

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第082期》 <https://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2022**

第二季



宜蘭梅花湖 詹益青攝影

## 封面故事

期現結合 優化服務

## 市場訊息

期市脈動 給您報報

## 專題報導

2022 FIA 第 47 屆 BOCA 年會



## 總編輯的話

挑戰與機會

/吳桂茂

## 封面故事

### 期現結合 優化服務

2 藍海揚帆三部曲-LME倉單業務在台發展之過程

/范加麟

10 金屬貿易面面觀

/屠世天

16 貿易商經驗談-專訪千海企業張嘉珍副總經理

/莫璧君

22 期貨商貿易子公司所面臨的機會與挑戰

/群益期貨 國內法人部

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](http://www.futures.org.tw)

電子信箱 / [cnfa@futures.org.tw](mailto: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 · 盧廷劫

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

## 市場訊息

### 市場推廣

#### 38 量身訂作的全權委託交易

/ 羅崧霖

#### 44 資產管理新境界與新策略

/ 黃信樺

### ESG在地發展

#### 48 淺談我國永續債券發展

/ 章錦正

### 國際脈動

#### 54 場外交易市場趨勢和發展

/ 新加坡輝立Nova

#### 61 歐交所場外交易清算 (EurexOTC Clear) 介紹

/ 馮治超

## 專題報導

#### 68 2022 FIA 第47屆BOCA年會會議摘要報導

/ 廖玉完



## 挑戰與機會

◎吳桂茂

**金**管會2022年4月7日開放本國專營期貨商得以自有資金轉投資於國內設立貿易公司從事倉單相關業務，期貨商業務經營範圍從期貨及店頭衍生品市場推向原物料市場，期貨產業邁入新里程，「期現結合」不僅優化期貨產業服務、實現期貨產業價值，更助益期貨產業永續發展。

期貨商貿易子公司雖然從事的是倉單相關業務，但期貨商也亟需強化貿易實務專業素養，提升服務實體企業之能力，再結合期貨避險增益的優勢，才能助益實體企業原物料管理與資金運用效益，做出差異化的專業服務。鑑此，本刊從 LME 倉單業務在台發展之過程來談跨界整合利基、透過貿易商實務經驗來看公司的經營管理及可能面臨的風險與考驗，並從期貨商角度來分析貿易公司所面臨的機會與挑戰，除提供給有志加入這塊業務的公司及從業人員參考外，更期盼能拋磚引玉，吸引更多讀者對這項業務的瞭解。

詭譎多變的新冠疫情為全球經濟帶來重大轉變，升息、通膨腳步緊接而來，又受到俄烏戰爭的影響，原物料市場受到重大衝擊，全球宏觀經濟出現一系列變化，導致市場風險加大，金融市場出現大幅波動，場外交易 OTC 市場受到關注。

本刊在市場訊息及專題報導延此脈絡，從資產管理面來談期貨經理事業的全權委託交易與策略研發、從 ESG 永續債券在地發展來看企業面對全球節能減碳行動下，如何強化資本厚植國際競爭力；邀請國外期貨商來談場外交易市場發展趨勢，風險考量或風險管理，並邀請歐交所介紹場外清算作業，風險控管與違約管理程序，另摘錄 2022 年 FIA 國際年會主席重要談話及 CFTC 監理重點、加密貨幣在衍生性商品市場之發展機會與挑戰、原物料與大宗商品市場、交易所雲端合作與新能源政策，及 2021 年全球期貨市場交易狀況，提供讀者參考。



# 封面故事



隨著期貨商貿易子公司的開放，期貨業服務實體經濟進入新的里程，「期現結合」實現了期貨業價值，並助益現貨企業原物料管理與資金運用效益。本刊從推動過程來談跨界整合利基，透過貿易商實務經驗及期貨商角度分享貿易子公司所面臨的機會與挑戰，提供讀者參考。



# 藍海揚帆三部曲 -LME倉單業務在台發展之過程

期貨公會副秘書長◎范加麟

### 緣起

倫敦金屬交易所（LME）是世界上最大的有色金屬現貨、期貨交易所，主要經營品種有銅、錫、鉛、鋅、鋁、鎳、合金鋁等。民國90年代，該交易所就有意在東亞地區設立據點，經評估高雄、上海及釜山等港口之條件、稅制與政經情勢後，由於當年兩岸關係緊張，因此基於安全考量，決定轉至釜山設點。

政府大力推動自由貿易港區之業務，主要目的是要吸引國外供應商來我國自由貿易港區設立發貨中心，除了方便供應國內廠商原物料外，也可以經由高雄港之優越地理位置轉運給亞洲鄰近國家，船運、代理、報關、裝卸、運輸、倉儲、理貨及金融等業均可獲利，同時增加就業人口，亦可為政府帶來營利事業與綜合所得等稅收。

98年8月31日交通部葉匡時政務次長視察高雄港自由貿易港區時，港區業者提出中國大陸是全球非鐵金屬的最大需求者，高雄因為地理位置鄰近大陸，較南韓、新加坡與



馬來西亞更具優勢，若高雄港成為LME遞交港，可望吸引國際貿易商透過自貿港區儲轉，再利用兩岸直航的優勢，增加轉口貨櫃的量能，同時引進國際物流業者投資，推升高雄港成為國際倉儲轉運中心，帶動相關產業的發展，對於國家財政收入有正面助益。本案後經交通部長指示列為指標性案件持續推動。

LME之業務代理商ICS公司總裁Michael Dudley及總經理Shon Loth於98年11月10日來台，除至交通部提出設點計畫報告外，且



深入了解我方港務、關務等現況，並前往基隆、高雄港勘查，對於高雄港自由貿易港區的運作、整體港口設施條件，均給予非常正面評價，進而主動邀請前高港局申請成為LME的遞交港。

即便申請方（高雄港務局）與受理方（LME）對於推動本案均具有高度共識，然而，申請過程卻是一波三折，充滿變數；而且，在高雄港啟動LME遞交港業務後，如何整合交易、交割、倉儲與融資等環節，協助解決現貨廠商的四大需求；以及未來期貨商如何擴大經營觸角，深度融入產業鏈之運作並且發揮功效，均是一步一腳印的苦力活，無法一蹴可幾。

以下，將就高雄港自申請成為LME遞交港迄今的12年間，依申請過程、啟動階段以及未來挑戰等三階段，分別闡述政府（行政院、交通部、財政部、關稅總局、立法院、金管會）、民意代表（立法委員）、港口管理單位（高雄港務局，後改制為港務公司）、倉儲業、貿易業、金融業、學者專家、期貨業、交易所（LME及臺灣期交所）及期貨公會等在其中所付出的努力與貢獻。

### 首部曲：申請過程，群策群力克服萬難

#### 由前高雄港務局陳報交通部專案推動

前高雄港務局於99年2月6日成立專案推動小組制定推動方針，並於3月31日專案陳報交通部同意辦理。惟依照自由貿易港區設置管理條例第29條條款「應向國外供應商就其銷售予國內客戶之貨物，超過其全年整體

銷售額10%以上之部分，課徵營利事業所得稅」之規定，與LME要求之免稅、免申報等原則不符，LME於101年1月13日函知高雄港務局，基於關務及稅務之相關問題，無法同意申請。

為排除本案所涉及營所稅和申報程序之障礙，財政部及關稅總局分別於101年10月2日及9日，就「課稅對象」、「免貨主查核」及「廠商退場機制」等條款進行確認；港務公司於101年完成稅式支出評估作業，經財政部賦稅署同意後，由交通部研擬修訂該條文內容，並於10月25日經行政院會通過，列為立法院優先審查法案。

#### 朝野立委動員修訂「自由貿易港區設置管理條例」

立法委員林岱樺（民）、黃昭順及林國正（國）分別於101年11月27日上午及下午於高雄召開二場公聽會，聽取與會業者之意見。三位立委允諾全力支持本案，同時協調排入12月6日之交通委員會中審查，並於12月14日通過二、三讀，完成修法程序。此後外國、香港、澳門及中國大陸地區企業將國際期貨金屬交易所（如LME）認證的非鐵金屬商品，儲存於臺灣的自由貿易港區，銷售給國內外客戶，可免徵所得稅，且不必辦理申報，免稅期限到民國131年底。

#### 期貨公會協助安排拜訪港交所高層尋求支持

就在國內的準備工作大致就緒時，卻又傳來LME易主，於101年12月被香港交易所



## Cover Story

收購的消息，相關物流、倉儲等產業人士憂心忡忡揣測高雄遞交港申請案，恐怕充滿變數；再者，如果中國大陸也成為LME遞交港，屆時高雄港即使有幸成為LME遞交港，轉口貨櫃樞紐的優勢將消失，效益也將大打折扣。

為了讓高雄遞交港申請案不受LME被收購之影響，順利通過審核，期貨公會居間安排，102年元月2日由交通部政務次長葉匡時率領港務公司董事長蕭丁訓，並由臺灣期貨交易所總經理王中愷、期貨公會理事長糜以雍、秘書長盧廷劼等人陪同拜訪香港交易所李小加總裁，獲得該所善意回應。

102年5月7日復由交通部陳政務次長純敬（葉匡時政次已升任部長）率團，港務公司蕭董事長丁訓、期貨公會盧秘書長等人陪同，再度拜訪香港交易所李小加總裁，爭取其大力支持本案。

### LME董事會核准高雄港成為遞交港

交通部及財政部會商訂定子法後，港務公司高雄分公司即檢具完備之申請文件，於102年初經由英國顧問BDO LLP第二次向LME提送申請加入成為其遞交港。

102年6月17日，香港交易所宣布，LME董事會已認可高雄港成為亞洲第九個，同時也是兩岸間第一個遞交港，其他地點分別位於新加坡、馬來西亞、韓國及日本。

同年8月21日LME核准首批可進駐高雄港之倉儲業者及公布通過認證的倉庫，經過3個月的準備期，高雄港在11月21日正式啟動LME倉儲業務。在歷經3年9個月曲折多變



的考驗，第一階段的申請作業終於在各界共同努力、相互支援之下，順利完成。

### 二部曲：啟動階段，期貨公會穿針引線

高雄港自102年11月開始啟動LME實物遞交業務，其所帶來的實質效益與日俱增，除增加就業機會及稅收外，尚可降低國內金屬廠商的交割運輸成本，為實體產業的營運帶來正面助益。

期貨兼具避險與增益的功能，是現貨的延伸，現貨市場規模擴大，期貨運用得宜才能發揮服務實體經濟之價值。因此，期貨公會為了協助實體經濟瞭解LME交易制度的運作，擴大高雄LME交割倉庫的利用率，自103年開始，展開了一系列的推動措施。

### 參加LME香港亞洲年會，觀摩國際發展實務

香港期交所自2013（民國102）年起，每年在香港舉辦的LME亞洲年會，聚集為數眾多的金屬貿易商、製造商、倉儲物流業、



期貨業、資訊業與銀行業者，透過香港交易所與LME兩大交易所總裁的演說及金屬行業參與者的深度對談，共同討論金屬市場的未來機遇及發展前景，讓與會人士更加瞭解金屬市場的發展現況、預先做好面臨挑戰的準備、並且積極掌握未來的商機，不失為期貨業人士汲取新知的重要管道。歷年討論的重要議題包括：

1. 港交所打算將LME成功的交易、交割及倉儲模式複製到中國大陸，在深圳前海搭建大宗商品現貨交易平台-前海聯合交易中心（QME），提供現貨交割和融資服務。初步從有色金屬開始、而後逐步擴大至黑色金屬如鋼鐵等方面，希望能打造一條貫通定價、配送、實體消費的鏈條。港交所則可進一步使用這些價格基準，在香港發展指數、期貨及其他衍生性產品等，或通過產品互掛、倉單互換、價格授權、指數開放等方式打通大陸現貨市場和期貨市場。
2. LME計畫於2017（民國106）年7月10日推出黃金期貨，引入集中交易及中央結算機制，與目前交易成本較貴的倫敦場外黃金交易相抗衡，未來有機會與港交所黃金期貨互掛交易；港交所規畫推出實物交割黃金期貨，將以美元及人民幣雙幣同時獨立交易，未來則尋求與上海黃金交易所、上海期貨交易所合作。
3. 在市場互聯互通層面，推動債券通、ETF通、商品期貨通及新股通等四個互聯互通機制：債券通是連通大陸債券市場的基礎設施，提供現貨債券跨境交易與結算服

務；另外，解決香港與大陸兩地股票市場與上市基金不同的結算制度、系統開發及運作事宜，以成就兩地之ETF通；商品期貨通是借鏡LME大宗商品的發展經驗，在深圳建立前海商品交易平台，待前海交易中心順利運作後，再與LME連通，提供大陸及境外的大宗物資市場參與者更多的機會；新股通則是讓大陸投資者配置國際化資產，以及海外投資者投資新上市大陸A股的最快速徑。

4. 粵港澳大灣區試點LME倉庫之可行性，港交所正與廣東相關機構研議，希望取得突破，以期有效降低中國大陸企業在實物交割方面，所需支付之倉儲及運輸成本。
5. 此外，在眾多場次的座談當中，則探討：商品定價權應以在岸或離岸市場為準、在上海設立LME交割倉庫之可行性、電動車盛行對於金屬市場的商機、美國進口鋼鋁關稅政策所造成之衝擊、美中貿易摩擦對於有色金屬產業之影響…等當年熱門的議題。

香港交易所考量與我方合作推廣LME業務之互動關係，自2016（民國105）年起邀請期貨公會派員參加在香港舉行之LME亞洲年會，公會以「交易LME商品市佔率5%以上或在香港設有分/子公司者」之原則篩選代表組團，連續4年與會，讓團員藉由年會主講者及與談人不同面向的know-how分享，瞭解金屬市場的發展現況與未來商機所在。

同時，在研討會期間，我方代表與國際金屬業界、倉儲業者、國際知名銀行及LME結算會員展開接觸與請益，也有助於日後打



## Cover Story

造一條鞭的服務體系，發揮綜效，一次解決實體產業所面臨的交易/交割/倉儲/融資等需求。

### 辦理LME實務研討會，整合上下游產業鏈

自104年起，期貨公會、LME及港務公司高雄分公司合作，每年在高雄或台北共同辦理1至2場LME實務研討活動。研討會最初採室內講授方式，由LME專業講師，來臺介紹LME的發展沿革、交易規則與交割流程，聽眾則以高雄地區的貿易商、金屬業、港務

