

期貨人

2002年三月創刊 《總號第050期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2014**

第二季



封面故事

Link 商品連結世界

市場訊息

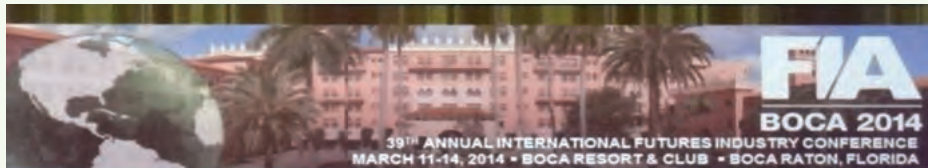
產業發展 刻不容緩

特別報導

程式交易

專題報導

上海自貿區背景下的中國金融發展與研究
BOCA 年會重點摘錄



總編輯的話 / 盧廷劼

封面故事

Link商品連結世界

2 Eurex/TAIFEX Link上市典禮紀要
/ 范加麟

4 歐交所一日到期臺指期、選擇權商品介紹與
交易策略
/ 錢怡成

10 善用臺指期貨、臺指選擇權盤後交易
/ 蔡鎮村

16 期貨商應辦理事項
/ 陳怡真

市場訊息

產業發展 刻不容緩

業務放寬 產業利多

23 放寬期貨自營業務範圍之產業利基
/ 黃淑岑

26 調降期經委託門檻之產業利基
/ 陳雲文

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

28 期經業者自有資金管理新里程
/林彥全

32 兩岸秀新聞
/姜淑玲

滬港通邁出國際化

期權交易蓄勢待發

原油期貨爭奪定價權

大陸證券基金期貨機構可交叉申請業務牌照

41 徵才與育才
/莫璧君

特別報導

程式交易

47 程式交易的魅力
/林詩仁

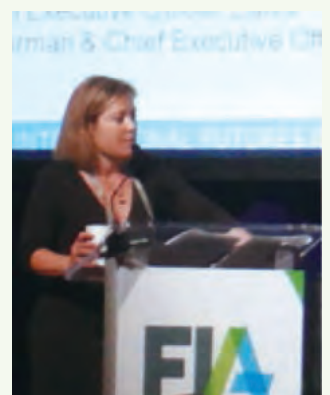
52 程式交易之風險控管
/林詩仁

56 騎士資本2012/08/01事件
/廖汶釗、黃奕儒

專題報導

64 「上海自貿區背景下的中國金融發展與研究」摘錄
/姜淑玲

70 第39屆FIA年會重點摘錄
/阮浩耘





轉型與契機

◎ 盧廷勅

主管機關秉持「穩健、創新、開放」之原則推動各項施政，5月15日剛上市的Eurex/TAIFEX Link Daily Futures，即是本國金融衍生性商品市場的一大業務突破，不但增加交易人盤後避險管道，也提昇臺灣期貨市場於國際上的能見度，然而本商品與期貨交易人過去從事國外交易之習慣與認知也有相當的差異，為強化對交易人與從業人員的教育宣導，本刊前期已就合作案架構、交易機制、結算機制、新臺幣損益收付及結匯事務詳細說明，本期則以交易策略與對交易人告知事項及應辦理事項為宣導重點，以利新商品的推動並期能創造更加亮眼的成績。

在創新與開發優質商品外，法令鬆綁擴大業務範疇方面更是感受到主管機關大力開放的腳步，為提昇期貨業者之競爭力，陸續放寬期貨自營商業務範圍、調降期貨經理事業委託門檻與放寬自有資金之運用範圍、放寬期貨商自有資金運用之金額，採合併計算方式，以其淨值百分之四十為限，惟需於其內部控制制度中訂定包括標的範圍之額度比

率、風險衡量及控管措施等相關作業原則並確實執行。在我們開放的同時，大陸也積極的朝國際化邁進，滬港通推動大陸資本市場對外開放、上海自貿區建構大陸對外開放的新路徑和新模式，並發展期權交易與開放證券基金期貨機構可交叉申請業務牌照，本期期貨人雜誌一併介紹這些市場新訊分享讀者。

IT在產業升級中所扮演角色的重要性與日俱增，它也的確為我們的生活及工作創造高度便利性與效益，然利之所在、風險之所在，我們也不得不關注其所引發的危機，本刊特別整理2013年10月16日美國證監會針對騎士資本公司於2012年8月1日因程式碼錯誤而引發一連串失誤造成嚴重後果的調查報告，並邀請專家就程式交易的優缺點與預防機制說明，提供讀者參考。同時我們也分享國際間深受各國重視的美國期貨業協會（FIA）年會內容，提供讀者一個身歷其境的紙上會議。



封面故事

Link商品連結世界！



臺灣期貨市場成立以來，首次將商品輸出國外的Eurex/TAIFEX Link聯結掛牌交易案，在眾望所歸中誕生，不但提供交易人盤後交易及避險管道，另一方面可吸引更多外資參與交易，提昇產業發展。

本單元邀請資深同業現身說法提供經驗分享讀者，期貨公會並說明本商品應注意事項及對客戶告知重點，在量質兼顧下，共同做大市場，提昇產業量能。



Eurex/TAIFEX Link 上市典禮紀要



(左) 歐交所總裁 Andreas Preuss (右) 期貨公會理事長賀鳴珩

期貨公會副秘書長◎范加麟

臺灣期貨市場成立以來，首次將商品輸出國外之Eurex/TAIFEX Link聯結掛牌交易案，於臺灣時間2014年5月16日下午3時30分在德國歐洲期貨交易所（Eurex）法蘭克福總部舉行上市典禮。為了彰顯臺灣期貨業對於此一聯結案之重視，期貨公會特別籌組包括12位理監事在內的參訪團，由賀理事長鳴珩率領，親臨現場向歐洲期貨交易所及臺灣期貨交易所表達祝賀之意，期盼本項聯結順利成功。

東道主歐洲期貨交易所總裁Andreas Preuss表示，兩大交易所共同推出一天期台股

期貨及臺指選擇權聯結掛牌交易之後，臺灣期貨市場的產品第一次可以在臺灣交易時段以外進行交易，為國際人士提供在歐美主要時段交易臺灣期貨產品的便利性，也為臺灣期貨市場的參與者開闢盤後避險及交易的途徑；同時，歐洲期貨交易所也得以進一步擴大亞洲布局及全球商品線。而且，歐洲期貨交易所今年3月份已順利取得臺灣期貨交易所5%股份，雙方將在相互持股的緊密關係下，攜手合作繼續擴大業務版圖。

臺灣期貨交易所范董事長志強則感謝我國主管機關，包含金管會及中央銀行的鼎力





支持，以及兩大交易所及期貨業界所有為這次合作而付出心力的同仁們，在短短15個月內，便將臺股指數期貨及臺指選擇權之一日到期契約在歐洲期貨交易所聯結上市，這項聯結不但有助於提升臺灣期貨市場交易量，並能吸引國際交易人參與臺灣期貨市場。他認為本次合作只是個開始，未來還會有更多合作商品來滿足市場需求，讓臺灣期貨市場更加多元化以及國際化。

賀理事長致詞時提到，這是臺灣期貨交易所首次輸出期貨商品至國際市場，也是臺灣期貨市場發展史上邁向國際化的重要里程碑，身為臺灣期貨業者備感榮幸。賀理事長除大力推崇主管機關的支持和兩大期貨交易所之努力外，也希望兩大期交所在現有的基礎上，規劃更多國際衍生性商品聯結交易，以提供交易人多樣化選擇。相信在交易所、

業者的共同努力下，一定可以提供市場成長的動能，創造亮眼的商機。

上市典禮結束後，本公會理監事參訪團也參加了歐洲期貨交易所歡迎新加坡大華銀行（UOB）成為其在亞洲的第一位結算會員之慶祝儀式，並與歐洲期貨交易所之其他結算會員與收付銀行進行業務交流，就結算配合作業作更深層的意見交換，參訪行程至此圓滿結束。

附記：Eurex/TAIFEX Link聯結交易第一個交易日（2014/5/15），一天期臺股期貨成交100口、一天期臺指選擇權成交1,096口，合計1,196口，超越2010年8、9月份韓國交易所KOSPI 200選擇權在歐洲期貨交易所上市之總成交量（8/30及8/31各24口、9月份共533口），為本項聯結交易開出好彩頭。



期貨公會理監事參訪團成員於歐洲交易所德國法蘭克福總部前留影



歐交所一日到期臺指期、選擇權 商品介紹與交易策略

日盛期貨副總經理◎錢怡成

眾所矚目，期待已久的臺指期盤後交易商品終於在5月15日問世，透過臺灣期交所授權給歐洲交易所，發行一天期的臺指期貨與臺指選擇權契約，兩者契約內容相同的部分有：同為新臺幣計價、相同的最小升降單位與同樣大小的合約規格。雖在歐洲交易所交易，被視為國外期貨商品，但是可以與國內未平倉部位進行多空互抵，並且僅需要擁有國內期貨帳戶與期貨商簽屬交易文件，就可以獲得相關的國外期貨虛擬帳戶，以進行歐交所一日臺指期、選擇權商品交易。其中歐交所一日臺指期貨與選擇權的交易時段為當日的下午2點45分至隔日凌晨3點（冬令時間則為4點），該時段涵蓋在歐洲與美國成交量較大的主要交易時段，其中歐洲的主要交易時間為07:50~22:00（臺灣時

間為14:50~次日05:00）、美國的主要交易時間為08:30~15:15（臺灣時間為22:30~次日05:15），對國內交易而言，此舉可以有效的延長臺指期交易時段。

有效延長交易時間積極掌握交易機會

影響國際金融市場甚鉅的Fed與ECB例行貨幣政策會議，Fed的會後聲明稿約在美中時區的10點以前發布（臺灣時間為次日零點）、ECB則是在歐洲中央時區的13:45之時發布（臺灣時間為19:45），往往在發表聲明的當下，皆會對市場產生不小的衝擊，例如先前美國的量化寬鬆政策即將要改弦易轍之際，2013年8月20日當天，市場在屏息注目尚未公布的前一日，即應聲下挫，其中恆生重



挫493點、臺灣加權下跌67點、次日開盤再跳空下跌53點，亞股、歐股乃至全球金融市場都受到影響，在此時刻手中有相關的交易工具，則可以帶來避險與積極交易的好處。

此外若是在公司季度財報宣布密集時點上，相約於當每年的一、四、七、十的第三週，重量級的領導公司往往是市場注目焦點，對於積極找尋交易機會的投資人來說，

歐交所提供的一日期臺指商品可謂絕佳設計，臺指期的盤後事件對價格行情產生的波動，可以作出相關反映措施。再者美國勞動部、商業部、農業部、能源署等，在公布重要經濟數據的當下也會對市場有所衝擊，例如每週五的初領失業救濟金人數、每個月第一個營業日的ISM製造業指數、物價指數等，皆是金融市場關注的焦點。

OMC與ECB今年餘下會議時間表

FOMC 會議	6月18日	7月30日	9月17日	10月29日	12月17日
ECB 會議	6月5日	7月3日	8月7日	9月4日	10月2日

美國重要經濟公布時間表

美國重要經濟數據	臺灣對應時間
初領失業救濟金人數	每週四 20:00
ISM 製造業指數	每月第一個營業日的 22:00
新屋銷售	每月第 17 個工作日的 22:00
GDP 初值	2、5、8、11 月的最後一週不固定日的 22:30

甚至臺灣期交所每日三點皆會公布十大法人與外資在期權市場上的籌碼資訊，以往需要等到次日開盤後，交易者才可以利用這份數據進行佈局，預料市場將會運用歐交所商品來提前佈局，享受後進者的抬轎效果。就交易經驗來看。過去摩臺指的夜間電子盤漲跌幅與臺灣次日期貨市場的開盤方向，有8成以上的相關聯度，推估主要是反映歐美股市行情的變動，歐交所一日臺指期權商品，預料也會跟隨歐美股市的盤中變動。

前日臺灣期貨市場的結算價就是次日歐交所的結算價

首先要說明的是，歐交所一日臺指期與選擇權的收盤價並不是當日的結算價，此與臺灣期貨市場的交易習慣會有所差異，歐交所的一日到期商品結算價是前一日臺灣期貨市場的結算價。舉例來說，5月20日臺指期結算價為8800點，5月21日凌晨3點，歐交所交易時間結束後，不論盤中漲跌為何，結算價就是前日的8800點，並依此對未平倉部位進行損益計算，然後再將部位實體交割為臺



Cover Story

灣的臺指期、選擇權契約，而後移轉回臺灣視為國內未平倉部位。這樣的設計用意在於確保不想在盤後的交易人，不會受到該時段價格波動的困擾，面對盤後的行情變動，意欲積極在歐交所交易時間裡的交易人更可以直接在市場的供需中，挖掘有利可圖的策略。

小心退單，交易前請準備充裕資金

歐交所盤中並無漲跌幅限制，且一日期商品並沒有盤中風險控管，也就是盤中交易時間不會收到追繳、砍倉等通知，交易者若發生過多虧損，以至於帳戶內的資金無法承接對應的移轉倉位時，會有退單問題產生！交易者若發生退單情況，則此時部位的獲利會歸屬給歐交所，若為虧損則由客戶承擔，且不論盈虧，歐交所還要再收取每筆250歐元處理費用。

由於掛牌在歐交所的一日期貨商品屬於國外期貨商品，交易盈虧屬於海外所得，需要適用海外所得600萬的最低稅負制，同時交易者會擁有虛擬的國外資金帳戶與國外的商品部位。在進行交易時，國內、國外的資金與倉位會互相牽動，同時也會牽涉到歐交所未平倉部位移轉回臺灣的方式，以下分別對期貨與選擇權列舉相關交易範例，以說明資金與帳戶之間的連動。

【情況一】：臺灣期貨帳戶裡沒有部位，於歐交所交易時間裡，以8790點買進一口多單，並且在歐交所交易時間裡以8810點

平倉。

此時交易者，在下單委託時候，期貨商會檢核國外帳戶是否有足夠的資金，才會准予委託。在建立部位後，達到20點的獲利目標進行平倉，這時候會有20點，相當於4,000元的獲利，此獲利會轉入國外帳戶，保證金亦於平倉後立即釋放至國外帳戶。

以此範例來看，歐交所的一日臺指期商品，若在當日的價格行情走勢一路呈現大漲不回或是大跌不彈的噴出行情，則資金相對不充裕的投資人勢必再交易時間結束前需要拋補平倉，造成行情反轉，由K線角度來看，此時形成影線的機會非常大，資金相對充裕的投資人則可以期待尾盤的反轉平倉潮出現，以掌握相關行情反轉的獲利機會。再者，參予歐交所一日商品的交易者，應為日間交易者的一部份市場人士，對市場的相關消息反應，很有可能是不足或是過度反應，因此產生有利可圖的機會應屬不小。

【情況二】：臺灣期貨帳戶裡沒有部位，臺指期今日結算價8700點，於歐交所交易時間裡，以8790點買進一口多單，但是沒有在歐交所交易時間裡平倉。

此時下單委託流程與帳戶資金檢核與前述情況一相同，但是歐交所交易時間結束後，交易者會面臨部位移轉回臺灣的情況，而由歐交所移轉回臺灣之前，須要把盈虧損益先行結算，才可以把部位移轉。以此範例來看，會有18,000元90點的虧損，該虧損金額會歸入在國外帳戶中，然後在臺灣的期貨帳戶裡會有一口未平倉多單。



這裡要強調說明的是：部位移轉回臺灣，若臺灣帳戶內有電子期、金融期，期貨商會進行部位組合，以減少保證金支出，例如一口多單大臺可以與一口空單電子期、或是一口空單金融期、或是其他依臺灣期交所部位組合規定來進行處理，而在組合後，僅收一口大臺的原始保證金。

歐交所一日臺指期遠比新加坡摩臺有交易優勢

【情況三】：臺灣期貨帳戶裡有一口多單臺指期，臺指期今日結算價8700點，於歐交所交易時間裡，以8790點賣出一口進行反向沖銷。

此時交易者在歐交所下單，期貨商會先行檢核是否有反向部位，若有，則視為反向沖銷交易，不收取保證金，此時平倉後，交易者會有18,000元獲利，該獲利會歸入在國外帳戶中，國內保證金則在次日8點半前釋放出來。

以此範例來看，在歐交所交易一日型的臺指契約，相較於新加坡交易所的摩臺期貨，會有更多的優勢。以契約規格來看，臺指期價格目前約在9000點水準附近，指數漲跌1%相當於是90點，等同有90個最小跳動刻度，約當18,000元的潛在交易獲利空間。但是摩臺指目前的價格水準約在320點附近，漲跌1%相當於只有3.2點，等同32個最小跳動刻度，契約價值變化只有320美金，約當9,600元新臺幣。對於短線交易者而言，意欲獲取歐美盤中即時交易機會，歐交所的

臺指期貨會因為價格水準位置和契約規模的大小兩個因素，而遠優於摩臺指。

以避險交易需求來看，夜間的歐美盤勢若對交易者的未平倉部位有不利影響時，在新加坡交易所交易摩臺指避險，則需要建立相反部位的新倉，才可以滿足避險需求，這意味交易者必須要額外準備一份資金停放在國外帳戶，但是在歐交所的一日型臺指契約，卻可以下平倉單，無需額外繳交保證金，明顯的，資金週轉效果兩者有差異。

再者摩臺指契約以美元計價，保證金需使用美元，交易者需要換匯吸收匯差，且以9000點的臺指水準來看，臺指期契約規模約當180萬新臺幣，新加坡摩臺320點相當於3.2萬美元，約為96萬新臺幣，運用新加坡摩臺指避險相當於需要產生2口的交易費用。

選擇權下單與臺灣委託方式不同

【情況四】：臺灣期貨帳戶裡沒有部位，臺指期選擇權9000點的買權結算價結在90點，於歐交所交易時間裡以88點價位買進一口，並在歐交所交易時間裡，以92點價位平倉。

此時交易者在歐交所下單，期貨商會檢核國外帳戶資金是否充足，以當時的價格和臺灣的結算價進行比較，取兩者較大的價格為收取保證金的基準，此範例為 $\text{Max}(90, 88)$ 乘以50，相當於要準備4,500元的保證金，才可以進行委託。同樣的，選擇權與期貨相同，歐交所於盤中時間並沒有風控管理措



Cover Story

施。之後交易者在92點價位平倉，則有200元獲利，會併入到國外帳戶。

【情況五】：臺灣期貨帳戶裡沒有部位，臺指期選擇權9000點的買權結算價結在90點，於歐交所交易時間裡以88點價位買進一口，但沒有在歐交所交易時間裡平倉。

此時交易者在歐交所下單，期貨商如同前例，會檢核國外帳戶資金是否足夠4,500元，但是交易者沒有給予平倉，則部位損益會先在歐交所先行結算，然後再將未平倉部位轉回臺灣，此時轉回臺灣當下，期貨帳戶裡的部位會呈現多空併存的情況，然後期貨商再進行保證金優化組合的動作，最後第三步則是進行多空部位互抵，倘若交易者不滿意期貨商的組合或是互抵的處置，交易人則還可以申請還原。

這裡要讀者注意的是，歐交所選擇權的下單方式，在風險管理的要求下，期貨商並沒有提供組合單委託功能，也就是沒有價差單、賣跨、賣勒、蝴蝶、兀鷹等2隻腳以上的組合保證金減收機制，不論買、賣方全部視為單腳，收取對應的保證金金額，以Sell Call+Sell Put為例，在臺灣市場上進行該策略佈局，僅需收取較大一邊的裸賣保證金金額，但在歐交所委託下單，則需要收取兩隻腳的裸賣保證金金額。

【情況六】：臺灣期貨帳戶裡有一口Buy Call未平倉部位，今日結算價90點，於歐交所交易時間裡，以88點反向沖銷，對同樣的履約價進行Sell Call的委託。此時期貨商檢核國內部位，若為相反委託則該筆交

易不收取保證金，而交易者產生的100元虧損，會併入在國外帳戶，待歐交所結算後該Sell Call部位會移轉回臺灣然後與臺灣的未平倉部位並存或組合或互抵。

未平倉部位移轉回臺灣，可以有效刺激臺灣期貨市場交易量

在期貨業務推廣方面來看，由於在歐交所的未平倉量會移轉回臺灣，此舉可以化解成交量、流動性遭到稀釋的疑慮，有利於使產品往互補互利的方向，來呈現給國內投資人。借鑒韓國交易所授權給歐交所的近幾年經驗來看，韓國的KOSPI產品自歐交所轉回來的未沖銷部位，約佔當日交易量的25%，此經驗將有利於業務推廣，活絡雙方彼此的市場。

再者依目前韓國KOSPI 200 掛牌在歐交所的交易量與本國市場交易量來看，約有4%的交易量，而新加坡摩臺指、香港恆生的晚間電子盤成交量約為早盤的6%與8%，對交易者者來說，這樣的活絡交易量將可以確保交易品質，縮小委買、委賣價差從而有利交易者佈局。

韓國KOSPI指數選擇權在2010年8月30日掛牌在歐交所交易以來，在不到七個月的時間，即突破50萬口交易量。而韓國與歐交所合作，今年已是第四個年度，交易會員、交易量皆逐步穩定成長，除2012年韓國選擇權合約規格放大5倍，導致交易量縮減外，延長交易時間對整體的市場活絡將有一定的助益效果，搶佔先機進入的交易者將更能體




會國際金融市場的變動與對臺灣市場的影響。

臺灣期交所5月12日再推展兩項新制度

臺灣交易所在5月12日推出另外兩項新措施，一為增加盤前揭露訊息、二為新增一定範圍市價委託方法。現行期貨市場盤前的08:30~08:45之際，期交所僅揭露總委買、總委賣的筆數與口數，5月12日後，所有在期交所的掛牌商品，均會在此時段的每5秒鐘，會模擬撮合參考的開盤價量，以避免投資人過度反應，而讓開盤價更能合理反應盤前的發生事件。

當然，交易所為了要讓模擬開盤價更有參考意義，相關的配套措施便是要求交易人在08:43~08:45之時，對已委託的掛單不可以刪單、改價、改量，僅可以新增委託。此舉對市場將會產生不小的沖擊，例如眾所皆知的市場波動度分配樣貌，開盤時段的波動度會遠大於盤中的情況，不少選擇權的賣方當沖高手會運用自設的下單介面，在算計好合

理的價金之後，會在此佈局多個履約價，等待市場激情過度反應完畢後，再以低價回補沖消。此外期貨市場上常用的開盤缺口回補策略也會受到影響，預料過度的跳空缺口將會因這制度而有所減少。

另外臺灣期貨交易所在5月12日新增一定範圍市價委託方法，過去幾年裡，市場上總是有交易人以市價委託方式在流動性較差的期權合約上做交易，此舉的後果就是交易人會成交在極端不合理的價位上，嚴格來說臺灣期交所僅能使用限價單方式委託，市價委託即是採用漲跌停7%的限價價位來進行委託，這對迫切需要建立倉位或是要拋售倉位的交易者來說，會有很大的不必要風險。因此臺灣期貨交易所推出一定範圍的市價委託，以期貨類商品來說，標的物前日收盤價的0.5%漲跌幅，就是用來取代目前的7%市價委託單。選擇權類的商品，其一定範圍市價委託的幅度，則設為0.2%。而此一定範圍市價委託方法僅可用在08:45~13:45的盤中逐筆撮合時間，盤前時間則無法使用。 

