

期貨人

2022年三月創刊 《總號第077期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2021

第一季



期貨業服務實體經濟專刊

樂看期貨人

知往鑑來

跨界整合

展望與未來

序言

- 2 結合現貨 再創藍海 糜以雍

樂看「期貨人」

- 5 臺灣期貨市場之發展 施冠宇
11 臺灣期貨市場服務實體經濟重要里程 廖玉完

優化服務 創造價值

- 16 期貨業為服務實體經濟生態圈的重要樞紐 元大期貨
18 期貨商如何與產業連結及整合產業價值鏈 楊睿玲

知往鑑來

實體業者經驗談

- 21 我國油品行業風險管理需求經驗談 鄭寶華
26 保險公司衍生性商品運用及風險管理 蔡宜芳
30 法人運用店頭外匯衍生性商品管理風險經驗分享 李振綱

國外交易所經驗談

- 35 大宗商品基差交易與期貨避險 CME 廖耕輝
38 歐洲能源市場與期貨衍生品交易 Eurex 馮治超

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 糜以雍

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
臺北市安和路一段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 / 吳桂茂

執行編輯 / 莫璧君

編審委員 / 詹益青·范加麟·盧廷劼

設計印刷 / 震大打字印刷有限公司

中華郵政台北誌字第793號執照登記為雜誌交寄

CONTENTS

- 42 通過大宗商品衍生品促進成長 SGX 陳應生、李智偉
- 45 棕櫚油企業如何利用衍生品工具管理價格風險 BMD 提供

國外期貨商經驗談

- 49 企業風險管理常用技術 ED&F Man Andrew Lu
- 52 黃金商品，價格風險管理與挑戰 新加坡輝立期貨

跨界整合

- 57 國際風險管理實務作業 高政雍
- 63 美國農產品價格風險管理實務作法 富邦期貨
- 68 風險管理服務的國際經驗學習與借鑒-由大陸期貨業看臺灣 元大期貨
- 75 促進期現結合 創造多贏新局 范加麟

展望與未來

- 80 資本市場藍圖2021-2023 淺談期貨市場未來發展 陳效踐、林耿賢
- 84 大宗商品生態圈-發揮期貨服務實體經濟價值 群益期貨 孫天山
- 86 服務產業法人 看好臺灣實體經濟發展 元大期貨 周筱玲
- 88 年輕世代帶動產業新量能，再創期市高峰 凱基期貨 陳瑞瑛
- 90 新冠疫情加速期貨業數位轉型 永豐期貨 林家進
- 92 多元商品接軌國際，打造臺灣期貨業國際級競爭力 統一期貨 黃奕銘
- 94 臺灣期貨市場2021年展望 謝偉姝、謝怡昇
- 96 後記 吳桂茂

結合現貨 再創藍海

結合現貨 服務實體經濟

「期貨」最初來自規避實物交易風險，每一業種、每一產品都是以避險增益為中心點，從而發展出一層一層的同心圓，建構期貨在金融市場不可或缺的地位，其重要功能就是服務實體經濟。

為成就這個願景，並兼顧金融期貨與商品期貨之平衡發展，期貨公會2012、2013年間積極協助高雄港成為倫敦金屬交易所（LME）遞交港，並自2014年起迄今，每年舉辦實務研討會，大量接觸金屬業、貿易業、倉儲物流、銀行業、租賃業、資訊業，以期尋找出提供服務的具體模式。

我們的目標，不單是要協助實體廠商從事LME商品交易，同時也希望整合基本金屬上下游相關產業，一次解決實體廠商交割、倉儲以及倉單融資等方面的需求，讓期貨與現貨緊密結合，優化服務、創造產業價值。

開創新藍海

這些年，期貨公會在每年所舉辦的各項論壇中，增添與實體產業連結的相關議題，例如：從5大石油現貨市場及3大期貨市場剖析石油交易實務、臺灣貿易商及金融壽險業如何善用外匯工具進行避險、臺灣農糧市場現況及避險工具探討等。

期許透過國內外現貨供需兩端的業者、學者專家、政府官員、交易所及市場人士的對話，與各業人士進行溝通，希望能喚起市場參與者從中體現期貨自始至終存在之服務實體產業的功能。

更期許藉由LME交易、倉儲、融資一條龍作業這樣經驗，擴大服務至各項大宗物資實體產業，促進期現結合，充分發揮期貨業協助產業客戶管理成本、規避風險，提升經營績效，達到營運穩定發展的功能，讓期貨產業從避險增益之理財工具，升級為風險管理商貿服務。

打造質量兼具的期貨業

金管會2020年12月發布「資本市場藍圖」，針對期貨市場規劃之具體措施有：納入建置店頭市場衍生性金融商品集中結算機制、擴大槓桿交易商業範圍、研議開放期貨商或由其設立商貿子公司從事LME倉單交換、避險等相關業務，為期市勾勒發展方向。

為使這樣的遠景更具體化，本期期貨人季刊以期貨服務實體經濟為主軸，力邀臺灣產業專家、國際知名期貨交易所、國內外期貨商，分別就供給/需求、buy side/sell side之角度，與市場參與者分享為何需要交易期貨、期貨可為產業提供之服務、交易期貨之優勢及效益、交易期貨需要考量的要素、期貨創造的經濟貢獻等內容，以及期貨服務實體經濟實例，希望藉由不同角度及面向的闡述，為產業注入養分，進而引起更大的共鳴。

期貨公會自成立以來即努力發揮期貨服務資本市場之功能、擴大期貨市場角色定位、以「許『期貨人』一個未來」為職志。經過這些年的努力，期貨市場在期經全委、期信基金、槓桿交易商到位後，大大的提昇了期貨行業競爭力。展望未來，期許風險管理商貿一站式服務，優化期貨產業服務，提升產業價值，為期貨業再創亮點。

中華民國期貨業商業同業公會 理事長

糜以雍



樂看「期貨人」

優化服務

創造價值

產業升級

許期貨人一個未來



臺灣期貨市場之發展

凱基期貨研究發展部◎施冠宇

全球期貨業發展趨勢

近年國內衍生性商品市場發展穩健，即使美中貿易戰、新冠肺炎（COVID-19）疫情造成全球資本市場動盪，並導致臺灣期貨市場多空震盪劇烈，但值得欣喜的是，國內衍生性商品市場在金管會、期交所、期貨業、金融業等各界的努力下，積極推動商品多元化並與國際市場接軌，提供金融市場完整的風險移轉工具，持續供給金融市場活絡發展的養分。據期交所統計，去年臺灣期貨交易總交易量已達近3.4億口，較2018年的3.08億口紀錄再增加約10%，臺灣期交所期貨交易規模在全球已排名第18名，指數選擇權商品更是名列世界前五大。

在擴大商品多元化及國際化上，期貨商也推廣海外期貨商品，以利交易人在不同市場間得以運用更為廣泛的產品，滿足交易人避險增益需求；2020年受國際政經及疫情影響，國際期市波動度大，吸引不少交易人投入海外期貨的交易。2017年5月15日期交所夜盤交易上線，提供交易人更為即時的操作管道，助益因應國際間重大事件所引發的系統性風險。夜盤交易量也成為推升期貨交易

量再創新高的主因之一，去年的夜盤交易占同商品日盤比重達37.78%。再加上動態價格穩定措施等各項制度及交易環境的提升，也都使得臺灣期貨衍生性商品市場持續擴大，提升專業機構投資人的參與度。

綜觀2020年，全球期貨市場有三大值得注意的重點，和一大必須留意的國際趨勢：第一大重點，疫情肆虐，重創全球經濟；第二大重點，國際熱錢流竄股市，國際各大重要指數頻創新高；第三大重點，美中貿易戰轉趨為「美中冷戰」，相關受影響的產業備受關注；一大國際趨勢，國際氣候變遷劇烈，全球金融業者逐漸扮演分配社會資源之角色，並引導整體社會重視永續發展的重要性。承襲著這三大重點一大國際趨勢，金融市場逐漸反映出實體經濟以及投資人對於風險趨避和多元化產品線的需求，更為突顯全球期貨業者所扮演的服務實體經濟需求角色的重要性。

法人參與度提升

原油負值事件，提升生產者避險意識

舉世震驚的2020年4月原油負值事件。在COVID-19疫情的影響下，部分國家啟動

鎖國隔離政策，包括禁止集體聚餐集會、保持一定程度的社交距離、甚至禁止出入境，而產業方面首當其衝的就是航空旅遊業者，其他相關工業生產業者也大受影響，間接地限制了燃料及工業用油的需求，導致國際油價隨著象徵經濟櫥窗的國際指數重挫而應聲下跌；其中原本就因為疫情需求大幅縮減的紐約輕原油，在OPEC⁺減產協議破局，導致原油庫存量增加，接踵而來的便是原油生產者額外的倉儲成本壓力，讓當時即將到期的5月份西德州原油罕見出現負油價。這也讓國際的原油生產者和資產管理業者一改過去對期貨商品的需求型態。

首先是原油生產者，經歷了原油負值事件之後，在紐約輕原油期貨的交易型態從原先的多空避險比例並駕齊驅到現今的以空頭避險為主（請見圖1），雖然在生產者的參與數量上並沒有因此顯著提升，但是隨著下半年原油價格回升，市場的避險需求依舊是帶動整體紐約輕原油期貨的交易量增加。而近期則是因為石油出口國沙烏地阿拉伯進一步削減原油供給，同時OPEC⁺的產油商也同

步遵從減產計畫，使得油市供需逐漸恢復平衡。另外，隨著COVID-19疫苗的普及，疫情趨緩使得經濟活動連帶恢復中，投資者也對石油需求呈現樂觀的態度。

這些因素助益國際原油價格的回升，原油期貨的多頭避險參與者也逐漸跟進，也提升實體業者在原油期貨的參與度。在資產管理業者方面，則是有以紐約輕原油期貨作為複製工具的槓反ETF受到近月合約價格波動的影響，而提前將複製工具轉換到較遠月的合約，以追求該被動式基金報酬的合理性，此舉也象徵著資產管理業者對於期貨同商品跨月份合約的需求，以及突顯出期貨業者擔當服務資產管理業者風險控管的功能。

非美企業匯損壓力增，匯率期貨扛下財務避險大任

COVID-19在歐美各國快速擴散，衝擊國際經貿發展，造成國際重要指數迅速崩跌，CBOE VIX恐慌指數從年初最低13.74在一個月內飆至82.96，美股三大指數更是四度觸及熔断機制，也因此美國聯準會在去年3

月一共降息6碼，使得聯邦基準利率維持在0-0.25%之間，此舉雖解決了美元的流動性問題，但美元也因此逐漸失去了金融市場短暫避險的角色。隨後在2020年3月22日聯準會祭出無限寬鬆，聯準會主席鮑爾又於8月27日在全

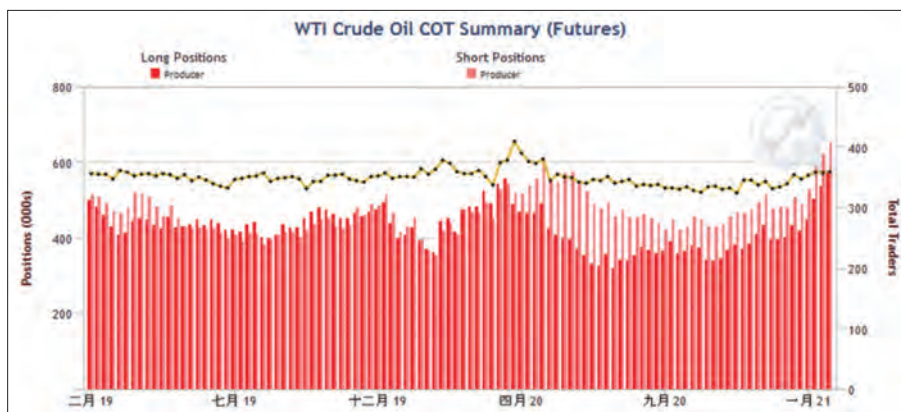


圖 1、紐約輕原油期貨交易統計圖 資料來源：CME、CFTC，凱基期貨整理

球央行年會上發表談話，提出「平均通膨目標（AIT）」，這表示在央行長期以2%為健康通膨的標準下，如果長期平均通膨低於這一水準，就要讓通膨在一段期間內高於這一水準，而美國聯準會的貨幣政策也會因此持續保持寬鬆，這造成全球資金轉向其他非美貨幣，進而使非美貨幣逆勢走升，美元則是逐漸滑落。這對於以進出口經濟導向為主的國家影響非常大。

以臺灣為例，臺灣是以科技代工為主的進出口導向國家，隨著國際熱錢的湧入，截至2020年12月初，新臺幣匯價飆至二十三年新高，許多臺企擔心匯損恐使公司第四季獲利縮水，台積電當時也估計，美元兌新臺幣每貶值1%，營業利益率將下降0.4個百分點。至於出口為導向的工具機業，更是多次呼籲政府應啟動防禦性貶值。因此匯率期貨便是企業進行財務避險的重要工具之一。假設一間臺灣企業預期在3個月後在收到外幣的款項後交付客戶需要的財貨，這間企業在此期間面臨到的風險便是新臺幣在3個月後升值，導致企業須承擔匯損，在這樣的情況下企業則是進行匯率期貨的空頭避險，以規避可能的匯損。相反地，如果公司未來將付出外幣貨款，公司此期間面臨到的風險便是新臺幣在3個月後貶值的風險，此時若改以匯率期貨的多頭避險，同樣能達到規避匯損的功效。

對此臺灣期交所近年來持續推動匯率期貨商品供臺灣企業進行避險操作，皆能滿足實體經濟的避險需求。另外，CME交易所也

有許多具高流動性的匯率期貨商品可以提高企業進行財務避險的效率。展望未來，有鑑於疫情因為疫苗的逐漸普及而有望緩解，再加上新任聯準會主席不傾向在疫情緩解後，延續弱勢美元的困境，國際匯率市場可能又會激起新的波瀾，因此期貨業服務企業的財務避險需求，儼然形成了必然的趨勢。

氣候變遷劇烈，法人機構於農產品期貨交投熱絡

隨著全球氣候變遷劇烈，氣候的不穩定，導致去年下半年多項作物的供給動能降低，微軟創辦人更是警告，氣候變遷將是疫情之後對人類最大的威脅。尤其因為近期地球的反聖嬰現象以及新的太陽黑子周期，缺水情況日漸加劇，導致國際農產品原物料歉收，再加上主要需求大國對農產品的需求增加，相關農產品期貨因此於去年下半年開始大幅的上漲，而此般供需不平衡導致的農產品價格波動也提升了生產者的避險需求，資產管理業者對於農產品期貨的風險情緒也大幅提振。其中以黃豆為例，南美洲天氣異常乾燥，對巴西這個黃豆最大出口國造成不可彌補的損害，加上中國豬隻的黃豆飼料需求回溫，黃豆期貨在去年就上漲了超過70%，而生產者在黃豆期貨交投的持倉口數大幅提升（參圖2），資產管理業者在黃豆期貨的交易也是以偏多的操作為主（參圖3）。因此農產品期貨就成為了去年下半年度，期貨業者大力推廣的商品之一。

因應氣候變遷而衍生出的「永續發展」議題早已是全球必須關注的對象了，金融業當然也不遑多讓，歐盟政府自2018年起已經完成整個歐盟金融市場立法改革行動，對於退休基金經理人的投資，要求必須納入投資標的或交易工具的ESG標準評估。因此截至2020年全球ESG基金規模已達約5%全球基金規模。此外，德意志交易所集團旗下的歐洲期貨交易所，也於2019年領先推出了斯托克歐洲及美國ESG篩選股價指數等7個ESG期貨合約，後續也與MSCI，共同推出了6檔不同區域市場的ESG標準篩選指數期貨，以滿

足歐洲甚至是全球退休基金經理人因應ESG法規要求中，必須使用ESG投資工具的標準以及相關避險需求。另外，臺灣期交所也於2020年6月8日推出臺灣永續期貨，成為全亞洲第1檔ESG期貨，除提供機構投資人與自然人避險與交易工具外，亦有助於提升投資市場對全球氣候變遷之下，永續金融之重視。

多元化產品線

指數不斷攀高，微小型期貨漸成為主流

全球經濟在各國的努力下，在2020年下半年逐漸復甦，但變種病毒的出現，疫情又轉趨嚴重，市場上對經濟復甦的預期不一，最一開始是認為經濟會呈現「U」型反轉，但後來經濟又傾向呈現「W」型反轉，不過無論如何，金融市場在國際資金寬鬆的背景下，國際熱錢挹注股市，世界主要的指數也在2020年下半年伴隨著經濟復甦頻創新高，是不爭的事實，投資人的風險情緒也同步持續高漲。臺灣加權指數在台積電的助攻下，於2020年中創下了歷史新高；美股三大指數在美國總統拜登勝選和COVID-19疫苗誕生的背景下，從2020年11~12月間開始，

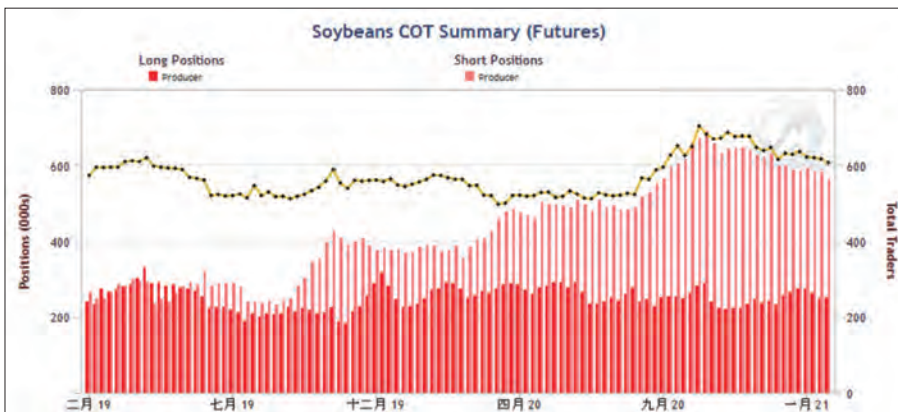


圖 2、生產者黃豆期貨交易統計圖

資料來源、CME、CFTC

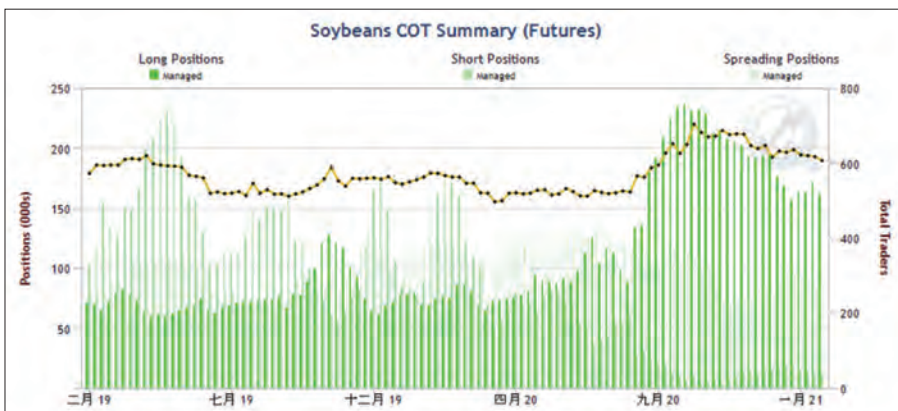


圖 3、資產管理業者黃豆期貨交易統計圖

資料來源、CME、CFTC

就不斷創新高；日經225指數也在今年的2月中旬觸及三萬點大關。而指數或個股邁向新高價，隨之而來的就是相關的期貨商品保證金必須同步提高，然而這將會提高自然人的參與門檻，因此考量到近年國際期貨市場發展，國際主要期貨交易所因法人機構參與比重趨於飽和，開始設計合約規模較小及保證金需求較低之期貨契約，吸引自然人參與。

臺灣期貨市場早在2001年上市小型臺指期貨、2016年加掛高價股之股票期貨小型契約；國外交易所的部分，CME於1997年9月9日即在Globex電子交易平台推出小型合約 E-mini S&P 500 股價指數期貨契約，該契約推出後即成功吸引小型交易人目光，隨後又陸續推出標的為道瓊指數及那斯達克100指數等數十檔不同之小型期貨契約。此外，考量到交易人在操作美股三大指數期貨的彈性，CME也於2019年5月6日推出每口契約價值僅為小型期貨契約十分之一的微型（Micro E-mini）指數期貨契約，其標的指數包含S&P 500指數、道瓊指數、那斯達克100指數以及羅素2000指數等。近期CME Group 亦規劃推出微型選擇權合約。

股票期貨的部份，則是由於臺灣股市的高價股林立，原本包含ETF期貨的部分，臺灣期交所的股票期貨已有200餘檔，今年初又加掛了6檔小型股票期貨，其中最熱門的便是小型台積電期貨，在上市的第一天，成交口數就能在所有股票期貨標的中排在前24名，表現相當亮眼。由此可見，市場對微小型的期貨合約，接受度相當高，滿足許多小資族及次世代對期貨交易的需求。展望未來，隨著現階段電子期的保證金不斷提高，臺灣

期貨交易所也即將規劃推出小型電子期貨合約，供投資人進行更多元化的交易策略。

國際局勢多變，「主題式」商品陸續推出

2020年新冠疫情炒熱生技、雲端、AI、資安等題材，此外臺灣也宣告邁入5G時代，聚焦在這些產業的主題式投資標的（參見表1）競相推出，是近來熱門投資標的。例如配合5G產業題材，截至去年6月國際上就有9檔5G ETF可供投資人做選擇；生技題材陸續發酵，國內多檔生技ETF也交投熱絡，然而此類主題式投資標的具有風險高、波動大兩特性，和一般追蹤大盤指數的ETF不同，科技產業型ETF主題明確、投資範圍限定，在被動投資策略中，增加一點戰略性，唯有判斷哪些主題是未來主流，並能掌握產業大週期以及出現轉折或突破點的時機，才有機會獲利。

然而在波動和風險的背後，避險的需求也相繼出現，主題式的期貨也逐漸成為期貨市場發展方向，如期交所2020年6月8日推出的臺灣生技期貨，契約乘數每點新臺幣50元，契約規模約為新臺幣20萬元，交易門檻相對低，可作為產業風險管理工具。生技醫療是臺灣的重點發展產業，類股成交值僅次於電子類股及金融保險類股。臺灣生技指數涵蓋上市、上櫃生技類股中具市值代表性股票，並設有成分股權重上限，指數可充分反映整體產業發展趨勢。此外，臺灣生技指數期貨如今也已取得美國商品期貨交易委員會核發，臺灣指數公司臺灣上市上櫃生技醫療指數期貨交易許可，美國人可直接交易臺灣生技期貨契約，為該商品增添流動性。

表1、臺灣主要主題式基金

投信發發生技相關基金	持有台積電3成以上ETF	5G概念ETF
群益那斯達克生技	富邦臺灣科技指數	國泰臺灣 5G+
野村全球生技醫療	元大臺灣卓越 50	復華中國 5G 通信
保德信全球醫療生化 - 美元	富邦臺灣采吉 50	元大全球未來關鍵科技
群益全球關鍵生計 - 美元	元大摩根臺灣	元大全球未來通訊
富蘭克林華美全球醫療保健 - 美元	富邦臺灣公司治理 100	其他科技概念 ETF
新光全球生技醫療 - 美元	富邦臺灣摩根	國泰網路資安
安聯全球生技趨勢 - 美元	元大臺灣電子科技	國泰 AI+Robo
新光全球生技醫療 - 新臺幣	元大臺灣 ESG 永續	元大全球 AI
第一金全球 AI 精準醫療 - 美元	國泰臺灣 5G+	台新全球 AI

凱基期貨整理

反觀近期美中貿易戰漸漸轉趨為「美中冷戰」，中國許多企業被美國列入黑名單，其中半導體產業的供應端首當其衝，台積電則是在這樣的背景下受惠於轉單效應，而產能滿載、供不應求，臺灣半導體相關的ETF也因此受到關注，因此若主管機關核准，臺灣期交所也有望規劃半導體指數等新商品上市，帶來更多元選擇。臺灣期交所，除了陸續推出以產業為主題的商品，也推出許多與國外指數連動、新臺幣計價的指數期貨，如英國富時100指數期貨，交易人不但能運用該商品參與國外市場，以規避換匯的匯差風險，還能做跨市場的價差策略。

此外，國內金融監管機構也陸續核准國內期貨商推廣海外的指數期貨商品，如凱基期貨2020年推出韓國小型KOSPI 200指數期貨合約槓桿交易契約。受惠於韓國市場結構與臺灣類似，其中科技股占比又更高，法人機構除了利用目前海內外期貨商品，為科技類股的資產配置做避險之外，也可利用韓國小型KOSPI 200指數期貨進行更精準的布局。

期交所則是有意規畫今年在夜盤推出陸股ETF商品，由於陸股下午仍有交易，在美中對抗氣氛尚濃厚的局勢下，期貨商則是看好陸股ETF相關期貨商品在夜盤的交易量。因此，在國際局勢動盪的情形下，對於不管是避險或是投機為主的投資人，事件觸發為主的交易策略趨勢必然銳不可擋，因此更多元的主題式期貨商品，將會是期貨業未來的主要服務主軸。

結語

2020年可說是全球各大產業發展的轉捩點，但是對於期貨業者而言，反倒是全球期貨業延續趨勢發展的一個開端。因為全球期貨業者致力發展多元化的商品，滿足實體經濟的避險需求已是行有多年的趨勢，但這樣的趨勢卻是在經歷2020動盪的一年之後，極大化了本質上的功用，也因此這樣的浪潮下，2021年將有望是全球期貨業對實體經濟貢獻的新紀元，也期待能在未來持續創造出更多項傲人的里程碑。



臺灣期貨市場服務實體經濟重要里程

國泰期貨◎廖玉完

1993年主管機關核准期貨商的設立，開啟了期貨市場在臺灣合法化的新時代，而期貨各種服務事業陸續被核准申設，到2014年核准槓桿交易商設立為止，才將整個期貨服務事業版圖建置完畢。期貨服務事業包括期貨交易輔助人、期貨顧問事業、期貨經理事業、期貨信託事業以及槓桿交易商，而其中期貨經理事業（以下簡稱期經）、期貨信託事業（以下簡稱期信）和槓桿交易商（以下簡稱槓業）所提供的專業代操、相關期貨信託基金，甚至是結合店頭市場其他衍生性商品量身訂作之策略模組交易，都能對實體經濟的投資或是原物料、產品避險提供相當大的幫助。

唯一合法期貨代操：期貨經理事業

2003年期經核准設立，當年僅有一家申請設立並開業，2004年多家專營期貨商申請設立，至年底共有14家開業為期經家數最多年度。2005年期經減少一家，但是年終總委託金額持續成長至21.99億元，包含

企業、法人投資機構與個人投資之客戶數達333戶，為期貨代操的最盛時期。2008年歷經金融海嘯、歐債危機等國際金融大事件，期經代操資金持續萎縮至2014年的1.49億元最低。爾後資金震盪走高，2018年初規模一度增長至6.73億元七年來最高。由於期經初期核准設立規定必須專營，公司營運成本高而隨著代操規模越來越小，業者極力爭取兼營，終於在2007年底獲得主管機關核准，很多專營期貨經紀公司紛紛將期經子公司轉為部門兼營事業，截至2021年1月為止，期經已經沒有專營公司，只剩下6家兼營的期經。

期經代操最低委託金額最初規定是500萬元，在2005年2月主管機關准以降低至250萬

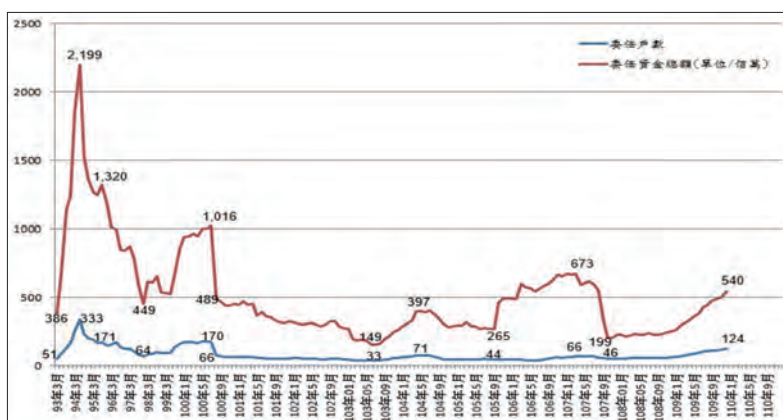


圖 1、期貨經理事業操作規模與委託戶數
資料來源：中華民國期貨業商業同業公會

元，2014年3月更進一步降低至100萬元，以吸引更多客戶參與。最低委託金額降低後短時間的確有提振資金規模，不過長期來看並不顯著；以2018年和2015年代操資金波段高點來觀察，三年之間資金由3.97億元擴大至6.73億元成長70%，委託戶數卻由71戶減少至66戶，顯示門檻降低並無激勵效應。其實期經業務發展一直無法邁大腳步主要是績效不夠吸引人，期貨操作屬於高風險高報酬，假如績效沒有大幅優於大盤或現貨股票，是很難吸引資金持續流入。2018年底代操資金見底後緩步上揚，至2020年底資金再度擴大至5.4億元，委託戶數增加至124戶也彰顯期經代操績效逐漸轉佳的趨勢。（參見圖1）

