

期貨人

2002年三月創刊 《總號第066期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2018

第二季



封面故事

國際盛會之晏

市場訊息

期市脈動 給您報報

專題報導

防制洗錢及打擊資恐最新觀察

特別報導

建全期貨市場 服務實體經濟



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 / 盧廷劼
執行編輯 / 莫璧君
編審委員 / 詹益青、范加麟
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

致勝關鍵 務實發展

/ 盧廷劼

封面故事

國際盛會之晏

2 2018FIA年會摘要報導

/ 阮浩耘

10 2018LME亞洲年會會議報導

/ 范加麟

14 LME基本金屬市場的經濟功能

/ 劉蒲駿

18 LME倉儲實務作業

/ 世天威物流

22 LME倉單質借介紹

/ 仲偉聲、王珏

CONTENTS

市場訊息

期市脈動 給您報報

市場推廣

25 貿易大戰，企業如何因應全球經濟變化？

/陳双吉

國際脈動

36 VIX期貨ETF 避險增益攻守利器

/富邦投信

兩岸夯新聞

43 大陸期貨公司資管業務發展概況

/王文浩

專題報導

50 防制洗錢及打擊資恐最新觀察—聚焦國家風險評估、交易監控優化及科技創新議題

/梁鴻烈、李裕勳

特別報導

建全期貨市場 服務實體經濟

59 「槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究」研究案摘錄

/周治邦、邵之雋

69 「中小企業原物料避險需求分析」研究案摘錄

/唐代彪、邵之雋



FIA BOCA 2018





致勝關鍵 務實發展

◎ 盧廷劼

為能提昇市場參與者國際化程度並服務實體經濟，本期「期貨人」將從國際視野，摘錄全球最大期貨業盛會-美國期貨業協會（FIA）年會之重點內容，帶您瞭解國際衍生性商品市場之發展狀況、發展趨勢及全球交易概況，並就眾所矚目中美貿易紛爭中的金屬與大宗物資議題，摘要報導倫敦金屬交易所（LME）亞洲年會，並邀請業界先進介紹LME交易、交割，到實物倉儲運作與LME標準化倉單質借經濟功能，期利讀者瞭解期貨服務實體經濟之實務作業外，亦期待為期貨商打開服務實體經濟的另一大市場。

本刊積極報導國際市場訊息，從各種不同觀點提供交易資訊、交易策略、市場脈動及熱門商品。本期藉由近期美國301貿易條款，貨物稅、原物料、物價及股債滙市脈絡關聯與衝擊，談企業如何運用期貨工具避險增益，並介紹國際間應對黑天鵝事件發生時使用的「VIX期貨ETF」避險工具；另一方面報導大陸期貨公司資管業務發展概況，從產品發展，探討期貨資管業務的挑戰與轉型。

隨著時代的演變及科技的進步，犯罪者利用洗錢的管道越來越多，其犯罪手法使各

國政府接受到挑戰，臺灣首部「國家洗錢及資恐風險評估報告」於今年5月2日正式對外發表，為利業者運用國家風險評估報告導入機構風險評估作業，以風險高低來分配資源並訂定優先順序，有效採行抵減洗錢/資恐風險的措施，本公會邀請專家辦理專題報導，從交易監控優化措施、國家風險評估報告與個別期貨業洗錢及資恐風險連結、新科技對於期貨業者的挑戰三個面向說明，以利業者規劃後續改善與優化措施之參考。

我國產業鏈係以進出口導向為主，國際原物料價格變動及匯率波動將直接影響企業製造成本甚至侵蝕利潤，為服務實體經濟，協助企業擬訂合適的風險管理政策，並降低企業避險成本，期貨公會一方面委託學者就如何有效的運用金融商品來規避匯率及原物料成本的波動，進行「中小企業原物料避險需求分析」研究案，並提出企業避險策略建議；另一方面委託進行「槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究」，從槓桿交易商客製化服務企業之國際經驗、交易機制的跨國比較、最後規劃避險策略，以服務企業避險需求之精神，提出槓桿交易商之發展方向，本刊特就這兩項研究案摘其要義與讀者分享研究成果。



封面故事



從國際視野，摘錄期貨業國際盛會-美國期貨業協會（FIA）年會及港交所LME亞洲年會重點內容，帶您瞭解國際衍生性商品市場之發展狀況與全球金屬商品定價權，並從服務實體經濟面向，介紹LME交易、交割、倉儲及質借作業，提供讀者參考。



2018FIA年會摘要報導



期交所◎阮浩耘

每 年在美国佛罗里达州举办的美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）年會為全球期貨業界最盛大的會議，今年一如往常，有超過1,100位來自全球金融業主管機關、衍生性商品交易所、期貨業者、資訊廠商以及媒體代表參與。

今年年會循例由FIA主席Walt Lukken之致詞揭開序幕，Walt點出目前各國金融改革法規施行後，可以看到店頭市場之交易更為

透明、銀行業保留了更多資本，市場也有更值得信賴的金融指標。但金融改革法規之施行亦對市場造成了負面影響，3個主要影響包括：首先，新法規對結算會員財務資源的要求使期貨商的數量下降，集中度增加，可能會造成集中度過高的風險並使客戶進入市場的管道減少；第二，市場參與者因法令遵循的成本上升，減少對創新科技的投資；最後，則是占衍生性商品產業相當大比重的跨



境交易，因各國法令之分歧變得更為困難。這些問題都需要業界與主管機關一同努力進行調整。

而今年會議與往年較不同的地方，在於引進觀眾即時投票的系統，與會者下載FIA的APP並輸入現場提供的密碼後，就可以對會議相關議題進行投票，供與談人參考。例如在開幕座談中，當問到哪一項科技將對衍生性商品產業造成最大影響，與會者中有50%認為是人工智慧、31%投給分散式帳本技術（Distributed Ledger Technology, DLT）、15%選擇雲端運算；當問到未來2年將帶來最大成長機會之因素時，39%認為是市場之開放，如中國與印度市場等、28%認為是波動度增加、25%選擇利率上升、僅7%選擇虛擬貨幣等新商品。

壹、專題演講與重要座談會摘要

CFTC主席演講

從CFTC主席J. Christopher Giancarlo的演講中，可瞭解近年CFTC的工作重心，已經從推行金融改革法案，移轉到法規簡化以及運用新科技改善監理方式。法規簡化部分，CFTC去年推出Project KISS，旨在簡化金融法規與降低市場參與者之法令遵循成本；而在應用新科技改變監理方式部分，CFTC新設立了Market Intelligence部門與Chief Market Intelligence Officer的職位，以了解市場趨勢以及科技與交易現況的演進等。此外，亦設立了Lab CFTC，近一年中已與150家新創公

司與科技公司面談，了解相關科技進展，以改善監理方式。

目前CFTC的監理重心則著重在加強執法與改善既有法規。加強執法部分，CFTC在過去5個月中裁罰的案件已超過過去一年總和，另也強化市場教育，以防止散戶受騙；改善既有法規部分，CFTC則著手檢討槓桿比例規範、交換交易執行設施（Swap Execution Facility, SEF）相關規範、部位限制、自動交易法規（Reg AT）等，以確保法規在保障市場安全的同時，能更符合市場需求與經濟效益。

最後CFTC一如往常強調將持續與他國主管機關合作，進行跨市場交易之監理。去年CFTC已與歐盟主管機關就非集中結算交易之保證金規範，以及Swap交易平台規範的相等（equivalence）認定達成協議，未來將持續保持緊密的合作關係，監理跨市場之交易。

市場併購

近年來大型交易所間的併購變得更加困難，因此併購的議題在過去幾年的會議中較少被討論。在交易所領導人座談中，一如過往，交易所代表均表示受限於政治與法令等因素，恐怕近期內難以看到交易所間的大型併購案。

但除了交易所間的併購外，許多與談人認為目前是非常好的併購時機，多位投資銀行業者表示近年來交易所之股價大幅上漲，使交易所擁有更多現金，且借貸利率也仍在



Cover Story

低檔，充沛的資金有利於併購案的進行。此外，不論是在開幕論壇或是金融科技論壇中，均有與談人提到，現在金融科技發展迅速，許多大型公司選擇以併購新創金融科技公司的方式，跨入新的金融科技領域，例如近期S&P Global就收購了應用創新科技進行股價量化分析的Kensho科技。

除會場內的討論外，CME亦於會議期間宣布將收購NEX集團。由於NEX集團旗下擁有交易公債的BrokerTec以及交易外匯的EBS等大型交易平台，而CME本身又是全球最大的公債與外匯期貨交易所，因此市場非常看好兩者合併後產生的綜效。

金融科技

今年年會共有兩場有關金融科技的論壇，探討了許多實際應用的例子，以及目前應用上的困難等。於首場論壇中，麥肯錫顧問公司之代表表示近年來投入金融科技領域的公司數量以及投資金額快速成長，其中以數據與分析領域成長最為迅速，而分散式帳本技術相關公司則只占約1/4。

此外，與談人亦提到許多企業，例如銀行業，因其較為保守的特質，是新創科技公司在推廣服務時遇到的主要阻礙，但近2年來已看到明顯的改變。而在即時投票中，與會者也有類似的看法，高達82%的人認為創新科技之應用面臨的最大挑戰，是如何與現有科技整合，或是無法拋棄傳統技術。

第二場金融科技的論壇中，與談人認為客戶引導（client onboarding）、固定收益

商品銷售與交易是銀行業近期運用新金融科技最多的地方。此外，在分散式帳本技術（DLT）的應用方面，目前已有越來越多公司投入相關領域，但短期內難以有較廣泛的應用。最後在與會者投票中，有超過半數的人認為交易後流程改善，是應用金融科技最有前景之領域。

跨境交易

今年跨境交易之監管一樣是重要議題，但討論氣氛明顯與往年不同。相較於CFTC主席在演講中僅點出跨境交易法規和諧的重要性，另一位CFTC委員Brian Quintenz就顯得較為強硬，直接在演講中提到歐盟近期提案修改EMIR法規，擬對歐盟認定具有系統重要性的第三國集中結算機構施以更嚴格的規範，這樣的法令提案已違反了2016年CFTC與歐盟主管機關簽署的相等協定（Equivalence Agreement）。在2016的協定中，雙方同意任何在美國登記註冊之CCP，視同符合歐盟對CCP的規範，因此可於歐盟境內提供結算服務，反之亦然，這樣的規範可減少兩國CCP於提供跨境服務時受到重覆監管，而增加法令遵循成本。但目前歐盟對EMIR的修法提案形同片面中止2016年的協議，對此Brian Quintenz表示在歐盟同意遵守2016年的協議前，將對所有歐盟CCP的相等提案投下反對票，也不會支持任何CFTC對歐盟機構的法令豁免。

歐盟執委會（European Commission）代表雖在後續的論壇中試圖和緩與CFTC間的



關係，但也表示美國不應害怕與歐盟分享跨境CCP的監理權，並表示歐盟修法的目的，旨在了解歐盟機構在非歐盟CCP的曝險。

歐美間的分歧也顯示在雙方修法的腳步上，目前歐盟正在逐步施行MiFID II，反觀美國則在檢討與簡化法規，與談人認為雙方修法腳步的不同也增加了跨國機構的法令遵循成本與法規不確定性。希望主管機關能相互合作，取得共識以降低法令分歧。

除跨境監理外，英國脫歐亦是許多與談人關注的議題，大部分機構表示由於英國脫歐有太多不確定性，紛紛呼籲應給予市場參與者一個過渡期，使客戶以及跨國機構能有充分時間進行準備。

虛擬貨幣

由於CBOE與CME相繼於去（2017）年12月推出比特幣期貨，此為受到高度監管的集中交易市場首度推出虛擬貨幣期貨，因此比特幣也成為本次會議的熱門議題之一。會議中與談人普遍認為虛擬貨幣市場迫切需要類似衍生性商品市場的集中交易與結算機構、對機構法人的保管解決方案、法規的建立、對市場操縱的保護，以及一個類似於全美期貨商業同業公會（NFA）和美國金融業監管局（FINRA）的自律組織。

此外，會議也邀請到在產業中處於領先地位的比特幣交易所Gemini創辦人Winklevoss兄弟擔任與談人，兩兄弟表示其於本年會舉辦之前一週方呼籲由產業自身建立一非營利之虛擬商品協會，以此自律組織進行虛

擬貨幣市場相關活動之監管。他們也提議與CFTC及SEC等主管機關合作，以推動成立一個健全、創新、透明且成熟之虛擬商品市場，此規劃不僅有助於消除不法行為者，也可為一般的虛擬貨幣資產提升合法性。

小結

從今年FIA年會的討論中，可看出歐美主管機關在金融法規的施行上出現分歧，當美國開始簡化法規時，歐盟甫開始施行MiFID II；相似的狀況也出現在跨境交易的法規上，美國仍尋求以相互認可的方式解決跨境交易的監理問題，但歐盟則偏向在相互認可的基礎上，增加對具系統重要性CCP的監管。此外，金融科技與比特幣期貨等亦是今年重要的議題，金融科技方面，以數據與分析領域成長最為迅速，而近年討論熱度最高的分散式帳本技術，與談人則認為短期內則較難有廣泛的應用。比特幣則已引起金融市場對虛擬貨幣的重視，但仍須加強市場之基礎設施，才能建立更為完善的交易環境。本次年會充分討論了目前全球衍生性商品市場最關注的話題，且因各國主管機關與業者共同參與討論，使彼此能更了解相互的需求。亞洲各國的期貨市場因地域、政治與金融發展程度的不同，通常是歐美法規的追隨者，年會中的各項議題雖不全是我們目前所遇到的問題，但亦可作為未來法規制定與市場發展的參考。



Cover Story

貳、2017年全球期貨市場年度交易量報告

2017年整體交易狀況

2017年全球集中交易之衍生性商品市場交易量¹與過去2年相比變化不大，整體交易量較去年小幅減少0.1%，仍維持在大約250億口的水平。但若我們觀察交易量的組成，可以看到幾個與過去不同的發展趨勢。首先，北美與歐洲之利率期貨與選擇權交易量大幅增加，但增加的交易量被亞太地區商品類期貨與選擇權的下跌抵銷。而在個別交易所方面，少數交易所去年有超過2位數成長的亮眼表現，包括巴西的B3交易所，去年成長21.7%，排名超越歐洲期貨交易所（Eurex）以及Nasdaq交易所等國際性交易所，由去年的第9名躍昇成為全球第5名；

韓國交易所去年則因將Kospi 200指數選擇權之契約規模減半²，使整體交易量大幅上升46.5%，排名由去年的第12名提升為第11名；反觀中國3家商品交易所去年均面臨交易量大幅下滑的情況，其中尤以鄭州商品交易所衰退達35%為最（請參附表）。

因此，雖2017年交易量變動不大，但交易量組成的變化，預示著交易量開始在不同資產類別間輪轉。從另一個角度來看，交易量若以契約類別區分，2017年全球期貨交易量下降6.6%，選擇權則上升11%；而若以資產類別區分，利率與金融類衍生性商品交易量上升，其中利率類上升幅度最大，達12.9%，而商品類則呈現全體下降的趨勢，其中又以農產品衍生性商品衰退32.4%為最。（參表一）

表一、全球期貨市場成交量統計表

	2017年交易量	2016年交易量	成長率	2017年12月未平倉量	2016年12月未平倉量	成長率
期貨	14,842,763,368	15,892,093,636	-6.6%	237,208,962	235,521,517	0.7%
選擇權	10,356,225,382	9,327,920,687	11.0%	602,091,260	552,390,500	9.0%
總計	25,198,988,750	25,220,014,323	-0.1%	839,300,222	787,912,017	6.5%

利率衍生性商品交易量大幅上升

利率類衍生性商品之交易量繼2016年突破歷史新高後，2017年再度創下新高，且成長幅度高於去年。以個別契約來說，各交易所的

指標性利率商品再度成為熱門商品，這與過去10年來衍生性商品市場的成長主要來自新契約以及新興市場相關商品的趨勢，有非常大的不同。主要係因投資人對未來利率的預期改變，

1 本文之統計資料來源為 FIA 出版之 Market Voice 2018 年 3 月號雜誌，及 FIA 網站 <https://fia.org/articles/total-2017-volume-252-billion-contracts-down-01-2016>。資料包含全球 54 家交易所集團，旗下共 75 家交易所中掛牌的衍生性商品之交易狀況。交易量採口數計算，包含集中結算之鉅額交易，但不含差價合約（contract for difference）、權證與交易所買賣基金（ETF）之交易量。

2 韓國交易所於 2017 年 3 月，將 Kospi 200 指數選擇權之契約規模由 50 萬韓元調降為 25 萬韓元。過去韓國交易所也有調整契約規模的紀錄，其於 2012 年 3 月，配合主管機關打擊市場過度投機，將 Kospi 200 指數選擇權之契約規模從 10 萬韓元調整為 50 萬韓元，也造成 Kospi 200 指數選擇權交易量大幅下跌。



以2017年底來說，市場預估美國在2018年將升息3次、歐洲央行也於去年10月宣布降低資產收購規模，而英國央行更於去年11月宣布調升

利率一碼，此為英國十年來首次升息。因此，總經環境的改變是傳統利率商品交易量上升的主要因素。（參表二）

表二、全球期貨市場成交量統計—依契約別

	2017年交易量	2016年交易量	成長率	2017年12月未平倉量
個股類	4,754,265,481	4,557,835,036	4.3%	342,533,144
股價指數	7,515,995,962	7,118,040,120	5.6%	212,090,519
利率類	3,967,995,478	3,514,684,376	12.9%	159,234,355
匯率類	2,984,103,489	3,077,836,865	-3.0%	31,457,984
能源類	2,171,206,765	2,214,163,491	-1.9%	62,831,553
貴金屬類	279,133,944	312,137,035	-10.6%	3,245,984
一般金屬	1,740,499,534	1,877,347,635	-7.3%	8,679,460
農產品類	1,306,068,499	1,932,074,899	-32.4%	16,837,108
其他	479,719,598	615,894,866	-22.1%	2,390,115
總計	25,198,988,750	25,220,014,323	-0.1%	839,300,222

在歐洲部分，洲際歐洲期貨交易所（ICE Futures Europe）的3個月歐元銀行間同業拆借利率（Euribor）期貨之交易量自2008年起下滑，但去年則呈現大幅走升的趨勢，交易量增加46.3%；其3個月英鎊利率期貨交易量亦大幅成長29.2%。除短天期利率期貨外，Eurex之2年期德國公債期貨與期貨選擇權契約之交易量亦分別成長16.8%與20%。

在美國方面，利率衍生性商品之交易狀況則略有不同。CME掛牌的3個月歐洲美元期貨仍為全球交易量最大的利率衍生性商品，去年交易量大致持平。但另一個衡量短天期利率的聯邦利率期貨（Fed Funds futures）交易量則有44%的漲幅。往更長天期的契約來看，以1到5年歐洲美元利率期貨為

標的之選擇權契約，交易量成長35%；10年期美國公債期貨與期貨選擇權契約亦分別有7%與30.5%的成長。

歐洲與美國市場以外，另有2個值得關注的市場。巴西B3交易所之一天銀行間存款利率期貨交易量成長17.1%，目前也是世界上前3大活絡之利率期貨契約；而B3交易所之平均一天銀行間存款利率選擇權交易量更成長96.2%，成為全球第3大之利率選擇權商品。而中國雖甫於2015年推出10年期國債期貨，目前也仍有許多交易限制，但去年交易量較前年成長近1倍，且據中國金融期貨交易所表示，此商品大部分的交易來自法人機構，這與目前中國期貨市場之交易人結構有很大的不同。



Cover Story

北美與亞太地區之比較

2017年北美再次超越亞太地區成為衍生性商品交易量最大的區域。事實上在過去十年以來，北美與亞太地區曾數度交換領先位置，亞太地區係於2010年首次超越北美，奪下全球交易量冠軍的寶座，然而亞太地區交易量在2011年觸頂，之後則開始上下震盪，近2年來則呈現下滑的趨勢；反觀北美地區交易量則呈現較為穩定的成長。（參表三）

亞太地區交易量的下滑，主因是中國的3家商品期貨交易所造成，其交易量從2016

年的41.2億口，下滑到去年的30.5億口，減幅達25.9%。交易量的下滑並非整體商品市場之環境造成，事實上去年有數檔新商品期貨交易量快速成長，但仍無法抵銷較活絡契約交易量的快速下跌。舉例來說，上海期貨交易所之螺紋鋼期貨，是世界交易量最大的金屬期貨，去年交易量下滑24.8%；大連商品交易所之豆粕期貨是全球交易量最大的農產品期貨，去年交易量大幅下滑58.1%；而鄭州商品交易所之菜粕期貨亦為其旗艦商品之一，去年也有67.6%的減幅。

表三、全球期貨市場成交量統計—依地區別

	2017年交易量	2016年交易量	成長率	2017年12月末平倉量
北美地區	8,886,461,060	8,590,060,261	3.5%	460,217,312
亞洲地區	8,809,399,561	9,180,874,700	-4.0%	68,764,046
歐洲地區	4,936,045,987	5,179,761,861	-4.7%	194,473,248
拉丁美洲	1,971,927,150	1,615,293,377	22.1%	82,770,298
其他	595,154,992	654,024,124	-9.0%	33,075,318
總計	25,198,988,750	25,220,014,323	-0.1%	839,300,222

市場結構是交易量波動主因

中國期貨交易所交易量的下跌，亦反映其散戶為主的市場結構特性，造成交易量波動度較大。舉例來說，2015年中國的滬深300指數期貨一度成為全球交易量最大的股價指數期貨，但在同年中國政府開始打擊市場過度投機後，交易量大幅衰退至今。

除中國外，印度也是散戶為主的市場，印度Nifty銀行指數選擇權之交易量去年大幅成長150%，達到8億口的規模，使其成為全球交易量最大的衍生性商品契約。大幅成長的關鍵之一，在於其2016年8月推出Nifty銀

行指數週選擇權，使散戶與自營商有更多工具進行短期交易。

市場結構的不同，也反映在未平倉量上。亞太地區以散戶為主，去年交易量占全球約35%，但未平倉量僅占8%；反觀美國，去年交易量一樣占全球約35%，但未平倉量卻占了全球的55%。這顯示亞太地區的交易人，以短期進出為主，較少持有長期部位。但雖兩地區之未平倉量差距很大，也不需過度解讀，因亞太地區在未平倉量，從2008年底至去年底已成長超過1倍，顯示交易人已逐漸增加長期持倉的比重。





附表、全球前30大衍生性商品交易所

排名	交易所	國家	2017 年交易量(口)	成長率
1	CME Group	美國	4,088,910,011	3.7%
2	National Stock Exchange of India	印度	2,465,333,505	16.3%
3	Intercontinental Exchange	美國	2,125,404,062	4.3%
4	CBOE Holdings	美國	1,810,195,197	10.9%
5	B3	巴西	1,809,358,955	21.7%
6	Nasdaq	美國	1,676,626,292	6.4%
7	Eurex	德國	1,675,898,310	-3.0%
8	Moscow Exchange	俄羅斯	1,584,632,965	-18.7%
9	Shanghai Futures Exchange	中國	1,364,243,528	-18.8%
10	Dalian Commodity Exchange	中國	1,101,280,152	-28.4%
11	Korea Exchange	韓國	1,015,335,674	46.5%
12	BSE	印度	609,215,973	12.2%
13	Zhengzhou Commodity Exchange	中國	586,070,148	-35.0%
14	JSE Securities Exchange	南非	382,944,302	-20.1%
15	Hong Kong Exchanges and Clearing	香港	372,186,941	8.0%
16	Japan Exchange	日本	322,408,620	-4.5%
17	Taiwan Futures Exchange	臺灣	265,705,669	9.9%
18	ASX	澳洲	248,449,405	1.6%
19	Miami International Holdings	美國	232,223,967	-6.0%
20	Multi Commodity Exchange of India	印度	198,614,562	-19.0%
21	TMX Group	加拿大	183,171,887	-8.9%
22	Singapore Exchange	新加坡	178,374,950	3.5%
23	Rosario Futures Exchange	阿根廷	150,138,251	32.4%
24	Borsa Istanbul	土耳其	146,122,348	36.2%
25	Euronext	法國	140,276,927	11.1%
26	Thailand Futures Exchange	泰國	78,990,574	13.5%
27	Tel-Aviv Stock Exchange	以色列	46,641,131	-10.5%
28	MEFF	西班牙	44,576,977	-1.7%
29	London Stock Exchange Group	英國	42,538,399	-21.3%
30	Tokyo Financial Exchange	日本	38,478,945	-26.1%



2018 LME亞洲年會會議報導 - 探討全球金屬商品定價權之歸屬

期貨公會 副秘書長◎范加麟

壹、前言

香港交易所（HKEx）自2012年收購倫敦金屬交易所（London Metal Exchange, LME）後，每年均在香港舉行LME金屬研討會，希望透過此一場合，將LME的大宗金屬商品，向需求持續增加之亞洲市場進行介紹，並建立穩固的連結關係。

2018 LME亞洲年會於5月17日假香港會議展覽中心舉行為期一天的研討，今年的議題鎖定在全球金屬商品定價權之歸屬，共有近600位業界代表齊聚一堂，探討金屬行業現況及未來發展¹。隨著參加人數的成長，今年年會自15日起特別安排分論壇，分別進行貴金屬、有色金屬及黑色金屬的專題研討；同時，今年也是首次有來自貴金屬生產商及電動車業（如新能源金屬、電池及汽車製造商）的業界人士參加，說明金屬產業不斷吸引更多行業的目光，蓄積正向發展的能量。



貳、三巨頭勾勒HKEx與LME的發展藍圖

港交所主席史美倫開幕致詞時表示，香港並非傳統的商品市場，股票市場才是競爭強項，但要成為國際金融中心，首先要鞏固及強化證券市場的發展，因此自4月30日起接受「同股不同權」之兩類公司申請上市，這兩類公司係指尚未盈利或有營業額的生物科技公司（泛指運用科技製造產品，並用於

1 本公會理事長及六家期貨商（元大、永豐、兆豐、統一、凱基與群益）代表獲邀參加本屆 LME 亞洲年會。



醫療或其他生物領域之公司）、不同投票權架構之新創公司，在實施額外揭露及制定保障措施後，即可在港交所掛牌交易²；其次，更需要發展多元化的產品，例如收購LME、持續推出新的現金結算合約、並且朝貴金屬、鋁、黑色金屬及電池材料等四個關鍵市場進一步發展。

李小加總裁點出LME未來有幾項目標，希望能讓香港交易所集團成為全球大宗商品中心：一是與大陸大宗商品市場互連互通，希望複製滬港通及深港通的成功經驗，以產品互掛等模式，讓兩地的交易所共享互補共贏的商機；二是在大陸設立保稅倉庫，減少行業的物流與倉儲成本；三是發展前海大宗商品交易平台，成為價格發現中心和買賣撮合中心，以服務大陸的實體經濟客戶。

LME行政總裁張柏廉（Matthew Chamberlain）則表示，近期全球主要經濟體籠罩在貿易戰的陰影下，大宗商品價格大幅波動，促使LME 4月份交易量劇增2倍之多。



