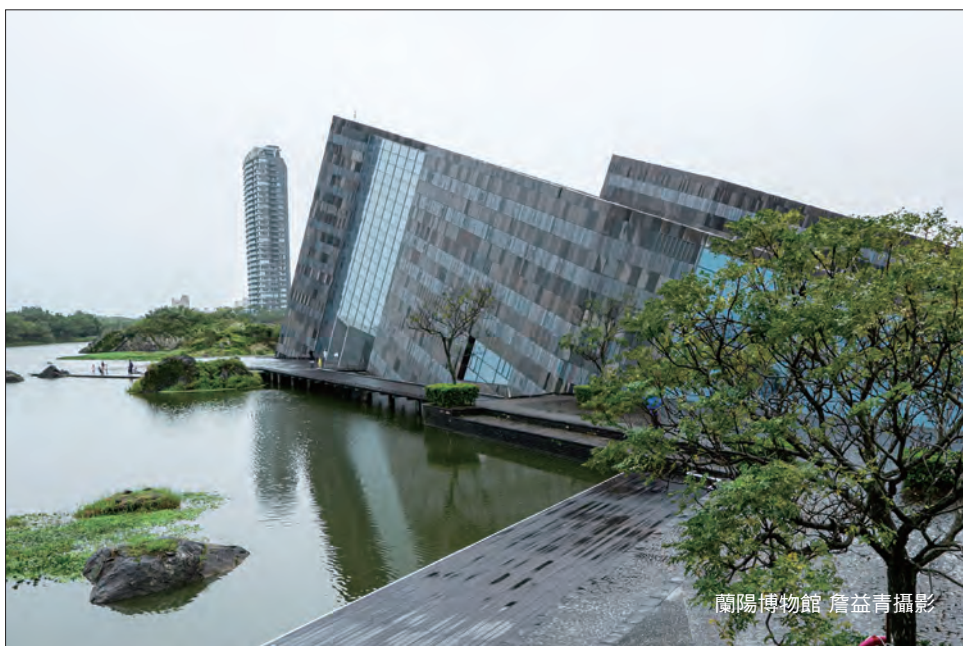


期貨人

2022年三月創刊 《總號第079期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2021

第三季



封面故事

通膨下的投資策略

市場訊息

微型當道

專題報導

金融業資訊安全風險與策略



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·盧廷勗
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

總編輯的話

挑戰與機會

/ 吳桂茂

封面故事

通膨下的投資策略

- 2 美國縮表將至，非常態通膨下的投資策略
/ 廖玉完
- 12 原物料面向引發之通膨隱憂
/ 邱睿弘
- 19 從古至今~談抗通膨資產·黃金
/ 陳昱宏
- 29 通膨時代的風險管理
/ 錢冠州
- 34 從財會面向談衍生工具風險、會計處理與監控機制
/ 紀淑梅

CONTENTS

市場訊息

微型當道

- 43 微型當道
/ 吳子暄
- 48 芝商所微型期貨產品發展
/ 謝瑋倫
- 52 歐洲期貨交易所微型期貨產品發展
/ 馮治超
- 56 SGX透過微型合約提高交易效率
/ 李智偉
- 59 港交所恒生指數及國企指數小型期貨
/ 期貨公會
- 62 TAIFEX小型契約推陳出新 獲市場青睞
/ 黃定容
- 66 CFD創新服務、接軌國際-首發奈米金、奈米油
/ 黃維本



專題報導

金融業資訊安全風險與策略

- 71 金融業的資安實況剖析：《臺灣企業資安曝險大調查》
/ 林大旭

挑戰與機會

◎吳桂茂

2020年新冠疫情大爆發，改變大家的生
活與消費習慣，全球經濟活動受到亟大的
衝擊，各國政府紛紛透過貨幣政策工具與
財政救助計畫來積極救市，金融市場股債齊
揚、原物料市場價格狂飆；然而在病毒持續
變異中，各國不得不延續擴張財政赤字以及
QE政策，寬鬆的貨幣政策創造了基本面的榮
景，經濟看似欣欣向榮却也引發通膨與泡沫
化的壓力。

伴隨通膨隱憂而來的預期心理更會直
接推升物價，以致生產成本上揚、消費者購
買力下降，「錢變薄了」是對通膨最簡而有
力的表達。為協助讀者能掌握國際脈動、研
擬應對之道，本單元從總經面梳理脈絡，談
非常態通膨下的投資策略、原物料面向引發
之通膨隱憂，再從風險管理面向談抗通膨資
產「黃金」，及運用衍生品工具管理風險，
最後從財會面向提出衍生品工具之利弊供您
參考。

1997年9月CME為降低S&P500交易門
檻，提供一般交易人參與的機會，推出合約
規格只有原型1/5的E-mini S&P500，首檔小
型契約於是誕生。隨著各國股市的成長與

市場實務的需求，全球微/小型契約快速增
長、品項也更為多元，2020年表現更是亮
麗，其中巴西B3交易所小型Bovespa與小型
美元兌巴西里拉期貨，CME微型S&P500與
微型Nasdaq100期貨交易成長尤其突出。本
期市場訊息單元特別製作『微型當道』主
題式報導，從歐美（CME、Eurex）、亞洲
（SGX、HKEX），回到臺灣（TAIFEX及槓
桿交易商），一窺全球微/小型商品風貌，就
產品發行面、交易概況及交易策略，提供讀
者參考。

美中貿易戰後期打入科技戰，意外點
燃資安戰火，COVID-19投下的震撼彈，讓
科技應用「大躍進」，迅速擴大網路曝險、
引發全球資安風暴。金融業者向來國際化程
度深於其他行業，為能提供客戶更完善的服
務，面對的資安議題又更加嚴峻，鑑此，為
協助業者管理風險並制定因應策略，本刊邀
請KPMG從臺灣企業資安曝險大調查剖析金
融業的資安實況，並提出期貨業者還應該要
做的事，期能更安全地應用各種智慧科技、
降低資安風險，提升業者整體的競爭優勢。

CNFA

封面故事



自美國公布5月消費者物價指數年增率5%，創2008年8月以來最大增幅，全球超寬鬆游資見機竄流，“通貨膨脹”成為全球熱搜關鍵字，本單元從總經面梳理脈絡，談原物料及風險管理工具，再提出財會面向看法供讀者參考。



美國縮表將至，非常態通膨下的投資策略

國泰期貨◎廖玉完

前言

2020年是人類史上大事記重要的一年，新冠疫情大爆發改變大家的生活與消費習慣，全球經濟活動頓時陷入停格，各國央行與財政部爭相推出貨幣量化寬鬆（以下稱QE）政策與財政救助計畫，美國與歐元區兩大經濟體更是卯足勁地對企業、民生撒錢。2021年上半年全球疫情未歇，病毒持續反覆變異，各國不得不持續擴張財政赤字以及延續無限量QE政策，然而這些救助薪柴並沒有進駐產業投資甚至提升消費，卻是大舉流入儲蓄與投機性風險資產投資，因此更加擴大貧富差距。金融市場資金氾濫成就了股市散戶螞蟻雄兵扛大旗的奇特現象，美國GameStop股票暴漲暴跌就是其中的代表，2021年1月四週內股價自17元狂飆20倍，爾後三週又大跌88%，前所未聞的迷因股（meme stocks）新名詞因應而生，而2020年以散戶為主要客群的Robinhood聲名大噪，目前已超過千萬名客戶註冊，並於今年7月29日轟轟烈烈首次公開發行（IPO），一週之內股價便翻升一倍！

全球超寬鬆的游資除竄進股市外也流入債市與商品市場；2020年第一季利率急速下滑激發法人避險意識而轉進債市並加重黃金投資，使得美債與金價水漲船高，2020年8月份10年債殖利率再創歷史新低，同期間黃金期貨也刷新歷史最高紀錄創下每盎司2,062元的新高。而基本金屬如銅價格在中國2020年經濟成長一枝獨秀，以及礦產地因疫情減少產出的影響下快速攀升，2021年5月價格也刷新歷史高紀錄。另外，農產品價格也不寂寞，在2020年下半年美洲出現反聖嬰天氣以及中國大量進口黃豆與玉米的加持下，黃豆、玉米價格在2021年上半年直逼2011年的歷史高價。商品價格輪漲最終一棒則落在原油上，市場應該對2020年4月的原油期貨市場的負油價事件記憶猶新，油價隨後雖逐漸恢復正常但漲勢並不突出，2020年第三季之前西德州輕原油期貨價格仍然在40元附近狹幅震盪，直到11月以後因OPEC+嚴遵減產協議加上歐美疫苗施打率逐漸提高，原油供不應求使得油價迅速攀升，2021年開始更在經濟展望樂觀以及原油去庫存成功下，上半年原油成為表現最佳的明星商品。



自2020年美國疫情爆發以來美歐大國貨幣寬鬆不手軟，美國儲聯局（以下簡稱FED）3月至12月資產負債表累計擴張3.2兆美元至7.41兆元，其中政府債券平均每月增加2,220億元、MBS每月增加670億元，遠遠超過FED表定800億元債券與400億元MBS購買額度。2021年至7月底為止，資產持續擴張

至8.27兆元，其中政府債券平均每月增加821億元、MBS每月增加493億元，也都超過每個月1,200億元的購買額度。雖然現階段市場對FED年底前宣示縮表的臆測聲浪不斷，不過在Delta變種病毒肆虐全球，疫情尚未緩解的情況下，或許今年FED宣布縮表，但實際縮表行動最快可能在2022年初。（參見圖1）

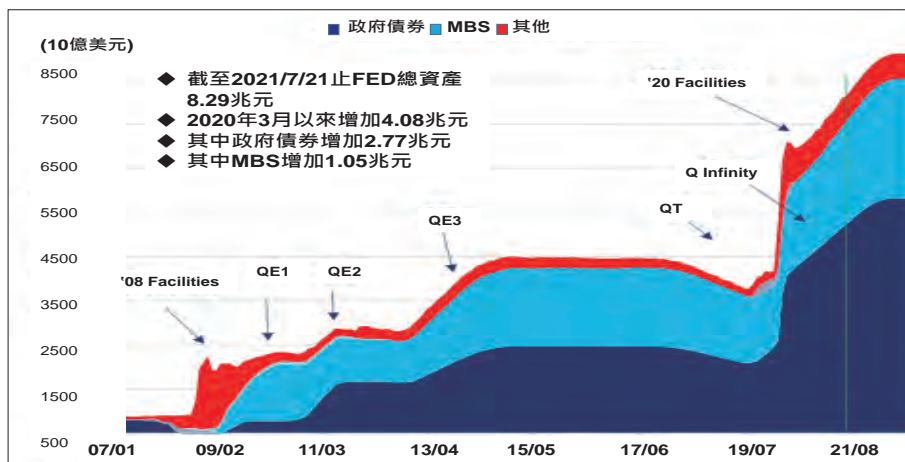


圖1、美國儲聯局資產結構變化
資料來源：美國儲聯局 (FEDERAL RESERVE)

美國在實質負利率逐步擴大下，股債齊揚且資金滿溢在各類商品間快速輪動，輔以供給面因疫情干擾短缺更助長原物料價格的快速上揚。美國6月份消費者物價指數年增率攀高至5.4%創下13年來新高，6月份生產者物價指數年增率更是勁揚至7.3%創下39年來最高紀錄！不過FED在6月份的FOMC會議決議中表示，美國通膨數據急升只是短期現象，FED仍然維持寬鬆政策不變，而在每季FOMC會議最重要的經濟預測中，2021年個人消費支出指數（PCE）年增率預測將達3.4%的12年高點，顯示FED將容忍今年PCE物價指數的攀高，而實際上6月份的PCE年增率已高達3.99%，接近2008年7月4.14%的

高點為近20年來的高峰。

不過，觀察美國PCE年增率的歷史數據，發現美國季節性的消費物價高鋒通常在第三季，這可能是FED一直表示對現階段通膨要停看聽的理由。其實目前原物料短缺導致供應端價格上揚的現象不只是發生在美國，在歐洲、中國，甚至是通縮的日本自今年3月份以來生產者物價也是節節攀高，而生產者物價將帶動消費者物價的上升。歐洲央行（以下簡稱ECB）在7月份月會中也追隨FED的腳步，表示可以容忍通膨短期間超過2%的目標上限，顯然大國對目前通膨現象都把持淡化的觀望態度。然而若是疫情秋冬再度嚴峻將使得原物料生產進程更加困



Cover Story

難，而不論製造或服務業缺工的問題也會再度惡化，加上面臨第四季西方國家聖誕消費旺季，屆時物價上揚現象可能由供給端轉移至需求端。（參見圖2）

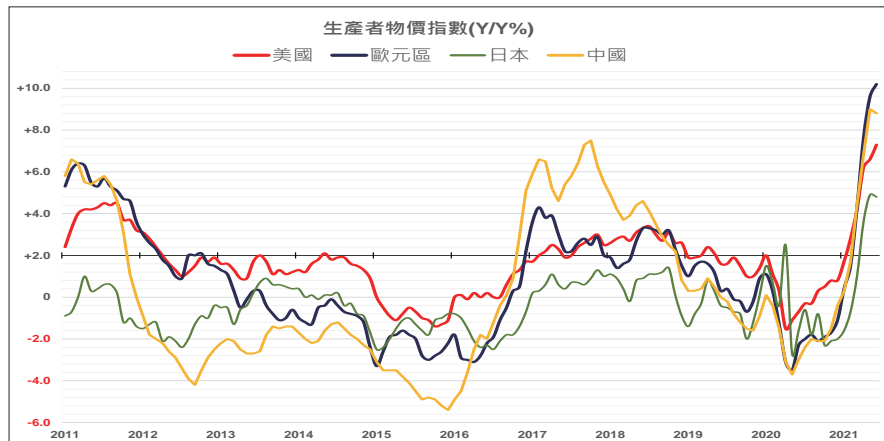


圖 2、各主要國家生產者物價指數

2021年至今各國央行寬鬆政策方興未艾，低利率加上通膨的環境尚未改變，投資人要面對物價上揚、個人資產縮水的現實環境，若參考2013年宣布縮表前至2014年縮表開始後的金融市場各種主要資產變化，顯示宣布前夕債券殖利率飆升與美元指數打底，而縮表開始後則呈現股債齊揚現象。雖然現階段時空背景增加了新冠疫情攪局，不過縮表來臨前帶來金融市場轉折的可能性還是很大，此時如何審慎規劃個人投資組合配置與避險是很重要的課題，而期貨商品將是有利於法人與個人資產保值與投機獲利的重要交易工具。

寬鬆低率時代，股債齊揚持續

2020年3月美國疫情爆發後，美國10年債券期貨在避險需求增加下一路揚升至8月4

日並創下140.3125的收盤歷史新高價，當日10年債殖利率創下0.52%的最低歷史紀錄。爾後美國疫苗施打率上升且疫情舒緩，美國經濟成長持續改善，避險需求趨緩債券殖利率逐漸上升，殖利率曲線明顯陡峭。2021年第一季美債殖利率加速上揚走勢，10年債殖利率一度攀升至1.74%的2020年1月底疫情爆發前水準，總計2021年第一季10年債殖利率上揚81基點，10年債期貨價格下跌6.43%。

格下跌6.43%。

隨著美國經濟成長改善，加上其他國家疫情不穩，美債避險交易再度活絡導致第二季10年債殖利率下跌29基點，期貨價格上揚1.19%。而FED在6月份FOMC會議上鷹派的表態，以及調高通膨預測與提早升息預期的利率點陣圖，使得先前對殖利率曲線趨陡的價差交易一夕反轉，預期短期利率上升速度較快的買長債空短債價差交易，使得10年債券殖利率在將近四週期間下降19基點，期貨價格上揚1.51%。由於6月份美國通膨數據飆升，FED縮表議題甚囂塵上，為債券殖利率埋下可能反轉向上的不確定因素。以2020年3月美國疫情爆發以來至年底為止，10年債殖利率波動最大區間僅為66基點，而今年至7月底為止殖利率最大波動區間擴大至81基點，顯見美債交易的波動性已經明顯提高，交易債券期貨的風險增加。（參見圖3）

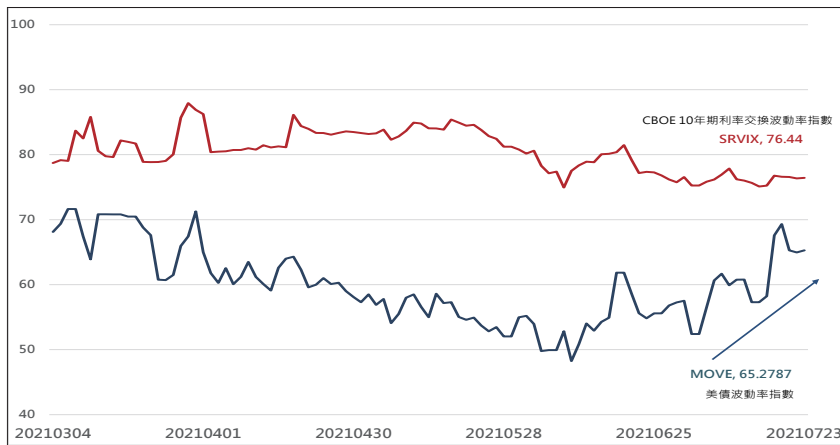


圖 3、美國債券波動率指數

資料來源：Bloomberg

在美股方面，去年以來美股持續創新高紀錄，總計2020年科技股報酬率最高，費城半導體指數上揚51.5%最佳，其次是那斯達克43.6%，而標普上揚16.3%，道瓊上揚7.2%最差。2021年上半年仍然是費城半導體領漲19.6%表現最好，而道瓊上揚12.7%甚至超過那斯達克的12.5%，標普則上揚14.5%，明顯看到景氣循環股的復甦。7月份以來雖然有FED縮表的疑慮，美股仍然持續創歷史新高，其中在第二季財報亮麗加持下，標普500表現最佳至第四週為止有2.4%的漲幅，費城半導體反而因缺料問題下滑2.18%。

整體而言，2021年至7月為止美國四大股指都有兩位數以上的漲幅，尤其是第二季以來貨幣寬鬆持續，美元資產市場呈現股債齊揚的榮景。

2008金融海嘯以前，美國股市與債市通常呈現反向走勢，也就是風險性資產與避險資產涇渭分明，然而2011年4

月歐債危機引爆後至同年10月解除，以及2013年6月FED宣布縮表計畫後至2016年6月升息期間都可看見美股與美債齊揚的走勢，值得關注的是2013年5月縮表宣布前夕10年債急速下跌之走勢，因為目前美國也即將面臨縮表宣布時刻，相較2013年不同的是現階段美債殖利

率相對低很多、美國股價位階更是高很多，加上縮表將使得市場游資受限，第四季股債雙漲局勢可能反轉。但是其中有一個因素仍可能支持此波雙漲局勢那就是中國的政策導向，回顧2012年底中國領導人習近平上任後的宏觀調控以及2015年的中國股災與新匯改政策，與現階段中國嚴加管理股市與嚴防商品投機炒作、遏止大公司壟斷的政策宣示相似，這個因素也間接激發資金流入美元資產，加速美國股債的上揚力道。（參見圖4）



圖 4、美國 10 年債殖利率與 S&P500 指數



Cover Story

資金推動全球商品價格輪漲，短時間不會結束

回顧2011年全球商品期貨市場，基本金屬、軟性商品與黃金價格陸續創下歷史新高，接著2012年黃豆、玉米也紛紛創下歷史高價，而輕原油價格在2008年6月創下每桶147元的天價後隨著金融海嘯低挫至40元附近，在2011年又攀高至110元以上。探討2011年這一波原物料的上漲主要原因有二：首先是中國經濟成長加速下的需求增加，其次是2008年金融海嘯後FED的貨幣寬鬆與2010年歐債危機發生後ECB也加入撒錢行列，此兩項因素的配合助長原物料價格揚升。

原物料上漲最重要的動力仍是基本面的供需利多再配合市場資金充沛，另外美元的漲跌也攸關商品價格升降的指標，當FED降息波段與貨幣量化寬鬆時美元呈現弱勢更容易觸發商品原物料價格的上揚，

這種現象在2008年~2011年兩波商品價格創高波段中明顯可以看出。而2020年這一波原物料上揚也是伴隨美元的弱勢，因為FED在3月初的兩次瘋狂降息6碼使得美元指數自3月102.8的高點迅速回跌到2021年1月初89.44的最低，目前美元指數雖有反彈，但基於FED在7月FOMC會議寬鬆政策持續的宣示，美元仍然呈現低檔區間整理的走勢。以代表美國

商品期貨價格加權的CRB商品指數來看，自2015年受到供給與縮表影響，能源與黃金價格大幅下跌，CRB自300迅速滑落至200，從此展開四年半在200~150之間的低檔區間盤整，直到2020年3月新冠疫情爆發CRB一度遽降至106，爾後在貨幣寬鬆與供給面短缺下，CRB扶搖直上，在2021年第二季突破200的區間盤整並創七年新高。若是以2009年那一波CRB的上揚趨勢維持兩年，現階段這一波CRB上揚僅一年三個月，且這一波FED的無限量QE規模已經是2008年~2012年的兩倍，以資金動能來看，這一波原物料漲勢應該還會持續（參見圖5）

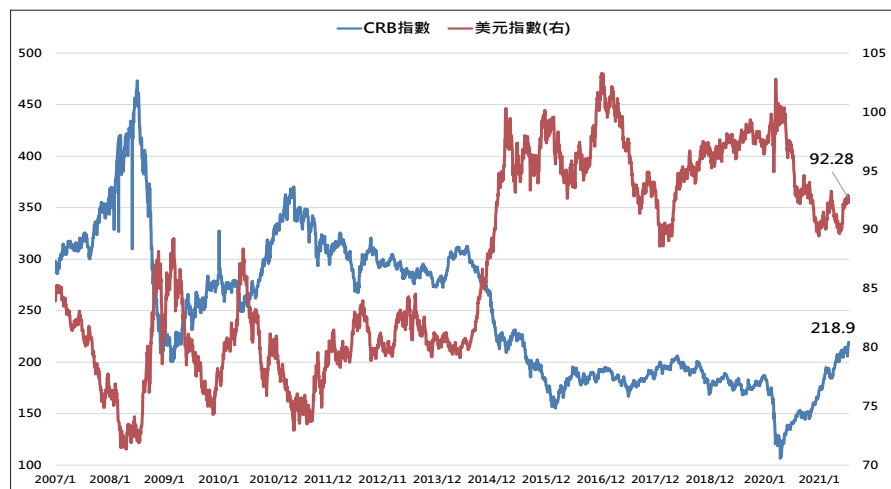


圖 5、美元指數與 CRB 商品指數走勢

2020年3月疫情爆發以後的FED無限量QE引發一波原物料的飆漲，基本金屬銅、鋁、錫等在第一季先發動（中國需求上揚因素），接著黃金價格迅速突破盤整並在第三季刷新歷史新高紀錄（資產組合配置需求與低實質利率避險因素推升），而農產品也在第三季自低點快速上揚至8年新高（反聖嬰天氣與中國需求因素），最後紐約輕原油在



產油國減產與疫情趨緩需求增加下自2020年第四季開始揚升，並在2021年第二季站上70元的6.5年新高。相較2011年商品價格的創高趨勢，不同的是能源在2008年領漲，現階段輕原油價格在最後一波（2020年第四季）才出現明顯漲勢，而OPEC+協議增產至年底的份額低於市場預期，如果疫情能夠受到控制，能源多頭走勢應該持續，如此一來CRB指數持續攀高的趨勢不變，CRB指數為PPI的先行指標，料將進一步推動CPI的上揚，意味著物價通膨的供給面拉升因素可能轉移至需求面拉升局面，物價上揚來推升通膨現象不容易在今年年底就嘎然而止。（參見圖6）

短期通膨預期高，啟動股市類股輪漲

2021年以來美國短期通膨預期高漲，形成5年期平衡通膨預期（5-year Breakeven Inflation Rate）高於10年期平衡通膨預期（10-year Breakeven Inflation Rate）的現象，回顧這種狀況在2008年6月短暫出現，而此短期通膨預期高於長期通膨預期的現象維持較長期間則要回推至2004年11月至2006年6月。2021年1

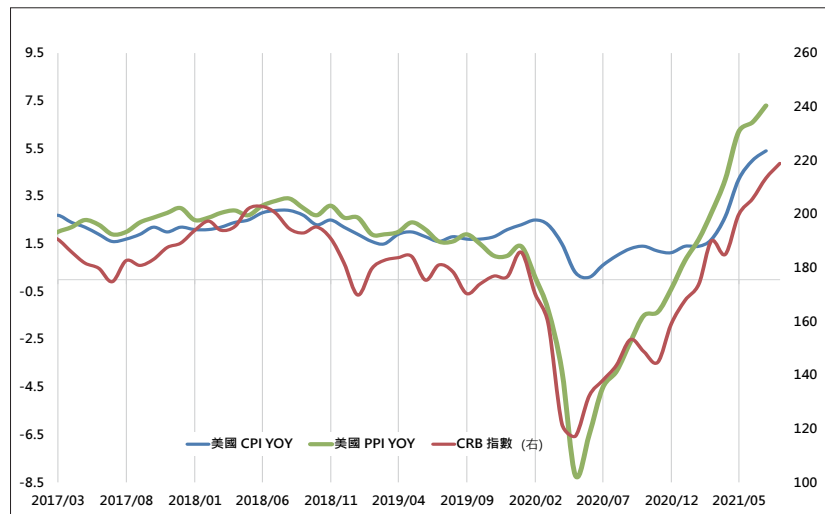


圖 6、生產者、消費者物價與 CRB 指數走勢

月美國10年債通膨預期跌破5年債通膨預期現象持續至今已八個月，7月底美國5年債實質利率甚至跌破前低下挫至-1.87%的歷史新低，10年債實質利率也下滑至-1.16%的歷史低點，此趨勢持續驅動長短債殖利率平坦的利差交易，導致10年債殖利率持續低檔震盪的走勢。（參見圖7）

