

期貨人

2002年三月創刊 《總號第037期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2011**

第一季



封面故事

第六屆中國(深圳)國際期貨大會

經濟轉型過程中的期貨市場

兩岸交流

中國期貨市場監管制度介紹

專題報導

高頻交易國際經驗之交流

2010年台北國際期貨論壇

2010年美國CFTC衍生性商品、市場及中介機構之監理研討會

國際交流

倫敦國際金融期貨交易所

短天期選擇權契約成功經驗報導

高頻交易 vs. 風險控管



盧廷劼

拜科技的進步，目前實務上期貨交易可提供更多元的商品種類與交易方式，但相對於對風險的了解、評估與控管更是不可或缺。近日國內期貨市場發生交易人因不了解交易機制，在認為選擇權交易買方最大風險僅限於所繳之權利金觀念下，以市價單方式進行深度價外商品之委託，卻忽略不具流通性商品成交價格可能異常跳動之市場特性，而發生重大之損失。可見期貨交易之特性與高風險，是各類交易人均需了解與重視之課題。

高頻交易亦為最近市場新興的交易名詞，科技的進步可以透過網路快速的以程式化方式進行交易，而獲取更高的利潤。惟若對風險控管機制未合理建制與控制，其下場除了個人發生損失外，亦會嚴重影響市場之交易秩序，有鑑於此，最近國際各市場均在研議是否需做必要之規範。期貨公會於去年十一月邀請國外專家來台舉辦座談，提供實務操作之經驗，希望提供予國內業界參考。

另中國金融期貨交易所自2010年4月16日推出以上市滬深300股價指數為標的之期貨契約，雖年度中交易所採取甚多冷卻措施，惟至年底之成交量仍高達45,873,295口，其成長之快速令人作咋。觀之中國期貨商目前所得提供之服務種類僅有經紀業務一種，對交易人所需之研究資訊提供、買賣建議及代客操作等業務尚付之闕如，與台灣已全面開放無法比擬，故當地業者均多所建議其主管機關應儘速開放各類服務業種。在ECFA簽訂後，台灣發展之經驗，應可提供對岸開放之參考。

在2010年中國證監會為使期貨市場發揮價格發現和規避風險功能，推動透過合理之套期保值策略、促進產業結構調整、防範系統風險及推進期貨公司業務創新等措施，積極研議開放業務之措施。而期貨協會為整合各方意見，於十二月舉辦之中國深圳國際期貨大會，特就相關議題如「經濟發展與風險管理」、「期貨公司之創新發展」等進行廣泛之討論，其中內容頗值國內業界參考。

本期期貨人雜誌就前述所提重點，特別蒐集整理「第六屆中國深國際期貨大會報導」、「中國期貨市場監管制度介紹」及「高頻交易國際經驗之交流」等相關資料，希望透過國內外經驗之交流，安全平順的擴大市場規模與期貨業之正常發展。

CNEA



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 高頻交易vs.風險控管

盧廷劼

封面故事

第六屆中國（深圳）國際期貨大會報導

尤姿雯

- 4 中國（深圳）國際期貨大會歷屆會議討論主題回顧
- 7 姜洋：當前市場形勢與中國期貨市場改革問題
- 11 經濟轉型過程中的期貨市場圓桌論壇
- 14 賀強：注重股指期貨基差套利，加強監管以防範「釣魚單」
- 17 祈斌：中國資本市場快速成長 辯證借鑒美國
- 20 盧廷劼：台灣期貨顧問事業面臨多頭兼營帶來的問題
- 24 期貨公司創新發展圓桌論壇-打造期貨業的「百年老店」

兩岸交流

中國期貨市場監管制度介紹

鍾益強

- 29 期貨公司風險監管指標制度
- 35 期貨公司保證金監管制度
- 40 期貨公司分類監管制度
- 44 投資者適當性制度

目錄 CONTENTS

專題報導

高頻交易國際經驗之交流

2010年台北國際期貨論壇

- 51 歐洲期貨交易所之高頻交易經驗分享 沈素吟
- 55 高頻交易者之經驗分享 (一) 沈素吟
- 60 高頻交易者之經驗分享 (二) 張祥麟
- 63 高頻交易之國際發展趨勢綜合座談 Q&A 張祥麟

2010年美國CFTC衍生性商品、市場及中介機構之監理研討會

- 67 高頻交易之國際監理發展趨勢 程國榮

國際交流

期貨公會組團參訪

倫敦國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)

- 74 汲取短天期選擇權的成功經驗 作為未來開放新種業務之參考 沈素吟



6



7



14



51



55



60

2010年中國深圳國際期貨大會專題報導

中國（深圳）國際期貨大會歷屆會議討論主題回顧

- 首屆中國（深圳）國際期貨大會2005年以“瞭解中國，發現世界”為主題，吸引來自全球十幾個國家和地區六百多位代表參加，台灣業者由時任理事長王中愷(現任台灣期貨交易所總經理)領理監事近20人前往參加。
- 2006年第二屆大會以“開放發展，融合創新”為主題，就衍生性市場的開放與發展、金融期貨與商品期貨，同時為中國交易所的衍生性策略進行了精采的分析與探討。期貨公會由時任理事長鄧序鵬及秘書長謝夢龍代表前往參加。
- 2007年第三屆大會係以“法人機構與財富管理”為主題，探討衍生性市場與金融市場金融期貨、期權與結構性產品及衍生性金融商品的風控為主。
- 2008年第四屆大會討論方向為如何深化與提升期貨市場發展的品質，以“期貨市場與法人機構投資發展”為主題，就期貨專業化、國際化、前瞻性之特性，將期貨市場及法人投資者的發展政策、制度、產品設計、風險管理，以及交易策略等進行深入的交流與探討。期貨公會由時任理事長賀鳴珩率領26位理監事組團前往。
- 2009年，中國期貨市場規模不斷擴大，客戶結構不斷改善，商品創新步伐加快，金融期貨蓄勢待發，市場監管深入細化。在此背景下第五屆國際期貨大會就「期貨市場、中介機構與實體經濟」為主題進行深入探討。此屆大會除繼續突出專業化、國際化、觀點前瞻性的特點外，還就商業銀行與大型現貨企業以及期貨公司如何合作和期貨市場如何服務地方經濟等方面進行探討。

- 2010年是中國期貨市場發展歷程中非常重要的一年，今年中國商品期貨市場繼續保持穩步較快發展，股指期貨的順利上市，期貨市場的結構不斷完善、功能日益顯現。經過近20年探索和實踐，中國期貨市場進入了由量的擴張，向質的提升轉變的關鍵時期。與此同時，加快經濟發展方式轉變已經成為後金融危機時代保持中國經濟平穩較快發展的一項重要變革。因此，本屆大會以“經濟轉型過程中的期貨市場”為主題進行討論恰逢其時。期貨公會由時任理事長糜以雍率領24位理監事及3位公會會務人員，組團前往共襄盛舉本次盛會。
- 本次年會於12月3日在深圳福田香格里拉舉辦，上午的行程分為兩節，第一節首先由大會主席、中國期貨業協會會長劉志超先生開幕致辭後，接著中國證監會主席助理姜洋先生與深圳市副市長陳應春進行大會致辭，以及各嘉賓進行大會發言；第二節則是由中國國際金融有限公司首席經濟學家彭文生先生以「“十二五”期間經濟發展形勢展望」為主題演講，緊接著由中國五家期貨交易所高層以及中國期貨業協會副會長彭剛進行圓桌論壇(綜合座談)。下午則同步進行分論壇一「經濟發展與風險管理」與分論壇二「期貨公司創新發展」論壇，皆有豐富的演講與精彩的圓桌討論，本刊謹擷取幾個精彩議題摘述報導。

CNFA



第六屆中國（深圳）國際期貨大會 -經濟轉型過程中的期貨市場



- 本屆年會首先由今年大會主席中國期貨業協會會長劉志超先生開幕致詞，其重點在說明中國深圳國際期貨大會始終堅持開放、融合、創新、發展為宗旨，至今已成功舉辦了五屆。經過五年的努力，大會的影響力不斷的增加，在促進中外期貨行業交流和中國期貨市場穩步發展方面發揮了積極作用。
- 緊接著大會致詞的嘉賓有中國證監會主席助理姜洋先生、深圳市副市長陳應春先生，大會發言為原全國人大財經委副主任、中國證監會前主席周正慶先生以及PECC中國金融委員會主席、中國證監會前主席周道炯先生等人，其中節錄中國證監會主席助理姜洋先生的致辭內容，重點整理如後。



姜洋先生談當前市場形勢與中國期貨市場改革問題



**中國期貨市場 20 年發展出令人矚目的成績
具備更高層次上服務國民經濟的能力和基礎**

中國期貨市場這幾年的發展主要在幾個方面：

一、期貨市場基礎法規制度逐步健全。

國務院頒布並實施期貨交易管理條例，1999年頒布了期貨交易管理暫行條例，到2007年又頒布了在原來暫行條例基礎上重新修訂頒布了期貨交易管理條例。

二、中國期貨市場產品創新有序推進、商品期貨產品結構進一步完善。

目前共有23個商品，主要關係國計民生的大宗商品、農產品、金屬、能源和化工領域，覆蓋了國民經濟主要產業領域的商品期貨品種，體系初步形成。

三、股指期貨平穩推出。

在今年4月16日，股指期貨成功上市，開創中國有史以來首例的金融期貨，股指

期貨從籌備到上市再到目前市場運行，始終按照高標準、穩起步，強監管、防風險、重功能、促發展的要求，充分借鑒國際經驗，吸取金融危機和中國過去發展國債期貨的教訓，在規則制定、跨風險監控、監管方面進行了創新，推出了分級結算、中間介紹、投資者適當性、跨市場監管等制度。

四、期貨市場規模穩步擴大，期貨市場客戶開戶數量與保證金規模快速增長。

截至今年11月底，客戶開戶數為119萬戶，保證金為1795億元。期貨市場共成交29億，同比增長52%，成交金額280萬億，同比增長147%。

五、期貨行業合規水平和抗風險能力明顯增強，通過不斷加強和改進監管，期貨行業合規文化正逐步形成。

期貨公司淨資本監管制度實施以來，期貨公司財政狀況明顯改善、資本實力、

抗風險能力不斷增強，為行業奠定了合規基礎、資本基礎。

六、防範化解風險能力顯著提高。

妥善處理防範風險與市場效率關係，逐步建立了一套既符合國際市場運行規律，又結合中國實際的風險防範化解機制。總體來說，市場風險處於可控範圍。

七、期貨市場服務國民經濟發展功能日益顯現。

經過20年發展，期貨市場逐步積累了服務實體經濟的經驗。越來越多產業客戶開始利用期貨市場管理風險，穩定現貨經營，期貨市場發現價格套期保值功能在相關產業中發揮越來越大作用，初步具備在更高層次上服務國民經濟發展能力。

總結期貨市場20年改革發展工作，發展期貨市場必須積極創新與風險控制相輔相成。必須堅持發展的速度與監管的能力相適應且互動前行。必須堅持市場的發展為國民經濟服務的宗旨，交易量和市場規模要始終服從和服務於期貨市場功能的有效發揮。

密切關注國內國際經濟形勢變化

堅定期貨市場可以在經濟轉型中大有作為

當前國際國內形勢發生深刻變化，不斷呈現新的階段性特徵：

一、金融危機後，世界經濟復甦基礎尚不牢固。

二、個別國家出現經濟放緩情況。

三、圍繞市場、資源、人才、技術等方面的競爭更加激烈。

四、氣候變化以及能源、資源安全、糧食安全等全球性問題更加突出。

五、量化寬鬆貨幣政策，加大了世界經濟和國際金融形勢不確定性。

當前中國經濟發展正處於回升關鍵時期，尤其是在經濟一體化、金融全球化背景下，國外流動性過剩也傳導到國內實體經濟，對中國經濟發展帶來一定影響。

國內外經濟形勢變化，經濟發展不確定性，對期貨市場來說既是機遇，也是挑戰。一方面大宗商品價格波動日益激烈，越來越多企業認識到利用期貨市場進行風險管理的重要性，建立與產業發展規模相匹配，風險管理相適應的市場體系，幫助企業規避風險。

另一方面，期貨市場大幅波動，對於期貨交易所、期貨公司、客戶風險控制能力提出了嚴峻挑戰，對市場監管水平提出更高要求。同時產業客戶對風險管理需求日益增長，期貨公司服務現貨企業的能力將受到更多更大的挑戰。

目前應要深刻認識並準確把握國內外形勢新變化，夯實期貨市場改革發展內外部基礎。充分發揮市場在促進價格形成、管理價

格波動方面功能，讓更多產業客戶利用期貨市場有效管理現貨風險，既提高期貨市場服務國民經濟能力，促進期貨市場在經濟發展方式轉變和結構調整發揮應有作用。

加強監管，防範風險

促進期貨市場穩步發展、功能發揮，服務經濟發展方式轉變

十七屆五中全會通過的關於制定國民經濟和社會發展第十二個五年規劃建議，圍繞深化資源性產品價格要素市場改革，黨中央國務院再次提出穩步發展期貨市場，這既是對期貨市場監管發展工作的肯定，也充分表明了黨中央國務院對期貨市場進一步發展的重視和期望。十二五時期是全面建設小康社會的關鍵時期，也是深化改革開放，加快轉變經濟發展方式的攻堅時期，從經濟發展方式轉變的戰略高度認識期貨市場穩步發展的重要性。

一、強化依法監管，切實防範市場風險。

總結近年來期貨市場能夠大發展的一個重要前提就是期貨市場穩定運行得到社會各方面認可和支持。因此發展期貨市場風險防範永遠是第一位。當前面臨國際國內環境變化，期貨市場各方要保持思路清晰，立足服務國民經濟發展大局，進一步加強對市場風險誘發因素、表現形式、應對進退的深入分析和研判，堅持不懈依法強化監管，不斷更新監管理念，進一步完善期貨市場交易規則，嚴厲打擊操縱市場的違法違規行

為，抑制過度交易、過度投機。最近一段時間，以農產品為主的生活必需品價格上漲較快，加大了城鄉居民特別是中低收入群體生活負擔，對此國務院高度重視提出16條措施，提出加強農產品市場監管，防止投機是其中一項重要工作。這說明期貨市場在當前中國加快經濟發展方式轉變過程中扮演角色越來越重要，也要求期貨市場必須不斷提出服務國民經濟能力，調整經濟結構和管理通脹預期等方面發揮更為積極作用的。

二、以發展為主線，積極穩步推進期貨市場創新，更好滿足經濟發展提出需求。

國際金融危機反思表明，在市場創新方面，成熟市場是創新過度，中國是創新不足，當前和今後一個時期，國內外經濟和金融形勢複雜變化，為期貨市場帶來機遇和挑戰。如何抓住機遇、迎接挑戰，關鍵看能否在控制好風險的基礎上加快創新發展，而要實現創新發展，必須加強對新情況、新問題研究。適時推出與實體經濟發展需求相協調的市場創新，進一步促進期貨市場功能發揮十二五期間將會是中國期貨市場穩步發展的重要時期，要始終堅持以服務於國民經濟發展為指導思想發展期貨市場。一些工作也要有利於市場功能發揮為根本出發點和落腳點，要進一步研究完善期貨品種體系，積極穩步推進符合國民經濟發展需要的期貨產品創新。在產品實際階段就要注重市場需求和實際的風險控

制能力與監管水平相結合。力爭做到在產品上市及運行中的風險可測、可控、可承受。進一步深化期貨中介職能定位認識，支持期貨公司在穩健前提下開展創新，條件成熟時，逐步推出期貨公司投資諮詢、境外期貨經紀和資產管理等新業務，逐步擴大期貨公司服務範圍，促進期貨公司為國內相關現貨企業利用境內、境外兩個期貨市場進行風險管理提供更加方便安全的中介服務，不斷提高期貨經營機構服務實體經濟的能力。

三、以保護投資者合法權益為目標，加強期貨行業合規文化建設，積極深入開展投資者教育工作。

近年來，中國證監會先後建立了期貨保證金安全存款動態監控制度，推出了股指期貨投資者適當性制度，為市場健康發展奠定了基礎。下一步證監會將繼續加強監管，嚴厲打擊誘導、欺詐投資者的行為，嚴厲打擊內幕交易和市場操縱，期貨公司要立足行業持續穩定健康發展的大局，積極深入投資者教育工作，貫徹落實股指期貨投資者適當性制度，研究在商品期貨市場實行投資者適當性制度的可行性，強化對投資者風險揭示，推動行業合規文化再上新台階。

CNFA



圓桌論壇：經濟轉型過程中的期貨市場



2010年為中國資本市場建立第20週年，到目前已經發展成證券市場市值為全世界第二。期貨市場商品交易量全球第一。這20年中國資本市場的制度逐步完善、結構逐漸優化，已經初步具備了在更高層次上為國民經濟服務的能力和基礎。最近這些年中央也多次強調要加快經濟結構的轉變，促進產業結構升級，本屆大會圓桌會議討論的主題為「經濟轉型過程中的期貨市場」。是由中國期貨業協會副會長彭剛先生主持，參與討論的來賓有深圳證券交易所總經理宋麗萍女士、大連商品交易所總經理劉興強先生、中國金融期貨交易所總經理朱玉辰先生、上海期貨交易所理事長王立華女士、鄭州商品交易所理事長張邦輝先生，本刊特摘錄當日論壇精華報導。

首先五位交易所高層結合20年發展情況以及交易所情況談論交易所如何加強競爭力、如何加強建設與如何為國民經濟發展，

在過程中取得了什麼樣的經驗。在介紹與分享各交易所與自身成長經歷中有幾個關鍵詞：創新、穩定、規範發展。確實只有不斷創新以及保持市場平穩、規範發展，市場的功能才能有較好的發揮。

主持人彭剛先生提問，對於未來怎樣能夠在交易規則、各方面措施採取到位，不發生系統性風險；以及有關價格波動，國務院關於穩定價格總水平，保障人民群眾基本生活通知當中，也專門提到了要規範農產品期貨市場、打擊過度交易。

王立華理事長表示：20年前中國期貨市場就是不斷發生風險，現行這套規則也是從那個時候不斷總結、完善出來的。當初上海金融交易所，並沒有持倉限制的規定，沒有漲跌停板制度，後來市場發生風險的時候，把漲跌停板縮小，從3%縮減到1%，結果碰到連續10個跌停板，有投資者建議不如解除

限制。接著又採取漲跌停板擴大一個點，則增加一個點保證金的策略。之後發生了部分產品巨大風險的時候，推出規則平倉制度，現今還持續沿用這個制度。像是在08年金融危機的時候即有使用，此制度已建立多年，起初96、97年建立這個制度，但一直沒有使用過，不過在08年重大金融危機時派上用場。王理事長覺得此制度在特殊風險情況下確實起到穩定市場的作用。但是這個制度同時也帶來一個問題，中國跨市場套利的企業很多，採用此辦法後，兩邊跨市做保值的就會斷一條腿，所以風險也是很大的。當然這些大多是實體企業。規則平倉的時候，首先是平投機的，然後才平套保，所以對套保傷害是有限的。此規則沿用至今，確實有利有弊。不過各項制度都有利弊，皆需要進行深入研究分析，要怎樣採取更好的措施來控制風險，是重要一個課題。

主持人又問，談到價格波動，國務院關於穩定價格總水平，保障人民群眾基本生活通知當中，也專門提到了要規範農產品期貨市場、打擊過度交易。前些天各個交易所分別公告，比如取消手續費返還、減免，提高保證金，擴大停板等問題。

劉興強總經理回覆時強調，監管必須適度，並在特定條件下強調監管、強調強化監管有積極意義，但是千萬不能過度，有一些措施在特定歷史時期的條件下有其積極意義。如近期國務院出台穩定價格的16條精神，在這新形勢下採取措施使市場更加理

性，讓市場各方面對整個商品生產、消費、供給能夠更加理性去看待，防止過度去炒作，是有其必要的。對於中國期貨市場對現貨市場作用力能有多大，則由鄭州商品交易所張邦輝理事長表達他的觀點；中國金融期貨交易所朱總對股指期貨的風險控管做了說明，並提出要以現貨市場穩定為重，才能管理好股票衍生品。

彭剛先生再問，從中國證券市場發展歷程來看，對如何防止內幕交易，建立誠信、合規的行業文化表達看法，並請朱總延續這個話題，對於尚主席在9月20號期貨業協會第三次會員大會上，以匯豐銀行交易員不為自己交易，來警示這種不合規交易的危害性，同時也強調誠信、合規文化建設對中國期貨市場的重要性，提出個人觀點。

朱玉辰總經理提到，台灣股指期貨發展的很好，但是台灣有一個發展歷程，法人機構有相當長時間不參與，後來慢慢法人機構進入市場了，這為中國金融期貨交易所發展股指期貨提供範例。中國金融期貨交易所是一個新市場，中金所走的路一定要往法人機構化為主、往產業化發展服務，根一定要緊密紮在證券業內服務避險。工作要檢討兩個方面，一個是套期保值，第二方面工作則是股指期貨文化問題，股指期貨還是一個小幼苗，這是培養孩子性格關鍵時候，他形成什麼樣的姿態都在這時形成，所以要培養孩子走怎樣的路、養成什麼性格、以什麼風範去成長現正是重要時刻。關鍵是中金所要形成



一個好的文化，這就是指推廣避險文化，為此，中金所做的要比較深入。

最後主持人彭剛先生提到，今年是中國十一五規劃的最後一年，很快就要進入十二五規劃開篇年，請參與與談貴賓用一句話展望一下十二五的資本市場。

宋麗萍表示，呼籲盡快讓這些符合條件的公司能夠進入資本市場，從而進一步擴大現貨、進一步支持中小企業融資難的問題，也為投資者提供多元化的產品。

劉興強表示，要把握期貨市場為國民經濟、產業服務的思路不能變。守住不發生系統性風險這條底線不能突破，要實現從量變到質變，同時誠信這個問題也非常重要，從金融服務業來說，信用是第一位的。他也表示希望在十二五規劃裡面商品期貨、金融期貨在品種建設方面更加完善。第二，產業服務和功能服務方面，產業、地區、國內國外、功能影響上新水平。第三，誠信建設這