另外，自2018年第1季起推動改革，並祭出折扣優惠後，LME核心業務不斷成長，年增率超過3%，一舉扭轉交易量逐年下滑的情況，貴金屬產品日均量超過4千口，並且將於18個月後陸續推出貴金屬期權合約、黑色金屬、電池相關材料的鋰、鈷及石墨等合約。他認為LME的倉儲體系可充分反映實體經濟之供需情況，與實體經濟息息相關，因此將繼續精進LME的生態系統，提供交易雙方更便利的交易平台。

參、熱門研討議題

在其他場次的座談當中，則探討諸多當前熱門議題，讓與會人士從不同的面向，瞭解金屬市場的發展現況與未來商機所在，包括：

一、大陸積極爭取大宗商品定價權

過去20多年大陸發展迅速，大量基礎建設對於大宗金屬商品需求甚殷，全球50%銅、45%鋁皆輸往大陸，儼然成為全球最大的商品消費與生產經濟體。持平而論，大陸是量的製造者，絕對具有對這些商品進行定價的資格，但實際上卻僅是價格的接收者與追隨者。

海外人士願意在大陸市場按其交易規則進行交易，大陸才算獲得此種商品的定價權，但市場要開放的夠廣、夠深，要有足夠的胃納量才能吸引全球人士來此交易。因此今年以來，大陸商品期貨市場積極加快對外開放的腳步，包括上海能源交易中心

2 據傳已有9家生物科技公司有意在港上市，總市值粗估超過港幣1,600億元。



Cover Story

(INE) 3月26日推出原油期貨、大連商品交易所5月4日開放外資參與鐵礦石期貨交易。種種作為，皆讓人明顯感受到大陸對於商品定價權的積極佈局。

二、LME在上海設立交割倉庫之可行性

LME掌握全球基本金屬80%的交易量，乃此行業最權威的定價中心，同時藉由建構綿密的交割與倉儲體系，充分滿足各地供需雙方的物流需求。

LME目前在亞洲設有10個遞交港，分別為日本名古屋、橫濱、韓國釜山、仁川、光陽、臺灣高雄、新加坡、馬來西亞柔佛（2座）及巴生港，獨漏進、出口量最大的大陸沿岸港口。

與會人士分析，LME亞洲港口的倉庫使用者多為中國客戶，不論從大陸將貨運出或從這些港口拉貨回大陸，必須支付高昂的運輸成本。其實，這些成本可以透過在大陸建立LME倉庫，就近以在岸港口完成交割的方式有效降低。因此，已有民間力量積極推動在上海設立LME倉庫，以降低不合理的運輸成本，同時亦有利上海成為自由貿易港。

三、電動車盛行對於金屬行業的商機

隨著電動車的發展，鎳、鈷等生產電池所需的金屬也受到市場高度關注，業內人士分析，高鎳低鈷將成為新能源市場的發展趨勢。高鎳低鈷意味著車用蓄電池中鎳的占比將超過鈷的用量，主要的考量有二：一是鈷的價格高昂，鎳的售價相對較低，提高鎳的占比可望降低車用電池的成本；二是鎳可提高車用電池的密度，增加續航的哩程數。

目前鎳的供輸領域中，70%以上流向不鏽鋼廠商、電池用量僅占4%，預估至2021年時，拜電動車盛行之賜，電池用量將翻倍至8%，增速比不鏽鋼業還要快速。影響所及，鎳的產業鏈已經產生變化，市場的投資熱情也被點燃，鎳的價格若進一步推升，則業者將有更多動能開發新的冶煉技術及生產更高端的鎳製品。

四、前海商品交易平台的進展

港交所位於深圳的前海商品聯合交易中心（QME）籌備2年迄今，仍然未獲大陸監管機構核准得以正式運作，據李小加總裁分析，由於大陸目前正在整頓市場及建置商品交易相關法制規範，因此必須與大陸監管機構充分取得共識後，才會有更明確的方向與進展。他形容，在大陸建構商業交易平台是「萬里長征」，必須保持耐心，不能焦急，才能成事。

根據業界消息人士表示，大陸約有上千家現貨商品交易所，主要屬於地方組織或是由上下游廠商合組，規模較小且相對分散，經常出現經營壓力。大陸管理當局已經展開對這些現貨商品交易平台的場所檢驗、分類整合工作，希望能達到一類一家交易所的目標，以保持一定的交易規模，避免過度的業務競爭。

五、美國進口鋼鋁關稅政策所造成之衝擊

美國總統川普3月8日宣布將對進口鋼、鋁製品分別加徵25%、10%的懲罰性關稅。美國進口鋼、鋁材最大來源地的加拿大首當其衝，貿易部長斷然表示，任何關稅都不可接



受；歐盟隨即擬定一份美國商品加稅清單準備隨時展開報復；中國、墨西哥和巴西也表示在權衡報復行動，全球貿易戰一觸即發。

美國的目的是要保護本國鋼鐵³及電解鋁生產廠商，但美國的生產成本相對較高，不見得可減少鋼鋁材的貿易逆差，卻直接促使市場貿易量減少，造成價格波動，而影響整個產業鏈。以鋁來說，美國地區的價格已較年初上漲了140%以上，如果國際市場鋁材價格持續上漲，可能就會吸引傳統的淨進口國如中國，轉而出口鋁材，而形成新的主流趨勢。

六、中美貿易摩擦對於有色金屬產業之影響

川普認為貿易赤字過高造成美國工作機會流失、競爭力下降、經濟表現停滯，故高居貿易逆差榜首的中國自然成為首要打擊對象⁴。美國將從WTO爭端、投資限制及關稅等層面制裁中國，而提高關稅將直接衝擊大陸鋼鐵、化學品及金屬等產業。

若貿易戰開打，中國生產過剩的鋼鐵及金屬無處去化、美國也補不進價格低廉的物資；大陸也將祭出黃豆作為反制籌碼，美國的出口同樣也會遭受重創，形成兩敗俱傷的局面。此外，也影響上千萬噸物資的生產、貿易、物流、倉儲及外匯等流程，對所有上下游產業產生巨大衝擊。


在全球化時代，任何經濟體都無法自給

自足達成經濟成長，必須透過國際貿易才能實現，故美中貿易摩擦應可趨於和緩。

肆、結語

香港乃國際金融重鎮，位處全球第二大經濟體中國大陸與國際間的交會處，為LME進軍亞洲提供完善的發展基礎；加上全球貿易大戰的疑慮升溫，助長大宗金屬商品的價格波動，造成金屬行業急需管理價格風險，更為LME的業務發展產生推波助瀾的效應。

藉由LME亞洲年會的持續舉辦，不僅拉近亞太地區金屬需求者、貿易商與LME的距離，並透過歐亞觀點的深度交流，促使業內人士充分掌握金屬行業的發展動向，適時調整因應策略，形成良好的正向循環。

看看香港，想想自己，高雄港自2013年11月起已經成為LME的遞交港，目前共有20座認證倉庫，有色金屬庫存日均量約8~10萬噸，市價約新臺幣250~300億元。發展高雄LME實物交割體系，擴大LME認證倉庫的利用率，正是以期貨服務實體產業的具體表現，期貨公會將協助業者突破實物交割之障礙、克服倉單質借之難關，促使金屬貿易商及製造商轉而透過LME系統，一次解決交易、交割、倉儲及質借的需求，而為實體產業、期貨業與政府創造多贏的局面。 

資料來源：LME Pulse、星島日報、新浪香港

3 根據美國商務部數據顯示，2018年1月美國進口鋼材前10大主要產地依次為加拿大、歐盟、韓國、墨西哥、巴西、日本、臺灣、中國、俄國和土耳其。美國鋼材進口4倍於出口，2000年美國鋼產量是1.12億噸，2016年跌到8,650萬噸，跌幅超過23%。2000年鋼鐵行業就業人數是13.5萬人，2016年只有83,600人，減少了近4成。

4 1990年美中貿易逆差為104億美元，占美國總貿易逆差的10.1%；2016年逆差達到3,470億美元，高達美國總貿易逆差的47.2%。（參考資料：美「中」貿易摩擦之分析 - 劉大年先生）



服務實體經濟 LME基本金屬市場的經濟功能

元大期貨(香港) ● 劉蒲駿

商品期貨發展歷程

期貨在臺灣僅開放二十數載，但也算是一個古老行業，最早期貨即是因為規避大宗物資物價波動誕生之產物。自1980年代金融期貨問世後，該商品於市場上交易量立即獨佔鰲頭，吸引全球投資人的眼光和注目，期貨市場與金融市場幾乎畫成等號，大宗商品期貨逐漸退居期貨市場配角，但商品期貨仍於實體經濟市場中扮演重要角色；商品價格持續極大的波動性及不穩定特性，期貨仍然可以成為發揮穩定市場價格的重要螺絲釘。市場經過金融風暴後，實體經濟的價值逐漸受到青睞及關注，相對的商品期貨也吸引大批投資機構包括對沖基金、ETF基金等的目光，商品期貨比重逐漸被配置在投資及交易策略上。上述論點從過去十年商品期貨以18%的複合成長率在成長就可看出其重要性（圖1）。當市場交易量及流動性大幅提升後，商品期貨的避險效率也大幅提升，企業對於期貨服務實體經濟的認同度也越見增高。

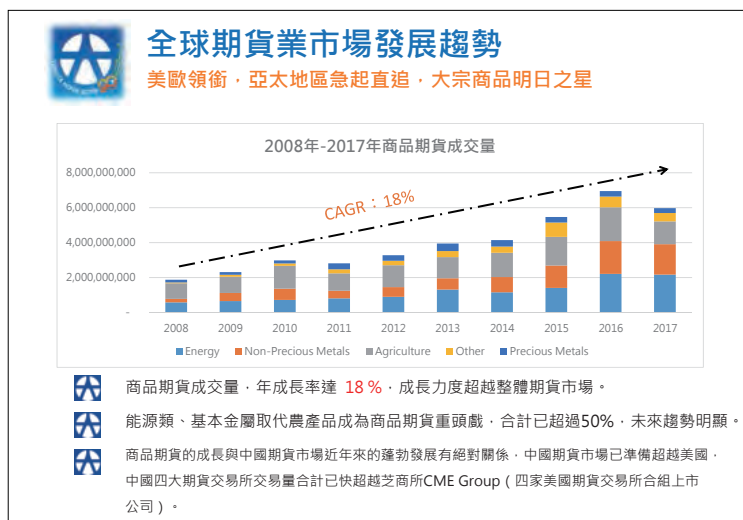


圖1、近十年商品期貨成交量成長率

LME 實務交割流程

實物交割在市場商品設計上，多有設定，但依照各期貨交易所的規定而有所不同。臺灣期貨交易所（TAIFEX）於現行核准之國內外期貨商品，幾乎採現金交割模式進行。相同情況在香港出現了不一樣的變化，香港自身並未對實物交割作出限制，因此只要期貨商具備該能力，即可接受客戶提出實物交割需求。倫敦金屬期貨交易所



(LME) 為世界交易及交割貴金屬的一大重地，流動性不比美國芝加哥商業交易所 (CME) 差。在2013年臺灣高雄加入新認證交收地點後，無論是在臺灣或海外有需求之投資人，可以利用此一平台，真正落實實物交割，並將貨物指定交收於臺灣高雄。整體交割流程可分為以下幾部分：買方、交割方、期貨商、倉儲公司及交易所 (圖2)。買方與交割方顧名思義即為貨物買家和賣

家，透過期貨商之經紀業務承做期貨商品；商品到期時，於商品發行者—交易所，其電子倉單平台間完成轉換，最終於認證之倉儲公司內完成現貨提領。在此當中，期貨商扮演串連買賣雙方溝通之橋樑，交收品牌與倉儲地點皆尤由其進行協商，完整作為具可信之第三方。至此，期貨商不再僅是個經紀業務的角色，而成實體經濟的重要服務提供者。

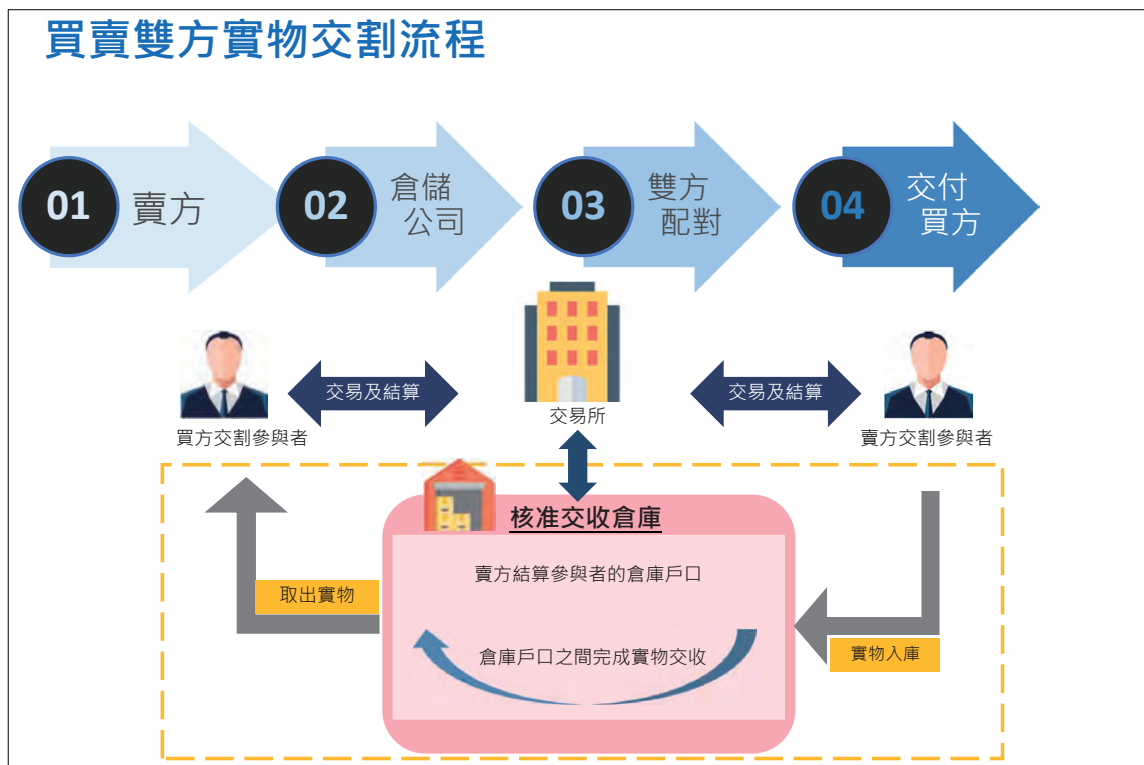


圖 2、實務交割流程

服務實體經濟實例

實體經濟商採用期貨作為工具，在實際操作面上來看，可分為兩個面向闡述。第一，如上所述，可於商品生產過程中

進行避險，專注於本業發展，降低價格波動風險，進行整體提高企業營運管理效率；第二，則可提高自身選擇多樣性，即價格波動有利於期貨部位時，適時獲利了結減少現貨損失，而於反向情境時進行實



Cover Story

物交割。此過程非為一般金融法人可同步比擬，也增進期貨商品原始本意，減少世俗對於期貨炒作的錯誤意象。舉例來說，一實業生產商因業務模式對銅存在成本風險，進而產生避險需求，透過期貨操作，即可分析於不同情境下最適之操作模式

(圖3)。企業生產成本不僅下降且更趨穩定，有利企業長期發展，對於期貨商及其客戶來說，可謂雙贏！也唯有如此，期貨商才能提供差異化服務，串聯金融商品及實體貨物之間的結合，以期與客戶共同成長。

實例說明-銅期貨避險口數試算

利用期貨做企業營業管理

2017/6/16 · 企業預計兩個月後購入銅500噸，因擔心市場價格上漲，故以LME銅期貨作為避險工具。
此時現貨價格為每噸5,573美元，期貨價格每噸5,673美元

◆ 100%避險口數計算：
 $500 \text{噸} \times 100\% / 25 \text{噸 (每口合約規格)} = 20 \text{口}$
 ➡ 若需100%避險，則應買進20口LME銅期貨

◆ 50%避險口數計算：
 $500 \text{噸} \times 50\% / 25 \text{噸 (每口合約規格)} = 10 \text{口}$
 ➡ 若需50%避險，則應買進10口LME銅期貨

實例說明-銅期貨避險(每噸)損益試算

利用期貨做企業營業管理

◆ 假設期初現貨價格為每噸5,573美元，期貨價格每噸5,673美元

➢ Case 1. 現貨/期貨價格上漲至每噸6,302美元

A

未避險，企業虧損729美元

B

期貨合約盈利629元
企業降低損失至100美元

➢ Case 2. 現貨價格下跌至每噸5,473美元

A

未避險，企業盈利100美元

B

期貨合約損失200元
企業整體損失100美元

實例說明-銅期貨避險(每噸)損益試算

利用期貨做企業營業管理

➢ Case 3. 現貨價格上漲至每噸6,302美元，企業採實物交割，以每噸5,673美元取得銅現貨，每噸成本降低629美元

買方交割步驟

期貨

匯款

倉單

現貨

➔

領取現貨

匯款

收取倉單

- 1 買方向期貨商提出交割意向
- 2 匯入款項換取倉單
- 3 持倉單向倉儲公司辦理取貨

元大期貨、元大期貨香港提供產業法人避險專家

以元大期貨香港為國際法人期貨平台

- 發現客戶需求
因應企業客戶營運模式為出發點
延伸出避險需求
- 提供產業法人管理建議
期貨具有避險功能
增強企業獲利及成本管理
- 元大期貨香港提供服務
國際法人期貨平台
全方位服務及培訓

圖 3、實體經濟避險實際範例

促進實物交割發展

從本文提及內容來看，有幾項要素是重要且欲待更進一步突破的。倉儲公司在高雄港獲LME交易所認證交收後，已有數家業者

提供服務。期貨商與其服務流程的了解需更進一步互相串接，四月期貨公會、港交所及與高雄港務分公司共同舉辦LME研討會，邀請期貨業者參加並參觀倉儲業者實際倉庫



(圖4)，現場互動熱絡也激碰出產業間的更大火花。臺灣有著漸趨成熟之期貨發展歷史，加以地理環境生成之國際港口，配合國家長期發展之中小企業，百尺竿頭，有更進一步的發展空間。惟在資金利用效率上仍有待突破，企業進出口無論原料或產品，其背後代表著巨大的實質金額，期貨本為保證金

交易方式，其中存在槓桿，因此對於利用期貨與現貨之間轉換的企業來說，如何在持有倉單與期貨部位的同時，將其中資金釋放出來做更有效的運用，有賴於銀行對其的融資服務。這方面的發展在國外乃至於中國皆已相當成熟，亦期待臺灣銀行業者一同參與此項發展。

CNFA



圖 4、高雄港務分公司及倉儲參觀



服務實體經濟 LME倉儲實務作業

◎台灣世天威物流有限公司

倫敦金屬交易所（LME-London Metal Exchange）位於倫敦金融城的中心，成立於1877年，至今有141年的歷史，是全球規模最大非鐵有色金屬交易平台，其價格和庫存對全球有色金屬的生產和銷售有著舉足輕重的影響，其公開發布的成交價格被廣泛作為世界金屬交易的基準價格。

LME交倉實務作業

以金屬實務作業面來說，客戶將LME批准之七大金屬（必須是LME註冊品牌）交至LME註冊倉庫，進行交倉之作業。流程為貨到目的港前，客戶提供相關入庫指令、正本提單及交倉所需等相關文件，倉儲業者會依照LME RULEBOOK規定，對各金屬所要求之文件做初步的審核及交倉前置作業，因應LME RULEBOOK對於不同交倉金屬所要求的文件及審核標準的不同，審慎嚴謹的確認

每一種貨物的交倉規範及文件需求。（七大金屬交倉規範請參表一）

針對倉庫入庫作業流程的部分，待船到港以及貨物報關完成後，倉儲業者物流管理師會依據文件資料上的貨物相關資訊及要求來安排入庫工作，進行提領重櫃和進倉後拆櫃的入庫存放。為確保貨物的正確性與文件資料上的一致性，確實進行貨品的入庫點收、資料查核、檢查貨物實際狀況、標碼等作業，並依照LME RULEBOOK規範對各類金屬倉單¹每一手數之重量要求進行過磅，且紀錄貨物過磅及相關資訊，存放在LME核准之倉庫內。

待完成入庫後，倉儲業者提供貨主入庫確認書，並且等待客戶更進一步指示。收到客戶交倉指示後，根據LME倉單製程作業進行相關流程，製成後，倉儲業者會請客戶通知其經紀公司做後續的聯繫。

1 倉單，倫敦金屬交易所稱之為LME WARRANT。LME倉單是物權證明，不記名、不掛失，是其賣方在交割日交給買方的一種持有者單據，倉單本身可以買賣，一般由LME指定的倉儲公司出具。LME審批通過交倉的金屬品牌，每張倉單代表一手金屬，倉單授予持有者有權持有某種金屬的權利，每一張倉單為一個標準合約。



實務作業流程圖



銅片過磅



資料查核



檢查貨物實際狀況

註銷倉單並提領貨物

倉儲業者在收到LME經紀註銷倉單的指示後，會進行註銷倉單的文件操作並通知貨主。之後等待貨主提供更進一步的提貨指

示。貨物出庫時倉儲業者會根據倉單資料與實體貨物再次比對以確保出庫貨物之正確。

表1、LME 七大金屬現行交倉規範所需文件與用途介紹

	交倉規範	用途
銅 (COPPER)	- 25 噸 / 手 - 每手至少有 80% 以上的件數有生產商的品牌鐵扣或是有生產商品牌的細帶打包於貨物上。	- 銅是優秀的導電體 - 最主要的工業用途是生產電子和建築行業所需的電纜、電線和電器產品。 - 建築行業用於管道工程、發熱和通風的喉管。
鎳 (NICKEL)	- 6 噸 / 手 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 原鎳可抗腐蝕。 - 即使在極端低溫下也可維持本身物理和機械性質。 - 生產不鏽鋼是原鎳的最大單一耗用量。
原鋁 (ALUMINIUM)	- 25 噸 / 手 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 導電性能高且耐銹力強。 - 用於傳輸、包裝、電器及大型家電。
鋁合金 (ALUMINIUM ALLOY)	- 20 噸 / 手 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 主要消費者：汽車製造商。
鉛 (LEAD)	- 25 噸 / 手。 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 多用於電池及石油。 - 裝載發電單位，預防電或危險的輻射物外洩。
錫 (TIN)	- 5 噸 / 手 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 最大的用途是生產焊料和鍍錫。
鋅 (ZINC)	- 25 噸 / 手 - 所需文件 : COA(成分分析表)，必須由生產商提供或是 LME 認證之第三方公證所開立。	- 主要市場是鍍鋅。 - 為大樓建築物、汽車、機械及家用設備添加額外抗腐蝕性保護。

資料來源：<https://www.lme.com/en-GB/About/Regulation/Rules>

* COA 全名為 Certificate of Analysis



Cover Story

倉儲業者加乘倉單價值

高雄西倚臺灣海峽、南臨巴士海峽，作為一座美麗、現代的大都市在臺灣南部位列寶島第二大城市。高雄港也是臺灣重要的國際港口，這裡有完備的國際海運、空運網路並且是工業、物流、金融、保險及服務業的中心。藉此優勢，倉儲業者世天威集團²於2001年11月設立了台灣世天威公司。同時作為LME倉儲行業的先鋒，於2013年LME正式批准高雄為交割點後，台灣世天威即成為了首家在臺灣獲批准營運的倉儲企業。

目前世天威在高雄港區有六間 LME 註冊交割倉庫。其中三間倉庫位於122號碼頭，是為散裝船碼頭同時也是深水港（336公尺長，水深8公尺），因此也能操作和處理散船貨物，尤其鋁更是高雄地區最主要的金屬。其中兩間倉庫分別位於120號碼頭以及35號碼頭。由於高雄本港區的倉庫使用率將近飽和，故高雄港務公司在紅毛港區內設立南星自由貿易港區，其中一間於2015年最新獲得LME註冊的交割庫就位於此區域設立。

所有的倉庫都座落於高雄自由貿易港區內且鄰近南部主要工業區，地理上的優勢也提供了客戶便捷的作業環境及物流服務，且所有的倉庫為全天候24小時受港警管轄並由港務機關監督管理，因此為享有高度安全性和高效率的作業環境。世天威所運營的倉庫會根據客戶時限性或常態性的多樣儲存及物流需求，安排制



定客製化的服務與管理規劃。

世天威提供的主要物流服務包括倉儲，裝卸，海關通關，協助委託第三方檢驗，貨運承攬和租用。單就亞洲區來說，世天威服務了近11,000名客戶和260家銀行。世天威的客戶絕大部分都是跨國公司，客戶面涵蓋生產商、冶煉商、貿易商、製造商、分銷商和經紀商。銀行和其他金融機構同時也仰賴世天威的服務來進行貿易上的交易和融資目的。世天威的倉單是被國際銀行、金融機構、生產商、貿易商及客戶公認且接受可作為貿易上交易及融資目的上的抵押品所有權文件。

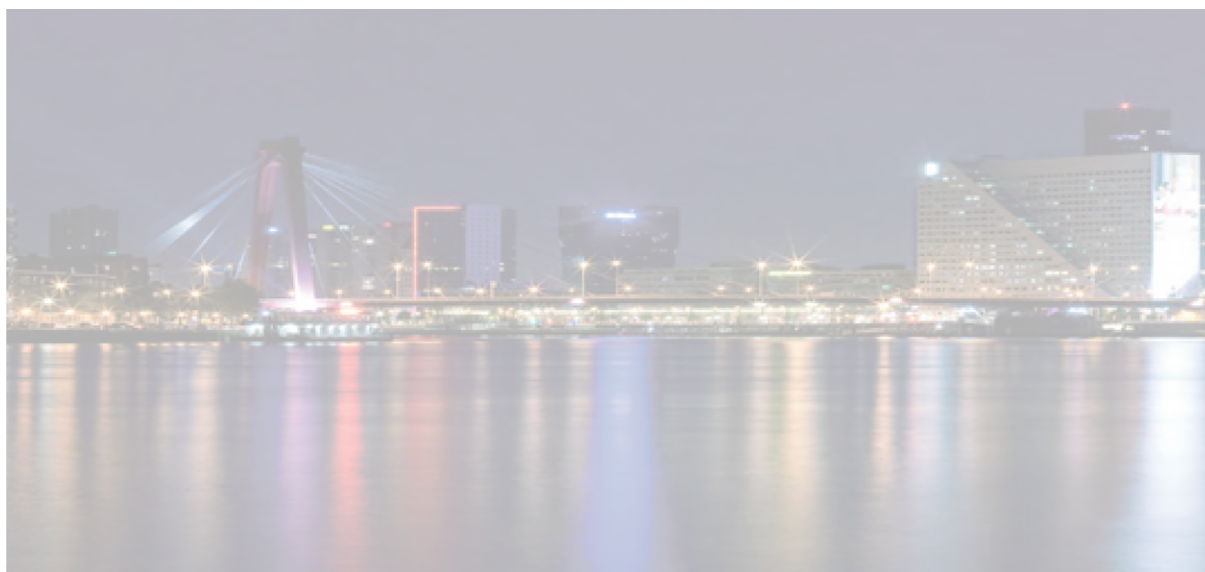
2 世天威集團是 LME 認證之實體貨物交割倉庫，台灣世天威倉庫主要操作七大金屬（銅、鎳、原鋁、鋁合金、鉛、鋅、錫）。