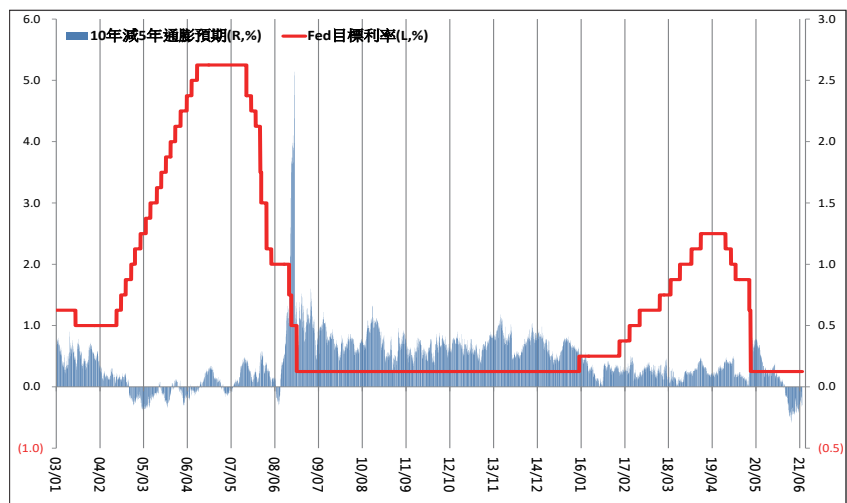


圖 7、十年債與五年債平衡通膨預期利差與聯邦基金利率



Cover Story

較短期限的通膨預期高不但吸引債券的利差交易，也帶動類股間的輪漲，以2004年11月以來這一波段的短期高通膨預期來看類股表現，能源類股表現最出色幾乎達到50%漲幅，其次是房地產、原物料，而受到2004年7月以來FED持續升息影響科技類股表現最差，不過回顧2004年下半年利率自1.0%低檔逐調升至2006年6月的5.25%共17次升息，此不同於現階段預期2022年底才可能升息的預期。2004年這一波出乎意料金融股並沒有受惠於升息，而需要較大資金轉進的科技股

就是升息的受害者（參見圖8）。與2004年不同的是，現階段FED聯邦基金利率是接近零的歷史最低，且FED 6月的利率點陣圖也表明最快明年才有可能升息，但是股市類股輪動已經開始，第二季以來能源類股表現出色已經為貨幣政策回歸正常化的暖身，原物料、房地產在資金充沛下上半年表現也可圈可點。而科技類股受惠於超低利率，並挾帶疫情宅經濟與遠距教學需求、居家辦公利多，去年以來科技股一直是股市領頭羊，標普500與那斯達克頻創新高紀錄。

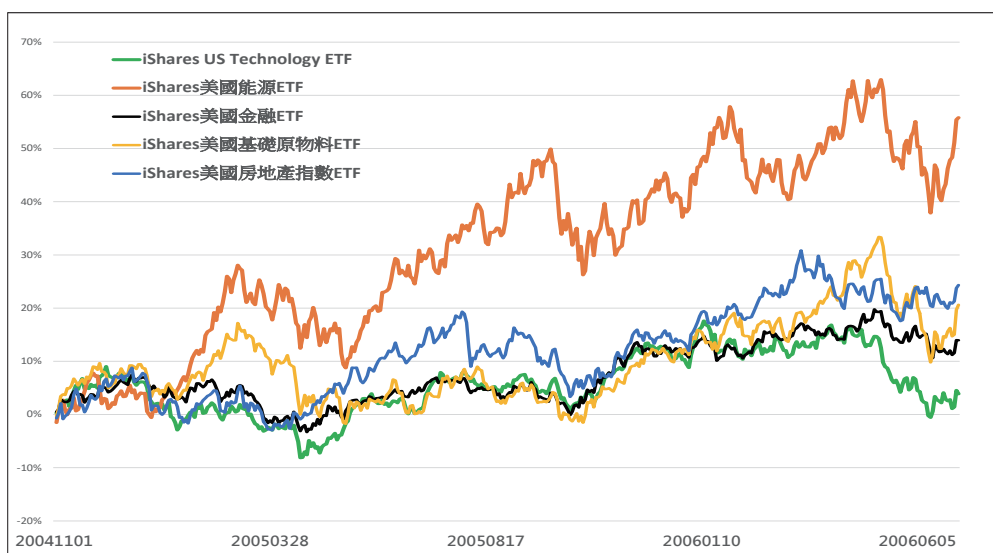


圖 8、2004 年通膨期間美國股市類股漲跌幅

其實，目前美國貨幣寬鬆與利率政策和2013年第二季宣布縮表至2015年升息的狀況頗為類似，以2013年開始這段時間來看，科技股是表現最好的類股，其次是金融股受益於貨幣緊縮貸放利差擴大下表現佳，能源股在縮表前期表現很好後期則因供過於求迅速回跌，原物料表現則顯得落後。比較不一樣的是2011年~2014年美國物價一直處於下跌

階段，根本沒有通膨問題（參見圖9）。整體來看，2020年新冠肺炎爆發至今的疫情發展是金融市場前所未見的狀況，資金寬鬆造就科技成長股水漲船高，原物料在供給端生產、運能受阻礙下也是易漲難跌，而隨著疫苗施打普及下疫情解封，能源需求擴大原油價格多頭格局不變，在這些因素未緩解下物價齊揚難以停止，更助長通膨的持續。

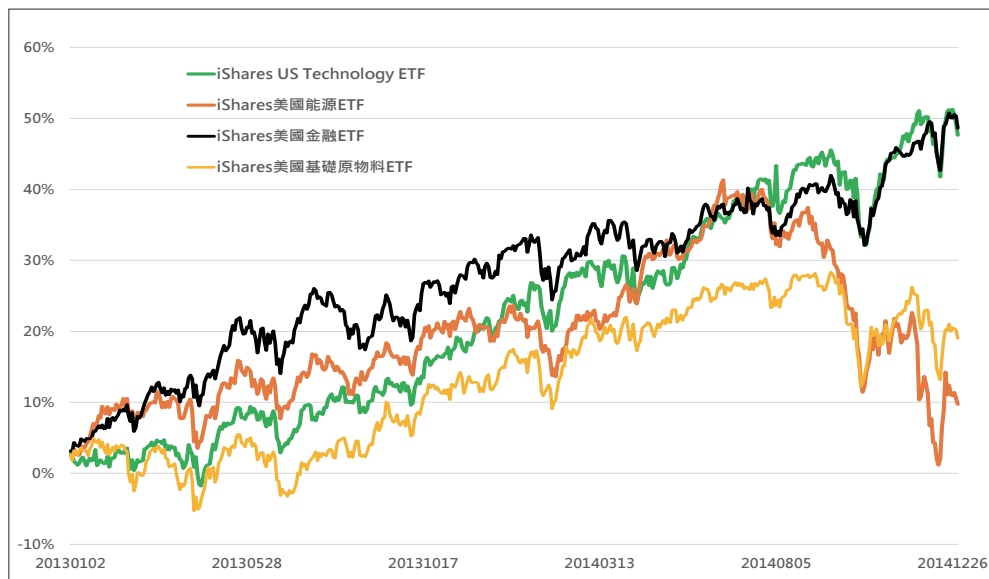


圖 9、2013 年宣布縮表後美國類股漲跌幅

低利率、高通膨下的投資策略

FED貨幣寬鬆與超低利率政策引導全球金融市場的資金流量與方向，而美元指數漲跌將是最具體的指引，如果以歷史軌跡來看，上述美國通膨與貨幣政策有兩個歷史階段可供參考：2004年通膨發展至年中升息那一段，美元指數自2001年7月121.0最高價一路下滑，並在81.0~92.0之間的低檔震盪，2005年美元自低點回升至92.0附近又開始下滑，2006年7月又回歸至85.0的相對低檔；而第二階段從2013年5月FED公開討論縮表開始至2014年6月，美元指數呈現80.0~83.0低檔狹幅震盪走勢，不過在縮表後期2014年7月至2015年12月首次升息階段，美元指數自80.0快速回升至100.0的相對高點。返觀現階段美元指數則是自2020年3月的102.99三年高點持續下滑至89.5~93.5間波段低點區間。不管是2004年的通膨期間或是2013年的縮表

宣誓期間，美元指數都維持低點震盪一段時日，甚至連2004年6月FED開始連續升息也沒有一舉拉抬美元，因此美元指數在2021下半年大概率仍會持續維持低檔震盪，想要突破波段高點可能要等到2022年。

在美元指數弱勢下，商品原物料投資仍是不錯的選擇，而能源在經濟成長樂觀且全球主國家疫苗施打快速普遍下，逢低布局是可用策略。黃金在2020年8月創高後出現近20%的回檔，在今年第二季開始有一波反彈行情但在1900附近受阻，下半年美10年債實質利率再創歷史新低卻因中國、印度需求不振而上漲動能減弱許多，加上第四季美債殖利率有上揚壓力，黃金下半年可能呈現較弱勢區間整理。基本金屬則在中國政策打壓投機炒作風氣下被壓抑，但是較長時間來看，全球在清淨能源訴求與碳排放限制長遠目標



Cover Story

下，基本金屬如銅、鋁、錫、鎳甚至是貴金屬白銀在產能擴張有限與需求增加下，中長線都有進一步向上空間。至於農產品本是靠天吃飯，2021上半年為期半年之久的反聖嬰現象讓黃豆、玉米價格飆漲一波至8年半高點，下半年若是中國進口沒有進一步攀升，價格不容易拉抬並越過2012年的歷史高點。

以往美國通膨現象會帶來FED升息腳步加快，對股債市而言較為不利，不過自2008年金融海嘯以後各國央行嚐到QE的特效魔力，投資人可接受的資本市場風險溢酬持續縮小，美國高收益債殖利率於2021年7月再創歷史新低。另外從2013年5月開始宣布縮表至2014年底實際縮表期間來觀察，美國股市仍然呈現波段上揚，尤其是科技股更是漲勢凌厲，而現階段美股也正反應這種現象，儘管縮表甚囂塵上美股仍然漲多跌少甚至頻創紀錄新高。至於債市在貨幣緊縮時殖利率隨之提高，此印證於2004年債券殖利率因通膨升溫而大幅上揚，爾後在6月開始升息反而利空出盡殖利率向下修正，而在2013年5月宣布縮表時美債殖利率也是快速攀升，不過2014年初實際執行縮表時殖利率並未持續上升，且更在縮表後期殖利率甚至向下整理。

現階段自七月以來，美長債殖利率在歐美疫情升溫與利差反轉交易下持續下滑，隨著通膨壓力與就業市場改善，縮表是FED遲早要表態的事情，以2020年3月以來FED擴張規模遠大於2013年的水準來看，縮表的金額將比2013年的每月150億元來得高很多，

另外憂慮的是已經凍結兩年的舉債上限已於7月底到期，國會必須在9月中旬夏季休會後盡快決議，若是財政部舉債上限不能提高或再度凍結，以目前美國財政部的累積負債超過28兆元以及債務到期期限來推估，最快美債將於10月份出現違約危機，2011年因債務上限問題讓美債信用評等被調降的惡夢雖然不太可能重現，但是債券殖利率可能迅速反轉直上。而若國會能通過並提高債務上限，依據美國財政部計畫，第三季財政部融資需求6,730億元、第四季融資需求7,030億元都比第二季的3,190億元高出很多，屆時財政部將會重新擴大發債，這也會使得債券殖利率走高，因此隨著縮表越來越近，加上財政部舉債上限問題，美債殖利率可能在第四季出現較明顯向上走勢。

整體來看，美股在企業獲利持續改善與第四季消費旺季下，仍存在類股輪漲走高機會，現階段美債利差交易與避險功能仍然有助長期債券殖利率的下跌，但FED若是在第三季末或是第四季宣布縮表時程加上財政部擴大發債規模，將使得長債殖利率迅速回升，也會連累公司債與股票的價格，現階段債券波動率持續走高，債券投資要審慎，法人投資在殖利率反轉之際建議可考慮運用股指期貨或是債券期貨的避險策略。

結論

2021年後疫情時代，疫苗接種率成為加快經濟復甦的直觀利多，金融投資市場在資



金充沛下，各種利多題材能輕易推升股價，下半年以來通膨引起市場最大的討論聲量，FED何時縮表與升息時程成為市場最關注焦點，而後續國會通過的兆元基礎建設預算未來也將推升工業與景氣循環股的價格。後疫情時代不是疫情的結束而是疫情常態化的開始，2021年第四季在美國經濟成長逐漸步入常軌後，FED縮表日程與額度將明朗化，長債殖利率傾向走高而不利債券價格，對於股市而言也將不利於高資金運用的IT成長股，而較有利於貸放利差擴大的金融與基建推動的景氣循環類股，以區域投資來看，將較不利IT成長股比重高的美國甚至台灣、韓國，而有利於IT比例較低的英國與景氣循環類股價格較低的日本。

美元指數仍為商品價格發展的重點觀察，下半年美元指數可能持續震盪走勢對於商品價格而言不構成太大威脅，因此能源在2021下半年在歐美疫情趨緩且經濟成長轉好條件下仍有走高空間，2022年上半年原油價格提升的契機則要看新興國家如中國與印度的需求能否提高。至於黃金在美國10年債實質利率屢創新低仍無法拉抬價格下顯示市場消極投資態度，第四季仍可能呈現1800以下的區間震盪，2022年上半年縮表利空則對黃金較為不利，不過若是明年第一季中國消費旺季與印度的黃金投資需求增加，對黃金仍有支撐作用。基本金屬以長期基本面來看仍對多頭有利，全球清淨能源政策啟動的電動車與太陽能需求，以及美國加速基礎建設的需求都是有利價格發展，基本金屬價格在

2022年應該能更上一層樓。

2020年爆發的新冠疫情是二次大戰以來金融市場最大一隻黑天鵝，FED的無限量QE以及ECB的疫情補助政策為全球金融市場注入源源不絕的活水，金融市場過多的資金加速推動自動化的程式交易，股市與期貨市場高頻交易誇大市場恐慌情緒更是助長價格的急漲急跌。而散戶投資人的崛起對市場影響力日增，尤其是年輕人踴躍投入股票與期貨投資領域，大家都想在這一場投資盛宴中獲得盈利，而保證金交易的期貨投資大幅提高資金運用效率，更是加倍吸引資產較少的投資人參與。因此，在期貨資產種類與價格快速變動的環境下，期貨從業人員任重道遠，除了要即時提供更專業的產品研報與操作策略分析外，更要對投資人加重資金運用與風險控管的教育與宣導，唯有事前做好投資組合配置、堅守資金控管原則才能夠長期投資、累積財富。



原物料面向引發之通膨隱憂

華南期貨◎邱睿弘

消費者物價指數創下最大增幅

自今年3月起，美國消費者物價指數（CPI）與剔除波動較大的食品與能源後的核心理消費者物價指數（CCPI）已經連續第四個月向上增加，由近兩個月的數據可以看見，5月份消費者物價指數年增率為5%，創下2008年8月以來最大增幅；核心理消費者物價指數年增率為3.8%，也創下1992年以來最高。然而最新公布的數據持續爆表，6月份的消費者物價指數年增率為5.4%（圖1）；核心理消費者物價指數年增率為4.5%，更創下近30年以來新高。由此可見，美國一般民眾的生活成本正在逐漸攀升，這也暗示著，美國國內的通膨壓力可能已經開始對民眾的日常生活造成影響。



圖 1、美國消費者物價指數年增率
圖片來源：U.S. Bureau of Labor Statistics

近幾個月以來消費者物價指數年增率竄升，部分原因在於2020年同期美國新冠疫情嚴重，多地實行封鎖措施後，物價隨貨品與服務需求銳減而驟降。如今經濟環境大變，低基期效應短期內可能持續影響通膨數據。然而“通膨”已從5月起成為全球經濟熱門關鍵字，彷彿去年3月疫情開始全球一片恐慌不敢消費，已經成為遙遠的過去式，原物料價格上漲、消費報復性反彈，還有一般民眾一年來累積的急難補助款，一次性把物價推升到頂點。

大宗商品齊漲，通膨已成事實

隨著國際巨頭接連宣布漲價，2021年4月20日，可口可樂表示將提高飲料價格；2021年4月21日，國際日化巨頭寶潔表示，將從今年9月開始提高嬰兒產品、成人紙尿褲和女性護理用品的價格，漲幅為5%至9%不等，並表示這可能是更大範圍商品漲價的預兆。這兩家國際巨頭漲價的原因都指向大宗商品價格上漲，加上部分國家新冠



疫情仍在流行，這引發市場對全面通膨是否到來的擔憂。

今年以來，大宗商品價格加快上漲，成為推高多國物價水平的共同原因。隨著全球經濟的恢復，需求更趨活躍，大宗商品價格走高，有著實際支撐。不過，當前全球經濟遠未達到正常水平，大宗商品價格大幅走高，泛濫的流動性也是重要因素。

目前疫苗接種正在全球推廣，美國疫苗接種率遙遙領先，在經濟加快復甦的過程中，3月中旬美國繼續出台1.9萬億美元紓困刺激法案，還將推動超過2萬億美元基礎建設計畫。美國宏觀政策外溢性明顯，通膨預期尚未推動其國內政策轉向，卻引發部分新興市場經濟體率先加息。全球市場對通膨的討論在於兩點，一則在於全球大宗商品價格走勢，會多大程度影響消費者物價水平；二則在於疫情期間寬鬆政策何時轉向，各類資產價格面臨高估。

“通貨膨脹本質上是一種貨幣現象”，這是經典的經濟學理論。但是，消費端的通膨已經消失很多年。自2008年全球金融危機以來，歐美日等發達經濟體極盡各種寬鬆手段，在推動經濟回歸潛在增速，但是消費端的物價水平始終難以達到2%的政策目標。這也是為什麼當前流動性創新高，但對於是否出現“惡性通膨”，市場依然存在嚴重分歧。

需要指出的是，以CPI為代表的消費者物價指數，難以衡量全部的通膨。持續寬鬆的

貨幣政策，推高了大宗商品、房地產等資產價格，這種顯而易見的通膨，會加劇貧富分化，不利於經濟的健康發展。

銅、油、鐵狂飆，史上最強原物料漲勢！

如果有從事原物料商品交易行業的，會發現自去年下半年以來，原物料的價格就不斷的上漲，例如銅（圖2）、鐵礦砂（圖3）、原油（圖4）、紙漿、白糖、棉花等等；特別是今年以來，漲幅更是明顯，部分原物料價格甚至一個月內漲幅達到了20%以上，令人震驚。

對於原物料的價格的變動，一般民眾並不了解，但是對於終端的價格，則有切身的感受。例如銅是用於製作電機的，石油的提煉物是塑料的主要來源，而鐵礦砂生產的鐵用途更多，所以原物料價格的上漲必定會帶動終端商品價格的上揚。從2020年12月末到目前，白色家電產品的價格都出現了不同程度的漲價，包括電視機、油煙機、洗衣機在內的很多家電產品漲幅都達到10%以上，個別產品漲幅甚至達到20%以上。



圖 2、銅期貨價格走勢圖

圖片來源：CME



Cover Story



圖 3、鐵礦砂期貨價格走勢圖

圖片來源：CME



圖 4、輕原油價格走勢圖

圖片來源：CME

其實原物料價格上漲的原因無非貨幣超發、產量下降及美元計價等三個因素。

一、貨幣超發

按照經濟學的原理來說，在一定時間內，社會上商品的總量是固定的，如果發行與其相對應的貨幣量，那麼整個社會上的商品與貨幣的價值就是相等的，假設目前社會上全部商品的價值為100萬億，發行的貨幣也是100萬億，那麼此時1塊錢等於1元價值的商品；但如果實際發行的貨幣量超過商品的實際價值，就會造成通貨膨脹（貨幣貶值，物價上漲）。假設目前狀況變成社會

上全部商品的價值為100萬億，但發行的貨幣卻是200萬億，那麼此時2塊錢仍等於1元價值的商品，無形之中，商品的價格就提升了，貨幣的價值就下降了。

2020年全球最大的事件當屬新冠疫情，在疫情爆發後，各國紛紛採取量化寬鬆的經濟刺激政策，不斷加印鈔票，從2020年3月中旬到2021年6月底，美聯儲的資產負債表擴張了將近4萬億美元（圖5），因為美元是世界貨幣，這種印鈔方式，差不多相當於讓全世界75億人每人都必須出血400美元，來救助美國企業和個人。所以各國央行的貨幣超發必將導致原物料價格上漲，當然由於超

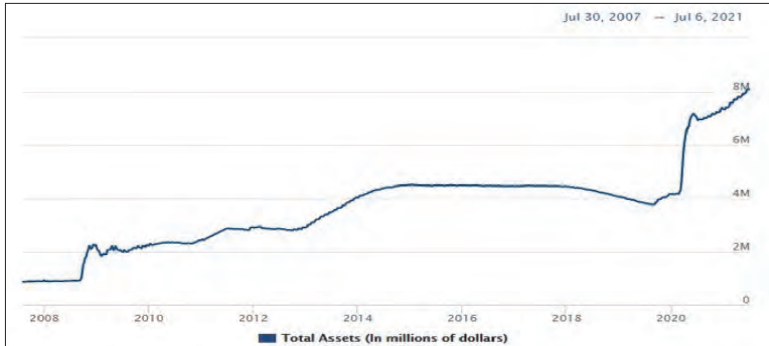


圖 5、美聯儲資產負債表

圖片來源：美聯儲

發的貨幣流通到市場因而影響終端的價格需要一定的時間，所以原物料的價格從去年下半年才開始上漲，而終端商品的價格到年末才開始上漲，這是價格傳導的時效性所致。

二、產量下降

自2020年疫情在全球爆發以來，除了部分國家對疫情能有所控制外，其餘國家現階段尚處於疫情陰霾中，不少企業的生產也受到影響，例如汽車芯片行業，受疫情影響全球芯片供應商迎來短缺潮，市場更是預計，2021年全球範圍內的汽車芯片短缺將造成多達450萬輛汽車產量的損失，而這已經相當於全球汽車年產量的近5%。所以市場上產品供不應求，必將造成產品價格的上漲。

當經濟經歷衰退後並開始復甦時，生產鏈上的各個節點將開始消耗原物料，對於工業金屬、能源、鋼鐵等原物料會出現報復性需求，此時跌深的原物料價格將獲得買盤支持，而當下的供應商更因先前在衰退時期尚未復原產能吃緊，因此更容易出現市場供不應求、拉動原物料價格逆勢走升的狀況。而

在供給方面，除了全球各區受疫情影響產能未能恢復，更出現：原油市場OPEC+與沙特的自願減產協議；反聖嬰現象、乾旱危機衝擊農產品供給；南美智利銅礦輪番面臨疫情、罷工隱憂；中國唐山鋼鐵祭出限產禁令；缺船、缺工、缺櫃、塞港…等問題，使原物料面臨

短期供給緊張。

三、美元計價

全球主要的原物料商品皆以美元計價，因此兩者通常存在著反向關係。當美元走貶時將有利原物料價格走勢，主要是因為原物料進口國的實質購買力上升，提升商品需求以及市場風險偏好提高，資金轉向股市、新興市場、原物料等風險性資產。美元指數於去年3月流動性緊張期間最高突破102關口，但隨著美聯儲公布一連串貨幣寬鬆政策，支持家庭與企業信貸市場流動性、壓抑美元走勢，美元指數今年最低跌破90，間接給予原物料表現空間。

原物料價格基本上還是由供需來推動的，美元弱勢只是在背後成為推升價格的燃料而已。從目前2021年7月7日美聯儲公布6月15日至16日的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議紀錄觀察，FOMC內部顯然已經開始針對縮減購債展開討論，相信美聯儲宣布縮表的時間點已經不遠了，當美聯儲開始與市場溝通縮表的時間點以及正式啟動



Cover Story

縮表時，按照上一輪的經驗在進入緊縮式的貨幣政策後，實質利率將會出現顯著走揚，而在實質利率走高的帶動下，美元指數表現也不會太差，進而可能會壓抑當前原物料價格的漲勢。

綜上，在貨幣超發、需求復甦、產量下降以及弱勢美元等因素的影響下，原物料自2020年底後開始上升循環週期。原物料市場交投熱絡，景氣循環概念股、週期性類股重新獲得資金青睞，甚至引發市場對於「原物料超級循環」是否已經到來的猜想！

原物料超級循環是什麼？

所謂原物料超級循環（Commodities Supercycle）是因為需求的結構性改變，使得各種原物料價格維持在他們的長期趨勢之上很多年，甚至超過一個世紀。這種週期通常具備：全球經濟發生基本或結構性轉變、戰爭、革命或重大科技創新等特質，如運輸或通訊創新。像是1900年初期，美國當時進入了工業化以及都市化的一個過程，1950年代二次世界大戰之後歐洲及日本的重建，以及最近的一次是2000年開始，當時占全球40%人口的BRIC金磚四國，巴西（Brazil）、俄國（Russia）、印度（India）和中國（China）開始工業化、都市化，尤其是中國，對於原物料的高需求持續了一段非常長的時間。2000年的時候銅價是大概每公噸2000美金，被中國買到2011年每公噸近10000美金。全世界礦業公司的併購案

規模，從2002年的100億美金，因而成長到2007年的1500億美金。

美國的熊彼得（Joseph Scumpeter）與俄羅斯的康德拉季耶夫（Nikolai Kondratiev）兩位經濟學家分別針對超級循環發展出各自的分析基礎架構，並提出詳細的解說。

康德拉季耶夫的研究是：利用原物料商品價格、利率、工業生產和對外貿易等因素來敘述四十至六十年的長週期循環。最初經濟活動穩定上升、低利率和物價上漲，然而隨著資產價格泡沫開始形成，轉折點就會出現，接下來利率將開始上升，經濟成長則趨緩，這個循環的最後階段就是經濟衰退或蕭條，而到了這時，先前經濟榮景時期所累積的過剩產能就會開始瓦解。在漫長的超級循環裡，也常會出現一些短期的波動，這些短期波動通常是因某些外生因素（未被考慮到的變數）或預料因素（如氣候或戰爭）所造成，這些因素可能改變原物料商品價格的既有趨勢。

熊彼得的研究則是：聚焦在大型超級循環裡的較短期循環，把這個理論應用到原物料商品，推演出一個結論。一旦全球經濟出現結構性或根本變化，如戰爭、革命或運輸及通訊領域的重大創新，人類對天然資源的需求將暴增，由於供給無法滿足意外暴增的需求，資源的價格便會上漲，接下來原物料供給將隨著需求漸漸增加，只不過以多數工業原物料（如金屬或能源）來說，要新增穩定的供給量，有時可能得花上好幾年的時間，所以價格將維持相對高檔一段時間，而



等到供給終於漸漸能滿足需求後，消費水準可能已經開始降低，畢竟經過漫長的快速擴張期後，需求成長難免趨於平穩，漸漸停滯在一個較能永續發展的水準。

基本上，過去原物料超級循環，通常是全球主要經濟體像是美國、歐洲、中國、日本，發生了工業化、現代化或是戰後重建的過程，導致原物料的需求有了結構性的改變，然而原物料供給端卻無法在短期內跟上這樣結構性的需求改變。上一輪原物料價格出現超級循環時（約2000-2011年間），期間發生了2008年的金融海嘯；之後美債信評調降、歐洲經濟放緩甚至引發歐債危機，而中國在2015年A股泡沫化後開始實施去槓桿以及經濟體轉型，2017年川普上任後又發動中美貿易戰，這些牽動全球經貿事件，使得過去十年來我們很少聽到原物料超級循環這個名詞，也很少聽到有人在考慮要投資原物料。然而當2020年初COVID-19疫情爆發，封城、鎖國，導致全球對原物料需求大幅下降，直到疫苗問世，全球經濟活動復甦，原物料超級循環的話題，又再度浮上檯面。