方面，使期貨行業真正成為講誠信、講服務、受大家敬仰的一個行業。

朱玉辰強調，整個中國期貨市場發展17、18個年頭，現在漸漸長大成熟，大家都很珍惜。大家一起打拼，中國一定會成為一個期貨大國，期貨人員一定會在中國產業發展起到積極作用。今天的耐心，就是為將來發展做厚積薄發準備，今天的嚴格監管、規範經營就是為給市場攢勁，使市場更加穩健、健康的成長。

王立華表示：十二五期間，希望中國的期貨市場功能能夠有一個實質性的提升，能夠成為國際有影響力的定價中心。

張邦輝強調，希望交易所、期貨公司掌握的案例能夠可複製、可推廣，同時交易所規則方面要能夠給企業客戶、機構客戶、專業客戶進入這個市場提供一個好的環境。

CNFA

賀強：注重股指期貨基差套利，加強監管以防範「釣魚單」



下午分論壇一是以「經濟發展與風險管理」進行討論，第一節由中國國際期貨公司總經理陳冬華主持，演講的嘉賓有全國政協委員兼中央財經大學教授賀強、中國期貨業協會研究發展委員會主任張宜生。以下精選了賀強在大會上的演講，主題為「關於股指期貨上市以來交易情況的思考」。

股指期貨曾在1993年開通過，但在短時間內即喊停。賀強去年提出適時推出股指期貨，當時普遍認為不可能，因為美國金融危機的強力衝擊，與衍生性商品有相當大的關聯，結果一年之內就推出了。從4月16號上市到現在，總體情況來看中國的股指期貨還是比較理想。一般來說新建了中金交易所、新開通市場，都會擔心是否大幅震盪，尤其是交割日是否暴漲暴跌，但整體看來平穩，且嚴重過度投機的事件也沒有發生，主要原因分析如下幾點：

一、股指期貨近期合約交易非常活躍，成交量幾乎佔了90%或95%以上，而遠期交易較為冷清，這種情況賀強認為可能不利於遠期價格發現功能的發揮。可能有幾種情況出現這樣的表現。

- (一) 所規定的保證金比例有一定關係。遠期的保證金比例高於近期。
- (二) 投資者將期貨當做股票操作，通過短期獲取差價獲利，因短期對市場影響較大的各種因素容易關注，便於把握，所以投資近期的相對較多。也在此提出建議，在保證金比例上是否能適當調整。

二、滬深300現貨指數與股指期貨走勢基本吻合，但在現貨與期貨波動價格過程中，基差迅速增加。很多機構對基差套

利機會關注度不太夠。

三、期貨市場各個合約交易日走勢基本穩定，但是前不久最後一個合約的交割日出現較大價差，價差達到58點多。11月19日交割日的時候，現貨市場最後兩個小時交易出現了較大的波動，波動區間高低相差102點，而合約結算價是以現貨指數最後兩個小時平均價來計算。以上情況除了說明機構對套利關注度不夠，也說明流動性不足。

四、近期合約價格偏離現貨指數小，遠期合約價格偏離比較大。現貨市場與股指期貨的波動成正比。目前股指期貨市場投資者主要在近月合約影響現貨市場的各種因素進行T+0交易，倉位不過夜。再有近月合約交易較為活躍，因此其波動與現貨指數波動較為貼近。遠月合約交易冷清，流動性不足，容易與現貨指數差距拉大，存在價格失真情況。

五、股指期貨上市至今，已發生三起突破性異常波動。11月17日出現了一個典型的「釣魚單」，為什麼出現這種情況？首先市價委託有關。所以市價委託一定要謹慎。90年代初的有一種守株待兔炒股法，就想等到市場出現異動，1分錢成交。從技術上，這種情況完全可能發生。出現這種釣魚單，在交易上應該建立過濾系統，才能避免恐慌情緒。另外要加強實時監管，進行事後調查。

六、如何看待股指期貨交易量大的問題？前兩個月股指期貨市場開戶數少，但交易量很大，甚至驚動了國務院，採取很多限制措施。但賀強認為成交量大不等於過度投機。而且股指期貨成交量大是必然的。一般來講國際市場上股指期貨成交量大於現貨市場7倍、5倍，也可能10倍。現在中國的股指期貨因為是T+0交易機制，很多投資者在市場上做T+0，必然成交量大。成交量大首先表明交易投資活躍，不見得是壞事。成交量大跟過度投機完全是兩回事。可是我們認為把成交量一放大，就想限制，那可能錯了。而且健康穩定市場情況下，股指期貨成交量越大，越容易發揮避險功能。而且容易發現價格發現機制功能。所以成交量大其實沒有必要緊張，關鍵要看過度投機者與投機行為的多寡。

七、股票與期貨市場之間的相關性，從幾個方面分析，目前股票市場開戶數1億多戶，股指期貨市場開戶數才5萬多，這樣兩方的抉擇哪一個強勢呢？現貨市場很多投資人不曉得股指期貨，只做現貨。股指期貨從此角度來講，引導不了這些投資人。另外現貨市場很多大型主力機構，比如公募基金等等，他炒股主要是看現在貨幣政策、上市公司業績、基本面、宏觀經濟和股市本身狀況。他對股價形成預期過程中，股指期貨漲跌對他可能不是最主要因素。所以大型金融機



構不見得是依照股指期貨的走勢來操作現貨。實際上股指期貨交易有點類似以現貨的操作方式來做，所以更關注現貨的變動。今年11月12號股市突然暴跌，有傳說20家證券公司當天集體在股指期貨做空，引起了暴跌。這個說法對不對呢？經過詢問中金所，證實查無此事，若有一直分析股票市場，這場大跌其實在意料之中的。不僅宏觀背景、貨幣政策有可能發生轉型，從股市本身也能看出來這次大跌並不突然。

賀強有三句話評價為什麼突然下跌：

- 1、股市三跳空而力竭。再往上阻力很大，它的力量被充分釋放了。鑑於歷史上多次暴跌前都有此跡象，關鍵需要仔細觀察。

- 2、股市天量沒有天價。3000多點創出天量，534.4個億，可是沒有創出天價，而橫盤幾天搖搖欲墜。
- 3、最關鍵的是，股市3250點下方位阻力壓制。最後一個峰若突破，就到4000點。但是當時天量沒有天價，過不去只能選擇下跌。所以這次下跌是股市自身的原因。

今後隨著股指期貨不斷發展，兩個市場聯繫越來越緊密，賀強建議現貨交易所與期貨交易所加強合作，聯繫監管。且未來條件成熟時，現貨市場也應該開戶實名制，以便於加強監管。

最後提到，如何發揮期貨套期保值功能。當時為什麼建議推出股指期貨呢？因為20年股市是單向交易，只能做多，不能做空。大機構只能靠天吃飯，大盤暴跌，他們也無法規避風險，只能虧損。因為市場缺乏避險工具，出於這個目的，應該推出股指期貨，為金融機構提供避險工具。股指期貨推出至目前為止尚未完全發揮套期保值避險功能。現在股指期貨市場是做T+0、短差，都是一些投機行爲，真正以套期保值為目的之基金還沒有完全入場。基金一對多陸續進入市場，但因受到管制，以單個基金來開戶套期保值還未開通。隨著今後股指期貨不斷成熟，應該不斷強調正確發揮套期保值功能。

CNFA

祈斌：中國資本市場快速成長 辯證借鑒美國



在分論壇一進行的同時，以「期貨公司創新發展論壇」為題的分論壇二，也如火如荼的進行討論，第一節由中國期貨業協會副會長兼秘書長李強主持，演講的嘉賓有中國證監會研究中心主任祈斌、芝加哥期權交易所董事總經理鄭學勤、中華民國期貨業商業同業公會秘書長盧廷劼。第二節則由中證期貨有限公司總經理嚴金明主持，有中國人民大學中國財政金融政策研究中心主任汪昌云，以及圓桌討論「期貨公司的發展創新」由浙江省永安期貨經紀公司總經理施建軍主持，參與討論的來賓有中華民國期貨業商業同業公會理事長糜以雍、北京工商大學教授胡俞越，以及新湖期貨董事長馬文勝等期貨公司董事長總經理出席。以下節錄至祈斌先生在大會上的演講，主題為「資本市場與轉變經濟發展方式」。

祈斌早先在紐約第一份工作與股權衍生品以及股指相關。當時他已認為期貨可發展

空間很大，以及未來金融衍生商品的重要性及豐富性會越來越強，是毋庸置疑的。

接著探討目前中國資本市場正在制定的"十二五"規劃。首先談到美國這次金融危機與改革之後的變化和新的想法，為發展中國的資本市場和期貨市場，瞭解並跟上世界的腳步是首當其要的，以下為祈斌的解析：

一、美國經濟是什麼樣子？歐巴馬經過這次改革，是否對美國經濟復甦產生較大的實質影響。這次美國的金融改革，在很多人看來是失望的，因為前後反彈非常大，金融危機爆發之後，全社會都對華爾街是萬夫所指，認為犯下如此嚴重的錯誤，卻能坐擁高薪，理應給予重懲。但政府卻對於金融高官的限薪沒有任何規定，因為華爾街一旦限薪，這些金融高官若轉移陣地到與華爾街競爭的倫敦去，反而得不償失。另外，從更加宏觀

的角度去思考，也知道為什麼祭出這麼溫和的改革方案。美國強大的經濟體，有三個比較優勢：

- (一) 美國是軍事強國，但是現在是和平時代，故此優勢無法發揮作用。
- (二) 美國的高科技產業。
- (三) 金融產業。

評比過後，這個相對比較成熟發達的經濟體只剩下美國的金融產業。華爾街為美國的金融要地，所以無法將此產業消滅。最後歐巴馬高高舉起、輕輕放下的改革是必然。經過兩年，全美國上至國會總統，下至普通老百姓，達成共識繼續保持繁榮穩定，也防範下一次的金融危機。

二、這次改革能否幫助中國找到一個新的金融體系的監管框架呢？1982年，美國發生一次最大的金融危機，羅斯福總統實施很多金融改革，他建立了一套現在金融的監管體系，但那時相對於現代是比較樸素、原始、簡單的金融監管體系。為什麼呢？目前為止世界發生眾多變化，從三個小方面看到：

- (一) 雷曼倒閉前有形普通股權益資本比率(財務槓桿)是44倍，之後是200倍。
- (二) 1929年全世界有兩個金融中心，一個是紐約，一個是倫敦，現在

每年評選前20名國際金融中心，超過的單位是50個。這些金融中心的傳遞是不受約束且非常迅速。

- (三) 1929年，有股票、債券市場，現今有股權市場、商品市場、金融衍生品市場，其中有一種是CDS，在金融危機爆發前，它的交易規模是62萬億美元，是全球GDP的總和，這是一個產品的交易規模。

各位可以想像，在過去不到100年的時間裡面，人類走了多遠？面對這麼高度複雜的金融業，怎麼監管它？沒有標準答案，而且希望一次改革就得到一勞永逸的答案是不切實際的，監管這個市場確實不容易，估計還要花很長時間。

三、危機和改革之後，美國的經濟趨勢將會如何？幾次與大機構座談，例如高盛，他們大致估計是2%-3%，這是相對比較溫和的增長。美國過去平均增長率是3.4%，我們知道德國是1.5%，現在它恢復到2%-3%，應該是溫和增長，但這復甦之路非常艱辛。

無論是PC、電信、互聯網，還是生物製藥，過去都是依賴美國的金融，如果真正走上復甦之路，華爾街能不能復興，這也是一個很大的問號。同時，歐洲的問題也正在爆發，愛爾蘭、西班牙、希臘，可以說是走到了盡頭。具體到金融產業，美國的華爾街是

風光不再、前途莫測，回顧2008年的金融危機，會發現美國的這次危機有其必然性，一個經濟體走到非常飽和的時候，它的金融產業或者金融市場的總量也接近飽和，這個產業就沒有增量，沒有增量的時候它要突圍，此時就會出現問題。比如傳統的投資銀行，我們把期貨放開，有三大業務，承銷、經紀業務、自營加PE(PE:券商直投業務之別稱)，金融危機爆發前，非常明顯的是美國的承銷消失了，經紀業務也是日前失威。因為它的參與程度不是非常積極的話，美國的經紀業務也在逐年下降，最後只剩下了一個業務叫投機。

這個投機包括自營，資金不夠時就去拆借，在2007年，華爾街的大部分銀行，投機性業務在原來三足鼎立的業務中佔到了60%-70%，所以一旦發生問題，危機是必然的。在金融危機改革之後有什麼變化呢？2010年第一季，高盛的盈利自營加PE業務佔到了80%，也就是這種模式沒得到任何修正，因為它的經濟基礎發生了巨大的變化。

華爾街的走向十分清楚，因為越是簡單、原始的產品，股權和債券也已經達到了飽和，所以只有兩條道路要走。

- 一、邁向複雜化，也因此會有更多的資源證券化。但這條路目前已遭遇挫折，恢復生氣需假以時日。
- 二、美國華爾街的國際化也是走了很多年，80年代與98年都曾到中國，因陸續發生了亞洲金融危機等事件，所以再度撤

離。證監會說最好不要成立全資公司，要做合資公司。華爾街不願意，其實到新的市場，若有合資機構的話，是有幫助的，因為需要文化的融合，假設雷曼兄弟倒閉，如果在2001-2004年搞一個合資公司，會是什麼情況呢？中國有一個公司華泰證券(約601688股)，一上市即成為江蘇第一大企業，中國資本市場和金融前景幾乎是無限的。可以預計在此次金融危機之後，證券化的產品會捲土重來，但是會花很長的時間恢復到原來的狀態。相信將來甚至會超過原來的狀態，因為槓桿率的提高和方向是銳不可擋的，國際化的步伐肯定會加快，因能預見華爾街對於新興市場的市場份額的爭奪會加劇。客觀上也給中國提供一個外部的競爭環境，會有更好、更快的成長。

在分析上述情況的時候，首先必須認知到中國資本市場和美國資本市場有很大的差別，從發展階段來說，中國處在一個快速的成長期。經過剛才的分析，美國相對是飽和期，中國只有成長的煩惱。中國資本市場無論在結構、效力、機制以及產品，確實與許多市場有著極大的差距，但國內部分業內人士卻不自覺。舉例說明，在金融危機後，國內部分聲浪指出美國的金融危機是因產品設計有瑕疵，中國很幸運的沒有這樣的商品。卻沒認知到在金融危機之前，很多理財產品在北京等大城市的銷售都是虧錢，不僅如此中國的航空公司到其他市場上做原油期貨，一單損失了60億，利潤全沒了，這說明中國金融市場和金融服務機構的水平在很多方面要加快發展的速度。

CNFA

盧廷劼：台灣期貨顧問事業面臨多頭兼營帶來的問題



期貨公會盧秘書長介紹台灣期貨顧問事業的運營模式以及發展狀況。在本次的討論中，重點放在期貨公司創新發展，主要分兩個部分說明，首先簡介法定監管的步驟。然後選取6個公司的資料舉例說明，讓在場人士瞭解台灣目前諮詢顧問大致的作業觀念。

盧秘書長首先介紹台灣早期的期貨市場概況，交易方式從複委託逐漸演變為建立國內市場並開展金融類的衍生性商品。統整到目前為止，國外和國內商品，截至09年1月為止，國外的部分總共有12個國家，2個地區，30個交易所，總共423種商品，有7大類各種的期貨，這幾乎把所有各類型所需的商品都涵蓋在裡面。在國內的部分，台灣建立了自己的市場，同時從證券市場的主要需求，推出股指期貨。在台灣比較重要的產業包括金融、電子類的期貨，2001年選擇權，2003年個股選擇權，2004年利率期貨、電子

選擇權，甚至再進一步跨越到黃金期貨，接下來2007年，再推出台灣本地OCT的期貨和選擇權。2008年，接著上市的是以美元計價的新台幣黃金期貨，此為新的計價方式，到了今年推出股票期貨。在台灣12年的發展過程裡面，當時的政策、方向，希望每年能夠推出一個新商品，或者是一種新制度的設計，台灣在這段時間，把可能需要的商品，以及各種商品的制度都建立起來。

接著介紹服務事業的種類與業務承作方式。對於個股類如何走出一條創新的路、如何在業務裡面發展，以及如何提供客戶不同的服務做了彙整。台灣是從證券發展到期貨市場，所以期貨交易法規奠定的邏輯、原則，都是從證券交易法裡面延伸。在執行的過程中，有許多的規範受制於證券市場的邏輯觀念，進而影響到期貨市場上的運作。但代客操作的業務是屬於證券投資信託和顧

問，不在證券交易法的範圍中。當1997年奠定時，把諮詢劃歸為顧問的業務，並在法規裡面加以制定。到2003年開放了個別委任代客操作，在2006年開放顧問的業務。去年開放了基金信託，對於能夠提供客戶不同服務的種類和層次，目前台灣都全面加以開放。

期貨顧問事業是由期貨顧問幫客戶做一些分析判斷以後，由客戶自行決定如何下單，公司再為委任人做委託單執行的工作。信託是屬於基金的形態，這是在法條裡面的規定。在2002年開放的過程裡面，台灣的服務事業要提供這種服務，目標是希望專業的服務、提升各方面品質。在開放的過程裡面，過去證券市場提供顧問諮詢的業務，是獨立成立一個公司，公司的資本額只有新台幣1千萬。成立這個公司以後，因為資本不多，又找不到客戶，沒有地方跑，於是就跑到媒體的第四台中做了很多的解盤分析工作。透過簡訊等各種聯合的方法，影響到我們股票市場的正常運作。所以當時在期貨市場開放顧問的時候，基於證券市場的慘痛經驗，因此不願意讓這種獨立事業重蹈覆轍。

一、如何能夠提供所謂的專業？真正的專業是我們在面對客戶的經紀業務的過程裡面，當客戶第一線在我們的面前看盤，要下單時，多少會要求業務人員提供諮詢。所以當時的第一個原則是由第一線面對客戶的經紀業務人員，提供由公司研究分析單位的諮詢資料給客戶。

二、不成立顧問公司。台灣的經紀商，資本

額已有兩億，包括人員各方面的監管都已經非常完備且嚴格，既然經紀業務本身有完善的規定，所以只需針對增加顧問的部分加以規範，這裡面包括幾個項目。

- (一) 公司組織內控中，必須設置從事顧問業務的部門人員和經理人員，要有一個部門的存在。
- (二) 在公司財務方面，則無須額外的資本額。
- (三) 業務面則是在提供顧問諮詢中，必須有廣告招攬行為規範，當客戶簽約時，公司內部必須提供專業人員來做相關分析的工作。
- (四) 最後對人員的部分。法規要求期貨顧問人員要有面對客戶提供服務兩年以上的經驗，才可以提供顧問的業務。當時在這些原則之下，台灣開放顧問業務。

起初開放時，只有期貨的經紀商能做，所以在這裡牽涉到一個問題，我們能不能跨業經營？能不能透過一個據點來提供百貨式的服務？在法制國家，必須要有法的依據，所以在2008年6月制定《期貨顧問事業設置標準》，使期貨可以透過兼營的方式，同時提供給證券以及不同的單位服務。接下來在基金的部分，發行了期貨基金，但是所募集的資金，尤其當證券的投資基金有風險時，則需要進行避險交易。慢慢當有這種需求，當證券市場不好的時候，有很多基金經理人說我不想買股票了，能不能把錢全部拿

來買商品，此時已構成了基金的限制。台灣參考美國的做法，用40%做一個額度的限制，若想以超過40%的金額買到期貨商品，此證券投信公司必須要申請期貨的執照，才能同時買賣兩種不同的商品，這是在2004年6月以後所做的開放。目前證券業和期貨業兼營的狀況已達成一致，可以用各種方式從事各種不同的服務。

期貨的顧問，可以由期貨商、期貨經理事業以及證券投顧公司來兼營。每一個不同的事業，資本額不一樣，管理的原則也不一樣，所以當台灣面臨想要做各種調整和開放的時候，就會受制於證券市場的管理哲學，而讓期貨市場很多的措施無法加以調整和開放。在兼營的過程裡面，因為有證券市場的從業人員、期貨市場的從業人員。在證券業裡面，包括證券經紀商，證券的顧問公司可以提供諮詢服務，每個公司的資本額是不一樣的，後面有一個非常麻煩的問題，證券的經紀商、證券的投資顧問公司如果申請的時候，它所提供的業務種類只有證券相關的商品才可以提供，對於商品類的，像是黃豆、玉米、燃料油，這些是不能承做顧問業務，雖然拿到了我們的資格，但還是不能從事商品內的顧問業務。如果證券的市場要做外國市場的這些諮詢顧問服務，也只能申請從事外國證券的受託的業務，否則只能侷限於國內。

可以看到，台灣在複委託的部分，當時規定的外國期貨商只有5千萬，並且複委託期貨商所做諮詢業務，只能針對期貨業者，

承作範圍只有國外的商品，不能做國內的商品。在期貨業裡，目前所提供的諮詢服務，商品的種類包括期貨交易的商品、現貨商品即為現在的股指期貨、個股期貨與個股選擇權，所以顧問不是只做期貨與選擇權，它也可以做到股票的個股顧問。想做到以上，法規又規定必須要回到證券市場去取得證券投資顧問業務的執照。這些法律規定非常複雜，在業務執行面牽涉到很多執行觀念，以及實物執行的差異。截止今年的9月來看，有這四類公司進行經營。

從成交量來看，國內期貨交易在目前世界各國的排名是第17名，2002-2003年，在成交量裡有極大幅度的增加，所以可以瞭解當提供了更深層的服務，事實上對整個市場是正面的發展和幫助。在國外交易的部分，423種的商品中，主要國家為美國和新加坡，每年大概100多萬口而已，雖然量不多，但基本上還是能符合客戶所要的需求。在組織面，必須要奠定相關的內部控制制度。在內控中，要求公司針對以下項目的執行，隨時進行檢查。在執行業務的過程裡面，主管機關要求如果有遇到特殊事情，必須及時申報。

