

期貨人

2002年三月創刊 《總號第061期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2017**

第一季



詹益青攝影

封面故事

資產保本增值大作戰

市場訊息

期市脈動 給您報報

專題報導

服務實體經濟

特別報導

風險指標的意義與運用



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

產業升級 創新局

/ 盧廷劼

封面故事

資產保本增值大作戰

2 全球政經紛擾不斷 資產保本增值大作戰

/ 李沃牆

6 現階段高端資產投資人的投資策略

/ 曾慶瑞

11 跟隨精明資金的腳步，錢進CTA

/ 康和期經

18 服務實體經濟 管理「未來的不確定性」

/ 錢冠州

CONTENTS

市場訊息

期市脈動 給您報報

市場推廣

- 25** 最熱門的衍生性投資商品- 股價指數期貨與選擇權
/ 廖玉完
- 35** 臺灣外匯交易的新世代- 美元指數ETF
/ 黃議玄

國際脈動

- 40** 觀交易所動態 悉期貨市場發展
/ 林惠蘭
- 47** 臺灣期貨市場展新機 2017年盤後交易創新局
/ 謝偉姝

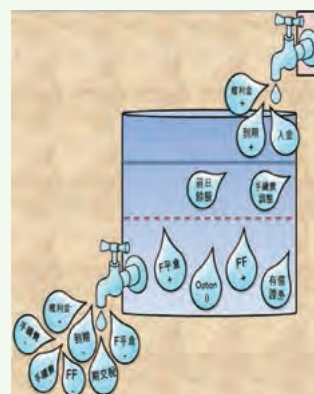
專題報導

服務實體經濟

- 53** 芳醇宜人的黑色流金
/ 李姿綺
- 58** 川普上任三把火 全球貿易新賽局
/ 陳昱宏
- 65** 您不可不知的重要金屬
/ 元富期貨
- 70** 匯率期貨商品之運用
/ 林伯謙

特別報導

- 81** 期貨市場風險指標的意義與運用
/ 詹益青





產業升級 創新局

◎盧廷劼


為能滿足各業及投資人種種資金供需、避險增益之需求，金融市場不斷推陳出新各項理財工具，伴隨著全球化經濟，“世界一家”真切的發生在你我身邊，國際性跨區域、跨市場、跨商品等多元化衍生性金融商品琳琅滿目，各業及投資人如何選擇符合需求及風險承受度的投資工具，與運用交易策略，所應具備“認識商品”的能力益形重要。

為發揮「期貨」服務實體經濟之精神，本刊於前期邀請產學專家，從總經面向、全球政經關注焦點，串接股匯債、原物料市場，提出對2017年經濟與投資展望之看法；本期將延伸議題，邀請資產管理專家分享經驗，提供讀者做為投資規劃、資產配置與風險管理之參考，並更細緻的報導近來倍受關注之國際性期貨產品，包括農產品期貨、非貴重金屬期貨、指數期貨及外匯期貨之供需面，及相關衍生運用作法，以期對各業及投資人在認識商品與操作運用上有所助益。

全球期貨業之發展目前仍以歐、美期貨公司和交易所居核心地位，然近幾年亞洲市場卻令人刮目相看，根據美國期貨業協會（FIA）對全球衍生品交易所的統計，CME集團和歐洲期貨交易所連年名列前矛，大連商品交易所、鄭州商品交易所、上海期貨交

易所及香港交易所表現令人讚許，而印度國家證券交易所更是大躍進成為全球注目焦點，這樣的發展也顯示出亞洲市場的潛力。本刊特別報導幾所臺灣期貨交易人交易量較大的國際性期貨交易所，及臺灣期貨交易所之發展動態，供讀者參考。

臺灣期貨交易所預計於2017年5月推出盤後交易制度及美國的指數期貨，因標的市場未開市，盤後交易價格容易產生不連續之波動，為降低對交易人的影響，臺灣期貨交易所將規劃部分商品於盤後時段豁免執行高風險帳戶通知及代為沖銷作業程序，為達管理目的及衡量合理控管整體市場風險，在可維持風險指標邏輯意涵一致性的原則下，本公會再度啟動專案會議，針對盤後交易及期貨商對交易人之風險控管作業，與主管機關、期交所、業者積極討論，以保障整體期貨市場交易安全。

本刊特就風險指標詳細介紹，包括我國期貨市場風險指標的演進、現行風險指標的邏輯意涵、含盤後交易時段風險指標之調整做法及可能之效益，除供同業參考運用外，更期待市場參與者能深入了解與配合，以產生預期效益，共同提昇期貨市場交易及風險控管機制，期許為期貨業再創新局。 

封面故事



全球政經詭變局勢並未隨著2016的謝幕而結束，在倒數計時歡樂聲中迎來的是亦憂亦喜的2017。如何運用「期貨」服務實體經濟的功能來管理不確定的未來？本單元邀請資產管理專家分享經驗，提供讀者做為投資計劃、資產配置與風險管理之參考。



全球政經紛擾不斷 資產保本增值大作戰

淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任◎李沃牆

政經紛擾不斷 徒增資產波動

迨自2008全球金融危機以來，政經紛擾不斷，金融市場更是動盪不已，全球經濟復甦聲聲慢。IMF總裁拉加德（Lagarde）曾在2014年以「新平庸時代」（New Mediocre）形容世界經濟情勢，她當時指出，全球經濟成長動能不足，未來五年可能持續疲軟。

美國經濟於2014年後逐漸明顯復甦，物價及就業率上升；聯準會（Fed）分別在前二年底升息，導致美元走升，其他幣值趨貶；特別是人民幣在中國大陸經濟成長遲緩、資金不斷外流、股市走入空頭後屢創新低；不少民眾的人民幣存款大幅縮水；而全球原物料行情歷經五年的低迷行情，相關資產操作難度提高。西德州原油（WTI）2月期貨價於去（2016）年1月7日跌破33美元大關，創下2003年12月以來最低的盤中價。布蘭特原油則大跌至每桶32.16美元，為2004年6月以來最低收盤紀錄。黃金在2011年9月達1,920美元的歷史天價後，也不斷探底，最低瀕臨1,000美元保衛戰。

川普（Donald Trump）當選美國總統不僅跌破全球眾多專家眼鏡，他在選舉期間屢

次強調「美國優先」、要讓美國再度強大，並提出「貿易保護、企業減稅、製造業回流及擴大基礎建設」等幾項重大經濟政策主張，稱為「川普經濟學（Trumpenomics）」。川普上任後雖然釋出不少利多，美道瓊指數亦不斷創歷史新高；但他所主張的貿易保護，擬對中國大陸及墨西哥課高額進口關稅，已讓全球摒息以待。因為，一旦貿易戰開打，全球金融市場將大受衝擊，資產可能一夕化為烏有。

期貨商品推陳出新 避險愈趨多元化

期貨市場是避險者和投機者聚集在一起，確定商品和金融工具之未來價格的地方，具有規避價格風險和匯集資金的功能。若農產品、進出口、金融投資和外匯買賣，因時間與地點的考慮而產生風險時，期貨市場便能發揮避險功能。過去，黃金及美元被稱為「亂世英雄」、「逃難貨幣」；但在「金融聖嬰」現象下，可能也非最佳保值商品；而期貨相關資產進可攻、退可守，反倒是保本增值最佳工具之一。臺灣期貨交易所（後稱期交所）在這幾年陸續推出ETF期

貨、人民幣匯率期貨及選擇權；還有國內投信發行的期信基金，均可為投資人在全球政經紛擾不斷下，提供最佳的資產保值。

人民幣匯率期貨與選擇權 無論升貶皆可避險套利

不可否認，人民幣正逐漸邁向國際化貨幣里程；而國銀自2013年2月13日啟動人民幣存款後，民眾趨之若鶩，人民幣資金池水漲船高；不到二年光景就達3,000億；但隨著人民幣貶值加劇，民眾人民幣資產大幅縮小。期交所為因應臺灣離岸人民幣市場蓬勃發展及對人民幣交易需求增加，遂於2015年7月20日推出2檔人民幣匯率期貨，分別為契約規模2萬美元的「小型美元兌人民幣匯率期貨」及10萬美元的「美元兌人民幣匯率期貨」，皆採現金結算；並分別以臺北外匯市場發展基金會之臺灣離岸人民幣定盤匯率（臺灣CNT定盤價）以及香港財資市場公會之美元兌人民幣即期匯率定盤價（香港CNH定盤價）作為最後結算價。人民幣匯率期貨的推出可提供市場避險或策略交易管道，如進出口業者可做為匯率的避險管道外，投資人亦可用以規避市場匯率波動風險。此外，期交所人民幣匯率期貨亦可與其他交易所之人民幣匯率期貨進行跨市場之價差交易或套利操作，進行多元的跨市場交易策略，相當富有彈性。不但可藉此協助臺灣離岸人民幣市場多元發展、完整期貨市場產品線，進而提升期貨市場國際化程度與競爭力；投資人無論看多或看空人民幣，若能靈活運用，均

可達到資產保值目的。

舉例而言，若投資人於2016年預期人民幣貶值，則可於2016年9月1日以6.6692買入20口12月到期的「小型美元兌人民幣期貨」，若2016年12月6日以6.8820賣出；則可獲利 $(6.8820-6.6692) \times 20,000 \times 20$ 口=85,120人民幣；反之，若投資人預期人民幣升值，則應反向操作，如於2017年2月24日以6.8748賣出3月到期的20口小型美元兌人民幣期貨，並於2017年3月7日以6.8626買入；則獲利為 $= (6.8748-6.8626) \times 20,000 \times 20$ 口=4,880人民幣。

此外，期交所在人民幣匯率期貨上市後，了解市場交易需求殷切，因而於去（2016）年6月27日，推出國內首檔匯率選擇權商品「人民幣匯率選擇權」，這也是全球首檔人民幣匯率選擇權。契約包括以CNT定盤價為標的之「小型美元兌人民幣匯率選擇權（RTO）」，契約規格為2萬美元；以及以CNH定盤價為標的之「美元兌人民幣匯率選擇權（RHO）」，契約規格為10萬美元；可提供國內、外交易人CNT及CNH離岸人民幣之選擇權交易管道。

若2016年中，投資人預期人民幣貶值，並於6月27日人民幣兌美元匯率為6.50時買入5口7月到期，履約價亦為6.50的「小型美元兌人民幣買權（RTO）」，價格為0.0290；並在2016年6月30日，匯率貶至6.52時賣出平倉，價格為0.0401；則可獲利 $(0.0401-0.0290) \times 20,000 \times 5$ 口=1,110人民幣。反之，若預期人民幣走升，則可於7月13日人



Market information

人民幣兌美元匯率為6.68時買入10口2016年8月到期，履約價亦為6.68的「美元兌人民幣賣權（RHO）」，價格為0.0298；並於2016年7月30日匯率升值至6.58時賣出平倉，價格為0.1028；則可獲利（0.1028-0.0298）×100,000×10口=73,000人民幣。

人民幣自2014年3月放寬波動區間後，可謂一路走貶；美元兌人民幣匯率瀕臨7元關卡，未來再下探的機率大為降低；投資人宜配合觀察美元走勢，並藉由人民幣匯率期貨或選擇權來進行有效的避險或套利操作。

ETF期貨優於現股 可多空靈活操作

全球首檔ETF誕生於1993年，在美國證券交易所（AMEX）發行的標準普爾500指數ETF（SPDR S&P 500 ETF，簡稱SPDR，代碼：SPY）。由於ETF以複製指數表現為主，能夠貼近市場脈動，針對趨勢投資，免選股煩惱，具有投資交易成本低、持股透明高及資產類別多樣選擇等優勢，為近年全球最受歡迎的投資標的之一。股神巴菲特亦曾多次

在公開場合指出：「投資應該化繁為簡」，並推薦指數化產品為最佳投資標的。對應全球ETF市場規模，截至2015年12月全球ETF規模及檔數分別高達2.959兆美元、5,449檔。資誠聯合會計師事務所（PwC）預期，至2021年，全球ETF資產規模將達7兆美元，亞洲地區有近2成成長率。至於臺灣ETF近2年發行檔數成長近1倍，顯見ETF漸受市場重視與投資人青睞，其中以跨國投資指數的ETF成長最為顯著。

ETF期貨商品乃是以ETF做為期貨發行的標的，具有提供參與股市之便利管道、交易成本低、財務槓桿高；又可多空操作靈活、避險效率佳等優勢。詳言之，以交易成本而言，僅支付期貨手續費及期交稅（約為契約價值10萬分之2）；避險效率佳，若有現貨ETF避險需求者，其效率優於指數期貨。若以操作相同規模所需資金而言，ETF期貨約是現股買賣的18之1，融資買進的7分之1、融券賣出的16分之1；操作上，當沖與資券皆無資格限制，避險、套利交易策略多，詳見下表1所列。

表1、ETF期貨與現股ETF比較

標的	ETF期貨	現股ETF
手續費	買賣各按口計收	買賣千分之1.425
交易稅	買賣各課徵期貨契約價值的10萬分之2	賣出時課徵交價金的千分之1
管理模式	以現股ETF為標的，僅準備些許資金，即可參與指數的報酬。	被動式管理，持股以指數成分股為主，以複製指數的報酬為目標。
槓桿倍數	18倍	1倍
當沖限制	無	需要信用交易資格（尚非得為現股當沖之標的）
資券限制	無	1. 交易受停資，券期限制。 2. 融券有強制回補問題。 3. 融券有券源不足問題。
交易策略	可避險、套利；亦可搭配ETF、權證等各種交易策略。	交易策略較少。

參考資料來源：<http://www1.jihsun.com.tw/future/etffutures/index.htm>

表2、三檔熱門ETF期貨標的

標的 ETF (證券代號)	基金標的指數	ETF 發行投信
臺灣 50 (0050)	臺灣 50 指數	元大投信
寶滬深 (0061)	寶滬深 300 指數	元大投信
FB 上証 (006205)	FB180 指數	富邦投信

目前較為熱門的ETF期貨商品為期交所發行，分別以臺灣50ETF、滬深300ETF及上証180ETF為標的的期貨，如表2所示。每1口ETF期貨契約單位皆等於10,000受益權單位，投資人買進1口ETF期貨等於買進10張ETF現股。同時，亦可藉此參與大陸股市機會。

舉例而言，若投資人以25,000元臺幣投資一口「FB上証期貨」，在26.45元買進，並在26.7元賣出平倉，則其毛損益為 $(26.7元 - 26.45元) \times 10,000$ 受益權單位=2,500元。其中，若手續費為每口100元，交易稅為 $(26.45 \times 10,000$ 單位 $\times 10$ 萬分之2) $+ (26.7 \times 10,000$ 單位 $\times 10$ 萬分之2) $=10$ 元；最後，可得淨損益 $2,500元 - 200元 - 10元 = 2,290$ 元。而若投資人以14,000元投資一口「寶滬深期貨」，在16.05元賣出，並在15.95元買進平倉，則其毛損益為 $(16.05元 - 15.95元) \times 10,000$ 受益權單位=1,000元；手續費每口為100元；交易稅則課徵 $(16.05 \times 10,000$ 單位 $\times 10$ 萬分之2) $+ (15.95 \times 10,000$ 單位 $\times 10$ 萬分之2) $=6$ 元；則最後淨損益為 $1,000元 - 200元 - 6元 = 794$ 元。

期貨信託基金 專業投資管理

期貨信託基金（簡稱期信基金）是一種以期貨為主要投資對象的投資基金。期貨是

一種合約，只需一定的保證金即可買進合約；而期信基金則係以操作期貨、選擇權為主；商品範圍涵蓋股票指數、外匯、利率、農產品、黃金和能源商品。策略上，可透過買進買權或賣權等，建立多頭、空頭部位，相當靈活。2000年4月到2003年3月間，股市陷入熊市，MSCI世界指數重挫47.8%，期貨基金指數則上揚36.7%，足見其驚人的避險及獲利績效。國泰投信與Man AHL合作推出第一檔期貨基金後，寶來投信¹與寶富期信亦陸續推出商品。元大投信最近推出「元大標普美元指數傘型期貨信託基金」，這是國內首檔外匯ETF期貨基金，包括原型、槓桿、反向等3檔ETF；主要是看準美元在今年仍是強勢貨幣。臺灣期信事業經過近10年的發展，目前市面上的期信基金已相當多元，投資人可根據風險承受度、投資喜好度，選擇適合的主動式或被動式期信基金，讓自身資產在亂世中獲得充分保障。

巴菲特有句名言：「當別人貪婪時，我們該恐懼；當別人恐懼時，我們才要貪婪。」，無形中也指引投資人在金融市場詭譎多變下的應變之道。倘能在資產組合中，善用本文所述的各項期貨相關商品，確實可多空靈活操作達到資產保本增值目標。



1. 寶來投信於101年4月1日與元大投信合併，並於104年7月6日更名為元大投信。



現階段高端資產投資人的投資策略 有錢人和你想的不一樣

外商銀行執行副總經理◎曾慶瑞

金融海嘯以來，全球衍生性金融商品，與交易在市場因素以及主管機關基於保護投資人的規範下，逐漸呈現萎縮之勢。期間由於全球央行的量化寬鬆政策（QE），全球經濟體自我調整與景氣持續復甦，金融市場日趨活絡，市場動盪隨之增加，也導致投資者避險需求逐漸加溫。除金融市場因素之外，全球政經關係日趨緊密，地球村效應也使得全球地緣政治的風險不斷升高，特別是在2016年超乎市場原先預期的黑天鵝事件，例如：英國的脫歐與美國總統川普的當選！全球金融市場經歷有如雲霄飛車的上沖下洗，無論是專業機構或是一般

投資人，對於投資避險需求大幅增加，也使得相關產品在整體投資組合的重要性與日俱增！

近年來全球主要經濟體利率均處於歷史低檔區（雖然近期FED已經開始升息腳步），無論是一般商業銀行的貴賓理財或是私人銀行高端資產的客戶，如何在可承受的風險下增加報酬（Yield Enhancement）是近期的投資顯學。因此了解客戶風險屬性並配置最適的投資組合與標的物（股票/債券/基金/結構型商品/外匯/現金部位）乃為贏得良好客戶經驗（Client Experience）的關鍵！

高端資產客戶財富管理首重客戶風險控管，此外，必須同時考慮客戶長期財務目標、預期報酬、資產流動性需求。在此前提下，以下因素將是現階段進行高資產客戶投資配置中不可或缺的要素。

決戰“進”外：CAP（在“進”場之前基本動作）（Client risk profile/ Product Life Cycle/ Asset Allocation）

客戶風險屬性（Client risk profile）

了解客戶風險屬性是替客戶進行資產規劃與配置第一要務。客戶中長期預期報酬務必須在可承擔的波動下進行溝通與配置。此外，流動性需求以及投資項目調整頻率亦是在了解客戶風險屬性必須側重的項目。

產品生命週期管理（Product Life Cycle）

從最初產品的配置到最終將產品自投資組合中移出，都需要密切觀察審視產品的變化與可能潛在的風險。例如單一產品持有部位過高，產品的流動性變化，標的物本身的評等升降以及是否有到期日，都必須密切注意。

資產配置（Asset Allocation）

老生常談的策略，卻是長期投資穩健表現的不二法門。特別是對於高資產投資人，適度風險、穩健表現的偏好遠遠優於高波動潛在高報酬的投資配置。

投資策略：戰略+戰術 & 核心+衛星

戰略性資產配置（SAA/Strategic Asset Allocation）

戰略資產配置是長期最重要的投資組合決策，它決定了80%左右的投資績效。

- 符合個人長期風險/報酬目標的最佳資產組合
- 以市場中長期預測（5-7年）為基礎
- 靈活調整—每18-36個月調整一次
- 大約80%的投資績效與SAA相關

為什麼要做戰略性資產配置：

因為年復一年都能準確找到最佳投資類別是不可能的…

不要將雞蛋放在同一個籃子裡。分散的投資組合才是長期穩健表現的不二法門。

戰術性資產配置（TAA/ Tactical Asset Allocation）

策略資產配置（SAA）是實現您的財務目標的規劃路徑。在這一情境下，TAA可謂能提升您旅程體驗的中間策略。

TAA：

投資期為6個月，每月進行回顧；

調整您的投資組合，從而利用短期機會，並降低短期風險。

具體而言，主要用於以下三個方面進行戰術性資產配置的調整：

趨風險（risk on）/避風險（risk off）；資產類別間；資產類別內



Market information

核心資產 (Core Asset)

在整體資產配置部位較高提供長期穩定的績效，核心資產的配置主要依投資人的風險屬性、預期報酬、流動性需求以及對於市場的假設所建立的部位，不太會輕易變動。

衛星資產 (Satellite Asset)

在整體資產配置部位較低，尋求市場短期的投資機會，以增加整體的投資績效，通常以股票（含基金）、外匯商品或是其他波動性較高的投資標的。

現階段高資產投資人的投資組合標的

股票：胸懷臺灣，放眼全球

在所有投資組合當中股票都是不可或缺的一部分（除非是全然固定收益的投資組合），以相對的風險與報酬率來分析，以長期的角度來看應該潛在報酬率最高。但由於近年來全球各地經濟互有消長，股市亦非齊漲齊跌，特別是已開發國家與新興市場的股市在過去五年表現大相逕庭，外加上貨幣市場的波動，已開發市場的股市表現績效相對突出。此外由於新興市場的股市屬於淺碟型市場，易暴漲暴跌，在歐美百年老店的上市公司，反而更適合以投資組合的方式做長期佈局。

當然在國外行之有年，但在國內近期儼然成為投資顯學的股票權證，能讓國內股市投資人適度控制股票部位風險，並可以小搏大的商品。適合少量資金進行短打。

	目前		1 個月	年至今	% 占
	百萬美元		變動 %	變動態	全球
1) 全球					
5) 全球	70,721,119	03/07	+2.41%	+5.81%	100.00%
2) 美洲					
6) 美國	26,555,292	03/07	+2.76%	+5.36%	37.55%
7) 加拿大	2,073,509	03/07	+0.78%	+4.62%	2.93%
8) 巴西	819,420	03/07	+4.83%	+15.31%	1.16%
9) 墨西哥	343,559	03/07	+8.37%	11.04%	0.49%
10) 智利	226,104	03/07	+2.07%	+8.85%	0.32%
3) 歐非中東					
11) 英國	3,187,461	03/07	+0.49%	+2.94%	4.51%
12) 法國	2,007,018	03/07	+2.52%	+2.99%	2.84%
13) 德國	1,951,344	03/07	+2.52%	+4.40%	2.76%
14) 瑞士	1,549,075	03/07	+2.38%	+5.77%	2.19%
15) 西班牙	671,884	03/07	+2.62%	+3.83%	0.95%
4) 亞太地區					
16) 日本	5,334,803	03/07	+1.26%	+4.93%	7.54%
17) 中國	6,892,213	03/07	+4.22%	+6.25%	9.75%
18) 香港	4,309,885	03/07	+1.49%	+7.35%	6.09%
19) 印度	1,771,719	03/07	+2.43%	+13.27%	2.51%
20) 澳洲	1,247,019	03/07	+1.37%	+6.78%	1.76%

全球主要股票市值與所占比重

資料來源：Bloomberg

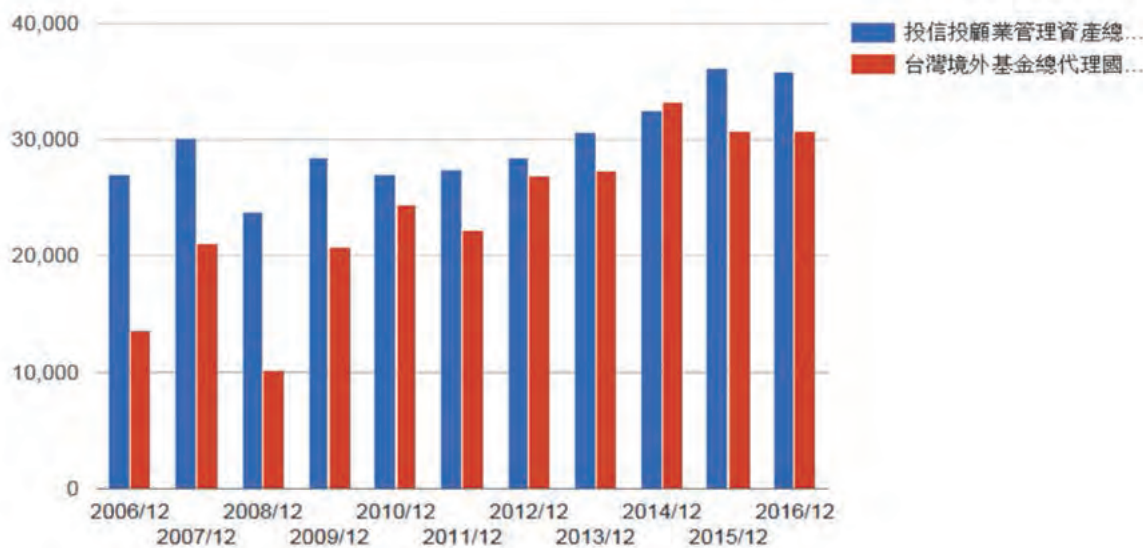
債券：穩中求勝，增加收益

目前在高資產投資者是頗受歡迎的一種商品，先前提及，在目前全球低利率的環境下，如何提升投資的收益（Yield Enhancement）是現階全球高端資產投資人主要關心的議題！雖然我們了解在未來全球利率水準可望逐漸攀升，一般而言債券價格可望有負面的影響！但是對於高端資產投資人，只要該債券到期殖利率（Yield to Maturity）符合預期報酬，外加上該債券違約風險低，多會受到投資人的青睞。以國內的法規而言，一般投資人僅能投資等級的債券（BBB以上），其到期殖利率收益較低。對於專業型投資人，相對選擇性較為廣泛！除了一般投資等級的債券外，其他非投資等級的次順位債券（Subordinate debt）或是混合債券（Hybrid debt）因為提供較高的殖利

率也成為高端資產客戶的投資選項。但是無論何種資產，追求到報酬的同時，風險控管的考量是首要之務！

基金：投資多元，分散配置

基金是目前最受國內投資人青睞投資商品之一。除了投資人能夠藉由基金全球佈局外，專業經理人的操作與風險控管亦是受到投資人偏好的因素。截至2017年1月止，國內投信投顧業資產管理總規模達3.6兆新臺幣，臺灣境外基金總代理國內投資人持有總資產亦達3.09兆新臺幣。以趨勢來分析，從2008~2017年國內投信投顧業資產管理總規模從2.37兆增加至3.6兆，但是境外基金總代理國內投資人持有總資產卻從1.01兆新臺幣攀升至3.09兆新臺幣，可見尋求全球配置與海外佈局需求之殷切。



資料來源：投信投顧公會



然而近年來全球金融市場黑天鵝事件頻傳，市場波動增高，外加上利率可望逐漸攀升，也使得市場對於市場相關性不是那麼高的避險基金需求日益增加。

避險基金粗分上可分為四大類型：(一)股票對沖 (二)事件驅動 (三)相對價值 (四)宏觀交易，投資人可依照客人風險屬性與目前市場趨勢進行適度的配置。為什麼整體投資組合當中要配置避險基金？以過去五年的表現來看，雖然避險基金指數的報酬率約在4~6%略遜於全球股票報酬的7~9%，但在考慮波動風險的情況下，避險基金的預訂夏普指數（單位風險的報酬率）約為0.6~1.2%高於股票的0.4~0.5%以及高評等債券的0.6%。但由於避險基金的總類多，操作複雜，流動性較差，投資人應視其風險與流動性需求選擇適合的避險基金（專業投資人）進行佈局，以平衡型的投資組合其避險基金部位不宜超過18%。

結構型商品：檢視標的，了解透明

在2008年引爆全球金融危機的結構型商品，在金融海嘯後的一段時間沉潛了一段時間，全球投資人避之唯恐不及。近年來隨著全球經濟復甦以及市場需求，較為“簡單”、“透明”、“受到規範”的結構型商品需求逐漸加溫。結構型商品並非不能投資，而是要確實弄清楚該商品所連結的標的物與潛在的最大風險，流動性與可能潛在報酬。最後，如果產品銷售人員自己都弄不清楚此產品的特色，還是少碰為妙。

外匯：風險控管，第一要務

在經濟與地緣政治風險的因素，全球外匯市場出現大幅的波動。從數年前的資金從新興市場抽離、歐債危機，人民幣的由升轉貶，英國的脫歐以及美國總統川普的當選，均使得全球外匯市場表現精彩。然而危機就是轉機，風險意味機會。在藉由外匯市場投資（投機）的同時，**風險控管是首要之務**。目前外匯投資，除了現貨（Spot）、選擇權（Option）、期貨（Futures）、遠期期貨（Forward），還有其他衍生出來的外匯金融商品，例如日前爭議性產品-人民幣的TRF（目標可贖回遠期契約 / Target Redemption Forward）。在從事外匯投資首注風險控管，因為其槓桿倍數高（通常10倍到20倍）務必以少量資金進行投資。此外投資人必須完全了解產品最大潛在風險，與嚴格控制停損，並請了解外匯投資僅是衛星配置的一部分。

最後，套用華倫巴菲特一句話“退潮後才知道誰是裸泳”。

選擇透明度高，符合本身風險屬性，做好資產配置，中長期佈局才有可能達到本身長遠的財務目標。

跟隨精明資金的腳步，錢進 CTA

康和期經總經理◎林彥全

基金經理人◎吳宗鎰、留璋澤

前言

影響臺灣經濟榮枯最大的變數莫過於產業經濟的興衰起落，臺灣早期經濟從農業轉型為工業發展，再隨著資訊科技的興起及國民所得的成長，科技與服務業已成為支撐臺灣經濟的兩大主體。服務業中的金融業更是支撐實體經濟不可或缺的中樞神經。在臺灣過去對金融產業的發展規劃中，亞太金融中心曾經沸沸揚揚的討論過，也因為香港及新加坡這兩位強勁的對手在此領域已耕耘著墨甚深，而無法與之面對面競爭，退而求其次，亞太資產管理中心遂也被提出來討論過。自2008金融風暴後，姑不論過往政策規劃的時空背景及考量為何，在目前所謂財富管理為主流的金融業中，以投資組合及資產配置為主的資產管理已愈顯重要。