在國外，期貨交易顧問（Commodity Trading Advisor，簡稱CTA）操作的管理期貨基金（Managed Futures Fund）等同國內期經操作，此類基金於1980年代開始隨著美國期貨商品蓬勃發展而受矚目，2008年金融海嘯以後隨著市場資金寬鬆代操基金規模迅速擴大。根據巴克萊銀行統計，2008年到2013年資產規模增加1,601億（增加80%）達到

3,593億美元的歷史新高，之後隨著美國停止QE再縮表，代操規模或有增減，至2020年初新冠疫情爆發後迅速減少至2,780億元為10年來首次低於3,000億美元，2020年下半年儘管股市與原物料價格迅速反彈但是管理期貨基金無明顯增長，至第三季僅增至3,036億美元仍為十年低點。（參見圖2）

管理期貨基金客戶包括一般法人、金融機構法人、以及個人高資產戶，其操作策略大多以產品種類來區分，而其中90%以上的操作是模組系統化的自動交易。管理期貨基金追求絕對報酬，在市場大震盪期間藉由期貨與相關的投資操作獲取可觀收益，因此績效良好的管理期貨有較高投資門檻與管理費用。而隨著投資市場在2010年後指數股票型基金（Exchange Traded Fund）迅速發展，期貨市場投資人逐漸將焦點轉移至成本較低且可小額投資的被動式ETF期貨信託基金，一般傳統的管理期貨基金操作規模盛況不再。

期貨信託事業：ETF期貨與期貨基金的興起

2014年期交所首次將ETF納入股票期貨標的，推出「臺灣50」、「寶滬深」和「FB上證」，當時大陸股市交易十分熱絡，陸股ETF期貨上市吸引很多投資人注意，2015年期交所再增加「元上證」以及「FH滬深」兩檔ETF，目前股票期貨中包含

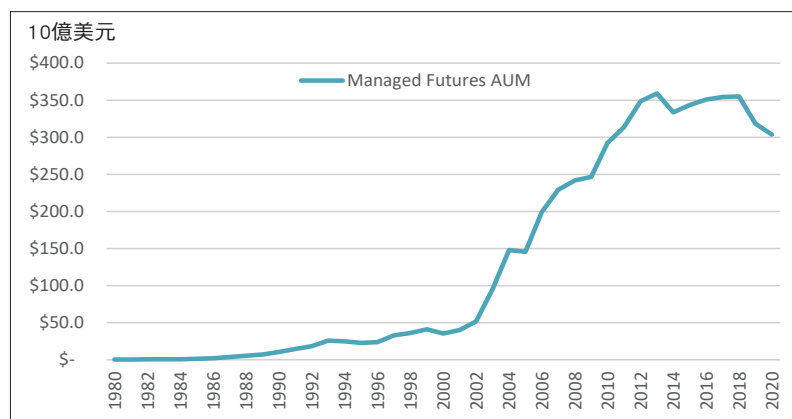


圖 2、國外管理期貨基金操作規模

資料來源：巴克萊銀行

9檔上市ETF，分別為大陸與臺灣的股價指數ETF。由於ETF除股價指數外還可以是利率、匯率、商品類，種類眾多且投資標的相對透明，近年來不管是ETF現貨或是ETF期貨的被動式懶人投資廣受歡迎。

主管機關於2008年核准期貨信託事業申設，當年度有三家證券投資信託公司申請兼營，2009年有一家期貨公司申請設立期貨信託專營，兼營家數則增至8家，截至2021年1月為止，國內已沒有專營期貨信託公司，8家期貨信託事業皆為兼營。截至2021年2月19日期貨信託基金共有16檔，包括9檔ETF商品類基金、5檔ETF匯率類基金、1檔波動率ETF基金、以及1檔一般型商品期貨信託基金，總基金規模新臺幣585.6億元。其中以00642U的高盛原油ER指數ETF最大，資產規模216.9億元市占率37.05%，其次00715L的高盛布蘭特原油ER正向2倍首次擊敗00677U成為第二名，資產規模121.8億元市占率

20.79%，而00677U標普500短期期貨ER波動率指數ETF因為去年新冠疫情爆發後，股市自谷底急速反彈導致VIX直探底基金淨值大幅下滑79%，資產規模迅速萎縮至103.1億元市占率17.61%。（參見表1）

期信成立較期經為晚但是發展相當快速，大部分歸功於ETF期貨信託基金的推出，投資人偏愛期貨基金的類股票投資方式，可以參與期貨標的投資且可以享有小額進出與沒有到期日限制的彈性。而對於實體經濟企業而言，期貨信託基金提供避險、投資與價格領先的效用，例如：VIX波動率期信基金為機構法人股票避險的有用工具，在2018年2月、10月的股市大回檔時買進VIX期信基金發揮相當大的投資穩定效用；而像原油、黃金和黃豆等商品期貨信託基金讓企業免於繁瑣的衍生性商品交易限制，提供更簡易、便捷的避險管道。

表1、國內前五大期貨信託基金

期信事業	基金登錄代碼	期貨信託基金名稱	淨值	成立日期	基金規模 (百萬新臺幣)
元大投信	00642U	元大標普高盛原油 ER 指數股票型	10.13	2015/8/27	21,235.22
街口投信	00715L	街口標普高盛布蘭特原油 ER 單日正向 2 倍指數股票型	6.31	2017/11/8	12,175.25
富邦投信	00677U	富邦標普 500 波動率短期期貨 ER 指數股票型	2.58	2016/12/22	10,313.56
元大投信	00738U	元大道瓊白銀 ER 指數股票型	28.34	2018/5/23	3,678.59
街口投信	00693U	街口標普高盛黃豆 ER 指數股票型	21.11	2017/4/17	3,359.50

資料來源：期信基金觀測站；更新日期：2021/2/19

槓桿交易商：跨期貨與店頭市場衍生性商品的操作

2014年5月主管機關開放槓桿交易商申設，槓桿交易商是指經營「槓桿保證金契約」交易之事業，其涵蓋範圍包括衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨交易，可在期貨集中市場或店頭市場交易，契約包括遠期契約、選擇權契約、交換契約、差價契約，或上述二種以上之組合，或結合固定收益商品之組合式契約。槓桿交易商交易範圍由期貨擴大至店頭市場，且契約內容由當事人雙方議定，屬於更專業

的投資組合操作，也更適合法人機構尤其是實體經濟的投資與避險。（參見表2）

2015年第一家槓桿交易商設立，主要業務為外匯保證金交易，至2021年1月為止，國內共有5家期貨自營設立槓桿交易商，主要是從事外匯保證金交易。2019年3月主管機關將外匯保證金槓桿倍數由100下調至30，交易量明顯萎縮，而2019年7月以來FED首次改升息為降息新臺幣升破31.0，加上2020年3月新冠疫情全球爆發，槓業外匯保證金交易持續上升，而新臺幣升破28.0創23年半新高價也讓貿易商美元避險的需求

表2、期貨經理、期貨信託、槓桿交易商家數

年度	期貨經理		期貨信託		槓桿交易商
	專營(家)	兼營(家)	專營(家)	兼營(家)	兼營(家)
2003	1				
2004	14				
2005	13				
2006	12				
2007	10				
2008	5	4	0	3	
2009	3	9	1	8	
2010	2	10	1	10	
2011	1	9	1	9	
2012	1	7	1	10	
2013	1	8	0	9	
2014	1	8	0	9	
2015	1	7	0	9	1
2016	1	8	0	10	2
2017	1	8	0	10	3
2018	1	6	0	10	3
2019	0	6	0	8	3
2020	0	6	0	8	5
202101	0	6	0	8	5

資料來源：金融監督管理委員會證期局

日益增加。此外，槓業自2020年5月開始有連結黃金或原油差價契約的交易，隨著2020下半年黃金創歷史新高價以及原油價格自負數持續大反彈，槓業商品差價交易量日益增長，2020年11月名目商品期貨交易契約總金額更是超過外匯保證金交易，12月份進一步達到926.3億美元的新高，而2020年度槓業外匯與商品名目總交易金額為1.14兆美元也算是不錯的成績。

LME基本金屬：實體經濟工業用途重要避險標的

2013年6月LME核准高雄港成為LME基本金屬的遞交港，使得國際大型LME認證倉儲公司進駐，有效降低東南亞、大陸及臺灣業者之倉儲運輸成本與提升物流供應鏈效率。此為臺灣期貨市場服務實體經濟的良好契機，主管機關與期貨公會對LME倉庫進駐高雄港有積極的應對，除了每年與倉儲及相關業者舉辦說明會外，2019年7月主管機關並開放國外期貨上手之交易與結算，臺灣期貨業者可以協助廠商進行基本金屬倉單購售、交換、借貸與質押融資業務。期貨服務事業中顧問可以提供實物交割或是期貨避險策略的諮詢與策略建議，期經或是槓業可以為廠商量身規劃避險交易模組，期信的基本金屬ETF期貨信託基金也可以提供業者相關金屬產品的避險與投資管道。

近幾年存放於高雄LME認證倉庫之基

本金屬已突破10萬噸，最高時曾經達到12.7萬噸，2020年11月庫存量達10.2萬噸，代表實體產業的確有大量的實物交割需求。2020年3月新冠疫情爆發後，LME基本金屬價格自谷底迅速回升，其中以錫和銅期貨漲幅最可觀，截至2月19日止，錫期貨自谷底回升107.6%，銅期貨也飆升105.8%至八年半的新高價。隨著大陸經濟持續復甦，以及全球新能源風力發電、電動汽車的銅需求快速上升，LME基本金屬漲勢持續，而LME遞交港的倉儲相關業務更是蒸蒸日上，這將是期貨業者服務實體經濟的最佳時機。

結語

期貨服務事業在槓桿交易商成立後已經為期貨服務實體經濟建立完整且嶄新的里程碑；期信的ETF期貨信託基金發行為業者提供商品基金投資與避險管道，在FED長期間維持低利率不變、無限制量化寬鬆政策以及美國財政部的赤字預算不斷擴大下，美元震盪向下趨勢造成新臺幣升值壓力如影隨形，槓桿業務可以為產業與貿易商提供OTC市場外匯保證金交易策略。而基本金屬價格在2021年後疫情時代持續飆升，期顧的專業諮詢，期經的專業代操，以及槓業的策略量身訂製都是對實體經濟很好的推廣契機，所以2021年應該是期貨服務實體經濟蓬勃發展的一年。



優化服務 創造價值

期貨業為服務實體經濟生態圈的重要樞紐

◎元大期貨

期貨市場為現貨市場的重要延伸

期貨市場起源於現貨市場，為一種跨越時間的交易方式，最早發源於商品遠期合約的制定，買賣雙方透過簽定合約，依據合約中指定之時間、地點、價格與其他交易條件交付現貨。經長時間的演變，期貨交易逐漸集中在期貨交易所，並以標準化的合約進行，而期貨市場的參與者則是希望透過買賣期貨，達到鎖定價格波動的效果，降低未來一段時間的價格波動風險，另外，期貨市場的投機者則是在期貨市場價格波動中尋找獲利的機會。兩者相輔相成之下，造就現行期貨市場的蓬勃發展。

現貨市場買賣的價格在投資人眼中僅為螢幕上的公允報價，但對於實體經濟的企業而言，現貨的價格將會反映在原物料的採購和銷售的定價，企業所需之原物料與期貨標的的規格就會有所差異，企業為維持生產品質一致，其通常使用指定原料純度、形狀、品牌等，也依據企業廠房的地理位置需求，進口原料的港口以及運輸成本考量，因此產業客戶規劃避險時，皆須確認以上原物料條件和現行採購上手的訂價合約條件，以便後

續進行原物料價格風險評估，並以適當的衍生性商品控管企業營運風險。

鎳相關產業鏈經驗分享

過去幾年元大期貨拜訪超過百家產業客戶的經驗，發掘臺灣有許多產業鏈與有色金屬相關，包含純原料的提煉、原料購買銷售貿易商、原料加工、原料裁切、原料表面處理及最終商品組裝，過去這些企業大多透過與海外的供應商簽署長期合約提貨，若是規模較大的公司，少數透過銀行以衍生性商品鎖定價格波動的風險，而主要的標的物為LME倫敦金屬交易所的期貨價格。LME交易所主要交易的有色金屬包含銅、鋁、鉛、鋅、鎳、錫、鋁合金等，而在工業製造中這些有色金屬是不可或缺的，接下來以鎳做為案例分享。

依據臺灣海關進出口公開資訊，2019年鎳及其製品進出口金額總計達美金9.7億元，鎳及其製品進出口噸數達6.08公噸，於臺灣高雄港LME交割倉庫存，截至2021年1月底鎳的庫存達4.2萬噸。

鎳最大消耗量是在不鏽鋼的應用，初級

鎳礦用於不鏽鋼的生產占全球2/3的鎳產量。由於鎳具有較好的耐腐蝕、耐高溫及防鏽等性能，故被廣泛地應用於化工、冶金、建築等行業。另一方面，鎳也廣泛被應用於化學電池產業，隨著近年來高漲的環保意識，各國開始重視起綠能的發展，而鎳則被應用到電池領域，鎳氫電池、鎳鎘電池和鎳錳電池等，應用於行動通訊、電腦筆記本、錄影機及電動車等領域。但隨著電動車電池中鎳的使用量顯著增加，依據第一大鎳供應商VALE，這類的新應用將會導致鎳市場結構產生變化，電動車電池對鎳的需求保守預估2025年達26萬噸，2030年保守預估成長至89萬噸，成長2.4倍以上，預期鎳的價格因需求增加逐漸拉升。

面對鎳原料的價格波動，為協助產業客戶因應市場的變化，期貨商可定期提供專題研究報告，說明近期市場趨勢。再者，由於產業客戶類型相當多元，期貨商將因應不同客戶需求提供客製化服務，以拜訪現貨貿易商為例，當鎳價格下跌時，其銷售價格將有

可能低於其原始採購價，為規避鎳市場價格的下降，期貨商建議可藉由布局空部位的期貨，彌補現貨銷售的損失；此外依據拜訪數家製造不鏽鋼和化學電池製造商的經驗，建議可透過期貨交易規避原物料價格波動風險，且當鎳原物料供應商有供貨不順的情況時，期貨商可提供產業客戶實物交割的服務，產業客戶於公開透明的LME交易所買進LME鎳期貨，由期貨商協助交割流程。另外，若預期未來鎳的價格上升，製造商暫時沒有鎳的原物料需求，期貨商建議產業客戶可於期貨市場作為賣方，將符合LME標準的鎳現貨於市場中賣出，減少倉庫鎳原料的庫存，發揮期貨市場的功能，滿足企業客戶更靈活彈性的原物料庫存控管需求。

期貨業為服務實體經濟生態圈的重要樞紐

服務實體經濟是期貨行業的根本，期貨商能協助產業客戶規避或管理原物料價格波動，提升產業客戶規避風險的能力，維持產

業客戶長期營運的穩定性。橫跨多個產業鏈，服務實體經濟生態圈會牽涉到倉儲業、物流業、銀行、租賃業、海外期貨交易所和期貨業等，期貨業的經營項目剛好發揮樞紐的角色，橫跨多元的產業類別，滿足客戶全方面需求，組織服務生態圈，提升整體社會經濟的綜效。



圖、2020/1 ~ 2021/1 臺灣高雄港 LME 交割倉庫 - 鎳庫存

優化服務 創造價值

期貨商如何與產業連結及整合產業價值鏈

群益期貨國內法人部◎楊睿玲副總經理

2013年高雄成為倫敦金屬交易所（LME）非鐵金屬遞交港，建構起臺灣現貨商、物流倉儲與期貨業者之間的一道服務合作的區塊連結。而LME可謂是金屬交易的世界中心，除為買賣雙方建立一個健全有秩序的市場，且以市場機制產生價格更擁有現貨商的定價權。世界上重要的礦業公司、金屬生產商、商業投資銀行、金屬貿易公司及製造廠商都是LME的主要會員，而臺灣因為每年有色非鐵金屬（如：銅、鋁、鎳、鉛、鋅、錫等六個主要基本金屬）的進口量在全球市場排名佔有一席之地，想當然爾LME的業務發展對臺灣的產業也會有相當的影響力。面對全球經濟體瞬息萬變的當前局勢，LME高雄遞交港將有利於臺灣實體產業進行庫存避險與資金活化，進而獲得穩定毛利的優勢，將帶動期貨商與實體產業經濟的良性經濟循環。

中國經濟崛起後，新加坡、馬來西亞被充分運用為儲轉中心，但運送天數長達五天之久且成本過高。高雄港位於中樞要紐將可協助臺灣金屬廠商及相關業者如期貨交易者、金融業者開出一條新絲路，邁入新的營運里程碑，成功與世界接軌並有效連結大陸主要港口，可節省運送天數，甚至最快一天就可到達，充分降低倉儲運輸成本與提升物流供應鏈效率；又因商品交貨時間縮短，可降低國內買賣業者原所面對之匯率和商品跌價之經營風險及物流成本，提升其市場價格競爭力，未來非鐵金屬於高雄港自由貿易港區交易儲轉，將可有效連結亞洲主要港口，成為供應鏈關鍵及必要節點朝向國際倉儲轉運中心目標邁進。

期貨商如何與產業連結及整合產業價值鏈，做智慧物流、創新研發等更好的加值服務？因應非鐵金屬的輸出入市場開放與倉儲

便捷提高效率政策，期貨商扮演著串聯企業與人流、物流、金流的角色以提供高附加價值的高端服務，亦即不僅提供金融服務以促進實體產業發展，也教育客戶創新運用國際化的方式進行資產活化，並讓產業嘗試透過避險使公司永續經營。

群益期貨長期以來運用國際金融經驗開創經濟新模式，協助實體企業邁向更國際化及更具前瞻性，使臺灣市場與國際接軌，對於業者、廠商甚至到國家都有實質的幫助，創造更多的經濟效益，並朝最終目標邁進—讓臺灣成為更有競爭力的自由經貿島。

近年來群益期貨積極服務實體企業，尤其在疫情期間很榮幸的協助企業客戶交割。以下進行案例分享。

案例一

2019年第四季（COVID-19）疫情發酵全球進入緊張情勢，2020年初國際貿易瞬息萬變，封城、封港、航運、海運以及國與國之間物流幾乎停擺，然而臺灣疫情控制得宜讓製造業者持續營運甚至於急訂單的湧入；但客戶表示一則以喜一則以憂：喜獲滿載的訂單、憂於生產線原料供應短缺。因為長約供貨的船期不定無法回覆供貨日期，境內緊急購料又因疫情價格不定且貨源不足，導致緩不濟急無法滿足生產線的需求；所以客戶透過群益期貨解燃眉之急。群益期貨提供客戶解決方案：透過群益期貨（香港）進行LME交易，以完整的系統作業買進LME標準

倉單進行實物交割，當時於一周內取得金屬商品。

案例二

2020年第一季疫情稍緩後，航運作業正常，導致所有累積的長約金屬交貨，進而導致企業客戶金屬庫存過剩，客戶充分運用LME高雄港地利之便，進行LME交易賣出金屬商品進行實物交割作業，除了穩定賣價且在一周內安全便捷的完成銀貨兩訖的交易。

以上兩個實際案例，充分發揮高雄港作為LME交割港在臺灣對於產業鏈實質提高國際市場的競爭力。

臺灣金屬產業採購慣性多為代理商或供應商取得年度長約交貨為主，其優點是有利於長期穩定供貨、穩定進貨讓生產製程與排程的原料供應無虞，但或許因此造成2013年初起至今LME高雄港運用與內需產業運用偏低，所以整合運用上仍有很大的成長空間。

近年來全球產業國際競爭如火如荼，臺灣經濟成長也是眾所矚目的焦點，金融業對於企業提升競爭力也是我們努力的重點，不論期貨公會或業者一直致力研議如何利用避險、交割、倉單等方法靈活且完整的滿足實體產業的需求。2020年，在媒體主辦的臺灣資本市場論壇會議中，群益期貨孫天山董事長更是積極建言活絡LME高雄港，並提倡銀行業評估建立LME倉單質借業務；並陸續與期貨公會共同拜會高雄市府團隊與高雄銀行，居中協調亟力推展此項業務。



知往鑑來

- 臺灣期貨商成立27年，走過外期時代，見證臺灣期貨市場從無到有、產品多元發展、市場規模增長、業務種類逐步齊備，期貨市場發揮越來越重要的風險管理作用。
- 「期貨」成為資本市場重要金融工具之一，更加突顯服務實體經濟之功能。
- 期貨產業要如何深化、廣化其服務實體經濟的角色定位，借鑑實體業者需求面向、國外交易所及期貨商經驗面向，看看期貨市場如何優化服務、創造價值，促使產業升級。



實體業者經驗談

我國油品行業風險管理需求經驗談

臺灣中油公司◎鄭寶華

背景說明

臺灣主要石油業者之業務型態為向國際進口原油，經煉製加工為成品油，其中大部份成品油供應國內市場，而國內成品油售價依油價浮動公式調整，與國際原油價格高度相關，是以內銷油品並不存在價格波動風險，若僅針對原油避險，其結果只是將原油成本鎖定至某一價位，當未來油價上漲，固然可降低原油成本至該鎖定價位，惟當未來油價下跌，卻會因避險而使原油成本提高至該鎖定價位，對業者及消費者並不全然有利。

舉例來說，倘若於去（2020）年1月時針對2、3月進行原油價格買進避險，而其時布蘭特原油2、3月的遠期紙貨報價都維持在57美元/桶上下，若進行避險操作，當未來油價上漲，固然可降低原油成本至57美元/桶，惟布蘭特原油2、3月均價最終分別成為55.44美元/桶及31.83美元/桶，因避險已將原油成本鎖定在57美元/桶，故2、3月的將產生避險損失分別為1.56美元/桶、25.17美元/桶，原油成本分別增加約2.74%及44.16%。

而目前臺灣成品油市場處於供過於求狀態，剩餘成品油有必要外銷去化，故對國內兩大石油業者（中油與台塑）而言，市場風險主要來自外銷煉製利潤（即外銷成品油與進口原油之價差）的波動，因此國內主要石

油業者一直以來皆有針對外銷出口的成品油之利潤進行避險。另由於國際市場的石油貿易大抵是以美元計價，故匯率避險亦是須考量的一環，然因匯率波動幅度遠低於油價波動，故對上述業者而言，針對外銷煉製利潤的波動進行避險，仍是避險業務重點。

由於大部分的亞洲國家進口原油大都以普氏每日公布的杜拜原油或者布蘭特原油為其計價基準，而成品油計價基準則大多以亞洲普氏每日公布的成品油為主，而油品實物計價方式又以月均價為之，而現今紐約商業交易所（NYMEX）及洲際交易所（ICE）全球兩大油品期貨交易所，其所提供的油品期貨產品及計價方式均無法完全滿足油品避險需要，若逕行以油品期貨作為避險工具，將增加避險操作的複雜度及可靠度，因此大部分石油業者的避險操作均透過OTC市場的交易對象來進行。

舉例而言，當國內煉油業者欲針對2021年5月的外銷柴油進行避險，而此時OTC市場之GO/Dubai（May2021）SWAP報價又優於避險目標價位，則可向合格的交易對象詢價，擇其報價最佳者交易，而2021年5月的外銷柴油的避險作業即可達成，而其所鎖定煉製利潤即為當初所成交的SWAP價格，有關透過OTC市場之紙貨交易（賣出SWAP）來完成外銷煉製利潤避險之原理，請參圖1。

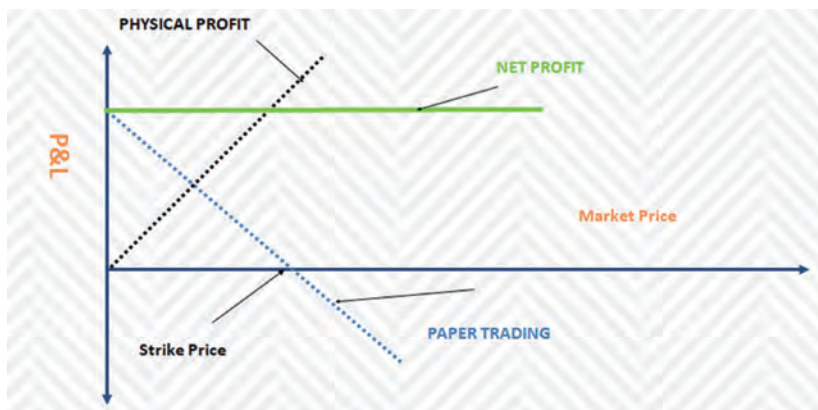


圖 1、透過 OTC 市場避險原理圖

據了解，目前國內主要業者大多皆有依主管機關所規範之避險管理原則執行避險業務，亦謹守嚴控風險避免投機原則，並培養避險業務人員研判市場之能力，以期持續增進油品避險業務之效益。

培訓交易員進行套利避險交易套利模型

一般油品避險業務，係透過紙貨操作，針對外銷煉製利潤、不同指標原油價差轉換，以及油品貿易等現貨標的，進行避險交易。部分交易需跨單位及跨部門合作，及客觀判斷正確之進場時機，若上述操作無統一指揮系統，而進場時機又多仰賴交易員的主觀判斷，極易出現交易員乾綱獨斷的情形，故而建立客觀可靠的油價分析模組，以降低人為的主觀偏執，是避險業務的重點項目之一。而具體的做法即是訓練交易員組建跨單位之虛擬小組，並藉由油價分析模組，找出紙貨適宜的買進及賣出價位區間，而實貨部分更需統一協調相關單位，以及時掌握商機。而開辦油品套利避險交易課程，吾人認為是訓練交易員如何組建跨單位之虛擬小

組，統一協調貿易、煉製、輸儲及油銷等單位，並利用油價分析模組進行套利避險交易的有效方法。

因為隨者時間的推移，以及交易員實際操作，交易員可藉由實務避險交易結果，除可提供建立油品套利交易之資料庫之用，並可提供油價分析模組人員反饋，續

優化油價分析模組，再者，參與建立模組及虛擬小組培訓之同仁，亦可縮短避險套利操作之學習曲線，並體認協同合作的重要，增加油品套利機會，提升貿易避險績效。而透過內部研究油市等相關單位，以及油品交易員之討論，彼此通力合作，是建立優質反饋系統的良方，將能有效且不斷的優化油價分析模組之可靠度與可信度。有關如何建立油價分析模組、培訓交易員、組建虛擬小組，以及優化套利流程如圖2。

在建置油價分析模組的過程中，建置模組團隊經過學習、討論以及錯誤嘗試，在經歷「困於心，衡於慮，而後作」的過程，系統建置人員由懵懂門外漢，逐漸明瞭套利避險的原理，是交易員必經的過程，也是十分難得的經驗。

吾人經由油品套利避險交易系列課程中，可以發現新進交易員普遍存在下列問題如下：

1. 對套利原理的認識仍不夠深入
2. 對所進行交易屬性認識不清
3. 對實務的套利流程缺乏認識

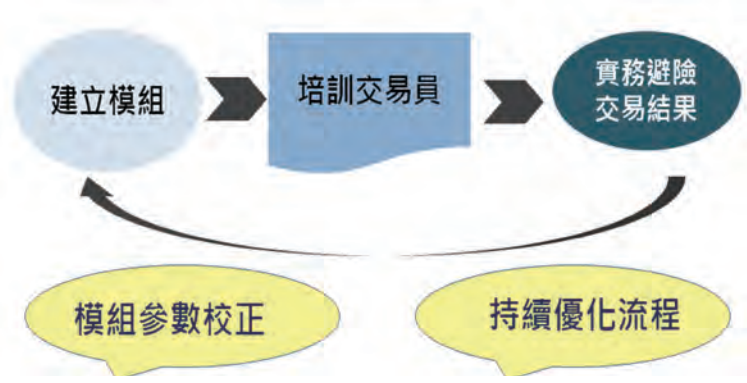


圖 2、培訓交易員流程圖

對於上述1、2項問題，是屬於知易行難的問題，也是進行交易最重要及最基本的部分，原本很多學員在上課之前，都自認對套利原理及各種交易的屬性有清楚的認識，但在經講師針對幾個經典範例進行解析，部分同仁才體認其對於套利交易的認識，仍有許多盲點，並有「學而後知不足」的感嘆！而講師再由學員的心得報告以及課後測驗中，認知到學員盲點之所在，以作為日後指導同仁的參考，此也驗證了教學相長的重要。大部分學員透過一系列的學習課程，對於交易的屬性，以及套利的原理，都有了整體的認識。

此外，部分學員原本對於實際套利業務或者並無實際經驗，或者僅憑經驗與直覺來想像，並無明確的作業原則可資遵循，通過「組建跨單位虛擬小組進行油品套利實務解析課程，學員們對油品套利實務操作已有基本認識，未來在嘗試油品套利操作時，當可有效的縮短學習曲線，而未來在進行實際油品套利業務時之前，亦可藉此擬訂不同油品套利作業的基本原則，對於降低成本，以及優化流程等方面，都有莫大裨益。

