

市場推廣

期貨商於結構型商品市場之發展願景

富邦期貨◎鍾秀培副總經理

前言

2013年，人民幣穩定升值，政府開放人民幣TRF業務，國內銀行嗅到商機大推人民幣TRF，成為許多民營銀行重要獲利來源，在追求報酬的同時也讓投資人忘了匯率風險。到了2014年2月中下旬，人民幣出現重貶，在槓桿效應下，許多企業蒙受龐大損失，不是被斷頭，就是追繳保證金，造成臺灣一場前所未有的中小企業金融風暴，有高達8,900多家中小企業踩到TRF地雷，虧損金額高達上兆新臺幣，也間接對國內結構型商品市場帶來深遠的影響。

TRF的全名是「目標可贖回遠期契約（Target Redemption Forward）」，是一種押注匯率單一走勢的衍生性商品，本質上屬於合成型遠期契約（synthetic forward），雖非結構型商品之衍生性金融商品交易，但事件爆發後，卻也大幅衝擊銀行端匯率類結構型商品之銷售，使其整體交易金額從2013年的1.85兆元新臺幣，連續挫跌至2021年的0.61兆元新臺幣（見圖1），並連帶造成國內結構型商品的總交易金額也從2013年的2.22兆

元新臺幣，滑落至2021年的1.11兆元新臺幣（見圖2）。

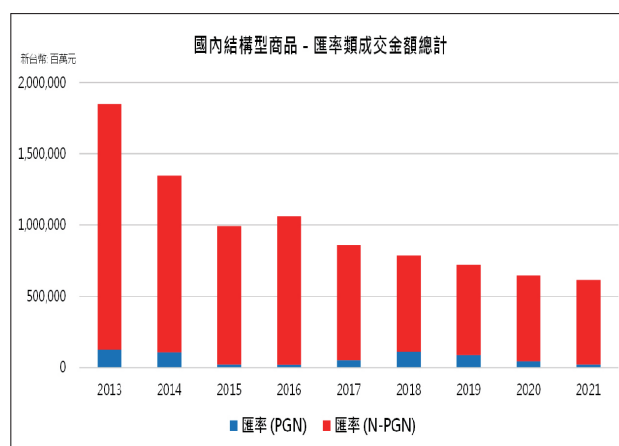


圖 1、國內結構型商品匯率類成交金額統計圖

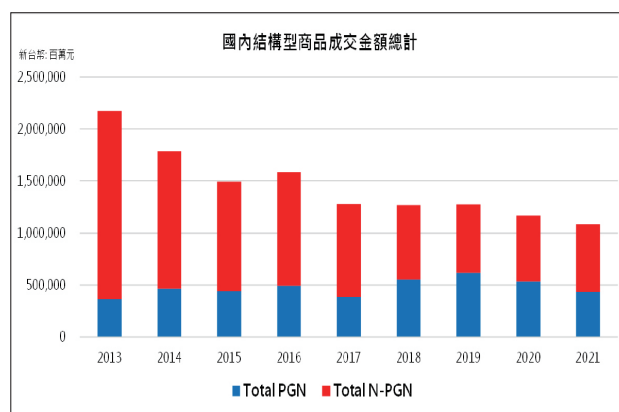


圖 2、國內結構型商品成交金額統計圖



Market information

造成這樣的原因，在於多數銷售此項業務的銀行，於實際運作面向，可能沒有做好客戶KYC及評估客戶的風險承受能力，並實際進行授信再核予交易額度，且於交易確認前，未再對客戶做風險的明確告知，因此在人民幣反轉情況下，造成銀行與客戶的雙輸。

但實際上，結構型商品係固定收益商品與標的資產選擇權之組合，相關市場如股權、利率、匯率及信用交易漸趨活絡的發展，均有助於相關衍生性商品之運用，投資人也能透過結構型商品以更加靈活的方式進行資產配置，有效分散投資風險。