臺灣期交所委託單種類與使用限制彙整表

委託單接收時間		盤前 (8:30-8:45)					盤中交易時間 (8:45-13:45)						
撮合時間		集合競價					逐筆撮合						
委託單種類		市價單		限價單			市價單		一定範圍市價單		限價單		
委託條件		FOK	IOC	FOK	IOC	ROD	FOK	IOC	FOK	IOC	FOK	IOC	ROD
期貨	單式委託		○		○	○	○	○	○	○	○	○	○
	跨越價差委託						○	○	○	○	○	○	○
選擇權	單式委託		○		○	○	○	○	○	○	○	○	○
	組合式委託						○	○			○	○	



善用臺指期貨、臺指選擇權盤後交易

國票期貨副總經理◎蔡鎮村

前言

期貨交易所期盼的臺指期貨盤後交易，終於出爐了。這是臺灣期貨一大盛事，國人可以將原來每日五個小時的交易時間加上盤後交易13個小時，成為18個小時交易，延長交易時間，可以滿足證券投資人及期貨交易人的投資、套利、投機、避險之需求。此盤後交易全名為臺灣期貨交易所（以下稱期交所）授權歐洲期貨交易所（Eurex，以下稱歐交所）上市臺股期貨及臺指選擇權一天期貨契約（以下稱聯結產品）。此聯結產品，雖然僅可以交易臺指期貨及臺指選擇權，然而它們是國內期貨最大交易量的兩個商品，幾乎可以滿足國人的需求。（歐洲期貨交易所不同於歐洲[證券]交易所）

聯結產品可以提供現有的市場參與者針對他們在期交所部位的避險機會，並可即時調整部位以反映全球市場價格的波動。此

外，也可以在臺灣期貨市場收盤後，因交易時段的延伸而吸引來自亞洲和歐洲新的市場參與者。對臺灣交易者而言是代表市場交易時段的延伸，同時也提供歐交所會員及其全球客戶可以即時參與臺灣指數類衍生品市場的管道。由於臺灣本地對於臺股期貨與臺指選擇權的盤後交易需求強勁，臺灣期貨商亦提供其客戶聯結產品的相關服務。聯結產品若有淨未沖銷部位將會移轉回到期交所，事實上，聯結產品與期交所交易的臺股期貨與臺指選擇權是完全可相互取代的。聯結產品其交易規則是按照歐交所的相關交易與結算法規為準。交易人方便利用盤後交易時段建立新部位或將於國內期交所留倉反向沖銷了結。因此投機、投資、避險、套利的交易者，可善用這個交易時段完成需求部位。當產生系統風險時，更能發揮盤後交易的機能。



規格差異

雖然都是臺指期貨、臺指選擇權，但規格有些差異。首先，交易時段不同，期交所僅5個小時（上午08:45至下午1:45），歐交所則超過12小時。臺股收盤後，只要歐交所沒休市，當日下午2:30開始接受委託，下午2:45開始撮合交易，連續交易至次日凌晨4點（每年三月最後一個星期日起至十月最後一個星期日止為德國夏令時，則交易至次日凌晨3點）。第二，漲跌停不同，現階段在期交所為標的7%；然而在歐交所則沒有漲跌停幅度，但有中斷警示機制。第三，歐交所未平倉部位於收盤後移轉併入國內部位沖銷或留倉。因此，盤後交易收盤後，在歐交所的交易人不會留存部位。第四，盤後交易之所有月份臺指期貨保證金皆為期交所規範的當沖保證金（原始保證金之一半，交易人必須向期貨商申請且經過核准）。期交所部位僅為近兩個月份才可以使用當沖保證金。然而歐交所未平倉移轉併入期交所時，必須完全符合期交所規範。因此建議交易人儘量交易近兩個月份合約，才不會有遠月份移轉回國內時，產生保證金不足的情況。第五，歐交所盤中時段僅交易風控，不做洗價風控。因此，交易人必須自行留意權益數是否足夠事宜。第六，聯結商品交易屬於國外期貨商品，不會課徵期貨交易稅，交易損益併入境外所得稅，因此交易人因交易本聯結商品而產生的已實現損益，不論是當沖還是移轉回國內沖銷，在國外的交易損益皆需合併計算於海外所得600萬元基本所得扣除額。損益計算方式為盤後交易時段當沖損益，加計盤後交易留倉部份與當日期交所結算價之差額。

須向期貨商申請且經過核准）。期交所部位僅為近兩個月份才可以使用當沖保證金。然而歐交所未平倉移轉併入期交所時，必須完全符合期交所規範。因此建議交易人儘量交易近兩個月份合約，才不會有遠月份移轉回國內時，產生保證金不足的情況。第五，歐交所盤中時段僅交易風控，不做洗價風控。因此，交易人必須自行留意權益數是否足夠事宜。第六，聯結商品交易屬於國外期貨商品，不會課徵期貨交易稅，交易損益併入境外所得稅，因此交易人因交易本聯結商品而產生的已實現損益，不論是當沖還是移轉回國內沖銷，在國外的交易損益皆需合併計算於海外所得600萬元基本所得扣除額。損益計算方式為盤後交易時段當沖損益，加計盤後交易留倉部份與當日期交所結算價之差額。

表一、聯結產品契約規格

契約規格與臺灣期貨交易所掛牌的臺股期貨與臺指選擇權原則上一致	
交易標的	於期交所掛牌的臺股期貨契約、臺指選擇權契約序列（含一週到期的臺指選擇權契約序列）。
契約單位	一口臺股期貨 / 臺指選擇權契約。
最小升降單位	期貨：指數 1.00 點（相當於新臺幣 200 元）。 選擇權：指數 0.10 點（相當於新臺幣 5 元）。
契約乘數	期貨指數每點新臺幣 200 元，選擇權指數每點新臺幣 50 元。
每日漲跌幅	此為歐交所掛牌商品，原臺股期貨及臺指選擇權之每日漲跌幅限制並不適用（無漲跌幅限制）。
契約期間	一個交易日。
交割方式	變動保證金部分，於歐交所交易時段結束後計算變動保證金，於次日進行收付，並於期交所次日開盤前，進行實物交割及部位移轉。
每日最後結算價	最後結算價為該交易日期交所臺股期貨與臺指選擇權各序列之每日結算價，新臺幣計價的變動保證金在臺灣的結算銀行進行收付。
交易日	歐交所及期交所均有營業的交易日。
交易時間	歐洲中部時間 07:45-21:00 或 08:45*-21:00 （臺灣時間 14:45-04:00 或 14:45-03:00*） * 夏令時間為每年三月底至十月底



Cover Story

交易聯結商品

交易人想委託從事盤後交易者，若已開立國內期貨交易帳號，只要簽署「期貨商代期貨交易人辦理國內、國外期貨交易客戶保證金專戶相互撥轉同意書」（可網路簽署）即可，以利期貨商協助國內期權與聯結商品之間保證金相互撥轉，交易人委託下單聯結商品檢核保證金時，如為與國內部位反向沖銷者，則不收保證金。盤後交易之臺指期貨之預繳保證金標準為期交所公告當日沖銷之原始保證金。選擇權交易最低收取當日國內收盤結算的權利金或保證金，意即臺指選擇權的買方之支付權利金的標準為結算價與委託價較大值者，也就是委託價低於結算價，則收取當日國內收盤結算的權利金（結算價乘以契約乘數50）。臺指選擇權的賣方之保證金為期交所公告之風險保證金MAX（A值減價外值,B值）加計低於結算價之成交價

之差額乘以契約乘數，若委託價高於結算價則僅收風險保證金MAX（A值減價外值,B值）。意即至少收取風險保證金MAX（A值減價外值,B值）。（詳見表二、Eurex臺指期貨及臺指選擇權保證金權利金收取標準）

如何善用盤後交易

在1990年至臺指期貨尚未上市之前，每日內加權指數波幅達2.05%（標準差1.53%）；然而自從1998年7月21日，臺灣掛牌加權指數期貨(臺指期貨)可供避險以後，每日內加權指數波幅降低為1.78%（標準差1.05%）；2001年12月24日掛牌臺指選擇權後，每日內加權指數波幅大幅降低為1.48%（標準差0.8%）（詳見表三，加權指數每日內波幅統計表）。因此臺指期權市場的發展有助臺灣證券市場的安定作用。

表二、Eurex臺指期貨及臺指選擇權保證金權利金收取標準

委託	標的	新倉部位	與國內部位反向沖銷
買 / 賣	臺股期貨	當沖交易原始保證金 ^(註1)	不收保證金
買	臺指選擇權	該交易序列之當日結算價 × 契約乘數 + 變動保證金 ^(註2)	不收保證金
賣	臺指選擇權	市價委託時 = $(P_m - P_s) \times \text{契約乘數}^{(註3)} + \text{Max}(A - \text{價外}, B)$ 限價委託時 = $(P_l - P_s) \times \text{契約乘數} + \text{Max}(A - \text{價外}, B)$	不收保證金

註1：交易人需簽署國內期貨當沖交易申請書。

註2：變動保證金為委託價與結算價之差額乘以契約乘數，倘該差額為獲利則不收。

註3：賣出選擇權，倘交易為獲利時，則只收取Max（A值減價外值，B值）。

現階段每口的A值為22,000元；B值為11,000元。



表三、加權指數每日內波幅統計表

期間	平均	標準差	備註
1990/01/04-1998/07/20	2.05%	1.53%	臺指期貨上市之前
1998/07/21-2001/12/21	1.78%	1.05%	臺指期貨上市之後，臺指選擇權上市之前
2001/12/24-2014/04/30	1.48%	0.80%	臺指期貨上市之後。臺指選擇權上市之後
1990/01/04-2014/04/30	1.71%	1.22%	

資料來源:臺灣證券交易所、臺灣期貨交易所

期權操作原理，可區分基本面（除了政經數據消息之外，短天期間內基本面改變不了多少）、技術面（依使用週期不同或指標的不同，產生不同的多空解釋）、籌碼分析（主力、法人、散戶等指標）。每日下午1點45分，所有技術指標及籌碼指標數值皆底定。依籌技術分析或籌碼分析者即可以擬定後續（含盤後聯結商品）交易策略。

臺灣證券市場是一個淺碟市場，國內或國際政經消息即影響臺灣證券市場。諸如1996年3月臺海飛彈危機、1997年亞洲金融危機、1999年7月兩國論、1999年921大地震、2000年政黨輪替及10月廢核、2001年美國恐怖攻擊事件、2002年8月一邊一國論、2003年3月SARS事件、2004年3月319槍擊案、2008年金融海嘯、2009年4月海峽兩岸金融合作協議MOU、2011年日本311地震及8月歐債危機，每次都對臺灣證券市場產生重大的衝擊。尤其是政經意外事件是發生在臺股收盤之後，隔日臺股以跳空開出空的殺傷力更大。以最激烈的漲停、跌停開盤，因此大多數的證券投資人或期貨交易人的理財交

易部位就會產生不可預期的損失。若在盤中發生政經或意外事件，因有期權避險機制，證券投資人或期貨交易人較能安然度過。有聯結商品盤後交易之後，除了假日休市之外，所有政經或意外事件，就好像是盤中發生一樣，行情方向是循序漸進行的，對投資人或交易人的影響程度較低。

例如：今（2014）年4月25日與2000年10月，同樣都有核四議題，兩者之間除了時空不同，選擇權市場也提供避險效果之外，盤中及收盤後產生的議題也有很大的區別，盤中的影響相對小於非理性跳空。但在收盤後發生的319槍擊案，當時可供避險交易的只有新加坡摩臺指盤後電子盤，當天下午4點開盤時，以281.5低盤開出，立即應聲重挫7.3點（跌幅達2.53%）。在3月22日摩臺指盤中一度跌15%，最後以跌12%收盤。臺指期連續兩天跳空跌停開出，在第二天跌停後跟著摩臺指拉升收紅K，若是3月19日盤後有聯結商品（下午2:45）可供交易，當時即可出脫多頭部位或進場避險，就不會面對3月22日及23日開盤即以跌停7%



Cover Story

鎖住，多頭來不及出場或避險的窘境。2009年4月30日，因為兩岸MOU大利多，摩臺指大漲11.87%，次日臺指期以跳空7%漲停開盤，5月4日摩臺指又以5.88%收市（最高漲9.3%），臺指期也是以7%漲停收市，三天內拉了19.5%。換成是空頭交易人，將產生來不及出場或避險的窘態。

除了319槍擊案、911恐怖攻擊事件、311日本大地震、美國債信危機（2011年8月5日標準普爾宣布美國債信評等從AAA降為AA+，同時將美國債信評等展望調整為負向）。都是在臺股收盤後發生。若有盤後交易的話，對靈敏的交易人（投資人）即可交易聯結商品反向交易。因此期貨交易人或證券投資人該多瞭解及善用盤後交易重要性。

就籌碼分析者而言，下午1點45分期貨市場收盤後，期交所陸續公告相關訊息，例如VIX（恐慌指數）及賣權買權比（Put/Call ratio）、結算價、未平倉量、三大法人交易量、大額交易人交易量、持倉部位及臺灣證券交易所公告三大法人現貨市場買賣超、債券部位，藉由這些資料可以訂出交易策略。另外，每年有八次排定的美國FOMC利率決策會議後的記者會，及每個月的第一個星期五晚上的非農業就業人口等就業報告，這些報告往往影響歐美股市產生巨烈幅度波動，一般而言，也影響臺灣證券市場次日的漲跌。因此交易人可以利用報告，捷足先登，建立聯結商品的投資、套利、投機、避險部位。

國內的政治議題也影響投資人的信心。尤其是臺灣選舉前後的證券市場波動表現最為明顯，當選舉預期及選舉結果差異大時，立即反應在證券市場。臺灣選舉都在星期六，從週五晚上的選舉之夜及聯結商品收盤前的反應，交易人及投資人有必要運用期權建立避險部位。況且聯結商品也包含一週到期臺指選擇權，大幅降低時間價值避險成本。

交易人要留意事項

投資理財不可以掉以輕心，重大利多、利空無法預先料到。賺錢的機會總是給提早準備妥當的人。尚未開立期貨交易帳戶投資人，宜儘早開立完整帳戶（包含銀行約定轉帳），以備不時之需。有國內期權交易經驗者也需瞭解聯結商品的相關規定。交易人宜留意下列事項：

- 一、聯結商品為國外期貨商品，採預收保證金制，故交易人在下單前，應先將保證金存至期貨商之國外客戶保證金專戶。交易人於國外帳戶存放足額之保證金，可自行匯入或逐筆指示期貨商將交易人存放於國內客戶保證金專戶之保證金轉入國外客戶保證金專戶。
- 二、交易人欲從事聯結商品交易，應先瞭解期貨商可接受之下單方式（例如：電話、網路或其他電子方式…等）、下單時間（接單時間）及下單流程。
- 三、聯結商品採盤中單獨控管，得不進行盤



中高風險帳戶通知及代為沖銷作業，且不會與其他國外期貨商品合併列入交易人國外期貨交易帳戶風險指標的計算，但會在聯結商品成交後計算出應收取的保證金，列為交易人國外帳戶權益數減項，影響交易人可動用保證金餘額。

四、聯結商品於歐交所交易收盤後計算到期損益（成交價與結算價之差額乘以契約乘數），將到期未平倉部位進行實物交割成為臺股期貨部位或臺指選擇權部位。期貨商依期交所之規定，檢視交易人保證金、權利金是否足夠，若有足夠之保證金、權利金，將於期交所次一營業日開盤前，將部位移轉回交易人之國內帳戶。

五、(一) 具備申請當日沖銷交易資格條件的交易人得與期貨商簽立當日沖銷交易風險預告書（得以書面簽署或電子憑證方式簽署），臺股期貨（TX）部位可依期交所公告之當日沖銷交易原始保證金（全額保證金的一半）檢核，但應注意依期交所及期貨公會之下列規定辦理：

1. 臺灣期交所目前當日沖銷交易原始保證金（全額保證金的一半）收取僅限最近 2 個到期月份契約，故其他月份之部位仍應以一般交易之原始保證金（全額保證金）檢核。
2. 以當日沖銷交易原始保證金（全額保證金的一半）檢核轉入之部位，期貨商將依當日沖銷交易盤中風險控管機制、強制沖銷之規定，及收盤後留有當日沖銷交易未沖

銷部位餘額之處理方式辦理。

3. 轉入的部位超過交易人申請適用於當日沖銷交易之所需保證金額度的部份，必須以一般交易之原始保證金（全額保證金）檢核。

(二) 如交易人未事先與期貨商簽立當日沖銷交易風險預告書，臺股期貨(TX)部位則需依期交所公告之一般交易原始保證金額度檢核，依一般交易之規定辦理。

六、因交易人委託下單時得以期交所公告之當日沖銷交易原始保證金（全額保證金的一半）檢核，而到期未平倉部位轉入國內帳戶時可能全部或部分部位採期交所公告之一般交易原始保證金（全額保證金）計收，將可能導致帳戶權益數不足而發生部位被拒絕轉入並被代為沖銷，為避免此類之風險與糾紛，請交易人隨時掌握風險並存入足額或超額之保證金。





Cover Story

配合臺灣期貨交易所授權歐洲期貨交易所上市以台股期貨及臺指選擇權為標的之一天期期貨契約應辦理事項

期貨公會◎陳怡真

臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）授權歐洲期貨交易所（以下簡稱歐交所）上市以台股期貨（TX）及臺指選擇權（TXO）為標的之一天期期貨契約（以下簡稱本商品）於今年5月15日推出，本商品在歐交所交易時間內其性質屬於國外期貨商品，交易規則原則上依循歐交所之規定辦理，與其他的國外期貨商品最大不同之處在於本商品為一天到期期貨契約，到期後將轉入期交所成為國內期貨商品，此時即應依期交所之相關規定辦理。由於與期貨交易人過去從事國外交易之習慣與認知不盡相同，在上市前充分讓交易人瞭解是十分重要的工作；此外，期貨交易輔助人（IB）從事之業務範圍也配合開放，從過去僅限於「國內期

貨及選擇權契約」，自103年3月13日起，增加「經金管會核准臺灣期貨交易所於國外期貨交易所上市之新臺幣計價期貨契約」，期貨商與IB之分工情形以及對透過IB開戶之交易人應提醒事項亦十分重要，為服務會員公司，期貨公會在本商品推出前，即規劃期貨商及IB應辦理事項，提供會員公司參考，以下就期貨商應辦理事項分別敘明。

壹、對交易人告知事項

本商品以新臺幣計價，契約規格及最小跳動值與期交所TX及TXO完全相同，對於目前已從事國內期貨交易的交易人相對容易瞭解；但本商品一天到期，有關到期交割方



式、部位轉入交易人國內帳戶及部位轉入時需檢核交易人是否有足夠之保證金及權利金等規定，大部分交易人則相當陌生，為使交易人在進行本商品交易前有充分的瞭解，避免日後之爭議，期貨公會特別提供「對交易人告知事項參考範本」給業者參考使用。以下謹就告知事項範本內容摘要說明。

一、對全部客戶（包過透過期貨商或期貨交易輔助人開戶之交易人）告知事項

（一）契約規格及交易規則

由於期交所已將相關資訊放置於該公司網頁本商品的宣導專區中，多數期貨商也會公告於公司的網頁，交易人有多種管道可以得知，故本項目為選擇告知事項，業者可依實際需要自行決定是否列入告知事項中。

（二）保證金收取標準

由於歐交所對本商品並未向其結算會員預收保證金，本商品於尚未推出前，針對「期貨商對交易人是否要預收保證金」及「是否要訂定保證金收取標準」有不同意見，後因主管機關考量交易人及業者之風險，及多數業者希望有一套共同的標準可以依循，主管機關函請期貨公會研擬期貨商預收保證金等風險控管措施。而期貨公會為兼顧市場發展、國際競爭力及風險管理原則，經過第四屆常務理監事會第一次聯席會議討論通過，訂定以下規範：

本商品採預收保證金制度，期貨商接受委託前應先檢視交易人國外帳戶是否有足夠

的保證金，保證金收取標準如下：

1. 期貨商接受交易人（非期貨自營商）委託從事本商品

（1）以TX為標的之契約：考量本商品之國際競爭力，以期交所公告之當沖交易原始保證金收取；若交易人國內帳戶有可以反向沖銷的部位，則不須收取保證金。

（2）以TXO為標的之契約：基於部位可能產生之風險以及交易人對於目前期交所TXO保證金權利金收取方式較為熟悉等考量，訂定以下收取標準：

◎選擇權買方：就期交所當日結算價與委託價取其大值，乘以契約乘數收取保證金；若交易人國內帳戶有可以反向沖銷的部位，則不須收取保證金。

◎選擇權賣方：期交所對TXO公告之風險保證金 $\text{MAX}(A - \text{價外值}, B)$ ，加上變動保證金（即委託價與結算價的差額乘以契約乘數），委託價與結算價的差額為獲利則不收；若交易人國內帳戶有可以反向沖銷的部位，則不須收取保證金。

2. 期貨商接受其他期貨自營商委託從事本商品

因具備國內期貨自營商身分之客戶的到期未平倉部位將轉入該期貨自營商的國內帳戶，故無論是以TX或以TXO為標的之契約，均只需收變動保證金，委託價與結算價



Cover Story

的差額為獲利則不收。

此外必須特別留意的是，期貨公會所研擬的保證金收取標準為最低收取標準，各期貨商得依個別交易人的信用狀況及交易性質訂定不同之收取標準；而期貨公會未來也可能視市場發展狀況適時進行調整。

本項保證金收取標準，為應對交易人告知事項，期貨商得依交易人之信用狀況及交易性質，另訂定不同之收取標準，若期貨商另有規定時，應自行調整告知內容，依實際收取標準對交易人進行告知。此外，若期貨商初期尚未完成在交易人委託時檢核國內帳戶有無相反部位之機制，或依據公司風控原則，得不採用檢核國內帳戶有無相反部位之機制，則應自行調整本項告知內容。

（三）盤中風險控管方式

期貨商應對交易人告知本商品於盤中風險控管方式。由於本商品為一天到期的期貨契約，並以期交所當天的結算價做為本商品到期交割的最後結算價，在部位成交時已經可以計算出到期損益，與其他國外商品的風險並不相同，故期貨商對於本商品得採單獨控管（不進行盤中高風險帳戶通知及代為沖銷作業），本商品將不會與其他國外期貨商品合併列入交易人國外期貨交易帳戶風險指標的計算，但會在本商品成交後計算出應收取的保證金，列為交易人國外帳戶權益數減項，影響交易人可動用餘額。

（四）每日（最後）結算價

期貨商應告知交易人，使交易人事先知悉本商品每日（最後）結算價為該交易

日期交所臺股期貨（TX）及臺指選擇權（TXO）各序列的每日結算價，若因技術問題或其他因素導致結算價無法決定時，歐交所結算機構可使用其他方式決定最後結算價。

（五）交割方式

期貨商應告知交易人若未於收盤前進行平倉，將會在收盤後計算到期損益，在交易人的國外帳戶進行款項收付，此外，歐交所也會將未平倉部位進行實物交割成為臺股期貨（TX）部位或臺指選擇權（TXO）部位，於期交所的次一營業日開盤前，移轉回交易人之國內帳戶。

