

期貨人

2002年三月創刊 《總號第040期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2011

第四季



封面故事

歐美債危機衝擊下業者如何控管風險

市場訊息

**新世代投資利器-期貨信託基金
期貨市場鉅額交易制度介紹**

兩岸交流

大陸新業務-期貨投資諮詢業務

專題報導

金融消費者保護法簡介

風險與管理



盧廷劼

今年八月初因為美國債信評等由AAA調降為AA+，導致全球證券期貨市場大跌，引發國內發生期貨史上最大單一客戶超額損失案例，金額達五億餘元之事件。隨後十一月初又發生美國MF Global公司揭露發生1.916億美元之季虧損及62億美元之西班牙和義大利國債缺口後，被Moody's、S&P及Fitch信評公司將其信評調降至垃圾等級，引發各國交易所對該公司停牌及部位凍結等措施，導致國內交易人部位無法平倉，資金無法提取之情事。前開美國債信事件依期貨交易所統計資料顯示，八月一日至十九日申報違約之帳戶僅58戶，全市場總違約金額約3.77億元，違約金額超過400萬元者僅7人，並未發生期貨商或結算會員無法履行結算交割義務情事，顯見期貨市場風險控管機制之設計與執行尚稱完善。

然而事件發生後，仍有客戶因發生損失或無法如願提取交易保證金，對期貨商之風險控管機制與服務提出微辭，經深入了解期貨商實務作業程序，發現部分作業流程並無業界一致性之作法，在缺乏即時有效管理措施下，恐有風險沒能有效管理之情事發生。期貨公會為強化期貨商之風險管理機制，特成立風險控管專案小組，分別就開戶、交易管理及風險管理機制等主題進行研議，希望提出業界一致作業標準，以達合理之控管。本期貨人雜誌為深入探討歐美債危機之衝

擊，特專題訪問期貨經紀商、自營商及基金業者闡述風險控管之道，提供分析研討。

期貨交易所為提供交易人處理大額部位之便利管道，便於交易人避險套利或價差等策略交易到期轉倉需求，並使交易方式更多元化及國際接軌考量，經主管機關核准後，將於本(100)年12月19日開放鉅額交易制度，初期開放台指期貨、小型台指期貨及台指選擇權等三項商品試辦。為利各界了解鉅額交易制度相關規範，特專文介紹該制度內容。

消費者保護一向為各行各業為吸引客戶往來之必要措施之一，惟金融服務往往存在消費者無法了解商品與服務之特性與內容，在產生損害又無法得到合理保障情況下產生爭議。2008年國際金融市場發生雷曼事件，國內金融機構透過信託架構銷售雷曼公司發行與保證之各類結構型商品，在雷曼公司發生危機時無法得到合理賠償，在各方壓力下主管機關訂定金融消費者保護法，於本(100)年經立法院三讀通過，6月29日總統公布自101年開始施行。由於金保法及相關子法對金融服務業者自廣告招攬促銷、評估客戶承擔風險程度分級提供適合商品、損害賠償責任及至爭議處理機構之設置與運作，在在影響金融服務業之作業規範與責任，故本期貨人雜誌特擇此議題，邀請主管機關深入淺出介紹金融消費者保護法之重要規範內容，提供業界參考因應。

CNFA



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

總編輯的話

1 風險與管理

盧廷劼

封面故事

4 淺談歐美債危機的衝擊



5 期貨經紀業者控管風險之道

鄭欽文

8 期貨自營業者控管風險之道

洪基超

14 國內基金產業現況及風險控管

Teresa

22 投資市場震盪控管風險之道

林彥全、林已霽

29 高頻交易風控之探討

鄭欽文

目錄 CONTENTS

市場訊息

風雨逆勢中的奇葩·新世代投資利器

35 期貨信託基金

Vanessa

期貨市場新制度

40 鉅額交易制度介紹

邱瑜明

兩岸交流

大陸期貨投資諮詢業務

44 業務介紹

林惠蘭

51 可能面臨問題之探討

張嘉成

專題報導

金融消費者保護之新里程

59 您不可忽視的「金融消費者保護法」

楊麗萍

美債風波、歐債危機

導致全球股市震盪

衝擊全球經濟

業者如何控管可能的風險

看看專家怎麼說

淺談歐美債危機衝擊下

期貨經紀商如何控管客戶風險

從外資經理人的一天談起

撰文/鄭欽文



王鐘靖小檔案

現職

- 美商愛德盟期貨台灣分公司總經理

經歷

- 外交乙等特考經濟部國際商務人員及格
- 台北外匯市場發展基金會外匯交易員
- 美國愛德盟期貨經紀商芝加哥總公司 亞太區經理
- 中華民國期貨業商業同業公會理事、監事

學歷

- 台灣大學經濟系 學士
- 上海復旦大學經濟系 碩士

前言

美商愛德盟期貨經紀股份有限公司 (ADM Investor Services, Inc) 為全美前 25 大之知名期貨商，擁有60年的歷史，為目前台灣合法從事國外期貨經紀業務的複委託期貨商。美商愛德盟期貨具全美各大期貨交易所之結算會員資格，其中包括 CBOT、CME、NYBOT、NYMEX、MGE 及歐洲國際金融期貨交易所(LIFFE)等國際知名交易所。複委託期貨商，經營的客戶群都是本國期貨商，它不會直接接觸一般投資人，所以對投資人來說，複委託商往往罩著一層神祕的面紗，本刊特別專訪美商愛德盟台灣分公司（簡稱 ADM）王鐘靖總經理，希望藉由此次訪談的

機會，一窺外資期貨經紀商的真實面貌，帶領讀者體驗一下這些平常非常忙碌總是神龍見首不見尾的外商總經理，他們每天都在忙些什麼。

我在忙什麼？

看似簡單重覆的動作，但環環相扣、馬虎不得，稍一掉以輕心，可能就會造成損傷，王總經理語重心長的說。每天一走進辦公室，第一個動作先查看客戶交易部位、保證金狀況，並查詢市場動向、有無重大消息或數據公佈，了解有沒有什麼商品單邊持倉量是相對較大的、曝險率是較高的；接著接收美國總公司的信件，進一步與總公司聯繫

並完成交辦事項；檢核各交易、財務報表並處理客戶抱怨。這些每一個小小的動作，卻蘊含相當的意義在其中：

一、掌握可能的風險

王總經理服務於美商愛德盟期貨公司（以下簡稱ADM）美國總公司5年，之後轉任台灣分公司擔任經理人乙職13年，18年的生涯，『風險』始終放在最重要的位置，風險顧到以後才能考慮獲利。公司每口契約手續費賺不到多少錢，只要一件超額損失發生，可能就白作工半年。我們的客戶都是期貨商，與一般散戶不同，但還是會有補繳保證金及超額損失的情事發生，尤其是當突發性事件來臨而導致行情巨幅波動時，所以我們對曝險度是相當重視的。

二、了解我們的客戶

經由關心客戶每天交易狀況，可以了解客戶交易行為、資金狀況。舉例來說：因為ADM客戶是針對期貨商，期貨商項下的單一客戶不是我們服務的對象，但期貨商若有大戶進出，就需要我們多加留意客戶動向，經由交易狀況的了解，我們就可以掌握期貨商動向；另一方面，期貨商經由這樣的作業，也可以了解客戶交易習性，當客戶交易習性改變時，期貨商也應當多加注意客戶是否有其他突發狀況，這樣的作業會比開戶填具一連串的財務資料更加有實質效益。

三、專業的服務

ADM在台灣雖然並未兼營期貨顧問事業，無法提供建議分析報告給期貨業者，但

提醒業者國際市場動向或重大消息的發佈，依然是我們應該要有的服務，如同業者提醒一般投資人，做些可能風險的告知是一樣的意義。而這也是外資可能與本國業者有所差異化的優勢點，我們可以經由總公司及其他分公司獲得國際間的新訊息，服務我們的期貨商。

最難忘的經驗

王總回台灣這十幾年，有沒有什麼是您印象最深刻而難以忘懷的事？

「幾年前納莉颱風」，王總回憶著說。台北大淹水，跟交易室主管說：「電話聯絡同仁，可以上班的，儘量上班，但是沒有強制。」，結果當天晚上交易同仁全員報到，大家都是涉水來上班的，相當感動。

當初還是人工接單（透過電話轉單到國外，一隻手拿電話、脖子再夾另一支電話，一隻手填委託單、打時間印記，嘴巴還要正確的覆送並發出委託訊息），人力吃緊不說，停電，一片黑漆漆的，只靠著發電機發出微弱的光線，這發電機的電力要撐多久，大家也不知道，能省就省除非必要絕不使用電力，大家好像瞎子摸象，在工作崗位上不曾懈怠，這些同仁都很年輕，也都很負責，他們並沒有因為颱風、淹水、停電就休息沒來上班。

一個公司用的員工素質很重要，專業是可以傳授與學習的，負責任及自動自發的態度是不是也可以效尤的？我相信是可以的，當主事者建立一個態度後，其他同仁自當不遠。當初我們花很多精神栽培同仁，讓同仁

明白我們的責任與義務，很欣慰，同仁們都做到了。試想，當客戶打電話來公司委託交易時，沒有人接電話，是多麼可怕的一件事，若是客戶尚有部位曝露於風險中時，那結果，更是令人不敢想像。

外商風險控管之道

國內的風控是相當嚴謹的。美國其實沒有所謂的預繳保證金(Premargin)制度，當天結算再算就可以了。美國當日沖銷交易(Daytrade)不需要先繳交保證金，結算是正值，要出金就出金、要留在帳戶中就留下來，若是負值，明天補來就好了，是非常有彈性的，二十四小時全球交易，中間不會因為保證金或帳戶的負值影響，導致交易不能進行，只要結算後，現金交割就可以了，另外，美國也沒有漲跌停限制，交易是持續的，只有在特別狀況時可能會有暫停交易幾分鐘的機制發動。

舉總公司為例，總公司都是法人客戶，是通過認可授權的IB。在美國，對IB的審核是非常仔細的，ADM的IB由ADM自行審核，通過審核後，IB可能的風險，是ADM必需承擔的，所以IB的信用成為重點審核項目，這點與國內不同，國內IB業務的審核權是在主管機關。在美國，只要口頭一句話說會把錢匯進來，就視同入金，會給客戶三、四天的作業期；也就是，我們的風控彈性權利是交給IB的，因為投資人的財務狀況期貨商不會比IB更清楚，期貨商只需要針對IB進行管理就可以，管理線是很清晰的，期貨商對IB、IB對客戶，但若一旦發生的違約損失或跳票的情事，就會重新考量IB資格。

ADM業務很單純，以美盤交易商品為主，也是複委託商中唯一將交易主機設在台

灣的公司，也是唯一全天二十四小時有專人服務的公司及備援系統，我們都能作最即時、最快速的處理，沒有語言障礙，DMA維運方式，使我們不受轉運站交易影響，也就是說，在DMA維運以前，我們需要透過總公司系統轉單到交易所進行撮和，但現在，我們的交易是直通交易所的，除了增加速度競爭優勢之外，也免除因系統斷線而可能造成的風險。

人，風控鏈之首要

電腦系統再強、公司規定再嚴、控管流程再完備，人，不執行，一切都是空談。ADM台灣分公司目前包含高階全部只有12個人，沒有冗員，每個都是獨當一面的重要角色。我們希望留住好的人才，而什麼是好的人才呢？除了專業性、互補性與協調性之外，向心力、品質、可否信任，這些都是我們衡量的標準。

為了留住人才，我們營造一個好的上班環境，管理上很人性，充分授權管理並負責職掌，我們只有交易員上下班需要打卡，因為交易員對時間的掌握度要高於任何職務；我們訂定公平、公正的加薪審核機制，讓同仁們在付出心力之餘，能夠獲得合理的回饋；我們做專業訓練，請同仁到美國總公司接受專業課程，所有交通食宿費用都由公司支付；為避免同仁產生工作倦怠感，另方面也希望提昇同仁工作經驗，我們實工作輪調制度，交易員與客服人員輪調、晚班與白天班輪調，讓他們學習不同工作崗位的技能，更了解彼此作業，而產出更大的效能。

這些員工培訓、向心力培養的過程，其實它所加乘出的效果，就是我們風控的能力，我們不只做到對外的風控，對內，我們也做到了。

CNEA

淺談歐美債危機衝擊下

期貨自營商業者本身風險控管

專訪澳帝華期貨股份有限公司呂常愷董事長

撰文/洪基超

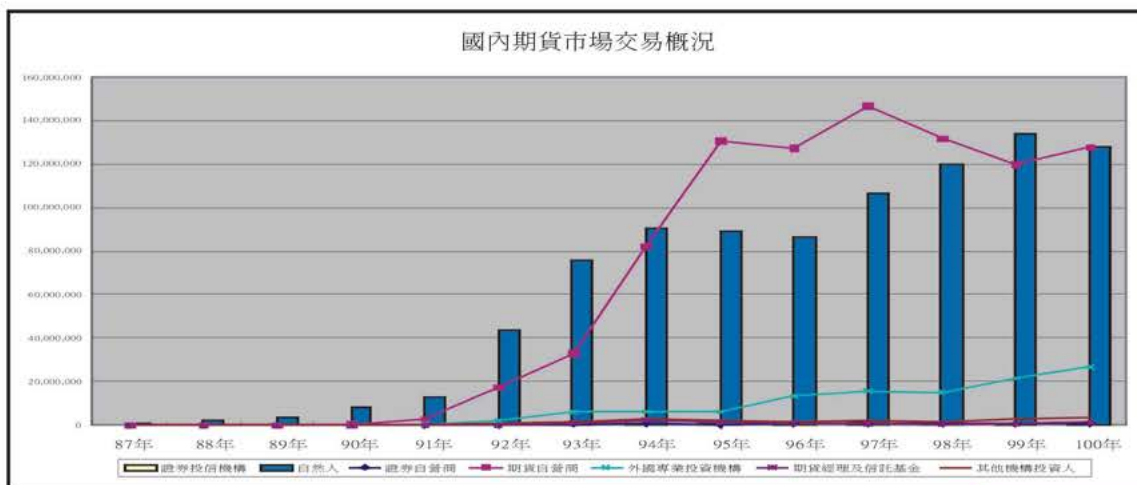


澳帝華期貨股份有限公司 呂常愷 董事長

由於期貨自營商對於國內期貨交易市場流動性的提供能力，歷經時間價差、全球金融風暴等市場劇烈波動的衝擊下，期貨自營商日漸在期貨交易市場具有舉足輕重的影響力，邇來期貨市場又再度出現劇烈波動的情形，本刊特別訪問澳帝華期貨呂董事長常愷先生，期能從期貨自營商的角度了解劇烈波動的衝擊下，該如何安然度過市場的考驗。

我國期貨業發展自開設國內期貨市場後，就進入一個嶄新的期貨世代，從一開始87年度成交口數尚不足百萬口，到93年累積年度成交口數破億口後，期貨市場就進入快速發展的時期，自93年起累積年成交口數均達億口以上，95年年度成交口數更提升到2億口以上，97年到99年連續三年，累積年度成交口數均在9月中旬即達成破億口指標，今年(100年)累計交易量，更於7月18日突破1億口，達到1億32萬3254口，提前2個月達成破億口指標。

這十幾年來整個期貨市場飛躍的成長，除了期貨經紀商的努力經營，期貨自營商的積極投入，也是整個市場快速成長的契機；期貨自營商自87年就投入期貨市場進行交易，至95年底期貨自營商累積成交口數首度超越自然人及其他交易人累積成交口數合計，佔95年度國內期貨市場成交口數比重達57.03%，自95年到97年連續三年，期貨自營商累積成交口數均佔國內期貨市場成交口數比重達50%以上。我們緊接著從期貨自營商的自我定位談起，綜觀經營心法。



國內期貨市場交易概況明細表

單位:契約數

年度	證券自營商	期貨自營商	證券投信機構	外國專業投資機構	期貨經理及信託基金	其他機構投資人	自然人	合計
87年	10,670	1,439	0	6	0	15,128	528,573	555,816
88年	58,110	24,826	5	1,588	0	34,653	2,036,162	2,155,344
89年	104,397	69,778	12,280	34,327	0	72,940	3,559,854	3,853,576
90年	171,163	412,622	46,526	88,877	0	118,757	7,864,835	8,702,780
91年	105,813	2,473,899	34,437	246,115	0	198,817	12,829,427	15,888,508
92年	58,792	17,220,788	123,720	1,886,042	0	729,963	43,730,563	63,749,868
93年	288,583	32,866,311	668,525	5,809,751	897,200	1,722,500	76,039,882	118,292,752
94年	521,722	82,496,277	983,529	5,978,493	2,387,615	2,470,397	90,481,503	185,319,536
95年	133,346	130,708,438	553,952	6,025,323	1,197,331	1,858,142	88,730,226	229,206,758
96年	580,793	127,184,635	444,606	13,123,009	1,025,126	1,738,706	86,204,373	230,301,248
97年	596,077	146,795,711	1,273,140	15,585,609	764,163	2,077,047	106,347,807	273,439,554
98年	555,357	131,643,181	839,049	15,219,863	399,501	1,638,666	119,955,773	270,251,390
99年	587,823	119,881,390	403,415	21,594,219	604,312	2,654,969	133,859,654	279,585,782
100年	520,851	127,499,475	232,905	26,486,697	1,149,572	3,402,082	127,527,590	286,819,172

資料來源：臺灣期貨交易所

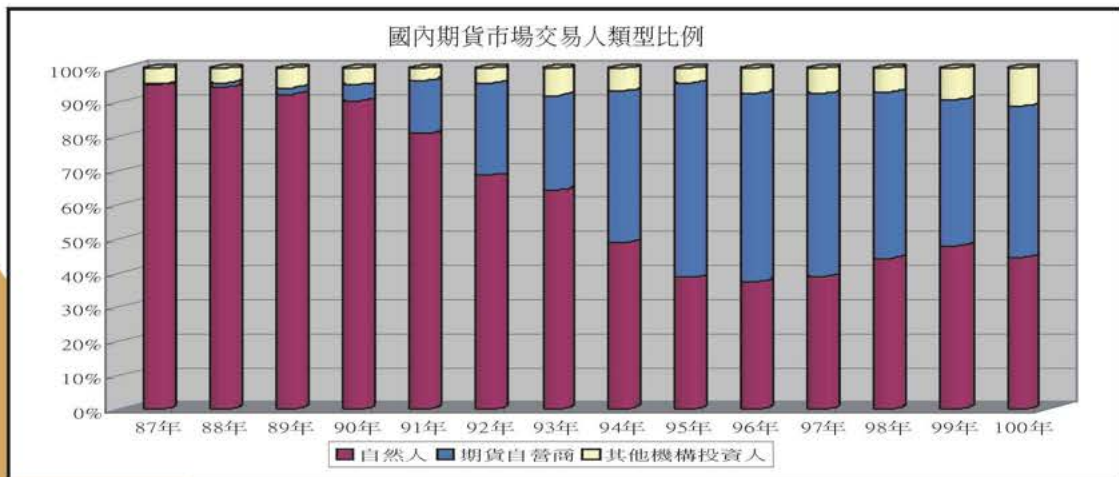
壹、期貨自營商的定位

呂董事長表示臺灣期貨市場從一開始單一的臺股指數期貨商品，逐漸發展到具備指數期貨、選擇權、黃金期貨、個股期貨及個股選擇權的多樣化期貨商品的交易市場，這十幾年來臺灣期貨交易市場的發展，是令人稱許的，再者，臺灣期貨交易市場並非全球性的交易市場，屬於區域性市場，更可以看出我們業者積極投入對市場所帶來的效能。

期貨市場發展到現在，我們應當要好好探討，如何站穩腳步？因為在過去十幾年從

無到有的發展過程，往上衝，很容易，因為有一個目標定在那兒，只要不斷努力往前跑，就可以達成目標；但跑到一個位置之後，就必需要休息一下，站穩腳步，再繼續往下一個目標衝，而我們現在剛好在這個休息的位置上面。

看看過去二、三年我們期貨市場的成長，正是處於一個瓶頸的狀態，其所代表的意義，並非我們以後成長的目標會比較小，而是我們正處在不太成長的環境當下，我們應當更巧妙且完善的鞏固基礎，要很穩妥的讓我們有再往上成長的機會。



國內期貨市場交易人類型比例

年度	期貨自營商	自然人	其他機構投資人
87	0.26%	95.10%	4.64%
88	1.15%	94.47%	4.38%
89	1.81%	92.38%	5.81%
90	4.74%	90.37%	4.89%
91	15.57%	80.75%	3.68%
92	27.01%	68.60%	4.39%
93	27.78%	64.28%	7.94%
94	44.52%	48.82%	6.66%
95	57.03%	38.71%	4.26%
96	55.23%	37.43%	7.34%
97	53.69%	38.89%	7.42%
98	48.71%	44.39%	6.90%
99	42.88%	47.88%	9.24%
100	44.45%	44.46%	11.09%

舉例來說，這些年來我們可以看到，我們期貨市場最成功的商品，就是指數期貨及指數選擇權，但是這二個期貨商品在過去幾年當中，除了因為期貨交易稅減稅的利益之外，真正的交易量成長並沒有很大，因為我們花了很多的力氣，去扶持一些其他的期貨商品，如，黃金期貨，雖然當下非常熱絡的投入，但到後來，這個商品就再沒有任何發展，而我們之前投入的人力及物力便浪費了，若將這些力量用在對的方向上面，我們的期貨市場是不是又會有一個大幅度的發展？「我真心認為，把力量用在已經有相當

基礎的期貨商品上面，應當是事半功倍的。」，呂董事長說。

貳、全球金融風暴衝擊下的因應之道

我們體會到過去那幾年，期貨自營商被交易所要求，負擔商品發展的壓力太重，所以間接導致了這次8月5號期貨市場的行情波動，比起當初319那2顆子彈，或者2008、2009年的國際金融風暴，受創更重，原因在那裡？首先我要提出的看法是，期貨自營商在市場中扮演著造市者的角色，提供市場流

動性，而流動性對選擇權交易尤其重要，我們知道選擇權有很多的序列，每個序列都會有彼此間的關聯性。

我們可以把選擇權每個序列的價格，想像為一張蜘蛛網，有些接近蜘蛛網的中心，有些離蜘蛛網中心遠些，更有一些落在蜘蛛網的外圍，但他們還是有關係的，只是關係比較薄弱，位置越鄰近的，關係就越強烈。

這個觀念其實跟我們選擇權序列價格是一樣的模式，所有的期貨自營商在這個市場上面，提供報價，共同編織這張網，如果期貨自營商不斷的流失，或者提供的報價量變少，這張蜘蛛網所能承受的衝擊力道，就會變得薄弱。

以往，這張蜘蛛網結構比較深、比較完整，若某個地方受到衝擊凹陷時，這股衝擊力道會透過蜘蛛網本身的張力而分散，仍可以保持完整，不被衝擊力道穿透而受到傷害；但當期貨自營商報價提供能力不斷被削弱時，一但遭遇市場的大行情，期貨自營商將會因為無法靠選擇權其他序列分散交易風險，以致不敢報價，而造成市場流動性驟降，交易風險值提高，使得交易人更容易遭受傷害。

以8月5日、8日及9日三個交易日來看，期貨自營商的市佔率有很大變動，由日前的十幾個百分比下降到五個百分比左右，也就是說期貨自營商織網的能力突然消失，那張網被擊穿掉了；比起以往，這次交易人的留倉部位並不算大，但由於市場深度變弱期貨



自營商無法靠選擇權其他序列來分散交易風險，期貨自營商不敢報價，整個選擇權市場的流動性持續下降，只是在這三日更加明顯，期貨自營商的市佔率不斷下滑，期貨自營商的能力顯然在其他地方被消耗掉了，這種警訊比期貨經紀業務的交易量下降更令人擔憂、對市場的影響更大，交易人受創更重，這種連專業的期貨自營商都出現不敢報價的現象，會讓期貨市場任何的突發狀況變的更危險。

專業投資人不論在風控、系統操作及訊息的接收方面，都有自己一套的交易模式，這對市場提供了相當穩定的機制，而這些專業投資人的流失，並不會對市場交易量產生立即性的變化，流動性不足的問題也不會立刻呈現，而是會在日後漸漸浮現；這樣說好了8月5號的大行情發生到今天，一般投資人的損失相對是較大的，原因是選擇權序列價

