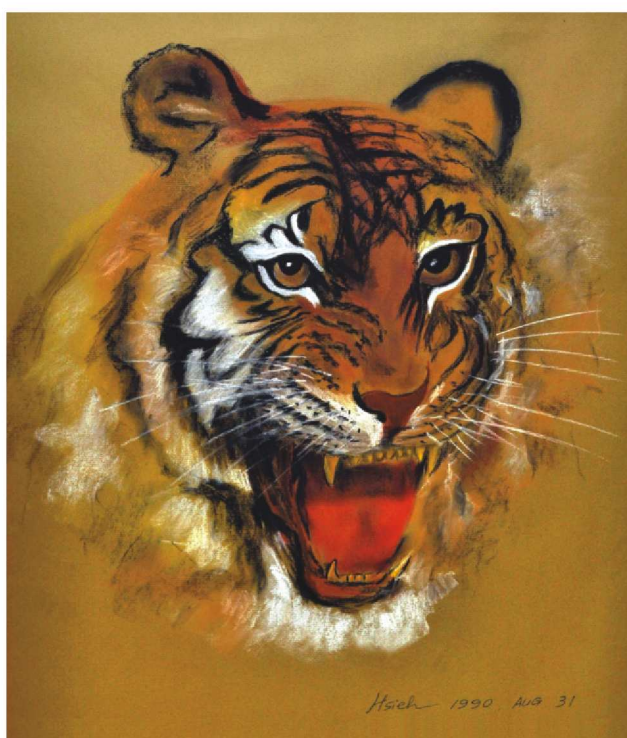


期貨人

2002年三月創刊 《總號第033期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2010**

第一季



人物專訪

回首八年職涯路，也無風雨也無晴
期貨公會謝夢龍秘書長退休專訪

封面故事

2009年台北期貨論壇

股票期貨之國際發展經驗

國際交流

2009年期貨信託基金開創元年

連結國際投資潮流 為期貨市場注入活力

專題報導

兩岸金融研討會

兩岸開放後期貨業發展之新契機

首屆「大專盃期權PK賽」開賽

寓教於樂 從虛擬交易中結合理論與實務

特別報導

金磚四國-巴西

巴西期貨市場發展概況

軟實力



謝夢龍

「軟實力」(Soft Power)的概念是美國哈佛大學教授約瑟夫·奈提出的。根據他的說法，“硬實力”是指一國的軍事和經濟實力；“軟實力”則是存在於一國之文化、政治價值觀及外交政策中。在兩岸金融政策開放之際，期貨業者也可將這個觀念引用在未來的競合關係中。

“西進”早已是臺灣金融業引頸期盼的商機。目前金融業種中，和動輒幾百億資本額的銀行業相較，臺灣期貨業的註冊資本額和大陸期貨商相近，且大陸期貨法令相對寬鬆，因此西進最具優勢的就是期貨業。面臨大陸金融市場的「大、快、多」，臺灣期貨業應該思考如何利用“軟實力”取得優勢。這個軟實力其實就是企業經營的管理能力，在期貨業包括了各個不同業種（IB、CTA、CPO）的經營、IT資訊、風險控管、商品設計、客戶關係管理、教育訓練及行銷企畫能力等等。

任何企業的合作和聯盟一定要建立在雙贏的基礎上。在合作聯盟前，市場占有率、獲利率僅是浮面的重點，“認清雙方”才是首要之務，而這裡面包括了雙方的價值理念、行事風格、地區文化差異，甚至於法治觀念等等，才是我們所強調的軟實力。

期貨人季刊自2002年第一季創刊至今，業已出版了33期，經歷七個寒暑，見證了這些歲月中期貨市場的變化，翻閱這幾十期的期貨人，就可以深入瞭解台灣期貨發展的軌跡。凡走過必留下痕跡，創辦了這本季刊，就是希望為期貨歷史留下見證。本期將是本人在秘書長任內編撰的最後一期，未來希望能夠有更新的創意，讓這本期貨人永續經營，延續兩岸期貨業者對它的好評。





封面畫作 謝夢龍

虎嘯生風

期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鵬珩
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 / 謝夢龍
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 軟實力

謝夢龍

人物專訪

回首八年職涯路，也無風雨也無晴

4 期貨公會謝夢龍秘書長退休專訪

李欣蓀

封面故事

2009年台北期貨論壇 股票期貨之國際發展經驗 全球股票期貨發展概況

12 2009年台北期貨論壇專題及專訪報導

張祥麟

16 NSE(印度國家股票交易所)股票期貨快速崛起

19 NYSE Liffe 股票期貨市場的發展經驗

22 為臺灣股票期貨暖身 2009台北期貨論壇專訪篇

臺灣期貨交易所股票期貨介紹

25 期貨商品更臻完備 提升投資效益

整理/葉紫華

元大期貨談股票期貨發展與推廣之道

31 建議投資人活用金融工具 讓投資組合動靜皆宜

Ken

國際交流

2009年期貨信託基金開創元年 連結國際投資潮流 為期貨市場注入活力

「管理期貨-分散投資與創造商機」研討會

36 借重CME專家經驗 為臺灣期信、期經事業把脈

葉紫華

目錄 CONTENTS

國外專家暢談

如何成為優秀的管理期貨人才及期經公司經營之道

Ken

38 Mr. Newton from Global Advisor

40 Mr. Rusin from Chesapeake Capital

42 Mr. Rajin Bhaduri from Apha Metrix

管理期貨在資產配置的角色與發展

44 從全球CAT現況分析與探討

黃怡中

專題報導

兩岸金融研討會 集結兩岸金融界人士
探討「後金融海嘯之兩岸金融合作願望」

56 兩岸開放後期貨業發展之新契機

王克庭

首屆「大專杯期權PK賽」開賽

寓教於樂 從虛擬交易中結合理論與實務

64 積極推廣期貨於校園 發掘潛在菁英至市場

賴育漣

八強得獎感言 一致推崇指導教授

70 從比賽中學習人生經驗是最大的收穫

王克庭

特別報導

金磚四國-巴西

74 巴西期貨市場發展概況

陳怡廷



12



19



22



31



58



66

回首向來蕭瑟處，歸去，也無風雨也無晴

謝夢龍笑談期貨公會秘書長八年之職涯路

撰文：李欣薈

2010年3月即將卸下期貨公會秘書長一職的謝夢龍，用蘇軾的詞「定風波」前兩句：「莫聽穿林打葉聲，何妨吟嘯且徐行。」形容自己的心境。從2001年6月接任至今，八年多，近三千個日子的職涯，即將離去，他坦然面對。

人在公門好修行

在職場上有三十多年經歷的謝夢龍，提到公會任職的經過，他說：「在我的人生職涯中，不曾真正有所謂的規劃，一切隨緣，結緣後，盡力而為。」從元大期貨總經理卸任後，他並未想到立刻重返職場，但是機緣不斷，最後在當時剛當選期貨公會理事長王中愷（現任期交所總經理）的力邀下，出任了改制前的公會—台北市期貨商公會總幹事之職。

鑒於當時期貨業方興未艾，前景不明，那時的公會還是草創階段，面臨經濟拮据、預算不足、人力不豐、會務工作百廢待舉的窘境。當他以期貨『黃埔一期』的老兵接任此職，消息一出，確實是震撼了期貨業界。有人抱持期許、有人不以為然，但他自有一番看法。

「我認為，公司是追求利潤而公會則是非營利事業的組織，兩者目的迥異，制高點

自然不同，一個是點，一個是面，在經營的風格上當然有所差異。我抱持著“人在公門好修行”的觀念，為整個產業服務的心態接任此職。」謝夢龍如是說到。對於人在公門好修行的定義，他認為，公會既不像業界有業績壓力，又沒有明確的績效指標(KPI)衡量，純粹是一個服務性質的單位，與人為善固然沒錯，但也絕對不能鄉愿，因此仍應有一定依循的普世價值，在這個模式下，才能發揮服務的績效，讓會員公司信服。

以企業化的精神，達到會務服務品質目標—馬上辦好

甫上任，他提出了會務工作的服務品質目標：『馬上辦好』。謝秘書長說：「會務工作主要在於服務，“時效性”是第一個讓人最能體會的感受；除了要快之外，還要精準，既快又好是我希望達到的目標，所以是『馬上辦好』。」

雖然沒有明確的KPI，為了達成這樣的

目標，以他多年的管理經驗，在進入公會後，確立了兩項工作主軸。

一、導入ISO9001，傳承工作經驗與品質

2003年在謝夢龍的規劃下，公會導入了ISO9001，且通過了SGS的認證，成為期貨業者及相關公會唯一獲得品質認證的單位。ISO認證的主要目的是將工作依照需求，建立作業標準流程，將流程予以文件化，並透過內部稽核，持續改進工作績效，藉以維持一定的品質，這一個需要長期維護且極為重要的工作。

他說：「白雲蒼狗，世事多變，這些年來期貨公司成立、合併、消滅，所在多有；期貨業種從只有經紀，增加了顧問、自營、期經、期信；經營型態也由專營，增加了兼營及各種IB；連主管機關都從證期會變成了金管會的證期局。在這種多變的環境下，加上會務人員因為年輕者眾，不耐刻板的工作，因此流動率也高，唯有建立標準化的作業流程，才能應付這種變化。」

二、作業系統電腦化

建立了標準化的作業流程，並取得ISO9001的認證後，為了提升工作效益、降低人工成本，謝夢龍完成了作業系統電腦化。在近一年的時間裡，將證照登錄、管理；在職訓練報名、查詢、登記；公文收發等，全部予以電腦化，在精簡的24人編制下，充分發揮了行政

效率。他非常自豪地說到：「以期貨業務員在職訓練為例，每年度近兩百班，一萬五、六千人次參訓，在全省各地舉辦，從每季規劃開班、受理報名、場地及講師的安排、現場帶班、考試閱卷，如此巨大的作業工程，從頭到尾，負責的教育訓練組僅有四位同仁，這項成績是公會企業化精神表現的最佳實例。」

三、訂定0800-2400工作品質目標

因為業務管理缺乏有效的KPI指標，因此謝夢龍訂立了公會同仁的工作品質目標0800-2400。0800一般認知是指免費服務，他指出，鑒於公會為非營利事業，服務會員是應盡的天職；2400則是會務人員的工作目標。他要求所有的案件均應在24小時內完成，不得拖延，這是一種企業效率的表現，免費並不代表沒有效率，因此要既快又好，八年來，曾經有會務人員因為延宕工作，違反此項天條而離職。

確立熱忱、積極、完美的會務工作態度

業界認識及了解謝夢龍的人，都知道這位秘書長以熱情、正直、大嗓門著稱。2005年12月18日經濟日報記者賴育連曾撰寫一篇「謝夢龍，罵功一流，令人折服」的報導，說他罵人的功力，堪稱業界一流，但所有被他罵過的人，回過頭卻不得不摸摸鼻子，覺得他說的有道理！對此，他笑著說道：「自古以來只聞湘女多情，我雖非湘女，卻有著湖南人對人的熱情；同樣地，也

具有湖南人的驢子脾氣。因為個性直爽，看到不平或不合理之事，一定直言不諱，天下的事情都有一個理字，罵人，是對事，不對人。罵人的同時，我也會把道理說清楚，講明白。」大家對他的看法，正面的，他欣然接受；負面的，他絲毫不以為忤，因為他秉持“作對的事情，以及把事情作對”。

在公會這段期間，他要求同仁以“熱忱、積極、完美”的態度面對工作。謝秘書長強調，具備高度熱誠的人，才能夠真誠負責，勇於任事；具有積極的態度，才會主動及時，劍及履及完成各項工作；唯有要求完美的人，才會精益求精，止於至善。

帶動讀書風氣，鼓勵同仁進修，養成DIY的精神

由於謝夢龍喜愛閱讀，多年來，也始終鼓勵同仁多讀書，當他發現一本好書時，就會購買贈送給會務同仁，並在例行的週會上，要求同仁發表讀書心得。他認為，一本書的作者將他寶貴的經驗或心得寫在書中，讀者只不過數百元之花費，便可從書中汲取他人的智慧，何況看書不受時空限制，攜帶方便，隨時可閱讀，這是最廉價且最有效的學習方式。近兩年來，由於會務人數的增加，且為了避免造成同仁的壓力，改為週會上播放一些論語、老子、莊子、三字經等中國文化經典的教學VCD，讓大家從古人的智慧中學習做人處事之道。

他還強調凡事最好能養成DIY的習慣，因此公會活動的海報製作、攝影、文宣品等

都不假他人之手，而是由會務人員自行完成。為此，每年度他主動編列會務人員進修的預算，讓同仁接受電腦動畫、網頁設計、攝影技巧等專業訓練。他說：「學習可以得到成就感，過程中更可享受學習的樂趣。」

為業者培養人才來源，避免惡性挖角競爭

在期貨業界多年的體驗，謝夢龍深切了解，人才缺乏是業界發展最大的障礙。他說：「經營者都知道人才培育的重要性，但是礙於業者規模大小不一及現實的業績壓力，因此無法落實人才的培育工作，導致惡性挖角的風氣盛行。」因此，進入公會後，為了解決業界這方面的困擾，他毅然承擔起這項責無旁貸的超級任務。

基於這樣的思維，2005年起，配合期交所、證基會，謝夢龍一手規劃了「期貨業務人才養成班」。這個班最大的特色，就是結合考照、培訓及就業三大功能。參加的學員可以全程免費取得專業證照，獲得進入期貨業的工作機會；也讓期貨商不費吹灰之力，即可挑選到他們所需的人才，避免同業彼此挖角的惡風。從2005年到2008年底為止，業已培訓了近三百人進入業界服務，讓期貨界的人才如活水般源源不斷，普遍獲得業界一致的認同與肯定。這些結訓的三百多人中，有近30個人目前已是「年薪百萬俱樂部」的成員，這是謝夢龍最感欣慰的一項成就。

深入校園，招募新血

當年爲了養成班的招募工作能夠順利的展開，謝夢龍又思考如何將招募工作深入校園，因此自2006年起又規劃了「期貨業未來發展與就業機會校園巡迴講座」，在全國各大專院校財經系所，積極展開此一活動。主要是讓年青學子對期貨業的未來發展有正確認知，其次也讓他們獲得這個培訓及就業的資訊。這兩年來，每年都有近五十所大專院校財經系所，三千餘人次參與，獲得熱烈的迴響。「這個活動對配合政府協助青年學子就業，也發揮了重要的功能。」謝夢龍笑著說。由於他積極的作爲，這個班已經舉辦了17期，在產官學界已頗負盛名。

成立期才會，擴大影響力

爲了凝聚培訓班畢業學員的向心力，他把歷年來畢業的學員組織成立了「期貨業務人才聯誼會（簡稱期才會）」，每月定期舉辦相關講座及聯誼，讓他們透過講座，落實終身學習的理念；透過聯誼，達到資訊互通及經驗傳承的目的。「如此這般，從規劃、招募、培訓、分發到聯誼會，整個培訓班的體系才臻於完美。」謝夢龍得意的說到。

與學術緊密結合，提升產學研究風氣

對於提升期貨業界人才的素質，也是謝夢龍念茲在茲的重要事項。2004年他規劃設立「在職研究生獎學金」，鼓勵從業人員在職進修碩士以上的學位，以提昇從業人員專業素質；同時出版「臺灣期貨與衍生性商品學刊」，鼓勵業者發表研究心得，推動研究風氣，達到知識分享之目的。

多年來，本項獎學金領取對象包括了學術界的人士及業界的高層主管，學刊至2008年底業已出版至第九期，帶動了業界良好的進修及研究風氣。爲了塑造這本學刊在學術界的權威性，2008年起，他將學刊改爲匿名審稿的評審制度，每半年出刊一次，以達到TSSCI認證，謝夢龍說：「這有兩個作用，第一是建立本刊的學術地位，提供一個讓學術界發表研究心得的平台，第二是藉此與學術界緊密結合，提升業界的專業素質。」

爲了落實匿名審稿的制度，他花了許多心力，規劃成立「公會財經智庫」，目前有五十餘位大專院校的教授加入，對於TSSCI的評審工作及未來公會的學術性研究、委外案等，均有充分的資源運用。除了這份學刊外，針對公會每年的委外研究專案報告，編輯成「臺灣期貨研究叢書」，做爲成果展示，分送至會員公司、金融同業及各大專院校財經系所，做爲專業研究之參考，至2008年底已出版了22期。

藉由出版品達到宣導之效

對於文宣出版品，也是謝夢龍另一項自豪的成績。從他到公會後，他出版了許多的刊物，諸如每月一次的期貨會訊，讓所有從業人員了解公會當月的會務狀況、業界動態，以及最新的期貨時事、法規增修等。每季一次的「期貨人」季刊，目前已經是海峽兩岸十分叫好的雜誌型期貨專業刊物。謝夢龍非常樂於談到這項成績，他說：「當初將這本季刊定名爲“期貨人”，真可謂神來之筆。」

當初，他將這本刊物定位在“雜誌型”，希望和專業學刊做出市場區隔，吸引一般從業人員樂於閱覽。每一期的內容均透過他的企畫與構思，以活潑、生動、務實的筆觸完成各項主題的報導。除了寄給國內業者外，同時寄發給大陸期貨業者，成為他們了解臺灣期貨市場的最佳資訊來源。當兩岸金融監理MOU簽訂前，謝夢龍即以他慣有的敏感度，將期貨人重新定位為“兩岸的期貨人”季刊，同時也向大陸期貨同業徵稿，增加大陸期貨現況的報導。

他說：「透過這本季刊，為未來的合作，建立起一個相互了解的管道。」每次去大陸，一提到公會的「期貨人」，多是讚譽有加，令謝夢龍完全忘記每期企畫內容時，絞盡腦汁的辛苦。

教學光碟的出版，更是創下各金融公會的首例，此舉不但使在職訓練的課程增加了更多的樂趣，也使得謝秘書長贏得了「最佳期貨編劇」的頭銜。當初這個idea來自於「寓教於樂」的想法，他說：「刻板式的教學，往往令參加在職訓練的從業人員，視參訓為畏途，在說故事比說教好的前提下，我興起了拍光碟的念頭。」

念頭一起，辛苦的工作緊接而來。首先，劇情必須是令從業人員感同身受的故事。因此，他將自己多年來在期貨業界所經歷的事件，或是同業間發生的事，編撰成劇本，少則改個六、七次，多則不下十數次。幾年下來，已經完成了期貨啓示錄—菜鳥篇、客戶篇、阿信篇、稽核篇等四部，最後

一部—主管篇趕在退休前完成，預計2010年第1季出版。

有趣的是，當第一集的菜鳥篇發片後，看過的學員總是會問他，劇中的某某某是否就是你本人？對此，他總是淡然一笑，因為是不是他不重要，重要的是引起了大家的共鳴。

做好溝通橋樑，為業界開創新路

公會最重要的工作之一，就是擔任業者及主管機關的溝通橋樑，在這幾年間，公會將業者對於期貨顧問事業、期經事業及期貨信託事業之運作實務與法規調整建議，彙總陳報主管機關卓參，並配合這些事業體的成立，增修訂多項自律規範。謝夢龍說：「這些都是配合政策需要，也是協助期貨業者發展的最佳努力成果。」2005年間，為了期交所稅的調降，他也曾發起萬人簽名降稅的活動，由當時的王理事長帶隊，前往立法院積極展開遊說，無非都是為業界發展為所當為，他非常感謝所有業界共同的努力與合作。

談到期貨經理及期貨信託這些新事業體的成立，對於期貨公會而言，都是首創，在自律規範之制訂上，公會都是在沒有專家帶領，摸石頭過河的窘境下勉力完成。尤其為了期貨信託事業，更是從2006年起，就成立了「期貨信託事業工作小組」，進行每週一次，長達半年多的專案會議。爾後期貨信託事業的申設、開業與入會、管理，到自律規範的訂定，全是會務人員一步一腳印的成

績。謝夢龍非常感謝當年參加這個工作小組的所有成員，沒有他們的努力，就沒有今天的期貨信託事業之成立。

對大陸期貨市場的看法

當兩岸金融監理MOU簽訂後，西進大陸是現在最熱門的議題。謝夢龍以他20年前在製造業和大陸合作過的經驗，提供了他的看法。他指出，未來兩岸期貨業者合作，首先必須認清雙方的價值理念是否一致，台商想要在大陸市場獲利，大陸業者則需要我們的管理經驗，如何在兩者間找出雙贏的平衡點是首要之務。由於兩岸業者在行事風格上有一定的差異，而大陸市場又具有“大而快”的特性，謝夢龍認為，因為大，就必須有健全的制度才能運作；因為快，所以要有透明化的資訊，才能掌握其間的變化，這些都是前進大陸時必須要考慮的關鍵因素。

其次，在文化差異方面，雖然同文同種，語言沒有隔閡，但是風土、人情、習俗卻有極大的不同，因此台商還是面臨了重大的挑戰。他建議，現階段最好採取“談、看、聽”的策略，不宜冒進，期貨業者應該透過集體的力量較有勝算，因此公會扮演的角色相形重要。

“功成、名遂、身退”，也無風雨也無晴

謝夢龍在職場上數十年，當過製造業、證券業、期貨業三個行業的總經理，風光過，也落寞過，他認為當初到公會是一個機緣，緣起緣滅，不足掛齒。從他進入職場，



從不主動爭取任何位子，也從未因為失去位子而擔憂過。他在意的是自己在其位時，是否盡心盡力。謝夢龍自謙的說到，在他的職場生涯中，每個工作都希望能夠做到道家所說的“功成、名遂、身退”。

他常告訴會務同仁，在公會任職就是經營一個良心事業，很多事情不做，沒有人會挑戰或質疑；做好，也不見得有掌聲；是否要做，端視個人良知。謝夢龍在公會期間，多次和台北市政府合作，舉辦慈善義賣園遊會，代表業界關懷弱勢團體。他抱持凡是對業界有利，對大家有益的就勇往直前，大膽的去做，只要問心無愧，又何懼之有？

每個人的行事風格都是可受評議的，對於外界的看法，他淡然處之，並以清朝中興名臣，湖南儒將曾國藩的一番話做為註解：「左列鐘銘右謗書，人間到處有乘除；低頭一拜屠羊說，萬事浮雲過太虛。」對於離開公會，他以蘇軾的詞『定風波』最後兩句「回首向來蕭瑟處，歸去，也無風雨也無晴。」做了ending。

