

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第044期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2012**

第四季



## 封面故事

槓桿交易商核可了

## 專題報導

期貨商 IFRSs 紀元

## 市場訊息

教戰實務 - 新商品 新策略

## 特別報導

中小企業如何利用期貨規避風險  
提昇經營績效說明



期貨人季刊  
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 糜以雍  
發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會  
臺北市安和路一段27號12樓  
電話 / 02-87737303  
傳真 / 02-27728378  
網址 / www.futures.org.tw  
電子信箱 / cnfa@futures.org.tw  
總編輯 / 盧廷劼  
執行編輯 / 莫璧君  
編審委員 / 詹益青 · 范加麟  
設計印刷 / 震大打字印刷有限公司

定價 / 每本200元  
傳真訂購 / 02-27728378  
匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會  
匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行  
匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明  
訂購者姓名、電話、寄送地址。

中華郵政台北誌字第793號執照登記為  
雜誌交寄



總編輯的話 / 盧廷劼

## 封面故事

### 槓桿交易商核可了

2 槓桿交易商業務範圍及管理架構概述  
/ 劉純斌、林家璋

## 槓桿交易實務經驗分享

19 香港槓桿交易初探  
/ 許春元

26 債券與利率衍生性商品  
/ 葉隆賢

35 可轉債資產交換衍生性商品  
/ 王柏元

39 結構型衍生性商品  
/ 姜碧嘉

46 信用衍生性商品  
/ 蘇炫綱

## 專題報導

### 期貨商 IFRSs紀元

52 期貨商之IFRSs紀元  
/鍾丹丹

60 財務委員會召集人談IFRSs  
/莫璧君



## 市場訊息

### 教戰實務—新商品 新策略

63 股票期貨與Weekly Options操作策略  
/顏兆陽、李寶華



## 特別報導

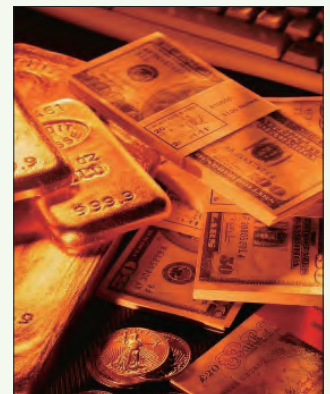
73 順風徐行 逆風高飛  
專訪期貨公會理事長 糜以雍先生  
/鄭欽文

75 企業避險、提昇績效  
專訪經理業務委員會召集人 永豐期貨楊新德總經理  
/黎衍君

78 成本高漲侵蝕利潤 期貨避險鎖住成本  
專訪經紀業務代表 大華期貨吳松濤副總經理  
/鄭欽文

81 顧問增值·服務創新  
抓住關鍵趨勢轉變 站在贏的起跑點上  
專訪顧問委員會委員 國泰期貨錢冠州協理  
/黎衍君

84 投資新藍海  
CTA期貨信託基金時代的來臨  
專訪信託委員會委員 寶富期信黃怡中投資長  
/黎衍君





## 展望

◎ 盧廷劼

為使本國金融國際化，主管機關於82年公告國外期貨交易法，84年第一家期貨經紀商問世，86年公告期貨交易法，隔年成立期貨交易所，本國期貨市場於是誕生。為健全期貨市場，主管機關陸續開放期貨自營業務、期貨顧問業務、期貨經理業務及期貨信託業務，按部就班使期貨行業穩定發展日益成長；今年7月再通過槓桿交易商管理規則，以滿足期貨交易者需求及期貨市場完整性。本刊特邀主管機關就法令規範面說明，實務專家提供經驗分享，期使讀者對本項新種業務有所了解。

另外，金管會為建構與國際接軌的財務資訊公開制度，使財務報告國際化，自98年開始推動國際會計準則（IFRSs）制度編製財務報告，上市上櫃公司、興櫃公司及金管會主管之金融業應自102年起採行。為使業者順利轉換，期貨公會已辦理17場說明會，就導入IFRSs之相關議題說明，本刊並於99年第四季（總號第36期）以執業會計師談輔導重點角度說明導入IFRSs之階段性任務及重點議題的探討，本期期貨人再度邀請會計師就公允價值衡量及大家最關切的所得稅課

徵做深入說明。

在主管機關大力健全期貨市場完整性與推動企業國際化的同時，臺灣期貨交易所也戮力推廣期貨業務、開發新商品，繼100年大幅加掛個股期貨檔數後，今年推出一週到期臺指選擇權契約（Weekly Options）。本公會特別邀請具有證券與期貨分析師雙重資格之業界資深經理人，以簡例說明股票期貨的各種操作策略，並介紹Weekly Options之交易策略，期以教戰實務，推廣股票期貨與宣導Weekly Options。

全球經濟一體，企業的營運管理、業務拓展及升級轉型都與國際局勢呈現連動狀態，企業面對的挑戰愈來愈多，也愈來愈複雜，管理單位要如何做出良好決策、掌握適當工具，以避免可能的危機。有鑒於此，期貨公會首次與經濟部中小企業處合作辦理「中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效說明會」，期望透過說明會，提供風險管理訊息給企業主，以提昇企業經營效率，健全經營體質，另一方面也宣導正確的期貨交易觀念與合法的期貨交易平台。



# 封面故事



為了滿足期貨交易人的需求以及健全期貨市場，金管會於今年7月12日發布期貨自營商得兼營槓桿交易商，從事店頭市場期貨交易，至此，期貨業三大版圖（期貨商、槓桿交易商、期貨服務事業）終於完整。為使從業人員能更了解此項業務，特邀主管機關闡義，業界先進就國外槓桿交易與本國證券衍生性金融商品分享經驗。



# 槓桿交易商業業務範圍及管理架構概述

證券期貨局◎劉純斌科長、林家璋稽核

## 壹、前言

綜觀我國期貨市場之建置與發展過程，係採取先開放交易國外期貨市場商品，以累積交易經驗及培訓相關期貨人才，接著建立國內期貨交易集中市場—臺灣期貨交易所股份有限公司（下稱期交所），發展國內期貨商品，可謂從國外而至國內，相關法律之制定，亦由「國外期貨交易法」逐步轉至由「期貨交易法」規範，充分顯示我國期貨市場發展先國際化再國內化之經驗歷程。

自1988年起，我國政府為順應經濟國際化之趨勢，提供國內產業移轉價格風險之管道，並兼顧導正地下期貨交易之經營，即逐步展開對期貨交易制度之研究，研議開放期貨交易之方案，且於1990年2月將「國外期貨交易法」送請立法院審議，而立法院於1992年7月10日完成國外期貨交易法之立法程序，並公布自1993年1月10日實施，開放

期貨經紀商受託從事國外期貨交易，且將主管機關由經濟部改為財政部證券管理委員會，為我國期貨交易制度奠定法源基礎。1994年4月國內第一家期貨商大華期貨開始營業，截至1997年底期貨商計有22家，大部分是由綜合證券商或銀行轉投資而成立，外國期貨商則有8家來台設立分公司，其總公司分別為美國、日本或新加坡等期貨交易所之結算會員。但是此階段只允許買賣在國外期貨交易所交易的期貨商品，由於時差的限制及對產品的不熟悉等因素，除新加坡交易所的摩根臺指期貨外交易量並不大。

為提昇我國金融市場之國際地位，主管機關及各界積極推動國內期貨市場之建立，考量將國內外期貨交易管理之法律依據統合規範為期貨交易法，於1995年6月送立法院審議，並於1995年12月成立「期貨市場推動委員會」，期交所籌備處於1996年12月正式成立，1997年3月26日期貨交易法（下

稱期交法)公布,同年6月1日正式實施,國外期貨交易法則予以廢止。至此,主管機關依期交法開始籌建我國期貨交易市場,並由該法統籌國內及國外期貨交易之管理,逐漸完備我國期貨市場之典章制度,足可謂期交法之施行,實為我國期貨產業發展之劃時代里程碑。另為因應業務需要,於1997年4月主管機關名稱改為財政部證券暨期貨管理委員會<sup>1</sup>。在相關法源皆具完備,及各界共同努力下,期交所於1997年9月完成公司設立,1998年7月21日正式開業,並推出第一項期貨商品—臺股期貨,開啟了我國本土期貨交易的歷史。

期交法第4章規範,期貨業係指期貨商、槓桿交易商及期貨服務事業。依期交法第82條第1項規定,期貨服務事業包括期貨信託事業、期貨經理事業、期貨顧問事業及其他服務事業。期交法第56條第5項、第80條第4項及第82條第3項規定,授權主管機關訂定期貨商、槓桿交易商及期貨服務事業相關設置標準及管理規則,而主管機關已分別於1997年5月30日發布訂定「期貨商設置標準」及「期貨商管理規則」,2007年7月10日發布訂定「期貨信託事業設置標準」、及「期貨信託事業管理規則」,2002年11月8日發布訂定「期貨顧問事業設置標準」、「期貨顧問事業管理規則」、「期貨經理事業設置標準」及「期貨經理事業管理規則」,1997年10月28日發布訂定期貨服務事

業—「證券商經營期貨交易輔助業務管理規則」,規定期貨商及期貨服務事業之設立資格條件及相關管理規範。

為完備我國期貨業之版圖,金管會與期交所、中華民國期貨業商業同業公會(下稱期貨公會)及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)歷經數年之研議,於2012年7月12日發布訂定「槓桿交易商管理規則」,考量槓桿保證金契約之業務型態為自營業務,爰規劃槓桿交易商由期貨自營商兼營,從事店頭市場期貨交易。至此,終於完成建構完整之我國期貨產業。本文將就槓桿保證金契約涵蓋範圍及槓桿交易商業務範圍、槓桿交易商之管理架構及槓桿交易商管理規則規範重點予以說明,並述及有關槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務之稅賦課徵問題,使期貨業者及外界更清楚與瞭解槓桿交易商之相關規範。

## 貳、槓桿保證金契約涵蓋範圍及槓桿交易商業務範圍

期交法第3條第1項規定,期貨交易係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務,從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約之交易。槓桿保證金契約係指當事人約定,一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度,雙方於未來特定期

<sup>1</sup> 因應金融監理機關業務調整,2004年7月1日原財政部證券暨期貨管理委員會改隸於新成立之行政院金融監督管理委員會下,並更名為證券期貨局,復因應行政院組織調整,行政院金融監督管理委員會2012年7月1日更名為金融監督管理委員會。



間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。

## 一、新加坡及香港槓桿交易商相關規範

### (一) 新加坡

現行新加坡之槓桿式交易包含槓桿

式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價契約，於新加坡分屬證券期貨法及商品交易法管理。按基礎資產之種類區分，如基礎資產屬外匯或其他金融資產者，由證券期貨法監理；如基礎資產屬一般商品者，則由商品交易法監理，分類如下表：

證券期貨法	商品交易法
新加坡金融管理局 MAS	新加坡國際發展委員會
1. 槓桿式外匯交易 2. 以股票、利率、指數或外匯為基礎資產之差價契約	1. 槓桿式貴金屬交易 2. 槓桿式能源交易 3. 以一般商品為基礎資產之差價契約

### (二) 香港

香港槓桿式外匯交易之主管機關為香港證券及期貨事務監察委員會，對於槓桿式外匯交易之監理始於1994年所訂定之「槓桿式外匯買賣條例」，後併入於2003年4月1日起開始施行之「證券及期貨條例」。

槓桿式外匯交易為「證券及期貨條例」所列舉之九類受規管活動之一，依「證券及期貨條例」附表5所示，由香港金融管理局認可財務機構作出的槓桿式外匯交易不受香港證券及期貨事務監察委員會及「證券及期貨條例」監理，該認可財務機構包括：銀行、有限牌照銀行或接受存款公司。

綜觀新加坡及香港槓桿交易商相關規範，就新加坡而言，槓桿式交易包含槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價契約，分別衍生自股票、利率、指數、外匯、其他金融資產或商品，非僅限於槓桿式外匯交易商品。

## 二、我國銀行及證券商經營店頭市場期貨交易豁免期交法適用之依據與範圍

期交法第3條第2項規定，非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用期交法之規定。依期交法立法說明，為因應期貨交易之實際狀況，有部分期貨交易涉及中央銀行及財政部金融局<sup>2</sup>管轄之業務，因其有現有法令可資規範，或未來基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量所必要，可不適用期交法之規定。

期交法在1997年6月1日正式實施前，國內金融機構已經在經營店頭衍生性金融商品業務，且當時主管機關尚未訂定從事期貨店頭市場槓桿保證金契約交易業務之槓桿交易商設置標準或管理規則，故基於已開放金融機構經營店頭衍生性金融商品業務之法律安定性，中央銀行及財政部依期交法第3條第

<sup>2</sup> 金管會銀行局改制前身。

2項規定，分別公告金融機構營業處所經營之期貨交易，不適用期交法規範，及嗣後於2002年開放證券商營業處所經營之期貨交易，財政部亦公告不適用期交法規範。

#### （一）銀行

中央銀行1997年5月24日（86）台央外柒字第0401216號公告，自期交法施行日起，中央銀行指定辦理外匯業務之銀行及外匯經紀商，在其營業處所經營之外幣與外幣間及新臺幣與外幣間之各種期貨交易，不適用期交法之規定。另財政部1997年6月1日（86）台財證（五）字第03240號公告，在金融機構營業處所經營之期貨交易，不適用期交法之規定。

至於銀行從事店頭衍生性金融商品之範圍，依金管會2009年12月31日發布修正之銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第2條規定，銀行得從事其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約<sup>3</sup>及結構型商品（指銀行以交易相對人身分與客戶承作之結合固定收益商品與衍生性金融商品之組合式交易）。

#### （二）證券商

財政部2002年10月11日台財證七字第0910005255號公告，證券商經核定在其營業處所經營之期貨交易，不適用期交法之規定。

至於證券商從事店頭衍生性金融商品之範圍，依櫃買中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第5條規定，證券商得依國內外櫃檯買賣市場之規則或實務，

從事價值衍生自有價證券、利率、貨幣、指數、商品、信用或其他利益之遠期契約、選擇權契約、交換契約，或上述二種以上契約之組合，或結合固定收益商品之組合式契約；惟若涉及外匯業務者，應經中央銀行許可。

綜上，基於槓桿效果係指透過財務操作，不需支付等值對價而可取得資產或融資，一般店頭衍生性金融商品多透過合約之安排，使交易之一方不須支付全部對價，即可獲得標的資產或其衍生之利益，故具有槓桿效果，又依國內外店頭市場交易實務及期交法第3條第1項第4款之槓桿保證金契約之定義，槓桿交易契約，不必然支付保證金，亦可能取得他方授與一定信用額度以替代之，爰就槓桿保證金契約與店頭衍生性金融商品的性質比較，二者均具有(1)由買賣雙方直接議定、(2)在未來特定期間以約定的價格收付特定的標的資產或結算價差、(3)損益與標的資產價格有密切關係、(4)具有遠期交易特性及(5)具有槓桿效果等，二者業務性質相同，故槓桿保證金契約之範圍可涵蓋現行證券商及銀行經營店頭衍生性商品之範圍，且此方式可避免槓桿交易商業範圍過度限縮，影響其業務發展、商品創新及競爭力。

### 三、我國槓桿保證金契約涵蓋基礎資產範圍及槓桿交易商業範圍

#### （一）槓桿保證金契約之定義及其涵蓋基礎資產範圍

依期交法立法說明，期交法第3條第1項第4款槓桿保證金契約，係參考香港槓桿

<sup>3</sup> 銀行辦理衍生性商品範圍，排除法律性質屬有價證券範疇之資產證券化商品、結構型債券、可轉(交)換公司債等具有衍生性金融商品性質之國內外證券。



## Cover Story

式外匯買賣條例第2條（該條例併入於2003年4月1日起開始施行之「證券及期貨條例」）、新加坡1995年期貨交易法（該法後納入於2001年發布之證券期貨法）第2A條槓桿式外匯交易之立法精神，以及槓桿交易契約之特性訂立；另依新加坡期貨市場規則與實務觀之，槓桿保證金契約不僅限衍生自貨幣之槓桿保證金契約，尚包括衍生自商品之槓桿保證金契約及差價契約，以及以股票、利率、指數或外匯為基礎資產之差價契約。

次依立法院財政委員會逐條審查期交法之立法院公報，當時財政部證券管理委員會主任委員表示：「一般銀行從事的外匯保證金交易，到目前為止，是由中央銀行及金融局依照其所訂定的從事衍生性金融商品的管理要點而為管理。因目前尚無法律規範，因此考慮在期交法中從寬定義，使得將來多樣化的衍生性金融商品皆能列入此一法律適用範圍。因為槓桿保證金契約範圍較廣。」。另我國銀行及證券商經營店頭市場期貨交易豁免期交法適用之範圍，包括從事其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約<sup>4</sup>及結構型商品。

再者，依差價契約交易特性，其為契約雙方約定交換契約標的差價之契約，買賣雙

方皆應繳交契約價值一定比例之保證金，買方並自賣方取得相當契約價值之信用額度，該契約於未了結前，每日洗價結算，並依約定結算差額，依實務界及學界看法，認為差價契約為期交法第3條第1項第4款規定之槓桿保證金契約之一種<sup>5</sup>。差價契約主要在店頭市場交易，目前國外已發行差價契約之標的包括有價證券、指數、貨幣、利率及商品等多樣標的資產，有些國家並已發展標準化的差價契約在交易所掛牌交易，如：2007年11月5日澳洲證券交易所(ASX)上市掛牌交易差價契約，交易標的包含股價指數、股票及商品，及2010年11月22日東京金融交易所(TFX)上市交易股價指數差價契約。

綜上，依期交法立法意旨，槓桿保證金契約涵蓋的範圍，可包括依國內外期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨交易。

### （二）槓桿交易商之定義及其業務範圍

期交法第80條第1項規定，槓桿交易商非經主管機關核准，不得經營期貨交易業務。依期交法立法說明，從事「店頭交易」之槓桿交易商須經主管機關核准始得經營期貨交易業務。復按期交法施行細則第4條規定，期交法第80條所稱槓桿交易商，指經營「槓桿保證金契約」交易之事業。

<sup>4</sup> 銀行辦理衍生性商品範圍，排除法律性質屬有價證券範疇之資產證券化商品、結構型債券、可轉(交)換公司債等具有衍生性金融商品性質之國內外證券。

<sup>5</sup> 2010年國立政治大學周行一教授「我國推出差價合約之可行性研究」指出，差價合約屬衍生性金融商品，與期交法第三條槓桿保證金契約性質極為相似；2009年普華商務法律事務所及資誠會計師事務所「開放槓桿交易商之研究」指出，差價合約係屬槓桿保證金契約商品之一環，為我國期交法所規範，併此說明。

依據上開槓桿保證金契約之定義及其涵蓋基礎資產範圍，槓桿保證金契約涵蓋範圍包括衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨交易，且可在期貨集中市場或店頭市場交易。而槓桿交易商其業務範圍，係從事期貨店頭市場槓桿保證金契約交易業務之期貨業者，復考量現行國內證券商及銀行從事店頭衍生性金融商品交易係以自營型態為主，故金管會於槓桿交易商管理規則第5條明定，槓桿交易商由期貨自營商兼營，於其營業處所經營槓桿保證金契約自營業務。

### 參、槓桿交易商之管理架構

期交法第80條第4項規定，槓桿交易商之設置標準及管理規則，由主管機關定之。金管會考量槓桿保證金契約之業務型態為自營業務，且業務經營須有一定經驗與能力，爰規劃槓桿交易商係由期貨自營商兼營。因無新公司設立情形，故參考證券商經營期貨交易輔助業務管理規則之體例，直接於槓桿交易商管理規則中訂定營業許可事項，不再另行訂定槓桿交易商設置標準。

槓桿交易商管理規則對於期貨自營商兼營槓桿交易商之財務、業務與人員係做一般原則性規範，至於實務作業細節，財務面則是回歸兼營槓桿交易商之期貨商向期交所申報業者財務狀況做整體監理，業務面則是由櫃買中心訂定該中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則及相關配套措施來管

理，人員面則是須向期貨公會辦理登記並符合相關訓練規範。槓桿交易商管理架構如圖一所示，各單位主要負責事項分述如下：

#### 一、金管會

- (一) 審核准駁業者申請槓桿交易商之營業許可。
- (二) 規定期貨自營商兼營槓桿交易商之調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額比例（以下簡稱ANC比例）計算方式，納入風險控管。
- (三) 依據期交法第98條及第99條規定，對槓桿交易商進行查核監督。

#### 二、期交所

- (一) 受理兼營槓桿交易商之期貨自營商申報其財務狀況（包括ANC比例）並控管。
- (二) 依據槓桿交易商管理規則第17條規定，對兼營槓桿交易商之期貨自營商進行例行查核及專案檢查。

#### 三、櫃買中心

- (一) 會同期交所訂定期貨自營商兼營槓桿交易商之內部控制制度標準規範。
- (二) 訂定槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則及相關規範，並負責槓桿交易商業務面之管理。
- (三) 受理槓桿交易商傳輸申報其從事槓桿保證金契約交易之成交資料及流通餘額等資訊，並彙整統計店頭市場全部

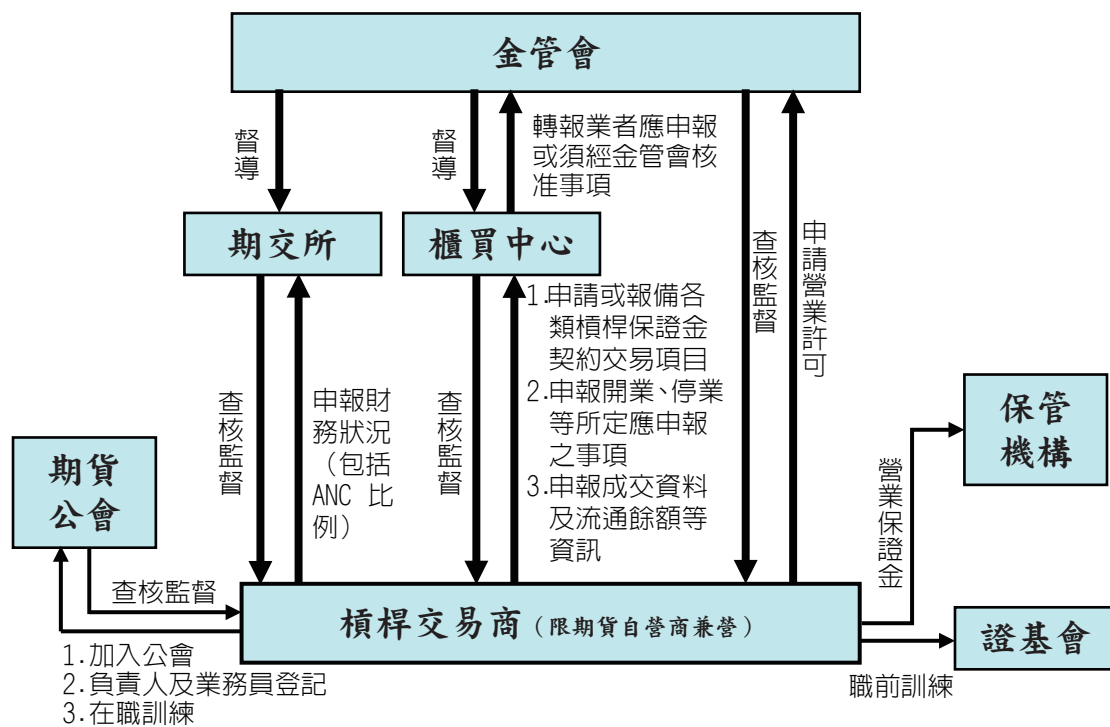


# Cover Story

## 四、期貨公會

衍生性金融商品之交易資訊。  
 (四) 依據槓桿交易商管理規則第17條規定，進行槓桿保證金契約交易業務例行查核及專案檢查。

- (一) 負責人及業務員登記之資格條件審查。
- (二) 辦理槓桿交易商業務員之在職訓練<sup>6</sup>。
- (三) 依據期貨業商業同業公會管理規則第7條及第8條規定，對會員進行例行查核及專案檢查。



圖一：槓桿交易商管理架構

## 肆、槓桿交易商管理規則規範重點

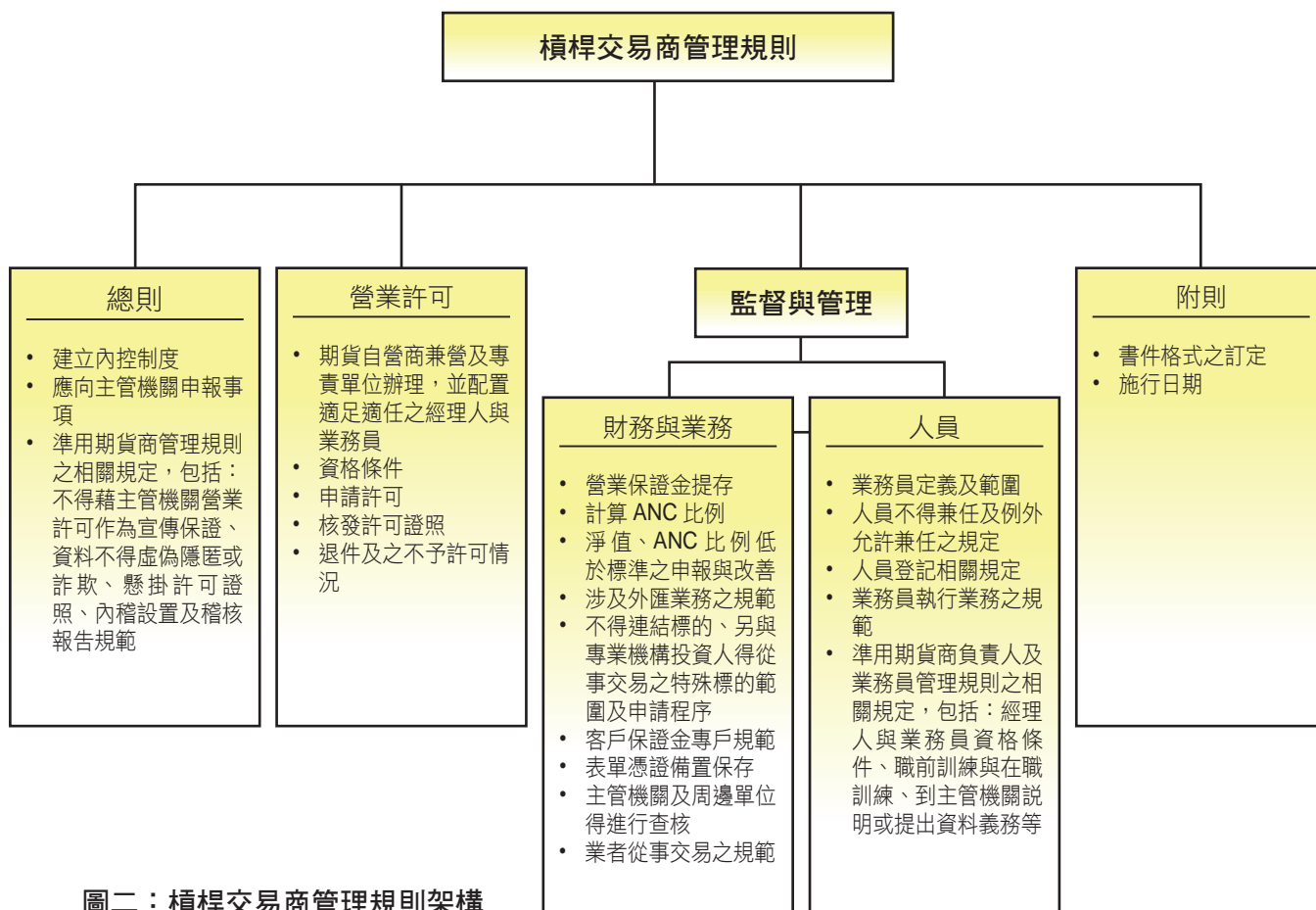
槓桿交易商管理規則分為總則、營業許可、監督與管理及附則等4章，條文共計25條，其中監督與管理章節又可區分為財務面、業務面及人員面等3部分，其架構如圖

