

品牌差異 服務創新

— 迎接期貨服務事業的新紀元

期貨經紀業務由於產品內涵單純，服務差異不大，極易流於低價行銷，加上同業間白熱化的競爭，使得佣金收入每下愈況。根據業者提供之統計數據顯示，截至今年第三季為止，台灣期貨市場之成交量較去年同期上漲了32.93%，平均營業收入增加6.25%，手續費下降19.15%，盈餘下降23.35%。這種毫無核心價值的低價格、低毛利的「商品化」服務方式，將使企業沒有足夠的盈餘，繼續支付在人才培訓及電腦系統的維修、更新等永續經營的投資上，加上經營期間可能產生的風險貼水，一旦行情衰退，公司將陷入虧錢的泥沼而動彈不得。因此業者應未雨綢繆，深思對策，以防止這種「相互殺價，共同沉落」的悲劇產生。

近期內主管機關將陸續核准開放期貨顧問事業及經理事業，這兩項業務對期貨市場的發展極具正面意義。透過顧問及經理人的專業服務，提供各種不同的附加值組合商品，使各期貨商的經營可以差異化及品牌化。例如：運用IT自行研發軟硬體，配合金融工程的專業技術，在國外商品與國內商品、店頭市場與集中市場間尋找新的投資理財商機，替客戶量身訂做，以滿足客戶的需求。類此手法，將單純經紀業務的「商品化」，轉變成顧問業務的「品牌化」，才是期貨商未來經營轉型最重要的考量。

本期專題報導，以介紹美、日等期貨先進國家之服務事業為主，以服務事業人才選擇、績效評估及成功案例之探討為輔，提供期貨商在規劃顧問事業及經理事業時之參考。另外本期亦特別商請建華期貨盧總經理立正、證交所陳專員逸珊，探討在目前方興未艾的金融控股之架構下，期貨商所扮演的角色及經營策略，使業者了解，在未來金融環境的轉變中，期貨業務經營的方向。

感謝所有作者在百忙中撥冗撰文，並不吝提供給業界人士參考，他們的熱忱，正是期貨業未來發展不可或缺的重要基石。

總幹事

謝 夢 龍

從心深耕 建構實力

訪台灣期貨交易所推手施敏雄董事長

◆ 洪芙蓮 整理

台北市期貨商業同業公會 副組長

今年八月初擔任台灣期貨交易所之董事長施敏雄先生，於八十三年期貨市場籌建時，即參與期貨交易法的研議工作，並曾擔任「期貨市場推動委員會」副執行秘書，於八十五年間成立期貨結算工作小組，先後考察OM、DTB、CME等結算系統，督導完成「我國期貨結算制度規劃書」。自八十九年七月起擔任期貨交易所董事，因此，對參與期貨市場的建制及發展已將近十年之久。未來施董事長將如何帶領期交所擴大市場規模？以下是我們的專訪紀要。

一、請問您對於台灣期貨市場未來發展的看法為何？

回溯台灣期貨市場的發展過程，在商品開發方面，八十七年七月二十一日上市第一個期貨商品「臺股期貨」以來，陸續推出金融、電子、小型指數期貨商品，到九十年十二月二十四日成功上市臺指選擇權。在市場規模方面，日均量從八十八日年的4,522口、八十九年的7,110口，到九十年的19,252口，九十一年一至八月達到23,416口，顯見期貨市場從初期的穩建發展，到現階段已漸具規模。

與國內現貨市場的規模比較，九十一年一至八月，每月國內期貨市場成交值為現貨市場成交值的23.58%，顯見國內期貨市場仍有相當的成長空間。期貨交易所將順應國內外期貨交易人的需求，適時推出新商品，使市場更為活絡，相信期貨市場還有很大的發展潛力。在此提出對期貨市場發展之遠景，亦即商品多樣化、營運效率化、風控安全化及管理健全化。

(一)商品多樣化：將參考國際主要期貨交易所發展商品之經驗及國內市場需求，設計多樣化商品，並加強國際間之策略聯盟合作關係。

(二)營運效率化：將持續建置高效能之交易結算電腦系統，以提昇營運效能。

(三)風控安全化：強化期貨商及結算會員之風險控管機制，並加強跨市場合作基礎及管理與危機處理機制。

(四)管理健全化：將因應加入世界貿易組織(WTO)之國際化潮流趨勢，研議檢討修訂現行相關規章制度及進行市場教育宣導及人才培訓，使期貨市場管理更加健全。

二、請問施董事長上任後，對於台灣期貨交易所短、中、長等各期的規劃為何？

期貨交易所同仁近百名，碩士及以上學位者達百分之六十，年齡在二十至三十九歲之間，多為來自證券、期貨及金融界之菁英，個人將秉持以任務編組及充分授權的管理理念，全力以赴的工作信念，鼓勵創新，提倡團隊精神，期許建立能提供滿足交易人需求具多元化商品、具完整制度及完善風險管理機制及具競爭力的國際化期交易所為目標。

有關期貨交易所的短中長期發展方向，可分為三個方面：

(一) 商品開發

商品開發為交易所成功與否之重要關鍵之一，而目前期貨交易所上市交易的商品主要係指數期貨商品，因此，繼九十年十二月二十四日順利推出臺指選擇權商品後，股票選擇權為近期推動最主要的商品。現階段已完成規格設計、規章制度研擬及電腦系統設計等，並持續進行市場測試及教育推廣，預計於今(九十一)年上市，可望為市場注入新的動力。此外，固定採樣指數期貨(ETF期貨)、短期及長期利率期貨列為中期開發的商品。目前證券交易所積極研發ETF商品，配合法人交易需求，本公司亦研議開發ETF期貨。政府公債或公司債現貨市場

交易量仍以附買回、附賣回為主，而商業本票、國庫券等短期利率工具市場相對較為健全，目前已完成利率指標編制及專案報告等，預計於半年至二年內完成「利率期貨市場建置」。此外，以上市股票部份集合或類股指數為標的之股數指數期貨契約亦具市場潛力。此外，就商品期貨而言，雖不如金融期貨，但可與國外知名期貨交易所合作，引進國外成功商品期貨，二者為長期發展的商品。

(二) 電腦系統擴充及整合

基於系統安全性、發展性及自主性之考量，期貨交易所之新交易系統架構採開放系統並自行研發。成立初期，為儘速完成國內期貨市場之建置，期貨交易系統係委由臺灣證券交易所代為開發並處理有關資料。為因應新商品的規劃及業務的成長，並達成交易系統收回的整合效益，期貨交易所爰積極進行期貨系統轉換需完成事項，除先行建置電腦中心，並自行開發及建置期貨二代交易系統，此系統經整合後，擴充性及功能調整彈性較大，並可有效建立異地備援系統，及強化交易與結算等資料交換機能，提昇整體作業效能。

配合股票選擇權商品的推出，期貨交易所刻正進行相關測試事宜，初期測試數量為十檔股票，並以此基礎進行相關系統容量評估。未來，將因應利率期貨等不同新商品的開發及各項業務的成長，進行系統適量的擴充及提昇，以提供高效能之運作機制。

(三) 推動市場國際化

期貨交易所自成立之初，即積極參與國際性組織活動，目的在汲取先進國家之發展經驗。近年來隨著資訊科技的進步，全球區域整合之趨勢及國際環境之變遷，衍生性商品交易型態已突破傳統疆界與區域之侷限，交易所間面臨全然不同之交易環境與競爭者。為瞭解國際市場現況及發展趨勢及吸收國外知名交易所與業者之經驗及建議，繼「股票選擇權研討會」後，期貨交易所於本年度辦理「期貨市場國際化策略、國際合作暨結算機制之現況與趨勢研討會」，邀請韓國、香港、新加坡及雪梨等期貨交易所代表來台，探討國際結算機構之合作與變革與如何提昇結算功能並增益結算效能等。未來期貨交易將繼續進行國際交流活動，洽商加入更多國際性組織，藉由擴大國際參與程度及與會員間之互動，持續積極建立資訊交換合作管道及國際間跨市場合作。

三、台灣期交所致力於國際化的努力一直不遺餘力，但在競爭激烈的國際市場間，施董事長未來將採取哪些作為，來強化台灣期交所的國際競爭力？

誠如前所提及，期貨交易所成立之初，即體認國際化潮流為提昇交易所競爭力是重要的課題，在參與國際組織活動方面，除已取得美國期貨業協會(Futures Industry Association, FIA)會員及國際選擇權市場協會(International Options Market Association, IOMA)之會員資格外，今年九月又取得瑞士期貨暨選擇權協會(Swiss Futures and Options Association, SFOA)會員資格。此外，配合業務推動及發展，亦多次邀集國際知名交易所代表及業界專家來台，辦理各項國際研討會及座談會等。另亦積極推動國際交流，除派員赴世界主要交易所參訪研習，汲取國際經驗外，並因應辦理各項國際人士來台活動，以交換意見及經驗。未來，在競爭激烈的國際市場中，期貨交易所將持續積極致力提昇市場整體的運作機制，提供自由、安全、效率、低成本的交易環境，以吸引更多國內外法人的參與，提昇期貨交易所的國際競爭力。

四、現階段主管機關對於台灣期貨市場的發展走向，仍居主導地位，請問施董事長上任後，將向主管機關提出哪些活絡期貨市場的具體建議，以吸引更多外資及法人的參與？

期貨交易所成立四年多來，在主管機關的督導下，市場更趨成熟、健全。未來，期貨交易所仍將持續與主管機關間維持良好的溝通管道，並就市場的發展提供各國發展的經驗與建議。至於如何吸引更多外資及法人的參與，除將視市場的發展情形，建請主管機關適度放寬現行部位限制之法令規定及調降期貨交易稅，降低交易成本外，將積極推出各種符合市場需求的商品，以提供法人機構多元化的避險管道。此外，將持續舉辦法人教育宣導說明會，提昇法人機構對期貨及選擇權商品之認識，及熟悉交易策略之運用。

五、對於主管機關計劃將結算業務劃歸集保公司，如此將嚴重影響台灣期交所的發展及收入，請問施董事長的因應策略為何？

結算機構之整合包括各結算所間之整合或與交易所間之整合，是近年來世界各主要證券暨期貨市場發展之趨勢，其整合之方式有採控股公司制，也有採業務合併機制，但問題之重心在於整合是否能確實帶來預期之效益，其綜合效果如何尚待觀察。

至於設立單一集中結算機關一案，所涉及層面包括期貨交割結算作業之風險控管及實物交割等業務，均異於現貨市場，實務運作上並不易於短期內合併。且依現行法規及制度架構下，倘未修訂證券交易法，整合集中結算機構後，證券及期貨市場對市場違約之處置方式並不相同，另亦有涉及結算機構之營業、財務及會計應予獨立等相關問題。按行政院金融改革專案小組之「資本市場工作小組」報告，將議題八有關規劃建立集中結算、保管機制一案，併入議題二中程措施(一)，並決議將先行研議修證券交易法及相關法規後，再行規劃建置集中結算機制，至於短期內期貨結算並不予納入。

未來，期貨交易所將持續不斷地推出符合市場需求的商品，提昇國內外法人參與比重，如業務量能持續穩健成長，成立單一結算機構的影響，或可減輕。

六、前任高董事長任內，繳出成長率高達170.77%的漂亮成績單，請問您是否有超越前人的自我期許？

對於高董事長所締造的佳績，令人欽佩。

而國內期貨市場規模，日均量從八十九年的7,110口，到九十年的19,252口，創下170.77%的快速成長率。九十一年一至八月亦達到23,416口，而九十年十二月廿四日上市的台指選擇權，九十一年一月份日均量為789口，到九月份成長至6644口。此外，期貨市場每日成交總值占現貨市場日均值也從九十一年一月份17.44%提昇至八月份30.98%。這些數字不僅說明了國內期貨市場持續成長的趨

勢，更顯示期貨市場具有相當廣大的發展空間。

鑑於指數期貨商品交易的成長率有減緩跡象，繼指數選擇權商品之後，為滿足現貨市場廣大投資人的避險與套利需求，期貨交易所積極推動的下一個重點商品是股票選擇權，預計於今年年底上市，將可為市場注入新的動力。同時，期貨交易所亦積極開發利率期貨商品。而行政院金融改革專案小組業已將「利率期貨市場之建置」列為明(九十二)年內應完成事項。至於其他商品，包括固定採樣股價指數及商品期貨等，亦積極規劃中。期貨交易所各種商品如能順利推出，鑑於選擇權與利率類期貨商品商全球總契約量的四分之一以上，年成長率達40%，配合主管機關逐步開放期貨服務事業、引進專業經理機構、放寬外資法人機構相關交易限制等措施，將吸引更多外資法人的參與，期貨市場將更趨穩健及成熟。

在主管機關、業界及期貨交易所通力合作之下，相信市場應可再創新高，且更為活絡、運作更為健全、有吸引力和有競爭力的期貨市場。

管理期貨 (Managed Futures)

◆ 葉一豐

美商曼氏期貨 總經理

◆ 陳鍾珮

美商曼氏期貨 交易部副理

一、前言

「管理期貨」(Managed Futures)包含了期貨基金經理人(Commodity Pool Operator - CPO)所管理的期貨基金與期貨交易經理人¹(Commodity Trading Advisors - CTA)所管理的個別期貨交易帳戶。他們以全球的期貨、選擇權與外匯市場為交易標的,為其所管理的資金進行交易買賣。在全球資產管理的領域中,管理期貨已發展成為投資組合不可或缺的一部份。哈佛大學John Lintner博士的研究顯示,最佳的投資組合應包含45%的股票、35%的債券和20%的管理期貨;在這樣的資產組合中,投資人可獲取較佳的投資報酬和降低整體投資組合的風險。同時有別於傳統的股票與債券市場,管理期貨的投資績效不受大盤所影響,且與傳統市場維持相當低的相關性(Correlation)。因此,在今日多樣且複雜的投資世界裡,台灣的投資大眾理應增加對這個新興投資選擇的認識,同時學習如何利用管理期貨來增強個人的投資組合。

二、歷史與背景

從西元1848年芝加哥交易所(Chicago Board of Trade - CBOT)成立以來,農產品一直是期貨交易的主流,這個情形直到1970年代開始轉變。金融期貨(利率期貨與貨幣期貨)的誕生改變了一般人對期貨市場必須與實體商品連結的觀念;而隨著市場的多元化,管理期貨行業亦於1971年起開始萌芽發展。

自80年代以來,金融產品的創新、期貨市場參與者的範圍擴大、投資理論和電腦科技的進步為管理期貨發展奠定了一個堅實的基礎,股價指數期貨也在此時加入期貨交易的陣容;而外在環境上,金融市場波動的加劇和通貨膨脹的影響,促使衍生性商品市場成為投資避險的重要管道,這些因素都為管理期貨的成長提供了一個有利的環境。整個管理期貨

產業管理的資產規模已從1990年的50億美金激增到2001年的400億美金,除了專業的資產管理機構外,美國政府機構和General Motors、Eastman Kodak等大公司的退休基金和知名大學(哈佛大學、普林斯頓大學)的校友捐款等都已將管理期貨納入其多樣化的投資組合中。同時,根據美國國家期貨協會(NFA)的統計,1975年註冊的期貨基金經理人(CPO)和期貨交易經理人(CTA)總共僅有225人,但截至2002年3月31日,註冊的期貨基金經理人已達1630人,而期貨交易經理人亦有871人。

三、期貨基金經理人和期貨交易經理人

美國為管理期貨的重鎮,擁有最完善的市場組織架構和監管機構,全球大部分從事管理期貨的經理人都會向美國的期貨主管機關註冊。美國管理期貨市場的組織架構主要包括期貨基金經理人(CPO)、期貨交易經理人(CTA)、期貨經紀商(FCM)和保管機構(Custodian)等,各單位職責明確、分工合作且相互制衡,使一般投資人的權益可獲得最完善的保護。下文,我們將依序針對前兩個角色作簡單的介紹。

期貨基金經理人(Commodity Pool Operator - CPO)

CPO可以是個人或是法人(公司)。通常以有限合夥公司(Limited Partnership)形式,透過非公開方式向特定投資人募集資金,再依其不同的投資策略,將資產委託分配給一位或數位期貨交易經理人(CTA)進行投資操作,或由基金經理人(CPO)本身進行操作管理。整個期貨基金的運作管理方式類似一般的共同基金--基金經理人負責基金資產的運用規劃,藉由其專業的能力,為投資人創造收益;而基金資產的保管則由保管機構負責,如此基金操作者和保管者相互分離,保障投資人權益。

¹ 本文將CTA譯成「期貨交易經理人」而非「期貨交易顧問」,因前者較能貼近CTA的實際意義。

期貨交易經理人 (Commodity Trading Advisor-CTA)

CTA可為個人或法人(公司)。通常投資人將其期貨經紀商所開立之帳戶，授權給CTA進行交易管理。投資人可自行選擇開立交易帳戶之期貨經紀商 (FCM) 或可由CTA指定，並於簽署授權合約後，委託CTA替其做出買賣決策與管理帳戶，此即同一般代客操作的概念。CTA對投資人的帳戶僅具有發出買賣交易指令的權利，而對於帳戶內的資金並不能提領，而且投資人可隨時撤回對於CTA的授權，所以投資人的權益可藉由此機制獲取妥善的保障。

在美國，不論是期貨基金經理人 (CPO) 或期貨交易經理人 (CTA) 都受到美國期貨主管機關 (CFTC & NFA) 的監督和管理；投資人在選擇這些專業經理人時，可以透過美國國家期貨協會 (NFA) 的網站查詢CTA和CPO過去的註冊資料和相關歷史紀錄，如監管機構的懲戒紀錄和交易糾紛的仲裁內容等。這些公開資訊可以讓投資人對其委託的經理人有更詳盡的認知，以避免投資人受到不實資訊的蒙騙。

四、期貨經理人的投資策略

每個期貨經理人使用不同交易模式、策略與市場，我們以下作一簡單的介紹：

系統交易(程式交易)

這類型的經理人把交易模式，也就是進場、出場、風險控管及交易數量等決策系統化/制度化，所有的研究與交易策略設計在系統化之前已完成。大多數系統交易的經理人也都結合電腦程式與即時資訊，進一步將其交易系統電腦化，由電腦依據所設定的程式在市場行情波動中找尋並發出交易指令。系統交易的最大好處之一即是投資決策的一致性，避免交易受人為情緒的影響做出錯誤的決策；全球市場上大部分期貨經理人都是使用系統（程式）交易模式。

單一投資策略與市場 VS. 多元投資策略與市場

經理人有以單一策略交易單一商品到採用多

元投資策略交易多樣標的。例如有些經理人只交易股指期貨，或只限金融商品，或單一區域(如美國市場)。有些則交易全球市場的不同商品，如Man Investment Products (Man Group的資產管理部門)所擁有旗艦交易程式AHL，交易超過100種的期貨合約。

趨勢操作策略 (Trend Following System)

這個策略的目標是藉由參與市場主要價格趨勢的移動，而從中獲利。交易標的通常相當廣泛，並不侷限於單一市場。趨勢操作在市場走單一方向大行情時績效表現卓越，但在上下振盪或牛皮市場時則難以獲利。管理期貨產業裡，趨勢操作是經理人最常採用的交易策略之一。

五、相關費用

投資人委託期貨經理人從事投資管理時，經理人會收取管理費和績效費作為其報酬。經理人所收取的費用高低有所不同，所以投資人在選取經理人時，應了解其收費的細節。

管理費

目前市場一般收費的水平介於被管理資產的1% ~6% (每年)，以2% 較常見，大部份以每月付；此費用會直接從管理帳戶中的淨值扣除，投資人不需再另行支付。

績效費

經理人替客戶進行交易操作，最主要的收入來源即是分享其為客戶投資所創造之效益。一般來說，經理人收取的績效費介於15% ~30% 左右。當然，經理人管理的帳戶有虧損時，經理人是得不到績效費的，而且此虧損必須累積到下一個績效計算的基期，只有當經理人的獲利超過累積的虧損而有淨盈利時，經理人才可收取績效費用。

期貨經理人對其管理之客戶帳戶一般是沒有手續費或佣金收益的，當經理人要分享手續費或佣金時，必須事先取得客戶的同意及揭露所得之金額。

上述資訊，投資人都可以在每個經理人的投資公開說明書(Disclosure Documents)內，獲得詳細說明。按照美國主管機關的規定，期貨交易經理人必須於投資說明書內，向投資人揭露經理人個人背景、交易策略、風險、開戶經紀商、費用和交易績效等資訊，因此投資人在簽署委託授權合約前，應詳閱說明書的內容，以對經理人整個交易操作模式有一個完整的了解。

目前在美國業界，有數百近千位期貨交易經理人從事管理期貨的業務，如果投資人要藉由閱讀所有的公開說明書來尋找適合的經理人為他們管理帳戶，所花費的時間和精力將非常可觀。因此，針對投資人的需求，有些專業機構建立了詳盡的經理人資料庫，除了對經理人背景、操作策略和交易程式等做一說明介紹外，還會對經理人的交易績效做一個風險報酬的評估。投資人不但可以檢閱每個人經理人歷史績效紀錄，同時還可以利用多樣的績效衡量指標，在不同的經理人間做一個評比。

下文，我們將介紹數個期貨交易經理人(CTAs)，以使讀者對管理期貨更具體的認識。

Man Investment Products

Man Investment Products (MIP) 為倫敦上市公司Man Group plc 旗下的資產管理部門，於1983年成立，總部設在蘇黎世，並在倫敦(London)、杜拜(Dubai)、香港(Hong Kong)、蒙特維多(Montevideo)和東京(Tokyo)等地設有辦事處。

表一：Man Investment Products—AHL交易細節

交易開始日期	: 1987/01	最低投資額	: US 20,000,000
系統交易	: 100%	管理費	: 5%
主觀操作	: 0%	績效費	: 20%
交易程式	: AHL (Pro Forma)	保證金/淨值	: 18%
交易標的	: 指數、利率、貨幣、金屬、能源、軟性商品、肉類、農產品、外匯		

MIP 為保本基金及非傳統性投資組合的開創先鋒，尤其在今年5月購併瑞士RMF 投資集團後，已成為全球最大避險基金公司(Hedge Fund Company)，管理的資產總額超過210億美元。在管理期貨界的資金規模則高達41億美元(目前全球管理期貨規模約500億美元)，為管理期貨產業中的翹楚。該CTA的一些交易細節請參考表一。

Man 的AHL 程式為一個定向性的交易程式，使用有系統的買賣策略，來捕捉因出現價格趨勢而浮現的獲利機會。目前的投資分佈在全球超過100個期貨市場，34個市場交易所及24個國家，該交易程式的主要特色如下：

- 交易程式24小時運作，並採用即時報價系統，對100個包括股票市場指數、債券、貨幣、短期利率及商品(能源、金屬及農產品)之期貨合約市場動態做出即時反應。
- 系統包括多種因應長短不一的投資期間而發出的買賣訊號，買賣期間兩至三天到十二至十八個月不等。
- 核心的追隨趨勢策略，與自有的計劃差價買賣及套利策略互相補足。
- 根據已訂立的規則做出投資決策，嚴謹遵守預先設定的停損點及槓桿比率。
- 每個市場的投資部位可隨時量化，同時，亦會根據各市場的波幅，不斷做出適當的調節。
- 程式會特別留意市場之相關性，防止風險過分集中，以保持最合適之組合分配比重。
- 程式將時刻監察市場流動性，保證在進場買賣及離場時，把當中得交易費用減至最低。
- 本程式由電腦操作之分析工具及嚴密監控之即時風險及管理資訊系統作支持。

表二：Quay Capital Management 交易細節

交易開始日期	: 1999/01	最低投資額	: US 1,000,000
系統交易	: 50%	管理費	: 2%
主觀操作	: 50%	績效費	: 20%
交易程式	: Global Program	保證金/淨值	: 4%
交易標的	: 指數、利率、貨幣、外匯		

過去兩年，該AHL的年複利報酬率分別為20.6%和18.8%，管理的資產亦隨之往上推升；此外，MIP還推出以AHL為核心交易程式的其他另類投資商品，如保本基金和避險基金等。在香港，AHL Diversified Futures 是目前唯一獲得香港行政當局認可，而可在當地公開銷售的期貨基金。

操作策略：Quay 的Global Program為一個獨特且多樣化的交易系統，其具有低跌幅（最大跌幅僅2.14%）和保守操作（保證金/淨值比平均僅4%）兩大特色。它結合了系統交易和經驗豐富的主觀操作經理人團隊，藉由多元的策略來創造穩健持續的報酬。

■ Quay Capital Management Limited

Quay Capital，成立於1999年2月，為一歐洲的期貨交易經理人，公司設立在愛爾蘭的都柏林。Paul Phelan 和Padraig O Sullivan 負責交易操作的管理，兩人都具有10年以上的資產管理經驗。該CTA的一些交易細節請參考表二：

現假設投資人於1999年1月存入100,000的現金來委託Quay Capital交易1,000,000美元的名目交易帳戶，到2002年7月時，這10萬塊美金將累積成為3,040,004美元，此即利用槓桿的特性，使投資人獲得可觀的交易報酬。詳細的報酬率可參考表三，交易績效分析與比較則可分別參考表四與圖一。

表三：Quay Capital Management 歷史交易績效明細

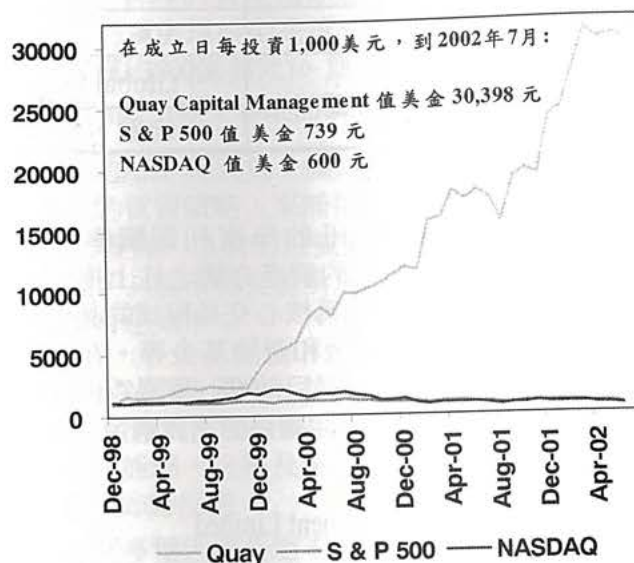
Quay 交易績效															
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年報酬	S&P 500	NASDAQ
1999	-8.90	76.15	-2.84	-2.44	11.14	20.05	12.83	-0.89	9.83	-7.15	2.93	-0.72	136.5	19.17	83.66
2000	58.00	34.69	7.43	9.33	32.71	11.29	-7.36	22.59	-1.23	5.52	2.66	6.61	378.3	-10.13	-39.29
2001	5.70	-2.76	34.73	2.25	13.02	-3.97	3.91	-3.19	-10.98	23.07	2.97	-1.73	71.4	-13.03	-21.05
2002	24.00	3.14	12.30	11.70	-2.71	0.95	-0.47						56.8	-20.61	-31.89

資料來源：International Traders Research Inc
單位：%

表四：Quay Capital Management 交易績效分析，從1999年1月至2002年7月止。

QUAY 交易績效分析	
年報酬率	159.31%
總報酬率	2940.00%
獲利月份百分比	65%
最大跌幅	-14.01%
夏普指數	2.65
月標準差	17.05%
相關係數 (S&P)	-0.11
相關係數 (NASDAQ)	-0.02
相關係數 (債券)	-0.14

圖一：Quay Capital Management 與 S & P 500和 NASDAQ 績效比較，從1999年1月至2002年7月止。



ADA Investments Inc.

ADA Investments Inc，於1996年9月成立於加拿大，公司負責人Gordon Richens擁有超過20年以上的期貨分析與交易資歷。ADA目前在市場上各項績效指標排名都名列前茅，過去36個月的累積報酬率在超過400多個CTA中排名第一，而過去24個月和48個月的累積報酬率亦排名高達第三，是目前業界表現非常亮麗的期貨交易經理人。該CTA的一些交易細節如下：

操作策略：ADA的Diversified Trading為一長期趨勢的計量系統交易。此系統利用自行研發的上到下風險管理，來決定投資組合中適合的合約數量和槓桿大小。

現假設投資人於1997年10月存入500,000的現金來委託ADA交易1,000,000美元的名目交易帳戶(擴張信用2倍)，到2002年7月時，這50萬塊美金將累積成爲10,508,697美元。詳細的報酬率可參考表七，交易績效分析與比較則可分別參考表六與圖二。

表五：ADA Investments Inc. 交易細節

交易開始日期	: 1997/11	最低投資額	: US 1,000,000
系統交易	: 100%	管理費	: 2%
主觀操作	: 0%	績效費	: 25%
交易程式	: Diversified Trading	保證金淨值	: 27%
交易標的	: 利率、貨幣、金屬、能源、軟性商品、穀物		

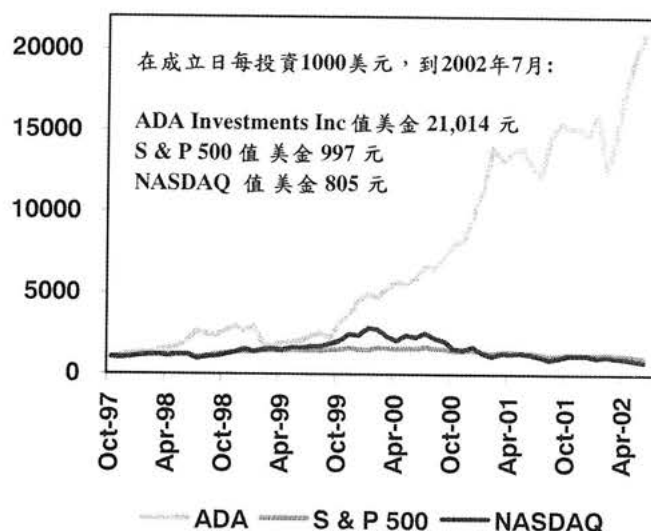
² 由於該CTA的保證金/淨值為4%，代表的即是每一百萬美金的交易帳戶，平均至少有40,000美金 (1,000,000 4%) 會用於投資所需的保證金，因此投資人最初至少需存入40,000以上的現金於交易帳戶內。但若該帳戶發生保證金追繳，則客戶必須隨時補足保證金。在此例中，我們假設投資人原始存入100,000美金的現金。

³ 資料來源：International Traders Research Inc。

表六：ADA Investments Inc 交易績效分析
從1997年11月至2002年7月止

ADA 交易績效分析	
年報酬率	89.86%
總報酬率	2001.74%
獲利月份百分比	72%
最大跌幅	-42.85%
夏普指數	2.02
月標準差	12.47%
相關係數 (S&P)	-0.41
相關係數 (NASDAQ)	-0.26
相關係數 (債券)	0.12

圖二：ADA Investments Inc 與 S & P 500和NASDAQ
績效比較，從1997年11月至2002年7月止。



表七：ADA Investments Inc 交易績效明細

ADA 交易績效														年報酬	S&P 500	NASDA Q
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月				
1997											0.72	14.75	15.6	6.10	-0.01	
1998	6.02	3.94	2.61	9.78	10.53	5.86	23.98	26.89	-7.02	-3.44	12.38	10.97	155.8	27.09	36.18	
1999	-10.0 0	11.95	-39.8 7	-4.96	15.02	1.96	2.36	15.05	7.81	-13.0 2	42.56	16.53	23.9	19.17	83.66	
2000	23.72	8.82	-3.69	11.87	6.61	-1.93	6.55	11.83	-1.29	11.44	9.45	3.44	125.1	-10.13	-39.29	
2001	18.76	16.45	22.35	-5.95	4.36	1.68	-7.09	-5.99	18.84	7.02	-1.90	-0.31	83.5	-13.03	-21.05	
2002	-2.42	8.63	-21.1 8	16.02	21.11	11.38	6.30						38.9	-20.61	-31.89	

資料來源：International Traders Research Inc
單位：%

總結

本文僅就管理期貨和CTA做一初淺簡單的介紹。市場上有非常保守、低風險的期貨經理人，也有高風險高報酬率的經理人。投資人可選擇適當的

經理人以達到自我的投資目標。尤其對於不甚熟悉期貨交易的投資人來說，委託專家管理是個明智的選擇。

美國近年來期貨基金經理人之成功案例介紹

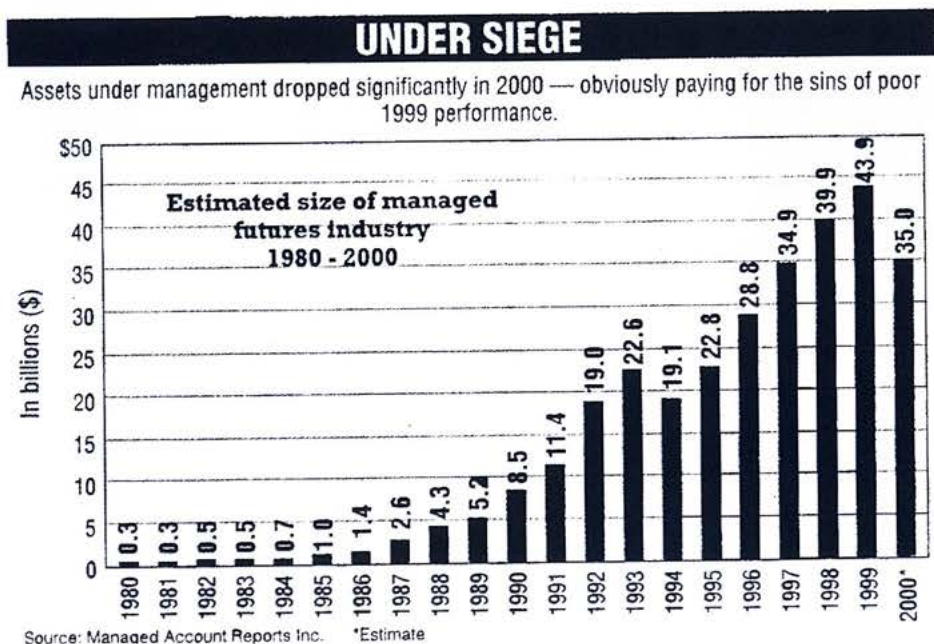
◆ 王鐘靖

美商愛德盟期貨 總經理

過去十餘年來，國際金融商品不斷推陳出新，無論在投資策略，避險方式和操作技巧上皆有長足的發展。一般人所使用的理財工具已不僅只於傳統的股票、債券和房地產上；另一種最流行的投資標的即為「另類投資」(Alternative Investment)。所謂的另類投資係指任何投資於非傳統(non-traditional)投資標的之投資項目，如期貨基金、避險基金、創投(venture capital)資金等皆是。另類投資因其具有靈活雙向操作及以小博大之槓桿操作之特性，近年來已獲得不少退休基金、信託機構與保險公司的青睞，預料在未來將會有愈來愈多的資金投入在另類投資上。

這些新潮流的投資標的，皆屬高風險且高獲利的金融工具。1992年時的索羅斯(GEORGE SOROS)即是利用靈活的換匯交易(SWAP)，在短短的一個月間淨賺10億美金。1993年紐約著

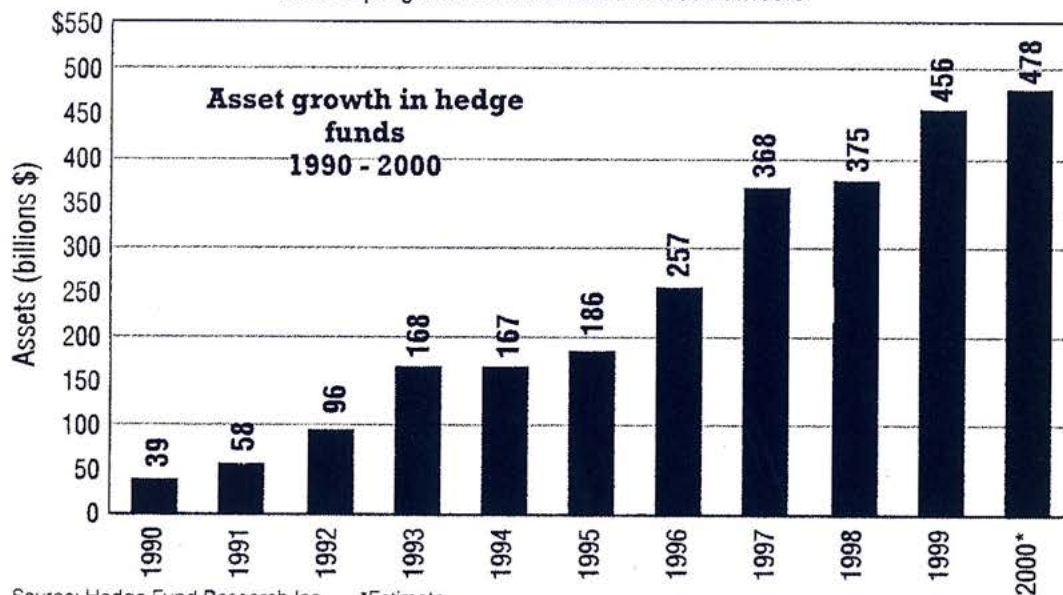
名的債券投資公司索羅門兄弟(SALOMON BROTHERS)成功的操作衍生性金融商品，收益率達138%。但水能載舟亦能覆舟，1994年美國加州橘郡(ORANGE COUNTY)因投資公債失利宣告破產；國內華僑銀行操作美國公債期貨與利率交換而損失5.2億台幣；1995年英商霸菱(BARING)集團操作日經指數期貨與放空選擇權，虧損4億5千萬英鎊，被荷興銀行(ING)用一塊英鎊所買下。由上述例子可得知，從事另類投資的操作，須格外謹慎小心。即使如此，屬於另類投資項下的期貨基金(MANAGED FUTURES)和避險基金(HEDGE FUND)於近20年來皆有驚人的成長(參見圖表(一)及圖表(二))。期貨基金的規模由1980年的三億美金迅速成長到2000年的三百五十億美金，而避險基金的規模由1990年的390億美金成長到2000年的4,780億美金，10年來成長了10幾倍，亦相當可觀。



圖表(一) 期貨基金資產規模變化圖(1980~2000)

STEADY GROWTH, A GOOD HEDGE

Only 10 years ago hedge funds were roughly at the level managed futures are at today. Managed futures programs are included in these numbers.