公司與期貨商人員為主。

之後，期貨公會接獲實務界人士反映，國內的期貨商僅能受託交易LME契約，尚無法提供契約到期後之實物交割服務。為此，期貨公會釐清法規規範、洽商國內複委託期貨商、接洽國外的LME結算會員，並且協助願意提供此項服務的LME結算會員拜訪國內有需求的期貨商，建立上下游合作管道，打通交易及到期交割之作業環節，為國內期貨商增加加值性服務。



經過各界幾年的努力，存放於高雄LME認證倉庫之非鐵金屬商品屢屢突破10萬噸，最高時曾經達到12.7萬噸，市價超過新臺幣250億元，證明實體產業的確有大量的實物交割與倉儲需求。於是，為了讓參與研討會的各界人士加深印象，期貨公會獲得世天威倉儲物流公司之首肯，將實地參觀交割倉庫環節納入研討會中，並商請港務公司提供船舶及接送車輛，安排研討會學員從香蕉碼頭

登船，橫跨高雄港，來到第四貨櫃中心上岸，再搭乘接駁車，進入世天威倉儲物流公司位於122號碼頭之LME認證倉庫，實地見識LME交割物品之外觀與入、出庫作業流程。

隨著LME高雄倉儲量能逐漸擴大，倉單持有者（交割物品之貨主）對於以倉單作為擔保品，向金融機構融資的需求也與日俱增。有鑑於此，期貨公會隨後也開始邀請銀



行業者與會，研討會中除了說明原有的交易規則、交割流程與倉儲作業外，同時安排國外銀行專家現身說法，分享倉單質借之實務經驗，希望提高銀行接受LME倉單質借之意願，並加入LME交易、交割、倉儲以及倉單質借之產業鏈，形成一條龍式的服務，進而擴大商業規模。

在倉單管理方面，LME倉單（Warrents）是由LME指定的倉儲公司出具的物權憑證，每一張倉單為一個標準合約，客戶可以透過代理商進行買賣。LME倉單分為標準倉單及非標準倉單，標準倉單由LME認證之交割倉庫簽發，LME為了管理標準倉單業務，特別建置了Sword系統，經過數十年的運作，可有效管理標準倉單之登錄、調換與註銷等流程，從而保障倉單持有人之權利。而非標準倉單主要係指非LME註冊商品但儲存在LME指定交割倉庫、LME註冊商品儲存在非LME指定交割倉庫、或是非LME註冊商品儲存在非LME指定交割倉庫。有鑑於非標準倉單之數量不亞於標準倉單，LME自2014青島港弊案後，即應業界人士及貸款銀行之要求建置Shield系統，進行標準倉單以外之存貨管理，但運作時間不長，管理成效仍有待觀察，故有其風險性。

LME標準倉單質借業務憑藉運作成熟的Sword倉單管理系統為後盾，在國外十分普及，但國內銀行業者對此業務相對陌生，且尚有倉單鑑價、徵信、授信、避險、變現、法遵及內部分工與控管等議題需要通盤考量，故短期間內無法提供融資服務；而外資銀行在台分公司即便表達極高意願，但亦

未獲其海外總公司授權可以在台開辦此項業務。換句話說，國內金屬廠商的標準倉單融資需求，並無法從銀行體系獲得奧援。

期貨公會不斷嘗試，洽商願意提供倉單融資服務的替代機構，加入整合性平台的努力，終於開花結果。經過縝密的評估，並且與金屬廠商及期貨業者深度交流後，中租迪和（股）公司決定先從LME非標準倉單著手，試辦融資業務，待運作順暢後再將擔保品項擴大至LME標準倉單，共同為實體廠商提供全方位的服務。

倉單質借業務之順暢，其關鍵因素之一為倉單之有效管理，運作成熟的LME Sword系統，可將LME標準倉單納入管理；管理LME非標準倉單的LME Shield系統，尚須經過時間的試煉方能證明其成效；此外，尚有其他交易所的交割倉庫，未必建有倉單管理系統，難保不會被有心人士作為一物多貸的詐騙工具。因此，期貨公會未雨綢繆，著手洽商科技業者，探詢可否藉由區塊鏈的技術，紀錄倉單之交易歷程以及辨證真偽，希望隨著倉單質借標的之逐步擴大，未來亦能結合金融與科技的力量，為LME非標準倉或其他交易所倉單之買賣雙方，提供一套能強化交易安全之驗證機制。

### 協助業者爭取倉單業務，促進期現結合

高雄港啟動LME實物遞交業務6年多以來，基本金屬現貨商屢有取得位於高雄港之LME倉單加以運用之需求。期貨同業認為，若可由期貨商就近服務，可擁有：1.發展服務實體經濟的藍海；2.可提升在地客戶的方



## Cover Story

便性；3.促進高雄港市經濟發展等三大利益。

於是，期貨業者於109年7月30日由期貨公會人員陪同，拜會主管機關，提出開放期貨商或期貨商之香港子公司得申請設立科技商貿服務公司說帖，專責負責倉單交換、採購及銷售、質押及融資、技術諮詢、風險管理諮詢等業務。希望透過倉單相關業務來協助客戶取得所需要的指定地點（高雄港）與品牌之倉單，最大程度來滿足客戶生產、銷售時之需求。

同年8月12日，期貨業與局長座談會中建議「開放期貨商或其商貿子公司從事LME倉單相關業務」，並列為資本市場藍圖推動項目。12月8日，金管會公布3年資本市場藍圖，提出82項具體措施，將本案列為其中一項，並於未來3年內逐步落實。

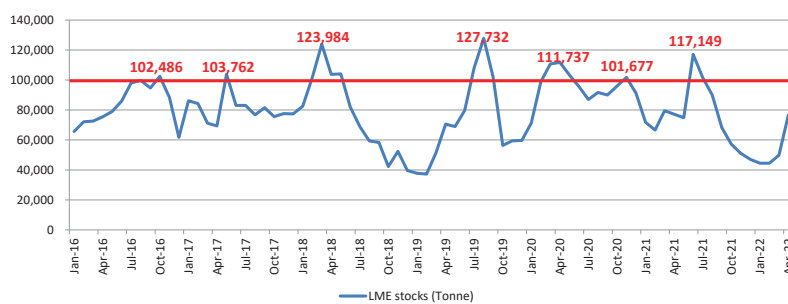
臺灣期交所與期貨公會隨之相繼展開運

作，臺灣期交所委請銘傳大學武永生教授進行研究，研究團隊於研究期間，分別拜訪多家期貨商，瞭解需求、顧慮與想法，就由期貨商本體經營或由期貨商轉投資之子公司經營等兩種模式進行比較。武教授110年4月23日所提出之期末報告結論認為，以期貨商新設獨立貿易子公司之方式開放，期現區隔經營、分業管理，無論就產業發展、法規制定與執法負擔皆較有實益。臺灣期交所復於111年2月向主管機關陳報研議結果，並於3月21日於高雄舉辦「打造高雄港LME新產業鏈暨高雄市港共榮發展」交流研討會，邀請證期局、高市府經發局、港務公司、倉儲公司、期貨商及期貨公會代表，探討本項業務之實質效益。

期貨公會則於109年12月22日邀請期貨商針對LME倉單業務初步交換意見、110年1月及4月分別參與臺灣期交所委外研究案之

期中與期末報告、同年6月4日理監事聯席會決議採納期交所委外研究報告結論，以「由期貨商獨立商貿子公司經營」模式從事LME倉單相關業務。111年年初，公會會務人員特別針對LME倉單業務蒐集資料，向主管機關分析期貨商設立貿易子公司接觸此項業務之商業模式以及可能產生

### LME高雄港庫存(噸)



#### 倉儲公司名稱

- Access World Logistics (Singapore) Pte. Ltd.
- ACE (Asia) Pte. Ltd.
- C. Steinweg Warehousing (FE) Pte Ltd
- H&M Metal Warehousing (S) Pte. Ltd.
- Henry Bath Singapore Pte Ltd
- Independent Commodities Logistics BV
- P Global Services NV

#### LME庫存(截止2022年5月25日)

鋁：15,150噸  
 銅：22,475噸  
 鎳：5,424噸  
 鉛：25,425噸  
 鋅：13,925噸  
 錫：0噸  
 合計：82,399噸  
 市值約新臺幣147億元



之效益，並於元月17日，邀請貿易界資深交易主管，向主管機關及臺灣期交所人員分享LME金屬交易實務經驗，協助業者爭取開放。

金管會有鑑於目前我國期貨市場係以金融期貨為主，基於擴展本國期貨商業發展考量，於111年4月7日開放本國專營期貨商得以自有資金轉投資於國內設立貿易公司從事倉單相關業務，貿易子公司以1家為限，最低實收資本額為新臺幣1億元，且應由期貨商100%持股，業務經營以國內外期貨交易所倉單買賣、交換、避險、融資及其他與倉單相關之業務為限；期貨商應於內部控制制度納入該貿易子公司之監督管理規範及處理程序。開放本案除有助於期貨商業發展外，並能將我國期貨業者業務範圍擴及服務實體經濟，對於金屬業者、倉儲業者以及LME指定授權倉儲所在地高雄港之經濟，產生相當之效益。

自高雄港啟動LME倉儲業務以來，期貨公會為了串接滿足金屬現貨廠商交易/交割/倉儲/融資等四大需求的供應鏈，百折不撓持續穿梭其間，終於在8年半後盼到好消息，從此期貨商亦得以轉投資貿易子公司的形式，提供現貨廠商企盼已久的另一個倉單買賣以及融資選項，為整個完整的產業鏈，補上最後一塊拼圖。

### 三部曲：未來挑戰，協調整合藍海揚帆

正所謂十年磨一劍，在經歷12年多的接觸、學習與準備，期貨商終於迎來開展另一

片藍海的契機。LME倉單業務是期貨業從最熟悉的金融期貨領域，邁向商品現貨的第一步也是最重要的一步，只要這步踏穩了，隨著業者逐漸累積貿易實務經驗，未來業務範圍可望更加擴大，可以複製成功的產業鏈整合經驗，將觸角延伸至其他的大宗物資領域，提供全套的買賣/避險/融資服務，協助產業法人健全經營體質，達到期、現結合的理想境界，同時結合倉儲與金融業者，繁榮倉儲所在地的經濟發展及促進金融市場的平衡發展，為各業創造共贏局面。

藍海在望，然而這片領域卻是陌生未知的，因此期貨商要如何踏出這一步，必須深思熟慮，審慎進行。業界人士指出，高雄港的LME金屬庫存多寡、可供買賣的倉單數量、現貨貿易的實務經驗、倉單融資的成數與利率高低等，均為經營這項業務成功與否的決定因素。

對於期貨同業開辦這項業務，公會深表支持並寄予期望，期貨公會將繼續扮演協調整合的角色，與各方合作，持續推廣宣導倉單業務全套制度，將相關之貿易、製造、港務、物流、倉儲、銀行、租賃、期貨…等上下游行業串聯整合，形成完整的生態系。

等在前面的究竟是一帆風順的商機或是波濤洶湧的危機，仍有待期貨同業與公會共同發揚智慧、齊心攜手探索。





# 金屬貿易面面觀

◎屠世天

金屬貿易商作為生產者和消費者的中間橋樑，是具有高度專業的傳統產業，也是以人為本的服務業。由於金屬品項繁多規格複雜，加上供應鏈相當漫長，需要花時間深入了解，同時維繫與上游供應商及下游客戶長期關係，以取得穩固的經銷代理權。

從美中貿易戰及新冠疫情持續升高開始，數十年全球化浪潮紅利背後的軟肋逐漸凸顯。我們習以為常的金屬農產品能源礦產等天然資源，供應鏈上中下游都受到很大的衝擊。俄烏開打以來，半導體供需及金屬貿易供應鏈的戰略意義，成為熱烈討論的議題。

### 金屬貿易與文明發展

自青銅器時代以降，銅鐵金銀及其他金屬就在歷史上扮演重要的角色。包括蘇美文明、夏商文化、兩河文化、三星堆文化、印加文化中，青銅器及鐵器均有重要的統治和軍事上的地位，其原料流通及製造技藝就成為考古上重要的文明里程碑，間接指出金屬

貿易在遠古先民時代就已經是人類經濟活動重要的一環。時至資訊爆炸的今日，金屬貿易更是與人類生活息息相關。表1所示的全球金屬消費有半數以上需要透過貿易的手段遠距運送，來完成加工和終端消費。

地殼中含有的金屬很多，最大宗的鐵占95%，與鉻錳對岸合稱為黑色金屬。非鐵金屬又名有色金屬（本文中交互使用），泛指黑色之外所有金屬。其中用量較大的，包括了銅鋁鉛鋅鎳，EV電池用的鈷和鋰及貴金屬，大部分在LME倫敦金屬交易所/SHFE上海期交所已有活躍的現貨期貨的交易。戰略價值甚高的稀土金屬（如釷鈾鐳系），和類金屬（Metalloids如矽砷鎵），偶爾也被納入有色。

表1、全球金屬表觀消費（萬公噸／年）

年度	鋼鐵	銅	鋁	鋅	鎳	鈷
2020	181,050	2,486	6,478	1,424	263	12.5
2022f	186,481	2,585	6,544	1,495	302	15.1

來源：世界鋼鐵協會、國際銅研究組織、鉛鋅研究組織、中國有色協會



表2、臺灣金屬進口統計（萬公噸／年）

年度	鐵礦石	電解銅	鋁錠	鋅錠
2020	2,303	48.7	31.7	19.2
2022f	2,349	51.1	33.3	19.5

來源：貿易統計，內部資料

如表2所示，臺灣每年從世界各地進口非鐵金屬原料超過百萬噸，是蓬勃的金屬加工業重要的原料。生產出來中高品質的半成品零組件及產品，是臺灣外銷重要的支柱。

以最常見的金屬鋁為例（見下圖），從礦山開採的鋁礬土開始，經過氧化鋁轉化為

電解鋁及鋁合金錠。再加工成電容器鋁箔、自行車鋁管及飲料罐，最終產品回收後純化為重熔錠，又成為原生鋁合金的部分原料。其中每一個環節，都可以是貿易標的物。對象涵蓋集團內部或外部、境內或國際、實體交運及金融交易等各多種型態客戶。