二所示，規範重點分述如下（完整條文內容請詳見槓桿交易商管理規則）：

### 一、槓桿交易商之設置

- (一) 期貨商申請兼營槓桿交易商之資格條件：
  - 1. 經營期貨自營業務滿3年且非由他業兼

<sup>6</sup> 職前訓練則由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會（圖一簡稱證基會）負責。



圖二：槓桿交易商管理規則架構

- 營者。
2. 財務條件：
    - (1)最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示淨值達新臺幣10億元以上，且無累積虧損。
    - (2)負債總額扣除期貨交易人權益後不得超過業主權益。
    - (3)流動負債總額不得超過流動資產總額之規定。
  3. 最近6個月調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額

- 比例之月簡單算術平均數，每月均不得低於40%。
4. 一定期間內未受特定處分或處置：
    - (1)最近半年未曾受期交法第100條第1項第1款、證券投資及顧問法第103條第1款或證券交易法第66條第1款之警告處分。
    - (2)最近2年未曾受期交法第100條第1項第2款至第4款、證券投資及顧問法第103條第2款至第5款或證券交易法第66條第2款至第4款之撤換負責人或其



## Cover Story

他有關人員（解除職務）、命令為停止6個月以內全部或一部之營業、撤銷營業許可、2年以下停止全部或一部之募集或私募基金或新增受託業務等處分。

(3)最近1年未曾受期交所、期貨結算機構、臺灣證券交易所（下稱證交所）及櫃買中心依營業細則或業務章則處以停止或限制買賣。

(4)期貨商不符本點條件，惟其情事已具體改善並經金管會認可者，得不受限制。

5. 其他經金管會規定之條件。

(二) 期貨商申請兼營槓桿交易商許可應檢附申請書、營業計畫書、載明兼營槓桿交易商決議之董事會議事錄、董事及監察人無期交法第28條規定情事之聲明書、最近期經會計師查核簽證之財務報告、最近1年未曾受證券期貨周邊單位處以停止或限制買賣之證明文件（註：未與相關機構訂立市場使用契約者免附）、案件審查表以及申請書與附件所載事項無虛偽或隱匿之聲明書等書件，向金管會提出申請。其中營業計畫書之內容須載明兼營槓桿交易商之經營原則、業務發展計畫、內部組織分工、人員招募與訓練計畫及開業當年度與次年度財務狀況之預估。

(三) 期貨商兼營槓桿交易商申請核發許可證照應檢附申請書、公司章程及公司變更登記證明文件、兼營槓桿交易商之內部控制制度、櫃買中心出具期貨

商兼營槓桿交易商風險管理妥適性之審查意見書、期貨公會出具擔任槓桿交易商之經理人與業務員資格審查合格之名冊及資格證明文件、擔任槓桿交易商之經理人與業務員無期交法第28條規定情事之聲明書、最近期經會計師查核簽證之財務報告（註：若與申請兼營許可時檢具之財務報告為同期者免附）、已依規定繳存營業保證金新臺幣1千萬元之證明文件、最近1年未曾受證券期貨周邊單位處以停止或限制買賣之證明文件（註：未與相關機構訂立市場使用契約者免附）、案件審查表以及申請書與附件所載事項無虛偽或隱匿之聲明書等書件，向金管會提出申請。

(四) 金管會得予以退件、不予許可或核發許可證照之情事：

1. 申請書件不完備或記載事項不充分，經金管會限期補正，逾期不能完成補正者。
2. 申請書件內容或事項經發現有虛偽不實之情事。
3. 營業計畫書或內部控制制度內容欠具體或無法有效執行。
4. 董事、監察人或經理人有期交法第28條規定情事。
5. 期貨商不符合申請資格條件。
6. 其他為保護公益，認有必要。

(五) 其他：

1. 期貨商兼營槓桿交易商應由專責單位辦理，並應依其事業規模、業務情況及內部控制之管理需要，配置適足、

適任且符合槓桿交易商管理規則所定資格條件之經理人及業務員。

## 2. 廢止或撤銷許可：

(1)期貨商未於金管會許可之日起6個月內申請核發兼營槓桿交易商許可證照者，廢止其兼營許可。但有正當理由，於期限屆滿前，得向金管會申請展延，展延期限不得超過6個月，並以1次為限。

(2)依據期交法第81條準用第17條規定，槓桿交易商有設立或許可證照之申請事項有虛偽情事者、自受領許可證照後3個月內未開始營業，或雖已開業而自行停止營業連續3個月以上者，撤銷其許可。但有正當理由申請金管會核准延長者，不在此限。

3. 業者非以槓桿交易商之業別加入期貨公會，不得開辦槓桿交易商業務。

4. 罰則：未經許可擅自經營槓桿交易者，依期交法第112條規定，處7年以下有期徒刑，得併科新臺幣300萬元以下罰金。

## 二、槓桿交易商一般原則性應遵循事項

(一) 槓桿交易商應訂定內部控制制度，其經營應依法令、章程及前述內部控制制度為之；另須依洗錢防制法及內部控制制度規定辦理洗錢防制相關事宜。

(二) 槓桿交易商須向金管會申報事項：

1. 須事先申報之事項：開業、停（復）業、終止營業。
2. 知悉或事實發生之日起5個營業日內申報之事項：客戶保證金專戶開設、變

更或終止、因業務關係發生訴訟或仲裁、人員有不符期交法第28條消極資格條件情事、人員違反期交法或金管會依期交法所發布之命令。

3. 上開申報事項應送由櫃買中心轉送金管會

(三) 槓桿交易商不得藉金管會之營業許可，作為營業能力及財務健全之宣傳或保證；提供客戶之資料，內容不得有虛偽、隱匿、詐欺或其他足致他人誤信之情事；應將許可證照懸掛於營業處所之顯著位置；應設置內部稽核，定期或不定期稽核公司之財務及業務，並作成稽核報告備供查核。

## 三、槓桿交易商財務面之監督與管理

(一) 因槓桿交易商係從事店頭期貨交易自營業務，故參酌期貨自營商繳存保證金之金額，規定槓桿交易商須繳存營業保證金新臺幣1千萬元。至於其得繳存之標的、存放機構及管理模式，係與現行期貨商之作法相同。

(二) ANC比例監理：

1. 為強化期貨商兼營槓桿交易商之風險管理，維持營運穩定性，期貨商兼營槓桿交易商於計算期交法第72條有關ANC比例時，應將經營槓桿保證金契約交易業務納入計算，至於相關計算方式，金管會將另行以函令方式發布以供業者遵循填報。
2. 基於期貨商兼營槓桿交易商財務狀況惡化或風險過度擴增時應有適當之監理機制，爰規定其淨值低於新臺幣8億



## Cover Story

元或ANC比例低於20%時，應向金管會、期交所及櫃買中心申報，且當淨值低於新臺幣6億元或ANC比例低於15%時，除處理原有交易外，應即停止辦理業務並向金管會、期交所及櫃買中心提出改善計畫。前述淨值金額或ANC比例，得由金管會視國內外經濟、金融情形及槓桿交易商業務狀況調整之。

### 四、槓桿交易商業務面之監督與管理

- (一) 槓桿交易商管理規則第6條第1項規定，期貨商申請兼營槓桿交易商應依櫃買中心之規定辦理，爰櫃買中心擬訂「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」（草案）等相關規範，做為業者業務面實務細節運作之規定，由於該業務規則草案內容有涉及外匯業務，金管會於洽會中央銀行意見並予以核定後，供業者遵循。
- (二) 由於現行證券商經營店頭衍生性金融商品業務實務上尚不得涉及新臺幣匯率，故槓桿交易商管理規則明訂槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，不得連結涉及新臺幣匯率之標的；另有涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可，且經營業務及從事相關避險交易之結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理；至於須經中央銀行許可業務及連結國外金融商品之結構型商品交易業務，業者須於次月5日前向中央銀行及櫃買中心申報營

業月報表。

- (三) 針對下列特殊標的，槓桿交易商僅得與專業機構投資人從事交易，且須事先檢附相關書件向櫃買中心提出申請，並由櫃買中心轉報金管會，金管會於核准第一家槓桿交易商後始得辦理：

1. 國內外私募之有價證券。
2. 本國企業赴海外發行之有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行之受益憑證。
3. 國內外機構編製之臺股指數及其相關金融商品。但由櫃買中心、證交所或期交所編製或與其他機構合作編製者，不在此限。
4. 大陸地區證券市場有價證券。

- (四) 客戶保證金專戶規範：

1. 期交法第3條第1項第4款對槓桿保證金契約交易之定義，允許槓桿交易商給予交易對手一定信用額度，故不強制槓桿交易商必須向客戶收取保證金，惟若有收取保證金時，應於金管會指定之機構開設客戶保證金專戶，該帳戶應標明係槓桿保證金契約交易客戶保證金專戶。
2. 客戶繳交保證金之標的、保證金專戶開設機構及保證金管理模式，係與現行期貨商之作法相同。

- (五) 業務避險規範：

1. 槓桿交易商從事槓桿保證金契約交易進行避險者，應依金管會之規定辦理。金管會將另行以函令方式發布以供業者遵循。

2. 槓桿交易商得以客戶身分向經中央銀行許可辦理衍生性外匯商品業務之指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。

(六) 交易紀錄保存及查核：

1. 為便於查核槓桿交易商與客戶間之交易相關情形，槓桿交易商從事交易應保存足資證明交易事實之紀錄，且應於營業處所備置所有有關交易及結算交割之憑證、帳簿等相關證明文件，供金管會、期交所、櫃買中心或金管會指定之機構查核；相關文件保存年限依商業會計法及法令規定。
3. 金管會、期交所、櫃買中心或金管會指定之機構得對槓桿交易商之業務、財務及其他必要事項進行查核；槓桿交易商對於前述查核應提出說明及提供相關文件。

(七) 考量槓桿保證金契約交易係為客戶量身訂作之特性，故對於業者經營業務明定下列之禁止行為：

1. 槓桿交易商進行避險操作或於計算商品損益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格之形成或客戶之權益。
2. 槓桿交易商從事槓桿保證金契約交易不得有為自身或配合客戶利用本項交易進行併購或不法交易之情形。

## 五、槓桿交易商人員面之監督與管理

(一) 槓桿交易商業務員係指為槓桿交易商從事下列槓桿保證金契約交易業務之人員，其種類分為(1)研究分析或商

- 品設計、(2)推介或銷售、(3)結算交割、(4)內部稽核、(5)法令遵循、(6)主辦會計、(7)風險管理及(8)辦理其他經核准之業務。

(二) 經理人與業務員專任原則及例外情形：

1. 兼營槓桿交易商之專責單位經理人與負責風險管理業務之人不得互相兼任，惟得由期貨商辦理自行買賣業務部門經理人兼任。
2. 除法令另有規定外，下述業務員不得辦理登記範圍以外之業務或由其他業務員兼任：(1)辦理研究分析或商品設計之人員；(2)辦理推介或銷售之人員；(3)內部稽核人員。
3. 辦理研究分析或商品設計之業務員，得由期貨商登記辦理自行買賣之業務員兼任。
4. 辦理結算交割、內部稽核、法令遵循、風險管理及主辦會計之業務員，得由期貨商辦理相同性質業務之業務員兼任。
5. 綜上，槓桿交易商辦理推介或銷售之業務員必須專任，故期貨自營商兼營槓桿交易商時必須增聘或調派符合資格條件之業務員擔任推介或銷售人員。

(三) 負責人及業務員之資格條件：

1. 消極資格條件：負責人及業務員必須無期交法第28條所列情事。
2. 積極資格條件：除董事長無須積極資格條件外，其餘經理人及業務員所須符合之積極資格條件與期貨商規定相同，分述如下：

(1)經理人：



## Cover Story

- a. 教育部承認之國內外專科以上學校畢業或同等學歷，具證券、期貨、金融或保險機構從事業務工作經驗3年以上，成績優良。
  - b. 期貨機構工作經驗4年以上，成績優良。
  - c. 有其他學經歷足資證明其具備期貨專業知識及經營管理經驗，可健全有效經營期貨商業務。
- (2) 除主辦會計及內部稽核以外之業務員：
- a. 經期貨公會委託財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會舉辦之業務員測驗合格。
  - b. 經期交法第5條公告之國外期交所所屬國權責機構舉辦之業務員測驗合格，仍在執行業務之有效期間內，並有2年以上實際經驗及經金管會認可。
  - c. 期商人管修正施行前，經金管會或其指定機構舉辦之業務員測驗合格。
  - d. 取得期貨交易分析人員資格。
  - e. 自資格證書所載核發日起5年內未辦理登記或離職滿5年者，喪失資格。
- (3) 內部稽核人員：
- a. 取得期貨交易分析人員資格，並具備證券、期貨、金融或保險機構工作經驗1年以上。
  - b. 取得業務員資格，並具備證券、期貨、金融或保險機構工作經驗2年以上。
3. 業務員應參加金管會所指定機構辦理之職前訓練與在職訓練，相關訓練規

範與期貨商之規定相同。

(四) 負責人及業務員之登記、異動：

1. 申請人：由所屬槓桿交易商申請。
2. 受理登記單位：期貨公會。
3. 辦理登記之期限：(1)新登記者，於執行職務前；(2)異動者，於異動後5個營業日內，並辦理工作證換發或繳回。
4. 不得登記之事由或已登記之撤銷事由：
  - (1)不符合消極資格條件、積極資格條件及職前在職訓練規定。
  - (2)違反專任或兼任規定者。
  - (3)有事實證明從事或涉及其他不誠信或不正當之活動，顯示其不適合擔任負責人或業務員者。
5. 槓桿交易商於人員異動登記前對其行為仍不能免責。

(五) 人員業務之執行：

1. 槓桿交易商應由登記合格之業務員執行業務，並應佩帶工作證。
2. 業務員從事業務所為之行為，視為槓桿交易商授權範圍內之行為。
3. 業務執行之代理：
  - (1)適用人員：經理人或業務員。
  - (2)代理時機：請假、停止執行業務或其他原因出缺。
  - (3)代理條件：具有與被代理人相當資格條件之人員，且代理人員不得違反相關兼任之限制。
  - (4)代理紀錄：應設置專簿載明代理事由、期間、代理人及其職務。

(六) 執業道德規範：

1. 負責人及業務員應本誠實及信用原則，忠實執行業務。
  2. 槓桿交易商及其負責人與業務員，不得有期交法第81條準用第63條所列洩漏職務上所獲悉之秘密、對客戶作獲利保證、與客戶約定分享利益或共同承擔損失、利用客戶名義為自己從事交易、利用他人或自己名義供客戶從事交易、為誇大偏頗之宣傳或散布不實資訊等禁止之行為。違反者，處以下列之罰則：
    - (1)人員：依期交法第116條規定，處3年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣200萬元以下罰金。
    - (2)公司：依期交法第118條規定，科新臺幣200萬元以下罰金，惟人員犯罪被發覺前，公司提出告訴或告發者，得減輕或免除其刑。
  3. 槓桿交易商及其負責人與業務員，亦不得有下列槓桿交易商管理規則所禁止之行為：
    - (1)以詐欺、脅迫或其他不正當方式辦理槓桿保證金契約交易業務。
    - (2)與客戶約定分享利益或承擔損失，直接或間接要求、期約或收受不正利益。
    - (3)為虛偽、欺罔、或其他顯著有違事實或故意使他人誤信之行為。
    - (4)未經客戶之同意，從事與客戶指示意旨或利益相違背之行為。
    - (5)同意他人使用其名義，從事槓桿保證金契約交易。
    - (6)於公司之營業場所外，直接或間接設置固定場所從事與客戶簽訂書面契約。但金管會另有規定者，不在此限。
  - (7)挪用客戶款項、有價證券。
  - (8)代客戶保管款項、印鑑或存摺。但金管會另有規定者，不在此限。
  - (9)對客戶所為交易事項之查詢，未為必要之答覆及處理，致有損客戶之權益。
  - (10)對於依法令規定之帳簿、表冊、文件，未依規定製作、申報、公告、備置、保存或為虛偽之記載。
  - (11)對金管會命令提出之帳簿、表冊、文件或其他參考報告資料，逾期不提出，或對於金管會依法所為之檢查予以拒絕或妨礙。
  - (12)與客戶有借貸款項或為借貸款項之媒介情事。
  - (13)製作不實之交易紀錄。
  - (14)利用業務關係得知之訊息，為自己或提供他人從事交易。
  - (15)利用非公司受雇人從事槓桿保證金契約交易有關業務。
  - (16)利用他人名義或由他人利用自己名義執行業務。
  - (17)其他違反法令或經金管會規定應為或不得為之行為。
4. 內部稽核辦理內部稽核工作不得有下列行為：
    - (1)未經金管會同意，對執行職務無關之人員洩漏、交付或公開金融檢查報告全部或其中任一部分內容。
    - (2)辦理內部稽核工作，出具不實內部稽



## Cover Story

核報告。

(3)未配合金管會指示事項辦理查核工作或提供相關資料。

5. 依法令槓桿交易商不得為之行為，負責人及業務員亦不得為之。非業務員之其他從業人員除不得違反上述相關規定外，亦不得執行業務員職務或代理業務員職務。

(七) 人員績優獎勵或違規查核：

1. 負責人或業務員，有下列情事之一者，由金管會予以獎勵或表揚：

(1)為建立期貨市場制度貢獻心力，具有顯著績效者。

(2)研究著述，對發展期貨市場或執行期貨業務具有創意，經採行者。

(3)舉發市場不法違規事項，經查明屬實者。

(4)其他有足資表揚之事蹟者。

2. 負責人或業務員涉嫌違反期貨管理法令，或就執行職務相關事項之查詢，應於金管會所定期間內，到金管會說明或提出書面報告資料。

### 六、槓桿交易商違反期貨管理法令之行政處分

(一) 公司處分：

1. 槓桿交易商或其負責人與受雇人違反期交法或槓桿交易商管理規則等相關法令者，金管會得視情節輕重，依期交法第100條或第101條後段規定，對公司為(1)警告、(2)撤換其負責人或其他有關人員、(3)命令為停止6個月以內全部或一部之營業、(4)撤銷營業許可

等處分，並得限期命其改正。逾期仍不改正者，金管會得連續或加重其處分，至其改正為止。

2. 槓桿交易商有下列情形之一者，依期交法第119條規定，處新臺幣12萬元以上60萬元以下罰鍰：

(1)分支機構非經金管會許可並發給許可證照，逕行設立或營業。

(2)違反槓桿交易商管理規則或金管會所發布之命令。

(3)於開始或停止營業時，未向金管會申報核備。

(4)未經金管會核准而兼營他業。

(5)未評估客戶從事交易之能力，如經評估其信用狀況及財力有逾越其從事交易能力者，除提供適當之擔保外，未拒絕其交易。

(6)未與客戶簽訂契約即從事交易。

(7)由未具業務員資格者與客戶簽訂契約；未在簽契約前告知各種契約之性質、交易條件及可能之風險，並將風險預告書交付客戶。

(8)向客戶收取保證金時，未設置客戶明細帳，逐日計算其餘額。

(9)未於金管會指定之機構開設客戶保證金專戶，存放客戶保證金，並與自有資產分離存放。

(10)淨值或ANC比例低於一定比例時未即向金管會申報。

(11)接受全權委託代為決定種類、數量、價格之交易；為客戶進行非必要之交易。

(12)未依客戶條件從事交易；擅自為客

戶進行交易。

(13)於解散或部分業務歇業時，未向金管會申報。

## (二) 人員處分

槓桿交易商之負責人或受雇人違反期交法或槓桿交易商管理規則等相關法令者，金管會得視情節輕重，依期交法第101條前段規定，命令停止其6個月以下業務之執行或解除其職務。

## 伍、有關就槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務之稅賦課徵問題探討—槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務之稅賦課徵宜比照現行證券商辦理店頭衍生性金融商品業務之課稅方式辦理

為滿足期貨交易人需求及健全期貨市場完整性，金管會依期交法第80條第4項規定，於2012年7月12日發布訂定「槓桿交易商管理規則」，開放設置槓桿交易商並由期貨自營商兼營。槓桿交易商於其營業處所經營槓桿保證金契約交易業務之商品性質，係與現行證券商辦理店頭衍生性金融商品業務一致，為避免槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務之稅賦課徵未予明確規範，影響市場均衡發展及行業平衡競爭，槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務之稅賦課徵宜比照現行證券商辦理店頭衍生性金融商品業務之課稅方式辦理。說明如下：

### 一、證券商及銀行辦理店頭衍生性金融商品業務之課稅現況

(一) 證券商及銀行辦理店頭衍生性金融商品業務之交易損益，係併入交易年度

之營利事業所得額課稅，不適用所得稅法第4條之2（期所稅停徵）之規定。（所得稅法第24條之2第2項）

(二) 客戶部分則區分為法人與自然人有不同之課稅方式，如為法人客戶時，則其交易損益應併入營利事業所得額課稅；如為個人客戶時，除結構型商品交易之所得採10%稅率分離課稅外（所得稅法第14條之1），其餘衍生性金融商品之交易所得則併計其綜合所得總額內課稅（所得稅法第14條）。

### 二、槓桿保證金契約之性質及賦稅合理性

金管會目前開放槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，係屬期貨業之新開放業務，故其交易所得之課稅方式，所得稅法尚未有明文規範。惟此業務性質與證券商辦理店頭衍生性金融商品業務一致，故二者之課稅方式宜相同。否則對投資人而言，買賣相同之商品卻會因交易對象之不同而有不同的稅賦負擔，投資人在追求稅賦負擔最輕的選擇下，將造成市場扭曲效果。另對槓桿交易商與證券商而言，經營相同之業務，不宜因經營主體不同而有不同的課稅方式，避免因賦稅制度影響市場均衡發展及行業平衡競爭。

### 陸、結語

我國期貨市場之建置與發展過程，係採取先開放交易國外期貨市場商品，以累積交易經驗及培訓相關期貨人才，接著建立國內期貨交易集中市場，發展國內期貨商品，相



## Cover Story

關法律之制定，亦由「國外期貨交易法」逐步轉至由「期貨交易法」規範，充分顯示我國期貨市場發展先國際化再國內化之經驗歷程。為提昇我國金融市場之國際地位，金管會及各界積極推動國內期貨市場之建立，期交法於1997年6月1日正式實施。期交法規範期貨業係指期貨商、槓桿交易商及期貨服務事業。金管會於2012年7月12日發布訂定槓桿交易商管理規則，連同之前發布有關期貨商及期貨服務事業之相關管理規範，終於完成建構完整之我國期貨產業。

開放期貨商兼營槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易之新種業務後，有助期貨業者業務發展、商品創新及競爭力。期使槓桿交易商儘速開辦槓桿保證金契約交易業務，開創期貨業從事期貨市場店頭交易之里程碑，提供期貨交易多元化商品，滿足交易人之交易需求及健全期貨市場之完整性。

### 參考資料

1. 周行一、徐政義、郭維裕，2010年10月，「我國推出差價合約之可行性研究」，臺灣期貨交易所委託研究報告。
2. 蔡朝安、賴宗羲，2009年10月，「開放槓桿交易商之研究」，中華民國期貨商業同業公會。
3. 周行一、游智賢、林岳喬，2005年10月，「我國期貨商承做OTC衍生性金融商品可行性之研究」，中華民國期貨商業同業公會。
4. 李存修，2007年8月，「期貨商承做店頭衍生性商品之可行性種類及配套措施」，中華民國期貨商業同業公會。
5. 立法院公報，85.5.13，第85卷第25期，2847號下冊，頁437~474。
6. 立法院公報，86.3.4，第86卷第5期，2897號上冊，頁238~438。
7. 期貨交易法，連結網址如下：<http://www.selaw.com.tw/Scripts/NewsDetail.asp?no=G0101401>
8. 槓桿交易商管理規則，連結網址如下：<http://www.selaw.com.tw/Scripts/NewsDetail.asp?no=G0101392>



證券期貨局 劉純斌科長



證券期貨局 林家璋稽核

槓桿交易實務經驗分享

# 香港槓桿交易初探

香港華業金控◎許春元

## 前言

2008年金融海嘯危機後，舉世都在檢討這場災難的主因到底是什麼，最後大家也將錯誤的根源指向「槓桿交易」，過度的信用透支，造成一場轟動全球金融界的災難。所以，只要提及槓桿交易，有人搖頭，有人心生恐懼，但是也有人想試一試，畢竟可以用一元賺到百元的生意，有誰想放棄！

阿基米德說：「只要給我一個支點，給我一根足夠長的槓桿，我就可以推動地球。」不過，說實話，世上最懂得槓桿原理的不是西方人士，不是歐美人士，不是美國人，不是英國人，也絕對不是猶太人，而是中國人，因為我們聰明的祖先發明了「筷子」，我們天天都在使用槓桿原理吃飯，所以，想要探討槓桿交易就從亞洲市場著手。

綜觀亞洲的交易市場，香港的國際金融中心地位是大家無法輕視的。香港，一個國際銀行集中度頗高的城市、亞洲第三大股票市場規模、全球第七大集資市場與全球最活躍及流動性最高的交易市場。隨著中國內地經濟不斷的發展，香港，現已成為亞洲發展最快的國際金融中心，而且不斷快速發展與茁壯！儘管香港金融市場的規範不似新加坡如此嚴謹與完整，然而為何香港能在國際金融市場扮演著舉足輕重的角色？其實關鍵就在於金融監理機構提供的高度自由與金融業界的高度自律與合作。

在香港，境外金融機構與本地金融機構公平競爭且機會平等，而且金融機構與市場有著密切的關係與聯繫，因此，能為香港本地及海外投資人提供其所需且多樣化的金融商品及金融服務。此外，香港政府在儘量不



## Cover Story

干預金融市場運作的前題下，大大提高了香港金融市場的自由與創新。而香港金融市場在高度透明與有效率的監管之下，各項金融監理規則大致符合與國際監理標準，也造就了香港金融業有利及成熟的營商環境。

一般而言，一個發展成熟及創新開放的自由市場通常會提供一些具有槓桿特點的產品，如果市場走勢與預期一致，投資這類產品的潛在回報便可倍增。這種特點能吸引那些明白當中原理，並願意承擔較高風險的投資者。投資者開戶買賣槓桿合約時，需要存入開倉保證金。相對於投資者透過中介人買入的合約總值而言，這筆保證金只佔一個很少的百分比。這樣，投資者便能“以小博大”，只付出少量資本，便能夠買入價值高於投資本金的投資組合，這也就是所謂的槓桿投資。

### 香港槓桿交易概說

現時香港可供交易的槓桿產品一般為現貨金（倫敦金）交易、槓桿式外匯交易、期貨合約交易以及牛熊證交易。基本上，香港的槓桿交易是集中市場交易及店頭市場交易雙軌制，其中期貨合約交易及牛熊證交易在集中市場進行交易，而倫敦金交易及槓桿式外匯交易則為店頭市場交易；據統計，倫敦金每日成交金額約為1.9億美金、槓桿式外匯交易每日成交金額約為180億美元、牛熊證每日成交金額約為50萬港幣，由此可見，香港槓桿交易的蓬勃發展及未來潛力。四類交

易的特色及比較說明如附表。

就造市制度而言，現貨金（倫敦金）交易及槓桿式外匯交易是採用場外交易，即OTC，客戶的交易對手其實就是該交易商，所以這類交易是沒有價格深度這回事的，交易全由交易商承接，故此交易商的風險管理最為重要，特別是倫敦金交易商，因為他們是不受任何監管的。

