

期貨人

2002年三月創刊 《總號第057期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2016**

第一季



封面故事

不容小覷的金融衍生性商品

市場訊息

投資全球 錢進期貨

專題報導

委外研究專題報導



總編輯的話 / 盧廷劼

封面故事

不容小覷的金融衍生性商品

- 2 臺灣衍生性金融商品之發展利基與突破
/ 李沃牆
- 8 ETF熱潮 方興未艾
/ 章錦正
- 13 多贏共榮的槓桿交易商
/ 沈行峰

市場訊息

投資全球 錢進期貨

市場推廣

- 23 資產管理競爭力論壇紀要
/ 王克庭、陳昱光
- 28 跳脫舊有的思維 迎接投資的新觀念—
追求絕對報酬的期信基金
/ 林彥全、鄧育庭

期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鳴珩
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

CONTENTS

國際脈動

- 35 鑑古知今~觀大和經濟 悉應對之道
/林伯謙

兩岸秀新聞

- 46 上海國際能源交易中心-原油期貨介紹
/林惠蘭

專題報導

委外研究專題報導

- 52 保險業參與期貨信託基金及衍生性金融商品交易之研究
/張士傑
- 63 現行期貨商調整後淨資本額（ANC）監理制度之檢視與建議
/紀淑梅





產業升級 創新局

◎盧廷劼

臺灣期貨業於民國83年自國外期貨經紀業務萌芽，開展本國期貨經紀業務，循序開放自營業務、顧問事業、期貨經理全權委託、期貨信託基金業務，到104年期貨槓桿交易商問世，經過20年的努力，終於完成最後一塊業種拼圖。

87年臺灣期貨交易所成立，為本國期貨業長遠發展打下第一道里程碑，交易所不斷研發符合交易人需求之期貨商品，除連結臺股指數、證券個股之期貨與選擇權外，亦跨市場發展歐臺期歐臺選、日本東證指數期貨、人民幣匯率期貨及陸股ETF期貨等，不但使商品更為多元，並逐步帶領臺灣期貨業進軍國際。

而本地期貨經理公司也在101年取得首檔國外專業投資機構（CPO）委任從事期貨全權委託業務，伴隨著境外法人的肯定，也代表著以本地人才為基礎的期貨資產管理事業正式跨足國際，再打下一道重要里程碑。

期貨業與國際金融連動程度深，國際性金融事件往往衝擊著我們的管控制度與危機處理能力，其中尤以100年美國債信問題引發的全球性金融海嘯，與美國MF GLOBAL集團破產危機的考驗最為嚴峻，期貨業稟持

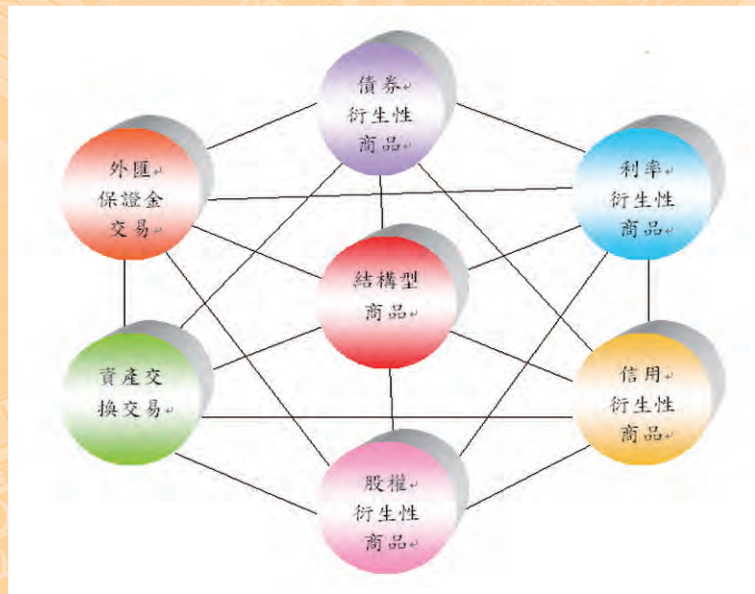
以交易人權益為最高目標的風險管理及高度自律精神，在主管機關的支持下，均能妥適處理、穩健的經營。

為推廣期貨市場，104年期貨公會委託外部學者、專家透過探討我國期貨信託基金與保險業投資面及商品面之結合與開放，提供主管機關及法人機構參考，以促進法人機構運用期貨資產管理工具分散風險、增加投資運用之效果，並重新檢視我國期貨商ANC計算及比例標準之合宜性並提出修正之建議，期能在兼顧市場風險的原則下，提昇期貨商經營效益。

期貨行業努力突破限制，串接產品設計、投資操作、產品發行與市場推廣、投資人教育保護，我們不只要產業升級還要發光發熱，105年期交所、期貨公會攜手結合媒體共同宣傳期貨資產管理業務，期透過曝光效果帶動期貨資產管理蓬勃發展、讓大眾看到更多元的期貨業，進而達到形象提昇之目的。本期藉由資產管理競爭力論壇暖身，焦點報導國內外資產管理表現及國際脈動，以協助讀者即時掌握市場動態，並分享委外研究專題之成果。

CNFA

封面故事



伴隨著國際化發展，衍生性金融商品孕育而生，多元且創新，成為一股不容小覷的風潮，在全球投資人關注下，不論是集中市場的期貨與選擇權或店頭市場的衍生性商品表現均相當熱絡。為推動行業發展，本單元除報導臺灣發展衍生性金融商品之利基與突破，同時介紹近期火紅的ETF商品及槓桿交易商。



臺灣衍生性金融商品之發展利基與突破

淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任◎李沃牆

楔子

就在1995年2月26日，具百年歷史的英國霸菱銀行，一名派駐新加坡的衍生性金融商品交易員，因對日本景氣誤判，導致其在新加坡及日本大阪二個交易所6.5億美元的交易虧損。隔日，其虧損更擴大至10億美元以上；此事件爆發後，全球股市如骨牌般效應，全面下挫，全球籠罩在一片愁雲慘霧之中。

由於一位過度自信的年輕小伙子—李森（Nick Lesson），在衍生性金融商品的超額交易，導致有 233 年悠久歷史的英國霸菱銀行破產。此一事件不僅震驚了全球的金融市場，徒使「衍生性金融商品（Derivative）」在一夕之間聲名大噪。

衍生性金融商品顧名思義，就是從傳統或基礎金融市場，如貨幣市場、債券市場、股票市場、外匯市場等衍生出來的商品。基本的衍生性金融商品契約型態主要有遠期契約（Forward）、期貨（Futures）、交換契約（Swap）及選擇權（Option）等四類，但

隨著契約型態搭配連結標的資產的不同，而有不同類型的衍生性金融商品。伴隨金融不斷創新，結合固定收益商品與衍生性金融商品之結構型商品也因應而生，如信用連結債券，以及連結衍生性商品之證券化商品，例如合成型擔保債權憑證（Synthetic Collateralized Debt Obligation, Synthetic CDO）等，再衍生的商品亦不勝枚舉。

衍生性金融商品之交易場所包括集中市場及店頭（OTC）市場。交易所交易之衍生性金融商品皆為標準化商品；而OTC市場之交易又稱為場外交易，交易商品可以客製化，較少交易規範，以個別議價方式完成交易，惟此種交易制度易衍生流動性與交易對手風險，以及缺乏透明度等問題。

全球衍生性金融商品發展概況

根據國際清算銀行（BIS）的最新統計，截至2015年9月止，全球交易所交易的期貨契約中未平倉合約達26.7兆美元，平均每日成交額為4.69兆美元（參考表1）。選



擇權未平倉合約達35.5兆美元，而平均每日成交額為1.22兆美元（參考表2）。櫃買中心交易的衍生性商品契約中，名目本金餘額達552.9兆美元，而交易總額達15.5兆美元，交

易商品主要包括外匯、利率及股權連結的衍生性商品（參考表3）。足見，無論是集中市場的期貨、選擇權或櫃買中心的衍生性商品依然相當熱絡。

表1全球交易所交易的期貨契約

（單位：10億美元）

期貨	未平倉合約			平均每日成交額		
	2014/12	2015/6	2015/9	2013	2014	2015/9
全市場	25,582	26,349	26,739	5,000	5,046	4,694
利率	25,348	26,116	26,528	4,872	4,933	4,576
外匯	234	233	211	128	113	118
北美地區	15,705	17,191	17,235	2,613	3,226	3,258
利率	15,554	17,053	17,114	2,513	3,140	3,175
外匯	151	138	121	100	86	83
歐洲	7,080	6,601	7,166	2,004	1,534	1,140
利率	7,077	6,597	7,163	2,002	1,531	1,135
外匯	3	4	4	2	3	5
亞太地區	1,775	1,574	1,484	282	208	207
利率	1,765	1,560	1,472	273	202	199
外匯	11	14	12	8	6	8
其他市場	1,022	983	854	101	79	89
利率	953	906	779	83	60	67
外匯	69	76	75	18	18	22

資料來源：國際清算銀行，<http://stats.bis.org/>

表2 全球交易所交易的選擇權契約

（單位：10億美元）

選擇權	未平倉合約			平均每日成交額		
	2014/12	2015/6	2015/9	2013	2014	2015/9
全市場	32,017	35,861	35,539	1,396	1,314	1,222
利率	31,874	35,706	35,398	1,384	1,302	1,210
外匯	143	156	141	12	12	12
北美地區	24,688	26,523	26,042	647	908	990
利率	24,590	26,430	25,961	639	900	982
外匯	98	94	81	8	9	7
歐洲	6,775	8,889	9,174	724	387	223
利率	6,772	8,887	9,173	724	387	223
外匯	3	2	2	0	0	0
亞太地區	18	12	12	10	6	5
利率	17	11	10	9	5	3
外匯	1	1	2	1	1	1
其他市場	537	437	311	15	13	5
利率	496	378	254	12	10	2
外匯	41	58	56	2	3	3

資料來源：國際清算銀行，<http://stats.bis.org/>



Cover Story

表3 全球櫃買中心交易的衍生性商品契約

(單位：10億美元)

衍生性商品	名目本金餘額			交易總額		
	2014/12	2015/6	2015/9	2013	2014	2015/9
全市場	710,633	629,142	552,909	18,825	20,878	15,521
外匯契約	70,553	75,879	74,519	2,284	2,944	2,547
利率契約	584,799	505,454	434,740	14,200	15,608	11,081
股權連結契約	6,560	6,968	7,545	700	612	606

資料來源：國際清算銀行，<http://stats.bis.org/>

臺灣衍生性金融商品發展概況

臺灣衍生性金融商品的發展較晚，但商品種類卻不斷推陳出新，在集中市場交易包括：券商所發行的認購權證、牛熊證、ETF及REITs等；而在期交所發行的商品則區分為：1.指數類商品（臺股期貨、電子期貨、金融期貨、小型臺指期貨、臺灣50期貨、櫃買期貨、非金電期貨、東證期貨）；2.個股期貨；3.十年期政府公債利率期貨；4.指數選擇權（包括臺指選擇權、電子選擇權、金融選擇權、櫃買選擇權、非金電選擇權）；5.個股選擇權；6.商品期貨及選擇權（包括黃金期貨、新臺幣計價黃金期貨、黃金選擇權）；7.匯率期貨（小型美元兌人民幣匯率期貨、美元兌人民幣匯率期貨）。

櫃買中心交易的衍生性商品也稱為店頭衍生性金融商品，其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約及結構型商品。基本型的店頭衍生性商品可分為遠期契約（Forwards）、交換契約（Swap）及選擇權契約（Options），或由上述二種以上契約之組合，結合固定收益商品之結構型商品。目前櫃買中心所推出的商品有可轉換公司債

（Convertible Bond）、債券選擇權（Bond Option）、債券遠期（Bond Forward）、新臺幣利率交換（IRS）、新臺幣遠期利率協定（FRA）等。

在國內一般商業銀行所交易的衍生性商品主要有：本金交割遠期外匯（Delivery Forward）、人民幣無本金交割遠期外匯（CNY Non-Delivery Forward）、貨幣市場換匯交易（Money Market Swap）、外匯選擇權（Foreign Exchange Option）、利率交換（Interest Rate Swap）、換匯換利交易（Cross Currency Swap）、結構式利率交換（Structured Interest Rate Swap）、遠期利率協議（FRAs）、利率選擇權（Interest Rate Option）、利率交換選擇權（Swaption）、外匯保證金交易（Margin Trading）、TRF（目標可贖回遠期外匯）及DKO（歐式觸及出場遠期合約）。

法規鬆綁 促進衍生性商品業務發展

近幾年，金管會對於衍生性商品的相關法令也有較大幅度的開放，如：

- 一、為落實金融納入自由經濟示範區方案，金管會於2013年12月底大幅放寬國際金



融業務分行（OBU）衍生性金融商品業務及外匯業務，以後除複雜信用類衍生性商品，如信用違約交換交易（CDS）及抵押債務債券（CDO）外，衍生性金融商品完全不設限，新種外匯業務採備查，以鼓勵銀行推創新商品，吸引更多資金到OBU。過去OBU對自然人客戶只能推出保本率達70%、單一資產類別的商品；同時也要依客戶資產規模區分「專業客戶」、「一般客戶」；待法令鬆綁後，就連臺灣未核准的私募基金等，都能在OBU上連結、投資，鼓勵國內金融業者自創商品，在OBU提供給客戶，實有助於衍生性業務的推展。

二、櫃買中心於2015年6月26日證櫃債字第10404002451號函表示，為配合主管機關推動打造「數位化金融環境3.0」策略，因應行動通訊及網路時代來臨，考量實務上電子交易模式已蔚為趨勢，開放證券商應用電子化交易辦理衍生性金融商品業務。參考「金融消費者保護法」及「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」，修正：1.「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」（槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則）；2.「證券商辦理衍生性金融商品交易業務應注意事項」（槓桿交易商辦理槓桿保證金契約業務應注意事項）；3.「證券商受託買賣有價證券業務人員銷售衍生性金融商品業務規範」。

三、櫃買中心2015年8月10日證櫃債字第10400222641號函表示，為配合主管機關「推動金融創新策略藍圖」政策，1. 放寬證券商申請衍生性金融商品業務資格之審查時程；2. 放寬銷售予專業投資人臺股股權相關衍生性金融商品之連結標的範圍，除原定的認購（售）權證之標的外，新增得為融資融券交易之上市櫃股票；3.「金融消費者保護法」修改複雜性高風險商品之類型。

開放期貨槓桿交易商 邁向新里程碑

臺灣期貨交易法第三條第一項之規定，所謂「期貨交易」係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約之交易。過去，「槓桿保證金契約」因相關配套監管規範建制尚未完成，一直無槓桿交易商此等專營槓桿保證金契約業務之金融業別。而所謂的「槓桿保證金契約」係指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。槓桿保證金契約商品型態如外匯保證金、能源、貴金屬及所謂的「差價契約（Contract For Difference，簡稱CFD）」等。槓桿交易商會直接入市取得連結標的部位，無論是基於避險之需要，對我國現貨市場之發展亦將有相當之推升及助力，俾以帶動整體經濟之成長。因



Cover Story

此，開放期貨槓桿交易商聲音一直不絕於耳。

為健全國內期貨事業完整發展，金管會於2015年7月9日核准證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則。開放期貨商可以申請兼任槓桿交易商，並經營槓桿保證金契約交易業務，考量槓桿保證金契約交易與證券商店頭衍生性商品交易業務性質相近，委由櫃買中心辦理部分業務資格審查與交易市場管理。期貨商向主管機關取得槓桿交易商資格後，即可向櫃買中心申辦各項槓桿保證金契約交易業務，在業務開放範圍部分，共計開放七大類商品，包括債券、利率、股權、信用衍生性金融商品，以及資產交換、結構型商品及外幣保證金，且槓桿交易商對專業機構投資人的可承作商品範圍採行負面表列管理，得不受限於七大類商品範圍。另外，槓桿交易商除不得連結涉及新臺幣匯率的標的外，所申辦的業務若涉及外匯，仍須經中央銀行許可才能經營。目前僅元大期貨於2015年底取得營業處所經營槓桿保證金契約交易業務資格之槓桿交易商，第二家也可能於近期開放。

但依目前櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則第二章申請條件第五條所述：本規則所稱槓桿保證金契約，指依國內外期貨市場之規則或實務，其價值衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益，而由當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之衍生性金融

商品契約。前項槓桿保證金契約型態包括遠期契約、選擇權契約、交換契約、差價契約，或上述二種以上契約之組合，或結合固定收益商品之組合式契約，且除本規則另有規定外，不得連結下列標的：國內外私募之有價證券及本國企業赴海外發行之有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行之受益憑證。國內外機構編製之臺股指數及其相關金融商品，但由櫃買中心或臺灣證券交易所股份有限公司編製或合作編製者，不在此限。大陸地區證券市場有價證券。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。槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，而有涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。

由上述規定看來，期貨槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易仍受一定的限制，筆者建議：

一、差價契約商品應速推出：依差價契約交易特性，其為契約雙方約定交換契約標的差價之契約，買賣雙方皆應繳交契約價值一定比例之保證金，買方並自賣方取得相當契約價值之信用額度，該契約於未了結前，每日結算，並依約定結算差額，若合約標的資產於結算時之價格高於約定時之價格，則賣方支付差價予買方；反之則由買方支付差價予賣方之合約。該工具因不需要持有標的物、槓桿交易、可快速連接不同市場、低費用，無隱形手續費、還可多空獲利並支



援多種終端的網上交易平台，廣受投資人喜愛。但仍有一些困難必須克服：

1. 期交所指數授權問題：據悉，國內期貨槓桿交易商的差價契約商品目前在設計審查階段，未來應多開放相關差價契約商品，如指數CFD（除臺指外，亦可連結不同國家指數），但必須期交所授權核准；鑑於業務的推動，期交所應有限度的放寬。
2. 其他差價契約的限制應減低：如股票CFD、商品期貨CFD、原物料CFD的設計及發行應多予鼓勵及放寬。除可促進CFD商品更多元，投資人也有更多選擇。
3. 槓桿交易商保證金提撥應予以彈性：另一方面，因此類商品風險較高，站在保護投資人的角度來看，金管會若限制交易商必須提撥高額保證金，可能會影響交易商獲利，除非自營部有強力的差價策略可以進行避險，或是類似造市獎勵這樣推動交易商去推廣此類商品，不然依照現行國際金融市場普遍降槓桿的策略來看，這種過度槓桿膨脹的商品推廣恐不易。

二、期貨槓桿交易商經營外匯保證金業務：因國內有外匯的管制，而外匯槓桿保證金交易因涉及外匯交易，仍受央行管制。目前，央行訂有「指定銀行辦理外幣保證金交易代客操作業務管理辦法」，在該辦法第四條中，指定銀行辦理代客操作業務應符合下列條件，並依第五條規定申請許可：（一）、經本行許可辦理外幣保證金交易業務。（二）、應於其自有資金管理部門及信託業務專責

部門之外，另設代客操作專責單位（以下簡稱專責單位）辦理。但是，因為國內的銀行外匯保證金的條件遠不如外匯經紀商，所以，才有外匯經紀商搶食保證金交易的大餅。但未來針對期貨槓桿交易商經營外匯保證金業務，應有彈性開放，才能活絡相關市場。

掌握成功要素 六大面向需配合

無論是集中市場、櫃買中心、券商或期貨槓桿交易商要推出成功的衍生性金融商品必須在發行面、交易面、結算交割面、稅務面、投資人保護面、監理面六大面向相互配合。進一步言之，1.在推出新商品時，必須考慮賦稅要如何課徵及是否對投資人有吸引力，這關係到新商品未來發展。因為外國人來臺交易股權衍生性商品，由於集中交易市場是課徵交易稅，而證券櫃檯買賣市場是課徵所得稅，課稅制度不同，加上盈虧互抵的問題，如何吸引國際資金投資店頭股權衍生性商品即面臨困難。2.要建構具彈性的交易，如集中的交易平台及結算制度。3.配合數位金融的發展，提高電子下單的比重。4.不少投資人在金融海嘯受衍生性商品傷害，導致店頭衍生性商品好像是不夠透明，應進一步健全投資人保護制度。5.提昇衍生性金融商品研發之要素，包括：財工人才的培訓、市場規模的擴增、相關法規的鬆綁。

綜合來說，臺灣衍生性金融商品之發展有其利基，但仍有不少法令規範待突破，冀望金猴年有新氣象。





ETF 熱潮 方興未艾

撰文/國泰投信 新金融商品投資部◎章錦正

自首檔ETF (exchange-traded fund) 概念基金於1989年的加拿大交易所掛牌之後，ETF就逐漸開始勢如破竹地成長。美國問世的第一檔ETF，是在1993年發行的S&P 500 Depository Receipt ETF (簡稱SPDR，代碼：SPY)，它在美國證交所上市，而美國目前仍是全球最大的ETF市場，SPDR S&P 500 ETF也保持是全球總管理資產規模最大的ETF。

過去二十多年來，ETF的發展與成長從未停下腳步。國際上許多資產管理公司也持續推出創新性的ETF，從股票型ETF，漸漸發展出債券、房地產、原物料、黃金及匯率等各種資產類別，近幾年槓桿放空型ETF也受到全球投資人的青睞，現在甚至出現了主動式操作的ETF。

ETF概念簡介

Exchange Traded Fund顧名思義，是一種在證券交易所上市交易的基金，通常會追蹤

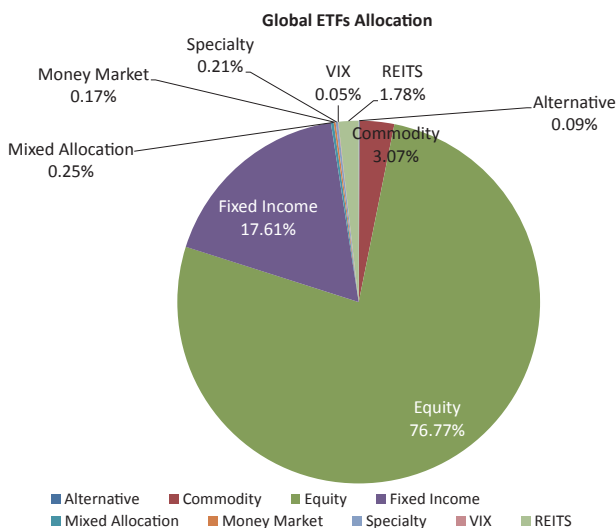
某一種標的指數，屬於開放式基金的一種特殊類型，結合封閉式基金與開放式基金的優點，投資人既可以在次級市場買賣ETF的股份，又可以向投信（基金公司）申購或買回ETF的股份，不過依其原始概念，申購買回必須以一籃子成份股（或許加上少量現金）換取一定單位數的基金的受益憑證，或是以基金受益憑證換回一籃子股票，這個流程常被稱為「實物申贖」。由於ETF同時存在初級市場的申購買回機制，又存在次級市場的交易，所以投資人可以在ETF次級市場交易價格與基金的單位淨值間存在的價差進行套利的操作。

在臺灣ETF被稱為指數股票型基金，是在臺灣證券交易所掛牌上市與公開交易的指數證券化之有價證券，與一般有價證券之不同點在於其基金的買賣操作表現是以追蹤標的指數的變動而獲得損益，而其ETF指數的產生則是以其基金所持有的股票組合而計算得之。

隨時間的演變，過往只能以實物申贖



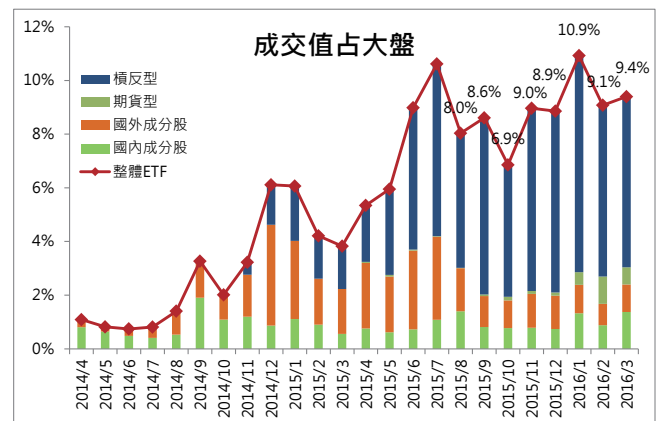
的ETF，現在也逐漸有愈來愈多的產品可以用現金方式進行申購或買回，但事實上這種「現金申贖」的本意其實與申購開放式基金略有不同。ETF的現金申購為「代執行」的概念，理論上是投資人本來應該以一籃子證券跟投信申購，但投資人拿現金，請投信代為買入一籃子證券，再換回受益憑證。所以，比較嚴謹的作法上來說，投資人所執行買入的一籃子證券價格，有可能與基金淨值略有差異。



國內首檔ETF是大家都耳熟能詳的「臺灣50」(0050)，於民國92年6月25日正式成立，而臺灣也成為繼香港、日本、新加坡和南韓之後，亞洲第五個ETF的發行國家。該基金以臺灣50指數(Taiwan 50 Index)為其追蹤指標，指數成份股包含臺灣股市市值前50大的上市公司，代表國內市場大型藍籌股的整體表現。

