

全球MSCI期貨、選擇權發展與摩 臺期貨近期動向

歐交所◎馮治超

MSCI指數又稱明晟指數，原名為摩根士丹利資本國際指數（Morgan Stanley Capital International），自1986年摩根士丹利公司取得資本國際公司授權發布，為全球資本市場重要的指數，國際間廣泛為投資銀行、基金公司、避險基金作基準指數所用。作為歷史最悠久的指數編製公司，MSCI擁有龐大的資料庫以及先進、標準化的指數計算模組，目前全球以MSCI指數作為投資組合績效追蹤的資產規模達十三兆美元之多，市場上主要使用的指數如世界指數（MSCI World）、新興市場（MSCI Emerging Market）、以及MSCI Taiwan Price Index Futures，即國內交易人慣用的「摩臺指」。

隨著MSCI指數的發展與應用，市場對於MSCI指數的金融衍生工具需求也應運而生，一般而言，銀行會在場外衍生品與交易對手直接進行交換協議（SWAP）交換協議可以為買賣雙方訂製較適合的交易條件，然而2008年金融風暴後，各國制定較嚴謹的衍生性商品交易規範，如美國Dodd-Frank法案

與歐洲MiFID法規，明定衍生性商品交易應指至中央清算公司進行交割結算，也調高場外衍生品交易的保證金，銀行承作場外交易亦須提出風險性資本等，因此許多大型的銀行或基金公司等開始尋找具有中央清算功能的MSCI衍生品以降低保證金要求，提升資本使用效率，即為交易所掛牌的期貨與選擇權商品。

目前國際上主要MSCI期貨與選擇權的交易所，為洲際交易所（Intercontinental Exchange）、歐洲期貨交易所（Eurex Exchange）、新加坡交易所（Singapore Exchange）與香港交易所（Hong Kong Exchange）。洲際交易所為流動性最佳的交易所，以MSCI新興市場、MSCI EAFE等合約具有良好流動性，歐洲期貨交易所則有最多商品掛牌，達140檔MSCI期貨，提供國際投資銀行與基金公司於單一平台交易的便利性，而新交所與港交所為亞洲主要的MSCI交易所平台。



Market information

表1、全球MSCI期貨交易所

期貨交易所	未平倉合約名目價值	2020 年上半年成交名目價值
洲際交易所	113,737	1,994,546
歐洲期貨交易所	65,480	405,465
新加坡交易所	23,355	687,693
香港交易所	540	4,819

來源：MSCI 公布資料；單位：百萬美元

今年5月27日，香港交易所與新加坡交易所分別發布關於MSCI指數期貨與選擇權商品的相關新聞稿，新加坡交易所掛牌之MSCI指數授權商品，除MSCI Singapore Index外，自2021年2月1日起結束授權並下市。而在同日香港交易所公告中，正式宣布與MSCI達成授權協議，計畫推出37個相關的指數期貨及選擇品產品，授權期間達十年，形同新交所上掛牌的MSCI商品整包轉往港交所。根據MSCI統計，截至今年6月，新交所為全球MSCI期貨與選擇權成交量排

名第二、未平倉量排名第三的衍生品交易所，如今港交所有機會取代新交所的地位。

對新加坡來說，將面臨與MSCI合作二十三年以來的重要變化。摩根大通指出，MSCI的相關產品占新交所整體衍生品交易量的比重達到約16%，此次MSCI終止與新交所的合作，將會減少新交所的衍生品交易量約10%，導致利潤減少10%，為此新交所隨即宣布與富時指數（FTSE Russell）合作，預計推出富時指數期貨，彌補MSCI期貨下市後帶來的業務損失。