而結構型商品另一個能夠貼近市場需求的功能在於量身訂作，交易商可依據個別客戶不同資金需求，在一定期間內，依據客戶需求之條件及金額發行結構型商品，以滿足投資人即時因應金融環境變動所產生之投資或避險需求。

結構型商品介紹

依證券櫃檯買賣中心之定義，結構型商品是結合固定收益商品（Fixed Income Instruments）及衍生性金融商品（Derivatives）的創新理財工具，透過固定收益商品與衍生性金融商品之組合，使投資報酬與連結標的資產產生連動效應。一般來說，結構型商品分為「保本型商品（Principal-Guaranteed Notes, PGN）」及「股權連結商品（Equity-Linked Notes, ELN）」二種產品

設計，採契約型態（Contract Base）的發行方式。

保本型商品相當於「零息債券」與「買進選擇權」的結合，投資人相當於將一部份本金投資於相對天期的固定收益商品，其他部份則買進發行商設計之標的資產選擇權，因此投資人投資保本型商品得以保有一定比例（即保本率）之本金，當選擇權到期具有履約價值時，投資人可享標的資產價格上漲的好處；若標的資產價格下跌，投資人則僅損失期初投入的權利金金額，提供投資人兼具下檔保障又具有上漲彈性之投資工具。

股權連結商品相當於「零息債券」與「賣出選擇權」的結合，投資人藉由賣出選擇權的權利金收入來提升股權連結商品的收益，故若到期選擇權無履約價值則投資人即可領到比一般貨幣市場工具為高的收益。最常見的股權連結商品型式為「看多型」股權連結商品，這可以由「零息債券」與「賣出賣權」組合而成，若投資人對市場走勢看多，可以投資「看多型」股權連結商品，若屆時走勢與預期相符，投資人所賣出的賣權將無履約價值，故投資人可以收取權利金，亦即領取較定存利率為高的收益。

全球結構型商品持續發展向上趨勢未變

自雷曼兄弟倒閉後席捲全球的金融風暴以來已過了超過12個年頭，全球股市對從2009開始進入有史以來最長的多頭行情，但國外市場投資人對結構型商品的需求依舊方

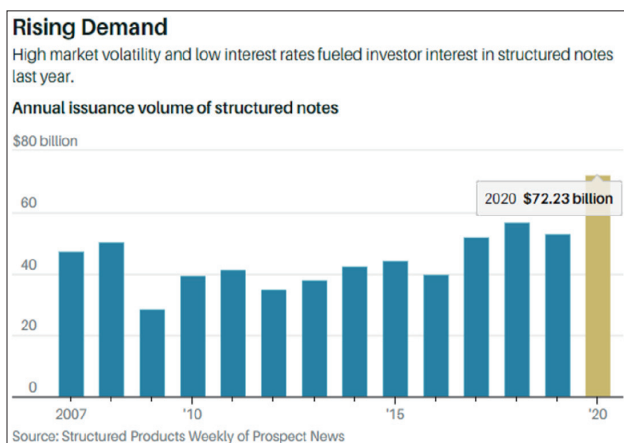


圖 3、美國境內結構型商品發行金額統計圖

興未艾，2020年，美國境內結構型商品發行金額再創歷史新高，總金額達到722.3億美元水準（見圖3）。

從投資角度來看，長時間低利環境使投資人對於單純投資固定收益債券所得報酬感到不足，因此各項結構型商品銷售額持續成長。根據SRP的統計，CITI在美國境內的結構型商品銷售，在2021年第一季超過預期並創下新高（見圖4）；而美國市占第三的J.P. Morgan在2021年第三季結構型商品銷售額也在美國創下年成長75%佳績（見圖5）。