原物料超級循環是否再現？

簡單說明超級循環的本質、成因與特性後，我們再來看看這波原物料行情會不會演變成另一個原物料超級循環的起點？筆者從能源、農產品、金屬類的長期基本面提出看法與讀者交流。

一、原油：OPEC+目前仍握有大量剩餘產能、化石燃料需求增速趨緩。

短期而言，在目前OPEC+的減產支持下，2021年原油將維持供不應求，但長期來看油價漲勢將受到兩個因素制約：(1)市場預期OPEC+在2022年仍將握有每年將近500萬桶的剩餘產能，70元美金以上的油價也已經遠超過多數美國頁岩油商的平衡油價（45至55美元），更高的油價將會刺激供給持續復甦；(2)國際能源署（IEA）預估2023年全球原油需求才會恢復到疫情前水準，加上再生能源比例持續提高，未來石化燃料的需求增速趨緩。整體而言，油價要出現超級循環的機率不高。

二、農產品：價格上漲吸引種植面積擴大、需求並未出現大幅增加，整體供需缺口縮小。

由供給方面來看，2020年初疫情影響北美種植以及反聖嬰肆虐至年末，衝擊全球南北作物供給，因而造成穀物（特別是黃豆、玉米）、軟性商品（棉花、咖啡、糖）供給趨緊，進而推升全年農產品價格強勁上漲。但價格高檔也吸引了農民擴大今年新作種植面積，由最新會計年度2021/2022美國農業部報告（USDA）來看，農產品皆出現供給大幅度調升的現象，顯示供給端有望隨後於2021下半年補上，長期供給不足的隱憂顯然消失。整體而言，農產品基本面呈現「供需缺口縮小」（圖6），因此本波農產品的行情也不屬於超級循環的起點。



Cover Story



圖 6、全球糧食作物供需缺口

圖片來源：財經 M 平方

總結

其實大宗商品最終就是一個供給以及需求的平衡，而且會不斷的循環。當供給降低（像是中國的鋼鐵），或是需求提升（減碳的銅需求），價格自然就會上漲，但是最終價格上漲可能會導致降低需求或

三、金屬：長線利率向上將不利黃金、碳中和目標支撐銅價。

黃金在去年突破每盎司2,000美元價格後便拉回震盪，而疫苗問世、經濟復甦等因素更使得波動加劇，雖然通膨壓力是推升近期金價的主因，但是隨著美國疫苗持續大規模施打、經濟有望迎來報復性復甦，美聯儲必將開始討論縮減購債以及推動升息，隨著利率上升、經濟狀況改善將給金價帶來更大的下行風險。然而目前全球同步往碳中和的目標邁進，更替銅創造出新的需求，銅的導電特性以及CP值在去碳化的過程扮演非常重要的角色，電動車銅需求是油車的3至5倍，充電樁的電纜需要銅、太陽能電板也需要銅來導電，風車發出來的電也要經由銅線傳導至目的地。整體而言，目前市場預期美聯儲最早在2021年底開始溝通縮減購債、未來實質利率長期將保持上行趨勢，以及綠能經濟發展將影響銅需求提升的狀況下，將壓抑金價漲勢，綜此，金價上漲更不屬於超級循環。

是供給增加，如果在這些週期當中，能找到一些結構性的改變就會有較高的機會形成原物料的超級循環，但其實很難想像石油的需求能在未來幾年有結構性上的成長，反而是全球去碳化，可能是接下來全世界主要的經濟體都有共識的一個議題，如果相關的原物料，因為供需在結構上被改變了而形成超級循環是可以理解的，但這一波原物料板塊的暴漲，主因仍是由貨幣超發、需求復甦、產量下降以及弱勢美元等因素共同驅動，若是要定義為超級循環，恐怕還有一大段距離。

過去幾次的超級循環都是以強勁需求拉動，例如：20世紀初期美國工業化、二戰軍備需求、戰後歐日重建，21世紀初期中國成為世界工廠作為開頭，並在供給發生嚴重短缺（戰爭、石油危機）的情況下達到高峰。目前逐一觀察商品基本面就會發現，長期下來能源與農產品的供給缺口將獲得緩解，需求也不至於出現大幅度增長，但未來則需留意，當新興市場走緩、美國貨幣政策轉向緊縮使美元反轉向上時，原物料板塊的移動。





從古至今~談抗通膨資產·黃金

元大期貨資深協理◎陳昱宏

黃金變遷沿革，回顧歷史的關鍵時刻

2021年8月6日，黃金盤中一度創下2,063美元/盎司的歷史天價，黃金兇猛的漲勢也留下對未來無限的想像空間。那麼，歷史上黃金創過幾次新高？再者，背後推動金價大漲的因素又有那些呢？以下先從歷史角度來進行回顧。

1. 黃金貨幣時期 西元前550年-1870年代

世界上首批金幣最早出現於西元前550年，由呂底亞（土耳其境內的地區）國王克羅伊斯下令鑄造。在紙幣出現前，金幣在許多國家作為流通貨幣。紙幣發行後，其與黃金的關聯性仍存在（可依照比例兌換黃金）。

2. 古典金本位時期 1870年代-1914年

1870年代，英國、葡萄牙以及德意志帝國先後實質採用金本位制，到1900年，除了中國和部分中美國家外，原先採用銀本位、雙金屬貨幣制國家紛紛轉向金本位制，進入古典金本位時期。一直延續到第一次世界大戰，國際貿易進行大受影響，致使各國在將其貨幣兌換黃金時發生困難，金本位制度崩潰為止。此外，在兩次世界大戰期間，人們

不時嘗試回歸純粹、古典的金本位制度，但都未能成功延續。

3. 布雷頓森林體系時期 1944年-1971年

為了重建國際貨幣秩序，恢復國際貿易，1944年7月，共44個國家的代表舉行「布雷頓森林會議」，簽訂「布雷頓森林協議」，採取「固定匯率」使美元與黃金掛鉤、成員國貨幣和美元掛鉤，實行可調整固定匯率制度，且訂定兌換比率為「35美元兌換一盎司黃金」。這也是金價最早開始被國際紀錄、交易的價格。後來1960~1970年代爆發多次美元危機，1971年12月，尼克森頒布法令，宣布美國聯準會（Fed）拒絕向國外中央銀行出售黃金，美元與黃金掛鉤的體制名存實亡。1973年2月美元進一步貶值，世界各主要貨幣受投機客打擊被迫實行浮動匯率制，至此，布雷頓森林體系完全崩潰。

4. 第一次牛市來臨 1971年-1980年

黃金與美元脫鉤後，金價一路走揚，1973年一舉突破100美元，接著於1979年飆升至500美元，到了1980年1月20日更是創下歷史新高每盎司850美元，第一次牛市來臨，主要受到「地緣政治」以及「通貨膨脹」兩個因素的影響。首先，1979年伊朗爆



Cover Story

發「伊斯蘭革命」加上同年蘇聯入侵阿富汗，國際情勢緊張；此外，伊朗停止出口石油60天，導致原油從每桶13美元上漲至41美元，引發通膨遽增。在此背景下，避險買氣與保值需求激勵黃金上衝創下歷史新高，不過由於美國政府隨後透過控制貨幣供應量、削減開支等干預，黃金第一波牛市宣告結束。

5. 第二次黃金牛市 2005年-2012年

2011年9月6日，黃金市場火熱，現貨交易甚至突破每盎司1,920美元，再度刷新歷史新高，締造黃金第二次牛市。第二輪牛市行情可說是受到「金融風暴」以及「地緣政治」影響的結果。首先，金融體系從2005年開始，經濟數據便出現一些警訊，金價悄悄走揚。到了2007年，當房價開始進入惡性循環下跌，「次級貸款」出現大量違約，引發一連串衍生性商品的風暴，金融體系接近崩潰，風暴持續蔓延全球。金融市場的恐慌促使投資人將資金從債券、股票抽走，買入「保值」的商品，使黃金、原油等避險買盤十分強勁。2006年爆發的「第二次黎巴嫩戰爭」，2010年引發的「阿拉伯之春」，以及2011年「利比亞戰爭」等皆對國際情勢造成衝擊，支撐黃金避險情緒，推了黃金一把，帶動第二波牛市再創歷史新高。

6. 第三波牛市來臨 2020年-迄今 2013年由於美國前聯準會

主席柏南克首次釋放縮減購債規模的訊號，市場出現「縮表恐慌」，引發金融市場大幅震盪，也導致金價重挫，之後隨著美國升息以及縮表，金價態勢低迷，直到2019年底才出現好轉。2020年1月，一種新型新冠病毒突然爆發感染，並蔓延至全球，各地被迫採取嚴格的封鎖措施，以避免出現醫療超出負荷的情形。2021年3月，美國聯準會（Fed）出手，一連降息接近至0-0.25%或朝向無限量QE，透過購買公債、公司債及ETF等挹注大量資金希望改善市場流動性不足的問題，隨後逐漸取得成效。在低利率、低資金成本且高通膨的預期下，黃金價格不斷上行，表現強勁，並於2020年8月6日一度達到每盎司2,063美元，寫下歷史新紀錄，隨後雖然有所回落，但依舊維持高檔整理。

回顧黃金歷史可以發現，當「國際局勢」緊張或是處於「寬鬆、低利率」的環境，將有利於金價的表現。



圖 1、黃金價格歷史走勢圖
資料來源：Reuters, 元大期貨 - 研究部 (YFRD)
資料期間：1968年3月 - 2021年7月



金價波動分析，影響行情的多空因子

1. 供需基本面

(1) 黃金供給面

黃金的供給與需求就像拔河一樣，相互牽動黃金價格波動。首先，在供給方面，最直接影響的就是全球金礦的產量，以2020年全球金礦產量前五大國來看，依序分別為中國、澳洲、俄羅斯、美國以及加拿大，前五

大國合計共占全球約44.58%的金礦產量。金礦的產量會受到很多因素的影響，例如：勞資雙方合約談不攏導致工會發起罷工、新的投產探勘情況、金礦含金量的變動、因應疫情增強防護措施導致生產效率下滑等。此外，若依礦山產量來看，2020年全球前3大礦山分別為位於美國的Nevada Gold Mines、位於印尼的Grasberg以及位於俄羅斯的Olympiada。

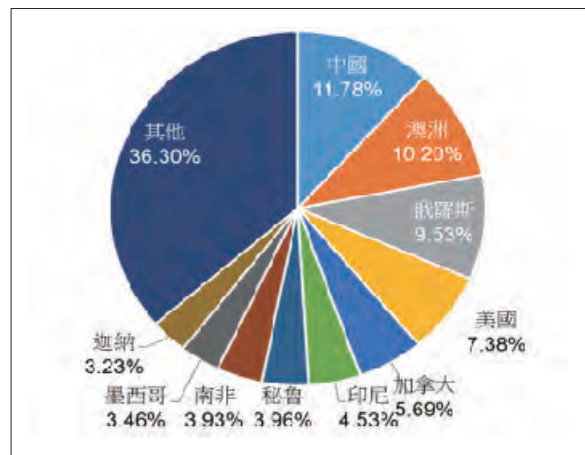
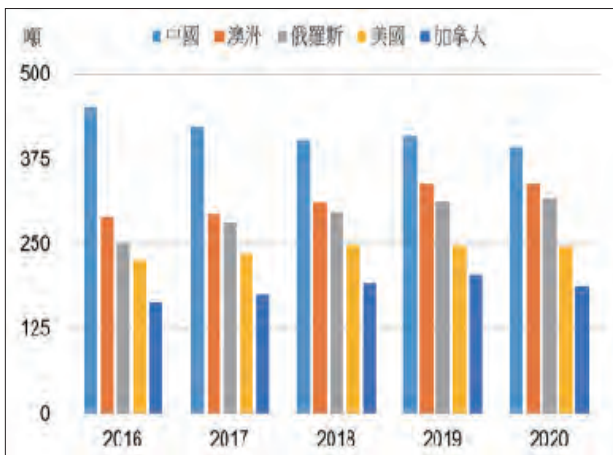


圖 2 及 3、2016-2020 年全球各國黃金產量與占比
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2016 年 1 月 -2020 年 12 月

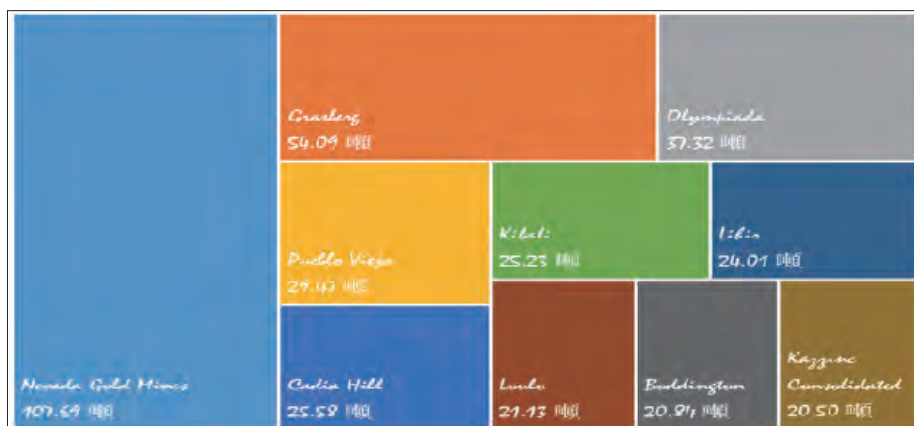


圖 4、2020 年全球前 10 大金礦產量
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2020 年 1 月 -2020 年 12 月



Cover Story

(2) 黃金需求面

黃金需求面可分為央行與機構購買、投資需求及實體需求。

A. 在央行與機構購買黃金方面，由於持有黃金可以抵禦通貨膨脹或是其他形式的金融風險，因此央行會根據國際情勢，貨幣政策、避險需求等調節黃金持倉部位。

B. 在投資需求方面，ETF將根據其所擁有的資產管理規模，建立適當的黃金持倉部位，以全球最大的ETF-SPDR Gold Shares (GLD) 來說，截至8月11日止，GLD共持有1023.54噸黃金；若以路透統計的黃金ETF總持倉量來看，ETF共持有2058.00噸黃金。透過觀察黃金ETF持倉增減可以了解市場對黃金投資需求的變化。

C. 在實體需求方面，黃金因其天然美 (Natural Beauty) 以及光澤亮度加上稀有性，而被視為珍寶，甚至許多文化傳統都將黃金視為太陽的象徵。而對黃金珠寶、金飾需求前2大國家分別為中國以及印度。中國春節講求喜氣為傳統黃金需求旺季，在春節前後大幅帶動珠寶、金飾等消費；印度方面，結婚金飾消費可觀，由於大多數新人會選擇在11月至隔年

5月間結婚，此時實體需求強勁，5月14日的佛陀滿月節為印度教徒的神聖節日，在這期間購買黃金被認為是吉祥的，另外10月至11月中旬的印度排燈節也將購買黃金作為慶祝活動的一部分。整體來說，實體需求有一定周期性。

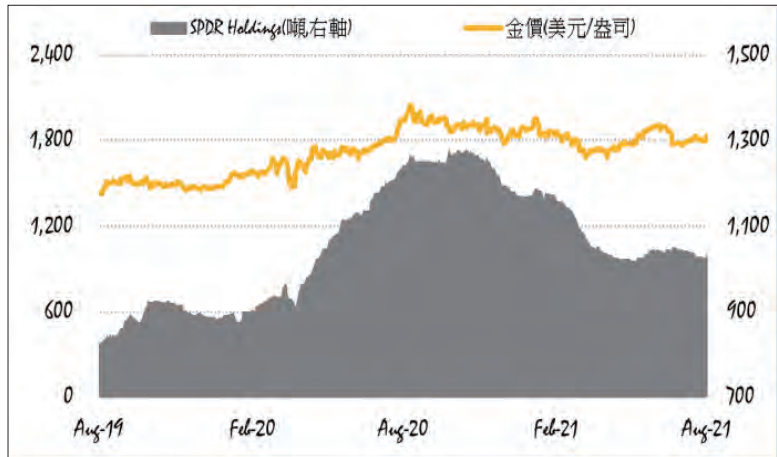


圖 5、SPDR Gold Shares (GLD) 黃金持倉量與金價走勢圖比較
資料來源：SPDR、YFRD；資料期間：2019年8月-2021年8月



圖 6、全球黃金 ETF 持有量變動
資料來源：WGC、YFRD；資料期間：2018年5月-2021年5月



2. 黃金市況面

可能影響黃金價格的因素包含美元、利率、通貨膨脹及避險情緒等。

(1) 美元

由於黃金交易主要以美元計價，因此黃金與美元的走勢通常呈現負相關。具體來說，若美元升值，其他貨幣國需花費更多該國貨幣購買黃金，導致需求減弱，金價下跌；反之~若美元貶值，其他貨幣國僅需花

費較少該國貨幣便可購買黃金，導致需求提升，金價上漲。除此之外，可能透過美元間接影響黃金的因素較多，例如：經濟前景預期、美國聯準會（Fed）利率決議、存款與債券利差、市場避險氛圍等。

(2) 利率

美國聯邦公開市場委員會（FOMC）每年召開8次會議決定美國基準利率，將根據經濟前景、數據等訂定基準利率目標區間，

尋求經濟成長、就業與通貨膨脹間的平衡。若景氣衰退或是通膨不如預期，將啟動降息增加市場流動性；若景氣過熱或通膨超乎預期，將啟動升息以防止泡沫。而美國基準利率與美債殖利率呈正相關，現實普遍採用美國十年期公債殖利率做為無風險利率，亦可視為投資黃金的資金成本。若無風險利率下滑，購買黃金成本降低可望推升需求，帶動黃金上漲；若無風險利率上升，購買黃金成本增加將打擊黃金需求，壓抑黃金下跌。

(3) 通貨膨脹

黃金具有抗通膨特性，通貨膨脹升溫時，可透過持有黃金對抗。通貨膨脹數據可以參考美債平衡通膨率，美國平衡通膨率為美國同天期公債與抗通膨債券殖利率的差值。若預



圖 7、美元指數與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2019年8月-2021年8月

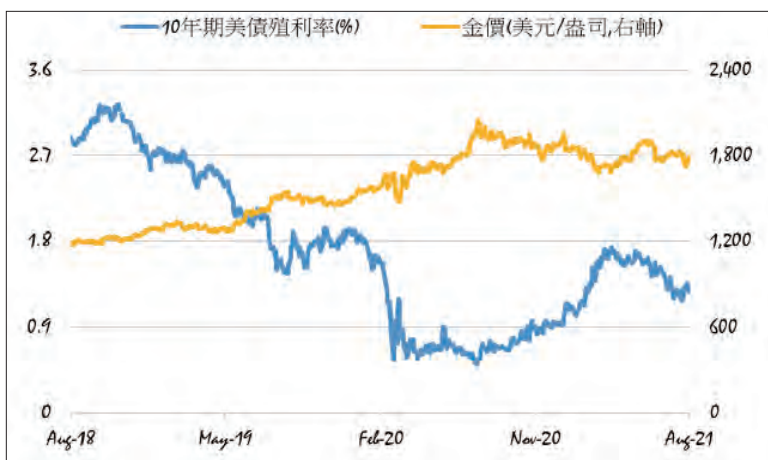


圖 8、10年期美債殖利率與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2018年8月-2021年8月



Cover Story

期通膨將上升，美債殖利率上升，而美國抗通膨債券殖利率將下降，導致美國平衡通膨率上升，反之亦然。

(4) 避險情緒

當國際情勢緊張、局勢動盪或疫情蔓延等，避險氛圍將提升，市場拋售風險性資產，資金轉向避險性資產如黃金等，有利金價表現。

3. 黃金籌碼面

美國商品期貨交易委員會（CFTC）的 Commitments of Traders（COT Reports）是期貨交易重要報告。

COT Reports，是CFTC每周五發布的報告。這份報告將市場內的交易者分為3類並分別記錄和統計這3類交易者在當周周二收盤時的倉位分佈，投資者從而可以對當周市場內各商品期貨的供求狀況有個大概瞭解。報告的主要作用在於為投資者提供較為及時的各個期貨市場內交易情況的信息，增進期貨交易市場透明度。

黃金投資價值，擁抱黃金的多種管道

談到怎麼買黃金，大部分民眾大多想到兩種商品：實體黃金、黃金存摺，但除此之外，隨著衍生性商品市場的發展，進入門檻低，且不需要保管成本的黃金期貨也成為市場熱門的黃金投資選項。

而在進行黃金交易的時候，還須考慮到交易成本，包含價差成本，即（賣出價-買入價）/買賣均價，其中買入價為交易對手向你買進黃金的報價；賣出價則為對方賣給你的報價。而期貨交易部分還需留意到手續費，黃金基金除了手續費，還會有管理費，各種黃金交易管道的投資成本比較如表1。

以下進一步說明各類黃金投資管道：

1. 黃金存摺（紙黃金）

黃金存摺是客戶在銀行開立帳戶後，銀行發給一本存摺，客戶視銀行當時揭示的黃金存摺牌告價格，可決定是否透過親自到銀

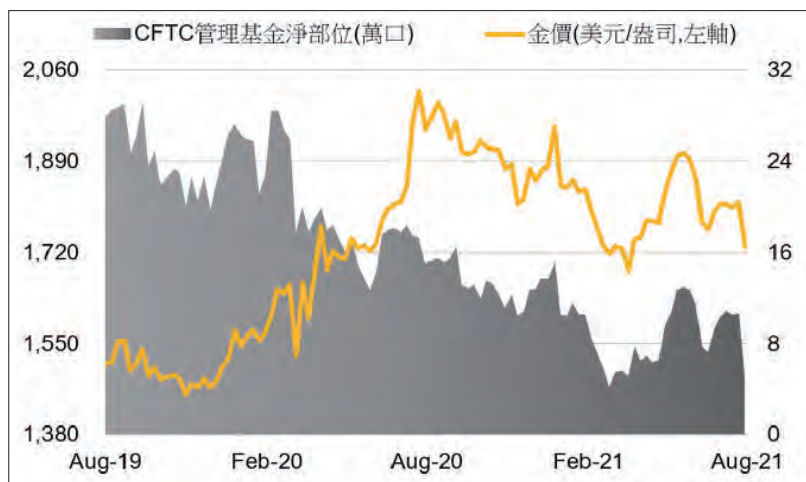


圖 9、CFTC 管理基金部位與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2019 年 8 月 -2021 年 8 月



表1、黃金投資成本比較表

管道	類別	價差成本	持有成本	換匯成本	實體黃金提領
黃金存摺	臺幣黃金存摺	○	X	X	○
	美元黃金存摺	○	X	○	○
黃金 ETF	臺股黃金 ETF	○	管理費、指數授權費、手續費等	X	X
	美股黃金 ETF	○		○	X
黃金期貨 /CFD	黃金 CFD 交易	○	利息	○	X
	黃金期貨	○	手續費	○(外期)	X
黃金現貨	臺銀金、一銀金	○	手續費	X	○
實體黃金	銀樓金條金飾	○	保存成本	X	○
	銀行金條金幣	○	保存成本	X	○

資料來源：YFRD 整理；資料日期：2021 年 8 月

行櫃檯或是自動化設備進行單筆買賣。

許多家大型銀行都可以開立黃金存摺帳戶，例如：臺灣銀行、第一銀行、元大銀行等。而黃金存摺的特色包含買進黃金+銀行幫你保管、無利息產生、可兌換實體黃金、適合長期持有、交易成本中等，以及不適合頻繁買賣賺價差等等。

交易成本則包含買賣價差，交易美元黃金存摺需考慮的換匯成本、開戶費、提領現貨須補價差，以及稅金等等。

2. 黃金ETF

黃金ETF投資是大部分基金財產以黃金為基礎資產進行投資，緊密跟蹤黃金價格，並在證券交易所上市的開放式基金。由黃金生產商向基金公司寄售實物黃金，隨後基金公司以此實物黃金為依託，在交易所內公開發行基金份額，銷售給各類投資人。

國內黃金ETF交易是在證券商開戶，交

易上幾乎等同買賣臺灣股票，還可以信用交易。目前元大一共發行了3檔黃金ETF，分別為元大標普黃金ETF（00635U）、元大標普黃金反1 ETF（00674R）、元大標普黃金正2 ETF（00708L）；國外黃金ETF交易則可考慮SPDR發行的SPDR Gold Trust（GLD），是最大也是歷史最悠久的海外ETF，iShaes發行的iShares Gold Trust（IAU）則是次大。這兩檔ETF都是追蹤黃金指數，透過美股券商都能夠買進，當然還有更多其他的ETF，不過規模較小，而美股券商最大的好處就是交易成本往往都極低，而且美股ETF管理費也都很低。

3. 黃金CFD（差價合約）

黃金差價合約（CFD）是一種運用保證金來放大槓桿的買賣方式，和期貨交易非常的像，但並沒有實體的商品，主要是「買賣合約」。



Cover Story

CFD的優勢包含交易成本極低（用保證金交易）、小資金就可以開始、多空都可操作、適合短線頻繁操作等，但要注意須避免槓桿太大。

交易成本包含隔夜費用（因交易差價合約的概念類似於融資買進，因此融資的資金會有利息）、換匯成本，及買賣價差等。

交易人可透過槓桿交易商（從事店頭衍生品交易）開戶買賣黃金CFD差價合約，目前國內槓桿業務係由期貨商兼營，例如元大期貨及群益期貨都有相關產品。

4. 黃金現貨

現貨黃金由各黃金交易商建立交易平台，以槓桿比例的形式進行網上買賣交易。通常也稱現貨黃金是世界第一大股票。因為現貨黃金每天的交易量巨大，日交易量約為20兆美元。現貨黃金市場沒有莊家，市場規範，自律性強，法規健全。

目前在櫃買中心「黃金現貨交易平台」登錄買賣的黃金現貨有「臺銀金（AU9901）」及「一銀金（AU9902）」等兩檔，投資人用一般任何券商的證券戶就可以買進黃金現貨。

黃金現貨不必去銀行開設黃金存摺，交易成本也較黃金存摺低（買賣價差較小），還可申請提領實體黃金，同時買入與賣出價格為銀行提供，沒有交易量與流通性的問題。

交易成本則包含手續費、買賣價差、提領實體黃金費用，以及稅金等。

5. 實體黃金

實體黃金投資，指的是包括金條、金幣以及黃金首飾，以持有黃金實物作為投資。黃金作為國際硬通貨，具有很強的保值增值作用，並且黃金的價值是自身所固有的和內在的。

實體黃金的優點是看的到又摸的到，但因純度難以完全從外認證，坊間回收價通常低很多，加上手續費太貴，且保管不易，又有保存風險，是投資中較不被選擇的方式，然交易成本的部分則以買賣價差及加工費為主。

6. 黃金期貨

黃金期貨是以黃金為交易對象的期貨合約。如一般的期貨合約一樣，黃金期貨合約也載有交易單位、品質等級、期限、最後到期日、報價方式、交割方法、價格變動的最小幅度、每日價格變動的限度等內容。