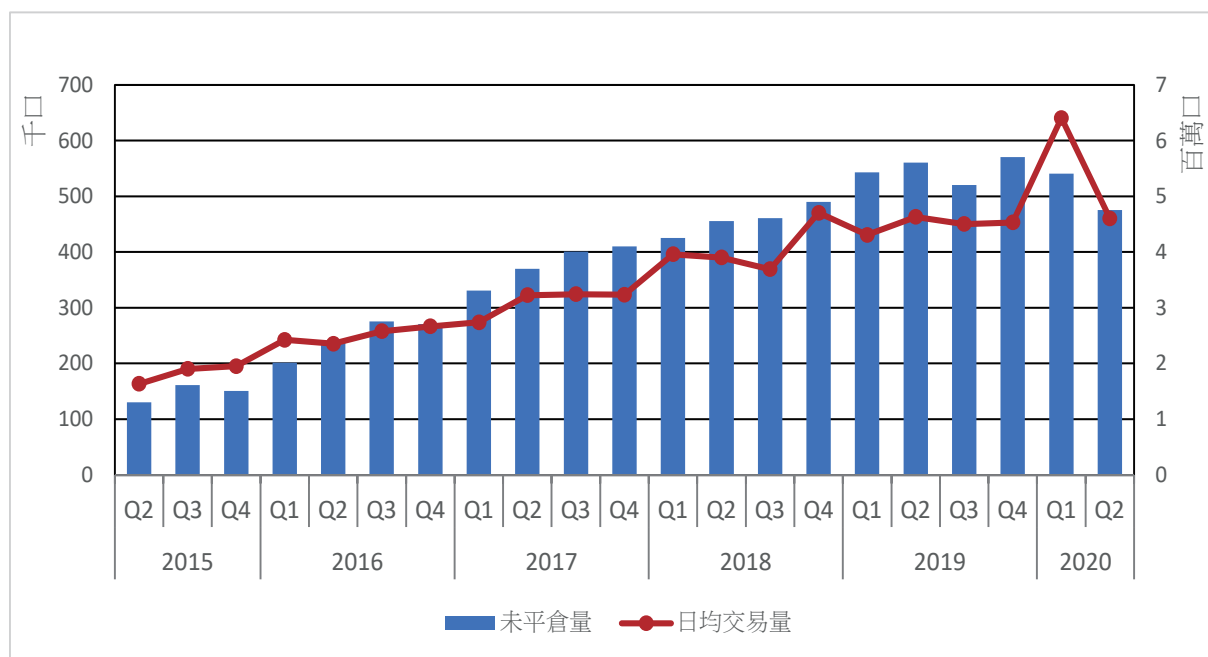


圖 1、全球 MSCI 期貨與選擇權成交量與未平倉量

摩臺指數（MSCI Taiwan）相關期貨產品

臺灣作為MSCI 新興市場指數中權重第二大的市場，占19%，加上外資持有臺灣股市比重約四成（39.1%，證期局統計截至2020年6月），因此投資人基於不同目的對臺股相關期貨產品有實際上的需求。以往國際市場上臺股相關的期貨商品有新加坡交易所（當時為SIMEX）於1997年1月掛牌摩臺期貨，與臺灣期貨交易所於1998年7月掛牌

臺灣加權股價指數期貨以來，雙方交易量成長快速，提供投資人針對臺股進行方向性及策略性交易，此兩產品也是臺股相關期貨中最具流動性及知名度。因該商品牽連甚廣，在本次MSCI大動作將37檔MSCI指數期貨與選擇權由新交所遷往港交所中，摩臺期正是全球投資人最為關注其後發展的一檔；綜觀全球交易所，摩臺期貨在新交所、港交所與歐洲期貨交易所掛牌且具有實際交易，洲際交易所雖有掛牌然而鮮有客戶交易。

