

期貨人

2002年三月副刊 《總號第034期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2010**

第二季



人物專訪

寶來投信將再度推出新的期信基金商品

專業的產品設計，給投資人良好的投資組合管道

封面故事

擴大獎勵活動規模 引入準造市機制

如何提升股票期貨流動性及交易量

專題報導

走出兩岸框架，邁向國際大道

期貨業支持ECFA，全力協助政策宣導

特別報導

當前國際間期貨市場重要議題之初探

轉型與改革



盧廷勛

行政院金融監督管理委員會於2009年11月16日與大陸銀監會、證監會及保監會分別簽署「兩岸金融監理合作瞭解備忘錄」後，為我國金融服務業者開創了嶄新的歷史契機，突破過去兩岸封閉、限制往來之束縛，未來我國銀行業及證券期貨相關事業得以直接前往大陸投資或設立營運據點，此外金融監理機關亦可依此合作瞭解備忘錄取得國內金融業在大陸地區所設立分支機構的財務、業務及其他相關資訊，包括監理資訊與檢查報告，以有效掌握我金融機構在大陸地區分支機構的經營狀況，並確保國內金融體系的穩定。

為進一步落實開放之腳步，金管會於2010年3月16日將原僅允許我國金融產業單向至大陸地區從事部分業務之「臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法」，修正開放雙向投資及業務往來之「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」，並於2010年4月13日訂定證券期貨業之申請書件格式，開放證券商、證券投信投顧公司及期貨商可向指定之單一申報窗口提出申請。

值此同時，大陸地區在證監會的核准

下，於2010年4月16日在上海之中國金融期貨交易所推出內地第一個滬深300股票指數之金融期貨契約，後續發展成為全球矚目焦點。

反觀國內期貨市場十二年多的發展，從股價指數期貨、股價指數選擇權、利率期貨、股票選擇權、黃金期貨等各類商品推出後，市場持續成長發展，成交量於世界排名早已擠升入20名之內。惟2010年1月25日再推出之股票期貨商品，卻未見應有之榮景，除證券投資人與期貨交易人對此商品之陌生外，期貨業界亦面臨資金流向、經濟景氣、稅賦問題、兩岸發展等大環境影響，以及業界殺價競爭、相互挖角、專業有待提昇等衝擊，使業界開始面臨生死存亡亟需轉型之際。

本期期貨人針對目前所面臨之兩岸議題與股票期貨之發展，除配合期貨交易所進行全面性之推廣宣導計畫外，亦就證券及期貨業主要參與之業者一一訪談，希望從各個不同面向提出看法及建議，再由期貨公會進一步彙總分析後，提出具體改革意見與推廣計畫，以提升期貨市場之健全發展與交易量。

CNFA



期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊
發行人 / 賀鳴珩
發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
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
編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司
地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓
電話 / 02-86676715~7
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 轉型與改革

盧廷劼

人物專訪

寶來投信將再度推出新的期信基金商品

4 專業的產品設計，給投資人良好的投資組合管道 Kevin

封面故事

擴大獎勵活動規模 引入準造市機制

10 臺灣期貨交易所股票期貨介紹 謝偉姝

13 提升股票期貨流動性及交易量，期交所展開第二波強力宣導

20 股票期貨相關法令Q&A

如何提升股票期貨流動性及交易量

各業種以不同的角度剖析現況及提出建議

統一期貨吳皇旗協理談如何提升股票期貨交易量

22 從制度面著手，促進市場良性循環 Kevin

先有活絡的流動性，才能激發交易動機

27 評析股票期貨上市後之落差及建議改善之道 劉懋楠

永豐期顧事業部針砭股票期貨現況

31 提出放寬法人限制、開放盤後大額交易等建議 張祥麟

國泰投信章錦正談股票期貨吸引投信業者之道

36 創造流動性、降低交易成本是良方 王克庭

寶來曼氏期貨經紀業務處副總許國村談股票期貨前景

40 等待股票期貨制度面及商品廣度提升的東風 賴育澍

目錄 CONTENTS

元大證券副總經理賴宗武對股票期貨發展之我見

43 從節稅點切入加強宣導，擴大中型股標的創造吸引力

李若彤



4

凱基期貨張春芳副總對股票期貨現況提出兩大建議

47 建立造市者制度，提升法人參與意願

凱基期貨/葉紫華



22

群益期貨副總許懷哲為股票期貨把脈

50 放寬交易比例限制，找出最適造市機構

王克庭



27

專題報導

走出兩岸框架，邁向國際大道

55 期貨業支持ECFA，全力協助政策宣導

林蕙蘭/葉紫華



40

「滬深300股指期貨」將正式上市

60 中國資大陸本市場國際化的重要推手

許春元



43

日本期貨商品在台興衰史

64 剖析日本期貨商撤離臺灣的原因

黃怡中



47

特別報導

71 當前國際間期貨市場重要議題之初探

古坤榮

47

寶來投信將再度推出新的期信基金商品

專業的產品設計，給投資人良好的投資組合管道

撰文：Kevin



寶來投信推出的第一檔期貨信託基金—寶來商品指數期貨信託基金，截止2010年2月26日止募集的基金規模約為新台幣19億元，該公司正積極規劃推出第三檔—寶來黃金貴金屬期貨信託基金（送審中），預計今年下半年，國內期信業將陸續有新的期貨信託基金問世，整個期貨信託市場熱鬧滾滾，榮景可期。

期貨信託產業（以下簡稱期信）已步入第二個年頭，現有專營期信業者1家，兼營

期信業者8家，各家均緊鑼密鼓地規劃新產品。透過寶來投信期貨信託處副總暨投資產品中心營運長林祖豪先生的專訪，將可了解該公司的新產品、目前期信基金的發展概況，以及投資人應如何挑選適合自己的期信產品。

■ 專業經理人具備高學歷，年輕化之特色

期貨信託事業在國內是一個新興產業，投入的從業人員大多具備了高學歷、年輕化的特色，許多基金經理人都是畢業於國內著名大學的財務金融系所，以優異的學歷加上多年來的歷練，掌管動輒以億計算的基金，擔負了對投資大眾的重責大任。

寶來投信的林祖豪畢業於交通大學管理科學系，在中正大學財務金融研究所取得碩士後，即投入了衍生性商品市場的專業領域，歷經了證券業、銀行業，多年來，工作內容從衍生性商品交易、規劃、行銷推廣等，累積了豐富的經驗。2007年6月在寶來投信的網羅下，挑起規劃期貨信託基金的重責，目前在期貨信託處擔任副總暨投資產品中心營運長。

外型高大英挺的林祖豪，在接受專訪時，對於自己負責的兩檔期貨信託基金，具

有高度的專業闡述，受訪的過程中，令人感受到期貨信託基金經理人的專業度，三不五時顯露出的靦腆，也有另類的誠懇態度。

■ 因應市場需求，規劃不同特色的期信基金

寶來投信目前推出的第一檔期信基金，也是台灣第二檔上市的期信基金—寶來商品指數期貨信託基金，截止2010年2月26日所募集的規模約為新台幣19億元，投資標的主要是以期貨保證金（能源、農產品等等）、商品指數股票型基金及上市櫃期貨信託基金為主，約佔淨資產價值40%~50%，最主要的操作目的在於追蹤標準普爾高盛綜合商品指數(GSCI Reduced Energy Commodity Index)；

其次是以活存、定存、短期票券、債券附買回作資產投資的標的，約佔淨資產50%~60%，其目的在於藉由安全投資標的，提升基金資產之使用效率。

該公司規劃中的第二檔期信基金—寶來黃金貴金屬期貨信託基金，是以黃金貴金屬為標的的產品，目前已送至主管機關審核的階段。林祖豪說：「這二檔基金都是屬於人為操作型的產品，而非系統化交易的產品，目前寶來投信也在積極培養程式系統交易的人才。未來寶來投信將規劃第三檔期信基金，會以強調絕對報酬之多空交易策略的產品，以因應市場不同的需求。」

表：寶來投信期貨信託基金一覽表

基金名稱	寶來商品指數期貨信託基金	寶來黃金貴金屬期貨信託基金
進度	2009.11 募集成立	目前審查中
類型	偏多型	偏多型
投資目標	追蹤標準普爾高盛綜合商品指數	追求黃金現貨價格走勢
投資內容	主要投資於商品類相關之期貨	主要投資於黃金、貴金屬相關期貨
適合投資對象	1. 符合可投資風險等級 R3 之投資人 2. 看好商品走勢 3. 資產投資組合分散(股,債,商品)	1. 符合可投資一定風險等級(未定)之投資人 2. 看好黃金走勢 3. 貨幣組合分散(台幣,美元,歐元等,黃金)
目前市場其他類似產品	能源股票型基金、替代能源股票型基金	黃金存摺、黃金礦業股票型基金
操作	自行操作	自行操作

* 目前寶來投信正進行第三檔規劃中之期貨信託基金產品為市場中立型，投資目標為追求正報酬。

**能源與替代能源股票型基金為投資於能源與替代能源開發、設備及相關產業公司股票，但與股市連動性相當高；黃金存摺為黃金實體專戶(非基金)，黃金礦業股票型基金為投資於黃金礦業開發、設備及相關產業公司股票，與股市連動性相當高。

■ 以投資組合的角度選擇期信基金產品

林副總表示，期信基金只是針對操作標的所定的產品名詞，其實在國外，期信基金會對於不同投資屬性的產品做出市場區隔。簡單來說，像是比較偏多操作的偏多型(Long Bias)基金，或是以偏空部位為主的偏空型(Short Bias)基金，或是追求絕對報酬的多空交易策略(Market Neutral)基金等等。對投資人而言，這些基金雖然都可統稱為期信基金，但是其操作標的、策略內涵都不相同，在投資該檔基金時，一般的國外法人或是散戶都會針對本身的投資屬性選擇合適的標的。

林祖豪提醒投資人，投資期信基金應該以投資組合的角度來看，不能以短線績效的好壞作選擇為期信基金的判斷標準，更不能以不同標的的期信基金作比較。他以國內目前唯二的兩檔期信基金產品舉例說明。他說：「國泰Man AHL組合型期貨基金就是以多空雙向的策略為主；而寶來投信的商品指數期貨基金則是屬於趨勢策略操作為主，無法單純的以短線的績效好壞，對這二檔基金作出高低之評比。」

他強調，如果短期內商品期貨皆處於盤整期，商品指數期貨基金的表現會低於國泰組合型期貨基金，但是等到商品期貨開始有趨勢出現時，情況可能就反轉了。所以，投資人還是要從投資組合的角度來看待期信基金，投資某檔期信基金，能否讓整體投資組合帶來正面的效益，才是投資時的首要考量，否則一個對的產品賣給不對的人，也是惘然。



林祖豪小檔案

【學歷】

1995-1997 中正大學財務金融研究所
1991-1995 交通大學管理科學系

【經歷】

2007/06-迄今 寶來投信期貨信託處副總
暨投資產品中心營運長

2005/05-2007/06 華僑銀行 行銷經理

2003/01-2005/05 寶來證券新金融商品部 副理

1999/08-2002/12 台証證券衍生性商品部 專業副理

【證照】

期貨分析師

■ 打開通路，發揮專業的產品設計

在期信基金推出的過程中，林祖豪認為，面對的最大挑戰就是銷售通路。由於期信基金的行銷管道主要還是要靠銀行，以目前的銷售比例來看，銀行端佔了六成以上，其它像是證券商、直接銷售等的比例仍然不高，而在金融海嘯之後，銀行業普遍對衍生性金融商品抱持懷疑的態度，再加上目前期信基金的市場才剛起步（目前只有二檔），銀行業是否願意投入資源去訓練期信基金的銷售人員去開發這個市場，這是目前期信基金在通路銷售上所遭遇到的困難。

其次，就是設計期信基金產品的考量，林副總表示，台灣期貨市場中多半是交易金

融期貨的投資人（法人及散戶），對於商品期貨真正有所涉獵的投資人實屬少數，因為台灣本身並不出產所謂的“商品”，像是小麥、玉米，或是能源等等，至於這些標的的衍生性商品，對台灣的期貨交易人而言就更陌生了，因此台灣的期貨交易人感覺商品期貨的距離遙遠，但這並不代表台灣沒有喜好此類商品的投資人。同樣的情況也發生在黃金期貨上，林祖豪指出，在台灣黃金期貨的交易也不如其它金融期貨產品，可是台灣的黃金市場卻是交投熱絡，對黃金的喜愛度一向居高不下，從那麼多人開立黃金存摺戶即可見一斑。而寶來投信的期信基金設計，就是要利用專業的產品設計，讓想要參與“商品市場”的投資人能有一個良好的管道，未來將其納入本身的投資組合中。

最後則是期信商品推出時，相關單位對發行商品的要求，會因立場不同而有所差異。林祖豪以目前送審的第二檔寶來黃金貴金屬期貨信託基金為例，當初設計時原本是單純以黃金為主的商品設計，主管機關基於風險分散的考量，希望加入其它商品並擴大標的廣度，因此建議修正為黃金及其它貴金屬為標的。同時對保管銀行來說，由於和原始設計的標的有差別外，基於保管與銷售業務上的考量，也會有不同的想法。面對相關單位間不同的意見，期信業者必須發揮調和鼎鼐的協調能力，讓產品都能為彼此接受並順利推出。

■ 積極培育期信基金操盤人才

對一個開放不到二年的新興行業來說，人力資源是關鍵的問題。林副總表示，為趕

上開放的熱潮，很多期信事業的從業人員都是來自於期貨自營商，他本人同樣具有期貨自營商的資歷。但是他強調，期貨自營操盤和期信基金經理人是不可一概而論的，他以最基本的資金規模為例。他說：「在資金的規模上，自營商能有的資金水位充其量以四億來說的話，就算很多了，但期信動輒幾十億，這麼龐大的部位，要怎麼作分配？要怎麼管理？」林祖豪以打棒球的例子對兩者間的差異作了深入的解釋。

他認為，以自營商和期信基金的管理複雜度來看，就像小聯盟和大聯盟的差別，期信所涉略的策略、資金部位、行政作業，乃至法規管制等等都和自營商有天壤之別，這也是為什麼剛開始部份期信業者會委外操作，以類似基金的基金（Fund of Fund）型態出現，因為在人力資源尚未完全到位的情況下，委外是最快的方法，藉由挑選並投資國外表現優異、信譽良好的期信基金商品，為台灣的期信基金創造投資報酬。

而對寶來投信而言，積極培養自己在期貨交易方面的人才，包括透過外部招募或集團內的專業期貨人才平臺，希望最快在第三檔推出的產品裡，將可以看到第一檔由台灣基金操盤人才為主導的多空操作類型期信基金產品。

■ 期信業發展可期，投資人教育是關鍵

林祖豪對於台灣期信產業的未來發展深具信心。他表示，期信事業真正推出到現在為止，也不過是一年多的時間，目前雖然只有二檔產品，但已有約新台幣八十億的資產

規模，他相信到今年年底突破百億不是困難，明年可以上看二百億。他以國外經驗說明，台灣期信市場在十年之內突破千億，應該算是相當正常的發展速度。因為以目前國外另類投資佔投資人投資部位約為10%做為參考數據，台灣的基金市場約新台幣四兆元，因此另類投資應該將近有約新台幣四千億元的市場規模，而期信基金又是目前國內另類投資最為容易且最重要的投資方式，所以對於期信的未來發展相當樂觀。

林副總呼籲，各家期信業者要好好把握台灣期信業的黃金發展期，在推出新產品時，應充份作好產品差異化，提供投資人各種不同的期信產品，讓投資人可以善加利用。

除了期信業者的努力外，在投資人的教育方面，也是未來輔助期信業拓展業務的關鍵要素。他認為，台灣的投資人需要長期且務實的宣導與教育，這樣的工作最好是由中立機構或專家、學者等協助進行。林副總以房地產中著名的政治大學張金鐸教授為例，他認為張教授為使台灣人對房地產有更透明的買賣市況，不斷向民眾揭露房地產價格或是估價等訊息，同樣可以引用到期信產業，未來以類似的方式，也可以由中立單位主導，期信業者為輔，對投資人進行教育及宣導，讓投資人對期信產業及期信商品有正確的觀念。

■ 希望公會協助宣導，建議主管機關放寬產品標的及法規

回顧推出寶來商品指數期貨基金的這段

期間內，林副總首先感謝公會在送件過程中的全力協助，讓業者和主管機關間的溝通順暢無礙，他也希望未來公會在協助期信業推廣時能再多所著墨，因為由業者本身來推動，除了資源有限外，也缺乏較強的公信力，若是由公會來進行推廣及教育，透過公會中立的角色，從整體產業的高度出發，不但投資人接受的程度較高，並可節省業者的資源，改善效率不彰的狀況。林祖豪建議，由公會出面主導，業者為輔，舉辦期信基金的宣導活動，整合業者間的資源，提供投資人各種不同面向的期信基金介紹，應該是一個不錯的選擇。

對於主管機關方面，林副總高度肯定主管機關對期信業開放從寬、審查從嚴的態度，讓台灣除了可以跟上國際期貨產業發展的腳步，也可以發展的更為穩健。同時他也建議隨著各家期信產品的陸續發行，產品標的及法規方面主管機關也可以開始逐步地放寬業者的彈性，以目前期信基金和證投信基金相比，在審查程序上較為嚴格，包括需經風險委員會的審核，對特定人募集基金(類似證投信基金的私募)需事先核准等；委外操作與國內自行操作間的管制差異也很大。

林祖豪說：「也許主管機關認為台灣期信業者經驗仍然不足，站在保護投資人的角度，穩健發展是首要考量。對業者而言，隨著產業的逐漸發展，也期盼將來可以加快法令鬆綁的速度，相信也可以像證投信基金一樣，讓業者可以提供更多元、更貼近投資人的期信基金商品。」

CNEA

擴大獎勵活動規模 引入準造市機制

提升股票期貨流動性及交易量，期交所展開第二波強力宣導



- 期交所蔡慶年董事長於2010年1月25日股票期貨上市典禮致詞時特別指出，股票期貨對於臺灣期貨市場有重要意義。
- 蔡董事長表示，股票期貨是期交所第21個商品，這項商品還代表另一個不一樣的意義，就是以往台指期、電子期、金融期等指數類商品，僅能進行規避系統性風險，股票期貨則代表避險可更精確到個別股票。由於股票期貨與現貨市場關聯性相當高，股票期貨亦歷經多次溝通始推出上市，蔡董事長特別對證券期貨業界秉持證券及期貨市場共同發展的目標，支持推出股票期貨，致上最誠摯敬意。

臺灣期貨交易所股票期貨介紹

撰文：謝偉妹

■ 緣起

環顧國際股票期貨的發展歷程，該商品係於1990年開始進入市場，至2009年已有22個交易所上市股票期貨，台灣期貨交易所則是第23個推出股票期貨的交易所。

近年來，全球期貨及其他衍生性商品市場日益蓬勃發展，而股票期貨堪稱是1982年股價指數期貨推出之後，股權類衍生性商品的另一項明星商品。全球較早發行股票期貨的5個交易所為澳洲雪梨期貨交易所(SFE)、匈牙利布達佩斯證券交易所(BSE)、荷蘭阿姆斯特丹證券交易所(ASE)、香港交易所(HKEx)及瑞典斯德哥爾摩交易所(OM)。美國則於美國國會「兩千年商品期貨現代化法案」(Commodity Futures Modernization Act of 2000, CFMA)對於股票期貨發行的解禁後才逐具規模。由於股票期貨具有成本低廉、操作靈活及更具效率之特性，漸已成為開發中國家交易所明星商品。2008年全球股票期貨總成交量約達11億5千多萬口，年增率約59.94%，發展相當迅速。

期交所觀察國外成功的股票期貨市場，其成功因素之一即是背後有非常活絡的現貨

市場，以我國現貨市場的活絡程度與規模觀之，正具備發展股票期貨之條件，再加上我國市場自然人比例偏高，對於資金運用效率之需求更為殷切，以股票期貨之高資金運用效能及低成本優勢，且運用彈性大，避險套利效果佳之特性，實為最貼近我國市場發展之理財工具，且股票期貨的避險功能與股市交易是相輔相成、共存共榮，當可讓股市、期市同步發展。

台灣期貨市場從1998年7月第一項商品台股期貨上市以來，已將近12年，這段期間，期交所陸續推出電子、金融、小型台指等指數期貨，以及推出臺指選擇權、股票選擇權等，總計已有20個商品，而在股權類的商品中，則獨缺股票期貨。

由於股票期貨已成為國際衍生性商品交易所的潮流，因此，期交所2008年即著手規劃股票期貨，惟因涉及現貨市場，在規劃期間，與證交所、券商公會與期商公會歷經多次會議討論，終於在現貨、期貨市場合力支持，以及主管機關金管會的指導下，2009年10月獲主管機關核准。

■ 2010年1月25日正式上市

獲主管機關核准後，期交所隨即依據股票期貨交易規則，歷經選股委員會等既定程序，於2010年1月中旬正式對外公告第一波上市的34檔股票期貨，並於1月25日舉辦簡單隆重的股票期貨上市典禮。

首波上市的34檔股票期貨標的涵蓋傳產、電子及金融股，包括：南亞、中鋼、聯電、台積電、富邦金、台塑、仁寶、友達、華南金、國泰金、兆豐金、中信金、奇美電、統一、遠東新世紀、華新麗華、日月光、矽品、長榮、陽明海運、彰化銀行、永豐金、台泥、台化、鴻海、旺宏、華碩、廣達、中華電信、寶來證、玉山金、元大金、第一金、群創、合庫等個股之股票期貨；適用保證金比率則一律為13.5%。

■ 契約規格

股票期貨屬期貨契約，買賣雙方於交易時約定未來某一特定時點，以約定價格買賣標的股票，期交所股票期貨之契約單位為

2,000股，並採現金交割。

股票期貨可提供股票現貨持有者多元避險管道，有效減少原本使用指數期貨避險造成的追蹤誤差(tracking error)；作多或作空皆可，且無現貨市場信用交易融券券源不足或強制回補的問題，操作彈性更加靈活；交易股票期貨僅需預繳契約價值一定成數之保證金，具財務槓桿，可降低交易成本及提升資金運用效率。

若與股票選擇權相較，股票期貨與股票選擇權之交易標的雖皆為股票，但股票期貨交易僅多空兩個方向，考慮因素包括股票價格、到期期限、基差等；而選擇權交易除須考量股票價格、到期期限外，亦須考慮履約價格、買賣權之決定，甚至進行組合式操作。兩者相較，股票期貨操作概念較為簡單，交易人可依自身需求選擇股票期貨或股票選擇權作為避險管道，亦或透過股票期貨及選擇權進行跨商品策略交易。

