

期貨人

2012年三月創刊 《總號第041期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2012**

第一季



西班牙交易所

封面故事

百年回顧與展望系列

市場訊息

槓桿保證金契約

國際交流

西班牙交易所

發揮最大綜效的控股公司

兩岸交流

第七屆中國(深圳)國際期貨大會

不確定環境下的風險管理

專題報導

期貨商風險管理專案

風管與展望



盧廷劼

環顧民國100年期貨市場之表現，是繳出一個亮麗成績的年度。首先期貨市場之成交量，自民國99年之139,792,891口，成長為100年之182,995,171口，其成長率為3.09%，其中主力商品台股指數期貨由25,332,827口增加為30,611,932口，成長率20.84%；小型期指由13,897,559口成長為19,128,802口，成長率為37.64%，台指選擇權由95,666,916口成長為125,767,624口，成長率為31.46%，連99年1月上市之個股期貨都由724,375口成長為2,471,605口，成長率更高達241.21%。此外交易人口亦由99年底之82,094人成長為92,395人，其中99年8月突破十萬達105,585人，在在顯示期貨市場的成長與未來展望之可期。

從期貨業之經營結果觀之，專營期貨商稅前損益合計數，由99年之\$1,856,121,667增加為100年之\$2,410,921,808，最高之稅前每股盈餘由\$3.08增加至\$4.60，平均之稅前每股盈餘由\$1.15增加至\$1.58，與證券商之表現比較，確是歷年來少見的成績。本期期貨人首先即就去年之經營結果與所面臨之挑戰，提出百年回顧與展望系列報導。

我國期貨交易法所定期貨交易之範圍，包括國內外集中交易市場及店頭市場之衍生性商品，惟因集中交易市場係於民國87年始推出第一個本土商品，在尚無交易經驗下，

期貨商得於其營業處所進行之槓桿保證金契約至今尚未開放，主管機關有鑑於期貨商經驗已漸臻成熟，期貨交易人亦有交易需求，乃於99年進行研議訂定「槓桿交易商管理規則」。為提前準備未來業務開放，本次期貨人雜誌特別報導金融槓桿交易概念，及常見之差價合約與外匯保證金交易資訊供讀者參考。

由於股票具有成本低廉、操作靈活及更具效率之特性，近年來廣為全球各交易所推出漸成主力商品，台灣之股票期貨自99年1月25日正式上市，經過近二年各界努力推廣、交易制度與契約規格條件之適度調整，成交量已大幅成長。本公會有鑑於西班牙金融期貨交易股票期貨與股票選擇權於2010年交易量分別達19.7百萬及37.6百萬亮麗交易狀況，特組團至該交易所汲取經驗，故特撰稿介紹。

去年八月初發生美國政府長期債信評等被調降導致期貨市場大跌時，雖期貨交易人違約情況尚屬輕微，惟各期貨商風險控管機制作業不一致，及執行過程有部分之缺失，導致主管機關及各界高度關切。期貨公會本於職權組成風險控管專案小組進行研議，由於本次所擬修改之結論方向對未來期貨商作業已有重大改變，為即早因應後續之執行，特摘錄重點方向供各界參考。

CNFA

總編輯的話

1 風管與展望

盧廷劼

封面故事

百年回顧與展望系列

做好準備 走更遠的路—

- 5 期貨經紀業務委員會召集人任俊行漫談 任俊行

期貨顧問事業之挑戰與角色定位—

- 10 專訪期貨顧問業務委員會召集人陳瑞珏 鄭景文

黃金十年 期貨經理事業勇敢出擊—

- 15 專訪期貨經理業務委員會召集人楊新德 林已雱

亮點中的亮點 期信基金(CTA)報到—

- 21 專訪期貨信託業務委員會召集人賴聖唐 陳妤嫻



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
台北市安和路一段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

印刷設計 / 橙青印刷事業有限公司

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

目錄 CONTENTS

市場訊息

槓桿保證金契約

- 26 金融槓桿交易淺說 鄭欽文
- 33 外匯保證金交易 李淑香
- 40 操盤人心得分享－價差合約·外匯槓桿保證金合約 劉懋楠

國際交流

西班牙交易所

- 47 發揮最大綜效的控股公司 Teresa

兩岸交流

第七屆中國(深圳)國際期貨大會

- 58 不確定環境下的風險管理 林惠蘭

專題報導

- 74 期貨商風險管理專案 陳怡真

百年回顧與展望系列



做好準備·走更遠的路-
期貨經紀業務委員會召集人任俊行漫談



期貨顧問事業之挑戰與角色定位-
專訪期貨顧問業務委員會召集人陳瑞珪



黃金十年 期貨經理事業勇敢出擊-
專訪期貨經理業務委員會召集人楊新德



亮點中的亮點 期信基金(CTA)報到-
專訪期貨信託業務委員會召集人賴聖唐

做好準備 · 走更遠的路

期貨經紀業務委員會召集人任俊行漫談

撰文/任俊行



期貨經紀業務委員會召集人任俊行;現任 大華期貨總經理

每當我們在回顧與展望時，有時會心頭一顫，真不知未來會有什麼不可思議的事發生，2011年初時誰想得到日本會發生9級以上大地震，電影裡面看到的海嘯吞噬畫面會活生生在真實生活中上演、當初耗費極大力氣將歐洲十多個國家聯合在一起的歐盟組織，不到十年內財政就如同殘屋破瓦地搖搖欲墜，歐盟成員中數個國家接近倒閉臨界點、

全球第一大期貨商明富環球倒閉、全球第一大強國美國國債評比被調降一級、台灣期貨市場出現成立十三年以來指數連續三天高低最大跌點、去年兔年春節過後股市開盤的開盤價竟是整年的最高價9220.69，想想實在令人感慨，卻也令人憂心2012年龍年會上演哪一齣戲呢？

從2008年金融海嘯到現在2012年，時序變遷越來越快速，2008年全球股市大崩盤，2009年全球股市大反彈，2010年全球股市大盤整，2011年全球股市後繼無力的下滑，2012年呢？沒人能正確的預測，但古有明訓，萬物聲息自有循環，物極必反，面對瞬息萬變的世代，我們要掌握的一件事，意外發生難以避免，重點是危機的處理能力，危機處理能力與平時的管理又息息相關，也就是說“勿恃敵之不來，恃吾有以待之”，若將意外突發、危機事件當作無形之敵人，孫子兵法的這句話便很清楚告訴我們平常該做些什麼，危機出現時才有能力處理。

台灣期貨市場經歷了13個年頭，也經歷過大大小小的行情變化，2003年的SARS、2004年的319總統選舉槍擊事件、2008年金融海嘯等等，皆安穩地度過，但2011年卻對台灣期貨市場上了一課，也讓我們深刻了解到，沒有不可能發生的事，它正毫不動聲色的準備突擊。危機應變是一堂重要的學分也是一堂我們必須重修的課程，在2011年發生的那些事對期貨市場來看值得我們警惕，而2012年又將有哪些趨勢發展，都值得我們來探討。

重大事件的發生，造成市場創記錄下跌，期貨市場違約數量跟金額創紀錄

311的日本大地震，造成核能輻射外洩危機，市場從未面對如此危急的事件發生，台股指數波動異常的大，行情下跌反彈，再急

速下跌，兩日上下振幅達600點，VIX指數較前日一度飆升50%，對交易人交易應變能力及期貨商的風控能力都是嚴厲的考驗。而8月5日美國債信被標準普爾機構從AAA級調降至AA級，更是前所未有的事件，極度恐慌性殺盤現象出現，短短三個交易日指數可以下跌1200點，不可思議的創下台灣期貨市場自1998年成立以來出現的最大跌點，一年之中發生兩起歷史性大事件，對金融市場的影響更是驚人，期貨市場具保證金交易的特性，面對這種急速下跌或跳空下跌的行情，期貨商的風控能力及應變能力都面臨考驗，這種行情同時也在測試期貨市場承受機制。

不可避免的，當這種行情發生時，大量客戶發生超額損失是可預期的，而發生超額損失時期貨商的停損砍倉止血作業便是保護期貨市場的第一層機制。一般在進行大量強制停損作業時機，正是市場最恐慌行情最混亂的時候，任何決策的失誤都會造成不可回復的傷害，尤其期貨商所面臨不單單是風控的壓力，還有對客戶進行強制平倉時，來自客戶、業績的壓力以及種種作業流程都在考驗著期貨商經營管理能力，一旦處理不當，公司便承受客戶違約所造成之潛在損失，以及可能產生的客戶訴怨糾紛，動輒得咎，不可不慎。也因此2011年8月初不但出現台灣期貨市場最大跌點，也出現最多客戶超額損失及超額損失金額創過去紀錄，當然後續的糾紛處理及檢討便接踵而至，而下列問題值得期貨市場省思：

追繳以及強制沖銷作業對期貨商而言究竟是義務或是權利？

依期貨交易法立法精神來看，保證金追繳對期貨商而言是義務，而強制沖銷為期貨商之權利（期交法並無明文訂定），但從期貨市場組成結構來看卻是充滿矛盾跟風險，因為期貨市場為分級管理制，客戶風險會危及期貨商，而期貨商風險亦會危及期貨市場，強制沖銷這個動作與市場風險息息相關，但卻是由期貨商自行掌握生殺大權，而追繳保證金與客戶權益亦息息相關，法令對客戶權益的保護是對的，但卻忽略市場深不可測的變動性，因此影響期貨商在對客戶追繳保證金及強制沖銷作業中頭重腳輕的分寸拿捏，尤其是在突如其來的大行情中，失去準頭。

這次事件過後，期貨商在市場風控角色扮演重新做了一個新的定位，強制沖銷將成為期貨商的「責任」，雖然不是期交法中有關於追繳保證金的義務定義，但已加重期貨商在市場風控中所應扮演角色的份量，將風險控管角色與責任結合起來考量，而期貨交易所同時也扮演「監督」角色，將客戶、期貨商以及期貨交易所綁在一起，共同對期貨市場的風險控管努力及負責，如此一來更能符合期貨市場組織架構的意義，若能更進一步將期貨商對客戶追繳保證金的規範做更實務的調整，將更完整。

如何拿捏期貨業務發展、風險控管以及客戶KYC作業？



期貨交易所、期貨商不斷共同努力經營以刺激市場交易量的成長，以業務成長為大家共同目標。不但在宣傳、行銷業務面大力促銷，在交易、結算制度上也竭盡努力改進改良，以創造一個最適合交易人交易的市場，讓客戶以最有效的資金在市場上交易。而期貨商彼此之間競爭，不但在手續費提供優惠的條件給客戶，也在平台上提供客戶最有效的交易工具，甚而將風控制度鬆緊當成競爭的工具，但我們必須要思考一個問題，真的惟量是問嗎？制度僅是為了刺激交易量而設計嗎？一個僅有能力交易10口的客戶，因為制度的調整方便讓他能多交易10口，真的對他好嗎？因為交易量會讓競爭成為惡性競爭，長期以來對市場絕對是個傷害，現在已經可以看出這個現象了。

長期以來，期貨商與客戶關係多建立在業務關係上，只要會交易、有交易量或有資金，管他三七二十一就想盡辦法引入期貨

市場，缺乏專業的互動，最專業的互動應該就是在期貨專業上或行情上協助客戶在市場廝殺賺錢，但往往是殺雞取卵的消耗了客戶，利用這次機會教育來加強期貨商的KYC作業，也許是一個正面的轉折點，如何在業務發展、風險控管以及客戶KYC作業取得平衡，已是現階段期貨市場努力的重點，這三者並不互相抵觸，做好客戶KYC或嚴格執行風險控管不代表會大量流失交易量，相反的只會讓市場更健康的走下去，長期以來交易量是會穩定的成長，不會因為一次的大行情而重新再洗盤一次。

期貨公會著手期貨市場十大建設

此次大行情所造成之後遺症，應立即對症下藥調整，以免下次大行情來再次引起市場不必要之波瀾，期貨公會結合經紀業務委員以及各期貨商之專業菁英訂定共同的規範，在開戶、交易、風險管理等方面訂定嚴謹且合宜可執行的制度與機制，十大建設討論方向內容簡述如下：

1、期貨商應如何落實初始KYC作業？

- 初始開戶應收集交易人哪些資料？
- 如何運用所收集之資料做有效分級？
- 收集之資料應如何徵信？
- 期貨商如何執行分級作業流程？
- 相關作業規範是否已包含金保法有關規定？
- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？

2、經KYC作業流程分級，對於不同級數之交易人委託單，應執行何種限制管理？

- 如何依信用等級另訂部位限制？（部位集中度管理）
- 調高原始保證金之對象、依據與金額？
- 相關徵信資料的檢視頻率？
- 相關限制與調整是否需訂業界共同標準？
- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？
- 現行期貨商電子委託停損單的風險為何？

3、對於低流動性商品的委託單風險應如何管理？

- 低流動性商品的定義為何？
- 是否需限定交易人交易？
- 現行期貨商規定內容為何？
- 有哪些管理限制可以應用？
- 相關限制與調整是否需訂業界共同標準？
- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？

4、如何善用SPAN的優點同時做好SPAN的風險管理？

- 期貨商使用SPAN制度可能產生的風險態樣？
- 是否應限制交易人使用SPAN制度？

- 相關限制與調整是否需訂業界共同標準？

- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？

5、訂立開盤前對未平倉部位執行風險評估壓力測試規範

- 風險壓力測試的方式？（期交所假開盤、期貨商系統建立…）

- 風險壓力測試結果的運用？

- 相關限制與調整是否需訂業界共同標準？

- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？

6、訂立統一的風險計算標準

- 各種風險有關專有名詞的統一？

- 各種風險管理計算公式的統一？

- 相關作業規範是否需納入自律規範？

- 應列入公會那個自律規則中？

7、訂立保證金追繳機制的規範

- 期貨商目前洗價的機制為何？（洗價依據、洗價循環時間等）

- 保證金追繳的依據、時點及方式？

- 保證金追繳的流程？

- 在途保證金之定義與處理方式？

- 相關規範是否需訂立業界共同標準？

- 相關作業規範應列入公會那個自律規則中？

8、訂立強制沖銷執行規範

- 執行強制沖銷的依據、時點、方式？



- 執行強制沖銷的作業流程？

- 執行強制平倉的人員組織及備援作業？

9、結算會員資格限制之建議

- 現行結算會員資格之相關規定？

- 結算會員資格對市場風險的影響？

- 如何調整結算會員權利與義務？

10、對於確保會員遵守自律規範，公會應扮演的角色？

- 公會就各種自律規範應有何具體作為以協助會員公司確實遵守？

「回顧」每年都做，但是否真的能記取教訓而更進一步成長，其中的關鍵便是所謂的執行力，只有「回顧」而沒有做必要的行動方案將一切枉然。我們真的無法預測未來會發生什麼事，我們能做的就只是「做好準備」，在發生大事件時，能從容不迫的因應，避免災難的擴大。我們樂見公會結合業界力量將期貨市場的基礎建設再充實穩固一些，畢竟這是一個永續經營的事業。

期貨顧問事業挑戰與角色定位 專訪期貨顧問業務委員會召集人陳瑞珪

撰文/鄭景文



期貨顧問業務委員會召集人陳瑞珪；現任 凱基期貨總經理

自主管機關於2002年公布期貨顧問事業的設置標準與管理規則之後，如今儼然邁入十週年之路！回首傳統的顧問事業，或許僅僅被定位為老師「帶進帶出」的交易建議行為，但如今早已提升至「證照化」的境界，業務範圍也更加多元；接受委任，針對交易進行研究分析或推介建議之餘，同時也囊括了就相關業務進行出版或講習等業務。不過

期貨顧問事業的相關業務或許與「成熟發展」的境界仍遠，面對市場波動的歷史軌跡以及不間斷地各種國內外事件衝擊，這個事業所提供的服務變化、面臨的挑戰與契機甚或是轉型的因應，同樣也是瞬息萬變，再加上大陸的期貨投資諮詢業務也已開放，兩岸交流下是否可以擦出更多的火花，都使得顧問事業的發展產生更多的可能性。

過去的顧問事業，靠著老師所謂的「盤感」帶領會員進出市場，進行著單方向的操作行爲，爾後歷經了「程式交易」的百家爭鳴時代，如今市場也朝向國際化邁進，單純的程式交易訊號早已無法因應，delta neutral更一度成爲人人追捧的顯學；但國際情勢變化帶來了牽一髮而動全身的影響，使得國內期貨市場也無法置身全球總體經濟的波瀾之外，市場參與者如果不能正視操作複雜度與專業度提升的情況，可能促使自己深陷高度危險而不自知，而顧問事業相關從業人員是否可以在此時提供有別於傳統的服務，從過去聚焦於「獲利」的點，轉而投向著墨客戶整體投資組合「風險控管」的面，或許是提升顧問事業服務水準的重要面向之一。

在與顧問事業委員會陳瑞珏召集人訪談的過程中，針對去年(2011年)期貨市場的重大事件對於期貨顧問事業的衝擊以及今年度期貨顧問事業的展望與規劃等議題，陳召集人表示了以下的看法：

巨額違約事件的衝擊突顯投資顧問角色的重要性

「去年巨額違約事件的衝擊，反而深具教育的意義」，陳召集人表示。

就交易建議的面向而言，「風險控管」的觀念在此可以獲得客戶的重視，扭轉過往市場參與者僅著重單純獲利的想法，無形之中投資人對於風險控管的警覺度也爲之提

升；過去顧問事業服務爲迎合客戶偏好而相對著重提供攻擊性策略，經此事件之後，防禦型策略的提供受到青睞的程度必將高於以往。再以出版與講習的面向來看，更多的實際例證可供講師們進行說明，使得期貨顧問課程內容更加鮮活，促使聽眾有更爲貼近市場的感受，從而了解風險控管之必要性，也可視爲正面助益的所在。

由這樣的出發點考量，我們同時可以了解到，再大的客戶，也有人性的一面，除了業者作業面的檢討之外，一個期貨投資顧問所扮演的角色~提供中立的建議、忠告者的角色，更顯其必要。鉅額違約的衝擊也因此使得顧問事業的定位更加明顯與重要，而業者著墨的重點即在於如何去深化與突顯這個中立角色的重要性。

新增商品與法規開放帶來更多元的業務面向

去年(2011)台灣期貨交易所大幅增加了個股期貨的檔數，目前已達234檔，而契約的轉換方式也已進行簡化，使得期貨顧問事業得以爲客戶提供更加多元的財務規劃，新的業務模式也因此而生。

透過新商品與新制度的設計，客戶端的財富規劃需求從而得到更高的滿足；而由業者端來看，期貨顧問的財務規劃諮詢服務，無須藉由原有期貨客戶的交易商品轉換，便完全開發出新增的股票期貨經紀業務，同時也活化了證券商庫存靜止戶，如此期貨與證券交易量提升的狀況更使證券與期貨交易稅

收隨之提升，可謂達客戶、業者與政府三贏的局面。

陳召集人同時提到，在法規的開放下，期貨商目前也同時具有期貨顧問、證券投顧與證券IB的業務資格，乍看之下或許會認為業務重疊性高，然而著眼於最專長的項目，也就是核心業務的部分，搭配越多的工具，即可達到組合變化愈多的效果，更能對應客戶資產管理的多元需求。

大陸投資諮詢業務的開放

去年八月份，首批獲准從事期貨投資諮詢業務的期貨商有十四家，一個多月後已躍升至三十餘家，陸續仍有期貨商積極申請；回首2010年底，大陸證監會也提到，未來一段時間重點推進期貨公司的三項創新業務即是，投資諮詢業務、境外期貨經紀業務與資產管理業務等，而去年底，許多大陸電子媒體也斷言，2012「投資諮詢業務」將成為期貨商角力的主戰場，在在顯示大陸期貨商將在此領域多做著墨；然也有媒體同時披露，真正簽訂的投資諮詢業務契約有限，享有「免費」資訊與諮詢的習慣難以改變，大陸期貨業與台灣期貨業所經歷的過程似乎頗為相似。

針對大陸投資諮詢業務的開放，陳召集人表示，可以就人事、財務、法務稽核與業務等面向進行經驗分享，期盼透過兩岸的交流使得雙方互相瞭解經營與管理的模式，進而設計出未來兩岸金融合作後，可確切執行



且具有實際效能的投資諮詢業務。換句話說，樂見兩岸交流，觀察政策開放的進度，秉持不躁進且著眼中長期的獲利基礎，是目前所抱持的態度。

顧問業務發展的困難與限制

顧問無法約束客戶最後的決策

投資顧問或許擁有滿腹的專業與十八般武藝，卻無法對客戶施展！舉例來說，若把投資顧問與客戶比擬為師徒的關係，事實上，師父無法替徒弟在市場裡直接交易，徒弟必須自行理解消化師父的教導之後，再應用於市場中，這樣的交易結果恐怕會打了折扣。此類限制時常在顧問事業提供程式模組給客戶使用的行為中出現；業者的顧問事業單位研發出具有明確交易邏輯的策略，前提是必須在「一段時間」內進行「連續性」交

易，然而客戶端在使用的時候，卻常常與該基本設定背道而馳，結果當然可想而知。顧問無法約束客戶最後的決策，交易與否或交易方式是否與顧問原先為客戶所建議的相同，都是導致交易結果不如預期的原因，相對只需在契約簽訂初期約定各項風險與投資方針等各項條件的全權委託的經理事業來說，顧問業務的施展難度更高！

顧問無法知悉客戶的部位狀況

再以另一種關係來舉例，若把客戶比喻成爲健康檢查的主體，此時顧問的角色應該是醫生或是護士呢？醫生的角色可以從事診斷與建議，然護士的角色則是叮嚀；期貨經紀業務的功能，當然可以像護士一樣，提供各種的叮嚀，但是這種叮嚀，比較屬於普遍性的提醒，然而期貨顧問的功能，應該更爲積極的成爲醫生的角色，在健檢結果出爐的同時爲個案主體做診斷說明並提出確切的建議。可是在目前現實環境下，期貨顧問無法知悉客戶的部位狀況，甚至連客戶的下單習性也難以確切掌握(因爲客戶或許在別的期貨商交易)，在這樣的條件之下，顧問便無法針對客戶所屬的部位配置提出確切的建議，卻只能以普遍性爲出發點做出建議；如此一來，顧問與客戶雙方的供需便無法契合，顯示這樣的關係仍有再進化的空間。

客戶對於「便宜大碗」的服務具有偏好

期貨市場是高度槓桿的保證金交易，專業度相對較高。成熟的市場，專業交易人或

機構法人的參與比率更佔多數，期貨顧問確實有責任將整個市場參與者的專業水平拉高，讓參與者更知道如何看待風險，甚至對於這個行業的變化做出正確的因應。回首去年初，市場曾經經歷客戶在流動性欠佳的選擇權序列以市價單大量買進，造成該序列權利金瞬間噴出超過百倍，最後又回歸合理價格的劇烈波動，從這個例子來看，若以交易的時間來看，該客戶已經不算是「交易新手」，但卻仍有這種不瞭解市場制度的情況出現，充分顯示這個市場的參與者專業度有待提升，也對應出顧問業務發展的空間。

然而「付費」諮詢的觀念在客戶的心中尙未萌芽，反而對於「便宜大碗」甚至免費的資訊極具偏好，且傳統「譁眾取寵」的投顧老師激情的解盤方式似乎比中規中矩同時強調風險與獲利的期貨顧問更加吸引人，這也是期貨顧問事業發展的主要困難之一。

顧問業務的角色定位與未來發展

期貨市場在面對上述的衝擊之後，反而可以突顯顧問業務忠告者角色的重要性，而市場參與者急待提升的專業度也說明了顧問業務的不可或缺性，發展成熟的市場，在經紀業務的領域終會出現一個均衡價格，利潤有限的情況下，業者在顧問業務的發展便具有其重要性。