黃金期貨的買賣交易成本低（保證金交易），也就是進入門檻低，且不需要保管成本，加上多空都能操作，且兼具避險功能，是彈性很大的黃金投資選擇，惟槓桿交易波動大，比較適合熟手操作。

交易成本包含手續費、轉倉成本（雖然沒有利息成本，但因為期貨合約會到期，要進行一次換倉轉換到新的月份，換句話說就是會產生一次價差成本）、期交稅、海外所得稅等。

黃金作為一種戰略性資產，提高了投資組合的風險調整收益，在減少損失的同時提供了收益，並在市場壓力較大時提供了流動資產以償還債務，同時黃金不論經濟好壞皆



表2、國內黃金投資工具比較表

商品別	黃金存摺	黃金現貨	黃金期貨	黃金 CFD	實體黃金	黃金 ETF	類股基金
金價連結	高	高	高	高	高	高	低
黃金轉換	可	可	可	否	可	否	否
交易場所	各家銀行	櫃買中心規定	期交所規定	店頭市場	銀行銀樓	證交所	各投信
交易成本	買賣價差	手續費	手續費	買賣價差	買賣價差	手續費	手續費
報價方式	銀行牌告	集中報價	集中報價	交易商報價	公會報價	集中報價	淨值
其他費用	無	無	無	無	無	管理費	管理費
組成方式	實體黃金	實體黃金	實體黃金	實體黃金	實體黃金	黃金期貨	股票
相關稅負	所得稅	所得稅	期交稅	所得稅	所得稅	證交稅	所得稅
槓桿效果	無	無	有	20 倍	無	可融券	無
交割帳戶	黃金帳戶	證券帳戶	期貨帳戶	保證金帳戶	現金交易	證券帳戶	投信帳戶

資料來源：YFRD 整理；資料日期：2021 年 8 月

有其投資價值，很適合投資人在比較優缺點之後（表2），選擇適合自己的投資工具，在投資組合中配置一定比例的黃金。

通膨隱憂下 黃金期貨現況與展望

6月16日美國公開市場委員會（FOMC）政策會議後，最新利率點陣圖顯示，在18位官員中，有13位官員預計到2023年底可能需要升息2次，並調升經濟及通膨預測，且提到未來可能進行更多縮減QE的討論。這推動美元升至逾兩個月高位，削弱了黃金對持有其他貨幣投資人的吸引力，並幫助美國公債殖利率跳漲，提高了持有無收益黃金的機會成本。自此黃金便隨著市場對於美國聯準

會（Fed）收緊寬鬆的預期上下起伏，儘管美國6月失業率意外上升至5.9%，加上Fed主席鮑威爾一再強調：目前離充分就業及實質性進展尚有一段距離，經濟復甦的進展還不足以開始削減央行每月的資產購買規模，一度淡化市場對Fed升息時程提前的預期，令金價重新抬頭；不過美國7月非農新增就業人數94.3萬人，高於經濟學家預估的84.5萬人，且是近一年來新增就業的最快速度，加上Fed副主席克拉里達表示：如果經濟運行順利，Fed可望在2023年開始升息、達拉斯聯邦儲備銀行行長卡普蘭也認為：Fed應盡快開始逐步縮減購債計畫，這樣可以讓Fed在升息方面留有更多餘地，近期Fed官員鷹聲頻頻令市場認為Fed有更多動力，提早升



Cover Story

息和削減每月1,200億美元資產購買規模，而這樣的預期心理又導致黃金價格再次走跌。

而通膨對金價來說也如同雙面刃，因為通膨威脅升高固然彰顯黃金傳統上作為抗通膨資產的吸引力，提升黃金的價值；但另一方面，市場也逐漸擔憂通膨上揚會引來聯準會的注意，有可能在某個時點就會暗示將縮減購債規模，從而對金價造成壓力。

不過從供需基本面來看，世界黃金協會（WGC）數據顯示，7月流入全球黃金交易所交易基金（ETF）的資金略有增加，較6月成長11.1噸（0.3%），其中歐洲市場黃金ETF流入了17.1噸，亞洲以及其他地區的黃金ETF持倉分別增加1噸與0.3噸。呼應WGC之前公布第二季全球黃金消費及投資需求有所提升，全球黃金總需求量達到955.1噸，較第一季成長9%，預計全年全球金飾需求可能在1,600至1,800噸之間，遠高於2020年金飾需求量的看法。

同時，第二季印度黃金投資需求年增6%至21噸，上半年印度黃金需求也年增30%至216.1噸，儘管仍是相對較低的水準，但也暗示一旦疫情能夠獲得控制，印度的黃金需求將還有很大的恢復空間。除此之外，香港政府統計處公布的數據顯示，6月中國自香港淨進口黃金30.89噸，較5月的21.78噸增加42%，創下2019年12月以來的次高；1到6月中國自香港淨進口黃金約130噸，中印主要需求國的黃金買氣回溫，也提供金價支撐。

花旗銀行預期央行可能在未來兩年，合計將購買逾1,000噸黃金，包含2021年購買

500噸與2022年購買540噸，都遠高於2020年的326.3噸，而WGC 6月公布的一項調查也顯示，全球約有五分之一的央行，計畫在未來一年增加黃金儲備，元大期貨研究團隊認為：雖然目前黃金市場都聚焦於Fed的政策動向，受緊縮預期影響，美元反彈令金價遭遇不少阻力，但因利率仍將維持在低水準，而政府債務也居高不下，加上即使是全球的疫情正式結束之後，疲弱的經濟環境也還將維持相當一段時間，再考量到地緣政治緊張，以及股市可能的震盪等因素，避險需求都將繼續成為支撐金價的動力，配合央行購金腳步持續，短線上黃金雖然上檔發揮空間不大，但低利環境、ETF買氣，及實體需求回升的支撐，還是有利黃金站穩腳步，尚且還不至於邁入下行趨勢，尤其在中長期需求強勁下，黃金投資依舊是國人熱衷的投資標的。





通膨時代的風險管理

-從避險資產與風險資產面向談運用衍生品工具管理風險

倫元投顧◎錢冠州

風險性資產 VS 避險性資產

一般大眾接觸到的投資商品，例如股票、基金、外匯、期貨、選擇權、房地產等，都是具有價格波動的特性，那麼，哪些歸類為風險性資產，又哪些具有避險功能呢？其實，以上只要具有價格波動性質的商品，都可以稱為是風險性資產，因為只要投入，都會有價格波動的情況，以一般投資人的習慣來說，投資的目的大多為「買低賣高」，所以以上講到具有價格波動性的商品也都適合投資人操作，但是，其中有幾項商品可以「先賣高，後買低」，例如期貨及選擇權，就可以有先賣後買的操作，那麼這些，就又多了避險性資產的特色，什麼是避險性資產？簡單來說，就是具有規避價格下跌風險的性質，我們簡單區分如下：

- ◎ 風險性資產：具有價格上下波動性質的商品，股票、基金、商品原物料、外匯、期貨及選擇權等都是；
- ◎ 避險性資產：可以規避價格下跌風險的商品，指數期貨、股票期貨、商品期貨、外匯期貨及相關選擇權等衍生性金融商品。

那麼以臺灣地區來說，又具有哪些風險性資產及避險性資產呢？筆者大略整理出風險性資產及避險性資產（請參表1），可以發現避險性資產也包含風險性資產及避險性資產，但避險性資產具有可以控制下跌風險的特性！當投資人持有風險性資產追求利潤，一旦市場出現反轉，這時候就可以利用避險性資產可向下操作的特性，進而操作來規避市場下跌的風險。



Cover Story

表1、資產項目表

資產類別	資產項目				
風險性資產	臺灣上市櫃股票、國內外基金商品、外匯相關商品、臺灣期貨交易所各項商品、房地產等項目				
避險性資產	期貨避險性資產（以臺灣期貨交易所掛牌的衍生性商品為主）				非期貨避險性資產
	國內股價類	國外股價類	匯率類	商品類	
	* 臺股期貨 * 小型臺指期貨 * 臺指選擇權 * 股票期貨	* 美國道瓊期貨 * 美國標普 500 期貨 * 美國那斯達克 100 期貨 * 日本東證期貨	* 英鎊兌美元期貨 * 澳幣兌美元期貨 * 歐元兌美元期貨 * 美元兌日圓期貨	* 布蘭特原油期貨 * 黃金期貨 * 臺幣黃金期貨 * 黃金選擇權	* 遠期外匯 * 股票融券 * 認購 / 認售權證 * 黃金現貨 * 黃金存摺

正在創歷史新高的風險性資產，會不會出現價格波動的風險？

在過去一年半左右的時間，全球股市不但早早回到新冠疫情之前的水準，漲幅更都翻倍而創下歷史新高，道瓊指數來到35,000點左右，臺灣加權指數在過去一年的漲勢中，更創下18,034的歷史新高！

然而，在疫情展開近兩年的同時，各國股市持續創下高點，當然跟FED大舉QE救市有很直接的關係，資金狂潮推波股市進一步的創高，那麼就要特別注意，假設資金開始退潮，會不會在歷史新高的股市就面臨了股價修正的風險！這是現階段投資人必須要仔細觀察的重點，因為如果等到價格出現大幅修正，但卻還沒有做好避險措施，就容易遭受到大幅的價格風險。

FED預估將在今年底之前，討論減少購債並且開始縮表的議題，並且預估在2023年之前會有兩次的升息，我們由最近的美元指數來看，可以看出美元已經悄悄在轉強囉！當然這也就是反應利率趨勢將轉變的趨勢，那麼如果美元趨勢反轉走強，對於台北股市

或者新興市場股市會有怎麼樣的影響呢？我們從圖1來看，可以看出包含台股或者新興市場，股價的趨勢非常仰賴外資的方向，而外資的大進或大出，又往往與美元指數的趨勢息息相關，所以，當美元趨勢轉強，就很有可能使外資資金從台北股市或新興市場股市大幅流出。

因此，從現階段的美元指數轉強的觀察，外資極有可能一段時間又要撤出新興市場，那麼對於台股或新興市場股市來說，價格波動的風險就是投資朋友必須要關注的焦點所在。

如何運用衍生性商品來管理價格波動風險？要注意大環境是低檔還是高檔，同時選擇策略也很重要

從2020年初新冠疫情爆發以來，各國政府紛紛透過貨幣政策工具來積極救市，因而創造了這一年半以來金融市場最大榮景，或者也可以說是最大的泡沫。以台股加權指數來說，股價指數在7月份來到18,000點的歷史高檔，台股總市值來到54兆左右，

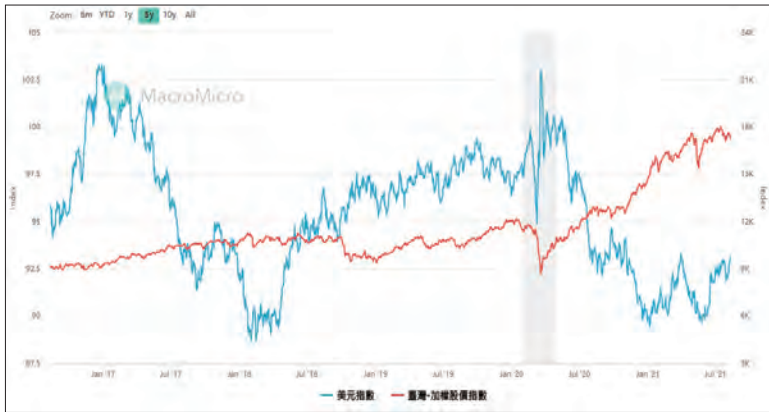


圖 1、美元指數與股市變化

資料來源：財經 M 平方

而同時間的美國股市也持續創高點，道瓊指數來到35,000點，科技股的Nasdaq指數也來到15,000多點。然而，關注下半年的歐美股市，其實最重要的議題還是在於FED的資金政策及變種病毒的影響層面，8月以來，我們從中國到美國陸續所公布的經濟數據來看，其實都有出現高檔滑落的狀況！這也就造成未來股市波動的風險，尤其國際股市包含台股，在去年初以來，都累積了創歷史新高的漲點與漲幅，所以，投資人得要思考，假設未來行情高檔滑落！該避開的風險還是得避開。

7、8月份的台股，其實表現就乏善可陳，從7月中旬的18,034點附近就一路拉回到8月下旬破半年線，這會不會是多頭趨勢開始反轉呢？而當我們遇到股市回檔或者指數開始震盪，該運用什麼樣的工具來規避風險，在金融市場中，就是要順勢操作，以臺指期貨及臺指選擇權來說，就是相當直接的避險工具，臺指期貨每個月結算，並且成交量幾乎每天都達到十萬口以上的水準，換句

話說，投資人使用臺指期貨避險，不太需要擔負過多的折溢價風險，而臺指選擇權包含月選擇權及週選擇權，除了成交量交投熱絡之外，也可以提供避險者不同月份甚至週期的避險需求。

尤其對於大額的股市交易者來說，無論是共同基金或者是法人機構，避險交易被滿足

流動性需求是非常重要的。簡單來說，就是要好進好出，而且就避險成本來說，臺指期貨的交易稅為十萬分之二，充足的成交量滿足大額交易者所需的流動性，每個月期貨結算，也避免長期大幅的折溢價，而搭配策略選擇，可以運用不同交易月份的期貨商品，包含選擇權具有月選擇權及週選擇權，也就相當容易滿足投資人的避險規劃或者其他的交易策略。

以加權指數及臺指期貨的觀察，在2021年7月至8月的走勢波動就相當劇烈，當然訊息面的干擾也比較大，包含當沖警示的制度面改變及當沖降稅是否延展等議題都造成中小型股及熱門股的一波殺盤，外在環境來說也是多空雜陳，變種Delta病毒肆虐，確實影響到經濟數據的轉變，中國及美國的消費數據都出現高檔轉折的趨勢，而8月底世界銀行年會，是否有討論到縮表的問題，也是市場目前所關注的焦點，我們可以觀察到，臺指期貨走勢從7月高點18,046，僅一個月左右的低點就下探16,000點附近的整數關卡，雖



Cover Story

然中間有部分是除息調整點數的缺口，但終究是走出了下跌波段。

尤其目前除權息期間，許多投資人其實是股票的長期投資者或存股的投資人，那麼，股市行情的下跌，如果完全不管，當股價下跌時就賺了股息卻賠了價差，這就是我們想要積極規避的項目，除了臺指期貨針對臺股指數避險之外，股票期貨則是投資人可以直接針對個股來避險的重要工具之一。以股票期貨避險的範例來說，我們可以參考7月份相對震盪的股市環境，以長榮（2603）來說，7月份來到233元的高點，然而，股價進入修正回檔的局面，很快的在7月下旬就跌破季線來到116.5的低點，回檔將近50%，但如果這時投資長榮（2603）的投資人發現當股價轉弱時又沒有出脫持股，這時就可以運用長榮股票期貨來進行避險操作，等待股價守穩之後再解除避險操作，這樣一來，即可鎖住股價下跌的震盪風險。

在股價指數的避險操作也可以運用這樣的模式，臺股指數於7月份也出現一波下降走勢，在回檔的過程中，我們同樣可以運用臺指期貨或臺指選擇權來進行避險操作，也就同樣可以規避股價指數的波動風險。

不論是指數還是個股，或者其他具有方向波動的風險性資產，當價格出現反轉疑慮時，也就是投資人要注意避險時機的時刻！通常這時我們可以注意技術指標或一般在價格與量能是否出現背離的情況，也就可以決定此時是否為針對指數或個股來進行避險的時機。

另外，匯率波動，原物料市場價格趨勢轉變，也是金融市場持續關注的議題，美國聯準會預估在2022年中旬之前要將每個月1,200億美元的購債計畫完全退場，並且於2023年之前預估會有兩次的升息，那麼，首先會受到預期心態影響的商品，就會是匯率類的商品，美元將會由弱轉強，這對於全球資金的流動，將會產生明顯的轉變，對於產業界來講，匯率波動往往影響到實質獲利，這個時候可參考臺灣期貨交易所的匯率類期貨，包含英鎊兌美元、澳幣兌美元、歐元兌美元期貨，及美元對日圓期貨，臺灣在產業結構面是以外銷為主軸的產業型態，所以匯率波動無論是升貶均會造成臺灣廠商明顯的利潤波動，因此，運用匯率期貨來鎖定住外銷利潤，就是一個可以參考的方案。

國際疫情的流行也是持續要關注的變數，今年下半年以來，全球也爆發了第三波的疫情流行，Delta病毒肆虐，造成包含中國及美國等兩大經濟體分別在消費投資數據及就業數據等都出現比較保守的現象，所以使近期國際原油價格出現明顯回檔，其中以布蘭特原油為觀察指標，對於國內的投資人來說，國際原油期貨合約值相當大，例如在ICE交易所交易的布蘭特原油期貨以每1,000桶為交易單位，以8/17布蘭特原油期貨報價為69.6來看，整個契約市值為69,600美元，而臺灣期貨交易所也有交易布蘭特原油期貨，以每200桶為交易單位，並且以臺幣計價，8/17的報價約為1,950點，契約市值及保證金都相對較為低廉，相對於交易人就更容易



易入手。

通膨升溫將成為趨勢，做為抗通膨利器的黃金，就相當值得留意，而臺灣期交所的黃金相關商品共有三種，黃金期貨、臺幣黃金期貨及黃金選擇權，通膨簡單來說就是錢變薄了！當然對於產業來說也會壓縮到產品利潤，因此，留意通膨趨勢並且善用規避通膨的商品及策略，也就顯得相當重要。

另外，國際股市表現也是不可忽略的重點，臺灣投資人相當多的比例投資在包含美國股市或美國指數類的商品，而8月份的美國股市也出現比較劇烈的變化。在Delta病毒干擾之下，除了中國經濟放緩之外，美國最新所公布的7月份零售銷售數據也出現大幅降低的現象，而此一數據也使得美國股市出現高檔劇烈震盪，顯然美股波動性風險開始加大，這也是投資美國股市相關的投資人得要留意的所在，因此，善用期貨避險工具也就更加重要！期交所針對國外指數的期貨商品，也有美國道瓊期貨、美國標普500期貨、美國那斯達克100期貨等，可以為投資人參考的操作選項。

注意！2021年下半年起，要注意可能將會面臨波動風險的起點！

全球股市來到歷史高檔區，誰也無法預期此波史上最長的多頭何時反轉，FED預估將於2022年起啟動縮表到升息

的緊縮資金政策，這也將對全球金融市場造成衝擊，國際原物料價格正在高檔轉折，而全球股市都在歷史高檔區，顯然在去年新冠疫情爆發之後，由資金所推砌出來的泡沫已然成型。更重要的，全球第三波疫情目前正在啟動，多數疫苗仍對於Delta病毒顯示出不足夠的保護力，更何況全球疫情施打不均，貧窮國家甚至還沒有明確對抗疫情的解決方案，這樣的情況都可能使此波疫情影響世界將達數年之久。

以台股目前的位置來看，指數雖然經過回檔，但還是在歷史相對高的位置，除了台股，包括美國股市及歐洲市場等也都是相對歷史高的位置，然而，在最新所公布的數據觀察，都出現高檔走弱的情況，顯然全球經濟面也出現了高檔轉為疲弱的疑慮！包括美國、中國及歐洲的PMI指數都出現走緩的狀況，那麼，後續行情會不會出現更大的波動或回檔呢？因此，期貨及選擇權就是投資人得認真運用的避險工具之一。

CNFA



圖 2、三大經濟體 PMI 指數

資料來源：財經 M 平方



從財會面向談衍生工具風險、會計處理與監控機制

資誠聯合會計師事務所 執業會計師◎紀淑梅

前言

2020年初新冠疫情（COVID-19）在美國爆發後加劇了美國聯準會（Fed）“開閘放水”的力度，大水漫灌下推升通膨高漲，2021年6月美國通膨達5.4%創下13年新高，8月3日自Fed網站更驚見10年期公債實質負利率達1.21%創2003年開始統計以來最低紀錄，同時德國跟英國的實質負利率更分別達1.72%及2.868%，歐美長期超低利甚至負利的環境打破傳統銀行的獲利模式，迫使許多大型銀行必須藉由操作衍生工具（Derivatives）來獲利。美國衍生工具交易在80年代新自由主義政策以來，20年期間內翻新了2,000多種衍生工具交易，債務、期貨、匯率、利率、信用、風險、氣候、各類資產及不動產都可以連結及衍生，衍生出大量高風

險投機資本，交易人在進行買賣時更應謹慎評估，瞭解產品特性並做好風險管理。

不動產抵押貸款證券（Mortgage Backed Securities, MBS）、連結次級房貸的擔保債權憑證（collateralized debt obligation, CDO）及信用違約交換（Credit Default Swap, CDS）被指為是釀成2008年金融危機的元兇之一，殷鑑不遠，近期在投資人追求高收益之風潮帶動下，與CDO類似之聯結槓桿貸款之擔保貸款憑證（Collateralized Loan Obligation, CLO）全球發行餘額快速成長發行量大幅攀升，國際清算銀行及各國央行自2019年下半年陸續對CLO潛在問題提出警訊，認為槓桿貸款可能成為下一個需要處理的金融危機。又2021年3月足以載入「金融史冊」的一場黑天鵝事件席捲了華爾街，Bill Hwang



所管理的家族對沖基金Archegos Capital Management (Archegos) 爆倉事件，讓全球銀行業可能面臨超過數十億美元的虧損，攪動全球金融市場的一個名為「總收益互換 (Total Return Swap, TRS)」及複雜高槓桿的差價合約 (Contract for Difference, CFD) 再度來到聚光燈下。德意志銀行2019年公布第四季財務報表累計虧損達57億歐元，德意志銀行已經連續5年營運虧損，帳上持有超過40兆歐元衍生工具又扮演什麼樣角色！臺灣在經歷2008年金融海嘯後，2014年間也因衍生工具目標可贖回遠期契約 (Target Redemption Forward, TRF) 陷入最嚴重的金融災難與陷阱。顯然人性貪婪及無法記取歷史的教訓下，不當操作衍生工具所援引各類風險、交易資訊的透明度、風險控管不當及金融監理機關的即時監理制度等再次被高度關注。

基於前述，本文筆者將先概述衍生工具存在目的與演變及所涉及風險、會計處理及對財務報表的影響，其次再分析國際及臺灣在衍生工具監理沿革與具體監管措施，最後再論述主管機關對衍生工具的檢查重點，期能讓讀者對衍生工具各面向有進一步的概括性了解。

衍生工具存在目的與演變及所涉及的風險

一、衍生工具存在目的與演變

衍生工具是一種投資工具、交易契約，它存在目的是為了讓投資理財有更多彈性的操作，除了幫助市場合理分散風險外，還可

以得到更低的交易成本、創造更高的流動性、允許槓桿下報酬率較基礎資產高出許多且能得到不同的避險效果，如高科技公司利用遠期外匯利率合約來規避外幣應收/應付匯率風險、航空公司利用石油期貨規避燃料油價格波動風險等。亦即衍生工具不僅是避險用工具，也成為一般高風險追逐者的投機工具。然而近20年來衍生工具不斷創新，交易規模不斷擴大，金融機構操作衍生工具之主要目的轉變為提高資產組合配置預期收益、進行投機交易獲取超高額利益或為將資產證券化商品包裝出售，俾賺取豐厚手續費收入，衍生工具被設計及包裝的越來越複雜，如前述MBS、TRS、CFD、CLO、CDO、CDS、TRF等，以致風險評估及評價困難度高，加上衍生工具的規則具相當複雜度與槓桿性，也代表它潛在的風險相當高，對不懂的人來說容易誤判或過度承擔許多風險而不自知。如TRF此類具高風險複雜性衍生工具，許多金融機構就被認為利用投資人資訊落差、不熟悉也沒有能力評估此類具高度槓桿衍生工具，而轉嫁風險給投資人，造成投資人鉅額虧損。

衍生工具可說是「水能載舟，亦能覆舟」，金融機構設計過於複雜、流動性低且交易資訊不透明的衍生工具，其巨大的潛在損失，終將傷及它的持有人，尤其是保險公司和銀行。歷年來金融機構因不當操作衍生工具造成本身鉅額虧損或倒閉事件不斷的發生，從1995年英國霸菱銀行 (Barings Bank) 倒閉事件、1998年美國長期資本管



Cover Story

理公司（Long-Term Capital Management；LTCM）重整事件，到近期的Archegos爆倉事件，全球的金融監理機關在面對衍生工具創新之快速發展與風險伴隨槓桿無限擴張下，紛紛對衍生工具及衍生工具連結標的之潛在風險提出示警。

二、衍生工具涉及多類型風險

衍生工具就只是工具，工具本身並無好壞，有無避險效果是取決於使用端如何運用及評估這些工具的優點與可能的風險，而風險來自於對它不夠了解。衍生工具所涉及主要風險包括：交易對手風險（Counterparty Credit Risk；信用風險（Credit Risk））、相關基礎資產衍生的風險（Investment Risk of Underlying Asset）、流動性風險（Liquidity Risk）、市場風險或利率風險（Interest Rate Risk）及槓桿風險（Leverage Risk）。

1. 交易對手風險（信用風險）

衍生工具是以個人或機構於合約期間內能夠履行其交易契約（承諾）的方式來交易，但若發行人或投資人因財務狀況出現問題，無法履行契約中規定的義務，在交易完成清算前違約，則交易就會有較高的信用風險，且可能是雙向。而交易之市場價值會隨交易標的市場因素變化而產生波動，其經濟價值對交易雙方可能為正值或負值，甚至毫無價值。交易對手風險可能導致金融機構經營危機或倒閉，如金融危機時Lehman Brothers、American International Group（AIG）與Citigroup Inc.、Bear Stearns等，其效應也

可能全面擴散到整個金融體系造成系統性風險，進一步引發全球流動性危機。

2. 相關基礎資產衍生的風險、市場風險與流動性風險

衍生工具本身沒有內在價值，它的價值來自於對應到基礎資產之價格變動，所以它很容易受到市場供需情緒和市場風險的影響，而導致衍生工具的價格與流動性大幅波動。2021年3月底多家投資銀行與Archegos建立了股票衍生品合約（Swap和CFD等），因背後基礎資產證券股票價格（如維爾康姆和Discovery等媒體股及百度、跟誰學…等）暴跌而導致衍生工具價格跌幅更大。又如瑞信銀行在2020年4月發行與營運風險（如IT系統失靈、會計錯誤、詐欺、違反法規規範等導致的損失…）連結的災難性債券，這號稱史上最複雜最神秘且最難以定價和銷售的債券之一，其設計機制更像是一張保單，將營運風險直接轉嫁給投資者，近期因市場疑慮瑞信銀行已有營運風險及資金流動性風險（如投資的供應鏈融資基金及Archegos暴倉事件產生鉅額虧損），而大量拋售災難性債券使價值大幅下跌，投資人蒙受重大損失。