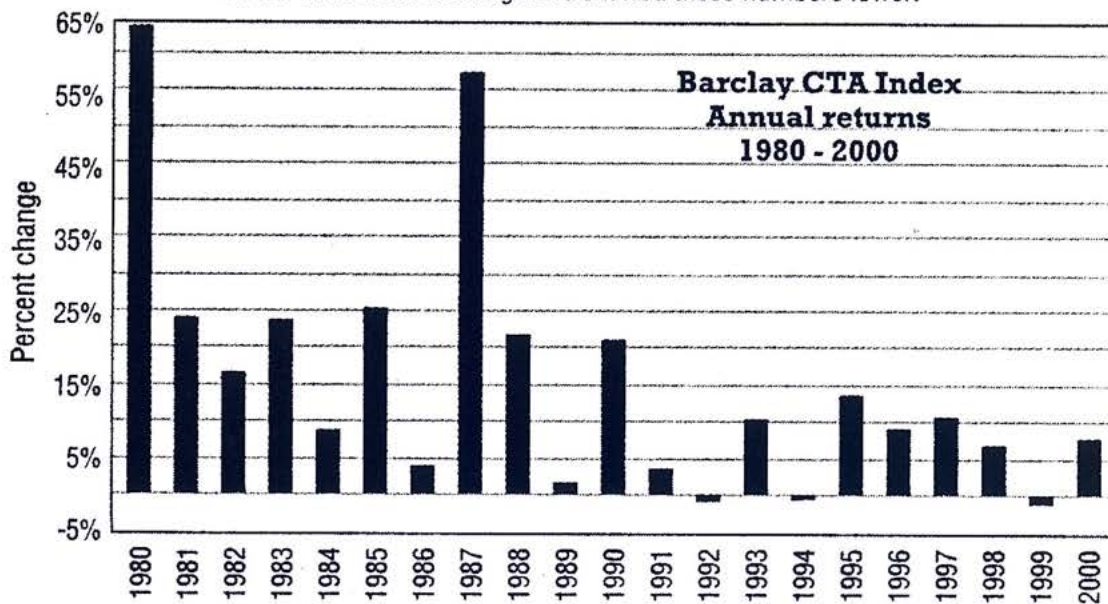


Source: Hedge Fund Research Inc. *Estimate

圖表(二) 避險基金資產規模變化圖 (1990~2000)

RETURNS DROP WITH AGE

As the annual rate of return of the Barclay index of CTAs shows, attempts to control volatility and the use of notional funding have skewed these numbers lower.



Source: Barclay Trading Group Ltd.

圖表(三) 美國CTA平均年度報酬率 (CTA INDEX) (1980~2000)

從美國期貨基金近20年來的年度平均報酬率來看（參見圖表(三)），可看出1980年代，期貨基金的平均報酬要達25%不是一件很難的事，甚至在1980年，美國的CTA平均報酬為近65%；而1987年，CTA的平均報酬亦高達55%以上。但在1990年以後，CTA的平均報酬皆只有在10%之上下，甚至有三年為負的，分別為1992年、1994年及1999年。這個現象的發生原因其實並不難理解，因為市場的規模愈來愈大，基金經理人愈來愈多，大家採用的操作系統也愈來愈相仿，自然而然的，整體CTA的表現要多突出就很困難。換種說法，由於整個期貨市場變得比以前更有效率，期貨商品的價格皆已充份反應所有消息面和技术面，因此買賣期貨要獲得暴利的機會會比以前難得更多。尤其是近三年來，CTA的平均報酬更是顯得楚楚可憐。1999年美國的CTA平均年度報酬創近21年來最低，為負1.2%。2000年稍微有起色，為7.87%。但到了2001年，又衰退到了1.03%，為近22年來第四低。期貨操作可說是愈來愈難，順勢操作（TREND-FOLLOWING）的策略原本是多數CTA所遵奉的教本已不再獨領風騷，且往往成為絆腳石，因為大家的操作模式都一致。不過，即使多數的CTA都表現平庸或不佳，仍有少數的CTA，他們在近三、五年中持續高獲利，且管理的資產也愈來愈多。筆者應公會之要求，特地花了不少時間收集相關資料，將美國近兩年來一些表現不錯、操作績效卓越的期貨基金經理人的個案提供出來，供業界參考。尤其是國內期貨服務事業即將上路，業者都在積極準備之時，希望他們成功的經驗能帶給我們借鏡之處。

首先要介紹的是2000年全美大型期貨基金獲利績效排第五的基金經理人ROY NIEDERHOFFER。他年僅34歲，畢業於哈佛大學。他旗下所管理的資金高達1.3億美元，在過去四年當中有一年的報酬率維持在30%以上，於2000年甚至高達60%，在這麼龐大的資金操作下能有這樣的成績，誠屬難得。基本上，ROY操作的進出均以短線為主，且買賣訊號全是由電

腦程式交易系統得出。該程式交易系統相當複雜，係由他本人發明並需要75台電腦合力完成所有的計算過程。他的系統將人類的情緒量化，像是恐慌、過度自信等，利用人性的弱點來進行交易並獲利。他說當人們恐懼的時候也是他們行為最好被推測的時候。當所有交易人都在恐慌的時候，市場往往會過度反應，漲或跌都會比預期來的多。而ROY的系統就是在尋找這種機會，在市場最恐慌的情況下獲利。也因此，他的系統在市場波動率（VOLATILITY）高的時候，成功率都很高。過去幾年，美股都在下跌，這也是人類在過度恐慌下的結果。因此，他的系統相當成功，尤其是股價指數的操作上，因為該系統是專為人類情緒不穩定下設計的。據ROY說，目前市場上完全沒有其他人士利用這種方式在操作，這系統也是由他自行設計的。也或許因為是這樣，他的績效才會這麼好。一旦大家都會了，就不會這麼成功了。

接下來要介紹的是2000年全美小型期貨基金操作績效排第六的基金經理人JAMES MEYER。曾擔任過CME跑單員的他，目前掌管720萬美元的資金，雖屬小型基金，但近幾年的績效卻不容忽視。於2000年他的基金報酬率達50%，且過去三年他的平均獲利高達72%。基本上，JAMES的操作理念係屬順勢操作、追隨趨勢，是近幾年來少數採此種策略而成功的經理人。但他買賣訊號的得出係從系統交易（SYSTEM BASED TRADING）而來，和ROY相同，而非由人為所決定。此外，他的系統包含了三種不同的技術分析操作法，為其最大特色。第一種是以動能（MOMENTUM）為研發基礎的操作法，一旦動能突破，他就進場，進行長期投資。該種操作方式較不適合短線。第二種是專為短線設計的技術分析系統，一旦系統出現突破訊號，他就買進或放空。第三種是專為盤整盤設計放空選擇權賺取權利金的「無趨勢盤系統」。JAMES說一旦系統判斷目前是盤整格局，他便會依系統訊號找出可放空的標的選擇權來賺取權利金，進而使他的資金能充分利用，獲利率提高。由於他的系統長、中、短兼顧，使JAMES能在不同的盤勢中所向披靡。另外，他過去獨特的交易池內之經驗，使他對場內交易狀況更為瞭解，而從來不會在市場的

主要支撐價或壓力價進出，避免掉不少執行上的差價損失（SLIPPAGE）和風險，亦是JAMES較其他基金經理人更為成功的原因。

第三位要介紹的是2000年大型基金操作績效排第七的基金經理人MICHAEL CLARKE。軟體設計底子非常好的他於1993年即擔任CTA，旗下總操作資金高達1.2億美元，其中的金球基金獲利率於2000年高達51%，且過去三年平均報酬率亦達32%。CLARKE擁有50種操作模型，使用5套不同的系統交易來操作85種不同的商品。他的操作理念亦為順勢操作，而他的操作系統均為技術分析導向，且多為中、長期持有所設計，極少為短線進出。而他的投資組合多為利率期貨，較適合中長期操作，尤其一旦聯邦銀行宣佈升息或降息時，通常都會持續一段期間，為利率期貨價格帶來一波走勢，極適合CLARKE的操作理念和模型。另外，CLARKE系統交易的另一特色為他們的平均獲利與最大損失比。在過去一、兩年裡，他們獲利與損失比為三比一，也就是說，平均每一筆交易，他們的預期損失若為100塊，則預期獲利可高達300塊，充份反應追隨趨勢、順向操作之基金管理特色。當然，不是每一商品都符合這樣的特色，故需慎選商品，並配合當時的經濟環境。CLARKE指出他的目標是報酬率每年最低都能維持20%，而理想是40%。而截至目前為止，他的目標和理想在他的管理下似乎都能達成。

第四位要介紹的是2000年小型基金操作績效排第三的基金經理人JOEL MEYERS。JOEL將他多來預測全球氣候的成功經驗弄成一交易系統，雖說CTA只是他一份兼職工作，而他操作的基金也只有10萬美元，但他精確的氣候分析於2000年足足為投資人賺了58%，而過去三年裡，他的平均報酬也有28%。和前面三位最大的不同在於JOEL專攻基本面，尤其是天候方面的分析和預測。舉例來說，他研發的系統能預測結冰期的氣候對未來橘子汁收成損害的程度，而且精確到只有1~2%之誤差。由於JOEL能常常準確地預測天氣對作物實際的影響，使得他可以不

受市場人云亦云的消息左右。以2000年的咖啡為例，JOEL在看到霜凍的威脅時買進咖啡，當看到市場過度反應並超過損害實際的程度時平倉獲利，並轉為空方賣空咖啡，靈活的雙向操作、雙向獲利。

第五位要介紹的是2001年被評比為獲利最佳的避險基金之基金經理人CHRISTIAN BABA。他的避險基金（GCT基金）於2001年為投資人賺上43%，且連續兩年獲利皆達40%以上，基金總值已達三千六百萬美元。和前面介紹的幾位傑出基金經理人相同的是，BABA所用的操作模式亦屬電腦程式交易，而非由個人主觀的因素來決定買賣訊號。他的系統組成份子有二，其一為由他們公司所自行研發的技術指標系統，而該系統所仰賴的技術指標主要為「價格型態辨認」（PATTERN RECOGNITION），他們公司有自己獨特的預測模式，如當某商品的圖形出現特定的模式之後（像頭肩形等），他們就會進場操作。另一組成份子為統計分析系統，來判定風險最低之進場點，並利用歷史資料來佐證利用價格模式辨認而買進或買進或賣出之準確性。透過這兩者，使該操作系統為GCT基金博得2001年最佳基金之美譽。此外，該基金所從事交易的商品達100多種，以適當的分散風險。而所從事商品的類別的和比例大致如下：18%於股價指數，18%於外匯，14%於穀物，13%於能源類，12%於利率期貨，10%於金屬類，10%於軟性商品，5%於肉類。BABA認為商品操作的多樣化，以致降低風險，是他基金操作成功的最重要原因之一。除此之外，BABA亦將他的優異表現歸因於另外三項因素，分別為進場策略，出場策略及風險控管。在2001年中BABA所管理的基金於利率基貨和外匯期貨上大有斬獲，BABA說若這些市場的上漲趨勢或下跌趨勢能維持更長久的話，他的獲利率應可超過50%。基本上，BABA的操作方針是採順勢操作，追隨趨勢之策略，他會儘量避掉趨勢不明或波動過為劇烈之市場，而將資金專攻在趨勢較明確之商品並順向操作。

最後一組要介紹的是2001年大型基金操作績效排第一的兩位基金經理人BRENT

BUCKNER及GORDON RICHENS，他們都共同任職於同一間基金管理公司—ADA INVESTMENT INC.。這間聲譽卓著的CTA公司於2001年獲利率達42%，且最近四年的操作成績亦相當起眼，分別為2000年的63%，1999年的12%及1998年的78%。這樣穩定與亮麗的績效是眾多基金公司所望塵莫及的。雖然這家公司所標榜的操作策略是大家耳熟能詳的「順勢操作、追隨趨勢」，即英文所謂的TREND-FOLLOWING。但他們的順勢操作和其他採相同策略的公司有很大的不同。最大的差異在於他們的投資期間都放的非常長，長到在某種程度下都有一點逆勢操作的味道。舉例來說，對於一般基金管理公司來講，一個商品的趨勢，不論是漲勢或是跌勢，可能會持續幾週，甚至可以達兩、三個月。但ADA所擁有的部位，其平均持有期為六到八個月，對於很多商品來講，可能已來來回回很多趟了。故就某種程度來說，ADA在短暫的逆勢中可能仍擁有多頭部位，只要他們的長期看法不變，他們就不會平倉。相較於其他公司的進進出出，ADA在交易成本上可節省很多，使報酬率提升，為其公司之一大優勢。他們的這種操作手法，仔細推敲，其實是很有道理的。就像在美國的證券市場有實證研究，應證了一般投資人買股票，若採所謂的「BUY AND HOLD」策略（買了就抱住）會比反覆進出來得划算，報酬率會更高。因為反覆進出在追隨趨勢的操作理念下，有時難免會追高殺低。但若採長期持有的態度，類似手中有股票，心中無股價之做法，只要長期趨勢不變，就不用擔心會有追高殺低的問題，而且又可以省下大量的交易成本及手續費，何樂而不為？ADA所強調的長期投資絕對不是口號而已，雖然他們部位的平均持有期為6~8個月，但他們也有部位留了四年之久，就像他們在2001年底才剛了結手中小麥的空單，而該小麥的空單是早在50個月前就建立的。

除了長期持有之外，ADA亦強調風險分散的重要性。ADA會將投資人的資金分散投資到40個不同的市場上，並在金融類與大宗物資類市場中力求平衡。倘若ADA對利率走勢的看法

有誤，或許在金融類商品上他們操作不佳，但往往可在大宗物質或能源類市場上彌補，畢竟在所有市場皆犯錯的機率是相對較低的。因此，ADA都會盡量分散投資標的之風險，不會將過多資金押注在同一類商品的某看法上，以鞏固他們的投資報酬率。另外一大特色是ADA從不使用停損做交易，取而代之的是，若趨勢反轉的訊號出現，他們就出場，否則就一直留倉。這種交易型態，雖然和一般的CTA有截然之不同，但卻能讓ADA得以長期持有獲利。當然這些成功經驗的背後仍須仰賴錯誤率極低的電腦系統所發出之進場訊號作輔助及一套良好的風控系統。

從上述這些成功的基金經理人個案背後，我們可以端倪出，在瞬息萬變的金融市場上，隨著科技的精進與資訊的發達，衍生性商品的操作，其困難度與風險都較以往大為提升。這可從近20餘年來CTA的報酬率走勢明顯地看出，市場變得較以前更有效率，商品價格已充份反應所有利多或利空之消息，因此要獲得暴利的機會就變得愈來愈難。但即使如此，操作績效優異的期貨基金經理人仍大有人在，但他們的成功絕非偶然。他們多半都能迅速地隨機應變與妥善地風險分散，而領先其他操盤人。又從近二、三年的趨勢來看，這些成功的CTA似乎都有幾點共通的特色：(一)交易系統化，程式化，並將人為決策因素降到幾乎最低；(二)所使用的系統都有工程師不斷地更新、修改，以符合市場當前需要。且針對不同商品都有不同的系統來輔助。過去傳統的觀念拿一套系統來因應所有市場之做法已不合潮流；(三)交易商品多元化，以適當地做到風險分散。專攻某特定種類商品之基金，如指數型基金、外匯基金，已很難在目前日趨競爭的市場存活下去。事實上，獲利的方式不只一種，有使用技術分析的，有使用基本面分析的，有遵循程式指令的，有奉行TREND FOLLOWING的，有憑藉著獨特見解的…等，但不論採何種方式，他們都要能隨時依市場狀況調整操作系統，並參與多種類市場的交易以確實做到風險分散，達成投資組合獲利最佳化。展望未來，衍生性商品的市場只會持續成長及愈形多元化，從美國過去十年另類投資總資產的倍數成長即可看出。然而隨著市場的擴大及操作困難度與複雜度的提升，專業管

理就顯得更加重要。他山之石，可以攻錯。希望這些國外成功期貨基金經理人的經驗分享，在本國期貨服務事業即將上路之際，能帶給國人學習之處，並為將來的期貨代客操作創造出一片天空。

美國期貨信託事業與期貨顧問事業之介紹

◆ 吳佳慧

財政部證期會 稽核

一、緒論

我國期貨市場之發展分為兩階段：先開放國外期貨交易，再建立國內市場。民國八十一年六月立法院通過「國外期貨交易法」，主管機關為財政部證券暨期貨管理委員會。八十二年底，主管機關核准十四家國內及九家國外期貨經紀商之籌設許可，八十三年四月第一家合法期貨經紀商成立，國人自此可以經由正式管道交易國外期貨。

「期貨交易法」在各界努力推動下，於八十六年三月四日蒙立法院三讀通過，同年六月一日公布施行。我國期貨市場自臺灣期貨交易所於八十七年七月二十一日推出本土首項期貨商品「台灣證券交易所股價指數期貨契約」，至今近四年時間，期間陸續推出金融保險類、電子類股價指數期貨契約及台指小型期貨契約，並於九十年十二月廿四日推出台指選擇權契約，未來亦將視市場發展需要及配合程度，逐步推出新商品，目前臺灣期貨交易所上市商品之交易量亦呈穩定成長之趨勢。

在期貨交易法中之第四章期貨業中明定有「期貨服務事業」之專節，該節第八十二條規定：「經營期貨信託事業、期貨經理事業、期貨顧問事業或其他期貨服務事業，須經主管機關之許可並發給許可證照，始得營業。」，授權主管機關核准、管理及監督期貨信託事業、期貨經理事業、期貨顧問事業或其他期貨服務事業（包括期貨交易輔助人）之依據¹，而其中又以期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業最受矚目。

按期貨交易有高度槓桿性(Leverage)，賺賠均以倍數方式實現，行情波動較快，且相關商品之交易策略複雜²，較不適合一般財力有限、專業有限之個人參與，而放眼國外成熟之期貨市場，均走向

法人化、專業化，亦即以機構投資人為市場主要結構，以充分發揮期貨市場避險及價格發現的功能。隨著國內期貨市場之發展，現階段規到開放專業之期貨服務事業參與期貨市場已屬必要，此舉除可引導期貨交易人從事理性之交易、提高各種機構性資金及法人參與期貨交易之意願，以於提高法人參與比重、改善期貨市場結構外，亦可活絡本國期貨市場、提升業者專業職業技能，俾利期貨市場之健全發展。

要建立一個法人化、專業化的期貨市場，最有效率的方式就是引進期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業等專業機構投入期貨交易，而由於我國目前期貨市場尚在起步階段，故一切制度皆須自國外引入。事實上，國外期貨服務事業因為經濟環境等各項客觀因素的影響，早已發跡並行之有年。

在相關的金融行業中，很少有像期貨服務事業發展如此戲劇化的行業。自從第一個期貨服務事業在1949年問世以來，這項事業就不斷地成長並吸收無論來自集團法人或市場散戶的資金。

尤其美國更是期貨服務事業，包括期貨基金經理人(Commodity Pool Operators)以及期貨交易顧問(Commodity Trade Advisors)的發源地，迄2001年9月為止，在美國登錄的期貨交易顧問就有2,749家，期貨基金經理人就有1,761家³，占全球期貨服務事業之絕大多數。

「他山之石，可以攻錯」，在我們汲汲引進國外期貨服務事業制度之時，也應深刻了解到期貨基金對市場的影響力以及妥善管理的重要。美國華爾街投資專家索羅斯在美國國會對衍生性金融商品所舉行的聽證會上指出，共同基金有混亂市場的本錢

1 期貨交易法第八十二條第三項：「期貨服務事業之設置標準及管理規則，由主管機關定之。」

2 衍生性商品之交易較為複雜，以選擇權契約交易來說，即有「蝶狀價差交易」(Butterfly Spread)、「下跨式部位」(Bottom Straddle)等交易策略。

3 Commodity Futures Trading Commission 2001 Annual Report.

⁴。故我國在規劃期貨服務事業相關規範時，實有必要深切了解他國在期貨基金經理人以及期貨交易顧問等行業上發展與管理的寶貴經驗，方能去蕪存菁，並蔚為己用。

二、美國期貨基金經理人與期貨交易顧問之定義

美國是期貨交易的發源地，期貨服務事業制度之發展亦最為健全，美國的期貨服務事業可大別為期貨基金經理人(Commodity Pool Operators, CPO)、期貨交易顧問(Commodity Trading Advisors, CTA)二種，這二種事業均須依美國商品期貨管理委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)之規定，向全美期貨協會(National Futures Association, NFA)辦理登錄⁵。

(一)期貨基金經理人(Commodity Pool Operators, CPO)

在美國，期貨基金的組織並無一定的限制，它可以是投資信託(Investment Trust)、合夥，或其他以交易商品期貨或選擇權契約為目的之類似商業組織，至於「期貨基金經理人」的名辭，並非只是一個經理人而已，而是管理某一期貨基金之個人或公司⁶。

一般而言，期貨基金經理人乃是藉由出售股權或受益憑證，向大眾募集資金，全部或一部投資於期貨及期貨選擇權契約或其他基金⁷之人。特別是一般從事期貨交易之個人，往往無法負擔特別期貨交易顧問之費用，卻又需要專業之協助時，則此等人可經由持有期貨基金經理事業所發行之股份或受益憑證而享有專家之協助⁸。

依美國商品交易法之定義，期貨基金經理人係指任何以投資信託、企業聯合或類似性質之企業，為了在特定的期貨交易市場上進行期貨交易，而從事招攬、接受、或收受他人以直接或間接方式交付的基金、有價證券或不動產，但並不包括經美國商品期貨管理委員會以規則或辦法明

美國期貨基金經理人與期貨交易顧問之架構	
名稱	業務範圍
期貨基金經理人(Commodity Pool Operator; CPO)	期貨基金經理人之業務為募集期貨基金及管理該基金。其本身可操作所募集期貨基金，亦可委託一個以上之期貨交易顧問操作其所募集之基金，但每一期貨交易顧問操作基金之額度不得超過該基金淨資產價值的百分之二十五。
期貨交易顧問(Commodity Trading Advisor; CTA)	期貨交易顧問之業務為提供他人關於從事期貨、期貨選擇權或槓桿交易的價值或適當性之顧問業務。其所提供之顧問範圍包括為客戶之帳戶操作交易及透過書面刊物或其他媒體提供顧問。

資料來源:游翔芸,我國期貨服務事業規劃方向之介紹

⁴ 詳李麗著，「衍生性金融商品」，頁243。

⁵ Under the Commodity Exchange Act (Act), all individuals and firms, with certain exceptions, that intend to do business as futures professionals must be registered with the Commodity Futures Trading Commission (CFTC). The Commission has authorized the National Futures Association (NFA), a self-regulatory organization, to receive and review applications and grant registrations, <http://www.cftc.gov/opa/background/opa/poacta.htm>.

⁶ "A CPO is an individual or organization which operates or solicits funds for a commodity pool" CPO Regulation Guide, National Futures Association, page 7.

⁷ CPO: An enterprise in which funds contributed by a number of persons are combined for the purpose of trading futures contracts or commodity options, or to invest in another commodity pool. CPO Regulation Guide, National Futures Association, page 7.

⁸ 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁31。

定非屬本項名詞定義範圍之任何其他人士。

依美國商品期貨管理委員會規則之規定，期貨基金經理必須登錄，登錄的用意在於使不適任或不合格的人無法從事期貨業，以保障交易安全並提升服務品質⁹。透過強制登錄，美國商品期貨管理委員會雖因得以管理交易專業人員；但是，怠於登錄並不因此豁免商品交易法或相關法規交易專業人員的規範。商品期貨管理委員會的立場一向是有權管理任何「應」登記的期貨人員，而非僅限於已登記人員。

1984年，商品期貨管理委員會就關於期貨經紀商(Futures Commission Merchant)、期貨仲介商(Introducing Broker)、期貨基金經理人(Commodity Pool Operator)、期貨交易顧問(Commodity Trading Advisor)、及彼等僱用之業務員(Associated Person)登錄授權給全美期貨協會(NFA)。此外，場內經紀人(Floor Broker)的登錄受理也於最近授權給全美期貨協會¹⁰。

期貨基金經理人欲豁免登錄時，必須以書面通知每一個基金參加人，並向美國商品期貨管理委員會及全美期貨協會申請。即使期貨基金經理人已取得豁免登錄的資格，該期貨基金經理人仍須依規定製作及保存帳冊以供查核；另外，期貨基金經理人必須向基金參加人說明基金投資收入之使用情形，並定期製作報告交付參加人，報告的內容並應包括會計報表及經簽證的年報。會計報表必須包括每期損益及淨資產變動表，而年度報表中須包括損益表、財務狀況變動表以及業主權益變動表¹¹。

美國商品交易法(Commodity Exchange Act, CEA)亦在特定條件下，將某些由其他目的事業

主管機關管理的市場參與者，排除在期貨基金經理人的定義之外，例如向美國證管會登錄的投資公司、保險公司的隔離帳戶、銀行管理之信託基金及各州政府的退休基金等，均可排除在期貨基金經理人管理的規範之外。而上開事業的特定條件包括交易性質為避險而非投機、期貨交易金額比例低於總資產百分之五，以及符合CFTC第4.5號有行銷限制及通知等規定者¹²。

期貨基金經理人的登錄豁免，主要是針對小型或私人性(private)基金而訂。美國商品期貨管理委員會規則§4.13規定，若期貨基金經理人的基金資產淨值於基金會計年度開始時不超過美金二十萬元，而且任一基金在會計年度的任一時點均不超過十五人投資，則期貨基金經理人就毋須登錄。但基金經理人所經理的根本是私人性基金，期貨基金經理人就毋庸登錄¹³。所謂私人性基金是指期貨基金經理人同時僅操作一基金，且其並未就其對該基金之服務，收受任何形式的報酬，亦未與其他須登錄之人有任何業務關聯，基金本身也未有廣告招募或任何其他有系統的資金募集。

按國內目前已存之證券投資信託事業與證券投資顧問事業，其管理架構與制度與國內極不相同，單純就信託基金與顧問事業的關係就有顯著的區別，我國之證券信託事業獲得主管機關許可、募集基金後，就更進一步地自行僱用經理人操盤；換言之，除基金本身委託保管機構保管這一點假手他人以外，其他自募集至管理、操作等種種階段，證券投資信託事業均自行辦理；而證券投資顧問事業所扮演之角色，僅是非常單純地向投資大眾提供一般諮詢、發行出版品等投資顧問服務而已，即便是目前針對證券投資信託事業以及證券投資顧問事業開放全權委託業務¹⁴，惟

9 "The primary purposes of registration are to screen an applicant's fitness to engage in business as a futures professional and to identify those persons who, in order to conduct business as futures professionals, are also required to become Members or Associates of NFA.", "CPO&CTA Regulatory Guide", page 6.

10 楊光華，同前揭註10，頁59。

11 饒孟友，「美國對期貨基金經理人及期貨交易顧問事業之管理」，頁15。

12 饒孟友，「美國對期貨基金經理人及期貨交易顧問事業之管理」，頁14。

13 "CPO&CTA Regulatory Guide", page 7.

14 證期會目前已修正證券投資信託事業管理規則以及證券投資顧問事業管理規則，增訂開放上開事業得經主管機關核准，從事全權委託業務。

證券投資信託事業與證券投資顧問事業間，並無強有力的合作關係存在。

但在美國，期貨基金經理人在向大眾募集資金後，除將資金委由保管機構保管以外，亦不由本身進行管理與操作，而是透過僱用期貨交易顧問的方式，由期貨交易顧問為其進行實際上之操盤，故二者關係十分密切。

(二)期貨交易顧問(Commodity Trading Advisors, CTA)

期貨交易顧問依商品期貨交易法之定義，係指直接或間接提供他人進行期貨或期貨選擇權交易之顧問服務，並收取報酬之行業，但美國的期貨交易顧問事實上其業務範圍並非僅侷限於分析、建議及諮詢等，其大多接受期貨信託基金或特定人的委託，為信託基金或特定人從事期貨交易，其雖仍以委託人而非自己之名義下單交易，但可為其客戶決定交易策略，簡言之，其業務性質類似代客操盤。

以期貨信託基金與期貨交易顧問之合作流程而言，期貨信託基金在向大眾募得資金以後，並非由本身操盤直接介入交易，而是依原先已擬妥

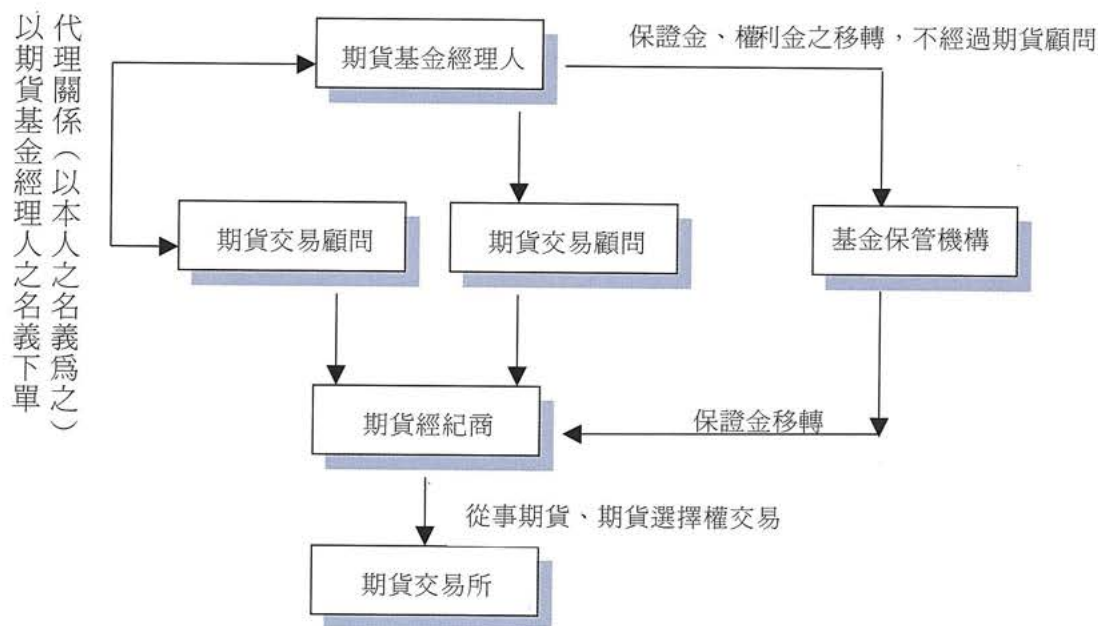
之投資組合規畫，評估本身的交易需求後，雇用不同專長的期貨交易顧問，由期貨交易顧問根據本身專業的判斷，為雇主-亦即期貨信託基金決定細節交易策略，並以期貨信託基金之名義為其下單至期貨經紀商處執行交易。在期貨交易執行的過程中，受雇的期貨顧問事業並未接觸到保證金、權利金，期貨信託基金依照交易規則繳交交易保證金、權利金時，均是通知基金保管機構，以銀行轉帳方式直接匯入期貨經紀商的保證金專戶中。在美國，若是某一期貨顧問事業代客操作的績效特別好，也會有二個以上的期貨信託基金同時雇用一個期貨顧問事業的情況發生，這種情形法令並未禁止。

期貨交易顧問按規定亦須向全美期貨協會辦理登錄，但從事期貨交易建議係附隨於主業務者，如銀行、信託公司、報社、統計公司、出版商、專欄作家、律師、會計師、交易廳經紀人、期貨經紀商以及期貨交易所等，則可享有登錄豁免權，不必登錄為期貨交易顧問。

期貨交易顧問豁免登錄之具體情形有五：

- 1.在過去十二個月內所服務之對象未逾十五人，且並未對外宣稱其為商品交易顧問者

附表一：美國期貨基金與顧問事業之關係



15。特別須注意的是，這「十五人」的限制包括其客戶的客戶，換言之，若期貨交易顧問的客戶自作媒介，將資訊傳播出去，使他人獲得，則未付費仍取得此顧問意見者，亦須計算於十五人之內。如果期貨交易顧問是在美國提供顧問服務，則即令其客戶均是外國人，也不能像所謂的外國期貨交易顧問一樣免於登錄。然而，即令期貨交易顧問符合上述二項要件，不對大眾提供服務，亦未曾在十二個月內對超過十五個人提供過交易意見，其服務若不祇是附屬於其本業上，則其仍不能豁免登錄¹⁶。

2. 僅為某一商品基金提供顧問服務，而該商品基金經理人已登錄者¹⁷。
3. 在商品交易法或商品期貨交易委員會規則中列名之特定事業或專家，且其提供之顧問服務為執行其業務所附帶者¹⁸。包括銀行或信託公司及其員工、新聞記者、新聞專欄作家、印刷或電子媒體之新聞編輯、律師、會計或教師、場內經紀人或期貨經紀商、普遍及定期傳播之印刷或電子媒體之出版人或製作人，包括其員工¹⁹。
4. 以其他事業名義登錄，且僅對該事業提供顧問服務者²⁰。
5. 為向美國證管會登錄的投資顧問，且依CFTC第4.5號規則，為由其他目的事業主管

機關管理之交易工具，並提供有證券及期貨交易顧問服務者²¹。

在上述的豁免條件中，第一至第四項資格條件，係由申請人自行決定，但若依第五項條件而欲豁免登錄時，則必須先向CFTC提出申請。

無論是期貨基金經理人或期貨交易顧問，辦理登錄時均須檢具相關符合規定之證明文件，填具7號表格(Form 7-R)，負責人另須填具8號表格(Form 8-R)並附上其指紋卡；由全美期貨協會轉送美國聯邦調查局比對是否有不法紀錄。另亦與美國證管會(SEC)檔案比對每一申請人之資料表，針對期貨基金經理人，再要求填載7號表格中的(Schedule C)表，而期貨交易顧問則須填具7號表格之(Schedule B)表²²。

期貨基金經理人與期貨交易顧問所填具之7號表格(Form 7-R)，內容包括操作人員背景說明及處分訴訟紀錄等數項重要事項。

一旦向全美期貨協會登錄完成，期貨基金經理人及期貨交易顧問即成為全美期貨協會之會員。全美期貨協會並得定期檢查其會員，以確保其會員行為符合相關規定。檢查通常以突擊檢查為之，其範圍包括會員揭露文件、操作績效報告、促銷資料及行為、會計處理、財務報告及交易紀錄等。被查核並非代表該會員即有違法情事，反之如查核結果並無缺失，該業者亦不得以之為財務業務健全之宣傳或保證。事實上，全美期貨協會稽核規定，明文禁止其會員表示其財務業務之能力為經全美期貨協會通過及肯定。亦即無論期貨基金經理人或期貨交易

15 has provided advice to 15 or fewer persons during the past 12 months and does not generally hold himself out to the public as a CTA, <http://www.cftc.gov/opa/background/opaopcta.htm>.

16 楊光華，同前揭註10，頁64。

17 furnishes trading advice solely to a commodity pool (or pools) of which he is the registered CPO or for which he is exempt from CPO registration, <http://www.cftc.gov/opa/background/opaopcta.htm>.

18 is in one of a number of businesses or professions listed in the Act or the Commission's regulations and the providing of advice is solely incidental to the conduct of that business or profession, <http://www.cftc.gov/opa/background/opaopcta.htm>

19 楊光華，同前揭註10，頁29。

20 is a registered investment adviser who provides futures advice incidental to providing securities trading advice to the "otherwise regulated" trading vehicles specified in Rule 4.5, <http://www.cftc.gov/opa/background/opaopcta.htm>.

21 neither directs client accounts nor provides commodity trading advice based on, or tailored to, the commodity interest or cash market positions or other circumstances or characteristics of particular clients, <http://www.cftc.gov/opa/background/opaopcta.htm>.

