

# 全球交易所合并对金砖国家的影响及其应对策略

骆 嘉

(江西师范大学 财政金融学院,江西 南昌 330022)

**摘要:**自20世纪90年代迄今经历了四次全球交易所合并浪潮。在最近一次合并浪潮中,交易所为了回应竞争对手的强势挤压,不得不区域重组、跨国合并齐步走;为了扩大场内市场的有效控制,总是将证券、期货交易所交叉合并;为了角力全球大宗商品定价权,积极推动全球资本市场的一体化。相应的,金砖国家则面临整合优势金融资源的困境、金融风险传染失控的可能和大宗商品定价加剧的纷争诸多问题。对此,金砖国家应从深化金砖国家交易所联盟合作、整合发展中国家的交易所市场、发展场外市场和电子交易平台等方面加以应对。

**关键词:**金砖国家;交易所合并;定价权

**中图分类号:**F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2017)02-0066-08

交易所不仅是资本市场正常运行必要的金融基础设施,而且是全球资本市场中的稀缺金融资源。随着西方国家交易所垄断经营模式被打破,全球主要交易所之间的竞争日益激烈,全球交易所行业格局的剧烈调整正在不断上演。作为交易所联盟的最高形式,全球交易所合并既是大国竞争在资本市场的延续,又是大国对全球经济资源的争夺。每一次全球交易所合并浪潮,既在一定程度上对旧有问题进行清理,又都不可避免地带来新的问题。这些新问题的试图解决,又是掀起下一次全球交易所合并浪潮的潜在因素。

## 一、20世纪90年代以来的全球交易所合并浪潮

交易所合并,即两个或两个以上交易所合并成一个法人实体,并采用单一的交易和结算系统开展运营。纵观全球资本市场的发展历史,不论是为了争夺有限的市场资源,还是为了追求最大的规模效应,全球交易所合并的步伐从未有过停歇。当然,并不是每一个交易所合并案都能顺利完成,部分涉及众多利益攸关方的交易所跨国合并案,因遭到跨国证券监管及司法部门发起的反垄断审查而宣告失败<sup>[1]</sup>,但是,只要合并的目标明确、思路合理、发展战略契合全球经济发展的趋势,则最终都能合并成功。

### (一)第一次交易所合并浪潮:1990年至1997年

第一次交易所合并浪潮的时间跨度为1990年中国A股诞生到1997年亚洲金融危机之前。受20世纪90年代初新自由主义思潮的影响,许多新兴经济体在经济上拥抱“华盛顿共识”的同时,对本国(地区)为数众多的区域性交易所进行了合并。该阶段鲜见交易所跨国合并,大多数由政府主导,并不是市场行为。例如,巴西国有金融体系在经历了20世纪最后10年的改革之后,圣保罗证券交易所成为了巴西国内唯一的证券交易所;历经了十余年的有组织整顿和市场淘汰,俄罗斯逐渐形成了以场内交易龙头莫斯科银行间外汇交易所和场外交易核心俄罗斯交易系统为首的两大证券交易中心。

收稿日期:2016-12-06

基金项目:国家社科基金项目“有限关注的机构投资者行为与板块股价同步性研究”(15BGL050);江西省社会科学十二五(2015年)规划项目“促进我省民间投资活力的战略问题研究”(15YJ15);江西师范大学科研项目“金砖国家股市关联研究:理论与实证”(12016515)

作者简介:骆嘉(1986-),男,江西南昌人,经济学博士,讲师,江西省产业转型升级软科学研究基地、苏区振兴研究院专职研究员,主要研究方向为资本市场和对外投资。

### (二) 第二次交易所合并浪潮: 1998年至2004年

第二次交易所合并浪潮的时间跨度为1998年俄罗斯卢布危机显现到2004年美联储加息之后。得益于以1999年欧元区诞生为代表的欧洲单一市场的初步建立,该阶段的交易所合并多为市场主导下的欧洲国家交易所跨国合并。其中一类以北欧国家为代表。例如,1998年瑞典期货交易所OM AB合并斯德哥尔摩交易所;2003年9月,瑞典期货交易所OM AB与芬兰赫尔辛基交易所合并为OM HEX。另一类以西欧国家为代表。例如2000年9月,荷兰阿姆斯特丹交易所、比利时布鲁塞尔交易所和法国巴黎交易所合并为泛欧交易所;2001年12月,泛欧交易所合并英国伦敦国际金融期货交易所。