CNEA



股票期貨契約規格	
項目	內容
交易標的	■ 於臺灣證券交易所上市之普通股股票
中文名稱	■ 股票期貨
英文代碼	■ 各標的證券依序以英文代碼表示
交易時間	■ 本契約之交易日與臺灣證券交易所交易日相同 ■ 臺灣證券交易所正常營業日上午 8:45~下午 1:45 ■ 到期月份契約最後交易日之交易時間為上午 8:45 ~下午 1:30
契約單位	■ 2,000 股標的證券（但依規定為契約調整者，不在此限）
契約到期交割月份	■ 自交易當月起連續二個月份，另加上三月、六月、九月、十二月中三個接續的季月，總共有五個月份的契約在市場交易
每日結算價	■ 每日結算價原則上採當日收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依期交所「股票期貨契約交易規則」訂定之
每日漲跌幅	■ 最大漲跌幅限制為前一營業日結算價上下 7%（但依規定為契約調整者，另訂定之）
最小升降單位	■ 價格未滿 10 元者：0.01 元； ■ 10 元至未滿 50 元者：0.05 元； ■ 50 元至未滿 100 元者：0.1 元； ■ 100 元至未滿 500 元者：0.5 元； ■ 500 元至未滿 1,000 元者：1 元； ■ 1,000 元以上者：5 元。
最後交易日	■ 最後交易日為各該契約交割月份第三個星期三，其次一營業日為新契約的開始交易日
最後結算日	■ 最後結算日同最後交易日
最後結算價	■ 股票期貨契約之最後結算價，以最後結算日證券市場當日交易時間收盤前 60 分鐘內標的證券之算術平均價訂之 ■ 前項算術平均價之計算方式，由期交所另訂之
交割方式	■ 以現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受
部位限制	■ 交易人於任何時間持有同一標的證券期貨契約同一方向未了結部位總和，除期交所另有規定外，不得逾期交所公告之限制標準 ■ 同一標的證券之股票期貨及股票選擇權未了結部位表彰總股數於任一交易日收盤後逾該標的證券在外流通股數 15%，除另有規定外，期交所得自次一交易日起限制該股票期貨交易以了結部位為限 ■ 前項比例低於 12%時，期交所得於次一交易日起解除限制
保證金	■ 期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於期交所公告之原始保證金及維持保證金水準 ■ 期交所公告之原始保證金及維持保證金，以「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按期交所訂定之成數計算之



- 期交所股票期貨上市後即將屆滿一季。股票期貨上市以來，經過期交所實施的股票期貨第一階段推廣宣導方案，市場已逐漸熟悉股票期貨交易，並對股票期貨交易量、流動性提升有諸多期許。鑑於市場已對股票期貨具一定認識，須因應市場情勢另訂推廣宣導策略，期交所在綜合市場交易情形、業者意見及參考國外交易所推動股票期貨經驗後，擬定股票期貨第二階段推廣宣導方案。

- 本階段股票期貨之推廣宣導，不僅獎勵活動規模擴大，亦引入準造市機制，雙管齊下提升股票期貨流動性及交易量；同時持續辦理各項宣導說明會，配合除權息旺季到來，展開涵蓋一般交易人、期貨商及IB業務員、法人的大規模宣導活動。

第一階段推廣宣導－認識並了解股票期貨的階段性目標

壹、宣導及獎勵

股票期貨1月25日上市前，期交所即已展開第一階段的股票期貨推廣宣導方案，包括去年12月14日至24日，對站在第一線的業務員辦理宣導說明會，及1月6日、19日對持有現股的法人機構操盤人辦理說明會；上市後，為讓交易人也能認識這項新商品，亦與今周刊、SMART、理財周刊、工商時報、經濟日報、聯合晚報等財經媒體於北、中、南辦理理財座談會。透過對於不同對象的宣導，已經讓市場參與者對股票期貨達到一定認識。

在交易獎勵活動方面，第一階段舉辦的目的，是為讓市場進一步認識及交易股票期貨，因此，針對期貨商及業務員自1月4日到15日舉辦「股票期貨模擬交易競賽」，同時，1月4日到2月28日針對一般交易人舉辦股票期貨「新期大闖關有獎徵答活動」。上市後，為鼓勵市場參與者，包括期貨商、業務員、法人、一般交易人多交易股票期貨，自上市當日起到4月30日止，舉辦總獎金逾600萬元的股票期貨交易獎勵活動。第一階段相關獎勵活動的舉辦，市場反映良好，亦已達成市場認識並了解股票期貨的階段性目標。

貳、市場反應及意見

股票期貨上市後，在市場交易人的支持

下，期交所的股票期貨交易量、未平倉量都具有穩定的表現。依據 FOW TradeData最新統計2010年2月各交易所股票期貨交易量，期交所股票期貨當月交易量為1萬5,164口，當月股票期貨契約的全球排名為第19名，已有不錯成績。

期交所於舉辦第一階段從業人員宣導說明會時，對於出席期貨商從業人員進行意見調查，從業人員對參與宣導說明會表達高度興趣，同時也建議，應於股票期貨上市後，視情況納入進階操作策略的應用課程。

此外，股票期貨上市近三個月以來，市場參與者也對於股票期貨交易，陸續提出建議與看法。包括：尋求提高股票期貨流動性，例如造市的機制，以增加市場交易人參與意願；也有期貨商提出，部分交易人仍期望進一步認識股票期貨，希望持續性辦理宣導；另則是針對市場上不同參與者的需求，增加股票期貨標的等。

由於股票期貨是與現貨市場直接連結的商品，於股票市場的推廣特別重要，因此期交所於3月4日舉辦「證券商理監事期貨業務座談會」，邀請券商公會理事長黃敏助及理監事與會，相關代表於會中對於股票期貨於證券商端推廣，提出下列建議：

- 一、因證券商營業據點較多，建議應著重鼓勵證券商參與股票期貨教育訓練及宣導獎勵活動；

二、考量證券商發行權證者應有參與股票期貨避險需求，建議可對發行權證的券商多辦宣導活動；

三、建議期交所持續辦理對從業人員的教育訓練，宣導現貨持有人於除權息季節交易股票期貨具有節稅效益；

四、研議股票期貨造市獎勵機制；

五、可向期貨信託事業宣導，將股票期貨納入投資標的。

經前述股票期貨上市前後所蒐集之市場反應、建議等等，期交所經審慎評估分析，乃決定於4月中起，實施第二階段推廣宣導措施。

第二階段推廣宣導方案－著重交易策略及節稅運用

期交所的第二階段推廣宣導措施，將於4月14日召開記者會正式公布。相較於第一階段，第二階段的目標，是為使市場更了解股票期貨交易策略及於除權息旺季節稅的運用；同時也採納了券商公會黃理事長等人的建議，將股票期貨的推廣涵蓋面，從第一階段著重於專兼營期貨商，擴大到證券端的期貨業務輔助人（IB）。

壹、交易獎勵及競賽活動

與第一階段相較，第二階段的交易獎勵、競賽活動，即是為配合應用股票期貨最佳時機股東會旺季前停資停券期、配發股利的除權息旺季所舉辦，目的為提升股票期貨交易量，並輔以準造市的獎勵機制。相關內容包括：

一、股票期貨超業先鋒爭霸賽：4月中起開始報名，競賽活動時間自5月1日到12月31日止，為期共八個月的業務員交易量競賽活動。相較於股票期貨上市前後推動的第一階段推廣宣導措施，本階段涵

蓋專兼營期貨商業務員、證券（IB端）業務員的交易量爭霸大賽，期能從市場上發掘「超級業務員」，藉由其深入了解股票期貨交易策略，讓投資人受惠。透過層層賽制打入決賽而獲得總冠軍的參賽隊伍，不僅將成為市場備受矚目的「超業新星」，更可獲得高達100萬元的高額獎金。

本競賽之賽制，分為甲組與乙組競賽，參賽隊伍先參與甲組競賽，未達甲組競賽第2、3階段錄取標準者，進入乙組競賽。甲組競賽賽制，自5月1日起到6月30日的二個月期間，舉辦第1階段的入圍資格賽，所有報名參賽隊伍於入圍資格賽期間，股票期貨成交量前200名且成交口數達200口以上者，可晉級第2階段菁英資格賽。

菁英資格賽至7月1日起到8月31日止，為期兩個月，依前一階段排名順序分五組競賽，本階段競賽期間各組股票期貨

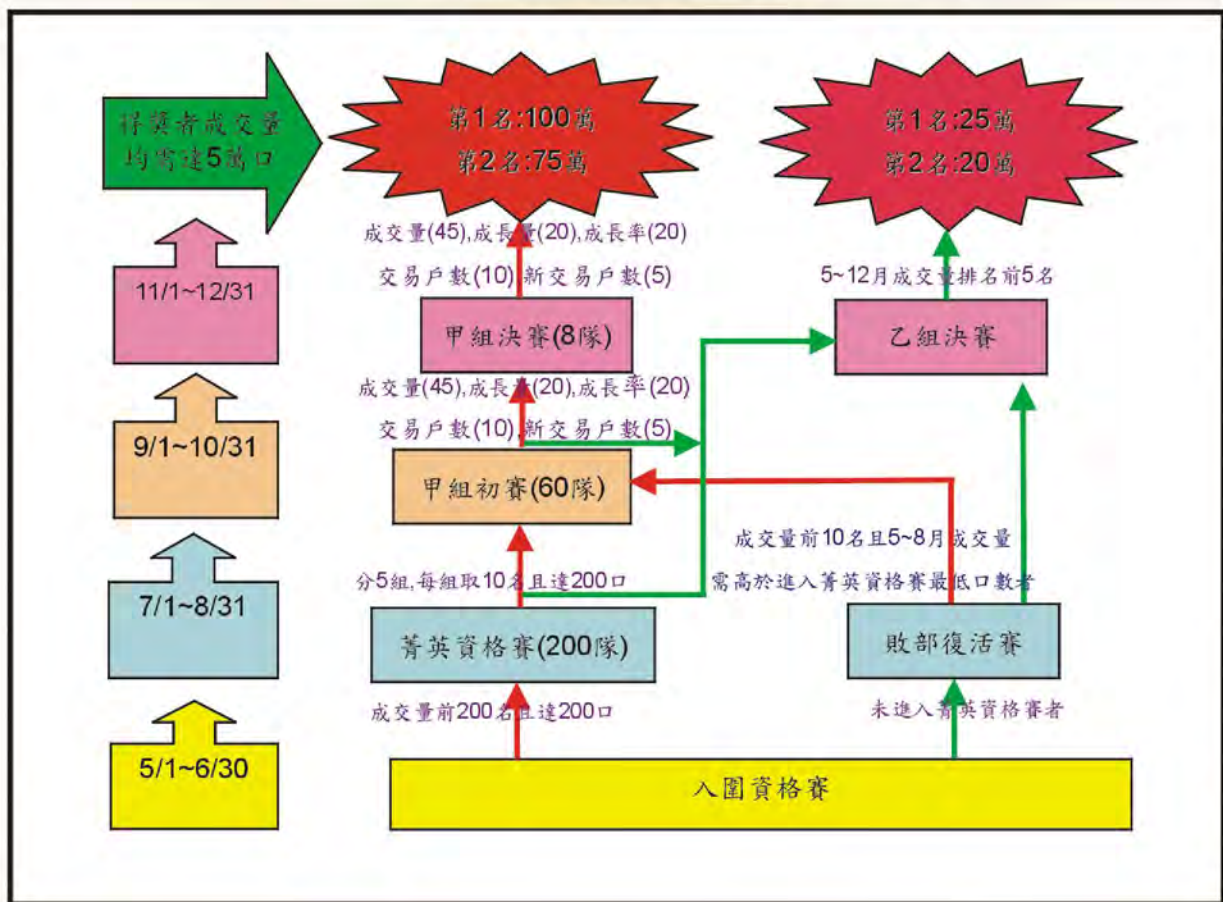
成交量前十名者，可進入第3階段初賽。為免有遺珠之憾，另設有敗部復活機制，原未晉級第2階段菁英資格賽分組競賽的參賽隊伍，只要5月1日到8月31日止，其成交口數須比菁英資格賽晉級初賽隊伍第1、2階段股票期貨總成交口數最低者為高，符合前述條件成交量前10名者，亦可晉級初賽。

初賽時間自9月1日至10月31日止，所有參賽隊伍於競賽期間，依成交量、成長量、成長率、交易戶數、新交易戶數等，依活動辦法規定之權數，計算初賽

成績，最後取8隊進入決賽。決賽時間自11月1日至12月31日止，依前揭計算標準，於活動結束計算競賽成績，第1名隊伍之成員可均分100萬元獎金、第2名75萬元、第3名50萬元、第4至8名各可獲25萬元。

乙組的部分，依5月1日起到12月31日整個競賽活動期間之股票期貨總成交量進行排名，第1名可獲25萬元、第2名20萬元、第3名15萬元、第4名10萬元，第5名可獲5萬元。

股票期貨超業先鋒爭霸賽流程圖



二、交易人天天送月月抽百萬大放送：針對一般交易人舉辦，活動時間自5月1日起到7月31日止，活動總獎金達百萬元，不僅獎金豐厚，抽獎門檻也低。其中天天送部分，每日每交易帳戶股票期貨交易每一口，即可獲得一次「天天送」抽獎機會，每日抽出一名，發給獎金1萬元；另月月抽部分，每月每交易帳戶累計股票期貨交易口數每達100口，即可再獲一次「月月抽」抽獎機會，累計達200口即有2次機會，依此類推，每月抽出一名，發給獎金12萬元。「天天送」及「月月抽」將統一於下個月份第1個營業日進行抽獎，並進行公告。



為獲得證券商之全力支持，期交所特舉辦「期貨業務座談會」，由董事長蔡慶年親自宣導股票期貨。

三、法人報價獎勵：期交所為增加股票期貨交易流動性，獎勵法人參與報價的活動，活動時間自4月19日到6月30日止，法人針對前期及當月股票期貨交易量較大的前10檔股票期貨交易及報價，並符合最低雙邊報價時間、買賣報價之價差，依此計算報價成績，每月獲報價成績前4名者，可獲得30萬、20萬、15萬及10萬元的獎金。獲得報價成績獎者，尚有機會再獲得報價成交加值獎，前三名各可獲得40萬、20萬及10萬元獎金。每月獲得報價獎前三名者，其所屬交易員亦可獲得5萬、3萬、2萬元獎金。

了解如何運用股票期貨投資、避險等多元化交易策略。因應股票期貨特性，以歐洲期貨交易所（Eurex）發展股票期貨的成功經驗為例，一年當中股票期貨成交量、未平倉量最大的時點，便是在標的股除權息旺季時，這是因為，歐洲交易人善於運用股票期貨的特點進行節稅或是除權息旺季時投資操作。

此階段的宣導內容偏重於交易策略的應用，尤其是除權息節稅的應用。相關內容包括：

貳、宣導活動

第二階段的宣導活動，則是配合交易獎勵、競賽活動的舉行，以及讓交易人深入

一、從業人員股票期貨交易策略宣導說明會：自3月22日起到4月16日止，於全國北、中、南、東共辦理16場。本階段說明會的內容側重於交易策略的解說，邀請凱基、元大、大華、永豐等專業期貨

商高階主管講授。為因應各地區營業員的需求，本階段的宣導說明會除於北、中、南都會區舉辦外，亦深入到台東、屏東、雲林、苗栗、南投等縣市舉辦。

二、補助專兼營期貨商及IB自辦宣導說明會：補助時間自4月1日起到7月31日止。期交所已於第一階段補助專兼營期貨商辦理宣導說明會，本階段期交所特別將補助辦理宣導說明會的範圍，擴展到證券商端（IB），且每場次均可申請補助。因此，不論是專兼營期貨商，或是擔任IB的證券商各營業據點，只要符合期交所規定條件，均可向期交所申請每場次5,000元補助，惟每營業據點限補助一次，預估有逾千家的營業據點可受惠。

三、交易人股票期貨理財攻略及實機模擬交易課程：自4月20日至7月29日的每周二、四晚間7時至9時，對一般交易人採取到期交所教室實機模擬的全新宣導方式，讓交易人一次就了解交易策略及如何交易，上課地點於期交所2樓的期貨交易教育中心，共計舉辦30場次，交易人可免費參加。本課程自4月初開放報名，前六場皆已額滿，可見交易認為此項商品之高度興趣。

四、交易人股票期貨理財座談會：因第一階段於財經媒體辦理理財座談會，交易人反應熱烈，本階段將持續舉辦，並特別規劃於除權息旺季期間，與財經雜誌、報社合辦股票期貨理財講座，透過此期間密集宣導，讓交易人熟悉股票期貨在理財及稅務方面的相關運用。



期交所與銀行公會合辦法人機構股票期貨座談會，吸引數十位銀行財務及投資人員與會。

五、法人機構股票期貨座談會：由於法人持有現股部位大，對於股票期貨交易策略運用的需求更為殷切，期交所於4月6日、8日、13日，分別針對投信、銀行及壽險等法人辦理宣導說明會，邀請元大期貨顧問事業部副總經理洪守傑、大華期貨專業協理張嘉成，就股票期貨交易策略、除權息節稅之應用，向法人解說。

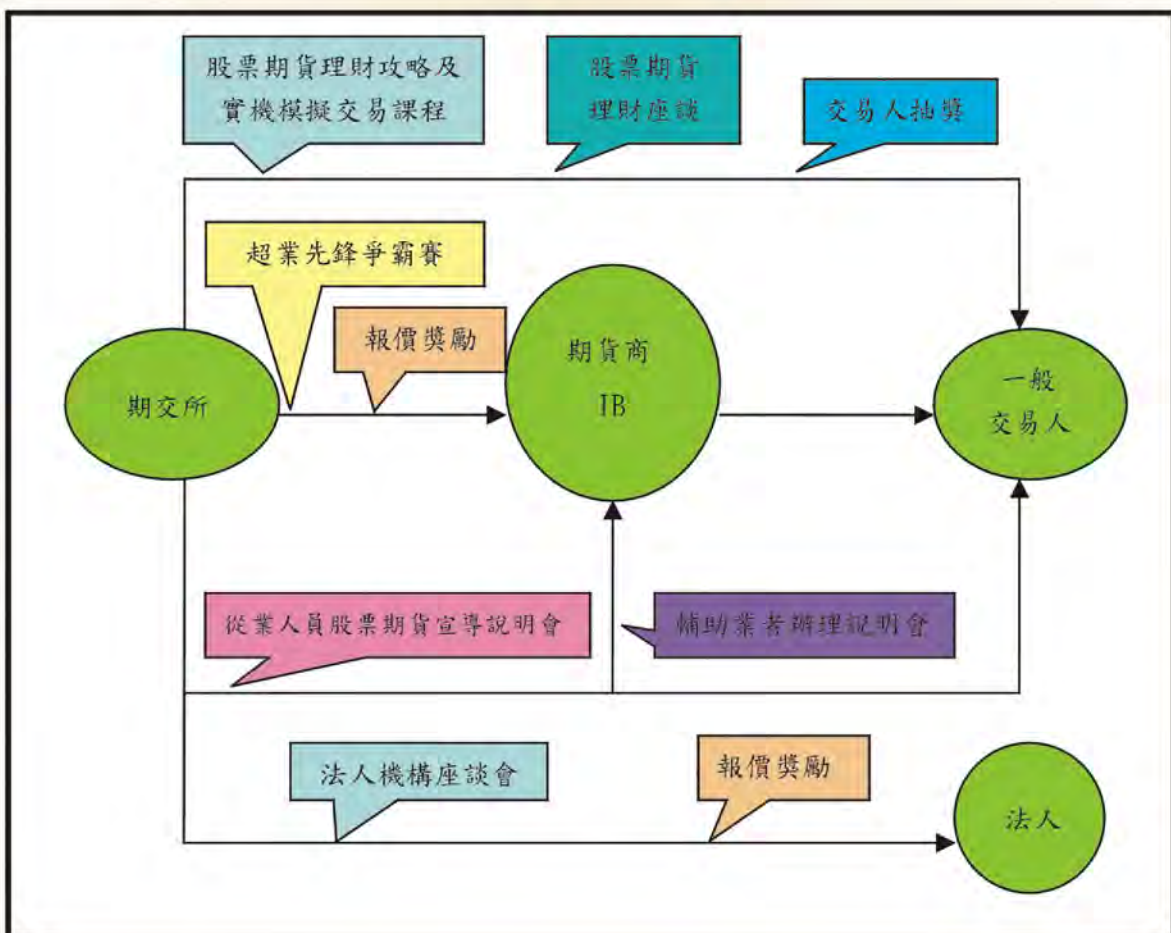
■ 結論

一項新商品的成功，有賴於市場參與者的支持，股票期貨推廣宣導邁入第二階段，加以操作股票期貨節稅、應用的除權息旺季即將到來，期交所期望在各項新的交易獎勵競賽活動，以及擴大辦理宣導活動之下，股票期貨能獲得更多期貨、證券商支持，向交易人推廣，期能在諸多新措施配合下，提升股票期貨交易熱度，讓台灣期貨市場，再向前邁開一大步。

CNFA

第二階段股票期貨交易獎勵及宣導活動時程表

項目／內容		辦理時間
宣導活動	從業人員股票期貨宣導說明會	3/22~4/16
	法人機構股票期貨座談會	4/6、4/8、4/13
	股票期貨理財攻略及實機模擬交易課程	4/20~7/29
	一般交易人股票期貨理財座談會	5~7月
	補助專兼營期貨商及IB辦理股票期貨宣導說明會	4/1~7/31
獎勵活動	股票期貨超業先鋒爭霸賽	5/1~12/31
	交易人股票期貨天天送月月抽獎勵活動	5/1~7/31
	法人機構股票期貨報價獎勵活動	4/19~6/30



- Q1：證券商交易以其他證券商為標的之股票期貨或股票選擇權有無抵觸證券交易法第45條第3項規範？
- A1：證券交易法第45條第3項規定「證券商非經主管機關核准，不得投資其他證券商」，然股票期貨或股票選擇權目前均採現金結算，如A證券商從事交易以B證券為標的之股票期貨或選擇權，並無直接或間接使A證券商持有B證券商股權之可能，故不致涉及證券交易法第45條第3項「不得投資其他證券商」之規定。
- Q2：金融控股公司所屬兼營期貨自營之證券子公司及其期貨子公司，交易以該金控母公司為標的證券之股票期貨與股票選擇權，是否違反金融控股公司法第38條規定？
- A2：金融控股公司法第38條規定「金融控股公司之子公司或子公司持有已發行有表決權股份總數百分之二十以上或控制性持股之投資事業，不得持有金融控股公司之股份」，然股票期貨與股票選擇權契約係採現金結算制度，故金控下子公司從事交易以其母公司為標的之股票或選擇權，並無法取得標的證券，故不違反金融控股公司法第38條規定。
- Q3：金融控股公司所屬兼營期貨自營之證券子公司及其期貨子公司，如從事以其「利害關係人」為標的證券之股票期貨與股票選擇權，是否應依金融控股公司法第45條規定，事先提報董事會決議通過？
- A3：金融控股公司法第45條明文列舉之「授信以外之交易」，尚無涵蓋股票期貨或股票選擇權，是金融控股公司所屬兼營期貨自營之證券子公司及其期貨子公司，如從事以其「利害關係人」為標的證券之股票期貨與股票選擇權，尚不受金融控股公司法第45條規定之限制。
- Q4：股票期貨與股票選擇權之標的證券公司之子公司之董事、監察人、經理人、受雇人或受任人得否交易以其金控母公司為標的證券之股票期貨與股票選擇權？
- A4：期貨交易法令並未有交易限制，但有關期貨交易法第107條內線交易之禁止規定，對股票期貨與股票選擇權標的證券公司之內部人亦有適用。意即股票期貨與股票選擇權標的證券公司之董事、監察人、經理人、受雇人或受任人直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息時，於該消息未公開前，不得自行或使他人從事與該消息有關之期貨或其相關現貨交易行為。
- Q5：股票期貨與股票選擇權之標的證券公司及其子公司之董事、監察人、經理人、受雇人或受任人，交易以其金控母公司為標的證券之股票期貨與股票選擇權，是否應適用證券交易法第157條有關歸入權之規定？是否應依證券交易法第22條之2及25條事先申報、事後持股變動申報之規定？
- A5：股票期貨與選擇權分別為期貨交易法第3條第1項第1款及第2款所之期貨契約與選擇權契約，其性質非證券交易法第6條所稱有價證券，並不適用證券交易法短線交易、歸入權以及內部人股權事前、事後申報之規定。
- Q6：股票期貨與選擇權遇標的證券除權、息，是否納入個人綜合所得稅課徵？
- A6：依據所得稅法規定，投資人持有股票因參與除權、息所配得之股利，需納入綜合所得稅申報；至股票期貨之交易，遇標的股票除權、息時，需進行契約之調整，因未自股票發行公司取得配發之現金股利與股票股利，故除權、息契約調整部分，不納入綜合所得稅申報，計入期貨交易金額中，於賣出或到期結算時，依據期貨交易稅條例課徵期貨交易稅。