### 鋁供應鏈示意圖



來源：內部資料

### 跨國礦商銷售與經銷代理權

金屬貿易商作為生產者和消費者中間橋樑的角色十分重要，是具有高度專業的傳統產業，也是以人為本的服務業。由於金屬品項繁多規格複雜，加上供應鏈相當漫長，需要花時間深入了解，同時維繫與上游供應商及下游客戶長期關係，以取得穩固的經銷代理權。

一般大型礦商做跨國行銷，依據其組織

規模及市場特色，可能會採取幾種的形式，尋求長期穩定的市場參與，只有在擴產改組或併購時才會發生較大的改變。

### 區域總部直接遠距銷售

數十年來最常見的方式。通常適用於初到市場的跨國公司試水溫時期。可能以有限代理或多家代理權的方式，經過數年觀察，整合晉升到下一階段。參與的單位或個人需



## Cover Story

要有強大的市場資訊銷售能力，初期僅需提供有限的資金加上前台和管理功能。此時要避免因業務興旺而忽略了提升中台後台職能知識的機會，並積極與團隊一同進步。

### 成立分公司子公司及在地團隊

在市場隨著經濟成長的黃金年代，逐漸擴大市佔率後，跨國礦商可能選擇投資建立自己的設施（如混礦場）及團隊，也在現有代理商中尋找人才。此狀況過去多次發生，甚難阻擋，而且經營市場越成功，提早發生的機率越大。在規模高速成長規格多變的電子產業中，不乏代理商轉型總經銷然後成功上市的例子。但金屬貿易業者面對傳產十分低調，較難靠穩定成長走向資本市場。

### 建立策略夥伴長期經營市場

在市場最大消費者必須直接銷售的前提下，跨國礦商即便釋出有限的經銷權，吸引力亦降低。若金屬貿易商已長期厚植中後台團隊及流動性實力，熟悉市場偏好及風險，就能轉型成長為多品牌經銷商，長期提供差異化服務。

### 金屬貿易商的功能與架構

完整的金屬貿易商組織上仿效金融機構，分為前/中/後台（Front/Middle/Back Offices），以確保系統化正確執行複雜的橋樑功能。前台主要面對市場及客戶，即時處理客戶需求解決問題。中台由資訊以及風控人

員組成，維持系統正常運作，亦可兼管催收。後台負責行政管理工作，包括人資財會法務稽核等。分別列示如下：

#### A. 前台－現貨貿易／客服／報計價服務／儲運物流／行銷

- 定期提供客戶LME/SHFE／相關交易所晨報及市場資訊
- 熟悉計價服務系統，協助客戶遵循系統下單規則
- 回報客戶需求，搜集資訊判斷市場變化
- 積極拓展盤商及現貨貿易，提高毛利率及風控意識

#### B. 中台－IT／風控／金流催收／訂單控管及進銷存／期貨

- 貿易進銷存系統維護及物流管理
- 系統支援前台銷售，提升效率及正確性
- 訓練前台交易客服人員，熟悉下單保證金及收付款規則
- 執行系統整合，對內外提供實時貿易部位服務

#### C. 後台－HR培訓／財務及內部結算／融資控管／稽核／法務

- 整合財會系統，曝險部位，計價及追繳保證金系統
- 交易報表結算，設立警示系統。價格基差若波動則即時提醒
- 定期檢視交易人員KPI，結單範圍及執行績效
- 善用外部訓練及會議，長期提升團隊專業能力

此外，若貿易商已有相當的規模以及雄



心，應設置管理部門，從戰略的角度進行CRM，及跨市場情報趨勢分析。

- 定期拜訪礦商冶煉廠貿易商及客戶，簽訂年度合約
- 確保外部供應、需求面及內部團隊穩定
- 建立穩定且長期策略，注意行業趨勢及風險

考慮到企業都有的人力限制，在專責人員到職前，以上功能可由一人分飾二角。唯需要明確定義職務功能及SOP，避免執行與監管角色混淆或工作過勞影響判斷。

### 金屬產業與期貨避險

金屬產業的特色之一，是從高單價、高營收供應鏈中獲取微薄利潤，必須利用有效的風險管理工具在波動的市場中持續獲利，對金屬貿易商及加工業者皆是如此。

金屬加工企業恆常面對採購與生產後銷售時間差所帶來的價格波動，若有適當的期貨避險機制，清楚區分採購、生產、銷售三大部門的利潤，避免價格波動干擾，就能訂定各部門分別KPI，公平衡量部門績效提高市占率（參考文獻2）。再者，透過內部報表，可以呈現現貨vs避險部位正負相反絕對值相近的盈利情況，進一步補強財報中，庫存及在製品評價利益能否認列的問題。

金屬貿易商雖無製造環節，前揭時間差同樣帶來價格及加工費的波動，若善用避險工具可降低波動風險，提高整體毛利率及經營的可持續性。

### 金屬貿易的風險管理

規模以上金屬貿易商應設置風控主管，向經營者或董事會負責。或安排銷售採購及財務成立群組，共同評估追蹤可承擔風險限度（參考文獻3）。

### 價格風險及基差風險

通過期貨或向供應商取得點價權利來避險，應隨時注意曝險總部位及變動保證金可能的需求，對近期價格升貼水及調期需定期留意。

### 信用風險

簽約前應透過KYC/KYS過程為交易對手計算信用額度，並設法將25%以上的對手信用風險，轉移給金融機構如信用保險公司。

### 流動性風險

有志發展的金屬貿易商應建立可反映真實狀況的財報系統，並請會計師簽證。儘量活用自有資金、股東往來、貿易融資、倉單融資等多樣化資源，嚴格管控額度總動撥率在75%以下，設立即時保證金通報機制，以降低流動性風險。

### 營運管理及跳槽風險

應投保產物及責任險，照顧員工基本的需求外，也確實執行內部SOP與營業秘密管理。以專業服務及市場情報，與團隊共同維繫上下游客戶關係。即或有員工跳槽對手的風險，對



# Cover Story

同仁專業能力的提升仍要確實執行。

## 物流及地緣風險

貿易戰、疫情及戰爭使物流風險呈現指數增加，即便量體夠大可承作遠期貨運和燃料互換協議，也只能降低部份儲運風險。保有安全庫存和即時借調貨源的能力，亦是必要之措施。

## 內部操作風險

若業主或經理人對價格走勢有明確看法，建議在國內期貨商開立個人戶頭，公餘進行多空操作。可掌握價格波動的利益，對公司損益沒有影響。若必須以法人戶操作，則應嚴格訂定下單口數範圍，並與公司營運曝險部位，先分離後集中審視，出具整體日報表，及時處理曝險狀況。

## 青山妖鎳事件簡述

大陸的青山集團（THG）是全球最大的民營鎳金屬企業。項目從印尼的紅土鎳礦開

發，到最下游的不銹鋼製造及硫酸鎳，包羅萬象。基於各種原因，青山決定在海外放空鎳達20萬噸，部位集中在幾家銀行及LME一級會員，平均賣價\$20,000/噸。但多頭展開逼空大戰，成功擠壓市場造成大規模的空頭回補，使價格跳空上揚，超過 \$100,000 / 噸，引發銀行和經紀人的追繳保證金危機。

LME罕見的停盤鎳交易6天，並史無前例的取消3月8日所有交易，價值約40億美元。又同意青山延倉，遲付保證金，訂定漲跌停板+/-15%，均為LME首見。鎳交易恢復後，連續多次被熔斷事件及技術難題困擾，流動性、持倉量明顯下降，4月份才逐步恢復穩定。

此事件明顯撼動了LME百餘年來建立堅如磐石的交易信用，但相關當事人及監管單位同意以靜默協議（Standstill Agreement）方式來援救大到不能倒的類國企。市場肯定有人不以為然，但在俄烏戰爭大環境之下，或許是LME 避免危機擴大的必要自救與妥協。對當天因交易被取消而受害的交易人而言，想依法討回公道有一定的難度。

表3、活躍於金屬貿易的大型資源集團

公司名稱	嘉能可	五礦	托克	摩科瑞	路易達孚
English	Glencore	Minmetals	Trafigura	Mercuria	Louis Dreyfus
成立年份	1974	1950	1993	2004	1851
集團營收 2020	\$ 142B	\$ 102B	\$147B	\$85B	\$34B
資產 上 中 下游	Y Y N	Y Y Y	Y Y N	Y Y N	N Y N
型態	上市	上市	私營	私營	私營

來源：參考文獻4，各公司官網



### 金屬貿易商穩健獲利之必備條件

綜上所述，金屬貿易乃是高單價、高營收、高風險及低毛利率（三高一低）的傳統服務業，卻又是經濟體中不可或缺的一環。在全球的範圍中，不乏長期經營獲利的百年金屬貿易商範例。見賢思齊，筆者歸納標桿企業成功的要素如下：

- 適當的自有資金及隨時可動撥的流動性額度
- 具備可持續性的經銷代理權，或有多品牌及差異化服務
- 建立處理價格部位波動物流地緣風險之能力與制度化判斷
- 培養國內外業界的名聲，及優異的上下游交易關係
- 打造靈活及沉穩有解決問題能力的團隊

### 結語

對海洋立國的臺灣而言，貿易早就根植在產業的DNA之中。從早期官辦到外商洋行到今天中小企業林立，專業貿易人才總是可以找到發揮所長的好環境。金屬貿易是高度專業的人本服務業，需要長期投入才能培養出全方位人才。自2013年高雄成為LME遞交港後，儲運業務逐年成長，最高曾有近20萬噸各類有色金屬存放於自由港區8家註冊倉庫之中。配合邇來臺灣國際供應鏈能見度的提升，部分金屬礦商及大貿易商投資臺灣成為區域儲運中心（Regional Hub）的腳步正

在加快，在疫情後的通膨時代，已然掌握臺灣相當充沛的成長力道。願以本文獻給有志於此行業的投資方及從業人員，作為參考資料，把握難得時機，進入金屬貿易服務的亞洲盃。



（作者為資深企業經理人，從事金屬貿易業務30餘年，在業界夙負盛名。）

### 參考文獻：

1. “金屬產業年報”，金屬工業研究發展中心MIRDC, 2021
2. “運用LME金屬期貨避險的重要性”，李世豪，中華民國期貨業商業同業公會期貨人季刊, 2021年第四季總號80期，P.75-78
3. “The Economics of Commodity Trading Firms”, C. Pirrong, University of Houston, Trafigura Group, 2014
4. “商品解密－交易及全球供應鏈指南”，托克集團刊印, 2019



# 貿易商經驗談 專訪千海企業張嘉珍副總經理

期貨公會◎莫璧君

金屬貿易商在做什麼？可能面臨的風險與機會？本刊透過企業長成故事及實務經驗，提供給期貨商參考與借鏡。

**金管會開放期貨商可以設立貿易子公司經營國內外期交所的倉單業務了！**

臺灣期貨業在努力這麼多年，終於在服務實體經濟上跨出了一大步，期貨公會從協助爭取高雄港成為LME遞交港；連年辦理LME實務研討會，向業者說明高雄港運作、標準倉單質押融資業務、領著業界先進實地參訪高雄港；運用金融建言白皮書管道建議開放期貨商貿易子公司，於2021年獲金管會將此案納入資本市場發展藍圖，終於在今（2022）年4月7日開放期貨商可使用自有資金成立貿易子公司，經營國內外期交所的倉單業務，前前後後經過了12年的努力。

而這一路上，張嘉珍副總是相當支持的，光是期貨公會的研討會，就數次擔任講



者或與談人分享貿易商運用LME期貨於實體交易、如何運用LME商品規避行情波動風險的實務經驗。

本刊期望透過「千海」這家企業的長成，讓我們的讀者認識臺灣金屬貿易，也藉由箇中的小故事，讓想要設立貿易公司的期貨商有所參考與借鏡。



### 千海公司的貿易角色

嘉珍副總表示，1970後期到80年，那是臺灣經濟起飛的時代，當時臺灣廢料工業如日中天，「千海」是在那樣背景下於1977年誕生的，從事自營原料買賣事業，首重信用（credit）和效率（efficiency），幫臺灣買家到國外找貨源，處理交貨、付款及執行訂單，居間撮合的角色。

千海是直接與供應商簽約，自己建立庫存、部位，再提供給終端企業用戶，有自己的操作手法，合約主體就是千海與終端企業，賣價不受原廠限制，對買賣雙方歧見可以直接溝通，例如價格要用月均價或是點價方式，合約的條件更靈活與彈性，更符合終端企業的需求。經營的金屬業務包括鎳、鋁、銅、鋅、鈷…等等。

高雄港成為LME遞交港的一開始，倉庫是沒有貨的，因為千海是自營商有自己的庫存，副總還記得臺灣上的第一手鎳丸倉單就是千海的鎳。LME高雄倉庫開始活絡起來，可說是受惠於馬來西亞2015年稅制的變革討論，很多國際商社開始將貨運來高雄寄倉，讓高雄LME倉庫有了庫存量，也開始有實貨與倉單的交易，遞交港的重要性逐漸成形，臺灣市場也才感受到它的便利性，大家才更願意使用這個倉庫。

有了LME等級的商品，貿易商可以更靈活的配置，舉例來說：「像是去年年底我們公司分析通膨問題會越來越嚴重，根據可用資金，先與LME議定一個價錢，先囤原料，

來鎖定成本，也因為是交易所等級商品，同時也可以用LME合約來操作，發揮公司的資金效能。」嘉珍副總說。

### 競爭與競合

筆者對於產業競爭的問題，請教了嘉珍副總，期貨公會在推動期貨商服務實體經濟這部分，副總一直是大力支持的，不擔心競爭的問題嗎？

嘉珍副總表示，我們董事長張景隆先生成立千海之時，正值臺灣重工業興起、鋼鐵業起飛年代，當時董事長是白手起家的年輕人，幸而有機會可以就教於產業大老，得到許多貴人提點與指導，像是豐興鋼鐵林文貴創辦人。也因為那樣共利共好的大時代，張董事長在經營理念上是共存共榮、以和為貴、以服務為主的，大家好、千海才能好，所以我們不擔心員工另起爐灶，反而很驕傲千海培養許多人才，走出去後自己創業或成為業界高管。