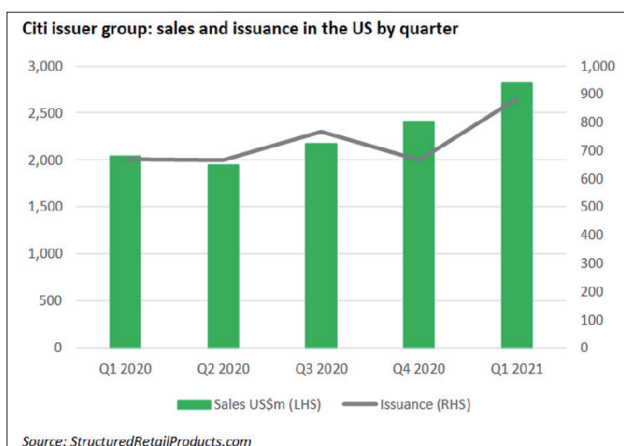


圖 4、CITI 美國境內的結構型商品季銷售圖

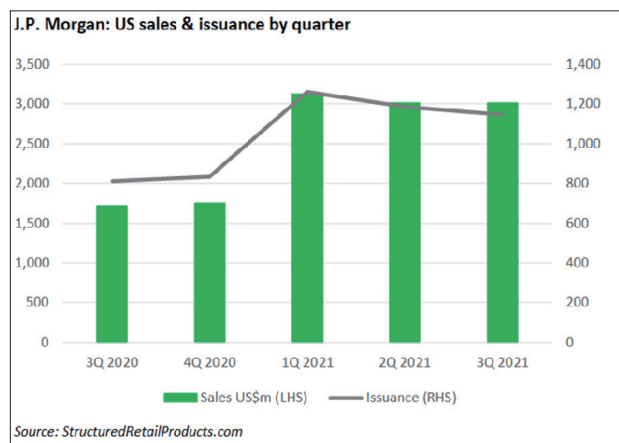


圖 5、J.P. Morgan 美國境內的結構型商品季銷售圖

國內期貨商發展結構型商品之利基

臺灣證券櫃檯買賣中心店頭結構型商品目前的主要交易者為「銀行」及「證券商」。2021年，銀行的店頭結構型商品交易總金額為0.88兆元新臺幣，證券商交易金額為0.23兆元新臺幣，占比分別為79.6%及20.4%（見圖6）。

國內證券櫃檯買賣中心交易的店頭結構型商品類型可依標的物分為五大類，分別為利率契約、匯率契約、權益證券契約、商品

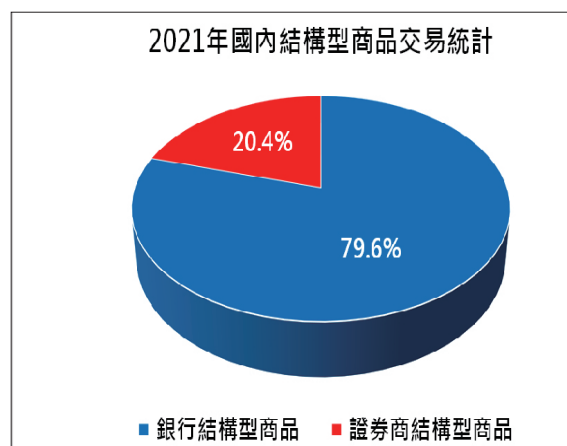


圖 6、2021 年國內結構型商品交易統計圖



Market information

契約、信用契約。

從銀行的結構型商品交易來看，2021年，匯率類交易占銀行所有結構型商品交易的69.6%，金額約0.61兆元新臺幣；其次則為利率類商品，約占總交易量的25.9%，金額約0.23兆元新臺幣。不論是匯率或是利率類結構型商品交易，都和銀行原本的業務有較高的相關性，多數可能是銀行本身握有之資產而衍生出之相關避險需求，或是銀行既有客戶的需求而產生的龐大交易量（見圖7）。

從證券商的結構型商品交易來看，2021年，利率類交易占證券商所有結構型商品交易的53.7%，金額約0.12兆元新臺幣；其次則為權益證券類商品，約占總交易量的42.4%，金額約0.09兆元新臺幣（見圖8）。