表2、摩臺指數期貨掛牌交易所

交易所	新交所		港交所		歐交所
標的指數期貨	摩臺價格指數期貨	摩臺淨報酬指數期貨	摩臺價格指數期貨	摩臺淨報酬指數期貨	摩臺淨報酬指數期貨
幣別	美金計價				
合約大小	指數點乘上美金一百元				
交易時間 (臺灣時間)	一般：08:45 – 13:45 盤後：14:15 – 05:15+1		一般：09:00 – 16:30 盤後：17:15 – 03:00+1		08:15 – 05:00+1
最後結算日	合約月份倒數第二個營業日為最後結算日		合約月份倒數第二個營業日為最後結算日		合約月份第三個星期五為最後結算日，若非營業日則提前一日
成交量 *	80,176	3,075	233	1	95
未平倉合約	156,901	79,291	259	165	1,414

* 交易量為 2020 年 1 至 7 月日均成交量，港交所商品自 7 月 6 日上市。

資料來源：Bloomberg

商品流動性上，新交所的摩臺價格指數期貨為全球投資人最頻繁使用的合約，今年1至7月平均每日成交量達到八萬口，摩臺淨報酬指數期貨也有三千口的水準，相較之下港交所或是歐交所的商品成交量皆大不如新交所掛牌的商品，日均交易量分別為233口與95口。從未平倉合約上，新交所依然為摩臺期或最主要的交易所，價格指數與淨報酬指數期貨合計有236,192口，歐交所的未平倉量則有1,414口，稍優於港交所的422口。

以期貨標的指數來看，新交所及港交所的MSCI Taiwan指數期貨分兩檔，價格指數（Price Index）以及淨報酬指數（Net Total Return）；歐洲期貨交易所則有淨報酬指數產品掛牌交易。

價格指數（Price index）與淨報酬指數（NTR index）比較

MSCI針對所編纂的指數，以市值加權方式反應成分股表現，相同的指數組成



Market information

可有三種指數編製方式，分別為價格指數（Price index）、總報酬指數（Gross total return index）及淨報酬指數（Net total return index）。價格指數為一般投資人最熟悉的指數，該指數計算成分股每日價格變化，不考慮現金股息所帶來的收益；總報酬指數則除了成分股價格變化外，另外將現金收益，包括成分股在除息日所收到的現金股息或減資所收到的現金退回，進行再投資加入報酬計算，因此價格指數和總報酬指數的報酬率差距反應該指數的現金股利率；淨報酬指數則會將所收到的現金股息扣除預扣稅款（目前臺灣針對外資的預扣稅率為21%）後

進行再投資，因此指數報酬表現會比不考慮現金股利的價格指數為高，但比總報酬指數為低，在國內一般稱為還原權息的指數。由此可見，淨報酬指數相對較貼近投資人依該指數成分進行投資所得到的實際報酬表現，而實務上部分國家與臺灣簽有租稅協定以避免雙重課稅，該國投資人或機構可再享有部分預扣稅款的退回，例如日英法等19國外資實際股利扣繳稅率為10%，馬來西亞和印度為12.5%，越南和紐西蘭為15%。根據MSCI研究，截至2020年6月20日，MSCI Taiwan index的現金股利率3.67%。

表3、摩臺價格指數與淨報酬指數歷史走勢比較表

累積報酬率	摩臺價格指數	摩臺淨報酬指數
今年以來	8.0%	12.7%
一年	27.8%	40.5%
三年	26.9%	43.5%
五年	79.1%	134.3%
自 2010 年以來	67.8%	150.6%

資料來源：依據 MSCI 指數計算，截至 2020 年 8 月 21 日

觀察目前在各交易所掛牌交易的摩臺期貨指數交易狀況，或許是交易習慣考量，似乎市場慣以價格指數的摩臺期貨為主。事實上不管哪一指數的期貨其成分股及權重均相同，因此不會影響對指數走勢的預測判斷，也不會影響交易策略的執行效果。淨報酬指數由於已反應現金股利的收益，因此對投資人而言在判斷上較為直覺，在做相關交易策略的歷史回測時比較不會出現資料因除息而

