

期貨人

2002年三月創刊 《總號第071期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2019

第三季



封面故事

承先啟後 務實發展

市場訊息

期市脈動 給您報報

特別報導

厚植根本 蓄勢待發

專題報導

探討金融新創 P2P 在我國發展所面臨的
洗錢防制規範及監理風險



期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 糜以雍
發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
臺北市安和路一段27號12樓
電話 / 02-87737303
傳真 / 02-27728378
網址 / www.futures.org.tw
電子信箱 / cnfa@futures.org.tw
總編輯 / 吳桂茂
執行編輯 / 莫璧君
編審委員 / 詹益青·范加麟·盧廷劫
設計印刷 / 震大打字印刷有限公司

定價 / 每本200元
傳真訂購 / 02-27728378
匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會
匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行
匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明
訂購者姓名、電話、寄送地址。

中華郵政台北誌字第793號執照登記為
雜誌交寄



總編輯的話

創新發展 與時俱進

/ 吳桂茂

封面故事

承先啟後 務實發展

2 專訪期貨公會理事長糜以雍先生

/ 莫璧君

6 臺灣期貨市場沿革與未來展望

/ 廖玉完

18 服務實體經濟 期現共榮共好

/ 陳昱宏

CONTENTS

市場訊息

期市脈動 給您報報

- 27 中美貿易摩擦下的機會與挑戰
/容逸榮
- 33 從我國道瓊指數期貨發展看我國期貨市場新機會
/章錦正
- 40 期貨現貨化的新紀元 – 股指期貨ETF
/元大投信期貨信託部

特別報導

厚植根本 蓄勢待發

- 51 面對金融科技，金融監理及法規遵循所面臨之挑戰
/崔平
- 56 淺談期貨商防制洗錢及打擊資恐控管措施
/蔡華偉
- 60 自期貨經紀商角度淺談公平待客原則
/李騏璋
- 65 我國期貨經紀商與交易人間之法律關係初探
/邵之雋

專題報導

- 70 探討金融新創P2P在我國發展所面臨的洗錢防制規範及監理風險-以櫻桃支付案為例
/林咏儒



創新發展 與時俱進

◎吳桂茂

風險管理通說最早起源於美國，在1930年代受到世界性經濟危機的影響，美國大約有40%左右的銀行和企業破產，美國企業為能應對經營上的危機，開始設立相關部門管理風險。而隨著經濟全球化、資訊虛擬化、互動科技化，市場不斷求新求變情況下，人們所面對的風險愈加繁多，風險管理思維倍受重視。

其發展領域也從意外事故危險為對象、進而以衍生性商品及財務風險為對象、再者以金融機構風險為對象，推展到以一般企業經營風險的公司治理與內部控制制度，「以風險為本」的思維模式正帶來「管理」的新一波衝擊，改變我們習以為常的規管條文，朝向自我檢視、自律導正的作業原則變革。

「期貨」源起和其他金融工具有所差異，並非以資金融通為目的，而是以管理風險為依歸，從農產品開展，無論時代如何演進、產品如何創新，其基義

仍然未變，於是我們發現當風險事件發生時，期貨交易量往往大增，更加印證「期貨」工具在管理風險上的被需要性及無可替代性，也正因此，我們可以看到期貨元素已廣泛被運用到證券市場ETF及期信基金等資產項目中，成為資產配置的一環。

本刊藉由臺灣期貨市場發展沿革，與讀者一同甘苦我們成長過程，經歷過哪些、努力了什麼、又受到什麼樣的挫折，從懵懂初生，慢慢成長，學習自律思維；從國際環境，看到機會，學習突破精進；從金融科技的進步，可以更精準的服務客戶，提升作業效率。另一方面，也思索金融創新帶來的新思維：「現階段的金融成熟度是否足以應對？」，包括業者與消費者，本刊特以櫻桃支付為例探討，期許在順應國際趨勢、滿足消費者需求、與風險意識下，打造最有利於新創發展的環境，提升國際競爭力。



封面故事



2019年6月27日期貨公會完成第六屆理監事選舉，本刊特別專訪糜理事長，並藉由理事長談話，引領讀者進入期貨市場沿革歷史，並探尋未來發展方向與落實服務實體經濟的使命，更期盼業界同心協力為產業永續發展而努力。



承先啟後 務實發展 -專訪期貨公會理事長糜以雍先生

期貨公會◎莫璧君



這是糜以雍先生第3次當選期貨公會理事長了，他說：「被選任為期貨公會理事長一職，是榮譽、也是責任。多謝期貨同業的信任。未來仍將以期貨業的整體、長期利益為依歸，致力於推動市場制度的與時俱進，並努力扮演好與期貨交易人、社會大眾、立法機構及主管機關之間溝通橋樑的角色。」

承先啟後 責無旁貸

糜理事長回顧首次出任理事長的任內，在2011年發生了美商「明富環球控股」（MF Global）公司申請破產事件，對於國內期貨業者造成相當大的衝擊。當時期貨業透過公會運作機制，積極協商且迅速地達成共識，期貨業者彼此間也互相合作，對於客戶的權益提供了完整保護，並鞏固了整體期



貨市場的信用。同年為減少期貨商與期貨交易人之糾紛，並強化期貨市場之風險控管，邀集期貨商前後台主管，成立專案小組，積極與期交所、主管機關三方溝通，歷時近二年完成期貨商交易及風險控管機制，並積極進行教育宣導，要求每一會員掌握在線業務人員完成相關訓練，以提供期貨交易者正確的期貨交易風險管理觀念。另一方面也積極協助臺灣經濟發展，推動高雄港成為倫敦金屬交易所（LME）銅、鋁、鉛、鋅、鎳…等非鐵金屬商品之實物遞交港，帶動高雄港業務成長動能，同時亦藉由LME的交易、交割及倉單質借等三個層面，為國內期貨業者開拓更多服務實體經濟的商機。

2016年他再度擔任期貨公會理事長職務，「這一屆理事會三年的任期，自己都有點驚訝這麼短的時間裡居然發生了這麼多事，完成了這麼多工作！基本面、市場面、技術面全到齊了。」糜理事長說。除了全力推動公司治理與洗錢防制文化、金融科技創新與資訊安全等穩定發展的基本面，在市場面則有國際局勢、期交所盤後交易及新商品的加持，國內、外期貨交易量雙雙創下歷史新高、期貨業獲利出色，並陸續開辦槓桿交易商業務，朝向落實服務實體經濟努力，另配合主管機關政策全面檢視期貨交易的風險控管機制，在保證金的收取納入了流動性風險的考量後，去年下半年經歷不止一次的股市大幅波動中，期貨市場的風險均能控制在一定範圍之內；在期交所對選擇權契約加入了動態價格穩定機制後，更是大幅降低市場異常波動的發生機率，對提升市場交易安定性帶來很大的助益。

「接下來任期，仍將著重做好業者與主管機關間的橋樑，努力於業者自律與期貨交易市場安全、彰顯期貨服務實體經濟功能。」糜理事長表示。

放眼未來 創新精進

一、增設委員會加強推動期貨市場發展

考量業務發展的專業性，增設「防制洗錢暨法遵委員會」及「槓桿交易業務委員會」，由原本十一個委員會擴編為十三個委員會以推動期貨市場發展。

- (一) 配合主管機關推動洗錢防制作業及健全期貨業法律遵循觀念，期貨公會特增設「防制洗錢暨法遵委員會」，期望藉由法遵人員瞭解業務、熟悉行業整體運作及良好的溝通能力等特質，以強化業者自律與公司治理，期許委員會能協助會員業務合規推展，並扮演會員與會員、會員與外部溝通橋樑，進而提高全體期貨從業人員合法合規意識，及對法令規範窒礙難行之處提出建言。
- (二) 槓桿交易業務乃集期貨市場創新、財務工程、風險控管等技術之大成，透過國際觀摩、長期人才養成及研究實體經濟業者需求等面向，對實體經濟提供量身打造客製化產品設計等高品質的服務。為促進期貨槓桿交易業務發展、商品創新及競爭力提升，本公會增設「槓桿交易業務委員會」，除協助槓桿業務推動順利外，更期實質發揮槓桿交易服務實體經濟功能，推升期貨市場深度、以健全期貨業發展。



Cover Story

二、多管齊下，強化期貨教育宣導與交易人保護事項

- (一) 提升從業人員風險管理觀念以達到協助交易人之目的。期貨公會運用業務員在職訓練課程不斷反覆講述風險管理觀念，期望透過一次又一次的說明讓從業人員充分明瞭期貨交易相關觀念、風險控管作業、及其他必要作為，藉以提供交易人正確期貨交易資訊，以共創雙贏。
- (二) 以社會大眾為對象，宣導期貨交易特性與風險。由證基會規劃，透過各式媒體管道及期貨商交易人理財講座等，用直接或間接方式向社會大眾及期貨交易人傳遞正確期貨交易知識、風險管理觀念及市場安全機制，以減少因認知差異而產生的無謂損失或爭議，進而達到保護交易人的目的。
- (三) 消費者保護措施。主管機關透過公平待客原則政策之推動，督促業者建立以「公平待客」為核心之企業文化，業者需要學習從法規教條的管理方式，昇華至自我管理模式，擬定政策及策略並落實執行，明白我可以做什麼保護交易人？而我做到了什麼？以增進交易人對業者之信心，助益期貨業之永續發展。

三、促進合理稅制，提升參與意願

期貨市場流動性與交易人參與意願有著互為因果的關係，透過交易人的參與提供市場流動性，而市場流動性卻也影響交易人參與意願。

現行全球主要期貨交易所如美國、英國、日本等國際間主要期貨市場皆不課徵期

貨交易稅，我國競爭對手包括新加坡、香港及韓國，除不課徵期貨交易稅，對外資亦不課徵期貨交易所得稅，但我們卻要課徵期貨交易稅！其所影響的不僅只是臺灣交易成本相對偏高，且使與國外期貨交易所推動跨境商品合作案、或爭取國內外法人業務時處於競爭劣勢，還影響市場流動性，「我認為流動性所代表的意義，不僅是臺灣期貨發展的關鍵因素，更是期貨交易人保護的重要指標。」糜理事長說，當期貨市場流動性更大時，期貨避險功能發揮得會更好、期貨交易安全效果會更佳。

四、加強期貨服務實體經濟功能

自2008年國際金融風暴以來，可以發現每遇國際政經事件，國內期貨交易量明顯增加，期貨為資產管理工具之一已是不爭事實，是現代理財交易與避險不可或缺的一環，期貨經紀商可以提供交易服務，期貨顧問事業提供專業的建議分析服務，期貨經理全委業務可以協助有資產規模的客戶規劃與執行專業期貨投資理財，期貨信託事業可以設計績效良好的期貨基金供投資人參與，而期貨槓桿交易商則可針對實體經濟量身訂做，提供符合需求的產品服務客戶。

「本屆工作重點將放在法人機構運用期貨市場避險及增益之業務爭取，包括瞭解其實質作業困難點、需求所在及協助業者推出符合需求的產品。」糜理事長表示。舉保險業為例來說，保險業可運用資金規模龐大，所從事之避險或增益交易金額很大，但運用於國內期貨市場的比率相當低，於是我們想積極瞭解原因並尋求解方。



在法令規範的限制方面，我們積極與主管機關溝通，針對保險業投資期貨信託基金之限額已參考證投信基金規定予以放寬，而其他作業成本面之規範，目前還在努力溝通中。針對產品面需求，我們看到壽險業投資於國外產品比例逐年增加，須經常性承作換匯及外匯避險，但是傳統避險工具並不能符合需求，但在槓桿交易商成軍後，即可協助保險業設計替代避險配置模式，來滿足其資產配置需求。

五、人才培育

「我所認為的人才培育分為二大區塊：培育他業期貨人才與培育本業期貨人才。」糜理事長表示，「期貨」在臺灣發展也不過是近二、三十年的事，過往我們專注於本業期貨人才的培育，現在我們也要努力培育他業期貨人才，有了相對應的人才，才能加深彼此合作的機會。

- (一) 培育他業期貨人才：透過多方溝通交流與參訪，增進他業對期貨行業的瞭解，尤其是他業管理階層的認同感；開辦相關課程，提供國際法人或本國法人運用期貨工具從事避險或增益的交易策略及資產配置規劃案例，安排他業人員至期貨公司觀摩學習，以深化他業對期貨市場服務實體經濟功能及實務作業面的瞭解，以增加期貨交易之機會。
- (二) 培育本業期貨人才：協助期貨從業人員瞭解他業，包括現行作業及痛點、從事期貨避險增益可行與窒礙難行之處，知己知彼後方能提供符合需求的產品；開辦相關課程提升從業人員設計產品或交

易模組的能力，協助期貨業者適法合規地讓產品順利上市或建議期交所開發新商品等。

有為有守 共創未來

「在這裏我想利用這個機會說說我在全力處理去年爭議事件中的幾點感想與收穫，並對主管機關表示最深的敬意與謝意。」糜理事長說。

「首先，加強風險管理與業績、獲利的成長並不必然有所衝突，相反的行業持續的成長必然得以成熟的風險管理為基礎，否則更高的業績只代表了更高的風險，並不符合行業的長期利益。

其次，所謂的“教育推廣”不應該只是“找客戶、拉生意”的另一種說法。與社會各界的持續溝通是做為一個被高度監理的行業長期生存的必須。去年上半年我就曾在理事會中提出應加大對社會溝通的力度，感謝主委的登高一呼，讓行業有了更多的資源可以投入在這一方面。除了社會大眾之外，對學界、新聞媒體甚至執法人員的溝通，目前都已經積極進行中。

最後，我深刻的感受到監理機關與業者之間，只是在行業發展上有不同的分工而絕非是站在對立面。經過了過去一年多與主管機關的密切互動後，我體會到在理解彼此的主要目標與限制之後，共同協作真的能大幅加快市場的進步，有為有守才能共創未來。」





臺灣期貨市場沿革與未來展望

永豐期貨顧問部◎廖玉完

臺灣期貨市場發展可以追溯至近半世紀前，1971年財政部訂定「大宗物資國外期貨交易管理辦法」是國內期貨交易的濫觴，當時中央信託局依此法邀請美林證券來臺設立期貨交易經紀商，主要交易黃豆、玉米、小麥和棉花等農產品。1980年「大宗物資國外期貨交易管理辦法」更名為「重要物資國外期貨交易管理辦法」，允許大宗物資進口商可以從事期貨交易，並將主管機關由財政部改為經濟部。由於80年代臺灣經濟成長快速，游資充沛但投資管道不足，地下期貨氾濫衍生出很多交易糾紛與社會問題，據統計1986~1990年臺灣有多達400多家違法之地下期貨。於是政府在1989年開始進行期貨交易制度之研究，1992年7月公布「國外期貨交易法」並將主管機關由經濟部改為財政部證券管理委員會（2012年更名為「金融監督管理委員會證券期貨局」）。1993年底

核准14家境內及9家境外期貨經紀商設立，1994年4月臺灣第一家期貨公司開業，自此國內一般交易人可以合法交易國外期貨。

本土期貨交易所與契約能夠快速上市，主要來自於新加坡期貨交易所於1997年1月推出摩根臺指期貨的壓力，由於摩臺指期貨剛推出時臺灣本地交易人禁止交易，而外資可以透過海外機構交易來進行臺股的投資與避險，形成國內股票投資人不公平競爭，因此1997年8月主管機關開放摩臺指期貨交易，開放之初國內交易人趨之若鶩，迅速提升新加坡摩臺指交易量，也讓主管機關與期貨業者思考成立期貨交易所與本土期貨商品的商機與迫切性。1995年12月證管會成立「期貨市場推動委員會」設立期貨交易、結算、行政工作小組，1996年12月臺灣期貨交易所籌備處成立，隔年3月立法院完成「期貨交易法」立法程序並於6月頒布實施，同



時「國外期貨交易法」停止適用。1997年9月臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）取得公司執照，1998年7月期交所開業並推出本土第一項期貨商品—臺灣加權指數期貨。

整體而言，探討國內期貨市場發展可以分為五個階段，分別是建置初期之國外期貨交易、本土期貨商品草創期、國外標的期指上市與交易量大躍進、商品期貨與新制度、制度改革與產品創新、以及加速海外匯率與股價指數期貨上市。

第一階段（1990年~1997年）：建置初期之國外期貨交易

1990年2月經濟部完成國外期貨交易法草案，1992年7月主管機關公布「國外期貨交易法」並允許國內企業申請期貨經紀公司（Futures Commission Merchant，簡稱FCM），1994年陸續有14家專營期貨經紀商開業，初期只開放美國、英國與新加坡交易所的特定熱門期貨商品交易，統計國外期貨交易元年平均月均量僅28,647口，美國交易所的期貨交易就占87%，其中主要商品是美國CME與CBOT交易所的股價指數期貨、債券與農產品期貨，其次是新加坡交易所（SGX-DT）的日經225指數期貨。1995年政府開放日本交易所期貨商品交易，1996年開放香港與德國交易所的部分商品交易。值得一提的是1997年8月政府開放新加坡摩臺指期貨交易，當年度新加坡交易所月均量躍升至24,416口，比上一年度成長211%，1997年總體外期交易月均量134,572口，比前一年度

成長34%，而美國期貨商品交易量年成長萎縮12%，摩臺指期貨交易的確產生資金排擠作用。

1997年新加坡摩臺指期貨合法交易在臺灣期貨市場是很重要的轉捩點，它不但開啟國人交易本土股價指數為標的之新時代，也迅速催生本土期貨交易所與交易商品上市，自此期貨交易人將交易美國股指期貨的重心逐漸轉移至摩臺指期貨，乃至於1998年上市的本土臺指期貨。

第二階段（1998年~2001年）：本土期貨商品草創期

1998年7月21日國內期貨交易所開業，初期僅上市臺指期貨一個商品，8月份首月成交量13,728口（雙邊計算），其中自然人交易占96.3%，而1998年主管機關已開放外資得以避險為目的從事臺灣期貨之交易，但至當年年底為止外資皆無參與國內期貨市場的交易，總計1998年成交量277,908口（雙邊計算）。此外，截至1998年底內專營期貨經紀商已經增加至26家，他業兼營期貨經紀商42家，而外國期貨商有8家來臺設立分公司，這是國內期貨商參與家數最多的全盛時期。

1999年7月期交所新增電子期貨與金融期貨上市，次月份國內期貨成交量增加20%並創新高紀錄。2001年12月期交所新推出臺指期貨選擇權並採行逐筆撮合，推出造市者制度與組合式委託單，交易量因此大為提振，2002年月均量662,021口，比2001年巨幅



Cover Story

成長82.6%，自此臺指選擇權成為國人交易量最大商品。反觀2002年國人交易海外期貨商品月均量123,322口，比2001年減少5.8%是連續第二年衰退，可以看出國人將交易重心由海外期貨轉移至國內期貨市場。

第三階段（2002年~2005年）：期指上市與交易量大躍進

繼選擇權交易制度採逐筆撮合後，期貨商品交易也於2002年7月開始採逐筆撮合，2003年1月股票選擇權上市，這是期交所第一次推出非指數型期貨，2004年期交所並陸續推出十年期與三十天期利率期貨。2005年1月期交所開始揭露大額未沖銷部位資訊，且同年3月電子與金融選擇權上市。由於選擇權的加入與造市制度獎勵，國內期貨與選擇權交易契約突飛猛進，2005年月均量已經躍升至7,721,647口，足足是2002年的11.7倍。不過期交所推出的利率期貨交易量非常少，三十天期商業本票利率期貨已於2013年6月終止上市，十年期政府債券期貨也將在今年9月下市。

2005年立法院通過期交稅調降方案，臺指期貨交易稅約平均減徵60%，選擇權商品交易稅平均減徵20%，利率期貨商品原以所得課稅改採交易稅課徵方式，並訂定於2006年1月開始實施，期交稅的降低使得國內期貨交易量再上一層樓，2006年期貨與選擇權總交易量首次突破億口大關達114.6百萬口，比前一年度成長23.68%。

第四階段（2006年~2008年）：商品期貨與新制度

期交所於2006年3月上市美元計價期貨包括黃金期貨與MSCI臺指期貨與選擇權（MSCI臺指期貨與選擇權於2011年9月終止上市），同時主管機關開放外資以非避險交易及開立綜合帳戶，外資因此積極投入臺灣期貨市場，2007年外資交易國內期貨交易達到1,312萬口，比前一年度增加709萬口年成長率高達118%，外資交易國內期貨市場市占率由2.63%躍升至5.70%，往後外資交易持續受到矚目，也成為法人交易中最重要指標。

2007年櫃買以及非金電期貨與選擇權上市，臺灣股票市場的重要類股於是齊全，更方便法人與投資公司進行股票現貨與期貨及選擇權之間的避險、套利或投資操作，不過非金電與櫃買選擇權交易量少，也將於今年9月下市。期交所於2007年10月推出五項重要新制度，其中有三項為保證金方面，兩項是交易方面，亦即：1)SPAN整戶風險保證金作業實施至結算會員端；2)期貨多空部位組合保證金減收盤中生效作業；3)期貨造市制度；4)期貨跨月價差委託；5)當日沖銷交易減收保證金。由於交易制度與資金控管對投資人更便利，加上金融海嘯期貨利於作空優勢，2008年國內期貨總成交量達136.7百萬口，較前一年度成長18.73%，平均日均量達55萬口。

2008年1月期交所上市臺幣計價黃金期貨，2008年4月繼三年前開始揭露大額未沖



銷部位後，更細項的公布期貨三大法人盤後部位資訊，而境外外資也於6月核准得使用多幣別繳交保證金（包括美元、歐元、日幣、英鎊、澳幣、港幣六種幣別）。2008年11月期交所再增加三項新制度，包括：1)SPAN整戶風險保證金作業實施至交易人端；2)有價證券抵繳保證金（包括股票、公債以及國際債券）；3)調整股價指數類期貨與選擇權最後結算日以及最後結算價。2008年10月財政部宣布再調降股價類期貨交易稅，由千分之0.1調降至10萬分之4調降幅度達60%，此為政府繼2005年以來第二次調降期交稅。

第五階段（2009年~2013年）：制度改革與產品創新

2009年1月臺幣計價黃金選擇權上市，股票選擇權調整契約規格及採用現金結算，2010年1月股票期貨上市，由於臺灣股票市場投資者眾且大多數以長期持有為主，推出本檔不但增加投資人操作工具且節省交易成本，也滿足不同類型交易人的需求，企業或法人機構在股票大幅下挫時也能運用股票期貨作精準避險。

2010年10月新增股票指數型基金（ETF）可抵繳保證金，並調整選擇權商品履約價格間距及序列掛牌方式，2011年幾個交易新制度陸續上線，其中包括股票期貨新制、鉅額交易制度。附帶一提，大陸期貨業與主管機關2006年以來頻繁到臺灣取經，上海中國金融期交易所終於在2010年4月推出

第一個期貨商品—滬深300股價指數期貨，推出後在中國境內交易十分熱絡。

2012年11月期交所推出臺指選擇權一週到期契約，短天數期貨合約是全球交易所推出新產品的趨勢，美國CME集團也陸續推出各種指數期貨、金屬商品與農產品的短天期期貨與選擇權。2013年7月期交所也緊接著推出小型臺指期貨一週到期契約。

第六階段（2014年~至今）：加速國外標的之期貨商品上市

2014年5月期交所與德國交易所合作推出Eurex/TAIFEX Link的一日型臺指期貨與選擇權（通稱歐臺指與歐臺選），由於歐洲盤在下午開始交易，萬一歐美在臺灣收盤後發生重大事件，交易人可以利用此商品立即作出臺股投資因應策略。2014年10月期交所首次將ETF納入股票期貨標的，推出「臺灣50」、「寶滬深」和「FB上證」，由於大陸股市當時交易十分熱絡，陸股ETF期貨上市吸引很多短線交易人，2015年2月期交所再增加「元上證」以及「FH滬深」兩檔ETF。

呼應臺灣證券交易所2015年3月宣布股票市場漲跌幅放寬至10%並於6月1日實施，期交所也同步放寬臺股相關期貨商品漲跌幅至10%。股市與期貨市場漲跌幅放寬，交易人能夠更充分反應全球財經大事件變動，儘量減少流動性風險的產生。2015年7月期交所推出首檔匯率期貨—大小美元兌人民幣期貨，以及延長陸股ETF交易時間至下午4時15分。2015年8月11日中國人民銀行對人民



Cover Story

幣的中間匯率做大幅改革，促使人民幣迅速回貶，剛上市的人民幣期貨剛好趕上這股投資潮，當年度小型美元兌人民幣期貨日均量達9000口以上。2016年6月期交所接著推出大小美元兌人民幣選擇權，11月期交所再推出歐元兌美元與美元兌日圓兩檔匯率期貨，2018年1月推出英鎊兌美元匯率期貨和澳幣兌美元匯率期貨，自此期交所可以交易全球主要的匯率期貨，使得外匯期貨操作不再僅限於海外期貨市場。

2015年12月期交所推出東京證券交易所股價指數期貨（簡稱東證期貨）與ETF選擇權，這是期交所第一次推出以國外指數期貨為標的契約，2016年11月期交所接著推出印度Nifty 50股價指數期貨（將於今年9月下市），2017年5月更推出臺幣計價美國道瓊期貨與美國標普500期貨。基於美國股價指數期貨受到歡迎且國內電子業引領產業生態，期交所宣布將在2019年9月底上市那斯達克100股價指數期貨與櫃買中心富櫃200股價指數。

在期貨交易制度方面有幾個重要變革：2014年5月的期貨市場開盤前的價格訊息揭露與新增一定範圍市價委託，2017年5月更將期待已久的盤後交易制度上線，時間由原來交易5小時延長至19小時，範圍包括主要股價指數期貨與選擇權、美國股價指數期貨與匯率類期貨與選擇權，制度改革後至2017年底大小臺指期貨夜盤交易比重約為10%，2018年11月加入電子期貨夜盤交易，而美國股市自2018年2月以來波動性明顯加大，2月份臺指期貨的夜盤交易量占比由前一個月

