

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第055期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2015**

第三季



## 封面故事

人民幣正夯

## 市場訊息

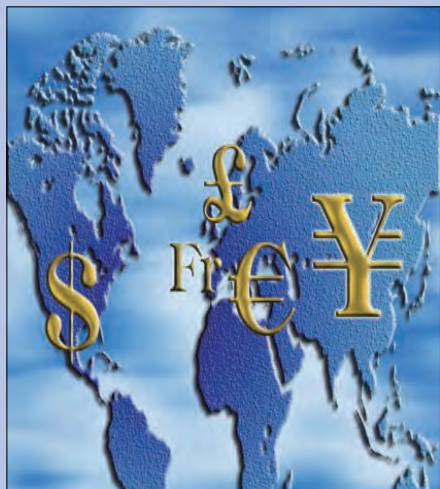
投資全球 系列報導

## 特別報導

上海衍生品市場論壇摘紀

## 專題報導

數位化經濟趨勢與安全



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

總編輯的話 / 盧廷劼

## 封面故事

### 人民幣正夯

2 臺灣期貨交易所人民幣匯率期貨介紹  
/ 許鈴佩、顏含容

10 貨幣之戰-人民幣期貨出頭天  
/ 廖玉完

21 延長大陸相關商品交易時間 業者因應措施及  
相關配套作業  
/ 張瓊文

## 市場訊息

### 投資全球 系列報導

#### 市場推廣

26 資產配置大不易？有了CTA基金就搞定！  
/ 方立寬

# CONTENTS

## 國際脈動

### 34 投資全球 照過來(系列四)-農產品期貨

/陳双吉

### 46 熱門話題-油事・國際大事

/張俊源

## 兩岸夯新聞

### 53 大陸期貨代客操作業務之發展

/林彦全

## 特別報導

### 61 第十二屆上海衍生品市場論壇摘紀 一帶一路戰略下期貨市場的發展與合作

/林惠蘭

## 專題報導

### 數位化經濟趨勢與安全

### 70 從政策面看臺灣數位金融發展

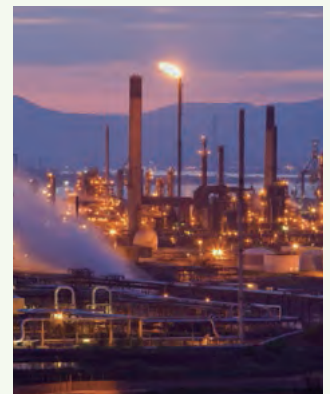
/李沃牆

### 74 金融業者看臺灣數位金融發展

/王明達

### 78 從使用者體驗與安全看臺灣數位金融發展

/萬幼筠





## 轉型與契機

◎盧廷劼

今年國際股、債市動盪，連帶油市、貨幣市場倍受關注，隨著大陸經濟改革、國際化程度速增，也使得兩岸經貿往來更加密切，人民幣使用需求快速成長。臺灣期貨交易所在業者的殷切期盼下於7月20日上市人民幣匯率期貨，不但滿足了民眾規避匯率波動風險之需求，同時也提供投資人另一種人民幣的投資管道。

「人民幣匯率期貨」是臺灣期貨史上首檔匯率期貨商品，一上市即表現亮眼，也顯示國人對匯率期貨商品確有其需求，本刊將介紹新上市的人民幣匯率期貨，包括交易契約、交易規則、結算交割制度及國際交易概況、近年發展、套利或避險操作介紹，提供讀者做投資避險及理財規劃之參考。

除了貨幣市場，今年的另一個重頭戲則是「石油」。

能源議題一直為全球所關注之焦點，而近期國際油價的暴漲暴跌，不但令各國政府繃緊神經，更顯示出「石油」的國際地位。大陸於2013年底成立上海國際能源交易中心，展現其宏圖大略，今年也開始放鬆對石

油現貨市場的控制，首次向民間煉油廠發放原油進口配額，而上海國際能源交易中心正積極推出原油期貨合約，一旦該商品上市，不但穩定大陸原油價格機制，同時提升大陸原油國際之定價權。

鑒於石油價格對於國計民生的影響程度甚大，期貨公會今年即將召開之台北期貨國際論壇亦以「石油」為議題進行探討，期能協助國內油品供需兩端的業者，充分掌握石油市場的動態及瞭解相關交易實務。本期僅以「油事、國際大事」一文暖身，並特別摘述大陸上海衍生品市場論壇「原油」分論壇一節，向讀者介紹國際間及大陸原油之供需。

而在數位科技趨勢下，各行業正透過創新科技與思維布局全球，期貨公會為支持主管機關推動之金融3.0政策，已陸續提出相關建議，主管機關並已開放多項針對既有客戶之線上辦理作業。為使期貨業可追上金融數位化之熱潮，本刊就政策、金融業者與使用者三個面向邀請專家提出看法，做為讀者擊劃方向之參考。



# 封面故事



近年中國大陸金融國際化加速，在全球關注下，熱錢湧入，刺激大陸資本市場，同時運用人民幣進行國際支付、存匯，乃至於匯率相關金融商品之操作也愈益普遍。鑒此，臺灣期貨交易所新上市人民幣匯率期貨並延長陸股ETF期貨交易時間，以滿足國人避險及策略交易需求。



# 臺灣期貨交易所人民幣匯率期貨介紹

期交所◎許鈴佩、顏含容

今（2015）年8月11日，一如往常，中國外匯交易中心於每營業日上午發布人民幣中間價，以作為人民幣匯率交易價格之引領指標。上午9點15分，人民幣兌美元匯率之中間價公布，逕落於6.2298，較前一日之6.1162，人民幣值狂跌 1,136基本點，匯率出現罕見的巨幅波動，人民幣貶值幅度達1.86%，創下1994年以來歷史最大單日貶幅。此舉一出，全球市場譁然，隨之人民幣境內（在岸）、境外（離岸）交易價格出現陡峭劇貶，波及人民幣匯率相關衍生性商品報價，亦觸發亞洲區貨幣大跌。隨後，中國人民銀行發表聲明，強調此舉係為完善人民幣兌美元匯率中間價報價，以增強人民幣中間價之市場化程度和基準性。8月12日、13日人民幣中間價再度重貶至6.3306及6.401，跌幅分別為1.62%及1.11%，短短3個交易

日內，人民幣兌美元中間價累計貶值高達4.66%，匯價再創近年來新低。

此次，中國人民銀行出其不意放手人民幣急挫重貶，不僅引發新一波亞洲貨幣競貶，更造成國際股市大震盪，國際媒體更預測此舉將進一步激發「全球貨幣戰爭」。如此大動作，中國人民銀行官方說法是，這次的政策調整都是為了讓人民幣更彈性化、自由化，讓市場成為主要影響因素。國際間學者、專家紛紛解讀、分析中國人民幣匯率措施之意圖，以及對全球股匯市與經濟之影響。雖然外界對中國新的貨幣政策有褒有貶，對人民幣匯率之長期趨勢亦未有定論，但可預期的是，在此不確定性下，人民幣匯率之波動性將大幅增加。

國際貨幣基金組織（IMF）報告指出，人民幣現已躋身全球國際貿易第五大貨幣。



中國為反映人民幣之國際化，亦極力爭取成為IMF之下特別提款權<sup>1</sup>（Special Drawing Rights, SDR）之組成貨幣，亦即成為全球各國儲備貨幣（Reserve Money）。市場預期此將加速人民幣管理匯率制度之鬆綁，此次調整使人民幣兌美元匯率中間價進一步市場化，下一步可能會是擴大匯率的波動區間。目前人民幣匯價每個交易日波動區間，已在2014年3月由1%擴大為2%。近日全球外匯市場預期，人民幣匯價波動區間，將由2%再擴大為3%，此就人民幣匯率改革進程，即人民幣匯率制度自由化而言，也有更深一層意義。

有鑒於近年來人民幣國際化腳步加快，運用人民幣進行國際支付、存匯，乃至於相關匯率相關金融商品之操作愈來愈普遍，離岸人民幣市場的業務規模亦快速成長，衍生人民幣匯率避險交易需求日益增加。臺灣期貨交易所於今（2015）年7月20日上市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，並分別以財團法人台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。

臺灣期貨交易所人民幣匯率期貨之推

出，可提供市場良好之人民幣匯率避險及策略交易管道，並使我國期貨市場產品線更加完整，涵蓋股價指數類、股價類、利率類、商品類及匯率類期貨商品，且協助臺灣離岸人民幣市場多元發展。截至8月20日，「小型美元兌人民幣匯率期貨」及「美元兌人民幣匯率期貨」上市後之日均量分別為6,584口及934口，未平倉量則為1,568口及420口，交易規模持續穩健成長。

### 一、契約規格說明

期交所「小型美元兌人民幣匯率期貨」及「美元兌人民幣匯率期貨」（以下通稱為本商品）之主要契約規格說明如下：

#### （一）交易標的

以美元兌人民幣匯率為交易標的。

#### （二）契約規模

「小型美元兌人民幣匯率期貨」契約規模為2萬美元，「美元兌人民幣匯率期貨」契約規模則為10萬美元。

#### （三）報價方式及最小升降單位

依外匯市場交易習慣，本商品報價方式為每1美元兌人民幣（例如：1美元兌人民幣6.1160元），採人民幣計價，最小升降單位為0.0001，即每1美元之人民幣價值跳動0.0001元。「小型美元兌人民幣匯率期貨」及「美元兌人民幣匯率期貨」契約規模分別為2萬及10萬

<sup>1</sup> 特別提款權係國際貨幣基金組織創設之一種儲備資產和記帳單位，可與黃金、自由兌換貨幣一樣充當國際儲備。特別提款權之一籃子貨幣包括美元、歐元、日元和英鎊四大貨幣。



## Cover Story

美元，換算期貨價格每跳動1個升降單位，相當於契約價值分別變動人民幣2元及10元。

#### (四) 交易日

本商品交易日與我國銀行業營業日相同。

#### (五) 交易時間

為涵蓋臺灣銀行間外匯市場交易時段，便利交易人進行風險控管，本商品交易時間為上午8時45分至下午4時15分。另因最後結算價指標CNT及CNH定盤價，為上午11時之市場價格指標，且於上午11時15分公布，故到期月份契約最後交易日之交易時間為上午8時45分至上午11時。

#### (六) 契約到期交割月份

本商品掛牌2個近月契約與4個季月契約。

#### (七) 每日漲跌幅

參考美元、歐元、英鎊、日幣等主要貿易支付貨幣近年來最大漲跌幅度，以7%作為本商品之每日漲跌幅限制。

#### (八) 交割方式

本商品採現金結算，資金運用效率較高，且結算流程較簡化。

#### (九) 最後交易日及最後結算日

本商品最後交易日與最後結算日相同，原則為每個月第三個星期三，與股價指數類期貨及選擇權一致，符合市場交易

習慣。惟其中美元兌人民幣匯率期貨之最後結算價採香港CNH定盤價，故最後交易日如遇香港休假日，將以其最近之次一營業日為最後交易日。

#### (十) 最後結算價

「小型美元兌人民幣匯率期貨」以臺灣CNT定盤價為最後結算價；「美元兌人民幣匯率期貨」則是採香港CNH定盤價為最後結算價，簡述如下：

##### 1. 財團法人台北外匯市場發展基金會臺灣離岸美元兌人民幣定盤匯率（CNT定盤價）

台北外匯市場發展基金會為CNT定盤價管理機構，自2014年9月1日開始推出，定盤價採用台北外匯經紀公司每日上午11時以前最近一筆美元兌人民幣成交即期匯率<sup>2</sup>，於上午11時15分向市場公布。

##### 2. 香港財資市場公會USD/CNY（HK）匯率定盤價（CNH定盤價）

香港財資市場公會（Treasury Markets Association）自2011年6月27日開始公布美元兌人民幣（香港）即期匯率定盤價，定盤價是從公會指定之18間報價銀行所提供的上午11時美元兌人民幣（香港）匯率報價中，剔除3個最高及3個最低者，再取其平均數而計算出，上午11時15分公布。

2 依外匯市場實務，即期匯率一般係於買賣雙方成交（T日）後之第2個營業日（T+2日）進行交割。



表1：臺灣期貨交易所人民幣匯率期貨契約規格

項目	內容	
中文簡稱	小型美元兌人民幣期貨	美元兌人民幣期貨
交易標的	美元兌人民幣匯率	
英文代碼	RTF	RHF
交易時間	· 本契約之交易日與銀行營業日相同	
	· 交易時間為營業日上午 8：45 ~ 下午 4：15	
	· 到期月份契約最後交易日之交易時間為上午 8：45 ~ 上午 11：00	
契約規模	20,000 美元	100,000 美元
契約到期交割月份	自交易當月起連續 2 個月份，另加上 3、6、9、12 月中 4 個接續季月，總共 6 個月份的契約在市場交易。	
每日結算價	每日結算價原則上採當日收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依期交所「小型美元兌人民幣匯率期貨契約交易規則」訂定之。	每日結算價原則上採當日收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依期交所「美元兌人民幣匯率期貨契約交易規則」訂定之。
每日漲跌幅	最大漲跌幅限制為前一交易日結算價上下 7%	
報價方式	每 1 美元兌人民幣	
最小升降單位	人民幣 0.0001 元 / 美元 (人民幣 2 元)	人民幣 0.0001 元 / 美元 (人民幣 10 元)
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，其次一營業日為新契約的開始交易日。	
最後結算日	最後結算日同最後交易日。	
最後結算價	財團法人台北外匯市場發展基金會在最後交易日上午 11：15 公布之臺灣離岸人民幣定盤匯率。	香港財資市場公會在最後交易日上午 11：15 公布之美元兌人民幣 (香港) 即期匯率定盤價。
交割方式	現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行人民幣現金之交付或收受。	
部位限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾期交所公告之限制標準。</li> <li>· 綜合帳戶，除免主動揭露個別交易人者適用人部位限制外，持有部位不受期交所公告之部位限制。</li> </ul>	
保證金	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於期交所公告之原始保證金及維持保證金水準。</li> <li>· 期交所公告之原始保證金及維持保證金，以「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按期交所訂定之成數計算之。</li> <li>· 交易人因人民幣保證金追繳及虧損，應繳交之保證金得依其與期貨商之約定，以新臺幣或其他期交所公告之外幣收付，並經由期貨商客戶保證金專戶結匯，其結匯作業應依中央銀行「外匯收支或交易申報辦法」相關規定辦理。</li> </ul>	



# Cover Story

“The Spot USD/CNY (HK) Fixing published by the Treasury Markets Association of Hong Kong is subject to the disclaimer and copyright notice regarding information set out on its website.” 有關香港財資公會公布的美元兌人民幣（香港）即期匯率定盤價，受香港財資公會網站之免責聲明以及著作權公告所規範。以上免責聲明，以英文全文為準。

## 二、交易資訊與操作策略

### (一) 匯率交易資訊

為便利期貨交易人取得人民幣匯率相關資訊，期交所於行情揭示網頁<http://info512.taifex.com.tw>提供下列匯率資訊：

1. 每營業日上午11時15分公布之CNT定盤價及CNH定盤價。
2. 台北外匯經紀公司美元兌臺灣離岸人民幣之即時最佳買、賣報價及成交價。

### (二) 交易範例

人民幣現貨或投資部位持有者，擔心未來人民幣貶值（即美元兌人民幣匯率走高），可於期貨市場買入人民幣匯率期貨避險；人民幣需求者，為預防未來人民幣升值（美元兌人民幣匯率走低），造成其成本上揚，則可於期貨市場賣出人民幣匯率期貨避險。另交易目的者，倘看空人民幣（看多美元），可買進人民幣匯率期貨，反之，倘看多人民幣（看空美元），則可賣出人民幣匯率期貨。

舉例來說，假設王先生是貿易出口商，未來將取得人民幣貨款，王先生擔憂人民幣貶值將導致收入減少，為了規避匯率風險，在10月20日買進5口11月份到期的「小型美元兌人民幣匯率期貨」（契約規模20,000美元），買進的期貨價位為6.2105，之後美元兌人民幣匯率走高，11月3日以6.2357的價位賣出5口「小型美元兌人民幣匯率期貨」進行平倉，期貨交易獲利為 $(6.2357-6.2105) \times 20,000 \times 5 = 2,520$ 人民幣，可彌補王先生人民幣貨款貶值之損失。

	2015/10/20	2015/11/3
2015年11月份到期期貨價格	6.2105	6.2357
小型美元兌人民幣期貨操作	買進5口	賣出5口
損益	$(6.2357-6.2105) \times 20,000 \times 5 = 2,520$ 人民幣	

### (三) 期貨交易稅

依104年7月20日財政部臺財稅字第10404605290號令，「小型美元兌人民幣匯率期貨」及「美元兌人民幣匯率期貨」期貨交易稅徵收率為百萬分之一，期交稅計算範例如下：

- 假設小型美元兌人民幣期貨成交價格=人民幣6.2162/美元
- 每口契約價值=人民幣6.2162/美元  $\times 20,000$  美元 = 人民幣124,324元
- 每口代徵人民幣交易稅 = 人民幣  $124,324 \times$  稅率0.000001 = 人民幣



0.124324元，四捨五入至小數第2位=人民幣0.12元

- 應付人民幣交易稅=人民幣0.12元×成交口數

### 三、結算機制與風控措施

#### (一) 保證金訂定

期貨交易保證金為履行契約及結算義務之擔保，同時亦為市場交易最基本之風險管理措施。期交所訂定保證金標準時，均兼顧安全性及市場性，參考價格波動及市場風險狀況以決定各契約之最低保證金標準。

美元兌人民幣匯率期貨契約保證金收取

計收方式如下：

#### 1. 訂定方式

結算保證金=美元兌人民幣匯率期貨價格×契約規模×風險價格係數<sup>3</sup>

#### 2. 保證金收取標準

保證金之收取標準，比照期交所現行各契約之比例：

結算保證金：維持保證金：原始保證金  
=1：1.035：1.35

進位方式，原始保證金以百元為整數，百元以下部分無條件進位至百元；維持保證金及原始保證金收取標準以拾元為整數，拾元以下部分無條件進位至拾元。

表2：期交所美元兌人民幣匯率期貨與國際主要交易所之比較

資料日期：2015/8/20

交易所	契約規格 (USD)	契約價值 (RMB) <sup>4</sup>	結算保證金 (RMB)	維持保證金 (RMB)	原始保證金 (RMB)	結算保證金占契約價值比例	原始保證金占契約價值比例
TAIFEX (RHF)	100,000	646,550	9,400	9,730	12,690	1.45%	1.96%
TAIFEX (RTF)	20,000	129,324	1,900	1,970	2,570	1.47%	1.99%
SGX	100,000	646,540	15,000	15,000	16,500	2.32%	2.55%
HKEx	100,000	646,640	18,270	18,270	22,830	2.83%	3.53%
CME	100,000	646,470	15,000	15,000	16,500	2.32%	2.55%

期貨交易人得與期貨商約定採行整戶風險保證金計收方式 (SPAN) 或依策略保證金計收方式辦理。其中，策略保證金除提供同商

品跨月價差保證金外，尚訂有跨商品 (RHF 及 RTF) 價差部位組合保證金，以反映風險折抵，增進交易人資金效率。

3 風險價格係數係參考一段期間內價格變動幅度，估算至少可涵蓋一日價格變動幅度 99% 信賴區間之值。

4 契約價值以各期貨商品最近月契約 2015 年 8 月 20 日之每日結算價計算。



# Cover Story

## (二) 保證金收付及結匯原則

美元兌人民幣匯率期貨契約係以人民幣計算損益及收付保證金。

### 1. 委託下單

交易人從事人民幣匯率期貨交易所需之原始保證金，由交易人以自有人民幣繳交<sup>5</sup>。境外外資參與我國期貨交易（無論何計價幣別交易契約），除現行公告之6種外幣（美元、歐元、日幣、英鎊、澳幣及港幣）外，新增人民幣為從事國內交易之第7種保證金繳存幣別。

期貨商於受託交易人民幣匯率期貨時，應檢核交易人國內期貨交易帳戶之人民幣可動用保證金及整戶可動用保證金<sup>6</sup>是否足額，始可接受交易人之委託。

### 2. 追繳及虧損

交易人期貨部位建立後之人民幣保證金追繳及虧損，則可以其他幣別繳交，由期貨商經由客戶保證金專戶結匯為人民幣<sup>7</sup>。

### 3. 交易利得

交易人因人民幣匯率期貨交易利得，產生人民幣超額保證金時：

(1) 本國交易人：提領至自有帳戶，或自行結匯為其他幣別，以彌補非人民幣計價契約之虧損或保證金追繳金額。

(2) 境外外資：得依其與期貨商約定，由期貨商代結匯為其他幣別（美元等6種外幣或新臺幣），以因應從事非人民幣計價契約產生之虧損或保證金追繳。

## (三) 風險控管措施

### 1. 風險控管原則

以整戶保證金為基礎（將新臺幣、美元及人民幣各幣別合計為約當新臺幣），控管交易人風險。

### 2. 盤中高風險帳戶通知

交易人盤中整戶權益數低於維持保證金時，期貨商應發出盤中高風險帳戶通知。

### 3. 盤後保證金追繳作業

### 4. 代為沖銷作業

整戶風控	處理方式	應注意事項	盤後保證金追繳解除
整戶權益數 < 維持保證金	保證金追繳 (通知內容需包括整戶應追繳金額及各幣別保證金狀況)	因採整戶保證金風控，倘交易人非 RMB 商品產生虧損，期貨商無須對非 RMB 保證金進行個別追繳，可能發生非 RMB 保證金維持率持續降低之狀況。	同現行之作法 <ul style="list-style-type: none"> <li>交易人於次一營業日約定時間以前補足追繳金額。</li> <li>於次一營業日約定時間，交易人整戶權益數等於或大於未沖銷部位所需之原始保證金。</li> </ul>
整戶權益數 > 維持保證金	無須追繳		

5 依央行規定，自然人每次買賣人民幣現鈔或每日透過帳戶買賣人民幣之限額為人民幣 2 萬元。

6 整戶可動用保證金為交易人帳戶各幣別合計權益數扣除合計未沖銷部位所需原始保證金之值。

7 因交易人民幣期貨產生追繳及虧損，得由期貨商結匯，不受自然人每日 2 萬元限制。



倘交易人整戶風險指標低於25%，期貨商即代為沖銷全部商品，以確保未平倉部位之虧損不致持續擴大。

期貨商代沖銷全部商品後，倘發生非人民幣權益數為負值，而致違約等情事，得由期貨商將交易人之資金餘額（含人民幣）結匯為違約應支付幣別，以支應違約應付之保證金。

#### (四) 到期結算

期交所於人民幣匯率期貨到期月份最後交易日上午11時30分起辦理到期現金結算。

1. 美元兌人民幣期貨（RHF）最後結算價採香港財資市場公會於最後交易日上午11時15分公布之美元兌人民幣（香港）即期匯率（CNH）定盤價。

惟倘美元兌人民幣期貨最後交易日遇香港八號風球及黑色暴雨等突發事件時，其最後結算價訂定參採之指標依下列方式為之：

- (1) 香港財資市場公會下午2時15分公布之美元兌人民幣（香港）即期匯率定盤價。
- (2) 香港財資市場公會於下午2時15分未公布美元兌人民幣（香港）即期匯率定盤價時，則採財團法人台北外匯市場發展基金會在最後交易日同一曆日上午11時15分公布之臺灣離岸人民幣定盤匯率。
- (3) 皆無法取得前揭參採指標，或該參採指標顯不合理時，由期交所參酌主要金融資訊系統（如湯森路透及

彭博資訊等）揭露之美元兌人民幣匯率市場價格決定之。

2. 小型美元兌人民幣期貨（RTF）最後結算價

採財團法人台北外匯市場發展基金會於最後交易日上午11時15分公布之臺灣離岸人民幣定盤匯率（CNT）。倘因故未於前揭時間公布，或該參採指標顯不合理時，由期交所參酌主要金融資訊系統（如湯森路透及彭博資訊等）揭露之美元兌人民幣匯率市場價格決定之。

#### 四、結語

臺灣正逐漸發展成為世界主要之離岸人民幣中心，對外貿易及人民幣資產池亦皆具規模，不論是企業或自然人皆有規避市場匯率波動風險之需求，期貨市場遂把握人民幣商機，發展人民幣匯率期貨。在央行、主管機關及期貨業者之協助與支持下，臺灣第一個匯率期貨如期於今年7月20日推出上市。臺灣期貨交易所以產品差異化之方式，同時推出分別以CNH及CNT為標的之大、小型人民幣匯率期貨契約，以同時符合國際及國內交易人偏好，並滿足法人及散戶之市場需求。此商品除了是現貨避險套利的有利工具外，更具有低成本、低風險之優勢，提供更多元、跨市場之交易策略機會。未來隨著人民幣之國際化、匯率自由化，人民幣波動程度將隨之提高，可進一步擴展人民幣匯率期貨之市場需求，市場規模與交易量之成長應指日可待。





# 貨幣之戰 - 人民幣期貨出頭天

永豐期貨◎廖玉完

## 前言

2015年7月14日中國人民銀行宣布進一步放寬銀行間市場對相關境外機構的管制，其中包括三大類：1).境外機構進入市場以備案代替審批，2).債券交易種類由原來的現券、回購擴展至借貸、遠期、利率互換、以及遠期利率協議等衍生性商品交易，3).取消配額限制。8月11日中國人行更意外將人民幣匯率中間價報價大幅調降2%，且連續三天共調降人民幣中間價報價2,848點，造成人民幣單週貶值2.85%，離岸人民幣更重貶3.57%。此外，中國央行因應IMF的建議，6月份亦從各種管道低調地買進黃金儲備604公噸，為中國六年來第一次增加黃金儲備，目前規模為1,658公噸。大陸官方在下半年這一連串包括資本、外匯、與儲備的改革與開放政策，被解讀是為申請人民幣納入IMF的特別提款權（SDR）的積極手段。

IMF每五年接受一次貨幣納入SDR的申請，中國已於2010年首次申請被拒絕，此次捲土重來具有相當的信心與決心，這是中國在國際上政治與經濟實力的成果展現。雖然

IMF近期決議維持現有SDR的貨幣組合直到2016年9月，但實際的評估結果仍會在年底出爐，也就是假如年底IMF決議人民幣納入SDR，那新的組合將在明年9月開始生效。中國是否能如願以償，不但是多年來人民幣國際化的最重要里程碑，亦可謂是2015年全球外匯市場的盛事。

臺灣期貨交易所於7月20日推出人民幣期貨，是國內第一個匯率期貨，上市以來交易活絡，尤其是小型人民幣期約7月份全合約平均日交易量達5,787口，顯示人民幣期約初期造市成功，在以散戶為主的國內市場被接受度應該很高。期交所在這個時機推出人民幣期約可謂恰逢其時，因為隨著人民幣國際化的腳步加快，人民幣波動的幅度擴大，而在臺灣不管是貿易方面或是投資方面，對人民幣的投入越來越多。國內有了人民幣期貨不但能規避匯率波動帶來的風險，也為國人對人民幣投資帶來另一種便利的選擇。人民幣的國際化程度關係於國內人民幣期貨的發展，未來國際化越深，各交易所的人民幣期貨流動性將更活絡，人民幣匯率期貨被廣為接受與應用的程度也會水漲船高。



## 人民幣國際化之沿革

自2000年以來中國經濟起飛，2012年以前GDP都是以9%以上的年增率高度成長，2010年整體經濟規模更是超越日本成為全球第二大經濟國。人民幣在2013年躍升為僅次於美元的第二大貿易融資給付貨幣，亦為第五大貿易支付貨幣、與第六大外匯交易貨幣，因此人民幣國際化是時勢所趨。基於人民幣要完全國際化必須匯率自由化、利率市場化、與人民幣資本項目兌換自由化，故本文將中國官方對人民幣國際化的進程區分為匯率市場、利率市場、與資本市場三個層面來探討：

### 一、人民幣匯率國際化：

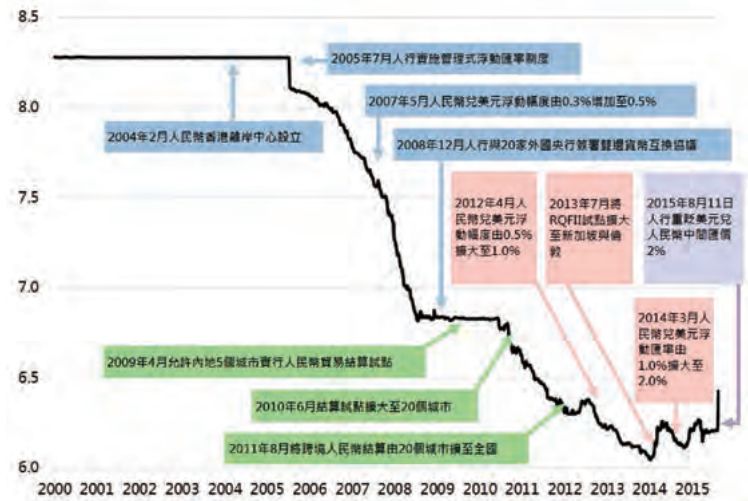
雖然中國為因應廣大貿易業務與外匯投資需求，早在1994年就開始人民幣的國際化，但是直到2010年以後，官方才主動積極地去做，尤其是最近三年國際化的腳步越來越快（參見圖一）。整體來看，這些改革與中國在2010年開始申請納入IMF的SDR，以及今年捲土重來再次申請有密切關係。