最後，初期建置之油價分析模組不宜太

過複雜，應秉持先易後難，先簡再繁之原則，藉由實績，以及交易員的回饋，進行模組參數的校正，不斷進行模組優化，俟該模組穩定，再增加其他油品分析模組，以應用於更多油品之分時套利操作。而套利交易的優化，亦可藉由下列具體的作法穩中求進。

1. 由資深交易員將基礎的交易專業知識，以數位化的形式建檔，以利經驗傳承。
2. 對於較為深入、抽象的專業，難以僅透過數位檔案形式進行經驗傳承，必須親自口傳心授方可竟其功。由資深交易員針對各類難懂的議題，著手準備簡報資料，落實經驗傳承。
3. 鼓勵資深交易員多多舉辦油品貿易講習，藉著經驗交流分享，不只可以協助同仁跨越各種型態油品貿易的進入障礙，亦可有效縮短學員的學習曲線。

油品避險經驗分享

過往進行避險業務，多仰賴交易員客觀判斷紙貨的進場時機，而交易員常將其主觀的偏執，誤認為客觀的判斷，此乃交易之大

忌，然交易員本身實難察覺。誠然，油品交易員所需具備的基本學養，如基本分析、技術分析、籌碼分析、以及市場消息面解讀等的知能確然重要，然依筆者多年來的深刻體認，如果交易員無法明瞭自身的局限，『即任何人都不能全然窺得市場全貌，亦不可能全然維持客觀的事實』，即便具備所有上述的技能，亦難以在詭譎多變的油市中勝出，因為每一個人從小到大，都為周遭的事物所影響而不自知，自以為客觀，其實內含日積月累而不自知的主觀，唯有意識到自己不可能全然的客觀，才有機會盡可能的客觀。交易員務必對此有深刻的體認，方可有效去除上述盲點，提升避險績效。

此外，在美、日、歐央行飲鳩止渴式的貨幣政策下，全球貨幣市場很可能出現百年不遇的結構性轉折，而油市早期因頁岩油革命、次貸風暴而出現結構性變化，現再兼以上述變數，預料未來油市將更加詭譎多變，而欲藉由結構性變化前的數據、指標，來做為未來研判的指引，愈發困難，這對油品避險團隊而言，挑戰更形艱鉅。所以油品交易員千萬不可自滿，要保持對市場的謙卑，同時要持續深化專業，以因應未來的油市變局。

展望未來油價走勢

綜觀目前支撐油價多頭的三大支柱，主要是全球超寬鬆貨幣政策、產油國戮力減產，以及近期多種COVID-19疫苗問世，致

使油價得以走出熊市。其中尤以全球超寬鬆貨幣政策對油市影響最是深遠，惟在供給面驅動的油市結構下，油價上漲仍有其基本面的限制。其中，新任美國總統拜登的能源政策，對中長期的油市並非有利，加上近期頁岩油業者整併潮不斷，使得頁岩油業者開採及營運總體成本降低，對長期油市多頭更是重擊，且目前產油國節制供給以支持油市的作法，僅止於支撐油價，難以激勵長期油價走揚，然以美國為首的全球超寬鬆貨幣政策威力確然強大，油價甚至可能隨資本市場的榮景而走高，然不可諱言，現階段油市基本面仍是由供給方所主導，油價在新年開始依然維持高檔不墜，其主要原因仍是拜全球寬鬆的貨幣環境所賜，但產油國自去年下半戮力減產亦功不可沒。

概觀最近三次油市空頭走勢（請見圖3），首先第一波油價熊市發生在2008年，由於中國自2000年進入世貿組織以來，其對原物料的需求遠遠超乎市場預期，造就由需求帶動的超級牛市，布蘭特原油期貨在2008年7月一度逼近147.50美元/桶的天價，隨後因美國次貸風暴，戳破油市泡沫，油價隨即墜落熊市，跌至36.20美元/桶，跌幅高達75.45%。第二次熊市發生在2014年，起因是美國次貸風暴後，全球資金斷鍊，導致經濟急凍，油價亦跌至谷底，全球為救市展現團結，各國央行同步推出寬鬆的貨幣政策，各國政府亦推出一致性的財政政策，而產油國為救油市，也展開減產救市行動，使得油價自低檔反彈，而導致布蘭特期貨在2014年6



月維持在100美元/桶以上達數年之久，油價最高來到115.71美元/桶，後因部分產油國不再遵守減產決議，最終在沙烏地阿拉伯也棄守決議，而引爆油價崩跌至27.10美元/桶，跌幅高達76.58%，至於去年經過新冠疫情的肆虐，以及產油國價格戰的衝擊，致使油價由高點71.75美元/桶，一度跌21.65至美元/桶，跌幅高達69.80%，而與最近前兩波熊市的跌幅相較，熊市跌幅似已滿足。綜合上述，去年熊市跌幅與先前二波跌幅相近，加上月均線已開始走平，除非近期全球再有經濟危機發生，理論上中期油價不會再行破底，但長期油市循環一波低於一波，則預示著油市基本面長期趨疲的事實。

此外，OPEC+決議自今（2021）年1月起放寬減產限制50萬桶/日，使每日減產數量由770萬桶降至720萬桶，而協議得以達成係因沙烏地阿拉伯顧全大局，自願承擔更大幅度減產的工作，沙國能源部長示，沙國自願負責2月起至3月底期間擴大減產100萬桶/日，使其生產量下降至812.5萬桶/日，這顯示產油國戮力減產依舊。另細看美國總統拜登的能源政策其實並不利石油需求，其目標

為在2035年達成無碳電力，2050年更要達到無碳能源，並指出在其任內將大力推動再生能源，並對現有及新增的油、氣業表示將制定更嚴格的汙染管制規定，並禁止對石油及天然氣業者開放新的政府土地及水域。但另一方面，拜登已明白表示，美國將重返伊朗核協議，這意味伊朗原油可望重返油市，這將大幅增加全球油市供給。整體而言，與前任總統川普相較，拜登政策明顯不利油價上漲，兼以其政策方向較為溫和，之前油市常因川普或者即興、或者激烈而大幅震盪的情形，將會大幅減少。

另由技術面觀之，目前布蘭特近月份期貨價格基本面利多消息不斷，多頭持續掌控盤勢，惟RSI指標來到超買區，且週K線出現長上引線，顯現上檔壓力漸重，目前上方壓力落在71.76美元/桶，而支撐移至50.45美元/桶。而依據商品期貨交易委員會（CFTC）於2021年2月15日公布（截至2月9日）原油近月份期貨當週大額交易投機淨多單與前週相比增加15,084口，至514,258口。油價於當週上漲，而淨多單部位增加，籌碼面稍利於多方。



圖3、近三次油市空頭走勢圖

保險公司衍生性商品運用及風險管理

國泰人壽◎蔡宜芳副總經理

保險公司衍生性金融商品運用

衍生性金融商品是一種財務工具，乃是從股票、債券、匯率等傳統金融商品所衍生來的金融商品契約，衍生性金融商品其主要種類可以分為：遠期契約、期貨契約、交換契約、選擇權契約等四大類，投資人利用此一特性使用衍生性金融商品進行避險與套利交易行為。

對保險公司而言，主要持有之金融資產包括國內外股票及債券，面臨著股價、利率、信用及匯率風險，致保險公司的當期損益及淨值產生波動。因此，保險公司使用衍

生性金融商品對金融資產進行避險，以平穩損益表波動或保護其淨值。除此之外，保險公司也會使用衍生性商品進行增進投資收益操作，主要目的包含：(1)希望承作衍生性金融商品以加大槓桿，進而提升資金使用效率；(2)直接使用衍生性金融商品執行對特定市場偏空看法。

根據期交所資料，目前在臺灣期交所上市的衍生性金融商品約300種，以臺股上櫃上市的個股及ETF標的之期貨及選擇權為主，連結標的為外國匯率、商品及利率類型期貨及選擇權相對較少。若要操作外國利率相關商品，仍需至海外期交所進行交易。



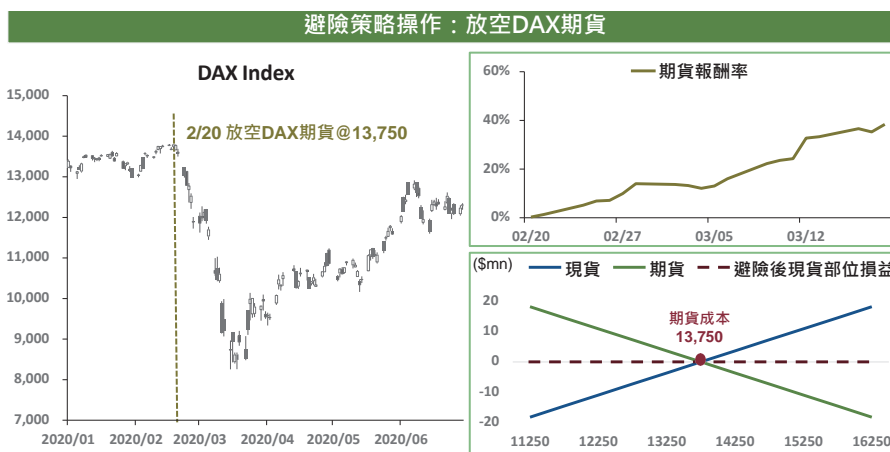
	臺灣期交所上市之衍生性商品	其他在臺有交易需求之衍生性商品
股價指數期貨及選擇權	臺股、日股、美股及英股	陸股、印度股市、泰股、德股、俄股及 VIX 指數
個股期貨及選擇權	於臺股上櫃上市之個股及 ETF 標的，共達 267 檔（截至 2021.2.1）	需求較低
匯率期貨及選擇權	USD/CNY、EUR/USD、USD/JPY、GBP/USD、AUD/USD	美元指數、加幣指數、澳幣指數、歐元指數及日幣指數
商品期貨及選擇權	黃金、布蘭特原油	大豆、玉米、糖及咖啡等農產品，銀、銅、鋁等金屬商品及天然氣等能源商品
利率期貨及選擇權	無	公債期貨及選擇權

* 根據臺灣期交所統計臺灣投資人從事國外期交所商品交易申報資料

保險公司從事避險實務範例

以2020年2月COVID-19疫情擴散至歐洲的市況為例，保險公司研判當時疫情可能讓德國DAX指數面臨下行風險。在執行避險交易之前，保險公司會先依法規要求計算避險有效性，確認歐股部位與DAX期貨在3個月每日價格變動相關係數是否達到70%以上的高度相關性要求；在確認合規之後，便依帳上歐股部位去推算避險口數及所需的保證金，以符合原始保證金及維持保證金的要求。

當DAX指數從13,750點下跌至12,250點時，放空期貨的未實現利益約1,091萬歐元，報酬率約10.9%，可完全抵消歐股部位的損失；反之，假設DAX指數不如預期般下跌，反而上漲至15,250點，放空期貨將產生損失約1,091萬，正好與歐股部位價格上漲利得抵銷。由下圖可知，現貨與期貨部位損益互相對沖之後，兩者損益合計為零，亦即放空DAX期貨可鎖住帳上歐股部位的未實現損益，不受指數變動影響。



保險公司從事增進投資收益範例

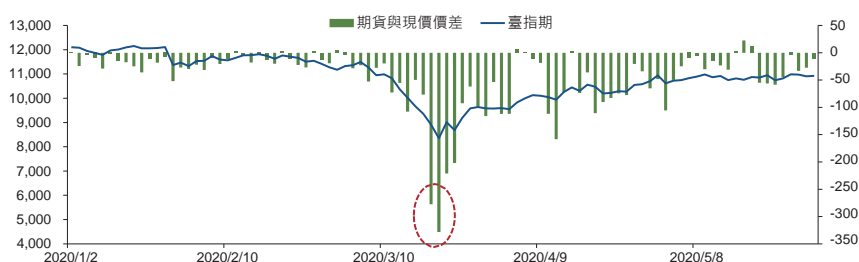
保險公司雖然主要透過衍生性金融商品進行避險交易，但其實也可以透過這些工具去增進投資收益。

2020年3月份國際股市大幅修正，3月18日臺股指數期貨基差為-325點，遠低於2019年基差平均值-24，研判為恐慌情緒造成臺

指期貨出現大幅逆價差之不合理現象，故可運用此機會做多臺指期貨，形同以較現貨成本低之方式增加股票部位。

可買入8,356點的臺股指數期貨，並持有至當年度4月15日進行結算，此策略的報酬率為25.1%，高於同期間持有臺股指數現貨的20.3%。

日期	TWSE	TWSE Future	基差
2020/3/18	8681	8356	-325
2020/4/15(臺指期結算日)	10447	10451	4
報酬率	20.3%	25.1%	



衍生性金融商品之風險管理實務

最後，有關保險公司在衍生性金融商品之管理實務，投資前後均須依照法規與公司內部規範的投資流程及風險管理程序控管，並依照不同的承作衍生性金融商品之目的，在流程上亦有不同的做法。

若承作以避險為目的的衍生性金融商品，實務流程上，投資之前須計算避險有效性，並經由風控單位覆核。投資之後，除了每月底計算和覆核避險有效性之外，另需監控並管理交易對手的集中度，以防止交易對手風險。

若承作以增進投資收益為目的的衍生性

金融商品，實務流程上，投資之前須先訂定限額，而限額規範乃依據產品特性而設有不同的標準，股票類衍生性金融商品乃依據Delta設定、利率類則為DV01、外匯類則為名目本金。投資之後，以現行保險公司之實務規範，須每日衡量損益呈報給董事長，並衡量市場風險值呈報給風控長。此外，保險公司也會設置強制停損點，以避免市場波動過大導致衍生性金融商品損失難以管控。

由於多數的衍生性金融商品也承受較高的交易對手風險，保險公司因而對衍生性金融商品交易對手進行分級管理，以信評為主，並輔以質化評量進行等級劃分。風險管理單位每日以信評、質化及ISDA簽約限額進



行交易對手MTM限額控管，並每年檢視交易對手等級，進行限額調整。當交易對手風險明顯異常時，則需動態調整，風險管理單位與投資單位合議以暫停與異常交易對手的新增交易，並檢討該交易對手之庫存部位。例外管理部分，投資單位若需調整交易對手限


額，則須會簽風險管理單位後呈報給最高階主管裁決。交易對手風險在金融海嘯以後，隨著越來越多銀行加入集中結算所，如果選擇與加入集中結算所會員的銀行從事衍生性金融商品交易，亦可降低交易對手風險。



在衍生性金融商品交易之內部控制方面，除了投資前台及風險管理部門負責市場風險的計算，以及作業風險機制的完善建置，應同時建立衍生性金融商品交易之內部稽核制度，除了投資前台進行之自行查核，另一方面，應有專責公司稽核作業之稽核部門，針對市場及作業風險，以及交易對手信用風險進行查核。

注該衍生性金融商品對被避險標的的有效性；在以增進投資效益之操作，風險管理最重要的是限額規範與停損機制的建立與確實執行。最後，交易對手信用風險與作業風險也是操作衍生性金融商品需管理的面向。

結語

衍生性金融商品有助保險公司面對劇烈的市場波動以保護損益表及公司淨值的重要工具，必須在避險成本與潛在風險所造成的損失之中作取捨，制定相關避險策略，方能在現今高波動之金融市場環境下維持財務績效，以助保險公司長久之穩健經營。 

衍生性金融商品具槓桿特性，波動度高，在以避險為目的之操作，應隨時保持關

法人運用店頭外匯衍生性商品管理風險經驗分享

永豐銀行交易部◎李振綱副理

前言

過去10年，臺灣外匯衍生性商品市場經歷了一場潮起潮落、興盛衰敗的過程，這場從泡沫吹起以致泡沫化的過程，有點些微類似2008年金融海嘯中，規模與結構更為龐大複雜的信用衍生性商品 - 債務擔保證券（Collateralized Debt Obligation, CDO）的迷你縮小版。我們可以從2011年中國人行制定「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」說起，當時人民幣交易的相關政策陸續開放，境外人民幣相關衍生性商品得以開始熱絡交易，各界一路看好中國經濟以及人民幣長期升值的前景下，讓各大銀行激盪出各種以境外人民幣為連結標的的衍生型金融商品，創造境外人民幣交易的商機，其中最廣為人知的就是以選擇權架構設計包裝而成的「目標可贖回遠期契約」（Target Redemption Forward, TRF）。而當時席捲亞洲金融市場的TRF，根據金管會統計，2014年1月

到2017年6月間，投資人淨損失高達新臺幣732億元，原本可讓企業用來規避匯率風險的外匯衍生性商品，當時卻成為臺灣中小企業倒閉的不定時炸彈，也顯現了衍生性商品如同兩面刃，可以規避風險，同時也可以創造風險，而接下來，我們就以分析外匯選擇權的隱含波動度為出發點，進而了解在什麼時候使用基本的外匯選擇權管理風險，會產生什麼樣的效果。

從外匯選擇權市場觀察標的匯率的風險-隱含波動度

市場風險來自於標的資產波動度的高低，舉例如圖1，綠線為美元兌南非幣(USD/ZAR)3個月價平選擇權的隱含波動度，紅線為美元兌日圓(USD/JPY)3個月價平選擇權的隱含波動度，南非不管在經濟面與政治面相對日本都是不確定性較高的國家，也反映在南非幣的波動度普遍高於日圓。



圖 1、USD/JPY 3 個月價平隱含波動度 vs. USD/ZAR 3 個月價平隱含波動度



圖 2、USD/CNH 3 個月價平隱含波動度



圖 3、USD/CNH 即期匯率 vs. USD/CNH 1 個月價平隱含波動度

接下來我們從隱含波動度走勢發現下面3個值得分析的現象，舉例美元兌人民幣3個月價平選擇權的隱含波動度。

1. 波動度經歷一波大幅上漲和下跌的過程，上漲的速度往往快於下跌的速度（如圖2）

表1是統計2017~2020年人民幣隱含波動度上漲趨勢和下跌趨勢的天數，可以發現，當波動度經歷一波上漲走勢，大部分只有1

表1、USD/CNH波動度上漲趨勢天數與波動度下跌趨勢天數之統計

波動度上漲趨勢	天數	波動度下跌趨勢	天數
2017/08/28~2017/09/07	10	2017/09/07~2017/12/19	103
2017/12/19~2018/02/08	51	2018/02/09~2018/06/14	125
2018/06/14~2018/08/02	49	2018/08/02~2018/10/01	60
2018/10/01~2018/11/29	59	2018/11/29~2019/04/12	134
2019/05/03~2019/05/09	6	2019/05/09~2019/7/11	63
2019/08/01~2019/08/05	4	2019/08/05~2020/01/07	155
2020/03/06~2020/03/19	13	2020/03/19~2020/07/03	106

3. 波動度相對於匯率價格本身會在一個相對有範圍的區間：

如圖4，可以發現在2011~2015年中國央行811匯改前，1個月價平選擇權的隱含波動度最低約在1.3~1.5%，最高約在4~6%；而經過2015年8月11日匯改後，人民幣逐漸放寬波動幅度，1個月價平選擇權的隱含波動度最低約在2.3~4.0%，最高約在8~10%。因此，一位需要進行匯率避險的避險者，平常除了透過基本的遠期外匯鎖住未來現金流的匯率風險，更積極的方式就是透過買進選擇權，多花一點成本（就是選擇權的權利金），對於未來匯率可能產生大幅度的波動

周至2個月的時間，但波動度從高點回落至接近原本上漲的起漲點，要花2個月至6個月。

2. 當波動度上漲有較高的機率標的資產同時處於下跌（如圖3）

表2是統計2011~2020年，USD/CNH匯率走勢與隱含波動度的關係，在15次隱含波動度明顯上漲的趨勢之中，有10次人民幣是貶值的趨勢，代表波動度伴隨著不對稱的特性。

表2、USD/CNH波動度上漲期間對應標的即期匯率走勢的關係

波動度上漲期間	標的匯率走勢	
2011/09/02 ~ 2011/10/03	6.35 → 6.50	▲
2012/07/26 ~ 2012/12/27	6.38 → 6.22	▼
2013/04/15 ~ 2013/06/25	6.20 → 6.13	▼
2014/01/16 ~ 2014/03/18	6.02 → 6.20	▲
2014/11/24 ~ 2015/02/03	6.12 → 6.27	▲
2015/08/06 ~ 2015/08/25	6.21 → 6.50	▲
2015/10/16 ~ 2015/02/03	6.34 → 6.69	▲
2016/10/27 ~ 2016/12/14	6.77 → 6.97	▲
2017/05/15 ~ 2017/09/06	6.88 → 6.50	▼
2017/12/18 ~ 2018/02/12	6.62 → 6.28	▼
2018/06/11 ~ 2018/08/06	6.37 → 6.82	▲
2019/04/26 ~ 2019/05/21	6.70 → 6.93	▲
2019/07/26 ~ 2019/08/06	6.88 → 7.09	▲
2020/02/21 ~ 2020/03/20	6.94 → 7.12	▲
2020/07/02 ~ 2020/10/29	7.06 → 6.70	▼

進行避險，雖然一年可能只會發生1~2次匯率大幅波動的機會，但只要適時在可控制的成本下進行避險。甚至可以從中產生可觀的收益。

舉例來說：我們假設中國匯改後，近幾年波動度的下限大約4.0%，在2019年7月19日，波動度又來到相對低點4.0%，3個月到期的美元買權兌人民幣賣權（USD Call CNH Put），名目本金100萬美元，履約價格7.00，市場上的權利金報價約為2,500美元，到了2019年8月9日，該選擇權價格飆升至約24,000美元。相對於遠期外匯，買進選擇權是可以在控制成本下有機會產生獲利的一個基本避險方式。相反



來說，對於賣出選擇權的一方，最大的收益就是權利金，而損失可能會是無限的。而根據第1點的現象，我們會發現，隱含波動度在下跌的時間往往遠久於上漲的時間，這也是為什麼許多投資人偏好賣出選擇權來當作一種獲利的方式，但當遇到1年少數1~2次的匯率大波動，賣出選擇權的一方損失也就會非常可觀。



圖 4、USD/CNH 3 個月價平隱含波動度

TRF外匯選擇權衍生性商品-雙面刃

回顧過去2014~2017年，臺灣各大金融機構向客戶銷售“目標可贖回遠期契約（TRF）”，雖然名稱上面叫做“遠期契約”，但實際架構與賣出選擇權更為接近，主因在這個商品架構上多了“目標可贖回”的條件，也就是當客戶達到一個期初設定的固定獲利，則該商品就出場結束買賣雙方合約的關係，但匯率如果不利客戶的部位方向，則損失是有機會無限放大。如圖5及圖6，從客戶持有賣出TRF和賣出陽春選擇權的損益圖可以看出，損益的型態是非常類似，只是TRF包裝了較為複雜的條件，讓市場上的價格更不透明，可以賺取的利潤也就相對比基本的外匯衍生性商品來得高。

那我們該如何“適時”的去規避持有該TRF可能造成損失？此時，選擇權隱含波動度的走勢變化就是值得參考的一項指標，我們來觀察圖7 USD/CNH的3個月隱含波動

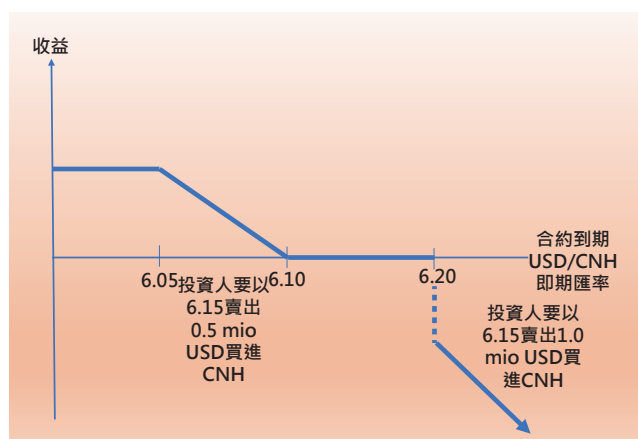


圖 5、賣出 TRF 到期損益示意圖

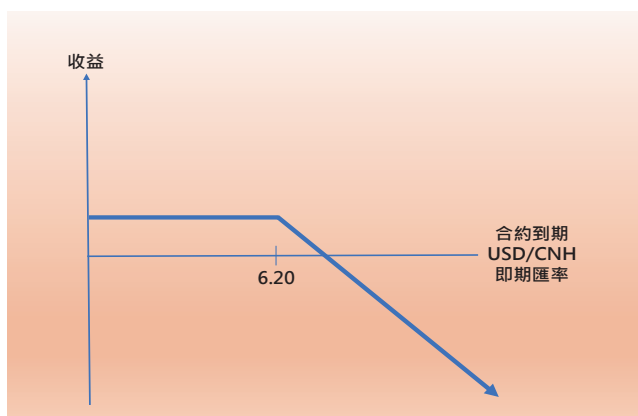


圖 6、賣出外匯陽春選擇權到期損益示意圖

度歷史走勢，前面有提到波動度相對於標的物價格會在一個相對有範圍的區間移動，我們會發現在隱含波動度已經連續3次觸及1.5%的低點（如圖7紅圈處），顯示市場大多數已經持有賣出選擇權的部位，而此時波動度向上反彈的空間相對於下跌的

空間就會高出許多。這些投資人通常是持有1年期的TRF，此時，可以先規避較長天期的風險，2014年1月隱含波動度又在此低點附近震盪（如圖7黃圈處），正是適合規避匯率未來可能大幅波動風險的時候，我們計算了在這個隱含波動度下，1年期的USD Call CNH Put，履約價格在6.20，名日本金1百萬美元，權利金約為1,800 USD，而在2014年2月中國央行緩步上調中間價後，該選擇權價值約上漲至25,000 USD，這代表只需花費1,800 USD就能針對名日本金1百萬美元的TRF進行避險，而且這樣基本的外匯選擇權商品流動性相對於複雜型衍生性商品較佳，買賣價差較小，是較適合用來做匯率避險的工具。

結語

過度複雜的衍生性商品，往往只是投資銀行用來包裝以增加銷售利潤的模式，而當市場一窩蜂非理性的追逐這些複雜衍生性商品，就是在創造一場金融泡沫化的開始，泡



圖 7、USD/CNH 即期匯率 vs. USD/CNH 3 個月價平隱含波動度

沫化的前期是一場榮景，但對於該標的資產而言，同時也是在不斷累積風險，正所謂「物極必反」，正是形容一場金融泡沫化的過程，而持有這些複雜衍生性商品並非壞事，盲目相信這些複雜衍生性商品卻沒有任何避險的觀念，才是最危險的事；而要管理外匯風險，透過最基本的衍生性商品就很足夠，像是：遠期外匯、換匯交易、匯率選擇權，而正確的外匯風險管理則需要了解該標的外匯本質上的特性，例如：標的匯率是否為央行管制貨幣、該國政治經濟的特性、以及標的匯率的波動度…等等。如今，2020年爆發的新冠病毒造成大規模的經濟停滯與不平衡，中斷美國聯準會（FED）原本漸進升息的步伐，全球央行又再度創造了一場極度量寬鬆的環境來刺激市場，同時也是慢慢累積一場大規模的泡沫過程，各類資產不斷上漲的過程，何時需要適當的避險，正考驗著投資人的理性與貪婪。

CNFA



國外交易所經驗談

大宗商品基差交易與期貨避險

芝商所◎廖耕輝

近年來隨著臺灣金融資訊產業的發展，國際大宗農產品市場如黃豆、小麥、玉米的相關訊息越來越豐富，市場參與者對其關注也逐漸增加。事實上，臺灣雖向來以高品質的作物聞名，對外輸出許多蔬果產品，且每年貢獻約五、六十億美元的出口總值，但針對黃豆、小麥、玉米等產品卻是高度依賴進口。根據農委會統計資料¹顯示，臺灣自美國、巴西、阿根廷、澳洲等國年採購黃豆近260萬公噸、小麥140萬公噸、玉米450萬公噸，因此這些國際主要農產品價格確實與臺灣產業息息相關。本文將試圖從概念上探討現貨農產大宗商品的交易模式，以及期貨市場在交易鏈中所能扮演的角色。

基差交易

國際間進行農產大宗商品交易時，常以基差交易的模式進行。基差，是指本地現貨

價格與國際期貨價格之間的價差，也就是現貨價格減去期貨價格的差值。由於商品的本地現貨價格會依據本地供需情形、運輸費用、倉儲成本、品質差異、稅費等等因素變動而與期貨有所差異，因此基差並非一個恆定的數值。當現貨價格相對期貨的溢價增加（或折價減少）時，稱為基差轉強；現貨價格相對期貨價格的溢價減少（或折價增加時），稱為基差減弱。

而所謂為基差交易，指的是買賣雙方以期貨為計價的基準，透過議價基差來完成的交易模式。進一步說，進行基差交易時，雙方針對特定商品的議價內容並非是貨物整體的價格，而是現貨與期貨的差額-基差-來進行價格協商。如此一來，一旦成交，買賣價格將會是一個基於期貨而形成的升/貼水浮動價格公式，其為基差價格（議約時固定）加上期貨價格（隨期貨市場波動）²。而商品最終價格的計算，則需要透過確定期貨價格