依據臺灣大學李存修、邱顯比教授在「發展臺灣成為資產管理中心之作法」一文中的定義，所謂資產管理便是替政府、企業、個人代為管理其所儲蓄的資產，大致上

可分為退休基金、共同基金、全權委託等三方面。短短數語已含跨市場及產品兩個面向，從臺灣第一個資產管理產品—共同基金的發展來分析，1983年10月政府為了引進外資投資國內股市，提升臺灣股市在國際地位，由臺灣6家銀行及國外資金共同成立國際投信，同時發行臺灣首支基金「國際ROC基金」，這是第一檔股票型基金，也揭開臺灣資產管理業的序幕，緊接著1989年二月第一批海外型基金誕生，資金開始踏出臺灣尋找全球投資機會，同年12月平衡型基金問世，1991年12月債券型基金上市，股債資產配置已成為市場共識。

進入21世紀，指數股票型基金（ETF）崛起，2003年6月最具代表性的臺股ETF—元大臺灣卓越50上市，基金受益權單位數從成立初期的9,300萬至2017年一月已近6億！印證從1970年代開始發展的被動式管理投資策略已在市場取得主角位置。之後組合型、保本型、不動產證券化等新型態基金陸續在2003~2005年上市。



Cover Story

不過就現貨市場蓬勃發展的新形態基金來看，基金報酬的來源皆架構在標的資產的多頭走勢表現上，一旦遇到2008年全球系統性的風險，就會遇到覆巢之下無完卵的尷尬情境。這種缺憾在2009年8月臺灣第一檔期信基金—國泰Man AHL組合基金上市後才得到紓解。亦即2009年臺灣的資產管理正式邁入結合期貨選擇權可增益及避險、多空雙向操作的新時代。

雖然臺灣期貨市場的發展早自1996年國外期貨開始開放給國人交易，1998年臺灣期貨交易所的臺股期貨開始上市交易，全權委託的期貨經理事業也在2003年開始營運；但相比現貨基金產品已累積了三十餘年的管理

經驗，臺灣的期信基金一開始不管是國泰投信組合式基金還是元大投信多元策略主動交易型期信基金皆選擇與國外知名CTA開始合作，以漸進式的方式累積實務管理經驗。直至2013年12月由國人完全自主研發、管理的康和多空成長期信基金上市後，臺灣的資產管理全面進入Made in Taiwan的時代。

綜觀過去三十餘年的發展，應以最近十年的發展最為迅猛。主要來自於主管機關體恤業界心聲，相關法令更為開放，讓資產管理業者迅速跟國際潮流接軌；另外國際政經環境的急速變化，資金無國界的影響下景氣週期循環不是拖得更長就是變得更短，為了應變急速變遷的市況，滿足客戶需求；業者

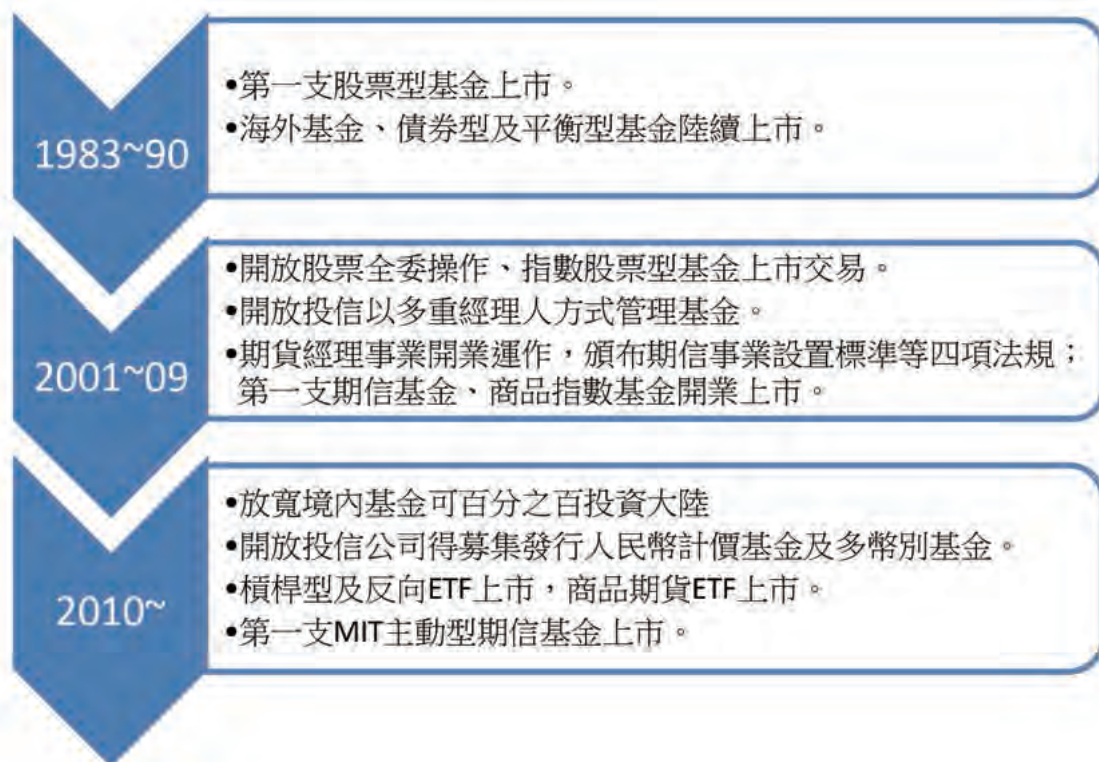


圖 1：國內資產管理發展歷程



無不卯足全力如同變形金剛，創新產品日趨豐富及多元化。那麼，處在當下的我們在經歷2016一連串低機率事件不斷成真，又該如何展望面對未來的挑戰？

我們重新檢視目前的客觀數字：

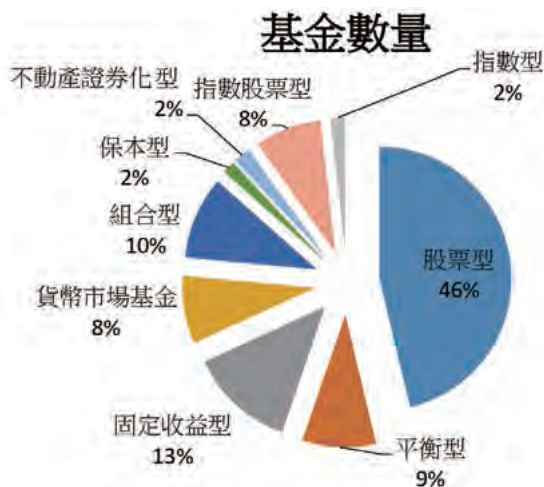


圖 2：統計日期 2017 年 1 月，境內基金（不含期信）

表 1、資料來源：投信投顧公會 康和期經整理

類型	基金規模
股票型	502,516,579,672
平衡型	102,859,557,720
固定收益型	237,985,047,687
貨幣市場基金	806,532,805,948
組合型	127,948,204,434
保本型	17,069,799,731
不動產證券化型	20,183,428,590
指數股票型	279,267,201,688
指數型	13,832,209,789
合計	2,108,194,835,259

截至2017年1月，傳統股票型基金的資產規模約5,025億臺幣，占總體資產管理規模（境內基金）2.1兆的24%；ETF則為2,792億占比約13%。

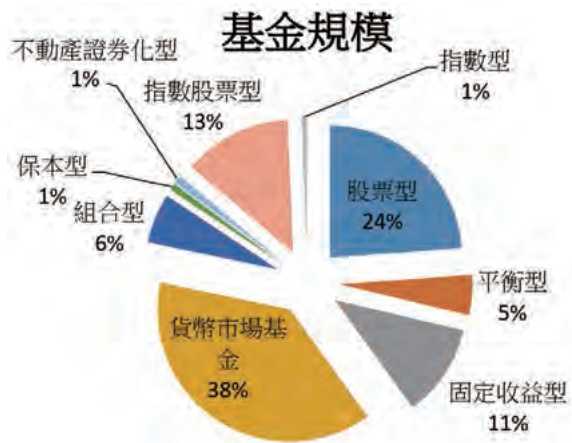


圖 3：統計日期 2017 年 1 月，境內基金（不含期信）

表 2、資料來源：投信投顧公會 康和期經整理

類型	基金數量
股票型	340
平衡型	66
固定收益型	95
貨幣市場基金	61
組合型	74
保本型	11
不動產證券化型	15
指數股票型	60
指數型	13
合計	735

以平均值而言，一支ETF的資產規模是傳統股票型基金的3.3倍~~投資人已經不冀望經理人能打敗大盤，只要跟得上標的走勢即可。再加計更為保守的貨幣市場基金及固定收益型，即低風險收益產品是市場的需求及主流！這種趨勢不僅在現貨市場發生，期信基金同樣存在這種趨勢，2015年上市的元大標普高盛原油ER指數股票型期貨信託基



Cover Story

金，由於掌握到油價回落到近年低點的時機，成功吸引到油價低點的投機資金，基金資產規模一度衝破百億臺幣，同樣讓整體期信基金規模大幅增長。

ETF將成為策略主流，但主動型投資仍為策略核心

我們已經看到過去數年ETF所展現的優點，諸如更低的成本、長期穩定累計的績效、簡單易懂的投資概念、不同市場新的用途將持續被開發等，但它也只能穩坐Beta策略的王座，我們認為從過去一年來精明資金的流向即可看出主動型投資（主要是另類投資，非傳統股票基金）仍為精明資金創造Alpha收益的核心選項。

首先，在傳統主動型操作的基金方向不約而同都出現了增加期貨和選擇權等工具的趨勢。

以歐洲最大的平衡型基金CARMIGNAC為例，除了傳統股債配置各46~47%外，另外7~8%為現金及衍生性商品操作，JPMorgan的Total Return Fund衍生性金融商品也占15%左右，這兩檔都是超過新臺幣百億以上的巨型基金，而且近來都是主打多元配置、資產組合的平衡型基金，這也可以看出平衡型基金已跳出平面拓展框架，不再只侷限於多重資產配置，加入了具有防空機制的衍生性商品，成就索羅斯所言「立體而完整的投資組合」。

全球對沖基金產業成長近況

再者，從2015年12月至2016年11月止，對沖基金整體產業增加約700億美元來到3.22兆美元；投資人撤走約1,020億美元，但有超過5100家的機構法人將資金挹注到對沖基金；有981檔基金終止，但有1006檔對沖基金成立。

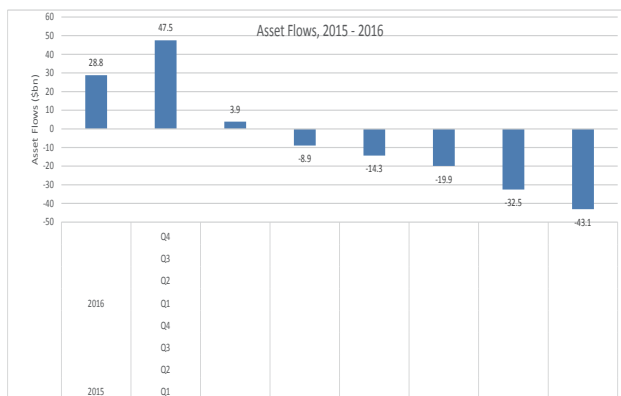


圖 4、資料來源：Preqin，康和期經整理

以對沖基金八大策略來分析熱錢資金流向

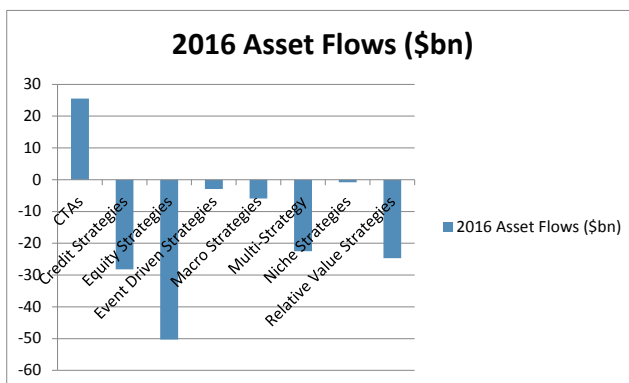


圖 5、資料來源：Preqin，康和期經整理



Asset Flows by Strategy, 2015 - 2016								
Strategy	2015 Asset Flows (\$bn)	Q1 2016 Asset Flows (\$bn)	Q2 2016 Asset Flows (\$bn)	Q3 2016 Asset Flows (\$bn)	Q4 2016 Asset Flows (\$bn)	2016 Asset Flows (\$bn)	Q4 2016 AUM (\$bn)	Percentage Change in AUM - 2016
CTAs	24.6	13.7	2.9	10.5	-1.6	25.5	251	12.3%
Credit Strategies	4.2	-11.9	-14.3	2	-4	-28.2	237	-2.0%
Equity Strategies	60.3	-9.7	-15.6	-2.2	-22.9	-50.3	823	2.0%
Event Driven Strategies	-1.8	-2.8	3.4	-0.6	-3	-2.9	177	6.7%
Macro Strategies	-25.8	-6.4	-4.9	-1.2	6.6	-5.9	979	6.5%
Multi-Strategy	27.5	12.8	-1.6	-25	-8.7	-22.5	425	-1.3%
Niche Strategies	1.3	-1.5	-0.2	0.3	0.6	-0.8	15	3.0%
Relative Value Strategies	-18.8	-8.7	10.4	-16.4	-10.1	-24.7	341	-0.9%
Industry Total	71.4	-14.3	-19.9	-32.5	-43.1	-109.8	3,247	3.2%

資料來源：Preqin，康和期經整理

Source：Preqin

管理期貨僅在2016Q4微幅流出16億美元，是唯一在2016全年取得正現金流的主要策略。股權交易相關策略反而被逢高減碼最多！管理期貨在資產管理的領域中被歸類為與股權、債權等資產為負相關的收益類別策略，這也顯示出機構法人及精明資金在過去一年全球資本市場的沖天牛市中並未失去理性，並持續往有正期望值的絕對報酬策略注資！

這些國際資金正在找尋另類投資工具來配置，例如加州教師退休基金CalSTRS投入5億美元予CTA管理期貨策略、愛荷華州公務員退休基金投入2.8億美元予CTA管理期貨策略，全球最大債券資產公司PIMCO於2015年成立CTA管理期貨團隊，準備對抗市場黑天鵝事件，並於2016年7月聘請CTA標竿Man Group CEO擔任PIMCO新任CEO，韓國最大金控之一新韓集團（Shinhan），於2016年10月發表其新創立的CTA管理期貨基金平台，

紐澤西州公務員退休基金投入4.5億予CTA管理期貨策略，其中2億予Aspect Capital。

這些趨勢都是國內資產管理業者所忽略，但，卻是我們專業CTA的基金管理者所重視的市場訊號！

從資產配置的角度上來看，另類投資策略繼續提供多樣化的來源和適當的資產替代。這說明了對一籃子策略的多元化配置在現今的投資環境中，在各種情況下仍然具有吸引力。此類型資產在投資組合之中的保險特性，並沒有改變。

從以下分析來看，可以了解另類投資策略加入傳統投資組合的影響，以各種指數來衡量，從1990年1月到2016年9月的報酬率與波動率，以圖6來看，投資組合中包括美國股票、國際股票、美國債券，報酬率7.94%，波動率8.81%，圖7中加入另類投資策略20%，另外三種資產比重則同步下調，則報酬率由原來的7.94%，上升至8.51，而



Cover Story

波動率則是從8.81%下降至8.1%¹。

另類投資對投資者來說，提供了非傳統投資的管道，最終可改善長期投資分配的報酬風險比率，透過配置此類資產（保險性質），不論市場在上漲或下跌走勢之中，都

將顯著提高報酬。

邁入2017，期貨經理/期貨信託從業人員更應嚴格自許，在臺灣的資產管理業我們才是買賣風險，創造絕對報酬的專業人員！尤其是自2003年開始發展的期貨經理事業，十

餘年來經歷過中國經濟崛起所引發的大宗商品多頭市場，次級房貸引爆、美國雷曼銀行倒閉的金融海嘯，為了穩住全球經濟而實施的全球量化寬鬆政策；凡此種種總經環境的巨變已更進一步教育市場參與者風險認知的重要性。這種氛圍的轉變對期貨經理/期貨信託事業的推廣是正面的觸媒，從業人員更要把握此長期趨勢的轉變，精實專業。

A little chance encounter could be the one you have waited for.

La La Land
一次小小的偶遇，可能就是
你苦候良久的邂逅。

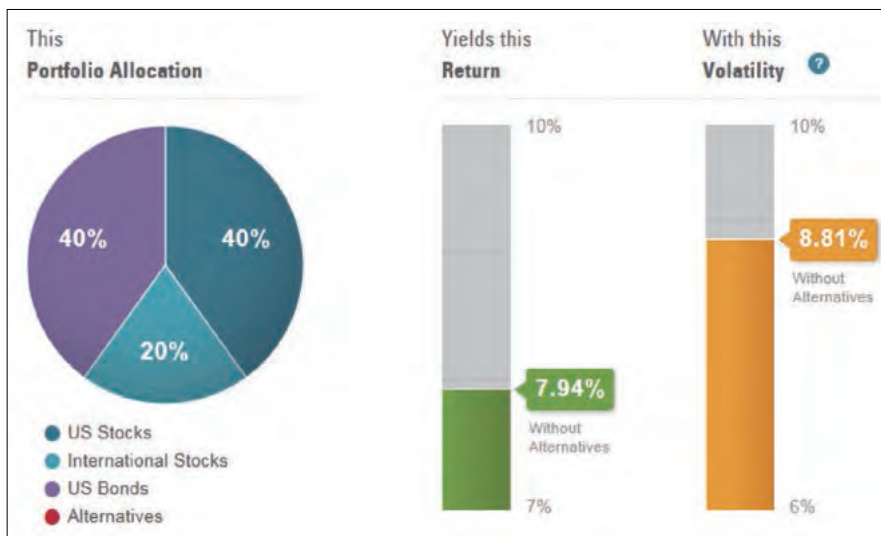


圖 6、資料來源：Altegris, Barclays, Bloomberg, HFR. 康和期經整理

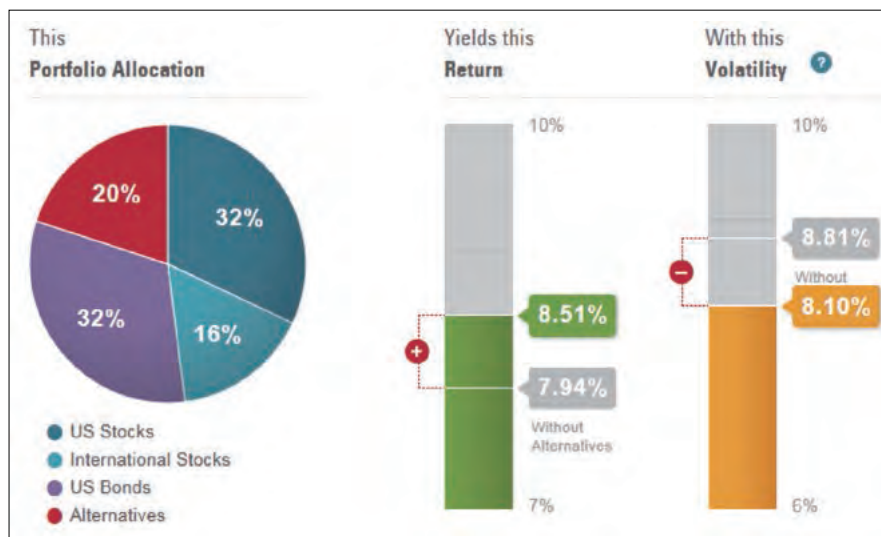


圖 7、資料來源：Altegris, Barclays, Bloomberg, HFR. 康和期經整理

1. 以HFRI Fund Weighted Composite Index代表另類投資。以S&P 500 TR Index代表美國股票；以MSCI EAFE Index代表國際股票；以Barclays US Aggregate Bond Index代表美國債券。這僅用於說明目的，並不代表任何投資。不應假設類似的資產分配將是利可圖，適合或如上所述地執行。分配及其百分比應根據個人投資者的需要而變化。參考指數顯示一般市場比較，並不意味著代表任何投資。指數不適用於直接投資。



以全權委託、客製化為主要發展方向的期貨經理事業除了一般股市投資者外，更應進一步接觸開發實體產業客戶群，搭配期交所近年上市的商品、匯率等期貨合約掌握客戶實質需求，助其達到增益及避險之目的，間接加強其財務體質提升其產業競爭力。

而在目前主要資產處於長期歷史相對高檔的情境下，市場波動率的大幅變動，極可能讓多空雙向操作的主動型期信基金再度成為市場關注的焦點。以康和期經為例，在首檔國人自主研發策略模型、投資管理流程的公募基金規劃之初，即定調計量交易為基金運作主軸。借用中國量化投資學會理事長 丁鵬博士的定義：即以數據為基礎、以策略為核心、以追求絕對收益為目標、以程序化交易為手段的一種投資方法。最重要的原因就是考量管理。唯有客觀的數據做管理的根本，這個事業才可長可久。一路走來基金交易範圍從全球12個交易所、57項商品的大軍團作戰方式，轉型成目前以專注在臺灣及亞洲市場的資金配置為主的期貨信託基金（Niche Strategies of CTA）。也是因應市場時空環境的轉變，本身交易人力及資源的調整而形塑出自己的定位及風格。成為亞洲華人區CTA產業的領導品牌、產業規格的制定者及代表是我們一直努力發展的目標。如何去達成這個目標？就是回到短期即每日的作業流程管理，中期趨勢的研判及人才養成，長期企業願景的擘畫！

期貨經理事業身為國內CTA產業的骨幹核心，巔峰時期曾達14家榮景但經過十餘年

的發展，目前專營業務只剩一家。主要因素錯綜複雜但仍不脫市場時機、人才養成等因素。資產管理講求績效，尤其在講求絕對報酬的領域壓力更是大於一般同業，近年來各期貨商大力拓展自營業務，在績效獎金制度的影響下限制了人才流往期經事業的機會。此外，由於法規的限制，在自營部門運作績效良好的策略不見得可以全盤複製到期信基金，此種制約亦壓縮了期經事業的空間。

另外，市場對於期貨信託基金的認識，更直接影響銷售單位推廣期信基金的熱情及績效；所幸在業者積極溝通下，獲得主管機關支持修正「期貨信託事業管理規則」及「期貨信託基金管理辦法」部分條文，放寬期貨信託基金募集及銷售相關規範簡化申募流程及放寬銷售人員資格，這些都是有利期貨信託基金在2017讓市場重新再認識的重要觸媒。期經事業除了多方讓客戶了解CTA在資產管理扮演的角色外，剩下的就是打造出讓市場驚豔的損益曲線，讓法人及一般客戶了解期信基金是資產管理不可或缺的一塊重要拼圖。也唯有補上這塊拼圖，資產管理才真正的立體化且完成平衡多空之間的風險與報酬之終極目標！臺灣CTA將成為以下經典台詞的代名詞。

People love what other people are passionate about.

La La Land

人們喜愛他人熱愛的事物。





服務實體經濟 管理「未來的不確定性」

國泰期貨副總經理◎錢冠州

負面川普風險升高，全球不確定性升溫

川普1月20日就任以來連續行政命令針對墨西哥築牆、報復伊斯蘭國家，以及退出TPP，對短期全球貿易、經濟、與政治安定都帶來不安與風險，而對於2017年度來說，這些變數恐怕還只是開始而非結束，除了一月份川普上任美國總統影響之外，在歐洲包含義大利、法國及德國等，都準備要進行國

會或者總統選舉，會不會再如英國脫歐等事件發生不可得知。

2017年就從川普開始，全球政治、貿易、經濟風險是上升的！除了政治風險之外，另外在匯率及利率上的變數也相當顯著，首先，FED最快6月升息，全年僅二次？或三至四次，這將會對於全球資金流動有非常大的影響，2月1日美國FED召開的利率政策會議，基準利率維持於0.5%~0.75%

表1：2017未來事件表

時間	重要事件	影響
1月20日 1月24日 1月31日	川普就任美國總統 臺股封關 FED 利率會議	維持利率不變
2月28日 3月1日 3月15日 3月25日 3月26日	義大利國會改選 英國啟動脫歐 FED 利率會議 美國債務上限 香港行政長官選舉	維持利率不變
3月27日 3月31日	MWC 世界行動通訊大會 年報公告完成	
4月1日 5月3日 6月14日	ECB 購債由 800 億降至 600 億歐元 FED 利率會議 FED 利率會議	維持利率不變 升息一碼



不變。但是就利率期貨顯示，FED最快升息可能將落在6月，升息機率逾7成，升息幅度預估介於1碼至2碼。從經濟面及股市來看，美國景氣持續復甦，FED升息後三個月股市不看淡，但是否在長期來說皆是如此樂觀呢？在通膨初升段的過程中，美國是首選，來自美元的高流通性以及穩定的薪資增長率，皆是創造經濟榮景的有利條件，但到了2017年下半年，如美國十年期公債殖利率漲至3.5%，則股市會回檔多少？回顧雷根勝選之後的2年內，美國出現了2次「符合官方定義」的經濟衰退，原因都是聯準會為了抵抗通膨而調升利率，在那2年內，美國股市修正幅度近25%。

如果今年度起，FED就採取加速升息的策略，那就是代表在資金面正式進入緊縮的循環，由美國開始的收縮資金速度將更為加快，換句話說，就是流通在市場的錢會越來越少，然而，錢越來越少對於經濟層面會有

怎樣的影響呢？

首當其衝的，就會是目前已經漲高的全球股市，我們從升息循環及S&P500本益比走勢圖（圖1）可以看出來，過去曾經有兩次比較長期的升息循環，第一次在1900-1920年代，第二次在1960-1980年左右，都是出現基本利率一路上升，而S&P500指數的本益比卻一路向下的趨勢，這也就表示在升息循環及收縮資金的環境下，對於股市的發展是相對不利的，而當前的全球股市，也幾乎都位在歷史高檔，美國道瓊指數來到兩萬點之上的歷史新高，歐洲德國指數也在萬點之上，也是歷史高檔附近，台股，目前在九千點之上，也在相對高檔區，若此時仍有多數資產在國內外權益證券相關連結的商品之上，不妨思考一下，善用工具來規避價格波動風險的時機，例如以臺指期貨及臺指選擇權就是可以規避風險的選項之一。

目前的利率趨勢來看，從2009年以來歷

表2：利率期貨顯示的FED升息機率表

美國聯邦利率期貨升息機率預估							
美國		工具 期貨: 聯邦基金					
目前隱含走向		增加/移除利率					
日期	會議	計算	已計算 01/23/2017				
	會議	升息機率	降息機率	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5
02/01/2017		12.4%	0.0%	87.6%	12.4%	0.0%	0.0%
03/15/2017		27.8%	0.0%	72.2%	25.6%	2.2%	0.0%
05/03/2017		45.4%	0.0%	54.6%	37.0%	7.9%	0.5%
★06/14/2017		71.7%	0.0%	28.3%	45.4%	21.9%	4.1%
07/26/2017		74.9%	0.0%	25.1%	43.5%	24.6%	6.1%
09/20/2017		84.0%	0.0%	16.0%	36.8%	31.4%	12.8%
11/01/2017		86.6%	0.0%	13.4%	33.4%	32.3%	15.9%
12/13/2017		92.7%	0.0%	7.3%	24.3%	32.8%	23.3%



Cover Story

經3.5次的美國QE印鈔票政策，終於在2015年底結束，連續二年都升息一碼，2017年到2019年更有可能以每年升息三次的進度前進，貨幣緊縮的趨勢可以說已經在當下，不過貨幣縮減影響到金融市場也並非馬上就會有重大影響，其變化反而是緩步漸進的，不過這並不表示風險不會到來，卻可以給我們更多的時間來因應變化的準備。

股市頻創新高，追求獲利之餘，要提防高檔反轉風險

國人投資國內外產品的渠道眾多，經由銀行或證券期貨商購買相關基金產品，權益證券及利率或匯率產品都有，另外，從證券相關複委託部門開戶更可以直接買賣國外股票及ETF相關商品，國人對外投資實已經完全進入全球化的領域之中，然而，所接觸的投資範圍越廣泛，其所面臨的不確定性因素

也就越多樣。

2017年是個創新高的年代，美國道瓊指數一舉突破兩萬點關卡的歷史新高，投資海外及美股的投資人就創造了可觀的獲利空間，然而，在2016年起，包含英國脫歐、美國總統大選等事件起，2017年度還包含歐洲多國的大選，今年仍是個充滿變數的一年，因此相關避險商品的應用就是投資人此時更該關注的標的，像是黃金商品的投資，就是投資人的一項避險選擇了，包含黃金礦業等ETF等商品或是相關黃金期貨，以臺灣期貨交易所掛牌的黃金期貨（GDF），表彰成色千分之九九五之黃金，就是投資人的避險投資標的選項之一。

國際化是投資必然的趨勢，如果是以區域及產業類別的投資概念來看，跨出國際的腳步的確可以提供多樣化的商品選項，不過，相對資訊不足的風險，也是投資人得加



圖1：升息循環及S&P500本益比走勢圖



緊做功課的所在。

國內投資部份，臺灣的上市、上櫃股票將近一千五百餘檔股票，產業類別橫跨科技、金融、及相關塑化、鋼鐵、航運、造紙等傳產族群，為全世界中相當健全的次級市場之一，而其衍生的衍生性金融產品市場則包含指數、股票等期貨及選擇權商品，也給予國內外投資人完成其避險需求的完整選項。

臺股也是國際投資人投資的主要市場之一，以外資投入臺股相關期貨及現貨部位來看，外資持有臺股的比重高達40%以上。外

資去年來一路大買臺股，據統計，到去年底為止，外資累計買超臺股4,300億元左右，已直逼2009年全年買超4,802億元（歷史第2高），是帶動占臺股市值比重突破40%的主要原因。而外資持有臺指期的多單部位也達到7萬口以上的水準，代表臺股相關股票及期貨市場，都是國際投資人相當青睞的標的，然而，外資投入臺股甚深也表示當外資退場時，臺股價格波動也將趨於激烈，這也是投資人必須要留意的地方。