筆者認為國內期貨商發展結構型商品之利基有以下三點：

1. 國內結構型商品常侷限於傳統形式之政府公債、公司債及其他貨幣市場工具。

對期貨商而言，適合作為推廣的結構型商品，應該需要具備有兩個要件：第一是具

有充足的市場交易量，第二是其價格具有較高的波動性（較有機會產生可觀的報酬），而最適合發展成為槓桿交易商的店頭結構型商品應是兼具交易量大及波動性大，同時最好也是「銀行」及「證券商」尚未涉足之市場，才能避開重疊競爭。

因此，對期貨商而言，像是用「利率期貨契約（標的為固定收益商品）」，取代結構型商品原有的「零息債券」，就成為新的切入市場機會。一方面，利率期貨契約在期貨交易所交易量大，流動性高；另一方面，期貨商對利率類衍生性金融商品的設計與交易較為熟悉，透過結合「期交所商品」與「店頭商品」的各自優勢，也較易找出中間的新藍海商機。

以國內結構型產品市場成長性來看，儘管整體國內結構型商品的交易量近年持續滑落，但權益證券類結構型商品則在2021年出現正成長，整體交易金額年增22.3%，至0.12兆元新臺幣（見圖9）；另外，利率類結構型商品近三年交易量也轉趨持穩，整體年

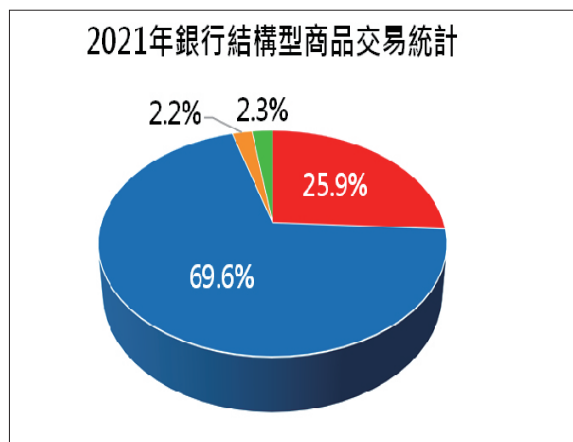


圖 7、2021 年銀行結構型商品交易統計圖

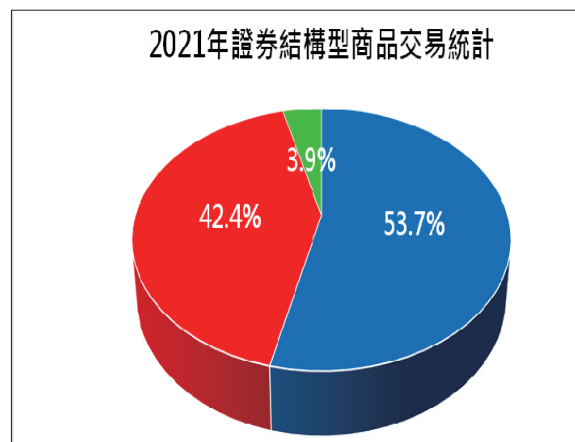


圖 8、2021 年證券結構型商品交易統計圖

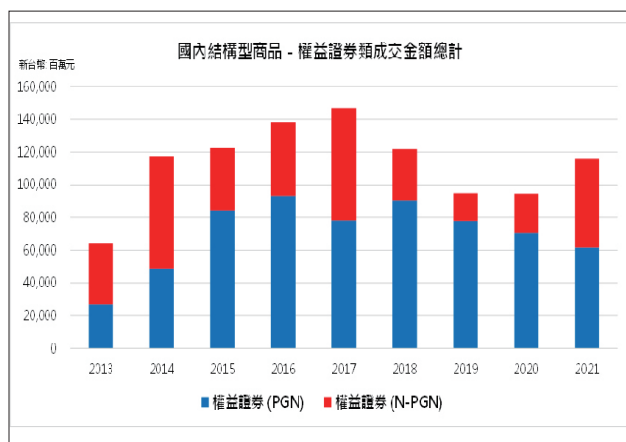


圖 9、國內結構型商品 - 權益證券類成交金額總計

交易金額每年維持在0.35兆~0.45兆元新臺幣之間（見圖10），顯示結構型市場商機持續存在。

而對期貨商來說，競爭力取決於結構型商品的開發特性、彈性、獨特性，及多樣性之發揮。期貨商產品設計能力越強，越能滿足不同顧客多樣化的需求，越能提供客戶更深入的服務，提供量身訂做（tailor-made）服務以符合客戶不同的需求，這都是左右期貨商競爭力的重要關鍵。

