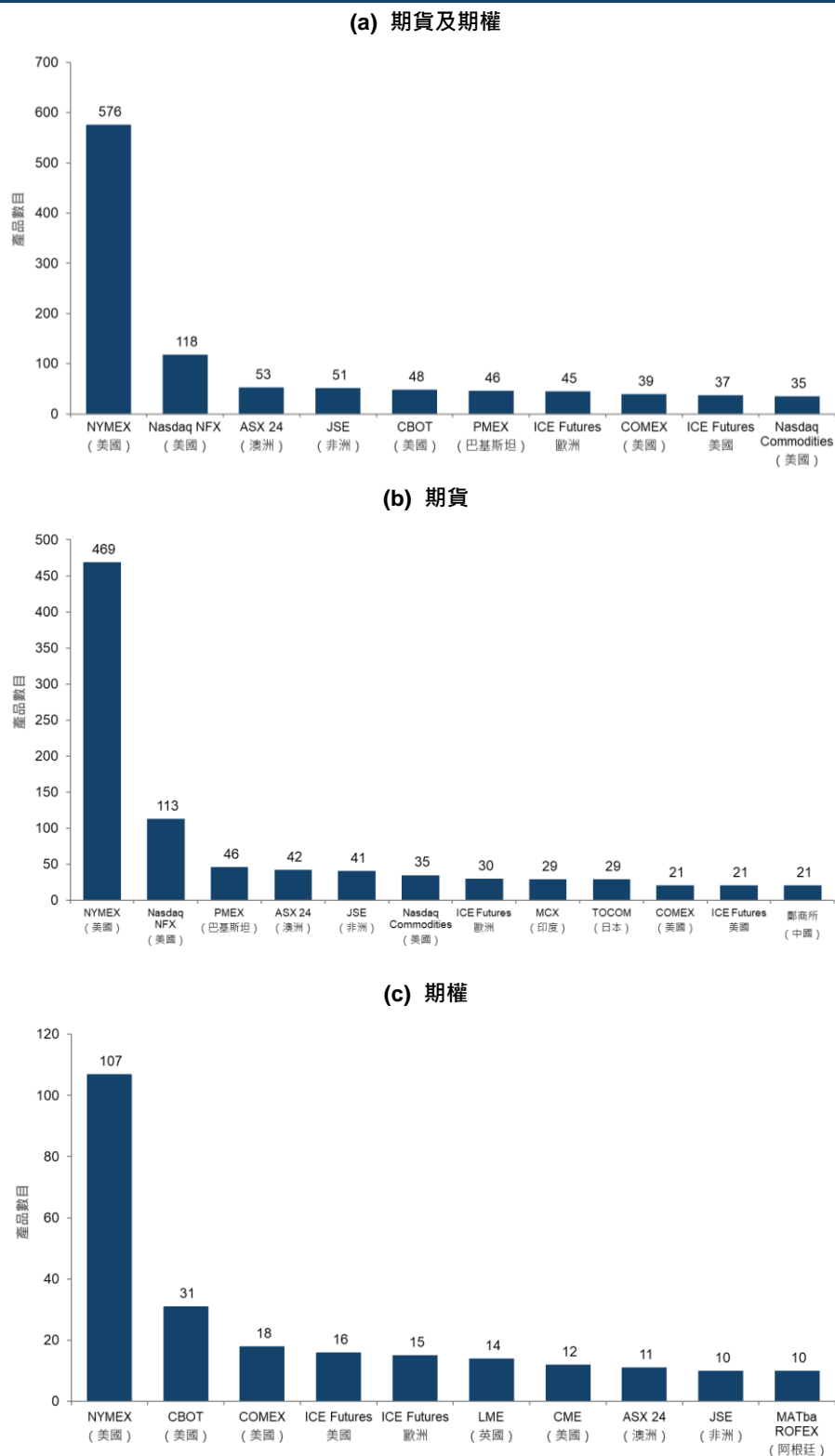
產品類型	資產類別	提供產品的交易所 數目	產品數目	佔該類資產 產品數目的比重
	其他	2	3	1.0%
<b>總計</b>		<b>28</b>	<b>301</b>	<b>100%</b>
期貨及/或期權	貴金屬	24	134	9.4%
	非貴金屬	17	114	7.8%
	農產品	34	308	21.1%
	能源產品	28	876	59.9%
	其他	6	31	2.1%
<b>總計</b>		<b>45</b>	<b>1,463</b>	<b>100%</b>

註：由於四捨五入之誤差，百分比的總和未必相等於 100%。  
資料來源：FIA 月度統計數據（2019 年 12 月份報告）。

（2019 年年底提供大宗商品衍生產品的交易所完整名單載於附錄。）

多家交易所當中，美國的紐約商品期貨交易所（NYMEX）提供最多數量的大宗商品產品（576 隻，佔 2019 年年底全球總數的 39%），當中絕大部分都是能源產品（561 隻，佔全球能源產品總數的 64%）。同樣位於美國的 Nasdaq NFX 緊隨其後，但其所提供的大宗商品產品數目（118 隻，佔全球總數的 8%）遠低於 NYMEX。事實上，按大宗商品的產品數量計，十大交易所中有六家都位於美國。若期貨和期權分開計算，2019 年年底期貨及期權產品數目最多的十大交易所中有五家都是位於美國。以大宗商品期權產品數目計算，美國的交易所佔了頭四位。（見圖 11）