世天威集團大事紀

世天威可稱之為真正的跨國公司，擁有接近700萬平方公尺的空間和20公里長的碼頭，每年處理約1,300萬噸的各類商品，創造超過14億歐元的集團收入。

- 1847年12月總部成立於鹿特丹，至今已有171年的歷史。
- 1963年，世天威成為鹿特丹第一家獲得LME認證許可的倉庫，此後一直是港口最大的營運商。
- 1984年，新加坡亞洲區總部成立。
- 1987年，新加坡成為LME第一個除了歐洲外位於亞洲區的交割港口，隨即世天威新加坡也開設了第一家LME認證的許可倉庫。
- 1991年，世天威在中國設立了第一個辦公室，隨著業務擴展至今已建立了覆蓋中國上海、廣州、寧波、天津、連雲港、青島以及北京市場辦事處。
- 2001年，第一個在韓國光陽、釜山成為LME認證的許可倉庫。
- 2013年，臺灣高雄成為LME認證的許可倉庫。





服務實體經濟 LME倉單質借介紹

國金金屬，香港 ⊙ 仲偉聲

時瑞金融，新加坡 ⊙ 王珏

LME（倫敦金屬交易所）倉單是一種標準化倉單，即是由期貨交易所指定交割倉庫簽發的實物提貨憑證，其簽發程式標準化，覆蓋的貨物標準化。LME作為交易所，本身不佔有金屬貨物，不擁有或經營倉庫，只是對存儲公司進行申請核准，被認證的倉儲公司可以存儲LME註冊的金屬，簽發LME倉單和負責金屬的出入庫。而通常實物貿易中經常也會涉及非標準倉單，它主要指下列情況開具的倉單：非交易所註冊品牌但儲存在交易所指定交割倉庫；交易所註冊商品儲存在非交易所指定交割倉庫；非交易所註冊品牌儲存在非交易所指定交割倉庫。

LME倉單是金屬期貨市場的產物，LME對標準倉單的生成、流通，以及對指定交割倉庫的核准、日常管理，均有嚴格而完善的監管機制。LMEsword系統是LME為其倉單交易市場設立的倉單安全電子登記及傳輸系統，一是LME倉單在場內外市場間流轉的平台，也是保證LME期貨市場與現貨市場緊密聯繫的關鍵環節。其主要功能是彙集倉單資訊，包括金屬品牌、數量、存放地點等；二是保障交割履約，即在交割日持有淨空頭

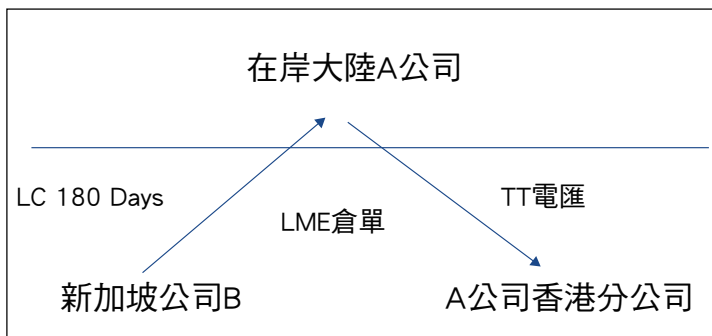
或淨多頭部位的LME會員，必須通過LMEsword系統買賣倉單來履行交割義務，實現倉單所有權的轉移；三是支援倉單串換，LMEsword系統是一個具有期現貨倉單一體化交易功能的系統，LME會員間可以利用該系統在場外市場進行倉單串換。LMEsword系統由於減少了倉單實物交換和繁瑣的人工作業過程，管理效率大大提高；倉單交割時無需進行紙質倉單轉移，只需相關電子資訊的傳遞和存儲，從而大大降低了出現差錯、丟失、詐騙等不良情況的可能性，倉單持有及交易的安全性有較強的保障。LME倉單流動性佳且變現能力強。同時在流通中的用途也非常廣泛，除了用於實物交割外，還可以用於沖抵保證金、質借融資和回購轉讓等。以下以倉單質借為例，作簡要說明。

倉單質借是以倉單為標的物而成立的一種質權。倉單質借在全球已經成為企業與銀行融通資金的重要手段，倉單質借的性質，根據日本通說和《日本商法典》的解釋，倉單系表彰其所代表物品的物權證券，佔有倉單與佔有物品有同一的效力，因而倉單質借屬於動產質權。開展倉單質借業務，既可以



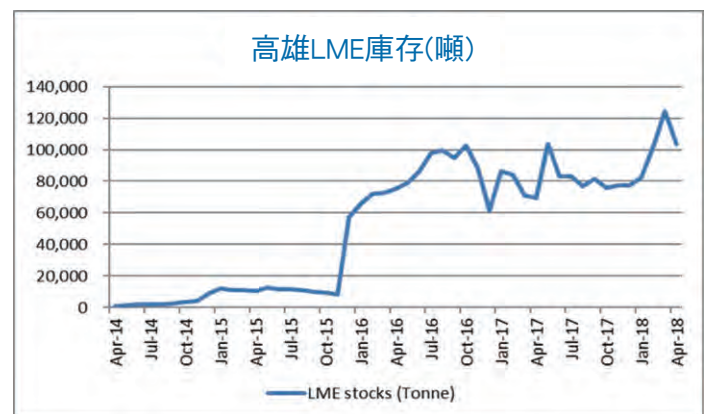
解決貿易公司流動資金緊張的困難，同時保證銀行發放貸款的安全，又能拓展倉庫服務功能，增加貨源，提高效益，可使三方都獲益。首先，對於貿易公司而言，利用倉單質借向銀行貸款，可以解決企業經營融資問題，爭取更多的流動資金周轉，達到實現經營規模擴大和發展，提高經濟效益的目的。其次，對於銀行等金融機構而言，開展倉單質借業務可以增加放貸機會，培育新的利潤增長點；又因為有了倉單所代表的貨物作為抵押，貸款的風險大大降低。最後，對於倉儲企業而言，一方面可以利用能夠為貨主辦理倉單質借貸款的優勢，吸引更多的貨主企業進駐，保有穩定的貨物存儲數量，提高倉庫空間的利用率；另一方面又會促進倉儲公司不斷加強基礎設施的建設，完善各項配套服務，提升公司的綜合競爭力。LME倉單回購業務通常由金融機構和質借方簽訂回購協定，約定金屬倉單回購的價格和時間，確定回購費用；並且在LME市場進行相關的避險操作，根據不同的金屬會略有區別，一般的質借比例可以達到95%以上。

倉單同時也可以用來進行融資套利，其交易架構如下圖。



如果A公司到某銀行設立帳戶，存入百分之百保證金（或者預先購買銀行理財產品），開立180天進口信用狀。從新加坡公司B採購LME標準銅（倉單形式），再轉口到香港銷售銅。香港分公司即期TT回款。貨權憑證是LME標準倉單。如果大陸購買銀行理財產品的收益是年化6%，離岸美元資金成本是3%（包括匯率鎖定和避險等費用），那麼開立LC（信用狀），在資金上就可以有3%的收益。如果TT回款被用來再次開立信用狀，就又有3%的資金收益。如果反復開立LC信用狀，這樣可以獲得迴圈收益，LME倉單在其中成為融資套利的重要載體。

高雄港作為LME在大中華區的唯一遞交港，其發展迅速，庫存從2014年的僅僅幾百噸到今年3月輕鬆跨越12萬噸，已經入駐了9家LME認證的倉儲公司，可惜大部分倉單仍為外商企業的融資需求，作為臺灣本土企業，其未來增長潛力值得期待。



市場訊息



為推廣期貨市場，並協助讀者掌握市場脈動，瞭解國際兩岸動態，本期由國際焦點的貿易紛爭，談企業如何運用期貨各項避險工具因應全球經濟變化、VIX期貨ETF國際發展與運用、及大陸期貨公司資管業務發展概況，提供讀者參考。

市場推廣

貿易大戰，企業如何因應全球經濟變化？

凱基期貨 期貨分析師◎陳双吉

前言

美國總統川普自從上任以來，除了忙著減稅的規劃之外，近期更採取幾項重大貿易舉措，包括基於「232條款」對進口鋼鋁課徵額外關稅，及祭出「301條款」對中國大陸輸美商品加徵關稅等，華盛頓郵報形容，川普可決定輸家和贏家，像是在進行「誰是接班人」之全球貿易版。

讓美國再次偉大

2017年8月川普責令美國貿易代表署啟動調查中國是否對美國企業在智財權上造成侵害，到今年3月22日，美國宣布以301條款懲罰中國產品以開徵高額關稅制裁，其中涉及1,300個品類，價值600億美元；今年3月根據《1962年貿易擴張法》（Trade Expan-

sion Act of 1962）第232條，宣布針對所有進口鋼、鋁製品課徵25%、10%高額關稅，矛頭指向加拿大、墨西哥、歐盟…川普貿易戰四處點火，絲毫不畏懼全球經濟環境會如何，大美國主義毫無遮掩，為了達到這個目的，川普首要的任務就是“陸續退出他認為的「不公平」國際協議”，包含跨太平洋夥伴協定（TPP）、北美自由貿易協定（NAFTA）…等等，川普認為過去許多國家都在佔美國便宜，如今只是討個公平而已、不是勝利，全球貿易大戰一觸即發。

最大的敵人 - 中國

過去5年來，中國越來越強大，在亞洲部分地區已取代美國數十年來享有的霸權地位，加上2017年1月川普正式宣布退出跨太平洋夥伴關係（TPP），撒手亞洲不管，以



Market information

退為進，以為會得到重新掌權，但卻徹底失去亞洲的控制權。不僅如此，根據美國商務部經濟分析局公布的資料，2017年美國對中國的貿易逆差為3,752億美元，是美國所有貿易對象當中的第一名。今年1至4月逆差金額累計為1,190.5億美元，年增11.7%。其中，4月份美國對中國的貿易逆差創2月以來新高，達279.62億美元，如圖1。



圖 1、中國與美國間貿易差額

在亞洲，川普失去裡子也失了面子，因這次中國的貿易調查就是假借智慧財產權保護之名，行貿易保護之實，為的當然就是美國利益及川普的面子。因為這麼一來不僅可縮小貿易逆差，提高美國企業營收，進而增加聘僱員工作，使美國失業率下降，達到美國經濟成長提高的目的。

老美手段、歷史有譜

中國並不是唯一被美國“301調查”盯上的國家。日本在1980年代工業競爭力優於

美國，當時日本已經是全球第二大經濟體，國民平均GNP更超越美國，似乎就要取代美國的地位。為了挽回老大的地位，當時的美國總統槍口不斷對準日本，使日美貿易不斷摩擦，也使日本曾痛苦地被迫飽嘗辛酸，產業遍佈紡織、鋼鐵、電視、汽車、半導體和電信，每每談判結果日方都以限制出口，退讓收場。

1970年代後半期~1980年代前半期，因日本半導體產業迅速發展，受到威脅的美國，因此與日本產生各種衝突，並引來之後日美間交換的各種政治協議。當時日本半導體國內市場規模甚至佔到了全球半導體市場的40%。而且，其中全球有90%被日本廠商製造的半導體所佔據。在美國眼中，這等同於日本對半導體領域「閉關自守」。感受到危機感的美國企業向美國貿易代表署（USTR）投訴稱，日本主力產品的DRAM進行傾銷，逼迫日本「打開國門」。於是美方出動「301條款」施壓，迫使日本於1986年簽署了《日美半導體協定》，承諾自主限制出口和在日本市場接受外國造半導體，最終導致1980年代後半期，占全球50%市占率的日本半導體廠商的地位逐漸下降。

從1979-1992年有關美日汽車貿易磨擦的談判，幾乎沒有停止過。上世紀80年代後，日本小汽車開始搶灘美國市場，日本政府採取優惠政策，鼓勵車企向美國直接投資，在美國設廠生產和銷售汽車，保持低成本的優

勢，使美國汽車缺乏競爭力，當時美國市場上每4輛車中就有1輛是日本車；而美國車僅占日本市場的1.5%份額。90年代初，美日汽車貿易赤字更占美國對日貿易赤字的3/4。1995年5月美國終於受不了，根據1974年修訂的美國貿易法第301節；即301條款，不經過WTO許可，單方面宣布對來自日本的豪華小汽車及其配件，徵收100%的進口關稅。美國“以我為主、主導談判”，日本“以柔制剛、拖磨兼用”，雙方互有訴求，既有激烈鬥爭，又有互相協調，最終日本同意放寬國內汽配市場的管制，對出口美國的轎車量從230萬輛減少到165萬輛，且提高日商到美國直接投資，增加了美國人就業機會、美國工人收入，這件事情才告一段落。2009年中國取代日本成為全球第二大經濟體，自然成為美國霸權的眼中釘，心中刺。

中美貿易戰如何收場？

自2018年4月3日美國公布對中國貿易高達500億美元商品徵收額外關稅；中國則選擇了強硬反擊，對美國106項商品加徵關稅。就在中國宣布反擊的時候，美國總統於4月5日考慮對中國1,000億美元商品加徵關稅，雙方不斷叫囂，中美關係也非常緊繃。不過正如國內外經濟學者的猜測：貿易戰不會開打，5月19日雙方發表聯合聲明同意暫停互課報復性關稅。俗語說得好：會叫的狗不會咬人，中美都知道貿易戰對兩方的代價實在太大，中美兩國甚至全球不一定承受

得起這麼大的打擊，加上雙方互惠貿易多年，雙方人民福祉都在合作中得到了明顯的改善，雙方完全沒有任何開打的理由。川普是生意人，自然懂得用手段解決，且回顧世界大格局的發展，幾乎所有的世界大國在爭奪貿易市場過程中不斷挑起事端，通過戰爭獲得絕對優勢。美英、美日、美德、美蘇等等，大多數都是通過貿易戰爭解決。第二輪中美貿易談判似乎在朝着縮減貿易帳規模的方向推進，雙方明顯互退一步，中國商務部表態稱，將有意義地增加美國農產品和能源，6月更有可能簽訂天然氣協議，將有效的解決短期中美逆差現象，如此既能滿足美國強烈的出口需求，也順應了中國大規模購買進口能源的趨勢，還能避免中美貿易戰，可謂「一箭三鵬」。

中美貿易戰對商品市場的影響

此次貿易戰對商品市場影響不菲，也讓國際貿易的本質徹底改變。例如：2年前，中美兩國幾乎不存在石油貿易，但隨著美國政府解除實施40年的石油出口禁令後，美國向中國運輸的石油量飆升，大大地幫助華盛頓減少了跟中國的貿易赤字。根據官方資料統計，美國運往中國的原油從2016年之前的零紀錄上升到今年1月份的每天40萬桶，價值10億美元。不僅原油規則改變，天然氣亦是如此，今年1月份50萬噸的美國液化天然氣也從美國運往中國，價值3億美元。中國需求強勁這是不爭的事實，國內原油產量月



Market information

增速已轉為負值，遠不能滿足需求增速，只有通過不斷增加原油進口來彌補國內產量缺口，至2017年底的對外依存度已逼近七成。中國海關總署數據顯示，3月原油進口量觸及歷史第二高位，達到3917萬噸，日均約922萬桶，預計中國未來數月在政府增加對國內民營煉廠的原油進口配額下，進口原油將持續維持高檔。

巧婦難為無米之炊，中國胃口大正巧美國產量暴增，根據美國能源署（EIA）數據顯示，2018年原油產量預計為平均每天1,072萬桶，創下1970年以來的新高已經超越沙烏地阿拉伯，而今年的日產量很可能就會超過俄羅斯，成為全世界最大石油生產國（參圖2）。其中出口的規模達到230萬桶/日，創出歷史最高紀錄，預估約80萬桶/日將流向亞洲（參圖3）。不過，跟中國最大原油供應國-俄羅斯（日均136萬桶）及沙烏地阿拉伯（日均109萬桶）相較起來，美國對中國的能源出口有相當大的成長空間。中美雙方郎有情妾

有意，不難猜測會蹦到一起，這次川普無的放矢苗頭顯然是指向能源交易，目的就是要打入一個由沙烏地阿拉伯和俄羅斯主導的市場-中國。4月份中美的貿易逆差來到221.95億美元，根據中美貿易戰停戰聲明，為求貿易平衡，中國今年採購的能源將提高一倍，如果按照每桶75美元估算，中國的每月進口原油成本超過200億美元，依此推算，未來3~5年平均每月由80億提高到120億美元能源產品，也不是並無可能。這對於美國的目標縮減兩千億美元貿易逆差，確實有相當大的幫助。因此老美自然會盡一切可能將油價維持在相對高檔而獲得利益，而川普跟他的金主們當然也是。另外，對於中國買家而言，美國輕原油最主要的吸引力是價格，在頁岩油革命熱潮下，美國原油比其他地方的石油更便宜。美國原油目前的價格是70美元左右，比布倫特原油便宜約8美元，是近三年以來最大的價差（參圖4），如此雙方有利的情況下，中國有理由說「NO」嗎？

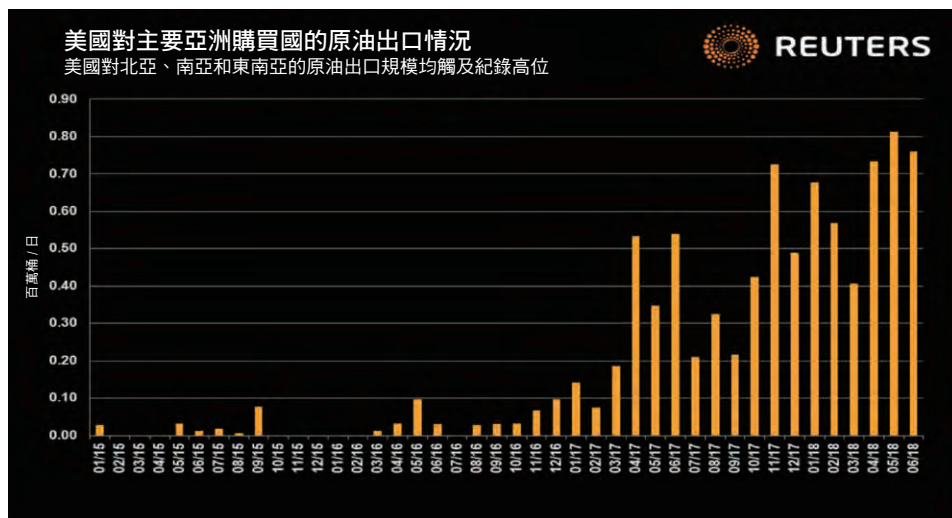


圖 2、美國對亞洲原油出口情況

資料來源：REUTERS，凱基期貨整理

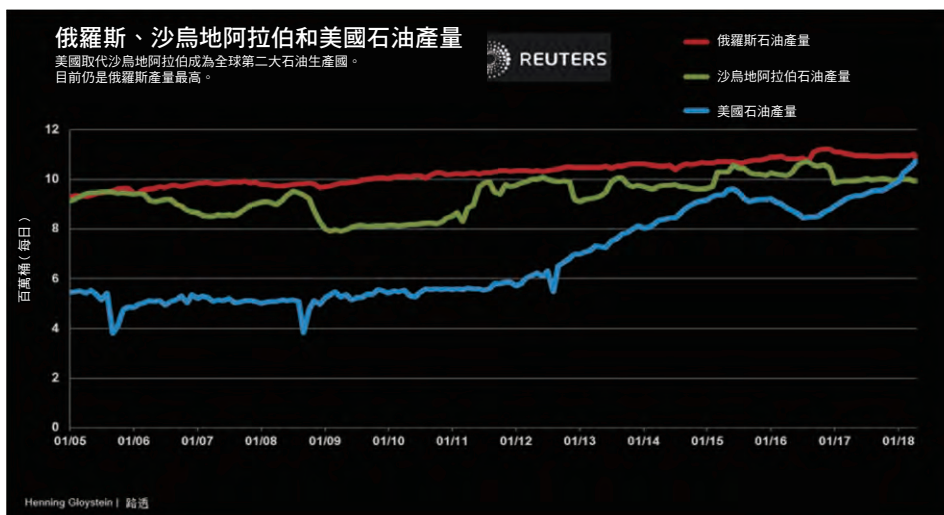


圖 3、全球石油產量

資料來源：REUTERS，凱基期貨整理



圖 4、布倫特與紐約輕原油價差

資料來源：DQ2，凱基期貨整理

不僅如此，除了原油外，液態天然氣的價格亦為受到這次貿易戰的影響。過去幾年天然氣市場的發展可謂峯迴路轉，人們原以為美國將成為液化天然氣（LNG）的進口大國，頁岩氣革命使天然氣產量出乎意外地出現爆炸性的增長，美國亦然轉為液化天然氣的出口大國。北美天然氣價格在頁岩油革命爆發後，從2008年的10美元/百萬英熱

（MMBtu）以上，跌至目前的為2.7美元/百萬英熱。亞洲為資源缺乏的地區，天然氣大多為進口，使其價格依然堅挺維持10美元上下，價差遠高於美國市場價格。美國的生產商們看到如此超額的報酬，自然相當渴望，期望能享有外國市場上較高的價格，這筆生意需要一個人幫忙，那就川普總統。日本在今年1月購買的美國天然氣均價高達11美元/



Market information

百萬英鎊，如今在貿易協議下，中國應該也會買單，畢竟美國商務部長羅斯就曾經公開表示「中國需要大規模進口液化天然氣，而這些需求從美國進口是縮減美國貿易逆差最簡單的方法。」中共國家副主席王岐山可能於近期訪美，簽署進口美國天然氣的協議，因此未來天然氣的價格可能會遇小不易。

不過值得注意的是，這次中美貿易戰鮮少提到大豆的任何消息，不過大豆市場的波動卻不小。中國大陸是美國大豆最大買主，美國62%大豆出口目的地是中國大陸，始終被視為中美貿易戰熱度指標，這也是中國最大的武器之一，中共國務院日前宣布的報復清單，便包括大豆、汽車在內，總計有106項商品。在中國回應了美國的關稅威脅後，廣泛的農產品需求可能轉向中南美地區，其中包括大豆、牛肉、棉花及果汁，不難發現南美的商品類期貨從3月以來價格均上漲5%左右，尤其巴西大豆的價格正往歷史新高邁

進，顯然是中國進口商擔心從美國採購成本將會升高，因而加緊轉往採購巴西大豆所致。

另一個大豆生產國阿根廷也有近9成大豆出口到中國，尤其近期阿根廷遭受乾旱，大豆價格原本就預期上揚，加上中國的轉單效應，價格自然水漲船高，同樣坐收漁翁之利。反之，美國西北地區的大豆農民不太好過，由於當地多半仰賴的是來自於中國市場的需求，在消息傳出後，不少中國買家便停止購買，投資人預期大豆可能會滯銷，連帶使芝加哥期貨交易所的大豆期貨價格也曾一度下挫近5%。但在北美及南美大豆價差逐漸擴大的情況下，有不少投機者進場進行價差交易-買美豆並空巴西豆，這也讓美豆價格出現支撐。不過中長期來看，未來貿易戰持續開打下去的話，巴西豆的價格強於美國大豆將形成常態。（如圖5）

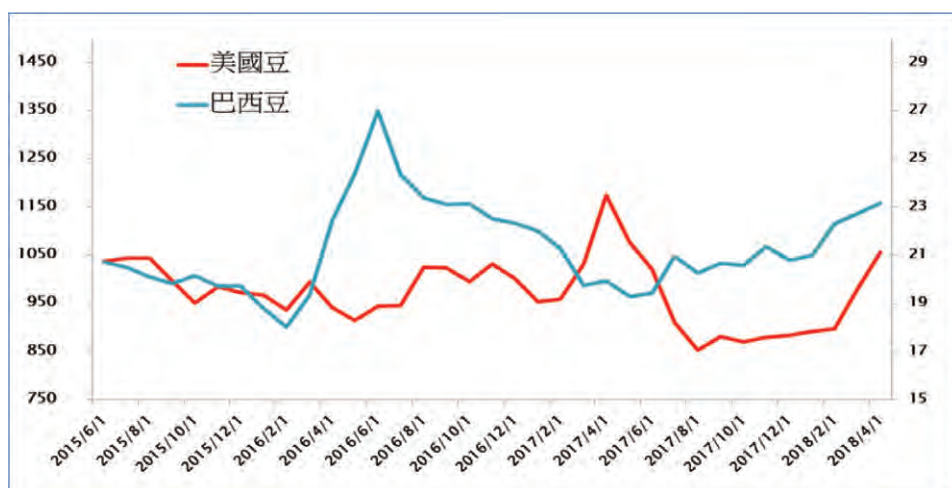


圖 5、巴西大豆與美國大豆的走勢

資料來源：DQ2，凱基期貨整理

對股匯市的衝擊

雖然中國與美國購買能源可以取得較便宜的價格，但如果石油價格越來越貴，美元持續升值，那會發生什麼事？中國在2018年第一季的經常帳出現逆差282億美元，這是過去17年來首度出現的單季經常帳逆差，就官方說法是季節性因素及貨物進口增長較快影響，正巧中國第一季大舉進口的原油第一季大漲30%，不難發現其中的關聯。而最壞的情況就是，若油價持續上漲，中國長期的經常帳順差就可能縮減，甚至出現逆差持續擴大現象。當然，如果中國在貿易談判中開放了更多的商品進口，這樣的問題就會更為嚴重，而這對中國目前的金融環境並不是一件好事。

像中國這樣的經濟體，經常帳順差以及後續因結匯制度所帶來的外匯存底增加是基礎貨幣增加的主要來源。也就是說，如果中國經常帳順差規模縮小，甚至轉為逆差，中國的外匯存底以及基礎貨幣就可能出現緊縮現象，這是中國人民銀行被動的被縮減資產負債表。中國現在其實已經存在著槓桿率偏高，必須緊縮信用的狀況。銀行資產負債表內有基礎貨幣減少的問題，表外則有資產新規收縮了非標準債權資產；而放眼債券市場則是有投機等級債券大量到期問題。中國的M2年增率持續滑落，M1年增率甚至已經低於M2，在信用緊縮的背景之下，企業的投資意願也跟著低落。過去只有網路泡沫、次貸風暴以及歐債危機期間出現過這樣的現象，中國是絕對不會讓2008年的金融海嘯情