槓反ETF發展

自金融海嘯以來，全球ETF檔數反而大幅成長，從兩千多檔躍升到近六千多檔，管理資產已然超過對沖基金，而其類型也發展快速，讓投資人有更豐富的選擇，在全球的ETF發展上，目前仍以股票型的ETF總市值較大，其次則為固定收益型ETF，而商品型與其他類別的ETF也在持續成長之中。ETF發展熱潮在臺灣市場更是明顯，不只由原來的寡占變成現在各投信百家爭鳴，ETF成交量也從原本占台股成交量的2%，最熱時成長到10%以上。

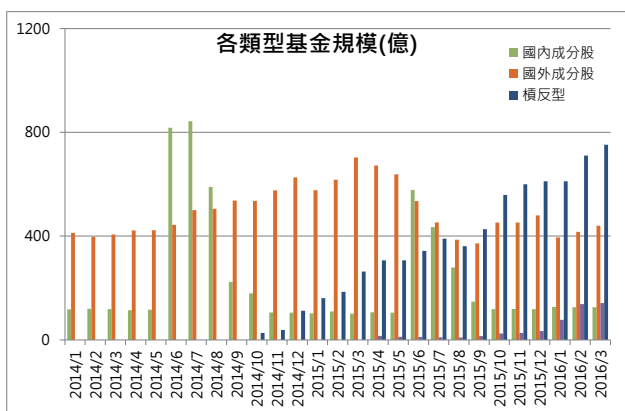


就國內市場發展現況來看，過去兩年成長集中在中國相關指數的ETF與槓桿及反向型ETF上，且總規模變動明顯有持續成長的態勢。若以槓桿及反向ETF為一種類型來看，至2015年12月總規模已超過600億元臺幣，高於國外成份股型的ETF，且成長速度並沒有明顯放緩。

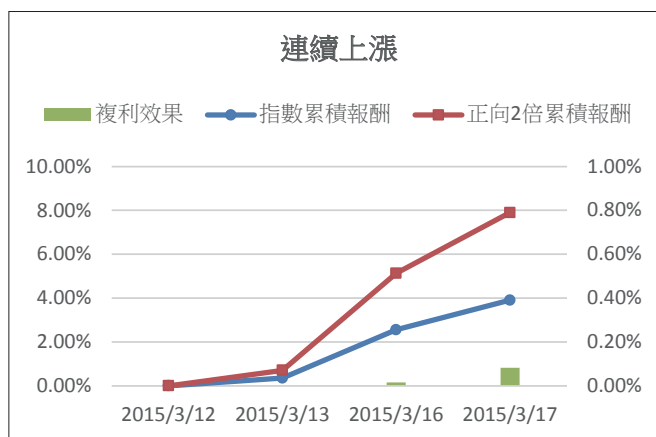
事實上，使用槓桿或反向ETF會有所謂的「複利效果」，這個特性也讓某些投



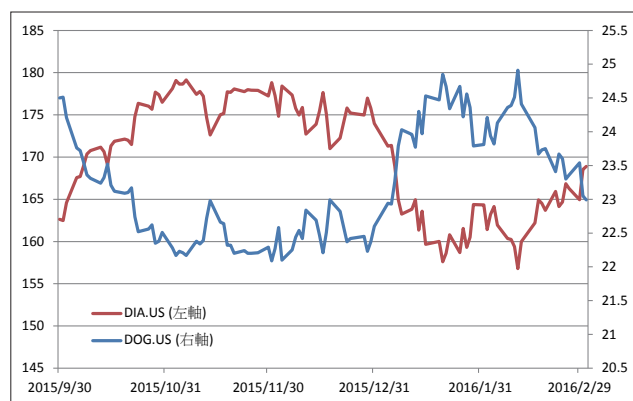
Cover Story



資人愛不釋手；2倍的槓桿型ETF以追蹤標的指數之單日正向2倍報酬為目標，為達單日倍數報酬之效果，基金實務操作上需對於曝險部位進行每日調整投資組合（Daily Rebalancing），此操作特性將產生「複利效果」之影響，使計算期間超過一天以上之倍數報酬累計報酬率，會與標的指數累積報酬之2倍有所偏離。複利效果之影響可能為正向或負向，若標的指數波動較小，例如呈現連續上漲或下跌之走勢，複利效果可能呈現正向影響；若標的指數波動大，例如呈現漲跌互見之走勢，複利效果可能為負向影響。這種倍數報酬且具複利效果的特性，讓投資人可以在看對行情得情況下賺得更高的收益，所以許多投資人紛紛投向倍數ETF的市場。



另外在反向ETF方面，投資人應如何投資反向ETF？我們知道投資人如果習慣長期投資，那麼使用反向ETF就是一種非常好的避險工具。我們以美國的知名指數-道瓊指數ETF舉例，2016年1月，美股的跌幅較重，當月初至月中SPDR的道瓊指數ETF（DJI）隨指數下跌約8%，但相反地，該指數由Proshares所發行的反向ETF（DOG）在同期間也上漲約8%，對已有投資道瓊指數或美股相關基金與個股的投資人來說，使用DOG來為其美股部位避險，不失為一種期貨以外的替代性選擇。不過，反向與槓桿ETF不一定適合投資人長期持有，投資人宜特別注意。



我國期貨交易所，在金融創新的腳步向來不遺餘力，為響應ETF發展的熱潮，期交所除了新掛不少ETF期貨標的，更於2015年中延長中國A股ETF期貨的交易時間，讓投資人可以即時在下午用臺幣計價的期貨為其A股部位作避險。

ETF的創新型態

在ETF的發展上，近來也愈來愈多創新類型的產品，由因子投資所衍生出來的smart



beta概念，逐漸受到ETF發行者的重視，在國際上追蹤smart beta指數的ETF也發展迅速，smart beta的指數通常以捕捉某些基本面或技術面的個股子集合報酬為目標，例如高價值股或小型股等。所謂投資面因子，就是把分析過程的各種變量進行分類研究，將相關比較密切的幾個變量歸在同一類中，每一類變量就成為一個因子。然後由數學或量化的方法用少數幾個因子去描述許多指標或因素之間的關係，透過觀察這些因子的變化，就能夠判定股票價格的大致變化趨勢。單一因子無法全面代表股票價格的走勢。因此多因子研究就逐漸普及，因子投資由建立多因子模型、選股模型來捕捉股價變動因子的變化趨勢，並配合權重來判斷股票價格的變化。常見的因子如：PE、PB、大小型股或股利率等。

Smart beta的ETF透過追蹤結合一種或多種因子的指數，讓投資人可以投資到個別特性的投資組合，這種類型的ETF有時候會被稱之為「策略型」的ETF，而目前國際上的smart beta型ETF種類非常多，例如近期表現比較好的幾檔ETF就包括Wisdomtree發行的歐洲小型高股利（DFE）、PowerShares發行的國際庫藏股概念組合（IPKW）與iShares的MSCI歐非遠東低波動ETF（EFAV）等。

而在另類投資的領域中，管理期貨型的ETF也在2011年問世，它是由Wisdomtree公司所發行的Managed Futures Strategy Fund，目前總資產規模約2億美元，算是ETF市場中相當特別的產品。

五種運用ETF的投資方式

簡介前述ETF的發展狀況後，我想投資人最關心的應該是如何投資與如何選擇ETF；一般來說，投資ETF的方式不乏「長期投資」、「波段操作」或是「短線進出」，而比較專業的進階使用方式可能有「價差操作」甚至「套利交易」等五種。

就「長期投資」（Buy-and-hold）來說，我們會認為是至少一年以上，甚至超過五年至十年的投資，雖然長期投資的方式很簡單，但事實上這種投資方式有時是績效最好的投資方式，因為減少買賣進出所造成的交易成本，所以最能夠反應指數該有的績效。我們常聽到懶人投資術，其中之一就是透過買進持有與指數貼進的ETF，讓投資隨全球經濟發展自行成長。但長期投資要注意的是「資產配置」與「分散投資」，如果只投資單一市場或單一類型，可能會讓投資太過集中，萬一投資標的長期表現不佳可能無法達成預期的效果。此外也建議股債均衡配置，讓投資配置更平衡穩健。

「波段操作」或是「短線進出」則是相對較短的投資，可能買進與賣出的時間只有幾個月、幾天甚至幾個小時內的當日沖銷。此類型的投資適合較常關注市場的投資人或是專業的投資人，而ETF因為在次級市場交易，對此類的操作來說更具彈性，甚至可以採放空操作。對於較短線操作的投資人來說ETF是相當好的投資工具，但可能要注意該檔ETF的流動性，以及次級市場成交量與



Cover Story

買賣價差 (bid-offer spread) 緊密度，否則可能在交易成本與價差上發生不必要的損失。

ETF的「價差操作」是較專業的使用方式，通常這種策略會有兩種具相關性的金融商品，例如ETF與指數期貨，或是ETF與另一檔ETF等。許多熟悉期貨交易的投資人通常對價差操作並不陌生，茲以台股與中國A股為例，兩者在盤中具有一定的相關性，如果投資人看好A股並看空台股，他可以選擇買進同樣金額的A股ETF，並買入台股反向的ETF或是放空相對應金額的臺指期貨，反之亦然。透過價差操作，投資人可以組合出多種不同的操作策略，甚至在沒有大行情時找出不同的獲利機會。同樣地，「價差操作」也有要注意的地方，因為此操作方式牽涉到兩個部位，所以如果一個部位有成交，另一個部位卻沒有作到，那此時就失去了市場中立的效果，曝險金額會大幅增加。另外因為交易部位較多，所以交易成本也會較重。

「套利交易」是風險最低的操作方式，獲利機會通常是最高的，雖然市場上出現完全無風險套利的機會理論上並不多，但是在市場震盪的劇烈時或是因為市場參與者因素所造成的套利機會在ETF市場上近年來愈來愈常發生。最簡單的套利方式就是折溢價套利，投資人若觀察到ETF的盤中價格明顯低於ETF淨值時，投資人可以在集中市場買進ETF同時放空一籃子股票，或是放空該指數的指數期貨，就可以達成無風險套利。另

外ETF本身與期交所上掛牌的ETF個股期貨間也存在無風險套利的機會，因為兩者皆以臺幣計價，而一口ETF個股期貨相當於十張ETF，ETF期貨的到期結算價被定義為結算日尾盤的成交價，所以兩種標的價格必然會收斂，投資人只要觀察市場出現兩者的價差，買進價格低的同時賣出價格高的，待價格一致或是結算時平倉，就能輕易完成無風險套利。當然，因為這種套利方式要同時使用兩種部位，所需要的資金準備會較高，對投資人來說報酬率有時候不具吸引力；另外也要考量交易成本與價差，以免發生做白工的情況。

最後要提醒的是，無論投資人適合上述哪一種的投資策略，都必須要注意的一點是ETF特有的「追蹤誤差」，投資人須慎選真正能夠正確追蹤指數的ETF，才不會發生投資結果與指數漲跌不一致的情況，發生不必要的損失。

在主管機關的主導下，國內ETF市場蓬勃發展，交易量與總資產管理規模屢創新高，投信業者們也在這樣的氛圍下不斷發展創新的ETF來滿足市場需求，我們相信這是一種非常良好的正向循環。在槓桿與反向的ETF推出後，或許槓桿與反向的期貨型ETF也將在不久的將來問世，國內的投資人將有更多類型的投資標的可以選擇，在這個充滿不確定性的年代，使用更豐富的工具來掌握投資契機。

CNFA



多贏共榮的槓桿交易商

元大期貨◎沈行峰

前言

槓桿交易商除了提供投資人財務槓桿外，重要價值在於可以針對不同需求的客戶提供「客製化服務」及「通用型商品」，利用自營商擅於投資、造市的專業優勢，發掘與滿足投資人的需求、達成多贏的目標。以當前市場最火熱的兩倍ETF及反向ETF來思考，約略可以見到槓桿交易商的影子，ETF可算是針對市場需求所產生的「通用型商品」，投資人不需將錢匯出國就可以投資海外商品，錢留臺灣、投資全球；市場因為ETF的折溢價交易頻繁，不只稅收增加，券商手續費收入也增加；而發行商則因為發行量增加、賺到對應的管理費，如此的正向循環、造就完美多贏局面。

鑑此，我們可以窺見若在商品設計面可以更有彈性、更量身訂做、更貼近投資者的槓桿交易商入市，對於金融市場將會是一個令人期待的里程碑；以下將從法規開始探討發行商的優劣勢，再談市場結構，其後開始分析常見交易盲點，並依前所討論設計可行

的多贏商品；期能拋磚引玉共榮整體金融環境。

法規分析

根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣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」第廿一條所述「槓桿交易商對屬自然人之一般客戶提供結構型商品以外之槓桿保證金契約交易服務，應以買入臺股股權選擇權、買入轉（交）換公司債資產交換選擇權及外幣保證金為限。」，自然人之一般客戶（以下稱自然人）能投資的品種為四種，以下簡單介紹相關商品與發行商之優劣勢。

一、結構型商品

結構型商品係將固定收益商品（Fixed Income Instruments）與衍生性金融商品（Derivatives）結合，透過固定收益商品的「守」、與衍生性商品的「攻」，減低風險、增加收益；按攻守比例區分為保本結構型商品、不保本結構型商品。



Cover Story

1. 保本型結構型商品

利用估算固定收益商品之利息、以及部分本金，評估可投資於衍生性金融商品之額度，通常以選擇權買方為主，以使其能限制最大虧損金額；為使得到較高之固定收益商品利息增加投資於衍生性商品額度，商品期間較長，適合風險忍受度低、須做長期資金配置之投資人。

2. 不保本型結構型商品

投資固定收益商品取得利息外，部分本金投資於衍生性金融商品，通常以選擇權賣方為主、收取權利金，以求能高於投資一般債券的投資報酬率，但因此可能損及整體帳戶權益，適合風險忍受度較高、對商品標的資產較瞭解之投資人。

惟慎選固定收益商品為規避結構型商品之潛在風險之重要關鍵。例如2008年次級房貸被包裝為高收益債，評等也躍升為AAA級，導致於投資人、發行商皆低估了風險，低估風險導致自然人過度購買，造成後續金融市場的動盪。

槓桿交易商優勢	槓桿交易商劣勢
對於結構型商品中選擇權投資較為熟悉。	1. 銷售據點與證券、銀行相比，極為不足。 2. 保本型投資週期較長，客戶屬性偏好高周轉率。 3. 不保本型槓桿偏低，客戶屬性偏好高槓桿交易。

二、買入台股股權選擇權

選擇權是一種極為常見的衍生金融工具，依台股股權為標的在未來某一時間的價

格，行使買家的權利和賣家的義務。按法規規範，自然人僅能作為台股股權選擇權之買方，由於買方可以決定權利是否行使，故選擇權買方最大虧損金額為其投入權利金。

臺灣常見多方選擇權類型商品有買權、認購權證、牛證；空方選擇權類型商品有賣權、認售權證、熊證。

買權、認購權證、牛證到期價值計算：

$$\text{到期價值} = \text{Max}(0, \text{標的價值} - \text{履約價})$$

賣權、認售權證、熊證到期價值計算：

$$\text{到期價值} = \text{Max}(0, \text{履約價} - \text{標的價值})$$

槓桿交易商優勢	槓桿交易商劣勢
1. 擅於針對選擇權進行訂價。 2. 具有期權造市經驗。 3. 透過避險、有效增加國內市場成交量。 4. 國內標的，行情資訊取得較為迅速與正確。 5. 商品設計彈性。 6. 符合現有投資期權客戶習性商品。	屬 OTC 交易、無法至公開市場銷售。報價需給予自然人更大誘因。

三、買入轉（交）換公司債資產交換選擇權

轉（交）換公司債資產交換係為將可轉換公司債拆解為一普通公司債與一該轉換公司債之選擇權買權；債券持有人得因賣出選擇權買權取得權利金獲得更高收益率，買方可付出較低權利金買入買權享受未來標的公司股價上揚之獲利；法規規範自然人僅得為買方、故最大虧損金額為其投入權利金。



槓桿交易商優勢	槓桿交易商劣勢
擅於針對選擇權進行訂價。	1. 屬 OTC 交易、無法至公開市場銷售。 2. 交易標的、履約價、到期日缺乏彈性。 3. 認購權證、牛證、股票選擇權發展成熟。

四、外幣保證金

投資人將一定金額的資金存入交易帳戶，作為外幣交易的保證金，由交易商同意，授予投資人一定信用倍數，使其可以用較小的資金，在外幣市場上進行較大的交易；其雙向操作的特性，讓投資人得以在貨幣看漲時買入獲利，也可以在貨幣看跌時賣出獲利，牛市熊市皆有投資機會。其本質與 CFD 差價合約無異，為買方和賣方之間的合約，由賣方付給買方交易標的現行價值和平倉價值之間的差價（若差價為負，則由買方付給賣方）。

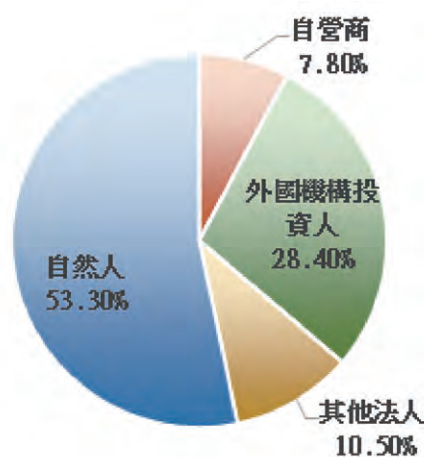
槓桿交易商優勢	槓桿交易商劣勢
國內換匯相較外幣保證金而言價差較大。	1. 海外交易商開戶便利、信用卡皆可入金。 2. 國內避險管道不豐，需透過海外平台進行避險。 3. 海外避險無法活絡國內金融市場。 4. 海外避險瑞郎事件將出現時間差暴露極大風險。 5. 報價取決於避險管道，透過海外避險報價品質不易掌握。

針對上述四種一般自然人得以投資之商品，比較後還是以設計台股股權選擇權商品為最有優勢、最能活絡國內金融市場、亦最

能照顧國內投資客戶；但商品設計上與報價機制需給予自然人更大誘因，方能使自然人選擇投資。

市場分析

首先從市場參與者分析，透過金融監督管理委員會證券期貨局公布之證券暨期貨市場重要指標之相關資料整理後，針對現貨集中市場成交狀況進行分析（請參考圖一），發現國內於2015年整年度，集中市場交易量以自然人為大宗，自然人占53.3%，外國機構投資人28.4%，其他法人10.5%，自營商占7.8%，相較於美股80%以上的交易量集中在法人身上，臺灣離成熟市場尚有一段路；若能有效導入自然人轉往投資槓桿商品、在商品設計上多加著墨，應能讓自然人間接取得法人優勢進行交易，透過對應的避險操作，將可有效活絡市場，增加市場成交量，進而提高相關稅收，並減少自然人面臨不利行情的虧損、增加獲利契機。

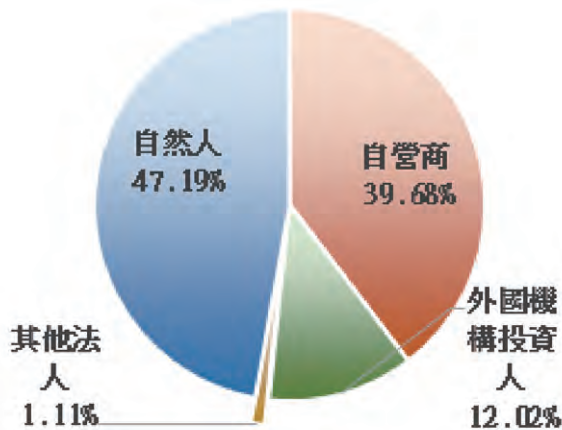


圖一：2015年集中市場交易量市占比率圖



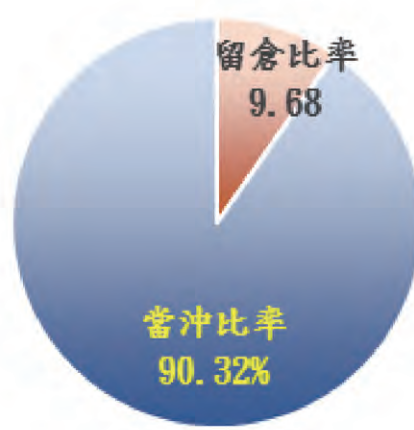
Cover Story

其次針對期權市場成交狀況進行分析（請參圖二），發現國內於2015年整年度，期權交易量仍以自然人為大宗，自然人占整體市場47.19%，自營商占39.68%，外國機構投資人12.02%，其他法人1.11%；而依未平倉量變化與每日市場成交口數推估（如圖三），2015年整體市場還是以當沖交易為主，當沖占整體市場90.32%，留倉比率則為9.68%。



圖二：2015年期權交易量市占比率圖

顯而易見的，期權市場是自營商所擅長的舞台，而整體期權市場又以偏好當沖為主，卻因資訊不對稱、交易紀律、投資經驗等等，導致自然人容易受傷；若能針對此現象發展商品、設計商品契約，則能將自然人風險降到最低，並可將自營商的優勢更加發揮，即創造市場交易量又能讓自然人減少虧損金額、增加獲利契機，一舉多得。



圖三：2015年期貨市場當沖/留倉比率圖

自然人交易盲點與修正

不可否認的，自然人在投資上較為欠缺專業程度，從相關法令規範皆從保護自然人為主軸即可看出端倪，原因係自然人在交易上有諸多盲點，常見為「撈單」、「攤平」、「小賺停利」，與大多數法人交易行為完全相反；而通常投資有四種交易結果，「大賺」、「大賠」、「小賺」、「小賠」，若不計交易成本、長期隨機投資結果理應不會出現太大損益；但自然人卻因為

「撈單」無法將「大賠」限制為「小賠」、更因「攤平」將「大賠」損失更為擴大，而「小賺停利」使之在看對行情時把「大賺」限制在「小賺」；法人則為相反，透過「停損」機制將「大賠」限制在「小賠」，並透過「獲利加碼」增加「大賺」的幅度，如此長久下去，缺乏交易紀律之自然人，出現虧損並不意外。



表一

獲利機會	自然人結果	法人結果
看對(大賺)	小賺 (小賺停利、限制獲利幅度)	賺更多 (獲利加碼)
看錯(大賠)	賠更多 (拗單、攤平)	小賠 (停損、限制虧損幅度)
小賺	小賺	小賺
小賠	小賠	小賠

從表一可很明顯看出，如果想要促使自然人脫離虧損局面，必須針對「大賺」、「大賠」兩種狀態進行處理，讓「大賺」得以保持、讓「大賠」得以限制，如此交易人便能在自主交易下、達到獲利目標。

針對自然人的交易盲點，可以在商品設計之初得以解決，利用交易規則的設立，可以主動地把「大賠」限縮至「小賠」，亦可透過下單系統設計將「大賺」的成果留下，如下討論數種法人圈常見交易手法、並分析如何加入商品規則中，以及其各項優缺點。

表二

看對行情\發生問題	小部位獲利	小賺停利
法人技巧	獲利加碼 賺到一定程度則加碼部位	移動停利 獲利減少一定程度則平倉
商品設計難處	無法干預自然人投資行為	處於獲利、不能以風控平倉
鎖定方向	下單系統	下單系統
解決方式	下單介面提供獲利加碼功能	下單介面提供移動停利功能

二、看錯行情

當出現大賠行情時，代表看法錯誤，行情發展不如預期走勢，通常法人使用下列兩種方式，限縮虧損幅度。

一、看對行情

當出現大賺行情時，代表看法正確，行情發展如預期走勢，通常法人使用下列兩種方式，將獲利放大、並保持獲利。

獲利加碼：當在獲利狀態下加大投資部位，在行情如預期時，投資了較大的部位，自然能將獲利放大、賺取更多投資報酬。

移動停利：當獲利開始減少時，若減少到某一金額或減少某一幅度，便獲利了結；不限制獲利增長幅度、而限制獲利減少程度，故能保持獲利水準。

時間停損：當在一定時間內，若行情不如預期，則將部位平倉停損出場，中斷虧損部位的擴大。



Cover Story

金額停損：當虧損出現一定金額時，將部位反向平倉出場，以避免虧損金額持續擴大。

表三

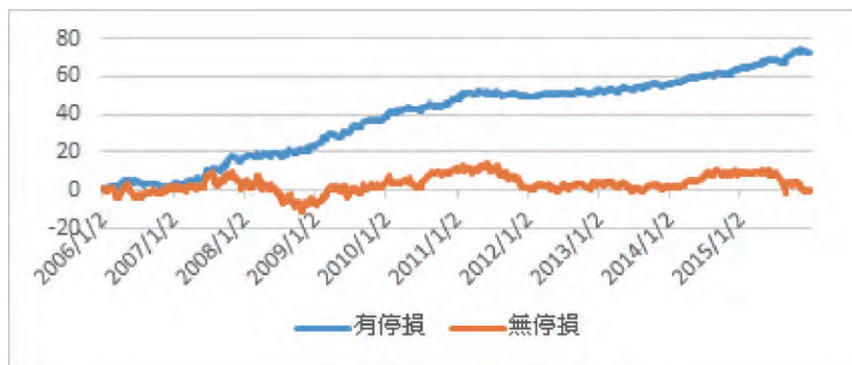
看錯行情\發生問題	撈單	攤平
法人技巧	時間停損 金額停損	絕不加碼
商品設計難處	時間停損較為複雜	無法干預自然人投資行為
鎖定方向	商品設計	下單系統
解決方式	利用金額停損機制， 商品設計直接敘明停損點	下單介面可設定每日虧損最高上限金額，當每日虧損超過設定金額，則該日拒絕建立新倉