### (三) 第三次交易所合并浪潮: 2005年至2009年

第三次交易所合并浪潮的时间跨度为2005年美国次贷危机爆发前到2009年全球金融危机结束前。随着大国竞争的加剧和全球化趋势的增强,英国和法国等主要欧盟国家之间、美国和欧盟国家之间的交易所跨国合并明显增多,并围绕着交易所的跨国合并展开了激烈的竞争。该阶段的交易所跨国合并总体上可分为三个板块:一是美国本土板块。例如2007年7月,芝加哥商品交易所与芝加哥期货交易所合并为芝加哥商品交易所集团;2008年3月,芝加哥商品交易所集团合并超过130年历史的纽约商品交易所控股公司。二是美欧交叉板块。例如,截至2006年10月,瑞典期货交易所OMX合并了大多数北欧国家的证券交易所;2008年2月,纳斯达克与OMX合并为NASDAQ OMX集团;2007年4月,纽约交易所集团与泛欧交易所合并为纽约泛欧交易所。三是新兴经济体板块。例如2008年5月,巴西商品期货交易所与巴西圣保罗证券交易所合并为巴西证券期货交易所;2009年8月,南非约翰内斯堡交易所合并南非债券交易所。

### (四) 第四次交易所合并浪潮: 2010年至今

第四次交易所合并浪潮的时间跨度为2010年后全球金融危机时代至今。经历了前三次20余年的交易所合并,全球交易所的格局分布已基本确定。但2012年12月,成立仅有12年的洲际交易所将拥有近200年历史的纽约交易所收入囊中,打破了这一短暂的平静。与此同时,为了打消诸如美国芝加哥商品交易所集团、纽约泛欧交易所等交易所巨头的潜在合并意图,各国其他交易所纷纷尝试抱团取暖,以试图顺利渡过本轮交易所合并浪潮的寒冬。例如2011年12月,俄罗斯莫斯科银行间外汇交易所与俄罗斯交易系统合并为莫斯科证券交易所;2013年1月,处于守势的日本东京证券交易所和大阪证券交易所合并为日本交易所集团;2014年1月,BATS与Direct Edge合并;2016年3月,英国伦敦交易所集团与德国德意志交易所集团宣布合并;2016年9月,美国芝加哥期货交易所旗下芝加哥期权交易所宣布以32亿美元收购BATS。按照这种趋势发展下去,将有可能形成以美国洲际交易所和芝加哥商品交易所集团、欧洲伦敦-德意志交易所为首的三大交易所巨头,垄断全球交易所行业的局面。

## 二、全球交易所合并的目的及其动因

全球交易所合并有其内在逻辑。回顾20世纪90年代以来的全球交易所合并浪潮不难发现,在历次全球交易所合并中,各交易所为了回应竞争对手的强势挤压,不得不区域重组、跨国合并齐步走;为了扩大场内市场的有效控制,总是将证券、期货交易所交叉合并;为了角力全球大宗商品定价权,积极推动全球资本市场的一体化。

### (一) 区域重组、跨国合并齐步走,回应竞争对手的强势挤压

交易所合并既可以是一国政府主导的自上而下的区域重组,也可以是遵循市场规律的自下而上的跨国合并。受到一国资本账户开放程度、交易所资金实力等现实因素的影响,西方国家交易所与新兴经济体交易所的合并路径并不完全一致,但回应竞争对手的挑战是全球交易所合并的一大原因。

全球交易所行业的新成员层出不穷,各大交易所面临的竞争主要有两个来源。一是传统证券交易所之间的竞争,纳斯达克在纽约交易所合并泛欧交易所之后感受到威胁,与伦敦证券交易所和新加坡交易所结盟。2011年,伦敦证券交易所集团又欲买下与纽约交易所一直关系良好的加拿大多伦多证券交易所集团,从而迫使纽约泛欧交易所与德意志交易所合并。二是传统证券交易所与新兴电子交易所之间的竞争<sup>[2]</sup>。2005年成立的BATS在其诞生之后的第四年,便成为了以交易额衡量的全球第三大证券交易所运营商。同

年,刚成立两年的 Chi - X Europe 占金融时报 100 指数的交易份额,即上升到伦敦证券交易所所占比例的 50%,大大压缩了后者的盈利空间<sup>[3]</sup>。