一、有些在許可證上所登記的事項，必須提前向主管機關申請核准才能更新。如果公司本身發生了業務上的訴訟，或者在公司內部集合執行上所發現了任何的問題，都必須要事後於規定期限內向主管機關進行申報。在財務規範裡面，只有營業保證金一千萬。

- 二、公司在執行業務的過程，像是在招攬客戶裡，法令明文規定廣告不得為的事情，不能強調獲利，沒有說明相關的風險等等相關規範。
- 三、無論透過任何的廣告方式，包括網絡，除了必須使用合格的業務人員用公司的名義來發佈，不能用業務人員個人的名義、筆名或是其他暱稱等方式，缺一不可。
- 四、以程序來講，公司內部廣告文宣必須由公司內部的經理人員先審核簽章，再向公會加以申報，申報後於公會收文次一日起，經過三個營業日後才即可生效。

在分析的過程裡面，如果是透過電視、廣播來從事分析，法規規定必須要有專責的主管人員事先審查，事後檢查，還要做檢查報告，如果有受訪，有時若記者訪問，也必須收集到這些資料並加以保存。檢查的部分，主管機關安全協議法，都有相關的規定可以檢查。若有違規的時候，主管機關是罰新台幣12萬到16萬，除此之外，還可以對公司進行警告，進行撤換公司的人員，甚至命令公司停止全體或者部分的業務，更嚴重則是能撤銷營業許可。在公會，對於廣告的部分，如何進行審查違反規定的時候，除了糾正、警告，亦可罰鍰新台幣5萬到300萬，進而請會員公司將人員透過警告或者暫停職務的方式加以處分。所以在公司組織裡，要求必須有內部稽核，年度結束以後，2個月、

4個月，5個月，分別提供相關執行資料報給相關機關。

盧秘書長提供六個案例，把所提到的組織，整個作業的流程，每一個公司按照自己實際的狀況所做的一個架構圖，簡略的給在場人士做說明。其中第四個案例是比較特殊的，重點是放在媒體，這是一家證券投資公司，它的重點是在市場上吸收廣大的客戶，主要方式是透過有線電視媒體做分析，所以每天在盤前時，它會做很多國際國內的市場基本分析，接下來，它在盤中隨時提出相關進場或者出場的建議。平時晚上，則到電視台提供市場分析。最後由相關人員準備資料，到第四台做解說。

以上不管是財務或業務方面的管理，在整個作業可以看到非常複雜的作業流程，這些資料、簽的契約與內容都能留給客戶做參考，在這裡面規範的十分詳盡。對於期貨業，如何在主題裡面創新發展，如何提供除了經紀業務以外的各種深層業務，提到有顧問諮詢，代客操作的經理和基金。最後提供兩個統計資料做為參考，從2002年提供這些業務以來，台灣現在總共有12家在從事操作業務，總共委託的金額目前有新台幣7億元，這不是很多。在基金的部分，現共有11家的公司已經拿取核准執照，但是目前發行基金只有三家的期貨信託公司。發行基金的檔數有四檔，目前在淨值算是在10塊錢的價位。



打造期貨業的「百年老店」



本節打造期貨業『百年老店』的圓桌討論，來賓為中華民國期貨業商業同業公會理事長藥以雍、北京工商大學教授胡俞越、新湖期貨董事長馬文勝、中糧期貨總經理黃輝、廣發期貨有限公司總經理肖成，主持人為浙江省永安期貨經紀公司總經理施建軍，以下為圓桌討論實錄精要。

首先藥以雍理事長就金融產業國際化以及高頻交易、電腦輔助交易兩個當前熱門話題為主要方向，並以自身所處的凱基集團為例，分享從業以來的心路歷程與經驗分析。以國際化來說，舉凱基集團為例，自15年前開始拓展這領域。當初在1997年亞洲金融風暴時，有機會在泰國與韓國做收購的行動，收購的對象也都是相當知名的企業，買的價格都不錯，標的也都很好。香港則是新設的公司。其實這些國際化的舉動擴大來看，任何公司的核心競爭力，甚至是終極的核心競

爭力都不是買得來的，你可以買到很好的標的，可是很難把國際化的行為，把它深耕在公司企業內部。凱基集團大概花了超過10年的時間，才能夠消化這些買進來的企業。起初這些企業都會相對獨立在運作，甚至在過程中，都曾經面對到非常激烈的抗爭。花了很長的時間，才讓兩個組織、兩個系統彼此之間互相瞭解然後合而為一，最後才有辦法讓這個組織的管理想法或者一些策略能夠貫徹到每一個分支機構裡面。

以國內金融機構現在的規模，不管是銀行、證券、期貨，相信都有足夠的實力在國際上面展開一些併購的行動。這些國際化的作為，在藥理事長的認知裡面，這比較像是分散風險的作為，你很難指望在海外併進一個企業，它的獲利能力就一定優於國內的企業，整體的營運不見得會因為國際化的行動有很明顯的改善。相對在地域上的擴張，可

以讓你分散風險，不至於太依賴單一的市場，只不過說這個過程不是靠市場買就可以取得的，它需要很長的過程培養。

在高頻交易、電腦輔助交易方面，在國際上這是非常熱門的話題。當時凱基集團是從公司內部開始做這方面的交易，曾經在一個完整的會計年度之間，盡量投入資本，那時候受限的不是說我們公司的資本，或者授權的額度，市場的流通性還不夠好，在市場接納的情況下，盡量接納資金，一年下來，所有的成本扣掉之後，每一個單月結算都沒有虧損，當時是那樣的市場狀況。那樣的報酬是在市場交易方面很早就做的投資。

曾經在那個年代之內，所有的電腦輔助交易受到很多限制，這一段看到電腦輔助交易，思考的角度是很難想像的，不是看軟體的效率怎麼樣，不是說運行上面的投資金額怎麼樣，CPO的效率怎麼樣，它考慮的是在地理上的資格，怎麼把你公司做決策的電腦系統，放到能夠和交易所的主機越近越好，最好能夠由交易所來代管。甚至考慮到自設的運算能不能插到交易所的主機裡面，已經考慮到這個程度了。

這10年以來的發展是非常令人難以想像的，強調的重點是說，當電腦輔助交易、高頻交易發展到一定程度之後，在後面追趕的意義不見得很大，反而高頻交易發展到一定程度之後，它可能會帶來一些新的交易市場機會。當很多人有很高的效率看市場上同一個跡象的時候，他有可能在短時間之內讓很

多人作出同樣樂觀判斷，以至於這些判斷成交易決策，對市場上本身就造成一個衝擊，這時候它會產生一個新的交易信息出來。這些例子癩理事長有以下想法：

- 一、公司的競爭力，不只是核心競爭力，甚至是終極競爭力，這都是買不到的，要想辦法建立。
- 二、我們做金融業，和很多行業一樣，一定要記得物極必反，當一個趨勢發展到一個程度之後，其實你就應該反過來想想看，這個趨勢說不定反而會給你帶來機會，不一定非要去追隨它。

施建軍總經理接著陸續提問其他來賓覺得自家公司最值得說的創新舉措是什麼？取得的效果怎麼樣？現在最想做的創新舉措是什麼？各家期貨公司高層針對不同層面，一一說明了各自的理念及實際作法後，最後由胡教授總結三點意見：

- 一、期貨公司才是期貨市場創新主體，所以要明確期貨公司作為期貨市場創新主體的地位。
- 二、講到監管，這幾年中國期貨市場監管有了非常大的進步，形成的五位一體的監管體系，加強監管對於監管部門來說，成為永恆的主題，永遠沒有錯。但是監管和創新，或者監管和發展之間是什麼樣的關係？同樣要理順。美國這次出了危機，它是創新過度監管不足，中國是創新不足，監管也不足，那麼一個是監

管滯後，一個是監管過度。監管要轉型，要適應中國經濟的轉型，這種轉型是有必要的。在加強風險管理、風險控制的前提之下，如何改善監管，如何完善監管，如何提高監管效率，如何降低監管成本，如何為期貨公司提供一個良好的創新的環境，如何把期貨公司打造成為真正的市場創新主體，我覺得這是監管部門應該思考的轉型的話題。如果期貨公司都不會做監管了，不會創新了，這是一種悲哀。

三、怎麼創新的問題。胡教授常在問自己這樣的問題，也一直問台上這幾位領導人物。還有誰比期貨公司更懂期貨嗎？但是期貨公司是不能做期貨的？這個問題是不是要解決，讓最懂期貨公司的機構，讓最懂期貨的期貨公司去做期貨。所以這個創業也是三個層面：

(一) 產品創新：不只是推出新品種，還有現有做精、做細、做優、做強，以及投資與期貨產品的產品創新。該如何收費？當然這個諮詢報告要給多少服務提供附加值，這就是產品創新。

(二) 業務創新：江主席也講到三個層面，諮詢業務、資產管理業務，還有監管代理業務，胡教授表示再加一個資金業務。其實資產管理業務和資金業務的界限並不是很清楚。有待未來繼續拓展。

剛才提到四個業務，諮詢業務、資產管理業務、境外代理業務和自營業務，希望以上在“十二五”的開局之年，中國期貨行業、期貨市場的創新邁出堅實的一步。

(三) 層面的創新，組織創新：中國期貨公司的服務對象很多是現貨企業，要為現貨企業服務，公司規模還不夠大，公司還處在一種手工作坊的時代，產業客戶還需要董事長、總經理親自去跑。在“十二五”期間是不是要真正打造成為現代金融企業，這也是組織創新。

其實目前服務的對象有很多現貨企業，借助於資本市場把自己做大了，借助於期貨市場把自己做強了。而處在期貨市場當中的核心地帶的期貨公司，為什麼不能做大、做強？所以特別希望在“十二五”期間，出現一批能夠借助資本市場的上市期貨公司。這樣也有助於優化股東結構，改善公司治理結構，告別過去手工作坊的時代，形成具有核心競爭力的現代金融企業，這個創新在“十二五”期間也是具有決定性意義的。現在許多金融行業，銀行、證券、信託，都有一批具有競爭力的上市公司，銀行幾乎都上市了，證券也有一大批的上市公司，信託也有幾家。胡教授說為實體經濟服務，為國民經濟服務，恐怕就要落到實處，而且在服務功能上要強化。

CNFA



兩岸交流

Both banks exchange

中國期貨市場

監管制度介紹

- 期貨公司風險監管指標制度
- 期貨公司保證金監管制度
- 期貨公司分類監管制度
- 投資者適當性制度

- 期貨市場作為一個高風險的市場，需要配套的監管制度以促進其穩健發展。中國期貨市場誕生初期，正是由于監管制度的不配套，以及其他客觀原因，使得在發展前期走了不少彎路。
- 2004年，國務院發布《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》，正式確立了期貨公司的金融企業地位，亦為後續各類監管制度的推出奠定了基礎。
- 在期貨市場各參與人士的集體努力下，中國期貨市場在實踐中摸索出了一套符合自身發展規律的監管制度以及相配套的“五位一體”的監管體系。本文主要介紹以淨資本為核心的風險監管指標制度、保證金監管制度、分類監管制度以及投資者適當性制度。

中國期貨市場監管制度介紹

撰文：鍾益強

期貨公司風險監管指標制度

期貨公司作為從事期貨經紀業務的仲介機構，其本身在經營過程當中面臨著較大的經營風險，包括客戶的穿倉風險、違約風險和道德風險等。因此，如何提高期貨公司自身的抗風險能力，成為監管部門考慮的重要問題之一。同時，在期貨市場發展初期，出現了不少由于期貨公司自身原因所引發的風險事件，極大地損害了期貨市場的形象，不利于市場自身的健康發展。為提升期貨公司的抗風險能力，中國證監會在借鑒其他金融機構風險監管制度的基礎上，結合期貨公司的實際情況，建立了期貨公司的風險監管指標制度。具體介紹如下。

法源依據

在改革開放以後，隨著商業體制改革的深入開展，1990年鄭州糧食批發市場成立成為中國期貨市場誕生的標誌。該市場以現貨交易為基礎，引入期貨交易機制，從而邁出了期貨市場發展的第一步。1992年9月，中國第一家期貨公司，廣東萬通期貨經紀有限公司，在深圳成立。

在之後的發展中，由于對期貨市場這一新興事物的認識不足，加上部門利益以及地方利益的驅動，導致中國期貨市場在起步後不久就出現了盲目發展的局面。1993年4月28日，國家工商行政管理局發布《期貨經紀公司登記管理暫行辦法》。在該辦法頒布之前，中國政府對於期貨公司並沒有相關法律法規的制約，且對期貨公司沒有一個明確的定義，僅僅將其視為一般企業法人。這是中國第一部有關期貨公司的政策法規，同時也拉開了中國政府對期貨公司清理整頓的序幕。在該辦法中，第一次對期貨經紀公司的設立提出了相關條件，其中重要的條件包括：“注冊資金在1000萬元人民幣以上；有與經營業務相適應的從業人員，其中專職期貨經紀人不得少于20人。¹”然而，該辦法的頒布並未阻礙期貨市場的盲目無序發展，到1993年下半年，全國各類期貨交易所達50多家，期貨經紀機構則有兩千多家。

在期貨市場發展初期，一些期貨交易所、期貨經紀公司為了私利而成了一些不良

¹中國證監會期貨部，中國期貨市場文件彙編（一），P21

投機商（或投機財團）進行違規操控市場的工具，並釀成了一系列的風險事件。² 這些風險事件的發生除了不良投機者采用非法手段聯手交易、操縱市場、欺詐投資者外，一些資質較差、抗風險能力弱、運作不規範甚至違規操作的期貨經紀公司同樣給期貨市場的健康發展帶來負面影響。為了優化市場主體結構，監管部門對期貨市場開始了清理整頓，淘汰了一大批財務狀況差、潛在風險大的期貨經紀公司，中間曾多次出臺相關的規範性文件。如1993年11月4日，國務院頒布了《關於堅決制止期貨市場盲目發展的通知》；1994年3月30日，國務院辦公廳轉發國務院證券委員會《關於堅決制止期貨市場盲目發展若干意見的請示》；1996年2月23日，國務院轉批證監會《關於進一步加強期貨市場監管工作請示的通知》；中國證監會則同期下發了《關於對操縱期貨行為認定和處罰的規定的通知》、《關於各期貨交易所建立“市場禁止進入制度”的通知》等一系列的文件；1998年，國務院下發了《關於進一步整頓和規範期貨市場的通知》，並在該文件中要求提高期貨經紀公司最低註冊資本金標準，也正是在該文件中，政府對期貨公司的監管不再局限于業務方面的監管，在充分認識到期貨公司規範經營對整個市場促進作用的基礎上，對於期貨公司的制度安排從註冊資本金等相關角度進行了新的設計。

1999年6月2日，中國期貨市場的第一部法規--《期貨交易管理暫行條例》以及與之配套的《期貨經紀公司管理辦法》頒布。上述規定對期貨公司的淨資產與註冊資本、淨資產與客戶保證金的比例提出了要求，這可以被視為當時的期貨公司風險監管指標。但是，對於資產的流動性（如變現能力）、風險資產的折扣比例等要求在當時的規定中沒有涉及。隨著國際金融業普遍採用的“以淨資本為核心”的監管理念被我國監管層認同和接受，以淨資本為核心的監管指標也被要求引入對期貨公司的風險監管中。隨後幾年，有關部門圍繞這一課題開展了一系列的研究和探討。

2002年中國證監會開始研究“經調整淨資產為核心”的期貨公司監管報表及配套會計核算規範及審計規範。2004年初，在國務院發布的《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》（又被稱為“國九條”）中，明確提出了“完善以淨資本為核心的風險監控指標體系，督促證券、期貨公司實施穩健的財務政策”的要求，標志著“以淨資本為核心的風險監控指標體系”正式被最高管理層提上日事議程。2004年至2005年中國期貨業協會開展了“以淨資本為核心的風險監控體系”課題研究。2004年7月，中國證監會設計完成了期貨公司監管

²其中比較著名的有：“3.27國債”事件、上海“粳米”事件、江蘇“紅小豆”事件、海南“棕櫚油M506”事件、廣聯“粳米”事件、廣聯豆粕系列逼倉事件、海南“F703咖啡”事件、“天然橡膠R708”事件等。

報表和指標體系，並下發通知要求期貨公司按要求報送監管報表。至此，我國對期貨公司以淨資本為核心的監管報表和指標體系基本建立。

儘管我國期貨市場經過了治理整頓，市場規模在進入了規範發展階段（大約從2002年左右開始）後日漸擴大，但是由于盈利模式單一等因素，期貨公司的整體實力依然弱小，不少規模小、資本實力不足的期貨公司的生存狀況在激烈的市場競爭面前依然嚴峻。加上監督管理上存在漏洞，期貨公司股東抽逃出資、挪用客戶保證金的情況屢有發生。為了進一步提高期貨公司的質量，促進期貨公司充足資本實力、增強抗風險的能力，設置期貨公司風險監管指標成為監管層考慮的重點。

在國務院著手修改《期貨交易管理暫行條例》的同時，中國證監會也于2006年11月發布了《期貨公司風險監管指標管理辦法》（徵求意見稿）廣泛徵集各方意見，為出臺正式的管理辦法做好準備。隨著外部條件的成熟，國務院在2007年頒布的《期貨交易管理條例》中擴大了條例的調整範圍，這同時也標志著國家將逐步開放金融期貨經紀業務、投資諮詢業務以及境外期貨經紀業務。對於原本只能從事商品經紀業務的期貨公司來說，其當時的資本實力必然不能滿足開展

以上業務的要求。因此，出臺正式的關於期貨公司風險監管指標的規範性文件的時機已經成熟。在國務院2007年3月6日發布的《期貨交易管理條例》這一期貨監管領域效力最高的行政法規中，就規定了“國務院期貨監督管理機構應當制定期貨公司持續性經營規則，對期貨公司的淨資本與淨資產的比例，淨資本與境內期貨經紀、境外期貨經紀等業務規模的比例，流動資產與流動負債的比例等風險監管指標做出規定”，並規定證監會對不符合持續性經營規則或者出現經營風險的期貨公司採取相應的監管措施³，為證監會進一步制定相關細則及採取監管措施奠定了法律依據。在《期貨交易管理條例》實施後三天，2007年4月18日中國證監會正式頒布了《期貨公司風險監管指標管理試行辦法》。

制度介紹

《期貨公司風險監管指標管理試行辦法》（以下簡稱《辦法》）共分六章三十八條，主要包括風險監管指標的計算、風險監管指標標準、風險監管指標的編制與披露及監督管理四方面的內容。

一、正式引入了以淨資本為核心的風險監管指標

³詳見《期貨交易管理條例》第五十八條、第五十九條

《辦法》中規定，期貨公司風險監管指標包括“期貨公司淨資本、淨資本與淨資產的比例、流動資產與流動負債的比例、負債與淨資產的比例、規定的最低限額的結算準備金要求等衡量期貨公司財務安全的監管指標。”其中淨資本是期貨公司監管的核心指標，是在期貨公司淨資產的基礎上按照變現能力對資產負債專案及其他專案進行風險調整後得出的，是衡量期貨公司資本充足性和資產流動性狀況的綜合性風險監管指標。《辦法》以強調資產流動性的淨資本動態指標代替了以往強調註冊資本金等靜態指標的做法，從而確立了全新的監管指標體系，與國際上金融業普遍使用的監管辦法相一致。

二、設置了具體的、可量化的風險監管指標標準

根據期貨公司所從事的業務，《辦法》規定了不同的風險監管指標標準：一是期貨公司普遍適用的監管指標標準，包括：

- 淨資本不得低於人民幣1500萬元；
- 淨資本不得低於客戶權益總額的6%；
- 淨資本按營業部數量平均折算額（淨資本/營業部家數）不得低於人民幣300萬元；
- 淨資本與淨資產的比例不得低於40%；
流動資產與流動負債的比例不得低於100%；
- 負債與淨資產的比例不得高於150%；
- 規定的最低限額的結算準備金要求。

二是在滿足上述條件的基礎上，提高了委託其他機構提供中間介紹業務或從事交易結算業務、全面結算業務期貨公司的淨資本標準，包括：

- 期貨公司委託其他機構提供中間介紹業務的，淨資本不得低於人民幣3000萬元；
- 從事交易結算業務的期貨公司，淨資本不得低於人民幣4500萬元；
- 從事全面結算業務的期貨公司，淨資本必須同時滿足人民幣9000萬元和客戶權益總額與其代理結算的非結算會員權益或者非結算會員客戶權益之和的6%。

通過對以上風險監管指標的設立和量化，使得期貨公司明確了應該具體符合的標準。同時，不同的期貨公司根據自身股東的實力和發展戰略，可以對應不同的淨資本標準。

總體而言，上述風險監管指標設立了期貨公司正常經營的最低標準，強化了對期貨公司的風險控制，有助於期貨公司提高抗風險能力，從而顯著提高期貨市場的整體抗風險能力。

三、採用了寬嚴相濟的監管方式和措施，使該監管體系易于操作

《辦法》對風險監管指標設置了預警標準：規定“不得低於”一定標準的風險監管指標，其預警標準是規定標準的120%；規定

“不得高于”一定標準的風險監管指標，其預警標準是規定標準的80%。期貨公司風險監管指標達到預警標準的，進入風險預警期，由證監會派出機構采取出具警示函、高管談話、重大業務決策報告、責令增加內部檢查頻率等措施；並給予20個工作日的整改期限。經整改期後風險監管指標仍不符合規定標準的，中國證監會及其派出機構可以依據《期貨交易管理條例》第五十九條的規定采取監管措施。⁴ 在該准用性監管條款所列的七項監管措施中，尤以“限制或者暫停部分期貨業務”最為嚴厲，將對期貨公司的業務經營造成直接影響。

為保障期貨公司具有快速資本補充機制，《辦法》同時規定期貨公司可以以次級債務的方式補充淨資本，對於期貨公司向股東或其關聯企業借入的具有次級債務性質的長期借款，可以在計算淨資本時將所借入的長期借款按照一定的比例計入淨資本。此外對以淨資本為核心的風險監管體系中的核算體制問題，期貨公司如何調整風險管理體系以適應淨資本監管要求問題等，《辦法》也都給出了明確的指示和要求，從而大大提高了應用以淨資本為核心的風險監管體系運行的可操作性。