3. 槓桿風險

衍生工具通常是槓桿工具，使用槓桿是個雙面刃，槓桿交易在擴大需求、增加流動性為特定資產（如比特幣）定價時，同時也會在短期內有更劇烈的價格波動，擴大交易者損失或利益。而其最大的風險來自資產基礎群組可能信用違約事件之風險及進一步引發金融體系的系統性風險。衍生工具槓桿倍



數可以高達3、40倍，一旦沒有做好內控與限額風險控管，金融機構將蒙受鉅額損失。曾經是全球最大且最好的對沖基金LTCM破產事件，在高峰時期大部分資產的成長卻是增加債務而來，可以說是在槓桿上增加槓桿，借進了超過股權的30倍。又如近期Archegos槓桿暴倉事件，銀行與Archegos進行的股權互換交易允許享有10倍的槓桿率，據《金融時報》報導瑞信銀行甚至提供給Archegos槓桿倍數高達300倍，而其所使用的大部分槓桿是與銀行簽訂Swap或所謂CFD，它的衍生工具投資組合極為龐大複雜，當遇到不可控的突發性市場風險、不確定的政治風險及面臨市場衰退時使用過高的槓桿時，破產或鉅額虧損的機率就會提升，這都提供了許多關於金融市場的重要經驗，強調過度使用槓桿的危險性。

衍生工具的會計處理及對財務報表的影響

一、衍生工具會計處理

依據國際財務報導準則第9號「金融工具」相關規範（IFRS 9），衍生工具之會計處理可區分二類包括獨立式衍生工具及嵌入式衍生工具，獨立式衍生工具依避險與非避險而為不同會計處理，衍生工具除被指定為

有效避險者外，因衍生工具非屬債務性質金融工具，亦非權益性質工具，應按透過損益按公允價值衡量之金融資產入帳，於每一資產負債表日按公允價值衡量，公允價值變動之金額認列於綜合損益表之當期損益。在衡量衍生工具公允價值時應使用之評價技術，分別為市場法（market approach），收益法（income approach）及成本法（cost approach）。

衍生工具若指定為避險工具且適用避險會計，係以互抵方式認列避險工具及被避險項目之公允價值變動所產生之損益影響數，依規避風險性質，可以將避險關係分為公允價值避險、現金流量避險及國外營運機構淨投資避險等三類型，現金流量避險及國外營運機構淨投資避險之公允價值變動數帳入其他綜合損益。公允價值避險之公允價值變動應列為損益，惟若被避險標的為透過其他綜合損益按公允價值衡量之權益工具，則應認列為其他綜合損益。

嵌入式衍生工具係混合合約¹（亦包含非衍生工具主合約）之一項組成部分-具使該結合工具之部分現金流量變動與單獨衍生工具相似之效果。混合合約若主契約屬適用IFRS 9之金融資產，應以整體混合合約評估金融資產分類。若主契約非屬適用IFRS 9之

¹ 混合合約是主契約（如：債券、權益、服務、銷貨、黃金、貨幣、購貨、保險、設備及不動產…）及嵌入式衍生工具（如：買權、賣權、提前還款或轉換選擇權、商品指數、股價指數、槓桿特性、通貨膨脹因子、信用風險、遠期外匯…）等結合。



Cover Story

金融資產，應評估嵌入式衍生工具與主契約是否緊密關聯²。若非緊密關聯則應將嵌入式衍生工具與主契約分離並以衍生工具處理，除非整體混合合約係透過損益按公允價值衡量。

衍生工具及混合合約定義並不複雜，近年來隨著區塊鏈新創產業興起，「加密資產」（Crypto Asset）的使用率日漸提升，成為熱門研究話題，廣義的加密資產可以區分為虛擬通貨（Cryptocurrencies）與加密代幣（Token）兩大類，虛擬通貨（例如比特幣及以太幣）依據國際會計準則理事會（IASB）決議，虛擬通貨非屬權益工具、亦不存在合約權，不符合IFRS 9對金融資產的定義，亦即虛擬通貨非屬類似衍生工具，惟國際上各國（如：日本）對於加密資產相關指數作為參考指數的衍生工具列入衍生工具相關交易的規範。

二、投資或發行衍生工具對財務報表影響

衍生工具雖為風險控管工具，但金融機構操作衍生工具不當或風險控管不當事務時有所聞，如前所述，若干設計相當複雜的OTC衍生工具，交易透明度低，合約及交易

資訊不明確，金融市場無法掌握其確切規模，亦無法充分了解該衍生工具所衍生的公允價值風險、市場風險、流動性風險及信用風險，2008年金融風暴時，就因部分複雜金融工具由活絡市場迅速轉為非活絡，致其相關公允價值衡量及揭露資訊不適當而影響投資決策，公允價值會計瞬間成為眾矢之的。故為了可以合理反應運用衍生工具於投機或避險行為之績效及其所衍生的各項風險資訊，國際會計準則第13號「公允價值衡量」及第7號「金融工具：揭露」規範從事衍生工具於財務報表應揭露資訊主要包括但不限於。

衍生工具之公允價值及層級資訊³及對當期損益或其他綜合損益表之影響，包括但不限於：公允價值之決定主要依據、評價技術及評價方法（依類別及屬性）、信用風險評價調整、公允價值衡量之三等級定義及量化三等級資訊、歸類至第三等級之金融資產及負債變動明細資訊、第三等級公允價值對合理可替代假設之敏感度分析、第三等級重大不可觀察輸入值之公允價值衡量之量化資訊（如：評價技術、重大不可觀察輸入值、輸入值與公允價值關係等）、第三等級評價流

² 判斷是否緊密關聯之方式係以經濟特性（如：利率、通貨膨脹、信用風險…）與風險判斷嵌入式衍生工具與主契約是否緊密關聯。

³ 將用以衡量公允價值之評價技術輸入值歸類為三等級，第一等級：此等級之輸入值為相同資產或負債於活絡市場之公開報價（未經調整）。第二等級：除包含於第一等級公開報價外之可觀察價格，包括直接（如價格）或間接（如自價格推導而來）自活絡市場取得之可觀察輸入值。第三等級：非以可觀察市場資料為基礎之資產或負債之輸入值。



程等。信用風險管理政策、最大暴險額及信用風險集中情形、所持有之擔保品、淨額交割總約定及其他信用增強之財務影響資訊。衍生工具市場風險管理政策、程序以淨額交割及總額交割之衍生工具資產及負債到期日結構分析及如何管理流動性風險。衍生工具可採淨額交割約定或類似協議對企業財務狀況影響或潛在影響之金融資產與負債互抵之財務資訊等。

國際與國內衍生工具市場監理沿革與具體監管措施

上世紀末期貨交易控管機制並不嚴謹，交易員錯帳難免，交易員會將錯帳暫入專門設立錯帳帳戶，之後再向總部報告，李森錯帳代號為「88888」…1994年此秘密帳戶已達5千萬英鎊虧空，李森只好越玩越大，於1995年2月26日具233年歷史的霸菱銀行宣布破產，此事件使得巴賽爾委員會協議增加對於作業風險的量化要求、金融業強化的內控及風險管理監控要求。2008年金融風暴後，國際監理機關為解決店頭市場缺乏有效之交易與監理機制、不易控管交易對手風險、交易資訊缺乏透明度、商品設計過度複雜以致風險評估與評價困難度高等議題，2009年9月G20各國元首於匹茲堡高峰會決議推動店頭衍生工具需採行集中結算、制定標準化合約之交易、交易通報、提高未結算交易之資本要求及未結算交易之保證金要求等風險控管機制。臺灣在經歷2008年金融海嘯後，2014年間又因投資人民幣TRF，導致國內多

家中小企業損失慘重，臺灣金融監督管理委員會銀行局參考國際金融監管機關對衍生工具的監管趨勢及因應TRF事件後強化對衍生工具各項風險的監管，自2015年後陸續發布多項監理改革措施。

一、歐美地區對衍生工具的主要監管措施

為達成G20之目標，2010年美國Dodd-Frank Title VII與2012年歐盟通過歐洲市場基礎設施法規（EMIR），兩者在監管場外衍生工具途徑非常類似，對場外市場監管方面的變革之影響，主要是在減緩風險及推動交易透明度，從而降低場外衍生工具市場的系統性交易對手和操作風險。主要監管措施包括：強化衍生工具估值方法或機制，以達到完善市場訂價機制並提高流動性。加強資金控管並建立統一監控數據，達到即時獲得充分及足夠監管訊息，及時發現及防範客戶資金被挪用。為強化市場資金效率，建立抵押品機制及擔保品管理機制；強化風險控管機制與交易對手風險估算方法，建立保證金機制與交易對手風險計算（CVA），強化風險控管模型與機制。

Dodd-Frank Title VII 修訂了1934年之證券交易法以訂定包括：對Swap經銷商及重大Swap參與者之註冊要求；Swap活動之實質規範；引入CCP（Central Counterparty）介入原先雙邊的OTC交易，採集中清算，並建立嚴格的會員進入與保證金制度，以保證合約可以正常履行，規避交易對手風險，強化對OTC衍生市場的透明度及穩定性，降低交易



Cover Story

風險。美國CFTC於2016年11月4日提出對自動交易的規定，以維持市場交易秩序，另為符合BCBS要求，對未清算保證金規則（uncleared margin rules 下稱UMR），自2020年9月1日實施UMR第5階段，適用金融機構退休基金及資產管理公司交易所交易商品，如IRS、FX、有價證券、CDS等最大平均合計的名目金額達80億美元以上者納入監管，原始保證金應符合相關最低標準規範，以強化金融機構承受風險能力及資產品質，據以降低違約時的信用曝險。

EMIR將實體分為三個主要類別（金融交易對手方（FC）、超過結算限額的非金融交易對手方（NFC+）及非金融交易對手方（NFC））及訂明根據此分類所負有的責任。2012年6月4日歐盟議會及理事會法案No.648/2012對衍生工具櫃檯買賣市場、中央結算對手及交易資料儲存庫進行規範，2017年3月1日起，交易涉及對手方應就未結算場外組合每日交換變動保證金交換初始保證金規定，2020年9月前已分階段逐步強制實施。

二、臺灣衍生工具市場之管理機制具體措施

臺灣金管會經參酌美國、香港及新加坡等各國對衍生工具的各项監管措施及業者辦理情形，並衡酌銀行業務發展與客戶需求，訂定強化管理機制與具體措施之規範內容，以因應市場與商品的發展需求，維護客戶權益、交易的公平性及銀行業務健全經營，主要重點包括：

1. 銀行應設立獨立於交易部門以外的風險管理單位，並定期向高階管理階層報告部位風險及評價損益；
2. 銀行不得利用衍生工具遞延、隱藏損失或虛報及提前認列收入，協助客戶粉飾或操縱財務報表的行為；
3. 引進客戶分級管理及資格審查制度，強化瞭解客戶、商品屬性評估、分級及商品適合度制度及覆核與風險控管機制，健全交易秩序以保障投資人權益；
4. 明定徵提期初保證金及追繳保證金機制，強化商品交易條件與商品銷售管理包括損益情形及費用等資訊揭露；
5. 針對銀行辦理TRF等複雜性高風險商品業務強化監理措施，包括強化新種商品審查程序、強化額度核給原則、銷售流程控管機制及產品設計規範與建立聯徵中心查詢機制等；
6. 明定核給客戶額度控管原則與機制與強化銀行貸方評價調整（Credit Valuation Adjustment, CVA）之計算及風險控管模型與機制；
7. 強化銀行境內結構型商品管理規範，包括：客戶屬性評估程序、商品屬性評估程序及行銷過程控制規範、強化自然人客戶之保護措施、加強弱勢族群客戶之交易控管及對於專業客戶強化商品風險資訊之揭露。

三、主管機關的檢查重點

有鑑於衍生工具近年來的查核缺失經驗



及監理規範的發展，金管會公告檢查重點包括：

1. 客戶信用風險控管制度：如額度核給及客戶風險集中度控管機制、徵提期初保證金及追繳保證金之內部作業制度及程序；
2. 衍生工具及結構型商品銷售作業之妥適性：如認識客戶程序、商品風險分級、商品適合度評估、銷售人員資格、商品風險告知方式、揭露內容及紀錄留存之完整性與妥適性等；
3. 衍生工具評價及控管機制：如依連結標的資產種類及商品類別（高風險商品及非高風險商品）、評價流程控管機制、系統模型驗證機制、針對未建有評價系統之詢價及訂價合理性檢核標準之內部作業程序；
4. 交易室內部控制管理：如交易限額及授權之妥適性、前中後台內部控制機制、交易室內部稽核及自行查核範圍之完整性與確實性；
5. 金融消費者保護作業：如認識客戶作業、商品適合度評估、契約條款之公平合理性、銷售過程控管、新商品上架審查程序、業務人員酬金制度、消費爭議之處理、防制洗錢及個人資料保護等控管機制。

結論

2008年金融危機後，全球金融監理機關除建立完整且健全之衍生工具相關法規，加強衍生工具交易市場之基礎建設，強化公允價值評估與財務資訊揭露，建立嚴格各項風

險監控機制，期能提高交易透明度，並促進公開、競爭與財務健全之市場，以避免系統性風險再次發生。然而從上述近期事件可見，現行監理制度及風險控管機制仍存有許多漏洞，當風險伴隨槓桿無限度擴張，其所衍生的各項風險更加難以有效控管，加上複雜衍生工具之交易資訊不透明，OTC市場無法提供機構別之彙總交易資訊，致無法及時掌握各金融機構之損失情形，導致金融機構及監理單位不易及時拿捏危機因應對策。顯然金融機構在風險控管投資仍不足，無論是即時性風險監控系統還是風控人才。為有效監理衍生工具對金融系統穩定之影響，各國宜加強衍生工具交易市場的基礎設施，如集中交易結算機制或集中登錄制，以降低交易對手之信用風險，提升總體與個體交易價格及數量之市場資訊透明度。我國期貨交易所正推動店頭衍生工具集中結算平台可望在2022年6月啟動，對銀行業操作衍生工具資產將更有效率，亦可降低整個市場流動性及交易對手風險。



市場訊息



為推廣期貨市場，並協助讀者掌握市場脈動、瞭解國際動態，本刊每期製作焦點訊息帶領讀者了解全球期市主流發展。本期特別規劃『微型當道』主題，一窺全球微小型商品風貌，就產品發行面、交易概況及交易策略，提供讀者參考。

微型當道

日盛期貨企劃部經理◎吳子暄

近兩年臺灣現貨市場迎來重大的交易變革，除了2020年3月臺灣證券交易所正式推出盤中逐筆交易，提升整體市場運作效率，開始帶動整體市場交易量，同步也增加期現貨套利空間，進而吸引更多期貨投資人加入，更於同年度10月實施盤中零股交易措施，投資人不需要再被侷限於盤後才能交易零股，小額資金亦可於盤中參與標的行情，隨著交易門檻的下降，加上網路投資教育與知識的普及化，開啟年輕及小資族群進入投資的大門。國內期貨市場也不遑多讓，早於2001年推出小型臺指期貨，並陸續於2021年調降小型股票期貨門檻並推出小型指數類合約，提供交易人多元選擇的機會；在國外期貨商品交易方面，於2009年起接軌國際開放微型外匯類商品，2019年掌握指數類商品

「微型」趨勢；2021年槓桿交易商也來共襄盛舉，讓臺灣交易人參與微型商品所帶來的機會，接下來就讓我們一起探究全球期貨市場朝向微型化的發展和特點吧！

全球市場「微型」趨勢正當道

綜觀全球期貨市場當中，前三大交易所—美國芝加哥商品交易所集團（CME），早於2009年就推出微型歐元兌美元期貨（Micro EUR/USD Futures），不僅僅是因為歐元及美元皆屬全球央行重要的儲備貨幣，吸引全球交易人關注目光與追捧，為提供更佳流動性且彈性之交易，首推出微型外匯期貨商品。根據美國期貨業協會（FIA）最新數據顯示，統計2021年1-6月微型歐元兌美元期貨交易量達304萬口，較前年同期成長21.8%，

該商品是現今全球50大外匯商品當中，交易量最佳之微型外匯期貨，顯示其在外匯市場之重要性；另外一方面，其在臺灣微型外匯商品當中也佔據第一，2021年7月更達到單月交易量13萬口，創下近年來單月新高（如圖1），突顯臺灣交易人對其商品交易的需求亦有所提升。

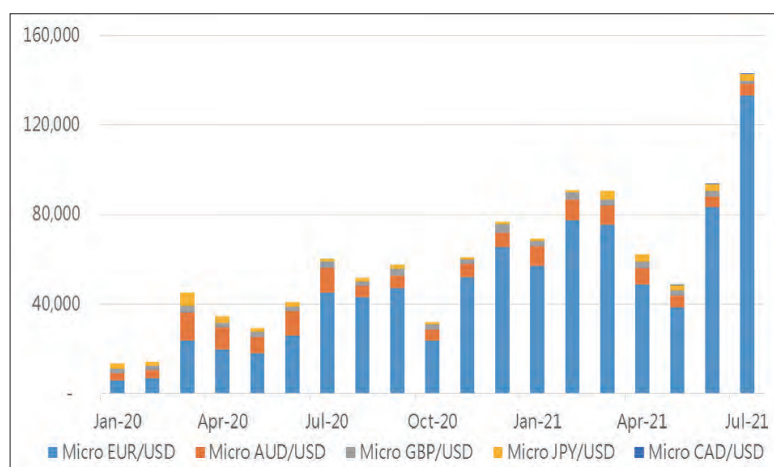


圖 1、臺灣微型外匯商品交易量

資料來源：期貨公會（CNFA）



Market information

在指數類商品方面，CME集團於1997年起推出小型S&P 500指數期貨（E-mini S&P 500 Futures）、小型那斯達克指數100期貨（E-mini Nasdaq 100 Futures）、小型道瓊指數期貨（E-mini \$5 DJIA Futures）等全球熱門小型商品，不過隨著時間推移且股市高漲的情況下，促使小型期貨合約價值不斷增加，所需要的資金成本，容易讓一般交易人望而卻步。為了解決這樣的問題，CME集團於2019年5月首度推出微型期貨合約，與小型合約最大差異，即為合約規格為其十分之一，保證金門檻也隨之下降，對於資金相對有限的交易人來說更是一大福音，以

較少的資金成本，參與具流動性和波動度的商品，進而踏入期貨市場。根據FIA統計資料指出，2021年1-6月全球50大指數期貨合約，微型商品搶佔四席（如表1），在短短推出不到三年的時間，就具有一定流動性及市場地位，顯示交易人對於微型商品的熱愛，成為CME集團史上推出最為成功的合約商品，該集團也趁勝追擊，再推出微型選擇權及微型週選擇權商品，例如微型S&P 500選擇權（Options on Micro E-mini S&P 500 Futures）、微型S&P 500週選擇權（Weekly Options on Micro E-mini S&P 500 Futures），緊緊掌握微型商品當道的交易趨勢。

表1、全球50大指數期貨合約-微型商品排行

排名	合約名稱	交易量（Volume）		未平倉量（Open Interest）	
		2021年1-6月	同期變動	2021年6月	同期變動
9	微型那斯達克指數期貨 （Micro E-mini Nasdaq-100 Index Futures）	120,818,235	66.8%	41,092	19.9%
12	微型S&P500指數期貨 （Micro E-mini S&P 500 Index Futures）	113,305,641	6.4%	71,959	-7.7%
44	微型羅素2000指數期貨 （Micro E-mini Russell 2000 Index Futures）	19,267,008	59.9%	15,458	10.3%
48	微型道瓊指數期貨（Micro E-mini Dow Jones Industrial Average Index Futures）	16,128,699	-1.2%	18,602	47.6%

資料來源：美國期貨業協會（FIA）

歐洲期貨交易所（Eurex）同樣順應市場潮流趨勢，針對較小規模之期貨合約展開規劃，於2021年4月推出微型合約—包含微型歐元STOXX 50指數（Micro Euro STOXX 50 Index Futures）、微型德國藍籌（Micro Dax Futures）及微型瑞士SMI（Micro SMI

Futures），較既有標準合約規格小10倍，小型合約小5倍，再度降低交易人踏入歐洲期貨市場門檻，加上標的標準及小型合約，於市場上原就具有高流動性，開放微型合約後，可以提供交易人進行價差交易及增加套利，讓交易人更多精準套利機會；儘管相關

商品現行尚未允許臺灣交易人買賣，不過可期待未來主管機關開放後，交易人可以低交易成本的機會，參與歐洲市場行情與波動。

整體觀察微型商品佔全球期貨市場份額雖然仍相對較小，不過隨全球微型期貨出現爆炸性的成長，儼然證明微型商品當道的趨勢，已受到各國交易所的關注，紛紛推出各類期貨合約，臺灣主管機關也順應開放

相關微型商品（如圖2），現行主要以指數類、外匯類為主，但此波浪潮已讓CME集團決議推出更多元的交易商品，例如原物料類的微型輕原油期貨（Micro WTI Crude Oil futures）、利率類的微型債券期貨（Micro Treasury Yield futures），持續滿足交易人交易需求，臺灣交易人可待後續開放後，參與不同種類的微型商品交易契機。

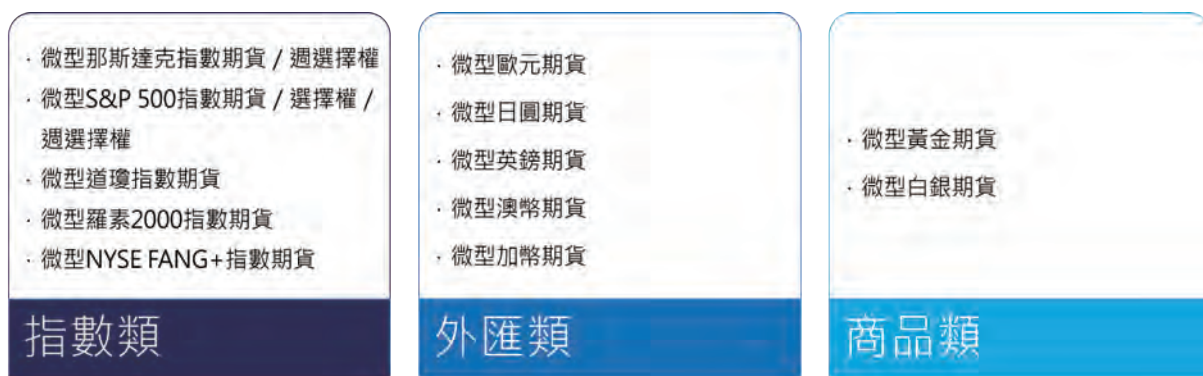


圖 2、臺灣期貨商得受託從事交易之國外微型期貨交易合約

資料來源：臺灣期貨交易所（截至 2021/08/13）

掌握微型商品優勢與特點

微型商品與傳統標準和小型商品有著共同的特色，多數商品近乎全天候交易，且屬於高槓桿操作，意味著能帶來高額報酬，但也可能損失超過原始投入的資金，故交易人不論選擇何種商品，於合約到期日之前，都皆需謹守風險控管；如挑選交易商品時，亦須留意商品及近遠月合約之流動性，避免選擇流動性較低的商品或合約；除了上述所提相同的特色之外，微型商品亦有其在交易上的優點和特色，適合初踏入期貨市場的新手、年輕及小資族群，可掌握以下重點，善用於期貨市場交易當中：

1. 保證金門檻相對低

許多交易人對於期貨具高槓桿感到興趣，尤其近年市場成長動能，來自於年輕及小資族群，多數或為期貨市場新手，如標準合約規格之S&P 500指數期貨所需原始保證金需要USD 63,250，小型S&P 500指數期貨則是需要USD 12,650，換算新臺幣動輒30-40萬以上，讓剛踏入期貨市場的新手們倍感壓力，但在微型商品的推出後，僅需要小型商品十分之一的保證金USD 1,265，即可輕鬆進入期貨市場，再藉由期貨交易的特色，在有限的資金下，爭取更高的獲利機會，亦或者具有現貨股票，於期貨市場進行相對應的避險，來因應市場大幅度的變化，



降低所帶來的損失。（註：各商品保證金請依照各交易所及期貨商公告為主。）

2. 資金管理效率化

在微型商品推出之前，期貨交易人可以針對其現貨部位進行避險，不過避險部位不盡然精準，隨著微型商品的導入，交易人可以更精準管理旗下避險策略，適時放大或減少交易部位，提供策略操作的靈活性，例如原先資金僅能單一口進出小型S&P 500指數期貨，若需執行分批進場或隨時加減碼，則須另外準備資金，但在微型商品推出後，可利用微型S&P 500指數期貨，執行分批進場或動態調整旗下策略，比起標準或小型合約來說，更具資金管理效率化之優勢。

3. 投資組合多樣化

上述提及資金管理效率化之外，交易者能在有限的資金下，藉由微型商品的特點，讓交易商品多元化或策略多樣化，靈活調整交易者旗下的投資組合，例如資金可拆分投入微型股指期貨類、微型外匯類或其他微型商品等不同種類，有效率分散市場交易風險；亦或者關注各國不同的貨幣政策，發覺其中強弱勢貨幣商品，進而在有限資金下，投入微型歐元期貨、英鎊期貨或日幣期貨等外匯期貨，跟隨著全球經濟發展趨勢，動態調整投資組合，達到多商品多策略分散風險。

國內市場跟風推動商品微小化

如開場所提，臺灣迎來重大交易變革－盤中逐筆交易及盤中零股措施，都讓整體臺股市場活絡起來，市場曾經一度擔憂臺股高齡化的問題，但隨著市場制度的調整，網路投資理財的普及化，吸引更多年輕及小資族群，根據臺灣證券交易所最新數據顯示，2021年7月開戶人數已達1,175萬戶，其中又以30歲以下族群增加4.49萬戶最為明顯，同時自然人成交值比重也提升至74.4%，定期定額方面投資金額也達到34億，皆創下歷史新高，突顯年輕族群為現貨市場增添動能。

觀察臺灣期貨市場，現行市場參與者自然人與法人各半，加上面臨全球遭受新冠肺炎疫情肆虐，大幅度推升金融市場交易及避險需求，也帶動臺灣期貨及選擇權市場交易量（如圖3），臺灣疫情控制則是相對於國外來說穩定，也因而在國內不同產業類股帶動之下，臺灣股市屢創新高，使得國內股價指數期貨商品規模不斷擴大，連帶提高了交