CNEA

2009年台北期貨論壇

『股票期貨之國際發展經驗』

- 期貨公會每年度針對期貨業界最新議題舉辦國際性研討會－台北期貨論壇，2009年之主題為「股票期貨之國際發展經驗」。
- “股票期貨”對臺灣的投資人而言，是一項新興的金融商品。然而，在國際上卻早已是股權類衍生性商品的明星商品。臺灣期貨交易所在2010年1月份將正式推出股票期貨商品，它可搭配股票現貨、股票選擇權、權證或其他衍生性商品，讓投資人有更多元的避險管道，透過各種不同的交易策略，提升投資效益，這項新商品推出後，將可促進臺灣股票及期貨市場共同成長，創造期股雙贏。
- 為使期貨從業人員及投資人了解這項新商品，期貨公會邀請國際間股票期貨發展極佳的三大交易所之資深專家來台，介紹他們成功的經驗，以及推廣此商品的過程並介紹股票期貨發展現況。

2009年台北期貨論壇 2009 Taipei Futures Forum

股票期貨之國際發展經驗

Development of Stock Futures in the International Market



全球股票期貨發展概況

- 較早發行股票期貨的5個交易所為澳洲SFE、匈牙利BSE、荷蘭ASE、香港HKEx及瑞典OM，美國的發展則是在美國國會「2000年商品期貨現代化法案」(Commodity Futures Modernization Act of 2000, CFMA)中對股票期貨發行解禁後，才逐漸具備規模。
- 在國際金融市場中，股票期貨早已見於歐洲、澳洲及印度等金融市場，目前全球有22家交易所掛牌股票期貨，年總成交量約達11億5千多萬口，年增率約59.94%，遠超過全球期貨市場13.24%的成長率，占全球期貨市場總交易量之6.56%，是去年全球期貨市場成長量最大的期貨商品，發展極為迅速。
- 2008年交易規模前三名為南非、印度、歐洲。排名第一的南非SAFEX交易所於1999年2月推出股票期貨。觀察南非JSE交易所股票交易量，自1999年起連續三年呈現正成長，平均成長率約20%，顯見股票期貨的推出對股票交易量有正面助益。排名第二的印度NSE交易所於2001年11月推出股票期貨。觀察2002年與2003年，印度S&P CNX 500指數的股票交易量加速成長，成長率分別為25.89%及66.69%，並創下連續四年出現正成長的佳績。排名第三的歐洲EUREX交易所於2005年10月推出股票期貨。道瓊歐盟50指數交易量成長率在2006年扭轉逐年下滑的情況，提昇至10.85%，2007年更是大增41.21%，並且仍在持續其股票交易量正成長的軌跡。



2009年台北期貨論壇專題及專訪報導

撰文：張祥麟



主講人：Eurex香港代表處負責人－盧展輝

服務於香港證券及期貨事務監察委員會的市場監察部門，曾參與香港證期業界的諸多重大計劃案，如恒生指數選擇權及個股選擇權的推出，因此盧展輝在期貨等衍生性市場中，可謂經驗豐富，目前他是Eurex資深副總裁香港代表處負責人，主要負責香港、台灣、韓國及北亞的相關事務。

亞太地區股票期貨市場極具發展潛力

盧先生表示，很高興能有這次的機會，將Eurex股票期貨的經驗，分享給所有台灣的業界先進，他希望經由Eurex的經驗，協助台灣股票期貨順利推出，同時也幫助此地廣大的投資人認識這個重要的避險工具。

前言

2009年12月9日期貨公會特別邀請國際三大以股票期貨聞名的交易所：Eurex、NSE(National Stock Exchange of India)及NYSE Euronext資深人員來台，分享其推動股票期貨的經驗，為臺灣即將推出的股票期貨暖身，本刊特摘要其內容精華，並對三位專家進行了專訪，以分享所有讀者。

Eurex 股票期貨經驗分享

盧展輝本身除了擁有會計師資格及香港中文大學MBA的學歷之外，更有超過30年的證券及投資工作經驗，在加入Eurex之前，他

他指出，2008年全球股票期貨交易量成長了60%，達到了11億5千萬口，其中很多是因為現貨市場動盪而進場避險的交易，充份顯示出在國際市場中，投資機構及個人都懂得靈活運用手中的金融工具作風險的控制。然而，以交易量的分布來看，全球71%的交易量集中在歐洲、非洲及中東等地，亞太地區只有29%，這也顯示亞太地區雖然身處高度經濟成長的環境，但是對於股票期貨這個金融工具的應用仍有待加強。換個角度來看，就是亞太地區的股票期貨市場仍極具潛力。

從圖一中也可以發現，在2006~2007年Eurex 股票期貨的交易量並不大，但從2008開始，交易量有了明顯的成長，到了2009年的1-3月，在非股利發放期間，投資人

也會參與股票期貨交易，這就說明了金融工具的存在，最主要就是符合投資人需要，而不是一開始就追求交易量。盧展輝同時介紹了目前Eurex股票期貨合約的內容。(如表一)

圖一



表一：Eurex股票期貨合約介紹

交易月份	共計 36 個交易月份；連續 13 個近月及接續二個年度月份
合約值	可分為 1,10,50,100,500 或 1000 股
最小跳動點	歐元／法郎／美元 0.0001/0.001/0.01；英鎊 0.01
結算方式	主要為現金結算，並可用股票作保證金抵繳
結算價	由 Eurex 結算所根據最後交易日該標的股票收盤價
最後交易日	每月第三個週五
交易時間	09:00-17:45 OTC Trading:09:00-19:30 Last Trading Day: 09:00-17:45

成功因素：造市者制度、交易靈活、成本低、大額交易制度

在造市者制度上，身為Eurex造市者，無須特別登記，只要交易人達成Eurex的造市者義務（如表二），Eurex就會自動登記並退回100%的手續費（如表三），而很多交易人也因此而增加交易以獲得退費，進而增加了股票期貨的流動性。

在合約設計及造市者制度上，Eurex充份發揮了交易的靈活性及自由化的特點，再搭配低廉的交易成本（0.2歐元約不到10台幣，且無交易稅），讓交易人可依自己本身的需求靈活操作，這些都是Eurex股票期貨能夠成功的原因之一。

另一個讓Eurex股票期貨成功的要素就是「大額交易制度」（wholesale trading or

表二：Eurex造市者義務

1.報價	每月平均每日於 80%交易時間內 (09:00-17:30) 報價
2.月份	報價月份為最近月份及二個季月
3.口數	最小報價合約口數依商品為 10-250 口合約
4.價差	<p>小於 50 歐元/法郎：近月 0.15 歐元/法郎 第一季月 0.2 歐元/法郎 第二季月 0.3 歐元/法郎</p> <p>大於或等 50 歐元/法郎： 近月：0.3% 第一季月：0.4% 第二季月：0.6%</p>

表三:交易費用

標的物所在國家	費用/每口合約	大額交易 1000 口以上
歐洲國家	0.2 歐元	200 歐元
瑞士	0.3 瑞士法郎	300 瑞士法郎
美國和俄羅斯	0.3 美元	300 美元
英國	0.15 英鎊	150 英鎊



盧展輝強調Eurex的成功因素：造市者制度、交易靈活、成本低、大額交易制度。

block trading)，盧先生強調，Eurex非常注重集中市場與店頭市場的平衡發展，Eurex的大額交易系統也支援所謂的非集中交易（可為不同幣別），因為這不但保留了店頭市場的彈性與客製化，也加入了集中市場標準化的結算機制，由集中市場承擔風險；就市場面來看，這也幫助了大額交易者的隱密性及加強期貨市場的價格發現功能。其主要特性如下：

1. 店頭市場大額交易是以Eurex標準化產品為主，於場外作價格搓合，且須於輸入系統後30分鐘內完成買賣，否則該筆交易將會自動失效。
2. 店頭市場大額交易之最小交易單位可為1口合約。
3. 交易費用優惠，超過1000口合約以上，固定收費，詳如表三。

4. 交易隱密性，超過999口合約上的交易，將不會於當日交易資訊中揭露。
5. 交易界面簡捷，店頭市場可透過大額交易界面直接聯結Eurex交易系統，增加交易效率。
6. 彈性化：店頭市場可以客製化集中市場所沒有的商品，包括到期日，結算型態（現金或實物）等，再透過集中市場的中央結算，降低交易對手間的風險；客戶也可以由客製化的產品，精準的調整自己的投資組合；Eurex也提供標準化產品及客製化產品間的保證金互抵，提高了資金使用效率。

在上述的特性加持下，Eurex的大額交易制度成為推動股票期貨成功重要助力。根據統計，將近98%交易量是透過Eurex的OTC大額交易系統所完成的，其中不乏自營商、銀行、造市者等利用演算系統、策略交易等方式完成的交易。

Eurex股票期貨發展五大優勢

最後，盧展輝表示，Eurex股票期貨能夠發展出這樣好的成績，成功地吸引交易的優勢，主要有下列五大原因：

- **One Stop Shopping**：在Eurex裡，有各種不同的股票期貨、選擇權、指數等等供投資人選擇，投資人可以利用不同交易策略，進行套利（現貨與期貨、期貨與選擇權、期貨與指數等等）。
- **Liquidity**：由於Eurex商品提供良好的流

動性，讓交易人可在市場中自由進行交易，進而吸引更多交易人進場。因此，市場良好的流動性會產生良性循環，Eurex也在交易制度、交易成本、平台設計等方面著墨甚深，其目的在於鼓勵市場自由發展，提高市場流動性。

- **Flexibility**：交易的靈活性在於吸引各種不同類型的客戶，透過各種管道，讓客戶可以交易符合自己屬性的商品，像是Eurex注重OTC的平衡發展，修正OTC過去流動性及結算的缺點，保留其客製化的優點，就是發揮彈性優勢的最好典範。

- **Low Cost**：Eurex儘量以低廉的交易成本，減少因交易股票期貨所產生的摩擦損失，這對於演算法交易或是套利等需要快速且大量的交易人來說，是相當具有吸引力的。

- **Security, Efficiency & Anonymity**：中央結算制度保障了交易人間的對手違約風險；自動化及標準化的文件處理及良好的交易平台，提升了交易效率；交易的隱密性，讓大額交易人可以快速大量地於市場中交易，降低因量大所造成的市場波動，同時也保持了交易的靈活度。

CNFA

NSE(印度國家股票交易所)股票期貨快速崛起



主講人：NSE助理副總裁－Rana Usman

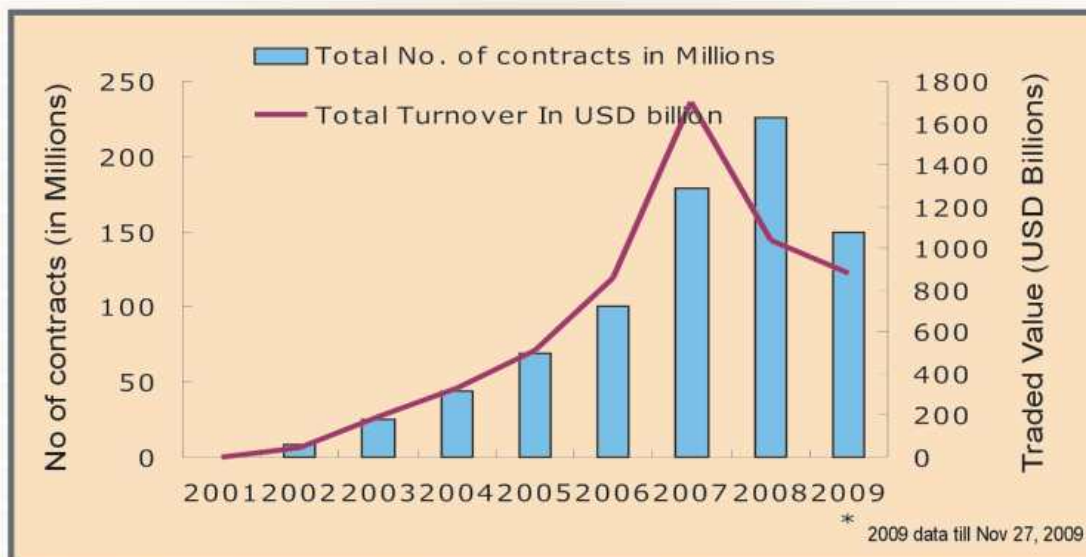
Ms. Rana Usman擁有管理碩士學位且專精於財務金融領域，服務於印度國家股票交易所（以下簡稱印度交易所）已有14年，目前是NSE的助理副總裁，主要負責各項投資組合及結算所的營運與管理。

印度與台灣市場結構類似－以散戶為主

印度股票期貨市場的交易量是目前全球數一數二的，而且印度股票市場的結構跟台灣相當類似，都是以散戶居多，因此印度股票期貨的發展經驗對台灣非常具有參考性。

就印度衍生性商品市場發展來看，自2000年6月推出指數期貨、2001年6月推出指

圖一 印度股票期貨交易量



數選擇權、2001年7月推出股票選擇權，乃至於2001年11月推出股票期貨以來，印度股票期貨交易量平均每年以82%的速度成長（如圖一），短短七年之內，便躋身於世界前三名之股票期貨市場，箇中成功的原因，值得深入探討。

印度股票期貨市場成功因素分析

根據Ms.Rana Usman分析，印度股票期貨之所以發展的如此快速與成功，綜合歸納有下列因素：

一、契約設計簡單易懂，契合市場結構

印度股票期貨交易人組成結構主要以散戶（約55%）和自營商（34%）為主，由於印度市場幅員遼闊，人口眾多，為使散戶了解股票期貨，在設計契約時，儘量以“簡單”為主要原則。

其契約值以美元4,000元為標準，而非以股數。交易月份有三個，第一近月，第二及第三近月；甚至連契約代號都結合日期，讓交易人可以一眼看出所代表的股票標的及到期日。

一開始推出時只有30檔股票期貨，全都是以最大、最具代表性的股票為主，爾後看市場狀況，採階段性推出新檔股票期貨。此外，為提高交易人資金使用效率，在印度市場也推出有價證券抵繳保證金制度，進一步聯結現貨與期貨市場。

二、投資人教育，偏重避險及套利宣導

為使全印度廣大的投資人能接受股票期貨，該所在印度各地舉辦各種巡迴說明會和訓練計畫，非常重視與投資人的互動，由高達55%的散戶參與交易比例，即可看出其明顯的成效。就印度散

戶而言，他們喜愛股票投資，也偏好長期持有，投資人教育主要是讓他們了解，如何利用股票期貨去作避險及套利。

另外，對於資金不足以投資實體股票的投資人來說，股票期貨便成為他們參與股票市場的重要管道，再加上股票期貨和股票的交易模式相近，不像股票選擇權較為複雜，因此更容易為一般人所接受。

三、嚴格篩選標的，維持交易公平

印度交易所在挑選標的物發行股票期貨時，主要由市值前500大的交易股票中選擇，由於市值夠大，可以減少被操縱的可能性；並且根據每日交易值作追蹤，每六個月檢討一次，避免股權過度集中於某些股東，透過這些機制以維持市場參與者的交易公平性。

四、經紀人以期貨商為主，提供市場的流動性

印度股票期貨市場沒有造市者及IB（交易輔助人）的制度，主要就是以期貨商為主，但是期貨商除了本身提供散戶及機構投資人交易的媒介及建議外，本身也會建立部位，就功能上來說，也算是一種造市者，因為他們也提供了市場的流動性。

五、風險控管措施嚴謹，要求嚴格

在交易面上，印度交易所在客戶交易前，除了要求足夠擔保品外，也詳細定義擔保品的內容，盡量避免因擔保品價值波動而造成保證金不足，進而減少了交易風險；也只有在原始保證金足夠的情況下才能建立部位或加碼，印度交易所系統也會自動剔除保證金不足者。

在結算面上，由國家證券結算有限公司（NSCCL）負責結算，並且透過線上部位監控系統作即時（real-time）的風險控管，每個結算會員皆須以總額方式繳交保證金（客戶以淨額方式），如有發生保證金不足，結算會員將會受到處罰，結算會員也必須在確實履約後才能再交易，如果有會員違約，交易所就會立即介入處理。

此外印度交易所也設有結算保證基金作為最後屏障，在結算價的計算上，是以最後半小時的交易作加權平均計算，倘若最後半小時內沒有任何交易，則以理論結算價公式（ $F=S*e^{rt}$ ）所計算出來的價格作為結算價。雖然印度交易所到目前為止並沒有發生違約，但由以上各項風控措施來看，也可以看出印度交易所對於風險控管的要求與重視，以及未雨綢繆的態度。

CNFA

NYSE Liffe 股票期貨市場的發展經驗



主講人：NYSE Liffe股票與固定收益衍生性商品業務推廣經理
Mr. Julien Delamare

Austria No. of Constituents 24	Belgium No. of Constituents 18	Czech Rep. No. of Constituents 6
Denmark No. of Constituents 17	Finland No. of Constituents 18	France No. of Constituents 87
Germany No. of Constituents 80	Greece No. of Constituents 18	Hungary No. of Constituents 6
Iceland No. of Constituents 1	Ireland No. of Constituents 20	Italy No. of Constituents 73
Netherlands No. of Constituents 29	Norway No. of Constituents 22	Poland No. of Constituents 17
Portugal No. of Constituents 22	Russia* No. of Constituents 18	Spain No. of Constituents 59
Sweden No. of Constituents 40	Switzerland No. of Constituents 42	United Kingdom No. of Constituents 257
United States No. of Constituents 244		

股票期貨的另一個誘因－節稅

Mr. Julien Delamare 擁有經濟與管理學士學位，1997~2000年服務於法國荷蘭銀行集團下的NMSD銀行，主要負責證券交易，自2000年11月起，在英國各大經紀商擔任與股票相關的衍生性商品交易經紀人，爾後在2005年加入NYSE Liffe法國代表處，負責股票及固定收益衍生性商品業務推展。

NYSE Liffe目前是NYSE Euronext旗下的三大集團之一，主要是以衍生性商品交易為主（NYSE Euronext以現貨交易為主），而股票期貨目前佔整體股票衍生性商品交易量的25%，NYSE Liffe的股票期貨商品種類共有數百種，橫跨22個國家，詳如下圖：

Julien表示，NYSE Liffe有很多交易英國股票期貨的客戶，而他們交易的目的就在於節稅。根據英國法律，持有英國股票的非英國國民，在除息時，將被課以25%的股利稅額，因此股票期貨就成為客戶節稅工具。

Julien以實例解釋說道：假設A股票在股利發放前價格為\$30元，預計發放股利\$2，股票期貨價格\$28.5，投資人先行賣出股票，買進期貨；除息之後，股票價格為\$28，股票期貨價格\$28.3，投資人再反向操作將股票買回，空出期貨，交易人在交易過程中即可以\$0.2的股票期貨交易成本，節省\$0.5的股利稅額。Julien表示，也正如Eurex盧展輝先

生所講的，其實股票期貨還有很多其它的用途及交易方式，即使是英國本土的國民或機構法人，他們也會在股利發放期間利用現貨與期貨找尋套利的機會，重點在於投資人對於金融工具使用的認知及創意。

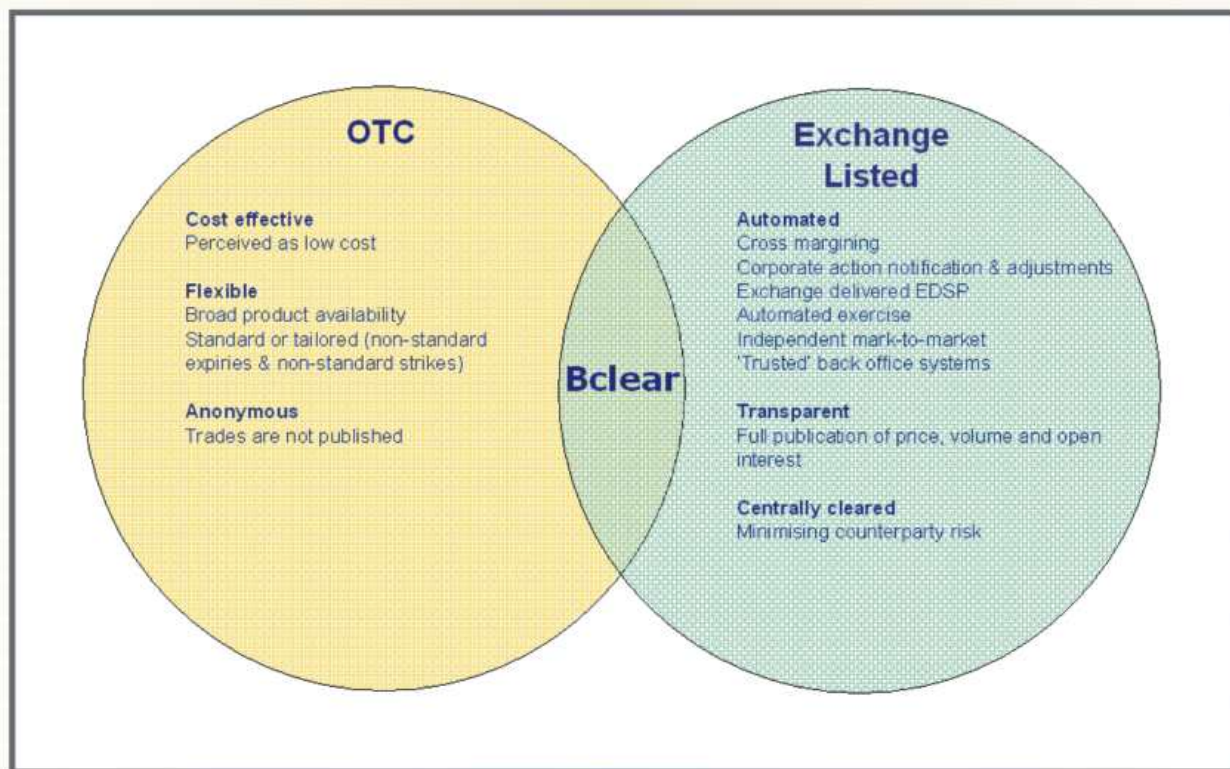
開發出Bclear平台，拓展股票期貨交易

在金融海嘯之後，大多數的店頭市場都受到了不同程度的責難。然而NYSE Liffe卻沒因此推翻店頭市場的存在價值，反而看到它具備一客製化、彈性及隱匿性的優勢，因此更進一步地將此優勢運用在股票期貨的發展上，開發出了Bclear平台，如圖一。