¹ <https://agrstat.coa.gov.tw/sdweb/public/trade/tradereport.aspx> 行政院農委會

² 基差交易的概念類似於房貸中的機動利率，利率計算為當期的利率指數（如銀行定存利率），加上簽約時的固定加碼利率，因此每期實際利率會依利率指數的浮動而有不同。

來完成。方式是經由買賣其中一方通知另一方，採用某一日或某幾日的期貨價作為計算基準，以確定商品最終價格，這個流程稱為點價。一般在基差交易的合約中都會載明是買方或是賣方能夠實行點價的權力，同時也會約定能夠實行點價的時間區段，稱為點價期。

總括來說，基差交易大致分為以下4個步驟：

1. 買賣雙方議定作為基準的期貨品種及合約月份，並針對基差做議價。
2. 議價完成後，買賣雙方形成一個基差價格（固定）加上期貨價格（浮動）為商品價格的合約。
3. 在點價期內，進行點價確定所使用的期貨價格，進而確定貨物最終價格。
4. 買賣雙方以最終價格進行貨物交割。

使用基差進行交易，將價格連接期貨市場的主要考量原因在於：期貨市場流動性高，價格相對具公信力且資訊公開透明，能降低買賣雙方的價格信息成本，提高交易效率。不過由於基差交易形成的價格公式中包含期貨合約價格，這也使買賣雙方可以直接透過期貨市場來進行相對應的價格風險控管與避險。

期貨避險

期貨避險是基於現貨市場價格與期貨市場價格趨向於同漲同跌的特性。雖然兩個市場的變化幅度不見得完全一樣，但是一般來

說會呈現高度相關性，也因此市場參與者可以透過在期貨市場上建立與現貨市場相反的部位“對沖”，來實現價格風險的控管。建立相反部位可使一個市場上的損失能與另一個市場的收益相互抵銷，並以此達成價格鎖定的功效。

舉例來說，假設某一飼料生產廠商使用玉米作為主要原物料，該廠與國際供應商進行基差交易，以7月份期貨合約加上基差的方式，協議購入第二季所加工需要使用的玉米。此時基差交易雖已完成，廠商仍舊面對價格風險。假使在點價完成前，期貨價格持續上漲，最終商品交易價格也會連帶上升。如果該廠想要於基差交易完成的當下即鎖定其最終原料成本，則可以在期貨市場中買入相對應其採購數量的7月份期貨合約。等到點價完成，現貨價格確定，廠商便可將手頭期貨部位平倉，完成避險操作。如此基差交易合約中期貨價格上升的風險，會與其手中的多頭期貨部位形成對沖，達到鎖定最終進貨成本的效果。

另一種可能的避險方式為根據銷售時程來進行期貨操作。譬如若某一大豆碾製廠是以每月接單的方式來進行產品銷售，如此該廠便可選擇在每月銷售完成時進行相應數量的原料價格避險。由於終端產品的價格也可能跟著原物料的價格波動，透過分批買入期貨避險，工廠的原料購入價格與貨品銷售價格可以在時間上形成更好的匹配，對其生產銷售利潤做更有效價格風險的控管。

除此之外，也可以選擇在基差交易之




前，針對更遠期的原料採購進行避險。譬如某一麵粉製造商可以在評估明年的原料採購數量後，先行在期貨市場中買入相對應的小麥期貨部位。等到進行現貨的基差交易時，合約中的期貨浮動價格風險已經被預先購買的期貨部位鎖定，從而達到遠期避險的效果。不過要注意的是，在這個例子中，雖然可以使用期貨預先避險，但是由於基差尚未確定，因此實際上的小麥原料成本仍會因為基差的變動而有差異。

結語

近期有新聞報導³，中國豬隻總量已經在經歷過非洲豬瘟後開始迅速恢復。中國作為世界黃豆的最大進口國與消費國，產業的復甦也代表著國際市場上對原物料需求的增加，也導致國際黃豆價格上漲，使臺灣農戶的飼料費用也大幅提高。這個新聞案例說明

了臺灣產業的成本，很大程度地受到國際情勢的連動影響。

經由基差交易與期貨市場的搭配，市場參與者可因應本身的商業模式與經營策略來選擇不同的避險方式和避險比率。是否能透過這樣的方式來更有效地控管價格風險，或許是產業追求穩定獲利的一個嘗試方向。

PS.本報導內容乃由芝商所編製，僅作為一般介紹用途，並非旨在提供建議，亦不應被視為建議。雖然芝商所已盡力確保本其中資料在通訊刊行當日準確無誤，但芝商所對任何錯漏概無責任。本通訊中所有示例和資料僅作為說明之用，不應視為投資建議或實際市場經驗的成果。芝商所未獲得在當地提供任何種類金融服務所需的註冊或牌照，亦未宣稱在此供任何種類金融服務。本通訊未經當地監管機構審閱或批准，使用者如獲取本通訊，有關責任應由其自行承擔。 

³ <https://news.ltn.com.tw/news/life/paper/1428119> 自由時報

歐洲能源市場與期貨衍生品交易

歐交所◎馮治超

氣候變遷與企業碳權交易興起

近年來，隨著溫室效應惡化與天然災害層出不窮，全球氣候的變化影響農作物的耕種與人類社會的穩定，使得人民與企業對於永續發展的意識漸漸抬頭，在國際社會中為了促進溫室氣體減排，聯合國於1992年5月9日通過「聯合國氣候變化框架公約（UNFCCC）」，接著在1997年12月於日本京都通過了公約的第一個附加協議，把二氧化碳排放權視作為一種可供交易的商品。在2005年京都議定書正式生效後，各國政府與企業為了達到減碳的目標開始紛紛制定法規與時程，每年企業必須交納足夠的配額以支付其所有排放量，否則將處以高額罰款。

而2015年12月，在法國巴黎簽訂的巴黎協定（Paris Agreement）是第一個全球性、具有法律約束力的氣候變遷文件。締約會員國家的溫室氣體總排放量占全球55%以上，並在2016年11月4日正式生效。

巴黎協定致力達成以下四個目標：

1. 全球氣溫上升目標小於攝氏2度，並致力於限制在1.5度以內。
2. 所有國家均以國家自定貢獻（Nationally

Determined Contributions, NDCs）做為減量目標之機制進行減少或限制排放，工業化國家必須有絕對減量目標值。

3. 由已開發國家提供綠色氣候基金，協助開發中國家執行氣候變遷減緩與調適。
4. 具有法律拘束的申報制度，國家預期自定貢獻（Intended Nationally Determined Contribution, INDC）於簽署後正式成為NDCs 並每五年或十年提交報告及檢討，將於2023年首次全球盤點、透明公開的呈現。

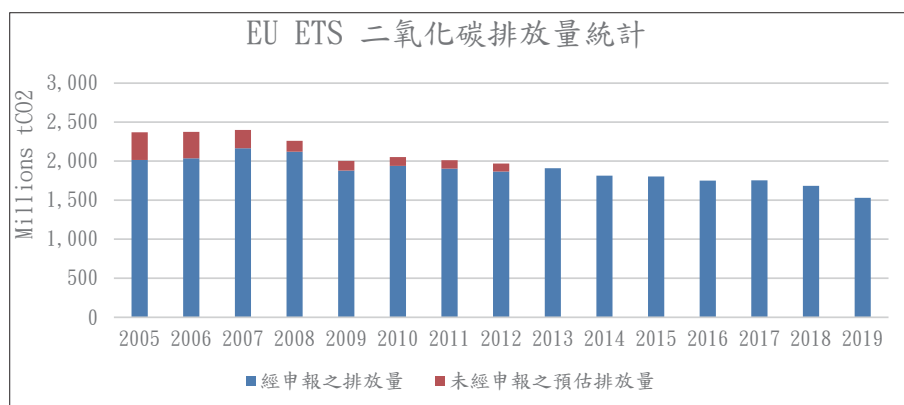
在巴黎協定的規範下，各國有需遵守的明確溫室氣體排放量限制與減排目標，且該上限會逐年降低，使2050年總排放量達到下降的目標，在上限之內，公司獲得或購買排放配額，它們可以根據需要相互交易。他們還可以從世界各地的減排項目中購買有限數量的國際信用。隨著可用配額總數的限制與逐年下調的機制，也使其具有內涵的價值。如果一家公司減少了排放量，它可以保留多餘的配額以滿足其未來的需求，也可以將其出售給另一家缺乏配額的公司。此機制使得企業產生買賣碳權的需求，尤其是已發展國家普遍有購入碳權的需求，也造就全球碳交



易市場大幅成長，以歐洲能源交易所（European Energy Exchange）的拍賣平台為例，2012年至2020年之間，年度總拍賣的排放額度由105,211,500 噸二氧化碳（tCO₂）成長六倍至676,015,500噸二氧化碳（tCO₂），同時成交價格從2012年1月約6.5歐元/噸（tCO₂）上升至2020年12月的30.9歐元/噸（tCO₂）。

在歐洲體制內，2005年成立的歐盟排放交易體系（EU Emission Trade System）是世界上第一個國際排放交易體系，制定其目標在2050年歐盟經濟體淨溫室氣體排放為零的

目標，在2030年中期目標降低55%的淨溫室氣體排放，而從2005至2019年之間，歐盟淨溫室氣體排放已降低38%。歐盟排放交易體系採取總額與交易制度（Cap and Trade），對歐盟內可以排放溫室氣體的總量設置一個上限，單一會員國家與企業也會有須遵守的排放額度。同時，歐盟排放交易體系鼓勵其他國家和地區的排放貿易發展，旨在將歐盟排放交易體系與其他兼容系統聯繫起來。而允許企業交易帶來了靈活性，可確保在成本最低的地方減少排放，同時強勁的碳價還促進了社會對清潔，低碳技術的投資。



EEX能源交易市場

歐洲能源交易所（EEX）是歐洲領先的能源交易所，致力於開發，運營和連接能源及相關產品的安全，靈活和透明的市場。EEX是全球電力和乾散貨運業的第一大交易

所，同時致力提供全球永續能源與環境能源交易平台。

作為德交所集團¹的一部分，EEX集團是為國際商品市場提供服務的公司集團，EEX

¹ 德意志交易所集團（Deutsche Börse Group）為一家綜合性的交易所機構，業務涵蓋了從有價證券上市，證券及其他金融工具的交易，清算，結算和託管服務，到抵押品和流動性管理的整個交易價值鏈。此外，德意志交易所集團在全球範圍內提供 IT 服務，指數信息和市場數據、產品和服務佈局劃分為九大板塊。包括 4 個於全球所有主要金融中心均設有代表辦事處的綜合性企業：歐洲期貨交易所（Eurex）、歐洲能源交易所（European Energy Exchange）、歐洲期貨交易所結算公司（Eurex Clearing）和歐洲期貨交易所回購交易平台（Eurex Repo）。

提供電力、天然氣、貨運和農產品貿易。此外，EEX是歐盟境內合資格的能源拍賣平台，可以在歐盟排放交易體系內拍賣排放配額。

除了歐盟市場以外，EEX亦逐漸擴展其在全球能源市場的重要性，2017年，美國的Nodal交易所加入EEX集團，相較於歐洲整合型的統一交易市場，美國的電力市場具有不同的區域型市場與各自的訂價，假設全國

電力價格在某一時間有不同的發展，意味一個跨足於多個區域市場或是全國性的的民營或公用事業將面臨基準風險，因此Nodal交易所應運而生，Nodal交易所提供全美上最廣泛電力的各地電力期貨合約。

2020年5月，EEX為日本電力市場推出了交易註冊服務。這項新產品將成為EEX平台上的第一個亞洲市場區域，也是EEX集團的第一個亞洲市場產品。



永續能源與ESG指數交易平台

為了服務企業拍賣其剩餘的碳排放權與次級市場交易碳權的需求，歐盟排放交易體系授權數家交易平台推出碳權拍賣與交易的服務，其中歐洲能源交易所EEX即為主要的平台之一。在2020年，在EEX平台上拍賣之碳權量達到6億7千6百萬噸二氧化碳，相較

2019年成長13%；交易量上，現貨碳權的交易量有6千4百萬噸二氧化碳，年成長28%，而碳權衍生品有5億8千1百萬噸二氧化碳的成交量，較2019年成長17%，雙位數的成長數字顯示歐盟內企業對於碳權交易的需求日益強烈。

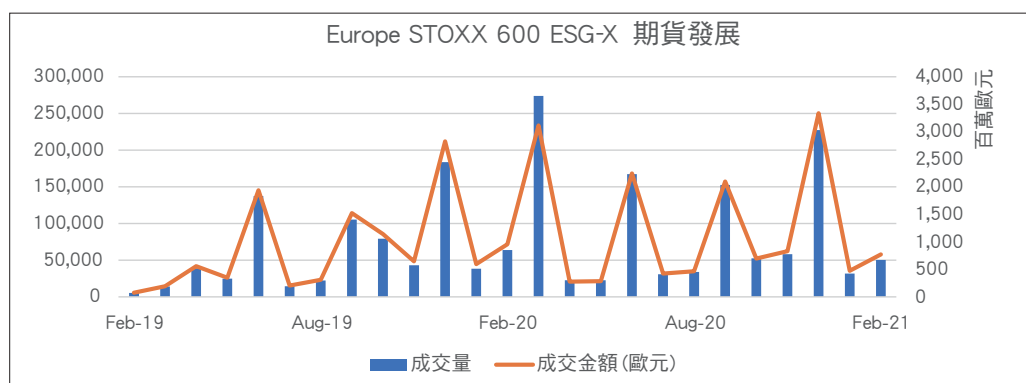
² 歐洲期貨交易所是歐陸第一、全球領先的衍生品交易所。歐洲期貨交易所成立於1998年，儘管發源於歐洲，但拜電子交易系統之賜，如今業務範圍涵蓋全世界各個主要市場，並提供超過2,000種的產品，包括各種以歐元計價的股票、股票指數以及固定收益證券的衍生性金融工具。其龐大的產品類別除了指標性的股指以及債券型衍生金融商品以外，亦有以個股、商品、交易所交易基金（ETF）、股息為標的資產的衍生品，甚至提供近年逐漸興起的天氣、能源衍生品。



於此同時，歐洲金融市場對於永續投資的需求也受法規影響出現明顯變化，隨著對建立可持續投資組合的要求和關注不斷增加，全球投資者正在大力尋求合適的工具來建構ESG產品。符合ESG規範的衍生品提供了一系列解決方案以促進ESG產品。


歐洲期貨交易所²於2018年9月開始研究ESG衍生品。透過與合作的銀行及其資產管理客戶進行諮詢與交談，發現對於在該領域

推出衍生品的需求非常強烈。隨即著手根據客戶的反饋設計ESG指數，並分析開發產品的不同方法。最終決定專注於排除法，該ESG規範是最基本同時也是技術最成熟的方法之一，就商業考量其背後管理的資產亦是最高。因此在2019年2月推出STOXX® Europe 600指數的ESG-X指數期貨，迄今為止，Eurex ESG衍生品已交易超過65萬份合約，總名義交易額為歐元80億。



未來環境永續發展與期貨需求

碳權交易與ESG規範是出於長遠考慮，無論是企業或是期貨交易所接正在為未來而努力。對於衍生品，歐洲期貨交易所發展出早期提供支持ESG投資增長的工具，而目前掛牌的選擇權合約最長可達五年，因此投資經理可以預測長期趨勢。

針對未來開發ESG產品有兩個要素至關重要，其一是更多符合ESG標準的基準指數的創建，另一個是希望通過選擇投資策略產生影響的資產所有者。法規制定機構希望透過改變金融市場行為，為像是聯合國可持續發展目標之類的舉措做出貢獻，成為某個特定領域的領導者。如今此類措施有許多正在逐步建立統一標準，隨著客戶的興趣以及需求提高，相應的交易規模終將實現。 

國外交易所經驗談

通過大宗商品衍生品促進成長

新加坡交易所大宗商品部主管◎陳應生

新加坡交易所大中華區業務發展首席代表◎李智偉

縱觀歷史，市場對衍生品有著不同的評價。其中，巴菲特甚至為衍生品貼上了“大規模殺傷性金融武器”的標籤。

許多人對衍生品用途的認識存有某些偏見，而忽視其在風險管理上發揮的積極作用。正如司機不清醒的狀況下駕駛可能造成意外，衍生品的潛在“危機”也應根據運用方式及投資目標來界定。

衍生品是什麼？

衍生品本質上是一種金融工具，它與之相關標的資產（貨幣、公司股票、股票指數、大宗商品等）的價格掛鉤，並界定未來價值。在物流、倉儲、行政管理等相關產業效率的影響下，衍生品也可能與相關資產的價格脫鉤。然而通過將合約的規格標準化，以及透過一個透明及高效的中央對手方的交易平台來讓多方參與並進行交易，這將大幅提升衍生品市場的參與率，從而實現流動性的提高和交易成本的降低，並讓買賣雙方之

間對產品的未來價格風險表達各自看法，從而達到分散風險的目的。

對沖是如何運作的？

據觀察，鐵礦石相關礦業公司的股價主要受到鐵礦石價格波動所影響。相關企業，如鋼鐵廠，可通過鐵礦石衍生品的交易來減低未來成本與營收的波動。買方可以並透過衍生品來鎖定原材料的未來購入價格，並省去當下購入大量原料的成本以及儲存實物的費用，賣方也可透過空頭的布局來保障未來的營收，雙方都可透過持續進行衍生品交易來調整對未來市場的看法，從而減少未來不確定因素的衝擊。

交易的目的是什麼？交易所擔任什麼樣的角色？

一個健康的金融生態系統建立於多方參與者對標準化產品的價格所表達的意見，從而達到滿足風險管理的需求。交易所的角色



是提供一個穩定高效的交易平台，透過技術、監管、法律和市場運作的統籌來建立公平健全的法規框架，以保障市場參與者的權益。只有持續做好這方面工作並建立良好的公信力，交易所參與率才會增加，價格基準的形成才會顯現。而且，交易所也透過不斷提供新的衍生品來豐富市場風險管理工具。

教育是關鍵

交易所的核心效用基於一個基本信念，即衍生品是實體市場正常運行不可或缺的一

部分，並在適度用於控制價格風險的情況下促進成長。和期貨公會一樣，我們的使命在於幫助業界更好地瞭解管理價格波動的實用工具—我們更加關注企業運營中最重要的部分，而不是對價格方向進行猜測。

新冠疫情是市場積極擁抱數字化最重要的驅動因素，而與之相關的業務高度不確定性也產生迫切的對沖需求，這使公司將重點放在業務運營的關鍵部分。作為全球市場健康狀況的關鍵晴雨錶，波羅的海運價指數的價格圖表反映出行業必須應對的持續性實物供應鏈中斷和價格波動加劇的衝擊。

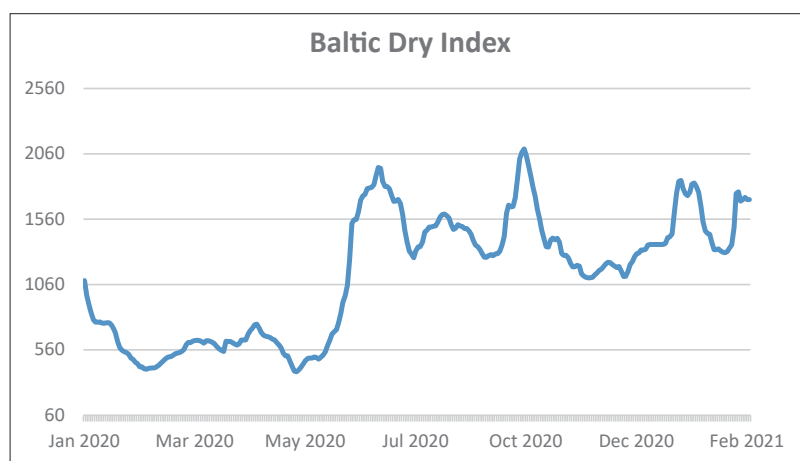


圖 1、波羅的海運價指數的價格圖

新交所於2006年進軍大宗商品市場

2021年是新交所推出石油掉期和遠期運費場外交易結算平台AsiaClear的第15年，但我們的大宗商品基因已深深植根於新加坡在橡膠現貨交易的悠久歷史中，並與新加坡全球商業中心的地位息息相關。新交所在海運

商品交易的價格發現中透過中立的立場來建立了公信力，並受到合約雙方的信任。這使得買賣雙方得以在每日價格變動中尋求對產品獨立且公正的評估。

隨著時間的推移，新交所如今已發展成為國際風險管理中心。透過提供一系列跨越多元資產的風險管理解決方案，以及高效的

平台，客戶可充分享受高資本效率的交易。除充分利用我們一系列貨物和航運合約中的大量流動性，大宗商品客戶還可進一步對沖大宗商品現貨交易中蘊藏的貨幣風險。

亞洲首個全球性大宗商品案例研究

自2009年新交所率先推出全球首宗鐵礦石掉期交易以來，我們在大宗商品風險管理方面所扮演的角色愈加重要。鋼鐵是全球工業化和城市化的支柱；鐵礦石作為其原料充

分反映世界經濟的發展以及亞洲經濟的崛起。鐵礦石目前已被列入全球交易大宗商品的A級名單，並在全球金融交易平台上發展成為衡量亞洲經濟的宏觀指標，為市場參與者提供表達對亞洲、礦業、基礎設施發展、以及鐵礦石本身看法的視窗，同時也為戰略性資產配置提供了機會。目前新交所的鐵礦石占有90%的海外市場，並為全世界參與者提供一個以美元來表達對鐵礦石看法的機會。這與2010年之前的市場環境，尤其是價格不透明的場外市場，形成了鮮明的對比。

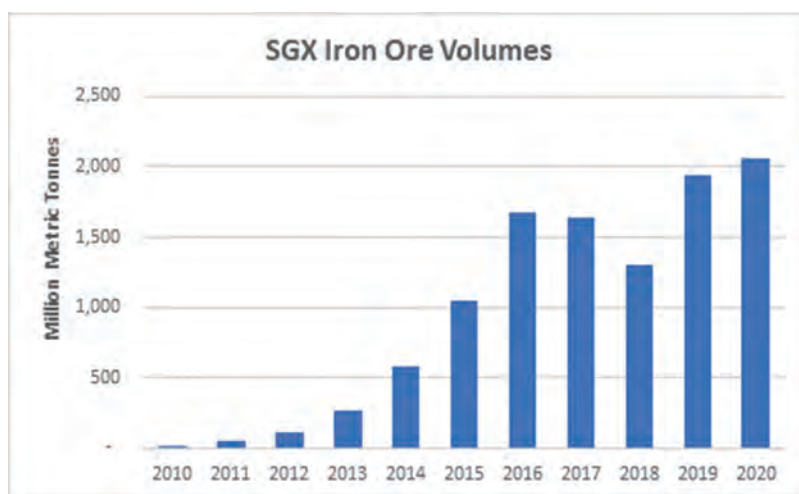


圖 2、新交所鐵礦石成交量（單位：百萬公噸）

結語

目前，亞洲占全球經濟產出的40%以上，該地區生產、進口和消費了大部分大宗商品。隨著亞洲作為全球舞台上唯一經濟亮點的不斷崛起，世界貿易發展勢頭的持續強勁，大宗商品衍生品的重要性將日與俱增。

新冠疫情引發的不穩定因素和持續動盪的地緣政治陰霾在人們的視野中揮之不去，全球各地充斥著不確定性，利用衍生品進行對沖已經成為良好風險管理的縮影，或許也是一種重要的生存工具。衍生品作為一種防止價格不確定性的保險，為那些能夠合理利用它的人提供了保障。





國外交易所經驗談

棕櫚油企業如何利用衍生品工具 管理價格風險

馬來西亞衍生產品交易所提供

作者：北京合益榮投資集團有限公司總裁◎周世勇

近年來，隨著經濟全球化、貿易全球化的不斷推進，大宗商品價格波動，對於企業穩健經營的影響日益突顯，價格波動風險已經成為企業經營中的重要風險來源。然而，真正能夠清晰的識別企業經營風險，能夠利用好期貨衍生品工具管理和化解經營風險的企業，屈指可數。很多企業有一種誤區，擔心參與期貨市場過程中，引入更多的市場風險，反而更加影響企業的運營。

隨著更多的企業參與到價格風險管理中來，參與大宗商品的貿易公司，也湧現出一批風險管理能力強、經營穩健的企業。我們認為：大宗商品的價格風險是可以被管理的，管理風險是有很好的方法的，而這一些列管理風險的方法是完全可以學習和掌握的。本文著重探討棕櫚油產業鏈企業經營中的價格風險點，以及如何利用大馬交易所的

棕櫚油期貨，管理價格風險，最後輔之一企業實操案例。

一、棕櫚油經營主體及主要風險點

1. 棕櫚油上中下游產業鏈涉及諸多實體企業
 - (1) 上游為油棕樹種植園及壓榨精煉企業，主要為棕櫚油和棕仁油的供應商；
 - (2) 中游為國際進口貿易商，主要面向印度、中國及歐盟等銷區國家裝運輸送棕櫚油，為銷區國家提供棕油原料；
 - (3) 下游為諸多食品加工企業及化工企業，工廠通過生產各類食品及化工產品，將以棕櫚油為原料的產品最終銷售至終端消費者。

上游企業集中度較高，而下游企業集中

度相對較為分散。

2. 不同產業鏈結點的企業面臨的風險點不盡相同

上游種植園及加工企業主要面臨價格風險和企業管理風險。具體有：

- (1) 價格風險主要包括各類棕櫚油價格波動及化肥成本價格波動風險；
- (2) 作為勞動力依賴型產業，人員管理及勞工聘用也成為產業經營的重要風險點。因對外籍勞工依賴度高達80%，2019年以來種植企業勞工短缺的現象抑制了產量的增長，對中長期經營帶來了較大不確定；
- (3) 馬來西亞及印尼等主產國對油棕產業的規劃和相關政策也對上游產業的長期經營帶來了不確定性，這一方面主要涉及企業對油棕樹的擴種以及樹齡老化後的種種問題。

3. 棕櫚油中游企業面對的風險點更加複雜和多樣化

相對於上游種植企業，中游進口貿易企業面臨的最大經營風險即為“價格波動”風險。

- (1) 出口貿易海運時間較長，比如棕櫚油出口至非洲及歐盟等地區的海運時間可能長達1個月，在此期間原料價格可能波動劇烈，因此企業需要對價格進行風險管理以此規避價格波動的風險；
- (2) 宏觀市場因素也將對進口貿易企業的最終利潤造成較大影響，具體包

括匯率波動風險以及海運價格波動風險，這兩個因素主要受到宏觀經濟等綜合因素的影響；

- (3) 進出口國家的關稅變化以及海關裝運也是中游企業可能需要面對的不確定因素。

4. 棕櫚油下游企業面對的風險點較為單一

除了常規的經營風險外，作為原料的採購方，採購價格控制較為重要。因所處快消行業，下游企業毛利潤率相對較低，如何獲取相對低價的原料，將對企業利潤和經營管理較為重要。

二、馬棕油使企業避險價格風險成為可能

馬來西亞交易所的毛棕油期貨是棕櫚油產業鏈相關企業優秀的風險管理工具。自2001年上市以來，馬棕油盤面成交活躍，流動性較高，與全球油脂油料期現貨市場聯動性較高，是企業對沖價格風險的優秀工具。另外，交易所對全年每個月份均設置了期貨合約，可以滿足企業對不同時點對沖風險的需求。

1. 對於進口貿易商而言，在產地採購棕櫚油FOB價格後，企業面臨海運時間較長的價格下跌風險，即可以選擇在大馬交易所相應月份的毛棕油期貨合約上賣空期貨，實現對所持船貨價格可能出現的下跌形成了保護，大大地解決了進口貿易企業最大的經營風險。
2. 毛棕油期貨還可以對沖遠期預售貿易合同的價格風險，因企業不單面臨海運期間的



價格不確定性，還面臨遠期合同執行期之前較長時間段的價格波動風險。在這種情況下，可以考慮通過在期貨的遠期合約上進行價格對沖，在最終合同執行完結後在期貨上平倉了結，完成整套的價格風險管理。

3. 對於下游終端企業而言，棕櫚油作為原料之一，價格成本的上漲將對企業毛利潤造成較大波動和不利，從而不利於企業的長期經營和穩定。企業可以通過買入大馬交易所的毛棕油期貨來對沖原料價格的上漲，來解決企業利潤的波動風險。

三、企業實操案例

案例一

2020年2月，新冠疫情逐步自中國席捲全球，全球棕櫚油食用及工業需求預期轉弱，印度和歐盟等核心棕櫚油銷區進口採購步伐放緩。宏觀市場同樣悲觀氣氛濃厚。全球部分國家加大封鎖力度，多數大宗商品需求崩塌，國際原油價格大幅重挫，全球經濟增速明顯放緩。

2020年2月末，馬棕油價格指數處於2550林吉特（馬幣）一線，企業因擔心疫情進一步惡化導致價格繼續下跌，某貿易商在採購24度棕櫚油FOB後決定賣空大馬交易所的毛棕油期貨2005合約，對所持船貨做價格下跌的保護。

2月25日，該貿易商簽訂了12,000噸3月船期銷往印度的毛棕油銷售合同，確定CNF價格為650美金/噸，隨後即在馬棕油2005合約上高位賣空期貨12,000噸，成交價格在2520林吉特。