修正策略驗證

針對一般自然人容易出現的四個交易盲點，僅有「撈單」可以利用風控機制進行修正、而不影響投資者的投資習慣，當自然人虧損金額碰觸一定比例，即刻將部位平倉；在此僅舉二例加以說明、驗證加入停損機制對於績效有正面的幫助。

臺灣50ETF (0050)

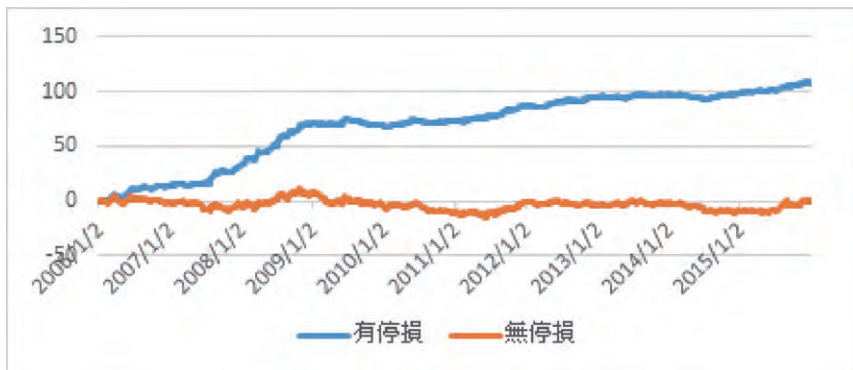
假設每日以開盤價買入一張臺灣50ETF，並以收盤價賣出，在不計交易成本前提下統計2006/01/02~2015/12/31十年資料，比較無停損機制、與加入停損機制（盤中每股虧損碰觸0.1元即進行平倉）；未加入停損機制十年統計為每股虧損-0.61元，加入停損後十年統計為每股獲利72.5元，請參考圖四。



圖四、臺灣 50 多單當沖比較圖

假設每日以開盤價賣出一張臺灣50ETF，並以收盤價買入，在不計交易成本前提下統計2006/01/02~2015/12/31十年資料，比較無停損機制、與加入停損機制（盤

中每股虧損碰觸0.1元即進行平倉）；未加入停損機制十年統計為每股獲利0.61元，加入停損後十年統計為每股獲利108.47元，請參考圖五。



圖五、臺灣 50 空單當沖比較圖

很明顯的，將停損機制套入臺灣50ETF (0050) 中，無論當沖行為是先買後賣抑或是先賣後買，對於長期投資而言，絕對是正面助益。

臺指期貨

假設每日以開盤價買入一口臺指期貨，

並以收盤價賣出，在不計交易成本前提下統計2006/01/02~2015/12/31十年資料，比較無停損機制、與加入停損機制（盤中虧損碰觸40點即進行平倉）；未加入停損機制十年統計為每口虧損-1,752點，加入停損後十年統計為每口獲利4,043點，請參圖六。



圖六、臺指期貨多單當沖比較圖

假設每日以開盤價賣出一口臺指期貨，並以收盤價買入，在不計交易成本前提下統計2006/01/02~2015/12/31十年資料，比較無停損機制、與加入停損機制（盤中虧損碰觸

40點即進行平倉）；未加入停損機制十年統計為每口獲利1,752點，加入停損後十年統計為每口獲利3,923點，如圖七。



Cover Story



圖七、臺指期貨空單當沖比較圖

比較臺指期貨當沖狀態，亦很明顯無論是多單當沖或是空單當沖，加入停損機制，對於投資長期的報酬絕對是正面幫助。

商品設計

根據自然人之一般客戶所能投資的四項正面表列商品中，前述已分析「買入臺股股權選擇權」對於國內整體市場成交量而言幫助較大，對於自然人而言標的較為熟悉，對於槓桿交易者而言又有造市經驗與行情較為迅速正確的優勢，而自然人又喜好當沖卻不擅停損；結合上述幾點，可以嘗試設計一個結合「臺灣50ETF」、「買入臺股選擇權」、「每日到期（當沖）」、「停損機制」之商品，利用上述四點目的創造一個多贏商品、並讓自然人可以降低風險獲取報酬，下舉一實例說明。

因屬價內選擇權，且一日到期，又具停損價，故時間價值為0，若投資此一標的，僅須準備 $0.3 \times \text{契約乘數}$ （新臺幣1,000元）

= 300元，而碰觸0.1元即觸發停損，亦即虧損 $0.1 \times \text{契約乘數}$ （新臺幣1,000元）= 100元，即觸發停損。

而法規規範僅得為選擇權買方，若自然人想要多空對沖，在實務上會遇到買權與賣權同時存在，占用權利金的問題，故加上「買賣權先後買入，則同口數買賣權即刻以現貨標的價進行結算。」之條件。

加入「買權停損價」與「賣權停損價」之設計，即可協助自然人有效率進行風險控管，而自然人得以因提高槓桿增進投資效率，便於在獲利後增加投資部位，增進獲利規模。

而發行該商品之槓桿交易者得透過期交所發行的臺灣50選擇權或利用證交所的臺灣50（0050）進行避險；而因避險部位買賣而增加的交易量與流動性，無論是整體市場獲金融同業皆是利多；如此對於「自然人」、「整體金融市場」、「金融同業」、「發行者」皆能得利，達到多贏目標。



表四、一日到期臺灣50選擇權

項目	內容
商品名稱	一日到期臺灣 50 選擇權
交易標的	臺灣 50ETF (0050)
契約類型	美式選擇權 (可提前履約)
契約乘數	新臺幣 1000 元
買權履約價	交易標的現價 - 0.3
賣權履約價	交易標的現價 + 0.3
買權停損價	交易標的現價 - 0.1
賣權停損價	交易標的現價 + 0.1
交易限制	交易人僅得為選擇權買方，買賣權不得同時持有 買賣權先後買入，則同口數買賣權即刻以現貨標的價進行結算
買權出場條件	同時持有賣權交易標的收盤 交易標的現價碰觸買權停損價
賣權出場條件	同時持有買權交易標的收盤 交易標的現價碰觸賣權停損價
買權結算價值	$(\text{交易標的現價} - \text{買權履約價}) \times \text{契約乘數}$
賣權結算價值	$(\text{賣權履約價} - \text{交易標的現價}) \times \text{契約乘數}$

期許與展望

透過前述實例可看出若要於現行法令架構下，設計多贏之商品以保護自然人權益、增進市場活絡，較為可行之方案係透過「買入台股股權選擇權」達成；但因過多的調整與改變，如履約價設計、買賣權不得同時持有、儘能為買方等等條件，不同於現有市場選擇權之規定，自然人容易降低接受度、錯過如此好的交易商品；而外幣保證金實為外幣類差價合約 (CFD)，如能開放非外幣類差價合約 (CFD) 投資並與停損機制結合，自然人容易了解從而得以保障投資權益。

此外，現行法令架構下，自然人已可透過有經營國外期貨經紀業務之期貨商投資國外期權商品，而自然人通常在資訊系統上、交易紀律上缺乏優勢，容易造成投資上的虧損，限縮自然人僅能投資台股股權之商品，

將無法透過商品設計而協助保護投資人權益。

故期待，開放投資人得以投資非外幣類差價契約 (CFD)，以及開放非台股股權之選擇權契約，給予「自然人之一般客戶」進行投資，而槓桿商品係為店頭衍生性商品，銷售管道不豐、無法像期貨或現貨市場容易銷售與廣為人知，商品若設計不佳，物競天擇必將被市場所淘汰。

展望未來、期許發展大量結合停損機制、維護自然人權益的槓桿交易商品，提供自然人更多元的交易選擇，並讓自然人在風險有限的情況下、安心進行投資，市場也因此提昇成交量，增進政府稅收，同業也因市場量的增長而增加營收，一同創造一個更完整多元具有效率的金融環境。



市場訊息



為推廣期貨市場，期貨公會105年結合媒體宣傳期貨資產管理業務，本期藉由資產管理競爭力論壇揭開序幕，同時焦點報導104年國內外資產管理表現及國際脈動，協助讀者即時掌握市場動態。

資產管理競爭力論壇專題報導

- 投信業避險增益新世代

◎王克庭·陳昱光

為能將期貨市場各項多元、創新之資產管理工具推薦給證券投信業者，期貨公會、期交所、投信投顧公會及經濟日報共同辦理論壇，邀請專家，從總經及具體實務操作二個面向交流經驗，期提昇國內資產管理市場及投信基金資產規模，同時達推廣期貨市場之目的。



由左至右：賀鳴珩、劉連煜、林弘立

期信基金表現亮麗 多元期貨增值避險增益效果

隨著近年金融市場蓬勃發展，基金投資已成為臺灣投資人主要理財工具，相關創新商品也陸續興起。期貨公會理事長賀鳴珩表示，目前另類投資基金（CTA）在全球資產管理的需求日益增加，比例約占證券基金的1成到3成。而CTA基金也已經在臺灣推廣了6、7年的時間，期間又以2015年的績效格外亮眼，更讓市場重新關注CTA基金。

據統計，4檔主動式基金2015全年績效在8%~20%之間，且全數正報酬，成為期

信基金績效大黑馬。此4檔CTA主動式基金包含國泰Man AHL組合期貨信託基金、元大多元策略期貨信託基金、康和多空成長期信基金3檔公募期信基金以及1檔私募新光盛利組合期貨信託基金。

其中，國泰Man AHL組合期貨信託基金、元大多元策略期貨信託基金與新光盛利組合期貨信託基金分別與全球主要CTA基金排名前5大的AHL、Aspect、Winton公司合作，近1年報酬率皆在838檔國內投信基金中位居前20%的前段班。

期交所董事長劉連煜指出，今年期貨市



Market information

場量能破紀錄，1~12月累積成交量已逾2億5千萬口，平均日成交量達109萬口，較去年成長3成5。他表示為豐富多元投資商品，促進國人交易意願，期交所也在2015年12月21日掛牌東證期貨（TJF）。劉連煜說此檔期貨以新臺幣計價，免除匯率波動風險，提供跨市場投資人新標的。

劉連煜表示，期貨市場成交規模持續放大，相關法規鬆綁給予很大幫助，例如去年開放銀行、保險、投信業參與期貨市場，交易量即較去年成長3倍，投信業者投資也有1倍的增長。他指出未來資產管理配置結合期貨商品成為國際趨勢，不僅可藉此充分發揮期貨避險增益特性，同時創造更為開放的投資環境，引進外國法人錢進期貨市場。

近年期貨市場逐漸受到投資人重視，投信投顧公會理事長林弘立認為期貨不只具備交易、避險、增益等功能，更可成為投資產品組合主力，像是各類反向、槓桿ETF等，都頗受投資人青睞。

此外，衍生性商品的興起，更加促進整體證券投資信託產業發展，包含發行商、期貨商、證券自營商、金融商品部等都陸續投入資源，有助活絡金融市場。目前反向、槓桿ETF商品約占台股成交量10%以上，量能將近百億，可見已有一定市場規模及發展潛力。未來另類投資商品也可望在臺灣加速發展，帶動整體金融商品交易市場向前邁步。

積極掌握國際趨勢 業務開放與時俱進

近期美國聯準會宣布升息，前證交所董事長薛琦表示，從2009年起，聯邦基準利率



前證交所董事長薛琦

不變，債券價格隨著市場預估升息時點不斷波動，逐漸累積升息壓力，因此提早開始緩步調升利率是避免金融危機的解決之道，而匯市在2015年底升息後，資金開始轉進美元，即使利率不動，市場預估升息時間點，造成不確定性加大，導致新興國家貨幣趨貶。

薛琦認為，全球資本市場發展大致可分為三大趨勢，一是QE對金融市場造成的影響，自2008年金融海嘯以來，寬鬆政策從美國開始擴散至歐英日各國之間輪動，在不同階段運用不同的量化寬鬆工具，藉此增加貨幣流通性，為全球注入大量資金。

採取貨幣寬鬆政策雖可避免金融市場崩潰，刺激實質投資與消費，有助經濟復甦，但同時也造成貨幣總量失控以及低利率、銀行放款大增、資產價格泡沫化、國際資本流動加劇、幣值劇烈波動等種種風險。因此，在長期低利率的環境下，市場資金流動加劇，大量開發並追逐高槓桿運作的商品、重視套利與避險以及跨國投資，形成全球資本市場的另外一種趨勢，提供了金融商品更佳的獲利環境，促使管理期貨基金報酬及規模

走高、對沖基金規模不斷攀升。

第三則是衍生性商品盛行，已超過傳統現貨市場規模，其主要原因為避險需求增加，國際大型投行、對沖基金等也持續大量開發或分拆複製交易所掛牌商品的衍生性商品，使得跨國衍生性商品交易量大增。據統計，全球店頭市場衍生性金融商品交易比重由商品契約轉向以利率、匯率契約為大宗，2015年首季總額已達74.5兆美元。若以地區區分，則是以北美地區的交易金額為最大。臺灣衍生性商品近年也有崛起趨勢，從2005年首季的23.6兆元到2009年第2季的66.8兆元為最高峰，其後總金額約維持在60兆元左右。

薛琦認為臺灣由於鄰近全球最重要的生產基地與消費市場，產業與大陸關聯性高，已在全球供應鏈中占有一定地位，可望形成大中華資本市場的支柱之一。再加上在ECFA框架之下，兩岸經貿合作日漸緊密，臺灣已成為跨國企業進入中國市場的跳板，更具備發展人民幣離岸中心的潛力。

且臺灣一直都是全球資訊科技產業重鎮，投資人對於各類新興科技發展與產業動態較為熟悉，且符合臺灣投資人偏好高獲利及高成長性投資標的特性，因此，特別適合科技創新與中小企業掛牌。

從資本市場內部分析，在臺上市的輔導體系健全，掛牌成本在全球主要資本市場中最低，對於營運規模不大、具高成長性的公司特別有吸引力。其次，臺灣法治環境健全，公司治理規範日趨完善，市場透明度高。且有證交所、櫃買中心、興櫃市場等多層次市場互補，提供不同規模、不同發展階段企業便捷的籌資管道，同時也具備多樣化

金融商品及多元交易方式，架構完整。

此外，亞洲經濟正在快速整合中，金融業成長潛力大，臺灣應積極掌握趨勢，配合金管會法規鬆綁，建構區域金融中心，打亞洲盃。薛琦建議主管機關業務從寬，針對法人交易額度限制、外資匯入資金等規定適度鬆綁，並開放期貨商經營店頭衍生性金融商品；在期交所部分則可開發、引進新種期貨與衍生性金融商品擴大與國外其他交易所合作，推廣差價契約（CFD）；業者可推廣期貨信託、健全委外代操。

資產管理 應重絕對報酬

元大期貨副總經理賴聖唐指出，長期投資基金首重控制下檔虧損及掌握波動率紅利，才能發揮複利效果，在心理層面則要堅定操作信心，當不如預期時能夠進行分析修正，該停損就停損，除判斷方向很重要外，資金管理與進場策略同樣不可輕忽。



元大期貨副總經理賴聖唐

他認為資產配置並非只是單純的分散投資，必須注重資產間的相關係數，兩種資產報酬率相關係數越接近，代表兩種資產有齊



漲齊跌的情形產生，就不宜同時列入資產配置。反之，若兩者的相關度越低，則越適合作為投資組合，有效控制風險。

賴聖唐並點出一般投資人投資基金的兩大迷思。第一項是只追求績效勝過大盤的相對報酬。他認為，在市場走多時，基金績效勝過大盤相對容易，而市場空頭時，勝過大盤可能僅代表跌幅較淺，實際上仍為虧損，不能滿足投資人追求更好報酬的需求。必須要將獲利擺在首要目標，追求絕對報酬。

另一項是對於基金名稱的迷思，賴聖唐表示投資人在挑選基金時應有正確理財觀念，需拋棄主觀的情感訴求，不要只以基金名稱來辨別其績效表現，應該注重運用計量概念，相信客觀數據統計，如報酬率、波動率、夏普值等。

近年CTA基金在歐美投資熱潮持續延燒，此趨勢自2008年後更加明顯，其中機構法人為CTA的主要戰場，規模約60%為主權基金、保險公司等，20%為FOF基金與基金公司，另外20%才屬於VIP客戶及一般銀行，可見CTA已在國外的絕對報酬、另類投資中扮演要角。

賴聖唐進一步解釋，另類投資基金（CTA），是由3位劍橋、牛津大學物理專家共同創立，被稱為CTA教父，主要是透過人工智慧決策交易過程，以電腦程式進行買賣，運用Man Group 200年來在大宗物資的交易經驗及全球第6大期貨經紀商的網路優勢，結合24小時超過150種以上期貨合約，以順勢操作為原則，尋找全球市場各種獲利

機會，經過大量風險分散，達到降低整體部位風險度。

而CTA在中國大陸被稱為資產管理，以私募基金為主。在臺灣的CTA主要分為公募期貨基金、私募期貨基金，兩者皆為期信業務，另外還有管理帳戶（期經全委業務）及期顧業務4部分。

目前國內有7檔公募期貨信託基金，其中3檔屬於主動式操作的國泰Man AHL組合期信基金、元大多元策略期信基金及康和多空成長期信基金，目前淨值皆超過10元。

賴聖唐說CTA具備兩大優勢，可利用多空雙向操作以及掌握股價指數、債券、利率、外匯、能源、農產品、貴金屬、民生金屬等8大資產輪動作為配置組合，相當於一次購足16檔正／反向ETF。

他也以吃魚肉的概念來形容CTA趨勢操作，使用價格分析、趨勢等固定方式進出，不進行市場預測。經過客觀數據確認標的底部起漲後進場，待其頭部反轉下跌後賣出，不求最低點買進及最高點賣出，以穩定賺取中段趨勢報酬，也就是尋找魚肉最豐厚的部分為首要目標。

價格分析、趨勢操作、系統操作是CTA的3大核心交易理念，不論市況背景如何，以創造絕對報酬為投資宗旨，每年獲利來源都會有所不同，根據市場波動情形調節部位，主動控管基金風險與股票基金與債券基金的報酬皆呈現低度相關，為資產配置不可或缺的一環。

期貨理財工具 攻守效果佳

針對期貨市場操作，國泰臺灣計量基金經理人蘇鼎宇表示，動態期貨避險主要建立在成長選股、動能選股以及價值選股三層面，而不傷及本金是期貨操作上的最大優點。

他認為利用期貨避險增益，第一要務並非是提昇績效，主要目的是在於控制回檔風險，從因子輪動觀察台股走勢，提供更穩健的基金績效。股票型基金操作期貨的頻率，可從價格面、籌碼面、資金面進行分析。另加權指數的漲跌結構與市場對企業獲利的看法也是觀察指標之一。

元大新興亞洲基金經理人黃湘惠引用歷史數據說明，在市場震盪環境下，有超過半數的主動型基金績效無法打敗大盤，必須利用期貨操作可攻可守的特性，除防範跌深反彈風險外，同時達到靈活國家多元配置，將基金操作守於不敗之地。

黃湘惠也說明主動性操作時若面臨到系統性風險，有時也需配合數據被動為輔，但請操盤人注意交易訊號過於頻繁以及其實際操作上的必要性。

復華投信基金經理人余文耀則點出，全球超低利率環境持續，投資者被迫承擔高風險、高槓桿追求收益，近期垃圾債也面臨風暴，預料市場將持續波動。而，全球經濟復甦速度不一，導致各國貨幣政策不同步調，



由左至右：蘇鼎宇、黃湘惠、余文耀

加大資金流動，將對新興市場帶來風險，以及黑天鵝頻傳，地緣政治風險升高，都使得投資難度增加。

因此，運用期貨當做避險工具將更顯重要，適當運用期貨低成本及快速的特性，降低基金持股比重與波動度，達到市場走弱時控管下跌風險，同時增加槓桿，在多頭市場時，達到跟漲較多的效果，提昇投資效益。另一方面，在基金管理上，有時會配置一些長期看好，但起漲時點不確定的中小型股，亦可同時運用期貨跟隨指數，追求穩定獲利。

余文耀並以自身經驗建議，在操作面上需注重架構分析，如預期股市盈利、觀察資金流向、風險偏好及技術面等，跟隨市場趨勢，勿拘泥小幅波動，過度操作反倒會影響整體配置，同時，也要與時俱進，根據整體環境變化，持續在技術面及基本上進行操作系統修正，避免承擔自己無法承擔的風險。





跳脫舊有的思維 迎接投資的新觀念 — 追求絕對報酬的期信基金

康和期經總經理◎林彥全

資深副理◎鄒育庭

全球央行暴力救市

金融風暴的發生

2007年美國國內的抵押貸款違約和法拍屋的急遽增加所引發的金融危機，對全球的金融機構及金融市場產生了相當嚴重的不良後果，全美第二大的次級房貸公司 - 新世紀金融公司（New Century Financial Corporation）倒閉，其影響程度由房地產市場蔓延到信貸市場，開啟了金融風暴的序曲，此一事件的發生，使各家金融機構及其客戶遭受龐大的損失，進而演變成全球性的金融危機。2008年9月，全球第四大的投資銀行 - 雷曼兄弟，因持有大量的次級債金融商品，以及其他較低等級的住房抵押貸款金融商品，而此一類的商品皆使用較高比例的投資槓桿；在2007年次貸危機發生後，由於

次級貸款的違約率上升，造成相關金融商品的信用評等及市場價值直線下滑，隨著信用風險從次級貸款向外擴展，其他的住房抵押貸款金融商品的信用評級與市場價值也跟著下跌，造成公司帳上大幅的虧損，這家渡過1929年經濟大蕭條的百年公司，卻無法在此一事件中全身而退，因而宣告破產重整，進一步引發全球性的系統性風險。

央行出手干預

美國聯準會考量其所帶來的影響相當巨大，若不即時出手救援，將可能造成範圍更加擴大的恐慌，於是於2008年11月推出第一次QE（Quantitative easing，量化寬鬆政策），買進房地產抵押債券、美國國債及機構證券，並且將聯邦基金利率下調至0~0.25%的歷史低檔水平，為市場注入流動

MSCI 世界指數走勢圖



資料來源：Bloomberg、康和期經一期貨信託整理

性，企圖扭轉惡劣的經濟情勢。而至2014年底，聯準會共實施了3次QE及2次OT（Operation Twist，扭轉操作），這類工具及手段是之前從未實施過的，其所帶來的結果也是金融史上少見的。QE透過購買國債及相關不動產抵押債券，推升了債券的價格（債券殖利率下跌），而這些寬鬆的資金也流入各國的股市，推動了股價指數的上漲，形成了股債齊揚的局面。

後QE時代

2013年5月份，當時的聯準會主席伯南克在國會聽證會中表示，QE在下半年就可能縮小規模，當此一議題一拋出，引發債券市場大幅震盪，特別是公債及高評級的投資等級債商品，當時都出現了5%以上的下跌，由此可見，QE確實對債券價格維持了一定的上漲力道及穩定作用，所以當縮減QE的言論一出，才會對市場產生這麼大的影響。而聯準會於2014年1月起縮減每個月

的購債規模到2014年11月正式結束，但市場的波動並非從QE結束後才開始反應，觀察貨幣、能源類商品從2014年年中就開始出現較大幅度的波動。

好的工具可以帶你渡過危機

在面對這波金融風暴時，只有少數避險型商品（日圓、美元）或是反向型ETF可以倖免於難，但這類型工具也會跟隨景氣循環波動而出現上漲或下跌走勢，無法持續帶來正報酬。其實在投資工具的選擇裡，有一類商品稱為CTA（Commodity Trade Advisor），歐洲稱為管理期貨（Managed Futures），無論面對牛市或是熊市的行情，皆能為投資人創造絕對報酬，不用擔心行情的波動所造成的影響；而國內也有類似的商品可以選擇，經過主管機關申請核備的期信基金，過去在多頭行情中，多數投資人不會留意到此一類商品，但在2015年績效突出，成為投資工具中一顆亮眼的新星。

CTA的特性

多空雙向操作 牛市跟得上 熊市不用怕

觀察金融風暴前的一段多空循環，從網路泡沫低點2002年10月以來到金融風暴前高



Market information

點2007年10月，標普500指數上漲90.04%，平均年化報酬率有15.40%，看似報酬率不錯，但自2007年10月至2009年2月，發生快速下跌的空頭走勢，指數下跌52.56%，年化報酬率卻是-41.44%，先前5年的上漲只用了不到一年半的時間就全部回吐。反觀Barclays CTA Index（管理期貨業界的代表性指數），在前段多頭行情時亦上漲24.18%，在大跌行情時也有16.07%，充份發揮了多空雙向的特性，不論是多頭還是空頭都能獲利，在牛市時可以透過做多來參與行情上漲，而熊市時則可利用期貨可做空的特性來規避下跌所造成的損失。