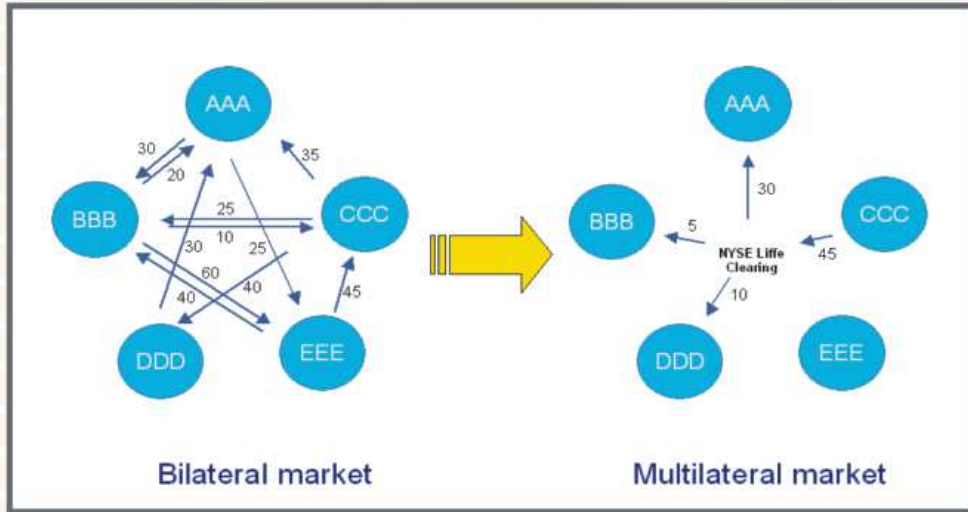
它充份結合了集中交易市場的結算功能，以及店頭市場的優勢，消除了店頭市場不透明及交易對手風險。Julien表示Bclear的推出，廣受大額交易人歡迎，也讓NYSE Liffe的股票期貨商品得到另一個成長的契機。

在實際的Bclear下單流程裡，投資人須將自己的下單條件告知經紀商（銀行），經紀商就會透過Bclear平台撮合，並且由交易所負責最後的結算及承擔風險，在Bclear平台下，原本店頭市場經紀商彼此間的雙向關係，變成了所有經紀商間的多向關係，如圖二。

圖一：NYSE Liffe之 Bclear平台



圖二 經紀商間的多向關係圖

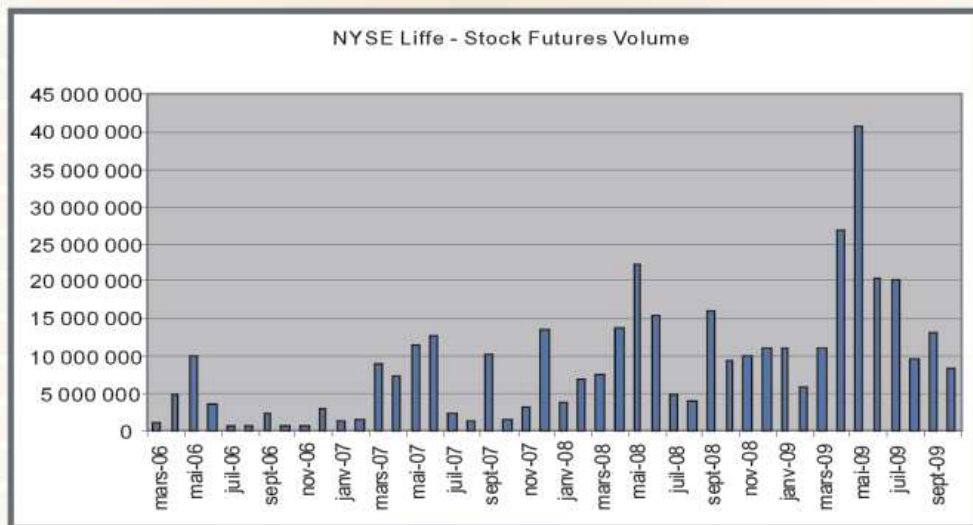


Julien指出，要使用Bclear平台必須先成為交易所的會員，至今已有超過85家會員公司使用此系統，而此系統自2005年推出以來，隨即獲得2006年FOW創新獎的肯定，反應在股票期貨交易量上的成績，也是顯而易見的(如圖三)。因為交易量與流動性的提高，在NYSE Liffe股票期貨市場中，甚至已經不需要造市者了。

由於NYSE Liffe對OTC價值獨到的眼光，以及結合集中市場與科技，截長補短地推廣股票期貨的創意，充份讓NYSE Liffe股票期貨達到事半功倍的效果，對於股票期貨剛起步的台灣而言，是值得學習及借鏡的。



圖三 股票期貨交易量



為臺灣股票期貨暖身，2009台北期貨論壇專訪篇

撰文：張祥麟



對台灣即將推出的新期貨商品—股票期貨進行暖身，是本次期貨論壇的重要目的，在三位專家演講後，大會也舉辦了綜合座談，對於各國股票期貨市場的發展提出相關問題，並與專程來台的專家們進行交流，本刊也對他們進行深度專訪，對各項議題及訪談的內容節錄如下。

破解股票期貨「內線交易」的疑慮



股票期貨的財務槓桿倍數較高，倘若有內線交易情況發生時，所造成的影響也會較實體股票來得大，因此股票期貨的內線交易問題，始終是有關單位所關注的焦點。

對於發行股票期貨有多年經驗的各國貴賓而言，他們卻有截然不同的看法，其中Eurex 香港代表盧展輝，以及NYSE Julien表示，在市場廣度及深度都足夠的前提下，少部份人或資金想要操縱市場是不可能的。盧代表說，在歐洲交易所交易的標的股票，成交量很大，想要利用現貨股票價格操縱或影響股票期貨價格的走勢，是相當相當困難的；換個方向來說，若想利用股票期貨來主導現貨價格，那更是難上加難，因為股票期貨價格由實體現貨交易所衍生出來的，同時也是反應不同市場參與者對現貨價格的預期，而預期的價格一直在改變，是一個不斷



修正的過程，這是非常難以掌握的，而且市場總是會有不同的價格預期，絕對不可能用來主導現貨的價格走勢。

Rana表示，就印度市場而言，在印度幾乎沒有內線存在的空間，因為印度交易所選擇標的的規則相當嚴格（如前所述），皆是由市值前500大的標的中選出來的，除了市值夠大之外，流動性也相當良好，如果想要利用內線來操縱價格走勢，在技術上是很困難的。

因此，他們認為，對於台灣將來推出的股票期貨而言，以各國的發展經驗來看，對於內線交易的疑慮，他們樂觀的認為，這是多慮。

股票期貨對現貨市場交易量是否存在磁吸效應？

一直以來，台灣很多市場參與者都相當擔心股票期貨的推出，會對現貨市場造成相當大的衝擊，因為股票期貨的槓桿倍數大於融資融券，首當其衝的就是現貨市場的融資融券業務；另外原來交易股票的交易人，在資金部位一定的情况下，可以利用股票期貨交易更多部位，也有可能吸引原本的股票交易人投入股票期貨市場，進而使得現貨交易量下降。

對於這些疑慮及看法，三位專家以其實地參與股票衍生性商品（期貨及選擇權）發展的經驗，給予了一致的駁斥。首先，

Eurex盧展輝就表示，Eurex從一開始推出股票期貨至今，上述情況就不會發生過，他強調，股票期貨只是一個金融工具，並不是每個人要每天使用，而是要搭配去作的交易，兩者間是相輔相成的，而不是競爭或是零和關係，因此他肯定的表示，上述的疑慮在Eurex的發展過程中100%沒有出現過。

對此，NYSE的Julien也認為，股票現貨市場的流動性不會因為股票期貨的出現而受到影響，兩者間的流動性沒有絕對的關聯，在NYSE Liffe推出股票期貨後，原本交易股票現貨的投資人並沒有放棄交易股票現貨，反而將股票期貨視為一個避險的管道或是避稅的方法，讓各國境外的投資人可以避免被課以重稅（例：英國非境內投資人要課以25%股利所得稅額）；另外，就交易心態而言，一個已經習慣交易實體股票的投資人，也不可能會因為股票期貨的出現，就放棄交易實體股票，所以在NYSE Liffe市場裡，所謂的股票期貨磁吸效應是不存在的。

在股票期貨快速成長的印度交易市場，Rana則認為，股票期貨的出現反而助長了現貨市場的交易量，其原因在於原來印度現貨交易人的交易習性原先就比較保守，且偏向長期持有，所以對於下跌風險的控管能力相對較差，但是在股票期貨推出之後，使得原本現貨交易人有了可以放空避險的管道，反而更積極操作現貨股票。對於資金部位較少而不足以買賣現貨股票的投資人來說，股票期貨也成為他們參與股票投資的最佳管道。



因此，印度現貨股票市場在股票期貨的輔助之下，量能也較過去放大，Rana表示，以印度現貨成交量來看，至少有20%的成長量。

對台灣未來股票期貨發展的中肯建議－加強投資人教育

身為全球前五大的股票期貨交易市場，Rana 和Julien都認為台灣股票期貨要成功，最關鍵的還是在“投資人教育”。要讓投資人真正了解股票期貨在金融市場所扮演的角色，而不是只把它看作投機的工具。

Julien以NYSE Liffe過去推廣股票期貨的經驗舉例，他說，為了推廣與教育投資人，學習如何去了解及交易股票期貨，NYSE Liffe本身在網站上架設模擬交易平台，就像遊戲一樣，以模擬交易作試算來教育投資人避險的概念，讓投資人了解股票期貨與現貨間的互補關係（complementary），也讓投資人學習如何在大空頭市場中去保護自己的資金。他強調，這種教育是很重要的，因為很快的，在2008年的金融市場動盪中就印證了

這一點。2007年以來，不只NYSE Liffe，其他的股票期貨市場交易量都有相當的成長，懂得利用股票期貨的投資人，也絕對會比較能夠經得起空頭市場的衝擊，等待下一波多頭市場的到來。

印度期貨市場的成功，也同樣歸功於一開始的投資人教育，Rana表示，印度市場主要以散戶居多，而且印度幅員廣大，為了讓大多數散戶投資人能了解股票期貨，當初在股票期貨推行時，印度股票交易所舉辦了大量的說明會(Road show)和教育訓練，將股票期貨的正確觀念傳遞出去，這也造就了印度股票期貨後來快速成長的佳績。

受訪的貴賓們對於台灣推出股票期貨，均抱持正面肯定的支持態度，也很高興台灣的投資人多了一項可以利用的金融工具，最後也誠摯的建議台灣有關當局，在教育投資人方面應該多所著墨，讓投資人擁有正確的金融工具使用觀念，才能讓投資人發揮資金效率，也才是股票期貨未來能夠長久且看好的發展之計。

CNEA

臺灣期貨交易所股票期貨介紹

期貨商品更臻完備，提升投資效益

資料來源：臺灣期貨交易所 / 整理：葉紫華

臺灣期貨交易所將在2010年1月25日正式推出“股票期貨”，在我國期貨市場股權相關商品，包括8項指數期貨、6項指數選擇權，以及26檔股票選擇權，獨缺股票期貨。這項商品推出後，更進一步地推升臺灣期貨市場商品的完整性及國際化。

2010年1月25日推出的34檔股票期貨，使期貨市場的商品更為完備，由於股票期貨的許多優勢，對於一般投資人進行策略性、避險以及套利交易等將會有更好的投資效益。

股票期貨之優勢

股票期貨（Single stock futures），之前在國際上稱為個股期貨，臺灣期交所將之正名為股票期貨。它在1982年首度問市，由於和現貨市場相當貼近，從股票期貨和個股之間衍生出避險交易、套利交易、策略性交易等多樣化交易模式與多樣化的功能，在國際上發展極為迅速。2008年全球股票期貨的交易量即高達逾11.5億口，年增率約達59.94%，是我國目前期市總交易量1.36億口的8.45倍，股票期貨目前是全球成長速度最快的期貨商品。

從整體市場面而言，股票期貨將提供股票或相關商品交易人最佳的避險管道，藉由股票期貨可規避股票現貨的風險，減少追蹤誤差，提高避險效率；還可搭配股票、認購(售)權證及其他相關衍生性商品，形成不同的交易策略，增加整體資本市場的廣度與深度。

從交易人觀點看股票期貨，它具有交易成本低、財務槓桿高、多空交易靈活、交易速度快的優勢。以下將股票期貨之各項優點分別進行分析比較。

一、交易成本低

1. 股票期貨和信用交易之比較：

項目	股票期貨	信用交易
資金成本	保證金的資金成本 原始保證金比例為13.5%或16.2% (視各檔波動度而定)	股票價值的資金成本 融資自備款為40% 融券保證金為90%
利息成本	無	融資利息 融券擔保品及保證金收益
手續費	自行議訂(註)	千分之1.425
交易稅	買賣雙方各課徵萬分之0.4	賣出時課徵千分之3

註：期貨手續費由期貨商與交易人自行議訂，假設標的股價50元、手續費50元/口，手續費約占契約價值之千分之0.1

2. 股票期貨與融資買進成本比較：

交易方式	買進股票期貨	融資買進
交易成本	買進股票期貨手續費 50 元 買進股票期貨交易稅 4 元 保證金之資金成本 8 元 賣出股票期貨手續費 50 元 賣出股票期貨交易稅 4 元	融資買進手續費 143 元 持有股票之資金成本 25 元 賣出融資股票手續費 143 元 賣出融資股票交易稅 300 元 融資買入之利息成本 295 元
合計	116 元	906 元(約 7.8 倍)

註：1.以買進2000股，股價50元，持有30天計算

2.資金成本以目前中華郵政公司1年期定存利率0.74%計算，融資買入之利息成本以5.975%計算

3.股票期貨手續費以每口50元計(實際收費依各期貨商自訂)

3. 股票期貨與融券賣出成本比較：

交易方式	賣出股票期貨	融券賣出
交易成本	賣出股票期貨手續費 50 元 賣出股票期貨交易稅 4 元 保證金之資金成本 8 元 買進股票期貨手續費 50 元 買進股票期貨交易稅 4 元	融券賣出手續費 143 元 融券手續費 80 元 賣出融券股票交易稅 300 元 融券回補股票手續費 143 元 融券保證金資金成本 55 元 (融券擔保品及保證金收益 16 元)
合計	116 元	705 元(約 6.1 倍)

註：1.以賣出2000股，股價50元，期間30天

2.融券收益率以0.1%計算

3.股票期貨手續費以每口50元計(實際收費依各期貨商自訂)

4. 股票期貨與當日沖銷交易成本比較：

股價	股票期貨當沖交易	資券相抵當沖交易
股價 50 元	買賣來回約 108 元	買賣來回約 666 元
股價 100 元	買賣來回約 116 元	買賣來回約 1330 元

註：以買賣2000股計算

二. 財務槓桿高

股票期貨可以替代傳統的信用交易，讓投資人經由股票期貨擴張信用，提高投資的槓桿倍數，有利提高市場交易的廣度和深度。以操作相同規模所需準備的資金而言，股票期貨約是現股買賣的7分之1；是融資買進的3分之1；是融券賣出的6分之1，分析如下表：

交易類型	所需資金
現股交易	50 元*2000 股=10 萬元
融資買進	融資自備款 4 成，10 萬*40%=4 萬元
融券賣出	融券保證金 9 成，10 萬*90%=9 萬元
股票期貨	原始保證金(註) 13.5%， 50 元*2000 股*13.5%=1.35 萬元

註：實際原始保證金之比例，應以期交所公告為準

期交所規劃股票期貨將依風險係數，將保證金分成二級制，期貨商對期交所的結算保證金為10%和12%，交易人端的原始保證金則為13.5%和16.2%。期交所表示大多數的股票期貨將適用13.5%這一級，槓桿倍數約7.47倍，少數保證金16.2%的股票期貨，槓桿倍數也達6.17倍。

三、多空交易靈活、交易速度快

股票期貨槓桿倍數較大，具有多空交易靈活的特色，可以提供便利的多、空操作管道，且無信用交易融券券源不足或強制回補問題。股票期貨在盤中採連續競價，完成交易時間不到0.1秒；相較於股票市場，採分盤集合競價，盤中約每25秒~35秒撮合一次，股票期貨兼具交易速度快的優勢。

囿於證券商、期貨商、投資信託基金自有資金之運用限制，除例外情況，基本上不得融資融券交易，外資同，而股票期貨將可提供信用交易法人及外資較完善的避險管道。

股票期貨與股票交易之差異及規格說明

股票期貨採預繳保證金，股票市場則是T+2交割；股票期貨有到期日，到期後自動現金結算，且屬衍生性商品，交易人不具有股東身份，但是當標的公司除權、除息時，股票期貨會配合進行契約調整，原則上交易人的權益不會改變。

一、股票期貨之規格

參考股票選擇權、股價指數期貨之契約規格，以及現貨市場交易習慣，期交所推出之股票期貨之規格如下：

1. 契約單位：為2,000股標的證券 (依規定契約調整者，不在此限)
2. 交割方式：採現金交割
3. 每日結算價：為當日收盤前1分鐘內，所有交易之成交量加權平均價，由期交所公布。
4. 最後交易日：為到期月份第3個星期三
5. 最後結算價：為最後結算日收盤前60分鐘內標的證券之算術平均價
6. 交易標的：證交所上市之普通股(實際掛牌標的由期交所公布)
7. 交易時間: 上午8:45~下午1:45(最後交易日，到期月份為上午8:45 ~下午1:30)
8. 到期月份：2個近月，加上3個季月
9. 每日漲跌幅：前一營業日結算價上下7%
10. 最小升降單位 (與股票集中市場相同)
 - 1) 價格未滿10元者：0.01元；
 - 2) 10元至未滿50元者：0.05元；
 - 3) 50元至未滿100元者：0.1元；
 - 4) 100元至未滿500元者：0.5元；
 - 5) 500元至未滿1000元者：1元；
 - 6) 1000元以上者：5元

二、單一交易人部位限制

交易人於任何時間，持有同一標的證券期貨契約之同方向未了結部位合計數，不得逾臺灣期貨交易所公告之限制標準，股票期貨規劃部位限制口數分級表 (依標的證券交易量及流通在外股數分級) 如下表：

標的證券級距	自然人	法人
第1級	5,000	15,000
第2級	3,750	11,250
第3級	2,500	7,500
第4級	1,250	3,750
第5級	350	1,250

三、全市場部位限制

1. 收盤檢視次日限單

每日收盤後股票期貨及選擇權全市場未沖銷部位表彰總股數進行檢核，逾在外流通股數15%時，次日起限制該股票期貨與選擇權新增部位之委託單，僅允許平倉交易。

2. 解除限單

前述比例低於12%時，次日開盤即解除限單，恢復正常交易。

四、交易制度

1.商品代號：由CAF開始編給，前2碼與同標的股票選擇權相同，契約調整後由CA1開始編給。

2.委託單種類

A.一般委託：買進或賣出單一月份之期貨契約

B.跨月價差委託：買進(或賣出)較近月份的同時，賣出(或買進)相同數量的較遠月份之組合式委託。

a.買賣方向：以較遠月份為主

『買進CAFL9/A0跨月價差委託』係指賣出2009年12月，且同時買進2010年1月之CAF委託(適用於多頭換月交易)。

b.委託價格：較遠月份減較近月份，跨月價差委託價格可以為正或負或0。

股票期貨2010年1月契約價格57，2009年12月契約價格60，若交易人欲以該價位買進1月同時賣出12月股票期貨，則價差委託之價格為 $-3=(57-60)$ 。

由於跨月價差委託最小升降單位統一為0.01，故當跨月價差委託係與

跨月價差委託撮合成交時，若其兩交割月份當時價格水準之最小升降單位不為0.01，個別月份之指定價格可能出現不符最小升降單位之情形，但仍可進行結算。

五、結算制度

保證金收取方式

A.策略保證金計收方式

依各檔標的證券風險值計算保證金適用比例，以股票期貨上市預計推出標的試算，目前大部分股票期貨之結算保證金適用比例為10%(原始保證金13.5%)，少數標的為12%(原始保證金16.2%)，股票期貨標的證券及保證金水準將依臺灣期貨交易所公告為準。

B.整戶風險保證金計收系統(SPAN)

交易人如欲採行SPAN，須與期貨商另行簽訂「交易人採行整戶風險保證金計收方式(SPAN)約定書」，依整戶交易部位風險作為計算依據，在考量風險互抵之組合邏輯下，計算保證金。

六、操作實例

- 1.預期公司股票將上漲買進期貨
- 2.預期公司股票將下跌賣出期貨

從事股票期貨交易應注意之風險

一、不適合過度投機

由於股票期貨是高槓桿的衍生性金融商品，並不適合過度投機，交易人如果過度放大財務倍數，容易產生能力無法負擔的虧損。交易人若保證金準備不足，期貨商得依據受託契約強制了結部位，了結部位後若有仍虧損，期貨商有權繼續對交易人追償。

二、有基差風險

股票期貨是衍生性金融商品，買賣價格與現股交易價格並非完全相同，此一期貨與現貨價格之間的差異稱為「基差」風險，交易人買賣時應注意期貨與現股之間價格的差異。

三、無法長期持有

股票期貨有契約到期結算的機制，不能無限期的長期持有，如果是以長期投資的目的來從事股票期貨交易，必須注意在契約到期前進行換月轉倉，否則契約到期後即會自動現金結算。

四、有流動性風險

股票期貨有漲跌幅度限制，面臨大幅波動的行情時，有可能出現交易人想要買進(賣出)，而漲停(跌停)鎖住的情形，出現流動性風險。

五、應選擇合法期貨商進行交易

股票期貨是合法的期貨交易契約，交易人應該選擇至經行政院金融監督管理委員會核准設立之合法期貨商開戶交易，才能獲得應有的保障。

CNFA



元大期貨談股票期貨發展與推廣之道

建議投資人活用金融工具，讓投資組合動靜皆宜

撰文：Ken



洪守傑 副總經理

期貨顧問團隊接受了本刊的專訪暢談他們的看法及作法。

針對股票期貨，元大期貨顧問團隊副總經理洪守傑說，他們早已做好了準備。對於這個新商品的未來發展，他說：「很多人認為，期貨業多半由證券公司轉投資，而股票期貨是直接橫跨股票現貨與期貨間的衍生性商品，在推展的過程中可能會對證券商造成壓力。」