4月16日，船貨到岸後完成銷售，價格風險解除。此時，受棕櫚油自身供需基本面偏弱及宏觀大宗商品系統性下跌的影響，馬棕油2005合約大幅下跌至2250林吉特，同時CNF船貨報價以及印度棕櫚油現貨價格均出現了大幅回落。因此，通過賣空套保，期貨盤面獲利每噸270林吉特/噸，規避了所持棕櫚油現貨價格的下跌風險，穩定了貿易利潤。



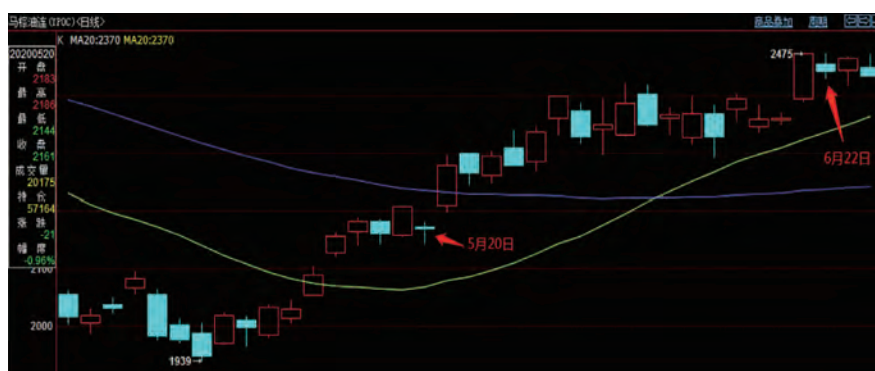
案例二

2020年5月，全球經濟隨著疫情的好轉而回暖。各個國家積極的貨幣政策出台後，全球信用及貨幣流動性增強，刺激大宗商品的需求恢復，有利於大宗商品價格企穩反彈。自5月後國際棕櫚油需求較疫情期間開始顯露出恢復的跡象，印度和中國等銷區棕櫚油庫存偏低，補庫需求顯現，在買船增長的背景下，馬來和印尼棕櫚油的出口需求恢復，棕櫚油價格開始企穩走強。

終端食品企業在2020年初受到經濟衰退和居家隔離的影響，國內和海外訂單銷量普遍較往年同期出現下滑，而此時可能面對未來棕櫚油原料價格潛在的上漲，這對於企業的經營將是雪上加霜。因此，為了規避原料價格可能出

現的上漲，某馬來西亞食品加工廠計畫在毛棕櫚油期貨上建立遠期的虛擬庫存，即在2007合約上建立期貨多單，買入期貨數量與工廠未來的原料採購計畫數量相一致。

5月20日，該企業買入2007合約，成交價格為2150林吉特。6月22日，企業計畫使用前期在期貨上建立的虛擬庫存，即需要在此時點對前期期貨頭寸進行多單平倉，而此時受到棕櫚油需求的回暖同時印尼產地產量不及預期的影響，棕櫚油現貨價格繼續延續反彈趨勢，此時期貨價格BMD2007合約同步上漲至2500林吉特，漲幅高達16%。通過多頭套期保值，該終端原料使用企業規避了原料價格的上漲風險，大大保護了企業的經營利潤。



綜上所述，我們分析了棕櫚油產業鏈上、中、下企業在經營中遇到的價格風險，以及如何利用大馬交易所的棕櫚油期貨，通過“基差+點價”貿易模式，化解企業經營中的價格波動風險。最後我們通過兩個具有代表性的實操案例，為大家介紹，企業如何在實戰中管理價格風險。希望我們的介紹能

為參與棕櫚油生產、加工、貿易的企業提供一些可借鑒的經驗和思路，啟發廣大產業鏈企業更加認真的理解和對待棕櫚油期貨工具。並能夠應用棕櫚油期貨工具，真正管理 and 化解企業經營中的價格波動風險，使我們的企業經營行穩至遠。





國外期貨商經驗談

企業風險管理常用技術

Head of FCM Sales, Asia, ED&F Man Capital Markets ⊙ Andrew Lu

前言

隨著當前國際間新競爭形勢與地緣政治環境變化的新趨勢，世界經濟進入了新常態，現代企業經營，面臨著新型態的各類不確定性與挑戰。為求保護及提升企業價值，企業需要制定綜合與全面的風險管理方法，持續進行策略和風險評估，並即時做出調整。“企業風險管理（Enterprise Risk Management, ERM）”至今已成為不限於金融財務領域的重大課題。

ERM的常用技術，主要涵蓋風險確認、評估、控管與監督四大程序，透過有效的企業風險管理，企業得基於風險績效導向分配及評估資本；同時透過期貨市場「價格發現」的機制，可利用期貨與掉期等衍生工具，以控制市場風險並減少現金流波動。對期貨行業而言，其客戶群體主要則為天然資

源或原物料等大宗商品，包括能源、貴金屬、工業金屬和農產品的市場參與者，涵蓋生產、運輸、冶煉、製造、加工、中介、貿易與消費等供應鏈環節。

大宗商品市場風險

「價格發現」與「風險管理」是大宗商品衍生品市場發展最重要的初衷，作為反映全球經濟基石的實物資產，大宗商品具有許多獨一無二的特點，諸如高標準化的品質，微小的產品差異，具季節性的供需與全球性的標竿價格。大宗商品價格趨勢，深受貨幣政策與美元價值的影響，而據以反映國際大宗商品的期貨指數，則以Refinitiv/CoreCommodity CRB ER Index（如下圖）為代表，此為全球首檔商品期貨指數，亦為目前最多指數型商品追蹤之指數。

並非所有大宗商品市場參與者都追求利潤最大化，許多生產商和消費者均為對沖者，利用大宗商品衍生品市場來管理價格風險，並樂意支付溢價以穩定其基礎業務的成本。作為環球據點橫跨國際主要資本市場中心的金融服務機構，ED&F Man Capital Markets提供來自於全球範圍內企業客戶與機構

法人風險管理的服務，在國際市場中，不同的客戶群體面對著不同的市場風險，諸如原材料、工業品、匯率、利率、航運、電力…等，除交易所上市衍生品（Listed Derivatives）外，企業客戶亦得透過期貨公司所提供的其他衍生工具以管理價格風險。



Refinitiv/CoreCommodity CRB ER Index

交易所清算店頭市場衍生品與倫敦金屬交易所

舉鋼材產業鏈為例，企業客戶普遍交易產品為交易所清算店頭市場衍生品（Exchange Cleared OTC），包括鐵礦石（Iron Ore）、熱軋鋼卷（Hot-Rolled Coil Steel, HRC）及運費（Freight），涵蓋原物料、成品鋼材及反應乾散裝船市況的波羅的海乾散貨指數（Baltic Dry Index）之海岬型船（Capesize）期貨/掉期交易，透過與交易商間經紀人（Inter-Dealer Broker, IDB）匹配交易並隨後與交易所清算會員完成合約清算。

再舉工業金屬產業為例，倫敦金屬交易所（London Metal Exchange, LME）作為全

球工業金屬的主要交易及定價中心，匯聚了全球自上游礦山冶煉至下游加工回收完整產業鏈的參與者，與金屬行業之間高度聯結。其獨特的交易、交割制度與倉儲流程有別於一般期貨市場，全球絕大部分工業金屬交易均在其LMEselect、Ring與24小時場外辦公室電話（Inter-Office）三個交易渠道平台進行，LME平台所交易的價格隨之成為全球現貨市場合約估值參考價及實物交易的基準價格。

1869年蘇伊士運河的開通，使運送金屬至倫敦的船期縮短至三個月，造就了LME可按日交割至三個月遠期價格的獨特體系並沿襲至今；此外LME尚有些許特殊的合約



類型，為因應實物合約一般均按一段時間的平均價格議定條款，企業客戶得以透過交易平均價期權（Trade Average Price Options, TAPOs）對沖其業務合約的平均金屬價格風險，另如為需要對沖每月平均價格的參與者所設的月平均價期貨（Monthly Average Futures），則為全球首創場內交易的同類型合約。

而基差貿易則是大宗商品國際貿易中普遍採用的貿易模式，亦是期貨市場服務實體經濟的重要形式，透過基差貿易除協助企業定價外，亦可穩定非交割地供需關係及優化企業採購方式。其核心是以“期貨價格+基差（升貼水）”進行貿易定價，為買賣雙方以期貨價格為計價基準，再加上事先協議的基差作為大宗商品現貨最終成交價的交易方式。如電解銅長單（三個月）貿易定價，實務上通常採用以裝船月份LME銅現貨月平均價為基準價，從而買賣雙方交涉時僅需確定產地至不同交收地點的運費及保險費，即：

長單貿易定價=LME銅遠期合約價格（三個月）+FOB升貼水+運費及保險費

基差賣方為升貼水報價的一方，離岸（Freight on Board, FOB）升貼水為賣方依基差定價與對沖操作，在雙方現貨貿易談判時所報出，並與買方議訂最終價格。賣方需將自身所面臨的風險通過協議基差的方式移轉給買方，故需與期貨公司配合方得以有效對沖基差風險。

結語

自新世紀以來因應全球經濟增長變化所伴隨的巨大價格波動，大宗商品貿易的對沖需求不斷增加，與此同時在中國大陸經濟崛起的背景下，更進一步推動全球大宗商品的交易增長及相關的對沖需求。反映在國際期貨市場上，亦可見大宗商品衍生品交易量不斷擴大，期貨市場所彰顯的「價格發現」與「風險管理」的功能，已是國際間各企業客戶市場價格風險管理不可或缺的一環。

大宗商品市場的生產者和消費者進行價格風險管理的主要目的，是為規避可能影響現金流並危害長期資本計畫的市場風險，生產者進行對沖以確保未來產出應有的收入，而消費者進行對沖以鎖定未來商品消費的成本。交易所作為中央對手方，其標準化的期貨合約、明確的商品規格與指定的交收地點，均得與現貨市場達致虛實整合並有效的服務實體經濟。同時除上市衍生品外，國際市場亦存在許多成熟且高流動性的交易所清算店頭市場衍生品及LME市場交易，作為期貨中介行業參與其中，或可致力於將自身打造為企業風險管理的專業金融機構，開發多元化的實體企業客源與相關產品，並掌握國際大宗商品市場衍生品業務發展的契機。



國外期貨商經驗談

黃金商品，價格風險管理與挑戰

◎新加坡輝立期貨私人有限公司

歷史與商品

長久以來，黃金交易便與貨幣息息相關。西元1945年後，隨著佈雷頓森林貨幣體系的出現，美元取代了黃金，成為了國際貨幣體系的基礎。西元1971年，由於美國單方面終止，這一體系徹底崩潰，瞬間切斷了黃金與全球貨幣體系的關聯，黃金從此不再與美元掛鉤。

雖然受此挫折，黃金卻越戰越勇，價格

一路飆升。2010年底，黃金價格創下了歷史新高，成就了最輝煌的一年。去年空前的貨幣刺激措施和低利率使黃金受益，促使投資者將黃金作為避險工具抵抗通貨膨脹。除了受疫情影響，2020年全球經濟前景黯淡和美元疲軟，也有使黃金成為投資者心目中的最佳保值資產。去年，以美元計價的金價上漲了35%，突破了\$1,900的歷史高點，隨後價格稍微下跌。金價在2020年達到 \$2,070刷新紀錄。



圖 1、自 2003 年以來的每週現貨黃金走勢圖

資料來源：輝立 MT5



過去的十年是發展黃金商品最好的階段，因為全球各國央行都採取了寬鬆的貨幣政策來促進增長。英國脫歐，智利到香港等地區的動盪以及從主要中央銀行和投資基金購買的貨幣也幫助支撐了價格。

零售市場的黃金交易以兩種主要形式的主導而回升，場外交易（OTC）和交易所交易。歷史上大多數OTC市場都是圍繞倫敦構建的，而提供黃金現貨和期貨交易的交易所則分佈在主要的全球交易中心。

儘管OTC在黃金交易中扮演著主導地位，芝加哥商品交易所集團（CME Group）旗下的紐約商品交易所（COMEX）也成為推動價格發現的另一個重要指標。值得注意的是，在亞洲市場交易時段，COMEX和OTC黃金的交易量都穩健地增長，這反映了亞洲市場黃金交易的需求增長。除了通往中國市場的門戶香港以外，新加坡也成為在亞洲市場及重要的黃金交易據點。其中100金衡盎司OTC黃金合約，便是輝立期貨客戶最熱衷交易的黃金產品之一。

輝立期貨的執行長張賜政表示：「儘管全球期貨交易所在生態系統中扮演著關鍵的角色，但在過去10年中，OTC市場正在迅速地擴展，在散戶投資者中越來越受歡迎。將黃金作為現貨OTC產品提供給客戶是另一種選擇，為了商品價值鏈延伸，在過去幾年中我們也開始探索實體黃金和其他非槓桿黃金商品。」

本篇我們將從實體業者及經紀商兩個面向的經驗分享提供讀者參考，期許未來經紀商與實體業者能有更堅強的跨業合作。

實體業者的挑戰

新加坡的實體黃金市場的參與者來自於四面八方，從金銀交易銀行，經紀商，黃金商人，珠寶商，精煉廠到儲存和運輸金條、珠寶的尖端物流公司。儘管參與者各不相同，但相同的是他們都必須懂得管理手上持有的黃金商品對於金價的波動。有些甚至可能面臨外匯風險，因為批發市場中的黃金通常以美元定價，而本地零售市場中的黃金買賣則是新幣。

儘管前述參與者可以透過審慎的風險管理對沖來保護自己免受價格風險和波動的影響，但實際上，大多數套期保值參與者本身就是擁有一定的資金規模和經驗。從成本考量，規模較小的公司可能只會對沖其持有黃金的一小部分。

使用各種工具來管理價格風險。小型零售珠寶店可能會與他的黃金批發供應商有浮動價格安排，以防止其波動。通常，這種安排是以黃金現貨價格為基準。只是，大型批發商有多種方式可以防止價格波動，從與銀行的結構性遠期合約到黃金期貨合約不等。然而，大多數的參與者更喜歡使用場外衍生品市場，大型參與者還會利用外匯市場來彌補貨幣波動。

小型的黃金零售商有時也會進行風險管理，以保護自己並確保利潤。例如，珠寶商會在參加大型黃金博覽會展示最新設計之前，從黃金經銷商處購買金條，製作珠寶並按時交付。如果珠寶商今天購買黃金，可能會面臨金價下跌的趨勢，並可能造成庫存虧損。

珠寶商通常會以現貨價格從供貨商購買黃金，然後出售等量的場外黃金衍生品。博覽會結束後甚至在博覽會期間，珠寶商便可以支付其場外黃金衍生品合約所產生的費用，管理成本。如果金價下跌，他將受到保護；但若金價上漲，他也無法享受衍生的利潤。

無論如何，套期保值對黃金實體交易商來說的主要目的之一是管理公司的現金流量，而價格風險管理策略在這裏可以發揮作用以幫助公司。

經紀商的挑戰

黃金作為金融衍生品面臨著末端的風險，這些風險將影響經紀商的財務表現。毫無疑問，提供OTC黃金交易業務具有相當大

的挑戰性，但是關鍵在於是否懂得在這些挑戰或契機從中獲利。經紀商需要做的不僅是克服更嚴格的監管標準、行銷限制和更激烈的競爭所帶來的阻礙。經紀商更需要調整態度，思維革新，甚至改變公司的營運框架。除了提供客戶優質的服務外，經紀商還必須具有強健的風險管理系統和流程，以應對進退瞬息萬變的市場考驗。

由於黃金具有貨幣屬性，因此黃金與許多其他金融工具一樣面臨著相同的市場變動因素。在過去的十年中，金融市場經歷了無數次崩盤和反彈，特別是在市場高峰和低谷時的波動以及“地緣政治新聞的爆發”，可能會導致黃金大幅波動，造成許多投資者巨大的交易損失，失去對市場的信心。

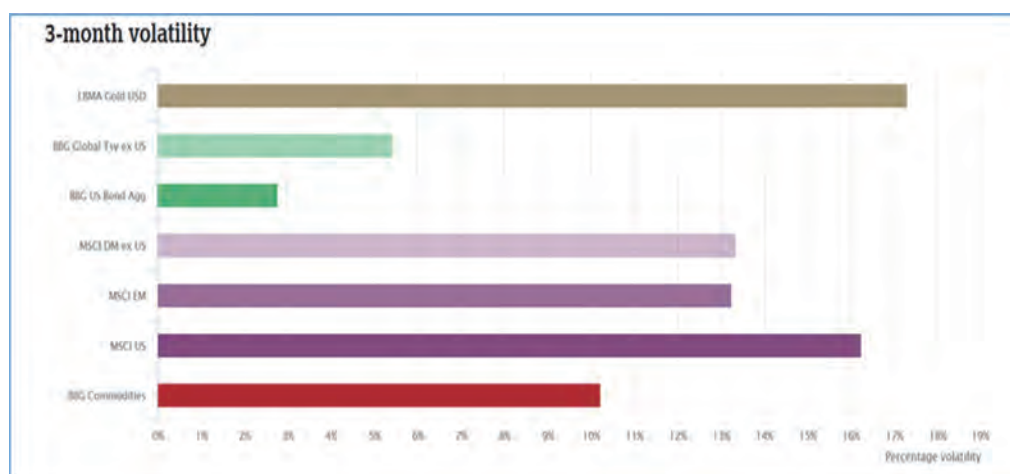


圖 2、黃金與其他資產相比的三個月波動率（美元）

資料來源：Gold.org

黃金價格會隨著不確定的因素，經常跳升或跌破4%。中央銀行會議以及隨後發布的聲明或“指南”通常是造成價格動盪的導火線。國家之間爆發敵對行動，甚至爆發黑

天鵝事件，都可能導致黃金價格觸及高點。這種波動對客戶和經紀商都是重大風險，尤其是在保證金收取較低或低於正常水平時。



近期最著名的例子是2020年3月，在美聯儲採取積極的新措施應對新型冠狀病毒爆發的經濟影響並宣布採取大膽的貨幣刺激措施之後，OTC黃金價格飆升了超過4%。一夕之間，許多經紀商陷入困境，許多投資者的頭寸被風險管理人清算。通常，這些經紀商僅收取約1%的低保證金。在這種狀況下，經紀商鋌而走險的銷售技巧不僅使自己失敗也導致客戶的損失。經紀商須平衡業務需求和保護客戶權益，這一直都是一個挑戰，因為不同的客戶族群可以承擔的風險不同。

帶給經紀商的另一個挑戰就是交易上手風險。OTC商品的主要風險之一就是交易上手風險。近年來，在國際間，從銀行獲取信貸後去經營一家OTC衍生品交易公司已經變得相當艱辛。OTC黃金經紀商應該要特別注意，衍生品交易中交易上手對所應付金額違約可能性所引起的風險，已成為業界所有人關心的焦點。

幾年前，瑞士國家銀行（SNB）宣布取消1歐元兌1.2瑞郎的匯率下限，造成了市場空前的波動。在幾分鐘之內，使許多零售和商業經紀商客戶虧損。有些經紀商被迫倒

閉，較大的經紀商倖存下來，但受到了嚴重衝擊。此事件的影響依然歷歷在目，這也時刻提醒著我們交易上手風險之重要性。

選擇一位可靠且受監管的交易上手進行合作，經紀商可以更放心的經營業務。因此，交易上手的財務穩健性，操作可靠性和服務標準是主要的考量。

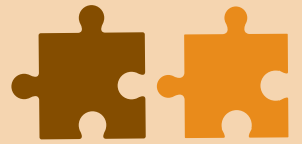
結語

隨著上世紀OTC黃金市場的增長，衡量國際商品的確切規模和流動性對經紀商來說甚至更具挑戰性。OTC交易滿足了交易方客制化需求，然而其交易訊息同交易所結算的期貨產品相比之下，相對較不透明，這常常使經紀商對黃金市場的規模和流動性的認識有限。鑑於中央銀行的金庫和投資銀行手中持有大量黃金，當大型交易發生時易造成黃金價格曲線的偏離，為此，世界黃金協會不時對黃金市場進行定期研究，其研究結果的深度和廣度非常一致，提供公眾參考，以強化資訊的透明度。



跨界整合

隨著LME指定高雄港作為遞交港，其所帶來的實質效益與日俱增，不僅促進實物交割發展、利用LME交易進行現貨避險、提高資金運用效率，更助益臺灣期貨將觸角伸入非鐵金屬商品領域，進而加廣對實體業者的服務，提供廠商必要的資產管理諮詢、交易、交割與操作服務，逐步滿足現貨進出口商及中下游廠商的避險或增加投資收益等需求。



國際風險管理實務作業

群益期貨（香港）◎高政雍總經理

期貨的概念起源於早期的農產品交易市場，為了規避價格的大幅波動，買賣雙方便事先簽訂契約，約定好數量、價格與日期以便進行貨物的交易。歷史上最早的期貨市場出現在日本的江戶幕府時代。由於稻米的價格受軍事活動影響非常大，所以米商常常會依據稻米的生產量以及市場對稻米的期待而決定庫存米的買賣。當時各地從事稻米貿易的貿易商會先用白銀付訂金，取走訂單，來年再憑訂單付下尾款取走預先預定的稻米（期貨合約到期交割的概念）。隨後在1848年，美國成立的第一個期貨交易所，自此避險交易進入了一個新的時代，透過交易所的集中清算機制，市場參與的買賣雙方不須承擔交易相對方的信用風險，大幅提升了期貨市場在面對市場極端波動情境下的風險移轉功能。

我們不難透過期貨的歷史發展發現期貨市場的主要目的就是為了要規避未來的價格不確定性，包含稻農（生產者）與米商（消費者）均希望透過一個預先訂定的合約來規避未來的價格不確定因素，也正因為這個特性，讓期貨市場能夠提供一個風險移轉的功

能，協助市場中不論生產廠商或消費者有效規避不確定的因素，在面對未來的不確定中，營造一個更為穩定的環境，進而提高經營之績效。

在期貨市場中的參與者我們可以概略分為兩大類別，分別為避險交易者與投機參與者。避險交易者主要包含了現貨市場中已經持有現貨或者是未來將持有現貨的參與者，他們參與期貨市場的主要目的是為了規避他們在現貨市場中所面臨的價格風險。避險交易者可能是生產廠商、加工廠商或進出口貿易商。

投機參與者是期貨市場中的一個重要角色，他們並不持有現貨部位風險，參與期貨市場的主要目的是利用價格的波動賺取價差，由於投機參與者並不持有現貨部位，因此在期貨市場中他們可以做為避險交易者的交易相對方，讓市場的風險有效的移轉到不同的領域，因此，投機參與者的參與對於活絡期貨市場流動性扮演了重要角色。接下來我們將逐一討論期貨市場對於服務實體經濟上的各項功能。

價格發現

根據研究，美國農產品市場約有60%的交易是在傳統現貨市場中完成¹，傳統現貨市場的定價模式多由買賣雙方自行商議商品規格、價格、數量、實物交付的時間和地點。由於價格訂定方式牽涉多種因素，不同合約的商品規格或合約期未必都能互作比較。因此，對某些大宗商品來說，現貨市場交易實際價格可與最新參考價有不同程度的偏差，而沒有規律並缺乏代表性及參考性。商品期貨在商品的規格、合約金額及交收日期方面非常統一，同時期貨交易所的交易，買賣雙方之間的競價活動可以持續，還有期貨市場的價格資訊遠比現貨市場透明，對大宗商品市場中的價格發現也大有幫助。再者，期貨交易中由結算機構擔任交易雙方的對手

方，可以減低雙方風險、便利交易的清算及交收。事實上，全球大宗商品市場中的金屬、農產品及能源產品的期貨交易量與日俱增，可見市場對商品期貨的龐大需求（見圖1）。期貨市場交易熱絡，使期貨價格作為相關大宗商品的參考價更為可靠。

商品期貨交易透過倉庫實物交割展現高效結算，能增強大宗商品現貨與期貨市場之間的聯繫。因此，期貨價格在國際市場上可反映大宗商品市場價格，而避險交易參與者可利用期貨價格作為大宗商品現貨交易的基準價格。例如，倫敦金屬交易所（LME）匯聚了基本金屬市場的主要生產商，透過公開競價形式呈現現貨市場未來價格變動的趨勢。另為便利交易，LME在全球超過30餘個國家，擁有超過650個核准倉庫提供實物交割服務，將運輸成本減至最低。

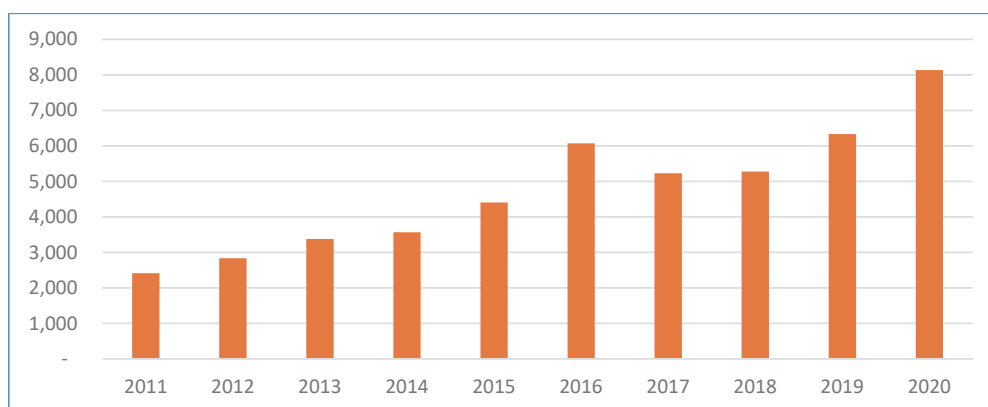
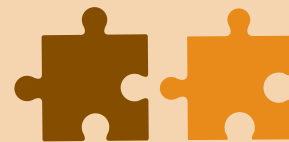


圖 1、全球大宗商品期貨交易量統計圖（單位：百萬口），資料來源：美國期貨業協會（FIA）

¹ 資料來源：MacDonald, J. M. 等 (2004)：“Contracts, markets, and prices: Organising the production and use of agricultural commodities”，載於美國農業部網站登載的《農業經濟報告》，第 837 號 (Agricultural Economic Report No. 837)



企業面臨的風險及避險措施

一、生產商

生產商為了規避商品價格下跌的風險，可建立實物交割的期貨短天期期貨部位，以確定在交付日期時可按預定的價格出售既定數量的大宗商品。以LME為例，期貨契約的到期日可長達123個月，可滿足不同生產週期時間表的需要，包括3個月內每個交易日均可交割的合約、3個月至6個月期間可每周三交割的合約，以及7個月至123個月內可每月第三個星期三交割的合約。由於生產商通常都希望其所生產出的商品銷售可以全年分布平均銷售，而且售價相對穩定。有研究報告指出，LME三個月期貨契約的價格已經成為多種工業金屬雙邊交易的參考價。因此，將價格平均化的LME合約正好切合所需。

二、消費者

大宗商品消費者包括下游產業中使用大宗商品作為原材料的二級生產商，或大宗商品產品的終端用戶。為避免因投入不足導致產能受阻，他們一般會保持一定庫存，因此生產廠商同時面臨採購時價格上漲風險及庫存貨品存貨價格下跌的不確定因素。

大宗商品消費者為避免生產所需之商品價格上揚的風險，可透過建立實物交割的期貨多頭部位，確保可在預定日期購買特定數量的大宗商品作其生產的原料，亦可透過期貨市場規避採購價格上升所導致的成本上漲風險。

舉例來說：某企業簽訂銅採購契約，在三個月後按LME銅期貨平均每日現貨價格購買1,000噸的電解銅做為生產所需之原料，由於擔心銅價持續上漲造成生產成本的上升，該企業在契約簽訂後同時透過期貨市場建立相同方向的三個月期貨多頭部位，當現貨完成定價後，該廠商可賣出當初建立的期貨部位，透過期貨多頭部位的建立，該生產企業可鎖定生產成本，便於銷售時定價，透過參與期貨市場，將有助於提高企業之經營績效並降低可能面臨之價格不確定風險。

表1為該廠商運用期貨市場之效果，透過期貨市場該廠商可將生產成本控制在訂約日之每噸9,260美元，降低了企業所面臨的高度生產成本不確定性，一般對於大宗商品的加工企業來說，面臨大宗商品價格上漲時，可透過買進期貨契約，提前鎖定生產所需原料之進貨成本。

表1、期貨交易損益計算

	現貨價格	期貨價格
訂約日	9,286	9,260
交割月	12,286	12,286
盈虧	-3,000	3,026

除此之外，廠商亦可透過交易所的交割網絡，滿足短期採購之需求，舉例來說：在新冠肺炎的疫情影響下，國際航運受到高度不確定的影響，連帶影響國內生產廠商原物料的訂單交期，國內生產廠商可透過LME位於高雄的交割港庫存，進行短期採購所需的生產原物料，填補因為國際物流所導致生產原物料短缺。簡單來說，對臺灣基本金屬生產企業而言，LME高雄交割倉庫可扮演企業的外部庫存，在企業面臨臨時性原料短缺時（客戶需求較預期強烈、原料採購不足等因素），可於短時間內透過LME高雄交割倉庫中的庫存填補企業臨時且短期之採購需求。