四、強化責任追究，明確監管部門的職責

4

《期貨交易管理條例》第五十九條所列舉的監管措施包括：（一）限制或者暫停部分期貨業務；（二）停止批准新增業務或者分支機構；（三）限制分配紅利，限制向董事、監事、高級管理人員支付報酬、提供福利；（四）限制轉讓財產或者在財產上設定其他權利；（五）責令更換董事、監事、高級管理人員或者有關業務部門、分支機構的負責人員，或者限制其權利；（六）限制期貨公司自有資金或者風險準備金的調撥和使用；（七）責令控股股東轉讓股權或者限制有關股東行使股東權利。

《辦法》明確了期貨公司及相關人員應根據自己的職權範圍承擔相應的責任，要求期貨公司應當建立與風險監管指標相適應的內部控制制度；應當指定專人負責風險監管報表的編制和報送工作，公司法定代表人、經營管理主要負責人、財務負責人、結算負責人、製表人應當在風險監管報表上簽字確認，並應當保證其真實、準確、完整。

《辦法》要求期貨公司應當聘請具備證券、期貨相關業務資格的會計師事務所對期貨公司年度風險監管報表進行審計，審計機構及人員應當勤勉盡責，對出具審計報告的合法性和真實性負責。充分利用了仲介機構的外部審計監督力量。

根據現有的期貨監管狀況，《辦法》中將對淨資本風險監管體系的監督大部分許可權下放給了證監會派出機構，規定證監會派出機構承擔對所在註冊地期貨公司報送的風險監管報表進行審核、監控期貨公司淨資本狀況、進行現場檢查以及采取監管措施等職責。

結論

採取以淨資本為核心指標的風險監管體系不僅是國際上證券期貨業普遍採用的做法，也是中國期貨市場規範化發展的必然選擇。縱觀中國期貨市場發展的歷史，現存的期貨公司儘管大都經過了行業整頓和市場低

迷的洗禮，但由于內地期貨市場仍然處于成長階段，期貨公司整體資本實力不強，抗風險能力相對偏弱，在此背景下，采用以淨資本為核心的風險監管體系，有助于提高整個行業的抗風險能力。

同時，在2006年中國金融期貨交易所成立，股指期貨上市已經提上日程的情況下，面對市場規模更為龐大的金融期貨市場，期貨公司有必要進一步提升自身的淨資本實力。

《辦法》通過為期貨公司設定相應的淨資本風險監管指標，使得期貨公司必須滿足一定的淨資本充足率，同時考慮期貨公司資本流動性監管指標，進一步量化了期貨公司的抗風險能力，有助于引導期貨公司及時瞭解經營風險，從而實現在良好的風險管理基礎上的業務良性發展。《辦法》將風險控制指標分為淨資本絕對指標和相對指標兩個層次，使期貨公司業務範圍與其淨資本充足水平相匹配，要求期貨公司開展業務必須有相應的淨資本作為支撐，以此來強制期貨公司提高抗風險能力，為使得期貨公司的抗風險能力與業務範圍相匹配，進一步強化了期貨公司的抗風險能力。

此外《辦法》的出臺的意義還在于推進期貨公司的優勝劣汰，促進行業內的整合兼併，使一些資本實力強大的期貨公司能夠獲得更加充分的發展機遇，而對於那些資質相對較弱的期貨公司，則敦促其提升資本，增強實力。儘管關於淨資本與客戶權益的比例規定在《辦法》徵集意見時曾經引起一些期

貨公司管理者的異議，認為《辦法》所定比例過高，不利于部分公司的業務發展。但是隨著《辦法》的實施以及證監會相關規定的支援，大多數期貨公司都通過增資等方式滿足了監管指標的要求。從長遠來看，期貨公司整體實力的提升有助于優化市場主體結構。在股指期貨上市後至今，期貨公司的增資浪潮依然沒有停止，期貨公司的風險承受能力在進入期貨時代後仍然需要不斷加強。由于《辦法》緊隨《期貨交易管理條例》推出，因而也被視為金融期貨推出前的風險防範舉措之一。內地期貨市場尚不發達，期貨公司整體抗風險能力有待加強。而金融期貨的推出，勢必會給期貨市場帶來一場變革。由于股指期貨上市帶來的客戶權益的大幅度增長，期貨公司在獲得發展良機的同時，也將承擔更大的風險。《辦法》根據從事金融期貨業務的不同，規定不同的指標標準在一定程度上雖然會對優質期貨公司的淨資本或者客戶權益帶來了一定的壓力，但是這無疑是符合股指期貨交易推出後要首先保證平穩運行的監管思路的。從適應期貨市場未來發展、監管的角度來看，這套體系的建立，也將為金融期貨的推出奠定基礎，在金融期貨推出前有效解決了風險防範問題。

同時，根據2009年9月1日實施的《期貨公司分類監管規定（試行）》的規定，風險監管指標未達到監管標準及風險監管指標預警的期貨公司都將被扣分。分類監管的結果將直接影響期貨公司的後續發展，使得期貨公司對此極為重視，更進一步敦促期貨公司符合淨資本監管標準。

期貨公司保證金監管制度介紹

期貨市場最顯著的特徵之一就是實行保證金交易，投資者的保證金安全是投資者最基本的權益，保障期貨市場保證金的安全也一直是監管部門工作的重點。中國期貨市場的監管機構採取了保證金安全存管監控制度，以確保投資者保證金的資金安全，具體介紹如下。

法源依據

在我國期貨市場建立之初，由於監管制度的不完善，一些期貨公司在利益的驅動下挪用投資者的保證金從事期貨自營或者進行其他風險投資；也有一些期貨公司受股東操控而淪為公司股東挪用公司客戶保證金的工具。等到東窗事發之時，這些被挪用的保證金往往已經虧空殆盡或者無法追回，造成了投資者的損失，同時也動搖了整個期貨市場誠信的根基。即便是一些本無違規意圖的期貨公司，也往往為了留住客戶而容允一些交易量較大的客戶的透支交易。一旦客戶帳戶發生穿倉，這些期貨公司將直接面臨著巨大的風險。因而，對保證金實施安全的監管措施，不僅是期貨投資者和經營者的切實要求，也是整個期貨市場健康發展的必經之路。

在未建立相應的保證金監管制度前，由於存在明顯的監管漏洞，期貨公司挪用客戶的保證金事件屢有發生。為了建立和完善中國的期貨保證金監管制度，自2001年開始，在中國證監會的指導下，期貨保證金封閉管理的試點工作在杭州等地相繼開展。經過近

兩年的準備，中國證監會於2003年開始在全國嘗試推行期貨公司客戶保證金封閉管理，即通過將期貨公司客戶保證金和自有資金分戶存放，客戶保證金在期貨公司、交易所和結算銀行之間由備案專戶構成的客戶保證金專用帳戶封閉體系內劃轉，以達到防止期貨公司挪用客戶保證金的目的。在封閉管理試行一年後，中國證監會在總結試行經驗的基礎上，於2004年7月正式發布了《期貨經紀公司保證金封閉管理暫行辦法》，對保證金封閉管理作出了更為詳細的規定，明確了具體的運行要求和封閉管理圈中三方的責任義務。保證金封閉管理制度的推行有利于監管部門的監督檢查，提高了期貨公司的違法成本，使期貨公司無法輕易挪用投資者的保證金。

但在該制度運行初期，由於資訊技術等原因，保證金封閉運行管理機制存在一定的缺陷，最明顯的漏洞就在于資料報送的間隔期間較長，在期貨公司兩次數據的報送間隔期間就存在客戶保證金被挪用的可能。2004年8月發生的嘉陵期貨事件就是利用這一漏洞的典型案列。此後不久，萬彙期貨的如法炮製更使得監管層認識到當時保證金封閉管理制度有待進一步的改進和完善。

為貫徹落實《國務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》關於“改革證券、期貨客戶交易結算資金管理制度，嚴禁挪用客戶資產，切實維護投資者合法權益”的精神，2004年9月，中國證監會成立

了由監管部門、期貨交易所、結算銀行和期貨公司共同組成的保證金安全存管工作組，開始對期貨保證金存管制度和監管方式進行深入研究，同時中國期貨保證金監控中心也正式開始籌建。在經過半年多的研究開發之後，保證金監控系統、期貨交易所、期貨公司和結算銀行的資料獲取報送系統的設計開發工作先後完成。2005年10月，保證金安全存管工作在深圳地區11家期貨經紀公司開始試點。次年1月，中國證監會向全國各期貨公司下發了《關於規範期貨保證金存取業務有關問題的通知》，要求各期貨經紀公司定期完成投資者期貨結算賬戶登記工作，並將通過結算銀行轉賬辦理出入金作為推行保證金安全存管的第一步工作。2006年5月，具有日常資料核對監控等多項功能的中國期貨保證金監控中心正式宣告成立，標志著中國期貨市場的保證金安全管理邁上了一個新的臺階，期貨市場傳統的保證金管理模式發生了積極變化，以保證金監控中心為依托的新的保證金安全管理模式正式成型。

我國目前雖然尚未就保證金安全存管制度制定專門的規範性規定，但是2007年修訂的期貨監管領域效力最高的《期貨交易管理條例》對保證金安全存管制度作出了原則的規定。《條例》除了對保證金收取的標準、存放、權屬、劃轉情形等內容作了規定外⁵，也對保證金安全存管監控機構的設立及其職能、以及建立、健全保證金安全存管監控制度作出了明確的規定⁶。此外，關於保證金監管制度的規定也散見于《期貨公司管理辦法》、《期貨交易所管理辦法》等證監會制定的部門規章中。

制度介紹

中國現行的保證金監控制度以保證金封閉管理為基礎，以保證金監控中心的每日資料稽核為依托，以投資者保障基金作為投資者保證金安全的最終保障。自2006年起，中國證監會及中國期貨保證金監控中心陸續出臺或完善的多部關於加強保證金監管的規範性文件中均對保證金安全管理做出了明確的

5

《期貨交易管理條例》第二十九條：期貨交易應當嚴格執行保證金制度。期貨交易所向會員、期貨公司向客戶收取的保證金，不得低於國務院期貨監督管理機構、期貨交易所規定的標準，並應當與自有資金分開，專戶存放。

期貨交易所向會員收取的保證金，屬於會員所有，除用于會員的交易結算外，嚴禁挪作他用。

期貨公司向客戶收取的保證金，屬於客戶所有，除下列可劃轉的情形外，嚴禁挪作他用：

- (一) 依據客戶的要求支付可用資金；
- (二) 為客戶交存保證金，支付手續費、稅款；
- (三) 國務院期貨監督管理機構規定的其他情形。

6《期貨交易管理條例》第五十六條 期貨保證金安全存管監控機構依照有關規定對保證金安全實施監控，進行每日稽核，發現問題應當立即報告國務院期貨監督管理機構。國務院期貨監督管理機構應當根據不同情況，依照本條例有關規定及時處理。

第五十七條 國務院期貨監督管理機構對期貨交易所、期貨公司及其他期貨經營機構和期貨保證金安全存管監控機構的董事、監事、高級管理人員以及其他期貨從業人員，實行資格管理制度。

規定和要求，並在實踐中不斷改進中國期貨保證金存管法律法規體系，使得期貨保證金管理日趨完善。

一、保證金封閉管理制度

中國當前的保證金安全存管制度是在《期貨經紀公司保證金封閉管理暫行辦法》所建立的保證金封閉運行管理制度的基礎上逐步改進和完善的。

保證金封閉運行是指在期貨交易所、各結算銀行和期貨公司之間建立一個由保證金專用賬戶、結算賬戶等專戶構成的封閉圈，期貨公司必須將客戶保證金存入保證金專用賬戶，在理論上除法規允許的正常支付行為外，客戶保證金一般不能跳出該封閉系統被挪作他用。雖然保證金封閉運行管理制度在一定程度上給不法期貨公司挪用客戶保證金設置了障礙，但是由于期貨市場采用二級結算，在封閉管理制度運行之初只有期貨公司掌握投資者的全部結算資訊；封閉圈內眾多賬戶之間的資金劃轉缺少專門監控機構的即時監測，銀行很難判斷眾多賬戶之間資金劃轉的合規性。在中國期貨保證金監控中心成立之前，中國證監會通常在月末對各期貨公司的客戶權益和保證金進行檢查核對；如果不法期貨公司在月間挪用，在月末通過其他資金拆借方式填補漏洞，就有可能躲過監管部門的檢查。此外，由于中國證監會檢查的依據之一是期貨公司自己申報的客戶權益，資料本身的真實性不能保證，如果期貨公司長期刻意精心維護兩套結算和財務賬，監管

部門、期貨交易所、結算銀行甚至會計師事務所都很難在短期內發現問題。

爲了進一步完善保證金封閉管理制度存在的漏洞，徹底解決保證金安全存管問題，中國證監會首先發布了《關於規範期貨保證金存取業務有關問題的通知》，要求投資者辦理登記期貨結算賬戶，並規定投資者僅能通過結算銀行轉賬的方式辦理出入金，從而將保證金存取業務納入結算銀行系統，爲全面推行和完善保證金安全存管工作打下了良好的基礎。而隨著2006年中國期貨保證金監控中心的正式成立並開始運行，中國的保證金安全存管制度終於有了重要保障。

二、中國期貨保證金監控中心

成立于2006年的中國期貨保證金監控中心是經國務院同意、中國證監會決定設立，並在國家工商行政管理總局注冊登記的期貨保證金安全存管機構，是非營利性公司制法人。其主管部門是中國證監會，其業務接受中國證監會領導、監督和管理。監控中心的主要職能有：

1. 建立並管理期貨保證金安全監控系統，對期貨保證金及相關業務進行監控；
2. 建立並管理投資者查詢服務系統，爲投資者提供有關期貨交易結算資訊查詢及其他服務；
3. 督促期貨市場各參與主體執行中國證監會期貨保證金安全存管制度；

- 4.將發現的各期貨市場參與主體可能影響期貨保證金安全的問題及時通報監管部門和期貨交易所，按中國證監會的要求配合監管部門進行後續調查，並跟蹤處理結果；
- 5.為期貨交易所提供相關的資訊服務；
- 6.研究和完善期貨保證金存管制度，不斷提高期貨保證金存管的安全程度和效率；

保證金監控中心的基本職能是通過每日收集各期貨結算銀行、交易所、期貨公司報送的交易、交割、資金等結算資料，分析保證金是否得到正確的處置。依托強大的資料處理能力，監控系統將結算銀行、交易所、期貨公司三方的結算資料進行計算和核對，實現保證金管理的逐日監控。通過資料的校核，監控系統能夠檢查各期貨公司所吸納的投資者資金是否足額存放在期貨保證金封閉圈內；各期貨公司存放在保證金封閉圈內的自有資金是否符合監管部門的要求；各期貨公司向投資者提供的成交、持倉、交割、交易盈虧等交易結算資料是否與交易所的記錄一致；是否按規定辦理出入金；是否存在挪用投資者保證金等違規行爲。

中國期貨保證金監控中心的每日稽核不僅能更好地保護期貨投資者的資金安全，還可以爲投資者提供結算單、追加保證金通知等服務。

三、期貨投資者保障基金管理制度

雖然當前的保證金安全存管制度能夠有效保障投資者的保證金不被挪用，但是在期貨公司嚴重違規或者風險控制不力時，投資者的保證金依然有遭受損失的可能。2007年中國證監會和國務院財政部聯合發布了《期貨投資者保障基金管理暫行辦法》，爲投資者保證金的安全做了進一步的保障。該辦法對投資者保障基金的籌集、管理、監督、使用等方面做出了明確規定，在期貨公司嚴重違法違規或者風險控制不力等導致保證金出現缺口時，保障基金將按比例對投資者進行償付，使得投資者在保證金萬一遭遇不測時有了更爲切實的保障。期貨投資者保障基金的設立標志著中國期貨市場的最後救助機制正式確立。隨著嘉陵期貨案件中的投資者相繼得到保障基金的補償，投資者自此終于不必再擔憂保證金無辜受損後的受償問題。

結論

中國期貨保證金監管制度的建立經過了試點、推廣、再試點、再推廣的螺旋式發展過程。保證金監管制度隨著期貨市場的發展而不斷完善。當前施行的保證金安全存管監控制度通過保證金監控中心對期貨公司、期貨交易所、保證金存管銀行報送資料的每日稽核，是對原本保證金封閉運行管理制度的進一步完善。在保證金監控中心開始履行職能之後，嚴重的保證金挪用事件基本絕跡。可以說，功能強大的保證金監控中心是中國保證金安全存管監控制度得以有效落實的依托和保障。監控中心的逐日監控不僅封閉了非法挪用保證金的操作空間，也把各級監管

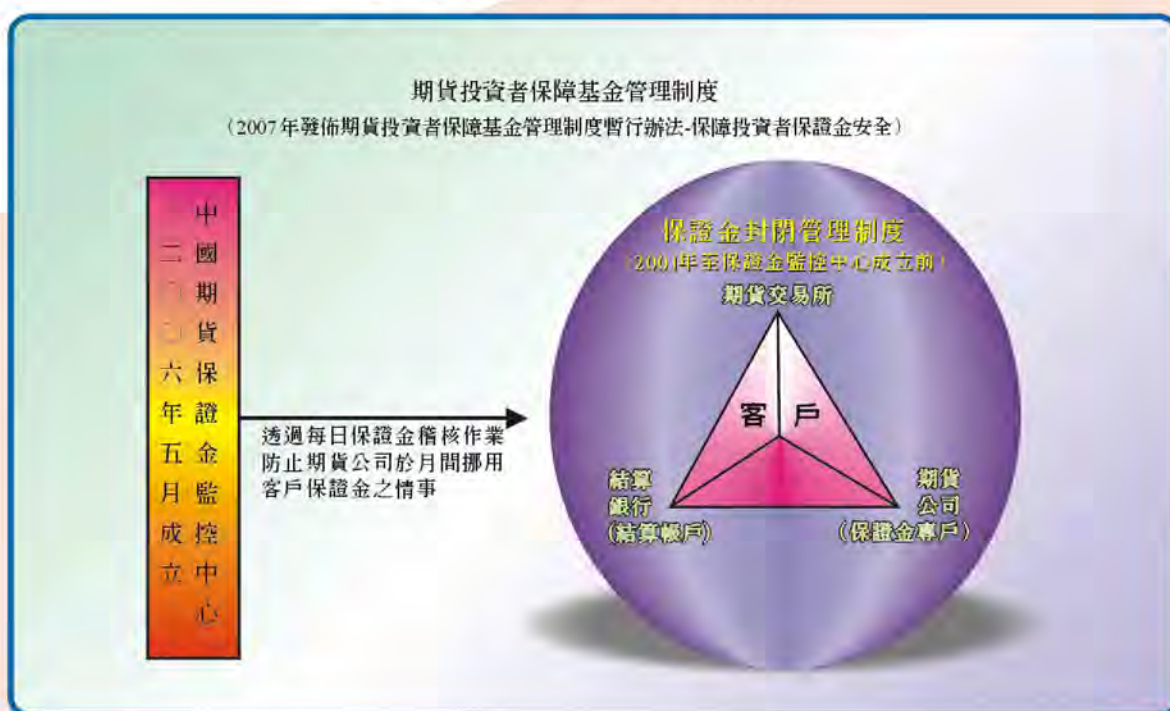
部門從繁重的保證金現場檢查工作中解放出來，更使得投資者對期貨市場的信心得到恢復和提升，保障了期貨市場進一步的健康發展。

無論是應對2008年以來國際金融危機對中國期貨市場的劇烈衝擊，還是經歷了股指期貨上市後期貨保證金的快速擴大，保證金監控中心都為中國的期貨市場的平穩運行發揮了重要作用。保證金監控中心的資料集中分析監測為監管部門提供了市場風險承受程度的資料，為監管部門和期貨交易所制定的風險應對措施提供了重要的依據；中心的監控和預警工作極大地提高了期貨公司風險控制水平，為化解歷次行情大幅波動風險打下了良好的基礎。目前建立的保證金安全監控

體系雖然能夠滿足當前的監管需求，但距全面動態監管仍有一定的距離。當前的保證金逐日監測是對每日交易完成後的資料進行稽核，相當於是一種事後控制；而從發達國家期貨市場的風險管理看，交易過程中的即時動態管理處於更加重要的位置。要實現中國保證金安全存管的事中控制，就必須在當前資料大且集中的基礎上，通過技術創新和技術完善，實現對每個客戶出入金等結算資訊的即時自動核對，從而能夠在第一時間發現保證金的異動。隨著中國期貨市場規模的進一步擴大，保證金安全存管制度仍然有不斷完善的需求，建立動態的期貨保證金安全監控體系將對中國期貨市場的穩步發展起到進一步的促進作用。

CNFA

中國期貨公司保證金三大監管制度



期貨公司分類監管制度介紹

中國期貨市場經過近二十年的發展，期間雖然對期貨公司進行了嚴格的清理整頓，但是截至2008年底，期貨公司整體數量仍然在170家左右，且整體實力較銀行、證券等金融機構來說較為弱小。期貨公司數量的繁多使得監管部門監管資源無法得到有效分配和利用。因此，為優化監管資源配置，促進期貨公司間的兼併重組，扶持部分優質期貨公司，淘汰落後期貨公司，提升期貨經紀業的整體實力，中國證監會于2009年正式開始實施期貨公司分類監管制度。

法源依據

在期貨公司分類監管制度出臺之前，市場各參與主體均以交易量、交易額、注冊資本等“量”的指標評判期貨公司的市場地位，導致期貨公司過分追求“量”的增長，從而放鬆了合規性經營及盈利能力等“質”的提高。長期以來，期貨公司經營管理水平及風險控制能力良莠不齊；行業競爭無序，同質化競爭嚴重的狀況使得許多期貨公司處于虧損狀態或者在虧損邊緣掙扎。儘管在過去幾年裏，相關法律法規的不斷完善對期貨公司的規範管理進行了積極引導，但對於期貨公司的整體發展方向並沒有一個非常明確的框架性目標。而且隨著期貨市場的迅速發展，期貨公司的業務規模日益擴大，監管任務日益繁重，監管部門的壓力也越來越大，