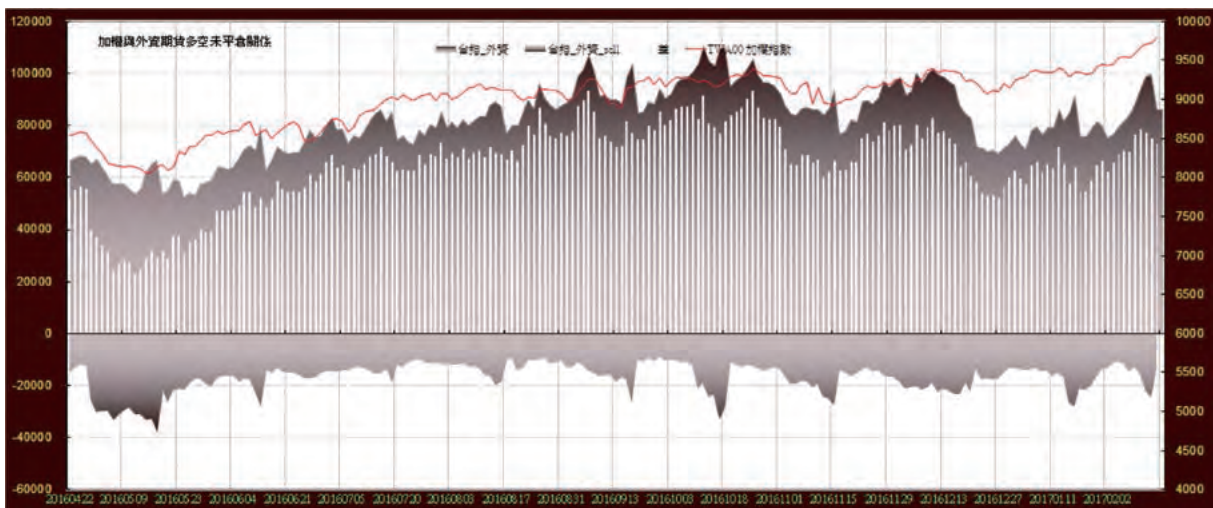


圖2：外資持有臺指期末平倉部位關係圖

再說，就投資的角度來看，當前的股票市場（含臺股）並不便宜，美國道瓊指數來到20600點以上的高位階，歐洲股市也在歷史高價區附近，台北股市，歷經去年的量縮盤整後，今年也來到9800點附近的位置，其實，就股價來說，都是相對的不便宜，但多頭行情同時也吸引投資人競相投入，除了一般投資人之外，股票市場好時，也會吸引機

構法人或公司行號將閒置資金作為短期投資，投入股市，甚至壽險機構資金運用也常投資股市，那麼，何時是該退場的時機呢？這點對投資人來說，僅僅就是把股票賣掉就好，但是對於機構法人就沒這麼簡單，以壽險資金來說，在股市的投資部位往往數百億到幾千億元新臺幣之譜，哪可能說賣就賣！所以，在不看好市場時，全額賣出不會是機



Cover Story

構投資者的選項，而充分運用臺指期貨及選擇權來規避行情下跌的風險才會是其主要避險方式之一。

利率及匯率風險為最大變數，分散投資及適度避險為解決方案

作為次級市場籌資的管道，臺灣股票市場及債券市場都具有體質健全及管理完善的優勢，但若以投資資金的投入，投資人就必須明瞭可能的風險產生，2017年又是總體經濟面及金融市場變數頗多的一年，如何善用投資工具來管理「未來的不確定性」，成為必要的課題之一。

2017年對全球總體經濟來說，最大的變數就是「利率趨勢」的轉變，明顯的影響就是全球資金水位的由寬鬆轉為緊縮，對於企業及投資人都會有重大的影響，企業籌資的資金成本將越來越高，投資人也將面臨金融市場的價格波動將轉為劇烈。另外，外匯市場也會因為全球利率差異的轉變而有匯率上的劇烈波動，影響所及，跨國投資機構或具有海外生產基地的廠商也可能遭遇較大的匯率波動風險，臺灣目前的經濟模式仍以出口為導向，臺灣接單，其他地區生產成為常態，因此，包含人民幣、日圓或美元的波動也都會造成匯兌上極大的損益，當然期交所上市的人民幣、歐元及日圓匯率期貨商品可以提供相關的避險管道。

相對匯率上的變化而言，利率風險反而是影響更為深遠的變數之一，在利率持續走升的環境下，資金面的水位是開始緩步向下

的，這也表示說，廠商在市場上籌資的成本將逐漸墊高，這對於後續經濟上的擴張是否會有負面影響，就值得進一步去思考或找尋解決方案，對於規避利率波動風險，主要想到的就是利率相關期貨商品，然而臺灣目前在這一塊的期貨商品就發展比較緩慢，目前僅上市一檔十年期公債期貨，其合約規格為面額五百萬元、票面利率3%之十年期政府債券，相較於美國芝加哥期貨交易所（CBOT）所掛牌之利率期貨包含美債券、長期債、美庫十、美庫二及30天利率等，臺灣投資人可選擇的利率期貨商品就相對比較少了。

對於金融市場參與者的影響呢？主要就是投資商品價格上的波動風險，如前面章節所述，國人投資固定收益類商品的意願及規模都位居國內外投資商品的前列，固定收取利息收入也符合保守的資產配置策略，不過，在利率走升的環境下，固定收益商品容易出現長期緩跌的走勢，這是指固定收益債券或相關固定收益基金容易在升息循環的環境下而長期出現資產減損的狀況，投資人必須要了解，另外，有些公司行號會將閒置資金投入在固定收益商品，那麼作為投資人或公司行號要如何在利率大幅波動的環境下去規避相關價格風險呢？

完全避險是有困難的。很難有市場的商品可以完全滿足不同投資人的避險需求，而且市場價格瞬息萬變，如何「管理未來的不確定性」呢？筆者認為，第一步驟還是重新配置相關資產的到期年限，例如說，如果資



金有投入固定收益商品的必要性，那麼在長期升息的趨勢下，就可以避免持有大量長天期的利率相關商品，而改以短天期的部位持有，如此可以有效降低對利率的敏感性；第二、適度配置期貨商品以規避價格波動風險，利率環境走升除了債券或貨幣類商品價格受影響之外，另外包含匯率走勢、股價變動等，也都會受到影響，因此，適度應用包含利率期貨、匯率期貨及股價指數期貨等商品來規避行情下跌風險，也就屬於必須的動作。

對於原物料進口商來說，則尚需注意國際原物料價格的波動，今年國際間在雙率的影響之下，原物料價格的漲跌恐怕更加明顯，尤其原油價格在美元長期有走升壓力及產油國的減產策略拉鋸之下，油價震盪勢必擴大，這也是臺灣對能源依存度高的產業得留意之處，2017年度是個充滿榮景的一年，但也是多變的一年，國際股市頻頻創新高，但也為未來的價格修正留下伏筆，不確定因素的存在，留意重大金融趨勢方向並做好應變策略，就是今年度必要的課題之一。

川普的下個100天，貿易、匯率政策將是焦點！

亞洲難為？以人民幣為首的亞洲貨幣是否列為貨幣操縱國將是焦點！川普上任後對於多數貿易夥伴都出現爭論的舉動，或指控為匯率操縱國，或提高進口關稅，種種措施並不利於國際貿易的順暢與和諧，貿易戰或貿易壁壘的威脅與日俱增，川普上任之初，

在多項利於美國的政策利多出籠後，造就美股一番向上榮景，但上任一百天後，市場就要觀察這些利多政策是否如預期的展現，是否會利多出盡成為股價漲高後的觀察指標。

另外，經濟層面最大的隱憂將出現在「貿易壁壘是否會成形？」上，對於企業來說，任何保護性的高關稅都會造成進出口的減緩及成本的大幅揚升，這當然對於經濟面是相當不利的，川普的貿易保護主義實質上是與全球化趨勢背道而馳，若真的實行也將會對國際金融造成一定的衝擊，是以，對於企業或投資人來說，就必須針對未來的危機做出預防，有哪些預期的危機呢？包含匯率波動、利率變化、原物料成本的上升及股價大幅震盪等，都是對於企業或投資人潛在的風險，因此，善用及認識避險工具就是當前首要的重點，股價指數期貨對於指數上的波動，臺灣期貨交易所就有交易量活絡的臺指期貨、臺指選擇權等商品，可做為規避指數風險的投資工具，而在匯率波動的避險上，要特別注意因美元走強而使新興市場貨幣拉回的風險，期交所共有四項期貨商品，包含大、小美元兌人民幣期貨、歐元兌美元期貨及美元兌日圓期貨，都是可以應用於匯率波動的期貨避險工具，另外，在面對國際金融動盪時，黃金就成為資金避險的選項，期交所的黃金期貨，正是臺灣期貨市場與國際接軌的商品之一。



市場訊息



股匯市與全球政經情勢連動性大，相關商品交易量連年居高不下，本期報導焦點指數產品供讀者參考；在相生相成的理念下，報導國際間交易熱絡之期貨交易所動態，以協助業者瞭解國際期市之發展方向，發現新機會與擘畫未來藍圖。



市場推廣

最熱門的衍生性投資商品 - 股價指數期貨與選擇權

永豐期貨◎廖玉完

前言

在期貨與選擇權交易市場中，股票類衍生出來的商品是全球交易量最大的類別，其中又以股價指數期貨與選擇權為最大。依據市場之音 (Market Voice) 的最新統計，全球期貨與選擇權交易量中，股價指數交易量占28.3%最多，其次是股票期貨占18.2%，兩者皆屬於股票類的衍生性商品，占全球總交易量的46.5% (參見圖1)。而以臺灣股票市場成交量來看，2016年股票交易前十名就有兩檔屬於ETF指數股票型基金，分別是第二名的FB上証和第八名的臺灣50，此亦屬於

股價指數現貨的衍生性商品，股價指數之所以如此受歡迎，主要是它密切的與股票型資產組合接軌，ETF可被動式追蹤標的市場績效，加上期貨低操作成本與多空靈活的操作優勢，成為廣大投資人，尤其是專業法人機構，可以作為投資組合避險或是替代現貨投資組合的操作工具。

國內投資人對股價指數期貨非常熟悉，臺灣期貨交易所交易量最大的就是臺指期貨與選擇權，去年整年度的大小臺指期貨合計每日平均交易量就達23.9萬口，期交所並於2015年12月以及2016年11月推出日本東証指數與印度指數 (Nifty 50) 兩個境外指數期貨，也呼應股價指數交易市場的熱絡。

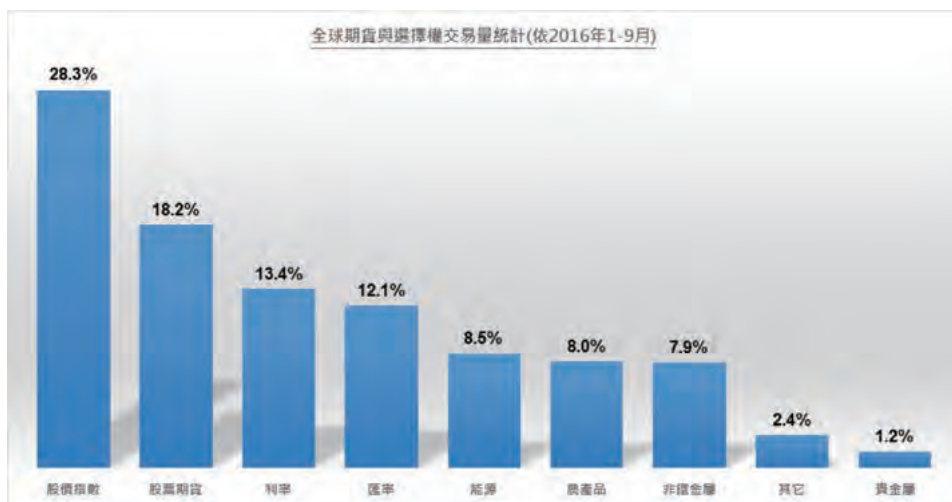


圖1：全球期貨與選擇權交易比例圖

資料來源：Market Voice



Cover Story

全球金融市場在2016年黑天鵝事件頻傳，從英國脫歐到美國川普總統當選，當時全球股匯市產生莫大的震盪，而川普當選以來美國股票市場飆漲，道瓊工業指數破兩萬點，S&P500指數也已漲升10.4%，川普的「美國優先」口號讓美國股票市場銳不可檔，股神巴菲特於二月底給投資人年度公開的一封信中也表示，依照現階段美國利率水準，美國股價仍屬便宜，更加深了全球投資人對美國股市的投資興趣。而期交所擬於2017年的年中推出以新臺幣計價的美股道瓊工業以及S&P500指數期貨，屆時國內投資

人將能更便捷的交易此熱門商品。

全球期貨市場交易概況

全球股價指數期貨與選擇權是近年來期貨交易所交易量最大的類別，如果加上股票期貨，股票類期貨與選擇權交易量幾乎占全球交易量的半數，遠遠超過第三名的利率期貨。以2016年1-9月統計數字來看，儘管股價指數與股票類交易量比前一年萎縮許多，但兩類加總交易量仍高達88億口，高居交易類別排行的第一、二名（參見表1）。

表1：全球期貨與選擇權交易量

全球期貨與選擇權交易量統計 (依類別)			
類別	2016年1月至9月	2015年1月至9月	變動%
股價指數	5,361,534,734	6,655,439,211	-19.4%
個股期貨	3,443,520,668	3,777,456,375	-8.8%
利率	2,541,280,166	2,505,660,565	1.4%
匯率	2,303,999,968	2,069,225,751	11.3%
能源	1,617,620,247	1,012,235,707	59.8%
農產品	1,511,988,806	1,212,866,156	24.7%
非鐵金屬	1,493,344,337	910,754,873	64.0%
其它	464,676,271	625,284,410	-25.7%
貴金屬	234,320,002	256,500,005	-8.6%
合計	18,972,285,199	19,025,423,053	-0.3%

資料來源：Market Voice

若是以股價指數類個別交易契約來看，2016年第三季以前全球累積交易量排行第一名是印度國家交易所的Nifty選擇權，儘管比2015年同期大幅減少63.7%，總交易量仍有5.6億口，第二名是在美國國內多家交易所交易的SPDR S&P500 ETF 選擇權，而在國內相當受歡迎的芝加哥商業交易所（CME）迷

你S&P500期貨交易量排行第三，歐洲期貨交易所的道瓊歐盟50指數排行第四，多年前交易排行冠軍的韓國交易所Kospi200選擇權已經退居第五名（參見表2），臺灣期交所的臺指選擇權在2015年也一度榮登全球交易量第十名，2016年則被莫斯科交易所的俄羅斯指數期貨擠下。



表2：股價指數類交易排行

股價指數類			
合約名稱	2016年1月至9月	2015年1月至9月	變動%
CNX Nifty Options, 印度國家交易所	560,071,903	1,544,923,390	-63.7%
SPDR S&P 500 ETF Options*	505,988,030	494,048,822	2.4%
E-mini S&P 500 Futures, 芝加哥商業交易所	365,748,584	321,584,303	13.7%
Euro Stoxx 50 Futures, 歐洲期貨交易所	295,990,874	258,091,273	14.7%
Kospi 200 Options, 韓國交易所	261,917,127	389,589,676	-32.8%
Euro Stoxx 50 Options, 歐洲期貨交易所	219,263,990	236,084,733	-7.1%
S&P 500 (SPX) Options, 芝加哥選擇權交易所	188,944,499	179,171,426	5.5%
Bank Nifty Options, 印度國家交易所	188,864,094	101,969,382	85.2%
Nikkei 225 Mini Futures, 日本交易所	181,395,614	190,917,096	-5.0%
RTS Futures, 莫斯科交易所	163,377,969	130,284,654	25.4%

* Traded on multiple U.S. options exchanges

資料來源：Market Voice

股價指數的交易量除了受交易契約大小影響外，隨著交易標的股票市場政經變化也會產生明顯的波動，例如：韓國股市在2016年由於最大市值的三星集團營運表現不如預期，加上政治不安的干擾，Kospi200股價指數交易量減少32.8%，選擇權從以往第三名掉落至第五名，而印度股價指數於2015年在莫迪上任的新政激勵下為股市注入新動力，Nifty指數選擇權於2015年巨幅成長81.5%，年成交量來到17.6億口，2016年則漸回歸正常，但仍位居全球之冠。

美國、歐洲、以及日本的股市的代表性股價指數期貨編製交易歷史久遠，這些工業先進國家在全球經濟上的表現又是動見觀瞻，所屬股價指數期貨與選擇權的交易是股票類基金經理人必要的投資工具。尤其是美國股票為全球最重要的投資市場，對於全球股市具有領導的地位，其股價指數期貨與選擇權可說是最重要也是交易最活絡的衍生性商品。

美國股價指數期貨與選擇權

美國股價指數最具代表的有三個，即代表廣泛股票類的S&P500股價指數、代表大型股的道瓊工業股價指數、以及代表科技股的那斯達克股價指數。三種指數期貨又以電子盤的小型合約最受歡迎，其中迷你S&P500交易量最活絡。以2016年交易量來看，迷你S&P500月均量3千4百多萬口，是交易量第二名迷你那斯達克的7倍有餘，未平倉量也是迷你S&P500最大，顯示出大多數法人的偏愛。以期貨交易資金運用的槓桿倍數來看，三種合約大致在20~25倍之間，若是以1月底的收盤價來計算，S&P500的槓桿倍數21.8倍是最小的。值得注意的是，這三類美國股指期貨都沒有漲停板的限制，而跌停板都設在20%，顯示出交易所對指數期貨緩漲急跌特性的規範（參見表3）。



Cover Story

表3：美國股價指數期貨合約規格與交易量

商品	小道瓊	小那斯達克	大 SP	小 SP
計價幣別	美元	美元	美元	美元
交易所	CBOT	CME	CME	CME
合約規模	98,960	102,255	568,625	113,725
原始保證金	4,400	4,290	26,125	5,225
槓桿倍數	22.5	23.8	21.8	21.8
合約月份	3.6.9.12	3.6.9.12	3.6.9.12	3.6.9.12
最大漲跌停	-20%	-20%	-20%	-20%
2016 年月均量	3,176,600	4,826,294	8,985	34,311,855
2016 年底 OI	134,898	225,278	57,712	2,752,438

* 合約規模依據 2017/1/31 之收盤價

歐洲股價指數期貨

歐洲股價指數以英國的時報金融指數、法國巴黎證商公會指數、德國的法蘭克福指數、以及代表歐洲藍籌股的道瓊歐盟50指數為代表，而且交易量最活絡，由於它合約規模較小又涵蓋全歐洲的績優藍籌股，可謂是歐洲股市的集中縮小版，最適合用來替代現貨的投資或是避險，這從它的交易量和未平倉量都遠遠超過其他三者可以看出來。

德國法蘭克福指數（DAX）期貨的合約規模最大，不過它在2016年的月均量與金融時報和巴黎證商公會指數相差不多，都在200萬口以上，2015年10月歐洲期貨交易所增加迷你DAX期貨上市，2016年月均量已達50萬口，由此可見小型股價指數交易在全球已成趨勢（參見表4）。

綜觀上述指數期貨，交易量前兩大都在法蘭克福的歐洲期貨交易所（Eurex），顯現出德國政經在歐洲具有領頭羊的地位。另外，這些歐洲熱門股價指數期貨都沒有漲跌停的限制，也代表著歐洲股市的震盪比較溫和，舉一個例子來看，去年6月24日英國脫歐派公投成功是歐盟第一大挫敗，當日英國金融時報指數期貨最高跌幅9.7%，而德國法蘭克福股指期貨最高跌10.6%，歐道50股指期貨最高跌12.6%，法國巴黎證商公會指數最大跌幅12.1%，並沒有演出失控的場面。此外，歐洲的熱門股價指數期貨槓桿倍數比美國來得小，大致在14~16倍之間，顯現出歐洲各交易所較為保守的一面。儘管如此，指數期貨沒有漲跌停限制還是隱藏著較高的風險，一般投資人須審慎而為。



表4：歐洲熱門股價指數期貨合約規格與交易量

商品	倫敦時報金融指數 FTSE	法國巴黎證商公會指數 CAC	德國法蘭克福指數 DAX	迷你 DAX	道瓊歐盟 50 指數 STXX50
計價幣別	英鎊	歐元	歐元	歐元	歐元
交易所	ICE	EURONEXT	EUREX	EUREX	EUREX
合約規模	70,455	47,470	289,125	57,825	32,340
原始保證金	4,483	3,210	19,060	3,812	2,181
槓桿倍數	15.7	14.8	15.2	15.2	14.8
合約月份	3.6.9.12	3 個近月	3 個季月	3 個季月	3 個季月
最大漲跌停	無	無	無	無	無
2016 年月均量	2,750,387	2,275,121	2,142,783	502,615	27,691,200
2016 年底 OI	738,191	300,572	137,158	5,423	3,275,497

* 合約規模依據 2017/1/31 之收盤價

亞洲股價指數期貨

提到亞洲主要的股價指數期貨以新加坡交易所（SGX）推出的契約品項最為齊全，早年代表日本股市的日經225指數期貨是2000年以前亞洲交易最為熱絡的契約，1995年英國百年銀行--霸菱倒閉的元凶李森就是交易新加坡交易所的日經225指數期貨與選擇權。

1997年代表臺灣加權指數的摩根臺指期貨在SGX上市，當時國內不論是法人或是散戶都紛紛投入交易，不過，隔年7月臺灣期交所推出臺灣指數期貨，摩根臺指期貨的交易量增加速度漸漸減緩，最終已被臺指期貨所超越。儘管如此，摩根臺指期貨的未平倉量一直大於臺指期貨，顯示出仍有很多的外資法人機構偏好利用摩根臺指來規避臺灣股票現貨的風險。

新加坡交易所的富時A50期貨交易量則是後來居上，目前為SGX交易量最大的契約（參見表5），A50在2006年即上市交易，但因富時與中國上證交易所指數授權的爭議，導致A50幾乎沒有交易量，直到2010年雙方和解後交易量才漸漸顯現。A50股指期貨成為SGX主角是在2015年中國股票市場再度攀頂，而外資在中國投資的金流很難掌控，為了避險或是單純的投機、甚至是與香港或大陸內地股票投資的套利，A50期貨成為境外參與大陸投資或避險的重要工具，交易量因此快速上揚。2015年交易量9,584.5萬口，比前一年巨幅成長132%，位居全球股指期貨交易排行第七位，同一年臺指期貨年交易量才3,831.5萬口名列全球期貨交易第20名，當然A50期貨合約規模較小（約為臺指期貨的1/6）是交易量大原因之一。



Cover Story

表5：新加坡交易所主要股價指數期貨合約與交易量

商品	日經 225	A50	摩臺指	印度 Nifty
計價幣別	日圓	美元	美元	美元
交易所	SGX	SGX	SGX	SGX
合約規模	9,495,000	10,455	35,500	17,152
原始保證金	385,000	440	1,210	660
槓桿倍數	24.7	23.8	29.3	26.0
合約月份	12 個季月	2 近月 +4 季月	2 近月 +12 季月	2 近月 +4 季月
最大漲跌停	+/- 2000 點	無	+/- 15%	+/- 20%
2016 年月均量	1,812,129	4,131,555	1,040,856	1,116,801
2016 年底 OI	211,031	585,536	188,819	333,521

除此之外，SGX的印度Nifty50指數期貨交易量也不容小覷，印度國家交易所（NSE）的Nifty50選擇權是蟬連三年全球交易量冠軍的契約，SGX的Nifty50股價指數期貨以美元計價，外資利用此合約可以避開印度盧比貶值以及股票下跌的風險。這幾年中國經濟成長呈現軟著陸，印度是目前新興國家最具經濟發展潛力的國家，隨著大型廠商如蘋果與臺灣的鴻海紛紛表示將擴大印度的投資，可以看出科技業漸漸將生產銷售重心由中國轉移至印度，未來印度的經濟成長再創佳績可期。臺灣期交所也於2016年11月推出新臺幣計價的Nifty50指數期貨，提供國人投資印度股市並免除匯率風險的最佳選擇。

返觀SGX重要的股價指數期貨除了A50以外，都設有漲跌停的限制，也製造出A50期貨與陸股有漲跌停限制的股指期貨（如中金所的滬深300或上證50指數期貨）或是相關ETF期現貨的套利機會。A50期貨扮演外

資對中國股市投資非常重要的避險角色，以2015年7月8日大陸股災來看，SGX的A50股指期貨最高一度下跌27.5%，而A50現貨指數當日最高跌幅僅有8.7%，在不設漲跌限制的情況下，A50期貨在非常狀況的波動是十分劇烈的，投資人在有部位的情況下宜設立停損。

中國股價指數期貨

大陸股價指數期貨都在中國金融期貨交易所上市交易，而香港交易所所有本地的恆生指數期貨以及大陸H股股價指數上市，滬深300股價指數期貨是中金所在2010年最早上市的合約，2015年上半年全盛時期月交易量可達4,000萬口以上，但是在2015年下半年中金所祭出一連串管制措施後交易量急速萎縮，2016年平均月成交量僅剩35.2萬口，比2015上半年萎縮100倍有餘。由於中國股市



的開放程度有限，儘管中國官方陸續開放滬港通與深港通，但是基於人民幣的一路貶值，反倒使資金由內地迅速流向香港。港交所的H股指數期貨交易則相對活絡，由於是以港幣計價，也成了人民幣匯率或是陸股避險的重要工具。而SGX的A50股指期、中金所的上證50或是滬深300股指期、以及港交所的H股股指期都是以陸股為標的，彼此間的相關性頗高，在行情大幅動盪或是匯率變

動之際都有價差交易獲利的機會，不過，基於幣別、交易時間不同，合約到期日也不盡相同，大多數是法人機構才有能力承作價差或是套利交易，而且也可能會面臨套損的窘境。

恆生指數期貨則是港交所最具代表的股價指數期貨，其合約規模最大且交易量穩定，2016年月均量在230萬口左右，但相較未平倉量則比H股指期來得小（參見表6）。

表6：中國股價指數期貨合約與交易量

商品	滬深 300	上證 50	恆生指數	H 股指數
計價幣別	人民幣	人民幣	港幣	港幣
交易所	中金所	中金所	港交所	港交所
合約規模	1,014,120	709,740	1,166,600	491,500
原始保證金	合約規模 8%	合約規模 8%	71,650	30,450
槓桿倍數	12.5	12.5	16.3	16.1
合約月份	2 近月 +2 季月	2 近月 +2 季月	2 近月 +2 季月	2 近月 +2 季月
最大漲跌停	+/-10%	+/-10%	無	無
2016 年月均量	352,131	135,366	2,343,127	2,141,198
2016 年底 OI	40,093	25,808	116,650	256,055

股價指數期貨交易策略

在全球化關係密切且各國股市行情彼此影響的國際投資環境中，股價指數期貨與選擇權是最便利且低成本的投資、避險工具。

1. 單邊交易策略：一般投資人可以利用股價指數期貨與選擇權替代現貨投資組合，可以很便利的參與該市場的股票漲跌投資，例如：美國FED去年年底升息勢在必行，加上川普當選重要政見包括放寬銀行監管、減稅等，這些對美國金融股明顯

利多，如果投資人於川普當選當日買入花旗銀行股票並於二月底出脫，報酬率為15.9%，但是買入美股牽涉到開戶、匯率、手續費等風險與成本，若是買入代表大型股的三月道瓊工業指數期貨至二月底賣出報酬率也有12.7%，相對參與了美國股市的漲勢。

2. 價差交易策略：以歐洲期貨交易所的迷你法蘭克福（DAX）和歐道50期貨為例子，由於兩者的相關性高、結算日相同，



Market information

且受影響的因素大致相同，可以承作價差比例收斂策略，也就是在兩者價差比一定區間之外作收斂交易，即相對強勢者

作空，相對弱勢者作多。以下是兩者在2014~15兩年以30分鐘線作1：2價差交易的結果（參見表7與圖2）。

表7：價差交易總績效分析

（期間：2014/1/2~2015/12/31）

	所有交易	多單	空單
淨利	€19820	€15820	€4000
毛利	€118710	€62280	€56430
毛損	(€98890)	(€46460)	(€52430)
帳戶所需金額	€40000	€15000	€25000
帳戶報酬	49.5%	105.5%	16.0%
獲利因子	1.2	1.34	1.08

註：手續費不計

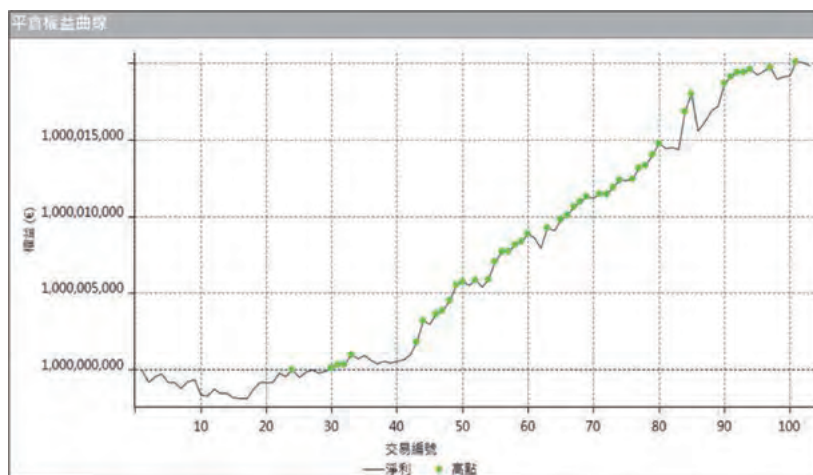


圖2：價差交易績效曲線

由上例可以看出，同質性或相關性高的股價指數在價格偏離過大的時候是可以考慮作價差交易，但是價差交易風險不一定比單方向策略低，萬一其中一個出現非系統性風險，也可能會產生巨大損失，而且價差所準備的資金和交易成本相對較高。

股價指數重要籌碼參考

指數期貨除了整體成交量和未平倉量是重要參考外，重要法人的交易方向與持倉部

位也是行情變動的重要訊息，例如：國人交易臺指期關心的除了三大法人現期貨買賣超外，還有期貨與選擇權淨持倉部位的變動，尤其是現階段外資持倉占市場比例幾達50%，對行情變化影響很大。以圖3主要法人臺指期末平倉比例變化來看，今年以來外資未平倉占市場比例大多在50%以上，即使跌破也很快就補上，但3月1日跌破50%以後持續下滑至41.7%的年來最低，顯示出臺指行情仍有震盪走低的疑慮。