顧問業務角色的定位由傳統的單純聚焦「獲利增加」移往「風險控制」的領域已無庸置疑，交叉運用多種工具但仍著重核心業



務的策略也是大勢所趨。在發展成熟的市場中，理解提供大量折扣的經紀商(discount broker)與提供完整服務(full-service)的不同，對客戶做差異化的服務，然後進行大量客製化，結合效能平台，最終由客戶自行選擇所需，達到供給與需求完全契合的情況。

業者在經營一定的時間之後，應該很容易發現，每個客戶可能有不同的需求，但是其中重複的需求相當大量，顧問業務便可針對這些重覆需求的部分進行大量客製化，扮演著discount broker的角色，向客戶收取低廉的基本服務費用；而面對其他特殊的需求，例如不同的報告提供、不同的傳遞方式(傳真或是電子郵件傳送等)則有不同的計價方式，在計價方式細緻化之後，full-service的定位也因此浮現。這就如同近來所謂的廉價航空

(Budget airline)的發展，客戶最基本的需求只是買個空間從A地點移動到B地點，頂多想喝杯水，但如果客戶想要喝杯果汁或是酒，則需要另外計價。

區別客戶需求並將計價方式細緻化，是因應前述客戶偏好「便宜大碗」心態的主要方法；而面對顧問無法知悉客戶部位的限制時，則以結合雲端科技與效能平台的方式，讓期顧投資諮詢業務能更即時有效地與經紀業務做連結，並協助一般自然人建立真正多元化投資策略的管道，分散投資虧損風險與控管市場風險，達到延長客戶生命週期與提高客戶週轉率的目的，創造期顧與經紀業務收入雙贏的局面。

另外，運用期交所大額交易新制的效能，由去年的點擴大到今年的線與面，鎖定證券庫存戶，提供精準之財務規劃期貨顧問服務。最後，則是將專業度向下紮根；採走進校園結合社團的方式，提供高端演算交易、程式交易與高頻交易等課程，並透過模擬交易活動培養期顧人才。

在顧問角色確立，且採取大量客製化與差異化的方式因應客戶需求，結合雲端科技與效能平台等方式因應期貨顧問事業發展的困難點，並不忘培養訓練未來可能加入此一事業的新血，同時關注大陸期貨投資諮詢業務的發展等，將有機會使期貨顧問事業的未來發展更加健全，並達成提升市場整體參與者專業度的使命。

CNEA

黃金十年 期貨經理事業勇敢出擊 專訪期貨經理業務委員會召集人楊新德

撰文/林已霧



期貨經理業務委員會召集人楊新德；現任 永豐期貨總經理

前言

2011年全球投資市場面臨極大波動，不論是股市、外匯、債券等商品大漲大跌，對於投資市場而言，操作難度甚高，許多投資銀行、證券相關投資部門因此受傷，連全球前三大上手之一的曼氏期貨也在此風暴中倒閉，投資人受到波及，資產大幅縮水。然而，期貨經理產業雖經歷這場變化一年，但在各期貨經理事業之業者努力深耕，無論是

資訊技術、顧問服務或期貨經理事業商業營運模式也愈趨成熟，並隨政府開放ECFA，兩岸期貨業務交流更為密切，又值大陸積極發展期貨資產管理業務，更使大陸期貨業者將台灣期貨經理事業視為指標參考對象。

期貨經理產業在去年漸受矚目，也使期貨業經營版圖更加完整，期貨商除能夠從事國內外經紀業務、自營業務、期貨顧問事業，還有期貨經理以及期貨信託等資產管理

事業；有鑑於此，期貨經理業務委員會楊召集人為建全台灣期貨經理事業發展，召集委員會討論「現行期貨經理事業自律規範及研議強化措施」，加強業者對於期貨經理事業之風險控管防制作業，並將市場所遇到各種狀況重新審視、檢討，主要包括了解招攬對象、留存研討會及說明會相關資料、廣告文宣審查、加強產品及策略審查並檢討與客戶約定事項，以及增加風險管理機制，來降低期貨經理事業業務風險，加強投資人之保護，期能在穩定中發展，以促進期貨經理產業營運。

此時，又適逢政府積極推動黃金十年之金融發展，期貨經理事業更應掌握目前優勢積極發展，提升產業競爭力，打造前瞻穩健之期貨經理事業。

勇敢出擊 接受挑戰 迎向未來

台灣期貨全權委託業務已發展多年，去年期交所一口氣推出股票期貨三新制（實施簡化股票期貨除息契約調整規定、推出常態性造市制度及大幅增加股票期貨檔數），深化了期貨經理事業的功能，但期貨經理事業在發展上，仍有硬仗要打，楊召集人就主要的挑戰做了以下的說明：

一、期貨經理業者在激烈的競爭之下，期貨經理事業管理費收入已經趨近於成本，而期貨經理事業必需不斷的開發創新交易模組，因此需要支付龐大資訊設備、研究分析人員等費用，期貨經理事業經營已不容易，加上部分業者為吸引客戶

再降低收費，導致期貨經理事業的營運更加困難。

二、由於國內投資人對於期貨認知度有限，認為期貨屬於高槓桿商品，對於期貨全權委託存在高度疑問。再則，有意願全權委託期貨經理事業之投資人，因期貨經理投資門檻相當高（最低全權委託金額為250萬元），無法委託，實為可惜，因此，期貨經理業者在推行方面非常挑戰。

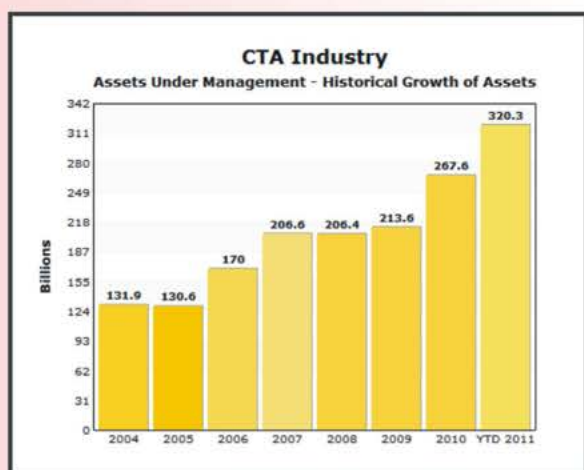
三、期貨經理主要操盤人，大多來自期貨自營、信託或證券自營等頂尖高手，在高手雲集的期貨經理市場下，各家期貨經理業者要如何脫穎而出，是挑戰；國際環境詭譎多變，金融市場系統性風險下的決策，面臨考驗，如何能夠穩定獲利、控制風險，對期貨經理事業來說更是嚴峻的挑戰。

但我們也不妄自菲薄，楊召集人充滿信心的說：「觀大陸市場，期貨投資諮詢業務的開放，使大陸期貨市場開展了期貨資產管理生命，大陸業者對此亦具高度發展意願，尤其是期貨全權委託這部分，致頻繁來台取經或邀請台灣期貨經理業者演講、交流與簽署顧問合作合約，強化了我們的廣度。」

「過去投資人比較偏重傳統投資標的作為資產配置，如股票債券、傳統型股票；然去年國際基本面影響，投資市場波動劇烈，反而突顯期貨多空皆可操作、具有高度靈活度以及高彈性的特性，其避險的功能也更受投資人矚目，對台灣期貨經理的發展可謂一

大利基。」

「再則，我們可以參考國際投資市場發展狀況，期貨管理帳戶(Managed Account)在國際間行之有年，並且在國際金融市場中，期貨管理帳戶比重逐年升高，2011年CTA管理帳戶資產規模將近有3203億美金(見下圖)，全權委託資金逐年增加；而由於我們起步的晚，台灣期貨經理事業目前所管理之總部位雖然不多，但在國際環境的驅使、期貨特質的彰顯下，可以發現這個行業有非常大的發展空間。」



資料來源：Barclay Hedge

圖：國際市場CTA資產規模逐年漸增

期貨經理事業強化措施

正由於我們站在期貨經理事業發展階段的重要位置，如何使期貨經理事業走的更穩妥，是當下亟需深思的問題，所以我們召集會議，強化業者自律、重視與投資人約定權益、加強投資操作機制，楊召集人說。

就討論的六大議題分述如下：

一、瞭解招攬對象落實風險制度

目前雖訂有相關規範強化期貨經理事業管理能力，但無法所有期貨經理事業完全瞭解投資人可承受風險等級，進而導致善意投資人權益受損。為具體落實辦理期貨經理事業投資人服務與保護工作，維護公平正義之交易秩序並保障投資人權益，當期貨經理事業與投資人訂定提供期貨經理事業全權委託之契約前，期貨經理事業可加強了解投資人，落實KYC制度，以確保期貨經理事業所提供之服務對消費者適合度。

關於期貨經理事業之投資人所能承受風險等級，各家業者可制定不同交易策略之風險等級，並充分評估各投資策略未來可能風險與報酬；業者亦當與客戶充分講解溝通，了解客戶所能承受之風險，評估客戶投資策略及商品適合度。但因各家業者所執行投資策略不同，難以統籌管理規範，惟因地制宜以達到真正控管要點，若各期貨經理業者能自行訂定客戶分級標準，至少區分一般及進階兩等級，以保護投資人。

業者做好風險揭示和資訊揭露，真正做到「賣者有責」，並在此基礎上實現「買者自負」，最終實現「將適合的投資商品賣給適合之投資人」，從而落實金融消費者保護法施行，保護投資人合法權益。

二、留存研討會及說明會相關資料

期貨經理事業向投資人說明重要內容及揭露風險時，應留存相關資料，但考量各期

貨經理事業招攬業務形式不同，依不同狀況提擬不同作業辦法。若期貨經理業者客戶為特定人士時，業者應就其投資策略及產品之解說內容錄音；再則，若業者舉辦研討會及說明會時，考量不特定人士之因素，可進行全程錄影以利日後相關人員作業審查。而錄音及錄影檔案由各業者自行保存，以避免爾後不必要之紛爭，造成雙方困擾。

三、加強廣告文宣審查

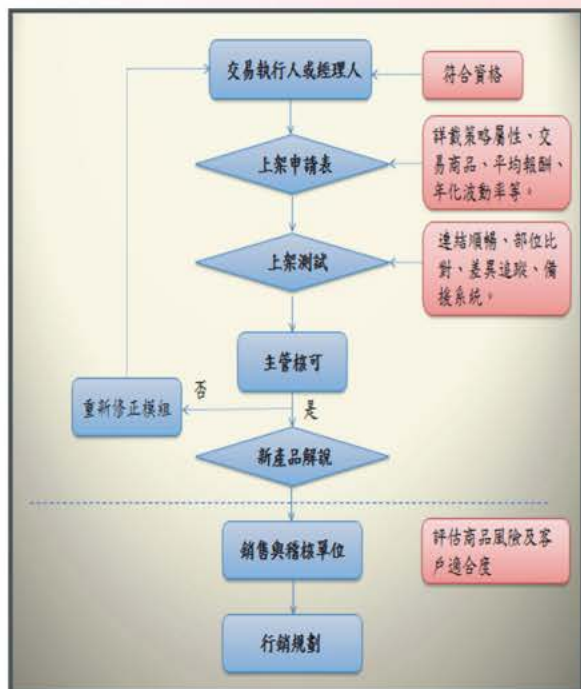
期貨經理業者進行招攬說明時，若業者以其操作策略之回測績效進行招攬訴求時，應就其回測資料以合理測試期間，不偏頗、不採取對自己有利方式進行回溯測試，並揭露其測試期間之極端風險波動情況，其中業者應以其測試系統無論採取收盤價、最高價及最低價進出者就其解釋，並說明此投資策略模組之Maxdrawdown。業者所採用回溯之系統可使用TradeStation或MultiChart或有公信者所提供之資料，若有例外或者是測試限制情況外，業者應加附註詳盡說明，善盡業務責任。

四、加強產品及策略審查

由於各家期貨經理業者所推出產品及策略廣泛且多元，在每家產品及策略推出前，業者應內部嚴格審查。當新策略模組執行前，首先應由具有符合資格條件之交易執行人或經理人填具上架申請表，詳載產品策略之交易屬性、交易商品，評估所動用之名目本金，估算平均報酬、累積報酬率、年化波動率以及MaxDrawdown等模組重要資訊；再

則將新策略模組上架測試，其測試包括API連結順暢度、進行部位比對、差異追蹤以及備援系統是否完整。

當交易執行人或經理人將新產品交易結果以及差異比對予交易室主管，若交易室主管核可後向稽核與銷售單位提出，並詳盡說明此產品相關內容，再由銷售及稽核單位進行最後把關，評估新產品之風險等級以及客戶適合度。銷售單位及稽核單位作為最後關口，主要是為考量銷售單位為最前線業務人員，了解客戶需求及其風險屬性，站在保護投資人立場，銷售單位應充分了解商品以及籌備未來銷售計畫；稽核人員亦應全程參與產品策略議程，審查交易及銷售單位是否有不法之情事，損害投資人之權益，造成該業者營業損失。



圖：加強產品及策略審查

五、檢討與客戶約定事項是否合宜

主管機關為使期貨經理業者與客戶之權利義務關係更為明確之考量，修正期貨交易全權委任契約中「契約終止事由」，於契約中明定業者與客戶之間權利義務，當全權委託資產淨值減損達原始委託資產百分之二十以上時，業者需於當日通知客戶；日後當達前次報告資產淨值減損達百分之十以上時通知一次；當客戶全權委託資產淨值達原始委託資產百分之六十以上時，則強制終止委任契約，目前業者均已遵照辦理。

其次，主管機關要求期貨經理業者與客戶約定全委契約之風險承受度，當期貨經理業者與客戶約定停止委任百分比時，應確實執行終止委任。舉例來說，若客戶僅能接受全權委任資產減損原始委任資產百分之三十以上時，客戶可與期貨經理業者於終止委任明定，而客戶全權委任資產淨值減損確實達到原始委任資產百分之三十以上時，期貨經理業者應確實執行反向沖銷了結約定。此為確實考量客戶風險承受，保障客戶權益。

六、增加風險管理機制

各家期貨經理業者目前已設有風險控管機制，業者應依該公司組織規模進行權責劃分，善盡監督管理、專戶交易管理、盤中後風險管理、客戶風險承受度管理以及通知及約定事項相關作業管理，風險控管機制強化建議如下：

（一）監督管理

1. 監督執行成效，控制風險於可容忍的損失範圍內。
2. 定期或不定期評估目前使用之風險管理程序是否確實辦理及是否適當。
3. 對於交易狀況有異常情況(如持有部位已達損失上限)時，應即向權責主管報告，並採必要之因應措施。

（二）專戶交易管理

1. 負責日常風險監視、衡量與評估。
2. 製作相關風險管理報表與傳遞風險管理資訊。
3. 評估風險暴露與風險集中程度。
4. 檢核金融商品定價模型。
5. 協助擬定風險管理政策。

（三）盤中後風險管理

1. 盤中：即時連結報價，試算損益及淨資產、greeks、手動觸發風險值試算。
2. 盤後：製作隔日風管報表，以蒙地卡羅計算風險值等。
3. 風險值限額決定：以客戶年期望報酬率(產品定位) VaR值。

（四）客戶風險承受度管理

客戶風險承受度是指，當客戶委託資金虧損達一定比例時，即客戶委託資金減損原始委託百分之二十時或一定比例時，期貨經理業者應通知客戶，並採取相關措施，此一定比例非指客戶與期貨經理業者約定之風險承受度，客戶風險承受度管理作業如下：



1. 風險忍受程度在開戶前即已約定完成。
2. 盤中達到客戶設定之虧損比例，應聯絡客戶。
3. 盤後仍在設定虧損比例，則向客戶溝通是否持續操作。

(五) 通知及約定事項相關作業管理

1. 經辦人應向委任人說明期貨經理事業將於每月及每年向委任人送交包含交易紀錄及現況報告書之月報及年度報告書，或於委託資產之淨值減損達原委託資產金百分之二十以上時，應於事實發生當日內，編製委任人交易紀錄及現況報告書，以約定方式通知委任人，日後每達較前次報告資產淨值減損達百分之十以上時，亦同。但經委任人書面同意者，得依同業公會所定作業規範，以電子郵件方式寄送前述報表。如委任人因委託交易資產之淨值減損達原全權委託交易資產百分之六十以上時，應終止期貨交易全權委任契約。
2. 委任人亦得以書面或其他約定方式向期貨經理事業查詢。期貨經理事業應先確認委任人身份無誤後，始得告知或提供

委任人查詢資料，並應作成委任人查詢紀錄，以供備查。

3. 如委任人要求期貨經理事業定期或不定期提供更多報告或資訊時，經辦人除瞭解其目的外，應簽報權責主管為適當處理，並得視情況於契約明定收取費用。

結論

我們正在期貨經理事業歷史的交叉點上，楊召集人說，是黃金交叉？抑或死亡交叉？端看業者本身自覺與自醒。我們不僅希望業者好，我們更希望客戶好，期貨經理事業這塊才能越做越大，所以我們願意花半年的時間討論並與主管機關溝通我們的內控、強化風險控管機制，一切努力均以保障客戶利益為前提，讓客戶掌握自己的停損，所以在今年一月主管機關核定了期貨經理事業委任契約修定範本，增加了客戶約定的停損機制，以強化業者與客戶約定減損處理方式進而達到減少糾紛的目的。而，期貨經理事業委員會也將持續衡酌金融情勢變化，積極主動迅速研議各項風險控管重點，強化期貨經理產業以為因應。

配合政府推動黃金十年理念，楊召集人對於期貨經理產業發展毫不懈怠，隨著兩岸開放，大陸期貨商對於台灣期貨經理事業存有高度興趣，未來兩岸具有相當高的合作機會，也帶領台灣期貨經理產業邁入另一個新的里程碑，面對2012期貨經理事業挑戰，唯有不斷淬煉期貨經理事業專業優勢，必能跨出台灣放眼國際市場，畫出期貨經理事業的黃金交叉線。

CNEA

亮點中的亮點 期信基金(CTA)報到 專訪期貨信託業務委員會召集人賴聖唐

撰文/陳好姍



期貨信託業務委員會召集人賴聖唐;現任 寶富期信總經理

在近期全球金融體系受歐美債危機衝擊的詭譎市況下，期貨信託基金成為資金新避風港，儼然已成為風雨逆勢中的奇葩，新世代的投資利器，亮點中的亮點。

期信基金年化15~20%的風險承受度，加上10~20%的年化報酬率，是創造穩定複利效果的好幫手，金管會因應業者所需於100年12月下旬開放保險業投資期貨信託基金受益憑證，除使保險業資金的風險管理規劃更加完善，無異也對期貨信託業者投下利多行情。

98年1月台灣第一家期貨信託公司正式成立，三年來我們看到期信事業在嚴謹的風險控管與模組評估下表現優秀，故本刊特專訪期貨信託業務委員會召集人，現任寶富期信總經理賴聖唐先生，談談期貨信託事業的現況與發展。

Q1 2011年台灣期信基金表現亮麗，身為期貨信託業務召集人，可否先就過去一年業務上的回顧，向期貨人讀者說明？

首先就證期局長官以及期貨公會同仁對

期貨信託業務的推廣及貢獻是有目共睹的，身為期貨信託業務委員會召集人，十分感謝大家過去的指導與協助，透過這個團隊的努力，我們才能順利完成很多對於台灣期貨信託業務及資產管理業而言都很有意義的事。我大致簡述期貨信託業務委員會過去完成之業務如下，分為五大項：

- (1)協助期貨公會推動期信業務之發展。循例完成聘任期貨信託基金風險控管委員會委員十九位，並提出審查意見供主管機關參卓，以利審查期貨信託基金風險控管機制。同時也協助完成富邦投信所提出「富邦全方位期貨信託基金」等新期信基金的審查。
- (2)配合金管會期貨信託事業與期貨信託基金相關函令，訂定或修正相關自律規範方面，有「期貨信託內部控制制度範本」、「期貨信託內部稽核制度範本」、「經營期貨信託基金業務之業者對外發布訊息行為規範準則」、「期貨信託事業及其銷售機構基金通路報酬揭露施行要點」以及「期貨信託基金之募集、發行、銷售及申購買回作業程序」等等。
- (3)加強宣導期貨信託基金業務方面，為利期貨信託業務順利推行，舉辦數場期貨信託事業或期貨信託基金相關講座及說明會，並召開多次「信託業務委員會」協助期信業者就其意見與實務情況彙整與主管機關進行溝通與討論。
- (4)持續推動期信業務限制鬆綁，增加期信競爭力方面，持續與主管機關溝通，使期信業務之各項限能逐步鬆綁，完成辦理事項



有「證券投資顧問事業擔任期信基金之銷售機構時，受理與其簽訂證券投資顧問契約之客戶以金錢信託帳戶所為之基金申購、買回申請」、「期貨信託事業發行以投資槓桿型及放空型ETF為主之組合型期貨信託基金之可行性評估」、研議我國發展商品ETF之可行性及相關配套措施。

- (5)持續推動期交所、公會及周邊單位舉辦教育訓練和期信業務相關之研討會方面，協助更多期貨信託基金銷售機構銷售人員順利通過「期貨信託基金銷售機構銷售人員資格測驗」，分別在北、中、南舉辦數場「期貨信託基金銷售機構銷售人員輔導考照班」。

雖然各項修訂與溝通過程繁瑣，但終究也一步一腳印的完成使命，因此我個人非常感謝大家的協助。

Q2 請問期貨信託業務對期貨業及期貨自營操盤人有何影響及建議？

我們不得不承認，操作期貨確實跟操作股票不同，在專業程度，尤其風險控管能力

都有很大的差距，如果散戶一直處於很容易陣亡的狀態，勢必得引導他們參與期貨信託基金，才能夠間接地進一步放大期貨市場規模，期貨信託跟期貨經紀業務的意義就在這裡，這是大環境部份。而無庸置疑的，目前自營操盤人都受限於期貨自營商所能承受的風險、或自身的資本額都還太小，唯有靠期信基金才能讓有能力操作大金額及有心要追求操作大規模、大範圍(區域性，全球化)的操盤人，才能提升其操作績效所帶來的分潤。

再加上期信法規本身的設計又比自營及期經開放許多，如：自營有美盤對國內產品的限制，期經事業的限制則是不能操作外匯，而主管機關對期貨信託業法規設限最小，這對所有自營操盤人是很大的鼓勵，因可以提升大家去操作全球市場的能力，並將操作期貨的廣度跟深度，都開放到最大，給追求自我成長、自我實現，或追求更高薪、更高事業上成就的操盤人發揮的舞台，這些勢必都要透過期信事業才能完成。相對期經、期顧，也有同樣地效果，期經、期顧都是未來培養期信人材的前哨站，所以我認為期貨信託事業是有機會去整合自營、期經、期顧之集大成的終極事業體、並讓整個國內期貨市場更蓬勃發展與可以跟國際接軌。我們也看到越來越多的台灣投信公司已經磨刀霍霍要成立期貨信託公司或申請兼營期貨信託業務，相信這樣的良性發展是值得讚許。

Q3 請問您國內發行的期信基金對國人在資產管理上有何正面效益產生呢？

期信基金2011年在台灣的表現相當亮麗，我們根據今年1月5日的經濟日報報導，2011年全台灣發行的604檔基金當中前三名基金，第二名與第三名就是現行四檔期信基金中的兩檔，寶來投信的黃金期信基金(+8.65%)與寶富期信的寶富多元策略期信基金(+7.63%)。而且，與股市大盤相關性幾乎是接近零，這表示期信基金在資產配置上的有效性，值得投資人注意。

排名	基金名稱	淨值	2011年 績效(%)	近半年 績效(%)
1	台新北美收益資產證券化基金	13.21	9.35	1.46
2	寶來黃金期信基金	10.93	8.65	3.02
3	寶富多元策略期信基金	11.27	7.63	10.79

資料來源：基金資訊觀測站(淨值和績效截至2011/12/30止)