況再度出現。

而過去這幾年，中國企業負債比率維持在相當高的水準，地方政府債務也是一樣，而在政府拉高房價、將房地產庫存套給老百姓，然後推出限售令之後，居民的負債比率也跟著拉高了，在這樣的背景之下想要放寬信用、加槓桿，恐怕不會是單純靠貨幣政策就能處理的。所以，中國經濟持續降速是機率相當高的事件，這將會改變中國的經濟與消費型態，而會否釀成進一步的危機就需要持續觀察前述數據的變化。股市是經濟的櫥窗，貿易戰對股市而言，顯然是開打了就悲觀，停戰了就可以樂觀，因為從現實看起來，通膨的升溫、美國的緊縮、油價的上漲以及這些對新興市場的衝擊都不是投資人所預見的。

在匯市方面，在中美貿易戰的談判期間內，4月17日中國人民銀行突然宣布再下調部分存款機構的存款準備金率1%，4月25日起實施，但此次降準所釋放的資金，料此舉實際向市場釋出約4,000億元，放水規模較年初的定向降準縮減至少一半。有趣的是自從宣布的當日，美元開始走強，人民幣等亞洲貨幣則呈現續貶情況，截至5/31為止，人民幣波段貶值1.9%，美金則升值4.9%（圖6）。筆者認為與中美貿易關係密切，怎麼說呢？當美元升值，中國進口美國產品在產量不變下，自動變貴5%；而美國進口中國產品則便宜2%，簡單的匯率操控，神奇的事情變發生-逆差縮減。由此看來，未來還有四次中美貿易協商循環，在這個情況下，美元續漲人民幣續貶應該會是中美雙方共同的秘密。



Market information



圖 6、人民幣與美元

資料來源：DQ2，凱基期貨整理 資料統計期間 4/19~5/31

如何運用期貨工具避險增益？

去年川普的主軸在制定新稅制，而今年則是貿易大戰，這對臺商影響主要分成兩部分，分別是232條款造成全球基礎金屬等原物料的波動及臺灣鋼鐵業者的窘境，以及在國際貿易戰下，全球匯率變動更是劇烈，臺灣身為出口型導向國家，匯兌風險自然也難以免除。下述便針對臺商如何運用期貨工具來規避基礎金屬波動及匯率風險。

如何運用基礎金屬期貨規避基礎金屬變動的風險？

美國是世界最大的鋼鐵進口國，去年進口3,500萬噸鋼鐵，如此大量的鋼鐵大多從國外進口，使美國鋼鐵重鎮-賓州經濟大幅衰退，失業率也較高。「232條款」對進口鋼鋁課徵25%的關稅，主要目的就是為了重

振美國低迷許久的鋼鐵業。根據臺灣鋼鐵公會統計，美國為我國鋼品出口最大且最主要市場，2017年銷美鋼材數量約114.2萬噸，占我國鋼品總出口量約13.7%，金額約新臺幣407.7億元，占我國鋼品總出口額約21.1%，其中又以應用於營建業、汽車業與家電業鍍面鋼捲片及應用於營建業與石化業焊接鋼管為最大宗。對臺灣鋼鐵業者而言，有14品項遭美國課徵反傾銷稅，若全面課稅，銷美稅率將為反傾銷稅率10.34%加上 232 條款的25%，合計高達35.34%，臺廠等同於退出美國市場，是為最差情況。加上尚不知政府能否爭取成為豁免國家之一，對我國業者競爭力帶來不同程度影響，且在出口美國成本實質提升下，是否能將此部份轉嫁予美國業者也仍是未定之數，因此業者應當設法提高企業競爭力，以免過於被動處於下風。

企業要提高競爭力聚焦高質量發展，不

是一天兩天便可塑形，不過在貿易戰的潮流下，基礎金屬的價格可能會出現劇烈的波動。依照經濟學的理论（圖7），一旦貿易關稅開徵，將造成基礎金屬的國際供給曲線向左移動（ $S \rightarrow S'$ ），以至於進口價格提高（ $P \rightarrow P'$ ）進口產量下降（ $Q \rightarrow Q'$ ）。對於美國進口商而言，會立即感受到價格增加的壓力，雖然可以轉為進口關稅較低的美國鋼鐵，不過會有一陣子的過渡期，畢竟鋼鐵擁有僵固性，企業之間的交易也非一天兩天就能談成的，製鋼高爐也不是開啟產能就會馬上出來，因此在徵收關稅的影響下，短期可能會使基礎金屬價格飆高，臺廠可能會享受到這個利益。中長期而言，當美國本土鋼鐵生產商將產能開出，供給補足使國際供給線向右下移動回到原位（ $S' \rightarrow S$ ），使鋼價回復到原點完成川普的美夢，也就是利用關稅順利的將鋼鐵由國外轉為國內產，更一舉使逆差縮減。在實務操作上，臺商持有現貨，可在短期金屬價格現貨價格飆漲的時候，利

用LME金屬期貨（圖8）逆向偏空操作，以達到規避未來金屬下跌的風險。不過理論歸理論，川普任期剩餘兩年，面對這次大改貿易規則的美國，下任總統是否會依從很難去判斷，而且狂人川普不是喊假的，朝令夕改也不是沒有發生過的事情，且這些都只是美國單方面的想法，還要靠後續的協商才能完成，故對於美國鋼鐵業者而言，也有政策轉向的風險。

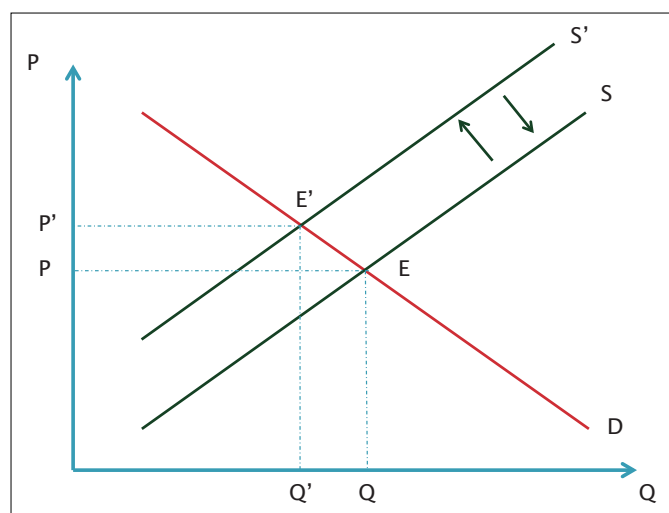


圖 7、國際經濟供需圖

交易所	芝加哥商品交易所（CME）	倫敦金屬交易所（LME）			
商品	商級銅	銅	鋁	鉛	鋅
代號	HG	MCU	MAL	MPB	MZN
合約規格	25000 磅	25 公噸			
最小跳動點	0.05	0.5			
最小跳動值	\$12.50	\$12.50			
交易月份	1、3、5、7、9、11	3 月期			
第一通知日	前一個月份的最後一個交易日	到期日			
		3 月期：每日			
最後交易日	該合約月份的倒數第三個交易日	3-6 月期：每週			
		7-12 月期：每月			
電子交易時間	06:00-05:15	08:00-02:00			
交割方式	實物交割				

圖 8、金屬期貨商品規格表

資料來源：CME、LME、凱基期貨整理



Market information

如何運用衍生性商品規避匯率風險？

2017年首季美元弱勢，使全球主要匯率皆大幅升值，新臺幣也同樣強勢升值7%以上，臺灣代工廠苦不堪言，統計歷年匯損的季度，2017年第一季的匯損金額已經來到326億，創歷史首高。匯率的波動往往會造成企業的盈虧有大幅變化，這也讓國內企業對匯兌風險的愛恨交纏。2018年第一季也不遑多讓，前文提到，4月17日人行意外降準，這讓美元爬升，美元指數衝破94關卡，也讓亞洲貨幣全體貶值，新臺幣兌美元站上3字頭，電子業笑開懷。不少臺廠如鴻海、大立光，受惠人民幣、臺幣同時趨貶，匯兌損益兩頭賺，為本季營運帶來助益。不過對企業來說，公司應該是要讓風險是可控制的，而不是受制於他人，因此利用衍生性工具來規避匯率風險是所有企業都應該要執行的要點。

目前臺灣的企業可使用的衍生性商品包含遠期契約、選擇權契約、交換契約、結構型商品及新產品差價合約，商品種類可以說符合大大小小企業的需求。除了避險商品的選擇之外，為了因應日益增加的不確定與波動性，大多數公司努力提升預測的水準，並增加靈活度。在此提供常用的衍生性商品避險方法有三種。


1. 外匯部位控管法：企業為了避免有裸露部位時，造成匯率波動影響，會盡量維持每日外匯買賣金額的均衡以降低匯率風險。實際做法就是當部位超買時，進行拋售；

超賣時，進行補進。此等方法雖精準，但這種措施僅限於跨國大企業，公司可聘請相關人才時時關注外匯變化，對中小企業則難以適用。

2. 即時外匯交易法：企業透過進行與現有裸露部位（外匯資產與負債的差額而暴露於外匯風險之中的那一部分資產或負債）數量相等，方向相反的即期外匯交易，可以消除兩日內匯率波動給企業帶來的損失。由於即期外匯交易只是將第三天交割的匯率提前固定下來，它的避險作用十分有限。

3. 完全避險法：達到現貨部位與期貨部位比例相同的情況，以降低風險的方式。不過在實務避險操作上，基於某些市場狀況，即使已經進行避險操作，但是仍然無法完全規避風險。這些因素包括：(1) 期貨規格固定，使得「零頭」避險部位無法避險，無法完全建立所需的部位。(2) 期貨與現貨並非完全相關，使得基差變動造成避險的不完全性。

雖然準確度及靈活度很重要，但也是有極限的，在快速變遷的年代，預測幾乎是剛出爐就過時了。而且，迅速回應市場變化固然重要，但要達到「完美」的彈性與靈活度，就算可能辦得到，付出的代價也太高。臺灣期交所目前有許多針對國人使用的匯率期貨商品（圖9），種類相當完整，且合約規格相對小，包含歐元兌美元期貨、澳幣兌美元期貨、英鎊兌美元期貨、美元兌人民幣期貨、美元兌日圓期貨，企業可用來規避匯

率風險。而芝加哥期貨交易所也有許多種類大，比較適合規模稍大的企業避險。 

的匯率商品（圖10），其商品合約規格較

商品	歐元	日圓	澳幣	英鎊	人民幣	小型人民幣
代號	XEF	XJF	XAF	XBF	RHF	RTF
合約規格	20,000 歐元	20,000 美元	25,000 澳幣	20,000 英鎊	100,000 美元	20,000 美元
最小跳動點	0.0001	0.01	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
最小跳動值	2 美元	200 日圓	2.5 美元	2 美元	人民幣 10 元	人民幣 2 元
交易月份	3、6、9、12(4 個季月)				連續 2 個月份 +4 個季月	
最後交易日	3、6、9、12 的第三個星期三					
電子交易時間	08:45-16:15					
盤後交易時間	17:25-05:00					
交割方式	現金結算					
原始保證金 (107.6.1)	650 美元	61,000 日圓	540 美金	750 美金	13,640 人民幣	2,700 人民幣

圖 9、臺灣期交所匯率期貨合約規格表

資料來源：TAIFEX、凱基期貨整理

商品	歐元	日圓	澳幣	英鎊	美元指數
代號	EC	JY	AD	BP	DX
合約規格	125,000 歐元	12,500,000 日圓	100,000 澳幣	62,500 英鎊	1,000 美元 × 指數
最小跳動點	0.00005	0.00005	0.0001	0.0001	0.005
最小跳動值	\$6.25	\$6.25	\$10.00	\$6.25	\$5.00
交易月份	3、6、9、12(4 個季月)				
最後交易日	3、6、9、12 的第三個星期一				
電子交易時間	06:00-05:00			週一 06:00-05:00 週二 - 五 08:00-05:00	
交割方式	實物交割			現金結算	
原始保證金 (107.6.1)	\$2,310	\$2,200	\$1,375	\$1,980	\$1,815
備註	芝加哥商品交易所 (CME)			美國國際期貨交易所 (ICE)	

圖 10、海外期貨合約規格表

資料來源：CME、凱基期貨整理



國際脈動

VIX 期貨 ETF 避險增益攻守利器

◎富邦投信

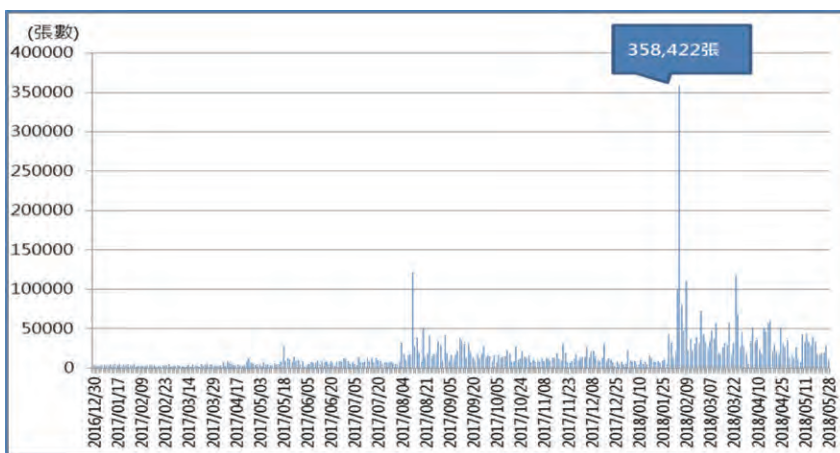
今年2月6日美股大跳水，標普500 VIX 指數飆漲115%，國內唯一一檔波動率（VIX期貨ETF）—富邦VIX ETF也跳空漲逾56%，並爆35萬張大量，其中，外資大舉買超12萬張，爆出新臺幣35.9億元大量，帶動國內ETF整體成交量創歷史新高。近期市場警覺性較去年增溫，隨風險意識提升，波動率期貨ETF（以下簡稱VIX期貨ETF）成為時下操作美股的新種避險工具，可提供投資人作為短線避險投資組合中的一環。

大的單日跌幅，標準普爾500指數也大跌逾113點，跌幅逾4%；然而國內唯一一檔波動率（VIX）期貨ETF（富邦VIX）淨值約漲96%、市價約漲60%，此時若原先就以投資組合價值的10%來買進VIX期貨ETF作為避險部位，就可以貢獻9%的保護，而此時若持有的多頭部位跌幅低於9%，不但具保護效果，還有獲利挹注。是以VIX期貨ETF成為今年以來投資人青睞的避險增益攻守利器。

然而，投資人常常不是很了解到底VIX

指數、VIX期貨及VIX期貨ETF之間的關係，也容易混為一談，因此有必要針對此三者之間的關聯性以及其避險的優勢，做以下完整的說明。

全球波動率相關商品發展狀況



富邦 VIX ETF 上市以來成交量走勢圖

到底VIX期貨ETF避險效果如何呢？以今年2月5日為例，當日紐約股市道瓊工業指數大跌逾1100點，為2008年金融危機以來最

1.VIX指數

VIX指數（波動率指數）在90年代初期由芝加哥期權交易所編製，其指數編製方式是由美國標普500指數選擇權之價格計算而

得，反應市場投資人對未來標普500指數波動之預期，VIX指數越高，顯示投資者預期未來市場波動越劇烈，因此VIX指數可以作為表徵市場情緒和預示風險的指標，同時投資者也可以將它的這些特性用於投資策略以提高策略的有效性或增加收益。由於VIX指數與S&P 500指數存在負相關，當S&P 500下跌時，通常伴隨VIX指數的上漲，因此VIX指數亦被稱為恐慌指標。

VIX指數的出現促進了以其作為標的資產的金融衍生品的產生和發展，2004年3月以及2006年2月，CBOE先後推出了以VIX指數為標的資產的期貨合約以及期權合約，並隨著市場不斷發展，進一步拓展了VIX指數標的範圍。

VIX指數對於金融監管當局觀測經濟運行和市場運行具有重要的作用。繼CBOE推出VIX指數之後，2005年以後歐洲及亞太地區交易所陸續編制和發布了波動率指數，如歐交所的STOXX50波動率指數、臺灣的臺指期權波動率指數、印度的India波動率指數、韓國的Kospi200波動率指數、日本的Nikkei225波動率指數、香港的恆指波幅指數等，其中美國的VIX指數和歐交所的STOXX50波動率指數均已推出相應的VIX指

數期貨和期權，Nikkei225波動率指數和恆指波幅指數也都有VIX指數期貨推出。

2.VIX期貨

VIX指數由S&P 500指數選擇權價格計算而得，不同於一般股價指數，實務上無法進行複製與交易。因此，2004年CBOE（Chicago Board Options Exchange）集團下的CBOE期貨交易所（CBOE Futures Exchange, CFE）推出以VIX指數為標的之期貨，使VIX指數成為可透過期貨商品交易的指數。

S&P VIX為全球第一支表彰市場對未來股市波動預期的指數，目前已成為投資人普遍用於衡量股市波動、恐慌氣氛、避險需求的指標。亞洲其他地區，如香港、日本、南韓、臺灣，皆有編製代表該地區股票市場的波動率指數，香港、日本、南韓交易所也已掛牌期貨合約，但日均成交量、日均未平倉量皆未達規模。因為期貨合約流動性之因素，資產管理業者尚未發行追蹤亞洲當地波動率期貨的ETF商品。日本現存的波動率期貨商品係追蹤S&P VIX期貨指數；韓國業者也已準備發行追蹤美國市場的波動率期貨ETF。

商品別	市場別	標的指數	代表指數
VIX 期貨	美國	S&P VIX	S&P 500
恆指波幅期貨	香港	恆指波幅指數	恆生指數
日經波動率指數期貨	日本	日經波動率指數	Nikkei 225
Kospi200 波動率指數期貨	南韓	Kospi 200 波動率指數	KOSPI 200



3.VIX期貨ETF

2009年Barcalys旗下品牌iPath發行全球第一檔波動率期貨指數股票型基金，成為全球資產管理公司發行波動率期貨指數ETF的濫觴。波動率期貨ETF是對傳統ETF的一種創新，傳統ETF通常是指被動追蹤目標指數、追求與目標指數相同回報的交易型開放式指數基金，經過十餘年迅速發展，傳統ETF已經趨於成熟。在傳統ETF的基礎上，由歐美市場率先發展出了能夠在市場快速下跌時大幅上漲，具有避險效果、反向資產配置、打破了傳統ETF產品概念等各方面優點的避險投資工具。

波動率指數早在90年代即由芝加哥期權交易所編製，但一直到2004年，以波動

率指數為標的物之期貨商品才正式在CBOE期貨交易所推出；2009年Barcalys旗下品牌iPath發行全球第一檔波動率期貨指數股票型基金。VIX期貨、VIX期貨指數ETF在金融市場的發展相較其它如股票指數、商品指數、債券指數，仍屬於萌芽階段之金融商品。即使在發展相對成熟的美國、歐洲市場，相關之指數股票型產品數量亦有限。亞太區亦僅日本東京交易所掛牌VIX期貨指數產品。

大中華區則由國內富邦投信領先香港、新加坡等金融市場，發行第一檔VIX期貨指數ETF—富邦VIX，使得同樣已經編製波動率指數的臺灣期貨交易所、香港交易所也同步關注，並做為其後續商品規劃上之參考。

全球主要波動率期貨ETF

Ticker	基金名稱	成立日期	基金公司	槓桿	標的指數	掛牌交易所	管理費(%)
UVXY US	ProShares Ultra VIX 短期期貨 ETF	2011/10/04	ProShares	2x	S&P 500 VIX Sh ER MCAP	NYSE	0.95
TVIX US	VelocityShares 日 2 倍 VIX 短 ETN	2010/11/29	Credit Suisse	2x	S&P 500 VIX Sh ER MCAP	NASDAQ	1.65
TVIZ US	VelocityShares Daily 2x VIX Me	2010/11/29	Credit Suisse	2x	SP 500 VIX Mid-Term Futu	NASDAQ	1.65
VXX US	iPATH 標普 500VIX 短期期貨 ETN	2009/01/29	巴克萊銀行	1x	S&P 500 VIX Sh-TR MCAP	NYSE	0.89
1552 JP	Kokusai 標普 500 VIX 短期期貨指數	2010/12/20	Kokusai	1x	S&P 500 VIX ShTrm Fut TR	Tokyo	0.36
VIXY US	ProShares VIX 短期期貨 ETF	2011/01/04	ProShares	1x	S&P500VIXSTmFtERIV	NYSE	0.85
00677U TT	富邦標普 500 波動率短期期貨 ER 指數	2016/12/22	富邦投信	1X	S&P 500 VIX Sh ER MCAP	Taiwan	0.99
XIVHUS	VelocityShares VIX Short Volat	2016/07/13	瑞士銀行	1x	SP500VIXFutShVolHdgTR-ST	NYSE	1.3
VIXM US	ProShares 波動率指數短期期貨 ETF	2011/01/04	ProShares	1x	S&P 500 VIX MTm Ft ER IV	NYSE	0.85
LSVXUS	VelocityShares VIX Variable Lo	2016/07/13	瑞士銀行	1x	SP500VIXFutVarL/S TR-ST	NYSE	1.3
VIXH US	First Trust CBOE S&P 500 VIX T	2012/08/30	First Trust	1x	CBOE VIX Tail Hedge Ix	NYSE	0.6
BSWNUS	VelocityShares VIX Tail Risk E	2016/07/13	瑞士銀行	1x	SP500VIXFutTailRskTR-ST	NYSE	1.3
XVZ US	iPath S&P 500 Dynamic VIX ETN	2011/08/17	巴克萊銀行	1x	S&P 500 DynamVIX Fut TR	NYSE	0.95
VIIX US	VelocityShares VIX 短期 ETN	2010/11/29	Credit Suisse	1x	S&P 500 VIX Sh ER MCAP	NASDAQ	0.89
XVIX US	ETRACS Daily Long-Short VIX ET	2010/11/30	瑞士銀行	1x	S&P 500 VIX FuTrm-Str ER	NYSE	0.85
VIIZ US	VelocityShares VIX Medium Term	2010/11/29	Credit Suisse	1x	SP 500 VIX Mid-Term Futu	NASDAQ	0.89
1561 JP	Kokusai 標普 VIX 中期期貨指數	2011/12/01	Kokusai	1x	SP 500 VIX Mid-Term Futu	Tokyo	0.36

資料來源：Bloomberg

VIX期貨ETF的避險優勢

1. 高波動特性、具資金成本優勢

波動率指數具有高波動的特性，較主要股票指數高出2~3倍。高波動的指數商品因為同期間漲、跌幅度較大，可以提供避險需求者以較小的資金成本，即能達成股票指數反向型ETF同等甚至更有效率的避險效果，具備資金成本的優勢。

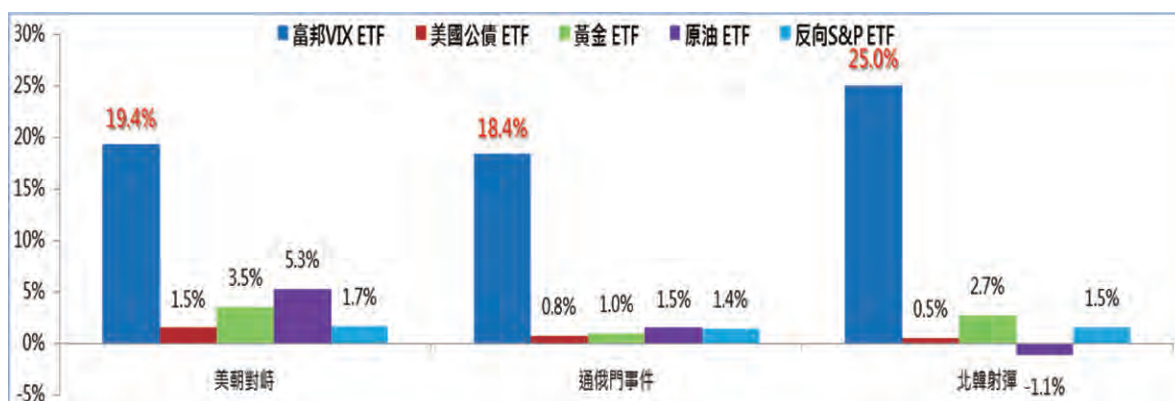
2. 避險效果優於它種避險型商品

當金融市場遭逢巨變使股票指數大幅下跌時，投資人尋求負相關商品為股票投資組合提供下檔保護效果的同時，波動率期貨指數ETF提供的避險效果往往大幅優於黃金、公債等避險型商品。以2011年以來金融市場發生的重要事件期間為例（美債降評、歐債危機、美債懸崖、原油崩跌、中國股災、商品價格崩跌、英國脫歐、美國大選），標普500指數平均下跌幅度達8.13%，公債、

黃金僅能提供2.86%、5.74%的下檔保護效果，反觀標普500波動率短期期貨ER指數在這些事件期間，平均上漲幅度達58.1%。試以2011~2016年資料進行模擬，在上述重要期間減持股票部位的同時，並買進標普500波動率短期期貨ER指數，年化報酬率高出僅持有股票部位近15%，顯示波動率期貨指數ETF未來在國際重要事件影響股市表現的同時，國內投資人將多出一項更有下檔保護效果之投資工具。

3. 重要事件時平均漲幅大於15%

國內唯一一檔VIX期貨ETF自2016年12月29日掛牌以來，雖然美國股市仍持續多頭的行情走勢，但期間仍歷經美朝對峙、通俄門事件、北韓射彈等事件影響，以上事件期間該ETF皆提供超過15%的上漲幅度，國內投資人已經可以透過VIX期貨ETF替投資組合進行另類的避險交易。（參下圖）





VIX期貨ETF介紹

以2016年底國內推出的第一檔VIX期貨ETF為例，該商品以標普500波動率短期期貨超額回報指數績效表現為目標，故將投資至少70%於指數成分期貨標的，同時透過每日重新平衡機制進行轉倉，使基金投資組合之曝險，能貼近淨資產價值之百分之一百，每日基金淨值報酬率貼近標的指數報酬率，實現基金收益率和標的指數收益率之追蹤偏離度和追蹤誤差的最小化。

波動率期貨指數在股市動盪時期相對其

它避險工具雖提供相對大的下檔保護效果，但因為波動率期貨長時間存在正價差（Contango Effect）特性，長期而言對ETF資產規模有大幅減損的效果。臺灣金融市場對於VIX期貨ETF仍屬陌生，儘管這樣的商品提供投資人在資產配置、避險交易等面向多一個選擇，然而投資人在了解商品優點時，必須同時了解可能的風險。尤其VIX期貨特性有別於股票指數、商品、外匯、農產品等，產性較為複雜，投資人在操作時不能以傳統操作股票的觀念來進行，不適合長期投資、更不適合配置過高之投資比重。



近期標普 500 波動率短期期貨超額回報指數走勢圖

資料來源：Bloomberg、CMoney，富邦投信整理；資料日期：2017.10.31~2018.04.27

VIX期貨ETF對金融環境之影響與貢獻

1. 落實「進口替代」、「錢留臺灣」

根據統計，近年來在金融資訊日趨發達的環境下，國人透過複委託投資美股的金額

明顯上升，其中交易標的為波動率相關產品者亦不在少數，顯示波動率產品不僅是在美國市場，臺灣市場的需求度勢必也將日益提升。在國內已有VIX期貨指數ETF發行下，可落實「進口替代」、「錢留臺灣」的精神。