另一方面，期貨合約交易主要在新期貨產品推出時才会有造市商制度，因為交易所希望把成交量推高，並且能維持一定流通量，亦可以使新期貨產品價格更合理，或是更貼近相關產品，進一步讓投資者可以在了解的情況下容易進行交易。

而牛熊證則必定有造市商制度，他們一般是發行商，亦是流通量供應者，為了確保發行的牛熊證有足夠的流通量，同時讓投資者能夠順利交易。除了造市商及普通投資者外，這些槓桿產品的參與者一般包括各現貨商、銀行、券商及專業投資者，以上各類人士在市場扮演著不同的角色，使槓桿投資市場充滿活力。

根據香港金融管理局2010年的調查(調查每三年進行一次)，香港是全球第六大外匯市場，在全球外匯及場外衍生工具交易上升的趨勢下，香港每日交易成交額約為2,560億美元，足以說明香港槓桿交易的頻繁，此外，在店頭市場交易中，槓桿式外匯交易之規範亦較倫敦金交易齊全與嚴謹，所以，槓桿式外匯交易之相關實行措施都值得市場人士關切與深入研究。

## 香港槓桿式外匯交易簡介

### 監管與機構設立

1994年以前，最廣泛為投資人參與的店頭市場交易即為槓桿式外匯保證金交易。由於其得以藉由很小的保證金及高槓桿倍數進行交易，而一般投資人對槓桿交易高風險性概念不深的情況下，常導致投資人血本無歸。而當時，香港僅有「商品交易條例」來規管集中市場的期貨交易，但該條例並無法規管店頭市場的槓桿式外匯保證金交易。因此，香港政府於1994年訂立了「槓桿式外匯買賣條例」。2003年4月1日，以「證券及期貨條例」取代並規管之。「證券及期貨條例」構築了槓桿式外匯交易的基本監管規範，槓桿式外匯交易也成了「證券期貨條例」唯一規管的店頭市場衍生性商品。

香港證監會對於「槓桿式外匯交易」（即「證券及期貨條例」下之第三類受規管活動）之監理範圍包含：適用於從事槓桿式外匯交易業務之機構（持牌法團）及個人（持牌人）之發牌制度及規範；審查申請從事槓桿式外匯交易是否符合發牌制度規範；發表守則及指引，使業界知悉香港證監會就從事相關業務所要求的操守水平；監督特許機構（持牌法團）的財務穩健性及法令遵循之狀況；處理針對特許機構（持牌法團）的失當行為而提出投訴及就業務上之失當行為進行調查及採取行動。

至於，依據「證券及期貨條例」得以向香港證監會申請槓桿式外匯牌照的公司必需

為在香港註冊成立的公司或者在香港註冊之海外公司，此外，該申請公司必需為股份有限公司。在申請前，申請公司需依據「證券及期貨條例」之規定，每類受規管活動（包含第三類規管活動之槓桿式外匯交易）均須委任至少2名負責人員；其中1名負責人員須為「執行董事」，且至少須有1名負責人員得以隨時對受規管活動的業務進行監督。獲得發牌，得以從事槓桿式外匯交易商可分為兩類：第一類為以主事人之身份直接與客戶進行槓桿式外匯交易之持牌法團；第二類為獲得核准為介紹代理人之持牌法團。

在槓桿式外匯交易持牌法團所需之繳足股本最低金額及速動資金(liquid capital)最低數額方面，從事槓桿式外匯交易之持牌法團在任何時候均需擁有及維持：

- a. 不少於港幣30,000,000 之繳足股本最低數額；
- b. 不少於港幣15,000,000 之速動資金最低數額。

而獲核准之介紹代理人在任何時候均需擁有及維持：

- a. 不少於港幣5,000,000 之繳足股本最低數額；及
- b. 不少於港幣3,000,000 之速動資金最低數額。

另當速動資金低於所規定標準之120%時，持牌法團及介紹代理人均應立即向證監會提出報告。

### 交易風險及交易實例



## Cover Story

以香港的槓桿式外匯交易來看，槓桿式外匯交易屬店頭市場交易，所以，槓桿式外匯合約並不在交易所裏買賣，而是投資者與交易對手（通常是槓桿式外匯交易商）之間的合約安排。因此，交易商會直接與客戶訂立合約，亦即是與客戶的買賣盤設立對盤，進行與客戶交易方向相反的買賣。此外，交易商會向客戶提供貨幣的匯價，另外或會為管理風險而在買賣報價中附加差價。他們亦會按照本身的政策、風險承受能力及市況等其他因素，釐定買賣差價。香港證監會為使一般槓桿式外匯交易投資人能夠明白了解槓桿式外匯交易的風險與交易複雜性，在2010年「學·投資---慧博士」專欄中特別專文講述槓桿式外匯交易的利弊，而透過此投資人教育專論，我們亦可清楚了解到香港槓桿式外匯交易的交易風險、交易制度、交易流程等實際狀況。

「慧博士」提到：事實上，槓桿式外匯交易即使由持牌機構進行，本身也是高風險的交易。若你想透過這種交易來分散投資，增加投資回報，須確保自己清楚了解當中的複雜性和風險，否則可能會損失慘重！首先讓我們從基本知識入手。

外匯其實是兩種貨幣之間的兌換價，匯價以換算比率的形式，顯示以一種貨幣購買另一種貨幣的價格。貨幣匯價受政治經濟方面多種宏觀因素的影響，若政府改變貨幣或經濟政策，將會影響其本國的貨幣匯率。當某國家的利率與另一國家比較相對上升，通常會吸引投資者買入其貨幣，以賺取較高的

存款利息，此貨幣相對該另一國家的貨幣因而轉強。同樣，某國家若有資金大舉流入，便會推高其匯率，顯示該國貨幣需求增加。影響匯價波動的因素頗為複雜，故外匯買賣的運作也殊不簡單。此外，政經因素難以預測，亦可能迅速轉變，即使匯率走勢符合預期，也要在適當時機入市及平倉，才能獲利。

再者，與基本的貨幣買賣相比，槓桿式外匯是更為複雜且風險更高的交易。雖然在開立槓桿式外匯交易帳戶時，你只需要向交易商存入一筆保證金，即可買入數倍價值的外匯合約持倉，變相以小博大。

貨幣匯價波幅是以“跳動點”或匯率的最小變動單位計算，並視不同貨幣而計至第四或第二個小數位。例如，若歐元兌美元匯價為1.4511，買入價為1.4514，上下價位便相當於3個跳動點或0.0003美元。原則上，槓桿作用可讓投資者從輕微的匯價變動，賺取較大回報，而這正是槓桿式交易吸引投資者之處。不過，槓桿投資帶來豐厚利潤的同時，亦可帶來龐大虧損。

以香港來說，開立槓桿式外匯交易帳戶需存入合約價值5%的款項，亦即開戶保證金，之後需維持的保證金水平為3%。換言之，你可買入相當於開戶保證金20倍的外匯合約。不過，在交易時，你可決定採用多少槓桿比率，實際槓桿比率是將交易總值除以本金總額來計算。以下例子說明槓桿交易實際如何發揮作用。假設陳先生和李先生兩人都用100,000美元本金開戶，以1澳元兌

0.93美元的匯價，訂立買澳元賣美元的外匯合約，但陳先生選擇運用較低的實際槓桿比率，買入500,000澳元，而李先生則採用較高的實際槓桿比率，買入1,000,000澳元。如果

兩人訂立合約後，澳元匯率跌至0.91，兩人手上合約的價值將會下跌，並出現浮動虧損（即平倉前未實現的虧損），詳情如下：

交易金額	陳先生	李先生
	100,000 美元	100,000 美元
合約總值(美元)	500,000 美元 × 0.93 = 465,000 美元	1,000,000 美元 × 0.93 = 930,000 美元
實際槓桿比率	465,000 美元 / 100,000 美元 = 4.65 倍	930,000 美元 / 1,000,000 美元 = 9.30 倍
交易損失	465,000 美元 × (0.93 - 0.91) = 9,300 美元	930,000 美元 × (0.93 - 0.91) = 18,600 美元
虧損的交易本金(%)	-9.3%	-18.6%
澳元匯價跌幅(%)	-2.2%	

從李先生的例子可見，交易採用的槓桿比率愈高，一旦投資失利，虧損便愈大。若你的帳戶結餘低於必須維持的水平，交易商便會追繳保證金，要求你填補不足之數，即補倉。如果不能及時補倉，他們可能會根據客戶協議替你砍倉，即強制平倉，那時你的損失或會大於最初的交易本金。此外，你還要承擔砍倉後帳戶的虧損，甚至可能要根據協議條款，支付財務費用等其他款項。

## 結論

其實，香港的金融市場並不完美，但是在監管機構與來自全球的金融業者不斷的試

誤過程中，力求完美！香港的槓桿交易發展即是最好的例證。在香港，每當全球金融市場有所變化或發生危機的當爾，我們常常可以見到財政司長在電視上或網站上公開發表評論或說明，告訴香港市民、投資人和金融業者，政府是如何看待此一金融市場的變化，並告訴投資人政府現階段的因應措施，讓所有的投資人及金融業者在心理上有所因應與準備。這也說明了一件事，那就是「投資人」與「金融業者」都需要「教育」！唯有獲得充分的資訊與深入的了解，投資人才能妥善因應「風險」，進一步創造應有的「報酬」。

因此，在金融全球化及金融商品多元化



# Cover Story

的潮流下，任何新金融商品的推出與開放，其成功與否並不是在商品本身能創造多少利潤、能吸引多少市場參與者或所謂的遊戲規則，而是在於投資人對於此金融商品的「認識」！我們常說：「風險並不可怕，可怕的

是不知道風險！」，儘管槓桿交易隨著槓桿比例的擴大，具備著「高風險」的特性，但相信，在完善投資人教育的前題下，投資人必能將槓桿交易的風險「轉化於無形」，並為金融衍生商品市場發展奠定新的里程碑！



附表：香港之槓桿交易產品簡介

產 品	倫敦金	槓桿式外匯合約	期貨合約	牛熊證
買 賣 地 點	場外交易 (OTC) (與交易商做對手)	場外交易 (OTC) (與交易商做對手)	香港期交所買賣	香港聯交所買賣
交 易 類 型	槓桿式現貨黃金買賣	槓桿式外匯買賣	期貨合約買賣	交易所衍生產品買賣
主 要 產 品	倫敦金 100 盎司合約	歐元 (EUR) 125,000	恒生指數期貨	股票相關牛熊證
	倫敦金 10 盎司合約	日元 (JPY) ¥ 12,500,000	國企指數期貨	指數相關牛熊證
	倫敦銀 5000 盎司合約	英鎊 (GBP) £ 62,500	人民幣期貨	
	倫敦銀 500 盎司合約	瑞郎 (CHF) SFranc125,000	巴西的 IBOVESPA 期貨	
	人民幣公斤條合約	加元 (CAD) C\$100,000	俄羅斯的 MICEX 指數期貨	
		澳元 (AUD) A\$100,000	印度的 Sensex 指數期貨	
		新西蘭元 (NZD) NZ\$100,000 (另提供交叉盤)	南非的 FTSE/JSE Top40 指數期貨 (另能通過各經紀行買賣環球期貨)	
買 賣 方 向	買升 / 買跌	買升 / 買跌	買入 / 賣出	買入
漲 跌 停 限 制	沒有	沒有	根據個別合約而定	沒有
交 易 時 間	24 小時	24 小時	根據個別合約的開盤時間	09:00-12:00 13:00-16:00
交 易 貨 幣	一般港元 / 美元	一般港元 / 美元	根據個別合約而定	港元
槓 桿 比 例	約 100 倍	20 倍	約 10 倍	約 5-10 倍
回 報 來 源	賺取價差：價格升值 / 下跌	賺取價差：價格升值 / 下跌	賺取價差：價格升值 / 下跌	賺取價差：價格升值
		貨幣利息收入		
一 般 收 費	經紀手續費	交易商提供之買入及賣出差價	經紀手續費	經紀手續費
	交易商提供之買入及賣出差價	貨幣利息支出	交易所徵費	交易所徵費
		經紀手續費 (一般不收取)		
報 價	交易商提出的報價	由交易商提出的報價	由交易所內對手的報價	發行者 / 價格提供者的報價
				由交易所內對手的報價
實 物 交 割	一般不涉及實物交割	一般不涉及實物交割	根據個別合約而定	不涉及實物交割

網 上 交 易	交易商一般會提供網上交易	交易商一般會提供網上交易	經紀商一般會提供網上交易	交易商一般會提供網上交易
造 市 商	交易商	交易商	交易 / 經紀商	發行商 / 價格提供者
平 倉 方 式	跟交易商反向平倉	跟交易商反向平倉	在市場反向平倉	賣出牛熊證
	(現時一般不提供鎖倉服務)	(現時一般不提供鎖倉服務)	不能鎖倉	
	(結算一般按先進先出處理)	(結算一般按先進先出處理)	(結算按先進先出處理)	
強 制 平 倉	如保證金不足，交易商有權強制平倉	如保證金不足，交易商有權強制平倉	如保證金不足，交易 / 經紀商有權強制平倉	如觸及回收價，牛熊證將被強制回收
法 規 監 管	沒有法規監管	香港證監會 (第三類授權活動)	香港證監會 (第二類授權活動)	香港證監會 (第一類授權活動)
	金銀業貿易場 (只是一個公會，並非監管機構，會提供運作指引給會員)	香港金管局 (一般監管銀行)		香港交易所
產 品 發 行 商	交易商自己跟客戶定立合約	交易商自己跟客戶定立合約	由交易所推出產品	投資銀行
香 港 市 場 每 日 成 交 額	估計約 1.9 億美元	估計約 180 億美元	約 16 萬張	約 50 億港元
參 與 者	黃金交易公司	銀行	外資交易商	專業投資者
	黃金現貨商	企業	專業投資者	本地散戶
	散戶	基金 散戶	本地散戶	
主 要 影 響 因 素	央行的貨幣政策	央行的貨幣政策	相關股市 / 產品的形勢	相關股市 / 產品的形勢
	政治情勢	政治情勢	熱錢的流向	
	經濟狀況	經濟狀況		



## 許春元小檔案

### 現任

香港華業金融控股有限公司 董事總經理

### 經歷

香港金融研究院 行政副院長

香港華業證券有限公司 董事總經理

華南永昌證券(香港)有限公司 總經理

香港華業期貨有限公司 董事總經理

香港首華期貨有限公司 總經理

### 學歷

國立政治大學碩士



# 證券商 - 債券與利率衍生性商品

元大寶來證券◎葉隆賢

## 壹、債券衍生性商品

台灣公債市場自民國86年實施中央登錄公債制度以來，市場規模不斷的擴大，為了促進債券市場健全發展，財政部及中央銀行陸續推動包括『公債發行時程規律化』、『債券融券交易制度』、『公債發行前交易制度』、『公債增額發行制度』以及『中央公債主要交易商新制』等各項方案。

此外，主管機關也陸續開放債券衍生性商品的相關業務：櫃檯買賣中心在92年3月3日開放債券遠期交易；期交所在93年1月2日推出10年期公債期貨，櫃檯買賣中心也配合於同一日成立債券借券中心；櫃檯買賣中心在93年7月26日開放證券商經營債券選擇權，94年8月22日再開放外幣債券衍生性商品。

## 認識商品

- (1) 債券遠期交易：指證券商與交易相對人約定，於未來特定日期，依特定價格及數量等交易條件買賣約定之標的債券，或於到期時結算差價之契約。
- (2) 十年期公債期貨：交易標的為面額五百萬元，票面利率3%之十年期虛擬債券。可交割債券為到期日距交割日在八年六個月以上，十年以下，一年付息一次，到期一次還本，發行時償還期限為十年，或增額發行時原始公債償還期限為十年之中華民國政府中央登錄公債。
- (3) 債券選擇權交易：指證券商與交易相對人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格及數量等交易條件

買賣約定之標的債券；選擇權賣方於買方要求履約時，有依約履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。

## 操作動機

上述債券衍生性商品可再細分為線性與非線性衍生性商品，其中，線性的衍生性商品包含遠期交易與公債期貨，由於債券市場看多者傾向在現貨市場買入，在衍生性市場報價並不積極，因此需要較大的價差才有成交意願，但空方卻不願支付較高的價差（放空成本），因此市場無法形成足夠的流動性。在流動性不足的情況下，買賣方進一步要求流動性貼水，形成惡性循環，使成交量一直無法擴大。

債券選擇權做為非線性的衍生性商品，沒有遇到相同的問題，在開放證券商加入之後，成交量迅速擴大，市場的發展相當迅速，剛開始可以說是相當成功的新商品，因此本次經驗分享將著重在此種商品。

債券選擇權與一般大眾所熟悉的指數選擇權不同，而是比較類似個股選擇權，搭配債券現貨將有更多的交易策略可以做選擇，茲介紹如下：

- (1) 短線追價：若認為市場短線漲幅已多，想要先行獲利了結，但又怕沒有跟上未升段的漲勢。此時可以將現貨獲利了結，並且買進買權來持有行情的延續。
- (2) 看行情反轉：若認為市場短線漲幅已多，認為行情即將反轉，想要放空但是又怕行情持續延燒，有被軋空的風

險，此時買進賣權，希望在行情急速反轉時獲利。

- (3) 避險：握有現貨部位的交易商可以買進賣權，當債券殖利率大幅度上揚時，可以按照履約利率將債券賣給交易對手，等於是設立停損點，確定損失上限。
- (4) 長線進場點：若已經設立長線的進場點，例如十年券在3%以上就買進，則可賣出較長天期的選擇權來增加收益，為壽險業常見的操作策略。
- (5) 時間價差：債券市場常會受到特殊事件的影響而有劇烈的波動，例如台灣公布發債計劃、央行理監事會議、美國非農業就業人數等等。在這類事件之前，市場多半盤整待變，因此可以賣出較短天期（事件之前到期）的買權或賣權，並且買進較長天期（事件之後到期）的買權或賣權，如果事件後有劇烈變動時就可以獲利。
- (6) 同時賣出買權與賣權：債券市場在沒有特別因素推動時，常陷入區間盤整走勢，可以同時賣出買權及賣權，收取權利金賺取時間價值。
- (7) 波動率極高時賣出長天期選擇權：在市場交易的波動率處於極高水準的情況下，由於高波動率不會一直持續，可以賣出長天期選擇權收取權利金。
- (8) 突破盤整區：市場突破盤整區後容易有一波中長線走勢，且長期盤整將導致市場波動率下降，選擇權相對便宜，可以針對突破方向買進長天期買權或是賣權。



# Cover Story

## 實例說明

台灣的債券選擇權標的物主要為政府公債，且多半為最流通的十年期公債；交易基本單位為1億元；市場以歐式選擇權為主流，契約期間以一週為主，二週、一個月或三個月則較少；履約價以利率報價，買進買

權代表預期利率往下；報價方式分百元報價與波動率報價，百元報價0.1250的報價代表每一億面額的債券選擇權要125,000元的權利金，波動率報價則以Black模型轉換為百元報價；給付結算方式一般為實物給付，選擇權的買方需在到期日11:00前，通知選擇權的賣方是否履約。



圖 1:2004 年 7 月 ~2008 年 6 月台灣十年期公債殖利率走勢

- (1) 交易實例一：看行情反轉，95年3月底台灣十年期公債殖利率開始緩步往上，從3月21日的收盤1.7533%至5月2日的收盤價2.299%，短線漲幅達54.57 bps，在殖利率短線彈幅已大的情況下，認為殖利率將往下，反轉買進2.25%買權。當天盤中殖利率大幅波動，早盤上揚8.9 bps至2.388%，但接近12:00時殖利率反轉往下，盤中高低點差距達30.7 bps最低至2.081%，尾盤收在2.128%，選擇權獲利了結賣出。

操作	買進 1 週 2.25% 買權
波動率	24%
十年期公債市價	2.32%
百元報價	0.0624
3 億面額權利金 (支出)	187,200
出售獲利 (當天收盤價 2.128%)	3,160,200

- (2) 交易實例二：波動率過高時賣出長天期選擇權，95年5月3日盤中大幅波動之後，市場交易波動率達40%，如此高的波動率明顯無法持久，5月9日時同時賣出1個月的買權與賣權。至6月9日收盤2.1686%，期間最高點2.4143%，最低點2.089%，權利金全數獲利入袋。

操作	同時賣出 1 個月期 2.0% 買權與 1 個月期 2.45% 賣權
波動率	40%
十年期公債市價	2.20%
百元報價	買權 0.2623，賣權 0.2049
3 億面額權利金（收入）	1,401,600

- (3) 交易實例三：同時賣出買權與賣權，95年9月1日至96年3月30日，台灣十年期公債殖利率在1.90%~2.05%的小區間內震盪盤整，時間長達7個月，期間可同時賣出買權與賣權收取權利金，直到突破盤整區。
- (4) 交易實例四：突破盤整區追價，96年4月17日台灣十年期公債殖利率創收盤新高2.045%，突破7個月盤整區，買進3個月期2.20%賣權，7月17日到期，收盤價2.5375%，獲利8,442,174元。

操作	買進 3 個月期 2.20% 賣權
波動率	15%
十年期公債市價	2.04%
百元報價	0.1290
3 億面額權利金（支出）	387,000
到期獲利（收盤價 2.5375%）	8,442,174

### 債券選擇權的興衰與未來展望

一個完善的市場就是指『任何正確的看法，都有相對應的交易策略達到獲利目的』，債券選擇權的加入成功的讓債券市場變成一個完善的市場，要看多、看空、看盤整、看盤整偏多、看盤整偏空、看時間差、看波動率大小，都有交易的方法；可以買現貨並且賣出買權形成Cover Call，可以買現貨並且買進賣權形成 Protect Put，可以買進買權賣出賣權形成Range Forward，各式各樣的交易策略讓市場更加多樣化。債券選擇權讓交易員各種對行情的看法都能落實成真正的交易策略，讓債券市場更加完善。

債券選擇權市場在93年7月底開放之

後，經過一年多的發展，證券商的月成交量在94年9月突破2,000億大關，94年9月到95年3月間，台灣十年期公債殖利率在1.6935%~1.8845%區間震盪，部份交易商大量賣出選擇權，而選擇權在波動率低價格便宜的情況下，也不缺乏買方，債券選擇權市場蓬勃發展，95年3月的單月成交量達8,000億大關。

但95年4月開始的空頭走勢，讓賣出賣權的交易商大幅虧損，5月3日盤中殖利率大幅度波動，盤中波動區間達30 bps，這次輪到賣出買權的交易商大幅虧損，由於債券選擇權為證券商的新種業務，停損額度多半不大，虧損達年停損的證券商只好暫停業務，在流動性轉差的情況下，交易商報價轉



## Cover Story

趨保守，成交量萎縮至4,000億以下。

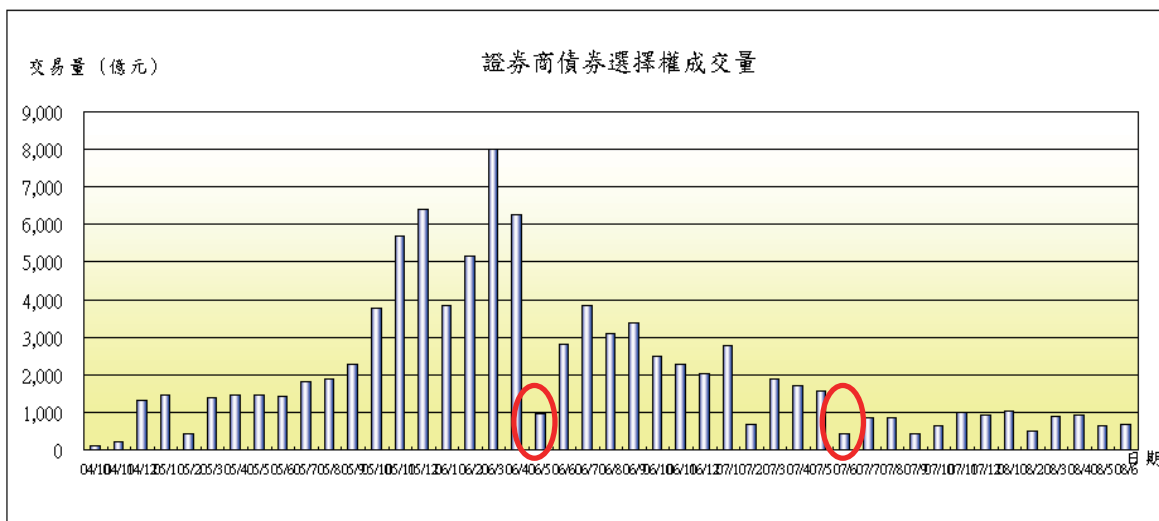
95年9月至96年3月間，台灣十年期公債殖利率在1.90%~2.05%區間震盪，交易商又開始較積極的賣出選擇權，但成交量均未超過3,000億。96年4月到7月間的空頭走勢，再次讓部份交易商停損出場，之後就沒有再出現單月1,000億以上的成交量，選擇權市場就此沉寂。

債券選擇權市場的沉寂，固然跟兩次空頭襲擊使得證券商受創有關，但交易商在習慣此種衍生性商品交易之後，應仍能重新出發。讓債券選擇權市場衰退的主要原因，還是現貨市場的流動性出現問題，以單日成交量來看，94年10月間十年券成交量曾達7,000億，但95年5月大幅波動之後，出現1,000億

以下成交量，95年7月回升至3,000億，96年4月到7月的空頭走勢後，成交量又跌回1,000億附近，97年7月開始出現500億以下的成交量，98年已經有100億以下的成交量出現。

在標的物流動性不佳的情況下，衍生性商品難以有較大的發展，即使櫃檯買賣中心為債券衍生性商品設立交易平台，使得債券選擇權交易的價格更為透明化，也難以挽回頹勢。

由於債券選擇權在美、日等店頭市場是行之多年的商品，國內交易商也已經有成熟的交易經驗，展望未來，若標的物的流動性足夠，加上主管機關大力推動，國內的債券選擇權交易仍有重新發展的機會與空間。



### 貳、利率衍生性商品

台灣在利率衍生性商品方面的開放較債券衍生性商品早，配合行政院院會通過提升傳統產業競爭力方案，民國90年10月18日證期會開放證券商經營新台幣利率交換業務，並責成櫃檯買賣中心研擬具體配套規範措

施，將證券商從事該項交易納入管理及查核之範疇，並依新訂「櫃檯買賣證券商經營新台幣利率交換業務作業要點」之規定辦理。之後，櫃檯買賣中心於91年6月26日再開放遠期利率協定、利率選擇權與利率交換選擇權，94年8月22日開放外幣利率衍生性商品；期交所也於93年5月18日推出30

天期利率期貨，進一步完善利率衍生性商品市場。

## 認識商品

- (1) 利率交換（IRS）：指證券商與交易相對人約定，依其交易條件及利率指標，於未來特定周期就不同計息方式之現金收付定期結算差價之契約，標準型態為以固定利率計息交換浮動利率計息。
- (2) 遠期利率協定（FRA）：指證券商與交易相對人約定，依其交易條件及利率指標，於未來特定期間結算差價之契約。
- (3) 利率選擇權（IRO）：指證券商與交易相對人約定，利率選擇權買方支付權利金，於未來特定周期，取得是否依交易條件及利率指標以結算差價之權利；利率選擇權賣方於買方要求履約時，有依約定履行義務之契約。
- (4) 利率交換選擇權（Swaption）：指證券商與交易相對人約定，利率交換選

擇權買方支付權利金，於未來特定期間，取得是否依交易條件承作利率交換之權利；利率交換選擇權賣方於買方要求履約時，有依約定履行義務之契約。

- (5) 30天期利率期貨：交易標的為面額1億元的30天期商業本票。報價方式和國際相同，同樣採取100 減利率，並以百分比為報價單位，最小升降單位為0.005，交割方式為現金交割。