台灣的基金市場在資產管理上長期以來缺少了真正能提供追求絕對報酬，及多空雙向操作的產品，期貨信託基金的問世，剛好補足了資產管理組合上最重要的一隻腳，我相信國人往後的資產組合勢必脫不了股票、債券、還有期信基金這三大要項，尤其以空頭時候更為明顯，以去年經濟環境來看，我們就看到活生生且很明確一個例子，去年加權跌了25-30%，而期信基金表現都非常的

好。

期貨信託基金為何能在市場上腥風血雨中脫穎而出呢？我將原因簡單歸納為二點，其一是期貨信託基金多空都能操作並且能因應市場變化，追求絕對報酬的特性，其二是期貨信託基金的年化波動度。舉例來說，如新興市場股票常態性的年化波動度約35-45

%、期信基金僅15-20%，當金融市場出現黑天鵝事件時，期貨信託基金的最大虧損也不過20-25%。根據統計，從2008年金融海嘯至今(2008.01-2012.01)，若投資5成全球股市加上5成全球債券為例，這段期間的報酬率將近0.01%，年化波動度約10.84%，若把期信基金納入資產配置，並依照全球股市、全球債券各3成比例計算，期間的報酬率為1.39%，年化波動度則降至8.03%，因此若在資產組合中加入期貨信託基金，反而能提高報酬、降低波動率，對投資人而言，何樂而不為呢？

故我們希望更多同業能參與期信業務，以2000年後，整個全球經濟環境來看，天災人禍還是頻繁發生，我們統計約3-5年就會發生一次規模大小不等的股災，在這種情況下，勢必投資人還是要仰賴期信基金這樣追求絕對報酬、多空雙向操作特性的產品，才有辦法健全我們的資產配置。以目前來看，台灣的期貨基金還是太少，藉此呼籲主管機關，對於期信法規是否可以再適度的鬆綁？目前離國人能自行操作期貨還有一段距離，我們要如何協助專營及兼營的業者更有效地撐過這個過渡期，設計一些過渡期的商品及機制，這些都需要法規面向進一步地配合。

Q4 請問您對期貨自營操盤人及期貨信託基金業務未來期許及展望？

我曾開玩笑講，若金融業要出現一個如同電子業高薪的傳奇，只有在期信事業才有可能出現。舉個例子，假設一期信基金的經

理人管理一檔100億規模的基金(如下表)，因期貨信託基金可以收取管理費(經理費、保管費)加上績效費，如果某一年度這支基金創造了30%的年報酬，假設管理費收取2億，績效費為6億，這家基金公司今年度因這檔基金就有8億的收入，而一個期信公司的資本額為3億元，換算後當年公司的EPS為27元，假使操盤團隊有10%-15%的分潤，等於這整個團隊的年薪就有8000萬，相信這樣的高薪是其它行業無法比擬的。

A 基金規模	管理費	績效費	收入	EPS	團隊獎金
100E	2E	6E(註一)	8E	27	8000萬

註：以年報酬率30% 試算，績效費20%

期貨信託管理基金在先進國家已存在多年，目前期信基金全球市場規模將近3,500億美元。就國外資產配置而言，期信基金應佔整個投資資金比例約三成，目前雖然台灣投資人尚未完全認識期貨信託基金，但我相信未來期信基金佔投資資產比例10%是很可能達到，若以目前台灣共同基金資產規模約3.5兆資金來推估未來期信基金的規模則為新台幣3500億(10%)，相當具有吸引力。目前台灣期貨信託基金四檔規模僅有32億，有無限的成長空間。由於期信基金是以取得長期穩健的報酬為目標，國際利空逐漸頻繁及與國際化的接軌趨勢下，台灣期信基金的總管理資產規模相信將有更大成長空間，我們期待這一天(3500億規模)趕快到來，讓對的產品在台灣能創造期信及投資人雙贏局面，也不枉費主管機關有這樣的魄力及睿智下率先在2007年開放期信事業的美意。



槓桿保證金契約

● 金融槓桿交易淺說 ●

● 外匯保證金交易 ●

● 操盤人心得分享 ●

價差合約

外匯槓桿保證金合約

金融槓桿交易淺說

撰文：鄭欽文

壹、何謂金融槓桿交易

依期貨交易法第3條第1項規定：『本法所稱期貨交易，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、槓桿保證金契約等交易。』因此，槓桿保證金契約是期貨業務的一種，並得於期貨交易所或其他店頭市場交易應無疑慮。而所謂的槓桿保證金契約依同條第4款規定，係指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。參考國外交易所如新加坡或香港等亞洲金融交易中心之實務運作，市場在槓桿保證金契約商品交易的型態主要有：外匯保證金、能源、貴金屬以及價差合約（contract for difference）等商品種類，其中價差合約名詞對我國一般投資人較為陌生，然在歐美等金融先進國家的交易市場卻已是行之有年且快速蓬勃發展的投資標的，價差合約所帶來的經濟效益也相當可觀。

目前新加坡、香港、英國及澳洲所流行的各類型「價差合約」金融衍生性商品，本質上都視為「槓桿保證金契約」的一種，澳

洲交易所的價差合約甚至能與千里外的我國個股作為連結標的，顯示價差合約背後所隱藏的金融商機及契約彈性之廣，我們當然沒有理由自限於此等國際金融潮流之外。因此，開放槓桿保證金契約商品，特別是價差合約商品，已是當務之急。

價差合約主要內容係由投資者（investors）與提供者（providers）相互約定，倘合約標的之基礎資產於結算時之價格高於約定時之價格，則提供者支付差價給投資者；反之則由投資者支付差價給提供者。此種金融商品之特色，在於容許投資者可隨意買進或賣出，且期貨契約一般均有固定到期日的限制，價差合約則具有較大的交易彈性。因價差合約為槓桿式交易，亦即須由投資者先行繳交一定成數之保證金。

價差合約應歸屬槓桿交易商專屬業務，目前國內現貨市場雖已有證券商經營以股票為標的之認購（售）權證商品，類似前述槓桿交易商的業務，惟價差合約之本質與認購（售）權證商品仍有相當多的不同。價差合約最基本之特徵在於，投資者可以相較於取得基礎資產成本甚小之資金成本為對價，取得基礎資產之經濟部位。價差合約之契約通常會要求投資人於最初存放一筆不超過基礎

資產當時市價5%~10%之保證金予價差合約之提供者。因此，假設在個案中要求投資者須存入10%之保證金，則投資者以10元之資本即可參與100元價位股票之資本利得損益。價差合約投資者之風險來自於價差合約本身屬於高槓桿商品，因而相較於投資非槓桿性質商品，其必須承受相對較高之風險。

香港交易所的槓桿交易可分為在店頭市場買賣的槓桿式外匯交易以及在集中市場買賣的可收回牛熊證交易，香港為加強對投資人之保護，特別規範相關監理槓桿式外匯交易之法律，使其成為全球少數受嚴格管理之店頭買賣衍生性商品。而可收回牛熊證是在香港交易所交易之價差合約，其特色為設有收回價及強制收回機制。由於其交易性質透明便利且對投資人保護較佳，因此香港牛熊證目前是廣受香港一般投資大眾喜愛且交易熱絡之衍生性金融商品。

以下就幾種市場上熱門的金融槓桿商品，為大家簡單介紹：

貳、牛熊證簡介

一、何謂牛熊證

「牛熊證」的足跡遍布全世界，英國、澳大利亞、香港、新加坡、德國等地都可以看到它活躍的身影。過去台灣投資大眾對「牛熊證」的印象，多來自於「牛熊證」在香港是相當全民化的商品，牛熊證類屬結構性產品，能追蹤相關資產的表現而毋須支付

購入實際資產的全數金額。牛熊證有牛證和熊證之分，設有固定到期日，投資者可以看好或看空相關資產而選擇買入牛證或熊證。若相關資產價格是在牛熊證到期前觸及收回價，牛熊證將提早到期並即時終止買賣。至今，香港市場上仍是權證與牛熊證雙主流並存，分別佔全市場成交金額比重10%左右。而此盛況，除了顯示投資人對牛熊證的接受程度相當高外，也可嗅出牛熊證的潛力與發展性。

牛熊證屬於投資市場上衍生性商品的一種，能夠追蹤相關資產的表現，而不須支付購入實際資產的全數金額。與認購（售）權證比較，牛熊證較少受到隱含波動率及時間價值兩大因素影響，特別是不用忍受隱含波動率變化帶來的風險，很多權證投資者相信都有過買對方向但是權證價格不漲的經驗，或者是所持有的權證在快到期時，時間價值快速遞減的經驗，在去（2011）年7月台灣也開放券商發行牛熊證後，投資人將毋須再考量該問題。此外，牛熊證的另一特色是設有強制收回機制：只要相關資產價格觸及收回價，即使該契約尚未到期，也會即時被強制收回，投資者因而會損失部分甚至全部投資金額。

二、牛熊證的優點

（一）設有停損機制之權證：牛熊證設有到期日及限制價格，在到期日之前，若標的證券收盤價觸及限制價，牛熊證將提早到期並終止買賣，投資人則收

回現金餘款（剩餘價值）。若到期前標的證券收盤價並無觸及限制價，投資人可於到期前在集中交易市場賣出或持有至到期，到期時投資人可獲得之現金結算款項為履約價與標的證券價格之差價乘上行使比例。

（二）與所連結之相關資產價格連動性高：牛熊證屬價內權證，即發行時已包含內含價值，牛熊證與標的證券價格變動比率趨近於1，能緊貼標的證券之走勢而不須支付購入標的證券之全數金額，因此，若相關基礎資產之價值上升，則相等權益比率之牛證價值一般亦會按此上升幅度等值上漲，而相等權益比率的熊證價值則同樣會按此上升幅度等比率下跌。此特色為投資人提供一種可緊貼相關基礎資產價格走向的產品，且其價格之透明度較其他結構性產品為高。但標的證券價格接近限制價時，牛熊證價格的波動幅度就會變大，可能會與標的價格之變動比例產生偏離的狀況。

（三）訂價透明度高：

牛熊證價格 = (履約價格與標的證券市價之差價 + 財務費用) × 行使比例

財務費用 = 財務相關費用年利率 ×

履約價 × (距到期日天數 / 365)

（四）多空皆能操作：看多的投資人可選擇買進牛證，看空的投資人可選擇買進熊證。

三、牛熊證的風險

（一）強制收回：當標的證券收盤價觸及限制價時，牛熊證將提前到期並終止上市，投資人僅能收回少量之剩餘價值。當牛熊證強制收回後，即使標的證券價格反轉，該檔牛熊證也不會繼續在市場上交易，因此投資人在買賣牛熊證前應先考慮本身的風險承受度。一般來說，收回價格與相關基礎資產市價的差距越大，牛熊證被收回的機會就越低，因為相關基礎資產的價格需要較大的變動才會觸及收回價。當牛證被強制收回後，即使標的資產價格上漲，該牛證亦不會再次上市重新交易，因此投資人也無法因價格再次上漲而獲得利益。

（二）槓桿特性：牛熊證具備槓桿特性，相較於股票，投資人可獲得高倍數之利潤，但若標的證券走勢不如預期時，投資人所承受之損失也較大。由於牛熊證以槓桿之方式操作，因此若相關基礎資產價格的走向與投資人原先預期相反時，投資人損失將以槓桿倍數放大。

（三）提前到期風險：牛熊證之存續期間一般為3個月至2年，若在到期前被強制收回，其存續期間立即終止，投資人會損失全部的財務費用。

（四）與標的資產走勢脫鉤：牛熊證的價格

變動雖然趨向緊貼標的資產的價格變動，但在某些情況下未必與標的資產價格的變動同步（即對沖值不一定等於1）。牛熊證的價格受多個因素所影響，包括其本身的供需、財務費用及距離到期的時限等。此外，個別牛熊證的對沖值亦不會經常接近1，特別是當標的資產的價格接近收回價時。

（五）接近限制價時之風險：牛熊證價格變動雖緊跟隨標的證券價格，但是當標的證券價格接近限制價時，牛熊證的價格波動較大，買賣價差可能較寬。

（六）財務費用：牛熊證在發行時已把全部有效期間之財務費用計算在發行價格內，雖然當牛熊證被收回時其有效期間將會縮短，投資人仍會損失全部之財務費用。投資人需注意牛熊證推出後，其財務費用仍有變動之可能，流通量提供者在牛熊證推出時未必會根據財務費用的理論值價格開價。

（七）流動性：雖然牛熊證設有流動量提供者制度，但投資人仍需注意各檔牛熊證之流動性是否充足。

表一、牛熊證結算方式

		牛證	熊證
結算價	到期無觸及限制價	到期日收盤前 60 分鐘內（股票）成交價之均價	
	存續期間觸及限制價	標的證券觸及限制價後次一營業日所有成交價之簡單算術平均價	
投資人可得之結算價值		$(\text{結算價} - \text{履約價}) \times \text{行使比例}$	$(\text{履約價} - \text{結算價}) \times \text{行使比例}$

參、認購（售）權證簡介

一、何謂認購（售）權證

認購（售）權證為選擇權的一種，是一種特定契約，由標的證券發行公司以外之第三者（國內為券商）所發行，持有人於履約期間內或特定到期日，有權依照約定履約價格向發行人購入或售出標的證券，或以現金結算方式收取差價之有價證券憑證。簡單來說，認購（售）權證係表彰購買（售出）標的股票權利之證書，認購（售）權證是一種權利而非義務，因此權證持有人主張行使權利時，認購（售）權證發行人不得拒絕。

二、認購（售）權證的優點

（一）高度槓桿特性：投資權證可用較少的金額，獲取標的股價上漲的好處，因此投資權證之報酬率在看對股票走勢情況下，將遠高於僅投資標的股票。因認購（售）權證具高槓桿效果，資金成本較購買股票為低，且其槓桿比率通常較融資信用交易為高，因此投資人可用較低的資金參與投資。

（二）下檔風險有限：認購（售）權證最大損失為付出的權利金，其風險有限，而理論上獲利可以是無窮的。

（三）可作為避險工具：當投資人手中持有現貨股票，卻擔心股價可能下跌侵蝕原來所獲取的利益，即可在集中市場買進認售權證來鎖定既有獲利。反

之，若投資人在市場上融券賣出股票，亦可同時買進認購權證進行避險。

三、認購（售）權證的風險

- （一）購買認購（售）權證無法享有股票持有者之權利：包括現金股利、在股東會亦無投票權以及優先認股權。
- （二）認購（售）權證有存續期間的風險：國內權證有時仍存有流動性問題，在選擇權證時應避免掛單量較小且價差比較大的標的證券。
- （三）發行券商為進行避險而可能助漲助跌：通常當權證的標的股出現大幅波動時，權證發行券商會進行避險操作，以認購權證來說，標的股票上漲時，券商就會買進標的股票，提高避險部位，下跌則相反，這也是權證發行券商對熱門標的股會因避險操作而發生助漲或助跌的效果。

肆、融資融券簡介

一、何謂融資融券

融資是向證金公司借錢，融券是向證金公司借證券，投資人必須依融資融券操作辦法規定，申請開立信用帳戶。如欲融資，投資人透過市場交易買進得為融資的證券，證金公司依買入價格按規定成數借給投資人款項，投資人則必須配合於交割時繳交自備

款。如欲融券，投資人透過市場交易賣出得為融券的證券，證金公司將該種證券代投資人交付證券交易所交割，投資人則必須按成交價格繳交一定成數的保證金給證金公司。

『融資』表示投資人預期未來股價會上漲，但手中的資金不夠，於是繳交部分自備款，向授信機構借錢買股票，之後再伺股票漲到高價後賣出該股票，賺取買低賣高的價差。『融券』表示投資人預期未來股票會下跌，但手中沒有該股票，於是繳交部分保證金，向授信機關借股票賣出，之後投資人再於市場上低價買股票償還。

二、融資融券的優點

- （一）財務槓桿：融資融券為信用交易，有資金放大的作用，簡單來說，就是擴張信用買股票，它的好處就是讓你運用『財務槓桿』原理，擴大投資的收益，只是因為是擴張信用，所以風險也隨之增高。
- （二）融券放空抓高點反彈：它的優點就是大家熟知的在股市到達高點時，先高價賣出炒作過頭的股票，再低價買回該股票償還，賺取差價。
- （三）鎖住手中持股獲利：融券除了可以在股市漲到相對高點時利用逆向操作來獲利之外，還可以在增資股票尚未發放前，或不願出售手中持股，但是股價短期可能呈現下跌趨勢時，投資人

可以利用融券賣出的方式，來鎖住既有的投資收益。

三、融資融券的風險

(一) 融資融券加劇股市波動：一般來說如果融資餘額增加，代表更多的投資人看好股市的表現，所以不惜借資金來買股票。但是，當市場融資餘額越多時，表示該股票可能過熱使籌碼相對不穩定，導致股價後續走勢更不穩定；相反的，當融券餘額攀高代表融券的人越多，此時若股票反轉上漲時，就會使原來融券的投資人被迫到市場上直接購買一張現股來做現券償還，這樣一來反而擴大股票的漲勢，使的股票繼續往上漲，這就是所謂的軋空行情。

(二) 強制回補：投資人在融資買進股票後，若股票價格下跌，則無法償還融資的風險就會增加，若不幸股價繼續下跌，則投資人所承擔的風險也隨之提高，所以授信機構為保障自有利益，在授信期間內，若融資買進或融券賣出股票之整戶擔保維持率下降至120% 以下時（意指擔保品價值在借款的1.2倍以下時），即通知融資融券戶，於通知送達之日起二個營業日內，一次補繳融資自備款或融券保證金差額（俗稱追繳令），如客戶未於兩日內補繳，而維持率仍低於120% ，證券商就會在次一營業日，委託

其他證券經紀商以其開立之「融資融券違約處理專戶」，處分投資人信用帳戶內的擔保品（俗稱斷頭令）。投資人無法像一般股票持有者繼續保有股票，當投資人無法在期限內補足保證金差額股票就會被斷頭。同樣的，投資人融券放空股票，在面臨軋空行情時，緊接著就是接踵而來的追繳通知甚至是被斷頭，最後導致血本無歸，投資人也無法有轉虧為盈的機會。

伍、牛熊證與其他金融槓桿交易的比較

牛熊證與認購（售）權證最大的不同在於牛熊證有收回概念，只要在存續期間內標的股觸及收回價，牛熊證便會被強制收回終止買賣。而看好的投資者（牛證持有者）或看空的投資者（熊證持有者）會在收回價被迫強制停損。一般認購（售）權證的篩選方式在挑好標的股後，投資人應先掌握該權證的價內外程度、到期日長短及實際槓桿大小吸引力等特性來挑選好的權證。但挑選牛熊證則需先對收回價進行判別，當收回價與標的股票價格越接近，牛熊證的價格雖會越便宜，但所面臨強制回收的風險也越大，當然如果最後獲利其報酬也會相對可觀；同樣的，選擇收回價與標的股票價格距離較遠的，雖較安全（被強制回收的機會較小），但所需投入的投資金額也相對較高。投資人在考慮投資這些槓桿高的金融商品前，應該先評估自己本身能承受風險的能力，才不致最後蒙受自身無法承受的損失。

雖說牛熊證不太受隱含波動率的影響，但仍有機會遭受市場供給需求的影響，投資人應多加考量牛熊證造市券商已賣出的部位多寡，一旦發現牛熊證出現上漲得較預期為多或下跌得較預期為少之情況，便要留神是否造市券商已大量賣出牛熊證，導致市場價格無法維持在合理報價。所以牛熊證的價格理論上會緊貼標的資產的走勢，但受到牛熊證本身的供求、財務費用及距離到期日時限等多個因素影響時，在某些情況下未必與標的資產價格的變動同步，需要特別小心。

最後，不論是牛熊證跟認購（售）權證本身皆不參與除權除息，當標的股票除權除息時，股價會向下調整，故認購權證之發行條件也必須相對調整，包括履約價格及行使比例。而牛熊證跟融資融券相比，好處是無需開立信用戶而且證券交易稅相對較低；壞處則是牛熊證有強制停損，而且也無法執行當日沖銷交易。當然，牛熊證可搭配融資融券組合當沖，除了流通性提高更可降低股票交易稅。



表二、牛熊證與認購（認售）權證的比較

商品類別	現行權證		牛熊證
	一般型	限制型	
交易型態	權利金交易	權利金交易	權利金交易
最大損失	所有權利金	所有權利金	所有權利金
履約對象	權證發行人	權證發行人	權證發行人
存續期間	6個月至2年	6個月至2年	3個月至2年
限制價設定	無	上限型認購權證 下限型認售權證	上限型認售權證（熊證） 下限型認購權證（牛證）
強制收回機制	無	停利	停損
觸及限制價	無	觸及當日收盤價	觸及後次一營業日 所有成交價之均價
結算價	當日收盤價	當日收盤價	當日收盤價
到期日	收盤前60分鐘內（股票）成交價之均價	收盤前60分鐘內（股票）成交價之均價	收盤前60分鐘內（股票）成交價之均價
到期履約價值	到期結算價與履約價之差值 × 行使比例	到期結算價與履約價之差值 × 行使比例	到期結算價與履約價之差值 × 行使比例
時間價值	有	有	無
定價透明度	透明度較低，以black-scholes模型訂價	透明度較低，以black-scholes模型訂價	透明度高，以財務費用年率計算

鄭欽文小檔案

經歷

現任期貨公會業務一組 專員
 北台灣科技學院 兼任講師
 東南科技大學 客座講師
 鉅融資本管理 產品經理
 精誠資訊(股)公司 產品經理
 精誠資訊(股)公司 專任講師

表三、牛熊證與融資融券及現貨之比較

比較項目	融資	融券	牛熊證	股票
槓桿程度	2.5倍以下	1倍以下	視價內程度	無
損失上限	斷頭後仍需補繳差額	斷頭後仍需補繳差額	權利金	股票下市
耗損費用	融資利息	融券利息	財務費用	無
價格變動	同現股	同現股	趨近現股	同現股
收回機制	無	遇除權息需回補	有	無
存續期間	最長一年	最長一年	三個月	公司下市
交易稅率	股價千分之三	股價千分之三	權利金千分之一	股價千分之三
除權息	股票股利及現金股利	不收取股票股利及現金股利	調整履約價及行使比例	股票股利及現金股利

學歷

國立交通大學 經管所碩士

專長

衍生性金融商品訂價模型
 財務工程

外匯保證金交易

撰文：李淑香

前言

2001年9月11日發生在美國華盛頓特區附近的自殺式恐怖襲擊事件，劫持者將兩架飛機分別衝撞紐約世界貿易中心雙塔，兩座建築物均在兩小時內倒塌，並導致鄰近的其他建築被摧毀或損壞，造成飛機上的所有人和在建築物中的許多人死亡，包括劫機者在內總共有2,996人在這次襲擊中喪生。

此次國際事件，剛開始以為只是單純的意外事故，但證實是恐怖攻擊後，筆者在晚上十一時多被客户致電話詢問，這史無前例的事故，對外匯市場有甚麼影響，根據判斷，如為政治因素，應該會構成該國金融市場混亂和貨幣大跌，建議客戶立刻拋售美元，或對已買入的美元作避險操作，但當時市場一團混亂，願意報價的銀行極少，導致流動性低，匯率波動幅度相當大，當天美元兌日圓 (USD/JPY)自 122.05高點下跌至 118.50，隨後連續下挫七日，跌至115.76最低點後才回升。所幸，客戶能透過外匯部保證金交易，作適當的避險操作來降低風險，令此金融商品發揮了應有的效用，而投機者亦可掌握機會在市場獲利。

一、認識外匯市場

外匯，是指一個國家的貨幣兌換另一個國家的貨幣，其兌換的比率，就是外匯匯率 (Foreign Exchange Rate)。根據我國中央銀行「外匯管理條例」第二條所稱，「外匯指外國貨幣、票據及有價證券」，可作為國際支付工具的外國通貨，或稱『國際匯兌』，為兩國之間通貨的兌換。