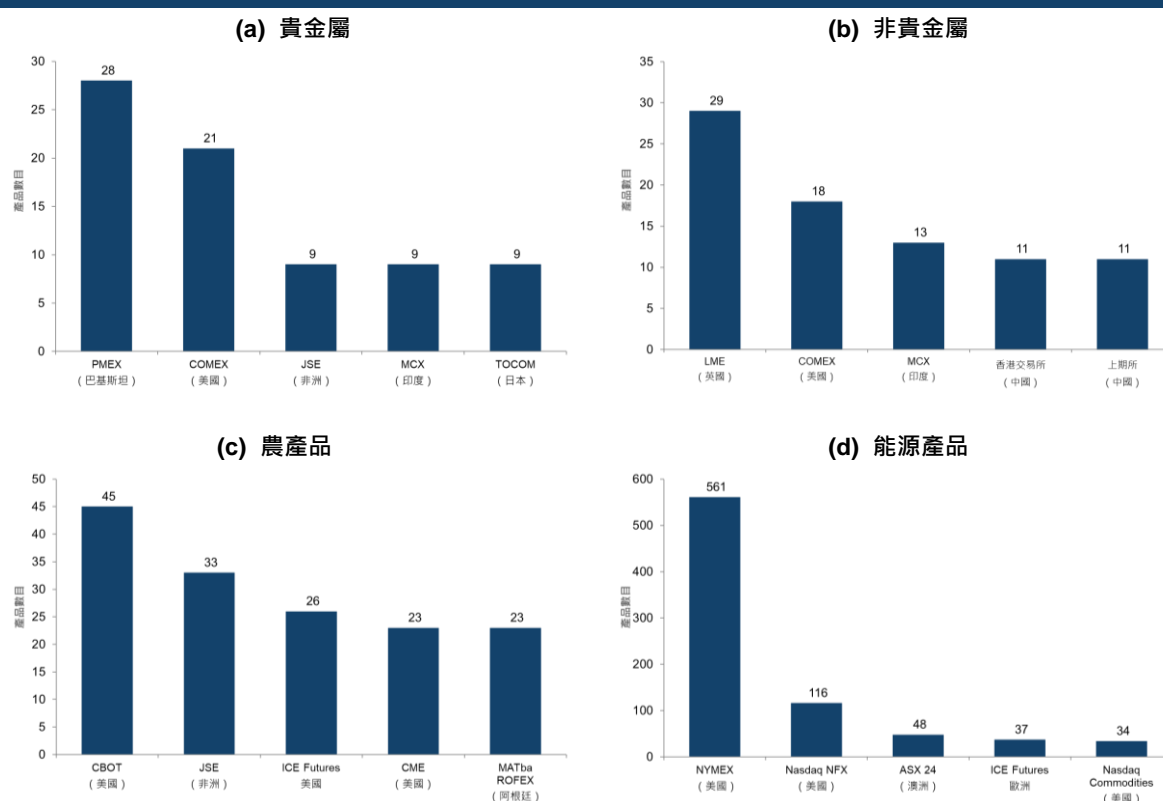
圖 11：大宗商品衍生產品數目最多的十家交易所（2019年年底）



資料來源：FIA 月度統計數據（2019年12月份報告）。

圖 12 顯示 2019 年年底各大宗商品資產類別產品數目最多的五家交易所。最多貴金屬產品的是巴基斯坦商品交易所（PMEX）；最多非貴金屬產品的是倫敦金屬交易所（LME）；農產品最多的是芝加哥期貨交易所（CBOT）；而能源產品最多的是 NYMEX。

圖 12：各資產類別大宗商品衍生產品數目最多的五家交易所（2019年年底）



資料來源：FIA 月度統計數據（2019年12月份報告）。

就成交量而言，2019 年期貨產品佔各大宗商品資產類別的總成交量逾九成，期權產品只佔少數（見表 2）。同年年底大宗商品衍生產品的未平倉合約量中，亦以期貨產品佔多數，只是比率不及其佔成交量的比率高（見表 3）。這反映了商品期貨作為大宗商品行業對沖工具首選的真正特性。（有關交易活動的進一步詳細分析見第 3 節。）

表 2：全球大宗商品衍生產品按種類於場內的成交量（2019 年）

資產類別	成交量（百萬張合約）		佔比	
	期貨	期權	期貨	期權
貴金屬	562.53	19.77	96.60%	3.40%
非貴金屬	1,423.91	15.85	98.90%	1.10%
農產品	1,650.58	117.14	93.37%	6.63%
能源產品	2,403.36	138.23	94.56%	5.44%
其他	886.48	0.39	99.96%	0.04%
<b>整體</b>	<b>6,926.87</b>	<b>291.38</b>	<b>95.96%</b>	<b>4.04%</b>

資料來源：FIA 月度統計數據（2019年12月份報告）。

表 3：全球大宗商品衍生產品按種類於場內的未平倉合約量（2019 年年底）

資產類別	未平倉合約量（百萬張合約）		佔比	
	期貨	期權	期貨	期權
貴金屬	3.44	1.46	70.16%	29.84%
非貴金屬	7.50	1.22	86.03%	13.97%
農產品	17.04	5.36	76.08%	23.92%
能源產品	45.39	14.43	75.88%	24.12%
其他	3.53	0.08	97.85%	2.15%
<b>整體</b>	<b>76.89</b>	<b>22.54</b>	<b>77.33%</b>	<b>22.67%</b>

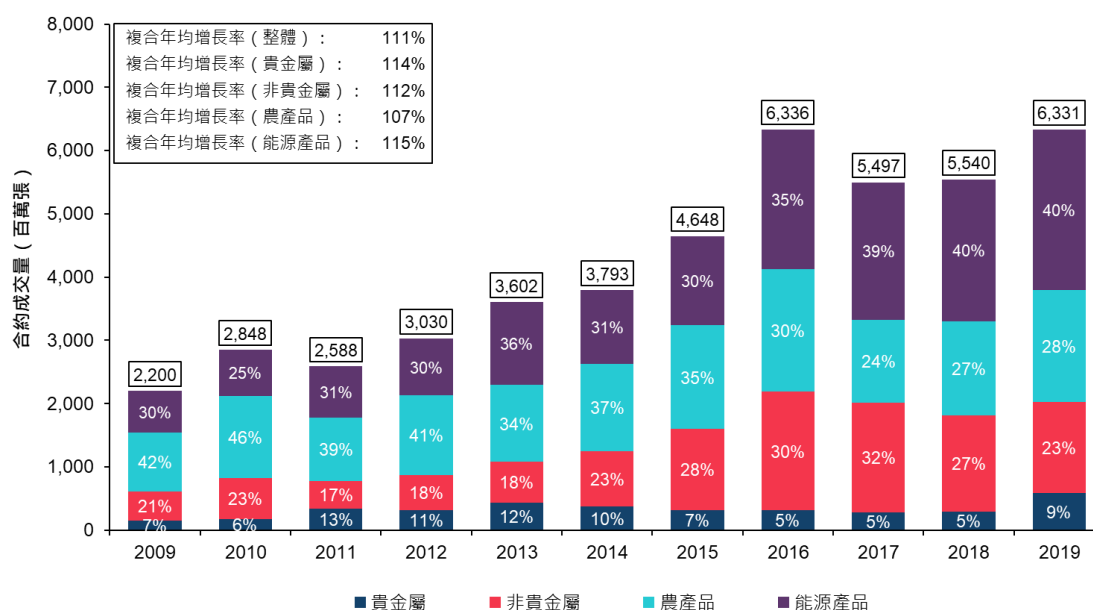
資料來源：FIA 月度統計數據（2019 年 12 月份報告）。

### 3. 全球場內大宗商品衍生產品的交易活動

#### 3.1 大宗商品衍生產品交易的增長趨勢

在過去十年，全球交易所的大宗商品衍生產品交易激增——成交量及未平倉合約量的整體複合年均增長率分別高達 111% 及 105%，各資產類別的兩者複合年均增長率亦全部超過 100%。能源產品自 2016 年起超越農產品，連續四年成為最高交易量的資產類別；2009 年至 2019 年間，能源產品的未平倉合約量一直佔市場總數超過一半。（見圖 13 及圖 14）