三、貿易商

在臺灣高度依賴進出口的經濟體系中，貿易商在實體經濟循環中扮演了相當重要的角色，他們協助生產廠商自全球採購符合需求的生產原料，同時也協助生產廠商銷售加工後的產品，貿易商在臺灣經濟體中扮演了重要的中介功能。

由於貿易商為了服務其下游客戶，往往會依據客戶之預期需求預先向上游供應商簽訂較為長期之貿易契約，以滿足客戶之採購需要，一旦客戶採購預期產生變化，貿易商便可能面臨存貨之風險或需要找到其他客戶填補多餘庫存，透過期貨市場的交割機制或許可以滿足貿易商所面對之問題。例如國內某貿易商與其供應商簽訂每月3,000噸銅的

採購契約，由於銅價的持續上升，造成貿易商下游客戶採購意願的降低，客戶僅願意購買2,000噸的銅，然每月該貿易商仍須向上游廠商採購3,000噸的銅，該貿易商面臨每月1,000噸的存貨壓力並造成資金周轉的壓力。但若該貿易商能透過LME的交割系統，將每月未能銷售的銅存入LME高雄倉庫並賣出期貨契約，不僅降低庫存壓力及提高資金效益，亦有助於降低貿易商面對客戶的不確定性，有效管理庫存風險並提升資金使用的效率。

四、貿易商之加值服務

根據國際市場過往的經驗，貿易商除了單純的貿易之外，由於貿易商對於商品市場的高度了解，更可扮演生產廠商提供資金的角色。貿易公司可仰賴銀行為其短期套利活動提供資金，一般每宗交易都可以標的商品做為抵押品，並定期（例如每周一次）按市值計價。他們亦為客戶提供不同形式的融資服務，包括傳統的貿易信貸（於貿易公司的資產負債表中列作應收款項）。有分析報告顯示²大宗商品價格與銀行借貸及實體經濟的關係是十分緊密的，研究報告指出中國的銀行借貸增加一個百分點，部分基本金屬（包括銅）的價格就會上升10%至12%，而工業生產總值出現一個百分比的變動，鋁、銅及原油的價格會有7%至9%波動。

² Roache, S. 與 M. Rousset (2015) “China: Credit, collateral and commodity prices”，《香港貨幣及金融研究中心工作報告》，2015年27號。



透過期貨市場成熟的倉儲管理體系與高度標準化交割制度，對於臺灣金融機構來說，參與貿易融資時，也有一個高度可信賴的定價基準與抵押品管理制度，可大幅降低抵押品管理所面對大宗商品市場的不確定因素。而透過金融機構參與大宗商品貿易服務，將有助於實體企業降低資金成本，進而協助實體企業進一步提升經營績效。

善用期貨工具鎖定經營績效

在面臨新冠肺炎的疫情時代，由於各國經濟成長的高度不確定性，國際原物料市場先經歷了一波迅速的下跌，隨後伴隨各國央行貨幣寬鬆政策的刺激以及經濟活動逐步回溫，國際原物料價格也出現了急速的反彈，而原物料的大幅波動，對國內毛利率普遍偏低的中小企業而言，無疑是雪上加霜。中小企業如善用期貨、選擇權等金融衍生性商品

工具，可以達到避險、套利的目的，亦即中小企業可利用期貨商品來進行避險鎖住成本才不會讓高漲的成本繼續侵蝕企業利潤。

因此對於實體企業，如何運用與善用期貨避險，將成為企業穩定經營中的一個重要課題，對此我們建議企業在運用期貨搭配現貨進行避險時，應建立幾項重要原則：
1. 設立停損點、2. 盡早執行合約換倉或沖銷交易，應持有最活絡合約，或較遠月合約、3. 觀察期貨近遠月價差變化是否異常、4. 理解期貨避險以營運成本平滑為目標，而非賺取資本利得。對實體企業而言，降低營運成本波動，應是參與期貨避險最大目的之一。因此業者建立避險部位時，須以期、現貨部位加總計算，而非單方面關注期貨部位損益，對於避險比例的設定，則根據自身風險承受與價格波動忍受度，進行動態調整期貨部位，方能實際降低價格風險。

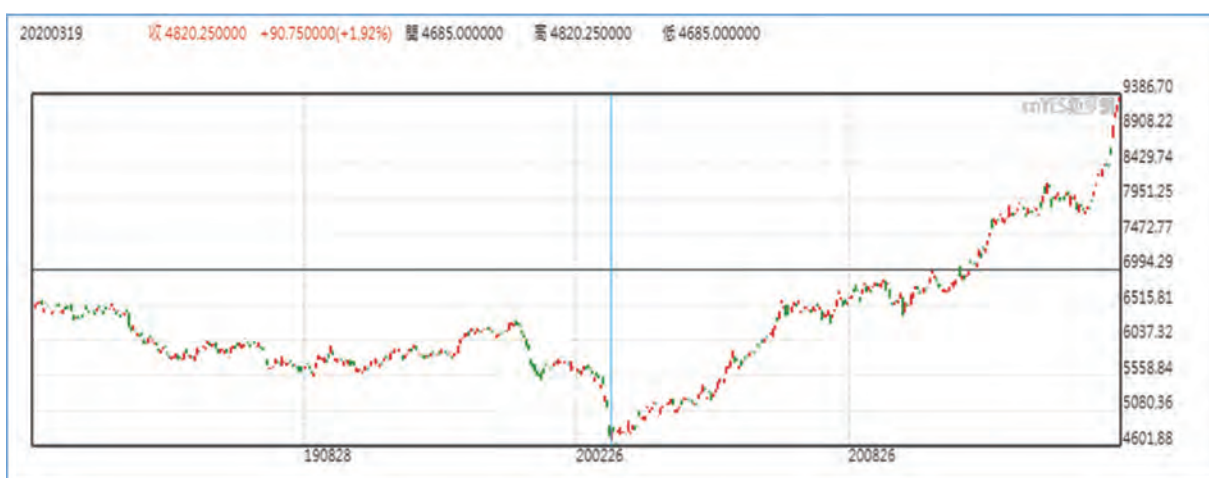


圖 2、LME 倫敦銅價格走勢圖

圖3為企業擬透過期貨進行避險交易時的避險循環，從一開始的辨識風險，到擬定避險策略（包含避險標的選擇、避險周期等），進而到最適化避險比率的擬定，及降低原料採購所衍生成本與獲利的波動程度等；至於實務上，何謂適合的避險比例，才能在營運成本與避險支出上取得平衡，其實取決於市場環境、企業營運模式、或風險控管程度，絕非單一比例或絕對金額。高比例避險方式，在方向正確時能降低營運成本，但方向錯誤反而致使整體成本增加；然而維持低比例避險，雖能避免操作錯誤的額外虧損，但卻也降低避險效益。因此最理想的避險模式應檢視市場狀況，進行避險部位調整，更重要的是業者採取期貨避險時，應理解期貨避險初衷，不應將避險與投機相互混淆，而造成避險上的爭議；此外也要選擇適合的避險商品與到期期間的搭配，降低期現貨間的基差風險，方能有效發揮期貨避險效益。

更重要的是交易後的風險管理，以及避險後的效果評估與持續修訂，這將是一個持續性且動態調整的週期。提到企業透過期貨市場避險而發生大規模的虧損，我們不難發現歷史上有諸多大家耳熟能詳的案例，例如：過去日本三井住友商社、新加坡中海油等事件，這些案例多數都是由於交易後的風險管理失當，導致企業避險交易偏離了企業初期規劃的避險策略，造成非預期的損失。



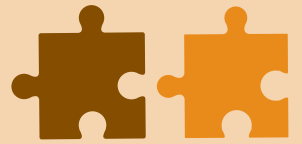
圖 3、企業避險交易循環

隨著期貨市場與科技技術的發展，這些過去見到的問題都可透過風險管理機制有效的控管，實體企業與期貨業者可共同配合，透過交易限額的設定、每日盯市等機制，確保避險交易的效率與執行。

結語

根據國際商品期貨交易所的發展經驗，大宗商品現貨與期貨市場之間的關聯性非常重要，因為大宗商品期貨須為現貨市場提供基準價格，從而讓實體經濟的生產商、消費者及中介機構可利用其作為有效的避險工具。透過全球性的倉庫網絡，大宗商品期貨市場有助減低在實物交割時間上的不確定性並令其更具成本效益，達到與現貨市場相輔相成的效果。





美國農產品價格風險管理實務作法

◎富邦期貨

農產品期貨對現貨市場的重要性

農產品價格的不確定性，主要原因乃係農業為靠天吃飯的產業，亦即農業的產出常受到氣候等自然因素的影響，導致很難在事先就完全正確預測農產品的產量，因此農產品期貨市場便應運而生。

農產品期貨是歷史最悠久的期貨商品，一直以來始終是商品期貨組成的一個重要部分。早期農產品期貨主要目的在於讓農產品有更廣大的流通市場，不因某地區盛產或短缺而使農產品價格低落或暴漲。農產品期貨主要包括穀物、肉類和熱帶作物等三大類初級產品期貨合約。如同其他期貨合約一樣，在農產品期貨合約中也對買賣雙方將來必須履行的權利和義務作出了明確規範，例如，交易雙方必須按預先給定的交割日期、產品質量標準、數量和交貨地點進行農產品實貨的交割。

轉移價格風險

農產品期貨市場主要功能之一是轉移農產品的價格風險，保障農戶和相關經營者利益。轉移農產品價格風險，是指透過期貨交易來轉移價格風險。在以現貨交易為主的農產品市場上，農產品價格只能反映即期供應的價格。由於農產品生產周期長，不可控制的因素很多，價格往往具有遲滯現象，隨著期貨交易的產生和發展，期貨市場與現貨市場相結合，發展成為一個完整的市場調節機制。透過兩個市場相結合，可以實現功能互補，為生產者和經營者提供一條新途徑，從而使其轉移價格風險。

價格風險的轉移機制，就是在期貨市場與現貨市場之間建立一種沖銷機制，經營者同時在兩個市場上交易，利用一個市場上的盈利來彌補另一個市場上的虧損，透過期貨市場鎖住現貨市場的虧損，或者以現貨的盈利來彌補期貨的損失，保證商品維持在一定

的價格水準上。生產者或經營者都可以透過在現貨市場和期貨市場上的反向操作來鎖定自己的價格風險。

對於經營者而言，在現貨市場上是透過買進諸多生產者的產品，而在期貨市場上則是賣出相同數量、相同市值的同一標的物的期貨合

約來讓期現貨市場損益可以互補；生產者則可選擇和經營者相反的期貨市場操作，從而鎖定商品生產的價格與風險。期貨市場的市場風險可以透過大量的市場參與者，如投機者、套利者與避險者來分散風險。



圖 1、農產品期貨多頭避險交易流程圖

資料來源：富邦期貨提供

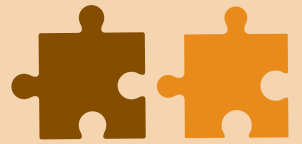
價格發現功能

期貨市場除了具備轉移價格風險的功能之外，還具有價格發現功能。

首先，期貨交易的參與者眾多，匯聚了諸多的生產者、銷售者、加工者、進出口商以及投機者、套利者等，成千上萬的買家和賣家聚集在一起競價，有助於價格的形成。

其次，期貨交易中的交易人大都熟悉某

種商品行情，有豐富的經營知識和廣泛的訊息管道以及對商品行情分析、預測的邏輯。他們將各自的訊息、經驗和方法帶到市場，並結合自己的生產成本、預期利潤，對商品供需和價格走勢進行分析、判斷和預測，報出自己的理想價格，與眾多對手競價。這樣形成的期貨價格反映了大多數人的預測，因而能夠比較準確地代表供求變動趨勢。



再者，期貨交易的透明度高，競爭公開化、公平化，有助於形成公正的價格。期貨市場是集中化的交易場所，自由報價，公平競爭，避免了現貨交易中一對一交易所衍生的欺詐和壟斷行為，因此，期貨交易發現的價格具有較高的權威性。透過一致性規範的市場和公平交易形成的期貨價格，能比較客觀地反映未來農產品的供求狀況和價格走勢，可以給農產品的經營者提供具有權威性的合理預期價格，統一的期貨市場價格可以克服季節和市場的時空侷限，具有較強的競爭性和權威性，彌補了農產品現貨價格的缺陷。

農產品期貨發展歷程

1848年芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade，簡稱CBOT）是全球第一個期貨交易所，它是由芝加哥82個穀物商發起並組建的，這時的芝加哥期貨交易所只是促進工商業發展的商會組織。1851年，芝加哥期貨交易所推出了第一個非標準化的遠期合約交易，但是在交易過程中很多訂單發生了違約，原因是期貨合約僅依靠雙方的信譽，難以按口頭約定進行。

為了降低違約率，1865年，芝加哥期貨交易所推出了標準化期貨合約，規定了交易單位、交割時間和地點等，同時為了避免期貨合約違約還成立了結算公司，實行「保證金」制度，規定保證金的比例為合約價格的10%，自此，嚴格意義上的農產品期貨市場

形成了，芝加哥期貨交易所成為了現代意義上的期貨交易所。迄今芝加哥期貨交易所對全球主要農產品均提供了期貨商品交易，諸如玉米、黃豆、黃豆油與小麥的全球價格通常都在芝加哥期貨交易所的市場上決定，目前全世界90%以上的穀物期貨交易都是在芝加哥期貨交易所進行。

而在中國，農產品期貨市場從2000年後開始逐步成長，再加上中國經濟起飛，現已是原物料進口大國，諸如黃豆等農產品的消費量舉世矚目，中國對國際市場價格的影響力逐漸增強，已形成價格推動的一大主要動力，因此中國的農產品期貨市場對於國際農產品市場的訂價權與話語權有著巨大的影響力。

美國農業保險結合農產品期貨的發展以及現行體系概況

農業保險是一種幫助農民管理風險的市場化機制，近些年越來越受到世界各國政府的重視。美國是全球最大、最成熟的農業保險市場，「2014年農業法案」的推出進一步強化了農業保險的重要地位。美國農業保險發展歷史悠久，具有完善的管理和實施體系，且與期貨市場密不可分，可為臺灣期貨市場創新服務農業途徑，促進我國農業保險市場發展和支持完善農業政策提供借鑒。

上世紀30年代初的經濟危機和嚴重旱災推動美國於1938年頒布了「聯邦農作物保險法」，由此開啟了美國政府實施農業保險的歷史。1994年修訂並推出「克林頓農作物保險改革法」對農業保險的經營管理方式和與

之相關的災害救助政策作出重大調整，建立了農作物巨災保險計劃，提高農業保險保費補貼水準，奠定了美國農業保險政策體系的基本框架並延續至今。

美國農業保險的管理與實施機制可以概括為政府主導、商業運營、服務配套的三位一體模式。其中農業保險是由政府主導，其管理機構是風險管理局（RMA）和聯邦農作物保險公司（FCIC）。FCIC成立於1938年，當時的職責是管理與經營全國農作物保險，負責向商業保險公司提供再保險保障。RMA成立於1996年，FCIC的大部分職責轉由RMA負責，比如制定農保政策，對經營農保的商業保險公司進行補償，並對投保農戶進行補貼、研發和審核農業保險險種、資助風險管理研究和推廣項目。

美國農業保險產品設計時參考期貨市場確定執行價格，將保險政策與期貨市場聯繫在一起。在美國農業保險體系中，收入保險居主導地位，其以收入低於一定水平作為農業保險賠付條件。農業收入保險產品設置了

預期價格和收穫價格來衡量價格變動，作物收入保險的預期價格和收穫價格均參考期貨市場，在產量不變的情況下，當作物收穫價格低於預期價格一定水平時，農險公司將根據合同進行賠付。

期貨商客製化避險服務有助於降低價格風險對經營者帶來的衝擊

臺灣近十年農損平均每年達上百億元，但根據立法院預算中心研究分析，近10年政府核定農業天然災害現金救助合計329.17億元，只占農業災害損失比率24.38%，不足以分攤農民災損風險與穩定農民收入。臺灣如能借鏡美國制度之優缺點，依照臺灣的農業環境，挑選臺灣具代表性的農作物推出期貨或店頭衍生性商品，以期貨業轉移農業保險的價格風險中介，再由保險業設計農業保險，作為財政補貼與農戶間的中介，不再以保險公司為唯一分散風險的管道，藉由結合農業、保險業及期貨業共創農糧避險多贏局面。

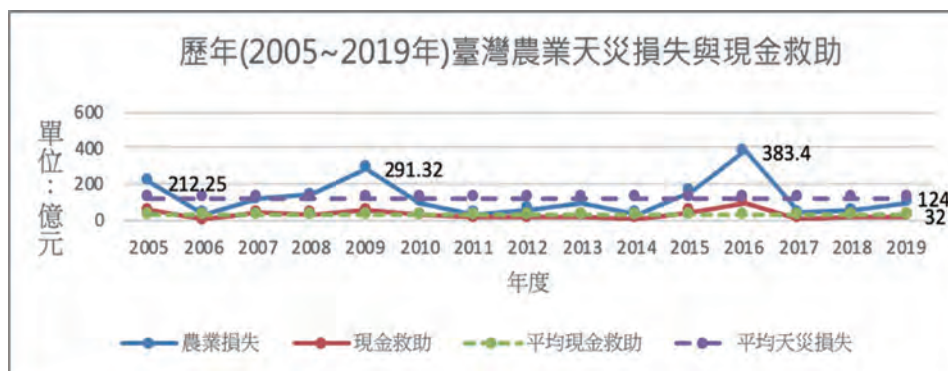
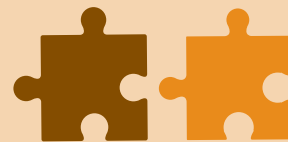


圖 2、歷年臺灣農業天然災害損失與現金救助金額

資料來源：農業金融局



近年中國大陸興起期貨風險子公司的行業，透過期貨現貨市場的套期保值交易服務替企業營運所需原物料避險；而臺灣期貨商亦自2015年陸續開辦槓桿交易業務，引進客製化避險遠期合約服務，提供實物交割諮詢、原物料價格風險管理諮詢、量身打造原物料庫存控制機制、機構法人避險教育訓練以及各種研究報告服務，提供實體產業法人量身訂做的原物料避險服務。

槓桿交易商透過操作原物料期貨並以實

物交割與倉單交換等服務增加具公信力之提貨及銷貨管道，協助客戶規避原物料市場價格波動風險及原物料庫存調度，協助客戶有效規避或管理原物料價格波動以及控管庫存成本，以及應收應付之外匯波動，利用期貨做企業營運管理；而由貿易活動衍生的匯率風險，也可透過外匯操作策略，降低匯率變動對客戶營運所帶來的衝擊，更為彰顯期貨服務實體經濟之功能，貢獻臺灣經濟發展。



【遠期合約交易】

在店頭市場交易

契約客製化（非標準化契約）

無結算所擔負交易履約保證

無保證金制度

無每日結算制度

可指定固定交割日或選擇交割日

客戶預期未來匯率升值或原物料上漲，與期貨商開立交易保證金帳戶透過遠期合約進行避險

透過買進匯率以及原物料期貨轉嫁匯率以及原物料漲價風險

遠期合約採『基點報價』
即採用遠期和即期之差額作報價參考
遠期合約報價可能高於或低於現貨價格



圖 3、期貨客製化避險遠期合約交易流程圖

資料來源：富邦期貨提供

產業・金融結合的跨界變革

風險管理服務的國際經驗學習與借鑒-由大陸期貨業看臺灣

◎元大期貨

混亂的年代，最好的機會，最大的挑戰

2020庚子年，無疑是出現最多難以預料與顛覆系統事件的年份。中美貿易戰欲把全球供應鏈重組，而新冠疫情卻直接讓全球活動暫停，使供應鏈出現不需要完全重組的契機，但很多習慣與活動，因為疫情也出現新的視野與思考，無意間更讓臺灣經濟成長出現這30年來難得一見超過大陸GDP的結果，我想以下幾個詞大概能概括描述過去短短一年間所發生結構性改變的現象-『資源擠兌，行業革命，體制顛覆，價值平反』。

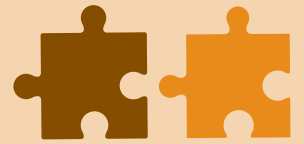
幸運地，臺灣在這樣的扭曲場景下，取得意料之外的成果，運氣與實力參半，安逸的看，算是某種形式的小確幸，但若要嚴肅的解讀，庚子疫情製造難得一見的轉折機遇，正是大家需要好好利用的關鍵，套用在臺灣期貨行業的發展角度，這個機遇非風險管理服務莫屬。

風險管理服務與期貨市場結合是從歐美市場開始的，隨著經濟活動逐漸往全球各地發展，特別是20世紀末中國經濟的崛起，國際企業與中國企業生意往來日益頻繁熱絡，風險管理服務的技術傳導就在國際糧商的推進下，悄悄的在中國大陸漫開，一場風險管理技術在地化的學習工作，就在大陸期貨業積極配合之下，逐漸看到結果，以下將依此脈絡與大家分享國際傳導、大陸學習的落地經驗，供臺灣期貨行業參考借鑒。

風險管理服務公司的源頭

四大糧商可說是全球提供原物料風險管理服務公司的源頭，ABCD四大糧商每家都超過百年歷史，簡介如下：

A- ADM (Archer Daniels Midland)：從亞麻子榨油生意開始，旗下企業包括食品、飲料和飼料等，是世界第一的



穀物與油籽處理廠、美國最大的黃豆壓碎處理廠和玉米類添加物製造廠、第二大麵粉廠，以及世界第五大穀物輸出交易公司。在四大糧商中，ADM以注重研發著稱。

B- 邦吉（Bunge）：初期從事香料與橡膠生意，三大業務為農業綜合企業、化肥和食品，建立了農場到消費者食物鏈的領先地位，至今在全球近40個國家擁有450多個工廠，同時在南美洲擁有大片農場，也是當地最大的肥料生產商和供應商，一邊賣農民化肥，一邊收購糧食，再出口到其他國家或進行加工。

C- 嘉吉（Cargill）：William Cargill兄弟，於愛荷華州創立，總部設於威斯康辛州，其業務分成食品、農業、金融和工業四大區塊，在農業上主要從事交易、購買和分銷穀物農產品，擁有全美最多的糧倉，糧食輸出和交易業務更居世界第一，值得一提的是，嘉吉在全球擁有60個衛星偵測地區，能觀測及預測天氣變化並偵測各國穀物收成狀況，在全球各地簽下大量契約農田。

D- 路易達孚（Louis Dreyfus）：總部設於巴黎，為世界第三糧食輸出商。集團設有大宗商品部，從事穀物、油料、稻米和肉類等農產品之全球貿易，另有電力、天然氣、石油產品貿易業務，以及政府債券和金融證券等廣泛領域。

主要從事B2B（企業對企業）生意的四家百年老店，見證了糧食供給之間的微妙關係，得以長久經營屹立不搖的關鍵就在於它們都早已不是單純的糧食貿易商，而是透過不斷的合作與購併，成為食品、農業和風險管理產品綜合服務的供應商。

它們之所以能在全球食物產業鏈的上下游呼風喚雨，是用上百年的時間整合全球農業資源的結果，其核心運作模式主要為垂直整合、橫向整合和營運金融化。垂直整合部分，主要包括生產環節、加工環節、貿易環節與物流環節，從生產到配送全部不假他人之手，提供客戶一站式的一條龍服務；橫向整合部分，透過併購競爭對手的方式擴大規模，增強運營實力；營運金融化部分，是指與期貨市場以及金融資本市場緊密結合，四大糧商精通期貨市場，並緊密結合日常經營，不管是在產地收購糧食與農民定價，還是在銷售地報價，均是根據期貨市場交易情況，評估期現價差、預測市場趨勢和掌握波動節奏，有效管理生產成本，並藉助雄厚的自有金融資本實力，向金融機構融資，以謀求利潤最大化。

導入中國的過程：傳統貿易-基差貿易-含權貿易

貿易活動的發展基礎還是經濟活動必須活絡，自2001年加入WTO之後，中國經濟開始步入20年至今的爆發增長，在此之前，中國期貨市場的十多年可說是筆路藍縷，不僅品種不多，市場較無規範，亂象也多，更重

要是經濟基礎不好，沒有太多發展的條件，即使四大糧商也早在90年代之前進入中國，但始終沒有太好的傳導發展，圖1所表示的

是四大糧商進入中國市場之後，隨著經濟發展的變化，對於風險管理服務技術的傳導。

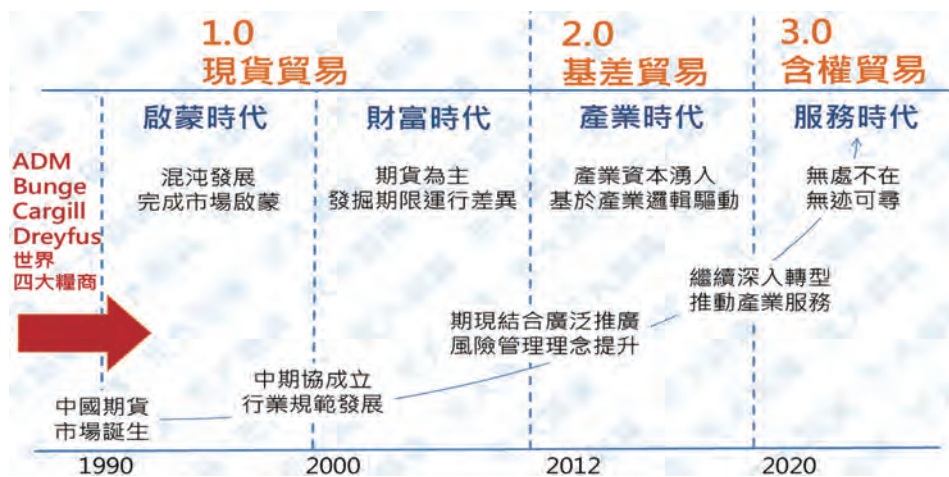


圖 1、風險管理服務技術傳導

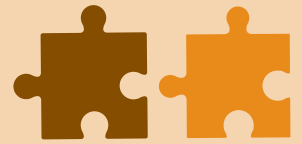
①風險管理服務1.0：現貨（傳統）貿易



圖 2、傳統貿易風險管理

現貨貿易（如圖2）顧名思義就是直接交換原料現貨的交易，從古代以物易物的方式進化到現代的金錢買賣，銀貨兩訖的貿易活動，隨著經濟活動的推進，銀貨兩訖的交易行為漸漸制約著企業經營發展，即期交換的方式對於企業生產排程與預期都有限制，如果不能馬上用掉物料，就必須拿出所有資金並準備空間儲存，才能鎖定當時的物料價格，簡單來說就是不好解決預期採購的需求，對於企業的擴張發展，以及能提供客戶

的服務模式都會很僵化，在2001年加入WTO的十年，整個行業鏈都在探索改變現貨貿易服務的方式，除了四大糧商的輸出之外，大陸期貨商也隨著大陸期貨市場上市品種變多的過程，持續與客戶溝通各種可以優化傳統貿易的方式，同時中國期貨業協會也發揮樞紐的角色，持續調查研究各種需求，溝通多個單位，協調多方資源，帶領整個期貨行業探索新的發展思路與服務模式。



②風險管理服務2.0：基差貿易



圖3、基差貿易風險管理

基差貿易就是在前期探索現貨貿易的基礎工作後，由四大糧商主導推進大陸產業客戶的服務鏈條中，為了解決遠期採購的需求痛點，四大糧商在傳統的貿易銷售合同中，加上期現基差的條件，把原來即期一口價的採購動作拆分為買基差+未來盤面點價的兩個動作，能提供基差貿易服務的先決條件就是期貨市場必須有一個流動性足夠且具有公允定價共識的期貨合約可以使用，原料供應商以該期貨主力合約價格為基礎，向下游客戶報出一個基差，假設以銅為例（如圖3），客戶遠期採購須需求是三個月，上游供應商依需求報出每噸100美元再加上主力合約盤面價格的基差貿易條件，並給下游一定的時間可以針對主力合約價格進行選擇，業界稱之為點價行為，下游客戶可以針對當時100元的基差進行談判，若接受，則採購價格待未來點價之後，就能確定當次的採購

成本，譬如一個月之後價格下跌至6,600元，客戶覺得合適，遂通知上游以6,600元之價格點價之後即完成整個採購過程。

實務上基差談判都是上游具有主導與決定權，因為持有現貨物權以及規模通常較大的情況，下游客戶大多是接受上游供應商報出來的基差，覺得合理或者多方詢價後就購買基差合同，取得物權之後，採購價格於未來一定時間看盤面由客戶自己決定，通常供應商與下游確定基差合同的同時，會在期貨市場建立空單，等於先把未來風險拋掉，加上本來自己就持有的現貨部位，就是一個持有基差的形式，待客戶某天告知點價時，再把原來的期貨空單平倉，同時把現貨給客戶，對供應商來說，就是把未來價格的風險丟給下游承擔。