由於黑天鵝事件可能在無預警的時候來到，VIX期貨指數ETF的發行不但提供積極型投資人一個可以避險的投資工具，更能夠與其他衍生性金融商品結合，發展出多元化的交易策略，滿足投資人在國內即可達成一站滿足的需求，雖然資金將匯出投資，但實質上，此一資金最終仍將留在臺灣。

此外，VIX期貨ETF商品對臺灣機構法人有其必要。舉例來說，對保險公司而言，如果沒有於本地掛牌之ETF商品，匯出到海外去的各種投資有很多管理上之要求如金額、項目、放空交易的限制。而在臺灣證交所交易，就依據臺灣所有的法律，機構法人、退休基金如果是在本地交易，不叫做國外投資，算是境內投資。對機構法人在原來海外市場的投資限制，就有更多空間，創造一個「投資國際化，交易在地化」的環境。

2. 茁壯期貨商品證券化的藍圖

近年全球ETF市場快速成長，2017年全球ETF資產規模已突破4兆美元，近10年來規模成長率將近5倍，同時期臺灣ETF市場成長性也不遑多讓。除了基金資產規模外，基金種類也同步增長，各種不同類型的ETF如雨後春筍般快速冒出，期貨型、跨國型、債券型等等，讓ETF市場快速茁壯。

去年底國內首檔VIX期貨ETF商品的發行，協助完整了臺灣期貨證券化的藍圖，各種不同的期貨商品，透過證券化的轉換，讓投資人可以在證券集中市場上，運用證券的交易模式，參與貴金屬、農產品、能源、匯

率乃至於波動率等等不同於一般股權類型資產的報酬表現，投資人也不用擔心保證金水位是否充足、何時需要轉倉、期貨槓桿是否可以提升投資組合的增益或是避險效果之類的專業問題。透過期貨ETF將期貨市場的特性延伸至集中市場，開啟臺灣證券交易市場與期貨市場相互融合的新篇章。

3. 創新且多樣化產品線有助資產配置

VIX期貨ETF在國外是著名避險工具，現在國內投資人也能投資到更國際化的新金融商品，讓投資人有不一樣的避險工具，且能讓投資人依個人需求選擇不同之指數投資，達到資產配置的目的。

4. 提供國內投資人熟悉的交易平台

VIX期貨ETF過去只有國外才有，去年底國內投信業者也發行之後，讓有興趣的投資人能直接在國內以新臺幣進行交易，並且透過投資人所熟悉的交易平台進行，也就是透過證券商買賣。不但能讓國內投資人在熟悉的交易平台進行買賣，也能活絡國內證券業的交易。

5. 2017總成交量居臺灣ETF前十大，蓬勃臺灣ETF產業發展

臺灣ETF蓬勃發展，成交量占集中市場已達相當比重，VIX期貨ETF雖定位為短線避險型商品，但國內目前唯一的一檔VIX期貨ETF 2017年總成交量金額位居所有掛牌ETF第8，黑天鵝來臨時的市場動盪時期，甚



至可位居全市場最大成交量，代表新種避險型商品切中投資人之需求。

6. 期貨商品證券化，擺脫期貨商品刻板印象

期貨商品給予一般投資人之印象為高槓桿、高風險，且部位管理牽涉保證金管理與轉倉交易，因此一般投資人對於期貨商品之接受度相對證券商品低。VIX期貨ETF雖直接投資期貨商品，但藉由期貨商品證券化的方式，使買賣直接透過集中市場交易，免除期貨操作衍生出的風險管理、保證金管理、部位管理等程序。

7. 使市場蓬勃發展產生良性循環

VIX期貨ETF為高波動性，由於國人普遍喜愛波動性高商品，國內投信業者發行的該商品上市後成交量也相當熱絡，故可望活絡ETF市場交易量。新商品之發行，增加市場商品多樣化，滿足投資人不同之理財需求；另外，增加投資人對ETF之多元化應用，利用產品特性，吸引國內外機構法人投資該市場，運用在避險或套利等交易活動，進而帶動市場交易量。

結論

國內第一檔發行的VIX期貨ETF自2016年底掛牌以來，不論在基金淨資產價值、流通在外單位數成長率皆明顯高於美國、日本掛牌之同類型產品，顯示VIX期貨指數ETF之發

行，成功切中臺灣市場投資人之避險需求，除了已初步達成投資產品接軌全球、進口替代等目的外，相信未來仍深具成長潛力。

黑天鵝事件發生時，VIX期貨ETF成交量常常也隨之大增，然而要特別提醒的是，VIX指數大幅上漲時，VIX期貨ETF通常會出現明顯漲幅（但幅度常低於VIX指數）；在VIX指數下跌、或狹幅區間盤整無明顯上漲趨勢期間，則皆不利淨值之表現。這是因為VIX期貨價格長時間存在正價差（即VIX期貨價格大於VIX指數價格），加上正價差幅度大幅高於其他期貨商品，因此追蹤VIX期貨指數的ETF報酬表現，將與VIX指數存在大幅差異，且長期持有有可能產生大額虧損，較適合短線之操作，且VIX期貨指數年化波動率超過60%，故在資產配置上不適合配置過高比重。

CNFA



兩岸夯新聞

大陸期貨公司資管業務發展概況

康和期貨總經理◎王文浩

大陸期貨資管業務的開放及規模

資產管理業務是指期貨公司接受單一客戶或者特定多個客戶的書面委託，根據中國證券監督管理委員會(以下稱「證監會」)制訂的規定與辦法以及與客戶簽署的契約內容，運用客戶委託資產進行投資，並按照契約約定收取費用或者報酬的業務活動。期貨資產管理業務簡稱為期貨資管，簡單地說就是投資者拿資金，期貨公司利用自身的投資研究優勢為客戶做管理。

長期以來，大陸期貨公司的業務模式都比較單一，基本上都是以收取經紀業務手續費為主要利潤來源。為了改變期貨行業從傳統的單一的經營模式向高端服務以及增值服務領域邁進，證監會於2010年將期貨投資諮詢業務、期貨資產管理業務，以及境外期貨經紀業務列為期貨業三大創新業務。先是在

2011年5月1日起施行《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》，《期貨公司資產管理業務試點辦法》則是證監會於2012年7月31公告，並自2012年9月1日起施行。其中最重要的業務申請門檻為期貨公司的淨資本不低於人民幣5億元，且最近兩次期貨公司分類評級均不低於B類B級。

之後中國期貨業協會(以下稱「中期協」)於2014年12月4日發布《期貨公司資產管理業務管理規則(試行)》，自2014年12月15日起施行。該管理規則的重點就是降低期貨資管業務申請門檻，並對期貨公司開展資產管理業務要求進行自律規範，其中內容包括：一是降低准入門檻，擴大試點範圍。將申請資管業務的期貨公司淨資本門檻降低至不低於人民幣1億元，最近一次期貨公司



Market information

分類監管評級不低於C類C級；同時，《管理規則》放開了“一對多”業務，期貨公司可以開發更加豐富的資產管理產品，加快拓展業務規模，進一步滿足投資者的多元化需求。二是強化事中、事後監管。期貨公司開展資管業務不再設行政許可，採取登記備案制，由中期協負責期貨公司資產管理業務的登記備案和日常自律管理。在放鬆管制的同時，在產品開發、銷售、運作等方面明確了保護投資者權益和風險防範控制的監管底線，並強調加強日常檢查和自律懲戒。三是加強資訊共用與監管協作。資產管理業務作為期貨公司的一項業務，應當接受中期協的自律管理。

自2014年底期貨公司資管業務申請大幅鬆綁後，期貨公司爭相申請開辦資管業務，截至2017年底，計有149家期貨公司，其中129家期貨公司已取得資產管理資格(包括11家子公司)。從中國證券投資基金業協會公布截至2017年年底《證券期貨經營機構資

產管理業務統計數據》得知，大陸地區的基金管理公司及其子公司、證券公司、期貨公司、私募基金管理機構資產管理業務總規模約為人民幣53.6兆元，規模相當驚人。其中屬於期貨公司從事的資管業務之資產規模雖僅占大陸整體資產管理業務總規模的0.46%，但其金額也已高達人民幣2,458億元（如下表）。

回顧臺灣第一家期貨經理事業係於2003年12月25日正式開業營運，產業發展已達14年，截至2017年12月底整體期貨商的全權委託資產規模僅約為新臺幣6.63億元。大陸期貨公司資產管理業務（CTA）則是在2012年9月開始實行，同年11月首批經證監會核准者，僅有18家期貨公司，但經過短短五年的業務發展，截至2017年底大陸整體期貨公司的資產管理業務規模已達到人民幣2,458億元，約是臺灣期貨經理事業全權委託操作資金規模的1,700倍。

單位：人民幣

項目	2017年			2016年		
	規模(億元)	占比(%)	增減率(%)	規模(億元)	占比(%)	增減率(%)
公募基金	115,996	21.65%	26.64%	91,593	17.68%	9.08%
私募基金	111,003	20.72%	40.67%	78,912	15.24%	55.57%
證券公司資管	168,843	31.52%	-3.95%	175,782	33.94%	47.78%
基金公司專戶	64,276	12.00%	0.70%	63,830	12.32%	53.32%
基金子公司專戶	73,098	13.65%	-30.40%	105,031	20.28%	22.52%
期貨公司資管	2,458	0.46%	-11.96%	2,792	0.54%	167.18%
合計	535,674	100.00%	3.42%	517,940	100.00%	35.57%

資料來源：中國證券投資基金業協會

從產品面認識大陸期貨資管業務

以下從就產品類型、產品標的、產品資金結構等三面向來介紹大陸資產管理業務：

一、產品類型：通道類和自主類

根據期貨公司資產管理業務的投資策略來源，可將資管業務分為兩類：通道類和自主類。通道類資管業務係指期貨公司委任私募資產管理公司作為投資顧問（CTA）並提供投資建議的資產管理業務。一般而言，該類資管業務的名義資產管理人是期貨公司，但投資策略幾乎完全由私募公司負責，甚至私募公司完成所有交易下單工作。該類資管業務是期貨公司和私募公司合作雙贏的一種模式。

自主類資管業務即是期貨公司作為資產管理人，利用自有的投資策略進行投資的資管業務，自主類資管業務就是要培養自己的操作團隊自行操作。

由於大陸資管市場近幾年發展迅速，期貨市場的機構投資者數量越來越多，通道類業務能夠幫助期貨公司吸引機構投資者，提供手續費和利息收入，但僅發展通道類資管業務本質上只是提高手續費和利息收入，並沒有從實質上改變期貨公司的格局，目前大陸多數期貨公司已體認唯有打造自己的資管品牌，組建高素質的資管團隊，才是真正實現期貨公司的多元化發展，創造藍海獲利機會。

二、產品標的：上市與非上市類產品

上市類產品的交易標的包括交易所上市的有價證券、權證、期貨等商品，主要的投資策略包括阿爾法對沖、貝塔策略。此類資管產品可以為期貨公司帶來豐厚的手續費和利息收入，尤其是程式化交易的阿爾法對沖策略，由於每天成交數量極高，持倉時間短，風險相對偏低，受到期貨公司的普遍歡迎。

非上市類產品的交易標的是非交易所上市的金融商品，此類金融商品豐富多樣，包括上市公司未解禁的IPO股票和定增股票、信託產品、資產證券化和場外選擇權等。

三、產品資金結構：普通和MOM/FOF

MOM即管理人的管理人（Manager of Managers），是通過甄選基金管理人，以投資子帳戶委託形式，讓入選的子投資管理人負責投資的一種投資模式。FOF（Fund of Funds）是一種專門投資於其他證券投資基金的基金。FOF並不直接投資股票或債券，其投資範圍僅限於其他基金，通過持有其他證券投資基金而間接持有股票、債券等證券資產，它是結合基金產品創新和銷售管道創新的基金新品種。目前以上兩種模式並無好壞之分，期貨公司對兩種模式均有嘗試。

期貨資產管理子公司的興起

2014年12月15日起施行的《期貨公司資產管理業務管理規則（試行）》允許期貨公司及子公司開展資管業務，但期貨公司與其



專門從事資產管理業務的子公司不得同時經營資產管理業務，這意味著期貨公司開展資管業務只能在“部門”和“子公司”兩種形式中擇其一。

臺灣期貨經理事業開放之初，是先朝成立期經公司的方向進行，之後多數期經公司撤銷回歸為期貨公司的期貨經理業務部門。然而隨著大陸期貨資管業務規模的逐步擴大，大陸期貨公司設立資產管理子公司的腳步卻在加速，到底大陸期貨商設立資產管理子公司的考量為何？分析如下：

大陸期貨公司目前開展資產管理業務的組織架構主要有兩種：一是在期貨公司內部設立作為一級部門或二級部門的資產管理部門，專門負責資產管理業務運行；二是設立資產管理子公司。簡單來看兩種模式並無好壞之分，只是在不同階段擁有各自的優勢。從資產管理業務發展來看，在業務剛起步階段，由於資產管理部人員配置較少、資管規模也比較少，成立資產管理部門流程相對簡單、快速、成本低；而且此時期貨公司的資產管理品牌尚未形成，資產管理部對於期貨公司平台需求較為明顯，因此資產管理部比較適合資管業務的起步階段。但隨著期貨公司資產管理規模的逐步擴大，期貨公司資產管理業務的“公司化”極可能成為未來主要形式，從長遠發展角度來看，資產管理子公司較資產管理部門有以下幾項優勢：

優勢一：自主選擇註冊地

期貨公司資產管理子公司可以根據未來

發展趨勢自主選擇公司註冊地，為公司的整體發展規劃打下基礎。譬如目前期貨資管規模最大的深圳天風天成資產管理有限公司，其註冊地就在深圳前海片區，其目的就是利用自貿區的政策優惠吸引資金。無獨有偶，國貿期貨也將資產管理子公司註冊在福建自貿區。在證監會2014年9月發布的《關於進一步推進期貨經營機構創新發展的意見》中，已明確表示期貨資產管理產品允許投資大宗商品倉單等現貨領域，同時也可參與境外衍生品交易。因此，自貿區的政策優勢無疑為資管子公司的發展提供了良好的機會點。

優勢二：人才優勢化

傳統型期貨公司的薪資結構使得期貨公司往往留不住優秀人才，而資管業務作為發展性很強的業務，期貨公司需要建立包括業務管理構架、營運模式、產品設計、風險控制…等相應的服務體系，對於人才需求較大。在成立資產管理子公司之後，獨立的資產管理子公司可以制定獨立的薪資制度，新的薪資制度將有利於吸引優秀人才。同時獨立公司還能進行股權配發政策以激勵員工，資產管理子公司的人才優勢將較部門形式更加明顯。

優勢三：運作相對獨立

設立具有獨立法人資格的期貨資產管理子公司的另一優勢，就是期貨公司自有資金使用能夠更加寬鬆。如果資管業務以一級部門形式運作，由於資管產品對於公司資本的

要求，使得公司自有資金使用可能會受到一些限制。除了資金獨立以外，資管子公司還可以隔離其經營風險對母公司的影響，避免與母公司可能發生的利益衝突。且作為獨立的期貨資管子公司，還能做到決策的獨立性、產品研發的獨立性以及績效考核的獨立；相對獨立制定期貨資產管理業務的激勵機制，使得資產管理業務運作更有效、更市場化。

優勢四：跳脫「期貨」的束縛

第一在混業經營的大格局下，期貨公司需形成「大資管」的概念，業務不能僅僅圍繞期貨業務展開，而要將眼光擴展到整個金融領域範疇。在成立資管子公司後，公司文化、氛圍都能擺脫原先期貨公司的束縛，這種改變可以提升資管業務的多元發展。

第二對於期貨公司的資產管理部而言，發行資產管理產品的主體仍是期貨公司，期貨公司的品牌效應仍給予投資人風險較大的觀感；而對於資產管理子公司而言，其發行資產管理產品主體為資管子公司，產品可以擺脫原先的「期貨」品牌束縛，這樣更有利於資管業務的開展。

綜上所述，期貨公司設立資產管理子公司的優點甚多，資管子公司未來可能成為期貨公司資產管理業務發展的重要角色，有助於提升期貨公司的核心競爭力。關於大陸資產管理子公司的未來發展，值得臺灣期貨業者關注，也可作為臺灣期貨公司重新思考全權委託業務的定位及未來發展之借鏡。

期貨資管業務的挑戰與轉型

大陸期貨資產管理業務發展也並非萬里無雲，由於業務發展過快，導致市場也出現一些不正常的發展，引來監管層的注意，例如優先劣後的結構化產品。一般臺灣的認知管理型私募基金就是基金的所有投資資金都是由投資人認購，而且所有投資人的權益都是相同的，不分級且統一的風控標準。而大陸資管業務的結構化產品，一般分為優先級和劣後級，劣後級投資額度一般由資產管理方出資，優先級的投資額度一般從銀行或者機構出資，劣後級承擔基金的虧損風險和優先級的固定利息，優先級收取本金和固定的利息，不收取基金的超額收益，劣後級額度收取除優先級固定利息和其他費用除外的基金的全部超額收益。

結構化商品設計一般分為三種類型，收益特徵各有差異：

第一種，優先順序沒有固定的預期收益率，收益的一定比例要分配給劣後級。這種也常稱為風險緩衝類產品。當產品發生虧損時，由劣後級本金補償優先順序本金。例如，某結構化基金優先順序與劣後級的資金配比為3：1，優先級超額收益的20%必須分給劣後級。

第二種，優先級有固定的預期收益，超過部分才能全部歸劣後級所有，但當產品發生虧損時，由劣後級本金補償優先級本金及收益。例如，某結構化基金優先順序與劣後級的資金配比為3：1，優先級的固定預期收



益為9%。

第三種，結合前兩種，優先順序有預期固定收益，又有浮動收益。這種結構一般是在產品契約中規定一個較低的預期固定收益；優先級收益超過該固定收益的部分，再按一定比例分配給劣後級。當產品發生虧損時，由劣後級本金補償優先級本金及預期收益。例如，某結構化基金優先順序與劣後級的資金配比為3：1，優先順序的固定預期收益為6%，超過部分的20%分配給劣後級。

因為優先劣後的結構型產品吸引了大量的市場資金，創造了期貨公司豐厚的手續費收入與利息收入，反而無法促進大陸期貨公司發展自主管理資管業務，且優先劣後的产品會導致風險在金融體系累積，給金融安全造成了隱患，另一方面，優先劣後也與「先看風險，再看收益，學會高收益相對存在高風險」的正確風險概念相抵觸。因此大陸證監會為了進一步加強對證券期貨經營機構私募資產管理業務的監管，規範市場行為，強化風險管控，遂頒布了《證券期貨經營機構私募資產管理業務運作管理暫行規定》，並自2016年7月18日起施行，對資管投顧的要求嚴格化，使得借道期貨資管發行產品的私募越來越少，限制能夠合作的私募機構；另一方面也對結構化產品予以限制，對期貨資管的通道業務也予以壓縮，要迫使期貨公司朝自主管理發展。

另外，由人民銀行、保監會、證監會及國家外匯管理局於今(2018)年4月27日聯合發布《關於規範金融機構資產管理業務的指導

意見》，更具體要求全面規範大陸所有金融機構的資產管理業務，因此目前期貨資產管理業務可說是在最高度監管以及被強力要求轉型的時刻。

致力於資產管理業務發展的大陸期貨業者，現在雖因監管力道的加大而面臨通道業務銳減，資產管理規模增長緩慢，管理費收入增長率下降的窘境，但也因此創造出加速轉型的機會，必須加快培養操作人才，建構優秀的自主資產管理團隊。也許不久的將來，又可見到大陸期貨資管業務轉型成功蓬勃發展。臺灣的期貨業者也可把握當下時機，利用多年累積的資產管理經驗與大陸業者積極互動，也許可創造出期貨業新商機。



專題報導



隨著時代的演變及科技的進步，犯罪者利用洗錢的管道越來越多，其犯罪手法使各國政府受到挑戰，臺灣首部「國家洗錢及資恐風險評估報告」於今年5月2日正式發布，為業者規劃後續改善與優化措施，本公會邀請專家辦理專題報導，提供業者參考。



防制洗錢及打擊資恐最新觀察 ——聚焦國家風險評估、交易監控 優化及科技創新議題

普華商務法律事務所◎梁鴻烈律師、李裕勳律師

壹、前言

我國將於今年（2018年）第四季接受APG第三輪相互評鑑。為建立良好的防制洗錢及打擊資恐制度與環境，除於2016年底修正「洗錢防制法」並於2017年6月28日正式生效外，金融監督管理委員會（以下簡稱「金管會」）亦修正包括「金融機構防制洗錢辦法」及「證券期貨業防制洗錢及打擊資恐內部控制要點」在內的相關法令，並委由期貨公會修正防制洗錢及打擊資恐相關自律規範，以協助金融業就認識客戶、客戶風險分級、姓名/名稱檢核、交易監控、全機構洗錢及資恐風險評估以及防制洗錢及打擊資恐內控制度建立更完善的機制。各期貨業者並已依照相關法規要求，完成首次全機構洗錢及資恐風險評估報告，並依評估結果辨識出的高風險與低控制成效區塊逐步規劃與執行後續改善與優化措施。

除上述規範面的修正外，法務部亦自

2017年6月起舉辦四次國家洗錢及資恐風險評估程序會議，並於2018年5月2日正式發布臺灣首部國家洗錢及資恐風險評估報告（以下簡稱「國家風險評估報告」），以協助包括金融業在內的各業界充分瞭解臺灣面臨的洗錢及資恐風險。金管會並希望金融業參考國家風險評估報告內容，據以規劃並採取相關改善與優化措施。

基於以上發展，本文即擬聚焦在交易監控優化措施與國家風險評估報告等議題，並嘗試提出新科技對於期貨業者的挑戰，以提供業者規劃後續改善與優化措施時之參考。

貳、交易監控優化措施

洗錢通常涉及一連串複雜的交易過程，一般而言區分為「處置」、「多層化」及「整合」等階段。而期貨業通常在「多層化」階段較易被洗錢者利用來洗錢。

依一般慣例，建立交易監控機制評估流



程至少包括以下步驟：

1. 首先，業者宜依其業務性質，建立完整之監控情境，並納入主管機關或期貨公會所發布之態樣，建立情境涵蓋範圍。
2. 於確認交易監控情境後，業者宜將交易監控情境與其現有之業務、產品及交易類型進行比對，確認個別監控情境所應對應的業務、產品及交易，以便決定後續之參數與門檻，以及系統監控邏輯。
3. 於確認各監控情境對應的業務及產品後，業者可參考全機構洗錢風險評估之結果，提出交易監控參數與門檻的預設值，並以該預設值進行警示產出及確認為應申報案件數目的分析，以評估是否應對預設值進行微調，以達有效監控可疑交易的目的。
4. 針對警示產出，業者應建立警示調查的相關作業規範，包括負責人員、調查項目、調查期限、核決層級、調查流程及書面紀錄等事項，並將該事項訂定在內部書面規範中。

而以風險為基礎的交易監控措施，多半呈現在「交易監控參數與門檻設定」及「調查核決層級」等層面上。本文即針對上述層面說明可行的優化措施方向。

釋例一¹

項目	現行門檻－ USD 1 百萬	BTL 20% USD 800,000	BTL 10% USD 900,000	ATL 10% USD 1.1 百萬	ATL 15% USD 1.15 百萬
警示產出數量	100	130	110	90	80
成案數量	10	11	10	10	7
規則有效性	10%	8%	9%	11%	8%

一、交易監控參數與門檻設定

(一) 依全機構洗錢風險評估結果為基礎而設定參數與門檻參考值

依據金融機構防制洗錢辦法第9條規定，金融機構應以風險為基礎，建立帳戶或交易監控政策與程序。一般而言，關於參數與門檻之設定，宜考慮以全機構洗錢風險評估結果為基礎，藉由全機構洗錢風險評估之結果，分析適合各業者之參數與門檻值，並針對該參數與門檻值進一步分析成案命中率分析，以決定最佳的參數與門檻值。

此外，於設定參數與門檻時，業者亦可考慮再依客戶類型（諸如：個人及法人）、客戶風險等級及產品/服務風險等級等因素予以分群，並針對不同群體設定不同的參數與門檻值，以建構更有效的交易監控措施。

(二) 成案命中率測試

除依照全機構洗錢風險評估結果設定交易監控情境的參數及門檻外，業者尚可針對初步設定的參數及門檻參考值予以上下微調，並以業者現有數據分析上下微調後各參考值的警示產出數量、警示產出率及成案命中率，以決定最有效的參數與門檻值設定。舉例如下：

1 From the ACAMS AML Rule Tuning : Applying Statistical and Risk-Based Approach to Achieve Higher Alert Efficiency.



Feature Report

如上表所示，如交易監控門檻預設為USD1,000,000，業者可以此數值為基礎，向下調整10%、20%及向上調整10%、15%，再分別分析各數值所警示產出數量及需後續調查的成案數量，以判斷各門檻的有效性。由上表可知，成案數量及警示產出數量比例

最高者，為門檻落在USD1,100,000時；亦即，對於釋例一的業者而言，USD1,100,000為最有效的交易監控門檻值，故該業者可將門檻值設為USD1,100,000，以便最有效地監控客戶的疑似洗錢交易行為。

最小累積金額	警示量	產出警示	產出率	產出警示減少
\$10,000	309	23	7.44%	-
\$15,000	309	23	7.44%	0.00%
\$20,000	279	21	7.53%	8.70%
\$25,000	260	20	7.69%	13.04%
\$30,000	220	17	7.73%	26.09%
\$35,000	215	17	7.91%	26.09%
\$40,000	203	16	7.88%	30.43%
\$45,000	198	15	7.58%	34.78%

門檻設定為\$25,000時已超越所設定之風險承受度(以風險承受度設定為10%為例)

最大產出率於門檻設定為\$20,000時出現

釋例二

除上述的測試方式外，實務上亦有將不同監控門檻值產出的警示數量變化列入考量因素者；若在特定門檻值所產出警示數量較其他門檻值下降幅度過大，縱使該門檻值的成案比例最高，亦不列入考量。

以上表為例，門檻值在25,000元以上時，雖可達到相對較佳的成案比例，惟因警示數量下降幅度已超過可承受的範圍內，因此25,000元以上的門檻值均不列入考量。在此案例中，以門檻值落在20,000元時可達到最佳的成案比例，故將門檻值設定在20,000元應可最