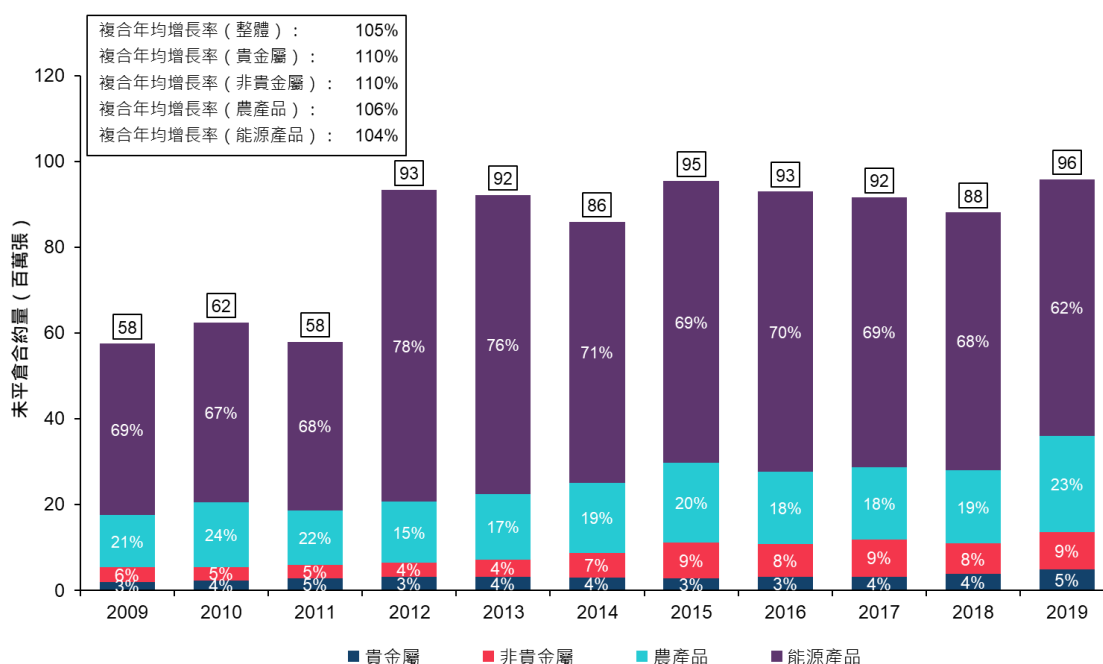
圖 13：大宗商品衍生產品的年度成交量（按資產類別劃分）（2009 年至 2019 年）



註：不包括 FIA 統計數據中歸類為「其他」的產品（涉及的資產類別包括大宗商品及非大宗商品）。

資料來源：FIA 每月統計數據（各年的 12 月份報告）。

圖 14：大宗商品衍生產品的年底未平倉合約量（按資產類別劃分）（2009年至2019年）



註：不包括 FIA 統計數據中歸類為「其他」的產品（涉及的資產類別包括大宗商品及非大宗商品）。  
 資料來源：FIA 每月統計數據（各年的 12 月份報告）。

仔細觀察 2019 年場內大宗商品活動的構成，能源產品佔期貨成交量的 35%，佔期權成交量的 47%，農產品則分別佔 24% 及 40%。由於期貨佔大宗商品衍生產品總成交量的 96%（其餘 4% 為期權），因此能源產品亦佔全球交易所大宗商品衍生產品總成交量的 35%，其次是農產品（24%）。（見圖 15）

圖 15：全球大宗商品衍生產品的成交量（按資產類別劃分）（2019年）

(a) 期貨及期權

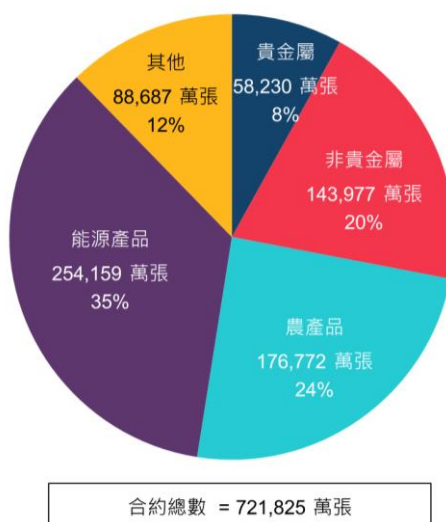
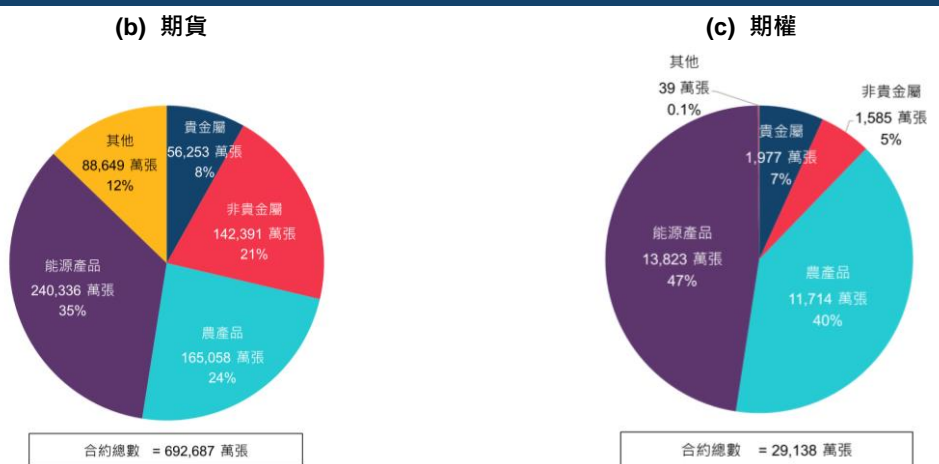