就西方国家交易所而言,早期的 OM HEX 和泛欧交易所分别是欧洲国家交易所基于地缘关系开展跨国合并的产物,且随着全球化的不断深入推进,尤其是国际金融危机发生前后的交易所跨国合并越来越活跃,2007 年至 2014 年间存在的纽约泛欧交易所便是很好的例证。但随后爆发的国际金融危机,不仅带来了全球经济的失序,而且催生了对全球化的反思,后国际金融危机时代的交易所合并再次向区域重组回归。例如,美国芝加哥商品交易所集团和日本交易所集团分别是立足于美国和日本本土的交易所集团;洲际交易所为了规避欧盟监管部门的审查,将纽约泛欧交易所旗下的纽约交易所收入囊中,在 2014 年剥离了纽约泛欧交易所旗下的泛欧交易所<sup>[4]</sup>。

与西方国家交易所不同,新兴经济体交易所则更倾向于通过区域重组来实现交易所合并,交易所跨国合并的案例并不多见。其中很大一部分原因在于,新兴经济体交易所大多采用非标准化的交易规则和清算系统,在很大程度上提升了交易所跨国合并的潜在改造成本。更何况,当前部分新兴经济体的资本项目仍然受到严格的管制,印度孟买证券交易所、中国上海证券交易所等新兴经济体的主要交易所至今保留互助性质,非商业化、非公司化的机构运营模式令上述交易所开展区域重组都缺乏可行性,更不用说开展高难度的跨国合并了。所有这些都是新兴经济体交易所实施跨国合并需要克服的资金及法律障碍。

## (二) 证券、期货交易所交叉合并,扩大场内市场的有效控制

按照交易产品的不同,交易所可分为买卖现货的证券交易所和买卖衍生品的期货交易所。20 世纪的全 球证券市场和期货市场高度分割,每个国家(地区)一般存在一个占据主导地位的证券交易所和衍生品交易所<sup>[5]</sup>。全球交易所合并令证券交易所和期货交易所之间的界限越来越模糊。

第一、第二次交易所合并浪潮以证券交易所之间的横向合并为主。如果说 2000 年 9 月荷兰阿姆斯特丹交易所、比利时布鲁塞尔交易所和法国巴黎交易所合并为泛欧交易所开启了证券交易所跨国合并的序幕,那么,1998 年瑞典期货交易所 OM AB 合并斯德哥尔摩交易所,以及 1999 年 12 月新加坡交易所合并新加坡国际金融交易所、证券清算与电脑服务公司为新加坡交易所,则是一种证券交易所与上下游清算机构及衍生品交易所的合并,它标志着证券交易所纵向合并时代的来临。

第三次交易所合并浪潮以期货交易所之间的横向合并为主。作为交易所行业最具成长性的业务单元,西方国家交易所利润增长的源泉正是来自规模日益增大的衍生品交易。基于互联网通信技术的纳斯达克、BATS、Direct Edge、Chi - X Europe 等经营证券及衍生品的电子交易平台的崛起,不仅加剧了欧美等国家证券期货行业的竞争,而且挤压与侵蚀了传统交易所的市场份额和盈利空间。许多交易所之所以主动选择与电子交易平台合并,正是出于维持自身利润水平,从而在竞争日益激烈交易所行业中生存下来的无奈选择。在全球衍生品市场最为发达的美国,老牌期货交易所之间的合并尤其引人瞩目。例如,2007 年 7 月芝加哥商品交易所与芝加哥期货交易所合并为芝加哥商品交易所集团,2008 年 3 月芝加哥商品交易所集团合并纽约商品交易所控股公司。这两次成功实施的交易所合并,令芝加哥商品交易所集团拥有了金融、能源、农产品和贵金属等全品种期货期权产品,为其成为全球最大的商品期货交易奠定了基础。

第四次交易所合并浪潮以证券期货交易所之间的交叉合并为主<sup>[6]</sup>。同为一国(地区)资本市场交易的金融基础设施,交易所经营期货等衍生品的回报率远远高于证券交易,期货交易所由此吸引了证券交易所关注的目光,这也反过来促成了交易所合并思路的转变。例如,2012 年 12 月,洲际交易所合并美国纽约泛欧交易所,获得该集团旗下英国伦敦金融期货交易所,为其带来了进入固定收益期货市场的机会;同一时间,通过合并全球最大基础金属合约市场的英国伦敦金属交易所,中国香港交易所集团可立即开启其商品市场的战略。通过交叉合并,交易所能在保持服务水准的同时,有效提升交易品种和服务的综合性和多样性,扩大自身对场内市场的控制力。