的9.9%快速提升至20.9%，爾後夜盤市占率一直維持在20%左右，尤其是大小臺指的交易量更是明顯擴大，2019年8月份大臺指占比33%，小臺指夜盤占比更達38%，可見散户對夜盤交易非常踴躍。臺幣計價的道瓊期貨夜盤更是一直維持80%以上的占比（參見圖1）。夜盤交易是國內期貨市場交易重要的里程碑，延長交易時間使得交易人對重大國際政經事件發生能夠及時反應做出有利於自身交易組合的避險或交易策略，能與國際市場更密切接軌。而隨著期交所開放夜盤交易，2017年11月期交所終止授權歐洲期貨交易所上市之一天期期貨契約（歐臺期及歐臺選）。

此外，肇因於美股大跌，2018年2月6日國內期貨市場因選擇權價格巨幅變動而產生交易人重大違約與後續法律糾紛，為避免類似選擇權不合理的極端成交價格再現，期交所於11月推出國內股價指數期貨適用動態價格穩定措施，2019年5月接著推出較複雜的臺指選擇權適用動態價格穩定機制。

臺灣期貨市場架構

期貨市場主管機關是金融監督管理委員會下的證券期貨局，期貨相關法規與命令主要是由證期局來擬定與規範，期交所是交易兼營結算機構，期貨商執行客戶交易與結算必須加入期交所會員，會員又可以分為個別結算會員、一般結算會員與特別結算會員，個別結算會員僅可以幫自家經紀與自營辦理結算，一般結算會員除了為自家結算外，尚



	商品	代碼	18/08	18/09	18/10	18/11	18/12	19/01	19/02	19/03	19/04	19/05	19/06	19/07	19/08	年度增減
股價指數	台指期	TX	16.3%	17.0%	24.2%	23.5%	26.5%	21.7%	18.0%	22.4%	20.3%	25.5%	21.6%	20.6%	33.0%	16.7%
	小台期	MTX	20.0%	21.0%	28.2%	27.4%	31.4%	27.0%	23.9%	28.8%	24.7%	30.2%	26.7%	24.6%	38.4%	18.3%
	電子期	TE	-	-	-	2.9%	10.3%	9.1%	7.9%	11.1%	11.4%	11.6%	12.4%	14.5%	18.4%	-
	道瓊期	UDF	80.1%	80.8%	81.9%	83.2%	83.1%	81.9%	81.3%	84.3%	84.3%	83.2%	83.7%	81.5%	83.3%	3.1%
	標普期	SPF	70.6%	76.3%	72.5%	76.4%	69.0%	58.2%	46.7%	63.9%	63.7%	57.5%	72.9%	63.1%	59.5%	-11.2%
商品期貨	布侖特原油	BRF	50.4%	37.8%	50.7%	49.2%	48.7%	42.3%	41.6%	45.8%	38.0%	76.2%	76.6%	72.1%	61.9%	11.5%
	黃金(台幣)	TGF	26.1%	14.3%	22.6%	22.2%	19.6%	10.9%	15.1%	16.1%	19.1%	25.4%	25.2%	20.3%	24.7%	-1.4%
	黃金(美元)	GDF	17.0%	54.0%	39.7%	17.7%	21.2%	15.0%	29.6%	7.9%	19.6%	12.6%	19.7%	45.1%	35.8%	18.8%
匯率期貨	歐元兌美元	XEF	31.5%	19.7%	12.5%	23.0%	26.5%	6.2%	8.0%	17.9%	23.4%	10.0%	55.2%	16.7%	25.4%	-6.1%
	美元兌日圓	XJF	17.3%	15.9%	14.0%	12.9%	13.4%	6.3%	3.4%	4.1%	7.9%	8.5%	24.4%	15.2%	12.1%	-5.2%
	美元兌人民幣(大)	RHF	9.9%	3.4%	1.8%	3.0%	0.6%	1.6%	1.7%	1.1%	0.5%	0.3%	1.3%	0.9%	0.9%	-9.0%
	美元兌人民幣(小)	RTF	6.7%	0.7%	1.9%	2.9%	3.3%	2.9%	1.5%	1.5%	1.1%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	-5.6%
	英鎊兌美元	XBF	48.2%	42.3%	32.8%	47.8%	28.3%	19.7%	21.9%	30.8%	29.2%	28.8%	59.2%	31.9%	22.6%	-25.7%
	澳幣兌美元	XAF	16.4%	8.7%	11.6%	23.7%	9.7%	11.6%	2.5%	5.3%	6.6%	4.3%	13.7%	8.3%	6.3%	-10.1%

圖 1、臺灣期貨市場夜盤交易占比

可接受其他期貨商之委託辦理結算交割，而特別結算會員為非期貨商僅受託為非會員之期貨商辦理結算交割業務，期交所現在只有一般與個別結算會員，沒有特別結算會員（參見圖2）。此外，期貨公會主要辦理會員證照登錄、場地設備勘查、從業人員教育

訓練等服務外，並擔負主管機關所賦予之自律職責，而證券暨期貨市場發展基金會提供從業人員資格測驗與教育訓練相關事宜，金融消費評議中心與證券投資人及期貨交易人保護中心則處理投資人與業者爭議事件。

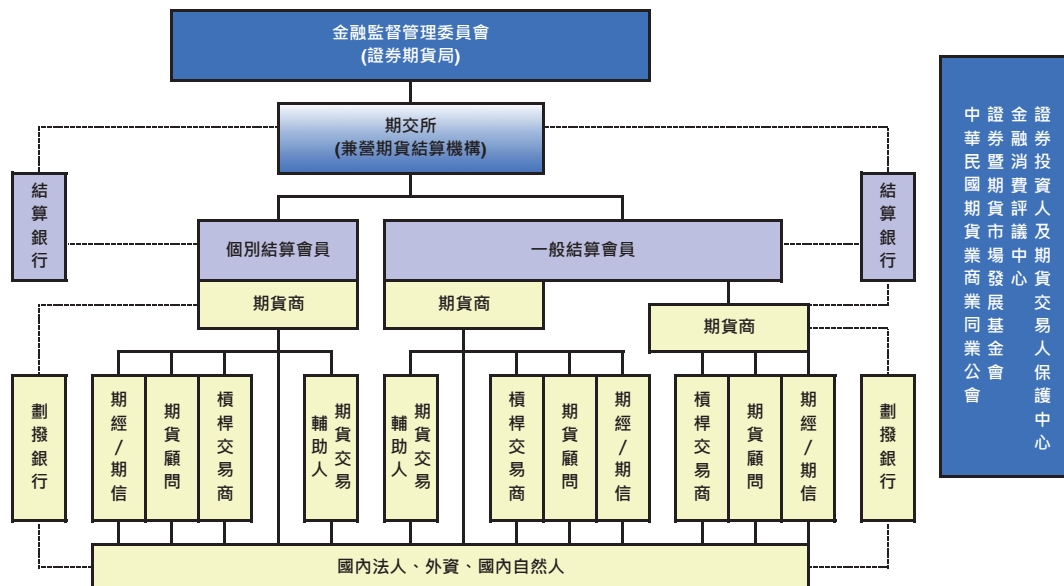


圖 2、臺灣期貨市場（交易 / 結算）相關組織與架構

中華民國期貨業商業同業公會
證券投資人及期貨交易人保護中心
金融消費評議中心
證券暨期貨市場發展基金會



Cover Story

本土期貨商主要經營業務有經紀與自營，外國期貨商經營複委託、經紀業務或是單純從事期貨自營業務，而期貨服務事業有期貨交易輔助人、期貨顧問事業、期貨經理事業、期貨信託事業、以及槓桿交易商。交易人至期貨公司開戶入金交易，期貨商以結算會員身分透過結算銀行與期交所進行結算交割，而期貨服務事業提供證券投資人期貨開戶下單（交易輔助人）、期貨操作諮詢顧問（期貨顧問）、期貨代操（期貨經理）、發行期貨信託基金（期貨信託）、對特定人結合店頭市場商品量身訂做（槓桿交易商）。

臺灣期貨業自1994年開始合法上路，截至2019年7月為止，專營期貨經紀商總公司由1999年26家最多到現在僅剩14家，兼營期貨經紀商總公司亦由1999年的42家減少至12家，而大部分由證券商申請的期貨交易輔助人總公司家數已經從1999年鼎盛時期的107家減至47家，國內金融業競爭激烈，不管是銀行、證券與期貨都已經大幅整併。不過，國內期貨市場交易仍然持續擴展，開戶人數在2004年突破百萬後持續成長，至2019年7月自然人開戶數1,836,129戶，法人開戶數10,437戶。

在期貨服務事業方面，2002年主管機關開放申設的期貨顧問事業，第一年只有5家申請設立並開業，不過到了2003年就有21家期貨顧問總公司與20家分公司開業，而目前有31家期貨顧問總公司與17家分公司。2003年開放申設期貨代操的經理事業，當年度僅有一家申請設立並開業，2004年則共有14家開業，2005年期經公司減少一家成為13家，但是年終總委託金額持續成長至21.99億元，

客戶數達333戶，其中客戶包含企業、法人投資機構與個人委託，可以說是期貨代操的最盛時期。2008年歷經金融海嘯、歐債危機等國際大事件，期貨經理代操資金則持續萎縮至5億元以下，目前期經代操資金規模為臺幣2.5億元。由於期貨經理事業初期核准設立規定必須專營，公司營運成本高而隨著代操規模越來越小，業者極力爭取期經兼營，2007年底主管機關核准期經兼營，很多專營期貨經紀公司紛紛將期經子公司轉為部門兼營事業，截至2019年7月為止，期經已經沒有專營公司，只剩下6家兼營的期貨經理事業。而期經代操最低委託金額規定由最初500萬元於2005年2月降低至250萬元，2014年3月進一步降低至100萬元，以吸引更多客戶參與。

主管機關於2008年核准業者申設期貨信託事業，當年度有3家證券投資信託公司申請兼營，2009年有一家期貨公司申請設立期貨信託專營，兼營家數則增至8家，截至2019年7月為止，國內已沒有專營期貨信託公司，剩下9家兼營期貨信託事業，期貨信託基金共有19檔，包括11檔ETF商品類基金、5檔ETF匯率類基金、1檔波動性ETF基金、以及2檔一般型商品期貨基金，總發行規模臺幣361億。其中VIX指數股票型期信基金規模180.7億元市占率50.04%為最大，其次是原油槓桿型ETF期信基金規模94.4億元市占率26.14%。

2014年5月主管機關開放槓桿交易商申設，槓桿交易商是指經營「槓桿保證金契約」交易之事業，其涵蓋範圍包括衍生性商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利



益之期貨交易，可在期貨集中市場或店頭市場交易，契約包括遠期契約、選擇權契約、交換契約、差價契約，或上述二種以上之組合，或結合固定收益商品之組合式契約。槓桿交易商交易商品由期貨擴大至店頭市場，且契約內容由當事人雙方議定，屬於更專業的投資組合操作，申請資格以專營期貨商之自營業務為限（參見圖3）。2015年第一家槓桿交易商設立，主要業務為外匯保證金交易，至目前為止有3家期貨商自營設立槓桿交易商，此業務仍然在摸索成長初期。

臺灣期貨服務事業至槓桿交易商成立後整個版圖已經完整，經紀業務的發展已經是成熟的完全競爭市場，在國內為電子交易的環境下，能夠比高下的是資訊與下單設備效率，因此期貨商無不全力開發與改善下單系統，以提供客戶快速、正確有效率的交易平台。而期貨服務事業中發展較成功的是期貨顧問事業與期貨信託事業，未來期貨顧問事業配合AI金融科技是潮流所趨，而期信ETF指數型期貨基金被動式追蹤指數，適合不喜歡短線進出且喜愛期貨高槓桿操作的投資人。

年	期貨商		自營商		經紀商				期貨經理事業		期貨信託事業	
	專營	他業兼營	專營	他業兼營	專營		他業兼營		專營	他業兼營	專營	他業兼營
					總公司	分公司	總公司	分公司				
	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數
2009	20	37	13	26	17	20	16	74	3	9	1	8
2010	18	37	12	24	17	20	18	89	2	10	1	10
2011	18	36	13	22	17	21	19	121	1	9	1	9
2012	17	33	12	22	16	21	17	116	1	7	1	10
2013	15	30	10	20	15	19	17	123	1	8	0	9
2014	15	30	10	21	15	19	17	123	1	8	0	9
2015	15	29	10	21	15	18	16	123	1	7	0	9
2016	15	29	12	21	15	18	15	109	1	8	0	10
2017	15	28	12	21	14	18	14	97	1	8	0	10
2018	15	26	12	20	14	18	12	88	1	6	0	10
Jul-19	15	26	12	20	14	17	12	87	0	6	0	9

年	交易輔助人		期貨顧問事業		槓桿交易商	結算會員		交易人開戶數		結算銀行家數
	總公司	分公司	總公司	分公司		一般	個別	自然人	法人	
	家數	家數	家數	家數	家數	家數	家數	戶數	戶數	
2009	60	877	29	16		22	11	1260349	7850	9
2010	59	872	34	19		24	12	1335028	8257	9
2011	56	859	35	20		25	13	1412900	8776	9
2012	54	871	35	20		23	12	1461075	8952	9
2013	51	818	34	18		22	11	1500489	9165	9
2014	49	782	33	18		22	11	1551700	9460	9
2015	49	783	34	18	1	22	10	1613705	9694	9
2016	49	743	34	18	2	21	11	1673599	9867	9
2017	48	723	32	18	3	21	9	1739050	10282	9
2018	47	720	32	18	3	21	7	1802391	10311	9
Jul-19	47	706	31	17	3	21	8	1836129	10437	9

圖 3、期貨商與交易人概況統計

資料來源：金融監督管理委員會證期局



Cover Story

國內期貨市場交易狀況

以臺灣期貨市場交易狀況來看，自1998年臺指期貨上市至2001年止交易量並沒有顯著上升，直到臺指選擇權上市以後成交量慢慢擴大，2008年金融海嘯日均量提升至55萬口最高，2011年歐債危機日均量再上新高達74萬口，而2015年陸股崩跌臺灣期貨市場創下日均量108萬口的紀錄，2018年川普掀起美中貿易戰，引起全球性經濟衰退，全球股市大幅震盪，國內期貨日均量再達到125萬

口的紀錄新高（參見圖4）。由於國內自然人大多投資股票市場以買進做多策略為主，當股市多頭趨勢明顯時期貨交易相對不熱絡，但股市空頭震盪加劇時，期貨操作就相對吸引人。現階段中美貿易戰導致全球性進出口萎縮拖累經濟成長，根據CME統計，2019年包括股價指數、利率、農產品與黃金、白銀的選擇權平均隱含波動率明顯增加，期貨市場價格巨幅變動，明年是美國總統大選年，川普將持續干擾全球政經局勢，金融市場大幅波動不會停止。

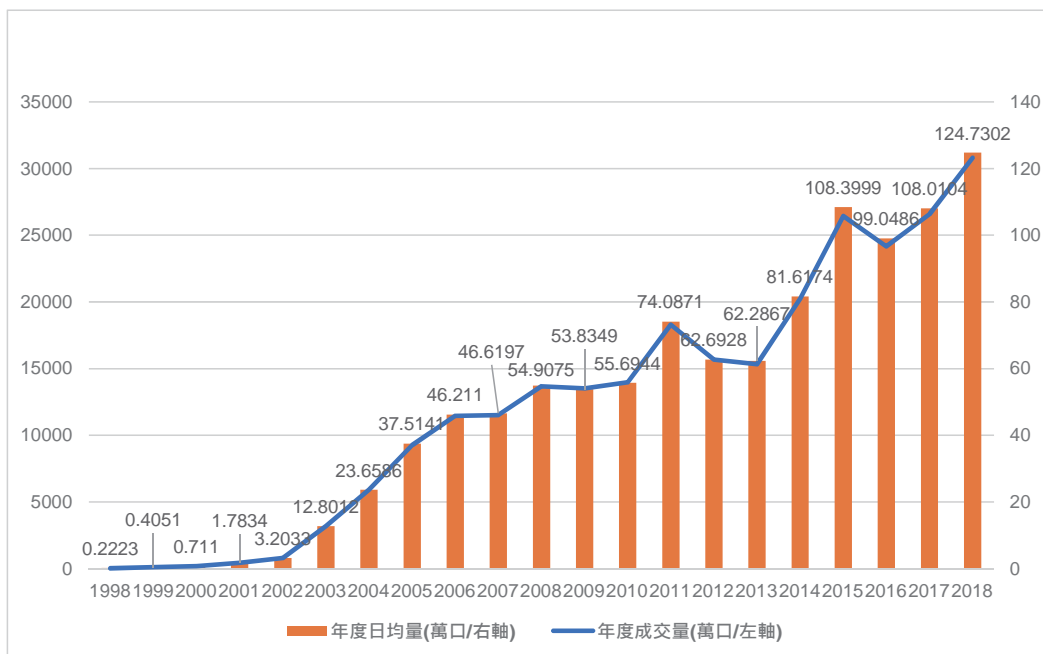


圖 4、臺灣期貨市場歷年成交量與日均量

以國內期貨市場交易人結構來看，已經從初期自然人獨大到2005年以後法人市占率達50%以上，2006年開始的三年間法人市占率一度達到60%以上最高，主因是開放外資非避險交易與期貨造市的獎勵制度，而2009年以後至今法人市占率穩定在50~55%之間（參見圖5）。在外資參與國內期貨市場方

面，2006年開放外資以非避險為目的的交易期貨與選擇權是很重要的分水嶺，2007年外資市占率倍增至5.7%，爾後在臺灣期貨市場創新高量時，外資的市占率也都明顯創高，2018年外資市占率再創20.26%的歷史新高紀錄（參見圖6）。

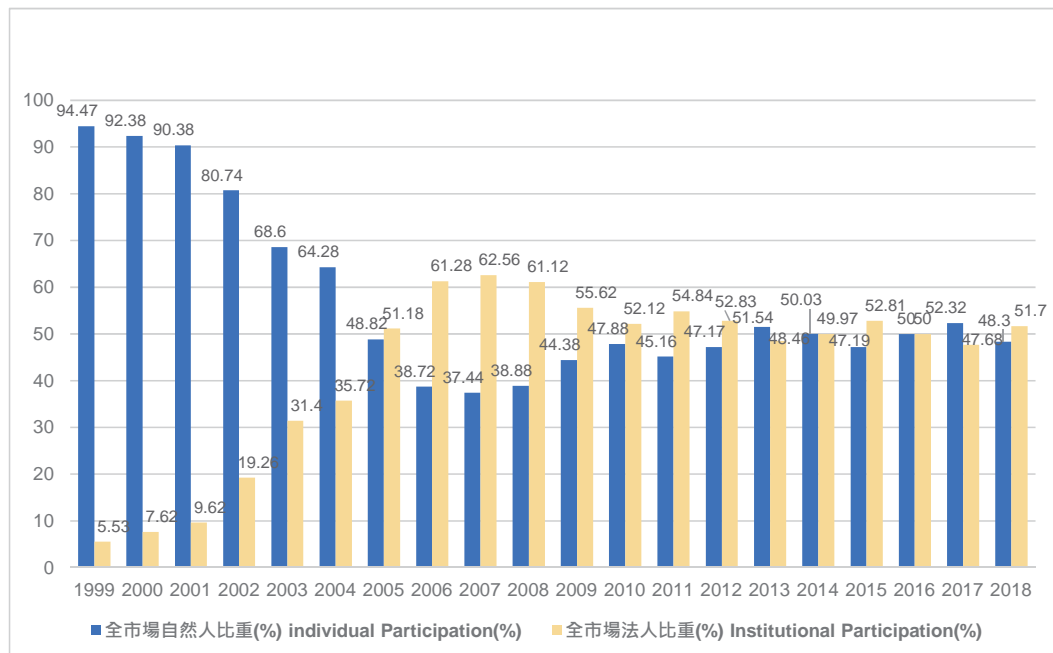


圖 5、國內市場法人與自然人參與比重

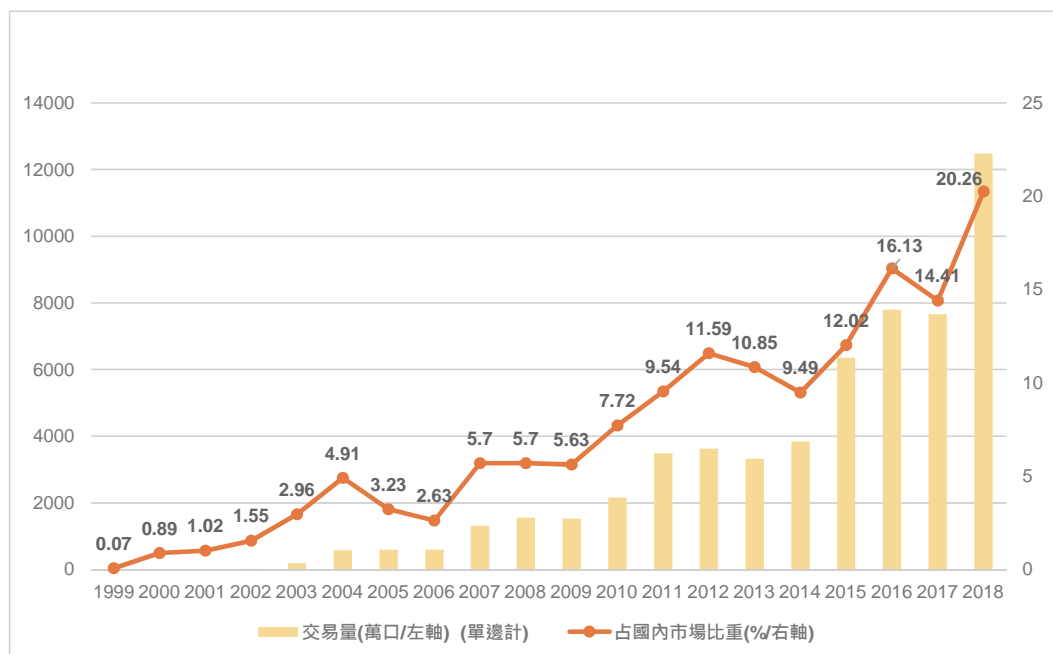


圖 6、臺灣期貨市場外資參與比重

從期貨市場生態與制度改變看未來

1994年開啟臺灣期貨交易合法化大門，國外期貨交易時間大多在晚上，所以當時從

業人員都是上晚班，資訊源取得非常有限，期貨報價來源與相關金融數據幾乎只能來自付費的專業通訊社（最早是路透社，接著彭博社），一般交易人都到期貨公司看盤，所



Cover Story

以晚上期貨公司燈火通明門庭若市，因為交易資訊來源主要來自期貨公司，交易人十分依賴營業員與研究部的報告。1998年期交所開業臺指期貨上市後，期貨主要交易逐漸轉移至國內商品，從業人員分早晚班制，國內也有專業的資訊報價公司，資訊取得漸漸多樣化且成本降低，而1999年期交所開放網路下單後更開啟電子交易新世代。

2002年選擇權上市，加上延長交易時間從早上8點45分至下午1點45分，且期貨開收盤較股票市場提早和延長15分鐘，國內期貨成交量開始起飛。2002年7月開始期貨與選擇權全面採用逐筆交易，大幅提高市場成交效率，此外合法期貨代操的期貨經理事業開業後，多策略與專業投資漸漸成型。2006年開放外資非避險交易以及2007年當沖保證金減半則又是交易量增長的另一階段。2008年金融海嘯後國際啟動超寬鬆政策，美國股市十幾年的多頭使得大部分程式交易績效良好並逐漸受到投資人喜好，期貨業財工人才輩出，2014年開始進入交易自動化、數位理財新時代。

2015年以後期交所加速新產品上市，推出海外熱門期貨商品標的，而新臺幣計價且合約規格較小的指數或商品期貨受到投資人喜好，交易量持續成長是國際商品本土化的時代。2018年川普掀起美中貿易戰爭，全球主要股市波動率加劇，夜盤交易更為重要，往往臺指期一日的行情在夜盤已經走完，相對也吸引程式交易者針對夜盤設計交易模組，因此更拉升夜盤交易量，而隨著自動化

交易逐漸成熟，期貨資金風險控管更形重要。2019年7月美國儲聯局開始降息宣告升息循環的結束與寬鬆貨幣政策再降臨，主要國家債券殖利率倒掛或是負利率漸成常態，2020年美國總統大選川普不斷反覆放話製造存在感，美中貿易戰尚未見到盡頭，金融市場持續面臨巨幅震盪的考驗。

此外，虛擬加密貨幣自2008年發表後，發行已經十年有餘（以比特幣為代表），最近三年漸漸受到重視也有加密貨幣期貨上市，比特幣去中心化與區塊鏈生態受到熱烈討論。隨著網路科技高度成長，實體零售業已經漸漸凋零，網上購物與自動化投資是潮流，標榜個人特色的網紅竄起，電子支付生態蓬勃發展，而金融業的金融數位科技（FinTech）來勢洶洶，大數據與人工智能受到推崇，但國內業者仍在摸索階段。未來的金融市場發展想像無限，就像是20年前無法想像目前手機互聯網世代的衝擊一般，講求省時、省力、安全的全方位便利生活是趨勢。國內電子支付已經進入跨機構共用平台時代，區塊鏈的概念漸漸被試驗導入，未來金融業除了一站式消費與投資服務外，交易結算平台整合，甚至去中心化營運是可以想像的趨勢。