產生的連續性問題。而價格指數雖然沒有反應現金股息的收益，但期貨價格會領先反應未來可能的現金股利變化，惟在做相關交易策略的歷史回測時，可能須考慮是否以還息後的數據進行研究。對投資人來說，不管是哪一個指數的期貨產品差異並不大，最重要的考量應該是該期貨產品的流動性及不同月份產品的完整性。

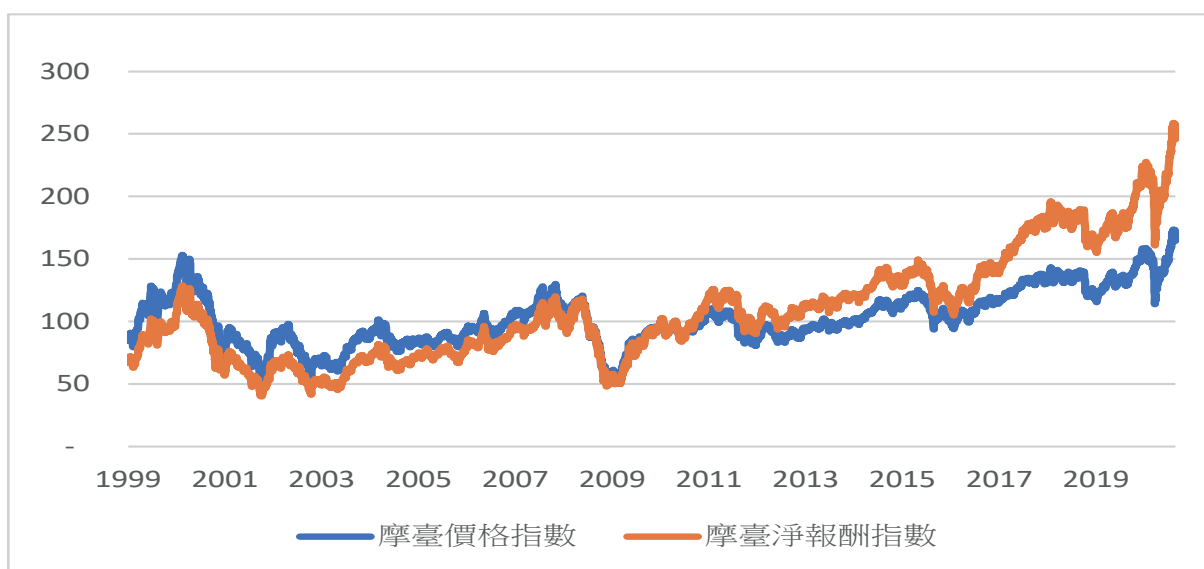


圖 2、摩臺指價格指數與淨報酬指數走勢圖

應用摩臺期的交易人類型及交易策略

摩臺期為全球第一個以臺灣股市大盤的期貨商品，成立後成長相當快速，吸引各種方向性及策略性的國際投資人及臺灣投資人進行交易，由於許多資產管理人均以MSCI指數作為投資組合參考指標，包括基金公司、銀行、自營交易機構、避險基金及一般散戶投資人等，目前日成交量約五萬口，成交值約當二十億美元，未平倉量約二十五萬口，逾百億美金的合約價值。

1. 方向性交易策略

以絕對報酬為目標，針對台股後市看法透過期貨多空操作，除了人為判斷之外，亦有透過程式交易觸發訊號進出，主要交易人包括自營投資機構、避險基金或一般散戶投資人，此類型交易非常重視期貨產品的流動性及交易費用。臺灣為全球少數徵收交易稅的國家，雖然過去二十年來股價類期貨交易稅歷經四次調降，稅率從最初的千分之零點五，降至目前的十萬分之2，此稅率看似相

當低，但相對於多數國外摩臺期多無課徵交易稅，對於短線交易者或高頻策略交易者來說，以交易基礎的交易費用仍較為不利。以新加坡摩臺期為例，無交易稅，僅針對新加坡當地投資人課徵所得稅。如果是高頻交易的方向性交易投資人，相對於台股期，摩臺期可能可享有更大的低費用優勢。