而監管資源無法有效分配到資質較差、須接受較為嚴格監管的期貨公司上，容易導致風險事件的發生。綜合以上因素，監管層有必要從政策的角度扶優限劣，以促進市場的整體健康發展。

在此背景下，中國證監會開始考慮借鑒國際上金融機構監管的“風險導向”模式，根據各期貨公司的業務規模和風險狀況采取差異化的監管措施，從而提高監管的有效性，優化監管資源配置，提高監管效率。

2004年7月，中國證監會在業內推行經世界銀行支援完成的一套新的期貨公司會計準則和報表系統，“經調整的淨資產”是整個報表系統的核心內容。這套新的報表系統加強了對期貨公司風險控制和防範能力的監管，是當時對期貨公司進行監管的核心條款。2005年2月將期貨公司的結算準備金從50萬元提高到200萬元，並且要求用期貨公司的自有資金足額繳納的政策，進一步提高了對期貨公司的資質要求。事實上，這已經是中國證監會為採取期貨公司分類監管制度所做的準備。

2005年，期貨公司經營業績普遍下滑，引起了監管部門的進一步重視。在加強監管的基礎上，有關部門開始積極考慮期貨公司的創新業務。其基本思路為：建立以“淨資

本”為主要參考指標，綜合其他指標的對期貨公司進行分類管理的制度框架，給予不同類別期貨公司相應的經營業務資格。在對於如何確定具體的分類監管標準方面，中國證監會進行了調研和探討，並分別在北京、上海和深圳等地以座談會形式進行討論，聽取業界意見，並進行可行性研究。

2007年4月15日，修訂後的《期貨交易管理條例》正式實施，期貨公司的業務範圍將由商品期貨擴展到金融期貨和期權交易。期貨公司除申請經營境內期貨經紀業務外，還可以申請境外期貨經紀業務。這有助於期貨公司突破傳統單一經營模式束縛，改變期貨行業同質化競爭局面，促進期貨公司的多元化發展。同時，修訂後的《期貨交易管理條例》的實施，為對期貨公司實行分類監管打下了良好的制度基礎，尤其在分類監管結果的運用方面，有了更為切實的依據。

2007年4月18日，中國證監會正式頒布了《期貨公司風險監管指標管理試行辦法》，其中以淨資本為核心的風險監管指標和風險監管指標預警制度，為期貨業實行分類監管作好了指標管理的鋪墊。

2007年6月27日，《中國金融期貨交易所會員管理辦法》開始實施，採取對結算會員分級管理的方式，將交易所的會員分為交易會員和結算會員，對結算會員又分成交易結算會員、全面結算會員和特別結算會員。該管理辦法一方面適應了新形勢下加強金融期貨市場風險管理的要求，另一方面也為對

期貨公司進行分類管理拉開了序幕。

2009年7月30日，中國證監會發布了《期貨公司分類監管規定（試行）（徵求意見稿）》，並於7月30日至8月13日向社會公開徵求意見。在徵求意見期間，市場各方反應積極。中國證監會吸收採納了部分反饋意見，並於2009年8月17日正式對外發布《期貨公司分類監管規定（試行）》。這標志著中國期貨行業正步入以期貨公司風險管理能力為基礎，結合公司市場影響力和持續合規狀況的分類監管時代。這是中國期貨市場監管理念和監管方式的重大進步，同時也是中國期貨行業步入良性發展軌道的重大轉折。

制度介紹

《期貨公司分類監管規定（試行）》（以下簡稱《試行規定》）將期貨公司分為5類11個級別，分別是A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E。其中，A類公司風險管理能力在行業內最高，能夠較好控制業務風險；B類公司風險管理能力在行業內較高，能夠控制業務風險；C類公司風險管理能力與其現有業務規模基本匹配；D類公司風險管理能力低，潛在風險可能超過公司可承受範圍；E類公司潛在風險已經變為現實風險，已被採取風險處置措施。中國證監會對不同類別的期貨公司在監管資源分配、現場檢查和非現場檢查頻率等方面區別對待。同時，期貨公司分類結果將作為期貨公司申請增加業務種類、新

設營業網點等事項的審慎性條件，同時也是中國證監會確定新業務試點範圍和期貨投資者保障基金不同繳納比例的依據。

《試行規定》中，期貨公司分類的指標主要包括風險管理能力、市場影響力、持續合規狀況三大類指標。具體評價方法為：設定正常經營的期貨公司基準分為100分，在此基礎上，根據期貨公司上述評價指標得分情況，進行相應加分或扣分，最終確定期貨公司的評價計分。

風險管理能力指標重點關注期貨公司的客戶資產保護和資本充足等核心監管制度，以及公司治理、內部控制等保障性制度的合規情況，包括客戶資產保護、資本充足、公司治理、內部控制、資訊系統安全、資訊披露共6類33項指標，期貨公司對各種風險的控制能力和管理能力；市場影響力指標主要考慮了指標的代表性、資料的可獲得性和區分度等因素，具體指標包括日均客戶權益總額、經紀業務盈利能力、淨利潤三項指標，反應的是評價期內期貨公司的業務規模和盈利能力。持續合規狀況指標主要根據期貨公司在評價期內發生的違規行為、期貨行業自律組織採取的紀律處分、中國證監會及其派出機構採取的監管措施、行政處罰，或者司法機關採取的刑事處罰進行評價。

為了保證期貨公司分類監管工作的公信力和權威性，《試行規定》中明確期貨公司分類評價採取期貨公司自評、中國證監會派出機構初審、評審委員會復核和評審、中國

證監會確認評價結果的方法。分類結果由中國證監會採取“一對一”的方式向期貨公司發送通知。期貨公司對評價結果有異議的，在收到分類結果通知之日起1個月內可通過中國證監會派出機構向評審委員會提出書面申訴。期貨公司不得對外公布分類結果，不得將分類結果用于廣告、宣傳、營銷等商業目的。期貨公司分類結果主要供中國證監會及其派出機構、各期貨交易所、期貨保證金監控中心、中國期貨業協會等機構使用。

《試行規定》中還實行了“一票降級”制度，即如果期貨公司在評價期內出現規定的違規行為，在分類評價時將公司類別下調3個級別，情節嚴重的，直接評為D類。該類違規行為包括股東虛假出資、股東抽逃出資、挪用客戶保證金、超範圍經營、資訊系統不符合監管要求、日常經營及自評中向中國證監會及期貨保證金監控中心報送虛假材料等情形。通過“一票降級”制度，向市場傳遞了明確的政策信號，引導期貨公司規範發展。

在《期貨公司分類監管規定（試行）》實施1年後，2010年10月份，中國證監會下發了關於修改《期貨公司分類監管規定（試行）》的徵求意見函（以下簡稱《徵求意見函》）。中國證監會在本次《徵求意見函》中對於去年9月1日起施行的《試行規定》作出了總共20處的修改，著重強調了期貨行業服務國民經濟的能力和優化期貨市場的投資者結構。《徵求意見函》中，期貨公司仍分為5類11個級別。其中，將A類公司重新定義

為風險管理能力、市場競爭力、服務國民經濟能力和持續合規狀況的綜合評價在行業內最高，能夠較好控制業務風險；將B類公司重新定義為風險管理能力、市場競爭力、服務國民經濟能力和持續合規狀況的綜合評價在行業內較高，能夠較好控制業務風險；

《徵求意見函》中最新引入“服務國民經濟能力”的有關內容，並將此作為分類評價和確認期貨公司類別的配套指標，以衡量期貨公司為產業客戶服務的情況，及在優化期貨市場投資者結構方面所發揮的作用。對於服務國民經濟能力優秀的公司，在評價中會給予相應加分獎勵。針對目前期貨公司低手續費的惡性競爭，和股指期貨推出後市場變化的新特點，《徵求意見函》擬對期貨公司市場競爭力評價進行細化，同時對市場競爭力評價指標進行增加，進一步完善了相關的指標。且《徵求意見函》擬增加不同的加分專案。

目前，《期貨公司分類監管規定（試行）》還在修訂當中，但總體而言，新的規定將在原有的《試行規定》基礎上，從數量、程式等方面對期貨公司提出了更加量化和契合實際的考核標準，這將促使期貨公司進一步完善自身的經營理念，有針對性地對公司治理和日常經營作出調整。

結論

期貨公司作為期貨市場的參與主體之一，通過根據期貨公司的風險管理水平和抗風險能力進行分類，對不同類別的公司實行

差異化監管政策，對於促進期貨市場的整體健康發展，具有非常重要的意義。

首先，實行分類監管使監管部門在監管時有法可依、有章可循，監管效率和透明度及權威性大大提高。分類監管可以突出監管重點，有的放矢，避免對不同風險管理水平的期貨公司平均用力，使監管部門有限的資源得到合理有效的配置。

其次，實行分類監管後，由於市場影響力評價指標不像以往那樣按交易量、交易額排名，而是通過淨資產和日均保證金等指標來分級加分，有助於促使期貨公司在經營指標上做出調整，促進期貨市場的平穩運行。

《試行規定》中還減少了註冊資本金專案的權重，同時強調公司盈利能力的重要性。這些監管規定都可以促進期貨公司“練好內功”，依據自身情況提高競爭力，鼓勵期貨公司在規範經營的前提下做大、做優、做強。

再次，實行分類監管有助於促進期貨行業的優勝劣汰和資源整合，提高整個行業的經營水平和競爭力。實行期貨公司的分類監管是完善我國期貨市場制度，促進期貨市場蓬勃發展極為關鍵的一步。在近期正在修改的《期貨公司分類監管規定（試行）》中，明確提到了期貨行業服務國民經濟的能力，這將有助於引導期貨公司在提升競爭力的同時，追求均衡和健康發展，實現由量到質的轉變。



投資者適當性制度

2010年4月16日，滬深300股指期貨正式在中國金融期貨交易所掛牌交易。而作為中國期貨市場的首個金融期貨，其採取了目前商品期貨市場尚未實施的投資者適當性制度。具體介紹如下。

法源依據

股指期貨作為資本市場最重要的風險管理工具之一，在具備價格發現和風險規避功能的同時，參與和交易股指期貨本身，就具有較大的風險。同時，參與股指期貨交易的投資者必須具備相對較高的專業知識。因此，股指期貨的高專業性、高風險性決定了其並不適合所有投資者參與，亦無法成為一個大眾理財工具，只有具備一定的專業知識和較高的風險承受能力的投資者，方是適合進行股指期貨交易的投資者。

在國際金融市場中，投資者適當性制度已經成為金融業的常態。海外一些成熟市場都為這一高風險品種設置了准入“門檻”，股指期貨推出之前進行合格投資者的調查篩選是監管機構的通行做法。例如，1982年美國標準普爾500股指期貨面向機構投資者推出，250美元的合約點位設計有效地限制了個人投資者的參與。韓國在推出股指期貨之初，也曾通過較高的交易單位和最低保證金來限制個人投資者的參與。另外，許多國家

和地區的金融市場也都有不同的適當性制度設計：歐盟金融工具市場法規（MIFID）從銷售適當性的角度出發，要求銀行必須把客戶分為零售客戶、專業客戶與合格的對手方三類，並針對不同客戶履行不同的資訊披露及保護標準。雖然這些制度在稱謂上略有差異，但其理念都是根據投資者的不同而設定差異化的保護水平，都是為了保護投資者而存在的。這對中國股指期貨適當性制度建設有著很好的借鑒作用。

同時，2008年美國次貸危機的爆發並演變為全球性經濟危機，給全球金融市場敲響了警鐘：金融創新必須與市場的接受程度以及投資者的認知水平和承受能力相適應，必須將適當的產品銷售給適當的投資者。否則，金融市場的不斷創新將反而帶來負面效應。

而在國內，在股指期貨之前，中國的基金和信托等金融投資市場亦相繼進行了適當性制度的設計和實施。在基金市場，《證券投資基金銷售適用性指引》對基金銷售行為進行規範，相繼出臺的《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》和《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》，對QFII和QDII的資格標準作出了相應規定。在銀行理財產品銷售領域，銀監會向商業銀行提出了“瞭解你的客戶”原則；《信托公司

《集合資金信託計劃管理辦法》則要求信託計劃的合格投資者是“能夠識別、判斷和承擔信託計劃相應風險的人”。

由于股指期貨的主要功能在於為股票投資者提供風險規避的場所，因此其主要的潛在需求者為中國證券市場的投資者。與美國等成熟市場不同，中國股票現貨市場尚處於新興加轉軌的特殊階段，具有價格波幅大、價格波動頻率高的特點。中國證券市場機構投資者持股市值占A股流通市值的50%左右，中小散戶仍是投資者隊伍的主體。股指期貨作為規避市場系統性風險的工具，對投資者的投資水平和風險承受能力有著更高的要求。如果不通過適當性制度進行限制，表面上是為所有投資者提供了平等參與的機會，實際上是漠視投資者利益，尤其是對中小投資者的不負責任的行為。

因此，為有效保護投資者利益，中國金融期貨交易所自2009年初起，就著手進行股指期貨投資者適當性制度的設計工作。中國金融期貨交易所根據中國證監會關於建立股指期貨投資者適當性制度的指示，在借鑒境內外相關市場的管理規定和制度安排的基礎上，針對中國資本市場特定發展階段的實際情況，進行投資者適當性制度設計。中金所通過組織多家期貨公司通過類比開戶，驗證、完善相關指標和業務操作模式的方式，逐步完善投資者適當性制度的設計工作，並將意見反饋給中國證監會。2010年1月8日，在國務院原則上同意股指期貨上市後，中國證監會加快了投資者適當性制度的設計進

度。2010年1月15日，中國證監會發布了《關於建立股指期貨投資者適當性制度的規定（試行）（徵求意見稿）》，公開向社會徵求意見。在徵求社會意見的基礎上，2010年2月8日，中國證監會發布《關於建立股指期貨投資者適當性制度的規定（試行）》，中國金融期貨交易所則同時發布了相關配套制度：《股指期貨投資者適當性制度實施辦法（試行）》和《股指期貨投資者適當性制度操作指引（試行）》。

制度介紹

一、《關於建立股指期貨投資者適當性制度的規定（試行）》（以下簡稱《規定》）

《規定》主要是對建立股指期貨投資者適當性制度提出原則要求，授權自律組織制定具體實施辦法，並對監管安排進行規定。

- 1.規定股指期貨市場投資者適當性制度的基本內容。即根據股指期貨的產品特徵和風險特性，區別投資者的產品認知水平和風險承受能力，選擇適當的投資者審慎參與股指期貨交易，並建立與之相適應的監管制度安排。
- 2.明確對投資者參與股指期貨交易的基本要求。投資者應當全面評估自身的經濟實力、產品認知能力、風險控制能力，審慎決定是否參與股指期貨交易。投資者應當如實申報開戶資料，不得採取虛假申報等手段規避投資者適當性標準要

求，投資者應當遵守“買賣自負”的原則，承擔股指期貨交易的履約責任。

3. 強化期貨公司落實股指期貨適當性制度的責任。一是應當根據適當性制度規定建立並有效執行客戶開發管理制度和開戶審核工作制度，完善業務流程和內部分工，建立以瞭解客戶和分類管理為核心的客戶管理和服務制度；二是向投資者充分揭示股指期貨風險，全面客觀介紹股指期貨法律法規、業務規則和產品特徵；三是對投資者資金和交易經歷嚴格把關、測試投資者的股指期貨基礎知識，審慎評估投資者的風險承受能力，認真審核投資者開戶申請材料；四是應當建立客戶資料檔案，並為客戶保密。

4. 明確有關各方的監管協作機制。中國證監會及其派出機構，中國金融期貨交易所，中國期貨保證金監控中心，中國期貨業協會應當按照“統一領導、各司其職、各負其責、加強協作、聯合監管”的原則，加強監管協作。

5. 明確監督檢查職責。中國證監會及其派出機構對期貨公司執行投資者適當性制度的情況進行監督檢查。中國金融期貨交易所、中國期貨業協會對期貨公司執行投資者適當性制度的情況進行自律管理。中國期貨保證金監控中心對期貨公司執行投資者適當性制度的最低資金要求進行核查驗證。期貨公司違反投資者適當性制度要求，中國證監會及其派出

機構依據相關法律法規的規定，採取監管措施；情節嚴重的，根據《期貨交易管理條例》第七十條的規定進行行政處罰；中國金融期貨交易所、中國期貨業協會根據業務規則和自律規則對其進行紀律處分

此外，《規定》中還明確了取得中間介紹業務資格的證券公司的責任。取得中間介紹業務資格的證券公司接受期貨公司委託，協助辦理開戶手續人員，應當對投資者開戶資料和身份真實性等進行審查，向投資者充分揭示股指期貨交易風險，進行相關知識測試和風險評估，做好開戶入金指導，配合處理客戶糾紛，嚴格執行投資者適當性制度。中國證監會及其派出機構發現證券公司違反投資者適當性制度要求，依法採取監管措施或予以行政處罰。

二、《股指期貨投資者適當性制度實施辦法（試行）》（以下簡稱《實施辦法》）

《實施辦法》主要是對股指期貨投資者提出了具體的准入門檻，同時對適當性標準的操作及適當性綜合評估要求作出相應規定。另外還明確了交易所、期貨公司的權利和義務。

投資者適當性標準包括以下幾個方面：一是資金門檻要求；二是具備股指期貨基礎知識，通過相關測試；三是股指期貨仿真交易經歷或者商品期貨交易經歷要求。

1. 自然人及法人投資者具體開戶標準如下：

自然人投資者：

- (1)申請交易編碼前一日保證金賬戶可用資金不低於人民幣50萬元；
- (2)至少有10個交易日、20筆以上的股指期貨仿真交易成交記錄，或者最近三年內具有至少10筆以上的商品期貨成交記錄；
- (3)具備股指期貨基礎知識，通過相關測試，成績在80分以上；
- (4)綜合評估分達到70分以上；
- (5)不存在嚴重不良誠信記錄。

一般法人投資者：

- (1)淨資產不低於人民幣100萬元；
- (2)申請交易編碼前一日保證金賬戶可用資金餘額不低於人民幣50萬元；
- (3)具有相應的決策機制和操作流程；
- (4)相關業務人員具備股指期貨基礎知識，通過相關測試，成績在80分以上；
- (5)具有至少10個交易日、20筆以上的股指期貨仿真交易成交記錄；或最近三年內具有10筆以上商品期貨交易成交記錄；
- (6)不存在嚴重不良誠信記錄等。

特殊法人投資者：

- 1.除一般法人投資者提供的材料外，

還需獲得監管機構或主管機關的批准。

- 2.規定了交易所的權利和義務。其中包括對適當性標準調整的幅度、對期貨公司違法、違規行為實施監督管理。
- 3.規定了期貨公司的權利和義務。主要有以下幾方面：

- (1)要求期貨公司審慎評估適當的投資者進入股指期貨市場，並樹立以瞭解客戶和分類管理為核心服务理念。
- (2)要求期貨公司制定股指實施方案，建立工作制度，對公司內部進行合理分工及規定業務操作流程。
- (3)要求期貨公司建立及完善客戶檔案，對客戶資訊嚴格要求保密。
- (4)要求期貨公司提供投訴渠道，妥善處理客戶糾紛，確保依法合規經營，維護客戶合法權益和企業聲譽，提升企業核心競爭力。

三、《股指期貨投資者適當性制度操作指引（試行）》（以下簡稱《操作指引》）

《操作指引》主要是對以上兩個文件的配套，其中明確規定了期貨公司等為股指期貨開戶的仲介機構必須遵循的流程和對投資者進行審核的標準和準則。《操作指引》除“總則”外，主要包括兩部分的內容，一

是股指期貨投資者適當性標準操作要求，二是股指期貨投資者適當性綜合評估操作要求。

1. 股指期貨投資者適當性標準操作要求

本部分規定，期貨公司在為投資者開立股指期貨交易編碼前，必須確認投資者的資金達到50萬以上，且符合其他《股指期貨投資者適當性制度實施辦法（試行）》規定的要求，且須對投資者進行必要的知識測試，並對知識測試的具體做法進行了規定，要求期貨公司會員根據交易所統一編制的試卷對投資者進行測試。

2. 股指期貨投資者適當性綜合評估操作要求

本部分規定，期貨公司必須股指期貨投資者適當性綜合評估的實施辦法，並填寫《股指期貨自然人投資者適當性綜合評估表》（附有樣本），並對評估表中每項的分值進行了詳細規定，如綜合評估滿分為100分，其中基本情況、相關投資經歷、財務狀況、誠信狀況的分值上限分別為15分、20分、50分、15分。同時，對每項評分的具體情況進行了詳細的闡述，如投資者基本情況包括年齡與學歷兩個方面，評估分值上限分別為10分與5分；投資者投資經歷包括商品期貨交易經歷與證券交易經歷兩個方面，評估分值上限分別為20分與10分等等。

結論

股指期貨投資者適當性制度的實施限制了風險承受能力較弱的投資者進入股指期貨市場，其從保護投資者利益的角度出發，對進入股指期貨市場的投資者進行了嚴格的要求，有利的保障了股指期貨上市後的平穩運行，促進了中國期貨市場的健康發展。

股指期貨上市八個多月來，在市場參與面不斷擴大，日均成交量和持倉量穩步增長，新增開戶數與日俱增的情況下，市場整體運行平穩有序，且價格發現功能和風險規避功能日益發揮。截至2010年12月底，股指期貨已經順利完成了八個合約的交割，且每個交割合約與現貨基差回歸都形成了較好的收斂。

因此，股指期貨適當性制度較好的詮釋了將合適的投資產品給合適的投資者的理念，有效的降低了股指期貨市場的運行風險，確保了股指期貨上市後的平穩運行，亦為今後其他金融衍生產品的推出打下了良好的基礎，有助於中國期貨市場價格發現和風險規避功能的進一步發揮，促進中國期貨市場的健康發展，並進一步提高期貨市場為國民經濟服務的能力。