歸納未來期貨業發展由近而遠大致可以分為五個趨勢：

1. 專業投資組合概念：期貨從業人員業務推展不再是單純的針對期貨與選擇權，而是跨領域跨商品的理財投資整合，除了期貨與選擇權外，還包括現貨、店頭衍生性商



- 品、結構性商品等組合之專業量身訂做，也可以說是一站式滿足客戶投資需求，期貨人應該對所有理財商品有所瞭解，而期貨服務事業的槓桿交易商正是符合這種新趨勢。
2. 公司化與個人化網路行銷：以往期貨業務尋求大客戶追求市占率，標榜客製化與差異化，但往往手續費太低且付出服務成本太大而獲利低，隨著網路與社群媒體的一日千里，金融業紛紛在臉書或是Line上建立公司官網行銷產品與策略，個人化網紅行銷更是異軍突起，金融業務推展可以針對散戶而大眾化，螞蟻雄兵的力量可以積沙成塔並造就個人業績巔峰。
 3. 金融科技（FinTech）生態：金融業越來越講求效率與成本，尤其是銀行在這個超低利率甚至負利率時代，更是要打破舊制創新金融，電子支付從大陸阿里巴巴開始盛行並證明它的威力與影響性，臺灣目前也是如火如荼展開。金融科技應用在期貨業上如：經紀與研究可以經由大數據解讀來推廣業務與分析行情，自營與期經程式交易經由演算法分析可以更精準的建立交易模組。
 4. AI人工智能理財：AI其實應該也包括在金融科技內，但範圍卻不侷限於金融業，主管機關已經通過自動化投資顧問服務，就是俗稱的機器人理財，目前所謂的智能理財如雨後春筍般出現。雖然現階段投資人仍然偏好有溫度的專人理財服務，但機器人自動化可以節省時間、成本，並透過

深度學習智能不斷演進，未來一定能提供更貼近投資人需求的服務。

5. 金融交易平台整合：全球各地的期貨交易所提供標準化期貨商品給投資人交易，而期貨結算所提供期貨商品結算，並擔任交易人的對手方，消除市場違約風險。金融海嘯以後有很多店頭市場也紛紛委由期貨結算所來結算以爭取投資人信任，例如CME的ClearPort提供店頭市場的結算服務。而目前金融市場講求全方位理財服務，現貨與各種衍生性商品的全方位投資組合是潮流，金融交易平台整合也是時勢所趨，且從比特幣區塊鏈的概念來延伸，如果能夠建立互聯網上區塊鏈的信任度，未來金融市場交易去中心化的整合是有想像的空間。

25年來臺灣期貨市場發展迅速，隨著最近十年資訊與科技的日新月異，不管是經紀、自營、與其他期貨服務事業，業績持續創高的方法不再只是手續費優化、交易策略深化、交易模組自動化，或是對客戶差異化的服務可以達成，智能化、個人化與網路行銷更可吸引廣大投資人，最新上路的槓桿交易商可以交易包括遠期、選擇權、交換與差價契約店頭衍生性商品，符合多樣是投資組合的觀念，是現階段期貨商可以充分發展的領域，而所有金融商品交易平台整合與業務創新合作是時勢所趨，未來的金融市場可能是去中心化，而區塊鏈的破壞式創新觀念將被廣泛的研究與討論。





服務實體經濟 期現共榮共好

元大期貨研究部◎陳昱宏

前言

近年臺灣期貨交易所（TAIFEX，以下簡稱期交所）持續推出國際且多元化、符合國人需求的期貨商品，如2017年美國道瓊期貨及美國標普500期貨、2018年英鎊兌美元期貨、澳幣兌美元期貨及布蘭特原油期貨，並於今年9月再推出那斯達克100指數期貨及富櫃200指數期貨並陸續增加夜盤交易商品，目前可交易商品已有18項，為臺灣期貨市場注入新量能。

另一方面臺股現貨逐筆交易制度亦將於2020年上線，期現交易制度趨於一致，有利現貨與期貨的套利、避險成本降低，增加交易的機會。而動態價格穩定機制與期貨商造市功能，更是穩定期貨市場的重要關鍵。

對於現行的臺灣期貨市場，普遍以金融相關衍生性商品為主流，這點對實體產業避險功能性的服務上相對單純，因此如何滿足國內企業的實體避險需求，成為期貨業發展方向之一。

活絡期市 提升價值

以下將從夜盤交易制度發展、臺股逐筆交易契機、動態價格穩定機制與造市功能、滿足國內企業實體避險與保險業避險需求等五大面向，就現有制度的說明，以及未來期貨制度可延伸的發展方向，期許透過制度面的放寬與調整層面，有利進一步拓展期貨市場，與異業合作模式，發揮更多期貨交易功能與價值。



一、強化推廣夜盤交易活絡市場動能

(一) 夜盤交易持續提升期市熱度

現行國際主流期貨市場交易時間通常比現貨時間更長，以滿足投資人可因應國際金融市場波動，達到避險或投機需求，如芝商所（CME）的股價指數期貨等商品幾乎達24小時交易，而日本交易所（JPX），新加坡交易所（SGX）或香港交易所（HKEx）也陸續建立盤後交易機制。由於歐美經濟數據與重大訊息常常在臺灣晚間發布，全球金融

市場突如其來劇烈波動，在過去國內投資者並無法及時反應，或者能夠避險的方式與工具有限；因此在2017年期交所為完善期貨的交易功能，並與國際市場接軌，推出盤後交易制度，並且逐步將各商品納入盤後交易，目前可交易的期貨與選擇權商品達18項，請參表1。隨著更多商品納入夜盤交易，投資者對持有的期現貨部位，可更多元運用避險操作，或參與國外的波動行情契機。

表1、臺灣期貨與選擇權一般與盤後交易時段

商品類別	交易商品	日盤時段	夜盤時段
股價指數	臺股期貨 (TX) 小型臺指期貨 (MTF) 電子期貨 (TE) 臺指選擇權 (TXO) 美國道瓊期貨 (UDF) 美國標普 500 期貨 (SPF)	08:45-13:45	15:00-05:00
匯率類	小型 / 美元兌人民幣期貨 (RTF/RHF) 小型 / 美元兌人民幣選擇權 (RTO/RHO) 歐元兌美元期貨 (XEF) 美元兌日圓期貨 (XJF) 英鎊兌美元期貨 (XBF) 澳幣兌美元期貨 (XAF)	08:45-16:15	17:25-05:00
商品類	布蘭特原油期貨 (BRF)	08:45-13:45	15:00-05:00
	黃金期貨 (GDF) 臺幣黃金期貨 (TGF) 黃金選擇權 (TGO)	08:45-16:15	17:25-05:00

資料來源：期交所、元大期貨研究部（YFRD）

根據期交所統計，2019年整體夜盤占全日交易比重約在16%-30%（圖1），遠高於2017年設置當時的比重，隨著國際金融市場波動加劇，與國內投資者逐漸習慣夜盤交

易，顯現投資者適時在歐美時段參與行情交易，形成國內期貨與國際接軌，也降低國內市場一般交易時段開盤時的波動風險，進而提供期現風險控管的管道。



Cover Story

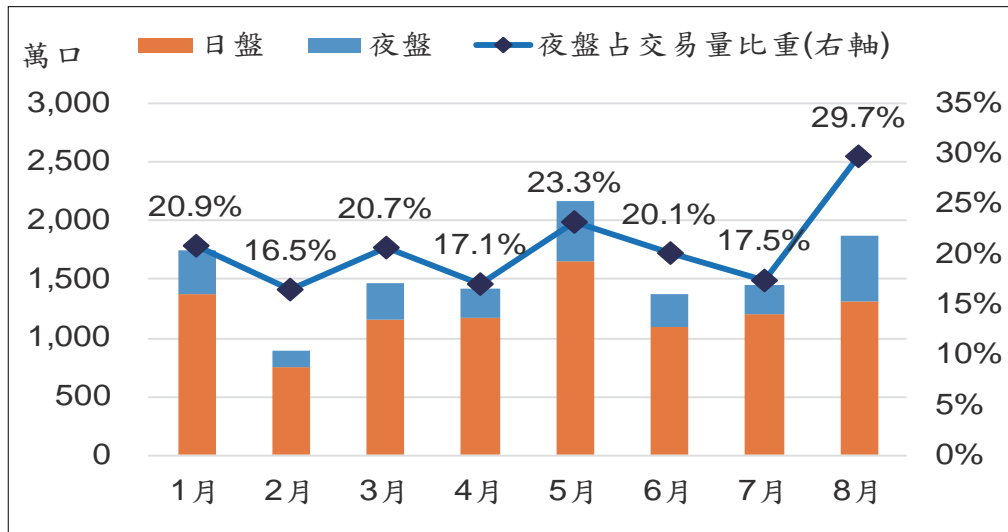


圖 1、臺灣期貨日盤與夜盤交易口數與比重
資料來源：期交所、YFRD；資料期間：2019/01-08

(二) 強化夜盤交易制度內容

期交所參考國際主要市場作法，規劃國內期貨市場在一般交易時段結束後，進行盤後交易，將國內期貨市場股價指數類商品之交易時間從現行5小時延長至19小時（見圖2），而匯率類商品之交易時間則從原本的7.5小時延長至19小時。相關盤後交易制度設計原則上延續一般交易時段，透過現有之國內期貨交易帳戶即可參與盤後交易。此外臺

股指數類與人民幣匯率類商品可於盤後時段豁免代沖銷，但若為美國道瓊與S&P 500指數期貨，或歐兌美、美兌日等匯率期貨，基於風險控管原則，期貨商對於高風險帳戶通知與代沖銷作業，需格外留意相關規定。未來期交所若能規劃更多商品加入盤後交易，如金融期與非金電期等，並加強盤後交易時段與國外主流商品搭配，將更能縮小國內投資者操作時間落差的空間。

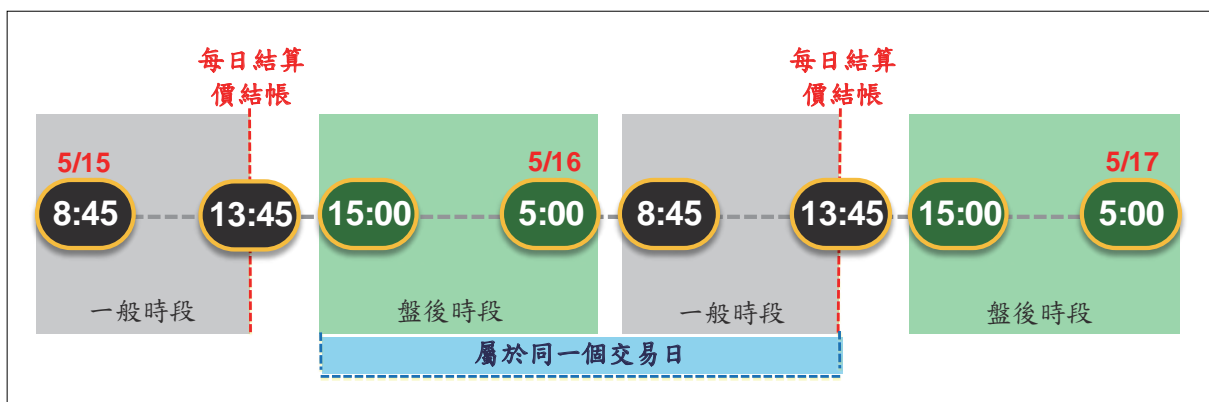


圖 2：臺灣期貨一般與盤後交易時段範例（以臺指期為例）
資料來源：期交所、YFRD



二、現貨逐筆交易制度與股票期貨契機

(一) 現貨逐筆交易制度介紹與說明

1. 現貨逐筆即將上線

臺灣證交所在2013年7月，將台股從20秒撮合，縮減至15秒，2014年再縮短至5秒，而權證市場在2010年開始採用逐筆交易，而國際主流市場，如紐約、倫敦、香港、上海、或韓國等都採用逐筆交易，因此證交所擬定推行的台股現貨逐筆交易制度，於2020年3月23日正式上線，成為國內台股市場近年來的一大變革；股票、指數股票型基金（ETF）、指數投資證券（ETN）、臺灣存託憑證（TDR）等商品將同步納入逐筆交易後，有助與衍生性市場同步結合，未來除了在開盤與收盤期間維持集合競價之外，其餘盤中期間就會採取逐筆交易，讓投資人可以選用市價單進行下單交易。

2. 現貨逐筆更具優勢

在逐筆交易上路後，未來行情傳送會提供即時交易資訊與5秒行情快照，這相較於集合競價，讓逐筆交易的資訊透明度提高，且由於交易速度增加，讓投資者下單買賣時，價格方向要更為確定，也讓委託掛假單的情況會減少，同時個股揭示次數增加，價格波動度降低，對於未成交委託價量資訊更具有即時性與參考性，讓逐筆交易相較集合競價更具優勢。

3. 多種委託可供選擇

以目前國內現貨市場的集合競價模式中，委託種類僅限當日有效的限價委

託，而市場中投資者慣稱的市價單，其實僅是以漲、跌停價買進或賣出的限價委託單。未來採用逐筆交易後，該交易期間將納入市價委託方式，同時委託單有效期間涵蓋了立即成交否則取消（IOC）與立即全部成交否則取消（FOK）等兩種，因此在價格與有效期間搭配之下，共衍生出六種委託單方式。

(二) 現貨逐筆拉高股票期貨交易空間

期待隨國內現貨市場改為逐筆交易後，可提升股票與股票期貨間的套利、避險成本降低與增加交易機會；當然投資者在選股過程中，更須考慮到股票的流動性，買賣小型股時盡量以限價單，或是避免市價單委託，防止漲停價買進或跌停價賣出；此外每年除權息旺季的點數轉換，與公司進行現金增資股份轉換時，要留意期貨價格先行反應時的訂價差異。對於現貨市場逐筆交易新制度上線，可讓國內制度與國際接軌、提高交易資訊透明度、增加交易效率，也可整合現貨與衍生性商品策略運用，達成期現市場合一，套利交易人可利用股票期貨與現貨之間的套利機會，可在期現貨市場之間進行避險與達到風險控管的目的。

三、完善動態價格穩定與造市制度防範異常價格

(一) 動態價格穩定措施

由於臺灣期貨市場早於2003年全面採用逐筆交易，依據期交所系統訊息，每秒可處理4.8萬筆交易，等同每1/8秒就可完成一次



Cover Story

交易資訊，也因此當價格過度偏離與流動性不足時，很容易出現價格極度異常的交易發生，造成市場所稱的閃崩事件，對市場帶來不理性的恐慌情緒；期交所為防範異常價格頻繁發生，在2018年推出動態價格穩定措施制度，強化期貨市場價格穩定，對造成價格異常波動之新進委託單予以退單，藉以降低

市場流動性瞬間失衡等事件發生，與減緩價格異常波動並保護投資者。目前所有國內股價指數期貨與臺指選擇權已納入適用商品，但仍要留意到穩定措施在部分時段並不適用（表2），因此須防範這些時段委託單量不足時，仍有價格異常發生的風險。

表2、動態價格穩定措施適用時段

交易時段	交易撮合類別	是否適用
日盤	集合競價 (8:30 ~ 8:45)	不適用
	逐筆撮合 (8:45 ~ 13:45)	適用
夜盤	集合競價 (14:50 ~ 15:00)	不適用
	逐筆撮合 (15:00 ~ 次日 5:00)	適用

資料來源：期交所、YFRD

（二）異常價格發生的可能條件

1. 期貨市場於現貨開盤前或現貨收盤後，委託簿普遍相對較薄，對於價格變動更為敏感，使用市價單很容易造成瞬間穿價風險。
2. 近年法人高頻交易與散戶的程式交易逐漸普及，當程式邏輯設計不良，或價格觸發停損點時，可能發生價格連鎖效應（如多殺多或空殺空等情況）。
3. 動態價格穩定措施不適用的時段，若價格異常時，可能無法立即發揮退單機制，價格不理性波動行為就可能發生。
4. 市場投資者使用過度偏離市價的委託單，等待烏龍單或斷頭單的出現。
5. 當國外市場突如其來的劇烈波動，造

成國內市場不理性的價格波動。

（三）市場應注意事項與制度改善方向

1. 由於動態價格穩定措施僅提供一定範圍的價格穩定，投資者應注意使用各類委託單時，對於其功能與委託價格的合理性，同時盤中亦可能因市況放寬退單點數或資訊異常暫停退單，交易人應留意委託價格合理性，不應完全依賴穩定價格措施的功能。
2. 在期貨開盤初（現貨開盤前）的掛單量通常偏少，期交所或可放寬掛價檔數的揭露，或鼓勵造市商積極造市，如讓造市商享有較高交易折扣與權利，適時提供額外獎勵等，讓國內造市商得以發揮市場流動性與有效運用資金等，於國內造市制度也可以有更明確規定與發展方向。



3. 國外也常出現錯單或因程式設計所衍生的閃崩事件，因此並不容易事前防範，僅能針對程式設計反覆模擬測試，盡可能避免發生交易失效或連鎖反應。
4. 動態穩定價格制度只能盡可能防範錯價單，但仍會有疏漏發生，因此可仿效國外期交所，如採取多樣防範措施並行，與優化退單機制。
5. 期交所負責維護市場交易秩序，或者可仿效國際作法，針對價格極端偏離的買賣雙方進行協商，取得可接受的價格再進行交割。

如異常價格過度頻繁發生，可能導致投資者對於市場的恐慌與不信任感，因此建立完善的穩定價格市場，與健全的造市制度，對於主管機關而言極為重要，可多方考量防範異常價格的選項，並且需適時配合風險宣導，讓投資人理解市場風險的存在，與制度改善雙軌並行，以達到穩定市場投資情緒，方能有利於期貨市場活絡的發展前景。

四、借鏡國外經驗拓展實體避險商機

（一）臺灣期貨市場甚為偏重指數期貨/選擇權商品

臺灣的期貨市場發展迄今，以金融相關商品為主流，其衍生性商品對於實體避險的功能性相對單純，長期以來，臺灣期貨發展對於有現貨需求的實體產業在避險或風險管理服務上相對乏力；國內以中游的原料使用者為主，因此面對原物料價格波動，卻無法將成本轉嫁至下游時，若能透過相關商品期

貨進行避險，或事先鎖定價格（未來實物交割）來維持利潤。另一方面隨著中美貿易戰過後，配合臺灣政府鼓勵臺商回流投資方案，2019年累計回流投資金額在7月份突破4,500億元，讓國內有更多廠商對國際原物料需求增加，例如銅、鋁、鋅、鉛及鎳等商品，若是期貨商能發展中間多項業務的傳遞角色，將可望開展國內期貨市場在實體經濟服務的新藍海。

（二）LME與高雄港奠定交易利基

倫敦金屬交易所（LME）是全球規模最大非鐵有色金屬交易中心，其中高雄港早於2013年就已成為LME的遞交港口之一，是亞洲區第9個，全球第37個遞交港，涵蓋鋁合金、鋁、銅、鉛、鎳、錫及鋅等7種基本金屬商品期貨可提供實物交割；目前在高雄港已有21座倉庫獲得LME認證，在2015年期間，高雄的LME庫存快速增加，迄今已達到13萬噸的庫存量（2019年8月中旬），註冊倉單則約11萬噸。從圖3可發現，LME銅期貨是交易最廣泛且庫存最高的商品，而高雄港庫存占比高達20-25%，其次在鎳也有20-25%占比，鉛雖然整體庫存較低，但高雄港占比達到30%，顯現高雄港在LME庫存占有一席之地，也讓國內期貨業服務實體經濟奠定利基。

（三）善用國內倉儲及銀行拓展實物

國內對於金屬需求的廠商在交易、交割、倉儲與融資層面上，期貨商可扮演接單與實物交割的窗口，但對於實物交割與倉儲流程，以及融資層面仍需要更多經驗與多方合作；以目前現在國內銀行而言，尚未願意接受LME倉



Cover Story

單作為融資擔保品，因此對於業者來說，銀行可能接受LME認證的倉單進行擔保融資，是交易環節的關鍵，也是LME在國內業務突破的要素。除了期貨商交易流程與倉儲交割流程，對於銀行的法令遵循、人才配置、與權責歸屬

等，進一步衍生到倉單擔保品認可、授信額度設定、倉單所有權移轉等作業系統，是銀行與期貨結合的努力方向，更需仰賴主管機關的協助與制度的改善。

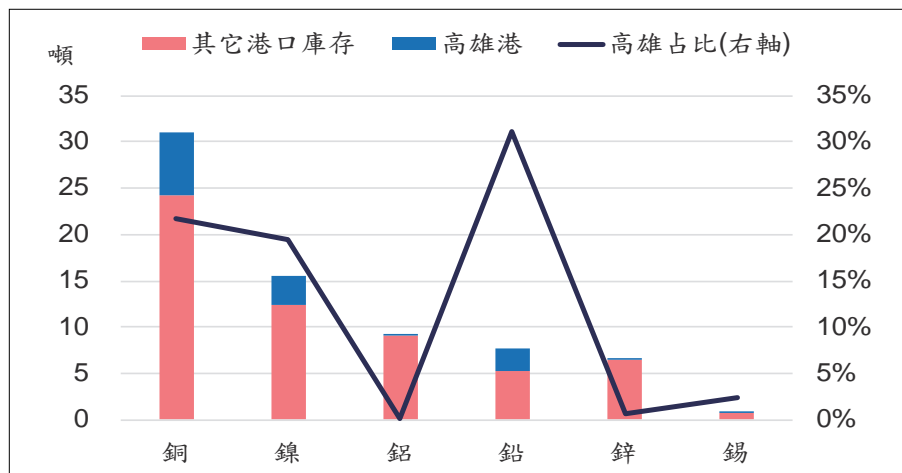


圖 3、LME 各金屬整體與高雄港庫存
資料來源：全球金屬網、YFRD；資料期間：2019/9/9

五、鼓勵保險業對臺灣期貨市場熱情參與

(一) 保險業海外投資年年攀升

臺灣保險業在海外投資金額逐年攀高，根據表3所示，在2014年保險業海外投資金額約8.24兆元（海外比重49.19%），至2019年6月已攀升至17.39兆元（海外比重68.26%），即便金管會在2018年已對國際板投資設上限（65.25%），與儲蓄險保單降溫，但整體保費收入持續成長，為追求投資收益與國內可投資工具較少的情況，導致保險業投資資金不斷流向海外；甚至從2017年以來，臺灣保險業飽受匯兌風險所苦，突顯保險投資結構性問題，未來IFRS 17會計公報將上路，保險業勢必因會計準則的改變受到影響，因此保險業需及早因應與防範。

(二) 保險業需多元避險管道

根據臺灣央行表示，國內保險資金不斷增加海外投資，反應國內民眾理財多元化與金融資產配置所需求，再加上保險業對長期投資需求大，導致保險業長期存在資產負債期限錯配問題。匯率避險成本除反應兩貨幣間利率差異因素外，市場對外匯供需消長亦是重要因素。2019年美元利率上揚與美元需求增加，均導致主要貨幣對美元避險成本同步走高，因此對保險業造成匯率避險成本提高。目前國內保險業因應美國與臺灣央行貨幣政策，多採用換匯交易或無本金交割遠期外匯等，也會使用國外信用違約交換交易來規避信用風險，在規避國內外現貨部位價格



表3、國內保險業海外投資情況

兆元	海外投資總額	整體資金規模	海外比重
2014年	8.24	16.75	49.19%
2015年	10.18	18.02	56.49%
2016年	12.63	20.38	61.97%
2017年	14.46	22.47	64.35%
2018年	16.37	24.17	67.72%
2019年6月	17.39	25.48	68.26%

資料來源：金管會、保發中心、YFRD；資料期間：2014-2019/06

風險，會適時透過相關股票類期貨與選擇權進行避險，但實際承作比重相對偏低；以歐美法人機構而言，會經常使用衍生性市場進行交易與避險，可適時提高投資組合收益與有效規避市場性風險，值得鼓勵保險業者伺機參與期市。

（三）鼓勵保險業擴大參與期貨市場

目前保險業從事衍生性金融商品，如以避險為目的者，可運用期貨工具從事相關策略；如以增加投資效益為目的者，一般期貨工具尚未核准，僅能投資期貨信託基金，係因其認定上為有價證券。然另一方面，投資型保險契約所連結之投資標的卻未包含期貨信託基金，既認其為有價證券，建議適度開放投資型保單連結期貨信託基金，提供更多元之標的供保戶分散風險並創造更穩健之績效。同時亦可透過期貨業設計適合的商品與交易制度，及強化保險從業人員與期貨業之相關交流活動，加強保險業者對期貨商品操作與風險管理的熟悉度，以利保險業投資增

益與避險效益之目的，期待主管機關放寬保險業從事衍生性商品相關法令，讓更多資金可以投入國內期貨市場，共創保險業與期貨業的繁榮發展。

結語

期交所的夜盤交易制度提供國內期貨交易夜間不打烊，已經有效提升投資者交易熱度，同時在2020年臺股逐筆交易制度即將上線，可牽動投資者搭配相關股票期貨，直接有利於期貨市場投資量能。另外在風險控管層面，如何讓既有的動態價格穩定措施、期貨商造市制度更加完善，將大大助益於期貨集中市場之深度、廣度及流動性，成為期貨市場發展的重要關鍵，加大實體產業運用期貨市場避險增益的動機，以利期貨業拓展異業合作模式，發揮更多服務實體經濟之功能，提升期貨為資產管理工具之價值。



市場訊息



中美貿易持續摩擦，衝擊全球股匯債市，本單元從國際視野，帶您瞭解臺灣期貨交易所新商品那斯達克100及富櫃200期貨，並藉由國內表現亮眼的道瓊指數期貨及股指期貨ETF，一探本國期貨市場發展新機會與遠景。

中美貿易摩擦下的機會與挑戰

群益期貨 顧問事業部新金融商品處◎容逸榮

前言

2019下半年國際情勢動盪，中美貿易戰進度自G20後談判若即若離，川普既顧忌美股下跌衝擊選情，也希望能藉由打貿易戰鞏固共和黨鐵票倉，但眼看著大選時間越來越近，和拜登（Biden）的差距絲毫沒有拉近，也不得不向聯準會施壓以及抨擊中國的匯率政策。中美貿易戰除了關稅壁壘之外，匯率也是雙方角力的擂台，美國總統急欲中立單位聯準會降息以拉抬選情，這是美國歷史上從未發生的，而中國也讓人民幣做出預防性貶值以因應貿易戰衝擊，在兩大強權資金外溢的狀況下，熱錢會自然往最有潛力的投資標的挪移。

而這次中美貿易戰中的主角之一，便是擁有全球5G最先進技術的華為，從華為的財務長孟晚舟在加拿大被逮捕開始，便開啟了中美兩大強權在科技領域的暗中角力，為的是在未來的5G世代中能取得領導地位。當一部4K畫質影片下載只要十秒鐘，萬物皆可以互相交流的5G世代，擁有5G科技等於直