格所織成的這張蜘蛛網變得薄了，選擇權市場的深度比8月5號的時候更薄。

TXO交易量已經從均量48萬口下滑到35萬口，我們對這30%的下降是很憂心的，呂董事長說，因為它所代表的重要議題，是在於專業期貨自營商的流失。由於專業期貨自營商的流失造成流動性的不足，這樣的期貨交易市場會隱含更大的波動，因為參與這樣的期貨市場，遭遇到不必要的損失，會讓投資人不喜歡這樣的市場。以美國期貨交易市況來說，行情震盪幅度上下二、三百點是投資人所需要面對的風險，是可以接受的；但若是因為市場性風險，流動性不足的原因，所衍生的影響則會使投資人所受的傷害像滾雪球般的擴大。

選擇權一直以來都是交易人參與最多的商品，他的流動性與市場深度也是最受關切，影響也是最廣最深的。現在期貨造市商對冷門商品的造市義務已經影響造市商對選擇權報價的精準度，削弱共同編織那張網的能力。現在大金融市場出現危機，我們會期待主要商品能優先獲得更好的照顧或保護，我們也期待交易所能保護期貨自營商，好讓業者能有多些力量，來反饋這個市場。

對風險控管我們可以從二個面向來看：

一、風控流程的設定：我們預設的風控流程與大多數公司一樣，對交易市場不同的狀況會有不同的因應方式，我們會就市場流動量或行情波動，在事前先想好控

制點在那裏，以美國國土安全部顏色預警體系來說明，顏色預警體系以綠、藍、黃、橙、紅五種顏色來判斷事件的急迫性，這些狀況事先就已經有了分級依據，狀況來臨時就依事先的分級依據來判斷，而不是狀況來臨時才來擬定因應的作為。

二、風控政策：我們的風控政策也是一樣，這次的行情波動我們並沒有調整任何的參數，以公司既定政策運行，所以，我們公司的交易狀況並沒有因為市場行情而產生明顯的變化，我們的成長是平穩的，但市佔率卻提高了，原因是其他造市商報價變寬，報價量變少，而我們仍然依照原定的操作方式執行，造成我們公司市佔率反而上升的現象。

參、專業的競爭優勢或是壓力

在交易風險的控管之外，人員的素質及培養也是非常不容易的，一般期貨自營商的壓力及公司的目標我們要如何面對。

呂董事長表示，我們公司的交易員在執行操作時要相當專注投入，所以在交易員職前訓練時即已說明壓力是工作的一部份，壓力適應是工作職能。我們公司一貫的理念，交易員不是一個賺錢的機器而是市場報價服務的提供者，交易員要把自己跟錢分開，錢跟交易員是沒有關係的，要瞭解市場參數調整的意義，排除獲利的壓力，專注於市場的操作，專注在無風險交易，在部位維持中立狀況下，透過不斷的買賣，調整我們的參數

以維持市場中立性，如同前述以織成蜘蛛網的前提來進行交易，交易員所要面臨的壓力，是我們對交易的要求，不能太受營利的影響，營利的影響會產生好勝心或是賭性，這些是我們的不希望出現的情形。

那交易員會因此產生目標與激勵的衝突嗎？

呂董事長表示，我們不會有目標與激勵的衝突，公司沒有特定的績效要求，不會要求交易員一年要賺多少錢，目標績效則會比照其他交易市場訂定，公司會針對全球市場得出預算數，訂出在市場波動幅度內我們的報價應有多少回報，我們不會把賺錢的金額當作績效的指標，我們認為造市不是透過交易行情方向的波動來賺取利潤，而是我們在市場上的雙邊報價透過不斷的交易收取價差累計而來。這個價差包含了交易手續費，期交稅，市場報價風險系數和我們的利潤。

我們相信把風險降到最低，維持公司一貫的方向與目標，同時不斷的精化，是我們公司可以做好及成功的原因。在全球化的策略下，商品分工很細，所以每個分工就要做到更精細更縝密，我們把這個細部做好，精工就可以持續；操作太頻繁太廣，要是某個地方出現一個失誤，會把其他好的東西都賠進去，那是不值得的。臺灣要能找到自己立足點，這是值得我們思考的。日前有幸與主管機關的長官一齊參加研討會，他希望我們的商品能做到精化但不要多，把已知最好的部份不斷做到精細，讓人家無法跟我們競爭。

肆、期貨自營商的視野

我覺得一直以來期貨商的發展，人才培養是期貨商未來發展最主要思考的方向，像我們公司每年會不斷招募新血，除了灌輸他們本身應有的專業外，並啟發他們提出新的看法與新的意見，我們再依據這些來討論與測試，如果成果很好，我們就會適用到全球。

現有期貨商的發展趨勢還是維持在業務員帶著業績跳槽，專業經理人出錢就很容易買到業績，如果市場不斷萎縮，沒有創新，市場就不會擴大。我們公司不挖角，我們的交易員都是社會新鮮人，所有的人才都是我們公司自己培養，同時他們也為我們帶來新的想法與思維，這才是值得精化的人才，而不是由少數人靠同一套到處經營，這樣公司的發展會受到限制。

我們希望能有更多新血投入這個市場，提供更多新視界。臺灣要被世界認可，要能走進世界，也要讓其他市場的交易人進來，當世界都在改變的同時，與其我們還在原地做自己，不如積極參與其他市場，方能讓臺灣期貨市場加快發展腳步，迎向更寬廣的舞台。



呂常愷小檔案

現職

澳帝華期貨 董事長

經歷

Optiver Australia PTY LTD
亞洲區市場主管

學歷

新南威爾斯大學
金融及保險精算

淺談歐美債危機衝擊下

國內基金產業現況及風險控管

專訪百達證券投資顧問股份有限公司陳詩舜總經理

撰文/Teresa

為了應對金融危機，各國下猛藥救市，大量發行國債，資本市場迅速反彈。

然而，危機結束後，大量的主權債務，成為資本市場的不定時炸彈，衝擊著危機後脆弱的金融體系，構成了如今國際資本市場最為重要的系統性風險，並成為決定國際資本市場未來走勢的重要因素；而國內基金產業在面臨歐美債危機衝擊下該如何因應呢？



今天我們專訪的主角人物是百達證券投資顧問股份有限公司陳詩舜總經理。在加入百達集團以前，陳總經理曾出任施羅德投信業務副總裁、霸菱投顧總經理等重要職務，專門負責投信基金募集以及海外基金的銷售及市場推廣業務。

因為陳總經理擁有將近二十年豐富的基金產業經驗，所以舉凡從境外基金到國內證券投資信託基金，以至於近幾年新崛起的期貨信託基金，他均瞭若指掌；而對於我們一連串的諸多提問，透過陳總經理親切的侃侃而談且深入淺出的精闢解說，鉅細靡遺地為

我們娓娓道出～整個國內基金產業的來龍去脈，以及歐美債危機衝擊下之基金產業現況及風險控管。

國內基金產業發展史及現況

陳總經理告訴我們，從台灣第一家投信—國際投信(現已更名為兆豐國際投信)在民國七十二年成立迄今，基金產業在台灣的歷史大概差不多只有二十八年左右；然而，反觀在國外，資產管理公司則早已行之多年。

至於國內基金產業是如何形成的呢？其範疇大致可分成三個階段：包括證券投資信託基金的濫觴、境外基金的引進以及近年新崛起的期貨信託基金。

早期因為台灣民眾財富成長，然而在投資工具選擇上卻相當有限，當時除了房地產、股票以外，幾乎沒有什麼其他理財工具。陳總經理回憶說，二十幾年前講到理財的時候，還會有人熱心的教你「跟會」要怎麼標，傳統的「互助會」當時是民間理財的重要工具。後來整個經濟大環境歷經了股市震盪、房市狂飆等一連串事件，似乎應該有更多的理財投資工具儼然成為投資大眾一致的心聲，於是政府一方面開放國外資產管理公司來台設立證券投資顧問事業；另一方面基於培養台灣本地基金產業及專業人才，亦開放證券投資信託事業的申設。

陳總經理說，在民國七十幾年時，台灣僅有國際投信(現為兆豐國際投信)、光華投信(現為ING安泰投信)、中華投信(現為匯豐

中華投信)及建弘投信(現為第一金投信)等四家投信公司，而截至民國100年8月底，則已有三十九家投信公司，管理基金資產總規模約NT\$ 1,814,116 百萬元。

此外，為了讓民眾在投資海外資產管理公司發行的共同基金更有保障，國內基金投資的另一個里程碑是民國95年8月實施的「境外基金總代理制度」。境外基金總代理制度上路後，不論是投信、券商、投顧業者，其實收資本額、指撥營運資金或專撥營業所用資金達新臺幣七千萬元以上，且每股淨值不得低於面額，並提存保證金，都可以申請加入總代理境外基金的行列。截至民國100年7月底止，共核准38家總代理人、74家境外基金機構、1,010檔境外基金，國內投資人持有金額共計約NT\$ 2,540,103 百萬元。

陳總經理進一步指出，為因應投資人對於理財產品多元化的需求，金管會於96年7月10日公布了「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」、「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」等四個子法，促使期貨業正式邁入了資產管理的領域。截至民國100年8月底止，包含專、兼營已有十家期貨信託公司，4檔期貨信託基金，受益人數7,088人，管理基金資產總規模約NT\$ 3,608 百萬元。

附表一：投信、境外基金總代理人、期貨業者家數統計表

年	證券投資信託 事業(專營)	證券投資信託 事業(兼營)	境外基金 總代理人	期貨信託事業 (專營)	期貨信託事業 (兼營)
72~80年	4	0	0	0	0
81年	15	0	0	0	0
82年	15	0	0	0	0
83年	15	0	0	0	0
84年	17	0	0	0	0
85年	19	0	0	0	0
86年	25	0	0	0	0
87年	29	0	0	0	0
88年	35	0	0	0	0
89年	38	0	0	0	0
90年	41	0	0	0	0
91年	44	0	0	0	0
92年	43	0	0	0	0
93年	45	0	0	0	0
94年	45	0	0	0	0
95年	41	0	33	0	0
96年	39	0	34	0	0
97年	39	0	37	0	0
98年	39	0	39	1	5
99年	39	0	40	1	9

附表二：投信基金統計表

類型	種類	基金數量	基金規模(元)
股票型	國內投資	179	311,227,571,026
	跨國投資	174	337,907,398,012
	小計	353	649,134,969,038
平衡型	國內投資	32	26,809,943,901
	跨國投資	15	10,887,654,625
	小計	47	37,697,598,526
類貨幣 市場型	類貨幣市場型	0	0
	小計	0	0
固定 收益型	國內投資一般債券型	1	3,496,743,572
	跨國投資一般債券型	21	42,988,889,070
	金融資產證券化型	3	1,973,888,645
	高收益債券型	14	69,432,619,019
	小計	39	117,892,140,306
貨幣市 場基金	國內投資	47	696,370,279,636
	跨國投資	2	595,499,103
	小計	49	696,965,778,739
組合型	國內投資	0	0
	跨國投資-股票型	13	13,467,663,726
	跨國投資-債券型	28	89,581,483,607
	跨國投資-平衡型	26	40,563,699,233
	跨國投資-其他	0	0
	小計	67	143,612,846,566
保本型	保本型	0	0
	小計	0	0
不動產 證券化型	不動產證券化	12	12,979,938,644
	小計	12	12,979,938,644
指數股 票型	國內投資	14	126,293,856,207
	跨國投資	2	18,054,605,771
	小計	16	144,348,461,978
指數型	國內投資	2	7,722,044,797
	跨國投資	4	3,762,191,770
	小計	6	11,484,236,567
合計		589	1,814,115,970,364

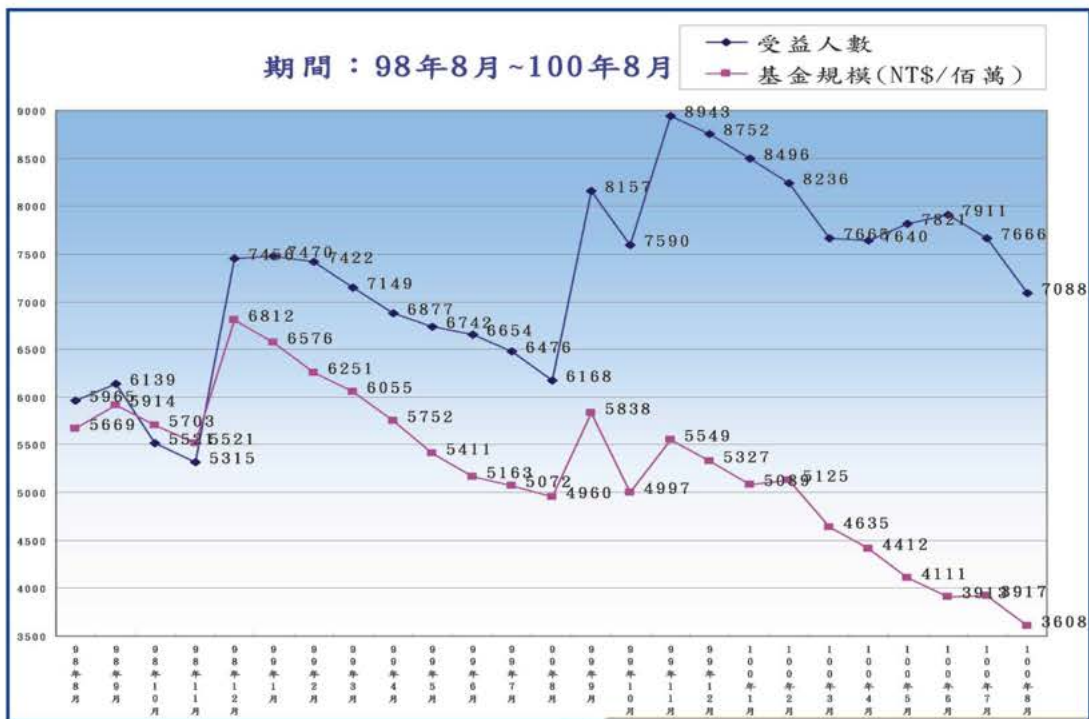
日期：100年8月31日

附表三：境外基金統計表

分類	細項		國內投資人持有金額 (單位：新台幣百萬元)	
依受益人型態	自然人		25,134	
	法人	非綜合帳戶	485,709	
		綜合帳戶	特定金錢信託	1,993,375
			證券商受託買賣	21,905
			其他	13,981
依基金類型	股票型		1,327,235	
	固定收益型	一般債	45,277	
		高收益債	591,836	
		新興市場債	199,356	
		其他	296,821	
	平衡型		56,272	
	貨幣市場型		19,255	
	組合理型		0	
	指數股票型		535	
其他		3,516		
依投資地區	全球型	已開發市場	68,205	
		新興市場	319,474	
		混合	998,622	
	單一國家型	日本	20,154	
		韓國	19,139	
		香港	1,991	
		泰國	9,178	
		印度	93,285	
		美國	194,294	
		英國	1,601	
		其他	30,401	
	區域型	北美	26,570	
		已開發歐洲	91,045	
亞太(不含日本)		219,509		
亞太(含日本)		22,632		
紐澳		172		
新興歐洲		80,969		
新興拉美		148,376		
其他新興市場		8,913		
中國大陸及香港		129,690		
其他		21,354		
依計價幣別	美元		2,283,840	
	歐元		209,613	
	日圓		16,339	
	其他		30,310	

日期：100年7月31日

附表四：期貨信託基金受益人數及基金規模統計表



日期：100年8月31日

歐美債危機形成的原因

有關歐美債危機到底是如何產生的呢？陳總經理表示，歐債危機的導火線是歐洲的葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙等5個國家的債務狀況持續惡化導致其國債市場利率迅速飆升，影響其通過發行新債償還舊債的能力。

歐元區體制的問題以及相關政府不當的寬鬆財政政策是歐債危機的直接原因，但歐元區邊緣國家經濟體自身競爭力不強、福利負擔過重、結構不合理和產業空心化則是更深層次的原因。這些痼疾需要經過較長時期的經濟結構調整才能真正解決，因此，指望歐債問題能在短期解決是不實際的。如果換

一個角度看，歐洲問題也不是那麼悲觀。將歐元區看作為一個整體，其貿易結構正常，且一直處於盈餘狀態，主要的問題是內部貿易失衡。而且歐元區核心國德法對邊緣國家的債務持有，利益牽涉其中，不可能放棄解決問題，所以，如果是這樣，銀行危機導致類雷曼事件的最壞結果也有可能並不會出現。但是，陳總經理語重心長地說，歐洲各國有相互持有國債的歷史，經濟狀況更好的核心國家銀行大量持有歐洲的葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙等5個國家的國債。而歐洲一旦出現流動性危機，其影響甚至也有可能大過於當年的雷曼兄弟倒閉之時。因為，除了德國等歐洲諸國外，美國銀行也大量持有歐洲國家國債，這意味著，危機會迅速從歐洲蔓延到美國。

陳總經理進一步地為我們解說，美債危機初顯時，全球資本陷入恐慌狀態，道瓊指數持續下跌，幾乎跌回了美國聯邦準備理事會（Federal Reserve, Fed）主席柏南克宣布實施全球矚目的「第2輪量化寬鬆」（Quantitative Easing 2, QE2）貨幣政策時的位置。收入方面，除非增加稅率，不然以現在勞動力市場的狀況，美國政府財政收入還看不出改善的希望。支出方面，“嬰兒潮”退休以及福利削減的困難使得法定支出難以得到縮減。從美國國會就國債上限展開討論後，美債問題開始進入人們的視野。而美國作為全球最強的國家以及最為重要貨幣的發行國，其一舉一動都將對全球資本市場產生重大影響。7月底，美國國會開始就美債上限問題展開討論，引起市場對於美債的擔心。而美股受到歐債危機衝擊，自8月以來股市呈現大幅修正走勢，美股最具代表性的S&P 500指數跌破1200點關卡，創一年來新低，觀察S&P 500指數今年走勢，已有二次呈現大幅修正皆導因於歐債危機衝擊。

歐美債危機的因應之道

對於歐美債危機的後續處理，陳總經理說，歐盟於2010年5月10日建立了EFSF(European Financial Stability Facility)以說明可能陷入債務危機的歐元區成員國。EFSF目前的貸款擔保規模為4,400億歐元，由於需要得到AAA的信用評級，其實際有效貸款能力約為2,500億歐元，該基金將於

2013年6月到期，到期後將由歐洲穩定機制ESM (European Stability Mechanism)替代。為了確保該基金有能力向葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙以外的歐元區成員國提供援助，歐元區領導人在2011年3月11日的歐盟峰會後將EFSF的有效放貸能力從2,500億歐元增加至4,400億歐元，10月28日更進一步擴大到1兆歐元，歐洲金融穩定工具還可介入一級市場，直接從發債困難的歐元區國家手中購買國債。

歐盟峰會通過了一套全面方案，以應對歐元區主權債務危機：這套內容龐雜的全面應對方案既包括了擴大現有救助機制的規模和用途、為葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等國接受救助減負和開展新一輪銀行壓力測試等短期措施，也包括了深化經濟治理改革、建立歐元區永久性救助機制和增強歐元區國家經濟競爭力，促進經濟趨同等長效舉措。

從歐美債危機看基金風險控管

從歐美債危機事件，我們國內基金風險控管又要注意哪些呢？陳總經理表示，目前基金的投資風險要素至少包括：類股過度集中之風險、產業景氣循環之風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動之風險、投資地區政治、經濟變動之風險、商品交易對手及保證機構之信用風險、投資結構式商品之風險、其他投資標的或特定投資策略之風險、從事衍生性商品交易之風險、出借所持有之

有價證券或借入有價證券之相關風險等。

而目前只要符合「Standard & Poor's Corporation評定，債務發行評等達BBB級（含）以上」或「Moody's Investors Service評定，債務發行評等達Baa2級（含）以上」或「Fitch Ratings Ltd.評定，債務發行評等達BBB級（含）以上」，並由國家或機構所保證或發行之債券；舉凡於外國證券集中交易市場、美國店頭市場（NASDAQ）、英國另類投資市場（AIM）、日本店頭市場（JASDAQ）及韓國店頭市場（KOSDAQ）交易之股票（含承銷股票）、存託憑證（Depository Receipts）、認購(售)權證或認股權憑證(Warrants)及基金受益憑證、基金股份、投資單位(包括放空型ETF及商品ETF)，都是國內基金可投資外國有價證券範疇。

除了信用評等等級的基本門檻外，投資比例的分散亦是基金風險控管非常重要的一環，每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過該基金淨資產價值之百分之十。同時每一基金投資於任一經金管會核准於我國境內募集發行之國際金融組織所發行之國際金融組織債券之總金額，不得超過該基金淨資產價值之百分之十，亦不得超過該國際金融組織於我國境內所發行國際金融組織債券總額之百分之十。

陳總經理進一步地解釋，一個好的基金操作系統的發展概念應該是由風險控管應運而生的，所以風控作業本來就是系統固有的重要環節。投資組合形成，就是從計算個別

市場的波動程度以及市場間各商品走勢的相關性而來，在任何的個別部位的大小是由其風險程度所決定。系統能即時性量化所有風險，並配合市場的波動程度調整各市場曝險部位。另外，好的系統也會針對個別市場當下的日內價格變動產生即時的分析報告。系統同時也會緊密估算不同市場間的相關係數，用以確保投資組合的分散，避免過度集中的風險外，也用以即時連續調整部位以使整體風險能保持在目標的風險水準。

危機亦是另一個轉機的開始

近期面臨歐美國家財政與失業問題，加上新興亞洲國家面臨通貨膨脹挑戰，致使全球經濟發展不確定性增加。身為台灣基金產業的一份子，陳總經理樂觀地表示，我們不能因噎廢食，因為歐美債危機衝擊讓我們更加深入的省思；其實，只要研擬好因應措施面對挑戰，恪遵風險控管機制，台灣基金產業發展前景還是非常審慎樂觀的。

CNEA



陳詩舜小檔案

現職

百達投顧 總經理

經歷

施羅德投信 副總裁

霸菱投顧 總經理

富達投顧 協理

荷銀投信 經理

怡富投顧 副理

德盛投顧 襄理

學歷

台灣大學財務金融碩士

淺談歐美債危機衝擊下

投資市場震盪控管風險之道

實際風險控管經驗分享

撰文/林彥全、林已霽



康和期經顧問事業部 林彥全首席顧問、林已霽顧問

壹、前言

自八月份以來全球市場籠罩在經濟衰退與歐債持續擴大雙重打擊，市場波動升高，投資操作難度增加，許多期貨自營、經理事業風險控管不當，造成公司部位及投資人嚴重損失；但同期間也有業績表現很不錯的業者比如專營期經公司 (CTA-Commodity Trading Advisor管理期貨交易顧問) 與期貨信託業者(CPO-Commodity Pool Operator管理期貨基金) 風險控管得當，利用管理期貨工具

可多空操作、多元投資靈活跨市場交易特性來投資全球市場的波動率，為投資者繳出漂亮的成績單。

故投資單位面臨市場震盪該如何管理？成為現今『後金融海嘯時代』重要議題。

針對「投資市場震盪控管風險之道」，期貨公會特別委託專營CTA期經業者-康和期貨經理事業做實務風險控管經驗分享，投資

操作單位面臨市場波動增加應如何管理部位，做出因應對策，提供給期貨相關投資人與交易者做為參考。

貳、風險控管架構與準則

風險控管架構

投資交易單位最重要將風險控管架構定位清楚，完整風險控管架構分布於每位執行人員，每位交易執行人員均負其職與功能，由上至下與由下而上徹底執行各員職責是降低投資暴露在各類風險必要方式。

康和期貨經理事業主要將投資單位分四個部分，主要部分為：一、資深經理人 二、投資交易單位 三、風險管理人員 四、作業部門。

一、資深經理人(Senior Manager)

資深經理人有責任了解投資所承受風險的程度與特性，並且熟知這些風險。資深經理人亦有責任去了解風險管理過程與其投資交易策略之風險，其投資交易策略之風險胃納量(risk appetite)是否為公司可承受之範圍。