千海和大陸做生意，我們也是一樣亦師亦友地將貿易作業細節讓對手方了解，並沒有在防範競爭上花心思，我們認為公開市場沒有所謂的商业秘密，只是知道的早晚罷了。舉例來說，我們曾接觸一家山東的內貿公司，他們從經由代理和我們訂貨、到直接找我們下單，從完全不懂外盤LME的操作，到去倫敦直接開戶買賣，這前後不過1、2年，再到近年大陸的期貨商成為可以在LME交易圈公開喊價的一級會員，大陸業者學習能力與強足的成長力道是令



## Cover Story



我們刮目相看的。

承這樣的理念，當我受邀期貨公會LME的實務研討會擔任與談人時，不但沒想過競爭的問題，反而是樂觀其成，樂見更多的市場參與者，可以活絡臺灣的金屬貿易活動、更貼近國際水平，也有更多元的管道可以增加金屬業者資金運用的效能。

### 化危機為轉機

70年代高雄港拆船業發達，隨之美國的混合五金廢料也進來了，雖然開啟了臺灣把垃圾變黃金（鈹金、黃金、白銀）的歷史，也開啟了二仁溪的廢五金年代，那時台南灣裡與附近村莊，幾乎家家戶戶都投入廢五金產業，許多家庭因此而富足。千海則有機會出口鉬廢料到歐美市場，也學習到國外如何專業、符合環保規範地處理應用金屬廢料。

「2007年我畢業後回臺灣加入千海公司，2008上半年有多好、下半年就有多差，

這個大禮包讓我上了珍貴的一課。」嘉珍副總說。

上半年鋼鐵業景氣大好，生意量很大，所以我們手上持倉很多，但卻在下半年碰到金融海嘯，全球經濟陷入困境；也許是經驗，張董事長感受到當下的國際氛圍比擬1973的石油危機，要我們趕快找買家，就算價格不好也必須換現金，若是資金沒有處理好，轉不出來就會變成公司危機。當時國內買家有限，於是我們找了國外買家儘量的將手上庫存了結，也是因為很快的動作，算是止住血，所以在2009年農曆年後，大陸鎳和鋁需求大增，我們才有能力抓住機會，在銷售量上大幅增加，為公司補血。

像千海這樣在地的傳產行業，一般人很難將我們與國際政經局勢扯上關係。舉例來說，來公司應徵的年輕人，他們聽到工作內容會需要下工廠、進倉庫，已經很難理解，再聽到我們隨時要關注美國聯準會公布訊息、國際財經數據，更是狐疑，但只要待了



一陣子，就會了解，我們做的是原物料國際貿易，不論1973石油危機、新臺幣從40元兌1美元升值到28元兌1美元、2008金融海嘯，或後來的英國脫歐、美國大選及FED升息、美中貿易戰，對我們都是考驗，我們一樣要管理風險，不僅是匯率風險、買賣風險、塞港問題、或年初鎳事件的價格風險，過程中若有閃失，都會重傷的。

再說一個讓我很有感觸的事：「大陸改變了鎳的應用。」大陸從紅土鎳礦提取鎳金屬，那時我們與西方的一些鎳製造商談及時，他們仍然還停留在傳統工藝的思維，不相信用1%左右鎳含量冶煉出含鎳10%的鎳鐵會成為主流，直接熱送，大大降低了生產成本，而這事也透露另一個訊息，也就是「人才」，投入產業的人越多，原材料的應用就會受到更多討論。

### 貿易商所面臨的挑戰

「貿易商賣的是產品、也是服務。」嘉珍副總直言。

臺灣總共才18家煉鋼廠，不銹鋼廠又更少，只有燁聯、華新麗華、唐榮及特殊鋼-榮剛這四家，國外生產商怎麼會不知道，又為什麼要透過我們來買賣，主要是有一些驗收條件、付款條件可能是對這些國際型大公司比較難接受的，透過貿易商在中間就更有彈性。舉例來說，像是驗收重量的問題，有一次我交貨給鋼廠，也是LME倉庫出的貨，出貨重量沒有問題，但客戶方點收是經由公

正地磅秤重，剛好超出可容許誤差值，我們貿易商在這中間就能起到潤滑的作用。

### 貿易商角色再定位

在同業中，千海是開始使用路透社資訊的前幾名，目前我們也付費使用和國際貿易商社一樣的平台，取得第一手行情資訊，但隨著大陸市場的崛起，免費、還算正確、即時的中文訊息隨手可得，而市場上對商業條件也日益熟悉，英文溝通及時間差也越來越不是問題，現在貿易商扮演中間人角色的重要性也不若以往，於是我們也面臨重新定位的挑戰。

嘉珍副總談及：「張董事長常說：『生意是生出一個意念。』我們也積極地從自營貿易商的角色，再思考我們的定位。我們著眼於如何藉由自己的經驗，將沒有辦法達成共識、互相認同的部分，拉近供應商和客戶端的交易歧見，結構成一筆交易，在兼顧利潤和風險之餘，達到雙贏。」

### 資金鏈管理

千海20年前就在倫敦開戶，運用期貨市場管理鎳的風險了，熟悉這樣的操作，尤其是我加入之後，我們不僅做現貨的買賣，也利用對期貨的熟悉度協助客戶創造利潤或規避風險。這裏我要提一提今年3月8日史詩級軋空的鎳事件，與其說是48小時之內LME鎳價暴衝250%，實際上令人恐懼的行情就發生在中午的那1小時，我相信目前第一線的從業人員應當都沒有經歷過如此震撼的市場



## Cover Story



鎳 3/8 走勢圖，資料來源：張嘉珍  
其後 LME 取消交易，被取消交易的數字相關平台也會修正，此為珍貴紀錄畫面，供讀者參考。

教育。

資金鏈一直是大宗商品交易商要面對的很重要課題。像這次鎳的事件，我公司要準備多少的資金才夠，一夕之間我的資金需求變成三倍，我又必須要履約，對大多數的公司而言是非常困難的，更何況我們做的是長約，這一筆單可能就吃掉我整個公司的運作，這也讓我們對於資金運用和風險控管再重新省思、重新評估。

### 倉單融資新藍海

面對國際大型貿易商社透過PRE-FINANCING<sup>1</sup>的作法取得礦產資源，進而獲得產品的銷售權，這種超脫純買賣的作法，我

們是望塵莫及的，我們要如何面對這樣的國際作法？嘉珍副總表示，我想：發展自身特色、運用附加價值對我們擴充生意是相當重要的能力。這裏我就要提到「倉單融資」。以銅金屬為例，臺灣一年進口60~70萬噸的精煉銅，全球排名前五名。然上海物質大廈<sup>2</sup>的一家貿易商，而且不是規模很大的公司，一年做融資銅的交易量就可以達到20至25萬噸，是臺灣的3分之1。我們不諱言這中間可能有匯差及利息差的因素，但透過提單或倉單，公司就可以做融資、就可以做槓桿，而不需要真的進口，就可以達到企業財報擴張的目的。

在中國或國外LME的經紀商對這樣的作法其實已經很嫻熟了，金屬業者會將這樣的

<sup>1</sup> PRE-FINANCING 作法上，當國際大廠要到某地採礦，需先與當地協議建立多少的基礎建設、提供多少的工作機會、或預付多少資助款項等等。

<sup>2</sup> 上海物質大廈：上海做金屬交易的貿易商大多集中在此。



操作訂在每年的財務計畫中，以發揮資金最大效能；但很可惜的是，目前臺灣的銀行一直把「金屬倉單融資」當成是金屬業者沒錢來找銀行借錢的生意，所以這塊業務目前還沒能被開發。

嘉珍副總以金屬貿易商的身分表示：「期貨商貿易子公司，若能推展倉單融資業

務、協助客戶優化財報，同時也可透過運用期貨市場避險而提升交易量，不僅提升了期貨服務實體經濟的功能，也同時成就期貨市場量能，再創期市新藍海。」並期待有金控背景的業者，多管道讓母公司了解倉單融資的實質效益，推動臺灣這塊金融服務。



### LME金屬倉單融資

倉單融資是以倉單為標的物而成立的一種抵押權，在國際間已經是企業與銀行融通資金的重要工具。LME倉單是金屬期貨市場的產物，LME對標準倉單的生成、流通，及對指定交割倉庫的核准、日常管理均有一定的要求與監管機制。所以LME倉單融資，既可以解決貿易公司流動資金的問題、保證銀行放款安全，又能拓展倉庫服務功能、提高效率，使三方都獲益。

對於貿易公司而言，利用倉單質借向銀行貸款，可以解決企業經營融資問題，爭取更多的流動資金周轉，達到實現經營規模擴大和發展，提高經濟效益的目的。對於銀行而言，可以增加放貸機會，擴大新的利潤；又因為有了倉單所代表的貨物作為抵押，大大降低貸款的風險。對於倉儲企業而言，既可以利用能夠為貨主辦理倉單融資貸款的優勢，吸引更多的貨主進駐，保有穩定的貨物存儲量，提高倉庫空間的利用率；又可以促進倉儲公司加強基礎建設，完善各項配套服務，提升公司的綜合競爭力。

LME倉單回購業務通常由金融機構和融資方簽訂回購協定，約定金屬倉單回購的價格和時間，確定回購費用；並且在LME市場進行相關的避險操作，融資比例根據不同的金屬會略有區別，一般可以達到95%以上。



# 期貨商貿易子公司所面臨的機會與挑戰

◎群益期貨 國內法人部

**金**管會於2020年12月公布未來三年資本市場藍圖中，將提升期貨公司擁有專業研究與市場分析並運用期貨功能：商品價格發現與避險功能以及期貨商或其子公司從事LME倉單交割業務如何藉由LME交易、倉儲、融資一條龍作業這樣經驗進行整合且可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進銷存成本、規避風險，提升經營績效，達到營運穩定發展的功能，讓期貨產業由現行的避險與增益之理財工具，升級為風險管理商貿服務，優化期貨業服務創造全方位的新藍海。

金管會基於服務實體經濟及擴展本國期貨商業發展且增進期貨商自有資金運用考量，開放期貨商得轉投資於國內設立貿易公司，於民國111年（2022年）4月7日發布令，開放本國專營期貨商得以自有資金轉投

資於國內設立貿易公司從事倉單相關業務。但以一家為限，且應由期貨商100%持股，最低實收資本額為新臺幣1億元。該貿易公司經營以國內外期貨交易所倉單買賣、交換、避險、融資及其他與倉單相關之業務為限。專營期貨商應將該貿易公司列入內部控制制度「對子公司之監理」之規範，並訂定監督與管理之規範及處理程序。

### 期貨實物交割與商品貿易的相互關係

2013年高雄港正式成為倫敦金屬交易所（LME）的第九個遞交港，建構起臺灣成為LME亞洲有色金屬樞紐的機會串聯現貨商、物流倉儲與期貨業者之間的一道服務合作的區塊經濟鏈。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，更有助



於期貨業者延伸觸角至非鐵金屬商品領域，進而對實體產業的服務，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。

在高雄港LME交易中有色金屬的實物交割機制，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規格、數量及安全性外，尚可為港務繁榮及社會創造經濟效益。

### 由貿易市場與基本金屬與大宗物資期貨市場近期發展進行剖析

#### (一) 經濟部統計臺灣進出口貿易經濟數據

由經濟部<sup>1</sup>的統計數據可以發現進出口貿易對於臺灣經濟不可或缺的一環，進口方面，於2021年我國第1大進口來源為中國大陸（含香港），占整體進口比重22.1%，進口金額較2020年增加29.9%；第2大進口來源為日本，占我整體進口比重14.7%，進口金額增加22.3%；第3大進口來源為東南亞國協（10國），占整體進口比重12.4%，進口金額增加20.2%；第4大進口來源為美國，占整體進口比重10.3%，進口金額增加20.2%；第5大進口來源為歐盟，占整體進口比重9.7%，進口金額增加27.3%。

主要進口貨品2021年我國第1大進口產

品為電子零組件，進口金額913億1千萬美元，較2020年增加31.3%，占整體進口比重24.0%；其次為礦產品，進口金額567億4千萬美元，增加67.9%，占整體進口比重14.9%；居進口第3位為機械，進口金額443億6千萬美元，增加33.1%，占整體進口比重11.6%。

出口方面，2021年我國第1大出口市場為中國大陸（含香港），占整體出口比重42.3%，出口金額較2020年增加24.8%；第2大出口市場為東南亞國協（10國），占整體出口比重15.7%，出口金額增加32%；第3大出口市場為美國，占整體出口比重14.7%，出口金額增加30%；第4大出口市場為歐盟，占整體出口比重7.1%，出口金額增加39%；第5大出口市場為日本，占整體出口比重6.5%，出口金額增加24.8%。

主要出口貨品2021年我國主要出口產品中，最大出口項目為電子零組件，出口金額1,720億1千萬美元，創歷年新高，較2020年增加26.9%，占整體出口比重38.5%；其次為資通與視聽產品，出口金額613億5千萬美元，亦創歷年新高，增加24.8%，占整體出口比重為13.7%；第3大為基本金屬及其製品，出口金額368億2千萬美元，增加44.5%，占整體出口比重為8.2%。

<sup>1</sup> [https://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=1&menu\\_id=40](https://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=1&menu_id=40)  
我國對外貿易統計摘要