股票期貨的推出讓期貨市場增添了新的生力軍，整個市場充滿了期待。為使這項商品順利上市，本會除邀請國際期貨專家分享他們的交易策略與商品推展經驗外，也積極邀請國內專營期貨商舉辦相關說明會，希望讓這項商品順利上市，未來更能一飛沖天，為國內期、股市場創造共榮與雙贏。

金融市場因新商品相輔相成，絕不會彼此互斥

對於專業的本土期貨商而言，這是一個新的商機與契機，各家莫不摩拳擦掌，積極備戰，準備大展身手。但是，專營期貨商如何看待這個期貨新商品的未來發展，對於這個新商品他們做了那些準備，未來要如何結合證券IB共同推廣，共創雙贏，對此，元大

然而，洪副總以過去的台灣期貨發展歷史來反證，以消除這個疑慮。他指出，1998年台灣加權股價指數期貨（以下簡稱台指期）上市時，也有人擔心台指期的高槓桿會造成現貨投資人資金分散，進而壓低現貨成交量，但是這種情況並未發生。當台灣加權股價指數期貨選擇權及迷你台指期上市時，也有人發出同樣的質疑，甚至認為會影響台指期的成交量，但是這些也都沒有發生。其實以台灣金融發展史來看，每當市場要推出新產品或新制度時，都會相同質疑與憂慮，但是事後證明，這些都只是發展中的必經過程而已。

洪守傑說：「無庸置疑的，今天股票期貨上市也會有同樣的過程。」元大期貨顧問團隊在展開推廣股票期貨的過程中，從他們

自己的經驗，也從公會舉辦的國際研討會的專家口中得到一致的看法—『金融市場只會因為新商品的推出而相輔相成，並不會有彼此互斥的情況。』因此，元大期貨就是秉持著這個觀念，對內部同仁及外部顧客進行商品教育，讓大家深入了解這個新產品，以及它所具備的功用。

從避險出發，提供多樣化的交易策略

對於未來期貨商要如何推廣股票期貨，從商品期貨出身，在期貨業已有22年操盤經驗的元大期貨顧問部協理吳子靖認為，股票期貨應從“避險”的角度開始推廣會比較有利。他認為，台灣的投資人對避險的概念較為薄弱。以他在國外的經驗來看，國際間的投資人，避險對他們而言是“常識”，但對台灣的投資人而言，避險卻被稱作“專業”；另一方面由於台灣一直以來的投資習性，讓投資人只想找“飆股”，因此避險乃至於停損的觀念相對薄弱。吳子靖說：「未來必須要更深入教育投資人避險的觀念，從避險的角度切入，股票期貨的推廣才會比較有利。」

至於在與IB合作及推廣的策略來說，洪副總強調：「未來要為不同屬性的客戶創造最有利的交易策略，而非用價格作為唯一的手段。」他坦言，一個交易期貨的客戶，不會在乎一口交易成本能省多少錢；相反地，交易策略不當所造成的損失才是他們最擔憂的事。洪守傑說：「沒有人能保證客戶一定獲利，但至少可以依客戶的屬性和要求，去



吳子靖 協理

設計最合適的交易策略，在交易上發揮專業的實質功用。」以選擇權為例，對於比較保守的客戶，他們建議客戶可以使用兀鷹價差策略；對於比較積極的客戶，也許在剛換月時，他們會建議使用多頭或空頭價差策略等等。簡言之，元大期貨的顧問團隊未來比較偏向用多樣化的交易策略作搭配，供客戶選擇，讓客戶提高交易效率，減少犯錯機率，而不強調價格戰。

另一位操盤高手，高瑋君經理也認為，一開始要加強交易策略的廣度，至於客戶能對交易策略了解多深，則是要靠時間，以及對客戶的教育了。

加強與IB合作，協助教育訓練

洪副總進一步表示，在內部推廣策略上，期貨經紀商這端，由於本身對期貨已有一定的了解，他們會提供相關資料及範例，讓業務員充分發揮，以開拓客源；在IB的部

份，元大證券全省有140多個據點，還有88個銀行的據點，未來元大期貨期顧部門會和IB服務小組採取共同合作的方式，從最基本的，像是指導營業員要如何接單、下單開始。洪守傑強調，畢竟，股票現貨和期貨是不同的，對證券營業員而言，還是需要一段磨合期，這樣做可以避免因不了解而造成交易錯誤，反而對股票期貨產生抗拒性。

另一方面，對IB的從業人而言，他們也會觀望這個新商品，想要多了解一點股票期貨的內容，這就是向IB營業員推廣的最好機會。高瑋君也認為，只要能夠引起IB從業人員的興趣，將來會有越來越多的IB從業人員，因為要交易股票期貨而去考期貨業務員證照，畢竟股票期貨比股票選擇權易懂，且更像現貨股票，可以連結股票現貨與期貨。另外，在金流上也會更有效率，過去常有所謂「多頭作現貨，空頭作期貨」，高瑋君指出，未來只要IB營業員可以活用股票期貨，無論多頭、空頭都可以創造更好的收益，也不用在手續費上和客戶斤斤計較，更可以增加自己對客戶的附加價值。

股票期貨成長之路－從法人、當沖客到散戶的階段性發展

對於股票期貨未來的發展，吳協理認為“階段性參與”應較為合適，因為目前只有33檔較為知名的股票期貨掛牌，而操作這33檔標股票者，又以外資法人為主，且持有的股票數量較大，的確會有避險及套利的需



高瑋君 經理

要，所以首先就是要吸引這些法人及其它專業現貨操盤人進場，他們就是最直接的客戶群，他們的實際參與也可以讓市場產生一定的流動性；第二階段就是要吸引股票當沖客，因為單一現貨股票當沖一天只能來回作一趟，而且放空限制也較多，而股票期貨正好可以克服這些問題，只要市場能夠保持一定的流動性，當沖客就會願意進場；最後階段才是散戶。

吳子靖認為，當市場交易熱絡，股票期貨交易標的增加是絕對必要的，之前他曾提到，台灣的散戶對於飆股或是股性較活潑的股票較感興趣，因此只要能在維持市場交易公平的原則下，若能對於一些小型較活絡的標的發行股票期貨，散戶的參與度就會提高，這種階段性發展的模式，應該是比較符合台灣的市場型態。

給投資人的建言－活用金融工具，讓投資組合動靜皆宜

最後，三位期貨專業人士也向廣大台灣的投資人提出未來操作股票期貨的建議。高經理表示，過去台灣的股票投資人都是多頭不敢加碼，甚至抱不住股票；空頭又不肯停損。在股票期貨掛牌後，她指點投資人應該善用這項金融工具，在多頭來臨時，可以用股票期貨作為加碼的攻擊武器，只要作好風險控管，不但可以提高獲利及資金效率，也可以增加操作的靈活性。高檔振盪時，投資人也不用再煩惱是否要將股票出脫，此時可以利用股票期貨先行鎖單，至少可以延長決策的時間，不必受到市場干擾，冷靜思考以減少一時衝動所造成的決策錯誤。空頭市場突然襲擊時，投資人也可以用股票期貨跟上市場脈動，在不必出脫現貨股票的情況，放空股票期貨，將資金套現，保住獲利。

吳協理則建議，投資人可將股票現貨、期貨、選擇權搭配使用，利用各項金融工具的特性，加強獲利的穩定及損失的控管。舉例來說，擔心市場反向而使用股票期貨避險時，但市場又走回原來趨勢，避險部位反而造成現貨部位的獲利減少，此時投資人就要懂得利用選擇權，將避險部位產生損失的部份鎖住，讓現貨繼續獲利。只要投資人能靈活運用各項金融工具，對於獲利以及對空頭市場的抵抗性都會增加。

洪守傑進一步說明，金融工具之間並沒有好壞或互斥的成份存在，只在於投資者本



身的需要及對該工具的了解程度。以股票期貨上市的當下，投資人除了要多利用各種管道了解股票期貨外，下單時也要注意相關的細節。畢竟，股票現貨和期貨的交易方式不太一樣，千萬不要因下單的流程錯誤而造成損失。舉例來說，初期投資人在交易股票期貨時，不應用市價單進場，即使一定要成交，也應以價格較寬的限價單來取代市價單，以免產生交易錯誤。

洪副總認為，其實金融工具就像各種各樣的交通工具，從高雄到台北，可以坐高鐵、火車，甚至是搭巴士都可以抵達，絕對不因高鐵通車後，其它交通工具都不必要了。他說：「尺有所短，寸有所長，投資人應該以自身的資金部位、風險承受度決定使用哪一種工具。」這就像依據時間及經濟因素，決定要搭乘哪一種交通工具最符合自身的需求一樣。

對於股票期貨這個新商品，他們一致抱持樂觀的看法，也期許這個新商品能夠創造期貨及證券市場共繁共榮的局面。

2009

期貨信託基金開創元年

~連結國際投資潮流，為期貨市場注入活力~

- 行政院金融監督管理委員會2007年7月發佈期貨信託四大子法後，歷經兩年多的醞釀期，2009年業者先後推出了「國泰Man AHL組合期貨信託基金」及「寶來商品指數期貨信託基金」兩檔基金，可謂國內期貨信託基金開創元年。
- 期貨信託基金，歐美稱之為「管理期貨」(Managed Futures)，簡稱「期貨基金」，是以期貨、選擇權交易為主的共同基金，在國外行之有年，國內的期貨基金是以信託方式成立，因此稱之為「期貨信託基金」。全球期貨基金於1980年起蓬勃發展，其規模於1988年成長至50億美元，自2003年起，更呈現倍數成長，截至2008年底，整體市場規模已達到2060億美元。
- 針對這項新商品，本次特以專文介紹全球管理期貨過去、現在及未來發展趨勢，並透過國外管理期貨的專家，暢談如何成為一個優秀的專業期貨信託基金操盤人。

「管理期貨—分散投資與創造商機」研討會

借重CME專家經驗，為臺灣期信、期經事業把脈

撰文：葉紫華



借鏡國外管理期貨經驗，為台灣期貨信託業發展加持，透過CME的安排，本會在2009年10月19日於台北喜來登大飯店舉辦「管理期貨—分散投資與創造商機」研討會。本次活動邀請期信及期經業者參加，這三位來台的專家除提供管理期貨的實務經驗外，並與從業人員討論了交易平台與整體操盤策略，會後本刊也特別專訪三位國外專家，就其個人專長，暢談如何成為優秀的管理期貨人才。

內容新穎，近百人次熱情參與

本次研討會除期貨信託與期貨經理從業人員外，政府基金單位亦派員參加，全場吸引近百人次參與。本會理事長賀鳴珩親自到場致詞，對這些專家的到來，除了表達歡迎之意外，並表示2009年可謂臺灣的期貨信託基金開創元年，第一檔期貨信託基金成立後，規模已逾新台幣59億元，他預期未來將

有更多的期貨信託基金陸續推出，整個期貨信託市場榮景可期。

研討會首先由 Tina Lemieux(Managing Director, Hedge Funds & Broker Services)介紹CME集團。他表示，在一個波動率日益上升的世界裡，CME集團成為所有主要資產類別的世界風險管理之地，其中包括利率、股票指數、外匯、能源、農產品、金屬及諸如天氣和房地產的另類投資產品。基於CME、CBOT和NYMEX傳統而建立的CME集團，是世界上最大、最多元化的衍生性商品交易所，該所以追求卓越、創新、顧客導向為目標，充份發揮「一加一大於二」的力量，旗下各資產類別皆深具市場指標性。CME集團透過CME Globex電子交易平台和位於芝加哥及紐約的交易大廳，將買賣雙方匯聚在一起，擁有分散且穩固的客戶群。CME清算所對所有交易進行撮合與結算，並擔任清算會

國外專家暢談

員公司交易的擔保者，不論在技術亦或結算層面上，CME集團均是一個經驗豐富的傑出團隊。

Ranjan Bahduri談到「管理期貨的優勢與交易平台運作」，他說「管理期貨」是指某一種型態的高流動性對沖基金，其交易標的涵蓋交易所交易之期貨及外匯遠期合約，而管理期貨除了透明度高、流動性佳、由第三方監管外，亦具備與傳統證券市場、債券市場等其他投資項目低相關性，以及投資全球市場、擁有眾多資產類別等潛在優勢。此外，管理期貨策略大致包含 Trend Following、Multi-Strategy、Global Macro、Statistical / Quantitative 及 Short-term Trading 等。

Richard 則介紹 Chesapeake 的投資哲學有三：分別為跟隨趨勢、分散風險及資金保本。他表示，Chesapeake相信對於各期貨市場價格的預測，歷史價格的數量分析將比基本面分析更具準確性；而 Chesapeake 秉持著此一哲學在全球超過100個金融及商品市場中運作，且試圖掌握住市場上的任何變動。

Rusin表示，自2002年起，推估約有\$1500億至\$2000億左右的資金流入商品市場，多數透過像高盛商品指數交換合約(GSCI Total Return Swaps)，以及交易所交易基金(Exchange-Traded Funds)等多頭部位商品，因此，自2002年以來的商品價格高漲也就不足為奇了。

CNFA



如何成爲優秀的管理期貨人才及期經公司經營之道

本刊特別專訪三位國外專家，就其個人專長及經驗，暢談如何成爲優秀的管理期貨人才，以及如何經營一家成功的期貨經理公司。

撰文：Ken

一 · Mr. Newton from Global Advisor:



協理

Mr. Newton

經歷：

1. 現任Global Advisor 董事
2. 1994~1999 JPMorgan全球商品策略師
3. 1987~1994殼牌國際交易公司交易員
4. 英國劍橋大學自然科學藝術學士

個人背景介紹

1. 臺灣的管理期貨剛起步，需要很多人才加入，可否讓我們知道您當初爲何加入管理期貨業的過程？

我和我的工作夥伴Danny Masters自1980年代中期開始從殼牌石油交易員作起，然後轉到 Phibro Division of Salomon Brothers成爲商品交易自營商的一員；直到1990年代中期，我們到JPMorgan繼續從事商品交易，並開始交易商品相關的衍生性商品；

最後我們專注於高流動性的期貨市場，並且於1999年開設了Global Advisors公司，提供投資人專業的管理期貨產品。

2. 對您和金融業全然無關的學歷背景而言，加入此行業時，是否遇到任何困難？

對於我來說，這是一項挑戰，但是“學習”是很重要的。就以我在銀行裡作自營商，到後來經營投資公司，這些都是相當不同的。在學校所學的和日後從事的工作，或許截然不同，但是透過學習，仍然可以達到目標，只是學習的方向不同。

在一開始成立Global Advisors的時候，我必須重新學習新的事物，主要是如何經營公司、了解法規制度，以及如何向投資人募集資金，對我來說，這些都是以前完全沒有接觸過的問題。爲了解決此問題，除了本身的努力之外，我也找了很多具備不同專業經驗及學術背景的人才加入我們，充分利用團隊分工的力量。

3. 可否分享您在管理期貨業中最難忘或特別經驗？

這的確是一個不太好回答的問題，因爲在過去十年裡，在金融市場裡我的確遇到很多特殊且難忘的事件，像是2001年的911事件，卡翠娜颶風等等。但對我來說，最自豪及難忘的就是，我們的交易模型在經歷

2008年夏天石油價格的劇烈波動後（每桶自147美元跌到每桶35美元）仍能屹立不搖。

4. 在經營貴公司前，您已有豐富的衍生性商品交易經驗，您為什麼會加入貴公司？是否有特別之處吸引您？

我和我工作夥伴Danny Masters自從離開大學，一起工作了多年之後，覺得成立專業的商品投資公司是一個很好機會，而之所以進入管理期貨的行業，是因為這個行業更可以提供投資人專業及高流動性的投資商品，為投資人牟取更好的投資效益。

5. 您個人對管理期貨業的前景看法如何？

在經歷2008年的金融風暴之後，當許多投資人因投資標的物流動性而遭遇問題時，我們覺得這是管理期貨業發展的一個好機會，我相信投資人不只是對管理期貨有興趣而已，也對具有流動性的策略更感興趣。

公司介紹

■ 可否請您說明貴公司的優勢為何？並如何以此優勢戰勝其它管理期貨業者？

Global Advisors 的專業在於商品期貨交易。雖然市場裡也有很多管理期貨公司交易天然資源，但很少有出身於實物現貨交易市場的，敝公司就具備實物現貨交易的經驗，這對於商品期貨交易來說是相當關鍵的優勢，而且我們的風險控管方式是獨一無二的。因此，“實物交易經驗”和“風險控管”就是我們領先其它管理期貨業者的最大優勢。

■ 貴公司如何選擇所要投資的期貨或選擇權市場及商品？是否有統計上的標準作為篩選投資商品的依據？

首先，我只交易商品期貨，像是能源、金

屬、農產品等等。其次，我們偏好有較長交易歷史的商品，最好是五年以上的期貨商品，因為我們的模型可以有較長的歷史資料以供分析。最後，我們注重流動性，所以我們會很注意每個市場的交易量和未平倉量，並以此為依據來決定投入多少資本，避免發生流動性風險。

■ 貴公司如吸引優質的人才？本身是否安排訓練計劃，提升員工的專業素養？

我們喜歡工作時也同時持續進修的員工，如果他們想要參加訓練課程或是取得相關證照，公司都會全力支持。我們的研究團隊中，大多是科學或工程背景的，目前有一位研究員，二個是工程博士，一個數學家，他們全都來自劍橋大學。我希望將Global Advisors 打造成一個有趣、好玩的工作場所，所以員工們也會向他們的親朋好友推薦我們的公司，並鼓勵他們到公司應徵。

■ 管理期貨業者需要吸引投資人的資金，尤其是資金部位龐大的投資人，請問貴公司是如何尋找這些特別客戶？是否有特殊的推銷策略或行銷活動？

在過去十年來，我們針對客戶建立了龐大的資料庫；然而吸引資金的確是一件不容易的事，所以有時候也會尋求第三方行銷公司來為我們作推銷及安排與客戶見面，但是我們還是偏好自己的行銷方案。過去某些機構並不喜歡管理期貨（我們也不知道為什麼，或許是覺得有點複雜難懂吧！），但現在已經在改變了，2008年以後，在接受許多優質出版品的訪問後，已經有越來越多人認識我們公司了。

■ 對於台灣的投資機構或法人，貴公司是否會有興趣合作呢？

事實上，我們很期盼和台灣的期貨機構法人合作，無論是投資管理或是合資經營，這些都是可以考慮的。

二、Mr. Rusin From Chesapeake Capital



Mr. Rusin

經歷：

現任Chesapeake營運長

1. 1995~1997 WTS環境諮詢分析師

2. 1997~2007 Rotella Capital Management CTA&CPO

3. 2008迄今 Chesapeake

4. 紐約州大機械工程學士

5. Loyola大學管理資訊系統碩士

個人背景介紹

1. 您是學機械工程的，選擇進入管理期貨業的動機為何？

管理期貨業是一個非常令人興奮的產業，我承認，當初進入管理期貨這個行業，主要是因緣際會大於規劃與選擇。我第一次聽到CTA這個名字時，是在我職涯的最初期，當時我根本不知道什麼是CTA。之所以會進入CTA這個行業的原因，一開始只是希望和前任的工作夥伴一起工作而已。但是我在正式加入CTA的行列之後，就被它深深吸引了。由於我是工程背景出身，本身也喜歡科技、數學、統計等任何和數字有關的東西，而我也偏好充滿挑戰和競

爭的工作環境，因此綜合上述的特點，我認為CTA是最適合我的行業。

2. 由於您來自工程界，入行時是否有遇到什麼困難，如何克服？

沒錯，從我一開始進入這個產業乃至於現在，我的確遇到很多困難，我也相信挑戰與困難是這一行的一部份，更是無可避免的。持續的遭遇困難，並且試著去解決及克服困難，是在這一行得到滿足感最重要的關鍵。雖然我是學工程的，在沒有金融財務背景之下，在一開始的確也造成一些障礙，但是我認為我的工程教育背景，在起步時還是給了我很大的幫助，並且一直持續到今日。

簡單來說，工程師就是問題解決者，這一行總是充滿了需要解決的問題，換個角度來看，沒有財務背景在這個產業也可以是一種優勢，因為可以提供一個嶄新不同的分析方法；另外，利用量化、有系統的、技術性的分析方法，並不一定需要財務的背景。對我來說，科技、數學與統計在CTA產業裡，遠比財務來得重要。

3. 可否分享一些您在管理期貨業中難忘或特別經驗？

對我來說，在這行裡最特別的經驗就是“人”。我有幸與世界上最聰明、最有創造力的人共事，除了他們的聰明才智，我也發現這行其實也是由很多友善的、願意分享的好人所組成的。雖然聽起來有點與眾不同，但這的確是我相當重要的經驗。其中有兩位，分別是現任及前任工作上司，Jerry Parker和Robert Rotella，他們就具備了上述的特質，以及其它所沒有提到

的優點，而我很榮幸能和他們共事。

4. 您有豐富的衍生性商品經驗，為何選擇現在的公司？是否因為有特別之處吸引了您？

為Jerry Parker 和 Chesapeake Capital公司工作是我的榮幸。當初我就是被公司及創作者卓越的聲譽所吸引才加入的，而且Chesapeake 21年的優秀歷史是對未來發展很好的指標，這表示這家公司還有很長遠的未來，以及很大的成長潛力和發展空間。我認為，這是我最大的考量因素。

5. 您個人對期貨業的前景看法為何？

我個人對管理期貨的未來是感到非常興奮的，我相信管理期貨業將會隨著世界投資者彼此間的統合與溝通而越來越龐大。有什麼投資產品會比一個長期報酬表現良好、具備分散投資、高透明度、高流動性，及充份利用交易所產品的投資工具更好呢？

公司介紹

■ 請您分享一下貴公司的優勢為何？

我們相信Chesapeake擁有很多關鍵特色，才能使我們不同於一般管理期貨產業，像是系統化交易策略、長期的超過100個分散市場趨勢追蹤，以及超過21年的卓越交易紀錄等等，這些都是我們在管理期貨業的競爭優勢，也是我們能夠和其他業者拉出差異之處。