國際間即期外匯交易沒有集中、固定場所，交易是由各地區之銀行透過國際貨幣經紀商撮合、電話或電子交易連線等方式互相報價，直接進行交易。根據資料顯示，全球外匯市場每日成交量已超過4.0兆美元，交易量最大的主要貨幣是美元 (USD)、日圓 (JPY)、歐元 (EUR)、英鎊 (GBP)、瑞士法郎 (CHF)、澳幣 (AUD)、紐西蘭幣 (NZD)、加拿大幣 (CAD)……等，於全球不同時區，24小時不間斷地交易。

二、外匯保證金交易 (Foreign Exchange, FX Margin Trading)

「外匯保證金交易」，是國內歷史相當悠久的衍生性外匯投資產品，中央銀行早在民國80年初就核准銀行業依「銀行業辦理外匯業務管理辦法」相關規定申辦此項業務。

(一) 介紹

世界各主要市場的交易時間：

紐澳區		亞洲區		歐洲區		美洲區	
威靈頓	雪梨	東京	香港	倫敦	蘇黎士	洛杉磯	紐約
		新加坡				芝加哥	加拿大
05:00	07:00	07:00	09:00	15:00	16:00	20:00	22:00
17:00	18:00	13:00	15:00	24:00	01:00	04:00	06:00

(夏令時間提前一小時)

「外匯保證金交易」是利用財務槓桿原理，將資金放大倍數操作。客戶於銀行存入一筆保證金(Margin)，以放大之額度，在外匯市場中，利用匯率升貶的波動從事外匯買賣，賺取其中的差價利潤，但通常不實際交割所買賣之外匯，只在進場(新單)後，將來做反方向沖銷(平倉)，結算平倉後的「匯率差價」損益。不過，仍有銀行辦理實際交割，視乎銀行本身所訂定的交易規則和條件。

(二)特色

1.資金少，獲利大

一般外匯存款，客戶只可以買賣實際金額的外幣，但外匯保證金交易客戶可於銀行存入一筆資金作為保證金(Margin)，銀行會給予放大倍數之額度(通常10至20倍)，投資者利用放大倍數從事外匯操作，「低買高賣」或「高賣低買」，從中獲利。

2.雙向交易

一般外匯存款，客戶只可先買入外幣，待上漲後賣出賺取利潤，但外匯

保證金交易可進場「先買後賣」，亦可「先賣後買」，雙向任意操作。

3.店頭市場(OTC Market)

外匯市場沒有固定的交易場所，即所謂店頭市場(Over The Counter Market, OTC Market)，由銀行間相互報價、互相拋補部位。

4.沒有漲跌停板限制

主要的外匯市場沒有像股票市場般設定漲跌停板限制，匯價取決於市場供需，除非發生重大事故，否則不會停止交易。

5.不易人為操縱

外匯市場屬於國際性市場，參與者包括中央銀行、商業銀行、投資銀行、壽險業、進出口商、對沖基金、投資或投機者等為數眾多，不易被人為操縱。

6.流動性高，無開、收盤限制

外匯市場沒有集中交易場所，亦沒有開收盤限制，交易時間涵蓋全球不同

時區，可24小時不間斷地交易，除了假期外，投資人均可隨時交易。

7. 多重獲利

- (1) 可以賺取匯率價差。
- (2) 存放於「外匯保證金交易」帳戶的資金(存款)，銀行可支付存款利息，客戶甚至可存放定期存款，賺取更多利潤。
- (3) 若客戶的交易是買入高利率貨幣，相對地賣出低利率貨幣，可賺取放大倍數後的兩個貨幣的利息差。

8. 可預設掛單，控制風險

外匯市場瞬息萬變，銀行會接受客戶預設掛單指示，請銀行代為執行，為了避免行情波動過大影響獲利或導致虧損擴大，客戶可預留停損、獲利價位，鎖定風險或獲利，亦可指定掛單的有效時間。

(三) 交易條件

1. 標的

主要交易幣別為美元(USD)、日圓(JPY)、歐元(EUR)、英鎊(GBP)、澳幣(AUD)、瑞士法郎(CHF)、加拿大幣(CAD)、紐西蘭幣(NZD)等流動性較高的貨幣，及上述貨幣之交叉匯率。

2. 合約

不像期貨或股票市場有固定的合約量(Lot Size)，一般來說，銀行會自訂最低交易金額，或單一帳戶的最大交易金額。

3. 價差

客戶致電銀行，在未告知銀行要買或賣的情況下，銀行會以雙向報價之方式報價。通常銀行會自行訂定買價(Bid)和賣價(Offer/Ask)的價差，客戶亦可告知銀行買或賣的方向，由銀行直接報價。

雙向報價舉例：

客戶致電銀行敲價(詢價)EUR/USD 0.2 MIO (二十萬歐元兌美元)，銀行報出1.2980/85，表示銀行願以1.2980買入歐元賣出美元，以1.2985賣出歐元買入美元。客戶如看漲歐元看貶美元，便可即時敲進1.2985買入歐元賣出美元；反之，如客戶看貶歐元看漲美元，則可以1.2980即時賣出歐元買入美元。

4. 掛單

為了避免行情波動過快或無暇注意市場，未能及時進場交易，客戶可以制定交易策略，預設某特定價位的掛單，告知銀行代為執行。

(1) 掛單類別：

a. 限價掛單 (Limit Order)

以高於當時市場價格，掛單賣出；或以低於當時市場價格，掛單買入，稱為限價掛單。

b. 停損掛單 (Stop Loss Order)

指定以低於當時市場價格，掛單賣出；或以高於當時市場價格，掛單買入，稱為停損掛單。

c. O.C.O. 掛單 (One Cancel the Other Order)

同時掛出限價掛單及停損掛單予銀行，並指示其中一方成交，另外一方自動取消，此類掛單稱為O.C.O.掛單。

d.I.D.T. 掛單 (If Done Then Order)

同時向銀行預先設定進場價位，並於該價位成交後，立刻自動掛出限價及停損之反方向掛單，並指示限價及停損掛單其中一方成交，另一方自動取消，當價位到達時，銀行可代為執行出場，稱為I.D.T.掛單。

(2)掛單時效：

a.G.T.C. 掛單 (Good Till Cancel Order)

一直有效，直到成交或客戶取消掛單為止。

b.G.T.W. 掛單 (Good Till Weekend Order)

以一周為限，通常以週五紐約IMM期貨市場收盤為限，即美國冬令時間為台灣時間凌晨4時，夏令時間則提前至3時為掛單有效截止時間。

c.N.Y.C. 掛單 (New York Close Order)

以當日紐約IMM期貨市場收盤為限，即美國冬令時間為台灣時間凌晨4時，夏令時間則提前至3時為掛單有效截止時間。

d.可依需要，指定任何時間為掛單有效截止時間。

(四)交易成本

1.線上敲價(電話詢價)交易，銀行報買/賣價差。

2.掛單成交，銀行酌收價差或手續費，作為交易成本。

(五)損益計算

一般來說「外匯保證金交易」所買入或賣出之外匯，不實際交割，只在平倉後結算，交割其價差損益，存入或從帳戶中扣除。交易專戶通常以美元為結算基礎貨幣，銀行亦可以多幣別結算盈虧，視乎銀行自行訂定。

一般損益計算方法：

$(\text{賣出價} - \text{買入價}) \times \text{交易金額} = \text{盈虧(兌換貨幣)}$
以美元為結算貨幣的損益計算方法。

★直接報價貨幣 EUR/USD，GBP/USD，AUD/USD，NZD/USD等損益直接換算為美元。

損益計算方法：

$(\text{賣出價} - \text{買入價}) \times \text{交易金額} = \text{盈虧(美元)}$

舉例：

於1.2800買入20萬EUR/USD，於1.2950賣出20萬EUR/USD平倉。

$(1.2950 - 1.2800) \times 200,000 = + \text{USD } 3,000$

★間接報價貨幣 USD/JPY，USD/CHF，USD/CAD等損益則必須再除以平倉時匯率，才能換算成美元。

損益計算方法：

$(\text{賣出價} - \text{買入價}) \times \text{交易金額} \div \text{平倉價} = \text{盈虧(美元)}$

舉例：

於78.00買入20萬USD/JPY，後於77.00賣出20萬USD/JPY平倉。

$$(77.00 - 78.00) \times 200,000 \div 77.00 = -\text{USD } 2,597.40$$

★ 交叉匯率 EUR/JPY，EUR/CHF，AUD/JPY等以EUR、AUD為基準貨幣，JPY、CHF為兌換貨幣，損益必須再除以平倉時美元兌換該貨幣的匯率，才能換算成美元。

損益計算方法：

$$(\text{賣出價} - \text{買入價}) \times \text{交易金額} \div \text{美元兌換貨幣市價} = \text{盈虧(美元)}$$

舉例：

於100.00買入20萬EUR/JPY，後於102.00賣出20萬EUR/JPY平倉，平倉時USD/JPY市價為77.00。

$$(102.00 - 100.00) \times 200,000 \div 77.00 = +\text{USD } 5,194.81$$

客戶平倉後產生的盈餘，銀行均依交割日(一般為兩個工作日，美元兌加拿大幣為隔日)存入客戶之外匯保證金交易帳戶；反之，若有虧損將依交割日自客戶之外匯保證金交易帳戶中扣取。

(六)換匯損益(利息差)

1.逐日延展(Daily Rollover)

客戶有未平倉部位時，銀行將逐日延展(Daily Rollover)其部位，並根據其在倉部位兩個幣別的利息差計算換匯損益。若客戶買入高利息貨幣，相對地賣出低利息貨幣時，將有換匯利益(Swap Profit)收入，銀行會每日將換匯利益存入客戶之外匯保證金交易專戶中；反

之，若客戶賣出高利息貨幣買入低利息貨幣時，將有換匯損失(Swap Loss)負擔，銀行會每日從客戶之外匯保證金交易專戶中扣款。

舉例：

AUD/JPY 即期市價 81.75

AUD/USD 即期市價 1.0401

USD/JPY 即期市價 78.60

AUD利率 存款2.80%、放3.70%

JPY利率 存款0.03%、放款0.58%

若客戶買入25萬AUD/JPY(即買入澳幣，賣出日圓)，價位在81.75，隔日未平倉之換匯利益為：USD 16.03

計算如下：

買入澳幣25萬

$$250,000 \times 2.80\% \div 360(\text{天}) = \text{澳幣}19.44$$

澳幣19.44 × 1.0401 (澳幣/美元市價) = 收入美元20.22

賣出約當澳幣25萬的日圓

$$250,000 \times 81.75 \times 0.58\% \div 360(\text{天}) = \text{日圓}329.27$$

日圓329.27 ÷ 78.60 (美元/日圓市價) = 付出美元4.19

$$\text{合計：} 20.22 - 4.19 = \text{美元}16.03$$

換匯損益均依客戶所交易幣別之交割日為基礎計算，如遇假期令進場(開倉)部位與出場(平倉)的交易部位落在同一交割日，則不會計算換匯損益。該收付之換匯損益會於交割日直接從外匯保證金

交易專戶中進扣。

★ 必須保證金：交易金額 × 5%

2. 遠期外匯(Forward Deal)

舉例：

部分銀行以遠期外匯(Forward Deal)交易方式處理客戶部位的利息差。

1. 客戶想要買入20萬USD/JPY(美元兌日圓)，必須保證金為 $200,000 \times 5\% = \text{USD } 10,000$

舉例：

1月16日客戶預購4月16日三個月遠期外匯USD/JPY，即期價位在77.00，換匯點為-8.0，即約定三個月後客戶以76.92買入美元賣出日圓。

2. 客戶已持有20萬USD/JPY(美元兌日圓)，想另外賣出20萬EUR/USD(歐元兌美元)，若EUR/USD成交於1.2000，必須保證金為： $200,000 \times 1.2000 \times 5\% = \text{USD } 12,000$ 客戶同時持有兩個部位，必須保證金為USD 22,000

若2月16日客戶要獲利了結，現匯價格77.50，提前兩個月交割，兩個月遠期換匯點差為-5.0，那麼，客戶換匯點差算回來，預購的20萬USD/JPY價格便為76.97。

★ 有效保證金：保證金 + 保留盈虧(已平倉結算但未到期之盈虧) + 浮動盈虧(按市價評估之盈虧)

遠期外匯即是將利息差以換匯點差反映於匯價上。

舉例：

(七) 保證金比例控管

客戶的「外匯保證金交易」專戶必須維持一定比例之保證金，當虧損比例達某程度時，銀行會向客戶發出追繳保證金通知，否則，觸及停損價位時，將強制平倉出場。客戶亦可自訂停損價位，以控制風險。

客戶帳上存款有USD 10,000，昨日已平倉待入帳保留盈餘為USD 3,000，但持有之部位按市價評估之浮動虧損為-USD 300，其有效保證金為： $\text{USD } 10,000 + \text{USD } 3,000 - \text{USD } 300 = \text{USD } 12,700$

假若銀行以保證金放大二十倍，虧損百分之五十達追繳保證金及虧損百分之七十為強制平倉，即：

★ 保證金百分比：有效保證金 ÷ 現有部位所需保證金(必須保證金) × 100

必須保證金 5% (100%)

追繳保證金 2.5% (虧損50%)

強制平倉 1.5% (虧損70%)

舉例：

客戶目前之有效保證金為USD 12,700，持有20萬USD/JPY部位，必須保證金為USD 10,000。保證金百分比(%)： $12,700 \div 10,000 \times 100 = 127\%$

若「外匯保證金交易」專戶放大二十倍，並以美元結算，舉例如下：

★ 保證金虧損比例：(必須保證金 - 有效保證金) ÷ 必須保證金 × 100

舉例：

客戶持有20萬USD/JPY，必須保證金為USD 10,000，目前之有效保證金為：USD 7,000。保證金虧損比例(%)為： $(10,000 - 7,000) \div 10,000 \times 100 = 30\%$

以上例子即虧損比例達必須保證金50%時，銀行會通知客戶追繳保證金，一旦虧損比例達必須保證金70%時，將強制平倉出場。

情境分析：

客戶存入1萬美元作為保證金，於82.00買入20萬USD/JPY(美元兌日圓)，

保證金百分比(%)為 $USD 10,000 \div 200,000 \times 100\% = 5\%$

若USD/JPY市價跌至80.00時，保證金比例會降至2.5%(必須保證金虧損50%)，即達追繳保證金水平，計算如下：

$(80.00 - 82.00) \times 200,000 \div 80.00 = -USD 5,000$

保證金虧損比例(%) = $5,000 \div 10,000 \times 100\% = 50\%$

若USD/JPY市價跌至79.22時，保證金比例降至1.5%以下(必須保證金虧損逾70%)，即達強制平倉水平，計算如下：

$(79.22 - 82.00) \times 200,000 \div 79.22 = -USD 7,018.43$

保證金虧損比例(%) = $7,018.43 \div 10,000 \times 100\% = 70.18\%$

三、國內市場狀況

(一)國內較積極經營外匯保證金交易的銀行只有數家本地銀行，外商銀行均已退出市場。

(二)雖然中央銀行於民國九十三年許可辦理外匯業務之銀行可申請辦理外匯保證金交易代客操作業務，惟目前未有銀行辦理此業務。

(三)主管機關於民國九十五年開放期貨經理事業辦理外匯保證金交易代客操作業務，目前尚未有相關業同業開辦。

(四)國內經營外匯保證金交易的銀行只有少數銀行提供24小時交易。

(五)目前銀行提供外匯保證金交易，只能以電話交易的方式，未來若主管機關核准銀行提供電子下單(網際網路交易)，將給予客戶更快捷有效的交易方式，可擴大市場規模。



李淑香 小檔案

美國運通銀行台北分行	外匯及資金調度部	經理
萬通商業銀行總行	財務部 交易科	副科長
中國信託商業銀行	資本市場事業處	副理
遠東國際商業銀行	金融市場部	副理(現任)

操盤人心得分享

價差合約·外匯槓桿保證金合約

撰文/劉懋楠



泉泓企管顧問 董事長 劉懋楠

台灣期貨市場從1997年成立期貨交易所，1998年開始推出第一檔期貨商品以來，歷經了從初期不活絡到四五年前的高度成長，再到近兩三年的成熟期中低度成長，所有期貨市場的參與者，上至期交所董座，下到一般交易人，都在關心引領市場下一個高成長的明星產品為何？連著幾個新商品的效果不如預期後，股票期貨挾帶著眾人的期盼登場，雖然2011年有開始昇溫的跡象，但是距離成功活絡仍有距離，對於台灣期交所在

全球期交所排名也未能創造有效貢獻，因此包括期貨商槓桿交易商業務與相關槓桿保證金契約商品也開始進行規劃，包括期交所與期貨公會均委託專家學者進行研究。本文即根據這些研究結論，針對規劃中較為熱門的兩類商品：價差合約 Contract For Difference（以下簡稱CFD）與外匯槓桿保證金合約，提出筆者經驗與意見。

CFD合約

所謂CFD，即是買賣雙方就所約定之標的，以其實體價格之漲跌差價結算損益，但不涉及實體交割。標的物可以為股票、商品、指數、外匯等。筆者曾經在2008年跟著期貨公會前往澳洲參觀當地交易所與期貨公司，一個很特別之處就是他們的CFD商品發展得很好，不論是品種交易的活絡性，造市者參與的積極性等都算達到成熟商品的標準。但是一樣的條件拿到台灣來，能否得到一樣的效果，則值得從多方面來評估。

期交所2009年委外由周行一與郭維裕兩位教授的研究案結論，對於台灣推出CFD商

品基本採取正面態度，主要理由為：

- 1、台灣投資人對股票交易相當熱中，若從一整個年度的交易量除以股票市場總市值的倍數計算其週轉率，絕對可以在世界上名列前茅。
- 2、對於融資融券的使用熟悉，台灣市場散戶比重高，散戶資金不如法人雄厚，因此使用如融資融券等信用交易的方式已經極為習慣與盛行。這種透過槓桿以小搏大的觀念應該也不需費太多精神來教育宣導，可作為融資融券的相匹配工具。

因此CFD商品若從股票商品作為切入點，似乎是不錯的想法。

產品定位不易切入

但是從筆者過去長年交易台灣衍生性商品的經驗來看，卻有一些不同的體認。首先，在台灣，如果我們要講“買股票”這件事，從最保守的買法到最積極的買法，把所有方式一字排開，其實可以採行的方式還真不少，最保守的方式就是用現金買股票，一百萬現金買一百萬股票，不擴大槓桿，槓桿倍數使用是一倍，往上積極一點就是前面提到的信用交易融資方式買股票，以現行自備四成資金計算，只需要四十萬就可以捧回價值一百萬的股票，所以槓桿倍數使用是二點五倍；再積極一點就是用利用權證來買進股票，在一般的發行條件，不是太價外或是太價內的權證，只要付出相當於股價四分之一

價內的權證，只要付出相當於股價四分之一到五分之一的權利金，就可取得與買進股票極為接近的效果，這種方式的槓桿使用倍數是四到五倍；更積極一些就得用到股票期貨了，目前期交所設定的保證金比例若在13%~14%，那麼相當於槓桿倍數使用七到八倍；若根本懶得挑股票，直接以買進指數期貨的方式取得參與台灣股市成長的效果，以目前指數期貨的保證金比例計算，槓桿使用倍數大概是十八到二十倍。

由此可發現，僅是買股票這件事，目前已經可以從一倍槓桿做到接近二十倍槓桿，產品實在已經很豐富了，如今CFD的產品規格設計，要在這組產品線當中尋找一個適當的切入點，憑良心說並不容易，若追求更高的槓桿效果，以股票價格波動大的特性，若是持有方向錯誤挨了一根漲停或跌停，損失的百分比我相信不是大多數人所能接受。其次，從很多專家學者的研究中發現，幾乎對於如何將一個新上市的商品做出活絡性，都認為沒有問題，或是僅僅以透過造市制度即可解決流動性問題一語帶過。但是這一點筆者有親身經歷的切身痛苦，個人認為流動性是一個新商品初期最難克服的問題。

新商品的初期活絡是關鍵

參與台灣期貨市場時間較長的交易者，對於台灣的指數選擇權從沒量做到成為台灣期交所最主力的產品一定津津樂道，但有沒有發現接下來的所有新商品，包括電子金融選擇權、黃金期貨與選擇權、股票期貨與選

擇權等，為何同樣的一批造市者、同樣給予造市者回饋、同樣舉辦有獎交易競賽，促進流動性的效果卻遠遠跟指數選擇權的成功無法相提並論，問題到底何在？

筆者認為的原因是，第一，指數選擇權的造市之所以能夠成功，導因於當時的指數期貨成交量已經非常活絡，因此造市者不怕在任何時間、任何行情，都願意提供足夠的雙向報價，因為一旦報價的選擇權被市場成交，造市者馬上可以利用指數期貨甚至是其他選擇權進行避險，避險工具非常便利。而電子金融選擇權，因為電子金融期貨成交量一天僅有數千口，胃納量無法支援大量選擇權被成交的避險需求，而黃金期貨與選擇權必須要到國外進行避險更是不便，股票期貨與選擇權雖可到股票市場避險，但是股票市場避險的交易成本過高，基本上拿期交所的回饋墊進去稍有不慎還不夠賠，所以這些新商品基本上無法找到太多藝高人膽大的造市者進來擔任活絡角色，業內造市者在聚會的時候開玩笑常說，造市者最怕的竟然是“被成交”。

造市者利潤與風險不易匹配

另外，指數選擇權的造市因為選擇權具有非線性的特性，即使已經進行充分避險，仍然有利可圖，例如造市者持有部位如果是淨賣方部位，當行情陷入盤整時，有時間價值利潤，若是持有淨買方部位，當行情突然波動時，會有方向利潤。而線性商品的造市完全沒有這種利益，試想股票期貨部位用股

票現貨避險之後已經完全對沖掉所有利潤與風險，除非解開一邊或是暴露單邊部位否則不可能會有額外利潤，這樣的方式讓造市者除非不做完全避險否則沒有賺頭的情況下，造市者當然意願不高，所以有些造市者開始運用IT技術在商品或市場間搶速度，希望用速度搶到一點利潤，但這種方式的利潤之薄可想而知。

選舉過後又有人拿出課徵資本利得稅的議題，官方說法是目前的交易稅已經有一些隱含利得稅的意義在裡面，也因為如此，台灣的交易成本與其他國家相比當然顯得較高，使得進行造市時的困難度又進一步提高。因而CFD產品若以股票作為標的，基本上就面臨前述所提：1)線性商品無額外造市利潤，2)避險成本過高將導致造市者無積極意願，另外就要考慮產品線眾多切入點不易定位的問題。

與股票期貨特性高度重疊

若從交易動機來分析，CFD到底有沒有賣點，這個拿股票期貨來做驗證就可以，兩者的同質性極高，有些國外市場的經驗當CFD商品推出後竟導致股票期貨交易量大幅萎縮。當年股票期貨推出時，對於這個商品的宣導訴求為何？1.槓桿使用以小搏大，2.交易效率比股票市場來得高，3.交易成本較股票市場為低，4.節稅效果。第一個理由已經無庸贅述，若只是槓桿效果考量，只要調整股票期貨的保證金比例馬上變成另一種

新商品，完全不用CFD；第二個理由的交易效率是指在理想狀況下，期貨市場每秒可以撮合成交數次，而股票市場目前大致要十多秒才能撮合成交一次，但是股票期貨推出至今，有參與操作的投資人應該都清楚，掛一筆單子在那裡排隊，很可能幾分鐘也成交不了，若是成交，通常是股票價格已經跑掉了，你的單子才會被造市者吃掉，倒不如放在股票市場，等個十幾秒還會成交；第三個理由是交易成本，單單從交易稅，手續費來算似乎的確較低，但是若將委買價與委賣價的距離考慮進去，交易成本的優勢幾乎已不復存；最後一個理由是節稅，這個理由我認為是唯一有賣點的，所以去年的股票期貨，其實可以算是較大規模的“股票期貨節稅元年”，目前業者與交易所也都在倡導這個特點，CFD的契約規格雖未明訂，但就算也有節稅效果，事實上也與股票期貨相類似，不如集中火力大家一起拼股票期貨還有助於他的活絡。