如何提升

股票期貨流動性及交易量

各業者以不同的角度剖析現況及提出建議

- 股票期貨確定在2010年上市前，各專兼營期貨商、證券IB、投信業者莫不均抱持高度期許與深度厚望，不但希望這項新商品能為臺灣現貨及期貨市場帶來雙贏，更希望在整個投資理財的領域中開啟另一扇窗。
- 大家在事前積極宣導，除舉辦各類股票期貨的教育訓練或說明會，更加快腳步訓練內部的從業人員，希望一鼓作氣帶動股票期貨的人氣。雖然目前股票期貨交易量並未達到大家的預期，但是所有業者對它並未失望，為了解股票期貨未臻理想的原因，本刊針對各業者進行了專訪，希冀從不同的角度，提出建設性及實務性的建議，做為提高股票期貨流動性及交易量的改善依據。



從制度面著手，促進市場良性循環

統一期貨吳皇旗協理談如何提升股票期貨交易量

撰文:Kevin



在統一期貨法人部服務八年的吳皇旗認為，股票期貨上市，能為金融市場帶來更多元的發展，目前如何提升成交量是當務之急，而快速有效的提高市場參與度，引入造市者制度有其必要性。

看好股票期貨 從三大方面進行準備

近年來，股票期貨在全球衍生性商品市場迅速成長，2008年總交易量達11億餘口，年成長率超過5成，成為各交易所的明星商品。台灣期貨交易所推出股票期貨後，加上

現有的指數期權商品，股價類期貨產品線更為完整。由於股票期貨具備交易成本低、多空交易靈活的優勢，可使交易策略更加多元，各期貨商均期盼股票期貨上市後，能夠為期貨市場注入新的活水帶來新的契機。然而，事前的準備工作卻是各有巧妙不同。

統一期貨法人部吳皇旗經理說：「統一期貨在股票期貨推出之前，即從人員訓練、模擬交易競賽及業務推廣三大方向著手進行上市前的準備。」在人員訓練部分，業務單位積極派員參加期交所與公會舉辦的“股票期貨商品介紹”及“交易策略培訓”等各項課程，以充實同仁們對股票期貨的知識，並與客戶分享國外成功經驗；研究部門則針對股票期貨進行價差交易策略的專題研究，並發表於統一期貨研究月刊，提供客戶與同仁做為未來交易時之參考。

統一期貨同時也規畫了股票期貨上市前的模擬交易競賽，提供良好的模擬交易平台，一方面鼓勵客戶參與模擬交易，以增進對股票期貨的了解；另一方面使前中後台的系統與人員能借此加強測試上市前的各項工作準備。

吳皇旗說：「整體而言，業務推廣的先

期工作，首重人員的教育訓練，這部分由期顧與IB服務小組提供股票期貨的訓練課程，並舉辦內部員工及客戶的說明會。」

推廣工作從同仁、散戶、法人三層面進行

統一期貨對於股票期貨的推廣工作，主要從三大部分進行。首先是內部同仁，對於集團內部同仁的廣宣，由交易部負責彙整股票期貨的資訊，以電子報的形式每日發送至所有同仁。自98年12月至99年1月共計發送16篇，內容涵蓋了股票期貨的契約規格、交易結算、契約調整及操作實務等項目，讓同仁經由每日一篇的電子報，持續吸收股票期貨的必要訊息。

在集團推廣股票期貨的方式，統一期貨採取鼓勵各期貨及證券分公司在地舉辦股票期貨的訓練課程，由期貨內部人員擔任講師並協助舉辦相關的宣導活動。這項宣導對象以證券客戶為主，目的在於讓習慣操作現股的客戶能夠了解股票期貨的特性，吸引他們參與股票期貨的交易。從99年2月起到底，二個月的期間，從台北、台中、台南、高雄到屏東，全省走透透，總共舉辦了10餘場次的股票期貨說明會，講授範圍包括股票期貨特色簡介、操作心法及個股期貨的節稅策略。

吳皇旗說：「說明會活動的廣宣，除了在公司網站公告，也在財經網站鉅亨網上刊登相關的課程訊息，文宣部分則包括DM與電子郵件，由期貨投顧部門統一製作，寄送至舉辦說明會的分公司據點。」

在法人機構的業務推廣方面，則是在法人例行拜訪行程中，加入股票期貨的專題研究簡報，內容著重在避險交易及期現貨交易策略的介紹，吳皇旗舉例說到，他們在法人機構推廣時，常以不同股票間的配對交易與合併時的套利策略做說明。對股票部位大的法人，他們強調，透過股票期貨避險的效果較股價指數期貨來的精確。尤其是股票期貨財務槓桿高、交易成本更低、多空交易靈活且交易速度快的特點，對於證券商發行認購(售)權證之避險交易更能突顯其優勢，此部份也是宣傳重點。

吳皇旗強調，大部分的法人機構代表，對於股票期貨上市抱持樂觀其成的看法，並且一致認為有助於避險交易與期貨多元交易策略之發展，但同時他們關注的是流動性與市場深度是否足夠。

唯“量”是問，交易量低迷之故

股票期貨上市至今，整個市場的交易量似乎未如預期，訪談一般客戶，得到多數的回應是「交易量太少，要再觀察看看」、「流動性不足，怕進的去出不來」等等類似的回答。

統計台灣期貨交易所三月份股票期貨交易情形(如下表)，平均每日成交量264口、平均每日未平倉量1826口。換言之，由34檔股票期貨來平分，每天每檔股票期貨只能分到8口的交易量，與54口的未平倉量。吳皇旗經理說：「成交量跟未平倉的規模都太小，也難怪期貨投資人仍心存觀望。」。

他指出，深入探究營業員與客戶的反應，對於股票期貨卻又並非毫無興趣，而是在成交量不足的情形下先行觀望。如此一來，導致市場陷入了成交量低迷→不容易平倉→投資人觀望→成交量低迷的惡性循環之中，因此，吳皇旗認為，首要提高個股期貨流動性，才能發揮股票期貨特有的優勢。

日期	成交量	未沖銷契約數
2010/3/1	263	1519
2010/3/2	234	1614
2010/3/3	173	1665
2010/3/4	269	1752
2010/3/5	200	1761
2010/3/8	274	1837
2010/3/9	137	1823
2010/3/10	204	1831
2010/3/11	719	1818
2010/3/12	143	1827
2010/3/15	221	1878
2010/3/16	154	1878
2010/3/17	270	1897
2010/3/18	406	1457
2010/3/19	293	1625
2010/3/22	349	1765
2010/3/23	277	1829
2010/3/24	284	1948
2010/3/25	286	2043
2010/3/26	280	2112
2010/3/29	215	2134
2010/3/30	156	2161
平均值	264	1826

改善之道：鼓勵法人參與、加強IB宣導、獎勵造市者、提高流動性

至於如何改善目前成交量低迷的現象？吳皇旗笑道：「似乎還是唯“量”是問。」要如何挖掘出成交量？他認為，不妨從投機

或避險的交易來分類，找出可能的交易名單(如下表)。他舉例說明，在34檔股票期貨中，友達期貨的未平倉量已經可以超過100口，而台灣證券交易所資料顯示，到3月30日為止，全體外資與陸資持有友達股票共約385萬張(43%)，一共有16家證券商發行58檔權證，其中一定有避險需求，可是卻沒有積極在股票期貨市場進行交易。

投機者	避險者
一般投資人	權證發行者
自營商	投信基金
外資	大股東
	保險業者
	政府基金
	外資

吳皇旗認為，除了一般投機者，無論外資、權證發行券商，都有實質需求存在，而且不限定於買方或賣方，重點在怎麼搭起“友誼”的橋樑。因此，他建議台灣期貨交易所“開放股票期貨造市者資格申請”，鼓勵法人機構參與，以創造市場流動性，讓有股票期貨交易需求者，不會苦無交易對手。

至於提高一般投資人的參與度，他建議加強證券交易輔助人(IB)的宣導獎勵。根據台灣證券交易所的資料，2009年底證券總開戶數為15,122,181戶；而台灣期貨交易所統計的開戶數，包含自然人與法人，在2009年底總共為1,268,199戶。換句話說，證券客戶數為期貨客戶數的10倍以上，證券開戶數中，扣除年齡20歲以下(期貨開戶年齡需滿二十歲)的開戶數，仍然是期貨開戶數的數倍。



吳皇旗說：「改善之道在鼓勵法人參與、加強IB宣導、獎勵造市者、提高現貨、期貨市場之流動性，產生相輔相成之效，把市場的餅做大才是雙贏的局面。」

吳皇旗說：「由此可見，手中握有廣大客戶群的證券公司，如何看待股票期貨的態度是重要的關鍵。」

股票期貨上市初期，市場不免擔憂會排擠現貨交易量，但以國外的經驗看來，推出股票期貨的國家，如德國、英國、美國、香港、印度及南非等國，現貨市場與股票期貨交易量呈現同步成長，顯示因新商品上市產生多元交易策略，新的需求被創造後，現貨、期貨市場產生相輔相成之效，因此把市場的餅做大才是雙贏的局面。

對於合約規格是否需要修改，以目前股票期貨還在起步階段，吳皇旗建議，期交所應該優先獎勵造市者，提高流動性，再集思廣益考量未來是否要修訂合約規格。

四大優勢，未來發展深具潛力

股票期貨推出之後，雖然初期面臨交投冷清，吳皇旗協理仍然看好這項商品未來的發展潛力，他提出了股票期貨的四大優勢，並做了詳細的說明。

(一)操作便利性佳：股票期貨無論是放空還是當日沖銷，不僅沒有籌碼限制，也沒有除權、除息期間停資、停券的困擾，更不受特殊時期的法令限制(例如平盤下不得放空)。

(二)交易成本低：透過股票期貨操作，避險效果將超越傳統使用的指數期貨與選擇權，降低避險誤差，並能完全取代信用交易的空方功能。此外，對法人而言，不能信用交易，而借券的成本又高，但透過參與股票期貨市場，就能降低交易成本，提高組合策略的可行性與獲利性。

(三)投資策略靈活：以往除了指數期權之外，法人沒有其他的槓桿工具能增進投資的效率，而股票期貨的誕生，增加了法人在投資組合策略佈局上微調的手段與方法，更有機會一併拉升股票選擇權的成交量，形成現貨、期貨、選擇權，三強鼎立的完整金融市場，投資人將能擁更多的投資機會與策略運用。

(四)合法節稅功能：稅基較高的投資人在除權息期間，透過股票期貨與現貨的搭配操作將能獲得節稅利益。以國外經驗看來，除權息旺季，股票期貨的成交量將有爆發性的成長。

吸引自營造市及法人進場，形成良性循環創造雙贏

綜合以上各點，可以看出，股票期貨能為金融市場帶來更多元的發展，其成交量的提升實為當務之急。吳皇旗說：「如何快速有效的提高市場參與，顯然造市者制度的引入有其必要性。」他也認為，適度增加股票期貨的標的，尤其是熱門的高價股，較容易帶動人氣與話題，也有助個股期貨業務行銷推廣。

對法人來說，在現貨、期貨、選擇權三方工具皆能配合下，投組策略能夠發揮的空間已經大幅擴展，因此在制度上，應提供誘因吸引自營造市及有避險需求的法人進入市場，逐步累積市場量能。當股票期貨的功能充分發揮時，自然而然會吸引其他交易人進場參與，形成良性循環；另一方面，當股票的避險管道確實暢通後，投資人將有更多籌碼能積極的投入現貨市場，形成雙贏。

吳皇旗最後說到，除了引進法人參與市場外，應持續對IB端客戶及從業人員進行教育訓練，依客戶屬性建議適合的商品與交易策略，唯有互利、共生，才能創造雙贏，也才是引領金融市場蓬勃發展的不二法門。

CNFA



吳皇旗小檔案

服務機構：統一期貨

職 稱：法人部 協理

工作經歷

統一期貨 法人部 經理

統一期貨 法人部 業務經理/主任

友邁科技 計劃經理

學 歷

國立屏東科技大學 碩士

先有活絡的流動性，才能激發交易動機

評析股票期貨上市後之落差及建議改善之道

撰文：劉懋楠

金鼎證券執行副總劉懋楠以橫跨證券及期貨業的多年經驗，專文論述，剖析股票期貨上市後，交易未如預期活絡之故，並提出多項建議，以期改善目前股票期貨交投清淡的現況。



台灣期貨交易所在2010年1月推出了眾所矚目的新產品--股票期貨。這個新產品之所以備受期待，在於它和之前期交所推出的諸多產品相較，大家一致認為，對台灣投資人而言，股票交易的熟悉度與接受度較高，因此一旦上市投資人較易接受。然而，正式上市近三個月以來，從實際交易內容來看，不論是日均量或未平倉量，交易者寥寥無幾，包括法人或一般投資人，並未對這項產品投以較大的關愛眼神。

從期交所官方網頁中，對股票期貨評估

規劃的報告提到，股票期貨有下列幾項特點：

- 一、股票期貨具有較信用交易融資買進有更高的槓桿倍數，使資金使用效率提高；
- 二、股票期貨在期貨市場交易有較股票市場為低的交易成本；
- 三、股票期貨撮合的速度比股票市場25到35秒才撮合一次更為即時；
- 四、股票期貨有多空兩相宜的特性，尤其在作空時，沒有股票市場融券放空可能有被強制回補的規定；
- 五、除權季節來臨時，以買進股票期貨取代現股持有，具有節稅的效果。

上述這些特性，為何沒有在上市後受到投資人青睞呢？本文試圖一一檢視股票期貨推出前所評估的特點，深入剖析“評估階段”與“實際上市階段”所產生之落差，並提出實務建議，以改善股票期貨交投未如預期的現況。

首先探討股票期貨能否對融資使用產生替代效果。目前股票期貨共有34檔標的，雖然這34檔標的都是台灣股票市場的重要代表

性標的，但是在信用交易市場中卻是較冷門的標的。以台積電為例，這類大型權值股的標的，大多為法人持有，融資餘額不過數千張，這表示以融資方式買進台積電的需求甚低。再者，股票期貨的一大特色，就是保證金比例較低，以平均13%的保證金比例所創造出的近8倍槓桿倍數，確實優於融資所需40%自備款達到的2.5倍槓桿倍數。但是在交易實務上，為了確保交易的安全性，投資人仍然必須準備遠較原始保證金為多的本金在帳戶中，以預防可能發生的價格波動風險，因此較低的保證金比例不見得能夠提升資金使用效率。

另外，從投資的大環境來看，過去十幾年來，證券市場也曾經發生過融資餘額頻創新高，甚至高到各家證券商或證金公司必須限資的程度。可惜的是，台股從2008年11月的3955點彈升以來，到2010年3月底的近8000點左右，股票行情已將在金融海嘯時的跌幅，恢復了八成左右，但是整體股票融資餘額水位卻僅回到六成左右。這個現象表示，金融風暴雖暫時停歇，投資心態卻未能回復到之前的樂觀程度，從代表散戶指標的融資餘額水位上，可以看出投資人普遍存有謹慎心態。在整體融資水位並不緊俏，而股票期貨又多是融資餘額較低的標的，股票期貨暫難扮演融資交易的替代性角色。

至於交易速度與交易成本的特點，期貨交易所在2009年加快了撮合與報價揭露的速度，據說一秒鐘可以撮合25次，這個優點確實是非即時成交的股票市場難以比擬的。對

法人而言，交易的即時性是一個有吸引力的點，但是為什麼沒有發生作用呢？癥結在於，交易的不活絡。股票市場的撮合速度雖然慢，但是至少保證每30秒可以撮合到一次，就算期貨市場的撮合速度很快，但是始終不成交或是久久才能成交一次，再快的撮合系統也無用武之地。

歸功於期交稅的調降，期貨交易的成本確實較為低廉。但是同樣的問題，成交的不活絡使股票期貨在買賣價的掛價距離遠比股票來得大。期貨市場交易省下一個跳動點的交易成本，但過大的買賣價，一來一回可能要貼上四個跳動點，這樣一來，股票期貨的交易成本優勢不復存在。

再談到股票期貨最獨特、最沒有取代性的一個特點，就是在除權季節時的節稅效果。透過在除權日當天賣掉會被課稅的持股，轉而持有相對應的股票期貨，亦即將股息價值轉化為有價證券交易資本利得的方式來合法節稅。這原本是個非常好的賣點，但是問題又來了。近年來，上市公司基於控制股本的膨脹，大多轉為發放現金股利，以台積電為例，目前股價在60元附近，配發3元現金股利，假設某高稅率投資人持有2000張台積電，參加除權時，將獲得600萬的現金股息。假設此人綜所稅率為40%，這600萬股息將有240萬必須拿去繳稅。

而透過股票期貨持有能省下多少稅金呢？雖然240萬的稅不用繳了，但是手中持股必需先賣出，同時買進約當等量的股票期

貨，等到除權後，再將相同的股票張數再買回來，同時將持有的股票期貨平倉，股票賣出會被課千分之三的證交稅，股票一買一賣有兩次的手續費，再加上股票期貨一買一賣的期交稅與手續費，已經將省掉的稅抵消一半。如果再考慮股票與股票期貨買賣過程中，可能產生的滑價摩擦損失，最終省下的稅已經很有限了。

當然34檔標的中也非全無操作性，像中華電信股價也在60元左右，但是今年預估配發4.5到5元的現金股息，在相同的比較基礎下，中華電信的可操作性就遠比台積電為佳。這些觀念跟操作手法，不要說一般投資人搞不懂，連專業法人也不容易完全摸熟。

最後，股票期貨的重要功能，在於多空兩相宜與發揮準確的避險功能，過去股市會發生主力作手利用融券強制回補的規定，對融券者進行軋空，改成股票期貨操作就沒有強制回補問題，但是標的的侷限性讓此功能可發揮空間有限。另外，在避險實務的做法上，過去習慣用指數期貨對股票投資組合避險，有時會發生準確度不佳的副作用，如果能以股票期貨與相對應的股票一對一地進行避險，準確度當然大幅提升。但是不活絡現象沒有改善，即使明知道指數期貨避險準確度欠佳，高流動性的考量被迫超過了準確度的考量。

針對上述的特性分析後，未來股票期貨是否還有春天呢？事實上，我們可以參考國外的經驗作為改善的參考依據。目前歐洲期貨交易所的股票期貨推展的相當成功，一年

約有一億多口的交易量，幾乎與台灣期交所所有商品成交量總合相當。因此，今年1月中旬，期貨公會邀請了歐洲期貨交易所負責股票期貨商品企劃的經理來台舉辦了一場講座，希望透過他們推動股票期貨的成功經驗，讓台灣期貨市場借鏡。從演講內容中發現，他們成功的原因在於：信用交易門檻高、交易標的數量多與審核上市的效率性等三大關鍵因素。

依台灣證交所所編“2009年世界主要證券市場相關制度”提到，在法國信用交易參與者所需之保證金門檻頗高，非一般投資人可承作，因此提供了股票期貨的推動力量。而歐洲期貨交易所2008年有500多檔股票期貨，到了2009年更大幅提高到近800檔。歐洲期貨交易所股票期貨的客製化程序更是令人津津樂道，只要不是太怪的標的，有需求者即可向期交所提出申請，從提出申請、審核、通過掛牌上市交易僅需四天時間，很快就可以開始交易，如此掛牌後不愁沒有交易量。

反觀台灣期交所現行34檔標的，標的數量過少，且有交易動機的需求者茫茫期海不知在何處，有些需求希望針對特性標的，但卻受限於非交易標的無法承作，如此供需勢必難以搭配。過去與台灣期交所的座談中，該所也曾表達，樂見客製化商品在交易所掛牌交易，或許彈性接受有交易需求者申請新標的，並且迅速的給予上市是一個可以考慮的方向。

台灣期交所曾經詢問法人，為何交易股票期貨的動機不高，從法人角度觀點來看，現在正處於利率的歷史低點，資金成本相對低廉，再加上資金充沛，是否要透過槓桿倍數來降低資金使用額度的需求性並不高。換個角度說，法人即使以現股方式買進股票，同樣可以透過期交所的保證金抵減制度降低期貨交易保證金需求，因此，法人操作並無必要動機，要以股票期貨取代原有直接交易股票。

我們常常聽到一個在期貨市場“雞生蛋，蛋生雞”的爭論，到底是有交易動機就會產生成交量，還是先有活絡的交易量，才會衍生出交易動機。根據筆者在市場多年的經驗來說，很多觀念在理論上行得通，但是受到實務交易市場流動性不佳的狀況下，所有概念都無法確實執行。因此必定是先有了活絡的交易量，接下來對應的交易動機才會被激發出來並實際去執行。

以歐洲期貨交易所的例子，如果他們的交易標的始終不多，有的標的沒人要做，想作的標的沒有掛牌又不能作，相信成交量絕對無法達到目前水準，但是他們透過彈性並且有效率的客製化上市機制，成功地激發了交易人的交易動機，當一檔、兩檔標的因確定有動機促使交易量大幅提升，吸引了後繼者的目光，接下來就有越來越多的需求者，以同樣的方式加入，如此便形成了一個良性循環。

當然，大環境的配合也很重要，期貨市場雖然是零和遊戲，但過去兩、三年，臺灣期貨市場的投資人感覺錢都被外資賺走了，虧損的是他們，導致投資人對期貨市場感覺不佳，認為就算要虧錢，股票市場虧得也比較慢，不像期貨市場出一次狀況就可能全部輸光，因此對期貨市場不抱期待進而卻步，即使股票期貨與股票的替代性很高，卻無法吸引他們的興趣。

筆者本身常常碰到曾經接觸過期貨市場的投資人，現在一提到期貨市場就直搖頭。因此，在此呼籲，包括期交所、證券商、期貨商的從業人員，都應該重新對投資人進行宣導，協助建立起正確的期貨投資觀念，降低甚至消除他們對期貨市場的恐懼心理，如此才有可能在經過客觀理性地比較之後，讓他們了解股票期貨真的值得參與的優點，投資人才會以正確的心理，重新加入期貨市場，參與股票期貨的操作。