■ 貴公司如何選擇投資的期貨或選擇權市場及商品的標的？是否有統計上的標準作為篩選投資商品的依據？

為了要最大化分散投資，我們需要交易全

世界不同市場中越多期貨合約越好，但唯一的條件就是，該市場必需具備足夠的流動性，至少要能夠承受我們的交易量，不要造成流動性風險。

■ 您認為一家公司要如何吸引優質的人才？貴公司如何有計畫培訓專業的員工以及專業的素養？

人力資源是我最關注的焦點之一，敝公司成功的關鍵因素就是在於“人”。綜觀我的整個職場生涯，相當大的部份是花在處理人力資源的問題上，我不確定自己可以很清楚的表達出，我在徵才及留才所花下的心血，但必須說我給予的注意及關心是無與倫比的。有鑑於個人的角度及責任，我們有太多太多的教育及訓練計劃幫助員工提升專業知識，實在無法在此一一詳列，但是要強調的是，“重視人才”是經營成功與否的關鍵。

■ 對於如何尋找大客戶，貴公司是否有任何特殊的作法？

因為Chesapeake在這行超過20年了，已經認識許多具備資金投資的特殊客戶，他們也對我們相當熟悉了，所以利用既有的客戶資源擴展新的客源，是我們主要的策略，當然，我們還是有其他的推廣及行銷作業，並且持續的進行。

■ 對於台灣的投資機構或法人你們是否有合作的意願？

當然，我認為這是一個毫無疑問肯定的答案，因為每個投資機構或法人都是我們爭取的對象，但是每個客戶的要求不盡相同，並沒有一個標準的、一致性的答案，我只能說，一切都必須從最基本的溝通開始—僅是一通電話或一封Email都可以敲開合作的機會。

三、Mr. Rajan Bhaduri from AphaMetrix



經歷：

1. 現任AlphaMetrix執行董事兼任研發部負責人
2. CFA及CAIA合格證照
3. Member of American Mathematics、Global Association of Risk Professionals

個人背景介紹

1. 是否有什麼特殊的動機驅使您進入管理期貨業？

我在流動性所作的研究，讓我得以深入了解及欣賞管理期貨存在的重要性，而在我進入財務領域之前所受的數學教育及訓練，幫助我正確的認知到流動性的價值是如何被投資大眾所低估，以及流動性風險和模型風險是怎樣被混淆不清（一般來說，在期交所中交易的產品，其隱含的流動性風險則較低）。進入這個行業，我最希望能藉此機會來發展我在此方面的專長。

2. 當您剛開始加入管理期貨產業時，遭遇最大的困難是什麼？

不僅是對我，對整個管理期貨而言，一開始遇到的困難都在於“教育”。令人驚訝的是，目前仍有很多投資機構及法人不認同管理期貨在整體投資組合中的重要性，主要原因是對管理期貨的流動性沒有給予正面的肯定；另一方面，則是不了解管理期貨在分散風險及獲利上所達到的效果。

已故前哈佛教授及金融學者 Dr. John Lintner 於 1983 年出版的巨作 — 『管理期貨在投資組合中的眾多優點』，本公司研究團隊（The AlphaMetrix Research Group）和 CME 將其作品進一步研究，並發表研究論文顯示 Dr. Lintner 的研究結果至今仍然非常有用，更令人驚訝的是，1983 年做出的研究結論，目前不少投資組合管理者並沒有採用它，因此教育投資人和管理者仍是一個持續的挑戰與困難。

3. 以您在管理期貨業中，是否有什麼難忘或特別的經驗可以和我們分享？

我認為 2008 年就是一個令所有金融界人士難忘的一段期間和特殊的經驗。金融市場因房地產和資產價格問題而崩解，而在此巨難中，管理期貨卻仍有不錯的表現，在 AlphaMetrix 平台中，幾乎所有的程式都有正向的表現，而其中大部份都有雙位數的淨報酬表現。從很多方面來看，2008 年是一個極端的考驗，而管理期貨則以傑出的表現通過了這項考驗。

4. 您是依據什麼樣的標準選擇進入目前的公司，請問貴公司在這個行業中的特色？

我之所以加入 AlphaMetrix 是因為我相信其執行長 Aleks Kins 的領導、智慧及理念。AlphaMetrix 是一個獨立、開放架構的平

台，專精於管理帳戶流動性程式（AlphaMetrix is an independent, open-architecture Platform specializing in managed account solutions of quality top-tiered Liquid Alpha programs.）AlphaMetrix並不是交易所，但儘量擷取交易所的優點，創造一個安全、具有良好流動性的交易平台。流動性、透明度、科技、市場監管、研發、風險控管及公司管理就是AlphaMetrix的重要基石。而我相信，這些也是我們可提供投資人高附加值服務的原因。

5. 您對於管理期貨業未來發展的前景看法如何？

以我個人的觀點來說，管理期貨將會有一個重要的未來發展空間，那就是隨著管理期貨業在全球的擴張與分散，管理期貨是有可能做到將不同風險偏好程度（風險偏好及風險規避）的投資組合聯結在一起，未來可以吸引更多投資人加入。這也是AlphaMetrix想要進入台灣的原因之一，我們認為台灣的經濟非常活躍，金融制度及產品健全，地理位置上，不但位於亞洲的重要地點，而且將會是進入中國大陸最好的跳板。

公司介紹

請您分享貴公司的優勢，並如何以此優點傲視其它業者？

AlphaMetrix 一直以來都專注在研發、科技以及風險控管等三方面，而我們的嚴格要求與服務品質也一直都是客戶所稱道的。舉例來說，我們擁有兩位經歷顯赫的美國退休情報員，專門負責專業經理人的背景

調查，以及其它類似的客戶保護機制。在科技方面，我們也強調近似零時差，盡量提供客戶最及時的資訊，並讓投資組合的經理人可以倚靠我們的系統，替所管理的資產作精細的研究及風險控管。

貴公司的客戶型態為何？

我們的客戶遍佈全球，包括銀行、退休基金、捐款基金、基金的基金、私人銀行服務，以及可以投資管理期貨基金的高資產個人。以數字來看，目前在平台上操作的資金約230億美金，約80%是來自於機構投資人。

如果台灣的期貨商想要和貴公司合作，需要準備哪些資訊設備，或者貴公司會提供嗎？

我們會提供優良的科技及系統給有需要的台灣投資人，如果台灣的管理期貨業者通過我們公司的審核，便可以進入我們的平台系統並讓使用這套交易平台的所有客戶都能與其連繫，進一步提高合作的機會增加商機。

如果台灣期貨公司想和貴公司合作，您可以分享一下合作的細節流程嗎？

最好可以直接和我們聯絡，我們對業者聯絡的Email如下：research@alphametrix.com；對於其它有潛力的個別投資人，聯絡窗口是：eugene.ong@cohesionenterprise.com 或 madina.santos@cohesionenterprise.com，前面已經講過，我們非常有興趣和臺灣的業者合作，也希望臺灣的業者或投資人能夠透過這些聯絡的信箱，主動和我們聯絡。



管理期貨在資產配置的角色與發展

～從全球CTA現況分析與探討～

撰文：黃怡中

在資產配置中，如何搭配最好的資產組合，不但是投資人，更是所有基金經理人夢寐以求的目標。如何利用管理期貨，也就是期貨基金，在資產配置上獲得最佳報酬與最低風險，已成為資產管理上的顯學。

管理期貨興起，成為資產管理的焦點

在2008年全球出現金融海嘯時，信用市場產生的危機已經擊垮了股票市場，債券市場同樣出現大幅下跌的走勢，全球銀行受到的第一個衝擊，就是不斷的發生倒閉的連鎖效應，尤其是美國，在2009年底總共有140家銀行關門大吉，預計2010年將會更高的數字出現。姑且不論2010年狀況如何，但金融市場需要重新整頓與管理已是不爭的事實；在此同時，和一般投資人息息相關的資

產管理中的資產配置模式益形重要。

以往只注重“股票”與“債券”市場的模式不再通用，2008年這兩個市場同步下跌，而管理期貨(Managed Futures)卻因績效卓越而成爲全世界成爲資產管理的焦點。管理期貨是屬於避險基金的一種，在歐美市場中是以被稱爲期貨顧問(CTA, Commodity Trading Advisor)的經理人作爲真正基金操盤人，故管理期貨又可稱爲CTA，而大型基金公司會委託給複數的CTA進行操盤。2008年金融海嘯之後，2009年股票市場大幅度回升，很多人同時在討論爲何國外CTA市場表現卻不如股票市場？從資產管理的角度來看，從圖一就可以了解，整個CTA市場追求的是長期、穩健的績效，而非一年或二年的短期績效。

圖一 Barclay CTA Index績效走勢圖(1980.01 ~ 2009.12)



在過去將近30年的績效表現上，從表一可以看出，CTA最大跌幅為15.66%，而且與其他市場，例如美國的S&P500之相關性僅為0.01，這表示CTA指數與美國S&P指數表現並無相關性，也就是說兩者之間的漲跌沒有連帶性，各走各的路。在資產配置上這種情況非常重要，代表2008年CTA大賺錢，而2009年CTA表現不理想，就可以理解。

為什麼這樣說？兩種資產相關性低，代表過去兩者之間的表現沒有連結性，而當2008年單一『股票資產』快速大漲，但CTA績效表現不佳因為其他如『貴金屬資產』、『原油資產』、『農產品資產』、『債券資產』與『外匯資產』等等，市場的波動性不斷降低或是與股票市場的波動性相反，導致以追求長期績效的CTA表現變差。

表一、1980年1月~2009年12月
CTA績效表現

複合年化報酬率	11.82%
最大跌幅	15.66%
美國 S&P 500 相關性	0.01
美國債券相關性	0.11
世界債券相關性	-0.01

Source: Barclayhedge

表二、操盤人的績效(1980~2009)

年	報酬率	年	報酬率	年	報酬率
1980	63.69%	1990	21.02%	2000	7.86%
1981	23.90%	1991	3.73%	2001	0.84%
1982	16.68%	1992	-0.91%	2002	12.36%
1983	23.75%	1993	10.37%	2003	8.69%
1984	8.74%	1994	-0.65%	2004	3.30%
1985	25.50%	1995	13.64%	2005	1.71%
1986	3.82%	1996	9.12%	2006	3.54%
1987	57.27%	1997	10.89%	2007	7.64%
1988	21.76%	1998	7.01%	2008	14.09%
1989	1.80%	1999	-1.19%	2009	0.04%

Source: Barclayhedge

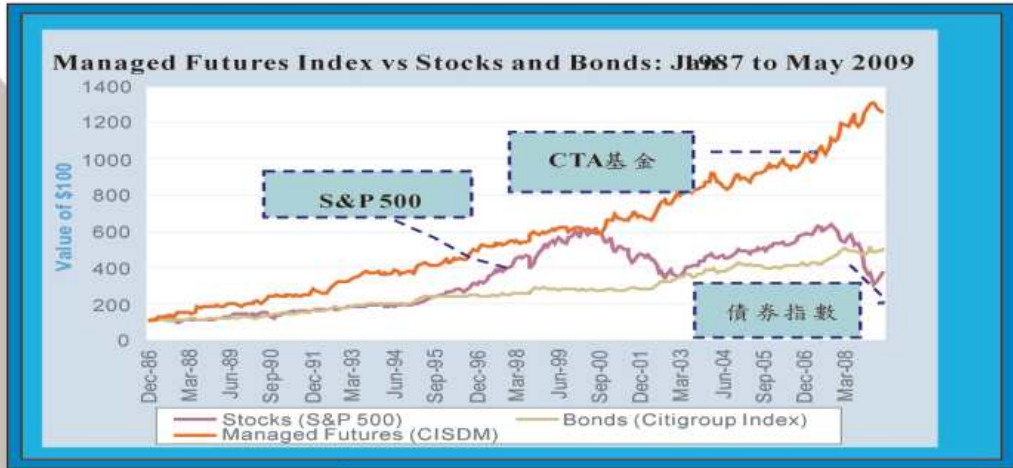
表二代表整體CTA操盤人的績效表現，幾乎每年都有正數成長，這是與股票市場超低相關性的事實表現，投資股市可能到頭來一場空，但投資CTA經理人卻可以有正成長的實際獲利，這些CTA操盤人或說是經理人，展現的是真正的操盤能力，他們的績效與GDP正成長或負成長無關，因為他們可以多空操作，所以可以追求穩定的報酬率。投資人投資CTA(管理期貨)的重要秘訣之一，就是耐心等待。

市場資金尋求穩健的績效

圖二是國外CTA市場上，大家所熟習的CISDM指數(CTA指數的一種)與S&P指數、債券指數比較圖。從圖上可以清楚看到CISDM指數走勢比S&P指數與債券指數來得穩定且是向上發展。當然賠錢在所難免，重點卻在於CTA指數有相當高的機率，以及再創新高價的恢復能力。

因此，我們可知現在CTA市場，在國外是相當受到法人市場接受的一種投資商品(與股市、債市並列為資產配置中的一種)，CTA市場不強調大幅獲利能力，強調的是基

圖二 CISDM指數與S&P指數、債券指數比較圖

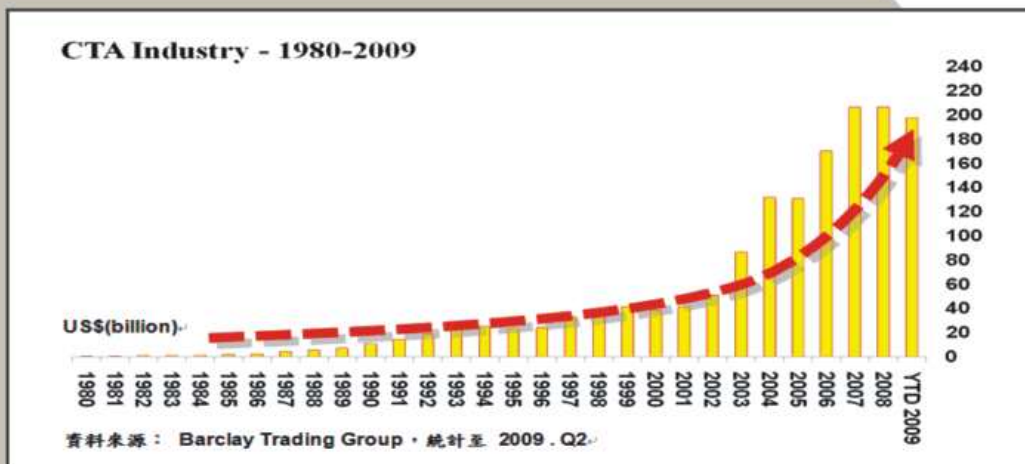


Source Datastream& CISDM

金經理人穩定成長的績效，同時在績效波動上要有相當的控制能力。如何維持績效的穩定成長，就是基金經理人展現實力的地方，這點是和台灣市場最大不同之處，台灣市場投資人或許喜歡刺激點的交易模式，但從資產管理的角度來說，卻違反了理財基本原則及應有的態度。

從圖三更可以了解，目前全球CTA市場的規模已經出現大幅度的變化，尤其是從2000年開始，CTA交易規模在全球市場黑天鵝越來越多(請參考圖四)的情況下，市場資金尋求的是穩健的績效，而非大而不實的短暫獲利。過去21年的風暴中，下跌幅度達30%以上，屬於大型風暴的次數有7次，代表平均每三年會出現一次較大型的黑天鵝事件。

圖三 CTA市場的資金成長圖



資料來源：Barclay Trading Group，統計至 2009 . Q2

這也是為何國外法人在資產管理上，需要穩健型的資產配置。在歐美國家甚至是日本都已經在注意這樣的狀況，台灣的金融市場將難以忽視，這也是所有從業人員要思考的一件事情。未來如何把管理期貨，也就是期貨基金納入資產配置的一環，將是基金經理人的重要課題之一。

金融市場為何如此多的黑天鵝？

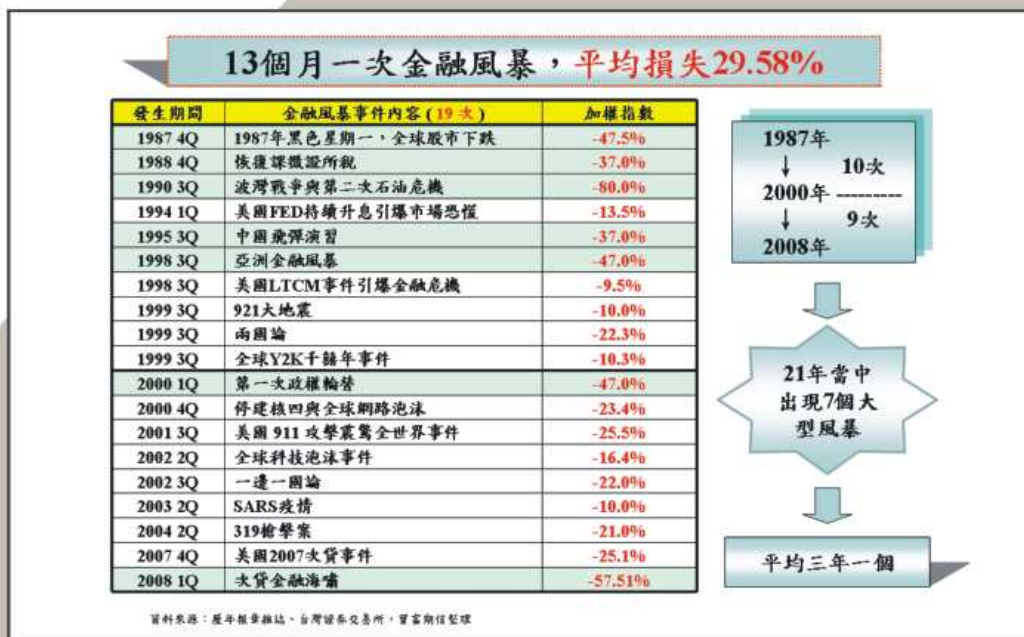
金融風暴產生的因素或有不同，絕大多數卻是因為金融商品複雜化而產生的附屬品。當金融市場間的相關性越高，即使是不同的市場還是可能相互影響。例如黃金期貨與小麥期貨是兩個不同的市場，當絕大多數投資人持有相同部位，一旦黃金價格不斷上漲，上漲趨勢與幅度大到讓投資人不斷加碼時，勢必連帶影響小麥期貨的資金，使其出現大幅下跌趨勢，進而引發兩個市場間大幅度的波動。如此連帶的影響，是導致金融市場間波動幅度過大的原因之一。

現在的金融市場是牽一髮而動全身，複雜性如同太空梭，任何一個流程都是環環相扣，環節間極端的相互依賴，一旦出錯，根本沒有時間重新校準或調整。這種狀況在工程用語上稱為『緊密連結』(Tight Coupling)，一架造價昂貴的太空梭會突然墜落，就是因為環節處沒有處理好而導致悲劇的發生，金融市場亦同。

管理期貨是顯學，資產配置從簡化操作模式開始

台灣的投資人對於金融操作相當喜愛，以往主要集中在股票買賣，因為操作簡單，只要不斷的買進與賣出，就有機會創造價差，當價差越多越大，獲利就高。二次大戰後，市場需要不斷的創造供給、生產新商品給百廢待舉的全球市場，因此企業容易賺到錢。在這段期間，由於美國也強盛起來，他們大量使用信用消費，讓全球市場有獲利來源，在這種大環境下，企業獲利快，股價自

圖四 過去21年國內外出現黑天鵝分布情況



然上漲，過去30~40年間，許多人從股票市場賺到不少錢。

然而，世界已經改變了。曾經一度成爲市場寵兒的金融商品，經過2008年金融風暴的洗禮後，市場法人已經將目光轉到管理期貨，這股風潮從歐美吹到亞洲市場，大陸也急起直追中。因爲管理期貨的操作被簡單化、系統化，容易被了解，更沒有黑盒子的疑慮，因此業已成爲投資的顯學。

爲使台灣投資人了解國外期貨基金經理人，在部位操作上的基本交易邏輯，以下將介紹一些國外CTA常使用的交易策略。在1970年代美國CTA市場最常使用的是Classical Trading Patterns模式（如圖五），買進訊號在於市場價格突破市場趨勢時進場做多，這意味著“型態學”是當時最火紅的交易策略，現在在台灣依然相當流行，雖然這是國外1970年代的東西，但投資人也不要

過度主觀地認爲，外國不流行的交易策略就不能賺錢。

1980年代中期到末期市場開始以Computerized Chart Analyses(程式系統分析)爲交易策略的主要模式，如圖六所示，當一條平均線交叉另一條平均線時就是買進訊號，當然這種模式也在台灣流行一段時間，台灣將程式交易作爲期貨公司的業務工具，投資人就算不懂程式交易，也可以使用程式交易訊號進行期貨操作，但這卻違反程式交易的使用原則，目前台灣市場也開始反省這樣的狀況。

1990年代早期，Technological Revolution成爲新交易策略，2000初期開始出現CTA，也就是期貨基金經理人，並且以財務數學家、電腦工程師、科學家的身分出現在美國市場成爲新寵兒。到了2004年，歐洲開始超越美國，成爲CTA市場的主角。

圖五 Classical Trading Patterns模式



圖六 程式系統分析



CTA操作邏輯介紹

CTA的基金經理人到底以甚麼樣的交易邏輯，在市場上不斷的創造利潤呢？從表三可以看到，主要交易邏輯有12種之多，每一個邏輯都是經過長期淬鍊之後形成的模式，

這些模式倒不見得都適合每一位投資人或是基金經理人所用。主要是因為每個人的獲利期望值、風險承受度與資金使用能力不同，每一種變數都會讓每一種交易邏輯，產生不同的操作模式，必然也就產生不同的結果。

表三 全球CTA 市場交易邏輯一覽表

CTA trading techniques	Description
Serial correlation analysis	Correlation of a variable with itself over successive time intervals. Managed futures traders use serial correlation to check to what degree past prices predict future prices
Trading of volatility break-out	When the percentage price move of an asset exceeds a certain threshold
Position measuring based on volatility	Positions are sized as a function of volatility. In a high volatility market environment, positions are scaled down and vice versa
Conditional execution	Trading signals are placed in the market with pre-defined conditions attached to them, i.e. "buy at market" if "volatility is below x and price above 100".
Term structure trading	Analysis of interest rate differentials as well as term structure premia in the markets. One implementation of this is the ever popular carry trade in the currency markets.
Reversal pattern trading	Predictive strategy that tries to time significant market reversals.
Probability signals: position weighting	If statistically favourable probabilities of a directional move are measured, then position sizes are increased
Algorithmic trading/ high frequency trading/ execution robots	Traders are replaced by computers which execute the trades automatically, often generating very short-term (intra-day) trading
Non-parametric approaches	Reduce the reliance on a particular time frame in order to derive more stable performance. Trading is also spread out to a larger time frame in order to reduce market footprint.
Dynamic sector allocation	Allocation to different market sectors such as commodities or currencies are adjusted in size, depending on opportunities and/or trends.
Behavioural finance	Strategies that rely on persistent errors in the market place driven by biases of the human behaviour.
Fundamental methods	Econometric models that value certain markets in relationship to the economic cycle.