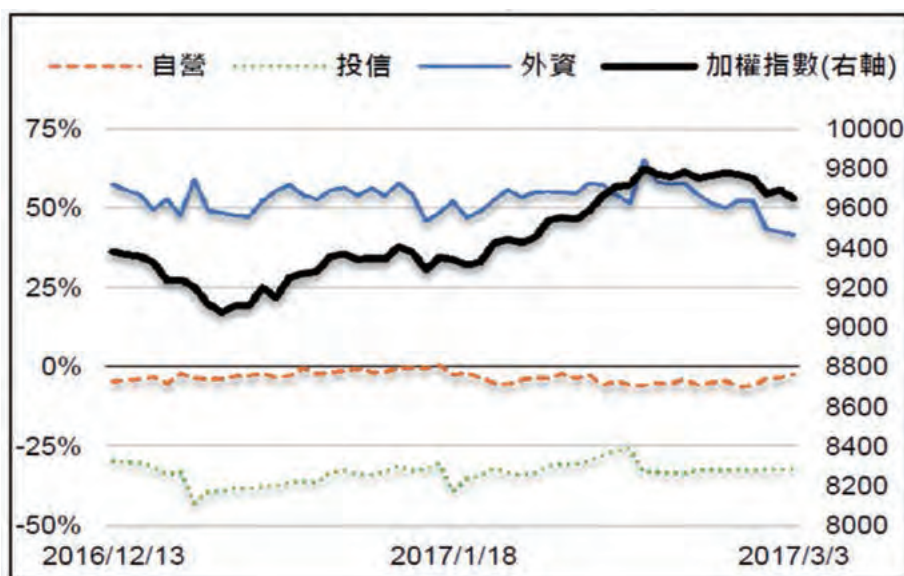


圖3：三大法人臺指期未平倉占市場比例

在美國監管期貨的商品期貨交易委員會 (CFTC) 於每周五公布至當周周二的大額交易人持倉報告，這些美國期貨契約大額交易人的未平倉數據無論在金融期貨或是商品期貨也都有參考的意義。以指數期貨來說，

包含商品交易投資顧問 (CTA) 以及期貨信託基金 (CPO) 交易的槓桿式基金經理人 (Leverage Funds) 是影響金融市場重要的參與者，因為這些機構大多是為客戶追求絕對的報酬 (參見表8)。

表8：美國CFTC大額交易人持倉變化 (數據日期：2017/2/21)

種類	商品	投機 %	總 OI		經紀商		資產管理		槓桿式基金		其他	
			總 OI	變動	淨部位	變動	淨部位	變動	淨部位	變動	淨部位	變動
指數期貨	小道	+34.81%	128823	-465	-56736	-1848	+15768	+314	+44849	+1315	-5429	-1665
	NQ	+8.32%	249605	+5685	-34890	+11215	+29912	-3791	+20769	+1311	-11648	-8537
	小 SP	-4.78%	3769997	-15775	-293589	-58997	+656388	+62231	-180142	+26910	-117888	-28122
	VIX	-23.44%	551908	-89851	+100875	-16381	+28815	+54435	-129381	-32991	+2425	-4839
外匯期貨	紐幣	+55.96%	55082	-1232	-15322	-298	-17145	+113	+30822	+817	-68	-163
	美元	+33.85%	75404	+618	-58175	-190	+15155	+433	+25522	+1953	+11482	-1089
	澳幣	+28.41%	158894	+10073	-55776	-7970	+6141	+1676	+45138	+6436	-3081	+77
	綜美	+18.23%	804952	+21551	-121003	-6958	-20500	-805	+146706	+14480	-23706	-211
	加幣	+16.65%	149445	+5470	-68899	-3962	+28364	-286	+24880	+3824	+7418	+1160
	日圓	-8.98%	258046	-1891	+48561	-2294	-33716	-1018	-23164	+2785	+32941	-62
	瑞郎	-9.90%	50791	+1218	+14136	+213	+200	+9	-5029	+1068	0	0
	歐元	-18.44%	502900	+16355	+33830	+5959	+41807	+1867	-92736	-11781	+22995	-619
英鎊	-18.61%	245226	+1435	+118491	+3663	-67267	-4813	-45635	+3129	+3482	-1279	

資料來源：美國商品期貨交易委員會



Market information

小道瓊與小S&P合約是美國最具代表的指數期貨，由於道瓊成份股僅有30支大型績優股，而S&P500包括500支左右的眾多股票，通常期貨專業法人對美股採用單邊投機策略時往往是選用道瓊指數期貨較為直接，而交易S&P500指數期貨的法人種類眾多，除了投資目的外，避險與價差交易策略也是很多，這從迷你S&P500股指期貨交易量龐大可以略窺一二。

在CFTC的持倉資料中，以槓桿式基金在小道瓊和VIX指數期貨的持倉變化最具走勢參考，由圖4可以看出槓桿式基金持倉變化與經紀商剛好相反，與道瓊工業股指期貨的價格走勢則幾乎一致，所以經紀商的持倉變化也可看成像國內散戶般的操作方向。值得注意的是，自11月8日川普當選後，道瓊股指期貨以仰角方式急攻，而槓桿式基金持倉卻是呈現上下震盪格局，顯示出近四個月以來專業期貨法人對美股漲勢的認同分歧，如此背離也埋下走勢可能修正的變因。

儘管如此，CFTC的持倉變化是美國期

貨市場的重要參考，而金融期貨的槓桿式基金持倉變化是重點參考，這對以後國內期交所上市道瓊工業或是S&P500股指期貨也是一樣有參考意義。

結論

股價指數期貨與選擇權是目前最熱門的期貨交易項目，它不但提供個人對標的股票現貨投資的替代選擇，也是專業機構法人避險或是投資組合交易不可或缺的操作標的。透過期交所的臺灣指數期貨與選擇權，國人對股價指數期貨與選擇權交易已經非常熟悉，現階段期交所已經推出兩種境外指數期貨，2017年預計再推出熱門的美股道瓊工業與S&P500指數期貨，國人除了可以利用此期貨契約規避匯率風險來參與美股漲跌外，相信上市之初也可能有市場間價差交易的獲利機會，而以新臺幣計價的美國股指期貨，或許一般法人也可以加入投資組合來搭配作新臺幣的避險操作策略。



圖4：CFTC小道瓊工業指數期貨大額交易者持倉變化

市場推廣

臺灣外匯交易的新世代 - 「美元指數 ETF」

元大投信基金經理人◎黃議玄

外匯交易新風貌

2016年9月國際清算銀行（BIS）三年一次的最新數據統計顯示，外匯市場每日成交量高達5.1兆美元，而這5.1兆美元的概念到底是什麼呢？以臺灣股市每日成交量1,000億的規模來比較換算，外匯市場每日成交量規模是台股成交量的1,500倍之多，這也隱約顯示外匯市場的胃納量及流動性是有一定程度的。回到臺灣外匯市場觀察，2016年底臺灣外匯存款餘額已經接近了5兆新臺幣，且逐年成長，顯示國人對外幣持有的接受程度已逐漸成熟，在2010年至2016年規模更是成長了一倍，成長速度驚人。

外匯市場除了流動性佳、成交量大之優點外，它也是全球最大、最公平的市場，可

以24小時交易，投資標的也簡單容易瞭解，透明度高，不易受到人為操控，多空皆可操作，與傳統投資商品連動性也低…等多項優勢，是容易切入金融市場的商品之一。

近年來，國際市場訊息萬變，黑天鵝事件發生的頻率越來越高、美國經濟數據公布帶來的波動，增加外匯市場交易題材的豐富性。綜觀許多的國際事件，最直接反映這些事件的漲跌好壞就是外匯市場，外匯市場可以說是對這些事件反應最為敏感的市場。

以臺灣的外匯市場交易狀況來觀察，大多是由需求方所驅動的交易型態，一般社會大眾真正有出國換匯需求或是外幣存款的需求，只能透過銀行端來進行換匯操作。但是在外匯ETF加入臺灣市場後，社會大眾有任



Market information

何的外匯需求，不管是實務需求、避險需求或是單純投資外匯市場，您可透過臺幣的證券帳戶，利用新臺幣，不需經過銀行的換匯，且也不用另開外幣的帳戶，就可以輕鬆交易外匯ETF，不僅可以作多1倍或2倍ETF，更可以作空1倍ETF，顛覆現有的銀行的外匯交易模式，且具有多空操作的優勢。

外匯ETF，完善臺灣ETF市場版圖

另一方面，觀察臺灣ETF版圖，現在已經有股票類ETF、商品類ETF、債券類ETF，而外匯ETF的上市，將更加完善ETF市場投資人的交易需求，投資人不僅可以透過美元指數ETF來作趨勢操作、短線操作、避險操作、更可以作為資產配置的選項。

為達高度追蹤的效果，國際上的美元指數傘型ETF在基金管理上大多採用全球最具代表性的美國洲際交易所（ICE）所發行的美元指數期貨來作為追蹤指數的工具，而美元指數期貨跟現貨相關性也高達0.997，更說明美國洲際交易所發行的美元指數期貨是追蹤美元指數現貨最直接也最有效，對投資人也是最為有利的基金管理方式。

美元指數ETF將讓投資人投資外匯更方便，大大降低了外匯交易的高門檻限制，且不用換匯也不用另外開外幣帳戶，輕輕鬆鬆利用新臺幣的證券帳戶就可以交易外匯，交易門檻也只需要新臺幣2萬元就可以操作，非常的便利。在交易成本上，跟銀行目前的現匯交易、即期交易都低，更加有利投資人

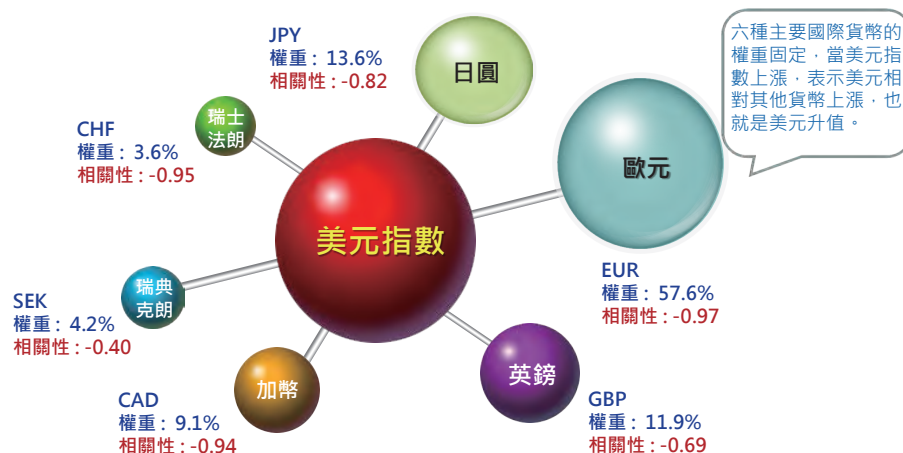
在外匯交易上的投資交易及佈局。

解讀美元指數

美元占全球交易貨幣比重高達43.8%。各幣別交叉匯率的交易幣別中，更高達87.3%的貨幣都與美元相關。數據明顯的道出，美元是全球外匯貨幣之首，這也是為什麼美元指數ETF在外匯ETF市場是扮演著領頭羊的角色。

在臺灣，大家所關注的美元是美元兌新臺幣的漲跌，但國際上，大家都看美元指數。什麼是美元指數呢？美元指數是由歐元、日元、英鎊、加幣、瑞典克郎、瑞士法郎六種貨幣所加權平均而成，衡量美元自我本身價值漲跌的指數，其主占比最大的成分是歐元，權重就占了57.6%，也就是，歐元跌，美元指數就會漲，其兩者間為顯著的負相關，相關係數為-0.97。

『美元兌新臺幣』與『美元指數』的差異主要在於，『美元兌新臺幣』的漲跌單純表達美元相對於新臺幣的強弱表現，而『美元指數』則是代表美元對於其他主要先進工作國家的幣值強弱，角度上更為宏觀，但兩者仍有一定程度的相關性，其相關係數高達0.45，如果以年化波動度來分析，美元指數年化波動度接近美元兌新臺幣的2倍，表示若看對美元走勢，買進美元指數ETF報酬有機會是美元兌新臺幣的2倍，投資同樣的資金，享有更高的報酬，如果買進美元指數正向2倍，則有機會達到4倍的報酬。

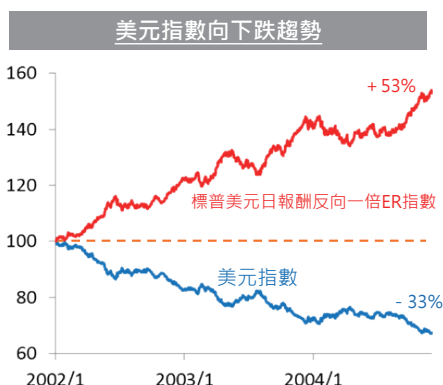


資料來源：彭博資訊，相關係數取樣區間：2010.1~2016.10

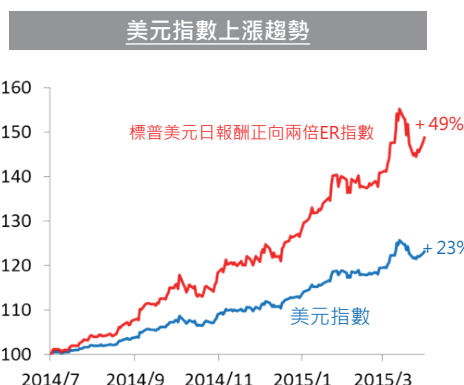
影響美元指數價格長期走勢主要的四大因子，分別為總體經濟數據的好壞、FED的政策方向、利率的走勢、市場對價格的預期。只要掌握住這幾個大方向，就不難掌握匯率的長期走勢。在外匯的價格走勢上，趨勢方向較為明顯，以美元指數為例，常有波段行情，如：2002~2004年全球經濟較美國來的強勁，間接影響到美元指數走弱，美元指數出現較大的下跌趨勢波段，共下跌了33%，如果透過買進反向1倍的美元指數ETF，則會因為賺取到下跌趨勢的獲利，將近有53%的報酬。在2014年到2015年的美國FED政策讓美國QE逐步退場，以貨幣供需的

角度來觀察，顛覆了2008年以來的貨幣寬鬆政策，往貨幣緊縮政策調整，因此，在這段期間美元指數有較明顯的波段漲幅，幅度高達了23.3%，如果善用美元指數正向兩倍報酬的ETF工具來操作，則會有將近49%的獲利報酬。（以上獲利數字皆為回測資料）

另一帶動美元指數波段走勢的主要因素就是升降息循環，我們可以發現，在過去的歷史經驗裡，美元指數處於升息循環期間，美元指數上漲的機率是66.6%。2015年12月至2016年底美國FED升息兩次以來，美元指數共上漲了4.4%。善用美國升息循環來作為波段性的操作，將有利於提昇獲利的機率。



資料來源：彭博資訊，2002/1/31~2004/12/31。



資料來源：彭博資訊，2014/6/29~2015/03/31。

（以上僅為歷史資料，不代表實際報酬率及未來績效保證，不同時間結果亦可能不同，以上資料僅供參考）



Market information

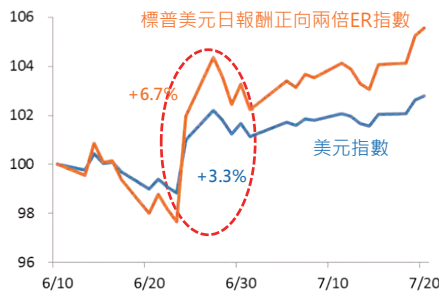
避險新趨勢 - 美元指數

從避險角度觀察，過去投資人對避險貨幣只會想到黃金、VIX，其實「美元指數」也扮演著舉足輕重的角色，其避險的功效不亞於其他避險性資產。2016年12月BIS研究主管申鉉松表示，美元已經取代俗稱美股「恐慌指數」的芝加哥選擇權交易所波動指數（VIX），成為與槓桿胃納最具關聯性的變數，主因是金融危機以來，無風險利率平價理論（CIP）已經失效。

自去年2016年以來，不論是英國脫歐、美國大選、12月FED升息會議，均讓全球外匯

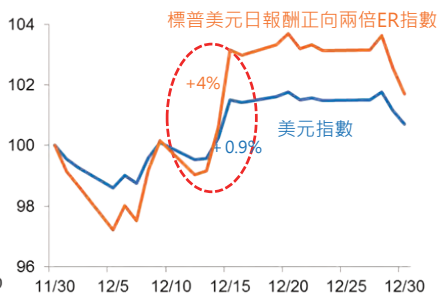
市場風起雲湧，尤其風險事件發生時，市場資金常移動到美元資產，美元容易升值，善用美元指數ETF可有效規避風險。如果善用美元指數正向2倍ETF商品來進行事件型交易的避險性操作，2016年6月英國脫歐事件當日會有6.7%的報酬，12月FED升息當日有4%的報酬，善用美元指數ETF來當作避險的工具之一，其避險威力不容小覷。

英國公投脫歐美元指數大幅彈升



資料來源：彭博資訊，2016/06/10~2016/07/20。

聯準會升息造成美元波動



資料來源：彭博資訊，2016/11/30~2016/12/30。

(以上僅為歷史資料，不代表實際報酬率及未來績效保證，不同時間結果亦可能不同，以上資料僅供參考)

臺灣目前約有3,000億人民幣存款，而避險管道相對不足，我們觀察到，自人民幣入籃SDR以來，走勢已逐漸跟國際接軌，採緊盯美元指數態度。2016年4月以來，美元指數與人民幣相關係數高達-0.80，2016年4月至12月底，美元指數上漲8%，人民幣貶值7.8%，美元指數ETF可間接作為人民幣之替代避險工具。美國升息機率大增之際，佈局黃金存摺的客戶，可運用美元指數ETF來規避升息可能風險，亦可藉由做多美元放空黃金擴大可能收益。

善用美元指數配置資產 效果加倍

若以資產配置的觀點來看，相關性越低的商品越適合拿來當作資產配置的標的，而美元指數正好有此特性，美元指數對股市、債市、商品的相關性非常低，幾乎都是達到低度相關。

美元指數可用來進行人民幣間接避險



資料來源：彭博資訊，2016/04/30~2016/12/31

美元指數搭配黃金達到更佳效果



資料來源：彭博資訊，2013/12~2016/12

(以上僅為歷史資料，不代表實際報酬率及未來績效保證，不同時間結果亦可能不同，以上資料僅供參考)

美元指數與各類商品低相關性

證券	美元指數	標普 500	MSCI 世界新興市場	美國公債	CRB 商品	高收益債	新興市場債	
美元指數	1.00	0.10	(0.02)	(0.01)	0.15	(0.10)	(0.32)	(0.07)
標普 500	0.10	1.00	0.91	0.48	0.35	0.10	0.40	0.38
MSCI 世界	(0.02)	0.91	1.00	0.69	0.35	0.16	0.63	0.52
新興市場	(0.01)	0.48	0.69	1.00	0.20	0.20	0.66	0.66
美國公債	0.15	0.35	0.35	0.20	1.00	0.06	0.18	(0.08)
CRB 商品	(0.10)	0.10	0.16	0.20	0.06	1.00	0.25	0.20
高收益債	(0.32)	0.40	0.63	0.66	0.18	0.25	1.00	0.67
新興市場債	(0.07)	0.38	0.52	0.66	(0.08)	0.20	0.67	1.00

資料來源：彭博資訊、元大投信整理，2017/01。2014-2016年每日相關係數，新興市場為MSCI新興市場指數、美國公債為10年期公債殖利率、高收益債為美銀美林高收益債指數、新興市場債為摩根新興市場債指數。

美元指數可以搭配債券型的商品，不論是政府公債或是高收益債，都有不錯的效果。美元指數即時反應美國升息預期，債券價格則與利率呈現反向連動，因此若可搭配美元指數與公債商品組合為交易策略，或可讓投資報酬更加穩定。持有高收債，亦可靈活運用美元指數ETF組成投資組合，以期對降低投組波動與操作風險。

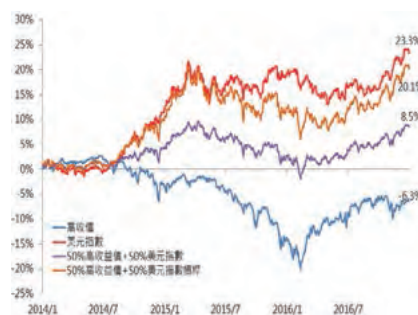
美元指數ETF在投資策略組合上的功用，其扮演著角色降低策略的波動率，及間接的讓獲利更加穩定，是納入投資策略的另類元素之一。投資國外商品最常見的投資經驗，常常會因為賺了價差，而賠了匯差。如果可以善用美元指數ETF商品，投資人可參照投資標的做資產組合跟配置。舉例說明，大家對陸股相關的基金商品一定不陌生，以去年2016年為例，陸股大跌，人民幣匯率也大貶，如果投資陸股在去年，不僅賠了價差還賠了匯差，如果搭配美元指數ETF做策略搭配，可以讓整體的投資組合顛覆去年的-17%的虧損，降低至-3.8%的虧損，投資人可以透過美元指數

美元指數ETF搭配公債效果佳



資料來源：彭博資訊，2016/07/01~2016/12/30

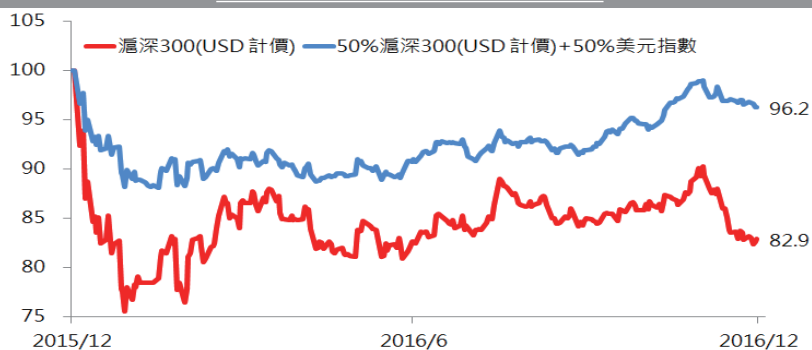
美元指數ETF可搭配高收債進行配置



資料來源：彭博資訊，2014/01~2016/12

(以上僅為歷史資料，不代表實際報酬率及未來績效保證，不同時間結果亦可能不同，以上資料僅供參考)

美元指數可用來做配置，降低匯率風險



資料來源：彭博資訊，2015/12/31~2016/12/31。

(以上僅為歷史資料，不代表實際報酬率及未來績效保證，不同時間結果亦可能不同，以上資料僅供參考)

ETF的搭配，讓過去的傳統投資交易方式注入新的活水及生命力。





國際脈動

觀交易所動態 悉期貨市場發展 - 國際交易所積極佈局亞太市場

期貨公會◎林惠蘭

2016年黑天鵝充斥，金融市場波動加劇。一開年大陸股市甫實施的熔斷機制，開市僅4天，就有兩天觸發熔斷機制提前收盤，誘發全球股市狂瀉，而英國決定脫歐，歐盟面臨崩解風險，但到年末，這些都像是船過水無痕的記憶，投資人只是緊盯著美國升息，並在川普行情帶領下，美股一路走高，面對令人既期待又怕傷害的2017年。而期貨市場在這樣動盪不安的局勢中，如何迎接挑戰，筆者簡摘幾大國際期貨交易所近期發展動態，供讀者參考。

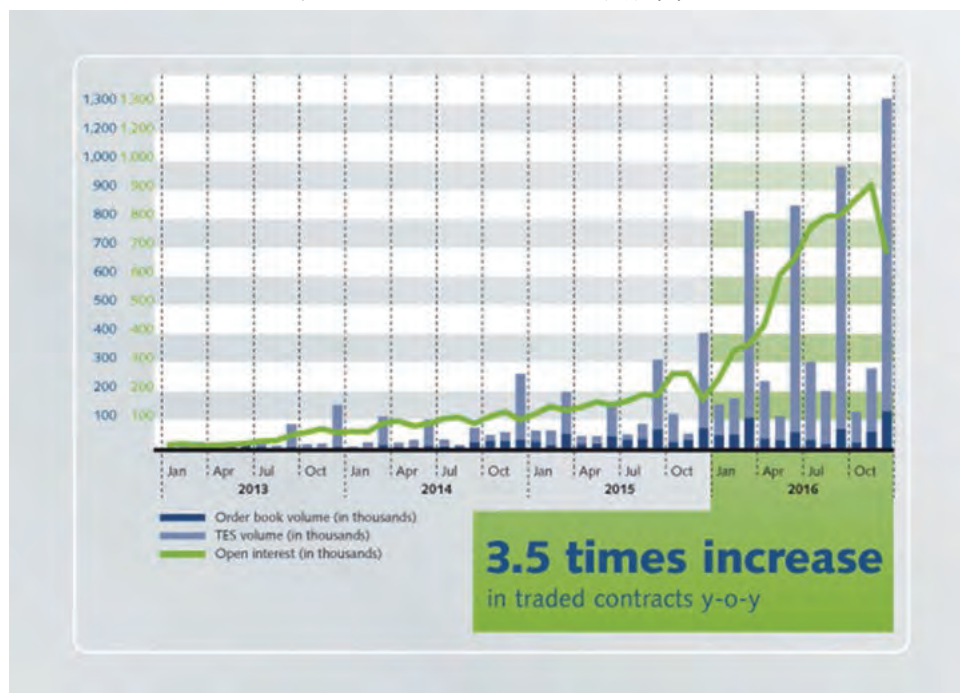
歐洲期貨交易所（Eurex Exchange）

歐洲期貨交易所（Eurex）的前身為德國期貨交易所（DTB）與瑞士期貨期權交易所（SOFFEX）。為了應對歐洲貨幣聯盟（European Monetary Union, EMU）的形成及歐

元（Euro）時代的來臨，面對日益激烈的競爭態勢，DTB的集團母公司德國交易所集團與瑞士交易所決定建立策略聯盟，1998年由DBAG和SWX 共同投資成立歐洲期貨交易所（EUREX Zurich AG），現在總部設於德國法蘭克福。

Eurex主要提供與歐洲經濟體為標的的衍生性金融商品，為歐洲最大的期貨與選擇權市場，掛牌超過120種泛歐市場及各國固定收益類衍生性金融商品及股價指數衍生性金融商品，包括德國、法國、義大利及西班牙國債期貨與選擇權、歐洲藍籌50指數、德國指數、瑞士指數、韓國綜合股價指數、臺灣加權指數、MSCI 等各種指數商品，其中，MSCI期貨與選擇權、股票股利指數期貨與選擇權、波動率期貨與選擇權以及歐洲藍籌600股票指數期貨與選擇權是過去數年間交易量成長最為迅速的產品類別。2016年，Eurex全年交易量年成長百分之三，達

歐交所2013-2016年交易量變化圖



資料來源：歐交所提供

到17.28億口合約。

積極佈局亞太

Eurex近年積極佈局亞太區，並與亞洲當地的交易所合作，俾使更多的亞洲衍生性金融商品在歐洲期貨交易所交易。2010年8月30日，Eurex/KRX Link 正式上線，為客戶提供了在韓國交易時間之後的歐洲和美國交易時間內繼續交易韓國綜合股價指數 KOSPI 200 選擇權的機會。從2010年10月開始，印度孟買30指數的衍生性金融商品SENSEX成為歐洲期貨交易所會員們進入印度新興市場之便捷通道。

而國內交易人耳熟能詳的歐臺期、歐臺選兩項商品，係2013年2月，Eurex與臺灣期貨交易所（Taifex）簽訂合作協議，並在

2014年5月15日掛牌臺股期貨與臺指選擇權的一天期期貨衍生性金融商品。

波瀾頻起之2017

依Eurex提供之分析資料，對於2017年的金融市場波動加劇，主要關注於歐洲國家即將到來的大選，荷蘭：三月、法國：五月、德國：九月；近期義大利即將舉行選舉，預期市場的變化將聚焦在義大利國內銀行的壞帳過高風險，以及其對整體歐洲銀行的影響。同一時間，歐洲各國也緊盯英國總理將決定以何種方式脫離歐盟。

除此之外，過往幾個影響全球股市的重要因素仍未退去，希臘仍在積極爭取對該國的財政救援計畫，歐洲央行則不斷討論如何調整甚至減少其量化寬鬆的政策；綜觀以上，全球仍有許多風險事件，目前低隱含波



Market information

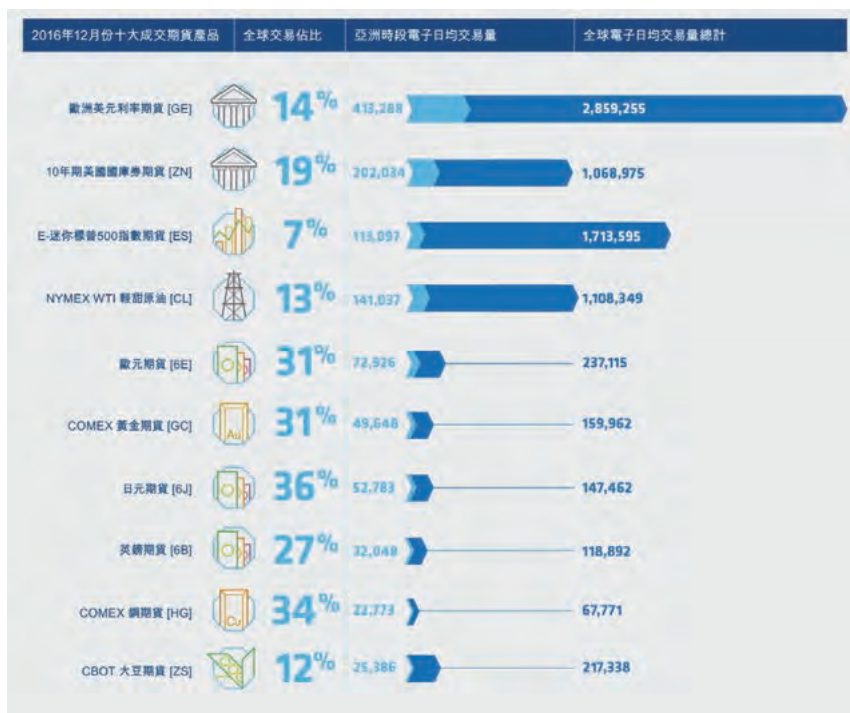
動率的投資環境或將反轉。

此外，即將上路的金融監管結構的變動，例如針對店頭市場一對一衍生性金融商品交易的保證金規範、第二歐盟金融工具市場規則（MiFID II）以及各地區將面臨的主要風險事件，預計皆將會持續凸顯交易所掛牌商品的優勢並進一步提升交易量。