接掌握了國家安全，同時伴隨而來的也是大量的硬體基礎建設需求和軟體串流服務，如車聯網、無人機、遠距醫療、智慧城市等應用。

Intel的創始人戈登摩爾曾提出摩爾定律（Moore Law），指出晶片的效能每18個月便會提高一倍。因此不論是從2000年的網路泡沫以來，甚或到2008年的金融海嘯，已開發國家的領頭羊科技公司都能不斷的創下市值新高，臺灣的股王大立光從2009年最低點167元到2017年高點6,075元，漲幅達到36倍；美國公司Google股價（Alphabet）從2004年上市54美元以來，到今年4月仍創下歷史新高1,277美元，漲幅達23.6倍；香港騰訊公司在2009年最低約9元港幣，在2014年拆分之前最高達到567港幣，漲幅達63倍，即使拆分後在2018也再次達到471元。

歐洲證券之父科斯托藍尼曾說，投資者要分清楚投資的背景音樂是大調或是小調，而和平就是大調。隨著科技日新月異進步，能引領時代創新的都是科技公司，人類歷史



Market information

文明上總計99%的財富，都是在過去100年間創造出來的，當汽車取代了馬車奔馳在紐約第五大道上，當下個世代用手機的人比用桌上型電腦的人還多，隨之而來的會是股價指數的持續上漲，雖然巴菲特喊出未來100年道瓊指數會上100萬點還無法印證，但可以確定的是科技的進步不會止步。

臺灣期貨交易所順勢推出那斯達克100及富櫃200股指期貨，提供交易人在中美貿易摩擦下科技股及中小型股的交易機會與避險契機。

那斯達克 (NASDAQ) 100股價指數及其期貨

美國那斯達克100指數於1985年1月設立，是最具代表性的美國大型科技類股指數，產業包括了科技、醫療、通信、零售、生物科技、媒體、工業和服務業，但其中沒有任何的金融股，公司必須上市超過2年（如果連續六個月是該指數內市值前25%的公司可減為一年），且以市值加權為計算的基礎，同時成分股裡的日均交易量超過20萬股，該指數的成分股將根據每年10月底的市值，於每年12月的第三個星期五進行調整。

國人所熟知的FAANG尖牙股都在其中，中國的互聯網巨頭百度也在指數當中，也可以說，最頂尖科技公司所創造出的財富，都累積在NASDAQ指數裡。除了科技股之外，也有零售業如好市多、星巴克、卡夫食品等，但整體來說科技股占指數的權重仍最大，占比約55%（見表1）。NASDAQ100

指數從2000年網路泡沫的低點，到2019年8月的漲幅有將近8倍，從2009金融海嘯低點到今年8月的漲幅也有6.7倍，同期間相比S&P500的漲幅各為3倍和3.75倍，可見得平均來說，多頭市場時科技股的漲幅比其他行業要來的更高。

如果要投資NASDAQ100指數中的眾多代表性股票，需要非常龐大的資金，但在CME期貨交易所裡，就有NASDAQ100指數的期貨可以交易，例如小型那斯達克指數，需要8,360美金的保證金，每一大點為20美元，槓桿約18.5倍左右，意思就是交易人只需要付出8,360美金，就可以投資操作15.4萬美金規格的商品，相較於現貨來說減少很多資金成本，但相對的槓桿也提高許多，需注意行情大幅波動時的風險。

但交易人需要下單到海外交易所，除了有匯差的問題外，也需要另外開立海外期貨帳戶。臺灣期貨交易所於2019年9月底推出連結美國那斯達克100的期貨，自推出後投資者將可以運用國內期貨帳戶，直接以新臺幣進行交易，且此商品為美國境外唯一授權掛牌的NASDAQ指數，投資者若想要投資美國科技股，便可直接在國內透過期貨市場進行交易。

其交易時間和臺指期一樣，都可交易到隔天的凌晨五點（T+1），每一點跳動金額為新臺幣50元，合約價值大約37萬5千臺幣（以NASDAQ指數7,500點計算）。和其他美股指數期貨一樣，交割月份為3、6、9、12月的連續五個季月，最後交易日則是到期

表1、NASDAQ100指數前30檔成分股及權重

序號	公司名稱	代碼	公司英文名	權重
1	微軟	MSFT	Microsoft Corp	11.457
2	蘋果	AAPL	Apple Inc	10.436
3	亞馬遜公司	AMZN	Amazon.com Inc	9.695
4	Facebook	FB	Facebook Inc	4.893
5	Alphabet Inc Class A	GOOGL	Alphabet Inc	3.986
6	英特爾	INTC	Intel Corp	2.538
7	思科系統	CSCO	Cisco Systems Inc	2.45
8	康卡斯特公司	CMSA	Comcast Corp	2.384
9	百事公司	PEP	PepsiCo Inc	2.251
10	Adobe	ADBE	Adobe Inc	1.71
11	網飛	NFLX	Netflix Inc	1.614
12	PayPal	PYPL	Paypal Holdings Inc	1.52
13	美國安進	AMGN	Amgen Inc	1.517
14	好事多公司	COST	Costco Wholesale Corp	1.47
15	星巴克	SBUX	Starbucks Corp	1.425
16	德州儀器	TXN	Texas Instruments Inc	1.405
17	博通公司	AVGO	Broadcom Inc	1.321
18	英偉達	NVDA	NVIDIA Corp	1.184
19	高通	QCOM	QUALCOMM Inc	1.086
20	Charter 通信公司	CHTR	Charter Communications Inc	1.047
21	Booking Holdings	BKNG	Booking Holdings	1.014
22	吉利德科學公司	GILD	Gilead Sciences Inc	0.979
23	億滋國際	MDLZ	Mondelez International Inc	0.958
24	Fiserv	FISV	Fiserv Inc	0.889
25	自動資料處理	ADP	Automatic Data Processing Inc	0.886
26	本能軟體	INTU	Intuit Inc	0.856
27	賽爾基因公司	CELG	Celgene Corp	0.814
28	T-Mobile 美國	TMUS	T-Mobile US Inc	0.81
29	達芬奇手術機器人	ISRG	Intuitive Surgical Inc	0.697
30	CSX 集團	CSX	CSX Corp	0.642

月份的第三個星期五，採由現金交割，交易漲跌停為前一交易日之±7%、±13%、

±20%，和期交所過去所推出的美國股指期貨交易規則類似。（詳見表2）



Market information

表2、那斯達克100指數期貨交易規格

商品名稱 (代碼)	交易時間	交易月份	合約規格	最後交易日	最小跳動點
美國那斯達克 100 期貨 (UNF)	08:45~13:45 15:00~T+1 05:00	5 個連續季月 3.6.9.12 月	指數 ×50 元 (新臺幣)	到期月第 3 個 星期五	1 點 =50 元 (新臺幣)
	原始 / 維持保證金	幣別	漲跌限制	結算方式	交易所 特殊規定
	待公告	新臺幣	前一交易日之 7%, 13%, 20% 三階段漲跌停	現金	無

一般來說每年第四季到次年第一季是科技股的旺季，有美國從感恩節到聖誕假期的消費旺季，也有中國大陸十一黃金周和線上雙十一光棍節等的刺激消費活動，許多手機或電玩廠商也都選擇在這個時間點推出新機或軟體，例如蘋果照慣例都在每年9月舉行新機發表會，因此從年底往前推算一至兩個月，通常會是消費性電子拉貨的時間點。期交所9月底上市的NASDAQ指數期貨，將提供了投資者布局科技類股的新契機，在行情變動中可以掌握多空雙向的機會。

富櫃200股價指數及其期貨

期交所同時推出另一檔指數期貨，是證券櫃檯買賣中心所編製之櫃買富櫃200指數為標的，該指數是以市值排序，並考量公眾流通量及流動性等條件，選出200支上櫃股票以流通市值加權計算之股價指數。該指數成分股訂於1、4、7、10月的第一個星期五後的星期四辦理季審核，並會依照公眾流通量進行流動性檢驗。也就是說，指數內的標

的除了要具有投資價值外，也必須具有一定程度的市場活絡性，而市值的計算比率是由公眾流通量的減項作為調整，如公司董監、大股東或其配偶及未成年子女等所持有的股票，或經主管機關限制櫃檯買賣的股數，將不會計入市值的計算。

中小型股一直是台股交易量的人氣指標，不同於大型權值股為法人機構認養或長期投資為主，中小型股因為市值較小、籌碼輕盈，當未來營運將爆炸性成長或由虧轉盈時，常常是中實戶或投信機構積極投資的標的，也因此OTC指數和加權指數常常是相互比較的標的。從最近一次台股加權指數下跌超過20%的2015年7月為基準，加權指數從7,203點漲到2018年最高點11,270點，漲幅為56.4%，而同時OTC指數漲幅為66.3%；從2018年中美貿易戰以來的高點至2018年10月底低點，加權指數跌幅為16.6%，而同時OTC指數跌幅為32%（參下圖）。顯示櫃檯指數在行情波動劇烈時，相較加權指數常有超漲漲跌的狀況，因此如果持有中小型股票較多的投資者，要如何適度的避險就更顯重要。



期交所推出的富櫃200指數期貨，在價格上完全追蹤富櫃200指數，交易時間為營業日上午8:45~下午1:45，到期月份契約的最後交易日到下午1:30，指數一點為50元新臺幣，契約價值約28.5萬元（以富櫃200指數5,700點計算），可交易契約為交易當月起連

續三個月份，另加上3、6、9、12月中三個接續季月，每月最後交易日為各契約交割月份第3個星期三，最大漲跌幅限制為前一交易日結算價上下10%，也是採現金交割（見表3）。

表3、富櫃200指數期貨交易規格

商品名稱 (代碼)	交易時間	交易月份	合約規格	最後交易日	最小跳動點
富櫃 200 期貨 (G2F)	08:45~13:45 (到期契約最後交易日至 13:30)	3 個連續月份 + 3.6.9.12 月連續 3 個季月	指數 × 50 元 (新臺幣)	到期月第 3 個 星期三	1 點 = 50 元 (新臺幣)
	原始 / 維持保證金	幣別	漲跌限制	結算方式	交易所 特殊規定
	待公告	臺幣	前一交易日之 10%	現金	無



Market information

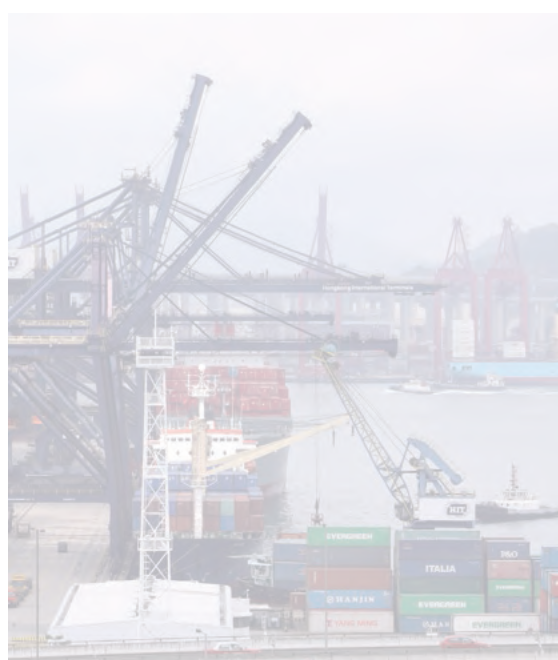
以往投資者要避險台股現貨部位，大多會選擇透過臺指期或指數選擇權避險，而富櫃200期貨推出之後，將有更多的交易策略可以搭配運用。除了單純以期貨做方向性的操作及避險外，也可以針對一段期間的指數強弱勢做價差套利。電子及金融期貨指數價差套利是許多投資者會使用的交易策略，而臺指期和富櫃200間也可以做到價差交易的配對交易，甚至若手上有中小型股現貨的投資朋友，往後也能直接針對OTC指數做避險，這在財報公布的時間點或MSCI調整台股權重等敏感時刻，越能提供多樣化的操作工具。

結語

近年來ETF投資標的如雨後春筍般冒出，估計在2021年ETF之規模將會超過主動式基金之市占率，如何投資指數也成為新一門投資顯學。指數期貨操作原理和兩倍或三倍的ETF類似，但多加上了槓桿的原理與保證金的規則，而倍數ETF還有時間價值遞減的特性，但期貨的合約價值卻不會隨時間減少。期貨也可以經由降低槓桿，組合成類似ETF的商品，一般來說期貨合約規格在20倍左右，也就是只需要合約價值5%的保證金，但如果操作時放入合約價值33%的保證金，就成為了三倍槓桿的指數投資標的，相較於現貨ETF來說只有合約到期以及流動性的問題，若在期貨市場能克服遠月份合約交易量的問題，相信大眾對於指數期貨的興趣

及交易將會大幅度提升。

期貨起源於江戶幕府時代的日本，當時針對稻米價格以白銀做契約的交換，因此期貨本質上是買或賣一個未來的價格，到了1970年代芝加哥的CME與CBOT交易所發展出了金融期貨，至今金融指數期貨已成為最熱門的投資工具之一。期貨原始的功能在於避險、套利及價格發現，當能夠使用的投資工具越多樣化，越能找到市場上的投資機會，指數期貨的功用除了能避免單一商品的價格風險外，也提供了現貨交易時段外更長時間的交易時段。自從臺指期夜盤期貨上線以來，便較少發生日盤時段大幅度跳空的狀況，而夜盤成交量占日盤交易比率也逐漸提升，顯示商品的交易時間越長，越能夠和國際市場接軌，此次期交所將推出兩檔追蹤熱門現貨指數的商品，相信更能提供交易人不同的選擇及機會。



從我國道瓊指數期貨發展看我國期貨市場新機會

國泰投信 量化及創新商品處協理◎章錦正

全球投資市場在近期持續震盪，但在持續的震盪之下，美股仍創下歷史的新高；道瓊指數期貨自在臺灣期貨交易所掛牌交易以來，已經成為除了美國地區之外，全市場交易道瓊指數最熱絡的地方，未平倉合

約數不斷創新高的同時，該商品的交易量也創下新高。選對商品與設計適合的合約規格，期貨交易所功不可沒。我國道瓊指數期貨成功的因素為何？從這個商品的成功發展，我們又可以看到什麼樣的新機會呢？

道瓊斯工業平均指數近10年走勢



美國為全球最大經濟體，且國人複委託買賣外國股票中，美國股票交易金額最大。另外國人透過複委託交易芝加哥商業交易所

集團（CME Group）掛牌之美國E-mini道瓊工業平均股價指數期貨商品日均量亦達萬餘口，且國內投信業者亦發行美國股價指數相



Market information

關ETF，顯見國內市場的參與者們對於美國股市具高度的興趣。期交所於2017年，為提供更多元、便利之投資工具給投資人，與CME Group合作，取得指數授權，在臺掛牌交易美國道瓊期貨，也為我國期貨市場引進了新的動能。

道瓊指數期貨的特點

在此商品的特色方面，有以下幾點：第一是採新臺幣計價，無匯率風險美國道瓊期貨及美國標普500期貨皆採新臺幣計價，交易人以新臺幣進行交易，無需承擔匯兌風險，即可參與美國市場投資。

其次，以現有國內期貨交易帳戶下單，交易更便利。美國道瓊期貨上市後，國內期貨交易人除透過複委託方式交易美國金融衍生性商品外，亦可透過我國期交所美國道瓊期貨，比照其他國內期貨商品之下單管道即可交易，不僅交易更為便利，交易成本也相對較低。而在交易時間方面，因為交易時間完整涵蓋美國股市，美國道瓊期貨及同時上市的美國標普500期貨，其交易時間為臺灣時間上午8:45~下午1:45（一般交易時段）及下午3:00~次日上午5:00（盤後交易時段），完整地涵蓋了美國股市交易時段，有利於交易者掌握操作機會，並進行風險的控管與倉位的調整。

另一個特色，就是商品更為豐富，策略更加多元；美國道瓊期貨的推出，更加豐富我國期貨市場的國際商品，除了能吸引對美

國市場有興趣之交易人參與我國期貨市場外，同時提供國內美國道瓊指數ETF之發行業者及投資人便利之避險管道，又國外亦有其他交易所（如日本）推出相同標的之指數期貨，交易人可從事跨市場、跨商品之策略交易，資金運用更靈活與多元。

在其契約規格方面，期交所為便利交易人進行跨市場美國道瓊期貨間之套利及避險交易，我國的美國道瓊期貨規格設計原則上趨向同原市場，亦即「美國芝加哥商業交易所集團（CME Group）」之「美國道瓊指數期貨」契約規格，如最後交易日、最後結算價等，惟考量我國期貨市場交易習慣及交易人結構，部份規格仍與其他市場有所不同，如計價幣別、交易日、交易時間、契約規模等。以下就期交所美國道瓊期貨主要之契約規格項目進行說明。

首先在交易標的方面，「美國道瓊工業平均股價指數」亦常被國人簡稱為「道瓊指數」，為美國道瓊工業平均股價指數（Dow Jones Industrial Average ,DJIA），自1896年5月起，由標準普爾道瓊指數編製公司（S&P Dow Jones Indices ,SPDJI）所編製，成分股為30檔於紐約證券交易所（NYSE）及那斯達克交易所（NASDAQ）上市之「運輸及公用事業以外」各產業的龍頭股，包含蘋果、波音、3M、麥當勞、迪士尼、可口可樂等成分股，其計算方式係採「價格平均法」。該30檔股票約占有所有美國股票市場總值的五分之一，為美國知名之大型藍籌股指數。



資料來源：S & P Dow Jones Indices

成分股篩選

- 以非量化方式篩選
- 委員會將根據市場事件隨時進行調整
- 調整重點將以公司聲譽、永續成長及廣大投資者為衡量條件

基本要求

- 必須為S&P 500之成分股
- 考量平衡產業代表性

委員會成員

- 華爾街日報 2位
- 標普道瓊斯指數 3位

而在「交易日」方面，美國道瓊期貨及標普500期貨交易日與期交所之營業日相同，因此可能會有在「美國現貨市場休市日時交易」，或在美國現貨市場交易日時休市之情形。而在「交易時間」上，美國道瓊期貨及標普500期貨交易時間為臺灣時間上午8:45~下午1:45（一般交易時段）下午3:00~次日上午5:00（盤後交易時段）。

美國道瓊期貨的契約價值設計上，乘數為每點新臺幣20元，若以2019年7月31日美國道瓊期貨最近月份契約之結算價26,824點換算，契約價值為新臺幣536,480元，與我國小臺指的契約價值接近。在最小升降單位的设计上，美國道瓊期貨為指數1點，其價值為新臺幣20元。而在「到期交割月份」上，美國道瓊期貨到期交割月份為連續4個季月，與CME Group之E-mini道瓊指數期貨相同，以利交易人進行跨市場策略交易及期貨的定價參考。而美國道瓊期貨每日結算價，

與現行其他國內指數期貨相同，皆採當日收盤前1分鐘內所有交易之成交量加權平均價。

在期交所設計的每日漲跌幅方面，美國道瓊期貨參考原市場CME Group所定訂之「斷路機制漲跌幅」，並比照現行國內期交所日本東證期貨及印度50期貨三階段漲跌幅限制之作法，採先前一般交易時段每日結算價7%、13%、20%三階段漲跌幅度限制。在最後交易日的設計上，美國道瓊期貨最後交易日原則上同原市場CME Group之E-mini道瓊指數期貨之最後交易日，為到期月份第三個星期五。最後交易日倘遇我國假日或標的指數預定不發布日（一般而言，標的指數預定不發布日即美國NYSE及NASDAQ休市日），則調整為前一同時為標的指數預定發布日及期交所營業日之日；若因不可抗力因素未能交易（如颱風假等）時，則延後至次一同時為標的指數預定發布日及期交所營業



Market information

表1、「美國道瓊工業平均股價指數期貨契約」規格

項目	內容
交易標的	美國道瓊工業平均股價指數
中文簡稱	美國道瓊期貨
英文代碼	UDF
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ◆本契約之交易日同臺灣期貨交易所營業日 ◆一般交易時段之交易時間為營業日上午 8:45~ 下午 1:45 ◆盤後交易時段之交易時間為營業日下午 3:00~ 次日上午 5:00；到期月份契約最後交易日無盤後交易時段
契約價值	本契約指數乘上新臺幣 20 元
契約到期交割月份	<ul style="list-style-type: none"> ◆三月、六月、九月、十二月，四個接續的季月 ◆新交割月份契約於到期契約最後交易日之次一營業日一般交易時段起開始交易
每日結算價	原則上採當日一般交易時段收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依臺灣期貨交易所「美國道瓊工業平均股價指數期貨契約交易規則」訂定之
每日漲跌幅	採前一一般交易時段每日結算價 $\pm 7\%$ 、 $\pm 13\%$ 、 $\pm 20\%$ 三階段漲跌幅度限制
最小升降單位	指數 1 點（新臺幣 20 元）
最後交易日	到期月份第三個星期五
最後結算日	最後交易日之次一營業日
最後結算價	最後交易日標準普爾道瓊指數編製公司 (SPDJ) 計算之美國道瓊工業平均股價指數特別開盤價 (Special Opening Quotation, SOQ)
交割方式	現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受
部位限制	<ul style="list-style-type: none"> ◆交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾臺灣期貨交易所公告之限制標準 ◆法人機構基於避險需求得向臺灣期貨交易所申請放寬部位限制 ◆綜合帳戶，除免主動揭露個別交易人者適用人部位限制外，持有部位不受臺灣期貨交易所公告之部位限制
保證金	<ul style="list-style-type: none"> ◆期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金水準 ◆臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金，以「臺灣期貨交易所結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按其訂定之成數加成計算之

資料來源：臺灣期貨交易所

日之日。美國道瓊期貨之最後結算日為最後交易日之次一營業日。最後結算價原則上與原市場CME Group相同，分別為最後交易日SPDJ計算之美國道瓊工業平均股價指數特別

開盤價（Special Opening Quotation, SOQ）。交割方式以現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受。

道瓊指數期貨的成功因素

道瓊指數期貨不是第一個引進國內交易的外國指數，但目前可以說是最成功的一

個。若從背後的原因探討，可以發現以下幾點有趣的現象。



圖 1、我國道瓊期貨走勢與成交量

(一) 我國交易者偏好以新臺幣交易的期貨
雖然小道瓊等海外期貨在國內行之有年，也吸引不少投資人交易，但當國內也開始以新臺幣交易道瓊期貨以來，交易量便部份被轉移到新臺幣版本的標的來。對原本的投資人來說，降低匯率風險應該也是一個主要的因素。

(二) 知名指數仍是成功要件

道瓊指數歷史長達120年，對投資人來說，是再熟悉不過的指數，每日新聞或廣播，均以道瓊為美國股市的代表，所以道瓊指數期貨的高人氣，應該也與高知名度息息相關；另外，國內也有投信發行道瓊工業指數ETF，也讓國人投資該指數有更多元化的管道，進一步推升該指數的交易狀況。

(三) 世界股市的代表，美股長期績效佳

美股占MSCI世界指數權重超過五成，且1990年至今，道瓊指數上漲超過800%，儘管歷經2000年科技泡沫、2008年金融海嘯、及2017年中美貿易戰等系統性風險，道瓊指數總是可以恢復長期穩健向上趨勢。優異的長期績效表現也讓投資人對道瓊指數的投資更具信心，也增加了交易道瓊期貨的機會。

(四) 交易需求與避險需求

道瓊指數與其他的股票型指數相較，雖然不是波動率最高的，但是期貨的槓桿特性的確可以讓交易道瓊指數期貨的交易者們感受到與美國股市連動的損益波動；再者，投資人對美國股市熟悉，甚至有不少國人投資美國大型權值股(道瓊成分股)，也讓投資人多了一個用道瓊指數來從事避險的好管道。



Market information

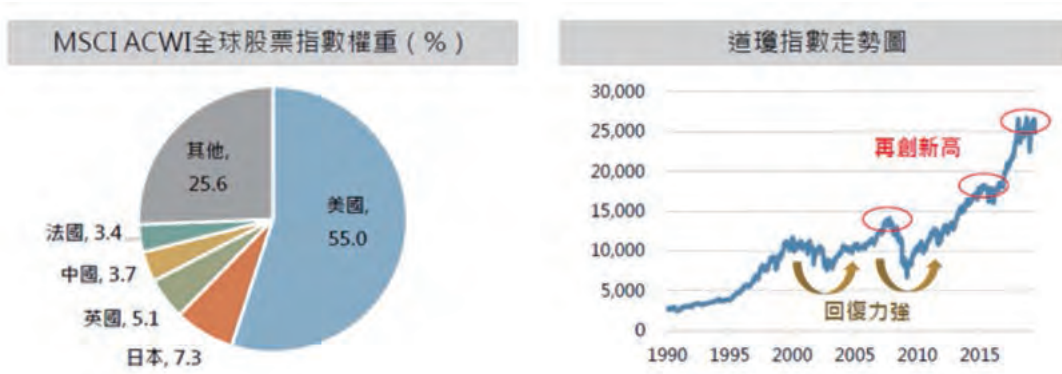


圖 2、道瓊指數走勢與美股占 MSCI 全球指數之權重 (資料來源：Bloomberg)

道瓊期貨的另一種操作方式：談資產配置

許多的投資人或者是期貨交易者，往往是拿期貨來做短線操作的工具，可能是做短期投資或者是風險規避，其實投資人往往忽略了，期貨還可以拿來做中長期的資產配置。

與市場上現在蓬勃發展的ETF類似，期貨其實也是一種「指數化」的操作工具，因為期貨多半都有所追蹤的指數或者是標的，期貨工具與ETF工具不同的是，期貨在定義上一定要追隨標的指數，且在結算日時，期貨與標的指數或者是標的的價格必須要趨於一致；所以利用期貨來當做投資的工具，其實並無不可，而且相較於ETF本身其追蹤誤差比較小，或者可以說期貨在定義上面並沒有所謂的追蹤誤差，因為期貨在結算日必等同於現貨，所以如果是投資持有到結算日，不會有所謂的追逐誤差產生，所以如果要拿期貨來做資產配置，其實是可行的；但是投資人一定要注意的，期貨本身有到期日，與ETF或是其他的理財工具不同，投資人在到期日或者是到期時，要記得轉倉，否則的