當然，期交所的作法也必須更有彈性，如果老是抱持“先觀察現狀，看看再說”的想法與作法，一旦黃金期過了，再用甚麼猛藥也難以重新吸引關注。以過去股票選擇權改為現金結算的時機過晚，即為明證。對於期交所在推出新商品的用心上，我們固然給予高度的肯定，但是基於榮辱與共的使命感，還是要提出有利於改善現況的建言。畢竟，唯有好的商品交易量才会有市場的榮景，帶動整個產業的提升。

CNFA

提出放寬法人限制、開放盤後大額交易等建議

永豐期顧事業部針砭股票期貨現況

撰文：張祥麟



股票期貨上市前，大多數期貨業內人士都抱以熱切的期待，但上市後，從一開始的日均量600多口下降到400多口，為什麼一個眾所期盼的商品和原先的預期有如此大的落差？永豐期貨顧問部副總經理廖祿民、協理李寶華，以資深從業人員的角度提出他們的看法。

首要障礙在流動性不足

廖副總表示，基本上股票期貨對台灣的投資人應該是極具吸引力的產品，因為台灣投資人對股票買賣的興趣濃厚，股票交易早已是全民運動，而股票期貨的靈活性可以讓喜歡作短線的當沖客有更大的發揮空間；對長線的持有人而言，也是一個避險的好工具。因此，不論是跑短線、作長線、避險還是投機，股票期貨都是非常好的標的，但是這麼好的商品為何無法一開始就大放異彩呢？

廖副總指出幾個關鍵的障礙，首先是流動性不足的問題。股票期貨一開始的流動性沒有拉高，也就是交易量不足，讓很多法人不敢進場，而法人本身就是創造流動性的主角之一，但沒有基本的流動性，法人也絕對不敢貿然進場，因為期貨商品的流動性風險是交易上最大也是最難規避的風險考量之一，流動性可以吸引法人，法人也可以創造流動性，因此這個問題就變成了一個“雞生蛋，蛋生雞”的惡性循環了。

李協理也表示，在流動性不足的情況

下，避險的投資人就沒有好的價位及交易量可以進場，在沒有避險單的進場下，投機客也無法在短線找到機會，在避險和投機都無法交易的情況下，靠市場價格偏移賺取利潤的套利者也無法交易，因為根本沒有報價也沒有交易量，所以，在這三個市場主要參與者都無法交易之下，交易量當然很難有所提升。

宣導不足導致交投清淡

廖錄民說：「在股票期貨上市前，必須要有一段長的醞釀期和宣導期，才能讓投資人了解新商品的特性及優點，讓投資人由心動轉化為行動的能量，所以不只宣導的力度要夠大，時間也要夠長。」他認為股票期貨的宣導不足，也是造成交易清淡的原因之一。

以永豐期貨來說，在股票期貨上市前的宣導，各種說明會等推廣活動舉辦的很多，從2009年年底至2010年3月底止，分別於北、中、南全台各據點舉辦共計32場的說明會及講座，並針對了不同的對象進行教育訓練的工作。廖錄民指出，以內部員工為對象的課程，是以內部教育訓練或座談會的方式進行，還邀請了國外的專家授課，主要內容在介紹股票期貨的特性與優點，並講授行銷與操作技巧。

對於IB，因為證券設置有期貨投顧，負責股票期貨的推廣任務，推廣重點在消除證券分公司主管與營業員對於業績排擠的疑

慮，以客戶的需求為導向，增強客戶的忠誠度，同時對於股票期貨商品的特性與操作技巧，也安排許多內部教育訓練課程。對於客戶，則施以密集舉辦的股票期貨教育訓練講座，使客戶在投入前已有相當的了解與操作知識。對於法人部分，永豐期貨採取密集式，一對一方式簡報商品特性、交易流程與帳務處理等細節。

李寶華協理說：「這些活動及課程雖然和基層從業人員或是投資人有過很多接觸，但是宣導期不夠長，在投資人心中無法建立深刻的印象，因此對股票期貨的接受度無法立刻反應到市場的交易中。」

消除證券商的疑慮是必要之急

另一方面，李寶華認為，對交易輔助人，也就是證券方面的宣導還需要加強，因為還是有不少證券商擔心，股票期貨的出現會影響現貨交易及融資融券的業務。

其實以國外推行股票期貨的經驗來看，股票期貨的出現，反而是證券交易成長的新契機，所以如何減少並導正證券商對股票期貨的誤解而造成的阻力，也是現在應該儘快處理的必要之急。

改善股票期貨現況的建言

對於股票期貨未來的發展，兩位資深業內人士仍抱持樂觀的態度，他們針對目前產生的幾個問題點逐一作了詳細的說明，並提出改善的良方，希望為股票期貨交易量的提

升有所助益。

廖副總認為，正本溯源首要解決流動性的問題。要把市場基本的流動性建立起來，首先就是要掃除法人進入市場的障礙，先吸引法人的注意力，讓法人可以建立進場交易的信心，讓原本的惡性循環變成良性循環。他認為第一步，造市制度的建立就是非常必要的手段了，因為造市者可以先炒熱市場，讓流動性風險降到法人可以接受的範圍之內，然而，要引進造市者必須先給予他們願意進場的誘因，像是交易費用減免，或是給予交易獎勵等措施。

再來就是要放寬造市者的交易限制，由於造市者多半都是期貨自營商，除了本身在期貨部位的限制外，還有股票現貨的限制，由於股票期貨橫跨股票現貨和期貨，兩者間的相關係數幾乎就等於1了，若要造市者創造更大的流動性，就必須放寬造市者在現貨交易的限制，讓造市者可自由依照部位作避險的調整；還有像是國內及國外商品交易比例的限制，也可以視情況讓造市者可以有比較大的彈性空間，讓造市者也可以利用股票期貨進行避險。

李協理也補充表示，無論造市者或是法人，其後台帳務系統的問題也是需要克服的問題，因為股票期貨保證金的計算方式是以比例而固定金額，這和過去推出的期權商品不同。因此在現貨盤中價格浮動時，會導致保證金比例的改變，進而對部位造成影響，而有些法人後台帳務系統在這方面，仍然不

足以處理這種情況，主要也是對股票期貨有所觀望而不願投入更新資本，因此，期交所或主管機關可以針對此情況給予法人一些誘因，讓法人更有意願去投入資本以配合股票期貨之交易。

廖副總也建議，可以仿效證交所與歐洲期貨交易所制度，開放所謂的盤後大額交易，讓有大部位要避險的法人可以在盤後進行大額交易，增加交易的隱密性及減少對市場的衝擊程度。

在商品的標的選擇上，李協理認為，股票期貨應該更貼近現貨市場交易人，雖然初期期交所為保護投資人，所選的標的都是大型穩健的股票現貨標的，如台積電、中鋼或是國泰金控等等，但不可諱言的是，這些標的平時波動幅度有限，在操作上對交易人的吸引力當然也有限。李協理建議，一開始，為了兼具穩健及波動性，可以先以台指50中的標的作為首先的選擇，一來台指50內的標的也都是相當穩健的標的，交易人可以安心進場交易；二來這也會間接的提高台指50的交易量，因為無論是交易台指50的散戶和交易人，都可以利用股票期貨來自行合成避險的部位，可以說是一舉兩得。

股票期貨在交易實務的設計上也要更貼近現貨交易人，廖副總以代碼設計為例進行了說明。他說，在代號的選定上，最好以平時交易股票現貨時的代號為主，例如台積電股票代碼為2330，那股票期貨的代碼就可以用05F2330，05是月份，F代表期貨，讓現貨

的投資人便於記誦，無形中也可以增加證券商營業員及一般現貨投資人對股票期貨的接納程度，國際間推行股票期貨最成功的市場之一，印度，它的股票期貨代碼的設計就是用這種方式。

李寶華協理提到，期貨業者本身也要努力去配合投資人的需求，設計並整合出便於

投資人使用的電子交易界面，舉例來說，各家報價系統可以充分整合股票、股票期貨、權證、股票選擇權等，以滿足客戶避險、投機、套利等多方需求，讓投資人可以最快的速度找尋獲利機會，也可以吸引很多不同屬性的投資人進場，他提供了永豐期貨目前的一些資訊畫面給大家參考（詳如圖一、圖二、圖三）。

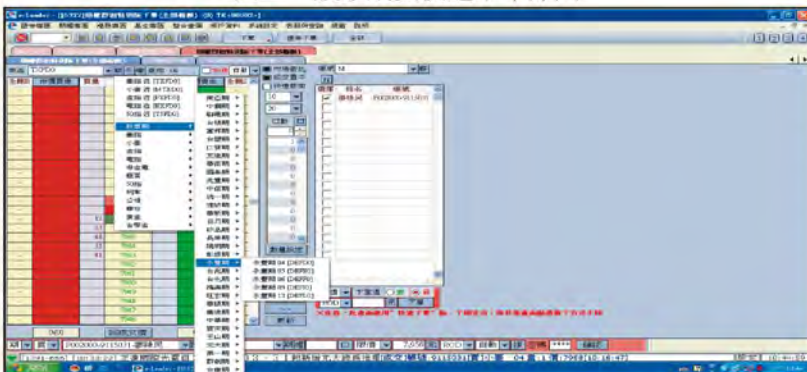
圖一：資訊的整合報價畫面(證期權三合一)



圖二：股票期貨交易資訊



圖三：股票期貨快速下單介面



除權除息行情在即，反攻最佳時機

李協理表示，台灣馬上就要進入5、6月的除權除息的熱季，屆時，股票期貨的另一優勢－節稅功能的顯現，將是股票期貨反攻的最好機會。由於台灣持有股票的人很多，擁有大量股票的法人或中實戶到時必然要面對股票孳息所產生的稅負問題，而國外的經驗告訴我們，股票期貨在除權除息時的交易量大增，主要也是各大法人及中實戶避險所導致的結果。因此只要能在台灣除權除息開始前，讓市場流動性升高到一定的程度，必然會吸引因節稅需要而進場的投資人，倘若能夠利用這個機會讓其它投資人注意到股票期貨，必定能打響股票期貨的知名度。

期貨市場進入股、期、權時代

廖副總及李協理認為，股票期貨的出現，已經讓台灣期貨市場的架構成形，並正式進入股、期、權的時代。臺灣期貨市場未來若能持續和世界接軌，加上ECFA簽訂後，只要克服目前一些市場及技術上的問題，台灣期貨市場的未來發展定然會再邁向另一個高峰。

李寶華對臺灣期貨市場的現況作了一個妙喻，他說：「整個台灣金融期貨市場就像一棟已經完成主體建設的房屋，只差在內部的水電設施尚未完備而已！」他強調，只要持續針對現行的規範作出調整，跟上國際期貨市場的潮流走向，以台灣現在健全的法規環境、完整的交易商品種類，台灣期貨市場的吸引力絕對是國際不可忽視的。

廖祿民則感謝公會一直都扮演著聯結業者、期交所及主管機關的角色，不斷的反應業界的需要，讓期交所及主管機關可以持續了解業界的需要，開放新的交易商品及鬆綁交易法規，他期望公會未來在宣導上，能持續協助業者，作交易商品的推廣上，藉由公會中立的形象，讓社會大眾更了解當前的期貨商品及交易現況，替期貨業打造一個更美好的未來。

CNFA

廖祿民小檔案

現職：

永豐期貨 顧問部 副總經理

證照：

期貨分析師、證券分析師

學歷：

靜宜大學管理科學碩士

經歷：

國際大通投顧	證券與期貨分析師
群益期經	投研部主管與全權委託代操經理
康和期貨	投研部主管
元富期貨	法人部主管
元大證券	法人部高專



李寶華小檔案

現職：

永豐期貨 顧問部 協理

證照：

證券分析師、期貨分析師

理財規劃師、債券人員

投信投顧、信託人員

學歷：

美國卡內基美隆 (CMU) 電腦碩士

台大土木系畢業

經歷：

元大證券電子商務

華南期貨研究部

統一證券自營部



創造流動性、降低交易成本是良方

國泰投信章錦正談股票期貨吸引投信業者之道

撰文：王克庭

股票期貨在上市首日交易量達3,511口後，之後的日均量幾乎都還不到500口，始終無法迅速的打開大格局，以較受歡迎的其中幾檔來說，目前出現過的單日最大量，也不過65口之強，有幾檔更是乏人問津，問題到底出在哪呢？且聽投信業者如何看待股票期貨的現況與發展。



囿於上市時機，交易量未臻理想

「若命運論一點，股票期貨應該是生不逢時吧！」國泰投信基金經理人章錦正半開玩笑的這樣說到。

時間回到2010年1月25日，當台灣期貨

交易所正高高興興的為股票期貨進行上市發表會之際，台灣的現貨市場卻正陷入在一片慘綠中，因為台灣加權指數從1月19日的8395點，連續四天快速下滑，在1月25日當天，加權指數收在7872點，並以一根紅K棒展現企圖心，卻仍然抵擋不住接下來的跌勢，加權指數就一路快速滑落，直到2月6日，跌到短線底部7080點，而消失的那1315點，重重的打擊了股市投資人的信心。

「當天股票都已經住套房了，投資人哪裡還有心情理會股票期貨呢？」章錦正說著，即便是熟知操作心理的股市老手，相信在當時也不敢揮軍佈局股票期貨，就為了「避險」或「逆勢攤平」操作吧。

「股票期貨成交量不高，絕對不能怪罪台灣期貨交易所的努力不夠。」章錦正語帶堅定的說。事實上，台灣期貨交易所在股票期貨上市前，就已斥下重金為這檔重量級的新商品，為全國專、兼營期貨商進行巡迴宣

傳說明會，參與對象包括證券、期貨營業員、操盤手、基金經理人，以及股海投資人等等，推廣宣導的用心絕對不容質疑。

透過看盤及下單介面，吸引投資人目光

經過兩個多月的強力宣導，交易量卻未如預期，章錦正認為，問題應不在於宣傳不力。「要讓股票期貨常常出現在投資人的眼前，也許就會引起大家的興趣。」章錦正點出推廣股票期貨的要訣之一。

他以權證為例，對於股海投資人來說，依據股票所衍生出來的交易型態，除了融資、融券外，比較有衍生性商品概念的就屬權證商品了，而權證商品在證交所自2009年度起，著手進行一系列的強力造勢（市）後，才有現在的成果，在這之前，要投資人多關心一下權證，也不是一件容易之事。

章錦正認為，目前多家券商的看盤及下單介面中，個股期貨的相關資訊，還是放在「期貨商品」的隔壁欄位，並沒有設計在「相關現貨商品」的欄位附近，因此，沒有產生「眼睛力」的行銷效果，他說：「這兩個商品感覺就好像隔了十萬八千里遠，要投資人看盤時去想到它，似乎太強人所難。」

「試想如果喜歡操作聯電的投資人，在下單軟體上，可以直接看到聯電的股價走勢圖，旁邊又有聯電股票期貨的報價及走勢圖，肯定能夠吸引到股市投資人的目光，進一步達到促成交易的目的。」章錦正做了進一步的解釋。

股票期貨是避險功能，然成本過高

股票期貨上市之後，當初看好這商品的投信法人等，並未如預期般的大量進場交易、搭配運用，身為期信基金經理人的章錦正認為，觀察目前股票期貨的未平倉量，量能其實並不太低。從投信法人的角度來看，上市以來，股票期貨的每日未平倉均量約在1,700餘口上下，但買價與賣價間的價差(Spread)比現股報價來得寬，就形成較高的流動性成本。另外期貨市場上常能的逆價差也是一個問題，逆價差會造成避險空單「轉倉」的額外成本。

「投信目前會運用股票指數期貨，主要目的還是避險需求，只是這種避險工具，對於投信來說，成本仍然太高。」章錦正點出問題核心。

章錦正進一步指出，既然是避險需求，一個月避一次就好，否則成本太高，恐會侵蝕績效。以台指期貨為例，假設每個月逆價差造成的轉倉成本是30點，一年下來避險成本就要5%左右，對於單檔一百億規模的基金來說，5%就是五億元，這種避險成本真的太誇張，因此避險需求也再度被壓縮。

投信部位限制多，利用率低

對於投信法人來說，還存在著制度面上的難關，章錦正解釋，機構法人目前無法直接放空，相形之下，因為套利空間不大，對

於期指的利用率也會降低，若是能夠適度的放寬放空的相關規定，也許就能出現套利的空間，讓投信法人有興趣更積極參與。

即使投信業者想要偏多操作，現行法規上還有期貨部位不得超過股票規模40%的限制，如果基金規模15億元，其中股票部位為10億元，期貨作多上限僅有4億元。

決策過程重重關卡，使操盤人步步難為

此外，在決策流程上也是處處充滿關卡。章錦正指出，投信要下期貨單的程序非常繁瑣。舉例來說，若基金經理人想要佈幾口期貨空單，必須先出具紙本的避險報告書，第一關是先送交股票投資部主管，再上呈給投信公司的總經理簽核，基金經理人必須等到總經理批准核可後，才能再交給交易員去下單。「等到簽呈跑完，剛剛看到的點位早就不見了，這樣作根本就行不通。」章錦正無奈的說。

針對這一點，章錦正想出一個好的解決方法。就是在決策過程中，將今天行情中可能遭遇到的變化及應變措施先行提出（例如：當行情突然發生哪些變化時，可以在期貨市場中執行一百口以內的避險單。），並「事先」完成批准動作，讓經理人可在事情發生變化的第一時間，根據已經批准過的內容，交由交易員執行期貨避險，藉由活化交易流程，讓操作更加彈性，也才能夠增加投信業者使用期貨部位避險的需求。

行政程序繁複，令基金經理人卻步

除了決策過程有待解決外，章錦正也提出交易面上的問題。以保證金的管理為例，他說，保證金的管理就是一項不簡單的工程，即使事先進行決策制定及書面簽核，保證金在交易前就必須到位，交易時又必須將資金從基金保管銀行的戶頭，申請轉移到期貨保證金帳戶。

即使是期交所已開放59檔上市股票、81檔中央公債、3檔國際債券等標的得抵繳保證金，但對於行政作業來說，還是得從集保帳戶轉移到保證金專戶，這些繁瑣的行政程序，都是讓基金經理人覺得很麻煩的地方。

章錦正說：「或許可以請期交所研議，讓投信採用授權額度的方式，進行期貨交易，在額度內直接供投信公司專屬操作，在一段時間內結算交割，如此可能會提高經理人的交易意願。」

其實投信公司的基金部位，全部都在保管銀行中，一分一毫都跑不掉，期交所根本也不擔心結算款的問題，章錦正很期待未來期交所會有這樣的規劃。

引進造市者制度解決流動性的問題

「若是回歸產品本質，投信目前不積極參與股票期貨交易的最主要原因，還是流動性不足的問題。」章錦正說。

股票期貨想要有充分的流動性，必須引進造市者制度。章錦正認為，擔任股票期貨造市者的最佳候選人，就是證券自營商，而期交所必須提出誘因，造市達門檻可獎勵或降低稅金，才能積極吸引造市。

章錦正指出，券商可利用持有部位，假設台積電現股報價為60元，股票期貨的報價為60.3元，若是投資人預期台積電會漲而買進股票期貨，若台積電如預期上漲了，券商就會產生虧損，所以為了平衡風險，券商会買進對等張數的60元的台積電股票，但處理掉台積電時，就會產生千分之三的證交稅稅金，使這筆交易無利可圖，因此若能減少稅金成本，便能讓股票期貨的報價再近一點，甚至在沒有稅金的考量下，更可以報出60.1跟59.9元的漂亮價碼，對於投資人來說也更有吸引力。

獎勵活動非常態，正本清源在解決證交稅

正好，期交所最近配合股票期貨上市屆滿1季，將重新檢討選股標的，同時配合推出新一波造勢、宣導、獎勵活動。其中，光獎勵活動即有「股票期貨超業先鋒爭霸賽」、「交易人天天送月月抽百萬大放送」、「法人報價獎勵」等多種活動，總獎金逾1,000萬元。

而其中「法人報價獎勵」，主要就是期望透過法人參與股票期貨報價，提高股票期貨交易流動性。自4月19日起到6月底止，法人針對股票期貨交易量較大的10檔股票期貨

交易及報價，並符合最低雙邊報價時間、買賣報價之價差，依此計算報價成績，每月獲報價成績前4名者，可獲得30萬、20萬、15萬及10萬元的獎金。獲得報價成績獎者，尚有機會再獲得報價成交加值獎，前三名各可獲得40萬、20萬及10萬元獎金。

獎勵活動雖然吸引人，但畢竟是一時的，萬一獎勵活動結束，造市效果消失，股票期貨還是有可能落入一場空。因此，章錦正認為，要長期吸引造市者，必須徹底解決證交稅的問題，或者提出配套，讓股票期貨的股票標的，在造市者這端能夠免證交稅，例如創造一千口的量，可以有2000張(相當於一比一)的額度免稅，若能更大會更好。

只要創造出流動性，有量、交易成本也夠低的情形下，不用期交所催促，投信法人自然就會進來搭配操作，而自然人在現貨行情的推波助瀾下，也會開始積極參與股票期貨的交易。章錦正樂觀地說：「兩者相輔相成，期交所董事長蔡慶年預期日均量要達4000口的目標，相信亦不遠矣。」



章錦正小檔案

現任：
國泰投信期貨信託投資部
國泰Man AHL組合期貨信託基金經理人

經歷：
國泰投信國內股票投資部研究員
統一證券金融商品部專業襄理
中信期貨自營部襄理
寶來曼氏期貨投資服務部特助

等待股票期貨制度面及商品廣度提升的東風 寶來曼氏期貨經紀業務處副總許國村談股票期貨前景

撰文：賴育漣

寶來曼氏期貨經紀業務處副總許國村認為，市場不是對股票期貨商品沒興趣，若能夠有效解決流動性的問題，就能夠讓整體股票期貨市場的需求放大。



近50場的客戶宣導會暨開戶競賽，並建置專屬交易介面植入點金靈環球通。待新商品上市後，該公司每日下午提供『股票期貨投資日報』供投資人參考，日報內容包含了「台股類股結構觀測、標的股強弱勢觀察、熱門標的及配對交易組合觀察等內容」。針對經紀通路亦提供內部激勵活動，讓營業員搶在第一時間向投資人介紹新商品，同時也針對投資人舉辦抽獎活動，鼓勵增加競爭優勢和手續費收入。

寶來曼氏期貨聯合寶來證券，在每家分公司安排股票期貨宣導說明會，並於會中展示點金靈環球通專屬股票期貨交易介面，針對現場新開戶數排名前20名的分公司，提撥每家分公司5,000元的獎金，以資獎勵。

因應股票期貨上市，建制專屬介面

台灣期貨交易所於2010年1月25日正式推出34檔股票期貨商品，整體期貨市場對新商品寄望厚望。不過正式上市後的二個月多月期間，單日日均量約為466口，讓期貨市場相當緊張。寶來曼氏期貨是期貨市場的龍頭業者，對於新商品的前期投入不遺餘力。許國村透露，今年1、2月該公司即展開全省