2. 目前低利率的環境，投資人無法滿足於純粹固定收益商品的微薄收益，卻又因股市的不確定性過高，不敢大舉加碼，在此環境之下，兼具多種投資組合性質的結構型商品應運而生。

近二年新冠肺炎的爆發更加劇了零利率趨勢。去年美國聯準會擴大資產負債表至9兆美元，以幫助緩解新冠疫情對金融和經濟的影響，利率近二年維持在相對低水位，促使投資人找尋傳統投資以外的報酬來源。

進入2022年，隨著經濟回溫與通膨高

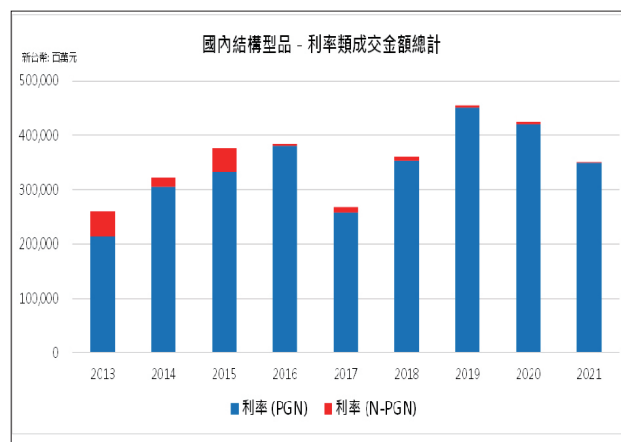


圖 10、國內結構型商品 - 利率類成交金額總計

漲，市場將進入升息與資金緊縮階段，貨幣政策的變動將加大市場波動性，但也帶給期貨商新的機會。對期貨商而言，透過開發新的多元結構型商品投資組合，將可幫助投資人在風險可控的情況下，更加靈活投資，也讓客戶在控制風險的情況下，更能建立一個能從成長的環境中受惠，並在通膨加速時調整之資產配置（如高收益的理財型產品，或兼具快速成長的交易型產品）。

3. 金管會已開放槓桿交易商經營「槓桿保證金契約」。

臺灣目前結構型商品的銷售屬於證券商的營業範圍，但就結構型商品的定義而言仍屬衍生性金融商品的交易範疇，因此對於期貨商而言上手並沒有太大的難度

就國內槓桿交易商而言，先前因法令尚未開放承作結構性商品，過去並無實際參與機會，近年來，隨著主管機關對結構型商品之規範陸續開放，槓桿交易商將視產品特性、通路能力、市場的敏感度及訂價能力決定其競爭力。



槓桿保證金契約，其價值衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數，並經當事人雙方約定，由一方支付價金一定成數之款項以取得另一方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之衍生性金融商品契約，其契約型態包括遠期契約、選擇權契約、交換契約、差價契約，或上述二種以上契約之組合。

金管會目前已開放「期貨經理事業」從事外匯保證金全委業務，惟下單時仍需經由中央銀行核可之銀行，形成雙層式之複委託業務。另外，外匯保證金交易之仲介或顧問業務，在央行的辦法中並未規範，因此期貨商可爭取經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務。在仲介業務方面，期貨商可扮演交易輔助人之角色，引介客戶至指定銀行交易，賺取佣金。在顧問業務方面，期貨商可發展較好的交易策略或建立具買賣訊號之程式系統，為客戶提供買賣之建議。