這樣的靈活方式可以解決下游客戶任何時間的遠期採購需求，只要期貨市場主力合

約有一定的流動性，上游供應商要報出任何時間到期的基差都不是太難的問題，從2012年之後到2020年之間，是大陸期貨市場基差

貿易服務的充分發展時期，2012年也剛好是大陸風險管理子公司成立的元年。

③風險管理服務3.0：含權貿易



圖 4、含權貿易風險管理

在基差貿易的基礎上，還有的痛點就是下游客戶的點價動作，對於負責採購的同事是很大的壓力，若拋開現貨採購的行為，在金融價格K線上找一個相對低的價格其實就等於找買點，根本就是一個投機的決定，大家可以試試看，給一個股票K線找買點，是個多麼不容易的過程，大概就能理解點價行為是相當折磨人的工作，有鑒於此，四大糧商更進一步提供輔助點價的模式，也就是含權貿易。

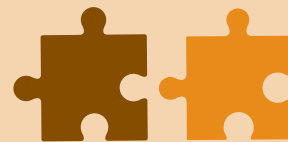
利用選擇權非線性的特性提供客戶買保險的動作，當點價期間價格一直上漲時，給一個價格當成防守，就會降低點價過程中的困難，但客戶需要支付一點保險費用，這樣的含權貿易合同的組成就會在原來的基差與

點價之後再加上選擇權的輔助條件（如圖4），讓未來不確定的採購風險有個封頂的確定性。

約在2016-2017年之間，開始由四大糧商提出各種含權貿易採購方式，在大陸風險管理子公司已經成立5年左右，也開始探索加入各種場外期權的推廣與溝通，於2020年之後正式進入風險管理服務3.0的模式。

大陸風險管理子公司的發展過程與現狀

為了充分發揮期貨公司作為風險管理中介的創新能力和服務能力，更好地為實體企業提供風險管理服務，促進期貨市場與現貨市場的結合和功能發揮，中國期貨業協會於



2012年12月發布《期貨公司設立子公司開展以風險管理服務為主的業務試點工作指引》，期望通過設立子公司的形式打造一個以風險管理服務為主的期貨公司創新平臺，有利於促進期貨與現貨結合，完善價格形成機制；有利於滿足實體企業多樣化的風險管理需求；有利於優化期貨市場投資者結構，更好地維護投資者合法權益；有利於期貨公司實現差異化發展，提高核心競爭力。

初期試點的主要業務包括倉單服務、合作套保、定價服務、基差交易等。選擇試點公司主要考慮其合規程度、資本充足狀況及相關業務經驗。試點期間擬選擇當期期貨公司分類監管評級不低於B類B級（73家），且淨資本在3億元以上（34家）的期貨公司進行試點，同時優先考慮有業務開展經驗及現貨背景的公司。

期貨公司設立子公司開展以風險管理服務為主的業務試點工作按照『市場化』和『試點先行、循序漸進、穩步推進』的原則，由協會以自律監管的方式推進和規範。通過行業自律的方式推進期貨公司以設立子公司的形式開展以風險管理服務為主的業務試點工作，有利於激發市場主體的創新活力，有利於在期貨公司先行先試的基礎上不斷總結積累經驗，為在時機成熟時制訂出更高層次的部門規章創造條件。

後續隨著市場發展與需求的推進，陸續修改數次工作指引，並將原定價服務升級為場外衍生品業務以及增加倉儲物流業務，截至目前為止，期貨風險管理公司可以開展的業務項目包括基差貿易、倉單服務、合作套保、場外衍生品、做市業務以及倉儲物流業

務等六大項，按照此工作指引的修改思路可發現幾個主要精神如下：

1. 可開展的業務項目都是朝著垂直整合的方向，盡可能提供客戶一站式服務的方向前進。
2. 促進期貨市場與現貨市場的結合，由期貨公司扮演風險管理產業鏈上樞紐的角色，提供完整的中介服務。
3. 以期貨公司轉投資風險子公司的方式開展業務，並由自律機構扮演過渡時期工作推進的角色，除了能避開期貨交易條例中明文規定期貨公司不能開展自營業務的制約，又有助於行業探索，保持彈性，兼顧創新且不失監管功能。

從2012年12月開始至今，大陸風險管理子公司的業務呈現爆發性的增長，截至2021年2月，全市場150家期貨母公司，其中86家期貨公司設立88家風險子公司，註冊資本303.56億人民幣，2020年營業收入超過2,000億人民幣，淨利潤11.29億人民幣，除了利潤之外，其他指標都出現飛快的增長，而利潤回報低的問題是以設立子公司方式開展風險管理業務目前看到唯一的不足，因為風險管理業務非常消耗資本金，同時回收成效的時間又長，若非期貨公司不能開展自營業務，而得以期貨公司主體來開展風險管理服務業務，對期貨公司的壓力肯定會小很多。

產業客戶的需求：風險管理服務公司應該提供的服務

從客戶需求的角度來看，一趟原料的採購流程會橫跨多個不同領域的行業，如透過期貨市場，這些行業就包括國際貿易公司、

倉儲物流行業、期貨交易所以及期貨業等，牽涉的服務項目包括原料採購、倉儲、物流、融資、定價、增加提貨管道以及匯價管理等八項，如圖5所示，國際級的風險管理服務公司基本都能提供，大陸風險子公司在新增倉儲物流業務之後，僅剩下匯價管理不能提供，而臺灣現階段狀況，客戶的這些需

求則是分散在各個原來的行業，各自提供各自的服務，還沒有任一行業能提供接近一站式的服務，只能由客戶自行分頭找各類公司提供其有限且割裂式的服務，明顯不符合服務行業的國際潮流，同時以國際市場經驗觀察，較適合整合所有服務項目的，應以期貨行業為最合適。



圖 5、風險管理服務供應圖

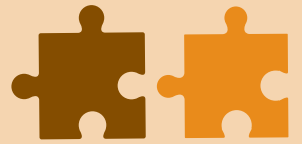
產業與金融結合的變革

從近期主管機關提出之資本市場藍圖中，已見服務實體經濟的願景，並研議開放期貨商或由其設立商貿子公司從事LME倉單交換、避險等業務，可看出風險管理服務事業確實為未來發展的重點，也是臺灣期貨公司邁向國際市場、取得新業務資格、優化收入結構、提升競爭力的良好機會，在金融期貨已經過度成熟，客戶結構單一，行業進入瓶頸階段，布局風險管理服務事業確實是一個臺灣期貨行業的當務之急。

臺灣四面環海，沒有任何物料資源，各項採購與業務皆與國際貿易有關，長期以來

進出口貿易活動暢旺，近幾年來國際貿易更是臺灣經濟的主力，2020年度出口額更創下歷史新高的同時，也面臨物料價格波動與匯率波動的大風險，讓以出口為主的金屬加工行業，以及電子科技行業面臨臺幣升值以及金屬原料成本大幅上漲的風險，以往沒有較好的中介機構得以輔助，除了規模大的個別公司如中油、台塑等少數大型企業之外，超過90%以上的中小型企業都必須自行解決這些風險管理的難題，如果未來臺灣可以由期貨商擔任提供風險管理服務的中介公司，將是一場難能可貴的產業與金融結合的變革。





促進期現結合 創造多贏新局

期貨公會副秘書長◎范加麟

每一項期貨交易契約均有到期日，交易雙方若未在到期日前反向沖銷，就必須依照契約的設定進行現金結算或是實物交割。雖然期貨交易係協助實體產業進行風險管理的重要工具，但真正透過交易並完成交割之比例卻是微乎其微，以倫敦金屬交易所(LME)2019年統計數字為例，全年交易的金屬噸數為39億噸，交割噸數為525萬噸(入庫260萬噸，出庫265萬噸)，占比僅0.13%。可見實體產業已有其他實物交割的管道，例如與貿易商簽訂長約，穩固貨品的來源或去化數量，而在期貨市場僅是透過買賣對沖，達到轉移價格風險的目的，而非以期貨交易作為實物轉移之主要途徑。

期貨交易實物交割機制，也是一種協助實體廠商轉移貨品的方式，除了可以確保交割貨品之品質、數量及安全性外，尚可為社會創造經濟效益。適逢金融監督管理委員會於2020年12月公布的未來三年資本市場藍圖中，將開放期貨商或其子公司從事LME倉單交換、避險等相關業務納入研議，故本文將以LME實物交割作業為例，闡述LME、臺灣港務公司、倉儲業者、金融機構、期貨業者

等相關參與者在其中所扮演的角色及可能創造之經濟效益。

LME是全球基本金屬交易指標

LME是首屈一指的基本金屬交易重鎮，全球超過四分之三的基本金屬（生鋁、鋁合金、銅、鉛、鋅、錫及鎳）期貨及選擇權交易在此進行，2019年該所的交易契約總金額高達15.7兆美元，相當於英國6年的GDP份額。LME之所以獲得重視，在於其與實體產業的關聯十分緊密，除了期貨交易之外，另外擴增出實物交割、倉儲運輸以及倉單融資等服務，對於金屬相關產業之經營與發展助益良多。

在交割作業方面，為了確保買方收到一定品質等級及數量的金屬，LME要求賣方所提交的貨品，質量、形狀及重量等各方面都必須符合相關標準，同時必須是LME認可生產商出產的LME註冊品牌金屬，才能送交LME認證倉庫完成交割。

在倉儲部分，LME在全球33個港口認證超過550座倉儲設施，提供實體產業普及、

安全的物流倉儲服務。LME並未擁有或經營倉庫，而是派員至各地倉庫進行認證，LME認證倉庫除需符合倉儲基本要求，如承載力、安全監控、倉庫設施等外，還包括倉儲業者財務穩定度、貨品保全等事項，力求將貨品在儲存過程中的各項風險降到最低。若非作業嚴謹，經驗豐富的國際大型倉儲企業，一般倉儲業者很難獲得批准。認證後，LME還會不定期派員進行檢查。

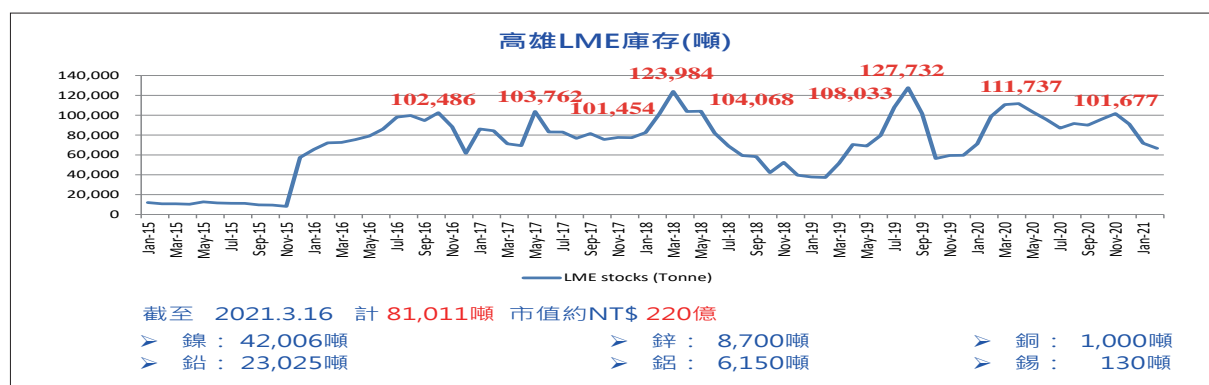
在倉單作業層面，認證倉庫收到LME註冊金屬後，透過倫敦代理人發出LME倉單，實體倉單均存在中央存管處，同時透過安全性高的LMEsword系統，將電子倉單從賣方轉移至買方。倉單持有人亦可以透過LMEsword轉移貨品的所有權，進行倉單融資或質借擔保，提高資金運用效率。

挾著期貨市場交易金額龐大、且可搭配實物高流通量之雙重優勢，LME成功地連結期貨與現貨，提供極具公信力之參考價格，並且吸引基本金屬現貨市場參與者，紛紛採用LME報價磋商交易。

高雄港於2013年成為LME遞交港

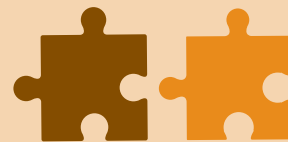
LME要求其交割貨品必須在自由港區的環境下儲存，同時對於港區租稅法規、倉庫標準及關務等層面，均有特殊考量；因此，高雄港於2013年6月17日順利成為LME實物交割遞交港，並自11月21日起正式營運後，無異表彰兩項重要意義，一是代表我國相關財稅及關務法規已可與國際接軌，二是可望提昇我國金屬及相關產業的物流效率。從此之後，國內金屬廠商可指定或透過倉單交換於高雄港就近進行LME貨品交割程序，相較以往需透過海外港埠交割而言，不僅作業更加便利、效率同步提升，而且尚可降低溝通障礙，大幅節省金屬業者之作業成本。

為了配合倉儲業者之實質運作，臺灣港務公司特別在高雄港自由貿易港區規劃設置多處LME專區供業者進駐，目前共有7家國際級的倉儲業者¹採取與高雄港既有6家倉儲業者²合作之方式，設置了23座通過LME認



¹ 7家國際倉儲業者為：C.Steinweg Warehousing, ACE, Access World Logistics, P Global Services, Independent Commodities Logistics BV, H&M Metal Warehousing, Henry Bath Singapore Pte Ltd.。

² 6家國內倉儲業者為：高群裝卸、種德國際物流、杰鑫國際物流、福懋國際物流、盛洋德國際物流及太平洋物流。



證的倉庫，包括：南星計畫區5座、洲際貨櫃中心3座、第四貨櫃中心7座、前鎮商港區3座及中島商港區5座。

倉儲業、期貨業、金融業各司其職

有別於在新加坡、馬來西亞及南韓等地，多以100%持股投資當地倉儲公司之模式，國際倉儲業者是以國外公司名義，搭配白質港區營運的國內倉儲業者，在高雄港合作經營LME業務。其中，國際倉儲業者負責：開發海外客源、與LME生產商及製造商拓展業務合作機會、出具銀行認可之倉單作為客戶融資之擔保品、貨運承攬和租用、海關通關等；國內倉儲業者則負責：進/出庫作業、貨倉間貨品管理、國內貨物運送等服務。

LME交割貨品運達遞交港後，由運輸業者申報進口艙單，貨櫃卸存在櫃場待轉入庫，貨品過磅後進行申報，過磅後實際重量與艙單申報不符時，則應向海關申請更正，之後經過通報及通關流程，便可進行倉儲作業。

客戶需提供入庫指令、正本提單及交倉所需相關文件，倉儲業者依照LME Rulebook規定，確認貨品的交倉規範及文件需求，進行貨品的入庫點收、資料查核、檢查貨品狀況與標碼等作業，過磅並予紀錄，經過一連串確保貨品正確性與文件資料一致性之流程後，才能完成入庫作業。

貨品入庫後，倉儲業者提供貨主入庫確

認書，並根據客戶的交倉指示及LME倉單製程作業製成倉單，再請客戶通知其期貨商進行後續處理；反之，倉儲業者收到LME經紀商註銷倉單指示後，即進行註銷作業並通知貨主等待更進一步的提貨指示。貨品出庫時倉儲業者需再次比對倉單資料與實體貨品，以確保出庫貨品正確無誤。

當客戶希望在高雄港內LME認證倉庫提取現貨，就必須透過期貨商(或相關機構)進行倉單買進或調換作業，取得LME倉儲公司的倉單後，加以註銷提貨；期貨商扮演倉單買賣雙方之溝通橋樑，交割品牌與倉儲地點皆由其居間協商，角色也從單純的經紀服務提供者，升級成為實體產業的重要經營夥伴。

如果客戶希望獲得週轉資金，在國外也可以LME認證倉儲公司開立之倉單作為擔保，向金融機構取得融資³。為了避免金融機構的放款虧損，金融機構會與負責管理抵押品的倉儲業者簽署協議，約定在接到銀行通知後，才可進行放貨程序，以確保金融機構之債權；借貸雙方也會協議交易相對應的期貨部位以規避擔保品的價格風險。另外，若發生違約情事，金融機構可以透過LME交倉程序或在市場出售等方式處分擔保品。

嘉惠上下游產業 創造多贏局面

經過多年的推廣，高雄LME業務已逐漸引起金屬業者的重視，表達進駐港區的意

³ 臺灣尚無銀行接受LME倉單作為融資或質借之擔保品，租賃公司則表達高度興趣。

願，假以時日，或能形成產業群聚效應。如同前述，高雄LME實物交割作業必須依靠眾多參與者才能順利執行，如果業務量與日俱增，可望為下列行業帶來正面助益：

- 一、臺灣港務公司：開發場地租予倉儲業者可收取租金收入；裝載LME貨品之船舶靠港時，亦可增加港灣業務費（碼頭碇泊費、浮筒費、曳船費、帶解纜費、給水費...）、自營碼頭棧埠業務費（裝卸費、設備使用費、一般貨物滯留費、棧租費、碼頭通過費、地磅使用費...）、貨櫃棧埠業務費等收入。
- 二、航運業：承載LME交割貨品進出高雄港，可收取航運費用。
- 三、報關業：協助貨主處理貨品進/出口的五大通關步驟，如申報、查驗、徵稅、放行、結關，可收取報關報酬。
- 四、運輸業：可收取碼頭與倉庫間以及從倉庫出貨至之廠商處之運送費用。
- 五、倉儲業：可依照不同品項的金屬、存放噸數以及存放天數，向貨主收取倉儲收入及貨品進、出庫之作業服務費。有些倉儲業甚至提供貨主航線與船期安排、貨品通關等加值服務。
- 六、金融業：若金融機構願意接受LME倉單作為融資或質借之擔保品⁴而放款給貨主，一方面可促進客戶資金的運用效

率，爭取更多合作商机，另一方面也可增加利息收入。

- 七、期貨業：可協助客戶建立期貨避險部位、取得或調換LME倉單、提供基本金屬行情諮詢服務與交易策略、接受客戶全權委託進行期貨與相關現貨交易、為客戶設計適合交易之店頭衍生性商品等，以獲取服務報酬。
- 八、政府：當LME實物交割產業鏈成型，相關參與者各司其職並且擴大量能時，可望為政府增加營業稅及所得稅等稅收。

結語

長久以來，期貨交易通常被冠以買空賣空的刻板印象，似乎對於實體產業並無助益；然而，自從高雄港成為LME遞交港，開始經營LME實物交割業務以來，隨著LME倉庫利用率的提高，相對也創造亮眼的經濟效益。

誰說期貨只是買空賣空的數字遊戲？期貨交易後續延伸的實物交割作業，正是期貨服務實體產業的最佳例證。



⁴ 在國外，LME 認證倉庫所開具的非標準倉單（Off-warrant）或倉庫收貨單（Warehouse Receipt），也有金融機構願意接受作為融資之擔保品。

展望與未來

期貨服務實體經濟，

串接期貨與現貨市場，

翻轉期貨形象、提升產業價值；

優化制度、多元商品、創新服務，

打造國際級競爭力。

資本市場藍圖2021-2023

淺談期貨市場未來發展

金管會證期局期貨組◎陳效踐科長、林耿賢科員

前言

資本市場是經濟發展的櫥窗，其主要功能在於協助企業籌措資金及創造市場流動性，發揮資金導引橋樑之重要角色。為持續引導資本市場發揮功能，帶動我國經濟成長，金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）於去（2020）年12月發布以未來3年為期之「資本市場藍圖」，從發行面、交易面、中介機構面與商品面等各面向，精進健全我國資本市場體質，以期落實「永續發展、普惠金融、提升競爭力及投資人保護」之四大目標，打造具前瞻性與國際競爭力之

資本市場，其中對期貨市場亦勾劃出未來發展方向。

「資本市場藍圖」推動方向

綜整資本市場現況及國際發展，我國資本市場正面臨「環境、社會、治理（ESG）永續發展」、「數位科技」及「高齡社會」發展趨勢。本次「資本市場藍圖」為因應國際金融情勢變化及資本市場發展趨勢，金管會以整合性的架構，研擬「強化發行市場功能，支援實體經濟發展」、「活絡交易市場，提升效率及流動性」、「吸引國內外資



金參與，提高市場國際能見度」、「提升金融中介機構市場功能及競爭力」及「鼓勵金融創新與多元金融商品之發展」5大策略，並擬具25個重點項目，合計82項具體措施（詳附錄），共涵蓋「強化資本市場籌資功能」、「推動ESG永續發展」、「活絡交易市場及提升交易資訊透明度」、「結合金融科技，推動數位轉型」、「推動證券商發展投資銀行業務」、「推動國人退休準備平台」、「建立我國店頭衍生性金融商品集中結算機制」及「強化投資人保護」等八大主題，以營造公平效率、創新開放、多元且國際化之資本市場。

「資本市場藍圖」-期貨市場未來發展

期貨市場是金融市場重要的一環，具有避險及價格發現二大主要功能，在複雜多變之金融市場中，有助於提升市場效率，實為金融市場中不可或缺之重要環節。隨著臺灣期貨市場發展日漸成熟，期貨市場交易量持續成長，金管會為持續推動國內制度與國際接軌，並擴大金融創新，促進商品多元化，將透過「資本市場藍圖」規劃各項具體措施，使我國期貨市場朝多元化及國際化發展，推動重點包括：

一、建置我國店頭衍生性金融商品集中結算機制

為接軌國際建置店頭衍生性金融商品集中結算制度之趨勢，金管會已於2019年6月修正「期貨結算機構管理規則」，規定結算機構得辦理店頭衍生性商品集中結算業務，並發布令指定臺灣期貨交易所（下稱期交

所）為辦理店頭衍生性商品強制集中結算機構（Central Counterparty, CCP）。

期交所刻正積極規劃建置我國店頭衍生性金融商品集中結算機制擬分階段推出集中結算服務，預計於2022年6月提供結算會員新臺幣利率交換契約（IRS）自營交易結算服務、2023年6月提供新臺幣IRS結算會員客戶交易之集中結算服務，另視業者準備情形規劃新臺幣IRS強制集中結算、2024年6月提供新臺幣無本金交割遠期外匯契約（NDF）結算服務，將可有效降低我國店頭衍生性金融商品市場風險，提升整體金融市場穩定與安全。

二、持續推動期貨市場發展新商品及新增期貨市場夜盤交易商品

為滿足民眾不同需求，達到便利性與普及性，國內期貨市場不斷推出新商品，已有近300項商品掛牌交易。近年來積極推動國外知名指數期貨商品在臺上市，目前已能夠涵蓋歐、美、亞市場，提升我國期貨市場國際化程度。未來金管會將持續督導期交所因應國人避險及交易需求，持續推出更多元創新之期貨交易商品。

國內期貨市場參酌國際市場作法，已於2017年5月推出盤後交易，初期先將市場需求較高（如我國臺股指數期貨及選擇權）、國際競爭性及國際合作商品（如匯率類與國際指數商品）納入盤後交易平台，並陸續增加商品類期貨與選擇權等，近年推出之新商品上市同時亦納入盤後交易。未來將再持續評估市場需求，逐步增加納入盤後交易掛牌商品，以提供更完善避險管道與交易機會。

三、持續增加動態價格穩定措施適用商品

為強化期貨市場價格穩定性，並防範錯誤交易、胖手指或盤中委託簿流動性瞬間失衡等事件發生，減緩價格異常波動、保護交易人，金管會督導期交所自2018年起採階段式推行動態價格穩定措施。

現行已適用動態價格穩定措施之商品，包含國內外股價指數類期貨、匯率類期貨、ETF期貨、臺指選擇權，預計2021年上半年將擴大適用至股票期貨、下半年適用至商品類期貨，並規劃2022至2023年適用至臺指選擇權以外之所有選擇權商品，屆時期貨市場所有商品將可全面適用動態價格穩定措施。

四、精進強化我國期貨市場風險控管相關制度

為精進交割結算基金制度及強化期貨集中交易市場風險控管機制，並接軌國際結算制度，金管會已督導期交所持續蒐集芝加哥商業交易所（CME）、歐洲結算所（Eurex Clearing）、倫敦結算所（LCH. Clearnet）等國際結算機構相關規範，研議期貨集中交易市場結算會員應繳存交割結算基金及市場發生違約時分擔金額之計算方式，以提升期貨集中交易市場之風險承受力，進而維護期貨市場秩序與安全。

同時，為因應期貨商業需求並強化期貨商風險控管，金管會將通盤檢視現行期貨商調整後淨資本額（ANC）計算妥適性及合理性，並督導期交所與期貨公會共同研議強化期貨商辦理交易人風險控管作業。

五、研議開放期貨商或由其設立商貿子公司從事倫敦金屬交易所（LME）倉單交換、避險等相關業務

我國高雄港成為LME遞交港口（實物交割港）後，業務量穩定成長。國內現貨商如透過貿易商購買銅、鋁等工業金屬現貨，因仲介費高，致有從事LME金屬期貨進行實物交割之需求，經由實物交割取得LME倉單。

考量部分市場參與者除有有色金屬實物交割需求，尚有LME有色金屬倉單交換、融資及避險等需求，金管會將督導期交所與期貨公會合作，持續蒐集LME倉單交換、避險等相關實務資訊，並評估開放之效益及研議未來開放架構與相關規範，以服務實體經濟及擴大期貨商業範圍。

六、研議擴大槓桿交易商業範圍

槓桿交易商對屬自然人之一般客戶提供槓桿保證金契約交易服務，係採正面表列方式，目前已開放結構型商品、買入台股股權選擇權、買入轉（交）換公司債資產交換選擇權、外幣保證金及連結黃金或原油價格之差價契約。另依現行規定，華僑及外國人從事期貨交易之範圍尚未包括店頭之槓桿保證金契約。

為擴增槓桿交易商業範圍，健全其業務發展及強化其競爭力，並滿足國人及外資從事衍生性金融商品交易種類多元性之需求，金管會將督導櫃檯買賣中心，就開放槓桿交易商對一般自然人提供外國股權標的之差價契約，及開放華僑及外國人得與我國槓桿交易商承作槓桿保證金契約交易等，研議相關規劃方案及配套措施。

結語

期貨市場在我國資本市場扮演非常重要的角色，為因應國際環境變化趨勢，並與證券市場相輔相成，金管會將協助期貨商運用金融數位科技，並研議鬆綁法規俾利業者開發多元金融商品及擴展業務範疇。除此之外，本次「資本市場藍圖」將依循一願景、二使命、三趨勢、四目標、五策略的脈絡，

強化發行面、交易面、中介機構面與商品面等各面向發展，並在「資本市場藍圖」3年推動期間，關注國內外金融環境的變化、各主要國際資本市場之發展趨勢及興革措施，每年依計畫實施情形進行滾動式修正，以達到落實「永續發展、普惠金融、提升競爭力及投資人保護」之四大目標，達成資本市場共好共榮與永續發展之願景。



附錄：資本市場藍圖五大策略25項重點項目一覽表

策略一：強化發行市場功能，支援實體經濟發展
<ul style="list-style-type: none">一. 設置創新性新板，完善企業籌資管道。二. 優化 IPO 及 SPO 募資相關規範，提升資本市場籌資效能。三. 強化上市櫃公司之監理及優化資訊公開。四. 強化證券市場專家之責任與管理。五. 提升審計品質。
策略二：活絡交易市場，提升效率及流動性
<ul style="list-style-type: none">一. 推動盤中零股交易，擴大市場參與。二. 規劃股票造市者制度，活絡市場交易。三. 精進交割結算基金制度，強化證券市場風險控管。四. 提升交易資訊透明度及投資人風險控管能力。五. 打造友善稅制，創造市場量能與稅收雙贏。
策略三：吸引國內外資金參與，提高市場國際能見度
<ul style="list-style-type: none">一. 提升外資投資便利性與效率，吸引國際資金參與。二. 推廣臺股市場與強化國際合作，提升國際能見度。三. 強化投資人保護與教育宣導，保障投資人權益。四. 爭取國內期貨結算機構被認可為合格集中結算機構（QCCP）以因應 Basel III 實施。五. 持續吸引國內資金投入臺股市場。
策略四：提升金融中介機構市場功能及競爭力
<ul style="list-style-type: none">一. 結合金融科技實力，推動數位轉型及監理科技。二. 因應國際趨勢，推動證券商發展投資銀行業務，提升國際競爭力。三. 推動投信投顧事業擴大業務發展，提升競爭力。四. 促進期貨業業務發展，落實服務實體經濟及發揮避險功能。五. 提升市場資安防護能力，確保交易網路安全。六. 培育金融專業人才，完善教育與就業環境。
策略五：鼓勵金融創新與多元金融商品之發展
<ul style="list-style-type: none">一. 設置永續板，促進永續發展意識抬頭。二. 擴大資產管理業務規模，拓展商品發展。三. 建置店頭衍生性商品集中結算制度，接軌國際實務。四. 推動證券期貨業多元金融商品發展，完備市場商品線。

群益期貨孫天山董事長談 「大宗商品生態圈」發揮期貨服務 實體經濟價值



◎群益期貨提供

期貨合約是一種在交易所買賣的標準化協議，合約持有人有權按特定價格於未來特定日期買入或賣出預定數量的標的商品。全球商品期貨市場與現貨市場有著密切的關係。早期在美國及英國，主要的生產商及消費者會集結進行現貨交易，但實物交收的價格及時間存在不確定性，期貨市場便應運而生。因此，商品期貨的價格就成為商品現貨交易的基準價格。商品期貨價格理論上受現貨市場許多元素所影響，包括現貨價格、利率、倉儲成本、合約年期以至使用存