## (三) 推动全球资本市场一体化,角力全球大宗商品的定价权

资本市场的资源配置功能服务于一国国民经济发展,全球化背景下一体化的资本市场更是大国竞争的重要舞台。交易所合并延伸了各交易所自身的业务触角,有利于其在全球资本市场变革的机遇中拔得头筹,

进而夺取市场话语权。

第三次交易所合并浪潮兴起之前,不少交易所的业务项目都较为单一,或专注于股票业务,或专注于利率、债券、指数等金融衍生品,还有一些则主要关注大宗商品交易。国际金融危机爆发之后,欧美等国企业区域重组与跨国合并数量及金额直线上升,国际资本流动和再配置速度明显加快,由西方国家交易所跨国合并推动的全球资本市场一体化,是解决上述问题的现实选择。交易所跨国合并为上市公司提供了更为广阔的融资渠道,不仅突破了交易所运营的区域限制,降低了不同证券监管环境下资本跨国流动的成本,而且将跨国企业的部分交易费用内化为经营费用,使上市公司能够以较低的成本实现其全球资源配置的目标。

西方国家交易所跨国合并的另一个目的,是要进一步角力全球大宗商品的定价权。这一点,在期货交易所的区域重组和跨国合并上体现得尤为明显。当前,全球大宗商品的定价权由美国主导,日本和欧洲也在某些领域扮演着重要角色。全球大宗商品的定价权掌握在以成交额衡量全球最大商品期货交易所的美国芝加哥商品交易所以及拥有多达23个固定交易场所的洲际交易所手中。之所以会这样,是因为全球大宗商品交易主要存在两种定价机制:一是针对成熟期货品种与相关期货市场的初级产品定价,主要参考全球主要期货交易所的标准合约价格来确定;二是针对铁矿石等初级产品的价格定价,主要由交易双方每年通过谈判达成。在这两个定价机制中,无论纽约还是伦敦及芝加哥,都由于其充分发育的报价、交割、合约标准以及其他一系列体系支撑,几乎垄断了全球大宗商品的相关定价权。美国的纽约商品交易所控股公司、英国的伦敦国际金融期货交易所等交易所经过多年的发展,先后成为该地区或领域中的领头羊,而同样是经历了交易所的跨国合并,其地区或领域强者的地位先后分别由美国芝加哥商品交易所和洲际交易所继承。如果有关国家证券监管部门对交易所跨国合并不闻不问的话,那么可以预见的是,未来全球大宗商品的定价权会全部集中在一个世界性的交易所领导者手中。

### 三、全球交易所合并对金砖国家的影响

全球交易所合并浪潮的背后是大国在全球经济资源和国家地位上的竞争。尤其是在眼下方兴未艾的第四次全球交易所合并浪潮中,西方国家交易所跨国合并愈演愈烈,挤压了金砖国家整合全球优势金融资源的空间;由交易所跨国合并带来的监管放松和监管套利,毫无疑问地是全球金融风险传染和金融危机爆发的根源;全球大宗商品的定价权越来越向西方国家交易所集中,金砖国家交易所与西方国家交易所的全球大宗商品定价权争夺也越来越激烈。

#### (一) 面临整合优势金融资源的困境

交易所是市场经济条件下一国的核心金融资源,面对愈演愈烈的西方国家交易所跨国合并,金砖国家交易所的议价能力被大幅削弱,金砖国家整合全球优势金融资源的空间受到了挤压。在金融自由化和金融一体化大背景下,西方国家交易所与新兴经济体交易所达成了许多战略合作协议,通过持有新兴经济体交易所部分股权的方式,获得了后者的优势金融资源。以G20国家为例,美国芝加哥交易所集团持有巴西证券期货交易所5.32%股权,德国德意志交易所集团和新加坡交易所分别持有印度孟买证券交易所5.0%股份,美国纳斯达克OMX集团同时持有土耳其伊斯坦布尔交易所7.0%股份。受一国资本项目管制及交易所互助属性的影响,新兴经济体交易所持有西方国家交易所股份的情况并不多见,为数不多的收购案包括:阿联酋迪拜交易所于2007年9月收购英国伦敦交易所集团10.3%股份。金砖国家交易所中只有巴西证券期货交易所自2008年2月起持有美国芝加哥交易所集团5.0%股权,其它金砖国家交易所与西方国家交易所或除金砖国家之外的新兴经济体交易所之间少有交叉持股。