2010年台北國際期貨論壇

高頻交易國際經驗之交流

- 歐洲期貨交易所之高頻交易經驗分享
- 高頻交易者之經驗分享（一）
- 高頻交易者之經驗分享（二）
- 高頻交易之國際發展趨勢綜合座談 Q&A

2010 Taipei International Futures Forum
An International Perspective on High-Frequency Trading



Feature Report

專題報導

期貨公會一年一度的盛事-台北國際期貨論壇，業於99年11月16日圓滿舉行完畢。為因應目前國際間最新的發展趨勢與潮流，由本會國際事務委員會委員一致通過，將99年探討的題目訂定為「高頻交易國際經驗之交流」，本議題受到期貨從業人員的熱烈迴響，名額一開放，旋即額滿，與會人數超過300人，創下本會自舉辦以來新高。此次論壇邀請兩家排名全球衍生性商品交易所前五大之歐洲期貨交易所(Eurex)、倫敦國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)來台分享高頻交易的發展背景、未來發展趨勢與風險控管的機制。此外，更難得邀請到高頻交易實務之專家David Samuel及Ron Hertshten，本刊特摘錄其精隨，以供讀者分享。

高頻交易國際經驗



歐洲期貨交易所之高頻交易經驗分享

Eurex Mr. Gregor Althoff 演講精華摘要

整理：沈素吟



高頻交易在Eurex的發展

Mr. Gregor Althoff在1998年加入Eurex Frankfurt AG，從事衍生性商品交易年資超過10年，他自2007年成為德意志交易所與Eurex聯合組成的亞洲暨中東市場發展團隊之成員，負責蒐集亞太地區市場發展資訊，並推動亞太地區各項業務發展。

Gregor Althoff 指出高頻交易 (high-frequency trading)是維持電子市場流動性的關鍵因素之一，高頻交易策略的特徵有三項：

- (1) 利用每日價格的波動，賺取極微幅價差；
- (2) 每筆交易平均賺取微薄利潤；

(3) 以頻繁的交易賺取可觀的獲利。

Gregor Althoff表示高頻交易者對變動成本的敏感度特別高，例如：交易手續費，因此，Eurex針對高頻交易者特別推出兩項優惠辦法，第一、造市商手續費折扣：凡造市者所創造的市場交易量達到某程度，即享有交易手續費折扣，最高可達90%；第二、交易量的折扣：就非造市者之自營商而言，只要達到足夠的成交量規模，即可得到Eurex高達30%交易費折扣。

目前，Eurex每筆期貨交易循環時間(下單、成交、回報)約1.5~2毫秒，過去十年，Eurex不斷的強化電子交易系統，縱使交易量比過去大幅成長，但交易處理的速度反而更快。

沒有良好的風控機制，速度也沒有任何意義

Eurex在過去的市場歷程中，已發展出一套完整規範，保護會員及市場運作，使其免除遭受突發事件干擾。Gregor Althoff表示，首先，交易層面：Eurex將會檢視價格的可信度，確認是否符合正常價格下單的範圍，如果偏離正常價格太遠，交易所將會發出警訊，決定是否執行此筆交易，不過，針對流動性較差的商品，將可忽略此警訊，繼續執行此筆交易；第二、抑制價格波動的工具：在美國可以說廣受爭議的一項工具，基本上，假如某項產品在某段期間成交價格持續偏離正常範圍太遠，Eurex將會停止這項產

品交易；第三、流動量的限制：透過會員交易量的數據去設定市場交易量的上限，因此，任何一個高頻交易或演算法交易，都會有交易量的限制；最後一項工具則為停止按鈕(stop button)，如果Eurex發現問題會員，會立即取消會員編號和停止下單的行為。

自2008年美國股市暴跌事件後，Eurex更加加強及時監控會員的風險，同時，提供結算會員更多風險控管的服務，Gregor闡述，因體認到高頻交易速度快，也意味著金錢損失極快，Eurex涵蓋包羅萬象的風險管理工具，以下簡述相關因應與防護措施：

- (一) 操作的管控機制：結算會員可以定義哪些商品為非結算會員可以交易，與設定最大下單數量，它也有所謂停止按鈕(stop button)的功能，一旦發現問題，某結算會員或非結算會員的電腦連線就會被暫停。
- (二) Eurex交易確認：爲了要做部位的及時監督，結算會員在任何時間皆可取得自己，或非結算會員部位的最新資料。
- (三) 每十分鐘提供結算會員一次風險報告：報告中含有保證金、抵押品等相關的風險資訊。
- (四) 詳細及時的風險資料：隨時將風險資料，輸入到結算會員和交易會員的風險控管系統，即可接受到及時詳細的風險資料。

歐美主管機關檢視高頻交易

2010年1月，美國證管會(Securities and Exchange Commission, SEC)發表一篇“證券市場結構的概述”(Concept Release on Equity Market Structure)，對市場參與者進行調查，並就以下幾個問題進行探討，「高頻交易對市場的公平性、高頻交易對市場的貢獻與可能引發的系統性風險(Systemic Risk)，以及共同機房(Co-location)的服務所造成進入市場的公平性」，Gregor認為以上都是非常重要的議題。事實上，歐洲證券管理委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)也在2010年4月發表“歐洲證券市場個體結構”，公開詢問市場參與者類似的問題，例如：高頻交易的優勢與風險，特別是共同機房服務的興起，如何確保投資者皆能公平進場。

從市場參與者得到的回饋如下：一般而言，高頻交易確實促進市場的流動性，同時，降低價格的波動。但是，還是有潛在的風險存在，可能會有惡意演算法的侵害，破壞市場正常交易，造成市場流動量瞬間流失，價格跟市場基本面的關係很可能因此受到短線交易策略的操控。共同機房的益處在於降低延遲，因此可加速成交，另外，共同機房服務必須確保所有市場不同的投資人皆有公平的機會進場，同時須能提高價格變化的透明度。

從2010年5月事件來探討防範措施



美國股市道瓊工業平均指數(Dow Jones Industrial Average)在2010年5月6日發生瞬間暴跌1000多點事件，為防範類似事件再度發生，政府主管機關採取一些可能的管制措施，包括重新啓動熔斷機制(circuit break)，熔斷機制簡單來說指的是盤中停止交易的機制，如果交易中價格波動幅度觸及規定點數，交易將隨之停止一段時間；或交易可以繼續進行，但價格波動幅度不能超過規定點數的一種交易制度，其他相關防範措施，如下所述：

- * 針對個別商品設計標準化的市場暫停交易機制(circuit break)。

- * 重新調整全球市場暫停交易機制。
- * 重新修訂報價的規定，涵蓋「無成交意向報價」(stub quotes)。
- * 鉅額交易停止處理程序透明化，尤其現在市場關聯性非常高，容易引發連鎖效應。
- * 改善整合市場資料處理中心，以增加它的可信賴度。
- * 監控潛在可能操縱市場的行為，避免影響市場正常運作。

因應高頻交易的挑戰，市場結構須做調整

Gregor Althoff表示，高頻交易為電子交易關鍵的一環，交易所勢必針對高頻交易的

崛起而做調整，以促進市場的流動性。首先，交易所將須持續減少延遲(latency)的情況發生，並提供良好的交易環境，以吸引高頻交易者的參與，除此之外，與延遲相較下，交易系統的可靠性和穩定性更是重要。

Gregor Althoff建議，高頻交易者本身必須做好適當的內部風險管理，以及將品質保證程序(QA-procedures)納入考量，另外，結算會員與結算機構需要能夠及時衡量所有投資組合的風險，如果有超過風險限制的情形發生，需立刻停止交易會員的連線，而且必須及時偵測惡意高頻交易者的操作行為。最後，為了確保市場的正常運作，主管機關不應該對高頻交易制定過於嚴苛的限制，這樣一來，反而可能造成更多的問題。



Gregor Althoff 簡歷

現職

歐洲期貨交易所 資深副總經理

經歷

2007年迄今為德意志交易所(Deutsche Boerse)和歐洲期貨交易所(Eurex)聯合組成的亞洲暨中東市場發展團隊之成員，負責搜集亞太地區市場發展資訊，並推動亞太地區各項業務發展方案。

2003至2007年間，督導歐洲期貨交易所商品價格擬定之業務。

2000至2003年間，為歐洲期貨交易所會員業務推動團隊之主管。

1998進入歐洲期貨交易所服務，擔任獨立事業發展諮詢之職務，支援DTB (Deutsche Terminboerse)和瑞士期權與金融期貨交易所(Swiss Options and Financial Futures Exchange, SOFFEX) 合併案之進行，其為現今歐洲期貨交易所(Eurex)之前身。

學歷

德國波昂大學經濟系畢



高頻交易者之經驗分享(一)

高頻交易實務之專家-Cepton執行長David Samuel

整理：沈素吟



Dr. David Samuel對衍生性商品具有深厚的經驗，目前為Cepton公司的執行長，該公司主要負責進行各種金融商品之交易，尤其著重量化分析與高頻交易策略，公司總部位於香港。在擔任Cepton執行長之前，他負責推動蘇格蘭皇家銀行(RBS)股票衍生性商品之業務，David Samuel曾任職於雷曼兄弟公

司，擔任量化研究員與衍生性商品交易者，除在業界豐富之經驗外，他自2001年到2008年，在牛津大學量化金融學系授課。David Samuel擁有蒙大拿州立大學(Montana State University)理論天文學博士，及牛津大學物理系之碩士學位。

David Samuel首先表示，很榮幸主辦單位邀請他到台灣，使他有機會與台灣期貨業界的從業人員分享他從事高頻交易多年的交易經驗，高頻交易簡單來說，是一種「低延遲交易的方式」，因此，David Samuel開宗明義闡述低延遲交易(low latency)的歷史發展、不同交易所之間的低延遲性、緊接著說明低延遲與量化交易間的關係，實際上，高頻交易有很多不同的方法，David Samuel從高頻交易跟量化交易觀念、介紹大數法則跟高頻交易密切的關係、市場生態間不同角色的參與及互動等，本專刊特摘述其精華，與讀者分享。

從歷史看低延遲交易

1815年，發生低延遲交易(low latency trade)最早案例，以歷史著名的滑鐵盧戰役(The battle of Waterloo)為例，當時，英國商人Nathan Rothschild非常了解低延遲交易帶來的好處，為比其他市場參與者早一步獲得訊息，Nathan Rothschild投資大量的快遞員，那時的快遞員就好比是現在的光纖網路，這批快遞員通過英吉利海峽，抵達倫敦，因他們已獲得滑鐵盧戰役最新資訊-拿破崙慘敗，Nathan就在倫敦市場上拋售大量的商品，成功獲利，當倫敦市場大盤崩盤時，又逢低買進，Nathan在市場回檔的時候，再全部賣出獲利。從比利時到倫敦，典型市場訊息的延遲大約為二天，而Nathan聘用的這批快遞員訊息延遲約為一天，他的這種行為模式可被視為低延遲交易的先驅，在早期訊息是延遲

一天，然而，現在是一毫秒，雖然資訊延遲的時間長短不一，但其意義是相同的。

理論上低延遲的限制-距離扮演的角色

近期研究報告在討論，目前是不是有所謂的奈米秒(nanoseconds)? 理論上來說，低延遲到底可以多低? 有沒有可能達到極限? 兩個關鍵因素決定低延遲交易: 1. 實體的距離 2. 電腦做決策的時間。就實體的距離而言，最重要的關鍵為光速，一般而言，在真空裡面光速為每秒 3×10^8 公尺 (m/s)，因此，即可計算不同環境交易下的實體距離，舉例來說，倫敦與香港間、倫敦與紐約之間的距離大約 10^7 公尺，它的延遲時間以光速計算為 10^{-1} 秒，也就是100毫秒，延遲一點也可能到150毫秒，要視實際距離而定；以大州之內的距離來看，例如：倫敦與法蘭克福、新加坡與香港，香港與台北之間的距離約為 10^6 公尺，延遲時間以光速計算為 10^{-2} 秒(10毫秒)；至於共同機房(Co-location)聯線，它的距離為 10^3 公尺，時間延遲為 10^{-6} 秒(1毫秒)，David Samuel說，未來發展可能有客戶在同一台電腦上安裝自己的運作法，甚至在同一個機櫃當中安裝一個主機，距離 10^0 公尺，它的延遲有可能為 10^{-9} 秒(10奈米秒)。在目前的演算法交易下，我們會發現延遲性真正的極限不是實體的距離，而是電腦做決策的時間，也就是在電腦裡面中央處理器所做的決定，雖然目前電腦都為多核心，CPU(中央處理器)不只處理交易的運算法，還需處理作業系統、

文書處理程式、或同時連到網路上接封包。不過，目前有GPU可來專注處理交易的決策，由於GPU不具有CPU的通用性，而具有專用性，習慣上它們都叫做控制器或芯片，GPU它不會跑伺服器，或作業系統，而專門處理交易決策。

不同交易所間的交易策略

Dr. David闡述，交易策略通常從一個交易所、或多個交易所的訊息為基礎來做決定，舉例來說，交易者從事 S&P500指數與 Euro stocks兩項產品的高頻交易，將需等待 CME與Eurex兩家交易所資料回覆的時間，約需花費計40~50的毫秒才會接收到交易所回覆的訊息。實際上，與不同交易所間的電腦連線與光纖長度將成為一些交易策略的關鍵，而系統的延遲是受到交易所實體地點距離所影響，不過，如果交易所同意彼此使用共同資料中心，數據延遲的問題將可解決。此外，這種因素將會造成彼此交易所間的整併壓力，所以在亞洲做多個交易所的交易策略，大概也要將使用哪個交易所的資料，以及交易決策的地點等納入考量，如果以歐洲為例：法蘭克福與倫敦，假設交易者在倫敦做交易，由於有10毫秒的延遲，對交易者而言，總是處在不利的地位，另外，如果使用演算法或量化的交易決策與人為決策之間，兩者間時間上的差異也扮演了決定性的因素。

量化交易員v.s.傳統的交易員

David Samuel說明一般交易員可分為兩種，一種為現代的量化交易員，他們對於股票、期貨市場沒有特定的信念，因為量化交易員所做的決策都是根據機率而來，他們在螢幕前面看到是一堆圖形、統計圖表，投資標的的不確定性並非關鍵；跟量化交易員相較之下，傳統的交易員認為未來一切是有脈絡可尋的，對買、賣都非常篤定，這群交易員的確有一些非常成功，不過，也有一些交易員面臨極大損失，量化交易員認為傳統交易員太過於不理性，並可能面臨更高的風險。

高頻交易與大數法則

對高頻交易員而言，大數法則是非常重要的，期貨市場被視為一種公平賭局(fair bet)，從機率的觀點來說，即是買、賣的壓力平均應該是一樣的，不管是往上漲、往下跌的機率都是0.5。譬如量化高頻交易員計算出往上漲的機率為0.53、往下跌機率是0.47，即使上漲、下跌的機率相近，通常他還是會執行此筆交易，因為在大數法則下，交易員一天交易上千次，賠錢的機率將降低許多。不過，如果是低頻交易員(low frequency trader)觀察到這樣的機率，他有可能一天才買賣一次，通常他將不會執行此筆交易。以Ceptron公司為例，因為每次交易皆賺取微薄的利潤，每天需進出市場上萬次，因此交易手續費、課稅等成為高頻交易者進入市場的主要障礙。

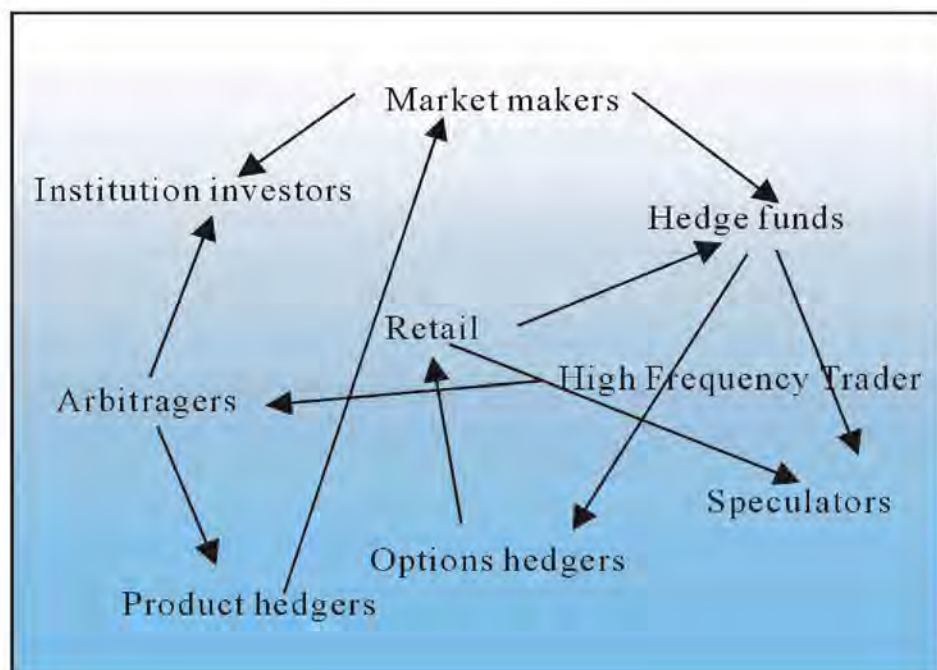
期貨市場生態系統

金融市場當中有不同的市場參與者，他們之間的互動，與自然界的生態系統類似，舉例來說，南極洲的生態系統因為受到氣候暖化的影響，假如生態系統中其中一個環節消失了，將會影響到其他生物的生存，例如：磷蝦絕種、魚就會跟著無法生存，進而影響到企鵝和殺人鯨，因完整的生態系統是環環相扣的，不能讓其中一種生物絕種，否則整個生態系統將會受到衝擊。很有趣的是，這類似期貨市場上參與者，包括：造市者、機構法人、套利者、避險基金、散戶以及高頻交易者等，形成一個期貨市場的生態系統(如圖一所示)，但它顯示的箭頭僅為假設的箭頭，不代表實際上的情況，目的為解

釋期貨市場也是一種生態系統，它們彼此間的關聯性息息相關，如果移除市場其中一個參與者，將會影響整個期貨市場的發展，其實不單只是主動移除一個市場參與者會影響這個市場，假如市場參與者周圍的環境改變了，比如：交易所更改合約規格、交易手續費提升、課徵額外的稅皆會影響參與者的生存。

期貨市場是零和遊戲的市場，在不考慮交易成本情況下，獲利和損失的參與者損益總和為零。然而，期貨市場的本質無法使用圖一的生態系統完全涵蓋在內，舉例來說，目前有選擇權的避險者，假設參與者是在圖一生態系統之外交易的，例如：店頭市場(OTC)的選擇權、或者是結構性產品。David

圖一：期貨市場生態系統



Samuel表示，與會者應該都有對沖選擇權的經驗，若交易人在集中市場與店頭市場間利用Delta作策略買賣的話，雖然期貨市場生態系統損益總和為零，仍會影響這個生態系統內現金的流入、流出。

高頻交易為市場帶來的貢獻

David Samuel指出，很多對於高頻交易的負面報導，主要原因是不了解高頻交易為市場帶來的效益，實際上，高頻交易可以提升市場流動性，市場交易價格也更為公平，並增加市場的可信度。高頻交易它的本質是使用量化的方法，從機率理論的技術與統計

來做決策，不需要人工介入、不受交易者的情緒、心態影響，完全是以演算法的結果，針對市場的資料分析來做決策，故絕對是理性的，因此，Dr. David不認為高頻交易應該被禁止。最後，主管機關是否須對高頻交易有相關法規的監督，David是給予高度肯定的，他認為主管機關應該要監督高頻交易者的風險管理方式，且高頻交易的社群應該與主管機關密切溝通，以利未來市場發展。



David Samuel 簡歷

現職

Ceptron公司之執行長，主要業務為進行各種金融商品之交易，尤其著重量化分析與高頻交易策略。

經歷

2008年，接任RBS量化交易部門主管之職務。

2000至2008年間，在RBS負責推動與股票相關之衍生性金融商品業務之主管人員。

2001至2008年間，於牛津大學量化金融學系開課。

1992至1999年間，任職雷曼兄弟公司，為量化分析師兼衍生性商品交易員。

學歷

蒙大拿州立大學理論天文學博士

牛津大學物理系碩士

高頻交易者之經驗分享(二)

高頻交易實務之專家-GHF集團總經理Ron Hertshten

整理：張祥麟



Ron Hertshten先生自2001年加入期貨業以來，已在英國、以色列、印度、中國等地任職，主要都是負責金融商品交易相關及分析的工作，針對高頻交易更是相當嫻熟，目前Ron Hertshten先生任職於GHF集團總經理。是本會此次邀請的專業交易者之一，希望就一個資深的交易者來看高頻交易以及未來的走向，以供與會者及所有期貨業參考。

演算法的起源與定義

Ron Hertshten先生表示，高頻交易最早出現於股票市場，它的目的相當簡單，就是為了更有效率的執行交易，但卻不會影響市場整體交易，所以廣泛的高頻交易也包括過去大量的人工交易行為，像是當日沖銷。然而隨著科技的進步，電腦科技的進步讓複雜的策略可以透過高速的傳輸，在市場中或各

個市場間進行策略交易，進而使人工漸漸退出了高頻交易。

很多人都會把高頻交易和演算法交易混為一談，其實嚴格說來，高頻交易也算是演算法交易的一種，但演算法交易的範圍更大，簡言之，兩者的差別在於，演算法交易指的是任何以電腦化擬定交易策略的交易模式，所持有的部位可以是長期或短期，但高頻交易則只針對短期為主，在短期內大量交易，而隨著資訊科技的進步，高頻交易也越來越強調速度，部位持有的時間極短，交易者對市場現況的反應極快，因此正如之前講者所提到的，目前交易速度已從毫秒進步微秒，甚至將來的奈米秒，這也使得高頻交易的有另一個更為貼切的正式名稱，即為「低延遲交易」，在最低延遲的狀況下，完成交易。

GHF集團介紹－人工與演算交易並重

GHF集團主要是以交易所的產品作為交易標的，而期貨與選擇權則是主要的範圍，像是商品類、利率類、能源類、股票類、外匯類期貨及選擇權。但交易的模式並不限於純電腦化的高頻交易，除了演算法交易之外，也有很多交易執行是屬於人工交易。也就是說，本集團是人工及低延遲交易並重的，我們並不想要一味地追求速度，和其它交易對手作速度上的「軍備競賽」。我們也是在思考高頻交易對自己的績效有何助益之後，才決定以這種人工和低延遲並重的交易模式，以避免一味追求速度所造成的弊端，