（六）到期部位接受或拒絕轉入

期貨商應對交易人告知以下到期部位接受或拒絕或轉入之部位、保證金檢核原則及作業方式。

1. 期貨商辦理本商品到期未平倉部位轉入前，應依期交所對於保證金或權利金之規定，合併檢視交易人國內及國外帳戶是否足夠支付轉入部位所需保證金及權利金，如果足夠，期貨商將接受部位轉入，如果不足，期貨商可拒絕全部或部分部位轉入。
2. 本公會列出下列檢核交易人帳戶足夠支付轉入部位所需保證金及權利金方式供期貨商參考，期貨商可依實際需求從嚴訂定並依實際對個別交易人採用的方式告知交易人：

（1）依期交所公告當沖部位原始保證金檢核：



- 如交易人已與期貨商簽訂國內當沖交易風險預告書，臺股期貨（TX）最近二個月份契約的部位可依期交所公告的當日沖銷交易原始保證金檢核。
- (2) 依期交所公告一般部位原始保證金檢核：
- 如交易人尚未與期貨商簽訂國內當沖交易風險預告書，或轉入部位不是屬於臺股期貨（TX）最近二個月份契約的部位，則應依期交所公告的一般沖銷交易原始保證金檢核。
- (3) 得與國內帳戶既有部位多空互抵計算保證金：
- 在歐交所到期未平倉轉入交易人國內帳戶之臺股期貨（TX）及臺指選擇權（TXO）的部位，得與交易人國內帳戶的部位多空互抵計算所需保證金及權利金。
- (4) 交易人帳戶採策略保證金計算方式：
- 比較轉入部位單獨計算之應有策略保證金與轉入部位併入既有部位之整戶保證金應增收之金額何者較低。
- (5) 如交易人帳戶採SPAN保證金計算方式：
- 比較轉入部位單獨計算之應有SPAN保證金與轉入部位併入既有部位之整戶保證金應增收之金額何者較低。
3. 在交易人之保證金、權利金足夠範圍內，期貨商可選擇將一部份的部位轉入，若交易人未與期貨商約定接受或拒絕部位之處理原則，可由期貨商自行決定處理原則，若期貨商採取與交易人約定處理原則，期貨商宜先評估交易人所提出接受或拒絕部位原則之可行性，再決定是否與交易人約定。
4. 部位處理方式：
- (1) 從歐交所轉入交易人國內帳戶之臺股期貨（TX）為自動沖銷。
- (2) 從歐交所轉入交易人國內帳戶之臺指選擇權（TXO）部位，如交易人未通知期貨商指定沖銷，多空部位將保留，交易人如需指定沖銷，應通知期貨商辦理。
5. 從歐交所轉入交易人國內帳戶的臺股期貨（TX）及臺指選擇權（TXO）部位，在轉入時會立即適用期交所部位限制之規定，尚不需要立即適用期貨商對交易人分類分級、加收保證金規定，而是在轉入的當日期交所收盤後，才開始適用期貨商對交易人分類分級、加收保證金規定。
- (七) 部位拒絕轉入之後續處理
- 期貨商應告知交易人，當交易人部位被拒絕轉入國內帳戶時，將轉入歐交所的結算機構於期貨商開立之部位處理專戶，歐交所的結算機構將指示該期貨商於當日執行沖銷拒絕部位，至全部部位沖銷為止，如當日因市場流動性不足或其他不可抗力因素造成無法於收盤前沖銷完畢之部位，該期貨商將依



Cover Story

相關規定，持續執行代為沖銷作業，至全部部位沖銷為止。部位處理後如有利得，歸屬於歐交所，如有損失或處理部位之相關費用，則會向交易人進行追索。為避免因部位被拒絕轉入引發後續之糾紛與風險，請交易人斟酌於期貨商國內、外保證金專戶存放足夠或超額之保證金。

（八）一次性撥轉之約定

過去交易人因從事國內及國外期貨交易時帳戶資金調度之需要，會採逐筆指示方式，請期貨商將保證金由國內帳戶轉到國外或國外帳戶轉至國內，因應本商品推出，交易人國內外資金互轉之機率大增，且到期撥轉部位時間為清晨，因此主管機關特別予以放寬，同意可採用一次性約定撥轉的方式辦理，亦即交易人得事先與期貨商以書面約定授權期貨商辦理撥轉作業，經雙方約定後，因支付本商品到期結算虧損或到期未平倉部位轉入交易人國內帳戶所需收取之保證金或權利金，期貨商得自行代為辦理國內外帳戶保證金撥轉或換匯，無需再由交易人逐筆指示撥轉。期貨公會已訂定「期貨商代期貨交易人辦理國內、國外期貨交易客戶保證金專戶互相撥轉同意書」參考範本供業者使用，並建議業者盡量與客戶約定由客戶授權期貨商辦理撥轉作業，以避免影響本商品到期部位之轉入作業，造成部位被拒絕轉入產生的後續費用或爭議。

二、透過期貨IB開戶之客戶，除上述事項外，應增加下列告知事項

（一）約定入金、出金帳號

IB應告知交易人，從事本商品交易得使用原開戶時所約定之入金及出金銀行帳號，或另增加約定入金帳號（每一幣別不可超過三個約定入金帳號）或變更出金銀行帳號，辦理存入或提領保證金。

（二）客戶保證金專戶帳號

IB應告知交易人從事本商品交易前應先存入保證金至委任期貨商之國外客戶保證金專戶。交易人可將保證金從與期貨商約定之指定入金帳號，存入國外客戶保證金專戶，或通知IB或期貨商從國內客戶保證金專戶交易人權益中之可動用餘額，撥入國外客戶保證金專戶。

（三）出金申請

若IB有協助期貨商辦理出金，應告知交易人出金申請可由IB協助辦理，或直接向期貨商申請，並應告知交易人IB及期貨商受理人工出金服務時段及出金專線。

（四）委託及聯繫方式

若IB有受理人工下單，或提供本商品之相關問題諮詢服務，應對交易人告知本商品得以電子或人工方式進行委託、電子下單網頁、IB及期貨商接受人工下單時段，以及IB或期貨商受理本商品相關問題詢問之服務時段。

對交易人進行告知事項的告知管道，可參考以下幾種方式，惟不以下列方式為限，期貨商宜儘量採用多種管道告知客戶，並妥



善保存各項告知紀錄：

- (一) 以書面方式告知。
- (二) 以電子郵件方式告知。
- (三) 於交易人登入下單網頁時告知。
- (四) 於買賣報告書或對帳單增列告知事項。
- (五) 其他與交易人約定之方式。

貳、受託契約應增訂或變更事項

目前期貨公會並無提供受託契約範本給期貨商參考使用，基於契約自由原則，由各家期貨商依據期貨商管理規則所訂之契約應記載事項，在法令允許之範圍內，與交易人自行約定受託契約之條款，因應本商品推出，期貨商仍應全面檢視受託契約（包括由期貨商開立之帳戶或透過IB開立之帳戶），若有因接受本商品之委託而需要增訂或變更之處，則依受託契約中有關契約變更條款所記載的方式辦理。

過去由於受到相關法令限制，IB僅能受託從事國內期貨交易，現因主管機關已開放IB從事期交所授權於其他國外交易所上市之商品，若透過IB開戶之受託契約內容沒有明訂IB不得從事國外期貨業務，無須與交易人重新簽訂受託契約。

參、期貨商與期貨交易輔助人（IB）之委任契約應修訂事項

期貨商與IB應檢視委任契約內容是否允

許透過IB開戶的交易人直接委託期貨商下單，若有需要增訂或變更的事項，委任契約應配合修訂。

肆、期貨商應與歐交所交易會員或結算機構會員建立雙邊業務關係

期貨商受託從事本商品交易，以及於本商品到期部位轉入期交所，期貨商應與歐交所會員間針對交易結算資訊傳輸、保證金及權利金檢核、部位控管、部位轉入及拒絕轉入交易人國內期貨交易帳戶等到期交割部位之處理方式，及其他與當事人權利義務有關之必要約定事項進行約定。



市場訊息

產業發展 刻不容緩！



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。本期新訊將分三個主軸，結合制度與產業發展給您報報，從臺灣制度放寬之利多談起，到大陸近期市場發展，最後談產業最關注的徵才與育才議題，協助您即時掌握市場動態。

放寬期貨自營業務範圍之產業利基

統一期貨自營部協理◎黃淑岑

前言

金管會於2014年4月2日公告期貨自營商得從事之國內外交易所期貨交易不以期貨交易法第五條規定以主管機關公告之業務範圍為限。此舉，除了增加期貨自營商的避險管道，大幅放寬交易策略開發的自由度，並能積極帶動臺灣期貨交易所各項期權商品的交易量，同時培養期貨自營商從事國內外期貨商品的競爭力。

產品規劃與運用的優點

2003年當時主管機關財政部證券暨期貨管理委員會為因應金融市場國際化趨勢，於該年4月18日頒布期貨自營商從事國外期貨

交易之相關規範，當時規定期貨自營商得從事期貨交易法第五條規定主管機關公告之國外期貨商品交易，其後陸續公告多項規範，規範的重心主要在增加期貨商得從事期貨交易之交易所及交易商品種類，及規範交易額度。並開放多項相關避險措施如外匯避險、債券避險等，但期貨自營商業務範圍始終受到期貨法第五條規定的公告範圍所限制。

雖然，此舉是基於保護投資者的立場，但是無形之中也限制了許多與國際接軌的機會。此外，證券自營商得買賣國外有價證券、期貨商得投資境外基金，但是有些國家的市場呈現有價證券開放投資，但是期貨卻未開放交易的情況，使得國內證券商或期貨商在從事國外有價證券或投資海外金融商品時，相對於國際外資法人，避險工具較為不



Market information

足，進而增加從事國外有價證券交易的風險。

放寬期貨自營商國內外期貨自營業務範圍有助於增加期貨自營商的避險管道，提高交易策略的自由度，強化期貨自營商與國際接軌，其好處摘敘如下：

一、增加國外有價證券與境外基金部位避險管道

本國專營期貨商得以自有資金投資境外基金，證券商得買賣國外有價證券，期貨自營商從事國外期貨業務範圍未放寬前，容易出現國外現貨市場與期貨市場未同步開放而缺乏避險管道的問題。如韓國、印度、俄羅斯這些國家市場，在修法前，呈現現貨開放

交易但期貨卻未開放交易之期現貨未同步開放的現象，在放寬期貨自營商國外期貨自營業務範圍後，即可提供對應的避險管道，以便更有效的進行風險控管。

二、交易策略運用更加靈活

表一為臺灣加權指數與美國道瓊指數以及其他亞洲國家重要指數相關係數表，台股與美國道瓊指數相關性達0.8705，日經225指數相關性也高達0.8944，台股指數與南韓、上證、恆生指數短期相關係數雖然不高，但是交易時段部分重疊以及整體系統性風險仍然相當接近，因此仍然是重要的交易商品。

在交易策略運用上，包括：

表一：臺灣加權指數與美國及亞洲重要指數相關性

	臺灣加權指數	美國道瓊指數	上證指數	南韓綜合指數	日經 225 指數	恆生指數
臺灣加權指數	1	0.8705	0.2572	0.1604	0.8944	0.3411
美國道瓊指數		1	0.1059	-0.1332	0.9627	0.0383
上證指數			1	0.6068	0.1232	0.5428
南韓綜合指數				1	-0.1110	0.6879
日經 225 指數					1	0.1244
恆生指數						1

資料來源：鉅亨網統計

日期2014/5/7

(1)不同標的物跨市場價差交易

實務上，與我們鄰近的各亞洲區國家，彼此相關性高，交易時段接近，尤其韓國、香港，因此可研擬做臺灣與其他市場之間的價差交易，不管是期貨價差交易或者選擇權波動率價差交易，都是可以研究的交易策略

主題。

(2)同標的物跨市場套利交易

國際期貨市場發展呈現熱門商品大家搶著發行的現象，因此，不同交易所推出相同標的物的商品，或者是同一期貨合約在兩地交易所相互掛牌，跨境上市之跨境期貨合約。舉例來

說：日經225指數在日本大阪交易所、新加坡SGX及美國CME交易所都有期貨合約可以進行交易。除了交易時間不同，計價幣別不同等產品規格上的差異之外，主要連結的標的物相同，因此，除了滿足各個交易時段可能產生之避險需求外，不同市場間的套利交易也是開發交易策略可以切入的思考點。

三、增加期貨商品交易廣度與深度

表二為臺灣加權指數與匯率、黃金、原油以及波羅的海指數相關係數表，其他臺灣加權指數與美元匯率、黃金、原油都呈現負相關。在策略交易上，可以從臺灣加權指數與其他各種商品的統計關係，產生各種新的交易策略構想。

表二：臺灣加權指數與匯率、黃金、原油以及波羅的海指數相關性

	臺灣加權指數	臺幣 / 美元	臺幣 / 人民幣	黃金	原油	波羅的海指數
臺灣加權指數	1	-0.3749	-0.1408	-0.1859	-0.2255	0.1253
臺幣 / 美元		1	0.7258	0.0344	-0.1768	0.4726
臺幣 / 人民幣			1	0.2631	0.0241	0.1712
黃金				1	0.2322	-0.4770
原油					1	-0.1059
波羅的海指數						1

資料來源：鉅亨網

統計日期2014/5/7

結論

四、學習國外期貨商品經驗

原物料期貨、天氣期貨等等 臺灣期貨交易所目前尚未有這些類型商品，國內期貨自營商可以藉由交易國外商品的經驗，將此經驗帶回臺灣，促進臺灣期貨商品類型的增加、刺激新商品期貨業務的開發，增加期交所產品的深度與廣度。

放寬期貨自營商從事國外期貨業務範圍，不僅可以增加避險管道，提高交易策略開發的彈性，帶動臺灣期貨交易所期權商品交易量，並與國際接軌，強化期貨自營商的國際競爭力，使期貨自營商成為國內期貨交易人才的培育搖籃，對於未來臺灣期貨業務發展有相當正面的幫助。





調降期經委託門檻之產業利基

永豐期貨副總經理◎陳雲文

主管機關為扶助期經產業之發展已於103年3月5日核准業者之建議，將期經委託最低限額從現行250萬調降為100萬，這無疑是對期經產業創造了更多的機會，也是相對的加速業者自我提升之壓力。因為100萬委任之金額不是業者之最終目標，只是希望透過這扇大門提升產業能見度建立自我口碑品牌，由100萬衍生1000萬、一億甚至以上之管理資產。

委託金額從250萬降為100萬對產業有那些機會呢？以下是個人的一些看法：

一、最直接的機會就是客源增加了

調降資金門檻最直接的機會就是我們可以服務的客群更廣了，有助於增加三類型投資大眾參與期經事業，第一類是本身投資資金較少的大眾，因其本身資金較少，在過去250萬門檻時，無能力參與，現降為100萬門檻，可提高其投資能力，參與期經代操市場。第二類是本身有多樣投資類型的大眾，由於資金排擠，在過去250萬門檻時，不願將大多資金放在期經代操，因會覺得效益較

小，無法靈活運用資金，現在降低門檻，可讓資金更有效運用，增加其投資工具的選項，引導其來參與期經代操。第三類是本身有資金，但較保守的客戶，因其本身較保守，如要求一次要拿250萬資金，會降低其投資的意願，目前降為100萬門檻，可消除進場之心理障礙，增加進場投資期經代操的意願。透過調降委任資金門檻我們可以由小而大經營，也更有機會取得客戶的信任與支持，服務的客群更多後隨之而來的就是大大提升了期經產業的能見度，拉近期經事業和投資大眾的距離，活絡期經市場。

二、客戶投資配置更靈活

降低代操門檻後可讓客戶投資配置更多元，期經本身可投資的標的已非常多元，100萬的期經產品可以讓投資大眾更靈活的搭配其他投資工具，組成更完善且靈活的投資組合。例如客戶本身喜歡買賣臺指50現貨，由於期經產品可為客戶量身訂作投資產品，且目前只需要100萬的資金，客戶可使用部份的投資資金搭配選擇和臺指50相關的

期經產品，達到部分避險並增加其投資獲利的機會，如此，客戶投資配置將更加多元且靈活。

三、更能有效顯現期貨投資之特色

一個產業沒有特色很容易被取而代，期貨的特色除了多空彈性操作以外，有別於其他投資工具最具有的特點就是100萬在期貨市場上可以創造1000萬的投資效益，期經的專業在於嚴謹甚至精準的風險控管，在客戶的風險承受度內創造出有別於其他投資工具的預期報酬，當然這個前提是前置作業的KYC（Know Your Customer）要處理的非常完善。

敝公司在期經事業的經營也非將績效放在第一，而是將產品與客戶的適合度分析作業為第一績效次之，在這舉兩個案例：一是在我們年度達成委任人的目標8%去向客戶報告及說明續約作業時，得到的回覆竟是我隨便買個基金最少都獲利20%以上，為什麼還要投資期貨呢？（當年的合約年為06年中至07年中臺灣加權指數漲了約30%）另一個例子是市場出現系統性風險管理帳戶出現10%的虧損（還沒抵觸委任人約定之風險承受度），但是委任人還願意加碼委託資產，與我們一起創造後續的績效。以上兩個例子實際上是我們遇到過的實例，我們想要經營的方向是後者而非前者。我們經營的重點是策略商品找尋適合的客戶，績效是我們的附加價值。這兩個實例也是要說明期貨交易因為多空彈性操作，在商品走空頭趨勢時有相

對之優勢，反之走多頭趨勢時會相對弱勢，但是可以利用另一個特色槓桿投資彌補其不足，但這前提是要做好客戶適合度分析，將對的策略放在對的客戶上才能避免客戶糾紛之發生。

現在委託資金門檻調降後更有利期經產業經營出期貨全委之特色，100萬在其他的投資工具可能較不易發揮，但是期經可以。

四、較易創造績效分潤增加期經事業收入（Performance Share）

期經事業收入來源為經理費及績效費，如果無法創造績效費的收入期經事業不易長久經營，在降低委託資金門檻後，客戶可承受的風險金額不變下，期經事業要創造績效分潤的機會相對也大大提升，有利於期經事業之永續經營。

最後要感謝主管機關的此次的調降委託資金門檻，無疑對期經產業是一大利多。但是機會變多了我們的挑戰也更大了，100萬的管理帳戶絕對不是我們的目標，惟調降全委資金門檻至100萬可以讓我們經營最底層的積木更勞固，可以讓我們期經產業更經得起市場的淬鍊。也有望透過這次的開放期經事業能逐步走向康莊大道，更希望在未來期經的產品是獨一無二不可取代的，我們不需再去包裝類似股票、類似債券甚至跟定存做比較的商品。期貨投資有自己的大路可以走，其他投資事業是不易走進來的，這才是期經的最大特色。





期經業者自有資金管理新里程

康和期經副總經理◎林彥全

中華民國103年4月10日金融監督管理委員會金管期字第1020054060號函令放寬期貨經理事業「得以自有資金持有之外幣存款總額，不得超過其淨值20%及期貨經理事業自有資金從事依期貨交易法第五條規定公告之期貨交易範圍。」對現行期經業者無疑是業務放寬大利多，期貨經理事業在資金運用與操作上將更加靈活。

我們可從以下 BID 三向角度（Barrier Overcome 障礙突破、Industry-wide Benefit 產業助益、Development Case Study 發展案例分享）和未來發展性來解構分析：

一、Barrier Overcome 障礙突破：

以往期貨經理事業的自有資金運用，除了購置營業用辦公場所及法令原開項目，其中與期經業者自身專長期貨資產管理本業的期貨相關投資品項僅僅止於購買期貨信託事業發行的期貨信託基金受益憑證有價證券，自有資金無法像期貨自營直接投入期貨期權市場投資操作，由於舊有規範下投資範圍有相關限制以及期經從業管理人員也普遍認為與其自有資金只能投入一些只能偏多操作的傳統股票型、股債平衡型的共同基金，這類

型基金的波動率常常比可多空雙向操作、多元分散風險的期貨操作商品來得大，導致業者的自有資金大部份仍都存於銀行定期存款，嚴重影響業者之自有資金使用效率，且隨著市場利率不斷往下降，就直接地影響業者的公司收益。

但經由此次進一步放寬期經業者自有資金持有之外幣存款總額比例，將可使業者調整配置具存款相對利差和中長期較強勢匯差的外幣存款配置選項，得以較靈活彈性提升存款項端孳息穩健收益；同時加上開放期貨經理事業三成自有資金可從事依期貨交易法第五條規定公告之期貨交易範圍，將大大助益期經業者整體運營效能提升，公司自有資金運用可更為靈活，幫助增加期經事業收益，更健全財務體質結構，令一般業者有機會從現行諸多Bottleneck運營瓶頸轉為突破Breakeven損益點，進而達到年年持續穩健獲利和提升綜效，甚至使資方考慮增資投入更多資源。

二、Industry-wide Benefit 產業助益：

開放期經自有資金運用自行操作期貨，有以下好處：

1. 建立Trade Record提升信賴光環效應（Halo Effect）：利用自有資金進行管理期貨操作，將可有效持續性地累積期經公司實盤交易績效（Real Trade Record），此模式將有效符合未來大資金機構法人進行DD（Due Diligence）盡職調查程序中相關要求項目和爭取專業法人投資，類似國際上CTA Fund House 使用Seed Money 種子資金方式，有效增加資本適足和期初資產管理規模，為未來有利承接國內壽險和銀行等大型專業機構全權委託投資部位作鋪陳，有了實際績效（Trade Record）當作標竿，提供給國內外投資者及期經管理者參考，建立起投資方對期經公司的期貨資產管理能力的信賴感並有利於擴展海內外專業法人機構業務，將更透明化並有利業務上順利推廣。

因近年來實務上雖壽險業者自有資金部位可全權委託期貨經理事業公司代客投資操作，但因國內目前單一期經業者最多資產管理規模只有2~3億新臺幣，若再加上公司資本1~2億，亦只有5億規模，故對壽險等專業大型投資機構法人大資金全委需求的中長期配置考量會出現瓶頸，認為期經業者AUM（Asset under Management）資產管理規模太小，比如壽險業者期初想先全委某一期經業者5000萬至1億作前期試水，且當全委期經一段期間後符合預期，接下來其通常將加碼放大至5~10億以上部位委託，但常因「壽險公司內規風險管理相關考量：全委金額不得超過承接機構十分之一因素」制約而作罷，導致雙方無法順利進行業務合作，因其委託

投資操作金額已遠遠大於承接機構期經公司整體管理資產和資本規模；另一方面對於期經業者期初接觸開發新客戶，若有公司業者本身的實盤交易績效作參考，如此會提升投資方對期經業者資產管理團隊能力的信賴程度，進而擴展期貨資管業務和產業經濟規模。同時期貨資管業者亦可考慮與擁有較豐沛資金水位的校務基金、另類投資需求增大的政府基金及內政部主規管的殯葬禮儀服務業信託大資金談合作，惟其中部份法規要求調整及釋義空間，需業者、公會與跨部門主管機關一同努力。

以往自有資金投資其它基金不易管理，僅能被動式風控停損，反之開放能讓業者有效利用本業期貨期權多空靈活操作性，主動有效管理投資風險，且可執行相關期貨現貨避險模型。

2. 建立產品研發能力與人才育成中心：透過開放期經自有資金自行操作，將有利期經業者做到期貨資管相關財富管理人才養成培訓，做到育才納才留才的良好正循環期貨資產管理企業平台，以此資源來實際訓練交易、商品研發人員和業務人員，更能從基礎根本務實地測試及提升資產管理相關服務和研發新產品交易模組與策略能力、累積實盤操作管理經驗，公司從業人員更瞭解產品，紮實建立起整體產業人才庫的養成，未來國內才有可能產生多家優質合格期經業者，如同國外活絡且資產管理達3300億美金的Managed Futures Industry管理期貨產業CTAs（Commodity Trading Advisors，管理期貨交易顧問），且可