有效地監控客戶的疑似洗錢交易行為。

二、警示調查程序

針對產出的警示，業者應建立警示調查方式，對於產出警示進行調查，並判斷是否為應向法務部調查局申報之可疑交易。一般而言，較有效的警示調查程序如下：

(一) 初步審查

初步審查之方法，係指利用快速過濾機制，將顯然非異常的交易行為先行排除。業者得依據客戶資料對警示之交易進行初步評



估，以確定交易活動是否可以迅速得到合理解釋，倘若透過初步審查而可獲得合理解釋，則得放行交易。

業者可考慮透過對於客戶檔案的審查，以了解客戶的資金來源、財富來源，協助確定客戶淨資產的相對規模及其合法性，惟倘若無法獲得合理解釋者，則應進一步調查。

(二) 調查程序

透過前階段之初步審查，如仍無法判定該警示交易是否合理時，業者可考慮藉由蒐集更多額外的客戶資訊，更全面性的了解客戶。可考慮的面向如下：

1. 客戶與交易對象。諸如：該名客戶或該交易之受益人是否涉及制裁名單、重大政治性職務人士或有洗錢相關之負面消息等情形。
2. 交易的本質。諸如：
 - (1) 該筆交易的目的為何。
 - (2) 該筆交易有無根據一定之書面文件。
3. 交易地緣關係。諸如：
 - (1) 資金匯出或匯入地為何。
 - (2) 交易地點為何。
4. 交易時間。諸如：
 - (1) 何時開始進行交易。
 - (2) 交易何時完成。
5. 交易模式選擇。諸如：交易模式之合理性。
6. 交易的進行與交易量。諸如：
 - (1) 交易如何進行。
 - (2) 交易量。

監控措施之檢核表中已載有調查機制，其中已針對客戶身分及交易之性質面向進行

審查，然而，業者可考慮依上述說明，增加調查客戶之地緣關係、交易時間等面向，由審查人員對於警示交易進行更詳細的調查，以供相關核決人員判斷該交易是否為應向法務部調查局申報的可疑交易案件。

(三) 警示調查之核決

承上所述，除「交易監控參數與門檻設定」外，「調查核決層級」亦為以風險為基礎的交易監控措施焦點。實務上，針對疑似可疑交易警示與風險較高的客戶群體有關，或涉及較高風險產品的交易，調查結果的核決層級將予提高，由較高層級的管理階層決定該較高洗錢或資恐疑慮的交易案件是否須向法務部調查局進行申報。

參、國家風險評估報告與個別期貨業洗錢及資恐風險連結

承前所述，臺灣已於2018年5月2日正式發布臺灣首部國家洗錢及資恐風險評估報告，說明臺灣的洗錢及資恐威脅與產業及部門弱點狀況。在報告中，期貨商雖被評估為屬於中風險弱點的產業，較本國銀行及證券商面臨的風險為低，惟「非常高風險威脅」犯罪類型仍可能與期貨商有關，故期貨商仍應留意國家風險評估報告中的「非常高風險威脅」犯罪類型與期貨商的連結。

舉例而言，針對「非常高風險威脅」犯罪類型中的貪污犯罪，國家風險評估報告指出，犯罪者多直接收受現金，並購買貴重金屬（如金條）、以現金支付保費購買躉繳型壽險或儲蓄險、購買名車、不動產、股票、



基金等。報告中雖未明文指明期貨業為貪污犯罪者利用為洗錢的管道，惟因犯罪者可能將貪污所獲現金進行投資，故期貨商仍可能涉入與貪污犯罪有關之洗錢活動。因此，各業者可考慮先了解客戶中屬於政治性職務人士及其親人與親信的人數狀況，以及其下單金額與下單筆數，了解業者與貪污犯罪的實際連結。

如經相關數據分析，確認個別業者與貪污犯罪的連結後，業者可考慮依據政治性職務人士及其親人與親信進行期貨交易的交易模式與金額，建立屬於貪污犯罪疑似洗錢交易態樣的監控模組，以利業者初步辨識及判斷個別政治性職務人士客戶是否觸及疑似洗錢交易態樣，進而決定後續調查方向與是否應將該可疑交易向法務部進行申報。

肆、新科技對於期貨業者的挑戰

就國內期貨業業務面而言，據瞭解，國內期貨業提供的商品主要為在國內期貨交易所上市的商品，縱有受客戶委託下單至國外交易所的情形，國外交易所均位於美國、英國、新加坡、日本及香港等屬於低洗錢國家；此外，高達八成以上的投資人均透過網路下單進行交易。在此種業務類型下，國內期貨業整體面臨的通路風險較其他金融業為高，此乃因為網路下單屬於非面對面的交易通路，投資人透過網路下單時，業者實際上僅得確認下單之人為掌握帳號密碼之人，而無法確認該人是否確為客戶，此或將導致業

者實際上較不易掌握透過網路進行下單的客戶是否為人頭戶，或實際控制人頭帳戶之人。

就此情形，金管會檢查局（以下簡稱「檢查局」）近年已特別就銀行業對於客戶中疑似關聯戶或人頭戶的監控作業進行瞭解，並發現相關缺失，主要為：

1. 多名不同的客戶使用同一個IP申請網路銀行服務、信貸或進行基金交易，或者不同帳號以同一個IP大量登入等情形，未納入檢核範圍或產出報表管理。
2. 網路銀行和數位存款業務有多名客戶留存同一手機號碼或同一電子郵件信箱，但又非屬家人關係。未確認客戶留存非本人手機號碼或電子郵件信箱的原因，亦未建立監控機制。
3. 受理多名理財客戶申請網路銀行服務，申請書上約定轉帳帳號均為同一帳號，書寫筆跡類似理專簽名筆跡，未建立檢核機制。

以上雖為檢查局對於銀行業提出的缺失，惟基於期貨業的客戶高度仰賴網路下單交易的特性，客戶進行網路下單的IP位置控管，即為期貨業防制洗錢的焦點之一。

據了解，部分業者已將使用同一IP位置下單交易的客戶列為關聯戶，進而整體監控其交易態樣，以評估並掌握是否為有心者透過人頭或可得控制之人申請交易帳戶，並以該等帳戶進行交易，以規避期貨業者可能採行的監控措施。惟透過IP位置了解並監控客戶交易狀況，在行動裝置使用普及與網路技



術不斷發展的時代，實務上可能面臨的挑戰如下：

1. 浮動IP

客戶若透過手機或其他行動裝置下單進行交易，所使用的IP一般均為電信公司給予的浮動IP。從期貨業者的角度而言，浮動IP並無法有效連結特定客戶，因此除非期貨業者能與電信業者合作，取得浮動IP與特定客戶手機號碼（或甚至姓名）的連結資訊，否則，如何監控透過手機或行動裝置進行下單客戶的交易行為，恐為業者的一大挑戰。

2. VPN或翻牆

此外，對於使用VPN或翻牆登入或進行下單的客戶，期貨業者所能掌握的IP位置通常並非客戶所在地的IP位置，此不僅將影響期貨業者特定交易是否涉及高風險國家或地區，亦將影響業者透過客戶IP位置了解不同客戶是否為關聯戶或人頭戶的精準度。

伍、結語

如前所述，目前期貨業者多已完成首階段的全機構洗錢及資恐風險評估，並依評估結果規劃後續改善及優化作業。而在規劃改善及優化措施時，業者除應本於自身所面臨的洗錢及資恐風險外，對於新商品或新服務（如：槓桿交易商業務）或新科技的引進，業者宜事先依其商品及科技特性，了解新商品或新科技上線後的可能風險，據以規劃較完善的防制洗錢措施，以落實以風險為基礎的防制洗錢及打擊資恐作業。



梁鴻烈律師

普華商務法律事務所合夥律師及金融業監理顧問服務負責人。梁律師在過去兩年帶領團隊在台、港、星及中國，完成逾30件金融業反洗錢顧問專案。



李裕勳律師

普華商務法律事務所資深律師。李律師擔任多件銀行、證券及期貨業反洗錢顧問，並獲選為金融研訓院2018年菁英講座。



洗錢 防制

專業總動員

以下職業需負責客戶審查、交易紀錄保存及申報可疑交易的義務。

金融機構 銀樓業 地政士 律師
公證人 會計師 不動產經紀業
記帳士 記帳及報稅代理人



洗錢防制

層層把關·打破洗錢循環



銀行



落實客戶審查，瞭解業務關係之目的、性質、資金來源，交易持續監控，可疑交易申報

銀樓



以下現金交易需作紀錄：
1. 金額超過新臺幣50萬元
2. 交易由代理人為之

不動產



確認及審查不動產買賣交易客戶身分，提醒客戶以現金支付價款時提供合法資金來源

出入境



出入境可攜帶的現鈔、有價證券、貴金屬/寶石等須受到規範

洗錢手法 分層洗錢, 跨國整合

跨境洗錢

利用「人肉運鈔機」夾帶現鈔、有價證券、貴金屬、珠寶等高價值物品之方式，於機場邊境闖關，將從事詐欺、走私等犯罪不法所得跨境運送，讓黑錢變成合法的錢，使受害者求償無門。

集團洗錢

從事詐欺、販毒、走私、內線交易等犯罪，透過專業水房，將不法所得直接利用人頭帳戶匯款到國外，再經由國外公司匯回臺灣從事更多犯罪活動，傷害國民身心健康，所得下滑，臺灣成為犯罪天堂。

貿易洗錢

從事虛假貿易，不法企業透過假交易，真洗錢，以合法掩飾非法，將不法資金移轉到國外，傷害經貿發展，影響海外投資，喪失經濟自主力，臺灣成為洗錢天堂。

專業洗錢

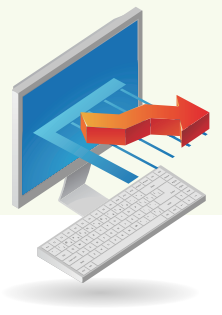
地下匯兌業者、不肖律師、會計師等，透過專業服務設立空殼公司，協助將犯罪不法所得移轉到國外或避稅天堂，國家經濟蒙受重大損失，影響國際競爭力，臺灣成為國際黑名單。

洗錢損國家經濟、防制保全民利益
支持洗錢防制、守護你我家園

特別報導



為發展期貨行業、建全期貨市場，實踐服務實體經濟之功能並推廣槓桿交易商，期貨公會邀請專家辦理「槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究」、「中小企業原物料避險需求分析」研究案，本刊特摘述精髓，就研究之重要觀念及議題加以說明，提供讀者參考。



槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究

國立臺灣大學國家發展研究所教授◎周治邦

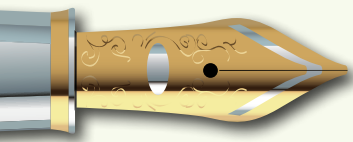
保險犯罪防制中心董事長、國立交通大學科技法律研究所兼任助理教授◎邵之雋

一、引言

槓桿交易已成為各國集中交易及店頭市場的重要環節，而我國亦在櫃檯買賣中心之下開設槓桿交易商業務，為滿足槓桿交易商開拓新業務，以服務實體經濟之需求，本文將探討槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗。目前各國交易所或監理當局，雖無單列槓桿交易商業務，但其槓桿式交易產品多歸於衍生性金融商品框架下，並由期貨商承作，此情形與我國類似。同時，各國衍生性金融產品多為在集中或店頭市場交易的標準化產品，並由英美少數全球性期貨交易商壟斷；因此，各國本地交易商如何透過業務及產品創新，避免與全球性期貨交易商直接競爭，進而開發出貼近本地產品的經驗，值得我國學習。所以，本文蒐集主要金融中心所在經濟體：包括新加坡、香港、美國、英國和澳洲，以及韓國和俄羅斯等新興經濟體，

有關各國槓桿保證金契約、槓桿交易商以及立法實例資料，並介紹各國在槓桿式交易產品上的創新設計及市場開發策略。由於較難取得各國非標準化衍生性金融產品的交易資料，因此，本文蒐集並整理國際清算銀行全球OTC市場交易的統計資料，並針對不同產品和交易商類型進行國際比較，試圖描述出各國衍生性產品交易的現狀。本文也整理了各國店頭市場及網絡交易服務平台的保證金以及稅費的情況，以提供我國槓桿交易商在費率設計上的參考。

同時介紹我國槓桿交易產品的開發及創新方向。本文參考了新加坡、美國以及中國大陸在槓桿交易產品開發方面的經驗。首先，新加坡作為亞洲金融中心，其衍生品市場交易商主要為國外大型金融機構，而其產品多為針對海外市場的標準化產品。因此，新加坡本地交易商在市場定位、產品設計及業務優化上如何創新的經驗值得參考。其



次，美國雖曾存在獨立的槓桿交易商概念，但目前的槓桿交易業務多併入衍生性金融商品業務。因此，美國在金融危機後，針對衍生性金融商品的制度調整和風險管理經驗值得參考。最後，中國大陸為新興經濟體，但目前在金融產品創新上卻大幅邁進，其委託期貨商進行金融產品試點創新，成功後上市交易的模式，亦值得參考。因此，參照國際經驗及跨國比較結果，本文將結合我國現況，從而提出槓桿交易商產品開發及未來創新的四個可能方向。

二、產品創新及開發方向

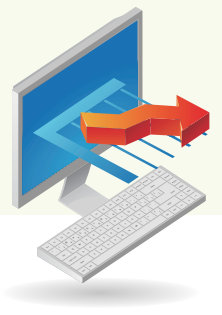
(一) 新加坡本地交易商的產品創新

新加坡本地交易商的經驗主要有二：
 (1)交易費用及佣金：無法與外商在交易費用和交易佣金上做直接競爭，如表1所示，因此，新加坡本地交易商需要去作產品創新。
 (2)產品創新：外商主營業務為標準化較強產品（如外匯）；本國企業需避重就輕，提供更客制化產品。

表1、新加坡槓桿交易商相關費率及保證金比重

服務區域	槓桿交易商	最低費用 (S\$)	交易佣金 (Trading Commissions)		
			≤ S\$50K	> S\$50K-100K	> S\$100K
全球化企業					
	Citibank Brokerage	28	0.25%	0.20%	0.10%
	Phillip Securities	25	0.28%	0.22%	0.18%
	SAXO Capital Markets	15	0.12%	0.12%	0.12%
	Standard Chartered	10	0.20%	0.20%	0.20%
	Maybank Kim Eng Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
區域企業					
新 / 泰 / 馬 / 印尼	CIMB Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
新 / 港 / 泰	DBS Vickers	25	0.28%	0.22%	0.18%
新 / 中 / 港 / 馬 / 印度	iFAST Financial	10	0.12%	0.12%	0.12%
新 / 港 / 馬 / 泰 / 印尼	UOB Kay Hian	25	0.275%	0.22%	0.20%
港 / 新 / 泰	KGI Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
本土企業					
新加坡	Lim & Tan Securities	25	0.28%	0.22%	0.18%
新加坡	OCBC Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
新加坡	RHB Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%

資料來源：新加坡交易所 (SGX)



1. 單日槓桿證 (DLC)

表2顯示2017年新加坡股市出現新型交易產品「單日槓桿證 (Daily Leverage Certificates, 簡稱DLC)」。7月17日起, 合格的特定投資產品 (Specified Investment Products, 簡稱SIP) 投資者可購買這些產品。

DLC是2012年以來歐洲市場增長最快的上市結構性產品之一。這類交易工具為區域投資者提供機會, 從每日市場走勢中獲取槓桿回報。而新加坡交易所成為亞洲首個提供DLC交易的交易所。由法國興業銀行 (Societe Generale) 發行的首批DLC共有10款產品, 涵蓋指數包括MSCI新加坡指數、恒生指數 (HSI) 和恒生中國企業指數

(HSCEI)。多數產品提供三倍或五倍固定槓桿, 投資者可選擇看漲或看跌。

性質: 與槓桿掛牌基金 (ETF) 類似, 透過槓桿投資工具放大所追蹤指數的收益回報。以MSCI新加坡指數的五倍槓桿為例, 如果該指數當天上漲5%, 投資者將獲得25%的收益。

DLC每天都會重新調整, 如果投資者持有某只DLC五天, 所追蹤指數在此期間累計上漲10%, 投資者不一定會獲得50%的收益。由於市場週期短暫, 發行方建議投資者在一天內完成交易。這類產品通常被認為風險較高, 適合有一定投資知識和經驗的投資者。

表2、DLC與其他金融產品區別一覽表

項目	槓反 ETF	一般權證	單日槓桿證
交易型態	本金交易	權利金交易	
存續時間	無	6個月—2年	3個月—2年
標的	指數	個股, 指數	
到期履約	無	以收盤前特定時間段內標成交價的均價作為結算基礎	
槓桿倍數	正向2倍 / 反向1倍	平均8—10倍	倍數固定 多為3—5倍
停損停利	無	無	有 觸及後重新設定報價範圍

資料來源: 工商時報

2. 透過設立現金抵押交易 (CCT)

Lim & Tan Securities CCT 透過設立現金抵押交易, 交易限額是基於客戶在Lim & Tan證券 (LTS) 的SGD信託帳戶中的現金金額。客戶可以享受較低的經紀佣金, 並且賺取利息。

(二) 新加坡交易所(SGX)產品設計及開發經驗

新加坡交易所的業務主要分為以下五個方面: 衍生品、證券、存託服務、市場數據提供、發行服務。衍生品則主要有三個部分: 商品期貨市場、金融期貨/期權市場、以及亞洲結算行, 如表3所示。

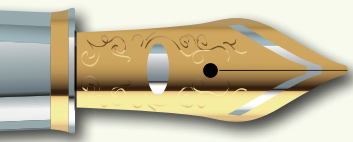


表3、新加坡交易所產品種類一覽表

類型	產品種類
商品期貨	LME-SGX 有色金屬：銅、鋁、鋅 橡膠 能源
金融期貨 選擇權	股指期貨 / 選擇權 利率期貨 / 選擇權 股息期貨 / 選擇權
亞洲結算行	橡膠 鐵礦石 Swap、動態煤 石油、石化衍生品 貨運：乾散貨 / 貨運集裝箱 外匯遠期合約 利率交換合約

資料來源：SGX

1. SGX黑色金屬系列產品

SGX黑色金融系列產品很重要的特徵，係強化針對中國市場，聯合芝加哥商品期貨

交易所，與開發出包括航運在內整個黑色金屬價值鏈對價格風險管理的工具。只要有合適的平台，可以方便各個交易主體實現各相應合約之間的跨市、跨期、跨品種交易套期保值。

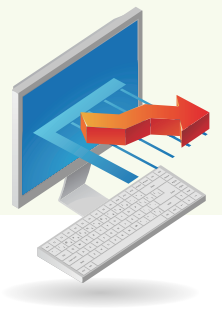
(1) 新交所鐵礦石交換 (Swap) /期貨合約

新交所是全球鐵礦石衍生品的主要發源地，針對全球最大的鐵礦石消費地中國，新交所發行了比較多的鐵礦石合約：含62%鐵粉的鐵礦石交換合約，以及TSI發布的運往中國地區加上成本、運費的鐵礦石指數交換合約。除此之外，新交所還推出了把運往中國的塊礦按照62%的鐵粉折算形成的普氏塊礦溢價交換合約和指數期貨合約。表4列舉了新交所鐵礦石期貨及交換合約。

表4、新交所鐵礦石期貨及交換合約

	新交所鐵礦石 CFR 中國 (62% 鐵粉) Swap	新交所 TSI 鐵礦石 CFR 中國 (62% 鐵粉) 期貨
報價代號	FE	FEF
合約規模	500 公噸	100 公噸
最小波動價	US0.01/ 公噸	
合約月份	從現月開始，最多連續 48 個月；12 個月到期後可再追加 12 月份	
交易日	除聖誕節前夜（半天交易），任何交易時間	
價格限幅	無價格限制	
交割部位	在單邊市場以及合計的全部合約月份內，投資者持有或控制交易所交易和 / 或清算所接受清算的相同標的鐵礦石期貨、Swap、選擇權及任何其他產品，總計不得超過相當於 3000 口的普通規模鐵礦石 Swap	
最後結算日	合約月份內鋼鐵指數 (TSI)	
最終結算價	按合約到期月份內所有鋼鐵指數 (TSI) 鐵礦石參考價格簡單平均值進行計算 保留至小數點後兩位數，以現金結算	
議定大宗交易	無	5 口

資料來源：SGX



(2) 焦煤合約

中國、印度和東盟等新興經濟體經濟成長，推動能源、鋼材、水泥及其他工業材料的需求日益增大。動力煤和焦煤主要從印尼、澳洲和南非進口到中國，與鐵礦石混合便可生產鋼材。SGX將焦煤Swap/期貨合約，與其主打鐵礦石衍生產品和熱軋鋼卷衍生產品相輔相成，有利於整個鋼材價值鏈的風險管理，可實現：

- a. 有效對沖現貨焦煤/動力煤價格風險；
- b. 跨商品交易節省保證金：在SGX同時清算這些互補產品可大幅節省保證金。
- c. Swap/期貨互換性：每份新交所亞洲結算行的期貨/swap均可完全由其相對應（具有相同的每日/最終結算價，及到期日）的店頭市場商品Swap所替代。

(3) 熱軋卷板合約

SGX推出熱軋卷板合約，係因為中國、印度和東協（ASEAN）目前占全球鋼鐵生產和消耗總量的70%以上，同時包括臺灣在內的亞洲熱軋卷板（HRC）市場是全球最大的地區性HRC市場。

HRC的價格不僅與自身有關，而且與密切關注HRC價格的下游產品有關。生產出的大多數HRC有兩種用途：以冷軋卷板（CRC）的形式軋製成薄片；鍍鋅後製成鍍鋅鋼。因此新交所推出了第一個海運鋼鐵衍生品，旨在滿足亞洲扁鋼市場的價格風險管

理需求，載體就是熱卷交換合約與熱卷指數期貨合約。

(4) SGX運費協議，及集裝箱場外交換

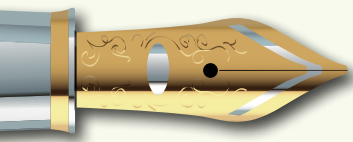
對於原料及產品進出口運輸，新交所也配套的推出了運費協議，來管理運費價格風險。在合約設計上，一方面是用船型來區分，包含若干條路線的平均租期，以波羅的海每日現貨估價的算術平均值結算。或者還有在特定船型下，按照路線劃分的單一路線運費協議。SGX推出了與中國有關的C5合約標的的西澳大利亞-青島的好望角船型C5路線遠期運費協議。

除了乾散貨運輸，還有集裝箱運輸，針對中國進出口活動的發展，新交所也提供設計上海出口集裝箱的場外交換合約。包括上海-歐洲、上海-地中海，上海-美國東西海岸這四個主要的進出口地區。

2. 橡膠行業

天然橡膠在國際期貨市場已經成為一個成熟品種，在東南亞各國的期貨交易所占有一定的市場份額。目前亞洲重要的橡膠交易平台有日本的TOCOM、中國的SHFE、新加坡的SGX三家，客戶會在這三個市場之間，進行套期保值操作。

而SGX提供2種SICOM橡膠期貨合約—3號煙片膠（RSS3）和20號標準膠（TSR20），從而為市場參與者提供一個可以信賴的基準價格作為現貨交易參考價，以管理價格風險。煙片膠用於生產抗裂製品，標膠主要用於輪胎製造業。同時，新交所也推出了橡膠品種間的跨期和跨品種套利合



約。作為規避風險的有效手段之一。而且，在相應的OTC市場，新交所也有標膠的交換合約。

3. 石油化工行業

石化行業在亞洲的第一大合約分類是輕餾分油合約，包括汽油和石腦油合約。輕餾分油包括汽油和石腦油等產品。石腦油可用作塗料溶劑、清洗液及汽油和石化產品的生產原料，視其質量而定。汽油主要用作內燃機的燃料。利用石油期貨、交換合約，石油終端用戶可以鎖定未來石油消費的購買價，將價格波動帶來的風險降至最低。通過鎖定價格，對沖者能夠更有效地控制現金流，同時改善業務固有成本的管理。

第二大合約分類是重餾分油合約，即燃油合約。燃油主要用作發電站、工業和電站鍋爐的燃料，此外也被廣泛用作船用燃料—船舶消耗的燃料。燃油根據其黏度和硫含量分為不同的等級。燃油期貨和燃油交換合約剩餘月份還有相應的迷你合約，以方便客戶更為快捷的交易，提高市場參與度和加強流動性。

第三塊合約分類就是從石油中提取的相關化工品合約。在過去十年中，石油化工產品的全球消費量穩步增加。這些需求也是由主要的終端使用者行業和來自中東和亞太地區的生產者良好的經營狀況所驅動的。石油化工產品是提取自原油和液化天然氣中的乙烷，丙烷，丁烷等其它碳氫化合物產品。最廣泛生產的兩種石化類種類為烯烴和芳烴。在烯烴類系中，聚乙烯和聚丙烯在數量上形

成最大的市場，並主要用於製造工業化學品和塑料製品。至於芳烴，苯類主要用於製作染料原料，清潔劑和殺蟲劑；而對二甲苯的市場日益活躍，主要用於生產塑料容器和其它家庭用品。

對於中國大陸的石化行業，燃料油是除石油以外進口量最大的石油產品，且主要集中在180號與380號低硫燃料油的進口，這兩種類型是中國燃料油進口商想要套期保值的必選。而新交所2014年12月2日啓動的PX合約，係專門針對中國大陸市場需求設計。新交所本身可以對PX和LLDPE跨品種套利提供保證金優惠，同時也可以用中國大陸大商所和新交所的線性低密度聚乙烯做跨市。又由於新交所二甲苯PX標的物是幾乎全部用於生產精對苯二甲酸PTA，兩者相關性極強，因此客戶也可以做PX和PTA的跨品種套利。

(三) 臺灣可參考方向

1. 黑色系列產品：螺絲螺帽等螺絲扣件產業相關產品開發

2016年臺灣螺絲扣件業產值1,359億元、出口值1,265億元，為全球第3大出口國，出口比例達93%，每年螺絲外銷總額約40億美元，其中美國約占40%，歐洲占40%。目前政府積極輔導廠商，開發智慧化生產設備加速產業導入智慧機械，朝高值化發展。所以可開發和螺絲扣件相關的期貨/槓桿交易商品。

2. 石化相關產品：綠能相關產品

響應臺灣社會現在對綠能的需求，開發與綠色能源相關的槓桿交易產品。如綠能股相關的股指選擇權。可參考股票如表5所示。

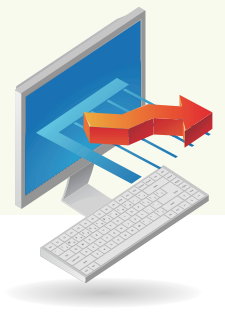


表5、綠能股相關的股指選擇權可參考股票

產業鏈	股票代號 / 名稱	總市值 (億)	近 12 月 營收合併成長 (%)	近 12 月 累計合併營收 (百萬)	本益比	股價 淨值比
矽晶圓	2406 國碩	106.2	41.33	18,839	37.9	1.9
	3519 綠能	89.9	1.45	15,505		1.45
	5483 中美晶	244.5	1.42	28,282	15.9	1.07
	3686 達能	33.5	-15.03	1575		0.73
太陽能電池	6244 茂迪	195.2	23.90	24,754	20.5	1.41
	3561 昇陽科	68.5	8.25	10,483		0.94
	3452 益通	87.3	1.70	4,527		1.25
	3514 昱晶	143.2	1.16	15,747	14.2	1.12
	3576 新日光	184.9	-19.45	22,215		0.94
太陽能模組	6443 元晶	49.4	13.80	7,133	17.8	1.23
	3562 頂晶科	1.5	-52.54	962	30	1.85
太陽能系統	2308 台達電	3,623.5	6.72	203,440	17.9	3.03
	6803 崑鼎	104	3.92	4,078	13.7	2.42
	2409 友達	825.8	-11.72	360,346	29.2	0.43
切削油	1717 長興	330.2	-4.60	38,486	11.3	1.51
導電漿	3691 碩禾	408.7	62.81	15,847	15.5	7.13
EVA 膜	4720 德淵	13	6.12	2,452	11.4	1.19
	1304 台聚	146.8	-12.37	52,390	12.7	0.87
焊接材料	3305 昇貿	30.3	-18.60	4,694	24.8	0.75
模組背板	8039 台虹	73.5	1.38	10,267	9.2	1.11