話，手上的部位就會結算並消失，所以如果要運用期貨來做理財工具，或許投資人可以考慮長天期的期貨以減少到期轉倉的次數。

因為期貨的種類非常的多，所以投資人其實也可以使用期貨來作為一種資產配置的工具，而且期貨本身的槓桿效果，可以讓投資人有更好的資金運用效率，舉例來說，許多投資人都知道，如果把股票與債券平均配置將可以達到風險分散的效果，股票與債券雖然同屬於有價證券，但是他們的風險並不同，當市場上發生風險事件或者是市場金融危機時，債券或者是公債等投資工具，可以發揮非常好的避險的效果，所以許多的投資專家會建議投資人，股票與債券要均衡配置。

運用期貨工具來作為資產配置的方式，其實投資人可以透過同時投資股票指數期貨與債券型的期貨，來達成資產配置的效果，當然商品類的期貨也是非常好的分散風險的工具，但是商品類的期貨通常波動率較高，且此類標的的轉倉成本有的時候會比較高，所以不建議配置過高的比例，另外市場上現在開始出現貨幣型的期貨工具，讓投資人可

以透過期貨來取得不同外匯的部位，其實也是一種分散風險的配置工具。

其他可能在國內期貨市場的潛在機會

在看到道瓊指數期貨成功的同時，我們可以看到國人對新臺幣交易期貨的新需求，也可以發現我國期貨市場在國際上，也是相當充滿活力的。在下一步，國內可以推出什麼樣的指數，可以更成功呢？或許可以參考以下的幾個方向。

（一）道瓊指數選擇權

在指數期貨的成功後，投資人最需要的會是選擇權；因為單單期貨標的無法組成有效的交易策略，若能搭配選擇權非線性報酬率的特性，可以組合成多種不同的策略，例如投資人常用的「多頭價差」或「兀式策略」等，更可以結合現貨與選擇權，打造「美國掩護式買權」（Covered-Call）策略等。如果能在期貨成功的同時，順勢推出選擇權商品，相信也一定會有很好的回響。特別是近期美中貿易戰如火如荼，投資人若能使用道瓊指數選擇權來作為避險工具，將會是因應市場震盪的好對策。

（二）債券型指數期貨與選擇權

除美股之外，市場最重要的就是美債，我國發展的ETF之中，美債相關的ETF規模也非常驚人，如果我們能有美國債券型指數，投資人在利率動盪的環境下可以避險，而投信或大型機構法人可以用債券型指數發行ETF，或是槓桿與反向型的產品，相信很有成功的機會。投資人如何可以透過多種類

型的債券型標的以及選擇權來達成更低風險的投資組合。熟悉傳統投資組合理論的投資人應該都會知道，納入更多的資產，都有機會可以提升投資組合效率，進一步把效率前緣往前推。

在標的部份，可從美國公債指數開始，進一步推展到信用債等指數，例如高收益債就是國人一直熱衷的標的，倘若能在期貨市場上也有高收益指數期貨可操作，相信一定會是非常熱門的產品。

除了債券指數本身之外，各檔債券指數ETF，或許也可以成為ETF個股期貨的標的；目前的國內債券型ETF市場快速成長，需要新的投資人投入，來增加分散性與流動性。如果能夠被列為期貨的標的，一定能夠進一步增加市場的參與，讓期貨市場與現貨市場均衡發展，也讓投資人能組合更多不同的投資策略。

（三）高波動的美國科技指數

如半導體指數等。投資人喜愛知名度與波動率，而我國投資人最愛的「台積電」股票，也是費城半導體指數的成分股。如果推出新臺幣版本、知名度高又有避險交易需求的「費城半導體指數」，高波動的特性很有可能成為市場的另一個亮點。

作為參與這個市場的一份子，我們非常高興看到期貨市場能有國際化的成長，也深深為國內期貨市場的優異成績感到驕傲，相信期交所一定能夠把握機會，順勢推出更多對投資人有幫助的好產品，讓市場可以善用更多新臺幣的期貨與選擇權工具，來管理全球風險並增加投資效益。





期貨現貨化的新紀元 - 股指期貨ETF

◎元大投信期貨信託部

臺灣ETF市場近5年來陸續發展槓桿/反向型ETF、商品期貨ETF、商品與外匯期貨槓桿/反向型ETF、債券槓桿/反向型ETF等創新產品，已帶動臺灣ETF成長動能，同時透過期貨操作，若能連結股票、商品、外匯、債券等四大類別資產，則可多空雙向操作，達到期貨現貨化效益。

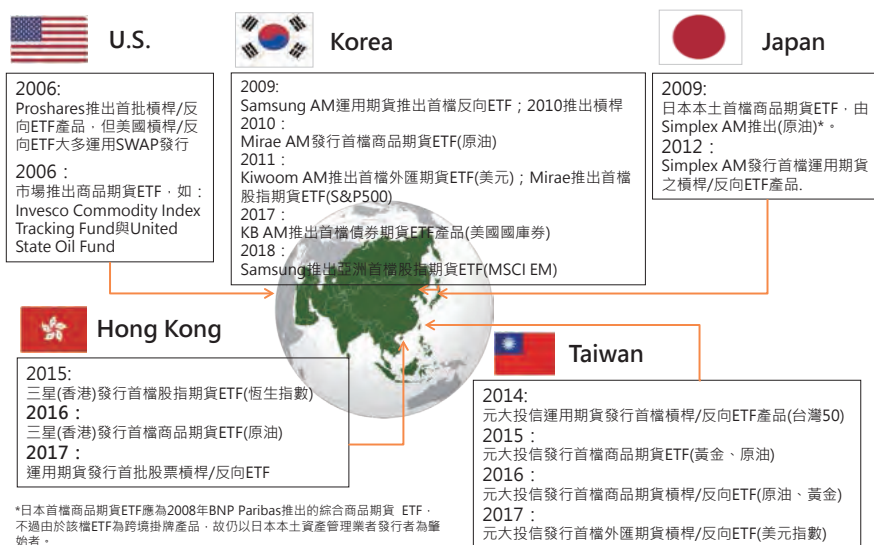
根據過去日本、韓國的發展經驗來看，期貨類別ETF目前分別占當地整體ETF成交量的90%、56%，其中韓國ETF市場更是百花齊放，涵蓋槓桿/反向型ETF、商品期貨ETF、外匯期貨ETF、股指期貨ETF、以及債券期貨ETF等各類產品，呈現多元發展。反觀，臺灣期貨信託基金發展，可以歸類成三個階段，第一階段為期貨信託基金發行，第二階段則是期貨現貨化，發行指數股票型期貨信託基金（簡稱期貨ETF），第三階段將可能有機會效師國際ETF發行機構，再朝向主動與自主操作等多面向性之趨勢發展。

當今期貨ETF追蹤標的從商品、外匯、農產品、另類…等類別資產，若能延伸跨入相關股票類別資產，並以大家最熟悉的股指期貨作為追蹤標的指數編製的元件，編製出股指期貨指數，讓投資人能透過單一期貨ETF操作，就可以同時面對多個國家組成的新興市場及跨時區市場之股指期貨變化，將使期貨ETF產品邁向區域多元化發展，更會是指數化產品發展上再創新紀元！

期貨元件運用在國際ETF資產管理上的發展軌跡

國際資產管理業積極將期貨導入ETF的產品發行與設計，2006年起由商品原物料ETF切入，後續切入槓桿/反向ETF設計，但性質均屬於高波動交易元件，自2009年起，韓國積極將期貨導入發行資產配置元件ETF，在期貨ETF產品設計的角色開始有所轉變。

國際期貨ETF發展歷史軌跡

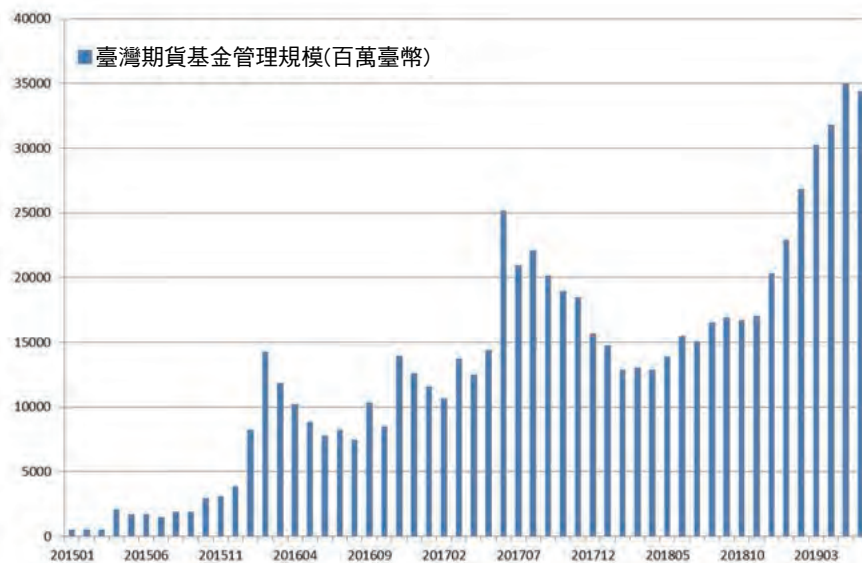


資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2006~2018。

以臺灣為例，臺灣期貨信託基金的發展是在期貨ETF正式發行後，啟動了規模快速成長的動能，管理總規模更是在2016年2月突破100億新臺幣，主要規模貢獻為石油系列的ETF；2017年6月突破200億新臺幣總規模，主要規模貢獻為原油槓桿系列ETF，期貨信託基金總規模200億新臺幣的突破，意味著期貨信託基金已由原型的ETF邁入槓桿及反向ETF的新紀元；接下來，在2019年3月期貨信託基金總規模突破了300億新臺幣規模，主要規模貢獻為商品型ETF及另類ETF。前述三個階段的里程碑都代

表著每階段產品創新的成功，更是代表著臺灣投資人藉由透過期貨信託ETF產品來間接操作期貨型商品，讓期貨ETF扮演著期貨現貨化的重要角色。

臺灣期貨基金管理規模



資料來源：期信公開資訊觀測站，元大投信整理，2019/06。

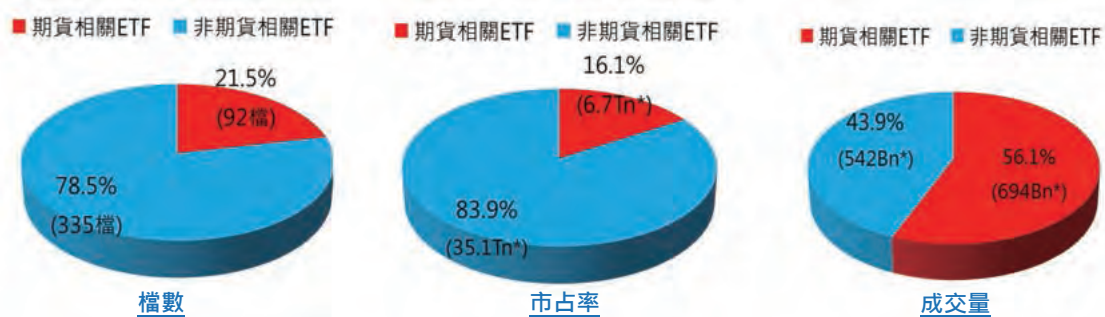


Market information

再以日本及韓國市場為例，韓國ETF市場自2009年導入期貨元素，先後發行槓桿／反向ETF、商品期貨ETF、外匯期貨ETF、股指期貨ETF與債券期貨ETF等產品，產品類別百花齊放。截至2019年5月7日為止，韓

國共有92檔ETF產品運用期貨作為主要交易元素，占韓國整體ETF數量的21.5%，其規模雖僅占韓國整體ETF的16.1%，但成交量已高達韓國ETF的56.1%。

韓國期貨相關ETF 與 非期貨ETF數量占比

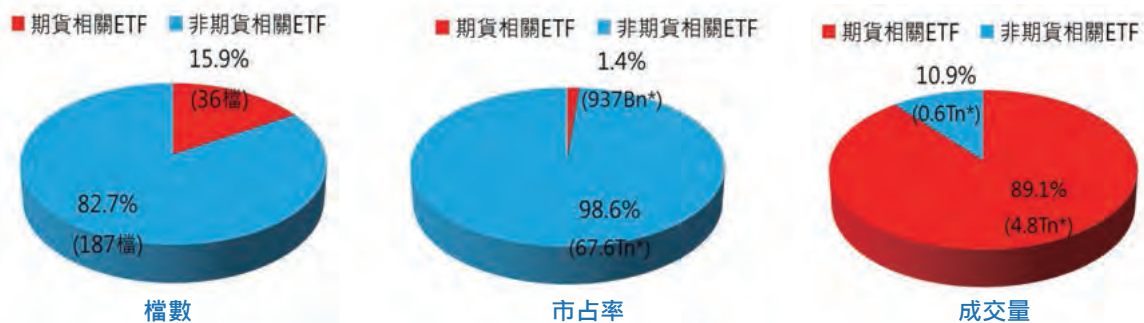


資料來源：韓國證券交易所；2019/5/7 數據（單位：韓圓）

日本ETF市場2009年推出首檔運用期貨元素的ETF產品，自2012年起，開始運用期貨發行槓桿／反向ETF產品，直到2018年年底為止，日本共有223檔ETF，其中36檔與期貨相關，比重為16%左右，資產管理規模比重甚至僅有1.4%。但日本期貨相關ETF交易

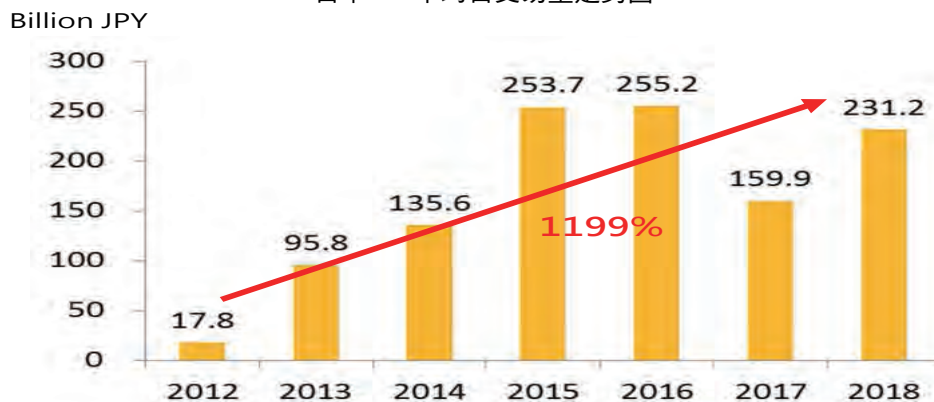
量極為驚人，2018年12月，日本期貨相關交易量占整體ETF交易量竟接近九成上下。日本導入期貨發展ETF產品後，成交量水漲船高，其中主要是槓桿／反向ETF的貢獻，自2012~2018年，日本ETF成交量暴增12倍。

日本期貨相關ETF 與 非期貨ETF規模占比



資料來源：日本交易所集團，元大投信整理，統計到2018年年底（單位：日圓）
交易量比重為2018年12月ETF交易量統計

日本ETF平均日交易量走勢圖



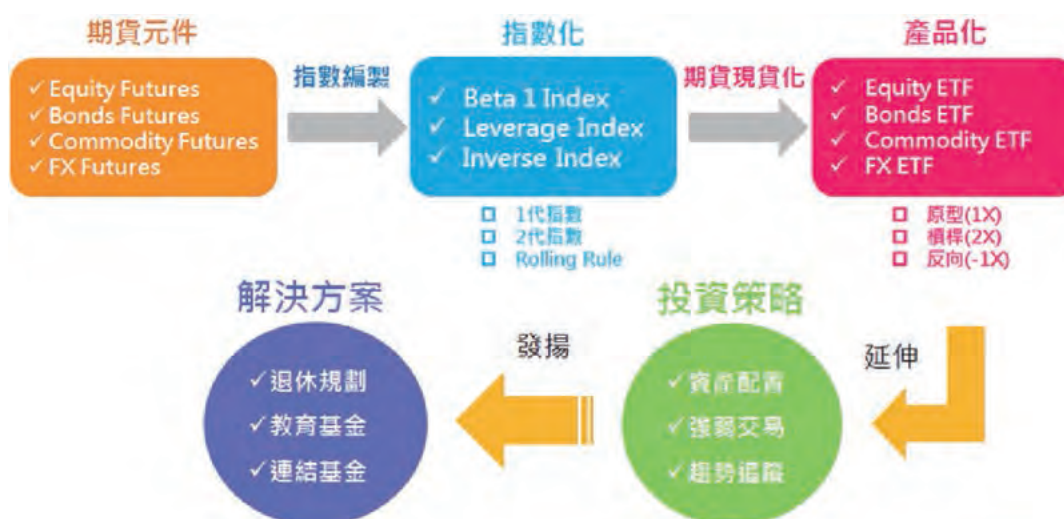
資料來源：日本交易所集團，元大投信整理，統計到 2018 年年底。

從亞洲各國發展可發現，期貨現貨化已經是國際發展主流趨勢，ETF市場導入期貨元素後可有效活絡ETF市場交易，可為資產管理業者延伸出最佳的解決方案，成為資產配置的重要元件，增添ETF市場活水。

另外，從指數編製的角度觀察，指數編製機構一開始運用期貨多元資產連結之特性，發行另類資產ETF（如：黃金、原油、白銀甚至VIX指數），以及槓桿反向期貨指

數（如：S&P槓桿/反向、滬深300槓桿/反向），但由於相關指數大多數均具高波動特性，因此其性質均接近交易工具；近年我們已發現期貨指數開始朝向資產配置元件的方向發展，例如美國國庫券期貨指數、或是美國S&P 500 期貨指數，而且均有相關ETF發行，顯見期貨ETF的角色已非單純波段交易的避險工具，更是已經朝向長期資產配置發展，其運用價值不斷地在提高。

期貨元件在指數型商品的運用演進圖



資料來源：元大投信



『股指期貨ETF』 成就期貨現貨化

期貨現貨化讓商品、原物料...等另類資產投資，變得更簡單。以日常大家生活最直接關係的咖啡豆來說，若是直接持有咖啡豆現貨，必須考慮到天災人禍，以及運輸、倉儲、庫存等成本；若是自行操作期貨則要考慮高額的保證金，以及到期的轉倉交易成本。不管哪種方式，對於一般投資人來說，困難度不小，但如果是投資咖啡豆ETF，就可以用最便利的證券交易模式布局咖啡豆行情走勢。

期貨現貨化不只僅可以連結運用在商品、原物料及另類資產上，若回歸到有關期貨的追蹤標的產品，目前最被投資人接受的是股指期貨，也可以設計成為股指期貨ETF。股指期貨ETF以簡單的方式解釋，就是投資股指期貨契約，並追蹤股指期貨指數的ETF產品。其特性是使用股指期貨編製為期貨指數，並透過期貨ETF的操作，達到同步、便利與準確之追蹤效果，不僅讓期貨現貨化，更增加了產品發展的多樣性。

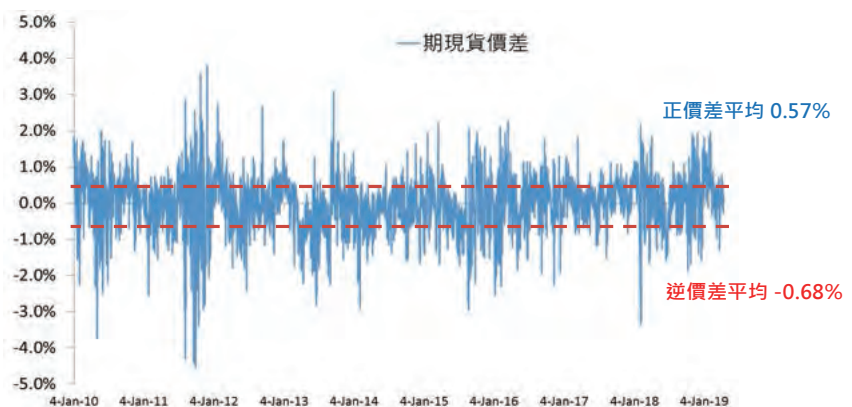
股指「期貨指數」與「現貨指數」有何差異？

過去大家對現貨指數的ETF並不陌生，以國內第一檔ETF元大臺灣50 ETF (0050) 為例，其基金管理操作方式主要以追蹤臺灣證券交易所

與富時指數公司合作編製的臺灣50指數，指數編製規則是選取台股市值前五十大公司，經理人定期依照指數規則檢視調整持股，與時俱進的作法，讓投資人買進一個籃子受益權單位的元大臺灣50 ETF，等同一次買進臺灣市值最大的50家公司成分股的投資機會。

而「期貨指數」與「現貨指數」到底有什麼差異呢？我們可以下圖MSCI新興市場期現貨日價差為例，2010年1月至2019年4月份期現貨正價差平均在0.57%，逆價差平均在0.68%，從圖中觀察可以分析出兩個面向，首先，從追蹤誤差的角度，期貨與現貨之間本有價差存在，股票槓桿/反向ETF，交易期貨以追蹤現貨指數，不免會受到基差影響。但運用股指期貨槓桿/反向ETF，交易期貨追蹤期貨槓桿/反向指數，將藉此免除基差衝擊達一定程度，或可提升追蹤效率。其二，從期貨指數授權的角度來分析，股指期貨指數編製及授權有別傳統的現貨指數，需整合期貨資訊公司與指數編製機構方能共同完成股指期貨指數之編製。

MSCI新興市場期現貨日價差



資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2010/01~2019/04。

股指期貨ETF 與 商品期貨ETF轉倉差異

傳統的商品期貨指數轉倉，大多為近月期貨轉次近月期貨，但由於許多商品及原物料期貨契約轉倉為正價差（Contango），若期貨指數單純只由近月期貨轉次近月期貨，其轉倉成本往往會大幅影響相關商品期貨ETF績效；最明顯的例子就是全球首檔原油期貨ETF - USO，該檔ETF在2009年原油現貨大舉反彈77.94%的時候，僅交出18.67%的

成績，落差高達59.27%，最主要的原因即在於原油期貨轉倉成本之衝擊。

然而股指期貨指數的近遠月轉倉特性，與商品期貨指數有太大的不同，以美國國際交易所（ICE）MSCI新興市場期貨為例，依照2009/9~2019/1時間區間之每月轉倉日價差計算，每次轉倉平均為 -0.23%（逆價差）。2010~2018年每年平均轉倉價差為-1.05%（請參考下圖）。

ICE MSCI新興市場期貨指數每年轉倉價差情形



資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2010/01~2019/04。

正因為股指期貨指數所連結商品本質為一籃子股票的概念，所以長期轉倉處於逆價差（Backwardation），也就是遠月價格較近月價格來的低，雖然股指期貨沒有持有股票的配股及配息，但因為轉倉的逆價差就會隱含著股利、股息的概念，而且不僅在股指期貨ETF會有此差異現象，倘若運用在債券型的期貨商品上以連結具有領息特性的債券者，也會有此類似之差異現象。

『股指期貨ETF』開創期貨ETF新紀元

股指期貨ETF的三大優勢

股指期貨ETF產品的3大優勢可分為「即時性」、「忠實性」及「效率性」。首先，即時性優勢來說，目前許多跨時區市場，比如說：歐洲與美洲的市場與臺灣股市的交易時間並未重疊，因此發行跨時區市場之ETF產品，相關ETF產品在臺灣交易時間內，其價格跳動是相對有限的，但由於期貨市場是



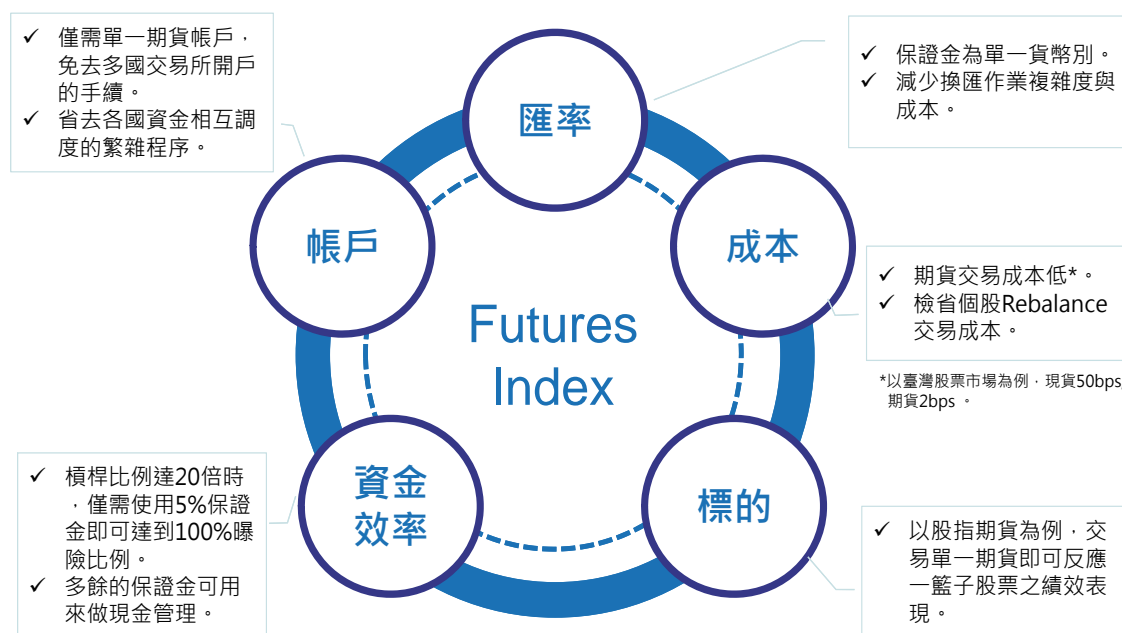
Market information

接近24小時跳動，因此即使在臺灣交易時間內，期貨ETF還是可以讓行情維持一定程度的波動，即時反映行情波動。境外ETF之投資標的，其交易時間若與臺灣交易時間未重疊，在臺灣交易時段內，其ETF價格波動將極為有限，無法有效反應市場供需，由於期貨接近24小時交易，運用股指期貨發行ETF產品，追蹤股指期貨指數，將可即時反應全球行情波動。