## 操作動機

利率衍生性商品在開放之後，僅利率交換之交投較為熱絡，因此本次經驗分享將著重在此交易。至於其他利率衍生性商品：利率交換選擇權在標的物流動性不高的情況下，證券商報價意願低落；遠期利率協定、30天期利率期貨、利率選擇權則由於證券商對短期利率著墨不多，較無避險需求，成交量更是低迷。

茲將可能形成利率交換操作之動機大致列出如下：



- (1) 企業發行債券希望成本為固定利率，但債券投資人之需求為浮動利率債券：公司債發行者可透過證券商承做利率交換交易，同時滿足雙方需求。
- (2) 公司債承銷商避險：由於台灣公司債承銷為證券商先行標購，再尋找投資人賣出，在標購之後若未能立刻找到

投資人，可以承做付固定/收浮動的利率交換，作為防止公司債價格下跌的避險工具。

- (3) 看空：認為債券市場將呈現空頭走勢，可以承做付固定/收浮動的利率交換，由於債券市場與利率交換市場連動性高，且債券市場放空較為



## Cover Story

困難，因此利率交換交易為看空的交易商首選的放空工具。

- (4) 看多或盤整：認為債券市場將呈現多頭走勢，可以承做收固定/付浮動的利率交換，但由於公債市場交易成本遠低於利率交換，因此多頭大多先以買進公債為主。
- (5) 空頭避險：台灣的公債市場有等值成交系統作為議價交易的平台，流動性相對來說較佳，但除了公債之外，債券交易商多半持有為數不少的公司債與金融債，其流動性相當差。在空頭市場時，交易商持有的公司債與金融債拋售不易，此時可以先承做付固定/收浮動的利率交換，抵銷持有公司債與金融債的利率風險。

### 實例說明

新台幣利率交換其標的物為浮動利率指標，採用市場俗稱 6165 的路透社 6165 頁面在 11:00 的定盤利率，由近 30 家金融業者對 90 天期商業本票 CP 次級市場利率報價，剔除掉最高和最低各 5 家後，取其均值，是台灣金融市場與機構最主要的利率定價指標。

報價方式以固定利率報價，交易商報價 1.9/2.0 代表若你想付固定/收浮動需支付 2.0%，若想收固定/付浮動則只能收到 1.90%，浮動利率均為 90 天 CP 利率，每 3 個月淨額結算一次。

交易實例一：利率交換交易中，實際的交換利息時是以最初成交的固定利率及之後

定盤的浮動利率做淨額交割，以 5 年期利率交換為例，假設交易商收固定利率在 2.0%，名目本金 3 億新台幣，三個月交換一次，則交易商應收金額為  $300,000,000 \times 2.0\% \times (\text{實際天數}/365)$ ，應付金額為  $300,000,000 \times CP \times (\text{實際天數}/365)$ ，淨額交割後應收的金額為  $300,000,000 \times (2.0\% - CP) \times (\text{實際天數}/365)$ ，若每次重設的 CP 利率均低於 2.0%，則每次換息都將是淨收入。但須注意的是，若 3 年期利率交換利率大幅度往上，將造成該筆交易的市價評估 (Mark to Market) 大幅度虧損，交易商可能面臨停損壓力。

民國 92 年 6 月間，受到美國聯準會調升基準利率影響，台灣利率交換市場利率也大幅上揚，5 年期利率交換自低點 1.35% 大幅彈升至 2.90%，造成收固定/付浮動的交易商面臨市價的大幅虧損，若市價的虧損大於交易商的停損限額，則即使未來 5 年間 90 天 CP 都低於承做時的利率，在當時也只能黯然解約停損。

因此可以發現，表面上利率交換在成交之後，已經與最新的市場報價無關，僅與之後的 90 天 CP 有關，但實際上衍生性商品每天都會以市價重新評估，一旦虧損超過交易商的停損限額，只能解約停損；反過來說，如果在市價評估後，獲利已經達到預期目標，交易商也可以選擇解約獲利了結，與未來 CP 的走勢已經無關。所以，利率交換的最新報價與 90 天 CP 都是影響損益的重要因素，而長年期的利率交換損益受最新報價影響較大。

交易實例二：一般而言，標的物的漲跌



對衍生性商品的漲跌影響很大，例如台灣加權指數與加權指數期貨，基本上同漲同跌，連動性非常高。但對利率交換來說，標的物 90天CP為短期利率，5年期利率交換則為長期利率，短天期利率大都為中央銀行掌控，長天期利率則受市場預期影響，長短期利率變動的方向有時不見得是同一方向。93年9月30日央行意外升息一碼，隔天利率交換與90天CP同步走揚，但之後一年的時間，雖然央行每季調升基準利率半碼，90天CP也隨之緩步走高，但利率交換利率卻反向走低（如圖）。而利率交換的損益受市價影響較大，因此並非央行升息就看空債市，而是看整個市場對未來景氣的預期。

交易實例三：92年6月間受到美國聯準會調升基準利率影響，台灣債券市場利率大幅上揚，若證券商希望減持公司債與金融債

來降低利率風險，但由於其流動性差，可能面臨短期無人接手的窘境，則證券商可先計算其公司債與金融債的利率風險DV01（利率變動0.01%帶來的市價變動），承做同樣DV01的付固定/收浮動利率交換交易，則在債券市場利率繼續上揚的時候，利率交換帶來的評價獲利將足以承擔公司債與金融債帶來的評價損失。

### 利率交換未來展望

未來利率交換可能朝向遠期標準化契約發展，此舉將有利於拋補，並擴大交易量。目前台灣的利率交換交易慣例，在9月1日收固定的交易，在每年的3月1日、6月1日、9月1日、12月1日做淨額交割，9月2日付固定的交易，則是在每年的3月2日、6月2日、9



# Cover Story

月2日、12月2日做淨額交割，兩者之間無法抵銷，造成交易拋補的困難度。若未來改採1月1日至3月31日交易均以3月31日開始的遠期利率交換交易，則1月10日承做的付固定交易，與2月15日承做的收固定交易，其浮動端將可互抵，僅剩餘固定端的差額，相信此舉將增加交易量以及市場流動性。

此外，國外知名的浮動利率指標LIBOR在先前傳出遭到人為操控，如何建立一套公正具代表性而不受人為操弄，又能廣為市場參與者使用的浮動利率指標再度成為市場熱門話題。國內新台幣浮動利率指標6165過去也曾有市場參與者質疑部份金融機構聯手作價，壓低或抬高浮動利率賺取價差的事件。因此台灣集中保管結算所於2009年10月推出台灣短期票券報價利率指標（TAIBIR），就是為了建立具有公正性、代表性的短率指標，然而目前仍未被市場所採用。

利率交換交易在台灣已經算是相當成熟的商品，但交易撮合仍需仰賴中間仲介商，使得交易成本遠高於公債現貨交易，交易員沒有殺進殺出的慾望，交易量也無法放大。櫃檯買賣中心雖然一度規劃利率交換的交易平台，但市場接受度不高，最後無疾而終。若未來能改採遠期交易，並有一個公正性的短率指標，相信能有效的擴大利率交換市場的交易量，也能促進利率交換選擇權市場的發展。



## 葉隆賢小檔案

### 現職

元大寶來證券債券部 經理

### 經歷

元大寶來證券債券部 2004.07 -迄今  
公債交易 (2004.07~2007.12)  
債券選擇權交易 (2004.07~2007.12)  
德債期貨交易 (2006.04~2010.11)  
香港交易所A50指數ETF交易  
(2010.11~迄今)

### 學歷

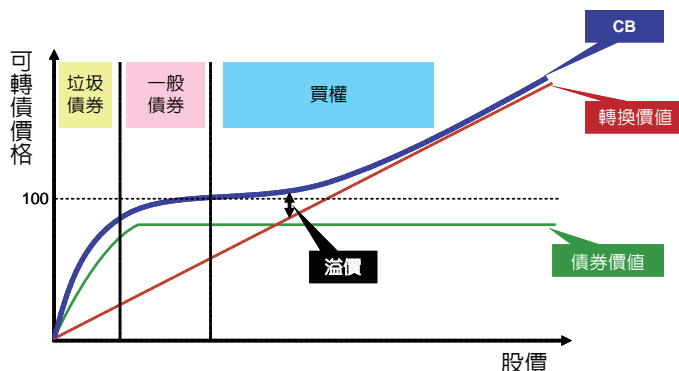
國立台灣大學財務金融所財務工程組  
國立台灣大學數學系

槓桿交易實務經驗分享

# 證券商 - 可轉債資產交換衍生性商品

元大寶來證券◎證券債券部 王柏元 專業副理

在國際經濟情勢多空不明，想投資股市又怕風險太大，是否有金融商品具有可控制風險，又可享受股市上漲的好處？低利率已成為國際共識，在目前的環境中是否有較高利率的商品，能為資金尋找出路？可轉債資產交換即符合這兩種特性，能夠同時滿足投資型投資人，與固定收益投資人。



圖一：可轉債價格示意圖

## 可轉換公司債基本介紹

可轉換公司債（Convertible Bond），簡稱可轉債或CB，得自發行日起屆滿一定時日（通常一個月）後，於到期日前享有按轉換價格，將此可轉債轉換成發行公司普通股之權利，或於賣回日或到期拿回本金及利息。因此可轉債在標的股價高於轉換價時具有股權的特性，而標的股價低於轉換價時，則可保有固定收益商品的特性，為一進可攻退可守之金融商品。

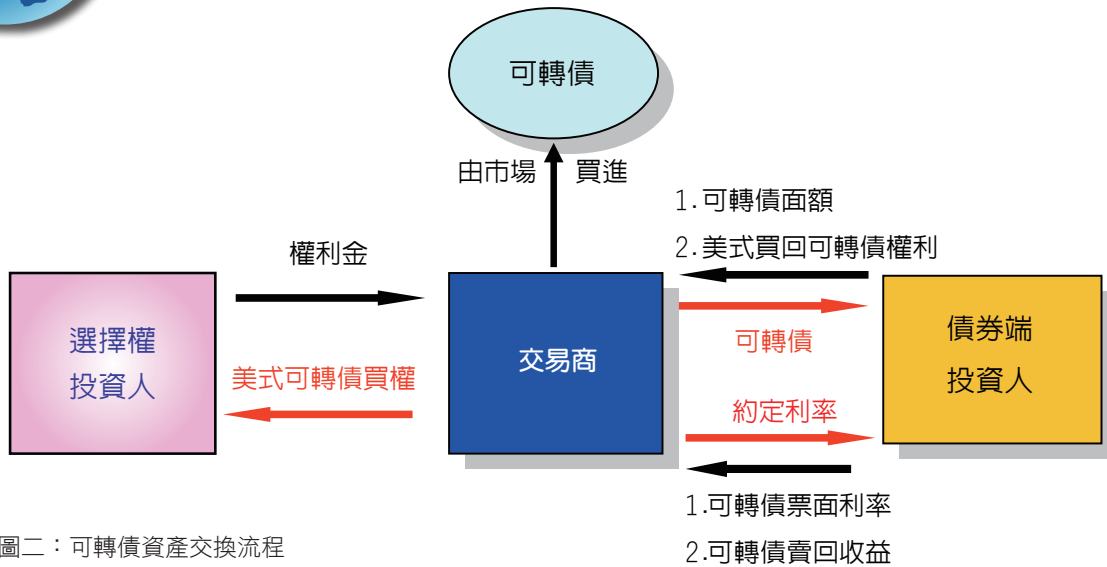
可轉債價格示意圖如下：

## 可轉債資產交換介紹

可轉債資產交換為交易商透過衍生性商品的型式，將可轉債拆解成美式資產交換選擇權端，與可買回之資產交換債券端，分別給予選擇權端投資人與債券端投資人，對選擇權端投資人而言，具有槓桿操作與不需承擔信用風險的優點，對於債券端投資人而言，具有比一般公司債較高的收益與更多的標的選擇，流程如下所示：



# Cover Story



## 對選擇權端投資人而言

向交易商下單由集中市場上買進可轉債，但僅需支付權利金，權利金主要包含可轉債價格超過面額的部分，與權利金百元報價（交易範例如後述），此選擇權的特性為：

- (1) 具有槓桿的效果，相較於可轉債一張面額為10萬元，透過選擇權的方式持有，可能一張僅需數千元，即可擁有此可轉債的權力，並享受可轉債上漲的好處，有利於投資人的資金運用。
- (2) 不需承擔發行公司信用風險，選擇權投資人最大的風險即承做時所支付之權利金，風險可獲得控制。
- (3) 為美式選擇權，於到期日前隨時執行，行使方式有分為現金履約，即透過交易商在市場上賣出，拿回現金，或是實物履約，即支付履約價由交易商手中買回可轉債。
- (4) 標的折現率愈大代表信用風險愈大，因此權利金百元報價也愈高，表示投資人需支付的成本愈高。

- (5) 可轉債選擇權的期間較一般權證期間長，可轉債發行期間通常至少為兩到三年，比起一般權證的半年要久許多，且隱含波動率通常也較低。
- (6) 選擇權端的投資人主要為：賺取價差的投資人、可轉債套利投資人、專業金融機構、基金等。

## 對債券端投資人而言

與交易商透過衍生性商品的方式，將可轉債所有的票面利率與賣回收益率與交易商交換浮動或固定利率，同時給予交易商可提前買回此債券的權力，並承擔可轉債之信用風險。

- (1) 資產交換債券端的利率較一般公司債利率為高，以2012第三季台灣的市況而言，5年期公司債利率約在1.2%~1.4%，但2年期有銀行擔保的可轉債債券端利率約在1.4%~1.8%，對債券端投資人具有更好的報酬率。
- (2) 發行可轉債的公司較發行一般公司債的公司更多，且承做面額也比一般公

司債成交的面額小，具有較多的選擇，可分散投資風險。

- (3) 交易商具有隨時買回可轉債的權力，因此債券端投資人面臨再投資風險，通常會有三個月內買回要收取0.25%的罰金。
- (4) 債券端的投資人需承受可轉債發行公司之信用風險，當發行公司發生信用事件如破產或重整，或可轉債價格低於某個價位如60，則可轉債將歸於債券端投資人，或與交易商議定的方式做結算。
- (5) 債券端的投資人主要有：專業金融機構（證券商、銀行、票券商）、公司財務部、基金、高資產專業投資人等。

## 範例說明

### 以選擇權端投資人範例

- 一、假設投資人於2010/12/21在可成一（商品代號2474）價格接近可成一（商品代號24741）轉換價103.81附近，買入可成一的可轉債選擇權100張，並在2011/7/8時，可成一價格上漲後賣出，可轉債、選擇權的條件與其損益結果計算如下：

#### (1)可轉債條件：

標的資產	可成一（商品代號 24741）
轉換股票標的	可成（商品代號 2474）
發行日期	2009/12/8
提前賣回日	2011/12/8
票面利率	0%
提前賣回價格	101
轉換價格	103.81（2010/9/21 調整後）
2010/12/21 可成價格	103.5
2010/12/21 可成一價格	110.35

#### (2)買進可轉債選擇權條件：

購買張數	100 張
名目本金	10,000,000 元
選擇權交易日	2010/12/21
選擇權到期日	2011/12/8
折現率	3%
交易商每張百元報價（假設）	2.4，即 2,400 元
支付權利金	每張 110.35-100+2.4=12.75，即每張 12,750 元，共 100 張，權利金總額為 1,275,000 元

#### 二、賣出可轉債選擇權獲利：

投資人支付權利金1,275,000元，即可擁有100張可成一，上漲的好處至到期日為止，最大的風險為所支付的權利金，期間內可成股價走高，使得可成一價格突破200元，投資人選擇獲利了結，計算結果如下：

賣出日期	2011/7/8
2011/7/8，可成價格	214.5
2011/7/8，可成一價格	206
履約方式	現金結算
履約張數	100 張
收取金額	每張可拿回 106,220 元（註），共 100 張，總金額為 10,622,000 元。

（註）：

每張能拿回金額計算為：  
可轉債賣出價格－選擇權履約價  
本範例以折現法計算選擇權履約價（選擇權履約價的計算方式各家交易商可能有所不同）

$$\text{履約價} = \frac{\text{可轉債賣回價}}{(1 + \text{折現率})^{D_s/365}} + \text{提前履約罰金}$$

$D_s$  = 選擇權履約交割日（含）至選擇權到期日（含）間之日曆天數

以上述範例實際計算如下：

$$\text{履約價} = \frac{101}{(1 + 3\%)^{150/365}} + 0 = 99.78$$

每張能拿回金額計算為：206-99.78=106.22，即每張 106,220 元



# Cover Story

### 三、投資方式比較：

直接購買可成現股、可成一（可轉債）與可成一可轉債選擇權的比較如下：

投資方式	期初投入金額	期末拿回金額	獲利金額	報酬率	優點	缺點
可成現股 96 張 (一張可成一，可轉換 0.96 張可成)	9,936,000	20,592,000	10,656,000	107.2%	股票流動性佳，進出方便	投入金額大，且需承擔股票下跌的損失
可成一可轉債 100 張	11,035,000	20,600,000	9,565,000	86.7%	價格風險有限	期初投入金額較大，不利資金運用
可成一可轉債選擇權 100 張	1,275,000	10,622,000	9,347,000	733.1%	投入金額小，風險可控制，又能享受標的物上漲的好處	


由此範例可明顯的看出，比起直接買進股票，或者可轉債，透過可轉債選擇權，能達到本小利大的功能，最大的損失僅有權利金，但卻可以享受標的物上漲的好處，更有利於投資人的資金運用與風險控管，且此選擇權的期間接近1年，比起一般權證的半年要長。

### 以債券端投資人為範例

以上述同樣的條件而言：

交易標的	可成一 24741
承做面額	10,000,000 元
交易日期	2010/12/21
債券端到期日	2011/12/8
<p>若標的發生信用事件時則交易標的歸於債券端投資人            交易商在到期日前可以隨時以面額買回交易標的            債券端投資人每季可獲得年利率 3% 的利息，若於承做日三個月內交易商行使買回權，則需多支付 0.25% 的罰金。</p>	

### 結論

可轉債流動性低的其中一個原因是面額大且無法融資買進，但透過交易商拆解成可轉債選擇權，即可以較少的資金進入可轉債市場，又能參與標的上漲的好處，目前有數家證券商與銀行承做此業務，有興趣的投資人可至券商或銀行開立衍生性商品的帳戶，即可承作可轉債選擇權；債券端投資人則可拿到較一般公司債更高的報酬率，但承做的本金較大，且須承擔公司發生信用風險的損失，較適合專業投資機構，或高資產的專業投資人；交易商則透過資產交換同時滿足選擇權投資人與債券端投資人，並可促進可轉債的流動性，達到價格發現的功能。 

槓桿交易實務經驗分享

# 證券商 - 結構型衍生性商品

凱基證券◎衍生性商品部 姜碧嘉 業務協理

**多**樣化的結構型商品可以滿足不同投資人的需求，依客戶不同預期、偏好及可承受的風險設計出各種形式不同的產品，使投資人的資金做最有效之運用，因而受到投資人的喜愛，也成為投資理財工具中熱門的投資商品。證券商櫃檯買賣中心於92年開放證券商發行結構型商品，期間經過2008年的金融風暴，及2009年的稅制修改，如今已成為市場上廣受喜愛的商品。

## 發展背景及市場概況

2000年以後全球股市大幅下跌，加上全球利率持續低迷，可以提高投資人報酬且降低投資人風險之各式結構型商品孕育而出，且逐漸受到投資人的喜愛，國內銀行也於2001年開始引進連動債商品，在國內金融市場掀起一股旋風，造成搶購熱潮。

但銀行業代銷之商品皆以外幣計價，連結標的均為國外資產，然而對國內投資人，投資海外連動債除對連結標的不熟悉較難掌握商品資訊外，亦需同時承擔匯率波動的風

險，且發行商均為外國金融機構，投資人之權益無法被有效保障。因此，證券商櫃檯買賣中心於民國92年7月1日開放證券商可以發行以新台幣計價之結構型商品業務，以突破上述困境，使投資人可以選擇連結較為熟悉的標的，並以新台幣來計價，投資人不用再擔憂匯率變動的風險可能侵蝕原有的獲利，提供了投資人更多元化的投資管道。

2007年挾著全球股市熱絡，以創新、高收益為號召的連動債成為當時最火紅的理財商品，不論是連結綠能、原物料還是新興市場股市，每一檔投資人都趨之若鶩，2007年銀行信託業銷售海外結構型商品的銷售金額高達5200億元，而國內券商也推出了琳瑯滿目的商品，在市場造成熱潮，交易量創下核准發行以來的高峰。但由於稅負上的不公平，投資人投資國外連動債因屬海外所得可享有免稅的優惠，而國內券商發行之結構型商品則必須課徵最高40%的財產交易所得稅，致使國內券商發行的結構型商品之成交量始終無法像海外連動債一樣快速成長。

2007年下半年股市因為次級房貸危機

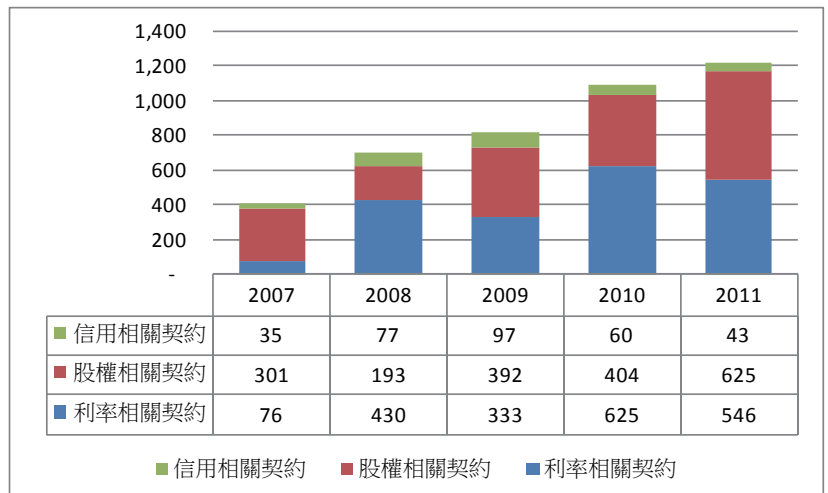


# Cover Story

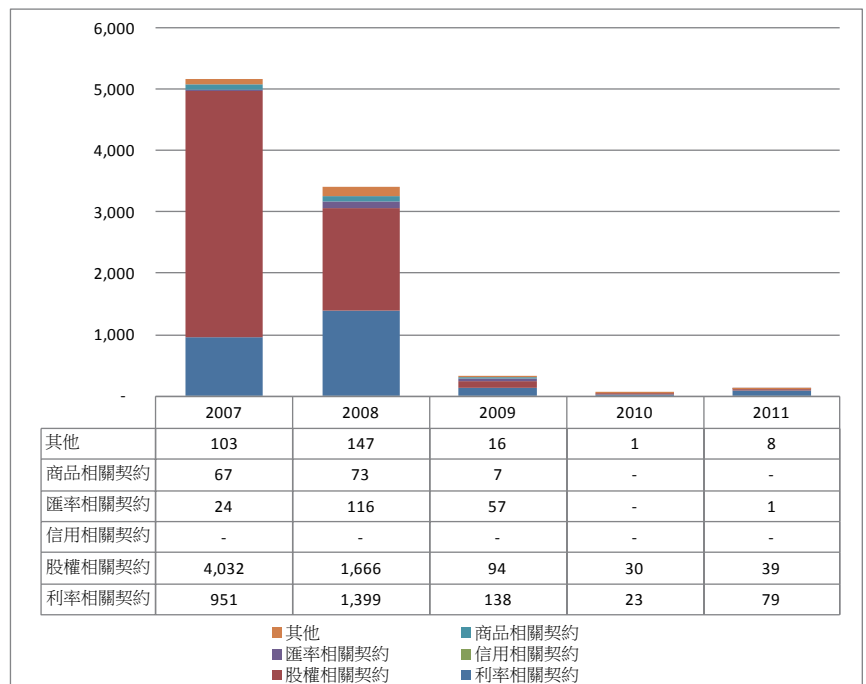
而重挫，又因2008年9月雷曼兄弟破產事件造成的全球金融風暴，結構型商品銷售量大幅降低，從2008年第四季到2009年初，連動債相關商品幾乎在臺灣市場銷聲匿跡。

2009年雖然在爆發雷曼債之後，不少投資人對結構型商品聞之色變，不過在海外連動債還陷入解決雷曼事件糾紛、主管機關還在規畫如何規範其銷售下，銀行海外連動債市場急凍；但券商卻立即調整發行商品的腳步重新出發，將商品天期變短，承做金額門檻變小，且將連結標的轉為單一個股，因連結的商品是投資人平常就很熟悉的台股，且商品簡單易懂，並可量身訂作以符合投資人的不同看法，使券商發行的結構型商品在金融海嘯餘波未平之際，再度吸引投資人參與，另加上低利率的影響，承做結構型商品報酬優於銀行定存許多，造成2009年國內證券商結構型商品的熱賣，發行量再創新高。

此外，結構型商品於2010年1月1日後就由高稅率的財產交易所得，改為其他所得，採10%分離課稅，不再併入個人所得總額課稅，吸引更多高資產的投資人參與，使券商的結構型商品再創歷史高峰，交易量突破1000億。



資料來源：證券櫃檯買賣中心  
圖一：證券商結構型商品市場交易量



資料來源：證券櫃檯買賣中心  
圖二：信託業銷售海外結構型商品市場交易量

## 認識商品

### 什麼是結構型商品

依證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則（以下簡稱業務規則）第29條之定義：為證券商銷售一結合固定收益商品

與衍生性金融商品之組合式契約。其連結標的範圍規範如下表，可連結股權、信用及利率等，且到期日規定不得超過十年。

表一：證券商結構型商品可連結標的範圍

類別	連結標的
國內部分	一． 得為發行上市（櫃）認購（售）權證標的之上市（櫃）股票（含單一個股或其組合） 二． 政府、企業或其債務，以及各類證券化商品之信用 三． 臺灣證券交易所或本中心公布之各類指數 四． 公開募集之證券投資信託基金受益憑證 五． 各項利率型態商品或指標 六． 臺灣期貨交易所各類期貨或選擇權契約 七． 上述得連結標的之組合
國外部分	一． 外國有價證券 二． 外國股價指數及期貨指數 三． 外國利率指標 四． 上述得連結標的之組合

### 結構型商品的種類

依業務規則第30條規定：結構型商品區分為保本型商品（Principal Guaranteed Note, PGN）及不保本型商品（股權連結商品）（Equity Linked Note, ELN）。對於想玩股票，還想兼顧穩健收入者，會選擇保本型商品，而積極型的投資人則選擇高收益商品，由於這類商品可以讓投資人在股價不大跌或大漲的情形下賺取高收益，對積極型的定存族及保守型的股票族特別具吸引力。

目前市場證券商主要銷售連結股權商品且其商品較具多樣性，故以下將偏重在股權結構型商品之介紹。

### 保本型商品（Principal-guaranteed Notes, PGN）

指商品在到期時，至少保障一約定的本金，並同時買進連結標的選擇權，使投資人在保本的同時有機會參與未來標的價格漲跌的機會。其能達到保本是因為商品將大部分的資金投資於風險較低之固定收益商品，再用剩餘的小部分資金及孳息收入買進連結標的選擇權，利用槓桿效果，提高投資人的收益，使投資人在看對標的未來走勢下可以獲得高獲利，若不幸走勢與預期不同，也能因為保本的原因，至少收回保證的本金，讓投資人以有限的風險換取較高的收益。商品期間通常較長，適合保守穩健型做長期資金配置的投資人。



# Cover Story

保本型商品  
( PGN )