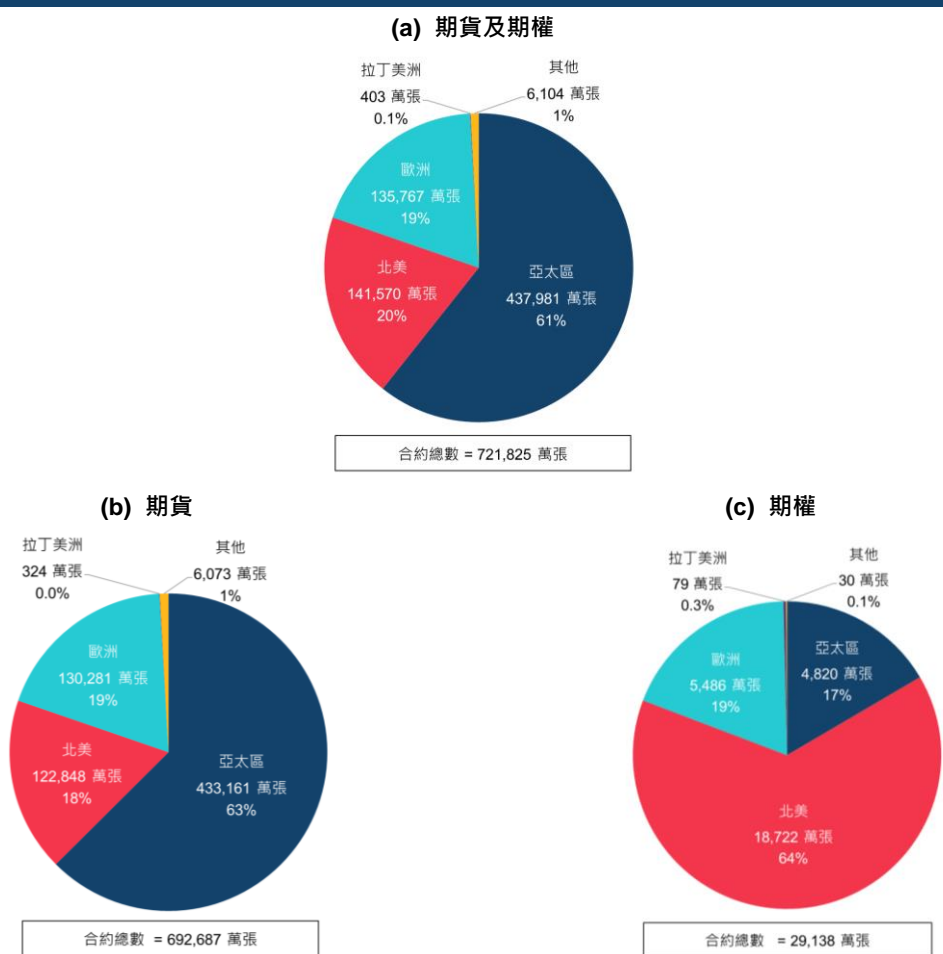
圖 15：全球大宗商品衍生產品的成交量（按資產類別劃分）（2019年）（續）



註：由於四捨五入之誤差，百分比的總和未必相等於 100%。  
 資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

大宗商品交易活動的地域分布方面，大宗商品期貨的交易大多數在亞太區的交易所進行（佔 2019 年成交量的 63%），而大宗商品期權的交易則大多數在北美的交易所進行（佔 2019 年成交量的 64%）。由於商品期貨交易量佔據大宗商品衍生產品交易量的大部分，因此 2019 年亞太區交易所佔全球大宗商品衍生產品總成交量的大部分（61%）。（見圖 16）

圖 16：全球大宗商品衍生產品的成交量（按地區劃分）（2019年）

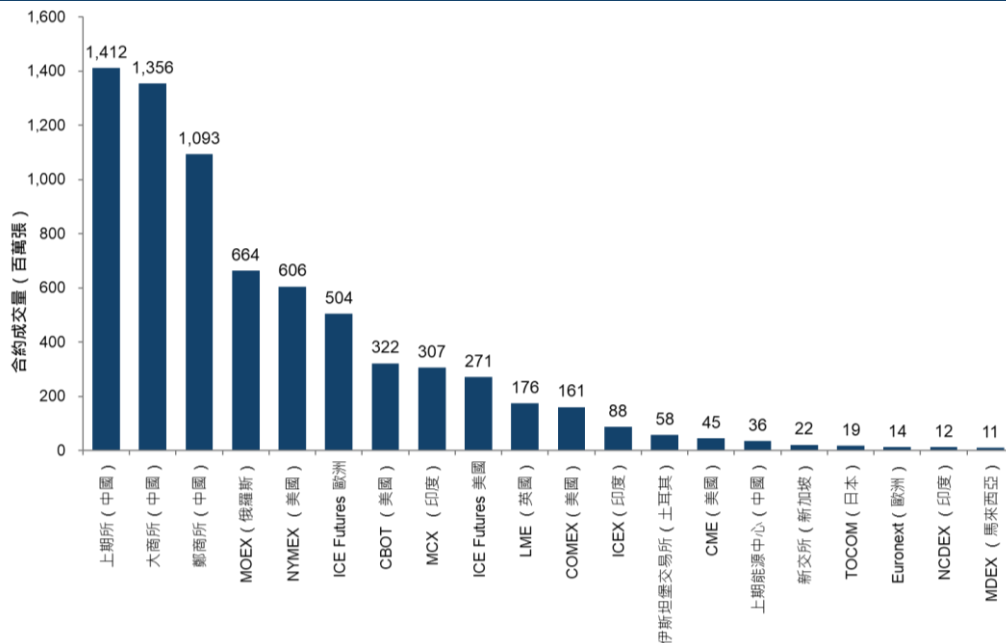


註：由於四捨五入之誤差，百分比的總和未必相等於 100%。  
 資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