# Cover Story

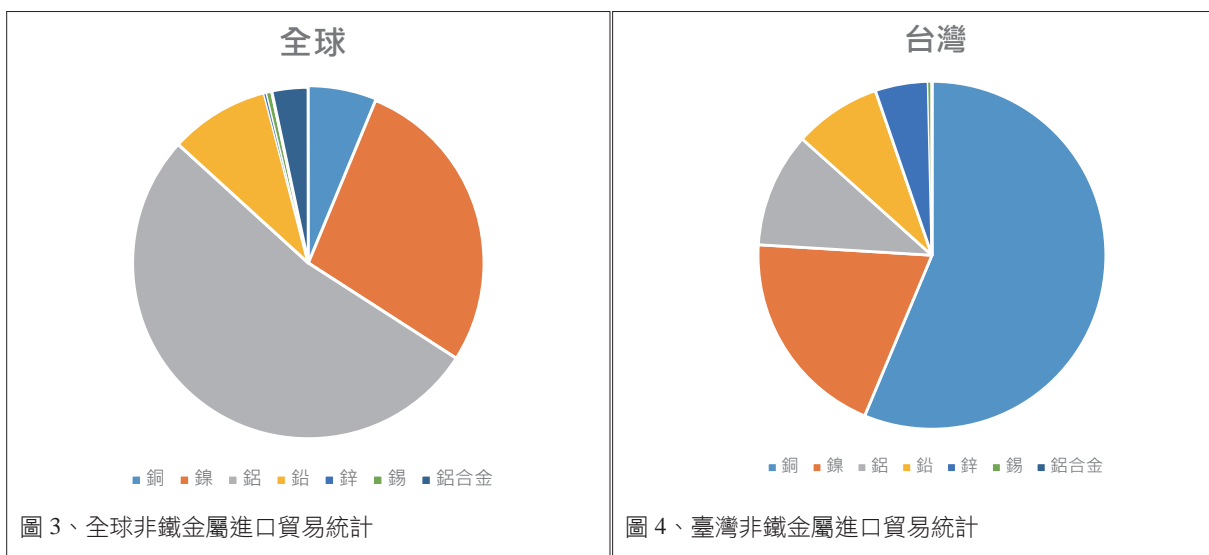


資料來源：經濟部國貿局

## (二) LME倫敦金屬交易所-有色金屬 現貨交割與價格的統計數字

表1、LME金屬交割統計表

進出口別	商品	日期	美元(千元)	重量(公噸)
進口	非鐵金屬	2018	624,386	624,386
進口	非鐵金屬	2019	651,522	651,522
進口	非鐵金屬	2020	868,684	868,684
進口	非鐵金屬	2021	590,221	590,221
進口	非鐵金屬	2022-2022/4	222,769	222,769



資料來源：經濟部國貿局



### (三) 黃金貴金屬 進口統計表

表2、2017-2022年臺灣進口總公噸數未明顯變動及成長

進出口別	日期	中文貨名	美元(千元)	重量(公噸)
進口	2018年	黃金條塊·非貨幣用	741,455	18
進口	2019年	黃金條塊·非貨幣用	378,993	9
進口	2020年	黃金條塊·非貨幣用	760,382	13
進口	2021年	黃金條塊·非貨幣用	885,987	15
進口	2022年1月~4月 (初步值)	黃金條塊·非貨幣用	230,701	4

### (四) 農產品黃豆、玉米、小麥的期貨價格波動以及主要進出口國的資料分析

#### 1. 黃豆

主要進口國家：美國，其次來自巴西。該數據表示，自2012起，來自美國進口量逐漸增加，取代了位居第一大進口來源巴西。



圖5、歷年臺灣黃豆進口量走勢

<http://www.foodchina.com.tw/DB/AD/chart/chart-importsb.html>



# Cover Story



圖 6、美國黃豆期貨每月平均價

資料來源：中華食物網

## 2. 玉米

主要進口國家：美國，其次來自巴西。該數據表示，自2012起，來自巴西進口量逐漸增加，逐漸取代來自美國進口量。



圖 7、歷年臺灣玉米進口量走勢

<http://www.foodchina.com.tw/DB/AD/chart/chart-importcorn.html>



圖 8、美國玉米期貨每月平均價

資料來源：中華食物網



### 3. 小麥

主要進口國家為美國，進口來源變化不大，其次為澳洲。

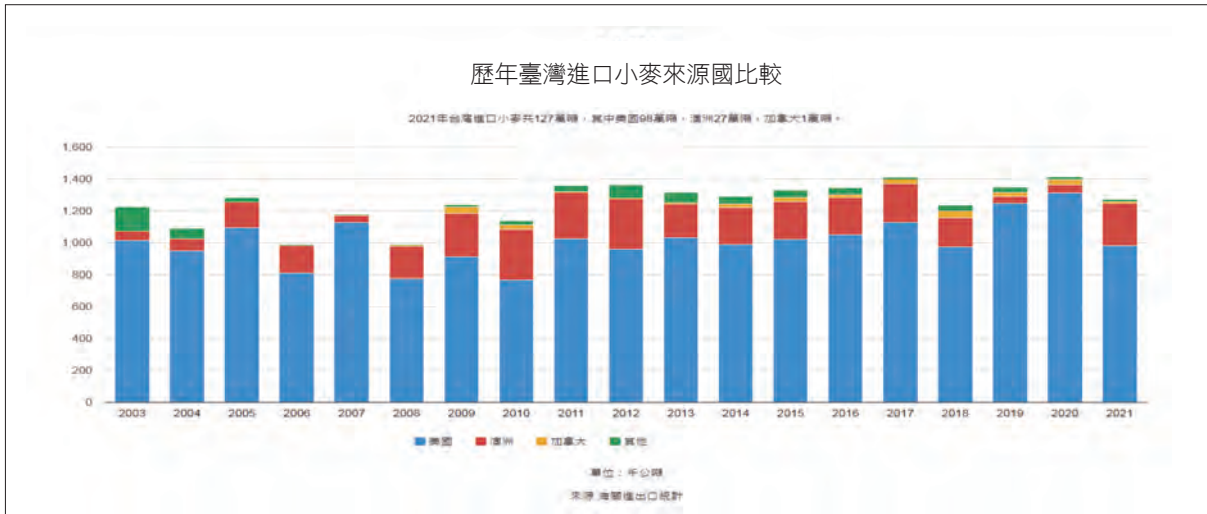


圖 9、歷年臺灣進口小麥

<http://www.foodchina.com.tw/DB/AD/chart/chart-importwheat.html>

當我們透過臺灣進出口貿易數字以及 LME、CME 期貨交易所的統計數字可以了解，大宗物資商品的價格、成交量與我們的企業與經濟發展有很大的正相關。因為臺灣海島型的地理位置對於進出口貿易是重要經濟發展，以原物料、大宗物資進口需求；科技工業與技術加工製造再行出口是臺灣很重要的國際貿易型態。全球期貨市場可交割商品眾多舉凡：以農產品為例的芝加哥商品交

易所（CME）的黃豆、小麥、玉米期貨；美國洲際（ICE）期貨交易所軟性商品咖啡、可可、凍橘汁；基本金屬的倫敦金屬交易所（LME）的銅、鋁、鎳、錫、鉛、鋅、廢鋼等各式基本金屬期貨；以及原油市場為例的紐約商品交易所（NYMEX）的西德州輕原油（WTI）期貨；倫敦洲際交易所（ICE）的布倫特（Brent）期貨…等，多項可以進行實物交割的商品期貨合約。

表3、參考現行交易所可交割之商品合約及合約總值統計表

交易所	商品名稱	合約規格	約當合約總值 (USD)
LME 倫敦金屬交易所	鎳	6 噸	168,000
	銅	25 噸	237,500
	鋁	25 噸	75,000
CBOT 美國芝加哥期貨交易所	黃豆	5,000 英斗	85,500
	玉米	5,000 英斗	39,000
	小麥	5,000 英斗	59,000
NYMEX 紐約商業交易所	黃金	100 盎司	185,000
	白銀	5,000 盎司	109,000

資料來源：群益金融網 日期：2022/05/23



## Cover Story

金融監督管理委員會於2020年12月將期貨商整合發展貿易子公司列入資本市場藍圖中，之所以能夠運用金融期貨業的專業讓貿易升級使企業獲得較好的成效，主要透過避險與套利的理論進行市場上所謂『套期保值』的風險管理方式讓貿易升級，整合金融期貨、選擇權、OTC選擇權及現貨貿易的運用讓臺灣實體產業創造更好的國際競爭力。

國際貿易基本形成以“關注曝險、現貨驅動、期現配對、精準核算、風險控管”作為主體，以點價與避險模式進行風險管理，實際作業面包括現貨、期貨、財務、風控…等環環相扣，並透過分層管理架構，由基本的交易操作、管理階層資訊及即時訊息之間互通，使其完整的標準控管程序，並能隨時出具報表，實現全面管控即時風險；結合貿易與金融的整合促使一般貿易進階為與現行大型企業運用的基差貿易模式，進而可落實為中小企業提供客製化含權貿易等進階服務，為企業保駕護航。

### 國貿行之有年的長約點價模式與貿易公司的發展機會

國際貿易行之有年的長約、點價模式（基差貿易）與期貨商成立貿易子公司的利基與專業的凸顯為何？就目前國際市場可以借鏡的成功模式與運用？我們反觀目前國際市場在全球電子化經濟快速蓬勃發展之下，

資訊速度與準確的大數據的運算效率讓製造成本與原物料價格的取得都是企業經營重要競爭力的一環。因此一般國際貿易也提升到基差貿易再進階至含權貿易。

傳統貿易是兩個貿易買賣雙方，自行根據市場消息，針對未來的商品價格來私下議價，並且在約定時間交貨。

點價模式又稱之為基差貿易<sup>2</sup>，是大宗商品貿易市場的定價方式。點價模式則是將價格分拆為點價與價差（所謂：升水或貼水，簡稱升貼水）兩部分，買賣雙方只要事先議定升貼水即可。點價改由其中一方在約定期間內，根據行情在期貨市場主動點選、並以當時的瞬間期貨價格作為點價。在點價點選確認之後，將點價價格與升貼水相加，就是商品的成交價。

現行國內已經有製造業與貿易商、代理商…等簽訂『長約』也多採用基差貿易方式，其中包括基本金屬、農產品…等大宗物資的國際貿易採購的方式之一。

點價模式也可以充分運用於任何有發行期貨商品的市場。點價模式源自於1960~1969年開始於美國德州紐奧良港口實行的現貨交易並延伸至今普及到全美各地，甚至中國企業與期貨業一站式風險管理子公司也透過點價模式來進行交易。但是，目前我們國內採用點價交易的商品品種並不多即使採行也尚未普及到該品種的全部貿易行

<sup>2</sup> 參考資料來源：點價已成為實體企業穩定健康發展的助推器 - 上海期貨交易所



為。據了解，目前貿易品項眾多如：食、衣、住、行的民生必需與經濟貿易商品品種已經採用點價模式，如：棉花、糖、黃豆、玉米、豆油、原油、廢五金、廢銅及基本金屬銅、鋁、鉛、鋅、鎳、錫…等。而且這些品種在國際上，大量、廣泛使用點價作為現貨定價模式以此國際貿易上點價模式的基差貿易也讓交易標的的報價更有效率。

### 基差貿易模式及優點

我們以LME倫敦金屬交易所的基本金屬為例，基差貿易中的點價模式利用期貨行情作為商品報價依據，讓企業借鑑其3M（三個月）期限報價結構，作為產能規畫參考。企業透過期貨市場操作避險策略並移轉價格

波動風險，讓營收與獲利更平穩。提升企業在貿易交易的效率、彈性，以降低交易與議價的時間成本，可以穩定提高企業獲利與風險管理的能力。更提高價格透明度以避免惡性競爭，可提供公平價格及更效率的國際貿易環境。充分整合現貨貿易與期貨交易，在臺灣國際貿易的實力與金融期貨市場結合，基差貿易可成為企業穩定健康發展並提升企業營收成長的競爭力。

### 分析點價模式為企業帶來之改變

首先，分析採用點價模式能直接提升企業的效率與降低成本，說明點價如何能優化企業生產規畫與經營環境，點價可以提高企業對於風險控管理的重要性。

表4、傳統議價貿易合約與點價（基差）貿易比較表

類型	合約議價	點價（基差貿易）
價格結構	合約價格	底價（期貨點價）+ 升貼水
議價標的	全部價格：合約價格	部分價格 + 升貼水
價格效率	低	高
市場參與度	低	高
價格公平性	低	高
價格的順序	確定價格再簽約	先簽約再點價
風險	合約價格波動風險	價差波動風險、點價之前的價格波動風險



## Cover Story

### 1. 採購價格形成機制明確、快速、有效率

採購價格形成機制能有效提升實務運作的效率，並且節約企業在雙方議定價格時的成本時間，減少交易所需要的成本。在此模式之下，買賣雙方只要針對價差（升水或貼水）來議價且長約議價有效期間為一年，因為價差有明確的影響因子所以價值容易估計。點價部分則由買方或賣方，在約定點價期內針對指定期貨價格進行點選決定點價價格。最後成交價格，就是升貼水加上期貨點價。

### 2. 提升價格效率與公允

點價模式運用期貨價格來當作點價價格，可以大幅提高成交價格的效率性與公平性。期貨市場是由商品生產商、需求方、投資人等一起參與，所有的資訊與預期都會反映在期貨價格上。期貨市場的流動性遠比現貨還要迅速，價格效率性非常高。因為期貨有價格發現的特質因此更高效率的期貨市場，各種公開資訊與非公開資訊都會反應在價格上。交易買賣雙方可以透過期貨價格來得知目前市場的綜合反映，可以即時反應市場價格大幅降低資訊不對稱的情況，進而提高價格的公平性。市場的不效率、資訊不對稱將會大幅削減弱勢方的議價能力，造成買賣雙方的不公平，並妨礙貿易活絡，阻礙商品成交，降低弱勢方進場的意願、剝削其合理利潤，形成弱者更弱的惡性循環。點價模式擁有市場效率性、價格公平性，確保買賣雙方能擁有合理的利潤，可以大幅降低交易的隱形成本、提高交易效率，達到地盡其利，物盡其用，貨暢其流。

### 3. 規範參與者的信用行為

傳統一對一議價模式，當價格大幅波動時，可能造成嚴重虧損一方的違約，讓交易對手曝露過度嚴重的信用風險。然而點價模式下，價格形成機制合理且充分反映市場訊息，參與者可透過期貨市場了解未來價格走勢降低訊息不對稱而產生怨懟。在此情況下，買賣雙方的預期與實際營利差異不會偏離太遠，違約風險的可能性也大幅降低，進而降低信用風險的損失。