在金砖国家交易所中,巴西、俄罗斯和南非已经拥有了单一的全国性场内市场,即巴西证券期货交易所、俄罗斯莫斯科交易所和南非约翰内斯堡交易所分别集成了本国的证券及衍生品交易。上述三家交易所都在2014年之前实现了上市,但迄今为止,除巴西证券期货交易所之外,另外两家交易所均未对其他交易所发起过股权收购的要约。比较而言,印度和中国国内的交易所行业还处于相对分散的状态,中央政府与地方政府正围绕着交易所的发展权不断地开展博弈。其中,印度交易所行业呈现为证券期货交易所碎片化的特点。作为全球本土上市公司数量最多的国家,印度能够从事期货业务的交易所多达7家,其中不乏孟买证券交易

所和印度国家交易所等证券交易所,印度交易所行业面临过度竞争的难题。中国交易所行业则表现出证券交易所强而期货交易所弱的特征。虽然上海证券交易所和深圳证券交易所的年度证券成交额之和已经超过了美国纽约交易所,但是大连商品交易所和上海期货交易所的年度期货合约成交额与美国芝加哥商业交易所集团或英国伦敦金属交易所相比还有很大的差距。由于不涉及跨国证券监管和司法部门的审查和协调,交易所行业的国内整合难度往往会小于交易所跨国合并的难度。但中国交易所当前分散在大连、上海、深圳、香港和郑州等地,中国交易所行业的未来整合之路还很漫长,更不用说整合其它国家(地区)交易所的优势金融资源了。

### (二) 面临金融风险传染失控的可能

交易所区域重组并非易事,交易所跨国合并更会带来复杂的监管问题。但凡成功的交易所跨国合并,都必须在一定程度上协调证券监管部门的跨国监管<sup>[7]</sup>。由西方国家交易所跨国合并带来的监管放松和监管套利等副作用,毫无疑问地是全球金融风险传染和金融危机爆发的根源。

西方国家交易所跨国合并为企业在交易所内部不同板块之间转移开启了绿灯。相对在不同交易所之间开展转板或多重上市,上市公司在同一家交易所内部不同市场之间转移的成本大大降低,上述行为存在监管放松的风险。以2008年10月美国纽约泛欧交易所合并美国证券交易所为例,作为新成立交易所集团内部经营的商业安排,美国证券交易所被更名为纽约交易所创业板。一部分原美国证券交易所上市公司未达到纽约交易所主板上市要求,因而继续留在纽约交易所创业板进行交易,但更大一部分上市公司则在纽约泛欧交易所的安排下,直接转移至纽约交易所主板开展交易。创业板市场的风险水平大于主板市场的风险水平,交易所合并令资本市场局部风险在短期内大幅积聚,“大而不能倒”的西方国家交易所巨头有可能成为全球金融风险传染和爆发的潜在根源。

部分跨国上市公司出于提高公司股票整体流动性的考虑,同样会选择到流动性水平更高的市场上多重上市,西方国家交易所跨国合并更加为其提供了便利,上述行为存在监管套利的风险。以2007年4月美国纽约交易所集团合并泛欧交易所为例,合并后的纽约泛欧交易所的美国市场与欧洲市场完全联通。荷兰国际集团等部分原先在泛欧交易所的上市公司,将其二次上市的交易所选定为纽约交易所,法国金雅拓等部分原先在纽约泛欧交易所巴黎分部的上市公司,选择纽约泛欧交易所阿姆斯特丹分部作为其双重上市的交易所。已有研究表明,监管套利是2008年国际金融危机爆发的根源之一,这些在跨国交易所集团内部、不同交易所之间多重上市的公司,是全球金融风险跨国传染的重要媒介。

另外,西方国家交易所跨国合并后倾向于使用单一的交易和结算系统,以提高交易所交易和结算的整体效率,但这对于跨国合并的西方国家交易所来说是个不小的挑战。因为资金结算环节既是证券交易的重要环节,又是风险集中汇集的关键环节。同样以纽约泛欧交易所为例,其美国市场分别由纽约投资组合结算公司和期权结算公司结算,欧洲市场的结算则由伦敦结算所和欧洲银行票据交换所共同负责。姑且不论多种货币的使用是否让纽约泛欧交易所的结算环节暴露在汇率波动风险当中,单独考虑美国期权结算公司同时充当纳斯达克OMX公司、芝加哥期货交易所和波士顿期货交易所三者共同结算机构的角色,其中就已经蕴含了巨大的交易结算风险和操作风险。这种交易所与结算所分离的独立结算模式,虽然可以提高证券交易中央对手方的履约担保能力<sup>[8]</sup>,但也可能让市场参与者的信用风险大幅聚集,从而令结算机构成为一国系统性金融风险产生及其跨国传染的源头,并且可能给金砖国家带来金融风险传染失控的危机。