### 3.2 主要大宗商品交易所

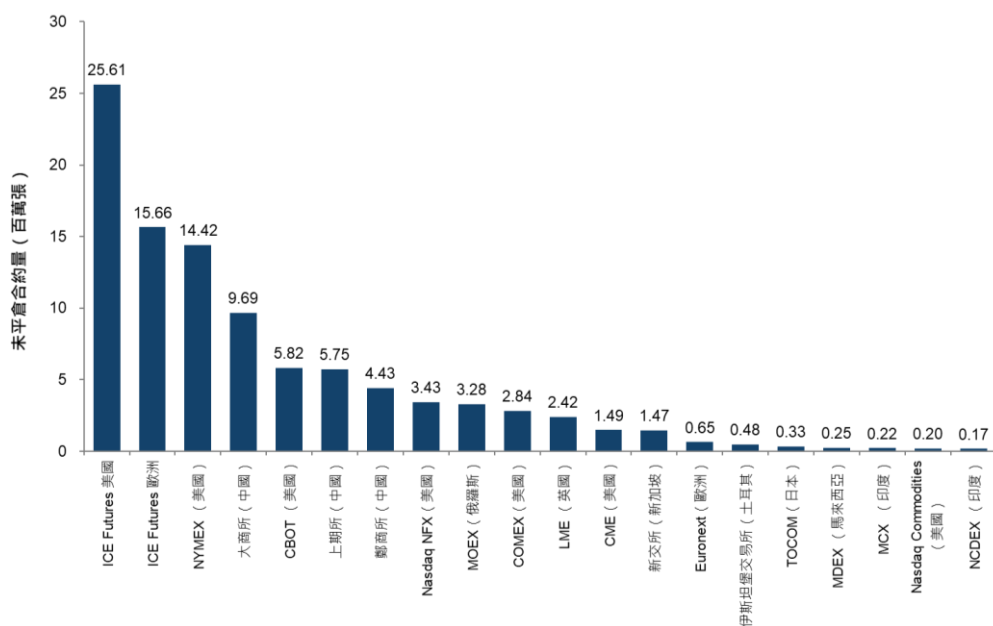
圖 17 及圖 18 顯示 2019 年大宗商品衍生產品按成交量及年底未平倉合約量排名最高的二十家交易所。三家內地交易所（上期所、大商所及鄭商所）的成交量位列三甲，但按未平倉合約量的排名則低於歐美的交易所。要注意的是，有別於容許自由入市的西方成熟市場，內地衍生產品市場目前嚴格限制外資參與<sup>12</sup>。換句話說，內地交易所的高成交量基本上完全來自境內參與者。

圖 17：大宗商品衍生產品成交量最高的二十家交易所（2019 年）



資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

圖 18：大宗商品衍生產品未平倉合約量最高的二十家交易所（2019 年年底）

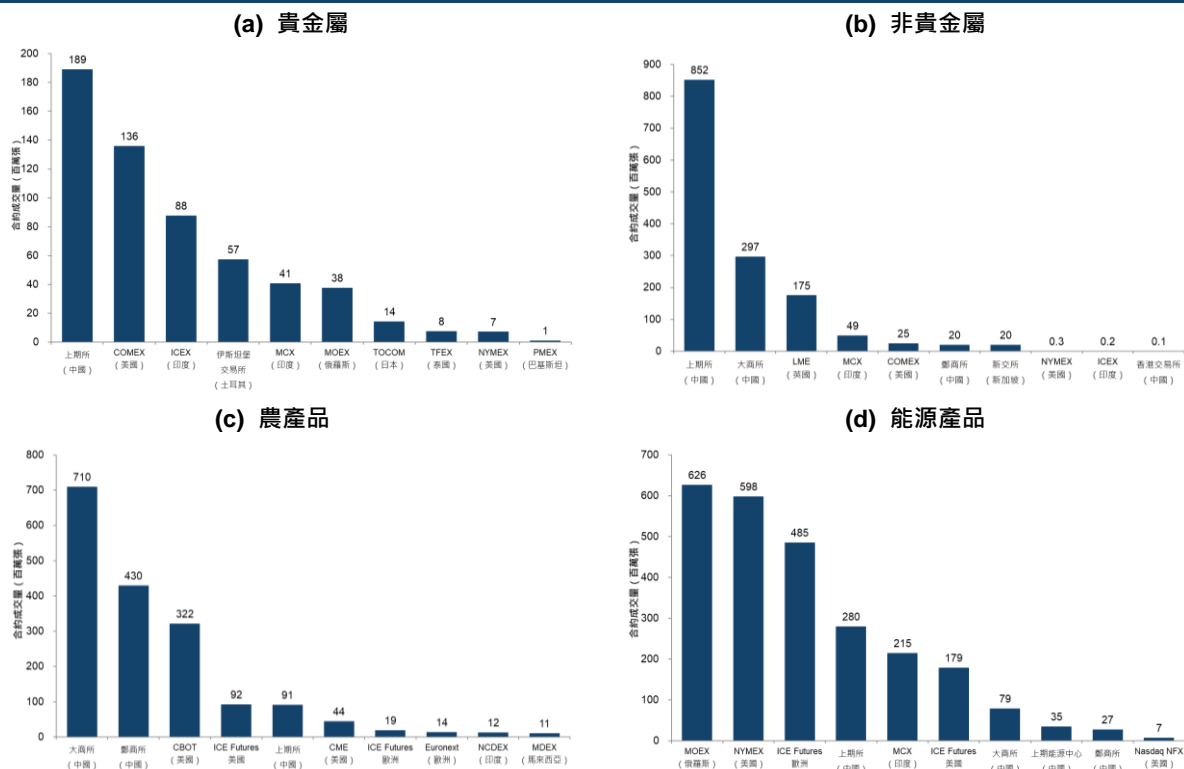


資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

<sup>12</sup> 外國參與者只可買賣數隻指定產品（見陸家嘴論壇網站上所載中國證券監督管理委員會主席於 2019 年 6 月 13 日在第十一屆陸家嘴論壇上的演講）。

按資產類別計，2019年上期所於貴金屬和非貴金屬成交量的排名中居首，貴金屬成交量排名第二及第三分別是美國的COMEX和印度商品交易所(ICEX)，非貴金屬成交量排名第二及第三則分別是大商所和LME；大商所在全球交易所的農產品成交量中排名最高，其次是鄭商所和CBOT；俄羅斯的莫斯科交易所(MOEX)的能源產品交易量領先其他交易所，緊隨其後的是NYMEX和ICE Futures 歐洲。(見圖19)