- 1994年4月中國銀行間（Interbank market）開始人民幣與美元直接交易
- 1996年開放人民幣經常帳項目可兌換
- 2004年2月人民幣香港離岸中心設立，允許香港居民在香港開設人民幣存款帳戶，中國主動跨出人民幣國際化的腳步
- 2004年允許個人購匯轉至境外，年度限制2萬美元
- 2005年7月中國人行宣布實施管理式浮動匯率制度，將人民幣釘住美元的匯率改為參考一籃子貨幣的浮動匯率，管理浮動區間0.3%，人民幣兌美元升值2%
- 2007年個人購匯額度提高至5萬美元
- 2007年5月人民幣兌美元浮動幅度由0.3%增加至0.5%
- 2008年7月央行新設立匯率司，執行『根據人民幣國際化過程，發展人民幣離岸市場』
- 2008年12月人民銀行與20家外國央行簽署雙邊貨幣互換協議
- 2009年4月允許內地5個城市實行人民幣貿易結算試點
- 2009年7月中國人行等6部門發布「跨境貿易人民幣結算試點辦法」
- 2010年6月結算試點擴大至20個城市，境外結算適用所有國家和地區，並適用於所有貿易夥伴之經常帳項目交易
- 2010年7月允許企業與法人客戶香港帳戶之間的人民幣支付與轉帳，離岸人民幣業務積極啟動
- 2010年8月開通人民幣與俄羅斯盧布直接交易
- 2011年8月將跨境人民幣結算由20個城市擴至全國
- 2012年4月人民幣兌美元浮動匯率由0.5%擴大至1.0%
- 2012年6月開通人民幣與日圓直接交易
- 2012年6月央行等6部委核准出口貨物貿易人民幣結算重點監管企業名單，自此境內所有具進出口資格的企業均可依法開展出口貨物貿易人民幣結算業務
- 2012年12月深圳前海地區跨境人民幣貸款業務正式啟動



# Cover Story

- 2013年2月與臺灣離岸人民幣清算服務啟動
- 2013年4月開通人民幣與澳幣直接交易
- 2013年5月人行公布RQFII試點計畫帳戶開立與結算的具體流程
- 2013年5月與新加坡離岸人民幣清算服務啟動
- 2013年7月人行對非金融機構人民幣經常帳戶結算、海外貸款、人民幣債券發行、國內銀海外融資業務進一步簡化業務流程與放鬆監管
- 2013年7月將RQFII試點擴大至新加坡、倫敦、與臺灣
- 2013年9月中國上海自貿區掛牌成立，為中國進行金融改革、人民幣國際化的前沿
- 2013年10月中英兩國同意人民幣與英鎊直接交易
- 2014年3月人民幣兌美元浮動匯率由1.0%擴大至2.0%
- 2014年7月取消銀行對客戶人民幣匯率掛牌買賣價差管理
- 2014年9月中國人行授權在銀行間外匯市場開始人民幣兌歐元直接交易
- 2014年10月人民幣對新加坡元直接交易
- 2014年12月人民幣兌韓圓直接交易
- 2015年5月擬試點實施取消個人購匯額度限制
- 2015年6月IMF派員至北京進行SDR一籃



圖一：重要匯率改革與人民幣走勢

## 子貨幣技術評估

- 2015年8月人行重貶人民幣兌美元之中間價2%，以改善人民幣匯率中間價之報價機制更符合市場狀況

## 二、人民幣利率市場化：

相對於匯率機制，人民幣的利率市場開放腳步慢，且程度也較低。中國人行依舊主導所有市場利率的運行，由於2005年以來中國經濟發展腳步加速，中小企業需要資金借貸的規模龐大但舉債不易，因此也發展出龐大地下金融市場，而產生借貸利率差距極大的亂象。2011年溫州地下金融風暴一度引起中共總理親自南下處理，就是一個典型地下金融問題的縮影。因此，中國官方也力圖管理這些地方性的金融機構，而除了高度的監管外，其實放大利率市場化的空間也是當務之急。

- 1996年6月開始銀行間同業拆款利率
- 1997年6月開始債券市場回購利率與現券



#### 交易利率

- 1998年9月人行首次公布重貼現率，開放政策性銀行金融債市場化發行利率
- 2000年9月開放外幣貸款利率和大額外幣存款利率
- 2003年11月開放小額外幣存款利率下限
- 2004年3月實行再貸款浮動利率制度
- 2004年10月開放人民幣貸款利率上限和人民幣存款利率下限
- 2004年11月開放一年以上小額外幣存款利率
- 2005年9月重貼現率與貼現率脫鉤，實現市場化
- 2007年1月Shibor利率正式運行，提供一年以內產品定價基準，企業債參考Shibor利率報價
- 2013年7月全面開放貸款利率的管制
- 2013年9月市場利率訂價自律機制成立
- 2014年11月人民幣存款上限利率擴大至1.2倍

### 三、人民幣資本市場國際化：

中國資本市場是金融市場最晚開放的部分，在2010年以前這部份幾乎是外國人很少可以碰觸的區塊，2010年中國申請加入SDR被駁回也是因為IMF認為中國資本市場太過於封閉。基於此，2011年以後中國官方加速放寬國內的資本市場（參見圖二），但對於國外投資人的資金管控仍然十分嚴峻，至2014年中國資本帳項目不可兌換者仍有4項，占所有資本帳的10%。

現階段中國為了展現開放資本市場的誠意，正積極研議境內個人投資境外資產即

QDII2方案，這將是人民幣國際化最直接、最具體的方式。

- 1999年9月實行政府債券在銀行間公開發行招標
- 2002年12月QFII制度開始實施
- 2005年3月允許國際開發機構境內發行人人民幣債券
- 2006年4月QDII制度開始實施
- 2006年7月取消企業境外投資購匯額度限制
- 2007年6月中國證監會頒布「合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法」，QDII海外投資正式啟動
- 2007年6月首支人民幣債券登陸香港
- 2010年8月允許外國央行開展人民幣貿易結算與清算銀行投資中國國內銀行間債券市場
- 2011年1月允許使用人民幣對外進行直接投資，開展人民幣ODI
- 2011年10月可以使用人民幣對中國之外商直接投資，開展人民幣FDI
- 2011年12月RQFII機制允許離岸人民幣投資於內地銀行間、債券和股票市場
- 2012年4月倫敦發行人人民幣債券
- 2012年4月中國人行與世界銀行在華盛頓簽署『中國人民銀行代理國際復興開發銀行（IBRD）投資中國銀行間債券市場的代理投資協議』
- 2013年7月將QFII額度提高至1500億美元
- 2013年8月進一步簡化或是取消QDII外匯管制法規和審批手續
- 2013年9月允許境外機構以人民幣投資境內金融機構



# Cover Story

## 人民幣衍生性避險商品

- 2014年4月中國證監會批准滬港股市開展交易互聯互通機制
- 2014年11月“滬港通”正式啟動，開展RQDII試點
- 2015年3月大陸國務院表示將擇機開放合格境內個人投資者（QDII2），將QDII擴大至個人投資層面
- 2015年5月香港與大陸兩地股市監管機構正在評估深港通方案，並研議可行的適當時機

人民幣在全球廣為流通，不管是國際機構法人或是中國境內企業都有人民幣避險的需求，而與人民幣匯率直接相關的主要遠期衍生性避險工具有：人民幣遠期外匯（Delivery Forward, 簡稱 DF）、人民幣無本金交割遠期外匯（None Delivery Forward, 簡稱 NDF）、人民幣期貨（Futures）、人民幣選擇權（Options）（參見表一）。



圖二：重要資本市場改革與人民幣走勢

**人民幣遠期外匯：**是傳統的外匯非標準化合約，包含境內與離岸人民幣，企業或個人與銀行簽訂的遠期合約，必須持有至到期且以現金全額結算，通常是內地企業資金需求最常與銀行交易的人民幣契約類型。

**人民幣無本金交割遠期外匯：**與傳統遠期合約最大不同是合約到期以差額結算，且大部分是境外跨國企業或是法人機構所運用。由於現階段離岸人民幣的利率低於在岸人民幣利率，在岸

表一：遠期人民幣衍生性商品

	人民幣期貨	人民幣 NDF	人民幣 DF	人民幣選擇權
合約性質	標準化	非標準化	非標準化	標準 / 非標準
保證金比例	2%	10%	10%	買方不須
交易地點	交易所	銀行	銀行	交易所 / 銀行
信用風險	無	高	較高	與標的物同
流動性	佳	差	差	次佳
一般合約規模	10 萬美元	100 萬美元起跳	100 萬美元起跳	與標的物同
銀行信用額度	不需要	需要	需要	與標的物同
避險方式	系統下單	與銀行簽約	與銀行簽約	與標的物同
交割	實物或現金交割	差額結算	現金全額結算	標的物
監管	有	通常離岸交易	有	與標的物同
交易對象	大眾 / 法人機構	跨國企業 / 法人	境內企業居多	與標的物同



人民幣的價值較高，導致境內外人民幣遠期合約產生套利的機會，但是這種機會在人行連續降低利率的情況下，已經越來越小。

**人民幣期貨：**交易所標準化合約，資金槓桿效果比遠期合約大，但目前僅在境外交易所所有此產品交易，中國境內尚無人民幣期貨。

**人民幣選擇權：**因選擇權標的物之不同，又可以分為人民幣遠期外匯選擇權、無本金交割人民幣選擇權、以及人民幣期貨選擇權，前兩者較為活絡，因為大部分銀行與企業間常常利用此工具來做一些人民幣避險策略，而人民幣期貨選擇權因為境外人民幣期貨交易量仍然小，期貨選擇權的交易量尚不活絡。

## 人民幣供需因素

國際貿易需求是人民幣供需的具體表現，尤其是最近10年間（2005年~2014年）中國進出口貿易持續快速增長，總計出口貿易成長3倍，進口貿易成長2.7倍，貿易順差更是成長4.8倍，貿易順差對外匯存底的貢獻達2.51兆美元。這些輝煌的紀錄使得人民幣存在很大的升值壓力，實際上這10年間人民幣也升值了25%。

除了貿易影響供需外，國際間人民幣資本帳的流動也是影響因素，這10年間國外淨流入的資產成長131%，而以2014年中國國家統計局公布的資料來看，中國貿易順差3,801億美元，而國外資本淨流入2,087億美

元，都顯示美元對人民幣的需求仍高。

## 一、中國貿易持續擴張

人民幣在國際間使用快速普及，主要是由貿易帳需求的推動，目前中國是全球最大的貿易國家，2015年7月累計外匯存底達3.65兆美元為全球第一。以中國2005年以來10年間的進出口統計來看，除了部分2月份是農曆過年的季節性因素呈現逆差外，其餘都是呈現順差，2014年下半年以來，在進口減少的影響下，貿易順差更是再度擴大（參見圖三）。



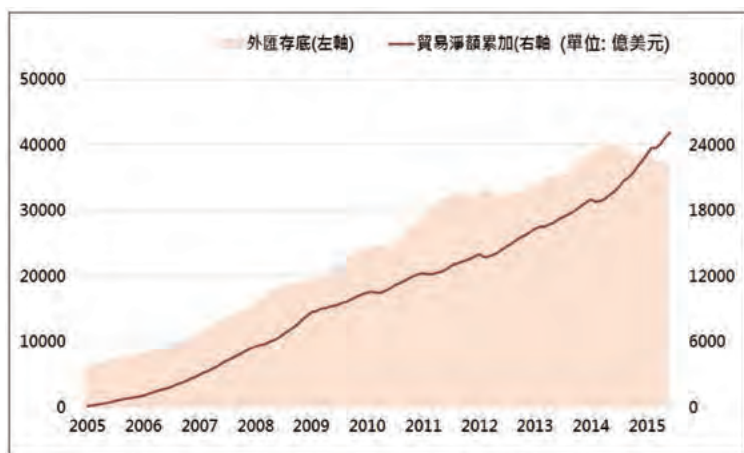
圖三：中國進出口貿易與差額

## 二、外匯存底開始出現減少

中國外匯存底在最近10年間成長5.2倍，不過最近一年來，儘管貿易帳仍是呈現順差，但是中國外匯存底自2014年6月創下3.99兆美元歷史新高紀錄後即逐月出現減少，至今年7月底已蒸發掉3,419億美元，顯示中國開始出現資金外移的現象，人民幣短線也出現貶值的壓力（參見圖四）。



## Cover Story



圖四：中國貿易淨額與外匯存底

### 三、國內外投資需求

以2014年中國經常帳與資本帳變化來看，中國貨貿資金淨流入4,760億美元，持續創歷史新高，但是服務貿易資金淨流出1,920億美元也是歷史新高，其中更是以旅遊為資金流出為最大項目。在國際投資方面，國內外直接投資淨流入2,087億美元，但其他投資的既有資產出現3,030億美元的流出，貨幣和存款也異常出現1,597億美元的大額流出，此三項都創歷史新高紀錄，顯示中國過去一年開始出現與以往不同的國內資金淨流出。

除了供需直接影響到人民幣價格外，各國購買力平價、利率的變動也是重大影響因素，中國人行於去年11月開始七次的調降存準或是存貸款利率，也使人民幣存款利率跌破10年來最低。此外，中國的貨幣政策主導方向也深深影響人民幣漲跌，例如：擴大人民幣匯率波動區間、以及今年致力加入SDR的改革，只要在人民幣未完全自由化前，中國官方的政策導向才是人民幣走勢最大的變數。

### 人民幣匯率期貨之發展

人民幣期貨扮演匯率國際化很重要的角色，它不但方便貿易商避險的工具選擇，也使國際投資機構更能靈活設計人民幣相關投資組合產品，進一步活絡人民幣在國際匯市上的流動性。

自2005年中國政府開始放寬人民幣匯率管制後，CME在2006年即搶先推出人民幣相關的期貨提供進出口商與機構法人便捷又

省成本的避險工具。2010年中國政府加速人民幣匯率第二波的國際化，國際期貨市場也紛紛推出第二波新的人民幣期約，至今上市較成功的期貨合約除了美國的CME外，就是集中在亞洲的香港交易所、新加坡交易所、與今年7月甫上市的臺灣期貨交易所上市之離岸人民幣匯率期貨。

#### 一、CME集團：

CME是對人民幣匯率期貨著墨最早也是最深的交易所，在2006年CME開始發行人民幣相關期貨契約，分別是人民幣兌美元（RMB/USD）、人民幣兌歐元（RMB/EUR）、以及人民幣兌日圓（RMB/JPY）三種，但是成交量一直無法擴大，現在僅剩下人民幣兌美元、與兌歐元（RMB/USD，RMB/EUR）期貨。以7月份交易狀況來看，RMB/USD成交量非常不規則，平時成交量可為個位數或掛零，但偶而有上百口的交易，如7月29日就有350口以上的成交量，而7月底未平倉量接近500口，且集中在12月的季



月上；RMB/EUR則完全沒有成交與未平倉量。2011年10月CME再推出標準與小型美元兌人民幣（USD/RMB）期貨，但以7月份來看，也是完全沒有交易與未平倉量。

2013年2月CME為與香港交易所相抗衡，推出USD/CNH的離岸人民幣期貨合約，期約總算吸引機構法人交易，不過交易量仍低，7月份平均日成交量為26口，7月底未平倉量為317口，且集中在9月合約（參見圖五。）

## 二、香港交易所（HKFE）：

2012年9月香港交易所推出美元兌香港離岸人民幣（USD/CNH）期貨，推出後頗受投資人歡迎，交易量持續成長，2013年全年交易量13.87萬口，2014年更增加至20.5萬，而今年以來交易量也漸趨穩定活絡，7月8日單日交易量曾達3078口的高點，7月份全契約平均日成交量691口，尤其是7月底未平倉量達10,924口，堪稱為全球最活絡的人民幣匯率期貨（參見圖六）。

## 三、新加坡交易所（SGX）：

2014年10月新加坡交易所也推出人民幣兌美元（CNY/USD）與美元兌離岸人民幣（USD/CNH）期貨，上市第一天成交量1,836口，初期除了造市者外市場參與者不多，幾個月下來交易量一直無法放大，尤其



圖五：CME 人民幣 (USD/CNH) 期貨



圖六：香港交易所人民幣 (USD/CNH) 期貨

是中國境內人民幣兌美元（CNY/USD）期貨幾乎沒有交易量。不過，USD/CNH自今年3月以來成交量有增加趨勢，7月份有兩天成交量更是突破兩千口，平均7月份日成交量360口，7月底未平倉量7,410口，也是有不錯的成績（參見圖七）。

## 四、臺灣期貨交易所（TAIFEX）：

2015年7月20日臺灣期貨交易所推出美元兌離岸人民幣匯率期貨（有大型USD/CNH和小型USD/CNT兩種，分別以香港離



## Cover Story



圖七：新加坡交易所人民幣 (USD/CNH) 期貨



圖八：臺灣期貨交易所美元兌離岸人民幣 (USD/CNH) 期貨

岸人民幣和臺灣離岸人民幣為結算標的)，大型USD/CNH期貨7月份10個工作天平均日成交量達1,058口，高於港交所同期間交易量（參見圖八），而小型的USD/CNT期貨同期間日平均成交量更達5,787口，兩者表現非常突出。不過，7月底大型未平倉合約585口，小型未平倉合約2,661口，未平倉比起香港交易所或是新加坡交易所都要少很多，顯示初期成交量大歸功於市場造市者。臺灣人民幣期約才剛起步，未平倉規模自是無法與已經

上市將近8個月、甚至是3年歷史的前兩者相比。

### 五、其他交易所：

2010年11月南非交易所推出人民幣兌南非幣（RMB/Rand）期貨，2011年8月巴西交易所也上市人民幣兌巴西里爾（RMB/Brazilian Real）期貨，2015年3月莫斯科交易所推出大陸人民幣兌俄羅斯盧布（CNY/RUB）期貨，由於都是人民幣兌本國貨幣的期貨，幾乎是本國進出口商或是國內法人所做的投資避險與策略交易，交易規模小。

目前較活躍的美元兌離岸人民幣期貨為香港交易所、臺灣期貨交易所、新加坡交易所與CME集團的合約（參見

表二）。四個合約規模都是10萬美元，標的都是美元兌香港離岸人民幣，合約交易月份則是SGX和CME達三年以上最長，其次是HKFE，而TAIFEX最短，原因應是臺灣投資人比較偏好近月份合約的交易。

以交易時間來看，CME的23小時最長，SGX與HKFE都有盤後交易，而SGX的交易時間達17小時35分比較長，TAIFEX僅有正常盤交易，但考量香港交易所與陸股的交易時間，TAIFEX交易到下午4點15分才收盤。



表二：四大香港離岸人民幣期貨合約規格比較

交易所	HKFE (香港) USD/CNH	SGX (新加坡) USD/CNH	CME (美國) USD/CNH	TAIFEX (臺灣) USD/CNH
商品代碼	CUS	UC	CNH	RHF
合約規格	100,000 美元	100,000 美元	100,000 美元	100,000 美元
最小跳動值	0.0001=10 人民幣	0.0001=10 人民幣	0.0001=10 人民幣	0.0001=10 人民幣
合約月份	4 個連續月 另加 4 個季月	13 個連續月 另加 8 個季月	13 個連續月 另加 8 個季月	2 個連續月 另加 4 個季月
交割方式	實物	現金	實物	現金
最後結算日	第 3 個星期三	第 3 個星期三	第 3 個星期三	同最後交易日
最後交易日	最後結算日之 前 2 個營業日	最後結算日之 前 2 個香港營業日	最後結算日之 前 2 個香港營業日	第 3 個星期三
台北 交易時間	09:00 – 16:15 ----- (T+1 盤) 17:00 – 23:45	07:40 – 18:00 ----- (T+1 盤) 18:45 – 次日 02:00	06:00 – 次日 05:00 (冬令順延 1 小 時)	08:45 – 16:15

### 人民幣期貨的買賣價差與隱含利率

以四地人民幣期貨報價來看，通常新加坡和CME的買賣價差較大；以8月10日早上同時段的9月期約為例，新加坡和CME價差可達30~100點，香港次之約為15~60點，臺灣最小約在10~30點。買賣價差的大小與造市規模以及市場流動性有關，也是吸引投資人加入的重要考量。由於四種期約的最後結算日與標的物皆相同，而其間買賣價差若出現大幅差異也製造了市場間價差交易獲利的機會，但是在流動性的考量下，策略需要輔以嚴密行情監控與迅捷的電子交易系統，因此專業法人才比較有機會去做。

此外，人民幣期貨價格波動較遠期合約活潑，銀行也會利用與客戶承作遠期匯率期

約的同時，利用相同規模的期貨合約反向承作套利或避險交易策略，尤其是現階段臺灣人民幣期貨剛上市，遠期與期貨合約間有時存在套利機會。

人民幣匯率期貨的價格隱含人民幣的利率，例如：8月10日TAIFEX的2015年9月標準人民幣期約價格6.3685，同時2016年3月期約價格6.4598，其中隱含人民幣期貨的年化利率為2.867%，落在當時香港離岸人民幣的存款年率2.4%~3.0%範圍之內。假如人民幣期貨的隱含利率太高於或太低於現貨標的市場利率，投資人也可以做現貨與期貨，或是遠近月期貨之間的價差交易策略。



## Cover Story

### 中國人行大舉干預貨幣貶值，人民幣匯率期貨大受關注

8月11日大陸人行無預警調降人民幣匯率之中間價報價1,136基點，當日人民幣大跳水，創紀錄貶值1.8%，8月12日人民幣繼續貶值0.99%，導致香港與新加坡的人民幣期貨成交量爆大量；香港11日成交量5816口創今年新高紀錄，12日更是創下8,061口的歷史新高紀錄，新加坡11日成交量也有2,412口，12日有5,177口的新高量，而CME兩日交易量僅為百餘口，顯示時區與地緣的關係仍然對人民幣期貨有很大影響。而11日臺灣成交量萎縮至653口，12日再縮小至521口，但TAIFEX在8月下旬成交量逐漸增加，8月26日更達2,592口，相較港交所當日的2,787口相差不多，顯示臺灣避險需求漸漸入市。

以港交所11日成交量大幅放大，且未平倉量也增加835口至11,592口來看，法人避險擴大參與港交所人民幣期貨的交易，這是很好的發展。此外，港交所也在8月12日宣布二階段調高人民幣期貨原始保證金，當週調高47%，隔週再調高32%，也揭示交易所嚴格的風險管控。經此事件，市場對中國匯率政策快速變動的預期增加，也會持續帶動各交易所人民幣期貨的交易量。

### 運用人民幣期貨之利基

人民幣期貨與其他的匯率期貨一樣，可以提供貿易商、境外資產投資者、基金經理人（股票、債券、與指數型基金）的匯率避

險工具，對於一般投資人也可增加新的投資管道。尤其是今年以來陸股發燒，境外法人機構紛紛發行中國股市相關的ETF，甚至利用滬港通、QFII額度直接承作中國境內股票。而面臨2014年以來人民幣持續貶值趨勢，為規避匯率損失侵蝕現貨的獲利，或是為發行陸股ETF精確追蹤現貨績效，利用人民幣期貨避險是很好的選擇。

另外，中國是臺灣對外貿易依存度最高的國家，以2014年為例：臺灣出口至大陸貨物總金額821.2億美元，占全年總出口貿易的26.18%，進口總額480.4億美元占總進口的17.53%。臺灣是以中小型企業為主，部分進出口是以人民幣報價，在業務規模小無法與銀行承作NDF或DF之際，可以利用相對小規格且操作靈活的人民幣期貨來規避匯率波動的風險，惟人民幣期貨交易量並不如其他熱門的外匯期貨大，流動性的問題必須納入考量。

### 結語

2015年是人民幣納入SDR的決戰年，臺灣離岸人民幣自2013年2月啟動後，成長速度非常快，至7月底離岸人民幣存款規模3,366.45億，僅次於香港，臺灣期交所人民幣匯率期貨的加入不但豐富了臺灣的離岸人民幣業務，也為人民幣國際化再添利器，尤其是現階段人民幣波動性大幅增加，操作的人民幣期貨正可適時發揮多空避險靈活操作的特性。





# 配合臺灣期貨交易所陸股 ETF 期貨延長交易時間及人民幣匯率期貨商品上市，業者因應措施及相關配套作業

期貨公會◎張瓊文

為因應陸股ETF期貨交易時間延長至下午4時15分及人民幣匯率期貨商品上市交易後，期交所商品之收盤時間分別為下午1時45分及下午4時15分，自102年7月1日起實施之「期貨商交易及風險控管機制」相關作業需配合調整，期貨公會為瞭解業者因應交易時間延長至下午4時15分及人民幣匯率期貨商品上市，就交易作業、結算作業或期貨商與期貨交易輔助人（以下簡稱IB）作業分工等所面臨之問題及執行困難處，或是對本案有任何之建議，多次對專、兼營期貨商及IB進行問卷調查，彙整業者所提出之意見及問題，陳報主管機關並與期交所進行溝通協調；另外邀集各專營期貨商結算主管、期貨商交易及風險控管小組成員召開二次專案會議，徵詢業者對於「期貨商交易及風險控管機制」相關作業之修正意見。

經過多次溝通與討論並配合臺灣期貨交易所陸股ETF期貨交易時間延長及人民幣匯率期貨商品上市之時程，同步自今年

（104）年7月20日起實施，期貨公會調整「期貨商交易及風險控管機制專案」之相關作業暨修正「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」，此外，為服務會員，避免交易人對於調整後之內容不瞭解而產生爭議，期貨公會並研擬相關告知事項參考內容提供期貨商及IB參考使用。

## 「期貨商交易及風險控管機制專案」相關作業調整事項

「期貨商交易及風險控管機制專案」相關作業調整事項，經期貨公會第4屆理監事第13次聯席會議決議通過後陳報主管機關，本次增修訂有關加收保證金及保證金調整作業，盤後保證金追繳通知方式、通知內容應記載事項及參考內容，代為沖銷作業等事項。重要增修訂內容說明如下：

### 一、保證金作業及保證金調整作業：

原規定每日收盤後交易人單一商品當日未沖銷部位超過依加收保證金指標計算之部



## Cover Story

位限制，期貨商應針對超過部分加收保證金，加收之保證金將於次一營業日加入風險指標公式之分母項。為配合陸股ETF期貨交易時間延長至下午4時15分及人民幣匯率期貨商品交易時間，期交所商品之收盤時間分別為下午1時45分及下午4時15分，下午1時45分後倘交易人未沖銷部位所需保證金因超過加收保證金指標而被調整，之後盤中風險指標分母項亦將被調整。爰將加收保證金之檢核時間、加收及釋放時間修訂為各商品收盤後，原規定加收之保證金將於次一營業日加入風險指標公式之分母項，修正為於該商品收盤後加入風險指標公式之分母項，修正後檢核是否加收保證金時機及釋放所加收之保證金時機為於各商品收盤後。

### 二、期貨商對交易人帳戶已收盤商品之未實現利得釋出、採行整戶風險保證金計收方式（SPAN）計算未沖銷部位所需保證金、加收保證金及依期交所規定調整保證金均應同步作業：

考量交易人資金調度，將未平倉利得釋放採下午1時45分及下午4時15分兩階段作業，同時為避免未平倉利得釋放與保證金調整不同步，容易與交易人產生糾紛，爰增訂上述作業應同步，並提醒交易人於下午1時45分收盤之商品收盤後進行之加收保證金或釋放保證金相關作業，可能會因各期貨商實際作業時間或有落差，交易人在延長交易時段(下午1時45分至下午4時15分)可動用餘額及風險指標可能會受到影響。

### 三、修訂盤後保證金追繳之通知方式：

原規定盤後保證金追繳之通知方式為期貨商應以電話、簡訊、或其他交易人指定的

方式通知期貨交易人追繳狀況外，期貨商應以書面方式通知期貨交易人，惟期貨商經與期貨交易人約定後，得以電子郵件方式替代書面通知。因交易時間延長至下午4時15分，相關交易結算作業時間均配合延後，致期貨商於當天郵寄書面盤後保證金追繳通知書作業有困難，經提出建議後獲主管機關同意及期交所支持，將盤後保證金追繳之通知方式修訂為期貨商應以電話、簡訊、符合電子簽章功能之電子郵件或其他交易人指定的方式對交易人發出盤後保證金追繳通知。如期貨商以不具電子簽章功能之電子郵件對交易人發出盤後保證金追繳通知者，應同時再以電話或簡訊通知交易人。

因應期交所商品之收盤時間分別為下午1時45分及下午4時15分，若期貨商未受託從事下午4時15分收盤商品之交易，得於下午1時45分收盤後即辦理盤後保證金追繳通知；若期貨商受託從事下午4時15分收盤商品之交易，下午4時15分以前應依規定辦理盤中高風險帳戶通知，於下午4時15分以後辦理盤後保證金追繳通知。對交易人而言，下午1時45分後未平倉部位中不含未收盤商品之交易人將收到盤後保證金追繳通知；下午1時45分後未平倉部位中含未收盤商品之交易人將僅收到高風險帳戶通知，下午1時45分前曾經收到高風險帳戶通知之交易人，則不會收到任何通知。