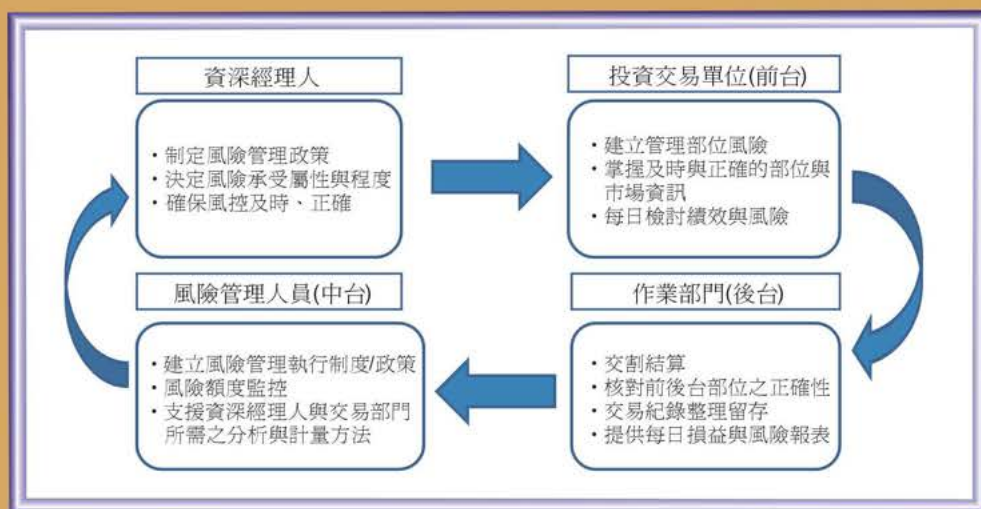
資深經理人為投資交易單位最高風險管理人員，資深經理人需對投資單位制定投資流程風險管理辦法，確保投資單位所承擔之風險能及時、正確控管及報告與揭露。

二、投資交易單位(Investment Unit)

投資交易單位是風險控管第一線執行人員，投資交易單位之交易員承作新交易前，除了以獲利為之外，還必須了解新交易對現有部位可能帶來各類風險衝擊。例如，新交易商品與現有投資部位之相關性(correlations)，對整體投資部位風險值影響，或事前了解交易商品之市場流動性是否足夠，以便於市場發生緊急狀況時可以即時出清部位。

交易員也必須隨時了解每日交易部位損失是否超過限額，當損失金額達到警戒時，交易人員與資深經理人對現有交易部位討論，啟動及時風控機制，避免損失超過限額。

過去交易單位最常發生的是交易完成後，才發現交易額度超過，反而由交易單位要求管理單位提高額度，最後造成投資部位



資料來源：康和期經顧問事業部

暴險增加。所以，執行投資交易單位功能不只在投資交易，其需負起風險管理重擔，因投資交易單位是最先取得投資交易資訊，所以風險控管第一重要防線即投資交易單位。

三、風險管理人員(Risk Manager)

投資交易單位交易部主管除負責交易損益與部位避險外，同時也需肩負風險管理責任，交易室主管需與投資交易內部或外部之間良好溝通，也是健全風險控管機制中重要因素。交易室主管負起投資單位風險控管結果並與主管機關和投資人溝通和充分揭露投資內容。投資交易風險控管準則會在後續實際操作風險控管機制提到。

四、作業部門(Operational Department)

作業部門主要負責交割結算核對前後台正確性，並將交易紀錄整理保存，提供資深經理人、交易單位及風控單位每日損益報表。另法規遵循人員需負責監督投資單位在國內交易相關法規之遵守事項；稽核人員則需對投資單位有關風險管理政策與辦法進行稽查。

風險管理準則

正確風險管理四項步驟(如下圖)依序為風險辨識(Risk Identification)、風險評估(Risk Assessment)、風險監控(Risk Monitoring)後管理(Risk Control)各種投資所產生之不同風險暴露過程。

上述風險控管流程應被合理與適當衡



資料來源：康和期經顧問事業部

量，過度保守將可能阻礙投資交易進行與獲利機會；若低估風險又會將投資部位暴露在未知風險與損失，所以交易室主管執行風險控管時不可偏頗。

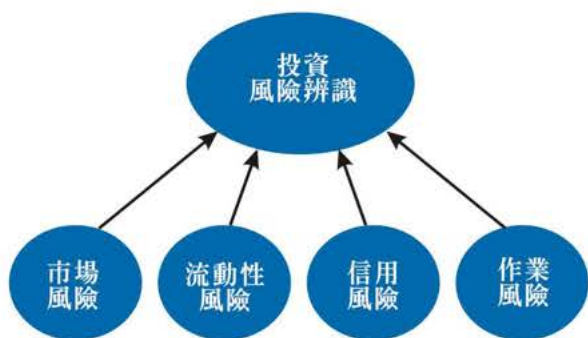
當投資市場多頭時，投資交易單位往往低估風險；反之，投資市場空頭時，交易單位容易高估投資風險。因此，妥善衡量各類風險，才可創造投資最大利益。

投資交易主管及其交易員應對與所承做之現有交易部位了解可能潛在風險，在此以市場、流動、信用及作業四大風險討論。

一、市場風險(Market Risk)

交易商品價格變化最直接反映投資部位市場風險，因此也最容易辨識與衡量，市場風險衡量是每日風險控管最重要部分，交易單位應備有合適衡量與管理投資所承擔之風險。

交易室主管進行投資商品風險估算與交易限額監控，一般而言，期貨自營、經理事業主要是從事衍生性金融商品交易，根據國



資料來源：康和期經顧問事業部

際慣例，市場風險估算採用風險值(Value at Risk, VaR)方法。將交易商品的99% VaR推算合理槓桿比例與Margin，大部分交易所訂定保證金水準根據99%信心水準下該所願意承擔未來可能損失風險。

風險值(Value at Risk, VaR)是目前市場主要用來衡量市場風險方法，風險值是在一定信賴區間衡量投資組合最大損失之風險測度。整體市場投資風險應考慮投資組合標的資產價格一階線性變化(delta)、二階變化(gamma)、波動度變化(vega)與利率變化(rho)及時間變化(theta)。

期貨自營、經理事業應建立起分析損益機制，交易員應有能力分析衍生性商品風險與損益，特別是衍生性商品較複雜，將交易損益細分可以讓交易員了解市場風險成分，經由了解損益更可徹底了解投資交易部位所承受之風險。

二、流動風險(Liquidity Risk)

流動性風險主要分為交易商品流動性以及資金流動性兩大部分。

交易商品流動性主要為投資單位對於流動性不佳或市場價格透明度不足之商品應保

守評估，充分評估交易部位之風險。每位交易員經主管核准之投資策略管理每日交易流動性，並且能充分了解流動性風險，任何疏失都有可能造成投資部位流動性不足。因此，資深經理人必須要持續、徹底執行流動性風險政策，管理及降低流動性風險。

另外，資金流動性主要在於市場緊縮或交易需要資金可如期償還，交易單位需建立資金流動風險管理支柱，確保資金需求穩定與多元性，將資金流動性風險控制在容忍範圍內。

三、信用風險(Credit Risk)

投資人與交易所交易發生信用交割風險可能性極低，最有可能發生在交易對手或經紀商違約，無法履行支付或交割義務，由於發生機率極低，故在此不列入主要討論範圍。

四、作業風險(Operational Risk)

作業風險在所有風險控管當中範疇最廣，除前述幾項風險外，大多被歸納在作業風險中，舉凡法令、資訊系統、交易模型、會計等，都被列為作業風險中。市場發生重大虧損幾乎發生在作業風險當中，如2010年5月6日高頻交易造成美股閃速崩盤，即是人為作業疏失所造成巨大損失。

參、實際操作風險控管機制

期貨經理事業因應金融市場變化動態修改風險控管機制參數以監控經理事業之系統性風險。其風險監控職責與功能，重點項目分為：

- 研究主管機關開放交易商品種類與項目
- 制定管理帳戶交易追蹤系統
- 制定每項商品合理槓桿操作倍數
- 風險控管參數及動態稽核機制與程序

其中風險監控執行人員，主要工作：

- 選擇風險控管參數，衡量系統性風險與經理事業之總體資本市場競爭力
- 針對管理帳戶，依客戶屬性標準分級定位操作
- 設計自動追蹤系統，動態監督金融市場、交易機構與管理帳戶異常表現
 - 因應市場狀況分析，動態調整機和參數
 - 因應市場狀況分析，評估交易機構交易風險
 - 動態稽核管理帳戶表現，提醒風險盲點與管理帳戶操作狀況改善
- 設計交易員教育訓練課程，配合管理帳戶表現及稽核結果輔導交易團隊量化技術升級
- 研擬構通協調機制，配合客戶心態與需求

經理事業建立風險管理組織架構後，依風險管理準則四步驟，進行風險辨識(Risk Identification)確認交易商品風險來源，評估風險(Risk Assessment)之市場風險值(Measuring Market Risk)、管理流動性風險(Liquidity Risk Management)、信用風險(Credit Risk)、作業風險(Operational Risk)等，風險監控(Risk Monitoring)管理帳戶，逐

一設定管理帳戶限額控管(Limits Control)，若加入新產品、新策略納入，再次導入上述流程做風險管理(Risk Control)。

期貨經理事業針對風險管理四大流程中各項風險控管提出作業辦法：

一、市場風險：

期貨經理事業對於交易產生之市場風險，制定適當風險控管制度並落實執行。

對於投資部位市場風險衡量，採用市場風險值(Value at Risk, VaR)衡量，計算與分析交易部位損益，評估風險曝露(risk exposure)與額度之間關係，並每日向交易室主管報告，每日計算投資組合中損益，了解交易商品所承擔風險及交易目的是否違背交易策略。

風險測量如下表：

投資商品	風險值評估
買入選擇權	所支付權利金
賣出選擇權	市價法評估
期貨	市價法評估

由於評估市場風險VaR法，會受到許多假定限制(如用過去獲利狀況評估未來風險)，因此亦同時會比較回溯測試(backtesting)與模組VaR結果。如果發現兩者偏差大於接受範圍，則需重新檢測原因。

再則，交易室主管必須對交易員所採用投資模組進行驗證，根據假設及參數設定，亦透過回溯測試(backtesting)進行投資模組準確性驗證(validation)，降低投資模組風險，提高模組正確性與穩定性。

二、信用風險：

由於目前期貨經理事業大多只交易期貨交易所之商品，因此，不在此討論。

三、流動性風險：

期貨經理應考慮持有部位集中程度及市場交易量概況，進行投資部位市場流動性管理；另一方面，經理事業亦需考量資金需求金額與時間，進行資金管理；並對非例行資金調度狀況擬定應變計畫。

投資單位將市場流動性風險導入市場風險模型，運用風險值考量市場流動性風險，反應結清部位風險。

期貨經理事業之資金調度人員應與業務人員及相關單位密切聯繫，並主動了解資金交易狀況，進而評估在各種情形下籌資狀況，控管資金流動性需求。

四、作業風險：

期貨經理事業嚴格執行每項交易作業流程，避免投資組合暴露於潛在作業風險下，包括資料輸入錯誤、惡意的過失、交易系統故障，或是評估模組風險時過失，極有可能造成投資部位損失。因此，期貨經理事業會特別重視交易員執行下單流程部分，並制定每項交易流程之SOP，嚴防因人為疏失造成投資損傷風險。

五、額度限制：

期貨經理事業對於投資市場額度控管亦相當重視，控管交易額度又可稱為交易部位限額(position limits)、損失限額(loss limits)，自1990年代後，市場發展出投資共識，將風

險值(Value at Risk, VaR)當成衡量投資風險指標。

當市場波動性會對投資部位產生損益衝擊，當市場波動增加時，投資部位風險值隨之增加，經理事業會降低投資部位或增加避險部位來減少風險值。反之，當波動性減少時，可增加風險部位。

每位交易員必須逐日計算額度使用狀況，提供予交易室主管與資深經理人了解投資風險分配狀況；對於額度使用達到限額時，必須討論未來發生超額可能，是否降低交易部位或其他補救措施。

六、新商品控管：

期貨經理事業對於新種產品交易，都應了解該商品交易說明、規格，並針對此商品進行各類風險分析、控管與衡量、納入模組之驗證是否會對投資組合產生影響，明定交易額度、交易執行計畫報核予交易室主管核准，才可進行新產品交易。

七、新投資策略：

當交易員欲納入新的衍生性商品投資策略時，必須經過嚴格評估和測試，包括考量所有因素、風險控制和投資限制，交易員及其主管都必須對該新策略有完整認知。交易員需明定投資目的，並確認新投資策略與投資目的無衝突，明定新策略限制，如商品種類、規模、市場等，以及推估可能發生風險和對應風險策略，最後說明監控衍生性商品部位程序後，才可進行新策略交易。

由於衍生性商品日新月異，良好風險控管機制不可或缺的靈魂就是專業操作與研發團隊，隨時研究及掌握投資市場，若市場發

生突發狀況都能隨時提供緊急交易應變程序。經理事業專業團隊運用由上而下(top-down)宏觀總體視野管理，輔以嚴謹財務工程計量技術與健全風險控管雙軸管理模式，為管理帳戶帶來穩健地絕對報酬(absolute return)。

肆、結論

長久以來，國內投資文化只看績效報酬，作為判斷投資優劣之主要依據，在此氛圍下，期貨自營、經理事業投資高槓桿衍生品，比起現有傳統投資佔有絕對優勢，但也潛藏更大風險。若不做適當風險控管，恐造成更大損失。回顧過去著名金融危機，包括LTCM長期資本管理公司、霸菱銀行等，這些失敗例子都是經理人對自己交易策略或模型過於自信，勇於高槓桿操作，追逐投資績效，以至於策略失誤或模型誤差時將信譽毀於一旦。

再則，當金融危機出現時，投資市場波動性增加，若未做好投資風險控管，可能發生Over-loss的風險。良好風險控管機制可以降低投資組合暴險量，使得Over-loss機會降低，同時也不至於造成交易策略失去彈性。

綜上所述，交易員將衍生性金融商品巧妙結構所堆砌之量化模擬策略，一個卓越操作團隊必須在穩固風險管理基礎上拓展投資獲利機會，目前期貨自營與經理事業操盤手多為股市經理人或交易員轉戰，部分經理人因不成熟直覺與不可靠經驗，加上對市場瞬息萬變風險認知不夠，缺乏系統性避險操作

而大起大落，且大多只操作單一期貨期權市場，無法做到完整跨多國市場操作達到有效分散風險，難以與國際CTA/CPO抗衡，導致投資人對期貨相關事業信心不足，投資人需求與信心是國內期貨經理事業及期信事業活絡關鍵，其信心建立在投資管理團隊對金融趨勢敏感度與風險管理嚴格度。

金融趨勢敏感度與風險管理嚴格對經理事業來說是一體兩面無法分割，經理人或交易員要從複雜投資市場變動見微，對於投資市場基本動態充分了解，在一定信心水準下保證未來表現能落在投資接受範圍內，當市場處於不均衡或突發事件衝擊時，能以最短時間控制損失及回復，隨著市場變化，適時調整投資策略確保投資報酬。

經理事業成敗關鍵不在於尋求完美模型，而是能發展出一套不斷隨市場演化及配合金融創新完整風險控管機制，一個健全經理事業之業者應自律建立這樣機制，增加投資人信心，提升對相關期貨投資事業接受度，才能強化上下游期信(CPO)、期經(CTA)事業合作供應鏈，進而促進整體期貨市場發展，讓期貨市場提供投機、避險及絕對報酬投資三大完整功能。

CNEA



淺談歐美債危機衝擊下

高頻交易風控之探討

撰文/鄭欽文

前言

隨著金融市場的蓬勃發展，金融工具及商品發展不斷推陳出新，市場瞬息萬變，市場交易者更是分秒必爭，證券交易方式也隨著潮流演進而以不同風貌出現。傳統交易所採用人工喊價，隨著資訊科技及電腦自動化技術的迅速進展，交易所也由傳統的人工喊價、人工撮合演變至電子交易、電腦撮合為主，當金融市場國際化程度愈來愈高，電子交易在未來市場交易量所佔的比重也愈來愈大。

危機乍現

在過去的一年裏，高頻交易（High-frequency trading）策略已經吸引了超乎尋常的關注眼光。即便歐美等先進國家的監管機關試圖透過立法或監督機制，來控制這種交易策略吞食市場交易量的速度，但它擴展的速度依然如脫韁野馬般無人能擋。對於高頻交易策略，各路人馬爭執不休，正反兩方立場相互對立。

美國證券交易委員會 (Securities and

Exchange Commission, SEC)主席瑪麗-夏皮羅(Mary L. Schapiro)指出，在去年的閃崩事件中，市場以「幾乎是史無前例的速度」下跌。「閃電崩盤」事件同時對當天市場投資者信心造成了『嚴重的』打擊，夏皮羅表示，美國證券交易委員會正在考慮採取的措施之一，未來是否立法要求高頻交易者承擔與傳統造市者(Market Maker)一樣的市場風險責任。

夏皮羅表示，證券交易委員會當前用於收集數據和監管市場的風險管理機制已經「完全不適應」市場。她表示，SEC已經提出了一項規則，這項規則將會是一種加強版的審計追蹤(Audit Trail)，有助於該委員會追蹤相關交易下單的訊息，這樣一來該委員會便能更有效地管理瞬息萬變的市場。所謂「審計追蹤」，是追蹤系統交易活動的流水記錄，該記錄按事件從始至終的途徑，依序檢查、審查和檢驗每個事件的環境及活動。

自高頻交易和演算法交易(Algo Trading)問世以來，市場參與者正反兩邊的爭論有愈演愈烈之勢。在反對者的眼中，高頻

¹2010年5月6日，美國道瓊工業指數(DJI)10分鐘內驟跌近1000點，閃崩事件詳述於本公會2011年第三季(039期)期貨人季刊。

交易者就是蠶食交易所利潤的寄生蟲，其交易活動嚴重威脅了市場穩定；另一方面，高頻交易的擁護者則宣揚這種交易策略的效率，並聲稱該交易策略具有向市場注入流動性、減小價差以及降低市場波動等優點。

高頻交易的快速擴展起因於美國證券管理委員會為另類交易系統所引進的監管方案，這些另類交易系統包括1998年的電子交易所（electronic exchanges）。2000年年初，高頻交易在美國市場上的交易市佔率還不到總量的一成，現在這個數據已經上升到60%至70%之間。在美國主要期貨交易所中，高頻交易所佔的成交量為總交易量的三分之一；在歐洲，高頻交易在所有的證券及期貨交易佔的比重，維持在30%至40%之間；相形之下，亞洲在這方面的發展就略顯落後，高頻交易只佔差不多5%至10%之間。

自高頻交易策略問世以來，就逐步穩定地提升其市場影響力，從一個市場到另一個市場，從一個區域擴展到許多區域。正是高頻交易的出現，導致市場交易行為出現了很大的變化，也正如此，高頻交易的合法性在市場上引起了諸多抨擊。即便如此，高頻交易依然成功地迴避了多數國家的監督管理機制，一路開疆闢土所向披靡。但2010年美股「閃電崩盤」(flash crash)事件，無異是對高頻交易存有美好幻想的投資者當頭棒喝。

依據美國證管會與商品交易委員會公佈的報告指出，造成2010年5月6日美國股市崩

盤主因是一家交易公司利用電腦自動交易系統出售一筆高額E-Mini期貨合約，此交易一出造成市場恐慌、接連拋售的連鎖效應，股價隨之暴跌。閃崩事件發生五個月後，美國國會要求重新檢視股市交易系統，但這份最新報告重點不在於如何預防下一次股市崩盤，而是研究期貨市場的單一交易如何造成股價大跌。參議員舒默(Charles Schumer)表示，調查結果顯示市場比我們想像的更脆弱，聯邦政府應思考高頻交易對市場是否弊大於利。

角色健檢

市場經歷「閃電崩盤」事件之後，全世界立即將責難的目光投向高頻交易使用者。但後續的報導顯示，高頻交易並非本次大盤劇烈動蕩的根源。因為芝加哥商業交易所（CME）一筆電子迷你標準普爾500期貨合約（E-Mini Sp500）快速執行賣單指令，而引發快速賣單指令的是另一個總經交易員，並非高頻交易所發動。在短短10幾分鐘的時間，期貨合約賣單指令就透過自動執行演算法的程式交易予以賣出平倉。只是，高頻交易策略在此非常時期啟動拋售先前買入合約的機制，此舉加速股市價格下挫的幅度，並在關鍵時刻徹底破壞了市場流動性。所以，當有證據表明高頻交易公司並非始作俑者時，該交易策略也不免籠罩了一層詭異的氛圍。

美國證券交易委員會主席瑪麗·夏皮羅便明白指出，高頻交易商及其所使用的演算

法(程式交易的一種)在一年以前導致了“閃電崩盤”，令全球市場感到震驚，這種行為應當引起證券交易委員會對他們在股票交易所扮演的角色進行「徹底的」檢查。

「我們的擔憂是，不同資產類別之間如現貨市場、期貨市場、商品期貨市場、能源與外匯市場彼此間存在著牽一髮而動全身的關連性，一類資產閃電崩盤，可能波及其他類資產，導致更大型崩盤。」美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC)顧問John Bates點出主管機關最擔心的地方。去年的閃電崩盤，引發證券交易委員會展開了六個月的調查，結果訂出了一系列新的交易限制及暫停交易規定。目前為止，這些措施在股市大致發生了效用，但Bates認為，仍有許多可以改進的地方。

監管探討

事件之後，美國監管部門立即作出了回應，2011年2月CFTC和SEC就新興監管議題發表聯合聲明，這份聲明包含了很多提議，例如擴大當前個股熔断機制範圍，「個股熔断機制」是規定個股在五分鐘之內上下震盪超過10%時必須暫停交易十分鐘，適用範圍已經從史坦普五百指數擴大到羅素一千指數所涵蓋的美國一千家規模最大的公司股票交易。另外也考慮在市場範圍內加入交易漲跌幅度限制，減少那些價格可能快速下挫股票的價格變化範圍，進而有效對抗市場異常的劇烈波動。漲跌幅限制可直接避免在設定參數外發生的異常交易，也能消除隨後引發的

連鎖效應。

CFTC的巴特·克林頓 (Bart Chilton) 發表言論說，自去年的那場股市大衝擊以來，對高頻交易設置漲跌停限制似乎是更合適的規範機制。但是，即便漲跌停限制被廣泛接受，依然有更多的問題有待解決。例如，如果存在交易額度的限制，我們假設為市場未平倉合約的10%，那麼是否允許從事高頻交易的交易員在很短的時間內重複操作這10%的交易額度呢？

儘管很多交易所支付高頻交易者高額佣金，把他們視為造市者(Market Maker)以提供市場交易量，但是當發生風險事件使市場產生巨幅波動的時候，這些準造市者就會撤銷所有報價並轉向拋售資產部位，雖然高頻交易的確具有減少市場波動的功能，他們被動地等待需要入市交易的任何人或程式發出買賣指令，在這種情況下，他們實際上有助於穩定股市。然而，高頻交易商與真正造市者最大的差別在於，高頻交易商能夠自由進出股市，這就會導致突然的交易真空出現。

美國商品期貨交易委員會及證券管理委員會曾表示就以上議題應當採取實際行動，然而事實上，他們仍然尚未推出全面的、有效的風險控管機制或政策立案來阻止下一次的閃崩事件發生。因此，當第一輪改革措施聚焦於暫停交易機制，以應對交易系統中因資訊不完全揭露引發市場過度恐慌的情況外，市場更加期待美國和歐洲最終出爐的風險改革措施能包含流動性刺激計劃或針對高頻交易公司的權責義務訂定更明確的規範。

市場擴張

無論是否有足夠證據證明高頻交易商就是那場閃電崩盤衝擊中的幕後黑手，亦或高頻交易商只是扮演催化劑的角色，對金融體系加添了原本並不存在的風險因子進而加速市場震盪。但有一點可以肯定的，那就是高頻交易商已經存在這個市場上，可預見的未來也將一直存在下去。正如美國和歐洲交易市場變得越來越有效率，這部分也必須歸功於市佔率日益增加的高頻交易所起到的作用。

最近，新加坡證交所(SGX)宣布將推出主機代管服務(Co-Location)，以便迎合市場的需求，同時也激勵高頻交易的擴張。這個訊息突顯了主機代管對未來交易所發展的重要性，所謂的主機代管是交易程式能在一個系統平臺中即時監看所有交易池內的資訊，交易速度以微秒(us)計，然而大多數亞洲交易所還未加入主機代管服務的服務模式。

芝加哥商業交易所的一位媒體發言人說：「我們試圖使用風險、波動和誤差緩減功能，以便支援高頻交易活動，從而使所有市場參與者獲益。從事高頻交易的交易員向市場提供了流動性，最終降低了所有市場參與者的執行成本，當然也包括個體投資者。」