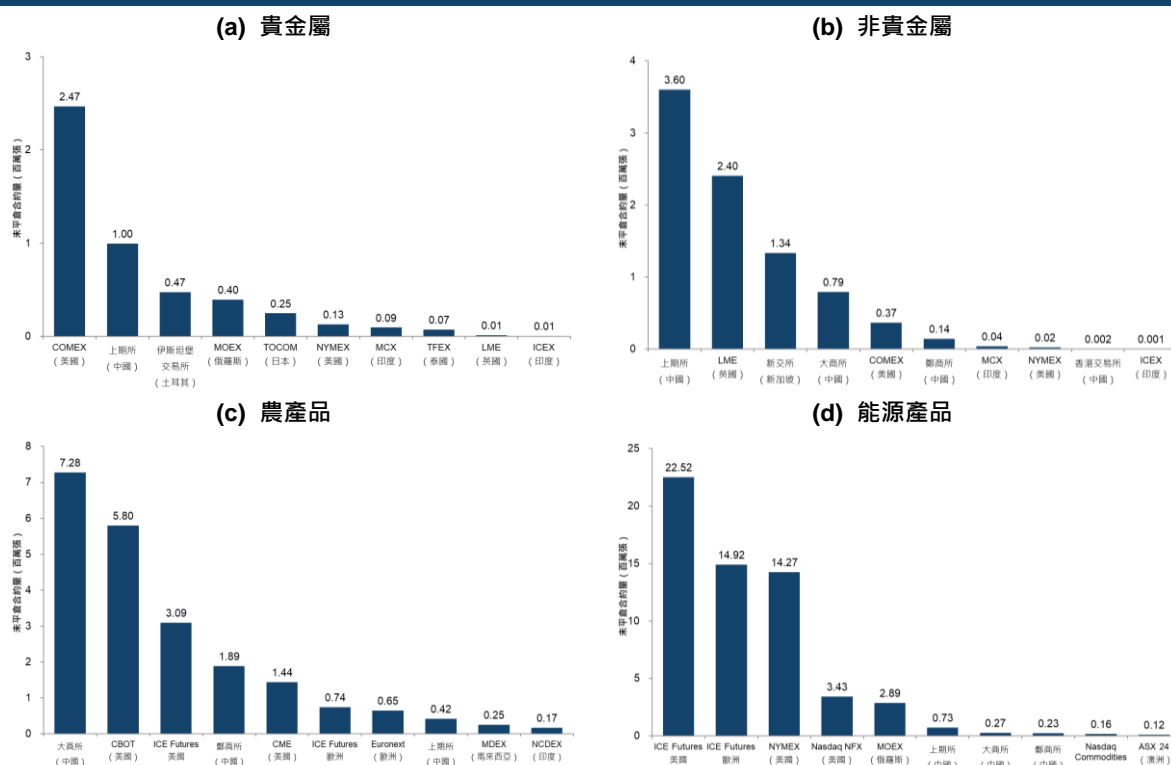
圖 19：大宗商品各資產類別的衍生產品成交量最高的十家交易所 (2019年)



資料來源：FIA 每月統計數據 (2019年12月份報告)。

未平倉合約量方面，2019年年底貴金屬未平倉合約量中居首的是COMEX，其次是上期所和土耳其的伊斯坦堡交易所；非貴金屬類未平倉合約量排名第一的也是上期所，第二及第三分別是LME和新加坡交易所(簡稱「新交所」)；大商所在農產品方面領先其他交易所，緊隨其後的是CBOT和ICE Futures 美國；能源產品方面，ICE Futures 美國位列榜首，其次是ICE Futures 歐洲和NYMEX。(見圖20)

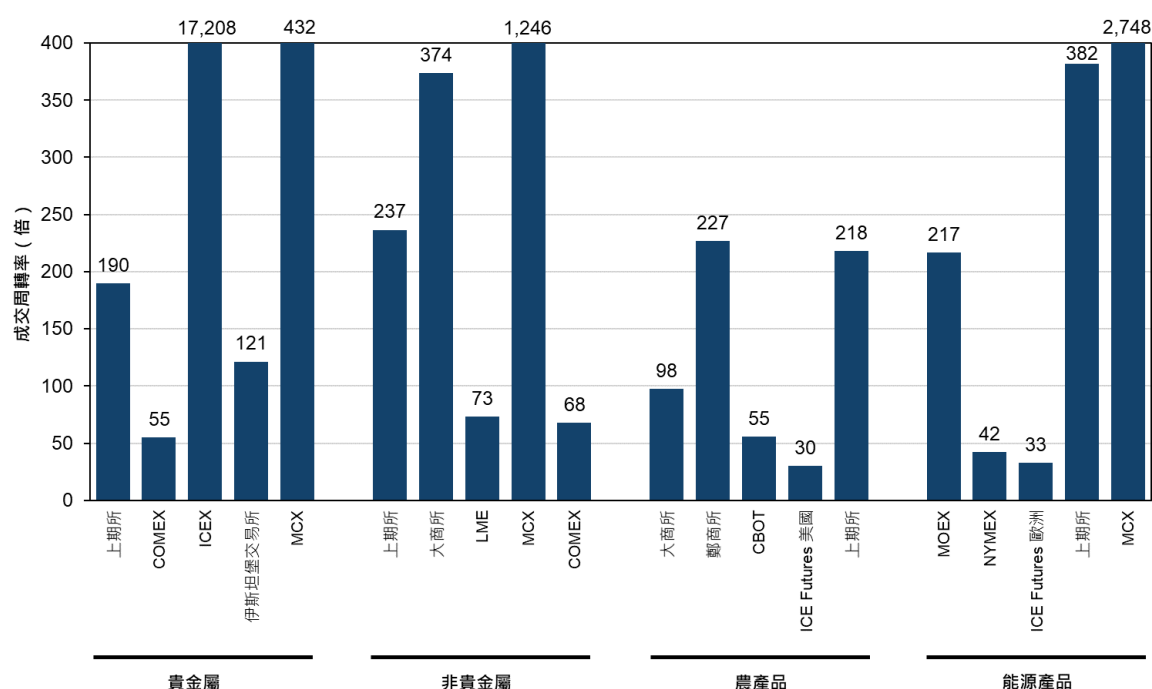
圖 20：大宗商品各資產類別的衍生產品未平倉合約量最高的十家交易所（2019年年底）



資料來源：FIA 每月統計數據（2019年12月份報告）。

值得注意的是，2019年各種資產類別成交量最高的五家交易所當中，亞洲區交易所的大宗商品衍生產品成交周轉率遠遠高於歐美的交易所（見圖 21）。最極端的例子是印度的交易所：貴金屬成交周轉率逾 17,000 倍（ICEX）和 400 倍（印度多種商品交易所，MCX），非貴金屬成交周轉率逾 1,000 倍（MCX），能源產品逾 2,000 倍（MCX）。至於其他交易所，在貴金屬成交周轉率方面，內地交易所達 190 倍（上期所），COMEX 只有 55 倍；非貴金屬方面，上期所及大商所分別是 237 倍和 374 倍，而 LME 僅為 73 倍；農產品方面，大商所及鄭商所的成交周轉率分別為 98 倍和 227 倍，而 CBOT 和 ICE Futures 美國分別只有 55 倍和 30 倍；能源產品方面，上期所的成交周轉率達 382 倍，NYMEX 和 ICE Futures 歐洲分別只有 42 倍和 33 倍。