CFD的交易動機

再從交易型態來分析，投資人為何要操作股票型CFD？第一就是透過槓桿買賣其未來價格方向，這點已經討論過，第二就是追蹤股票現貨、股票期貨、以及股票型CFD三者高度同質性產品彼此間的價差，尋找可套利的機會。這一點我們也可以透過股票期貨過去發展兩年多的經驗來觀察，一般投資人面對那麼多的股票種類，在同時追蹤股票與股票期貨之間的價差，困難度其實是頗高

的，有些業內營業員盤中沒事，就全神盯著幾檔標的猛看，發現幾毛錢價差空間就進去試試看賺“便當錢”，最終能真正做出一點效益的仍然是資金與IT技術佔優勢的造市者，他們全部以電腦掃瞄監控，一發現機會即以自動交易程式直接下單，即使這種已經是一般投資人無法望其項背的操作方式，扣掉相對高的交易成本，剩下的也比便當錢多不了多少。

因此我們發現，CFD產品首要克服的是造市的困難，其次是產品的定位，緊接著產品定位的交易型態，套利型價差僅限於法人機構才有辦法執行，方向性投資牽涉到諸如隔夜等不確定的投資風險等都是應再仔細考慮之處。

國外實務交易經驗談

幾年前有在國外玩過指數型CFD的朋友告訴筆者他的經驗：包括歐洲、美國、加拿大、澳洲等國家相當風行以全球數個活絡指數如S&P500、道瓊、恆生、日經等為標的的CFD產品，把保證金比例降低到只有1%~3%，換言之槓桿高達三十倍到一百倍，大家都當作賭一把的工具在那裡衝來衝去，更有膽子大的，利用美國股市漲跌會影響亞洲地區開盤漲跌的特性，美國漲就去買恆生CFD賭恆生開盤也會漲，投機意味極高。另外，國外的CFD產品也有很多並非在集中交易所內交易，而是由業者自行構建的交易平台，由自家market maker做莊家創造流動

性，一旦成交再自行到交易所進行避險，所以交易所仍然可享有避險需求的額外交易量，這樣造市者在自家的交易平臺上，可以依據需求設定不同的報價寬度，甚至如果 market maker 自己也有對行情的看法，當客戶做買方，market maker 做賣方卻看空，他可以不要進場做避險，不僅可能賺到行情利潤，還可以收取買方客戶的隔夜倉利息，玩法可謂花樣百出。當然這種作法也有價格不透明，market maker 信用風險等缺點，但是市場就是如此，水太清則無魚，有利頭才會有人幹。

最後做一總結，CFD 產品個人認為在台灣市場若仍以台灣本土商品作為標的，例如台灣個股或是指數，與現有產品同質性太高，不易做出明確定位，股票波動性又太大，若以國外著名指數作為標的似乎可以考慮，一方面對於不習慣直接交易國外交易所的投資人，有個可以在自己國內交易國外商品的機會，二則降低投資風險有助於吸引非純投機性投資者參與，三則對造市者而言避險困難度與成本相對會少一些。另外是否一定要把 CFD 產品放到唯一的交易所內集中交易，當然這麼做管理方便比較不容易出紕漏，但是相對的也少了很多變化性與產品區隔性，可以再做進一步的研究與考量。

外匯槓桿保證金合約

適法性需先突破

作為一個資深台灣期貨市場參與者，對

於『外匯』能否在台灣發展期貨相關產品，已經講到不想再講了，因為同業間只要聊到這個話題，只要說到“央行不會同意的”就接不下去只得做罷。當然實務上，做不成、研究總可以吧！因此這類研究案也很多，期交所在2007年也曾委託林蒼祥教授研究外匯槓桿保證金合約在台灣的可行情性，當然還是適法性問題，對於在店頭市場外匯槓桿保證金合約的交易是否屬於央行所定義的外匯業務，其實還有討論空間。

規格設計的考量 —— 標準化還是客製化

若以純規劃觀點先放開適法性問題，第一個要考慮的就是規格設計，是要採取客製化合約依需求者量身訂做，還是採取固定規格，以便能在交易所內集中交易。客製化合約規格可因應客戶實際需要之金額總量需求，沒有畸零單位的問題，但是只能在店頭透過議價方式進行，價格不透明，結算信用風險難以掌握。而標準化規格簡單明瞭，由交易所擔任公正結算機構，但是以台灣交易所目前資本規模比任何一家銀行機構都小，對於擔保結算的能力並不能令人完全放心。

這個問題當然沒有標準答案，以筆者是標準投機者而言，交易外匯商品完全是投機抓行情，套句大陸人常用的俗語，屬於“空手套白狼”的角色，因此當然投標準化規格一票，但是對於一般企業而言，手上持有外匯現貨或即將持有外匯，當有實物在手而又要百分百避險時，量身訂做的規格就有其需要了。另外從損益認列的理由來看，在集中

市場交易標準化商品，損益每日結算，若透過金融機構體系遠匯或其他議價方式交易，損益不但不需每日認列，甚至有些企業還能運用特殊手段瞞天過海隱藏其損益。所以孰優孰劣就看其動機見仁見智了。

有個例子在林教授的研究案中曾經提出，日本東京金融交易所(TFX)所推出的外匯保證金契約，是將原來店頭市場交易之商品標準化後，放置集中市場進行交易，此舉不但顛覆了以往對槓桿保證金合約只限於店頭市場交易之定義與特性，在某種程度上也模糊了以往對期貨與槓桿保證金合約之分際，而且還相當成功，相當值得參考。

商品種類的規劃

其次就是商品種類，林教授也提出，東京推出的外匯槓桿保證金合約與集中市場交易皆是以日圓為基礎，而國內期交所受限於期交法第10條，涉及新臺幣與外幣間兌換之貨幣期貨交易契約，應先知會中央銀行同意之規定，故以推出交叉匯率較為可行，並建議歐元兌美元與日圓兌美元兩種商品。這個觀點若照期貨業者的普遍看法，既沒有台幣參與其中，交叉匯率工具又有如隔靴搔癢，沒有直接匯率玩起來刺激，將無法引起參與者太多的交易興趣。

流動性提供仍是存活第一要素

林教授也多次提到流動性提供的重要性，這個例子個人認為可以拿黃金例子來

觀察，台灣期交所當初推出黃金期貨的時候，一開始從兩個方面尋找可以協助造市的人選，第一個當然找了當年做選擇權造市的期貨業者，但隨即發現，這些選擇權造市者手上完全沒有黃金現貨，每成交一口台灣黃金期貨，非得馬上到國外市場找適當的黃金期貨商品進行避險不可，而這其中牽涉到時差、匯率、合約規格等諸多因素，所以業者苦不堪言。後來改找黃金批發商、大型銀樓，甚至找了合併中信局的台灣銀行，這些角色手上都有現貨，對商品行情變動有其自己的看法，不見得每一筆成交都得馬上進行避險，的確條件比期貨業者好得很多，但最後仍然無法有效對黃金期貨進行造市。

回過來看外匯槓桿保證金合約的造市可行性，一般期貨業者我認為意願仍然不高也不是適合對象，那能找誰呢？找幾家大型銀行機構嗎？這就跟找黃金業者造市黃金期貨一樣，這些商品與他們目前手中業務或多或少有一些競爭衝突性，要讓他們有意願進來擔任造市的任務，關鍵在於是否讓他們覺得具有比擔任此一角色之前更多的利益。過去交易所在新商品的造市制度設計過程中，一直面臨：給誘因，但被不做造市者的人批評為利益輸送、不給誘因，又沒人要作吃力不討好的苦差事，其中分寸的拿捏也考驗期交所的智慧。

槓桿保證金合約VS 期貨合約

再來就是產品定位課題，林教授也提出可考慮直接推出期貨合約算了，因為槓桿保

證金合約其實最大的特色就在於客製化、具彈性，流動性由造市者自己負責搞定，若要改為標準規格、集中市場交易、統一在交易所內進行造市、由交易所負責每日結算損益，其實就已經跟期貨合約沒什麼兩樣了，從美國的經驗來看，槓桿保證金合約早已名存實亡而被期貨合約取代，雖然日本的經驗並非如此，但筆者研判若兩者同質性過高，很難兩者並存共榮，勢必產生擠壓效應。

發展先後順序的逆向思考

最後，有一個因素可能打破前述的市場態勢，那就是有沒有自信度高強而有力的業者自己跳出來請纓，近一兩年台灣有期貨商主動在推動主管機關開放有關槓桿交易商的政策，一般而言，期貨商擔任的角色大都為橋樑或仲介，或擔任交易輔助的角色，即使參與造市也不敢暴露單邊風險只能進行充分避險。

但若隨者金控集團不斷的兼併壯大，未來不排除會出現大型業者出現，這樣不僅具備了較強自有資本，提供了較有效的信用保障，較能承擔因槓桿保證金合約交易所衍生的相關風險。若再具備較強的交易技術能力，或許先由業者小規模地開展少數槓桿保證金合約的交易，雖然不在集中市場交易，但因自身有意願積極參與其中，因此造市活絡任務應較無問題，等到市場參與者慢慢熟悉甚至熱中交易該類商品時，此時導入交易所進行集中交易，並由交易所擔任結算機構的模式或許將水到渠成。

上述所提到的發展順序，似乎跟專家學者所建議的“先發展集中市場交易，後發展造市者交易”的順序相反，但筆者從過去台灣新商品上市後經驗，覺得必須先有具高度意願的業者出來打響第一炮並自己深入參與，新商品才有成功可能。否則官方評估常常總是與市場結論有頗大的差異性，導致新商品大都成為“叫好不叫座”的冷凍庫，這絕非我們同為市場一分子所樂見。至於牽涉到外匯業務與央行協調溝通的難題，我也認為短期難解，是否能透過修法彈性解釋解決，亦有賴相關權責人士努力了。



國際交流

International exchange

西班牙交易所 (BME) 介紹

近年來衍生性商品市場面臨前所未有的挑戰，尤其市場的整合及交易所組織的變革，使得國際間的加強合作，以及尋求策略聯盟等，都是刻不容緩的課題。當全球交易所國際化、大型化趨勢方興未艾，且正值臺灣期貨交易所於2010年1月25日推出股票期貨後，積極推動此項新商品的發展，並於2011年5月3日實施增掛檔數、簡化除息契約調整規定及實施造市者制度等三項新制，推升股票期貨交易量之際，本公會一年一度的國際交易所交流活動，特別安排理監事於2011年10月份出國參訪股票期貨推展經驗相當成功，位於歐洲伊比利亞半島上——馬德里的西班牙交易所 (Bolsas Y Mercados Espanoles, 簡稱BME)。

期貨公會組團參訪 西班牙交易所(BME)介紹

撰文 / Teresa

前言

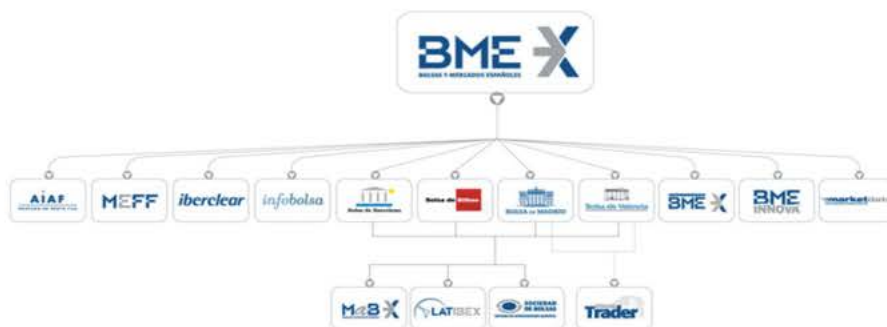
全球目前已開發國家之傳統交易所，以及新興市場之交易所均有推出股票期貨。除了新興市場中的南非、印度及俄羅斯……等有推出股票期貨外，已開發市場如德國、美國、西班牙、英國、瑞典、義大利、香港……等亦有推出股票期貨。由於股票期貨具有成本低廉、操作靈活及更具效率之特性，漸已成為各交易所的明星主力商品。而根據BME 2010年度財報之統計數據顯示，其旗下的西班牙金融期貨交易所(MEFF)在2010年，股票期貨(Equity futures)及股票選擇權(Equity options)之交易契約數分別達19.7百萬及37.6百萬；其2009年、2008年股票期貨(Equity futures)及股票選擇權(Equity options)亦分別創下44.6百萬及35.5百萬交易契約數、46.2百萬及18.3百萬交易契約數的佳績，表現可謂相當亮眼。此輝煌成果乃拜電子化交易之蓬勃發展及大量機構投資人的

崛起所賜；同時，積極提升交易系統容量及速度，以因應高頻交易並促進交易市場之良好流動性，亦為成功之不可或缺的具體關鍵因素。

西班牙交易所—發揮最大綜效的控股公司

西班牙交易所 (Bolsas Y Mercados Espanoles, 簡稱BME) 係主要由馬德里證券交易所(Madrid Stock Exchange)、巴塞隆納證券交易所(Barcelona Stock Exchange)、畢爾巴鄂證券交易所(Bilbao Stock Exchange)、巴倫西亞證券交易所(Valencia Stock Exchange)，以及西班牙固定利得金融期貨交易所(MEFF Renta Fija)、西班牙不定利得金融期貨交易所(MEFF Renta Variable)、AIAF 固定收益交易所(AIAF Mercado de Renta Fija S.A.)……等，於2002年2月15日共同合併組成之控股公司，並且在2006年7月14日掛牌上市。

附表一：西班牙交易所組織架構



BME是西班牙的金融市場和系統的管理機構，也是一個高度多元化的公司，多樣化乃為其長期價值創造的重要驅動力，因應目前世界交易所服務範圍已逐漸擴大至滿足買賣方需求，執行交易(集中市場及店頭市場)與交易後服務等業務內容，因此其定位逐漸改變，朝向成為整合現貨及衍生性商品交易執行與交易後服務之提供者，分別提供最廣泛和最多樣的產品和服務的範圍，包括：股票、債券、衍生工具、結算交割、資訊傳播、諮詢、新技術和人才培訓等。

根據BME 2010年度財報，西班牙交易所2010年底的資本額(capitalization)為14.9億歐元，市值(market capitalization)為25.97億歐元。其2010年淨利(net profit)達154.1百萬歐元，相較於2009年上升了2.7%；同時，其2010年收入(Revenue)達326.2百萬歐元，亦較2009年成長了3%，而每股盈餘(Earnings per Share)為1.85歐元，也較2009年成長了2.8%，此經營績效主要歸功於西班牙交易所在關鍵業務領域上交易量的增加，如：股票(equities)、衍生性商品(derivatives)……等；以及嚴格控管其經營成本(相較於2009年下降了3.4%)所致。

儘管面對全球經濟危機以及國際競爭日趨激烈的挑戰下，根據世界交易所聯合會(WFE)統計數據，在2010年，西班牙交易所市值(market capitalization)排名仍高居全球第十四名；同時，以2010年新股集資額計算其排名亦高居全球第七名。

附表二：西班牙交易所年收入統計比較表

(單位：Million euros)



(一)股票(Equities)：

西班牙交易所的證券業務是公司的主要收入來源。這個領域在2010年貢獻了集團總收入的43.7%，大部分來自於其平台上交易的股份(shares)、交易所買賣基金(ETFs)、認股權證(warrants)、憑證(certificates)及特別股(preferred shares)等業務收入。其中從股票相關活動所產生的收入主要源自西班牙交易所交易平台買賣證券的收入，在2010年總計達138.03百萬歐元，較2009年增長了17.7%。

(二)衍生性商品(Derivatives)：

西班牙交易所交易平台的衍生工具交易標的包括：Futures on IBEX 35、Mini IBEX 35 Futures、Futures on Spanish Stocks、Futures on European Stocks、Futures on IBEX 35 Div Impact、10 Year Government Bond、Stock Dividend Futures、Options on IBEX 35、American Style Stock Options及European Style Stock Options等。茲分別介紹如下：

(1) Futures on IBEX 35

UNDERLYING ASSET	IBEX 35 Index.
INDEX DESCRIPTION	The IBEX 35 Index is a capitalization-weighted index comprising the 35 most liquid Spanish stocks traded in the Continuous Market.
MULTIPLIER	10 Euros. The IBEX 35 Index must be multiplied by 10 Euros in order to obtain the contract size. Therefore each index point is worth 10 Euros.
CONTRACT SIZE	The IBEX 35 Index times the Multiplier. The nominal value of the contract will be obtained by multiplying the price of the IBEX 35 Future times the multiplier. Therefore an IBEX 35® Future contract at a price of 10.000 points would have a nominal value of: 10.000 x 10 = 100.000 Euros.
PRICE QUOTATION	In whole Index points with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice, which will be established by Circular. The minimum fluctuation might be different in pre-arranged trades between Members.
MAXIMUM PRICE FLUCTUATION	None.
EXPIRATIONS	Expirations available for trading, clearing and settlement will be the following: - The ten nearest quarterly expiries of the March-June-September-December cycle. - The two nearest calendar months apart from the first expiry of the quarterly cycle. - The expiries of the June-December cycle, not included in the above criteria, to complete expiries with a maximum life of 5 years.
EXPIRATION DATE	The third Friday of the expiration month.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
DAILY SETTLEMENT PRICE	Arithmetic average between the best buy and best sale prices at the Market close.
SETTLEMENT PRICE AT EXPIRATION	Arithmetic average index value between 16:15 and 16:45 hours on the Expiration Date, taking a value per minute.
DAILY SETTLEMENT OF GAINS AND LOSSES ("variation margin")	Before the start of trading on the business day following the date of the trade by means of cash transfer of the difference with the Daily Settlement Price. For example, buying 30 IBEX 35 Future Contracts at a Price of 10.000 with a final Settlement Price at the end of the session of 10.020 will be settled as follows: (10.020 - 10.000) x 30 x 10 = + 6.000 Euros.
SETTLEMENT OF COMMISSIONS	First business day following the date of the transaction.
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Settlement at Expiration of Contracts shall be made by cash transfer of the difference with the Settlement Price at Expiration.
MARGINS	Variable in function to the portfolio of Options and Futures (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(2) Mini IBEX 35 Futures

UNDERLYING ASSET	IBEX 35 Index.
INDEX DESCRIPTION	The IBEX 35 Index is a capitalization-weighted index comprising the 35 most liquid Spanish stocks traded in the Continuous Market.
MULTIPLIER	1 Euro.
CONTRACT SIZE	The IBEX 35 index times the Multiplier.
PRICE QUOTATION	In whole index points with points with a minimum fluctuation of 5 points.
MAXIMUM PRICE FLUCTUATION	None.
EXPIRATIONS	Expirations available for trading, clearing and settlement will be the following: - The ten nearest quarterly expiries of the March-June-September-December cycle. - The two nearest calendar months apart from the first expiry of the quarterly cycle. - The expiries of the June-December cycle, not included in the above criteria, to complete expiries with a maximum life of 5 years.
EXPIRATION DATE	The third Friday of the expiration month.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
DAILY SETTLEMENT PRICE	The same as in the IBEX 35 Futures.
SETTLEMENT PRICE AT EXPIRATION	The same as in the IBEX 35 Futures.
DAILY SETTLEMENT OF GAINS AND LOSSES ("variation margin")	Before the start of the session of the Business Day following the date of the transaction, by means of cash transfer of the difference with the Daily Settlement Price.
SETTLEMENT OF COMMISSIONS	First business day following the date of the transaction.
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Settlement at Expiration of Contracts shall be made by cash transfer of the difference with the Settlement Price at Expiration.
MARGINS	Variable in function to the portfolio of Options and Futures (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(3) Futures on Spanish Stocks

UNDERLYING ASSET	Shares of the companies specified by Circular.
CONTRACT SIZE	100 shares per contract. Due to corporate actions, some stock futures contracts temporarily have a contract size different from the standard on some expirations.
EXPIRATIONS	At least, the four expiration months in the March-June-September-December cycle and the two closest monthly not coincident with the currently quarter expiry, shall be traded at all times.
DATE OF EXPIRATION	The third Friday of the expiration month.
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Delivery of shares or cash settlement.
DAILY SETTLEMENT PRICES	They will be the best estimate of the fair market price. The criteria will be established by Circular. On the expiration date, it will be the Reference Price.
REFERENCE PRICE	The Closing Price of the stock on the Date of Expiration.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	For the delivery settlement contracts the stock cash trade takes place on the Date of Expiration, which is then settled on regular terms. For cash settlement contracts, settlement date will be the first business day following the Expiration Date.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
PRICE QUOTATION	In Euros per share with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice, established by Circular. The minimum fluctuation shall be different in pre-arranged trades between Members
MAXIMUM PRICES FLUCTUATION	None, although it may be established by Circular.
DAILY SETTLEMENT OF PROFITS AND LOSSES	Mark-to-Market settlement daily, in cash, for the difference with respect to the prior day's Daily Settlement Price.
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day Following the date of the Transaction.
MARGINS	Variable (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(4) Futures on European Stocks

UNDERLYING ASSET	Shares of the companies specified by Circular.
CONTRACT SIZE	100 shares per contract. Due to corporate actions, some stock futures contracts temporarily have a contract size different from the standard on some expirations.
PRICE QUOTATION	In the same currency as the Underlying Security is quoted in the Reference Stock Exchange with an adequate minimum fluctuation according to its quotation conditions and/or the Market practice, that will be established by Circular. The minimum fluctuation shall be different in prearranged trades between Members.
MAXIMUM PRICES FLUCTUATION	None, although it may be established by Circular.
EXPIRATIONS	At least, the four expiration months in the March-June-September-December cycle and the two closest monthly not coincident with the currently quarter expiry, shall be traded at all times.
DATE OF EXPIRATION	In general, the third Friday of the expiration month. MEFF will establish by Circular the Expiration Date for every Class of Contract taking into consideration the calendar of every Reference Stock Exchange.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date (prior day to Expiration Date for the Borsa Italiana contracts).
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Cash settlement.
DAILY SETTLEMENT PRICES	Theoretical Prices calculated with the Official Closing Price of the stock on the Reference Stock Exchange.
REFERENCE PRICE	The Closing Price of the stock on the Date of Expiration will be the reference stock market official close price, with the exception of the futures contracts shared at the Italian Stock Market (Borsa Italiana), for these contracts the daily settlement price will be the auction opening price at the Expiration Date.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	First Business Day following the Expiration Date.
DAILY SETTLEMENT OF PROFITS AND LOSSES	Mark-to-Market settlement daily, in cash, for the difference with respect to the prior day's Daily Settlement Price.
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day Following the date of the Transaction.
MARGINS	Variable (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(5) Futures on IBEX 35 Div Impact

UNDERLYING ASSET	Sum of a company ordinary dividends during a specific period of time described in the Expirations paragraph.
CONTRACT SIZE	Dividends corresponding to 1000 shares (except after adjustments pursuant to section 8 of these General Conditions).
EXPIRATIONS	At least three annual expirations. An annual expiration period means a computation period from last year third Friday of December, excluded, until the third Friday of December of the expiration year, included. Non-annual cycles expiries can also be opened. The actual expirations will be determined by Circular.
EXPIRATION DATE	The third Friday of the expiration month.
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Cash settlement of the difference with respect to the Settlement Price at Expiration.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	First Business Day following the Expiration Date.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
FUTURES PRICE QUOTATION	In EURO per share with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice. It will be established by Circular. The minimum fluctuation may be different in pre-arranged trades between Members.
MAXIMUM PRICE FLUCTUATION	None, although it may be established by Circular.
DAILY SETTLEMENT OF VARIATION MARGIN	Daily cash settlement by the difference between the sessions's Daily Settlement Price and that of the previous session (see section 7).
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
MARGINS	Established by Circular.
DAILY SETTLEMENT PRICES	They will be the best estimate of the "fair market price". The criteria will be established by Circular. On the expiration date, it will be the Settlement Price at Expiration.