針對不同人員進行教育訓練

許國村指出，新商品推出的時候，教育訓練是最為重要的一環，因為客戶對不瞭解的商品很難下場交易，因此人員的訓練特別重要，為了因應股票期貨的上市，寶來期貨從內部員工、證券通路的期貨仲介人（IB）

及客戶的教育，都是一層一層往下紮根的工作。在人員教育訓練的部分，該公司從去年2009年12月起至2010年1月25日對內部同仁開辦了「股票期貨種子人員」的教育訓練，訓練課程的內容包括：股票期貨的商品介紹、契約規格說明、交易及結算制度說明、股票期貨應注意之風險、平台介紹...等等，希望第一線的營業員在面對客戶時，能夠將股票期貨商品特性、風險及操作模式等，完整地介紹給交易人。

許副總還提到一項特殊的獎勵措施，那就是在公司辦公室內貼有34檔連結標的個股股票代號，並且舉行股票期貨代號測驗，讓第一線營業員熟悉股票期貨。許國村更進一步透露，目前寶來曼氏期貨的營業員，已有超過六成持有證券營業員牌照，公司規定要在2010年6月底前所有人員均要拿到證券的證照。

多項激勵措施，鼓勵同仁及客戶參與

「為了激勵同仁及客戶積極參與股票期貨的交易，我們每個月統計證券及期貨各分公司股票期貨的戶數及口數，配合期交所的獎勵制度，依分公司和營業員為單位，爭取提撥獎金和獎項。」許國村提到該公司的一些激勵措施。

他指出，股票期貨上市的第一週，各分公司的週冠軍，公司都會給予獎勵。尤其在股票期貨上市當天，針對新開戶和當天有客戶從事股票期貨交易的營業員，由各分公司給予獎勵。

對於IB的部分，由期貨端依市場狀況及需求，提供相關資料與報告給證券IB，讓他們進行高資產客戶股票期貨業務。針對高資產客戶及法人，定期舉行投資講座，課程內容有商品介紹、國際發展現況、股票期貨的優勢、高效率的避險及策略...等等。除此之外，許國村強調，他們會提供股票期貨相關策略供法人參考，以建立專業形象，並安排專責人員，針對擁有大量34檔股票的現貨上市法人進行推廣。

流動性不足是投資人卻步的主因

許國村表示，股票期貨推出前，整體期貨市場對這個新商品寄望相當厚望，未料在2010年1月25日正式推出34檔股票期貨商品後，這兩個多月來，單日日均量約為466口，讓期貨市場相當緊張。但是許副總對股票期貨仍舊相當看好，並指出在五、六月除權息旺季來臨及市場宣導的刺激下，將有助於量能提升。

除了除權息旺季市場對於股票期貨市場的需求之外，許國村指出，上市前就有不少客戶對股票期貨商品有興趣，詢問度相當高，但上市之後，礙於流動性無法明顯的放大，造成原本想要進場嘗試新商品的客戶卻步，在買賣價差報價相對寬下，因此不少交易人選擇觀望。許國村認為，市場並不是對股票期貨商品沒興趣，若能夠有效解決股票期貨商品流動性的問題，就能夠讓整體股票期貨市場的需求放大。以國外的股票期貨市場發展的經驗來看，推出股票期貨商品之後，不但不會壓縮現貨股票的量能，反而因

為有衍生性商品，各種套利、投機及價差等策略都會活絡，讓現貨成交量更往上增加。

市場需要「流動性提供者」相關制度

這一波股票期貨的交易量難以有效放大，市場咸認為還是需要流動性提供者相關制度。許國村也指出，台灣期貨交易所目前年度成交量能已經突破上億口，全球交易所排名在第17、第18，指數選擇權的交易量功不可沒，而其中也是因為選擇權造市者制度提供了流動性，滿足市場上的各種需求，然而股票期貨推出之際沒有搭配流動性提供者相關制度，是較為缺憾之處。

近期台灣期交所也積極推出第二波的股票期貨商品獎勵活動，提出法人流動性提供者報價的獎勵。許國村則認為，若此獎勵活動結束時，市場尚未推出正式的流動性提供者相關制度，這中間的空窗期，建議可由期交所開闢「單向詢價平台」，讓交易人及市場上的流動性提供者，可以更方便的尋獲彼此，促進市場活絡。

業界已Ready，等待制度面及商品廣度提升的東風

股票期貨商品推出二個月的時間，單月的成交量約在5,000~6,000口左右，期貨商當然很希望這項商品能夠成功，讓客戶的需求都得到滿足。許國村指出，初期交易人投機的需求較多，避險的交易人對於流動性的要求更高，因此更是在準備階段，只要制度面在流動性的部份能夠有效改善，就有相當高的機會吸引投資人投入。

在股票期貨推出之前，市場傳出可能擠壓現貨的成交量而遭到證券市場反彈，許國村透露，經過幾個月的時間，證明市場多慮了，對於交易人而言，多出一個衍生性商品反而增加彈性交易的空間，並且更能避險或投機，以國外市場的經驗來看，股票期貨的推出，多是讓現貨成交量不減反增。

第一階段結束後，台灣期貨交易所預計5月就可能推出加掛新的股票期貨，許國村認為，第一階段多以大型權值股為主，第二階段應該以波動性高，且具備高股利的個股為主，例如股王聯發科等高價股，單日的股價波動至少3%~5%，較具備吸引力，而且以現階段台股類股輪動相當快速下，檔數夠多涵蓋度廣，讓交易人可隨時採用股票期貨這個工具，對於成交量一定會有正面助益。

許國村說：「所有期貨商都已經Ready了，現在就等期交所在制度面及商品面的改善，套句三國演義裡面的台詞，萬事具備，只欠東風。」

CNEA



許國村小檔案

學歷：

國立台灣大學經濟學系 1995畢業

經歷：

1998.04~2004.02 寶來瑞富期貨股份有限公司 法人部 協理

2004.03~2006.03 康和期貨股份有限公司 法人部 協理

2006.04~2008.09 群益期貨股份有限公司 業務部 副總經理

2008.11~至今 寶來曼氏期貨股份有限公司 經紀業務處 副總

從節稅點切入加強宣導，擴大中型股標的創造吸引力

元大證券副總經理賴宗武對股票期貨發展之我見

撰文：李若彤



股票期貨推出以來，交易數量約在一個月6000口上下，相較於個股選擇權尚有極大的發展空間。為進一步推廣股票期貨，不管是期貨商或是IB都作了各項規劃，為投資人點出這項新商品的優點。元大證券副總經理賴宗武指出，股票期貨具備避稅的絕對優勢，也是推廣股票期貨的最大利基。

股票期貨是現貨投資人的最佳節稅工具

賴宗武認為，股票期貨最大的用處在於節稅，因為買現股的話，股利所得要列入綜合所得稅，若買股票期貨就只有資本利得，

而資本利得在台灣是不課稅的，所以可作為股市大戶節稅的工具。

他指出，若客戶擁有一定數量的某檔股票，參加除息或除權的話，股息所得將列入

綜合所得稅。若是可扣抵稅率較低的人，可以拿這個部分來節稅，這種情況買現股是比較有利的。但若是綜合所得稅率較高的人，還要另外繳一筆稅，所以賣掉個股，轉換成爲股票期貨，就可以同時享受股息與股權，又不用繳稅。

賴宗武說，股票期貨的目標族群就是中實戶以上，且偏好某幾檔股票的投資人。他以投資鴻海多年的中實戶爲例，若一年的配息有好幾千萬，考量其所得稅率過高，該中實戶就可以在鴻海除權前把現股賣掉，轉去購買鴻海的股票期貨，可以減少很多稅的支出。

實際操作方式是，在除息日當天賣掉所持現股。比如元大金控6月1日除息，投資人可在5月31日將股票賣掉，而買進元大金的股票期貨，如此一來，除息日投資人就不會參與除息，然後6月1日再把股票買回來。因爲幾乎沒時差，一買一賣也沒有很大的價格風險，隔天就結束轉換交易，幾乎是馬上拿到股息，不用等到上市公司發股息。

由於公司的綜合所得稅是25%，個人的綜所稅達40%，相差15%。一般有錢人才會買大量的股票，他們的稅率可能會到40%以上，利用股票期貨與現貨的轉換可以達到節稅的目的，這是股票期貨較有利的地方。

賴宗武表示，因爲股票期貨上市時間很短，目前大部分的投資人還不知道這樣的操作方式，所以在這方面著墨的人不多，但是

他預期未來應該會愈來愈多這樣的避稅者加入。他強調，股票期貨要推廣的對象是股票投資人，客戶群還是在現貨這端，也是宣傳資源應該投入的主力。

納入中型股標的，創造股票期貨的吸引力

作爲元大期貨IB的角色，元大證券在股票期貨上市前，就針對所有分公司作主管級的培訓與業務代表的解說，分公司也不定期爲客戶辦講座，對股票期貨作介紹與說明。

賴宗武說，持平而論，股票期貨屬於中性風險的投資，對保守者來說並不具有吸引力，因爲他們會用現股與融資融券，這樣可以不必擔心到期換約或短期股票波動太大的問題。股票期貨雖有七倍投資槓桿，融資融券大約一倍槓桿，保證金約50%，但若遇到大波動，距離催繳保證金的時間比較長。

反之，對風險偏好大的投資人來說，股票期貨的波動度則不夠大，因爲選個股波動更大。因此原本玩現貨的人改作股票期貨的比重不大，因爲他可以做選擇權。作期貨的人不會在乎個股風險，只在乎系統風險，若還要納入個股風險，對他們來說風險太高，因爲每檔股票都有其內部因素，從事選擇權交易沒有公司經營與負責人誠信的風險因素。

目前投資人對股票期貨多處於觀望狀態，尤其一開始僅34檔，量很少，投資人的參與度明顯不足。賴宗武強調，即便股票期

貨具有可扣抵稅率的優勢，但不見得每一檔股票都有這項吸引力。想要吸引投資人投入股票期貨交易，首要條件必須建立在投資標的夠多的狀態，檔數夠多才可以在節稅的領域裡創造股票期貨的魅力，適時地把檔數擴大，將有助於突顯其吸引力。賴宗武認為，未來標的物應該更開放，發行更多檔數，才能有助於推廣，尤其應該納入中型股的標的，增加具波動度的標的，因為會作風險係數高的投資人，希望有波動度，就以台塑股票期貨來說，波動度太低。

「會買台塑的投資人原本就是不喜歡風險的人，理論上不會作有風險性的投資，但目前34檔都是風險係數低，非常安全的個股，同時代表其波動度很低。持有這些股票的客戶是不喜歡風險與波動的族群，所以照理說不會選擇股票期貨，因此，唯有把標的物放寬一點，客戶來參與的機率也才會比較高。」賴宗武說。

投資者及投機者並重，才能活絡市場

理論上偏好風險的人不會作股票期貨，作現貨的人因為期貨每個月或每個淨月都要結算，每次都要買賣一次，除了有價差的問題，對投資人來說也不是很方便，如果是中長期持有，就不會作股票期貨；若是避險，法人會去避指數，也不會用股票期貨，所以股票期貨這方面的需求不大。擴大交易標的，增加具波動度的中型股票期貨是一個有效的解決方案。

但從這次推出的34檔股票期貨來看，期交所儘量避免選擇相對風險較高的公司，但過度追求穩定度，就必須犧牲某些標的物與客戶。賴宗武說：「一個市場不可以只有投資者，一定要有投資者加上投機者，這個市場才會活潑，若只有投資者，市場就像一攤死水；都是投機者，則市場波動太大，所以投資者要與投機者並重。」市場不可能都是像台塑、南亞等風險低的商品，若只作這兩檔，市場吸引力就不大，所以標的物應該適度放大，股票期貨放大到100、200檔應該都不成問題。

加強推廣，師法國際經驗

賴宗武指出，股票期貨的交易成本雖然比較低，但沒有成交量就沒有誘因，台灣是全球交易稅很低的國家，但並非是全球交易量最高的國家，大陸交易稅比我們高，但交易量也比我們高，所以交易成本並非市場交易量的多寡的因素。若要比交易成本，選擇權也很低，股票期貨的交易成本低，是以現股的眼光來看。對買現股的人來說，股票期貨每個月都要結算一次，加起來的交易成本比買一檔現股的成本還高，因此這點而言，也不見得具備吸引力。

賴副總認為，股票期貨還有很大的發展空間，臺灣的選擇權交易量，一個月可達百萬口，所以股票期貨要做到選擇權的十分之一，到百分之一應該是合理的範圍。只是目前大家對股票期貨還不甚了解，所以交易量還沒有向上發展的趨勢。短期間想要提昇股

票期貨的交易量，可以透過舉辦競賽的方式，藉由競賽的活動，鼓勵法人參加配套的措施，對推廣股票期貨會有正面影響。

從其他國家的經驗來看，股票期貨在某種程度上都有利基存在。賴宗武表示，可以參考目前有股票期貨的他國市場，師法其發展狀況，畢竟台灣在金融市場並非最先進的，不管是從選擇權看韓國，或用基金看美國，基本上來說都有其發展背景的因素存在，就像是REIT's也是美國開始的，也會影響台灣REIT's的發展，這些經驗都是值得參考與學習的。

賴宗武指出，選擇權為何在韓國可以做的這麼好是有其背景的。台灣的股票市場在1986年時大幅起飛，因為市場非常小，國民累積龐大的財富，同時也因為投資管道少，因此大家就把錢投資在現股。韓國國民所得當時不如台灣，經濟資源壟斷在大財團手上，一般人民沒有錢，所以直接參與現股的成本太高，對一個窮人來說，沒有那麼多的資本可以作中長期投資。再者，韓國政府在電子與電腦上下了很大的功夫，交易平台很適合作選擇權，所以韓國是全世界少數以選擇權市場發跡，也是交易量最大的國家。

基金業務在美國發展的很好，是因為美國人民大部分投資的風險係數不高，且401K退休金法案也都是投入於基金內，不管是學校或個人或機構都偏向基金投資，所以美國基金能蓬勃發展。香港是很成熟的市場，70%是法人，30%是個人，大部分的交

易人都在玩權證。台灣則架構在現股之下，我們現股市場的發展最為蓬勃，所以臺灣未來仍應是現貨為主，期貨為輔的市場。

從節稅誘因切入是最有利的推廣

在發股票期貨上，賴宗武認為，可以向泛歐市場與南非取經，去瞭解為何這兩個市場作的好。但目前看來，對客戶來比較有誘因的地方還是在節稅的部份。股票期貨目前尚未完全被市場接受，賴宗武說：「要去思考有無誘因、便利性的問題。」台灣交易成本與平台都沒問題，投資人買現貨是想賺錢，買期貨是想短期賺錢，買股票期貨短期致富不易，因為它不容易漲，槓桿倍數不夠高，又有系統風險與個股風險，而選擇權比較適合風險偏高的人，現股又不用換約，所以推廣股票期貨時，就要思考其利基，從目前來看，股票期貨還是應該從節稅的誘因作為切入點才是最有利的推廣方式。

CFIA



賴宗武小檔案

學歷 國立技術學院工管系

經歷 元大投顧・元大投信・元大證券

建立造市者制度，提升法人參與意願

凱基期貨張春芬副總對股票期貨現況提出兩大建議

撰文：凱基期貨 整理：葉紫華



在股票期貨上市前，各專營期貨商即已積極著手進行各項準備，凱基期貨亦無法置身事外，該公司副總經理張春芬擔任起這項新商品的推廣重責。從平台測試、教育訓練、業務宣導等，為股票期貨積極暖身。

為股票期貨不遺餘力，從前置作業到宣導推廣

接下公司交付的重任後，張春芬以她一貫的熱忱及負責的態度落實地執行新商品上市前的各項準備工作。因應股票期貨的上

市，凱基期貨自2009年第4季即著手進行修改平台的前置作業，並自12月開始配合期交所進行一連串測試。

張春芬說：「凱基期貨積極參與期交所

舉辦的股票期貨模擬交易競賽，並獲得期貨商獎項第1名的殊榮。」凱基期貨一項秉持提供客戶多元化選擇之精神，只要期交所有新商品推出，即積極配合上架作業，同時他們也看好，股票期貨一旦推出，就有機會帶動未來期貨與現貨業績的同步成長，所以在上市前就已投入相當的設備及人力資源。

對內的教育訓練及推廣，凱基期貨針對同仁，以語音連線方式舉辦內部教育訓練，邀請公司交易部同仁就股票期貨合約規格、交易實務進行說明，另邀請歐洲期貨交易所(Eurex)資深顧問姒元忠、產品策略部經理汪薇薇博士，分享歐洲期交所推廣股票期貨的成功經驗，以及交易人常用的交易策略。

對於IB的部分，則由投資顧問部的期貨分析師舉辦視訊，教授包含股票期貨的優勢、契約規格、與融資券比較、交易實務...等課程。投資顧問部及通路服務部持續針對有需求之IB分公司，進行各別輔導與教育訓練。另外，研究部還提供「期現貨套利」與「股票期貨間強弱勢」兩種策略，讓公司內部及IB同仁參考。

對一般散戶投資人，凱基期貨也沒有輕忽。張副總提到，這部分由業務同仁邀請客戶參與期交所與Smart雜誌合辦之說明會。這個說明會由當紅的人氣主播、期交所副總及歐洲期交所(Eurex)產品策略部經理汪薇薇博士，分別就「我的第一次股票期貨投資經驗」、「如何用股票期貨投資理財」及國外市場之「成功股票期貨投資經驗分享」等議

題進行說明，並與客戶互動。受邀的客戶普遍感覺媒體舉辦的活動，形態較為活潑且內容豐富，惟部份內容(如股票期貨交易策略)對一般投資人而言稍顯艱澀。

對於法人宣導的部分，張春芬說：「應客戶要求，監控特定幾檔個股期現貨之價差，當有套利機會出現時即通知客戶，提高客戶交易之意願。」

三月起，凱基期貨的投資顧問部在全省北、中、南舉辦了13場的股票期貨客戶說明會，除在說明會中提供多種之股票期貨策略外，並宣傳期交所對交易人之交易量獎勵活動。除期交所針對營業員及交易人提供「交易量獎勵活動」，凱基期貨也另加碼提供經理人獎項，依總、分公司據點，自2月1日起至4月30日，為期三個月，提供各月份之近月份及次近月份股票期貨交易量排名，並給予排名獎金(每月交易量須達1千口)；另外還提供營業員每口回饋一定金額之獎金，以激發大家對股票期貨的交易興趣。

改善現況，以提升流動性及加強宣導為主

對於股票期貨上市至今，整個市場的交易量似乎未如預期，張春芬指出，之前應期交所要求，針對曾交易過股票期貨之客戶進行訪談，客戶提出“股票期貨價差大、成交量太小”及“宣傳不足，參與者太少”這兩大癥結點。對此，她提出相關的改善建議。

首先，張春芬認為應該建立造市者制

度。她強調，造市者對於新期貨商品推出時有關鍵的助力。透過造市者在市場建立之初，可以創造流動性，使買賣價差縮小，將有助於交易者的交易成本降低。她建議，可以在初期建立造市者制度，除期貨自營商之外，甚至可開放非期貨自營商的機構法人，如：券商、銀行參與造市業務，透過擴大參與的方式，將會提升市場交易量與流動性。

另外，她建議持續針對股票期貨進行推廣與宣傳。張春芬說，透過媒體及期貨業者持續不斷的教育客戶，讓客戶熟悉商品並了解股票期貨多面向的功能，應該可以增進交易人參與的意願。

提升法人參與，將可帶動散戶投入

對於未來如何提升股票期貨的交易量，以及對股票期貨未來發展之看法與建議，張春芬抱持樂觀的態度。她提到在國外股票期

貨的交易，大多是法人透過代理機構的帳戶下單，而且絕大部份是透過店頭市場執行。她以歐洲期貨交易所(Eurex)的股票期貨為例，2009年有81%的交易量來自法人，且有98%以上的成交易，是透過店頭市場的大宗交易功能(OTC Block Trading Facility)來執行；因此，國內在發展股票期貨時可向國外借鏡，加強在提高法人的參與比例。

除透過前面所提到的造市者制度外，針對持股部位大(如：投信、保險公司)或有實質避險需求(如：權證發行機構)的法人，可透過期貨商法人部，或以研討會的方式多瞭解其需求。張春芬說：「在更多的法人參與後，股票期貨的交易量應會有顯著的提升，進而帶動一般散戶進場，形成一個良性的循環。」

CNFA

張春芬小檔案

現職

凱基期貨股份有限公司 副總經理

學歷：東吳大學商用數學系學士

經歷

1988~90 永盛證券
1990~94 群益證券
1994~96 聯邦期貨
1996~97 日盛期貨
1997~2009 台証期貨
2009~迄今 凱基期貨

專業證照

1. 期貨交易分析人員證照
2. 期貨商業務員證照
3. 投信投顧業務員證照
4. 證券商高級業務員證照



放寬交易比例限制，找出最適造市機構 群益期貨副總許懷哲為股票期貨把脈

撰文：王克庭



股票期貨推出一季以來，交易量並不算漂亮，相對使得台灣期貨交易所開始思考，第二階段應該運用哪些手法，來促使市場快速放大。「股票期貨絕對是一項很好的商品！」群益期貨副總經理許懷哲非常肯定的說。

鎖定外資法人及高股利客群

當初為了股票期貨的上市，群益期貨的研究團隊及業務團隊，特別針對股票期貨的特性，設計出一整套的宣傳稿，並且遠赴新加坡、香港等地，為法人客戶解說這項新推出的商品。

機構法人手上有許多結構型商品，或長

期持有某特定標部位的客戶。由於某些客戶資金成本並不低，對他們來說，股票期貨可以降低持有成本。

從另一個角度切入，群益期貨研究部認為，股票期貨對於許多擁有高股利(標的股利率5%以上)收入的客戶，具有節稅的利基。

許懷哲解釋，對於高所得稅率的人而言，要

享受股利，但又不想被課高額股利所得稅，可在除權息前賣出股票，然後買進該股票標的股票期貨。（對低股利率標的股票期貨，可能有套利交易空間。）

群益期貨研究部更特別為此，設計出一套計算的軟體，只要將股票標的資訊輸入系統，便可以計算出其效益，相當有說服力。當然，許懷哲也承認，要爭取到這類客戶，必須是適用高所得稅率之投資人，而且還是持有發放高股息的股票標的者，否則這一來一往間所產生的手續費成本等，加上還是投資風險存在，還是無法大量吸引到節稅族群。

受限流動性，難以打開投資人心房

可是，群益期貨作了這麼多功課，並積極拜訪客戶，但最後卻遇到同樣的問題，讓他們「暫時」束手無策。這，就是「流動性」的問題。事實上，許懷哲曾經在多次對法人簡報之後，剛開始得到的反應都是：「嗯~很好呀！」但接下來外資提問的第一個問題，外資：「那，現在的流動性如何？」就讓許懷哲開始冒冷汗。

每次只要一提到這個問題，不免讓許懷哲倒抽一口氣，他心想，難不成要回答說：「就等你這一口嗎？」的確，流動性風險就是機構法人最concern的原因。許懷哲認為，新的商品不論是受注目的程度如何，在市場完全打開以前，都應該要搭配造市制度，才能一步一腳印的讓大家接受。