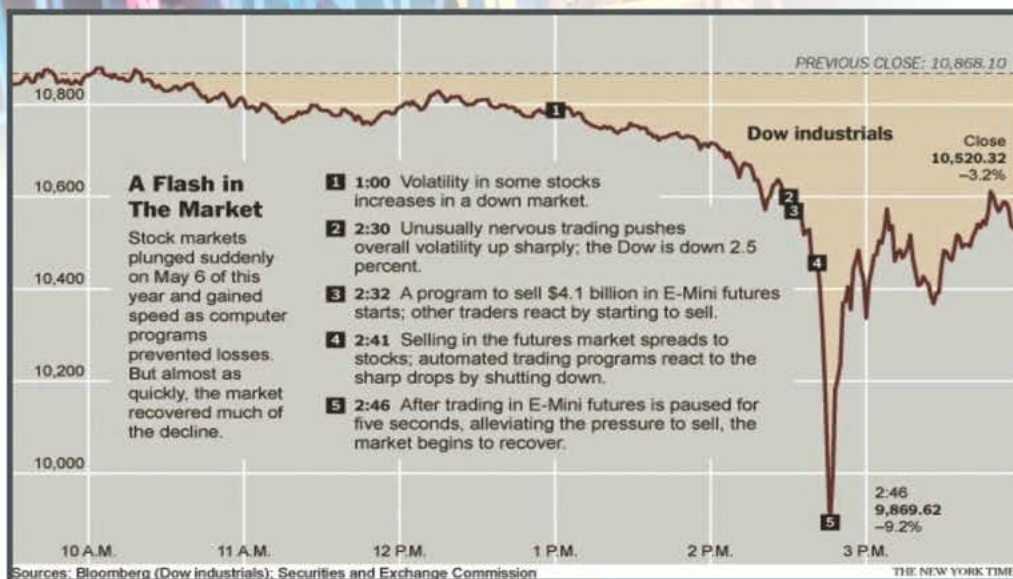
沃夫岡·艾豪瑟 (Wolfgang Eholzer) 負責監管歐洲期貨交易所 (Eurex) 的交易系統設計，他認為，目前在歐洲期貨交易所的成交量中，有25% 至40% 的交易比重歸於高頻

交易使用者。艾豪瑟說：「在系統技術方面，我們有專門的下單界面與交易平臺結合，這就恰到好處地迎合了那些偏好速度、熱衷於高速交易的市場造市者的需求。但是，我們也有下單界面適合那些並不關心速度，而對降低交易成本十分感興趣的投資者，例如基金經理人或法人機構。因此，我們致力於對不同的客戶群提供不同的功能選項。」

高頻交易策略如今又跨足其他交易領域，例如商品期貨、外匯和能源。能源交易工具流動性強，交易月份多，汽油合約和原油合約之間存在很多的套利機會。另一個值得關注的領域是外匯市場，2010年4月，花旗銀行題為「外匯市場向高頻交易策略開放」的報導宣稱，據估計至2012年年底將會有70% 的外匯交易業務都會實現電子化交易。固定收益市場(Fix Income)是高頻交易策略可能青睞的另一個領域，我們已經看到高頻交易策略橫掃證券市場、期貨市場和最近的外匯市場，因此我們有理由相信固定收益市場是高頻交易策略下一個創造高額績效的市場。

無論高頻交易策略涉足新的領域、新的市場，抑或是發展更快的交易技術，可以確認的是，監管機關都會積極對這些市場加速監督管理的腳步，他們將會不遺餘力實施全方位的監管制度並戮力改善風險控管的機制。

總結



面對迅速發展、創新和不斷改變的環境，電腦自動程式帶動的流通量已影響到傳統的人工下單量，並正改變人類的買賣活動。我們要面對的風險是，是否應該僅僅爲了只對少數人有利的金錢遊戲戰場，卻必須冒險付出大部分投資人利益可能受損的代價。面對這些改變，主管機關被動採取步步爲營的措施似乎已力有未逮。或許，我們需要重新進行評估，看看金融領域上如何可以在人性與科技之間取得平衡。我們須聚焦於真正能夠增加經濟價值的事物，以及如何確保資本市場在公平原則下可以永續運作下去。

隨著環境的演變，全球主要交易所都必須設法強化本身的營運規模、硬體設備和軟體服務來增加自身的市佔率與獲利率，但同樣重要的是，這些交易所亦須獲得市場參與

者及監管機構的三方配合，方可有效履行職責及有效率地配合經濟成長。雖然我們無法迴避所有的風險，交易所卻有絕對的責任去認清當前的挑戰和改變，並採取相應行動爲全球的持續進步而努力。

自從SEC停市機制奏效，令以往由高頻交易撐盤的美股成交量急速下降，此停市機制也使得大盤走勢趨趨平穩。但高頻交易沒有因此絕跡於市場，反而把眼光轉移到還沒有被「關照」的外匯和商品市場，持續尋找獲利機會。

SEC主席夏皮羅接受訪問時坦言，她自己也無法確保日後不再發生「閃電崩盤」事件，但防範機制是必須持續檢討和改進的，這將是一條漫漫長路。

CNFA

風雨逆勢中的奇葩，新世代的投資利器

期貨信託基金



期貨市場鉅額交易

制度介紹



期貨信託基金

風雨逆勢中的奇葩，新世代的投資利器

撰文：Vanessa

在近期全球金融體系受歐美債危機衝擊的詭譎市況下，新崛起的期貨信託基金異軍突起、績效斐然，儼然已成為風雨逆勢中的奇葩，新世代的投資利器～

新崛起的資產配置寵兒

自金管會於96年7月10日公布了「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」、「期

貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」等四個子法後，促使期貨業正式邁入了資產管理的領域。截至民國100年9月底止，國內包含專、兼營已有十家期貨信託公司，並已發行了「國泰 Man AHL期貨信託基金」、「寶來商品指數期貨信託基金」、「寶富多元策略期貨信託基金」及「寶來黃金期貨信託基金」等四檔期貨信託基金。

附表一：國內期貨信託基金基本資料

項目	國泰 Man AHL組合期貨信託基金	寶來商品指數期貨信託基金	寶富多元策略期貨信託基金	寶來黃金期貨信託基金
基金類型	組合型	一般型	一般型	一般型
基金成立日	98.8.27	98.12.10	99.09.07	99.11.04
募集對象	不特定人	不特定人	不特定人	不特定人
募集/投資	國內募集 投資國外	國內募集 投資國外	國內募集 投資國外	國內募集 投資國外
計價幣別	新台幣	新台幣	新台幣	新台幣
發行額度	70億元	50億元	50億元	100億元

日期：100年9月底

資料來源：期貨公會整理

而根據統計數據顯示，截至民國100年9月底止，以國內發行的基金「三個月績效評比」前十名來看，其中「期貨信託基金」即囊括了前三名；此外，不論以國內發行的基金「六個月績效評比」及「一年績效評比」前十名來看，「期貨信託基金」亦均表現極為優異。

附表二：國內發行的基金「三個月績效評比」前十名

基金名稱	一個月	三個月	六個月	一年	兩年	三年	五年	自今年以來
寶富多元策略期貨信託基金	0.92	10.70	6.90	8.82				0.06
國泰 Man AHL 期貨信託基金	1.84	8.14	8.25	2.84				0.00
寶來黃金期貨信託基金	-12.97	8.11	12.45					0.13
摩根富林明全球債券累積型	2.5792	7.3185	7.9878	-0.6793	3.0887	9.2755	3.5731	4.7826
摩根富林明全球債券分配型	2.5777	7.3169	7.9884	-0.6784	3.0898	9.2813	3.5785	4.7838
匯豐資源豐富國家債券(B 配息)	-1.5637	4.4348	8.6178	5.2111	-	-	-	5.8354
柏瑞美國雙核心收益(不配息)	0.7522	3.6294	5.2653	0.3711	1.0948	9.1419	-	3.0134
柏瑞美國雙核心收益(配息)	0.7527	3.6284	5.2640	0.3862	1.2409	9.3039	-	3.0140
安泰 ING 全球美元投資級公司債(不配 A)	1.1741	3.3412	4.2681	-1.3873	-	-	-	0.9569
安泰 ING 全球美元投資級公司債(配 B)	1.1744	3.3368	2.7938	-2.3795	-	-	-	-0.0413

日期：截至100年9月底止

資料來源：期信基金資訊觀測站、台大邱顯比、李存修教授2011年 09月份基金績效評比表

附表三：國內發行的基金「六個月績效評比」前十名

基金名稱	一個月	三個月	六個月	一年	兩年	三年	五年	自今年以來
寶來黃金期貨信託基金	-12.97	8.11	12.45					0.13
匯豐資源豐富國家債券(B 配息)	-1.5637	4.4348	8.6178	5.2111	-	-	-	5.8354
國泰 Man AHL 期貨信託基金	1.84	8.14	8.25	2.84				0.00
摩根富林明全球債券分配型	2.5777	7.3169	7.9884	-0.6784	3.0898	9.2813	3.5785	4.7838
摩根富林明全球債券累積型	2.5792	7.3185	7.9878	-0.6793	3.0887	9.2755	3.5731	4.7826
寶富多元策略期貨信託基金	0.92	10.70	6.90	8.82				0.06
柏瑞美國雙核心收益(不配息)	0.7522	3.6294	5.2653	0.3711	1.0948	9.1419	-	3.0134
柏瑞美國雙核心收益(配息)	0.7527	3.6284	5.2640	0.3862	1.2409	9.3039	-	3.0140
安泰 ING 全球美元投資級公司債(不配 A)	1.1741	3.3412	4.2681	-1.3873	-	-	-	0.9569
匯豐資源豐富國家債券(A 不配息)	-1.4760	-0.3369	3.4650	0.4206	-	-	-	1.0457

日期：截至100年9月底止

資料來源：期信基金資訊觀測站、台大邱顯比、李存修教授2011年 09月份基金績效評比表

期貨信託基金發行的目的，並不是爲了要取代股票型基金或債券型基金；而是要提供投資人不同於傳統共同基金投資的選擇，因爲期貨信託基金追求絕對報酬，與傳統共

同基金可以互補搭配；好比一支好的籃球隊一定要有前鋒、中鋒與後衛，功能完整才能發揮綜效；過去傳統的投資組合以股、債爲主，就好像球隊有了前鋒與後衛，現在有追

附表四：國內發行的基金「一年績效評比」前十名

基金名稱	一個月	三個月	六個月	一年	兩年	三年	五年	自今年以來
寶富多元策略	0.92	10.70	6.90	8.82				0.06
統一大滿貫	-9.55	-8.95	-7.65	6.72	26.13	71.73	78.85	1.23
景順平衡	-4.90	-5.79	-5.88	6.42	11.22	36.12	8.96	-5.10
匯豐資源豐富國家債券(B配息)	-1.5637	4.4348	8.6178	5.2111	-	-	-	5.8354
兆豐國際生命科學	2.16	-0.40	-0.73	4.59	-0.57	4.23	-9.42	-1.36
台新北美收益資產證券化	-5.91	-8.29	-7.51	4.19	20.61	32.52	17.06	-1.08
匯豐成功	-7.92	-10.90	-7.63	3.89	25.30	54.28	44.48	-5.77
凱基台灣精五門	-12.35	-15.97	-11.24	3.10	23.95	-	-	-10.30
國泰 Man AHL	1.84	8.14	8.25	2.84				0.00
統一全天候	-10.65	-10.31	-8.23	0.85	13.57	60.52	9.94	-4.28

日期：截至100年9月底止

資料來源：期信基金資訊觀測站、台大邱顯比、李存修教授2011年09月份基金績效評比表

求中長期穩定績效的期貨信託基金加入，就好像增加了一個攻守皆宜穩定軍心的中鋒，讓投資組合更分散而風險也可以更小，所以從分散投資這個角度來說，每個投資人其實都需要期貨信託基金來改善原有的資產配置。

諾貝爾經濟學得主馬可維茲 (Harry Markowitz) 認為不同的資產配置後，投資人可建構出分散型的投資組合，即相同風險下，預期報酬最大或相同預期報酬下，承受風險最小作為篩選最佳投資組合的準則，也就是所謂的效率前緣曲線。

嚴謹的風險控管建構世界CTA傳奇

期貨基金在國外早已行之多年，歐美稱之「管理期貨基金」，簡稱管理期貨 (Managed Futures 或 Commodity Trading

Advisor, CTA)，主要概念是由專業期貨經理人以期貨、現貨與選擇權等多元投資工具為主，為投資人管理資產的共同基金。一般的共同基金僅侷限投資在股票或債券，並且只能做多，而且持股比例有下限(國內股票型基金不得低於70%)，一旦面臨市場反轉下跌，則績效勢必大幅滑落。但期貨基金投資範圍更為寬廣，除了傳統的股債工具，更可投資於外匯、利率、能源、貴金屬、大宗原物料等期貨與現貨，且多、空都可操作，不限制最低多頭的持股，並輔以嚴格的風險控管，為投資人提供一個全新視野與選擇。

國外期貨基金發展已逐漸成熟，從1980年代起，國外期貨基金開始蓬勃發展，估計至2009年，全球期貨基金已突破兩千億美元的規模。國人對「期貨」兩個字，常常有高風險的負面印象。事實上，期貨與選擇權商品本身並不是高風險的投資，但期貨與

選擇權是「保證金交易」，內含一定的槓桿，過度使用槓桿才会有高風險的結果。

期貨基金在國外多半不是高風險、高波動的投資，相反的，它們多半是嚴控風險來追求穩健報酬的。這些國外大型的期貨基金其控管風險的方法各異，但大致上可歸納為「分散投資與目標波動率」、「監控槓桿程度」、「風險衡量測試」。茲將以上三點簡述如下：

(一) 分散投資與目標波動率

一個好的期貨基金操作系統的發展概念應該是由風險控管應運而生的，所以風控作業本來就是系統固有的重要環節。投資組合形成，就是從計算個別市場的波動程度以及市場間各商品走勢的相關性而來，任何個別部位的交易量大小是由其風險程度所決定。系統能即時性量化所有風險，並配合市場的波動程度調整各市場曝險部位。另外，好的系統也會針對個別市場當下的日內價格變動產生即時的分析報告。系統同時也會緊密估算不同市場間的相關係數，用以確保投資組合的分散，避免過度集中的風險外，也用以即時連續調整部位以使整體風險能保持在目標的風險水準。

(二) 監控槓桿程度

期貨基金多半會設計系統來每日緊密分析投資組合的槓桿程度，這常是期貨基金管理者們既定的風控流程；典型的期貨基金使用的槓桿倍數目前大約是在淨值的「四倍」

之內，實際的槓桿倍數大約會在二至三倍上下波動。因為槓桿是從部位推算而來，如果某個市場出現很明顯的訊號，該市場就容易會有較高的槓桿，不過這個槓桿倍數會被系統緊密監控，若有必要也會立刻被調低。

(三) 風險衡量與測試

好的期貨基金系統常是設計來達到目標波動率水準，而非目標獲利。而整個投資流程是以電腦分析工具、紀律性的即時風險控制及資訊管理系統為基石。風險控制早已整合進每個投資流程之中，其中風險衡量及確保系統維持在既定的風險限額正是最重要的環節。主要的風險衡量值有：

- a. 風險值 (Value-at-Risk ;VaR)
- b. 壓力測試 (Stress testing)
- c. 隱含波動率 (Implied volatility)
- d. 槓桿程度 (Leverage)
- e. 保證金對淨值比 (Margin-to-equity ratios)
- f. 各產業的淨曝險狀況 (Net exposures to sectors)

其中 VaR 即產界常用的標準 VaR 相近，也是風險監控流程的重點。搭配其他的衡量數據，VaR 可以讓期貨基金的經理人們有一個即時了解投資組合當下的整體風險概況；VaR 須以各別市場的波動水準、市場間相關性及目前手上部位等數據來計算得出。系統會定期檢示 VaR 值，並作適當回測。

目前國外有高達七成的期貨基金主要是

採取順勢交易策略，藉由精密的電腦系統與交易模組，追蹤各國股價指數、固定收益商品及商品市場走勢，不預設立場並賺取波段報酬。初識期貨基金，投資人往往會誤認為期權操作為高風險且高報酬的投資工具，事實上善用期權這些靈活的投資工具，搭配嚴格的風險控管，反而能在行情波動劇烈的市場，賺取相對穩健的報酬，在原有資產配置外提供一個組合保險的功能。

風雨逆勢中的奇葩

依據長期歷史資料顯示，過去廿多年全球世界多次發生重大事件而使股市重挫，歷經1989年股市下跌，1997亞洲金融危機，2000年的網路泡沫等等，期貨基金由於多空操作的特性，始終維持相對穩定的績效表現。2007年金融海嘯的發生，期貨基金依舊能創下14.3%的成長率，不僅大幅超越全球股市指數表現，也優於全球債券指數的報酬，再度驗證了期貨基金不隨股市、債市波動的不同特性。

結語

CTA期貨基金交易策略為追蹤長期趨勢，漸進調整部位，不但可以降低人為因素對交易的影響，亦可減少短期事件對整體基金的衝擊。正因為CTA期貨基金可以多空雙向操作的性質，可有效防範系統性風險，其走勢與股債市呈低度相關，亦即不會與股債齊漲齊跌，若以投資組合角度來說，適當配置CTA期貨基金可以有效分散風險，達到穩定績效，同時降低風險的可能。

國內期貨信託基金的開放，希望為國人引進的不單只是一種新的理財商品，而是新的資產配置觀念，傳統股債的投資組合撥出10~20%的比例納入期貨信託基金，將有助於獲得長期穩健報酬，也可以獲得媲美國際法人的資產配置效果。此外，從2010年QE2、2011年日本東北海嘯與賓拉登被擊斃，同時期貨交易所不斷調高保證金的各種衝擊下，國內期貨信託基金淨值還能夠有如此優異的成績，顯示是值得投資人信賴的另一種資產管理工具。



附表五:全球股市重挫期間期貨基金表現



管理期貨指數：Barclay BTOP50 Index；全球股票指數：MSCI World Index(TR)；全球債券指數：JP Morgan Global Aggregate Bond Index；資料時間 1987/12/31-2009/10/31(月資料)；資料來源：Bloomberg

期貨市場鉅額交易制度介紹

撰文：邱瑜明

期貨市場鉅額交易制度相關規劃及規章已於今（2011）年9月獲主管機關同意，初期以逐筆撮合方式進行，並先行實施於臺股期貨(TX)、小型臺指期貨(MTX)及臺指選擇權(TXO)等三項商品，本制度預計於今年年底前上線實施。

建置鉅額交易制度

為提供大額交易人處理鉅額部位之便利的管道，並避免其對一般市場價格造成衝擊，證券市場建置鉅額交易制度已行之有年，而期貨市場因策略較現貨市場更為多元，故對鉅額交易需求更為殷切，以下就鉅額交易建置之必要性及目的加以說明：

一、提供多元交易機制，降低市場價格衝擊

鉅額交易制度之建置，將使我國期貨市場可提供更多元化之交易機制，並與國際市場接軌。由於期貨市場交易策略多樣化，因應避險、套利或價差等交易策略之執行，交易人有進行大額期貨或選擇權部位移轉之需求。

鉅額交易若於一般交易市場進行，可能因交易量大，影響成交價格與成交數量，致

影響其交易策略與目的，因此，若能提供鉅額交易機制，將有助於法人機構等大額交易人執行鉅額交易。而藉由此一交易機制可滿足交易人之需求，有助於吸引交易人參與交易，以提昇我國期貨市場規模，另可降低鉅額交易對市場價格之衝擊，而不影響正常市況之運作。

二、提供便利轉倉機制，提升法人參與比重

期貨契約有一定之到期日，持有較長期避險部位之交易人於每月契約到期前均須進行轉倉；大額部位對於到期鉅額部位轉倉機制之需求更為殷切。

觀察新加坡交易所(SGX)摩根臺指期貨市場，鉅額交易之交易量占該商品整體交易量之8.28%（2011年1~8月統計），每逢月底期貨未平倉量換月交易時需求更為明顯，擁有大部位法人機構可透過鉅額交易順利轉倉，且不影響一般正常市場交易行情，此亦為外資至SGX下單誘因之一。

相較於SGX摩根臺指期貨市場，臺灣期貨市場當沖交易比率較高，未平倉量亦遠低於SGX。若能透過鉅額交易制度提供法人處

理大額部位的交易管道，將有助於吸引外資及法人機構利用我國期貨商品進行避險或其他交易策略，提升法人參與比重。

鉅額交易制度內容

期交所自2005年起即著手規劃期貨市場鉅額交易制度，主要係參考國外主要交易所之鉅額交易相關制度、國內現貨市場鉅額交易發展歷程，及現行國內期貨市場之法令架構，並多次與業者進行座談及溝通所規劃，目前規劃之鉅額交易制度，以逐筆撮合方式於另一獨立委託簿進行，也就是鉅額交易不影響一般市場委託單之交易撮合流程，鉅額交易委託僅能與鉅額交易委託撮合。每筆最低委託申報買賣口數部分，期貨商品為200口，選擇權商品為400口，單筆委託口數並無上限，惟成交後其鉅額交易部位將與一般交易市場部位合併計算，一併納入交易人之各商品部位限制控管。

一、鉅額交易委託

(一) 委託方式：欲進行鉅額交易之交易人可進行單一契約之「單式委託」，及同時成交一籃子不同契約之「組合式委託」，委託單可加註全部成交否則取消(FOK)、立即成交否則取消(IOC)等條件。考量鉅額交易之委託口數及金額較高，為避免以市價成交在非預期價格，

故不接受市價委託，僅限下限價單；另因鉅額交易包含多種組合，內容較為複雜，買賣申報若須變更，僅得刪單後重新申報，不接受減量及改價。

(二) 撮合方式：單一契約之單式委託部分，依據「價格優先、時間優先」原則進行撮合；一籃子不同契約之組合式委託部分，委託單中每個契約(Leg)皆須滿足最低買賣委託口數，委託申報中各契約之代號、價格、數量完全相符，買進及賣出別相反才可進行撮合，時間優先者先行成交。

(三) 組合式委託之種類及限制：組合式委託不以期交所90年12月18日(90)台期(交)字第06666號公告之組合式委託種類為限¹，除可接受二個契約的策略性交易外，亦得接受三個交易契約以上的組合式買賣申報，其價格申報不以各契約價格之差或和為之，而僅需分別輸入契約價格，且可於同一筆委託單輸入期貨及選擇權策略組合，惟組合中每筆契約(Leg)皆須達該商品最低委託申報買賣口數。以下為組合式委託撮合範例，在滿足商品契約、價格、口數相符、買賣方向相反，期交所之交易系統方可進行撮合成交。

¹ 垂直價差(Price Spread)、時間價差(Time Spread)、逆轉/轉換組合(Reversals/Conversions)、跨式組合(Straddle)、勒式組合(Strangle)

組合委託1					
商品契約	買/賣	價格	口數	策略組合種類	策略組合識別碼
臺指期071	B	8530	200	0	0
臺指選0718500Put	B	67	800	1	1
臺指選0718600Call	S	50	800	1	1

組合委託2					
商品契約	買/賣	價格	口數	策略組合種類	策略組合識別碼
臺指期071	S	8530	200	0	0
臺指選0718500Put	S	67	800	1	1
臺指選0718600Call	B	50	800	1	1

二、保證金計收方式

鉅額交易保證金計收原則與一般交易市場相同，鉅額交易成交之部位將與一般市場部位合併，惟為避免交易人或期貨商無法於期貨交易收盤前將當沖之未沖銷部位完全沖銷，或於一般市場強制平倉時衝擊一般交易市場價格，鉅額交易不適用期交所當沖減收保證金作業。

另若為組合單，則可適用目前策略保證金減收，惟交易人須明確指出欲策略組合之兩個契約（Legs）、其策略組合種類²，方可減收保證金。若交易人所指定之策略組合種類錯誤，其鉅額交易委託仍可被接受進行撮合，但其保證金將以單式商品方式計收。

三、資訊揭露

鉅額交易之成交資料於期交所完成撮合後，傳送成交回報予買賣雙方，另成交及未成交之資訊將揭露於期交所行情資訊網站（<http://info512.taifex.com.tw>），並規劃以獨

立的電文格式(IP、Port)提供鉅額交易行情資訊予行情資訊廠商。

考量鉅額交易買賣申報及成交价格，可能為少數買賣雙方申報及撮合價格，較不具市場代表性，故明訂鉅額交易買賣申報及交易價格，不作為當日開盤、收盤價格及每日結算價訂定依據，亦不作為最高、最低行情紀錄。

四、其他制度相關規定

其他如交易時間、申報買賣價格範圍、交易人資格則與一般交易市場規定相同，在交易時間原則上為8:45起至13:45分止，但若為最後交易日契約則為8:45起至13:30止。買賣申報價格範圍原則上同一般交易市場限制（如：股權類期貨商品為7%），若所申報價格顯不合理有企圖影響市場情事，將依期交所市場監視相關辦法處理。