22 饒孟友，「美國對期貨基金經理人及期貨交易顧問事業之管理」，頁16。

顧問均不得以向全美期貨協會登錄，作為宣傳投資分析或財務能力之工具²³。

三、美國期貨基金經理人與期貨交易顧問之運作與管理

(一)美國商品期貨管理委員會(CFTC)之規範

1. 揭露之規定 (Disclosure Statements)

在依規定CFTC登錄為期貨基金經理人與期貨交易顧問後，其必須遵守CFTC有關充分揭露、製作及申報規定報表以及帳冊保管等規範²⁴。依商品期貨管理委員會管理規則§4.21(a)規定，期貨基金經理人與期貨交易顧問必須向其客戶揭露下列事項，並向其客戶交付風險預告書，以告知客戶有關期貨交易之風險²⁵：

(1)基本資料之揭露

- A. 基金之名稱、主營業處所、電話號碼及組織形態。若主營業所之地址係郵政信箱號碼，期貨基金經理人應附帶說明其帳冊及紀錄保存處。
- B. 期貨基金經理人之姓名、主營業處所、電話號碼及組織形態。若主營業處所之地址係郵政信箱號碼，基金經理人應附帶說明其帳冊及紀錄保存處。
- C. 基金經理人、負責人之姓名。
- D. 基金所僱用之期貨交易顧問姓名。
- E. 基金所僱用之期貨交易顧問負責人姓名。

名。

F. 在交易過程中，負責交易決策者之姓名。

G. 若經由期貨經紀商執行交易，則須告知期貨經紀商之名稱。

H. 若期貨基金經理人已計畫將基金從事期貨交易，且已決定期貨利益類型，須向客戶說明其為交易所設定之限制²⁶。

(2)商業背景之揭露

期貨基金經理人須向客戶說明，自風險預告書上所載日期之前五年內，期貨基金經理人本身其負責人、基金之期貨交易顧問及其負責人之商業背景。並且須一併說明其僱用人、商業聯合關係或創業投資之關係人。基金經理人及其負責人，與基金交易顧問及其負責人曾擔任之職務亦一併陳述。

(3)利益衝突之揭露

基金經理人從事基金交易，而與基金經理人本身、該基金經理人之負責人、基金之交易顧問、前述基金交易顧問之負責人、代客執行基金交易之期貨經紀商、前述期貨經紀商之負責人、將基金交易介紹給期貨經紀商之仲介商、或前述仲介商之負責人等，有現時或潛在利益衝突時，基金經理人須告知其客戶。此利益衝突應包括基金經理人與期貨交易顧問及其負責人，得直接或間接從透過期貨經紀商為交易而開立帳戶，或經由仲介商仲介而在期貨經紀商處開立帳戶之任何安排獲利之情形²⁷。

(4)操作績效紀錄之揭露

- A. 若期貨基金經理人招攬市場參與者參加之基

23 饒孟友，「美國對期貨基金經理人及期貨交易顧問事業之管理」，頁16。

24 Persons who are registered (or required to be registered) with the CFTC as CPOs and CTAs are subject to detailed disclosure, reporting, and recordkeeping requirements, <http://www.cftc.gov/opa/backgrounder/opapoccta.htm>.

25 CPOs and CTAs must give potential investors a general risk disclosure statement, that, among other things, warns them of the risks of futures trading and must provide a discussion of the particular risks involved in the pool or trading program, <http://www.cftc.gov/opa/backgrounder/opapoccta.htm>.

26 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁120。

27 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁121。

金，有商品利益交易紀錄者。

(A)進行商品交易達12個月以上者，期貨基金經理人應揭露所有操作績效紀錄，但逾三年者，只須揭露前三年內之交易績效。

(B)進行商品交易未達12個月者，期貨基金經理人應揭露此期間內之操作績效。但若前三年內，該期貨基金經理人及其負責人曾操作其他基金者，應一併揭露。

(C)若未進行任何商品利益交易者，期貨基金經理人應以顯著之書面告知。

B.操作績效之說明，至少應按季列表為之，且其最近資料須為近三個月內所為。

C.期貨基金經理人依商品期貨管理委員會所為之揭露，應說明該基金當時與過去操作間之重大差異。

D.操作績效紀錄之寫法，以個別表列或混合表列均可。惟若混合表列，應分別揭露操作績效以招攬客戶，並說明該表列之構成，及基於該混合表列之重大消息。

(5)基金之期貨交易顧問及其負責人操作績效之揭露。基金經理人應向客戶說明，該基金之期貨交易顧問及負責人之操作績效，其內容與期貨交易顧問者同

(6)持有利益之揭露。期貨基金經理人必須向客戶說明其本身及其負責人、基金之期貨交易顧問及其負責人，對基金持有之所有權 (Ownership)或受益利益 (beneficial Interest)。

(7)費用收取之揭露。期貨基金經理人應完整說明其向客戶收取之費用。不僅須儘量明確地指出前一會計年度中每筆費用之確實金額，並儘能計算出該會計年度的各項費

用額度。

(8)資金額度限制之揭露

A.期貨基金經理人須告知客戶，具備資金額度之上下限。若無上下限者，亦須以書面告知其客戶。

B.開始進行商品利益交易之前，期貨基金經理人應告知客戶持有資金之最長期間。

C.若未收到足夠金額，該資金之處置方法及期間，應告知客戶。

D.交易進行前，期貨基金經理人應將存放或投資資金之處所事先告知其客戶。若基金經理人計劃將資金置於「產生收入帳戶」(Income-generating account)，應說明收入受領人姓名。

(9)保證金支付方式之揭露。

A.若非以現金支付保證金，基金經理人應向其客戶說明該非現金項目之性質，及該項目收入受領人之姓名。

B.基金資本未用以支付保證金或權利金時，期貨基金經理人應將開始交易後之資金持有方式告知客戶。若此類資金非以現金方式持有，應向客戶說明該非現金項目之性質，及該項目收入受領人姓名。

C.若基金資金未用以支付保證金或權利金，而將該資金存放於國外時，基金經理人應說明該資金存放處。

(10)轉讓及贖回限制之揭露

市場參與者轉讓基金利益之限制，或要求贖回之條件，均應告知客戶。若無限制或條件，須以書面告知。

(11)清償責任範圍之揭露

市場參與者除出資外，若須對基金債務負清償責任者，基金經理人應將責任範圍告知其客戶。

(12)分配政策之揭露

期貨基金經理人應告知客戶，該基金分配利益或資本之政策及分配次數之政策。並應一併告知聯邦所得稅法對其之適用。

(13)訴訟之揭露

期貨基金經理人本身及其負責人、基金之交易顧問及其負責人、基金之期貨經紀商及其負責人、以及基金之仲介商及其負責人等，自風險預告書所載日期起前五年內，於行政、民事或刑事訴訟中列為被告者，期貨基金經理人均應向客戶揭露。

(14)佣金支付之揭露

為基金、基金經理人或期貨交易顧問招攬客戶之人，其佣金由上述主體及其負責人支付。

(15)雙重交易之揭露

期貨基金經理人須向客戶說明，其本身或其負責人、基金之交易顧問或其負責人等，是否為自己帳戶進行商品利益交易。

(16)報表之揭露

期貨基金經理人須向客戶提供帳戶之月報表或季報表，以及經簽證之年度財務報表。

(17)風險預告書之揭露

期貨基金經理人應依商品期貨管理委員會之揭露要件，將風險預告書置於公開揭露文件之封面。

(18)警示聲明書之揭露

期貨基金經理人應將警示聲明書置於公開揭露文件之封面。

關於期貨基金經理人之揭露義務，1995年6月又加以修正，主要是使書表側重於優先事項，減少無謂的揭露；同時重新設計操作績效歷史揭露的形式與範圍；進而要求基金損益平衡點之揭露，以改善費用揭露的效益與清晰程度；此外，新修訂之規則並設計一套完全的觀察架構以揭露店頭衍生性商品交易慣有之風險。

美國商品交易法訂有期貨交易顧問揭露之規定：

(1)基本資料之揭露

A.期貨交易顧問之名稱、主營業處所、電話號碼及組織形態。若主營業所之地址係郵政信箱號碼，期貨交易顧問應附帶說明其帳冊及紀錄保存處。

B.期貨交易顧問負責人之姓名。

C.交易策略(trading program)之說明。

D.期貨交易顧問要求其客戶在某期貨經紀商開戶，或要求其透過某仲介商介紹帳戶者，應向該客戶說明該客戶說明該期貨經紀商或仲介商之名稱。若客戶得自行選擇期貨經紀商或仲介商者，期貨交易顧問亦須向其以書面說明之。

E.期貨交易顧問預備進行交易之商品類型，其事先設定之交易限制須向客戶說明。

(2)商業背景之揭露

期貨交易顧問須向客戶說明，風險預告書上所載日期之前五年內期貨交易顧問及其負責人之商業背景。並且，須一併說明其僱用人、商業聯合關係或創業投資之關係人。期貨交易顧問及其負責人曾擔任之業務也一併陳述。

(3)操作績效紀錄之揭露(Track Record)

A.期貨交易顧問應將其本身及其負責人，在風險預告書上所載日期前三年內，全權委託帳戶之操作績效紀錄，告知其客戶。

B.操作績效紀錄之說明，至少應按季列表為之，且其最近資料須為近三個月內所為。

C.操作績效紀錄之寫法，以個別表列或混合表列均可。惟期貨交易顧問應說明其重大區別。

(4)費用收取之揭露

期貨交易顧問應完整說明其向客戶收取之費用。不僅須盡量明確地指出每筆費用的金額，且須將計算方法告知客戶。若計算基準係引用專有名詞，須加以定義使客戶了解。

(5)利益衝突之揭露

期貨交易顧問所進行之交易策略，與(1)期貨交易顧問本身，(2)該期貨交易顧問之負責人，(3)期貨交易顧問指定客戶透過其介紹開戶之期貨經紀商及其負責人，或(4)期貨交易顧問指定客戶透過其介紹開戶之期貨仲介商及其負責人，有現時或潛在利益衝突時，期貨交易顧問須告知客戶。

(6)雙重交易之揭露

期貨交易顧問須向客戶說明，其本身或其負責人是否係為自己帳戶進行商品交易。

(7)涉訟之揭露

期貨交易顧問本身及其負責人、該顧問指定客戶開戶之期貨經紀商及其負責人、及該顧問指定客戶透過其介紹開戶之期貨仲介商及其負責人，在風險預告書所載日期

之前五年間，於行政、民事或刑事訴訟中列為被告者，期貨交易顧問應向客戶揭露。

(8)風險預告書之揭露

風險預告書應置於公開揭露文件之首頁。

(9)警示聲明書之揭露

期貨交易顧問所欲進行之交易策略，若未經商品期貨管理委員會通過或審查，須將此一事實刊載於公開揭露文件之封面²⁸。

2.保護投資人之規定

不論是否已經豁免登錄，所有期貨基金經理人及期貨交易顧問，均須遵守CFTC為保護投資人而訂定之規定，這些規定包括：

(1)期貨基金及其經理人須為獨立之二個法律主體。

(2)期貨基金參加人所交付予期貨基金經理人之款項，必須登記於該期貨基金之名義下。

(3)期貨基金經理人須依CFTC第4.23號規則保存相關之交易紀錄。

(4)期貨基金經理人自有或任何其他非基金參加人之資金，不得與該期貨基金之資金混合。

(5)期貨交易顧問除非亦以期貨經紀商名義登錄，否則不得自客戶處收取資金。

此外期貨基金經理人，包括海外之期貨基金，亦可能因其投資之範圍受到美國證管會(SEC)等其他管理當局之規範²⁹。

3.鉅額申報之規定(Large Position Report)

28 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁117~120。

29 饒孟友，「美國對期貨基金經理人及期貨交易顧問事業之管理」，頁15。

CFTC對大額交易者(Big Traders)未平倉契約及投機額度之持有限制亦適用於期貨基金經理人及期貨交易顧問。大額交易者申報之規定，為當某交易者持有在美國期貨交易所交易之期貨契約或期貨選擇權契約數量超過CFTC規定必須申報的額度時，CFTC將通知該交易者填具第四十號表格(Form 40)向CFTC申報。

雖然CFTC對由單一期貨交易顧問提供顧問服務之期貨基金所持有的投機額度可作有限度的放寬，惟所有期貨業者均須遵守CFTC及各期貨交易所所訂定之投機額度規定。要適用前述有限度放寬投機額度的規定，必須向CFTC提出申請，一旦得到核准，該期貨基金總持有未沖銷部位數量得超過有關投機額度之限制，惟個別獨立之期貨交易顧問所持有之未沖銷部位數量，仍不得超過上述投機額度的限制。

(二)全美期貨協會之管理

全美期貨協會(National Futures Association, NFA)保護投資人的第一步即為要求業者必須登錄。為符合登錄資格，申請人必須提出符合規定的證明文件。期貨基金經理人及期貨交易顧問均須填具7-R表格，負責人另須填具8-R表格並附上指紋卡，由NFA轉送調查局等相關單位查詢有無不法記錄。

一旦向NFA登錄完成，即成為NFA會員。NFA得定期檢查其會員，以確保會員之財務業務狀況符合相關規定。檢查通常以不預期通知之突擊檢查進行，檢查的範圍包括會員應向大眾揭露的文件、操作績效報告、促銷資料及行為、會計處理、財務報表及交易紀錄等。被NFA查核並非代表該會員即有違法的情事；反之，如查核結果並無缺失，亦不得作為該會員績效或保證之宣傳。事實上，NFA稽核規定，明文禁止其會員表示其財務業務之能力為經過NFA通過及肯定；亦即無論期貨基金經理人或期貨交易顧問均不得以已向NFA登錄乙事，作為對外宣傳其投資分析或財務能力之促銷資

料。

NFA查核期貨基金經理人及期貨交易顧問時，通常依下列標準來決定被查核的對象、時間及查核次數：

- (1)期貨基金經理人或期貨交易顧問所管理客戶資金額度；
- (2)依規定須向NFA申報有關公開說明書及基金財務報告的內容；
- (3)NFA對期貨基金經理人及期貨交易顧問所作廣告及宣傳之監視；
- (4)期貨交易人之投訴；
- (5)對該公司或其代表人過去歷史背景的考慮；
- (6)前次查核時間基金年度結算期間；
- (7)市場變動對其之潛在影響；
- (8)新加入為會員並為客戶管理資金
- (9)其他來源取得之資訊。

前述查核目的在確保期貨基金經理人及期貨交易顧問符合NFA及CFTC所規定保存有關交易紀錄，其揭露文件是否正確反映重要資訊，以及客戶不致因其不當行為而遭受損失。其中期貨基金經理人由於業務涉及管理客戶資金，故必須另外再接受財務查核程序(Financial Audits)。財務查核程序著重於是否依一般會計原則、NFA及CFTC之規定，完整地編製基金資產負債表、損益表及客戶分類帳。

被NFA查核的期貨基金經理人及期貨交易顧問須隨時準備完整帳冊及交易紀錄。NFA查核員在查核完畢時，通常先與被查核公司的負責人討論任何有關缺失及待改進之處，查核員事後並須製作查核報告。

如發現有缺失，查核報告將予以說明並建議可能的補救措施，若缺失情形有嚴重違法之虞時，NFA稽核部門會將該報告送該地區之商業行為委員會(Regional Business Conduct Committee)處理。地區商業行為委員會將依情節輕重，決定是否對期貨基金經理人及期貨交易顧問發出警告函(Warning Letter)，或正式送上訴委員會，決定處分方式。

任何已登錄的期貨基金經理人或期貨交易顧問在招攬客戶投資基金或欲為客戶管理帳戶時，必須向其客戶提供揭露文件(Disclosure Document)，其目的在提供基金參加人及客戶足夠的資訊，以供其做投資決策之用。

NFA管理規定中，明訂期貨基金經理人及期貨交易顧問何時必須提供揭露文件及該文件中必須涵蓋之資訊內容。而每一基金參加人及客戶必須在該文件中簽名並加註日期，表示收到並瞭解該文件之內容。此一簽名文件必須保存於期貨基金經理人或期貨交易顧問處，隨時供NFA查核。

(三) 詐欺行為的禁止

對於期貨基金經理人與期貨交易顧問之業務，美國商品交易法訂有禁止詐欺行為(Fraudulent Transactions Prohibited)的規定。商品交易法§4c不僅保護期貨交易顧問現有的客戶，也保護可能成為其客戶者；對於期貨基金之參與投資者，不僅保護現已參與者，也保護未來可能參與者，範圍不可謂不廣。

在商品交易法中，詐欺行為的行為態樣有二：

1. 針對期貨基金經理人或期貨交易顧問「運用任何策略(device)、計劃(scheme)、或手段(artifice)所為的欺騙」，或是
2. 禁止「任何用以欺騙的交易(transaction)、執行(practice)、或營業(course of business)」³⁰。

由於商品交易法適用於所有符合期貨基金經理人及期貨交易顧問二者定義的人員及他們的業務員，登錄與否並非適用之要件，故對於怠於登錄或因商品期貨管理委員會管理規則而豁免登錄的期貨基金經理人及期貨交易顧問而言，仍須適用商品交易法之規定。

商品期貨管理委員會認定違反商品交易法§4c之行為態樣，包括以下各項：

- (1) 期貨交易顧問可能會嚴重誤導潛在客戶(perspective customers)的不實廣告。
- (2) 期貨交易顧問先以某契約有暴利機會為餌，引誘他人開戶，並將該客戶之資金轉投資於不同期貨契約上(bait and switch)。
- (3) 期貨交易顧問未經授權而為客戶的帳戶進行交易。
- (4) 隱瞞期貨交易顧問與其處理該客戶而獲利者的關係，譬如隱瞞給與該他人的手續費回扣。
- (5) 期貨基金經理人疏於向客戶揭露投資的風險以及投資的性質。
- (6) 期貨基金經理人允諾交易會有鉅額利潤。
- (7) 其他類似不法詐欺。

四、結論與建議

無論期貨信託事業或期貨顧問事業，其設立之目的均在於使期貨交易者得透過專業投資管理者所提供的顧問或決策，參與期貨市場的投資活動，藉以獲利或分散其投資組合的風險，並使投資人不必單槍匹馬地去從事高風險的投資。我國期貨正處於導入階段³¹，值此之時，除積極向市場推廣此一新興衍生性金融工具外，也應了解開放專業機構及外資的進入，將有助於整體市場的流動性及專業性的大幅提升，在我國目前極欠缺相關期貨服務事業人才的情況下，如何引進具有專業性的期貨信託事業

30 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁93。

31 台灣期貨交易所於八十七年七月廿一日開業。「台股指數期貨7月21日登場」，八十七年七月一日金融郵報第二版。

及期貨顧問事業，是未來一個值得探究的方向。個人也在此提出數點建議如下：

(一)引進期貨專業機構投資人刻不容緩

按期貨交易有高度槓桿性(Leverage)，賺賠均以倍數方式實現，行情波動較快，且相關商品之交易策略複雜，較不適合一般財力有限、專業有限之個人參與，而放眼國外成熟之期貨市場，均走向法人化、專業化，亦即以機構投資人為市場主要結構，以充分發揮期貨市場避險及價格發現的功能。

要建立一個法人化、專業化的期貨市場，最有效率的方式就是引進期貨專業機構投資人，尤其是外國之期貨專業投資機構，其在國外從事期貨交易操作已行之有年，將其引進可有助於國內期貨投資專業之提升。雖目前財政部證期會已開放證券市場三大法人—外資法人(QFII)、證券自營商及證券投資基金，加入期貨市場交易，但仍與期貨專業性之投資機構有所不同，以證券投資基金而言，雖然目前財政部證期會第四組已開放證投信事業基於避險需要，開放其募集基金從事期貨交易，但此係開放證券基金在避險的範圍內操作期貨交易，其交易額度及操作策略均相當有限；故可考量由符合規定之證券投資信託公司，兼營期貨信託事業，使其得以發行以期貨為主要投資標的之基金。

(二)設立開放外國期貨服務事業之規定

誠如上述，開放期貨專業機構具體之方式，即是引進國外期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業等專業機構投入期貨交易，為了使國外期貨專業能傳承至本國人才，可考量仿效我國早期開放證券投資信託事業之方式，明訂期貨投資信託事業及期貨顧問事業之發起人應有部分發起人為外國期貨基金經理人或期貨交易顧問，財務業務健全、並且未受國外當地主管機關之處分，績效良好。以此種方

式，與國外相關人力結合，對於我國開放期貨服務事業之初期發展，亦較有一穩健之保障。

(三)結合國內相關事業

按我國之證券服務事業，始自於民國五十七年制定證券交易法第十八條及民國六十四年銀行法修正之第一百一十五條，開放國內之證券投資信託業務。隨著我國證券市場的發展，迄九十一年七月底為止，我國證券服務事業已有證券投資信託事業共四十三家，已發展至相當規模。

我國欲發展期貨服務事業，就像民國八十二年至八十三年間發展國外期貨經紀商一般，必定是由當時市場上業務相關之人才轉任從事期貨業，而與期貨業性質較為接近雷同者，以證券業莫屬。基於民國八十三年當時許多證券商人員轉至期貨商服務，甚至許多證券商直接轉投資成立集團期貨子公司，可以想見未來我國開放期貨服務事業，經由現有之證券投資信託事業投資或人員轉任亦不失為一可行方式。

另外，由現存的專業期貨經紀商兼營期貨顧問事業等亦為另一選擇。由專業期貨經紀商兼營之理由主要有三，一為期貨顧問事業之業務內容性質較缺乏發展利基，須避免專營之期貨顧問事業重蹈目前證券投資顧問事業普遍存在招收會員、報明牌等問題；二為增加專營期貨商之期貨專業業務，使其得對客戶以不同服務收費，避免現行經紀手續費受因不當折減而影響其業務之正常經營；三為期貨商依現行期貨商管理規則規定，得提供其客戶有關現貨市場及期貨市場之資訊、研究報告或其他資料，若其得經營期貨顧問業務，不但可充分運用現有資源並增加期貨商之專業性，有助於期貨商之健全發展³²。

(四)主管機關應致力培訓專業核心部隊

32 游翔芸，我國期貨服務事業規劃方向之介紹，證券暨期貨管理雜誌，第二十卷第五期。

期貨服務事業市場建立之初，實可謂千頭萬緒，一切典章制度均有賴主管機關規劃、執行，在建立初期大力培訓專業人員至為重要。在具體作法上可由培訓少數精銳核心部隊開始，日後再由該核心成員教育新進人員，如此相互授受，經驗方得以傳承。在現階段應可遴選有意願、學習能力強且語文能力佳之中層幹部至國外相關機構汲取經驗，方能打開本國市場之眼界。事實上，期貨市場走向專業化、法人化已是無可避免的潮流，即使是身為期貨服務事業發源地的美國，期貨相關機構亦常共聚研商服務事業之議題，如CME在1992年5月至1994年3月這將近二年的時間，大力促成了五場期貨交易顧問的說明會即是。換言之，既使是最先進的市場，也不能自我懈怠，惟有不斷地學習、精益求精，才能走在金融潮流的前端，沉穩地向前邁進。

日本期貨服務事業現況與經營的檢討

◆ 鍾幸昌

大華期貨 業務部 經理

一、前言

近年來，金融業者充分利用傳統的金融工具，不斷組合及創新多元的新商品來迎合投資人之理財需求。銀行及證券商等投資機構相繼推出各式量身訂作的理財服務，並不斷的引進新商品來提供適合投資人屬性的投資模式。但一般投資人因礙於法規上之限制及資訊取得不易的環境下，對創新的商品是又愛又怕，對新商品不甚了解情況下，造成投資意願無法提高。讀者無妨以「安全性」「流動性」「收益性」之角度引導自己思考更多易於理解的投資模式。在此觀念下，降低風險、掌握獲利、徹底追求投資多元化的產物即是期貨基金。藉由本文介紹日本期貨基金的運作方式，以期望讀者對我國即將開放之期貨服務事業能有初步了解。

二、期貨基金的架構

期貨基金與證券信託基金之營運架構非常類似。簡單而言，期貨基金銷售業者募集個人或法人投資人之資金後，將資金委託於期貨基金經理人(Commodity Pool Operator以下稱CPO)，再由CPO自行或委託期貨投資顧問(Commodity Trading Advisors以下稱CTA)進行運用。CTA僅發出買賣交易指令，對帳戶內資金並無提領的權利。

每個CTA各有不同的交易模式，各有拿手的交易策略與商品。80年均以程式交易為傲的CTA，近年來隨著市場的多元化，似乎走向策略性的投資組合，此舉顯示投資人有偏於控制風險的導向。而如何選定CTA來提高基金報酬率就寄託於CPO的眼光及手腕。由CPO所選定的各CTA透過期貨商利用全球的衍生性金融商品，如期貨交易和選擇權交易中取得較佳的報酬，以期給投資人帶來獲利。

日本於1999年所運用期貨基金有135支、資產規模3091億日幣(不包括海外期貨基金)。2002年1月資產規模縮減至2076億，其為最高峰98年4000

億的一半(註:美國期貨基金的資產規模約400億美元)。原因不外是當92年期貨基金正式上軌後，面臨年年調降利率之下，可投入風險較高且獲利較佳的衍生性商品的比率必然隨著減少。當然期貨基金耀眼的表現就不如以往，導致於償還期時投資人的再投入意願遞減。此外，大多數CPO的營運獲利不如預期，而相關部門被縮減，也是期貨基金減少的原因之一。

91年成立的日本商品投資事業法(簡稱商品期貨基金法)所規範的期貨基金為「主要運用於商品投資的投資契約」。而其指的商品不限於「期貨交易」其他包括「選擇權」及「實物交易」。實物交易除了各期交所上市的商品之外，還包括競賽馬、電影、名畫、選擇權、石油礦區權等礦業權。競賽馬基金及電影基金均是期貨基金的投資對象，但基於難以控制風險為由參與的期貨基金並不多。

現在日本期貨基金所許可的銷售業者76家(所需資本額2000萬日幣)，CTA11家(所需資本額1000萬日幣)、CPO20家(所需資本額10億日幣)。而美國註冊的CPO則有1630家，CTA亦有870家。其銷售業者除了期貨商之外，還包括銀行、證券(野村證券一家)、商社、租賃公司，金融公司等。現行的期貨基金中，期貨商只不過佔整體的25%。

三、期貨基金誕生的經緯

被稱為「證券投資信託的期貨版」的期貨基金，早已於1949年由美國RecharD.D. Doncean所開發、設定的基金為期貨基金之先驅。於70年代後半段，慢慢被投資人接受而開始普及。87年全球股市崩盤發生後，期貨基金才開始有耀眼的成長。因為當股票型基金的績效幾乎全軍覆沒之時，期貨基金卻以非常亮麗的成績而頗受矚目。一般而言，股票型基金必需在現貨市場有明顯的多頭行情出現時才有可觀的報酬率。但對期貨基金而

言，無論趨勢如何只要市場走勢是一邊倒的大行情時，均會出現讓人滿意的報酬率。

日本第一支期貨基金是由三菱商事於88年所銷售的美國期貨基金。當時拜全民積極理財的環境所賜，租賃公司及金融公司紛紛跟進。同時商社也開發出以黃金現貨與期貨的套利交易為主的保本型期貨基金。90年因波斯灣戰爭而使期貨基金以高運用績效而受投資人的肯定。日本政府開始整備相關法案，於91年4月成立，由通產省（現經濟省）、農水省、大藏省（現財務省）三部門共管的商品投資事業法（簡稱商品期貨基金法）。並於92年4月實施該法。97年4月修法後大幅度的開放有價證券的運用。而期貨基金的最低單位由早期的5000萬日幣開始、97年3月降至1000萬日幣、97年10月降低至500萬日幣。最後雖然於98年4月取消基金最低門檻的限制。但是至今仍很難擺脫以法人為主的狀態。

四、股票型基金與期貨基金的差異性

兩者之間架構上雖有雷同，但實際上最大的差異是股票型基金之銷售由證券母公司或其旗下的關係企業負責，再由該投信本身運用管理。從集資到運用管理大部份均由同組織內執行（海外的股票型基金為例外）。甚至在金控合併後也未見變化。但期貨基金的運用則除了期貨商的小型基金外，幾乎委外操作居多，現行的日本期貨基金還是以美國市場為主，其運用於國內期貨市場的資金僅佔整體資產規模的10~15%左右，其他股票型基金與期貨基金之間的差異點如下：（以下均以日本市場為例）

- 1.股票型基金是以一般投資人為主，其佔有60%的比率以上。相對的期貨基金卻以法人投資人為主。僅有期貨商的小型基金（10億~50億日幣）才有針對一般投資人設計的期貨基金。
- 2.對股票型基金的運用績效，法規上明令規定定期的公佈。但期貨基金卻採用任意的方式。現行的期貨基金當中也僅有66%的期貨基金公開其運用績效。以透明化的角度而言，唯有期貨

基金公開運用績效越迅速越完善，才能取得投資人青睞。

- 3.期貨基金的契約設有一種特殊制度稱為cooling off制度。其制度就是一般投資人在入金後10日以內只要以書面申請，便視同解約。而股票型基金卻只能用贖回的方式處理。
- 4.2000年股票型基金的資產規模為47兆9571億日幣。不包括海外期貨基金相對的期貨基金的同期資產規模為3091億日幣，差距甚大。
- 5.期貨基金在有條件的情況下可以投資證券市場，但股票型基金是不允許運用於期貨市場。期貨基金可投資金融期貨或銀行存款（含公債）的比例不得超過該基金總額的30%以上。
- 6.期貨基金可分為「保本型基金」與「積極運用型」兩大類型。股票型基金中以「積極運用型」基金佔整體的50%以上。但是期貨基金卻以「保本型基金」為主，佔基金整體的80%。並且在「積極運用型」基金中也有確保本金一定比例的基金，此一比例高低視當設定的契約而定，一般均以80%為主。換言之，在衍生性工具上的停損原則（lost cut rule）為20%。所以保本型的期貨基金嚴格而言，應該佔整體的90%。期貨基金的「保本型基金」並不能與保險公司的「投資型保單」或外資銀行的「投資型外幣定存」相提並論。因為在期貨基金契約上並無保證二字，只能使用確保二字來訂定契約。但大部份的期貨基金仍擁有較高的報酬率。
- 7.股票型基金以開放型基金為主，一般在加入一定的時間後便可贖回。但期貨基金原則上以償還期五年為主。特別是長期運用為主的保本型基金中有35%是不得贖回，50%則以合約前三年不得贖回。積極運用型基金則以合約第一年不得贖回的條件為主佔整體50%，其中也有贖回條件為合約開始一個月後37.5%，合約開始六個月後12.5%。

五、期貨基金的種類

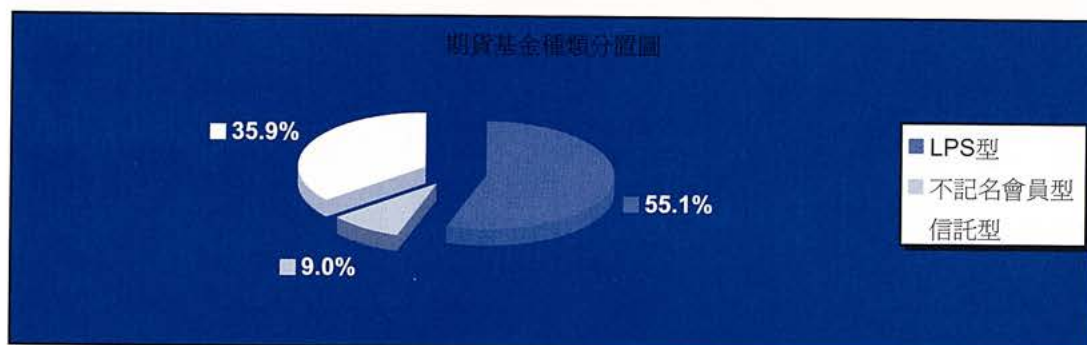
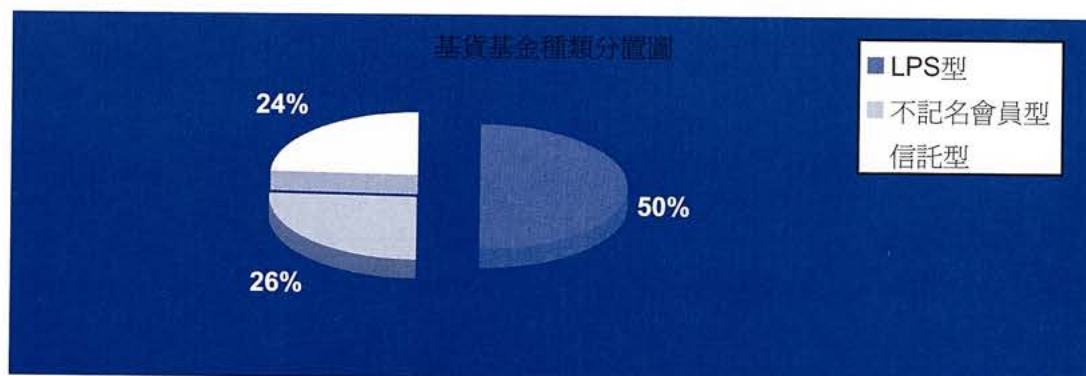
現在日本所銷售的期貨基金分為三大類型：
 (1)LPS (Limited Partner-ship)型、(2)不記名會員型、
 (3)信託型。早期的期貨基金以LPS型居多，最近發行的期貨基金大半是以信託型為主。

日本大多數的CPO在開曼群島設立所需的組織。其原因是日本並無該組織形態的法源依據。而且組織設立成本及稅金也是考量之一。

(1)LPS型—期貨基金開放初期均以此形態發行。CPO（主要合夥人General Partner）在海外設立有限合夥公司（Limited Partner-ship）投資人以有限合夥人（Limited Partner）出資該公司。該有限合夥公司再設立安定運用公司投入大部份的資金，以確保償還期時保本的形態，再把基金餘額投入自設的期貨運用公司。該期貨運用公司再委託CPO選任的CTA進行期貨投資運用以創造該基金的收益。CPO基於期貨運用公司的管理契約，對CTA做運用隨時監控管理。而所獲得的運用收益由CPO分配給投資人。此外，CPO在執行基金管理上需負無限的責任，但投資人卻不必要負出資金以外的責任。

(2)不記名會員型—期貨基金銷售業者共同在海外設立期貨基金的營運公司，該營運公司與投資人之間締結商法規定的無記名會員契約，投資人雖以無記名會員身份投資該營運公司的期貨基金，但與營運公司之間是債權、債務關係。基於無記名會員契約，投資人對於出資的營運結果也必需付出相當有限責任。但萬一該營運公司發生倒閉時，該投資基金便轉成一般債權，則投資人將血本無歸。屬於期貨商聯合發行的形態。

(3)信託型—信託銀行把多數投資人的信託金共同運用的期貨基金，其資金大部份運用於固定獲利的商品上，其他一定比率



LPS型：2525億 不記會員型：411億 信託型1645億

註：以上的統計包含海外期貨基金。

的資金運用於海內外期貨市場或委託海外的LPS。期貨基金銷售業者以委託人兼受益人之立場收取信託受益權。再由銷售業者轉讓其收益給一般投資人。信託型會變成現發行基金之主流則是因為該型基金在設定時能取得歐美主要銀行的不可撤銷信用狀，以確保本金的償還。以安全性高、信用度高的誘因，吸引不少投資人。

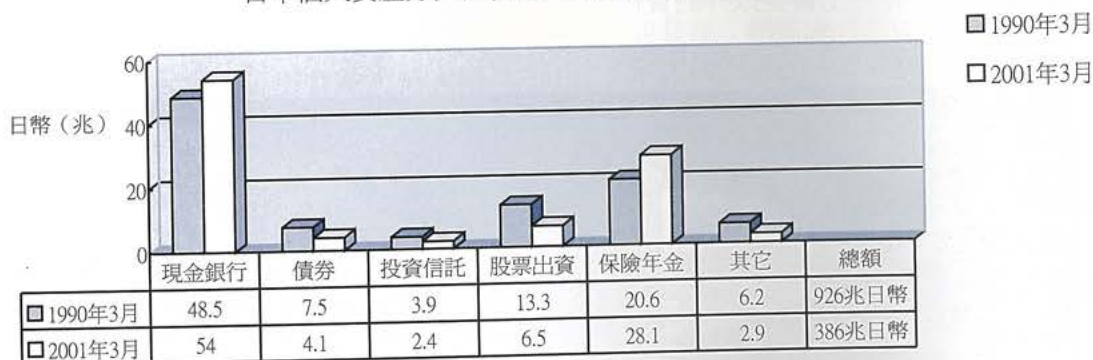
六、美、日期貨基金的差異性

美國的期貨基金幾乎採LPS型的模式。日本則有LPS型、信託型，無記名會員型三種模式。美國的期貨基金被視為有價證券。適用證券交易法，Blue Sky法（州法）外，合約期間內並無限制轉讓。日本基於期貨基金法下營運，不認定為有價證

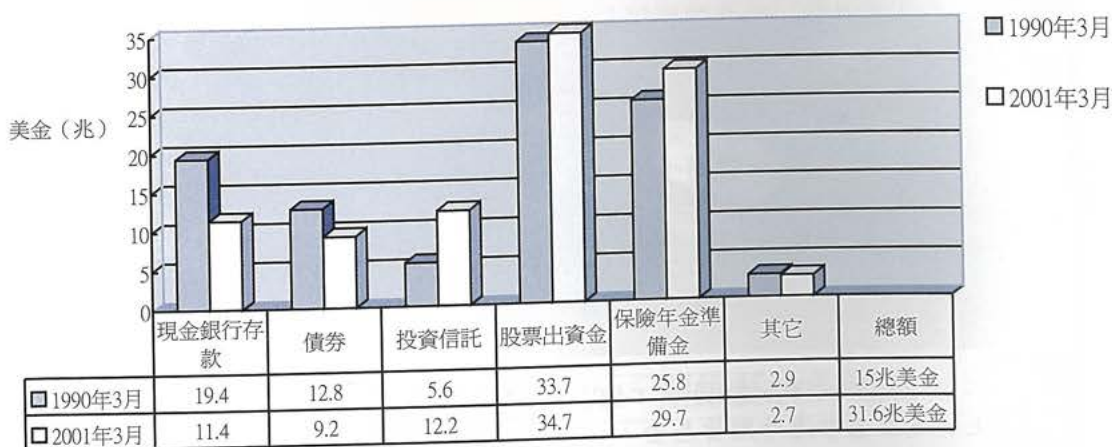
券。以外，美國對投資人的公開說明書需提交主管機關，而日本卻無此義務。美國所有期貨基金成員（銷售業者、CPO、CTA等）採用向CFTC（美國期貨交易委員會）及SEC（證券交易委員會）的登記制。而日本採用主管機關（財務省、農水省、經濟省）三省共管的許可制。以保護投資人的觀點，似乎日本的制度較為完善。例如：美國並無類似日本的Cooling off制度。美國雖有公開說明書，卻沒有對投資人揭示業務內容的規定。日本卻有對投資人揭示業務報告書的義務。美國的對銷售單位並沒有限制，一般均以5000美元為最低單位居多。而且以積極運用型為主。日本則90%以保本型為主。最低單位1億或5000萬日幣為主流。以最低單位500萬募集的基金居少數（佔總資產規模的5%）。基於單位越小成本越高的情況下，對於500萬以下為單位的基金僅限於期貨商所發行之基金。

