

## 服務實體經濟

## CFD商品簡介和交易契機

元大期貨資深協理◎陳昱宏

## 前言

差價合約（Contract for Difference, CFD）為一常見的衍生性金融商品，可以讓一般民眾或法人機構在沒有基礎資產（股票、外匯和大宗商品現貨）的狀況下進行投資，CFD的交易模式和特性與期貨和選擇權有相似之處，可高槓桿操作並享有偏低的交易成本，交易商亦提供具備彈性與多元化的商品供選擇，進而受到機構投資人和避險基金的關注，在1980年後期首次於英國推出後，目前依然活躍於全球店頭市場（OTC）。本文將簡略介紹CFD的交易模式、用途、與其他常見衍生性金融商品比較，以及在臺灣可能的發展。

## CFD交易模式和作用

## 一、商品簡介

CFD是具有槓桿特性的衍生性金融商品，交易模式和期貨有部分類似；合約的價值將會根據標的資產的價格而變動，因此理論價格扣除交易成本後將會與標的資產價格相同，而標的資產可以是公司股票、特定外幣、黃金和輕原油等。

CFD的槓桿特性意味著不用於一開始投入標的資產的所有成本，僅僅需要支付部分保證金便能取得和現貨市場同樣的損益；以台積電股票為例，如果交易人傾向買入10張台積電股票，以2019年11月22日收盤價309元為例，必須要支付 $10 \times 1000 \times \$309 = \$3,090,000$ 元，但如果作多CFD，可能只要支付約5%費用；CFD每日將根據標的資產的價格進行現金結算，若保證金不足則需要補足，可以不用和股票一樣有實際交付，交易門檻相對較低，當然也需留意到在這樣的情況下，交易人的損失可能超過原先投入的金額。

除此之外，CFD合約可以讓交易人基於任何一方向的價格走勢進行投資，當預期標的現貨價格有機會向上發展時，可以買進該標的資產的CFD；同樣在交易人預期標的現貨的價格有轉弱風險時，則可以賣空該標的資產的CFD，交易方式具有相當彈性。

交易成本方面，除了保證金和交易商的手續費之外，由於合約屬於槓桿交易，持有多頭部位者需要支付隔夜融資利息，持有空頭部位則可以收到利息，因此CFD較適合作為短天期的交易工具；留意到若標的資產為有配息的股票，持多頭部位者可收到股利，空頭部位者則需支付股利。



# Market information

## 二、交易範例

交易人-陳先生對於衍生性金融商品已經有10年投資經驗，現在他想投入CFD商品，並且在合格交易商開了戶頭；經過一番研究，陳先生認為某間名為Beta的上市公司股價遭到市場低估，因此決定持有該公司的多頭CFD部位，目前Beta公司的CFD合約價值為\$5，陳先生登入交易帳戶並下單

作多4,000個合約，因此手中部位總價值為 $\$5 \times 4,000 = \$20,000$ 。

CFD合約必須支付5%保證金才能進行交易，該金額會自動由陳先生的交易帳戶扣除，保證金等於 $\$20,000 \times 5\% = \$1,000$ ，交易商還要收取單邊合約價值0.15%的手續費（單邊約\$30；來回約\$60），以下為陳先生在股價不同時的損益狀態。

表1、不同標的資產價格漲跌下CFD合約損益

價格變動%	變動後價格	損益	損益率
20%	\$ 6.00	\$ 3,934.00	393%
10%	\$ 5.50	\$ 1,937.00	194%
5%	\$ 5.25	\$ 938.50	94%
2%	\$ 5.10	\$ 339.40	34%
0%	\$ 5.00	- \$ 60.00	-6%
-2%	\$ 4.90	- \$ 459.40	-46%
-5%	\$ 4.75	- \$ 1,058.50	-106%
-10%	\$ 4.50	- \$ 2,057.00	-206%
-20%	\$ 4.00	- \$ 4,054.00	-405%