2. 避險策略

針對長期持有一籃子台股現貨的投資人，例如基金公司，遇到短期大盤不確定性增加時，會放空期貨針對一籃子投資組合進行全部或部分避險。針對國外成立的台股基金或全球/區域股票基金的台股部位，由於基金基礎幣別多為美金且相當比例的基金多以MSCI指數為參考指標，透過摩臺期進行避險為較適當的選擇。

3. 現金替代策略

主要為基金經理人所使用的操作策略。一般基金具參考指標，因此投資組合中的現金部位會對基金績效產生影響。然基金常會出現小額現金部位，例如每天可能的申購金



Market information

額、因股息增加的現金或為因應交割持有的現金等，這些現金部位相對於整體投資組合規模比例不高，難以一籃子投入現股部位，或短期可能無法找到適當個股進行配置，此時透過保證金交易的摩臺期貨部位不但可輕易獲得市場曝險部位，投資工具使用上也較具投資效率性。

4. 相對強弱勢價差交易策略

相對強弱勢交易策略不涉及單一產品的多空方向進行判斷，而是對兩組產品間未來的相對走勢進行預判，此策略主要是自營機構投資人或避險基金所採用。例如對大盤未來看法中性，但預估某一檔個股或一籃子個股未來因業績表現佳，表現將優於大盤走勢，此時可買進該檔或一籃子個股，同時放空相對應市值摩臺期貨部位，未來即使該檔或一籃子個股受整體市場氛圍影響下跌，只要表現優於大盤，則整體部位仍可獲利。又例如判斷未來市場風險意識增加，但不確定大盤是否走空，看法上認為大型股走勢較強，此時可做多代表市場中大型股的摩臺期，同時放空相對應市值可代表整體市場的臺指期來進行操作。

5. 套利策略

針對價格具相關性的不同組合商品，當短期出現市場價格錯置時，可進行兩組商品買低賣高的套利策略鎖住價差，靜待未來價格回歸正常時即可獲利，此策略一般是自營機構投資人或避險基金所採用。例如當摩臺期或因市場對後市看法樂觀而相對摩臺指現貨部位出現大幅正價差，在考量交易成本（例如買賣一籃子股票及期貨的交易稅費及

執行交易的滑價成本）後仍具價差空間時，可買進一籃子摩臺指現股部位同時放空相對應市值的摩臺期貨部位，等未來期貨正價差收斂至價平附近即可反向平倉出場。近年由於臺股相關期貨及ETF產品越來越多，創造許多不同產品排列組合的價差空間，使套利策略更多樣化，不限於傳統期現貨間單純的套利方式，也可在不同ETF、期貨、現貨間搭配，此策略也可搭配指數選擇權進行交易，更有機會出現套利機會。

結論

近期MSCI在亞洲交易所的授權改變，預料也將改變MSCI期貨在全球期貨交易所的排名，現有新加坡摩臺期投資人也須開始尋找替代產品。除了歐洲期貨交易所及洲際交易所的摩臺期貨外，今年七月六日港交所正式推出第一批掛牌交易的MSCI期貨，包含摩臺期貨，而MSCI新加坡指數期貨會保留在新交所繼續交易，由於這些交易所交易平台均具相當水準，交易制度、交易時間以及交易費用差距也不大，流動性的良窳將會是這些產品勝出的關鍵。在價格指數及淨報酬指數方面，研究顯示兩者對交易策略的執行效果差異不大，投資人惟須留意其特性，在準備投資策略時進行參數調整即可。隨著越來越多臺股相關投資工具的發行，創造出更多交易策略的可能性及投資獲利的機會，機構投資人能將越多相關產品納入投資策略中，將可為自己保留更多的交易彈性及可能的獲利機會。

CNFA