五、市場監理

² 期貨價差組合委託：限跨月價差；選擇權組合委託：限垂直價差(Price Spread)、時間價差(Time Spread)、逆轉/轉換組合(Reversals/Conversions)、跨式組合(Straddle)、勒式組合(Strangle)

由於目前規劃之鉅額交易會於另一獨立委託簿撮合，可能產生與一般交易市場價格或有不一致之現象，但鉅額交易與一般交易同受期交所監視制度控管，以避免交易人因大量買賣鉅額交易影響正常交易秩序。另因鉅額交易成交部位將與一般交易市場部位予以合併計算，故交易人於執行鉅額交易前，應先注意其原持有部位加計鉅額交易部位後，是否有逾越部位限制之情事。倘成交後發生超限時，將依期交所部位限制控管方式辦理。

陸、相關法令規章之增修訂

因應鉅額交易制度之建置，已完成增修訂期貨市場相關規章，其中增訂「鉅額交易作業辦法」，修訂「業務規則」第35條之3與第43條，以及臺股期貨(TX)交易規則第17條、小型臺指期貨(MTX)交易規則第17條、臺指選擇權(TXO)交易規則第21條等有關買賣申報數量之規定，相關規章業獲主管機關核准通過，亦將在近期公告實施。

結語

鉅額交易設置目的，係為提供交易人處理大額部位的便利管道，並降低大額交易對一般市場交易之衝擊。國內證券市場鉅額交易制度已實施多年，對於交易人部位移轉、降低大額部位對市場衝擊，有實質助益。而為提供期貨市場交易人更安全及完善服務，預計於今年年底前推出鉅額交易制度，協助

期貨及證券市場投資人更精準建立跨市場投資組合。現階段先推出逐筆撮合鉅額交易制度，未來再視市場狀況及需求，評估配對申報鉅額交易制度及擴大適用鉅額交易之商品(如股票期貨等)，以期提供更符合市場需求之鉅額交易制度。

● 鉅額交易相關規定

項次	項目	內容
1	交易方式	獨立委託簿、逐筆撮合(鉅額交易限與鉅額交易撮合)
2	交易時段	同一般市場交易時間(最後交易日)
3	適用商品	經主管機關核准之商品 (100年9月核准臺股期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權)
4	交易人資格	不限。
5	申報鉅額交易各商品最低數量之限制	1.單式買賣申報：(最低委託口數) (1) 期貨商品：200口 (2) 選擇權商品：400口 2.組合式買賣申報： (1) 組合式買賣申報之組成契約皆須滿足最低委託口數。 (2) 組合式委託僅與同類型式組合式委託撮合。
6	委託限制	僅限限價單，另可加註 IOC 及 FOK
7	得申報買賣價格範圍	同一般市場規定。
8	申報時效	當日有效
9	保證金規定	同一般市場規定，惟不適用當沖減收保證金作業。
10	資訊揭露	• 成交資訊揭露：成交資料於本公司完成撮合後，傳送成交回報予買賣雙方，另成交及未成交之資訊揭露於本公司行情資訊網站公布。 • 行情資訊公布：鉅額交易不作為當日開盤、收盤、結算價及最高、最低行情計算。
11	錯帳處理及申報	依「期貨商錯帳申報處理作業要點」辦理。

CNFA

大陸「期貨投資諮詢」業務介紹

撰文：林惠蘭

中國大陸在「十二五」開局之年，關於「推進期貨和金融衍生品市場發展」的政策執行更為積極，期市品種創新和業務創新次遞推出，大陸監管當局並積極籌劃投資諮詢、特定客戶資產管理及境外期貨業務等三大創新業務，而「投資諮詢」業務正是此三大創新業務的第一炮，也是今年大陸期貨公司最期待的盛事。

期貨投資諮詢業務概述

自2009年初，中國證監會已開始對期貨投資諮詢業務進行研究，並於2010年4月開始擬訂《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》，隨後召開座談會、發函等...進行多種形式的徵詢意見和建議，遂於今年3月23日正式公佈《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》（以下簡稱《試行辦法》），並於今年5月1日起施行，以下就《試行辦法》的主要內容摘述如下：

（一）定義

《試行辦法》規定，期貨投資諮詢是指基於客戶委託，期貨公司及其從業人員從事風險管理顧問、期貨研究分析、期貨交易諮

詢等營利性業務。其中，風險管理顧問包括協助客戶建立風險管理制度、操作流程，提供風險管理諮詢、專業培訓等；研究分析包括蒐集整理期貨市場及各類經濟資訊，研究分析期貨市場及相關現貨市場的價格及其相關影響因素，製作提供研究分析報告或者資訊信息；交易諮詢包括為客戶設計套期保值（避險）、套利等投資方案，擬定期貨交易操作策略等。

（二）申請條件

《試行辦法》主要是從資本實力和法遵角度對期貨公司申請從事期貨投資諮詢業務作出如下規定：一是公司註冊資本不低於1億元人民幣、淨資本不低於8,000萬元人民幣；二是公司最近6個月淨資本等風險監管指標持續符合監管要求；三是至少1名具有3年以上期貨從業經歷和取得期貨投資諮詢業務從業資格的高管人員，及至少5名具有2年以上期貨從業經歷和取得期貨投資諮詢業務從業資格的從業人員；四是具有完備的期貨投資諮詢業務管理制度；五是公司最近3年持續符合規定經營；六是公司最近1年未被監管機構採取監管措施等。

（三）人員資格要求和自律管理

《試行辦法》規定，未取得相關資格的期貨公司及其從業人員不得從事期貨投資諮詢業務；對於期貨投資諮詢從業人員的自律管理（如資格考試、資格認定、日常管理等），則由中國期貨業協會負責並制訂相關自律管理辦法。

（四）業務規範和防範利益衝突規定

首先，《試行辦法》參考了證券投資諮詢業務相關立法經驗，對期貨公司及其從業人員從事期貨投資諮詢業務的一般要求、資訊公示、執業禁止要求、客戶適當性選擇、諮詢契約簽訂、具體執業操作要求、資料保存、客訴處理等做了相關規定。

其次，《試行辦法》強化防範利益衝突之規定，一是規定期貨公司建立防範利益衝突的管理制度和資訊隔離機制，期貨投資諮詢業務內部就可能發生之利益衝突，期貨公司也要作出必要的立場獨立、資訊隔離和人員迴避等處理程序；期貨公司首席風險官（稽核）要對防範利益衝突的制度和機制進行檢查落實。二是建立利益衝突的處理原則，即要求期貨公司按照客戶利益優先和公平對待客戶的原則予以處理。三是期貨公司應當建立獨立部門統一管理期貨投資諮詢業務，營業部應在公司總部統一管理下對外提供期貨投資諮詢服務。四是期貨公司業務人員應當以公司名義展業，不得以個人名義為客戶提供期貨投資諮詢服務。五是在公司內部要求期貨投資諮詢從業人員要與交易、結

算、風險控制、財務、技術等業務人員獨立，職責分離。

（五）期貨資訊傳播的監管

對於期貨公司及其從業人員透過報刊、電視、電台和網路等公共媒體進行期貨評論、行情分析等資訊傳播活動，《試行辦法》規定期貨公司應事先向住所地的證監局備案；中國期貨業協會則須制定相關的自律管理辦法，監管部門同時加強對期貨公司相關期貨資訊傳播活動的監管。

（六）監督管理和法律責任

《試行辦法》規定，第一，期貨公司要每月按照規定向監管部門申報期貨投資諮詢業務資訊，公司首席風險官要履行督促改善和報告職責，監督期貨投資諮詢業務遵法情況並定期檢查，在工作報告中要求重點就防範利益衝突作出說明。第二，監管部門按照審慎監管原則，可定期或者不定期檢查期貨投資諮詢業務。第三，對未具資格從事期貨諮詢活動的期貨公司或其人員，監管部門有權責令其改正；情節嚴重的，將依法予以行政處罰。第四，對於期貨公司或其從業人員執行期貨投資諮詢業務中出現各類違規情形，監管部門可以針對具體情況，依法採取相應監管措施；情節嚴重的，將依法予以行政處罰；涉嫌犯罪的，將依法移送司法機關。

（七）期貨經紀業務的培訓、諮詢等附屬服務活動

對於期貨公司基於期貨經紀業務向客戶提供投資諮詢、培訓等附屬服務活動的，《試行辦法》要求期貨公司應當遵守期貨法規、規章的相關規定，而不納入期貨投資諮詢業務進行規範。

（八）證券經營機構從事期貨投資諮詢業務的規定

《試行辦法》規定，對於證券經營機構從事期貨投資諮詢業務活動的資格條件和監管要求等，將由中國證監會另行規定。

期貨投資諮詢業務近期發展情形

在《試行辦法》公佈3個月後，6月24日中國證監會發佈《【行政許可事項】期貨公司期貨投資諮詢業務資格的核准》，內容已載明期貨公司申請從事期貨投資諮詢業務的條件、相關申請表格和所需申請資料，證監會自受理申請之日起2個月內，作出批准或者不予批准的決定。截至9月底止，已分2批次核准，共35家期貨公司取得投資諮詢業務資格（8月19日批准14家、9月20日批准21家，名單詳附表一）；筆者於10月底查詢中國證監會網上公告，尚有光大期貨等17家已經證監會受理申請，正等待審查中；而就首批獲准從事投資諮詢業務的期貨公司涵蓋分類監管評級中A、B、C、D四類。這些公司的股東背景、發展模式、人員與業務發展規模等各不相同，由此可見，大陸監管部門放行期貨公司投資諮詢這一創新性業務的尺度仍較寬鬆，似乎想通過多樣化的選擇，令

進入投資諮詢領域的公司探索各自的收費方式，而在今年4月份召開的「第五屆中國期貨分析師論壇」中，證監會負責人亦表示諮詢業務屬於一項基本業務，故未與分類監管評價結果結合，而主要從資本實力和遵法角度做為審核依據。

另在8月24日，中國期貨業協會發佈《期貨投資諮詢服務合同指引》（下稱《指引》），加強和規範期貨投資諮詢服務契約管理，保護投資者合法權益。《指引》內容包括《期貨投資諮詢風險揭示書》、《期貨投資諮詢客戶須知》、《期貨公司期貨投資諮詢合同必備條款》等三份文件，強調期貨投資諮詢風險揭示，並重點提示期貨公司及其從業人員不得從事之行爲。

中國期貨業協會強調，《指引》僅是原則性的規定，期貨公司在制定期貨投資諮詢服務契約文本時，應當按照法律、行政法規和中國證監會的相關規定，結合公司實際情況，對《指引》內容進行必要的補充和加強，但不得與《指引》相抵觸。就此三份文件中，較特別的是在《期貨投資諮詢風險揭示書》中，要求客戶須親自抄寫以下內容並簽章確認：「以上《期貨投資諮詢風險揭示書》的各項內容，本人/單位已閱讀並完全理解。」，顯示大陸監管單位對此業務之謹慎；在當前期貨投資諮詢業務開展之際，中國期貨業協會對期貨公司期貨投資諮詢服務契約訂出統一規範及總體性要求，有利於保障投資諮詢業務的平穩起步，促進期貨市場發揮服務國民經濟的功能。

至此，呼聲已久的期貨公司投資諮詢業務正式進入實際操作階段。分析人士表示，期貨投資諮詢業務的「試水」給期貨服務實體經濟創造了更多可能，同時也為大陸期貨公司擺脫同質化競爭提供了契機。

<表一>

大陸取得「投資諮詢業務」期貨公司(依資本額排序)

資料日期2011年10月

公司名稱	所屬 轄區	註冊資本 (人民幣/萬元)	諮詢業務 (核准日期)	2011年 分類結果	2010年財務資料(單位:人民幣/萬元)					中登所 會員資格	券商系	營業部 家數	備註
					淨資本	淨資產	權益總額	手續費收入	淨利潤				
1 廣發期貨有限公司	廣東	110,000	2011.8.19	A	53,179.88	57,349.79	416,215.85	28,304.60	9,275.98	全面結算會員	P	22	設有香港子公司
2 浙江省永安期貨經紀有限公司	浙江	86,000		AA	80,534.03	87,584.39	708,140.94	38,966.82	14,760.36	全面結算會員	P	27	設有香港子公司
3 申銀萬國期貨有限公司	上海	77,600		A	32,811.88	32,924.20	255,191.01	14,554.94	2,907.39	交易結算會員	P	9	
4 華泰長城期貨有限公司	廣東	60,000		A	68,646.19	69,387.91	484,599.10	26,549.61	8,003.16	全面結算會員	P	28	
5 海通期貨有限公司	上海	50,000		A	51,329.45	56,000.41	496,676.21	27,342.56	5,101.20	交易結算會員	P	22	
6 浙商期貨有限公司	浙江	50,000		A	29,113.65	28,971.82	250,087.36	20,033.03	6,548.02	全面結算會員	P	17	
7 南華期貨有限公司	浙江	45,000		A	45,487.87	46,542.66	365,742.05	29,803.41	6,232.46	全面結算會員		26	設有香港子公司
8 招商期貨有限公司	深圳	30,000		BBB	33,737.69	35,854.97	195,463.89	8,180.49	4,247.04	交易結算會員	P	2	
9 格林期貨有限公司	北京	28,018		BBB	19,830.13	23,994.28	190,298.66	11,105.22	3,559.64	交易結算會員		13	設有香港子公司
10 宏源期貨有限公司	北京	20,000		B	22,492.28	22,870.03	129,016.90	8,357.55	2,270.21	交易結算會員	P	7	
11 新湖期貨有限公司	上海	22,500		A	29,459.42	31,160.51	280,381.98	12,999.83	4,074.59	交易結算會員		12	
12 平安期貨有限公司	深圳	12,000		CC	10,478.47	12,854.16	21,170.04	1,394.92	406.30	交易結算會員	P	1	
13 華聯期貨有限公司	廣東	10,000		CC	7,513.92	10,882.50	50,798.71	2,750.66	-619.88	交易結算會員	P	4	
14 浙江中大期貨經紀有限公司	浙江	10,000		A	24,447.23	24,176.09	216,144.10	24,603.40	4,584.58	交易結算會員		16	
1 中國國際期貨有限公司	北京	80,000	2011.9.20	AA	82,035.93	82,729.91	484,218.85	27,850.16	10,725.92	交易結算會員		29	設有香港子公司
2 中糧期貨經紀有限公司	北京	55,000		AA	56,964.90	60,058.25	687,386.06	15,544.84	11,379.24	全面結算會員		12	
3 上海東亞期貨有限公司	上海	50,000		BB	47,651.03	53,848.70	244,962.75	9,580.55	1,987.85	交易結算會員	P	8	
4 國泰君安期貨有限公司	上海	50,000		A	57,597.55	58,696.01	490,340.01	23,277.45	6,065.13	全面結算會員	P	12	
5 中信建投期貨經紀有限公司	重慶	35,000		BBB	40,443.68	40,683.50	121,886.63	10,956.60	3,830.43	交易結算會員	P	11	
6 銀河期貨有限公司	北京	30,000		A	41,727.00	41,474.89	397,027.78	25,329.74	6,455.91	交易結算會員	P	16	中外合資
7 錦泰期貨有限公司	江蘇	30,000		D	6,890.30	7,176.79	62,227.13	6,404.47	872.11	交易結算會員		8	
8 信達期貨有限公司	浙江	30,000		BB	18,164.12	18,562.44	155,247.39	10,084.33	2,101.54	全面結算會員	P	11	
9 安信期貨有限責任公司	北京	28,600		B	22,722.04	23,304.62	140,373.52	5,248.36	1,453.44	交易結算會員	P	2	
10 中鋼期貨有限公司	北京	28,000		A	38,082.39	43,930.51	187,267.03	8,282.01	5,398.15	交易結算會員		7	
11 萬達期貨有限公司	河南	24,000		A	35,975.36	38,001.35	366,541.43	12,069.11	4,547.95	交易結算會員		15	
12 東亞期貨有限公司	上海	20,000		BB	22,020.47	23,115.37	108,904.28	9,039.75	1,860.03	交易結算會員	P	12	
13 上海中期期貨經紀有限公司	上海	20,000		A	30,559.13	32,003.53	296,646.97	10,339.68	4,005.17	交易會員		10	
14 國投中谷期貨有限公司	上海	20,000		A	31,216.81	32,061.61	264,220.05	4,999.75	2,084.20	交易結算會員		4	
15 海匯期貨有限公司	上海	16,000		CC	10,997.08	15,468.26	25,231.91	1,541.41	146.83	交易結算會員	P	2	
16 大有期貨有限公司	湖南	15,000		CCC	11,647.60	15,421.58	70,998.79	4,209.86	486.87	交易會員		4	
17 江蘇弘業期貨有限公司	江蘇	13,800		A	31,896.73	33,181.02	237,917.63	29,226.69	6,101.63	交易結算會員		29	
18 上海中財期貨有限公司	上海	12,000		BB	12,203.52	9,644.15	99,860.68	8,217.16	2,796.15	交易會員		17	
19 上海大陸期貨經紀有限公司	上海	10,000		CC	12,759.29	12,433.03	103,503.32	6,558.26	896.35	交易會員	P	13	
20 天富期貨有限公司	吉林	15,000		CC	6,753.80	8,668.34	22,101.11	1,600.98	30.09	交易結算會員		8	
21 冠通期貨經紀有限公司	北京	10,000	B	9,771.95	10,581.52	107,118.24	7,057.58	1,358.85	交易結算會員		11		

備註：1.全面結算會員之權益總額，包含代理結算會員客戶權益總額
2.「券商系」是指股東成員是否有券商。

資料來源：中國證監會網站、中國期貨業協會網站

〈表二〉大陸「期貨投資諮詢」業務發展歷程簡表

時間	內容
2007年3月	《期貨交易管理條例》公告修訂，其中第17條有關期貨公司可開展“期貨投資諮詢業務”等規定，把期貨投資諮詢業務設為一項獨立的許可業務。
2009年初	中國證監會對期貨公司期貨投資諮詢業務進行研究
2010年4月	2010年4月，中國證監會正式開始擬訂《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》，於7月底完成。
2010年8~11月	中國證監會通過召開座談會、發函等多種形式，多次廣泛徵求了期貨公司、中國期貨業協會、期貨交易所、期貨保證金監控中心和各證監局的意見和建議。
2010年10~11月	中國證監會召開座談會，聽取了來自境外金融機構和國內農產品、有色金屬以及能源化工等領域的專家和現貨企業代表對期貨諮詢業務的意見和建議。
2011.2.11	中國證監會發佈關於《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》公開徵求意見的通知，向社會公開徵求意見。
2011.3.23	中國證監會發佈第70號令，公佈《期貨公司期貨投資諮詢業務試行辦法》自2011年5月1日起施行。
2011.5.29	中國期貨業協會舉辦第一次投資諮詢業務考試，共有15,590人報名，實際參考人數為12,608人，及格人數為2,759人，通過人數占參考人數的21.88%。
2011.6.14	中國期貨業協會發佈《關於期貨投資諮詢業務從業資格申請程式的公告》，期貨公司得為符合條件的考試通過者，申請期貨投資諮詢業務從業資格。
2011.6.24	中國證監會發佈《【行政許可事項】期貨公司期貨投資諮詢業務資格的核准》，內容已載明期貨公司申請從事期貨投資諮詢業務的條件、相關申請表格和所需申請資料，證監會自受理申請之日起2個月內，作出批准或者不予批准的決定。
2011.7.2	第二次投資諮詢業務考試，共有12,315人報名，實際參考人數為9,446人，及格人數為1,755人，通過人數占參考人數的18.58%。
2011.8.19	中國證監會核准第一批14家期貨公司的期貨投資諮詢業務資格。
2011.8.24	中國期貨業協會發佈《期貨投資諮詢服務合同指引》，內容包括《期貨投資諮詢風險揭示書》、《期貨投資諮詢客戶須知》、《期貨公司期貨投資諮詢合同必備條款》等三份文件，突顯期貨投資諮詢風險揭示，並重點提示期貨公司及其從業人員不得從事的行為。
2011.9.17	第三次投資諮詢業務考試，共有9,176人報名，實際參考人數為6,190人，及格人數為50人，通過人數占參考人數的0.81%。
2011.9.20	中國證監會核准第二批，共21家期貨公司的期貨投資諮詢業務資格，一個月內，已先後有兩批共35家期貨公司獲准該項創新業務資格。

資料來源：中國證監會網站、中國期貨業協會網站

期貨投資諮詢業務資格考試火熱進行

根據《試行辦法》的規定，期貨公司開辦期貨投資諮詢業務，須有至少1名具有3年以上期貨從業經歷和取得期貨投資諮詢業務從業資格的高管人員，及至少5名具有2年以上期貨從業經歷和取得期貨投資諮詢業務從業資格的從業人員。

而事關期貨公司投資諮詢業務的考試於今年5月29日首度亮相，根據報考規定，已取得期貨從業人員資格考試合格證並有本科學歷（相當於臺灣的四年制大學學制）的人員均可報考。在業務申請條件部分，由於註冊資本、淨資本…等條件大多數的期貨公司都能符合（目前已有120多家期貨公司註冊資本額在1億元人民幣以上），「從業資格」這規

定成為期貨公司的當務之急，因此不少期貨公司都是全員報名，全員繳費，全體參加，甚至有不少公司為了鼓勵員工積極參與，推出了獎懲措施。獎金多的達一萬元，少的也有上千，有的公司規定，沒有考過，還要罰款。同時，不少基金、券商的衍生性商品研究人員也參加了這次考試，為日後相關工作做準備。

而此次考試結果，6月1日中國期貨業協會在其網站上正式對外公佈，本次考試吸引了15,590人報名，實際參考人數為12,608人，參考率超過80%，及格人數為2,759人，通過人數占參考人數的21.88%。報載期貨研發分析崗位通過率最高超過50%，期貨公司管理層通過率也較高，高於考試整體通過率。中期協表示考試不設淘汰率，只要過了60分就算及格，在發佈成績後的10天之內，期貨公司就可以向中期協申請期貨從業資格了；隨後在7月2日則舉行了第2次考試，本次考試吸引了12,315人報名，實際參考人數為9,446人，參考率超過76%，及格人數為1,755人，通過人數占參考人數的18.58%；第三次考試則於9月17日舉行，共有9,176人報名，實際參考人數為6,190人，及格人數為50人，通過

人數占參考人數的0.81%。三次考試共計已有4,564人通過（詳表三）；然在這4千多名的考試合格者當中，還有相當比例的在校生及其他非期貨從業人員。

據悉題目越來越難，第一次考試比較中規中矩，以宏觀面和行情的分析為主、第二次考試理論和實務題各佔一半，題目難度適中，實務題有所增加。第三次難度更甚，真正考驗分析師的綜合諮詢能力，涵蓋了大部分期貨品種，也增加了計算題，這次考試除期貨市場知識外，還涉及宏觀經濟層面和證券市場，甚至題目內容有文言文和英文。

目前大陸期貨公司都只能從事經紀業務，期貨投資諮詢業務作為首個創新業務，將是期貨公司的必爭之地。

低通過率將使通過考試的考生成為各公司「挖角」的首選，屆時，投資諮詢人才的競爭將更加激烈。

是機會?.....或是挑戰?