與各類資產相關性低

Barclays CTA Index與股票市場及債券市場呈現低度相關，分別是-0.016及0.191的相關係數，與其他類型資產也維持在-0.127至0.241的低度相關性（見下表），CTA與各類資產不是負相關，意味著不是在空頭市場中才能發揮效益，而是低度相關，表示任何一種資產類別的漲跌對CTA的績效表現都相對較小。西班牙文學巨著，「唐吉訶德」的作者塞萬提斯說過，不要把所有的雞蛋放在同一個籃子裡，在投資市場裡被引申為不要將所有的資金部位過度集中於單一類型的商品；而投資人分散投資為了就是希望藉由

	巴克萊 CTA 指數	MSCI 世界 指數	彭博全球主 權債指數	美元指數	彭博農業次 指數總報酬	彭博能源次 指數總報酬	彭博工業金屬 次指數總報酬	彭博貴金屬次 指數總報酬
巴克萊 CTA 指數	1							
MSCI 世界指數	-0.016	1						
彭博全球主權 債指數	0.191	0.207	1					
美元指數	-0.127	-0.396	-0.61	1				
彭博農業次指 數總報酬	0.111	0.326	0.425	-0.374	1			
彭博能源次指 數總報酬	0.123	0.214	0.18	-0.341	0.207	1		
彭博工業金屬 次指數總報酬	0.069	0.472	0.341	-0.412	0.335	0.291	1	
彭博貴金屬次 指數總報酬	0.241	0.169	0.381	-0.42	0.282	0.192	0.338	1

資料來源：Bloomberg、康和期經－期貨信託整理（1980~2015）

各類資產間的低相關性，降低整體投資的風險，CTA基金可以透過期貨操作各類型資產，適合投資人納入投資組合，可免去自行建立投資組合並配置於不同資產的困擾。

各類資產配置

CTA可相較於其他的投資工具，具有多元資產配置的特性，大型的CTA基金多數交易上百種期貨商品契約，除了有效分散投資風險之外，亦可透過多空雙向操作的功能，掌握各類商品上漲或是下跌的趨勢走向。根據摩根資產管理公司所做的統計調查，從2000年到2014年間，每一個年度表現最好與最壞的資產類別皆不盡相同，依循著前一年表現較理想的標的進行投資，而且利用單向

做多的商品，很可能在下一個年度是表現相對落後的。過去臺灣的投資人多數時間把心力關注在臺灣的股票市場中，其實可以從下表中看出來，在統計的15年間，每年皆有表現佳及表現不佳的市場，以2014年為例，做多REITs商品一年間有28%的報酬，或是透過放空商品指數，也有17%的報酬，其實投資並不是只有股市與債市，利用管理期貨多空雙向操作及投資八大類資產的特性，還有更多投資機會可以掌握，每年都可能幫投資人創造正報酬。

有效控制下檔風險 較易回復虧損

多數CTA由系統程式進行交易，相較於人為主觀交易容易受到人性的貪婪恐懼影響，較能控制投資組合的下檔風險，加上

先前所提及的多空雙向操作、多元資產配置，即使手中部位出現錯誤配置，也可以透過程式交易設定的停損機制甚至是主動的反向操作，來獲取正報酬。從下列圖表中可得知，自1980年Barclays CTA Index編製以來，指數成立35年以來的最大回檔幅度是15.66%，受到行

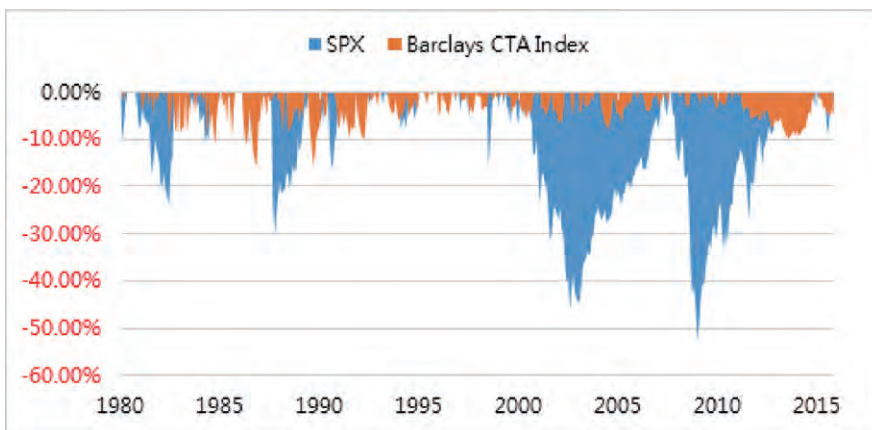
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	YTD	Ann	Volatility																			
Comdy	31.8%	REITs	13.9%	Comdy	25.9%	EM Equity	56.3%	REITs	31.6%	EM Equity	34.5%	REITs	35.1%	EM Equity	39.8%	EM Equity	5.2%	Fixed Income	79.0%	REITs	27.9%	REITs	8.3%	REITs	19.7%	Small Cap	38.8%	REITs	28.0%	DM Equity	5.9%	REITs	12.7%	REITs	22.3%		
REITs	26.4%	Fixed Income	10.3%	Fixed Income	8.4%	Fixed Income	10.3%	Small Cap	47.3%	EM Equity	26.0%	Comdy	21.4%	DM Equity	32.6%	Comdy	16.2%	Cash	1.8%	High Yield	59.4%	Small Cap	26.9%	Fixed Income	7.8%	High Yield	19.6%	Large Cap	32.4%	Large Cap	13.7%	Small Cap	4.8%	High Yield	8.7%	Small Cap	21.8%
Fixed Income	11.6%	Cash	4.3%	High Yield	4.1%	DM Equity	39.2%	DM Equity	20.7%	DM Equity	14.0%	DM Equity	26.9%	DM Equity	11.6%	Asset Allocation	-25.4%	DM Equity	32.5%	DM Equity	19.2%	EM Equity	19.2%	High Yield	3.1%	EM Equity	18.6%	DM Equity	23.3%	Fixed Income	6.0%	EM Equity	3.1%	Small Cap	7.4%	EM Equity	21.5%
Cash	8.1%	Small Cap	2.5%	REITs	3.8%	REITs	37.1%	Small Cap	18.3%	REITs	12.2%	Small Cap	18.4%	Asset Allocation	7.1%	High Yield	26.9%	REITs	78.0%	Comdy	16.8%	Large Cap	2.1%	Large Cap	2.1%	DM Equity	17.9%	Asset Allocation	14.9%	Asset Allocation	5.2%	High Yield	1.9%	DM Equity	7.4%	Comdy	18.4%
High Yield	1.0%	High Yield	2.2%	Cash	1.7%	High Yield	32.4%	High Yield	13.2%	Asset Allocation	8.1%	Large Caps	15.8%	Fixed Income	7.0%	Small Cap	33.8%	Small Cap	77.2%	Large Caps	15.1%	Cash	0.1%	Small Cap	18.3%	High Yield	7.3%	Small Cap	4.9%	Asset Allocation	1.5%	Fixed Income	5.7%	DM Equity	17.6%		
Asset Allocation	0.0%	EM Equity	-2.4%	Asset Allocation	-5.9%	Large Caps	28.7%	Asset Allocation	12.8%	Large Caps	4.9%	Asset Allocation	15.3%	Large Caps	5.5%	Comdy	-35.6%	Large Caps	26.5%	High Yield	14.8%	Asset Allocation	-0.7%	Large Caps	16.0%	REITs	2.9%	Cash	0.0%	Large Caps	1.2%	Asset Allocation	5.3%	Large Caps	17.2%		
Small Cap	-1.0%	Asset Allocation	-3.9%	EM Equity	-6.0%	Asset Allocation	26.3%	Large Caps	10.9%	Small Cap	4.6%	High Yield	11.7%	Cash	4.8%	Large Caps	-17.0%	Asset Allocation	25.0%	Asset Allocation	13.3%	Small Cap	-4.7%	Asset Allocation	12.2%	Asset Allocation	6.0%	Cash	0.0%	High Yield	0.0%	Large Caps	4.2%	Asset Allocation	13.7%		
Large Caps	-9.1%	Large Caps	-11.9%	DM Equity	-15.7%	Comdy	23.9%	Comdy	9.1%	High Yield	3.6%	Cash	4.8%	High Yield	3.2%	REITs	-37.7%	Comdy	18.9%	DM Equity	8.2%	DM Equity	-11.7%	Fixed Income	4.2%	Fixed Income	-2.0%	EM Equity	-1.8%	Fixed Income	-0.1%	DM Equity	3.0%	High Yield	11.7%		
DM Equity	-14.0%	Comdy	-19.5%	Small Cap	10.1%	Fixed Income	4.1%	Fixed Income	4.3%	Cash	1.0%	Fixed Income	4.3%	Small Cap	1.0%	DM Equity	-43.1%	Fixed Income	5.9%	Fixed Income	6.5%	Comdy	-13.3%	Cash	0.1%	EM Equity	-2.3%	DM Equity	-4.5%	Comdy	-1.6%	Comdy	2.7%	Fixed Income	3.4%		
EM Equity	-30.6%	DM Equity	-21.2%	Large Caps	-22.1%	Cash	1.0%	Cash	1.2%	Fixed Income	2.4%	Comdy	2.1%	REITs	-15.7%	EM Equity	-53.2%	Cash	0.1%	Cash	0.1%	EM Equity	-18.2%	Comdy	-1.1%	Comdy	-9.5%	Comdy	-17.0%	REITs	-5.4%	Cash	1.3%	Cash	1.0%		

資料來源：JPMorgan、康和期經一期貨信託整理（2000~2014）



Market information

情波動的受傷程度相對較小與回復期間也較股票指數來得短；與對照比較的標普500指數在統計期間內，最大回檔達到52.66%，而最長的回復期間也高達80個月。由於股價指數只是其中一類型的投資標的，受到景氣的影響較大，故也需配合景氣自谷底翻揚才有機會回復跌幅；而CTA可掌握多種資產類別的趨勢方向，所以可以較股價指數有較小的跌幅及較佳的回復能力，所以透過配置CTA確實能夠有效控制風險，並且將回檔幅度控制在一定的範圍內，對於整體投資組合來說，達到有效控制風險並且降低波動的優點。



資料來源：Bloomberg、康和期經一期貨信託整理（1980.1.1~2015.12.31）

CTA的時代再度到來

QE的結束

2014年年底美國聯準會將每個月850億的購債規模全部縮減完畢，原先全球三大央行寬鬆的貨幣政策提供市場充裕的資金，從美國、歐洲、日本往全球各地移動，推升了

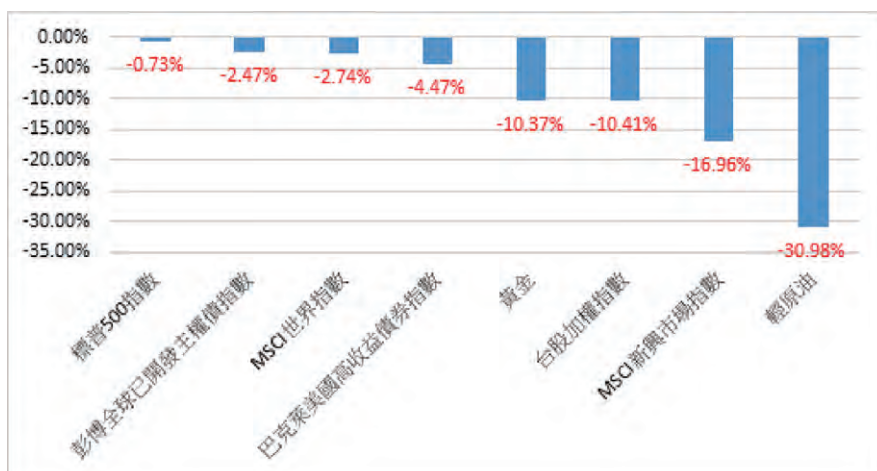
全球的股市，而2009年到2014年這一段的上漲，在基本上並未能見到明顯的復甦，只是因為全球寬鬆的資金而推動，並不能說是景氣循環已回到較為良好的階段。而隨著QE的結束，也意味著全球利率將走入正常化的階段，也表示股市將回歸基本面，由景氣的好壞決定目前股市應該落於什麼樣的合理價位。

波動度的增加

以MSCI世界指數為觀察指標，2009年的年化波動度高達30%以上，主要的原因是經過2008年金融風暴前的大幅波動，而QE

的實施以人工的方式為股市創造了一個極為有利的多頭環境，因此全球股市呈現緩步上揚的走勢，也使得波動度逐步降低，在2015年的上半年，下降到只有8%；而波動度降低的不只有股指這類資產，包括債券、匯率…其他類別的商品的波動度亦跌到相對低點。

但2015年下半年起，因為利率市場回歸正常機制，使波動度開始上揚，無論是股市的大幅波動，或是美元、輕原油商品，出現了明顯的方向性的發展，而波動度的上升，對於CTA的操作相對有利，也使CTA類的商品相對於只能單方向做多的資產類別表現相對出色。



資料來源：Bloomberg、康和期經一期貨信託整理（2015.1.1~2015.12.31）

2015年揚眉吐氣

統計2015年各市場及各類資產的投資報酬率（如上圖），無論是股市（成熟市場、新興市場）、債市（公債、高收益債券）及原物料在內，去年（2015年）都交出了負報酬的成績單，當QE這看似可口的良藥一停下來，仰賴QE而上漲的絕大多數的資產類別紛紛打回原形。而自金融風暴後股市與債市的多頭走到了第7年，成熟市場如美國道瓊工業指數及德國DAX指數，甚至是MSCI世界指數皆創下了風暴前的歷史新高，但令人困惑的是全球景氣並未回到明顯從谷底翻揚回到先前的水準，而股市卻創下的新的高點，這波上漲被戲稱為「無基之彈」，主要原因是低利率及QE的寬鬆貨幣政策的加持，這7年來，單向做多的金融商品因此受惠，多數的投資工具都替投資人帶來不錯的收益，當現在面臨到高點反轉及整體波動度加大的時間點，已無法替投資人創造絕對報酬的收益。

比較2015年臺灣加權指數及國內發行的數檔主動操作型期信基金（見下表），無論從績效表現到波動度，再到最大的回檔，期信基金的各項表現皆打敗臺灣加權指數，去年台股經歷重回萬點又再大跌25%的大幅震盪下，多數以台股為標的的投資商品都交出了負報酬的成績

單，而偏偏臺灣投資人最常關注及利用的投資工具之一就是台股，包含保險業（投資型保單、全委保單）及一般勞工階級退休後所依賴的勞工退休基金，這類可運用金額龐大的投資機構，卻因為國內投資法規的限制，無法配置此類型商品，在整個投資的領域中缺了一角，期信基金與臺灣加權指數呈現低度相關，因此提供一個更為多元的投資標的供投資人選擇，加入投資組合中用以分散風險並且創造較為穩健的整體績效。

結語

2016年初，全球最大的投資銀行高盛對客戶提出六個投資建議，才經過不到2個月的時間，其中有5項已經到達當初設定的停損點，連高盛這類大型投行的建議都可能犯下錯誤，那一般的投資人要如何面對這波動愈來愈大的行情。中國大陸股市於今年一月



Market information

標 的	2015 年 績 效	2015 年 標 準 差	2015 夏 普 指 數	2015 年 最 大 回 檔	2015 年與臺股 相 關 係 數
加權股價指數	-10.41%	15.59%	-0.67	-25.70%	1
A 期信基金 (CTA、公募)	-3.34%	14.50%	-0.23	-14.88%	0.10
B 期信基金 (CTA、公募)	7.85%	15.45%	0.51	-13.42%	-0.21
C 期信基金 (CTA、公募)	8.03%	6.30%	1.27	-3.51%	0.33
D 期信基金 (CTA、私募)	2.76%	10.15%	0.27	-7.95%	-0.21

資料來源：政治大學 張士傑教授¹、康和期經一期貨信託整理（2015.1.1~2015.12.31）

份上路的熔斷機制，在上路第一天就啟動了熔斷機制，因為造成股市連續性的下挫，後續只好臨時喊停；2016年並不一定是股市、債市將要大幅下跌的一年，可以確定的是上沖下洗的行情將會不斷發生，只能單向做多或是做空的投資商品早已無法滿足投資人的需求。戰後嬰兒潮的退休年齡將至，加上國人近年為了追求收益，而投資愈來愈多的保險商品，而保險公司卻無法利用期信基金為保戶增加收益，在整體投資組合中缺了一角。可以多空雙向操作及配置多元資產類別的期信商品，追求絕對報酬的投資目標，如同全球最大股指期貨交易所-美國芝加哥商業交易所 CME集團2014年所作管理期貨策略量化投研分析報告（Abrams R., Bhaduri R. & Flores E., 2014, A Quantitative Analysis of Managed Futures Strategies, CME Group Report.）所述，運用CTA管理期貨基金具有下列主要優點：

1. 可分散傳統投資工具風險，有效降低資產投資組合波動；
2. 提供與資本市場景氣循環好壞無關之收益表現，以增加收益降低風險；
3. 於股市走低時提高投資收益和提昇超越大盤超額報酬表現機率；
4. 管理期貨投資工具透過受監管的商品交易顧問和管理期貨基金經理(CTACPO)，讓期貨信託基金執行面，具有高透明度與高流動性特色；
5. 全球期貨交易市場發展穩健且整體產業成長快速，目前CTA管理期貨產業資管規模已超過3300億美金。

如此才能幫助投資人無論在什麼樣的景氣之下，都能夠創造正預期報酬，以追求絕對報酬目標！所以您還在為今年的投資找方向嗎？相信國內期貨投信業者所發行的期貨信託基金及期經全權委託投資操作將是您最佳的選擇！



¹ 中華民國期貨商業公會委託國立政治大學 張士傑教授研究（放寬保險業因增加投資效益目的從事衍生性金融商品交易範圍與作業程序及開放投資型保單投資標的範圍納入期貨信託基金之研究）

國際脈動

鑑古知今 ~ 觀大和經濟 悉應對之道

華南期貨◎林伯謙

戰後復興期

1945年，由於日本戰敗，歸還許多殖民地，原物料來源忽然中斷，造成通貨膨脹嚴重；大量軍員歸國，失業率狂飆，日本經濟陷入崩潰。美軍占領期間，對日援助金額達到21.31億美元，是當時日圓通貨金額的兩倍，但經濟仍難有起色。

由表1可發現，1946年日本的進口總額約3億美元，而小麥、大米、砂糖、棉花等

農產品就占進口總額的50%以上，但在美軍占領政府實施農地改革後，比例逐年下降，確實解決了食與衣的問題。而工業方面實施傾斜生產，大量生產工業之母的煤與鋼，同時也解決失業問題。一個正常國家，國防預算通常占總預算的30%~40%，而日本因為戰後憲法廢止了軍隊，沒有了國防預算，這些多出來的預算可投入在工業生產，因此也解決了資本問題。當糧食、失業、與資本問題解決後，基本上就穩定了戰後經濟。

表1：戰後復興期主要輸入品統計表

戰後復興期主要輸入品 (1945~1955年) 單位：百萬美元										
	總額	米	小麥	砂糖	綿花	羊毛	原油	石炭	鐵鋼	機械類
1945年	224.0	0.0	0.0	0.0	28.0	1.1	3.1	4.7	0.4	0.0
1946年	306.0	2.1	35.8	10.1	144.5	0.0	12.2	0.0	0.0	0.0
1947年	524.0	0.5	96.9	17.3	61.3	1.0	83.3	6.3	0.0	0.0
1948年	684.0	6.2	86.9	88.9	53.4	13.0	105.3	38.3	9.6	1.4
1949年	905.0	24.4	192.8	29.9	141.2	17.2	0.9	39.8	21.7	1.8
1950年	974.0	84.7	148.0	46.8	276.6	59.4	25.3	10.7	14.6	8.8
1951年	1,995.0	117.7	153.6	89.8	482.8	191.5	65.8	47.9	55.9	59.9
1952年	2,028.0	184.5	156.2	111.5	429.9	117.6	101.4	83.1	91.3	95.3
1953年	2,410.0	214.5	139.8	122.9	397.7	212.1	120.5	89.2	62.7	171.1
1954年	2,399.0	249.5	167.9	108.8	431.8	146.4	134.3	62.4	64.8	187.1
1955年	2,471.0	197.7	168.0	116.1	383.0	165.6	148.3	56.8	81.5	143.3



Market information

1950年韓戰爆發，產生許多軍事資源的需求，由於日本鄰近韓國，加上美國政府希望日本成為反共第一島鏈，因此盟軍在韓戰所需之物質，大半都得仰賴日本供給，這些突然發生的大量需求就叫做「特需」。「特需」首二年的金額約為三億美元，第三年則增至五億美元，占每年出口貿易的27%。拜「特需」之賜，日本外匯存底與各企業純益大增，參照表2，日本在1950年，出口金額大幅升高，而且其中機械類至1953年韓戰結束後仍持續成長，受益最明顯的就是汽車工業，拜韓戰需求所賜，積極進行改革，奠定

日本汽車王國的基礎，十年不到，1953年日本GNP就已超過了1944年的水準。

這段歷史被日本稱為戰後的經濟奇蹟，可是有太多利於日本的經濟因素，因此並不太能算是奇蹟。除了日本戰後有大量美援外，另外沒有了軍隊開銷，於是乎大量的預算可以作為資本投資，這在一般正常國家是不會發生的，加上韓戰的需求因素，等於是天上掉下來的餡餅。日本在戰前本身的工業基礎就紮實，因此拿臺灣的經驗與日本做比較，臺灣才真的是經濟奇蹟。

表2：戰後復興期主要輸出品統計表

戰後復興期主要輸出品 (1945~1955 年) 單位：百萬美元						
	總額	生絲	綿織物	人造纖維	陶磁器	機械類
1945 年	91.0	0.0	3.1	1.2	0.5	21.6
1946 年	103.0	36.3	0.0	0.0	0.0	8.3
1947 年	174.0	29.6	49.4	0.9	7.5	11.3
1948 年	258.0	41.0	55.0	1.8	12.4	20.6
1949 年	510.0	19.4	145.9	10.8	18.4	53.6
1950 年	820.0	38.5	203.3	49.2	18.0	86.1
1951 年	1,355.0	40.7	309.0	86.8	33.9	120.6
1952 年	1,273.0	43.3	180.8	66.2	29.3	124.8
1953 年	1,275.0	43.3	179.8	75.2	28.1	207.8
1954 年	1,629.0	47.2	252.5	109.1	34.2	223.2
1955 年	2,011.0	50.3	231.3	154.9	42.2	267.5

高速經濟成長期

經濟規模受限於工業技術的發展，而工業技術與產品的推廣又受限於社會環境的限制，包括技術、資本、投資環境、人文因素等。例如汽車，發明了之後，還須政府投資

興建道路，甚至是加油站，抑或交通規則訂定等，否則無法上路，也就無法形成一定的規模經濟。而日本在1956年後發展了五年電力計畫，提供使用電器商品一個良好的環境，加上電視、冰箱、洗衣機、空調等這類家電用品，在戰前就已出現，只是因為二次

大戰，這些商品的發展受到停滯，戰後日本人塑造發展並使用這些商品的環境。

戰後美國以1美元兌360日圓的固定匯率解決日本的通貨膨脹，日本用較低的匯率，以海外為市場，帶動了這些耐久性消費財的熱潮，使得經濟成長率迅速攀升。1954年12月至1957年6月出現的戰後第一次經濟發展高潮，日本人自稱「神武景氣」，意指自日本第一個神武天皇以來最好的經濟狀況。

1950年代，日本即已脫離了戰後百業蕭條的氛圍，之後還有所謂的國民所得倍增計劃等，讓經濟成長在第一次石油危機以前，都能維持5%以上的高成長。即便在石油危機之後，亦能記取教訓，產業積極進行轉型，將石化、重工業轉型到IC產業，使其應用到汽車、照相機等其他家電。因此第二次石油危機出現時，日本仍能維持5%經濟成長率，然而日本人的好日子也只能過到1985年的廣場協議。

1985年美國雷根政府希望各國貨幣相對

於美元能有秩序的貶值，以解決美國經濟蕭條、嚴重通貨膨脹、貿易赤字、財政赤字等問題，其中美國對日貿易逆差占美國對外貿易逆差的50%。最後廣場協議決定在市場上大量拋售美元，日圓由1美元兌220日圓左右，到1987年羅浮宮協議終止了廣場協議，共升值了31%，且這個升值趨勢並未隨著羅浮宮協議而結束。

泡沫經濟

升值的後果，使得日本1986、1987年的出口衰退5%與1%，的確稍微打擊到出口產業。但日本藉著產業外移、減少人工成本，遭受到的衝擊也並非如想像中大。此時外資紛紛將資金匯入日本尋求避險，日本央行基於降低外資進入的誘因，與降低企業成本，提振出口產業，將利率從5%下調至2.5%。這個利率以現在標準是相對高，但是在當時則是全球央行中最低的利率。此舉造成閒置資金外溢，投機資金炒作

土地、股票，產生了所謂的日本錢，日本企業大肆收購海外資產，開始了所謂的泡沫經濟，經濟一片榮景。然而每個國家先天環境不同，GDP的形成當然也會有其因素在，日本的資源匱乏，所以決定以貿易出口導向為其政策，但貿易數字占GDP的比重卻急速下降，取而代之