圖 21：大宗商品衍生產品成交量最高的五家交易所的成交周轉率（2019年）



註：成交周轉率超過 300 倍的棒柱未作完整顯示。

資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

綜上所述，內地期貨交易所於四大主要大宗商品衍生產品資產類別中的三類（貴金屬、非貴金屬和農產品）的成交量均是全球領先交易所之一，獨能源產品方面表現相對較遜。亞洲區交易所（包括內地交易所）的大宗商品衍生產品成交周轉率一般遠高於歐美同業。

### 3.3 主要產品

#### 3.3.1 貴金屬

場內交投最暢旺的貴金屬產品是白銀和黃金。2019 年貴金屬成交量最高的交易所——上期所——僅提供白銀期貨和黃金期貨及期權，而排名第二的 COMEX 提供 21 種貴金屬期貨及期權，但當中成交量只集中於數隻黃金與白銀產品——黃金期貨佔貴金屬總成交量的 64%，白銀期貨佔 18%，黃金期權佔 11%。與 COMEX 的相應產品相比，上期所的合約單位較小。排名第三的 ICEX 提供鑽石期貨。（見表 4）

表 4：成交量最高的三家交易所的三大產品（2019 年）—— 貴金屬

交易所	交易所佔該資產類別全球成交量的百分比	產品	合約單位	2019 年成交量 (合約張數)	佔該所全部貴金屬產品的百分比 <sup>(1)</sup>	佔全球成交量的累計百分比 <sup>(2)</sup>
上期所	32.5%	白銀期貨	15 千克	142,823,743	75.5%	32.5%
		黃金期貨	1 千克	46,208,567	24.4%	
		黃金期貨的期權	1 千克	40,926	0.0%	
COMEX	23.4%	黃金期貨	100 盎司 (約 3.11 千克)	86,508,741	63.6%	21.6%

表 4：成交量最高的三家交易所的三大產品（2019 年）—— 貴金屬

交易所	交易所佔該資產類別全球成交量的百分比	產品	合約單位	2019 年成交量 (合約張數)	佔該所全部貴金屬產品的百分比 <sup>(1)</sup>	佔全球成交量的累計百分比 <sup>(2)</sup>
		白銀期貨	5,000 盎司 (約 155.68 千克)	24,149,148	17.7%	
		黃金期權	100 盎司 (約 3.11 千克)	15,043,949	11.1%	
ICEX	15.1%	鑽石 1 卡期貨	1 卡	86,164,857	98.2%	15.1%
		鑽石 0.5 卡期貨	0.5 卡	1,544,910	1.8%	
		鑽石 0.3 卡期貨	0.3 卡	463	0.0%	

註：  
 (1) 產品成交量佔該所全部貴金屬產品成交量的百分比。  
 (2) 三大產品總成交量佔所有貴金屬產品全球成交量的百分比。

資料來源：FIA 每月統計數據 (2019 年 12 月份報告)。

### 3.3.2 非貴金屬

2019 年非貴金屬產品成交量最高的是上期所，其該類產品成交量最高的三隻產品分別是螺紋鋼期貨、鎳期貨和鋅期貨。排名第二的大商所僅提供鐵礦石產品，但單此金屬產品的成交量已經佔全球所有非貴金屬成交量的 21%。位列第三的 LME 則以鋁、銅和鋅產品的成交量最高。上期所的鋅期貨合約單位同樣遠小於 LME 的相應產品。(見表 5)

表 5：成交量最高的三家交易所的三大產品（2019 年）—— 非貴金屬

交易所	交易所佔該資產類別全球成交量的百分比	產品	合約單位	2019 年成交量 (合約張數)	佔該所全部非貴金屬產品的百分比 <sup>(1)</sup>	佔全球成交量的累計百分比 <sup>(2)</sup>
上期所	59.2%	螺紋鋼期貨	10 噸	465,171,782	54.6%	48.4%
		鎳期貨	1 噸	160,444,120	18.8%	
		鋅期貨	5 噸	71,066,468	8.3%	
大商所	20.6%	鐵礦石期貨	100 公噸	296,538,011	99.9%	20.6%
		鐵礦石期貨的期權	100 公噸	363,865	0.1%	
LME	12.2%	鋁期貨	25 公噸	66,046,920	37.6%	9.2%
		倫敦銅期貨 (A 級銅)	25 公噸	37,047,230	21.1%	
		倫敦鋅期貨 (特種高級鋅)	25 公噸	29,648,051	16.9%	

註：  
 (1) 產品成交量佔該所全部非貴金屬產品成交量的百分比。  
 (2) 三大產品總成交量佔所有非貴金屬產品全球成交量的百分比。

資料來源：FIA 每月統計數據 (2019 年 12 月份報告)。

### 3.3.3 農產品

於全球交易所買賣的農產品種類繁多。主要產品包括大商所的豆粕期貨、棕櫚油期貨和玉米期貨；另有鄭商所的菜籽粕期貨、白糖期貨和棉花期貨；也有 CBOT 的玉米期貨、大豆期貨和小麥期貨。（見表 6）

交易所	交易所佔該資產類別全球成交量的百分比	產品	合約單位	2019 年成交量（合約張數）	佔該所全部農產品的百分比 <sup>(1)</sup>	佔全球成交量的累計百分比 <sup>(2)</sup>
大商所	40.2%	豆粕期貨	10 公噸	272,869,691	38.4%	28.7%
		棕櫚油期貨	10 公噸	135,504,196	19.1%	
		玉米期貨	10 公噸	99,119,054	14.0%	
鄭商所	24.3%	菜籽粕期貨	10 公噸	138,085,360	32.1%	18.2%
		白糖期貨	10 公噸	119,288,327	27.8%	
		綿花 1 號期貨	5 公噸	63,971,129	14.9%	
CBOT	18.2%	玉米期貨	5,000 蒲式耳 (約 136 公噸)	134,508,582	41.8%	13.5%
		大豆期貨	5,000 蒲式耳 (約 136 公噸)	66,841,024	20.8%	
		芝加哥軟紅冬小麥期貨	5,000 蒲式耳 (約 136 公噸)	37,753,766	11.7%	

註：  
 (1) 產品成交量佔該所全部農產品成交量的百分比。  
 (2) 三大產品總成交量佔所有農產品全球成交量的百分比。

資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

### 3.3.4 能源

各個資產類別中，能源類的場內產品數量最多（見上文第 2 節）。2019 年年底全球 876 隻能源產品中，單是 NYMEX 就提供了其中的 561 隻（64%）。但 NYMEX 成交量最高的十大能源產品已佔該所能源產品總成交量的 96%<sup>13</sup>。