在亞洲市場中，Eurex於2017年因應全球政經情勢持續變動，金融市場波動性幅度加劇，未來將以小型德國指數（Mini-DAX）以及波動率指數（VSTOXX）金融衍生性商品重點推展產品，同時將會與各地交易會員公司加強合作。其中小型德國指數期貨因合約規格較小、波動幅度大，自2015年推出以來頗受亞洲市場投資人歡迎，預期未來仍有很大的成長潛力。

芝加哥商業交易所（CME Group，芝商所）

成立約250年的芝商所（CME Group）旗下有4個交易中心—芝加哥商業交易所（CME）、芝加哥期貨交易所（CBOT）、紐約商業交易所（NYMEX）及紐約商品交易所（COMEX），芝加哥商業交易所集團（CME Group）是全球最大股指期貨交易公司，為全世界最多元化的衍生品領先市場，芝商所的期貨及期權商品，主要有五大類，包括利率、股價指數、外匯、商品及環境（主要為氣候類）等五種。其指數和外匯期貨在世界上位列10大期貨之內。商品方面主要包括：奶油、牛奶、乳酪、活牛、生豬、木材等。無論在商品期貨（選擇權）還是在金融期貨（選擇權）方面都是行業的翹楚。



芝商所 2016 年 12 月亞洲時段十大成交期貨概覽
資料來源：芝商所提供

根據芝商所提供之數據顯示，2016年亞太區日均交易量達630,000份合約，較去年同期增長達15%。其中，大宗商品產品表現強勁，能源日均交易量年增長88%、金屬日均交易量較去年增長53%。2016年第四季，亞太地區能源和金屬日均交易量較去年同期分別增長51%和55%。

芝商所網站之分析資料，事件風險今年有可能引起更大的動盪，這不僅來自政治風險，也有可能來自經濟數據走勢的變化，甚至來自天氣。而2017值得關注的事件，分別如下：(一)荷蘭、法國、德國的選舉；(二)聯儲局(Fed)聯邦公開市場委員會(FOMC)的會議日期；(三)歐洲央行(ECB)和日本央行(BoJ)政策會議；(四)石油輸出國組織(OPEC)會議。

在芝商所的長期增長戰略規劃上，亞洲極為重要，因此近年積極佈局亞洲市場，尤其是大宗商品產品系列，除了馬來西亞衍生品交易所、迪拜商品交易所、大阪證券交易所、韓國交易所、印度多種商品交易所、印度國家證券交易所和新加坡交易所等7家交易所進行戰略合作，自2015年起，該所亦與中國建設銀行簽署合作備忘錄，提供首次在倫敦實物交割的離岸人民幣期貨合約；中國建設銀行還成為首家加入倫敦金銀市場協會(LBMA)白銀機制的中資銀行。另該所亦與中證指數有限公司簽署了指數開發與產品授權合約，並與中國外匯交易中心(CFETS)簽署共同開發和創新離岸人民幣及相關產品的協定。

且近年來，著手建置倉儲體系，目前全球已擁有24座認證倉庫，並積極爭取銅、鉛、鋅等非鐵金屬實物交割的認證倉庫，自2015年起，芝商所針對亞洲地區推出了多項相關產品：

- 一、2015年12月，推出全新的日本鋁溢價(普氏)期貨合約，拓展了該所之基本金屬產品系列，與現有美國和歐洲鋁溢價期貨合約形成互補，使市場參與者能夠對沖亞洲鋁溢價期貨風險敞口。
- 二、2016年10月，推出全球首創商品—貴金屬價差和比率期貨合約-黃金/白銀比率期貨、黃金/鉑金價差期貨，以及鉑金/鈀金價差期貨。
- 三、2017年1月，上市新的貴金屬現貨價差產品，以使客戶能夠有效管理現貨-期貨價差風險。現貨價差將基於倫敦現貨黃金期貨和倫敦現貨白銀期貨合約，為交易者提供更加透明、並能夠反映COMEX期貨與倫敦現貨市場之間關係的即時資訊。

芝商所執行總裁Duffy日前接受媒體訪問時表示，芝商所在亞洲交易時間有很多非常具有吸引力和相關性的產品，很多亞洲企業都願意在其市場交易，因此，亞洲對芝商所的長期增長戰略來說極為重要，除了不斷推出多項相關產品，該所目前在亞太地區的班加羅爾、北京、香港、首爾、新加坡、東京等六個辦公室已有超過100名員工，顯示其對亞太市場之重視。



香港交易所 (Hong Kong Exchanges & Clearing)

香港交易及結算所有限公司 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, 簡稱港交所, 英文簡稱HKEEx), 旗下成員包括香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司、香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算所有限公司及香港期貨結算有限公司, 及倫敦金屬交易所 (London Metal Exchange, 簡稱LME), 提供股本證券、大宗商品、定息及貨幣等多種資產類別產品之交易及結算服務。

2016年港交所衍生產品市場刷新多項紀錄, 期貨總成交量達8,410萬口合約, 較2015年成長14%; 同時期權合約的成交張數、各類產品未平倉合約張數以及期貨盤後交易的成交量均創新高。

儘管全球金融市場波動加劇, 在2016年, 港交所依然順利啟動深港通, 並成功推出新產品, 行政總裁李小加日前在該所與傳媒午餐會上闡述該所之戰略規劃, 2017年將就完善上市機制、延伸互聯互通、豐富產品和平台升級四大主題列為工作重點, 將港交所升級至全資產類別的交易所集團, 令香港發展為連接大陸及世界的國際資產管理中心。

發展多層次市場 提升競爭力

2016年香港IPO集資額仍居全球首位, 為鞏固其在全球股票市場的領先地位, 繼續作為大陸以至海外的投資者及發行人的首選市場, 港交所認為香港必須擴展其市場融資

能力、能夠為不同發展階段的公司提供集資平台, 也為投資者提供更多不同類型、覆蓋大陸及海外的各項投資機會。

為此, 港交所擬在主機板和創業板以外, 設立新板, 目前正研議中, 計劃在適當的時機, 向市場進行方案諮詢。

延伸互聯互通 維持財富管理中心的地位

促進香港與大陸資本市場共同發展, 轟動一時的滬港通於2014年11月17日啟動, 隨即又在2016年12月5日啟動深港通, 在其相繼成功推出之後, 港交所刻正與大陸研議就以下五大方面延伸互聯互通機制:

一、ETF通

由於大陸投資者對資產多元化的需求日益增加, 研究將交易所買賣基金 (ETF) 加入到互聯互通計劃中, 但由於大陸股票市場和上市基金有不同的結算安排, 將ETF加入互聯互通計劃前必須先解決系統開發和運作事宜, 港交所現在正與相關單位探討適合的模式。

二、假日交易

港交所正在研究投資者能否在香港處於假期、但大陸交易日時, 賣出「互聯互通」計劃下的A股, 降低持股風險。香港經紀可自行決定是否參與假日交易。

三、新股通

為實現香港及大陸市場的投資者都可以

申購對方市場發行的新股，港交所刻正規劃新股通，具體分為「內投外」和「外投內」兩種模式。「內投外」指允許大陸投資人認購香港新股，「外投內」指允許國際投資者透過香港認購大陸新股。

四、債券通

港交所目前正探討的債券通模式主要是機構債券市場的場外交易模式，旨在連通大陸主要在岸債券市場基礎設施，提供跨境現貨債券交易及結算，在不用改變投資者現行買賣債券模式基礎上，可建立一個便捷的市

場連通模式。預期於今年內公布細節及一併公布中國財政部國債期貨產品的相關計劃。

五、商品通

港交所將借鑒LME在大宗商品業務的經驗，在深圳前海自貿區建立現貨大宗商品交易平臺，正等待相關批准，預期今年內推出交易平臺，待該平臺完成建設並投入運作後，港交所將研究前海平臺與LME連通起來的可能性，為同時活躍於大陸和國際市場的參與者提供更多機會。

港交所2017年工作重點

繼續優化上市制度	繼續延伸及擴大互聯互通模式	繼續研發不同資產類別的新產品	繼續升級基礎設施開拓新機遇
<ul style="list-style-type: none"> • 上市諮詢 • 創業板檢討 • 新板 • 市場質素 	<ul style="list-style-type: none"> • 交易所買賣基金及上市債券 • 優化措施：假日買賣、股票借貸等 • 債券通 • 新股通 • 商品通 	<ul style="list-style-type: none"> • 擴闊槓桿及反向產品的範疇 • A股期貨機構審批 • 定息及貨幣產品和大宗商品：人民幣國債期貨、黃金期貨及鐵礦石期貨、貴金屬及黑色金屬產品 	<ul style="list-style-type: none"> • 領航星交易平台-證券市場 • 私人市場 • 前海大宗商品交易平台 • 新一代結算平台

資料來源：港交所網站

發展多樣化新商品

一、股本及股本衍生產品

港交所計畫將擴大槓桿及反向產品相關

資產的範圍及隨著國際投資者對風險管理產品的需求增加，將繼續研究開發大陸相關股本衍生產品的契機。



Market information

二、大宗商品

大宗商品方面，港交所計劃今年在香港及倫敦推出黃金產品，目前正規劃推出香港首組以美元及人民幣（香港）計價（雙幣計價）的可實物交收的黃金期貨合約，目前正待證監會審批，據瞭解，該系列產品擬於今（2017）年上半年推出。

另港交所正在研究進一步豐富該黑色金屬產品系列。若今年獲得監管機構批准，將在香港推出指數連結、現金結算、美元計價的鐵礦石期貨合約；同時計劃開發與恒生指數（恒指）及H股指數連結的每周指數期權，配合現有的每月恒指及H股指數期權。每周指數期權的期權金較低，多用作管理短期事故風險。

三、定息及貨幣產品

港交所規劃推出之本類產品有三項：（一）人民幣貨幣期權，可望於今年3月下旬推出美元兌人民幣（香港）合約。新增的期權將與現有的美元兌人民幣（香港）期貨和其他人民幣貨幣期貨形成補充；（二）在今（2017）年上半年推出中國財政部國債期貨。該產品將對香港交易所進入新的定息產品領域起到關鍵作用，並將成為對沖境內人民幣債券風險的理想工具；（三）今（2017）年夏季或第三季推出以港交所聯合冠名的人民幣指數為基礎的期貨。該指數追蹤離岸人民幣兌一籃子主要貨幣的表現。

另外，港交所將延長收市後期貨交易時段，供投資者交易貨幣、利率和大宗商品產品，計劃於今年年中就分階段延長收市後期貨交易時段徵求市場意見。



港交所業務最新進展

(2016 ~2017. 2. 24)

股票	<ul style="list-style-type: none"> 推出深港通 取消證券市場互聯互通機制的總額度 推出新產品 行業指數期貨 槓桿及反向產品 小型H股指數期權 恒生指數期權及H股指數期權新增第四個月的合約
定息及貨幣產品	<ul style="list-style-type: none"> 新增人民幣貨幣期貨 與湯森路透推出聯合冠名的人民幣貨幣指數系列 場外結算公司推出美元兌離岸人民幣交叉貨幣掉期 計劃於2017年3月推出新的美元兌離岸人民幣貨幣期權
商品	<ul style="list-style-type: none"> 完成LME倉庫諮詢 推出LMEshield 公布多項措施優化LME市場結構 計劃於2017年上半年推出LMEprecious 籌備成立前海大宗商品交易平台
市場架構及平台	<ul style="list-style-type: none"> 推出特別獨立戶口模式優化證券市場互聯互通 在證券市場推出收市競價交易時段 在證券及衍生產品市場推出市場波動調節機制 在衍生產品市場推出前端監控風險管理系統 推出SMARTS衍生產品監察系統

資料來源：港交所網站

《港交所業務最新進展》

資料來源：港交所網站

國際脈動

臺灣期貨市場展新機 2017年盤後交易創新局

期交所◎謝偉姝

臺灣期貨市場在臺灣期貨交易所（以下稱期交所）架構「三足鼎立」商品發展策略之下，連續三年交易量突破2億口，呈現穩步發展走勢。展望新的一年，期交所仍將秉持此一發展策略，積極推出新商品與新制度，於第2季上線盤後交易平台，盤後交易之交易時間將到凌晨5時，並同步上市美股旗艦指數---道瓊期貨及標普500期貨。相關重大措施推出後，將推動臺灣期貨市場邁向全新里程碑。

2016年臺灣期貨市場交易量穩守2億口大關

2016年臺灣期貨市場全年度交易量為2億4,167萬8,556口，為連續第3年交易量突破2億口。受到臺股市場行情波動逐季趨緩影響及全年成交值呈現兩位數衰退之影響，期貨市場市占最大的主力商品臺指選擇權同步

受到衝擊，惟在「三足鼎立」發展策略奏效、匯率類商品及境外指期貨商品發揮支撐效果之下，2016年交易量僅較前一年度小幅減少8%。而期交所於2016年總計上市大小美人人民幣匯率選擇權、加掛高價位股票期貨小型契約、印度Nifty 50期貨、歐元兌美元期貨及美元兌日圓期貨共6項新商品，亦創下期交所成立以來一年內推出最多項新商品的紀錄。

期交所力推商品及制度改革，提升法人參與

2016年臺灣期貨市場雖受到大環境影響，但仍呈現一番榮景新氣象，主要動能說明如下：

一、新商品持續挹注市場成長動能

架構「三足鼎立」之商品發展主軸，提



供市場多元化商品需求：「三足鼎立」商品，包括國內股價指數商品、匯率類商品及境外指數商品，後兩者為期交所近兩年積極推出之商品，亦成為臺灣期貨市場成長新動能。

（一）人民幣匯率期貨全球第一：

第一檔匯率類商品為2015年7月20日上市之人民幣匯率期貨，因人民幣匯率波動加大，上市後交易活絡，該商品交易之廣度擴增，2016年該商品為全球同類商品中交易量第一；且深度持續累積，吸引外資逐步參與交易，目前約有三成未平倉量來自外資法人，有良好發展趨勢。繼而於2016年6月27日上市人民幣匯率選擇權，該商品係為全球第一個以人民幣計價之人民幣選擇權契約，香港交易所亦規劃循臺灣之腳步，推出人民幣匯率選擇權，顯示臺灣人民幣匯率類商品發展，帶領世界趨勢且深獲國際間交易所之關注。

（二）歐元兌美元期貨及美元兌日圓期貨價差小極具吸引力：

由於我國外匯市場外幣對外幣之交易中，歐元兌美元、美元兌日圓兩者標的之交易金額，僅次於美元兌人民幣，為滿足市場需求，於2016年11月7日上市歐元兌美元期貨及美元兌日圓期貨。此二項新商品上市後（迄2016年底近兩個月時間），在市場具備一定流動性下，以國人最有感之日圓匯率期貨最受一般交易人青睞，買賣價差收窄至2至4個跳動點。

（三）境外指數期貨發揮金融進口替代功能：

2015年底上市首檔境外指數期貨—日本

東證期貨後，考量國人投資趨勢及為擴充產品群聚效應，於2016年11月7日推出印度Nifty50股價指數期貨。兩檔境外指數商品發揮「金融進口替代」功能，吸引對日本、印度股市有興趣之交易人進場交易。

二、其他調整規格之商品及交易制度，使交易更趨活絡

2016年6月27日實施以下列商品及制度之調整，包括（一）調整黃金類商品契約規格，延長交易時間至下午4時15分，且可將期貨轉成現貨，以滿足交易人多元化需求，此一新制實施之後，新臺幣計價黃金期貨2016年交易量較2015年交易量成長75.38%；（二）考量部分股票期貨標的價格較高者，一口契約單位為2,000股，保證金相對較高，故針對部分高價股加掛每口為100股之小型契約，包括大立光、精華光學及禾碩等三檔股票期貨另有掛出小型契約；（三）考量東證期貨價格可變動幅度較大，為減緩市場過度反應，建置±8%、±12%、±16%三階段漲跌幅度機制，有效減緩市場對資訊之過度反應，並防範市場系統性風險之發生。以上商品及制度之調整，均促使市場交易更為便利及活絡。

三、打造第5代高速交易系統，持續提升臺灣期貨市場交易平台的高撮合度及高穩定性

為持續提供臺灣期貨市場最新且最完善的資訊系統及備援作業，積極打造第5代高

速交易系統，於2016年12月19日上線，不僅新增連線備援機制，尖峰處理容量每秒再升速至48,000筆。期望透過新一代交易系統使整體期貨市場交易效能提升，為期交所、期貨商及交易人創造三贏局面。

四、致力提升法人機構參與，銀行等金融業法人參與臺灣期貨市場交易持續倍增

除持續拜會各法人機構、與期貨公會組成之「法人及期貨服務事業專案小組」積極運作、續辦「期貨鑽石獎」以獎勵參與臺灣期貨市場增益避險交易之法人機構，及舉辦不同業別法人之業務聯繫會議，增進法人機構參與交易。2016年共計新增114家法人機構參與臺灣期貨市場交易，其中銀行業、保險業或投信業等法人參與臺灣期貨市場交易之日均量較2015年成長123%。

2017年盤後交易新制上路 帶領期貨市場航向新紀元

期交所成立已屆滿20年，在邁向下一個20年之際，除立穩「三足鼎立」發展策略，積極發展國內股價指數、匯率類及境外指數類商品，2017年最重要之措施即將在第2季推出，即推動盤後交易平台上線，建構國際化及幾近全天候的交易新平台，並同步上市備受市場注目的美股旗艦指數期貨商品，預期在期交所、期貨公會及期貨業協力推動下，屆時臺灣期貨市場將展現全新面貌。期交所預計於2017年推動的重要業務包括：

一、新制度部分

(一) 建置盤後交易平台：

由於許多國外期貨市場提供幾近全天候交易的交易平台，為提供交易人更長時間的避險及交易管道，期交所規劃建置盤後交易平台，於一般交易時段收盤後一段時間，開始盤後交易，盤後交易時間一律交易至隔日凌晨5時，預計於5月上線。

臺灣期貨市場過往各項商品均交易至13時45分止，惟考量期貨商競爭無國界，自2015年起即實施延長陸股ETF期貨交易時間，此後包括陸股ETF期貨及選擇權、匯率類商品及黃金類商品目前均交易至16時15分，另2016年11月上市的印度Nifty50期貨則交易至18時15分，期貨市場已逐步延長交易時間。

此外，國際間主要交易所多數已設有盤後交易平台，在亞洲主要交易所中，包括日本交易所、新加坡交易所及香港交易所都已建置盤後交易平台。以新加坡交易所為例，該交所自2001年即已開始盤後交易，並分階段、逐步延長交易時間，2010年8月起盤後交易至凌晨2時，2016年11月再延長至凌晨4時45分。期交所則在考量臺灣期貨市場已逐步延長交易時間，市場交易人已漸進熟悉，及設置盤後交易平台係為全球期貨市場趨勢，因此積極研議並獲主管機關同意實施盤後交易制度，使臺股期貨等主力商品交易時間自現行5小時，延長至19小時，提供交易人幾近全天候的交易平台，大幅提升國際競爭力。



Market information

亞洲主要交易所主要股價指數期貨盤後交易實施概況

交易所	臺灣期貨交易所 (預計 5 月實施)	新加坡交易所	日本交易所	香港交易所
股價指數期貨	臺股期貨	摩臺指數期貨	TOPIX 指數期貨	恒生指數期貨
一般交易時段 / 交易時間	8:45~13:45	8:45~13:50	8:45~15:15	9:15~12:00 13:00~16:30
盤後交易時段 / 交易時間	15:00~ 隔日 5:00	14:35~ 隔日 4:45	16:30~ 隔日 5:30	17:15~23:45
交易總時數	19 小時	19 小時 15 分	19 小時 30 分	12 小時 45 分

臺灣期貨市場盤後交易平台規劃重點如下：

1. 掛牌商品：國外主要交易所盤後交易平台上線初期，多數先掛出旗艦指數期貨商品，之後再逐步納入其他特色期貨商品（如香港交易所盤後交易時段一開始僅掛出恒生指數期貨及H股指數期貨），因此，期交所盤後交易推出之初，將掛出旗艦的臺股期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權等三項主力商品，另納入具特色的人民幣匯率期貨及選擇權等匯率類商品，同時，規劃當日於一般交易時段掛出的美國道瓊期貨及美國標普500期貨，也將於當日盤後交易平台掛出。
2. 交易時間：國外主要交易所盤後交易開盤時間，依商品類別，於不同時間開盤。臺灣期貨市場盤後交易適用商品，依交易時間，大致可分為兩大類：1.臺股指數相關商品及預計上市之美國道瓊期貨及美國標普500期貨，一般時段交易至13時45分止，盤後交易時段自15時開始（14時50分開始收單）；2.匯率類相關商品一般交易時段交易至16時15分止，盤後交易時段自

17時25分開始（17時15分收單）。所有盤後交易適用商品，交易時間均至隔日凌晨5時收盤。

3. 交易制度：採用當日一般交易時段各契約每日結算價，作為開盤參考價；漲跌幅同一般交易時段各商品漲跌幅；撮合方式同一般交易時段，開盤採集合競價，交易時段採逐筆撮合；委託種類與一般交易時段同，但委託條件原當日有效單（ROD）改為當盤有效；另掛出之契約則涵蓋所有月份契約及週契約，但最後交易日當天的盤後交易時段，不會掛出到期契約及序列。

（二）研議主力商品價格穩定機制：

臺灣期貨市場已於2016年6月首度實施價格穩定機制，係為針對東證期貨實施三階段漲跌幅，同年11月上市之印度Nifty50期貨亦實施三階段漲跌幅，目前境外指數商品均已適用三階段漲跌幅之盤中斷路機制。今年將研議國內主力商品價格穩定機制，其目的係為減緩國內股價指數類商品價格異常波動，或因錯誤下單而引發價格異常波動，亦可保護交易人權益，臺股期貨及小型臺指期貨最近月及次近月合約等交易量較大之契

期交所盤後交易適用商品之交易時間

時間點	一般交易時段	盤後交易時段
8:45	<p>開始交易</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 臺股指數商品：臺股期貨 (TX)、小型臺指期貨 (MTX)、臺指選擇權 (TXO) 2. 境外股價指數期貨：預計上市美國道瓊期貨 (UDF)、美國標普 500 期貨 (SPF) 3. 匯率類商品：小型人民幣匯率期貨 (RTF)、人民幣匯率期貨 (RHF)、小型人民幣匯率選擇權 (RTO)、人民幣匯率選擇權 (RHO)，及其他匯率類商品 	
13:45	前揭臺股指數商品及境外股價指數商品收盤	
16:15	前揭匯率類商品收盤	前揭臺股指數商品及境外股價指數商品開始盤後交易
17:25		前揭匯率類商品開始盤後交易
隔日 5:00~		所有盤後交易適用商品收盤

約，可望為上線初期之適用商品。

二、新商品部分

(一) 推出美國道瓊工業指數及標普 (S&P) 500 指數期貨：

境外指數期貨為「三足鼎立」發展策略之一，繼日本東證期貨、印度Nifty50期貨後，期交所考量國內投資人對於美國股市具有高度興趣，國人從事E-mini道瓊工業指數及E-mini S&P 500指數期貨2016年日均量分別為7,937口及2,980口，顯示交易人對於美國股價指數衍生性商品具有需求。為持續落實「金融進口替代」政策，並提供交易人更多境外指數商品，經期交所積極與芝加哥商業交易所 (CME) 洽談取得美國道瓊工業指數及S&P 500指數授權，預計於盤後交易制度上線時併同上市。

(二) 研議推出其他新商品：

為持續注入臺灣期貨市場新動能，期交所除現有商品外，亦積極拓展各類商品市場，研議方向包括：除黃金以外之商品類期貨；鑑於證券商品期貨化、期貨商品證券化之金融商品多元發展趨勢，研議針對臺灣期貨市場特定標的之期貨（如人民幣匯率期貨），編製期貨指數，並將視市場需求適時推出相關商品。

期交所於提升臺灣期貨市場國際競爭力及提供市場多元化增益避險管道之努力，不遺餘力，2017年仍秉持精益求精之精神，致力於為期貨市場注入新動能，期許期貨業能協同期交所一齊推動即將到來的新制及新商品，共同推動臺灣期貨市場創下新佳績！



專題報導



為能服務實體經濟，邀請專家從民生需求產品，工業需求產品，及近來焦點外匯產品之市場的動態及相關交易實務，提供讀者做為投資計劃、資產配置與風險管理之參考。

芳醇宜人的黑色流金

國票期貨總經理◎李姿綺

全球咖啡的發展狀況

大多數的歷史學者認為咖啡的起源來自衣索比亞的咖發（Kaffa），其當地土著會將咖啡的果實磨碎後與動物的脂肪攪拌，做成球狀的丸子，讓即將出征的戰士食用；這些戰士吃完後往往精神大振，打勝仗的機率也大大的提高。而隨後，咖啡跟著游牧民族傳往了北方阿拉伯地區，才正式展開了它的文化。

咖啡在阿拉伯世界停留了相當長的時間，主要原因在於阿拉伯人用盡方法保護咖啡種植的技術，以維持他們在這項商品上的壟斷優勢。然而，四面八方到回教聖地麥加朝聖者與商人來來去去，最終還是瓦解了這道高牆，讓咖啡得以走出阿拉伯，到達世界其他地方，其中歐洲受影響最深。然礙於氣候與人力成本，前十大咖啡生產國皆為赤道附近的開發中國家，其中巴西維持全球最大咖啡豆製造國的地位已長達150多年。而消費市場中，依據歐睿國際（Euromonitor International）報告指出，在近年公布全球前十大平均咖啡消費中，前九大多為歐洲國

家，位居第一名的芬蘭人甚至每天得喝2.64杯咖啡。

就近年全球咖啡總產量與總消費來觀察，咖啡市場近年產值高達1,750億美元，然總生產曲線確於2012年起即呈現下滑態勢，甚至在2013年與總消費曲線形成死亡交叉，也就是消費量大於生產量；縱然總產量在2014年重返900萬噸的水準，但已趕不上每年以30度仰角上彎的總消費曲線。依國際咖啡組織（International Coffee Organization）在最新的統計報告中表示，2015/2016年咖啡整體產量來到888萬噸，同期咖啡消費量則為907.8萬噸，由此可看出市場正處於供不應求的狀態。

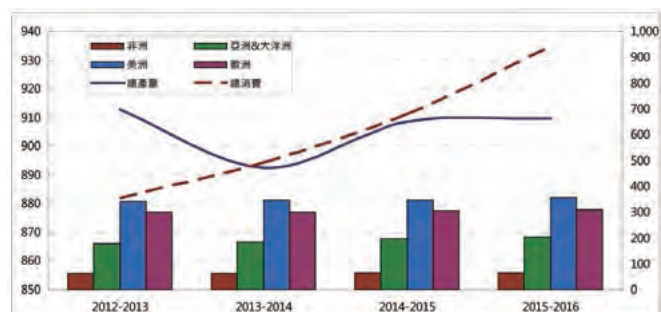


圖 1、全球近年咖啡總產量、總消費與各大洲消費量（單位：萬噸）

資料來源：國際咖啡組織（International Coffee Organization, ICO），國票期貨整理



臺灣咖啡的過去與現在

臺灣位處於亞熱帶與熱帶間，丘陵與山地占了七成的面積，氣候受副熱帶與熱帶季風影響。就地理位置來說，臺灣完全符合咖啡生長帶（Coffee Belt）的定義：北緯25度到南緯30度間、雨量充足、溫度介於攝氏15-25度。因此，臺灣在日據時代即出現大規模的咖啡栽種，1942年時栽種面積曾達1,000多公頃，是當時遠東地區第一大咖啡加工地區。不過，隨著日本政府因戰敗撤出臺灣，礙於咖啡烘培技術不成熟與咖啡人口偏少，臺灣咖啡產業亦進入黑暗期，種植面積一度僅剩不到5公頃，直到1999年的九二一大地震之後才逐漸增加，目前臺灣全省各地幾乎都可見咖啡樹的身影。

除了臺灣開始有了自產的咖啡豆後，咖啡飲用文化隨著時代的變遷也越來越大眾化。1990年以前，街頭多半以個人咖啡店為主，但隨後的十年內，國際知名咖啡連鎖店陸續在臺灣展店，咖啡逐漸從高檔消費的形象，轉為平價，而臺灣咖啡的經濟規模也在此時大幅躍升。雖然每杯單價下滑，但因外帶市場的興起，加上全球密度最高的便利商店通路也加入，使得咖啡開始在臺灣各個角落飄香，成為人手一杯的「小確幸」。

根據統計，臺灣咖啡生豆進口數量自2003年的0.76萬噸大幅躍升至2016年的2.56萬噸，年平均增加0.12萬噸。由此可見，縱使臺灣咖啡種植面積已從10年前的250公頃增加至1,000公頃，並且年產800多噸，但仍無法滿足島內對咖啡的需求。而現煮咖啡市

場中的咖啡消耗量在近十五年來亦成長4.5倍，臺灣人一天幾乎就喝掉600萬杯，一年即超過2億杯；若以每杯耗用10公克的咖啡豆計算，光是在現煮咖啡方面，臺灣一年就需要約2,000噸的咖啡豆，迅速且持續發燒中的咖啡文化，讓2016年臺灣整體咖啡產值達臺幣660億元。

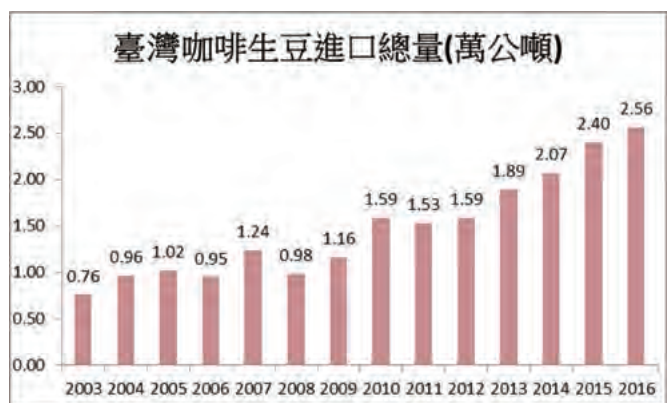


圖 2、臺灣咖啡生豆進口總量
資料來源：財政部，國票期貨整理

咖啡豆期貨

雖然咖啡早在11世紀初期就被作為飲料食用，並且隨著傳教與經商活動開始在全球流行與貿易，但直到19世紀末才真正開始出現期貨交易。美國在西元1882年於紐約成立咖啡交易所（Coffee Exchange of the City of New York），進行咖啡豆期貨貿易，隨後歷經新增商品契約與交易所合併，目前洲際交易所（InterContinental Exchange, ICE）為全球主要的咖啡期貨地點。