美、日個人資產分置表

日本個人資產分置表(1990年及2001年)

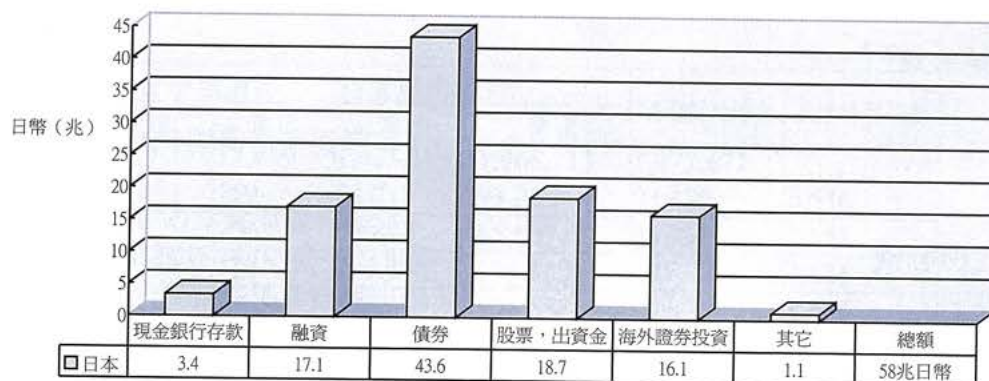


美國個人資產分置表(1990年及2001年)

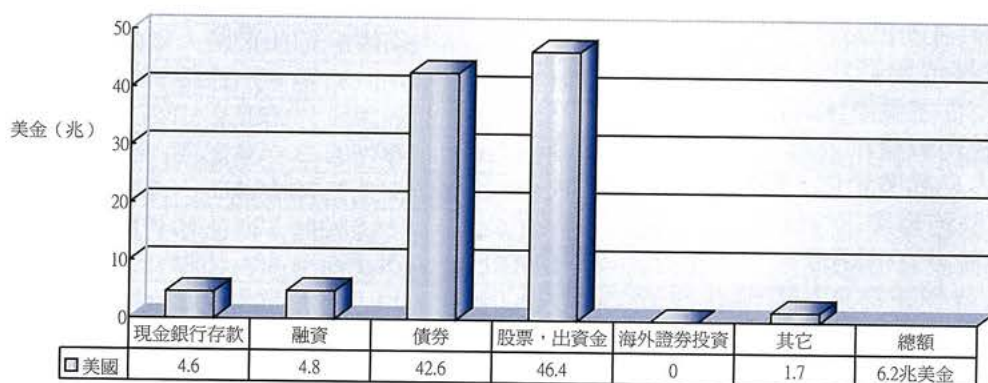


美、日個人資產分置表

日本投資信託資產分置表(2001年3月)



美國投資信託資產分置表(2001年3月)



上表的分置明白顯示關於個人的資產分配比率，美國與日本之間有極大的差異。日本的資產分配上比較偏重於「安全性」。而美國則偏好於「收益性」。觀察近十年來的美、日之間的資產變化可知，美國以「積極攻擊性」的投資手法使資產倍數成長（110%）。而日本卻以「防衛保守性」的投資手法使資產穩定成長(50%)。兩者成長之差不外是美國在金融創新 (Finance innovation)的激勵下，不斷的創造出流動性高的新商品，並勇於嘗試新交易模式，更積極開發低交易成本的工具（如網路）等大功所成。以98年日本取消外資投資比率後，時常出現美資當日市佔率高達五成以上之現象為例，可得知美國的「主動性」及「積極性」遠超過其他國家。相對的，日本的資產成長可得來不易。因為其大部份仰賴於高利率的遺產，所以在通貨緊縮的現況下，除非求變否則將來是絕無同比率的成長。2001年日本政府以活絡股票市場及提昇資金流動為由，將個人資產的股票比例在十年內提高至16.8%（2000年德國的股票比例）為政策目標。

七、結語

過去日本以高儲蓄率帶動傲視群倫的高經濟成長，但終究因銀行放款不當反而傷害到自己。把近十年形容成空洞的十年之下，日本也慢慢在生存中求變的心態上有所突破。譬如，拜相關的網站上均有新商品的模擬遊戲所賜，投資人的意願顯然有明顯的提高。更值得一提的是，新商品中已產出具有全球性競爭力的金融商品（如：氣候衍生性商品）。

台灣本身資產分置的屬性就由讀者自行判斷。但讓金融業者能自主創新金融商品，且賦與更具彈性的商品形式是值得台灣仿效。台灣加入WTO之後，在法令完全開放之前國內金融業者勢必加強開發適合台灣投資人屬性的新金融商品。此舉不但能使國內金融業者強化對外競爭力，亦可避免國內業者間無益的價格競爭。

美國期貨交易顧問(CTA)績效持續性評估之研究

◆ 姒元忠

群益期貨 總經理

一、緒論

1.1 研究背景我與動機

我國開放國外期貨交易已逾八年(民國八十三年四月二十八日第一家合法期貨公司正式成立)，自民國八十七年七月二十一日第一個本國期貨契約推出亦有近四年時間，但整體期貨市場參與者之結構尚未明顯改變，目前仍以散戶佔絕大部份(見表1.1)；這與國外發展成熟期貨市場係以法人為主之狀況，顯有不同，而主要原因又以期貨操作難度、風險控管、交易技巧較複雜為最，惟隨著期貨市場交易愈趨複雜化、產品多元化，我國主管機關正積極研議開放期貨服務事業(期貨交易顧問事業、期貨經理事業及期貨投資信託事業)，其中又以期貨經理事業(期貨全權委託交易業務)為初期開放之重點。事實上，全球由期貨交易顧問(Commodity Trading Advisers,期貨交易顧問)所主導之期貨全權委託交易或所謂管理期貨(Managed Futures or Managed Account)業務仍呈快速發展之現象；根據管理帳戶報告雜誌(Managed Account Report, MAR)統計至公元2000年期貨交易顧問所管理客戶之資金總值已達350億美元左右，而1980年時僅3億美元，成長幅度達百倍以上。此外，在美國註冊之期貨交易顧問總數亦達2,500名以上。管理期貨之所以受到投資人之青睞，主要是其可視為傳統投資資產(如股票、債券等)外之另一標的資產(Lintner, 1983)，亦即在傳統之投資組合中加入管理期貨，則在預期報酬率相同狀況下，可大幅降低投資組合之風險。當然如何在一定風險下選擇獲利穩定之期貨交易顧問則是投資人交由他人全權交易是否能夠成功之關鍵。由於我國期貨全權委託交易業務即將開放，因此本研究希望能以動量投資策略(Momentum strategy)分析美國期貨交易顧問之績效是否具有持續性(Performance Persistence)，做為日後國人選擇較佳期貨交易顧問方法之一，同時藉由與代表傳統性資產(股票與債券)績效之標的指數(Benchmark Index)比較，可知投資人在我國推出期貨服務事業後，應會有另一項新興投資標的。

1.1.1 管理期貨業與期貨交易顧問

所謂管理期貨業(Managed Futures Industry)係源於期貨市場發源地--美國，即投資人透過專業基金經理人(即期貨交易顧問)全權委託交易之方式來管理客戶資產，而期貨交易顧問則多運用期貨與選擇權交易所交易之契約做為其交易標的，達到參與全球主要市場之目的。自從1980年代美國隨著金融商品不斷推出，無國界與24小時不間斷之多元化交易商品與市場，迫使投資人需付出更多心力與時間研究瞭解相關市場，然日趨繁忙之現代人，卻並未賦予人們對等工作時間與相關專業知識，此時交易市場即產生對專業交易顧問之需求。期貨交易顧問即為期貨市場益臻成熟下之產物，所謂期貨交易顧問是指個人或團體，以直接代理投資人交易或透過傳播媒體間接傳遞訊息給投資人方式，提供專業期貨交易資訊以賺取利潤報酬者。

期貨交易顧問可依下列三項交易特性與策略而有所區分：

一、投資策略分析角度：

技術分析法—期貨交易顧問運用電腦程式或歷史線型分析，設計出一個可依循價量關係，從而據此分析決定投資策略，使用技術分析可排除投資者因個人情緒所造成之錯誤判斷，然依據程式所執行投資，在持續性獲利背後亦隱藏持續性損失風險。

基本分析法—期貨交易顧問依據供需狀況及相關市場消息，配合個人投資經驗來判斷可能之交易價格及策略，決策過程中或許會採用程式交易訊號，但非必然考量重點。此判斷方式較有彈性，但如同前述可能會受一時情緒干擾，而影響決策之中立性。

表1.1國內期貨市場概況表

國內期貨市場概況表						
單位:契約數						
年月	期貨自營帳戶		期貨經紀帳戶		成交契約總數	未沖銷契約數
	買進	賣出	買進	賣出		
88	12,367	12,459	1,065,305	1,065,213	1,077,672	
1	272	259	93,217	93,230	93,489	6,556
2	538	751	85,820	85,607	86,358	7,151
3	523	316	105,373	105,580	105,896	7,621
4	940	1,069	108,811	108,682	109,751	8,656
5	936	863	89,225	89,298	90,161	8,517
6	1,288	1,254	85,364	85,398	86,652	6,381
7	1,134	1,116	99,083	99,101	100,217	6,026
8	1,725	1,820	117,607	117,512	119,332	5,207
9	1,350	1,381	67,846	67,815	69,196	4,661
10	1,276	1,189	63,664	63,751	64,940	5,093
11	1,306	1,351	85,389	85,344	86,695	5,704
12	1,079	1,090	63,906	63,895	64,985	5,696
89	34,860	34,922	1,891,929	1,891,867	1,926,789	
1	1,681	1,692	88,158	88,147	89,839	6,946
2	1,565	1,483	58,468	58,550	60,033	7,692
3	1,904	1,842	89,421	89,483	91,325	5,852
4	2,166	2,365	106,495	106,296	108,661	5,007
5	2,815	2,724	137,957	138,048	140,772	7,270
6	3,522	3,579	112,127	112,070	115,649	9,359
7	3,914	3,775	151,680	151,819	155,594	8,048
8	2,853	2,976	150,049	149,926	152,902	8,961
9	3,612	3,547	185,836	185,901	189,448	9,021
10	2,770	2,784	240,761	240,747	243,531	13,331
11	4,101	4,119	301,865	301,847	305,966	9,602
12	3,957	4,036	269,112	269,033	273,069	9,810
90	199,428	203,852	4,151,962	4,147,538	4,351,390	
1	3,516	3,551	290,416	290,381	293,932	9,059
2	3,635	3,681	267,873	267,727	271,508	9,675
3	4,584	4,850	217,991	217,725	222,575	12,510
4	6,736	7,714	203,406	202,428	210,142	14,348
5	12,400	13,054	261,649	260,995	274,049	12,017
6	10,953	13,387	188,713	186,279	199,666	17,657
7	18,192	16,348	279,781	281,625	297,973	15,278
8	22,746	23,204	392,733	392,275	415,479	17,621
9	21,712	22,762	358,429	357,379	380,141	16,768
10	31,340	31,232	507,623	507,731	538,963	27,183
11	27,558	26,887	506,815	507,486	534,373	19,822
12	36,056	37,082	676,533	675,507	712,589	19,341
91	154,997	164,023	1,673,949	1,664,923	1,828,946	
1	41,911	42,720	563,157	562,348	605,068	25,031
2	21,983	23,222	216,464	215,225	238,447	23,317

二、投資策略集中程度：

專業投資－期貨交易顧問僅將資金集中於某項期貨或期權商品，目地在運用其專業知識獲取套利空間。

分散投資－期貨交易顧問採用分散投資策略，主要是想以分散及多元化投資概念減少非系統性風險發生，然在降低交易風險背後，其投資報酬相對較低。

三、投資策略所涉時間幅度：

短期投資－交易維持時間在一週以內，面對市場訊息變動較劇烈及交易顧問對價位表現反應較敏感時，將採取此短期投資方案，然因交易次數較為頻繁，基於對交易成本考量，對期貨商所收取之手續費有較大反應與議價空間。

中期投資－交易時間在七天至三十天內，期貨交易顧問所採用策略較短期穩定，相對其所預估之風險與報酬亦較短期投資與長期投資確定。

長期投資－交易時間在一個月以上，屬一高風險即高報酬投資策略，因交易次數較少，相對對交易成本最低，期貨交易顧問若採長期投資策略通常較偏好使用基本面分析模式。

1.1.2 國外管理期貨業之發展歷程

國外管理期貨業在過去二十五年間，由屈指可數之業者管理僅僅數百萬美元資金開始，發展至今已成為管理資產高達約四百億美元，從業人員遍佈全世界之巨型行業。這段期間國外管理期貨業歷經多次引人注目之變革、創新與成長。藉由檢視這些變革與創新，正可描繪出國外管理期貨業是如何演進成為投資世界中不可或缺之一環。

回顧歷史，我們發現國外管理期貨業發展可

明確區分為三個階段(Northote,1999)。第一階段在1972年到1977年，是國外管理期貨業之濫觴時期。第二階段為1978年到1987年，是該行業創新時期，期間產生許多主要基礎創見，這些重要創新形塑出今日管理期貨業之架構。第三階段為1988年迄今，屬於行業擴張時期，全世界投資人(不論是自然人或法人)開始投入這個行業。

若要談論管理期貨業之歷史，就不能不提及美國人Richard Donchian，因他被視為是管理期貨業之父。他於1928年自耶魯大學畢業後，便投身於華爾街，並發展出許多早期之交易系統(Trading system)，同時廣泛發表研究成果，也訓練出數位早期成功之期貨交易顧問。1981年時，在美國負責管理公開募集期貨基金之十九位期貨交易顧問中，有十六位不是經由他調教就是運用他所發展出之交易技術在管理客戶資金，可見其影響力與重要性。他在管理期貨業貢獻超過六十年歲月，於1991年才正式退休。

第一階段1972年～1977年

——管理期貨業之濫觴時期

1972年至1977年被認為是管理期貨業之濫觴時期原因有三：

- 1.追溯最早期之成功期貨交易顧問，他們事業發展均肇基於此一時期。
- 2.此一時期因商品價格出現劇烈波動之異常市場狀況，引發眾多投資人運用期貨進行投資交易。
- 3.第一次問世之金融期貨契約(外匯期貨)於此時期開始交易。

當然如果缺少下列兩個關鍵性因素，管理期貨業勢必無法發展：具備操作各種不同市場(包括金融市場)能力之期貨交易顧問和積極尋求這些期貨交易顧問服務之投資人。1972年至1977年間這兩項關鍵性因素第一次同時出現。

於此一時期開始交易之期貨交易顧問，典型交易方法就是以中線或長線之順勢交易系統(Trend Following System)。他們交易策略中主要考量因素，通常包括：分散投資於數個市場、以數學量作

公式確認趨勢，適當之資金規模及嚴格之資金管理規則。這些在當時發展出來之交易型態，直到今日仍被業界中操盤人廣泛地運用著。

金融史上，1972年至1977年也是商品價格與金融資產價格波動最刺激年代之一。在這短短幾年間，出現1919年以來最高之通貨膨脹率、美國經濟「大蕭條」以來出現最大幅度之經濟衰退、1930年代以來最急速股價崩跌、及美國內戰以來最高之公債利率。此外，同一時期發生美國總統辭職、石油禁運、中東戰爭，和兩次足以牽動全球農產品價格飆漲之大旱災，這些事件都導致這個時代更加動盪。顯而易見，這是個不尋常年代。

而前述事件造成投資人對管理期貨業之認知與興趣都劇幅提升。投資人四處尋覓有能力從這些事件中獲利之期貨交易顧問。部份活躍於這個年代之早期期貨交易顧問，他們優異之投資績效不但為他們贏得聲譽，更讓他們在業界各領風騷雄霸一方。創業於此一時期公司有Campbell & Co., Dunn Capital Management, 以及Millburn Ridgefield。

歷史上第一家金融期貨交易所——IMM(International Monetary Market, 附屬於芝加哥商業交易所, CME)也創立於此一時期, IMM之成立讓投資人與期貨交易顧問, 除交易傳統實物商品期貨(如白銀、小麥、糖)外, 可開始操作如外匯期貨等之金融期貨。繼外匯期貨之後, 其他各種金融期貨如雨後春筍般陸續出現, 像是股價指數期貨、各國政府公債期貨和美國利率期貨。

期貨業在這段時期之蓬勃發展促使美國國會於1974年創立商品期貨管理委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC), 藉此為管理期貨業建立廣泛法律與管理架構。

第二階段1978年~1987年

——管理期貨業奠基時期

管理期貨業可能不會再經歷另一次如同1978年至1987年間之變革與創新。在這十年間出現之重要發展包括：美國以外地區之期貨交易所和市場逐步擴張、創新之管理期貨業之工具、不同交易型態導入、擁有雄厚資金新公司進入市場、學術界開始進

行管理期貨業之相關研究、管理期貨業界出現第一份市場分析報導刊物與首屆相關議題之研討會。

這段期間全世界期貨交易所和期貨市場數目迅速擴張。目前重要之期貨交易所在倫敦、巴黎、德國、東京、新加坡和雪梨等地紛紛設立。從80年代到90年代初大約有25種新金融期貨契約問世以供交易。

除新市場外, 新投資工具也陸續發展成熟。第一支在美國公開募集之期貨基金開始於1978年, 到1981年市場上已經有30檔交易熱絡之期貨基金。第一支零票息債券(Zero-coupon bond)於1981年出現, 短短幾年之間這些債券已發展成完全保本型期貨基金之重要基礎。

這些保本型產品開發具有強大行銷效果, 因為這些產品直接消除投資人對期貨基金風險甚高之疑慮。自1980年代初期以來, 能夠提供還本保證已成為吸引投資人投入管理期貨業之最重要因素。

投資人不但為新市場和新投資工具所吸引, 同時也對新交易模式深感興趣。從80年代初期開始, 形形色色接受全權委託之期貨交易顧問開始受到投資人青睞, 這些交易顧問並未運用數理式系統, 而是依據市場訊息、交易經驗和直覺進行交易。旋踵間基本分析型交易顧問也開始在市場上提供服務。這種交易模式多樣性讓管理期貨業引起更多類型投資人之共鳴。

以上管理期貨業之發展也引起華爾街注意。部分在華爾街舉足輕重之大公司, 如Dean Witter, Merrill Lynch, Smith Barney, Prudential和E.F. Hutton都在這段期間開始提供各種公開募集或私募基金來支持管理期貨業。直到今日, 這些大公司在基金募集和產品創新仍多都維持著業界牛耳之地位。

哈佛教授John Lintner於1983年發表有關「管理商品與金融期貨帳戶於傳統投資組合中所扮演之潛在角色」(The Potential Role of Managed Commodity-Financial Futures Accounts(and/or Funds)in Portfolios of Stocks and Bonds)劃時代論文。他研究發現：將管理期貨操作納入包含股票和債券傳統投資組合中, 不

但可以降低風險，還能提昇投資組合整體收益。Lintner教授研究不僅為管理期貨業提供更多之實際誘因，而且對早期管理期貨業所管理資金規模成長有重要貢獻。

這段期間另一項重要發展是——1979年業界第一份市場分析報導開始出版。這份最早出版之刊物為『管理帳戶報導』（Managed Account Reports, 簡稱MAR）。在Leon Rose和Morton Baratz博士指導下，MAR將業內原本如同一盤散沙之參與者凝聚成一個緊密社群。藉由提供第一個期貨交易顧問與基金投資績效資料庫，及贊助舉辦能讓整個業界齊聚一堂之論壇式研討會，MAR為管理期貨業提供難以估計之貢獻。

至於管理基金協會（Managed Funds Association）之前身——全國期貨交易顧問協會（National Association of Futures Trading Advisors）於1980年成立，目的是為凝聚同業共識，並做為同業對切身相關議題之意見代表單位。

如同先前所述，這是一個充滿大量創意和新興行業突飛猛進時代。除前述發展外，其他重要里程碑還包括：管理期貨首次在歐洲市場展開行銷，第一個大型國際期貨交易顧問創立（MINT），及業界廣泛使用第一代個人電腦——這項發展大幅改善期貨交易顧問研發交易模式之能力。這的確是管理期貨業前所未見充滿創意和生產力之年代。

第三階段：1988年迄今 —— 實質成長之時代

自1988年迄今這段時期管理期貨業之發展之最大特色就是「成長」。不論是管理資產規模、期貨交易顧問數目及業內總從業人數均戲劇性地增加。舉例來說，管理期貨業所管理之資金規模由1988年26億美元躍升至1998年440億美元，僅僅11年間成長達17倍。於1988年當時，整個業界沒有一個期貨交易顧問管理超過10億美元資金，只有屈指可數期貨交易顧問管理1億美元左右之資金。時至今日，業內已有6位期貨交易顧問管理10億美元以上之資金，而有將近50位期貨交易顧問管理1億美元以上之資金。

目前對管理期貨業之投資意願最戲劇性成長是

出現在美國以外之市場。這段期間當中，日本投資機構藉由在日本國內提供之管理期貨業務而成為市場重要參與者。歐洲市場則於1980年代初期至中期開始出現對管理期貨業務之投資意願，最近十年歐洲投資人對於管理期貨業產品需求加速擴大。時至今日，大約有35位期貨交易顧問專心致力於歐洲市場。近來加拿大投資人也已成為業內影響因素之一。

從1990年代初期以來，許多國際性大銀行，像是Credit Agricole Indosuez，大通銀行（Chase Manhattan），花旗銀行（Citibank），法國興業銀行（Societe Generale），以及美國銀行（Bank of America）都積極致力於開發與分銷管理期貨產品。

此外，管理期貨產品也日益為機構投資人所接受。許多公眾事業員工與公司之退休基金都將管理期貨產品納入他們投資組合之中。像是維吉尼亞退休體系（Virginia Retirement System），聖地牙哥郡員工退休基金，其他如ConRail，Intel，AMP和世界銀行（World Bank）等企業退休基金都已投資於管理期貨產品。

在1990年代初期，發展出一項稱為結構化債券（Structured note or bond）之新投資工具。這種投資工具與利用零票息債券組成保本型產品類似，但結構化債券乃歸屬於一家主要銀行或企業之債務。事實證明這種投資工具非常受到投資人之認同。

小結

在美國或其他先進國家管理期貨業快速發展之原因可能是法人參與期貨市場之比例增加與基金經理人更加瞭解金融期貨之交易有關；此外，投資人需要更有效率來分散投資組合，這個目標可透過全球期貨市場來完成。同時在投資資產高度平衡（Well-Balanced）之投資組合中若加入管理期貨之好處有四種（Chicago Board of Trade, CBOT, 1998）：

1. 降低投資組合波動率風險之機會（opportunity for reduced portfolio volatility risk）。
2. 提高投資組合報酬率之潛在機會（potential for enhanced portfolio returns）。

3. 能夠在各種經濟狀況下獲利(ability to profit in any economic environment)。
4. 較容易參與全球市場(opportunity to easily participate in global market)。

所以當我們回顧過去25年管理期貨業之發展，可以發現業界進展可以如此遠大，這對我們即將建立之期貨服務事業實有倍受鼓舞之感覺。管理期貨業自從1970年代初期於美國開始發芽，目前已成長茁壯為全球金融市場主要環節。顯而易見地，這些參與於管理期貨業之從業人員已展現出他們創新與改進能力，進而滿足全世界投資人之需求。這種擁抱變化能力在未來25年仍將同等重要，也是我國相關從業人員主要努力方向之一。

1.2 研究目的

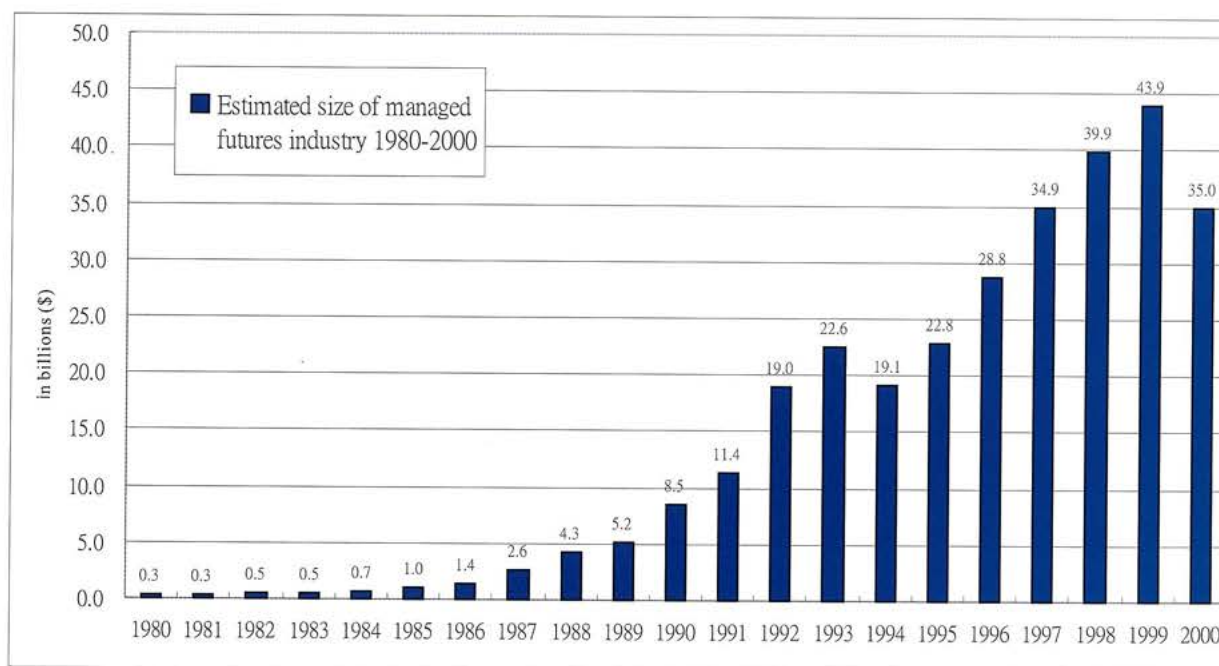
有鑑於我國即將建立期貨經理事業或所謂期

貨全權委託交易業務，那麼如何評估眾多期貨投資顧問之績效(Performance)及績效是否具有持續性(Persistence)，應是未來之準業者或投資人相當重要之研究課題，因此本研究係以期貨交易顧問之發源地美國為取樣地區，而透過研究績效持續性評估希望達到以下二點之目的：

根據期貨交易顧問之歷史交易績效探討是否其交易績效具有持續性，如有發現有持續性現象，則投資人可藉由期貨交易顧問績效變化來選擇期貨交易顧問之進出場時間；反之如果期貨交易顧問之績效不具有持續性，則投資人更應慎選期貨交易顧問，而非被其當下之高績效所迷惑。

另外，透過本研究亦可看出當分析期貨交易顧問之績效時，時間區間之選擇對於結論有很大之影響，這種現象也提醒投資人不應僅看到期貨交易顧問績效之表面，而需更瞭解績效分析所代表之意義。

表1.2 1980年至2000年管理期貨業之規模



資料來源：管理帳戶報導，MAR

二、研究設計與方法

本文主要是在探討期貨交易顧問是否存在動能操作策略及反向操作策略，簡而言之，本研究希望檢測期貨交易顧問績效強者恆強、弱者恆弱現象是否存著於期貨交易顧問之間。為檢測期貨交易顧問績效持續性之現象，本文以期貨交易顧問報酬率觀念做為投資組合建構之基礎，檢測期貨交易顧問一維簡單動能策略及反向操作策略之效果。

2.1 一維簡單動能策略及反向操作策略模型

由於Lakonishok, Shleifer, Thaler與Vishny(1991)、Grinblatt, Titman與Wermers(1995)、Keim與Madhavan(1995)以及Gomper與Metrick(1998)等學者均發現，機構投資人間廣泛地採用動能操作策略。本研究主要針對期貨交易顧問之績效持續性進行研究，研究「動能操作策略」是否適用於期貨交易顧問之間。

一般所謂「一維簡單動能操作策略」操作方式係指投資人買進前期贏家並賣出前期輸家。動能操作策略成立之前提係假設市場資訊反應不具較效率性，因此會產生強者恆強，弱者恆弱之情況。所以在此假說成立之前提下，買進前期績效佳之投資組合，同時並賣出前期績效差之投資組合將可以獲得超額報酬。

反之，「一維簡單反向操作策略」操作方式係指投資人買進前期輸家並賣出前期贏家。反向操作策略成立之前提係假設市場資訊反應過度。所以在此假說成立之前提下，買進前期績效差之投資組合，同時並賣出前期績效佳之投資組合將可以獲得超額報酬。

假設期貨交易顧問績效具備動能持續性效果，則投資人買進動能投資組合將能夠在不久之將來獲得超額利潤；但假設期貨交易顧問績效具備反向效果，則投資人買進反向投資組合將能夠在不久將來獲得超額利潤。本研究僅針對期貨交易顧問月報酬資料研究一維簡單動能策略及反向操作策略之操作績效，並進一步檢定期貨交易顧問報酬績效之持續性效果是否存在。

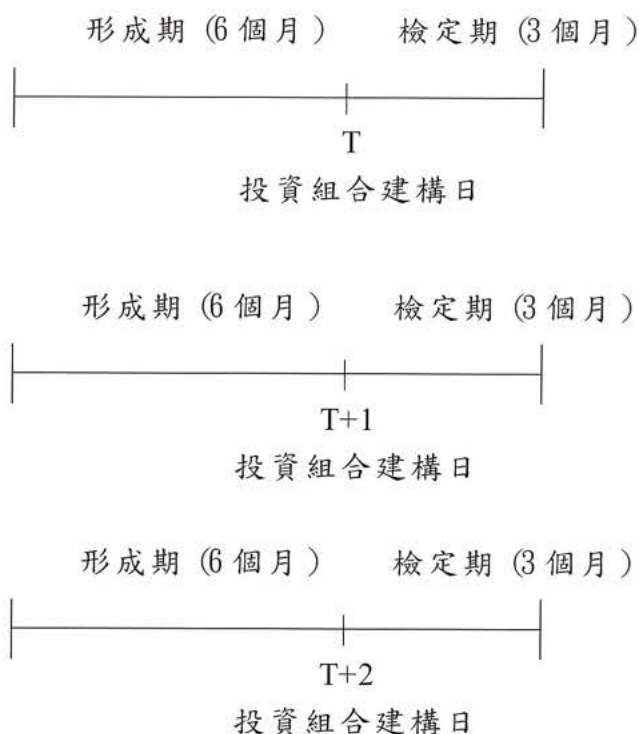
本研究所使用研究方法為：先將所有期貨交

易顧問依其前期報酬率排序，再依排序後之報酬率將期貨交易顧問分成數個族群，其中報酬率最高之族群即為贏家組合，而相對報酬率最差之族群即稱為輸家組合。排序之後，再針對前期贏家組合以及前期輸家組合分別檢定之後一個月到數個月間贏家及輸家組合之報酬率，以檢定贏家組合及輸家組合績效動能及反向操作策略之績效。

2.2 研究設計

為研究動能及反向操作策略效果是否存在期貨交易顧問之間，本研究文主要研究設計首先要篩選出贏家組合以及輸家組合之個數再進行檢定，所以將資料選取時間之內再分成若干期是必需的，而在每一段期間之內又可以包括形成期以及檢定期二部分，組成形成期以及檢定期最主要之目的為，一個期貨交易顧問績效好壞，可以包括期貨交易顧問本身管理能力好壞、過去交易績效、程式交易之穩定度、交易過程中所承受最大風險等等，而上述種種之評估條件，往往可以由之前一期到數期操作績效得知，也就是說，形成期最主要目的為利用過去操作績效來求得期貨交易顧問本身之特性，再利用這些特性預測未來一期到數期該期貨交易顧問期望報酬為何，這未來某一特定期間即為檢定期。

在形成期方面，本文採取區間長度為1、3、6、9、12個月，而在檢定期方面則是1、3、6、9、12個月，利用形成期所求得的累積報酬率排序，可以將所有的期貨交易顧問之操作績效好壞做一明確過濾，並區分為贏家、輸家或者位於二者之間等三種組合，而在檢定期利用買進持有法持贏家以及輸家組合，並觀察持有到期之後報酬變化情形，以檢定動能策略或反向操作策略是否適用於投資美國期貨交易顧問。為掌握較多之資料特性，本文將採用期間重複取樣(overlapping)方式進行，以加強檢定之效果。針對於所採取重複取樣方式，若以形成期以及檢定期分別為六個月以及三個月為例，茲利用圖表方式表示如下：



鑒於使用累積式報酬率計算可能帶來之衡量誤差，故本研究採用Dissanaike建議之乘積法來計算形成期之報酬；而檢定期則是參考Blume與Stambaugh建議之買進持有法(buy and hold method)，本文採取利用乘積報酬方式取代累加法，以避免在計算累積報酬上所可能產生之偏誤。

2.3 一維簡單動能策略及反向策略之形成與檢定

綜上所述，檢定動能策略及反向策略是否可以適用於期貨交易顧問之中，如何估算累積報酬率以及區分贏家以及輸家兩種組合為本文研究核心，累積報酬率之設算以及檢定流程將於以下詳細介紹。

2.3.1 累積報酬率之估算

計算累積報酬率為本文基礎，求算出精準報酬率，才得以建構出符合研究設計的贏家以及輸家組合，如此一來檢定出之動能策略績效之研究結果才較具參考性，一般在設算累積報酬率方式不外有二，其一為利用算術法以及乘積法二種方式，由於算術法僅為簡單將報酬率加以相加，而利用這種方式求算累積報酬率時將會產生偏誤，假設某一樣商

品在T1、T2以及T3時的價格分別是P1、P2以及P3，則R1以及R2分別為：

$$R_1 = \frac{P_2 - P_1}{P_1}$$

$$R_2 = \frac{P_3 - P_2}{P_2}$$

若假設持有該商品由T1到T3報酬率R，則依據報酬率公式，所求得的累積報酬則為：

$$R = \frac{P_3 - P_1}{P_1}$$

若是以算術法所求得的累積報酬率則為：

$$\begin{aligned} R &= R_1 + R_2 \\ &= \frac{P_2 - P_1}{P_1} + \frac{P_3 - P_2}{P_2} \\ &= \frac{P_2^2 - 2P_1P_2 + P_1P_3}{P_1P_2} \end{aligned}$$

我們可以發現所求之結果與正確求算方式有所出入，表示以算術法所得到累積報酬率存在著偏誤，若以乘積法計算，則累積報酬率為：

$$\begin{aligned}
 R &= (R_1 + 1) \times (R_2 + 1) - 1 \\
 &= \left(\frac{P_2 - P_1}{P_1} + 1 \right) \times \left(\frac{P_3 - P_2}{P_2} + 1 \right) - 1 \\
 &= \left(\frac{P_2 - P_1 + P_1}{P_1} \right) \times \left(\frac{P_3 - P_2 + P_2}{P_2} \right) - 1 \\
 &= \left(\frac{P_2}{P_1} \right) \times \left(\frac{P_3}{P_2} \right) - 1 \\
 &= \frac{P_3}{P_1} - 1 \\
 &= \frac{P_3 - P_1}{P_1}
 \end{aligned}$$

此結果恰巧與依照報酬率公式所計算出來結果相等，也顯示利用乘積法求算累積報酬率是不存在偏誤。

2.3.2 一維簡單動能策略

要了解一維簡單策略之運作方式，首先就要建構出贏家以及輸家投資組合，再進行贏家及輸家於檢定期獲利績效之檢定。本研究使用之方法說明如下：

- (一) 假設時間點為T，則第i檔期貨交易顧問在第一個月報酬率為R1，為二個月報酬率為R2，則將此方式套用於第I檔期貨交易顧問在時點T之前J個月報酬率，其計算方式如下：

$$R_{i,T} = \prod_{t=(J-1)}^0 (1 + r_{i,T+t}) - 1$$

其中：

- J：形成期之月數
- $r_{i,T+t}$ ：股票i於時點T+t之月報酬率
- k：檢定期之月數
- T：組合之建構日

計算出各支股票於時點T之前J個月乘積報酬率之後，便由此依據來決定贏家及輸家之組合；

將所有結果區分為數個區間。例如分成五個區間情況下，由最小到最大排序後，分別為G1，G2，G3，G4，和G5。其中G1最小，稱為輸家組合；G5最大，稱為贏家組合。

- (二) 接著計算贏家及輸家組合在檢定期中的報酬績效表現。當時點為T，持有k個月之報酬率如下：

$$WR_{T,k} = \prod_{t=1}^k \left[1 + \frac{1}{W_T} \sum_{W=1}^{W_T} (r_{W,T+t}) \right] - 1$$

$$LR_{T,k} = \prod_{t=1}^k \left[1 + \frac{1}{L_T} \sum_{L=1}^{L_T} (r_{L,T+t}) \right] - 1$$