像是高成本的投入及長時間的研發，Ron Hertshten也認為每個人在從事高頻交易之前，都應該有這樣的評估，以確立自己的投入和績效回饋是否合乎自己的要求。

目前GHF集團在全球共有超過600名交易員在各地積極創造流動性，GHF集團提供交易員高頻交易的工具去設計各種不同的策略，像是Correlation trades、Pair trading等等。對GHF來說，我們只是利用高頻交易作為交易員的工具，發揮他們的創意，而不會讓高頻交易限制了他們的交易風格。

高頻交易的風險爭議與交易所的兩難

對於一個資深的高頻交易業者來說，Ron Hertshten先生也將近來針對高頻交易所產生的風險爭議作出歸納，供大家參考：第一，高頻交易使用槓桿的程度並不高，也不會累積部位，也就是說，大多數的交易或是策略組合都是當天平倉，因此系統性風險的影響對高頻交易業者來說並不大；第二，當嚴重的負面消息發生時，高頻交易會增加市場下跌的壓力，以2010年5月6日的事件為例，根據美國CFTC的報告，由於許多共同基金的避險交易，共計賣出了75,000口迷你道瓊指數期貨契約，當天道瓊指數也在15分鐘內下跌至少7%。而高頻交易也在當天開始快速的買賣，在14秒內交易超過27,000口契約，淨買單卻只有約200口，換句話說，實際買賣單比是1比135。所以，高頻交易在當天帶動了交易量，卻抽走了流動性。

對交易所而言，其角色應該是為整體市場提供穩定健全的流動性，也就是讓買賣雙方透過公開交易可以得彼此想要的價格，進而吸引更多的交易者加入。然而，現今不少交易所因為高度競爭都偏向於利潤導向，為了吸引更多人提高交易量，進而創造利潤，大多數交易所都歡迎高頻業者加入。從交易所的角來看，交易量越大流動性越大，高流動性也可以看作交易所的珍貴資產之一，但如上所述，交易量不等於流動性，交易所必須在市場穩定及利潤間取得平衡。其實交易所是可以輕易地透過交易規則，來降低高頻業者對市場穩定性的影響，但其潛在的風險就是可能會失去高頻交易所帶來的交易量，在必須擇其一的情況下，這就讓交易所面臨到一個兩難的困境，市場的穩定還是利潤？而再往更深一層思考，就會發現，在交易量不等於流動性的情況下，其實高頻交易者比較像是在利用流動性，而不一定是在創造流動性，如果高頻交易者主導市場，將其它交易人擠壓出市場，長期來看，對交易所一

定是不良的影響。就如前面有講者提到，整個市場就像是一個生態系統，任何一個物種（交易者）的消失，都會對整個生態造成衝擊，維持市場穩定，吸引不同交易者加入，才是交易所長遠之計。

高頻交易的未來展望

身為高頻交易業者的Ron Hertshten認為，高頻交易的存在，對市場而言的確是好事，但不應過度強調其功能及絕對的優勢，要知道人工交易和高頻交易應該是同樣重要，都應該受到應有的重視，不可偏廢，畢竟沒有一種交易的模式是完美且保證獲利的。在未來高頻交易的發展上，若只是單純強調在速度上的競爭，恐怕只會越來越難，因為科技的發展一日千里，競爭對手要取得同樣的設備也並非難事，交易速度上的軍備競賽遲早會遇到瓶頸，因此未來高頻將會更強調策略的應用，透過差異化的交易策略或是各種交易策略整合來獲取利潤。

CNFA

Ron Hertshten 簡歷

現職

GHF集團總經理

經歷

2010迄今，擔任GHF Capital資產管理公司總經理，公司位於以色列台拉維夫
2008至2010，擔任GHF投資顧問公司總經理，公司位於中國上海
2007年夏，在GHF控股公司擔任暑假短期職務，工作地點在英國倫敦
2005至2006年間，擔任GHF財務管理公司分析師，工作地點在英國倫敦
2004年，服務於GHF財務管理公司印度德里分公司，督導金融商品交易
2003年，擔任GHF財務管理公司期貨交易員，工作地點在以色列台拉維夫
2001-2002年，擔任GHF財務管理公司之期貨交易員，工作地點在英國倫敦
1998-2001年，服務於以色列國防軍隊，擔任通訊官

學歷

美國耶魯大學商業管理碩士
美國密西根大學政治經濟學學士



高頻交易之國際發展趨勢綜合座談Q&A

整理：張祥麟



1.請問要如何為高頻交易選擇交易的市場及商品呢？是否可以提供一些準則作為參考-

答：NYSE Liffe 的Bella Chiu表示，在有能力負擔高頻交易所需的軟硬體設備的前提下，當然就可以尋找交易的市場及商品，但是，必須要先就自己所承受的風險，來計算自己的風險及報酬比，來篩選自己想要交易的市場及商品；Ceptron的Mr. Samuel則表示，以他們過去的經驗來看，對機構法人來說，除了市場的規模、商品的交易量及成本之外，交易的本質和價差也都是考量的重點，舉例來說，韓國的KOPSPI選擇權，因為市場規模夠大，法人和散戶都有，交易成本也低，所以很適合機構投資人像是避險基金進入；但對高頻交易者來說，除了這些外在的考量因素之外，還有就是對市場微結構的了解，必須能夠取得足夠的過去市場資料作回顧測試，而且不但要足夠，更要夠細微，像是TICK檔，讓系統可以針對過去的市場作模擬，畢竟過去的市場軌跡，是對未來交易的重要參考；GHF 的MR. Hertshten則是著重在市場的交易量，他表示，對於他們本身而言，絕對不希望因為本身的交易而受到市場的注意，所以交易量是相當重要的，而且平常在交易時也會保持儘量低的未平倉量（15%~20%），儘量減少未平倉量來降低曝險度，但是如果某交易市場無法承受這個標準，可能就比較不適合高頻交易。

2.請問當您開始使用高頻交易科技時，一開始是否曾遇到困難？是否可以請您舉例說明？

答：Ceptron的Mr. Samuel表示，以當年選擇權及結構型商品為例，當初在進入市場前，硬體及軟體的高門檻的確是一個相當關鍵的難題，因為高頻交易所強調就是速度，需要用到的設備當然要能夠跟上市場其它競爭者，因此對於硬體知識的了解及應用，必不可少，到了後期，隨著科技的發達，可以用投資來滿足對硬體的 demand，但是軟體的部份更是重要的關鍵，舉例來說，目前要作到毫秒交易，商業套裝軟體也許可以作得到，但若要以微秒來進行，一般的交易軟體就作不到了，必須要利用更高階的軟體像是C++，撰寫交易運算程式來滿足需求，然而以上所提到的這些東西，對金融業者來說不甚了解，這也是為什麼，現在從事高頻交易機構法人，需要那麼多硬體及軟體的專業人才，甚至是需要一些橫跨金融、電子的專家作為溝通的橋樑。澳帝華期貨的呂董事長則以當初進入台灣為例表示，在一開始進入市場時，市場的獨特性，也是必須要克服的困難，在2005年進入台灣期貨市場時，因為當時是5秒作一次價格更新，使我們原本的軟硬體工具無法發揮效用，而且後來隨著市場的進步（從5秒~3秒~1秒~250毫秒）也必須不斷進行調整來配合市場的現況，這些都是在一開始進入市場時遭遇到的困難，理所當然在這種情況下，交易者也不能一開始就期待會有高獲利的表現。

3.雖然很多人相信高頻交易會增加交易量（流動性），但它也會導致高波動性，進而在短時間內造成高風險（損失），就像是2010年5月6日的大跌事件，要如何在流動性和風險之間取得平衡呢？

答：GHF的MR. Hertshten認為提供流動性是交易所的重要功能，但流動性並不完全等於交易量，各交易所除了利用各種獎勵措施提高交易量、降低流動性風險之外，交易所也應該進行市場測試，確保市場參與者了解規則，並確認交易人有足夠的資金承受風險，儘量讓市場處於一個平衡的狀態，保持所有參與者都能處於一個共存共榮的交易環境，所以關於這個問題，高頻交易並非問題的關鍵。

4.根據美國商品期貨交易委員會（CFTC）10月12日的會議，CFTC打算設立更多的法規規範來監管高頻交易，請問這會對高頻交易造成什麼衝擊？

答：GHF 的MR. Hertshten表示，針對美國對於高頻交易監管的這個問題，的確有很多地方可以討論，對我們業者來說，只要是能夠增進市場健全的法規規範，我們都抱持著歡迎與接受的態度，況且，2010年5月6日的情況，大多數的人都是虧損的，對於業者來說，當然是不樂見的。但如果新制訂的法規規範對市場健全性的助益不大，甚至會造成業者過大的束縛的話，也絕對不是我們所希望的，舉例來說，像是交易量的限制，對於高頻交易業者來說，本身就是要靠大量的交易來創造利潤，如果在交易量上設限，當然會讓業者受到影響。台灣期貨交易所的黃乃寬副總則認為，美國在11月大選之後，已經變天由共和黨佔多數，黃副總認為CFTC之前的會議結果，應該還會有變數，況且，新法規也許可以做到監控，但是在執行上能否真的能做到完全的管理，則要視情況而定了。

5.之前論壇內容中有提到，高頻交易是利用低風險低報酬的大量交易來獲取利潤，低風險是否意味著勝率較高，利潤較高？另外，是否會有滑價風險的問題？並造成交易員的績效影響？可否提供平均每口的獲利數字作為參考？

答：GHF 的MR. Hertshten認為，風險不見得要最低，而是要符合本身的期望，也就說要有自己能夠接受風險獲利的報酬比率，或者是說，在自己能夠接受的風險之下，追求自己最大的報酬，至於風險的高低並沒有一定的標準，當然也沒有勝率高低的絕對數字；至於利潤和滑價的問題，澳帝華的呂董事長及Ceptron的Mr. Samuel都表示，要給出一個獲利數字比較困難，因為市場並不是一成不變的，獲利或是損失都會隨著市場的變化而不同，正確的策略才最重要，因此我們並不是由市場來決定獲利或損失，而是在交易策略之下，由交易員設定自己的獲利目標並努力達成，因此我們也會給交易員很長一段時間來檢視他的策略是否有效，而不是以一時績效定生死。至於滑價風險，基本上，事先我們就會利用大數法則來設算滑價的機率以及策略的風險，所以關於滑價風險而言，並不會對交易產生太大的影響。

CNEA

2010年美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 衍生性商品、市場及中介機構之監理研討會

高頻交易國際經驗之交流

鑒於高頻交易 (High Frequency Trading) 對市場產生之影響，目前世界各國均加強交易控管，監理機構、交易所及業者亦積極研究事件發生之主要原因，並研議加強管理機制。本刊特邀請行政院金融監督管理委員會證券期貨局程國榮科長就本次研討會議題與讀者分享高頻交易之國際監理發展趨勢精華內容。

高頻交易之國際監理發展趨勢

撰文：程國榮

一、前言

因應金融市場全球化之競爭，以及資訊技術持續提升，金融機構乃至一般機構法人持續在金融商品之操作技術上精益求精，尤其在金融海嘯發生之後，對金融商品操作之風險控管要求提高，交易商必須透過系統化及邏輯化之方式將交易及風險控管設計於系統中，以達成快速且精準之目標，此均促使金融商品交易變化均較以往複雜，而市場之變化又導致金融商品之操作必須對市場做出反應，在兩者相互交錯影響下，造成美國證券市場在2010年5月6日瞬間發生崩跌之情形（Flash Crash）。

鑒於高頻交易（High Frequency Trading）對市場產生之影響，目前世界各國均加強交易控管，監理機構、交易所及業者亦積極研究事件發生之主要原因，並研議加強管理機制。美國商品期貨交易委員會（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）於2010年10月18日至22日於芝加哥舉行「2010年美國商品期貨交易委員會（CFTC）衍生性商品、市場及中介機構之監理研討會」，特別針對高頻交易之

監理機制進行討論，美國商品期貨交易委員會（CFTC）每年針對國際間衍生性商品市場之主管機關或自律機構市場管理人員，均定期舉辦「衍生性商品、市場及金融中介機構之國際研討會與訓練課程」（International Symposium and Training Program – Regulation of Derivatives Products, Markets, and Financial Intermediaries for International Market Authorities）研討會，其目的係為提供最新衍生性商品市場管理知識與經驗交流之機會，參與者來自全球各地之監理機關與交易所，會議地點為芝加哥聯邦儲備銀行（Federal Reserve Bank of Chicago）。2010年之本次會議出席人員包括全球23國之證券、期貨市場主管機關及交易所代表等共49位參加，筆者亦代表中華民國行政院金融監督管理委員會出席該次會議，本文將就該次會議中，對於高頻交易之討論結果進行介紹與說明，以與讀者分享，並於文章後提出個人心得與建議，供外界參考。

二、高頻交易(High Frequency Trading)之模式、特性與潛在問題

高頻交易往往涉及系統性下單及快速

高頻交易往往涉及系統性下單及快速下達買進及賣出指令，其中亦伴隨頻繁之修改與交易之取消，並透過電腦程式、專屬線路及終端機共置（Co-location）等等技術，以直接進入交易所之方式進行交易，以降低時間之遲滯，較其他人更早獲得市場訊息，並下達指令。

在交易策略上，高頻交易亦採多元、不同時間等方式進行，包括造市（Market making）、避險（Hedging）及套利（Arbitraging）等，其中套利部分常見之策略包括配對交易（Pairs trading）、指數套利（Index arbitraging）、一籃子交易（Basket trading）、價差交易（Spread trading）等。

不可否認的，高頻交易有助於市場之交易量與流動性，減少買賣價差，增加價格之透明度，提供市場之連續性，降低鉅額交易對市場造成之衝擊，提升金融機構在商品交易操作上之效率，但亦易於引起爭議，包括市場價格之操縱、市場正常交易之中斷，以及遭到有心人士為某些特定犯罪行為之濫用，如預先安排交易、沖刷交易、交叉交易或洗錢等，亦有人認為，高頻交易會導致市場之波動加劇。另高頻交易如果是未經批准之交易或錯誤之交易，因直接進入交易所交易，可能造成市場鉅額損失危及結算公司。此外，高頻交易透過終端機共置（Co-location）於交易所，獲得交易之優勢，易招致公共政策方面之非議（為何圖利這些高頻交易者）。

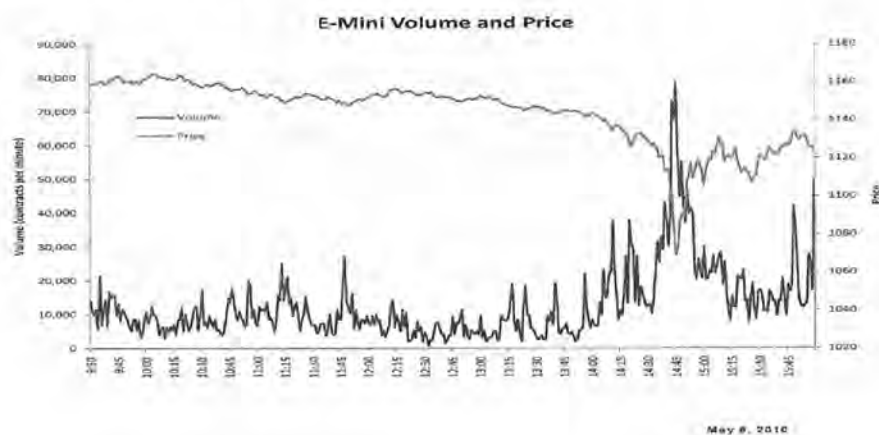
三、高頻交易對市場之影響－以美國2010年5月6日事件為例

為了解高頻交易對市場之影響，本次會議中有專家指出，以2010年5月6日美國股市盤中大跌（Flash Crash）事件作為說明案例(如下圖)。根據初步調查，有8成市場人士認為，該事件係因交易人過度仰賴電腦系統及高頻交易，造成5月6日當天市場波動過大所致，而美國證管會（SEC）及商品期貨交易委員會（CFTC）於該日事件發生之後，聯手展開調查，在其聯合報告中指出，造成2010年5月6日美國市場之劇烈波動（大跌）之原因眾多，其中一項因素為某家大型交易商賣出高達75,000口之E-mini期貨契約所致，就該大型交易商從事之策略分析，設定以前1分鐘成交量之9%為賣出數量，且不考慮成交價格及成交時間，該筆鉅額賣出交易，造成2010年初以來E-mini期貨契約單日個別交易人最大之部位變動，為再探討該日價格下跌事件所造成之影響，學者及美國官員提出三個重要議題，以釐清高頻交易者對於市場之影響究竟為何，其一、高頻交易者及其他交易人在2010年5月6日當日之交易行為為何，其二、什麼原因造成價格快速下跌，其三、高頻交易者在價格下跌事件中扮演何種角色。

（一）2010年5月6日美國證券市場大跌時之情形

據美國證管會（SEC）資料顯示，2010年5月6日美國市場大跌前之

FIGURE E-Mini Volume and Price



市場情形如下：

- 1、下午1點32分：1家大型基礎賣方開始進行賣出之交易。
- 2、下午1點42分：高頻交易商開始將交易方向反轉。（開始轉為賣出）
- 3、下午1點45分：熱門股票，開始缺乏基礎及機會買方。
- 4、下午1點45分28秒至33秒：暫停交易5秒。
- 5、下午1點45分33秒至58秒：價格回穩。
- 6、下午1點46分：基礎買方提高價格。

(二) 2010年5月6日盤中價格大跌事件

依據美國證管會（SEC）及商品期貨交易委員會（CFIC）之聯合報告顯示，該日市場上從事高頻交易(HFT)者計有16家機構，至於其他類型交易人之

組成部分，主要有中介商 179家 (Intermediaries)、基礎買方 1,263家 (Fundamental Buyers)、基礎賣方 1,276家 (Fundamental Sellers)、機會交易者 5,808家 (Opportunistic Traders)，及雜訊交易者 6,880家 (Noise Traders)。在5月6日市場崩跌當天，高頻交易者從事之交易，佔該日交易筆數之比重為百分之二十九點三五，若以成交量而言，則其成交量比重為百分之二十八點五七，與前3個交易日相較，高頻交易者之成交筆數比重佔百分之三十二點五六，及成交量比重佔百分之三十四點二二，比重反而有下降之現象(如下表)，而高頻交易者之交易策略通常為短期間之頻繁進出，並不持有過多之淨多方或淨空方部位 (Net Positions)，但是在5月6日當天，高頻交易者並未有不同之交易策略，只是在流動性提供方面，捨棄較為主動之流動性提供，並以較為被動之方

Feature Report

專題報導

Table 1 Summary Statistics of E-Mini Trader Categories

Panel A: May 3-5						
Trader Type	% Volume	% of Trades	# Traders	Avg Trade Size	Limit Orders % Volume	Limit Orders % Trades
High Frequency Trader	34.22%	32.36%	15	5.69	100.000%	100.000%
Intermediary	40.49%	11.63%	189	4.88	99.618%	98.939%
Buyer	11.89%	10.43%	1,013	6.34	91.250%	91.273%
Seller	12.11%	10.10%	1,088	6.50	92.176%	91.360%
Opportunistic Trader	30.79%	33.34%	3,504	4.98	92.137%	90.549%
Noise Trader	0.50%	2.32%	6,065	1.22	70.092%	71.203%
All	2,397,639	446,340	11,873	5.41	93.45%	94.36%

Panel B: May 6						
Trader Type	% Volume	% of Trades	# Traders	Avg Trade Size	Limit Orders % Volume	Limit Orders % Trades
High Frequency Trader	28.57%	29.35%	16	4.85	99.997%	99.997%
Intermediary	9.00%	11.48%	179	3.89	99.639%	99.237%
Buyer	12.01%	11.54%	1,263	5.15	88.841%	89.588%
Seller	10.04%	6.95%	1,276	7.19	89.985%	88.966%
Opportunistic Trader	40.15%	39.64%	5,808	5.05	87.385%	85.352%
Noise Trader	0.23%	1.04%	6,880	1.20	63.609%	64.879%
All	5,094,703	1,030,204	15,423	4.99	92.443%	91.750%

May 6, 2010 Market Event Findings

式提供流動性，而高頻交易者成為龐大賣單之相對方後，復將這些被成交之部位於市場上賣出，因此再度加重市場之賣壓，此時因流動性提供者之退出，造成龐大賣壓無法消化，因而導致市場價格下跌，直至5月6日當天下午2點45分後，買盤陸續回籠，價格始趨於穩定。

(三) 美國證管會 (SEC) 與商品期貨交易委員會 (CFTC) 聯合報告結論

- 1、價格大幅波動時，高成交量並不代表市場之流動性充足。
- 2、時至今日，衍生商品市場已與股票市場緊密關連，特別是指數衍生性產品。
- 3、市場暫停交易機制 (Circuit Breaker) 確實能給市場參與者有時間審視交易策略，調整演算交易參數，促使市場回歸正常交易秩序。

4、個別市場參與者在不同之風險控管機制作業下，自行設定不同之暫停交易條件，如果同時有許多市場參與者因為自有設限條件而暫時撤離市場，將導致市場流動性嚴重不足，無法以公平且有秩序之方式，達到供需均衡價格，甚至出現無意圖成交之報價 (Stub-Quote) 以1美分成交之極端案例。

5、市場參與者憂慮成交後是否會遭取消產生之不確定性，會抑制渠等交易人參與市場報價買賣之意願，導致市場失去流動性。

(四) 針對2010年5月6日美國市場崩跌事件其他業者意見

1、有關5月6日事件，研討會中有業者表達意見認為，為了降低或避免類似5月6日事件發生，可採行之改革方式，包含個別股票之暫

停交易機制(Circuit breakers)、改善更正錯誤交易政策，以及減少無意圖成交之報價(Stub quote)，如此將有機會於未來避免此類價格大幅下挫之情事發生。此外，業者曾經亦針對美國證券市場作一研究，並提出數項結論，內容包括，美國證券市場之買賣價差、流動性及市場效率在過去4.5年間已有改善，市場自動化及競爭已改善市場品質，及期貨市場過去幾年已較具效率，可減少此類事件發生之機會。