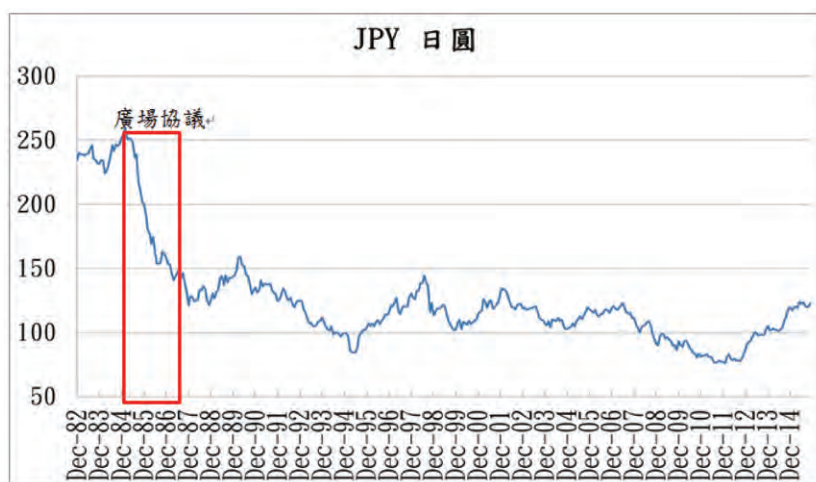


圖 1：日圓走勢圖 資料來源：世界銀行



Market information



圖 2：日本貿易額占國民生產總值比例圖 資料來源：世界銀行

一般總認為廣場協議是造成日本失落二十年的主因，但是細究後可發現，廣場協議所造成的日圓升值對日本產業影響不大，反而是利率太過於寬鬆，使閒置資金炒作土地、股票的經濟泡沫破裂所致，並非是日圓升值造成日本失落的二十年。

日本病

的是投資金額比例的上升。發生這種現象時，短期還可接受，但是必須仔細思考長期是否也要以投資作為GDP的成長來源，否則在當時政策應該要有所調整。

失落的二十年

1989年日本央行開始升息，將利率從2.5%一次調升至3.25%，至1991年更調至6%。泡沫開始被戳破，大量融資、貸款所投資的土地、股票由於要還款，紛紛認賠出售，股市、土地、樓房價格崩盤，大量投資人、工廠破產或是套牢，銀行出現許多不良債權或是呆帳，經濟陷入恐慌衰退。之後的影響是：(1)產業空洞化；(2)貧富不均；(3)金融效率低下；(4)政府債務龐大。

經濟成長的上限除了受到該國天然資源，人口多寡、技術程度、貨幣政策、財政政策、經濟政策的影響，除了少數外，大多數國家現都已納入地球村的概念，所以還須考慮到各國經濟的情況。而當經濟成長領先的國家到了本身條件上限後，都會出現一些以下共同的徵狀，但是以日本最為明顯，因此也稱做為經濟的日本病。

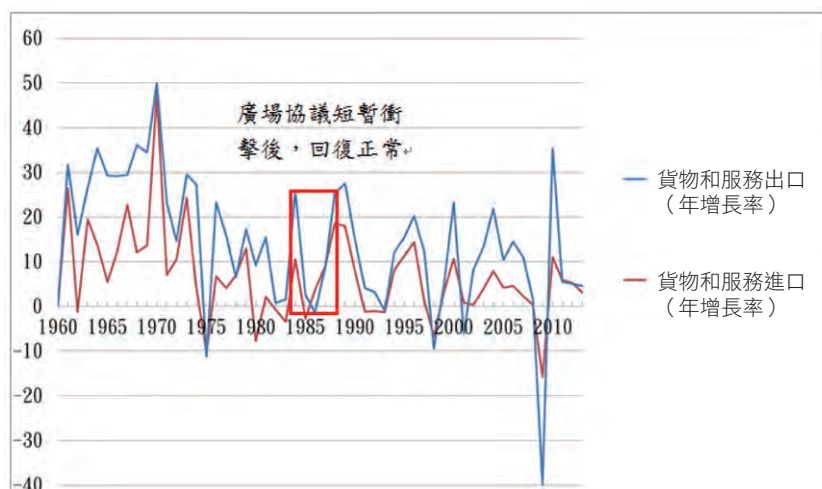


圖 3：貨物和服务進出口年增長率圖 資料來源：世界銀行

因為日本自身的天然資源、國土、技術等因素使用及需求的滿足程度都將近達到上限，加上少子化與高齡化，人口上的消費需求降低，因此經濟成長只能依靠外貿需求來提昇，一旦國外經濟成長出現問題，日本同步受到打擊，因此日本經濟成長率二十年來長期低迷。

當一個國家經濟成長發展到一定程度時，該國貨幣因為需求增加，幣值會相對上漲，造成該國生產成本的提昇。該國企業為改善商品價格競爭力，最簡單做法就是將生產線移至生產成本較低廉的海外，只留下技術性較高且較有不可取代性的商品生產線，而形成產業空洞化。日本在1985年廣場協議後，此現象尤其嚴重。

泡沫經濟破裂，許多財富集中在金錢遊戲的贏家手上，加上投資所需的土地廠房因為泡沫經濟讓價格門檻提高，使得創業困難。要靠創業成功，改善貧富階級流動更是難上加難，因此貧富差距擴大，呈現所謂的M型化社會。

泡沫經濟破裂也讓許多融資的抵押品價值減低，形成了不良債權，且數量龐大。銀行都在瀕臨破產邊緣，讓政府不得不介入處理，但是也背上了圖利財團的惡名，況且還需要大量獲利來打消呆帳，使得銀行經營陷入兩難，效率低下。

政府為提昇經濟成長率，不斷擴張政府支出，實施公共投資，使得2015年日本國債占GDP比例達250%，但是因為99%的債券都由日本國內銀行與機構購買，若無法支付債券利息或是還債，尚可用行政手段解決，並不會如同希臘一樣有倒債問題。但是若長期如此，套一句江湖話：出來混總是要還的，政府預算會有排擠效應出現，對經濟成長恐

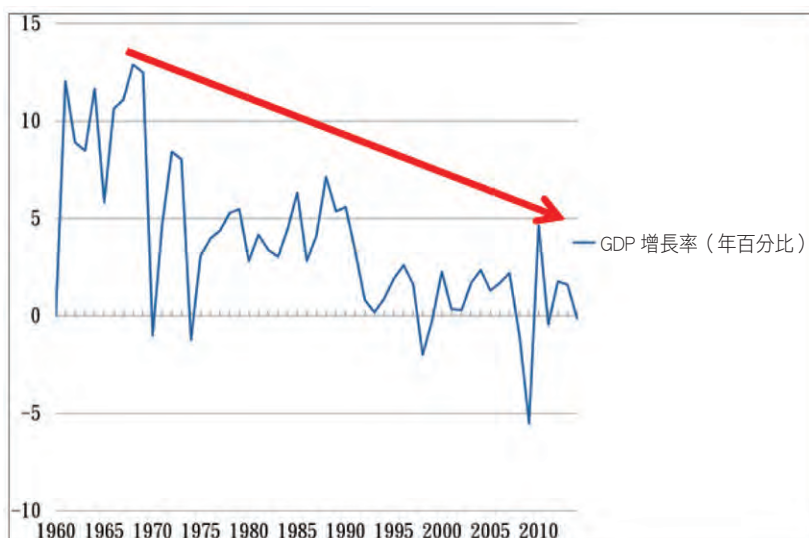


圖 4：GDP 增長率走勢圖 資料來源：世界銀行

有負面影響。

安倍經濟學

自1990年起，在這失落的二十年中，由於政府都無法解決經濟問題，所以內閣都相對短命，首相最長任期都不超過4年，最短只有3個月。現階段安倍政權藉著日本右派勢力，以及所謂的安倍經濟學，是自1990年以來歷屆首相任期第二長，有機會超過之前



Market information

的小泉政權。而安倍經濟學就只是個政策與目標，並非真的是所謂的一門經濟學：

大膽的金融政策目標是達成2%的CPI，手段為把央行購債規模和貨幣基礎擴大至現有水平的兩倍，擺脫過去通貨緊縮，並且引導匯率貶值，優化出口條件。

機動的財政政策是提高消費稅，宣示政府有決心與措施改革政府債務，避免債券市場崩盤，引起不必要的恐慌。

促進民間投資成長的策略，目前實施的政策有改善企業治理和讓更多女性工作，將來規劃減免中小企業購買生產設備的稅負50%三年，且由2016年會計年度起將實質企業稅率調降至低於30%。

由圖5可發現，消費稅提高到8%以前，的確有預期效應出現，使得通貨膨脹率上升到近幾年高峰。但是實施消費稅後，物價指數開始緩步下滑，到2015年中，通膨率降至0%左右，又陷入通縮的危機中，因此就CPI的目標看來並沒有成功。但是通膨率的目標

沒達到有時不能歸咎於政策，還要看機運，因為自2014年中，油價就持續的下跌，抵銷了匯率下跌以及貨幣寬鬆政策對CPI助漲的效果。

由圖6可以發現日圓貶值使得日本貿易額攀升，但是貿易逆差卻持續擴大。這點也可以用預期心理解釋，當預期匯率持續貶值時，進口商會提早備貨，出口商則是延緩出貨，而自2015年匯率跌勢相對穩定後，貿易逆差也開始縮小，顯然以貶值促進貿易順差的目的短時間內並沒有特別成功。

而就貿易情形看來（圖7），日本對最大的客戶美國貿易額是有緩步攀升，且2015年對美貿易順差年成長20%，但是對第二大客戶中國大陸，由於兩國關係齟齬、中國大陸經濟成長趨緩，日本對中貿易減少10%，同時順差也逐漸縮小。目前由於中國大陸經濟成長趨緩，影響到新興國家市場的經濟成長，也連帶影響日本對其他國家的出口，除了美國。

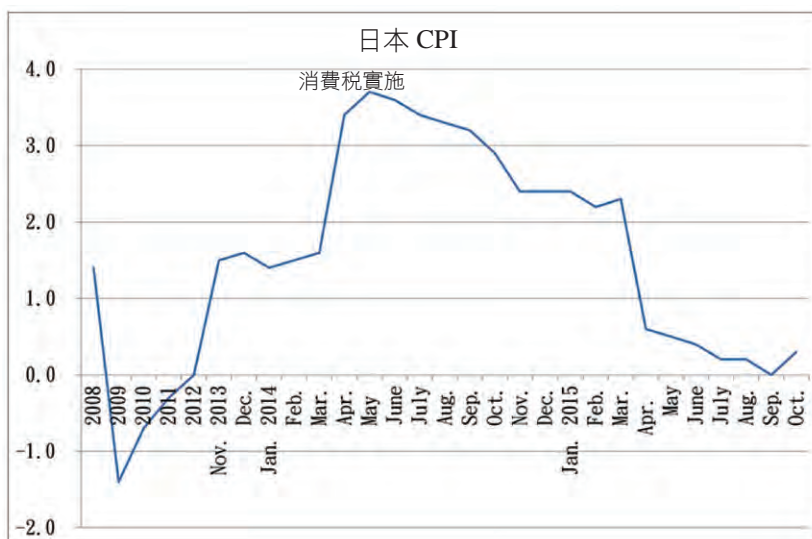


圖5：消費者物價指數走勢圖 資料來源：日本統計局

日本向上修正2015年第三季GDP成長率，由-0.8%上升至1%，躲過了連三季衰退，修正項目主要則是投資。而大多數經濟學家預測日本國內消費以及進出口方面前景不佳的情形下，日本經濟頂多是溫和成長，若國際經濟成長有變化，重回衰退的機率並不是沒有。

2012年開始，匯率自

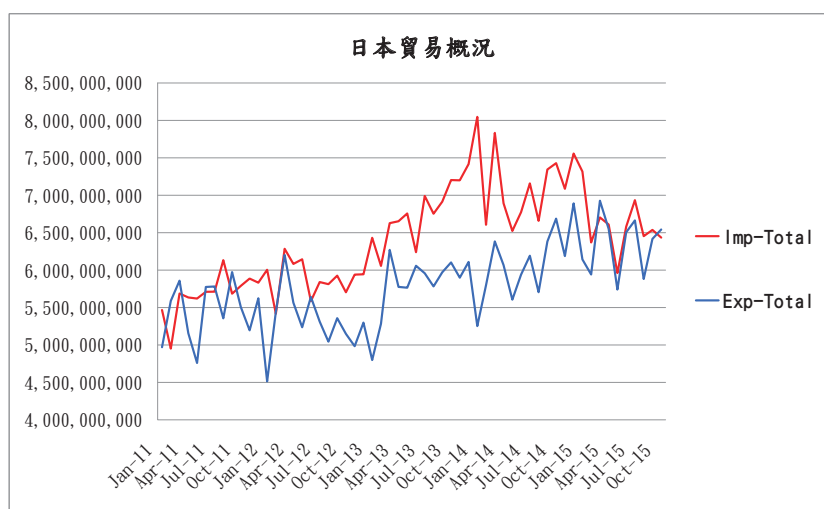


圖 6：日本貿易概況統計圖 資料來源：日本統計局

美元兌日圓的1:80貶值到目前1:120左右，貶值幅度達50%，的確對日本企業有相當的助益。例如日本索尼原本是虧損的，自日圓貶值後，因為匯兌收益，國內的財報就由虧轉盈，因此日經指數也才會不斷上漲。但是2015年6月初，日圓創下貶值的新低後，日本央行也發現，若是讓日圓的持續貶值，使市場的預期心理持續性發酵，貿易逆差將會持續惡化，雖可能讓CPI順利達標，可是貿易逆差的金額也會持續擴大，將使得GDP下滑，而消費成長的幅度小於貿易逆差的幅度時，日本就陷入經濟衰退的困境，連帶的影響到消費與投資的信心。因此在2015年6月10日，日本央行總裁黑田東彥出席日本眾議院財務金融委員會時，表示日圓「不可能」再貶，不但讓日圓反彈幅度最多達7%，也讓日經指數將近21000的高點回檔了4000點。

過去這三年來，日經指數與日圓一向是反向走勢，也就是當日圓持續貶值時，日經

指數維持上漲，然而當日圓被央行總裁說不可能再貶值時，另一方面的意思也是告訴大家，日經指數短時間不可能再漲，除非有更寬鬆的貨幣政策或是新的刺激經濟政策出籠。

2016年1月29日，日本突然實行負利率，負利率的意思是日本銀行存在日本央行的錢，由原本日本銀行可

向日本央行收取利息，改成日本央行向日本銀行收取利息。此舉目的是希望日本銀行能夠積極貸款給企業，不要將錢留在央行。但是由於日本企業貸款需求有限，使得日本銀行不但沒有將錢貸出，甚至讓成本大增，銀行為了尋求資金出路，只好拋售日圓，將資金轉到其他國家，造成日圓當日重挫，引起金融市場一片震盪。當天日圓下跌1.8%、日經上漲2.8%，連帶影響到美元指數上漲近1%，臺幣對美元當日最高漲5角，收盤上漲1毛4，台股上漲2.2%。

由日本央行實行負利率的措施可發現幾件事情：

1. 因2014年GDP成長率為0%，較2013年的1.4%衰退，2015年為0.4%雖有成長，但是成長幅度逐漸衰減，而2015年12月CPI為0.2%，又較10月、11月的0.3%降低，1月日圓匯率又處相對高檔，CPI有可能再回到通縮的情形，日本央行認為日本經濟可能將再陷入衰退，因此實施負利率，來



應付目前日本經濟走回頭路的趨勢。

2. 日本央行的貨幣政策收尾失誤：日本央行為解決進出口的預期效應所產生的貿易逆差問題，進而公開喊話日圓不會再貶值，來消除預期效應，但是2014下半年卻讓日圓升值近8%，且可能升過了日本央行能夠忍受的範圍，而日圓升值並不是日本央行所希望的貨幣政策。
3. 日本央行應付經濟衰退已無其他的措施，因此只能實行負利率。

2016年2月10日，葉倫在國會聽證上表示，短期上不可能降息，仍朝升息的方向前進，加深大眾對全球成長展望的憂慮，2016年可能將改變升息的次數。而全球已有多個國家實施負利率，也讓美國正在討論實施的需要或是可能性，使得美元升值的預期大減，資金紛紛退出美元，轉向各個避險貨幣，包括相對低檔的歐元、瑞郎與日圓。其中又以日圓漲幅最高，短線漲幅近10%。間接又影響到日經指數，短短一周內下跌2,000

點。2月15日，日本公布GDP年成長率為0.4%，暫時擺脫了連續第三年衰退的陰影，但是占日本GDP 60%的民間消費，在去年第四季較前一季萎縮0.8%，這也表示日本首相安倍晉三採取的一系列經濟刺激措施，至今未能吸引消費者擴大支出。而國內需求疲軟，令日本上季GDP成長率少了0.5個百分點。所以可以預期日本央行下個月召開貨幣政策會議時，加碼寬鬆的可能性高，由於日圓攀漲加上股市下跌，日本經濟及通膨展望面臨的負面壓力加大。

目前經濟學者認為安倍經濟學最大的敗筆在於過早的實施消費稅，使得人民的消費意願在提高消費稅後開始降低，直接影響到GDP中消費的部分。而目前政府又債台高築，國債占GDP的百分比為250%，雖然99%以上都屬國內債務，並不會像希臘債務一樣產生問題，但對於金融體系上來說，仍是極大的負擔，所以也無法再大幅舉債來增加政府支出或是投資的部份來提昇GDP。加上

日本人口目前因為高齡化，生育率又低，人口是在逐漸減少中（參圖8），消費人口降低代表消費也會降低。因此GDP要再大幅度的成長，還是只能寄望貿易順差提昇，而貿易順差最大的客戶，又只能寄望於美國。目前安倍政權明顯希望代理美國與中國對抗，換取美國協助日本回到廣場協議以前的

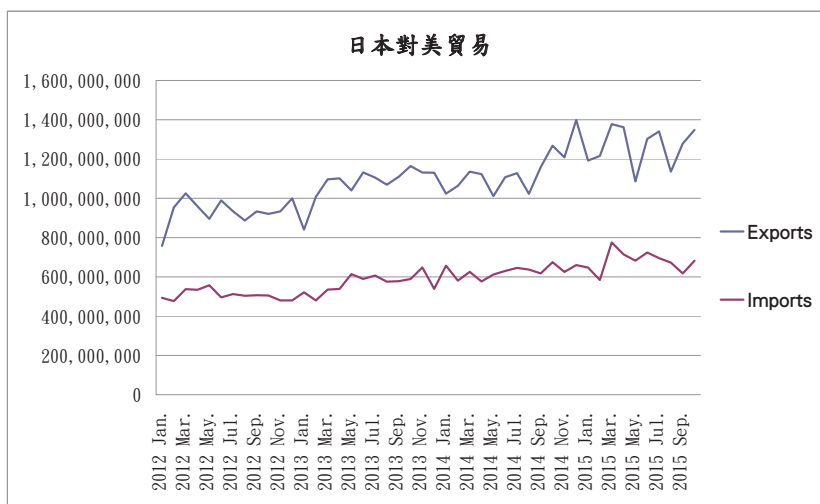


圖 7：日本對美貿易統計圖 資料來源：日本統計局

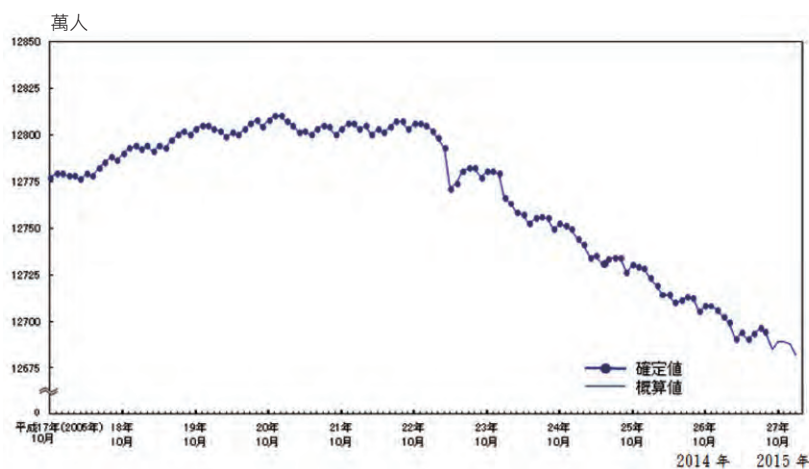


圖 8：總人口推移圖 資料來源：日本統計局

經濟榮景，而且還能讓軍隊正常化，但是周圍環境已經與1985年以前大不同，要回到廣場協議之前的榮景談何容易。

善用金融商品 避開日本市場風險

目前臺灣投資日本的管道非常多，除了一般投信發行的日本基金外，臺灣證券交易所在2015年9月以及11月上市了日本槓桿、反向以及正向ETF。除了金管會在2014年11月開放證券商承作國外期貨交易外，臺灣期貨交易所也不惶多讓，於2015年12月21日推出東證期貨上市，合計在證券商及期貨商可交易有關日本的商品就多達16項。

日經指數

其中最受矚目的為日經指數，這項商品不僅在日本有上市，連新加坡與芝加哥商業交易所都有上市。由於追蹤的指數與結算價計算都屬同一項商品，因此當各個交易所

的日經價格差距過大時，就可進場做套利。1995年霸菱銀行交易員李森就是交易這項商品，起初是實行套利的策略，之後卻變成單邊的策略，最終碰上神戶大地震而產生鉅額虧損，導致霸菱銀行倒閉。事情發生後，霸菱銀行本身也被檢討，因為一開始，李森是使用錯帳專戶

操作套利策略，這在臺灣是難以想像，因為錯帳專戶若出現大額損益，不論賺錢與否，都會被檢討，而且在臺灣，因為違反了職業道德，交易員絕對是被公司開除，否則將給公司帶來巨大的風險。然而霸菱銀行卻貪圖獲利的金額，將李森提拔成自營交易員，將一個有道德風險的人擺在會產生風險的位置上，發生問題是自然的。而這段故事也被翻拍成電影A錢大玩家，成為業界茶餘飯後的話題。

東證指數

東證指數在臺灣則不像日經指數一般眾所周知，主要原因是在期貨交易法通過之前，臺灣只能交易國外期貨，而且比較偏好商品類期貨，因此日本的上手期貨商主推的是商品期貨，例如橡膠、汽油等，並未推薦有關指數期貨的商品，即便是當時大阪交易所也可交易日經指數與東證指數。而在期貨交易法通過之後，臺灣期貨交易人漸漸對指



表3

交易所	商品名稱	商品種類	標的指數	商品代號
臺灣證交所	FB 日本 ETF	證券	東證指數	00645
臺灣證交所	日本 2XETF	證券	東證指數	00640L
臺灣證交所	日本 反 ETF	證券	東證指數	00641R
臺灣期交所	東證期貨	期貨	東證指數	TOPIX
新加坡交易所	日經指數	期貨	日經 225 指數	NI
新加坡交易所	日經指數	選擇權	日經 225 指數	
新加坡交易所	小日經	期貨	日經 225 指數	SIN
日本交易所	東證指數	期貨	東證指數	JNI
日本交易所	東證指數	選擇權	東證指數	
日本交易所	小東證指數	期貨	東證指數	JNM
日本交易所	日經指數	期貨	日經 225 指數	JTI
日本交易所	日經指數	選擇權	日經 225 指數	
日本交易所	迷你日經	期貨	日經 225 指數	JMT
芝加哥商業交易所	日經指數	期貨	日經 225 指數	NK
芝加哥商業交易所	日圓	期貨	日圓	JY
芝加哥商業交易所	日圓	選擇權	日圓	JY

資料來源：自行整理

數期貨較為熟悉，可是日本的上手期貨商仍然推廣商品期貨，並未如新加坡交易所推廣指數期貨。因此日本的上手期貨商，就漸漸被邊緣化。而新加坡交易所一開始在臺灣主推的就是摩根臺灣指數，由於可以與臺指期貨作價差交易，加上交易時間長，可滿足交易人在晚間作臺指期貨避險的需要，所以較日本交易所推展上成效較佳。而新加坡交易所藉著摩臺指成功的經驗，持續推展日本的日經指數期貨、與中國A50期貨，打開了臺灣的期貨交易市場，也讓臺灣人對新加坡的日經指數期貨較大阪交易所日經指數較為熟悉，新加坡交易所成功的經驗是我們值得借鏡

的。

日經指數與東證指數的比較

日經指數與東證指數的成分股雖然都是由東京證交所中採樣，可是仍然有很多的不同。舉例來說採集的樣本數，日經指數只有225檔股票，因此日經指數會定期更新股票樣本。而東證指數則是由所有東證一部的上市股票計算，只有當股票上市或是下市時，樣本才會更新，而至2015年11月底為止，東證一部上市股票數為1927檔。在計算方式上，日經指數是採平均計算方式，因此日經