早期咖啡豆期貨根據產地與品種，有三種交割標的：B型咖啡豆、C型咖啡豆和U型咖啡豆。B型咖啡豆來自巴西，不過因為交

易不夠熱絡，已於1982年下市；C型咖啡豆為來自20國（不包含巴西）的阿拉比卡豆；U型咖啡豆則是羅布斯塔咖啡豆目前與C型咖啡豆皆在洲際交易所內被當作咖啡期貨交割標的。

C型咖啡期貨是全球阿拉比卡（Arabica）咖啡豆價格的標竿。根據認證通知書的味覺標準，交易所會以其中某些標準作為基本定價，如果當期咖啡豆口感較好，會有額外的品質貼水，但要是口感較差，則定價將調降。除此外，根據美國認證貨品出口點與運送國家的不同也有相異的貼水與折扣增減。

另，U型羅布斯塔咖啡期貨也是全球羅布斯塔（Robusta）咖啡豆價格標準，主要交易者來自種植農家、出口方、交易商與烘焙者，大型基金、法人與短線投資者也鍾情在此項商品上。契約價格即為第一等級咖啡豆（Class1）的報價，如運送其他品質的咖啡豆（Class2– Class6），雖有一定的貼水，但對於運送與收貨地區則無加價或折扣的規定。

C型阿拉比卡咖啡期貨與U型羅布斯塔咖啡期貨雖在同一個交易所交易，但在契約大小上有明顯的不同。C型阿拉比卡咖啡期貨採英制，一口期貨大小為37,500磅，而羅布斯塔咖啡期貨則採公制，一口期貨大小為10公噸。如以一公噸約為2204.6226磅來換算，C型阿拉比卡咖啡期貨合約較大，不過因產量的關係，C型咖啡期貨的交易量明顯大於U型羅布斯塔咖啡期貨，約1.5-1.8倍。又由於飲用咖啡在全球相當普遍，使得C型阿拉

比卡咖啡期貨的交易量在全球商品期貨中僅次於原油期貨，在2016年成交量高達985.6萬口。

契約名稱	C型咖啡期貨	U型羅布斯塔咖啡期貨
交易所	洲際交易所（ICE）	洲際交易所（ICE）
標的	Arabica 咖啡豆	Robusta 咖啡豆
代號	KC	RC
契約大小	37,500 磅	10 公噸
計價幣別	美元	美元
契約月份	3、5、7、9、12 月	1、3、5、7、9、11 月
交易時間	臺北時間 17:15 - 02:30	臺北時間 17:00 - 01:30
最小跳動點	0.05 美分 / 磅 = \$18.75	1 美元 / 公噸 = \$10
交割方式	實物交割	實物交割
漲跌幅	無漲跌幅限制	無漲跌幅限制

資料來源：洲際交易所（ICE），國票期貨整理

咖啡期貨歷史走勢

就需求與供給方面來看，咖啡在需求方面一直以來都呈現穩中成長的狀態，鮮少因價格波動而有劇烈的變化，主要原因在於全球前五大的咖啡進口國皆為已開發的先進國家（美國、德國、義大利、日本與法國），對於價格波動的忍受度較大。再來，咖啡不像玉米與黃豆在牲畜養殖上可以相互作為飼料替代品，它的香氣、濃郁的口感難有其他飲品可以取代。

咖啡作為經濟農作物對於氣候的要求相當高，不但需要種植在陽光集中、土壤肥沃且雨水充足的地區，產地氣候也必須穩定。



Market information

在歷史上，咖啡期貨價格出現暴漲暴跌的狀況多與天氣變化及市場供給有關，像是1994年因巴西出現兩次大規模的霜害，咖啡豆嚴重欠收，使得當年咖啡產量僅剩七成，導致咖啡期貨價格從當年初的每磅77美分遽漲，最高一度來到每磅234美分。而美國與越南在1994年建交，並同時宣布對來自越南的貨物提供一連串的優惠措施，越南挾便宜的土地、合宜的氣候與廉價的勞工吸引大批投機商人到越南搶種咖啡，由於大規模種植，導致越南在1999年成為當時全球第二大的咖啡生產國，在供給大量湧現下，咖啡期貨價格從當年高點每磅129.25美分狂瀉，直到2001

年底的42.20美分位置才回穩。

21世紀以來，工業的蓬勃發展造成全球暖化加劇，導致發生聖嬰現象的頻率加快。在惡劣氣候持續侵擾著咖啡產地的情況下，近十年全球消費量最大的C型阿拉比卡咖啡期貨平均價格約在每磅155美分，羅布斯塔咖啡期貨價格則為每公噸1,850美元，均處於歷史波動區間較高之處。然而，依據臺灣中央氣象局在今年2/15所公布的聖嬰展望內文顯示，以目前的海溫預報來推算，全球氣候可望從去年底弱反聖嬰狀態逐漸回復至正常，穩定的狀態將持續至今年上半年。因此，展望今年，咖啡期貨價格波動在供給不受氣候影響下理應將收斂。

咖啡現貨與期貨的連結

在咖啡期貨歷史走勢中1994年巴西產量銳減大漲2-3倍情況下，當時咖啡四大公司雀巢（Nestle）、寶麟（Procter & Gamble）、莎莉（Sara Lee）與卡夫（Kraft）因為採取期貨市場的避險措施買進長期的咖啡期貨合約故受創不深，但其他中小型的咖啡烘培商則紛紛不堪虧損而倒閉。這四家公司順勢接收了空出的市場，也進一步掌握了向產地議價及主導市場價格走勢的優勢。

而越南在政府政策扶植下1999年大舉開出的咖啡產能，造成咖啡價格一路回落，同年底咖啡生豆價格下跌到每磅110美分。此時，四大咖啡公司再度出手，先是在越南搜刮便宜的豆子，然後運用市占的優勢，向中南美洲與非洲等傳統咖啡出口國殺價，導致



圖3、C型咖啡期貨歷史走勢圖（1997.05.01~2017.03.03）
資料來源：Financial Times



圖4、U型羅布斯塔咖啡期貨歷史走勢圖（1997.05.01~2017.03.03）
資料來源：Financial Times

咖啡到2001年底時創下三十年來最低價格，僅剩每磅42.2美分，遠低於約51美分的生產成本。

從以上例子可見期貨市場中的避險功能在現貨市場中體現的重要性與實用性。同樣的，咖啡種植方也可利用期貨來確保出售利潤不至被咖啡大盤商給剝削。鎖住種植成本與期貨價格間的獲利，如此一來，咖啡種植商即能將咖啡豆預先賣在合理的價位，就算日後咖啡價格因產量大增崩盤，也不必擔心血本無歸的狀況發生。

咖啡期貨策略實務運用

財政部賦稅署的統計資料顯示，臺灣的咖啡產業鏈呈現「上瘦下肥」的狀態。上游（生豆交易）的咖啡豆批發與零售業的毛利率最低，僅18%-19%；其次是中游（烘培、磨粉）的咖啡粉製造商的23%；而位居產業鏈末端（飲用成品）的業者則有33%-58%的毛利率。換句話說，國際咖啡豆價格的波動對臺灣咖啡上游產業的影響頗巨。

洲際交易所（ICE）一口C型阿拉比卡咖啡期貨標準化契約規格大小為37,500磅，約17噸。以臺灣在2016年的咖啡生豆進口量2.56萬噸計算，全臺灣進口量僅需交易1,506口C型阿拉比卡咖啡期貨，即可規避國際咖啡豆價格上漲的風險；以2017/3/6的三月合約結算價\$139.65計算，咖啡豆價格每上漲1%，整體進口商將產生約新臺幣2,450萬元的損失（以美元兌臺幣31元計算）。

然一般貿易商如運用咖啡期貨契約避

險，因期貨合約規格相對其進口量而言過大，難以滿足該避險需求，而槓桿交易剛好可以補足這方面的缺憾。槓桿交易是一種雙方相互約定並履約的概念，一方支付部分成數的契約價金或使用信用額度，與承作方約定在未來特定期間內，依照約定方式結算差價或交付約定物。簡單來說，槓桿交易可以按貿易商的需求客制化訂定規格，相較使用期貨交易工具更具彈性，但也因為槓桿交易不需透過交易所，在缺乏擔保下，工具使用者較易面臨信用風險。開心的是，政府於2014年2月開放合法期貨商可從事槓桿交易業務，對於服務實體經濟的立場來說多了一個可供運用的管道。

結論

在臺灣，咖啡透過多樣的零售與餐飲服務管道滲透進民眾的生活，便利性改變了民眾在咖啡商品上的喜好，現煮咖啡已取代即溶咖啡成為市場主流。然而，面對臺灣薪資增幅被通膨吃掉，實質薪資倒退16年情況下，倘若咖啡市場因供需失衡導致售價提高，將會影響民眾的消費意願，這恐重創正要開花結果的臺灣咖啡產業。因此，善用衍生性金融商品及工具來規避進口咖啡可能面臨的價格波動風險，不但有助於提升整體咖啡產業的毛利率外，可獲得更多的銷售操作空間，以合理的價格培養咖啡飲用人口，進而擴大臺灣咖啡的經濟規模。有朝一日，臺灣必能追日趕韓超星，躋身全球前四十大的咖啡消費大國。





川普上任三把火 全球貿易新賽局

元大期貨◎資深經理陳昱宏

美國新任總統川普帶給全球高度的不確定性，不僅在上任第一天就直接簽署行政命令，兌現美國退出跨太平洋夥伴關係（TPP）的競選承諾，同時也表示可能重啟北美自由貿易協定（NAFTA）的談判，這與他在選前抱持濃厚的貿易保護色彩以及美國優先的立場維持一貫，但這可能導致全球貿易版圖重新洗牌，甚至可能引起中美貿易戰爭，也恐對美國穀物的出口步調產生難以預期的影響，美國是全球農業輸出大國，因此川普當權下的貿易政策，可能為農產品出口投入相當大的不確定性。

接下來針對主要三大作物：黃豆、小麥、玉米做說明；根據美國農業部（USDA）的數據顯示，觀察全球三大作物總產量、消費量以及庫存量數據，從長遠來

看，可發現生產與消費量走勢呈現向上發展的趨勢（圖1），說明伴隨全球人口快速的成長，消費量勢必呈現穩定增加，而產量供給必須不斷增加才能滿足龐大的需求。

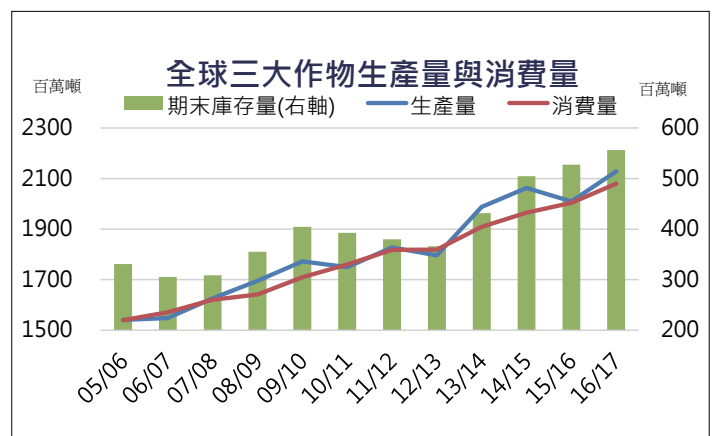


圖1- 資料來源：美國農業部（USDA）、元大期貨研究部整理

主要農產品供需狀況

首先看到【黃豆】，其主要用途是用來壓榨黃豆油以及做為家畜飼料，黃豆油是最常見的食用油，同時也廣泛地使用於沙拉、人造奶油以及油漆、肥皂、殺蟲劑等工業化學用品中，另外在壓榨過程中產生的黃豆粉也有很高的經濟價值，除了拿飼料外，也可再加工成蛋白質食品，亦是目前世界上使用最廣泛的蛋白補助飼料。

從基本供需面來看，黃豆的生產國相當集中，主要以美國（34.7%）、巴西（30.8%）和阿根廷（16.9%）為主，三國就占全球超過8成以上的產量，位於北半球的美國，其生產季節主要是從4月至11月，產地主要在美國大平原中西部地區以及密西西比河沿岸；至於南半球的巴西和阿根廷則是從10月至次年5月，因此形成交替供應全球龐大需求的局面。根據美國農業部（USDA）發布的2月份月度供需報告數據顯示，2016/17年度全球黃豆預估產量為3億3,662萬噸，創下有史以來最高的產量水準紀錄，主要是美國和巴西產量分別創下新高水準（圖2），且市場預期2017年美國農戶的黃豆種植面積將年增8%，這是自1983年來首度超越玉米的種植面積，若維持與2016年相同單產的話，很可能再次改寫產量紀錄高點；另一方面，多家

農業諮詢機構也表示，預估將在第二季收穫的巴西黃豆產量略為增加至1億200萬噸到1億500萬噸區間，大致與USDA的預估符合，若無意外，也將是該國有史以來新高產量紀錄；阿根廷黃豆則是維持與先前相同預估的5,500萬噸；而在消費方面，以中國、美國、阿根廷以及巴西的壓榨需求為主，其中阿根廷是黃豆油和黃豆粉的最大出口國。

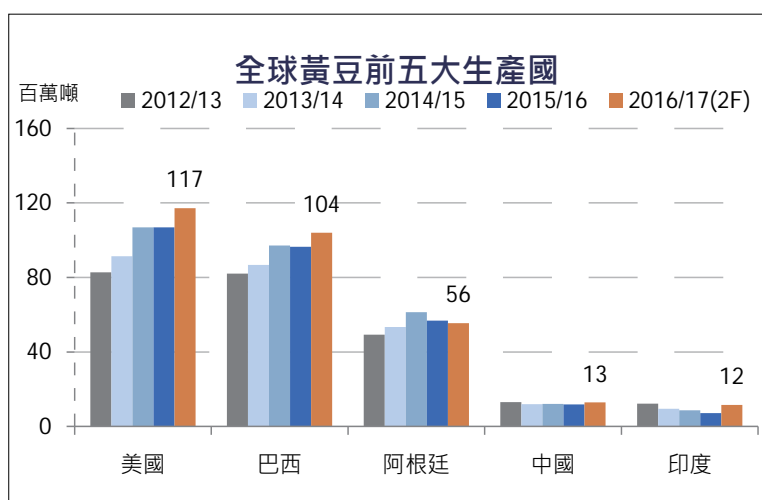


圖2- 資料來源：美國農業部（USDA）、元大期貨研究部整理

雖然中國的壓榨需求旺盛，但由於中國本身的黃豆產量不足，因此大部分都仰賴進口，預估2016/17年度中國將進口8,600萬噸的黃豆，占全球黃豆進口量的62.5%，而目前全球黃豆出口以巴西（42.5%）與美國（39.8%）為主，因此中國將是美國與巴西極力爭取的重要出口貿易對象。

接著看到【小麥】，這是人類主要的糧食作物之一，因此許多地區皆有種植，不過大致以歐盟、中國、印度、俄羅斯及黑海地



Market information

區、美國、澳洲、加拿大等國產量較大；根據USDA的2月份預估顯示，2016/17年度全球小麥預估產量達到7億4,824萬噸，創下有史以來新高紀錄，且較預估全球小麥消費量7億4,040萬噸高，因此供應上仍游刃有餘，雖然歐盟產量因天候因素減少下滑不少，但俄羅斯、美國的產量均改寫該國最高產量水準（圖3），另外值得注意的是，澳洲由於氣候狀況良好，預估產量將較上一年度大幅成長35%，使得小麥仍維持供應過剩的局面；另外，美國大平原地區的天候條件適宜，有助於冬小麥越冬，因此生長前景無虞，不過由於先前產量過剩，令美國農戶的小麥播種面積下滑至近年來新低，有望使得供需趨於平衡。

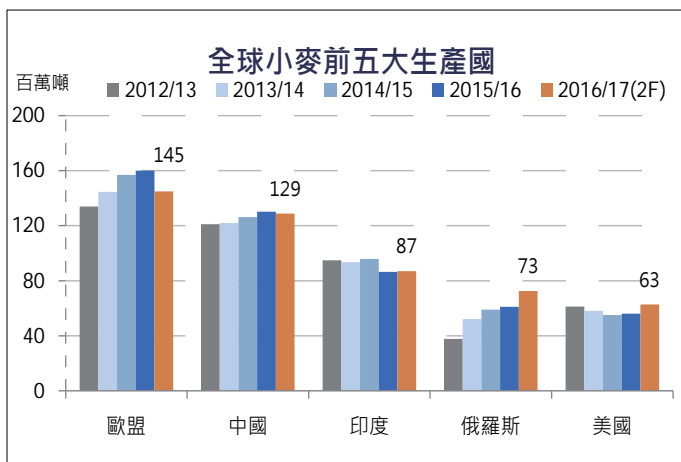


圖3- 資料來源：美國農業部（USDA）、元大期貨研究部整理

再來看【玉米】，其用途相當廣泛，玉米粒本身高達99%可被利用，包含畜牧業飼料用、生產生質燃料（乙醇）以及工業用產品，至於人類食用的比例則相對較低；從

生產面來看，主要以美國、中國、巴西、阿根廷以及烏克蘭為主，根據USDA的預估來看，2016/17年度全球玉米產量達到10億4,021萬噸，同時全球消費量也首度突破10億關卡來到10億3,303萬噸，可看出產量與消費量同步上升的趨勢，主要是人口成長帶動畜牧業產能提升，進一步擴大飼料需求，以及乙醇生質燃料的能源需求不斷成長，有助於提振玉米的需求量，且USDA預期美國和巴西的產量仍呈現向上成長的趨勢，可望支撐全球龐大的需求。關注頭號產國和出口國-美國的現況，美國2016/17年度玉米預估產量達到3億8,478萬噸（圖4），占全球總產量的37%，而美國產量當中，有近15%用於國際貿易出口，35%的產量將用做生產乙醇及其副產品，37%當做飼料和其餘應用，其餘部份則做為食物、種子和應用於非酒精產業以及轉成期末庫存。

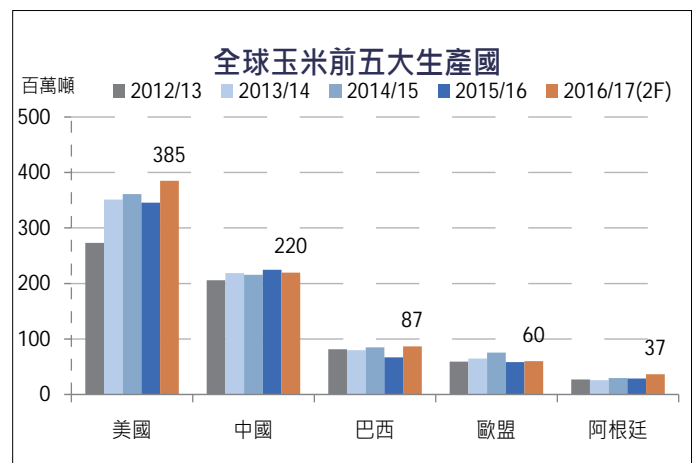


圖4- 資料來源：美國農業部（USDA）、元大期貨研究部整理

根據美國能源情報署（EIA）公布的數據顯示，美國乙醇日產量已經連續15周維持在一百萬桶以上，且保持成長的趨勢，主因是玉米價格處於相對低檔的水位、乙醇出口需求強勁，以及可再生燃料標準的強制用量提高等，都令2017年玉米乙醇的生產前景展望良好，預估本年度用於生產乙醇的玉米使用量將會達到53.7億蒲式耳，略高於USDA所預估的53.25億蒲式耳，對於玉米需求前景將有正面助益。

近期農產品期貨走勢

近半年來，黃豆維持在每蒲式耳900-1,100美分的區間內震盪（圖5），回顧2016年第二季，由於阿根廷主產區面臨暴雨襲擊，超過1/3的農田遭遇洪水淹沒，使得產量大減500萬噸，一度使得黃豆供應情勢緊張，推升期價出現一波強勁的上揚走勢，不過來到10月中下旬，受到美國產量創下歷史新高紀錄的影響，導致期價出現回跌的壓力；2017年第一季來看，將持續關注巴西和阿根廷作物的生長現況以及產量前景，後續則追蹤邁入收割期時的天候變化，此外，也需留意美國黃豆春天播種面積和進度，將是造成期價波動的重要因素之一。

小麥價格近期表現相對強勢，不僅突破每蒲式耳450美分附近的關鍵價位，並創下2016年7月底以來的新高點（圖6），主要是受到美國小麥種植面積下滑的影響，促使市場空單出現回補潮，不過後續可能需要出現



圖 5- 資料來源：路透社（Reuters）、元大期貨研究部整理

連續2周上漲的走勢才能令市場相信新的趨勢正在形成，但至少可看出先前的拋售潮已經結束；另外，國際穀物理事會（IGC）最新的月報對2017/18年度全球小麥產量作出首次的預估顯示，雖然2017/18年度全球小麥產量預期將較前一年度創新高的7.52億噸減少1,700萬噸至7.35億噸，但在2017/18年度供需求大抵平衡的情況下，2017/18年度期末庫存量可能將只有些微的減少，這也將是小麥價格未來上漲走勢中的隱憂。



圖 6- 資料來源：路透社（Reuters）、元大期貨研究部整理



玉米走勢與小麥相仿，同樣創下2016年7月底以來的新高點（圖7），價格緩步走揚至接近每蒲式耳380美分的水準，透露出市場正在經歷轉變，龐大的畜牧飼料需求以及生產生質燃料的使用，給予期價支撐的力道，尤其是第三大產國巴西因國內飼料需求增加，導致國內玉米供應量不足，反而需要從鄰國進口玉米，使得供應情勢一度趨緊，也使得玉米價格從低檔開始出現反彈跡象，加上黃豆價格未能突破1月份的高點，因此市場預期玉米市場的表現將強於黃豆市場，但相對地，這很可能吸引許多美國農戶傾向在2017年春播中提高玉米的種植比例，是價格上揚的不利因素之一，同時可留意USDA將於3月份發布的種植意向報告書。

再者，觀察美國商品期貨交易委員會（CFTC）每周公布的數據顯示，管理基金於2016年3月中後，就在黃豆期貨上維持偏多佈局，截至2/7日止，則是持有淨多單15萬口，算是相對高檔的水準，可看出即使美國和南美洲豐產，但在全球需求力道增長以及中國進口需求旺盛的情況下，仍能消耗龐大的產能，因此管理基金對於期價走勢保持樂觀的預期。

小麥方面，儘管近期小麥價格出現走揚的跡象，但管理基金仍是維持自2016年年初以來的長期偏空佈局，主因還是預期全球小麥各大主產國的產量豐沛，供應狀況良好無虞，因此小麥基本面並未轉項利多解讀，因此尚不足以促使管理基金由空轉多，截至2/7日止，管理基金仍持有小麥期貨淨空單8.3萬

口。

玉米期貨的部位狀況則出現較大的變化，管理基金從2016年7月下旬以來一直維持淨空單佈局，不過卻在2017年1月底時由空翻多，截至2/7日止，管理基金持有淨多單2.9萬口，可看出對於玉米市場的預期出現轉變，除了飼料需求力道穩定成長外，美國的生質燃料以及出口旺盛的需求也給予價格一定的支撐力道，加上巴西二茬玉米的收穫狀況不甚理想，可能需要透過進口以滿足該國內的需求，因此管理基金逐漸轉變成正面的預期。



圖 7- 資料來源：路透社（Reuters）、元大期貨研究部整理

期貨市場參與者

期貨除了前面所述的投機功能之外，還有一個很重要的功能就是-避險功能，目的是利用期貨市場進行保值交易，以減少價格波動帶來的風險，確保生產和經營的正常利潤，此類交易者包含生產經營商、貿易商或現貨實用戶等，透過期貨合約將商品的價格

鎖定，同時將風險轉嫁給投機者，而投機者則承擔價格波動風險，則是希望以少量的資金在市場上博取較多的利潤，這就是期貨市場兩大類主要參與者。

以下用簡單的範例來說明如何進行避險操作，假設吉元公司是臺灣的一家生產及貿易商，需要向美國進口玉米做為原料使用，雖然此時的玉米價格處於相對低檔，但是仍然會擔心價格萬一往上會使得成本增加，這時候該怎麼辦呢？利用期貨採取「多頭避險操作」便是一個很好的解決之道。以2016年8月22日為基準日，公司預期在半年後需要進口50,000蒲式耳的玉米，如果避險比例設定在10%的話，則需買進1口玉米期貨（玉米期貨合約規格為1口是5,000蒲式耳，每一個跳動點為0.25美分/蒲式耳=12.5美元），期貨收盤價格為342.5美分/蒲式耳，時光飛逝經過了半年，來到2017年2月22日，此時的期貨收盤價格為378.5美分/蒲式耳，因此期貨部位獲利 $(378.5-342.5) / 0.25 \times 12.5$ 扣掉 7×2 （交易手續費成本）=1,786美元，將較原先沒有進行避險時的成本要減少些許；當然隨著避險比例的上升，將可以規避掉更多的風險（圖8）。

再以美國黃豆農戶為例，2016年第二季黃豆價格大幅上漲，但此時美國黃豆正值生長期，若農戶希望預計11月底收割的黃豆能保有一定的利潤，此時便可以採用「空頭避險操作」，假設未來預期收穫50,000蒲式耳的黃豆，並期望能將一半的生產利潤鎖住避免未來的價格波動，若選在2016年7月13日

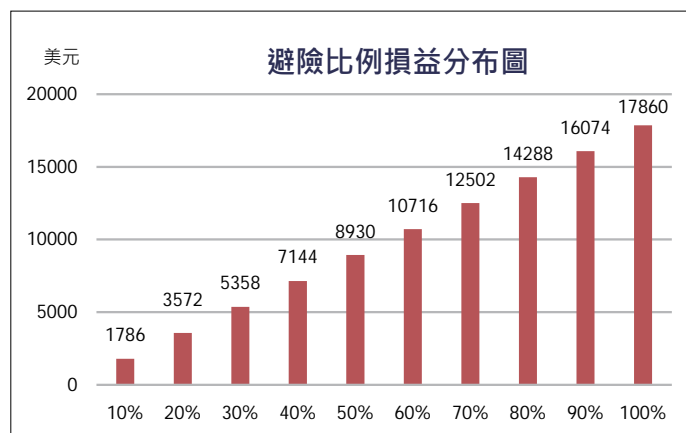


圖 8- 資料來源：元大期貨研究部

賣出（放空）5口黃豆期貨（黃豆期貨合約規格為1口是5,000蒲式耳，每一個跳動點為0.25美分/蒲式耳=12.5美元），期貨收盤價格為1122.75美分/蒲式耳，若生產成本為350美分/蒲式耳，則農戶已經將一半的黃豆賣出價格鎖定在1122.75美分/蒲式耳，同時以2016年2月22日黃豆期貨收盤價1033.75美分/蒲式耳來算，進行空頭避險操作所增加的利潤一共是 $((1122.75-1033.75) / 0.25 \times 12.5 - 7 \times 2) \times 5 = 18,750$ 美元。

綜合以上來看，期貨確實是一個既方便又優良的避險管道，不僅提供生產者和貿易商規避價格波動風險，同時對於現貨持有者也是相當好用的工具，值得期貨市場參與者善加利用。

2017年度展望

展望2017年，是個不確定性高且充滿挑戰的年份，相信農產品的行情波動度值得期待，不妨可從以下幾個觀點來看：



Market information

首先，從基本供需面來看，全球黃豆和玉米產量仍有機會再度創下產量紀錄高點，尤其是美國和巴西的產能預估亮眼，均有機會改寫其產量高點紀錄，不過由於全球消費需求也同步增長，因此有望消耗龐大的產能，供需有機會趨於平衡或是處於小幅過剩的狀態；至於小麥方面，生產國較為分散，仍需視各國產量概況，不過普遍預估產量前景都良好，加上若歐盟的天候狀況理想，恢復先前的產量水準，那全球小麥仍是維持供應過剩的格局。

其次則是國際貿易問題，因美國新任總統川普上任後，不僅取消加入跨太平洋夥伴關係（TPP），同時打算重啟北美自由貿易協定（NAFTA）談判，且可能修正與中國、日本和墨西哥等國家的貿易順差，如果川普實施這樣的威脅，這些國家可能實施報復性措施，恐引發貿易戰爭，對農產品價格可能構成利空因素，也不利美國農戶；其中中國是美國黃豆的頭號買家，如果中國對美國黃豆徵收20%的關稅，黃豆價格可能大幅下跌，因為美國黃豆出口面臨不確定性，且中國可能轉向南美洲尋購替代性黃豆供應，可能使巴西和阿根廷受益；另外，美國是世界上最大的玉米生產和出口國，墨西哥則是美國玉米的最大買家，占美國玉米總銷量的25%，自北美自由貿易協定（NAFTA）簽署以來，美國向墨西哥出口的玉米就一直不斷成長，而川普打算修建美墨之間的邊境城牆來阻擋非法移民，此舉引發墨西哥強烈的不滿，領導墨西哥國會外交關係委員會的參議

員阿曼多·里奧斯·皮特計劃提出一項法案，將取消先前從美國中西部產區購買玉米的訂單，轉而從巴西或是阿根廷購買，其表示這是一種讓美國認識到兩國敵對關係所帶來後果的最好方式，此舉將是墨西哥對川普建牆和徵收20%至35%關稅威脅的第一個行動上的反應，如果墨西哥真的停止從美國進口玉米，玉米產量位居全美前兩位的愛荷華和伊利諾伊州將受到巨大影響，也恐拖累玉米價格下跌。

再者，由於國際原物料報價大多以美元計價，因此價格走勢與美元有相當程度的關連性，在川普確定當選以後，美元指數強勢升值走揚，最高曾來到103.81，而2017年美國聯準會（FED）葉倫也於三月利率決策會議後，給出了升息1碼的結論，雖然提出內容不如預期的偏鷹，但至少在勞動市場面、房市價格面、通貨膨脹及固定資產投資方面，都表示美國經濟溫和成長，將維持先前2017年升息3碼的預期，另2018年也可望有3碼升息的額度，因此美元仍有強勢升值的機會，這恐不利農產品出口，短線應該要留意農產品期貨受到壓抑可能性。