其中：

- WT：贏家組合中之股票數
- Lt：輸家組合中之股票數
- $r_{W,T+t}$ ：贏家組合之股票在時點T+t之月報酬
- $r_{L,T+t}$ ：輸家組合之股票在時點T+t之月報酬

建構一維簡單動能策略方法，即是以買入贏家組合，賣出輸家組合的方式；計算方法如下：

$$SMR_{T,k} = WR_{T,k} - LR_{T,k}$$

如此可得在T時點，持有股票k期之一維動能策略之報酬。

- (三) 對此檢定其是否具有反應不足現象，即一維動能策略之期望報酬是否顯著為正，檢定設計如下：

$$\begin{cases}
 H_0 : E(SMR_{T,k}) = 0 \\
 H_1 : E(SMR_{T,k}) > 0
 \end{cases}$$

並進行T檢定，若拒絕 H_0 ，則表示反應不足現象存在。

2.3.3 一維簡單反向策略

要了解一維簡單反向策略之運作方式，首先就要建構出贏家以及輸家投資組合，再進行贏家及輸家於檢定期獲利績效之檢定。本研究使用之方法說明如下：

- (一) 假設時間點為T，則第i檔期貨交易顧問在第一個月報酬率為R1，為二個月報酬率為R2，則將此方式套用於第I檔期貨交易顧問在時點T之前J個月報酬率，其計算方式如下：

$$R_{i,T} = \prod_{t=-(J-1)}^0 (1 + r_{i,T+t}) - 1$$

其中：

J：形成期之月數
 $r_{i,T+t}$ ：股票i於時點T+t之月報酬
 k：檢定期之月數
 T：組合之建構日

計算出各支股票於時點T之前J個月乘積報酬率之後，便由此依據來決定贏家及輸家之組合；將所有結果區分為數個區間。例如分成五個區間的情況下，由最小到最大排序後，分別為G1，G2，G3，G4，和G5。其中G1最小，稱為輸家組合；G5最大，稱為贏家組合。

- (二) 接著計算贏家及輸家組合在檢定期中報酬績效表現。當時時點為T，持有k個月之報酬率如下：

$$WR_{T,k} = \prod_{t=1}^k \left[1 + \frac{1}{W_T} \sum_{w=1}^{W_T} (r_{w,T+t}) \right] - 1$$

$$LR_{T,k} = \prod_{t=1}^k \left[1 + \frac{1}{L_T} \sum_{l=1}^{L_T} (r_{l,T+t}) \right] - 1$$

其中：

WT：贏家組合中之股票數

LT：輸家組合中之股票數

$r_{W,T+t}$ ：贏家組合之股票在時點T+t之月報酬

$r_{L,T+t}$ ：輸家組合之股票在時點T+t之月報酬
 建構一維簡單動能策略的方法，即是以買入贏家組合，賣出輸家組合的方式；計算方法如下：

$$SMR_{T,k} = LR_{T,k} - WR_{T,k}$$

如此可得在T時點，持有股票k期之一維反向策略之報酬。

- (三) 對此檢定其是否具有反應不足現象，即一維反向策略之期望報酬是否顯著為正，檢定設計如下：

$$\begin{cases} H_0 : E(SMR_{T,k}) = 0 \\ H_1 : E(SMR_{T,k}) > 0 \end{cases}$$

並進行T檢定，若拒絕 H_0 ，則表示反應不足現象存在。

三、結論

3.1 結論

因應即將開放之台灣本土期貨交易顧問事業，未來對於期貨交易顧問績效評估以及以何種方式選擇較佳之期貨交易顧問將是未來期貨業一個重要新興課題，尤其是台灣期貨交易所推出以本土金融指數為標的物之四種期貨商品以及選擇權，從最近一年來成交量日益增加之情形，也顯示除證券市場外，投資人已經能夠接受期貨及選擇權市場。隨著期貨服務事業即將開放腳步，全權委託交易市場除證券體系之投資顧問以及投資信託公司外，期貨交易顧問預期也即將於今(2002)年下半年開始運作。

雖然期貨交易顧問在台灣尚未正式開放，但在美國及主要先進國家卻是已經行之有年且蓬勃發展，於是本文利用美國期貨交易顧問市場資料進行

實證研究，並希望能夠從中得到對於未來土本期貨交易顧問選擇建議，由於期貨交易顧問之操作方式與證券體系中之共同基金類似，在一些研究如何選擇基金之文獻上，投資人是否可利用基金過去績效做為選擇投資該基金之評判標準，以及是否能因而得到超額報酬方面著墨很多，亦即判斷某一檔基金報酬是否具有持續性或者出現反轉現象，本文利用同樣概念，檢視動能投資策略以及反向操作策略是否能夠於美國期貨交易顧問市場中得到超額報酬。並做為未來台灣期貨交易顧問選擇上之參考。此外，美國期貨交易顧問操作績效是否能夠打敗大盤指數績效亦為本文實證課題之一。

本文將美國期貨交易顧問市場區分為八大類，分別為全部資料、平衡型、金融商品、農產品、現貨外匯、指數、利率以及外匯八大類，並同時進行動能投資策略、反向操作策略以及與大盤指數績效比較之實證研究，其結果依研究步驟程序可以分述如下。

1. 動能投資策略：本文將動能投資策略套用於不同類型期貨交易顧問於不同形成期以及檢定期之間，並檢視利用投資持有法能否得到較佳報酬，結論是發現動能投資策略在美國期貨交易顧問選擇上並非完全適用，於八大類型期貨交易顧問及不同形成期與檢定期總計200種組合之中，僅有非平衡型3種組合、平衡型2種組合以及金融商品型1種組合出現顯著動能效果，總計也只有6種組合。整體而言，強者恆強、弱者恆弱現象並非明顯存在於美國期貨交易顧問市場中。
2. 反向操作策略：相較於動能投資策略實證結果，利用反向操作策略作為選擇期貨交易顧問依據，反而出現獲利情形較多，在農產品中出現10種組合、金融商品類中出現9種組合、現貨外匯出現7種組合、指數類出現9種組合以及利率類出現10種組合，共計45種組合，若以形成期來看，出現反向操作策略可以得到較大報酬集中在形成期大於6個月時，由其是以9個月出現之頻率最多，也顯示在美國期貨顧問交易顧問市場中，當形成期較長時，則出現強者轉弱、弱者轉強機會較大。

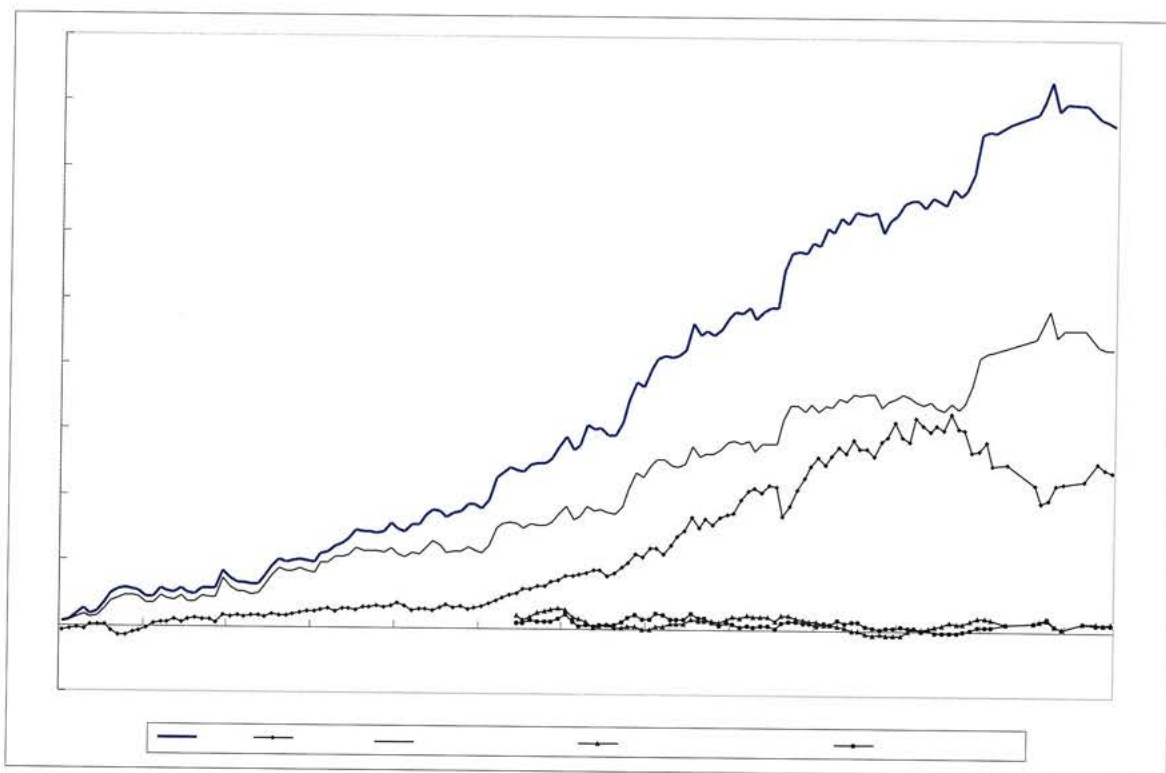
3. 與大盤績效比較方面：為證明期貨交易顧問之操作績效可較大盤指數為佳，本文將八大類期貨交易顧問年報酬率與S&P500指數、期貨交易顧問指數、管理帳戶報告雜誌指數以及李曼兄弟債券指數四種指數之年報酬率相比，得到結論為若與S&P指數以及期貨交易顧問指數相比，則除農產品及利率二類無法擊敗大盤外，其餘六大類表現均較大盤為佳，若是與管理帳戶報告雜誌指數以及李曼兄弟債券指數相比，則不論何種類型期貨交易顧問指數報酬皆優於指數報酬。

以上三點乃是根據本文之實證設計程序所求得之實證結果，從結果中不難發現，不論是動能投資策略、或者是反向操作策略，運用在美國期貨交易顧問並沒有一個十分明確之實證結果可證用那一種策略較佳，但是若是將形成期拉長至6個月以上，則強者轉弱、弱者轉強現象則較為明顯。不論是贏家組合或者是輸家組合，不論形成期與檢定期長度為何，其平均報酬率都為正，而在統計上皆為顯著大於0，也顯示出各個期貨交易顧問皆存在著一個自我調整機制，亦即當報酬開始走弱時，總是會有出現利用某種方式使得報酬率提升，也是造成平均報酬都為正之情形。且若與市場指數來相較，也是在大部份情形之下，皆可擊敗市場指數，也證明投資人選擇利用期貨交易顧問進行投資與自行操作相較，前者可以得到較大之報酬。

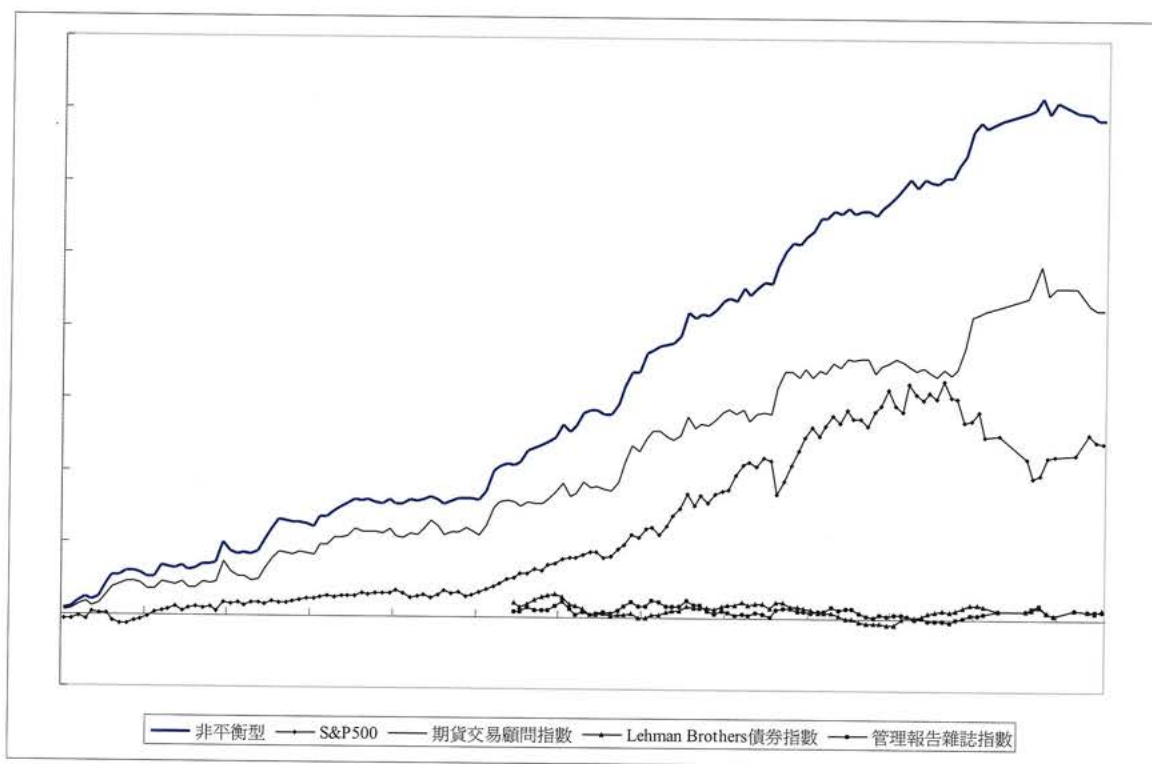
3.2 研究限制與未來發展

觀察期貨交易顧問報酬持續性，並做為選擇期貨交易顧問之依據為本文研究重點，但影響期貨交易顧問操作績效並非僅有報酬持續性一項，其他許多包括期貨交易顧問管理金額之規模、經理人品質與交易風格、管理費用收取高低等等因素，皆為影響期貨交易顧問績效重要因素之一，但是本文並沒有針對其他因素進行實證研究及建議，再者，本文所使用策略為一維簡單動能策略及反向操作策略進行實證研究，但是若加入在資金流量概念，建構二維動能策略，則應可在期貨交易顧問報酬率週期之捕捉上得到一個較為精準概念。

圖A.1美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—全體資料

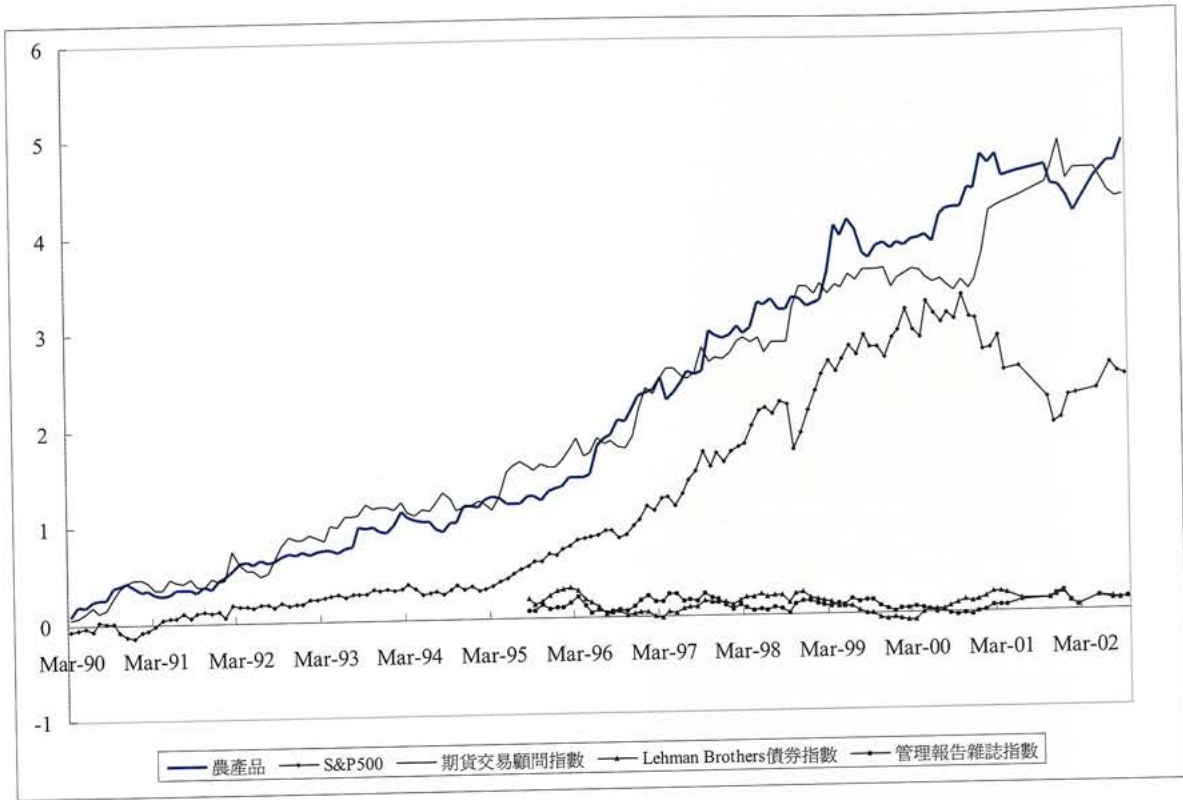


圖A.2美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—非平衡型

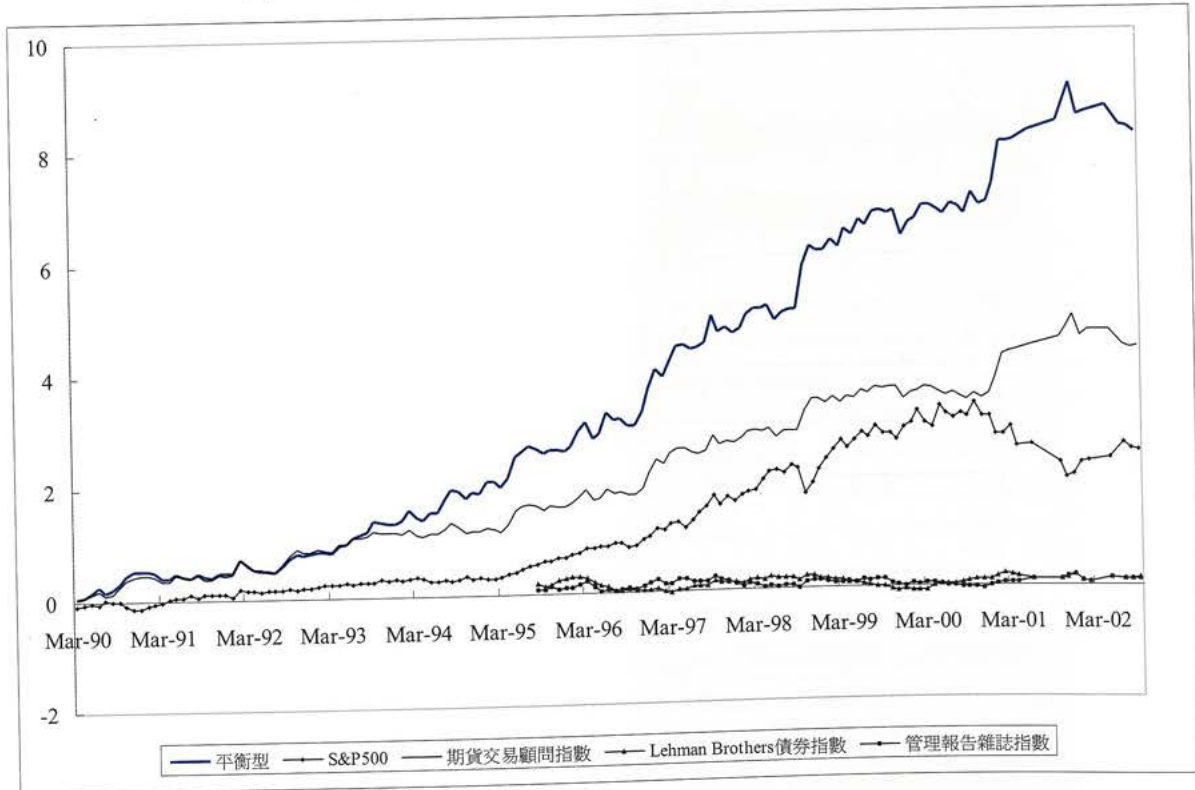


— 非平衡型 — S&P500 — 期貨交易顧問指數 — Lehman Brothers債券指數 — 管理報告雜誌指數

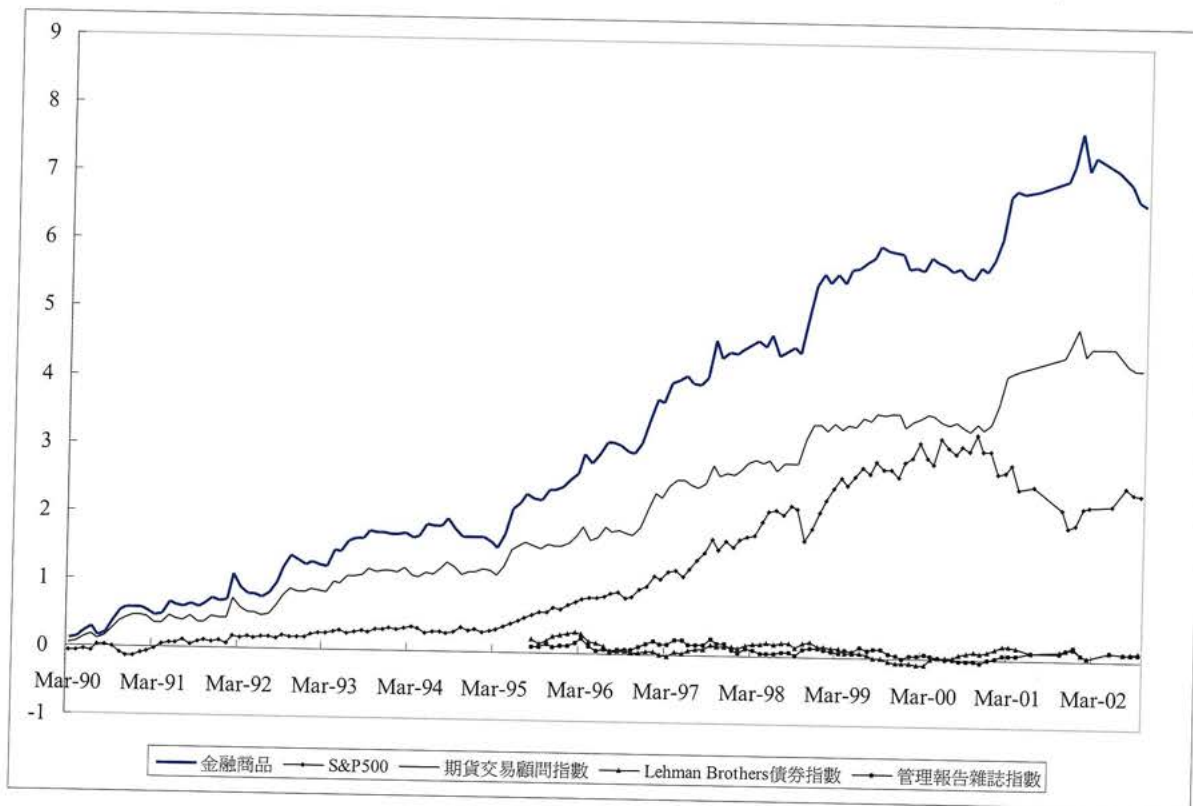
圖A.3美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—農產品



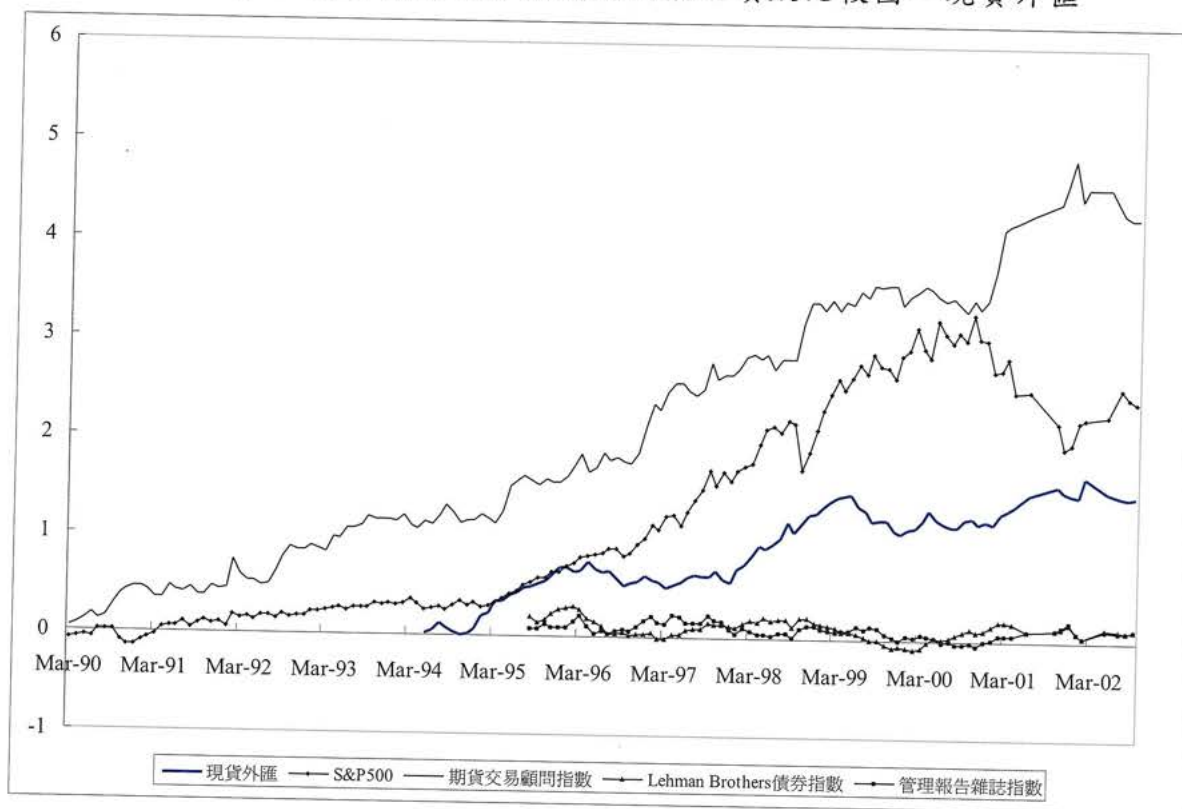
圖A.4美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—平衡型



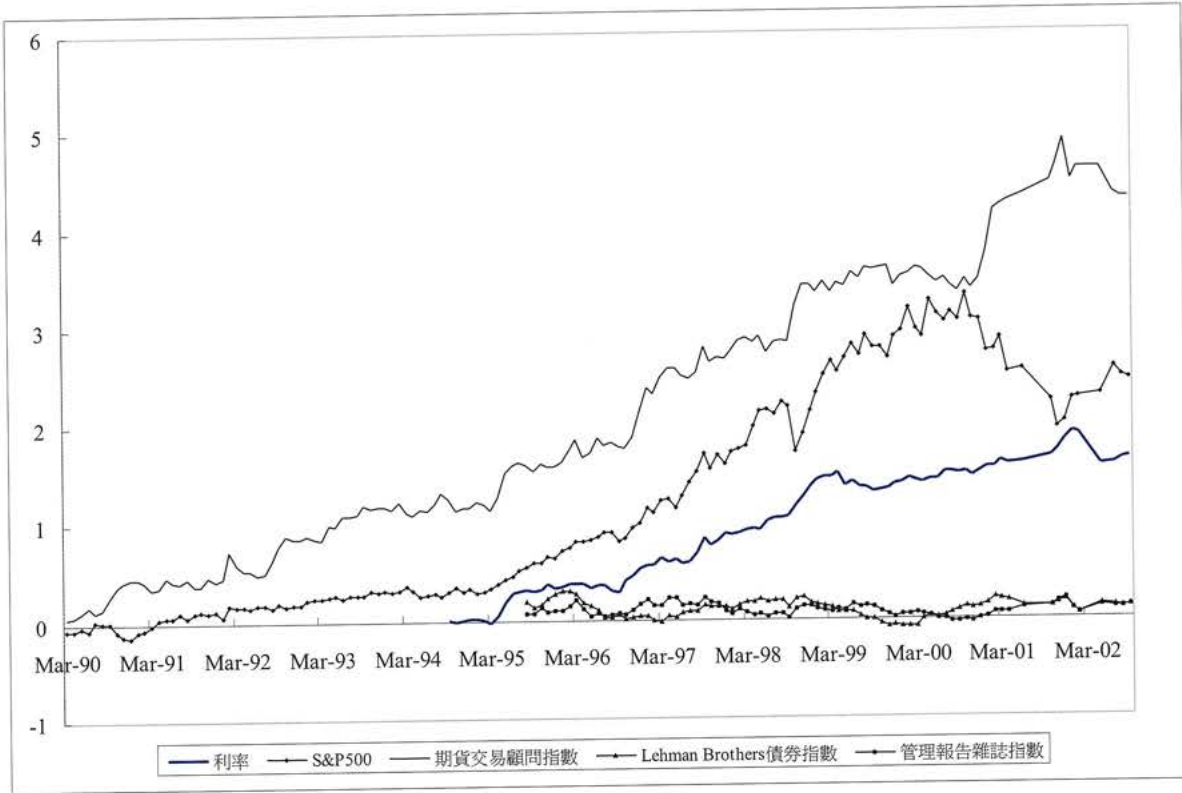
圖A.5美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—金融商品



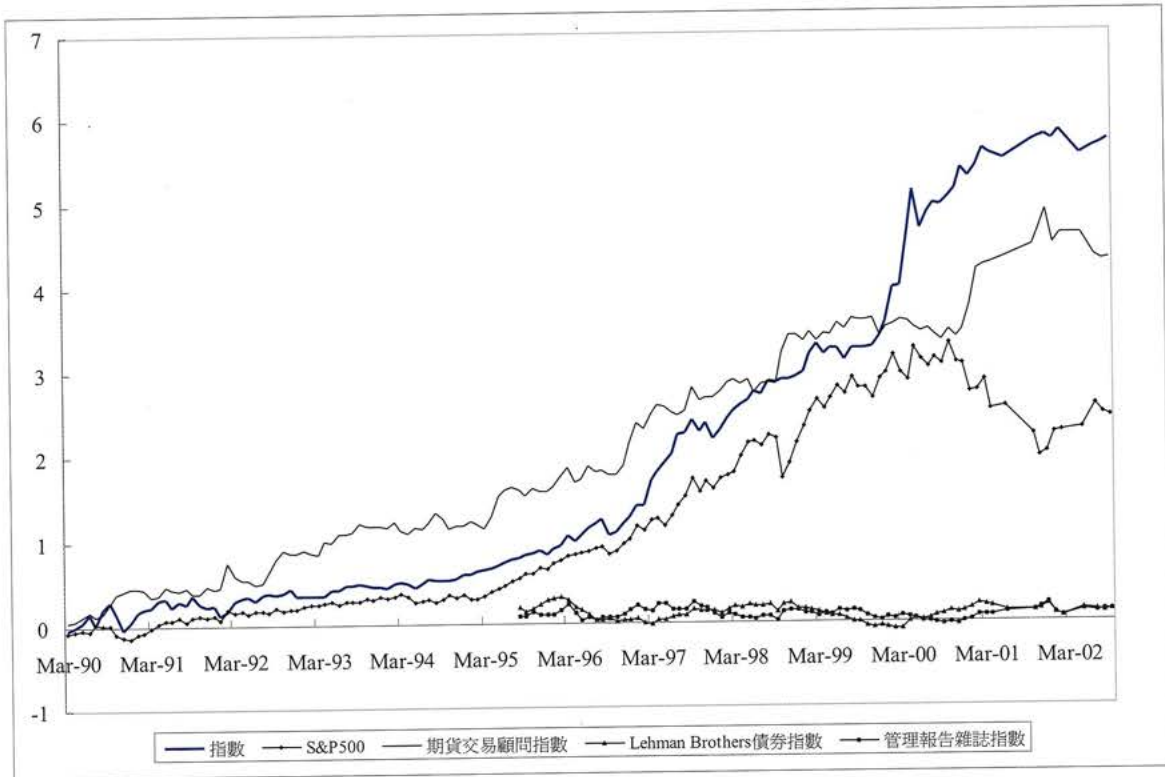
圖A.6美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—現貨外匯



圖A.7美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—指數



圖A.8美國期貨交易顧問與指數之績效比較圖—利率



參考文獻

英文部分

1. Bowen, John J Jr; Statman, Meir , Winter 1997, "Performance Games", *Journal of Portfolio Management*; New York, pp. 8-15
2. Carl Peters; Editor, 1992, "Managed Futures--performance , evaluation and Analysis of Commodity Funds, Pools and Accounts" , IL, Irwin
3. Carl Peters; Ben Warwick, 1997, "The Handbook of Managed Futures", IL, Irwin
4. Chan L., N. Jegadeesh and J. Lakonishok, 1996, "Momentum Strategies", *Journal of Finance*, 51(5), pp.1681-1711.
5. Clarke p.(1996), "Managed futures: distributional characteristics return seasonalities and performance evaluation. Presented at Fall Research Seminar, Chicago Board of Trade, December.
6. Daniel P Collins; Apr 2001, "a new life of managed futures", *Futures*; Cedar Falls pp.70-72
7. David A. Volkman and Mark Wohar ; Winter 1995, "Determinants of Persistence in relative performance of mutual funds? ", *The Journal of Financial Research*; pp. 415-430
8. David Blake ; Bruce N. Lehmann ; Allan Timmermann , No.4 1999, "Asset Allocation Dynamics and Pension fund Performance"; *Journal of Business*; Chicago, pp. 429-461
9. DeBondt, W. F. M. and R.H. Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact? ", *Journal of Finance*, 40, pp.793-805.
10. Diane Krueger; Nov 2000, "The state of managed futures", *Futures*; Cedar Falls pp.74-76
11. Domian, Dale L.; Reichenstein, Willian, 1997, "Performance and persistence in money fund return" , *Financial Services Review*; pp. 169-184
12. Edwin J. Elton ; Martin J. Gruber ; Christopher R. Blake, no.2 1996, "The persistence of risk-adjusted mutual fund Performance ", *Journal of Business*; Chicago, pp. 133-157
13. Fama E. F., 1970, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, May, pp. 383-417.
14. Franklin R. Edwards, Mustafa Onur, summer 2001, "Hedge fund and commodity fund investments in bull and bear markets", *Journal of Portfolio Management*; New York, pp. 97-108
15. Gomper P. and A. Metrick, 1998, "How are Large Institutions Different From Other Investors? Why do These Differences Matter? ", NBER Working Paper.
16. Grinblatt Mark, Sheridan Titman, and Wermers Russ., 1995, "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance and Hedging: A Study of Mutual Fund Behavior", *The American Economic Review*, 85(5), pp.175-205.