Market information

供國內外期信業者及CPOs (Commodity Pool Operators,) 選擇投資委任來納入其基金投組中, 令我們國內期貨產業朝正向蓬勃發展循環更邁進; 請見圖(一) - 講求CTA設立門檻極低, 利用高度高效市場自由競爭淘汰去蕪存菁的美國由2007年迄今至少有2000多家CTAs可供投資方選擇。

開放期經自有資金操作二級市場期貨期權甚至現貨, 將有更多期貨資管產品能透過有如專業製造業ODM/OEM產業界中TQM全面品質管理的完整商品投研到量產階段, 歷經從產品企劃研發流程、品質可靠度測試、試投驗證到正式量產認可的後續完整管理循環, 提升金融投資商品的可靠性, 也考量到內外部失敗成本思維的風險管理, 才能將好的金融投資產品和服務交付內外部顧客, 如此一來應用自有資金於模組研發可先行有效測試, 等同建立更優秀防火牆機制, 先行避免客戶投資上可能的損失, 更能保護到投資人, 降低客訴, 提升滿意度。



圖一、美國境內 CPOs(1323 家) 和 CTAs (2360 家) 業者數量比較 2007/9/30

3. 立竿見影直接促進期經和期貨產業整體發展: 包含整體臺灣期貨資產管理AUM產業規模、國內交易所期貨期權單量口數增加, 提升市場流動性, 吸引更多國內外市場多元參與者(投機者、避險者、CTA管理期貨投資者), 增加期貨產業國內外法人業務量, 提高期貨商保證金存量水位, 期經、期信、期顧業等資管業務穩健增長等。

請見圖(二) - 2008年金融海嘯過後的近幾年, 臺指期市場已是1998年成立以來歷史第四個低價差循環, 需有更多參與者或相關機制來活絡市場。



圖二、臺指期每日高低點價差統計 1998/7/21-2013/3/15

三、Development Case Study 發展案例分享:

若以本家期經資本額三億新臺幣來做思考, 我們可作以下Cost Benefit 成本效益試算。

1. 外幣存款: 自有資金3億資本額 × 20%可投入外幣存款部位 = 6000萬新臺幣部位, 若經內控相關流程決議進行承做人民幣 RMB Deposit, 定存一年年利率3.2%, 則

人民幣外幣定存孳息收益（暫不考慮匯差波動，假設兩地GDP經濟成長率及利差，人民幣對新臺幣較強勢），外幣定存年收益貢獻約NTD 192萬；此年孳息預期收益，可作為進行自有資金操作管理期貨前期最安全保守的年可曝險投資操作部位。

2. 自有資金運用：前期投資組合配置考量先以保守方式進行，對於自有資金3億資本額 $\times 30\% = 9000$ 萬新臺幣自有資金運用可操作部位，且最近期經會計師查核簽證財報之淨值大於實收資本額情境下，投資單一品項（比如：期貨期權交易保證金權利金、期貨信託基金、證券投信基金及境外基金）不超過3億實收資本的5%（即單一品項不超過1500萬新臺幣）進行試算，9000萬投資總部位將其中1500萬配置較穩健投資等級R1的期貨信託基金，預計年報酬 $\pm 10\%$ ，另一筆1500萬投入期貨期權市場作管理期貨操作及策略研發使用，管理期貨操作策略一定比例進行穩健的期權價差操作，且可考量前述第1.)項外幣定存年孳息預期收益，配合相應管理期貨策略模型，設計出期貨資管年風險報酬投資率介於 $\pm 12\%$ 產品（ $192/1500=12.8\%$ ）。

綜合以上兩項，預期收益最佳投資情境為年度正報酬收益522萬新臺幣（存款孳息192萬+基金收益150萬+期權操作收益180萬），最差投資情境為虧損138萬，但因各家業者均有其內部風險管理機制，若投資部位虧損5% Alarm警示、7%清盤，則年度下檔風險將由138萬虧損降至18萬，如此一來考量到公司經營管理綜效，且在期初保守自

用資金運用階段前提下，即擁有增加大幅獲利機會來減輕經營績效壓力的同時，又可培養人才和提升相關期貨財富管理從業人員能力、更完善期經產品研發流程、交易執行品質提升、持續有效累積實盤績效和耕耘資產管理品牌等正向增值循環效果。

四、進階未來發展可能性

有了協助期經業者再跨出一大步的自有資金運用新開放範圍，公司自有資金運用可更為靈活，如同國外CTA/CPO可自行操作公司自有資金，以培養優秀的研發、業務行銷企劃、交易團隊人才並增強期貨資產管理人才素質和建立完善透明投資績效，更能和市場需求方互動，引導設計出符合市場需求的相關產品。這也大大幫助期經事業增加收益，更健全財務體質結構，這對業者無疑是可邁入未來期貨資產管理的新里程碑，且配合期經事業建立自有資金進階內控、累積Trade Record和更扎穩馬步培養人才，未來甚至可考量比照國際現行投資方全權委託方式或對岸期貨資管業者與銀行合作發行優先劣後的投資產品，期經可投入公司自有資金作為期初發行投資產品的Seed Money種子基金部位，令投資人更信任安心來一同參與投資，在完善（CTA）期貨經理事業整體產業素質和規模後，配合期信（CPO）、期顧（ADVISOR）、期貨商（FCM）等相關期貨產業機能，更能有效整合上下游供應鏈資源，進入對岸中國新開金融創新、國際相關期貨資產管理及避險基金市場，也為銀行境外OBU／券商OSU新開衍生品合作業務專業金融服務鋪路。





兩岸夯新聞

期貨公會◎姜淑玲

「滬港通」邁出國際化

為促進大陸與香港資本市場共同發展，中國證券監督管理委員會（中國證監會）與香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）於2014年4月10日發布聯合公告，決定原則批准上海證券交易所（上交所）、香港聯合交易所有限公司（香港聯交所）、中國證券登記結算有限責任公司（中國結算公司）、香港中央結算有限公司（香港結算公司）開展上海及香港股票市場交易互聯互通機制試點，即所謂的「滬港通」，最快將於10月正式啟動。

茲將「滬港通」需遵循的原則整理如下：

一、上交所和香港聯交所允許兩地投資者通過當地證券公司（或經紀商）買賣規定

範圍內對方交易所的上市股票。包括下列兩部分：

- （一）滬股通：指投資者委託香港經紀商，經由香港聯交所設立的證券交易服務公司，向上交所進行申報（買賣傳遞），買賣規定範圍內的上交所上市的股票。
- （二）港股通：指投資者委託內地證券公司，經由上交所設立的證券交易服務公司，向香港聯交所進行申報（買賣傳遞），買賣規定範圍內的香港聯交所上市的股票。

二、具大陸資本市場對外開放的重要意義，有利於加強兩地資本市場聯繫，推動資本市場雙向開放，其助益如下：

- （一）增強大陸資本市場的綜合實力。可深化交流合作，擴大兩地投資者的投資

管道，提升市場競爭力。

- (二) 鞏固上海和香港兩個金融中心的地位。有助於提高兩地市場對國際投資者的吸引力，改善上海市場的投資者結構，進一步推動上海國際金融中心建設；同時協助香港發展成為內地投資者重要的境外投資市場，鞏固和提升香港的國際金融中心地位。
- (三) 有利於推動人民幣國際化，支持香港發展成為離岸人民幣業務中心。既可方便內地投資者直接使用人民幣投資香港市場，也可增加境外人民幣資金的投資管道，便利人民幣在兩地的有序流動。

三、滬港通遵循兩地市場現行的交易結算制度、規定和運作模式，主要制度要點有以下五個方面：

- (一) 適用的交易、結算及上市規定。交易結算作業遵守交易結算發生地市場的規定及業務規則。上市公司將繼續受上市地上市規則及其他規定的監管。滬港通僅在滬港兩地均為交易日且能夠滿足結算安排時交易。
- (二) 結算方式。中國結算公司、香港結算公司採取直連的跨境結算方式，相互成為對方的結算參與人，為滬港通提供相應的結算服務。
- (三) 投資標的。試點初期，滬股通的股票範圍是上交所上證180指數、上證380指數的成份股，以及上市的A+H股公司股票；港股通的股票範圍是香港

聯交所恆生綜合大型股指數、恆生綜合中型股指數的成份股和同時在香港聯交所、上交所上市的A+H股公司股票。雙方可根據試點情況對投資標的範圍進行調整。

- (四) 投資額度。試點初期，對人民幣跨境投資額度實行總量管理，並設置每日額度，實行實時監控。其中，滬股通總額度為3000億元人民幣，每日額度為130億元人民幣；港股通總額度為2500億元人民幣，每日額度為105億元人民幣。雙方可根據試點情況對投資額度進行調整。
- (五) 投資者。試點初期，香港證監會要求參與港股通的境內投資者僅限於機構投資者及證券帳戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣50萬元的個人投資者。

四、強化兩地跨境監管和執法合作。兩地證券監管機構將各自採取所有必要措施，以確保雙方為保障投資者利益之目的，在滬港通下建立有效機制，及時應對各自或雙方市場出現的違法行為。兩地監管機構將就目前的雙邊監管合作事項，加強以下幾項的執法合作：

- (一) 完善違法違規線索發現的通報共享機制。
- (二) 有效調查合作以打擊虛假陳述、內幕交易和市場操縱等跨境違法違規行為。
- (三) 雙方執法交流與培訓。



Market information

(四) 提高跨境執法合作水平。

五、雙方將就滬港通項目設立對口聯絡機制，協商解決試點過程中的問題。

滬港通是大陸內地投資海外股市與人民幣資本項下國際化邁出關鍵一步，其推行將結束兩地市場之個股行情獨立狀態與加速資金流動，從而軋平價格差異；而香港市場的資金流動將引導市場資金流向，有望根治題材概念炒作的痼疾，推動市場投資風格向價

值投資轉變。中國證監會表示支持香港在不影響大陸內地經濟安全和平穩運行以及對外開放大局的前提下，從自身實際出發，研究探索具有本地優勢的期貨品種，下一步將繼續深入研究兩地期貨市場合作的路徑和方式，推動兩地建立優勢互補、分工合作共同發展的期貨市場體系，預計兩地資金互通後市場更活絡。



期權交易 蓄勢待發

萬事俱備，只欠東風，隨著大陸個股期權市場不斷發展，若2013年稱作是大陸「期權仿真元年」，那麼2014年將是其「期權落地元年」，從大陸交易所和券商近期的準備進程來看，大陸業界風傳近1個月的個股期權「6月上市」恐非虛言。自2013年9月鄭州商品交易所（鄭商所）率先推出白糖期權仿真交易後，各大證期交易所仿似「忽如一夜春風來」，都陸續推出不同品種的期權仿真交易，如上海證券交易所（上交所）的個股期權和ETF期權、中國金融期貨交易所（中金所）的滬深300股指期權和上證50股指期權、大連商品交易所（大商所）的豆粕期權以及上海期貨交易所（上期所）的銅期權和黃金期權，無論是在系統測試還是客戶儲備等領域，大陸個股期權已進入衝刺階段。

經過多年發展，大陸衍生性商品市場規模不斷擴大，上市品種截至目前已達 42 項，但從交易工具來看，交易只有單一的標準化期貨合約，佔據全球衍生性商品市場半壁江山的標準化期權合約還是空白。根據美國期貨業協會（FIA）對全球84家衍生品交易所的最新統計，2013年，全球期貨與期權共計成交216.43億張合約，其中期貨合約122.18 億張、期權合約94.26億張。在最繁榮的2011年，期權成交量高達128億口，一度超過期貨的121億口，創歷史紀錄。一個完整的資本市場風險管理體系應當包括期貨市場和期權市場，期權不僅是功能上簡便易行

的避險工具，更是金融機構開展創新活動中最常用的基礎性構件。大陸期權的推出，將為大陸金融機構業務創新開闢出一個新的領域，改變業務同質化局面，拓寬現有商品的設計途徑、方法和策略，創造產品多元化與多層次的競爭模式，填補大陸市場的空白與改變生態格局，推動市場整體創新，亦為期貨行業帶來新的增長點，將有望撐起其市場半邊天。

中國證監會表示正在研究制定期權交易管理的規章制度，大陸交易所和結算公司也正在起草相應的交易結算、風險控制以及投資者適當性管理等業務規則，同時，其相關各方的系統開發工作也在積極推進中。過去兩年，中金所、上期所、大商所、鄭商所及上交所都已陸續完成期權合約和規則設計、系統開發測試的準備工作，並分別針對試點品種面向大陸全市場開展了期權仿真交易。進入2014年，上交所首次公開接觸期貨公司舉辦期貨公司個股期權培訓，中金所也分別在上海、北京舉辦股指期權講師培訓班，大商所在大連開展豆粕期貨期權講師培訓，鄭商所也在積極開展期權上市前期的市場培訓工作，均大規模開展期權從業人員培訓儲備師資隊伍，此多項舉措均意味著，備受市場關注的大陸期權交易在今年正式推出已是大概率事件。但期權即將帶來的影響與其相伴而生的是，期權自身的複雜性，使得大陸期貨行業在高效技術平台搭建、專業人才培養、風險管理、投資者教育、產品專業化和多樣化設計等方面，面臨諸多挑戰。



期權是極專業化與要求較高的風險控制工具，將對大陸期貨公司、監管機構、投資者提出較高的要求，將改變目前其期貨行業簡單原始的行業風格。大陸期貨行業多年來期盼期貨品種創新，但去年以來多項品種相繼上市，其期貨公司的精力被大大分散，人才成為稀缺資源，對專業性要求更高的期權人才，更是急缺，除面臨人才短缺考驗外，未來IT技術更是企業競爭的主要目標。期權交易IT系統的穩健性、網路頻寬和速度的要求，比常規的下單指令要高很多，涉及的合約數量大幅增長，基礎資料量和行情信息量更是以幾何級增長，複雜的交易策略促進更多程式化交易的發展，這些對大陸交易所和期貨公司的軟硬體系統和網路環境都將帶來較大挑戰。

大陸期權上市對期貨行業還將帶來三個挑戰：一是對大陸制度創新的挑戰。如組合保證金制度、限倉制度、到期行權制度、做市商制度、客戶適當性制度等，都是與期權交易相關的重點制度。充分發揮期權交易工具的作用和功效，同時有效防範風險，是交易所制度創新面臨的挑戰。二是對大陸期貨公司風險管理的挑戰。由於各種期貨、期權組合策略靈活多樣，期權客戶資金計算的複雜度增加，客戶到期行權等新業務使期貨公司面臨客戶風險監控和預測的挑戰。三是對大陸投資者教育的挑戰。期權是一種專業而複雜的衍生性商品工具，儘快讓投資者瞭解期權基礎知識，理解期權的作用和風險，選擇合適的交易策略或產品，是期權投資者教

育面臨的挑戰。

除上述挑戰外，大陸期權上市仍有不少懸念…首先，大陸跨市場風險如何監管？中國證監會表示，由於個股期權跨越現貨、期貨兩個市場，運作機制複雜，因此在個股期權方案中，需要高度重視防範運作過程中可能出現的各種風險，特別是跨市場風險，目前正進行專門研究，尚未形成最終方案。其次，大陸是否引入做市商制度，誰來做市？大陸期權能否成功運行取決於流動性，如何保證期權交易的流動性？場內期權做市在美國、歐洲與臺灣一直是個成熟的行業，由於中美制度的不同，大陸採用訂單驅動的報價制度，故其期權交易是否採用做市商制度仍然存在懸念。

此外，大陸期貨公司參與個股期權的路徑仍有懸念，上交所對外披露可能採用的三種模式，即中間介紹業務（IB）模式、僅限交易期權模式和全面參與模式，是否推出三種交易模式，並未給出明確答復。但由於大陸期貨公司的情況複雜，三種備選路徑保留的可能性都非常大，不同層次的期貨公司可自主選擇參與模式。大陸期貨公司將來也可向證券交易所申請會員，以特殊會員的身份參與個股期權經紀業務。當然經紀業務只是最初始的業務，最終重心將會偏重於期權產品研發、做市商業務，以及服務現貨企業的期權套利、套保等專業化服務。

原油期貨爭奪定價權

大陸是目前全球第二大原油消費國，僅次於美國，2013年，其進口原油總量為2.82億噸，對外依存度達到57.4%，是國際上原油進口的第一大國，但大陸對國際原油市場的干預能力卻十分有限。當前全球市場缺乏反映亞太地區石油供求的原油價格，尤其缺乏反映大陸供求的原油價格，隨著大陸原油對外依存度日益加大，迫切需要建設原油期貨市場，加上過高的對外依存度，使得國際市場大宗商品價格一旦波動對國內經濟、相關行業、企業影響巨大。大陸官方多次表示，有意在國內商品交易所推出原油期貨及相關金融衍生品，並暗示，原油期貨最早可能會於年內推出，希望這個本土版的原油期貨合約能夠與紐約商品交易所的西德克薩斯原油期貨合約和倫敦交易所的北海布倫特原油期貨合約相抗衡，成為主要國際標準。

大陸建設原油期貨市場是為能提升其實體經濟服務，並且讓國際參與者和國內需求者能充分參與交易。原油作為國際大宗商品的龍頭商品，也是大陸國內期貨市場發展的標誌，作為國際原油市場的消費大國，推出原油期貨將可完善其國內大宗商品現貨市場，為企業提供套利交易的同時，也對獲得亞太地區及國際原油品種「定價權」具有戰略意義，是大陸期貨市場國際化的重要一步。大陸對於原油期貨上市之籌備一直穩步進行，中國證監會於2012年5月成立了原油

期貨工作組，10月上海期貨交易所（上期所）發佈了指定存管銀行管理辦法，其中特別規定境外銀行特殊參與者可申請存管銀行資格，並按照大陸官方關於建設上海自由貿易試驗區（自貿區）的重要策略，強化對自貿區建設的金融支持度，同意上期所在自貿區內籌建上海國際能源交易中心股份有限公司，承擔推進國際原油期貨平台籌建工作，並引入境外投資者參與境內期貨交易。

去（2013）年11月，上海國際能源交易中心（交易中心）在自貿區內成立，交易中心推出的第一個交易商品即是原油期貨合約，針對境外投資者參與原油期貨設計了五種模式：一是作為交易所境外特殊自營參與者，參與原油期貨；二是作為交易所境外特殊經紀參與者，代理境外投資者參與原油期貨（只有交易權，無結算權）；三是境內期貨公司直接代理境外投資者參與原油期貨；四是境外期貨公司通過一戶一碼轉委託方式（即一個投資者在交易所內只能有一個投資者編碼）參與原油期貨；五是境外期貨公司通過IB方式參與原油期貨。

大陸期貨市場以原油作為第一個嘗試性的國際平台，透過建立交易中心這個平台，把期貨市場國際化所需要的一整套制度做好，作為將來下一步整個期貨市場的國際化的基礎。原油在大陸現貨市場上有諸多管制是國際通行做法，包括美國對原油的進出口也有很多的限制。原油在國際貿易領域是流動性非常好的現貨及場外市場（OTC）商品，全世界商品交易量最大的就是原油，所



以選擇這個商品對大陸境內與境外均具備重要的意義。儘管各個國家在亞洲都嘗試推出過原油期貨，僅有杜拜商業交易所（DME）的阿曼原油相對成功，亞洲地區確實缺少一個反映亞洲國家原油供需基本面的基準市場，這對大陸而言將是一個很好的機會，原油期貨的上市對大陸來說具有一定的意義。

大陸證券基金期貨機構可交叉申請業務牌照

中國證監會1月21日在北京召開2014年全國證券期貨監管工作會議，其黨委書記、主席肖鋼強調今年中國證監會主要工作是推進監管轉型，並提出六個轉變和九項任務，從理念、模式和方法三個維度論述監管革新、轉變的思路，呈現「放鬆管制」和「加強監管」兩條清晰的改革主線。一方面放鬆仲介機構管制，激發市場活力，另一方面加強監管執法，確立以資訊披露為中心的監管理念。將打破大陸證券、期貨、基金等機構業務相互割裂的局面，允許相關機構交叉申請業務牌照，放寬證券期貨經營機構準入標準、條件，制定並公示相應業務規範，擴大行業對內對外開放，逐步解決大市場與小行業的矛盾；同時，最大限度減少對大陸證券期貨經營機構具體業務活動和內部事務的管理，支持其證券期貨經營機構依法自主開展業務與產品創新。

肖鋼表示，推進的監管轉型是資本市場改革創新的內在要求，是順應時代發展潮流的必由之路，要實現「六個轉變」：一是監

管取向從注重融資，向注重投融資和風險管理功能均衡、更好保護中小投資者轉變。二是監管重心從偏重市場規模發展，向強化監管執法，規模、結構和質量並重轉變。三是監管方法從過多的事前審批，向加強事中事後、實施全程監管轉變。四是監管模式從碎片化、分割式監管，向共享式、功能型監管轉變。五是監管手段從單一性、強制性、封閉性，向多樣性、協商性、開放性轉變。六是監管運行從透明度不夠、穩定性不強，向公正、透明、嚴謹、高效轉變。

肖鋼強調，監管轉型是一項長期任務和系統工程，不可能一蹴而就，其主要任務一是進一步精簡行政審批備案登記等事項。二是推進股票發行註冊制改革。三是確立以信息披露為中心的監管理念。四是理順監管與執法的關係。五是強化派出機構職責。六是促進證券期貨服務業提升競爭力。七是提高稽查執法效能。八是推進資本市場中央監管信息平台建設。九是建設法律實施規範體系。在監管轉型過程中，特別要注意處理好推進監管轉型和促進市場發展、推進監管轉型和維護市場穩定、全面轉型和重點推進、推進轉型堅定性和政策措施靈活性、轉型統一性和創新性的關係。監管轉型，關鍵在人，面對繁重的轉型任務，必須切實加強各級領導和幹部團隊建設，以監管轉型帶動自身建設，以自身建設保障監管轉型。

隨著金融市場發展，大陸期貨市場期權準備工作已近尾聲，證券市場個股期權仿真交易也已經啟動，促使證券、期貨、基金

等相關機構之間的聯繫更加緊密，業務交叉與資產管理等方面的合作也越來越多，其金融混業經營已是大勢所趨，勢不可當，對期貨行業而言機遇與挑戰並存。在金融市場想要打造自身的核心競爭力優勢，需進行深入的品種及產業鏈研究，並加深對金融工具的理解，重新定位發展方向，是專注於做「品牌專賣店」還是做「百貨公司」，是「一枝獨秀」還是「全面開花」，必須心中有數。使本身成為全方位滿足客戶與服務需求之金融平台的條件，需把握自身優勢，期貨公司的核心優勢是風險管理，以全面風險管理服務定位，充分發揮風險管理的服務功能，在目前通道業務基礎上，運用期貨風險管理經驗，設計出更好的工具與避險方法，幫助降低企業與金融市場經營與運營中產生的價格風險。