總結而言，除了掌握基本面的供需變化外，國際貿易環境及政治因素也是需要留意的部份，除此之外，天候的瞬息萬變可能也是炒作價格的因素之一，能夠掌握更多的訊息才能提升投資效率，各大機構公布的數據及訊息，都值得交易人多加關注，並作為交易決策和調整投資組合的依據。



您不可不知的重要金屬- 銅、鋅、鎳

◎元富期貨顧問研發處

在歷經數年空頭走勢後，工業金屬2016年終於迎來反彈，其中以鋅表現最好，倫敦LME鋅全年漲幅達到56.74%，而銅漲幅16.62%，鎳也有14.74%，鋁與鉛表現較為落後，但也有接近10%的漲幅，分別為11.41%及9.87%。觀察到供給面則因過去幾年工業金屬的空頭走勢造成礦場關閉，加上環保議題可能持續使供給面吃緊，在企業庫存普遍偏低的情況下，預估全球工業金屬2017年的走勢仍偏強勢。對比指數類商品，臺灣投資人對於工業金屬之瞭解則相對陌生，希望藉由本文對基本工業金屬，銅、鋅、鎳做介紹，使投資人能夠認識工業金屬的特性與使用範圍，同時也能了解基本操作判斷等資訊。



基本金屬銅

銅期貨交易已有百年歷史，銅是一種重要的有色金屬，近些年來銅的用途越來越廣泛，在許多工業部門中，銅已經成為不可缺少的金屬，它的應用僅次於鋼和鐵。主因在於銅的導電率佳，僅次於銀，且銅的價格較銀低廉，因此銅在電子技術、電機製造等工業廣泛運用，加上銅的延展性能好，易於成型和加工，因此在飛機、造船、汽車等製造業多用來生產各種零組件。全球銅產量以智利為最大，約占30%的比例，另外，秘魯與中國產量約占10%。





Feature Report

Top 20 Copper Smelters by Capacity (basis 2016)

Thousand metric tonnes copper

Source: ICSG Directory of Copper Mines and Plants – July 2016

Rank	Smelter	Country	Operator/Owner(s)	Process	Capacity
1	Guixi (smelter)	China	Jiangxi Copper Corp.	Outokumpu Flash	900
2	Birla Copper (Dahej)	India	Birla Group	Outokumpu Flash, Ausmelt, Mitsubishi	500
3	Hamburg	Germany	Aurubis	Outokumpu, Consmelt, Electric	450
3	Besshi/ Ehime (Toyo)	Japan	Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.	Outokumpu Flash	450
3	Saganoseki/ Oita (smelter)	Japan	Pan Pacific Copper Co. Ltd	Outokumpu Flash	450
6	El Teniente (Caletones)	Chile	Codelco Chile	Reverberatory/ Teniente Conv.	400
6	Jinchuan (smelter)	China	Jinchuan Non-Ferrous Metal Co.	Reverberatory/ Kaldor Conv.	400
6	Jinchuan (Fangchenggang)	China	Jinchuan Non-Ferrous Metal Co.	Flash smelter	400
6	Jinguan (smelter)	China	Tongling Non-Ferrous Metals Group	Flash Smelter	400
6	Xiangguang copper (smelter)	China	Yanggu Xiangguang Copper Co	Outokumpu Flash	400
6	Sterite Smelter (Tulicoin)	India	Vedanta	Isasmelt Process	400
6	Norilsk (Nikeliev, Medny)	Russia	Norilsk Nickel	Reverb. Electric, Vanyukov	400
13	Codelco Norte (smelter)	Chile	Codelco	Outokumpu/ Teniente Converter	380
14	Pirdop (smelter)	Bulgaria	Aurubis (99.77%)	Outokumpu Flash	360
14	Ilo Smelter	Peru	Southern Copper Corp. (Grupo Mexico 75.1%)	Isasmelt Process	360
16	Onahama/ Fukushima	Japan	Mitsubishi Materials Corp. (49.29%), Dowo Metals & Mining Co. Ltd. (31.15%), Furukawa Metals & Resources Co. Ltd. (12.67%)	Mitsubishi/ Reverb.	354
17	Jinlong (Tongdu)	China	Tongling Nonferrous Metals Corp. (57.4%), Sumitomo (35%), Pingguo Aluminium Co.	Flash Smelter	350
17	Yunnan	China	Yunnan Copper Industry Group (Local Government)	Isasmelt Process	350
19	Naoshima/ Kagawa (smelter)	Japan	Mitsubishi Materials Corp.	Mitsubishi Continuous	342
20	Isabel/ Leyte (PASAR)	Philippines	Glencore plc 78.2%, Local investors 21.8%	Outokumpu Flash	330

Note: Capacity data reflects production capabilities not necessarily production forecasts

資料來源:ICSG World Copper

以應用面來看，銅主要用於基礎建設與電力相關產業，二者占比共計7成左右，另外，通信與工業應用占比約為2成，其他應用則為導管，醫療，藝術品等。而銅廣泛應用於建築業、汽車業、電子和通訊器材，其中尤以建築業對銅的需求最大，建築業占總消耗量接近50%，因此當房屋市場景氣熱絡時，往往帶動銅價的上揚，以美國及其他重要地區的新屋開工數，就經常是市場關注的焦點之一，另外新的電子產品或汽車產業的變化，也可能影響銅的需求，近來油價蠢蠢欲動，使得油電混合的雙動力汽車成為市場主流，預估雙動力汽車使用銅的數量為一般傳統汽車的1.5倍，因此若未來雙動力汽車普及，銅的需求量也將大幅增加。從另個面向觀察，就工業金屬而言銅產量相對較大，應用層面廣，單一因

子難以撼動銅價走勢，因此，銅價走勢也反應景氣榮枯。

再從供給面來看，由於罷工或環保因素，使得幾大銅礦產區的供給中斷，對銅價影響較大，如近期必和必拓（BHP）旗下位於智利的全球銅產量最大的Escondida 銅礦場出現罷工，推動銅價再刷新波段新高紀錄。而觀察需求面，以中國需求為關鍵指標，中國製造業PMI、CPI、PPI、銅進出口數據、人民幣匯率走勢等，都是影響銅價走勢之因素。

Major Exporters of Copper Ores and Concentrates, 2015

1. Chile
2. Peru
3. Australia
4. Indonesia
5. Canada
6. Mongolia
7. United States
8. Brazil
9. Mexico
10. Spain



Image courtesy of the Copper Development Association.

Major Importers of Copper Ores and Concentrates, 2015

1. China
2. Japan
3. India
4. Spain
5. Korean Rep.
6. Germany
7. Bulgaria
8. Brazil
9. Finland
10. Sweden



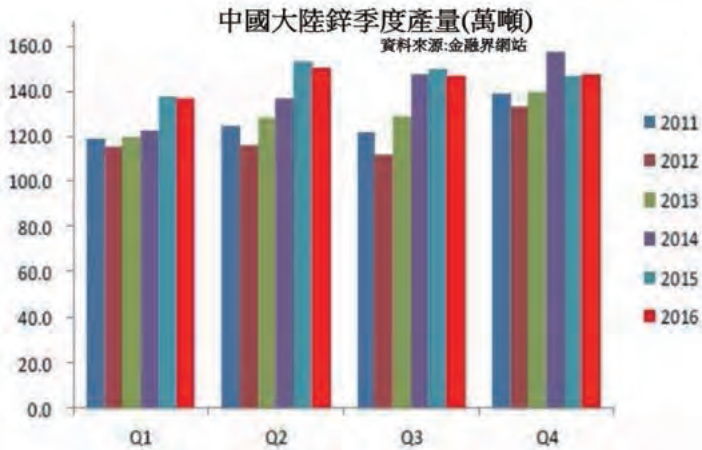
例如，在2016年八月份開始，中國PMI數據站上50榮枯線之後，銅價走勢基本低檔有撐，而後中國PPI在2016年11月份開始超越CPI，帶動銅價在去年下半年的多頭走勢。欲投資銅的投資人應密切注意中國的相關數據。另外，投資人也可關注國際銅研究組織（ICSG）每月所公布之月報數據，做為多空指引。而欲投資銅期貨的投資人，在交易面上，英國倫敦金屬交易所（LME）、上海期貨交易所、Comex期貨交易所，提供投資人交易及避險管道。

展望2017年，隨川普新政及中國景氣回溫，預估基礎建設的需求將使銅繼續維持供不應求態勢。在中國GDP目標維持在6.5%以上，中國國家發展和改革委員會日前表示，至2020年以前，中國將修建北京至唐山鐵路、北京至天津濱海新區鐵路等項目，初估投資金額達360億美元。由於美國新任總統川普計畫透過基礎建設提高美國就業機會，除了基礎建設的需求，對於通貨膨脹的預期，也將有利基本工業金屬的多頭走勢。雖然已關閉的礦場之供給可能因為需求提振而重新進入市場，但在需求面增溫的情況下，預估2017年銅仍能呈現溫和上漲的走勢。





Feature Report



緊，比起銅來得更為嚴重，因此價格也更敏感。由於2015年全球礦山供應量下滑，澳洲世紀鋅礦（Century）及愛爾蘭利希恩鋅礦（Lisheen）關閉，兩座礦山的關閉，估計減少約60萬噸供給量，帶動2016年全年鋅礦價格強勢多頭走勢，LME鋅全年漲幅達到56.74%。在交易策略的擬定上，投資人可關注國際鉛鋅研究組織（ILZSG）每月所提供的月報資訊，而英國倫敦金屬交易所（LME）、上海期貨交易所，均提供投資人交易及避險管道。

目前全球最大的鋅礦廠商為嘉能卡（Glencore），全歐最大的鋅原料生產商為Nyrstar。嘉能卡在2015年下半年宣布全球減少約50萬噸的鋅礦生產。國際鉛鋅研究組織（ILZSG）1月份月報顯示，2016年1到11月，全球精煉鋅供給短缺26.3萬噸，相較去年供給過剩17.6萬噸；而全球精煉鋅消費量年增3.5%，來到1279.5萬噸，精煉鋅的產量則年減0.02%，來到1253.2萬噸。供給面的緊縮，使得原本是供過於求的鋅礦轉為供不應求，帶動鋅全年強勢反彈走勢。



基本金屬鎳

鎳是一種存量非常豐富的自然元素，純鎳是一種堅硬的銀白色金屬。鎳可以和其他的金屬，如：鐵、銅、鉻和鋅形成合金，鎳礦石很容易被誤認為銀礦石，因此對這種金屬的認識和使用是相對近期的事，而鐵的生產在1889年中引入了鎳，因此鎳的需求量增加。新喀里多尼亞的鎳礦床在1865年被發現，於1875年至1915年間為全世界提供了大部份的鎳。

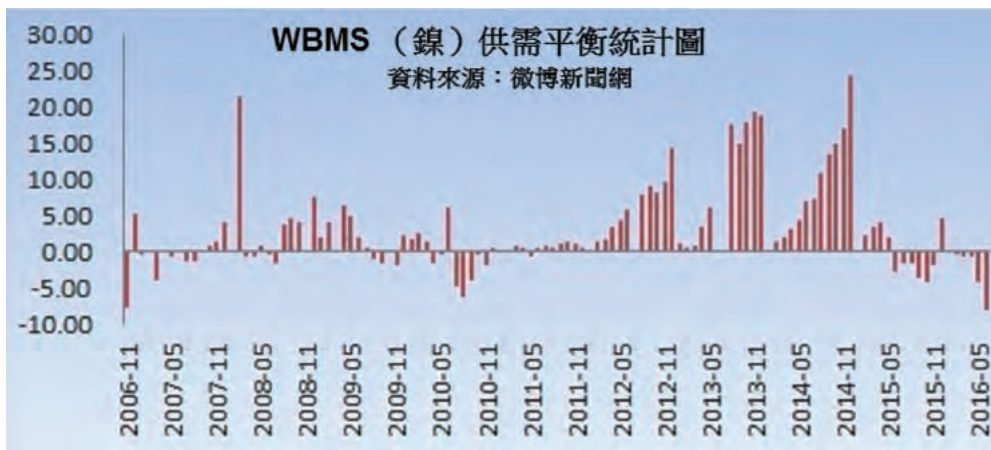
而鎳合金被用來製成錢幣、首飾以及活塞與熱交換器等物件。大部份的鎳被用來做成不鏽鋼。鎳主要應用於不銹鋼及電鍍，占





應用面超過7成以上，另外，合金與電池則占其餘的3成。而不銹鋼應用在建築與基礎建設為多，因此，鎳的基本走勢與建築產業息息相關。供給面方面，全球鎳礦產量較為分散，其中以菲律賓產出為最大，約占全球20%左右之產量，其餘加拿大、俄羅斯及澳洲則約占10%左右。影響多空因素：由於菲

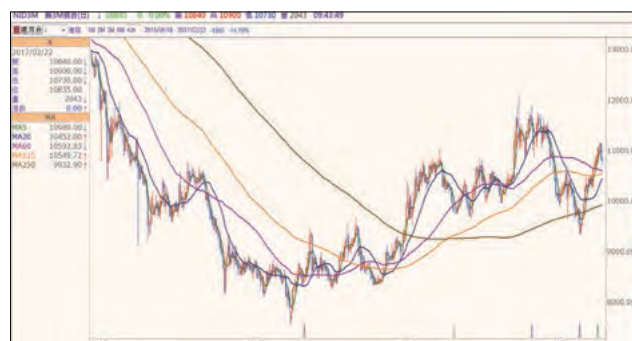
律賓為最大生產國，其礦場供應狀況動見觀瞻，而下游不銹鋼的需求量，也影響著鎳價走勢。在交易面，投資人可參考國際鎳業研究組織（INSG）月度報告，英國倫敦金屬交易所（LME）及上海期貨交易所的鎳期貨，可提供投資人交易及避險管道。



至於鎳市，2016年也受金屬市場強勢而帶動，但漲勢則相對落後，世界金屬統計局1月份統計數字，全球鎳市供給短缺84,600萬噸，2015年則供給過剩7.35萬噸，全球1-11月精煉鎳產量為164.86萬噸，需求則為173.32萬噸，整體基本面也有所改善。

滑，可能使需求能見度相對不明朗。加上美國已進入升息循環，在鎳相對基本面較弱的情況下，國際鎳價多頭走勢也可能因美元強勢，人民幣弱勢的背景下而受限。因此，預估2017年鎳價也有機會維持溫和上漲走勢。

鎳礦的上游菲律賓鎳礦供給狀況與下游不銹鋼供需狀況。日前菲律賓因環保政策關閉國內21座主要產鎳礦場，將影響該國約半數鎳礦生產。另外，也勒令至少5座礦場暫停營運。來自供給面的吃緊，將帶動鎳價多頭走勢。然而，就需求面來看，由於中國房地產限購政策，以及汽車家電等需求可能下





匯率期貨商品之運用

華南期貨◎林伯謙

這幾年美元匯率的波動可說是相當戲劇性，外匯保證金交易廣告時有所聞，並且吸引臺灣的投資人去海外開戶交易，不過這種投資管道未受臺灣主管機關監理，若出現問題，一般投資人不易維護自身權益。為能滿足國人對外匯交易的需求，臺灣期貨交易所陸續上市了美元兌人民幣、歐元兌美元、美元兌日圓等匯率期貨商品，這些都是目前國際外匯市場上熱門的交易幣別，如何運用這幾項商品避險增益，以下就這幾項商品的交易規則及交易策略加以介紹。

歐元兌美元匯率期貨（後簡稱臺歐元）

歐元的前身是德國的馬克與法國的法

郎。在歐元成立之後，取代了馬克與法郎，使用地區也不限於只有歐盟，許多非歐盟國家也將歐元當作是國家的法定貨幣，所以歐元的流通範圍相當大，歐元也就成為外匯類的明星商品。

歐元除了成交量大，流動性也很足夠，重要的是歐元期貨也有很多交易所在交易，包括芝加哥商業交易所、泛歐交易所、歐洲交易所、洲際交易所、杜拜黃金與商品交易所等都有歐元兌美元的期貨，甚至在港交所都有歐元兌人民幣的期貨，再透過人民幣兌美元期貨就可轉換成歐元兌美元期貨，而現貨市場上亦可用即期的匯率或是透過保證金、遠期外匯等方式交易歐元。

表1、臺歐元期貨合約規格表

中文名稱	歐元兌美元期貨
商品代號	XEF
合約規格	20,000 歐元
最小跳動點	2 美元
交易時間	08:45~16:15 最後交易日 :08:45~14:00
交割方式	現金交割
報價方式	間接報價 (1 歐元 :1.XXXX 美元)
交易月份	4 個季月
最後交易日	到期月份的第三個星期三

表2、CME歐元合約規格表

	大歐元	迷你歐元	微型歐元
商品代號	EC	UROM	ECM
合約規格	125,000 歐元	62,500 歐元	12,500 歐元
最小跳動點	12.5 美元	6.25 美元	1.25 美元
交易時間	(當日)06:00~(次日)05:00 臺灣時間		
交割方式	實物交割		
報價方式	間接報價 (1 歐元 :1.XXXX 美元)		
交易月份	20 個月內的季月合約		
最後交易日	到期月份之第三個星期三前兩日		



歐元在國外是相當熱門的商品，然而一般臺灣投資人對這項商品的投資管道卻是寥寥可數，因此臺灣期交所在2016年推出歐元兌美元期貨，合約規格為2萬歐元，合約規格不大，所以保證金也不高，不到2萬臺幣，可方便一般的散戶投資人參與。

歐元區在2014年開始實施負利率，使得歐元在金融市場的價格起了很多的變化，以下就交易策略做簡單介紹：

- (一) 現貨避險：若客戶手上持有歐元，3個月後有兌換美元的需求，擔心歐元下跌，美元上漲，可用臺歐元期貨避險。例如：客戶手上持有10萬歐元，3個月後須兌換成美元，假設此時歐元兌美元匯率為1.2000，客戶可賣出5口臺歐元在1.2000，3個月後歐元貶值到1.1500，客戶臺歐元平倉，獲利 $= (1.2 - 1.15) \times 20,000$ [合約規格] $\times 5$ [口] = 5,000美元。若客戶沒有避險，將只能兌換到115,000美元，若有避險，加上期貨獲利5,000美元，等於可用1.2000的匯率兌換成美元。
- (二) 期、現貨間套利：當期貨與即期匯率出現價差時，就有套利的機會，假設期貨價格出現1.1080，但是即期匯率在1.1020時，可買入2萬歐元的即期匯率，並在期貨市場上賣出1口1.1080的歐元期貨，等到期結算時，就有 $(1.1080 - 1.1020) \times 20,000$ [合約規格] = 120美元的獲利。若以1.1080的匯率計算，約為108歐元，報酬率約為0.5%，1個交易合約最多為1個季月，所以年利率約為2%的收益率，

看起來雖然低，但是相較於歐洲隔夜拆款利率是負利率，臺歐元存款年利率不到1%的情形下，持有歐元的收益率算是不錯的。

- (三) 期貨間套利：臺歐元與CME歐元基本上為同一商品，最後交易日也只有差了兩日，以過去的歷史經驗來看，外匯期貨若與即期匯率有價差，通常大約在最後結算日的前一周，價差就會消失。所以理論上，在最後結算日之前，臺歐元與CME歐元價格就會一致，兩個商品還是有套利的機會。但是要注意CME歐元的合約規格有三種，大歐元、迷你歐元與微型歐元（合約規格如表二），三種合約規格的規格口數比例為大歐元：臺歐元=4:25，迷你歐元：臺歐元=8:25，微型歐元：臺歐元=8:5，因此以口數成本來看，以微型歐元對臺歐元是交易成本相對小的比例。而且口數較少，可以增加成交的機率，減少比例不對稱與滑價的風險。

舉例：CME微型歐元報價1.1050，臺歐元報價1.1080，買進CME微型歐元8口1.1050，賣出臺歐元5口1.1080，假設結算前同時以1.1150平倉。

CME微型歐元獲利： $(1.1150 - 1.1050) \times 12,500$ [微型歐元合約規格] $\times 8$ [口] = 1,000美元，臺歐元損失： $(1.1080 - 1.1150) \times 20,000$ [臺歐元合約規格] $\times 5$ = -700美元，總獲利300美元 $(1,000 - 700 = 300)$ 美元。

需注意的是兩商品各自為國內、外的



Feature Report

期貨交易所，因此風險指標是各自計算，雖是套利，若波動過大，仍然可能會在某一邊的帳戶產生風險，這時需要較多的保證金來支撐到兩個商品價格收斂，加上結算日不同，需提前兩邊平倉，就有產生滑價風險的可能，是操作上的技術性風險。

(四) 英鎊兌歐元價差：歐元目前有英國脫歐、美國升息等大事件，在年底前歐元相對美元應都呈現弱勢，而英鎊則有脫歐的議題，相對美元也是弱勢，所以若是認為歐元在接下來的這段時間將會相對於英鎊強勢，在操作上就可以採取買歐元、空英鎊的策略。為防止英鎊與歐元同時下跌且跌幅相同，甚至英鎊跌幅較歐元大，卻產生虧損的情形，因此需留意交易口數的比例，其計算公式為： $(\text{英鎊成交價格} \times \text{CME 英鎊合約規格}) \div (\text{臺歐元成交價格} \times \text{臺歐元合約規格}) = \text{口數比例}$ 。

舉例：假設CME英鎊期貨報價1.2200，同時臺歐元報價1.1045。則口數比例計算方式為 $(1.2200 \times 62,500 [\text{CME英鎊合約規格}]) \div (1.1045 \times 20,000 [\text{臺歐元合約規格}]) \approx 3.45$ ，若以四捨五入方式操作，即賣出1口CME英鎊在1.2200，同時買進3口臺歐元在1.1045。

當英鎊與臺歐元同時下跌1%時，

英鎊獲利為

$1.2200 \times 1\% \times 62,500 \times 1 = 762.5$ 美元，

而臺歐元則損失

$1.1045 \times 1\% \times 20,000 \times 3 = 662.7$ 美元，

總獲利為 $762.5 - 662.7 = 99.8$ 美元。

這裡還須注意若以1:3的比例，英鎊合約規格仍大於臺歐元，在交易策略上，仍是希望英鎊相較於臺歐元弱勢。

或許會有人認為比例上可以調整英鎊對臺歐元為2口:7口，但若如此，臺歐元的總體損益將大於英鎊的總體損益，當英鎊與臺歐元跌幅相同時，將會產生虧損，就較無法達到英鎊較臺歐元弱勢可獲利的效果，但是若是看法相反，希望英鎊較臺歐元強勢，卻是可以調整的。

(五) 美元指數與歐元價差：川普的政見是希望增加美國就業，增加美國製造業。他認為，強勢美元是美國商品昂貴的主因，也導致了美國的貿易逆差。但是他沒注意到，美國的GDP以消費為主，依靠強勢美元使得進口物價便宜，若美元弱勢，物價上漲將使得消費力道減弱，GDP會下滑，進而影響消費信心與投資力道，同時FED將被迫升息，影響投資意願，形成惡性循環。他若認識到嚴重後果，政策就將只能是放寬投資的限制與企業的法規，以鼓勵投資，增加就業，並努力降低通膨，迫使FED升息放緩，且讓美元緩升應是對美最佳選擇。此時可採取買進美元指數，並賣出臺歐元避險作價差策略。

而價差比例公式須考慮到美元指數成分內含有歐元比例為58%，所以價差比例的公式為： $((\text{美元指數} \times \text{美元指數合約規格}) \div (\text{臺歐元報價} \times \text{臺歐元合約規$



格)) $\times 0.58$ 。

舉例來說：假設買進1口美元指數在97.870，這時臺歐元報價為1.1050，臺歐元需要賣出的口數為 $(97.87 \times 1,000) \div (1.1050 \times 20,000) \times 0.58 \approx 2.57$ 口，約3口。

假設當美元指數與歐元各上漲1%時，美元指數獲利為 $97.87 \times 1\% \times 1,000 \approx 978.7$

美元，臺歐元則損失為

$1.1050 \times 1\% \times 20,000 \times 3 \approx 663$ 美元，

總獲利=978.7-663=315.7美元。

由以上算式可知，主要獲利來源應仍為美元指數的波動，臺歐元只是承擔避險的角色。

而此策略的風險在於，雖然英國與日本目前都維持了貨幣寬鬆政策，但若英鎊與日圓反彈，美元指數將因為英鎊與日圓上漲而下跌，但是臺歐元卻相對沒有下跌或是跌幅不大，甚至上漲，臺歐元將無法獲利來彌補美元指數下跌的虧損。

美元兌日圓匯率期貨（後簡稱臺日圓）

CME交易所日圓的報價是日圓對美元的間接報價方式，但是其實銀行較習慣直接報價，所以臺灣期交所這次在商品的設計上，就採用了銀行較習慣的美元對日圓的直接報價。也就是說假設目前的日圓兌美元報價為103.9，若價格往上升，表示需要用更多的日圓才能兌換到1美元，代表日圓是貶值的。若價格向下跌，表示只需要用較少的日圓就可兌換1美元，代表日圓是升值的。所以報價與臺歐元期貨上漲就是升值，下跌就是貶值的直觀不同。而且臺灣期交所為了讓一般

的交易人更好進場，合約規格也設計只有2萬美元，相對於CME交易所的日圓期貨來說，損益與保證金都相對不大。

表3、臺日圓合約規格表

中文名稱	美元兌日圓期貨
商品代號	XJF
合約規格	20,000 美元
最小跳動點	200 日圓
交易時間	08:45~16:15 最後交易日 :08:45~14:00
交割方式	現金交割
報價方式	直接報價 (1 美元 :1XX.XX 日圓)
交易月份	4 個季月
最後交易日	到期月份的第三個星期三

表4、CME日圓合約規格表

中文名稱	日圓兌美元期貨
商品代號	JY
合約規格	12,500,000 日圓
最小跳動點	6.25 美元
交易時間	(當日)06:00~(次日)05:00 臺灣時間
交割方式	實物交割
報價方式	間接報價 (1 日圓 :0.00XXXX 美元)
交易月份	20 個月內的季月合約 (3、6、9、12)
最後交易日	到期月份之第三個星期三前兩日

二次大戰後，日圓也是屬於管制貨幣，但是隨著日本的經濟逐漸發達以及日本對美順差的金額逐漸擴大，日圓升值的壓力也越來越大，因此1985年美國以日圓自由化為藉口，開始讓日圓升值，同時日圓也成為自由流動貨幣。

自90年代後，由於日圓升值所引發的日本經濟泡沫破裂，這20年來經濟成長率平均不到1%，經濟失落了20年。而2012年安倍再度上台，實行所謂的安倍經濟學，希望藉由寬鬆的貨幣政策刺激日本經濟，甚至實行



Feature Report

負利率，並將匯率導向貶值。希望讓通貨膨脹率能上升，擺脫通縮的陰影，讓日本經濟能夠重新復甦。然而日本的人口數是美國的一半，且日本目前因為生育率下降，總人口數在下降之中，但是日本國土卻只有美國的26分之1，美國憑藉著龐大的天然資源與較他國先進的工業能力與技術，才能有2%~3%的經濟成長率。日本即便有先進的技術但是受限於天然資源的限制，人口又在減少中，經濟成長率要像美國一般，實有一定難度。

日本央行一般在每年的1月、3月、4月、6月、7月、9月、11月、12月召開貨幣政策會議，同時決定央行利率政策，並在臺灣早上11點左右公布，所以公布利率政策的當天，日圓行情通常波動較大，倘若央行公布的政策與市場預期差距過大，更會有大幅震盪，是操作臺日圓需要注意的時點。

而近期日本央行宣布三項政策：(1)承諾擴大基礎貨幣水準直至CPI超越2%的目標，並且穩定在2%的上方，但時至今日，實有難度，需要時間達成。(2)收益率曲線控制，將控制短端以及長短利率；將繼續購買日本國債直至10年期債券收益率至0。(3)維持目前負利率不變。

雖然日本政府仍然維持貨幣的寬鬆政策，但是因為2015年6月日幣貶值到125元左右，日本央行認為若持續放任日圓貶值，日本的經常帳逆差將進一步惡化，反而對GDP會有負面影響，因此不讓日圓繼續貶值，日圓也結束了3年的貶值旅途。日圓自2016年初開始了一波的升值走勢，然而在10月後升值的慣性趨勢開始改變。2016年10月日本央行再擴大基礎貨幣，表示貨幣將會更加寬

鬆，加上美國預計將持續升息，美元相對其他貨幣較為強勢，在操作上可參考以下交易策略：

(一) 現貨避險：2016年以來日圓強勢升值，投資人買入日圓想要賺取匯差，但是近期日圓可能相對美元貶值，操作上可以採取持有現貨，買進臺日圓期貨避險的策略。

舉例：假設投資人有500萬日圓，目前的美元兌日圓匯率為104.5，此時兌換成美元約為47,847美元。

(1) 投資人沒有避險，日圓貶值到108，投資人損失1,551美元，計算如下：

$$5,000,000 \text{ 日圓} \div 108 \approx 46,296 \text{ 美元}$$
$$\text{損失} = 46,296 - 47,847 = -1,551 \text{ 美元}$$

(2) 投資人有避險，投資人損失降至255美元。

$$\text{避險口數} = 47,847 \text{ 美元} \div \text{臺日圓合約規格} = 47,847 \text{ 美元} \div 20,000 \text{ 美元} \approx 2.39$$

此時買進2口臺日圓期貨在104.5做避險。

$$\text{臺日圓期貨獲利} = (108 - 104.5) \times 20,000 \times 2 = 140,000 \text{ 日圓}$$
$$140,000 \div 108 \approx 1,296 \text{ 美元}$$
$$1,296 - 1,551 = -255 \text{ 美元}$$

從上述可發現，因為無法做全額避險，所以若日圓貶值，客戶在現貨上的損失，仍大於期貨上獲利。或許有人會認為可以避險到3口，若日圓貶值，除了可彌補日圓貶值的損失還可以獲利。但是避險其實與保險是相同的概念，保險只是為了減少損失，並非賺取利潤，



所以保額通常是不會超過物品本身的價值。相同的概念，避險若是超過物品本身的價值，可能會產生過度避險、越避越險的情形，就不能叫做避險，而是純粹交易了。

(二) 期貨間價差：臺日圓與 CME 日圓也是同一種商品，但是參照表 3 與表 4，可以察覺報價方式與合約規格不同，所以若要套利，請先依合約規格做口數的計算，然後再將報價轉換，觀察是否有無套利空間，舉例如下。