指數較易受高股價的股票影響，但東證指數則是採市值加權平均計算方式，所以理論上易受市值較大的股票影響，可是即便如此，日本股票的市值分布較臺灣股票市值分布來的平均；東京證交所市值前10大的成分股也不過占東證指數權重的18.5%，市值第一大的豐田汽車，也占不到5%，與臺灣證交所的臺積電占加權指數的15%比較，可明顯發現其差別所在。綜觀以上，也可理解到日本東證指數較臺灣加權指數較難以操縱。

因為東證指數與日經指數的成分股重疊性高，因此若從1999年至2014年計算，兩個指數的相關係數高達了94%，也證實了兩個指數有極高的相關性。但是由日經指數對東證指數的比值看來，是在13到9.5之間，代表雖然兩指數有極高的相關性，但是兩個指數的走勢比例仍不見得相同，兩個指數仍是有區間收斂與發散的情形。而且由於臺灣的東證指數期貨合約規格較小，相當於日本的小東證指數，因此在實施價差交易的時候，口數還需注意合約規格、匯率的變化以及指數波動的比例。

在指數方向上，若日本的經濟政策沒有再推陳出新，在貨幣政策上也轉趨保守的情形下，GDP在目前的趨勢下，有很大程度的風險還是會呈現持續衰退的。因此日經指數與東證指數要突破2015年的高點，相對來說，可能性很低。所以若來到2015年的高點附近，若持有日本資產或是日本基金的客戶，就有避險的需求。

日圓

日圓因為日本央行2015年6月時表示不會再讓日圓貶值，因此到2015年12月底為止，日圓期貨的價格在8000~8600區間震盪，而且並沒有再創新低紀錄，底部反而有越墊越高的跡象。在銀行間的匯率交易員有個原則：永遠不要與央行所希望的方向對作。由於日本央行是在2015年6月10日發表對日圓匯率的看法，因此當日的低點，就被市場當作了一個參考點，認為該日的低點，應該是日本央行不希望被跌破的。加上美國已經開始升息，該日低點應是近期以來的支撐區。但是是否代表日本央行希望日圓升值，則是另外一回事，因此日圓在區間震盪，是可以被合理的推測。這個推測，在期貨商品上做交易，風險可能是比較大的。這時也可以利用CME的日圓選擇權，使用價差交易去因應日圓這段時間的行情。只是要注意的幾點是，目前國內期貨商的電子交易平台上，多半都沒有國外選擇權的報價，因此在交易時，都需打電話到期貨商的交易室詢價以及下單，而且因為CME的外匯選擇權屬美式選擇權，賣方在進入價內的時候，有可能被買方點交履約。在作價差交易時，都是需要注意的風險。





兩岸夯新聞

上海國際能源交易中心 - 原油期貨介紹

期貨公會◎林惠蘭

大陸原油期貨即將成為繼英國布侖特（IBCON）、美國西德州（WTI）兩大原油期貨指標後，全球油市第三大基準，因而備受各方矚目。大陸之所以積極籌備原油期貨上市，主要是為了解決其作為全球最大原油進口國的地位與其在國際原油定價權中處於弱勢的情況。2013年11月上海國際能源交易中心的成立使得原油期貨上市工作往前邁進一大步。2014年12月中國證券監督管理委員會（下稱證監會）正式批准原油期貨上市，原油期貨上市前的實質準備工作即正式展開。

2015年12月證監會副主席李超在「2015年第11屆中國（深圳）國際期貨大會」致詞表示，證監會已協調推動財政部、國稅總局、人民銀行、海關總署、外匯管理局等部委先後制訂原油期貨相關配套政策，原油期貨上市準備工作正在推進之中。2016年1月時任證監會主席肖鋼在全國證券期貨監管工作會議上亦表示將在充分評估、嚴防風險的

基礎上，做好原油等戰略性期貨品種的上市工作。

能源中心在2015年8月21日公布最後一批規則之徵求意見後，原本各方預測原油期貨應能在2015年年底前上市，然截至目前仍未上市，據報載推測可能因股市動盪和反腐調查擴大，因而影響監管機構最終批准的時限，本文就大陸原油期貨現行已公告之相關規定（含徵求意見）、合約草案、發展進度、交易制度等相關內容，整理提供讀者參考。

發展進度

- 2013.11.22成立上海國際能源交易中心
- 2014.12.12證監會批准上海國際能源交易中心開展原油期貨交易
- 2015.3.18上海國際能源交易中心就首批4項業務規則公開徵求意見
- 2015.4.8財政部、國家稅務總局聯合發布

- 「關於原油和鐵礦石期貨保稅交割業務增值稅政策的通知」
- 2015.6.26證監會公告《境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易管理暫行辦法》；同時公告「確定原油期貨作為中國境內特定品種，境外交易者和境外經紀機構可以依法參與原油期貨交易」
 - 2015.6.29上海國際能源交易中心就第二批3項業務規則公開徵求意見
 - 2015.7.24中國人民銀行公告「做好境內原油期貨交易跨境結算管理工作」
 - 2015.7.29國家外匯管理局公告「關於境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易外匯管理有關問題的通知」
 - 2015.8.20海關總署發布「關於開展原油期貨保稅交割業務的公告」
 - 2015.8.21上海國際能源交易中心就第三批4項業務規則公開徵求意見及「原油期貨標準合約」徵求意見稿

相關規定

類別	項目	規定
期貨市場法規	行政法規	期貨交易管理條例
	行政規章及規範性文件	1. 期貨交易所管理辦法 2. 期貨公司監督管理辦法
原油期貨配套政策	監管政策	境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易管理暫行辦法（證監會 2015.6.26 公告）
	外匯政策	關於境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易外匯管理有關問題的通知（國家外匯管理局 2015.7.29 公告）
	財稅政策	關於原油和鐵礦石期貨保稅交割業務增值稅政策的通知（財政部、國家稅務總局 2015.4.8 聯合公告）
	跨境結算政策	做好境內原油期貨交易跨境結算管理工作（中國人民銀行〔2015〕第 19 號 2015.7.24 公告）
	海關政策	關於開展原油期貨保稅交割業務的公告（海關總署公告 2015 年第 40 號 2015.8.20 公告）
能源中心自律規則體系	總體規則及產品	1. 交易規則（徵求意見稿 2015.3.17） 2. 原油期貨標準合約（徵求意見稿 2015.8.21）
	業務內容	1. 交易細則（徵求意見稿 2015.8.21） 2. 結算細則（徵求意見稿 2015.8.21） 3. 交割細則（徵求意見稿 2015.8.21） 4. 風險控制管理細則（徵求意見稿 2015.8.21） 5. 違規處理實施細則（徵求意見稿 2015.6.29）
	業務對象	1. 會員管理細則（徵求意見稿 2015.3.17） 2. 境外特殊參與者管理細則（徵求意見稿 2015.3.17） 3. 期貨交易者適當性管理細則（徵求意見稿 2015.6.29） 4. 信息管理細則（徵求意見稿 2015.3.17） 5. 指定存管銀行管理細則（徵求意見稿 2015.6.29）



原油期貨標準合約草案

交易品種	中質含硫原油
交易單位	100 桶 / 手
報價單位	元 (人民幣) / 桶 (交易報價為不含稅價格)
最小變動價位	0.1 元 (人民幣) / 桶
每日價格最大波動限制	不超過上一交易日結算價 $\pm 4\%$
合約交割月份	36 個月以內，其中最近 1-12 個月為連續月份合約，12 個月以後為季月合約
交易時間	上午 9:00-11:30，下午 1:30-3:00 或上海國際能源交易中心規定的交易時間
最後交易日	交割月份前一月份的最後一個交易日；上海國際能源交易中心有權根據國家法定節假日調整最後交易日
交割日期	最後交易日後連續五個交易日
交割油種	中質含硫原油，基準品質為 API 度 32.0，硫含量 1.5%，具體可交割油種及升貼水由上海國際能源交易中心另行規定。
交割地點	上海國際能源交易中心指定交割倉庫
最低交易保證金	合約價值的 5%
交割方式	實物交割
交易代碼	SC
上市機構	上海國際能源交易中心

合約附件

- 一、 交割單位：原油期貨標準合約的交割單位為 100 桶，交割數量必須是交割單位的整數倍。
- 二、 最後交易日：原油期貨合約最後交易日為交割月份前一月份的最後一個交易日；為保護期貨交易各方的合法權益和社會公共利益，防範市場風險，上海國際能源交易中心有權根據國家法定節假日調整最後交易日。例如，臨近最後交易日、最後交易日和交割日期之間出現連續三天以上的國家法定節假日的，上海國際能源交易中心可以決定提前或者延後最後交易日，並提前進行公告。
- 三、 質量規定：中質含硫原油，基準品質為 API 度 32.0、硫含量 1.5%。具體可交割油種及升貼水由上海國際能源交易中心另行規定，上海國際能源交易中心可根據市場發展情況對交割油種及升貼水進行調整。
本合約所稱的原油，是指從地下天然油藏直接開採得到的液態碳氫化合物或其天然形式的混合。
- 四、 指定交割倉庫：由上海國際能源交易中心指定並另行公告。

資料來源：上海國際能源交易中心網站

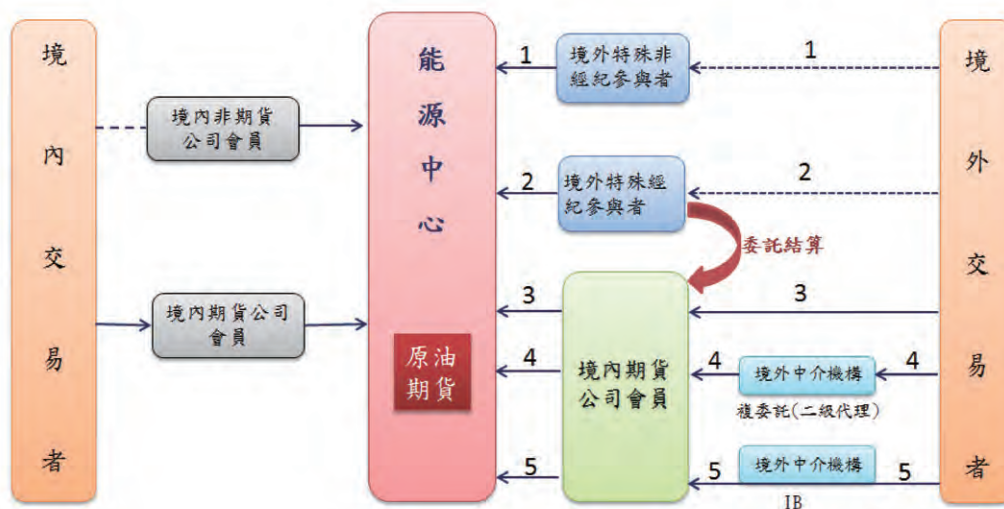
交易制度簡介

一、境外交易者如何參與原油期貨

根據證監會發布的《境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易管理暫行辦法》以及上海國際能源交易中心的有關規則，境外參與者參與模式主要有五種(如圖一)。與普通國內商品期貨不同的是原油期貨首次引入境外經紀機構和境外特殊參與者，這樣能增加境外機構參與境內原油期貨

的積極性，對原油期貨爭奪國際定價權有很大益處。

儘管境外經紀機構和特殊參與者可以直接參與原油期貨交易但卻不能直接參與結算，兩者都需要通過上海國際能源交易中心的結算會員進行結算，而上海國際能源交易中心的結算會員大都是國內期貨公司和少量國內銀行受託結算會員。



圖一：境外交易者參與原油期貨交易的五種模式

模式1：作為能源中心境外特殊非經紀參與者，參與原油期貨；

模式2：作為能源中心境外特殊經紀參與者，代理境外交易者參與原油期貨；

模式3：境內期貨公司會員直接代理境外交易者參與原油期貨；

模式4：境外交易者通過境外中介機構以複委託方式參與原油期貨；

模式5：境外交易者通過境外中介機構的IB方式參與原油期貨；

※ 境外特殊經紀參與者：符合中國證監會及能源中心規定的條件，可以在能源中心從事特定品種期貨交易、且在境外依法成立、具有所在國（地區）監管機構頒發的期貨經紀業務牌照的機構。

※ 境外特殊非經紀參與者：符合中國證監會及能源中心規定的條件，可以在能源中心為其自身從事特定品種期貨交易且在境外依法成立的機構。

資料來源：上海國際能源交易中心文宣資料及相關法規

二、美元帳戶如何參與原油期貨交易

大陸原油期貨儘管是以人民幣計價、結算，但為方便境外參與者，提高資金使用的效率，設立了外幣資金沖抵保證金的制度。具體的計算方法是：外幣沖抵折後金額=外幣沖抵金額×當日外幣對人民幣匯率中間價×外幣沖抵折扣率。

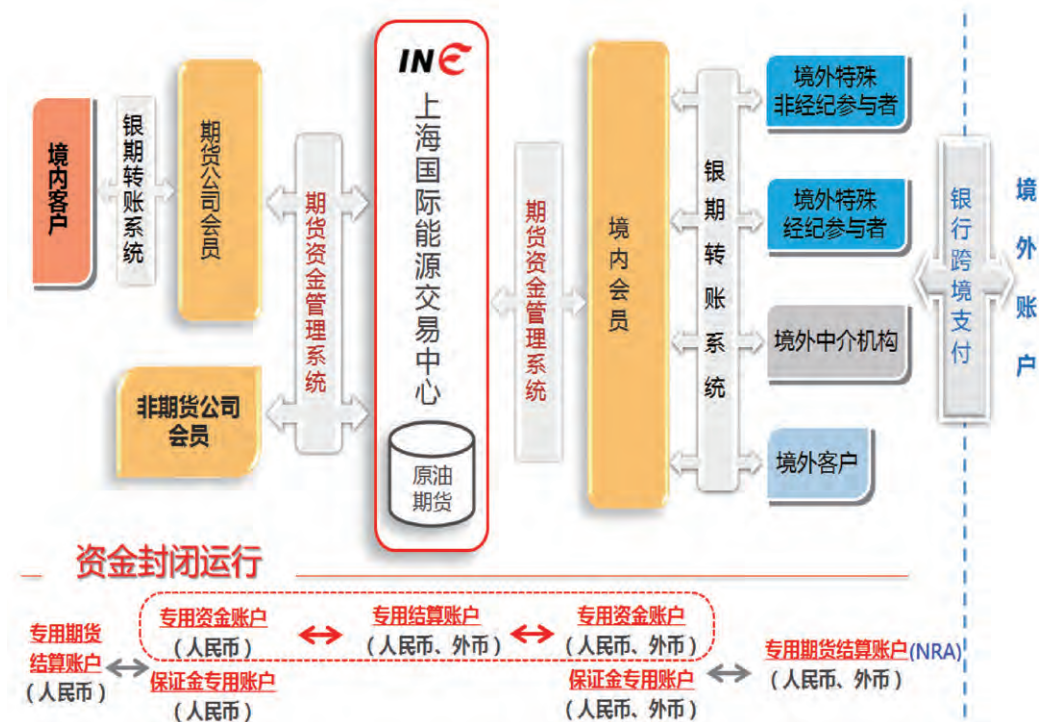
由於美元等外幣不能在大陸境內流通，為防範可能的金融風險，監管層設計了一套外幣保證金帳戶封閉監管圈¹（如圖二）。

各個交易會員需要按照幣種開立保證金專用帳戶，而境外參與者（包括境外經紀機構和境外交易者）需要開立專用期貨結算帳戶（NRA帳戶），外幣資金只能在交易者的NRA帳戶和會員的外幣保證金專用帳戶之間流動。根據《國家外匯管理局關於境外交易者和境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易外匯管理有關問題的通知》，NRA帳戶上的資金「在境內實行專戶管理，不得用於除境內特定品種期貨交易以外的其他用途」。

1 外幣資金作為保證金使用時，無需立即兌換成人民幣資金，通過期貨交易當日結算後發生實際盈虧的，可通過結售匯轉換一定金額的貨幣形態。外幣資金通過非居民帳戶與境內打通，資金劃轉遵守人民銀行、外匯管理局的相關要求。



Market information



圖二：原油期貨美元帳戶資金調撥流程
資料來源：上海國際能源交易中心提供

三、國際平台、淨價交易、保稅交割

項目	內容
計價貨幣	人民幣
價格含義	淨價交易—報價不含關稅、增值稅
交割方式	保稅交割—保稅油庫
參與主體	境內、境外投資者
交易標的	中質含硫原油

目前大陸上市的商品期貨合約交易的商品價格都是含稅後的市場價格。但為與國際接軌，方便原油交割後進一步進入國際市場，原油期貨採用的是淨價交易（報價不含關稅、增值稅）。境外原油期貨交易也都是採用淨價交易。

保稅交割是指以海關特殊監管區域或保稅監管場所內處於保稅監管狀態的期貨合約所載商品作為交割標的物進行期貨交割的過

程。引入期貨保稅交割後，在交易和結算流程方面均沒有改變，只是在交割中新增保稅標準倉單，並進行保稅交割，也就是原油期貨交割將在保稅區倉庫進行。交割完成後，如果需要進口到國內可以直接通過國內海關並相應完稅；如果要進一步再流動到其他國家，則可以根據進口國相關規定完稅。這樣可以方便境內外現貨企業交割後進一步自由選擇貨物去處。

淨價交易和保稅交割一起搭建了一個國際平台，作為交割品的原油在這個平台上自由流動，也便於原油現貨在不同國家、不同交易者之間流轉。

資料來源：中國期貨\2015年第五期\我國原油市場情況以及原油期貨制度創新

專題報導



為發展期貨行業、建全期貨市場，期貨公會委託專家辦理「保險業參與期貨信託基金及衍生性金融商品交易之研究」及「期貨商調整後淨資本額（ANC）計算及比例標準合宜性之研究」，本刊特摘其要，就研究之重要觀念及議題加以說明，以利讀者參考。



「保險業參與期貨信託基金及衍生性金融商品交易之研究」摘錄

政治大學風險管理與保險學系教授◎張士傑

東吳大學財務工程與精算學系副教授◎詹芳書

逢甲大學風險管理與保險學系副教授◎黃雅文

壹、摘要

面對衍生性商品市場交易蓬勃發展，主管機關應如何有效監理人壽保險公司投資期貨信託基金及衍生性金融商品交易？本研究嘗試分析保險業從事衍生性金融商品交易，與委託期經事業交易商品類、金融類期貨與選擇權契約之效益，同時檢視期貨信託基金納入投資型保單投資標的可行性。

以2010-15年市場發行期貨信託基金進行分析，發現部分期貨信託基金標準差都低於加權股價指數標準差，而優於加權股價指數平均年報酬率，若妥善管理期貨信託基金，其表現可優於加權股價指數。以夏普指數（Sharp Ratio）及最大報酬回檔比率（MDD）比較績效表現，說明期貨信託基金因與其他金融商品相關性低，可提供投資人分散風險。

本研究具體建議如下：(1)保險業從事衍

生性金融商品交易之監理，可加入差異化管理，回歸內部控制法規簡化交易衍生性金融商品處理程序；(2)適度修正保險業從事衍生性金融商品交易範圍，放寬保險業得交易商品類期貨及選擇權契約；(3)開放期貨信託基金納入投資型人壽保險契約之交易範圍。主管機關透過投資比率上限之控管，並由保險公司確實進行客戶風險承受分析，避免不當推介與消費爭議。

貳、研究動機與目的

管理期貨基金於國外投資市場發展十分蓬勃，臺灣自2008年開放，稱為期貨信託基金，為專業期貨經理人以期貨與選擇權等多元投資標的為主，透過計量模型搭配電腦程式化交易，24小時監控全球各期貨市場，並運用統計與科學方法以歷史價格等相關資料來判斷市場趨勢，受到人為操作影響較少。由於可進行多空雙向操作，與傳統股票與債



券投資僅為單向操作不同，故管理期貨策略通常與市場呈現較低之相關性。

芝加哥商業交易所（CME）2015年研究報告指出¹，運用期貨基金具有下述優點：(1)可分散現有傳統的投資標的；(2)有效降低投資組合之波動度；(3)增加收益並降低風險；(4)提供與資本市場好壞無關的收益表現；(5)於股票市場走低時提高投資收益；(6)許多大型企業使用此投資工具；(7)執行流動性高且具透明度的交易；(8)受到高度監管；(9)風險管理與清算；(10)整體期貨交易市場穩健且產業成長快速。美國APA（Attain Portfolio Advisors）公司於2014年報告書提到管理期貨基金與股票市場為“不相關”而非負相關²。換言之，並非只在股票市場呈現下跌走勢時才需要交易管理期貨基金。

以臺灣金融市場為例，2014年金融機構資產總額約為63.5兆新臺幣，其中壽險業資產總額高達18.6兆新臺幣，顯見壽險業資金對我國金融市場發展具有重要影響。由於保險業可運用資金規模龐大，且急需尋求合適的投資標的，因此，本研究嘗試探討我國期貨信託基金是否能成為保險業合適的投資標的，除增進保險業投資運用之收益與促進投資組合之風險分散外，保險業之資金的投入亦能促進期貨信託基金市場的活絡，產生兩個產業雙贏互利的效果。

依《保險法》第146條規定，保險業資金可從事衍生性商品交易。依據《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第2條規定須以避險為目的、增加投資效益目的及結構型商品投資，辦理衍生性金融商品交易。並於第6至第8條列出基於避險或增加投資效益目的下之可交易衍生性金融商品類別，其中即包含期貨交易。然而受限於相關法令對於以增加投資效益目的之衍生性金融商品交易控管較為嚴格，且後續執行之規定程序較為繁瑣（如保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法），因此目前我國壽險業之衍生性商品交易皆以避險為目的，依據保險事業發展中心資料顯示，壽險業2013年整體衍生性商品投資金額約為9.5億，占整體資金運用的0.06%。

依據保險法第146條以及《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》之規範，期貨信託基金屬於保險業可投資項目之一，但第9條第2項規定國外衍生性金融商品應以國外金融商品所衍生之商品為限，且不得涉及以我國證券、證券組合、利率、匯率或指數為標的之衍生性金融商品交易。而《保險業辦理國外投資管理辦法》第8條提到國外表彰基金有證券投資基金、指數型基金、指數股票型基金、不動產投資信託基金、對沖基金、私募股權基金、基礎建設基金以及商品

1 CME 集團，「10 Compelling Reasons to Consider Adding Managed Futures to Your Portfolio」。http://www.cmegroup.com/education/10-reasons-to-consider-managed-futures.html。

2 Attain Portfolio Advisors 2014 年報告書，“Why Advisors Aren't Getting What they Want out of Managed Futures”。



基金。換言之，若保險業投資國外之私募股權基金以及對沖基金，此類基金不限於商品類、金融類期貨與選擇權契約之交易。反之，若保險業委託國內期經業者代操從事國外衍生性商品之交易，則標的僅可為國外金融商品所衍生之商品，不得為商品類所衍生之交易契約標的。顯見保險業採用委託期經業者或投資私募股權基金與對沖基金兩種不同方式下，兩方所能交易之標的存在顯著不對等性。

因交易標的規範之差異以及高法令遵循成本下，可能影響保險業自行從事期貨交易或委任期經事業交易之意願。因此，本研究第一部分欲以保險業交易面進行探討，研究保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法相關規定之修訂，與探討開放保險業委託國內期經事業交易商品類以及金融類之期貨以及選擇權契約之可行性。

本研究第二部分以保險商品為探討方向，依《投資型保單投資管理辦法》第10條以及第11條規定，投資型保單所連結之商品不包含期貨信託基金。然而若投資型保單之分離帳戶連結之境外基金，則該基金之連結標的除有價證券外，亦包含利率、匯率、指數、大宗物資（如黃金、農產品、金屬及原油）等現貨及衍生之標的。相較之下，對於專門從事衍生性標的交易之期貨信託事業所發行之期貨信託基金，不包含於投資型保單之連結標的中似乎有不對等之現象，本研究亦探討將期貨信託基金納入投資型保單投資範圍之可行性。

參、臺灣與其他各國保險業交易衍生性金融商品規範與現況

一、美國、新加坡與歐盟於保險業投資衍生性金融商品相關規範與現況

(一) 保險核心原則 (Insurance Core Principles, ICPs)

根據國際保險監理官協會 (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) 之保險核心原則所示，保險人得從事以避險或增進投資組合效率之衍生性商品交易 (ICP 15.1.2)，而保險監理機關須訂定相關監理規則 (ICP 13.0.14)，以限制其風險、督促其落實風險管理及揭露相關風險資訊 (ICP 15.1.7)。依據 ICP 13.0.14，主管機關應對新興風險移轉工具加以瞭解，並訂定相關監理規範。進一步，為避免保險人之交易曝露於過高的風險之中，監理機關可訂定相關監理規則，以限制保險人所從事之衍生性商品交易 (ICP 15.1.7)。

(二) 美國之保險業交易衍生性金融商品規範

美國 NAIC 自 2009 年以來，透過衍生性商品模範示範規定 (Derivatives Instruments Model Regulation, Model # 282) 對保險業的衍生性商品使用進行監理規範。該示範規定係以保險人投資模範法之第 8 章 (Section 8 of the Investment of Insurers Model Act, MDL-283) 為授權母法。示範規定之目的係對衍生性商品之審慎使用制定標準，且該標準係以保險人投資模範法之第 9 與 18 章為授權母法。其內容包含名詞定義、指引與內部控制