17. Gruber, and Martin J., 1996, "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *Journal of Finance*, 51, pp. 783-810.
18. Harrison Hong, Terence Lim, and Jeremy C. Stein, 2000, "Bad news Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies", *Journal of Finance*, 5(1), February, pp. 265-295.
19. Jack D. Schwager, 1996, "Managed Trading-Myths & Truths", New York, Wiley
20. John Lintner, May 1983, "The Potential Role of Managed Commodity-Financial Futures Accounts(and/or Funds)in Portfolios of Stocks and Bonds", Presented at the Annual Conference of the Financial Analysts Federation, Toronto, Canada
21. Jegadeesh Narasimhan and Sheridan Titman, 1993, "Evidence of Predictable Behavior of Security Returns", *Journal of Finance*, 45(3), July, pp.65-91.
22. Jegadeesh Narasimhan and Sheridan Titman, 2001, "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explantions", *Journal of Finance*, 64(2), April, pp.699-720.
23. Kalok Chan, Allaudeen Hameed, and Wilson Tong, 2000, "Profitability of Momentum Strategies in the International Equity Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), June.
24. Kaminsky Graciela, Richard K. Lyons, and Segio Schmukler, 2000, "Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets", NBER Working Paper, 7855, August.
25. Keim D. and A. Madhavan, 1995, "Anatomy of The Trading Process, Empirical Evidence on the Behavior of Institutional Traders", *Journal of Financial Economics*, Vol.37, No.3, pp.371-398.
26. Lakonishok J., A. Shleifer, R. H. Thaler and R. W. Vishny, 1991, "Window Dressing by Pension Fund Managers", *American Economic Review*, 81(2), May, pp.227-231.
27. Lee, C. M. C., and Swaminathan, B., 1999, "Price Momentum and Trading Volume", NBER Working Paper, August 29.
28. Levy R. L., 1967, "Relative Strength as a Criterion for Investment Selection", *Journal of Finance*, 22(4), December, pp.595-610.
29. Lo Andrew W. and A. Craig MacKinlay, 1990, "When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?", *The Review of Financial Studies*, 3(3), pp.175-205.
30. Martina K. Bers and Jeff Madura ; 2000, "The Performance Persistence of Closed-End Funds?", *The Financial Review* ;pp. 33-52
31. Martina K. Bers and Jeff Madura ; 2000, "Why Does Performance Persistence Vary Among Closed-End Funds?", *Journal of Financial Services Research* ;pp. 127-147
32. Mustafa Onur Caglyan, 2001, "Hedge fund and Managed Futures fund : A Performance Analysis", PHD Dissertations; City University of New York
33. Pilpot, James, Fall 2000, "Performance persistence and Management Skill in non-conventional bond mutual funds", *Financial*

Services Review ;pp. 247-259

34. Porter, Gary E.; Trifts, Jack W., 1998, "Performance persistence of Experience mutual funds Managers", Financial Services Review ;pp. 57-69
35. Sirri, Erik, and Peter Tufano, 1998, "Costly Search and Mutual Funds Flows", Journal of Finance, 53, pp.1589-1622.
36. Thomas Northcote, Nov 1999, "A Look Back at the Managed Futures Industry", Managed Fund Association Report
37. Terrence A Hallahan ; Nov. 1999, "The information content of portfolio Performance history and persistence in fund performance : An examination of rollover funds", Accounting and Finance; Clayton; pp. 255-274
38. Tobias J. Mokowitz and Mark Grinblatt, 1988, "Do Industries Explain Momentum?", Journal of Finance, 4(4), August, pp.1249-1290.
39. Wayne Y Lee , , May/Jun 1999, "Mutual fund Performance : Does fund size matter", Financial Analysts Journal; Charlotteville, pp. 74-87
40. Zheng, and Lu, 1998, "Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investor's Fund Selection Ability", Journal of Finance, 54, pp.902-933.
3. 游奕琪，台灣股市產業與價格動能策略關聯性之實證研究，政治大學財管碩士論文，民國八十九年六月。
4. 劉盈攸，產業對股市投資策略之影響，中央大學財管所碩士論文，民國八十九年六月。
5. 蔡劭麟，台灣股票市場價格動量與週轉率之週期循環研究，銘傳大學金融所碩士論文，民國八十八年六月。

中文部分

1. 陳光華，台灣股市動能生命週期之在探討，銘傳大學金融所碩士論文，民國八十九年六月。
2. 陳鴻崑，動量週期與成交量之研究，淡江大學財金所碩士論文，民國八十九年六月。

「台灣期貨市場未來展望」座談會會議實錄

◆ 范加麟 整理

台北市期貨商業同業公會業務組 組長

編者按：為了因應市場的多元化發展，並探討其中的威脅與轉機，本會特別於十月一日假師大綜合大樓五樓會議廳，舉辦「台灣期貨市場未來展望」座談會，邀請業界及期交所（產）、證期會七組（官）、政大、長庚、銘傳大學教授（學）等各界菁英，深入討論如何與證券市場有所區隔、如何與國際市場接軌、如何因應金控的趨勢、如何擴大交易意願及如何在價格競爭中生存等各項議題，以提供期貨從業人員卓參。以下為座談會之內容。

主持人：王中愷先生（本會理事長）

與談人：盧組長廷劼（財政部證券暨期貨管理委員會第七組）、吳院長壽山（長庚大學管理學院）、周教授行一（政治大學財務管理學系）、盧所長陽正（銘傳大學金融研究所）、何總經理富雄（台灣期貨交易所）、朱董事長士廷（中信期貨）、李總經理文興（元大京華期貨）、姒總經理元忠（群益期貨）、黃副董事長正雄（日盛期貨）、賀董事長鳴珩（瑞富羅盛豐期貨）、盧總經理立正（建華期貨）

參加人：專營期貨商總經理或副總經理

吳壽山（長庚大學管理學院院長）：

依存度高的兩個市場其實是沒有意義的，期貨市場若不能與證券市場有所區別，其發展恐怕不樂觀。至於我國期貨市場要如何與國外期貨市場進行策略整合，個人認為，如果沒有一個機制來加以統合的話，恐怕不會成功；同時還要將兩個市場的差異解決，才能發揮功能。

在目前的態勢下，銀行的規模大於證券，證券的規模大於期貨，常見的現象是銀行派一位副總去當證券的總經理，證券派一位副總去當期貨的總經理；期貨從業人員所需的專業知識比證券多，證券從業人員的專業知識，其廣度說不定要比銀行多。

專營期貨商需要比銀行及證券更深、更廣的專業知識，而且這些知識還必須含括證券及銀行的領域，才有生存的空間。以現況而言，期貨公司的總經理由證券或銀行母公司指派，但只是所有權的指派，而非經營權的指派，經營部分還是要仰賴期貨從業人員的專業背景。

要擴大市場的參與度，最大的原因出在觀念上，Speculator的中文翻譯為「投機」，給人不好的印象。相較於證券市場，買賣股票叫作投資，但交易期貨卻被貼上投機的標籤，變成投機取巧的意思。期貨市場的功能其實證券市場都已具備，唯一的例外是資本的累積，期貨市場可以創造資本累積的機會，讓資金流入這個市場，但必須解除國外專業法人資金流入的限制，才有可能達成。

周行一（政治大學財務管理學系教授）：

期貨市場經過大家的努力，成交量已有顯著的成長，但和鄰近的韓國市場相比，仍有很大的差距。原因在於，我們的商品種類太少，台灣期交所成立四年，目前只推出大台指、金指、電指、小台指及台指選擇權等五項商品。商品太少，且同質性頗高，將會影響期貨商的生存發展。

商品的開發應由業者與期交所來主導，主管機關應調整監理的方式，除非很明顯是屬於不可開放的，否則應由期貨商及期交所來設計交易的商品。如果能夠開放讓他們來主導，相信以期交所的能力及期貨商的實務經驗，他們可以很快推出多種商品。商品一多，市場才有可能生存下去。就算有些

商品不成功也沒有關係，屆時再取消交易即可，不必非得要求每項商品都要成功。

我們不一定要交易本國的期貨商品，也可以引進國外的商品來提供交易，例如：新加坡、香港都在交易我們的股價指數期貨，我們也可以嘗試去交易別人的商品，或許也可吸引外國人來台灣進行交易。

儘管我國期貨市場的交易系統，現階段的運作頗具效率，但未來要與其他市場整合，仍須考慮我國的交易平台與世界接軌的問題。常見的問題是交易平台的設計，無法有效配合市場的發展。例如：個股選擇權的設計早在半年前即已完成，但測試的時間過長，事實上，如果能增加交易平台的投資，則測試時間應該可以縮短。我覺得我們在交易平台方面的投資明顯不足，擴充性及彈性不夠，此舉將嚴重影響與世界接軌的步調。除非能讓我們交易平台更有效率、交易更具安全性、擁有更大的量能，允許更多的商品交易，否則不太容易與其他市場整合成功。

目前各國紛紛就現貨及期貨的結算制度進行整合。新加坡交易所SGX花了很多的時間來進行cross margin的規劃，及提高交易的效率。要建置跨市場的結算機制，除了要投入IT的設備外，也必須配合主管機關的修法，才能完成。

再就期貨商的生存空間而言，期貨商可以經營的經紀與自營等兩項業務，券商也可以承作；其他券商可以經營的業務，期貨商卻都不能承作，券商可經營的範圍遠大於期貨商，致使期貨商處於極端不利的地位。個人也很懷疑將來期貨服務事業開放後，期貨商會不會被允許來承作。主管機關必須去思考，如果希望台灣有期貨商存在，而且能夠發揮價值的話，那麼就要調整監理的角度，否則期貨商就會慢慢凋零。

證券市場毋須款、券即可交易，造成非常大的問題，多年來層出不窮的違約交割皆肇因於此。研究發現，國外市場都無此例，而且也都沒有違約事件。相對於期貨市場在交易前必須收足保證金的規定，兩個市場的交易制度明顯的不平衡，最大的不平衡在於，股票當日沖銷的槓桿倍

數太大。證券市場明年將推出ETF，交易制度類似個股交易，而且可作信用交易，也沒有平盤以下不得放空的限制，如果推出，則期貨市場將備受威脅，光是當日沖銷的量很可能就全部取代期貨市場的量。但由於它的槓桿倍數無限大，故其為現貨市場所帶來的風險是極大的，所以呼籲主管機關，將現行毋須款、券即可交易的證交制度，做適當的導正。

金融市場一定要創新，如果以目前的金融管理方式，仍採正面表列樣樣都要經過主管機關的同意才可進行的話，對於市場長遠的發展，一定會受到很大的影響。因此誠懇呼籲主管機關做些調整，請讓業者有所空間，允許他們去作想作的事業，當然要再對不法或脫軌者輔以重罰，如此才有利於市場正面的發展。

李文興（元大京華期貨總經理）：

期貨的本質就是避險，當證券空頭來臨，跌破十年線時，就是期貨時代的來臨。因此業界同仁，其實不用太悲觀，現在正是我們發揮的好時機。個人預測明年台指選擇權的成交量將超越期貨，然而，推廣選擇權最大的障礙，在於資訊的不普及。因此建議由期交所出面整合各界的力量，透過媒體等管道，大力將選擇權的資訊普及化。

期貨是為法人而開，因為法人擁有大量的現貨部位，所以需要從事期貨交易來避險，但法人卻多在新加坡下單。因此主管機關應取消法人的交易限制、切斷期貨與現貨的關係、並且大幅降低期交稅，才能吸引國外法人進入本土市場。

期貨交易實為一刀兩刃，並非人人可交易，建議儘速開放顧問（CTA）及經理（CPO）事業，以健全期貨業的發展。

姒元忠（群益期貨總經理）：

產品應該多樣化，除了本土化的商品外，亦應推出與國際性有關的商品，才能擴大期貨商的空間。同時，也可讓客戶的風險分散，對客戶的權益也有保障。

自助而後人助，要讓別人認同期貨商的價值，

期貨商在產品研發、交易策略及風險控管等各項作業，均須有突破性之發展才行。

期貨顧問等服務事業的開放，將有助於期貨商專業的累積及整體市場的發展。

賀鳴珩（瑞富羅盛豐期貨董事長）：

國外已開始注重個股期貨的發展，包括CBOE等都已不太推動個股選擇權商品，而改推個股期貨了。不論就保證金的金額，或是避險的比例方面，個股期貨都比ETF或指數期貨強太多了。此點如能突破，或許期貨商就可以找到自己的春天。

台指交易的深度不夠，規模太小，不容易登上國際舞台；因此應全力發展台指期貨，將市場做大，才能吸引國際基金或交易客的注意。

台灣期交所的資訊設備，包括CPU、交換機及速度等的層次不高，甚至比部分期貨商的設備還要落伍。打個比喻，就好像菜都端不出來了，但餐廳老闆還在設計菜單一樣，無法切中時弊，因此建議期交所應投入成本，強化資訊系統之功能，才能大幅提昇交易品質。

台資可交易國外期貨，但外資卻無法進入台灣交易期貨，造成資金外流。事實上，有很多國外客戶，均在詢問如何才能交易台灣期貨，因此個人認為，若能開放外國人開戶，成交量起碼增加三倍，期貨商及期交所都可雨露均霑。

盧立正（建華期貨總經理）：

發展初期，期交所不應推出太多商品，應集中火力，先將市場作大。

金控的最大利益為三C：Capital efficiency、Cross selling以及Cost saving，期貨商目前應在共同行銷方面，努力表現，才能在集團內將位階提昇至子公司等級。

因外資法人亟欲參與台灣期貨市場，法令開放的速度跟不上市場的發展，因此建議主管機關先將外國人進行期貨交易的相關法令，獨立檢討，開放諸如：核准國外FCMs來台開設Omnibus account等

的業務，將可逐步滿足市場的需要。

短期內可提昇交易量的措施為：開放Roll market及國內期貨之Give up業務，前者可消除客戶轉倉的不便，後者則可降低保證金控管的難度。

以國外的經驗，期貨商的獲利百分之八十多從自營及代客操作而來，而非經紀業務，因此在此呼籲主管機關儘快開放期貨服務事業，及建立專業經理人制度，期貨商才能走出自己的路。

業界同仁多致力於衝刺業績，不太注重風險管理，在此提醒，企業的經營除了要放之外，也要有收的功能。

盧陽正（銘傳大學金融研究所所長）：

新商品的推出時程太慢，其實係因資訊系統廠商配合的速度太慢所致。國內有家科技公司，集合各地DRAM報價，另行編列指數，期交所也可研究與其合作，推出類似商品。

對於外資進入期貨市場設限管制，無疑畫地自限，成交量自然無法擴大。除了Market base要擴大外，客戶個人的base也要擴大，這點需要從教育及資訊的傳遞方面著手。

期貨商要採取小而美的經營態勢，首要任務就是要提昇專業能力。以個人的觀察，券商的業務員，對於期貨的認知程度，仍然低於期貨商從業人員。

目前期貨專業證照的取得，只要做做題目，背背題庫，就能考上，並無法凸顯此一行業的專業能力。未來似乎可針對部分的業務，另行設計程度較深的測驗，並核發證照，以區隔市場。

朱士廷（中信期貨董事長）：

本人提供一些統計數字，來說明明期貨市場近三年（89-91）來的發展趨勢：

	八十九年	九十年	九十一年迄今
營業收入（月平均）	3.4億元	4.8億元	5.1億元
總成交量（月平均）	47萬口	82萬口	109萬口
平均每口收入	724元	585元	473元
保證金總額（月平均）	143億元	212億元	266億元
流動資產（月平均）	237億元	308億元	368億元
業外收入（月平均）	7,552萬元	8,417萬元	6,254萬元
盈餘總值（每家平均）	8,534萬元	13,046萬元	1億元
虧損家數	1家	3家	5家

綜合以上，可以發現（以九十一年為例）：

1. 儘管成交量呈現成長的趨勢（32.93%），但營業收入成長的速度（6.25%），仍然不敵手續費下降的速度（19.15%）；
2. 隨著利率的下降，期貨商的流動性資產雖然有所成長（19.48%），但還是比不上利息收入下跌的速度（25.70%）；
3. 營業收入增加6.25%，盈餘反而下降23.35%；
4. 由於期貨商除了經紀及自營業務之外，並沒有其他的業務，若各家又不改殺價競爭的做法，則期貨商獲利的高點已然浮現；
5. 若無其他的商品及業務可作，則期貨商未來的經營環境將更加惡劣。

黃正雄（日盛期貨副董事長）：

現階段期貨市場與證券市場的連動性太高，若再繼續推出與證券有關之商品，證券商基於對於證券商品多年來的深入瞭解，仍將睥睨期貨商，因此唯有推出與證券無關的商品，或者像期貨服務專業，較為專精的業務，期貨商才能獲得重視。

金控制度下，集團已不再以子公司別進行運作，而是以功能別來劃分，比如說個人金融方面的高階主管，就可以控管與個人金融有關的子公司，也就是說子公司的總經理，除了向董事長負責外，還必須受控於掌理個人金融的高階主管。因此期貨商要在集團內佔有一席之地，必須極力凸顯專業才

行。

期貨市場發展至今，規模雖然逐漸擴大，但對客戶之教育宣導仍然不足，除了繼續仰賴公會持續辦理宣導活動之外，各家期貨商若能善用集團資源，以及周邊的媒體，努力宣傳，相信將可獲得更多的支持與資源。此外，期貨商如果要走自己的路，一定要支持我們的公會、交易所及主管機關。只有他們，才會關心期貨商的未來，才會替期貨商發出聲音，爭取權益。

何富雄（台灣期貨交易所總經理）：

國人對於期貨市場的接受度越來越高，這點可從七月中在國際會議中心所舉辦的研討會參加人數，自原先規劃的三百位，暴增為六百位；以及另一場在政大公企中心，也有三百位來賓參與的盛況，來獲得印證。因此期交所對於期貨市場的後市相當看好，本公司也會盡一切的努力，來擴大市場。

期貨業鐵三角為主管機關、期交所及期貨商。期貨市場目前已達到一定的規模，要如何持續的擴大，是我們應該努力的方向，包括新商品的上市，以及其他種種的措施，期交所都願意來配合，為各位來服務。

目前有97%的期貨客戶同時也在現貨市場開戶；過去十八個月，期貨與現貨指數的相關係數高達99%以上，為了解決和證券市場依存度過高的問題，期交所已在設計利率期貨及委外研擬金屬、匯率、能源及農產品期貨商品，希望能提供客戶其他的選擇。

另外爲了配合證交所推出ETF商品，期交所也開始規劃ETF期貨商品及進行契約上市前的各項準備工作。

衆人所期盼的個股選擇權將於年底推出，本公司已著手評估電腦設備的效能，若評估結果須增購設備，期交所將於最短時間內備妥。新商品上市前，須經過長時間的測試，另一個鐵三角必須緊密配合：由期貨商提供需求，再由資訊廠商設計前後台系統，期交所則成立輔導小組，成員包括資訊、交易及結算等部門同仁，將於十月二日起至期貨商處進行輔導，以全力縮短測試的時間。

由於客源太集中在台灣，期交所刻正積極尋找策略聯盟夥伴，或是結合跨國性的下單系統，以引進其他國家的客戶，十月二、三兩日本公司將舉辦國際性的會議，希望能分享先進市場的交易、結算技術與經驗。

曾新民（三陽期貨業務總監）：

台灣期貨市場隨著成交量以及參與人數的增加，已經踏入另一個發展階段，但主管機關及期交所對於未來市場的規劃或時間表，例如交易限制的取消、交易制度的改革及商品的增加進度等，並不明確。建議證期會及期交所，應向業界公佈市場發展的藍圖及時程，業界才能及早準備與配合。

江雲松（國票期貨協理）：

期貨交易並不適合每一位客戶，唯有開放全權委託或程式交易等業務，才可避免散戶受傷，財富縮水。

錢來福（國際期貨總經理）：

爲凸顯專業，在金控集團內之期貨部門或子公司，可成立教育訓練團隊，向其他單位宣導期貨交易原理。另爲求集團內部有共通的語言，金控集團內部的所有成員，都應該取得金融相關證照。

盧廷劼（財政部證券暨期貨管理委員會第七組組長）：

大家原本對於台灣期貨市場寄予厚望，希望能達到國外期貨市場的規模，並可與現貨市場分庭

抗禮。但經過幾年下來，由於受到法令、交易人對商品的瞭解程度等的限制，事實上期貨市場並未如預期般的蓬勃發展，這些限制及阻礙期貨市場發展的問題，本組已在很多場合及透過不同的管道，向上級反映及處理。另外個人希望在明年年中以前，該推出的商品及制度，由相關的單位儘速研議完成，屆時，期貨市場將會有自己的一片天空。但在過程中，也需要大家齊心努力，如果不能同心，則在未來一年內，期貨市場也有可能被現貨市場所侵蝕。

券商的業務越來越廣，除了目前已可從事利率交換業務之外，今年年底證券市場將推出認售權證、明年初推出與FTSE合編的ETF指數交易，種種跡象皆告訴我們，券商已漸漸可涉足衍生性商品的業務，換句話說，期貨商的空間將越來越受壓縮。

金融版圖的現況爲：金融市場大於證券市場，證券市場大於期貨市場，因此七組及期貨業，在各個場合，都像小媳婦般，備受壓抑，要凸顯存在，必須適當表達出別人不懂，只有我懂的專業性。

期交法第三條所規範之範圍，期貨商均可承作，期貨商也可自行設計商品，並規劃風險控制的機制，未來主管機關將扮演審核的角色。

今天帶來一些最新的訊息，將攸關期貨業未來的發展，請業界提早準備：

1. 未來所推出之期貨商品，資訊廠商皆須依賴期貨商之專業，才能設計出期貨商所要之Output，因此，爲配合今年十二月三十日所推出的個股選擇權，請期貨商協助資訊廠商，事先調整前、後台之功能。
2. ETF指數可由期交所優先採用，以設計出相關之商品。
3. 利率期貨預計明年上半年推出。
4. 期貨服務事業草案已於九月三十日，獲財政部核定，預計十月中旬即可公告，十一月中、下旬核發證照。
5. 期貨服務事業中，第一階段將先開放期貨顧問事業，僅限期貨經紀商可以兼營；至於期貨經

理事業，將採獨立經營方式，最低資本額定為新台幣二億元，惟期貨商可轉投資，並可取得一定比例之股份，而掌控經營權。

主席結論：

台灣期貨市場之客戶開戶數只有四十萬戶，相較於其他期貨市場而言，還只是嬰兒般，所以還有很大的空間。

任何新商品以及新事業的推出，Pricing很重要，合理的利潤必須堅持。

在此特別感謝盧組長努力不懈地為期貨界爭取權益，業者將會與主管機關緊密配合，共同開拓未來。

編後語：

透過本次座談，與會人士或點出問題的癥結，或發抒精闢的見解，隱然已為期貨市場未來的發展勾勒出明確的藍圖。同時，隨著主管機關逐步放寬限制、期交所陸續推出商品，以及業者極力拓展業務，期貨市場似乎將因新事業、新商

從共同基金談期貨經理人之選擇

◆ 黃怡中

群益期貨 研究部 專業副理

前言

多年來，台灣的經濟發展型態逐漸由工業勞力密集經濟漸漸轉換為以服務事業為主的腦力密集經濟體。意指，智慧(高度思考)是提高獲利的基本能力。人類對生活總有許多美麗憧憬，卻也知道：日以繼夜加班工作，累積財富的速度仍不夠快速，或許可稱之為慾望不滿症候群，但實際上，您也可以稱這樣的行為是生命效率不滿足症候群。在市場經濟體制下，市場資金的快速流動提供人類擇優特性的賭局式市場，但這讓現代人的生活脫離天下沒有白吃的午餐的傳統邏輯了嗎？只要投機成功就可以以小博大甚至是不勞而獲了嗎？答案當然是否定的。

近來多位金融界的朋友談起研讀匈牙利人安德烈科斯托蘭尼所寫的“一個投機者的告白”系列書籍，這是作者歷經80年的投資生涯中，將有關近代歐美國家金融市場的投機故事，所整理出來的資料。從目前已經出版的三本系列書籍中，筆者發現，歷史告訴我們80年代以前人們的生活真的相當辛苦，至少為了生計所付出的與回收的是不成比例。而這當中類似像科斯托蘭尼這樣的幸運兒有多少個？科斯托蘭尼將賺取市場價格波動的行為界定在投機行為之上，這是很普遍的經濟學邏輯，事實上，也有許多人只是為了一夜千金夢而加入戰場，賭一把輸了就自認倒楣，不後悔。台灣的投資人在這方面是氣概萬千、無與能比，也贏得“散戶市場”抑或是“股市全民運動”的稱喻。但是從衍生性商品操作而言，卻不一定是如此！因為真正的賺取市場價格波動的行為，不是單純的一買一賣的行為，而是一種自我極限的挑戰，為了滿足人類無底深淵的貪婪，卻要先克服或消滅這樣的慾望，這是何其困難的挑戰。尤其當市場參與者越來越聰明的現代金融市場，這又是不同於科斯托蘭尼的世界。

一、何謂“術業有專攻”

一般投資人認為整體經濟表現不錯，應該是投資的時機，但想要投資理財，偏偏又對所有理財工具一知半解，不知如何跨出第一步，於是在猶豫不

決中，蹉跎掉大好時機；或是因為工作繁忙、用來投資的資金額度有限，而不知該選擇什麼投資工具。以前只有股票市場時，算是相當單純，只要經濟成長不錯，買股票放個二、三年總有獲利，甚至有內線的話，可以在極短的時間內獲利，甚至是一夜致富。但到了近幾年，穩定的經濟成長不再；政治局勢也紛擾不斷；不論製造市場或金融市場的變化，快速而難以捉摸，導致在差價買賣操作上的困難度增加許多，也衍生出具有專業性質的代客操作業務，這也應證了前人說的術業有專攻的道理。

如果絕大部份的台灣投資人的投資操作都相當成功，那麼該多好？皆大歡喜，生活無憂無慮，但事實並非如此。台灣有所謂的共同基金，而真正成為大眾的理財(或是儲蓄)工具可能要算是近十年的事情。從歷史可以知道，共同基金是發源於19世紀中葉的英國，當時英國經歷工業革命，中產階級已累積大筆財富(此時帝國主義相當興盛)。在為謀求海外投資能獲得更高報酬與讓英國一般投資者同樣能享受國際投資的高報酬，因此，由英國政府出面組成投資公司，委託專業人士(現在稱為專業經理人)代為投資，同時為了分散風險，大英帝國藉此極力擴張殖民地版圖。一次世界大戰之後，美國經濟成長快速，一般中產階級的國民所得也隨之大幅攀升，一般民眾開始對投資理財管道感到強烈需求，於是引進英國的證券投資信託制度，眾多投資人所投入的資金，便成為公司股份的一部份。金融操作的專業需求於是興起。

根據資料顯示，在本世紀中期，共同基金已深受法人以及投資人的青睞。在歐美國家，基金已成為一般人經常使用的儲蓄方式。美國是在第二次大戰之後才迅速地發展，日本則是在1954年開始蓬勃發展；目前美國約有8000多種共同基金；日本約有3500種。而台灣的共同基金起步則相當晚，1983年才成立第一家國際信託公司。

二、投資之前

從共同基金在運作上的主要構成份子分類：

一、證券投資信託公司(也就是所謂的基金公司)

二、信託保管銀行。

三、證券商。簡單來說，就是投資人拿錢到投信公司買基金，而投信公司再到證券商去下單。信託保管銀行則要保管募集來的資金，以及跟券商所買的證券；並由證管會及相關法令監督其運作並稽查其帳目，因此投資人的資金得到很好的保障。

大致上而言，一般基金普遍都能達到10%~20%的投資績效，但是這樣的數據只是一個平均值，共同基金雖是由投資專家來操作，但並非穩賺不賠。遇到經濟不景氣或是市場信心不足時，基金操作難免會有虧損，所以，投信公司不會保證投資人一定會賺錢，因此需要常關心自己的投資。基本上，選擇基金有三大事項要注意：

一、隨著經濟景氣，調整投資策略。

景氣循環是影響投資績效的主因之一，不同的經濟條件適合不同的投資工具，因此，只投資一檔基金的風險是相當高的，必須根據不同的景氣波段，規劃投資的策略，以達到順勢操作與分散風險的目的。

二、重視長期表現與同型基金績效排名。

基金績效是影響投資人獲利最直接的因素，而且，投資基金講究的是長期穩定的獲利，因此，基金的操作一定要以長期觀念看待，三年、五年算是短期的投資行為。因為，基金的短期績效佳，僅代表基金經理人短期投資策略符合市場暫時性波動。如果要以績效來挑選基金，必須一併考量該基金長期的績效排名是否穩定。

三、理性評估投資的風險與利潤。

如前所述，理財的成功因素在於戰勝自我慾望，這是難度極高的挑戰，但是投資人經常逃避它，所以常常虧損；但因為是自己操作失敗的，也同時地鄉愿的原諒自己。一般而言，將資金交給基金經理人，是因為基金經理人的資訊較為充分，而且基金經理人無時無刻不在為投資人進行投資和避險的動作，所以只要選對

市場，投資人應該信任基金經理人會在兼顧避險和獲利的情況下，為投資人的每一分錢作最有效的利用，也因而讓這個產業更加具有自主性與專業性。

那麼如何評定基金的好壞？台大財金系邱顯比教授曾經指出，影響基金報酬率的最主要因素其實還是在於市場的多空，市場好時，基金可以說是怎麼買都賺；市場不好時，即使是最好的基金經理人也照樣賠錢，市場的好壞遠比挑選基金經理人或基金公司要重要許多。例如在1998年日本市場由空頭轉多頭時期投資於日本基金，一年後的基金報酬率可以高達120%；但如果進場時間是在2000年的空頭時期的話，基金績效就可能是-40%，可見不僅挑對市場很重要，進場時點不同，投資結果也就會不同。

一般而言對基金報酬率好壞的影響因素還有：投資組合風險、基金經理團隊能力、運氣及費用比率等。邱顯比教授表示，在多頭股市時，投資較積極的基金，其績效排名可能名列前茅；但是當市場轉為空頭時，該基金的排名也極可能從排頭變成掛車尾，因此，若無法準確推測市場，則你應該做的是分散投資，這樣才能分散風險。另外，不同的基金經理團隊也有能力強弱之別，但是要影響基金績效還是得視目標市場的效率性，一般而言，市場愈競爭愈有效率（如美國市場）。投資人也可以利用基金績效評比表，來判斷基金經理團隊的隊及投資組合能力。

另外邱顯比教授也指出，由於台灣投信界人員流動性快速，尤其小型基金公司更難留住優秀的基金經理人，因此他認為，選擇小型基金公司的「明星基金」前應該先三思，最好還是先挑基金公司，再挑經理人才是比較聰明的做法。

就過去一個月的報酬率相當短，通常難以判斷基金經理人的能力，但是可以檢查短期內有無重大的異常狀況。再就十二個月的觀察期來看，則相當重要的評估期間，若延長至二十四個月則是衡量基金經營團隊能力相當重要的指標。若延長為三年，則是國際上基金評比最重要的評估期；若延長為五至十年，則可以績效紀錄來評斷基金經理人的能力。海外基金可以從網路、雜誌等媒體中找到績效評比資料，至於國內投信基金的績效評比可由台大財金所的網站 (www.fin.ntu.edu.tw) 中取得。

但是，期貨經理人的操作又是另一種不同於以股票投資為主的型態，衍生性商品的操作除了對資金的分配必須分散與控管之外，更重視對風險的控管能力，買股票可以長抱，暫時的虧損可以用時間以換取空間，但是衍生性商品具有時間限制，基本上，操作者並沒有犯錯的機會。

三、知難行易與知險興利

想當然爾，專業投資經理人必定盡最大力量幫投資人從市場上獲取利潤。但由投資的角度思考，投資人必須意識到共同基金乃藉著募集大眾的資金，分散投資到不同的市場及標的物上，以達到分散風險的效果，但是儘管如此，共同基金卻還是存在著不可避免的風險。

一般市場上對基金的風險因素，主要有下列幾項分類：

- 一、市場風險：共同基金所投資的區域和國家，都會受到當地政治狀況、社會治安、自然因素以及整體經濟的波動，而影響到基金的績效表現。
- 二、經濟景氣：只要是投資都將和整體經濟景氣密切相關，當整體經濟衰退，會導致企業獲利狀況不佳，市場經濟陷入低迷。
- 三、匯率風險：匯率就是不同國家之間的貨幣兌換價格。匯率變動越大，代表投資風險越高。
- 四、利率變動：利率的變化一直是投資市場的一項重要指標。當利率上揚，通常會導致債券價值下跌，股市的交易量也會受影響，對股票型和債券型基金的影響很大。
- 五、營運風險：通常來自於基金公司的人為過失，及電腦系統發生錯誤現象，也有可能是基金公司的不當管制，或是作業無效率，甚至是更嚴重的詐欺行為。
- 六、政府政策：幾乎任何重大政策都會左右國家整體表現，而政府的經濟政策對投資市場的表現影響更是不能漠視，舉凡外匯、股市皆會受到牽連。
- 七、標的表現：大多數的共同基金都有一定的投資

領域。當這些領域的表現不佳，往往會影響共同基金的獲利。

- 八、管理風險：這是投資者常會因觀念操作錯誤，而造成的一種風險；這不但會讓你賺不到錢，甚至還有可能賠大錢。例如單押某筆基金、或是誤判進出場的時機。
- 九、道德風險：雖然基金經理人的操作能力有高低，而如果你挑選能力不好的基金經理人，可能會為你的投資帶來損失，但是職業道德不佳的經理人，更不應該託付。

因為衍生性商品具有可同時持有多空部位以及多空交叉操作的功能，因此經濟基本面的興衰不會影響操作績效，所以期貨經理事業的投資風險大部份便集中在經理人身上。以下歸納幾種風險提供參考：

- 一、匯率風險：例如摩台指的操作便需要考慮美元兌台幣的匯兌損失。
- 二、預期報酬風險：由表一得知目前世界各國的利率相當低，但當利率升高時投資人的預期報酬將會增加，而經理人無法達到基本要求，對投資人也是一種風險。
- 三、生活管理風險：此處指的是經理人的生活管理，因為衍生性商品的操作必須經常性進行即時的買賣判斷，故健康的生理狀態才有清晰的判斷能力，任何一個對健康有害的行為，都是對投資者的一種職業道德的違背行為。
- 四、心理建設風險：這也是針對經理人的一種要求，由於衍生性商品具有時間性與高波動性，經理人對市場的變化若無嚴格且高度的心理建設，每日面對金錢的損失與獲利間的人性考驗，不穩定的心態就沒有穩定的操作績效，大起大落的績效抑或是急功好利的短線操作絕非合理的操作方式。
- 五、操作技巧風險：衍生性商品具有高度的變化性，從選擇權的操作策略變化就可以知道其中因應市場不同的預期與變化，所衍生出來的細膩性，沒有相當程度的了解是無法做出合理的判斷。
- 六、信用(道德)風險：將資金託付給不熟悉的人進行操作最重視的是信用風險，此處的信用是指

經理人以自身的名譽為榮，將客戶的資金視為自己的資金，而不從事高風險行為。

- 5、公司稽核制度風險：一家永續經營的公司對經理人的稽核制度相當嚴格，除了個人的績效表現之外，公司整體的績效表現也應視為考核標準之一，若個別經理人的績效過低或差異性過大，顯示該經理人不具穩定性而應加以更換。
- 1、績效穩定性風險：前面提過大起大落的績效對操作是一種不良的現象，因為只要是人類就有七情六慾，而要控制這樣的人性是不容易的，故一個操盤者應具有高度的心理穩定性，唯有在這樣的狀態下才能讓績效成45度角的成長。
- 7、外在干擾風險：這可分來自投資人與公司兩部份，投資人因暫時的虧損可能會干預經理人的操作方式，這部份很難認定對與錯，只有最透明的溝通才能建立彼此的信任；公司方面則是上對下的操作策略的干預，當上司堅持己見而要求經理人遵從其操作策略，卻不負虧損責任，這對投資人是一種不負責任的行為，將資金託付之前需先認識清楚為要。

一 主要國家基本利率表

利率名稱	目前利率	公佈日期
美國聯邦基金利率	1.75%	12/11/01
本貼現利率	0.10%	09/18/01
國再買回利率	4.00%	11/08/01
元區再融資利率	3.25%	11/08/01
幣重貼現率	1.88%	06/28/02
陸一年期存款利率	1.98%	02/21/02
港基本利率	5.13%	12/13/01
國隔夜利率	4.25%	05/07/02
加波基本放款利率	4.75%	12/27/01

資料來源：各財經網站

上述列舉一些有關風險的種類，對一般投資人言執行起來並非易事，但終究其重點便只有風險利潤之考量，如何達到降低風險並提高利潤，最重要的法則更是要將風險予以量化，以簡單的數字表示風險與利潤之間的關係，在平時認識清楚這些數字是有幫助的。

四、如何評估績效

要評估金融投資的好壞，當然是先檢視報酬率第一。而投資基金就像投資其他工具一樣，都有風險存在；因此，要客觀而公正的評估一支基金

的績效，就應該將其風險程度量化，並加以評估。表二是一般國際認可的評鑑方式，共有三個方面可進行風險的衡量工作。首先是觀察基金的標竿指數，例如：標準差、 β 值(貝他值)和夏普係數，這些指標就是在評估個別基金的風險程度。檢視這三項指標，可以幫助你判斷：投資某檔基金的風險有多大，是否適合自己的風險承擔程度。其次是觀察基金在不同期間的表現，因為基金投資講求的是中長期穩定，所以投資人千萬別被基金的短期績效所迷惑，要仔細檢視該檔基金過去的表現，是否維持一定的水準。

表二 基金風險評估資料(2002年8月)

基金	年化標準差	夏普指數	β 值
德信大發	37.64	0.1626	0.8143
統一中小優質	38.01	0.1831	0.8349
統一大滿貫	38.66	0.2107	0.8714
大華高科技	39.66	0.2502	0.9003
統一統信	41.13	0.2435	0.9097
金鼎概念型	43.77	0.2113	1.0092
寶來績效	43.58	0.1791	1.0132

資料來源：台大邱顯比、李存修教授網站

五、標準差

所謂的標準差就是：計算基金的淨值在一段時間內的變動情形，它的原理就是：根據每日實際淨值與平均淨值的差價累積計算而來。假設某一同類型的基金平均淨值是10，其他基金則有的8.5、有的9.2、有的11.3、有的12.5，而A基金實際淨值為19.6，可見A基金的淨值，比起其他基金而言，距離當天平均淨值差異相當大，時間一久，A基金的標準差就會比別檔基金大上許多。標準差越大，表示基金淨值波動程度越大，投資風險也相對較高。標準差的好處在於：可以觀察某檔基金過去一段時間以來的淨值表現是否穩定。倘若標準差的數字越低，表示這種基金的穩定度越高，相對而言越值得信賴；反之，若標準差比別的基金高，顯示這家的基金表現時好時壞。

六、夏普指數

夏普指數 (Sharp Ratio) 指數是另一種常見的風險評估指標。它就是將股票或基金在某一期間的報酬率，減去其他沒有風險的證券之報酬率，再除以前述的標準差；所求得的數字，即為有名的夏普指數：這是在考慮風險條件下，基金報酬率的表現。首先，投資人必須先有個觀念：決定放棄定期存款的利息收入，投入風險較高的共同基金，主要原因是想換取較高的報酬率，一般共同基金的風險雖然低，但比起銀行定存仍屬於高風險。夏普指數可以告訴投資人，相對來說是否值得為了投資這筆基金，而放棄賺取定存利息。通常，夏普指數介於 0 與 2 之間。夏普指數越高，表示每多承擔一分風險，所帶來的報酬越大，也就是基金的績效越好。

七、 β (Beta、貝他) 值

β 值也稱為貝他係數，它的意思是基金投資組合的價值漲跌幅，與評比標的物(例如加權現貨指數)的漲跌做比較後，計算所得的值。假設加權現貨指數的 β 值為 1，若基金的資產組合價值變動大於 1，則 β 值大於 1；而此時就表示：基金投資組合的波動性大於加權現貨指數，相對的投資風險也大於加權現貨指數。 β 值可以讓投資人知道：某一基金與加權現貨指數比較起來，變動的幅度是否異常。舉例來說，若加權現貨指數波動大，甲基金波動小，則甲基金的風險相對低；反之，當加權現貨指數波動平平，而甲基金的波動很大，則顯示甲基金的風險相對大於加權現貨指數，投資前要特別謹慎。根據 β 係數，可以看出這種基金的波動程度正不正常。當甲基金的 β 係數大於 1，表示甲基金的風險相對大於加權現貨指數；反之，若甲基金的 β 係數小於 1，表示甲基金波動小，風險也就相對低。一般而言，最好是投資貝他係數較低的基金，除非你承受風險的能力很高。