=

固定收益商品

+

買進選擇權

保本型商品的到期報酬計算方式一般為：

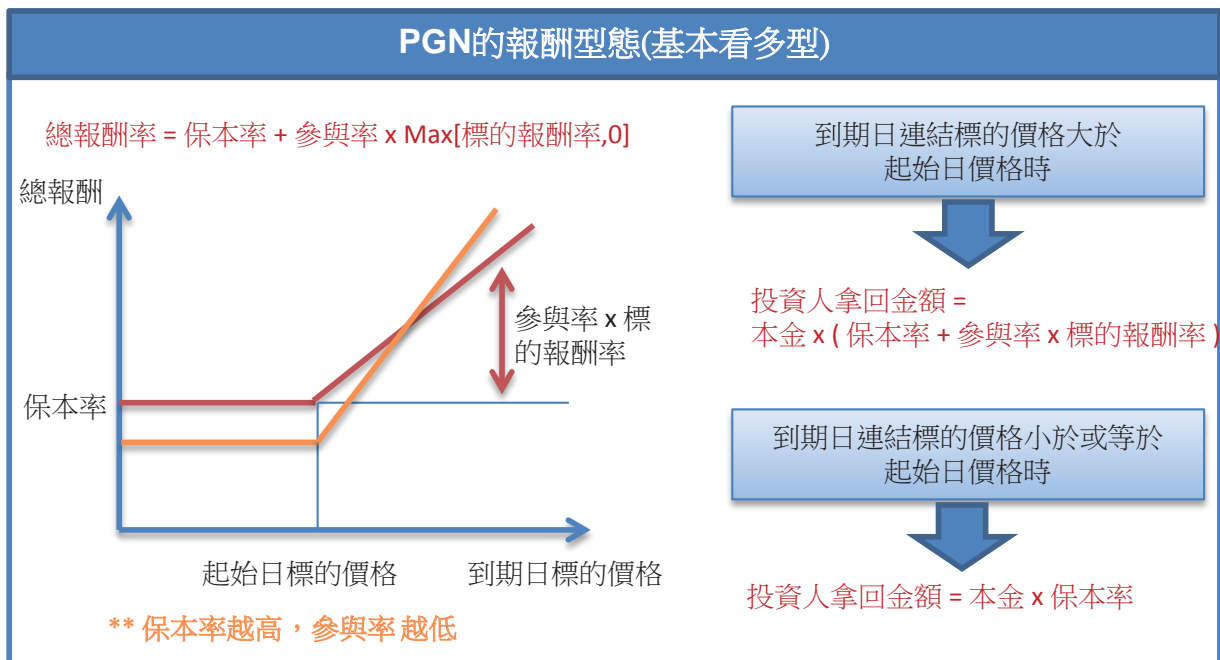
總報酬率 = 保本率 + 參與率 × Max ( 標的資產選擇權報酬率, 0 )

其中，「保本率」為到期時投資人可拿回之期初投資本金的保障比率；「參與率」為參與標的資產選擇權報酬的比率（如圖三說明）。一般投資人總希望保本率高且參與率高，但保本率越高，可購買選擇權的資金就越少，能獲得的最高報酬率就降低，魚與熊掌不可兼得，投資人應按照本身風險的偏好與報酬的預期來選擇適當的商品。

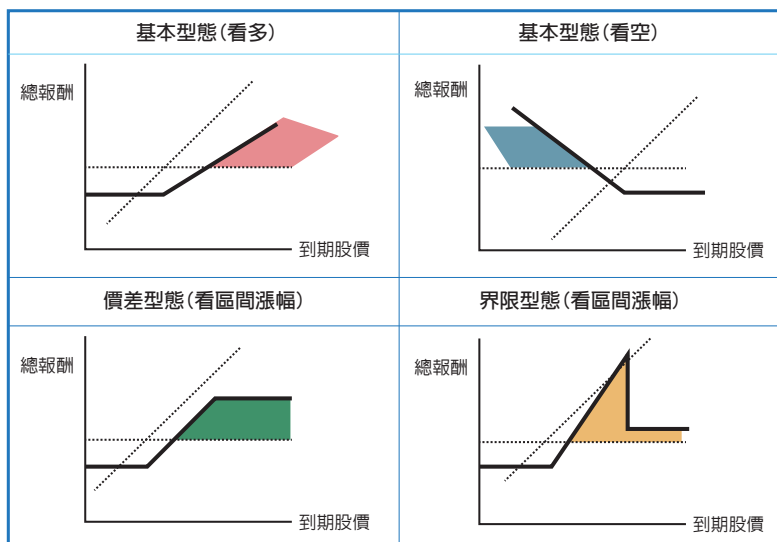
保本型商品連結標的多樣，多空皆可操

作，可簡單分為「看多型」及「看空型」，當投資人預期後市標的資產價格將持續上漲，則買進「看多型保本型商品」；反之，預期標的資產價格將下跌，則投資「看空型保本型商品」。且隨著新金融商品的發展，發行商設計出更多樣化的商品組合，以滿足投資人的不同需求。（如圖四說明）

由上可知，保本型商品的風險在一開始即獲得確定，投資人不會因為行情波動或判斷錯誤而血本無歸，且連結標的多樣、多空皆可操作的特性，是保守投資人隨時皆能獲利的絕佳理財工具！



圖三：PGN 的報酬型態（以基本看多型為例）



圖四：常見的 PGN 商品型態

## 股權連結商品

(Equity-linked Notes, ELN)

指投資人買進固定收益商品獲取固定的利息收益外，並同時藉由賣出標的資產的選擇權（買權或賣權），以賺取權利金的方式來提高收益，所以其收益通常高於一般貨幣市場商品的收益，故又稱為高收益債券（High Yield Notes, HYN），但因為賣出選擇權，到期時便可能承受本金上的損失或轉換成標的資產的風險。ELN的契約期間通常較短，多介於28天至半年，適合對標的資產屬性有一定程度瞭解且能承受本金損失或轉換成標的資產的投資人。

ELN是不少散戶眼中的高風險投資，但其實只要清楚了解其性質，投資ELN的風險不算高。以基本看多型ELN為例（如圖五說

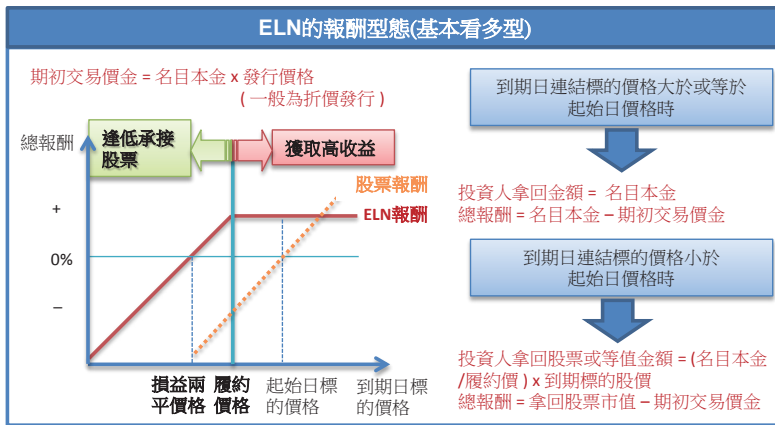
明），投資人相等於賣出選擇權，若股票於到期日時收盤價等同或高於約定的履約價，便可獲得高收益；反之，若到期收盤價低於履約價，便要以履約價買入連結股票。所以，只要股價不跌低於履約價，高息便可輕鬆入袋；且對於持有現金，想買入該檔股票的投資者，ELN正可達到逢低入市的功效，讓投資人可以低於現價買入股票，且在等待股價回落的過程中，仍可享有較高的利息收益。

ELN連結標的多樣，同樣多空皆可操作，亦可簡單分為「看多型」及「看空型」，「看多型」可以讓客戶逢低承接股票，並讓等待的同時可以賺取較高的利息收益；「看空型」可以讓客戶以設定價位逢高出脫持股，且在等待股價上漲的同時亦可賺取高利息收益。市場上常見的ELN型態還有「觸及出場型」、「觸及生效型」、「勒式型」及「高績效型」等（如圖六說明），證券商透過結合不同種類的選擇權，創造出符合投資人之交易策略或市場看法的商品。

由上可知，股權連結商品正可將投資人的策略，轉化為真實的報酬，讓投資人不論空頭、多頭甚至盤整期間均可獲利，且搭配股票的操作，可以幫客戶達到低買高賣的靈活策略，是積極投資人隨時皆能獲利的絕佳理財工具！



## 金融風暴後之一般投資人交易規範

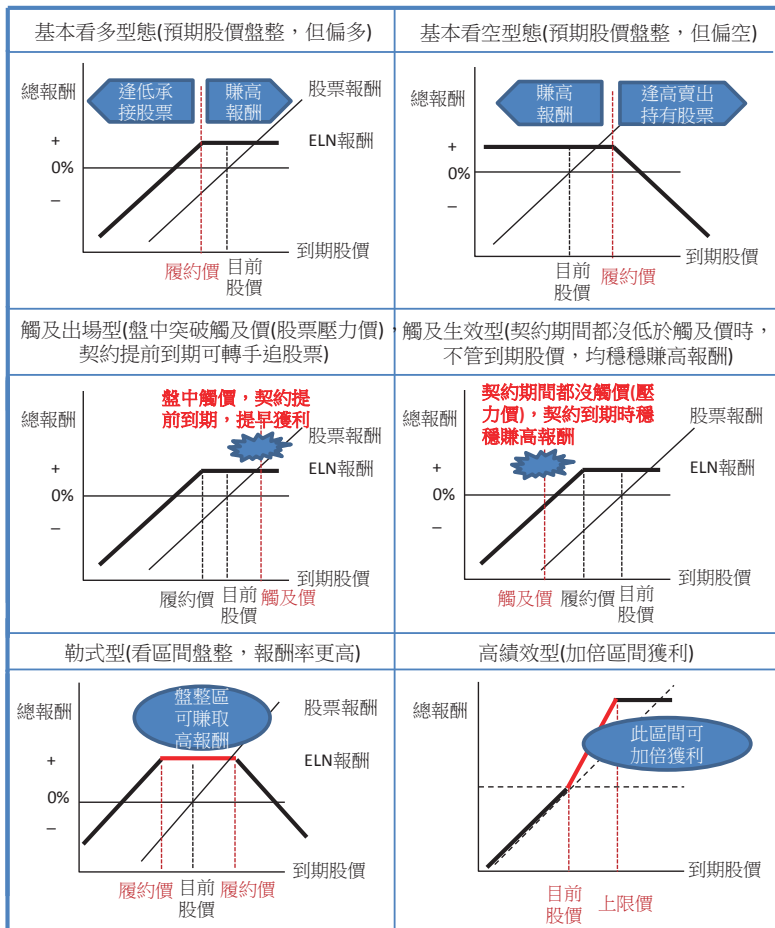


圖五：ELN 的報酬型態 (以基本看多型為例)

過去幾年來結構型商品在台灣大行其道，但因商品複雜度較高，一般投資人不了解其商品特性與風險，致衍生一些投資糾紛，且2008年雷曼的違約事件，造成投資人血本無歸，各種問題紛紛出籠。金管會乃於2009年訂定「境外結構型商品管理規則」，分別就專業投資人與非專業投資人區分之標準、境外結構型商品之發行人與總代理機構管理、商品審查之條件與程序及受託或銷售機構應遵守之事項等為明確之規範。國內證券商發行之結構型商品，因不屬境外引進之商品，不受上述審查制度之規範，故發行較為容易，但有關銷售過程亦均有嚴格之法規限制。

依業務規則第30-1條規定：證券商向一般客戶提供結構型商品交易服務時，應進行客戶屬性評估 (KYC)，確認客戶屬專業客戶 (依業務規則第5-1條定義，與境外結構型商品管理規則定義相同，且不受金融消費者保護法之保護) 或一般客戶；並評估一般客戶之風險承受程度，且至少區分為三個等級，並請一般客戶簽名確認。同時，證券商應進行商品屬性評估 (KYP)，將商品風險程度至少區分為三個等級。

依業務規則第30-2條規定：證券商不得向一般客戶銷售超過其適合等級之結構型商品或限專業客戶投資之商品。且向一般客戶提供結構型商品交易服



圖六：常見的 ELN 商品型態

務，應向客戶宣讀該結構型商品之客戶須知之重要內容，並以錄音方式保留紀錄。另與屬法人之一般客戶進行結構型商品交易後，嗣後與該客戶若再進行「同類型」之結構型商品交易，得經客戶逐次簽署書面同意，免依前款規定向客戶宣讀客戶須知之重要內容及以錄音方式保留紀錄。前述所稱同類型之結構型商品係指商品結構、幣別、連結標的等性質完全一致之商品。

另依「證券商對一般客戶辦理衍生性金融商品交易業務應注意事項」第三章對自然人之交易服務種類規定，證券商對屬自然人之一般客戶提供不保本結構型商品業務應符合下列原則：1)計價幣別以銀行可受理之幣別為限；2)連結標的以台股股權或其指數為限；3)商品期限不得超過6個月，且單筆交易價金應達新台幣50萬以上；4)產品期限超過2個月者，到期或提前到期結算金額應達原計價幣別本金70%以上。

政府為保護一般投資人雖屬好意，但對於同類型的規範過於嚴格，只要當連結標的為不同股票時客戶即必須重複聽取已知的內容，如此使交易成本與交易時間增加，不但可能造成客戶的困擾，客戶也可能失去耐性而不專心聆聽，使風險警示的效果大為降低。風險宣讀本身既然基於風險，則風險相同者，毋庸再耗時費力做重複的宣讀，風險不同者，則宣讀有其必要。故在確實完成商品與客戶風險承受度評估後，建議放寬同類型之定義，將連結標的從同一連結標的擴大為「同風險類型之連結標的」，同風險類

型之連結標的可以連結標的範圍之11項分類（見表一）來做區分，讓一般投資人可於再次購買同風險類型結構型商品時選擇是否以簽屬書面同意書之方式以縮減風險告知之程序，投資人亦可不提出縮減程序，以求受到完全的保護。如此，才能讓風險宣讀達到真實的功用，而不落於宣讀型式。

## 結語

結構型商品在雷曼事件引發的金融風暴後，不少投資人仍將其視為高風險的投資，但其實只要清楚了解其性質，投資風險並不算高，且根據歷史觀察，台灣股市一年中有許多時間皆處於盤整格局，事實上在盤整市場，結構型商品更可說是無往不利的最佳利器。再加上證券商在商品條件設計的彈性，按造客戶的需求量身訂做，使客戶的想法與預期，可以轉化成真實的獲利，這也是證券商結構型商品可以逐年成長的原因。

目前主管機關積極規劃開放券商成立境外離境中心，且放寬其外匯交易業務下，將有利證券商擴大外幣計價及連結外匯之結構型商品，勢必將進一步提升券商之競爭力，使業務量持續擴增，以提供國人更國際化的商品服務。





# 證券商 - 信用衍生性商品

大華證券 ⊕ 蘇炫綱

### 發展概況

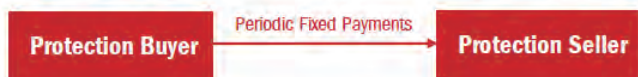
信用違約交換（CDS）最早緣起於1990年代初期，為一財務工程發展的產品，2003年時逐漸為交易商廣泛使用以管理信用風險，至2007年年底達到巔峰，總名目本金USD62.2兆，而在2008年金融風暴後，企業違約觸發信用事件或交易商提前解約而下滑，目前約USD25.5兆的市場。

信用違約交換（CDS）基本上為一雙向契約，主要用於移轉信用風險，保護買方（Protection Buyer）同意於固定週期支付保護賣方（Protection Seller）一固定利息，以交換標的物（Reference Entity）發生信用事件時之保護金額。而信用事件的判定主

要依據ISDA由主要造市者與交易商組成的Credit Derivatives Determinations Committees（DC）可來決定信用事件發生與否，若一旦信用事件觸發後，在數週至數月內即會舉行針對標的物在外流通債權的拍賣（Auction），以決定其債權的剩餘價值（Recovery），而信用違約交換（CDS）賣方所需支付買方金額，即為面額與Recovery的差額。

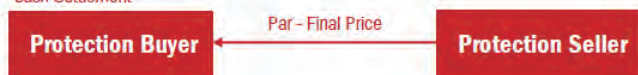
目前市場交易的標的主要分為信用指數（Index）、單一名字（Single Name）及一籃子標的（Basket，性質類似指數）：指數標的主要分為ITRAXX與CDX兩大系列（交易慣例可見下表），每年三月及九月市場主

Between trade initiation and the earlier of a Credit Event or maturity, the protection Buyer makes regular payments of default swap premium to the protection Seller:



Following a Credit Event, one of the following takes place:

Cash Settlement



Physical Settlement



來源：Markit

要交易商，會依個別企業在外流通債權，選取出具流通性及代表性的清單，發行新一期 On-The-Run 的指數；單一名字較常交易標的，則取決於債權交易量較大的企業為主。一般以五年期合約較為熱絡，而較短或較長期期限，則可另外與交易對手報價。一般評價模型多利用 Bloomberg 中 ISDA STANDARD UPFRONT MODEL，作為交割與評價的模型。

### 交易目的

一般 CDS 交易目的大致上分為三種：方向性交易（SPECULATION）、避險（HEDGING）及套利（ARBITRAGE），以下將個別簡單敘述。

#### 方向性交易（SPECULATION）

無論是單一名字或信用指數，當投資人

	ITraxx	CDX
Region	Europe and Asia	North America and Emerging Markets
Credit Event	Bankruptcy, Failure to Pay, Modified Restructuring	Bankruptcy, Failure to Pay
Currency	Europe – EUR Japan – JPY Asia ex-Japan – USD Australia - USD	USD, EUR
Reference Entities	Liquidity – A liquidity poll decides inclusions and exclusions	Dealer Poll – Dealers select reference entities to be added and removed
Business Days	London and TARGET Settlement Day	USD – New York and London EUR – London and TARGET Settlement Day

認為其 CDS 信用利差相較於其債券信用利差過高或低，當其差距扣除執行成本後仍有利可圖的情況下，投資人即可買入債券搭配買進保護或反之組成配對（Basis Trade）；另外，投資人也可在預期企業或國家總體經濟基本面有改善或惡化，或是信評機構有調升或調降評等的情況下，進行賣出或買進保護的動作，來進行方向性交易。

#### 避險（HEDGING）

CDS 最初設計的目的為方便投資人管理信用風險，例如商業銀行可針對其授信往來的客戶，為了降低其授信貸款的信用曝險，除了將授信貸款包裝後出售其他金融機構外，亦可買進保護來調整銀行於某個產業或地區的風險。若投資人手中擁有公司債，為避免短期市場過度劇烈波動，考量公司債交易成本較高下，亦可以買進保護的方式來控制短期損益波動。



# Cover Story

## 價差交易 (ARBITRAGE)

一般來說企業的股價大致上應與其信用利差呈現負相關，當其營運獲利提升，企業未來違約的機率亦下降，當股價與信用利差走勢差距過大時，短期價差交易 (Capital Structure Arbitrage) 的機會就有可能出現。另外，因信用指數為一定數目的單一名字所組成，當市場交易價格與理論價格差距過大時，一些大型的避險基金或造市者亦有可能介入賺取較低風險之利差。

## 市場概況

CDS為避險基金與國際金融機構廣泛使用的交易工具。

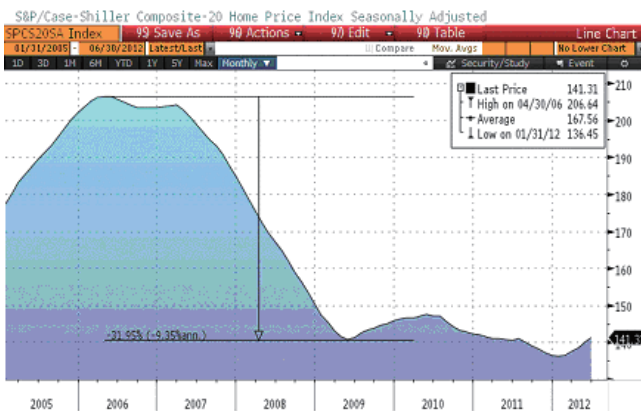
## 2008年次貸風暴

其中最具代表性的便是John Paulson，他最早在2005年時便逐漸對於美國總體經濟及房屋市場感到憂心，他在開始募集自己的避險基金時並不順利，難以找到與其擁有相同

憂慮看法的投資人，相較於當時一般避險基金募集多數可達數十億美金以上，他僅募集了約1.47億美金的資金。

而評估做空市場的工具時，當時S&P 500的PUT相較於CDS合約太過昂貴，儘管他本身對於CDS產品並不十分了解下，在同為校友的Paolo Pellegrini (實際執行後續CDS的交易員) 的協助下，自2006年中開始建立整個投資組合，他將所募集的資金皆投注至這個交易策略。經由投資銀行如Goldman Saches包裝的結構型契約，連結另一端如保險公司AIG等追求收益的投資人，將信用風險轉移至賣出保護的一方。而自2006年美國房價觸頂向下修正，在Subprime房貸申請人多數個人信用評分較差，加上一般購屋的槓桿偏高的情況下，房價修正很快便使得屋主變成Under Water的狀況，而相關連結的房貸證券背後的償付能力與意願即快速下滑形成違約。

儘管在他的投資人多數持懷疑的態度下，他在2007年二月時即單月報酬達



美國 Case Shiller 20 大城市房價指數 來源：Bloomberg



Bear Stearns (BSC) 與 Lehman Brothers (LEH) 五年期 CDS 走勢 來源：Bloomberg

+66%。除了買進以Subprime MBS為標的的CDS保護外，他在一次Bear Stearns遊說投資人的午餐聚會上，反而發現企業管理高層並無能力解決現金短缺問題，來說服股東挹注更多的資金，他反向買進對於次級房貸曝險大企業如Bear Stearns或Lehman Brothers，現股的PUT或CDS保護，僅一年內為其基金賺進150億美金。

### 摩根大通銀行的倫敦鯨魚（LONDON WHALE）

一向在全球金融業中風險控管發展先驅的JPMORGAN（JPM），在2012年四月CIO突然傳出高達二十億美金的交易虧損，在JPM公布的資料中其交易內容，主要交易期望為預期總體經濟轉好，信用利差將會下滑，而投資等級標的表現將會超越高收益標的。

自2011年底至2012年年初，JPM便藉由賣出CDX IG9 10Y的保護來增加對投資等

級的曝險，另一方面作空高收益標的，但高收益標的在低利環境下並未如期預期出現大幅下挫，無法彌補JPM於CDX IG9的損失。由下圖可見因JPM所建部位龐大，造成CDX IG9 10Y市價遠低於理論價，而同一到期日的CDX IG18並無出現類似市價大幅偏離的狀況。一旦在信用市場三月底因歐債雜音再起信用利差擴大，加上其部位龐大引起幾個避險基金如SABA、BLUE MOUNTAIN等與其對作，造成短期籌碼面與消息面不利於JPM。

而下圖所顯示CDX IG9與IG18間的利差，在JPM持有龐大的CDX IG9賣出保護部位短期UNWIND不易，加上媒體消息吸引避險基金與其對作外，亦有人利用與IG18間組合價差交易，便形成CDX IG9大幅Underperform IG18的情況，IG9亦吸引部分避險IG18的買盤。隨後在JPM部位已Unwind後，可發現兩者間利差緩慢下滑。



CDX IG9 10Y（綠）與 IG18 5Y（紅）市價與理論價走勢



CDX IG9 10Y（黑）與 IG18 5Y（橘）利差變化



# Cover Story

## 未來展望

原本信用違約交換（CDS）多為交易商客製化契約，造成市場參與者於評價或解約的不便，但在2009年SNAC（Standard North American Corporate Contract）之後，制定標準化的Recovery或Coupon等評價參數，有助造市與市場交易的方便性，亦可幫助歐美金融監管機構推動朝集中市場交易的方向，以降低交易成本與突發性系統風險。

在目前台灣市場參與信用衍生性商品交易的金融同業不多，歸納可能原因如下：

### 一、國內投資人對於信用衍生商品了解較少

一般來說亞洲信用市場無論是深度或廣度都較歐洲或美國市場來的低，特別是自2008年金融風暴後，國內部分金融機構在結構性商品如CDO遭受損失，對於信用商品態度轉為保守。

### 二、價格波動劇烈，較無連續性

過去幾年市場波動程度較大，尤其延宕許久的歐洲債信問題往往在官員談話或政策推出時，Headline風險升高，往往在開盤時交易商報價即跳空開出，加上交易商報價的交易方式並無法如一般商品系統般，可設定觸價或限價單，交易員如欲下單時需花費較多時間觀察報價。

### 三、交易市場時區不同，取得資訊較為不易

目前交易活絡的市場主要為美國與歐洲



## 蘇炫綱小檔案

### 現任

大華證券債券部經理

### 經歷

CITADEL LLC投資組合風險管理  
BANK OF AMERICA台北分行交易中台  
大眾銀行企業金融處

### 學歷

INDIANA大學KELLEY商學院MBA  
台灣大學工管系

### 其他

美國特許財務分析師  
美國會計師  
財務風險管理師

地區，與台灣一般交易時間有時差，需花費較多時間蒐集市場資訊，若交易信用指數時，亦須有效率掌握其個別成份企業之基本面與市場動態。

CDS交易市場已存在許久，加上在歐美金管機構推動下，對於風險控管與評價方面已相當透明，與一般利率交換（IRS）並無太大差別，目前我國政府對於海外投資逐漸開放，尤其對於大陸政府／企業境外標的的方向，有助於強化國內外幣現貨市場及亞洲信用指數（ITRX EXJP IG，目前因含部分中國成份尚未開放）之交易，相信未來若國內籌資市場更加活絡，加上有更多關於信用衍生性商品的參考資源，定能便利更多國內金融機構管理信用風險。



# 專題報導



上市上櫃公司、興櫃公司及金管會主管之金融業（銀行、保險、證券、期貨、投信投顧、信託業），自2013年開始採用國際會計準則（IFRSs）編製財務報告，您！準備好了嗎？

在這緊鑼密鼓的時刻，本公會再次邀請到安侯建業聯合會計師事務所審計部執業會計師鍾丹丹小姐帶領我們一同檢視。



# 期貨商之 IFRSs 紀元

KPMG 鍾丹丹

### IFRSs 導入影響

歷經這二年來的緊鑼密鼓，在主管機關大力協助下IFRSs之轉換已儼然成型，就期貨商而言，101年開帳數相關應調整的項次，均已適當的辨明，目前就期貨商開帳數之主要差異如下：

1. 成本衡量之金融資產，以公平價值衡量轉列為備供出售金融資產。
2. 退休金精算損益豁免，轉列保留盈餘。
3. 員工福利之未休假準備。
4. 壞帳損失準備轉列特別盈餘公積。

另就財務報表表達，尚有以下之主要調整：

1. 屬期貨交易超額保證金，應轉列現金及約當現金。
2. 電腦軟體應列於無形資產。

3. 就一組類似交易產生之利益及損失，應以淨額表達，故因衍生性商品交易產生之損益應以淨額表達。
4. 因損益表達採性質別表達，故於綜合損益表中，屬員工福利、折舊及攤銷費用應單獨列示。

綜上，可知由於期貨商主要交易對象為金融商品，而金融商品相關會計處理在民國九十五年時已導入34號公報，又因為34號公報幾乎與IAS39接軌，所以期貨業者在此次導入過程中，未有太多重大的差異。

### IFRS 13公允價值衡量

#### 範圍

公允價值衡量係IFRSs報表未來之趨勢，此公報雖於2013年1月1日以後開始之年度方開始適用，且未列入金管會認可之2010

年之版本，惟此公報係提供“如何”衡量公允價值之指引，而非“何時”需衡量公允價值，且並未要求額外的公允價值衡量，所以此公報並未提供一新的會計原則，而是將散落至各公報公允價值衡量之如何執行彙整於此公報，故此公報非僅應用於金融商品，也應用於非金融商品。