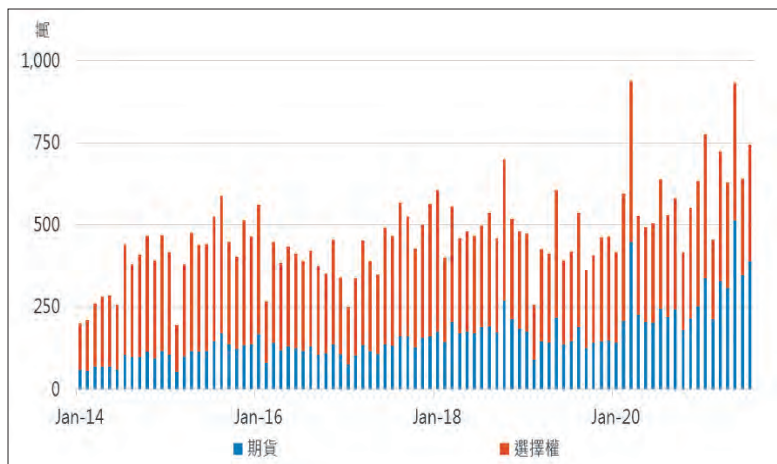


圖3、臺灣期貨及選擇權市場月交易量 資料來源：臺灣期交所（Taifex）

易商品的保證金，增加交易人的投資成本，且2020年30歲以下新開戶數佔整體開戶數逾23%，投資已近乎為時下年輕及小資族群的最熱門話題，衡量整體市場發展及需求，並且因應全球期貨商品微型化趨勢，臺灣期交所接連推出的新商品都朝向小規格設計。

其中最受矚目的為2021年2月規劃降低股票期貨小型契約掛牌門檻，主要為臺灣股市交易熱絡，部分股票標的股價高漲，為了讓更多投資人增加交易機會，將原先小型股票期貨標的證券平均價格500元的門檻，調降成300元，截至2021年8月從既有9檔小型股票期貨商品，已增至19檔股票期貨標的，使得更多股票標的可以納入小型股票期貨的範疇當中，有助於臺灣期貨市場交易量成長；而標準股票期貨契約單位為每口2,000股，小型股票期貨契約單位則為每口100股，相對所需之保證金較小，其高價位的標的，也具備當沖、多空靈活操作、低交易成本及高槓桿之特性；同時標準及小型股票期貨契約亦可能產生相對價差和套利交易機會，可藉由此進行強弱勢價差交易策略，更能活絡股票期貨市場發展。

指數類期貨方面，衡量電子類股佔台股比重近7成，電子期貨契約規模持續成長，以及保證金門檻高漲，不易年輕及小資族群等交易人進入交易，進而規劃較現行電子期貨規模小八分之一商品，保證金門檻降至NTD22,500，並安排於2021年6月上市小型電子期貨，上市首月交易量達18萬口，僅次於大小臺、股票期貨之後，亦超過原先標準

電子期貨交易量，更受到交易人的青睞，對於臺灣期貨交易所來說，未來可朝向微小型方向規劃更多元的金融商品，滿足國內交易人交易需求。另外一方面，基金市場也於同月份推動新措施，可視指數股票型基金（ETF）情況，依照基金信託契約召開受益人會議，執行ETF分割或反分割機制，即為將受益單位數分割增加受益單位，相對單位淨值則是等比例下降，分割後可為商品增添吸引力及流動性，反之推行反分割機制，則有助於提升ETF淨值，避免基金因淨值過低必須下市問題，以穩定整體ETF市場發展，然而面對機制可視情況調整，微小型期貨存在就更具重要性，可隨時配合ETF狀態進行動態調整。

綜合以上所述，期貨市場商品微型化的誕生，解決全球股市高漲，進而增加既有期貨合約價值，所需要較高資金成本的問題，同時吸引年輕族群進入交易領域，藉由期貨原有的交易特質，以及微型商品獨特的優勢－「保證金門檻相對低」、「資金管理效率化」和「交易組合多樣化」，讓更多交易人可參與國內外具有流動性、波動度的微小型期貨商品。接下來將介紹不同市場的微型商品，包括產品發展現況、市場概況等資訊，以利讀者了解相關訊息，交易人亦可按產品特點，掌握投資交易契機，妥善資金管理及投資組合。





芝商所微型期貨產品發展

大昌期貨◎謝瑋倫

把合約規格變小後的契機

芝加哥商業交易所集團¹（CME Group）隨著國際期貨市場發展，為降低交易門檻以及提高交易人市場參與度，開始分割商品規格，設計規格較小、保證金需求較低之期貨契約，提供市場參與者的投資組合能有更大的靈活性。

美國股市的S&P500、道瓊工業、那斯達克等指數一直是全世界投資人關注的焦點，隨著近年美股不斷創高，以指數為標的之期貨商品因契約價值變的更大。以CME推出的商品中較熱門的標普500（S&P500）指數期貨為例，自1982年4月21日首度推出時指數約為115點，隨著指數持續創新高，於1997年9月9日再推出小型（E-mini）標普500指數期貨，在推出S&P500指數時，點位來到了近930點，隨後再陸續推出包含小型道

瓊期貨、小型那斯達克期貨等等多檔小型股價指數類期貨。

微型指數的推出

小型指數期貨推出後很快就成為市場接受度極高的商品，但在經歷了科技泡沫與金融海嘯後，隨著歐美景氣復甦與各企業獲利創高下，各大指數近年也屢創新高。在2019年5月6日CME再度推出四檔包含標普500、道瓊工業、那斯達克100與羅素2000為標的，合約規格只有小指數期貨十分之一的微型小（Micro E-mini）指數期貨。自CME微型小指數商品推出以來至今年6月合計成交超過8億口，目前這四個指數的日均量總和逾150萬口。全球交易微型小指數期貨日漸熱絡，參與者來自190多個國家。

¹ 芝加哥商業交易所集團（CME Group）是一家位於美國芝加哥的全球金融衍生品市場，擁有 150 年歷史。最早為芝加哥商品交易所（CME），市場參與者可以在此買賣商品以管理風險。每年平均經手 30 億份合約，價值約 1 千兆美元；隨著業務不斷擴充，與芝加哥期貨交易所（CBOT）、紐約商業交易所（NYMEX）和紐約商品交易所（COMEX）建立了合作夥伴關係，提供涵蓋所有主要資產類別的全球基準產品，包括基於利率、股票指數、外匯、能源、農產品、金屬、天氣和房地產的期貨和期權。

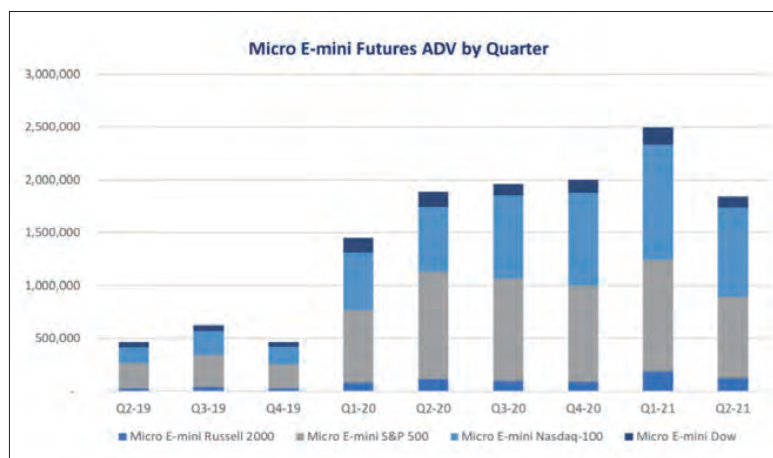


圖 1、四個 CME 微型小指數日均量，以季統計（資料來源：CME Group）

變小後的期貨契約有著用新臺幣數千元至三萬元左右即可參與市場的優勢，推出後成功吸引市場參與者的目光。當然不只是股價指數類，包括了外匯、公債、金屬、農產品、原物料甚至是虛擬貨幣相關的期貨商品紛紛因應交易人需求推出微小型的規格，不

但讓小資族可以輕鬆參與國內外股市行情，且能更精準、靈活地管理部位大小，用更少資金達成投資組合多元配置的效果，也讓市場有更豐富且多樣性的選擇。

外匯市場是全球金融交易額最龐大的市場類別，平均每天交易量達到 6.6 兆美元帶來巨大的交易潛力，CME 目前提供了各個主要貨幣兌美元相關期貨。第一個微型商品就是於 2009 年首次推出的微型外匯期貨，讓交易人可以用較低的保證金即可追蹤這個交易量最具規模性的外匯市場。

輕鬆交易全球最大的金融資產類別

表 1、CME Group 推出的四項微型指數契約規格表

交易所	CBOT	CME	CME	CME
商品	微型道瓊 (MYM)	微型標普 500 (MES)	微型那斯達克 (MNQ)	微型羅素 2000 (M2K)
與標準規格合約之比例	1/10	1/10	1/10	1/10
契約價值	指數 × 0.5 美元	指數 × 5 美元	指數 × 2 美元	指數 × 5 美元
最小跳動點與跳動值	1 點 = 0.5 美元	0.25 點 = 1.25 美元	0.25 點 = 0.5 美元	0.1 點 = 0.5 美元
交易月份	季月 (3、6、9、12 月)			
交易時間 (臺灣時間)	06:00~ 隔日 05:00 (若冬令則延後 1 小時)			
* 保證金	990 美元 [約 27,720 NTD]	1,265 美元 [約 35,420 NTD]	1,870 美元 [約 52,360 NTD]	715 美元 [約 20,020 NTD]
1% 漲跌幅損益	175 美元 [約 4,900 NTD] (以 35000 點為基準)	210 美元 [約 5880 NTD] (以 4200 點為基準)	300 美元 [約 8,400 NTD] (以 15000 點為基準)	115 美元 [約 3220 NTD] (以 2300 點為基準)

* 匯率以 1 美元兌 28 元新臺幣計算，保證金為 2021/8/27 資料，下同。



Market information

表2、CME Group主要的微型外匯商品契約規格

交易所	CME	CME	CME	CME	CME	CME
商品	微型澳幣 (M6A)	微型英鎊 (M6B)	微型加幣 (M6C)	微型歐元 (M6E)	小型歐元 (E7)	微型日圓 (M6J)
與標準規格合約之比例	1/10	1/10	1/10	1/10	1/2	1/10
契約規格	10,000 澳幣	6,250 英鎊	10,000 加幣	12,500 歐元	62,500 歐元	1,250,000 日圓
最小跳動點與跳動值	0.0001 點 =\$1 美元	0.0001 點 =0.625 美元	0.0001 點 =1 美元	0.0001 點 =1.25 美元	0.0001 點 =6.25 美元	0.000001 點 =1.25 美元
交易月份	季月 (3、6、9、12 月)					
交易時間 (臺灣時間)	06:00~ 隔日 05:00 (若冬令則延後 1 小時)					
* 保證金	176 美元 [約 4,928 NTD]	237 美元 [約 6,636 NTD]	130 美元 [約 3,640 NTD]	242 美元 [約 6,776 NTD]	1,210 美元 [約 33,880 NTD]	226 美元 [約 6,328 NTD]
1% 漲跌幅損益	72 美元 [約 2,016 NTD] (以 0.72 為基準)	86 美元 [約 2,408 NTD] (以 1.37 為基準)	78 美元 [約 2,184 NTD] (以 0.78 為基準)	120 美元 [約 3,360 NTD] (以 1.2 為基準)	600 美元 [約 16,800 NTD] (以 1.2 為基準)	112.5 美元 [約 3,150 NTD] (以 0.009 為基準)

資金的避風港-貴金屬

貴金屬在政治與經濟動盪與發生通貨膨脹時，是許多人為資產保值的常見選擇。2020年因中美貿易問題與新冠病毒（COVID-19）疫情擴散影響，黃金的價格一路乘風破浪創下了新高，也吸引許多人關注貴金屬市場的行情。

CME自2010年推出微型黃金期貨，是亞洲地區的交易人十分青睞的商品，有接近

半數的成交量來自美國以外的交易人，亞洲地區主要的交易時間，交易量更是占全市場 40%。

CME微型輕原油期貨誕生

近年來國際間發生了包含戰爭、地緣政治紛擾以及新冠肺炎疫情等因素影響著原物料的價格，在2020年4月20日NYMEX的WTI輕原油期貨價格竟史無前例出現負數的價格，隨後對於原物料價格相關的議題，近期

總是隨著經常浮上檯面。CME於2021年7月12日推出了比起WTI輕原油期貨（WTI Crude Oil Futures）小1/10的微型WTI輕原油期貨開放交易，不過目前微型WTI輕原油還不是臺灣主管機關核准的期貨商得受託從事期貨交易之交易契約，如果想透過臺灣期貨商交易這個新商品還必須耐心地再等等。

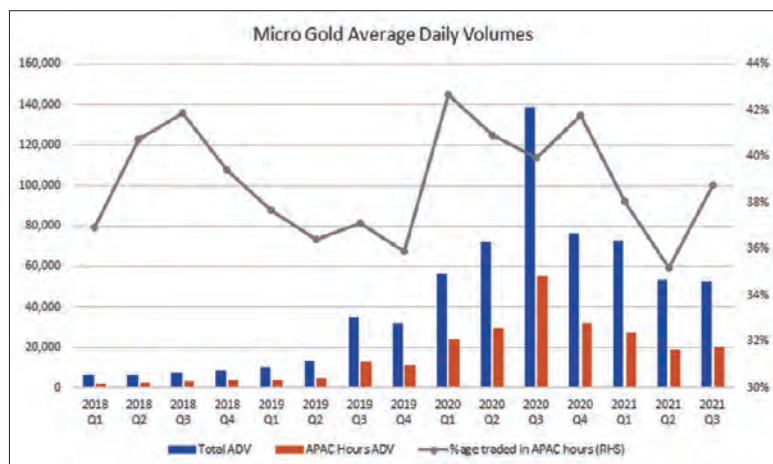


圖 2、COMEX 微型黃金期貨日均交易量統計

表3、CME主要的微型金屬類商品契約規格表

交易所	COMEX	COMEX
商品	微型黃金 (MGC)	微型白銀 (SIL)
與標準規格合約之比例	1/10	1/5
契約價值	10 盎司	1000 盎司
最小跳動點與跳動值	0.1 點 =1 美元	0.5 點 =5 美元
交易月份	2.4.6.8.10.12 月	3.5.7.9.12 月
交易時間 (臺灣時間)	06:00~ 隔日 05:00 (若冬令則延後 1 小時)	
保證金 (*2021/08/24 資料)	908 美元 [約 25,424 NTD]	2,970 美元 [約 52,360 NTD]
1% 漲跌幅損益	180 美元 [約 5,040 NTD] (以 1800 元 / 盎司為基準)	240 美元 [約 6,720 NTD] (以 2400 元 / 盎司為基準)

表4、NYMEX WTI輕原油相關期貨比較

交易所	NYMEX	NYMEX	NYMEX
商品	微型 WTI 輕原油期貨 (MCL)	E-Mini WTI 輕原油期貨 (QM)	WTI 輕原油期貨 (CL)
契約價值	100 桶	500 桶	1,000 桶
與標準規格合約之比例	1/10	1/2	1 (標準)
最小跳動點與跳動值	0.01 點 =1 美元	0.025 點 =12.5 美元	0.01 點 =10 美元
結算	現金	現金	實物
到期時間表	WTI 原油期貨 (CL) 到期日前一日		標準
交易時間 (臺灣時間)	06:00~ 隔日 05:00 (若冬令則延後 1 小時)		
* 保證金	583 美元 [約 27,720 NTD]	2,915 美元 [約 35,420 NTD]	5,830 美元 [約 52,360 NTD]

結語

近年來各主要交易所因應市場需求對新商品皆有微小化規格的趨勢，微型期貨商品的推出提供了降低交易門檻、精準建立部位規模大小以及在有限的資金為交易組合可以更多元等一系列獨特的優勢，對於不論是剛進市場的新手到資深交易人，所有經驗水平

的市場參與者均是非常具有吸引力的契約。在微型WTI原油推出後，CME達成橫跨所有金融資產類別的微型商品大滿貫，提供在有限的資金可以選擇更多不同類別的商品，讓期貨交易各方面更加健全。





歐洲期貨交易所微型期貨產品發展

歐交所◎馮治超

微型合約發展背景

2008年全球股市走出金融海嘯後，受惠於經濟成長發展與主要國家的中央銀行維持低利率政策為金融市場持續注入資金，市場啟動十數年的多頭週期，尤其在2020年初始，新冠肺炎疫情爆發，全球股票市場在第一季度急遽下跌，為了避免股災引起金融市場連鎖反應，許多國家紛紛祭出救市手段，市場反而在此激勵政策下拉出歷史性的反彈幅度，數月之間各國股票迅速恢復至疫情前的價格水準，不論是科技公司或是傳統價值型股票，許多股票價格皆以倍數成長，指數不斷突破歷史新高。作為全球經濟

與股市領頭羊，美國的S&P500股票指數相較2009年1月成長接近5倍，而以科技股當道的Nasdaq100指數更成長超過12倍，特別是在2020年間大幅成長；同一時間，臺灣股價指數則上升3.6倍，歐洲的Eurostoxx50與德國的DAX指數也增長2至3倍，如圖1所示。另外，當指數採總報酬指數（Total Return Index），相較於價格指數，總報酬指數除了記錄股票價格的變化以外，也計入股息與股利的再投資報酬，因此隨時間下來，當股息股利率的長年累積，指數值會自然而然升高，如德國指數DAX即是國際上比較知名的總報酬指數。

表1、2009-2021年指數變化

	美國 S&P500	美國 Nasdaq100	歐洲 Eurostoxx50	德國 DAX30	臺股指數 TXO
1/1/2009 指數值	905	1,180	1,898	4,857	4,725
7/31/2021 指數值	4,402	14,957	4,084	15,537	17,135
成長倍數	4.9x	12.7x	2.2x	3.2x	3.6x

在全球投資人同樂於這場資金派對之際，水漲船高的指數位也使期貨合約規格逐漸變得不堪負荷，尤其對於中小型包含一般投資人更是如此，因此適當地調整期貨合約是必要之舉，交易所與期貨產品必須與時俱進因應市場需求的變化；而早在1997年9月，芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）便在S&P500指數突破1,000點後推出 E-Mini S&P500期貨，時至今日，絕大多數的成交量與未平倉量已經轉

移至E-mini版本，因此該交易所宣布原始的S&P500期貨在2021年9月17日下市。類似調整在其他交易所也屢見不鮮，例如日本交易所於2006年推出Mini Nikkei225期貨，Eurex在2015年推出的Mini DAX期貨，近年來陸續有不同交易所在原有期貨之外推出微型期貨，目前市場上包含股價指數、原油、匯率以及商品期貨與選擇權都有大小規格的合約供交易人選擇。

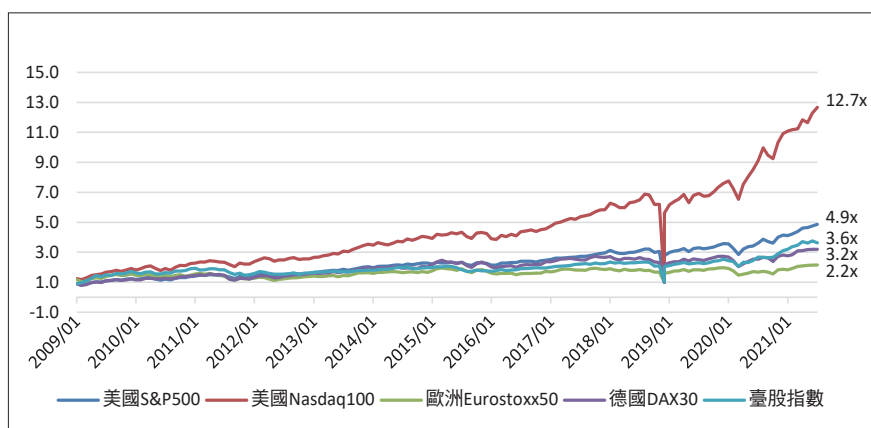


圖 1、全球指數 2008-2021 走勢圖

第二個促成微型期貨興起的重要原因，是全球市場個人客戶力量的崛起，而微型期貨所需不多的保證金要求降低了小型資金進入市場的門檻。近年來海內外個人投資者參與金融交易風氣不斷上升，長期的低利率環境導致低風險、被動性的金融工具如銀行定存報酬率大不如80、90年代，為了加速累積財富的速度，中青世代投資人轉而採取主動式投資風險較高的標的，股票毫無疑問是最多人選擇的戰場，另外再加上槓桿效果工

具，如期貨、選擇權，放大資金效果；同一時間金融科技、交易電子化以及行業競爭的發展，現今個人投資者可透過前所未有的低成本管道交易，網際網路與手機裝置提高交易的便利性，突破地域的限制，同時各家經紀商紛紛推出低廉甚至零交易手續費吸引客戶，並且在資訊軟體下足功夫不斷推陳出新，投資人可說是最大的受惠者。

此現象在2020年受到進一步催化，隨著市場上竄下跳的過程，一支股票價格可以輕



Market information

易出現單日雙位數的變化幅度，加上電視、網路新聞以及社群媒體等傳播媒體的推波助瀾，市場熱點像是特斯拉、Gamestop等不論股價上漲或下跌都充滿話題性，吸引更多的個人客戶開始關注、投入金融交易市場，同時許多民眾因為疫情不得不在家，獲得額外的空閒時間以及省下來的旅遊、娛樂支出，甚至是來自政府的疫情補貼金，這些都增加民眾投入股票交易的動機與資金。從數據上來看，除了中國、韓國與臺灣一向具相當程度的散戶力量，這股風潮也在美國、歐洲等地擴散，以往這些地區的個人投資者在市場活躍的比例相當低，約在10%以下，然而根據不同研究機構與交易所公布的資料，不論在歐洲還是美國，2020年個人客戶參與股票市場的數量都成長一倍以上，是驅動微型期貨產品的重要推力。

透過比較臺灣臺指期、美國CME、韓國交易所與香港交易所上市五檔分別掛有原型與小/微型商品，一如預期地，大部分原型合約2021年的交易量較2020年衰退，這是由於去年市場經歷極大的波動性刺激出了高成交量，而今年則恢復至疫情前的水準，僅有臺指期今年成交量仍保持個位數的成長率，主要可歸因於今年5月份本土爆發疫情以來首次的大規模感染，導致市場大跌，5月份臺指期交易量較今年平均多25%；相較之下，小/微型商品今年的成交量表現有所不同，儘管市場波動性回落，個人交易者持續加入市場注入新血，尤其是受個人投資者廣為熟悉的指數，如Nasdaq100、臺灣加權指數與韓國綜合200指數，其小/微型商品年成長率超出原型商品20-30個百分點，亦反映期貨市場這股新勢力的崛起對於交易所的戰略意義。

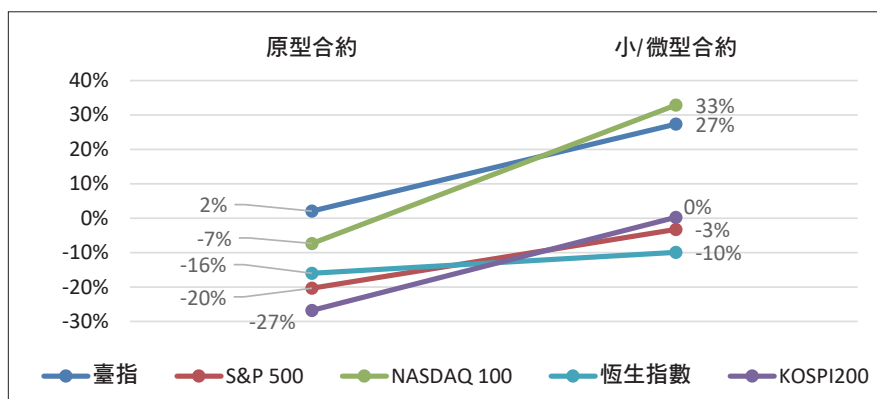


圖 2、2020-2021 成交量變化 (原型 vs 小/微型合約)

歐交所微型期貨發展

為了完善客戶的投資組合，提供客戶進行歐洲股市布局與風險調控的新工具，歐洲期貨交易所 (Eurex) 於2021年4月19日推

出3檔微型股價指數期貨商品：微型德國指數、歐洲藍籌50指數期貨與瑞士指數，著眼於國際市場期貨與選擇權商品朝小型化發展；為方便客戶交易，合約乘數採歐元/瑞郎1元設計，指數值即為期貨合約規格。而

為了使客戶掌握任何交易機會，微型德國指數、歐洲藍籌50指數期貨在臺灣時間早上8:15即開盤交易，直至隔日凌晨4點收盤（冬令時間為凌晨5點）。

根據產品發行準備工作中得到的客戶反饋，對於微型商品有興趣的不限於個人投資者，國際間主要的自營商與許多中小型基金客戶也表達支持，部分基金公司、家族辦公室認為加入微型期貨投資組合可以達到更精確的投資組合避險，而專業交易機構普遍相信新的合約可創造更多交易機會，包含大小

合約套利、跨標的相對價值策略。

發行新商品，初期流動性的建立是十分關鍵的階段，許多專業投資人會視市場流動性決定是否投入資金，而在短短四個月的上市時間中，Eurex微型期貨繳出亮眼的成績單，截至7月底累積成交量接近四十萬口，其中微型德指期貨7月份平均每日交易量達到8,523口，較前一個月成長了168%。造市商與專業交易商也十分支持，多元化的市場參與者使買賣價差逐步縮窄到1至2個跳動點，為日後向上發展奠定了良好流動性基礎。

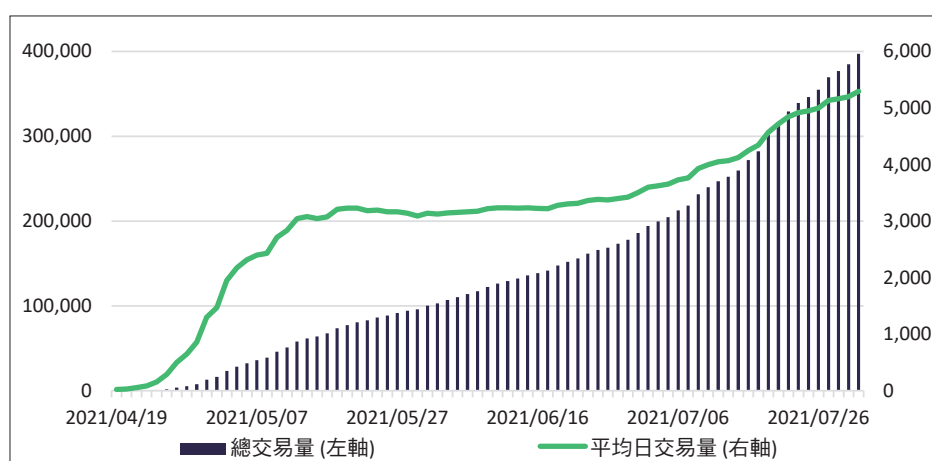


圖 3、歐交所微型期貨成交量發展

此外，歐交所與韓國交易所合作掛牌一日到期小型韓國綜合200指數期貨，是目前全球唯一交易韓國市場的夜盤商品，該商品延續雙方自2010年推出的Eurex/KRX Link機制，在韓國市場收盤後於歐交所系統中加掛每日到期期貨，而當日在歐交所的未平倉量將會於隔天早上轉回韓交所。近兩年此商品的夜盤交易量從2020年平均日交易量為3,778口，也大幅成長至2021年1-7月平均每天交