為使交易人瞭解期貨商盤後保證金追繳通知修改為以電話、簡訊、電子郵件或其他交易人指定的方式辦理，以及交易人需要交易相關資料時請提出申請等事項，各期貨商可於買賣報告書或對帳單增列告知內容、於



交易人登入下單網頁時告知、以書面方式告知、以電子郵件方式告知或以其他與交易人約定之方式告知交易人，並留存告知紀錄。

#### 四、增訂盤後保證金追繳通知內容應記載事項及參考內容：

本次配合修訂盤後保證金追繳之通知方式，增訂盤後保證金追繳通知內容應記載以下事項：(一)期貨交易人帳號；(二)盤後保證金追繳發生日期；(三)期貨交易人之帳戶權益數；(四)整戶追繳金額；(五)補足追繳金額之時限；(六)盤後保證金追繳通知未消除，期貨商將開始執行代為沖銷作業程序；盤後保證金追繳通知內容，得記載單一幣別保證金不足之狀況。除上述應記載事項，期貨公會並擬訂盤後保證金追繳通知之參考內容，提供業者運用。

#### 五、執行代為沖銷：

因應期交所商品之收盤時間分別為下午1時45分及下午4時15分，故下午1時45分收盤前風險指標低於約定之比率時，期貨商應將交易人之未沖銷部位全部沖銷；在延長交易時段（下午1時45分至下午4時15分）因尚未收盤之商品行情變化、對已收盤之商品加收保證金或期交所對已收盤之商品調整保證金等因素，造成交易人之風險指標低於約定比率時，期貨商應將交易人之尚未收盤商品之未沖銷部位全部沖銷。

若下午4時15分收盤後權益數低於未沖銷部位所需之維持保證金，期貨商應對交易人進行盤後保證金追繳通知。次一營業日開盤後風險指標低於約定之比率，期貨商應執行代為沖銷作業程序，將交易人之未沖銷部位全部沖銷；若次一營業日盤中未發生風險

指標低於約定比率之情形，期貨商則依盤後保證金追繳相關作業辦理。

#### 修正「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」

配合期交所陸股ETF期貨交易時間延長至下午4時15分，及人民幣匯率期貨商品上市，國內期貨商品交易將分批於下午1時45分及下午4時15分辦理收盤結算作業，有關盤後未沖銷部位超過加收保證金指標之應加收保證金作業，分別於各商品收盤後（下午1時45分及下午4時15分）加收；未沖銷部位已低於加收保證金指標應釋放保證金作業，分別待次一營業日各商品收盤後（下午1時45分及下午4時15分）釋放，修正「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」第六條及第七條條文內容。另外因延長交易時間調整盤後保證金追繳通知方式，修正本自律規則附件1-開戶申請書暨信用調查表。

#### 對交易人告知事項（參考內容）

配合期交所美元兌人民幣匯率期貨契約上市及陸股ETF延長交易時間，期貨公會研擬對交易人告知事項（參考內容），提供期貨商參考使用，各期貨商可視業務辦理情形之需要，自行調整文字內容，期貨公會並請期貨商及IB確實對交易人進行告知，以利業務之推動並減少與交易人之糾紛。對交易人告知事項（參考內容）包括：交易人出入金瞭解事項、保證金之檢核、風險控管相關作業調整事項、盤後保證金追繳方式變更、執行結匯事項以及相關資料之提供等。

#### 一、交易人出入金瞭解事項：

交易人從事美元兌人民幣匯率期貨交易



## Cover Story

前應與期貨商約定外幣存款帳戶做為指定入金或出金帳戶，交易前將自有人民幣自約定之指定入金帳戶存入期貨商之國內外幣客戶保證金專戶。交易人須留意銀行對自然人之人民幣結匯有每人每日不得超過人民幣二萬元之限制。交易人申請人民幣出金時，期貨商將檢核交易人國內期貨交易帳戶之人民幣可動用餘額扣除其他幣別應補足之虧損、未平倉部位所需原始保證金或其他應繳費用等後之餘額是否足夠支付。

### 二、保證金之檢核：

交易人從事美元兌人民幣匯率期貨交易須先繳存足額之人民幣保證金。期貨商對交易人採整戶保證金控管方式，美元兌人民幣匯率期貨將與其他國內期貨商品合併列入交易人國內期貨交易帳戶進行風險控管。期貨商於交易人進行美元兌人民幣匯率期貨委託時，將檢核交易人國內期貨交易帳戶之人民幣可動用保證金餘額與整戶計算可動用保證金餘額比較孰低之金額，有足夠之原始保證金始接受委託；於交易人進行非美元兌人民幣匯率期貨委託時，將檢核交易人國內期貨交易帳戶之非人民幣可動用保證金餘額與扣除人民幣可動用保證金後之整戶計算可動用保證金餘額比較孰低之金額，有足夠之原始保證金始接受委託。

### 三、風險控管相關作業調整事項：

期貨商檢核是否加收保證金及釋放保證金作業時機為各商品收盤後，亦即於下午1時45分以後及下午4時15分以後分別對已收盤之商品進行作業。交易人在下午1時45分至下午4時15分交易時段之可動用餘額及風險指標可能因保證金相關作業受到影響而有變動。交易人須注意各幣別保證金應補繳金

額，此外，當交易人帳戶盤中風險指標低於與期貨商約定之比例時，期貨商將執行代為沖銷作業。

### 四、盤後保證金追繳方式變更：

期貨商改以電話、簡訊及具電子憑證功能之電子郵件或其他交易人指定的方式，對交易人發出盤後保證金追繳通知，並將停止使用書面通知。如交易人指定使用不具電子憑證功能的電子郵件，期貨商將同時再以電話或簡訊通知。

### 五、執行結匯事項：

為支付美元兌人民幣匯率期貨交易虧損及保證金追繳金額，期貨商得代結匯新臺幣或美元為人民幣。本國交易人之期貨交易帳戶有人民幣可動用保證金，交易人須自行結匯為其他幣別，以支付非人民幣計價商品之虧損或保證金追繳金額。交易人從事國內期貨交易發生違約情事時，依規定得由期貨商將該交易人國內期貨帳戶各幣別之剩餘款項（含人民幣）結匯為違約應支付幣別，以支應違約應付之保證金。

### 六、相關資料之提供：

交易人若需要交易相關之各類資料（如買賣報告書、對帳單或盤後保證金追繳資料等），得向期貨商申請。

本次「期貨商交易及風險控管機制專案」相關作業配合延長交易時間所作之調整事項，包括保證金之檢核、盤後保證金追繳方式變更、執行代為沖銷作業，以及因應美元兌人民幣匯率期貨商品交易人出入金瞭解事項、執行結匯事項等，請各期貨商及IB皆要確實對交易人進行告知，以利業務之推動並減少與交易人之糾紛。



# 市場訊息



為協助從業人員吸收業界訊息，期貨人雜誌每期報導期貨市場最新議題，以利讀者精確掌握行業時訊。

本單元除規劃資產管理議題、「投資全球 照過來」系列報導及國際熱門話題以利讀者掌握國際脈動，並報導中國大陸期貨代客操作業務之發展，協助讀者即時掌握市場動態。



# 資產配置大不易？ 有了 CTA 基金就搞定！

元大投信 期貨信託部 資深經理◎方立寬

資產配置在大多數人的耳裡，恐怕是「耳熟能詳，卻又不清不楚」的一個「概念」。就像概念車之於量產車一般，概念車給大多數人一個提供全方位完美體驗的美妙想像，但是回歸現實之後，量產車則是在現實技術考量下僅能做出的選擇。資產配置也有類似的現象，大多數的投資專家都建議投資人進行資產配置，而順應資產配置而生的名詞，諸如市場多元化、收益多元化、標的多元化，或是資產多元化等等都屬類似的概念，的確，多元化是資產配置的核心思想，不過，多元化也正如概念車一般，頗有「說的容易，做起來可不簡單」的困難；「多元化」朗朗上口的背後，投資人或許會發現，多元化投資在真實的理財生活當中，似乎並

不容易進行。

箇中原因在於，進行多元化投資，宜具有以下各項能力，雖其並非缺一不可，只是具備能力越少，資產配置的效果越差。

### 一、對於多元化產品的了解能力

資產配置乃是透過多元化投資達成的，但是所謂的多元化，並非只是數量上的多元化，舉個例子，投資組合中，如果擁有臺股金融ETF、臺股電子ETF是否算是多元化？看似有金融、有電子，比僅持有金融或電子來的多元，但卻都是臺股市場，一旦臺股發生系統性風險，整體臺股下跌，無論是金融或是電子恐怕都難逃其難。因此，這樣的投資組合，似乎還不夠多元，可能還需要加入

債券、或是國外股市等等投資，才能達到更有效的多元化。

其次，選擇多元化投資的代表產品，也是門檻能力之一。市場上的金融產品千百種，以標榜著同一個主題或是同一個市場的共同基金為例，可能就存在主動式與被動式之分、不同幣別與是否進行外匯避險之分、經管費高低之分、操作績效優劣之分（追蹤誤差或打敗指數的能力高低）、而基金宣稱主題與實際投資內容是否如投資人所想像，也是需要仔細檢視的重點。如果投資人無暇或無力進行這樣的評析，對於資產配置的效果可能會造成天差地遠的效果。

以是否進行匯率避險的日本股市基金來說，日股（以日經225指數為例）去年以來至7月底，約1年半的時間內，累積上漲26.35%，不過，同期間內，日圓兌美元卻貶值17.7%，若選擇美元計價但不進行日圓貶值避險的日股基金來說，恐怕日圓大幅貶值的結果，將嚴重侵蝕投資日股的效果，使得投資人實際可享的日股漲幅由26.35%僅剩8.65%，當然也因此嚴重的影響了資產配置的整體效果。

再如「黃金基金」雖有「黃金」之名，但前者的投資內容可能只是金礦公司的股票，並非黃金期貨或是直接購買實體黃金，可能與國際金價的連動度十分有限，造成「金價上漲、黃金基金不漲」的現象，若是如此，資產配置中若需要與國際黃金高度連動的投資，豈不大失所望。

## 二、繁衍風險的識別能力

由上例也可知道，多元化投資的行為本身，可能還會再衍生需要額外之思考維度，例如匯率；也就是說，一旦多元化投資涉及跨市場、跨海外、跨時區等議題，匯率因素也就順應而生了，匯率風險也便開始冒出頭來，成為額外需要處理的議題。除了匯率風險之外，另如信用風險，也會有類似的現象。一旦投資人將多元化投資的觸角伸及債券資產，信用風險議題也就開始被突顯，也因此開始可能額外需要針對信用風險，進行進一步的分散。

## 三、量化分析能力

可見，多元化投資標的的挑選思維，並不單純，納入多元化投資標的的投資選項或是多元化投資的策略，必須是能夠達到相關性的降低、風險與報酬比例的改善等等層面的效果，而短中長期風險（波動度）的平衡，也是重要的技術維度。也因此，進行多元化投資的工作，建議必須具有些許量化分析的基本知識基礎，才能夠有效建構較佳的多元化投資，並且挑對適合的投資標的。

## 四、投資組合管理能力

多元化投資的資產配置完成後，並非可以從此高枕無憂。因為，投資組合中的各項投資標的特徵，可能會隨著時間改變。例如：原本波動低的標的，可能成為波動大的標的；而如果原本波動低的標的，在投資組合中配置的比例較大，那麼在波動度轉高之



後，可能必須降低投資比例。又例如原本收益高的投資標的，可能成為收益低的投資標的，如果這樣的標的原本配置的比例較高，則有可能必須另尋其他收益高的標的替代。

行情的漲跌，也會是造成投資組合調整的原因。例如某個投資標的如果一直發生上漲幅度大幅超越其他投資標的的現象，那麼該投資標的在投資組合中的價值比例就會不斷放大，最終危及資產配置多元化的效果，而必須進行調整。

另外，「再投資」的觀念更是重要。投資組合中，如果產生了孳息或是任何現金流入，非常重要的下一步驟，並非領出來花用，而是再投資。再投資乃是複利效果的重要來源，有了複利效果的加持，可以增強資產配置最終走向正面獲利的機會。

這些調整作為，可能頻繁發生，也可能是久久一次，無論如何，至少必須定期檢視、定期計算、適度調整，不適合抱著不動。如果投資人無法進行投資組合的管理，也可能使得多元化投資的資產配置效果下降。

### 五、建構投資組合的資金能力與修養

建立一個多元化的投資組合，最好的方式可能是完成挑選投資組合並組成標的之後，同步進場建立部位。如果不同步進場，也不宜有過度推遲，如果造成顯著各別進場的時間差，恐怕會降低分散效果。但是同步進場的前提，則是資金能否滿足同步建立投資組合所需的現實問題。在投資組合實證理論中，有的理論指出15個標的就能夠達成投

資組合多元化的效果，但較新的實證理論則認為30個標的才能夠產生投資組合多元化效果，無論15個還是30個，平心而論，對於一般的投資人來說，可能都不算少，要能夠同步或是在短時間內資金到位，迅速建立多元化投資組合的投資人，可能又更少。

如此看來，以目前國內共同基金單筆申購下限多為1萬元新臺幣來看，輔以上述實證理論，想要一次建立有效的投資組合，恐怕需要15萬~30萬新臺幣之譜，如果考慮未來部位調整有採取分三批~五批調整的需要，則建立部位的最終總資金可能有放大至45萬~150萬新臺幣之必要，若這樣的資金部位對部分投資人產生有心進行資產配置但卻資金不足之窘，則資產配置著實如同概念車一般遙不可及了。

就算狀況妥當，資金無虞，資產配置必須有的最終層面，將是投資人的操作修養。主要如「不會見獵心喜」，不會看見部分投資標的賺了錢，就整天想著賣出，獲利入袋，或是看到部分標的下跌，便開始心煩焦慮，最後賣了小賺的，留下賠錢的，不但留弱汰強，違反操作邏輯，還破壞了投資組合的綜合效果，也忘記了投資組合之所以稱做投資組合，就是要看整體表現，而非單一成分標的的表現，看短不看長的結果，亦破壞了理財應該為生活加分，而不應該影響正常生活的主旨。

還有「不會隨波逐流」，不會看見市場聲浪傾向某類或某項資產，而轉移應有的投資配置，轉為盲目配置；「不會看長不看

短」，了解資產配置的效果，來自於長期持有，而不是短期獲利，不是賭博而是具有客觀理論下的合理結果，而增加最終產生正面結果機率之方式，正是擁有前述的各項資產配置能力，資產配置是一條中長期的路，可說「不簡單」，但說「需要照顧」更恰當；「不會半途而廢」，資產配置需要規律的檢視，檢視再投資、檢視再平衡（rebalance），檢視預期與實際，如果少了定期檢視的動作，投資組合可能開始走樣。

這些修養，或說紀律，是透過多元化投資建構資產配置的「最後一哩路」。而人們往往費心建構多元化投資組合之後，卻無法走完這最後一哩路的原因，便是來自於，維護投資組合的後續工作所需的知識與技術基礎，並非人人都有。

還好，投資人可以尋求協助進行資產配置。即使是這樣，可不可能擁有完美的投資組合（績效平穩向上，收益豐富，再投資效果顯著，波動穩定，可即時進行投資組合調整又不傷交易成本，發現趨勢順勢跟隨）呢？說實在的，完美的投資組合或許不存在，不過，符合較多的完美特徵的投資組合倒是可行的；而如果這樣的服務，乃是一般投資人都可以共襄盛舉，亦不需較重的資金負擔，那就幾乎堪稱完美了，不是嗎，也正是龐大被歸類為散戶但卻有資產配置需求的族群所需要的。

臺灣正有這樣的金融產品，合法可信，那就是期貨信託基金族群中的「具有CTA性質的期貨信託基金產品」。

CTA（Commodity Trading Advisor）的觀念，在「期貨人」已經介紹數次，簡單來說，就是投資操作內容主要以期貨為主的基金，且多空皆可，訴求提供絕對報酬，同時操作多種不同種類期貨，沒有特定資產主題，甚至操作標的雖以期貨為主，但亦可輔以各類衍生性金融商品之操作方式的共同基金（或私募基金）。進一步地，其操作方式亦以電腦程式設定交易邏輯為主，即使是交易執行，也幾乎排除人為因素而仰賴電腦執行，避免人為主觀判斷或是人為執行誤差影響投資操作結果。同時，多空皆宜，因為所謂行情，乃是有多有空，並非只有多沒有空，多空兩向同時視為趨勢與行情，才是符合「掌握趨勢」的全面觀念。而全數操作期貨的好處，來自於期貨的交易成本低廉，也因此得以在必要時，可以較無顧慮的進行短期且即時甚至頻繁的部位調整，不會因此迅速累積可觀的交易成本，也不會因此侵蝕投資組合績效；當然，期貨方便放空的特性，也協助具CTA性質的期貨基金能夠掌握多空雙向趨勢。

目前期貨市場的標的，廣泛觸及各類主要資產，外匯、股市、債市、農產品、金屬、能源等等，標的眾多，足以提供操作分散的效果，甚至有些標的是傳統股債金融產品所無法觸及的，而使得CTA基金能夠股債資產進行明顯的區隔。

也因為CTA性質的期貨基金操作層面廣泛，並且多空靈活，因此該類基金訴求的投資主題並無法從傳統的共同基金角度進



行說明，也就是CTA基金並沒有所謂投資某個亮點市場、重點區域、特定行業、或是特殊族群題材等故事可供行銷。CTA基金反倒主要是從操作策略以及績效目標進行切入。操作策略方面，例如趨勢追蹤（國內現階段具CTA性質的期貨信託基金大多是採此策略）、波段操作、短線進出、強弱交易等等；績效目標方面則以策略報酬，或絕對報酬為訴求，而不再是傳統上，等待題材爆發或是打敗大盤為報酬目標。

再者，因為期貨具有槓桿效果，又因為CTA基金的操作標的十分多樣，因此風險控管反而是CTA基金極為重要、也極為重視的一環，若說CTA基金乃是建立在趨勢追蹤技術，以及風險控管兩大核心之上，一點也不為過。因此雖然操作期貨，但謹慎的風險意識反而是具CTA性質的期信基金讓人放心之處。將風險控管以及CTA基金本就具有的多元操作、多空靈活特性相搭配，使得CTA基金在理論上更是真正能夠最接近具有配置效率的資產配置概念基金，波動度長期也得以頗為穩定。CTA基金當然也可能有其缺點，包括：投資內容隨時靈活多變而因此難以掌握、投資邏輯以大量的數學與電腦程式進行而因此難以理解等等，不過即使這樣，若以本文一開始舉的例子來比喻，CTA基金卻仍可以堪稱是有資產配置需求者的可選服務中，最接近「概念車」的理想投資選擇。

CTA基金可說是提供了有資產配置需求者「一站式」的資產配置服務，也就是說，只要透過一檔好的CTA基金，就可以同時完

成了多元投資下，投資人原本必須自行費心處理的多項任務。

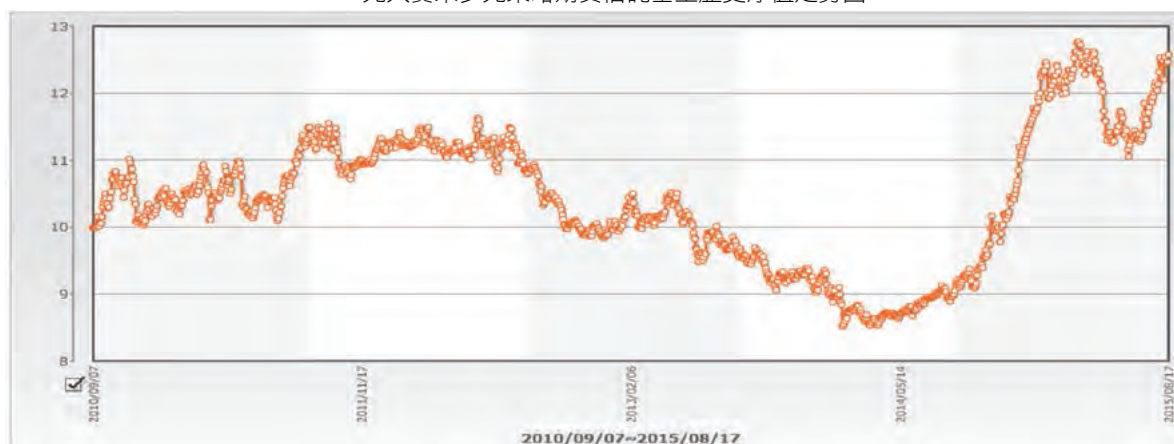
更理想的是，國內已經擁有CTA性質的期信基金，皆提供小額定時定額功能，也就是說，將「一站式的資產配置服務」擴及所有投資人，使得投資人不必是具有資金實力的大戶，也可以完成並享有資產配置的好處與服務。

目前國內具有CTA性質的基金，只有「期貨信託基金」可擔重任，而公募型的期貨信託基金中，具有CTA性質者，計有三檔，分別是「元大寶來多元策略期貨信託基金」、「國泰Man AHL組合期貨信託基金」、「康和多空成長期貨信託基金」。

「元大寶來多元策略期貨信託基金」是一檔委外代操的CTA性質期貨信託基金，委外代操對象乃是聲譽卓著的國外CTA公司「ASPECT」。該基金成立於2010年9月7日，已成立近5年，至7月底的基金規模約新臺幣3.5億元，委外代操公司標榜的操作策略乃是全球八大資產期貨多空趨勢操作，淨值也在今年順利的創下歷史新高。

「國泰Man AHL組合期貨信託基金」是一檔以組合型的期貨信託基金型態，提供投資人具CTA性質的期貨信託基金，其子基金的組合內容，乃是鎖定投資於同樣聲譽卓著的國外CTA公司「Man AHL」旗下之「Man AHL系列CTA基金」。該基金成立於2009年8月27日，已成立逾5年，至7月底的基金規模約新臺幣2.38億元，淨值也同樣在今年順利的創下歷史新高。

元大寶來多元策略期貨信託基金歷史淨值走勢圖



資料來源：元大投信網站，2010/9/7~2015/8/17

國泰 Man AHL 組合期貨信託基金歷史淨值走勢圖



資料來源：國泰投信網站，2009/08/27~2015/08/17

上述兩檔期信基金，一個是委外、一個是購買國外子基金，兩檔都算是開啟了國人投資觸角延伸至海外CTA基金技術與績效的里程碑。而一般來說，投資海外CTA基金，往往需要經過對該CTA基金進行繁複徵信的過程，不過透過上述兩檔期信基金，徵信手續可謂由期信事業代為完成，使得投資海外CTA基金成為方便又輕鬆的事。

另一檔CTA性質的期信基金，則是「康和多空成長期貨信託基金」，該基金是一檔

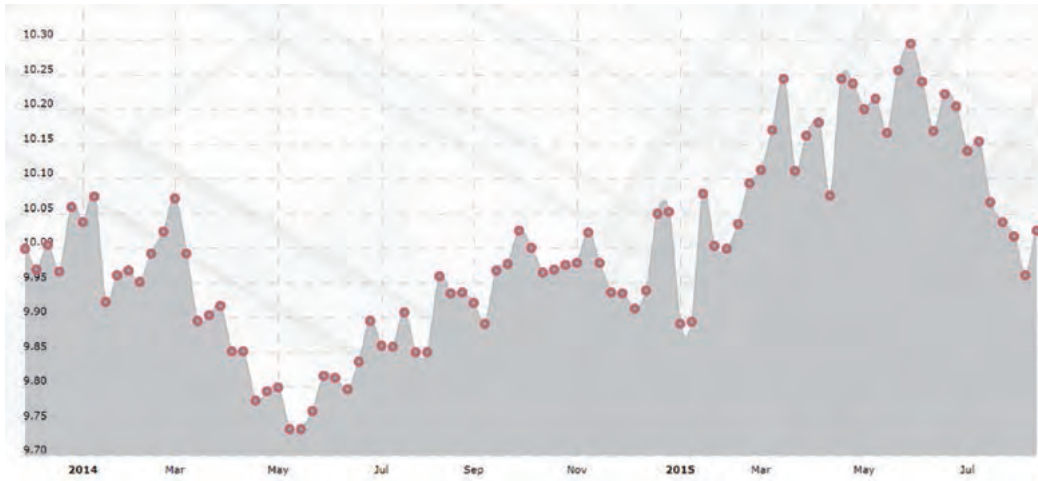
訴求「人民幣收益」、「全球期貨商品操作」、「臺灣股市策略」三大主軸的期信基金，並且由國人自行操作。該基金成立於2013年12月6日，逾1年半，至7月底的規模約新臺幣5.3億元。淨值也達成了於今年創下歷史新高的紀錄。至今，三檔期信基金都有淨值創歷史新高的紀錄，可謂不辜投資人所託。

以金管會證期局所公告的期貨信託基金風險等級量表來看，上述三檔的風險等級，



# Market information

康和多空成長期貨信託基金歷史淨值走勢圖



資料來源：康和期經網站，2013/12/06~2015/0817

除了「康和多空成長期貨信託基金」可歸類於「低波動度」等級之外，其餘兩檔則可歸類於「中波動度」等級，若以臺股加權指數相比，此三檔具CTA性質的期信基金，其波

動程度約當於臺股加權指數的波動程度，堪稱允當。

一檔好的CTA基金，應該具有以下特性，也唯有具有以下特性，才能夠有效的完

## 金管會證期局所公告的期貨信託基金風險等級量表

基金風險等級	衡量標準
低波動度	低波動度：三年平均年化波動度未逾 10% 者。
中波動度	中波動度：三年平均年化波動度逾 10% 而未逾 30% 者。
高波動度	高波動度：三年平均年化波動度逾 30% 者。

成多元化資產配置下，長期資產價值向上的終極任務：

值報酬率的波動度不宜相對過大。

### 一、波動度不高且穩定：

### 二、與傳統股債資產無顯著長期正相關性、具有較好的價值回復性：

波動過大的資產，代表風險過大，將使得投資人的資金暴露在極大的不確定性之下，也因此無法對於資產價值長期向上做出可信的展望。不過，波動度何謂高、何謂低？往往因人而異，但建議投資人可與較大部分成熟市場股市標的相比較，CTA基金淨

如果將相關性的意義，從機器人的角度來敘述，那麼具有正相關性越大的兩個資產，就如同總是做相同動作與相同事情的兩個機器人，而多元化的資產配置，就如同是希望配置不同功能的機器人，同時完成不同的事，造就工作效率。因此多元化資產配置

技術中的重點，就是應使得資產之間的相關性不宜過大。市場上往往以CTA基金的淨值報酬率，與成熟股市報酬率或是成熟債市報酬率之間的計算相關性，用來檢視一檔CTA基金是否表現出預期中的低度相關特徵，如果CTA基金的相關性與股市或是債市的相關性過大，則顯示該CTA基金或許不值得以CTA基金自居。

另一方面，資產配置的目的，就是為了長期資產價值穩定向上，「穩定」與「向上」乃是重要的關鍵字。不過也不能苛求短期資產價值不可有短暫向下的現象，畢竟資產價格總是有高有低，但是，整體資產配置的技術如果有效，必須在資產價格下跌之後，可以順利再使得資產價值重新表現出向上的趨勢；而一套能夠較迅速地使得資產價格重新創新高的配置技術，將是比較好的資產配置技術，也是能夠形塑一檔較好的CTA基金。

### 三、投資、配置、交易等策略，不宜輕易改變：

試想，「追漲殺跌、人云亦云、見風轉舵」是能夠掌握價格長期趨勢的操作技術嗎？不能。那麼標榜能夠發現各類資產多空趨勢的CTA基金，怎麼能夠還不待長期趨勢受到證明前，就隨時改變其既定的操作模式呢？因此，投資人往往看到CTA基金淨值下跌，就急忙詢問CTA基金怎麼了、質疑CTA基金是否應該改變操作模式、CTA基金既有策略是否不再有效？如果一檔好的CTA基

金，真的在受到市場的質疑之下，就迅速回應做出改變，放棄既有配置與操作模式，恐怕並非投資人之福；因為此乃顯示CTA基金自身的操作方式還不成熟，或是沒有可信的理論基礎與技術基礎。因此貿然改變投資策略的CTA基金，就算顧及了投資人意見，卻恐怕暴露了無法承諾長期獲利目標的事實。

投資人不應該以短線眼光投資或操作CTA基金，CTA基金往往具有長期可信的成長獲利模式，投資具有CTA性質的期信基金，心態應如同投資一家可以不斷展現上進心與獲利動能，且隨時監控風險並掌握商機趨勢的優質公司，這樣的投資標的，就算短期逆風，反而是進場承接的時機，就算短期失利，卻不需要過度質疑未來前景。當然，CTA基金本身的歷史經營績效若可以較為長久，且該歷史績效也的確展現出這樣的特性，則更可以提供實際可信的證明。

當然，在選擇具CTA性質的期信基金同時，投資人仍應注意了解的細部事項，不能看到「CTA」就矇著眼投資。應注意的細部事項包括：基金實際投資是否隱含其他經管費、是否收取績效費、剩餘資金運用方式、可供贖回的頻率、實際的投資工具與標的等等。多了解多比較，更能掌握自身權益以及了解基金的運作方式，也更能安心的交付CTA基金完成資產配置。