資料來源：臺灣證券交易所

3. 比特幣相關股指選擇權

比特幣 (BitCoin) 風險巨大，目前根據臺灣監理法規雖無法直接從事比特幣交易。但可針對比特幣「挖礦」供應鏈作產品開發。比特幣供應鏈包含晶圓代工廠、IC設計廠、封測廠及顯卡廠等，相關股票為：晶圓代工廠台積電 (2330)、IC設計廠創意 (3443)、封測廠世芯 (3661)、日月光 (2311)、矽品 (2325)、顯卡廠技嘉 (2376)、微星 (2377)、華碩 (2357) 撼訊 (6150) 等。主板廠華擎 (3515)。

(四) 不動產租賃的相關槓桿交易產品：以中國大陸為例

目前中國大陸針對不動產租賃開發了一系列產品，如建設銀行 (2017.11)：(1) 個人租房貸款「按居貸」；(2) 機構房東推出「CCB建融家園」融資租賃模式。互聯網企業如阿里的信用租房以及京東金融白條租房；央企地產如保利長租公寓類REITs。如表6所示。

而中國大陸未來方向是銀期合作：期貨商可針對銀行租賃運營中的風險設計相應產品進行避險；對個人，可針對租金波動開發相關槓桿交易商品（比如租金指數，租房貸款證券化）。

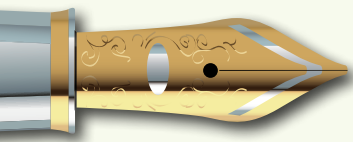


表6、中國大陸不動產租賃槓桿交易產品及項目

相關企業	產品
中央企業	保利長租公寓類 REITs：聯合中聯前源不動產基金管理有限公司合作發行。產品總規模 50 億元人民幣，以保利地產自持租賃住房作為底層物業資產，採取儲架、分期發行機制，優先順序、次級占比為 9：1，優先順序證券評級 AAA，次級證券不評級
國有銀行	建設銀行：針對個人推出“按居貸”，申請條件為：(1) 個人月收入在 5 千元人民幣以上；(2) 有連續 3 年繳交社保或公積金紀錄；(3) 個人信用紀錄良好者； 最高信用貸款額度：(1) 不超過個人年收入的 2 倍或 100 萬元，(2) 貸款期限最長可達 10 年。 針對企業：(1) 銀行一承租單位—地產公司合作，建行將房子的所有權和居住權分開；(2) 開發商保留所有權，以貸款形式向建行出讓房屋的長期居住權，獲得用於支持運營的現金流；(3) 建行獲得房源後置入自己的租賃平台進行長租。
互聯網巨頭	(1) 阿里信用租房：芝麻信用分達到 650 分以上，可免租房押金。 (2) 京東金融白條租房：京東金融與線下租房商家合作租房分期，對用戶進行一次性授信，額度不迴圈，分期還款，屬個人信用消費貸款

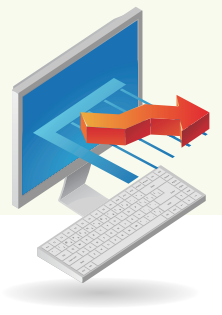
臺灣可進行開發的契機在於，2018年03月金管會研議修正不動產證券化條例考慮擴大不動產的定義，將公共建設納入不動產證券化基金可投資標的，例如太陽能電廠、離岸風電、高速公路等，希望進一步吸引壽險資金或其他機構法人投資。

臺灣雖然有T-REITs，但主要存在如下問題：(1)針對商辦、廠辦大樓，租金不透明；(2)人民通常傾向直接買房，對T-REITs興趣不大；(3)臺灣房價雖高，但租金報酬率低。而臺灣可開發方向：T-REITs以及和不動產相關概念股選擇權。相關上市上櫃企業整理如下表所示。

表7、T-REITs以及和不動產相關概念股選擇權

商用不動產			都更		
代號	名稱	市場	代號	名稱	市場
2520	冠德	市	1437	勤益控	市
2534	宏盛	市	1504	東元	市
2536	宏普	市	1614	三洋電	市
2547	日勝生	市	2520	冠德	市
2548	華固	市	2547	日勝生	市
2841	台開	市	2832	台產	市
5512	力麒	櫃	2841	台開	市
5522	遠雄	市	4416	三圓	櫃
5523	豐謙	櫃	5512	力麒	櫃
5530	龍巖	櫃	5522	遠雄	市
5533	皇鼎	市			
5534	長虹	市			

豪宅			公共工程		
代號	名稱	市場	代號	名稱	市場
2505	國揚	市	1101	台泥	市
2515	中工	市	1102	亞泥	市
2520	冠德	市	2504	國產	市
2524	京城	市	2515	中工	市
2538	基泰	市	3703	欣陸	市
2545	皇翔	市	5521	工信	市
5519	隆大	市			
5522	遠雄	市			
5531	鄉林	市			



三、結論與建議

為進一步促進我國槓桿交易商擴展業務以服務實體經濟，本文首先回顧槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗以及進行跨國比較，接著討論我國槓桿交易產品開發及創新方向。最後，再參酌國內業界的實務經驗，本文提出如下建議。

(一) 開放連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約

我國是以貿易為主的國家，2007-2017年外貿依存度平均值達111%，企業因而在貿易活動中有匯率避險需求。然而，國內目前沒有連結新臺幣匯率的商品，導致企業無法進行匯率避險。近來新臺幣相對其他貨幣波動相當大，更影響我國產業未來的國際競爭力。

新臺幣匯率的槓桿保證金契約具有以下特點：(1)以美元清算，對新臺幣供需的衝擊較小；(2)強化新臺幣的匯率主導權。參照莫斯科交易所經驗，通過開放俄國盧布相關的衍生性商品，使得俄國逐漸從西方國家奪回本幣的匯率主導權。

根據櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第5條對槓桿保證金契約標的負面表列情形，目前槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，不得連結涉及新臺幣匯率之標的。若涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。經許可後就其辦理本項業務有違反中央銀行相關規範，經中央銀行限期改正，屆期仍未改正，或其情節重大者，中央銀行得廢止該許可或為適當之處置。

為使外匯保證金交易具避險功能，本文建議：央行應開放槓桿交易商可以承做連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約。

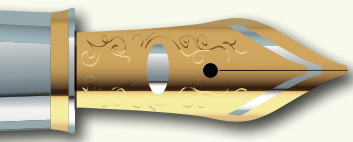
在實務操作上，根據(1)銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項第28點，及(2)期貨商代委託人辦理從事國外期貨交易之結匯事宜，本文建議：槓桿交易商從事外匯保證金業務比照期貨商經營海外期貨業務，可幫客戶進行換匯。

同時，根據期貨顧問事業管理規則第2條，建議：開放期貨顧問可針對外幣保證金業務提供服務，使投資大眾有更多管道可取得外幣保證金交易相關投資知識及操作程式策略運用。

(二) 推動期貨商（槓桿交易商）企業避險業務

中國大陸以政府的力量推動產業透過期貨商進行避險服務，自2014年以來，避險業務的營收與獲利都已超過期貨商所有業務的30%以上。這顯示企業避險需求以及期貨商的避險服務能創造雙贏，值得我國參考。

然而，目前我國期貨商（槓桿交易商）在開展此項業務上，存在如下問題：首先，期貨商（槓桿交易商）與銀行在業務上有競爭關係。其次，市場認可期貨行業的程度較銀行業低，因而在業務擴展上處於劣勢。由於我國期貨商與銀行交易商多為金控下游公司，因此，可開展“銀一企一期”合作，共同擴展業務，以開拓新的市場。



因此，建議金管會可會同中央銀行與經濟部共同推動期貨商（槓桿交易商）企業避險業務，並促成銀行交易商與期貨商採“銀一期一企”合作。此方面中國大陸期貨商具有較豐富的實務經驗，值得借鏡學習。

（三）開放持受託買賣牌照從業人員從事槓桿交易業務

由於櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第55條，及櫃買中心「期貨商受託買賣執行業務員轉介槓桿保證金契約業務規範」第3條的規定，我國期貨商的業務團隊目前多將人力配置於經紀業務單位。這是因持受託買賣牌照的業務員，不能直接承作或轉介外匯保證金業務，因而預期未來這類服務實體經濟的人力將大幅縮減。有鑒於此，本文建議：

- （1）持受託買賣牌照的從業人員，透過嚴謹訓練及通過考試，可兼持槓桿交易業務（含外匯保證金業務）牌照，或
- （2）開放持受託買賣牌照的從業人員可轉介外匯保證金業務。

（四）開放差價契約或以差額交割槓桿交易產品
差價契約在國際上是相當流行的槓桿交易產品，而我國目前僅開放以差額交割的外匯衍生性商品市場交易契約，同時契約本金需達到1,500萬新臺幣以上的高門檻，針對櫃買中心「槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第21條，本文建議：

- （1）為擴大槓桿交易商服務範圍，建議對自然人之一般客戶所提供的交易服務新增「差價契約」。

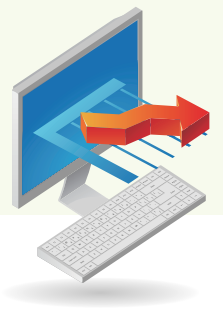
- （2）降低差額交割遠期契約類產品交易門檻由1,500萬新臺幣以上，降至1,000萬以下。

（五）開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務

通過上述槓桿交易機制跨國比較及全球外匯市場情況可知，目前我國僅占全球外匯市場交易比重不到0.5%。這顯示國內期貨商（槓桿交易商）多面臨市場狹小及業務難以擴展的困境。由於我國與新南向地區各國貿易往來密切，因此，開放僑外資提供槓桿保證金契約交易服務，可進一步擴大我國槓桿交易市場的範圍，並有利於提振我國國際空間及增強區域及國際影響力。

因此，本文建議修改華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項第4條，未來可朝向開放對僑外資提供槓桿保證金契約的交易服務，以使槓桿交易商能針對僑外資進行商品的開發。





中小企業外匯與原物料避險需求分析

國立臺灣大學國家發展研究所教授◎唐代彪

保險犯罪防制中心董事長、國立交通大學科技法律研究所兼任助理教授◎邵之雋

一、前言

2008年金融海嘯後，各國央行採取寬鬆貨幣政策，利率及匯率水準呈現大幅變動。企業面臨外匯風險日益加劇，由於企業經營及資金運用存在匯率及原物料成本波動的風險，因此如何有效的運用金融商品來規避匯率及原物料成本的波動是為企業經理人所需考量的問題。經理人可以利用遠期契約、期貨、選擇權等等衍生性金融商品來做適當的避險策略，降低因匯率及原物料市場價格變動而造成的減損。

近來市場新臺幣升值趨勢形成，我國產業鏈主要是以進出口導向為主，國際原物料價格變動將直接影響製造成本甚至侵蝕中小企業利潤，進而影響國家整體貿易競爭力。理論上企業可運用現行市場既有的匯率及衍生性金融商品作為避險工具。惟中小企業受限於規模較小等先天性因素，無法如較大型

企業可從事較具規模的財務避險或操作，以致一旦原物料價格發生劇烈變動，不易妥善因應。本研究的目的是在探討中小企業外匯與原物料避險需求，針對中小企業製造經營所需之原物料避險工具種類及需求進行分析，並提出避險策略之建議。

二、我國中小企業發展概況

我國中小企業占比高達97%，最近一年來美元走勢十分疲弱，新臺幣兌美元匯率大幅升值，從去年3月的30.948大幅升值到28.973，升值幅度高達6.38%，由於許多中小企業毛利微薄，為了節省開銷，一般不太編列避險預算支出，再者頂多以一年總支出1%到2%作匯率避險，中小企業平均毛利率偏低僅3%，所以新臺幣匯率強升，很多企業不堪新臺幣強升衝擊，企業經營已出現重大負擔。

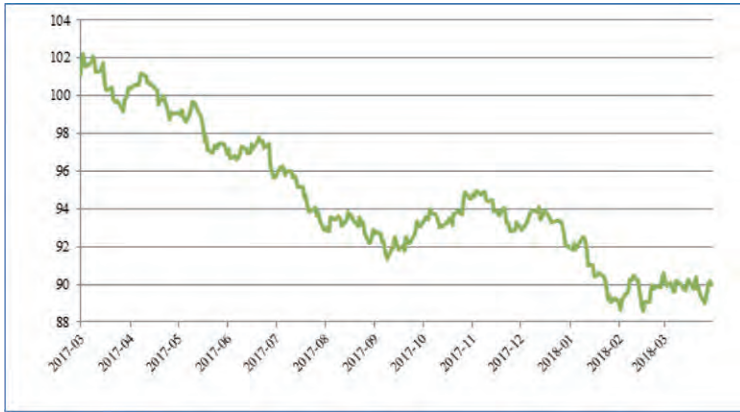
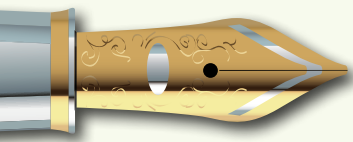


圖 1、近一年來美元指數走勢；資料來源：Bloomberg



圖 2、近一年來新臺幣兌美元匯率走勢；資料來源：Bloomberg

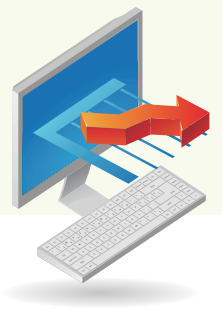
近來市場新臺幣升值趨勢形成，新臺幣升值將直接侵蝕外銷產業出口利潤，進而影響整體出口競爭力。一般企業可運用現行市場既有的匯率避險工具避險，惟中小企業受限於規模較小等先天性因素，無法如較大型企業從事匯率避險或操作，以致一旦新臺幣急升，不易妥善因應。匯率對中小企業的影響包括：

1. 出口業務：新臺幣升值使出口價格相對上升，將不利出口業務，惟由於臺灣是大陸第三大物資進口來源國，當新臺幣升值幅度低於人民幣升值幅度時，對出口商較為

有利；對大陸出口可望因此成長，亦有利於增加臺灣爭取美歐市場商機。但市場預期人民幣持續升值心理將帶動亞洲其他國家貨幣升值，因此，當熱錢不斷湧入亞洲市場造成新臺幣升值幅度高於其他貨幣升值幅度時，對出口商而言將轉為不利。

2. 進口業務：新臺幣升值對進口原物料較為有利，可直接降低企業進口原物料及消費品價格，有助於降低企業之生產成本及社會大眾購買消費品之價格。由於新臺幣升值幅度大小，影響進出口貿易，目前市場預料新臺幣尚有升值空間，故不論是國內之中小企業或至海外投資之中小企業，為降低未來新臺幣升值對出口產業所帶來的衝擊，中小企業宜及早採取因應措施包括如下：

- (1) 原料進口應付帳款及成品出口應收帳款，採同一貨幣計價。
- (2) 採取適當匯率避險措施，利用遠期外匯等避險工具，降低匯率變動風險。
- (3) 在買賣契約中約定，匯率風險由對方負擔，或由雙方共同負擔。
- (4) 分散產品出口市場及投資地區，利用貨幣組合效果降低風險。
- (5) 對於訂單量大的顧客，儘量情商以現金交易，搭配貨款折讓，以降低匯兌損失。
- (6) 縮短銷售交易期，藉以降低美元貨款可能造成之匯兌風險。
- (7) 加速升級轉型，降低生產成本，並



藉由技術開發，生產高附加價值、高單價產品或加強售後服務等方式，提高企業競爭力。

- (8) 對於全球佈局之中小企業，生產基地可採「多點佈局」，就近於銷貨市場附近設廠。

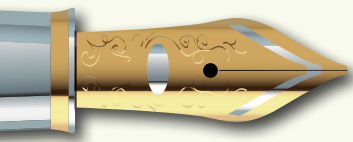
中小企業做進出口貿易最擔心的應該是原物料漲價與匯兌損失，因為傳統的中小企業利潤大約是百分之十上下，要是原物料產地價格飆漲或是匯率波動，往往馬上侵蝕掉原來微薄的一點利潤，這時就可以透過買賣期貨進行避險。從雷曼兄弟2008年9月倒閉引發全球金融風暴以來，聯準會陸續推出了兩次量化寬鬆政策（QE1、QE2），觀察前兩次量化寬鬆政策可以發現，同樣都在推出後造成國際原物料價格大幅波動，聯準會再度推出QE3驅使全球熱錢流入原物料市場，包括貴金屬（黃金、白銀等）、工業金屬（銅、合金鋁、錫、鉛等）、能源（輕原油、天然氣等）以及農產品（黃豆、玉米、小麥）等，恐再因美國聯準會的QE3導致美元走低造成原物料價格大幅波動。而原物料的大幅波動，對國內毛利率普遍偏低的中小企業而言，無疑是雪上加霜。中小企業善用期貨、選擇權等金融衍生性商品工具，可以達到避險、套利的目的，中小企業應利用期貨商品來進行避險鎖住成本才不會讓高漲的成本繼續侵蝕企業利潤，以商品期貨操作鎖住企業營運成本。以2015年各行業中小企業原物料避險需求比重分析來看，仍以製造業批發及零售業為主要大宗。

三、資料來源與訪談問卷執行方式

本研究將以資料分析與電話訪談為主，問卷調查為輔之形式，進行《中小企業外匯與原物料避險需求調查》，以瞭解當前臺灣各產業外匯與原物料避險管道選擇與需求等關鍵議題。本研究資料分析之主要來源分別說明如下：

1. 公開資訊觀測站（衍生性商品交易資訊）：整理2010年1月至2017年10月公開資訊觀測站（衍生性商品交易資訊），共包含28個產業類別（不包含金融保險業）下900間上市上櫃公司未沖銷契約總金額（千元）資料。
2. 財團法人金融聯合徵信中心（下稱聯徵中心）產業財務統計資訊：聯徵中心是臺灣相對完整蒐集建置會計師簽證企業財務報告之機構，年資料量約為3萬5千本財報，每年據以彙編產業財務比率及財務結構資訊，提供使用者衡量各別產業之財務狀況。
3. 為瞭解各產業之外匯與原物料避險管道選擇與需求，以作為後續訪談與問卷調查之基礎，本研究亦蒐集聯徵中心各產業「避險之衍生金融資產」與「避險之衍生金融負債」等數據。

根據臺灣各產業衍生性商品的資料統計，以電話訪談與問卷調查來分析中小企業外匯與原物料避險管道選擇與需求，並從期貨產業的角度，為未來臺灣衍生性金融商品發展提出可行性的建議。本次訪談與問卷執



行與統計期間為：2018年3月1日至2018年3月30日，本次訪談所有訪談內容與問卷經過編碼和檢誤後，再依問題形態類別進行圖表

統計分析。表1為本研究電話訪談與問卷調查之對象列表：

表1、電話訪談與問卷調查之對象

編號	公會名稱	會員數
1	臺灣橡膠暨彈性體工業同業公會	504
2	臺灣區塑膠製品工業同業公會	644
3	臺灣區石油化學工業同業公會	41
4	臺灣鋼鐵工業同業公會	227
5	臺灣機械工業同業公會	2,727
6	臺灣區電機電子工業同業公會	3,025
7	臺灣區電線電纜工業同業公會	106
8	臺灣區光學工業同業公會	49
9	臺灣區車輛工業同業公會	592
10	臺灣區工具機暨零組件工業同業公會	810
11	臺灣區水泥工業同業公會	16
12	臺灣區水泥製品工業同業公會	82
13	臺灣區電信工程工業同業公會	2,946
14	臺灣加工出口區_電機電子工業同業公會	60
15	臺灣加工出口區_光學及精密儀器工業同業公會	21
16	臺灣科學工業園區_科學工業同業公會	467
17	臺灣體育用品工業同業公會	328
18	臺灣縫製機械工業同業公會	52
19	臺灣區植物油製煉工業同業公會	16

四、資料分析與調查結果

(一) 公開資訊觀測站(衍生性商品交易資訊)

在臺灣上市上櫃各產業中，郵電燃氣業使用衍生性金融商品的未沖銷契約總金額為第一高，每月平均超過900億元新臺幣，排名第二為其他電子業每月平均未沖銷契約總金額也超過700億元新臺幣，接續第三名為航運業每月平均未沖銷契約總金額落在350億元新臺幣間，相對地文化創意產業幾乎沒有使用衍生性金融商品的需求（詳見圖

3）。以下僅摘錄對使用衍生性金融商品的未沖銷契約總金額排名前三高。

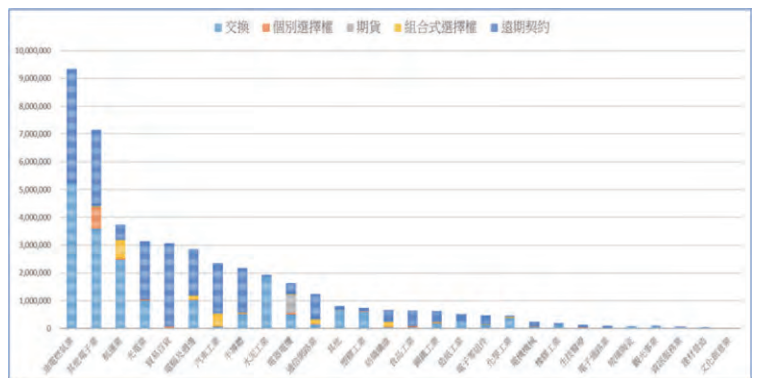
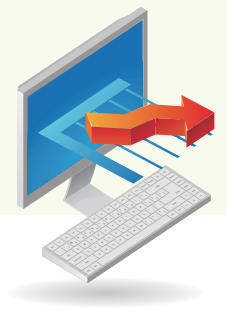


圖3、臺灣上市櫃 28 個產業平均每月使用衍生性商品未沖銷契約總金額（千元）



郵電燃氣業為臺灣上市櫃28個產業中，平均每月使用衍生性金融商品未沖銷契約總金額的第一高，不過就使用衍生性金融商品類型而言只有兩種，主要是交換契約，平均每月未沖銷契約總金額達52.2億多，占其使用類型的56%，另一類型就是遠期契約，平均每月未沖銷契約總金額達41億，占其使用類型的44%。（詳見圖4與圖5）。

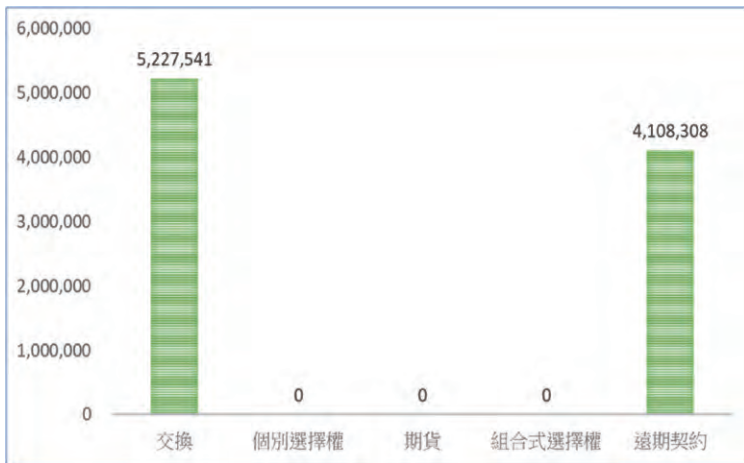


圖 4、油電燃氣業平均每月使用衍生性商品未沖銷契約總金額 (千元)

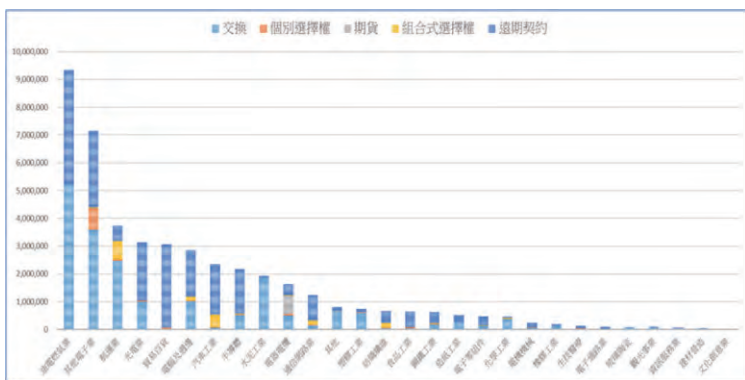


圖 5、油電燃氣業平均每月使用衍生性商品類型比率圖

其他電子業平均每月使用衍生性金融商品未沖銷契約總金額為第二高，使用衍生性金融商品類型共包含三種，主要是交換

契約，平均每月未沖銷契約總金額達35.9億多，占其使用類型的50%，其次就是遠期契約，平均每月未沖銷契約總金額達27.6億，占其使用類型的39%，最後一種是個別選擇權，平均每月未沖銷契約總金額達7.7億，占其使用類型的11%。（詳見圖6與圖7）。

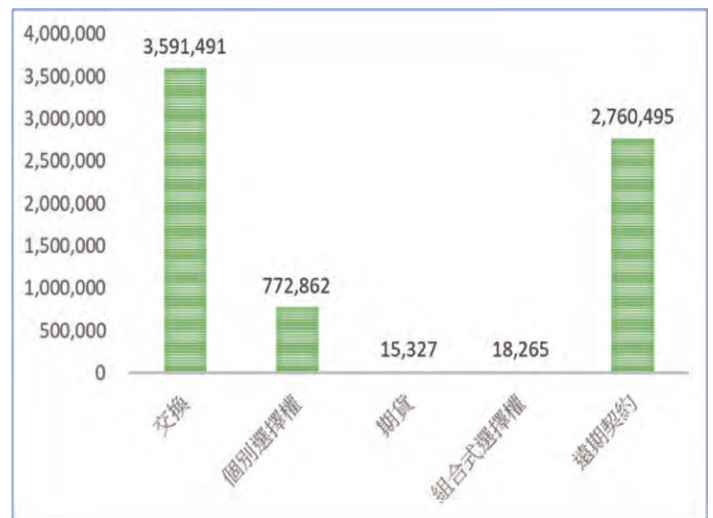


圖 6、其他電子業平均每月使用衍生性商品未沖銷契約總金額 (千元)