貨進行生產的潛在利益等。

國際商品期貨市場的主要參與者包含避險交易者及金融投資者。避險交易者包括商品生產商、消費者或貿易公司，都是因為承受大宗商品價格風險，進而參與期貨市場，藉以抵銷價格相關風險；金融投資者則是本來並無價格風險，透過參與期貨市場而承擔了價格相關風險。兩者在實體經濟的角色有別，商品期貨市場的產品及服務以不同形式切合其需要。實證顯示，全球商品期貨與標的現貨市場息息相關，而箇中關係體現在經

	高雄港庫存 (噸)	全球 LME 庫存 (噸)	市值 (美元)
銅	400	46,450	3,704,200
鋁	6,150	1,125,075	13,268,625
鎳	37,512	185,934	727,807,824
錫	125	1,030	3,320,625
鉛	5,750	62,450	12,201,500
鋅	8,700	237,925	24,664,500

資料來源：LME 統計 (22/2/2021)

濟基本因素及市場架構。大宗商品期貨市場可滿足對沖者及金融投資者的不同需要。

自2013年高雄港成為倫敦金屬交易所 (LME) 全球第37個交割港口、亞洲第9個交割港口以來，近年來存放於高雄LME認證倉庫的非鐵金屬商品屢屢突破10萬噸，最高時曾經達到12.7萬噸，2021年2月庫存量為5.8萬噸，市價高達7.8億美元，證明臺灣實體產業的確有大量的實物交割與倉儲需求，而期貨是現貨的延伸，期貨兼具避險與增益的功能，運用得宜可以發揮服務實體經濟的效用。

臺灣作為一個高度仰賴進、出口貿易的國家，包含生產商、消費者乃至中介機構 (貿易公司) 均無法脫離國際商品價格波動所帶來的影響，觀察臺灣自2008年到2019年的進口統計數值，銅的每年進口量大約維持在45-60萬噸間，鋁的進口量有逐年上升的趨勢，由原本的50萬噸左右到近幾年穩定站上60萬噸，鋅每年進口量大約是20-25萬噸之間，最後是鉛跟鎳，每年進口量不到10萬噸。這些原物料的採購大多與國際市場價格高度相關，透過參與期貨市場將可大幅降低實體企業所面臨之原料價格風險，進而提升經營績效與效率。

臺灣期貨產業自1994年第一家期貨商正式成立開始，歷經近30年的發展，期間歷經亞洲金融風暴、科技泡沫、SARS、歐債危機等多次全球性重大經濟波動，期貨市場發揮了價格發現、風險規避之功能，協助市場參與者能夠透過期貨市場進行避險、套利等交易，在多次的金融市場波動中，期貨產業展現了期貨市場的功能與價值，發揮了穩定市場之功能。

然而，臺灣期貨市場在過往的發展歷程中，主要著重在金融相關產品與服務，對於臺灣地區實體經濟產業的需求尚有較大的缺口，仍待全體業者乃至於政府相關機構與金融相關單位的共同努力。我們喜見在2020年金管會的資本市場藍圖中將開放期貨商從事商品貿易等相關項目納入研議，相信在主管機關與業者的共同努力之下，臺灣期貨產業將借助LME交割倉庫的設立，結合期貨與現貨市場以發揮最具生命力的效能，因為它最能貼近產業，最符合實體經濟的需要。我們樂觀期待產官學共同努力打造場內與場外協同、期貨與現貨結合的「大宗商品生態圈」，降低產業運行成本，提升運行品質和效率，落實服務實體經濟，邁向普惠金融目標，創造新的社會價值。



元大期貨周筱玲副董事長談 服務產業法人 看好臺灣實體經濟 發展



元大期貨是服務產業法人的第一品牌，周筱玲副董（前排中）帶領元大團隊與多家期貨商分享營運經驗。

◎元大期貨提供

金管會為推動資本市場發展，在2020年底正式宣布啟動「資本市場藍圖」方案，其中五大策略中的第一項便是「強化發行市場功能，支援實體經濟發展」。元大期貨為呼應主管機關政策，支援實體經濟發展，積極布局亞太地區，成為服務產業法人第一品牌，同時希望與同業攜手為服務產業法人而努力。

元大期貨副董事長周筱玲認為，實體企業是經濟發展的根本，隨著臺灣經濟發展，所有周邊單位都應該為實體經濟推動共同服務。金融主管機關提出的資本市場藍圖，其

中多處提到服務實體經濟的願景與計畫，而期貨行業將扮演關鍵的樞紐角色。而從產業面來看，中小企業在營運上也確實有所需求，根據臺灣歷年進出口貿易狀況，占GDP比重都在50%左右，顯見企業幾乎離不開國際原物料的貿易行為，以及應收應付的匯兌行為，原料採購與外匯收支的風險管理，就是中小企業在生產經營之外的最大需求。

期貨業最適合扮演整合服務鏈條的樞紐

國際貿易是一項從原料採購到支付貨款的行為，從中牽涉到多個不同行業、分段提

供多元服務，其中期貨業最適合扮演整合服務鏈條的樞紐，提供一站式服務的業別，外加善用臺灣高雄港擁有LME認證倉庫之優勢，增加期貨業多元服務。此外，放眼國際市場，各地區期貨相關行業的公司，主營業務項目都包含風險管理商貿服務事業，而臺灣期貨行業長期以來少了這一條業務線，若能及時補上，對於提升臺灣期貨業在國際市場的競爭力有絕對的幫助。

現行臺灣期貨業針對風險管理商貿服務雖然尚無專項的經營資格，但整體業務發展大方向已有初步共識，後續將朝著找出最適經營主體與模式的方向前進，在法令取得配套的前提下，期望金融主管機關可先讓臺灣期貨商具備完整的資格，得以提供一站式的商貿風險管理服務，形成臺灣以輔助產業原物料之特色金融服務。臺灣期貨交易所亦可研議上市與臺灣需求較為相關的原物料與匯率衍生品，強化臺灣非指數類商品產品線，並配套流動性及行銷相關方案。

而期貨公會可借鑑各國期貨業協會推進風險管理服務業務的相關經驗，扮演居中協調的角色，協助期貨業拓展此業務所需與主管機關及投資人所需法規、作業面規範制定及相關訓練。期貨業各家業者則是扮演樞紐角色，提供風險管理服務予各行業，並在主管機關既定的願景下，提供一站式服務進行各項準備，包括業務模式學習、客戶需求調研、行業人才培養、服務模式推廣、產業投資者教育工作等。最後到最終端的產業鏈客戶，隨著風險管理服務質量與知識的推進，逐步參與衍生品市場，應用衍生品工具強化避險能力，優化財報提升經營績效。

風險管理商貿服務再創期貨業新價值

風險管理商貿服務事業業務項目的推動工作繁多，元大期貨為期貨業龍頭，將在開發產業客戶之餘，充分扮演與各方溝通、詳細調研、需求整合等工作，並適時提出相關的建議，像是國際貿易企業、銀行業、倉儲物流業、租賃業等都是在此服務鏈條上的其他行業，如果期貨業能借鑒國際經驗扮演統合服務的角色，可強化與跨界的調研與溝通。

而在對期貨同業之間，風險管理服務事業是整個期貨行業的事，非單一或少數公司可成，因此元大期貨充分與同業溝通，找出最適合的經營模式是很重要的工作，同業共同探究此項業務並協力把市場規模擴大。而對產業客戶而言，長期以來產業客戶幾乎不知道臺灣期貨行業現在可以提供哪些既有的風險管理服務，以及未來可能可以提供哪些服務，所以要更多接觸上游原料供應商、中游貿易與加工企業、下游終端用戶等企業，持續溝通並傳達未來可能發展的方向。最後，將以上相關群組溝通之後，綜合訊息提出相關建議供主管機關與相關單位參考。

期貨工具最原始的功能是規避價格風險，國際市場發展較為平衡，但推到亞洲特別是華人市場，反倒過度傾向投機炒作，時常被視為賭博，導致長期下來既定的形象多是負面，一代人有一代人的責任，而風險管理服務正是這一代期貨人的事業，期望臺灣期貨界能藉著風險管理服務事業的推動，漂亮地打一場翻轉行業形象的仗。



凱基期貨總經理陳瑞珏談 年輕世代帶動產業新量能，再創期 市高峰

◎凱基期貨提供

在展望2021年新局之前，我們先來回顧2020年期貨市場發展，期能洞察趨勢、再創新猷。2020年因全球新冠肺炎疫情及國際金融市場波動劇烈，市場避險及交易需求大增，臺灣期貨市場2020年交易量達3.41億餘口創歷史新高，較2019年成長31%。其中小型臺指期貨交易量年成長102%最為顯著，而股票期貨在2020年底成交量占全市場比重已達13%，較2019年7%明顯成長，商品交易種類有往小型化發展更適合小資族群。

在期貨市場開戶動能方面，2020年新增期貨開戶數8.6萬餘戶，較2019年大增50%，其中30歲以下年輕人新開戶數占比逾23%，而證券市場更為明顯，2020年來自30歲以下年輕族群開戶人數占比高達36.1%，次世代投資族群儼然成形，如何爭取及服務證券客群尤其是年輕世代參與期貨市場，將有機會再創期市高峰！

【流程面—服務流程數位化行動化】

以期貨開戶為例，次世代投資人十分熟稔網路科技與行動工具，期貨商越能夠提供



便利快速的開戶服務，就越能夠獲得投資人的青睞。投資人需要的是能透過行動載具開戶、多重便利的身分認證機制、及簡便親和的操作流程與介面…等；再者，讓投資人在開立股票交易帳戶的同時，也能夠很便利的加開期貨帳戶，將有助於加速導流股票投資人參與期貨市場，包括同集團的證券公司與期貨公司在客戶同意下，可以共享客戶基本資料，減少客戶開戶重複填寫，並取消在約定出入金銀行存摺影本上簽名及加註日期的規定。

【服務面—迎合次世代客群的宣導培育】

關於市場推廣服務面，也可朝多元創新的方式來培育年輕人對期貨交易及風險控管相關知識，例如由期貨公會統籌辦理的「期貨發展基金」宣傳內容，邀請業界首長或業務員拍攝系列宣導影片，以淺顯易懂的方式傳遞相關知識；臺灣期貨交易所提供大專院校的投資理財課程並結合虛擬交易所，讓理論與實務並用，以厚實次世代客群與從業人才。

另外，股票期貨的投資工具相對於標的現股好處多多，更適合年輕小資客群參與，交易人只要投入小額的保證金即可參與交易，輔以股票期貨多空皆宜、低交易成本、無停資券等放空限制之諸多優勢的宣導，可爭取更多股票族認同進而走入期貨市場。

【交易面—建請期交所研議建置停損停利與GTC單委託機制】

環顧全球期貨交易所發展，除了最基本的限價、市價委託種類外，包括CME Group、Eurex、ICE US、ICE EU、SGX…等主要期交所，皆有提供給投資人停損限價、停損市價等委託種類。期貨交易首重風險控管，若能由期交所提供停損限價、停損市價等委託種類，不僅能夠協助投資人控制交易風險，在強化部位風險保護下，投資人將更有意願更有餘力來擴大期貨市場交易，進而帶動整體期貨市場發展及拉高成長曲線。

【創新面—發展CFD槓桿業務】

期貨商除了能提供給投資人國內外期

貨與選擇權等700餘種契約在集中市場交易外，亦可申請從事槓桿交易商業，滿足外幣保證金、不涉及新臺幣之無本金交割遠期匯率、結構型商品、以黃金、原油為標的之差價契約等店頭衍生性商品交易。槓桿保證金契約相較於標準化的期貨選擇權契約，更具備合約數量規格自訂、無契約到期日、部位留倉有收付息等商品特性，更適合年輕小資客群以0.1口甚至0.01口標準合約規模來參與店頭衍生品交易。

擬建請主管機關能開放CFD連結更多資產標的，最受投資人青睞的當屬國外個股與國外指數標的，包括蘋果、特斯拉個股CFD或是S&P、DJ指數CFD…，參照2020年底累積股票複委託開戶數220.5萬戶，較2019年底增28.9%（+49.4萬戶），2020年成交金額為3.79兆元，較2019年增54.6%（+1.34兆元），若能夠開放發行相關CFD標的，基於可以小額資金投資、多空皆宜、交易成本低、與本國槓桿較商開戶簡便的優勢，相信將可吸引開創更多投資人交易。

另外，擴大槓桿保證金業務的銷售通路亦是業者引頸期盼放寬的建言之一，期貨業務與槓桿業務同屬槓桿保證金交易，現有期貨與期IB從業人員皆很熟悉期貨交易相關服務，希望期貨商受託買賣執行業務員轉介槓桿保證金契約業務範圍，能擴及外幣保證金及CFD產品交易，此外，證券商(IB)通路據點眾多，如能擴及期IB業務員亦得轉介槓桿保證金契約，亦可擴大銷售通路、促進槓桿業務發展。



永豐期貨林家進總經理談 新冠疫情加速期貨業數位轉型

◎永豐期貨提供



過於線上開戶數呈現飛躍性的成長，2020年永豐期貨不含IB平均每月線上開戶數為2019年度的5.2倍，線上開戶占比也從29%上升至59%，反映投資人對遠距與線上服務之需求。

在疫情衝擊下，傳統人與人之間面對面直接接觸的線下服務模式轉為線上交流模式已無法避免，未來不論

2020年初突如其來的新冠疫情不僅攪亂全球實體經濟秩序，各國政府所採取的防疫措施對人們的生活也產生巨大的改變，不過正所謂危機就是轉機，從字義上來看，危機就是危險與機會的複合詞，新冠疫情雖然對全球各層面來說都是一個很大的衝擊，但也正是因為這個衝擊推動與加速各種產業升級，最明顯的就是遠距工作與線上社交等需求大幅增加。

疫情期間最火的線上視訊會議軟體Zoom去年股價翻漲500%以上，今年2月以色列與科索沃更透過視訊進行建交儀式創下全球首例，而對期貨業來說，最明顯的感受莫

是線上會議、線上教育、線上娛樂、線上醫療，以及線上電子商務與消費新模式，都可能成為下一個全球經濟成長的新亮點。除了疫情之外，中美貿易戰、英國脫歐、美國大選以及各種難以預料到的趨勢與事件，如何讓投資人快速掌握與了解，適時透過期權商品進行避險或策略佈局來因應，都是期貨業可以精益求精甚至是創新思考的方向。

尤其是隨著5G時代的來臨和普及化，傳統帶寬限制、同時時延問題和大量終端接入能力得到根本解決，大數據和智能學習的能力將充分發揮，並整合成強大的數位體系，這個體系將改變人們生活的各個層面。當數

位已經變成人們生活的一環，與人們的關係也將更加緊密時，數位轉型對期貨業來說已然不是一個選擇，而是一條非常迫切且必經的挑戰與道路。

那甚麼是數位轉型呢？數位轉型是一個結合數位科技與既存營運模式的過程，每一個產業著重的點和優先順序皆不盡相同，相較於有形商品之實體企業可能將重心放在改善營運流程效能上，期貨業主要是以無形的服務為主，如何結合數位科技增加行銷與業務曝光度、優化客戶使用體驗、思考市場定位與品牌，應是目前優先考量的地方，在這之中我們認為以客戶的價值為核心，將更多的重心放在訊息傳遞與顧客體驗上，將能讓期貨公司與客戶之間的關係更加緊密。

對永豐期貨來說，2020年可謂是永豐期貨的數位元年，我們先後在FB粉專、Youtube頻道、Line@生活圈、IG等社群平台建立永豐期貨官方帳號，增加行銷與業務曝光度，也針對原本僅適合電腦或文件閱讀之研調報告，新增適合手機、平板電腦等移動裝置閱讀的視覺化版型，優化客戶使用體驗，此外我們也建置專業的影音製播室，將一系列完整的國內外期權相關教學課程，透過直播或錄製影音等方式線上呈現，不僅符合防疫需求，也便利客戶隨時隨地透過手機或電腦等設備接收最新資訊，進一步提升對期權商品的認識，以及了解操作策略如何應用等知識。

2020年雖有疫情干擾，但在聯準會資金寬鬆預期下激勵股市跌深反彈，台股全年

上漲2735.39點或22.8%，收在14732.53點，期權市場交易量能也因行情劇烈波動而大爆發，買賣合計6.83億口較2019年大幅成長30.9%，創下臺灣期貨市場交易量能的新高紀錄；2021年川普敗選下台，中美緊張態勢得以緩解，此外為對抗遲未落幕的新冠疫疫情，美國新總統拜登全力推動新一輪經濟刺激方案，持續點燃市場多頭信心，也增添股市持續創高的可能性。

除了股市之外，大宗商品在後疫情時期也有著亮眼表現，去年4月一度跌入負值的油價，現已經反彈至每桶60美元之上，黃豆、小麥、玉米等農產品價格也因中國需求強勁而紛紛創下6年半新高，銅價亦因樂觀看待疫苗接種有助全球經濟成長回彈而攀爬至2012年以來最高。根據期貨公會統計數據顯示，2020年國人海期交易量能較2019年成長3.1%，其中涵蓋上述大宗商品的美國地區成長41.1%表現為最，反映投資人對商品市場的關注度也逐年提高。

不論是內期或是海期市場，透過數位化工具讓投資人接收最新資訊，學習相關知識提升交易所需技能，優化客戶使用體驗是期貨業須努力改善與創新思考的方向。展望未來，數位轉型對期貨業刻不容緩，我們相信唯有做好準備與策略調整，加上強大的執行力，勢必能提升整體經營績效，持續刷新期貨業的亮眼成績單。



統一期貨總經理黃奕銘談 多元商品接軌國際，打造臺灣期貨 業國際級競爭力

◎統一期貨提供



「商品小型化」在全球投資市場蔚為風潮，小額投資趨勢日益明顯。以美國芝加哥商品交易所集團（CME Group）為例，2019、2020年相繼推出微型股指期貨與選擇權（Micro E-mini futures/option），包括：微型那斯達克100期貨、微型標普500期貨等，合約規格僅為原小型契約（E-mini futures）的1/10，推出後成交量迅速成長突破10萬口關卡，

臺灣期貨市場近年來蓬勃發展，2020年期貨市場成交量3.4億口創下歷史新高，年增率達30%，其中期貨類商品成長率為54.5%，而月均交易戶數達11.7萬，顯示期貨交易人參與熱度持續攀升。值得注意的是，在這次的市場榮景中，年輕族群的參與為市場注入了新的活力。統計2020年30歲以下交易人，期貨新開戶數逾2萬7千戶，占整體新開戶數23%；自然人交易量比重也從去年1月的46.8%回升至12月的50.1%水準。

商品小型化趨勢

市場參與者的轉變與全球股市大漲，

市場反應十分熱絡。而臺灣期交所也在今年1月新推出6檔「小型股票期貨」，並降低小型股票期貨掛牌門檻，由現行股價500元以上，調降至300元，讓小額投資人更容易參與高價股的行情。其中最受市場注目的小型台積電期貨，推出後10個交易日內，日均成交量來到2,000口水準，未平倉量一舉突破5,000口，市場接受度高。

然隨大盤指數持續上揚，相關期貨的契約價值隨之水漲船高，若能推動新小型指數期貨掛牌，如：「小型電子期貨」、「小型金融期貨」等，讓投資商品「輕量化」，降低投資門檻，亦使交易更靈活，易於部位管

理及風險管控，積極回應市場對小型合約的需求。此外，臺灣的半導體產業上下游佈局完整，在國際間具有舉足輕重的地位，可藉此推出具臺灣特色的半導體指數期貨商品，應能吸引國內外交易人的關注，並滿足更多元的投資選擇。

國際市場接軌


金融市場具有高度國際連動的特性，為使臺灣與國際交易零時差，臺灣期交所於106年開放夜盤交易，透過特殊制度設計，日盤期貨交易人亦能維持正常作息。夜盤交易推出後占比逐年攀升，截至2020年底，夜盤交易量占比已近4成水準，為臺灣期貨發展重要的里程碑。夜盤開放後順勢推出歐美知名指數期貨，如：道瓊期貨、那斯達克期貨等在臺灣掛牌，方便投資人以新臺幣參與國際市場行情，期盼在新商品推出的同時，持續開放適宜期貨商品於夜盤交易，將有助提升期貨市場國際競爭力，提供市場參與者更完善的交易及避險管道。

期貨為零和市場，課徵期貨交易稅將長期制約市場成長，海外交易所多未收取期貨交易稅，相形之下，我國現行期貨交易稅十萬分之2及選擇權交易稅千分之1，對國際競爭力造成不利影響。除此之外，國內選擇權與在證交所掛牌的權證是同類型的金融商品，但選擇權交易稅是權證的2倍，在相同比較基準下，亦有調整空間。相信期交稅調降後，將有效刺激交易量的成長，持續吸引國際資金參與臺灣市場，進而填補因稅率調降短缺的稅收，並提昇我國期貨市場之長期競爭力。

服務實體經濟

期貨除了金融市場避險與增益，亦具備服務實體經濟的功能，以基本金屬為例，廠商可透過倫敦金屬交易所（LME）進行非鐵金屬商品（銅、鋁、鉛、鋅、鎳、錫等）管理價格風險。臺灣基本金屬及其製品108年出口金額279億2千萬美元，為出口貿易第3大，相關服務需求龐大，加上高雄港地理位置優越航線綿密，為（LME）兩岸三地唯一遞交港，存放於高雄LME認證倉儲庫存量屢破10萬噸，此得天獨厚的環境，造就LME相關服務發展契機。期貨商未來要提供倉儲、實物交割、現貨貿易及倉單業務等完整商貿服務，仍待主管機關、公會與業界多方研議突破，方能有效協助產業同步創造商機達成雙贏。

未來的展望

臺灣期貨市場以臺指期貨/選擇權成功發展為基石，融合了多元商品與接軌國際交易兩大面向，持續擴大版圖跨出臺灣，打造出期貨業國際級競爭力。在期貨市場成交量屢創新高之際，當延續過往的優勢政策，與國際市場的接軌擴大市場廣度。面對數位科技與金融市場瞬息萬變所帶來的挑戰，則有賴主管機關與業界先進共同努力，因勢利導與時俱進。最後，期貨市場的健全發展，基礎教育工作不可或缺，透過新世代社群媒體與交易人溝通，強化期貨正確知識與風險管理，並引導國內機構善用期貨避險增益，讓期貨市場朝向良性正向循環，期能在各界戮力合作下，延續過往佳績再創高峰。 

臺灣期貨市場2021年展望

期交所◎謝偉姝、謝怡昇

2020年因全球新冠肺炎疫情及國際政經情勢動盪，國際金融市場波動劇烈，市場避險及交易需求大增。國內期貨市場2020年交易量達3億4,139萬3,346口，日均量達139萬3,442口，繼2018年3億808萬3,576口的交易量歷史紀錄後，再創歷史新高，相較2019年交易量2億6,076萬5,482口成長30.9%，並較2018年成長10.8%。



在國際股市前所未有的大幅波動下，推升國內期貨市場夜盤交易量持續成長，2020年夜盤交易量達8,539萬8,929口，較2019年5,480萬1,987口成長55.8%。其中美股指數期貨（美國道瓊期貨、美國標普500期貨及美國那斯達克100期貨）成長力道強勁，夜盤交易量為291萬5,273口，亦較2019年大幅成長44.1%。

展望2021年，期交所於金管會「資本市場藍圖」綱領下，循序推動重要相關業務。包括：

一、商品面

考量國內期貨市場交易人結構自然人約占一半，為便利小額交易人參與，近年新商

品均朝小型契約規模設計。2021年初業加掛股票期貨小型契約及規劃推出類股指數期貨小型契約。其中，為提供小額交易人更多交易機會，期交所降低股票期貨小型契約掛牌門檻至300元，並於2021年2月1日加掛，股票期貨小型契約掛牌數量由原先9檔增加為15檔。

另國內股價指數期貨商品契約規模擴大，保證金亦隨之升高。以電子期貨為例，2021年2月26日電子期貨契約規模達324萬元（最近月契約結算價 $810.90 \times 4000 = 3,243,600$ ），約為上市時契約規模（144萬元）2.25倍，保證金達19.2萬元。期交所刻研議推出國內類股指數期貨小型契約，降低參與門檻，提高交易人參與類股指數交易機會。

二、制度面

（一）交易制度

1. 持續擴大適用動態價格穩定措施：2021年上半年將納入所有股票期貨，下半年將擴大至商品類期貨（臺幣黃金期貨、黃金期貨、布蘭特原油期貨），屆時適用動態價格穩定措施商品之交易量占全市場交易量將達99.85%。
2. 持續研議新增夜盤交易商品：夜盤2017年上線時掛牌11項商品，期交所陸續增加夜盤交易商品，至2020年已有20項商品於夜盤交易，交易日均量從2017年97,682口，成長至2020年348,567口，成長逾2.5倍，

交易人盤後避險需求持續增加。期交所持續檢視規劃可納入夜盤之商品。

(二) 結算制度

1. 建置國內店頭衍生性商品集中結算機制：為提升我國店頭衍生性商品交易安全並與國際監理制度接軌，期交所依主管機關指示建置店頭衍生性商品集中結算機制。繼2020年獲金管會認可為合格QCCP後，將爭取歐盟歐洲證券暨市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）的QCCP認可。期交所規劃分階段提供新臺幣利率交換契約（IRS）及無本金交割遠期外匯契約（NDF）集中結算服務，預計2022年6月第一階段先行提供結算會員新臺幣IRS自營交易之自願性集中結算服務。
2. 持續強化期貨集中交易市場風險控管機制：依「資本市場藍圖」規劃，期交所刻正研議調整結算會員繳存交割結算基金、市場發生違約時分擔金額之計算方式，由現行按結算規模基礎，調整為按風險基礎，與國際財務安全防衛機制接軌；另研議修正期貨商調整後淨資本額（ANC）比例之計算。

三、資訊面

- (一) 持續拓展交易系統功能：配合期貨市場分階段適用動態價格穩定措施，持續推動交易系統功能升級，並依需求建置多元基準價模型計算模組；規劃交易系統汰舊換新之前置研發測試作業，提升系統運作效能。
- (二) 強化資安監理規範及提升資安防護能量：配合金管會推動金融資安行動方

案，研擬期貨市場資安參考指引，與周邊單位共同推動成立「證券期貨產業電腦資安事件應變小組（CSIRT）」，提升臺灣期貨市場資安防護能量。

四、採用創新模式，優先對年輕人辦理宣導

2020年臺灣期貨市場30歲以下年輕人新開戶數約增加逾2萬7千戶，加強年輕人進入期貨市場之相關教育宣導更形重要。期交所於資本市場藍圖「強化投資人保護與教育宣導」策略下，規劃優先加強培育年輕人對期貨交易及風險控管相關知識，並以多元創新方式宣導。2021年期交所將深化年輕人期貨教育，升級虛擬交易所功能，規劃舉辦一系列大專院校期貨推廣活動，包括舉辦全國大專院校模擬交易競賽（含程式交易）等。

五、積極參與公益活動，落實企業社會責任

為響應政府號召金融業回饋社會公益，期交所每年提撥預算投入公益，以實際行動回饋社會。2021年期交所將依「生活物資」、「醫療長照」、「學生教育」、「體育運動」、「文化藝術」、及「環保、賑災及其他慈善公益活動」等六大面向規劃公益捐贈。

展望未來，期交所將持續研發及改革商品及制度，打造具有高效率、低成本且公平、公正、公開交易環境，吸引各類交易人參與臺灣期貨市場交易，亦將秉持社會永續、企業永續之原則，善盡企業社會責任。






後記

臺灣期貨市場之發展有別於歐美大國，大宗物資實物避險的不多，而是以金融期貨、賺取價差為市場主流。1998年第一檔期貨商品臺股指數上市，交易參與者以一般民眾為主，以賺取價差、套利為交易目的，與期貨避險初衷大相逕庭，雖經過這些年的努力，法人參與率自1998年4.9%增展至2020年已近52%，但市場掛牌交易的商品多為金融類商品，鮮少大宗物資、基本金屬類與實體經濟鏈結的商品，美中不足。

期貨是現貨市場的衍生品，它要跟著現貨連結，才能發揮價格發現與避險功能。透過期貨市場與現貨市場的結合，得以實現功能互補，期貨商可發展風險管理專長，為實體業者提供一條新途徑，從而協助其營運規劃及轉移價格風險，這樣的功能也將反映在法人業績的增長上，營造實體產業及期貨業多贏局面。

期貨公會為促進期現結合，發揮期貨避險及價格發現之功能，刻正積極協助業者爭取期貨商得從事風險管理商貿服務，以強化服務實體經濟。鑑此，本期期貨人季刊特辦理服務實體經濟專刊，期許能集眾家大成，達立竿見影之效。在此首先要感謝期貨業先進前輩們，為提升產業價值與長遠發展所提出的意見，並特別感謝臺灣中油/國泰人壽/永豐銀行等產業專家，馬來西亞衍生品交易所（BMD）/芝加哥商業交易所集團（CME Group）/歐洲交易所（Eurex）/新加坡交易所（SGX）等國際知名期貨交易所及國內外期貨商，提供精闡見解與實務案例分享，助益期貨市場走得更穩健、更長遠。 

中華民國期貨業商業同業公會 秘書長

合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

<http://www.futures.org.tw>



中華民國期貨業商業同業公會

熱忱 · 積極 · 完美