### 國際脈動 · 系列報導

# 『投資全球照過來』肆部曲 - 農產品期貨

凱基期貨◎陳双吉

農產品因與生活息息相關，是相當重要的大宗物資，所以一直是現貨商必要的避險商品，主要包括穀物、肉類和熱帶作物等三大類初級產品期貨合約。

農產品期貨最早誕生於美國芝加哥。19世紀中葉，芝加哥成為美國國內農產品的主要集散地之一。由於糧食生產特有的季節性，加上倉庫不足、交通不便、資訊不順暢及糧食供求矛盾突出，造成價格波動劇烈。為了改善交易條件，穩定產銷關係，82位商人於1848年聯合組建了一個集中的交易所—芝加哥期貨交易所（CBOT），開始從事穀物遠期合約交易。

但遠期合約交易中交貨期間和商品品質缺乏統一的標準，時常導致違約現象發生，故在1865年芝加哥期貨交易所推出了期貨標準合約，對商品數量、質量、交貨時間和交貨地點都作出了明確規定，意味著現代期貨商品交易的產生。目前農產品期貨參與者是以現貨相關廠商以及法人機構為主。主要原因除了能提供現貨相關廠商規避從播種、發芽一直到收成期間，種種天氣的因素對生產量的影響，以降低可能的損失外，投機者也

可藉此達到獲利的目的，同時提供避險者避險的機會及工具。

一般商品期貨幾乎都是採實物交割，農產品類也是如此。在第一通知日起，期貨賣方留倉者基於其調度的需求，有權向交易所提出交割要求，此時交易所會指定當時最早的買方留倉者進行實物交割，故一般買方投機者必須於第一通知日前將部位了結，以免遭受被指定交割之風險。最後交易日結束後，未平倉的買賣雙方都必須實物交割，買方付出交割總價款、賣方依交易所指定方式交付相當的現貨數量，進行實物的交割。故一般投資人必須留意交易商品的各項日期，以避免必須承擔交割的風險。

下表一為去年整體期貨市場所有商品依種類區分的成交量圖，其中農產品類占全球期貨商品的6.4%，雖占比並不大但量能仍呈現上升的情況，去年共增加了15.7%。主要原因是去年全球原物料市場表現疲弱，尤其中國需求出現急凍，原物料在缺乏需求下，整體跌幅幾乎腰斬，而農產品市場當然也表現不佳，暴跌之勢彷彿自由落體一般直線下衝，此空頭趨勢相當明顯，自然引領不少嗜

血的惡鯊-避險基金法人進場，空頭大軍如同銳利的刀鋒輕鬆地劃過柔軟的奶油，速度表一、全球期貨暨選擇權成交量統計表

Global Futures and Options Volume by Category			
Based on the number of contracts traded and/or cleared at 75 exchanges worldwide			
Category	Jan-Dec 2013	Jan-Dec 2014	% Change
Individual Equity	6,390,404,778	6,493,177,097	1.6%
Equity Index	5,381,657,190	5,827,913,937	8.3%
Interest	3,330,904,991	3,268,154,625	-1.9%
Currency	2,496,423,691	2,119,023,131	-15.1%
Agriculture	1,209,776,849	1,400,153,550	15.7%
Energy	1,315,276,356	1,160,317,682	-11.8%
Non-Precious Metals	646,349,077	872,601,162	35.0%
Precious Metals	433,546,140	370,872,772	-14.5%
Other	347,412,764	355,224,591	2.2%
<b>Total</b>	<b>21,551,751,836</b>	<b>21,867,438,547</b>	<b>1.5%</b>

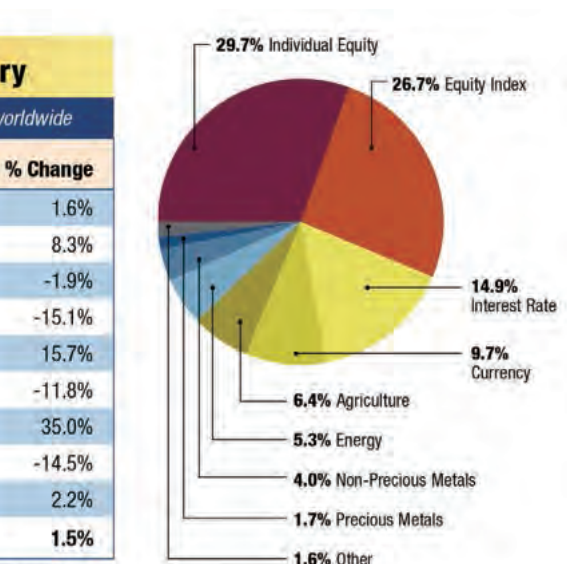
Note: Other includes contracts based on commodity indices, credit, fertilizer, housing, inflation, lumber, plastics and weather.

資料來源：WFE

臺灣主管機關核准公告得交易的農產品頗多，一一介紹較為繁瑣，因此本次僅介紹成交量較多的予讀者瞭解，如此一來投資人可避免流動性過少的風險。下表二為2014年農產品期貨的成交量排名，其中成交量最大的前五名皆為中國的交易所【包含鄭州交易所（ZCE）、大連交易所（DCE）、上海期貨交易所（SHFE）】，中國地域廣大，除了是出口國之外，更是全球數一數二的農產品進口國，因此在有現貨交易商為背景之下，期貨成交量自然水漲船高。

其中排名第一為鄭州交易所的油菜籽粉去年成交量達160,100,378口，菜籽油是世界第三大品種植物油，除了用作食用植物油外，也可用來生產生物柴油，還可應用於化工、輕工等眾多工業領域。由於應用範圍廣，加上澳洲的乾旱，全球的菜籽油需求大於供給，也讓中國該商品出口暴增，鄭州交

易所成交量因此大幅領先，其餘的大連黃豆粉、鄭州白糖分列第二及第三，然中國期貨商品雖然成交量夠大，但臺灣主管機關並未核准，因此臺灣的投資人並不能操做，筆者便不多做介紹。



易所成交量因此大幅領先，其餘的大連黃豆粉、鄭州白糖分列第二及第三，然中國期貨商品雖然成交量夠大，但臺灣主管機關並未核准，因此臺灣的投資人並不能操做，筆者便不多做介紹。

另外臺灣主管機關有開放交易商品，如美國芝加哥交易所的玉米、黃豆、黃豆粉、黃豆油、小麥及洲際交易所的11號糖等…量能表現也相當不錯，交易量居全球農產品排名前二十大；下圖一、圖二是玉米、小麥及黃豆的日均成交量，直至2015年以來，玉米（藍）及小麥（橙）的成交量不斷攀升，到六月的時候更是來到歷史的最高水位，顯見參與農產品交易的投資人不斷增加中。而圖三、圖四的20日歷史波動度的圖形也告訴我們小麥及玉米及黃豆類在近期的波動逐漸攀升，投資的機會不斷浮現，臺灣的投資人便可利用農產品期貨獲利，畢竟全球的農作物大多呈現正相關。

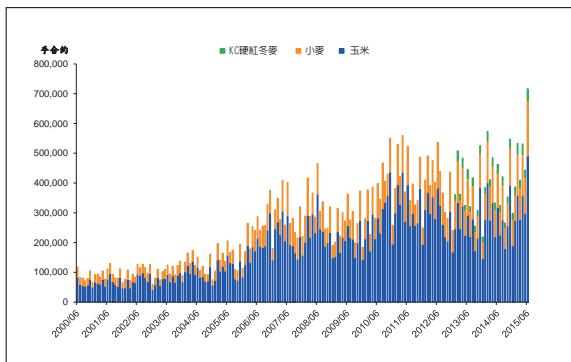


# Market information

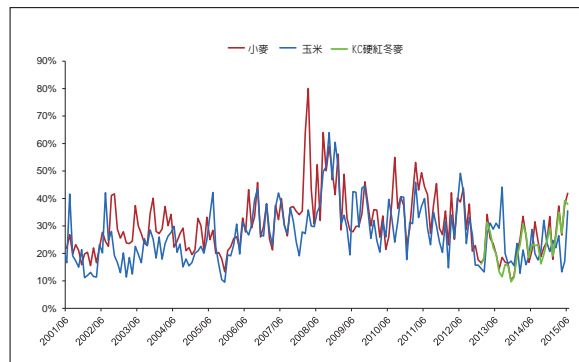
表二、農產品期貨暨選擇權交易成交量

Top 20 Agricultural Futures & Options Contracts					
Rank	Contract	Contract Size	Jan-Dec 2013	Jan-Dec 2014	% Change
1	Rapeseed Meal Futures, ZCE	10 tonnes	160,100,378	303,515,966	89.6%
2	Soy Meal Futures, DCE	10 tonnes	265,357,592	204,988,746	-22.7%
3	White Sugar Futures, ZCE	10 tonnes	69,794,046	97,726,662	40.0%
4	Rubber Futures, SHFE	10 tonnes	72,438,058	88,631,586	22.4%
5	Palm Oil Futures, DCE	10 tonnes	82,495,230	79,996,388	-3.0%
6	Corn Futures, CBOT	5,000 bushels	64,322,600	69,437,304	8.0%
7	Soy Oil Futures, DCE	10 tonnes	96,334,673	64,082,631	-33.5%
8	Soybean Futures, CBOT	5,000 bushels	46,721,081	49,169,361	5.2%
9	Egg Futures, DCE *	5 tonnes	1,951,323	35,188,187	1703.3%
10	Cotton No. 1 Futures, ZCE	5 tonnes	7,452,748	31,782,665	326.5%
11	Wheat Futures, CBOT	5,000 bushels	24,993,158	31,722,024	26.9%
12	Sugar #11 Futures, ICE Futures U.S.	112,000 pounds	29,813,680	29,396,597	-1.4%
13	No. 1 Soybean Futures, DCE	10 tonnes	10,993,500	27,197,413	147.4%
14	Soybean Oil Futures, CBOT	60,000 pounds	23,805,912	23,769,391	-0.2%
15	Corn Options, CBOT	5,000 bushels	23,534,308	21,246,732	-9.7%
16	Soybean Meal Futures, CBOT	100 short tons	20,237,181	20,637,382	2.0%
17	Soybean Options, CBOT	5,000 bushels	14,760,704	17,916,675	21.4%
18	Rapeseed Oil Futures, ZCE	5 tonnes	11,853,858	13,897,650	17.2%
19	Live Cattle Futures, CME	40,000 pounds	12,463,043	13,599,292	9.1%
20	Lean Hogs Futures, CME	40,000 pounds	11,277,038	10,656,944	-5.5%

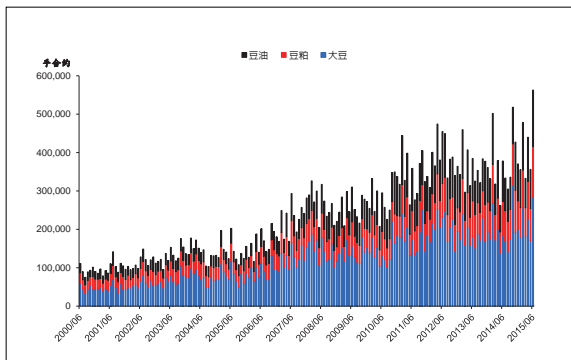
資料來源：WFE



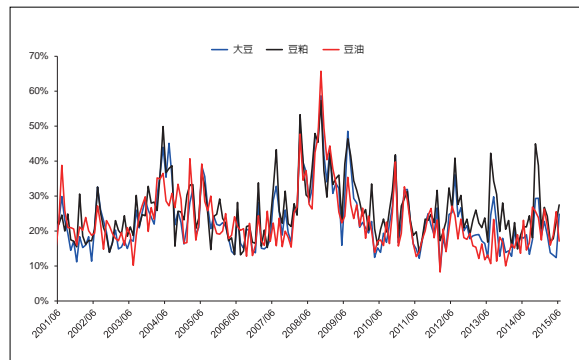
圖一、玉米、小麥、冬麥期貨日均成交量  
資料來源：CME、凱基期貨整理



圖三、玉米、小麥、冬麥期貨 20 日歷史波動率  
資料來源：CME、凱基期貨整理



圖二、黃豆期貨日均成交量  
資料來源：CME、凱基期貨整理



圖四、黃豆類商品期貨 20 日歷史波動率  
資料來源：CME、凱基期貨整理

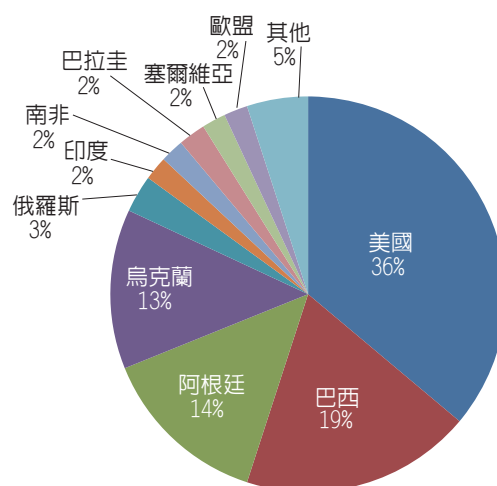
## 玉米

### 【簡介】

玉米主要利用在人類食用、動物飼料、加工糖製品、造紙及再生能源等等，特別是動物性飼料，由於是動物熱量的重要來源，含有豐富的蛋白質以及碳水化合物，占了75%的使用量，所以豬、牛的飼養數量以及價格對玉米價格的變化有重要的影響。另外玉米品種眾多，一般分類為白玉米、黃玉米與混和玉米，其中以黃玉米的經濟價值較高，可用於動物飼料和製造甜料、澱粉等人類食用或工業用原料，美、日等期貨交易所的玉米期貨皆以黃玉米作為交割標的。

### 【玉米的產地】

而美國是全球玉米主要的生產國，去年世界玉米的總產量約為6.1億公噸，其中美國就占約40%，達到2.41億噸；其次為中國大陸，有1.15億噸；第三名是巴西，0.41億噸，主因是玉米的生長適合在多雨潮濕的環境，美國中西部除地區廣大外，氣候亦適合玉米的生長，也因此為美國帶來不少的貿易收入。圖五為美國農業部公布的世界主要玉



圖五、世界主要玉米出口國及占比 資料來源：美國農業部  
米出口國占比，以出口量來看中國人口眾多，使用玉米供不應求，故雖然生產量排名第二，但均為內需並無任何出口，故排行出口排行第二、第三反而是拉丁美洲國家的巴西及阿根廷。

### 【玉米的栽種】

一般在4至6月份種植，10至11月收成。儘管玉米適合潮濕多雨的氣候，但在種植期間若雨量過多仍會影響到玉米的生長，所以這段時間的氣候因素對產量會有相當程度的影響。下表三為玉米於全球的栽種時間表，北半球約為6-8月收成，而南半球則是在上半年收成，由於產量取決於氣候因素，故投資人可參照此表對應該地區的氣候因素，可

表三、玉米栽種時間表

玉米

玉米 B1C	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
美國					種植	種植	種植		授粉	授粉	收成	收成
中國北部				種植	種植	種植	種植			收成	收成	
中國南部			種植	種植	種植	種植		收成	收成	收成	收成	
巴西		收成	種植	收成	收成	收成	收成	收成	收成		種植	種植
阿根廷	授粉	授粉		收成	收成	收成	收成	收成		種植	種植	種植

種植
授粉
收成

資料來源：美國農業部、凱基期貨整理



## Market information

判斷該區產量，進而對行情估算。另外，因為玉米的種植期為4月，黃豆的種植期為5月，若農民認為玉米價格比黃豆有利，有可能增加玉米的栽種，將會影響日後的收成數量，對二者價格的變化會有平衡的效果。

### 【玉米的特殊用途】

玉米在能源界所扮演的角色，主要是製成乙醇（俗稱酒精），進而添加在汽油等燃料中，降低原油的消耗量，同時減少二氧化碳的排放，緩和溫室效應對環境、氣候帶來的衝擊。而以成本來看，生產1噸燃料乙醇要消耗3噸左右玉米，總成本約8,000元，而當原油超過百元以上時，市場上93號普通汽油的售價僅為每噸7,750元。此時成本相差不遠，也因此開始會聽到再生資源的耳語，進而造成玉米的價格大幅拉升。當然地球石油枯竭的情況如同緊箍咒般，緊緊的套在現代人的頭上，而因使用石油所產生的溫室氣體，更是全球一致極欲消滅的公敵。在此情況下，能有效協助降低石油消耗，減緩使用速率的輔助性能源，是為新能源技術爭取更多時間的重點；如果能對於環境污染、抑制溫室氣體有所幫助，那將會是目前最適切的選擇。此時，玉米即被視為輔助能源的新希望。

在上述的生產玉米的三大國（美國、中國、巴西），均著重於玉米的研究與利用。目前中國大陸的原油消耗量僅次於美國，在成為石油淨進口國後，對於生質燃料的推動不遺餘力，在東北的吉林等地區，已開始使用含10%生質燃料的車用燃料，並進一步的擴大推行當中。

### 【玉米的價格波動】

影響玉米供應的主要變因是氣候。由於美國是世界最大的玉米生產國與出口國，因此在玉米種植期極度潮濕或生長期雨水不足時，會使美國玉米產量大幅的減少，而造成玉米價格的上揚。

另外玉米的收成也會影響其價格波動，玉米在每年10月及11月間收成，最早收成的時間也有落在8月中至8月底，而在收成期間內穀倉多已飽滿，所以此期間通常價格最低。春初時價格會保持平穩，然後當庫存供應量漸耗盡，玉米價格則會走高，直到夏末為止，此時新作物又開始收成，新的循環又重新運作。因此高點通常出現在上半年，低點則是落在下半年。

## 小麥

### 【簡介】

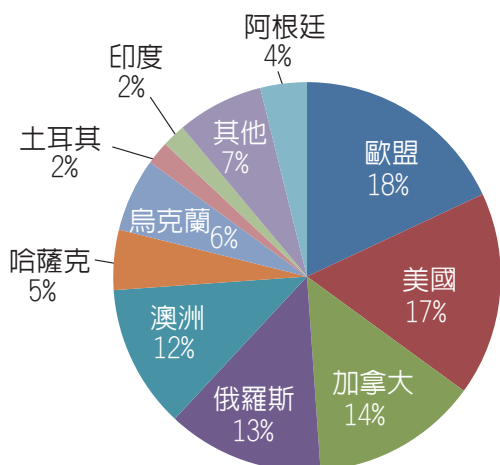
小麥與其他農產品不同，用來作為牲畜飼料的比例不高，主要用來磨成麵粉製成麵包、蛋糕、餅乾、麵條等食品提供人類食用，較少做為動物飼料之用，需求相對穩定，價格的走勢主要受到供給面的影響，小麥的種植面積和產地的氣候決定了小麥的產量和品質，主要產國的雨量、氣溫和降雪量都與小麥的收成息息相關。

美國的小麥期貨契約主要有三種，其中以芝加哥期貨交易所（CBOT）的小麥期貨交易最為熱絡，交割的標的物為芝加哥附近的軟紅冬麥，另外，明尼亞波裡斯穀物交易所（MGEX）和肯薩斯期貨交易所（KCBT）的小麥期貨交割種類則分別為硬

紅春麥和硬紅冬麥，加拿大的溫尼伯商品交易所（WCE）和倫敦期貨與選擇權交易所（LIFFE）也有小麥期貨的交易，但成交量均不如美國CBOT的小麥期貨契約。

### 【小麥的產地】

世界主要小麥生產國包括蘇聯、美國、印度、法國、德國、中國大陸、加拿大、澳洲等（圖六），其中蘇聯在未解體之前是世界上最大的小麥生產國，但解體後中國大陸後來居上成為第一，美國產量則相當穩定，一直居於第三位。反觀出口方面，則是以歐、美為世界上最大的出口國，出口比例占年產量的三分之一左右，加拿大則為第三大出口國。可想而知的是，蘇聯和中國雖為前兩大生產國，但由於國內人口眾多消費量龐大，反倒成為主要進口國。



圖六、世界主要小麥出口國及占比 資料來源：美國農業部

### 【小麥的栽種】

依照播種及收成的季節，可將小麥分成春麥及冬麥：美國春麥一般在冬天的積雪溶雪過後開始播種，而在初秋左右收成；而冬麥則是在秋天播種，這時如果雨水過多或土壤長期處於過乾的狀態，都會使小麥的播種

進度延遲，且種子若沒有足夠的吸水量，就發不出芽，冬季時進入休眠至隔年春天才又重新生長，在休眠的這段時間，積雪覆蓋可補充土壤水分並對農田起保溫作用，如果天氣過暖而覆雪量不夠，將使產量減少，且過早的融雪將使小麥易遭受到霜害凍死，五月初時為小麥生長的關鍵時期，需要較長的日照以及較高的溫度，雨水過少也會影響小麥品質，且不宜有大風，否則將使小麥受粉程度減弱，最後在收割的階段，天氣必須較為乾熱，過多雨水或過低的溫度都不利於小麥收割。

### 【影響小麥價格的主要因素】

氣候影響著農作物的生長，也進而影響到全球的供需問題。小麥5月是生長的關鍵，因此若當年4-6月氣候不佳，時常會造成小麥當年產量歉收，在供給不足的情況下，在期貨市場上小麥經常出現大漲的情況。2015年6月美國中西部與平原地區下起豪雨，導致穀物品質受損，歐洲和加拿大卻降雨不足，而太平洋「聖嬰」現象更導致澳洲小麥產量降至八年來最少。投資人認為小麥當年產量將會下降，促使小麥期貨價格一度飆升26%。

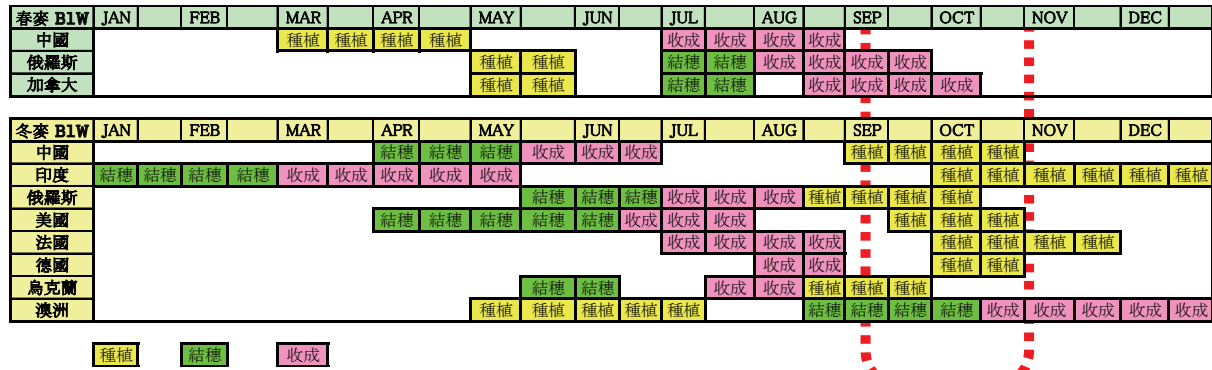
除了氣候以外，政府的政策也是影響小麥價格的重要因素，如美國的食物援助法案、貿易政策的補貼和優惠、對蘇聯和伊拉克等國家的糧食禁運、歐盟的進口配額規定以及中國的農業發展政策等，均會左右小麥的進出口量，進而影響小麥價格。此外，匯率的變動也會影響美國小麥出口量，當美元兌出口國貨幣強勢時，將會衝擊出口國對小麥的需求，而使得小麥價格下跌。



# Market information

表四、小麥栽種時間表

## 小麥



資料來源：美國農業部、凱基期貨整理

美國農業部定期會有供需月報、穀物季末庫存報告、種植面積調查和出口銷售數據的公布，均為瞭解小麥市場的重要資訊，這些數據的公布往往使小麥價格出現短暫的劇烈波動，在操作小麥期貨時應特別留意。

## 黃豆

### 【簡介】

黃豆又稱大豆，是具有相當高經濟價值的農作物，不僅可提煉出黃豆油，剩餘的黃豆粉是飼料中重要的蛋白質來源。黃豆9月下旬到11月中則為主要收成期，因此，CBOT黃豆期貨一年之中，最重要最熱門的月份也就是11月，利於買賣雙方進行現貨交割事宜。

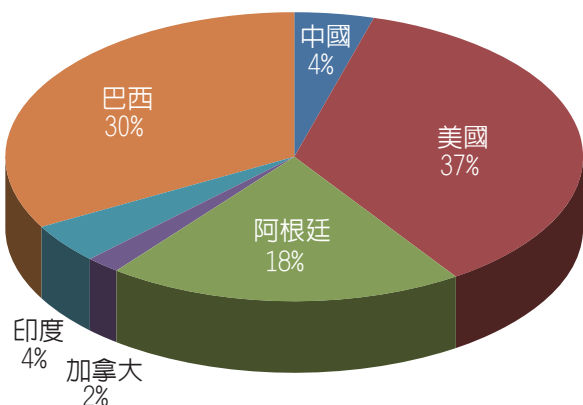
另外黃豆因其具有高蛋白質及油脂的特性，所以衍生出來的黃豆粉及黃豆油便成了重要的副產品。黃豆油主要用來製作沙拉油、烤酥油、沙拉醬、蛋黃醬、人造奶油以及工業用的油漆、肥皂、潤滑劑、殺蟲劑、塑膠等，黃豆粉則是重要的高蛋白質粉類，

除了糕餅、飲料、肉類製品以外，主要是作為動物的飼料。而黃豆粉則因為儲藏不易，庫存量往往很低，對需求的敏感度高。

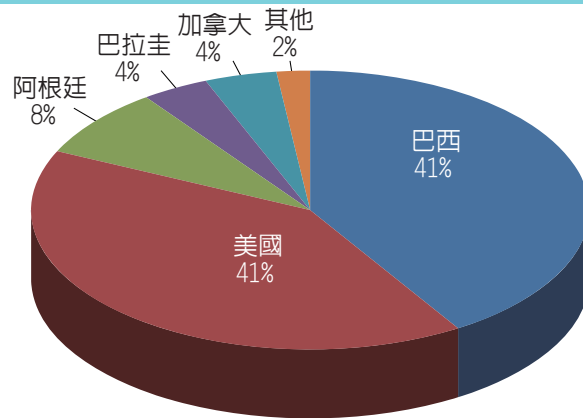
過去，美國肉品市場迅速成長，對豬肉和家禽肉品需求上升，使得黃豆粉的消耗量逐年遞增，黃豆粉的價格明顯上升，也支撐黃豆價格上揚，至於黃豆油的價格漲幅不及黃豆和黃豆粉，由於黃豆油和黃豆粉是以固定比例一同產出（60磅的黃豆可製造約10.7磅的黃豆油和47.5磅的黃豆粉），隨著黃豆粉的產量增加，一同產出的黃豆油將因庫存增加而出現供過於求的情形，最後反而可能導致價格下跌情形。

### 【黃豆的產地】

另外在產地部分，根據圖七美國農業部USDA生產圖可見，2014/15年度，美國、巴西、阿根廷與中國為世界四大產出國，占全球近九成的產量。在出口方面，黃豆最主要出口國為巴西及美國占8成之強（圖八），阿根廷雖然黃豆產量也不少，但是它有全球非常成熟的榨油產業，因此在政府鼓勵下，成為全世界最大的黃豆油及黃豆粉的出口



圖七、黃豆主要生產國  
資料來源：美國農業部、凱基期貨整理



圖八、世界主要黃豆出口國及占比  
資料來源：美國農業部

國，反而鮮少黃豆出口，而中國便是他們最主要的進口國。

### 【黃豆的栽種】

主要分成播種與萌芽（春）、開花與結莢（夏）、落葉與收穫（秋）三大部分，從播種到收穫期間大約為半年。以下【表五】黃豆的生長期來看，最早播種的中國，約為4月的時候，而美國一般會於5月間播種，此時雨量稍多有助於黃豆的發芽，但雨量過多或過長，卻不利於黃豆的生長。7至8月為結莢和灌漿時期，豆莢數量決定了黃豆收成的多寡，若氣候過於乾燥會不利豆莢的生長。9月收成期一樣會擔心過多的雨量，造成豆莢的破壞，影響最後收成的結果，美國最晚收割期為11月底。另外南美大約為10月才開始播種，於隔年的4、5月進行收割。

### 【影響黃豆價格的主要因素】

農產品受到生長季節的影響十分明顯，黃豆的價格一般而言在第三季價格最低，主要是因為此時為黃豆收成期供給較多之故，之後價格便會逐步走揚至次年的第二季。黃豆粉和黃豆油在黃豆收成後才會進行生產，因此數量上往往在收成期之後一、二個月才會大幅增加，需求量在此時最大，使得價格下跌的因素受到抵銷。黃豆粉方面，需求通常在冬季達到高峰，因此價格由秋末冬初上揚至年底。另一波的上揚則是由初春低點到夏末的高點。至於黃豆油的季節循環較不明顯，不過高點往往落在上半年，而低點則是在下半年出現。

替代品的供應狀況也會影響到黃豆價格，如魚粉和其他穀類的高蛋白粉也為飼料的重要來源，當魚粉嚴重短缺時，變可能造成黃豆及

表五、黃豆栽種時間表

#### 黃豆

黃豆 BIS	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
美國					種植	種植	種植	開花	開花	開花	收成	收成
中國				種植	種植	種植	種植		收成	收成	收成	收成
印度	收成	收成			種植	種植	種植	種植			收成	收成
巴西		開花	開花	開花	收成	收成	收成	收成			種植	種植
阿根廷		開花	開花	開花	收成	收成	收成	收成			種植	種植