- 2、有關5月6日事件，仍然有一部分業者認為，在各種市場參與者之中，特別是高頻交易者，在承接該日主要賣方賣盤以後之部位拋補，以及期貨市場與股票市場間之套利或避險交易，是導致實壓在短時間朝不同市場擴散，使市場陷入惡性循環崩跌之主要原因，所以必須探究高頻交易者之本質。就高頻交易之目的分析，主要係透過市場交易達成風險之拋補，並透過些微之買賣差價從中賺取利潤，附帶地為市場提供流動性。高頻交易者既沒有龐大之資金，亦無意願長時間持有暴險部位（也許對高頻交易者而言，持倉10秒鐘已經太久），迫使其必須要轉換交易方向。在衍生性商品交易中，擔任避險者之

交易相對方，必須是有願意長期持倉者（如有實際避險需求者），不能都是高頻交易者或造市者，市場才有可能成功，造市者或高頻交易者只能扮演盤中價格相趨近之媒介，而高頻交易者當時之所以不計代價砍倉，合理推論，因屬各機構在本身自訂之風險控管要求下被迫停損，是以無暇思考此類之停損賣出，對於市場造成影響。

四、強化高頻交易之監管

高頻交易乃市場發展下之產物，對市場有其一定之需要性，但亦可能產生一定之危害，或許就2010年5月6日之案例分析，高頻交易似乎並非原兇，但對於當日市場之崩跌，亦有推波助瀾之效，不容小視，因此，主管機關、交易所、經紀商及高頻交易者都有責任，維持市場正常之運作，以下係本次會議對於高頻交易之監管建議措施：

- (一) 就主管機關而言：應督促交易所加強市場監視、交易制度之設計，並協助期貨及證券市場跨市場資訊之整合，對於違反規定者應建立處罰之標準。
- (二) 就交易所而言：
 - 1、應加強交易即時監控，以防範內線交易，避免市場大事件發生前之大單交易；或利用客戶下單訊

息預先進行交易；或透過虛假交易操縱價格；或與其他人通謀從事相對交易。

- 2、期貨市場及證券市場交易所應加強溝通與聯繫及市場監視，以對高頻交易者採取更為整合性監理機制。
- 3、因應高頻交易者快速及頻繁之交易，交易及取消等指令均應完整及妥善記錄，以確保電腦交易下之紀錄保存，留存完善之稽核軌跡。
- 4、建立市場中斷或緊急應變機制，以避免市場發生交易中斷等事件對高頻交易者造成之不定確性。

(三) 就交易面而言：規定所有交易均須透過一定之控管機制，不宜直接進入交易所，包括交易數量、金額或錯誤；確保交易指令之快速處理。

(四) 就經紀商而言：

- 1、對於高頻交易者要事先進行充分的瞭解客戶評估作業 (Know Your Customers)，以充分掌握其交易屬性及模式，並給予適當之管控。
- 2、確實執行交易前之管控，並加強此部分之內部稽核，適時檢討控管機制之適當性及有效性。
- 3、對於高頻交易持續性之交易行為，應建立中斷之機制。

(五) 就高頻交易者而言：高頻交易者本身亦應加強交易前、中、後之控管，以避免對市場造成危害，包括電腦程式、交易策略、交易流程、交易數量、交易金額、價格區間等。

五、美國證管會 (SEC) 對高頻交易祭出新措施

高頻交易源自交易所場內交易，風險相同，但速度更快，此為高頻交易發展及運用普及與快速之主因，有鑒於此，美國證管會 (SEC) 於2010年11月3日通過一項新規定，並於聯邦登記發布後60天正式實施，規定經紀商及交易者提供進入交易所之交易，須建立風險管理系統，重點包括：有系統的防範經紀商或交易者因提供直接交易之方式所產生之金融風險，並確保遵循所有直接進入市場之規定。另針對Flash orders對於市場之影響，美國證管會 (SEC) 近期已提出規定禁止Flash orders之使用，

六、結論與建議

就美國2010年5月6日之市場崩跌事件，提出幾項看法：

- (一) 在壓力較大的市場中，大額自動交易會引發市場極端行情，尤其是在自動交易程序未能考慮價格因素時特別容易發生。
- (二) 在自動下單指令與量化交易策略之交互運用下，容易對市場之流動性造成

不利之影響。

- (三) 指數類商品使現貨市場與期貨市場之關聯度提高，造成兩市場之間同時反應。
- (四) 雖然不同高頻交易者之間各自有不同的交易終止機制，個別交易者或許影響不大，但當所有交易者不約而同都同時終止交易，將造成市場之流動性瞬間下跌，價格迅速崩盤，引發市場混亂。
- (五) 市場參與者之多元性在此次事件後反應其重要性，市場某種程度須仰賴長期持倉者進入市場交易，如果市場多為套利等高頻交易者，仍有可能產生類似5月6日市場大崩跌之事件。

高頻交易在市場之發展上仍有其需要，先進國家如美國等亦未加以禁絕，該類交易對於市場之交易量與流動性之貢獻，價格之

形成與效率，市場之連續性，降低鉅額交易對市場造成之衝擊，提升金融機構在商品交易操作上之效率等均有助益，但為避免高頻交易可能產生之危害，主管機關、交易所、經紀商及高頻交易者應善盡其責，建立適當之管理措施，發展多元投資人參與之市場才是王道，畢竟崩跌且缺乏流動性之市場並非參與者所樂見，其中交易所應建立之控管機制尤其重要，除本次研討會建議交易所建立即時監控、整合性監理機制、留存完善之稽核軌跡、預擬市場中斷或緊急應變機制之外，國內似可建立訊息管理規則，提升交易效率，維護交易系統之公平性，以有效降低高頻交易對市場產生之衝擊，並參考美國主要調整政策（Primary Adjust Policy）、肥手指限制（Fat Finger Limit）及交易所價格限制（Exchange Plain Price Limit）等機制，視國內市場發展研議國內類似控管機制。

CNFA



期貨公會組團參訪

倫敦國際金融期貨交易所 (NYSE Liffe)

撰文：沈素吟



台灣期貨市場2009年累計交易量達135,125,695口，排名全球衍生性商品交易所第18名，如何提升台灣期貨市場在全球的排名，是主管機關、台灣期貨交易所，以及所有期貨業者所關心的課題。要提升台灣期貨市場交易量除了相關法令鬆綁外，台灣期貨交易所持續研發新種商品，以提供投資人更多樣化的選擇，以及積極改善交易結算制度，營造更快速、便捷與安全的交易環境，均為重要影響因素。

期貨公會理事長糜以雍於2010年11月率

領15位理監事及會務人員，參訪位於荷蘭阿姆斯特丹之紐約-泛歐交易所集團(NYSE Euronext)，考察集團旗下國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)之短天期選擇權(daily/weekly options)商品，了解其運作流程與市場發展，以及避免重蹈金融海嘯事件，力圖降低交易對手違約風險之店頭商品集中結算機制(Beclar)。本次參訪團並獲該所執行長Alan帶領5位相關部門主管接待，為兩方開啓合作之門。以下謹就此次參訪所見，特別介紹倫敦國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)之背

景、Bclear發展、短天期選擇權之經驗，以饗讀者。

一、倫敦國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)簡介

倫敦國際金融期貨交易所為紐約-泛歐交易所集團(NYSE Euronext)旗下的國際衍生品交易所，業務涵蓋了阿姆斯特丹、布魯塞爾、里斯本、巴黎、倫敦等五都市之衍生性金融商品市場。紐約-泛歐交易所集團係由NYSE 和Euronext兩大交易所於2007年4月合併之後誕生的跨國交易集團，交易標的包括現貨股票和衍生性商品。NYSE Liffe即為該集團其中的重要一員，現有450個會員、全球會員據點數超過800個、橫跨32個國家；為了滿足會員快速交易的需求，NYSE Liffe在歐洲、美國以及亞洲共設置18個集線器(access hubs)，NYSE Liffe的客戶來自各行各業，其中包括荷蘭民營投資者、法國的養老保險基金管理者、英國機構投資人和新加坡的自營商，為了滿足市場參與者各方面的需求，NYSE Liffe提供的產品和服務範圍極為廣泛。

倫敦國際金融期貨交易所成立於1982年，是全球日益普及的衍生性商品交易重鎮之一，重要演進歷程如下：

1. 1982年，Liffe建立公開喊價市場(open outcry markets)；
2. 1992年，Liffe與倫敦交易選擇權市場(London Traded Options Market)合併；

3. 1996年，Liffe與倫敦商品交易所(London Commodity Exchange)合併；

4. 1998年，Liffe逐漸將場內人工交易改為電子交易；

5. 2000年，阿姆斯特丹、布魯塞爾、巴黎證券交易所宣布合併成泛歐交易所(Euronext)；

6. 2002年，Liffe被泛歐交易所併購，改名為Euronext.liffe；

7. 2007年，紐約證券交易所(NYSE)併購泛歐交易所(Euronext)，形成紐約泛歐交易所集團；

8. 2008年，安全金融交易平台(SFTI[®])開始運作，並使用100mb與共同機房(Co-Location)的設備；

9. 2010年，高科技交易平台 - LIFFE CONNECT[®] 升等為UTP(Universal Trading Platform)。

紐約-泛歐交易所旗下涵蓋4個核心的衍生性商品交易所，包括：NYSE Liffe、NYSE Liffe U.S.、NYSE Amex Options及NYSE Arca Options，藉由不同的分工來回應全球客戶的多元交易需求。NYSE Liffe經營期貨與選擇權的業務，在歐洲市場每天衍生性商品的產值大約為2兆歐元，NYSE Liffe U.S.為紐約-泛歐交易所集團的美國期貨交易所，目前在美國市場提供貴金屬期貨與選擇權、和MSCI指數為基礎的股票指數期貨等

國際交流 International exchange

產品的服務，紐約-泛歐交易所於2008年10月併購 Amex，使NYSE Amex Options成爲第三大的美國股票選擇權市場，NYSE Arca 前身爲Arca Ex，爲全美首家全自動電腦撮合交易之證券市場，主要商品包括選擇權及ETF等商品。

二、Bclear-提供店頭市場集中結算機制

由於2008年信貸的危機，導致許多高知名度銀行陸續倒閉，歐洲、美國的主管機關開始採取行動，減緩店頭市場(over-the-counter)衍生性商品可能引起的系統性風險，這同時似乎是肯定某些店頭衍生性商品的集中結算機制(central clearing)在未來市場上所扮演角色的重要性。交易所提供結算的服務並非新現象，NYSE Liffe的Bclear系統自2005年10月開始運作，對於歐洲的股票衍生性商品有深遠的影響，它主要是爲因應店頭衍生性商品交易的客戶數量日益增長而研發出來的機制，雙方在授信的基礎上進行場外交易，當上述交易上報Bclear並被Liffe確認後，該項交易就會被交易所承認並擔保後續的結算作業。

Bclear提供店頭市場股票衍生性商品交易(equity derivatives)之集中結算服務，範疇涵蓋商品類衍生性商品(commodity derivatives)及信用違約交換(credit default swap)。截至目前爲止，Bclear集中結算機制相當成功，結算口數超過5億口，名目價值

(Notional value)超過10兆美元。

與傳統的集中市場比較，店頭市場具備兩個關鍵特性：隱私及彈性的交易，使得許多交易人樂此不疲。Bclear除可減少店頭市場的交易對手信貸、法律和經營風險之外，也同時具備上述兩項特性，許多經由Bclear結算的合約，客戶不僅可以決定是否公布交易細節，他們同時還可以彈性的指定到期日、履約價、現金結算或實務交割。基本上，這個彈性交易的組合，結合額外低手續費的好處、產品多樣化的選擇、集中結算機制(central counterparty)的安全，已經使得Bclear交易量呈現爆發式的成長。

Bclear涵蓋多樣化產品的服務

Bclear的規模擴展迅速，結算標的從初期300檔的歐洲股票選擇權，至今已經超過1,120檔歐洲的期貨與選擇權、美國及亞洲的個股期貨，以及13檔的歐洲指數。此外，NYSE Liffe近期開始提供13檔的摩根士丹利資本國際基準指標(MSCI benchmark indexes)，包括摩根士丹利世界指數(MSCI World index)及摩根士丹利新興市場指數(MSCI Emerging Markets Index)等全球知名的投資指標。Bclear的產品涵蓋範圍持續擴大，每月都有新的產品可供結算，大部分都是因應特定客戶的要求，特別是北歐區域的客戶，它包括頂尖100家的績優公司，例如：Nokia、Ericsson、Telia Sonera(瑞典的電

信業者)與Danske Bank(北歐第2大銀行)。Bclear成交量大主要歸功於避險基金的客戶群，他們同時也是最早將交易轉移到這個平台的客戶，不過，從NYSE Liffe現有會員包括傳統資產管理公司來看，已經證實Bclear漸漸受到市場上所有參與者的喜愛。

其他批發服務

NYSE Liffe的批發服務包括資產配置、基差交易和大宗交易設施，以減少更複雜和更大規模交易的執行風險，上述操作是隨中央訂單進行的。此外，Liffe的Against Actuals(期貨轉現貨)系統可使客戶以有形產品市場合約為支撐完成期貨交易，而且，它提供的Cscreen是一種交易前價格檢索工具，能為客戶提供更為有效的股票衍生品批發價格的檢索服務。

三、NYSE Liffe提供廣泛產品的選擇

為提供會員多樣化產品服務，NYSE Liffe旗下之衍生性商品涵蓋各類股票、商品和固定收益類衍生性商品，其中包括世界上交易量最大的基準衍生性商品，詳如表一。

荷蘭阿姆斯特丹為世界上歷史最悠久的交易所，建立已超過400年，選擇權市場在阿姆斯特丹的發展可以說是相當成功，下面列出重要產品研發歷程：

- 1979年，第一家推出賣權交易(Put Options)之選擇權交易所
- 1985年，在歐洲共同市場上市第一個選擇權
- 1986年，第一個五年期選擇權上市
- 1996年，為了便利店頭市場交易者，提供保證部門(Prof. Segment)

表一：NYSE Liffe提供廣泛的產品選擇

固定收益產品	股票產品	商品
短期利率期貨和期權合約 (STIRs)，包括： 歐洲隔夜平均指數 歐元銀行同業拆息 英鎊 歐洲日元 瑞士法郎 以下產品為標的的期貨和期權合約： 債券 互換債券合約 (Swapnote) 貨幣	以國際個股為標的的期貨 以歐洲個股為標的的期權 以下列股指為標的的期貨和期權： 荷蘭 AEX 指數 布魯塞爾 BEL20 指數 巴黎 CAC40 指數 英國金融時報 100 (FTSE 100) 指數 FTS Eurofirst 80 和 100 指數 FTSE EPRA/NAREIT 歐洲和歐元區指數 葡萄牙 PSI20 指數 指數股票型基金期權 存託憑證的期貨和期權	下列軟性商品和農業產品系列的期貨和期權 可可 咖啡豆 玉米 菜籽 菜籽油 粗糖 白糖 飼料小麥 製粉小麥

資料來源：NYSE Liffe網站

2002年，為選擇權推出全螢幕模式
 2006年，每週選擇權在AEX指數交易
 2008年，每日選擇權在AEX指數交易
 2009年，以跳動點數大小為基礎的保證金收取標準(Premium Based Tick Size)
 2010年，以個股為標的的每週選擇權上市

FTSE100、CAC40在指數期貨(index futures)的流動性最高、AEX則在指數選擇權(index options)擁有較高的流動性，臚列如表二。

AEX指數組成的挑選

AEX指數反應了阿姆斯特丹泛歐交易所(Euronext Amsterdam) 25檔交易最活絡股票的績效，同時也是廣泛被用來衡量荷蘭股市的最佳指標，這個指數最早在1983年被計算出來。AEX指數的組成及它們公司比重的調整，係依每年三月份市場收盤後的第一個交易日，而挑選公司的標準則為AEX指數前一年度成交市值最高的25家公司，資料統計截至2010年6月30日，前十大公司佔AEX指數的比重就達78.25%，詳如表三。

此外，在AEX指數中的25檔股票比重係依自由浮動調整市值(free float adjusted market capitalization)所決定，公司市值的計算為該公司流通在外的股數乘以股價，每年三月份定期調整時，為避免個別公司對於指數的影響太大，個別組成的比重上限為15%。

四、NYSE Liffe短天期選擇權之介紹

透過NYSE Liffe不斷教育宣導的努力，阿姆斯特丹的市場超過200,000廣大散戶的參與，阿姆斯特丹選擇權市場盛行的成功因素主要歸咎於三點：

1. 強大散戶客群的參與；
2. 銀行、經紀商的支持；
3. 在荷蘭當地就有很大交易客族促使公開喊價與電子交易普及，導致所有權擇權序列都持續有人報價。

NYSE Liffe的主要指數

NYSE Liffe上市的商品包括為數眾多的股票衍生性商品(equity derivatives)，以及歐洲主要指數如AEX、BEL20、CAC40、FTSE100及PSI等的期貨與選擇權契約。

附表二：NYSE Liffe在歐洲指數主要的期貨與選擇權

類別	AEX 指數		CAC40 指數		FTSE100 指數	
	交易量	比重	交易量	比重	交易量	比重
期貨	10,137,661	31%	37,746,233	87%	26,688,682	80%
選擇權	22,428,047	69%	5,541,903	13%	6,819,358	20%

表三：AEX指數前十大公司比重

公司名稱	比重	公司名稱	比重
Royal Dutch Shell	15.59%	Kpn Kon	6.48%
Unilever	13.94%	Unibal-Rodamco	4.68%
Philips Kon	9.13%	Ahold Kon	4.62%
ING Group	8.99%	Akzo Nobel	3.80%
Arcelormittal	7.27%	Asml Holding	3.75%
前十大家公司加權比重合計：78.25%			

短天期選擇權的發展與交易

AEX指數之短天期選擇權的起源為當時NYSE Liffe欲尋求提升阿姆斯特丹市場的交易量，因而研發出新的產品--每週選擇權(weekly options)，並於2006年5月上市。伴隨著每週選擇權的成功經驗，以及因應經紀商、造勢者的要求，NYSE Liffe克服所有資訊技術上的困難，在2008年3月上市了每日選擇權(daily options)。AEX選擇權契約依到期期間的長短涵蓋每月、每週和每日選擇權，詳細交易代號及最後一天交易日，請參閱表四。

表四：選擇權契約依交易到期期間分類

到期期間	交易代號	最後一天交易日
每月(Monthly)	AEX	每月的第三個星期五
每週(weekly)	AX1	每月的第一個禮拜五
每週(weekly)	AX2	每月的第二個禮拜五
每週(weekly)	AX4	每月的第四個禮拜五
每週(weekly)	AX5	每月的第五個禮拜五
每日(daily)	A1~A31	每天，除了禮拜五

每週選擇權的代號都是以AX為開頭，接著以1、2、4、5代表第幾週為最後交易日，由於第三個禮拜五為每月選擇權的最後交易日，因此每週選擇權的到期日會跳過第三週週五；除了短天期的選擇權(daily/weekly options)之外，還有長天期選擇權契約，其中年的交易期間可以為2年~5年、月的交易期間可為1個月、2個月、3個月、6個月、9個月、12個月及18個月、天的到期日則為1天、7天。不過，所謂的一天事實上指的是兩個營業日，例如：禮拜一交易，禮拜二到期。

短天期選擇權的特性與交易

短天期選擇權在阿姆斯特丹的市場上受到投資人的矚目，主要為它的交易成本比長天期選擇權成本低，而且除了到期日不一樣外，短天期選擇權與其它一般標準選擇權的契約規格皆相同，而且具有同樣高品質、連續性與雙向報價的特性；一般而言，短天期選擇權需支付的權利金較低，因為它的時間

國際交流 International exchange

價值較小，但卻可提供較大的槓桿：即使AEX指數微小的變動，一樣可以產生吸引人的報酬。當有重大事件發生，或每日重大新聞發布時將會引起AEX指數上升或下降，進而提供參與者可能獲利的機會。另外，短天期選擇權因它的交易期間短，導致很多市場參與者使用到期結算來了解它的部位，使得越接近到期日未平倉量越高。

每週選擇權每天最少有13檔履約價掛牌交易，包含價內、價外各6檔，與價平1檔，履約價在價平的情況下間隔為2點、深度價內、價外間隔則為5點，而且以前一天標的物的收盤價作為是否增加新序列的考量基礎；關於每日選擇權每個營業日最少公告15檔的履約價格掛牌交易，其中價內、價外各7檔，以及價平1檔，也因為每日選擇權的上市AEX指數選擇權每個營業日皆有合約到期。

在上述短天期選擇權的優勢下，它的交易量早已屢創佳績，截至2010年11月底為止，平均每月每週選擇權(weekly options)的成交量為270,000口、累計的交易口數已超過15,200,000口，因此，AEX指數已經成為世界上交易量最大的每週選擇權；每日選擇權的表現更是優異，2010年平均每月的成交量為533,000口，自交易以來，累計成交量已超過12,400,000口。



慶理事長與NYSE Liffe執行長Alan交換禮物

五、結語：

近年來，衍生性商品交易飛快增長，2007年的全球衍生性商品市場的交易額超過了2000萬億美元，交易口數突破了98.86億口，市場流通性和電子交易是交易量增長的兩個主要原因。此外，健全的法規也起了很大作用，世界各地的監管機構也已發展出先進的監管機制，有效地控制這些複雜交易的風險，確保交易者的權益。因此，市場參與者對衍生性商品所帶來的大量交易機會以及安全的交易機制，紛紛給予越來越高的評價。藉由此次的參訪，我們對於短天期的衍生性商品及店頭市場集中結算機制有了更進一步的認知，他山之石，可以攻錯，我國市場如能發展該類商品及制度，相信成交量必能倍增，全球排名定能更上一層。

CNFA

熱忱 · 積極 · 完美