能源產品以原油產品為主。2019 年按成交量排最高的三家交易所（俄羅斯 MOEX、美國 NYMEX 和 ICE Futures 歐洲）成交量最高的能源產品都是原油（見表 7）。

<sup>13</sup> 資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

交易所	交易所佔該資產類別全球成交量的百分比	產品	合約單位	2019 年成交量（合約張數）	佔該所全部能源產品的百分比 <sup>(1)</sup>	佔全球成交量的累計百分比 <sup>(2)</sup>
MOEX	24.6%	布蘭特原油期貨	10 桶	625,284,893	99.9%	24.6%
		輕原油期貨	10 桶	769,032	0.1%	
NYMEX	23.5%	西德州中級輕原油期貨	1,000 桶	291,465,320	48.7%	17.5%
		亨利港天然氣期貨	10,000 百萬英熱單位 (MMBtu)	103,394,504	17.3%	
		美國無鉛汽油期貨	42,000 加侖	49,851,807	8.3%	
ICE Futures 歐洲	19.1%	布蘭特原油期貨	1,000 桶	246,921,939	50.9%	15.1%
		低硫汽油期貨	100 公噸	80,210,173	16.5%	
		西德州中級輕原油期貨	1,000 桶	57,292,213	11.8%	

註：  
 (1) 產品成交量佔該所全部能源產品成交量的百分比。  
 (2) 三大產品總成交量佔所有能源產品全球成交量的百分比。

資料來源：FIA 每月統計數據（2019 年 12 月份報告）。

#### 4. 總結

大宗商品的衍生產品交易向來場內場外皆有。場外市場的交易於 2008 年全球金融危機後已然減退，而場內大宗商品衍生產品（主要為期貨）的交易有上升趨勢，同時亞洲區交易所的市場份額亦不斷增加。這可歸因於全球經濟增長、於組合投資中使用大宗商品的趨勢有所增加，以及內地經濟及內地大宗商品交易所於全球市場中崛起。

雖然歐美成熟市場於大宗商品的產品數目方面領先，但成交量方面則是內地大宗商品衍生產品交易所佔優。大宗商品的四大類別中有三類（貴金屬、非貴金屬及農產品）按 2019 年成交量的交易所排名，三家內地交易所中至少有一家位列全球三甲。內地交易所僅於能源產品方面較為遜色，而能源產品卻佔據了全球大宗商品衍生產品的大部分成交量（主要來自原油期貨）。

與西方成熟市場相比，內地交易所的大宗商品合約單位通常較小，成交周轉率相對較高。與海外同業相比，內地大宗商品衍生產品交易所現時對外資的參與仍然有很大限制。隨著內地交易所進一步開放發展，全球大宗商品衍生產品市場的格局自當會不斷演變。



## 世界各地交易所簡稱

註：括弧內表示國家/地區名稱。

ASX 24	澳洲證券交易所 Trade24 ( 澳洲 )
CBOT	芝加哥期貨交易所 ( 美國 )
CME	芝加哥商品交易所 ( 美國 )
Euronext	泛歐交易所集團 ( 歐洲 )
ICEX	印度商品交易所 ( 印度 )
JSE	約翰內斯堡證券交易所 ( 南非 )
LME	倫敦金屬交易所 ( 英國 )
MDEX	馬來西亞衍生產品交易所 ( 馬來西亞 )
MOEX	莫斯科交易所 ( 俄羅斯 )
MCX	印度多種商品交易所 ( 印度 )
Nasdaq Commodities	納斯達克大宗商品平台 ( 美國 )
Nasdaq NFX	納斯達克期貨平台 ( 美國 )
NCDEX	全國商品及衍生產品交易所 ( 印度 )
NYMEX	紐約商品期貨交易所 ( 美國 )
PMEX	巴基斯坦商品交易所 ( 巴基斯坦 )
TFEX	泰國期貨交易所 ( 泰國 )
TOCOM	東京商品交易所 ( 日本 )
大商所	大連商品交易所 ( 中國 )
上期所	上海期貨交易所 ( 中國 )
上期能源中心	上海國際能源交易中心 ( 中國 )
香港交易所	香港交易及結算所有限公司 ( 中國 )
新交所	新加坡交易所 ( 新加坡 )
鄭商所	鄭州商品交易所 ( 中國 )

## 附錄：有提供大宗商品衍生產品的交易所名單（2019年年底）

編號	交易所名稱	大宗商品 衍生產品數目
1	新加坡亞太交易所	5
2	澳洲證券交易所 Trade24	53
3	巴西證券交易所 (B3)	17
4	伊斯坦堡證券交易所	5
5	意大利交易所 – IDEM	1
6	布達佩斯證券交易所	1
7	芝加哥期貨交易所	48
8	芝加哥商品交易所	28
9	COMEX	39
10	大連商品交易所	22
11	迪拜黃金及商品交易所	11
12	迪拜商品交易所	3
13	歐洲期貨交易所	12
14	泛歐交易所集團衍生產品市場	7
15	香港交易及結算所	13
16	ICE Futures 加拿大	3
17	ICE Futures 歐洲	45
18	ICE Futures 新加坡	3
19	ICE Futures 美國	37
20	印度國際交易所	3
21	印度商品交易所	12
22	印尼商品及衍生產品交易所	6
23	約翰內斯堡證券交易所	51
24	韓國交易所	2
25	倫敦金屬交易所	31
26	馬來西亞衍生產品交易所	4
27	阿根廷布宜諾斯艾利斯及羅薩里歐期貨交易所	27
28	明尼阿波利斯穀物交易所	2
29	莫斯科交易所	16
30	印度多種商品交易所	34
31	納斯達克大宗商品平台	35
32	納斯達克期貨平台	118
33	印度全國商品及衍生產品交易所	22
34	紐約商品期貨交易所	576
35	新西蘭期貨交易所	8
36	北美衍生產品交易所	7

## 附錄：提供大宗商品衍生產品的交易所名單（2019年底）（續）

編號	交易所名稱	大宗商品 衍生產品數目
37	大阪堂島商品交易所	10
38	巴基斯坦商品交易所	46
39	上海期貨交易所	19
40	上海國際能源交易中心	2
41	新加坡交易所	16
42	台灣期貨交易所	4
43	泰國期貨交易所	5
44	東京商品交易所	29
45	鄭州商品交易所	25
<b>衍生產品總數</b>		<b>1,463</b>

註：交易所名稱為資料來源的譯名/本名（按英文名稱的字母順序排列）。

資料來源：FIA 月度統計數據（2019年12月份報告）。

**免責聲明**

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

