



# 國際與臺灣期貨保證金制度簡介

金融法制暨犯罪防制中心董事長◎邵之雋

**期**貨交易之起源可追溯至17世紀，是為農民及商人規避農產品、金屬或能源等商品之價格風險而生，是以規避價格風險為期貨市場最原始功能，除此之外，期貨交易亦具價格發現功能、投機與吸收游資活絡交易功能。期貨市場商品係以未來契約做交易，契約到期才交割，因此誠信為期貨市場安全交易之鑰，結算所即以誠信履約做中介交易，承擔交易雙方的信用風險，因此，為不使結算所承擔過大風險，又需降低違約的可能，交易人（客戶或委託人）需繳存保證金，除了作為損失準備外，也為交易人交易損失的警戒，因未平倉部位需每日結算，一旦權益數低於維持保證金標準，就需再補繳足至原始保證金水準，否則期貨經紀商可自行了結期貨契約。通常應存入金額僅為契約

價值的5%~10%，財務槓桿倍數可達10倍至20倍，爰此期貨交易具有以小搏大的財務特性，可使獲利放大，亦可能造成損失倍增。

## 一、期貨保證金結構

期貨市場保證金分為兩層，第一層為期貨結算所向期貨經紀商或具結算會員收取之結算保證金，第二層為期貨經紀商或結算會員向期貨交易人收取之客戶交易保證金。期貨交易人於期貨經紀商下單，客戶交易保證金帳戶由期貨經紀商管理，並受結算會員監督，結算會員之結算保證金則受期貨結算所管理。故期貨交易所與期貨交易人並無契約關係，兩者之間的橋樑即為期貨經紀商，未來若產生期貨交易糾紛，期貨交易人係對期貨經紀商求償，無法對期貨交易所求償。



## Cover Story

保證金是期貨交易人履行交割義務之擔保品，保證金之多寡與價格波動大小成正比。期交所參考以往價格波動及市場風險狀況以決定最低保證金標準，分為原始保證金、維持保證金及結算保證金，各商品保證金結構比例約為結算保證金：維持保證金：原始保證金約為1：1.035：1.35。

國際知名期貨市場保證金的收取方式皆採二階層處理，亦即結算所管理對結算會員收取結算保證金的方式，結算會員對客戶收取結算保證金方式有分為授權期貨商管理，亦或交易所亦有訂定相關的管理規則，以下就主要國家之收取方式說明。

### （一）結算保證金

#### 1. 美國芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）

根據CME交易規則第816條對於結算會員以有價證券繳交之規定，則要有最低保證金之存款；結算所通知結算會員應繳存此最低保證金，要求未達規定者必須於5天內補足，然依風險的不同，補足的時間亦可視為1個小時內。另期貨商須於芝加哥商業交易所指定的結算會員開立客戶及結算保證金帳戶，且須與自有資金分離存放。

依據CME交易規則第820條及第824條規定，可以用來抵繳保證金的履約保證形式包含美元、澳幣、英鎊、加拿大幣、歐元、紐西蘭幣、挪威克羅納、瑞典克朗、瑞士法郎、日圓、墨西哥披索等外幣之現金、美國政府公債、政府資助之機構與組織所發行的債券、外國政府債券、不動產貸款抵押受益

證券、特定擔保品、信用狀及股票。

雖然CME必須遵循美國商品期貨交易委員會（Commodity Future Trading Commission, CFTC）對於保證金相關繳存與使用之規定，然而CME並非完全依CFTC的規定，一些CFTC允許持有的有價證券，CME並不直接接受，而是透過其他特別擔保品管理計畫（Interest Earning Facility, IEF）來持有，主要內涵如下，目的在於增加擔保品的收益以及收取的彈性：

#### （1）貨幣市場共同基金管理計畫（IEF2）：

CME作為結算會員與貨幣市場共同基金（Money Market Mutual Funds, MMMFs）之間的平台，即是結算會員可以透過CME選擇經CME認可的貨幣市場共同基金作為保證金的擔保品。若該共同基金產生利息則仍歸屬該結算會員，利息是採每日應計基礎，每月月底得依：一、增加貨幣市場共同基金股數；二、現金存入以作為結算保證金；或是三、直接發放現金，三種方式之一發放於結算會員。而CME的利益則是與貨幣市場共同基金之間私下協商決定。