以上是一般投資基金時在評估風險與利潤時的量化工具，而應用在投資期貨市場時也可以利用這樣的工具加以控管。在此特別提出說明的是，上述三種量化分析皆為相對觀念，讀者切勿以絕對觀念視之，主要原因仍在於過去的歷史資料不代表絕對性的未來。另外，台灣也已經引進美國摩根集團所創新出來的風險值 (Value at Risk) 評估工具，但因

台灣對此工具的應用尚未成形，一般投資人可能較不熟悉，有興趣的投資人可以在書局中找到中譯本或中文著作加以研究。

八、如何選擇期貨經理人

目前市場對一些基金的投資有相當多的建議，卻都是針對選擇基金公司與基金的建議。筆者針對未來期貨經理人的選擇與要求，提供幾點建議，供讀者參考。

1. 重視經理人的損益穩定度 很多人轉換基金是因為看到別的基金績效較好。其實，根據研究統計，大多數投資人更換基金後的標的表現，往往不如更換前的標的。期貨經理人的操作雖然也是起起浮浮，但必須有一定的穩定性，前述數量化管理也是相當有用的衡量方式。而其報酬率理論上能夠形成 45 度角成長是最理想的狀況，但這對經理人是一項相當高的挑戰。
2. 經理人如何持盈保泰 就經驗而言，若想藉著錢滾錢而快速致富，除共同基金不適合外，衍生性商品的操作也是一樣，所謂一夜致富，所享受的也是短暫的享受，如何持盈保泰才是更是重要的課題。一個能攻能守的人才有更多的機會生存下去，也唯有如此才能成為常勝軍。
3. 了解您的經理人並且相信他(她) 投資首重風險管理，這部份除了利用量化管理外，前述有關經理人的生活管理、道德問題、金融操作技巧與心理建設等等都是選擇經理人相當重要的方法。筆者認為經理人的人生哲學與對金錢的觀念是最重要的。因為不及不過的中庸精神才能有穩定的操作情緒，這部分要求的是世界的相對觀，從歷史教訓中我們知道逆勢操作的不可行，強行使用逆勢操作的難度最高；同時經理人對人生要有強烈的企圖心，才能去追求最大的利潤，一個沒有生命企圖的人，基本上不足以勝任每日都在對與錯中掙扎的工作。
4. 選擇有制度化管理的公司 操作行為最重視規律性與自省性，這是對經理人的基本要

求，但有時公司方面的監督也能發揮一定的作用，因此有效的稽核制度對經理人也是一種幫助，當然管過頭反而是一種傷害。

5. 絕對的認知與絕對的執行能力 所謂理論人人會講會寫，但真正上戰場又是另外一回事。如同筆者撰寫本文一般，洋洋灑灑幾千個字，說得似乎有道理，但若無法落實執行，則一切是空談。當投資者知道如何要求經理人的條件與該如何給予發揮的空間，就應該相互真誠的溝通與配合，若無誠意，則彼此不信任感叢生，最後若不幸變成不歡而散，就不值得了，更遑論對簿公堂之痛。

最後，再未來談談不集中投資也不過份分散投這個老生常談，但卻是非常重要的話題。雞蛋放在同一個籃子裡。投資共同基金的好處就是分散風險，但透過投資其他不同類型的基金可將風險分散。投資衍生性商品也是一樣，須將分散，這是求得比定存更好，但風險相對低的投資觀念。近幾年台灣的投資人因多次的損部份人士則是過份分散資金，沒有所謂管理的，反而造成多重套牢，如何分散較佳？依據筆經驗估計，一千萬以下的資金最好不要超過三資管道或是投資標的。總而言之，當把資金交與經理人時，投資者本身也應有一定的認知，真的沒有白吃的午餐。

期貨交易稅調降、交易成本與市場流動性

◆ 吳壽山

長庚大學教授及管理學院院長

◆ 鍾惠民

交通大學企管金融所副教授

◆ 劉美櫻

東吳大學企管系副教授

一、前言

我國期貨市場自民國87年7月推出至今已四年多，本土台指期貨剛推出時的第一年，交易量並不活絡，同期間，摩根台指的交易量則相對較高，若以本土期貨市場及國外期貨市場相比較，本土期貨市場應有資訊取得容易、現貨市場所在國等優勢，但交易量不若摩根台指來得大，顯然在制度面須積極改進，依楊添水、李存修、蘇勇志(民國88年)之分析，原因可歸納為交易成本過高、對期貨商品不熟悉及法人參與不足等三項因素，其中交易稅過高應是首要因素。

我國指數期貨市場推出後便採與股票市場採用相同課稅制度，即課徵交易稅，其主要出發點是基於稅賦衡平性考量。交易稅之課徵，使得期貨交易成本除包括保證金之機會成本、手續費、市場衝擊成本外，又增加了交易稅成分。在2000年5月以前，我國期交稅為買、賣各0.05%，相當於一筆期貨交易將課徵0.1%的稅率，表面上較證券交易稅0.3%為低。但由於期交稅是根據期貨契約價值課徵，依槓桿倍數推算，期交稅相當於契約值的0.9%，為證券交易稅的3倍，若在考慮組合形態之期貨交易，顯然不甚符合租稅公平性。

目前國際間期貨市場競爭激烈，各國期交所紛紛對本身弱點加以變革，期望提升競爭力，或改會員制為公司制、或增加產品類別、或全面更新電子交易系統，目的都在提昇交易效率，提供完善之產品服務，強化本身競爭力。我國期貨交易所發展速度較慢，面對衍生性商品市場的蓬勃發展與國際交易所的激烈競爭，必須及早改善現有市場效率，建立具國際水準之交易處理效率與能量，而藉由降低交易成本

的方法來提昇其國際競爭力是十分有效之工作。

有鑑於期交稅過高，相對於同一標的資產之摩根台股指數期貨為免稅情形，不僅使本國期貨市場競爭力降低，且因市場流動性問題，而影響市場效率，我國主管當局乃於2000年5月調降期貨交易稅為買、賣各0.025%。雖有助於市場發展，然而此項稅率仍然比市場參與者所體認合適之稅率為高，並且若完全從市場競爭觀點，期交稅實應廢除。

基本上，交易成本影響了期貨與現貨間套利空間大小、投機獲利空間、避險成本，影響交易者進場的意願及成交量。在商品種類相同，交易效率類似的情況下，投資人勢必選擇交易成本最低的市場，而低交易成本的市場因此可以吸引較多的交易量。保證金、手續費、和市場衝擊成本都是無可避免的交易成本，但期貨交易稅則非常罕見。在目前世界主要期貨交易所中僅芬蘭及台灣課徵期貨交易稅，日本的過去交易稅率為期貨契約金額的十萬分之一，但已於1999年4月取消。而台灣存在的期交稅似乎與先進國家普遍以降低交易成本之發展驅勢不相同，同時由於資訊技術快速發展，國際金融市場逐步整合，目前國際證券與衍生性商品之交易所，普遍規劃策略聯盟，台灣存在的期交稅又成為策略聯盟之障礙。

此外，我國之期貨市場面對國外市場強烈之競爭，期貨交易亦有交易時間短之特性，適當調整交易稅，在交易成本面取得優勢，應是期貨市場發展之首要工作。綜觀世界各國期貨市場，若有課稅，大多以期貨交易所得稅為主，甚少課徵交易稅，我國台指期貨市場之主要競爭者新加坡交易衍生性商品部(Singapore Exchange Derivative Trading, SGX-DT)並未課徵交易稅。

就市場交易機制來看，交易稅之存在將影響每筆交易成本，我國期貨市場之交易制度是採用訂單驅動(order driven)之競價(auction)市場，初期

採每20秒集合競價，後調整為每10秒集合競價，91年7月已完全採連續競價。市場流動性與報價深度(depth)是完全由市場交易者限價單(public limit order)的提供，交易稅若是過高而使報價深度不夠，將使市場流動性不足，無法更進一步吸引交易者。

台灣指數期貨之發展與OSE與SIMEX日經225期貨發展經驗有些許類似，依據其過去的發展經驗可發現，交易成本不能因應情況適切調整，將使市場失去競爭力，而其原來設計時希望達到的經濟功能，將被國外市場取代。Ito and Lin (2001) 便認為1993年後SIMEX 掌握市場特性保證金調整得宜，是SIMEX在1993年後逆轉成為日經指數期貨之主要市場的重要原因。而我國已加入WTO，將來資本市場整合性愈來愈高，同時倘若交易者習慣於某一交易所進行交易，將對該交易所產交易偏好，就金融市場完整性(market completeness)與價格發現效果而言，若投資人偏好以SGX台指期貨避險或套利反將使台股現貨之表現過度受SGX台指期貨影響。

目前由於政府財政赤字問題，政府原則上希望任何減稅方案執行機關須先能有替代財源。事實上降低期貨交易稅率後，若成交量提高將可能反使稅收增加¹，本文以下亦將會說明，事實上89年期交稅調降後，期交稅收增加，交易量在期交稅調降後倍增是重要影響因素，顯然創造市場參與者與政府間之雙贏。

本研究將從健全市場發展，市場競爭觀點，因應我國已加入WTO之同時，運用日內交易資料，分析期交稅變化對台灣期貨交易量、市場深度和市場效率的影響，並思考降低或取消期交稅的成本效益。並強調與競爭市場的比較分析，藉由計量分析之市場為結構(market microstructure)實證資料，說明現階段降低交易成本如取消交易稅等之重要性。本文架構如下：第一節為前言，第二節則就期貨課稅制度加評析，第三節說明研究方法及實證分析結果，第四節為結論。

二、期貨課稅制度評析

對於證券或期貨等衍生性商品交易是否應課徵交易稅，在國外已有廣泛討論，為大多數分析發現多認為交易稅之存在是弊多於利，亦因此甚少國家課徵交易稅。瑞典於1986年時將證券交易稅由原來的1%增加為2%，經Umlauf (1993)實證發現，1986至1990年期間有50%之瑞典證券交易移轉至英國，同時間瑞典之利率選擇權市場亦因交易量太少而消失，此案例說明了交易稅之課徵確實存有交易量移轉至外國市場之現象。

美國政府鑑於1987年股市大崩盤，市場出現非理性巨幅波動情形，為了抑止異常或投機性波動，美國先後於老布希政府時代與克林頓政府時代，曾考慮開徵證券交易稅，及期貨與選擇權交易稅，但恐提高交易成本，不利市場發展而作罷，迄今仍無開徵交易稅。當時傾向於持贊成看法者認為，課徵交易稅能降低市場過度波動(excess volatility)，減輕負面之外部效果(negative externalities)，使市場趨於理性；但有一研究以1987至1989年期間世界23個國家之股市波動性資料進行分析，發現課徵證券交易稅與否，與股市波動並無任何關聯。反對者則認為，市場波動度事實上是不可觀測的，課徵期交稅可降低市場波動之推論可能過於主觀，交易稅之存在反而會使市場喪失流動性，降低市場效率性，並迫使證券交易流向國外，不利市場競爭；Schwert and Seguin (1993)亦認為課徵證券交易稅是弊多於利，美國若課徵期貨交易稅將不利其與鄰近市場如LIFFE之競爭。

台灣指數期貨之發展與OSE與SIMEX日經225期貨發展經驗有些許類似，依據其過去的發展經驗可發現，交易成本若不能因應情況適切調整，將使市場失去競爭力，而其原來設計時希望達到的經濟功能，將被國外市場取代。我國期貨交易先天上因為交易稅之存在在競爭上便無法與SGX-DT比較。在1991年間，OSE連續三次調升Nikkei 225期貨契約保證金，而SGX-DT卻連續二次調降保證金。其後於1993年，SGX-DT又調降Nikkei 225期貨契約保證金，但OSE之保證金仍維持不變。90年代初經過此一連串保證金調整後，

¹ 參見2002.08.17工商時報之報導，"林全公開宣示，希望各主管機關要提出減稅或增加支出新法案時，增加支出或減少政府收入的部，要由該主管機關負責找到財源，..."。

OSE在交易量之市場佔有率則大幅縮小。至1994年底，SGX-DT之交易量已由原來不到OSE之十分之一上升為OSE的二分之一。

綜合上述討論，課徵交易稅之負面效應在降低市場流動性，正面看法為能降低市場過度波動(excess volatility)，減輕負面之外部效果。然而，目前對台灣期貨市場來說，仍處於發展階段，有效提升市場流動性乃為首要工作，因此交易稅必須調降。而目前指數期貨交易顯性之交易成本中，交易稅仍是最大之交易成本成分。千分之0.25之期貨交易稅率目前仍是過度偏高，由於期交稅是根據期貨契約價值課徵，依槓桿倍數推算，或考慮組合形態之期貨交易，顯然目前稅率不甚符合租稅公平性。

三、研究方法與主要結果

為分析交易稅調降對市場流動性與價格發現之影響，本研究以民國89年5月期交稅調降為例加以評析。而日本研究的樣本期間為民國88年7月21日至89年9月30日。本研究為分析民國89年5月期交稅調降之影響。將研究期間區分為下列二個子期間，台灣期貨市場發展初期：88年7月21日至89年4月30日；期貨交易稅調降後：89年5月1日至89年9月31日。本文參考Chiang and Fong (2001)，利用迴歸模型來分析期貨市場發展初期、期交稅調降後，檢定現貨指數與指數期貨之5分鐘報酬，在各階段中之領先-落後關係。其模型如下：

$$R_{s,t} = a + \sum_{k=-6}^6 b_k R_{f,t+k} + \varepsilon_t$$

其中， $R_{s,t}$ ：在時點 t 時，5分鐘指數報酬， $R_{f,t}$ ：在時點 t 時，5分鐘指數期貨交易報酬。如果係數 b_k 是負(正)下標，表示為落後(領先)係數，如果落後(領先)係數顯著不等於0，則指數落後(領先)於指數期貨。本研究採用一般化動差法(Generalized Method of Moment)來進行估計。

台指現貨與台指期貨間之領先-落後關係其結果如表1，期貨市場發展初期，台指期貨領先台指現貨20分鐘，台指現貨領先台指期貨10分鐘，5分鐘前報酬，兩者的係數為0.328與0.022，台指期貨領先台指現貨時間較長。期交稅調降後，

台指期貨領先台指現貨15分鐘，台指現貨領先台指期貨20分鐘，兩者5分鐘的係數為0.431、-0.045。整體而言，期交稅調降後，台指期貨領先台指現貨係數加大，由原來之0.328增為0.431，台指期貨價格發現功能提升。

交易市場之主要工作之一便是在提供良好的流動性，就市場交易機制來看，交易稅之存在將影響每筆交易成本，我國期貨市場之交易制度是採用訂單驅動(order driven)之競價(auction)市場，初期採每20秒集合競價，後調整為每10秒集合競價，91年7月29日起已完全採連續競價。市場流動性與報價深度(depth)是完全由市場交易者限價單(public limit order)的提供，交易稅若是過高將使而使市場流動性與報價深度不足，市場無法成長，無法發揮其真正之經濟功能。一旦交易稅下降，交易者雖然每一次交易繳給政府部分減少，並且由對所有交易者而言，報價意願提昇，將使市場報價深度提高，流動性變好，所有交易者受益。而市場交易量便因此而提昇，政府之稅收反而增加。

而圖1則列示期貨交易稅調降前後各4個月期間市場報價深度平均值比較，主要針對日內五分鐘資料進行每五分鐘之買賣報價資料計算市場報價深度平均值之分析。報價深度資料之計算是以未成交最佳買進與賣出交易量報價資料(best bid and offer)計算市場報價深度。對每一五分鐘時段求取前後4個月期間報價深度平均值。明顯地在期貨交易稅調降後，對每一五分鐘時市場報價深度平均值都高於交易稅調降前。

由於台指期貨屬於電子化自動交易的競價市場，市場流動性是由交易者共同提供。交易稅調降存在其正面之外部效果(positive externality)，例如交易稅調降後套利者認為成本下降，便更有意願進行套利，市場之報價增加，增進市場效率與流動性，因而降低市場衝擊成本(market impact costs)，流動性變佳，自然使交易者在急於結清部位時所必須付出之價格折讓減輕。因此，交易者因稅率下降所得到的不只每次交易付出之稅金減少了，還同時享受流動性提昇之正面效果。

圖2則列示期交稅調降前後各4個月期間每

5分鐘為一時點之平均買賣價差。買賣價差之計算乃是以最佳賣價之報價減去最佳買價之報價除以二者之均價。由圖中可明顯地看出市場之買賣價差在交易稅稅率調降了之後下降了。

圖3所列示的為期交稅調降前後4個月期間，持有成本模式之訂價誤差百分比之絕對值，即理論價格減去實際價格後除以實際價格，同時亦運用日內5分鐘資料加以分析，可看出開盤時之價格誤差是最大的，其後誤差變小，而持有成本模式誤差絕對值在收盤時趨大。同時比較調降前後，可發現在每一個日內期間，誤差絕對值在交易稅率調降後均下降了。顯見期交稅率高降提昇市場之效率性。

Chung, Liu and Wu (2002) 則運用日內交易資料進一步發現，由於TAIFEX的交易機制是屬於訂單驅動(order driven)之競價(auction)市場，市場流動性與報價深度(depth)是十分仰賴於市場交易者限價單(public limit order)的提供，該研究利用台指期貨市場有提供的未成交最佳買進與賣出報價資料(best bid and offer)計算市場報價深度，並以五分鐘日內資料進行分析，發現期交稅調降報價深度提升，市場報價之買賣價差降低，市場流動性明顯變佳。並運用較嚴謹之統計方法分析上述結果，有興趣之讀者請向作者索取其論文

一般而言，稅收能來自寬廣稅基與狹窄兩種源，寬廣稅基的例子如一般所得稅，此項租稅泛對個人與機構課徵，無關他們的產業與活動狹窄性稅基或選擇性課稅是加諸於特殊活動或定的物品與服務，如菸酒之銷售。稅基寬廣的收是較好的，因他少有扭曲效果，相反地，選性課稅可能改變消費型態或生產決定，而且其稅歸宿將不均衡地落到特定的一群人。選擇課稅時常是為改善特定產業或活動引起的負外部性，如上述對菸酒消費課稅，可直接減少社會成本。同樣地，對汽油課稅，可減少空氣污的社會成本。而交易稅課徵之可能效益在降低場過度波動，減輕負面之外部效果(negative externalities)，使市場趨於理性，但我國期貨市正值市場初期發展階段，如何提升市場流動性更為重要。

此外，目前由於政府財政赤字問題，政府原則上希望任何減稅方案執行機關須先能有替代財源。事實上降低期貨交易稅率後，若成交量提高將可能反使稅收增加。表二說明了期貨交易稅調降前後在不同累積月份下期貨交易稅之稅收，可發現若比較月份只有4月份時，期貨交易稅調降後約只有4.664億元，稅調降前4個月則有6.51億元。但若比較月份有8個月份以上時，期貨交易稅調降後稅收已與稅率調降前約略相同。整體來看，民國89年5月1日期交稅由0.05%降為0.025%後，該年成交量即放大一倍，然而因為當年度股市下滑，期貨契約總值下降，因此稅收沒有明顯放大，若比較期貨交易稅調降前後各12月期間之總稅收，期貨交易稅率調降後之一年，稅收仍然與過去一年市非常接近的。因此藉由交易稅率的調降，以吸引市場投資人的參與，市場成交量的增加還是可以有效增進政府稅收。事實上89年期交稅調降後，期交稅收增加，交易者除直接交易成本降低，間接交易成本亦下降(流動性增加，市場衝擊成本下降)，交易量在期交稅調降後倍增是重要影響因素，顯然創造市場參與者與政府間之雙贏。

四、結論與建議

我國期貨市場早期之發展受限於交易成本過高，法人參與不足及交易人對期貨商品不熟悉等三項因素交易一直無法活絡。而此三項因素中，尤以交易成本因素為最重要影響因素，交易稅佔了最大之百分比。因此，為活絡期貨市場，我國於89年5月1日，將期交稅率調降為千分之0.25。雖然歷經89年以來，期交所與業者積極努力，91年初市場交易口數曾達四萬口，但似乎只是短暫現象，91年3、4月以來，交易量多只有二萬多口，而目前指數期貨交易顯性之交易成本中，交易稅仍是最大之交易成本成分。千分之0.25之期貨交易稅率目前仍是過度偏高，由於期交稅是根據期貨契約價值課徵，依槓桿倍數推算，期交稅約當於契約值的0.9%，為證券交易稅的3倍，若在考慮組合形態之期貨交易，顯然不甚符合租稅公平性。

對於證券或期貨等衍生性商品交易是否應課徵交易稅，在國外已有廣泛討論，交易稅之課徵

直接干擾相對價格變化，增加交易之摩擦性因素，扭曲市場交易資源配置之效率，使價格機能失靈，尤期當市場面對競爭時，交易稅之課徵，易使得交易稅轉至其它國家。因此大多數分析發現多認為交易稅之存在是弊多於利，亦因此甚少國家課徵交易稅。我國之指數期貨市場推出後便與股票市場採用相同課稅制度，即課徵交易稅，其主要出發點是基於稅賦衡平性考量。但我國期貨市場自創立以來所面對的海外市場競爭明顯的比股票市場高出許多。現今在各國期貨市場發展過程中，降低交易成本，使市場更加活絡，進而發揮其經濟功能，已然成為重要發展趨勢。期貨交易成本通常包含保證金之機會成本、手續費與市場衝擊成本，交易稅之課徵，亦使得期貨交易成本增加了交易稅成分。交易成本影響避險成本高低與投機、套利空間，進而也影響各類交易者進場之意願及成交量。在商品種類相同與交易效率類似情形下，投資人傾向選擇交易成本最低之市場來進行交易，低交易成本市場因此可吸引較多的交易量，提昇市場之價格效率與價格發現機能提昇，進而使期貨市場之經濟功能得以發揮。

本研究分析發現，由於台指期貨屬於電子化自動交易的競價市場，市場流動性是由交易者共同提供。89年1月交易稅調降存在其正面之外部效果，從福利經濟學觀點，使市場參與者之效用提升，且符合財政政策設定之條件。交易稅調降後套利者認為成本下降，便更有意願進行套利，市場之報價增加，增進市場效率與流動性，因而降低市場衝擊成本(market impact costs)，流

動性變佳，自然使交易者在急於結清部位時所必須付出之價格折讓減輕。因此，交易者因稅率下降所得到的不只每次交易付出之稅金減少了，還同時享受流動性提昇之正面效果。同時台股期貨價格發現功能獲得改善，持有成本模式訂價誤差幅度顯著縮小，期交稅調降提升了期貨市場價格效率性。此稅負革新已見成效，提昇我國期貨市場之經濟功能，期交稅收在稅率下降後亦明顯上升，顯然創造了市場參與者與財政收入雙贏之局面。

若從國際競爭角度觀察，台股期貨之主要競爭對手新加坡交易所是不課徵交易稅的，為與國際接軌，因此，交易稅顯然應予以廢除。同時由於資訊技術快速發展，國際金融市場逐步整合，目前國際證券與衍生性商品之交易所，普遍規劃策略聯盟，台灣存在的期交稅又成為策略聯盟之障礙。在其它案例中，公司債之交易稅自91年2月起政府已明令取消債券市場交易稅。而由公司債之交易狀況可發現，公司債交易稅取消後交易量明顯增加了，公司債交易市場流動性提昇，十分有助我國債市之發展。從商品間稅負公平性角度而言，期貨交易者目前實際負擔之稅率遠高於股票及認購權證，其實質稅率約為權證之4至7倍。因此，本研究建議，長期而言為提昇國際競爭力，期交稅實應廢除。台股期貨仍處於發展階段，有效提升市場流動性乃為首要工作。現階段可調降期交稅率為目前之五分之一，使期貨交易與風險型態較為類似之認購權證實質稅賦趨於一致。

表1 期貨交易稅調降前後台指現貨與台指期貨之領先-落後關係之比較

階段	a	b_0	b_{-1}	b_{-2}	b_{-3}	b_{-4}	b_{-5}	b_{-6}
調降前	-0.0001 (-4.42)*	0.7019 (96.33)*	0.3278 (45.7843)*	-0.0553 (-8.1969)*	-0.0310 (-5.7649)*	-0.0133 (-2.4934)*	0.0022 (0.4270)	-0.0167 (-3.18)*
調降後	-0.0001 (-2.6378)*	0.7184 (70.40)*	0.4311 (42.42)*	-0.0459 (-4.59)*	-0.0218 (-2.56)*	0.0101 (1.18)	-0.0060 (-0.71)	-0.0192 (-2.31)*
			b_1	b_2	b_3	b_4	b_5	b_6
調降前			0.0217 (2.89)*	-0.0232 (-3.10)*	0.0017 (0.22)	0.0110 (1.94)	0.0040 (0.74)	0.0001 (0.03)
調降後			-0.0452 (-4.39)*	-0.0203 (-1.97)*	0.0357 (3.48)*	0.0164 (1.89)	-0.0087 (-1.03)	0.0025 (0.29)

說明 台灣期貨市場發展初期:88年7月21日至89年4月30日; 期貨交易稅調降後:89年5月1日至89年9月31日

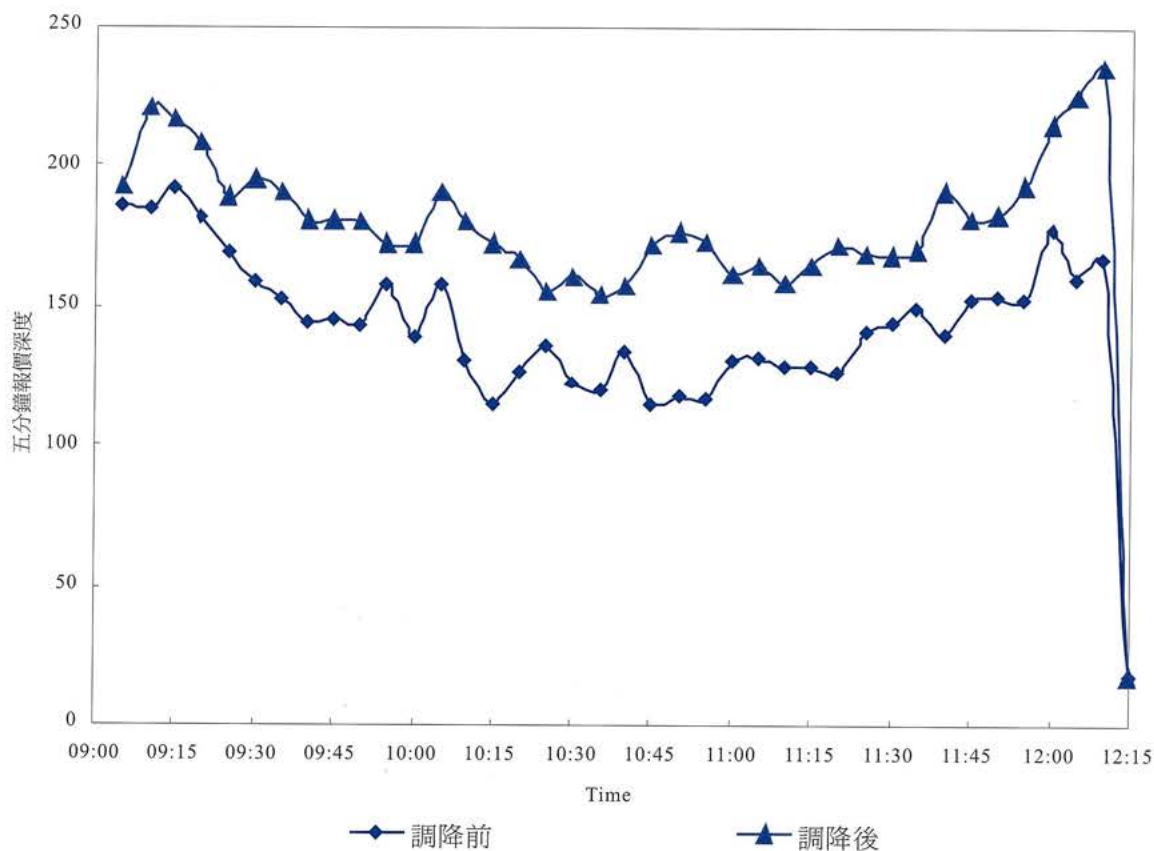


圖1 期貨交易稅調降前後市場報價深度:日內五分鐘資料之分析

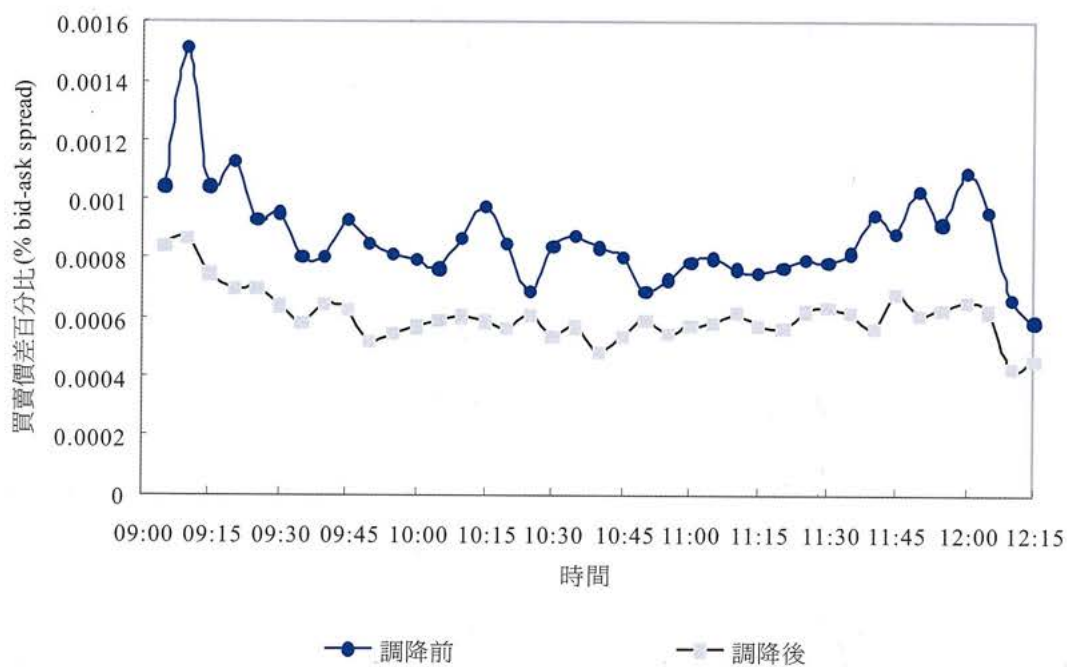


圖2 期貨交易稅調降前後日內平均買賣價差比較:日內五分鐘資料之分析

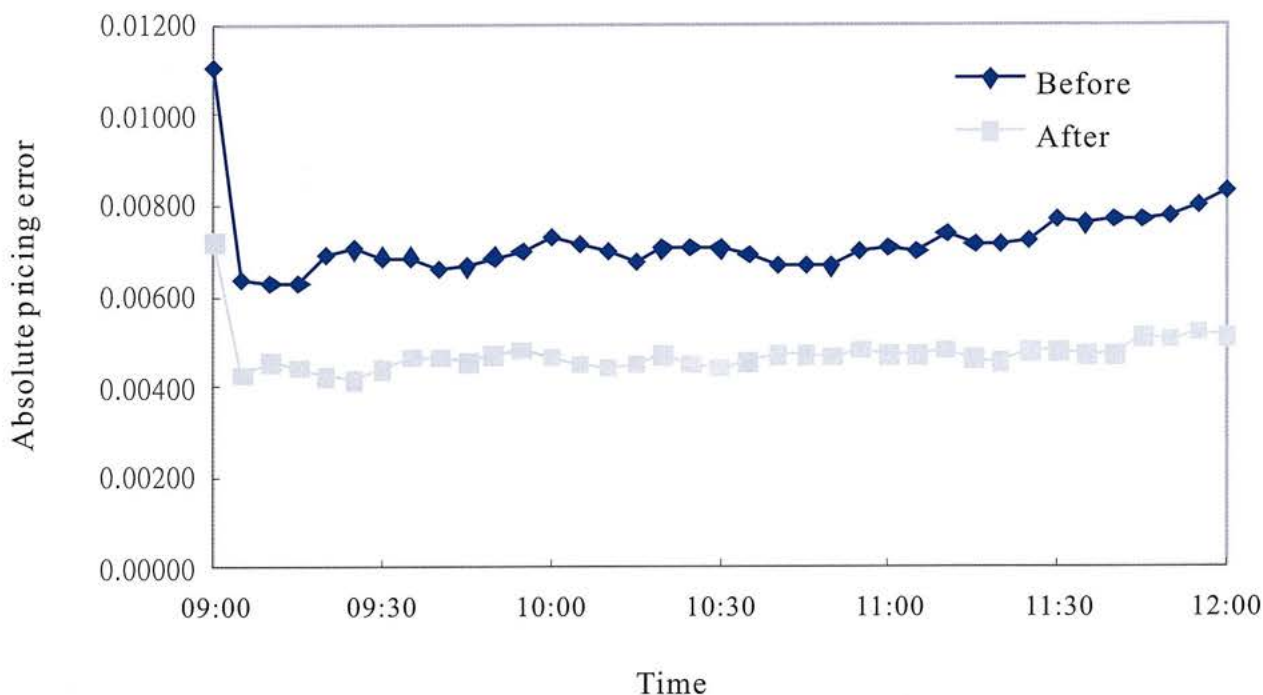


圖3 期貨交易稅調降前後持有成本模式定價誤差比較:日內五分鐘資料之分析

表2 期貨交易稅調降前後期貨交易稅之稅收

單位：億

計算月份	調降前期交稅收	調降後期交稅收
4 個月	6.514	4.664
6 個月	8.715	7.373
8 個月	10.581	10.452
10 個月	13.545	13.516
12 個月	15.916	15.831
14 個月	18.511	18.034
16 個月	20.395	20.851
18 個月	22.286	23.951

參考文獻

楊添水、李存修、蘇勇志，台股期貨課稅制度與國際競爭力，證券市場發展季刊。

Chiang R. and W. Fong, 2002, Relative informational efficiency of cash, futures, and options markets: the case of an emerging market. *Journal of Banking and Finance* 25, 355-375.

Chou R.K., and J. Lee, 2002, The relative efficiencies of price execution between the Singapore Exchange and the Taiwan Futures Exchange, *Journal of Futures Market*, 174-196.

Chung H., M.-Y. Liu, and S. Wu, 2002, Transaction Costs and Trading Activity in the Index Futures Market: the Case of the Transaction Tax Reduction in Taiwan. Paper presented at Taiwan Finance Association Annual Meeting.

Ito Takatoshi and Wen-Ling Lin, 2001, "Race to the Center: Competition for The Nikkei 225 Futures Trade", *Journal of Empirical Finance*, 219-242.

Schwert G.W. and P. Seguin 1993, Security transaction taxes: An overview of costs, benefits and unsolved questions, *Financial Analyst Journal*, Sep.-Oct. 27-35.

Umlauf, S.R. 1993, Transaction Taxes and Stock Market Behavior: The Swedish Experience, *Journal of Financial Economics* 33, 227-240.

避險交易保證金與部位限制豁免之探討

◆ 詹庭禎

銘傳大學 法律系 助理教授

一、前言

避險功能(hedging)是從事期貨交易的原始目的，也是期貨市場最重要的經濟功能。本土期貨市場發展至今，自期貨交易人的結構觀察，自然人投機交易所佔之比率實嫌稍高，法人避險交易量明顯不足。期貨交易的正當性源自於避險需求，期貨市場的穩定性有賴於法人及避險者的廣泛參與，如何提高避險者參與期貨交易之意願，應是目前我國期貨交易發展的重要課題，本文擬分別自期貨避險保證金標準及交易部位限制探討我國期貨避險交易的問題。

二、避險交易保證金標準

避險交易的型態繁複，類種眾多，程度不一，欲以法令定義避險交易殊屬不易。就美國期貨法而言，為防範期貨交易淪於不當過度投機，美國商品交易法(Commodity Exchange Act) 4a(a)授權期貨主管機關商品期貨交易委員會訂定各類種商品之交易部位限制(position limit)¹，同法4a(c)則對於避險交易予以豁免適用投機交易部位限制，惟商品交易法本身並未直接對避險交易予以定義，而係授權商品期貨交易委員會以規則為之²。

商品期貨交易委員會根據商品交易法之授權，訂頒商品交易規則，該規則第1.3(Z)(1)對「真實避險交易」(bona fide hedging transaction)予以一般性定義，規定為對於即將在現貨市場進行的相關交易，例如因持有或即將持有資產、負債或提供服務價值的可能潛在價格變動，在期貨市場建立部位，得以在經濟上適當的減低經營風險者，且從事交易

之目的在於沖銷現貨市場操作可能引起之風險，同時必須符合商品交易規則其他申報規定³。同規則1.3(Z)(2)進一步列舉真實避險交易的四種類型⁴：

- 1.在期貨市場建立空頭部位，其數量不超過同一人所持有或以固定價格購買之現貨，或同一人在十二個月內所持有未出售之現貨，但所建立期貨部位須於到期前五日沖銷。
- 2.在期貨市場建立多頭部位，其數量不超過同一人以固定或相當價格出售之現貨，或同一人在十二個月內因產銷需求使用之現貨，但到期前五日擁有之期貨部位不得超過當月及次月之需求。
- 3.在期貨交易所建立多頭或空頭部位，其數量不超過同一人以非固定價格且不同交割月份買賣的同種現貨，所建立期貨部位須於到期前五日沖銷。
- 4.從事上述三種型態之期貨交易時，其標的現貨之數量及種類非必屬於同一，但期貨與現貨之價值須具有實質關連性，所建立期貨部位須於到期前五日沖銷。

(一) 避險保證金

期貨交易保證金(margin)可分為結算保證金與交易保證金，交易保證金分為原始保證金及維持保證金，前者在交易前須存入期貨經紀商指定之客戶

¹ CEA 4a(a): "Excessive speculation in any commodity under contracts of sale of such commodity for future delivery made on or subject to the rules of contract markets causing sudden or unreasonable fluctuation ... For the purpose of diminishing, eliminating, or preventing such burden, the Commission shall, from time to time fix such limits on the amounts of trading".