易6,934口合約。

綜觀全球市場，隨著金融科技持續發展進步，許多金融服務業務皆以普惠金融為發展導向，旨在將產品、服務延伸至過往不易進入體系的群體，而交易所掛牌的微型期貨，具有資金需求小、中央對手方清算以及交易成本低等優勢，協助一般投資人，在可接受的投資風險範圍內，踏出期貨交易的第一步。



SGX透過微型合約提高交易效率

新加坡交易所大中華區業務發展首席代表◎李智偉

資訊與交易平台的普及化帶來了更多元化的市場參與者並豐富了交易目的。這也給傳統上以法人投資者居多的交易市場帶來了新的課題 - 如何整合所有市場參與者的交易目標，以達到流動性的整合。

為了達到整合目標，過去10年市場經歷了多輪變革。為配合散戶的參與，交易平台逐漸走向一站式服務，客戶可以透過單一平台橫跨不同交易所，甚至是多個資產類別來進行交易。此外，被動投資的興起，例如交易所買賣基金（ETF），也為散戶參與創造了更為便利的條件，降低了進入多個市場的交易門檻。產品的多元化也促使交易所開始專注於提升保證金運用的效率，以幫助客戶降低資金成本。在所有的變革中，其中一項影響深遠的變革就是透過合約規格的小型化

來降低交易門檻並讓市場參與者更為有效地進行風險管理。

合約規格轉變的影響

合約規格的小型化帶來了諸多影響。首先是滿足了中小企業客戶及散戶的交易和風險管理需求。一方面合約規模的縮小減少了資金需求，便於中小企業客戶及散戶入場；另一方面，最小升降單位所引發的資金變化也相對減少，適合風險承受力相對較弱的中小企業客戶及散戶。

合約規格的小型化也可以進一步增加流動性，並便於更為精準地管理投資組合的相關風險。對於傳統的法人客戶，合約規格的縮小代表了交易口數的增加，並可能增加滑

價風險以及交易費用。但是隨著更多的市場參與者加入並帶來更多的資金，以及造市商可以運用更多產品來管理風險，微型合約的交易風險並無顯著增加。另外，隨著科技的進步以及資源整合，市場開始針對客戶的實際需要來進行客製收費，這使得交易相關費用得到有效的控制，在降低整體的交易門檻之餘創造了有利的獲利環境。

合約規格的改變也豐富了交易所產品系列。作為一種創新的衍生品，小型和迷你合約增添了產品的多元化，在提升交易所競爭力的同時，使整個市場參與者各方受益。

新加坡交易所的演變

隨著日經225指數期貨於1986年問世，新加坡交易所也迎來了首批國際法人交易者。隨著交易環境的改變，市場也逐漸注意到需要多元發展才能持續成長。從開始階段銀行體系的交易平台，到近年崛起的獨立金融科技交易平台，客戶可以有更多的選擇來入市交易。新加坡交易所也漸漸透過發行迷你合約來幫助市場進行更高效的交易。另外，為了因應新常態，現有的主流合約也進行了小型化。

新交所合約	合約規格更改	更改內容	更改日期
富時中國 A50 期貨	最小升降單位	5 美元調整至 1 美元	2015 年及 2020 年
MSCI 新加坡期貨	合約規模	50% 原合約規模	2015 年 11 月
日經指數期貨	發行小型期貨合約	20% 原合約規模	2017 年 11 月
離岸人民幣期貨	發行小型期貨合約	25% 原合約規模	2021 年 5 月
鐵礦石期貨	發行小型期貨合約	20% 掉期合約規模	2013 年 4 月

新交所富時中國A50指數期貨不斷發展並創造價值

作為新交所的旗艦產品之一，新交所富時中國A50指數期貨合約對最小升降單位進行調整，由2.5個指數點（2.5美元）減至1個指數點（1美元），於2020年10月5日起生效。此前在2015年1月，A50的最小升降單位曾由5個跳動點（5美元）減半至2.5個跳動點後（2.5美元），日均成交額幾乎比過去6個月倍增。

合約改變動機

- 合約小型化可降低交易成本。
- 透過合約規模小型化來讓客戶更精準地執行交易策略，尤其是持倉轉月相關的交易。
- 更多參與者可進場交易，並提高整體流動性，以及降低相關滑價風險。



Market information



未來趨勢：交易環境持續進步

隨著市場對多元管理資產的需求與日俱增，合約規格的微型化可望逐漸拓展至不同資產類別。新加坡交易所也會持續推出新的

產品及服務來滿足市場需求。我們希望能為國際客戶打造一個多元資產的交易環境，並進一步提高資金運營效率。



港交所恒生指數及國企指數小型期貨

資料來源港交所

◎期貨公會整理

恒生指數（恒指）及恒生中國企業指數（國指）分別是香港藍籌股及H股（即在香港上市的中國企業）走勢的指標，也是香港市場上歷史最悠久、最具代表性的股票指數，以其為基準的恒指期貨（於1986年5月推出）及國指期貨（於2003年12月推出），依港交所2021年截至8月12日之日均量數據分別約14萬口及12萬口，是當地交易相當活絡的期貨合約。

為利散戶交易人買賣，香港期貨交易所於2000年10月推出小型恒生指數期貨（小恒指），隨後於2008年8月推出小型恒生中國企業指數期貨（小國指），交易時段如表1，其特色如下。

表1、小恒指及小國指交易時間表(香港時間)

盤前交易時段	8 時 45 分至 9 時 15 分； 12 時 30 分至 13 時
交易時間	9 時 15 分至 12 時； 13 時至 16 時 30 分；
盤後交易時段	17 時 15 分至凌晨 3 時正

小恒指及小國指相關交易資訊，請瀏覽港交所網站 www.hkex.com.hk

一、低交易門檻

小型期貨的最大優勢莫過於交易門檻低。恒指及國指小型期貨的合約價值為標準合約的五分之一，標準合約每指數點為50港元，小型合約則為10港元。交易一口恒指或國指小型期貨的原始保證金及維持保證金亦是標準合約的五分之一（請參表2）。



Market information

表2、恒指及國指標準合約與小型合約保證金比較表

期貨	代碼	原始保證金	維持保證金
恒指期貨	HSI	124,222 港元 (約 34,752 新臺幣)	99,377 港元 (約 27,802 新臺幣)
小型恒指期貨	MHI	24,844 港元 (約 6,950 新臺幣)	19,875 港元 (約 5,560 新臺幣)
國指期貨	HHI	45,951 港元 (約 12,855 新臺幣)	36,760 港元 (約 10,284 新臺幣)
小型國指期貨	MCH	9,190 港元 (約 2,571 新臺幣)	7,352 港元 (約 2,057 新臺幣)

資料來源：港交所，2021年8月12日數據。保證金數額會因市場狀況有所調整，最新資訊請瀏覽港交所網站。並以同日彭博匯率換算新臺幣金額。

港交所亦為恒指、國指的標準及小型合約提供保證金互抵功能，例如小型恒指期貨合約與標準恒指期貨合約的保證金可以100%互抵，使投資組合配置更靈活。

二、流動性充裕

香港作為國際金融中心，擁有成熟而且多元化的投資者基礎，為期貨市場提供豐厚流動性。於2020年，港交所的衍生產品合約平均每日成交量達到1,133,435口¹，其中恒指及國指標準衍生產品的成交量共占逾一半。

小型恒指及國指期貨市場的流動性亦持續增長，並獲當地及海外交易人活躍參與。截至2021年8月12日，小恒指及小國指的未

平倉交易量分別為14,566口及6,640口，成交量穩步上升（見圖1），交易狀況在市場波動時尤其活躍，例如小恒指的單日成交量在2020年3月19日港股大跌市時急增，達到298,812口。

三、與時俱進的股市指標

作為全球第五大股票市場²，香港股市瞬息萬變，尤其是在2018年港交所推出了近年來最大的一次上市制度改革之後，有更多新經濟企業赴港上市，為香港股市的結構帶來天翻地覆的變化。為了緊貼市場轉變，恒生指數有限公司於今年5月21日起就恒指及國指的編制實施有史以來最大改革，目標於

¹ 資料來源：Futures Industry Association，數據包括股票指數、個股、匯率、利率及商品的衍生產品合約的成交口數

² 資料來源：港交所、股票交易所排名以上市公司市值計，數據截至2021年8月10日



圖 1、小型恒指及國指期貨平均每日成交量（口） 資料期間：截至 2021 年 8 月 12 日

2022年中前將成份股數目由50支增加至80支³，最終希望將成份股提升至100支，以擴大市場覆蓋率。

擴充後的恒指將更具代表性，行業覆蓋更平均，在醫療保健業及消費行業的成份股權重將獲提升，而傳統金融業的權重將相應降低。這次改革亦將企業上市時間之條件縮短至三個月，以迅速納入新股。另外，恒指

及國指的成份股權重上限被收緊至8%，以改善權重集中的情況。

四、靈活應用

以恒指及國指為相關指數的衍生產品種類多元，與小恒指及小國指相輔相成，讓交易人可靈活地進行投資策略，請參表3。



表3、恒指及國指產品生態圈

恒生指數	恒生中國企業指數
恒行指數期貨	恒生中國企業指數期貨
恒行指數期權	恒生中國企業指數期權
每周恒行指數期權	恒生中國企業指數總股息累計指數期貨
恒行指數總股息累計指數期貨	恒生中國企業指數淨股息累計指數期貨
恒行指數淨股息累計指數期貨	小型恒生中國企業指數期貨
小型恒行指數期貨	小型恒生中國企業指數期權
小型恒行指數期權	
股息期貨	
恒行波幅指數期貨	

³ 資料來源：恒生指數有限公司

https://www.hsi.com.hk/static/uploads/contents/zh_hk/news/consultations/20210301T000000.pdf



TAIFEX 小型契約推陳出新 獲市場青睞

◎臺灣期貨交易所 黃定容經理

壹、前言

為降低交易門檻，提供一般交易人以小額資金參與電子類股交易，及法人機構得以更精確方式進行避險，臺灣期貨交易所（期交所）繼陸續掛牌小型股票期貨後，於6月28日再推出一檔小型指數期貨契約-小型電子期貨，至8月底止，日均量達3,876口，顯示小型期貨契約具一定發展潛力，符合市場需求。

其實期交所早於2001年4月9日即推出小型臺指期貨，目前已成為臺灣期貨市場最活絡期貨契約，今年上半年更名列亞洲市場交易量排名第3大指數期貨契約。此外，最為活絡選擇權契約-臺指選擇權，契約規模與小型臺指期貨相同，同屬小型契約，今年

上半年名列全球交易量第7大指數選擇權契約，可見小型契約在臺灣早已蔚為風潮。

期交所規劃新商品，主要依市場發展情形、商品目標客群、交易行為及需求、商品區隔性等，進行契約規格設計，從2001年推出小型臺指期貨、2016年加掛小型股票期貨，再到2021年掛牌小型電子期貨，即著眼於滿足不同交易族群交易需求，並提供跨商品交易機會，更因此帶動市場大幅成長，創造雙贏。

貳、小型臺指期貨及臺指選擇權

期貨市場於1998年推出第一檔臺指期貨，交易量逐步穩定成長，鑑於小額投資人市占市場相當交易比重，再加上臺指期貨契

約規模超過百萬，交易門檻已高，因此，2001年率先推出小型臺指期貨，將契約規模，由每點新臺幣200元，調降為50元，亦即交易人僅以1/4資金即可參與大盤指數交易。隨著大盤指數屢創新高，小型臺指交易門檻相對較低，交易日趨

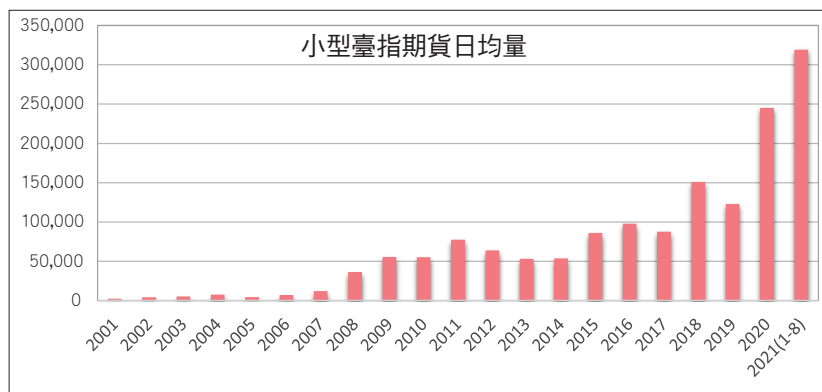


圖 1、小型臺指期貨日均量 (單位：口)

活絡，2020年日均量達24.5萬口，超越臺指期貨，成為最活絡期貨契約，2021年1至8月日均量319,116口，較2020年成長30.19%，以2021年8月6日大盤指數17,439點為例，最近月小型臺指期貨每口契約規模87.2萬元，原始保證金4.6萬元，與高同質性商品-台灣50 ETF相較，所需資金約僅為1張元大台灣50 ETF 1/3；此外，同於2001年推出之臺指選擇權，契約乘數每點設計為50元，契約規模同小型臺指期貨，亦屬小型契約，由於選擇權具有交易成本低，槓桿效益大等特色，同樣受到交易人青睞，交易量亦屢創新高，為最熱絡選擇權契約，2020年日均量超過80萬口，此外，2021年5月12日，小型臺指期貨創下單日歷史新高交易量達863,715口；臺指選擇權則為歷史次高交易量達2,375,483口。

小型臺指期貨與臺指選擇權自2001年上市至今已逾20年，小型臺指期貨上市首年日均量為2,334口，2021年1月至8月日均量為319,116口，成長137倍，同期間臺指選擇權日均量由856口大幅增加至875,130口，成長1,022倍，顯示小型契約備受交易人歡迎。

參、美國道瓊期貨、標普500期貨及那斯達克100期貨

期交所於2017年及2019年推出以美國最具代表性之道瓊工業平均股價指數、標普500股價指數及那斯達克100股價指數為標的之三檔期貨契約，以新臺幣計價，並提供夜盤交易，以涵蓋美股白天主要交易時段，朝小型化契約規模設計，契約乘數每點分別為新臺幣20元、200元及50元，以提供交易人以小額資金參與美股交易管道。以2021年8月6日最近月契約規模分別為70萬元、88萬元及76萬元，與小型臺指期貨相近，每口原始保證金分別為4.6萬元、5.7萬元及5萬元，透過現有國內期貨交易帳戶即可參與交易，且僅需支付小額保證金，2020年該等商品日均量分別為10,628口、1,045口及2,853口，有一定交易需求。

肆、股票期貨加掛小型契約

2010年期交所推出股票期貨，標的證券包含上市櫃公司股票及ETF，每口股票期貨



Market information

契約表彰2,000股現貨股票。至2021年8月，計推出長榮、群創及聯電等228檔標的證券，提供交易人多樣化標的選擇，2021年在股票市場日均成交值超過新臺幣4,000億元帶動下，股票期貨日均量超過33萬口，較2020年10萬餘口，成長幅度超過2倍，成為最受交易人歡迎期貨契約之一。隨著上市櫃公司業務成長，許多公司股價水漲船高，高價位股票期貨參與門檻大幅提升。以台積電股票期貨為例，2021年8月31日最近月台積電股票期貨結算價高達614元，契約規模約123萬元，交易1口台積電股票期貨所需原始保證金為16.6萬元，對資金有限交易人而言，影響其交易意願。

為降低交易人參與高價位股票期貨契約之資金成本，期交所於2016年開始加掛小型股票期貨契約，1口小型股票期貨契約表彰100股現貨股票，為一般現貨股票交易單

位（1,000股）1/10，大幅降低交易人資金負擔。以小型台積電期貨為例，結算價614元，保證金適用比例為13.5%，交易1口小型台積電股票期貨所需原始保證金為8,289元（ $614 \times 100 \times 13.5\%$ ），相對原型台積電股票期貨僅1/20，可滿足其以較少資金參與交易台積電股票期貨之需求。至2021年8月，期交所已加掛19檔小型股票期貨契約（表1），以小型台積電期貨、小型聯發科期貨及小型聯詠期貨為例，2021年1至8月3檔小型股票期貨日均量分別為3,803口、2,156口及1,606口。

股票期貨可當日沖銷，且無多空交易籌碼限制，操作靈活，且具有交易成本低及財務槓桿高等特性，小型契約因契約單位為100股，保證金參與門檻低，可提供交易人以小額資金參與高價位股票交易機會，推出以來，受到市場歡迎，交易量亦穩定成長。

表1、期交所小型股票期貨契約一覽表

序號	標的證券代號	標的證券簡稱	原始保證金適用級距	序號	標的證券代號	標的證券簡稱	原始保證金適用級距
1	1565	精華	13.5%	11	3293	鈦象	20.25%
2	2049	上銀	16.2%	12	3406	玉晶光	20.25%
3	2327	國巨	20.25%	13	5269	祥碩	20.25%
4	2330	台積電	13.5%	14	5274	信驊	20.25%
5	2357	華碩	13.5%	15	6488	環球晶	16.2%
6	2379	瑞昱	13.5%	16	6510	精測	20.25%
7	2454	聯發科	16.2%	17	6669	緯穎	16.2%
8	3008	大立光	16.2%	18	8046	南電	20.25%
9	3034	聯詠	16.2%	19	8299	群聯	16.2%
10	3105	穩懋	16.2%				

伍、小型電子期貨

隨著大盤指數持續往上攀升，亦帶動電子指數屢創新高，現行電子期貨契約規模已逾上市時2倍，超過新臺幣300萬元，原始保證金約新臺幣20萬元，為降低交易人參與國內科技股交易門檻，提供更多交易選擇及產業風險管理工具，期交所於2021年6月28日推出小型電子期貨，契約乘數為每點新臺幣500元，為原電子期貨契約1/8。2021年8月6日每口契約規模為42萬元，每口原始保證金為2.7萬元，交易門檻低，交易人可以較低資

金成本，執行更多交易策略及分散投資組合風險。此外，交易人持有小型電子期貨及電子期貨同一月份反向部位，且口數符合1對8者，可部位互抵，便利執行大小型商品套利交易，同時，亦可適用保證金減收。

小型電子期貨上市後，交易量持續成長，日均量由6月2,007口成長至8月3,824口。此外，除可白天一般交易時段外，亦提供夜盤交易，夜盤交易量約占30%，顯示交易人亦因應台股美國存託憑證（ADR）及國際市場行情變化，進行相關操作。

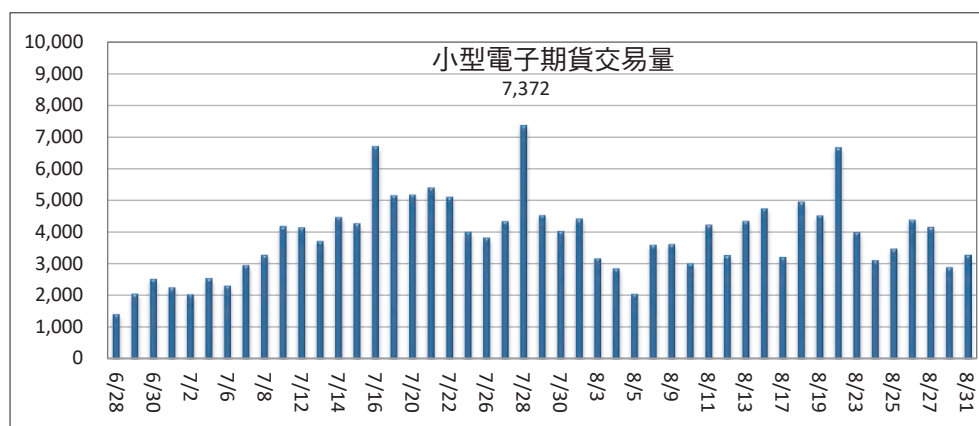


圖 2、2021 年小型電子期貨交易量 (單位：口)

陸、結語

近年小型化期貨及選擇權契約在全球期貨市場如雨後春筍般推出，交易熱度不減。期交所自2001年4月9日推出第1個小型契約-小型臺指期貨迄今已逾20年，期間亦不斷觀察上市商品契約規模變化及市場需求，適時調整現有商品或推出小型契約，如2016年加

掛小型股票期貨契約及2021年上市小型電子期貨，商品推出後交易人參與率持續提升，並帶動市場持續成長，顯示小型契約不但在國際上備受矚目，在國內亦深獲交易人歡迎。期交所亦將持續觀察市場發展及因應交易人需求，豐富產品線，增加策略、投資組合多元化，強化市場廣度及深度。





CFD 創新服務、接軌國際 - 首發奈米金、奈米油

群益期貨 ⊕ 黃維本副總經理

前言

群益期貨2017年成為臺灣第一家合法交易外匯保證金之槓桿交易商，連續四年槓桿交易業務市占排名第一。2020年主管機關開放黃金、原油差價契約（CFD），群益以「普惠金融」、「數位科技」為核

心，推出符合市場需求的CFD創新服務，接軌國際市場，首發「奈米金」、「奈米油」，以多元化方向發展槓桿交易業務，並結合創新金融科技應用，吸引年輕數位原生代的參與，實現普惠金融的願景！

根據OTC的統計，2019年外匯保證金成交名目本金為5,208億新臺幣，2020年外匯保證金成交名目本金為7,746億新臺幣，整體產業槓桿商品成交量翻倍，而推出不到一年的新商品原油與黃金CFD成交名目本金3,641億新臺幣，成交占比高達31.98%。而創新商品亦帶動群益期貨槓桿交易業務量與市占率的絕對成長，居市場領先地位，總體市占率

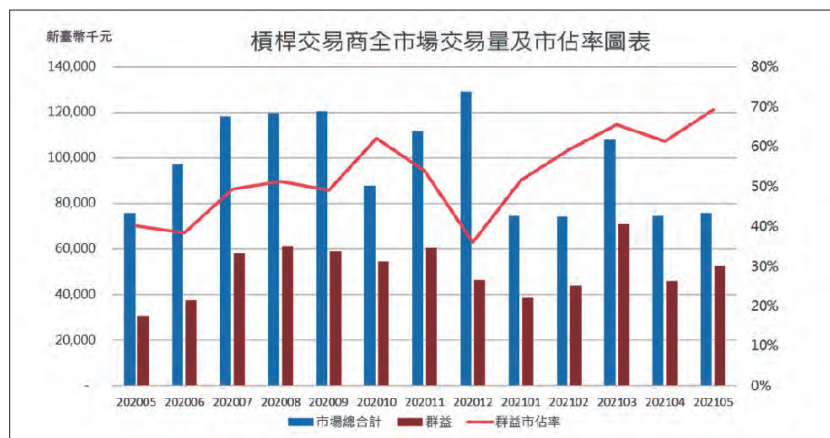


圖 1、槓桿交易商全市場交易量及市佔率圖表

達六成以上（圖1）。以商品類差價契約而言，自2020年5月開放承作至2021年5月，群益期貨市占率平均超過五成，最高則曾高達近八成。

CFD創新服務設計的目的有二

一、提供年輕人可以學習且代價不會太高的投資工具

根據金管會資料顯示（圖2），2020年股票市場新增開戶人數67萬人，總開戶人數成長至1,124萬人，交易人數成長至歷年新高438萬人，其中20至30歲年輕族群大幅成長

至123萬人。期貨市場總開戶數達194萬人，其中20至30歲占約8萬餘人，2020年30歲以下年輕人新開戶數增逾2.7萬戶，占整體新開戶數逾23%。百萬計年輕人進入股票及期貨市場，這些投資新手、小白族群需要有容錯、試誤的投資工具，CFD商品可以提供年輕人可以學習且代價不會太高的投資工具，培養新一代年輕人未來在國際金融市場的競爭。

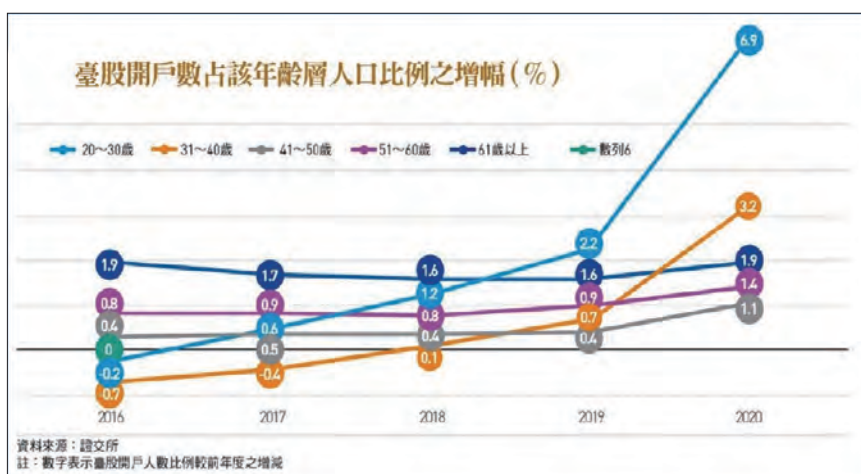


圖 2、台股開戶數占該年齡層人口比例之增幅 (%)

二、提供合法合規、資金安全有保障的投資管道

臺灣近年來外匯投資詐騙案例層出不窮，非法業者利用保證獲利的方式，吸引投資人開戶入金，再以各式行銷贈金、激勵方案、多層次傳銷手法，用拉人頭、滾雪球方式，發展老鼠會的吸金架構詐騙投資人，最後公司倒閉以破產作收，非法吸金造成投資人血本無歸。因此，群益期貨積極發展槓桿保證金交易業務的目的，在於提供年輕投資人合法合規的交易管道、更多元產品種類及服務，增加交易人將資金留在國內交易的意

願，使得交易人權益受到保障。

因此，群益期貨為降低年輕世代投入市場的門檻與風險，提供符合小資族群的合法投資工具，首發「奈米金」、「奈米油」，此為黃金、原油的差價契約（CFD），未來並規劃推出更多奈米系列CFD商品，包括奈米指、奈米股、奈米銀等，以多元化商品服務廣大的投資人，其商品設計具有以下三個特點：

特點：

1. 商品特性規格小、門檻低、槓桿自設：以群益奈米商品為例，保證金不到新臺幣3,000元即可進行買賣，是國際化的入門金融商品。此外，交易人可以依據其風險承受度與投資能力，自行設定槓桿倍數，資金運用效能彈性靈活。
2. 商品定價合理、貼近資產價格：奈米金與奈米油在商品定價上具合理性，能真實反映標的資產的漲跌，相較於淨值內含期貨轉倉成本、期貨手續費以及管理費的槓桿ETF商品，更能提供具競爭力的報價。此外，CFD商品整合多上手報價、聚合交易優化，提供客戶更有競爭力、更穩定、更低成本及更具效率的成交價格。
3. 取得商標註冊，建立商品之品牌區隔及市場唯一性：群益奈米系列產品已於民國110年1月16日，獲得經濟部智慧財產局通過「奈米金」商品商標註冊（圖3）。