在忠實性優勢部分，跨國ETF常常因為外匯升貶影響報酬，股指期貨僅需要10%~20%的保證金即可創造100%的曝險，因此如果發行股指期貨ETF產品，只有少部分的保證金部位會有外匯曝險，以原型或反向ETF來說，大概只有原始保證金加計超額

保證金約20%的部位會被匯率升貶影響，而若以槓桿ETF來說，其原始與超額保證金合計最多也只有40%會受到匯率衝擊，因此相比傳統ETF產品，可以更忠實的反應指數績效。

效率性的部分，過往發行海外ETF商品，開戶、換匯、資金調度等作業都非常繁瑣，如果投資的市場橫跨不同區域甚至延伸全球，相關作業的複雜度更是呈現倍數成長，但若運用期貨布局跨國市場，只要交易單一標的即可達到布局特定區域國家的效果，相關前置作業極為精簡，而且僅需使用單一幣別之保證金，資金調度也換匯作業也相對單純，在操作上之難度與複雜度相對簡單很多。



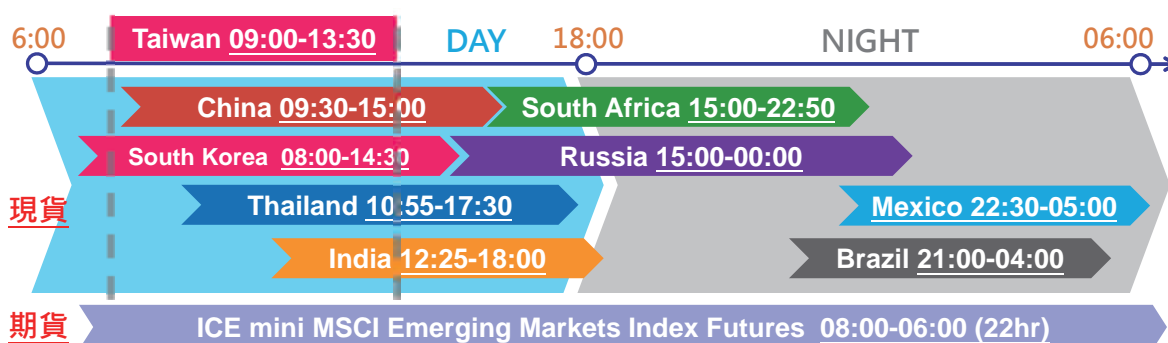
資料來源：元大投信

亞洲具代表性的股指期貨ETF

股指期貨ETF已於亞洲市場開始萌芽，2018年3月23日亞洲首檔MSCI新興市場指數期貨ETF在韓國發行，基金的曝險部位主要以MSCI新興市場期貨為主，有別於傳統的股票型的ETF。該基金運用美國ICE交易所發行的MSCI EM期貨指數來作為ETF指數主要追蹤工具，其主要是善用其該期貨的交易優勢，該期貨交易時間長達22小時，可即時反映新興市場國家股市的漲跌，因為

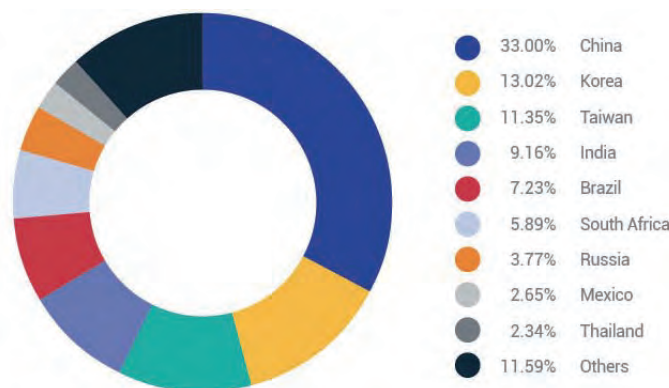
MSCI新興市場指數總共涵蓋26個國家，屬於區域型的期貨商品，其個別國家交易幣別均有差異，且其中有接近五成權重的市場，其大部分交易時間與韓國未重疊，韓國三星所發行的MSCI新興市場期貨指數ETF，可以創造一個可以忠實反映MSCI新興市場指數即時價格波動的交易元件，而且這個追蹤期貨指數的ETF產品，其所受到匯率波動的衝擊，遠較追蹤現貨指數的ETF產品要來得小。

MSCI新興市場國家TOP 9交易時間分布



備註：交易所交易時間統一為台北時間。(GMT+8)
資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2019/08。

MSCI新興市場國家權重分布



資料來源：MSCI，2019/3/29。



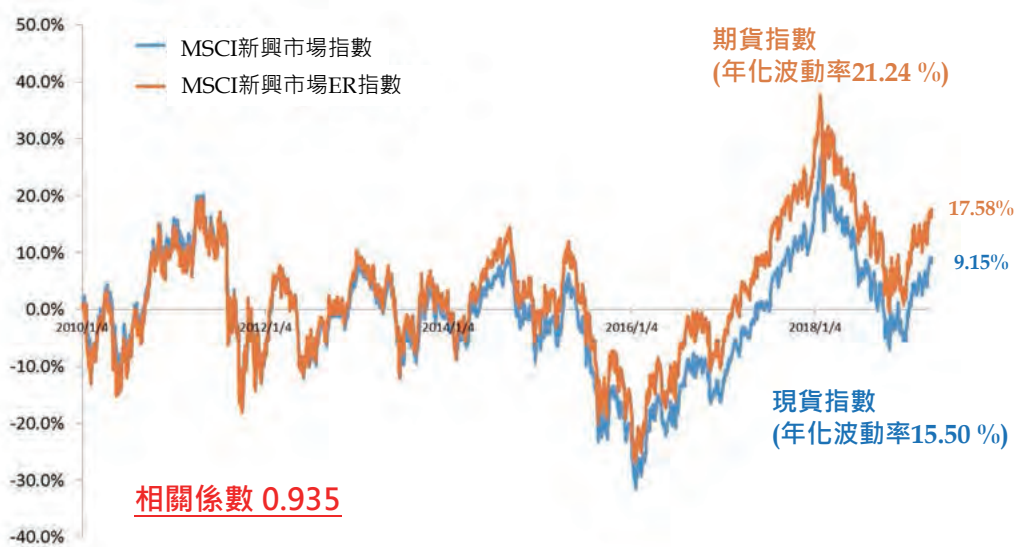
Market information

股指期貨ETF，具股息再投資（Dividend reinvestment）的概念

在上述我們曾提到股指期貨轉倉價差有別於傳統的商品轉倉，在股指期貨指數的轉倉機制中，也隱含了投資理論中的股息或股利再投資計畫（Dividend Reinvestment Programs, DRIP），亦即以簡單的方式做到投資的複利效果，將其發揮極大化。以MSCI新興市場期貨為例，MSCI新興市場期貨長期轉倉

呈現逆價差，有股利、股息隱含於轉倉價差內效果，歷史資料顯示，該期貨長期表現略優於MSCI新興市場價格現貨指數表現。股指期貨ETF打破傳統期貨ETF僅適合策略型的印象，股指期貨ETF將帶領期貨ETF走向資產配置，投資人更可以選擇其用來作為定期定額的投資標的。以美國洲際交易所（ICE）MSCI新興市場期貨為例，MSCI新興市場期貨指數長期下來優於MSCI新興市場現貨指數。

MSCI新興市場現貨指數 與 期貨指數累計報酬（美元計價）



資料來源：SGX, Bloomberg, 元大投信整理，2010/01~2019/04。

股指期貨ETF搭配選擇權，將創造股指期貨指數未來無限可能

除了單純的股指期貨指數外，國外交易所及指數編製機構在期貨指數的設計上，進一步加入了選擇權的搭配元素，例如保護性買權（Cover Call）策略的Buy Write指數及保護性賣權（Protective Put）策略的Put Pro-

tection指數，這些都是運用傳統期貨元件加上選擇權的避險元件混和搭配的期貨策略指數，目的為了降低傳統期貨指數設計上的波動率，在期貨指數的設計上運用期貨及選擇權的特性來加以變化，讓期貨指數的相關產品未來發展有無限的想像可能。

以國際上最具規模的前4大股指期貨策略指數ETF來看，有保護性買權（Cover Call）策略的Buy Write指數ETF就占了三檔，其中

最大的是以Nasdaq-100期貨指數的ETF，顯現期貨工具的運用在資產管理業者已變成一門顯學。

國際上TOP 4股指期貨、選擇權策略指數ETF

Symbol	ETF Name	AUM (\$ 百萬美元)
QYLD	Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF	\$624.98
追蹤指數	CBOE NASDAQ-100 BuyWrite V2 Index (BXN)	
PBP	Invesco S&P 500 BuyWrite ETF	\$325.46
追蹤指數	CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM)	
PUTW	WisdomTree CBOE S&P 500 PutWrite Strategy Fund	\$222.13
追蹤指數	CBOE S&P 500 PutWrite Index (PUT)	
HSPX	Global X S&P 500 Covered Call ETF	\$112.64
追蹤指數	S&P 500 Stock Covered Call Index	

資料來源：ETFdb.com，元大投信整理，2019/7/25。

股指期貨ETF，對國內資產管理業之價值所在

過往國內資產管理業對於期貨的定位，多半將其單純視為衍生性金融商品，其運用大多偏重於短期槓桿交易與避險，且其角色較近似為輔助元件，而非資產管理之主流。而在一般投資人的過往印象中，期貨高槓桿的特性也同時伴隨著高風險，如今，資產管理業者透過期貨現貨化的過程，反將其高槓桿及高風險的劣勢轉換為基金管理優勢，可

發現自2006年開始，期貨開始被大量使用於指數編製，發行期貨ETF產品，期貨指數涵蓋之資產類別也日益增加，其性質亦開始由交易工具走向資產配置元件，因此間接創造出資產管理業者產品設計的無限可能，相信未來如發行股指期貨ETF，將創造出期貨現貨化的新紀元。



特別報導



多元國際化發展趨勢下，期貨市場規模不斷擴大、商品創新步伐快速、增益避險功能更為彰顯，面對來勢洶洶的金融科技，不管是金融監理、法規遵循或交易人保護均需面對的課題，本單元特從不同面向報導，提供讀者參考。



面對金融科技，金融監理及法規 遵循所面臨之挑戰

◎ 崔平

前言

隨著科技日新月異發展，諸如大數據、人工智慧及雲端運算等技術逐漸實用，越來越多科技導向之創新發展吸引了人們注意，並逐漸為產業所利用，其中許多與傳統金融產業相關者，被稱為「金融科技」（FinTech），然所謂「金融科技」其實並無明確定義，根據金融穩定委員會（Financial Stability Board），「金融科技」係指「透過科技幫助金融創新，所造成對金融市場、金融機構及提供金融服務有重大影響之新商業模式、應用、流程或產品」。

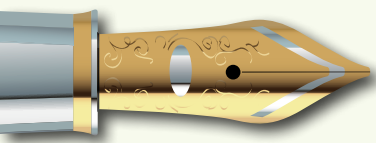
然無論何種金融科技，對金融機構的影響主要為兩種，一是利用金融科技改善其作業流程、節省人力或作業時間、降低風險，

一是利用金融科技找出先前所未能提供服務之客戶，或提供定位更精準之金融產品或服務，前者可使金融機構降低營運成本，後者則可增加營收，進而使金融機構得以提升獲利。

金融科技對金融監理及法規遵循之挑戰

隨著金融機構運用金融科技之機會提高，金管會陸續公布了《金融科技發展與創新實驗條例》及相關子法鼓勵運用科技創新金融商品及服務，並訂定了《銀行申請業務試辦作業要點》，鼓勵銀行於法規允許範圍內提供創新金融商品或服務，以提升競爭力並保護金融消費者權益。

除此之外，金管會在歷經數月審查後，



於七月底開放了連線商業銀行、將來商業銀行及樂天國際商業銀行等三家純網路銀行之設立，而就電子支付而言，亦陸續增加可用電子支付或信用卡至超商繳納款項之範圍，並預告修正《電子支付機構管理條例》且廢止《電子票證發行管理條例》，整合電子支付機構及電子票證發行機構，使電子支付業者得新增金流附隨業務及金流相關衍生業務，並開放跨機構間互通金流服務。

凡此種種，均可見主管機關面對金融科技所採取之開放態度，試圖打造一個對於金融科技更加友善的產業環境，然在此同時，對於金融監理機關及金融機構法規遵循而言，金融科技所帶來的風險及挑戰可能來自於先前無從想像之層面，以下依各風險及挑戰具體程度，由近而遠分別簡述之。

一、資安及個人資料保護之風險

資訊安全及個人資料保護風險容易混淆，其實兩者間有相同之處，亦有相異之處，依據《金融監督管理委員會資訊安全政策》第二點，資訊安全之定義在避免因人為疏失、蓄意或自然災害等風險，運用適當之控制措施，來確保相關資訊資產受到妥善之保護，而根據《金融監督管理委員會指定非公務機關個人資料檔案安全維護辦法》規定，個人資料事故係指個人資料遭竊取、竄改、毀損、滅失或洩漏之情形。資訊安全的目標在確保資訊之機密性（Confidentiality）、完整性（Integrity）及可用性（Availability），就這方面言，個人資料保護也同

樣講求資料之機密性（Confidentiality）、正確性（Accuracy）及如何使用（Accessibility）之問題，且兩者均要求取得資訊或資料之機關應負責任，遵循相關法令規範，故資訊安全及個人資料保護風險頗多重疊、相同之處。

但兩者間亦有相異之處，譬如資訊安全將資訊依據機密程度而有所區分，例如公開、機密、非常機密等不同等級，然只要足以直接或間接識別之個人之資料均屬於個人資料，是故未必所有個人資料均屬於資訊安全保護之範疇，另一方面，為確保資訊安全所採用之科技往往牽涉到個人資料，且有其必要性，但若以過於積極之手段保護資訊安全，亦有可能在無意間觸犯了個人資料保護法之規定，故有評論云：你可以確保資訊安全而不顧個人資料保護，但不可能確保個人資料保護而忽略資訊安全。

無論如何，資訊安全及個人資料保護間互有牽連，且隨著金融科技發展，兩者之重要性對於金融機構而言均更為提升。金融機構將更加倚賴資訊系統處理相關業務及交易，但金融機構受到駭客入侵、惡意程式網路攻擊等風險也隨之提高，除金融機構本身外，如有委託第三人處理相關業務或客戶資訊者，亦須特別注意該第三人是否已建立完善之資安保護措施。

另一方面，對於客戶個人資料保护的保障也須隨之提高，依據《個人資料保護法》及《金融監督管理委員會指定非公務機關個人資料檔案安全維護辦法》規定，金融機構



應注意於蒐集、處理及利用客戶個人資料時，是否已明確告知相關事項，並於特定目的內蒐集、處理及利用個人資料，或已取得當事人之同意。如有洩漏個人資料等安全事故，並應注意採取相關措施，以通知當事人事故事實及通報相關主管機關。

除此之外，值得注意的是在利用大數據時，往往使用的並非僅止於客戶之原始資料，而是透過大量的「後設資料」(meta-data)進行相關應用分析。所謂「後設資料」是指「關於資料的資料」(data about data)，如以電話通訊為例，通話雙方之談話內容即為原始資料，但通話之時間、長短、發話地點等則屬於後設資料。

依據《個人資料保護法》第2條第1款規定，所稱個人資料係指自然人之姓名、出生年月日等其他得以直接或間接方式識別該個人之資料。上述後設資料本身或許未必具有可識別性，但取得大量後設資料後，即可透過交叉比對識別出特定人身份，則是否應該依據個人資料保護法規定，取得當事人同意，或如此確保其蒐集、處理及利用係符合特定目的範圍之內，需要金融機構於處理該種資料前審慎思考。

二、委外相關規範之限制

諸如人工智慧、雲端運算和大數據等金融科技，均需要投入龐大資金用以建構相關軟、硬體設備及研發費用，除研發時間長外，最終亦未必能夠應用於實際業務，金融機構會發現透過將部份作業或服務委託予金

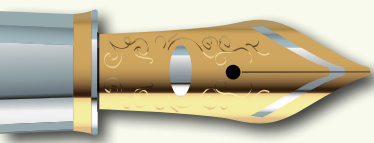
融科技業者處理，不但能控制成本支出，且較有效率和靈活。

惟目前金管會僅有銀行局訂定《金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法》(下稱委外辦法)，保險局參照該辦法訂定《保險業作業委託他人處理應注意事項》外，就其他業別並無訂定相關規定，即便是前述辦法和應注意事項最近修正亦已是103年，近來銀行局配合雲端科技發展已預告修正委外辦法，增訂金融機構將作業委託他人處理涉及使用雲端服務之應遵循規定，然金融科技並不以雲端服務為限，隨著未來金融業者與金融科技業者合作更為密切，更多樣化之金融科技將陸續被採用，相關法規是否能即時更新，以符合實務需求將是主管機關的一大重點。

而對金融機構來說，當其將作業或服務委託予越多外部機構，甚至由外部機構再進行複委託時，其所可能增加的作業風險、相關權責劃分將越難妥善控管，甚至可能涉及不同國家間的法規標準嚴格或寬鬆之比較，就個別金融機構是否有足夠能力評估，並確保相關法規均能有效遵循，將會是金融機構之一大挑戰。

除此之外，某些科技如雲端運算等係由少數跨國公司主導，除了可能造成集中性風險外，個別金融機構對此等公司所提供之服務或作業未必能有主導權，如何確保金融機構乃至客戶權益得到適當保護，將會是金融機構普遍所面臨的難題。

依據委外辦法第2條規定，「金融機構



作業委外如因受委託機構或其受僱人員之故意或過失致客戶權益受損，仍應對客戶依法負同一責任」，故金融機構須建立完善的內部程序或政策，以妥適決定受託機構的選擇，確保客戶權益保障及內稽內控制度完善，並且定期監督受託機構執行作業或服務，才能降低委外所帶來之風險。

三、跨境監理之挑戰

依據目前法規架構，如欲於中華民國境內經營銀行、證券、期貨或保險等相關金融業務，皆須依據各該管業法取得中央主管機關（即金管會）核准，如欲辦理外匯業務，尚須取得中央銀行核准，另依據103年3月27日金管銀外字第10350001020號函及105年5月10日金管銀外字第10550001770號函等規定，未經核准在臺設立據點之金融機構不得於中華民國境內提供金融服務，惟即便如此，仍有境外業者透過相關管道跨境於中華民國境內提供金融服務，例如106年3月，金管會即曾呼籲投資人勿透過非法之老虎證券投資外國有價證券，並稱已依法移請檢調偵辦。

隨著金融科技更加發達，類似的情況可能會更加嚴重。各國主管機關對於所提供金融服務的定義、是否須經核准、得從事業務之範圍和法規標準可能均有不同，這可能影響金融科技業者的營運模式和經營業務，並可能造成監理套利之空間，另該等金融科技業者可透過網路對臺灣投資人招攬業務，且因無需設置實體據點及雇用人力，可提供投資人更具誘因之條件，對臺灣經金管會核准之金融機構來說，將

會是難以對抗的競爭對手。

對此情形，主管機關或許只能透過加強與他國主管機關或國際組織之聯繫，加強監理機關間的合作，並且宣導本地投資人對於相關風險和權益保障的意識，以盡可能避免相關金融糾紛的發生。

對金融機構而言，在與金融科技業者合作或引進新種金融科技時，更須注意是否符合主管機關相關規定，且因世界各國法規架構及主管機關態度各有不同，尚難以某項金融科技已獲其他國家主管機關認可，即作為可於臺灣推動之依據，對此應特別注意。

四、金融科技的倫理及道德風險

惟就面對金融科技之所有風險中，最嚴重也最未知者，實為由此而生之倫理及道德風險，諸如大數據、演算法或人工智慧等科技，均有可能因為其決策或運算邏輯不透明或不完善，導致固有之歧視特徵受到強化，反而更不利於弱勢族群。

舉例來說，過往保險公司多倚賴客戶主動揭露其身體狀態，諸如個人或家族病史等，並依此資料決定保費，然美國已有保險公司提供客戶智慧運動手環等追蹤設備，藉此可以取得被保險人之運動、睡眠習慣及心律跳動等資料，依此判斷被保險人是否擁有正常的生活習慣及身體是否健康，並決定其保費之高低。此種做法或許可以讓保險公司更精準地計算保費收入及風險，然是否會基於某些人因生活條件等因素，未必能擁有固定運動習慣，而導致該等人無法投保，進而



喪失保險所能提供之規避風險功能。

銀行個人信貸也可能出現類似的狀況，目前銀行是否核准個人信貸多半取決於客戶當時及未來的財務狀況，但已有金融機構利用客戶使用社群媒體之狀態、交友數量及交談內容決定是否授與信貸，此種方式固然創新且或能更貼近客戶之實際生活，但也可能於無意間造成對未利用社群媒體者，特別是有前科者、未有固定收入或年紀較長客戶的不平等待遇。

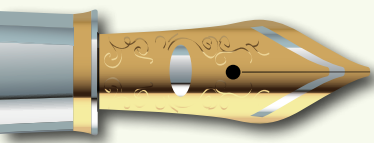
另一方面，機器人理財，或利用人工智慧自動選股等科技，當遇到投資失利的客戶糾紛時，也可能產生如何歸責的爭議。目前已有越來越多的基金聲稱其利用人工智慧做出投資決策，人工智慧除了比人類善於蒐集及分析投資標的之財務及業務狀況外，尚能透過分析網際網路中巨量的資料及數據，試圖提早於市場反應前做出投資決策，然而如果投資結果不若預期時，基金業者是否具備能力解釋人工智慧投資決策之過程，或如何證明其已盡善良管理人之注意義務及忠實義務，將是基金業者之一大考驗。

類似情形亦可能發生在其他利用人工智慧之金融科技，時下人工智慧之熱潮主要奠基於機器學習之迅速發展，亦即不再僅讓電腦按照人類所預先輸入之規則做決策，而是透過大量歷史資料，讓電腦自行從資料中透過運算歸納出決策規則，此種方式或許能避免人類固有的偏誤，然當人類無法清楚解釋，甚或理解電腦之決策規則時，勢將產生許多爭議。

結論

隨著金融科技的迅速發展，金融機構透過金融科技輔助改善流程或推出新產品、找出新客戶，勢必將成為一條沒有回頭的道路，然在此同時，金融機構將面對許多前所未見的風險，該如何確實地檢視風險、利用妥適的管理措施降低風險，也將會是金融機構在法規遵循上的一大挑戰；若從金融監理的角度而言，如何利用法規或檢查等監理工具，監督金融機構在運用金融科技時，能兼顧追求獲利與確保金融消費者權益目標下，又能保有金融科技的發展空間，亦將是監理機關所需面對的課題。





淺談期貨商防制洗錢及打擊資恐 控管措施

元大期貨法令遵循部 · 蔡華偉

前言

臺灣於1998年加入亞太防制洗錢組織（APG），成為會員國之一，有恪守防制洗錢金融行動工作組織（FATF）於2012年發布「防制洗錢及打擊資助恐怖主義與武器擴散國際標準40項建議」規範之義務，故我國政府近年持續修正防制洗錢及打擊資恐相關重要法規，其中包括2016年12月大幅翻修洗錢防制法，擴大洗錢前置犯罪適用範圍，避免過度限縮洗錢犯罪之成立，藉此降低洗錢活動之猖獗，以達健全防制洗錢體系、穩定金融秩序、促進金流透明等立法意旨。

鑒於政府機關、執法部門以及民間業者之實務需求，行政院洗錢防制辦公室於2018年5月發布「國家洗錢及資恐風險評估報

告」，揭櫫我國產業之行業及業務內容，經查「期貨商」雖具有證券交易犯罪及非法期貨代操等威脅，惟衡以「期貨契約」具規格化、於集中市場進行交易且過程公開透明、期貨商僅得承作主管機關核准及公告商品、不接受現金交易等產業特性，「期貨商」之行業洗錢及資恐弱點評估結果為「中風險」；據此，期貨商得參照前揭國家風險評估報告所提外部威脅及產業內部弱點分析，進行洗錢及資恐風險之辨識與評估，以判斷剩餘風險是否符合公司風險胃納，並持續優化相關控管作業及流程。

本文試梳理相關法令規定，並從「制度架構」、「作業執行」、「檢核機制」三大層面，淺談期貨商得採行之防制洗錢及打擊資恐控管措施，謹供各位先進參考。



八大防制洗錢及打擊資恐控管措施

一、制度架構面

(一) 內部規章之制定與實施

依據「洗錢防制法」、「資恐防制法」、「金融機構防制洗錢辦法」及「證券期貨業及其他經金融監督管理委員會指定之金融機構防制洗錢及打擊資恐內部控制與稽核制度實施辦法」等規範，期貨商應由董事會通過制定相關防制洗錢及打擊資恐計畫及政策，依此建立期貨商防制洗錢及打擊資恐風險辨識、評估及各項控管措施，以有效管理及降低已辨識出風險，並對高風險因子，採取強化控管措施；對於執行洗錢及資恐風險辨識、評估細部作業事項，另得經總經理核定內部作業規範，並製作盡職審查表單，供業務單位進行查訪及遵循。

(二) 三道防線建立

期貨商應致力於建立三道防線，以有效進行防制洗錢及打擊資恐作業之分工；「三道防線」分別藉由業務單位擔任「第一道防線」，由業務同仁對客戶進行身分確認及盡職審查，並使其督導主管負起業務風險與監督之責；「第二道防線」則透過法令遵循部制定相關防制政策與計畫、辦理教育訓練，並監督整體作業能有效落實；以及風險管理部依據期貨商風險管理機制及歷史資料，建立並持續優化可疑交易態樣控管及風險參數設定；「第三道防線」由稽核部依照內稽及內控制度，透過內部查核，獨立測試全機構控管之有效性，並就查核缺失或外部查核回