種植 開花 收成

資料來源：美國農業部、凱基期貨整理



# Market information

黃豆粉價格飆高，此外當牲畜價格較高時，高蛋白質的黃豆粉使用量也較高，牲畜價格不好時，便以較便宜的玉米粉作為替代品。黃豆油的替代品則有棕櫚油、油菜籽油、葵花油、椰子油、花生油和橄欖油等。

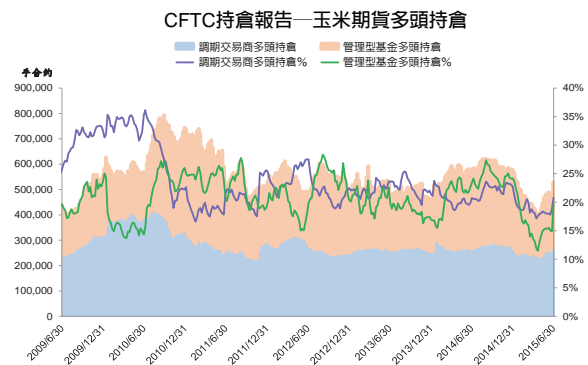
## 農產品的關鍵報告

### 【CFTC】

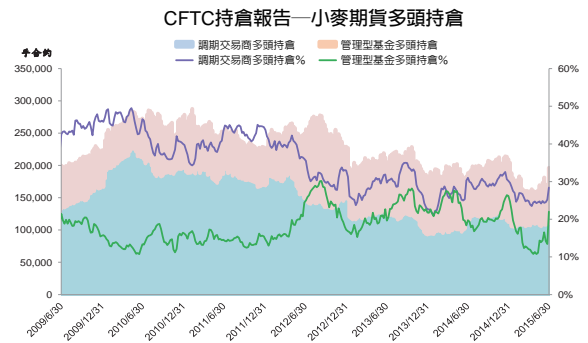
臺灣投資人其實相當幸福，在金管會的管制下，臺灣大部份的資訊都是透明且免費的，因此投資人在每日收盤後便可看到當日的一切變化，但國外交易所卻並沒有這樣規定，投資人可參考的籌碼資料便相當有限。而美國國會為了符合公平交易的一環，在1974年組建了商品期貨交易委員會（U.S. Commodity Futures Trading Commission；CFTC），此一獨立機構為監管美國商品期貨和選擇權的主管機關，而其每週公布的大額交易人口數變化，便是投資人可觀察的資料之一。CFTC將持倉口數依照投資人性質分兩類，即商業型及非商業型口數，代表的是大型投資機構及小額投資人的持有增減；當然有時候大型基金在看衰一個商品時，會持續且大量的增加它的未平倉部位，就像臺灣期交所公布的三大法人期貨買賣超的資料一樣，因此有絕對的參考度，由於籌碼的資料需要長期觀察才有一定的準確度，故投資人千萬不要因為每週的變化而被干擾。

圖九為CFTC公布的玉米未平倉部位，綠線便是商業型增減口數的百分比，自今年年初該部位來到最低點後，這半年的期間持續走高，這也代表大額交易人持續偏多操作玉米期貨，最多來到20%的持倉。圖十為

CFTC公布的小麥未平倉部位，同樣是從年初的10%開始往上增加，而六月的時候增加最為快速，最多來到20%以上的水準，而從圖十一的小麥周K線圖來看，便可發現小麥在年初的時候開始打底，而至六月底時才開始大幅衝高，因此CFTC在長期下的確有其用處。（黃豆、黃豆粉、黃豆油的CFTC資料請參附圖）



圖九、玉米 CFTC 報告  
資料來源：CFTC、CME、凱基期貨整理



圖十、小麥 CFTC 報告  
資料來源：CFTC、CME、凱基期貨整理



圖十一、小麥周線圖  
資料來源：DQ 提供、CME、凱基期貨整理

## 【USDA農產品報告】

美國農業部（U.S. Department of Agriculture；USDA）每個月定期公布的農產品的供需月報、種植面積調查報告、出口銷售報告提供了農產品市場供需、庫存狀況的相關數據，為農產品價格走勢研判的重要工具。

## ● 國際玉米供需情況分析（表六、表七）

USDA 在八月的報告中，下調全球玉米產量預估150萬噸，產量預期水準由 10.05 億噸下調 0.15%至 9.856 億噸。巴西、美國產量預估分別上調 200 萬噸、396.4 萬噸，美國主產區因天氣不斷轉好，對處在生長期的玉米環境優越，玉米優良率水準提升，這次報告對美國玉米的產量大幅提高近 400 萬

噸，美國玉米的產量預估達到歷史最高水準，雖然食用和工業用量在下降，但是甜味劑（食品添加劑）用量的增加抵消了這部分減少。而中國部分，由於臨儲玉米的大量庫存，政府有意調節作物種植結構，玉米的產量預計下調 400 萬噸。

而在需求方面，全球玉米需求下調至 9.86億噸，庫存消費比月增率上升0.58%至 19.78%。本次玉米消費下調320萬噸，同時出口比進口多上調333萬噸。

此前我們關注玉米的產量變化，結合玉米的庫存消費比判斷玉米大宗價格存在上升機會。從目前北美與南美的天氣狀況來看，今年豐收的機會大增，產量上調與消費增加均微幅同向變動，總體而言目前全球供需均衡。

表六、USDA玉米全球供需月報

國家	種植面積(千公頃)				單產(噸/公頃)				產量(千噸)				預測變化	
	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	絕對值	百分比
阿根廷	3,400	3,200	3,100	3,100	7.65	8.28	8.06	8.06	26,010	26,496	24,986	24,986	0	0.00%
巴西	15,800	15,500	15,000	15,300	5.03	5.42	5.16	5.16	79,474	84,010	77,400	78,948	2000	2.60%
中國	36,318	37,070	37,850	37,850	6.02	5.82	5.94	5.94	218,634	215,747	224,829	224,829	-4000	-1.75%
美國	35,390	33,644	32,821	32,821	9.93	10.73	10.59	10.59	351,423	361,000	347,574	347,574	3964	1.15%
全球	180,683	178,624	177,813	177,803	5.47	5.63	5.54	5.54	988,336	1,005,653	985,084	985,029	-1496	-0.15%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

表七、玉米供需平衡表

全球	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	MOM
期初庫存	134.529	138.062	174.97	193.95	197.42	3.47
產量	867.996	989.038	1006.244	987.105	985.609	-1.50
進口	99.422	122.155	118.256	120.83	121.77	0.94
出口	95.155	130.576	125.1	122.562	126.835	4.27
消費	868.73	944.879	973.272	989.37	986.171	-3.20
期末庫存	138.062	173.8	197.42	189.954	195.088	5.13
庫存消費比	15.89%	18.39%	20.28%	19.20%	19.78%	0.58%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

## ● 國際小麥供需情況分析（表八、表九）

USDA 本次上調了全球小麥的產量預期 0.64%至 7.265 億噸，較去年產量上升 0.18%。本次在主產國對加拿大、歐盟和美國產量分別下調 100 萬噸、5.4 萬噸和 32.3 萬噸，對俄羅斯產量上調 300 萬噸。加拿大減產是受到西部種植區乾旱影響，俄羅斯增產是對比去年秋季乾旱影響以及本年度氣候條件優良。



# Market information

表八、USDA小麥全球供需月報

國家	種植面積(千公頃)				單產(噸/公頃)				產量(千噸)				預測變化	
	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	絕對值	百分比
澳大利亞	13,473	13,810	13,800	13,800	2.00	1.71	1.88	1.88	26,946	23,615	25,944	25,944	0	0.00%
加拿大	10,442	9,460	9,600	9,600	3.59	3.10	2.86	2.76	37,487	29,326	27,456	26,496	-1000	-3.64%
中國	24,117	24,064	24,150	24,150	5.06	5.24	5.38	5.38	122,032	126,095	129,927	129,927	0	0.00%
歐盟	25,827	26,711	26,497	26,457	5.56	5.86	5.58	5.59	143,598	156,526	147,853	147,895	-54	-0.04%
印度	30,000	31,530	30,600	30,600	3.12	3.04	2.94	2.94	93,600	95,851	89,964	89,964	0	0.00%
俄羅斯	23,399	23,636	25,500	25,700	2.23	2.50	2.24	2.33	52,180	59,090	57,120	59,881	3000	5.26%
美國	18,345	18,770	19,609	19,609	3.17	2.94	2.98	2.96	58,154	55,184	58,435	58,043	-323	-0.55%
全球	220,883	223,331	225,244	225,413	3.24	3.25	3.21	3.22	715,661	725,826	723,033	725,830	4589	0.64%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

表九、小麥供需平衡表

全球	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	MOM
期初庫存	196.841	175.493	193.347	212.057	209.657	-2.40
產量	658.541	716.137	725.253	721.956	726.545	4.59
進口	144.221	156.649	159.142	155.264	154.471	-0.79
出口	137.361	165.806	161.191	158.067	156.837	-1.23
消費	686.749	695.013	704.137	711.397	713.599	2.20
期末庫存	175.493	187.46	209.657	219.813	221.45	1.64
庫存消費比	25.55%	26.97%	29.78%	30.90%	31.03%	0.13%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

小麥全球消費量上調 0.31%至 7.136 億噸，主要受歐盟、俄羅斯和烏克蘭飼料消費和其他消費的增加，全球消費量有小幅上漲，年增率上升 1.34%，但扣除今年的產量後，過剩的情況並未改善。期末庫存消費月增率由 30.90%上調至 31.03%，月增率

(MOM) 上升 0.14 個百分點，年增率提升 1.26 個百分點，繼續高於前兩年的水準。另外全球出口情況出現下滑，主要是受到加拿大、阿根廷以及美國出口資料的影響。

## ● 國際黃豆供需情況分析 (表十、表十一)

USDA 在本次的報告中上調全球黃豆產量預期為112.6萬噸，美國產量出乎市場預料，上調85.6萬噸；全球黃豆產量預期因北美與烏克蘭天氣晴朗，單位產量預測上調，使全球的產量上升，而提高至3.20億噸，微調0.35%。

在消費部分，本次報告對全球黃豆消費量同步上調 363 萬噸，庫存消費比則由上月的 29.98%年增率回落至 28.04%，年增率提升

表十、USDA黃豆全球供需月報

國家	種植面積(千公頃)				單產(噸/公頃)				產量(千噸)				預測變化	
	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	2013/2014	2014/2015	2015/2016 (July)	2015/2016 (Aug)	絕對值	百分比
阿根廷	19,400	19,300	20,000	20,000	2.78	3.15	2.85	2.85	53,932	60,795	57,000	57,000	0	0.00%
巴西	30,100	31,500	32,500	32,500	2.88	3.00	2.98	2.98	86,688	94,500	96,850	96,850	0	0.00%
中國	6,850	6,800	6,400	6,400	1.78	1.82	1.80	1.80	12,193	12,376	11,520	11,520	0	0.00%
美國	30,858	33,614	34,175	33,811	2.96	3.21	3.09	3.15	91,340	107,901	105,601	106,505	856	0.81%
全球	113,078	117,805	121,049	120,805	2.51	2.71	2.63	2.65	284,278	319,252	318,359	320,133	1126	0.35%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

表十一、黃豆供需平衡表

全球	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016 (July)	2015/ 2016 (Aug)	MOM
期初 庫存	57.29	62.73	81.68	80.57	-1.11
產量	283.74	319.36	318.92	320.05	1.13
進口	110.85	119.71	120.77	123.3	2.53
出口	112.72	124.3	123.34	127.18	3.84
消費	272.9	296.94	306.23	309.85	3.62
期末 庫存	66.25	80.57	91.8	86.88	-4.92
庫存 消費比	24.28%	27.13%	29.98%	28.04%	-1.94%

資料來源：USDA、凱基期貨整理

0.91 個百分點，處於歷史高位。另外出口的調整幅度大於進口，期末庫存減少 492 萬噸。

此次 USDA 再次出乎市場預期，繼 7 月上調美豆種植面積之後再提高單產預測；產量預期上調的同時也同步下修庫存總量，且庫存下修幅度大於產量增加幅度，消費提升的主要來自於對中國壓榨需求增加的判斷。總體而言，黃豆的供需同向變化，全球庫存消費比自高位回落；由於對黃豆的產量預測已經做了面積與單產的乘法效應，產量向上的空間短期較為有限，仍需關注是否存在乾旱的風險。未來兩個月將是北半球年度產量最終定乾坤的時間點，從目前供需狀況來看，庫存消費比的已經出現下行態勢，如果天氣變化不利，對黃豆價格的影響或將突破前期。

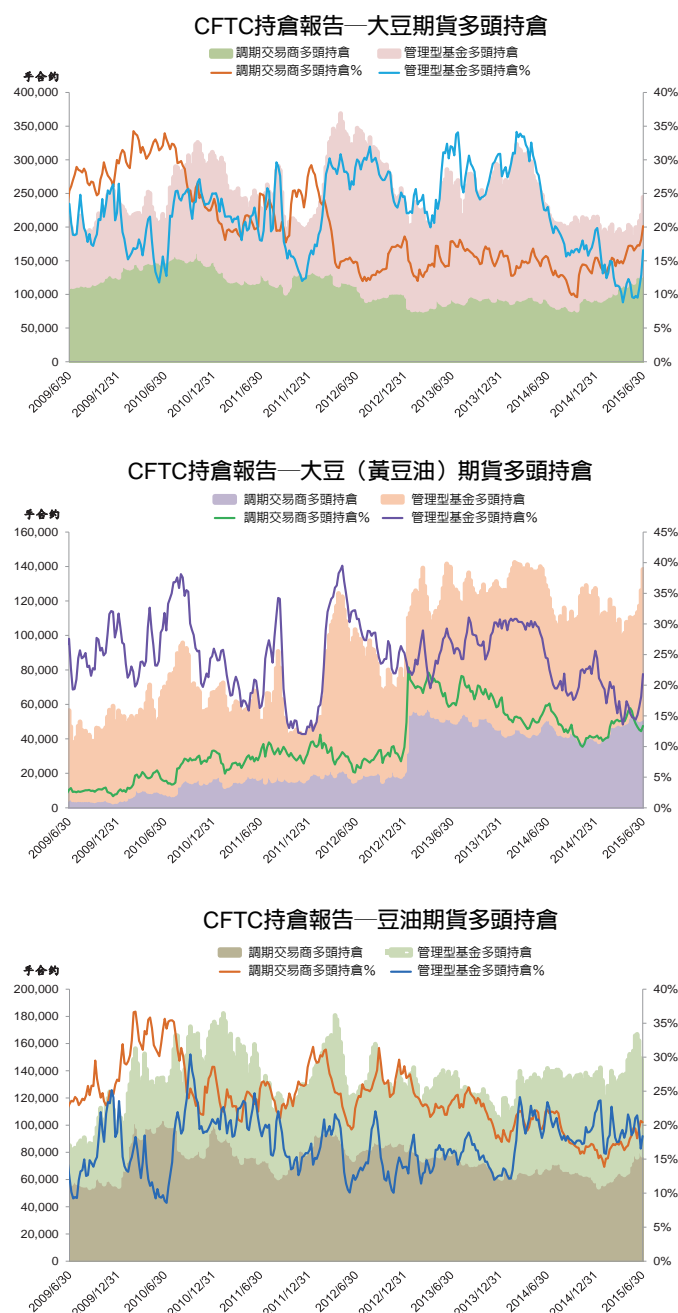
【投資全球照過來總結】

期貨商品並不恐怖，恐怖的是其槓桿，因此期貨便像是雙邊刃，可以快速的累積你我的資產，但水能載舟亦能覆舟，它也能瞬間使你的資產消失。不論是2015年8月11日人民幣的無預警貶值或是8月24日全球股市黑色星期一，全球市場黑天鵝時常出現，均

造成每次的財富重分配，但市場回復力相當快速，8/24日的股災僅過了三天，股市匯市又回到原點，彷彿完全不存在，市場對短時間的衝擊影響力相當小，不過當下的你又曾猜想的到呢？唯有「資金、耐心、堅強的神經、獨立思考、經驗豐富與敏銳眼光。」能成就勝者。



附圖





### 國際脈動 · 熱門話題

# 油事 · 國際大事

群益期貨研究發展部◎張浚源

#### 前言

2015年延續著2014年全球金融市場的動盪，主要是美元持續強勢，放眼全球貨幣當中，美元最具有資格升息，也只有美國不再實施QE，反而是緊縮貨幣，今年到目前上漲了6.47%，再加上歐洲、日本與中國大陸的經濟放緩，原物料需求減弱，導致不少資金從其他市場流回美元，不管是其他貨幣、股市或是原物料，都有不斷退出的跡象，造成全球股市回檔，原物料大幅下挫，非美元貨幣下跌，中國人民銀行甚至在8/11那一天放任人民幣中間匯價大貶，最高曾經貶值6.12%。

原油當然也無法置身事外，今年下跌了22.67%，其中不是只有美元升值所造成的影響，還有許多其他因素，像是美國頁岩油的興起，解除伊朗的經濟制裁，美國也準備解除40年的石油出口令，都造成原油供給的增加，但是在這個全球經濟放緩之際，再加上今年是聖嬰年，原油的需求減弱，所以油價

當然維持在相對較低的價格。

本文主要探討的就是這些問題，有那些影響油價的因素，為何低油價會是一個常態，使得沙烏地阿拉伯第一次需要向外舉債，也使得許多國家出現通縮的情況，都牽動了各國的物價以及貨幣走勢。另外本文還提到一些原油的現象以及合約的介紹，讓交易人更了解輕原油以及布倫特原油。

#### 低油價呈常態

##### 一、影響輕原油價格的因素

###### ● 原油的需求量

中國等新興市場：全球原油的需求穩定成長，特別是新興市場的中國、印度、巴西及中東國家的需求成長貢獻很多。以中國為例，近來汽車銷售量站上全球第一位置，加上過去幾年快速累積的路上汽車數量，觸發原油需求量的成長。目前汽車銷售量年約2300萬輛，路上汽車數量估計約1億輛，原油的需求高於900萬桶/天，需求量的逐年成

長，對原油價格有一定的影響力。

#### ● 原油的供應量

石油輸出國家組織（OPEC）：OPEC的12個成員國及伊拉克的產油變化深深影響油價，2011年上半年利比亞因茉莉花革命導致內亂，下半年伊朗的濃縮鈾進度造成能源市場緊張，此都會推升油價的上揚。此外，OPEC國家會固定時間開會，如6月及9月等，除交換原油合理價位看法外，並訂定OPEC會員國之產量配額變動，會員國生產量遵守的態度亦會影響油價的變化。

非石油輸出國家組織（non-OPEC）：其中以俄羅斯的產量及出口量影響最大，也是沙烏地阿拉伯原油出口的最大競爭者。巴西的原油產量成長潛力很高，但是目前以國內消費為主；墨西哥油田及英國、挪威的北海油田產量持續降低，甚至連美國阿拉斯加北坡油田產量也在遞減中，不過頁岩油的大量開採使得美國日產量排名快速往前移動。

地緣政治：戰爭、封鎖、禁運及經濟制裁都將對油價造成重大的影響，過去的中東戰爭，波灣戰爭、兩伊戰爭等都造成油價波動。主要是市場預期會有供給中斷的可能，報價當然以上漲居多。此外，原油主要運輸管道受阻也會造成供應中斷，如荷姆茲海峽、蘇伊士運河或麻六甲海峽等，亦是市場關注的焦點。

天氣/天災的衝擊：尤以美國每年8月中到10月中的大西洋颶風發生頻率較高，若颶風強度超過2級以上，路徑為墨西哥灣地區，且撲向德州及路易斯安那州的話，此將影響美國海灣地區的海上油氣生產平台，衝擊原油、天然氣的供應量。其中較為知名的

卡崔娜、瑞塔、伊凡颶風等，都造成美國能源價格的大幅波動。

#### ● 美國原油供需及庫存量報告

台北時間每週三清晨美國石油協會（API）及晚間美國能源署（EIA）公布的能源供需狀況變動（詳細時間請參考群益快豹APP財經日曆）。一旦有異於市場的預期時，包括原油、汽油、蒸餾油的上週供給/需求及庫存報告，都會造成原油價格的大幅波動。

● 西德州輕原油到期日：西德州輕原油到期日為每月25日往前推3個交易日，為實物交割。

## 二、美國頁岩油的興起

當河流夾帶著沉積物流入大海，一層層的堆積在海床上，這片海床受到重力或地球板塊運動的擠壓，在高溫高壓下被壓成了岩石，稱之為沉積岩，一層層的節理分明，還可以一片片剝下來，像一張張書頁一樣，稱之為頁岩。頁岩層是古代的沉積物所堆疊而成的，裡頭會有許多古代生物的化石，若沉積物中含有大量古代微生物，在造岩的過程中，有機物受到高溫高壓分解，就可能產生天然氣或石油，蘊藏於頁岩層的裂縫與孔隙之中。頁岩油大致分為兩種，一種是呈液態可流動的輕原油，可以直接經水平鑽探與高水壓裂岩採掘；較黏稠的重原油，則需要注入高熱蒸氣，加熱至攝氏500度，使它可流動後才能採掘出來。美國目前開採的頁岩油屬於前者。

根據EIA的報導，全球頁岩油最大產量的國家是俄羅斯，大約有750億桶，第二才



## Market information

是美國，有580億桶，美國由頁岩氣以及頁岩油所帶動的能源革命正在將全球的能源版圖重新洗牌，未來三年石油輸出國家組織（OPEC）以外的石油產量增長近三成將會來自於美國，美國原油日產量目前來到946萬桶，美國油氣產量的增加可帶動原油價格的滑落以及刺激經濟成長，使得美元從2014年7月以來上漲20%，多多少少都跟美國油氣產量增加使得成本下降，吸引製造業回流，現在美國製造成本已比歐洲主要經濟體便宜10~20%，只比中國高5%，2018年美國製造的商品，就會比中國要便宜3%。根據KPMG LLP Global Energy Institute針對能源主管的受訪報告指出，62%認為美國將能在2030年達成能源獨立。美國能源獨立也代表美國已經克服經濟上最弱勢的一塊，降低對石油的進口，自從1973年中東戰爭爆發石油危機，美國就想要設法控制中東的石油，甚至不惜武力的介入，都是為了確保能源的供給正常，但現在美國對中東石油的依賴度已經降到史上最低，也因此對於中東問題的介

入就相對減少許多。

### 三、美國40年石油出口禁令解除

美國開始限制原油出口是因為1973年的中東石油危機，當時石油輸出組織（OPEC）為了打擊以色列以及支持以色列的國家，宣布暫停出口石油，造成油價飆漲，從當時每桶不到3美元漲到接近12美元。也因此美國國會通過並執行《能源政策與保護法》，確保能源獨立，避免遭到外國用能源控制美國經濟。不過這項禁令可望解除，美國眾議院最快今年九月針對石油出口解禁法案進行表決，緊接著參議院可能在明年初進行投票，一旦將美國40多年以來的禁止石油輸出的規定廢除，將開始對外國販賣輕原油，屆時勢必會對低迷油價產生不小的影響，更加重油價的跌勢。石油出口大增，勢必會再讓其他非美元貨幣造成壓力，因為有更多的人將會換美元來購買原油，造成美元的需求上升，進而推升美元的價格。另外美國將與墨西哥就石油交換即將達成協議，

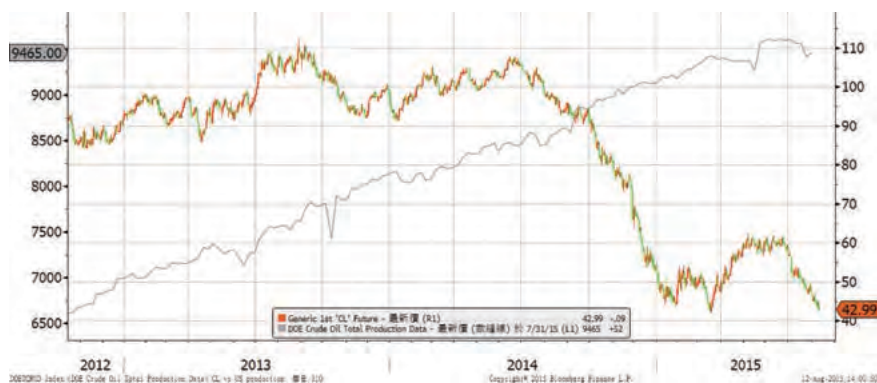
頁岩油可採儲量前十大國家

排名	國家	儲量(十億桶)
1	俄羅斯	75
2	美國	58
3	中國	32
4	阿根廷	27
5	利比亞	26
6	委內瑞拉	13
7	墨西哥	13
8	巴基斯坦	9
9	加拿大	9
10	印尼	8

頁岩氣可採儲量前十大國家

排名	國家	儲量(兆立方英尺)
1	中國	1,115
2	阿根廷	802
3	阿爾及利亞	707
4	美國	665
5	加拿大	573
6	墨西哥	545
7	澳洲	437
8	南非	390
9	俄羅斯	285
10	巴西	245

資料來源：MoneyDJ理財網整理



圖一、美國原油日產量



圖二、美國原油進口量

彭博社報導，如果美國真的開放出口，將在2025年每日最多輸出240萬桶原油，將成為沙烏地阿拉伯、蘇俄與阿拉伯聯合大公國以後的全球第四大石油出口國。

#### 四、美國戰備庫存

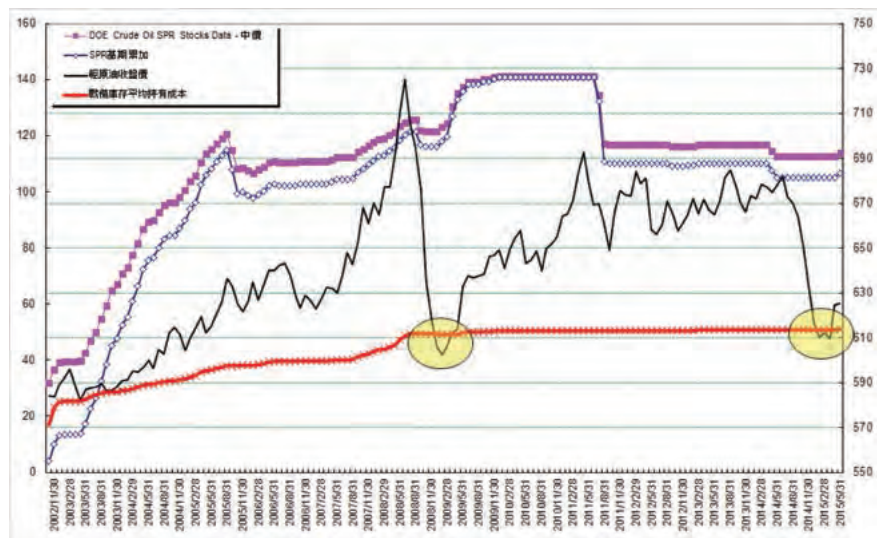
如同上一段所提到的，1973年發生石油危機，造成油價飆漲，美國當時的總統為確保原油不會受到供應中斷的威脅，所以在1975年簽署了《能源政策與節約能源法案》，開始建立戰備庫存，目前大約儲存了6.92億桶，接近總庫存能力的98%，目前是最大的石油儲備國。

從下圖可以看的出來，當油價下跌來碰觸到戰備庫存的平均持有

成本時都會有暫時止跌的跡象，不管是在2003年時，或者是在2008年金融海嘯時都一樣，甚至在最近這一次也是如此，都是在碰觸到平均持有成本就出現止跌的跡象。

#### 五、OPEC部分會員國成員不減產

美國頁岩油的興起，從2010年以來，完成鑽鑿進2萬座的新油井，比沙烏地阿拉伯的新油井總數多了十倍，提升美國石油產量的三分之一，目前美國每日石油產量為946萬桶，只比沙烏地阿拉伯少100萬桶。在美國增產原油的同時，部分OPEC會員



圖三、美國戰備庫存平均持有成本



國希望透過減產來抬高原油價格，不過沙烏地阿拉伯似乎不這樣認為，傳統原油開採的成本低於40美元，而頁岩油開採的成本介於40~80美元，因此為了維持市占率，打擊成本較高的產油商，刻意不減產維持價格，科威特、阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯以及卡達不顧委內瑞拉等8個會員國的要求堅持不減產，不過沙特部長也喊出將在今年夏季用油高峰過後考慮減產，相關訊息也將影響油價的波動。

### 六、伊朗解禁

美國與歐盟國家因伊朗核武問題，自2008年開始制裁伊朗石油出口以及金融交易，導致伊朗在陸上與郵輪上累積了大量的石油庫存，先前能源專家認為伊朗可能藏了3,000萬到4,000萬桶海上黑油，而以色列海事調查公司Windward運用大數據資料分析，追查波斯灣中的每一艘各等級船隻，即使不發布位置資訊的船隻也一樣逃不過追查，Windward認為伊朗現在已經藏了5,000萬桶海上黑油，比起2014年4月Windward開始追蹤時增加150%。不過在世界6強（美國、英國、法國、德國、俄羅斯與中國）與伊朗核武談判之後，達成最後協議，西方解除對伊朗的經濟制裁，預估伊朗將在2016年全面恢復石油出口，屆時原油市場供給將增加三成，但黑油會相應減少。IEA表示，當制裁結束，伊朗石油輸出從每天80萬桶增加到產能全開的360萬桶，大概只要三個月的時間。伊朗石油部長表示，制裁結束幾個月內，伊朗每日石油出口量會增加100萬桶。