Market information

奈米金、奈米油行銷策略-線上/線下全通路創造多元行銷接觸點

一、深入校園推廣，組織群益外匯新力軍

群益期貨自2018年至2020年連續三年舉辦全國大專院校交易競賽「外匯新力軍」，走訪全臺104所大專院校（圖4），累計舉辦176場課堂教學，超過6,600位學生報名參加，協助學生族群建立正確的投資觀念，並且每年徵召外匯新力軍競賽前50名學生，進行為期1個月的交易培訓，招募優秀學生於群益期貨任職儲備交易員。



圖 3、奈米金商標註冊證



圖 4、新力軍活動校園現場宣傳照片及活動 DM

二、自製全球情勢解析頻道 - 群益早安財經直播

「群益早安」是由群益期貨每日製作的頻道節目，於每日早上八點透過新興數位媒體包括 Facebook、Podcast、YouTube等首播，以20分鐘精準且深度解讀每日重大財經訊息，特別是前夜凌晨全球市場行情與重點新聞，並透過 LINE、Messenger、Tele-

gram、App等與人們生活緊密相連的數位通訊軟體，傳遞第一手投資情報，提升客戶投資體驗，目前最高直播在線觀看人數達428位，單日瀏覽觀看重播人數達3,179人次。

三、打造營業員專利社群推廣工具，對接數位社群通路

為行銷推廣「奈米金」、「奈米油」槓桿交易業務，加強網路社群連結、分享及擴

散的成效，整合最新 LINE API 技術，公司於2021年2月取得經濟部智慧財產局新型專利「金融業務通訊軟體資訊匯集系統」，為業務員量身打造業務名片，客製化傳遞業務訊息及投資情報，並結合特殊節慶，如聖誕節、農曆新年，製作專屬節日問候卡片，以數位卡片的技術傳遞「有溫度」的個人問候，達成客戶服務與情感連結的業務成效。

四、建立投資金融生態圈，強化客戶服務量能全面性

群益期貨首創群益點數（capital point）積點機制，圍繞顧客投資體驗，與十多家金融服務創新企業合作，提供群益會員可以透過交易累積點數，可自由的運用點數於知名優質投資平台，透過兌換金融服務之課程及資訊，提供年輕人多元學習管道，藉外部數位創新能量，強化本公司數位服務實力，提供交易人更完善且全方位的投資服務。

五、延伸服務至實體經濟：協助企業外匯避險，創造經營業績更上一層樓

槓桿交易業務設立的重要目的之一是能服務實體經濟，協助企業進行外匯及原物料避險操作，像奈米金與奈米油這類商品，可以拆分較小單位與沒有到期日的特性，提供企業做為避險工具使用。截至2021年5月本公司已有34家法人帳戶開立（全市場計49戶），其中包含中小企業、進出口業及黃金、原油、外匯類交易避險需求者。

結語

一、服務年輕數位原生世代，實現普惠金融

群益結合金融創新及數位科技，滿足年輕數位原生代的投資需求；積極深入校園宣導推廣，引導其建立正確的投資觀念；透過金融交易培訓，培養其交易判斷及風控能力；結合社群及網路新媒體的傳播，建立其全球宏觀的投資視野；提供合法、合規的管道，保障其資金安全。

二、提升我國衍生性金融市場商品國際競爭力

群益配合主管機關新種業務開放，加速培養臺灣本土衍生性商品的研發設計、風險管理、業務推廣等專業人才，擴大OTC產業規模及就業環境，提升我國業者的國際競爭力，以期許未來吸引外國機構或自然人開戶交易，以接軌國際市場。

三、積極領導業界相繼投入OTC業務創新

為推動臺灣槓桿保證金業務持續發展，本公司積極透過「期貨公會」槓桿交易委員會，提案運作各項新商品開放及制度修訂，包括數項提案已列入金管會「資本市場藍圖」推動方案。並且秉持產業共榮雙贏、互惠互利的精神，提供同業槓桿交易商申請設立、營運計畫、業務推廣等各項SOP文件，以降低同業進入門檻，一同帶領業界共同加入發展槓桿交易業務，培養臺灣槓桿交易商國際競爭力！



專題報導



雲端應用蔚為風潮，網路成為人們生活大宗，食衣住行無一可避，金融產業在數位科技運用上更是蓬勃，資訊安全顯然成為企業發展的重中之重，本刊邀請安侯數位智能風險顧問公司林大旭副總談談金融業的資安實況剖析，並提醒業者還應該要做的事。



金融業的資安實況剖析： 《臺灣企業資安曝險大調查》

KPMG安侯數位智能風險顧問(股)公司 副總經理◎林大遁

關於臺灣企業資安曝險報告

KPMG透過調查機構，觀察到2019年在產業運用數位科技的趨勢，請參圖1。

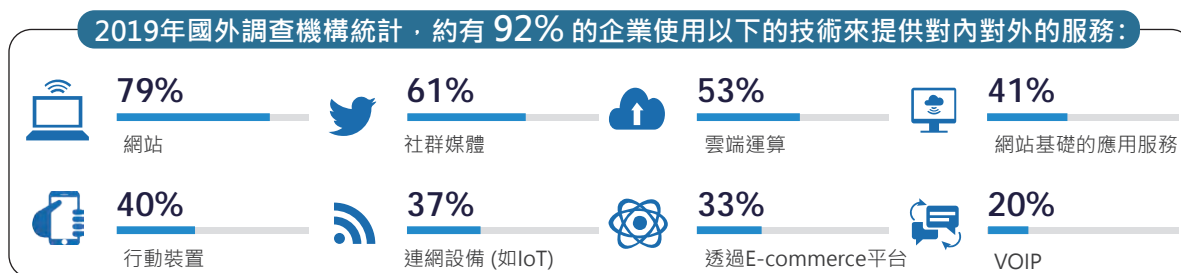


圖 1、2019 年產業運用數位科技的趨勢圖

也是因為數位科技於企業中運用的如此蓬勃發展，為了協助企業了解這些數位科技背後所隱藏的數位風險，及數位風險的曝險

程度，所以KPMG著手蒐集有關臺灣指標企業有關網路安全環境的資料，KPMG調查的面相包含項目如圖2。



圖 2、KPMG 調查臺灣指標企業有關網路安全環境面相



Feature Report

同時也結合了近年重點產業的趨勢、組織網路曝險的現況等，於2020年底彙整並製作成曝險調查報告，期待為臺灣金融產業帶來以下的效益：

1. 量測全面網路風險：不同於市面上一般的技術性量測工具，本報告除了資訊安全的檢測外也包含了可量化的財務評估，讓企業了解其有形及無形的風險。
2. 比較產業資安現況：依據企業營運特性，將檢測的大型企業區分為五大產業，可以結合產業趨勢做出更精準地分析，真的得比較同產業、委外及合作廠商所屬產業，了解各自曝險控管的優劣。
3. 配置合理資安預算：了解指標產業若發生資安事件的平均財物損失風險，讓相關產業能有依據的在其組織做網路風險評鑑，並在人力、預算許可的範圍內，訂定合理的可接受風險值，有助於替潛在的風險訂定改善計畫，並在考量所需預算、優先順

序、時程與負責人員後，以投入最少的資源降低、轉移或接受這些風險。

4. 部署資安防禦策略：呈現內外部各面向的風險因子，在針對普遍有待加強的項目進行深入剖析與提供建議，輔助制定內外部網路管理的策略。

臺灣金融業的資安實況

2020年新冠肺炎造成全球巨大衝擊，企業爭先恐後導入雲服務、智慧物聯網、遠距工具等新興科技。但依據KPMG最新公布的《臺灣企業資安曝險大調查》結果，抽樣的50家本土大型企業中，在網路防護方面，僅繳出尚可的C級成績單，具備一般能力的專業駭客，就有可能進行入侵。

KPMG報告所調查的臺灣大型企業中，包含了五大產業，除了金融業的87分外，其餘產業平均皆與金融業有很大差距，呈現

「一好四壞」的現象。特別是電子零組件製造業、通訊業與電腦及周邊設備製造業，亦即通稱高科技業的「護國群山」們，於本次調查中的網路防護安全性分數，平均只有68分，除少數公司可以擠身領先群外，多數落後於臺灣產業平均分數。

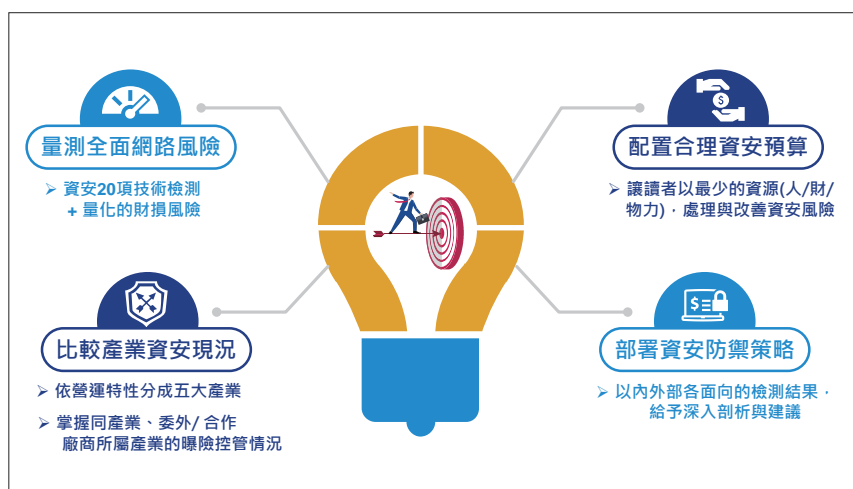


圖3、資安曝險調查效益示意圖

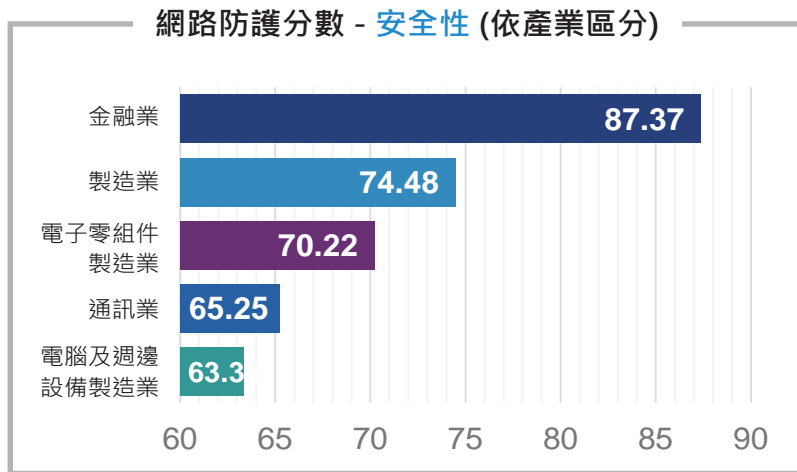


圖 4、臺灣大型企業網路防護安全性分數
資料來源：KPMG《臺灣企業資安曝險大調查》

另依據調查工具中的財損模型推測，臺灣高科技業潛在平均資安財務損失風險超過每年3,000萬新臺幣，比整體調查平均高出5成，成為駭客眼中標準的「肥羊」。

金融業在調查報告的網路防護分數四大面向中，不論是隱私性、安全性、韌性、聲譽皆為全產業表現最優異，且平均成績都接近A級（只有世界一流駭客才能侵害）。我

們認為，國內金融業能普遍成為「績優生」，是因為近年主管機關的高度監理。在違反金融相關法規時，除了將遭重罰，信譽下降、創新服務無法順利上線等因素都將造成重大營收損失，成就了金融業成為臺灣企業的資安標竿。但也要提醒金融業者，金融產業擁有豐富且價值高的金流資訊，因此，迄今仍為駭客集中精力攻擊之標的。根據國際研究機構的報告指出，金融業受到網路攻擊的可能性為其他業的300倍，且每年攻擊數都在攀升，因此，臺灣金融業只能持續精進資安能力，沒有鬆懈的理由。也是因為金融業者持續將數位科技帶入金融服務中，我們也可稍微一窺目前數位科技在金融業的應用（請參圖5）。

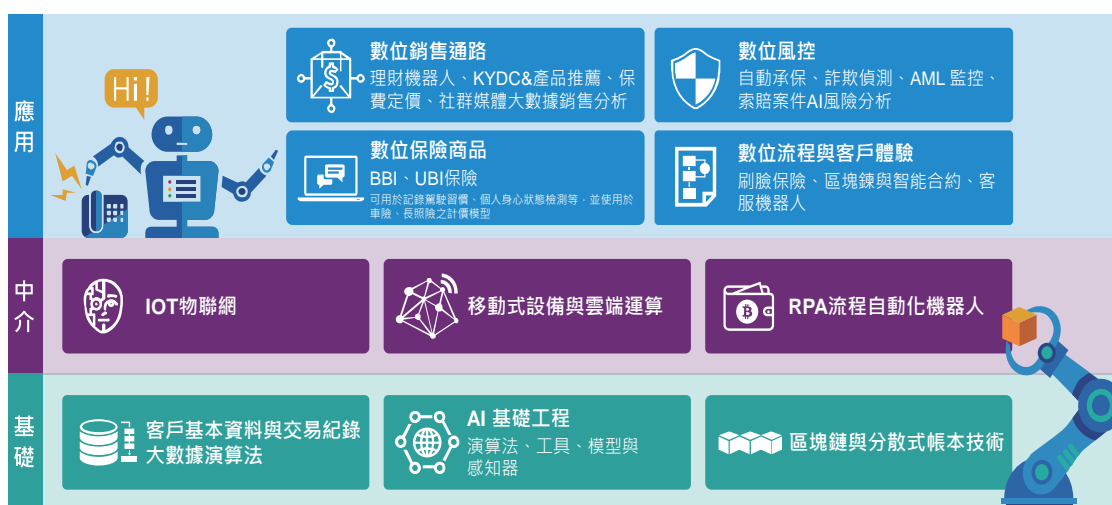


圖 5、現階段數位科技在金融業的應用



Feature Report

我們必須深切體認到「數位轉型、風控先行」，資訊安全當然是數位風險中重要的一環，但我們如果用更宏觀的角度來剖析數位風險，其實包含如網頁排名、搜尋引擎最佳化（Search Engine Optimization, SEO）等數位能見度，也是屬於數位風險中的一環。比如我們今天透過搜尋引擎搜尋A期貨公司，但卻因為SEO、Hashtag等因素，造成B期貨公司出現在排名的首位，這樣對金融機構於數位空間中，形成新的數位議題挑戰，再針對金融產業更深入探討與研析，可以發現目前金融業可能存在下列的數位空間潛在風險，包含：

1. 臺灣金融業的網頁排名指標偏低，品牌行銷與搜尋引擎最佳化（Search Engine Optimization, SEO）指標，也落後於平均產業分數，雖帶來較低的潛在財損風險，但也間接造成客戶流失與偽冒品牌使用的風險；更是影響了金融機構運用 Fin Tech 與數位化的推廣。

數位品牌的露出於現今時代更形重要，特別在純網路銀行加入競爭，與開放銀行形成廣域金融生態應用趨勢下。KPMG 建議：臺灣金融業應更積極應用新興科技，同步提升數位影響力與資安防禦能力，才能創造金融科技的價值。

2. 臺灣近年金融業遭受駭客覬覦的比例明顯高於其他產業，但相關防禦能力並未顯著

領先，甚至部分金融業還落後產業平均值。包含：

- (1) DNS防護：我們常見到的DNS攻擊類型，包含DNS挾持（DNS hijacking）跟DNS中毒（DNS poison）。這類攻擊會將偽造的 DNS 資料作為 DNS 解析URL的解析程式中，造成DNS客戶端解析URL時傳回不正確的網域 IP 位址。造成DNS客戶端流量可能會被導向到惡意中繼站或攻擊者想要的其他任何IP位置，而不是前往正確網站。
- (2) DDoS緩解措施：近幾年金融機構常見的DDoS緩解措施，通常為採用電信服務供應商（Internet Services Provider, ISP）所提供的流量清洗（Clean pipe），而此一措施被駭客突破的方式，最常見的即為使用組合型網路流量，讓資安設備無法即時識別其特徵，造成需要人工介入撰寫規則，進而延長駭客攻擊的時間，造成服務中斷時間恢復的延宕。

KPMG建議：金融機構應立即梳理本身對Internet服務之屬性、網際網路負載平衡節點及DNS等架構與防護標的，並評估部署相關如內容遞送網路（Content Deliver Network, CDN）、流量清洗與DNS監控等安全管控制制。其中採用CDN解決方案時，需特別注意不可洩漏原有DNS紀錄，否則可能造成CDN機制失效。



3. 依據本次調查報告顯示，臺灣歷史越悠久之企業（包含金融機構），因設立時間長，其遺留於網際網路上的數位足跡（Digital footprint）更為廣泛且紊亂，相關留存於網際網路資訊缺乏妥善管理，而駭客亦可能透過類似本文的手法撈取相關資訊。

KPMG建議：金融機構應立即著手針對下列方向精進：

- (1) 梳理現有外部數位足跡資訊（如WhoIS、社群等），盤點並校正其數位足跡資訊。
- (2) 定期審視外部情資，找出日常資安管理分工盲點。

金融業的意料之中

對於金融業資安較整體平均高的現象，是個初看「意料之外」，但細想在「意料之中」的成績。

一般人對金融業的印象，都是櫃檯親切待人，許多事情追求程序與規範，且門禁森嚴，但仔細觀察實際的金融網路環境可以發現，凡事講求生產效率與成本的臺灣大企業，在金融業者的網路環境中非常罕見，甚至可以說並不存在，而是金融業者所有的網路連接、系統設計開發與交付、資安控管與資料加密，乃至個資保護等需求，均須與主管機關法令法規密切接軌對齊。以銀行業及保險業每年資安部門的重頭戲，電腦系統資訊安全評估作業項目來說，單以網際網路服

務檢測的範圍辨識作業，就需要下足功夫。比如，如何確認金融業者網際網路均已被辨識、DNS中相關A紀錄（A Record）是否詳實等，就需要資安部門偕同資訊部門一同合作，來將此一任務完成。

故完全符合且落實主管機關的法規要求乃為金融業者最基本條件；然而除金融業外，臺灣其餘產業對資安的重視普遍程度不高，通常都是頭痛醫頭、腳痛醫腳的個案處理方式來應對全面性的資安風險，加上疫後遠距科技的多元應用，就造成了網路安全高曝險結果。

近期駭客對高科技產業的狙擊更加猖狂，常見事故不僅包含科技供應鏈的上中下游廠商的電腦綁架勒索事故，其他如電郵偽冒詐財、機密竊取等上不了熱門新聞的「日常資安事件」，都反映數位風險挑戰日益嚴峻。若高科技產業不加速提升資安控管和自身防護能力，駭客將有機會進行更大規模的屠殺。更甚者因供應鏈的網路環環相扣，很容易因單點、單一系統，或單一公司遭入侵，而對整體供應鏈產生巨大衝擊。而此一風險與危機也非常值得金融業者借鏡。

誰是下一個可能的受駭者？

本文之調查報告自調查時間起，已經經過了接近一年半的時間，以常見的電腦綁架勒索通案為例，科技業要預防事件一再重演，必須要深入了解綁匪的「選案邏輯」，與被駭者的「脆弱特徵」。



駭客下手選取對象的取樣方式，通常與企業內部自我診斷、弱點掃描或資安稽核的手法差異很大。惡意的攻擊者，偏好採用狙殺鍊架構（Kill Chain Framework），從挖掘、分析暴露於網路的公司情報，來判斷具備攻擊「CP值高」的對象，所以當數位足跡越多，網路防護通常有越大的危機。

另從近期多起被駭企業的脆弱特徵分析，科技業被入侵綁架的原因，多是一個員工小疏失（最常見的就是隨意點選來路不明內含木馬程式的釣魚郵件），加上一個漏洞（未及時修補的系統漏洞，例如Windows或電子郵件主機的漏洞沒有即時更新）。或是，員工無意間採用公司電子郵件信箱註冊了某個電子商務，且密碼設定與公司相同，當此電子商務店家不幸受駭時，採用公司電子郵件註冊的員工，就無意間提供了駭客非常多可利用的資訊（包含網域名稱、帳號、密碼等）。同時，疫後遠距科技的多元應用、及科技業遍布全球但防護程度不一的多產線體系，更提供了更多入侵管道給駭客。根據報告結果，平均每四家臺灣大企業，就有一家漏洞修補管理「抱鴨蛋」被評測為零分，成為了企業資安大破口。

除了從曝險報告中持續強化防火牆，期貨業者還應該做的事？

從駭客攻擊發起的步驟與觀點分析，除了不斷提升強度網路防禦工事外，以下「三多」技能，可以提供企業的資安網路防護程度，特別是降低外部駭客覬覦的機率。第一

招、主動進行多元弱點情資蒐集：包含情蒐來源要豐富（如：社群媒體、供比對的弱點資料庫等）、檢測弱點的範圍要廣（如：物聯網、雲端、IT、OT），漏洞修補或其他補償性控制措施要確實與即時。第二招、多因子驗證：防止不肖人士未經授權的連線，避免錯誤的資訊裸露於網路世界。第三招、多進行檢測與演練：透過與外部可靠信賴的團隊，多進行網路與系統評測與演練切磋，才能真正洞悉自身資安問題，淬鍊出具備高防禦能力的數位企業。

除了上面的觀點外，另外，我們自然也需要關注主管機關對期貨業者的資安相關的法規要求，比如「新興科技資訊安全自律規範」就是一個很好的例子。

在「新興科技資訊安全自律規範」中，同時間關注到了下列新興科技，我們也同步將法規對該新興科技的定義納入本文：

1. 雲端運算服務：透過網路技術達成共享運算資源之前提下，提供使用者具備彈性、可擴展及可自助之服務，惟本自律規範定義之雲端運算服務不包含建置組織內部且僅對內提供服務之私有雲。
2. 社群媒體：一種結合科技、社交互動與內容創造之網路應用，允許創造或交換使用者產出內容；且透過此高度互動的平台，個人及群體可以分享、共創、討論並修改使用者產出內容，惟本自律規範定義之社群媒體不包含組織內部溝通使用之社群媒體或平台。
3. 行動裝置：一種具有資料運算處理、儲存



與網路連線功能之可攜式設備，包括智慧型手機、筆記型電腦、平板電腦與 PDA 等裝置，惟本自律規範定義之行動裝置僅限可用於處理組織內部定義之敏感性事務且可直接連接組織網路設備、服務之行動裝置。

4. 員工自攜行動裝置 (BYOD)：非屬組織行動裝置用於處理組織事務、直接連接組織網路設備或服務。
5. 物聯網設備：指具網路連線功能之嵌入式系統設備及其周邊連網之裝置 (如：感測器)。

在其中，我們要注意上述新興科技對我們期貨業者可能造成的四大外部曝險因子，包含：

1. 雲端運算服務：依據OWASP的定義，錯誤的組態設定通常是使用不安全的預設值，或者是錯誤配置像是HTTP標頭或者是系統顯示的錯誤資訊已經包含敏感性個資所造成的，除了要安全設定所有作業系統、框架、函示庫以及應用程式外，更必須做到系統更新與升級，以確保系統安全與時並進。但是在雲端的環境中，會造成雲端服務上重大災害的，通常都是錯誤的組態設定 (Misconfiguration)，比如說將私人的 (Private) 設定為公開的 (Public)，而此一風險通常是人為造成的疏失。

KPMG建議：透過四眼原則 (4 eyes principle) 等其他重複確認機制，確認相關組態異動，並持續監控託管於雲端服務供應商之服務是否正常運作。

2. 雲端運算服務：金融機構時常無意間採用了雲疊加的架構，什麼是雲疊加？就是可能租用的A廠商的PaaS服務，在上面放了B廠商的SaaS服務，而這樣的架構，除了簽定合約內相關歸責性外，也容易造成金融業者於查核時容易疏漏。

KPMG建議：雲端環境建議於使用初期盡可能將管理透明化、扁平化。更要辨識相關須遵循的法令，如銀行業的「金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法」，並於合約簽訂時明訂相關資訊安全管理責任與相關服務水準 (Service Level Agreement, SLA)。

3. 社群媒體：最讓企業煩躁的，有心人士所成立的”偽冒粉絲專頁”絕對是排名第一，偽專頁除了可能偷取客戶的登入資訊、個人資料外，更可能透過如偽冒的行銷活動，造成企業名譽的損失。

KPMG建議：建議定期於社群媒體上搜尋與企業相關資訊，並確認該專頁是否為企業所有。另亦建議建立社群媒體異常通報與處理機制，避免造成客戶權益損害。



Feature Report

4. 物聯網設備：通常物聯網設備都是提供企業內部的服務，如CCTV、IP Phone及多功能事務機等。但我們也時常看到如某學校的列表機直接連接網際網路（INTERNET），除提供列印服務外，且未變更預設管理帳號密碼，造成駭客大量列印勒索信件，校園人心惶惶。

KPMG建議：梳理目前企業對外服務的服務埠是否均納於相關資安管理框架中，另外亦須辨識物聯網相關服務是否有不當設定而暴露於網際網路（Internet）中。若因業務所需，須開放至網際網路（Internet），建議透過防火牆規則，以點對點開通及服務埠限縮的原則進行管理。

疫後新現實，我們應該怎麼辦？

依據KPMG【2021臺灣銀行業報告】中所提，金融業者在新興科技的導入後，提供智能金融服務、遠距作業與雲端應用、開放銀行（Open banking）等潮流，金融業者勢必正視且聚焦上述新興科技導入所產生的潛在風險，過去靠著金融科技結合營運模式，將「流量變現」的「重創新、輕風險」、「重數據、輕隱私」、「重效能、輕安全」時代已經過去。

在可見的未來，各國金融監理機構，都將經由各類數據治理、金融監管、資安與隱私保護的新法規，建立新的數位經濟世界規

範與新的數位貿易屏障，金融業者也必須在創新與風險的天平上，求得平衡點。

另外，我們更需深切的體認到不只有COVID-19的病毒會變種，駭客所釋出的網路惡意病毒及攻擊手法也是日新月異。在「高頻寬、廣連結、低延遲」的5G智慧世代來臨之際，企業需更加重視與強化資安，才不會讓駭客餐餐都有豐盛的佳餚，成為「高贖金、廣被駭、低反應」的受駭企業。

附註：關於《臺灣企業資安曝險大調查》

KPMG於2020第四季全球疫情正熱，同時遠距科技、雲端服務等數位工具應用急速擴張的期間，針對臺灣包含金融、製造、電子零組件、通訊、電腦製造等50家大型企業，以智慧工具網路情資探測方法，由資安技術、財務曝險等不同面向，呈現臺灣大型企業所面臨的真實資安風險。同時KPMG於本調查也提出我們的觀點與建議，俾協助企業更密切關注組織內部的資安管理政策，同時制定因應策略。在數位發展多變的世界中，我們期盼給予企業協助，一起更有自信且可靠地應用各種智慧科技、降低科技風險、保護企業資產，提升臺灣企業整體的競爭優勢。



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