IFRS 13其適用的範圍包括原始及後續衡量公允價值及相關公允價值之揭露，在其排除適用的範圍中，與其他公報不同處，並非部分公報全部排除在外，而是有些公報全數排除，有些公報只排除揭露之規範，謹將其排除之公報臚列如下：

非屬 IFRS 13 範圍－衡量及揭露	非屬 IFRS 13 範圍－揭露
<ul style="list-style-type: none"> <li>· IFRS 2 股份基礎給付</li> <li>· IAS 17 租賃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· IAS 19 員工福利</li> <li>· IAS 26 退休福利計畫</li> <li>· IAS 36 資產減損</li> </ul>

### 公允價值定義

在正常交易下，市場參與者於衡量日出售資產所收取或移轉負債所支付之價值，所以公允價值為市價基礎之衡量，而非企業特定之衡量，故衡量公允價值時，若市場參與者於衡量日訂定資產或負債價格時，將考量該等資產或負債之特性，企業即應考量該等特性，例如：該資產之情況與地點。

公允價值衡量時需假設該出售資產於主要市場，若無主要市場，則為該資產或負債之最有利市場。主要市場即為資產或負債最大交易量及活絡程度之市場，而最有利市場則為考量交易成本及運輸成本後，出售資產將收取之最大化金額或移轉負債，將支付之最小化金額之市場。

就應用於非金融資產之最高及最佳必須考量以實質可能、合法及財務可行之方式使用資產如下：

1. 實質可能之使用，考量市場參與者於訂定資產價格時，將考量之資產實質特性(例如不動產之地點或規模)。

2. 合法之使用，考量市場參與者於訂定資產價格時，將考量資產使用之法令限制(例如適用於不動產之地區規範)。
3. 財務可行之使用，考量實質可能及合法使用資產，是否創造適當收益或現金流量(考量將該資產轉換至該用途之成本)以產生市場參與者，將投資該資產置於該用途所要求之投資報酬。

### 評價技術

企業應使用適合某些情況及充分資料係屬可得之評價技術以衡量公允價值，且應盡量使用攸關之可觀察輸入值並儘量減少使用不可觀察輸入值，三種廣泛使用之評價技術如下：

1. 市場法：使用涉及相同或可比資產及負債之市場交易所產生之價格及其他攸關資訊。
2. 收益法：將未來金額，例如：現金流量或收益及費損，轉換為單一現時即折現金額。



# Feature Report

3. 成本法：反映現時重置某一資產之服務產能所須之金額，即現時重置成本。

企業應使用與一種或多種該等方法一致之評價技術以衡量公允價值，而此評價技術應一致性應用，惟若改變導致相同或更能代表該等情況下公允價值之衡量，則改變評價技術或其應用，例如當使用多種評價技術時改變其權重或改變應用於評價技術之調整，係屬適當。例如，若有下列任一事項發生，可能屬此例：

1. 新市場發展
2. 新資訊變成可得
3. 先前使用之資訊不再可得
4. 評價技術改善；或
5. 市場情況改變

就評價技術之輸入值中，其泛指市場參與者於訂定資產或負債價格時，將使用之假設，包括風險相關之假設，其中輸入值可分為，可觀察及不可觀察輸入值，可觀察輸入值係使用可觀察的市場資料建立之輸入值，並且反映市場參與者使用之假設，而不可觀察輸入值係指市場資料不可得且係使用關於市場參與者使用假設之最佳可得資訊所建立之輸入值。

## 公允價值層級

在IFRS 13亦提及公允價值輸入值之層級，其內容與IFRS 7的內容是一致的，茲述如下：

### 第一等級輸入值

1. 相同資產或負債在活絡市場之報價提供公允價值之最可靠證據。

2. 活絡市場係指發生具充分頻率及數量交易之資產或負債所在之市場，以持續之基礎提供定價資訊。

3. 若有第一等級價格，企業於公允價值衡量時必須使用此價格。例外情形包括：

- (1) 在某些實務權宜作法中，企業可使用替代之非僅依賴報價之定價方法，如矩陣定價模式，以衡量公允價值。
- (2) 在某些情況下，活絡市場之報價無法代表衡量日之公允價值，例如有重大事項發生在市場收盤之後，但在衡量日之前。
4. 替代定價方法之使用，將導致公允價值衡量被歸類在公允價值層級之較低等級。

### 第二等級輸入值

1. 其主要包括：

- (1) 類似資產或負債於活絡市場之報價。
- (2) 相同或類似之資產或負債於非活絡市場之報價。
- (3) 非報價但為該資產或負債之可觀察輸入值，例如利率及殖利率曲線、波動度、提前清償速度、損失幅度、信用風險以及違約率。
- (4) 主要源自可觀察市場資料或藉由關聯或其他方式，經可觀察市場資源所證實之主要輸入值。

2. 若對第二等級輸入值之調整使用重大不可觀察輸入值，則可能導致公允價值衡量被歸類在公允價值階級中之第三等級。

### 第三等級輸入值

1. 當公允價值以不可觀察輸入值衡量時，公允價值衡量之目的不會改變。
2. 不可觀察輸入值應反映市場參與者於訂定資產或負債價格時，將使用之假設，包括風險相關之假設。
3. 企業應使用最佳可得資訊建立不可觀察輸入值，其中可能包括企業本身之資料。

### 非活絡市場之公允價值

當資產或負債之市場已不再活絡、公允價值衡量之目的不會改變，但需考慮以下情況：

1. 在非活絡之市場衡量公允價值需要取決於事實及情況，且需要作出重大判斷。
2. 在非活絡市場中，交易價格或報價可能不足以決定公允價值，例如可能有非正常交易。
3. 必須要更進一步分析交易價格或報價，而且可能需要對交易或報價做重大調整，以衡量公允價值。
4. 企業持有資產意圖是不攸關的。

不論所使用之評價技術為何，企業應包括適當之風險調整，包括風險溢酬，其反映市場參與者將要求對資產或負債之現金流量固有之不確定性之補償金額。若資產或負債之交易量或活絡程度是否已顯著降低之因子時，企業應評估該因子之重大性及攸關性以決定市場是否活絡，若市場不活絡時，也不應就斷言此市場之所有交易非正常之結論。

### 揭露

就IFRS 13其揭露相關規範歸納如下：

1. 揭露按公允價值衡量之資產及負債之目的，係為了提供財務報表使用者評估下列兩者之資訊：
  - (1) 用於建立該等衡量之評價技術及輸入值。
  - (2) 使用重大不可觀察輸入值(第三等級)之例行性公允價值衡量，該等衡量對當期損益或其他綜合損益之影響。
2. 對於資產及負債之類別有最低的揭露規定。
3. 除非其他格式更為適當，否則企業應以表格之格式表達IFRS 13規定之量化揭露。
4. 新的重大揭露規定
  - (1) 第三等級不可觀察輸入值相關之量化揭露。
  - (2) 第三等級評價流程、政策及程序之說明。
  - (3) 不可觀察輸入值之變動對第三等級例行性公允價值衡量敏感性之敘述性描述，包含輸入值之間的相關關係。
  - (4) 對於財務狀況中非按公允價值衡量但須揭露公允價值之金額之公允價值層級及評價技術。
5. 會計政策選擇揭露：
  - (1) 公允價值層級之不同等級間移轉時點。
  - (2) 允許衡量金融資產及負債群組之例外。
6. 具不可分離第三方信用增強之負債。
 

因IFRS 13已將公允價值應如何辦理做



# Feature Report

出明確的陳述，故企業在處理相關公允價值評價的程序及方法應要有嚴謹之規範，以符合IFRS 13之相關規定。

## IFRS 9之影響

目前國際已將IFRS 9延至2015年實施，屆時對期貨業者，金融商品之分類與衡量，需要重新指定，其原則如下：

第一優先，判斷企業在其經營管理模式之金融商品，其符合合約現金流量特性，意即係為收取本金及利息，方可分類為攤銷後成本之金融資產，否則須分類為公平價值變動列入當期損益之金融資產，故衍生性金融商品及為短期出售以交易為目的為賺取資本利得之投資，均只能列於公平價值變動列入當期損益之金融資產。

權益商品因其不符合合約現金流量的特性，所以只能列於公平價值衡量之金融資產，若非交易為目的時，則可選擇列於公平價值變動列入其他綜合淨利之金融資產，無論其公平價值變動係列於損益或其他綜合淨利，相關股利收入均認列於損益，無論其列於公平價值變動列於損益或其他綜合淨利均無須提列減損，惟處分損益之認列與評價方式一致，故屬非交易為目的之權益商品，分類時應多加思考，其建置部位時應如何安排，當然企業相關之內部控制制度應予以規範。

目前IASB 就IFRS 9提出有限度修正暫行決議，就合格債務工具(Eligible debt instruments，係指合約現金流量僅反應利息及本金者)，新增一金融資產分類，即公平價值變動

列入其他綜合淨利金融資產，此一分類與目前IAS 39備供出售金融資產之處理類似，意即評價列入其他綜合淨利，但相關利息、折溢價攤銷及出售損益係反應於損益。與備供出售金融資產不同處為，原IAS 39係以持有意圖為分類依據，當非屬交易為目的及持有至到期時，方列為備供出售金融資產，但在IFRS 9下，若此債券工具係以收取合約現金流量及出售金融資產兩者為商業模式之債券工具投資，即優先列入公平價值衡量變動列入其他綜合淨利，次之，則為攤銷後成本及公平價值衡量變動列入損益金融資產。

## 所得稅課徵

另一重大課題為所得稅之計徵，在今年9月19日財政部召開之所得稅法部分修正草案公聽會中，就此次IFRSs轉換，相關議題分為二大部分，即IFRSs首次轉換差異及轉換時對保留盈餘之調整，應列入未分配盈餘稅之稅基，茲分述如下：

### IFRSs首次轉換差異

增訂所得稅法第24條第3項，採用IFRSs前之認列之未實現費用或損失，因不符合IFRSs認列規定，而於轉換日調增保留盈餘者，應列為變更年度之收入，俟IFRSs採用後於實現時認列為當年度費用或損失，因此增加之應納稅額得分五年平均繳納，以目前期貨商首次適用，屬以前已認列之未實現費用應有壞帳損失準備，因其原屬財政部證券暨期貨管理委員會規定於八十八年七月一日起，於未來四年按月就專屬本業收入提列

3%作為壞帳損失準備。

其餘如以成本衡量之金融資產轉列備供出售金融資產，退休金精算豁免轉列保留盈餘及員工福利之未休假準備，均非屬採用IFRSs前已認列之未實現費用或損失，故應無應列入課稅所得之情形，若有應課稅之情形，還是可以依所得稅法第39條規定扣除十年尚未扣除之虧損，其因加計該調整數而增加之所得稅額(減除當年度投資抵減稅額)，得選定自當年度起五年內，按年平均繳納，已選定按年繳納者後續亦得提前將剩餘餘額一次全數繳納。此權益不可不知，且可妥善運用。

### 轉換時對保留盈餘之調整，應列入未分配盈餘稅之稅基

修正所得稅法第66條之9，轉換時對保留盈餘之調整，應列入未分配盈餘稅之稅基：

#### 1. 未分配盈餘淨增加：

除主管機關法令限制不得分配者外，其餘如有保留不分配之情形，應併計採用IFRSs當年度之未分配盈餘予以課稅。

#### 2. 未分配盈餘淨減少：

(1)如該減少數業經會計師查核簽證，於計算轉換前一年度未分配盈餘時准予

減除。

(2)轉換前累積未分配盈餘加計轉換所調整之未分配盈餘淨減少數後為負數者，於計算轉換當年度減除「彌補以往年度之虧損」時，係以該負數為準。

### 謹列示相關釋例如下：

#### 釋例一

ROC GAAP下100.12.31保留盈餘	55
IFRSs下101.1.1保留盈餘	150
ROC GAAP與IFRSs差異數如下：	
重估增值調增	21
累積換算調整數調增	19
長期投資相關調增	55
ROC GAAP下101年度淨損	85
ROC GAAP下101.12.31累積虧損	30
IFRSs下101年度淨損	80 (差異5係長投會計處理差異)
IFRSs下102.1.1累積盈餘	70
• 開帳數調增	100
其中應提列特別盈餘公積40 (重估增值調增21及累積換算調整數19)	
IFRSs下102年度淨利	20
IFRSs下102.12.31累積盈餘	50
• 情況1—以102年度盈餘分配股利50	
情況2—不分配102年度盈餘	

### 情況1(分配)：102年度未分配盈餘稅之計算

項目	金額
102 年度 IFRSs 下當期損益	20
加：102.1.1 IFRSs 轉換導致未分配盈餘淨增加	100
減：102.1.1 依金管會規定，針對 IFRSs 開帳調整提列特別盈餘公積	40
彌補以往年度之虧損	30
分配股利	50
未分配盈餘稅稅基	-

102 年度無須加徵 10% 未分配盈餘稅。



# Feature Report

## 情況2(不分配)：102年度未分配盈餘稅之計算

項目	金額
102 年度 IFRSs 下當期損益	20
加：102.1.1 IFRSs 轉換導致未分配盈餘淨增加	100
減：102.1.1 依金管會規定，針對 IFRSs 開帳調整提列特別盈餘公積	40
彌補以往年度之虧損	30
未分配盈餘稅稅基	50

102 年度應加徵 10% 營利事業所得稅之未分配盈餘為 50，應加徵之稅額為 5。

因會計適用IFRSs首年影響數60 (100-40) 而增加之稅額為5，得自104年度起分5年繳納，已選定按年繳納者後續亦得提前將剩餘餘額一次全數繳納。

### 釋例二

ROC GAAP下100.12.31保留盈餘 5

IFRSs下101.1.1累積虧損為 70

ROC GAAP與IFRSs差異數如下：

退休金負債調減 33

金融工具調減 47

ROC GAAP下101年度淨利 30

IFRSs 101年度淨利 10

ROC GAAP 101.12.31累積盈餘 40

IFRSs下102.1.1累積虧損 60

不分配101年度盈餘

IFRSs下102年度淨利 80

IFRSs下102.12.31累積盈餘 20

## 101年度未分配盈餘稅之計算：

項目	金額
101 年度 ROC 下當期損益	30
減：102.1.1 IFRSs 轉換導致未分配盈餘淨減少	30
未分配盈餘稅稅基	-

101 年度無須加徵 10% 未分配盈餘。

## 102年度未分配盈餘稅之計算：

項目	金額
102 年度 IFRSs 下當期損益	\$80
減：彌補以往年度之虧損	60
未分配盈餘稅稅基	\$20

102 年度盈餘若未分配，應加徵之稅額為 2。

就未分配盈餘加徵10%營利事業所得之課徵係以財務所得為課徵之依據，故已實現，未實現不在其討論範圍內，但主管機關明令因首次適用IFRSs，因帳列股東權益項下之未實現重估增值及累積換算調整數(利益)，依IFRS1豁免項目而轉入保留盈餘部

分，應分別提列相同數額之特別盈餘公積，此部分在計算未分配盈餘稅基時可予以減除。

另因IFRSs轉換，導致未分配盈餘稅需多徵時，依然適用分五年繳納之規範，已選定按年繳納者後續亦得提前將剩餘餘額一次

全數繳納。

### 對稅額扣抵比例之影響

計算稅額扣抵比率所使用之累積未分配盈餘，自102年度起，對於依證券交易法有關編製財務報告之規定處理會計事項者，修正為依該等規定處理之87年度或以後年度之累積未分配盈餘為準。意即，於102年5月分配101年度屬ROC基礎下之盈餘時，所使用之稅額扣抵比率，係以IFRSs下之帳載累積未分配盈餘為分母計算。

惟前述因導入IFRSs而修訂之所得稅條款，目前仍為草案尚未定案，可能還會有所修正，請依最終定案之所得稅條款為基準。

### 結語

明年正式要採用IFRSs，最後有幾點提醒：

1. 請密切注意第四季所得稅法修正，並依規範做相關調整。
2. 依期貨商財務報告編製準則第十條規範會計政策變動，包括折舊性資產耐用年限、折舊方法與無形資產攤銷期間、攤銷方法之變動及殘值之變動均需就差異數洽請簽證會計師就合理性逐項分析，並出具複核意見，作為議案提報董事會決議通過後，再向金管會申請核准。
3. IFRS 9若於2015年實行，則應提早考量金融商品分類。
4. 由於已與國際接軌，所以需時時關心相關之動態，並研擬相關因應措施。

經過這二、三年IFRSs洗禮，大家對IFRSs的觀念也越來越清楚，我們應該高興，我們的財務報表已與國際接軌，而後可以大步跨向國際市場。



### 鍾丹丹小檔案

#### 個人簡歷

安侯建業聯合會計師事務所審計部執業會計師  
 安侯建業聯合會計師事務所行政營運長  
 KPMG台灣所講師  
 東吳大學及輔仁大學會計系兼任講師  
 KPMG台灣所財稅金融小組委員  
 期貨公會「期貨信託基金風險控管委員會」委員  
 期貨交易所紀律委員會委員

#### 學歷

國立台灣大學管理學院會計碩士



# IFRSs 財報時代來臨 財務委員會召集人談 IFRSs

期貨公會◎莫璧君

資本市場全球化為時勢所趨，金管會為建構與國際接軌的財務資訊公開制度，自2009年開始推動國際會計準則（IFRSs）制度，使財務報告國際化，以利國內企業到國際上發行債券、股票或存託憑證，降低籌資成本。IFRSs財報時代即將到來，本刊特別專訪期貨公會財務委員會召集人，現任富邦期貨總經理張雅斐女士和我們談談IFRSs。

財務報表國際化的確有其必要，雖然我們會計原則一直是參酌國際財務公報處理的，張召集人說。國內一般公認會計原則（ROC GAAP）與國際會計準則（IFRSs）在財務報表表達、資產重估價、租賃會計處理準則、或有事項及期後事項、退休金會計處理準則、所得稅會計處理準則、收入認列會計處理準則、金融資產之移轉及負債消滅會計處理準則、關係人交易之揭露、庫藏股交易會計處理、每股盈餘會計處理均有差異。

### 教育訓練奠基

為使業者能從容的面對會計制度的變革，期貨公會從2009年連續三年與期交所共同辦理針對財務會計及內稽人員之教育訓練，除對IFRSs有基本的介紹外，並依照預計實施時程提醒業者階段性應辦理事項，及可能影響期貨業的主要差異與公司如何進行轉換作業；今年更針對實務面以案例研討方式進行教育訓練，如：金融負債的到期分析、市場風險揭露的敏感度分析、退休金及相關福利…等，以利財會、稽核人員能更加清楚財報轉換前後差異。

### 專業諮詢解決疑義

除了相關人員的教育訓練外，金管會於2011年6月8日成立IFRSs服務中心，以利企業能於2013年如期產製IFRSs財務報告，服

務中心以二大體系提供企業專業輔導與諮詢，並作為主管機關、企業與會計師之間溝通聯繫橋樑：

- 一、由周邊單位及各業務局嫻熟IFRSs之同仁，組成「一般產業組」及「金融產業組」，按業別輔導企業。
- 二、由會計基金會及國內四大會計師事務所組成「顧問諮詢小組」，參與提供整合性服務平台，協助業者解決導入IFRSs之疑義問題。

### 新制度 新挑戰

其實，這次財務報導準則的變革，對期貨商財務報告產製的作業影響不大，一來是由於需要產製合併報表的期貨商不多，二來金融商品之會計處理準則（第34號公報）已引進公平價值之會計觀念，但IFRSs財報和期貨商間接的影響我認為反而是值得關注的，張召集人表示。

IFRSs之所以稱為財務報導準則，因為其不僅僅是對企業所發生交易之會計處理規範，更是財務報告編製基礎及揭露的基準。其主要係以原則基礎方式訂定準則規範，著重於觀念架構及精神，而未訂定細則規定，強調資訊攸關性採公允價值法，對財務狀況表及綜合淨利表產生影響，故維持報表的忠



實性及中立性對企業而言是相當的挑戰。

台灣期貨交易量最大的幾項契約：臺指選擇權、大小臺指期、金融期、電子期、個股期貨都和指標成份股有關，也就是和上市企業股價及信評有關，ROC GAAP採強調財務報告的可靠性及保守穩健原則，與IFRSs採的公允價值原則不同，公允價值法雖可反應資產的真實價值，但也可能產生資產浮增的現象，這個部分，不管是對研究分析人員或期貨交易人（證券投資人）而言，都需要具備更多的專業知識以應對。

最後，張召集人也提醒企業，以往ROC GAAP允許企業用不同的角度呈現內部管理報表與對外財務報表，而且實務上通常內部管理報表所表達的財務資訊會比對外財務報表詳盡許多；而IFRSs則要求企業以管理的觀點揭露資訊，以提供給資訊使用者。於是，如何在「資訊透明」與「保護企業」二者間取得平衡，將是企業在揭露營運部門資訊時的重要課題。



IFRSs（國際財務報導準則）= IFRS<sup>1</sup> + IAS<sup>2</sup> + IFRIC<sup>3</sup> + SIC<sup>4</sup>

<sup>1</sup>IFRS：International Financial Reporting Standards 國際財務報導準則公報

<sup>2</sup>IAS：International Accounting Standards 國際會計準則公報

<sup>3</sup>IFRIC：International Financial Reporting Interpretation Committee 國際財務報導準則解釋

<sup>4</sup>SIC：Standing Interpretation Committee 會計解釋常務委員會發布之解釋公告

# 市場訊息

教戰實務，分析師教您做！



股票期貨新制於2011年5月上路以來，2011年的總成交量已較2010年大幅增加241.21%，成交量僅次於台股期貨及小型臺指期貨，暫居本國期貨商品第三位，為使從業人員及交易人更了解本項商品，特請分析師帶領我們進入股票期貨實做領域。

## 教戰實務

# 新商品新策略 - 股票期貨與 Weekly Options 操作策略

永豐期貨◎ 顏兆陽副總經理、李寶華 協理  
期貨分析師

### 股票期貨後起之秀

期交所在繼台指期貨與選擇權之後，這一兩年新推出的股票期貨商品，在期交所、業者、投資人的共同努力之下，儼然成為明日之星的後起之秀，去年股票期貨標的陸陸續續增加至目前的兩百多檔，大大提昇原先標的過少的缺陷，而各熱門檔次的成交量也逐漸放大熱絡，目前已成為外資與投信法人不可或缺的投资標的與避險工具。

由下圖可看出股票期貨自從2010上市以來，不管就成交量來看或未平倉量（OI）來看，都是逐年大幅成長，可見投資人對這項商品日益熟稔，成交量的擴大也象徵流動性的變好，代表交易策略也可更多元化，而未平倉量的放大，代表法人、專業長線操作者

逐步進場操作此項商品，對股票期貨未來的發展充滿正面的期待！

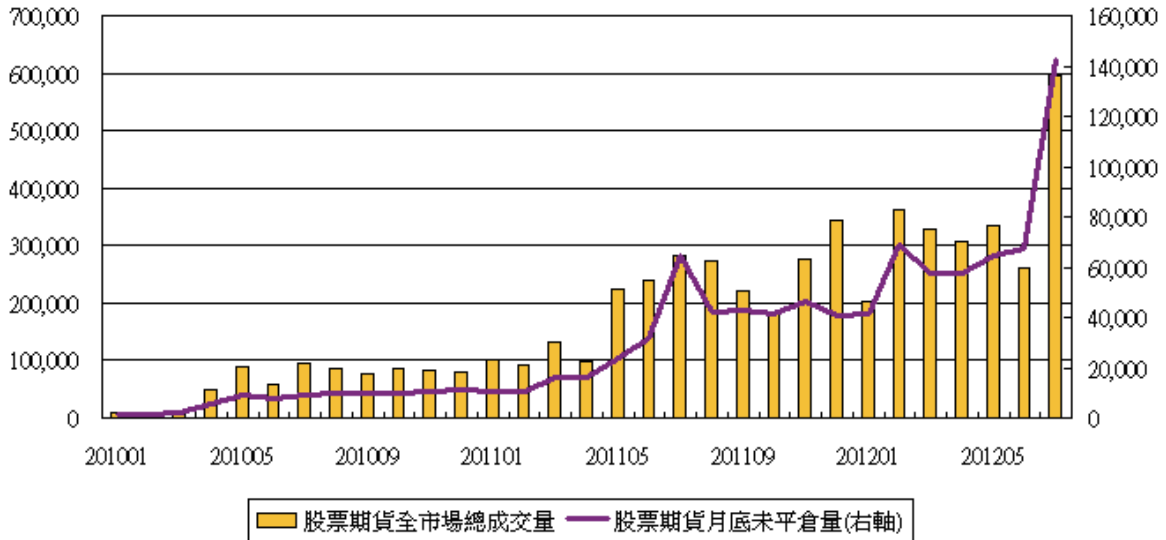
不過市場上目前比較活絡的商品還是集中在前幾大熱門標的，前二十大諸如：友達、勝華、聯電、奇美電、陽明、台積電、彰銀、第一金、中信金、長榮...等等，電子、金融、傳產各產業都有，這提供股票投資人不少多元交易策略的管道，不管是做投機或避險，甚至專業法人的套利或價差配對交易，都可先從這些熱門標的下手。

### 股票期貨的各種操作策略

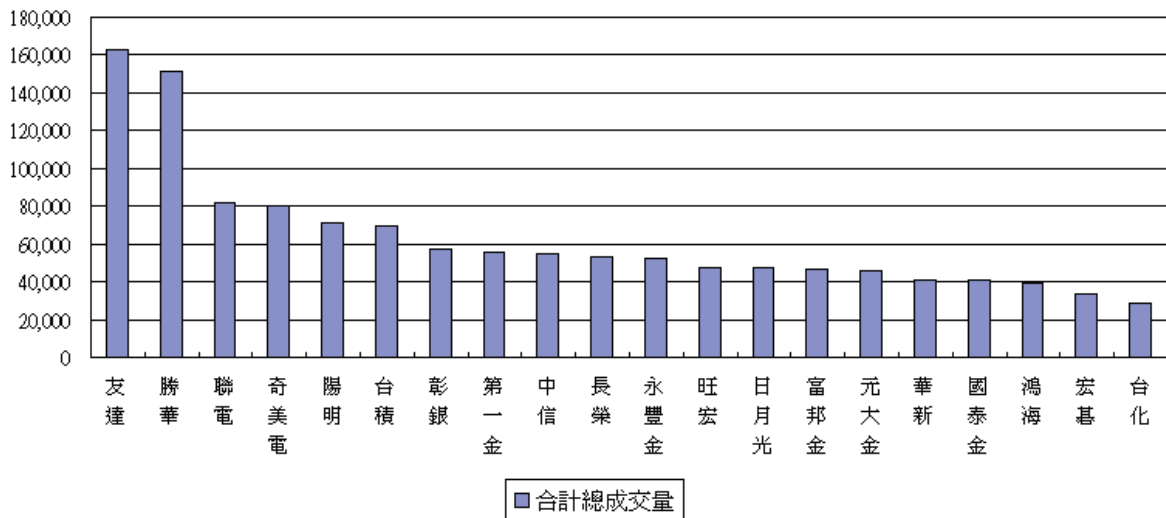
股票期貨交易策略種類很多，諸如：投機、避險、套利、價差（配對）、資產活化以及除權節稅...等交易操作，而一般外資、



# Market information



市場成交量與未平倉量成長圖



前二十大股票期貨

投信法人比較常見的交易有避險策略與配對價差交易，接下來將針對這些策略跟讀者做詳細的介紹。

## 投機操作

股票期貨具備交易成本低、多空靈活以及高槓桿的特性，因此投資人可充分發揮上述的優點，在行情有利時藉由高槓桿的特性，用較少的保證金也可以取得與投資股票相同的報酬。例如投資人看好大立光後