### 七、聖嬰現象與油價循環

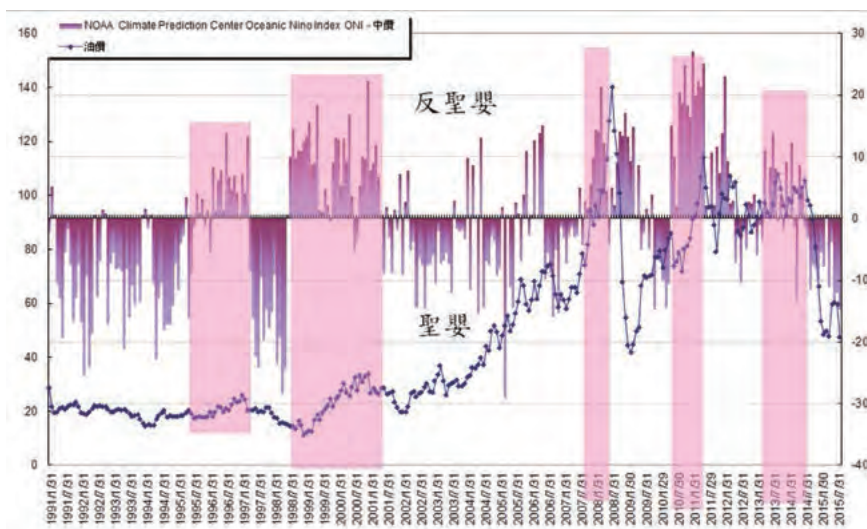
一般來說，油價在一年當中的循環，大多會呈現上半年緩漲，接著開始大漲至9月附近，然後再快速下跌，主要是因為季節性對油的需求所造成的，由於夏季旅遊季向來是用油的高峰期，伴隨著天氣轉暖，出遊的人潮將使更多的車輛行駛在公路上，而歐美煉油業者也將重新整備設備後尋求援油，煉製汽油，接著在進入冬季之後，用油需求就會趨緩。

聖嬰現象，亦即在鄰近祕魯一帶熱太平洋海域海溫及洋流異常變化之現象。當「聖嬰」現象出現期間，東太平洋氣壓降低，而西太平洋氣壓增高，此時氣壓的改變造成熱帶東風減弱，甚至轉變為西風，於是東太平洋之洋流不再西流，甚至中、西太平洋的海水東流，受熱增溫後聚於東太平洋海域，熱帶太平洋海溫呈現出東高西低的變化，聚於東太平洋的高溫海水，抑制該區深處低溫海水上湧，因此會形成暖冬涼夏。此時對油的需求會較少，因此在聖嬰發生時期油價會受到較大的壓抑，但油價的循環仍是按照正常的循環。

至於反聖嬰現象，會特別強化其海溫之對比，使得正常時期的現象更強烈，加強四季之特性，即熱夏與寒冬，因此對於油價的需求會較其他時期高，反而干擾油價的循環，減緩了季節的循環，造成全年都上漲，上漲的幅度也較大。

### 八、西德州輕原油與布蘭特原油價差

西德州輕原油（West Texas Intermedi-



圖四、油價在聖嬰與反聖嬰時期表現

ate；WTI）主要供給來自加拿大及墨西哥灣進口至美國中西部與海灣區沿岸提煉的原油，它的品質非常高，平均含硫量僅0.24%，適用提煉日常生活汽油和燃油之用的原油。美國中西部為西德州原油提煉成其他石油產品的主要生產區，部分則在灣岸地區進行提煉。西德州原油價格主要反應美國原油的供需狀態，紐約商業交易所交易的原油來自於庫欣，該地是原油到美國的主要集散地。

布蘭特原油（Brent crude）是指在歐洲北海一帶的布蘭特生產的布蘭特原油，屬於輕甜原油，但品質略低於西德州原油，平均

含硫量為0.37%，適合提煉汽油、柴油與噴射燃油。布蘭特原油在倫敦國際原油交易所交易的原油，從中東、非洲輸往西方的原油均依照布蘭特原油訂價，俄羅斯、奈及利亞乃至於中東和亞洲其他地區的原油生產商也以它為參考指標，所反應的是全球原油供需的狀態。

自2010年8月17日以來，西德州輕原油的價格就沒有再超過布蘭特原油，其中平均的價差維持在13塊左右，甚至最大曾經來到27.8塊，不過近期反而開始呈現收斂的情況，主要是鐵路運輸量的提升，使得美國本土油品的運輸獲得極大的改善，進一步降低對原油的進口，而增加對本土油品的需求，另外美國Seaway及keystone等油管的擴建完成，每日由西德州輕原油期貨交割地庫欣往海灣的輸油量，從15萬桶提升至40萬桶，有助於紓解庫欣原油庫存，並拉升西德州輕原油期貨的交易量，也因此德州輕原油與布蘭特原油價差才會大幅收斂。



圖五、西德州輕原油與布蘭特原油價差



# Market information

## 九、合約規格

### 輕原油期貨

商品代碼	CL
交易時間	電子盤 06:00~05:15 人工盤 21:00~02:30
合約單位	1000 桶
報價	美元每分 / 每桶
最小變動價位	每桶 0.01 美元
交易終止	本月份進行的交易必須在交割前一月的 25 號往前的第 3 個營業日完成。若該月 25 日非營業日，則必須在提前一天的第 3 個營業日完成。若到期日遇上假日，則提前一天。
合約月份	原油期貨合約時間達 9 年，依下列時間表：今年與未來 5 年的連續月份，第 6 年後每年 6 月及 12 月。 其餘月份將在 12 月合約到期後每年更新，因此未來 6 年的每年 6 月、9 月以及第 6 年連續月份也將納入。此外，單一交易在 2-30 個月之內可以依前一天的收盤價平均差執行，須再公開喊價的時間點進行。
結算方式	實物交割
交割期間	交割日期應不早於每月第一日，不遲於每月最後一日 賣方有責任確保其原油從交易當月的第一天開始，就可在克拉荷馬州庫欣（Cushing, Oklahoma）進行交割。 轉讓 -- 賣方應給予買方油管通行證、數量證明及所有相關文件。

### 布倫特原油期貨

商品代碼	BZ
交易時間	電子盤 06:00-05:15 人工盤 21:00-02:30
合約單位	1000 桶
報價	美元每分 / 每桶
最小變動價位	每桶 0.01 美元
最後交易日	如果交割月第一天的前 15 天為倫敦的銀行日，交易應於當天收盤時停止。如果當日是倫敦的非銀行日（包括星期六），交易將於當天前一個工作日停止，該日期由交易所公布。
交割日期	IPE 布倫特原油期貨合約是可交割合同，也可以選擇最後交易日之後一天的布倫特指數價格進行現金結算。如果需要現金交割，那麼必須在交易停止後的一個小時之內通知交易所，在交易停止後的兩個工作日內進行清算。
合約月份	12 個連續月份，一季度後擴展至最長 24 個月，半年後至最長 36 個月。

## 十、結論

國際貨幣基金組織（IMF）調降今年的經濟成長率，原本應該是用油旺季的夏季，油價卻大幅下跌，顯示經濟下滑對於用油需求的減弱，另外全球經濟使用能源的效率不斷提升，每單位GDP產出仰賴的單位石油越來越少，再加上前述所提到的不管是美國

頁岩油的興起、美國40年石油出口的解禁、OPEC部分會員國不減產，以及對伊朗的解除經濟制裁，種種原因都告訴我們石油的供給逐漸增加，而對於石油的需求會逐漸減少，那麼油價勢必會有很長的一段時間維持在很弱勢的結構，低油價會是一個常態。



## 兩岸夯新聞

# 中國大陸期貨代客操作業務之發展

康和期經總經理◎林彥全

中華民國證券暨期貨金彞獎 第十二屆傑出期貨人才獎得主  
中華民國期貨業商業同業公會 經理業務委員會 副召集人

2014年10月夜晚與內地老友（大陸排名Top 10內某證券及期貨資產管理的老總）台北敘舊，閒聊2012年底甫開放期資管一對一（同臺灣期經全委單一投資專戶）業務，當時他從管大部位資金的證券資管授命調來集團期貨公司開展期貨資管新業務，當時他轄下期貨資產管理代操規模不到8000萬人民幣，短短一年多管理規模已近40億人民幣規模，占當地期資管市場規模三成！我倆覺得接下來很快在期資管一對多業務大陸業界徵詢稿走完流程後，應該於11月份很快將開放一對多業務下，延續前證監會 郭樹清主席提倡金融創新列車前進開放路程上，即金融各領域均要十倍數增長的思維，配合蓬勃發展的陽光私募和優先劣後結構型金融產品，加上互聯網金融生態體系，同時隨著大陸股市波動增大，將令期資管業務呈現爆炸性成長！

果不其然，大陸整體期貨資產管理產業業務規模從2013年約12.5億和去年2014年底增長至約124.82億，至今年2015年4月已達

296億，目前已超過500億人民幣的期貨資管規模。

2014年大陸金融市場對於多數人最深刻的印象莫過於A股沉寂5年終於迎來反彈，但對於期貨資管來說，2014年同時也是中國大陸期貨資管正式宣告邁入蓬勃發展的重要里程碑，回顧中國大陸期貨史，最早可追溯至民國初年，自國民黨轉進回臺後，中國大陸便停止期貨交易所制度，由於市場本身並無穩定機制，因此隨著中國政府取消農產品的統購統銷及放開大多數農產品價格後，市場便開始對農產品生產、流通和消費的調節作用愈來愈大，由於農產品價格及現貨價格的不公開及失真現象對於中國大陸內地的安定造成威脅，因此在1988年3月，第七屆人大會議政府工作報告提出，積極發展各類批發及貿易條件，才正式再度開啟了中國期貨市場的發展。

但隨著20世紀80年代末中國大陸期貨市場發展，從1988-1990年方案研究和初步實施階段，演變至交易所及市場監管問題重重



## Market information

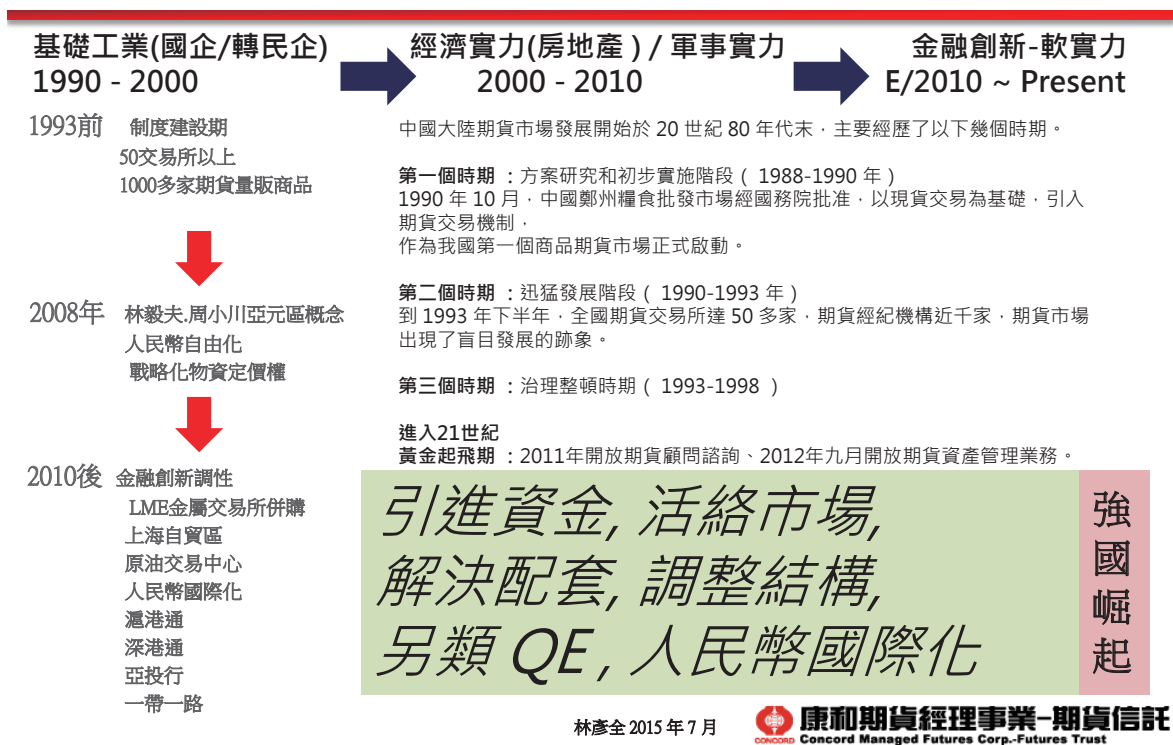
的1990-1993年迅猛發展階段，因此在1993年11月，國務院發出了《關於制止期貨市場盲目發展的通知》及1994年5月，國務院辦公廳批轉國務院證券委《關於堅決制止期貨市場盲目發展若干意見的請示》，開始對期貨交易所進行全面審核，也因此展開從1993年下半年全國50多家期貨交易所到1998年的五年治理整頓期，1998年將14家交易所重組調整為大連商品交易所、鄭州商品交易所、上海期貨交易所三家；35個期貨交易品種調減為12個；期貨經紀機構從1993年近千家之多，也於1998年含兼營機構陸續退出了期貨經紀代理業，原有的294家期貨經紀公司縮減為180家左右。

1999年9月，一個條例、四個管理辦法的正式實施，構建了期貨市場規範發展的監管框架。中國大陸在經過十年較大力度的結構調整和規範整頓，以《期貨交易管理暫行條例》及四個管理辦法為主的期貨市場規劃框架基本確立，而中國證監會、中國期貨業協會、期貨交易所三層次的市場監管體系才開始初步形成，期貨市場主體行為逐步規範，期貨交易所的市場管理和風險控制能力在增強的過程中，期貨投資者才越來越成熟和理智，使得整個市場的規範化程度也較以往提高。雖然在清理整頓過程中，中國期貨市場交易量有了比較大的下滑，但是從2000年開始，中國大陸期貨市場也逐步走出低谷。上海期貨交易所目前已經成為亞洲最大，世界第二的銅期貨交易中心，從2003年的成交量達到11,166.29萬噸，近10多年內增長了50多倍。而大連商品交易所的大豆期

貨品種的交易量在2003年達到了2,818.80萬噸，已經成為亞洲第一，世界第二的大豆期貨交易中心，成交量僅次於美國的CBOT。因此在2004年1月31日，中國發布了《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》，更明確提出了穩步發展期貨市場，對期貨市場的政策也由規範整頓向穩步發展轉變。而證券公司和上市公司紛紛參股期貨公司，使期貨行業獲得新的資金流入。大米、股指期貨等新品種也即將推出。在中國加入WTO、融入國際經濟之際，中國政府也發現，期貨市場對於中國現代市場經濟的發展，其價格和規避風險的重要功能將使發揮其無可替代的作用。

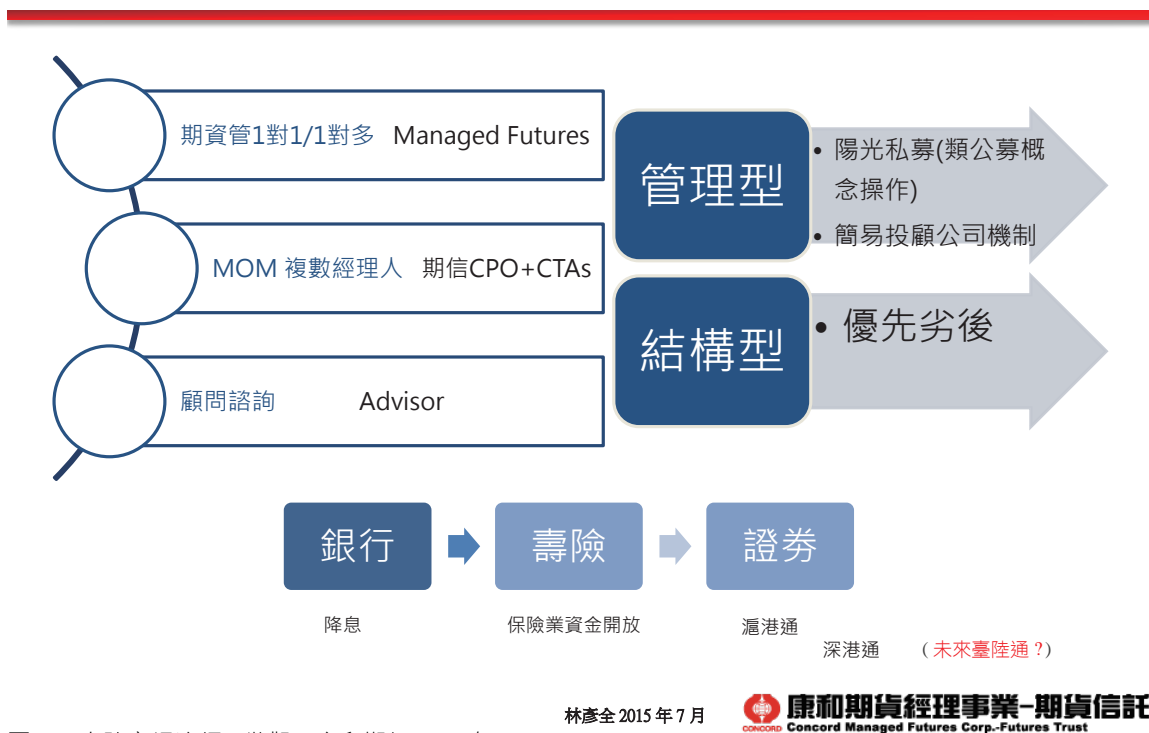
到了21世紀隨著2011年開放期貨顧問諮詢及2012年底期貨資產管理一對一業務的開放，期貨經營機構圍繞資產管理，理財投資諮詢、風險管理公司、場外衍生品等創新業務，不斷探索多元化發展模式，業務收入多元化逐步開放，特別是資產管理業務的投入。我們觀察2014年12月4日，中國期貨業協會發布《期貨公司資產管理業務管理規則（試行）》，不難發現，為了降低期貨公司開辦資產管理業務的准入門檻，監管單位明確了期貨公司及子公司可以為單一客戶和特定多個客戶辦理資產管理業務，並要求其將資產管理計畫財產交由具有基金託管業務資格或私募基金綜合託管業務資格的機構進行託管已是基本要件，此外相關服務內容平台皆需在中國期貨業協會備案、取得資產管理業務資格並設立資產管理計畫的期貨公司及其資產管理子公司，在發行及信託單位所需

## 大陸市場演繹-宏觀



圖一、大陸市場演繹 - 宏觀，康和期經 2015 年

## 大陸市場演繹-微觀



圖二、大陸市場演繹 - 微觀，康和期經 2015 年



## Market information

要的條件還有以下要求，資產管理強度也逐步增強。

- (一) 帳戶開立：依據監管部門的要求，為期貨公司資產管理計畫開立資金帳戶、證券帳戶和其它相關帳戶。
- (二) 資產保管：對所託管的委託資產分別設置獨立帳戶，確保基金資產的完整和獨立。
- (三) 資金清算：根據基金管理人的投資指令，及時辦理基金資產的清算、交割事宜。
- (四) 投資監督：按照法律法規規定及委託人要求，監督基金管理人的指令及投資運作是否合規。
- (五) 會計核算和估值：開展基金會計核算工作，覆核、審查基金管理人計算的基金資產淨值。
- (六) 資訊披露：定期向基金投資人、監管部門提交基金託管和財務會計報表。
- (七) 保存記錄：按照國家規定保存基金託管業務活動記錄、帳冊、報表和其他相關資料至少15年

過往期貨公司一直以來都對私募基金持歡迎態度，除了私募基金參與期貨交易增加業績外，相對資金出口運用更是最大要點，而過往私募基金在通路回饋及監管制度都無明確立法規範，且採負面表列，因此可以想見，在未來私募基金參與期貨交易將視為更多專業法人的參與；隨著期貨資管市場的快速發展，機構投資者參與期貨交易的結構比例相信也將會有另一波的調整，由於期貨目前法人鮮少參與，因此如果這個比例有所

提高，將對於期貨市場的發展將產生一定積極作用，使市場更為成熟，投資者更為理性。另外，對於一些中小散戶歸落於私募基金代為投資，也將大大降低交易風險。

中國大陸私募基金市場往往通過契約方式形成，例如早期GP<sup>1</sup>/LP<sup>2</sup>合夥人制，這種機制雖然較為靈活，但往往結果都是優勝劣敗，清盤狀況也是顯而易見，而私募基金法人如參與股指期貨或參與套利交易，可以演變出更多的交易策略，也使得過往中國大陸一般私募基金如沒有充份的市場經驗，時間成本一過，就將被高額的資金成本衝擊，可以想見在未來法人利用期現結合、期現套利等方式利用股指期貨對沖風險，除了將加速中國金融市場穩定，暴漲暴跌發生次數也將會趨於減少，在短期中國大陸仍為績效獨強意識形態下，我認為如何使投資者盈利更穩定，形成絕對收益是其應著重處，當前降低市場投資風險的投資觀念隨著2015年大陸股市破天荒暴跌各企業停牌交易事件發生後才開始啟蒙。

然而隨著大陸當地大資管時代各政策逐漸明朗，鄰近大陸的臺灣在過往充足市場經驗且語言無障礙下，我認為我們臺灣期貨業者前進大中華市場此時是很好的機會，除可賺取外匯增進收益，同時也可留才育才根留臺灣。

目前我們發現隨著大陸當地蓬勃發展的私募基金參與期貨交易，由於基金的資金量和持倉頭寸較高，是否會造成一定市場風險？是否應當訂定一些條文規定加以管制呢？從市場情況來看，由於期貨市場的迅速

發展，市場整體持倉越來越大，逐漸利於機構投資者參與，而各交易所實施的持倉限額和大戶持倉報告制度已經起到了防範市場風險作用，所以應該漸進較不會引起大的市場風險，這也讓我們發現當地投顧和資管業者隨著以上因素和銀行降息等因素，其幫不同風險屬性投資人代操發行的產品，也逐漸由結構化分級產品轉為管理型產品。

2015年上半年中國股市、期市行情跌宕起伏，但資管產品整體收益相對穩定。根據期貨資管網最新發布數據顯示，225支產品數據（含期貨資管、基金專戶、自主發行、有限合夥等）上半年平均收益率為13.35%，其中，實現正收益的共有166支，占比73.78%。這140家期貨公司發行和管理的產品，規模在200億左右；排名前10%的私募即占90%的管理規模。期貨資管行業目前發展整體面向好，在規模不斷擴大的同時，其管理能力和交易能力也趨向成熟；不過，中小型期貨私募缺乏可用的交易研發人才，制

約了產品規模的擴張。就目前的投資方向來看，期貨私募投資金融期貨占比20%左右，投資海外市場占比10%左右，投資股票市場占比15%，大部分期貨私募管理的產品還是僅限於投資國內商品期貨市場。另外中國國內期貨私募陽光化與非陽光化管理規模有望擴大至800億元左右。陽光化的期貨私募整體發展水準仍然偏低，大部分期貨私募還處於起步階段，管理一兩隻產品，在發展中仍會遇到各種瓶頸。據瞭解，上半年期貨私募投資標的與業績有很大區別，投資期指的盈虧各半，投資商品期貨的盈利占比較高。股指期貨是上半年成交最為活躍的品種，但盈虧比例幾近各占一半；而相對白糖期貨和銅期貨，大部分產品都實現了正盈利；同時，投資螺紋鋼和棉花期貨，多數產品則是負收益。所以我們也發現當地業者開始發展多重委外管理帳戶透明度高具多元分散的MoM（Manager of Managers）複數經理人產品形式。

### MOM基金案例-母基金產品案例

產品要素表	
產品名稱	XX資本-XX量化1號資產管理計畫
產品類別	優先列後結構化
發行規模	8400萬（進取級2100萬·優先順序6300萬）
基金公司	XX資本資產管理有限公司
投資諮詢顧問	XXX基金管理有限公司、XXX投資管理有限公司
託管人	中國XX銀行股份有限公司
產品期限	1年期·不設開放期
投資範圍/比例	本資產管理計畫主要用於投資銀行協定存款、債券等固定收益資產以及《XX資本-XX組合1號資產管理計畫》、《XX資本-XX1號資產管理計畫》·本計畫閒置資金可以投資於銀行存款、貨幣市場基金、債券逆回購、中期票據等。
優先順序收益	優先順序客戶預期收益7.3%/年
風險控制機制	預警線：0.96·停損線：0.95
相關費用	管理費：0.2%·託管費0.1%·投資顧問費1%·業績報酬：淨值大於1.073時·提取超額收益的20%·銷售費用0.1%

康和期貨經理事業-期貨信託  
Concord Managed Futures Corp.-Futures Trust

圖三、MoM 產品要素表 - 結構型，康和期經整理 2015 年



# Market information

## MOM基金要素表-子基金產品案例

產品要素表	
產品名稱	X X資本-X X組合1號資產管理計畫
產品類別	管理型
發行規模	母基金資產管理計畫淨值的50%·後期隨著淨值增加可逐步增加到資產管理計畫淨值的70%
基金公司	X X資本資產管理有限公司
託管人	中國X X銀行股份有限公司
產品期限	350天·管理人有權提前終止產品運作·並進行清算
投資範圍/比例	本合同的投資範圍包括國內依法發行的期貨(含商品期貨及股指期貨)、現金、銀行活期存款、A股上市銀行協定存款以及正規金融機構所發行的理財產品等金融工具
收益分配	在絕對收益扣除管理人業績報酬後·剩餘收益歸投資者所有
風險控制機制	規模為資產管理計畫淨值的50%時預警線為0.94·停損線為0.93;規模為資產管理計畫淨值的70%時預警線為0.96·停損線為0.95
相關費用	管理費:4.2萬·託管費0.2%·投資顧問費1%·業績報酬:淨值大於1時·提取超額收益的25%

 康和期貨經理事業-期貨信託  
Concord Managed Futures Corp. - Futures Trust

圖四、MoM 產品要素表 - 管理型，康和期經整理 2015 年

大陸在朱鎔基時代，鑒於鄧小平開啟的經濟成長動能開始鈍化，需要引入競爭提升國貿實力，今日已奪得世界進、出口及貿易總額的寶座。習李看到大陸的金融困頓，不可置信的高利借貸仍普遍存在市場，上臺後進行反貪腐整頓之餘，去年開始藉由錢荒事件進行壓力測試，持續放寬貨幣政策。由新國九條規定來看，去除政府對資本市場隱性擔保的路已經啟動，但這不是一蹴可成。改革過程中大陸資本市場不可能一蹴可及。有鑑於兩岸經濟活動越來越緊密，且金融議題攸關兩岸經濟發展。金融市場之穩定不僅影響經濟發展、資本市場發展、消費者消費行為、及政治生態之穩定，因此各國對金融市場多採高度之管制，就是深怕金融市場之不穩定可能產生之「骨牌效應」。而過去期貨資管代操業務由於中國大陸特殊市場利率關係，從月光私募基金，陽光私募基金，結構

型基金(優先劣後)，管理型基金近年才較為市場接受，由於全球金融是一體及兩岸隨著經濟緊密度，因此新國九條之通過才正式開始對兩岸期貨資管市場之發展投入了一正面因素。隨著新“國九條治”之訂定，以及《關於進一步推進期貨經營機構創新發展的意見》的發布實施，更激發了期