程序、監理授權、文件要求、交易規範及生效日等。

依NAIC統計資料³，截至2013年底共有264家保險人投入衍生性商品市場，其中145家為人壽保險人、101家為財產保險人。而衍生性商品交易名目金額達1.85兆美元，55.8%之目的為利率風險避險，其中選擇權為8,755億，交換契約為8,673億，期貨與遠期契約為598億與523億美元。依據交易目的區分，94.1%的衍生性商品交易目的為避險，較2012年成長28%。以增進收益為目的之交易雖僅占5.9%，但較2012年成長高達680%（或69.5億美元）。

(三) 歐盟之保險業交易衍生性金融商品規範

歐盟保險業交易衍生性商品主要受歐盟市場基礎監理（European Market Infrastructure Regulation, EMIR）所規範，項目摘要如下：

1. 強制集中結算：自2012年底起，全體歐盟金融機構，包含保險人與再保險人，被要求透過集中交易所結算標準化之適格衍生性商品，但集團內之交易，可排除之。
2. 保證金：交易OTC衍生性商品者，將需提繳相關保證金。
3. 集中交易所：集中交易所須於該國司法轄下，獲得授權成立。集中交易所需建立相關違約交易之處理程序，與違約結算之處理基金。
4. 非集中結算之OTC衍生性商品：此類衍生性商品將被嚴格限制，以減低交易對手之

信用風險與操作風險，包含採用電子化的工具以即時確認此項交易之穩健。

5. 報導（Reporting）：所有交易多手與結算所需確保衍生性商品交易之細節，無論結算方式，在契約簽訂、修改或終止之下一工作日，加以揭露。
6. ESMA（European Securities and Markets Authority）：歐洲證管會ESMA主要負責：(a)確認或批准交易契約之結算門檻；(b)監督交易項目，包含訂定交易與撤銷交易；(c)自第三國的授權與監理。

(四) 新加坡之保險業投資衍生性金融商品規範

新加坡銀行、保險等所有金融產業之監理機關為新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）。MAS於2001年公布第104號通知（MAS Notice 104），內容為保險業投資規範（Investment of Singapore Insurance Fund Assets），其中第8至第23點為衍生性商品交易相關規範，包含許可之衍生性商品操作以及審慎管理監控⁴。其後針對衍生性金融商品交易部分於2004年及2006年公布MAS Notice 104修訂版，再於2013年公布第125號通知（MAS Notice 125），用來取代先前第104號通知。目前新加坡保險公司於衍生性金融商品交易需遵循MAS第125號通知，其中與衍生性金融商品交易之相關規範列於第21點至第28點，其允許保險人以避險或有效管理交易組合目的進行衍生性商品交易。

3 http://www.naic.org/cipr_topics/topic_derivatives.htm。

4 見梁正德等(2008)。



Feature Report

依據MAS網站統計資料⁵，2014年新加坡壽險公司在新加坡保險基金（SIF）部分投資於其他投資項目（包含衍生性商品）在非連結型保單與連結型保單下分別是1,101.6百萬以及183.4百萬美元，分別占該類別總資產0.89%以及0.65%。而產險在SIF⁶與OIF⁷部分，投資於其他投資項目（包含衍生性商品）為1,050.6百萬以及4,226.3百萬美元，分別占總資產10.02%以及22.22%。

綜合上述規範，新加坡及ICPs之規範皆允許保險人可以避險或以增加投資效益為目的進行衍生性商品交易。美國規範法中雖未明確載明，但實務上允許保險業以增加投資效益為目的進行衍生性商品交易。此三項法令並未確切規範保險業不得進行衍生性商品交易之種類。實務上美國與新加坡保險業交易衍生性商品比重不低，尤其在美國部分。更重要的是，美國保險業以增進收益為目的之衍生性商品交易已達5.9%，約69.5億美元。

二、臺灣之保險業交易衍生性金融商品規範

（一）保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法

我國保險業交易衍生性金融商品主要規範於《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》。此管理辦法之母法為保險法第146條第8項，其中第2條規定衍生性金融商品交易，指為避險目的、增加投資效益目的及結構型商品投資，辦理之衍生性金融商品交易。

雖可以避險為目的，亦可以增加投資效益為目的，然避險與增加投資收益目的之資格條件與相關限制卻有所不同，規範於《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第4條至第10條。研究發現以避險為目的之資格條件要求較低，且可交易之標的較多，反之，以增加收益為目的之資格條件要求較嚴格，且可交易之衍生性金融商品內容選擇性甚少，尤其衍生性金融商品應以國外金融商品所衍生之商品為限，不得涉及以我國證券、證券組合、利率、匯率或指數為標的之衍生性金融商品交易。例如：實務操作時常使用之選擇權交易非屬可承做項目。此外，商品類之衍生性商品亦被排除於可交易標的外。

《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第13條規定交易之處理程序及訂定相關報告規範（需定期向董事會及風險管理委員會報告），包含報告項目及報告頻率等。值得注意的是，以避險為目的及結構型商品投資之衍生性金融商品交易者，至少應每半年向董事會及風險管理委員會報告。但若從事增加投資效益目的之衍生性金融商品交易者，報告頻率應更為頻繁，至少應每月向風險管理委員會報告後，再向董事會或其授權之單位報告。而金管保財字第10302509851號令考量實務上保險業者召開董事會之頻率或有差異，規定交易態樣及損益情形符合特定條件者可以降低報告頻率⁸，但至少應按季向董事會及風險管理委員會報告。

5 http://www.mas.gov.sg/~media/resource/data_room/insurance_stat/2014/AL8_2014.pdf。

6 http://www.mas.gov.sg/~media/resource/data_room/insurance_stat/2014/AG8_2014.pdf。

7 http://www.mas.gov.sg/~media/resource/data_room/insurance_stat/2014/AG16_2014.pdf。



《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第14條規定董事會應核定交易相關之風險管理重要政策及程序，並至少每年檢討一次，且應指定高階主管人員負責管理衍生性金融商品交易。第15條與第16條分別規定交易之風險管理與查核機制規範。在處罰部分，保險法第168條第1項規定若違反《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》相關規定，處新臺幣90萬元以上，450萬元以下罰鍰或勒令撤換其負責人，情節重大者並得廢止其營業執照。

(二) 其他相關規範

依據保發中心統計資料⁹，2014年底，壽險業國外投資金額達8.3兆，占整體資金50.25%。為避免外匯變動對國外投資損益造成大幅波動，主管機關於《保險業風險管理實務守則》中規範保險公司應對國外投資資產建構外匯風險管理及避險機制。因此，保險業進行衍生性商品交易時除須遵循《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》外，尚有其他相關規範須遵循，以下整理相關規範。

1. 與國外投資相關辦法

《保險業風險管理實務守則》5.1.7條：保險公司應對國外投資資產建構外匯風險管理及避險機制。為避免外匯波動對國外投資資產價格造成顯著波動，保險公司應進行避險機制或提存外匯價格變動準備金。壽險公司之避險機制與外匯價格變動準備金間有連

動關係，故當保險業者以避險為目的進行衍生性商品交易時，亦須遵循《保險業風險管理實務守則》以及《人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項》。

《保險業辦理國外投資管理辦法》第3條：保險業辦理衍生性商品交易時須依照《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》之規定辦理。第3條亦規範辦理國外投資，應遵循同業公會訂定之《保險業辦理國外投資自律規範》。而此自律規範中亦針對衍生性商品交易有相關規範。

2. 其他

保險公司若與利害關係人進行衍生性商品交易，則需遵循《保險業與利害關係人從事放款以外之其他交易管理辦法》，以第4條為例，須擬定內部作業規範，並經董事會三分之二以上董事出席及出席董事四分之三以上同意之決議概括授權經理部門依該作業規範辦理，且其交易條件不得優於其他同類對象。

若保險公司屬公開發行公司，須遵循《公開發行公司取得或處分資產處理準則》，其第四節部分即為從事衍生性商品交易之規範。以第19條為例，公開發行公司從事衍生性商品交易所持有之部位至少每週評估一次，惟若為業務需要辦理之避險性交易至少每月應評估二次，其評估報告應呈送董事會授權之高階主管人員。

(三) 臺灣保險業交易衍生性金融商品交易現況

8 (1) 未到期交易屬依《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第8條規定辦理且保險業內部已建置資料庫儲存交易相關資訊之交易。(2) 前(1)項任一交易存續期間內之已實現及未實現損失之合計金額，未逾新臺幣五千萬元與該保險業業主權益0.1%兩者間孰低者。(3) 前(1)項全部交易存續期間內之已實現及未實現損失之合計金額，未逾新臺幣一億元與該保險業業主權益0.2%兩者間孰低者。

9 查詢日期：2015年11月17日。



表1根據保發統計資料整理2011至2014年臺灣壽險業衍生性商品投資概況。由於衍生性商品交易之規範較為嚴格，且有金額限

制，因此衍生性商品交易占總資金運用總額皆低於0.2%，且目前皆以避險為目的。

表1 臺灣壽險業衍生性商品投資統計表

(千元新臺幣)

年度	2011	2012	2013	2014
衍生性商品	13,245,731	21,004,834	9,455,751	9,606,396
衍生性投資比重	0.12%	0.16%	0.06%	0.06%

肆、臺灣投資型保單投資範圍規範與現況及放寬探討

投資型保險商品為同時具有保險與投資兩種性質之商品，分成委任全權運用投資帳戶與非全權運用投資帳戶兩種。投資型保險商品分為一般帳戶和專設帳戶進行管理，專設帳戶內之保單投資資產，由保險公司採個別帳戶管理。由於近年定存利率持續下降，因此增加投資型保單保費收入。2006年時投資型保險初年度保費收入占率高達50%，然而在金融海嘯後投資型保險之保費收入開始逐年下降。2014年投資型保單初年度保費收入占總初年度保費收入29.86%，而初年度加續年度保費收入占總保費收入約15%。

2013年發展出「委託投信公司代為運用與管理專設帳簿資產之投資型保單」，市場上簡稱為類全委保單，屬於非全權運用投資帳戶的一種。換言之，壽險公司與投信法人合作，當保戶購買該投資型商品後，保險公司提供給該商品之連結標的為特定投信法人之基金商品，因此實質上是由該投信公司代

為操作。由於本質上為雙重委託，因此稱為類全委保單。類全委保單發行後，吸引許多保單持有人購買，根據報導¹⁰，2015年1至8月投資型保單收入有80%以上來自於類全委保單。

投資型商品可連結標的須遵循《投資型保險投資管理辦法》第10條以及第11條規定（表2），發現投資型保單可以連結證券投資信託基金，但不可連結期貨信託基金。然而觀察保險市場現況，許多類全委保單在連結特定投信法人之基金商品時，可能是連結信託業者所募集發行之境外基金等，而該等基金之投資標的除有價證券外，皆得交易黃金等貴金屬之等衍生性金融商品。

綜上所述，保險公司在類全委保單下所連結之境外基金可以交易期貨商品。反之，投資型保單卻不能直接連結期貨信託基金。相較之下，期貨信託基金不包含於投資型保單之連結標的項內似乎有不對等之現象。

本研究透過專家訪談方式探討投資型保單連結標的之放寬。綜合業者意見，贊成原

10 吳靜君，「類全委保單熱賣 金管會盯」，經濟日報，2015年10月5日，<http://udn.com/news/story/7239/1228996-%E9%A1%9E%E5%85%A8%E5%A7%94%E4%BF%9D%E5%96%AE%E7%86%B1%E8%B3%A3-%E9%87%91%E7%AE%A1%E6%9C%83%E7%9B%AF>。



表 2 投資型商品可連結標的

第 10 條 提供連結之投資標的	第 11 條 以保險契約委任全權決定運用標的
<ol style="list-style-type: none"> 1. 銀行存款 2. 證券投資信託基金受益憑證 3. 境外基金 4. 共同信託基金受益證券 5. 依不動產證券化條例所發行之不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券 6. 依金融資產證券化條例所發行之受益證券或資產基礎證券 7. 各國中央政府發行之公債、國庫券 8. 金融債券 9. 公開發行之有擔保公司債，或經評等為相當等級以上之公司所發行之公司債，或外國證券集中交易市場、店頭市場交易之公司債 10. 結構型商品 11. 美國聯邦國民抵押貸款協會、聯邦住宅抵押貸款公司及美國政府國民抵押貸款協會所發行或保證之不動產抵押債權證券 12. 其他經主管機關核准之投資標的 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 銀行存款 2. 公債、國庫券 3. 金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票 4. 公開發行之公司股票 5. 公開發行之有擔保公司債，或經評等為相當等級以上之公司所發行之公司債 6. 證券投資信託基金受益憑證及共同信託基金受益證券 7. 臺灣存託憑證 8. 依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券 9. 依不動產證券化條例發行之不動產資產信託受益證券及不動產投資信託受益證券 10. 外國有價證券 11. 證券相關商品 12. 其他經主管機關核准之標的

因為期貨信託基金可以放空方式操作，因此增加投資彈性，與CME集團2015年研究報告一致。期貨信託基金因允許槓桿操作，但為控制其風險程度，其管理辦法規範期貨信託基金對各標的之交易或投資比例上限，並要求應分散之。且為避免基金發生超額損失影響受益人權益，管理辦法中亦訂有預警通報規範，故其風險管控具一定架構與標準。而持反對意見之原因為期貨信託基金商品財務槓桿較大，若保戶未明確了解期貨信託基金屬性而貿然投資，後續爭議可能較大。

綜上所述，建議主管機關可適度開放投資型保單連結期貨信託基金，提供更多元之標的供保戶分散風險並創造更穩健之績效。然而，保險業者需慎選所連結之期貨信託基金，並建議主管機關可限定期貨信託基金之投資比率上限。值得注意的是，在保戶選擇期貨信託基金作為連結時，應由保險公司確

實進行客戶風險承受等級分析與確認其風險承受等級與商品風險等級是否匹配以避免不當推介，並避免爭議。

伍、放寬臺灣保險業之衍生性商品投資規範之探討

雖然《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第2條規定衍生性金融商品交易可以避險目的、增加投資效益目的或結構型商品投資。然我國保險業仍以避險目的進行衍生性金融商品交易，主要原因在於主管機關認為衍生性金融商品交易風險較高，故訂定較高繁複之內控流程，因此在以增加投資效益目的部分，尚未有保險業者實際執行過。本章先透過比較期貨信託基金（投資標的以衍生性商品為主）與我國股票市場之報酬率與波動度來說明過去期間內期貨信託基金之風險並未顯著高於股票市場。並探討臺



Feature Report

灣保險業衍生性商品投資之放寬以及交易處理作業程序之簡化。

一、衍生性商品之風險分析

期貨信託基金是以期貨與選擇權等衍生性金融商品為主要投資標的，故本節以市場上發行超過一年之期貨信託基金進行分析比較，共有五檔主動式及一檔被動式基金，而E基金雖為主動式基金，但不以追求絕對報酬為目標。

表3為各期貨信託基金與加權股價指數之年報酬率平均以及標準差（括號），我們發現大部分期貨信託基金之標準差都低於加權股價指數之標準差。以A基金為例，在資料點中有四年的表現（2015、2014、2011和2010）優於加權股價指數之平均年報酬率，且此四年之標準差亦低於加權股價指數年報

酬率之標準差。這說明若能妥善管理期貨信託基金，其表現可能優於加權股價指數。此外，F期貨基金之表現略劣於A~D期貨基金，係因被動型基金係追蹤標的指數之表現，供交易人自行決定低買高賣之參考，並非由基金發行公司及基金經理人追求絕對報酬之績效表現，故不適宜直接與主動式信託基金以及加權股價指數相比較。同樣的，E基金非以追求絕對報酬之績效表現為目標，因此亦不適宜直接與主動式信託基金相比較。

表4計算夏普指數（Sharp Ratio）與最大報酬回檔比率（Maximum Drawdown；MDD）。夏普指數代表該投資工具每承擔一單位風險所獲得之報酬，指數越高表示基金操作績效越好。而最大報酬回檔比率指的是在資料期間內最大跌幅，並按對上一個最高資產淨值為基準所計算的百分比顯示。即

表 3 風險比較表（本研究自行整理）

年	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
加權股價指數	-10.41% (15.59%)	8.08% (10.86%)	11.85% (11.56%)	8.87% (15.45%)	-21.18% (21.57%)	9.58% (16.42%)	
主動式	A (CTA1)	-3.34% (14.50%)	29.14% (9.94%)	-4.44% (11.16%)	-5.24% (8.79%)	-6.88% (12.83%)	11.04% (10.09%)
	B (CTA)	7.85% (15.45%)	28.81% (11.16%)	-5.80% (10.42%)	-12.25% (9.82%)	6.57% (12.60%)	
	C (CTA)	8.03% (6.30%)	0.55% (3.86%)				
	D (CTA, 私募)	2.76% (10.15%)	19.36% (8.16%)	10.25% (8.46%)			
	E (指數型)	-13.32% (55.52%)	-3.62% (13.63%)	-28.39% (21.42%)	2.47% (16.96%)	7.26% (23.22%)	
被動式	F (指數型)	-27.95% (17.65%)	-23.75% (41.28%)	-2.90% (10.36%)	-4.88% (14.32%)	-2.30% (19.91%)	1.53% (17.83%)

11 CTA(Commodity Trading Advisor) 係指由基金公司募集資金，交由期貨專家投資期貨、選擇權、遠期外匯等金融商品，投資標的涵蓋全球金融市場、貨幣與商品期貨，此類期貨專家在歐美被稱為商品交易顧問，故稱為 CTA。



為任一時間點進場可能遇到的最糟狀況，越接近0越理想。由表4可發現加權股價指數與期貨信託基金並未有哪項投資工具絕對優於另外一項的現象，這呼應文獻與產業報告中所提到的期貨信託基金與股票報酬間並不是負相關。表5為各基金與加權股價指數之相關係數，除C期貨基金外，各期貨信託基金與加權股價指數之相關性非常低，以A基金為例，其與加權股價指數之相關係數不超過

0.1。此結果與文獻一致，說明期貨信託基金因與其他金融商品相關性較低，因此提供一個更多元之標的供投資人分散風險，並可能創造更穩健之投資績效。

由表3至表5的結果說明期貨信託基金之表現可能優於加權股價指數，但各檔期貨信託基金績效表現差異較大，因此在投資期貨信託基金前以及投資期間須有完善之風險評估計畫。

表 4 夏普指數與最大報酬回檔比率（本研究自行整理）

年		2015	2014	2013	2012	2011	2010
加權股價指數		-0.67	0.74	1.03	0.57	-0.98	0.58
		-25.70%	-11.04%	-8.76%	-15.34%	-27.47%	-15.38%
主動式	A (CTA)	-0.23	2.93	-0.40	-0.60	-0.54	1.09
		-14.88%	-3.82%	-17.31%	-8.09%	-9.18%	-8.20%
	B (CTA)	0.51	2.58	-0.56	-1.25	0.52	
		-13.42%	-8.56%	-14.24%	-15.42%	-8.08%	
	C (CTA)	1.27	0.14				
		-3.51%	-3.77%				
	D (CTA, 私募)	0.27	2.37	1.21			
		-7.95%	-4.26%	-11.04%			
	E (指數型)	-0.24	-0.27	-1.33	0.15	0.31	
		-39.87%	-18.25%	-30.36%	-15.81%	-21.62%	
被動式	F (指數型)	-1.58	-0.58	-0.28	-0.34	-0.12	0.09
		-29.26%	-33.07%	-12.40%	-18.25%	-19.50%	-17.34%

表 5 與加權股價指數之相關係數（本研究自行整理）

年		2015	2014	2013	2012	2011	2010
主動式	A (CTA)	0.10	0.09	-0.06	-0.07	-0.07	-0.06
	B (CTA)	-0.21	0.21	0.12	-0.24	-0.07	
	C (CTA)	0.33	0.43				
	D (CTA, 私募)	-0.21	0.11	-0.02			
	E (指數型)	-0.05	-0.05	0.03	0.11	0.15	
被動式	F (指數型)	0.05	0.02	-0.09	0.15	0.18	0.28



二、放寬臺灣現況保險業之衍生性商品交易與簡化交易處理作業程序探討

綜合國際法規與實務及業者之意見，皆贊成適度開放或附條件的開放增加投資效益目的之衍生性商品類別，例如：商品類期貨及選擇權契約。因此，建議可適度開放或附條件的開放增加投資效益目的之衍生性商品類別。

專家訪談結果顯示現行《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》有難行之處，如：報告頻率要求，且交易前後作業管理規定繁瑣，人力配置上較困難。實務上，以增加投資效益目的之衍生性商品交易部分尚未有保險業者實際執行。

建議在保險業從事衍生性金融商品交易處理作業程序部分，可分級管理。依公司財務狀況進行分類，體質好之保險公司（例如比照海外投資標準，以RBC比率250%為基準），核准保險人於在一定的可運用資金額度（或比率）之下，改依《保險業內部控制及稽核制度實施辦法》進行保險公司投資衍生性商品之內部控制與稽核。反之，體質差（即RBC比率低於250%）之保險公司仍須以《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》進行監管。

陸、結論與建議

歸納國際法規與實務及專家訪談結果，具體建議如下：

- (1) 調整保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法，建議加入差異化管理等具體文字，體質好之保險公司在一定的可運用資金額度（或比率）下，可依據現行《保險業風險管理實務守則》相關規

範，回歸至公司自治之內部控制相關法規並簡化保險業交易衍生性金融商品處理程序。體質差之保險公司須以《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》加以監管。

- (2) 調整保險業從事衍生性金融商品交易範圍，適度修正《保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法》第6條至第10條對於投資標的、限額等相關規定，放寬保險業得與適格之金融機構得交易商品類期貨及選擇權契約。

- (3) 調整投資型保險投資範圍，適度修正《投資型保險投資管理辦法》第10條以及第11條之規定，開放期貨信託基金納入投資型人壽保險契約之交易範圍。建議主管機關可限定期貨信託基金之投資比率上限，並應由保險公司確實進行客戶風險承受等級分析與確認客戶風險承受等級商品風險等級是否匹配後再進行期貨信託基金之連結，以避免不當推介，避免爭議。

國家之永續發展有賴於金融市場結構完整健全發展。根據CME之統計資料，過去35年，期貨信託資產規模成長1,000倍，達3,100億美元，顯見期貨信託基金為未來市場上重要投資工具之一。本文透過探討我國期貨信託基金與保險業投資面與商品面之結合與開放，希望能促進保險業投資運用之收益並強化投資組合的風險分散效果，同時，保險業資金的投入亦能促進期貨信託基金市場的活絡，產生兩個產業雙贏互利的效果。透過引導保險業者將交易至海外之資金轉入國內期貨產業，如此亦將有助於金融主管機關之金融進口替代、期使留住國內金融專業人才及擴大就業政策的推行。



現行期貨商調整後淨資本額 (ANC) 監理制度之檢視與建議

資誠聯合會計師事務所 執業會計師◎紀淑梅

壹、前言

隨著衍生工具持續快速發展與創新，國際金融與資本市場日益開放，交易全球化的程度亦因網際網路的快速發展而加速，加上交易技術的不斷進步，全球期貨交易量持續快速成長。而臺灣期貨市場除近年來陸續鬆綁多項法令規定的助益外，臺灣期貨交易所股份有限公司（以下簡稱「期交所」）2015年度推出人民幣匯率期貨、東證期貨、ETF選擇權等成功的新商品、祭出4項期貨交易調整機制¹及各項激勵活動措施，加上市場波動度及振幅大的推波助瀾下，交易量已突破2.6億餘口，更一舉刷新2014年2.24億餘口的前次新高紀錄，不僅連續兩年突破2億口，日均量首次突破百萬口大關，年度交易量及

日均量雙雙創下期交所成立以來年度最高交易量。根據美國期貨協會（FIA）的統計資料，2015年1-10月臺灣期貨市場交易量排名為全球第十九名，與2014年度排名相當，期交所期望3年內（2018年），能成長50%，晉升到全球第十五名。然而為求我國期貨市場進一步發展的同時，正視並解決影響臺灣期貨市場國際競爭力的三個關鍵要因素，包括經濟環境、基礎設施、法規及監理制度，特別是我國現行期貨法規及對期貨商整體經營風險的監理制度，是否能與先進國家（特別是美國及新加坡）的發展現況類比，以了解目前臺灣期貨市場發展的瓶頸，提出可行的解決方案，將會是主管機關刻不容緩應優先探討的議題。

調整後淨資本額（Adjusted Net Capi-

1 2015年導入延長陸股ETF期貨及選擇權交易時間、調整股票選擇權履約價格序列及間距、建置委託單整批刪除機制、期貨市場遇證券市場資訊異常暫停交易機制等4項新制。



tal，以下簡稱「ANC」）是即時衡量期貨商整體經營風險之主要指標，為國外期交所及結算機構普遍採用之部位控制標準，目前我國主管機關係採用ANC比率为監理期貨商之資本適足指標。而我國期貨商ANC之相關監理制度係援引自美國商品期貨交易委員會（US Commodity Futures Trading Commission，以下簡稱「CFTC」）及美國期貨公會（National Futures Association，以下簡稱「NFA」）之相關規範與基本精神，後續CFTC隨著業務量大增、成功的衍生工具類型變多、風險承受度及控管能力的強化、內控制度其他相關金融法規的完善度、交易制度及市場已趨成熟等因素，近20年來對ANC之監理制度已有多次修訂。反觀現行我國主管機關對期貨商ANC之監理規範與項目標準，卻已多年未隨著CFTC對期貨商ANC監理規範之修正、國內外經濟、金融工具變化情形及期貨商業務發展現況與未來趨勢等相對及時調整，對於我國期貨商長期業務發展及國際競爭力將有不利的影響。