4月24日「2011第五屆中國期貨分析師論壇」，中國期貨業協會會長劉志超在論壇

<表三> 【2011年大陸投資諮詢業務考試情況統計】 資料截止日:2011年9月

考試日期	總人數	參考人數	及格人數	參考率	合格率
5月29日	15,590	12,608	2,759	80.87%	21.88%
7月2日	12,315	9,446	1,755	76.70%	18.58%
9月17日	9,176	6,190	50	67.46%	0.81%
			計 4,564		

資料來源：中國期貨業協會網站

中致辭表示，期貨投資諮詢業務的推出，不僅為期貨公司在轉變經營發展方式、在更高層次上為國民經濟服務提供了機會，同時也是對期貨公司專業化水準的檢驗，機遇與挑戰並存，機遇大於挑戰。期貨公司要從服務資本市場和經濟社會發展的全局高度，充分認識推出期貨投資諮詢業務的重要意義，積極探索期貨投資諮詢業務服務實體經濟發展的模式和路徑。

首先，期貨投資諮詢業務的推出，可改變期貨公司業務同質化和經營模式單一的問題，預期將給期貨行業創造出新的盈利增長空間，手續費的惡性競爭或許可能會得到一定程度的遏止。但目前尚未尋找到切實可行的盈利方式，除極少數公司已開始營運外，大部分方案業者還在探索之中，和台灣一樣過去期貨公司為客戶提供的投資諮詢服務一直作為經紀業務的附加服務，並不收取費用，短時間轉變觀念的難度比較大，而免費服務導向收費業務的轉化，勢必也對期貨公司投資諮詢服務的「產品化」品質要求更高，且投資諮詢業務並不僅僅提供期貨操作上的投資建議，最主要還是要為客戶提供風險管理業務，只有期貨公司的投資諮詢服務產生真正價值，經得起市場考驗，才能讓客戶心甘情願接受付費的資訊服務，因此，投資諮詢業務的推出，對期貨公司的專業化服務能力將會提昇於無形之中。

再者，期貨投資諮詢業務的推出，亦有助於促進期貨經紀行紀資源的優化配置。大陸期貨市場經過幾年的規範發展，市場參與各方對期貨研究日益重視，期貨投資諮詢業

務的推出，將使綜合實力較強、具有較為雄厚研發實力的期貨公司在競爭中脫穎而出，促使優質公司做優做強，優勝劣汰，促進兼併重組。

其次，期貨投資諮詢業務的推出，有利於培養優秀的研究諮詢團隊，提昇期貨公司的專業形象。2006年以來，大陸期貨行業成交量與成交金額以超過50%的增長速度迅速增長，但相比銀行、證券等金融行業，期貨行業一直存在著嚴重的人才短缺，期貨投資諮詢業務的推出，為期貨公司研究諮詢工作提供了一個明確的方向，有利於吸引、培養優秀的研究諮詢人才，推出差異化的產品與服務，提昇期貨公司的專業品牌；然在此同時，市場也對研發人員提昇標準，優秀的期貨分析師不僅要有紮實的專業知識，還需具備很強的實戰經驗，及對行業企業整體風險的認知和管控能力，同時還要具備對宏觀經濟趨勢的把握能力，從目前行業研發人員的整體水準看，達到上述要求還需要很長時間的努力。

因此期貨投資諮詢業務的推出，在人員的培訓、收費模式、組織架構的調整及研究分析報告的呈現方式，在在都考驗著期貨公司的創新與應變，所以說期貨投資諮詢業務的推出，對期貨公司來說是機遇也是挑戰；而若此業務得以順利開展，另兩項創新業務（特定客戶資產管理及境外期貨業務）的推出亦可水到渠成。



大陸期貨投資諮詢業務可能面臨的問題探討

撰文：張嘉成

過去幾年，大陸期貨市場出現突飛猛進的成長，整個規模包括交易所掛牌品種，市場保證金存量，交易量與成交額，以及期貨公司的資本實力等等，都取得相當明顯的增長，如果就商品期貨的領域，規模甚至直逼美歐市場，對於國際商品期貨價格影響力越來越大，然而市場成長太快固然是好事，但也帶來另一些關於期貨業營業項目單一與服務轉型方面的隱憂，終於，業界期盼監管單位加速放寬經營項目的願望，於2011年下半年增加了期貨諮詢業務的項目之後有了回饋，讓期貨公司多了一個貢獻利潤的來源，目前多家期貨公司正如火如荼的準備諮詢業務的開展，為整個大陸期貨市場展現了新的氣象。

期貨投資諮詢業務的類型

期貨投資諮詢業務對大陸期貨市場是一個新的領域，經過一段長時間的調研，歸納出最後的業務類型主要有風險管理顧問，研究分析，以及交易諮詢等三項，簡述如下：

風險管理顧問

主要是協助客戶建立風險管理制度，操作流程，提供風險管理諮詢，以及專項培訓等風險管理服務。

研究分析

基於獨立客觀的立場，收集整理期貨市場信息及各類相關經濟信息，對期貨市場及現貨市場與相關影響因素進行研究分析，形成各種形式的系統化研究報告，或者資訊信息的研究分析服務，並以期貨公司名義向客戶及其使用者發佈的業務活動。

交易諮詢

接受客戶委託，按照約定為客戶設計套期保值或套利等投資方案，協助擬定期貨交易策略等交易諮詢服務。

大陸期貨市場的特性

在開始探討大陸期貨諮詢業務可能的問題之前，必須了解大陸期貨市場一些有別於國際期貨市場的特性，期貨諮詢相關業務在國際期貨市場的運行已經相對成熟，大陸期貨市場在借鑒經驗的同時，也需要注重因地制宜的調整，因為長久以來大陸期貨市場全部都以商品期貨為主，而國際市場雖然也有商品期貨，但相對並非主流，金融期貨以及具備金融屬性的操作習性在國際期貨市場才是主戰場，當然對於期貨諮詢業務發展的支持也自然圍繞著金融屬性的主軸，這完全與大陸不同，長期經營商品期貨的大陸市場，自然就呈現出幾個特性如下：

一、重套保而輕投機

監管單位對於期貨市場的引導以服務國民經濟為主要方向，同時政策面鼓勵企業積極運用期貨進行風險管理，時間一久，整個現貨產業，上從國企單位，下到中小實業以及貿易商都把期貨當成經營企業過程中日常使用的風險管理工具，產業鏈的風氣被培養起來了，所以自然出現了重視套期保值（避險）而輕投機操作的現象，這無所謂好與壞，但期貨交易本來就必須同時存在避險與投機的自然對手，因為政策導向、產業習慣等等因素而凸顯了套期保值這個面向的需求，期貨公司對於服務與研究的投入自然往套期保值方面傾斜，而投機操作的一面自然較不容易被重視，當然研究資源與投入也就相對缺乏，這種現象確實與國際期貨市場以金融屬性為主體的結構大不相同。

二、重基本面而輕技術面

產業鏈的需求與使用習慣通常會以現貨端的供需變化為主而進行相關的追蹤與分析，根據這些基本面的變化，經過分析研究之後，作出是否以期貨進行套期保值的決策，這是大陸期貨市場司空見慣的產業客戶套保行為，基本面的判斷幾乎佔去大部分，技術面相較之下份量極少，但技術面所呈現的是所有交易者進場參與之後所呈現的價格行為，這些行為最終都是人為操作的反射，無論操作判斷來自於基本面還是技術面或者其他，技術面都是最終的呈現，所以直接分析技術面而作出的決策也是國際市場相當主流的方式，但大陸期貨市場目前為止還是重

基本面而輕技術面的狀況居多。

三、程式化交易領域的薄弱

程式化交易無庸置疑的已經是國際金融市場交易的主流，特別是期貨市場，而大陸的程式化交易初估約從2004或2005年才慢慢開始，至今也有5-6個年頭了，發展時間也不能算短，但相較國際與周邊市場確實還算剛開始，雖然有相關文獻、模型、軟件、平台以及報告可參考學習，到目前為止程式化交易的整體運行在大陸市場還是相當模糊，有很多的觀念需要進一步釐清，分述如下：

甚麼是程式化交易？

國際市場稱之為程式交易（Program Trading）或系統交易（System Trading），這是一個用計算機把人的交易思想轉換成電腦程式，借助電腦強大的運算能力協助人觀察市場細微變化，當這些價格變化符合電腦程式監控的條件時，就會給出一個交易的提醒，所以簡單來說，程式化交易包含產生交易邏輯以及取得交易部位兩大部分，產生交易邏輯的部分是程式化交易主要的核心，但不少投資人把取得交易部位的動作當成就是程式化交易的全部，這是需要釐清的觀念，因為程式化交易的決戰關鍵在於交易邏輯的創意與編成，而如何取得交易部位反倒是其次。

程式化交易運用在期貨領域的策略分類

一、股指期現對沖策略：

指與股指期貨有關的現貨期貨對沖策略，此種策略佔程式化交易市場份額初估大約10%左右。從傳統期現套利到 α 策略，再到相對價值策略等，全部都是一籃子股票組合與期貨的對沖操作，程式化邏輯編寫焦點通常放在如何選取一個強過現貨指數的組合，期貨的對沖部位通常不是重點，這種期現對沖的程式化交易模式多數的交易邏輯圍繞在挑選強勢股與相對價值的測試環節上面，以及價差機會的監控，而趨勢的尋找在此則不是重點。

二、期貨對沖策略：

操作主軸是相對價值的找尋，此種策略佔程式化交易市場份額初估大約15%左右。從跨月策略，跨市場策略，到跨品種策略等，都是不同面向強勢與弱勢對沖的呈現，爲了規避系統性風險的不確定與隨機性，藉著多空部位相近的狀況將曝險比例降到最低或者可接受的程度，然後以強勢標的超越市場平均的表現而貢獻多單超額績效，或者以弱勢標的低於市場平均的表現而貢獻空倉超額績效，所以交易邏輯圍繞在相對價值的趨勢性尋找，或者相對價差之乖離回歸的慣性監視。

三、期貨趨勢交易：

此種策略佔程式化交易市場份額初估大

約70%左右，操作主軸是利用市場交易價格的排列與變化尋找價格趨勢發生之前的建倉機會，或者趨勢運行中，跟隨趨勢的動作，所以交易邏輯的發想與編寫著重於市場價格的蒐集、統計、分析、過濾、篩選、組合、測試等等，這種模式是國際期貨市場程式化交易的主軸，很多避險基金運用程式化交易，參與全球100-200個期貨標的交易，操作頻率可分爲超長線（約幾個月一筆）、長線（約一個月一筆）、中線（約一周一筆）、短線（約1-2天一筆）、極短線（約每天3-10筆），當然這只是國際市場概略的頻率分類，避險基金透過這樣的交易頻率劃分，能提供更多資金進入市場，同時風險分散的效果更好，所以趨勢交易幾乎是程式化交易一直以來且歷久不衰的主流。

四、高頻交易：

高頻交易的操作模式佔程式化交易市場份額應該不到5%左右。此種策略日內交易的成交次數至少數百筆以上，多者甚至上千筆，很多誤解高頻交易的說法出現在大陸期貨市場，以目前大陸期貨市場的交易成本條件，最小跳動價值以及日內成交效率等等，都還不適合高頻交易策略者的生存，但高頻交易於國際期貨市場有逐漸增多的跡象，這是期貨市場逐步成熟過程中必然的現象，大陸期貨市場應該也不例外。

長期經營商品期貨並以基本面爲主的大

兩岸交流 Both banks exchange

陸期貨市場，確實對於程式化交易的功效與必要性打了一個很大的問號，不少說法認為程式化交易的學術基礎薄弱，即使國際期貨市場運用程式化交易的時間已有20-30年的歷史，還是很難把觀念扭轉，另外相關技術、設備、軟件、環境、觀念、人才都還沒有系統性的投入與規劃，才造成目前大陸期貨市場在程式化交易領域薄弱的現狀，但期貨業界深知這是非做不可且不做會後悔的事情，只是還需要相當時間與經驗的累積。

目前大陸期貨市場主要參與者的行為與需求

大陸期貨市場十多年的商品期貨歷史，在客戶結構上也呈現出一定的特性，大致上可分為產業客戶、機構客戶、專業客戶、中小客戶等，這些客戶的需求肯定是期貨公司開展期貨諮詢業務初期必須提供的服務，以下分別敘述這四類主要參與者的交易行為與需求。

產業客戶

指的是產業鏈從上游到下游所有可能有購買現貨或銷售現貨需求的各種公司。這些產業客戶就是政策引導期貨市場發揮服務實體經濟最主要的一群，這些客戶都是以套期保值為主而參與期貨市場，需求方為了控制原料成本而參與多頭套期保值，供給方為了控制銷售價格而參與空頭套期保值，有時生產排程與出貨排程的時間可能較長，參與套期保值所思考的層面與變數較多，也比較複雜，所以這些客戶會有套期保值方案規劃的

需求，規模較大的公司甚至會有培養自主期貨交易人才的安排，這些大概是產業客戶的行為以及對期貨公司的需求。

機構客戶

指的是以公司法人身份參與期貨市場的客戶。這些客戶大多數以投資公司或者資產管理公司的形式存在，參與期貨市場的目的是找一些投資管道或方法為其管理資產貢獻績效，近期特殊機構法人（QFII、基金公司、證券公司、信託等）參與期貨市場的動作逐漸被開放，這些在大陸屬於正規的機構法人也將陸續加入期貨市場，主要需求點都是找尋可行的期貨操作策略，當成管理資產的手段，當然有些機構會有追蹤原物料價格變化的需求，所以讓期貨公司提供相關研究報告，支援機構客戶自助研判的輔助，這些是機構客戶的行為與需求。

專業客戶

這些客戶市場俗稱為中實戶。長年在期貨市場浸淫，在期貨市場維生，具有交易與風控能力的客戶們，對於期貨市場有相當的理解，有些客戶程度甚至超過期貨公司資深研究同仁許多，這些客戶通常對於期貨操作都有自己的模式，有的專注於現貨行業的理解與關注，有的對於政策面、宏觀經濟、消息面的判斷特別在行，有的專注於技術分析，有的客戶個人操作敏感度極佳，有些客戶已經專研於程式化交易，所以這群中實戶需求面向相當廣泛，同時又具有一定的深

度，期貨公司提供的諮詢服務如果沒有相當的質量，是難以滿足這些專業客戶的。

中小客戶

俗稱散戶。投機為主，對於市場的理解較淺，資金實力薄弱，風險控制能力低，尚未找到適合的操作模式，或者還在建立各自的操作模式，客戶的需求多數講不清楚，有些希望學看盤，有些希望學操作，有些希望學分析，但都沒有整體性的運作方法，多數是期貨商提供甚麼，客戶就被動學甚麼，有時期貨商也搞不清楚這些客戶的需求，所以乾脆提供一大堆的培訓內容，讓客戶自主挑選，但這樣沒有系統化的培訓，客戶端的成長幅度有限，因為期貨操作的方法與脈絡是清楚且壁壘分明的，不同方法的知識混在一起，通常只是讓客戶能言善道而已，對於操作面的幫助幾乎沒有，有時甚至會有反效果，所以中小客戶的成長需要倚賴期貨公司提供有系統的養成方法。

這四類客戶在任何市場都有，以期貨諮詢模式提供的服務必須著重針對性，對即將開跑的大陸期貨市場諮詢業務而言，期貨公司必須全面補足這些客戶需求內容的知識與能力，這沒有捷徑，一分累積才有一分的服務能力。

大陸期貨公司目前既有的服務

大陸期貨投資諮詢業務尚未開放之前，期貨公司也提供了一些類似諮詢的服務，當

成擴展經紀業務的內容或者附加，這已經是市場既有的服務習慣，而客戶也習慣了期貨商有這些服務，大致包括投資方案設計、研究報告、與培訓課程三種，分別敘述如下：

一、投資方案設計

設計投資方案是目前大陸期貨公司提供與操作關聯性最高的服務項目，特別是套期保值方案的設計，通常客戶端會給一個未來幾個月可能的進貨安排，期貨公司就針對客戶的需求量身訂做一個合適的套期保值方案，內容包括選擇期貨套保操作合約，數量與建倉安排，資金使用狀況，風險控制方式，套保結束時機等等。而套利方案則是在特殊條件之下，期貨遠近合約會有價格不合理的乖離現象，或者因為政策面導致現貨價格與某個期貨合約出現值得交易的價差幅度，期貨公司就會提出可行的套利方案。以上這兩種模式，大陸的期貨公司都已經相當熟練。

二、研究報告

研究報告是全球期貨公司最常提供且最基本的服務，包括日報、週報、月報，季報，專項報告等分述如下。

1. 日報：主要提供前一日所有市場訊息與非市場訊息的提醒，消化之後對於當天交易提出看法與提示。
2. 週報：內容以報導持倉狀況，籌碼結構，價差結構的變化等為主，並對下一週的走

勢給出研判。

- 3.月報：月報的規模當然更大，對於經濟數據的追蹤，產業面的變化等等都必須做出相當細膩的分析與觀察，總結之後提出看法。
- 4.季報：應該是期貨公司最適合提供的長週期報告，內容除了包含月報方面的部分之外，還必須關注所有品種之間相互交叉的互動影響，並與宏觀數據比對，總結之後提出各品種下一季可能的運行模式，以及產業鏈上下游可能的變化與應對方式。
- 5.專項報告：譬如產業調研、播種報告、特別議題報告等等，是針對某個特殊的議題、事件、或政策所做的非定期報告。

三、培訓課程

培訓的部分也是大陸期貨公司常做的活動，大部分內容以基礎知識為主，進階與高階的比例較少，程式化交易目前也開始有一些，但都沒有比較完整的架構，各公司通常都是侷限於內部同仁的專長而提供片面的培訓課程，另外一個原因是因為期貨公司能提供的培訓課程，在數量與角度上都還不夠，所以無法規劃出整體的培訓系統，這不單是大陸期貨市場的問題，其他地區的期貨市場也有相同的問題，因為期貨的知識體系龐大，同時要培養一個具備領域專長同時又能演講的人才，沒有3-5年是不會有結果的。

投資諮詢業務開展後的問題探討與應有的佈置

了解了大陸期貨市場特性、參與者需求以及期貨公司服務內容之後，對於投資諮詢業務的開展準備工作，已經可預見一些問題，以下分為短期、中期與長期探討。

短期

大概是業務開展後的半年到一年之間。期貨公司可以針對原本產業面與基本面、商品期貨、套保方案的專長更加細化既有的服務，更多工作在於包裝，先以這些原本的服務當成諮詢業務開展初期的產品，再來必須建立諮詢產品的服務架構，把可能的、有能力的、需求大的、必要的諮詢服務都規劃成產品，同時建立具有系統性的產品架構，讓各類客戶的各種需求都有可以選擇的產品，之後針對各種產品的設計投入相應的研究資源與人力，目標是下個階段可以提出完整的諮詢產品系列。最後一個問題就是諮詢費用的訂價策略，因為客戶長期習慣無償獲得期貨公司這些準期貨諮詢的相關服務，不會因為期貨諮詢業務開始，就變成願意付費，所以期貨公司除了更加細化服務內容與包裝之外，還需要針對收費方式訂定適合的移轉模式，讓客戶覺得合理且慢慢願意接受支付諮詢費用，這部分實務上不大容易，但確實在初期是非做不可的工作。

中期

大概是業務開展後的1-3年的目標。短期工作著重於立即的經營，中期工作幾乎都牽涉提前佈置與資源分配的規劃，準備項目繁

多且重要，以下分成幾個部分說明。

1.三維架構：這是一個類似連鎖食品行業的中央廚房概念。投資諮詢服務最後的產品通常以研究報告或者培訓的方式呈現，但製作過程需要許多原料，包括基本面的原始數據與技術面的歷史數據等，把這些原料收集後，研究同仁經過一些統計方法，畫成圖形或者製作表格之後，呈現在研究報告上面、培訓課程裡，以及編寫成具有交易價值的程式化產品，形成原始資料，中間產物以及最終產品的三維架構。但目前大家都只用最終產品，前兩項被當成直接產品的機率還不高，期貨公司應當試著建立這樣的三維架構，同時建立統一研發統一產出的中央廚房概念，讓前端市場人員的支援工作能更有效率。

2.產品分項：有了中央廚房的運作模式，原始資料、中間產物與最終產品分別被運用的機會就會很大，不是每個投資者的需求都是要看研究報告，比較專業的客戶可能需要圖形圖表的整理，而不需要期貨公司的結論，因為客戶自己有研判能力，只是沒那麼多人可以收集龐大的資料，這是國際期貨市場非常普遍的需求，所以期貨公司必須把原始資料、中間產物與最終產品都設計包裝成可以出售的諮詢產品。

3.分析方法分項：諮詢服務依照分析方法還能分為基本面分析法與技術面分析法，基本面包括現貨端產業鏈的分析方法，以及宏觀經濟的部份。技術面的部分可以把技

術分析分為趨向維持、擺盪回歸、人氣共識、動能變化、價格關係、K線型態與特色邏輯等七大類。

4.程式化交易的全方位解決方案：前面提到程式化交易領域在大陸期貨市場普遍都還薄弱，所以期貨公司應該準備架構一個程式化交易的全方位解決方案，讓所有程式化需求的客戶都能在該公司內獲得諮詢的支持，準備工作除了人員培養之外，還包括相關軟件平台的安排與歷史資料的收集等等。

5.培訓架構：這部分較困難的地方在於各公司沒有足夠的培訓課程可以組織，即使有建立系統性培訓學院的觀念，也無法佈置，所以期貨公司可以先把架構想好，往後再依據內部人才培養與準備狀況慢慢把課程填上。完整的培訓架構至少應該包括基本面培訓、技術面培訓與操作盤感養成培訓等。基本面部分可以按照品種安排培訓課程，譬如滬銅、白糖或者任何單一品種的分析法，另外宏觀經濟的分析法也屬於基本面的內涵。技術面培訓除了前面提到的七大類之外，預測技術也是近期技術分析非常熱門的方法。最後在操作盤感養成的培訓部分應該是最難準備的，因為這需要操作經驗非常豐富的講師，才能透過培訓的課程教導投資者如何找到適合的方法，以養成各自高敏感度的盤感，同時還能發揮在期貨操作上，這種盤感養成課程因為較為困難，所以不是很常見。

6.人員養成：所有的服務都來自於優秀的人員，前面所有提到應該準備的內容所牽涉到的人員至少包括研究分析人員、專業操盤人員與程式化交易人員，公司要有計畫性的培養這些專才，只有在培養人才有正向效果的情況下，諮詢服務才有自我創造產品的能力。

以上中期工作是目前所有大陸期貨公司在未來1-3年應該著手進行規劃與準備的項目，我想大概沒有捷徑。

長期

大概是業務開展後的5年目標。長期工作比較不是實質內部佈置與安排，應該是假設諮詢業務開展有成之後，期貨公司應該做哪些事，以下分兩項說明。

1.品牌與市場地位：

大陸市場規模很大，當諮詢業務也有相當的規模之後，品牌建立一定是首要的工作，目的是要讓客戶對於公司品牌有依賴性與信任感，除了研究諮詢內容高品質的必要之外，包裝，與宣傳也是很重要的，如果能像科技公司選擇關鍵地點設立一個期貨諮詢展示旗艦中心，把所有研究的過程與成果全部展示出來，同時規劃各種互動、參觀與學習模式，讓投資人親身體驗期貨研究的魅力，相信會有不錯的效果。

2.研究人員的職涯成長規劃：

當研究與諮詢取得市場地位與公司品牌之

後，一定會出現明星培訓講師、明星分析師與明星操作訓練師等，這些相關研究人員未來職業生涯的規畫與安排是很重要的，設計好的制度把人才留下來，才是長久且健康的。

總結

期貨投資諮詢的經營面向很廣，閱讀國際經驗與台灣經驗之後，我們能預見一些可能的問題，也能提出應對的方法與建議，大部分都是可以學習與複製的，我個人認為勝負的關鍵在於中期工作的規劃與佈置，佈置好的公司就能取得先機，如果還能建立起品牌地位，就能具有服務的訂價權，不過這不是一個容易的事情，但無可否認的，在可預見的未來，大陸一定會出現具有投資諮詢服務訂價權的期貨公司，就看看個別公司如何安排與規劃了。



張嘉成 簡歷

現職：浙江省永安期貨 金融機構業務總部 總監

經歷：

台灣大華期貨 顧問事業部暨投資研究部 專業副總經理
 台灣大華期貨 投資研究部 部門主管
 台灣大華期貨 法人部 部門主管
 台灣群益期貨 法人部 副理
 台灣中信期貨 法人部 襄理
 台灣元大期貨 法人行銷部

期貨分析師
 期貨公會 顧問事業委員會委會
 期貨公會 在職訓練講師
 台灣期貨交易所 講師
 證券暨期貨發展基金會 講師
 投信投顧公會 講師
 台灣金融研訓院 講師



著作：第一次投資台指選擇權就上手

金融消費者保護法簡介

撰文/楊麗萍

前言

近年來金融服務業所提供之金融商品及服務型態日趨複雜，一般金融消費者在財力、資訊及專業能力上較處於弱勢，有必要加強保護。又金融消費爭議發生時，訴訟程序曠日費時，而現行法定之訴訟外紛爭處理機制¹原非針對金融商品或服務之特性制定，未必能滿足金融消費爭議處理之專業需求。各金融服務業所屬同業公會²及財團法人保險事業發展中心（以下簡稱保發中心）、證券投資人及期貨交易人保護中心（以下簡稱投保中心）等雖已設置申訴、調處或評議等機制，惟除投保中心有證券投資人及期貨交易人保護法（以下簡稱投保法）為依據外，餘均欠缺法律依據，且依金融服務業之業別而分屬不同機制處理，於跨業經營現象普遍之今日，對金融消費者權益之保障即產生落差。

美國雷曼兄弟控股公司破產事件發生後，金融消費者保護蔚為國際潮流。我國金融主管機關行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）為加強對金融消費者之保護，自民國97年起，即參考英國金融公評人（Financial Ombudsman Service Ltd.以下簡稱