「股票期貨剛開始在沒有造市者制度的幫助之下，結果就是報價過寬，雙邊無法搓合，而機會也就這樣流失掉了。」許懷哲說。

放寬20%交易比例限制，將有利現況

事實上，曾有個外資法人向群益表示，想要敲進某檔股票期貨（量還蠻大的），但因為有意願參與的賣家，跟買價之間的BID/OFFER價差太大，最後並沒有成交，相當可惜。「擺在門口的生意，眼睜睜就看著他跑了，即使群益自己想接，但也受限於20%的限制，吃不下該部位，最後還是無法成交。」許懷哲點出另一個問題。

他解釋到，期貨自營部所能持有的股票部位只能佔實收資本額中20%，而為了避險持有現貨部位是必要的。但即使是擁有十億資本額的大型期貨商，股票部位最多也只能有兩億，這兩億的部位可能只夠對敲一檔，「這會產生排擠效應，接了這檔的話，其他的標的就不用作了嗎？這點是非常可惜的，有能力作的人，反而因為法規限制，卻不能滿足客戶的需求。」許懷哲非常沮喪的提到這件事。

就期貨商而言，是否能特例管理「20%的交易比例限制」，應該是個值得討論的議題，雖然不見得取消（或放寬）這項限制就會有「立即性、非常顯著」的幫助，但至少是個機會，許懷哲認為，若能比照期貨商轉投資的限制為資本額的40%，多少會增加期貨商參與造市的意願。

停資停券期，股票期貨是最好替代商品

時序即將進入6月份超級股東會月，目前各上市公司已紛紛公告股東會召開前最後過戶日，依規定，上市公司停止過戶日須於股東常會前60日內，停止過戶日前5個營業日停資3天、前7個營業日停券5天；換言之，4月起，因股東常會召開之故，上市公司股票將陸續短暫停止信用交易。

股票期貨具備替代買賣現股、融資融券功能，對於常在股市中使用融資、融券的投資人來說，股票期貨更具有投資效益，應該會吸引到這個族群的投資人才是，因為對股票投資人而言，停資停券規定相當不便，股票期貨擁有比信用交易更大的財務槓桿功能，且交易成本更低，又不受股票市場停資停券的影響，在停資、券期間，期貨市場的股票期貨是很好的替代商品。

靠造市制度提升證券營業員積極推廣之心

此外，股票期貨是目前除ETF之外，唯一能夠平盤以下可以放空的商品。只是以目前「僅有」的交易量來看，這群人似乎仍沒有積極參與股票期貨的跡象顯現。「提到這點，說穿了還是營業員的心態問題。」許懷哲直指核心所在。

因為股票期貨的手續費是按口計收，假設股票期貨的標的股票股價為50元，則手續費約占契約價值之千分之0.5~1（股票交易之手續費為千分之1.425），價位愈高的股票期貨，交易成本的優勢將更加明顯。



但股票期貨的優勢，卻是證券端營業員最不願意見到的事情。的確，營業員的績效，來自於手續費收入，這種「低收入」產品，怎麼可能吸引到營業員的青睞，若是說得更白一點，證券商對於營業員的考核，也是如此，這種貢獻度極低的商品，自然又被打入冷宮。

縱使期交所舉辦了很多場次的巡迴講座宣傳、商品教育，證券商也很努力在為股票期貨搭配宣傳，但都不及營業員隨口一句回答：「哎呀！那個風險很高喔，怕平倉不掉，建議你不要操作啦！」

「說正經的，我們也不能全然怪罪給營業員不認真（或是不敢），因為萬一客戶操作股票期貨失利，反而會損失一個客戶，既然有這麼多潛在的可能風險，那還是不要太

積極推的好。」許懷哲自己也知道，現貨營業員寧願把這些對股票期貨躍躍欲試的投資人，勸回股市中繼續浮沉的主要原因就在這裡。

「如果之後的造市制度把量撐起來，有了流動性，客戶下單意願大增，到時候營業員想要擋也擋不住，這樣這個商品就成功了。」許懷哲期許股票期貨能向台指期貨及選擇權一樣，逐漸走向良性循環的市場。

期交所陸續推出各項因應措施

所幸，期交所反應得很快，在期交所通盤考量後，在股票期貨上市的第二季，推出了許多獎勵、競賽及宣導內容，其中包括：「股票期貨超業先鋒爭霸賽」、「交易人天天送月月抽百萬大放送」、「法人報價獎勵」等，並配合從業人員股票期貨宣導說明會、法人股票期貨座談會、股票期貨理財攻略及實機模擬交易課程，及補助專兼營期貨商及IB自辦宣導說明會等持續性宣導活動。

其中，「股票期貨超業先鋒爭霸賽」正是排除營業員找藉口不推的最佳辦法之一，期交所規劃的競賽期間，將自5月起至12月

底止，總冠軍不僅將成為市場備受矚目的「超業新星」，更可獲得高達100萬元的高額獎金。

此外，最令業界期待的法人報價準造市機制，也在第二階段活動中起跑，法人報價獎勵的準造市機制，期望透過法人參與股票期貨報價，提高股票期貨交易流動性。不過，許懷哲仍認為，在市場確認紅火以前，造市機制必須長期維持，否則一旦機制停止，交易量恐怕也會再度消逝。

發掘最佳造市者，有量就是成功的等號

「其實最好的造市者，應該是權證的發行者，以及證券自營商。」許懷哲以自家舉例，群益證券在權證市場中，已發行不少檔次相當熱門的權證，身為發行者的群益證券，一定會尋找其他管道避險，因此可以利用同樣標的的股票期貨進行避險，透過操作股票期貨，進行避險的實質目的，「而且避險成本還更低，何樂而不為呢?!」許懷哲深深認為，只要這些有實際需求的造市者進入，不用很久，就可以創造出令人刮目相看的交易量。一旦有量產出，這個市場就幾乎與成功畫上等號了。

CNFA





專題報導

期貨業支持ECFA，全力協助政策宣導

走出兩岸框架，邁向國際大道

「滬深300股指期貨」將正式上市

中國資大陸本市場國際化的重要推手

日本期貨商品在台興衰史

剖析日本期貨商撤離臺灣的原因

期貨業支持ECFA，全力協助政策宣導

走出兩岸框架，邁向國際大道

資料整理：林蕙蘭/葉紫華

- 目前最夯的話題就是ECFA的議題，政府透過各種宣導方式，積極讓人民了解，臺灣和大陸之間為何要簽訂ECFA，ECFA的內容和實質效益為何，簽訂ECFA對臺灣各產業發展的利弊得失，以及對整個臺灣未來前途的影響，都是政府宣導的重點。
- 鑒於金融產業是ECFA簽訂後的受益產業，因此期貨業者對於這項政策皆抱持樂觀以對、全力支持，並積極參與協助宣導的工作。

何謂ECFA？ECFA的宗旨與兩大目的

透過世界貿易組織（WTO）允許成員國之間，建立自由貿易區，互相享有關稅優惠，而ECFA就是兩岸未來邁向自由貿易區之前的先行協定。所謂ECFA（Economic Cooperation Framework Agreement），中文的全名暫訂為「兩岸經濟合作架構協議」，是規範兩岸間經濟合作活動的基本協議，簽訂ECFA有兩大目的。

一、避免臺灣被邊緣化

臺灣以往靠著中小企業的韌性和靈活性創造了以出口為導向的經濟奇蹟，為臺灣人民帶來富庶的生活。然而，當前全球區域經濟整合的趨勢下，整個風氣蔓延到與臺灣經貿關係密切的亞太地區，臺灣的出口也逐漸從歐美市場轉回到中國大陸與東南亞。

目前全球有近247個自由貿易協定，簽約成員彼此互免關稅，在兩岸經貿政策逐步放寬下，大陸早已成為臺灣最大的出口地區，當臺灣的競爭對手紛紛加入區域經濟整合的行列中，臺灣若不設法和主要貿易對手簽訂自由貿易協定，很快就會面臨邊緣化的威脅，在重要市場失去競爭力。

二、促進臺灣經貿投資「國際化」

當臺灣陸續與中國大陸及其他國家簽署協議或協定，可幫助台灣融入全球經貿體系，並吸引跨國企業利用我國作為進入東亞的經貿投資平台。

ECFA的內容與原則

近年來，東協分別與中國大陸、韓國、日本簽署之自由貿易協定陸續生效實施，東協與澳紐、印度也分別在去年簽署自由貿易

協定，在今年度均將生效。東亞早已成爲全球最熱中洽簽RTA/FTA的區域之一。而臺灣目前僅與中美洲5國簽署雙邊FTA，僅占我國全球出口總額的0.187%，對於占我國出口總額達到88.7%的美歐及東亞國家，尙無法簽訂任何雙邊的FTA，使我國產業限於極爲不利的地步，從2004年起我國出進口占世界比重有逐漸降低的趨勢。

東協國家的FTA也在韓國與日本先後與多國或區域簽訂FTA後，顯示獲得相當可觀的貿易利益，同時也對我國產生了排擠效應，在2007年韓國與ASEAN簽訂FTA生效前，我國對ASEAN10出口平均成長20.1%，韓國只成長16.6%；協定生效後，我國對ASEAN10平均成長降爲11.8%，韓國則大幅成長至24%。當韓國於2006年3月和新加坡簽訂FTA生效前，我國對新加坡出口平均成長20.04%，韓國成長20.9%，但協定生效後，在2008年我們對新加坡出口平均成長降至13.2%，韓國高漲至30.1%，顯見我國簽訂ECFA的必要性。

「架構協議」是指簽署正式協議之前所擬訂的綱要，僅先定架構及目標，具體內容日後再協商，因爲要協商簽署正式協議，曠日持久、緩不濟急，爲了考量實際需要，故先簽署綱要式的「架構協議」。針對攸關生存關鍵之產業，可先進行互免關稅或優惠市場開放條件之協商，協商完成者先執行，這

部分稱爲「早期收穫(Early Harvest)」，可立即回應我國面臨國際經營困境產業，亟需排除關稅障礙之需求。

協議的內容將由兩岸雙方協商決定，參考東協與中國大陸全面經濟合作架構協定及我方的需求，其內容可能包括商品貿易（排除關稅和非關稅障礙）、早期收穫、服務貿易、投資保障、防衛措施、經濟合作，以及爭端解決機制等。

爲維護臺灣主權，政府在簽訂ECFA時的定位是不採港澳模式，也非一般的「自由貿易協定(FTA)」，而是屬於兩岸特殊性質的經濟合作協議，不違背世界貿易組織(WTO)精神；只規範兩岸經濟合作事項，如同兩岸已簽署的海空運等九項協議，不涉及主權或政治問題。協商時將秉持“對等、尊嚴、公平”的原則，絕對不會自我矮化。另外，政府也不會進一步開放中國大陸農產品進口，以及不開放中國大陸勞工來台工作；並將以符合「國家需要」、「民意支持」、「國會監督」三原則推動。

簽訂ECFA的效益

一、臺灣將成爲外商進入中國大陸市場之優先合作夥伴及門戶，有助外商將區域研發、生產或營運總部設在臺灣，使臺灣成爲跨國企業的「全球創新中心」及「亞太經貿樞紐」，原因如下：

- 相同產品自台灣銷往中國大陸之關稅較自歐美日等國銷往大陸更優惠
- 我國對智慧財產的保護較大陸周全
- 我國已開放大三通
- 我政府補助企業在台設立研發中心之優惠措施

二、有助大陸台商增加對台採購及產業競爭力

大陸台商以往為降低生產成本，部分機器設備及原物料改在當地採購。中國進口關稅降為零後，自台灣進口相對成本降低，且品質較佳，有助增加對台採購數量，亦有助台商在大陸及國際市場的競爭力。

三、取得優先競爭對手國進入中國大陸市場之優勢

由於自台灣銷往中國大部分工業產品之關稅降為零，台灣將較日韓等競爭對手國更早取得進入中國大陸市場之優勢，進而取代日韓之地位。尤其在於我與韓國、東協及日本競爭激烈之主要石化原料、機械等產業。

四、有助於產業供應鏈根留台灣

過去由於多數零組件出口至中國大陸必須課徵關稅，致使終端產品製造商要求零組件供應商必須一同至大陸投資。一

且中國大陸大部分工業產品關稅降為零後，將有助於整體供應鏈根留台灣，並藉由大三通採國際貿易方式供應客戶，除可維持在台經濟生產規模及高品質外，更能創造就業機會。

五、加速台灣發展成為產業運籌中心

由於大三通貨物及人員流通之便利性，配合雙邊貨品關稅降低及非關稅障礙消除等貿易自由化效果，將可重新塑造台灣成為兼具轉口、物流配送、終端產品加工等全功能運籌中心之機會。搭配政府放寬台商赴大陸投資之限制、鼓勵台商回台上市等激勵措施，將可促成台灣成為台商運籌帷幄之「營運總部」。

六、吸引外資之效應

可使外人投資增加，引進新技術與管理經驗，有利台灣服務業發展及經濟結構轉型，提高台灣區位優勢，促使外資將台灣作為東亞地區的生產、行銷、研發與營運基地。

ECFA對金融業之機會與挑戰

去年11月16日MOU簽訂後，等於是幫我國金融業者拿到一張可進入大陸營業的入場券，並幫我國股票市場增添了QDII的資金動能，而簽訂ECFA後，可再以更優惠的方式進入對方市場，將入場券升格為VIP招待

券。金融業將可再加強合作、降低限制條件，例如期貨業放寬業者雙向投資，銀行業要求大陸降低限制設立子行、分行資產總額之限制、直接經營人民幣業務等；保險業降低「532」門檻；證券業無須合資，可以全資持股、營業範圍的開放等，皆有助金融服務業擴展商機。

由於大陸為台灣金融業者在全球布局中重要的一環，且台灣金融商品發展較大陸成熟，因此金融業者都期待能藉由大陸市場茁壯自己，提升競爭力。一般認為台灣金融機構在大陸發展會有以下幾個優勢：

- (一) 語言文化近似：相對其他外資，由於台灣與大陸語言文化的近似，在進入大陸市場應有較有利的發展條件。
- (二) 容易掌握社會結構：對社會結構的掌握，有助於台灣金融業能更深入的切入整個金融服務需求層次，這是外資無法與台灣比擬的。
- (三) 眾多台商基本客戶：大量台商在大陸發展，提供台資銀行基本客源，對台資銀行而言，開發一個有往來經驗的台商客戶仍然相對較容易。
- (四) 台灣金融商品發展相對大陸較為成熟，具相對競爭優勢：目前大陸開放的金融商品，都是台灣發展較成熟的商品，在這些商品上，台灣業者不見得競爭不過外資及大陸本地銀行，如

信用卡、財富管理等。

另就期貨業而言，台灣期貨業有著相當豐富的經驗，業務項目多元且完整，經驗部分包含了：金融類期貨發展、選擇權交易實務、自營造市、國際期貨市場及外資法人服務、資訊與系統技術、策略與產品能力、風險管理能力、IB通路、客戶關係管理能力；業務項目除經紀業務外，尚有期貨自營、期貨顧問、期貨經理以及期貨信託，以上都是台灣期貨業進入大陸市場的優勢條件。而兩岸期貨商在ECFA簽訂之後的發展契機有六大項，分別為：

- (一) 期貨商間相互參股合資：經營管理經驗及風控經驗
- (二) 期貨交易所相互掛牌：商品互補
- (三) 期貨證照之相互承認：方便雙方合作
- (四) 期貨商間複委託下單：擴大市場參與率
- (五) 業務之推廣：台灣（金融期貨、選擇權）、大陸（商品期貨）
- (六) 人員之交流：加強兩岸人才培訓

綜合上述分析，可以得到一個結論，亦即相較於在其他國際市場，台灣期貨業在大陸市場是具有競爭力的，引進台資或與台灣期貨業者合作，絕對有助於大陸期貨商產業升級。此外，由於大陸是全球機會甚大的市

場，對於台灣業者發展成為國際級企業也有許多助益。然而，台灣期貨業進軍大陸，也會面臨許多艱難的挑戰，至少有以下四項：

(一) 大陸市場資金充沛，期貨商之規模成長迅速。大陸期貨商有165家，分支機構841家（台灣專營期貨商有25家（專營經紀商19家、複委託期貨商4家、專營自營商2家），兼營期貨商18家，分支機構89家），兩岸期貨商註冊資本額雖相近（目前大陸資本額最大期貨商為5億人民幣，台灣資本額最大期貨商為13億台幣），但隨著股指期貨的上市，大陸期貨商近期將大幅增資，因此將提高未來台灣期貨業爭取優惠參股條件及掌控主導權之難度。

(二) 大陸法規對內、外資金融機構待遇不同。如外資銀行升格分行須先經過二年的辦事處、申請經營人民幣業務至少要有三年以上的等待期、參股上限為20%等。證券也是一樣，如外資不能承做最賺錢的A股經紀業務。因此，雖然外資進入大陸市場已十餘年，獲利卻在近幾年才有明顯成長；另期貨業雖由原先的「外商投資產業指導目錄」中之「禁止投資目錄」，於2007年12月改為改為「限制投資目錄」，但循CEPA協議經由香港參股之三家外資期貨商可承作經紀業務外，目前仍是禁止外資投資期貨業，故除非兩岸能對台灣金融業的登陸條件做出較現行「外資銀行管理條例」及「外商投資產業指

導目錄」更有利條件，否則仍需要相當時間的等待。

(三) 市場雙向開放後的競爭壓力。去年11月的MOU簽訂及今年3月12日主管機關公佈兩岸金融三法，已為兩岸金融業開啓了一扇窗，然而隨著雙向的陸續的開放，大陸金融機構很快可架構完其兩岸三地平台，因此將增加台灣金融機構的競爭壓力。金管會副主委李紀珠曾說：「開放本身不是目的，開得好才是重點」，若開得不好，反可能傷害台灣金融產業，且又壓縮台灣的金融業在大陸的競爭機會，因此，必須審慎規畫做好「有秩序」的開放。

(四) 大陸法規與台灣有顯著差異，且存在許多不成文之規定（潛規則）。大陸許多規定與台灣不一樣；此外，一些不成文之規定是相對不容易瞭解、掌握的。

結語

由於金融業占台灣GDP的10%，對於國家經濟是非常重要的，如果不能很好的發展，將是台灣經濟不可承受之重。大陸雖然只是台灣金融成為亞太金融中心及全球佈局的一環，但卻是很重要的一環，台灣期貨業在大陸的發展存在一些相對優勢，故簽訂ECFA後，台灣期貨業是有機會藉助大陸的平台來壯大自己，並且發展成為國際級的金融產業。

CNFA

「滬深300股指期貨」將正式上市

中國資大陸本市場國際化的重要推手

撰文：許春元

- 大陸「滬深300股票指數期貨合約」訂於2010年4月16日正式掛牌交易，深深吸引全球及兩岸三地金融機構與投資人的目光。對應臺灣股票期貨，本刊特邀熟稔兩岸三地期貨業之香港首華期貨總經理許春元為文，論述這項新商品對中國金融發展之影響，以及相關交易規則及內容等，以饗臺灣期貨從業人員。

隨著中國經濟的不斷發展，近年來許許多多的境外金融商品登入中國大陸，其中不乏外資銀行推出的結構性理財產品。然而，相對於外金融機構行多元化的金融投資商品，中國內地金融機構所推出的投資型金融商品，無論在種類、質量和數量上都無法與外資銀行一較長短！為什麼呢？是因為中國本地的金融機構沒有金融產品設計的高端人才？還是由於一般傳統商業銀行的保守心態作祟，而不願意向前邁出腳步？抑或是近年來衍生性金融商品問題頻傳，讓中國內地金融機構聞之色變？

其實，上述的答案都是否定的。綜觀全球金融市場的發展歷程，無論歐美已開發國家或地區，或是發展中的國家或地區，其資本市場的發展都是由現貨商品的發展，一步一步循序漸進，並因應市場及投資人的避險需求、套利動機及投機交易，而逐步的開展，進而演化出多樣的衍生性金融工具。當

可使用的金融工具種類不斷的增加，金融商品就能不斷的創新，投資人也就會有更多的選擇機會。

因此，中國大陸金融市場並不是缺乏高端人才，也不是因為金融機構的心態保守或歐美金融市場出了問題，而是因應中國大陸資本市場穩步發展，階段性的發展需求，這也是中國從計劃性經濟走向計劃性自由經濟的一個必經歷程！

中國證券監督管理委員會已於2010年3月26日正式同意中國金融期貨交易所之「滬深300股票指數期貨合約」上市，並訂於2010年4月16日正式掛牌交易，這象徵著中國資本市場正逐步朝著健全化的方向前進，也讓中國資本市場的功能與工具穩步的強化與豐富化。未來中國的金融機構，就可以運用期貨或未來開展的選擇權(期權)等衍生性金融工具，開發出各種不同的理財商品，提供

投資人有更全面的資產選擇與參與。

而隨著資本市場功能與工具的多樣化及金融政策的健全化，輔以打造上海成為國際金融中心的支持，境外金融機構對中國大陸金融市場的參與度將逐步增強，在可預見的將來，中國大陸資本市場將因國際化而更加豐富，而股指期貨的推出，也將是中國大陸資本市場的重要支柱。

「高標準、穩起步」——不同於台、港的交易制度

「滬深300股票指數期貨合約」的上市，如同2008北京奧運、2010上海世博會一般，深深的吸引著全球及兩岸三地金融機構與投資人的目光。從台灣、香港與已開發國家的金融市場發展進程來看，中國大陸資本市場正進入積極發展階段，而股指期貨的推出，也代表著中國大陸資本市場深化與創新的必然結果。

然而一項新金融商品或工具的推出，總是對現有金融市場的穩定與衝擊存在著一定程度的不確定性，因此，「高標準、穩起步」就成了「滬深300股票指數期貨合約」上市的最高指導原則。究竟中國大陸的股指期貨運作機制等與台灣、香港有何不同呢？

一、中國金融期貨交易所會員資格：

中金所的會員可分為交易會員、交易結

算會員、全面結算會員及特別結算會員。與台灣和香港期貨交易所不同的是，中國大陸期貨商採分類管理制度，因此申請成為中金所的會員，分別必須符合以下的要求：

(一)交易會員：取得金融期貨經紀業務資格並且最近一次的期貨公司分類評價結果達到C類以上（含C類）。(二)交易結算會員：取得金融期貨結算業務資格並且最近一次的期貨公司分類評價結果達到B類以上（含B類）。(三)全面結算會員：取得金融期貨結算業務資格並且最近兩次的期貨公司分類評價結果均達到A類。上述資格要求旨在確保各級的會員擁有一定的經營能力與實力。

二、開戶作業：

所謂的交易編碼開立，即是一般的開戶作業。期貨商和客戶可以根據從事避險交易、套利交易、投機交易等不同目的分別申請交易編碼；同時，為滿足證券公司、基金公司和合格境外機構投資者等特殊法人機構投資者分戶管理資產的要求，規定符合中國證監會及交易所規定的會員和客戶，可以根據從事避險交易、套利交易、投機交易等不同目的分別申請客戶號；法律、行政法規和規章規定需要資產分戶管理的特殊法人機構，可以以其分戶管理的資產組合向交易所申請開立多個交易編碼。