### (三) 面临大宗商品定价加剧的纷争

在全球证券期货交易所跨国合并的趋势下,西方国家交易所形成了利益共同体,西方国家更是牢牢把握住了大宗商品的定价权。当前,除印度和中国的大宗商品定价权依旧掌握在本国交易所手中之外,巴西、俄罗斯和南非等国交易所已经在很大程度上向西方国家让渡了其对大宗商品的定价权。通过与金砖国家交易所建立越来越紧密的合作关系,全球大宗商品的定价权越来越向西方国家交易所集中。

就巴西和俄罗斯而言,两国交易所对原油和铁矿石等大宗商品的定价权几乎丧失殆尽。之所以会这样,原因在于上述两国交易所既提供以当地货币计价的期货品种,又提供以美元计价的期货品种,而一旦使用美元计价,则丧失了本国货币在部分大宗商品定价上的话语权。巴西证券期货交易所的原油期货合约以CME

迷你原油期货为标的,俄罗斯莫斯科交易所的原油期货合约则以 ICE 北海布伦特原油为标的,上述合约均以美元计价和交割。作为全球排名第9和第3的产油国,巴西与俄罗斯交易所基本放弃了对原油定价的主动权。同样,作为全球排名第3和第5的铁矿石生产国,巴西与俄罗斯交易所均未提供铁矿石期货品种供国际国内投资者交易,也放弃了对铁矿石的定价。目前,巴西尚可凭借较为发达的现代农业优势,在咖啡、玉米和冰糖等农副类大宗商品定价权上有与西方国家讨价还价的空间,俄罗斯则除了铜产品期货之外,基本失去了对其他大宗商品定价的话语权。

就南非而言,南非交易所的情况在金砖国家交易所中最为特殊。作为非洲地区最大的交易所,虽然南非约翰内斯堡交易所与美国芝加哥交易所集团之间并未达成战略合作协议或实现交叉持股,且与中国、印度的交易所一样,约翰内斯堡交易所的期货品种均以南非当地货币兰特计价和交割,但除了牛肉期货是与红肉屠宰场协会联合推出的品种之外,其原油、黄金、柴油、玉米、小麦和大豆期货分别追踪的却是 NYMEX 原油、COMEX 黄金、ICE 欧洲柴油、CBOT 玉米、CME 小麦和 CBOT 大豆等西方国家主要交易所期货品种。换言之,如果不考虑南非约翰内斯堡交易所的证券和债券市场,该交易所几乎就等于是美国芝加哥商品交易所集团在非洲开设的分部。

当然,第四次交易所合并浪潮方兴未艾,争夺大宗商品定价权的博弈也一直在进行。作为全球最主要的大宗商品生产国和消费国,崛起中的金砖国家对现有大宗商品的定价体系发起多次挑战,旨在改变当前的被动局面,各国交易所层面的全球大宗商品定价权争夺越来越激烈。例如,继2012年12月中国香港交易所合并英国伦敦金属交易所,并推出以人民币定价的 LME 基础金属商品合约;中国大连商品交易所和上海期货交易所在2015年的大宗商品合约成交量升至10亿份,超过了美国芝加哥商品交易所和洲际交易所,成为按成交合约数衡量全球排名前二的期货交易所;印度多种商品交易所也紧随其后。

#### 四、金砖国家交易所行业的应对策略

全球交易所合并浪潮一次次地重塑了全球交易所行业的格局,尤其在当前,金砖国家交易所已经处于相对西方国家交易所而言极为不利的境地。金砖国家要想在未来的全球交易所行业中占据一席之地,必须进一步深化金砖国家交易所联盟合作,提升金砖国家交易所联盟的含金量;维护广大发展中国家利益,整合发展中国家交易所市场;转变金砖国家交易所行业发展思路,发展场外市场和电子交易平台等方式,提升金砖国家的全球金融制度性话语权。

##### (一) 深化金砖国家交易所联盟合作

作为一支代表新兴市场和发展中国家的有生力量,于2011年10月成立的金砖国家交易所联盟是金砖国家联合应对全球主要交易所合并的积极尝试。然而,尽管联盟早在2012年3月便已实现了成员交易所股指期货的互挂买卖,但各成员交易所近年来上述股指期货的成交量几乎月月为零,其象征意义大于实际价值。所以,金砖国家应该充分重视构建金砖国家交易所联盟的初衷,在现有的基础上进一步落实并强化金砖国家交易所联盟的合作,发挥金砖国家交易所联盟的重要作用,以便共同应对全球交易所合并浪潮的影响。