## 貿易公司應用點價模式的基差貿易與含權貿易之效益

期貨商經營貿易公司的模式與發展其利基源自於【基差貿易、點價模式】的優點，藉此促使期貨商成立貿易子公司以達提升運作效率、節省交易成本，充分運用金融領域中期貨經驗，創造公平貿易環境啟動點價模式以背靠背方式，運用期貨市場的期貨價格的公開性、公平性、效率性、權威性、廣泛性、連續性、時效性、到期日的期間結構性，對企業生產與經營，起到巨大的幫助。協助客戶有效引導生產經營，點價傳遞時效價格。透過期貨市場傳遞資訊、並即時反映於價格，讓企業能有效掌握市場現況。企業也能透過點價模式，將具有時效的價格導入生產經營運作中，讓企業產能規畫與市場同步反應、企業運作與市場即時同步掌握，提升企業運營效能。

點價模式中，期貨市場能提供完整連續的歷史行情能讓企業充分了解行情周期、季



節效應與轉折點，有效掌握經營環境變化，並且做出適當安排。根據預測結合不同因素與變項，讓企業能掌握經濟環境變化對運營的衝擊，並且妥善做好規畫。避免惡性競爭與平衡產值的供需穩定價格可依靠期貨市場的時效性、連續性、期間結構性。點價能讓企業主看清楚未來的價格變化走勢，並且做出相對應的產能規畫。當價格偏低時表示市場供給大於需求，採購人員可增加採購額度而供應商則會降低市場參與避免供給過甚進而透過供給量使價格上漲。反之，當價格過高時則市場需求大於供給，採購人員會減少採購額度而供應商則會積極參與進而透過供給量使價格降低。在這樣的邏輯之下，買賣雙方能看清楚市場運作，同時預估可能的收益情境、制定相對的產能或供貨安排，避免過度增產或減產造成惡性競爭。讓買賣雙方能做出適當而非過分的反應，進而避免產生產能過剩或不足的窘境。

又經濟市場的供給與需求常常決定於時間差所產生的現象。許多商品從生產到成品都會有時間差，例如：農產品自播種至種植到收割、鋼鐵業從進料製造到成品…等。當生產者看到消費市場的需求非常旺盛有利可圖時就會搶著種植或增產，待經過一段期間收成或製造完成後市場卻供給遠大於需求，此時供給過剩又將大幅減產，再導致後續市場需求短缺，形成一個惡性循環。在供給與需求時間差滯後的價格與供給數量，將會造成供需平衡點中心位置越來越遠，導致無法達到市場效率、市場均衡的結果。然而解決

此種困境最好的方案，是提高未來供給與需求的透明度。

然而在貿易子公司提供點價模式之下，企業可以透過期貨價格完整的期間結構，看出未來市場在不同時間點對供給與需求的綜合行情，來引導解決供需時間差的痛點進而避免供需失衡的問題。期貨價格在市場中扮演明確指引的角色，讓供需雙方根據行情來測算自己的可能收益、進而調整產銷方案，讓行業回歸到合理經營環境。

全球交易所對於交割合約皆有標準的規格，然而臺灣中小型企業在生產製造業的佔有率與經濟發展貢獻亦不容小覷；因此貿易子公司進階的【含權貿易】是將衍生品延伸至OTC選擇權結合現貨貿易的新型貿易模式，可以透過期貨以及選擇權、OTC選擇權組合轉換成現貨定價方式，並在現貨購銷合約中予以進行期現貨的轉換以協助企業管理其價格風險。進一步由於商品絕對價格波動加大傳統貿易模式單一絕對價格的風險較大、弊端明顯，故而企業的交易模式逐漸由傳統的絕對價格交易轉變為基差貿易。在此基礎上，基差含權貿易也因此而衍生。含權交易主要目的協助產業鏈打造風險規避因為隨著商品選擇權的擴充，含權貿易可加速協助整合金融與產業發展。

### 如何發展含權貿易？期貨商的專業利基為何？

貿易子公司可以運用期貨公司的槓桿交易或期貨選擇權或OTC場外選擇權業務與現



## Cover Story

貨貿易業務相結合的一種符合實體產業客戶客製化創新業務模式，其本質為將選擇權靈活的非線性損益結構加入現貨貿易合同條款，滿足客戶不同背景條件的現貨購銷需求。同時，貿易公司再加入的選擇權動態相互沖銷互抵，將風險釋放到集中市場或OTC市場<sup>3</sup>期權和TAPOs（交易平均價格期權，一種亞洲期權）。進而透過「基差點價+含權貿易」協助實體產業鏈進行有效的管控風險。

在「基差點價+含權貿易」模式中，進貨企業的採購可以分為點價前避險買進買權（看漲的期貨選擇權）避險與點價後買入賣權（看跌的期貨選擇權）避險。在點價前進行選擇權避險價格的避險模式中，進貨採購企業為防止採購價格上漲，買入買權進行避險保護。在價格上漲時，買進買權的收益能夠彌補採購價格偏高的額外支出。在點價後進行買進賣權的避險價格的模式中，企業擔心點價價格未來高於市場價格，未來價格下跌會對自身帶來損失，所以可以選擇買進賣權對商品進行避險。

例如：進貨企業與供應商簽訂採購約定基差貿易的點價合約，並在一個月的期限內行使點價權。把現貨價格的採購模式轉變為「期貨價格+固定基差」的採購模式，預計將現貨價格波動的風險轉移為期貨價格的波動風險。擔心點價期間內價格上漲給企業帶

來採購成本增加的風險，則企業可以選擇在點價前買進買權對採購價格進行避險。當進貨價格上漲時，買進買權的收益可以彌補企業在現貨端採購價格上漲帶來的損失；商品價格下跌時，企業雖然在買進買權損失權利金的費用，但是在現貨端用相對低價進行採購，保留了現貨價格下跌帶來的收益。隨著點價完成，現貨避險部位的需求也相應結束。

在全球循環經濟瞬息萬變，各產業的高度競爭與經濟常態變化的結構下，現貨貿易產業鏈的轉型升級有逐年擴張的趨勢。企業運行「基差貿易」的交易模式中，企業通常在點價前透過期貨交易來進行避險交易。當期貨價格與企業避險部位呈反向變動時，企業會面臨期貨經紀商追加保證金、產生額外資金投入的資調風險。眾所皆知，穩定的現金流是企業正常經營、持續健康發展的重要組成部分，因此「基差貿易+集中市場或OTC期貨選擇權」的創新貿易模式，可以幫助型企業規避商品價格波動風險的同時，解決了企業面臨的期貨避險留倉部位佔用過多保證金削弱企業資金流動性能力的困難進而可以協助中小型企業在合約量上面進行協助，為企業進行全面風險管理提供了新思維。

一方面，對企業提供多樣化服務。在日常的採購、銷售的進銷存中，為幫助產業客

<sup>3</sup> 參考資料來源：維基百科 LME 倫敦金屬交易所  
[https://www.moca.gov.tw/MNS/populace/news/News.aspx?kind=1&menu\\_id=40&news\\_id=98897](https://www.moca.gov.tw/MNS/populace/news/News.aspx?kind=1&menu_id=40&news_id=98897)



戶規避商品價格波動的不利影響，將選擇權導入已有的現貨合同中開展含權貿易，幫助企業規避價格風險。當商品價格上漲時，企業要承擔原物料價格上漲的風險，而透過買進買權可以鎖定採購成本，應對價格上漲給企業帶來採購成本增加的不利影響；當商品價格下跌時，企業需要承擔銷售價格下跌帶來的企業利潤下降的風險，買進賣權（看跌）來管理價格風險，使企業在鎖定最小利潤的同時，也保留了現貨潛在收益的可能。

另一方面，避免留倉的價格波動風險。在傳統的期貨避險保護模式下，企業會面臨保證金不足的情況，被迫砍倉、提早停損的情況時有發生。使用選擇權為企業進行風險管理，避免了持有期貨避險部位，因保證金的頻繁變動給企業日常生產經營活動帶來佔用公司現金流的風險。在選擇權避險保護部位模式下，企業運用選擇權買方支付權利金費用，實現價格的變動不會讓進行避險的企業面臨追加保證金的風險。商品選擇權在幫助企業規避市場價格大幅波動風險的同時，也規避了避險期間資金的流動性壓力以及留倉風險。企業在買進選擇權避險交易之時，就已將可能發生的最大虧損鎖定在支付權利金的範圍之內。

此外，國內很多企業對期貨避險時的帳面浮動損益，尤其是發生避險虧損更為排斥，使用選擇權進行避險時，可以有效避免期貨浮虧的情況發生。選擇權透過其不對稱的行權優勢也逐漸成為企業避險的新工具。

### 期貨商成立貿易子公司未來發展優勢

#### 第一，提高企業黏著度，整合產業鏈。

可配合實體產業需求與期貨業運用商品期貨、選擇權的專業對實體經濟的拓展創新工作；另一方面，透過國際商品貿易幾年較為流行的「基差+點價」中進行創新，把選擇權結構加入基差點價模式中，幫助實體產業優化生產經營結構。期貨商與企業整合風險管理透過期貨、選擇權避險服務，增加企業之間的黏著度。

#### 第二，貿易商參與選擇權避險可進行企業風險管理新模式。

貿易公司可以協助企業透過選擇權進行避險保護商品的市場價格波動風險。並與企業彼此雙方的含權貿易過程中，對於企業買進選擇權一方面，透過選擇權避險穩定買賣雙方的商品價格並增加與企業的黏著度，提高貿易供應商產業地位，幫助創造穩定成本的契機。

#### 第三，擇機運用靈活的選擇權方案。

由於原物料價格波動幅度較大，產業客戶對的避險穩定價格需求隨時發生變化，對於企業的點價都存在著隱藏的價格波動風險如何進行價格避險，所以產業客戶可以選擇在點價前進行避險交易。透過含權貿易，企業的點價時間更加靈活，不用擔心價格變化而延期點價。透過靈活運用選擇權看漲、看



## Cover Story

跌的策略，企業可以對自身生產銷售流程進行優化。

### 第四，期貨選擇權與OTC場外選擇權為企業提供風險管理的工具和渠道。

近幾年疫情肆虐造成各國際貿易上太多的不確定因素，外加全球經濟低迷不振，都會帶來較大的挑戰與風險管理需求。透過貿易公司協助企業風險管理為企業整合透過選擇權或OTC選擇權的工具，不僅提供專業化的風險管理服務，而且提供了一個滿足企業需求的風險沖銷與規避渠道。

### 第五，幫助企業解決期貨避險人才不足的問題。

大多數企業資金偏緊、缺乏專業風控團隊、風險能力較弱卻有較強的風險管控偏好。透過貿易子公司整合企業需求可以協助透過現貨貿易與期貨商，設計出專業性強、連續性高的製訂選擇權結構產品，提供專業化、個性化的服務，幫助企業解決專業性人才短缺的不利局面，同時幫助企業將風險管理工具與日常現貨經營有效整合，規避原物料或商品價格波動為企業帶來的經營風險。

### 第六，選擇權專業幫助企業有效降低企業資金壓力。

資金是企業發展的活水，一直以來，融資成本與融資渠道是企業正常經營面臨的難點。企業在採購銷售中透過購買選擇權避險，可以使用較低的權利金支出鎖住未來採

購原物料的成本，或鎖住未來產品的銷售利潤，企業不需要使用大量資金囤積原物料，大幅度降低企業的運營資金，有效降低企業的融資成本，將資金更大限度地用於自身生產經營中。此外，透過購買期貨選擇權或OTC選擇權還可以有效避免期貨價格大幅波動帶來的追加保證金的不利影響，從而提升企業的資金使用效率。

### 貿易公司所需面對的衝擊與挑戰

因為國際競爭激烈，海外貿易商競爭力高，對信用卓越的長期貿易合作夥伴，大多提供全套式融資額度並給予低價手續優惠。貿易商擁有區域性上游原料貨源，提供穩定貨源給予客戶交易及實務交割。對於原料需求端，可以直接向海外代理商、貿易商或原料製造商簽訂一年期長約運用點價貿易方式，計畫性生產分批交貨並透過分散船期，降低資金壓力，讓原料需求者資金運用以及生產規畫更為方便性、對於點價價格也較具時效與公允。

### 【妖鎳事件】對市場的衝擊

今年3月初，倫敦金屬交易所（LME）發生震驚全球的【妖鎳事件】，全球各大媒體日日爭相報導，並讓百年的LME正陷入一場世紀罕見的信任危機。

回顧歷史，伴隨著技術變革提高了生產力，第一次工業革命之火幫助英國在18-19世紀成為了世界的頭號經濟強國。隨之而來



的，是整個國家對全世界自然資源的巨大需求，電報技術的發明和應用，使得起航和到港的時間信息傳遞更為方便，金屬商人們匯聚一堂，以船期訊息為依據，做遠期金屬交易，這便是成立於1876年的倫敦金屬交易所（LME）。

第一次讓倫敦金屬交易所（LME）陷入生存危機的軋空風暴發生在一個多世紀前。1887年，法國實業家Pierre Secretan開始壟斷銅市場，導致銅價翻了逾一倍，後來失去了控制，銅價崩盤…自那以後的逾一個世紀時間裡，LME經歷並承受了兩次世界大戰。

百餘年來LME在全球金屬市場的地位至今無人可撼動。時至今日，一系列的醜聞和違約事件的考驗，鞏固了其作為倫敦金融城中重要一環的地位、在全球工業金屬交易中扮演著舉足輕重的角色，掌控著主要工業金屬的全球的“定價權”。

如今，【妖鎳事件】讓LME受到日益嚴峻的威脅主要原因是一場史無前例的逼空行情，這次發生在鎳市場，這對LME的信譽造成了嚴重破壞，LME鎳的價格在不到兩天的時間內飆升250%，並追溯性地取消鎳一日的所有成交單39億美元的交易。當該交易所試圖重新開放市場時，其電子交易系統又多次出現了故障。

妖鎳風波的影響無疑將投下長長的陰影，可能使該交易所在數年內捲入調查和訴訟，並引發人們對其結構和監管的質疑。

事發當時3月7日及8日，LME市場爆發一場倫鎳逼空行情上演，傳言稱青山控股

遭外資逼空，鎳價兩天連續暴漲近250%。在市場失去秩序的情況下，LME諮詢清算公司決定暫停交易，並取消了8日0點後的所有交易。

據彭博社報導，在青山控股、實質控制人項光達擁有的超過15萬噸的空頭頭寸，只有3萬噸是直接在LME的場內交易中持有。而其餘部分則是透過與摩根大通為首的華爾街銀行，包括法國巴黎銀行、渣打銀行和大華銀行等的雙邊場外交易中持有“場外交易倉單”。