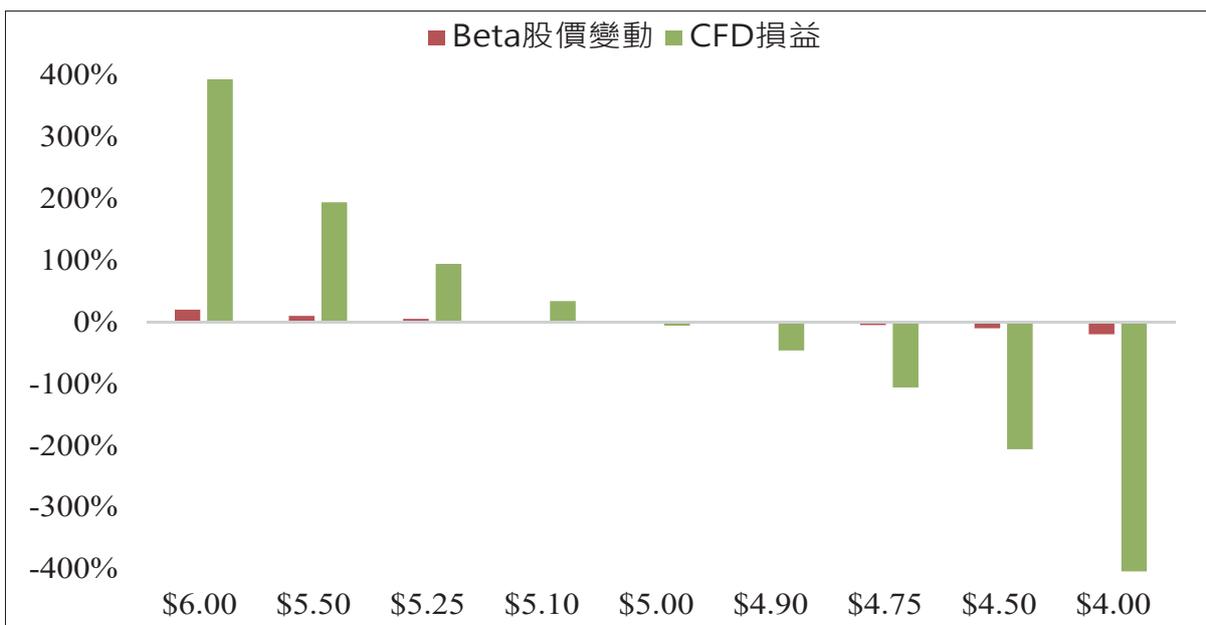


圖 1、標的資產價格變動比率和 CFD 合約損益率

上述範例的假設是陳先生確實會於Beta公司股價變動至特定價格後將部位平倉，損益和回報率考慮到按建倉和平倉交易的票面價值收取0.15%的手續費，但並未考慮任何其他費用或利息（作多CFD需每日支付利息），實際上這些其他因素將影響交易人從交易中獲得的回報。

除此之外，陳先生從該交易中獲得的任何利潤也取決於CFD合約提供商願意接受他的交易並履行相關的義務，這包括在平倉後將利潤計入CFD的交易帳戶，並應陳先生的要求將其轉移至他本人的銀行帳戶。

### 三、交易機制

CFD合約現今活躍於店頭市場（OTC），在非集中交易市場的最大好處是可以享受具備高度彈性、客制化的契約內容和合約規格、以及幾乎不受限制的標的物，唯一需要留意的便是流動性相對不足；在集中交易市場，流動性是來自於委託買單和賣單所組成的；然而在OTC市場，則需要有一方提供合約，是交易人在交易CFD的交易對手，而交易對手能否履約亦為進入CFD市場所需留意的風險之一，在澳洲和德國等CFD市場相對活絡的國家，有資訊機構定期公布CFD合約供給者的信用狀況，可作為交易人的參考。

OTC目前交易模式主要為兩種-造市者模式和直接入市模式，雖然澳洲證券交易所（Australian Securities Exchange；ASX）曾經於2007年推出交易CFD的集中市場，任何

開戶的投資人可以直接在交易所進行交易，並受到澳洲政府監管機構的管控，市場透明度相對高，同時以中央集中結算，投資者不必再選擇交易對手，也因此沒有交易對手的風險，不過澳洲的差價合約種類較少，並需要即時關注差價合約以及其標的資產的價格變化，造成成本費用較高，ASX已於2014年6月2日結束CFD商品的提供，因此現階段CFD商品依然以OTC交易為主；以下針對造市者模式和直接入市模式作出說明。