饋之意見，定期追蹤，確保即時或按照改善計畫完成改善。

(三) 防制洗錢及打擊資恐小組之成立與運作

為辨識及管理洗錢及資恐風險，期貨商得集合法遵部、風險管理部、結算部、資訊部等部門及人員成立「防制洗錢及打擊資恐小組」，定期召開會議，以共同討論、解決防制洗錢及打擊資恐相關事宜；另為有效規範本小組運作方式與各部室應配合事項，亦得訂定內部防制洗錢及打擊資恐小組運作細則，據此規範該小組之架構與職掌分工，建立跨部門合作，發揮綜效。

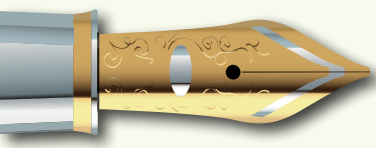
二、作業執行面

(一) 客戶盡職審查措施

依據洗錢防制法第7條第1項規定：「金融機構及指定之非金融事業或人員應進行確認客戶身分程序，並留存其確認客戶身分程序所得資料；其確認客戶身分程序應以風險為基礎，並應包括實質受益人之審查。」，故期貨商依法在與客戶建立業務關係時、發現疑似洗錢或資恐交易時、對於既有客戶過去取得身分資料之真實性或妥適性有所懷疑等不同時間點，應進行確認客戶身分作業，據此辨識客戶風險或發現可疑交易，相關重要控管措施臚列如下：

1. 落實「瞭解你的客戶 (Know Your Customer)」程序

期貨商業務單位於進行確認客戶身分時，應對自然人客戶，取得其官方身分證明文件（身分證號碼或護照）、



服務機關、工作內容、開戶原因或目的等資料；對於法人客戶，應取得其官方設立登記文件、章程或類似文件、實質受益人或高階管理主管姓名及職稱等資料，並查明該法人有無發行無記名股票、其股權結構是否複雜等內容，並依法保存相關紀錄。

2. 客戶姓名檢核作業

期貨商對於客戶應依據內部建置或集保結算所之防制洗錢及打擊資恐系統執行「姓名檢核」及「客戶資料檢核」作業，並留存查詢頁面；透過「姓名檢核」得確認客戶之姓名或國籍是否符合制裁名單（包含主管機關公告或函轉國際洗錢防制組織公告之制裁名單或有嚴重缺失之國家及地區，以及資恐防制法指定制裁或國際組織、外國政府認定之恐怖分子或團體等）；另透過「客戶資料檢核」得確認客戶是否為「重要政治性職務之人與其家庭成員及有密切關係之人」或「負面新聞人物」，據此依內部作業流程，由權責單位判斷是否與該名客戶進行業務往來，或辦理調高風險控管、加強盡職審查、續行依法申報等事宜。

3. 進行客戶風險識別審查

為有效控管期貨商客戶洗錢及資恐風險之狀況及變化，應於特定時機對客戶進行風險識別審查，例如：新客戶首次建立業務關係、既有客戶加開交

易帳戶或與新增他項業務往來關係、客戶身分與資訊有重大變動等時點，依各期貨商所設定之風險因子及參數評估客戶風險，針對不同風險等級之客戶，依據風險基礎方法進行差異化之風險控管措施。

4. 強化高風險客戶盡職審查

依據金融機構防制洗錢辦法第6條第1項第1款規定，期貨商應依法對於高風險客戶進行加強確認客戶身分及審查措施，例如：定期審查高風險客戶個人重要資料及交易情形、採取合理措施以瞭解高風險客戶財富及資金來源等，據此強化審查之頻率及密度，以有效控管期貨商之客戶既有風險。

（二）客戶帳戶及交易持續監控程序

依據金融機構防制洗錢辦法第5條、第6條、第9條等明文，皆規定金融機構應對客戶之身分、帳戶或交易情形進行持續審查，故期貨商完成客戶風險等級辨識與分級後，就客戶身分專屬之風險評估結果，應持續進行客戶帳戶及交易監控機制；準此，期貨商應參照期貨公會「期貨商暨槓桿交易者疑似洗錢或資恐交易態樣」以及全機構洗錢及資恐風險評估結果等，自行訂定疑似洗錢或資恐交易態樣，建立帳戶及交易面監控標準，並透過系統及人工判斷方式，依所訂檢核頻率定期篩選客戶交易是否有異常情形，藉此辨識是否有利用人頭戶違法代操、內線交易、操縱股價等不法行為，以持續進行客戶及其交易之風險控管。



（三）疑似洗錢或資恐交易申報

當客戶身分或交易行為觸及疑似洗錢或資恐交易態樣時，期貨商應由權責單位全程保密並透過內部作業流程進行審查，倘合理懷疑客戶涉及疑似洗錢或資恐交易時，應盡速依法向法務部調查局進行可疑交易申報，以有效防止犯罪所得流竄。

三、 檢核機制面

（一）定期檢視風險控管因子及參數

期貨商得透過風險管理部定期檢視內部風險情境、參數及交易控管態樣內容，並由其提出相關建議或改善措施，以提高交易態樣檢核之有效性；另期貨商亦得參照國家風險評估報告及期貨商全機構風險評估報告內容，不定期調整高風險因子之風險參數，或採行限制交易金額、交易量等控管措施。

（二）定期進行全機構洗錢及資恐風險評估

依據洗錢防制法第6條第1項第4款規定，金融機構應依其洗錢與資恐風險及業務規模，建立洗錢防制內部控制與稽核制度，並定期更新防制洗錢及打擊資恐風險評估報告，另依中華民國期貨業商業同業公會「期貨商暨槓桿交易者防制洗錢及打擊資恐注意事項」範本（106年11月版）第11條第2款規定，期貨商應製作風險評估報告以辨識、評估與管理洗錢及資恐風險；據此，期貨商應建置符合規範之全機構洗錢及資恐風險評估方法論，並對於地域、客戶、產品及服務、交易或支付管道等項目評估「既有風險」；

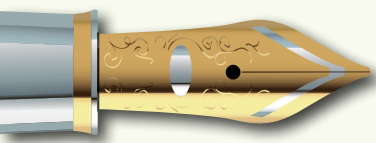
另應依風險基礎方法（RBA）建構與洗錢及資恐風險相當之抵減措施，將有限資源投注在風險相對較高的項目，以有效控管洗錢及資恐風險。

結論

近年來，為因應2018年亞太防制洗錢組織（APG）第三輪相互評鑑，金融業積極投入大量資源及人力，全面強化整體防制洗錢及打擊資恐政策及控管措施；終於在今年6月傳來捷報，亞太防制洗錢組織（APG）將我國列為最佳的「一般追蹤」等級，我相信此一消息讓全體金融從業人員感到欣慰及驕傲，大家的努力沒有白費，惟防制洗錢及打擊資恐工作是一條永不止息的道路，期貨商亦應持續優化整體打擊資恐及防制洗錢制政策與措施。

2019年下半年，期貨商另應依據「期貨商法令遵循之評估內容與程序標準規範」、「期貨商法令遵循風險管理及監督架構參考實務守則」等規定辦理法令遵循風險評估及管理事宜，顯見期貨商應全面執行風險控管機制，以確實遵循法令、強化公司治理並維護交易人權益。





自期貨經紀商角度淺談公平待客原則

華南期貨法令遵循部 ◉ 李騏璋

前言

自全球歷經2008年的金融海嘯後，各國政府為重建金融消費者對於號稱百業龍頭的金融服務業及政府監理功能的信心，越加重視金融消費者的保護，且於2011年10月間，國際經濟合作組織（OECD）於法國巴黎召開「二十國財政部長和中央銀行行長會議」，正式通過「G20高層次金融消費者保護原則」（G20 HIGH-LEVEL PRINCIPLES ON FINANCIAL CONSUMER PROTECTION），其中一項重要原則為「金融服務業於金融商品或服務之整體交易過程，應以公平合理之方式對待金融消費者」（All financial consumers should be treated equitably, honestly and fairly at all stages of their relationship with

financial service providers），即「公平待客原則」（Equitable and Fair Treatment of Consumers）內涵，金融消費者保護制度是國家金融法制的進步指標，不證自明。

我國政府為提升金融消費者的保護並建立制度性保障，更須增列及強化保護金融消費者規範、行政管制措施並明訂罰則，故我國金融消費者保護法（以下簡稱金保法）業於2015年修正公布並施行，其中金融消費者保護法第一條即明訂「為保護金融消費者權益，公平、合理、有效處理金融消費爭議事件，以增進金融消費者對市場之信心，並促進金融市場之健全發展，特制定本法。」。



金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）為利金融服務業者遵循法規，重視並落實金融消費者保護，依行政程序法第165條為行政指導，經蒐集彙整金保法第二章「金融消費者之保護」規定、各金融業業法中對於專業人員專業性相關規定及金管會民國104年5月25日金管法字第1040054727號函有關建立金融消費爭議處理制度（含 SOP）函示內容，訂定「金融服務業公平待客原則」（以下簡稱公平待客原則），作為金融服務業者推動與執行金融消費者保護參考原則。

公平待客原則簡述

參照金管會民國104年12月31日金管法字第1040055554號函令，公平待客原則的法律性質屬於行政指導，不具法律上強制力，其內涵包含數個子原則及多項執行層級，金融服務業者須建立相應政策及策略，並納入內部控制及稽核制度。

分別就上述子原則及其應注意加強事項、執行層級，針對期貨經紀商的遵循內涵，簡述如下。

一、公平待客原則的子原則

（一）訂約公平誠信原則

1. 契約內容應遵循定型化契約範本及應記載及不得記載事項規定，定型化契約非有必要，不得訂有不利客戶清楚瞭解所應負責任而顯失公平合理的不確定概括條款，並應注意配合法規與

時修正，又變更契約事項自應取得客戶同意並留存軌跡。

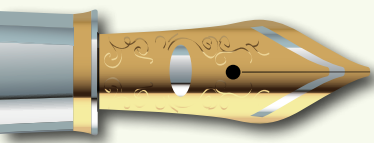
2. 契約重要事項應以粗體或不同顏色之醒目方式表達，比如應於開戶契約明訂因提供金融商品或服務所生爭議事件處理程序，並以顯著字體或任何可行方式告知客戶申訴管道。

（二）注意與忠實義務原則

1. 應注意業務人員是否有冒名替客戶開戶甚至代操期貨交易等情事。
2. 應依據受託契約條款正確核算保證金、帳戶權益數，並忠實傳達金融商品或服務參考價格予客戶，並注意依法代為沖銷義務之執程序與時點。
3. 跨業或集團共同行銷金融商品應事先取得客戶同意，並留存軌跡。
4. 應注意客戶資料安全維護、運用方式、處理形式的妥適性，如辦理個人資料清查及訂定保護管理機制、研擬個資保護計畫並定期演練後檢討改善、建立個資控管、加密、過濾篩選機制，凡個資蒐集均應以適當方式揭示目的並取得客戶同意。
5. 受任人（受託人）本於公平忠實原則，應於必要及合理範圍內，為其客戶議定最優惠待遇。

（三）廣告招攬真實原則

1. 銷售文件應注意是否有誤導客戶所提供服務或金融商品為無風險保本商品的可能，並應盡可能揭露及宣導涉及客戶權益重要資訊；文宣廣告亦應衡



平表達期貨交易涉及之相對風險及可能產生費用，不得僅強調獲利面向。

2. 開戶契約，包括但不限於受託契約及風險預告書所揭露事項，應確認其內容真實性，亦不得以不當話術進行招攬或行銷。

(四) 商品或服務適合度原則

1. 所設計客戶風險屬性評估表，應能有效辨識客戶的風險承受度，以評估客戶財力覈實核給客戶交易額度，並完成對客戶之風險解說。
2. 應確實辦理客戶風險屬性評估作業，若有顯著差異則須再次確認，即須確實檢核客戶變動資料正確性。
3. 應確實辦理專業法人等特定投資資格認定，確實填寫辦理金融服務適合度作業，落實瞭解客戶對服務適合度。

(五) 告知與揭露原則

1. 就買賣報告書、月對帳單、官網客戶權益重要事項揭露應完整並確實通知客戶；對應付予客戶之款項，應建立檢核機制，確保出入金等客戶權益通知完善。
2. 開戶文件或銷售公告應注意風險預告，以適當方式使客戶確認已確實接收完整訊息，並以顯著字體或方式揭露風險警語或表達重要事項內容。

(六) 複雜性高風險商品銷售原則

依金管會金管法字第10400546460號令，金保法所謂複雜性高風險商品係指「結算或比價期數超過三期且隱含賣出

選擇權之衍生性金融商品或槓桿保證金契約」及「連結結構型商品之投資型保單」，期貨經紀業務的受託買賣行為雖不屬前述銷售上列複雜性高風險商品的行為，僅係經紀經金管會核定的各期貨交易所上架金融商品，仍應依法令進行風險說明，並提供客戶風險預告書。

(七) 酬金與業績衡平原則

1. 遵循中華民國期貨業商業同業公會會員公司業務人員酬金制度應遵行原則。
2. 對業務人員績效衡量或業績獎勵的核給，應注意勿僅以業務人員業績目標達成為計算基礎，應將客戶權益、金融商品或服務對公司及客戶可能產生之各項風險、教育訓練時數出勤狀況、稽核缺失、客戶紛爭、KYC等非財務指標因素以合理比例納入評核基準，並綜合考量。
3. 不應對特定金融商品給予較高獎酬，以維護銷售專業性及中立性。
4. 為避免業務人員追求短期業績成長，忽略金融消費者保護與長期業務及獲利穩定性，業務員獎金應妥適分批遞延發放。

(八) 申訴保障原則

1. 針對建立客戶申訴處理機制，除包含建立合理調查程序及處理機制、層級化回報體系、對爭議事件積極討論，以強化作業控管外，應檢討作業流程之妥適性，以降低客訴風險。



2. 應妥善處理客戶申訴案件，不得將陳情、檢舉或申訴案件全部交予欠缺獨立性的被檢舉或申訴單位處理，並應設簿登記控管以利追蹤考核。
3. 應落實客訴案件的後續管理及陳報作業，除將總分支機構所受理客戶爭議案件均納入控管外，應分析客訴案件資料及處理進度並彙報董事會，協助董事會及高階管理階層審視金融消費者保護執行情形，並通盤檢討相關機制的妥適性與有效性。

(九) 業務人員專業性原則

1. 應建立業務人員相關證照及經歷等資格條件的控管機制，僅得由具備資格條件的權責人員辦理相關業務。
2. 確實辦理教育訓練，除教育訓練相關作業文件及教材須審查其妥適性、辦理教育訓練及參與者應建立簽到簿等覆核機制外，應留存相關資料以檢討改進教學內容。

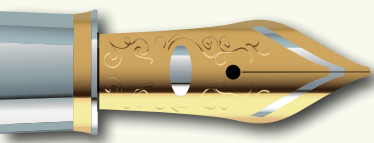
二、期貨經紀商的公平待客執行層級

- (一) 應建立重視金融消費者保護的企業核心文化，可由董（理）事會層峰及高階管理者宣示、推動，使其成為全機構價值體系與行為準則。
- (二) 訂定「公平待客原則」政策，作為相關部門訂定「公平待客原則」策略的最高指導原則，並應經董（理）事會通過。
- (三) 應依據「公平待客原則」政策、相關

金融消費者保護法規及自律規範，並參考各級法院判決案例及相關保護機構之決定書及調處書等，針對其業務制定「公平待客原則」策略，確保各部門執行業務、契約履行、服務諮詢及客訴處理等過程均能公平對待客戶，遵循金融消費者保護相關規定。

(四) 「公平待客原則」之執行

1. 除訂定具體執行各項「公平待客原則」策略的內部遵循規章、行為守則或作業流程外，應將其納入教育訓練課程，定期辦理教育宣導及人員訓練。
 2. 由董（理）事會指定高階管理人員或部門負責規劃及推行，且應有適當部門或人員監督各部門「公平待客原則」之執行，並於高階主管會議提出檢討、訂定具體解決方案，向董（理）事會定期報告執行情形、提報重大消費者保護議題或爭議，董（理）事會更應提出討論意見或指示並持續追蹤後續處理進度，彰顯重視程度。
 3. 發生客戶申訴案件或金融消費爭議時，應依金融消費爭議處理制度SOP及相關內規，適時、妥當處理，並檢視有無違反「公平待客原則」或金融消費者保護法規之情形，適時修正「公平待客原則」策略。
- (五) 凡有關「公平待客原則」之內規訂定及執行，均應納入內部控制及稽核制度。



公平待客原則評核機制

參照民國107年11月22日金管會金管法字第1070119566號函令，民國108年起實施「金融服務業公平待客原則評核機制」以瞭解金融服務業者落實公平待客原則執行情形，除前述9項子原則外，其中評核表中第十項衡量指標「董事會推動之重視及具體作為等情形」為業務面與監理面的差異化監(管)理指標，更彰顯金管會等主管機關宣示從根本原因、從上到下降低客訴、解決金融消費爭議產出可能的決心。又金管會明示將配合業務監理及金融檢查，追蹤各金融服務業者對於「公平待客原則」之落實情形及其成效，做為對該金融服務業者開辦新種業務得否獲准、金融檢查頻率等重要參考指標。

金管會透過確立公平待客原則以及建立評核制度循循善誘，引導金融服務業者逐步落實並建立處理流程，更使法律性質本屬於行政指導而不具法律上強制力的公平待客原則，將具有類似行政命令的法律性質與效力，是出自期待能促進金融服務業建立以「公平待客原則」為核心的企業文化，除擬定政策及策略並確實執行，提升自金融服務業層峰至基層員工對於金融消費者保護之認知及金融消費者保護相關法規之遵循，以降低違法成本甚至訴訟成本，並增進金融消費者對於金融服務業的信心與信任，助益我國金融服務業之永續發展。

結論

自上述說明，可以想見所謂「公平待客原則」實質上仍屬於抽象的根本性原則，甚至可以認為屬於不確定法律概念，其範圍難以明確予以積極定義，更遑論將所涉及違反態樣一一於法令中加以列示，再由金融服務業者比照辦理。

參照民國108年5月2日金管會金管檢制字第1080600124號函令，金融服務業者須於辦理公平待客自評作業時，檢視有無應加強事項或類似情形發生，確實建立控管機制並檢討作業流程，且自評範圍不應以該函令所列釋例為限。故金融服務業者宜自行建立彙整違反「公平待客原則」的態樣範本，再檢視實務上是否有違反「公平待客原則」態樣事件已經發生或可能發生的風險。

對於金融服務業者而言，為確切落實公平待客原則並形成組織制度甚至企業文化，並非僅是字面文義上的遵守或法令規範的「見樹」，而是有賴金融服務業者本於全面檢視、自律導正等原則，自發性從上而下徹底貫通，並橫向逐漸形成及彙整違反態樣的「種樹」，才得以「見林」，以有效完善提升對金融消費者權益的保障。





我國期貨經紀商與交易人間之法律關係初探

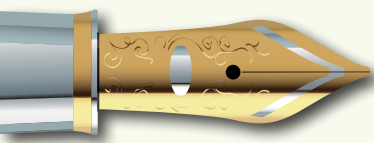
金融法制暨犯罪防制中心董事長◎邵之雋

我國現行期貨市場採兩段式運作機制，一為期貨經紀商接受客戶委託下單之行為並向期貨交易人收取報酬，其次期貨經紀商以自己名義為客戶下單及做計算。同時，期貨商經營業務應以公平、合理方式為之，所收取酬勞或費用應考量相關營運成本、交易風險、合理利潤及客戶整體貢獻度等因素，不得以不合理之收費招攬或從事業務。參考證券交易法第15條及第16條規定：「依本法經營之證券業務，其種類如左：一、有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務。二、有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務。三、有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務。」同法第16條規定：「經營前條各款業務之一者為證券商，並依左列各款定其種類：一、經營前條第一款規定之業務者，為證券承銷商。二、經營前條第二款規定之業務者，為證券自營商。三、經營前條第三款規定之業務者，為證券經紀商。」是以，證券經紀商為得經營有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機

關核准之相關業務者，期貨經紀商代理期貨交易人下單，與證券經紀商屬性類似，惟期貨經紀商與期貨交易人間雙方之法律關係究為行紀、居間或代理，期貨交易法及相關子法並未明確規範。

一、期貨經紀商與期貨交易人間之法律關係

依前述期貨經紀商與期貨交易人間之法律關係可分為兩階段，前段為期貨經紀商受客戶委託與交易相對人成立期貨交易之法律關係，後段為期貨經紀商向期貨交易人收受手續費以自己名義受託為其從事期貨交易之行為。期貨經紀商為期貨交易人處理事務之前段關係，一般認為屬有償委任關係，依民法第535條規定應以善良管理人注意義務為之，後段期貨經紀商係以自己名義為期貨交易人下單，一般認屬行紀關係，依據民法第576條規定：「稱行紀者，謂以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業。」又依民法第577條規定：「行紀，除本節有規定者



外，適用關於委任之規定。」民法第535條規定：「受人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之」，期貨經紀商必須以自己名義承擔因交易所產生之法律效果，期貨交易人權益並不受影響。而依民法第103條規定，代理人於代理權限內，以本人名義所為之意思表示，直接對本人發生效力。前項規定，於應向本人為意思表示，而向其代理人為之者，準用之。故期貨經紀商替期貨交易人下單，即使外部行為與代理行為或有出入，但內部法律關係在外部有代理本人處理事務與收取報酬上與代理並無二致，故負擔代理人注意義務應無疑義。

惟依1999年5月5日已廢止之國外期貨交易法第4條第6款曾規定「期貨經紀商指受期貨交易人委託向國外期貨交易所為期貨交易之行紀或居間者」。依民法第565條規定，稱居間者，謂當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為訂約之媒介，他方給付報酬之契約。可見居間有二種情形，一為報告訂約之機會，一為擔任訂約之媒介，最高法院60年度台上字第1217號判決意旨即採此見解。法務部101年5月2日法律字第10100564980號函亦曾闡明社會上之介紹業亦即所謂經紀人，屬於民法上居間契約，又不論係報告居間或媒介居間，皆止於使契約成立之階段而已，其並不代他人以自己或他人名義訂立契約，故亦異於代辦商與行紀。按期貨交易運作架構，期貨交易人及期貨商會先簽訂委任契約，由期貨經紀商以自己名義為期貨交易人提供下單交易服務，而期貨

交易人則給付報酬予期貨經紀商，且期貨經紀商並會逐日計算期貨損益並交付報告書予期貨交易人。此架構與民法第565條的居間本質：「稱居間者，謂當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為訂約之媒介，他方給付報酬之契約。」本質顯屬有間，是以實務上鮮少人認為期貨經紀商與期貨交易人係屬居間性質。

綜上，期貨商在期貨交易之法律關係，究與民法類型化契約關係或有所不同，無法一體適用，必須就個別行為的法律關係觀之，這也是具有管制或社會性質商業行為之共同特色。惟在期貨商與期貨交易人間，期貨商有代理權限與受有報酬與代理並無二致，故在其範圍內應負相對之注意義務則無疑義。

二、善良管理人注意義務意涵

依前述分析，期貨經紀商與期貨交易人間存在委任關係，依民法第535條規定，受人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之，其他之有償契約如租賃契約、合夥契約亦是。若為無償契約，則僅要求盡到跟處理自己事務一樣的責任即可。則何謂善良管理人注意義務，參酌委任之立法理由僅說明，受任人之處理事務，為顧及委任人之利益計，自必特加注意，而其注意之程度則又視其受有報酬與否而不同。其未受報酬者，只須與處理自己事務，為同一之注意即為已足，其受有報酬者，則須以善良管理人之注意為之，否則應負損害賠償之責。則善良管理人之注意義務



具體內容為何？如何認定違反？有進一步藉由司法實務判決檢視之必要。

由相關司法判決可知是否已盡善良管理人之注意義務之判斷，係以過失種類作為判斷標準，所謂過失，係指行為人雖非故意，但按其情節，應注意、能注意而不注意，或對於侵權行為之事實，雖預見其發生，而確信其不發生者而言，故過失即為注意之欠缺，民法上所謂過失，則依其欠缺注意之程度可分為抽象的過失，具體的過失及重大過失三種，抽象的過失為應盡善良管理人之注意而欠缺者，為具體的過失為應與處理自己事務為同一注意而欠缺者為，重大過失則顯然欠缺普通人之注意者。故有無抽象之過失，係以是否欠缺應盡善良管理人之注意而定。具體的過失則以是否欠缺應與處理自己事務為同一之注意而定，重大過失則以是否顯然欠缺普通人之注意而定，實務上最高法院42年度台上字第865號民事判例、最高法院79年台上字第1203號民事判決、最高法院93年台上字第851號民事判決等皆採此說。

至於何謂善良管理人之注意義務，法院判決則多係指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失，其注意之程度應視行為人之職業性質、社會交易習慣及法令規定等情形而定。至於專門職業人員，則基於與當事人之信賴關係，並本於其專業能力、工作經驗及職業責任，在執行業務時，對於相對人或利害關係人應負有保護、照顧或防範損害發生之注意義務，如

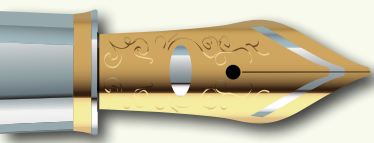
最高法院100年度台上字第328號民事判決、最高法院100年度台上字第856號民事判決。

另參考銀行銷售連動債商品的判決，法院則以銀行是否具有專門知識者就專門領域上對他方所為之闡示，或具有資訊優勢者對於他方之狀況或情勢的報告或傳達，以供投資人參考。倘金融商品之銷售業者(代銷業者)已將投資金融商品之性質、基本風險高低、配息率、獲利率及保本與否等一般投資人最關注事項，告知投資人，當認投資人已被告知充分之資訊。投資人在被告知充分資訊之前提下，對於健全之自我意識所為之意思表示結果應負起結果責任，如此始符合資訊化社會之特性及金額商品交易之特性。故投資人自應就其中途回贖時需承擔之風險，負起結果責任，如臺灣高等法院臺南分院99年度金上易字第1號民事判決。