貨市場創新活力。

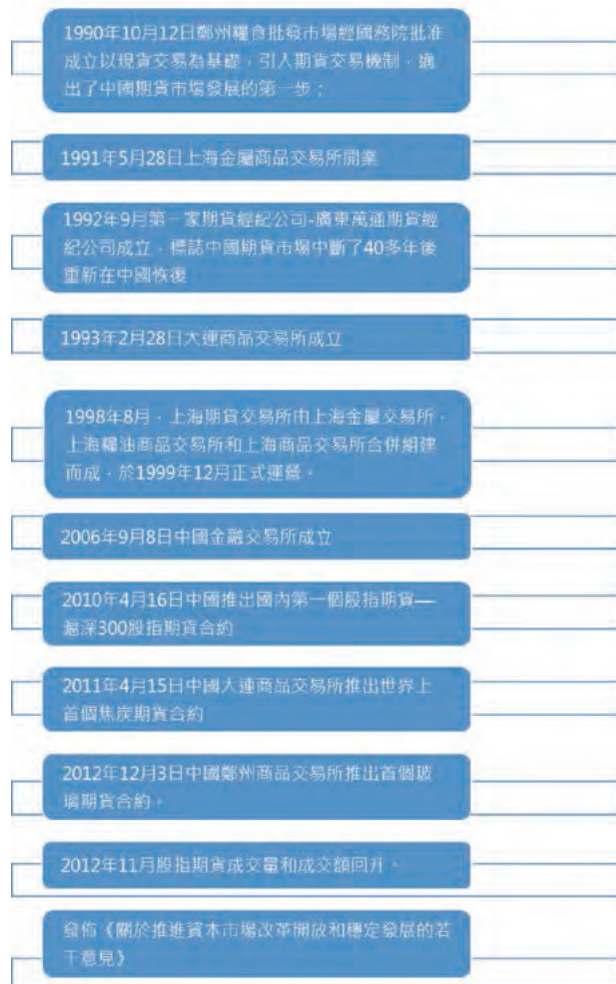
2015年中國期貨市場交易規模再創歷史新高，投資者結構和上市品種都不斷提升下，中國為了國際話語權實現人民幣自由化的最終目標，中國2014年4月中旬啟動十三五規劃的編制工作；對外更透過合縱連橫結合共同利益之國家，大陸不僅積極簽署自由貿易協定(FTA)，與參加國際或區域經濟組織，以強化大陸在國際經濟地位與為大陸企業開展更多國際市場。隨著併購LME交易所以及開通滬港通，原油期貨上市獲批合約掛牌交易、依據漸進式改革和風險可控的理念，未來可能陸續開通另類QE寬鬆的「深港通」、「金融期貨通」以及「商品期貨通」，亦不排除推出中國存托憑證(CDR)等跨國界交易所產品。最近公布的「滬港通」首發車與QFII/RQFII/QFLP/QDLP仍有諸多差別，並不能彼此取代。因

此在未來一段時間，這些互聯互通管道將與現有QFII/RQFII/QDII/QFLP<sup>3</sup>/QDLP<sup>4</sup>共存，中國大陸國際金融化各項準備工作有序推進，包含近期亞投行及一帶一路，最終為實現資本市場多層次的國際化奠定好基礎，穩定發展其國際政經強國大戰略地位和穩固資源。

我們在看對岸蓬勃發展的大陸期貨市場朝更穩健、成熟的發展過程中，優化產業結構、提升投資理念及為投資者尋求穩定收益的同時，正亦是臺灣所有期貨人一直共同努力的目標，而對岸專業法人利用一對多、陽光私募MoM多重基理人產品和優先劣後的種子基金發行產品思維、風險管理子公司等方式將金融創新業務深化，促使其期貨經營機構也開始學習國際走向差異化、專業化的發展道路。而我們發展多年目前還具人才技術優勢的臺灣期貨資產管理業者，此時是否也更應加大力度佈局大中華市場期貨管業務黃金主升段，來開拓新局呢？！



## 註：大陸1990後期貨發展



1. GP (General Partner), 即普通合夥人。

普通合夥人承擔無限責任，有權管理、決定合夥事務，負責帶領團隊運營，對合夥債務負無限責任。

2. LP (Limited Partner), 即有限合夥人。

簡單而言，有限合夥人即真正的投資者，但不負責具體經營。

3. QFLP (Qualified Foreign Limited Partner), 即合格境外有限合夥人。

是指境外機構投資者在通過資格審批和其外匯資金的監管程式後，將境外資本兌換為人民幣資金，投資於國內的 PE 以及 VC 市場。

4. QDLP (Qualified Domestic Limited Partner), 即合格境內有限合夥人。

是指允許註冊於海外，並且投資於海外市場的對沖基金，能向境內的投資者募集人民幣資金，並將所募集的人民幣資金投資於海外市場。

5. 參考文獻

中國期貨業協會、期貨資管網、中國工商銀行、和訊網

# 特別報導



上海衍生品市場論壇日益受到國際重視，今年上海期貨交易所攜手鄭州商品交易所、大連商品交易所、中國金融期貨交易所，在中國期貨市場監控中心和中國期貨業協會的支持下，以“一帶一路戰略下期貨市場的發展與合作”為主題，本刊特別摘錄會議紀事及原油分論壇三部分之精華宴享讀者。

## 第十二屆上海衍生品市場論壇摘紀

# 一帶一路戰略下期貨市場的發展與合作

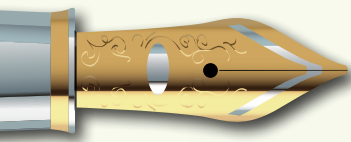


期貨公會賀鳴珩理事長（中）與上海國際能源交易中心楊邁軍董事長（左）、褚瑛海總經理（右）

期貨公會◎林惠蘭

中國證監會（以下簡稱「證監會」）已於去（2014）年底批准上海國際能源交易中心開展原油期貨交易，原油期貨有望於今（2015）年年底上市，因此5月28日—29日於上海舉行的「第十二屆上海衍生品市場論壇」備受矚目，本次論壇由大陸四家期貨交易所共同舉辦，以「一帶一路戰略下期貨市場的發展與合作」為主題，論壇分為全體大會和9個分論壇<sup>1</sup>，為輔導槓桿交易商推展業務，探尋大陸即將上市之原油期貨為可能之連結商品，期貨公會賀鳴珩理事長率領理監事及會務主管參加本次論壇，同時並拜訪上海國際能源交易中心就原油期貨將來可合作方式進行深入討論並交換意見。

1 9 個分論壇，分別為上衍原油論壇、上衍有色金屬論壇、上衍天然橡膠論壇、上衍農產品論壇、上衍工業品論壇、上衍動力煤甲醇論壇、上衍紡織品白糖論壇、上衍貨幣衍生品論壇以及上衍股指衍生品論壇。



第十二屆上海衍生品市場論壇現場 照片來源：上海期貨交易所

## 會議紀事

證監會副主席姚剛在開幕致辭時表示「一帶一路<sup>2</sup>」國家戰略的提出，為大陸期貨市場服務實體經濟「走出去」，發揮定價服務和風險管理功能，預計經過十年的努力，「一帶一路」沿線相關國家與大陸的年貿易額將達到2.5萬億美元。另為貫徹落實「新國九條」<sup>3</sup>精神，證監會就期貨衍生品市場之規劃發展如下：

一、加快推進市場創新，服務經濟發展「新常態」。優化期貨新品種上市機制，開發符合市場需要的新品種、新工具，完善期貨衍生品市場體系。確保原油期貨平穩上市和安全運行、並開展股指期權試點，發展商品期權市場。適應實體經濟多元化、個

性化風險管理和定價需求，為場外衍生品市場發展創造條件。探索建立交易商制度，培育專業的交易商隊伍。積極推動期貨經營機構創新發展。

二、積極推進對外開放與合作，服務「一帶一路」戰略。研究期貨衍生品市場對外開放的總體戰略和實施步驟。以原油期貨為突破口，逐步引入境外投資者參與大陸期貨市場。研究推進包括合約及其結算價授權在內的多種對外開放方式。充分利用國內、國際兩個市場、兩種資源，加強與「一帶一路」相關區域的交流與合作。

三、著力聚焦監管轉型，切實提升監管效能。繼續深化簡政放權，切實加強事

2 「一帶一路」是指「絲綢之路經濟帶」和「21世紀海上絲綢之路」的簡稱，中共總書記習近平於2013年所喊出的『一帶一路』戰略，簡單來講，就是大陸和周遭國家合作，借助既有的資源、平台，加速經濟合作發展，這範圍包括60多個國家，涵蓋44億人口，所創造出來的經濟規模，高達21兆美元，占全世界29%。

目前「一帶一路」已提出兩大金流平台，一個是「亞投行」，根據成員國GDP比重出資；一個是「絲路基金」，大陸預計投資400億美元。亞投行資金來源是銀行同業拆借或會員國主權信用發行債券，絲路基金資金來源則是外匯儲備、大陸進出口銀行、中投公司、國家開發銀行。

3 2014年5月國務院發布「進一步促進資本市場健康發展的若干意見」，簡稱「新國九條」。

中、事後監管，健全多層次風險監測、預警和防控體系。創新監管理念和方式，加強市場監管，嚴厲打擊市場操縱等違法行為，維護市場「三公」和投資者合法權益。進一步推進監管制度改革，優化市場規則體系，降低市場成本，提升市場效率。繼續推動期貨法立法工作。

四、強化市場基礎工作，優化市場發展軟環境。繼續深化市場培育，推動清理取消各種不必要的限制，積極引導有風險管理需求的投資者，尤其是產業企業與金融機構入市交易。加強投資者風險教育和輿論宣傳、引導。

會中，四家期貨交易所高管結合各自產品的特點，提出了期市對外開放的規劃，認為「一帶一路」沿線國家大多為發展中國家和新興經濟體，面臨相似的發展階段和發展任務，在資源需求等方面具有高度的相關性，同時沿線國家資源稟賦各異，經濟互補性較強，彼此合作的潛力和空間很大，因此隨著「一帶一路」戰略的深入推進，沿線國家的經濟聯繫將更加緊密。

### 上期所：以原油期貨為對外開放突破口

上期所理事長宋安平表示，由於「一帶一路」沿線國家資源稟賦和上期所上市品種有很高的契合度，上期所將加大面向「一帶一路」國家的開放力度，並提出以下服務「一帶一路」戰略的一些初步想法和對接點：

一、**可參與**：「一帶一路」沿線國家的投資者要利用上海期貨市場，必須要打通直接參與通道。以原油期貨的上市為突破

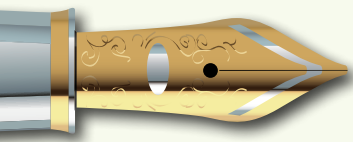
口，將帶動相關政策的突破，打通境外投資者和境外經紀機構投資者平等自由地參與上海期貨交易，使得區域供需關係能夠在同一個平台充分體現，形成區域價格基準。

二、**可交割**：要服務「一帶一路」沿線國家大宗商品貿易，就必須拓寬期貨商品自由流通的渠道，滿足投資者交割的意願。可以根據沿線國家的資源特徵，通過引入境外註冊品牌等方式，拓展周邊國家優質的可交割資源。並根據沿線國家生產和消費的特徵，探索在沿線國家設置保稅交割倉庫，便利實物交割。

三、**可覆蓋**：「一帶一路」橫跨亞非歐多個時區，目前上期所的連續交易時段已經可以滿足部分沿線國家的需求，但由於時差問題，仍會有部分國家投資者的避險需求無法及時滿足，因此上期所將進一步探討延長交易時間，並根據國際投資者的特徵，打造更加開放、包容的平台。

四、**可拓展**：沿線國家的資源具有區域特色，對大宗商品的需求也具有階段性特徵，可研究量身定制一些特色品種，並進一步完善現有相關品種，為沿線國家的投資者提供更具針對性、更深層次的服務。

五、**可合作**：依循各盡所能，互利共贏的原則，上期所將與沿線國家開展全方位合作，希望能夠為沿線國家提供交易、結算、信息、技術和培訓等方面的服務，並加強跨境監管合作，共同維護沿線投資者的合法權益。



### 中金所：建立國際平台和外匯期貨衍生品

中金所董事長張慎峰表示響應「一帶一路」戰略，5月27日中金所、上交所與德交所宣布近期將在法蘭克福組建以離岸人民幣資產交易平台，該平台將來交易的產品一方面包括面向境外企業以及境內企業境外發行的人民幣債券、股票，以及基礎的ETF（交易所交易基金）產品，同時還有各種形式的人民幣資產證券化產品。如果發展成熟，將來可能還要陸續推出人民幣標價的各種證券以及其他類別衍生品。

張慎峰表示中金所將採取多種形式，促使沿線各國使用交易人民幣資產。此外，中金所在服務「一帶一路」的過程中還要不斷開拓創新，比如開發與沿線各國相關的各類外匯期貨衍生品，助推國內企業對外發展過程中實現轉型升級、產能輸出、資本輸出的過程中降低成本，規避外部風險。同時，在交易所走出去的過程中加強與沿線各國的交流發展與合作。此外，中金所還規劃一系列外匯衍生品，歐元兌美元、澳元兌美元交叉匯率期貨有望率先推出。另外，中金所也在開發其他更多促進雙向均衡波動的系列衍生品，比如利率衍生品方面的兩年期國債期貨等。

### 鄭商所：PTA、甲醇等將納入特定品種期貨

鄭商所理事長張凡表示「一帶一路」是國際對外的重大舉措，在這個問題上，期貨市場首先要牢固樹立對外開放的市場，加速走出去，為實體企業提供服務。鄭商所有如下準備：

首先是特殊商品境外投資者引入境內期

貨市場，多種開放方式並存，在風險可控的情況下積極嘗試。鄭商所會在「一帶一路」的區域及沿線交易所、實體企業增進交流、合作與溝通。

另外張凡認為，鄭商所農產品品種和「一帶一路」沿線區域國家和地區的相關產業契合度很高，特別是軟商品白糖和棉花。工業品方面亦有在國際市場上獨一無二的品種---PTA和甲醇，中國在這兩個品種上的生產、貿易和消費量都占相當大的比例。現在大陸期貨市場這兩個品種的交易非常活躍，很多「一帶一路」沿線區域經濟體包括中東、東南亞、南歐等國家都很有興趣。我們希望能夠盡快複製原油模式，將這兩個品種納入到特定品種期貨範圍內。

### 大商所：鐵礦石和棕櫚油國際化將實質推進

大商所總經理馮博表示，為服務「一帶一路」戰略實施，大商所將重點放在鐵礦石和棕櫚油產品國際化方面進行實質性推動，2013年鐵礦石期貨上市以後流動性持續提高，目前已經成為大商所最為活躍的品種之一，對「一帶一路」服務的能力已經顯現出來了，鐵礦石國際化步伐將緊跟原油期貨的步伐，借鑒原油的國際框架，服務鐵礦石貿易企業。希望待原油期貨上市之時，鐵礦石國際化步伐能穩步跟上；另，棕櫚油是一個純進口的品種，基於中國是棕櫚油進口大國的地位，境內棕櫚油期貨交易活躍，而位於「一帶一路」上的馬來西亞作為棕櫚油主要出口國也開展有相應的衍生產品，這是雙方進一步深化合作的基礎，使經營企業能跨市場進行套保。

馮博表示中國期貨市場經過20多年的發展，已累積相當豐富的經驗，建立了包括交易、交割、結算及保證金監管在內的市場規則體系和運行機制。其中好的制度機制要繼承，不合時宜的制度和機制要進行調整完善。這些尚需相關部門的政策支持，從而建立並完善適應市場國際化的新體系、新機制。

另外在圓桌討論機構專場論壇討論主題為「一帶一路」戰略下金融服務助力實體經濟，與會者專家學者表示在「一帶一路」基礎上，實體企業「走出去」過程中，資金方面的支持、相關的衍生品風險管理工具、以及保險工具的使用是很重要的；而匯率波動風險的問題，也需要有衍生品來保值。交易所如果能提供相關的服務包括匯率期貨、對沖工具…等，對企業將是極大的幫助。而境內金融機構如能更快地在「一帶一路」沿線市場推出人民幣與當地貨幣的互惠、互換機制，同時加快在這些地區的佈點，包含設施的聯通及資金的融通，能為境內企業提供屬地化的金融服務，這將大幅度降低企業在當地的經營風險。

中國銀行貿易金融部姜煦副總經理表示該行將盡其所能給境內於「一帶一路」走出去的企業，在經貿往來、投資方面提供資金與授信的融通，今年目標要給走出去的企業在「一帶一路」地區的項目提供200億美元的授信支持。三年之內達到一千億美元的授信支持。並與絲路基金、亞投行，包括其他的國際多邊機構，像亞洲開發銀行、國際貨幣基金組織、世界銀行等等一起配合。

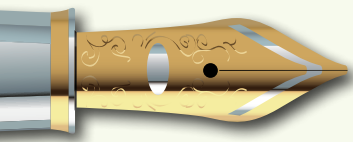
同時該行正在做全球人民幣清算的體系，以人民幣進行直接結算或者人民幣進行直接的投資。而在幫助企業來規避風險方

面，因「一帶一路」國家很多是發展中國家，面臨的風險是很大的，地緣政治的風險、國家的風險，及企業自身面臨的信用風險，市場風險，法律合規的風險…等，中國銀行利用較熟悉當地的分支機構，協助企業規避風險；並將與各期貨交易所密切合作，配合國際化期貨品種的推出，進行相關基礎設施建置，包括清算的網絡，帳戶管理的網絡…等，協助企業利用期貨的價值發現以及風險規避的功能，把國外投資者引進來的同時，也幫境內企業走出去。

目前期貨公司紛紛成立風險管理子公司，這方面銀行亦將加強跟期貨風險管理子公司的合作，這個領域對大宗商品很多的風險控制就可以有一個更好的保障。

銀河期貨總經理姚廣表示，在定價權和定價中心爭奪、建設的過程中，這些年國內交易所及企業都付出了很大的努力，但是進展並不是很順利。如果能透過幫助「一帶一路」的60多個國家和地區共同繁榮的過程中，形成一個在中國、在上海，一個公開的市場，和一個透明的，能夠為全體參與者共同認同的一個全新的定價體系、定價規則的出現，定價中心就有可能轉移到中國來；且藉由過去經驗，在風險管理方面給予適當支持，中國的定價中心和中國的定價權就由「一帶一路」、亞投行及實體企業一起推進起來，這也是衍生品行業能夠配合的一個重要的線路和發展的路徑。

本專場主持人中國期貨業協會副會長鄭小國總結表示，實體企業、銀行業機構、保險業機構、期貨機構，大家各自發揮自己的優勢，共同合作，共同在「一帶一路」發展過程及戰略實踐中，發展壯大，把中國的實



體經濟進一步壯大，把金融服務，通過「一帶一路」的實踐，能夠趨於更加成熟。

### 原油分論壇

上海國際能源交易中心董事長楊邁軍在致詞時表示，觀察國際石油和能源市場，隨著美國頁岩革命的不斷發展，世界石油貿易流向和價格機制不斷調整，新的世界能源格局正在形成當中，亞太時區隨著經濟增長，迫切需要一個反映其能源供需的原油價格發現和風險對沖市場。而中國的配置能源資源、保障能源安全的方式也自然面臨著新的挑戰。

中國自2010年成為了全球最大的能源消費國，從今年的四月份的數據顯示，中國原油進口超過美國，暫時也可能長期坐上了第一大原油進口國的交椅。隨著能源消費的快速增長以及對外依存度的不斷提高，目前中國的能源生產及消費模式以及能源資源配置方式，已很難適應當前複雜的國際環境及國內形勢。在2014年6月的國家能源會議上，習主席明確提出：「推動能源消費、能源供給、能源技術和能源體制四方面的『革命』。」而上海國際能源交易中心的建立，順應了能源產業市場化改革的需要。建立國際化的交易平台、上市能源類大宗商品衍生品，有助於還原能源商品屬性，促進市場在能源資源配置和風險管理中起決定性作用。

其同時表示，能源國際合作是「一帶一路」戰略的重要內容之一，需要完善的能源市場體系作為支撐。作為金融服務實體經濟的前沿陣地，能源期貨市場對內將服務於產業結構的調整升級、能源產業的體制改革，

推動提高宏觀經濟的整體市場化水平；對外將服務於「一帶一路」、人民幣國際化、國際能源合作戰略的實施，推動提高中國宏觀經濟的整體國際化水平。通過對外加強合作，對內促進改革，期貨市場服務實體經濟的功能將得到深化和提高。

目前原油期貨的各項上市準備工作正在穩步推進中，同時正積極推進成品油、天然氣等能源期貨品種的研究和上市工作。如果一切進展順利，預計今年年底原油期貨將順利上市。

中國國家能源局油氣司綜合處處長楊青在主題演講指出，能源金融合作是「一帶一路」戰略的重點，「一帶一路」戰略將促進石油貿易的多元化，給油氣行業發展帶來新的機遇。他表示目前中國對運作國際原油期貨市場缺乏經驗，特別是當前國際原油價格波動較大、全球經濟形勢影響因素複雜、中國步入經濟發展「新常態」，要建立一個能切實反映國內供需、並且穩定可持續的原油期貨市場，還有許多問題值得思考和解決，也需要全球市場參與者的支持和幫助。

根據BP集團<sup>4</sup>去年發布的能源統計年鑒，中國是全球第4大石油生產國，第2大石油消費國和進口國。而根據中國海關總署2015年4月發布的數據，中國已經超越美國成為了全球最大的原油進口國。2014年，中國消費原油超過5億噸，消費天然氣超過1800億立方米，進口原油超過3億噸，進口天然氣約580億立方米，石油對外依存度接近60%，天然氣對外依存度超過30%。油氣進口來源有海上運輸和陸上管道等多種方

4 BP（正式英文全稱：BP p.l.c.。前稱：British Petroleum（英國石油），簡稱：BP，後BP簡稱成為正式名稱），是世界最大私營石油公司之一（即國際石油七姊妹之一），也是世界前十大私營企業集團之一。

式，如何拓展進口來源、保障油氣通道安全穩定，一直是該局工作重點，也是熱點和難點問題。

長久以來，中國在進口油氣資源的議價環節談判中缺乏話語權，直接原因是中國沒有自己的油氣交易市場，沒有「中國市場價格」。另一方面，原油貿易是全球經濟活動的重要組成部分，只有建立中國的原油期貨市場，中國才算在真正意義上參與到國際原油貿易活動中。而且，作為石油生產、消費和進口大國，中國也應該有自己的原油期貨市場。國家能源局將配合證監會開展原油期貨上市相關工作。

上海國際能源交易中心法律與產品組、國際業務組高級總監陸豐在發表演講時指出，期貨市場已成為大宗商品重要的定價基準。期現相關性0.9以上的商品品種超過60%。原油定價歷經三階段為西方壟斷寡頭，歐佩克定價，原油期貨市場定價。目前亞太地區多國紛紛推出原油期貨，但缺乏權威的原油貿易定價基準，亞太地區原油期貨與現貨發展不匹配。

陸豐表示，原油期貨將以人民幣為計價貨幣，以淨價交易，採用實物交割、倉庫交割及保稅交割相結合的方式。同時，在金屬上使用較多的期轉現模式也將應用在原油期貨上，參與主體包括境內境外的交易者。

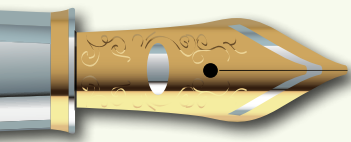
### 上海國際能源交易中心簡介

- 於2013年11月22日成立於上海自貿區，註冊資本50億元人民幣。
- 該公司由上海期貨交易所出資設立，是經證監會批准的第五家全國性期貨交易所。

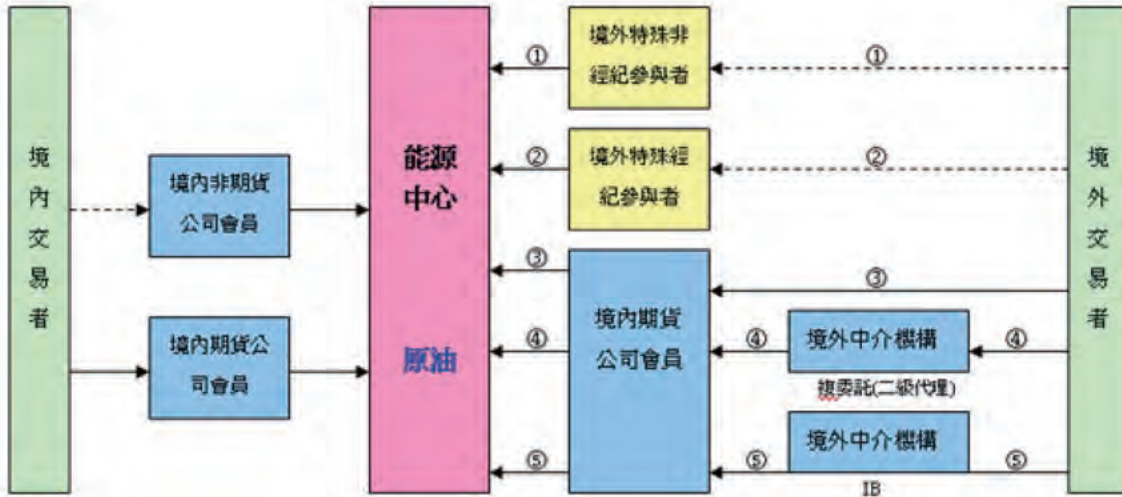
- 經營範圍包括組織安排原油、天然氣、石化產品等能源類衍生品上市交易、結算和交割，制定業務管理規則，實施自律管理，發布市場信息，提供技術、場所和設施服務。

### 大陸「原油期貨」發展歷程

- 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個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個業務規則公開徵求意見
- 2015.7.24中國人民銀行公告「為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個業務規則公開徵求意見及「原油期貨標準合約」徵求意見稿 



## 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；
- 資料來源：上海國際能源交易中心文宣資料

## 原油期貨標準合約（徵求意見稿）

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

資料來源：上海國際能源交易中心網站

# 專題報導



在雲端、大數據分析、物聯網、數位化經濟大趨勢下，各行業正透過創新科技與思維布局全球，本刊將就政策、金融業者與使用者三個面向看臺灣的數位金融發展，藉專家的看法提供讀者擘劃方向之參考。



# 從政策面看臺灣數位金融發展

淡江大學財務金融學系教授◎李沃牆

### 數位化能力將成為金融業的核心競爭力

資訊科技的進步不僅一日千里、無遠弗屆；它改變了市場的交易型態，也改變人們的生活習慣。君不見今日行動通訊、物聯網、社群媒體、大數據、雲端科技等資通訊技術已風起雲湧。金融服務勢必要順應時代潮流、配合資訊發展，以提升消費者便利性及效率；不僅金融數位化、網路化、行動化是主流；數位能力亦將成為金融核心競爭力。因此，金管會刻正積極推動「打造數位化金融環境3.0」計畫，擬從鼓勵創新網路金融服務、推動金融巨量資料分析應用、普及行動支付與第三方支付應用三管齊下；此外也要從法規、資訊管理、消費者保護與專業能力四部分著手。期能掌握數位化發展趨勢，強化金融產業的競爭力，並自2015年全面啟動。推動數位化金融環境，有底下幾點效益；1.可提供民眾與企業多元化及便利的金融服務。2.簡化金融業提供服務之程序，有利掌握市場商機，節省相關成本。3.金融

機構依自身需求發展獨特系統，加強風險控管及提供個人化服務。4.巨量資料之應用可提升相關產業的研究發展、產品開發、風險控管及產品行銷能力。5.開放電子支付及群眾募資平台等新型態電子服務，有利電子商務、創意及新興產業發展。

統計顯示，臺灣地區消費者使用手機購物的比率，在2012年僅28.2%，但2014年已超過62.6%，比香港、新加坡、日本和南韓等地成長還快，是屬於高度使用手機購物的地區。不可否認，這股力量已對實體零售業造成巨大衝擊，連燦坤、屈臣氏和統一、全家超商等大型通路商都已轉型發展電子商務。足見，在這波數位化金融浪潮下，臺灣無法迴避；即使步伐稍慢，卻有相當大的發展潛力。

### 三大金融業發展數位化金融3.0的現況

銀行、保險與證券等三大金融領域，其經營型態將因數位化趨勢而改變；如分行將



轉為支援功能、網路行銷則成為主要行銷策略；社群網站及線上及時通讓客戶更主導金融業務、電子商務正侵蝕金融業務。

## 一、銀行業

Brett King 在其著作《銀行轉型未來式—BANK 3.0》提及，在Bank 3.0 時代，移動金融服務讓擁有廣大通路的企業，包括電信業、零售業及電子商務都可能提供提款、繳費及支付等多項金融服務。這種趨勢將持續延續，並徹底改變傳統銀行的遊戲規則。預估在2020年，全球大部分的零售交易將由行動支付主導；屆時，傳統銀行業務中原本供應現金的ATM與分行將成為負擔，各銀行的網路化、數位化及行動金融業務才是主要競爭力。同時，銀行的品牌及消費者忠誠度，必須靠經營社群網站、線上即時與客戶互動等，讓銀行的知名度快速提升。分行的數目將逐漸減少，傳統實體分行也面臨極大挑戰。如英國銀行的分行正以每年以2%的速度在減少，估計未來10年內，美國銀行分行將減少30%至80%左右。

金管會在推動銀行業數位化金融3.0中，擬逐步將銀行實體分行數位化，並推動：

- (1) 線上開戶：即擬自9月底前，新戶不用臨櫃開戶。
- (2) 鼓勵銀行實體分行數位化：銀行營業大廳人員只有少數一、二人，取而代之的是機器設備。包括：國泰世華、北富銀及中信銀都已積極規劃。
- (3) 透過行動電話匯款：在行動支付方面，已有歐付寶、樂點行動支付兩家送件申設電子支付機構，鼓勵金融機構積極推展各項行動支付服

務，提供民眾更為便利的電子金融服務。已開放銀行辦理手機信用卡，行動金融卡，行動X卡，行動刷卡機（mPOS）、QR Code行動支付等業務。(4) 開辦網路簡易貸款：學生貸款與簡易小額信貸均可透過網路申辦。

最近，一些老行庫也開始爭搶行動商機，朝Bank 3.0邁進。如臺銀則推出網路代收代付的金流服務平台「臺銀收銀台」，首創以自然人憑證做為認證工具，大幅提高買方會員的交易額度，並採用新的支付技術「AOTP」，讓消費者透過簡訊簡碼的主動回傳機制，即可完成即時扣款認證，無需再透過金融卡、信用卡或是讀卡機插入晶片卡繳款等麻煩的支付程序。一銀則創業界之先，推出「Touch ID指紋轉帳」，各種帳務交易皆可透過行動裝置，隨時隨地一指搞定。合庫商銀則與10家醫院合作，要當醫療行動支付一哥。