#### ● 造市者模式（Market Maker model, MM）

在MM模式下，造市者會觀察市場上標的資產的價格提供CFD買價和賣價，買價和賣價會將目前標的資產價格包含在其中，而中間價差便是需負擔的交易成本，也是造市者的收入來源（通常不會額外收取佣金），因此MM模式下的差價合約之買賣價差，要高於標的資產現貨市場的買賣價差，留意到當標的資產市價波動偏高時，差價合約之交易商往往會擴大其報價或是降低最佳買賣價格數量，隱含交易人必須支付更高的交易成本；而合約價格由造市者決定，交易人基本上為價格接受者（Price Taker），使得MM模式下的價格相對缺乏透明度。

當交易人透過造市者建立多頭CFD合約時，造市者便會有標的資產的空頭部位，當標的資產價格上漲時，造市者可能出現虧損，對此造市者可透過在現貨市場進行和CFD交易建立對沖部位進行避險；以股票



## Market information

CFD舉例，即交易人向交易商買進20,000口的CFD合約時，造市者也會進入標的物市場買進20,000張的股票來避險，且其價格和交

易人買進差價合約的價格相同；當然造市者也可以選擇不避險，如此當交易人產生損失時造市者便能獲利。

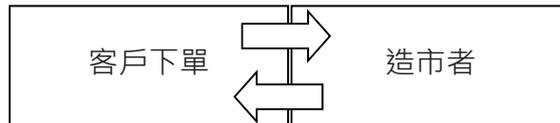


圖 2、CFD 造市者模式 (MM) 交易流程

### ● 直接下單模式 (Direct Market Access, DMA)

DMA模式和造市者模式不同，交易商會直接提供反映真實標的資產價格的CFD合約，兩者價格一致，交易商不會提供報價或決定價格；接到客戶委託單後，交易商會直接於現貨市場下單，若能順利成交便向客戶

回報，否則便等待成交或等客戶取消委託；在DMA模式下，合約交易人就是價格決定者，CFD交易商不承擔任何市場風險，收益主要來自手續費，因此只有在現貨市場中有足夠的交易量時，這些提供商才傾向提供資產的差價合約。



圖 3、CFD 直接下單模式 (DMA) 交易流程

MM與DMA模式各有優缺點，MM模式中交易商是自己報價，交易人只能被動接受，價格透明度較低，但通常可立即成交；DMA模式可以讓交易人規避買賣價差，但是佣金與手續費相對偏高，且委託成交可能需要較長的時間。不論交易人選擇何種交易模式，由於OTC市場的監管機制相對沒有集中市場嚴格，不像期貨和選擇權有結算機構來保證履約，交易人仍須防範交易商的違約風險，因此尋求信用或評級良好的交易商，並慎重考慮商品流動性也是相對重要。

### CFD於臺灣發展前景

近年全球OTC市場持續蓬勃發展，根據國際清算機構 (BIS) 的半年度報告，全球OTC市場的名日本金餘額 (Notional Amount Outstanding) 自2016年下半年開始逐漸上升，至2019年上半年來到640兆美元 (圖4)，來到2015年以來的高點，而2015年底正是聯準會開始升息時間點，而利率又是景氣的先行指標，代表全球經濟轉向正面，進而促進OTC市場交易熱度提高，臺灣OTC