Source: Man Investments

接下來僅就台灣的自營部交易員與各種操盤人較熟悉的交易邏輯做一說明，提供給投資人做為參考之用。

一、系列相關性分析 (Serial Correlation Analysis)

一般來說，市場投資人認為價格是隨機波動(Random)的，因此部分基金操盤人，企圖以一種具有連續性的觀念偵測市場價格，也就是把時間切割成一個個的間隔(區間)，來確認期貨價格之間的行為模式具有多少的相關程度。這也是筆者常常拿來作為確認市場趨勢與目前價格波動過程中所具備的性質，它的形式會讓投資人看起來像是一種移動平均線(Moving Average)，但事實上它是在觀察價格與價格之間的相關特性是具備何種模式，藉此可以達到追蹤趨勢的目的。

二、波動率突破模式 (Trading of Volatility Break-Out)

用來追蹤期貨價格，例如波動率變化已經超過程式模組的設定範圍，則進場操作。我們看到圖八中，A型態的價格走勢是原來市場的可能走勢，但在B或C出現時，會直接帶動基金經理人的操作。

三、依據波動率變化建立部位 (Position measuring based on volatility) 模式

這種模式在於計算波動率的參數值，基金經理人要以多少期間的波動作為標準，成為這個模組的重要關鍵之一。從圖九的部位建立速度來看，使用波動率期間越短時，所建立的部位數量也就越多，相對的就要多付交易成本。

圖七 系列相關性分析



圖八 波動率突破模式



圖九 依據波動率變化建立部位



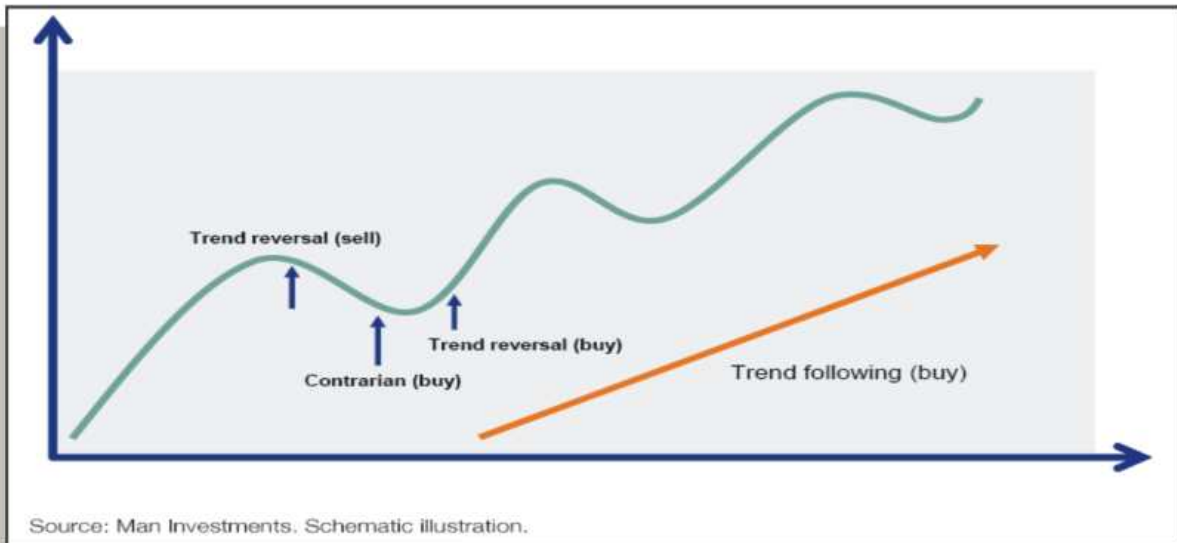
資產配置中風險管理的基本技術

在管理期貨基金經理人的副策略(Sub-strategies within managed futures)中，有許多是我們投資人可能不熟悉的操作內容。這部分因為不同的經理人而有不同的定義、邏輯

配置與參數，但大體上可以分為下列幾種：

1. Trend following---以追蹤中、長期價格趨勢為主，並將資金分散至眾多市場。
2. Trend reversal---在流動性佳的市場中追蹤價格的轉折點。
3. Contrarian---反向操作或稱逆向操作。

圖十 Trend following



我們看到圖十，在趨勢不變前提下，基金經理人會不斷的買進部位，建立多頭趨勢中的最大部位，並追求最大利潤。也就是說基金經理人會在市場出現Trend reversal時，就算是上漲趨勢也會進行賣出動作。

風險管理能力是基金經理人的成功關鍵

以上所提到的部分都是系統化、程式化的操作，基金經理人必須把交易邏輯寫進程式中，讓電腦自動去跑交易訊號。但在實務上，當我們進行交易時，雖然電腦給我們許多方便，也提高我們的工作效率，但還是受到許多外在因素的干擾，就像許多人會因為電腦當機就不能工作，但是對基金經理人或是資產管理人來說，這是無法被接受的情況。

因此，建議交易部門在主觀策略(Discretionary strategies)的研究與建構上不能放棄，務必做到沒有電腦協助也能夠正常運

作、交易，這也是基金經理人風險管理的第一步。

當然，我們都知道CTA利潤來自對市場操作所產生的報酬，但更是風險管理的能力的表彰。2008年，當全球金融市場愁雲慘澹之際，CTA市場中的基金經理人獲利能力已被肯定，但獲利的背後卻是風險管理的技術，特此列舉歐美國家CTA的基金經理人重要的操作觀念與技巧如下：

1. Value at Risk(VaR)---風險值
2. Stress testing---壓力測試
3. Implied volatility---隱含波動率
4. Leverage---槓桿倍數
5. Margin to equity ratios---保證金使用率
6. Net exposures to sectors and different currencies---淨風險暴露比率

在使用技巧上，基金經理人對於這六個項目各有不同的見解，因此在使用技巧上也有所不同，但基本上不會脫離項目數量的組合與參數上的設定。因此，只要投資人把這樣的觀念帶入操作模式，就可說是已經進入CTA的領域之中，再經過時間的考驗與驗證，必能在資產管理上得到真實的技術，創造具有附加價值的獲利。

結語-管理期貨在資產管理中具有高附加價值

在資產配置當中，如何搭配最好的資產組合是所有投資人追求的梦想，當然也是所有基金經理人夢寐以求的目標。我們可以輕鬆的說，要讓績效極大化，而極大化的結果常常跟風險擴大，或是不做風險管理連結在一起。前面提到『緊密連結』的觀念，被美國華爾街稱為『避險基金科學家』的Richard Bookstaber，在他的著作 (A Demon of our

Own Design, 2006年Wiley出版)中提到，對風險管理實例的解釋。

那麼要如何做到不緊密連結呢？第一個就是資產組合之間的相關性要越低越好，如何判斷相關性夠低？可以從下面兩個例子說明。

第一、我們以歐洲某CTA公司的操作績效與台灣境內基金與境外基金作組合之後的比較，而且都是以在2009年初獲獎的基金來做資產配置。

第二、從結論上來說，不論是報酬率、波動率(風險衡量)、夏普值與最大跌幅來看，不是單純的ABC期貨基金的績效是最佳的，而是跟其他不同基金相互搭配之後的結果，才能對投資人的資產效益產生最好的結果。



	2005	2006	2007	2008	2009	平均報酬	波動率	夏普值	最大跌幅
ABC 期貨基金	12.00%	12.82%	8.19%	25.39%	-9.64%	9.65%	15.98%	0.6	-16.85%
寶來台灣卓越 50 基金	6.12%	12.19%	7.19%	-46.34%	61.96%	2.21%	24.16%	0.09	-56.45%
50% ABC +50%卓越 50 基金	9.30%	12.86%	8.13%	-15.27%	22.51%	7.09%	13.88%	0.51	-23.71%
75% ABC +25%卓越 50 基金	10.71%	12.93%	8.27%	3.83%	5.56%	8.66%	12.93%	0.67	-12.18%

	2005	2006	2007	2008	2009	平均報酬	波動率	夏普值	最大跌幅
ABC 期貨基金	12.00%	12.82%	8.19%	25.39%	-9.64%	9.65%	15.98%	0.60	-16.85%
永豐永豐	-12.46%	43.34%	32.80%	-32.42%	71.16%	14.82%	25.87%	0.57	-46.92%
復華中小精選基金	62.54%	12.60%	14.22%	-30.09%	26.83%	13.87%	26.35%	0.53	-33.98%
國內組合	20.90%	27.64%	23.65%	-30.58%	47.99%	15.22%	22.85%	0.67	-40.30%
50% ABC +50%國內組合	16.77%	20.17%	16.90%	-4.54%	16.81%	13.56%	13.43%	1.01	-16.57%
75% ABC +25%國內組合	14.46%	16.48%	12.78%	9.98%	3.01%	11.87%	12.87%	0.92	-11.92%

※2009年之績效為實際至9月底之績效，非年化。

※國內之兩檔基金之選擇，係揀選2009晨星獎獲獎基金中國內股票型管理資產較高者(2009/9月底資料)。

※資料來源:ABC 管理期貨基金公司

※永豐永豐&復華中小精選基金；中華民國證券投資信託暨顧問同業公會網站(<http://www.sitca.org.tw>)

由此，我們可以清楚體認到投資人如何使用管理期貨，也就是期貨基金在資產配置上獲得最佳報酬與最低風險，成為未來資產管理上的顯學。

Feature Report

專題報導

The 2nd Conference on
Cross-Strait Banking and Finance

兩岸金融研討會

兩岸金融研討會，集結兩岸金融界人士

探討

「後金融海嘯之兩岸金融合作展望」





- 兩岸金管單位在2009年11月16日完成簽署兩岸銀行、保險與證券期貨等三項金融監理合作瞭解備忘錄（MOU）後，臺灣大學金融研究中心及中國大陸研究中心與臺灣金融教育協會，特邀請各主要金融相關單位共同舉辦「兩岸金融研討會」，本會亦列名主辦單位之一。
- 此研討會在2009年12月15～16日於臺灣大學集思國際會議中心舉辦，就兩岸金融交流即將邁向新的里程碑，對兩岸金融業未來如何追求成為華人金融新強權進行研討。主辦單位邀集兩岸銀行、證券、期貨、保險等人士，分別以實務及學術面進行深入剖析。
- 在12月15日下午，主辦單位安排了一場「兩岸開放期貨業發展之新契機」座談會，由本會理事長－寶來曼氏期貨期貨董事長賀鳴珩擔任主持人，本會常務理事－元大期貨董事長何富雄及群益期貨董事長孫天山、本會邀請之大陸浙江永安期貨總經理施建軍、台大邀請的上海新華財經副總裁陳松興擔任與談人。席間以兩岸期貨人的眼光及經驗，深入剖析了未來兩岸期貨業之合作議題及發展契機。

兩岸開放後期貨業發展之新契機

撰文：王克庭

兩岸金融合作浪潮中，期貨業似乎不是主流的產業，但是期貨業者很爭氣，早已積極與大陸非官方機構及業者建立了良好的交流與互動，無非就是希望更進一步擴大生存利基，兩岸金融研討會針對「兩岸開放後期貨業發展之新契機」進行討論，就台灣與大陸兩岸的角度，分析兩岸的合作契機。

臺灣期貨業是兩岸金融產業合作之領頭羊

期貨公會理事長－寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩一開始就點出，在兩岸金融監理MOU的架構中，期貨業是現況最單純，也是最容易成為兩岸合作的首選行業，因為兩岸期貨業者的資本額是兩岸金融產業中最為相近的。此外，到目前為止，大陸期貨產業仍以商品期貨為主，而金融指數選擇權等尚未開放，而這些商品的know how上，台灣仍握有較為先進的優勢。

但不容小覷的是，大陸商品期貨在市場中，早已是全世界數一數二的國家，且通路執行力強，電子化普及率亦高於台灣，中國大陸由內而外的發展模式，恰好與台灣由外而內（先引進國外期貨商品再逐漸發展國內期貨商品）的模式恰好互補，彼此可互相學習。



寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩

元大期貨董事長何富雄首先針對兩岸市場優勢進行分析，他以2008年FIA的數據說明，目前兩岸共四個交易所，排名都在世界前20名之內，其中大連商品交易所名列第10名，鄭州商品交易所為13名、上海期貨交易所則是第16名、台灣期貨交易所緊接在第17名，表現皆不俗。

在兩岸期貨市場成交量統計方面（2009年01～11月資料），上海期貨交易所較去年同期成長248.03%（佔全國總量41.20%）、鄭州商品交易所負成長7.11%（佔全國總量20.04%）、大連商品交易所則小幅成長25.93%（佔全國總量38.76%）；台灣期貨交易所同期則小幅滑落為負成長0.25%。

在商品優勢方面，上海期貨交易所以鋅（第4名）、銅（第5名）、鋁（第8名）拿下全球金屬期貨及選擇權的優異成績，台灣則以台指選擇權在全球指數期貨暨選擇權排名第15名。

提到大陸市場有多大，何富雄用簡單的數字就展現出來。他指出，台灣目前有125.4萬的開戶數（含法人戶），保證金水位粗估在1000億新台幣左右；中國大陸市場含法人開戶數約在86.5萬戶左右，保證金水位粗估也在1000億，但幣值是RMB人民幣，相當於新台幣4600億左右，由此可見大陸市場的潛力多深。何富雄提到，兩岸雙方現今經濟及期貨業發展環境都相當良好，且政策、法規配套設施皆完善，有利未來雙方的緊密合作與發展。

資本額水準相近 有利兩岸合作

在目前兩岸金融領域中，期貨業的優勢利基，相較於其它金融業者來得大，何富雄指出，目前台灣前五大期貨商，其註冊資本額加總為48.69億元，而大陸前五大期貨商的註冊資本額加總為45.72億元（新台幣），比例約為1：1.06，若擴大範圍至前10大，其比例也約為1：1.12，顯示兩岸期貨商現今註冊資本額相近，在此基準下，未來不論是在參股合作或合資方面，都有利雙方進一步洽談。

至於要如何緊密合作發展，賀鳴珩指



出，兩岸合作應朝四個方向進行：

- 一、找尋對象
- 二、談投資比例
- 三、應如何評價、互相入股
- 四、合作項目有哪些等多元面相積極討論

何富雄進一步解釋說，兩岸期貨產業的合作項目，在業務面可由幾個方向著手，包括期貨商間可複委託下單，互相擴大市場參與率；期貨交易所相互掛牌，讓商品互補；並同時加強兩岸期貨人才培訓，開放期貨證照相互承認等。

在兩岸期貨商參股合資方式上，何富雄則引用中國期貨業協會聯合研究計畫，其中提到發展階段可分：資訊技術合作、業務戰略合營、資本項目合資等三階段，其中資本項目又有受讓方式、認購方式、新設方式等。

法律結構層次不同 台灣業者須注意

為讓與會貴賓更了解大陸期貨市場的現況，期貨公會也邀請到浙江永安期貨總經理

Feature Report

專題報導

施建軍說明大陸期貨發展的進程。施建軍開宗明義就說，大陸期貨市場成長飛快，但即使如此，整個過程仍然處於「探索」的階段，特別是在法律相關管理的層次上尤其如此。

施建軍解釋，大陸期貨法律體系和台灣有所不同，大陸有大陸證券市場的法律條例，既包括《證券法》、《證券投資基金法》等國家層次的法律條款，又包括《證券公司監督管理條例》等部門層次的法規條例。

「但重點是，期貨方面並沒有期貨法，只有第二層的期貨交易管理條例來監管，由國務院（相當於台灣的行政院）所通過，第三為部門規章（由證監會自訂，也是目前最為管用的規範），第四層面則為自律規則。」他說。

為何大陸的期貨相關法規會是如此設計呢？其實大陸期貨市場的起步時間與台灣差不多，都在1993~1994年左右開始，剛開始是由香港或台灣的商人，在大陸成立期貨商，最多的時候，整個大陸有多達五十多間期貨交易所，發展的太快，衍生出很多問題，大陸期貨市場經歷了從盲目發展到治理整頓，再到理性發展的過程，因此在這過程中，大陸的法律體系才逐漸演化更臻完備，施建軍更常用「探索的過程」來形容這段歷史。

「直到2007年4月15日，大陸正式實施



浙江永安期貨總經理施建軍

了新修訂的《期貨交易管理條例》，將規範的內容由商品期貨擴展到金融期貨和期權交易，也擴大了期貨公司的業務範圍，進一步強化了風險控制和監督管理；相關配套辦法、司法解釋也才隨之調整。」施建軍說到。不過在監管體系則較為統一，目前大陸市場有三級監管體系，分別為證監會、期貨業協會、期貨交易所，最高主管單位為證監會，在每個省都設有監管局作為派駐機構。

特別的是，大陸獨有《期貨保證金監控中心》，是由上海、大連、鄭州三家期貨交易所共同出資設立，主管部門是證監會，主要職責是建立並管理期貨保證金安全監控系統，對期貨保證金及相應業務進行監控；建立並管理投資者查詢服務系統，為投資者提供有關期貨交易結算資訊查詢及其他服務；將發現違反規定的行為，以及可能影響保證金安全的問題，及時通報監管部門和期貨交易所，配合監管部門進行後續調查，並跟蹤處理結果。

產業結構正在改變 法人未平倉量激增

「大陸期貨市場就是：大、快、多」施建軍用簡單的三個字來形容現況。「縮小範圍來談，光是浙江省，工商企業總數約有70萬家，現在只有其中3000多家企業正在進行期貨交易，光是這3000家就可以把市場捧成這樣，可以想見整個大陸市場有多大。」施建軍笑稱—這就是大。

他進一步說明，其實在2008年時，大陸期貨市場的相關人士都普遍認為2009年形勢將很悲觀，但2009結束後實際發現，整體市場仍然以50~60%的成長率持續飛速發展，這樣的速度，連他自己都很難想像。

截止2009年10月為止，大陸期貨市場投資者開戶約有86.5萬戶，較2002年時增長了12.36倍，除了總開戶數成長外，參與者的結構也正在轉變，以往被形容為散戶市場的大陸，在去年起，法人機構開戶數較往年激增，且未平倉量也達到45%以上，因此，他認為以後不能以散戶市場來概括大陸的期貨了。

挾優勢進軍大陸 台灣的機會在哪裡

在研討會中，台灣業者代表及大陸業者代表都分別就各自的觀點提出SWOT分析，何富雄認為，台灣期貨商跨足大陸市場的優勢有：自營與造市經驗、CTA發展經驗、資訊與系統技術、策略與產品能力、風險管理

能力、期貨交易輔助人IB通路及客戶關係管理能力等。

施建軍也坦言，台灣在很多細節方面勝過大陸，他身為中國金融期貨交易所籌備市場組的副組長，必須規劃許多籌備工作，而他研究的對象就是台灣，舉例來說，商品合約的內容設計必須相當嚴謹，目前他們研究的就稍嫌粗糙，但台灣規畫的就很仔細，顯示台灣研究優勢利基。

他指出，在營銷管理及宣傳策劃方面，台灣團隊的能力相當令人折服，特別是台灣在開發新業務速度很快，例如：顧問事業、經理事業、期貨信託事業等，「若是這套方法用在大陸，可能超過三分之二以上的期貨商都會被打掛。」施建軍笑說。

此外，台灣所擁有的IT技術也是中國短時間難以追上的，在此說的IT技術並不僅是硬體規劃，還包括軟體功能設計，台灣能用最棒的策劃能力，加上好的硬體設備，稱得上是最優良的IT能力，大陸在這部分進步雖快，但仍與台灣有一段差距。

施建軍也提到，台灣在教育方面很成功，台灣畢業生在溝通方面的能力很強，這對於培育產業新秀及開發新客戶上都很有幫助，大陸市場雖大，新的客戶群也需要再教育，但目前缺乏師資及方法。「我們很歡迎台灣的畢業生前往大陸工作。」施建軍不忘順便招攬台灣人才。

兩岸合作意願高 重點是速度要快

現在提到兩岸的合作，大家都抱以高度期待，但是何富雄站在制高點思考，他認為兩岸合作還是有風險存在，必須小心以對，不能一股腦的就栽進去。他指出，以散戶主導的大陸期貨市場，波動率明顯較高，使得作業風險控管更顯重要，且目前兩岸期貨商合作模式尚在談論階段，持股比率限制尚待確定，在2005年開放CEPA後，有太多資金借道港澳到大陸投資期貨商，因此反倒被限制了，這點應列入ECFA中詳細洽談。

施建軍則說，目前大陸有177家期貨公司，台灣業者要找到一家談合作應該不難，且合作模式其實都可以再談，但重點是速度要快。

他進一步解釋說，大陸發展得實在太快，以永安期貨來說，現在（2009/12/15）資本額是人民幣一億八千萬四百萬，2010年預計會增資到五億八千萬，目前每股淨值約2元多，但經過公開市場交易後，預計會到10元以上，屆時要談股權交換，台灣業者會很吃虧。

賀鳴珩也表示，在先前參訪大陸期貨業的過程中，許多業者都表示，未來只要大陸的股價指數期貨一開放，將會有增資的強烈意願，這意味著將來大陸股價指數商品開放後，台灣期貨產業若沒跟上，其規模門檻距離（註冊資本額）將被快速拉開，要談合理

的股權交換就更加不容易了。

何富雄認為，台灣期貨商未來理想合作對象，應有四點共識：

- （一）雙方具長期合資或參股誠意，明確認同公司的長遠發展；
- （二）雙方具共同的經營理念及接受循序漸進的合作方式；
- （三）雙方處理問題主次分明，並衡量利弊得失及目標長而久遠，進而創造雙贏；
- （四）雙方能根據實際需要進行組織的調整、人員的配置與業務面的相輔相成。