(6) 10 Year Government Bond

UNDERLYING ASSET	The IBEX 35 DIV IMPACT.
INDEX DESCRIPTION	The IBEX 35 DIV IMPACT is an index which reflects the accumulated amount of the dividends, in index points, paid by the constituent companies of the IBEX 35 index during a specified period. The contract period, for purposes of dividends declared and paid, will be one year, starting next day following the third Friday of December, and ending the next year on the third Friday of December.
MULTIPLIER	10 Euros. The IBEX 35 Div Impact Index must be multiplied by 10 Euros in order to obtain the contract size. Therefore each index point is worth 10 Euros.
CONTRACT SIZE	The IBEX 35 DIV IMPACT times the Multiplier. This means that if the IBEX 35 Div Impact Future has a price of 700 points, its corresponding price in Euros will be: $700 \times 10 = 7.000$ Euros.
FUTURES PRICE QUOTATION	In whole Index points with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice, established by Circular. The minimum fluctuation shall be different in pre-arranged trades between Members.
MAXIMUM PRICE FLUCTUATION	None.
EXPIRATIONS	The expirations available for trading, clearing and settlement will be the five nearest annually expiries.
EXPIRATION DATE	Third Friday of the relevant December.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	First Business Day following the Expiration Date.
SETTLEMENT OF COMMISSIONS	First Business Day following the date of the Transaction.
DAILY SETTLEMENT OF GAINS AND LOSSES	Before the start of the session of the Business Day following the date of the transaction, by means of cash transfer of the difference with the Daily Settlement Price.
DAILY SETTLEMENT PRICE	It shall be an approach to the market price. The regulation will be established by circular. On the Expiration day the Daily Settlement Price will be the Settlement Price.
MARGINS	Variable in function to the portfolio of Options and Futures (see Margin Calculation section). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(7) Stock Dividend Futures

UNDERLYING ASSET	Sum of a company ordinary dividends during a specific period of time described in the Expirations paragraph.
CONTRACT SIZE	Dividends corresponding to 1000 shares (except after adjustments pursuant to section 8 of these General Conditions).
EXPIRATIONS	At least three annual expirations. An annual expiration period means a computation period from last year third Friday of December, excluded, until the third Friday of December of the expiration year, included. Non-annual cycles expiries can also be opened. The actual expirations will be determined by Circular.
EXPIRATION DATE	The third Friday of the expiration month.
SETTLEMENT AT EXPIRATION	Cash settlement of the difference with respect to the Settlement Price at Expiration.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	First Business Day following the Expiration Date.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
FUTURES PRICE QUOTATION	In EURO per share with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice. It will be established by Circular. The minimum fluctuation may be different in pre-arranged trades between Members.
MAXIMUM PRICE FLUCTUATION	None, although it may be established by Circular.
DAILY SETTLEMENT OF VARIATION MARGIN	Daily cash settlement by the difference between the sessions's Daily Settlement Price and that of the previous session (see section 7).
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
MARGINS	Established by Circular.
DAILY SETTLEMENT PRICES	They will be the best estimate of the "fair market price". The criteria will be established by Circular. On the expiration date, it will be the Settlement Price at Expiration.

(8) Options on IBEX 35

UNDERLYING ASSET	One IBEX 35 mini Futures Contract of the same expiration.
CONTRACT SIZE	The mini IBEX 35 Future multiplied by 1 Euro.
STYLE OF OPTION	European (can only be exercised on the Exercise Date).
TYPES OF OPTION	Call and Put
EXPIRATIONS	Expirations available for trading, clearing and settlement will be the following: - The ten nearest quarterly expiries of the March-June-September-December cycle. - The two nearest calendar months apart from the first expiry of the quarterly cycle. - The expiries of the June-December cycle, not included in the above criteria, to complete expiries with a maximum life of 5 years .
EXPIRATION DATE	The third Friday of the expiration month.
EXERCISE DATE	The Expiration Date.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	First Business Day following the Expiration Date.
EXERCISE	Automatic for all Contracts which yield profits to their holders.
LAST TRADING DATE	The Expiration Date.
EXERCISE PRICES	In whole IBEX 35 mini Futures points. For contracts with a time to expiration of above 2 months, Exercise Prices shall end in 100 exactly; for contracts with a time to expiration of below two months, Exercise Prices shall be exact multiples of 50.
PREMIUM QUOTATION	In whole IBEX 35 mini Futures points with a minimum fluctuation set according to the quotation of the underlying asset and/or the Market practice, which will be established by Circular. The minimum fluctuation shall be different in pre-arranged trades between Members.
MAXIMUM PREMIUM QUOTATION	None.
PREMIUM SETTLEMENT	First Business Date following the date of the Transaction.
SETTLEMENT OF COMMISSIONS	First Business Day following the date of the Transaction.
MARGINS	Variable in function to each portfolio of Options and Futures (see Margin Calculation section). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

(9) American Style Stock Options

UNDERLYING ASSET	Shares of the companies specified by Circular.
CONTRACT SIZE	100 shares per contract. Therefore a Stock Option contract with a Premium of 1,27 Euros will have a price of: $100 \times 1,27 = 127$ Euros. Due to corporate actions, some stock options contracts temporarily have on some expirations a contract size different from the standard.
STYLE OF OPTION	American (may be exercised on any Business Day until the Expiration date).
TYPES OF OPTIONS	- Call Option. The holder of this Option has the right to buy the Underlying Security which is the object of the Contract at the Strike Price. The seller of the Option is obliged to sell the Underlying Security if the buyer exercises its right. - Put Option. The holder of this Option has the right to sell the Underlying Security which is the object of the Contract at the Strike Price. The seller is obliged to buy said Underlying Security if the buyer exercises its right.
EXPIRATIONS	At least, the four expiration months in the March-June-September-December cycle and the two closest monthly not coincident with the currently quarter expiry, shall be traded at all times. In addition, contracts of the quarterly cycle with up to ten expirations and from the half yearly cycle with a maximum of five years, can be introduced to trading.
DATE OF EXPIRATION	Third Friday of the expiration month.
EXERCISE DATE	Any Business Day until the Expiration Date inclusive.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	The stock cash trade takes place on the Exercise Date. Settlement of the cash transaction then takes place on regular terms.
EXERCISE	MEFF RV shall be notified of the decision to exercise in accordance with the General Conditions and in the manner established and specified by Circular, generating the corresponding cash stockmarket trade on the Exercise Date. The assignment of exercises shall be proportional and the affected parties shall be notified in accordance with the procedures and timetables established by Circular.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
EXERCISE PRICES	The Exercise Prices are established by the General Conditions, except after adjustments to the Exercise Price.
PREMIUM QUOTATION	In Euro per share, with a minimum fluctuation of 1 cent of Euro.
MAXIMUM PREMIUM FLUCTUATION	None.
PREMIUM SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
MARGINS	Variable (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

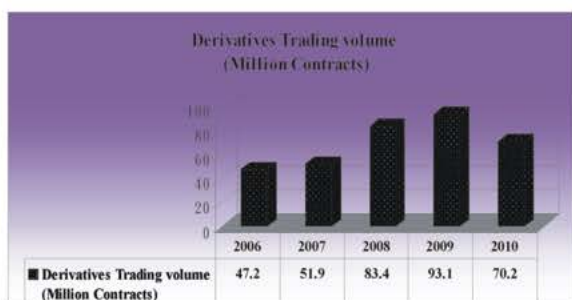
(10) European Style Stock Options

UNDERLYING ASSET	Shares of the companies specified by Circular.
CONTRACT SIZE	100 shares per contract. Therefore a Stock Option contract with a Premium of 1,27 Euros will have a price of: $100 \times 1,27 = 127$ Euros. Due to corporate actions, some stock options contracts temporarily have on some expirations a contract size different from the standard.
STYLE OF OPTION	European (it may be exercised only on the Expiration Date)
TYPES OF OPTIONS	- Call. The holder of this Option has the right to buy the Underlying Security which is the object of the Contract at the Strike Price. The seller of the Option is obliged to sell the Underlying Security if the buyer exercises its right. - Put. The holder of this Option has the right to sell the Underlying Security which is the object of the Contract at the Strike Price. The seller is obliged to buy said Underlying Security if the buyer exercises its right.
EXPIRATIONS	At least, the four expiration months in the March-June-September-December cycle and the two closest monthly not coincident with the currently quarter expiry, shall be traded at all times. In addition, contracts of the quarterly cycle with up to ten expirations and from the half yearly cycle with a maximum of five years, can be introduced to trading.
DATE OF EXPIRATION	Third Friday of the expiration month.
EXERCISE DATE	The Expiration Date.
CONTRACT SETTLEMENT DATE	The stock cash trade takes place on the Exercise Date. Settlement of the cash transaction then takes place on regular terms.
EXERCISE	MEFF RV shall be notified of the decision to exercise in accordance with the General Conditions and in the manner established and specified by Circular, generating the corresponding cash stockmarket trade on the Exercise Date. The assignment of exercises shall be proportional and the affected parties shall be notified in accordance with the procedures and timetables established by Circular.
LAST TRADING DAY	The Expiration Date.
EXERCISE PRICES	The Exercise Prices are established by the General Conditions, except after adjustments to the Exercise Price.
PREMIUM QUOTATION	In Euro per share, with a minimum fluctuation of 1 cent of Euro.
MAXIMUM PREMIUM FLUCTUATION	None.
PREMIUM SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
COMMISSION SETTLEMENT	First Business Day following the date of the Transaction.
MARGINS	Variable (see Circular on Margin Calculation Parameters). Margins shall be supplied before the start of the session of the Business Day following the date of the calculation.
AUCTION PERIOD	From 8:30 a.m. to 9:00 a.m.
TRADING HOURS	From 9:00 a.m. to 5:35 p.m.

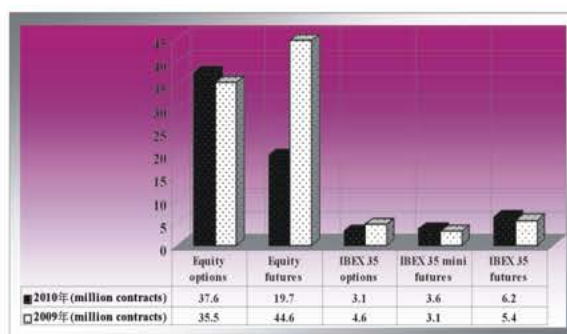
西班牙交易所因股票期貨及股票選擇權的加入，在2009年跨入新的里程碑，全年衍生性商品交易契約數(trading contracts)達到93.1百萬的高峰。而2010年的衍生性商品交易契約數為70.2百萬，較2009年下降了24.5%，主要原因乃在於股票期貨(Equity futures)及指數選擇權(IBEX 35 options)交易量的萎縮；然而，在指數期貨(index-linked futures)部分，共計交易契約數為9.8百萬，較2009年上升了14.8%；同時，在股票選擇權(Equity options)部分，共計交易契約數為37.6百萬，亦較2009年上升了5.8%。

另，根據西班牙金融期貨交易所(MEFF)最新公布的統計數據，在2011年11月份單月衍生性商品交易契約數為5.6百萬，2011年截至十一月底的交易契約數為59.3百萬；值得注意的是，股票期貨在2011年11月份單月交易契約數達到1.9百萬，與2010年同期相較，增長了29.8%。2011年截至十一月底的股票期貨交易契約數為24.2百萬，與2010年同期相較，增長了50.3%。

附表三：西班牙交易所衍生性商品交易契約統計比較表



附表四：西班牙交易所衍生性商品交易契約明細統計比較表



提升交易平台以提供更高的容量與交易的靈活性

鑒於未來交易所的成功關鍵因素將是「技術」，特別是在交易系統運作效率與擴充性等重點項目上。歐、美、亞洲各交易所早在幾年前便已開始競逐低延遲時間(Latency)，不斷升級交易系統，且系統、技術輸出逐漸成為交易所重要收入來源之一。

因此，西班牙交易所在2010年初宣布，將升級SIBE交易平台以因應未來在市場上交易量的增長。新平台將整合所有產品交易，並於2011年第四季完成。此項提升能讓交易在低於毫秒(sub-millisecond)的速度下完成，與大多數的全球交易所標準不分軒輊，其建構在交易所現有的系統SMART core system上。SMART core system系統已為西班牙金融期貨交易所(MEFF)所用，這次的系統提升將會納入其他商品；也就是說，證券、指數股票型基金、權證、憑證及衍生性商品將會在同一交易平台上交易。

目前，西班牙交易所的交易系統亦被使用於委內瑞拉(Venezuela)、多明尼加共和國(Dominican Republic)、烏拉圭(Uruguay)及厄瓜多(Ecuador)等交易所。墨西哥衍生品交易所(Mercado Mexicano de Derivados, MexDer)也同時使用與西班牙金融期貨交易所(MEFF)相同之交易系統 SMART core system。

此外，西班牙交易所亦在2010年透過其技術子公司及Visual Trader Systems，於倫敦創建了兩所技術中心，配備通信基礎設施，作為西班牙股市與國外市場連結傳輸之管道；同時，並藉以吸引倫敦高頻交易商。這兩個新的樞紐可透過高速線路及大容量之網路連接馬德里及倫敦兩大城市。新的連線服務使西班牙股市能更接近國外市場的投資者，以高速傳輸設備支持其股票(SIBE)及衍

生性商品(MEFF)平台之交易。

以泛歐Eurostoxx 50 指數(pan-European Eurostoxx 50 index)統計數據顯示，在2010年歐元區最大的50家上市公司股票全年度交易量排行榜，其中Banco Santander SA (聖坦德國際金融集團-西班牙最大的銀行)、Telefonica SA (西班牙電信國際集團公司)以及 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (西班牙對外銀行)的成交量分別排名第一、第二及第四名，亦更加印證了西班牙股市的高度流動性。

單一窗口處理跨國交割作業以降低成本

為提升歐洲證券跨國交易後的交割作業效率及降低作業成本，西班牙交易所旗下之Iberclear 與德國Clearstream Banking Frankfurt

附表五：2010年 Ranking of trading in stocks belonging to the aneuropean Eurostoxx 50 Index (Ranking by trading volume)

Ranking	Security	Effective volume (euros)	Daily average (euros)	% weighting in the index at 31 December 2010
1	Banco Santander SA	268,255,138,097	1,047,871,633	4.18
2	Telefonica SA	253,855,565,513	991,623,303	4.28
3	UniCredit SpA	206,620,101,358	807,109,771	1.67
4	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	169,199,897,473	660,937,100	2.15
5	Deutsche Bank AG	123,518,067,625	482,492,452	2.31
6	ENI SpA	112,548,538,423	439,642,728	2.52
7	Siemens AG	106,658,560,380	416,635,001	5.06
8	Total SA	105,136,554,517	409,091,652	5.64
9	ArcelorMittal	98,804,146,869	384,451,933	1.67
10	BNP Paribas	92,921,868,238	361,563,690	3.06

The effective volume traded is the sum of the volume traded in the regulated markets of origin and multilateral trading systems (MTFs)



、希臘Hellenic Exchanges、奧地利OeKB、瑞士 SIS SegalInterSettle、丹麥 VP及挪威 VPS等七家證券集中保管公司 (Central Securities Depositories, CSDs) 在西班牙馬德里共同創設一合資公司，名為Link Up Markets。

為因應歐洲急遽變化的市場環境，Link Up Markets依據2000年3月「歐盟產業政策與競爭力」(Lisbon Agenda)議程結論，以單一窗口處理跨國交割作業，以提升各CSD之間的「相互可運作性」(interoperability)，進而簡化交割流程並降低交割成本。Link Up Capital Markets的創設，將可降低跨國交易複雜度及約80%的交割成本。

Link Up Markets將建立一交割作業平台，提供七個CSD間跨國交割作業的連結機制。CSD參加人可透過此作業平台，享有其他CSD市場之所有金融商品服務。此平台可協調各個市場的通訊標準，及各CSD現有作業架構與流程之差異，以加快此作業平台之

運作時程，並降低各參與CSD之作業調整成本。其作業架構將與歐洲證券市場現有作業規範接軌，包含金融工具市場指令(MiFID)，歐盟結算交割行為準則 (European Code of Conduct for Clearing and Settlement) 及 TARGET2-Securities計劃等。未來Link Up Markets將為歐洲證券市場提供更便捷、整合及低成本的交割作業流程機制，其經手超過50%的歐洲證券交割量比率，及根基於現有七個CSD交割架構之合作營運模式，亦將大幅降低投資人之跨國交割成本。

結語

世界各資本市場在全球化的趨勢以及經歷全球金融風暴洗禮下，正面臨前所未有的挑戰，從各國交易所紛紛以調整組織結構，改變營運模式、進行併購結盟，強化交易系統功能，可了解全球資本市場的革命風潮已全面展開，惟有強化自身的競爭優勢，以核心競爭力為利基訂定長期發展策略，以期在管理效能、商品開發、市場拓展等尋求最大利益，方能提高整體市場競爭力。

CNEA





兩岸交流

Both banks exchange

第七屆中國（深圳）國際期貨大會

不確定環境下的風險管理

2011年12月3 - 4日

林惠蘭 / 整理報導

中國 · 深圳 · 五洲賓館




第7屆中國(深圳)國際期貨大會
7th China (Shenzhen) International Derivatives Forum

轉變 · 融合 · 創新
Change, Integration, Innovations

不確定環境下的風險管理
Risk Management in the uncertain environment

← B座二樓华夏厅
Huaxia Hall, 2/F, Building B



【大會簡介】

「中國（深圳）國際期貨大會」由中國期貨業協會、深圳證券交易所和深圳市人民政府共同主辦，每年12月初在中國深圳舉辦，為中國大陸期貨行業規格最高、規模最大的盛會，該大會自2005年來，包括本次已經成功舉辦七屆，並日益發展成為享譽海內外的國際性期貨業盛會，每年皆吸引了政府單位、研究機構以及來自中國大陸境內外的期貨公司、證券公司、銀行、基金、投資公司等各類金融機構和商品現貨企業的廣泛參與，目前已經成為推進中外期貨業界交流、合作與發展的重要平臺，為推動中國大陸期貨市場國際化及穩步發展做出了重要貢獻，本屆大會由本公會慶理事長以雍率領理監事及會務人員共20人組團前往參加。

【本次會議概述】

本屆大會以「轉變、融合、創新不確定環境下的風險管理」為主題，因應全球經濟局勢的發展，深入探討全球及中國期貨和衍生品行業應如何通過改革創新應對時勢變化與挑戰，更有效地發揮期貨及衍生品市場的經濟功能，在金融穩定與金融創新之間尋求平衡，促使虛擬經濟與實體經濟形成良性互動等議題進行了深入交流和討論。

大會分為正式會議和專題會議兩部分。正式會議於12月3日舉行，除開幕時有重要領導致詞外，論壇部分則安排了每屆必有的交易所高層論壇「把握經濟脈搏－交易所的挑戰與機遇」，此外尚有期貨公司高層論壇「專業化服務－期貨公司發展戰略與業務創新」；專題演講部分則有來自境外的資深專家和知名學者就「全球衍生品市場發展趨勢展望」、「大宗商品價格風險管理在實踐中問題和挑戰」、「大宗商品運行新特點及長期趨勢分析」、「場外衍生品的結算機制」、「風險管理服務與期貨經紀公司發展」等議題進行專題演講，另專題會議部分由各家承辦和贊助單位分別舉辦了8場各具特色的專場活動。

此次大會內容豐富，盛況空前，據主辦單位表示約有近800人參加，為歷年之最，不僅有來自內地證券交易所、期貨交易所、金融機構、現貨企業、經濟學界、政府部門、行業協會等精英，境外部分則有本會及美國、歐洲、英國、日本、新加坡、香港等境外專業人士的參與。本屆大會主席、中國期貨業協會會長劉志超表示，經過多年的努力，中國國際期貨大會已日益成為一個高層次的行業性盛會，一個國際期貨行業交流和合作的重要平臺，一個討論期貨及衍生性商品市場發展的專業性論壇，對於推動大陸期貨及衍生性商品市場的健康成長和高速發展發揮了積極的作用。

而展望本次會議，發現有以下幾個特點：特點一、會議主題設計更貼近市場需求：當前全球經濟發展放緩，歐洲主權債務危機進一步加劇，大宗商品市場波動頻繁，這些都對實體經濟

的安全運行帶來了嚴峻的挑戰，也帶來了對不確定性風險管理的需求，故以「轉變、融合、創新－不確定環境下的風險管理」為主題，確實是貼近全球經濟市場動態及中國期貨市場現況。特點二、會議形式創新：除了專題論壇外，此次大會亦有創新會議形式，由各家承辦和贊助單位分別舉辦了8場各具特色的專場活動，有娛樂、有研討、有贈書、有交流，豐富多樣的主題讓人耳目一新。這8場專場活動分別為南華期貨舉辦的「南華之夜－主題自助晚餐」、中糧期貨舉辦的「中糧紅酒冷餐會」、新湖期貨舉辦的「友誼·溝通·美食－新湖早餐會」、中證期貨舉辦的「產品·技術·運作－資產管理與衍生品業務論壇」、中國國際期貨「機遇·合作·共贏－中外期貨行業高層交流會」、永安期貨舉辦的「永安期貨－CME集團境外期貨人才永安培訓基地啓動儀式」以及江蘇弘業期貨「期貨信息技術發展與創新交流會」、中大期貨舉辦的「“國際投資大師經典譯叢書籍”發佈會」，交流會上每個會場都被擠得水洩不通。特點三、國際化氣息濃厚：由於期貨公司境外業務放開的步伐加快，已有三家期貨商獲得證監會批准參與境外期貨經紀業務試點籌備工作，本屆期貨大會境外人士明顯增多，國際氣息更加濃厚，在期貨公司論壇中亦首開境外機構經驗談，而且也有多位外籍專家受邀發表演說。期貨大會的國際化不僅僅呈現在境外人數增多一個方面，在現場各期貨公司的展示攤位前，都能夠看到各期貨公司精心製作的全英文宣傳彩頁。例如CME這樣的國際性交易所以及FCStone這樣的境外期貨經紀機構都在大廳中設有展臺。

由於會議內容豐富，本刊僅就幾個精彩議題摘述報導，詳第61頁至第65頁。

【兩岸交流－兩岸期貨業務發展研討會】

為加強兩岸期貨行業之交流，在會議的第二天12月4日下午，本會與深圳市期貨同業協會及中證期貨共同舉辦「兩岸期貨業務發展研討會」，本會糜以雍理事長等十多位理監事、深圳市期貨同業協會黃禧會長及中證期貨嚴金明總經理等13家期貨公司董總，及兩會會務人員共計30多人參與了這場盛會，本場交流會共安排了五個精彩主題簡報，全場進行約4個小時，本研討會之精彩內容報導，詳本刊第66頁至第73頁。



姜洋：積極穩妥推進創新和對外開放

中國證監會主席助理姜洋在致辭中表示，今年以來，面對歐美債務危機持續深化，全球通膨加大，大宗商品價格劇烈波動等複雜多變的新市場環境，中國證監會堅決貫徹國家「穩步發展期貨市場」的戰略方針，積極穩妥有序推進產品創新和業務創新，切實改進和加強市場監管，完善市場監管體系，由量的提升向質的發展轉變。一是穩妥有序推進市場創新、業務創新和對外開放，2011年三家國內交易所分別成功上市了鉛、焦炭和甲醇期貨，目前期貨品種已經達到27個，商品期貨品種體系進一步完善，順利推出了期貨公司投資諮詢業務，2011年核准了46家期貨公司的投資諮詢業務資格。開展了銅、鋁期貨保稅交割試點，正式啓動了期貨公司境外期貨經紀業務試點籌備工作，深入研究了期貨公司客戶資產管理業務；二是堅持以不發生系統性、區域性風險為底線，加強對市場的動態監測和預研預判，指導期貨交易所及時採取壓力測試，調整保證金與嚴格投機持倉限制等綜合風險防控措施，確保市場平穩運行；三是完善市場監管的制度機制，維護公開、公平、公正的市場秩序；四是加強市場法規制度基礎建設，積極推進《期貨交易管理條例》的修訂和《期貨法》立法研究工作，促進期貨市場功能發揮。