## 二、保險業

目前金管會保險局所擬的保險業推動數位化金融3.0計畫分三階段實施，第一階段已於2014年8月完成開放消費者以網路申請，或以他業金融憑證等方式取得帳號密碼後，進行網路投保。在產險方面，有強制汽車責任保險、保費5萬元以下的任意車險。壽險部分則區分為自然人憑證、臨櫃申請密碼及非臨櫃的會員制，有不同額度的旅行平安險、傷害險及定期壽險，皆可在線上投保。第二階段於2014年底放寬新客戶，得藉由以本人信用卡或本人存款帳戶作為身分輔助驗



證機制進行網路投保。有效契約保戶在認證機制下，可提高其投保額度上限。第三階於今年（2015）6月放寬網路投保之險種及提高保險服務，落實差異化管理，並要求保險業強化資訊安全。

### 三、證券業

證券市場原本就已是一個高度電子化的市場。金管會在推動證券業發展數位化金融3.0有幾個方向。1.將「提升網路下單比重」列為首要目標：2015年1月至5月的網路下單平均比重已達34.86%，目標將提高到50%。凱基證券為響應數位金融3.0，已提供客戶應用程式介面（API）下單，投資人可利用凱基證券提供的API，自行規劃買賣決策，縮短投資人下單時間，提高投資人下單效率。未來，網路下單及行動下單也將成為證券商與大多數客戶間之主要互動方式，傳統券商分公司家數也將大幅減少。2.網路社群與行動通訊的力量對證券業將是一股不可忽視的力量，終將改變證券業的經營環境。3.開放以線上方式提供既有客戶服務：包括（1）承銷：交付公開說明書、中籤通知書等。（2）經紀業務：如銷戶、信用交易開戶、額度調整等。（3）新金融商品：如契約簽署等。（4）開放新客戶可採非當面開戶；可委由往來交割銀行確認身分、或採通信開戶，或以視訊或其他足以確認本人身分方式辦理開戶。4.證券期貨雲提供服務：目標係為運用雲端技術，由「跨市場整合」、「創新」等方向強化對投資大眾及證券期貨業者的服務，推動策略結合周邊單位、電信業者資

源，並強化證券、期貨及資訊等業者合作。

### 對期貨業打造數位化金融3.0的建議

臺灣期貨交易所自1997年成立以來，即不斷地改善市場交易制度，活絡期貨交易、結算及市場監理的機制；同時也持續開發期貨及選擇權新商品、積極規劃引進國外知名指數期貨來臺掛牌，並朝向國際化目標邁進。

據統計，目前共上市20種商品，總計有超過300項商品掛牌交易，2014年度所有商品交易量為2億241萬1,093口、日均量達81萬6,174口。股價指數期貨及選擇權商品合計交易量亦晉升全球第10大。其中，由表1可看出，2014年台股期貨（TX）已達2,475萬口，臺指選擇權（TXO）則達1億5千1百62萬口，居全球交易量第6大；而週選擇權日均量更排名全球第1，在全球市場具有一定的競爭力。實深具發展數位化金融3.0的基礎與實力，主管機關應認真規劃，協助期貨業發展。

因此，期貨業因應金管會打造數位化金融3.0，在政策面的做法包括：

1. 網路開戶及提高網路下單比重：如線上開立期貨帳戶、放寬既有客戶得使用憑證機構所簽發之電子簽章簽署使用電話語音或網際網路系統提領保證金申請書、申請使用應用程式介面（API）服務、簽署採行整戶風險保證金計收方式（SPAN）約定書、簽署有價證券抵繳保證金之約定書及同意書，及簽署國內外當日沖銷交易風險



表1 臺灣期貨交易所各類期貨契交易量統計（2014年）

各期貨契約交易量統計			
期貨契約	2014 年度成交量	2014 年度交易日數	日平均成交量
臺股期貨 (TX)	24,759,873	248	99,838
電子期貨 (TE)	1,227,119	248	4,948
金融期貨 (TF)	1,086,554	248	4,381
小型臺指 (MTX)	13,286,373	248	53,574
臺灣 50 期貨 (T5F)	134	248	1
十年期公債期貨 (GBF)	0	248	0
黃金期貨 (GDF)	1	248	0
櫃買期貨 (GTF)	4,655	248	19
非金電期貨 (XIF)	139,097	248	561
臺幣黃金期貨 (TGF)	45,069	248	182
股票期貨 (STF)	9,325,030	248	37,601
ETF 期貨 (ETF)	183,440	63	2,912
臺指選擇權 (TXO)	151,620,546	248	611,373
股票選擇權 (STO)	110,454	248	445
電子選擇權 (TEO)	238,646	248	962
金融選擇權 (TFO)	330,969	248	1,335
非金電選擇權 (XIO)	1,111	248	4
櫃買選擇權 (GTO)	0	248	0
黃金選擇權 (TGO)	52,022	248	210
合計	202,411,093	248	816,174

資料來源：臺灣期貨交易所，<http://www.taifex.com.tw/>

- 預告書。
- 提高線上交易比重：目前期貨經紀業務部分約有八成採線上交易，未來應可再提高。
  - 期貨交易相關法規的配合修訂：如期貨業商業同業公會為協助期貨業因應數位化發展之商機並推展相關業務，提供交易人便利之數位化服務，不再受傳統營業時間所限，爰修正「期貨商受託國內當日沖銷交易自律規則」第四條，新增交易人得以線上申辦國內當日沖銷交易減收保證金作業之相關規定。
  - 持續發展「證券期貨雲」以提供客戶服務。金管會已於2014年度完成證券期貨資料雲服務平台、證券暨期貨市場影音傳播網-法說會影音檔案上傳暨瀏覽雲端服務、eTraining數位學習平台、產業價值鏈、上市、櫃市場備用競價雲端服務、上市逐筆交易模擬平台-提供逐筆交易體驗、期貨交易虛擬交易所。今年度（2015）將陸續完成證券暨期貨市場影音傳播網-APP增加推播功能、期貨影音知識網-功能強化等。





# 金融業者看臺灣的數位金融發展

石橋證券總經理◎王明達

數位經濟（Digital Economy）：係根源於電腦、資訊、及網路而和傳統生產因素不同所引發的經濟革命。也可說是以資訊為主的知識經濟。

近年來以手持裝置、行動通信、雲端運算及巨量資料結合網際網路所引起的知識經濟“爆炸性”發展的必然結果。在知識經濟條件下，現實經濟運行主要表現為資訊化和全球化兩大趨勢。現代數位技術的發展，大大提高了人們處理資訊的能力和效率，加速了科技開發與創新的步伐，也加快了科技成果向現實生產力轉化的速度，從而使知識在經濟增長中的貢獻程度空前提高；全球網際網路的出現和發展，進一步加快了資訊在世界的傳遞和擴散，使傳統的國家、民族界限變得日益模糊，亦使整個世界變成了一個小小的“地球村”，從而使世界經濟發展呈現出明顯的全球化趨勢。因此，知識數位經濟實質上是一種全球網路經濟革命。

在這裡，我們可以把數位經濟概括為一種建立在電腦網路（特別是Internet）基礎之上，以資訊技術為核心的新的經濟形態。

由於新科技的運用所引起對傳統產業、傳統經濟部門，深刻的革命性變化和飛躍性發展。因此數位經濟並非獨立於傳統經濟之外、與傳統經濟完全對立的純粹的“虛擬”經濟。它實際上是一種在傳統經濟基礎上產生的、經過以知識為核心的經濟發展形態。在深化對知識經濟的研究和認識後，我們不難發現，儘管目前人們對未來經濟的描述有多種說法，諸如知識經濟、資訊經濟、後工業經濟、新經濟等等，但它們的基礎是相同的，這就是電腦與電腦網際網路。

而數位經濟對現有產業影響最最深遠的，當推最早引進電腦資訊系統的金融產業。在數位科技導入金融產業下，首先產生了金融網路進而促成了網路金融的發展。我們先就這二者的差異略述如下：

金融網路：透過金融服務業者的電腦主機為基礎，以網際網路或者專屬通信網路為媒介，由金融業者打造專屬的業務軟體平臺，提供予用戶為交易界面的金融運作模式。

網路金融：則是在網際網路上發展及提



供各種金融服務。其服務或運作模式可能與現有的金融機構或法令及監管模式不相吻合。包括：電子貨幣、網路銀行、網上支付、網路證券及網路保險等。網路金融與傳統金融最顯著的區別在於其技術基礎的不同，而電腦網路給金融業帶來的不僅僅是技術的改進和發展，更重要的是運行方式和行業理念的變化。

近年來業者所關注的數位金融，則係由金融網路和網路金融相結合所產生。數位金融是在金融網路與網路金融的基礎下，由業者彙集大量結構及非結構化數據，通過對其進行實時分析，為網路金融業者提供客戶的交易行為分析。即是透過分析和挖掘客戶的交易和消費行為，以準確預測客戶行為，使金融機構和金融服務平台在行銷和風控方面有所依據。

近幾年來在數位金融的應用上最有名例子，是阿里巴巴的第三方支付服務-（支付寶）所延伸的投資服務-（餘額寶天弘基金）在推出的第一年（2013年底）即創下人民幣1,853億的基金規模，截至去年（2014）3月底，在不到半年時間又急速成長為人民幣5,537億，且為1億8,400萬用戶（平均存款餘額3,133元）創造收益達人民幣240億元。阿里巴巴在分析使用者後，整合客戶帳上零碎化的資金和短暫的閒置時間，創造出了龐大的商機。

**我們試就上述例子來了解數位金融的一些特性**

### 資訊化與虛擬化

從本質上說，金融市場是一個資訊市場，也是一個虛擬的市場。在這個市場中，生產和流通的都是資訊：貨幣是財富的資訊；資產的價格是資產價值的資訊；金融機構所提供的中介服務、金融資產管理顧問服務等也是資訊。網路技術的引進不但強化了金融業的資訊特性，而且虛擬化了金融的實務運作。例如，經營地點虛擬化—金融機構只有虛擬化的地址即網址及其所代表的虛擬化空間；經營業務虛擬化—金融產品和金融業務，大多是電子貨幣、數字貨幣和網路服務，全部是理念中的產品和服務；經營過程虛擬化—網路金融業務的全過程全部採用電子數據化的運作方式，由銀行帳戶管理系統、電子貨幣、信用卡系統和線上服務系統等組成的數位網路處理所有的業務。

### 效率化與經濟化

與傳統金融相比，網路技術使得金融資訊和業務處理的方式更加先進，系統化和自動化程度大大提高，突破了時間和空間的限制，而且能為客戶提供更豐富多樣、自主靈活、方便快捷的金融服務，具有更高的效率。網路金融的發展使得金融機構與客戶的聯繫從櫃檯式接觸改變為透過線上的互動式聯絡，這種交流方式不僅縮短了市場資訊的獲取和回饋時間，而且有助於金融業者發展以市場和客戶為導向的競爭策略，也有助於金融創新的深化發展。

另由營運成本來看，虛擬化的網路金融在為客戶提供高效的服務的同時，由於實體營運場地逐步虛擬化，及人員亦漸由系統自



## Feature Report

動化所取代而降低管銷成本，因而具有顯著的經濟性。此外，隨著資訊的收集、加工和傳播日益迅速，金融市場的資訊揭露趨於公開和透明，金融市場需求和供應雙方之間，可以繞過中介機構來直接進行交易，去中介化的趨勢亦漸出現，另由國際上一些例子看來網路金融的出現已經導致了金融業混業經營的發展，競爭的結果也相對的促使業者積極改善作業流程，降低營運成本。

### 系統化

金融業者在導入金融網路化時，會首先建立一套系統以管理客戶相關的財務及金融資訊，亦即是將客戶的銀行帳戶、證券帳戶、財富管理和保險需求等，做一完整和全面的評估及管理；其次，因雲端運算及巨量資料的發展使得金融機構能夠快速有效地處理和傳遞大規模資訊，從而使得金融產品創新能力快速及多樣性發展，能夠向客戶提供各項客製化的金融服務，金融機構差異化現象日益明顯；第三，網路技術降低了金融市場的運行成本，金融市場透明度和非中介化程度提高，這都使得金融業競爭日趨激烈，百貨公司式的一站式銷售及多元化的金融服務成為大勢所趨。

### 數位金融的風險

從某種意義上來說，網路金融的興起使得金融業變得更加脆弱，網路金融所帶來的風險大致可分為兩類：基於網路資訊技術導致的技術風險和基於數位金融業務特性所導致的經營風險。

首先，從技術風險來看，網路金融的發

展使得金融業的安全程度越來越受制於數位科技和相對的資安科技的發展狀況。首先，數位技術及資安的發展如果無法適時配合金融業者，在數位金融發展的需求及快速發展，數位金融的運作無法達到理想的高效率，或發生系統停滯、個資外洩，甚或駭客攻擊等資安事件，將會給金融業者帶來發展上的安全隱憂。其次，系統建置及發展的過程中，面對各種不同的平台及技術解決方案的選擇失誤風險，可能將帶來系統與用戶端的相容風險，導致效率降低，業務停頓甚或面臨淘汰及系統轉換所帶來的喪失客戶及市場的巨大經濟損失。

另外，從經濟風險來說，數位金融亦加劇了金融業者以下的潛在風險：其一，網路金融的出現導引了原本專屬特許的混業經營、金融創新和金融業全球化的發展，亦使金融業經營效率提高，金融行業融合程度加強的同時，實際上也加大了金融體系的脆弱性；其次，由於數位金融具有高效性、系統化的特點，因而一旦出現危機，即使只是極小的問題都很容易通過網路迅速在整個金融體系中引發連鎖反應，導致迅速擴散的黑天鵝效應產生。

綜上所述，數位金融的經濟風險與傳統金融並無本質區別，但由於數位金融是基於雲端運算、巨量資料、行動科技及全球化的發展，這使得數位金融更需要用心面對網路科技所帶來的技術及資安風險，亦要小心面對因應資訊快速傳播的公開和一致性，使原本傳統金融風險的發生程度及作用範圍產生放大效應。



## 面對全球數位金融發展的省思

### 發展及起步略顯落後

因國內尚無純粹的全數位化金融機構產生，現有線上業務規模也都不大。即使以較早投入數位化發展的證券期貨業，目前亦無一業者其業務已完全網路化。而是否擁有線上金融機構是判斷一個國家數位金融發展程度高低的標準之一。目前線上服務大多由金融機構自己的網頁或App提供，只做為實體業務的輔助，其業務規模及營收所占比率亦皆未成為主要收入；其次是目前線上的數位金融業務，大抵係屬於初級發展階段。現有的線上金融產品和服務亦大多是業者將傳統業務簡單地“搬”上網，而更多業者只是把網路看成是另外一種銷售方式或管道，忽視了數位金融在產品及服務的創新發展。第三是數位金融目前在各業發展不平衡。銀行業、證券業的網路化程度較高於保險業及信託業，這種結構的不平衡，不僅影響到數位金融業的整體推進，還有可能會影響金融的穩定及發展。

### 政府缺乏有效的統一規劃

我國數位金融發展數年前起步時因缺乏政策支援，近年來雖因曾主委大力開放及引導，但因政府各部門對政策並未有效溝通及整合，致在數位金融推動上顯有扞格，以第三方支付之開放可見一斑。另外在證券業雖早已開辦電子交易，但在線上開戶受限於身分認證及Sub Account及代客保管資金等制度差異，致雖然已開放線上開戶，但推動仍受侷促。另身分認證如能開放人手一張的健保

卡或自然人憑證，亦可加速全民線上金融的建立。

### 立法落後

臺灣係屬成文法架構的國家，法規大抵為正面表列，但全球的數位金融發展瞬息萬變，在O2O（Online to Offline）的演化下由uber從租賃業已準備跨入汽車貸款業務，另外諸多現有產業已陸續因線上對線下的競爭，而產生水平或垂直的裂解和整合，金融業的龐大收益自引起各方覬覦，國外方興未艾的線上P2P貸款，第三方支付保證，線上群眾募資等都缺乏完整的配套及法規。

其次應對於現有的傳統金融業務的法律體系做全面檢視，面對數位金融的發展和電子貨幣時代的到來，應需要進一步研究對現行金融法規制度進行整合或修正，並適當調整金融業現有的稽核控制制度，以能適時發揮其規範和預警作用，保障數位金融的健全發展。

### 制度性的發展障礙

我國金融業目前採取嚴格的分業特許經營制度，進入障礙高，此或許適度的降低金融體系的風險，但各金融機構不能通過多元化經營分散自身風險，並且分業體制一開始就劃分了數位金融在實體各業的業務範圍，也削弱了業者的綜效及發展潛力，甚至抑制了業者在數位金融上的發展。因此金融消費者自亦無法享受到“網路金融超市”帶來的全方位金融服務，也降低了數位金融的縱深發展。





## 從使用者體驗與安全看臺灣數位金融發展

勤業眾信風險管理諮詢公司 總經理◎萬幼筠

### 前言

金管會在年初宣告「打造數位化金融環境3.0」計畫，自民國104年全面啟動，係因應行動通訊、社群媒體、大數據、雲端科技等資通訊技術之進步，金融服務勢必順應時代潮流、配合資訊的發展，提升消費者的便利性。臺灣的智慧型行動族群在近半年也已成長100萬人，達到1,432萬人，同時持有平板電腦及智慧型手機者達527萬人。由於行動化高度發展，多通路（Multi-Channel）已然不足，使用者體驗的一致性與便利性必須仰賴全通路（Omni-Channel）管理。在這波全球數位金融的風潮下，Deloitte在2015年5

月份所發表的全球金融產業報告中，提到了逾6成6金融業者最關心如何優化客戶關係，因此不管是金融、銀行、證券，無不費盡心思了解企業與使用者的數位需求，強調利用科技使用者體驗的提升，深化客戶的「依賴感」。而遵法也有6成4的企業關心，因此保障使用者的「安全感」也極為重要。

### 客戶的消費決策與使用習慣改變

由於行動化的普及、社群深耕於使用者旅程，使用者不再單純憑興趣以及印象進行消費行為，今日的消費決策過程，可以從圖2窺知一二。從在媒體網路或社群網路上注意到新產品或品牌，因而產生好奇或興趣，接下來的動作，很有可能是到生活資訊入口或購物網站的搜索查詢好評及使用意見，接下來才會產生行動，透過更快速便捷的購物平台、電子支付方式，比較過去的價格導向，今日的決策基礎



圖 1. Deloitte（勤業眾信）2015年5月所發表的全球金融產業報告，金融業者首重優化客戶關係



更多是在信賴、敏捷、便利，最後在消費者旅程結束前，許多使用者的滿意及不滿意，不一定透過客服，而是直接立即地在社群網

路上進行口碑分享或是投訴不滿，這也是為什麼傳統的客服必須延伸到各社群通路爬文，才能知道客戶的真正心聲。

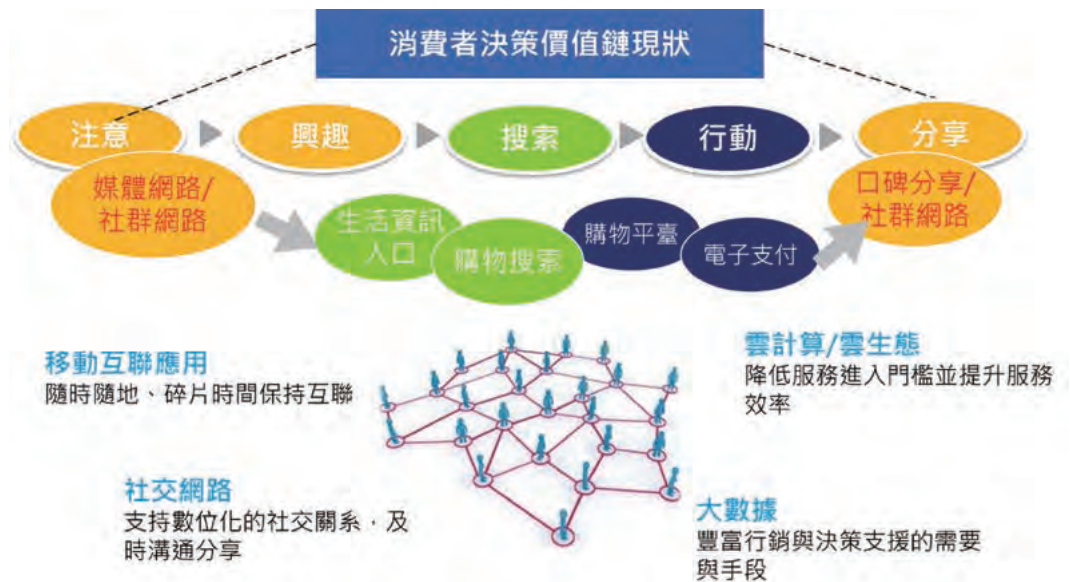


圖 2. 數位金融下的使用者決策與使用過程

### 使用者體驗決定了客戶滿意度

回顧幾年前，Deloitte Digital曾做過一份調查，預測2015年全球行動商務將成長到1,630億美金（約5兆臺幣），時至今日，這個數字已經高過預期，這代表不管B2B（企業與企業間）、B2C（企業與消費者間）、B2E（企業與員工間），都因數位化的行為改變，企業得必須做出回應，且必須從“人性”出發，比對方早一步時間知道需求，包括產品的需求、客服的需求，甚至是視覺化、手滑、方便快速的需求，這當然是指終端使用者的深層需求，最終決定了客戶的黏著度與忠誠度。

因此以銀行為例，從潛在客戶到既有客戶、到結束客戶關係，Deloitte彙整了影響客戶滿意度提升或下降的關鍵要素。舉例而

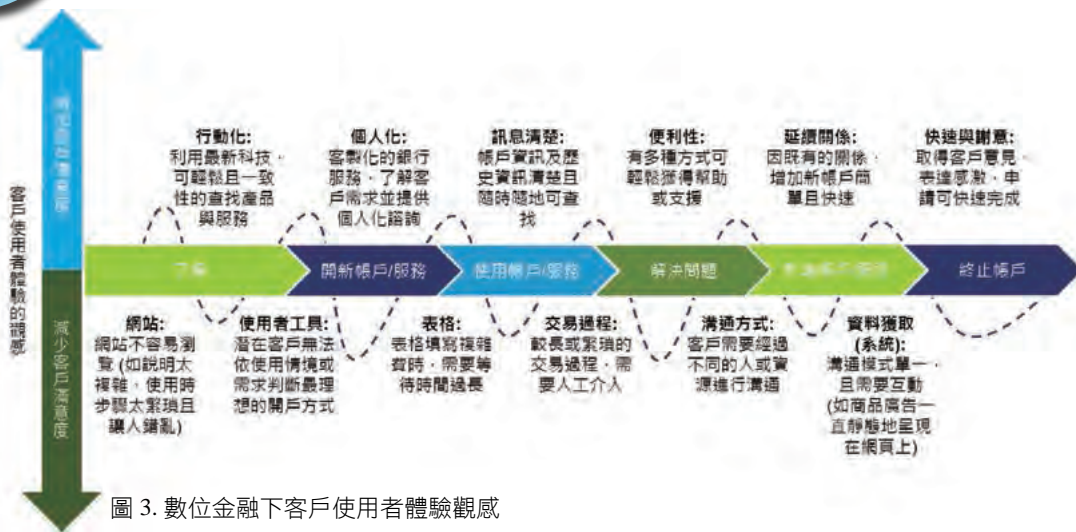
言，不好的客戶體驗，多半發生在開戶前一開始的網站不易瀏覽，無法判斷「對於個人」的最適方案；當開戶後，過程需要人工介入，填寫表格時間長、需要大量溝通；而決定要終止時，沒有讓客戶抒發情緒的管道。在消費者選擇性增多，主導意識強，外在競爭激烈的環境下，利用新科技滿足使用者便利與不同平台的一致性已經是基本條件，被了解、被感謝、有新鮮感、在同一族群中被認可，才能區分出商品與服務的差異化。

### 使用者習慣改變下的發展機會

洞察使用者的觀感，就能找出客戶的潛在需求。因此，延續銀行的例子，Y世代（1981~2000年生，目前15~34歲）在五年後



# Feature Report



將佔據臺灣企業員工的三分之一人口，他們不是最好的代言人，就可能是最嚴厲的評論家。Deloitte看待這樣的演變，找出了四個主要的機會：

- 1 讓使用者決定自己要用什麼方式互動：  
客戶喜歡以自己習慣的方式、時間、地點與企業互動，可能是最傳統的模式，也可能是最意想不到的模式。企業在掌握目標族群的消費者，就必須同時考慮最適合的服務提供模式。
- 2 從推廣銷售/服務到設計整體解決方案：  
現在的消費者一碰觸到不了解他/她的金融業者，就拒於千里之外，過去一種促銷方式能打遍天下的時代已經過時，要成為產業的領頭羊，必須善用顧客關係管理（CRM）的系統，大數據分析（Data Analytics），將資源投注在忠實客戶上，也同時把客戶的忠誠度提升。
- 3 說出客戶思考但沒說出的事情：  
別怪未來的消費者可能心口不一，他/她說喜歡的與真正喜歡的可能不一樣。在高度連結、快速變動的世界，客戶不一定永遠有時間去了解自己真正的需求，反倒是

金融業者必須培養大量的數據分析能力，告訴客戶他們真正需要的商品/服務。

- 4 在客戶體驗旅程中不缺席：  
未來的客戶必然是受社群以及行動設備所影響消費者行為，金融業者必須要洞察使用者經驗中的各個環節，提供更貼心的服務，例如WiFi，趣味遊戲化的獎勵或互動機制等。

儘管客戶的要求與喜好不斷在變化，但好消息是，根據知名金融業者所做的調查，客戶願意多付21%的金額，享受以客為尊的尊榮服務，這表示使用者經驗愈發重要，而消費者的心態也更加開放，願意嘗試各種創新的可能。

## 不容忽視的使用者體驗與安全

對於部分趨於保守或因不熟悉技術而有安全之虞的臺灣消費者而言，行動支付的安全性一直以來都是阻絕實際行動的隱憂之源。根據調查，全球49%的網路用戶在網購或線上支付時感到不安全，大多數（60%）認為用戶和銀行都應該對金融資訊的安全保



護負責，除非能夠得到網路詐騙防護，才會增加使用線上支付系統的頻率。Deloitte建議，要讓使用者安心，業者須建立風險辨識、評估、監控、處理以及監督與追蹤等機制，幾項關鍵提醒如下：

- 1 強化資金管理（如慎防套現、偽冒與洗錢交易）
- 2 使用者管理分級（如建立使用者辨識、身分等級劃分的機制）
- 3 加強資料保護（如建立機敏資料與個人資料的保護機制與環境）

此外，未來資訊安全將成為數位金融的必要條件，除了持續強化自身資訊安全的能力，在創新商業應用的同時，也須考量可能的風險並做好因應的配套方案。

## 結語

從使用者面向觀察，勤業眾信總結臺灣數位金融發展重點如下：

1. 多通路（Multi-Channel）已然不足，重點是全通路（Omni-Channel），全通路的建構還必須考慮SoLoMo（Social社群、Location地點、Mobile行動）的有效整合，數位金融的發展要可以在使用者於實體世界轉換地點或裝備，或是於虛擬世界切換平台與場景時，都可以牢牢地鎖定使用者的行為模式，並在適當的時機點觸發其服務需求。
2. 藉由離線服務與客戶數據的整合，打造個人化與同理心的金融服務：世界各國的銀行都逐漸面臨分行必須減少的趨勢，這並非自動化的金融系統可以完全取代使用者

對於金融人員面對面的諮詢需求，而是代表網路銀行將成為金融服務的門面，使用者對於銀行的認識與信賴，建築於虛擬服務的使用，藉由來往資訊的累積，金融服務商可以識別更多使用者的需要，適時的推動更多的服務。

3. 利用資訊科技強化跨業與跨界整合：金融服務的功能包羅萬象，從日常生活隨時發生的支付行為，到發生次數不那麼頻繁的房屋貸款，都是屬於使用者金融服務的一環，未來數位金融的發展，其中一個重要的決勝點即是如何利用科技能量，把所謂金融日用服務（如支付）透過資訊科技（如行動APP、內嵌程式以及快速有效的身分認證技術等），形成一個金融基礎建設型（Finance infrastructure）的服務，並藉由各式的跨界與跨業整合串聯，讓使用者可以在各式的商業環節裡，輕易地使用金融基礎服務，就如同使用水、電與網路一般的普及。
4. 智慧化的風險控管與安全防護：隨著網路金融交易的蓬勃發展，未來也會伴隨各式各樣的欺詐形式，不法分子會利用使用者對金融機構的信任或其本身運作時所存在的漏洞，竊取使用者的資料進行不法行為，最終使其蒙受損失，因此，網路金融的發展必須要搭配智慧化的風險控管與安全防護的機制，我們相信，未來，金融機構的風險管理與安全防護能力將會成為重要的顯性評價因子，同時網路金融服務也會持續強化其服務保障，甚至引進交易保險的機制，來強化使用者的信心與信賴。





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