妖鎳風波發生後各方也呼籲加強對場外大宗商品市場的監管，類似於許多國家在2008年全球金融危機後採取的監管措施。現在需要就如何更好地控制場外交易市場對LME影響展開成熟的因應措施。這可能與後金融危機時期在其他資產類別中看到的情況類似。

自今年3月期鎳交易危機爆發以來，也可能使LME未來的市場發展陷入混亂。除了LME鎳市場的交易量受到衝擊外，其它LME旗艦商品合約的交易活動也出現下降，表示市場參與者對於該交易所執行交易方面普遍存在猶豫，這場妖鎳風波也讓現貨貿易商以及期貨商成立貿易公司的營運與計畫都造成衝擊。

### 庫存與倉單對於貿易公司的重要性

由類似的事件中，可以發現一個非常必要的顯性條件就是庫存與倉單。當貿易公司進行現貨貿易時，須具備擁有相對應可維繫



## Cover Story

市場買賣的交易存貨倉單方能形成交割與貿易條件。貿易公司若僅能交割買賣於交易所倉單與庫存時，現貨商品無法取得一般貿易的買賣現貨標的與合約，則無法進行基本的一般貿易以及點價模式的基差貿易且完全沒有競爭力。

因為全球市場上一直有投行運用倉儲進行套利的行為存在。更關鍵的是，投行透過購買倉儲公司且掌握了出貨節奏。以金屬商品的倉儲為例：LME是世界上最大的有色金屬交易所，LME的價格和庫存對全球範圍的有色金屬生產和銷售有著重要影響。國際投行和大型貿易商們因此也把LME倉庫視作兵家必爭之地。

因疫情與預期通膨影響全球經濟，俄烏戰爭等不確定因素，伴隨而來讓全球物流和航運系統仍處於低迷狀態。製造成本飆升導致一些工廠無利可圖而關閉。LME庫存仍持續下降，在LME實物交割的商品合約中，因為每一個在合約到期前持有空單部位者都必須履行實物金屬交割。當LME庫存較低時，可供應空單部位交割的註冊金屬降低，因此必須要將新品金屬帶入LME倉庫，否則全球金屬也將造成供不應求。

雖然企業與貿易公司可購買之電子倉單，較難掌握港區內各倉庫供應數量的穩定度，多數庫存資料屬國外銀行融資方、海外大型礦商或貿易商所有，該庫存並非可完全提供經紀商為企業服務現貨交割等倉單。若貿易公司無法進行一般貿易掌握貨源可能也會形成跛腳貿易的經營型態。

### 貿易公司的營運周轉與貿易人才的培養

另外，貿易公司經營商品貿易時，應收、應付帳款與營運周轉率應影響資金調度亦可能導致貿易公司面臨信用風險與違約及貿易糾紛。由上述【現行交易所可交割之商品合約及合約總值】中也不難發現，商品合約總價值頗高，在資金運用與周轉對於貿易公司資本額進行貿易與融資業務時在相對風險控制也相對約束其可營運的業務規模。

期貨公司轉投資貿易公司將擁有更多角化經營，創造營收的機會與最大契機，在於擁有金融專業的期貨人才，可充分運用其專業於點價模式的基差貿易以及期權貿易上充分發揮其避險、套利的能力，使讓取得大宗物資成本更穩定與公允。然而對於國際貿易業務經驗以及國際法規及進口商品來源也相對欠缺。這些都是貿易公司在經營上所需要面臨的挑戰。



# 市場訊息



為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一窺全球期市主流發展。本期規畫量身訂作的全權委託交易及期貨經理事業新策略，ESG在地發展要來談談永續債券，並和讀者聊聊國際高關注度的店頭交易市場。



### 市場推廣

# 量身訂作的全權委託交易

永豐期貨◎羅崧霖

「全權委託」四個字，以往對於許多專業投資人、理專，乃至機構法人專家，都不太熟悉這項金融服務。但若換個名詞「全委代操」，就較能讓一般投資大眾理解，只是這份理解，通常僅針對後面兩個字「代操」。然而說到「代操」，不論是一般投資大眾、專業投資人及理專，對於這項服務的要求往往容易偏向「低風險容忍，高報酬期待」的不合理組合。

讓我們再正確的定義一次。

### 何謂「全權委託」？

「全權委託」就如同字面上的意思，即投資人將一筆資產（多數是現金，但也能是股票、債券、基金等），委任給受任人（如證券投信投顧或期貨經理事業公司），由受任人的專業投資經理人依雙方約定的條件、投資方針、投資人可承受的風險範圍等進行證券投資及期貨交易，俗稱「代客操作」。

全權委託在資產的投資運用與保管係採分離制，受任人並不負責保管受託資產，而是由委任人指定信用評等達一定等級以上之保管機構（如永豐銀行）負責保管，並代理委任人辦理證券投資、期貨交易或相關所需帳戶之開

戶、買賣交割或帳務處理等事宜，以確實保障委任人之權益，是一種專門依照委任人的需求「量身訂作的投資理財方式」。

一般全權委託投資帳戶，常見的有私募型帳戶或基金、政府代操基金，以及近年廣為熱烈討論的「全委保單」，或者「類全委保單」。（金管會定義的專有名稱是「委託投信公司代為運用與管理專設帳簿資產之投資型保單」）

這裡為何要特別提及「類全委保單」？由於近幾年，這類投資型保單的大幅成長，讓「類全委」的名詞，更為投資大眾所知曉。「類全委」也就是「類似於全權委託代操」的概念，保戶將資金交給壽險公司，壽險公司再委託投信全權操盤。因近年此類保單的熱銷，讓「全委代操」、「全權委託」等投資模式漸為一般投資人所熟知。

類全委保單在國內的規模龐大，全臺灣有20間以上的保險公司發行過類全委保單，分別委由36間以上的專業投信公司全委操作，總共發行485檔以上的類全委商品。根據投信投顧公會的資料，截至今年4月底止，投資型保單類全委契約數來到343件，契約金額達1.2兆以上。可見投資人對於「類全委保單」的高接受度及需求度。

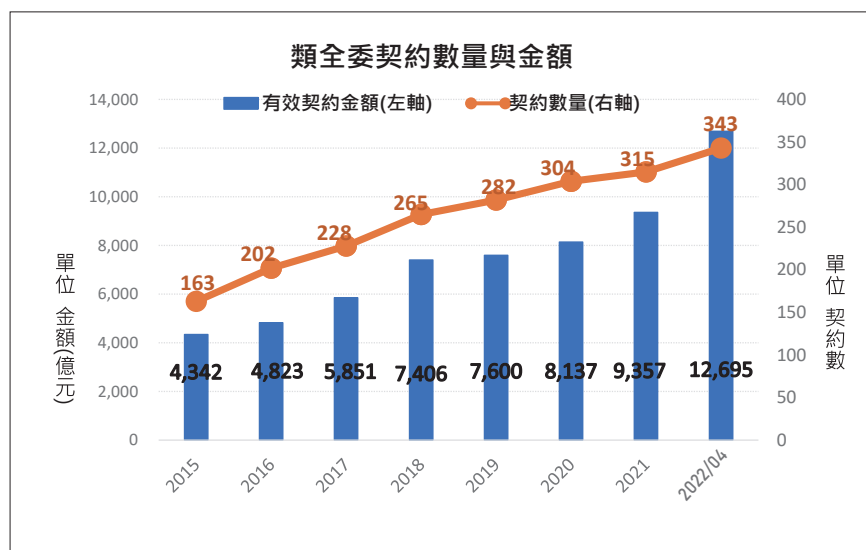


圖 1、投資型保單類全委歷史契約數量與金額  
資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

反觀本國自然人的全權委託有效契約金額，卻遠不及類全委保單的盛況。「類全委」和「全委代操」，有著明顯的差異深植在一般投資大眾的印象中。「類全委保單」對於投資人來說，是「願意長期持有，低風險、低報酬或適度報酬」的組合；然而「全委代操」對投資人來說，卻如前言所說，是「低風險容忍，高報酬期待」的不合理組合。為何會有如此大幅的印象差異，或許是過去業者推廣的方式所造成，才讓投資大眾產生如此巨大的印象落差。

身為專營全委代操的專業資產管理機構【期貨經理事業】來說，要如何扭轉「全權委託代操」在多數投資人心中「低風險容忍，高報酬期待」的既定印象，是當前刻不容緩的問題之一。

## 綜觀期貨經理事業的優勢及面臨困境態勢

### 優勢

- 量身訂作，客製化交易及投資策略。
- 配合個人資產配置，發揮投資組合效率，降低投資組合的波動風險。
- 國內外期貨、有價證券皆能操作，分散市場風險。
- 無論多空漲跌均有獲利機會。
- 嚴格的風險控管。
- 創新與研究。

### 困境

- 受國內新聞對期貨的認知報導拖累，認為期貨全委風險較大。
- 規模不夠大，獲利難以支撐營業，長期人才培訓環境不足。
- 異業結盟不易。



# Market information

- 證券全委之競爭。
- 保管機構不足，難以議價。

## 淺談國際「管理期貨」(Managed Futures)的興盛

大眾所熟悉的傳統型投資包含了定存、股票、基金與債券等，在專業資產管理的領域裡，「管理期貨(Managed Futures)」與「避險基金」等皆被歸類為另類投資工具(Alternative Investments)，其中管理期貨(Managed Futures)意指由具備豐富市場經驗及專業知識之投資經理人(CTA, Commodity

Trading Advisor或CPO, Commodity Pool Operator)，將客戶所託管之資產投資於金融及商品期貨市場，以獲取合理報酬的投資服務，而期貨經理業務則屬於CTA之一種。

依國外統計「管理期貨」(Managed Futures)，在2008年金融海嘯後風靡全球，自1980年管理資產規模(AUM)不足1,000萬美元，截至今時規模發展已超過3,000億美元以上，該類商品主要投資標的為期貨，採用模組化操作掌握市場趨勢，在金融市場日益受到機構法人與高資產客戶的青睞，且廣泛的被運用。

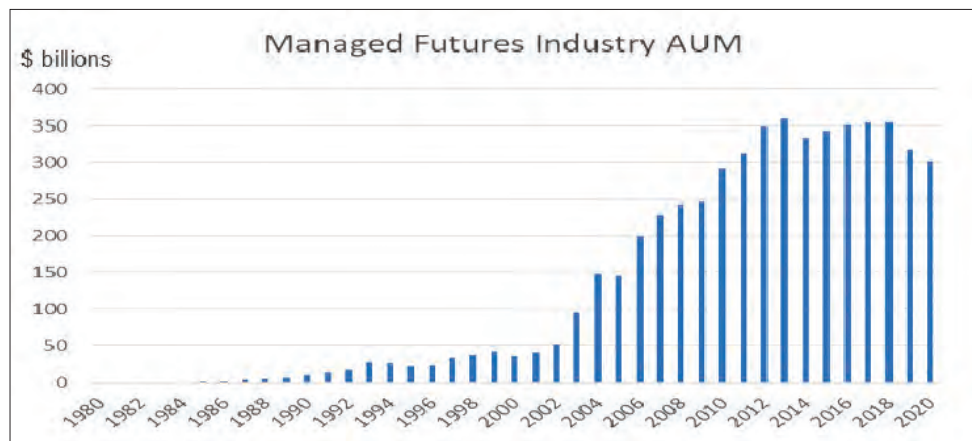


圖2、「管理期貨」(Managed Futures)管理資產規模(AUM)變化趨勢  
資料來源：www.barclayhedge.com

## 國內「管理期貨」崛起及「期貨經理事業」的產業變化

在國內的「管理期貨」可以概分成「主動式」與「被動式」管理方式，後者常見於投信發行的ETF，例如VIX、黃金及多數倍數型的ETF，而期貨經理則屬「主動式」的管理期貨。

臺灣自93年3月間開始受理期貨經理事業設置申請，整體市場委任金額及戶數於94年6月達到高峰(21.99億元/333戶)，當年底共計有14家業者，期貨經理事業在歷經金融海嘯、緊接著量化寬鬆貨幣的推出及歐債危機的引爆等金融市場的風暴，再加上早期期經業者操盤人員流失等因素，致使期貨經

理事業經營全權委託業務規模不斷萎縮，時至今日，僅剩6家期貨商持有兼營期貨經理事業資格。

在臺灣期貨經理事業面臨資金成本高、人才吸收不易、產品差異化不足等問題，導致大多數業者面臨經營困境，然而在主管機

關、公會及期經業者多年的持續深耕，利用專屬平台針對所有投資人量身訂制客製化商品，部分業者亦開始改變過去的經營方針，追求投資人的最適風險利潤配置，而非一味追求最大利潤，宜充分運用期貨之特性來進行期貨資產管理業的發展。