#### （2）有價證券管理計畫（IEF3與IEF4）：

此兩計畫類似於附買回交易。關於這個計畫有兩個方案，一為隔夜證券抵押方案（IEF3），於2003年5月開始實施，為包含一個具現金成分的隔夜證券的擔保品；另一為期限證券的抵押方案（IEF4），於2004年10月開始實施，為包含一個期限證券的擔保品，而期限的定義是由結算會員所訂定。



### (3) 現金付息計畫 (IEF5)：

結算會員在銀行開立信託的帳戶，而銀行的帳戶每月支付利潤給結算會員。IEF5已經通過CFTC的審核，於2004年7月開始實施。由於此計畫非常類似於信託功能的定期存款，相當於持有現金，具有100%的流動，提供現金轉換但無須購買或交付證券。連結的利率是根據隔夜基準與Bloomberg和其他財務新聞的資訊。可以符合50%的核心要求，即不需受限於集中度的要求。

#### 2. 香港

香港期貨結算有限公司 (HKFE Clearing Corporation Limited, HKCC) 及香港聯合交易所期權結算所有限公司 (SEHK Options Clearing House Limited, SEOCH)，分別為香港期貨交易所有限公司及香港聯合交易所有限公司之衍生產品合約的結算所。香港交易所明確指出，結算會員需每日向期交所交付結算保證金，其中包含的款項有每日因市場波動所需調整補繳之結算保證金、盤後補繳及其他現金繳款要求及額外之儲備基金供款。

結算會員除了可以在其中一間結算銀行開立帳戶外，亦可於其指定之銀行開立帳戶，與結算所進行資金往來；亦可透過票據交換所自動轉帳系統進行。然而在一天的波動中，結算所因市場價格變動所做的價格調整，如結算會員帳戶保證金不足需補繳保證金時，只能以港幣現金補繳，且結算會員需於接獲通知後1小時亦需補足，如未能及時補繳，結算會員可能會遭受以「失責」的處

罰，交易所除了以失責處理外，就是要求違約結算會員亦得完成補繳手續。其次，結算參與者則必須確保其特定帳戶有充足結餘支付繳款指示，而負責的交收銀行亦必須在下一個營業日上午9時15分或之前通知結算所，該款項已繳付。

另值得注意者，根據香港交易所的期貨結算所規則及程序第四章第408條規定，每日盤中至少須計算一次所有未平倉合約的變價調整。而第410條則規定期貨結算所需於每個營業日盤中至少計算一次所需按金及變價調整，其中現金結算合約則直到合約已平倉或已到期或被行使，以較早時間為準。實務交割合約，則直到合約已平倉或已交收，亦是以較早時間為準。第411條則規定期貨結算所可於任何營業日要求即日追收變價調整。

香港期貨結算有限公司及香港聯合交易所期權結算所有限公司均是透過共同抵押品管理系統 (Common Collateral Management System, CCMS)，其中結算保證金的形式可以現金或其他經核准的有價證券來抵繳，其中的有價證券的抵繳比率最高仍為50%。而可接受抵繳的形式包括港元、歐元、日圓及美元等現金、銀行擔保、外匯基金票據及債券、美國政府國庫票據及債券、股票。

### (二) 客戶保證金

#### 1. 美國

根據芝加哥商品交易所規則第93條只提到保證金的繳交必須依據CFTC Regulations 41.45 (b)中之規定，保證金不能低於證券期



## Cover Story

貨市值的20%辦理，並無規範結算會員對客戶應如何收取保證金之相關規範。保證金的繳交形式則依CME交易所規則第932條以及CFTC的交易規則第41.46條，准用現金或是其他有價證券形式抵繳，CFTC交易規則T220.12條規中亦有詳細之規定，保證金是可以相關之有價證券來抵繳。