(1) 口數比例的計算：(CME 日圓合約規格 ÷ 日圓兌美元匯率 ÷ 臺日圓合約規格)

假設日圓報價目前為 104.5

$$12,500,000 \div 104.5 \div 20,000 = 5.98 \approx 6$$

因此 CME 日圓口數:臺日圓口數 = 1:6

(2) 報價轉換，只需將報價的數字做倒數的計算。

假設 CME 日圓報價為 0.009600，

臺日圓報價 104.50，

其轉換方式為 $1 \div 104.5 \approx 0.009570$

可以發現 CME 日圓報價較高，臺日圓報價較低。

所以理論上會做看多臺日圓，看空 CME 日圓的套利交易。

但是因為看多臺日圓是升值，所以在交易上是賣出臺日圓。故實際交易為賣出 1 口 CME 日圓在 0.009600，且同時賣出臺日圓 6 口在 104.5。

若雙方以 0.009500 平倉，則損益計算如下：

$$(1) \text{ CME 日圓損益} = (0.009600 -$$

$$0.009500) \times 12,500,000 = 1,250 \text{ 美元}$$

CME 日圓獲利 1,250 美元

(2) 而轉換成臺日圓價格應是 $1 \div 0.009500 \approx 105.26$

臺日圓損益

$$= (104.5 - 105.26) \times 20,000 \times 6 = -912,000$$

臺日圓虧損 91,200 日圓，以 105.26 兌換成美元 ≈ 866.43

臺日圓虧損 866.43 美元

$$(3) \text{ 總獲利} = 1,250 - 866.43 = 383.57 \text{ 美元}$$

(三) 歐元兌日圓交叉匯率價差

歐元兌美元自 2015 年以來都在 11700 至 10460 間區間震盪，沒有明顯趨勢，只因最近因應美國升息，短線上稍嫌弱勢，創 10340 新低後反彈至 10700 左右。而日圓兌美元今年則是升值，由 118.6 向 111 前進後反彈至 114 附近，由於最近美元開始反彈，因此日幣短線開始在往貶值方向前進。

有些分析認為歐元近期因為英國脫歐，加上美元升息，12 月份還有義大利公投的關係，歐元的跌幅將較日圓來的大。這時可以採取空歐元買日圓的策略。若看法相反，認為日圓應較歐元弱勢，操作上可反向採取買歐元空日圓的策略。

因臺歐元合約規格是以歐元計算，因此需換算成美元，但是臺日圓格約規格直接以美元計算，所以臺歐元與臺日圓的口數比例為：

$$(\text{臺歐元成交價格} \times \text{臺歐元合約規格}) \div (\text{臺日圓合約規格}) = \text{口數比例}$$



Feature Report

舉例：假設臺歐元目前報價為1.1000，
臺日圓報價為108

口數比例計算為： $1.1 \times 20,000$ (歐
元) $\div 20,000$ (美元)=1.1

因此臺歐元口數：臺日圓口數約為
 $1:1.1 \approx 1:1$

若預期歐元相較於日圓強勢的話，應
買進臺歐元1口，並買進臺日圓1口

假設歐元同日圓升值1%，此時

臺歐元獲利= $1.1000 \times 1\% \times 20,000$
=220美元

臺日圓損失= $104.5 \times -1\% \times 20,000$
=-20,900日圓時，臺日圓匯率為103.45

$-20,900$ 日圓 $\div 103.45 \approx -202$ 美元

總損益= $220-202=18$ 美元

這時可以發現，即使歐元與日圓漲跌
幅相同，但仍有獲利空間，是因為歐
元相對於美元幣值較高，但當歐元兌
美元是1:1時，口數比例就會完全相
同，相同的情況下，就會產生虧損，
所以口數比例與損益會隨著匯率改
變，是需要留意的情況。

(四) 英鎊兌日圓交叉匯率價差

英鎊、日圓都是目前國際上匯率的熱
門商品，而且因為美元升息加上英、
日兩國央行都是採取貨幣寬鬆政策關
係，相對於美元都是弱勢，因此要
比較的就是英鎊與日圓是何者較為弱
勢。近期因為英國脫歐對經濟的不確
定性相較於日本的政策變化來的大，
英鎊相較於日圓較為弱勢，通常價差
交易人會採取做多日圓並放空英鎊的
價差交易，投資人需留意：做多日

圓，在操作臺日圓期貨上是賣出臺日
圓期貨。且由於兩商品的規格與報價
不同，交易口數需要換算，公式為：
(CME英鎊成交價格 \times CME英鎊合約規
格) \div (臺日圓合約規格)=口數。

假設英鎊成交價格為1.2500，臺日圓成
交價格為114.50

交易口數比例

$=(1.2500 \times 62,500) \div (20,000) \approx 3.9$

即CME英鎊口數：臺日圓口數約為
 $1:3.9 \approx 1:4$

也就是賣出1口CME英鎊期貨的同時，
需賣出4口臺日圓期貨

假設此時英鎊與日圓同時對美元貶值1%

CME英鎊獲利

$=1.2500 \times 1\% \times 62500=781.25$ 美元

臺日圓損失

$=114.5 \times 1\% \times 20000 \times 4=91600$ 日圓

這時臺日圓匯率為

$114.5+(114.5 \times 1\%) \approx 115.65$

損失金額換算成美元= 91600 日圓
 $\div 115.65 \approx 792.04$ 美元

總獲利為 $781.25-792.04=-10.79$ 美元

由於價差交易口數以四捨五入方式計
算，所以4口臺日圓的合約規格較英鎊
稍大，以至於當貶值幅度相同時，仍會
產生小幅虧損，加上英鎊成交價格是價
差口數的參數之一，所以當英鎊價格變
動過大，價差口數也需要相對變動，是
交易上需要注意的技術問題。

(五) 日圓與日本指數類期貨價差交易

如果以6年的日線統計，可以發現日本
指數與日圓存在極大的相關性；當日



圓貶值時，日本指數大多時間呈現上漲，日圓升值時日本指數大多呈現下跌，這是因為日本經濟多以出口貿易為主，日圓若是升值，會影響日本貿易出口價格與企業獲利，讓日本指數下跌，反之指數則上漲。

日本指數類期貨目前在市場上較容易見到的是日經指數與東證指數期貨，而日經與東證指數期貨在多個交易所都可交易，且東證指數與日經指數相關係數高達94%，所以可以用日圓對東證指數與日經指數作價差交易。

有些人在操作時會採取看貶日圓期貨，且看多日本指數類期貨的策略，但是此策略在行情反轉時，日圓與指數類的部位都會同時產生虧損。因此若是選擇價差策略，應是比較日圓與日本指數的相對強弱度。也就是當日元貶值時，日本指數的漲幅與日圓貶幅的比較，或是日圓升值時，日圓的升幅與日本指數跌幅的比較，而日圓與日本指數同向的情形由於發生機率較少，且幅度並不大，是可以承受的風險。

在價差的比例口數上，公式是：(日本指數報價×日本指數合約規格÷臺日圓報價×臺日圓合約規格)×日圓與日本指數相關係數

舉例：假設11月11日臺日圓收盤報價106.67，日經指數期貨報價為17445，比例口數為 $17445 \times 500 \div 106.67 \times 20000 \times 0.81 = 3.31$

若認為近期日圓貶值幅度應較日經指

數漲幅大，可以賣出1口日經指數，且買進3口臺日圓。

延續以上假設，到了11月18日收盤，日圓報價110.88，貶值幅度為3.94%，日經指數報價17830，漲幅為2.2%，看對行情，日圓貶值幅度較日經指數大，此時日圓獲利

$(110.88 - 106.67) \times 20,000 \times 3 = 252,600$ 日圓，

日經期貨虧損

$(17830 - 17445) \times 500 = 192,500$ 日圓，

總獲利 $252,600 - 192,500 = 60,100$ 日圓。

以上範例是以日線上的收盤價做為簡略計算，且這個策略也可延伸運用到東證期貨與CME的日經指數期貨。不過由於兩商品的收盤時間不同，可能進出的價位也會略有不同。因此進出的價位以及兩商品是否能同時進出，就是此策略需要注意的風險。

美元、小型美元兌人民幣匯率期貨（後簡稱大美人與小美人）

人民幣在匯改及納入SDR之後，逐漸的趨向國際化，所以在這波美元升值的行情中，人民幣也與其他貨幣，諸如英鎊、歐元、日圓等一同貶值。由於這波人民幣貶值的行情，主要是在大陸的資金撤出，並轉向美元，使得美元兌人民幣貶值幅度達近20%，而且歷時近三年，不過在2016年底到今年年初，中國人民銀行開始減持美國國債拋售美元以阻貶人民幣，因此目前人民幣走勢已相較過去穩定。在交易策略上有以下幾種方式提供交易人參考。



Feature Report

表5、人民幣匯率期貨合約規格表

中文名稱	大美元兌人民幣期貨	小美元兌人民幣期貨
商品代號	RHF	RTF
合約規格	100,000 美元	20,000 美元
最小跳動點	人民幣 10 元	人民幣 2 元
交易時間	08:45~16:15 最後交易日 : 8 : 45 ~ 11 : 00	
交割方式	現金交割	
報價方式	間接報價 (1 美元 : 6.XXXX 人民幣)	
交易月份	連續兩個月分加上 4 個季月	
最後交易日	最後交易日為各該契約交割月份第三個星期三	

(一) 人民幣兌日圓交叉匯率價差

2015年中，人民幣同日圓開始一波貶值，且人民幣貶值較日圓劇烈，但是這個趨勢到了2016年底開始改變，也就是目前日圓貶值較人民幣劇烈，人民幣相較日圓是升值的，因此在操作策略上可採取看多人民幣升值，看空日圓貶值的操作策略。而因為臺日圓與人民幣匯率期貨都是採取直接報價，所以在交易上是空人民幣匯率期貨並且買進臺日圓期貨。以下分別就大、小美人舉例說明。

- (1) 大美人與臺日圓期貨合約規格都是美元計價，兩者價差口數為大美人合約規格 ÷ 臺日圓合約規格，即 $100,000 \div 20,000 = 5$ ，也就是賣出一口大美人，需同時買進5口臺日圓期貨。
- 假設：大美人成交價格為6.85，臺日圓成交價格為112.5，且大美人

與臺日圓相對於美元各貶值1%，

大美人虧損

$$= 6.85 \times 1\% \times 100,000 = 6,850 \text{ 人民幣}$$

人民幣貶值後匯率為6.9185

大美人虧損為

$$6,850 \div 6.7815 \approx 990.1 \text{ 美元}$$

臺日圓獲利

$$= 112.5 \times 1\% \times 20,000 \times 5 = 112,500$$

日圓

日圓貶值後匯率為113.625

臺日圓獲利

$$= 112,500 \div 113.625 \approx 990.1$$

總損益=0

- (2) 小美人合約規格也是以美元計價，且其與臺日圓口數比例恰為1：1（小美人與臺日圓價差口數 $= 20,000 \div 20,000$ ），也就是賣出小美人1口，需同時買進臺日圓1口。亦由於其合約規格相同，當波動相同時，損益將會一致，相對於



其他價差交易，更是理想的價差策略操作組合。

只是，大、小美人交易月份為連續月份，臺日圓是季月合約，大、小美人若交易的是連續月份就需要換倉以保持與臺日圓的價差策略，這時可能會產生滑價的風險，這部分特別提醒交易人留意。

(二) 人民幣兌歐元交叉匯率價差

雖然歐元自英國脫歐後，相較美元都呈現弱勢，但不若2016年人民幣貶勢兇猛，近期因為歐盟各國脫歐疑慮再起，加上歐洲央行考慮再擴大QE規模與實施期限並可能再降低利率。在歐元相對人民幣弱勢時，可以考慮採取看升人民幣並看貶歐元的交易策略，執行價差交易時請注意臺歐元合約是以歐元計價，以下分別就大、小美人兌臺歐元之價差交易分別舉例說明。

(1) 大美人價差口數=大美人合約規格
÷(歐元成交價格×臺歐元合約規格)
價差口數

$$=100,000 \div (1.1000 \times 20,000) = 4.54 \approx 5$$

假設：臺歐元成交價格為1.1000，大美人成交價格為6.85，賣出1口大美人，同時賣出5口臺歐元，且大美人與臺歐元各貶值1%時。

大美人損益

$$=6.85 \times 1\% \times 100,000 = 6,850 \text{ 人民幣}$$

此時人民幣貶值後匯率為6.9185

$$\text{虧損} = 6,850 \div 6.9185 \approx 990.1 \text{ 美元}$$

而臺歐元損益

$$=1.1000 \times 1\% \times 20,000 \times 5 = 1,100 \text{ 美元}$$

$$\text{總收益} = 1100 - 990.1 = 109.9 \text{ 美元}$$

(2) 小美人價差口數=(歐元成交價格
×臺歐元合約規格)÷小美人合約
規格

價差口數

$$=(1.1000 \times 20,000) \div 20,000 = 1.1$$

此時小美人損益

$$=6.85 \times 1\% \times 20,000 = 1,370 \text{ 人民幣}$$

$$\text{小美人損益} = 1370 \div 6.9185 \approx 198.02 \text{ 美元}$$

而臺歐元損益

$$=1.1000 \times 1\% \times 20,000 = 220 \text{ 美元}$$

$$\text{總收益} = 220 - 198.02 = 21.98 \text{ 美元}$$

參前例，以交易成本的角度考量，仍建議以小美人與臺歐元作為價差策略較為恰當，亦請留意交易月份的不同，也要考慮到換倉時滑價的風險。

以上簡單介紹各商品的價差策略，事實上配合其他的商品還能產生更多的交易策略，且價差強弱勢的看法也因時、地、人而異，但目的是希望能拋磚引玉，激盪出更多的策略想法，也希望能提供讀者交易策略參考，分散風險並做好資產配置與管理。



特別報導

盤後交易新制

即將上路



為維護交易人權益、降低交易糾紛、健全期貨市場發展，期貨公會推動「期貨商交易及風險控管機制」專案，並於2012年7月1日上路；為配合期交所將於2017年5月推出的盤後交易新制，本刊特就相關風險指標加以說明，期達有效執行風險控管之目的。

期貨市場風險指標的意義與含盤後交易時段的運用

期貨公會副秘書長◎詹益青

一、我國期貨市場盤中風險指標的演進

我國期貨市場發展之初對於盤中風險控管與盤中、盤後保證金追繳均依據『權益數』與『未平倉部位所需保證金』之關係來進行，即權益數低於所需維持保證金時發出盤中、盤後保證金追繳通知，當權益數低於所需原始保證金一定比率（與交易人約定）時，期貨商得開始執行代為沖銷。因當時僅從事國外期貨經紀業務，且又以期貨交易為大宗，選擇權之交易量極少，因此上述計算式尚能滿足期貨市場風險管理需求。

民國86年臺灣期貨交易所成立，隨後推

出之選擇權商品交易量迅速成長，當時大部分期貨商盤中風險控管指標仍沿用權益數低於所需原始保證金某一比例的計算方式，直至民國94年4月我國期貨市場發生選擇權時間價差交易違約損失事件後，期貨業界意識到盤中未將選擇權之市值加入計算無法反應真實的整戶結算風險，也體認到當時所採用做為代為沖銷依據的盤中風險管理指標，缺少選擇權非線性風險管理的不合理性，隨後期貨商為補強盤中風險控管計算方式，各自發展符合需求之盤中風險管理指標，我國期貨業也於此時正式開始將盤中及盤後保證金追繳及盤中風險管理的計算式加以區隔。

(表一)

方式一	清算維持率 = (權益數 + 選擇權部位淨市值) / 原始保證金	9 家期貨商使用
方式二	維持率 = Min (權益數, (權益數 + 選擇權部位淨市值)) / 原始保證金	6 家期貨商使用
方式三	清算維持率 = (權益數 + 選擇權部位淨市值) / (原始保證金 + 選擇權部位淨市值)	3 家期貨商使用
方式四	清算維持率 = (權益數 + 選擇權部位淨市值) / (原始保證金 - 選擇權賣方權利金市值)	2 家期貨商使用
方式五	維持率 = 權益數 / 原始保證金	6 家期貨商使用



檢視2013年7月1日以前期貨商所使用之風險指標計算方式整理共有5種，詳如表一：

表中資料可以發現各期貨商對於盤中風險管理之計算方法（即代為沖銷之計算式）並無一致之定義，交易人從事期貨交易時，同一個帳戶面對不同的風險指標計算式會面臨不同運算結果，因事關交易人交易帳戶權益，故屢屢發生無謂的交易糾紛。為減少上述的無謂糾紛，期貨公會透過『期貨商交易及風險控管機制專案』（以下簡稱風控專案）提出統一的風險指標計算式，並於2013年7月1日正式實施。

期貨公會所提之風險指標計算式，並非新創之制度，僅是參考國外期貨商及我國各家期貨商現行盤中風險管理計算方式，研擬出相對適合之指標供業者做統一標準之依據，實施至今尚能妥善管理交易人、期貨商及期貨市場之風險，且相對於未實施統一計算式前，交易糾紛顯著減少，可謂雙贏的局面。

二、現行風險指標的意涵

風控專案所建議之盤中風險指標計算式為：

盤中風險指標 = (權益數 + 未沖銷選擇權買方市值 - 未沖銷選擇權賣方市值) / (未沖銷部位所需原始保證金 + 未沖銷選擇權買方市值 - 未沖銷選擇權賣方市值 + 依「加收保證金指標」所加收之保證金)。

其中權益數 = 前日餘額 + 入金及手續費

調整金額 - 出金及手續費調整金額 + 期貨到期履約損益 + 權利金淨收付金額 + 期貨平倉損益 - 交易手續費 - 期交稅 + 期貨部位未平倉利得 - 期貨部位未平倉損失 + 有價證券抵繳金額。

盤中風險指標計算式隱含了什麼樣的風險控管主張呢？為方便描述，我們先將計算式以代碼表示，假設公式代碼如下：

- 1、E=權益數
- 2、Fm = 期交所公告之期貨契約原始保證金
- 3、Om = 選擇權市值 + Max(保證金A值 - 價外值, 保證金B值)
- 4、A=保證金A值
- 5、OLV=未沖銷選擇權買方市值(Long Side)
- 6、OSV=未沖銷選擇權賣方市值(Short Side)
- 7、Add=依「加收保證金指標」所加收之保證金

則盤中風險指標不得低於約定比率（假設25%）之計算式可簡寫如下：

$$\frac{E+OLV-OSV}{(Fm+Om)+OLV-OSV+Add} < 25\%$$

再移位之後可得：

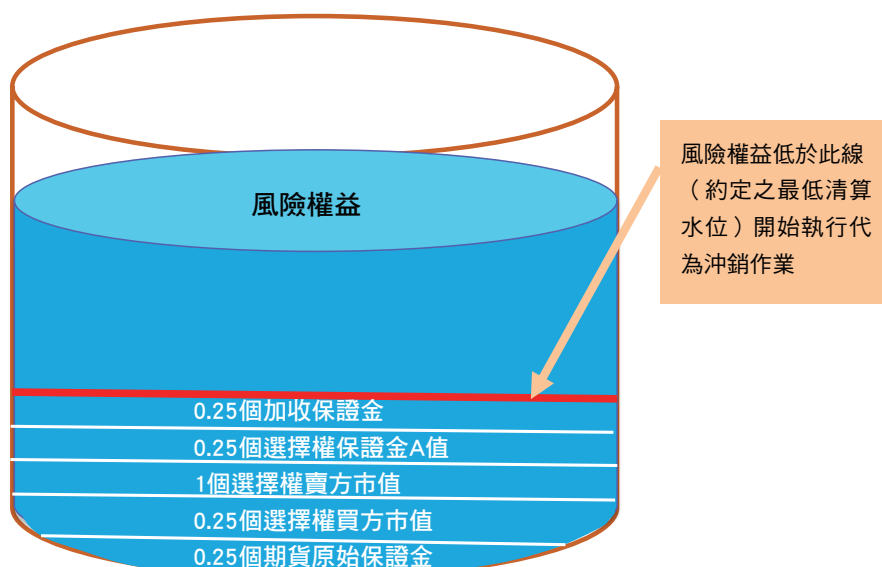
$$E < 25\%(Fm+A) - 75\%OLV + OSV + 25\%Add$$

亦即當交易人帳戶盤中權益數小於約定之最低清算價值時，期貨商將執行代為沖銷作業程序，此約定之最低清算價值含有未平倉部位所需保證金的25%、選擇權買方平倉時所收取權利金的25%、選擇權賣方平倉時所需支付的權利金及加收保證金的25%。換句話說，當盤中風險指標低於約定比率時（25%），如果交易人無法即時提高權益數

(入金)或降低約定之最低清算價值(減少未平倉之部位)，表示此交易帳戶正處於高風險狀態，期貨公司將針對此交易帳戶內所有未平倉部位，不區分未平倉部位是否損失，以整戶清算的方式開始執行代為沖銷作業程序，如果都能以當時的市價全部順利平倉，那麼交易人帳戶中的權益數會剩餘所需保證金及加收保證金的25%再加上選擇權買方平倉所收取權利金之25%。

因此當盤中風險指標低於約定比率且交易人不作為的情境下，期貨商應執行代為沖銷作業，使交易人帳戶可以留有部分金額，以減少執行代為沖銷作業後因交易人帳戶所餘現金不足以應付每日結算而造成超額損失¹，並確保在零合交易期貨結算制度下之市場風險得以控制。

圖釋如下：



三、代為沖銷的標準是未平倉部位所需原始保證金之25%？

期貨交易人對於期貨商代為沖銷標準的理解，或有『維持率25%』或『原始保證金的25%』的認知，這樣的認知是否正確？會不會產生交易糾紛？我們檢視風險指標的意涵可以發現，『維持率25%』或『原始保證金的25%』的說法僅存在於某些交易情境，並未涵蓋所有的交易情境，因此上述說法，在其他交易情境出現時，就容易產生交易糾紛，原因說明如下：

檢視風險指標計算式，移位後可得 $E < 25\%(F_m + A) - 75\% OLV + OSV + 25\% Add^2$ ，假設交易人盤中部位僅留有期貨部位且未被加收保證金，則此帳戶使用上述計算式計算盤中風險指標時，可將選擇權有關因

1 因市場波動因素，期貨商無法保證代沖銷結果不會有超額損失，僅能盡善良管理人責任盡量避免。
2 參考本文內容二、現行風險指標的意涵



素及加收保證金帶入0值，整理公式可得 $E < 25\% F_m$ ，亦即當盤中權益數低於未平倉期貨部位原始保證金之25%時，期貨商將採取代為沖銷作業，因此『維持率25%』或『原始保證金的25%』的說法只有在盤中僅留有期貨部位時才算正確，如果交易人帳戶盤中除留有期貨部位之外，尚留有選擇權買（賣）方部位，那麼風險指標的25%就不是『維持率25%』或『原始保證金的25%』，而且含有選擇權賣方部位的約定最低清算價值水位會較單純僅留有期貨部位的水位高，亦即含有選擇權賣方部位的帳戶，其盤中風險指標相對容易低於約定的比率，因此當期貨交易人詢問代為沖銷標準時，仍以回覆『風險指標低於約定比率』較為妥適。

四、含盤後交易時段『風險指標』³之調整

臺灣期貨交易所預計於2017年5月中旬推出盤後交易及美國的指數期貨，因有些盤後交易時段商品其標的市場已收盤，盤後時段交易之價格容易產生不連續之波動，為避免深夜干擾沒參與盤後交易的交易人作息，臺灣期貨交易所指定部分商品於盤後時段豁免代為沖銷作業，同時也不希望盤後交易時段豁免代為沖銷商品的價格波動於該商品進入盤後交易時段後影響交易帳戶整戶之風險

指標值。

為達上述管理目的並衡量合理控管整體市場風險，在可維持風險指標意涵一致性的原則下，不改變風險指標計算式，僅針對盤後交易時段豁免執行代為沖銷作業商品於計算風險指標時做部分調整，內容如下：

風險指標 = $\frac{\text{風險權益} + \text{未沖銷選擇權買方風險市值} - \text{未沖銷選擇權賣方風險市值}}{\text{未沖銷部位所需風險原始保證金} + \text{未沖銷選擇權買方風險市值} - \text{未沖銷選擇權賣方風險市值}} + \text{依「加收保證金指標」所加收之保證金}$ 。其中風險權益 = 前日餘額 + 入金及手續費調整金額 - 出金及手續費調整金額 + 期貨到期履約損益 + 權利金淨收付金額 + 期貨平倉損益 - 交易手續費 - 期交稅 + 未沖銷期貨風險浮動損益 + 有價證券抵繳金額。

建議調整之風險指標計算式與現行計算式比較，運用於一般交易時段時無任何差異，運用於含盤後時段，為避免盤後交易之風險指標被豁免代沖銷之商品價格波動影響，爰將計算式中涉及需要帶入市價計算的部分，遇含有已進入盤後時段且豁免代為沖銷商品⁴，以固定之結算價計入各項目。另為避免專有名詞日後使用混淆，將計算項目之名稱予與調整，相關建議調整之項目及內容如下（以下一般交易時段簡稱T日，盤後交易時段簡稱T+1日，未平倉部位簡稱OI）：

3 盤後交易推出後風險指標將含蓋盤中及盤後，爰擬將『盤中風險指標』改為『風險指標』，以符合實際運用。

4 例如計算『風險權益』中之『未平倉期貨風險浮動損益』及計算『風險指標』中之『未沖銷選擇權買（賣）方市值』。

1、調整風險權益數中之『未沖銷期貨風險浮動損益』項目：

情 境	原計算內容	調整內容	說 明
T 日所有商品	成交價與市價差額	成交價與市價差額	與現行計算內容相同。
T 日收盤後之 OI	成交價與結算價差額	成交價與結算價差額	同上。
T 日豁免代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	成交價與 T 日結算價差額	T 日之未平倉部位進入盤後時段以結算價固定不影響風險指標值，與現行結算後同。
T 日須代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	成交價與市價差額	T 日之未平倉期貨部位進入盤後時段後浮動損益隨市價波動而改變，與 T 日同。
T+1 日新增豁免代沖銷部位	無	成交價與成交價差額	新增期貨部位浮動損益以 0 計不影響風險指標
T+1 日新增須代沖銷部位	無	成交價與市價差額	新增期貨部位浮動損益隨市價波動而改變，與 T 日同。
為避免名詞使用混淆，調整後之項目名稱更改如下： 原『權益數』改為『風險權益』。 原『未沖銷期貨浮動損益』改為『未沖銷期貨風險浮動損益』。			

2、調整『未沖銷選擇權買（賣）方風險市值』項目：

情 境	原計算內容	調整內容	說 明
T 日所有商品	市價	市價	與現行計算內容相同
T 日收盤後之 OI	結算價	結算價	同上
T 日豁免代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	T 日結算價	未平倉部位市值以結算價固定不影響風險指標值。
T 日須代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	市價	未平倉部位市值會隨市價波動而影響風險指標值。
T+1 日新增豁免代沖銷部位	無	T 日結算價	新建部位市值以結算價固定，風險指標值不受市價波動影響。
T+1 日新增須代沖銷部位	無	市價	新增部位市值隨市價波動而改變，與 T 日同。
為避免名詞使用混淆，調整後之項目名稱更改如下： 原『未沖銷選擇權買方市值』改為『未沖銷選擇權買方風險市值』。 原『未沖銷選擇權賣方市值』改為『未沖銷選擇權賣方風險市值』。			



Market information

3、調整『未沖銷部位所需風險原始保證金』項目中選擇權賣方保證金之市值計算方式

情境	原計算內容	調整內容	說明
T 日所有商品	市價	市價	與現行計算內容相同
T 日收盤後之 OI	結算價	結算價	同上
T 日豁免代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	T 日結算價	未平倉部位市值以結算價固定不影響風險指標值
T 日須代沖銷商品之 OI 進入 T+1 日時段	無	市價	未平倉部位市值隨市價波動而改變風險指標值與 T 日同。
T+1 日新增豁免代沖銷部位	無	T 日結算價	新增部位保證金中之市值不受價格波動影響但新增部位會增加使用保證金額度而降低風險指標值。
T+1 日新增須代沖銷部位	無	市價	新增部位保證金中之市值會隨市價波動且使用保證金額度也會增加而影響風險指標值，與 T 日同。

為避免名詞使用混淆，調整後之項目名稱更改如下：
原『未沖銷選擇權買方市值』改為『未沖銷選擇權買方風險市值』。
原『未沖銷選擇權賣方市值』改為『未沖銷選擇權賣方風險市值』。

五、盤後交易推出後，執行代為沖銷的標準有改變嗎？

依循期貨市場逐日洗價（Mark to Market）之結算特性，在任何交易時段期貨商均應於交易帳戶風險指標低於約定比率時執行代為沖銷作業，將所有尚在交易的商品全數沖銷，惟盤後交易推出後，期交所針對進入盤後交易時段之部分商品指定豁免代為沖銷，因此計算風險指標時，將指定豁免代為沖銷之商品以結算價計入，避免該豁免商品之市價波動影響風險指標值，也因而使得計算風險指標之風險權益與計算可動用保證金之權益數之間產生差異。

交易人在盤後時段新增選擇權賣方部位，且結算價遠高於市價時，風險權益與權益數之間的差異，可能造成風險指標已低於約定比率，但帳戶內仍留有可動用保證金之情境，雖上述情境發生機率極微，但仍須加以管理，爰將已進入盤後交易時段且含有豁免商品部位之交易帳戶代為沖銷標準調整為風險指標低於約定比率且權益數低於維持保證金。

六、結論

盤後交易平台建置的主要目的在於提供期貨交易人遇突發事件時得以做為即時管理相關風險的場所，期貨商管理市場風險，本應隨市場價格波動隨時洗價即時控管，惟考量未參與的交易人作息得不被干擾，臺灣期貨交易所對部分商品進入盤後交易時段指定豁免代為沖銷，因此做為代為沖銷依據之風險指標相關參數調整及其所衍生出來之差異變化，建議期貨從業人員在充分瞭解後向期貨交易人詳細說明，並做最優質的服務。

另當交易人帳戶中留有盤後交易時段豁免代為沖銷商品未平倉部位，當進入盤後交易時段達約定之代為沖銷標準時，期貨商應將除豁免商品之部位以外之其他商品全數代為沖銷，因與交易人熟悉之一般交易時段代為沖銷原則略有差異，亦應向交易人一併告知，避免產生交易糾紛。



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