姜洋指出，監管部門下一步將從五方面積極穩步推進期貨市場健康發展：

一是提升期貨市場的服務能力和水準，期貨市場與監管部門、自律組織與仲介機構要深入基層，加大調查研究力度，掌握實際情況，做更加精細的工作，把滿足實體經濟需要、服務實體經濟發展作為各項工作的首要考慮因素；監管政策制定要堅持以市場為導向，以服務國民經濟為目標；期貨交易所、期貨業協會要進一步創新服務方式，提升服務能力；期貨公司要主動上門服務，做好期貨市場與實體產業的橋樑與紐帶。

二是穩步推進商品、金融期貨、期權產品創新和金融衍生品市場的發展；穩步推進期貨公司業務創新，引導差異化發展，推動期貨公司通過兼併重組等多種途徑做優做強，鼓勵和培育機構投資者發展，優化投資者結構；積極研究期貨市場對外開放的總體原則和基本思路，逐步提高期貨行業對外開放的水準。

三是適應期貨市場快速發展的需要，高度警惕市場運行中潛在的各種風險及各類參與主體的苗頭性、隱患性風險，根據出現的新情況、新問題不斷完善風險預警監測監控和防範化解機制，不斷健全監管政策和制度規則，牢牢守住不發生系統性風險的底線。

兩岸交流 Both banks exchange

四是要完善行政監管和自律管理的協調連動機制，強化市場公信力，堅持將打擊違法違規行為、防範和化解風險、保護投資者合法權益以及促進市場功能發揮作為監管目標。推行程式化監管，進一步完善一線監管的機制，充分發揮自律組織的作用，強化期貨公司自我合規管理要求，加強監管的透明度建設，嚴格依法行政、規範監管流程，推進資訊公開，對各類違法違規行為即時發現、即時制止、即時查處，維護「三公」的市場秩序。

五是要加強研究人才培養與投資者教育工作，優化市場發展軟環境。要積極支持期貨交易所、期貨業協會、期貨公司和社會各方面的力量，加強期貨市場的基礎性、前瞻性、戰略性研究。高度重視人才培養和引進工作，推進行生性商品專業人才隊伍建設，加強對期貨市場各類產品的風險提示和歸類，研究建立與之匹配的投資者適當制度，引導投資者審慎評估、理性參與，確保將合適的產品賣給合適的投資者。深入開展輿論宣傳和投資者教育工作，積極培育市場誠信文化和風險管理文化。

【本文根據會議記錄整理，略有刪改，未經作者本人審閱】

[交易所高層論壇] 把握經濟脈搏-交易所的挑戰與機遇



- 本論壇中六位交易所高層就交易所面臨的挑戰與機遇發表了自己的觀點。

朱玉辰：將打造中證500指數、利率期貨、外匯期貨

中國金融期貨交易所總經理朱玉辰表示，目前中金所也在做一些規劃和準備，在指數方面研究第二個指數中證500指數，將來還要配套一個創業板指數，爭取這些指數能夠覆蓋到全市場，同時還有其他不同風格的指數，共同形成一個指數家族。

他認為利率期貨也是一個方向，可作為利率期貨標的的中國國債是很有價值的品種，中國國債餘額有6.3萬億元，是很大的現貨市場。如果發展國債期貨有希望助推國債在次級市場的活躍。此外，還有外匯期貨，包括人民幣對外幣的期貨等。

「中金所未來的產品線是比較豐富的，但需要一步一個腳印，成熟一個開發一個，前面的產品為後面的產品開闢道路」朱玉辰說，中金所將本著像滬深300指數的模式，產品線將在條件成熟下逐步鋪展開來。

劉興強：交易所國際化要「走出去」「請進來」

大連商品交易所總經理劉興強則從期貨市場國際化道路該怎麼走發表了自己的觀點。

劉興強認為，國際化有四個層次：一是市場國際化，二是規則國際化，三是機構國際化，四是投資者國際化。他指出，從這四個層面來看，目前大陸期貨市場在機制、規則、投資者結構、投資者自身能力等方面還有很大差距。

對於大陸期貨市場如何才能走出去？劉興強認為首先是要「請進來」，成熟後再逐步「走出去」。他指出首先要認真研究大陸期貨業的生態環境，包括現在期貨公司的盈利能力、人才結構和水準等，提高會員的生存能力、發展能力，逐步引進一些國外機構和投資者，使大陸期貨市場的國際化水準不斷提高。

張凡：適應符合期貨實體經濟發展需求來創新品種

鄭州商品交易所總經理張凡表示中國期貨市場的發展一定要緊緊圍繞實體經濟的發展，更好地為實體經濟服務，這是2008年金融危機給予的教訓，也是中國期貨市場自身的發展實踐所得出的結論。

張凡表示，在目前國際經濟環境動盪、歐債危機風波不止的背景下，實體經濟對期貨市場發揮避險功能，提供管理風險的需求是非常強烈的。從中國期貨市場的發展來看，首要的任務還是要根據實體經濟發展的需求來創新期貨品種，特別是優勢品種。目前鄭商所正在研究和開發期權交易，希望能夠更加豐富市場交易方式，完善市場避險體制。

楊邁軍：提升「上海價格」國際影響力

上海期貨交易所總經理楊邁軍表示，目前國際經濟金融形勢的不確定性可能造成大宗商品價格的波動更為頻繁和劇烈。在經濟、金融市場全球化的今天，定價權已經成為關係國家經濟命脈的重要因素，價格操縱可以成為一國掠奪其他國家資源的可能途徑。作為世界第二大經濟體，大陸已經成為很多大宗商品全球重要的生產國、消費國和貿易國，在全球大宗商品市場上扮演著舉足輕重的角色，但大陸在國際大宗商品「定價」上幾乎沒有發言權，被動應對國際商品價格的劇烈波動。尤其是自跨入世界貿易組織的門檻之後，國際大宗商品市場漸漸進入「中國一買就漲，中國一賣就跌」的怪圈。這些都給企業經營乃至國家的經濟安全帶來隱患。

兩岸交流 Both banks exchange

尤其在原油、鐵礦石等重要的戰略性產品方面，目前大陸還沒有相應的期貨品種。楊邁軍表示，燃料油期貨的成功運行，為原油期貨的推出積累了有益的經驗。下一步上期所將繼續推動多類別期貨品種的創新，尤其是加大石油期貨品種的推動力度。同時，上期所正為鐵礦石類期貨的推出做積極準備。

張育軍：交易所是「丫鬟」服務著兩位「婆婆」

上海證券交易所總經理張育軍戲稱交易所的定位是「國民經濟的丫鬟」，而服務對象是兩位「婆婆」，分別是實體經濟和投資人。

其表示「上交所的戰略，要認真扮演好“丫鬟”的角色，要不斷拓展市場的功能與服務，更好服務實體經濟；不斷加強投資人的培育與教育，促進投資人在資本市場能夠扮演很好的角色；認真抓好市場的風險管理，為國家控制系統性、區域性、金融性風險服務。」。

宋麗萍：為擬上市中小企業提供進一步服務

深圳證券交易所總經理宋麗萍表示，深交所將繼續為中小創新型企業提供服務，除了大家比較熟悉的中小企業板和創業板的後備上市資源豐富，正在等待中國證監會核准的消息之外，交易所準備為擬上市的中小企業提供進一步的服務。

[期貨公司高層論壇]專業化服務－期貨公司發展戰略與業務創新 元大期貨董事長盧立正在論壇中精彩發言摘錄



大陸期貨市場長期以來只能做一項業務，就是經紀業務，而從去年底已開始踏出創新的第一步即投資諮詢業務，再則將會推出籌備中的境外代理業務等等。在此前題下，這場論壇即針對以下幾個問題進行討論：一是期貨公司的業務模式；二是期貨公司的諮詢業務；三是下一步中國期貨公司將要走向國際市場，國際化的問題，如何走出去？走出去可能會遇到什麼樣的挑戰和機遇？本場論壇參與討論之專家有元大期貨董事長盧立正、美國期貨業協會（FIA）亞洲總裁 Nick Ronalds、英仕曼集團期貨管理基金（AHL）高級投資經理 Kevin Chuah、盈透集團亞洲總裁 David Friedland及新際集團中國首席代表 Dean Owen。

元大期貨將於今年4月與寶來曼氏期貨合併，元大期貨董事長盧立正以自身經驗，在該論壇中表示一家期貨公司的發展要根據自身情況選擇合適的盈利模式和經營範圍，要充分發揮自身特長，以下就其發言內容，摘錄整理報導如下：

就期貨公司的業務模式，盧董事長表示要探討這個問題之前很重要的一點是大家要什麼？到底一家公司是要像百貨公司一樣什麼都要賣，還是做一個精品店？他舉了一個例子，當消費者要購買東西時，可以在街角的24小時便利商店購買，也可以到大賣場買東西。這有什麼差別？大賣場肯定比較便宜，但要買很多。可是很多人不願意買那麼多，或者說沒有交通工具，就不到大賣場購買，就在街角便利商店購買，這表示要圖方便就要付出比較高的代價。所以經營者須先定位，是要做一個非常專業的、非常專精的期貨商，還是什麼都要做？必須先把自身的方向定出來。

另外在期貨公司的投資諮詢業務方面，盧董事長表示投資諮詢業務在過去因為業務範圍沒有被核准的關係而收不到錢，現在主管機關核准了，已經可以轉變成收費模式，既有的客戶已習慣了不收錢的方式，怎麼能夠讓客戶從口袋裡掏錢出來，這是非常重要的。其以元大期貨為例，該公司的諮詢服務是要收費的，而且收取佔整個台灣全部期貨諮詢服務公司裡面所有收入的53%，為什麼他們可以這麼做？分三個層面，第一個層面就是大家所接觸的，期貨公司提供研究報告、市場訊息，這些東西給客戶之後要收錢，但其他家也提供相同的服務，那肯定是比較困難的。那就要跳脫這個思維到第二個層面，就是元大期貨在做的，他們提供很多的培訓課程，在初始的時候，初級班培訓課程是不收費的，為什麼不收費？因為要吸引客戶先瞭解你到底有什麼能耐，在他們上了初級班以後就要進階了，進階到中級班、高級版就要收費了，兩個月的課程最高的收費12000元，大概2個月的課程，每個星期2-3次。第三個階段，又跳脫前兩個思維，與其你把魚釣好、煮好了給客戶吃，還不如教他們怎麼釣魚。例如現在的新的市場趨勢--高頻交易，還有與此類似的演算法的交易。這些比較新的東西，客戶在接觸的時候，可能專業知識不夠、經驗不足，必須要針對客戶的需要，教他們怎麼把心裡想的、頭腦裡面可以賺錢的東西寫成程式，把它放在程式裡面，然後這些程式就可以製造出買賣信號。這樣公司不但可以收到錢，再則須通過期貨公司來下單，如此即可一魚兩吃。這個方式是比較好的，盧董事長建議用這樣的方式比較能夠把諮詢服務業務做好；另外諮詢的產品還要注意到產品的設計、包裝，設計好了，包裝不好，東西也沒人買，東西怎麼賣出去是最重要的。

最後談到如何走向國際市場，盧董事長表示產品設計、包裝延伸出來三個新的東西，一是產品本身要好人家才要。二是訓練，同樣一句話你要讓客戶買單，怎麼讓他買單呢？訓練非常重要。要訓練銷售人員、業務人員、營業人員怎麼跟客戶介紹產品，金融業的銷售跟一般商品的銷售不一樣，在金融業，還須要教客戶進場怎麼購買產品，進場以後怎麼出場，如果不告訴客戶怎麼出場，客戶很容易慘賠陣亡，客戶群永遠不會大，所有人都認為期貨是賠錢的，所以要教客戶怎麼賺錢。最後一個比較重要的是通路，一定要有通路，才把產品賣出去。

最後盧董事長強調，以最近發生的MF Global破產事件，在與國外上手合作時，必須特別注意其財務狀況，否則一旦發生風險的時候，影響的層面將會非常大。

【本文根據會議記錄整理，略有刪改，未經作者本人審閱】



兩岸交流－兩岸期貨業發展研討會

在本次國際期貨大會開會前數週，深圳市期貨同業協會及中證期貨熱情邀約本會，希望可以在會議期間與本會理監事等成員進行一場兩岸研討會，以加強兩岸期貨行業之交流，故在雙方積極溝通及安排下，在國際期貨大會的第二天12月4日下午，本會與深圳市期貨同業協會及中證期貨共同舉辦「兩岸期貨業務發展研討會」，本會廩理事長等十多位理監事、深圳市期貨同業協會黃禧會長及中證期貨嚴金明總經理等13家期貨公司董總，及兩會會務人員共計30多人參與了這場盛會，本場交流會共安排5個精彩主題簡報，依簡報順序分別為：

- 永豐期貨葉黃杞董事長（本會常務理事）－「臺灣期貨IB業務暨永豐期貨發展經驗」
- 本會盧廷劼秘書長－「台灣期貨CTA業務發展」
- 大華期貨任俊行總經理（本會常務監事）－「台灣期貨市場機構法人投資發展經驗」
- 深圳市期貨同業協會黃禧會長－「中國期貨市場介紹」
- 中證期貨王連琨副總經理－「大陸特殊法人機構參與股指期貨情況介紹」。

整個交流會原本安排3個小時，因交流熱烈，實際進行了約4個多小時，因篇幅關係，無法就每個簡報詳盡報導，本刊僅就大陸市場之介紹及精彩之總結，分別整理報導。

深圳市期貨同業協會簡介

深圳市期貨同業協會成立於2004年7月，主要職能為制定行業自律規則，協調會員關係、組織學術交流、考察活動，對會員進行期貨知識培訓、諮詢，承辦或協辦期貨會議。目前，共有會員52家，期貨公司會員13家；期貨營業部31家；銀行等會員8家。其中，金瑞期貨公司早在2007年已獲批在香港設立機構從事期貨業務，目前深圳地區已有兩家期貨公司獲批開展投資諮詢業務，其他公司也陸續在申請當中。

2010年是深圳地區期貨市場發展壯大的一年，以中證期貨為主的一批有證券股東背景的期貨公司展現出強勁的發展勢頭。各期貨公司的註冊資本、年末淨資本、年底客戶數、客戶年底保證金，以及年代理交易額等都呈現出歷史性的飛躍。據統計，截至2011年9月底，深圳地區期貨公司代理交易量為1.06億手，代理交易總額為15.14萬億元，各項綜合指標在全國排名第四位左右。

中國期貨市場概述

主講人：深圳市期貨同業協會會長 黃禧

中國現有四家期貨交易所：上海期貨交易所、大連商品交易所、鄭州商品交易所和中國金融期貨交易所。截至2011年11月底，上市交易的期貨品種總數達到27個，覆蓋了農產品、有色金屬、黑色金屬、貴金屬、能源、化工和金融等領域。全國共有期貨公司163家，期貨營業部1080家。

中國期貨市場已經走過了20年的歷程，但真正的發展還是從05年開始才得以快速的提升，09年期貨成交量達到21億手，一舉躍居至全球首位，而且2010年全國期貨成交量更是超過31億手，成交金額達到309萬億，同比分別增長45.24%和136.85%，詳圖一。

【圖一】



— 2011年中國期貨市場運行情況 —

四大交易所交易概況

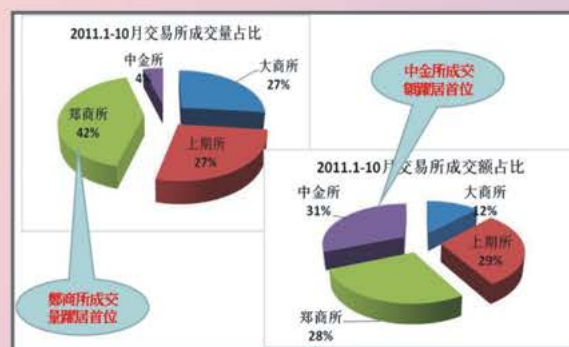
2011年1-10月，全國期貨成交量為17.36億手，同比減少30.41%，成交金額為191.5萬億，同比減少3.97%，導致2011年期貨交投趨緩的原因簡單歸結為如下幾點：

1、國內經過05-10年的爆發性增長後市場本身有休整需求；

- 2、交易所自2010年三季度開始加大監管力度（包括提高保證金、雙邊手續費等手段）；
- 3、國內商品期貨品種向大合約轉變，市場投資結構呈現變化；
- 4、管理層引導市場從量的擴張向質的提升轉變，加強期貨市場更好服務國民經濟。

下面這張圖展現的就是今年四大交易所成交量和成交額的比例關係，成交量方面，鄭商所總成交量為42%；主力商品為白糖和棉花；成交額方面，中金所達到31%，主要是因為滬深300股指期貨的合約價值較大的緣故。

【圖二】



股指期貨初露鋒芒—

滬深300股指期貨上市一年半以來總體呈現平穩的運行格局，主要體現在如下幾點：

- 1、成交量趨於穩定，持倉量緩慢增長；
- 2、成交持倉比明顯回落並趨於穩定，投機氛圍減弱；
- 3、特殊法人基本僅允許套期保值操作，市場淨空頭呈現常態；

【圖六】



與國外聯動較為密切的品種跳空缺口較大！風險應對的關鍵因素之一！

第三個特徵，大陸國內期貨市場投資結構有待完善。目前國內期貨市場自然人和法人的機構大致比例，法人占比僅4%左右，遠低於國際市場的法人參與度，這是管理層今年著力期望改善的重點，管理層通過多重途徑引導企業參與期貨市場進行對沖避險操作。

—面臨問題—

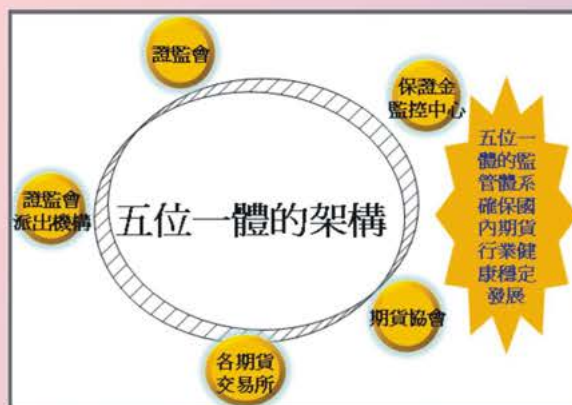
目前大陸期貨市場面臨以下三大問題：

- 1.機構投資者佔比太小，投資者比例失衡。
- 2.投資者比例失衡的原因，又隱含產品失衡的問題。

- 3.產品失衡又有三個問題：（1）產品單一，滿足社會需求數量偏少，難與國民經濟、實體經濟結合（2）產品不能滿足多元化需求，品種裡的樣式無法滿足投資者需求，僅有金融期貨，無期權相關產品（3）品種裡商品及金融期貨失衡，導致市場深度及廣度不夠，難以滿足投資者需求。

—監管體系—

大陸期貨市場是五位一體的監管體系：從證監會到證監會派出機構、同時還有交易所、期貨協會和保證金監控中心，這五大機構從不同層次不同角度全方位的對期貨市場的運行進行嚴格的管理，確保期貨行業的健康穩定發展。



【本文根據會議記錄及簡報資料整理，略有刪改，未經作者本人審閱】

特殊法人機構參與股指期貨情況介紹

主講人：中證期貨有限公司副總經理 王連琨

一、特殊法人定義：

- 依據《股指期貨投資者適當性制度實施辦法（試行）》第23條：特殊法人包括證券公司、基金公司、合格境外機構客戶，以及須經監管機構或者主管機關批准才能參與股指期貨交易的其他法人；

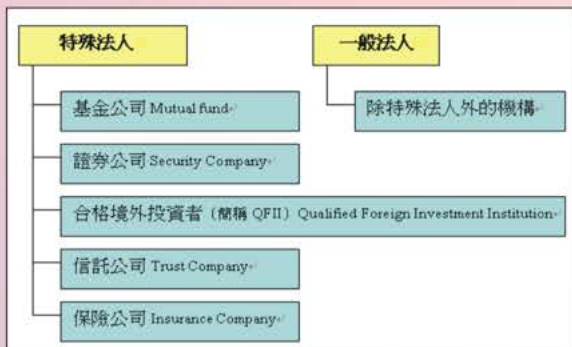
一般法人系指特殊法人以外的法人。

- 《股指期貨投資者適當性制度實施辦法（試行）》第6條：期貨公司會員只能為獲得監管機構或者主管機關批准從事股指期貨交易的特殊法人投資者申請開立股指期貨交易編碼。

兩岸交流 Both banks exchange

- 《股指期貨投資者適當性制度操作指引（試行）》第19條：特殊法人投資者申請開戶，應當提供相關監管機構、主管機關的批准檔或者證明檔。

二、參與股指期貨的法人機構分類



三、特殊法人機構參與股指期貨的條件

須先獲得監管機構或者主管機關批准，取得批准檔和證明檔；再依據中金所頒佈的《交易編碼管理指南》等開戶指引性檔開立股指期貨的交易帳戶。

四、特殊法人機構的主管部門和監管機構

特殊法人類別	主管部門或監管機構
基金公司	中國證券監督管理委員會（簡稱中國證監會）
證券公司	中國證監會
信託公司	中國銀行業監督管理委員會
合格境外投資者（QFII）	中國人民銀行，中國證監會，國家外匯管理局
保險公司	中國保險監督管理委員會

六、股指市場容量和各機構預測規模

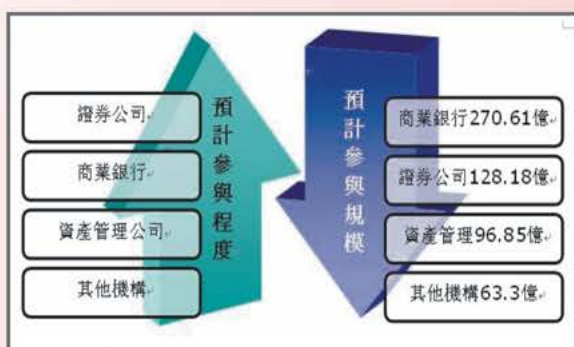
- 公募基金：須將股指期貨明確寫入基金合同投資範圍方可參與，目前寫入的有25只公募基金，總規模140億，按照參與指引規定的20%套保比例，股指頭寸可達28億，保證金規模3億。
- 基金專戶理財規模：到2011年11月底為止，已經有37家基金公司開展了專戶理財業務。截止2011年8月底，基金專戶理財管理資金的規模是1228.39億元（來源證券時報網）。
- 信託：信託業協會2011年3季度資料，總規模40977.73億元，其中證券投資信託4531.13億元，投資次級市場的占比25%，與私募基金合作占比30%。

