

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

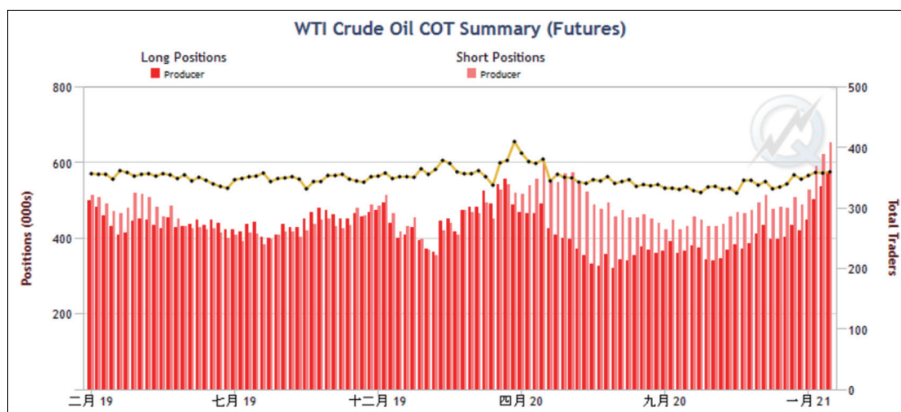


圖 1、紐約輕原油期貨交易統計圖 資料來源：CME、CFTC，凱基期貨整理

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可以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，

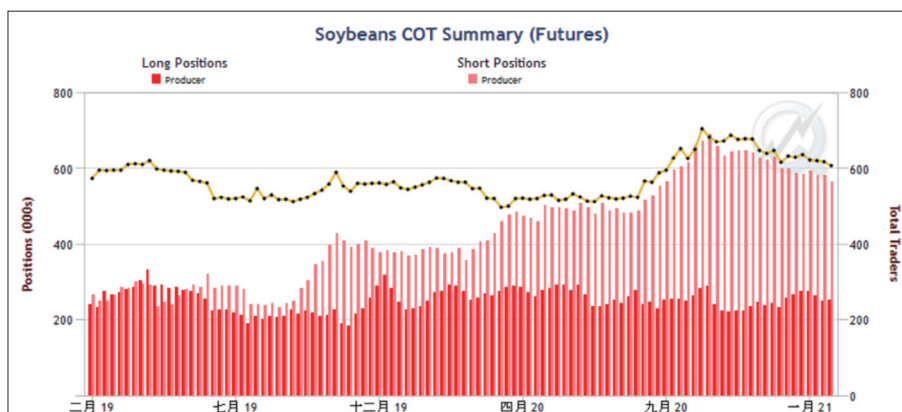


圖 2、生產者黃豆期貨交易統計圖

資料來源、CME、CFTC

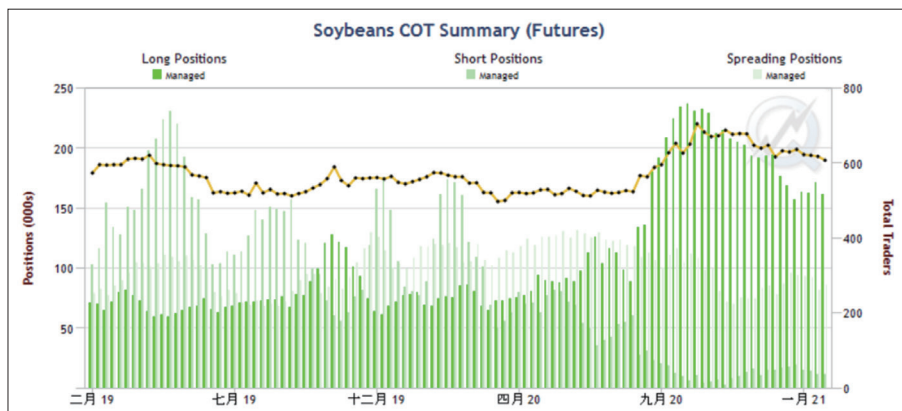


圖 3、資產管理業者黃豆期貨交易統計圖

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。