目前大陸期貨行業在金融領域仍屬小眾群體，資本、人才實力與其他金融機構仍有差距，在其混業經營中需提防被邊緣化的風險，然從業務類型來看，傳統通道業務受交叉持有牌照的衝擊最大，而投資諮詢、資產管理、風險管理子公司等高附加值的業務將會成為未來大陸期貨公司的核心競爭力。隨著大陸對內、對外開放步伐的推進，其期貨行業結構將受到巨大的影響，具有專業化服務能力的期貨公司將獲得更大的發展，服務能力弱的期貨公司將逐步被市場淘汰。在混業經營的大趨勢下，期貨公司要加強與金融行業的合作，充分發揮期貨市場風險管理、價格發現的功能，推出多樣化的金融產品，合理參與資本市場的資源配置，同時要練好「內功」，完善期貨公司治理機制、扎實做好風險管理、完備IT系統、儲備專業人才，為大陸參與混業競爭做足準備。



圖解：2014年中國證監會監管轉型的六個轉變與九項任務



Market information



2013年 证监会主席 郭树清 关键词：新兴+转轨

2013年工作十部署

- 1 加快发展多层次资本市场
- 2 进一步深化发行和退市制度改革
- 3 不断促进上市公司质量提升
- 4 进一步发挥期货市场服务实体经济功能
- 5 大力培育机构投资者队伍
- 6 继续引导各类中介机构规范发展
- 7 继续积极稳妥地推进对外开放
- 8 持之以恒地做好投资者教育和服务
- 9 切实改进市场监管和执法
- 10 进一步营造有利于资本市场创新发展的政策环境

资料来源：人民网股票频道
 编辑：王千原 设计：徐紫薇



徵才與育才

期貨公會◎莫璧君

近年期貨市場蓬勃發展，國際化腳步快速，使得期貨業界需才孔急，而業者囿於投資成本龐大或短期經濟效益不彰之故，無法針對各項人才做規模化的培訓，因此啟發期貨公會為業界培育人才與徵才的構想。

94年起結合期交所、證基會與期貨公會三方力量，展開為業界培育人才工作。由期交所贊助、證基會執行、期貨公會負責媒合結訓學員與業界徵才作業，開辦「期貨業務人才養成班」，至今已辦理26期，為業界成功媒合近3百位生力軍。93、95、96年分別辦理期貨業徵才博覽會，為人才需求量高漲的期貨行業，舒緩人才需求壓力；然思及向下扎根，必需人才開源、引入活水，於是為讓全國各大專院校同學能夠更了解期貨市場的運作與發展性，自96年起展開校園巡迴活動，由淺入深，帶領同學認識期貨在金融市

場所扮演的角色、期貨行業的前景及期貨人才培育資訊等，迄今辦理8屆，共264場次、吸引15,600位同學參加。

另為更深入貼近業者人才需求及同學就業規劃，本公會除辦理期貨業關鍵性人才供需調查外，今年特別自33場校園巡迴抽樣南華、元智、長榮、靜宜、中山大學，朝陽、遠東、景文、崑山科大及北商、致理技術學院等11所前來聽講的財金相關系所同學，進行就業調查。

求職募才 內外難兩全

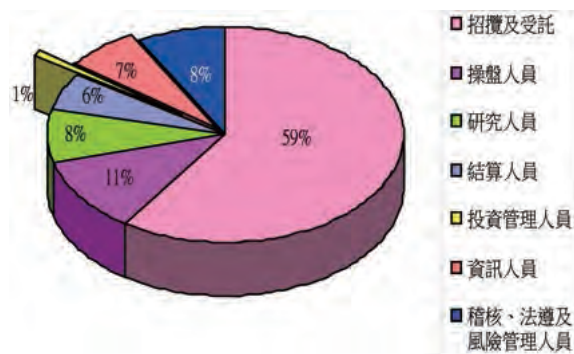
首先，我們先看看業者需要什麼人才？

在不限制業者求才工作類別下，我們綜合經紀、自營、顧問、經理及信託五業，簡單分為「招攬及受託」、「操盤人員」、



Market information

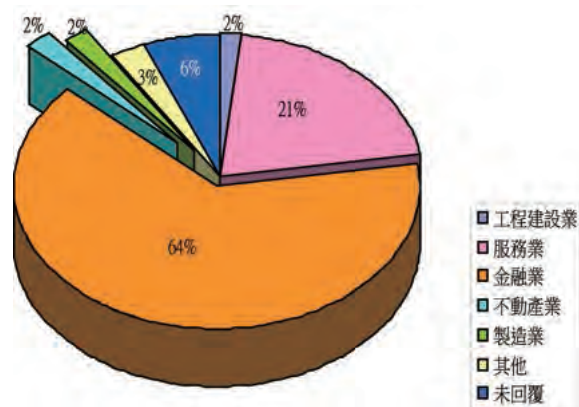
「研究人員」、「結算人員」、「投資管理人員」、「資訊人員」、「稽核、法遵及風險管理人員」七類，經過統計，其需求126名「招攬及受託」人員、24名「操盤人員」、17名「研究人員」、12名「結算人員」、2名「投資管理人員」、14名「資訊人員」及17名「稽核、法遵及風險管理人員」，合計共212個職缺。



圖一、業者人才需求工作類別比例圖

再來，看看同學有意願從事的工作是什麼？

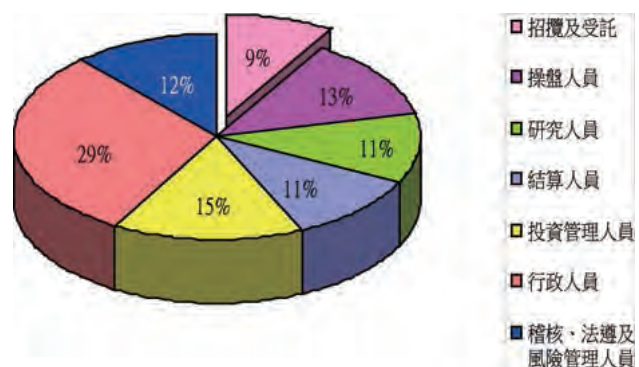
同學回覆的750份問卷中，計劃畢業後直接進入職場工作者有650人（87%）、繼續升學者有100人（13%）。我們針對進入職場的650位同學再進行相關性問題分析，簡單的將行業別分為工程建設業、服務業、金融業、不動產業、製造業及其他等六類（可複選），其中有意願進入工程建設業的同學有11位、服務業158位、金融業494位、不動產業17位、製造業11位及其他（包含公、教、設計藝術家等）24位，另有30位未回覆本問題（如圖二）。



圖二、同學就業行業別意願分布圖

在494位有意願進入金融業服務的同學中，有意願進入期貨行業者有272位（55%），其中53人有意願從事「招攬及受託」工作、72人有意願從事「操盤人員」工作、55人有意願從事「研究人員」工作、59人有意願從事「結算人員」工作、89人有意願從事「投資管理人員」、154有意願從事「行政人員」（包含會計、總務、資訊、人事等）及57人有意願從事「稽核、法遵及風險管理人員」工作。

從這樣的問卷數據中，我們僅以今（2014）年度舉辦的33場校園巡迴講座，約

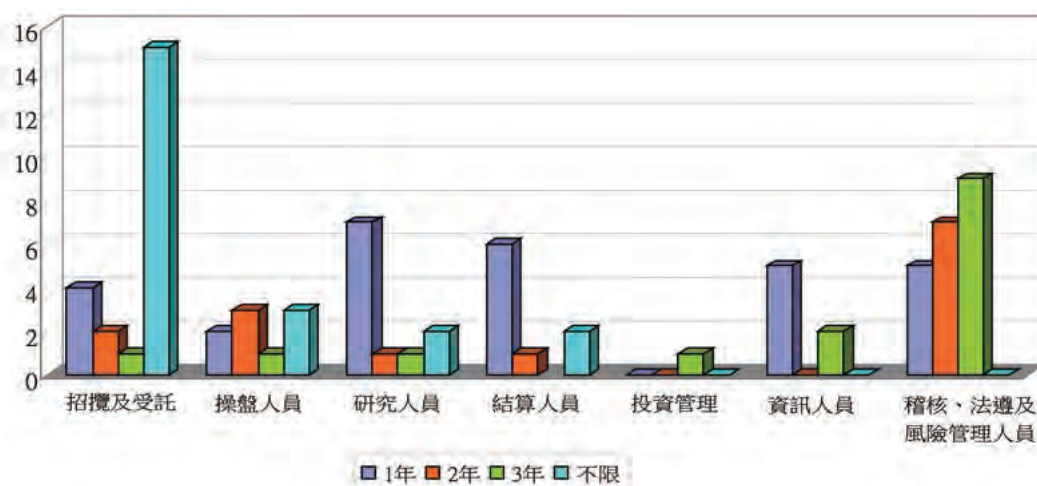


圖三、有意願進入期貨業工作同學選擇之職務類別比例圖

2000位參加同學，推估計算求職意願，即可滿足期貨業所需人才數，然為何業者普遍認為求才不易？我們簡單分為「育才」與「徵才」兩方面來看。

一、「育才」-供需條件再整合

我們從對業者所做的人才資歷需求來看



圖四

在金融行業「招攬及受託」業務是帶給企業獲益最直接的職務，因此每年都會釋出大量工作機會，一方面業務又是新進員工能快速建立人脈、專業與抗壓性的途徑，可說是金融業的入門，從基礎、實務中接觸與學習、了解產業、接受磨練。所以我們也會發現，許多高階主管都有業務經驗，包括資訊、稽核、法遵與風險管理人員，這可說是業界實質的「育才」管道，「儲備幹部」這個名詞，在期貨行業其實是實至名歸的。

而求職者如何培育自我成為業者爭相競邀的對象？提昇就業職能，不能只靠政府的

(如圖四)，工作經驗不拘或不需工作經驗可接受度最高的工作類別是「招攬及受託」人才，比對圖三來看，卻是最不受同學青睞的工作；同學意願較高，反而是需要經驗累積專業與職能最高的工作，這也是社會新鮮人最欠缺的部分，於是產生供需落差的狀況。

力量、企業的培训、學校的規劃，學生自己也必需負擔起「自我教育」的責任。國家政策研究基金會2009年曾提出一份大學畢業生就業問題與對策報告，文中指出，企業主普遍認為社會新鮮人求職未獲錄取的主因為工作熱忱不夠、不了解職場文化 / 企業文化與專業能力不足，最有待加強的能力則是穩定度與抗壓性，可見態度與學習意願是企業最在意的部分，也是新鮮人必須重視的。

二、「徵才」-媒合管道待突破

在主管機關、金融週邊各單位攜手深入



校園，強化大學生職能並推廣金融產業教育下，產業訊息開放，我們如何羅織近30萬的大學畢業生中，有意願從事期貨業工作之學子成為產業生力軍，是我們亟待突破的問題。

也許我們可以換個角度思維，為什麼會有「婚紗街」、「傢俱街」、「金飾街」…等的形成，無外乎供需使然，供給者與需求者集中一處，目標明確，來的人就是要買這樣東西的人，雙方意願清楚，少了盲目的尋找，多了效能的提昇。若「期貨業」也能有一個專屬區塊，將就業資訊與業界求才資訊整合，開發專屬「期貨業」的人力銀行，業者提出需求人才、求職者提出履歷資料，來這裏的供需雙方有了清楚的目標，少了漫天漫地找人、找工作的現象，也許是我們可以思考的方向。

「2014金融業就業博覽會」

以提供求職就業資訊為主要訴求的「2014金融業就業博覽會」來得正是時候。

由於金融行業的迅速發展，國際化程度高，一方面為能提供正確的資訊以引導青年朋友就業方向，一方面鑒於各金融機構人力需求大幅增加，在金管會指導下，整合各金融業資源，由金融總會、銀行、證券、期貨、保險…等十二個金融產業公會、合作社，首次攜手大規模辦理「2014金融就業博覽會」，提供待職者諮詢與求職之管道。

金管會曾主委銘宗致詞時表示：目前連



同銀行、證券期貨、保險等業別在內，金融服務人員有75萬人，預估今年將可創造超過2萬個就業機會，包含銀行業8700名、證券期貨業2500名、保險業9700名，以上數字尚不包含退休補位員缺。而金融業納入自由經濟示範區，未來金融業務會逐漸開放，且更加自由化，特別是在推動「金融產品進口替代」、「強力布署亞洲」兩項政策上，亟需高階、國際金融專業人士及足夠人才來支持，金融業未來前景非常看好，是值得投入一生的志業。

現場分為徵才攤位、服務諮詢攤位、舞台表演及摸彩活動4大主軸。徵才攤位方面，參與的金融機構包括來自銀行、證券期貨及保險業等數十家國內外重要金融機構共58個攤位，各攤位紛紛派出中堅成員，展現

積極的企業文化，透過文宣刊物，向求職者介紹公司概况，進行徵才活動，吸引許多求職者當場填寫履歷資料。

此外，證交所、櫃買中心、期交所、集保結算所、財金公司、聯合徵信中心、金融研訓院、證券暨期貨市場發展基金會、保險事業發展中心等金融周邊單位組成實力堅強的服務諮詢攤位，秉持竭誠服務之精神，提供金融知識專業諮詢服務，同時亦發放金融專刊，供民眾了解各設攤單位之業務內容及徵才資訊等，並備有教戰面試技巧和新鮮人分享。

為期同學們能善加利用這次博覽會，了解金融行業的運作並為準備就職的朋友爭取理想的工作機會，本公會充分運用每年一度的校園巡迴講座機會，向大專院校預告活動內容，寄發EDM給老師們，藉由口耳相傳與網路傳送，輸送給各個同學，來一場客制化、實務、教室外的講座，為同學在現實與理想的差距中，找到平衡點，做出最適合自己的生涯規劃。

善用本錢 累積資本

期貨業為您量身打造未來

筆者在會場巧遇業界資深業務主管陳先生，當場邀請他以過來人分享入行心得。

他說，剛退伍的他什麼都不懂，帶著羨慕華爾街穿著筆挺西裝、打開Notebook專業交易員的心情，一腳踏入期貨這行。爆炸的資訊令他嚇一跳，讀書不求甚解，經濟學、

金融市場、英文…常在及格邊緣的他，進了這行，為了聽懂別人在說什麼、知道國外最新消息，迫使自己每天跳躍的成長，很快速的，他聽懂、看懂新聞，學習分析時事、技術指標，他的待遇也從月薪12k到年薪百萬，當然現在的他有車也有房，對於一個沒有家世背景的小伙仔，的確算是有成。

筆者提及，在與同學的問卷資料中，多數希望有個穩定、待遇好、有發展性的工作，陳先生從事期貨業務這麼多年下來，對這份工作的感受是什麼？陳先生很淡定回答：「期貨這個行業正有這樣潛質。」，怎麼說呢？舉我自己的例子，第一、我做期貨業務的工作20年了，入行到現在連公司都沒換過，算穩定吧！第二、入行第二年我就晉級年薪百萬，在那個期貨剛剛萌芽，很多人連聽到都會怕的年代，待遇不差吧！第三、期貨行業發展大家有目共睹，從日均量1萬口到100萬口，成長倍數驚人，從業人員的發展性夠大吧。

現在新入行的朋友比起我那年代幸福太多了！現在機會多、待遇好、資訊透明、培訓管道又順暢，主管機關大力放寬業務，期貨經紀、顧問、全委代操、期貨基金全方位服務，又有期貨ETF加持及跨業銷售，期貨業務員有太多機會與發展空間。青年朋友要善用自己「年輕、熱情、有衝勁」的本錢，累積人脈與專業，豐厚資本，未來是可以掌握的。



特別報導

令人愛恨交織的程式交易



隨著金融市場的蓬勃發展，金融工具及商品發展不斷推陳出新，市場瞬息萬變，再伴隨著IT技術的精進，程式交易發展快速，成為交易者的最愛。然，其所造成的傷害，却也令人鼻息。

本單元除探討程式交易的魅力及風險控管外，並整理美國證監會對2012/8/1騎士資本事件調查報告供讀者參考。



程式交易的魅力

永豐期貨 資深副總經理◎林詩仁

程式交易 應運而生

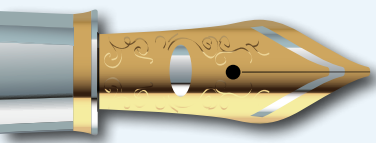
全球每日在進行投資、投機、避險交易活動的人口不在少數，交易量更是大得驚人，有些是固定參與單一市場中的一段時間，有些甚至進行一天24小時的交易，且每一個參與市場的交易人其參與的目的與手段或許不同，但是卻有一個共通點，即是想打敗市場、並從參與市場的過程中獲得利益。

決定一個市場的行情走勢，主要是由一群參與市場的人們，經由各自的看法共同決定出來的結果，所以『市場、人們與看法』就決定了市場的多空的命運，也決定了參與者的損失或獲利。當某一個交易人決定某一個看法進入市場交易後，如果獲利，則該交易人會覺得這個方式可行，而會繼續使用該方式交易，企圖能長期使用而穩定獲利；相反如果不能獲利，則該方式可能被放棄，但也可能進行改良重新來過，或是可能損失慘重而退出市場。不論是主觀交易者（權衡式交易者）或是程式交易者都有機會經歷上述的狀況。長久以來這兩派的支持者即不斷

的互相批評，企圖說服或證明對方的方法是不可行的。不過如果是真理，越討論是會越清晰的。

近代科學與物質文明的突飛猛進，在短短幾年之內就造成革命性的成長，就是因為人類有能力，透過科學的方法思考、分析、統計、測試、改良等手段，而開花結果。人腦的運轉是如閃電般快的，所以在短短時間內會觸動過去的經驗，而產生新的決策，所以主觀交易者，會認為他是可以即時消化所獲得的訊息進而形成交易決策，惟卻忽略了人是會因周圍環境、情緒、心理因素、健康情況、甚至是貪婪與恐懼…等等原因，而影響人的決策品質，也就是說可能對於同樣的市場訊息，而有不同的多空判斷。因此人的判斷是不穩定的、不可靠的，那也就是為什麼一個簡單的程式交易策略會因應而生了。

程式交易可以讓你操作極大的資產規模與鉅額成交量，亦可產生豐碩穩定的績效或因失控而造成不可收拾的損失，接下來我們就較廣泛的來探討程式交易議題。



英國AHL/MSS公司：使用系統交易操作大規模資金

英仕曼 Man

- 於1983年成立，母公司為英仕曼集團 (Man Group plc)
- 業務遍布全球，在全球17個地區提供配合當地需要的專業服務
- 管理資產達550億美元
- 專業知識豐富，財力雄厚
- 其母公司英仕曼集團於1783年成立，是英國富時250指數的主要成分股之一

AHL/MSS (AHL and Man Systematic Strategies)是Man 旗下一個使用量化交易的公司，超過25 年以上的優異交易記錄與績效，操作113億美元的資產規模，具有超效率的交易平台，從事全球各大交易所24小時多班制的系統性交易，筆者過去曾拜訪過位於倫敦泰晤士河旁的總部，其經營的模式是採取系統化為主，有一個相當大的電腦機房及研發團隊，交易執行人員相對是寥寥可數的少，可說是一個極精兵政策的公司，如此少的人員能夠操作這麼龐大的資產，市場遍及全球，而更重要的是長期績效穩定。

美國騎士資本公司 Knight Capital 一個充滿傳奇性的公司

騎士公司曾是全球最大的股票交易商，無論是在紐約證券交易所，還是納斯達克，騎士公司的年交易量都是最大的。在其出事之前2012年間，Knight來自內部與客戶的交易量約佔美國上市股票市場的10%；但出色的業績並不是靠交易大廳裏的交易員完成

的，而要歸功於一個不起眼的角落。公司90%交易都是由這個角落的技術交易員執行電腦所產生的交易決策所完成的。

2002年，騎士公司開始研發一種能夠取代人腦、自動作出交易決策的電腦程式。為此，騎士公司大量增加了技術研發人員，他們將交易員的各種交易資料登錄電腦，從中歸結出成功的交易規律，並將其轉化為由電腦自動控制的交易程式。“你可以想像得到，當時開始這個工作的時候，我們面臨著很嚴峻的形勢。開始的前幾個月，我們連續虧損。但是我們深信一切都會好起來的。隨著形勢趨好，我們就更有信心。在2005年，我們的市場佔有率增多，獲利也更多。因此到了2006和2007年，我們知道自己做對了，結果證明了一切。”騎士公司執行總裁湯姆·喬伊絲說。

2012年8月1日可說是Knight興亡的關鍵點，也是華爾街的一大噩夢，該事件在短短45分鐘內讓Knight產生4億多美元的巨額虧損，最終該公司賣給競爭對手GETCO公司（另一個系統性交易的公司）。

臺灣 系統性交易萌芽早

臺灣因為政經的特殊因素，在金融市場的發展相對較為保守，但在資訊業卻有長足的發展，臺灣曾有PC王國的美譽。30年前要取得市場即時數據做分析是件困難而昂貴的事，大部分都是在盤後傳輸當天的分時資料，但隨著資訊技術的進步，如今K線也不需人工來畫了，即時價隨處可得，分析的工



具多如牛毛。所以利用即時數據及交易效率的提升，造就了臺灣在財務工程及系統性交易發展的空間。惟市場規模仍小，進入需有專業門檻，雖然各家期貨商或多或少都有提供程式交易工具軟體，但是做得好的卻不多。然而還是有一群箇中好手不斷在這個領域耕耘，並有相當的成果。

臺灣的系統性交易者分布廣，如自營商、投信法人、外資法人、期貨經理、期貨顧問到交易人都有。其交易型態有造市者交易、高頻交易、當日沖銷交易、同市場或跨市場價差交易、套利型交易、避險型交易、多空單邊型交易等，只要能夠想到有規則性、邏輯性，即可發展成程式交易策略，甚至可利用坊間隨手可得的技術分析書籍，都能完成交易策略。交易軟體其實只要可以程式化如EXCEL的VBA、C#、C++、VB、TradeStation、MultiChart、奇狐等再透過券商、期貨商提供的API就能進行全自動程式交易。

中國大陸 量化交易蓬勃發展

近年來因為大陸的金融創新與積極開放，自2011年後，短短幾年時間，程式交易在大陸已取得了爆炸性的發展，特別是資產管理業務的開放，期貨程式交易產品更是各界眼光的焦點，大大小小的投資團隊紛紛推出各具特色的量化產品。一時之間，量化不僅代表著一種投資方式，更是一種時髦。

2012年7月中國期貨業協會為迎接資產管理的開放，分別於北京、上海各舉辦一場

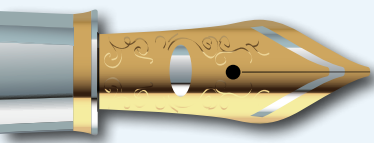
為期三天的收費培訓班，筆者有幸受邀前往講解一堂「期貨資產管理的產品設計」，會中發現課程主題幾乎都是圍繞在量化交易的探討，參加的學員來自全國的精英與領導，人數之多實難想像。在短短三年內，量化交易的發展已具相當的規模，例如在大陸第七屆全國期貨實盤交易大賽中，程式化組就有近400家參賽者，其累計總收益率高於基金組以及羽量級組。有理由相信，以程式化交易為代表的量化投資或系統化投資能夠為市場帶來全新的推動力，甚至於成為期貨資產管理的核心模式之一。但這並不代表著程式化交易就是一方包治百病的良藥，我們需要更小心客觀看待，並汲取有益的成份，及高度的風險管控。