² CEA 4a(c): "No rules, regulation, or order issued under subsection (a) of this section shall apply to transaction or positions which are shown to be bona fide hedging transactions or positions, as such terms shall be defined by the Commission by rules, regulation, or order consistent with the purpose of this Act".

³ 17 CFR 1.3(Z)(1) (Jan. 2001).

⁴ 17 CFR 1.3(Z)(2) (Jan. 2001).

保證金專戶，作為從事期貨交易之信用保證；後者則係期貨交易人在期貨交易所建立部位後，因市場價格為不利於所建立部位之變動，致期貨交易人帳戶金額隨價格變動而減少，減少後之帳戶餘額如達一定標準，經紀商可要求交易人補足保證金至原始保證金之水平，故維持保證金係決定期貨交易人應否補繳保證金之評比標準⁵。

各期貨交易所每種期貨契約的維持保證金數額皆較原始保證金為低，以民國九十一年六月台股期貨而言，每口契約的原始保證金為新台幣十二萬元，維持保證金為新台幣九萬二千元，維持保證金約為原始保證金的百分之七十六。避險者從事期貨交易之目的在降低相關現貨市場的價格風險，如以避險者的現貨與期貨部位合併觀察，避險者面對的風險遠小於投機人。因此，國外期貨交易所對於避險交易要求之原始保證金數額，低於對投機交易設定之標準，通常與維持保證金維持在同一水平。以二〇〇二年五月芝加哥商業交易所公告的S&P500股價指數期貨為例，其原始保證金為19,688美元，維持保證金為15,750美元，維持保證金約為原持保證金的百分之八十，如屬避險交易，原始保證金降為維持保證金的水準15,750美元。

我國期交所對於所推出之期貨契約及選擇權契約，並未區分期貨交易人為投機人或避險者而適用不同的保證金標準。期交所交易規模日漸擴增，惟自交易結構觀察，自然人成交量比率實嫌過高，詳如下列期交所市場概況統計表⁶：

以民國九十年而言，自營商、投信、外國投資機構及其他法人買賣雙邊合計四十二萬四千三百七十一口，自然人則為七百八十七萬五千一百三十三口，法人及自然人雙邊合計為八百二十九萬九千五百零四口，其中法人約佔百分之五，自然人約佔百分之九十五。

理論上避險者非必限於法人機構，惟徵諸實際情形，國內自然人參與期貨交易而屬避險性質者，似非常態。從上述比率分析，法人在期交所從事避險交易之比率實待提升。我國期貨交易規模日益擴大，期貨主管機關及期交所宜參考美國法制，從風險程度及避險需求考量，對投機人與避險者在原始交易保證金之適用上予以區分，降低避險交易之原始保證金至維持保證金水準，以吸引避險者投入交易，建全市場結構。

單位：契約數

年月	證券自營帳戶		投信帳戶		外國專業投資機構		其他法人		自然人	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
90	87,336	89,502	22,044	24,073	42,995	45,885	55,809	56,727	3,943,751	3,931,382
91	23,891	24,609	5,660	6,720	41,620	44,358	36,009	37,626	2,610,251	2,577,482
1	4,275	4,481	542	822	6,340	6,237	5,922	6,127	546,078	544,681
2	1,897	1,571	200	313	2,599	3,729	2,155	1,869	209,613	207,743
3	4,161	4,491	780	1,294	6,803	4,465	7,220	7,348	466,285	467,165
4	4,128	4,152	1,455	1,356	8,437	8,469	5,827	5,999	389,232	382,611
5	4,617	4,491	1,302	1,781	8,590	7,673	7,454	7,669	520,773	507,458
6	4,813	5,423	1,381	1,154	8,851	13,785	7,431	8,614	478,270	467,824

⁵ Id.

⁶ 資料來源為期交所網站公佈之國內期貨市場概況統計表。

三、避險者部位控制

(一) 交易部位的限制與豁免

保證金制度使期貨交易產生相當大的財務槓桿效果，為避免風險過度集中，美國及我國對期貨交易人持有期貨之部位皆有所限制，以期交易所之台股期貨而言，期貨交易人之各月份契約未平倉部位總和限制，自然人為三百個契約，法人機構一千個契約。芝加哥期貨交易所近月黃豆、小麥、玉米之部位限制皆為六百個契約。限制交易部位的目的在於防範投機部位漫無止境的擴張，維護整體市場交易安全。避險交易之目的在規避價格風險，性質上與投機交易截然不同，部位限制的適用在避險交易應作不同考量。

(二) 美國規定

交易部位限制的豁免，首先應確定是否為商品交易規則所稱之真實的避險交易。對於未被歸為特定型態之避險類型，商品期貨交易委員會訂頒之商品交易規則1.47規定⁷，期貨交易人從事期貨交易，交易屬性上為避險交易，而欲豁免部位限制之適用者，應向商品期貨交易委員會提出申報。

期貨交易人申報時應提出原始聲明書(initial statement)，記載期貨及現貨部位、從事期貨交易在經濟上足以減低現貨價格風險之證明文件、主管機關所要求有助於認定為避險交易之資訊、下一會計年度或下一季可能持最大多頭及空頭期貨部位之聲明書等。商品期貨交易委員會未於接獲期貨交易人申報後一定期間內為異議通知者，視為承認聲明書內容所指定之交易屬避險交易。

交易如係持有未出售之現貨所為之空頭避險，或預期產銷需求而生之多頭避險，欲適用部位豁免之規定時，依商品交易規則1.47之規定，期貨交易人應於交易前十日向商品期貨交易委員會提出聲明書，記載商品的遠期契約固定價格，前三個會計年度及預估最近一年以內現貨之生產或

需求數量及儲貨數量。在此類多頭或空頭避險，如實際交易契約種類與現貨非屬同一或數量不同時，期貨交易人應進一步提供產銷資訊，並說明現貨與期貨間之轉換比率。商品期貨交易委員會於接獲完整文件後十日內未為異議通知者，即承認聲明書所載交易屬避險交易⁸。避險交易所豁免者，係投機部位的限制，而非毫無限制，原則上係以等額現貨價值為範圍。

(三) 我國規定

(1) 避險帳戶

期貨交易法第一百零四條規定，證期會得限制期貨交易人之期貨交易數量或持有部位。期貨交易人應申報期貨交易數量與持有部位。期交所據此於其發佈之各類股價指數期貨契約及選擇權交易規則中明定契約部位限制，同時明定法人機構基於避險需要，得向期交所申請豁免部位限制。

依期交所公告之「法人機構申請避險帳戶從事期貨交易應行注意事項」，避險帳戶限於法人機構始得開設，法人機構之資格有所限制，限於依證期會核准從事期貨交易之證券商、外國專業投資機構、境內外外國法人、證券投資信託基金等證券、金融及保險機構。法人機構因避險需求申請豁免部位限制者，應出具期貨交易避險申請書，載明應記載事項，向期交所申請經同意發給證明文件後，憑以向期貨商開設避險帳戶或將原交易帳戶變更為避險帳戶。

(2) 避險部位豁免範圍

法人機構雖得依期交所規定申請豁免交易部位限制，惟其豁免範圍多所限制。以外國專業投資機構而言，外國專業投資機構及其所屬分戶得一併適用所申請之豁免部位限制規定。每一分戶持有各交割月份未平倉部位之期貨契約總市值與賣出選擇權契約之履約價值，合計不得超過該分戶前一日收盤後持有上市、上櫃證券總市值之百分之三十，且各交割月份未平倉部位之期貨契約

⁷ "Any person who wishes to avail himself of the provision of Sec. 1.3(z)(3) of this regulations and to make purchases or sales of any commodity for future delivery in any commodity in excess of trading and position limits then in effect pursuant to section 4a of this Act shall file statement with the Commission in conformity with the requirements of this section..." 17 CFR 1.47(a) (Jan. 2001)

⁸ 17 CFR 1.47(a)-(e) (Jan. 2001)

所需原始保證金、賣出選擇權契約所需原始保證金與買入選擇權契約所需權利金，併入其投資貨幣市場工具等之總額，不得超過其匯入資金餘額之百分之三十⁹。

另就證券投資信託基金而言，因避險需求而請豁免交易之部位限制者，在股票型投資信託基金每營業日持有未平倉多空頭部位期貨契約市值不得超過該基金淨值百分之二十五；平衡型投信基金每營業日持有未平倉多空頭部位期貨契約總市值不得超過該基金淨產之百分之十五；多頭期貨契約總市值不得大於該基金可運用資產扣除依證券投資信託基金管理辦法第十五條規定保持之最低流動資產比例併計未消銷期貨契約依規定應繳存之保證金；空頭期貨契約總市值不得大於該基金持有有價證券總市值。每月成交量則為個別證券投資信託基金每月之總成交量，不得超過該基金依前部位限制規定計算之當期日平均部位之二倍¹⁰。

在證券自營商方面，以期貨契約總值計算，證券商買賣前項期貨未平倉多頭及空頭部位之總市值不得大於庫存現貨總市值，且不得大於淨值之百分之二十。若淨值低於實收資本額時，以實收資本額計算¹¹。在保險公司方面，避險期貨交易契約之未平倉部位期貨契約總市值，不得大於持有前一日收盤後之期貨契約標的證券總市值¹²。

綜前所述，依證期會所發佈之函令或期交所規定，法人機構因避險交易雖得申請豁免部位之限制，惟其得持有之多頭及空頭期貨部位，仍應受其持有證券總市值或基金淨值之一定比率之限制。

(四) 我國避險部位限制之檢討

避險交易之目的在規避現貨之價格風險，理論上適用對象應不限於法人機構。從事期貨避險交易之結果，現貨與期貨部位恒互為盈虧，故避險交易之部位限制應連同期貨交易人之現貨部位合併考量。以下自避險者資格及避險部位限制檢討我國相

關規定。

(1) 避險者資格

美國對從事避險交易者之資格不限於法人，自然人亦得申請從事避險交易。我國則明文規定僅特定法人機構始申請開設避險帳戶，從避險者資格論斷，我國之限制雖較嚴格，惟美國期貨交易所之期貨契約種類遠多於我國，將自然人納入避險交易之範圍，實務上有其需要。我國期交所上市者皆為台股指數之相關商品，限制特定種類法人機構始得從事避險交易，應係針對期交所上市契約特性所作考量。自然人在證券市場上多空部位時所多變，在避險交易的界定上確較法人困難。再以申報義務而言，課以自然人同於法人之逐日申報義務，實務上恐亦難以落實，故現階段暫以法人機構為豁免交易部位限制之對象，似難謂不當。

(2) 避險部位限制

稱期貨避險者，其避險部位自宜考量現貨部位之多寡。以美國情形而言，雖避險交易的型態複雜，惟其避險部位多以等額現貨價值為標準。我國則對法人機構之避險部位多所限制，例如外國投資機構持有未平倉部位之期貨契約總市值，合計不得超過前一日收盤後持有上市、上櫃證券總市值之百分之三十。股票型投信基金每營業日持有未平倉多空頭部位期貨契約總市值不得超過該基金資產的百分之二十五。

假設某外國投資機構九十一年七月十八日持有之上市、上櫃股票總市值合計為新台幣五億元，依規定得從事期貨避險交易之部位之不得超過新台幣一億五千萬。以同年七月十九日台股期貨收盤價5124點計算，乘以每點新台幣200元，每口台股期貨市值為新台幣1,024,800元，以新台幣一億五千萬除以每口期貨契約市值，該外國投資機構得進行避險交易之期貨口數僅為一百四十六口，尙未達期交所對自然人投機交易所設之部位限制三百個契

⁹ 參照民國九十一年五月二十八日臺灣期貨交易所股份有限公司台期(交)字第○二六九三號函公告施行之法人機構申請避險帳戶從事期貨交易應行注意事項第二點規定。

¹⁰ 詳參財政部證期會九十年台財證(四)第○二五四六號函。

¹¹ 詳參財政部證期會八十七年七月十日台財證(二)第○一七六一號函。

¹² 詳參財政部證期會九十年二月十二日台財保字第○八九○七一三一三八號函。

約的一半，顯無法符合法人機構之避險需求。

我國對期貨避險部位所設之限制有兩點值得研究，首先，以現貨部位的一定比率限制期貨避險契約之數量，無法使法人機構充分避險，宜否參考美國法制，以相關現貨部位為標準，較能因應實際需要。再者，期貨契約係以保證金之方式交易，保證金為交易盈虧實際計價標準，保證金相對於期貨契約值之比率遠低於證券之融資成數，況且法人機構多未以融資方式買賣有價證券，而是持有現股。股票交易之融資成數隨市場情形調整，但約維持在股票市價的百分五十上下，反觀期貨交易保證金佔期貨契約值之比率，通常僅在百分之十左右¹³。以期貨契約值為持有避險部位的計算標準，可謂不當擴大期貨契約的虛胖效果，而忽略保證金在期貨交易的獨特地位，無法充分反應避險需求，似應檢討調整。

金交易之特質，無法滿足避險者的實際需求，似宜適度放寬比率設限，同時檢討以契約值計算避險部位之規定。

四、結論

期貨市場源自於商業交易避險需求，避險是期貨市場最重要的經濟功能。我國期交所交易規模逐漸擴大，惟期貨交易人結構未趨均衡，投機人所佔比率，無論在開戶數或成交量上皆屬偏高。長此以往，市場整體的穩定性易受衝擊。解決之道，宜提升避險交易之比率，具體方法則可參考美國法制，合理的修正目前避險者在期交所從事避險交易之障礙。綜合本文前述探討，對期貨避險問題，謹研提以下兩點意見：

- 一、在交易保證金方面，避險者從事期貨交易之目的與風險，與投機人截然不同。美國對避險者之原始保證金要求，多設定在維持保證金之水準，我國應檢討目前不區分投機人與避險者，計收同額原始保證金之作法，將避險交易原始保證金調降至維持保證金水準。
- 二、在避險部位限制方面，我國對法人機構之期貨避險部位係依其持有現貨一定比率予以設限，美國則以等值的現貨部位為標準。兩相比較，我國避險者僅能小幅度避險。再者，我國以期貨契約值計算避險部位，不符期貨交易以保證

¹³ 以九十一年七月十九日保證金為例，每口台股期貨原始保證金為新台幣105,000元，台股期貨收盤價為5,124點，乘以每點200元，每口契約值為1,024,800元。105,000元除以1,024,800元所得之百分比為百分之九點九五。

金控組織內之期貨商經營策略

◆ 盧立正 撰稿

建華期貨 總經理

◆ 陳逸珊 撰稿

台灣證券交易所上市部 專員

◆ 任俊行 整理

群益期貨 資深副總裁

一、金控公司主要功能、業務優勢及資源分析

金融控股公司是透過間接的方式來進行金融業跨業整合。它本身純粹是以投資、控股為業的公司，並不能直接從事金融業務或其他商業；但它可投資控股的範圍則包括了銀行業、票券金融業、信用卡業、信託業、保險業、證券業、期貨業、創投業、外國金融機構等。選擇以金融控股公司的方式跨業合併，著眼點在於它的靈活與彈性。畢竟銀行、保險公司和證券公司各自的經營理念是有差距的，不易直接將它們併起來成為一個法人，但又能夠收到彼此合作的便利性，乾脆讓它們有同一個老闆即可解決。

美林證券資深副總裁、台灣金融股研究權威程淑芬在2001年12月所撰寫的一項研究報告中認為，國內金控公司中，搶先將旗下金融事業體間IT高度整合，建置相同的顧客關係管理系統(CRM system)，發揮良好的交叉行銷，及產品資源整合優勢，才有機會成為國內最大的金控公司。

換言之，金控的決策模式與金融創新，核心關鍵就在資訊整合，讓客戶關係管理(CRM-customers relationship management)能發揮綜效，綜合來說，真正的價值在於3C：

第一個C，是Capital efficiency（資產有效配置）。將各子公司之過剩資本(over-capitalized)移往金融控股公司作有效運用。這樣一來，原本over部分的資金就可以保留在金融控股公司。另外，透過多金的公司辦減資，控股公司將多餘之資本分派給需要股本的公司，將彼此的資本調整到最適程度。

第二個C，是Cross selling（交叉銷售）。一般成立金控的目的，主要是為了交叉行銷。成立金控後，所有的公司都變成在同一個集團裡，大家利益都集中到同一股東身上。交叉行銷的效益在於幫助各個子公司打破本位主義。

第三C，是Cost savings（成本節省），成立金融控股公司之後資源可以重新去調配，重疊的組織可以簡化，如集中人事權集中、採購統一等。另外，例如在客戶關係管理(CRM)方面，現在由集團內各公司共同分攤，以後就完全由金融控股公司統一規劃。

現在，為達成集團整合之交互行銷(Cross-Selling)、資本運用效率(Capital Efficiency)及成本節省(Cost Savings)的3C策略目標，建構一功能完善之客戶關係管理系統(Customer Relationship Management System；CRM System)是落實「3C」的基礎建設。金控運作若要成功，除了「3C」外還需更進一步靠「Information（資訊）、Infrastructure（基礎建設）、Individual（客制化）」的「3I」來執行，達到增加銷售與節約成本目的，要把子公司建構在金控架構下，以資訊作後盾，才能發揮金控綜效。

台灣金控公司的成立主要多採異業結合的方式，以達到資源共享並進而降低經營成本發揮綜效。面對這樣跨產業的整合，更需要一個設計完善的共享資源平台作為基礎，完成不同資訊平台之間的整合，方能發揮效益強化競爭優勢。國外金融界成功的經驗是從會計總帳系統開始整合的，包括瑞

士聯合銀行、歐洲愛爾蘭銀行、德意志郵局銀行、澳洲國民銀行，除了整合投資、保險機制等多單位的資源共享平台外，也提供集團化風險管理、聯合採購、不動產管理。另外面對市場行銷活動最適化分析、投資報酬率規劃、客戶潛在風險管理分析等運用時，可利用企業資源計劃ERP(Enterprise Resource Planning)前端的客戶管理系統，透過完整的後台管理情報系統，以客戶為導向的資訊架構及運用商業智慧解決方案。商業智慧便是透過資訊轉化成知識，成為決策資訊來源的一套管理系統。

目前金控公司的IT資訊服務，客戶端的行銷通路、企業間的中介平台，以及後端整合的商業智慧系統，都是全面對應的切入方向，面對客戶的交易需求，從交易場所的觸控式螢幕與自助下單系統，到經由ATM從事金融商品採購、下單、轉帳的理財系統，甚至是利用手機、PDA等行動數據設備進行交易的服務系統。

根據統計，未來5-6年內，經過跨業整合後，台灣跨銀行、證券、保險業務的金融集團將由目前的21家減至5-6家，組織經營亦將走向大型化、百貨化金融機構。然而，金控公司若只是透過換股合併，而未做到真正的整合，合併綜效將較難顯現。全球資料倉儲/CRM解決方案領導廠商NCR台灣區總經理林宏謀指出：金控公司成功與否的關鍵在於合併後的整合，其中資訊的整合又攸關整個金控公司的營運效率以及未來集團內跨售的執行。如何成功將旗下各個公司客戶資料整合，建立single view of customer，以便進行產品跨售，是未來金控公司成功的關鍵，預估將提升金控公司年營收10-15%。

過去銀行是金融業的金飯碗，只要坐在位子上「等客戶」，鈔票就能滾滾來；然而現在銀行如果不主動去「找客戶」，很難有生存機會。「找客戶」需要完善的資訊系統，然後才能「投其所好」吸引客戶。為達金控各個子公司的資源整合，整個資訊的思維都必須轉變。富邦資訊大樓資深協理黃漪瀲指出，過去銀行資訊系統是按功能區分，好像麥當勞櫃檯結帳系統買漢堡就按漢堡鍵，買薯條就按薯條鍵。但現在趨勢是”Knowing your customers”，瞭解客戶究竟長什麼樣子，這是金控資訊整合的最大資源。由於整合型商品當道，銀行

要能按一個鍵，背後就能立刻牽引啟動一連串「屬於這位客戶」專屬服務與功能，即使客戶只是簡單地到ATM提個錢，系統也可以與客戶的授信狀況、抵押貸款甚至信用卡額度相連結，推估客戶需求，才能推知他可能會買什麼商品，現在客戶與產品都五花八門，金控架構下的資訊系統，就是希望幫助決策者設定目標值，找出目標客戶。

二、金控公司版圖擴大過程中所面臨之整合困境

全面理財時代的來臨，將來是很注重個人化商品的，金控公司將客戶分服務層級、內容、管道、策略及重心。這裡面發現還有很多等待擠出的juice(汁)會帶來綜效，也會帶來惡夢。主要問題出現在交叉銷售時，因金控公司底下各自的子公司不同，會有誰當頭的困擾。如何打破本位主義將是金控公司版圖擴大過程中所面臨之整合困境。

金融控股公司努力減輕惡夢的策略就是資訊系統整合策略，投入大量心力於金融控股相關的平台系統整合建置。在金融整合的過程之中，「人」的因素面對繁複的整合程序，應走向完全網路化(pure internet)架構，以網路瀏覽器為主要的操作介面。首先，清楚整理出企業未來涵蓋的所有元件(components)，再取捨未來金融組合的各部分，才能踏入設計與建置的過程，再加上不斷的檢視，確保各元件達成預期的營收成效。

三、金控公司效益評估

根據國外金融機構合併的經驗，金融控股公司能否成功，「降低成本」與「擴大合併的綜效」，是最重要的兩大關鍵因素，而「換股比例」可說與綜效的創造息息相關，並成為合併綜效之關鍵決定因素，亦成為金控公司效益評估的重要指標。

曾任多家金控公司籌設顧問的麥肯錫公司董事何傑明(James R. Hexter)表示：在國外金融機構合併案中，計算換股比例，通常都會將資產與綜效先算清楚。譬如說：A公司的資產價值為一百元，B公

司為二百元，雙方合併的綜效是三十元，那麼B公司合併A公司，提出的價格就不應當高過一百三十元，否則這個交易就是買貴了，對於B公司的股東權益也沒有照顧到。因此，各家金融機構在合組控股公司時，如果連合組後的綜效，都沒加以計算，而就先談換股比例，自然要產生相當多的爭議。

各金控公司對於如何才能向上提昇績效，已是有志一同的瞄向擴充通路據點，能掌握通路，就能在激烈的競爭中脫穎而出，「通路爭奪戰」也會加速催化台灣的金融市場，掀起第二波的金融機構合併熱潮。

擴充通路的實際行動，以台新金控合併大安銀行為開端，此舉是台新從「表現不錯的新銀行業者」，跨入發揮綜效的大型金控集團之林為臨界點；為了爭取銀行通路，國泰、富邦從世華銀行爭奪戰開始，均全力以赴開拓銀行據點，國泰甚至讓出金控董事長虛位以待，富邦則以極高的溢價為與北銀換股的條件，各自爭取到世華與北銀，補足了集團中最弱的環節。

隨著這一波波的擴張行動，「百處銀行據點」並不算多，它只是躋身台灣主要金控的起碼條件。對手頻頻補足弱點、強化競爭力，即使是建華金與中信金，這兩家信評業者評價甚高的金控業者，面對來自同業龐大的壓力，而開始要認真思考金控公司再與金控公司合併的可能性。

在金控公司中需運用通路為主要銷售管道之子公司，除銀行業務外，證券業及期貨業這些以經紀業務為主的公司，自然可搭「廣設通路」之便車提昇市佔率，不過在資源整合的時代中，經紀業務不再是證券商或期貨商獲利之主要來源，相較於金控資源之有效利用，經紀業務所帶來的利益將遠低於過去，換言之，以經紀業務為主之券商或期貨商將面臨極大的資源戰，尤其是證券商將更為辛苦，若無法成功轉型，即有可能在這波浪潮中逐漸式微。

四、金控公司組織內期貨商扮演之角色與功能

金控公司內通常有各式各樣的金融服務，市

場上常將金控公司的業務分為銀行、證券、工業投資銀行和保險四項業務，這種劃分方式不容易找到期貨的定位，充其量期貨公司也只能附屬於證券業務之下，另一種劃分則將金控公司劃分為商業銀行和投資銀行，再加上保險，而期貨商及證券商則屬於投資銀行的業務範圍。我們常常聽說金融百貨這個名詞，其實指的就是在金控組織內的各項金融服務一應俱全(One Stop Shopping)，不論客戶有任何需求，都可以在一個金控公司內尋求到所需的服務，也就好比是一般人在百貨公司採購時，不需要走出該百貨公司範圍，也不須到別家店舖，即可找到想買的物品。

未來的金融業趨勢將是大者恆大，中小型金融機構將難逃被合併的命運，目前有些尚未納入金控的期貨商正待價而沽，有些則利用低價競爭方式吸引客戶上門開戶交易，但是在交易量增加、市佔率持續上升之際，盈餘卻節節敗退，甚至虧損連連，有些期貨商雖然盈餘成績亮麗，可是細看他們的財務報表，卻發現大多數盈餘都是來自自營操作績效，實際上，經紀業務幾乎無利可圖。為何這些期貨商不計成本不忌虧損？主要原因不外乎想以市佔率換取未來納入金控組織或合併時的談判籌碼，令人不禁懷疑這種殺雞取卵的作法能夠維持多久？

期貨商在金控公司內應該是金融服務的一環，提供避險的管道，也讓投機者有賺錢的機會。金控組織最大的利益是能夠從事共同行銷，但是目前很多期貨商的母公司雖然籌組金控，可是尚未將期貨商納入金控公司，大多數仍由金控公司下的子公司控股，又由於現行法令未能跟上金控發展的腳步，使得期貨商人員無法進駐銀行或金控關係企業從事跨業行銷，期貨商人員也無法享受與金控公司員工的相同福利。想要改善這種困境，期貨商只能將自己升格為金控子公司，由金控公司直接控股，或者尋求主管機關將現行法令擴大解釋，例如凡是金控子公司控股超過51%之公司，即視為金控之子公司，則期貨商的生存空間就可以更寬廣。

五、期貨商如何利用金控體系資源優勢，提升經營績效

期貨商應該與金控下的各關係企業合作，利

用關係企業的客戶資料庫，透過所謂的客戶關係管理CRM，篩選找出目標客戶，針對客戶的需求設計合適的金融商品。

期貨商營業人員平時應該與金控組織內其他業務單位保持良好關係，當某位目標客戶出現時，首先探詢客戶的需求，經由各業務單位窗口人員聯絡之後，可以召集所有相關單位的業務人員同時前往客戶處從事行銷，也就是所謂的joint call，不必再像以前單打獨鬥，客戶也不需要持續接到同一關係企業不同業務人員的拜訪，節省多方的時間，使業務推廣更加能夠事半功倍。

外國的期貨商主要業務都是自營與代客操作，反觀我國卻仍是散戶市場，散戶因為不夠專業且沒時間全心投入，導致大多數都是賠錢。金控組織下的商業銀行與投資銀行都擁有廣大的客戶基礎，這些現成的體系資源應該透過互相合作的方式分享，而分享的誘因就是提供介紹獎金，讓其他關係企業有動力幫期貨商業務做共同行銷的工作。

六、面對金融體系整合趨勢下，期貨商及從業人員之因應之道

以往期貨營業員於出外招攬客戶時，一旦客戶對期貨交易興趣缺缺，營業員就只有徒勞無功。但是在金控組織內的各項業務整合之下，倘若跨業行銷(cross selling)能夠落實，營業員的業務即可起死回生，只要營業員擁有專業執照，就可以將各項不同的金融產品介紹給客戶。如此一來，期貨營業員將不再是營業員，而應該扮演個人投資理財顧問的角色，為客戶設計出最合適的投資組合。

有很多人都說期貨是非主流行業，這句話一點兒也沒錯，因為期貨是衍生性商品，必須附屬於underlying的標的物，既然無法成為主流行業，就必須發揮其產品特性，使營業員創造附加價值，才能吸引客戶。所謂的附加價值就是讓客戶賺錢的本領，例如提供客戶建議，亦包含目前尚未合法化之代客操作和期貨基金。當客戶因為一位營業員提供賺錢建議而獲利時，就再也不會計較手續費用的高低。可惜目前期貨經理事業尚未開放，讓期貨業者與從業人員只有望門興嘆。

身為期貨商的營業員應該充實自己，學習更多樣的金融商品和取得更多專業執照，未來更應該將自己定位在private banker的角色，才能提供客戶滿意的服務。客戶可能現階段不需要從事期貨交易，但是他絕對會有需求，從股票、債券、保險、基金、外匯、貸款到信用卡都是可以從事跨業行銷的範圍，甚至未來有些structured products、ADR與GDR套利都是，問題是你的專業夠不夠說服客戶透過你從事該項投資。

七、結論

金融控股公司的成功關鍵在於有效的整合企業資源與資訊。在客戶整合方面，能共享客戶的資訊，找出潛在目標客戶，對其行為模式加以分析，了解客戶、主動發覺甚至創造出客戶的需求，進一步提供個人化、客制化而貼心的服務。在金融服務內容與產品方面，能結合各子公司的專業，提供銀行、票券金融、信託、保險、證券、期貨、租賃、創投等多樣化的金融與投資服務。在面對商品多樣化的同時，金控公司的服務人員不僅僅是一般的銀行行員、證券期貨營業員或業務員，還必須扮演專業的理財顧問，熟悉金控公司中的各項理財產品與服務，對金融市場有專業的素養。藉此，方能達到跨業行銷、交叉行銷以真正創造出金控的效益。

相對於金控公司多樣化的產品與服務，期貨商由於本身所接觸的商品範圍亦相當廣泛，舉凡如國內外指數期貨與選擇權、利率期貨、外匯期貨、金屬能源與農產品等期貨，故能針對不同產業、不同需求的客戶提供一避險或投機的管道。期貨商營業員若能加以熟悉金控組織的各項商品，並對期貨與該標的物本身多所研究與認知，即可成為一專業之理財顧問，能針對客戶不同的投資偏好、不同的資產組合，給予投資與避險策略建議，藉此創造期貨服務人員的附加價值，金控公司之優勢其中之一便是交叉銷售，交叉銷售之意義在於，利用金控公司中共有之通路銷售各項商品，期貨業務員將來可以銷售期貨、證券、基金、保險、債券等等多項商品，這對業務員而言是一項生機，而對期貨商而言，競爭的便是如何設計出優良、易售之金融商品，競爭之條件又不一样了，只有好商品的設計及包裝，通路之效應才有加成效果，若僅止於考量增

加經紀業務，那將白白糟蹋金控公司之優勢條件，在競爭的年代中，創新、行銷是永遠不變的道理，金控時代反而更增加競爭態勢，而非坐享金控優勢條件。

表一 現階段金控公司成員一覽表(規劃中亦納入)：

金控名稱	銀行	壽險、產險	證券	票券	投信、投顧	期貨	其他
華南	華南銀行		永昌證券		永昌投顧	永昌期貨	
中華開發	中華開發		菁英證券 大華證券		大華投信 大華投顧	大華期貨	
玉山	玉山銀行	玉山保代	玉山證券	玉山票券			玉山經貿
兆豐	交通銀行 中國國際商銀	中央產險 中國產險	國際證券 倍利證券 致和證券	中興票券		國際期貨	
台新	台新銀行 大安銀行		台証證券	台新票券	台新投顧 台灣投信	台証期貨	
建華	建華銀行	華信人壽保代	建華證券		建華投信 建華投顧	建華期貨	安信信用卡 建華租賃 建華金財顧
中國信託	中國信託銀行	中信保險經紀人	中信銀證券	中信票券	中信銀投顧		經貿創投
第一	第一銀行	第一保險代理 明台產險 新安產險	太祥證券 第一聯合證券 第一證券		第一富蘭克林投信		一銀租賃 一銀經貿
富邦	富邦銀行 台北銀行	富邦產險 富邦人壽	富邦證券	富邦票券	富邦投信	富邦期貨	富邦經貿 富邦創投
國泰	國泰(匯通)銀行 世華銀行	國泰人壽 國泰(東泰)產險	大和國泰證券		國泰投信		
新光	萬泰銀行	新光產險 新光人壽					
日盛	日盛銀行		日盛證券		日盛投信 日盛投顧	日盛期貨	創投 經貿
國票			協和證券 大東證券 國票證券	國際票券		國票期貨	創投
復華	亞太銀行	幸福人壽	復華證券			復華期貨	復華證金

表二 14家金控集團的整合現況

金控名稱	主體企業	核心銀行硬體平台
華南	華南銀行	IBM Mainframe
中華開發	中華開發銀行	IBM Mainframe
玉山	玉山銀行	IBM Mainframe
交銀	交通銀行	交銀:Unisys 中國國際商銀 IBM Mainframe
台新	台新銀行	IBM Mainframe
建華	建華銀行	Unisys
中國信託	中國信託銀行	IBM Mainframe
第一	第一銀行	IBM Mainframe
富邦	富邦產險	富邦銀行:IBM AS 400 台北銀行:IBM Mainframe
國泰	國泰人壽	國泰銀行:IBM AS 400 世華銀行:IBM Mainframe
新光	新光人壽	萬泰銀行:IBM Mainframe
日盛	日盛證券	日盛銀行:IBM Mainframe
國票	國際票券	---
復華	復華證金	亞太銀行:Unisys

資料來源：資策會MIC，2002年8月

台北市期貨公會贏家系列九十一年度第四季巡迴講座

期貨交易成功經驗傳承

日期	時間	主題	主講人	地點	報名專線
11/05 (週二)	十五時 ~ 十七時	享受交易樂趣— 輕鬆獲利法實例公開	許昌隆 先生 康和期貨(股)公司 業務經理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 3765-1631
11/07 (週四)		搶救貧窮大作戰	洪守傑 先生 統一期貨(股)公司 營業部 經理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2364-8338
11/12 (週二)		透視台指選擇權	吳昇威 先生 新竹期貨經紀(股)公司 研究部 副理	新竹第三信用合作社 4樓訓練教室(甲) 新竹市北大路282號	(03) 521-0295
11/14 (週四)		選擇權倍數獲利法	邵志浩 先生 復華期貨(股)公司 資深研究員	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2331-8868 轉111、112
11/19 (週二)		期貨實務與交易策略	韋月桂 小姐 聯邦期貨(股)公司 總經理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2516-2777 轉605
11/21 (週四)		掌握交易原則, 提高期貨交易成功機率	王超冬 先生 統一期貨(股)公司 經理	台南勞工育樂中心 第一會議室 臺南市南門路261號	(06) 226-1818
11/26 (週二)		期貨VS. 選擇權多空操作實務	林奎伯 先生 瑞富羅盛豐期貨(股)公司 法人部 協理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 7706-8979
11/28 (週四)		透視法人操盤方程式	賴聖唐 先生 寶來期貨(股)公司 自營部 襄理	國立師範大學 502會議 臺北市和平東路一段129-1號	0800-333-339
12/03 (週二)	十五時 ~ 十七時	利用期貨選擇權進行 股票投資組合避險	許庭禎 先生 中信期貨經紀(股)公司 資深經理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2361-9889 轉8811
12/05 (週四)		資金控管搭配程式交易 達到數倍高報酬率	高偉民 先生 康和期貨(股)公司 業務經理	國立師範大學 502會議室 臺北市和平東路一段129-1號	0800-222-800
12/10 (週二)		從結算日交易推估摩台 與台指期貨的未來走勢	楊新德 先生 建華期貨(股)公司 副總經理	新生企管研訓中心 梅耶廳 台中市忠明路200號6樓	(04) 2205-2588
12/12 (週四)		個股選擇權上市之衝擊 與贏家操作策略	簡春旺 先生 富邦期貨(股)公司 研究部 襄理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2375-5728 (02) 2371-3754
12/17 (週二)		指數、期貨、選擇權 30%報酬投資法則	段世璋 先生 大華期貨經紀(股)公司 協理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2389-1888
12/19 (週四)		掌握循環轉折輕鬆賺 錢術	許建群 先生 國際期貨(股)公司 自營部 經理	中油訓練所 第三教室 嘉義市吳鳳南路94號	(05) 275-6442
12/24 (週二)		選擇權組合交易策略	謝怡昇 先生 台育期貨經紀(股)公司 研發部 襄理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2714-5542
12/26 (週四)		期貨暨選擇權贏家策略	桂煥梨 先生 台証期貨經紀(股)公司 業務經理	國立師範大學 502會議 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2500-2934
12/31 (週二)		靈活運用期貨及選擇權 降低股票操作風險	王志傑 先生 元富期貨經紀(股)公司 研究室 副理	國立師範大學 210展覽廳 臺北市和平東路一段129-1號	(02) 2721-3458

獲利技巧傳承，成功經驗分享

全程免費·歡迎參加