勢，但買進兩張大立光需要180萬的資金，如果透過股票期貨只需要180萬的13.5%，也就是24萬3,000元就可以買進1口等同2張大立光股票的契約，因此可以大大提昇我們投資組合的資金運用效率。同樣的若以融券方式放空兩張現股的資金需求為72,900元（ $40.5 \times 2000 \text{股} \times 0.9$ ），在暫時不計成本下報酬率約25.78%（ $18,800 / 72,900$ ），但放空一口富邦金個股期貨則僅需保證金10,908元（ $40.4 \times 2000 \text{股} \times 13.5\%$ ），報酬率大幅提升至169%以上，期貨以小搏大的槓桿效果由此顯現。

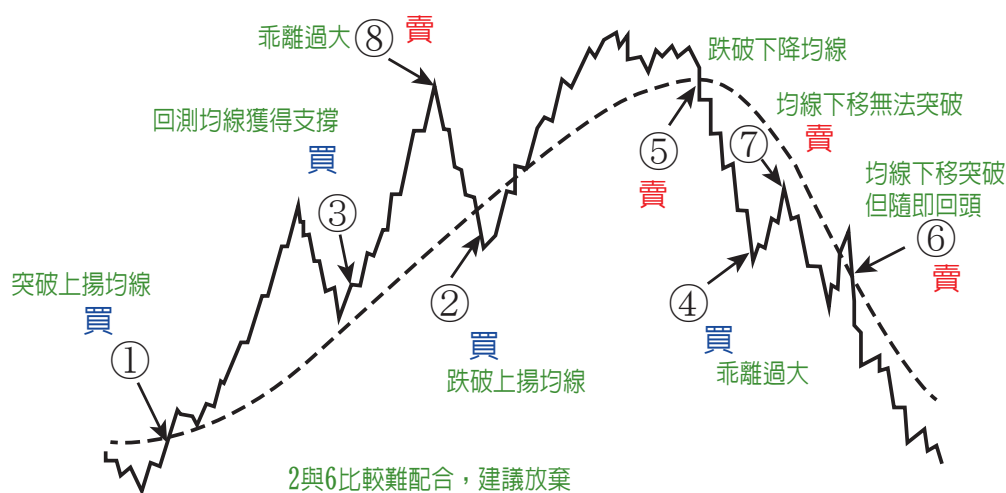
但金融市場的定律是報酬越高其需承擔風險也越高，因此投資人在利用股票期貨做為投資工具選項時同樣需注意資金控管，避免重倉交易又遇方向錯誤下可能產生的追繳風險。

以期貨做高槓桿的投機操作，有如下幾

個重要原則需要注意，如此才能持盈保泰：

1. 需先詳細了解個股基本面關係。
2. 遵循個股主趨勢操作，可依循葛蘭碧均線法則。
3. 長趨勢與短趨勢不同方向，則應減碼或退場觀望。
4. 趨勢明確時，且進場部位已獲利時，可嘗試分批加碼操作。
5. 盤整區應減碼操作或觀望，並靜待行情突破或新趨勢產生後再進場。
6. 注意合約到期日，必要時需轉倉。
7. 操作絕不可貪心，照擬定策略走。
8. 事先擬定操作策略，並照計畫操作。
9. 遇到行情波動劇烈時，不管對錯、賺賠，設定點到就該出場。
10. 期貨槓桿倍率高、風險大，短線絕不能撈單。
11. 貪心通常導致操作失利主因。

## 葛蘭碧移動平均線八大法則



利用均線理論買低賣高



## 避險策略

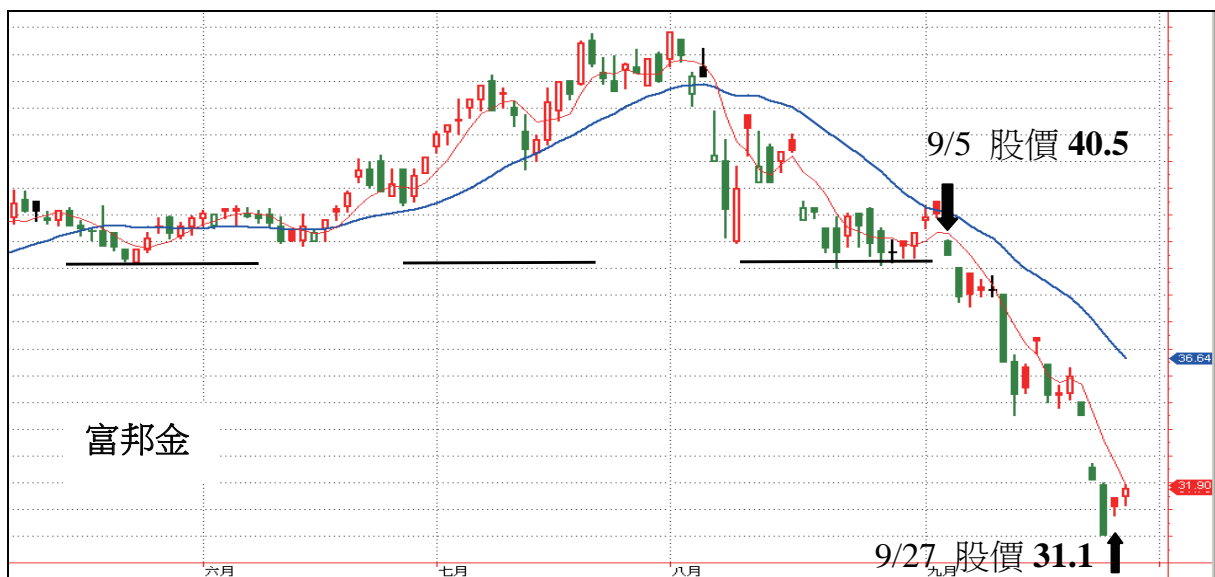
台北股市自2011年六月份起，大盤指數由9000點大關急速向下修正補跌，許多的股票都面臨了重挫的走勢，如股王宏達電自1300元開始連續重挫，也影響台北股市的多頭信心。而當市場開始回檔修正時，更能發揮股票期貨避險以及容易放空的優勢。甚至投資人能透過股票期貨與股票間的靈活操作，在空頭市場中透過股票期貨避險操作保護資金不至於有大額度的損失。

自2011/5/3日之後，期交所共計推出了236檔股票期貨，使得目前以相同標的物個股的股票期貨進行避險的精確性大幅提高，我們以金融股龍頭的富邦金舉例說明。2011/9/5富邦金當時股價40.5元，當日跌幅3.6%大於現貨指數的2.6%，短線上持續弱勢跌破前波低點可能性大增，若未進行原有部位的避險，2011/9/27日富邦金股價已大幅掉至31.1元，持有兩張股票的現貨帳面損失18,800元（-23.2%），但若當時以期貨收

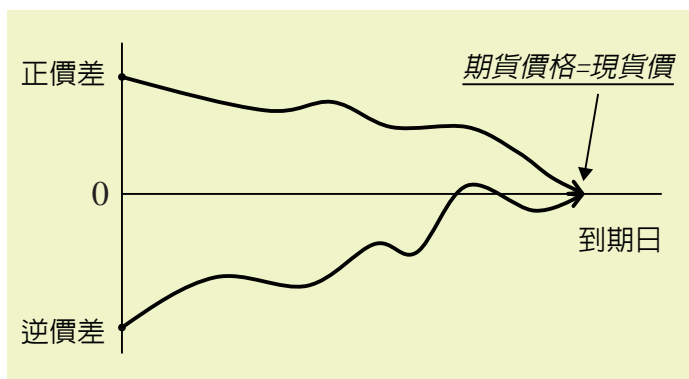
盤價40.4元空出一口富邦金個股期貨避險的話，2011/9/27期貨收盤價31.15元，期貨避險部分將有未實現獲利18,500元，總體部位結算下來僅餘未實現損失300元，不僅閃躲了系統性下殺賣壓，股票現貨的損失亦幾乎可以完全由股票期貨的避險交易來獲得補償。且股票期貨不僅交易成本比融券放空來得低廉，更無須擔憂融券額度的問題，股票期貨的避險優勢由此可見。

## 套利交易

當股票期貨價格低估，出現逆價差過大的現象，預期未來價格會收斂，投資人可以買進股票期貨並同時賣出等值現貨股票，如此一來就可以賺取未來結算前收斂的利潤；同樣的，若股票期貨價格高估，出現正價差過大的現象，預期未來價格收斂，我們一樣可以賣出股票期貨並同時買進等值現貨股票。



總之，只要價差過大，即有套利空間可進行交易，期貨與現貨的價格在結算當天，期貨會以現貨做結算，所以中間的價差就是獲利的來源！



舉例來說，假設國泰金股價在58元時，股票期貨已漲至60元，預估期貨價格高估並進行套利操作：我們以60元價位賣出1口國泰金股票期貨，並同時以58元買進2張國泰金股票；假設國泰金期貨到期日以50元結算，股票以50元賣出，在不考慮成本前提下計算損益：

期貨損益： $(60-50) \times 2000 \text{股} \times 1 \text{口} = 20,000 \text{元}$

股票損益： $(50-58) \times 2000 \text{股} = -16,000 \text{元}$

合計套利損益： $20,000 - 16,000 = 4,000 \text{元}$

其實只要結算前有出現價差收斂，即可先行獲利了結出場。

## 價差交易

另外在行情劇烈震盪時，可透過股票期貨與現貨搭配，進行價差交易策略增加勝算。對於風險趨避又想要參與市場的投資人，可以運用配對交易（pair-trade）進行操作。舉例來說，在2012年六、七月最火熱的

話題為聯發科與宏達電的手機品牌與山寨之爭，若投資人預期未來聯發科將表現優異，因此在6/29時，以開盤價買進一口聯發科期貨搭配賣出宏達電期貨，總花費成本為16.3萬，在七、八月大盤區間震盪時，聯發科期貨強勢上漲，而宏達電期貨反倒弱勢下跌，經歷除權息與轉倉後，一直到兩個月後（8/31）為止，平倉後配對交易中間的獲利一口單即高達31.7萬，這樣的交易一方面賺取了弱勢股下跌的價差，另一方面獲得強勢股上漲的利潤。

常見的配對交易有下列幾項原則可以參考：

1. 定性判斷：選取同行業內規模接近、風險結構相近的股票，並且盈利能力、負債率以及成長性能指標接近的股票。
2. 定量判斷：歷史股價序列滿足協整關係。
3. 價差擴大型：配對交易是先有特殊事件以及該事件影響的股票，再去尋找與之風險匹配的對應股票構成多空股票對。
4. 價差收斂型：配對交易先從所有可能的股票對中篩選出兩兩之間滿足股價長期均衡關係的股票對，然後監控這些股票對的價差變化。

舉例來說，水泥雙雄（台泥VS亞泥）、面板雙虎（友達VS奇美）、金融雙雄（國泰VS富邦）...等等，都是不錯可以觀察交易的標的。

## 除權節稅

每年六月起進入除權息旺季，而股票期



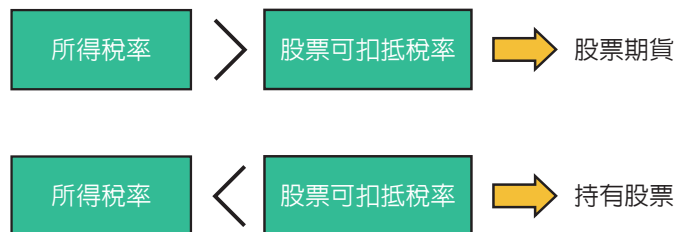
# Market information



聯發科 (2454) / 宏達電 (2498)

貨另一重要優勢是節稅的功能，高所得稅率者以往總是苦惱後續高稅率的問題。而股票期貨的推出讓投資人有機會藉此方式節稅。高所得稅率的投資人只要在除權息前將所持有的股票換成持有股票期貨，就沒有股利、股息所得被課稅問題。而持有股票期貨等同持有現貨，也因此不會影響原先的操作規劃。而且股票期貨一樣可以獲得現貨的股息、股利的收入，只是改透過權益數以及契約調整來獲得，簡言之，投資人只要在除權息日過後，再將手上的期貨部位換回現貨部位，即可享受到節稅的好處。

舉例來說，假設張先生持有台塑100張（可扣抵稅率30%），個人所得稅級距為40%，當年台塑配股1元、配息2元，則當年需繳納三萬元的稅金。



$$100 \times 2 + 100 \times 1 = 300 \text{ (仟)}$$

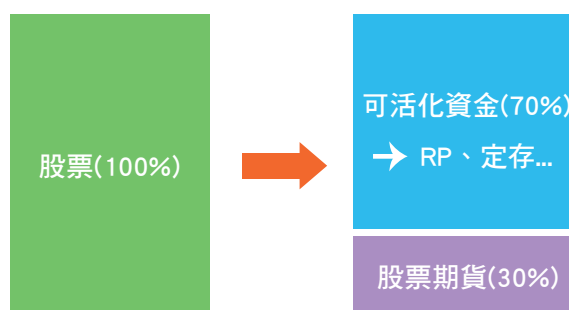
$$300,000 \times (40\% - 30\%) = 3 \text{ (萬)}$$

因張先生個人所得稅率 > 股票可扣抵稅率，所以他可以採取：除權前賣股票買期貨（以60元買進50口台塑股票期貨並同時以60元賣出手上持股100張），除權後買股票賣期貨（手上股票期貨50口現金結算並同時買進100張台塑股票），如此一來交易損益為零（在不考慮成本前提下計算），但卻在無形中可以抵稅約三萬元左右！

### 資產活化

股票期貨有高槓桿的優勢，投資人只需要約一兩成的資金，即可操作等額市值的現貨標的，相當於有八成的資金可挪出來另做他用，產生資產活化、資金最佳化的效益。

上圖為資產活化的示意圖，因期貨槓桿大波動風險也相較為大，投資人可用三成資金操作股票期貨，剩下七成資金轉入定存、債券等低風險的商品做投資，如此可創造出更多元化、更有投資效益的投資組合。



股票期貨保證金約 13.5%，客戶可放三成資金做股票期貨操作

### 總結

股票期貨不僅交易策略多樣，其本身擁有多項優勢，最主要它有低廉的手續費、交易稅的優勢，以及資金高槓桿的效果。以兩張50元的股票對應一口股票期貨為例，下表可充分顯現出，股票期貨在這三方面的優勢。

比較項目	股票交易	股票期貨
交易稅	賣出時：300 元（千分之三）	來回共 8 元（期貨十萬分之四） <b>勝</b>
手續費	來回共 285 元（千分之 1.425）	不高於 100 元 <b>勝</b>
資金槓桿	現股 50 元 × 2,000 股 = 10 萬元 融資自備款 4 成 = 4 萬元 融券保證金 9 成 = 9 萬元	50 元 × 2,000 股 × 13.5% = 1.35 萬元 （原始保證金比例 13.5% 註） <b>勝</b>

註：原始保證金之比例，以期交所公告為準

目前金融市場的發展越來越創新多樣化，影響市場的漲跌因素也日趨複雜，盤勢震盪幅度更大幅超越以往，不論是避險或找尋新的獲利機會，投資人皆應多方嘗試了解其他新金融商品的應用，延伸投資觸角的敏感度，其實投資工具可以有更多的選擇。而「股票期貨」絕對是一項值得參與交易的商品！

### 新商品介紹（Weekly Options）

臺灣期貨交易所於101年11月14日加掛「臺指選擇權短天期契約」，這讓市場充滿著期待，環顧各國期權市場，只要是推出類似這樣短天期的期權商品，通常很快就會成為市場的當紅炸子雞，韓國交易所



# Market information

KOSPI200短天期選擇權就是一個很好的例證！新商品的推出，這對投資人而言也是多了一個投資管道，不啻也是一項大利多。

## 臺指選擇權短天期契約介紹

關於TXO短天期台指選擇權的契約掛牌

原則，簡單講就是每週三加掛TXO短天期契約，惟每個交易當月之第2個星期三不加掛（因現有月到期契約之最後交易日為第3個星期三），另若遇到上市日與最後交易日為假日（非營業日），則以最後之次一營業日取代。

中文名稱	新商品代號	上市日期	最後交易日及結算日
臺指選擇權 W1	TX1	上月最後 1 個星期三 (例 7/25)	當月第 1 個星期三 (例 8/1)
臺指選擇權 W2	TX2	當月第 1 個星期三 (例 8/1)	當月第 2 個星期三 (例 8/8)
臺指選擇權 W3	TX3	當月第 3 個星期三 (例 8/15)	當月第 4 個星期三 (例 8/22)
臺指選擇權 W4	TX4	當月第 4 個星期三 (例 8/22)	當月第 5 個星期三 (例 8/29)

而TXO短天期新契約上市，最高與最低履約價格須至少涵蓋現貨基準指數上下7%。

最高履約價格 $\geq$ 前一日現貨指數收盤價 $\times 1.07$

最低履約價格 $\leq$ 前一日現貨指數收盤價 $\times 0.93$

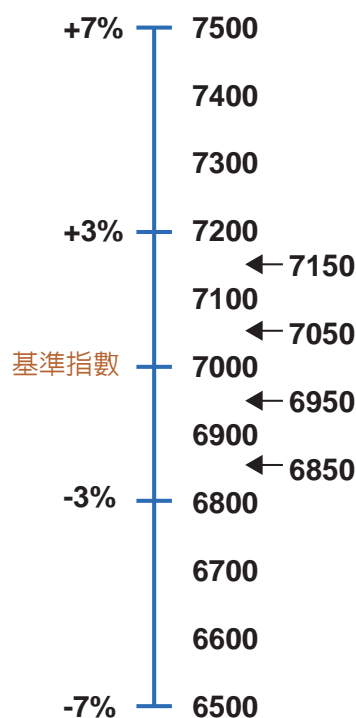
履約價的序列部分，TXO短天期契約於現貨基準指數上下3%範圍內之序列，履約價格間距縮小為近月份TXO之1/2，其餘序列比照近月份TXO約價格間距。範例如下：

假設基準指數7000

基準指數 $\times 1.03 \geq$ 履約價格 $\geq$ 基準指數 $\times 0.97$ ，即7210 $\geq$ 履約價格 $\geq$ 6790

履約價格間距為7200、7150、7100、7050、7000、6950、6900、6850、6800

其餘序列間距為7500、7400、7300、6700、6600、6500



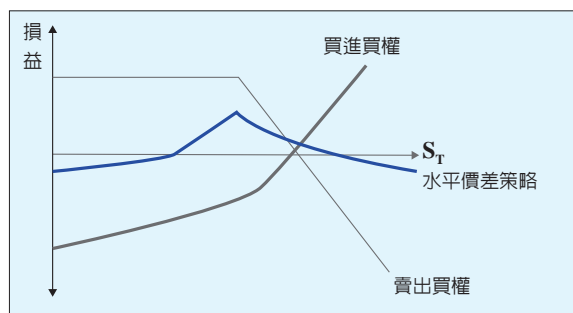
而TXO最近月份契約自到期前一個星期三起，比照短天期TXO契約，於現貨基準指數上下3%範圍內之序列，履約價格間距縮小為近月份TXO之1/2。

### 週選擇權交易策略介紹

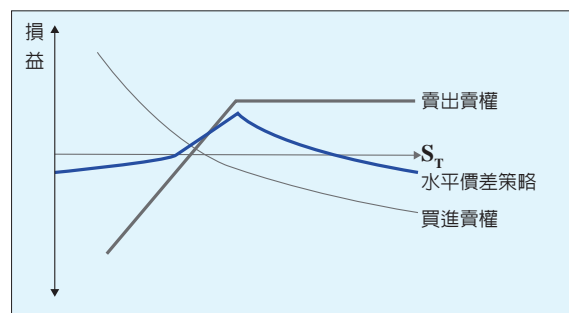
週選擇權商品的上市讓投資人有更多的操作策略上的選擇，以往台指月選擇權的成交量集中在近月份合約，所以遠近月份的水

平（時間）價差交易因遠月份合約流通性不佳很少人做，但週選擇權應該不會有這樣的問題，遠近合約的水平價差交易想必會成為「懂的人」獲利的好工具！

水平價差（Horizontal Spread）策略所買賣的選擇權之履約價格相同，但到期日不同。以買權為例，水平價差策略係買進到期期間較長的買權，並同時賣出到期期間較短的買權，而兩買權之履約價格相同（K）。



[多頭] 時間價差交易（以買權為例）

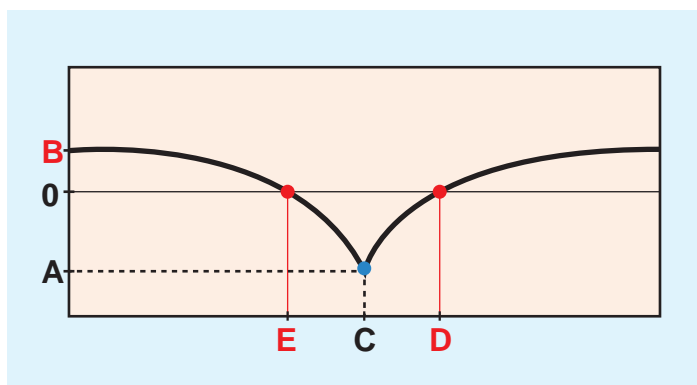


（以賣權為例）

通常的狀況來說，相同履約價格因為遠月（週）的時間價值較近月（週）高的關係，此種作法會產生借差，有權利金支出。基於短期選擇權在時間價值上耗損的速度快於長期選擇權的原理，一般的作法是銷售近月（週）而購買遠月（週）來做1：1的配對。這種「多頭」時間價差交易（Long Time Spread）的特性是希望行情維持平靜，如此可以獲利最多！

相反地，您也可以採取和一般人不一樣的做法，銷售遠月（週）而購買近月（週）來做1：1的配對。

這種「空頭」時間價差交易（Short Time Spread）的特性是希望行情發生重大走勢，如此可以獲利最多。



〔空頭〕時間價差交易損益示意圖

# 特別報導



繼2007年美國次貸風暴引發2008年全球金融海嘯，當大伙兒正打算修身養息的當下，2010年美國債信調降事件投下金融震撼彈，接連著2011年歐債危機暴發，希臘及西班牙失業問題延續至今，而國際原物料波動頻繁、亞洲地區東北亞局勢緊張…等等國際情勢，讓中小企業經營風險遽增，主要功能是避險的期貨市場能做些什麼？

# 順風徐行 逆風高飛

## 專訪 期貨公會理事長 糜以雍先生

期貨公會◎鄭欽文

### ~~中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效~~

2012年全球經濟動盪不斷：國際原物料動盪、歐債危機、希臘與西班牙等國家失業率節節升高、東北亞局勢緊張、中國經濟成長趨緩，加上近來美國QE3的實施，台灣中小企業不僅面對險峻的國際經濟情勢，同時面對國內油電雙漲壓力，該如何讓中小企業規避相關的風險，進而提昇經營績效呢？

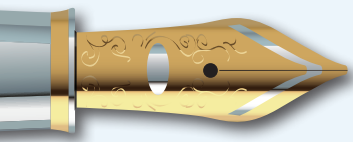
期貨公會特別針對中小企業如何利用期貨規避風險、如何提供中小企業最新理財及規避風險管道的資訊，以及在金融風暴中如何將危機變成轉機等財經議題，由期貨公會協同經濟部中小企業處舉辦了「中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效」說明會。會後本刊特地專訪期貨公會理事長糜以雍先生，請理事長跟大家談談當中小企業普遍面對原物料成本節節高漲及營業獲利空間

漸漸被壓縮的處境下，期貨商所能扮演的角色以及可以發揮的功能為何。

### 穩健發展 孕育專業

針對這個議題，理事長馬上打開話匣子娓娓道出內心的想法，話說台灣期貨市場自民國八十三年四月十八日正式運作以來，已屆滿十八年，創建過程可以說是韋路藍縷，一步一腳印。這十八年來，期貨業者成功發展出不輸給歐美先進國家的IT技術，同時耗費鉅資建置風險控管機制，期間累積了大量多角化業務經營的經驗以及培育出為數眾多的優秀人才，可以說為我國期貨市場的永續發展奠定了扎實的基礎，期經事業也在今年取得外資全委，專業度受到國外CPO的肯定。

同時，在主管機關、期交所、期貨公



會、期貨業者共同努力下，期貨市場已由「引介期」正式邁入「成長期」，近年來更是每年都呈現大幅的成長，舉去(100)年為例，市場總成交量及日均量之成長幅度都超過30%，總結全年度的交易量，在全球所有的衍生性交易所中我們台灣期貨交易所排名第19名，大幅領先同為亞洲四小龍的香港及新加坡，這是一個非常值得驕傲的成就！當然，這些成果在在顯示出交易人對我們期貨業的認同與支持。


### 多空避險 攻守俱佳

期貨公會一直持續致力於向交易人宣導正確的期貨交易觀念與合法的期貨交易平台，同時藉由舉辦這樣的說明會，期望透過期貨經紀業務端、期貨顧問服務端、資產管理端與期貨信託基金投資等四個面向，來向中小企業說明當前經濟面臨油電雙漲以及美國實施QE3量化寬鬆貨幣措施所引發的萬物齊漲環境下，我們期貨業者其實是擁有協助國內企業來規避相關風險的技術跟人才。

理事長進一步闡述，藉由期貨交易的高流動性、高槓桿性、安全結算機制等特性以及期貨專業團隊的服務，在面對如此嚴峻的總經環境下，期貨商能協助企業達到規避大宗物資上漲造成營運成本增加的風險，避險的同時又能幫助企業提昇整體投資效益的目標，如此一來，在企業營運成本下降之後，甚至還可以進一步提高與下游客戶的議價空間，創造商機。



### 資產配置 提高營運績效

最後理事長特別強調，這次說明會的主題包括：如何透過期貨交易的避險功能鎖住經營成本、如何藉助期貨顧問的服務來強化交易或投資決策、期貨經理事業如何協助企業提昇經營績效、如何透過期貨信託基金的資產配置，提高資產運用效率，為績效加分等議題，公會希望藉由舉辦此類說明會的機會，讓中小企業主能更加了解期貨商所能提供的服務項目，並了解期貨商如何能協助中小企業有效控制風險並且提昇投資效益。未來，公會還將繼續舉辦類似的活動，希望透過這樣的管道提供期貨商與中小企業一個互相交流的平台，共創台灣藍海商機。 

## 企業避險、提昇績效

# 專訪 經理業務委員會召集人 永豐期貨楊新德總經理

期貨公會◎黎衍君

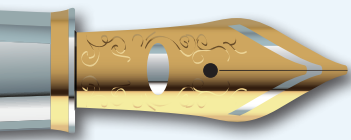
首次由期貨公會主辦，經濟部中小企業處協辦的「中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效」說明會，業於9月21日假台北政大公企中心順利圓滿舉行完畢，促成這次活動的幕後最大推手莫過於期貨經理業務委員會楊新德召集人。

### 緣起

永豐期貨楊新德總經理在百忙之中特別撥冗接受了我們的專訪，談到這次中小企業說明會的緣起，他侃侃而談，細說整個活動的來龍去脈。身兼期貨公會經理業務委員會召集人的楊總經理表示，基於對期經產業的使命感，一直念茲在茲到底該如何擴大期經

這塊版圖的經濟規模。楊總經理語重心長的告訴我們，在這個過程中，亦曾經嘗試著朝保險業及政府基金的方向拓展，惟有於法規相關規範的限制，暫時尚無法突破。

接著，楊總經理微笑說道，因緣際會透過期貨公會的管道得知，適逢經濟部中小企業處每年有固定的例行性活動，於是乎，為了協助廣大的中小企業法人能夠透過期貨業者所提供之受託買賣、顧問諮詢、代客操作以及信託基金等服務，有效運用期貨市場的金融工具，以達到企業的避險需求、節稅目的以及增進獲利，首次由期貨公會主辦，經濟部中小企業處協辦的「中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效」說明會就應運而生了！