此外，期貨商經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務的好處還包括：(1) 僅賺取佣金或顧問費，風險不大，除營運資金外，並不需要太多額外的資本；(2) 期貨商擁有對期貨交易較熟悉的客戶，要發展上述業務並不困難；(3) 國外之外幣期貨與外幣保證金交易可以策略性結合，形成多元化的操作策略；(4) 期貨商本來就經營國外之外幣期貨交易經營業務、操作及研究之人才並不缺乏；(5) 富邦期貨為金控旗下之期貨商，可與銀行業務產生互補，金控本身有較正面的支持。

結構型商品新藍海

富邦期貨正積極在結構型商品市場尋找新藍海商機，公司2021年開始承作結構型商品業務，從為客戶量身訂做對應合約作為切入點，開始跨足結構型商品之推廣。

1. 推廣交易型商品 (Structure Note X3, SN3)

一般投資人從事期貨交易，只要準備超過「原始保證金」的資金，就能買賣交易期貨，惟任何資金是有機會成本的，使用越少資金，代表槓桿越大，而保證金就像雙面刃，可讓投資人使用較少的資金提高報酬，但同時也使得斷頭風險加大。

從期貨商的角度來看，大多數在期貨失利的人，絕大多數並不是策略出問題，而是槓桿出了問題。放越大的槓桿，代表把波動倍數放越大，越大幅增加資金的投資風險，因此，當行情方向與投資人預期不同時，常看到投資人出現超額虧損。

但若利用結構型產品為客戶進行量身訂做包裝，透過期貨商對金融商品風險與報酬的控管，就能協助投資人更容易在行情震盪的過程中，抓住適切之投資機會。

以富邦期貨經驗為例，2021年10月富邦期貨開始陸續為客戶承作連結「台塑」、「潤泰新」與「聯電」等以臺股為標的之SN3產品，透過提供客戶相對較融資為高的槓桿，加上讓客戶沒有保證金追繳的煩惱，並省去客戶直接操作股票期貨可能面臨到的進場時機、流動性與換倉問題，成功推動相

關業績成長。

2022年，富邦期貨以先前成果為基礎，進一步拓寬產品範圍，除了國內股票標的，也規畫承作以國外個股為標的Structure Note產品，提供客戶正向放大槓桿與反向避險部分，並針對客戶複委託部位提供避險或是更佳的資金運用彈性。

在臺股部分，美國聯準會（Fed）暗示3月啟動升息，在1月通膨年增幅續創40年新高下，引發市場預估美國聯準會可能3月一次升息2碼。美國通膨壓力加大，迫使聯準會提前升息時程，因此臺灣追隨升息腳步並非不可能，加上臺股長年多頭由電子股領軍，金融股有機會同時獲得落後補漲以及利差擴大雙重利多挹注。

富邦期貨規畫推出連結金融個股的SN3產品，讓客戶抓住填息契機，並放大配息收入。以玉山金（2884）為例，近五次配息殖利率平均有5.7%水準；中信金（2891）現金與股票合計亦有4.9%；兆豐金（2886）殖利率亦達到5.6%；以填息為目標來操作這三檔標的，2021年皆於3個月內就完成填息，投資人投資相關結構型產品，有機會獲得更豐厚的報酬。

在國外股票部分，富邦期貨今年規畫將交易型產品觸角擴及美股，承作以國外個股為標的Structure Note產品，提供客戶正向放大槓桿與反向避險部分，由於美國持續高漲的通膨預期使聯準會迅速轉為鷹派，公債殖利率直線拉抬已經對成長型股票造成壓力，NASDAQ指數2022年1月一度出現兩位數

跌幅，其中Meta（原Facebook）2022年跌幅已超過三成，利用結構型商品可以反向操作特性將可大幅度減少複委託客戶虧損，甚至也可提供急跌後以較佳資金運用方式介入契機。