市場也可望跟進世界潮流，進一步發展新型金融商品；同樣根據BIS每三年調查，臺灣外匯和利率商品OTC日均成交量也逐步提

高（圖5），代表交易人對相關商品的需求穩健成長，對於CFD商品的推廣有正面的助益。

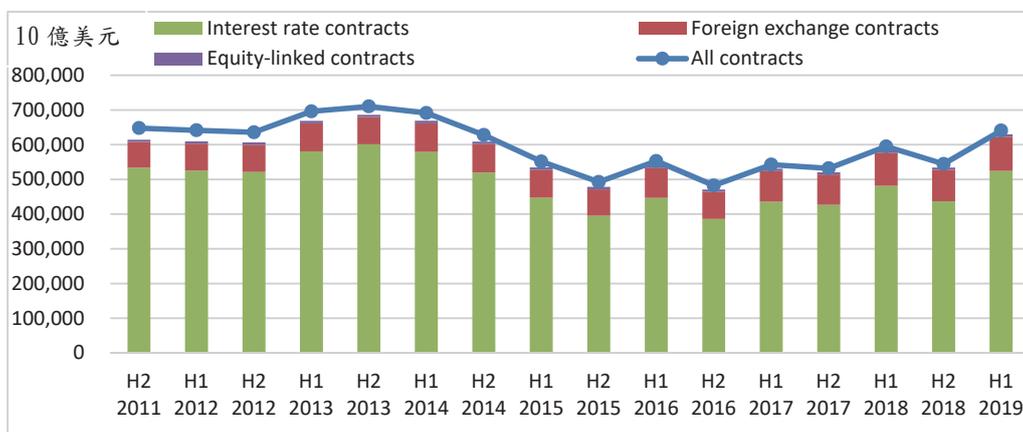


圖 4、全球 OTC 市場名目本金餘額（單位：10 億美元）  
資料來源：國際清算機構（BIS）；資料期間：2011-2019 年

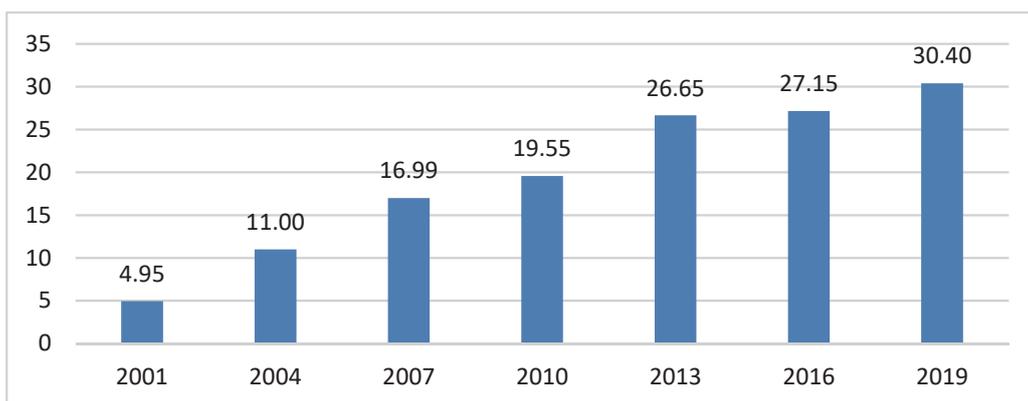


圖 5、臺灣外匯和利率 OTC 商品每日平均成交金額（單位：10 億美元）  
資料來源：國際清算機構（BIS）；資料期間：2001-2019 年

CFD讓交易人可以以高槓桿交易現貨市場的標的資產，只要支付些許比例的保證金便能參與市場行情，在預期標的資產價格上漲時，可以選擇持有多頭CFD部位，預期標的資產下跌時，則可持有空頭部位，多空操作相當方便，因此CFD和傳統期貨、選擇權等衍生性商品有類似之處，在交易人處理融資融券業務上有困難時，CFD合約將是可以考量的替代方案之一，以下針對CFD和現貨

交易、期貨與選擇權作比較分析。

## ● CFD和現貨交易比較

CFD和現貨價格都以標的資產波動為依據，甚至持有以股票為標的CFD多頭部位同樣也會有股利收入，兩者不同的是~CFD交易人並沒有持有標的資產，因此並不具備參與股東會決策的權利，同時持有CFD多頭部位者必須支付利息，因此較適合短期持有，



## Market information

現貨投資者並不需要支付利息，可作較長期的投資；另一方面，CFD在多空操作上具有便利性，但現貨交易一但沒有持有部位，便無法賣空（股票可透過融券放空），因此現貨基本上僅限於多頭部位。

現貨市場可能有交易時間的限制，以股票為例，臺灣證交所交易時間是上午09:00至下午1:30，在未開盤期間部位無法更動，最多利用期貨或選擇權避險，而CFD基本上可以24小時交易，交易人能針對盤後風險即時作出反應。

### ● CFD和期貨合約比較

期貨是透過期貨交易所集中買賣的標準化商品，臺灣期交所自1998年7月21日正式推出臺指期貨，後續也陸續推出金融、電子、非金電和股票期貨，在臺灣發展已經相當成熟；而在ASX將其CFD合約自集中交易市場關閉後，目前CFD主要仍是在OTC市場交易，因此在市場流動性和價格透明度方面，CFD稍遜於期貨。