中國大陸的發展時間雖短，但能迅速引進海外技術與財務工程知識，包含一批來自臺灣經驗豐富的人員，及其自身培養之人才，相信未來在金融市場量化交易比重將逐年快速成長。

高頻交易 迅速竄起

高頻交易（high frequency trading）是一類特殊的演算法交易（Algorithmic trading），近幾年來，交易所的撮合效率及網路處理大量數據能力大大提升，所以高頻交易在全球金融市場迅速的發展，一筆交易在幾個微秒間即可完成。由於資料來源和統計定義問題，對高頻交易的市場規模估計不同，但這些資料都顯示了其迅速發展的趨勢。

2009年，美國證監會的資料顯示，美國



證券市場上高頻交易的日均交易量占總日均交易量的 50% 以上。由塔布集團 (TABB Group) 公布的資料則顯示，美國股票市場高頻交易量所占百分比已經從 2005 年的 21% 上升到 2009 年的 61%，其中 47% 是造市交易和套利交易。在 2014 年一個演算法交易公司 Virtu Financial 的報告說，在長達三年的記錄中，它只有一個交易日產生損失。2009 年第四季度芝加哥商業交易所 (CME) 的收益報告顯示，有 43% 的期貨市場交易屬於高頻交易。據 EBS (electronic broking system) 統計，外匯市場上根據幣別的不同，高頻交易占比在 60%-80% 之間。波士頓諮詢公司 (BCG) 預測歐洲和美國高頻交易比例都將達到 60% 以上，而亞洲也將超過 20%。

根據總部位於波士頓的金融服務行業研究及諮詢公司 (Aite Group) 的統計，在 2006 年所有歐盟和美國股票交易中，由自動程序或演算法驅動的交易量為第三大成交量。截至 2009 年，研究顯示 HFT 公司佔所有美國股票交易量的 60-73%，而在 2012 年這數字下降到約 50%。在 2006 年，倫敦證券交易所 40% 以上的委託單是由演算法交易者所為。

程式交易、系統性交易、量化交易、演算法交易

程式交易 (Program Trading)、系統性交易 (Systemetic Trading)、量化交易 (Quantitative Trading)、演算法交易 (Algorithmic trading) 其實原理都是相同的，即是利用電腦執行效率及結合交易邏輯與規則

撰寫的一套程式，即時接收市場價格，進行運算後自動化交易。因此其成功與否則取決於所規劃的策略是否能夠產生穩定的績效、電腦的效率是否優於其他競爭者、資金規劃與風險管控是否有效、程式與系統是否能夠因應市場的快速變化、風險產生的因應對策是什麼及如何降低風險所帶來的損失。

程式交易能做什麼、有何優缺點

- **速度效率**：程式交易在邏輯判斷、策略運算、交易執行、資訊回饋、及風險控制紀律上有明顯的速度優勢，在別人還沒反應過來前，即完成所要的交易；但也因為速度太快，可能在短短的時間內即造成嚴重傷害或損失。
- **人性心理**：對於貪婪、恐懼等人性弱點，程式交易因為事前已完全設定好，所以不會猶豫不決，可以充分做到停利、停損的好處。
- **生理健康**：人的健康狀態、專注力會因為心情、生病、睡眠等而受影響，所以如果是權衡式主觀交易在研判上可能不穩定。
- **統計分析**：程式交易一般都有一定的交易邏輯與規則，所以可以精準地對歷史資料進行回測，並得以掌握策略本身可能的績效與風險；但是我們都知道，過去的績效並不能代表未來必然的結果，且對於市場突發的狀況往往無法如人工交易可即時調整策略。
- **成本與資金**：對於交易量大的帳戶一般可以取得較便宜的成本，由電腦進行買賣訊



號，所需的人力成本或設施成本，長期而言也會有優勢。資金在規劃與使用效率上也會比較精準與有效。

程式交易的型態

以交易目的區分：

- **投機**：典型的模型就是使用TradeStation 或 MultiChart 或 奇狐等程式交易的發展工具，寫入交易邏輯策略，再引進即時價，即可以產生買賣訊號，連結下單API 或下單機進行自動下單。
- **套利**：利用電腦的快速運算，研擬套利機會，設定交易商品，進行自動監控產生訊號，進行套利操作。因屬於雙邊配對交易，一般一邊為現貨一籃子股票，另一邊為衍生性商品，例如指數期貨、或選擇權，所以除策略本身外，執行技術與效率，也是成敗的關鍵因素。
- **避險**：可區分為完全避險與非完全避險，其技術與套利相近。
- **價差**：價差交易在市場上是最多交易人交易的一種模式，每次交易都是成對或是依合約大小計算，買與賣的市值對齊，計算雙邊需要交易的合約數。例如臺指期貨、電子期貨、金融期貨、摩根臺指期貨之間存在相當多的機會可交易，其形式有以發散或收斂作為判斷的依據。

以交易頻率區分：

- **趨勢**：程式交易較容易製作此類的交易策略，在盤整時設定停損，當趨勢出現時，

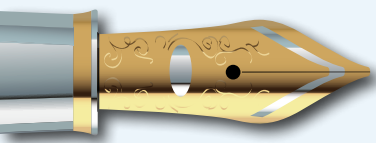
賺取一大段的行情，故以波段為策略的交易，其勝率雖較低，可是獲利驚人。

- **當沖**：當沖主要是為了避免隔夜留倉風險，所以當日有機會即予出場，即使沒機會出場到收盤前也一定出場。
- **高頻**：交易效率與速度要求更高，一筆交易經常在幾個微秒間即完成。反向平倉也是在進場後不久即出場，因此有時是找出市場各商品間反映行情變動的速度差異，亦有時是利用市場行情的來回震盪而進行交易，或是順勢搶單等等。

迷人的程式交易

對資產管理而言，操作規模與績效是經營的兩大主軸，程式交易正好可以滿足這樣的需求，雖然其仍無法完全取代人工的主觀交易模式，但是衡量優點大過於缺點許多，所以只要風險評估與控管能夠規劃清楚並嚴格執行，未來市場佔有率只會增加，不會減少。當然對於交易邏輯簡單的策略，並無法因應所有市場的快速變化，尤其市場參與者改變、結構改變，或是法令政策改變等系統性因素變化，應該及時檢討策略模組以為因應，如此程式交易才能更有效的創造出奇特的績效。





程式交易之風險控管

永豐期貨 資深副總經理◎林詩仁

程式交易的風險

從過去金融投資歷史的軌跡，我們能夠發現，經濟發展追求成長，當市場過熱，價格已超乎其實際價值，大家瘋狂一面看好時，泡沫已悄然形成，當壓倒駱駝的最後一根稻草來臨時，隨即崩盤，市場下跌如排山倒海般的到來，最後大家都財富縮水、重新分配。這種系統性風險，幾乎無一倖免，如此現象歷史一再重演。

但是衍生性商品交易因為槓桿倍數大的關係，所以當風險發生的時候，其所帶來的災難和損失經常是超乎我們想像的。有時並非發生在市場過熱的時期，而是莫名其妙的就發生了。1987年10月及近年2010年5月6日的股災，基本上都被認為是程式交易惹的禍，可是2010年的崩盤時間更短，這現象告訴我們，交易執行效率因資訊發展而突飛猛

進，行情在瞬間發生，不容我們有充足的時間思考。而且並不是所有的現象都是交易衍生商品，就連現貨市場如股市一樣會釀成不可收拾的情況，例如近年2012年的美國騎士資產公司的案例，就是操作股票市場。早幾年在臺灣的某期貨公司自營配對交易在短時間內因系統只做到單邊部位，而最終慘賠新臺幣8000多萬元，2013年發生在中國大陸某證券公司的套利價差事件。這些都不是因為市場過熱所造成的災難，而是拜程式交易所賜。雖沒造成一連串的系统性風險，然而在發生的當下，對市場也帶來相當大的影響，如果萬一觸發一連串的停損機制，崩盤也是有可能發生的。

在談風險之前，我們來看看目前交易的速度到底有多快，以臺灣期貨高頻交易者為例，其完成每一筆交易幾乎都低於20微秒（ms, 1ms=千分之一秒），我們就以20ms



來計算，即每一分鐘可交易3000筆，如是5ms，則在短短的1分鐘就可以完成12000筆交易。而在歐美的執行速度，比這還快。所以當你弄清楚怎麼回事的時候，已建立非常龐大的部位。如果很不幸又是建立了單邊方向的部位，不但市場行情因此被拉動，其造成的損失可想而知。

會為程式交易帶來風險的因素相當多，我們可分別從內在因素及外在因素來探討。

『內在因素』例如當初研發程式策略時，其交易邏輯不完整，欠缺某些狀況的因應，當“正好碰上”即造成風險。臺灣期貨交易所上市臺指期貨（大臺）及迷你臺指期貨（小臺），其現貨標的相同、到期日相同、幣別相同、合約大小是4比1，而且又可以互相抵沖，因此吸引許多交易者進行大小臺套利交易，但是其研判因應邏輯數就有很大的不同，16種交易邏輯是筆者目前知道較多的一個。這種策略的程式交易看似容易，除了搶時間以外，考慮不周、風控不到位，亦會釀成災難。另一個內在原因是人為因素，例如就曾經發生過股票與期貨的套利交易，因為交易員在進行輸入組數時，手指抖動造成後面多了零，而產生巨額錯帳與損失。又如交易員系統參數設定錯誤、系統換版不完整、程式啟動錯誤、程式版本控制失當、硬體故障、回報失靈、風險發生後未能及時處理…等，都是造成風險或風險擴大的內在原因。

『外在因素』如報價錯誤造成系統程式誤判而送單，在經紀業務的交易平台讓客戶誤判而送單，或是伺服器提供停損機制，則

可能觸發停損大量送單，甚至造成連鎖反應，客戶糾紛與賠償將會接踵而來。而在自營或資產管理的操作當然也是一樣的情況。所以市場報價的處理應更小心，突然一個離市場太遠的價格應該有確認的邏輯，且測試環境與正式環境應予分離，騎士公司在2011年11月就曾經發生過以測試資料作為報價的烏龍事件，該事件損失了750萬美元。另外如外部網路及線路的不穩定或斷線、災難導致回覆過久、市場（結構）改變等都會造成程式交易失靈。

風險評估與控制

當一套程式交易要上線前應做好風險評估與控制機制，並依授權或涉險程度簽核至決策單位最高主管，例如CEO或董事長，其中對於風險與報酬應作詳實的報告，並由決策者做出願意承擔風險的確認。所以建議下面的主題是評估的重點。

● 需求是否在正常資訊系統架構下

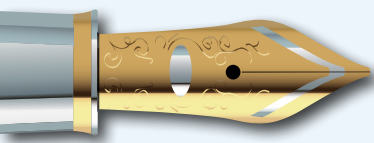
一般具有規模的資訊部門，對於上線之軟體都有一定的控管與測試作業，但有些為了求快速上線或操作方便，特意避開或忽略這些管制，風險經常是這樣產生的。

● 資訊特製化需求規格（應條列式附件）

能夠條列式說明需求規格，對定義策略邏輯、回測歷史資料、計算可能風險等的幫助相當大，甚至可以量化則更好。

● 硬體架構圖

● 資訊客製化之製作來源，可以區分為外



部、業務單位內部及正式由資訊單位製作，其可控管的難易度也不相同。

- 可能涉及的風險類別及風險描述
 - (1) 法律風險：法規風險評估與內部控制制度的吻合。
 - (2) 市場風險：市場大幅波動的風險評估。
 - (3) 信用風險：保證金不足的風險評估，人員誠信與可靠度評估。
 - (4) 資訊風險：系統當機或失靈的風險評估。
 - (5) 在正常下預估可能最大風險（可附表分析）。
 - (6) 在異常下預估可能最大風險（可附表分析）。
 - (7) 其他特殊作業風險。
- 風險發生時如何因應，誰是主要負責處理人員，事權與權責是否清楚。
- 業務單位（或決策者）是否了解此風險並願意承受。
- 程式源碼與管控
 - (1) 資訊客製化軟體原始碼、系統設計是否取得。
 - (2) 原始碼與執行碼是否分開管控。
 - (3) 程式碼與執行軟體的參數修改是否由非業務部門（風控單位、資訊單位）管控。
- 執行碼是否由原始碼重新編譯上線。
- 測試項目與資料是否完整（應有附件證明）。
- 壓力測試結果是否通過標準（應有附件

說明）。

- 大量、高頻、特殊情況測試結果是否通過標準。
- 上線流程是否符合資訊部規範。
- 執行軟體之參數是否由非營運部門（或資訊單位）設定。
- 業務單位風險水位是否由非業務部門管控。
- 更換版本是否經過完整測試。
- 更換版本是否由非營業部門更新。
- 系統之操作執行者是否經過操作訓練。
- 程式執行結果及參數正確性是否建立定期覆驗機制。
- 綜合評估與簽核。

以上的每一個項目都可以獨立出來個別深入的進行規劃與探討，並設計出規則與因應對策，加以演練。

風險如何預防

主管機關或是交易所對於程式交易或是高頻交易，站在監管的角度，經常會制定一些規定或措施，以限制或降低市場崩盤的風險。例如日漲跌停限制、盤中暫停交易、一定範圍市價單、委託傳送至交易所之每秒筆數限制、閃電指令（Flash Order）、主機託管（Co-Location）等等。

程式交易因為交易的速度實在太快，而且可能產生巨額交易量，所以風險控管是與時間賽跑的，於越短時間內發現異常狀況，並適當處置，則可降低風險與損失。在模型設計之過程，品質保證之團隊應同時進行，



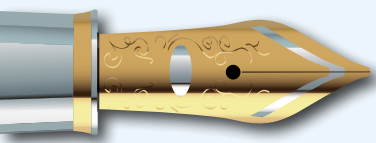
於風險與報酬之衡量做出適當的追蹤與取捨。每一項風險因子都需仔細審視，並做成因應的辦法、或備援機制，且製作各種情況的測試劇本與測試資料，等待測試的進行。情境分析雖可找出模型潛在風險，但並非萬無一失，所以除了需要充足的專業知識外，對市場的經驗也是關鍵因素。

透過合理資產組合配置原則，在設計模型之前，策略的想法應力求完整，風險過大的策略，所分配的資金應予降低，即使發生風險，亦不至於有過高的風險。

在系統運作的當下，執行發動管制、上線運行、盤中操作、即時監控、緊急處理等都應有主要權責人員，標準規範與遵循流程。以避免群龍無首，你看我、我看你，沒人處理的窘境。

風險控管是績效的減項，是需要投入成本的，目的是在預防萬一的情況，可能上線交易後幾年內不曾發生過風險，但是並不代表下一秒鐘不會發生。所以系統在進行的過程中，是一刻都不能鬆懈的。然而如此，仍然無法避免風險的發生，風險控管只是降低風險發生時的損失。所以策略不要過分複雜，能單純儘可能單純。下單能用限價者就不要使用市價委託。風險無法控制或是風險發生後會造成失控或無法收拾的策略，應盡量避免，或降低資金配置，否則只要碰上一次，就永不超生了。最後提醒大家，發展一套完整的風控計畫是必要的，有足夠專業的人員也都應到齊，並且能夠順利的執行，才能讓人安心，所以經常性的測試與演練也是風險控制重要的一環。





騎士資本 2012/08/01 事件 (“Knightmare”)



康和期貨◎廖汶釗

兆豐期貨◎黃奕儒

本文翻譯整理自美國證監會調查報告 (SEC 2013/10/16)

騎士資本 (Knight Capital, 簡稱Knight) 是一家美國的經紀自營商，目前是 KCG Holdings 的全資子公司；Knight 自 2013/07/01 起與 GETCO 合併為 KCG Holdings。2011、2012 年間，Knight 來自公司內部及客戶的交易量約佔美國上市股票市場的 10%；SMARS 系統 (Knight 的數個交易系統之一) 交易量則佔美國上市股票市場的 1%。

2012/08/01 事件

準備 NYSE 散戶流動性計劃上線

為使騎士資本的顧客能參與 NYSE 於 2012/08/01 開始的散戶流動性計劃 (RLP, Retail Liquidity Program)^[1]，Knight 針對系統與下單處理流程的程式碼做了一些變動，其中包括開發新的程式碼，並將新的程式碼加入 SMARS 系統中。SMARS 系統為自動化、

1. NYSE 在美國 SEC 的支持下啟動一年期的散戶流動性計劃，模擬另類交易平作法，由交易所建立一個交易平台，針對散戶投資人，提供直接為客戶委託單配對、在內部撮合成交而不需公開揭露報價的服務，並得豁免原報價不得低於一美分規定 (sub-penny pricing rule)。NYSE 期望藉該計劃挽回近年流失之市場占有率，從另類交易平台手中搶回市占率。



高速的演算法交易路由器（Router），主要作用是直接送單到市場交易；SMARS系統的主要功能之一為接受Knight其他內部交易平台的下單（母單parent order），再依市場現有的流動性切成數個子單（child orders）送出至外部的交易池交易。

Knight是用新開發的RLP程式碼“取代”SMARS中一個已未使用的Power Peg程式碼（功能為切割母單為數個子單）進行。Power Peg雖然多年已不再使用，但在部署新程式碼的同時，Power Peg依舊存在主機中，且仍可被執行。除此之外，新的RLP程式碼重新定義了一個狀態欄位（flag），而這個欄位在以往是用來記錄與啟動Power Peg這支程式。Knight原先構想是刪除Power Peg程式碼，然後在此欄位設定成“yes”時，可啟動新的RLP功能（而非Power Peg功能）。

之前Power Peg程式碼擁有一累計成交股數之函數（cumulative shares function），用來計算原母單中已被執行的子單加總量（單位為股數），可在母單被完全成交後（成交已達要求股數），停止發送子單。2003年，Knight停止使用Power Peg功能；2005年Knight將Power Peg程式碼中有關累計成交股數函數的部分移到SMARS前段的程式碼裡；在修改之後，Knight並未對Power Peg的功能是否仍可以正常運作做測試。

Knight從2012/07/27開始在SMARS系統中安裝新的RLP程式碼，並在接下來的數天裡，每天安裝兩到三台、分階段地安裝在主機上（總共8台）；然而過程中，一位IT

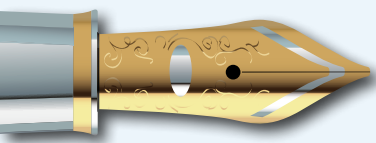
人員並沒有將新程式碼部署到第8台主機，Knight也未指派其他IT人員複查所有程式碼是否已被正確安裝，也沒人知道之前的Power Peg程式碼尚未移出第8台主機，Knight也無任何書面規範要求檢視相關檢查。

2012/08/01當天

08/01當天Knight接到來自數家符合散戶流動性計劃資格的經紀自營商客戶群受託下單。前7台已安裝新RLP程式碼的主機執行下單無誤；然而到第8台主機處理下單時，啟動了有缺陷的Power Peg程式碼，開始送出子單到某幾個交易池。因為Power Peg程式碼中的累計成交股數功能已移到SMARS較前段程式碼裡，所以Power Peg失去加總已成交股數的功能，主機因而快速不停地送出子單（每接收到一個母單），不管各個交易池回報的成交數量是多少。雖然某部分的下單系統已確認各筆母單的總股數已成交完畢，但此訊息並不會傳送至SMARS系統。

這些失誤造成嚴重的後果。有缺陷的Power Peg程式碼（第8台與其他台主機中的；見後描述）共收到與處理了212筆母單，因此送出數百萬筆子單，在短短的45分鐘內造成154檔股票的4百多萬筆、超過3.97億股的成交。Knight因而在80檔股票累積了約35億美金淨多部位、在74檔股票累積了約31.5億美金淨空部位，多、空部位最終的實現損失為4.6億美金。

這45分鐘內，數百萬筆的成交單影響了股票價格。例如在75檔股票中，Knight佔了



超過20%的成交量，影響價格波動超過5%；此其中的37檔股票，Knight佔了超過50%的成交量，影響價格波動超過10%。這些股價波動也使得其他的交易者以較好或較差的價格成交。

BNET Reject 電郵錯誤訊息

當天早上盤前交易，Knight也收到符合RLP資格的委託單（不計入前述預定為盤中交易、引發問題的212筆母單）。SMARS系統處理這些訂單，並自8:01am起，內部系統自動送出電郵訊息（稱為BNET Reject），提到SMARS系統與Power Peg disabled的錯誤。9:30am開盤前，此系統共送出97封電郵訊息到一群內部員工電子信箱中。Knight並不將BNET Reject設定為系統警示訊息（system alert），而且內部員工通常不會去讀；然而，BNET Reject是即時訊息，由此次程式安裝錯誤引起，並在開盤前提供可能確認並修復問題的潛在機會。BNET Reject電郵並沒在開盤前即時處理，也沒在出事時用來診斷問題。

管制與監管程序

SMARS系統

在訂單進入SMARS系統前，Knight有數個管制點（controls），包含顧客介面、內部的下單管理系統與客戶單成交系統中，都設有管制點來防止訂單輸入錯誤（entry of erroneous orders）。

然而，Knight在SMARS系統中並無適當防止訂單錯誤輸入的管制，例如沒有足以監控SMARS系統輸出（output）、比較進入與輸出訂單的管制。Knight也無法在SMARS異常時及時停止SMARS系統的程序（procedures）。SMARS系統在接母單時，管制母單的賣（買）單限價在全國最佳買（賣）價9.5%以下（上），因而也管制其相關子單限價掛單在此範圍；然則在9.5%以內的錯誤輸入，無法防止。再者，訂單在開盤前接到、欲參加主要股票集中市場開盤撮合的（如同出問題的212筆母單），不受到此9.5%限掛價的管制。

資金與部位限制

雖然Knight對於其幾個交易部門設有部位限制，但此種部位限制並不計入公司的待成交單（outstanding orders）曝險部位，並且沒有預設的資金上限（capital thresholds；以公司整體來看）、與其資金上限相連結之防止錯誤訂單進入的自動化管制。

舉例來說，Knight有一個「33號帳戶」，可暫時持有多種來源的部位，包含已在市場成交、但系統尚未與母單累計之待成交的股數部位。Knight給33號帳戶設定2百萬美金的總部位限制，但並無將此總部位限制連結到公司整體曝險的自動化管制。

2012/08/01早上，33號帳戶開始累積罕見的巨量部位，這是由SMARS系統所送出百萬筆已成交的子單、且尚未與母單累計之待成交的股數所累積的。然而，33號帳戶的



部位沒有連結到自動執行的公司整體資金上限與曝險部位控管，來防止更多錯誤訂單進入，SMARS系統繼續送出數百萬筆子單（因所啟動的Power Peg中累計成交股數函數有問題）^[2]。再者，33號帳戶可以從數個來源累積部位，Knight員工無法快速得知當日早晨累積的巨量部位從何而來。

Knight的主要風控系統PMON是委託單執行完畢後（post-execution）的部位監視系統。當日開盤時，資深的員工曾觀察到33號帳戶的大額部位累積。但是Knight並沒有把PMON連結到訂單輸入系統，無法在部位或資金曝險超過預設值時自動停止下單。PMON也需仰賴人工監視，而非自動送出資金曝險相關的警示訊號，也沒有顯示各交易部門的部位或資金額度，因此監視人員須自己知道額度，以判別是否超過上限。PMON在交易頻繁時也會延遲顯示（如08/01當日），因此當下數據顯示並不正確。