兩岸合作應放眼全球市場

群益期貨董事長孫天山指出，國際知名的大型期貨商，在全世界各期貨市場都有交易席位，客戶只要一套保證金，就可以交易全球各市場商品，且從下單、結帳、報表、結算等作業一氣呵成，非常的便利，還可以做融資、借券、保管業務等，但台灣的期貨商只限於LOCAL生意，國內交易者雖然可以購買海外商品，但外資交易人進來卻只能做台灣的商品，不能操作海外的商品，因此台灣長期以來一直被限制在有限的市場裡，若不改變，未來很難和中國大陸及全世界競爭。

「雖然如此，但台灣期貨商並不是沒有

夢，若有機會跟大陸期貨業者合作，即使不能做國際型期貨商，至少可以從大中華圈的期貨商做起，從兩岸三地，逐步跨足到新加坡等大中華圈市場。」孫天山說。

施建軍則呼應說，其實兩岸期貨業者合作，可以共同前往美國市場發展，因為美國期貨市場並沒有限制資本額，大陸業者可以與台灣業者共同前往美國市場，共同設立新的期貨公司，共同向外開拓新市場，這也是相當可行的方式。

「台灣前進大陸的另一個機會，就是創新研發能力。」孫天山說，面對大陸的快速發展，台灣期貨商應思考如何維持創新能力，才能在兩岸合作中擁有優勢。他解釋到，台灣金融期貨商品的發展，幾乎已經走到極限，但大陸不同，光是浙江一個省，就有這麼多中小企業對期貨商品有需求，因此，台灣期貨商應把創新研發的技術帶進去好好發揮。

「把台灣精緻而專業的能力，帶進市場大且發展快的大陸市場，將技術發揮到淋漓盡致，將隱性需求轉化為顯性市場，這就是台灣厲害的地方。」孫天山興奮的形容。

大陸官方保守，市場卻可期待；台灣業者應審慎以對

曾在台灣肩負期貨市場開拓重責的陳松興（現為上海新華財經副總裁），對兩岸事務及發展相當熟稔，在兩岸金融監理



MOU簽訂後，他卻站在較為保守的角度來看，「舉例來說，大家都認為大陸的金融期貨指數商品發行在即，但以我的觀察，並不會那麼快。」陳松興說。

熟知大陸官場文化的陳松興認為，大陸股指期貨並未如大家預期這麼快地開放，從金融海嘯後，大陸官員對於衍生性金融商品的態度轉趨保守，就能觀察出端倪，許多官員心存「不出錯最好，以免烏紗帽不保」的保守心態。

因此，陳松興特別提醒有意前往大陸發展的期貨商，在兩岸交流體系上，並非雙方業者說好就好，官方的交流其實最為重要，若能拿到官方許可文件，這樣的交流將更具有保障及實質意義，可千萬別忽略了體系上的差異。

從長期歷史高度來看，大陸期貨發展應仍屬於起步階段，二十一世紀與二十世紀兩



者最大的差異，在於二十一世紀大家更注重的是糧食、原物料、能源，以大陸的環境來看，完全掌握了這個趨勢，因此沒有理由否定大陸市場商品成交量的放大。

「但不可諱言的，大陸市場絕對是二十一世紀最重要的戰場」陳松興坦言。

二十世紀全世界傾力發展衍生性金融商品，卻在二十一世紀前十年內，跌了最大一跤；在未來大趨勢裡，商品期貨絕對比金融期貨還更為重要，而中國正好掌握了這個趨勢及市場，因此，未來的主力戰場，跟中國絕對脫不了勾。

雖然在大陸市場打仗會很辛苦，無法擁有主場優勢，但根據陳松興長期觀察下，他認為，未來人民幣的國際化是無法阻擋的趨

勢，人民幣影響範圍涉及國際總體經濟發展，相關的期貨商品應可被預期及期待，台灣自傲的商品研發及創新能力也應著眼於此，才能在世界的潮流中取得一席之地。

期貨業者的三大訴求 兩岸共創雙贏

代表臺灣期貨業者的賀鳴珩理事長最後說到，期貨業者對於兩岸期貨業的交流議題上，有放寬期貨業者雙向投資、開放兩岸從事期貨交易、相互承認期貨專業證照制度等三大訴求。

賀理事長認為，臺灣的期貨業者在金融類期貨發展、國際期貨市場、選擇權交易實務、外資法人服務、自營造市、風險控管，以及IT技術面，均擁有豐富的經驗；經營項目包括了期貨經紀、期貨自營、期貨顧問、期貨經理與期貨信託，未來尚有店頭槓桿交易等，業務項目多元且完整，這些都是未來兩岸期貨業合作，臺灣得以勝出的利基。

他提出，未來兩岸期貨業者可以密切交流，同時需要就日後合資的議題，如：合資對象如何選定、投資金額如何設定、本益比如何設算，以及業務項目如何互補等展開探討，這也是雙方必須仔細評估的重要事項。賀鳴珩說：「我們希望透過互惠合作的方式，提升兩岸期貨業者新的契機與方向，創造雙贏。」

CNFA

首屆「大專盃期權PK賽」開賽

207隊、621人次競逐冠軍20萬獎金

- 期貨市場在2005年全年成交量就突破了億口大關，但在市場有5成以上都是選擇權造市者（Market maker），一般投資人的交易比重卻逐步下滑，儘管在2008年金融海嘯後，對於使用期貨商品避險的概念提升，但國內投信、銀行、保險等國內法人投資比重仍微乎其微。
- 對於期貨市場的百年大業，期貨公會、期交所、經濟日報及金融家資訊，在2009年第四季聯手打造「大專盃期權PK賽」，為整體期貨市場向校園紮根。此次活動吸引全台各大專院校207隊報名，621人次，競逐20萬元的冠軍獎。



寓教於樂，從虛擬交易中結合理論與實務

積極推廣期貨於校園，發掘潛在菁英至市場

撰文：賴育漣

集思廣益，首屆「大專盃期權PK賽」於焉誕生

2009年9月期貨公會顧問業務委員會，移師到原聯合報大樓8樓的經濟日報會議室，由公會秘書長謝夢龍主持，該會顧問業務委員會召集人大華期貨總經理任俊行及期交所、經濟日報等相關人員共同集思廣益，苦思如何舉辦真正對市場教育有幫助的活動。

其間凱基期貨協理許庭禎提出，以大專院校在學學生為目標客群，舉辦虛擬的交易競賽，除了讓學生透過虛擬交易，真正接觸期貨市場每日交易的脈動。鑒於學生的交易實務經驗不足，因此會議中許協理又提出，以期貨公會顧問業務委員會委員，仔細剖析參賽隊伍的投資組合，讓學生們將理論與實務結合，除了達到寓教於樂的功能外，同時

播下期貨種子，讓這些參賽的學生對期貨市場產生興趣，成為未來期貨市場的生力軍，這個提案立即獲得與會人士一致的認同。

最難解決的虛擬交易平台部分，則委由金融家資訊配合，提供期貨每日實際行情波動及交易情況，讓參賽隊伍得以用最為貼近市場真實情況，進入市場擬真交易。首屆「大專盃期權PK賽」在各個環節的配合下，於焉誕生。

207隊、621人次參賽，競逐獎金20萬元

從9月底開放至10月8日報名截止前一周，首屆大專盃期權PK賽即已爆滿，在北、中、南大專院校報名踴躍的情況下，總計有207隊共621人參賽，爭取20萬元的冠軍大獎。分析此次參賽的隊伍，中部院校計76



隊、北部66隊、南部有60隊，參與區域頗為平均。東部學校有兩隊報名，外島的國立金門技術學院也有三隊參加。其間以院校區分，報名參賽隊伍最多的是中部的朝陽科技大學及僑光科技大學，分別超過24隊及18隊，台灣大學亦有五隊參賽。從整體來看，參賽隊伍遍布全台，而期權PK賽引爆學生間的話題，催化全台各大專院校的青年學子們對期貨市場的重視。

競爭激烈，初生之犢不畏虎

比賽期間從2009年10月22日至2010年1月20日，分為二階段進行。第一階段（10/22~12/16）採取績效排名，初賽由207隊中取50隊；複賽再從50隊中取八隊；第二階段（12/24~2010/1/6）則採單淘汰的PK賽，決賽勝出者的兩支隊伍，於2010年1月7日至20日進行總冠軍賽，勝出的隊伍將獨得20萬元的高額獎金。

這次大專盃期權PK賽，競賽規則中擬定，以國內指數類期貨及選擇權最近月商品

作為投資組合，虛擬資金以500萬元為限，透過金融家模擬交易平台，根據台灣期貨市場當日的行情模擬下單。根據競賽規則，初賽、複賽至少須有十筆以上；準決賽、決賽及冠軍賽必須要有五筆以上的交易紀錄。

207隊在2009年10月22日進場開賽，第一階段的初賽在11月18日落幕，取其績效的前50名，第一階段中，初賽的冠亞軍是遠東科大清心福全隊及育達科大，在先前單周結算未進入前五名的狀況下，兩隊最後奮力一搏，勢如破竹，以累計獲利198.15%、141.92%打敗其他競爭對手。分居三、四名的清雲科大財金隊及高應大大富翁隊的績效也都很優異，四隊晉級的績效都在114%以上，以開賽僅一個月的交易時間，獲利率就超過一倍，表現十分亮眼。在50隊的績效中，清楚顯示獲利率沒有超過一成的隊伍，根本無法取得複賽門票。只是這些獲勝的隊伍，績效的震盪頗大，未來以真正的資金在市場上操作，若能維持穩定績效，勝率應會更大。

前八強出列，取得進入總冠軍賽的門票



第一階段初賽50隊勝出後，績效全數歸零，重新以500萬元的虛擬資金交易，第一階段的複賽則歷時一個月，從11月19日~12月16日止，前八強脫穎而出。八隊的單月績效都在七成以上，第一名由曾獲周冠軍的台南科大財金隊，以192%績效傲視群雄，第二名的育達科大梅子綠隊也下創107%的佳績。

進榜的參賽學校中，朝陽科大是大贏家，總計有朝陽棒棒棒、朝陽科大歡喜就好及朝陽科大三仙女三隊進榜；其次，則是育達科大有梅子綠隊及多多綠隊雙綠闖關，不僅為學校爭光，也為自己拿下20萬元總冠軍賽的入門票。

從前八強勝出的賽況可發現，除了第一階段複賽排名第三名的高應大大富翁隊，初賽時以第四名進入複賽，其他的隊伍初賽時都在十名外，朝陽科大歡喜就好隊，初賽名次為第45名，差點被落在複賽門外，複賽時重整旗鼓，一舉以77%的績效揚眉吐氣，透過操作證明了在期貨市場機會無窮，不到最

後一刻，不能斷言輸贏。

中南部四校進入冠軍PK賽

2009年12月30日摩台期拉高結算，大專盃期權PK賽的前四強出爐。由南部的高應大大富翁隊、台南科大財金隊、南台科大開高走高隊，以及中部的朝陽科大歡喜就好隊勝出，其中高應大大富翁隊以8.57%正報酬拔得這一個階段的頭籌。

第二階段採取分組競賽，並非以排名績效做評比，而是取勝出隊伍的方式進行。8隊中取四強參加准決賽。其中最為可惜的應是育達科大多多綠隊，在結算的最後一個交易日，多多綠隊一口氣追回10.03%的獲利，將累計的虧損降到4.49%，排名第四，無奈多多綠隊對上的是在第二階段表現最佳的高應大大富翁隊，該隊一開賽累計獲利從未是負數，前二個交易日的績效就高達11.3%，穩居四隊之首，讓多多綠隊飲恨未進入前四強，交出了決賽的參賽權給朝陽科大歡喜就好隊。



四強最後的拼鬥，將在2010的1月20日晚間產生冠軍，不論鹿死誰手，相信從這一次「大專盃期權PK賽」，已經給所有參賽者最好的期貨實戰體驗，也讓青年學子們，對於未來是否能夠進入期貨市場，有了初步的認識。

專家講評－對八強的期許與建議

這次「大專盃期權PK賽」透過虛擬資金及與市場同步模擬交易，在第一階段初賽及複賽的成績中，排名冠軍的隊伍都以將近2倍的績效勝出，雖然從下單的部位分析，可以看出部分隊伍難脫模擬競賽的「梭哈」心態，不少隊伍績效多空的關鍵點多在2009年12月初的三合一選舉。

期貨公會顧問業務委員會委員，也是凱基期貨顧問事業部協理許庭禎，發表對此次競賽的評論。他說，2個月下來的結果，比當初預期要高出許多，參賽隊伍其實相當用心。許庭禎每日都審視參賽同學的投資部位，發現不少隊伍其實相當認真，在交易過

程中，會不斷地思考專家苦口婆心提示的「避險」概念，前八強能走到這裡，證明他們至少初步了解在逆境中如何改變。

但因為是虛擬競賽，許庭禎觀察以參賽者每日進出的部位來看，前八強每隊都算是超級大戶的單量，若是真正在市場下單所費不貲，因此，他建議這些參賽者，未來真正在市場交易時，仍須考慮成本問題，以及分散風險的概念。若能夠將交易再分散到更多不同的商品上，例如商品間的套利策略，增加獲利率，會讓投資組合加分。進入PK賽後，因為交易的天數短，一有劇烈變動就會敗北出場，因此必須要掌握留倉與當沖的比例，且一旦發現部位大舉虧損之際，一定要迅速離場，才能避免大幅虧損拖累績效。

元大期貨投顧副總洪守傑也認為，兩兩廝殺不管績效多好，只要差1%還是輸，在市場中，沒有對錯，只有輸贏；更甚者，只有贏家才能屹立在市場中。除了在虛擬競賽中求勝外，若能趁此際學會掌控自己的投資組合，追蹤績效，在模擬競賽中以500萬元賺



一倍，未來可以以真正10萬元的資金賺二成，更是終身受用。

八強頒獎盛會，鼓勵後進，期許未來

爲了鼓勵這些進入前八強的參賽隊伍，表彰他們的優異表現，在2009年12月21日，舉辦單位也進行了「大專盃期權PK賽」八強頒獎典禮。席間邀請了八強的隊伍、期交所、金融家資訊、期貨公會期貨顧問委員會及市場推廣委員會召集人及委員等均列席參加。

頒獎典禮由期貨公會秘書長謝夢龍親自主持，並準備了獎盃及獎品頒發給八強，讓前來領獎的參賽學生均倍感振奮。擔任頒獎的期貨業者，看到長江後浪推前浪，後輩在比賽中的表現，充分感受整體市場充滿了朝氣及希望。在前八強出爐後，非參賽者也可透過經濟日報網路票選冠軍隊，只要猜中就有機會獲得小筆電一台，更將整體賽事的精彩度推向高峰。

謝秘書長在致詞時提到，儘管操盤不可

能是一路長紅，其間總會有起落，他也勉勵勝出八強的參賽學生，「不經一事、不長一智」，與其說操盤是藝術，倒不如視作是智慧的展現，唯有透過智慧的運用才能征服盤勢，克敵制勝。

對於此次的競賽中，大獎20萬元由冠軍隊一隊獨拿，謝夢龍說到：「贏了就是諸葛亮；輸了就跟豬一樣」，雖然這是一句玩笑話語，卻也充分地反應出操盤人面臨的壓力。他強調，這次大專盃期權PK賽的平台，傳達出多元的意涵，除了參賽有機會奪得高額獎金外，他們也都是期貨市場的潛在菁英。謝夢龍鼓勵所有參賽者，活用自己在學校習得的知識，將來不僅有機會進入期貨市場服務，也可能成爲一輩子的交易人。

這次PK賽，還可以讓期貨商藉機徵才，當日到場的群益期貨董事長孫天山及大華期貨總經理任俊行，除了勉勵參賽者也順勢徵才。孫天山指出，現階段期貨市場經紀業務已無強大的爆發力，更是進入微利時代，專營期貨商比的是自營獲利，從此次賽事中發現不少參賽隊伍是「初生之犢不畏虎」，但



參賽的同學必須了解，老闆想要的是資金的管理及風險控管，長期穩定的績效最能獲得青睞。

任俊行也認為，此次的賽事讓參賽者不光從書本看交易策略，以大華期貨針對投資人提出一連串海龜計畫的訓練經驗，從上課到真正進場實際比賽，還是有相當大的落差，真正進入市場上廝殺，因為行情的變動會真正影響到部位的獲利，因此看行情將有產生相較於以前不同的情緒，這是很不錯的經驗，但還是同樣的觀點，單日獲利上千萬元，老闆不見得會高興，因為穩定的獲利更重要。他希望這些青年學子，從此次賽事獲得寶貴的經驗，未來有一天他們也會有機會站在台上成為頒獎人。

期交所副總經理邱文昌則認為，參賽隊

伍從此次比賽的經驗，可謂拿下一窺期貨市場堂奧的門票，台灣國內期貨市場發展12年的歷程，期交所二度拿下衍生性商品風雲交易所的頭銜，量能大，市場上高手如雲，透過比賽以及未來不斷的學習，擴充交易策略，才能真正在屹立市場上。

此次大專盃期權PK賽最重要的推手是金融家資訊，這次完全為市場奉獻，無償提供交易、撮合及帳戶計算等平台及服務，金融家資訊總經理林維棟指出，公司開發出的期貨交易平台為工具，目前已經歷時四年仍不斷改進中，期貨商品堪稱為20世紀最偉大的發明，因此金融家資訊的交易系統也會隨著期貨市場不斷演進，若參賽者或市場交易人對該平台有任何意見，都可以向金融家建議，讓系統更進步、更符合交易人需求。

CNFA



八強得獎感言 一致推崇指導教授

從比賽中學習人生經驗是最大的收穫

撰文:王克庭

在期交所、期貨公會的共同策劃下，推出校園期權交易競賽－2009年大專盃期權PK賽，在第一名獎金20萬元的吸引下，207隊經過一陣廝殺後，前八強在一月上旬出線，在公會舉行的頒獎典禮中，除了有主辦單位及期貨業的高階主管訓勉鼓勵外，得獎的學生代表也一一上台闡述得獎感言，不約而同的，每位代表上台後的第一句台詞，都是感謝帶隊指導教授，尊師重道之情溢於言表，令人倍覺可貴。

做好情緒管理 習得團隊合作精神

由於這次比賽是以三人一隊為主，個人主義在此行不通，因此，選擇隊友也成爲一門學問。育達科大《梅子綠隊》隊長陳錦池就表示，選擇隊友時需要具備相同的投資理念，且時間上能夠互相配合，能夠有耐心、持之以恆，最重要的一點就是要有良好的情緒管理能力。

「此次的競賽使我們體悟到情緒管理的重要性。做事情若不能夠先管理好自我的情緒，不能夠接納他人的意見，或是過度壓抑自己的想法，不敢勇於表達，結果只會做出



錯誤的判斷，或是增加團隊中的摩擦。」陳錦池說。

朝陽科大《歡喜就好隊》隊長陳俊方也說，隊友必須是冷靜的、具敏銳的觀察力、有市場的洞悉力、可溝通的協調力。因爲市場上充斥著滿天飛的小道消息，只有具備冷靜的思考，才能過濾掉雜訊，給予最正確的建議，才能使團隊一起穩定獲利與成長。

有趣的是，在比賽的淘汰的過程中，有幾個敗戰隊伍開始找尋策略聯盟夥伴，提供適時的建議，成爲影子隊友，這種「成功不必在我」的心態，值得給予掌聲鼓勵。

觀察對手，檢討戰略是致勝關鍵

這次參賽的隊伍中，不乏許多身經百戰的參賽者，例如朝陽科大《歡喜就好隊》隊長陳俊方就參加過類似的比賽。心思細膩的他，深知要贏得比賽，絕不是自己悶著頭操作就好，「知己知彼、百戰百勝，先觀察其他隊伍的操作模式，再適度調整自己的操作策略，以達到績效及良好風險的控管。」陳俊方說。

目前排名第一位的台南科大《財金隊》隊長陳彥竹則表示，在整個比賽過程中，並沒有固定的操作策略，「順勢操作，不違背市場趨勢」就是《財金隊》奉行不悖的哲學。

由於這次競賽的時間不算短，在過程中一定會有當「諸葛亮」跟「豬哥亮」的時候，然而學生畢竟只是學生，沒有真實的經歷過戰場，今天贏了能不能持盈保泰、明天輸了能不能再站起來，也成為這次競賽中的一項重要考驗。

育達科大《梅子綠隊》隊長陳錦池回憶起在2009年11月底杜拜危機之前，香港、大陸股市大跌，他們預期台灣也將大跌，當下直接佈空單，果然台股第一天小漲後，第二天一開盤就大跌，獲利將近50%，那天連走路都有風了。

「對自己不夠自信，卻也成為《梅子綠隊》的致命傷之一」。在操盤的過程中，《梅子綠隊》時常不夠耐心，明明認定走勢，卻又因信心不足而一再的改單，也因為

如此，讓原本可以獲利的單，更動後卻變成了虧損。「在比賽結束前的幾天，也因為緊張的關係，亂了陣腳，下錯單的比率更為提高，累積起來光是因為下錯單所導致損失及手續費，就將近15%」陳錦池坦言。

陳錦池指出，失敗了，要檢討錯在哪裡，往後多加注意，並忘記那次錯誤的心情，不能因為這樣而影響了下一步的操作，如果認為決策不妥，應重新研究盤式形態、價量、籌碼及各項技術指標，確定方向後再重新下籌碼，以面對下一個戰局，獲取利益。「一次的失敗不代表失敗，但如果不從失敗中學取經驗，那也只是一直重複著失敗的道路！從哪裡跌倒就必須從哪裡在站起來！」相信《梅子綠隊》已學到了教訓。

《歡喜就好隊》隊長陳俊方也說，在準備進入前八強時，因為風險考量，多數時間都以當沖應對，但在12月10日當天發現，期貨在7600點有強力支撐，團隊討論過後冒險留倉，果然隔天開盤後開高走高，讓《歡喜就好隊》獲利將近一百點平倉出場。