### 企業避險、提昇績效

期經在這次說明會打的主軸是「企業避險、提昇績效」。楊總經理舉例說，如果中小企業是做進口的，當然會希望台幣升值，這個時候，業者若能適時的提供一些成功的外匯避險資訊或操作上的服務就是他們迫切需要的；他進一步表示，協助中小企業「研判原物料的價格是往上亦或往下」、「原物料購置結構到底是上、中、下游那一個環節」，以及「需要做怎樣的避險」，這些林林總總的問題在考驗著業者的專業能力。

楊總經理強調，因為操作衍生性商品，比其他投資工具來的複雜，中小企業如果要作避險該怎麼做；作價差，有那麼多的履約價格，交易人怎麼做，更何況，如今期貨商品愈來愈多，交易方式又不像證券市場那麼單一；在產品多元化，交易複雜化的趨勢下，他審慎樂觀的表示，期貨經理事業目前唯一合法全權委託代客操作，無庸置疑地，一定有其需求。但是，這個市場在複雜的交易策略下，一定要找到專業的經理人，這樣才有可能做出獲利的投資方向！

他笑著回憶說，早在三、四年前就曾經針對永豐餘造紙這樣的中小企業規劃過一個專案，也就是，藉由提供模組設計輸入一些會影響國際紙漿價格行情的參數，以成功規避風險。

### 擁有完備的集團整合資源

楊總經理表示，綜觀整個期貨業界，永豐期貨與證券端的整合算是非常成功的，包括集團整體資源、分公司通路、策略聯盟通路、直接業務開發等資源，均與經理事業有相當密切的合作；但「兄弟爬山，各自努力」，楊總經理以自信且篤定的口吻說，期經要在期貨這個零合遊戲的專業領域裡，找到自己本身的定位，他認為，最重要的是必須增加業務的附加值，譬如說，期經的長才在產品設計，透過健全的制度與系統，依據客戶的風險偏好，提供量身訂做的專業理財諮詢與資產配置規劃及完善的服務。

楊總經理滔滔不絕地述說著他的經理哲學，他認為，期貨經理事業說穿了就是一門服務業；必須以循序漸進的方式，先義務地提供客戶教育訓練服務，讓其充分瞭解相關資訊以利判斷，進而找到一群忠實且長久追隨、信任我們的「全權委託」代操客戶。他進一步解釋說，就本質上而言，全權委託代客操作與共同基金類似，但是代客操作具備量身訂做的特性，就投資交易範圍與投資交易標的而言，更可以滿足各個客戶的不同需求。他強調，在機構法人的高度專業素養之下，他們可以擬定專業的投資交易策略，並仔細研究政治經濟情勢與不同商品的產業趨勢，更能進行有效地配置資產。

## 唯有創新才能異軍突起

說到產品設計的創新，「相對報酬的商品是繼絕對報酬商品後一項很重要的業務推展」，楊總經理明確地表示。他進一步解釋兩者的差異，絕對報酬一詞原始應該是從避險基金(Hedge Fund)而來，強調的應該是不受行情多空影響，也就是說，多頭市場也有機會獲利，空頭市場也有機會獲利，以別於相對報酬。但往往因為部分誇大的渲染以及字面上的解釋，造成投資者對其商品策略風險的錯誤認知，較易發生投資糾紛。然相對報酬就不同，要先取得客戶的認同，或者是客戶本身有主觀的判斷，才能接下來相對應之商品投資。

楊總經理說，以往期經推的商品都是絕對報酬，現在則積極嘗試著推一些與之前有互補之效的相對報酬策略，譬如：相對商品指數漲跌、相對商品指數波動、客製化相對企業的避險成本等。他分析說，基於相對報酬商品並非著眼在完全績效，以致於在業務推展上可能較沒有絕對報酬商品來得吸引客戶。而且，因為必須先經過專業的分析判斷，再利用設計好的工具或模型套用在相對應之商品上，以求獲取比平均值更好的績效，所以在與客戶的說明上，可能也就要準備的更詳細、更充分，甚至有很多對相對報酬有興趣的客戶本身就具備有投資的專業。但是相對的，就是因為客戶的清楚了解，在投資的過程中也較不易發生客戶糾紛。

楊總經理表示，期經的專業是發揮在運



### 楊新德小檔案

#### 現職

永豐期貨總經理

#### 經歷

永豐期貨副總經理

中信期貨協理

金鼎期貨副理

#### 學歷

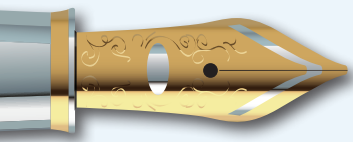
中國文化大學企管系

用豐富的體系資源，創造出比預期或相對標的更好的績效。相對報酬商品的發展主要是著眼於長期的經營規劃及商品的多元化，能夠提供客戶一些市場上不一樣的選擇，更能避免系統性風險發生時而產生的經營風險。

### 結語

楊總經理最後指出，「專業的服務可讓市場更趨平衡」！他深切地期許，希望能夠透過期貨經理事業專業的服務，讓期貨市場更活絡、更蓬勃；同時，也能提高法人在期貨市場的參與比例，達到為企業績效加分的目標。





# 成本高漲侵蝕利潤 期貨避險鎖住成本

## 專訪 經紀業務代表 大華期貨吳松濤副總經理

期貨公會◎鄭欽文

不論市場行情未來是看漲、看跌，或者是區間盤整，每位投資人心中都有一把尺，這把尺該怎麼衡量，直接影響到投資人所應對的交易策略。我們知道善用期貨、選擇權等金融衍生性商品工具，可以達到避險、套利的目的，那企業主要如何利用期貨商品來進行避險鎖住成本才不會讓高漲的成本繼續侵蝕企業利潤呢？

本次期貨公會主辦、經濟部中小企業處協辦的「中小企業如何利用期貨規避風險提昇經營績效」說明會，受邀擔任期貨經紀業務代表的主講人大華期貨副總經理吳松濤指出，期貨市場具有多空雙向都可操作的特性，如果企業主認為短時間內國際原物料商品價格回跌的機會不高，便可以利用期貨商品來提高企業財務操作槓桿，並視公司本身風險承受能力，選擇適合的金融投資工具。

### 商品期貨操作鎖住企業營運成本

一開始吳副總便以最近美國聯準會(Fed)

宣布收購房地產抵押證券(MBS)提振經濟成長(這被市場視為第三波的量化寬鬆)為例，對總體經濟趨勢作了分析。從雷曼兄弟2008年9月倒閉引發全球金融風暴以來，聯準會陸續推出了兩次量化寬鬆政策(QE1、QE2)，觀察前兩次量化寬鬆政策可以發現，同樣都在推出後造成國際原物料價格大幅波動。而原物料的大幅波動，對國內毛利率普遍偏低的中小企業而言，無疑是雪上加霜。

這次聯準會再度推出QE3，恐將再度驅使全球熱錢流入原物料市場，這當中包括：貴金屬(黃金、白銀等)、工業金屬(銅、合金鋁、錫、鉛等)、能源(輕原油、天然氣等)以及農產品(黃豆、玉米、小麥)等，恐再因美國聯準會的QE3導致美元走低造成原物料價格大幅波動。事實上，全球金融風暴後，各國政府祭出各項振興經濟方案，原物料需求從低點一路攀高是可以預期的，加上全球氣候異常更是徹底打亂國內製造業的原物料供應鍊。

因此，吳副總建議中小企業主不妨透過

商品期貨進行避險操作，尤其是有大宗原物料需求廠商，更可以在預期未來價格上揚之前先行在期貨市場買進避險部位，以鎖定原物料成本並減低經營風險；中小企業做進出口貿易最害怕的應該是原物料漲價與匯兌損失，因為傳統的中小企業利潤大約是百分之十上下，要是原物料產地價格飆漲或是匯率波動，往往馬上侵蝕掉原來微薄的一點利潤，這時就可以透過買賣期貨進行避險。

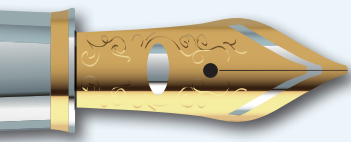
吳副總舉了例子來幫助增加了解，假設某電子製造商接了一筆訂單，此訂單三個月後會使用到五百公噸的銅，而假設現在銅價為每公噸8,000美元，若此製造商負責人預估近期銅價會持續上漲，而該訂單已經報價給買主無法再更改，這時負責人因為擔心銅價上漲會侵蝕掉原本應有的利潤空間，便可以事先在期貨市場購買五百公噸報價為8,000美元的銅期貨(3個月)合約進行避險操作。三個月過後，如果銅價真如預期上漲到8,200元，那麼在原來未進行避險的狀況下，該批訂單的製造成本將會一口氣增加10萬美元 $(8,200 - 8,000) \times 500$ ，等於是還沒出貨就須當場認列10萬美元損失，但如果事先購買了銅期貨合約，這家電子公司就可以利用結算銅期貨合約所獲利的10萬美元，來彌補製造成本上漲所造成的損失。從這個簡單的例子，大家便可以清楚了解到期貨避險的意義。

### 外匯期貨避險為匯率波動買保險

同樣的，美國聯準會的QE3導致美元走低，而美元貶值意謂著其它貨幣的相對升值，這就直接衝擊了以出口商品為主的製造

商跟電子業的獲利；另外，全球原物料都以美元做為計價單位，美元貶值導致原物料價格上漲使得各國貨物進口成本增加，進而造成該國央行面臨國內另一波的貨幣升值、利率升息壓力，這即是所謂的「雙率雙升」。假設有一間公司作了一筆外國生意，雙方約定半年後付款該國外公司十萬元美金，以當時即期匯率(Spot Rate)為一美金對三十三塊台幣來計算，公司預計可以賺取百分之十的毛利，所以換算成台幣則為三十三萬元的毛利，但是半年後美元兌換台幣的匯率，究竟會走升還是走貶是難以預期的，有可能在半年後可以換成更多的台幣(台幣走貶)，當然也有可能可以換成的台幣金額減少(台幣走升)，因為風險跟獲利是一體兩面，永遠不可能會有低風險高報酬的投資商品。這時候企業主就可以利用外匯期貨契約來規避匯率波動的風險，等於是替企業購買保險來確保未來的獲益。

自2008年發生金融風暴以來，國際間匯率和利率的大幅波動，使得出口商、貿易廠商、跨國企業等都面臨鉅額匯兌損失的風險，往往一個國際突發事件(例如美國推出QE3)便造成外匯動盪而幾乎侵蝕掉出口商全部的獲利。從過去的歷史經驗我們知道，美國的聯準會利率(FED fund rate)的調整，對我國央行重貼現率具有相當高的關連性，而利率又直接影響到兩國間的匯率，這時，出口商就可以透過利率期貨來避險，在面臨國際匯率波動造成換匯損失的風險時，透過期貨交易來鎖住利潤收益、規避匯損風險。



## 股票期貨進行節稅操作

股票期貨具有低成本、高槓桿的特性，堪稱是節稅工具首選，吳副總建議企業主可視本身稅率高低，決定是否參與現股除權息，還是以操作股票期貨的方式來賺取股票收益。舉例來說，當上市公司配發股利，企業主持有該上市公司股票想參與除權息行情賺取股利收益，卻又擔心股利所得墊高所得稅收入導致稅率攀高，增加第二年繳交所得稅金額，就可以利用股票期貨作為節稅工具，吳副總進一步解釋，企業主若以股票期貨代替原帳上持有的現貨，照樣可以賺取現金股息，卻不會面臨因持有現貨導致第二年股利要併所得稅申報而得不償失。另外，企業主買股票和買股票期貨，因為股票期貨在交易成本上也有明顯差距，股票期貨之交易稅為十萬分之四，而現股交易稅為千分之三，是股票期貨的 75 倍，權證的交易稅為千分之一，為股票期貨交易稅的 25 倍，相對上，交易股票期貨就交易稅的成本層面而言可以省下許多交易成本。另外，股票期貨的槓桿倍數約當現貨的七到八倍，再加上其他稅負、手續費與融資利息等，股票期貨交易成本相對而言比現貨交易成本低很多。

不過吳副總也提醒大家，股票期貨有契約到期日，因此在股票期貨操作上必須比買賣現股更小心貼息走勢風險，以免節稅效果彌補不了保證金上的損失，因此建議投資人選擇股票期貨賺股息避稅時，要注意標的股出現貼息走勢的機率。吳副總強調，長期穩定持有特定股票的企業主、公司大股東或一般投資人，基本上都非常適合利用股票期貨進行節稅。

## 吳松濤小檔案

### 現職

大華期貨 副總經理

### 經歷

大華期經 副總經理

寶來期經 協理

寶來期貨 協理

### 學歷

台灣工業技術學院學士



## 交易策略多空運用

習慣在現貨市場買賣股票的投資人應該將股票視為「資產」，因此，要保護資產價值避免資產下跌而導致財富縮水，投資人應該要適度的搭配期權商品來進行套利跟避險。吳副總舉例，當投資人買進股票時，可以同時建立「賣出選擇權(sell call)」的部位，因為股票的波動幅度較低，選擇權波動幅度較大，只要所賣出的選擇權部位未達履約價附近，就可以讓時間來消耗選擇權(call)的時間價值，如此便可賺取選擇權權利金價差，無論大盤行情是小漲、小跌、盤整或大漲、大跌，都可以從中獲取利潤。

一個市場的空頭並不代表所有市場都走空頭，只要能夠掌握股市、匯市、債市、商品市場的脈動，不論何時都會有獲利的機會。亞洲國家對於期貨市場都採取較為寬鬆的政策，而我國期貨市場雖然在法律規範上限制較多，但事實上近幾年來，國內期權市場的成交量卻是快速攀升，加上現在主管機關對期權市場採取更為正面積極的態度，未來投資人絕對有更大的發揮空間。



## 顧問加值·服務創新 抓住關鍵趨勢轉變 站在贏的起跑點上

### 專訪 顧問委員會委員 國泰期貨錢冠州協理

期貨公會◎黎衍君

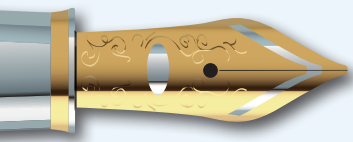
#### 危機亦是另一個轉機的開始

國泰期貨顧問處的錢冠州協理代表顧問業務委員會，在「中小企業如何利用期貨規避風險 提昇經營績效」說明會上，侃侃而談「如何規避物價上漲之經營風險」！

擁有深厚紮實研究背景的他，從總體經濟面分析認為，美國聯邦準備理事會（Federal Reserve, Fed）9/13 宣布實施「第3輪量化寬鬆」（Quantitative Easing 3, QE3）或「無限金額量化寬鬆政策」（Quantitative Easing Infinity, QEI），有可能產生資金流入風險資產落後亞股，以及新興市場股市優先受惠的現象；另一方面，10/8 歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM）首次

開會，西班牙面臨295億歐元債務到期的危機。因此，「抵抗熱錢與通膨」及「歐元新震盪」，將是2012年第4季的重要議題，錢協理精闢地一語道破瞬息萬變的全球經濟局勢。

那麼，QE3對我國後續金融又會有何影響呢？錢協理認為，通膨壓力再起，保值商品上漲，以致於產生商品市場優於金融市場的現象；他進一步指出，原物料市場（如：能源、農產、貴金屬及基本金屬）以及房地產市場應為中期有利之實質性資產（商品）。因此，就期貨市場而言，最大的得利者為擁有原物料的國家，例如：產油國家、農產國家及金屬礦產國家；最大的受害者為無天然資源國家，尤其是寡國小民。以股票市場來



看，得利者為擁有天然資源的公司或是接近生產鏈頂端者；受害者為中下游的加工業者，所以選股以上游優於下游，傳統優於電子，內需優於外銷(美元貶、新台幣升)。

### 顧問增值服務模式之創新

鉅細靡遺地幫我們精闢解析了一新QE/ESM對總體經濟的影響後，話題聊到期貨顧問事業遠景時，對於期貨顧問業務相當看好的錢協理，話匣子一開，他滔滔不絕且充滿自信的表示，顧問增值服務模式一定要不斷的創新、再創新。他表示，國泰期貨在整體業務目標上，並不以搶佔市佔率的紅海策略為主軸，而是希望以「創新」來達到不同的業務里程碑。他舉了一個淺顯易懂、耳熟能詳的例子：「2008年宏碁挾全世界NB市佔率第二的優勢，睥睨整個筆電市場，如今卻在蘋果與三星的夾縫中求生存~~原因為何？」，因為「同一時期，蘋果發展觸控，『創新』使它取得了不同的競爭地位，如今，它的多項產品如ipad、智慧手機等，是世界領先的地位。」錢協理進一步詮釋說，在一片競爭紅海下，「蘋果，正好抓住了關鍵的趨勢轉變，站在贏的起跑點上」！

### 以專業機制健全市場

在訪談的過程中，錢協理話鋒一轉，無奈的表示，曾經有遇到過顧問客戶公然表明他在地下期貨商交易的經驗。他語重心長的

感慨說，照理期貨市場應該是可以更蓬勃的，主因即是出在「人」的問題。由於國內在正式開放期貨交易之前，地下期貨盛行，地下期貨商就靠高額手續費獲利，但是到市場正式合法開放後，卻又出現手續費殺價戰，在此情況下，部分營業人員即出現代操、炒單的行為，使得市場秩序大為混亂。

他認為，在這樣的大環境之下，也就更凸顯了國內的期貨市場亟需有更多專業的期貨服務業者出現，才能逐漸減少游走於法令邊緣的不正常現象，使整個期貨市場更為健全。

### 從投資諮詢服務到客戶資產管理

錢協理自豪且深具信心地說，國泰期貨在未來的目標上企圖創造嶄新的業務方向與發展策略。在顧問業務部分，除了期貨顧問業務持續擴展外，為提供給客戶在證券及期貨一貫化的專業投資諮詢服務，規劃今年以兼營模式開辦證券投資顧問業務，並且由國泰證券引進專業的研究及顧問團隊，期能在投資領域上，完整提供給客戶證券及期貨相關的操作建議。他進一步表示，未來為了勾勒「以客戶資產管理」為藍圖的營運訴求，國泰期貨預計將於今年底至明年初開辦期貨經理事業。

而在顧問投資策略發展上，錢協理分析說，鑒於當前市場法人進場比重增加及散戶要獲利越來越難的趨勢下，投資人無論在證券及期貨進出上，都容易在方向性操作上受

傷；因此，「投入資源發展高勝率的計量證期策略產品」勢在必行。他明確地表示，顧問事業的趨勢潮流是邁向資訊化，也就是自行研發計量模組。未來，無論證券或期貨，在專業投資分析意見的提供方面，除了運用程式交易系統、利用技術分析工具、基本分析模型、商品價格波動特性及週期，或是其他邏輯思考訊息，在技術面隨時掌握市場趨勢；而在基本面上，廣納研究人才，並予以專業訓練，大量提供深入的研究資源。唯有使客戶在證期權的投資交易上，可以獲得具有指標性參考意義的策略建議，以提高其交易勝率，並貼近客戶要獲利的需求，才能為產業闢出一條生路。

## 結語

針對目前全球低利環境、寬鬆資金造成近來原物料價格波動劇烈的現象，中小企業「如何規避物價上漲之經營風險」？錢協理斬釘截鐵、毫不猶豫地表示，要倚賴專業的顧問團隊！他解釋說，顧問業務已轉型為知識型服務業了，中小企業藉由顧問團隊各個產業的研究專家整合證期行情，並提供高勝率的證期權計量商品以及即時的新聞資訊服務，乃是規避物價上漲之經營風險的不二法門。



## 錢冠州小檔案

### 現職

國泰期貨顧問處協理暨處長

### 經歷

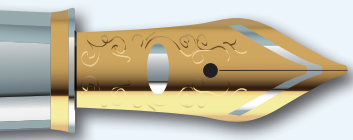
元富期貨顧問部經理  
 中信期貨商品中心襄理  
 中信期貨自營部研究員

### 學歷

銘傳大學經濟研究所碩士

### 認證

期貨交易分析人員  
 證券交易分析人員



# 投資新藍海

## CTA 期貨信託基金時代的來臨

### 專訪 信託委員會委員 寶富期信黃怡中投資長

期貨公會◎黎衍君

您的資產配置有效率嗎？加入新藍海~~有助抗通膨與黑天鵝！

#### 前言

說明會的壓軸是信託業務委員會推舉的代表－寶富期信黃怡中投資長。透過他深入淺出的精闢解說，鉅細靡遺地為我們描繪出全球CTA期貨基金的新藍海。

首先，黃投資長開宗明義的為我們介紹，何謂CTA期貨基金？他指出，這個商品在歐美廣泛稱為「管理期貨(managed future)」，因其基金經理人皆為商品交易顧問(Commodity Trading Advisor)，故又稱為CTA。而在台灣係以信託的方式引進，因而稱為期貨信託基金。CTA這個新興的產業，在國外最低投資門檻是五十萬美金，黃投資長表示，國內的投資人非常幸運地可以小額投資的方式參與。

#### 建置一個有效率的最適資產配置

黃投資長說，期貨市場畢竟是場金錢輸

贏的零合遊戲！因此，期貨交易人除了致力於提高專業技術水準以降低賠錢的風險外；他進一步指出，建置一個有效率的最適資產配置亦是穩健獲利的不二法門。

而提到所謂的最適資產配置，黃投資長侃侃而談，他分析說，一般中小企業的投資屬性應為偏保守型，首重穩健成長，CTA期貨基金正好可以符合這樣的需求與期待。黃投資長信手拈來，就有洋洋灑灑的佐證數據，他告訴我們，根據實際的統計數字，CTA期貨基金指數與全球新興市場債、美林歐洲高收益債、台灣加權指數、MSCI世界指數、道瓊指數、S&P500、彭博Reits指數的相關係數分別介於-0.54~0.55之間，其中CTA期貨基金指數與台灣加權指數的相關係數只有0.02，也就是說，其與其他各類指數的相關係數是低的。他進一步分析說，當投資商品間相關性越低，越能達到有效的資產配置。因此，加入適當比例的CTA期貨基金成為資產配置的一環，不僅可以提高投資

組合的報酬率，也可以降低投資組合的波動度。所以，黃投資長具體建議：

- (一) 當景氣谷底時，「股票/債券70%~90% + CTA期貨基金10%~30%」；
- (二) 當景氣平穩時，「股票/債券50% + CTA期貨基金50%」；
- (三) 當景氣過熱時，「股票/債券10%~30% + CTA期貨基金70%~90%」。

「CTA期貨基金可以替代台股弱勢行情，其長期表現不容小覷」，黃投資長相當樂觀的對CTA期貨基金做了以上的詮釋。接著，他舉了一個淺顯易懂的例子，假設你2008年5月在大盤指數9309.95點進場，遇到次貸金融大海嘯，直到2008年11月大盤指數跌至3955.43點，就指數而言已損失-58%，繼續持有至2010年1月大盤指數回漲至8395.39點，雖指數漲幅已達+112%，卻仍還沒有賺回來！由此可見，資產配置的重要性。而我們從真實的統計數據中得知，歷年來CTA期貨基金指數面對利空事件的表現，相對優於S&P500指數與債券指數，亦即全球在金融海嘯的巨大衝擊之下，全球主要股市指數績效皆呈現大幅衰退，使得投資人資產嚴重縮水，而CTA期貨基金績效逆勢且穩健向上，也就是說，CTA期貨基金在全球資產價格非理性下跌的同時，其策略顯示多空皆可獲利的靈活性，實為資產配置中不可或缺的一環。

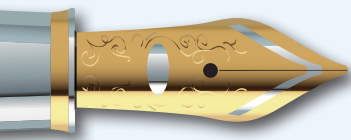
### CTA期貨基金交易策略三大特點

黃投資長更進一步分析指出，CTA期貨

基金之所以成為全球投資新藍海，主要歸功於其交易策略有三大特點：

- (一) 多數採取計量化價格分析，傳統基本面分析極少，同時交易股價指數、債券、利率、外匯、能源、農產品、貴金屬、民生金屬等八大類，將風險分散理念最大化。
- (二) 交易模式以中長期趨勢追隨(Trend Following)為核心，並以邏輯化、系統化操作與監控，非人為特殊事件外，不做任何主觀介入。所謂Trend Following 是一種非常穩固的交易體系，同時具有多重特色與魅力，包括:反應與趨勢辨認，捕捉趨勢，風險控管，部位穩定性等。
- (三) 多空雙向操作同時不進行短線操作，降低槓桿使用度；高度順勢操作，不猜測高低點。

他特別強調，過去21年當中全球經濟股市大環境出現19次大大小小不等的金融風暴(損失-9.5%~-80.0%)。其中從1987年到2000年發生10次，而2000年到2008年亦出現9次，也就是說，依過去經驗，每13個月即出現一次金融震盪，平均損失-29.58%，且其中曾出現7個大型風暴(損失-37.0%~-80.0%)，也就是說，平均三年即產生一個大型金融風暴，衝擊全球經濟，亦即每三年投資人即面臨資產平均虧損四、五成的風險，再加上面臨現今網際網路普及，從人工交易演進到電腦交易、程式交易，進入毫秒競速、自動下單時代，資訊傳播越來越快速，利空事件效應迅速擴大的年代，尤其2011年3月11日在日本東北發生九級地震與海嘯，



造成福島、宮城與茨城等縣發生重大死傷，離2008年的金融海嘯剛好接近3年時間，顯示全球經濟環境變化越來越大，越來越快!!

黃投資長進一步表示，以寶富期信為例，藉由將各市場各種商品價格、波動率、價格波動行為等變數輸入至交易系統之中，進行趨勢分析、部位建立判定，在趨勢變數之外可能的風險考量下，建立最適合的部位。部位調整方面以全球24小時監控下，隨時進行部位的因應措施，買賣執行與風險管理過程全部為自動化操作是最大特徵。此外，更透過利用利差分析與動能分析來操作外匯避險，首先利用美元與台幣的利差關係進行拆解分析，然後邏輯化美元兌新台幣之價格趨勢進行分析，最後綜合判斷後，再進行必要之避險操作。

## 結語

黃投資長樂觀的表示，去年主管機關已開放保險業可以其自有資金投資國內期貨信託基金，毫無疑問地，這在法人業務的拓展上，已成功的跨出了一大步。他認為，一般投資人在購買基金的動機上以追求長期獲利為主，其次為閒置資金運用，再次之為分散投資風險。因此，現階段應建立台灣投資人除股票基金、債券基金之外，擴張投資人理財商品多樣化的廣度與深度；同時，強化CTA期貨基金在資產配置上的功能，進而落實期貨市場真正由經紀業務層次提升到資產管理等級，達到不受外國資金移動影響台灣金融市場穩定度之目標。



## 黃怡中小檔案

### 現職

寶富期信 投資長  
寶富多元策略期信  
基金經理人

### 經歷

日商 國際、岡藤期  
貨 交易員  
新壽證券 期貨櫃台  
主管  
大華期貨 模組設計  
與自有資金操作  
富邦銀行 連結商品設計  
富邦證券 期貨自營部 主管

### 學歷

日本 獨協大學經濟系 學士  
台灣 銘傳大學財金所 碩士

### 著作&翻譯

交易，簡單最好(寰宇出版)  
交易，選擇權(寰宇出版)  
期貨交易理論與實務(宏典文化出版)  
發現均衡點(大益出版社)  
在家做自營商(大益出版社)  
投資心理學(寰宇出版, 翻譯)  
歐尼爾成長型股票投資課(寰宇出版, 翻譯)  
把傳統K線丟掉(大億出版)  
交易，趨勢雲(寰宇出版)



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