2. 推廣理財型商品（高收益產品）

針對理財型商品部分，目前市場預期，聯準會在2022年底前可能升息超過5碼，惟整體利率環境仍屬低利環境。觀察2000年以來，聯準會曾兩度啟動升息循環，兩次正式啟動升息前，美國公債ETF報酬都曾出現回檔，但在升息過後美國公債ETF陸續都出現反彈，因此富邦期貨預期債券價格也有可能是在升息開始後止跌（見圖11），因此規畫提供連結債券的SN產品，一方面預期在本輪升息後，再升息力道有限，債券有機會止穩反彈；另一方面也對美國經濟成長抱持正面看法，疫情即使反覆也不易對美國經濟造成大幅影響，故在合理風險範圍內，放大低利環境中，投資人持有固定收益商品的報酬率。

從投資人的角度出發，逐年降低的配息殖利率已經到需要改變的臨界點，藉由債券配息來自coupon而非本金的特性，連結到相關利率型產品的SN3商品雖然被歸類在非保本型，但性質上與保本型相近，加以槓桿化相對來說是安全的選擇，只需要分批投入資金並約定停損價格，投資人將有機會享有2-3倍的報酬。

另外，富邦期貨也規畫今年以對企業，以結構型產品形式量身訂做相關的原物料避險服務，除提供企業避險切入時點相關分

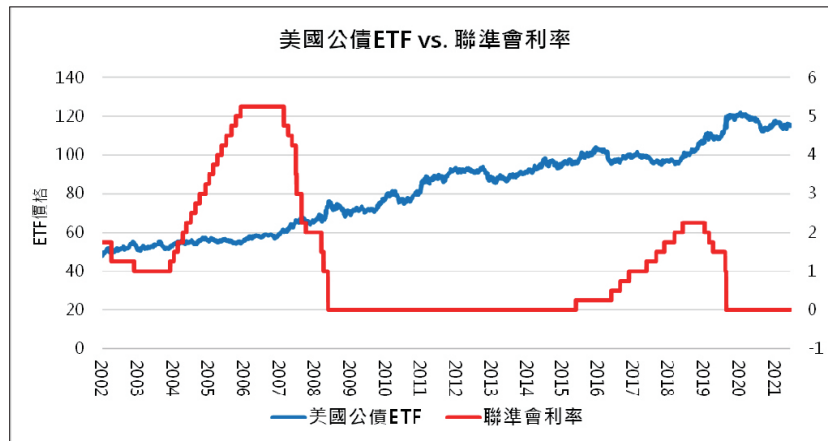


圖 11、美國公債 ETF vs. 聯準會利率

析，同時也可事前約定結構型產品避險不如預期時的解約條件。

在經營型態上，期貨商對企業客戶可從客製化之商品設計以及獨特的交易策略上切入，例如國內之鋼鐵公司面臨鋼材貨源之價格變動的風險，市場上又無鋼材相關之期貨契約，此時期貨商可代為尋求與鋼材價格相關係數較高之金屬期貨或一籃子金屬期貨，設計最適避險計畫，並代為下單，如此不但有顧問費之收入，也可增加經紀部門之收入，本身之風險也不大。此外，結構型商品到期一次結算也方便企業作帳，避免期貨與槓桿保證金交易每日損益變化帶來的行政作業複雜度。

結論

身為期貨市場主角的期貨商，目前主要承做集中市場之經紀與自營業務，店頭市場之衍生性商品目前主要是銀行與證券商的業

務範圍，期貨商迄今涉足面尚處薄弱。

隨著2022年進入升息循環，利率類商品價格波動加大，在目前金控整合行銷之下，期貨商可以利用銀行等其他子公司做為通路，銷售產品然後再與其他子公司相互分利，不僅可擴大交易金額，同時亦可獲得母公司的資源分享。

從期貨商在結構型商品之發展作分析，在經營型態上，期貨商可從客製化之商品設計以及獨特的交易策略上切入；在商品之設計上，因期貨商可連結標的之範圍較廣，可視全球各地市場之發展，機動設計合於投資人需求之商品；而在風險控管上，期貨商也可利用所熟悉之國外期貨與選擇權來避險；至於外匯保證金交易之仲介或顧問業務，期貨商則可爭取經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務。