首先,与证券交易所面临为国内经济服务、筹集资本的任务,因而需要一定的国内保护不同,期货交易所的本质属性决定了它的交易必须走国际化之路。在全球证券交易所与期货交易所交叉合并、衍生品利润超过证券利润的趋势下,金砖国家应整合各成员国交易所行业优势金融资源,既吸收中国上海证券交易所和深圳证券交易所等证券交易所成为联盟新成员,又邀请印度多种商品交易所、中国大连商品交易所、中国上海期货交易所等期货交易所加入联盟,以提升金砖国家交易所联盟的含金量。

其次,在与西方国家交易所合作的基础上,更加强化金砖国家交易所之间的多边合作。应充分挖掘和发挥金砖国家交易所的比较优势,促成金砖国家交易所联盟实现更深一步的合作。例如,尽管中国内地证券交易所与联盟内其他证券交易所相比还有比较大的差距,但是中国内地期货交易所的期货品种却是金砖国家期货交易所当中最为齐全的。应以人民币加入 SDR 货币篮子为契机,促成中国内地期货品种到金砖国家其他交易所挂牌交易,推动建立金砖国家一体化商品市场。

最后,为了扭转部分成员国交易所大宗商品定价权缺失的不利局面,联盟中的金砖国家期货交易所应抓

紧扩充和完善交易大宗商品的种类,并尽量使用本国货币对大宗商品进行定价。例如,巴西需要尽快推出以当地货币计价和结算的铁矿石期货和原油期货;俄罗斯需要对莫斯科交易所商品期货市场进行全方位的重新设计,以充实可供交易的商品期货品种;南非需要克服约翰内斯堡交易所期货市场过度国际化的缺陷,根据本国实际情况制定面向非洲市场的商品期货合约细则。

## (二) 整合发展中国家的交易所市场

全球交易所数量众多,但真正具有国际影响力的交易所却主要集中在G20国家。随着G20由国际金融危机的应对机构向全球经济的长效治理机构转变,西方国家与发展中国家将围绕交易所这一金融基础设施展开越来越激烈的争夺,金砖国家应最大程度地依托G20平台,成为整合发展中国家交易所的主力军。

作为国际社会中新兴市场和发展中国家代言人,G20中的金砖国家在改变西方国家牢牢把握大宗商品定价权上存在共同利益。金砖国家应肩负起维护广大发展中国家利益的国际责任,金砖国家交易所也应在G20框架下有所作为。与西方国家交易所相比,金砖国家交易所既没有完全实现公司化又没有完全保留互助化的特征,恰恰是金砖国家交易所整合发展中国家交易所的优势所在。在G20范围内的发展中国家期货交易所当中,阿根廷布宜诺斯艾利斯期货交易所和罗萨里奥期货交易所、印度尼西亚商品和衍生品交易所、墨西哥衍生品交易所和土耳其衍生品交易所都是金砖国家交易所。

金砖国家交易所对发展中国家交易所的整合,可以两条路并行。其一,如果整合的对象是已经实现公司化的交易所,那么就可以巴西证券期货交易所、俄罗斯莫斯科交易所、中国香港交易所或南非约翰内斯堡交易所等公司化交易所为牵头交易所,通过共同研发交易系统、跨国交叉持股等方式,带动印度和中国的交易所,抱团参与全球发展中国家主要交易所的合作与竞购。以下经验值得借鉴:在2008年3月美国芝加哥商品交易所集团合并纽约商品交易所控股公司之前,双方已有两年的业务合作关系,后者期货合约的电子交易也是通过前者电子交易平台Globex进行的。其二,如果整合的对象是依旧保留互助化的交易所,那么可以借鉴中国上海证券交易所、深圳证券交易所和香港交易所之间开展沪港通、深港通等互联互通的经验,在既不改变相关交易所组织架构,也不引入额外汇率波动风险的条件下,最大限度地保留本地制度规则与市场交易习惯,打破金砖国家交易所与其他发展中国家交易所之间的壁垒,扩大发展中国家的共同市场。