FOS）、新加坡金融業爭議調解中心（Financial Industry Disputes Resolution Centre Ltd.以下簡稱FIDReC）及國內相關體例，著手研擬有關金融消費者保護之法制，曾於99年2月9日送行政院審查之「金融服務法」草案中訂定金融消費爭議處理章，嗣後改以抽出另立專法之方式研擬，並增加有關金融消費者保護之條文，於99年12月14日研擬完成「金融消費者保護法」草案送行政院審查，經100年1月6日行政院院會通過送立法院審議，100年6月3日立法院三讀通過，100年6月29日總統制定公布，並經行政院定自100年12月30日施行。³

「金融消費者保護法」（以下簡稱本法）以法律位階明確規範金融消費者保護措施及金融消費爭議處理程序，可謂為我國金融消費者保護開啓一新的里程。

壹、適用本法之金融服務業範圍

本法所定金融服務業，包括銀行業、證券業、期貨業、保險業、電子票證業及其他經主管機關公告之金融服務業。銀行業、證券業、期貨業及保險業之範圍，依行政院金融監督管理委員會組織法（以下簡稱金管會

¹例如鄉鎮市調解條例、仲裁法及消費者保護法所定之爭議處理機制。

²惟目前仍有部分金融服務業未組成同業公會，例如證券金融公司、電子票證業。

³金融消費者保護法第33條；中華民國100年7月26日行政院院臺財字第1000038515號令

組織法)第2條第3項規定,但不包括證券交易所、證券櫃檯買賣中心、證券集中保管事業、期貨交易所及其他經主管機關公告之事業。電子票證業指電子票證發行管理條例第3條第2款之發行機構。⁴

按直接與金融消費者發生金融消費法律關係之金融服務業,始有受本法規範之必要,故本條就金融服務業之範圍,先泛指所有依金管會組織法規定⁵受金管會主管之金融服務業,並納入電子票證業,⁶再排除其中未直接與金融消費者發生金融消費法律關係之金融控股公司、金融重建基金、中央存款保險公司、證券交易所、證券櫃檯買賣中心、證券集中保管事業、期貨交易所。

貳、適用本法之金融消費者範圍

本法所稱金融消費者,指接受金融服務業提供「金融商品或服務」者。但不包括「專業投資機構」及「符合一定財力或專業能力之自然人或法人」,其範圍及條件由主管機關定之。⁷

由於本法對「金融商品或服務」之範圍並未設限,無論屬於「消費」性質或「投資」性質均包括在內,故本法「金融消費者」之範圍,比消費者保護法(以下簡稱消保法)之「消費者」僅限於不再用於生產情形下之「最終消費」者⁸而言,較為廣泛。惟專業投資人之金融專業及財力較高,具備得購買較高風險金融商品之條件,⁹相對的亦無受特別保護之必要,故本法參考境外結構型商品管理規則第3條第3項及英國FOS¹⁰、新加坡FIDReC¹¹保護弱勢金融消費者之規定,就金融消費者範圍排除專業投資機構及符合一定財力或專業能力之自然人或法人,並授權主管機關訂定其範圍。

除了境外結構型商品管理規則外,尚有其他金融法令有關於「專業投資人」或「專業客戶」之規定,均具相同理念。故主管機關另定本條「專業投資機構」及「符合一定財力或專業能力之自然人或法人」之具體範圍時,宜與現行各金融法令有關「專業機構投資人」¹²、「專業投資人」、「專業客戶」之範圍一致。符合現行法令所定「專業

⁴ 本法第3條規定

⁵ 行政院金融監督管理委員會組織法第2條第2項、第3項

⁶ 民國98年1月23日制定公布「電子票證發行管理條例」之主管機關為金管會,且持有及使用電子票證之金融消費者亦有受本法保護之必要,爰納為本法之金融服務業範圍。

⁷ 本法第4條規定

⁸ 消保法第2條第1款、行政院消費者保護委員會89年3月24日台89消保法字第00354號函、93年10月13日消保法字第0930003053號函、97年9月4日消保法字第09700076831號函

⁹ 境外結構型商品管理規則第3條、第5條、第17條至第19條、第21條。簡言之,金融服務業辦理境外結構型商品之受託投資、受託買賣或以之為投資型保單之投資標的時,有關該境外結構型商品應符合之條件、審查程序及公告規範等,於對象為「專業投資人」或「非專業投資人」時,分別有不同之規範。

¹⁰ 得申請英國FOS處理金融消費爭議之申請人,須係自然人、年營業額未達100萬英鎊(約合新臺幣4,900萬元)之企業、公益團體或淨值未達100萬英鎊之信託,且若本身為專業客戶或合格交易相對人則不具適格性。FSA Handbook, DISP2.7.3、2.7.9 <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DISP>

¹¹ 新加坡FIDReC定有評議決定給付金額上限,金融消費者之請求金額若超過此上限者,除非經受訴金融機構同意,否則FIDReC不予評議。而從事較高金額交易之客戶,通常係較具財力或專業能力之客戶。
Rule18-Rule21 of FIDReC Terms of Reference。

¹² 境外結構型商品管理規則第3條第3項第1款:「國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經本會核准之機構。」

投資人」或「專業客戶」應具備條件之自然人，以「專業投資人」或「專業客戶」¹³ 身分接受金融服務業提供金融商品或服務，於該筆金融商品或服務之範圍內，非屬本法所保護之金融消費者。

參、適用本法之金融消費爭議範圍

本法所稱金融消費爭議，指金融消費者與金融服務業間因商品或服務所生之民事爭議。¹⁴ 故凡金融消費者與金融服務業間因商品或服務所生之民事爭議，均屬本法所稱之金融消費爭議。

英國FOS對於爭議所涉之業務類型亦採取不設限之原則，凡從事英國金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act,以下簡稱FSMA)規範之金融業務¹⁵所生之民事爭議，均屬FOS管轄範圍。¹⁶至於不適於評議之爭議，則於評議不受理之條件中始予排除。¹⁷

肆、金融消費者保護措施

一、訂約公平原則與善良管理人注意義務

金融服務業與金融消費者訂立提供金融

商品或服務之契約，應本公平合理、平等互惠及誠信原則。金融服務業與金融消費者訂立之契約條款顯失公平者，該部分條款無效；契約條款如有疑義時，應為有利於金融消費者之解釋。金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務。¹⁸

本條係參考消保法第11條第1項、¹⁹第12條第1項、第11條第2項、保險法第54條第2項、²⁰信託業法第22條第1項、證券投資信託及顧問法(以下簡稱投信投顧法)第7條第1項規定²¹訂定。

二、廣告真實義務

金融服務業刊登、播放廣告及進行業務招攬或營業促銷活動時，不得有虛偽、詐欺、隱匿或其他足致他人誤信之情事，並應確保其廣告內容之真實，其對金融消費者所負擔之義務不得低於前述廣告之內容及進行業務招攬或營業促銷活動時對金融消費者所提示之資料或說明。廣告、業務招攬及營業促銷活動之方式、內容及其他應遵行事項之辦法，

¹³ 境外結構型商品管理規則第3條第3項第2、3款、證券商受託買賣外國有價證券管理規則第3條第1項、信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法第2條第2項、銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第3點第1項第3款、財團法人中華民國證券櫃檯買賣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條之1第1項第3款

¹⁴ 本法第5條規定

¹⁵ Section 22 and Schedule 2 "Regulated Activities" of FSMA; <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/R?definition=G974>

¹⁶ FSA Handbook, DISP2.2.1、DISP2.3.1、DISP2.5.2;

¹⁷ FSA Handbook, DISP3.3.4

¹⁸ 本法第7條規定

¹⁹ 消保法第11條第1項：「企業經營者在定型化契約中所用之條款，應本平等互惠之原則。」

²⁰ 消保法第12條第1項：「定型化契約中之條款違反誠信原則，對消費者顯失公平者，無效。」、消保法第11條第2項：「定型化契約條款如有疑義時，應為有利於消費者之解釋。」及保險法第54條第2項：「保險契約之解釋，應探求契約當事人之真意，不得拘泥於所用之文字；如有疑義時，以作有利於被保險人之解釋為原則。」

²¹ 信託業法第22條第1項：「信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。」、投信投顧法第7條第1項：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務。」

由主管機關定之。金融服務業不得藉金融教育宣導，引薦個別金融商品或服務。²² 本條係參考消保法第22條規定訂定。²³

現行各金融法令及各業自律規範已有對於金融服務業廣告行為之規範，²⁴ 本條第1項予以統合提升至法律位階，並具體明確授權訂定辦法，對金融消費者權益更加保障。為免違反本條規定，金融服務業應訂定廣告等宣傳資料製作之管理規範及其散發公布之控管作業流程，並按業務種類依其管理規範及流程進行內部審核，確認該宣傳資料內容無不當、不實陳述、誤導金融消費者或違反相關法令及自律規範情事後，再對外使用。

本條有關不得藉金融教育宣導，引薦個別金融商品或服務，其意旨係為了避免金融消費者假藉金融教育宣導之名，行行銷金融商品或服務之實，混淆、誤導金融消費者。其實只要金融服務業實質上有以促進營業為目的之廣告、業務招攬或營業促銷之行為，即應遵守本條規範，不因其活動名目而異，金融服務業於從事相關活動時宜予留意。

三、充分瞭解金融消費者相關資料確保商品或服務適合度

金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。應充分瞭解之金融消費者相關資料、適合度應考量之事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。²⁵

本條立法目的係為防止金融服務業為追求自身利益而不當提供逾越個別金融消費者風險承受能力之金融商品或服務，損害金融消費者權益。所謂適合度，指金融服務業提供金融商品或服務時，應有合理基礎相信該交易適合金融消費者，故本條規範內涵實包括要求金融服務業應踐行以下三程序：(一)充分瞭解金融消費者之相關資料及風險承受能力；(二)充分瞭解所提供之金融商品或服務之特性及風險程度；(三)確保所提供之金融商品或服務適合該金融消費者。

現行金融法令及各業自律規範，已有對於各金融業別提供相關金融商品或服務

²² 本法第8條規定

²³ 消保法第22條：「企業經營者應確保廣告內容之真實，其對消費者所負之義務不得低於廣告之內容。」請參考境外結構型商品管理規則第24條、第25條規定。其餘尚有信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法、券商公會會員廣告管理辦法、投信投顧公會會員及其銷售機構從事廣告及營業活動行為規範、期貨公會會員暨期貨信託基金銷售機構宣傳資料及廣告管理辦法、期貨公會期貨信託基金宣傳資料及廣告管理辦法、保險業招攬廣告自律規範等。

²⁴ 本法第9條規定

²⁵ 例如在期貨業部分，期貨交易法第64條、第88條、期貨商管理規則第25條、第28條至第31條、證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第5條、期貨信託事業管理規則第33條、期貨信託基金管理辦法第28條、期貨經理事業管理規則第22條、期貨公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則第3條、期貨公會期貨信託基金之募集發行銷售及申購買回作業程序第16條、期貨交易所業務規則第44條、第47條、期貨商內部控制制度標準規範、期貨交易輔助人內部控制制度標準規範、期貨信託事業內部控制制度標準規範、期貨經理事業內部控制制度標準規範等，均有相關規定。

時瞭解金融消費者及確保商品或服務適合度之規範。²⁶ 本條予以統合提升至法律位階，並具體明確授權訂定辦法，對金融消費者權益更有保障。

違反本條規定者，須負損害賠償責任（本法第11條，詳後述），故金融服務業應注意是否已依不同金融商品或服務之特性，充分建立確保商品或服務適合度之內部作業規範，並教育及督導其辦理之人員落實執行。例如在期貨業方面，因槓桿保證金契約交易、期貨信託基金、全權委託期貨交易等投資型商品或服務，其內容較一般期貨交易受託買賣複雜，風險亦相對較高，故除金融消費者之基本資料外，尚須進一步瞭解該金融消費者之相關財務資料、風險偏好、金融專業知識、過往投資經驗、交易目的與需求、投資屬性、對風險之瞭解及承受程度等，據以分析評估該金融消費者之投資能力，並依商品或服務之特性評估該商品或服務是否適合金融消費者，包括評估金融消費者之風險承受等級及金融商品或服務之風險等級，以確認金融消費者足以承擔該金融商品或服務之相關風險。

因此，期貨業提供上述商品或服務之內

部作業規範，即應包括瞭解金融消費者基本資料與相關財務資料之審查原則、金融消費者投資能力之評估、金融消費者風險承受等級與金融商品或服務風險等級之分類、接受金融消費者往來之條件等，始足以確保所提供金融商品或服務對金融消費者之適合度。

四、說明契約重要內容及揭露風險之義務

金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應以金融消費者能充分瞭解之方式，向金融消費者充分說明該金融商品、服務及契約之重要內容，並充分揭露其風險。其內容應包括但不限交易成本、可能之收益及風險等有關金融消費者權益之重要內容；其相關應遵循事項之辦法，由主管機關定之。²⁷

現行金融法令及各業自律規範已有金融服務業應說明契約重要內容及揭露風險之規定，²⁸ 本條予以統合提升至法律位階，並具體明確授權訂定相關應遵循事項之辦法，對金融消費者權益更有保障。因各類金融商品或服務特性不同，其契約應說明及揭露之事項並不相同，例如投資型金融商品相較於大部分非投

²⁶ 例如在期貨業部分，期貨交易法第64條、第88條、期貨商管理規則第25條、第28條至第31條、證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第5條、期貨信託事業管理規則第33條、期貨信託基金管理辦法第28條、期貨經理事業管理規則第22條、期貨公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則第3條、期貨公會期貨信託基金之募集發行銷售及申購買回作業程序第16條、期貨交易所業務規則第44條、第47條、期貨商內部控制制度標準規範、期貨交易輔助人內部控制制度標準規範、期貨信託事業內部控制制度標準規範、期貨經理事業內部控制制度標準規範等，均有相關規定。

²⁷ 本法第10條規定。又本條授權所定之內容，僅係金融服務業應向金融消費者說明之重要內容及應揭露之相關風險，並非訂定定型化契約應記載與不得記載事項。

²⁸ 境外結構型商品管理規則第23條、信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法第20條、第27條、證券投資信託事業管理規則第19條、證券投資顧問事業管理規則第13條、證券商受託買賣外國有價證券管理規則第25條、投資型保險商品資訊揭露應遵循事項第2點、人身保險業辦理以外幣收付之非投資型人身保險業務應具備資格條件及注意事項等。

資型金融商品，除了須說明商品或契約之重要內容外，尚須揭露可能涉及之風險資訊，且現行各業法令及自律規範已分別有所規定，故本條授權法規命令於法制技術上可就各業應共同遵循之原則性規定予以明定，並安排「依各類金融商品或服務之特性向金融消費者說明」及「本辦法未規定者，應按業務類別，分別適用各該業務法令及自律規範之規定」之條文，以切合各業法令及商品或服務之特性。

未來金融服務業宜全面檢視各項金融商品或服務之契約、銷售文件及內部作業流程等，是否符合本條授權辦法之規定，若有未符合者應儘速進行增修訂，並對辦理人員進行教育訓練，提升人員對所提供金融商品或服務之專業認識及對金融消費者充分說明之能力，以免違反本條規定致須負損害賠償責任。

五、損害賠償責任

金融服務業違反第9條或第10條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。但金融服務業能證明損害之發生非因其未充分瞭解金融消費者之商品或服務適合度或非因其未說明、說明不實、錯誤或未充分揭露風險之事項所致者，不在此限。²⁹

此損害賠償責任係無過失責任，只要金融服務業違反第9條或第10條規定，金融消費者受有損害，金融服務業即應負損害賠償責任。金融服務業欲免除本條損害賠償責任，必須舉證證明金融消費者損害之發生與其違反第9條或第10條規定之間欠缺因果關係。

按金融服務業常握有較多金融資訊，專業能力亦較高，其違反第9條或第10條規定致金融消費者受有損害時，金融消費者若依民法侵權行為規定請求損害賠償，欲證明金融服務業有故意或過失以及其損害與金融服務業之侵權行為間具相當因果關係，往往相當困難。爰參採消保法對於企業經營者違反確保商品或服務安全性義務課予無過失損害賠償責任及舉證責任倒置之體例，³⁰以合理平衡金融消費者與金融服務業間實質不對等之情形。

若金融服務業已確實遵循本法第9條與第10條及其授權辦法、相關業務法令、自律規範之規定辦理，自無違反本法第9條與第10條規定，自不構成本條損害賠償責任。故為未來釐清責任及舉證所需，金融服務業宜建立相關預防措施或設備，於履行本法第9條與第10條所定義務時，留存相關文件資料與紀錄，例

²⁹ 本法第11條規定

³⁰ 消保法第7條：「從事設計、生產、製造商品或提供服務之企業經營者，於提供商品流通進入市場，或提供服務時，應確保該商品或服務，符合當時科技或專業水準可合理期待之安全性。商品或服務具有危害消費者生命、身體、健康、財產之可能者，應於明顯處為警告標示及緊急處理危險之方法。企業經營者違反前二項規定，致生損害於消費者或第三人時，應負連帶賠償責任。但企業經營者能證明其無過失者，法院得減輕其賠償責任。」、同法第7條之1第1項：「企業經營者主張其商品於流通進入市場，或其服務於提供時，符合當時科技或專業水準可合理期待之安全性者，就其主張之事實負舉證責任。」

如金融消費者提供之各項資料、簽署文件、內部審核紀錄、錄音或錄影等。

六、將金融消費者保護措施 納入內控內稽制度

金融服務業應於其內部控制及稽核制度中，納入第8條至第10條有關廣告真實義務、充分瞭解金融消費者、確保銷售適合度、說明契約重要內容及揭露風險義務之規範，並確實執行。³¹ 違反者，主管機關得依各金融相關法律有關未建立或未確實執行內部控制與稽核制度之規定，予以處罰。

七、金融服務業對金融消費者之責任不得預先約定限制或免除

本法所定金融服務業對金融消費者之責任，不得預先約定限制或免除。違反者，該部分約定無效。³²

本條係參考消保法第10條之1及民法第247條之1規定，³³ 以免金融服務業以較優勢之經濟地位濫用締約自由原則，預先約定限制或免除其對金融消費者之責任。例如若金融服務業預先與金融消費者約定限制或免除其依本法第11條所應負之無過失損害賠償責任，其約定應屬無效。

伍、金融消費爭議處理

一、設立爭議處理機構及其宗旨任務

本法規定應設立爭議處理機構，以公平合理、迅速有效處理金融消費爭議。爭議處理機構並應辦理對金融服務業及金融消費者之教育宣導，使金融服務業與金融消費者均能充分瞭解正確之金融消費觀念及金融消費關係之權利與義務，以有效預防金融消費爭議發生。³⁴

二、爭議處理機構之組織型態、捐助設立及基金來源

本法對爭議處理機構之組織形態，係參考投保中心、保發中心之組織形態，明定為財團法人，並參考投保法第18條，明定爭議處理機構應設基金，基金之來源包括捐助之財產、向金融服務業收取之年費及服務費、基金之孳息與運用收益及其他受贈之收入。基金之收支、保管及運用辦法，則授權主管機關定之。³⁵

爭議處理機構之捐助財產總額為新臺幣10億元，除民間捐助外，由政府分5年編列預算捐助，設立時之捐助財產為新臺幣2億元。故未來爭議處理機構若無民間捐助，將成為政府百分之百捐助設

³¹ 本法第12條規定

³² 本法第6條規定

³³ 消保法第10條之1：「本節所定企業經營者對消費者或第三人之損害賠償責任，不得預先約定限制或免除。」、民法第247條之1：「依照當事人一方預定用於同類契約之條款而訂定之契約，為左列各款之約定，按其情形顯失公平者，該部分約定無效：一、免除或減輕預定契約條款之當事人之責任者。…」

³⁴ 本法第13條第1項及第3項規定

³⁵ 本法第14條第1項、第2項及第3項第3款規定

立之財團法人，其預算書須送立法院審議，³⁶適用「行政院金融監督管理委員會主管財團法人監督管理要點」規範，受高度監管。主管機關並得就爭議處理機構之監督管理等事項另定管理辦法。³⁷

三、爭議處理程序架構：申訴前置、任意調處、評議

金融消費者就金融消費爭議事件應先向金融服務業提出申訴，金融服務業應於收受申訴之日起30日內為適當之處理，並將處理結果回覆提出申訴之金融消費者；金融消費者不接受處理結果者或金融服務業逾上述期限不為處理者，金融消費者得於收受處理結果或期限屆滿之日起60日內，向爭議處理機構申請評議；金融消費者向爭議處理機構提出申訴者，爭議處理機構之金融消費者服務部門應將該申訴移交金融服務業處理。³⁸

本法之爭議處理程序採「申訴前置」主義。按個別金融消費爭議若能由金融消費者與金融服務業先行協商解決，自然較申請爭議處理機構處理更為有效便利，並有助於落實金融服務業發揮自律及自主解決紛爭之功能。金融消費者不滿意金融服務業之處理結果或金融服務業逾規定期限未處理完成者，再向爭議處理機構申請評議。金融消費者若未先向金融服務業申訴而逕向爭議處理機構

提出申訴，爭議處理機構之金融消費者服務部門應將該申訴移交金融服務業處理。

現行銀行公會評議程序亦規定申訴人未先向受訴銀行申訴者，評議委員會得不予受理。³⁹英國FOS及新加坡FIDReC亦採「申訴前置」主義，分別須先向企業提出申訴後逾8週⁴⁰或4週⁴¹未獲滿意之結果者，始可申請FOS或FIDReC處理。

另因本法爭議處理機制係與其他爭議處理機制並存，並無優先適用或互相排斥之關係，故爭議已依其他法律規定調處或調解而不成立者，或於本法施行前已向主管機關及其所屬機關、金融服務業所屬同業公會或保發中心申訴、申請和解、調解、調處、評議及其他相當程序，而其爭議處理結果不成立者，因爭議尚未解決，為保護金融消費者權益，應允許金融消費者得再依本法規定解決紛爭。並考量同一事件前既曾依其他法律規定或經相關同業公會、周邊單位處理過，必然已與金融服務業有過協商交涉，故若該等處理結果不成立而欲依本法規定處理時，其狀態等同金融消費者已向金融服務業申訴而不滿意申訴處理結果，爰允許金融消費者得於該等爭議處理結果不成立之日起60日內直接向爭議處理機構申請評議，免除「申訴前置」程序。⁴²

³⁶ 預算法第41條、第24條

³⁷ 本法第14條第3項第1款規定

³⁸ 本法第13條第2項規定

³⁹ 中華民國銀行公會金融消費爭議案件評議委員會組織及評議程序規則第6條第1項第9款

⁴⁰ FSA Handbook, DISP2.8.1、3.2.2

⁴¹ FIDReC Terms of Reference, Rule4,1)v)、13,1)i);

⁴² 本法第23條第6項及第32條規定

金融消費者申請評議後，爭議處理機構得試行調處；當事人任一方不同意調處或經調處不成立者，爭議處理機構應續行評議。⁴³此係考量英國FOS處理完結之案件中僅約11%係由評議人作成評議決定，將近九成之案件經由調處即可解決，⁴⁴我國銀行公會受理之申訴案件亦大多數於評議前成立和解，故本法亦提供調處程序。惟考量金融消費者於申請爭議處理機構評議前業經金融服務業處理其申訴而未解決，雙方可能有相當程度之歧見，亟需以評議決定之方式解決紛爭，故若立法上強制金融消費者必須再經過一道調處程序，始能申請評議，恐徒生程序上之延宕，不符當事人實際需求。因此，調處程序雖有必要，但並非絕對，應取決於爭議事件情狀及雙方當事人意願。故本法將調處定位為任意性且包含於廣義評議程序之前階段程序，未採英國FOS及新加坡FIDReC必先進行調處，調處不成立始得申請評議之前後階段關係。⁴⁵

四、爭議處理機構之收費

爭議處理機構得向金融服務業收取年費及爭議處理服務費。年費及服務費之收取標準、計算方式及有關規定，由主管機關定之。⁴⁶

依英國FOS及新加坡FIDReC收費精神，全體金融服務業皆因評議機制強化了消費者的信心而受益，故金融服務業無論有無被申訴案件，均須繳交「年費」，以共同支持評議機制運作。「爭議處理服務費」則係爭議處理機構處理個案需耗費之費用。

基於使用者付費原則，爭議處理機構對金融服務業收取爭議處理服務費，允屬合理。但是否對金融消費者收費？新加坡與英國略有不同，新加坡FIDReC於調處階段對金融消費者不收費，僅對金融業者收50元坡幣之案件處理費；於評議階段雖對金融消費者收費，但其分擔比率比金融業者低，可低至十分之一。⁴⁷

英國FOS則無論調處或評議對金融消費者均不收費，⁴⁸僅對金融業者自每年第4件被申訴之可收費案件起每件徵收500英鎊(約合新臺幣24,500元)案件費。⁴⁹故此係立法政策問題。本法係以保護金融消費者為立法目的，故對於爭議處理機構之收費對象，係明定為金融服務業。

參考英國FOS收費經驗，爭議處理機構成立初期案件量不易精確評估，為使經費來源穩定，「年費」之比重可較高，

⁴³ 本法第23條第2項規定

⁴⁴ FOS Annual review 2010/2011, page 63 <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ar11/ar11.pdf> (last visited on 2011/10/20)

⁴⁵ <http://www.fidrec.com.sg/website/disputerp.html>, Dispute Resolution Process: Mediation(1st Stage), Adjudication(2nd Stage) (last visited on 2011/10/20)

⁴⁶ 本法第13條第4項、第5項及第14條第3項第2款規定

⁴⁷ 於評議階段，若屬小額無傷亡車險案件(FIDReC-NIMA Scheme, non-injury motor accident claims below S\$3,000)，申訴人繳交250元坡幣案件費，被訴之金融服務業繳交500元坡幣案件費，嗣後由評議人依評議有無理由決定是否退還200元坡幣及退予何方當事人；其他類型案件則申訴人付50元坡幣案件費，金融機構付500元坡幣案件費，嗣後均不折退。
<http://www.fidrec.com.sg/website/caseFee.htm> .FIDReC case fee structure as at 1 September 2011 (last visited on 2011/10/20)

⁴⁸ FOS Annual review 2010/2011, key facts Page, "Our service is free to consumers."