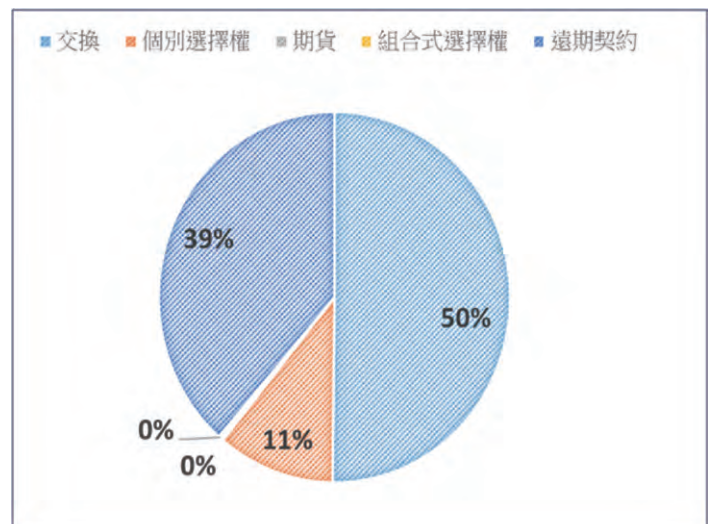
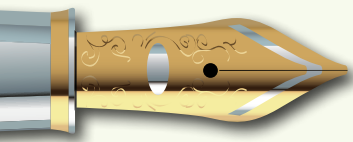


圖 7、其他電子業平均每月使用衍生性商品類型比率圖



航運業平均每月使用衍生性金融商品未沖銷契約總金額為第三高，使用衍生性金融商品類型多達四種，主要是交換契約，平均每月未沖銷契約總金額達24.7億，占其使用類型的66%，其次是組合式選擇權，平均每月未沖銷契約總金額為6.8億，占其使用類型的18%，再來是遠期契約，平均每月未沖銷契約總金額為5.4億，占其使用類型的15%，最後是個別選擇權，平均每月未沖銷契約總金額達0.4億，占其使用類型的1%。（詳見圖8與圖9）。



圖 8、航運業平均每月使用衍生性商品未沖銷契約總金額 (千元)

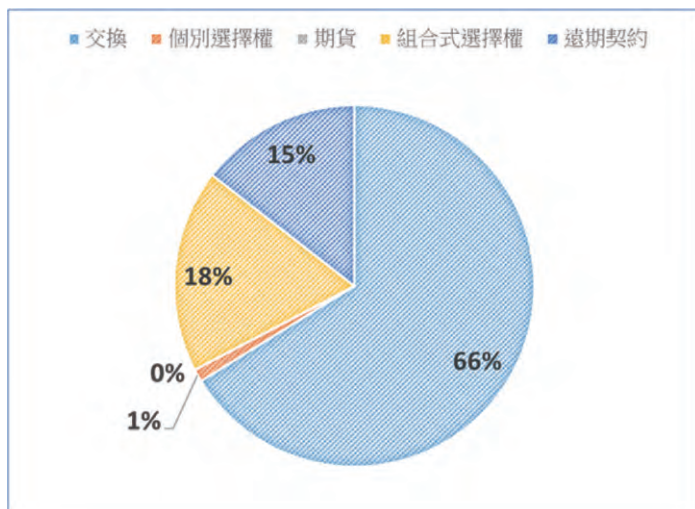


圖 9、航運業平均每月使用衍生性商品類型比率圖

(二) 聯徵中心產業財務統計資訊

本小節根據聯徵中心產業財務統計105年EAS（企業會計準則）編製之樣本與102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本，先以「避險之衍生金融資產」、「避險之衍生金融負債」、「流動」與「非流動」分類，再分別以「中華民國行業標準分類」之大項與細項進行統計，以瞭解臺灣各產業衍生性金融商品之使用現況。

表2是105年EAS（企業會計準則）編製之臺灣各大項產業避險衍生金融流動資產統計，會計項目代碼為1135，總樣本數為24,308筆，會計項目值合計為新臺幣22,000元，分別是製造業的4,000元（18%）、批發及零售業的4,000元（18%）與出版、影音製作、傳播及資通訊服務業的14,000元（64%）。

表3則是105年EAS（企業會計準則）為基礎臺灣各細項產業有使用避險衍生金融流動資產之統計，前5名分別是電腦程式設計諮詢相關服務業、機械設備製造業、木竹製品製造業、批發業與塑膠製品製造業。

表4是105年EAS（企業會計準則）編製之臺灣各大項產業避險衍生金融非流動資產統計，會計項目代碼為1530，總樣本數同樣為24,308筆，結果顯示臺灣各大項產業105年以EAS為基礎的資產負債表中並無使用避險衍生金融非流動資產。



表2、105年臺灣各大項產業避險之衍生金融資產-流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
A	農、林、漁、牧業	160	0
B	礦業及土石採取業	41	0
C	製造業	7,512	4
D	電力及燃氣供應業	90	0
E	用水供應及污染整治業	165	0
F	營建工程業	1,756	0
G	批發及零售業	7,256	4
H	運輸及倉儲業	529	0
I	住宿及餐飲業	629	0
J	出版、影音製作、傳播及資通訊服務業	591	14
L	不動產業	4,361	0
M	專業、科學及技術服務業	501	0
N	支援服務業	458	0
P	教育業	20	0
Q	醫療保健及社會工作服務業	5	0
R	藝術、娛樂及休閒服務業	134	0
S	其他服務業	100	0
合計		24,308	22

表3、105年臺灣各細項產業避險之衍生金融資產-流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
J62	電腦程式設計、諮詢及相關服務業	222	36
C29	機械設備製造業	877	27
C14	木竹製品製造業	51	6
G45	批發業	2,634	5
C22	塑膠製品製造業	563	4
C25	金屬製品製造業	1,307	4
G46	批發業	3,956	4
C08	食品及飼品製造業	418	3
C12	成衣及服飾品製造業	112	1

資料來源：聯徵中心產業財務統計

表5則是105年EAS（企業會計準則）為基礎臺灣各細項產業有使用避險衍生金融非流動資產之統計，僅2個細項產業使用避險衍生金融非流動資產，分別為紙漿、紙及紙製品製造業與金屬製品製造業。

表6是105年EAS（企業會計準則）編製

之臺灣各大項產業避險衍生金融流動負債統計，會計項目代碼為2125，總樣本數同為24,308筆，會計項目值合計為新臺幣24,000元，分別是製造業的7,000元（29%）、電力及燃氣供應業的7,000元（29%）與批發及零售業的10,000元（42%）。

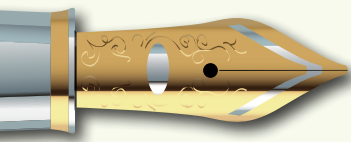


表4、105年臺灣各大項產業避險之衍生金融資產-非流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
A	農、林、漁、牧業	160	0
B	礦業及土石採取業	41	0
C	製造業	7,512	0
D	電力及燃氣供應業	90	0
E	用水供應及污染整治業	165	0
F	營建工程業	1,756	0
G	批發及零售業	7,256	0
H	運輸及倉儲業	529	0
I	住宿及餐飲業	629	0
J	出版、影音製作、傳播及資通訊服務業	591	0
L	不動產業	4,361	0
M	專業、科學及技術服務業	501	0
N	支援服務業	458	0
P	教育業	20	0
Q	醫療保健及社會工作服務業	5	0
R	藝術、娛樂及休閒服務業	134	0
S	其他服務業	100	0
合計		24,308	0

資料來源：聯徵中心產業財務統計

表5、105年臺灣各細項產業避險之衍生金融資產-非流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
C15	紙漿、紙及紙製品製造業	161	7
C25	金屬製品製造業	1,307	1

資料來源：聯徵中心產業財務統計

表6、105年臺灣各大項產業避險之衍生金融負債-流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
A	農、林、漁、牧業	160	0
B	礦業及土石採取業	41	0
C	製造業	7,512	7
D	電力及燃氣供應業	90	7
E	用水供應及污染整治業	165	0
F	營建工程業	1,756	0
G	批發及零售業	7,256	10
H	運輸及倉儲業	529	0
I	住宿及餐飲業	629	0
J	出版、影音製作、傳播及資通訊服務業	591	0
L	不動產業	4,361	0
M	專業、科學及技術服務業	501	0
N	支援服務業	458	0
P	教育業	20	0
Q	醫療保健及社會工作服務業	5	0
R	藝術、娛樂及休閒服務業	134	0
S	其他服務業	100	0
合計		24,308	24

資料來源：聯徵中心產業財務統計

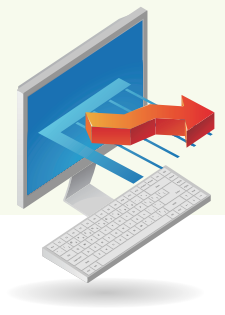


表7則是105年EAS（企業會計準則）為基礎臺灣各細項產業有使用避險衍生金融流動負債之統計，前5名分別是橡膠製品製造

業、機械設備製造業、金屬製品製造業、代碼為G46與G45的批發業。

表7、105年臺灣各細項產業避險之衍生金融負債-流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
C21	橡膠製品製造業	107	123
C29	機械設備製造業	877	26
C25	金屬製品製造業	1,307	11
G46	批發業	3,956	11
G45	批發業	2,634	10
D35	電力及燃氣供應業	90	7
G47	零售業	328	4
C15	紙漿、紙及紙製品製造業	161	3
C23	非金屬礦物製品製造業	330	2
C28	電力設備及配備製造業	370	2
C08	食品及飼品製造業	418	1

資料來源：聯徵中心產業財務統計

表8是105年EAS（企業會計準則）編製之臺灣各大項產業避險衍生金融非流動負債統計，會計項目代碼為2510，總樣本數同為

24,308筆，會計項目值合計為新臺幣26,000元，且僅是不動產業的26,000元。

表8、105年臺灣各大項產業避險之衍生金融負債-非流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
A	農、林、漁、牧業	160	0
B	礦業及土石採取業	41	0
C	製造業	7,512	0
D	電力及燃氣供應業	90	0
E	用水供應及污染整治業	165	0
F	營建工程業	1,756	0
G	批發及零售業	7,256	0
H	運輸及倉儲業	529	0
I	住宿及餐飲業	629	0
J	出版、影音製作、傳播及資通訊服務業	591	0
L	不動產業	4,361	26
M	專業、科學及技術服務業	501	0
N	支援服務業	458	0
P	教育業	20	0
Q	醫療保健及社會工作服務業	5	0
R	藝術、娛樂及休閒服務業	134	0
S	其他服務業	100	0
合計		24,308	26

資料來源：聯徵中心產業財務統計

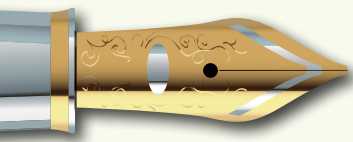


表9則是105年EAS（企業會計準則）為基礎臺灣各細項產業有使用避險衍生金融非

流動負債之統計，僅不動產經營及相關服務業使用避險衍生金融非流動負債。

表9、105年臺灣各細項產業避險之衍生金融負債-非流動之統計

行業別代碼	行業別	樣本數	會計項目值 (新臺幣千元)
L68	不動產經營及相關服務業	1,414	81

資料來源：聯徵中心產業財務統計

上述105年EAS（企業會計準則）為基礎的臺灣各產業避險衍生金融資產與負債統計顯示，臺灣非公開發行公司之表內避險衍生金融資產與負債的會計價值均未超過百萬元，與本研究原先假設並不相同。

因此，為進一步瞭解臺灣各產業避險衍生性金融商品需求，本研究再根據102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本，確認臺灣各產業避險衍生性金融商品需求。

首先是避險之衍生金融資產-流動，臺灣102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本對避險衍生金融流動資產之使用明顯高於EAS基礎的樣本，會計值相對較高的5個產業分別為：石油及煤製品製造業、航空運輸業、租賃業、化學材料製造業與零售業。

其次是避險之衍生金融資產-非流動，相對於上述衍生金融資產-流動科目，臺灣102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本對避險衍生金融非流動資產之使用相對較少，但也明顯高於EAS基礎的樣本。會計值相對較高的5個產業分別為：石油及煤製品製造業、基本金屬製造業、航空運輸業、化學材料製造業與化學原材料、肥料、

氮化合物、塑橡膠原料及人造纖維製造業。

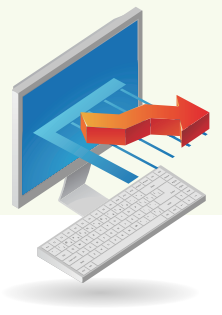
至於避險之衍生金融負債-流動，臺灣102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本對避險衍生金融流動資產之使用還是明顯高於EAS基礎的樣本，會計值相對較高的5個產業分別為：航空運輸業、電子零組件製造業、零售業、電信業與化學材料製造業。

最後是避險之衍生金融負債-非流動，相對於上述衍生金融負債-流動科目，臺灣102年至105年IFRSs（國際財務報導準則）之樣本對避險衍生金融非流動資產之使用相對較高，但也明顯高於EAS基礎的樣本。會計值相對較高的5個產業分別為：航空運輸業、電信業、電子零組件製造業、基本金屬製造業與化學原材料、肥料、氮化合物、塑橡膠原料及人造纖維製造業。

（三）綜合比較

綜合上述聯徵中心EAS與IFRSs樣本，本研究發現臺灣公開發行公司的避險衍生性金融商品需求相對高於非公開發行公司，且各產業的避險衍生性金融商品需求也不同。本小節研究分析重點整理如下：

根據EAS為基礎的樣本與IFRSs樣本的比



較，臺灣公開發行公司對避險之衍生性金融商品資產或負債需求，相對高於非公開發行公司。

綜合本小節EAS與IFRs為的樣本，臺灣企業避險之衍生金融負債均高於衍生金融資產；而除103年IFRs樣本外，其餘各年度「避險之衍生金融負債-流動」會計價值均大於「避險之衍生金融資產-流動」，而「避險之衍生金融負債-非流動」會計價值也大於「避險之衍生金融資產-非流動」。

綜合本小節EAS與IFRs為的樣本，航空運輸業、電信業、租賃業、基本金屬製造業、零售業、化學材料製造業、電腦、電子產品及光學製品製造業、橡膠製品製造業、機械設備製造業、金屬製品製造業、批發及零售業、電力及燃氣供應業、電子零組件製造業、石油及煤製品製造業等產業對避險之衍生性金融商品資產或負債需求相對較高。

五、訪談與問卷調查結果

根據前2小節統計分析結果，本研究進行電話訪談與問卷調查，除確認前2小節分析結果之正確性，亦進一步探討企業對於外匯與原物料商品避險的需求、管道與決策因素。本研究全體問卷物件總計寄發24份，其中實際收回問卷12份。有效問卷回收率為50%。

基本資料調查部分

A. 貴公會會員平均成立時間

受訪公會中有11家其會員的平均成立年數在15年以上，僅1家其平均成立年數在7年以上~10年以內。

B. 貴公會會員平均的出資額或登記資本額

受訪公會中有5家其會員的平均登記資本額超過8001萬元，3家介於4,001~8,000萬元，2家介於1,001~4,000萬元，2家介於501~1,000萬元。

C. 貴公會會員平均的去年營業額（稅前營收）

受訪公會中有3家其會員的去年平均營業額超過2.01億元，2家介於1.01億元~2億元，4家介於6,001萬~1億元，3家介於3,000~6,000萬元。

D. 貴公會會員平均的僱用員工人數

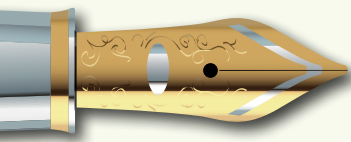
受訪公會中有2家其會員的平均僱用員工數超過201人，3家介於101~200人，4家介於51~100人，3家介於21~50人。

匯率及原物料避險需求調查部分

A. 貴產業（或貴公會會員）是否“願意”使用衍生性金融商品管理或規避匯率及原物料的風險（遠期契約、期貨、選擇權或交換等）

受訪公會中有10家願意使用衍生性金融商品管理或規避匯率及原物料的風險，不願意僅2家。

B. 貴產業（或貴公會會員）是否“已經”使用衍生性金融商品來管理匯率風險



受訪公會中有10家已經使用衍生性金融商品管理匯率風險，2家為否。

- C. 請問貴產業（或貴公會會員）使用何種衍生性金融商品管理匯率風險（多選題）
- 受訪公會中，多數採用遠期契約管理匯率風險，共有10家；其次是交換，有7家，而願意使用個別選擇權或組合式選擇權，分別為1家，請見圖10。

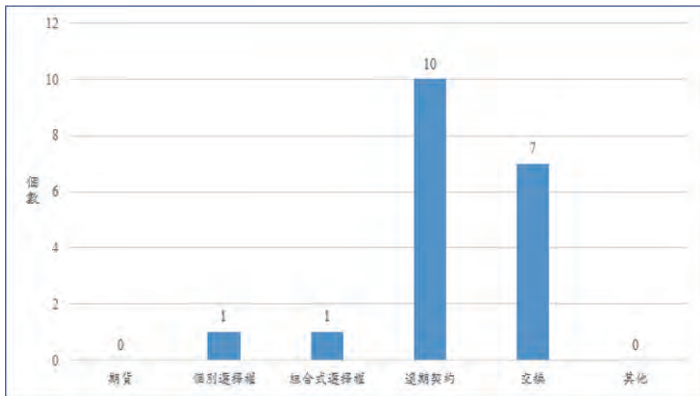


圖 10、使用何種衍生性金融商品管理匯率風險

- D. 請問下列哪一種匯率價格波動對貴產業（或貴公會會員）營運上有顯著的影響（多選題）

受訪公會中，多數認為美金與人民幣是主要匯率風險來源，共有12家；其次是歐元，有6家，請見圖11。

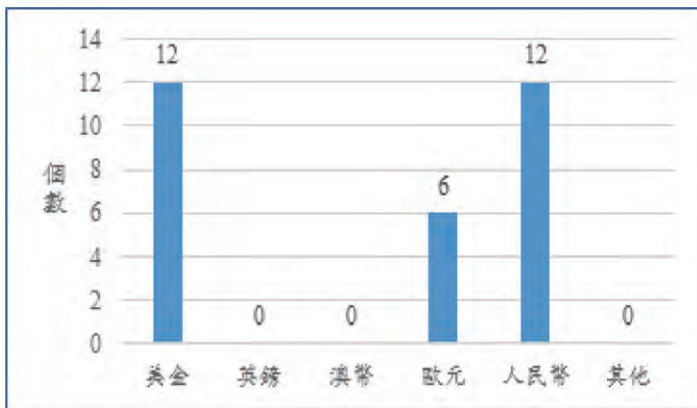


圖 11、哪種匯率價格波動對營運有顯著影響

- E. 請問貴產業（或貴公會會員）是否“已經”使用衍生性金融商品來管理原物料價格風險

受訪公會中僅1家已經使用衍生性金融商品管理原物料價格風險，11家為否。

- F. 請問貴產業（或貴公會會員）使用何種衍生性金融商品管理原物料價格風險（多選題）

已經使用衍生性金融商品管理原物料價格風險的產業，其公會表示使用遠期契約管理原物料價格風險，請見圖12。

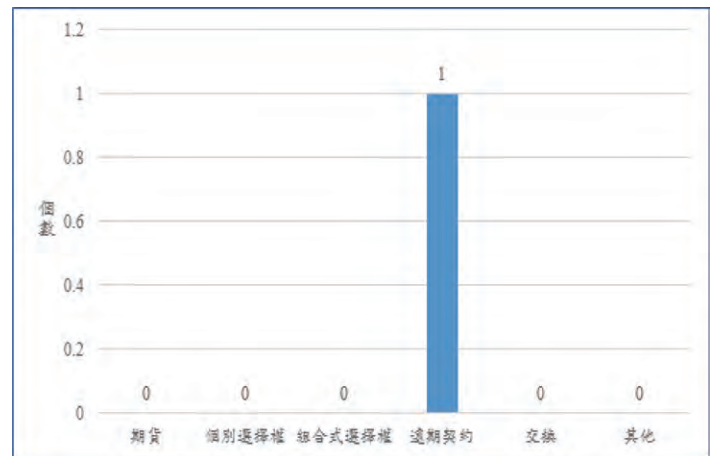


圖 12、使用何種衍生性金融商品管理原物料價格風險

- G. 請問貴產業（或貴公會會員）從事衍生性金融商品交易時，是由下列哪個機構來規劃（多選題）

受訪公會中，多數由銀行協助規劃衍生性金融商品交易，共有12家；而自行規劃者有9家，請見圖13。

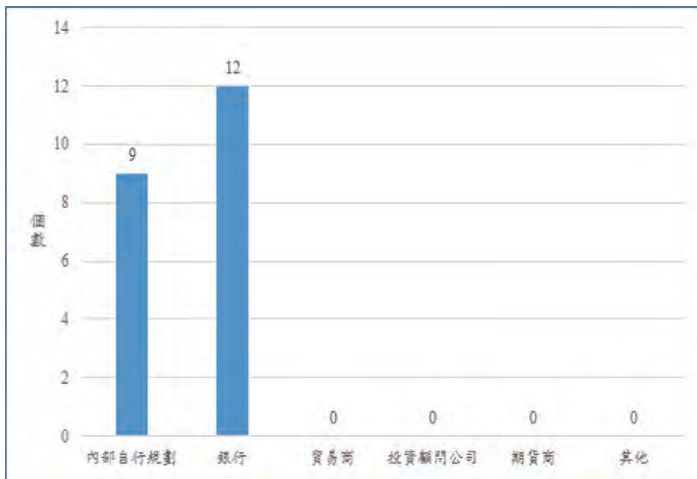
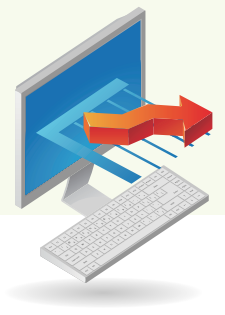


圖 13、哪個機構規劃衍生性金融商品交易

H. 請問貴產業（或貴公會會員）願意使用衍生性金融商品進行避險的最重要目的為何？

受訪公會中，多數認為降低盈餘的變動是使用衍生性金融商品進行避險的最重要目的，共有12家；而認為是降低淨現金流量（現金流入-現金流出）的變動、保護公司淨資產（資產-負債）的價值的，則分別有1家勾選。

I. 請問貴產業（或貴公會會員）如何評價風險管理的績效

受訪公會中，有7家採用風險管理操作的損益評價風險管理的績效；而有5家是以減少公司盈餘的變動做為風險管理績效，增加公司的盈餘及其他的均無公會勾選。

根據本研究訪談與問卷調查，本小節研究分析重點整理如下：

- (1) 與公開市場觀測站、聯徵中心企業財報資料一致，臺灣企業目前避險衍生性金融商品較集中於遠期契約與

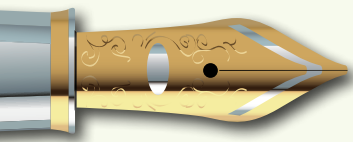
交換等非流動性衍生性金融商品。

- (2) 臺灣企業對於外匯的避險需求高於原物料，受訪公會多表示原物料價格的變動會轉嫁原料供應商。
- (3) 企業衍生性金融商品避險規劃多由內部自行規劃或銀行代為規劃。
- (4) 臺灣企業對於衍生性金融商品操作持保守態度，其績效衡量方式採逐筆損益判斷。

六、結論與建議

透過2010年1月至2017年10月公開資訊觀測站（衍生性商品交易資訊）包含28個產業類別（不包含金融保險業）下900間上市上櫃公司資料，本研究調查顯示在臺灣上市上櫃各產業中，郵電燃氣業使用衍生性金融商品的未沖銷契約總金額為第一高，每月平均超過900億元新臺幣，排名第二為其他電子業每月平均未沖銷契約總金額也超過700億元新臺幣，接續第三名為航運業每月平均未沖銷契約總金額落在350億元新臺幣間，相對地文化創意產業幾乎沒有使用衍生性金融商品的需求。

如果公開資訊觀測站代表28個產業類別下上市上櫃大企業對各種衍生性金融商品交易的實際需求，那麼聯徵中心樣本則可代表中小企業。調查結果顯示臺灣公開發行公司的避險衍生性金融商品需求相對高於非公開發行公司，且各產業的避險衍生性金融商品需求也不同。其中航空運輸業、電信業、租



貨業、基本金屬製造業、零售業、化學材料製造業、電腦、電子產品及光學製品製造業、橡膠製品製造業、機械設備製造業、金屬製品製造業、批發及零售業、電力及燃氣供應業、電子零組件製造業、石油及煤製品製造業等產業對避險之衍生性金融商品需求相對較高。建議期貨業者可依各產業對避險之衍生性金融商品需求高低挖掘各產業公會廠商會員為潛在客戶。

訪談與問卷的分析與公開市場觀測站、聯徵中心企業財報資料一致，臺灣中小企業目前避險衍生性金融商品較集中於遠期契約與交換等非流動性衍生性金融商品。建議期貨業者設計提供小金額以交易為目的流動性衍生性金融商品給中小企業。企業衍生性金融商品避險規劃多由內部自行規劃或銀行代為規劃，建議期貨業者以衍生性金融商品避險規劃顧問角色切入市場。臺灣企業對於衍生性金融商品操作持保守態度，建議期貨業者加強推廣衍生性金融商品避險教育。

為了加強對期貨業實務的了解，本研究團隊與期貨業者兩次座談交流，綜結給主管機構七條建言如下：

1. 臺灣是以貿易為主的國家，匯率避險需求極大，而有做避險交易者卻極少，原因就是沒有避險工具（連結新臺幣匯率之商品），對產業的國際競爭力及經營風險造成巨大負面影響，因此建議央行應開放槓桿交易商可以承做連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約。
2. 對岸以政府的力量推動產業透過期貨商進

行避險服務，實行三年多來，這個業務大幅成長，避險業務的營收與獲利都已超過期貨商所有業務的30%以上，是一項藍海業務，顯見企業避險需求以及期貨商的避險服務創造雙贏，臺灣應急起直追。因此建議金管會可會同央行與經濟部共同推動期貨商（槓桿交易商）企業避險業務。

3. 期貨商的業務團隊目前多配置於經紀業務單位，持受託買賣牌照的業務員，不能直接承作外匯保證金業務，若這些業務員無法直接承作或轉介外匯保證金業務，推動此業務的人力將大幅縮減，期貨業亦無法真正落實服務實體經濟的功能，因此建議：(1)持受託買賣牌照的從業人員，透過應有之訓練及考試通過，可兼持槓桿交易業務（含外匯保證金業務）牌照，或(2)開放持受託買賣牌照的從業人員可轉介外匯保證金業務。
4. 槓桿交易商從事外匯保證金業務建議比照期貨商經營海外期貨業務，可幫客戶進行換匯。
5. 為擴大槓桿交易商服務範圍，建議對自然人之一般客戶所提供之交易服務新增「差價契約」。
6. 開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務，以擴大槓桿交易商客層族群，並有利槓桿交易商針對僑外資進行商品開發。
7. 開放期貨顧問可針對外幣保證金業務提供服務，使投資大眾有更多管道可取得外幣保證金交易相關投資知識及操作程式策略運用。



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>



中華民國期貨業商業同業公會