基於前述，本文筆者將先概述美國、新加坡及我國期貨商ANC監理制度之沿革，再針對於我國與美國ANC之監理制度、主要項目及其權數標準之要求等進行差異比較，最後提出可行之調整建議，以供業者、期交所及主管機關於探討有關ANC項目、相關法令及監理制度適宜性之參考，期能基於「風險基礎監理（Risk-Based Supervision）」下適度放寬規範，對期貨商持續擴大期貨市場，提昇國際競爭力有所助益。

貳、美國、新加坡及我國期貨商ANC監理制度之沿革

一、美國

美國期貨監督管理機構為CFTC和NFA。CFTC成立於1974年，為一獨立之政府機構，負責監管美國商品及金融期貨、期權市場及市場的開放性、競爭性及財務可靠性，以保護市場參與者及一般大眾的相關利益與權益。NFA則是美國期貨業的自律機構（Self-regulatory Organizations, SROs），受CFTC的監督管理，亦制定相關期貨商的管理規範以供業者遵循，其相關規範為NFA Manual。有關ANC監管制度係規範於Financial Requirements Section 1. Futures Commission Merchant Financial Requirements 中，截至2016年1月，共歷經下列兩次較重大的調整。

（一）1998年將期貨商最低資本改採風險基礎之淨資本要求

1. 客戶保證金總額之4%已無法反映客戶實際在倉部位風險，期貨交易蓬勃發展下，反而誘使期貨商退還超額保證金

自1980年11月起，CFTC始要求期貨商最低資本應為客戶保證金專戶總額之4%，此舉係為保護客戶存放於期貨商之資金，但自該規範生效起，金融市場蓬勃發展，期貨交易量大幅成長，期貨市場全球化並與其他金融市場產生緊密關聯及連動性，在銀行、證券、保險產業開始導入以風險為基礎之淨資本要求（Risk-Based Net Capital Requirements）之方法論下，CFTC認為期貨商客戶



保證金制度不僅已無法反映客戶實際的在倉部位風險，且在期貨交易蓬勃發展下，要求最低資本應為客戶保證金專戶總額4%之規範，反而誘使期貨商退還客戶保證金超額部分以降低手中的資金水位，因此促成了此項規範的改革。

2. 交易所實施風險基礎之淨資本要求，改採維持保證金制度（客戶8%；非客戶²4%）

美國期貨交易所首先於1998年1月起改採風險基礎之淨資本要求，要求期貨商之最低資本與期貨商客戶持有部位之風險需有所連結，使期貨商於極端情況下客戶違約能有足以應付之資本，而維持保證金（risk maintenance margin/performance）係為風險停損點之概念，因此美國於1998年實施風險基礎之淨資本要求並採用維持保證金為資本要求比率之基準，將最低資本的比率基準從客戶保證金總額改為客戶及非客戶之維持保證金，以能反應客戶及非客戶未平倉部位的風險，且此項規範並未將期貨商自有部位納入，亦即期貨商應能自行控管自有部位可能的市場風險。

後續，NFA於1999年9月進行最適維持保證金比率之實證試算研究，透過24家期貨商會員回覆之3個月（1999年6月至8月）實際交易資訊實證試算研究結果，訂定適用於期貨商之客戶及非客戶維持保證金之比率規範，並於2000年全面規範期貨商適用風險基

礎之淨資本要求，至少需為客戶維持保證金8%與非客戶維持保證金4%之比率。

3. 2010年將ANC占「客戶與非客戶維持保證金」之比率皆調整為8%

CFTC於2010年原提議將最低淨資本占客戶帳戶及非客戶帳戶之維持保證金比率皆提高至10%（原客戶為8%；非客戶為4%），惟期貨商皆反映10%之提案與產業發展趨勢背道而行而反對調整，惟討論中也探討非客戶帳戶持有之部位雖然可由母公司或其他關係企業擔保，但其風險未必小於客戶持有之部位，故同意將ANC占非客戶維持保證金之比率提高至8%與客戶之比率一致。CFTC對上述比率之調整於2010年3月31日生效並適用至今（同時適用NFA）。

二、新加坡

（一）2001年10月前採定額最低資本額及一定比率之維持保證金並存制度

新加坡對於期貨交易風險部位之控管標準，則係於1993年修正期貨交易規則，增訂具期貨經紀商之結算會員應維持ANC不得低於新加坡幣25萬元，或其客戶資金之10%，兩者取大者³。後續於1999年，將前述ANC之監管制度，改為新加坡幣300萬元或客戶繳存超額保證金（超過維持保證金部分）之2%，且不得低於客戶及非客戶所有期貨及外匯槓桿保證金交易所須維持保證金之比率

2 非客戶帳戶通常係指期貨商之關係企業或雇員之帳戶（Commission Rule 1.17(b)(4)）。

3 資料引用自蔡彥卿教授，2004年出具之「期貨商調整後淨資本額（ANC）分析報告」。



自10%調整為6%。

(二) 2001年10月採證券暨期貨統一監理架構後，已刪除對ANC比率之規範，改採最低資本額及一定財務資源要求並存制度。2001年10月新加坡國會通過金融管理局(MAS)提出之證券暨期貨法(SFA)，透過此統一監理架構，將原有的證券業法、期貨交易法、交易所法以及公司法部份條文併入同一全新之法律中，以因應全球化、科技趨勢及創新發展而重新調整的監理架構。MAS以風險管理為基礎，為確保交易所會員擁有足夠的財務資源以執行金融業務，並能吸收由業務活動所導致之非預期損失，故對證券、期貨業者設有最低資本要求(Minimum Capital Requirement)。

MAS訂定的最低資本要求除了規範最低資本額外，亦要求期貨交易所結算會員之財務資源(Financial Resources，以下簡稱「FR」)⁴須高於總風險要求(Total Risk Requirement，以下簡稱「TRR」)，又稱最低財務資源要求(Minimum Financial Resources Requirement，以下簡稱「MFRR」)。MAS認為MFRR相較於ANC，更能直接反映業務活動所產生之風險，達到風險管理之目的。當期貨商MFRR低於TRR特定比率時，需向新加坡交易所申報。

2015年7月起，MAS對期貨商規範之最低資本之要求，依會員身分及其所承作之交易而有不同。無限制特定商品期貨交易之期

貨交易所結算會員，其最低資本為新加坡幣500萬元；限制特定商品期貨交易之期貨交易所結算會員與非期貨交易所結算會員，其最低資本為新加坡幣100萬元。期貨商之MFRR低於TRR之120%時，即需向新加坡交易所申報。

三、我國

ANC是國內外期貨交易所及結算機構普遍採用之部位控制標準，是最能反應期貨商風險承擔能力，在追求獲利之同時，也能注意資本維持，以維護投資人信心，並保障其權益。就我國期貨業而言，期貨商自有資本之規範，除法定最低資本額及最低業主權益比率外，參考美國採用ANC比率，規定期貨商維持在一定比率，避免期貨商承作超過其資本可負荷的業務量，以降低風險，並確保期貨商的永續經營。我國的ANC制訂歷程及監管制度如下：

(一) 1997年參考美國CFTC之ANC規範與主要精神訂定ANC監理制度

期交所基於結算會員或期貨商經營風險考量，要求結算會員及期貨商均應對自有或客戶部位作適當檢視管理，而ANC是國內外期貨交易所對結算會員之部位控管標準之一。ANC之主要項目及計算方式，係主管機關於1997年參考各主要國家如美國、新加坡及香港之ANC規定所訂定。主要監管制度則係援引美國的規範作法，其基本精神與美國

4 財務資源(Financial resources)之計算，包含(1)資本(2)不可贖回及非累積特別股(3)特別股(4)合格次順位債(5)重估利益(6)其他準備(7)期中未分配利益(8)減損準備。



期貨交易所對期貨商的規範「以風險為衡量基礎之最低調整後淨資本額要求」相同。在概念上與銀行及證券商適用之資本適足率類似，為確保期貨商具有足夠資本以支應其所面臨之風險，要求期貨商之ANC與代表其經營風險程度之「期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額」間需維持一定比率以上（以下簡稱「ANC比率」）。

（二）2005年後ANC比率之修訂歷程與監理制度

1. 修訂歷程

2000年修訂臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則規範，要求期貨商之ANC不得低於其客戶保證金專戶總額10%，並於2005年調降為6%，自此之後，主管機關及期交所雖有微幅調整ANC項目內容及計算方式，惟整體架構仍維持原訂定規範，至今並未有較大幅度之調整。

2. 監理制度

- (1) 1997年制定之期貨交易法72條及期貨商管理規則第22條規定，ANC比率低於15%或業主權益低於最低實收資本額（期貨經紀商為新臺幣2億元；期貨自營商為新臺幣4億元）40%則需停止接單（停止業務之標準），並向主管機關與主管機關指定之機構提出改善計畫，其目的為確保期貨商於營運時具有足夠資本以支應其所面臨之潛在風險，又若ANC比率低於20%或業主權益低於最低實收資本額60%（預警標準），則需向主管機關及指定機構

申報並說明原因。

- (2) 依臺灣期貨交易所業務規則第19條之1規定，期貨商之ANC不得低於其客戶保證金專戶總額之6%。
- (3) 依臺灣期貨交易所市場部位監視作業辦法第四條之一及之二，ANC比率連續三日低於一定標準或ANC減少幅度達一定標準之期貨商，應向期交所申報並書面說明原因。
- (4) 依臺灣期貨交易所市場部位監視作業辦法第五條及第七條，ANC比率低於警示標準則應當日向期交所申報；達同法第六條及第七條，ANC比率未達限制標準者，期交所將可對期貨商採行必要措施。

參、我國與美國ANC之差異比較

ANC比率是我國現行用以即時衡量、監理期貨商經營風險及財務結構之重要指標，與美國對期貨商監理規範之主要精神最為相近，惟我國ANC項目及計算方式、金融項目的折扣率及ANC比率之監理制度等已多年未修訂，與美國及新加坡相較，皆已達一定程度上的差異。

新加坡則自2001年改採證券暨期貨統一監理架構後，已刪除ANC及ANC比率之監理制度，與我國對期貨商經營風險之監理制度基礎上已不一致，故無法做差異比較。

一、ANC項目及計算方式



(一) 調整後資產、負債項目（正面表列 v.s. 負面表列）

雖然我國與美國對ANC規範主要精神皆為控制部位風險，且皆要求ANC比率應符合特定比率限制，但我國列入ANC之資產負債項目，於計算上採正面表列方式，即直接羅列期貨商ANC計算方式，及各項得計入調整後資產項目（調整後流動資產加計營業保證金及交割結算基金之合計數）、負債總額及調整減項，未列入計算公式之資產、負債及調整項目則無法計入，並詳列期貨商各項自有資金投資標的之折扣率，規範上較為嚴格。我國明列ANC項目則易受適用新國際會計準則時，不同業者於會計政策及項目分類之選擇及專業判斷上差異之影響，較無彈性，也無法實際衡量金融工具之各項風險。

相較於我國ANC項目之規範，美國則採負面表列方式（即採原則性規範），以「能合理預期於未來12個月內變現或出售之資產」為流動資產列入原則，並列舉不可列入項目，若符合上述原則且非為列入除外項目者，原則上皆可列入ANC計算，較我國規範寬鬆許多，且按金融工具的實際風險及流動性有較細部規範，認列上具高度彈性。

以下羅列我國現行不可計入ANC計算但美國可納入之項目：

1. 有價證券及貨幣市場投資工具

我國僅能計入持有供交易之有價證券及貨幣市場投資工具，且需依照「期貨商自有

資金投資標的的折算表」進行折算；美國則規定只要具有公開市場性（readily marketable）⁵的有價證券或有足額擔保之債券（adequately collateralize indebtedness）皆可折算後列入流動資產（CFTC Title 17 § 1.17(c)(2)(iv)(B)）。

2. 期貨商持有之結算機構股票及交易所席位

我國期貨商投資於結算機構股票及席位之會計處理列為以成本衡量之金融資產，非正面表列項目不得計入ANC；美國期貨商所持有商品交易結算機構之股票，可用原取得margin value或成本計入流動資產，期貨商持有之交易所席位則視為非流動資產不得列入ANC項目。（CFTC FORM 1-FR-FCM Page 4-1 “Line 1.a-U.S. exchanges”）

3. 應收款項-應收出售有價證券款

現行期貨商若無兼營證券業務，則無應收帳款科目，惟因採用交易日會計下之應收出售有價證券款，僅能列於其他應收款項，亦非正面表項目，故無法計入ANC；美國則可納入來自結算機構及期貨商應收款，包含以市場現值（current market value）計入之自營及非客戶部位保證金與截至計算當日之應收交割款。（CFTC Title 17 § 1.17(c)(2)(ii)(C)&(D)）

4. 其他流動性資產-應收利息

應收利息非屬法規正面表列項目故無法計入ANC；美國則於流動資產項除應排除未來不具經濟效益的預付費用與遞延費用

5 參照 SEC Rule 240.15c3-1(c)(11)，一般而言，若有價證券可於公開市場交易則具公開市場性。



外，可納入外來具經濟效益之應收利息。
(CFTC Title 17 § 1.17(c)(2)(ii)(B) & CFTC Title 17 § 1.17(c)(2)(iii))

5. 不動產（包含投資性不動產）

不動產一般為非流動性資產故不可計入ANC；美國一般而言固定資產（包括廠房、不動產等）也視為非流動資產，但若符合下列任一情形，則得將該被列為擔保長期債務之金額列入流動資產（CFTC Title 17 § 1.17(c)(2)(v)）：

- (1) 營業用不動產做為取得營運資金之長期債務之擔保品；或
- (2) 不動產做為長期債務之擔保品，且債權人僅可對該不動產行使追索權。

6. 期貨商發行之次順位債務（Subordinated Loan）

我國期貨商發行之次順位債務非屬法規正面表列項目，故不可計入ANC負債項目之減項；美國於計算ANC之負債項目時可扣除「次順位債務」；新加坡則允許期貨商發行次順位債券充當資本的一部分；換言之，不論直接列於資本或是列於負債之減項，在新加坡及美國之規範，次順位債務皆可計入ANC。

二、折扣率

基於資金流動性、可動用性、風險性及安全性等考量，我國期貨商自有資金投資標的計入ANC需參照「期貨商自有資金投資標的折算表(一)、(二)」，依各項投資標的類型及持有期限羅列各標的折算比率，投資標

的類型列舉詳細，主要係參照「證券商計算自有資本適足比率風險係數表」各標的資產之折扣率，折扣率幅度範圍大，其中上櫃認購（售）權證折扣幅度最大，僅可認列市值之20%，各項標的之折扣幅度皆較美國大。

美國對期貨商持有之有價證券則依其類型及到期日進行折算，最大折扣幅度僅認列市價之60%；「存貨、固定價格承諾（fixed price commitment）及遠期合約」依避險性及合約性質適用80%~100%之折扣率；商品選擇權或股票選擇權則依照是否上市櫃而依市值或內含價值計價，而非透過折扣率調整。（CFTC Title 17 § 1.17(c)(5)及SEC 15c3-1(c)(2)(vi)-(viii)）

三、ANC監理制度之各項比率規範

列舉我國、美國與新加坡在ANC比率規範與監理制度之主要差異比較如表一。

肆、ANC項目及監理制度之調整建議

現行我國期貨交易法規及管理規則中有關財務、交易及風險管理面之監理制度及資訊申報制度，包括達預警標準財務惡化之申報、停止辦理業務之規定、退場機制（ANC比率連續三個月未達40%以上）等，都與ANC項目之計算及ANC比率有相當大關聯度。ANC為動態資本之概念，可即時反應期貨商的風險胃納及對風險承擔之能力，在臺灣發展期貨商品逐漸多元且交易制度趨於成熟的同時，建議主管機關若能參照上述美國



Feature Report

表一

比率分母	我國	美國	新加坡
客戶保證金專戶總額	$\frac{\text{調整後淨資本額}}{\text{客戶保證金專戶總額}} \geq 6\%$	1998年已刪除。	2001年已刪除。
未沖銷部位之保證金	$\frac{\text{調整後淨資本額}}{\text{未沖銷部位所需之客戶保證金總額}} \geq 15\%$ <ol style="list-style-type: none"> 1. ANC 比率低於 15% 須停止接單 2. 未沖銷部位包括國內、外期貨經紀及自營業務、代非結算會員期貨商辦理結算 3. 客戶保證金採原始保證金（結算會員為結算保證金⁶） 	$\frac{\text{調整後淨資本額}}{\text{（本國 / 外國客戶及非客戶維持保證金）}} \geq 8\%$ <ol style="list-style-type: none"> 1. 包括本國 / 外國客戶與非客戶之期貨經紀業務 2. 保證金採維持保證金 	NA
監理制度	停單比率係控管期貨商之風險胃納占其經營期貨業務（包含經紀及自營）涉及之風險程度	ANC 比率係控管期貨商風險胃納占其經營期貨經紀業務涉及之風險程度，並未涵蓋自營業務	改採 FR/TRR ⁷ 之比率限制來監管期貨商之經營風險

ANC之規範內容及風險基礎之監理制度，相對檢視並修訂我國ANC項目，採取原則開放例外禁止之負面表列方式管理，並適度配套鬆綁與ANC比率有關的監理制度，相信對健全我國期貨市場長期發展，提昇國際競爭力並能持續創造新榮景應有加乘之效益。

一、放寬ANC可計入調整後流動資產、負債之項目

(一) 具公開市場性之有價證券或有足額擔保之債券投資

建議可參酌美國規範，將投資於具公開市場性或有足額擔保之債券，但認列為備供出售、持有至到期日投資之金融資產（一年內到期者）或無活絡債務商品投資（足額擔保者），以其公開報價或評估後之公允價值予以列入ANC項目，再輔以折扣比率反應金

融資產之風險狀況。

(二) 期貨商持有之結算機構股票

我國期貨商持有國際結算機構股票（如CME/SGX）之目的係為成為該交易所之會員，可免除需透過複委託經營海外期貨交易之額外成本，該項投資風險性極低，可收回性極高，建議可參酌美國規範，以其取得margin value或成本予以列入ANC項目。

(三) 應收出售投資有價證券款

透過公開市場出售投資有價證券之應收款，因會計處理採交易日會計致產生極短期約2天時間差之應收投資款，收回性幾乎無虞，可參酌美國規範予以列入ANC項目。

(四) 應收利息

應收利息主要係期貨商定存單利息，交易對手信用風險極低且收現可能性極高，故可參酌美國規範予以列入ANC項目。

6 參見民國 88 年 7 月 28 日 (88) 台財證 (七) 第 02997 號函。

7 TRR 計算過程，在某些情況下，需將客戶維持保證金的一定比率納入交易對手風險之估算。



(五) 不動產（包含投資性不動產）項目

我國部分期貨商帳列自用不動產或投資性不動產金額已占總資產一定比重，建議參酌美國規範，若可透過抵押設定進行資產活化方式，概念上與該不動產已被視為出售類似，只要符合一定條件者，可將已設定不動產或投資性不動產做為長期債務之擔保金額，列為ANC流動資產項目之加項，以提供期貨商簡易增補ANC之方式。

(六) 期貨商發行之次順位債務（Subordinated Loan）

期貨商發行次順位債務之發行成本較發行新股低，資金提供者受償順序次於一般債權人，可做為期貨商中長期穩定之資金來源，以支應資金需求；且現行我國銀行自有資本計算方式亦可將發行次順位債券計入第一類或第二類資本，故建議可參酌美國或新加坡將期貨商發行之次順位債券列為ANC負債項目之扣除項目或調整項目之加項。

二、適當調整ANC比率之風險監理制度

我國訂定ANC比率之各項監理制度時雖援引美國與新加坡之規範及主要精神，但後續美國及新加坡皆已隨國內外經濟、金融工具發展情形、期貨商業務狀況及考量實際部位之風險連結度等因素，刪除或適度調整ANC比率之風險監理制度。而我國於衡量期貨商所涉及之風險不論於風險範圍及風險估算皆採取較保守之方式，且近20年未修訂，故建議主管機關亦應相對考量並參酌美國或新加坡對ANC比率之風險監理制度之演進現

況，適當調整下列我國ANC比率之風險監理制度。

- (一) 期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額不再計入無任何經營風險之自有部位，由期貨商自行控管自有部位之市場風險。
- (二) ANC比率規範分母-「期貨交易人未沖銷部位所需客戶保證金總額」，由客戶「原始保證金制度」改為「維持保證金制度」。
- (三) 刪除或調降「期貨商之調整後淨資本額不得低於其客戶保證金專戶總額」之比率規範。
- (四) 適度放寬停止接單規定之ANC比率並一併調整業主權益占實收資本額比率之規範。
- (五) 適度放寬ANC比率連續三日觸及各規定比率或當日觸及警示標準須向期交所書面申報說明之門檻。
- (六) 仿效美國透過實證研究試算最適ANC比率，以做為調整對期貨商之風險監理制度之參考，例如：財務惡化之預警標準、停止辦理業務標準及即時書面申報標準。

三、適度調整計入ANC項目之折扣率

我國計入ANC項目之折扣率之設計，乃是主管機關基於考量不同ANC項目之信用風險、流動性風險及資金可動用性，相較於美國基於ANC項目之到期日、市場性及是否有避險來訂定不同之折扣率或價值的認定，來



得嚴格許多。建議主管機關可重新檢視並適當放寬無風險、已避險組合部位或無價值減損之虞之ANC項目，如以自有資金買入/賣出選擇權、投資於開放型基金及貨幣市場工具及自有資金之超額保證金等，折扣率可適度放寬至100%，其他ANC項目則可參酌美國ANC項目之折扣率，綜合考量各項風險因素後，適度調整之。

伍、結論

我國訂定ANC比率做為期貨商資本適足之管控標準，係希望能為反映期貨商其風險承擔能力，促進其健全經營體質，並能維護投資人之信心同時保障其權益。近20年來，臺灣期貨商未曾發生嚴重之財務危機，進而損害期貨交易人權益之情事，顯示現行ANC比率之監理制度，已能充分反映個別期貨業者之整體經營風險。然而ANC之相關監理制度於訂定後近20年來，金融市場蓬勃發展，金融工具推陳出新，全球期貨市場交易量呈現爆炸性成長，對於風險控管之要求日益嚴格也使得相關制度及規範亦趨完整健全，再加上近年來我國期貨市場之發展策略及成長趨勢越發成熟，與國外接軌的商品合約越來越多，現行部分ANC之監理規範反而限制了期貨商之業務發展。經筆者檢視美國及新加坡對於ANC監理制度之沿革及規範內容，基於風險基礎監理之精神，提供上述幾點建議供業者及主關機關參閱。期能使我國期貨市場之相關規章及對期貨商ANC之風險監理制

度與國際接軌，對提昇我國期貨市場國際化及產業競爭力，吸引外資並擴大法人參與我國期貨市場，激勵期貨市場交易動能，並提昇國際競爭力能有所助益。

參考文獻及資料來源

(1) CFTC

§ 1.17 Minimum financial requirements for futures commission merchants and introducing brokers.

http://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=16500cbaffdc23f9621c914f6da4919e&mc=true&n=pt17.1.1&r=PART&ty=HTML#se17.1.1_117

Commodity Futures Trading Commission Form 1-Fr-Fcm Instructions

(2) NFA

Section 1. Futures Commission Merchant Financial Requirements.

[https://www.nfa.futures.org/nfamanual/NFA-Manual.aspx?RuleID=SECTION 1&Section=7](https://www.nfa.futures.org/nfamanual/NFA-Manual.aspx?RuleID=SECTION%201&Section=7)

(3) 美國Federal Register 法令修改沿革

<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2009-12-31/pdf/E9-31008.pdf>

(4) 新加坡金融管理局 <http://www.mas.gov.sg/>

(5) 金融監督管理委員會 <http://www.fsc.gov.tw/ch/>

(6) 臺灣期貨交易所 <http://www.taifex.com.tw>

(7) 臺灣證券交易所 <http://www.tse.com.tw>



期信基金 漲跌雙收

好神

期信系列基金

期信基金多空雙向，
投資無畏市場漲跌，
帶您追求絕對報酬，
漲跌雙收獲利契機！

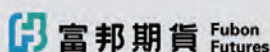
- 元大期貨信託基金
- 國泰期貨信託基金
- 康和期貨信託基金
- 新光期貨信託基金

基金名稱	六個月報酬率	一年報酬率	今年以來報酬率
國泰Man AHL期貨信託基金	-1.67%	0.26%	6.72%
元大多元策略期貨信託基金	10.52%	9.51%	4.46%
康和多空成長期貨信託基金	0.95%	6.22%	-1.33%

註：單位淨值以2016.2.29為準
投資一定有風險，絕對報酬不代表保證獲利



客製化期貨全委代操



期信期經兩相宜

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