程式碼開發與安裝上線

Knight並無SMARS系統程式碼開發與部署（deployment）的書面程序說明（雖然其他系統有），也沒有要求SAMRS程式安裝須經其他IT人員複查。Knight也無書面說明要如何測試提供正式服務的主機（production

server）中未用到的程式碼，例如應如何確認仍留在主機中的程式碼是否正常運作。

事件當下反應

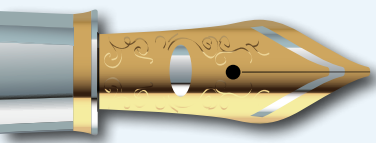
Knight 並無重大事件監管程序，具體指導員工在事件當下如何反應。事件當天則是主要靠著IT團隊來尋找與處理問題，而且在SMARS實際交易的情境中，系統持續送出百萬筆訂單。且IT人員並把已安裝新的RLP程式碼的7台主機解除安裝，反而使新進來的母單啟動這7台主機中的Power Peg程式碼（如同第8台出事情形），加劇子單的送單量，使情況更惡化。

法規遵循查核與控管書面說明

最初的遵循查核

Knight早於2011/07/14的遵循查核（compliance review）前，即已評估其控制（control）與程序（procedure）。Knight的法規遵循部門進行部門內部討論與評估，並與相關的業務與IT部門的員工討論；結論是Knight的內控符合法令Rule 15c3-5^[3]。此次評估主要是盤點現存的控制，與確認其運作正常；此次評估並未評量SMARS系統內部可能問題與其後果，也未考慮PMON無法在

2. Knight 的其中一個交易部門是有自動停止交易（automatic shutdown）的設置（當某些交易策略的損益上限到達時）。
3. 美國證券交易法第十五條第三項之五（Rule 15c3-5; SEC 2010/11 修訂）要求經紀商或自營商，為扮演金融市場守門員角色，須合宜地控制市場交易與傳輸系統的風險，而不影響自身與其他市場參與者的財務狀況、交易市場的完整性（integrity）、以及整體金融系統穩定性。



資金曝險超過時自動停止下單。Knight也無詳細記錄評估結果，以致於之後人員無法看出此評估的不足之處。

控制的書面說明

Knight法規遵循部門在最初的評估文件中條列一些系統與控制的說明；此份文件不完整，不符合SEC的要求Rule 15c3-5 (b)。在遵循查核日將近兩個月後，2011/09法規遵循部門才準備一份系統與控制的說明文件，但仍不完整且有些錯誤。例如，說明文件遺漏Knight的自營部門（ETG, Electronic Trading Group），此部門為公司主要下單來源之一。2011/11法規遵循部門與監管控制小組（SCG, supervisory control group）在詢問相關業務與IT部門後，開始加入漏列的部分；2012/01才完成文件的修改，這已是遵循查核日6個月後。雖然文件中已加入ETG相關說明，仍漏列LMM部門（Lead Market Making desk; NYSE Arca的高級造市者）與其他重要系統。直到2012/03的CEO認證（如下文），Knight仍繼續補充系統與控制的描述，CEO在認證時也知道文件仍在持續補強中。在遵循查核日將近一年後，2012/07才加入LMM部門的描述，而LMM數月中則已經歷幾次交易失誤。

監管程序書面說明

遵循查核日將近一個月後，2011/08 Knight通過了數個監管程序書面說明（WSPs, written supervisory procedures）

以符合Rule 15c3-5要求；WSP目的為提供Rule 15c3-5法規遵循定期評估的指導原則。Knight的法規遵循部門起草這些WSP，其中賦予SCG小組數個任務（並和相關業務、IT部門諮詢）。整體來說，這些WSP用來持續地評估Knight交易線路連結的控制（market access controls）合理性與Rule 15c3-5法規遵循與否。SCG小組提出的每份WSP須經各相關部門一位資深人員認可。法規遵循部門內部程序同時要求一位法遵人員一年兩次評估這些WSP的執行程度。

一些WSP並不完整，Knight的員工之間也有不同的認知。例如相關的員工有的認為須針對控制做評估，有的認為僅須盤點有何控制與監管程序。此外，用來評估控制是否合理的WSP只要求評估某些類別的控制，而且並沒有針對資金曝險超過預設值時與重複下單時的自動停止下單控制，提出評估。

遵循查核後的評估

遵循查核後，Knight根據這些WSP進行定期評估。如前所述，SCG小組須諮詢相關業務、IT部門人員，其評估結果並須經相關部門一位資深人員認可。這些評估結果都沒有考慮到Knight是否需要能限制SMARS系統運作異常風險的控制，與程式碼開發、未用到程式碼的控制。在進行控制的評估時，因WSP不夠明確完整，SCG與相關部門的員工須先花費相當多時間找出WSP漏列項目與更正錯誤。

在出事前的這段期間，Knight曾有幾次



機會來全面檢討控制的適合與否。舉例來說，2011/10 間，Knight使用測試數據（test data）在週末進行一個災難復原（disaster recovery）測試。測試結束後的星期一早上交易開始時，Knight的LMM部門誤用這些測試數據來產生自動報價；Knight因此損失了750萬美元。Knight的解決之道是限制此系統報價功能只能在市場交易時間啟動，並修改控制、使其在收到一個成交回報後停止送出報價，並在災難復原檢查表中加入一項測試數據檢查。Knight並沒有全面地檢討是否有足夠的控制來防止訂單輸入錯誤，不管是針對此特定下單系統的檢查，或是此系統出錯的原因。Knight也沒有因此設置檢查資料是否是即時的控制。

CEO 認證

2012/03 Knight的CEO簽署了Rule 15c3-5法規遵循的認證（CEO certification）。認證中並無明確肯定Knight的控制與監管程序已符合此法令，只說Knight已有相關的「流程（processes）」來達到此法令的要求。這個錯誤的文稿不是故意的疏失，Knight的CEO並未注意到此疏失，他本人也相信他簽署的意義即是明確肯定Knight的控制與監管程序

已符合Rule 15c3-5^[4]。

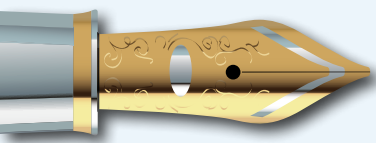
事件的附帶損害

2012/08/01事件產生了一些附帶損害（collateral damages），包括Knight淨資本不足的問題。此外，SMARS送出的這幾百萬筆錯誤訂單有一些是放空單（short sale orders）。Knight並無遵循Regulation SHO的Rule 200（g）規定，將之標示為放空單。相關的Rule 203（b）“locate” requirement 要求經紀商或自營商在接受客戶股票融券賣出、或自營部門融券賣出時，須手上已有股票、或已完成借券的善意安排（bona-fide arrangement）、或合理地相信其可借券即時交割，且已在法規遵循文件中說明；Knight在此事件送出放空單亦違反此項規定。

Knight事件教訓^[5]

自動化交易已漸為國家交易系統（NMS）的重要組成。自動化交易一般由直連國內交易所與國外主要交易中心的經紀商或自營商經手處理，或由其主動產生。散戶與機構投資人皆仰賴這些經紀商與其技術、系統來連結市場與交易。雖然自動化交易帶

-
4. 在 CEO 簽署認證前，他收到 Knight 人員依照 WSP 所做的相關查核報告，其中包含 8 位資深人員針對其業務相關部分的認證。報告中也同 CEO 認證含有此錯誤的文稿，但這 8 位員工都相信 Knight 的控制與監管程序已符合 Rule 15c3-5。
 5. [譯者註] 此節皆出自這篇 SEC 文件。



來執行速度與某些成本降低的效益，自動化交易也放大某些風險。市場參與者逐漸仰賴電腦決策來委託傳送路徑（order routing）與決定成交（execution），因此經紀商與自營商的法規遵循與風險管理部門亦須跟上腳步。若無適宜的控制方法，自動交易系統的下單速度可能使原在控制範圍內的小疏失，一發不可收拾，成為極端事件（extreme event），並在市場引發連鎖效應。

審慎的科技風險管理（technology risk management）的核心為品質保證（quality assurance）、持續改進、測試計畫與使用者的驗收（controlled testing and user acceptance）、流程的評估、管理與控制、經常與嚴謹的相關法規遵循評估、與強而獨立的稽核（audit）。為要確保這些基本要件落實在每日營運，經紀商與自營商須投資在科技、法遵、監管的基礎設施。近期市場事件與SEC強制執行文件^[6]亦顯示這樣的投資須要有高度決心，置科技治理（technology governance）於先，來防止可能的軟體運作異常、系統失敗與停機等緊急事件，並在事件發生當下能及時有效地控制損失。若經紀商不願或不能夠做到合宜的科技治理，將可能引發災難，影響經紀商本身、客戶、交易對

手、投資人與市場交易。



譯者按：

某位IBM員工的部落格簡要分析資管問題與對策（並指出SEC判決中屢提書面要求，恐流於形式），可為參考。IBM目前也正在擔任Knight的外部顧問（此SEC文件要求聘任外部顧問；未譯出）。一位資深軟體業界人士則從程式設計師的角度分析問題，提出修改程式時常用的手法（也是事件中Knight IT人員的做法），並點出SEC的書面流程要求是錯誤的改善方向，應是更減少人為（如手動安裝程式、改版的動作）的介入才是。

Knight Capital's \$472 Million Release Failure
<http://blogs.urbanocode.com/deploy/knight-capitals-472-million-release-failure/>

There are bugs, and then there are bugs
<http://bryanpendleton.blogspot.tw/2013/11/there-are-bugs-and-then-there-are-bugs.html>

6. NASDAQ 2012/05/18 臉書 IPO 事件，由系統設計限制與流程與程序缺陷引致（SEC 2013/05/29）；NYSE 分別資料傳輸問題，由於法規遵循部門並無參與在市場資料系統的設計、執行、運作（SEC 2012/09/14）；EDGX 2011/04/13 停機疏失事件，由系統、流程與控制的缺陷引起（SEC 2011/10/13）。

專題報導



隨著大陸金融市場的迅速開放，為強化其國際地位與競爭力，大陸成立上海自由貿易試驗區，構建大陸與各國合作發展的新平台。

美國期貨業協會（FIA）年會向為全球最大期貨業盛會，討論業界最關注之議題及發展趨勢，並提供各國專業人士資訊分享的平台。

本刊特以專題報導形式摘錄精華以宴饗讀者，進入國際發展領域。



「上海自貿區背景下的中國金融發展與研究」摘錄

期貨公會◎姜淑玲

上海自由貿易試驗區（以下簡稱上海自貿區）位於大陸上海市浦東新區，是大陸內地第一個自由貿易區，2013年8月22日大陸國務院正式批准設立，9月29日正式掛牌成立，拉開大陸新一輪改革開放的序幕，並引發全球的熱議與關注。上海自貿區的成立，在尋找大陸對外開放的新路徑和新模式，強化其全球競爭力，構建大陸與各國合作發展的新平台。其中深化金融領域的開放創新是《上海自貿區總體方案》的重要內容之一，而離岸金融業務則是上海自貿區的重要組成部分。期貨公會「上海自貿區背景下的中國金融發展與研究」之委外研究報告，主要係對上海自貿區設立後上海經濟的變化，及對上海乃至整個大陸經濟的發展所帶來的新契機及商機，與未來面臨的風險和挑戰進行分

析與研究，並透過介紹上海自貿區總體方案、大陸有關支持該區金融業務發展的法規、政策等供國內期貨業者參考，此委外研究報告已置於期貨公會網站之公會資料館>研究叢書（網址http://www.futures.org.tw/download.asp?cat_id=9&class_id=23）供參考使用。

本篇簡摘上海自貿區的發展背景、總體目標與政策法規及上海自貿區背景下的大陸金融發展策略三部分之內容與讀者分享研究成果。

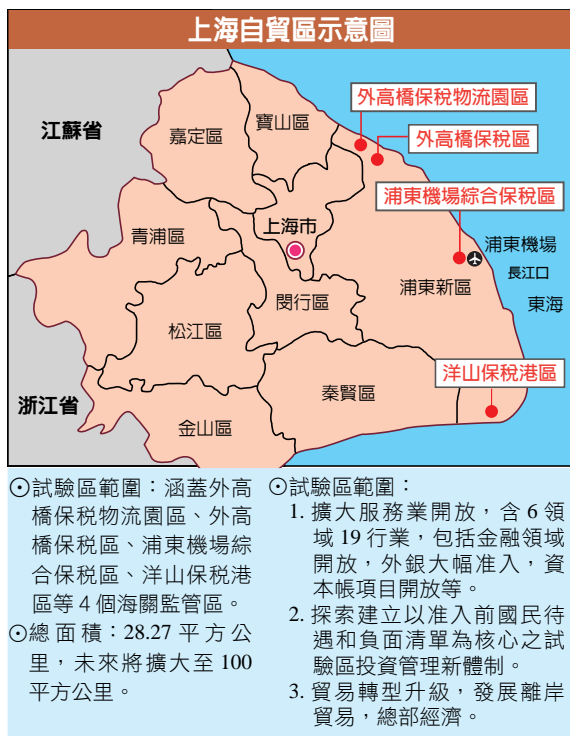
一、上海自貿區介紹與背景歷程

（一）上海自貿區介紹

上海自貿區設立在大陸上海的區域性自由貿易園區，屬大陸自由貿易區範疇，該試



驗區總面積為28.78平方公里，相當於上海市面積的1/226，範圍涵蓋上海市外高橋保稅區、外高橋保稅物流園區、洋山保稅港區和上海浦東機場綜合保稅區等四個海關特殊監管區域，以上海外高橋保稅區為核心，輔之以機場保稅區和洋山港臨港新城，成為新的大陸經濟試驗區，大力推動上海市轉口、離岸業務的發展。



大陸在上海率先建設自由貿易試驗區的原因，一是上海有較好的基礎，上海開放型經濟規模大，內外經濟聯繫面廣，國際化企業集聚度高；二是上海有較為成熟的監管制度和管理經驗；三是上海有較好的區位優勢，上海地處長三角，擁有廣闊的經濟腹地，可以發揮輻射效應，帶動更大範圍、更廣區域的開放開發。大陸在此區域將實施

「一線逐步全面放開、二線安全高效管理、進一步強化監管合作」的創新監管服務模式，並期望在3年後成為大陸各地區推動自貿區的學習對象。

(二) 上海自貿區背景歷程

上海自貿區的設立背景有國際與大陸內地兩方面的原因。國際方面，美歐自貿區談判（TTIP）和跨太平洋夥伴關係協議（TPP）建立以來，這兩大國際經濟史上規模最大的自貿區談判都不包括大陸，面對未來世界貿易規則、標準和格局的可能改變，大陸為緩解此即將可能出現的危機，必需建立屬於大陸的自由貿易區域。從大陸內地來看，大陸經濟正值國際需求疲弱及勞動成本





Feature Report

時間	會議名稱或出處	相關提法或表述
2012年12月21日	上海市人大常委會第37次會議	會議表決通過〈上海市推進國際貿易中心建設條例〉，該條例將於2013年1月1日起施行。該條例首次提出要在上海探索建立符合國際慣例的自由貿易園區。
2013年2月28日	上海市政府例行新聞發佈會	頒布〈臨港「雙特」30條實施政策〉，旨在探索和實施不同於其他地區的特殊體制，以調動區域發展的積極性，增強區域發展的自主性。
2013年3月	李克強在上海召開座談會	會上指出，「我們要用開放擴大內需，用開放形成倒逼機制，用開放促進新一輪改革」。上海自貿區的建立是為上海乃至中國帶來發展紅利，是中國積極主動對外開放的「試驗田」。
2013年4月18日	上海市商務委	辦公室主任鄧福勝向媒體證實，上海正在配合國家有關部委制定〈上海自由貿易園區建設總體方案〉。
2013年5月14日		上海自貿區項目獲得國家層面立項
2013年5月下旬		浦東自由貿易區試點方案經由上海市政府討論並肯定後，上報中央相關部門，進入會簽階段。
2013年7月3日	國務院常務會議	通過〈中國（上海）自由貿易試驗區總體方案〉（草案）
2013年8月16日	國務院常務會議	會議討論通過擬請全國人大常委會審議的關於授權國務院在中國（上海）自由貿易試驗區等國務院決定的試驗區域內暫停實施外資、中外合資、中外合作企業設立及變更審批等有關法律規定的決定草案。
2013年8月22日	商務部網站	公佈「國務院已正式批准設立中國（上海）自由貿易試驗區」
2013年8月30日	十二屆全國人大常委會第四次會議	授權國務院在中國（上海）自由貿易試驗區暫時調整有關法律規定的行政審批。

中國（上海）自貿區方案發展歷程

資料來源：大陸政府各部門網站

升高導致產業轉移下，嚴重倚賴出口已明顯動力不足，且大陸內地市場經濟效率仍較為低下，亟需經改革來謀出路。故上海自貿區設立，藉以重振其地方乃至大陸整體經濟，激起企業發展活力，帶動產業、產值快速提升，促進大陸內需和地區經濟的繁榮。

二、上海自貿區總體目標與政策法規

（一）上海自貿區總體目標

大陸建設上海自貿區有兩大意義，一是在服務貿易和投資領域尋求進一步對外開放，二是未來改革不是地方政策的突破，而是全國可複製、可推廣的制度性建設。從上海自貿區將試行人民幣資本項目的自由兌

換、擴大服務業開放、稅收優惠等政策，將對大陸金融體制、貿易體制、投資體制，包括海關監管體制等全面推動經濟開放和金融改革。緊緊圍繞面向世界、服務大陸戰略要求和上海四個中心建設的戰略任務，按照先行先試、風險可控、分步推進、逐步完善的方式，把擴大開放與體制改革相結合、把培育功能與政策創新相結合，形成與國際投資、貿易通行規則相銜接的基本制度框架，將上海打造為全球經濟金融中心。

（二）上海自貿區相關政策法規

2013年9月在上海自貿區掛牌之際，大陸官方公布《中國（上海）自由貿易試驗區總體方案》，明確提出上海自貿區的總體要



上海自貿區的任務

加快政府職能轉變

允許符合條件的外國投資者自由轉移其投資收益

深化行政管理體制改革

暫停或取消投資者資質要求、股比限制、經營範圍限制等准入限制措施

擴大服務業開放

制訂試驗區外商投資與國民待遇等不符的負面清單，改革外商投資管理模式

准入前國民待遇

允許和支持各類融資租賃公司在試驗區內設立項目子公司並發展境內外租賃服務

推進貿易發展方式轉變

在試驗區內對人民幣資本項目可兌換、金融市場利率市場化，人民幣跨境使用等方面創造條件進行先行先試

深化金融領域的開放創新

在服務業擴大開放、實施准入前國民待遇和負面清單管理模式方面深化改革

完善法制領域的制度保障

求及目標，並寫明重要的改革方案及六大服務領域的開放措施，大陸各相關部門依據此總體方案陸續發布相關的配套法案及實施辦法。9月29日，大陸上海市人民政府發布《中國（上海）自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施（負面清單）（2013年）》，對負面清單之外的領域，將外商投資專案由核准制改為備案制（大陸官方規定對大陸內地投資項目保留核准的除外），將外商投資企業公司章程審批改為備案管理。所謂「負面清單」實際上就是明確告知哪些行業不開放或存在限制，法無禁止即可為，開放外資准入前國民待遇（即外國人與大陸內地居民有同等待遇）的資格。2013版「負

面清單」的亮相，無疑釋放出大陸將進一步開放、接軌國際規則的信號。

2013年12月2日中國人民銀行公布《關於金融支持中國（上海）自由貿易試驗區建設的意見》，共包括30條意見，主要有：創新有利於風險管理的帳戶體系、探索投融資匯兌便利、擴大人民幣跨境使用、穩步推進利率市場化和深化外匯管理改革五大方面，涉及金融改革和創新的多個領域。尤其在促進跨境投融資和豐富風險套利等方面，新的政策為大陸金融機構提供了更廣闊的業務發展空間，有助於上海自貿區的金融機構通過穩步參與各項改革措施，共同促進貿易投資的便利化，並提升國際競爭力。而



今（2014）年5月22日又發布了《中國（上海）自由貿易試驗區分帳核算業務實施細則》和《中國（上海）自由貿易試驗區分帳核算業務風險審慎管理細則》，從業務管理和風險防範兩方面構建起有利於風險管理的試驗區帳戶體系架構。

綜上所述，上海自由貿易區的建立，順應了大陸目前國內經濟與國際經濟中的發展形勢，要建立一個公平、自由、創新的市場環境，大陸需要建立一個突破口，然後將成功的經驗複製，透過金融、稅收、貿易、政府管理等一系列政策變革，上海自貿區將為大陸經濟改革帶來示範的效應。

上海自貿區外匯新規	
分帳核算業務實施細則	
目的	規範上海地區金融機構內部建立自貿區分帳核算管理制度的具體要求，及自由貿易帳戶開立、帳戶資金使用與管理等
主要內容	<ul style="list-style-type: none"> 一、上海地區金融機構可通過建立分帳核算單元，為開立自由貿易帳戶的區內主體提供經常項目、直接投資和〈意見〉第三部分投融資創新相關等業務的金融服務 二、確定自由貿易帳戶為規則統一的本外幣帳戶，區內主體和境外機構可根據需要開立 三、自由貿易帳戶與境內其他銀行結算帳戶的資金流動，按跨境業務管理 四、對已實現可兌換的業務，自由貿易帳戶內資金可自由兌換：對〈意見〉第三部分投融資創新業務，根據「成熟一項、推出一項」原則另訂具體實施辦法 五、中國外匯交易中心、上海清算所等機構可在獲准後，向自貿區內及境外提供各類跨境金融交易及清算結算服務

註：表中《意見》指大陸央行2013年12月公布《關於金融支持中國(上海)自由貿易試驗區建設的意見》

資料來源：人行上海總行

三、上海自貿區背景下的大陸金融發展策略

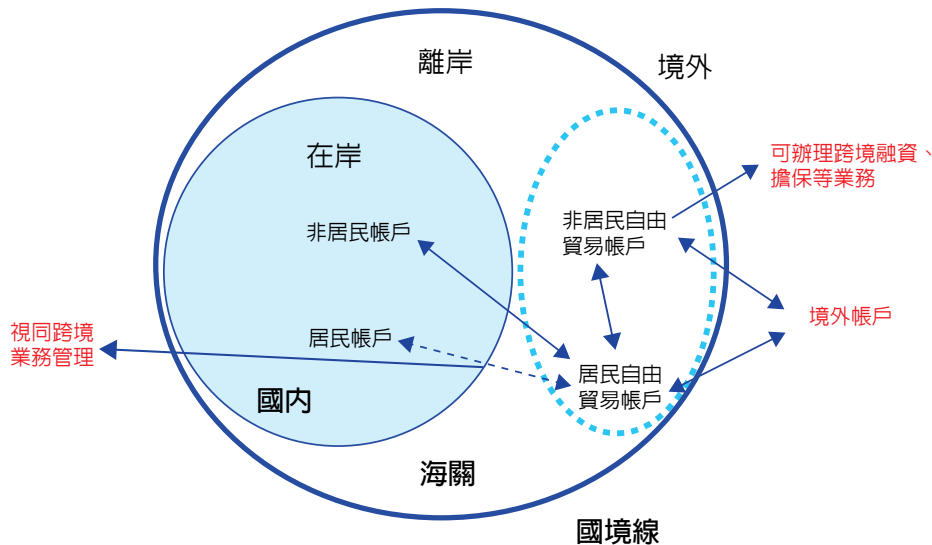
(一) 上海自貿區離岸金融發展

大陸改革開放三十多年以來，隨著經濟總量增加、國際化程度提高、金融服務延伸和改革需要，建立離岸金融市場的必要性越來越高，上海自貿區成立是良好契機。依據環球銀行金融電信協會（SWIFT）數據顯示，目前大陸人民幣已成為世界第八大支付貨幣及第二大貿易融資貨幣。參考香港的人民幣離岸金融中心發展經驗，與滬港通政策的開放，香港與大陸內地在進行跨境交易時大量使用人民幣結算，催生了人民幣的存貸款需求，進而推動持有人民幣的意願，提高人民幣跨境結算的規模，在此基礎上發展離岸金融與打造人民幣離岸金融中心，進一步為人民幣國際化創造有利條件。