參照相關法院判決似可推論，期貨經紀商依規執行業務無法逕認為已盡善良管理人注意義務，以期貨經紀商接受期貨交易者開戶時，所應作之告知事項或風險預告書之簽訂為例，如遇交易糾紛時，似仍須視個案實際狀況就期貨經紀商之告知程度或是風險預告書之編排、字體大小等等，加以認定，同時應由期貨經紀商負已盡善良管理人注意義務之舉證責任。

三、期貨經紀商之注意義務範圍及認定

依金融消費者保護法第7條第3項規定：「金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；其提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務。」




其立法理由載明參酌信託業法第22條及證券投資信託及顧問法第7條而定，因信託業及資產管理服務之行業特性皆以為他人管理資產並受有報酬，故而被課以善良管理人注意義務。而期貨經紀商為依期貨交易法設立之期貨特許事業，並以自己名義為客戶進行期貨交易並收取一定手續費之金融服務機構，自應遵循上開盡善良管理人注意義務之規定，惟期貨經紀商應盡之善良管理人注意義務之法律意涵為何？如何認定已盡善良管理人注意義務？金融消費者保護法及相關期貨法規亦無進一步規範，當發生爭議時，是否應回歸前開民法之相關契約關係之規定予以認定？

期貨經紀商與期貨交易人間依前所述為有償之委任契約關係，且有金融消費者保護法之適用，自應負有善良管理人之注意義務，且貫徹在整個期貨市場交易作業循環中，即從受託期貨交易前之開戶徵信、風險告知、受託契約之簽訂、收取保證金，至下單後之成交回報、盤中洗價及收盤結算作業編製報表等。綜觀期貨交易法及相關法規，雖未明訂善良管理人注意義務內涵，惟主管機關為維持期貨交易市場之交易秩序，已在相關期貨商管理規則及自律規範中規範期貨商應遵循之義務。因期貨交易具高風險性，期貨經紀商應對期貨交易人之職業、交易經驗、財力及風險承受度等應相當程度之了解，在開戶徵信時，期貨商應遵循期貨商管理規則及中華民國期貨業商業同業公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則；同時依期貨交易法第65條規定，由具業務員資格者告知各種期貨商品之性質、交易條件及可能之風

險，並應將風險預告書交付期貨交易人；依期貨交易法第37條至第41條及期貨商管理規則第40條及第41條規定，依客戶指示履行買賣義務並通知與報告。

四、小結

期貨經紀商與期貨交易人間，期貨經紀商因受有交易報酬，應對期貨交易人負有善良管理人之注意義務。雖期貨相關法規並未明定期貨經紀商應盡之善良管理人注意義務範圍，然主管機關基於維護期貨交易秩序之必要，訂有相關市場規範或應遵循事項，或由公會訂有自律規範，相關規範所規定之「應為」或「不得為」之行為均屬期貨經紀商在其執行期貨特許業務時應遵守之義務。

期貨經紀商與交易人間之契約內容並非可全然依契約自由原則訂定，有關主管機關之規定、公會之自律規範及與期貨交易所之約定等，皆會內化於期貨經紀商與交易人間之契約中，該契約之性質即與一般契約有別，因期貨經紀商具特許事業之身分及期貨交易之特性，契約中具有多項公法上之義務應遵守，諸如開戶時之徵信以及代為沖銷等，惟此皆屬期貨經紀商之法定義務，在契約中約定應僅具告知客戶之性質，尚非雙方可自由約定事項，上開法定義務應非期貨經紀商之盡善良管理人注意義務範疇。 

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

專題報導



為提升我國金融新創市場的競爭力，期在建構金融新創業者友善發展環境的同時，亦能降低其所面臨的法制及監理風險，本刊特以櫻桃支付案為例，探討金融新創P2P在我國發展所面臨的洗錢防制規範及監理風險，提供讀者參考。



探討金融新創P2P在我國發展所面臨的洗錢防制規範及監理風險-以櫻桃支付案為例

行政院洗錢防制辦公室諮詢研究員◎林咏儒

壹、前言

金融新創P2P業者CherryPay（下稱櫻桃支付）於今（2019）年3月被臺北地檢署以違反銀行法起訴，原因為涉嫌地下匯兌，也就是未經核准而辦理國內外匯兌業務¹。櫻桃支付為臺灣「金融科技創新園區」（Fin-TechSpace）第二梯次新創培育團隊，於2016年10月在臺灣開始營運，提供會員小額跨境代付服務，也就是透過P2P（Peer to Peer）模式媒合臺灣與中國間願意以當地貨幣代付款項的對象，用以省去必須透過「銀行」進行國際匯款所產生的高額匯費（含匯款手續費、中轉行手續費及解款行手續費）。此支曾經被看好的新創團隊，在2017年入選新加坡最大新創加速器Startupbootcamp

TOP 10²，並於2018年向金融監督管理委員會（下稱金管會）申請進入金融科技創新實驗（下稱監理沙盒），如今卻因未能落實洗錢防制規範而被濫用於詐騙及洗錢行為，並被我國檢調以涉及地下匯兌起訴，似已對我國金融新創圈造成一股寒蟬效應。本文將先介紹金融新創P2P技術及所提供的商品和服務，再從防制洗錢金融行動工作組織（The Financial Action Task Force, 下稱FATF）之規範，比較我國洗錢防制法規定，最後檢視金融新創P2P業者在我國發展所面臨的法制及監理風險，期在促使新創業者落實洗錢防制義務下，也能同時提供一個最有利於新創發展的法制環境，以提升我國金融新創市場的競爭力。

1 請見 ETtoday 新聞雲，臺灣之光涉地下匯兌獲利 4 千萬元櫻桃支付創辦人遭起訴，網址：<https://www.ettoday.net/news/20190308/1395016.htm>（最後點閱日：2019年8月5日）。

2 請見 CherryPay fb 官網：<https://www.facebook.com/cherrypayfans/>（最後點閱日：2019年8月5日）。



貳、金融新創P2P

一、P2P技術介紹

P2P (peer-to-peer, 下稱P2P), 稱之為點對點或對等式網路, 也就是沒有中心伺服器, 依靠用戶群 (peers) 直接交換資訊

的網際網路體系。在P2P技術發展以前, 所採取的是用戶端-伺服器架構 (Client-server model), 或稱主從式架構, 也就是各個客戶端從集中式伺服器請求服務和資源。請見下圖所示。³

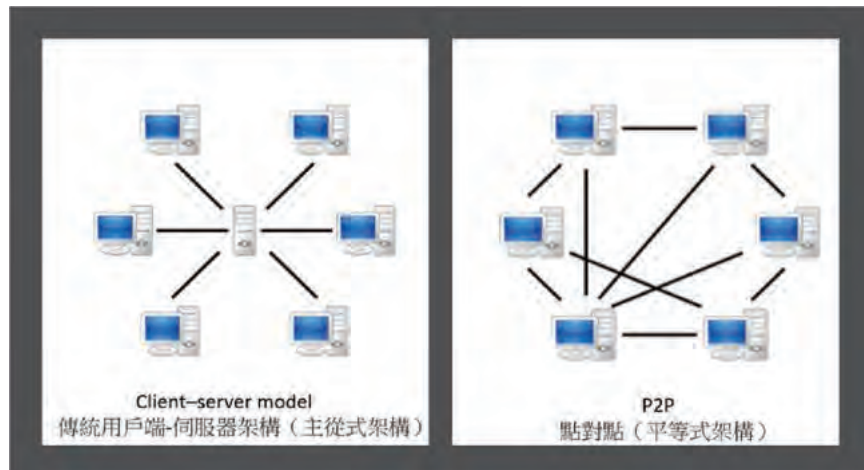


圖 1、傳統用戶端 - 伺服器架構與 P2P 網路架構比較圖

P2P技術出現使得資源共享變得更快速和方便, 因為資訊可以在網路上的用戶間直接分享, 無需經中央伺服器再分送給不同的使用者, 每個用戶端均是一個節點, 可以儲存資料, 以避免資料遺失的風險。又每個節點地位相當, 沒有任何節點屬於中央控制地位或扮演交易中介的角色, 節點可以選擇隨時加入或退出, 當網絡中任一節點停止工作或退出並不會影響系統整體的運作, 此外, 節點越多, 整個系統的運算能力越強, 數據安全性越高。⁴

目前大部分網路服務多採取所謂「中心化」(Centralized) 架構, 也就是所有數據、資源、管理都集中在這些公司身上, 以方便中央管理, 例如Facebook和Twitter。相較於這些中心化架構, P2P所採取的是一種「去中心化」(Decentralized) 或說「分散式」(Distributed) 的技術, 也就是沒有一個關鍵節點存在去指示其他節點應該做些什麼, 在網路中的每個節點權利義務都一樣, 因此類似權利下放, 資源共享, 非集中在少數人身上。有關中心化、去中心化及P2P可以從下圖理解。⁵

3 請參考 Wikipedia, Peer-to-peer: <https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer> (Last visited April 10,2019)

4 請參考 Samson's Blog, 區塊鏈 Blockchain – Decentralized 與 P2P 的概念: https://www.samsonhoi.com/326/blockchain_decentralised_p2p_concept(Last visited April 10,2019)

5 改編自 RAND, Paul Baran and the Origins of the Internet: <https://www.rand.org/about/history/baran.html> (Last visited April 10,2019)



Feature Report

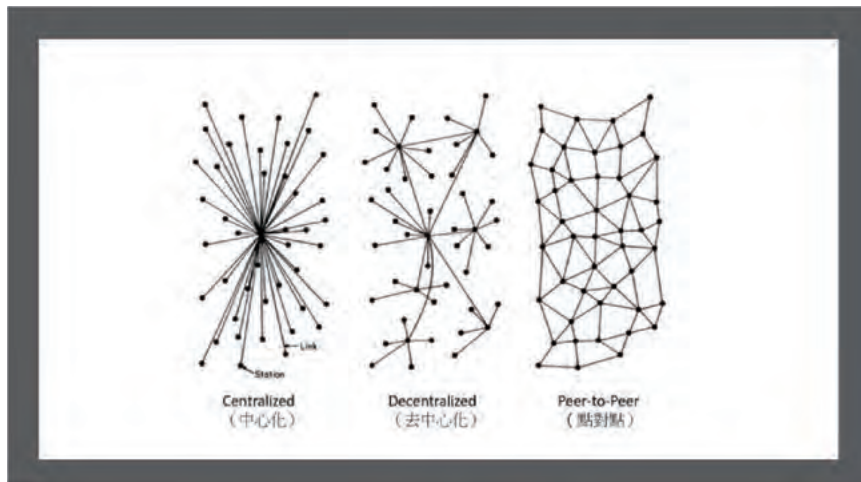


圖 2、中心化、去中心化及點對點 (P2P) 示意圖

二、金融新創P2P

P2P技術最早是運用在音樂分享，在1999年出現第一個P2P音樂共享平台Napster，透過使用者隨時上傳、分享自己所擁有的mp3音樂檔案，同時也可以下載他人分享的mp3音樂檔案，達到音樂共享的目的。即便Napster後因涉及侵害音樂著作權而被迫終止，然而Napster所帶來線上音樂共享趨勢，確實改變了全球音樂市場⁶。嗣後P2P技術開始觸及到金融領域，無論是提供借貸、支付服務或電子現金系統（加密貨幣），都碰觸了原有金融管制的界線，考驗各國金融法制和監理的彈性。以下將介紹三種運用P2P技術於金融創新的商品及服務。

(一) 加密貨幣

2009年發行的比特幣 BTC (BITCOIN)，為一種P2P電子現金系統 (A Peer-to-Peer Electronic Cash System)，之後的以

太坊 ETH (ETHEREUM)、瑞波幣 XRP (RIPPLE) 等加密貨幣也大多使用P2P去中心化技術。在比特幣出現之前，為了確保交易的正確及安全性，大眾普遍認為交易必須透過一個可信賴的金融機構作為中介機構，以負責控管及紀錄交易。然而比特幣透過P2P技術，由每個節點來記錄交易，且一旦發出DApp (Decentralized Applications) 應用程式就無法撤回或停止，來記錄並確保每筆交易，以省去由金融機構擔任中介機構的角色⁷。我國也有業者自行研發加密貨幣，例如「秘銀 MITH」為我國首支上架全球性的加密貨幣交易所-幣安 (Binance)，並擠進CoinMarketCap全球前60大加密貨幣。⁸

(二) 借貸平台

當P2P技術運用在媒合需要資金及供給資金的雙方，即出現了P2P借貸平台。P2P借貸平台去除了由銀行作為貸款中介的角

6 Please see Wikipedia, Napster: <https://en.wikipedia.org/wiki/Napster> (Last visited April 11,2019)

7 Please see Satoshi Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>(Last visited April 11,2019)

8 數位時代，臺灣首例，黃立成旗下秘銀幣上架全球最大交易所幣安：<https://www.bnext.com.tw/article/51318/binance-lists-mithril> (最後點閱日：2019年8月11日)。



色，因此少了銀行仲介費用，貸款利率較低，甚至放款速度也比銀行快，這些優點使得P2P貸款平台如雨後春筍在全世界蓬勃發展⁹。全世界最早發展的P2P借貸平台，始於2005年英國的Zopa，目前Zopa更已取得銀行執照，以全面性的提供其他金融服務。¹⁰我國目前約有10家P2P借貸平台，例如：LnB信用市集、鄉民貸、LendBand蘊奇線上、債權商城L market、BZNK企業募資平台、inFlux普匯金融科技P2P網路借貸平台等。¹¹

(三) 支付平台

隨著電子商務(E-commerce)的發展，首先出現的線上支付工具媒合平台PayPal於1998年成立，¹²後支付平台也開始將觸角延伸到跨境匯款業務，例如2011年取得營業許可的英國金融科技巨獸Transferwise，透過P2P技術來媒合有兌換不同貨幣需求之使用者，並只在本地銀行間進行轉帳，以避免資金真正透過銀行跨境匯款所產生的巨額手續費¹³，因此可以提供比銀行更低的手續費。我國的櫻桃支付即是採用與Transferwise同樣的經營概念，在臺灣與中國間提供小額跨境

代付的媒合平台服務。

綜上所述，當P2P技術運用到金融商品或服務，首先衝擊到的即是作為金融交易中繼的金融機構，透過P2P技術，金融服務不再需要透過中介機構例如銀行，因此挑戰了舊有法制保障金融機構提供金融服務，特別是銀行獨占的思想。又由於提供P2P金融新創服務的業者大部分非傳統金融機構，因此未進入我國金融監理的範圍，對於使用這些金融創新的消費者而言，也未能全面適用金融消費者保護法，產生保護不足的情形。是以，這些金融新創顛覆了我們對於金融服務的想像，也同時衝擊到我國現有的金融法制與規範。

參、金融新創P2P業者的洗錢防制義務

一、FATF規範

依FATF規範，負有洗錢防制義務者為「金融機構」及「指定之非金融事業或人員」(Designated Non-Financial Business or Profession, DNFBP)，依FATF對於「金融

9 Please see Wikipedia, Peer-to-peer lending : https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer_lending(Last visited April 11,2019)

10 Please see TechCrunch, Zopa, the UK P2P lending company, secures bank license: <https://techcrunch.com/2018/12/04/zopa-bank/>(Last visited April 11,2019)

11 請見中時電子報，《金融》央行：臺 P2P 借貸規模對金融穩定尚無重大風險，惟宜未雨綢繆：https://www.chinatimes.com/realtimenews/20180927003562-260410?utm_source=Facebook_PicSee&fbclid=IwAR3Wmv0L7zh1LJhf5TCwEfidHX5VSFnwUf1Z-8bSeMQYIHS9Db1faOB1iJs&chdtv (最後點閱日：2019年8月11日)。

12 Please see Wikipedia, Peer-to-peer transaction : https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer_transaction(Last visited April 26,2019)

13 Please see Transferwise website :<https://transferwise.com/>(Last visited April 30,2019)



機構」的定義，係以是否提供金融服務為判斷，因此無論提供金融服務者為「傳統的金融機構」或是「金融新創P2P業者」，只要所提供的服務涉及金融活動，包括收受大眾存款或其他應償還資金、放款、金融租賃、金錢或價值移轉服務、發行及管理付款工具、金融保證、從事資金市場相關商品(支票、匯票、可轉讓定存、衍生性金融商品)交易、外國匯款、匯兌、利息及指數交易、期貨交易、受讓證券及相關金融服務之提供、個別及集合的投資組合管理、為他人之現金或可轉讓有價證券之集保及管理、其他為他人之基金或資金之投資、經營或管理、壽險及高投資性保險之受讓及買賣，都為金融機構，必須遵循洗錢防制義務，並受到金融監理機關之監管。¹⁴

二、我國洗錢防制法規範

依我國洗錢防制法規定，負有洗錢防制義務者同為「金融機構」及「指定之非金融事業或人員」，惟我國洗錢防制法對於金融機構的定義採取正面表列，也就是被我國洗錢防制法第5條列舉的機構才是我國的金融機構，包含銀行、信託投資公司、信用合作社、農會信用部、漁會信用部、全國農業金

庫、辦理儲金匯兌、簡易人壽保險業務之郵政機構、票券金融公司、信用卡公司、保險公司、證券商、證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業、證券集中保管事業、期貨商、信託業，以及其他經目的事業主管機關指定之金融機構。根據此立法技術，並無法當然全面性的含括所有提供金融服務的金融新創P2P商品或服務的業者，依此，我國為符合FATF規範將所有提供金融服務者均納入洗錢防制作業，於2014年2月19日由法務部及經濟部指定第三方支付服務業自即日起適用洗錢防制法有關金融機構之規定¹⁵，再於2015年6月5日由金管會指定電子票證發行機構及電子支付機構為「洗錢防制法」第5條第1項所稱之金融機構¹⁶，復於2018年11月7日修正洗錢防制法第5條規定，辦理融資性租賃、虛擬通貨平台及交易業務之事業，適用本法關於金融機構之規定。

透過前述之指定及修法，我國終於將大部分金融創新P2P業者納入洗錢防制義務，然而，有關洗錢防制法以正面表列金融機構之立法方式，仍造成適用上不明確及主管機關不明的情形，例如P2P借貸平台業者是否要進行洗錢防制義務？虛擬通貨平台是指交易所還是發行加密貨幣業者？第三方支付適用有關金

14 Please see FATF Methodology for assessing compliance with the FATF Recommendations and the effectiveness of AML/CFT systems, GLOSSARY p160-61: <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/methodology/FATF%20Methodology%2022%20Feb%202013.pdf> (Last visited April 27,2019)

15 請見法務部法令字第 10204554850 號 (<https://mojlaw.moj.gov.tw/LawContentExShow.aspx?type=e&id=I00100%2C%E6%B3%95%E4%BB%A4%2C10204554850%2C20140219>) 及經濟部令經商字第 10202146100 號。

16 請見金管銀票字第 10440002670 號 (<https://law.fsc.gov.tw/law/LawContent.aspx?id=GL001587>)。



融機構防制洗錢規定但主管機關非金融監理機關？此情形使得我國部分金融新創P2P業者雖提供金融服務，但未被列入金融監理的範疇，致普遍未落實洗錢防制義務，形成洗錢防制的缺口容易被犯罪者濫用，例如櫻桃支付被起訴涉及地下匯兌外，檢調也指出有詐騙集團先透過人頭在櫻桃支付登記為會員，再把詐騙受害人的錢匯到國外，已有30多人受騙¹⁷。從而，金融新創業者如未能落實洗錢防制而遭人頭濫用於詐騙，後果則是重創企業形象，影響未來發展。

肆、金融新創P2P業者在我國面臨的法制及監理風險

一、法制風險

如前所述，金融新創P2P的共同特色為去中心化，也就是去除原先扮演交易中介角色的金融機構，特別是銀行。參我國銀行法第29條第1項規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。」及銀行法第125條第1項規定：「違反第二十九條第一項規定者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。其因犯罪獲取之財物或財產上利益達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元

以下罰金。」則是規範以銀行作為中介機構辦理相關金融服務的舊有法制思想。依上開規定，「收受存款」、「受託經理信託資金」及「辦理國內外匯兌業務」為銀行專屬業務，除有法律另有規定外非銀行不得經營，否則將有刑事責任之處罰。上開條文的立法意旨雖在於遏阻地下匯兌等違法吸金行為，確保社會投資大眾之權益及金融秩序，惟使得金融創新P2P業者在臺灣發展只要觸及收受存款、受託經理信託資金及辦理國內外匯兌業務原則上為非法行為，可能隨時被檢調起訴，面臨相當高的法律訴訟風險。

我國金管會為緩和前述銀行法規定，於2018年1月31日公布金融科技發展與創新實驗條例，依該條例第26條規定，申請人於創新實驗期間，其創新實驗行為不適用銀行法第125條規定。也就是如金融新創P2P業者被金管會核准進入創新實驗，其所提供之金融服務如涉有前述銀行專屬業務則有阻卻違反銀行法事由，不會面臨刑事追訴。然而，如在申請等待核准期間之金融新創P2P業者仍無法豁免適用銀行法之規定，例如已向金管會申請進入監理沙盒之櫻桃支付，在等待核准期間即被檢調以違反銀行法經營地下匯兌起訴，付出之成本甚鉅。

參考其他國家之金融監理沙盒目的在於放寬金融監理的力度，使金融創新可以在較

17 請見 INSIDE，顧立雄：櫻桃支付幾近無防範，怎防人頭帳戶？<https://www.inside.com.tw/article/15019-cherry-pay-mobile-might-illegal>(最後點閱日：2019年9月5日)。



有彈性的金融監理環境下發展，然我國金融監理沙盒有阻卻（銀行法）違法事由之效果，實屬罕見。考量歐盟、美國、日本及新加坡等國家之金融法規，均已開放無銀行執照者可以從事匯兌之金融服務，以歐盟2016年第二號支付服務(Payment services)指令為例，並未限於銀行始可申請辦理支付服務(含國外匯兌)，理由在於辦理國內外匯兌業務法規之立法目的在於防制洗錢/打擊資恐、消費者保護、匯兌服務之效率及安全，尚非金融穩定因素，此與銀行審慎監理原則不同。¹⁸

二、監理風險

如前所述，我國金融新創P2P業者透過主管機關之指定及洗錢防制法之修正，已大部分納入洗錢防制法規定，然在適用上仍產生主管機關不明確或待指定之情形。以櫻桃支付為例，櫻桃支付因不涉及預收儲值，其以提供委託境外付款的代收代付服務，在我國法制上應屬於第三方支付服務業，依前述法務部及經濟部指定第三方支付服務業適用洗錢防制法有關金融機構之規定，第三方支付服務業雖非金融機構，但應適用有關金融機構之防制洗錢規定。依目前實務運作，第

三方支付服務業不屬於金融監理的範圍，主管機關為「經濟部」，第三方支付服務業與一般公司一樣僅接受低度監理，經濟部沒有提供第三方支付服務業者應如何適用金融機構防制洗錢之相關規定或指引，使第三方支付服務業者普遍未落實洗錢防制義務。然而當櫻桃支付向「金管會」申請進入監理沙盒時，其主管機關似從「經濟部」轉成「金管會」，此種因申請進入沙盒實驗而改變主管機關之法制，相當特殊。

此參國際上之金融監理，均已採取所謂的「跨業整合」，也就是不再以機構別來劃分主管機關，而是以金融商品或服務的面向來劃分監理機關的權限，只要提供金融服務均屬於金融監理的範疇¹⁹。以英國金融行為監理局（Financial Conduct Authority, 下稱FCA）為例，任何新創業者無論是否為傳統金融機構，只要從事「金融服務及市場法（Financial Service and Market Act 2000, FSMA）」所定之「受監理業務」，主管機關即為FCA。如果業者想申請進入監理沙盒，自然也是向FCA申請，不會有變更主管機關之情形發生。²⁰

此外，由於我國金融監理仍採取所謂的「分業監理」，因此將新創業者分為「非

18 Please see Payment services (PSD 2) - Directive (EU) 2015/2366: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN> (Last visited April 27, 2019)

19 請見林咏儒，論金融監理之趨勢：「跨業整合」及「以風險為本」- 以我國支付產業的法制為探討。萬國法律，頁 13-20(2018)。

20 請見中央銀行，英國監理沙盒考察 - 參訪跨境匯款及支付創新業務：<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/PageSystem/reportFileDownload/C10702518/001>（最後點閱日：2019年8月30日）。



金融機構」及「金融機構」，再分由經濟部採取「對非金融機構(公司)之低度監理」及金管會「對金融機構之高度監理」二種，依此，容易產生「監理套利」(Regulatory Arbitrage)的情形，實非我國金管會所樂見。²¹

伍、結論

我國的金融法制環境一直較為保護傳統金融業者，也就是鼓勵金融機構從事金融科技創新，對於「非金融機構」從事金融創新則相對缺乏友善的法制環境。²²另由於我國金融服務之基礎設施及服務提供完備，在overbanking的產業現況，我國金融創新P2P業者可以拓展的市場較小，因此發展速度也較為緩慢。然而，考量全球金融市場已不分國界，金融新創P2P業者所服務的對象已不限於國內使用者，凡舉PayPal、Transferwise或使用比特幣的用戶均散布世界各地，因此政府如何鬆綁現有以銀行作為金融服務中介機構的法制架構，逐步降低金融新創P2P業者在我國發展所必須面對的法律訴訟風險，使我國的金融新創業者願意在臺灣深耕再走出國際，應為政府值得重視的區塊。另在建構對於金融新創業者友善發展法制環境的同時，必須強化洗錢防制監理，防止金融新創

業成為洗錢犯罪的溫床，政府未來是否透過修正洗錢防制法第5條規定，以有無提供金融服務作為判斷洗錢防制法上金融機構的標準，避免以「機構別」區分監理機關，以符合國際金融監理潮流，並降低監理套利之情形，本文拋磚引玉，期未來有更多的討論。



21 請見經濟日報，顧立雄：防金融科技監理套利：<https://money.udn.com/money/story/5613/3402347>（最後點閱日：2019年8月27日）。

22 請見谷湘儀、陳國瑞，金融新紀元 -FinTech 產業縱觀，金融科技發展與法律，頁9(2018)。

合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

<http://www.futures.org.tw>

CNFA 中華民國期貨業商業同業公會