三、准入制度：

有別於台灣和香港監管機構、交易所及期貨商對於期貨交易人在開戶資格的要求，大陸相關主管機關有鑑於股指期貨與股票、債券相比，股指期貨具有專業性強、槓桿倍數高、風險大的特點，客觀上要求參與者具備較高的專業水準、較強的經濟實力和風險承受能力，所以並不適合一般投資者廣泛參與。因此，針對股指期貨的交易人設置了准入門檻。其相關要求如下：

- (一) 資金門檻要求：申請開戶時保證金帳戶內的可用資金餘額不能低於50萬元人民幣；
- (二) 股指期貨交易人須具備股指期貨基礎知識，通過相關測試；
- (三) 股指期貨交易上須有股指期貨仿真交易經歷或者商品期貨交易經歷要求，其須具備至少有10個交易日、20筆以上的股指期貨仿真交易成交紀錄或最近3年內具有至少10筆以上的商品期貨成交紀錄。此外，自然人投資者還應當通過期貨公司的綜合評估。綜合評價指標包括投資者的基本情況、相關投資經歷、財務狀況和誠信狀況等。

其中又以准入制度是期貨商與一般期貨交易人較為關切的焦點。因為，這牽涉到有多少期貨交易人既具有經濟能力，又具有投資經驗和風險承受能力，可以

在股指運行初期進入市場進行交易？然而，只要市場能夠穩健開展，相信以中國大陸參與者的實力，初期的交易量很有可能超乎專家的預期。

「參與者的思想」是市場成功運行之道

中國金融期貨交易所於2006年9月8日在上海掛牌成立至今已三年多，在這段時間內，中國大陸的投資人、證券商、期貨商及相關金融機構對於股指期貨的討論不曾間斷。從「滬深300股票指數期貨合約」的設計到對於現貨市場的影響，乃至於參與者的風險，都有著充分的討論辯證。

儘管如此，我們還是可以常聽到大陸的股民這麼說：「股指期貨的風險好大喔！」，但是，你深入的問他，你會想參與嗎？他會告訴你：「做一手要五十萬，我可沒那麼多的資金呀！如果，便宜一點，去賭一把，或許可以一試的」。從這一段對話，我們可以充分明白，准入制度對於市場平穩運行的重要性與必要性。

事實上，中國金融期貨交易所、大陸期貨業者在這年多中，已陸陸續續的運用傳播媒體、茶會、投資報告會、說明會，仿真交易等不同的方式、管道來做投資人或准參與者的教育，但是為什麼談到股指，不同的投資人在相同的資訊環境下，有著不同的認知呢？其實，重點就是在於對於風險的認知！一般投資人對於風險的概念只有大和小，比

方說：買賣股票的風險小，交易期貨的風險就很大！真的期貨的風險比股票要大嗎？「什麼是風險」？「最大的風險就是不知道什麼是風險」！

因此，在教育投資人的時候，不是告訴他風險的大小、也不是要告訴他期貨做錯方向會讓你傾家蕩產，而是要讓投資人真正的、明白的認識整個股指期貨的交易、結算制度和規則，培訓時要口語化、生動化和故事化，讓風險概念深入人心。如此，才能確保市場的健康發展，「滬深300股票指數期貨合約」才能平穩運行。

總結

再過10天，「滬深300股票指數期貨合約」就將正式掛牌上市。上市後，除了投資人的持續教育值得我們關注外，市場一般的

恆常交易量與未平倉量亦是我們可以關注的焦點。為什麼要去瞭解交易量與未平倉量的關係呢？因為，從現有可參與股指期貨的參與者結構來看，私募基金應該是市場的主要參與者，此外，儘管大陸市場並沒有開放台、港兩地及境外投資人赴大陸交易股指期貨，然而在境外，不管是個人投資者或專業操盤人都對大陸的股指期貨充滿的興趣。

所以，從交易量與未平倉量的關係，我們可以明白，初期的股指交易人到底是真的在交易還是在「炒單」而已。因此，在股指推出初期，一定要儘快落實不同市場參與者進入市場的遊戲規則，當投機者、避險者和套利者都能在市場上找到機會，在多元化的參與者的參與下，相信「滬深300股票指數期貨合約」將會成為國際市場上重要的指標型商品。



附表「滬深300股票指數期貨合約」合約規格

合約標的	滬深300指數
合約乘數	每點300元
報價單位	指數點
最小變動價位	0.2點
合約月份	當月、下月及隨後兩個季月
交易時間	上午：9:15-11:30，下午：13:00-15:15
最後交易日交易時間	上午：9:15-11:30，下午：13:00-15:00
每日價格最大波動限制	上一個交易日結算價的±10%
最低交易保證金	合約價值的12%
最後交易日	合約到期月份的第三個週五，遇國家法定假日順延
交割日期	同最後交易日
交割方式	現金交割
交易代碼	IF
上市交易所	中國金融期貨交易所

資料來源：中國金融期貨交易所

日本期貨商品在台興衰史

剖析日本期貨商撤離臺灣的原因

撰文：黃怡中

經過十幾年的努力，日商期貨公司陸續撤離，唯一碩果僅存的日商聯貿期貨也將在2010年6月底，正式退出台灣期貨市場，讓日本期貨商在台灣期貨歷史上暫時吹下了熄燈號。針對日商的退出，本刊特邀熟悉日本文化及金融市場的黃怡中，從日本期貨市場為起點，剖析日本期貨商在台灣的一頁興衰史。

前言

期貨衍生性商品對於一個國家的經濟發展扮演了重要的角色，尤其台灣是出口導向的經濟型態，衍生性金融商品是針對上市公司財報優劣的最佳避險工具，它可使投資人避免暴露在高風險中。事實上，不僅是加權指數期貨上市具有重大意義，1990年代臺灣開始的國外盤交易也扮演了非常重要的角色。

1998年7月21日台灣期貨交易所第一口期貨交易(開盤價格8131點)成交後，台灣期貨市場才完全的與國際接軌，直到2010年的現在，期貨市場依然具有穩定經濟發展的功能。

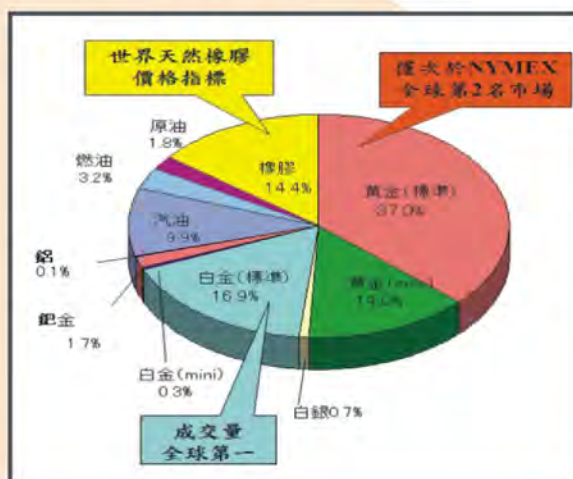
從日本期貨市場交易量分析

自2007年開始，日本國內期貨商品交易量，在全球因新興國家發展需要、主權基金與避險基金等等的投資持續投入原油、貴金屬、農產品期貨市場，導致近年來期貨商品價格持續上漲，各國期貨交易量也不斷增

加，但日本期貨商品交易量卻反其道而行，呈現大幅萎縮的狀況，從2007年的交易量來看，大概只有2003年的一半，同期間，中國大連期貨交易所等成交量大增，更讓日本期貨市場相形見绌。

雖然如此，日本期貨商品仍有其優異的成就，根據2008年日本期貨商品分布與優勢分析(圖一)，日本的黃金期貨交易量僅次於NYMEX成爲全球第二，橡膠期貨商品也是全球天然橡膠價格的指標，白金成交量也是全球第一，當然也是全球指標之一。

圖一 2008年東京工業品交易所期貨商品分布與優勢



再以2008年的數據觀察，全球衍生性商品交易量達到178億口，其中美國占有率為40%、亞洲為28%、歐洲為22%，其他地區為10%。這個數據很明顯地讓我們看到，亞洲地區在2008年第一次超越歐洲市場成為世界第二。其中日本在衍生性商品的交易量中，僅占世界的1.5%，亞洲的5%而已，而商品期貨部分，日本的占有率也僅為0.3%而已。

對一個先進國家而言，這樣的衰退勢必引起連鎖效應，因為當別人在進步時，即使自己不退步，也一樣隱藏了危機。事實上，日本期貨市場在2003年為分水嶺，受到當地期貨交易環境的變化(過多的客訴問題)導致

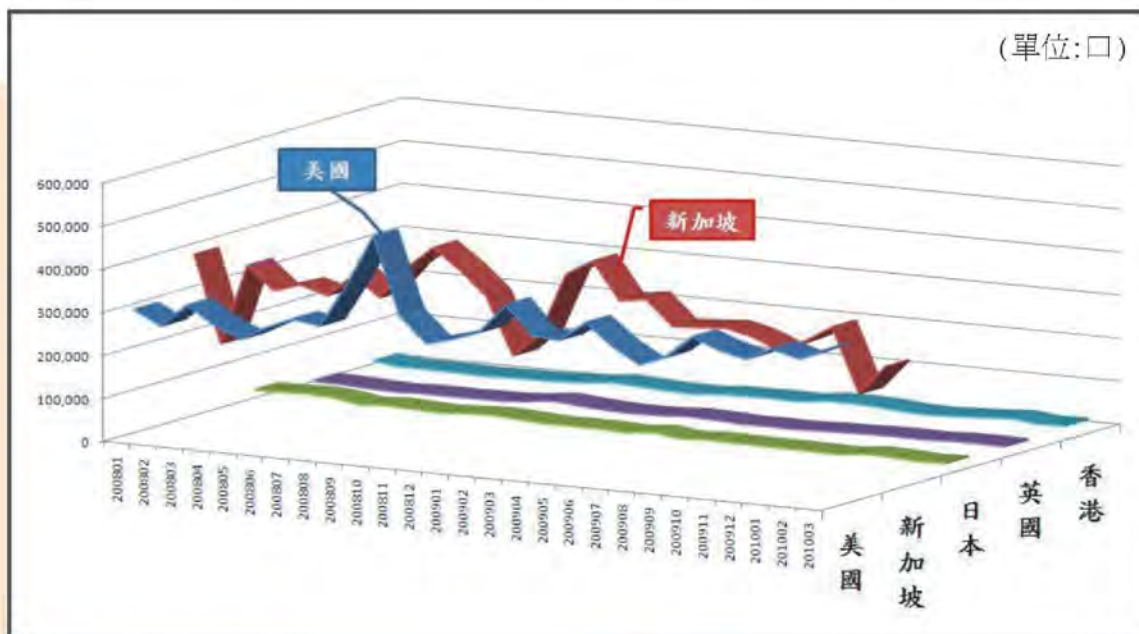
日本政府政策改變，使得日本期貨市場整體市場成交量大幅度縮減。從圖三日本TOCOM(東京工業品期貨交易所)與TGE(東京穀物期貨交易所)期貨成交量變化走勢圖可以清楚看出。

日本國內期貨市場的萎縮現象，也在台灣期貨市場出現連動效應。從2008年開始，台灣期貨市場的國外盤，原本交易量就不多的日本盤更進一步的萎縮(圖三)。台灣國外期貨商品交易市場仍舊以美國與新加坡市場為主，從2008年第一季開始，到2010年第一季，整體平均市占率高達93.4%(表一)，而其他包括日本、英國與香港三個市場合計才約佔6.6%而已，日本盤更是只有2.7%。

圖二 日本國內期貨成交量變化走勢圖



圖三 台灣期貨市場國外盤成交量走勢圖



資料:中華民國期貨公會

表一 台灣期貨市場國外盤成交量比重分布

地區 期間	美國	新加坡	日本	英國	香港
20081Q	44.4%	47.4%	4.8%	1.4%	2.0%
20082Q	42.8%	51.0%	3.9%	1.0%	1.5%
20083Q	45.3%	49.1%	2.8%	1.2%	1.7%
20084Q	45.5%	48.2%	2.5%	1.7%	2.1%
20091Q	49.2%	44.7%	2.3%	1.4%	2.4%
20092Q	42.9%	51.2%	2.0%	1.1%	2.7%
20093Q	44.7%	48.6%	2.0%	1.3%	3.4%
20094Q	48.6%	44.8%	2.0%	1.8%	2.9%
20101Q	50.9%	41.6%	2.1%	2.1%	3.4%

資料:中華民國期貨公會

再從過去五年台灣投資人買賣日本期貨商品的成交量觀察，更看出日本盤成交量的萎縮情況相當嚴重。2006年到2008年間縮減速度只有10%到23%左右，到2009年急速萎縮達39.58%，這表示台灣投資人對於日本期貨商品已經沒有熱情。

揮別臺灣期貨市場，結束台灣業務

在台日本期貨商幾乎和臺灣期貨市場同步開始，時間不算短，1990年初，當台灣期貨市場開放外國期貨商(俗稱上手)來台灣設立據點時，日本共有國際期貨、岡藤期貨、東京綜合、小林期貨、ACE期貨與聯貿期貨等6家期貨在台設立期貨分公司，接受台灣投資人下單至日本期貨市場交易。

因為日本和臺灣同一個時區(僅相差一個小時)，沒有歐美盤日夜顛倒的問題，多數台

灣人對日本人的友好態度，以及當初日本期貨商品的交易相當頻繁，讓這6家日本期貨商相當的看好台灣期貨市場的利益，才決定進入台灣。經過十幾年的努力，這些日商期貨公司陸續撤離，唯一碩果僅存的日商聯貿期貨也將在2010年6月底，正式退出台灣期貨市場。在台灣競爭越來越激烈的期貨市場中，日商期貨公司終於不敵現實環境，全面撤出，讓日本期貨商在台灣期貨歷史上暫時劃下了句點。

分析日本期貨公司退出台灣期貨市場的原因，從日本國內的期貨市場萎縮為起始原因，下列幾點也是造成今日全面撤離的主要因素：

第一、日本市場交易模式太過保守，導致波動率低、流動性不足

日本人原本就以保守著稱，在交易精神上雖有藝術家的美感與穩定獲利的

表二 2005~2010年台灣投資人交易日本盤統計數與成長比率

年度	統計別	買賣口數合計	同期成長比率
2005年		516,672	
2006年		431,402	-16.50%
2007年		331,347	-23.19%
2008年		293,846	-11.32%
2009年		177,554	-39.58%
2010年(1-3月份)		43,009	-3.11%

資料：中華民國期貨公會

實用性，但過度強調保守的避險交易，使得市場波動率過低，迫使短線交易者離場；波動率過低與流動性不足的相互影響下，導致惡性循環，無法吸引投資者投入。

第二、日本期貨商品交易以遠月份為主，無法吸引投機交易者

雖然頗貼切商品期貨的遠期特性，一般買方避險者(如：銀樓老闆、生產食品的統一企業、生產輪胎的正新公司等)使用的月份，通常也是在未來的契約，就是期貨市場所謂的遠月份，但對投機性格較強的台灣投資人，吸引力不大；和世界其他期貨交易所商品的交易慣性差異也很大。

第三、日本期貨商品交易以定盤為主，無法滿足投機需求

定盤這種交易方式會讓投資人感到無聊，因為一整天下來，定盤交易大多只有5~6次的報價，對股票市場以短線交易為主要手段的台灣投資人而言，吸引力太弱，失去快速獲利的機會與期待，導致台灣投資人對於日本商品的印象不佳。即使日本市場的主事者了解此等狀況，但還是無法改善現況，未能滿足期貨市場特有的投機需求。

第四、日本市場成交量不夠，導致惡性循環

前面提到，2003年是日本市場成交量的分水嶺，而金融市場有一個不成文的慣性，當一個市場出現不利因素，通常這個因素會自我成長，不斷的擴大，形成惡性循環，再牽動另一個惡性循環，就像是投資人在賣股票時會感染旁邊的親朋好友，造成市場恐慌性賣壓；電影院有人喊失火，被慌亂踩死的人往往會比因失火造成的死亡還多。日本期貨商品交易量始終低迷不振，也就像是陷入了這樣的惡性循環一樣，始終無法翻身。

第五、早期的惡性競爭，導致在台灣長期以來獲利不易

當初日本期貨商在進入台灣市場之初，6家公司為了獲得來自台灣投資人的成交口數，彼此間惡性殺價競爭，早就種下獲利率年年下降的惡因。縱然如此，以在台灣設立分公司的成本而言，若是能夠以價衡量，利用低的價格達到提高投資人的交易意願，以薄利多銷的方式，或許也可以有生存的空間。但到近年來，台灣日本盤的成交量急速下降，根本無法達到這樣的想法，在無法獲利的壓力下，日商陸續退出台灣期貨市場也就不足為奇。

日本交易藝術化，值得臺灣投資人學習

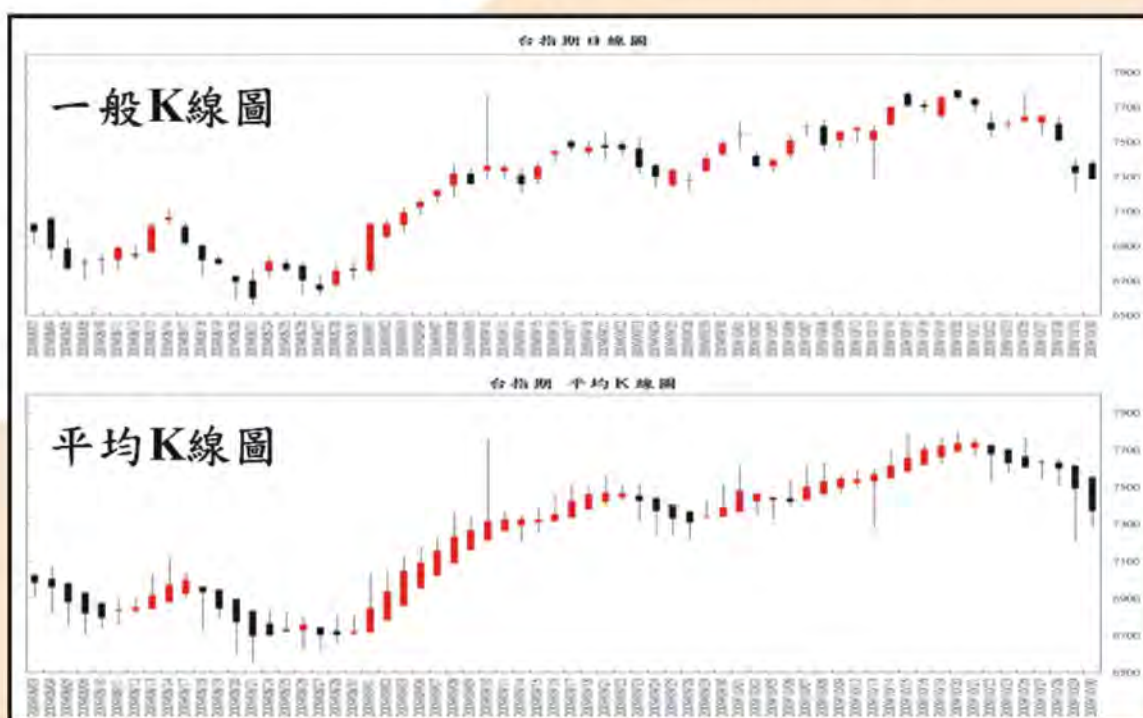
雖然日本期貨商暫時退出臺灣期貨市場，但是我們仍應為這些在臺灣期貨市場努力過的業者致意。因為他們的開拓，讓臺灣投資人學習到許多的期貨交易技巧，功不可沒，沒有他們，台灣的期貨市場也不會如此多采與豐富。

在一般人的印象中都認為，美國不僅強調科學化的操作，更是交易藝術化的提倡者，事實不然。因為真正把交易藝術化的是日本人，有許多藝術化的交易思維也是日本

人發明的，諸如：蠟燭線(K線圖)、平均K線圖、一目均衡表(交易系統)等等(圖四與圖五)。

台灣的投資人喜歡操作短線部位，尤其是2008年的金融風暴之後，這種現象更加明顯。但是如果只有美國的統計邏輯思維，而沒有日本的交易藝術思想，台灣的投資人可能只能在短線交易上拼命，在金錢的損益間浮浮沉沉，無法進入真正穩定獲利的交易領域。所以，台灣的投資人必須廣泛的認知或學習交易藝術這件事。

圖四 一般K線圖與平均K線圖(兩者數據相同，算法不同)



圖六一目均衡表(1940年由日本記者發明)



結語

日本上手退出台灣期貨市場，除了市場競爭之外，還具有市場經營的高難度挑戰，同時也給我們一個新的啓示。如何建立滿足衍生性商品市場特性---避險需求、價格發現需求；同時又能夠提供高度流動性，讓投資者及避險者有一個安心的避險環境，這是衍生性商品的原點。避險者與投機者之間有一

個微妙的平衡點，抓住這個平衡點，衍生性商品市場必然是欣欣向榮，進而帶動經濟發展。

日本期貨商的暫時退出，不代表日本盤在台灣消失，對日盤有興趣的期貨交易人，仍然可以透過其他管道進行日盤交易。我們也樂見未來在日本期貨市場的環境改善後，仍有日商重新回到臺灣。

CNFA

當前國際間期貨市場重要議題之初探

撰文：古坤榮

2008年9月雷曼事件引發全球金融危機後，促使各國主管機關重新檢視店頭市場衍生性商品之監理機制，並開始研議建置店頭衍生性金融商品集中交易及結算平臺之可行性，以期在不妨礙金融業者對新種商品之創新下，有效防範未來類似事件再發生，並可能危及整體金融市場之穩定。另隨著資訊科技之快速進步，以及國際間大型交易所之競爭加劇，特定交易人運用高速率之下單方式，是否對一般交易人產生競爭的不公平，亦是近期國際期貨市場關注之議題。本文針對全球金融危機後，美國、歐盟及其他國家在店頭衍生性商品之相關立法、店頭市場之改革、鉅額場外交易與高頻交易等議題進行探討。

店頭衍生性商品之相關立法及交易與結算制度之調整

一、美國

(一) 市場回顧

2009年12月期貨市場之交易量已明顯回升，在2009年1月到2009年9月間，全球集中市場(exchange-traded)之期貨及選擇權契約交易量較去年同期上升5.5%，總交易口數達到134億口。

目前全球衍生性商品集中市場之交易量，亞太地區占了約三分之一的比重，乃為金融海嘯後全球交易量成長最快的地區，亞太地區在2009年1月到2009年9月期間，期貨及選擇權契約交易量較去年同期上升16.5%，總交易口數達到41.6億口；相較於北美地區，同期間之交易量較去年同期下跌

12.7%，總成交口數為47.6億口；而歐洲地區較去年同期下跌12.4%，總成交口數為28.3億口。



圖：2009年1月至9月全球期貨及選擇權交易量

(二) 店頭衍生性商品之相關立法

當前衍生性金融商品市場仍以店頭市場(Over-the-Counter, OTC)之交易對手風險(counterparty risk)為最重要課題。對於推動店頭市場商品進行集中結算(central clearing)制

度之建置以降低交易對手之風險，市場人士認為應以店頭市場之標準化商品為主，例如美國芝加哥商業交易所(CME)主張標準化契約之交易應可在其集中結算平台進行結算，並且認為非標準的客製化商品契約則因風險相對過高，因此，其認為並不適合由交易所進行集中結算之服務。