## (三) 发展场外市场和电子交易平台

互联网通信技术的进步,令不同交易所之间的时空间隔日益消失。历史地看,自2008年全球金融危机爆发以来,美国和欧洲出现了许多具有重大影响力的另类交易系统(ATS)和多边交易设施(MTF)<sup>[9]</sup>,在挤压西方国家传统交易所发展空间的同时,也对金砖国家交易所构成了一定的挑战。作为当时以交易量衡量的美国第四大交易所,Direct Edge曾于2012年四季度计划在巴西里约热内卢建立一个新的交易所,以打破巴西证券期货交易所对巴西国内资本市场的垄断。普遍认为,西方国家交易所合并之所以变得越来越频繁,正是出于应对来自纳斯达克、BATS、Direct Edge、Chi-X Europe等场外市场和电子交易平台的激烈竞争。

从金砖国家交易所运营的现状看,金砖国家交易所行业当前呈现出两种不同的发展趋势:一种是以巴西、俄罗斯和南非等国为代表的交易所行业集中化发展思路,如巴西证券期货交易所是巴西国内唯一的交易所,俄罗斯莫斯科交易所是俄罗斯证券交易的核心,南非约翰内斯堡交易所集证券期货交易于一身;另一种是以印度和中国为代表的交易所行业分散化发展思路,两国在大力提升全国性交易所影响力的同时,也为区域性交易所及地方股权交易所的生存预留足够的空间。因此,随着全球移动互联网的快速普及,金砖国家应适当转变交易所行业发展思路,在进一步增强交易所实力的同时,通过大力发展场外市场和电子交易平台主动出击,利用互联网通信技术进步扭转本国交易所全球交易所合并中所处的不利局面。

西方国家的传统金融具有先发优势,但发展中国家的互联网金融则具有后发优势<sup>[10]</sup>。金砖国家应转变交易所行业属于自然垄断行业的传统思维,抓住互联网+带来的赶超机遇,由金砖国家知名投资银行和大券商牵头,组建一个超越国界、面向新兴市场、能够全天候运转的证券及衍生品电子交易所公司,推动建立金砖国家贸易和投资的一体化大市场。对中国而言,应规范多层次资本市场背景下地方性场外市场的有序发展,突出各家区域性交易所的特色,避免因地方行政手段干预带来的交易所同质化竞争和金融基础设施重复建设问题,使之成为金砖国家其他交易所学习的榜样。

## 参考文献:

- [1]林海. 纽约证券交易所并购案及其启示[J]. 特区经济 2014(4).
- [2]萧莺. 全球证券交易所四大发展趋势[J]. 中国金融 2012(4).
- [3]皮六一, 陈启欢. 全球证券交易所产业整合新趋势及思考[J]. 证券市场导报 2013(2).
- [4]林帆, 罗麟. 洲际交易所依托兼并收购推进业务发展的启示[J]. 上海金融 2015(12).
- [5]刘春彦, 贺锡霞. 世界交易所合并浪潮及其启示[J]. 中国金融 2011(5).
- [6]崔明. 期货交易所并购浪潮与期货业反垄断的国际趋势[J]. 现代管理科学 2012(8).
- [7]肖奎, 程宝库. 纽约证券交易所与泛欧证券交易所合并背景下美国跨境监管的路径选择[J]. 南方金融, 2015(8).
- [8]汤云龙, 常飞. 全球交易所战略合并背景下我国期货结算模式创研究[J]. 上海金融学院学报 2014(1).
- [9]王军. 全球证券交易所并购浪潮及影响[J]. 中国金融 2012(4).
- [10]周应恒, 巩世广. 互联网金融的后发优势: 国际经验与引申[J]. 改革 2016(2).

## The Impact of the Global Exchange Merger on the BRICS and Its Coping Strategies

LUO Jia

(School of Finance, Jiangxi Normal University, Nanchang, Jiangxi 330022, China)

**Abstract:** It has experienced four global exchange merger waves since the 1990s. In the very recent wave of consolidation in order to respond the strong squeeze of their competitors, the exchanges had to conduct regional restructuring as well as cross-border merger; in order to expand the effective control of floor market, they always cross merger the securities and futures exchange; and they promoted the integration of global capital market to wrestle global commodity pricing power. Accordingly, the BRICS faces the dilemma: integration of financial resources, the possibility of wilding financial risk infection and the intensified commodity pricing power disputes. In this regard, BRICS should deepen the BRICSMART cooperation, integrate developing countries exchange market, develop OTC markets and electronic trading platform, etc.

**Key words:** BRICS; exchange merger; pricing power

(责任编辑: 黎 芳)