不過，面臨到進入冠軍賽的結算壓力下，《歡喜就好隊》隨後就遭遇挫折，在1月6日當天期貨大漲143點時，多單在8245點時先獲利23萬平倉出場，沒想到之後期貨／現貨均屢創新高價，在不清楚競爭對手的操作方式下，緊急在8300點反手佈局空單，行情仍然持續走揚，讓先前的獲利全數吐回，相當可惜。

面對意見紛歧時的解決之道

一旦操作失利，團隊之中難免會有互相責怪的聲音出現，《梅子綠隊》就遇到團隊出現裂痕。

「每天早上開盤前，我們會在系上辦公室開會討論，過程中大家意見時常不一致，時常有紛爭，弄的大家都不開心，甚至把氣氛搞的很僵，有幾次還差點吵架。」陳錦池坦言。

經過幾番討論過後，《梅子綠隊》決定採用分工合作的方式，負責下單的同學就依照收集資料的同學意見，作為下單的主要方向，盤中若有其他變動再調整，大家認同不一樣時，就搬出神主牌—指導老師，再由大家表決的作法。

《歡喜就好隊》在隊友有不同想法的時候，則是統籌由隊長決定投資方向（因為隊長號稱具備五年以上的操作經驗，身經百戰），且盤中臨時討論容易錯失良機，隊友有意見則等到盤後再做進一步的討論及建議。

《財金隊》的做法就更為平和，就是奉行「績效至上」，把每位隊員的意見進行歷史回溯測試，選出長期績效最佳者為首選策略，而這樣的討論方法也讓《財金隊》在八強中暫居榜首，表現相當亮眼。

給主辦單位的建議

在這次的競賽中，所使用的交易系統為協辦單位《金融家》所提供的交易平台，該交易平台採AP下單與市場同步即時交易，見價及見量成交，與市場現有期貨商所使用的電子交易介面極為相似，學生透過模擬交易系統下單後，該筆委託即進入金融家資訊的撮合主機，主機會依市場委託單價格與委託單數量的資訊判斷該筆委託是否會成交，這是一個相當貼近市場真實交易的平台。

暫居第一的《財金隊》隊長陳彥竹表示，金融家資訊提供的交易軟體功能真的不錯，在技術分析和操作下單的介面都相當的好用，若能在選擇權與期貨的【成交速度】上能夠再加快些，就更棒了。

《開高走開隊》隊長李明蕙則指出，在競賽使用時，市價單無法一直掛著，必須重複操作，感覺並不是很體貼；不過整體來說介面設計相當不錯，很好上手。

《梅子綠隊》說，《金融家》的下單方式簡便、淺顯易懂，並且在即時資訊的部份，除有一般看盤軟體都具備的功能外，還可以將視窗做分割，在觀察不同商品動態時，可省去切換畫面的困擾。此外，《金融家》相當重視參賽者的意見，競賽初期曾出現登入困難的問題，經反映後，《金融家》立即作出改善，感受良好。

主辦單位及業者的建言

在八強頒獎典禮上，除了期交所、期貨



公會及金融家的長官代表上台勉勵八強隊伍外，包括凱基期貨副總許庭禎、元大期貨副總洪守傑等操盤高手，也都上台給予八強隊伍一些相當值得深思的意見。

凱基期貨的許庭禎指出，就他的觀察，參賽隊伍普遍存在著【賭一把】的心態，使得操作績效波幅過大，今天賭贏績效衝很高，明天輸了就土、土、土，一來一回間的績效落差甚至高達70~80%之多，這在現實環境中，是很難被接受的。

「試想有哪一位老闆可以接受今天賺100萬，明天倒賠200萬這種大起大落的操盤人。」許庭禎建議，參賽隊伍應把心態放穩，在穩定成長中去追求績效。

參賽隊伍除了想【賭一把】外，還忽略了現實中，必須考量交易手續費成本的細節。「就我的觀察，許多隊伍都採用當沖不留倉的策略，這雖然相對安全，但是過高的交易頻率，會導致交易手續費成本快速墊高，如此反而影響績效表現。」元大期貨的洪守傑點出另一個問題。

針對業界高手的建議，許多受訪的團隊不具名的坦承，梭哈賭一把的心態絕不可能完全隱藏，至於手續費成本則盡量由獲利去cover，「畢竟這是一場虛擬競賽，第一名獎金20萬才是重點呀～」他們俏皮的這樣回應。但是，認真說起來，這群學生還是認同這些市場老手的建議，並從善如流，以積極挺進冠軍之路。



巴西期貨市場介紹

撰文：陳怡廷

巴西期貨市場之歷史沿革

在2008年3月之前，巴西擁有兩個交易所：巴西商品期交所(Brazilian Mercantile and Futures Exchange, 簡稱 BMF SA)與巴西聖保羅證交所 São Paulo Stock Exchange, 簡稱 Bovespa)。兩方董事會爲了結合彼此的業務，決議在2008年3月26日合併旗下交易所，更名為BM&F Bovespa(詳見圖一)，提供投資人單一窗口的交易服務 (one-stop shopping)，讓投資人可以在一個交易所內買賣股票、商品期貨、匯率及債券等不同的金融商品，甚至結算交割、證券借貸、集中保管、場外交易登記等服務，皆能於此處完成。根據國際諮詢機構的研究，此舉合併能大幅降低交易所25%的營運成本，進而提升巴西資本市場的效率。

圖一-BMF合併組織圖



開放措施與管理制度

巴西官方從90年代始逐步開放對外資的限制，允許外資自由進出交易市場。1999年12月，巴西期交所推出了以美元計價的農產品（白糖、棉花、阿拉比卡咖啡和大豆）期貨合約。同時也訂定了一系列對境外投資者的監管制度。2000年1月，巴西中央銀行頒佈了巴西國家貨幣委員會第2687號法規，專門管理農產品合約，允許巴西境外投資人、外國基金和投資機構在巴西市場交易。同年3月頒佈第2689號法規，專門管理各類投資組合，進一步規定境外投資人必須指定一名當地代表申報交易事項，並且規定投資人所持有的金融資產必須於通過巴西證券交易委員會或巴西中央銀行認可的機構託管。

另一方面，爲了使巴西證券市場更加穩定安全，BM&F Bovespa於2000年引進了Novo Mercado體制(企業高管理制度)。該制度採企業自願方式，凡是符合政府對公司治理的標準，如：提供透明化財報以及揭示管理人和控股股東的持股狀況、掛牌公司自由流通的股份比例不得低於25%，即可在Novo Mercado的平台掛牌上市。

由於巴西市場的基礎制度和法規接近國

際標準，因此吸引了許多外國機構在巴西掛牌上市。2008年巴西成爲世界第四大的IPO市場，2009年4月，72%的IPO皆通過Novo Mercado的相關規範。

交易流程

巴西政府簡化了境外投資人參與巴西期貨市場的流程，只需滿足以下步驟：

- 1.於巴西交易委員會(CVM)註冊申請核可(外國投資者可選擇網路註冊，並且會在24小時內收到核可證明)。
- 2.選擇巴西的一家期貨經紀商爲代表人，將資金提存在保管機構即可投資，同時，巴西政府將提供投資人稅號，以利追蹤查詢。

巴西政府爲鼓勵境外投資人投資本國金融商品，對境外投資人實施免徵資本利得稅和股利所得稅，因此其投資成本僅包含：

- 1.BM&F交易費用(對於特定高頻交易者，BM&F Bovespa會給予折抵，相關內容將於本文後段做詳細介紹)。
- 2.交易稅：巴西政府將依市場交易熱度調整交易稅。今年十月由於市場過度投機，巴西政府針對短期外資匯入課徵2%的交易稅。

至於期貨投資人，則需要另外繳交託管銀行的費用和經紀商費用。

交易方式

過去，巴西商品期貨的交易方式主要以人工交易爲主(Traditional open outcry)。1999年開始，巴西交易所整合了Mega Bolsa、GTS-Global Trading System、Home Broker和Web Trading，目前已全面改爲電子交易(electronic system)，成交方式採逐筆撮合。由於BM&F Bovespa與芝加哥商業交易所集團(CME Group Inc., CME)相互持股，BM&F Bovespa擁有CME的2.18%股份、CME持有BM&F Bovespa的10%股份，因此2008年初開始進行協議，計畫將CME的Globex連接BM&F Bovespa的全球交易系統(Global Trading System，簡稱GTS)，讓全球80幾個國家的投資人能輕易地透過Globex交易巴西的衍生性商品。

另一方面，BM&F Bovespa建立了經紀商辦理電子式專屬線路下單(Direct Market Access，簡稱DMA系統)。傳統的DMA分爲兩種：第一種是投資人和經紀商簽署合約，便可直接將委託送至經紀商封閉型的網路專線，通過電腦審核，即傳送到交易所進行委買委賣。第二種則是投資人通過DMA直接連結至交易所進行委買委賣。透過以上兩種方式，委託人皆可藉由DMA專線獲得第一手的交易資訊。通過DMA參與巴西資本市場的交易者逐年成長。(詳見圖二)



交易時間

BM&F Bovespa的盤前交易時間訂為當地時間(GMT-3) 09:45 am至10:00 am，盤中交易時間為10:00 am至5:00 pm，盤後交易從5:30 pm至7:00 pm，夏令節約時間(GMT-2)則延後一個小時。

結算交割

BM&F Bovespa有三個結算部：衍生性結算部、外匯結算部和資產結算部。衍生性結算部的成立時間最早，主要負責風險管理、遠期和交換期貨契約的交割。外匯結算部負責現金(美元)的操作登記、結算和交割。外匯結算部的交易以帳戶轉帳(PVP)的方式，規定只使用兩種幣別，巴幣(巴西中央銀行的帳戶)和美金(巴西中央銀行核准的對應銀行帳戶)進行交易。資產結算部則是負責國家債券等的期貨交易的登記、結算交割和管理。

中央擔保機構負責清算淨值總額，結算和交割則通過交易所在巴西中央銀行的帳戶

執行。和其他交易所不同的是，BM&F Bovespa擁有自己的銀行，稱為BM&F銀行，可以作為結算部的兌現系統，減少兌現的風險。另一方面，BM&F銀行提供了保證金的帳戶以及交割程序，對於外國投資人來說，所有的交易對手皆是交易所，此舉能將信用風險降到最低。

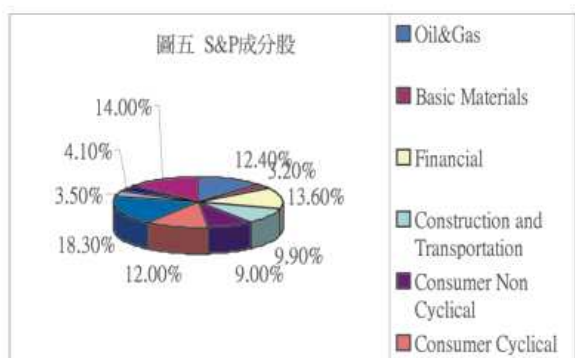
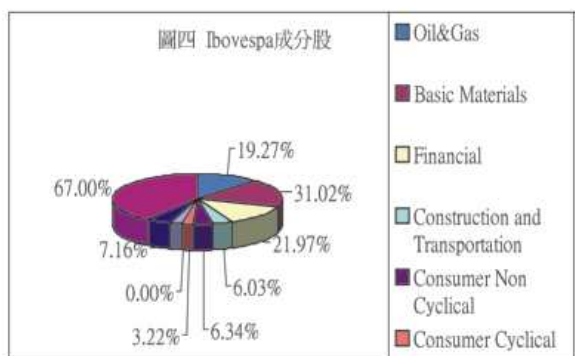
主力商品介紹

BM&F Bovespa的衍生性商品可以說是包羅萬象，包含：指數、利率、外匯、主權債務、交換、選擇權、黃金和農產品(詳見圖三)。以交易量來看，金融合約占大宗，占交易量總量90%以上，其中交易量最大的為利率、外匯和債券期貨。雖然農產品的交易量無法與金融商品的交易量相比，但是由於巴西國民經濟的基礎為農畜牧，其產值、就業人口和出口量的比重都占1/3以上，加上巴西農畜牧產品出口與日俱增，間接促進了巴西商品期貨的發展與國際化。巴西商品期貨以咖啡、肉牛和大豆為主。

圖三 巴西交易商品

現貨	金融衍生性商品	商品衍生性商品
股票	股票指數	阿拉比克咖啡
政府債券	利率	科尼龍咖啡
基金	匯率	糖
企業債券	物價指數(PPI/CPI)	乙醇
黃金		棉花
美元		玉米
		大豆
		肉牛
		小牛

金融衍生性商品中，Ibovespa index是最廣為投資人所熟知的金融商品和避險工具。Ibovespa index是以1968年1月2日市值為基期(設定為100點)，成分股含有石油及天然氣、基本金屬、金融、水電及電信等(詳見圖四)；對照美國S&P500的成份股(詳見圖五)得知，Ibovespa 72%的成份股來自能源、金屬和金融，這三項同時也是S&P500主要的成份股，加上數據指出，Ibovespa和S&P500走勢呈現高度相關，也因此投資人可以利用Ibovespa來與S&P500進行套利或避險；若投資人持有美國能源、金屬和金融的股票，也可使用巴西指數來做避險或套利。值得注意的是，國內近年來風行的金磚四國基金亦可利用Ibovespa進行策略操作。



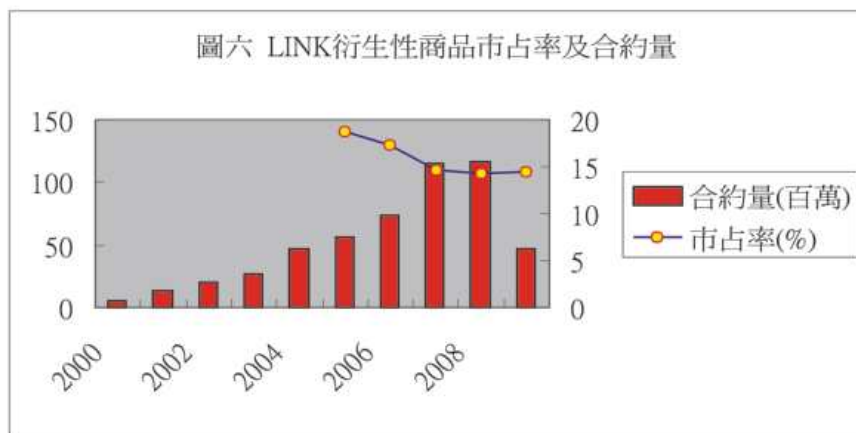
巴西經紀商介紹

隨著金管會於2008年12月22日公告巴西交易所一天期銀行拆款期貨、美元匯率期貨、巴西股價指數期貨及銀行拆款與美元匯率價差交易之遠期利率契約等4種期貨契約為期貨商得受託從事期貨交易之種類後，我國交易人已可從事巴西的期貨交易。但由於巴西官方規定：交易巴西期貨商品須選擇巴西的一家期貨經紀商做代表人，因此本章節將會介紹巴西期貨業者現況，供投資人和期貨商做為參考。

巴西最大獨立經紀商-LINK Corretora

LINK是巴西交易所期貨部門的最大會員，於1998年成立。一開始LINK是以經紀業務以及衍生性期貨交易起家，經過4年的成長，陸續展開證券、選擇權和資產管理等業務。從2002年至今，已成為BM&F衍生性商品業務和獨立經紀業務市占率第一名的會員。(詳見圖六)

由於LINK 穩坐BM&F最大期貨商會員的位子，長久以來便以積極開拓海外業務為營運目標。有鑑於電子交易是外國投資人的最佳管道，而BM&F也全面改為電子化交易，LINK遂投資大量的資本購買硬體設施以及開發交易平台服務外國客戶。一般而言，大多數的外國客戶會選擇CME Globex交易巴西期貨商品，因為Globex分布全球80幾個國家，加上BM&F與CME協議，只要投資人透



過Globex交易，並不需要額外支付CME任何費用，因此許多境外投資人皆願意透過Globex大量交易巴西期貨商品。在09年的7月，透過Globex交易巴西期貨商品者，96.2%皆是LINK服務的客戶。(詳見圖七)

內部控管

所有知名的境外投資銀行，例如：Bank of America、Citi、美林與高盛皆與LINK合作交易巴西商品，其中一項原因，即是LINK建立了嚴格的內部控管制度：LINK的交易員不能使用自己的電腦買賣自己或關係人的帳戶。此外，LINK本身並沒有自營部門；換句

話說，對於境外交易者而言，他們的交易策略以及交易模式並不會被LINK剽竊，再加上LINK只做經紀業務，交易費用相較於市場上的其他競爭者更為低廉。更甚者，LINK也親自向BM&F Bovespa爭取交易所費用的折價，BM&F Bovespa允諾，提供通過電子網路的高頻交易者70%交易所費用的折價，鼓勵高頻交易者參與巴西期貨市場。

除此之外，為了貼近高頻交易者的使用需求，LINK額外對交易所付費安裝了8個併聯主機 (co-location)，占BM&F交易主機的40%，將來回的交易時間大幅降低到0.015至0.020秒。



2009年9月LINK Corretora公司協同BM&F Bovespa亞洲代表人首度來台參訪，希望能透過相互交流的方式將巴西資本市場介紹給台灣投資人，並且尋求與台灣期貨公司開創商機的機會。

巴西其他期貨業者的現況

INTERFLOAT在巴西和LINK相同，是一家是獨立經紀商，也是LINK的主要競爭對手。根據09年10月DMA交易數量市占率來看，兩家獨立經紀商分別位居市場前二名：LINK占了41.96%，而INTERFLOAT則占了15.41%。前五大的其餘三家則是以境外投資銀行和巴西本國銀行為主：第三名為美國的J.P. MORGAN 5.6%、第四名為瑞士的UBS PACTUAL 4.62%和第五名巴西當地最大的銀行ITAU 4.38%。此外，這五家公司，也分別位居以DMA交易Ibovespa index的前五名(十月份交易量)：LINK 29.58%、INTERFLOAT 10.36%、ITAU 4.13%、J.P. MORGAN 3.71%、UBS PACTUAL 3.36%。

但在Ibovespa index和Mini Ibovespa index的市占率排名方面則有些許不同，十月交易量排行前五名有四家為巴西當地的經紀商。以Ibovespa index交易量排名來看，分別為：LINK 45.47%、INTERFLOAT 20.32%、J.P. MORGAN 7.87%、ALPES 5.3%、ARKHE 4.05%；Mini Ibovespa index市占率則是：LINK 48.44%、INTERFLOAT

22.66%、ALPES 9.51%、J.P. MORGAN 8.73%、FLOW 3.55%。

相反地，和LINK最大不同的期貨商是Terra Futuros。Terra在2000年以商品期貨起家，之後才將業務拓展到金融衍生性商品和經紀業務。根據BM&F的官方統計，Terra一直以來在農產品衍生性商品的表現相當不錯，07年時就曾躍居第一，成為BM&F最大的咖啡、肉牛、乙醇的交易期貨商：肉牛期貨交易市占率22%、乙醇交易市占率高達44%。

但由於巴西資本市場發展蓬勃，競爭開始激烈，09年10月的咖啡合約交易排行Terra掉至第五名，市占6.75%，玉米合約交易排行第七，市占3.63%。以肉牛合約的市占率來看，第一名FUTURA占16.21%、LINK 13.77%、ARKHE 13.09%、GRADUAL 11.19%和HEDGING GRIFFO 10.06%，而Terra排行僅十一名，市占率2.22%。與LINK相比，巴西當地期貨商像是：INTERFLOAT、ALPES、ARKHE、TERRA及FLOW等，規模不大，主要業務以巴西本國和南美洲為主，所以在農產品的期貨合約交易量較大，而LINK的重心則是以巴西、北美洲和歐洲為主，因此成為境外投資人交易金融合約的主要經紀商。

結論

巴西擁有850萬平方公里的國土面積和1.8億的人口，是拉丁美洲的第一大國，其經濟發展對拉丁美洲地區以至全球經濟而言皆有著舉足輕重的影響力，因此，奠定了巴西資本市場於全球經濟中的重要地位。即便遭逢經濟危機，巴西的外匯存底卻攀升至2,090億美元，躍居全球第七名，正式從國際債務人轉為債權人，在金融危機發生時，巴西僅僅歷經兩季GDP負成長，2009年第二季GDP負轉正至1.9%。

對於境外投資人，巴西資本市場總歸具有下列好處：

- 1.市場高度流通：巴西資本市場的交易量為全球第三大，具有高度流通性質，拉丁美洲新發行和增資發行的股票90%是在巴西進行，由此可知巴西資本市場交易量之大。另外，巴西官方積極拓展國際合作，先後在美國和中國上海設立代表處，並與世界上許多國家簽署雙邊、多邊合作協議。此外，BM&F Bovespa網站是世界上少數提供中文的交易所，亦有提供投資人英文、葡萄牙文、西班牙文的資訊。
- 2.安全投資環境：巴西政府規定境外投資人須指定一名巴西在地的代表人，由代表人確認投資人的背景，但是資金必須在巴西中央銀行進行登記，受到嚴格的監管，巴西代表人並無權限移動資金。

- 3.稅收優惠：巴西官方免徵資本利得稅，倘若境外投資人的母國對於交易利潤徵收超過20%稅率，境外投資人可免在巴西繳納相應的稅收，凡是母國對於交易利潤徵收小於20%稅率，境外投資人則繳交與巴西當地人相同的稅率。這些稅收優惠有利於吸引境外投資者，進一步提升巴西資本市場的能見度。

金融海嘯過後，資金大幅回籠，根據美林證券的報告，新興市場占全球經濟成長的比重將達70~75%，加上日益國際化的巴西資本市場，無疑的，巴西將會穩當地立足於新投資狂潮的前端。



附註：

若要更詳細了解各期貨商的業務內容，請參考下列網站：

LINK <http://www.linkinvestimentos.com.br/>
INTERFLOAT www.interfloat.com.br/
LIQUIDEZ <http://www.liquidez.com.br>
ITAU www.itau.com/
FLOW <http://www.flowcm.com.br/>
ARKHE <http://www.arkhe.com.br/>
APLES <http://www.alpes.com.br/>
FUTURA <http://www.futurainvestimentos.com.br/>
GRADUAL www.gradualinvestimentos.com.br/
HEDGING GRIFFO www.cshg.com/
ATIVA <https://www.ativatrade.com.br/>

熱忱 · 積極 · 完美