根據美國期貨交易管理委員會（CFTC）於子法「芝加哥商品交易所規則」第930.G條中即有載明當客戶已提供有價證券或其他財產作為擔保時，期貨商得對其融通。芝加哥商業交易所於交易所規則中亦明文規定，結算會員於客戶所提供之擔保符合CFTC規則中有關財務計算之規定時，得對客戶融資以利後者履行其保證金義務。

### 2. 香港

香港「證券及期貨條例」（Securities and Futures Ordinance）中並未有規範期貨商應如何收取客戶保證金之相關規定。相關子法亦要求應將客戶存金分離存放，以及規定與客戶約定保有其存金利息時，應如何領取該利息外，同樣未對客戶繳存保證金有任何規範。於香港期貨交易所規則、規例及程序（Rule, Regulation and Procedures of Futures Exchange）第617條第a項規定：「除本規則(b)段所規定或就客戶的未平倉合約平倉或本交易所可能不是一般或另行訂明的目的外，交易所參與者一概不得與任何客戶進行期貨期權業務交易，直至及除非該交易所參與者從該客戶收取的抵押品，足夠涵蓋該客戶的最低按金要求。」故原則上，香港一般客戶

交易期貨均需預繳，惟客戶符合規則第617條b項所定之條件、期貨商係為客戶平倉及期交所之一般或除外規定等情形例外。

此外，第617條b項規定，另規定，在特殊情形下，即使交易所參與者尚未從該固有客戶收取足以涵蓋其最低按金要求的抵押品，該交易所參與者亦可為該固有客戶進行期貨期權業務交易，但條件是：

- (1) 倘於任何營業日代表該固有客戶建立任何新倉盤，則交易所參與者必須於該營業日結束前就最低按金金額發出補倉通知；
- (2) 交易所參與者必須通知該固有客戶，有關最低按金將於發出補倉通知後在實際可行情況下到期繳付，惟無論如何最遲於下一個營業日內到期支付；及
- (3) 倘任何客戶尚有任何逾期未繳的最低按金補倉，則交易所參與者不得准許該客戶建立任何新倉盤。

儘管有上述規定，惟倘任何固有客戶過往僅進行即日平倉交易，則交易所參與者仍不得代表任何固有客戶進行任何即日平倉交易，直至及除非該交易所參與者已從該固有客戶收取足夠的抵押品，以涵蓋對該客戶的最低按金要求為止。

而准用上述規範，期貨商在為固有客戶進行交易、建立部位之當個營業日結束以前，必須對其發出繳交最低保證金之通知，並同時要求其儘速繳交，繳交之期限則不得遲於次交易日。若有客戶逾期未結算，期貨商即不應允許其再建立新部位。此外，即使



是符合上述條件之客戶，若其「向來」是只作當日沖銷交易（day trade）者，則期貨商在未先收足保證金前，也不得為其進行當日沖銷交易。根據香港期貨商網站中對於客戶按金交收的相關規範顯示，亦明確記載客戶進行委託買賣時，需要根據該商品的按金要求及費用預先存款，否則客戶是無法進行交易指令。

根據期交所的研究報告指出，依香港「證券及期貨規則」對於豁免預繳者繳存保證金之規定，可推論香港交易所並不禁止對有擔保之客戶提供保證金融資的說法似有錯誤。惟香港期貨商被禁止對客戶融通行為，原因在於香港「融資」業務必須持有第一類牌照使准進行融資業務，況且香港對於「違約」結算會員之「失責」訂有最嚴格之「吊牌」規定，實務上香港持牌期貨商皆未承作也不能承作保證金融資業務。

## 二、期貨保證金功能

為確保期貨交易人未來能履行交割義務，交易人須依照契約總值繳交一定成數之保證金，作為將來清償損益或充當履約之保證，其功能如下：

### （一）預收保證金為期貨結算第一道防線

我國期貨市場採預先存入保證金制度，即期貨交易人於交易前須先將保證金匯入期貨經紀商指定帳戶後始得從事交易，而期貨經紀商確認收足保證金後，始得接受交易之委託，是我國期貨結算保證制度的第一道防線。當投資者易因虧損而違約時，期貨商與