⁴⁹ Section 234 of FSMA; FSA Handbook, Fees 5, Annex 1 'Annual Fees Payable for 2011/12

<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/FEES/5/Annex1>。

僅於例外情形例如申訴人行為不當、不合理或可歸責於申訴人之不合理遲延，評議人始得裁定申訴人須負擔部分費用，且僅收取成本費用

待營運一段時間後再逐漸增加「爭議處理服務費」之比重。為使計收標準簡易單純化，「年費」可參考現行各金融服務業向主管機關繳交監理年費之計算方式，⁵⁰依全體金融服務業前一年度營業收入總額之一定比例計算全體金融服務業應繳之年費，再分配計算各金融服務業應繳之數額，其中一部分比例可依各金融服務業前一年度營業收入占全體金融服務業營業收入之比例分配計算，另一部分比例可依各金融服務業前一年度申訴案件占全體金融服務業申訴案件之比例分配計算，或依爭議處理機構所受理前一年度爭議案件之屬性按其比例分配計算。「爭議處理服務費」則可依案件係於調處階段抑或於評議階段處理完成以及評議決定金融服務業是否須為給付及其給付金額等因素，訂定不同案件費基準。未來因應環境變化，可定期或適時檢討各項比例、權重及分配標準。

五、爭議處理機構之重要部門

(一) 董事會、監察人

爭議處理機構設董事會，置董事7人至11人。另置監察人1人至3人。董事及監察人均由主管機關就學者、專家及公正人士遴選（派）之。董事會應由全體董事三分之二以上之出席，出席董事過半數之同意，選出董事一人為董事長，經主管機關核可後生效。⁵¹

董事、董事會及監察人不得介入評議個案之處理，⁵²以確保評議委員公正獨立處理評議事件。

至於爭議處理機構董事、監察人之任期與解任、董事會之召集與決議、董事會與監察人之職權等事項，本法並未明定，係授權主管機關定之。⁵³

(二) 金融消費者服務部門

英國金融消費者申請FOS處理時，係由第一線之客戶服務部門 (Customer Contact Division)進行初步過濾，篩除非屬FOS管轄範圍之案件，若申請人未先向金融機構申訴而誤逕向FOS申訴時，客戶服務部門會將案件移由受訴機構先行處理，協調受訴機構積極處理。故本法亦明定爭議處理機構應設金融消費者服務部門，協調金融服務業處理申訴及協助評議委員處理評議事件之各項審查準備事宜。故爭議處理機構並不直接受理申訴，而係將申訴移交金融服務業並協調金融服務業處理。

金融消費者服務部門之人員屬爭議處理機構內部人員，其應具備之資格條件，由爭議處理機構擬訂，報請主管機關核定。⁵⁴

(三) 評議委員會

參考英國FOS設「評議人團」(Panel of Ombudsmen)做為負責評議爭議案件之單位，⁵⁵及我國銀行公會評議委員會、投保中心調處委員會、保發中心保險申訴

⁵⁰ 行政院金融監督管理委員會監理年費檢查費計繳標準及規費收取辦法第4條、第5條

⁵¹ 本法第15條第1項至第4項規定

⁵² 本法第15條第5項規定

⁵³ 本法第14條第3項第4款規定

⁵⁴ 本法第16條規定

⁵⁵ <http://www.financial-ombudsman.org.uk/about/panel-ombudsmen.html> (last visited on 2011/10/20)

調處委員會亦均採「委員會」之組織模式，爰本法明定爭議處理機構設「評議委員會」，置評議委員9人至25人，必要時得予增加，其中1人為主任委員。評議委員任期為3年，期滿得續聘。並考量評議委員會主任委員須負責指定個案預審委員、召開評議委員會議及綜理整體評議事件處理情形，職務較其他評議委員繁重，爰明定主任委員應為專任，其餘評議委員得為兼任。評議委員均應獨立公正行使職權，以維持評議決定之客觀公正性。⁵⁶至於評議委員之選聘方式，係參考英國FOS規定，⁵⁷由爭議處理機構董事會遴選具備相關專業學養或實務經驗之學者、專家、公正人士，報主管機關核定後聘任之。⁵⁸

由於本法爭議處理機構受理之爭議案件含括證券期貨、銀行、保險各金融領域，各領域案件之特性及法令規章均不相同，故有必要依評議委員專業領域及事件性質予以分組，以利案件審查順暢。至於評議委員應具備之資格條件、聘任、解任、薪酬等事項則由主管機關另定辦法規範之。⁵⁹

(四) 調處人員

由於本法之調處已內化為評議程序中之前階段任意性程序，並非獨立且必經之程序，故本法對於調處人應具備之資格條件及其他有關調處人之規範事項採較寬鬆之體例，授權處理機構擬訂後報請主管機關核定。⁶⁰

爭議處理機構之董事、監察人、評議委員、受任人或受僱人違反本法或依本法所發布之命令者，主管機關得解除其董事、監察人、評議委員、受任人或受僱人之職務。⁶¹

六、金融消費爭議處理程序相關規定

(一) 申請評議之程式及不受理情形

本法第24條規定：「金融消費者申請評議，應填具申請書，載明當事人名稱及基本資料、請求標的、事實、理由、相關文件或資料及申訴未獲妥適處理之情形。金融消費者申請評議有下列各款情形之一者，爭議處理機構應決定不受理，並以書面通知金融消費者及金融服務業。但其情形可以補正者，爭議處理機構應通知金融消費者於合理期限內補正：一、申請不合程式。二、非屬金融消費爭議。三、未先向金融服務業申訴。四、向金融服務業提出申訴後，金融服務業處理申訴中尚未逾三十日。五、申請已逾法定期限。六、當事人不適格。七、曾依本法申請評議而不成立。八、申請評議事件已經法院判決確定，或已成立調處、評議、和解、調解或仲裁。九、其他主管機關規定之情形。」

依本條規定，僅金融消費者有權申請評議，金融服務業不得申請評議。

「申請不合程式」係指不符第1項申請書及應其載事項之規定。此情形尚非不

⁵⁶ 參考英國FSMA第225條第1項規定，金融評議人機制係由獨立公正之評議人解決金融爭議事件。

⁵⁷ FSMA附錄17，第4條及第5條，對於評議人之資格條件保留非常大的彈性，並未明文具體列舉其應符合如何之資格及經驗，僅概括規定為「具相當資格及經驗之人士」及「維持獨立」，由FOS董事會指派之，並自評議人團中選出1名其認為適當之人為評議主席(Chief Ombudsman)。

⁵⁸ 本法第17條規定

⁵⁹ 本法第18條規定

⁶⁰ 本法第23條第3項規定

⁶¹ 本法第31條規定

可補正，故爭議處理機構應通知金融消費者於合理期限內補正。

「非屬金融消費爭議」係指該爭議非屬因金融消費者與金融服務業間因金融商品或服務所生之民事爭議。

因本法採申訴前置程序，故金融消費者未先向金融服務業申訴或申訴後尚未逾金融服務業處理期限者，爭議處理機構即不應受理評議之申請。

「申請已逾法定期限」係指超過本法第13條第2項所定「自收受處理結果或期限屆滿之日起六十日內」之評議申請期限。

「當事人不適格」係指不具備當事人地位。

「曾依本法申請評議而不成立」係指同一案件前曾依本法評議而不成立。此情形顯見該爭議已難透過評議機制解決，當事人宜另循其他途徑救濟。

同一案件已經法院判決確定或已成立仲裁者，已生既判力，⁶²非其他爭議處理機制所能變更，故不得再依本法申請評議。同一案件已成立調處、和解或調解且依相關法律規定與民事確定判決有同一效力者，⁶³亦同。調處、和解或調解欠缺既判力之法律依據者，⁶⁴仍因當事人間已達成和解，故不宜再受理其申請評議，以免浪費爭議處理機構資源。

「其他主管機關規定之情形」係為保留彈性，授權主管機關適時以命令增訂評議不受理之情形。

(二) 試行調處

由於本法之調處已內化為評議程序之前階段任意性程序，故對於試行調處之案件如何進行，除第23條第4項及第5項準用評議之部分規定外，其餘本法未予明定，係於第23條第3項就調處人員迴避、調處期限及其他調處程序應遵行之事項，授權處理機構擬訂，報請主管機關核定。

依本法第23條第4項及第5項規定，調處準用評議程序之規定如下：

1. 準用第15條第5項規定。故爭議處理機構董事、董事會及監察人亦不得介入調處個案之處理。
2. 準用第19條第2項。故爭議處理機構及其人員於調處過程所知悉之資料亦應保密。
3. 準用第28條及第30條有關評議書作成、送達、核可及效力之規定。（詳後述）

(三) 公平合理原則及超然獨立

爭議處理機構受理申請評議後，應斟酌事件之事實證據，依公平合理原則，超然獨立進行評議。⁶⁵

「公平合理原則」在英國實務運作上，將法律、命令、判決先例、產業界慣例均考量在內，⁶⁶乃因實務上金融消費爭議態樣繁多，並非法令或司法判解所能含括處理，且金融消費者在專業、資訊及財力面均難與金融服務

⁶² 民事訴訟法第400條第1項、仲裁法第37條第1項

⁶³ 投保法第26條、民事訴訟法第380條、鄉鎮市調解條例第27條，消保法第46條

⁶⁴ 例如保發中心之調處、各金融同業公會爭議處理機制所為具調解或和解性質者。

⁶⁵ 本法第20條第1項規定

⁶⁶ FSMA 第228條

業抗衡，故賦予爭議處理機構得依公平合理原則，於斟酌事件一切事實證據後作成評議決定，以補充法令及司法判解之不足。

(四) 請求金融服務業協助或提出相關資料

金融服務業在專業及資訊上處於較優勢之地位，例如是否已盡瞭解金融消費者相關資料及確保適合度義務之事證資料通常掌握在金融服務業手上，爭議處理機構為財團法人，並無行使公權力之資格，若金融服務業不配合提供，恐無法做成公平合理之評議決定，爰參考投保法第17條規定，⁶⁷明定爭議處理機構為處理金融消費爭議事件，得於合理必要範圍內，請求金融服務業協助或提出文件、相關資料。受請求之金融服務業未協助或提出文件、相關資料者，爭議處理機構得報請主管機關處理。⁶⁸主管機關即得依各業法有關命金融服務業提出財務、業務資料之規定，⁶⁹命金融服務業提供。

(五) 保密規範

為保護個人資料及金融隱私，當事人、爭議處理機構及其人員對爭議處理過程所知悉之資料或協商讓步事項，應負保密義務，爰本法參照銀行

法第48條第2項、銀行公會評議規則第14條、⁷⁰新加坡FIDReC業務規則第32條⁷¹規定，明定金融消費爭議當事人就他方當事人於爭議過程所提出之申請及各種說明資料或協商讓步事項，除已公開、依法規規定或經該他方當事人同意者外，不得公開。爭議處理機構及其人員對所知悉金融消費爭議之資料及評議過程，除法規另有規定或經爭議雙方之同意外，應保守秘密。⁷²

(六) 三人以上預審委員研提審查意見報告提送評議委員會作成評議決定

爭議處理機構於受理申請評議後，由評議委員會主任委員指派評議委員3人以上為預審委員先行審查，並研提審查意見報告，提送評議委員會。評議委員會應公平合理審酌評議事件之一切情狀，以全體評議委員二分之一以上之出席，出席評議委員二分之一以上之同意，作成評議決定。⁷³

(七) 評議委員之迴避

評議委員對於評議事項涉及本人、配偶、二親等以內之親屬或同居家屬之利益、曾服務於該金融服務業離職未滿三年或有其他足認其執行職務有偏頗之虞時，應自行迴避；經當事人申

⁶⁷ 投保法第17條：「保護機構為處理下列情事，得請求發行人、證券商、證券服務事業、期貨業或證券及期貨市場相關機構協助或提出文件、相關資料：一、依本法規定提出之調處案件。……保護機構依前項所得文件或相關資料，發現有違反法令情事，或為保護公益之必要時，應報請主管機關處理。受請求人未依前項規定協助或提出文件、相關資料者，亦同。」

⁶⁸ 本法第20條第2項規定

⁶⁹ 銀行法第45條、信用合作社法第37條準用銀行法第45條、票券金融管理法第44條、電子票證發行管理條例第24條、信託業法第42條、證券交易法第64條、期貨交易法第98條、投信投顧法第101條、保險法第148條之2

⁷⁰ 銀行法第48條第2項：「銀行對於客戶之存款、放款或匯款等有關資料，除有下列情形之一者外，應保守秘密：一、法律另有規定。二、對同一客戶逾期債權已轉銷呆帳者，累計轉銷呆帳金額超過新臺幣五千萬元，或貸放後半年內發生逾期累計轉銷呆帳金額達新臺幣三千萬元以上，其轉銷呆帳資料。三、依第一百二十五條之二、第一百二十五條之三或第一百二十七條之一規定，經檢察官提起公訴之案件，與其有關之逾期放款或催收款資料。四、其他經主管機關規定之情形。」、中華民國銀行公會金融消費爭議案件評議委員會組織及評議程序規則第14條：「本委員會出席人員，對會議情形，除已公開部分外，應嚴守秘密，違反者自負法律責任。」

⁷¹ Rule32 of FIDReC Terms of Reference

⁷² 本法第19條規定

⁷³ 本法第25條第1項、第27條規定

請者，亦應迴避。如評議委員及當事人對於應否迴避有爭議，應由爭議處理機構評議委員會決議該評議委員是否應予迴避，並由爭議處理機構將決議結果於決議之日起3日內，以書面通知當事人。評議委員會主任委員應於預審委員自行迴避或前項評議委員會決議預審委員應予迴避之日起5日內，另行指派預審委員。⁷⁴

(八) 書面審理為原則並有陳述意見機會

英國FOS評議人原則上就雙方當事人所提事證資料進行書面審理，少有進行面對面會晤或舉行聽證者，但必須給予雙方當事人充分表明意見之機會。⁷⁵爰本法明定，評議程序以書面審理為原則，並使當事人有於合理期間陳述意見之機會。評議委員會認為有必要者，得通知當事人或利害關係人至指定處所陳述意見；當事人請求到場陳述意見，評議委員會認有正當理由者，應給予到場陳述意見之機會。爭議處理機構應於陳述意見期日7日前寄發通知書予當事人或利害關係人。⁷⁶

(九) 評議書之作成及送達

為使評議決定內容有明確之憑據並昭公信，評議決定應以爭議處理機構名義作成評議書，送達雙方當事人，並準用民事訴訟法有關送達之規定。⁷⁷

(十) 評議之成立

本法第29條規定：「當事人應於評議書所載期限內，以書面通知爭議處理機構，表明接受或拒絕評議決定之意思。評議經當事人雙方接受而成立。金融服務業於事前以書面同意或於其商品、服務契約或其他文件中表明願意適用本法之爭議處理程序者，對於評議委員會所作其應向金融消費者給付每一筆金額或財產價值在一定額度以下之評議決定，應予接受；評議決定超過一定額度，而金融消費者表明願意縮減該金額或財產價值至一定額度者，亦同。前項一定額度，由爭議處理機構擬訂，報請主管機關核定後公告之。」本條體例可謂特殊，係為兼顧保障當事人訴訟權及加強保護弱勢金融消費者權益而設。按依司法院釋字第591號解釋意旨，訴訟外紛爭解決機制之使用及爭議處理之結果，須經當事人同意，始符憲法保障人民訴訟權之意旨。⁷⁸

有關本法評議機制之使用應經雙方當事人合意部分，考量金融服務業與金融消費者於經濟上及金融專業能力上有實質不對等之情形，若濫用其優勢地位不同意評議，則本法評議機制將無法運作。參考現行銀行公會已透過自律使會員銀行均同意使用該公會所

⁷⁴ 本法第25條第2項至第4項規定

⁷⁵ FSA Handbook, DISP 3.5.8-3.5.10、3.5.12；FOS Annual review 2010/2011, page 63
<http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ar11/ar11.pdf> (last visited on 2011/10/20)

⁷⁶ 本法第26條規定

⁷⁷ 本法第28條規定

⁷⁸ 司法院釋字第591號解釋：「人民為私法上之權利主體，於程序上亦應居於主體地位，俾其享有程序處分權及程序選擇權，於無礙公益之一定範圍內，得以合意選擇循訴訟或其他法定之非訴訟程序處理爭議。仲裁係人民依法律之規定，本於契約自由原則，以當事人合意選擇依訴訟外之途徑處理爭議之制度，兼有程序法與實體法之雙重效力，具私法紛爭自主解決之特性，為憲法之所許。」

設評議程序，爰本法明定，金融服務業得於事前以書面同意或於其商品、服務契約或其他文件中表明，願意適用本法爭議處理程序。透過各金融同業公會自律約制以及市場良性競爭之效果，自然導引金融服務業自願於事前同意未來爭議發生時願意使用本法爭議處理機制。

有關爭議處理結果應經當事人同意部分，本條第29條明定評議經當事人雙方接受而成立。惟考量金融服務業可能濫用其優勢經濟地位，拒不接受評議決定，金融消費者即使接受評議決定，其紛爭仍無法解決，權利無法獲得滿足。參考英國FOS有評議給付金額上限規定，未超過此上限之評議決定，一經金融消費者接受，金融服務業即應受拘束，並得申請法院強制執行之，超過此上限之評議決定則僅具建議性質。⁷⁹現行銀行公會評議機制亦透過自律，使會員銀行對於賠償或返還金額未逾新台幣100萬元之評議決定均無條件接受。⁸⁰故本條明定，金融服務業曾事先同意使用本評議機制者，亦應同意未來對於一定額度以下之評議決定均予接受；評議決定超過一定額度，而金融消費者表明願意縮減至一定額度者，金融服務業亦應接受。

由於本法立法目的在保護金融消費者權益，增進金融消費者對市場之信心，為使小額糾紛之金融消費者迅速滿足其權利，就一定額度以下評議決定部分限制受訴金融服務業應予接

受，乃增進公共利益所必須，具必要性及正當性，且一定額度屬於小額給付，對於經濟能力處於優勢之金融服務業而言，尚屬合理，符合比例原則與實質平等原則，應與憲法第15條、第16條及第23條意旨無違。

「一定額度」可能依各種金融消費爭議類型而有所不同，故授權爭議處理機構擬訂報主管機關核定後公告之，以期適用明確並保持彈性。

(十一) 評議書之核可及效力

金融消費者得於評議成立之日起90日之不變期間內，申請爭議處理機構將評議書送請法院核可。爭議處理機構應於受理前述申請之日起5日內，將評議書及卷證送請管轄地方法院核可。評議書內容除有牴觸法令、違背公共秩序或善良風俗或有其他不能強制執行之原因外，法院對於評議書應予核可，並將經核可之評議書以正本送達當事人及其代理人。法院未予核可者，應將其理由通知爭議處理機構及當事人。評議書經法院核可者，與民事確定判決有同一之效力，當事人就該事件不得再行起訴或依本法申訴、申請評議。評議書經法院核可後，依法有無效或得撤銷之原因者，當事人得向管轄地方法院提起宣告評議無效或撤銷評議之訴。⁸¹

本法未參採多數立法體例，使爭議處理機構主動將每件評議決定均送法院核可，⁸²係考量金融服務業係受金融主

⁷⁹ 英國FSMA第229條第4項至第6項、第9項、附錄第17。

⁸⁰ 銀行公會金融消費爭議案件評議委員會組織及評議程序規則第17條

⁸¹ 本法第30條規定

⁸² 投保法第26條第1項及第2項、消保法第46條、鄉鎮市調解條例第26條及第27條、公害糾紛處理法第28條、第30條第1項及第39條第3項準用第28條及第30條規定、勞資爭議處理法第48條及第49條

管機關高度監理之行業，且金融服務業為維護其聲譽及爭取金融消費者信賴，對於已成立之評議決定當無拒不履行之虞。故為簡省程序、快速滿足金融消費者權利及減輕法院負擔，無必要每件評議書均須送法院核可。金融消費者認有取得強制執行名義之需求而提出申請時，始將評議書送管轄法院核可。

七、金融消費爭議處理其他規定

(一) 請求權時效中斷

為使金融消費者免顧慮時效風險，安心使用本法爭議處理機制，爰參考投保法第24條規定，⁸³ 明定請求權時效因依本法申訴或申請評議而中斷，但申訴或評議之申請經撤回、評議不受理或不成立時，視為不中斷。又金融消費者自本法第13條第2項所定60日期限屆滿後未申請評議者，可視為其接受金融服務業之申訴處理結果，故其請求權時效無再予中斷之必要。⁸⁴

至於試行調處，因係含括於評議程序之前階段任意性程序，故合意進行調處者其請求權時效於申請評議時即已中斷，無需另為規定。

(二) 牽涉廣泛爭議案件之處理原則

參考英國「影響廣泛爭議案件」(wider implications)之特殊處理程序，⁸⁵ 及我國銀行公會處理雷曼連動債爭議案件採「批次作業」方式之經驗，對於新

楊麗萍簡歷

現職

行政院金融監督管理委員會 法律事務處科長

經歷

行政院金融監督管理委員會證券期貨局 稽核

財政部證券暨期貨管理委員會 稽核、專員

財政部證券管理委員會 科員

學歷

政治大學法律研究所碩士

台灣大學法律學士

專業證照

(86)律師證書



型態爭議、牽涉廣大金融消費者或業者、個案間同質性高之事件，有於同一期間內統一處理之需求。爰本法明定，金融消費爭議事件涉及眾多金融消費者或金融服務業且事件類型相似者，或涉及重大法律適用爭議者，爭議處理機構得對該等事件暫時停止處理，並擬訂爭議處理原則經報請主管機關同意後，依該處理原則繼續處理，或向有權解釋法令之機關申請解釋後，據以繼續處理。⁸⁶

陸、未來展望

本法所設爭議處理機構，係具金融專業之訴訟外紛爭處理機構，相關處理程序及處理結果具法律規範效力，可公平合理、迅速有效解決金融消費爭議，未來應能受金融消費者樂意使用而成為最主要之金融消費爭議處理平臺，達到實質上逐步整合現行分立且無法律依據之機制之效益。更期待本法之施行，有助於金融服務業自主解決與金融消費者間之糾紛及確實落實金融消費者保護，進而建立金融消費者與金融服務業間之互信基礎，達到減少紛爭及促進金融市場健全發展之目標。

CNFA

⁸³ 投保法第24條：「申請調處人依其申請內容所得主張之請求權，其時效因申請調處而中斷。但調處之申請經撤回、不受理或調處不成立時，視為不中斷。」

⁸⁴ 本法第21條規定

⁸⁵ <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ombudsman-news/57/57-wider-implications.htm> (last visited on 2011/10/20); FSA letter to FOS, Wider Implications: Lehman-backed structured products, http://www.wider-implications.info/assets/pdf/2010_001.pdf (last visited on 2010/09/19)

⁸⁶ 本法第22條規定

熱忱 · 積極 · 完美