五、目前特殊法人機構參與股指期貨情況

特殊法人類別	目前參與的政策制度	業務類別	法定投資範圍	參與情況	說明
證券公司	證監會2010年4月21日發佈《證券公司參與股指期貨交易指引》，對證券公司自營業務和資產管理業務分別制定了參與規範和流程。	自營業務	套期保值 套利、投機（需證監會另行批准）	已在交易 未有進行	
		集合資產管理	套期保值	已在交易	
		定向資產管理	套期保值、套利、投機	已在交易	
基金公司	證監會2010年4月21日發佈《證券投資基金參與股指期貨交易指引》，對基金參與目的、參與的基金品種、投資範圍等進行了規範（此處所言證券投資基金指代公募基金，專戶理財不受其限制）。	公募基金	套期保值	不可開戶	中金所(2011年5月31日修訂)發佈《特殊法人機構交易編碼管理業務指南》，對證券公司自營、證券公司資管的集合和定向、公募基金、基金特定客戶證券投資產品（簡稱專戶）、QFII等五類開戶程式進行了規範，但目前交易所未開始審理開戶申請，因此公募基金尚未參與，目前只有基金專戶可開戶交易。
		專戶理財	套期保值、套利、投機	已在交易	
信託公司	銀監會7月份發佈《信託公司參與股指期貨業務交易指引》，目前正在分別審理各家信託的交易資格申請。	集合信託業務 單一信託業務	套期保值和套利 套期保值	未可開戶	已有包括中信信託、華寶信託、中原信託、華潤信託在內的多家信託公司向證監會申請參與股指期貨交易資格，華寶信託11月30日表示申請資格獲批；未有開戶指引。
QFII	證監會2011年5月4日發佈《合格境外投資者參與股指期貨交易指引》。	-	套期保值	可開戶未進行	期貨託管帳戶問題向待人民銀行及外匯管理局解決，未能開戶。
保險公司	銀監會正在徵求各大保險公司意見如何制定指引	-	-	-	仍在徵求意見階段，未有開戶指引。

資料日期:2011年10月

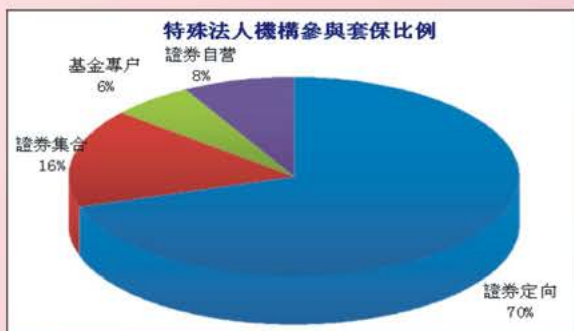
- **QFII**：截至2011年10月：證監會共批准119家合格機構投資者，外管局共審批206.90億美元投資額度。
- **保險**：目前國內有保險資產管理公司10家，資產規模達5.57萬億元。按其投資股指期貨25%的上限計算，參與股指期貨的規模約為1萬億元。



預計參與程度與規模總結：市場規模依靠商業銀行、交易量注重證券公司、利息收入倚重資產管理公司

七、特殊法人機構參與狀況

- (一)從開戶數比例來看，法人戶占總開戶數的2%；法人的成交量占總成交量的2%，但法人的持倉量較大，占了30%。



截至2011年下半年，特殊法人帳戶開戶數已達到205戶

類別	證券自營	證券集合	證券定向	基金專戶	合計
數量	45	12	99	49	205

- (二)基金專戶占成交、持倉比例微乎其微，大部分是為走通流程而開戶，目前還在持續交易股指期貨的不到一半，但大部分開戶的產品都取得了正收益。

八、當前發展的主要問題和展望

■ 問題

- (一) 政策限制：僅有基金專戶能夠參與到股指期貨，基金專戶參與商品期貨近期獲證監會批准，但開戶指南等規範尚未公告；再則公募基金未能開戶。
- (二) 相關人才儲備不足：目前多數國內基金公司的投研人員缺少衍生品投資經驗，難以轉變單向的投研思維。交易員需重新學習交易系統的使用和衍生品交易方法。
- (三) 交易、風控、清算和IT方面：基金公司風控流程、結算核算制度和投資決策體系等可能需新建並調整，股票交易系統已形成一家壟斷局面，購買股指期貨交易模組成本很高，使用其他交易系統不利於風控合規設置。
- (四) 基金公司近來面臨規模縮水、銷售困難等困境。
- (五) 交易限制繁多，交易規則落後：**QFII**參與股指期貨只能從事套期保值，所持合約價值不能超過其外管局所批的投資額度。
- (六) 期貨保證金託管等技術性問題懸而未決：目前國內期貨保證金只能託管在五間具有期貨託管資格的銀行，在五大行託管的**QFII**是否能用人民幣特殊帳戶直接做保

兩岸交流 Both banks exchange

證金存管帳戶，託管在外資銀行或其他商業銀行如何進行資金劃撥等問題，需要多方協調及主管部門統一規範。

■ 展望

- (一) 證券公司資管和自營積極申請資格參與股指期貨
- (二) 更多基金公司將取得專戶業務資格：2011年10月份對專戶限制的政策放開之前，有許多規模較小的基金公司尚未取得專戶資格，目前沒有專戶資格的基金公司仍在積極籌備，準備相關申請文

件，預計最早一批會在年底獲得證監會放行。

- (三) 公募基金近期也將獲准參與股指期貨交易
- (四) 第一批信託公司將獲得股指期貨交易資格
- (五) 隨著人民銀行及外匯管理局等監管層的涉入，QFII有望於明年解決託管困境，進軍股指期貨市場。
- (六) 各大保險公司正在向監管層反映意見，希望能早日參與股指期貨。

【本文根據會議記錄及簡報資料整理，略有刪改，未經作者本人審閱】

結 尾

在一連串精彩的簡報之後，黃禧會長及糜以雍理事長對本次研討會做了以下精彩的總結：

黃禧會長：希望以後可以跟台灣加強交流

台灣同行介紹的三個業務：IB業務、CTA業務及機構法人業務，都是國內同行非常關注的內容，內容非常有針對性，聽了之後非常有收獲、受益匪淺，僅代表在座中方表示衷心的感謝。

深圳在沿海地區，和台灣從地理上一樣方便，再加上本地區在國內是屬有影響的板塊，是開放創新的地區，希望以後可以跟台灣加強交流，從剛才的介紹，台灣有三點值

得我們學習借鑑的，一是金融期貨品種齊全，二是產品線完整，三是國際化走在前面，這三點正是大陸發展有待進一步提昇的空間，希望以後有機會組團至台灣考察學習，希望屆時多給予指教及支持。

糜以雍理事長：台灣期貨業希望有機會參與大陸期貨市場發展

糜理事長首先表示感謝主辦方深圳協會安排這樣的場合，讓兩岸業者有機會當面交流，另外其亦代表台灣期貨業表達台灣期貨對於至大陸發展與合作意願相當高，由於大陸有著相當之經濟基礎、良好的經營環境，期貨市場成長潛力好，而台灣期貨市場發展已有一段時間，在股指期貨和金融期貨方面

兩岸期貨業發展研討會

發展非常好，且產品線完整、除期貨外，選擇權及股票期貨現在亦發展的非常好，再則台灣期貨市場營業項目多，除經紀業務外，期貨自營、期貨顧問、期貨經理及期貨信託，全面性產品線都已發展出來了，而內地接下來要發展境外期貨經紀業務，慶理事長強調這正是台灣期貨業的強項，在這方面台灣已有豐富經驗，且在很多方面兩岸互信非常高，其強調台灣業者非常希望有機會參與大陸期貨市場發展，也希望對大陸業者未來的經營有幫助。

爲了讓在場大陸方人員更瞭解本會，慶理事長還特別介紹了本會，其表示本會跟大陸的中期協及各個地區的期貨業協會有點不一樣，強調我們是單一的期貨公會，所有期貨商及期貨業沒有加入期貨公會之前是無法營業的，另外就本會各項職能：從業人員資格審查、場地設備勘查、會員查核、教育訓練、自律功能、糾紛調處…等做了詳盡之介紹。

台灣期貨業團結面對風險事件

就2011年台灣期貨市場狀況，慶理事長表示台灣期貨市場今年發展的非常好，相對2010年有30%~40%的成長，在好的成長之下，也發生一些重大事件，2011年對期貨業來講是非常熱鬧的一年，在8月初美國主權信用被調降評等，連續兩個交易日台灣股市下跌幅度是有期貨市場以來下滑幅度最大的，8月5日當天直接跳空下跌約5%，這樣的市場狀況，對於股指期貨來說當然有很大的衝擊，不過台灣期貨市場還不錯，安然度過這

樣的風險，在這樣大的行情變動之下，全體期貨交易人產生違約不到100戶，沒有任何期貨商對台灣期貨交易所違約，顯示台灣期貨市場規模雖然比大陸市場小，但整體運行順暢，風險控管執行的相當不錯。

再則就近期發生之MF Global破產事件，慶理事長表示對於我們做國外期貨交易來說是一個非常大的衝擊，但台灣期貨商彼此之間非常團結，我們很快在公會架構下，同業間即達成協議，最高原則爲不讓任何期貨交易人權益受損，事件還在發展之中，未來若任何交易保證金無法從國外返還回來，這損失將由期貨商吸收，此爲整個期貨行業共識，以維持市場信用，不讓客戶對市場信心受影響。這是今年以來發生的重大事件，慶理事長強調台灣期貨業在這方面表現是相當不錯的。

期貨商能提供更專業的服務

另外就先前簡報所提到的IB業務發展，慶理事長表示台灣期貨IB端的營業網點較多，不過期貨商自己本身的營業網點經營效率還是比較高，從經紀業務來看，期貨商自己本身的市佔率與證券IB的實際市佔率是各佔一半，但證券商的營業網點約1千個，而期貨商的營業網點將近約40個，40個點對1千個點，產生的市佔率是一樣的，顯示有些專業的期貨交易人需要更專業的服務時，還是由期貨商提供服務更適當。

會議最後慶理事長再次表示非常感謝黃會長提供這機會，並希望未來兩岸業者能有繼續交流的機會。

期貨商風險管理專案報導

撰文/陳怡真

民國100年8月初因美債、歐債問題造成行情劇烈震盪，發生數筆期貨交易人違約事件以及期貨商與交易人之間的糾紛，主管機關函請臺灣期貨交易所洽本公會就現行KYC作業、風險控管、交易制度等方面加以檢討；同時，期貨商亦因上述事件開始正視目前期貨交易相關制度在實務執行上衍生的各種問題，認為有重新檢視之必要，因而促成「期貨商風險管理專案」的進行。

民國100年9月22日，本公會召開「期貨商交易及風險控管機制」專案會議，由廳理事長主持，期貨商董事長、總經理出席參加，會中針對期貨商KYC風險評估程序、交易制度、風險控管、保證金追繳、代為執行沖銷規範等議題進行廣泛的討論，達成業界應有一致性作法的共識，並於該次會議賦予期貨公會對於上開議題進行後續研擬並提出具體建議方案的重責大任。

延續上述9月22日「期貨商交易及風險控管機制」專案會議應辦理事項，本公會於100年10月4日召開「期貨商交易及風險控管機制」啟動會議，由理事長主持，宣示本公

會的任務，並成立「風險控管十大建設專案小組」，由業界推舉嫻熟期貨商前後台作業主管與本公會會務同仁擔任小組成員，就以下議題，以分組方式於每週四下午進行討論：

- 1、期貨商應如何落實初始KYC作業？
- 2、經KYC作業流程分級，對於不同級數之交易人委託單，應執行何種限制管理？
- 3、對於低流動性商品的委託單風險應如何管理？
- 4、如何善用SPAN的優點同時做好SPAN的風險管理？
- 5、訂立開盤前對未平倉部位執行風險評估壓力測試規範。
- 6、訂立統一的風險計算標準。
- 7、訂立保證金追繳機制的規範。
- 8、訂立強制沖銷執行規範。
- 9、結算會員資格限制之建議。
- 10、對於確保會員遵守自律規範，公會應扮演的角色？

「風險控管十大建設專案小組」成員經歷將近兩個月的密集開會，於100年11月26日假陽明山天籟溫泉會館，向理監事、經紀業務委員會委員、稽核暨法遵委員會委員進行總結報告，本公會藉由該次會議彙集理監事與委員們的意見，並參酌小組建議事項，將前八項議題完成整合，並提報第三屆理監事第9次聯席會議進行討論，再依據理監事會議決議內容，與臺灣期貨交易所進行後續會議協商。謹就101年2月20日前達成初步共識之內容臚列如下：

壹、期貨商應如何落實開戶及KYC (Know Your Customer) 作業

● 滿七十歲之交易人，期貨商應拒絕其開戶

滿七十歲，或具備相關法規規定不得開戶事由之交易人，期貨商應拒絕開戶。滿七十歲之交易人有開戶需求者，應另填寫聲明書(內容包括財力證明及交易經驗證明)，並符合一定資格條件，期貨商始得接受其開戶。

● 期貨商應自行訂定特殊機構法人之開戶審查標準

本公會提出之開戶及KYC作業原則上適

用於自然人及法人，特殊機構法人(如四大基金)的個別審查標準則由期貨商自行訂定。

● 修訂現行開戶相關表格

一、全面檢視現行本公會「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」附件「開戶申請書暨信用調查表」內容，並加以修正：

(一)依現行法令規定應予記載事項增加之欄位：

交易人年齡、指定入金帳戶、開戶原因。

(二)期貨商依內部控制制度規定應辦理事項：

開戶文件副本領取方式、盤後保證金追繳通知方式。

(三)依客戶申請單日未沖銷部位限制之規定，增加相關欄位。

二、修正「徵信及審核表」之內容：

(一)針對客戶申請單日未沖銷部位限制額度，增列「口數未達期交所公告各商品部位限制之50%」及「口數達期交所公告各商品部位50%以上」兩種級距；後者並應檢附開戶證明、

、交易經驗證明及財力證明。

(二)刪除原有「業務主管簽章」及「業務員簽章」欄位，由各期貨商依公司分層負責辦法簽章決行。

貳、交易人分級之規定

●由期貨商自行對客戶進行內部分級管理

因金融消費者保護法以及結構型商品已有對於交易人分級之規定，為避免造成交易人混淆，本公會不對交易人分級做成期貨商一致性規範的建議，但期貨商應自行訂定對客戶分級管理規範，供其內部管理使用，且無須對客戶揭露。

●交易人單一商品單日未沖銷部位超過期交所公告部位限制達一定比例時，增加加收保證金之規定

一、一般交易人單一商品單日未沖銷部位超過期交所公告部位限制20%時，超過的部位應加收期交所公告原始保證金至120%。

二、交易人得提供開戶證明、交易經驗證明及財力證明，向期貨商申請調高部位限制至期交所公告部位限制的50%，該類交易人單一商品單日未沖銷部位超過期交所公告部位限制50%時，超過的部位應加收期交

所公告原始保證金至120%。針對申請調高部位限制之交易人，期貨商應訂定定期評估標準，至少每六個月對該交易人進行重新評估，並應訂定對於交易人降低部位限制之機制。重新評估的參考標準，應加入交易人於一段時間內之超額損失及強制沖銷次數。

三、有關上述加收保證金之細則（包括加收保證金及釋出保證金之時間點、當沖部位適用與否以及加收保證之時間點、當沖部位適用與否以及加收保證金計算方式），本公會刻正研議中。

參、適用SPAN客戶之資格及申請條件

因目前以SPAN計算整戶保證金之方式，已將客戶各種部位可能產生之風險加以考慮，故本公會對適用SPAN客戶之資格及條件不提出加以限制的建議，由期貨商自行訂定交易人申請使用SPAN的管理辦法。

肆、對於低流動性商品的管理

有關低流動性商品的管理，本公會已提出對其加收保證金至期交所公告之原始120%之建議；至於何謂低流動性商品？則建請期交所依據過去市場交易狀況加以定義。

伍、訂立開盤前對未平倉部位執行風險評估 壓力測試規範

藉由進行每日收盤後的壓力測試，期貨商得以事先認知該公司持有未平倉部位的客戶風險承受程度，藉以對客戶採差異化管理，針對高風險客戶於有關部位檢視、強制沖銷方式、順序、執行人員等方面進行事先安排演練。由於期交所目前已有針對全市場進行盤後壓力測試，本公會已向期交所建議請其提供壓力測試方法給期貨商作為參考。

陸、訂立統一的風險有關名詞定義以及計算標準

由於因各期貨商對於風險管理相關的名詞定義不一或計算公式不同，適用上常產生爭議，本公會參酌主管機關、期交所相關法規及函令，將風控相關之名詞加以定義，同時統一計算公式，日後全體期貨商均應採用同一標準，以減少疑慮。

● 風險相關名詞的統一(請詳閱表一)

● 計算公式運用及說明

一、以權益數作為盤中及盤後保證金控管的依據

當權益數低於留倉部位所需維持保

證金時，應通知交易人將權益數補足至留倉部位所需原始保證金之額度。

* 權益數 = 本日餘額 + 未實現利得 - 未實現損失 + 有價證券抵繳總額

二、以風險指標作為盤中執行代為沖銷的依據

當風險指標低於25%時，期貨商應執行代為沖銷程序

風險指標 = 權益總值 / (原始保證金 + 未沖銷選擇權買方市值 - 未沖銷選擇權賣方市值)

= (權益數 + 未沖銷選擇權買方市值 - 未沖銷選擇權賣方市值) / (原始保證金 + 未沖銷選擇權買方市值 - 未沖銷選擇權賣方市值)

1. 分子部分要加上未沖銷選擇權買方市值扣除未沖銷選擇權賣方市值。

2. 分母部分要加上未沖銷選擇權買方市值扣除未沖銷選擇權賣方市值。

柒、保證金追繳機制之相關規範

● 盤中之規定

現行法規並無明文規定盤中保證金追繳，期貨商係依據期交所發布之相關函令辦理。本公會針對盤中保證金追

表一、風險相關名詞

風險有關專有名詞 項目	名詞解釋與公式計算	
	名詞解釋	公式計算
1.前日餘額	前一營業日之本日餘額	前一營業日之 8
2.存提	2a.本日之入金及手續費調整金額合計	本日金額自行計算
	2b.本日之出金及手續費調整金額合計	本日金額自行計算
3.到期履約損益	本日期貨到期履約損益	本日金額自行計算
4.權利金收入與支出	本日選擇權權利金淨收付金額	本日金額自行計算
5.本日期貨平倉損益淨額	本日期貨平倉損益	本日金額自行計算
6.手續費	本日交易手續費	本日金額自行計算
7.期交稅	本日交易期交稅	本日金額自行計算
8.本日餘額	本日帳戶餘額，不含當日部位損益	1+2a-2b+3+4+5-6-7
9.未沖銷期貨浮動損益	9a.未實現利得(本日期貨部位未平倉利得)	本日金額自行計算
	9b.未實現損失(本日期貨部位未平倉損失)	本日金額自行計算
10.有價證券抵繳總額	有價證券抵繳金額為未平倉部位的 SPAN 結算保證金的一半	本日金額自行計算
11.權益數	本日帳戶之淨值，含當日期貨部位損益及有價證券抵繳總額	8+9a-9b+10
12.未沖銷買方選擇權市值	本日選擇權買方部位之市場價值加總	本日金額自行計算
13.未沖銷賣方選擇權市值	本日選擇權賣方部位之市場價值加總	本日金額自行計算
14.權益總值	本日帳戶之清算值，含未沖銷選擇權之市值	11+12-13
15.原始保證金	本日期、權部位所需原始保證金	本日金額自行計算
16.維持保證金	本日期、權部位所需維持保證金	本日金額自行計算
17.委託保證金及委託權利金	本日委託成功尚未成交期、權部位所需之原始保證金及權利金	本日金額自行計算
18.可動用(出金)保證金	本日帳戶之可委託下單或可出金金額	盤中：11-9a-15-17 盤後：11-15
19.權益比率	權益數相對於原始保證金之盤中追繳標準	11/15
20.超額/追繳保證金	本日帳戶之超額(正數)或不足(負數)保證金	11-15
21.風險指標	帳戶權益總值相對於原始保證金加上未沖銷選擇權市值之風險比率	14/(15+12-13)

繳的名稱、定義、通知內容、通知方式作成以下建議：

- 一、盤中保證金追繳定名為「盤中高風險帳戶通知」

交易人帳戶權益數發生低於維持保證金之情形時，期貨商應對交易人發出通知，請其注意帳戶權益變化，盤中通知著重於提醒客戶帳戶權益狀況已達一定之風險，客戶應

儘速將權益數補足至留倉部位所需原始保證金，並應讓風險指標維持一定的比例，與盤後保證金追繳內容略有不同，故將盤中通知定名為「盤中高風險帳戶通知」以資區別。

二、訂定「盤中高風險帳戶通知」之通知內容

因盤中行情隨時在變化，倘通知內容必須表明客戶應補繳金額，在執行上恐有困難，故對交易人通知不以敘明應補繳金額為必要，建議通知內容如下：「您的帳戶權益數已低於留倉部位所需維持保證金，依照規定您必需儘速將權益數補足至留倉部位所需原始保證金，請您隨時注意盤中權益數之變化，當風險指標低於25%，本公司將開始執行強制沖銷作業程序。」

三、增訂通知的方式

現行依期交所相關函令規定，盤中通知方式僅限「電話」及「當面」兩種，當行情劇烈變動時，為保障交易人權益，使交易人可以即時經由期貨商的通知，得知其帳戶的風險狀況並預先做準備，故建議另增加「簡訊」、「電子郵件」或「其他交易人指定之方式」辦理。

● 盤後之規定

一、增訂通知的方式

依期交所相關函令規定，期貨商除應以電話通知交易人保證金追繳狀況以外，並應以書面通知交易人（期貨商與交易人約定後，得以電子郵件取代書面），本公會建議增加「簡訊」或「交易人指定之方式」取代電話通知。

二、補繳保證金之期限

原則上應於開盤前補足到留倉部位所需原始保證金，但考量銀行營業時間以及網路銀行及自動化設備轉帳金額上限，建議依以下方式辦理：

- (一)盤後追繳金額為新台幣1000萬元以下，交易人應於次一營業日開盤前補繳保證金，若追繳金額超過銀行網路或自動化設備可轉帳上限時，交易人應先轉入該上限金額，餘額於9點後補足。期貨商最遲應於9：15確認補繳進度。
- (二)盤後追繳金額超過新台幣1000萬元不適用上述規定，應於次一營業日開盤前補足。

三、未補足保證金，期貨商應執行代為沖銷程序

交易人未於補繳期限前補足到留倉部位所需原始保證金，期貨商應即執行代為沖銷程序。

捌、代為沖銷執行之規範

● 建議受託買賣業務員得為執行代為沖銷之人員

過去對於客戶盤中風險達到何種比例應執行強制沖銷，業界並無一致性規範，故在執行上可能會發生認知不同或利益衝突的情形；目前本公會已提出交易人盤中風險指標低於25%時，期貨商應執行代為沖銷之建議，倘業界依循此標準確實執行，則無論由何種業務員執行，結果均為相同，故建議放寬目前依期交所函令有關受託買賣業務員不得執行代為沖銷的規定，合格業務員均可以執行本項作業。

● 明定執行代為沖銷之時機

一、開盤時

盤後發生保證金追繳情形之交易人未於規定時間內補足應繳金額，期貨商應於次一營業日開盤時執行代為沖銷。

二、盤中

1. 盤後發生保證金追繳情形，應補繳金額低於新台幣1000萬元但超過網路銀行或自動化設備可轉帳上限，交易人未於次一營業日9:15前補足餘額，期貨商應於9:15過後執行代為沖銷。

2. 當交易人風險指標低於25%時，期貨商應執行代為沖銷。

● 明定執行代為沖銷的方法

為兼顧對交易人之公平性及執行效率，並避免交易糾紛，建議以市價或限價單將交易人帳戶內全部部位進行代為沖銷。

期貨商開戶及KYC作業、交易制度、風險管理機制應有一致性的作法及規範，為業界之共識，基於此共識，本公會將待上述各項內容確定之後研議如何落實執行，並持續與期交所進行協商討論，且向主管機關進行報告。目前規劃係採取以下方式進行：1. 建議主管機關修法、2. 建議期交所訂定於內部控制制度、3. 增訂於本公會相關自律規範、4. 由期貨商自訂規範。另外，有關結算會員資格限制乙案，本公會刻正研議中，未來將適時向期交所提出相關建議。

CNFA

熱忱 · 積極 · 完美