結算所為交易者的債權人，為避免索賠耗時費力，藉由保證金制度，可消抵虧損，防止損失擴大，適度保護期貨商與結算所。結算所代替期貨交易對手，可使交易者無須擔憂違約風險，可增加市場交易活絡性，而保證金是為結算所承擔一方違約風險之自保金，且結算所可透過保證金帳戶，透視客戶財務狀況與交易活動。期貨市場是採每日收盤價格計算當日部位波動損益並實際撥付資金，加上當日波動可能導致客戶部位產生超額損失的金額，設計以結算保證制度以強化整體市場信用。

### （二）期貨商每日控管期貨交易人帳戶之保證金水準

保證金制度是期貨市場安全防護機制，故保證金水位的控管相當重要。每日結算是期貨交易的特色之一，當期貨交易契約買賣成交之後，期貨商將依據每日收盤結算價與原成交價之間的價差計算未實現損益，並依據實現損益與客戶所繳之原始保證金作加減計算，若帳戶餘額於計算之後低於維持保證金水準，或在其他必要之情況下，期貨商會對客戶發出追繳保證金通知，以降低違約風險。

由於期貨交易人所支付之保證金僅為契約價值之一定百分比，期貨經紀商為控制風險，避免期貨交易人契約到期時不履約或無法支付結算作業的現金需求，期貨經紀商會於盤中計算風險指標，當風險指標未達約定標準，期貨經紀商有權結清期貨交易人的所有部位，也就是所稱的執行代為沖銷作業。



## Cover Story

期貨商從事經紀業務面臨客戶因違約不履行保證金追繳或交割義務造成之信用風險，依期貨交易慣例，雖有預收保證金、逐日洗價等制度設計，且客戶不履行追繳保證金時，期貨商可依雙方事先之約定，予以平倉，信用風險應不大；但若因市場波動過鉅或客戶嚴重違約，造成期貨商虧損時，仍可能使其面臨經營困難。

（三）期貨商以自有資金代墊違約保證金，  
避免影響市場交易秩序

為了維持期交所、結算會員與客戶間的交易可持續進行，期貨交易所業務規則第58條第1項規定：「委託人有下列情事之一者，期貨商應依「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」辦理：一、期貨商依受託契約之約定，全部了結委託人之期貨交易契約後，委託人保證金專戶權益數為負數，經通知後，未能於三個營業日內，依通知之補繳金額全額給付者。但有下列情事，由本公司另定補繳期限者，不在此限：（一）期貨商依本公司「期貨商、結算會員辦理有價證券抵繳保證金作業要點」規定，辦理領取並處分委託人繳交之有價證券作業。（二）國內外突發重大政經事件，致國內期貨市場喪失流動性。二、不履行期貨交易契約到期交割義務者。」，由期交所向結算會員收取結算保證金，而結算會員向客戶收取原始保證金。一旦面臨客戶帳戶權益低一定標準時，身為中介機構的期貨經紀商為避免結算違約並對期貨結算所負責，除依規將期貨交易人帳戶代為沖銷外，對於期貨交易人因此而產生的

權益數負值部分，將由期貨經紀商代墊，以其自有資金先行存入客戶保證金專戶，完成每日結算作業，把對市場交易秩序的影響降到最低。

### 三、小結

金融市場運作模式及商品設計之演化由簡至繁，期貨交易人從事期貨交易必須事先繳交保證金，作為未來履約之保證，隨著金融市場的發展，金融商品設計越趨多元，不論主管機關、商品提供者或商品需求者面對這樣的變化更要審慎以對。在主管機關立場，應針對商品特質制定相關市場遊戲規則及管理監督機制，以維持交易市場秩序並兼顧商品提供者與商品需求者的權益，同時又能活絡市場；而商品提供者或是商品需求者本身，除應熟悉商品的特性、市場遊戲規則、主管機關規定外，更應注意可能的交易風險，才不致產生交易糾紛，進而影響整個金融市場的穩定。



（本文摘錄期貨暨選擇權期刊第12卷第2期代為沖銷暨期貨商責任內涵之研究一文）