美國華盛頓官員目前正研議如何將所有店頭市場之標準化契約納入集中結算，以期能夠進一步監管市場，而且廣大的輿論亦認為透過集中結算可減少交易對手風險，以改善金融體系的不穩定狀態及增加市場價格透明度，美國國會目前亦朝此目標起草相關法案。而對於店頭市場衍生性商品規範之立法議題中，「一般公司避險是否該進入此一結算體系」、「如何定義『交換合約市場主要參與者(major swap market participants)』」及「是否該由國會授命將店頭市場交易納入集中市場」等議題，仍是目前極須進一步討論的重點。

對於店頭市場未來立法考量之原則，主要朝向將美國商品期貨交易管理委員會(Commodities Futures Trading Commission；以下簡稱CFTC)及美國證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, 以下簡稱SEC)所定義的所有標準化契約，全部納入集中結算機制，且所有標準化契約之交易皆須透明化；所有非結算交易會員之店頭市場交易者(non-cleared OTC trader)須適用較高之資本需求，且須進行申報，對於具有避

險需求之一般企業則可豁免其資本需求；另一個重要的原則為，主管機關須能夠獲得並掌握所有參與店頭市場之交易者及未沖銷部位的總額。

截至2009年11月，全球對店頭衍生性商品提供集中結算服務者主要為能源類(Energy)、貨運類(Freight)、股權類(Equities)及固定收益類(Fixed Income)等，其中結算能源類商品的交易所有Clearport、ICE、LCH、Clearnet及AsiaClear；結算貨運類商品的交易所有LCH、Clearnet及AsiaClear；結算股權類商品的交易所有歐洲Liffe、Bclear及Eurex；結算固定收益類商品的交易所目前只有LCH、Clearnet，而美國芝加哥商業交易所(CME)亦將對固定收益類商品提供結算服務。

(三) 系統風險

目前美國華盛頓官員正對如何運用不同方式防止其他可能的市場風暴進行辯論，一般共識仍是認為金融主管機關應更加強對金融市場風險之瞭解，因此，金融主管機關將須考量更嚴謹的法令規範及監管措施，以使金融市場之監管制度更完整，主管機關亦須整頓或降低大型非銀行之金融機構發生重大違約之可能性。另有關金融主管機關應對預防系統性風險負起更多責任之議題，目前正討論係由中央銀行或監管機構來承擔此一責任。對於該由結算機構或由交易所來管理市場可能發生之系統性風險，亦為目前相關政

策制定所需考量的議題。

(四) 美國商品期貨交易管理委員會關於部位限制之意見

另一個廣泛討論的議題為衍生性金融市場之部位限制，對於是否該對能源期貨進行部位限制以抑制油品價格高漲，美國國會乃要求CFTC應更廣泛的對投機者設置能源商品之部位限制。而CFTC已舉行聽證會對此一議題進行討論，並研議各種可能方案。

CFTC於2009年12月提出四種可能的部位限制方案：第一為修改計算部位限制之方法；第二為限制避險課稅減免；第三為對各契約月份進行部位限制；第四為討論以總額或淨額進行部位限制。而截至2009年12月美國國會並未對完成授予CFTC對店頭衍生性商品及集中交易市場商品進行總額部位限制之立法。

美國期貨業協會（FIA）對於部位限制的觀點在於部位限制主要是為防止市場操縱、投機者之交易乃是維持市場效率的一個重要基礎、部位限制不該被用於懲罰投機交易者等三大部分。FIA認為CFTC應持續取得不同形態交易人在商品期貨市場之更廣泛資訊，不應以部位限制為其管理工具。

(五) 高頻交易(High-Frequency Trading)

美國芝加哥商業交易所在2009第3季有43%的交易量來自於自營商之交易，而大部

分的自營商皆使用高頻交易策略；由於高頻交易技術於下單時須與交易所主機進行極快速(ultra-fast)連線，因此，使用高頻交易者，乃將其交易連線略過期貨經紀商，而直接與交易所進行連線，藉由縮短連線距離爭取交易時間，但此法亦造成了交易風險也略過期貨經紀商的控管，而造成期貨經紀商無法即時掌握相關風險。

對於高頻交易之議題，美國有愈來愈多的政府官員支持應該對高頻交易進行限制，並認為透過電腦資訊之技術優勢進行交易對長期投資者並不公平。而FIA則認為對於高頻交易的風險管理，應可由期貨經紀商建置即時風險管理系統，並由交易所建制風險過濾(risk filter)機制，即可消除期貨經紀商無法即時掌握相關風險之疑慮。

在金融海嘯之後，2009年底整體金融市場已逐漸恢復交易秩序，且在金融海嘯期間並未有結算機構因信用商品市場而造成損失。而金融海嘯期間，期貨市場的價格發現功能，已使期貨市場較以往更能顯示出其價值所在，尤其市場價格透明化，可以降低交易成本，並提供市場監管者一個監管市場風險的好指標。

二、歐盟

(一) 歐盟之研究報告指出，透過集中交易及結算，可以有效降低衍生性金融商品對金融體系造成之風險；如以電子方式進行交易、核准及確認，並透過

集中結算方式管理交易對手信用風險，以取代現行店頭市場之雙邊結算模式。

(二) 歐洲中央銀行與證券主管機關針對店頭衍生性金融商品修訂「歐盟集中交易對手準則」，於2009年6月23日公佈，內容重點包括：

1. 集中交易對手 (Central Counterparties ; CCP) 之角色與功能：應具有健全、透明及強制性之法規架構，並應要求市場參與者具有足夠之資金來源與健全的作業能力，以因應加入後應承擔之責任，同時建立相關程序，以持續監管市場參與者是否符合加入條件。

2. 信用風險管理：應每日至少一次衡量市場參與者之信用暴險程度，透過要求增提保證金，降低市場參與者發生違約所可能造成之損失，以確保其運作不致中斷，且該保證金應足以因應可能發生之暴險，並應維持足夠資金來源，以處理超過前述保證金額度之可能損失。

3. 交割方式：應採現金結算機制，以減緩信用與流動性風險，如採實物交割，應明訂實物交割之責任，並應加以確認及管理。

三、目前各國強化店頭衍生性金融商品市場之進展

(一) 國際清算銀行及國際證券管理組織

共同於2009年7月20日成立工作小組，重新檢討其於2004年11月聯合發布之「集中交易對手建議準則」，俾使該準則能適用於處理店頭衍生性金融商品之交易對手，以有效控管交割風險。

(二) 美國財政部

於2009年8月11日向國會提出立法草案，規範店頭衍生性商品應全面受到監管，並要求提高交易資訊透明度，包括主管機關能取得市場所有交易與部位等資訊，鼓勵發展標準化商品之交易，使其透過結算所集中結算，並加強對店頭市場交易商及主要參與者之管理。

(三) 歐盟

經濟暨金融事務理事會認為應在歐洲設立店頭衍生性市場之集中交易，以降低店頭衍生性商品（尤其是信用衍生性商品）所引發之風險。歐洲中央銀行與證券主管機關針對店頭衍生性金融商品，於2009年6月23日公佈「歐盟集中交易對手準則」。

(四) 日本金融廳

於2009年5月22日表示將集結銀行於東京金融交易所下成立工作小組，設計店頭衍生性金融商品之結算程序，並可能由該交易所執行信用違約交換 (Credit Default Swap, 簡稱CDS) 商品之結算作業。

四、目前國際上建置店頭衍生性金融商品集中交易及結算平臺發展實務

(一) 美國CME交易所自2002年起已設立ClearPort系統負責店頭衍生性商品之交易與結算，目前已有超過600種商品加入該系統進行結算，平均每日結算契約共計500,000口，其中以能源類商品為主，至於單一公司信用違約交換(Single name CDS)部分尚在規劃階段，目前暫未使用該系統之集中交易及結算。

(二) 經瞭解目前歐盟境內已有數家結算機構申請成為CCP，其中LCH.CLEARNET於2009年12月9日上線，成為歐盟地區第1家從事單一公司信用違約交換(Single name CDS)之集中交易對手(CCP)。

鉅額場外交易與高頻交易之議題

一、鉅額場外(Dark Pool)交易

「鉅額場外」交易為目前被廣泛討論的議題，主要因為近年來鉅額場外交易愈來愈頻繁，引起監管機構密切注視。在2009年10月間，即傳出美國證券管理委員會將採取行動，計劃將現在每一交易日「鉅額場外」交易量由5%削減至0.25%，以限制「鉅額場外」交易量。

鉅額場外交易是一種為買賣雙方匿名配對大額股票交易的平台，買賣雙方並不知悉對方的身份，而買賣盤亦毋須在市場掛出。香港交易所主席夏佳理曾於2009年12月9日指出「鉅額場外交易較難被監管，而且產生兩個市場(two-tier market)，令一般交易人不能以最佳價格成交，結算問題也是關注要點」。因此，鉅額場外交易可能導致市場出現不公平之疑慮，是否會造成一般交易人無法以最佳價格買賣股票，或者未來是否會因鉅額場外交易之結算問題而出現系統性風險，均是當前關注之重點。

提供此一交易系統之資訊公司(Chi-X)針對鉅額場外交易指出，此種屬於另類交易系統，鉅額場外交易乃屬廣為人知的交易規則，鉅額場外交易降低了「資訊優勢」(Information advantage)爭議，亦較經紀商提供流動性之傳統黑箱(traditional dark)運作更為透明，在目前的一些實證(empirical evidence)顯示此種另類交易系統之鉅額場外交易持續成長，改善了交易市場的流動性(general market liquidity)，買賣報價之價差亦被降低，因此，市場的參與者皆能因此而獲得利益。另鉅額場外交易可藉由即時的交易資訊之揭示，發揮其價格發現功能。該資訊公司認為目前對全球鉅額場外交易可能之總量爭論，並非實際狀況，亦非真實之衝擊。

根據Bloomberg報導，鉅額場外交易約占美國2009年9月所有股票交易之12%。雖然鉅

額場外交易有助於增加市場流動性及保護投資人身份，但有國會議員、投資者及交易商批評此制度妨礙市場的透明度，美國SEC亦在檢討此項制度。

二、高頻交易

所謂高頻交易是指透過極高速的超級電腦，在極短時間內進行大量交易指令，一方面可搶先一般投資者下單，亦可於下單後不到一秒的時間便撤銷交易指令，從而試探市場反應或擾亂市場資訊。因此，高頻交易者利用極為短暫的市場變化尋求獲利機會，可在一、兩秒鐘之內的股價微小變動中，迅速進行多筆交易，雖其每筆交易量皆為小量委託單，但由於其交易速度乃以微秒為基礎，透過極度頻繁的交易和微小的價差是他們利潤的來源。

高頻交易的策略經常伴隨透過共用機房(Co-location)方式來增加策略的執行效率，但目前對於共用機房的服務仍然是相當昂貴，並非一般交易人可以負擔，故現階段使用此一服務的主要客戶以法人為主。

由於高頻交易與大額交易並持有部位的策略相較，高頻交易乃是高頻率進行小委託單交易，因其部位小且進出頻率快，故高頻交易的風險應較大額交易並持有部位之風險為低，且高頻交易經常是同時交易多種商品，風險較為分散，若加上透過電腦設定嚴格的停損限額與機制，則其風險相對更低。

目前在亞洲股權類商品之高頻交易占整體交易量僅為5%至10%；在歐洲地區股權類之高頻交易量則占整體交易約30%，且持續的成長中；美國地區股權類之高頻交易量則占整體交易約60%，但其成長趨緩。在期貨與選擇權交易方面，高頻交易則占整體交易量約10%至35%。在美國地區高頻交易成長趨緩，其交易量已達到相對高點；在美國以外地區，則因交易平台技術之改善，且其比重相對美國地區為低，促使高頻交易於美國以外地區則呈現持續成長之現象。

對於高頻交易的主要兩個爭論點為：第一、高頻交易是否因為交易規則之漏洞或利用資訊洩漏(information leakage)而造成「不公平優勢」(unfair advantage)？第二、高頻交易是否因為資訊技術及智慧資本(intellectual capital)而展現「競爭優勢」(competitive advantage)？

針對上述兩個爭論點，提供此一交易系統之資訊公司(Chi-X)認為對於不公平之爭論，應是指具有排外的特權所產生的問題，在所有交易人皆有權使用此一技術下，並不會產生不公平之疑慮；另外，市場機制的運作基礎乃在於具有各類型參與人及各種多元的交易策略，在具有廣泛的參與人與多元策略下，才能增加市場之流動性並且維持價格發現之功能。但資訊公司認為由於輿論將高頻交易行為妖魔化，並將此一資訊技術污名化，造成市場無法將討論焦點回到不具正當

性之交易行爲(例如釣魚委託單)。

另一被廣爲討論的議題在於高交易量將造成高的市場波動，但資訊公司認爲到目前爲止並沒有任何的證據支持此一論點，尤其在金融海嘯期間，高交易量成爲維持市場流動性的重要基礎，因此，高交易量反而成爲市場正常運作的重要因素。尤其去槓桿(unleveraged)乃爲高頻交易的主要型態，高頻交易強調以無槓桿條件下持續的進行交易，因此，並未有增加市場風險之疑慮，加上高頻交易大部分是以大量的小口數委託單進行交易，並非持續進行大單交易，所可能產生的風險在於作業風險(operational risk)，而非「系統性」風險。

三、共用機房(Co-location)

對於使用共用機房之技術屬於改善高頻交易策略之成果，或者爲濫用交易規則之爭論，資訊公司認爲高頻交易等同提供了新型態的造市者(Market maker)功能，不但提供了較小的買賣價差，亦具有較廣泛的價格發現功能及較低的市場衝擊。因此，整體而言，資訊公司認爲高頻交易乃提高市場流動性、更好的價格發現功能及較低的市場衝擊，並使廣泛的交易人皆獲得利益。

對於共用機房之國際發展，根據Financial Times報導，共用機房機制目前正由美國證券管理委員會檢視。Nasdaq OMX交易所表示，預計美國證券管理委員會將監管

共用機房機制，使得所有的交易客戶都將有平等的使用共用機房之服務，並且支付相同之費率。Nasdaq交易所於五年前在新澤西州租用伺服器場地，而放棄建立自有的數據中心，此舉被視爲更符合成本效益之方式。

NYSE Euronext交易所亦規劃於美國新澤西州興建電腦機房，以負責將委託單送至交易所撮合系統，希望藉由此電腦機房及共用機房方式，使交易商能更接近交易所的核心交易系統，以提供交易商能於關鍵的毫秒時間完成交易。

強化店頭市場監管

由於此次金融風暴核心問題在於店頭市場之信用商品，因此，店頭市場之衍生性商品交易成爲各監管機構關注焦點，各國紛紛開始研議對店頭市場進行更嚴格之監管，而國際間主要的討論議題以透過集中結算做爲解決店頭市場衍生性商品風險的方法，但此一方法可能衍生出其他風險，例如集中結算機構承擔過高之風險。因此，對於店頭市場衍生性商品之監管，仍爲廣泛被討論的議題。

除了信用衍生性商品外，絕大部分的衍生性商品並非造成本次金融海嘯之原因，而且在過去循環周期中皆正常運作，加上在歐洲地區，衍生性商品乃爲企業進行風險管理的重要工具，而且金融海嘯後，強化風險控管成爲企業永續經營之最關鍵能力。因此，

如何對店頭市場之衍生性商品進行有效之監管，又不妨礙企業進行避險，其平衡點乃為強化店頭市場之監管。

一、強化店頭市場之立法

由於衍生性商品之集中交易(Exchanged-traded)與店頭市場交易具有完全不同的風險特性，因此，強化店頭市場之規範與監管乃為重要且必須的努力的方向，對於店頭市場之立法規範的主要目標可分為下列幾點：

- (一) 強化市場及交易商之監管。
- (二) 將店頭市場標準化契約納入集中結算。
- (三) 對所有的店頭交易要求揭示詳細的交易報告。
- (四) 強化店頭市場交易後 (post-trade) 之資訊揭露。
- (五) 強化非集中結算之店頭市場交易法規，例如：資本需求、擔保品、保證金追繳等。
- (六) 改善作業程序與後台程序，例如電子交易之確認機制。
- (七) 透過「組織化的集中交易」(organized trading venues) 執行交易。

二、店頭市場改革之問題

在市場安全第一的原則下，是否會影響產品創新之能力與產品種類的降低亦應考量；另於未來進行相關交易規則制定時，應

由「風險驅動」(risk-driven)或「政策驅動」(policy-driven)為考量觀點，亦會影響未來法規於業者實務運作之可行性。另外，對於進行部位限制是否具有正當性，亦為重要的議題。對於店頭市場交易之參與者而言，將可能面對下列問題：

- (一) 對於更嚴謹的規則訂定係因政策目的或真能強化風險管理？
- (二) 是否會因風險管理之需要而增加資本需求，進而造成交易產品減少，營運成本上升？
- (三) 交易人端是否會被剝奪其原本多元的選擇空間，例如產品的選擇、執行交易的方法？
- (四) 店頭市場是否仍可維持以往的流動性與功能？

三、商品市場之風險控管

面對商品市場價格波動，商品市場之風險是否會有外溢效果，主要的反對意見在於透過商品市場進行投機或套利之交易者，並不像銀行或投資公司一般可能造成系統性之風險，而且商品市場與商品公司依其景氣循環而有良好之運作方式，並不會造成市場崩跌。但贊成意見則認為市場的泡沫乃來自於人們的行為，而非商品本身，強化店頭市場之金融商品監管的同時，亦將會把商品市場納入監管範圍。

四、店頭市場改革之國際動態

（一）美國之店頭市場之立法改革

依據Futures Industry Association 報導，2009年12月3日美國眾議院針對店頭衍生性商品召開聽證會，並由財政部長Tim Geithner及芝加哥商業交易所集團(CME Group)、州際交易所(ICE)、JP Morgan及其他代表提出證詞。主要內容包括：

敦促國會應儘速完成店頭衍生性商品市場之相關立法，強制所有具流動性且標準化之店頭衍生性商品於交易所或受管理之電子交易平台進行交易，將改善價格發現、價格競爭力及提供最終使用者較優惠價格。

至於有關何種商品應予集中結算之問題，考量以雙軌制進行（即部分採維持現行店頭市場之結算方式，部分由集中結算辦理），但是凡經結算所接受為其辦理結算者，或取得美國CFTC或SEC許可由集中結算者之二種情況下，則必須納入集中結算，此時不論結算所是否接受辦理該類型商品之結算作業，CFTC及SEC皆有權要求該商品應納入集中結算。

店頭市場之參與者必須具有較高資本及保證金，以防範未來發生影響金融穩定之事件，而且較高資本及保證金可以增加使用集中結算之誘因。針對CME、NYSE Euronext交易所等辦理集中結算之機構，應避免重覆監理，建議將由單一主管機關進行監理，且不同主管機關應避免風險標準不一之情形。

另CME交易所表示應由交易所依其流動性、交易量、未平倉量及其他因素，訂定部位限制，如強制由CFTC訂定統一部位限制，可能會造成交易外移至海外；ICE交易所亦表示過度部位限制，將造成交易外移，至於由何者訂定部位限制，ICE交易所及JP Morgan都支持由CFTC訂定。

另對於如何界定店頭衍生性商品為標準化契約，JP Morgan提議訂定結算比例，亦即市場參與者交易店頭衍生性商品必須達到主管機關規定之結算比例，該比例應依每個機構、每個資產類別及資本額，有所不同。

（二）歐洲金融監管法規改革

歐美對於衍生性商品市場監管法規的改革方向並非一致，美國傾向推出更加嚴格監管法規意見之同時，而歐洲官員則反對全面性監管，並傾向提出依商品分類的獨立個別規管之方案。

依據目前的金融立法改革趨勢，全球之衍生性商品市場之監管將會有大幅之變化，儘管輿論呼籲歐美在監管法規上應達成共識並同步進行改革，以避免出現區域套利空間，然而歐美在監管規範上的落差可能比預期的更大。由於美國已經著手研議更加嚴格的衍生性商品監管立法，但歐盟則尚未進行任何立法提案之起草作業，而市場消息亦顯示歐洲比較傾向採用較寬鬆的金融監管。

目前以美國金融法案改革最終將以財政

部長的立法提案為基礎架構，此方案將要求所有標準化之店頭衍生性商品轉進至受管轄之交易所或是受管轄之公開電子交易執行系統，並要求非標準化店頭商品須向受管轄之資料庫申報交易資訊，此外SEC與CFTC將設置保證金標準及保有設定部位限制的權力。該立法提案將衍生性商品市場參與者分為三大類，包含交易商、市場主要參與者及其他，而市場主要參與者包含非交易商之金融服務商及主要大型機構投資人。

由於歐洲在衍生性商品市場監管法規的改革之立法進度落後美國，而且已有官員表示不贊成齊頭式全面監管衍生性商品市場，並傾向應依個別商品分別審視其風險因素與訂定不同之立法規管程度，因此歐美對店頭市場監管的立法是否會具有相同之共識，仍須視後續發展而定。

國際間可供借鏡之研議過程與發展趨勢

近年來全球集中市場之發展，自2008年美國信貸事件引發全球金融危機以來，各國監理機構無不通力合作，試圖進行相關金融改革，且在資訊科技日新月異帶動下，使得交易所之競爭下，日益劇烈，在因應全球競爭及挑戰，我們應隨時注意國際間衍生性商品市場之制度研議動態，並尋求可行之因應之道，以免在競爭激烈之衍生性商品市場中失去先機：

參考資料

1. 郭士木、古坤榮，「第5屆美國期貨業協會亞洲衍生性商品研討會（FIA Asia Derivatives Conference）出國報告」，行政院金融監督管理委員會，February 2010
2. European Union, Communication from the commission, Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, 3/7/ 2009
3. IOSCO Final Report, Unregulated Financial Markets and Products, September 2009
4. European Central Bank, Recommendations for Securities Settlement System and Recommendations for Central Counterparties in the European Union, May 2009

一、借鏡國際間之改革

在金融危機後，關於店頭市場的改革成為廣為被討論的議題，其主要議題包含了部位限制、是否集中結算及交易透明化等，而如何再強化我國期貨市場風險管理，以期能夠避免我國發生類似之金融危機外，同時能夠兼顧國內期貨市場之競爭力，乃是目前市場發展及監理之難題。我國期貨市場在本次金融危機中，所受衝擊相當低，除了我國期貨集中市場之良好的監管制度外，我國衍生性金融商品之交易尚未如國外蓬勃亦為原因之一，對於店頭衍生性商品市場之管理及發展，歐美等國家未來的改革實為我國良好之借鏡，並作為我國期貨市場制度改革重要參考依據。

二、評估新型態交易策略對我國之衝擊

在電腦科技發展快速的今天，全球之先進交易所對於資訊系統之發展均不遺餘力，且彼此競爭相當激烈，而對於高頻交易或演算法交易等新型態之交易策略，未來是否可能對我國期貨市場交易撮合造成影響，對規模較小的市場如我國而言，仍應及早評估此類交易策略可能對我國市場造成之衝擊，並應將此類評估納入未來期貨交易所新一代系統開發之考量。