CFD的契約大小和標的現貨類似，通常一口CFD合約等於一單位的現貨，交易人可自行決定需購買的契約大小，而期貨契約通常相對較大，以股票期貨為例，1口期貨等於交易2張股票（2,000股），且期貨是標準化契約，在合約規格調整上並不具備彈性，OTC商品的設計上則可以相對靈活，提供交易人多元選擇。

交易時間方面，CFD合約可以24小時交易，臺灣期交所則已經引入盤後盤交易市場，以台股期貨為例，自下午1:45收盤後，

仍可於下午3:00至次日凌晨5:00進行盤後交易，足以應對歐盤和美盤的突發狀況，其他像是芝加哥交易所（CME）或歐洲期貨交易所（Eurex）發行的期貨商品幾乎也都能24小時交易；不過期貨有固定的到期日，結算後要重新投入市場將會有轉倉成本，CFD一般沒有到期日，不會出現接近到期日前波動上升的狀況，在保證金仍足夠的前提下，可以永久持有部位，但持多頭部位者需要每日支付利息，因此投資期間不宜過長。

### ● CFD和選擇權合約比較

選擇權在集中和OTC市場都可以交易，期交所推出的臺指選擇權交易量龐大，流動性極高，OTC市場的選擇權合約則具備調整合約規格的彈性；CFD不論持有多頭或空頭部位者，只需要繳交保證金便可以交易，選擇權則分為買權（Call）和賣權（Put），不論是作多買權還是賣權，都需要支付權利金（此亦為交易人的最大損失），而作空選擇權者可以收到權利金（最大收入），但亦需繳交保證金作為履約的保證；CFD、期貨或選擇權都是高槓桿商品，只需支付標的資產價值的小部份比例，交易人就可操作價值數十倍以上的資產規模。

選擇權評價相對較於困難，根據經典的Black-Scholes模型，選擇權權利金會受到標的資產價格、履約價、距到期日、市場波動、利率和股利等因素影響，而CFD價格則跟隨所屬標的資產，亦即其避險比率為1:1，故交易人可直接由市場報價獲得資訊，評價相對容易。

表2、CFD合約和其他商品比較表

商品	CFD	現貨交易	期貨	選擇權
槓桿交易	是	否	是	是
交易市場	OTC	交易所和 OTC 皆有	交易所	交易所和 OTC 皆有
多空限制	多空皆可	否 (股票可融券)	多空皆可	多空皆可
合約彈性	高	低	低	交易所合約低 OTC 合約高
結算周期	無到期日	無到期日	依交易所規定	買方決定履約 賣方有執行義務
交易時間	24 小時	依交易所規定	24 小時	24 小時
融資費用	作多支付利息 作空收到利息	無	無	無

綜上所述，CFD在特性上和期貨類似，可以僅用少部分的資金投入市場，多空交易相當方便，標的資產能自由選擇，股票、外匯、利率和大宗商品皆可，持有股票CFD多頭部位者亦能收到股利；除此之外，在合約規格的細節上也有彈性調整的空間，同時還沒有期貨與選擇權於到期日轉倉的成本，商品在評價上也相對容易；由於在OTC市場交易，流動性相對較低，但依然可作為槓桿交易上的另類選擇，提供投資者更多元化的交易環境。

## 總結

近年臺灣OTC衍生性金融商品交易逐步成長，彈性和多元化的商品能彌補集中市場商品的侷限性，進一步拓展新的客源，CFD在形態上和期貨相近，而期交所推出的臺指期貨和股票期貨已經受到市場的認可，因此

在推動CFD上難度便相對較低。

CFD目前在英國與德國等國家已有相當發展，在英國註冊的券商IG Markets為全球提供CFD的最大供應商，可以交易全世界超過16,000市場的差價合約，並享受較低交易價差，這點凸顯了優良交易商對於推廣CFD的重要性；由於CFD並非在集中市場交易，也沒有結算機構在背後支持履約，違約風險將取決於交易商的信用，因此CFD能否受到市場認可，便需要交易商的評級和資訊透明度更進一步的改善或強化。

CFD的推動應有助於臺灣金融市場的發展，但需留意到澳洲證交所（ASX）曾一度將其納入集中市場，最後卻於2014年將其關閉，突顯衍生性商品的推動需要進行充足的準備，臺灣未來可參考英國、德國和IG Markets的推動模式，減少商品推廣的不必要成本，也可以推出更為適合在地市場的CFD商品。