金融的國際化才是上海自貿區的真正內涵，其終極目標就是推動人民幣的國際化，大陸必須要開放其資本管制，在上海自貿區內，投資和貿易相關的資金可以自由兌換，利率、匯率也都要積極探索面向國際外匯管理改革試點，建立與相適應的外匯管理體制，推動跨境人民幣結算業務發展，擴大人民幣在貿易、投資、保險等領域的使用。

(二) 上海自貿區未來的發展策略

上海自貿區是大陸金融市場改革開放的先鋒和試驗田，其中的金融實驗將為金融市場化改革的全面深化與推廣提供可供參考的經驗。上海自貿區金融層面的改革創新將會提高對大陸內地企業的金融服務的供給，優



在岸、離岸與境外帳戶的資金流動

化資金資源的配置效率，引導、推動重點領域與行業轉型和調整，此外也構建了大陸境內離岸人民幣市場，推動人民幣國際化、匯率自由化與資本自由流動，同時也將上海自貿區內企業提供一個新的融資管道，為大陸市場改革提供寶貴的借鑒經驗。

然對臺灣而言，上海自貿區的先行，儘管許多政策細節尚未落定，但這個被視為大陸三十餘年改革開放後的最大經濟升級版改革，撼動了同樣競逐區域金融版圖的新加坡、香港與臺灣。從其成立的背景分析，大陸經濟本身面臨相當大的內外壓力，以外部壓力而言，外資這幾年在大陸做生意常因法規限制碰壁。因此，WTO等世界經濟組織及歐美日等大國，對大陸市場不夠開放一直有聲音，加上大陸逐漸從生產基地轉為世界市場，外界預估大陸總體經濟若干年後會超越美國等國家，故這種不夠開放的呼籲更強

烈。反觀臺灣，並沒有像大陸的金融限制、匯率不夠自由等問題，所以不必太擔心臺灣會因上海自貿區而「丟掉什麼」或「出走什麼」，而是應該設法在上海自貿區的開放過程中，仔細掌握那些屬於臺灣的優勢？如何累積自己的附加價值？如何在科技領域創新？即使產業出走大陸，但核心價值仍會留在臺灣加強，這樣反而更能創造兩岸間的合作機會。





2014 年第 39 屆 FIA 年會會議 重點摘要



期交所◎阮浩耘

第39屆美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）年會於3月11日至14日在美國佛羅里達州波卡雷頓舉行，本次會議共計有來自全球30餘國，超過1,000位來自期貨業主管機關、衍生性商品交易所、結算機構、期貨商、期貨顧問事業、資訊廠商與新聞媒體之代表參加，為全球最大的期貨業盛會。我國代表團成員包括金管會委員林建智、金管會紐約辦事處主任陳銘賢、證期局專門委員劉建中、期貨公會秘書長盧廷劼、

期貨公會理事暨群益期貨董事長孫天山、期交所總經理邱文昌與結算部經理陳錫琪等人。

本屆年會循例於第一天（3月11日）召開主管機關會議，後陸續於3月12日與13日邀請業界高階主管們擔任演講者或與談人，舉辦多場專題演講與座談會，包含CFTC代理主席Mark Wetjen之專題演講、交易所領導人座談、結算所領導人座談、跨境交易法規、以及交易與結算面之熱門議題等。會中



與談人針對各項熱門議題相互交流、發表專業意見與建言，提供了與會者深入了解產業發展趨勢、業界目前之關注議題，以及法規演進的機會。

壹、專題演講—CFTC代理主席Mark Wetjen對「各國法規和諧之必要性」發表演說

Mark Wetjen表示各國衍生性商品主管機關最重要的目標，是促進國際市場之開放度、透明度、流動性，並提供機構投資人健全的風險管理制度。為達成這些目標，CFTC將採一連串的措施，使國際法令更加和諧，這些措施包含：

一、替代性遵循法令之施行

替代遵循（substituted compliance）之法令架構係指任一國外交易所或結算所，若能獲CFTC認定受到合宜的監管，則可採遵循外國法令來替代遵循CFTC之相關法規。例如，現行規範中，受認可之外國交易所（Foreign Board of Trade, FBOT）可以遵循該外國法令來替代遵循美國CFTC對交易所之註冊要求等相關規範。

美國在制定Dodd-Frank法案時，也有將替代遵循的觀念導入交換交易（swaps）相關的法規中。跨境swaps法令採替代遵循的架構可使國際監理機關有更多誘因施行與美國Dodd-Frank法案相似之風險管理、資訊申報，以及交易規範。同時，也使這些國家

的金融機構與其主管機關有相同的利益與誘因，共同推動國際間更具一致性之法令規範。

此外，替代遵循的架構也顯示了美國在法令制定上，向全球其他主管機關的讓步，以及美國與他國主管機關在法令及資源上的不足，無法單獨執行跨境交易之監理。對於在外國市場營運的機構來說，替代遵循使這些機構得以遵循更完善且具國際一致性的法令，且替代遵循架構延伸至國際交易與結算法規後，將使國際衍生性商品市場更加競爭、開放、透明並具備更高的流動性。

Mark Wetjen呼籲各國主管機關應對以結果為導向的CFTC跨境交易規範保持信心，並且避免在特定文字或標點符號上做過多的堅持。因即使是在以結果為導向的法規架構中，在法規付諸施行前，均無法得知能否獲得預計的效果，為了達到立法目的，需要國際間各主管機關先同意某些細節的規範，以避免產生更多的爭議。

二、未來方向指引（The Path Forward Statement）以及相關的No-Action Letters¹應可促進店頭交易之衍生性商品集中交易與集中結算之國際法令相互認可。

CFTC業依循去（2013）年發布的「未來方向」指引，於近期發布文件，有條件的豁免了歐洲之多邊交易設施（Multilateral Trading Facility, MTF）需向CFTC註冊之要

1 No-Action Letter 為 CFTC 所發布的文件，該文件表彰 CFTC 不會針對特定行為採取法律行動。



Feature Report

求，前提是這些多邊交易設施在遵循該國法令下，亦能遵循美國有關交換交易執行設施（Swap Execution Facility, SEF）之交易前透明度的規範與其他基本要求。這些得被豁免的多邊交易設施須提供交易者掛單資訊、提供所有使用者公平的交易管道、支援集中結算、並須支援交易後之交易資訊申報等，Mark Wetjen表示惟有遵循這些規範，才可確保交易管道之公平性，以及市場具備足夠之交易前透明度。而未來方向指引以及其相關的No-Action Letters應可促進國際間交易與結算法規之相互認可與一致性。

CFTC未來的工作是為外國的交換交易執行設施以及衍生性商品結算機構建立一套相互認可的監理架構，以進一步促進衍生性商品市場的開放、透明度與流動性。CFTC將依據Dodd-Frank法案賦予的權利，研擬一套認可外國交易與結算機構之流程。

有關結算方面，CFTC考慮在2014年4

月制定法令，設立一套標準流程以允許外國結算所進行結算服務。由於已有國際清算銀行（BIS）之支付暨結算系統委員會（Committee of Payment and Settlement Systems, CPSS）與IOSCO共同發布之金融市場基礎設施準則（Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI），以及國際間針對集中結算規範的對話，且PFMI大致上已取得國際主管機關們的認可，因此前述法令的制定應相對較為簡單，此與集中交易法規尚存在許多意見的情況不同。

而在集中交易相關規範方面，由於尚缺乏國際間的對話與溝通，因此需依賴第一個制定出相關法令的國家做為立法之參考。希望未來有更多主管機關參考美國法令制定集中交易之交易前透明度與公平性之規範。

貳、重要座談會—交易所領導人座談





主持人：

Gillian Tett，

現為Financial Times之助理編輯與專欄作家

與談人：

Magnus Bocker，

新加坡交易所（SGX）執行長

Phupinder Gill，

芝加哥商業交易所（CME）集團執行長

Robert Greifeld，

納斯達克OMX集團（NASDAQ OMX）執行長

Charles Li，

香港交易所（HKEx）執行長

Andreas Preuss，

歐洲期貨交易所（Eurex）執行長

Jeffrey Sprecher，

洲際交易所（ICE）董事長與執行長

一、未來五年交易所之發展—中國崛起

ICE之執行長Jeffrey Sprecher表示未來一定會有更多交易所成長為大型交易所。例如新興市場中成長迅速，但尚未成為大型交易所的中國交易所等。NASDAQ OMX執行長Robert Greifeld同意Jeffery的說法，此外，他也預期未來也會有更多的整併發生，進而產生更多的大型交易所。

CME之執行長Phupinder Gill也認為隨著新興市場的法規與國際越來越同步，且開放程度越來越高，將產生更多的機會，造成未

來更多大型交易所的出現，尤其中國的交易所。

二、低利率且低波動率的環境中，交易所如何成長

Jeffrey Sprecher首先表示ICE成立於2000年，成立時係因看到了電子交易與網路交易的趨勢，也利用此趨勢造就快速的成長。在2008年後，ICE看到了結算所的機會，因此開始成立結算所提供相關服務。近期ICE看到的是G20的決議，要求全球主管機關有一致性的集中交易與集中結算規範，但到目前為止世界各地的規範仍相當分歧，客戶因需要遵守各地不同的規範而造成交易成本大幅上升，ICE認為替客戶解決各地規範不同的問題，是現在看到的成長機會。

CME的Phupinder Gill表示，在5、6年前當金融危機發生後，波動率降到非常低的程度，但CME趁機推出了歐洲美元期貨，該契約成長到現在每日有300,000口的交易量，他認為不論在什麼時候，利率商品都有機會成功。其他商品方面，他舉例天然棕櫚油（crude palm oil）是馬來西亞當地的商品，但此商品和黃豆油（soy oil）的相關性非常高。因此，CME將馬來西亞的天然棕櫚油期貨放在Globex²上面進行交易，使美國與馬來西亞的交易者可以便利地交易另一種商品，利用商品全球化的機會擴大市場規模，使天

2 Globex 為 CME 集團之全球交易平台



然棕櫚油期貨和黃豆油期貨的客戶基礎均有所成長。依此經驗，他認為未來五年內，商品國際化將持續帶動CME之成長。

SGX之Magnus Bocker認為低波動率的現象，並不一定會造成交易量下降。他表示在亞洲，最大的挑戰在於如何吸引客戶，而非波動率與利率的影響。SGX目前許多商品的主要交易量仍來自於歐美的投資人，但未來10年至20年內，將有更多過去未進行跨國交易的亞洲保險公司、退休基金、長期投資公司等，會有分散投資或避險之需求。因此，無論波動率是高或低，亞洲的客戶將是未來成長的動力。

香港交易所之Charles Li則認為現在已經有更多機構投資人積極布局亞洲市場，不論是分散風險的需求，或是想要建立24小時交易的環境，亞洲都是大家競相發展的區域。因此對HKEx來說，倫敦金屬交易所（LME）就是吸引世界其他投資人進入亞洲市場的主要媒介，這方面HKEx必須先將基礎設施建設好，並適當的扮演東西方文化與法規之潤滑劑。

NASDAQ OMX之Robert Greifeld表示在他的經驗中，交易所的成長大致可分為三部分，首先為經濟成長的影響，大約佔33%-50%，一般來說，交易所之成長率會是GDP成長率的某個倍數。第二則是與各交易所的競爭，對成長的影響約33%-40%，若在競爭中做出對的決定則可獲得較高的成長。最後則是創新，約佔10%-33%，但這部分也是最難的一部分。

三、歐洲高頻交易相關法規對市場之影響

Eurex執行長Andreas Preuss表示在德國，高頻交易（High Frequency Trading, HFT）之法規已開始施行，但他認為並不會對市場造成太大的影響，主要係德國的高頻交易法規是經過非常多的溝通與教育宣導後才通過，因此未對市場造成太大的衝擊。真正對市場造成重大影響的是金融交易稅（Financial Transaction Tax, FTT），金融交易稅將不只對交易所，而是對整個經濟都將造成巨大的影響與衝擊，且其真正的問題是在於大部份的人不是不瞭解金融交易稅，就是認為衍生性商品交易是投機行為，因此需要加稅並進行嚴格規範。立法者沒有從法國施行金融交易稅對經濟造成的影響學到教訓，這才是Eurex擔心的問題。

四、交易所之經營模式—垂直v.s.水平

主持人Gillian Tett提到，在歐盟通過歐盟金融工具市場指令修正案（Mifid II）之後，允許投資者可於一個交易所進行交易，再由另一個交易所來進行結算。這個法規和期貨市場過去的垂直式經營模式（Vertical-silo model）有很大的不同，過去期貨市場係由交易所自己結算自己的商品，她詢問在座的與談人對此規範有何想法與建議？

Andreas Preuss表示，現在期貨市場整合式的營運較以往活躍，交易所就自己的交易收取保證金或擔保品，並自行結算。若強迫交易者去其他結算所進行結算，並無益於整體市場的發展與安全。



CME之Phupinder Gill則強力反對此規範，他認為，允許期貨契約在其他結算所結算將會抑制市場創新。因其他交易所可以利用CME的留倉量推出一模一樣的商品，將使市場沒有創新的意願，降低創新所創造的附加價值。例如近期CME看到了法規的改變，推出了可交割之交換交易期貨（Deliverable swap futures），若CME並不是採垂直式經營模式，可能不會想要推出這個商品。

但針對此意見Robert Greifeld表達不同的看法，他認為即使CME不推出，仍會有其他人想要搶佔市場份額而推出可交割之交換交易期貨，因此對於市場創新不會有太大的影響。

SGX之Magnus表示他同意Phupinder Gill的看法，在亞洲，有垂直式營運模式才會有創新，應讓市場決定該採哪種模式。Phupinder Gill此時也補充到，他並不反對任何交易所推出CME已有的商品。但大家可思考一下在1980年代日本實施重稅，被SGX看到了這個機會，推出了日本的指數期貨商品，搶佔了很大部份的市場份額，也迫使日本進行改變，成為一個更有效率的市場，因此商品創新可促進市場效率。

ICE之Jeffery Sprecher表示，歐盟立法的用意是想增加市場競爭，但看看過去幾年，在座的各交易所在歐洲均有併購或其他進一步發展的動作，但從來沒有使競爭更加激烈，因歐洲本就是一個競爭激烈的市場，歐盟這樣做只會使原本就非常競爭的市場更加競爭，並不會有作用。此外，這個法規將

使ICE變得更大，並會阻礙小型交易所的成長。ICE進入歐洲市場係因併購了位於倫敦的國際能源交易所（International Petroleum Exchange），當時該交易所已有20年的歷史，但只有掛牌交易4項契約，而目前已經掛牌交易超過900項契約，若沒有垂直式經營模式，ICE將很難做到這一點。

香港交易所之Charles Li表示從另一個角度來說，在2008年金融風暴後主管機關就想要分割市場（才會減少大到不能倒的公司）、增加市場競爭以及強化風險控管。因此，在交易所的角度會認為這樣的規定會造成市場太大的影響，但在主管機關的角度則完全不同。

五、網路安全（Cyber Security）

隨著科技的進步，網路安全逐漸成為重要的議題，Robert Greifeld表示NASDAQ OMX已就網路安全做過相關研究，發現軍方掌握了網路安全的領先科技。因此，NASDAQ OMX雇用了從能源部的勞倫斯利福摩爾國家實驗室（Livermore National Laboratory），以及美國國家安全局（NSA）的網路專家改善網路安全，希望最終可以達到軍方等級的網路安全。此外，他也提到NASDAQ OMX今年遭受的分散式阻斷服務攻擊（Distributed Denial of Service, DDOS）較往年下降30%-35%，可能是因為美國和伊朗關係趨緩所造成。

Jeffery Sprecher表示，ICE的董事會在幾年前就通過並設立了「風險管理委員會」。



Feature Report

該委員會過去只專注在有關違約等內部風險，現在網路安全部門的主管也被要求與會，因交易所之風險已經由內部風險轉變為來自像網路等外部風險了。此外，因美國證券市場間的連結非常複雜，因此網路安全不單只是一間公司的事情，而是整個交易所社群所應注意防範的問題。

Eurex執行長Andreas Preuss表示，像Stuxnet³的網路攻擊不只會發生在伊朗，而也有可能發生在交易所。近期各交易所的危機意識已經上升，但整個產業仍需要實施很多重要的措施來防止網路攻擊。他同時也提醒大家，若有四、五個政府部門可以隨時入侵任何系統，那任何犯罪集團也有可能可以做到，希望各交易所都能開始強化網路安全。

參、2013年全球衍生性商品交易概況

一、全球交易概況

2012年全球衍生性商品交易所經歷了低迷的一年，掛牌契約之總交易量下降了15.3%。2013年雖未繼續下跌，但交易量僅小幅成長，全球集中市場之成交量為216億口，僅較2012年成長了2.1%，但仍遠低於2010與2011年的水準。

以區域來說，北美的成長率最佳，相較2012年有約9.9%的成長，主要來自於芝加哥商業交易所（CME）的利率期貨與選擇權、以及洲際交易所（IntercontinentalExchange, ICE）之能源交換交易期貨商品的成長。反觀亞洲、歐洲與拉丁美洲之交易量均較2012年下滑。

表一、全球衍生性商品交易所成交量統計—依地區別

單位：口

	2012年交易量（口）	2013年交易量（口）	成長率
北美地區	7,226,899,794	7,940,222,591	9.9%
亞洲地區	7,526,362,180	7,291,409,895	-3.1%
歐洲地區	4,389,386,969	4,351,305,986	-0.9%
拉丁美洲	1,730,633,143	1,683,076,253	-2.7%
其他	316,835,364	377,405,049	19.1%
總和	21,190,117,450	21,643,419,774	2.1%

而若以商品類別來說，利率類、能源類以及一般金屬類均較2012年有兩位數的成長，反觀股價指數類則下跌11.2%。以利

率類商品來說，CME之5年期與10年期公債期貨與公債選擇權交易量均較2012年有超過20%以上的增長。而股價指數類商品的

3 為美國用來攻擊伊朗濃縮鈾的離心機控制設備之電腦病毒



表二、全球衍生性商品交易所成交量統計—依契約別

單位：口

	2012 年交易量 (口)	2013 年交易量 (口)	成長率
個股類	6,469,512,853	6,401,526,238	-1.1%
股價指數	6,048,270,302	5,370,863,386	-11.2%
利率類	2,931,840,769	3,330,719,902	13.6%
匯率類	2,434,253,088	2,491,136,321	2.3%
能源類	925,590,232	1,265,568,992	36.7%
農產品類	1,254,415,510	1,213,244,969	-3.3%
一般金屬	554,249,054	646,318,570	16.6%
其他	252,686,977	493,359,639	95.2%
貴金屬類	319,298,665	430,681,757	34.9%
總和	21,190,117,450	21,643,419,774	2.1%

下跌主要係因韓國交易所於2012年3月間將KOSPI 200選擇權之契約規模放大5倍，以防止散戶投資人過度投機，造成KOSPI 200選擇權之交易量從2012年起持續下滑，2013年交易量為5.8億口，較2012年的15.8億口下降約三分之二，若將韓國交易所去除，則2013年全球集中交易之衍生性商品成長率會從2.1%上升至7.4%。

二、衍生性商品交易所排名統計

就世界前30大衍生性商品交易所排名來說，中國交易所的崛起和交易所間的整併是主要觀察重點。首先，就中國交易所而言，2013年中國主管機關開放了多項商品期貨契約，包括石油瀝青、膠合板、纖維板、雞蛋、鐵礦石、焦煤與動力煤期貨等，再加上

2012年獲准上市的期貨商品逐漸成熟，為中國的商品期貨市場挹注成長動力，以2013年整體中國商品期貨市場來說，成交量達18.68億口，較2012年成長38.9%，此係為4家中國期貨交易所交易量大幅上升的主要原因。

此外，交易所之間的整併亦為影響排名之重要因素。洲際交易所於2013年底完成對NYSE Euronext的併購，使其排名由2012年的第12名上升至全球第2名，僅次於CME集團；莫斯科交易所（Moscow Exchange）係由MICEX與RTS整併而成，目前排名第8；日本交易所集團（Japan Exchange Group）係由東京證券交易所與大阪證券交易所合併而成，目前排名已上升至第14名；香港交易所併購倫敦金屬交易所（LME）後，排名也來到世界第15名。





Feature Report

表三、全球前30大衍生性商品交易所

單位：口

2013 年排名	交易所	國家	2013 年 交易量 (口)	成長率
1	CME Group	美國	3,161,476,638	9.20%
2	IntercontinentalExchange	美國	2,807,970,132	14.70%
3	Eurex	德國	2,190,548,148	-4.40%
4	National Stock Exchange of India	印度	2,135,637,457	6.20%
5	BM&FBovespa	巴西	1,603,600,651	-2.00%
6	CBOE Holdings	美國	1,187,642,669	4.70%
7	Nasdaq OMX	美國	1,142,955,206	2.50%
8	Moscow Exchange	俄羅斯	1,134,477,258	6.80%
9	Korea Exchange	韓國	820,664,621	-55.30%
10	Multi Commodity Exchange of India	印度	794,001,650	-17.30%
11	Dalian Commodity Exchange	中國	700,500,777	10.70%
12	Shanghai Futures Exchange	中國	642,473,980	75.90%
13	Zhengzhou Commodity Exchange	中國	525,299,023	51.30%
14	Japan Exchange Group	日本	366,145,920	56.30%
15	Hong Kong Exchange & Clearing	香港	301,128,507	7.70%
16	ASX Group	澳洲	261,790,908	0.70%
17	BSE	印度	254,845,929	4.50%
18	JSE	南非	254,514,098	60.20%
19	China Financial Futures Exchange	中國	193,549,311	84.20%
20	TMX Group	加拿大	155,753,473	-25.60%
21	Taiwan Futures Exchange	臺灣	153,225,238	-2.20%
22	BATS Exchange	美國	151,814,889	16.20%
23	Singapore Exchange	新加坡	112,077,267	39.10%
24	Tokyo Financial Exchange	日本	65,527,790	-2.10%
25	Tel Aviv Stock Exchange	以色列	60,514,431	-9.90%
26	MEFF	西班牙	54,694,502	-18.60%
27	Borsa Istanbul	土耳其	53,172,365	-14.90%
28	Rosario Futures Exchange	阿根廷	51,176,700	0.20%
29	London Stock Exchange Group	英國	50,384,211	-26.50%
30	United Stock Exchange of India	印度	44,931,092	406.90%

合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

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

CNFA 中華民國期貨業商業同業公會