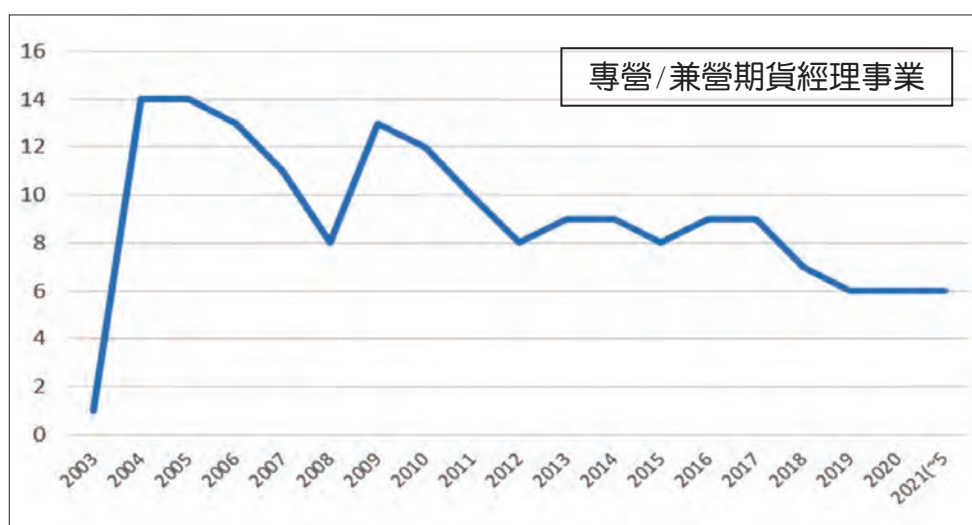


圖 3、臺灣期貨經理事業專兼營家數統計變化  
資料來源：中華民國期貨業商業同業公會

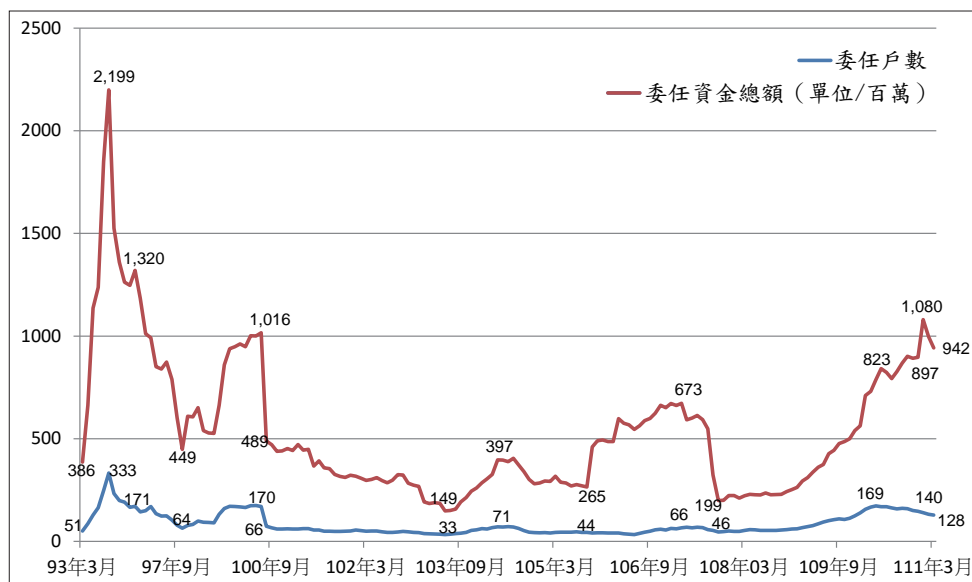


圖 4、期貨經理事業委任戶數及委任資金總額統計變化  
資料來源：中華民國期貨業商業同業公會



## Market information

### 期貨經理業務的商品特性與推廣策略的建議方向

依前述，國際間運用「管理期貨」(Managed Futures)進行資產管理日趨盛行，然而在臺灣的發展並不亮眼，銷售機構接觸不多，亦或受投資人既有「高槓桿高風險」刻板印象導致推廣不易。我們可以透過運用期貨商品特性，採取以下方式發展期貨經理業務：

(一) 發揮主動式管理期貨特性，提供客戶可控風險下發展穩定的「正報酬」

要達到「低波動、平穩報酬」，可行的做法可參考大型投資機構，建立集中交易中心的設置，打破過去以個別交易經理人為主的管理模式，改以交易團隊運作，共享各經理人的優勢策略模組邏輯，共同優化及重設計以修正弱勢邏輯，並將交易執行集中，以確保每一筆規畫的交易都能正確無誤的執行。以團隊運作及系統化交易為框架的前提下，定期檢討量化交易的內容，將各經理人所擅長交易領域的優弱勢集中組合多元策略，最終朝向可控風險下發展穩定的「正報酬」。

(二) 強調期經能扮演資產配置關鍵性角色，可以降低整體組合波動且投資流動性強

過去期經產業的目標客戶大多為既有的期貨交易人，然而國外的管理期貨CTA則是以機構法人或高淨值客戶為目標客群，因此我們可以推動業務團隊轉往財富管理客群發展，訴求期經在資產配置的重要性及功能

性，淡化交易邏輯的說明，藉以爭取未有期貨交易經驗之客群，發掘不同於過往的廣大市場。

### 行銷通路、行銷對象與服務方式的變革

有鑑於金融產業的整合及金控化，期經產業應透過向集團內的證券、銀行、以及自身期貨經紀業務等通路客戶，提供全權委託服務，接受客戶資產委託。透過期貨經理業務之策略運用，搭配客戶整體資產配置，投資於期貨市場以及證券市場，為客戶創造穩定的報酬，滿足資產管理的需求。針對適用的客戶類型可區分如下：

(一) 絕對報酬的性質適合資產型客戶長期持有

傳統型投資商品報酬率好壞往往直接受到市場漲跌影響，然而基於期貨商品的屬性，無論市場多空、震盪或盤整，皆可以創造獲利空間，期貨經理服務追求絕對報酬的商品特性，適合高淨值客戶、退休族群與機構法人，建立股、債、期的長期資產配置。在訴求低波動、平穩報酬下，客戶可以藉由加入期經的主動式管理期貨商品來改善原有的資產配置，使客戶的財富獲得長期更穩定的成長。然而此類客戶大多「無期貨交易經驗」，面對這一類客戶，我們可以透過說明基金與期經具有相同「資產全委代操」的屬性，來讓客戶更容易透過轉換、理解期經全委代操的運作，再強化「管理期貨」的優勢來推展期經業務，相信可以獲得多數投資人

的認可。

## (二) 普惠金融，用100萬進入法人專業投資領域

從國外及CTA的發展可以得知，專業的管理期貨投資，向來是高淨值客戶或機構法人的專屬資產配置選擇，而國內的金融商品投資發展的進度，較歐美等國晚了許多，因此低門檻的CTA或避險基金之類的投資商品，目前仍難普及在國內金融市場。但為了讓更多投資人了解期貨經理事業及導正散戶玩期貨的賭博行為，期貨公會特於103年向主管機關爭取降低最低委任金額門檻至100萬，較低的進入門檻，也成功地吸引了許多散戶願意投入期貨全權委託。

## (三) 期貨經理事業應提供客戶VIP級之客戶服務

期貨經理事業在資產管理業者中，服務的性質較接近VIP級的私募帳戶或基金，因此在客戶管理循環中，應將客戶的績效管理列為優先，現今高度資訊與數位化後，人與人之間的距離感加重，容易產生不信任感，所以我們應以高頻率的各種方式與客戶說明績效，特別是用面對面的方式溝通，不論績效好壞，我們應將客戶的績效表現化為多種指標，除了績效走勢、淨損益以外，針對夏普值、風險報酬比、賺賠比與期望報酬達成率等特別說明，更應強化在風控上的說明，以求讓客戶在有安全感的氛圍下，安心將資產託付於我們。

## 期貨經理事業的未來展望

如前述，CTA這類主動式管理期貨，在國際間已受到機構法人與高淨值客戶的青睞，但在國內，同屬主動式管理期貨的期貨經理事業目前仍屬小眾市場，未來若要銜接國際水平、開拓投資大眾的視野，尚有待同業及主管機關的共同努力，若能放寬共同委任規定，或是更進一步實質鼓勵業者發展國內的CTA基金，定能讓投資人獲得更多金融商品的選擇，真正讓主動式期貨資產管理達到普惠金融的境界。

同時希冀期經同業及主管機關能共同努力帶動國內期經事業繁榮興盛，有朝一日能夠與國外CTA具有一定之競爭力，讓國內投資人不一定要向外尋求國外代操，即能滿足相同之金融服務需求，使量身訂作的全委交易能夠在專營全委代操的專業資產管理機構【期貨經理事業】，真正大放異彩，翻轉投資大眾對全權委託代操的印象，亦能健康的秉持著「願意長期持有，低風險、低報酬或適度報酬」的投資心態。如此才能走向雙贏的長遠發展。





### 市場推廣

# 資產管理新境界與新策略

富邦期貨◎黃信樺

近年國際金融市場在經過中美貿易戰、新冠疫情、快速降息、資金退潮、升息循環及俄烏戰爭一連串的洗禮下，期貨全委服務的價值逐漸浮現，富邦期貨長期致力於期貨資產管理專業，2022年市佔率衝上第一，除了品牌的認同度外，績效表現及嚴格的風險管理也是關鍵因素。為能因應俄烏戰爭或美聯儲等各式變因導致市場呈現大幅震盪，富邦期貨研發了一套整合全方位盤勢的新策略，本期將此策略內涵不藏私地和讀者分享。

身處全球不穩定因素驟升的環境中，投資人面臨以下幾項市場風險的挑戰：

1. 新冠肺炎後，寬鬆的資金造成全球資產價格達到高檔，我們將面臨聯準會有史以來最大的資金退潮。
2. 全球通貨膨脹失控的當下，加劇美國聯準會加快升息時間表，以致縮表的行程將會又急、幅度又大。
3. 通膨來自於疫情的影響，而非真正的經濟環境的增長，所以導致停滯型通膨，使得實質購買力下降。
4. 面對俄烏戰爭所引發的原油價格飆漲以及各項糧食危機和科技原物料的缺乏等諸多不穩定因素的挑戰。

在追求穩定獲利的投資中，勢必要因應政經環境，不斷地開發新的交易策略以及運用數據化的科學交易法則，盡可能地縮小交易風險、提升獲利籌碼並追求投資收益的最大化。

### 新策略研發的方法論

每一個新的策略研發並非憑空出現，而是需要藉由嚴謹的科學實驗來進行量化回測檢驗，為了有別於坊間僅能應對一些特別情形的交易方法，我們的量化檢驗則採用科學化的步驟來執行，以進行真偽的判定。而我們的量化回測檢驗，不僅針對10年間的行情數據來做統計測試，並且針對策略主體與濾網參數進行交叉測試與比對，透過這樣的量化檢驗進而評估策略的可行性。

堅持科學化的量化檢驗是我們管理資金的最重要的原則，每個人都清楚行情永遠都有意外的發生，但是管理風險永遠是屬於事在人為的控制，而非個人交易經驗與直覺所產生的結果，所以唯有採用科學的方式來進行風險的抑制，才是真正能夠讓策略完整的運作並且將風險最小化的關鍵。

一個完整的方法論才能創造出穩定的策

**強勢堆疊法則: 量子股票股期交易策略****上層 - PUT-CALL PARITY 選擇權套利策略**

PUT-CALL PARITY 選擇權套利、以低風險操作法，以人為控管風險、程式自動套利，將客戶資金運用最佳化

**中層 - 事件性交易策略**

利用基本面為底搭配計量模型，預估公司未來獲利成長動能、未來營收，估計1~3個月內股價走勢。

**底層 - 強勢股策略**

選擇分散風險，多標的可分散單一指數風險，讓整體投資組合損益更為平滑

略，只要方法論正確，基本上就能確定策略的結果可以掌控在一定的範疇中，接下來濾網的參數則是針對策略參數逐筆數據的變化來進行優化（但不流於最佳化）處理程序，在經過去除特別好與特別壞的數據之後，再抓取中間相對優質的期望值，來得到最適合新策略執行的方法。

**QSS交易策略**

為了突破只有多頭才能獲利的困境，我們經過大量的時間去網羅專家的知識以及多年實戰交易專業投資人的經驗。因為真正的行情不會只往上漲，甚至有很多的時間可能處於空頭市場狀況，可是投資人的生活還是每天要過，能夠盡量在沒有空窗期的狀況下獲得收益，才是真正能夠對投資人有幫助的事情，經歷長期的研究，最後我們終於得到了一個最終的結果-『QSS策略』

我們開發出了專門針對股票結合期貨的最新的QSS交易策略，用於應對接下來行情上下都有可能暴衝的未知行情，還有應對股東會、除權息、法說會、特殊的併購案…等特殊事件的股票交易策略，幫助我們的交易無論是多頭走勢，或空頭走勢，甚至是遭遇

特殊事件的伏擊時，都在資金可控的合理範圍，取得獲利機會，畢竟資產管理，不是只看獲利，正報酬加上低波動度才能讓投資人抱的長，賺的久。

QSS策略主要是針對股票與期貨的相輔相成以及截長補短的搭配。我們清楚在多頭的環境下，大多數的股票會有上漲的機會，而強勢股票會比均值上漲的多，相對的，在空頭的環境下，大多數的股票都會表現不佳，而強勢的股票卻能夠跌得比別的股票少，所以我們藉由『Alpha做多策略』來進行強勢股的選擇。

**『Alpha做多策略』選擇強勢股**

一間上市公司的基本面好壞，長期來講，明顯的會與其股價有直接性的關聯，所以想要找到強勢的股票最關鍵的原因就是找到基本面優良的公司，我們藉由『Alpha做多策略』，從基本面、公司籌碼面、技術面等多方因素的整體評估，來選擇優質的股票。

**1. 基本面剔除法**

以本益比為例，過去由於Covid-19的肆虐，各國銀行不斷地撒幣，以致全球股市不斷攀高，而今年卻不同，全球央行開始升息



# Market information

及縮表，所以在各國抽銀根的情形下，資金浪潮將可能以無法想像的速度退去，而那些本益比過高的公司將可能成為優先被打擊的公司，所以我們在評估上就會去除這些公司的股票來做投資，好比2021年的IC設計，已經過一波漲勢，本益比就超乎尋常的高，2022年我們就不會選擇。

以股價淨值比來說，一間上市公司的實際價值，就是公司的淨值，一間公司的股價理論上應該是和其淨值有一定比率的區間，可是市場並非永遠都是理性投資市場，時而發展為一個競爭角逐甚至追買的市場，所以很多公司的股價淨值比會超乎合理性，它們就不是一個恰當適合的投資標的，我們也會予以剔除。

## 2. 基本面篩選法

以EPS為例，一間公司是否真實賺錢，最直接觀察的方就是看他的EPS以及每個月的營收是否成長，在每個月公司公布營收的時候，就會產生逐月、逐年的數據庫，根據這些數據庫我們可以推測出這間公司的穩定性以及未來性，哪個未來成長性高、過去數據穩定成長者，就會成為優先進入篩選的強勢股票。

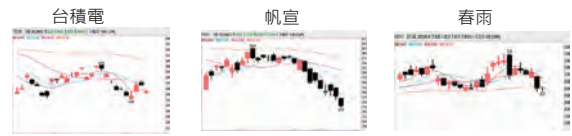
## 3. 籌碼面選擇法

大多數投資法人或中實戶都會透過熟識的券商來進行交易，而這些不同的券商分點就容易產生地域性的觀察指標，例如竹北的券商分點，就比較容易是科技業的公司派中實戶來進行投資，那我們就可以根據這些的券商分點作為濾網之一。

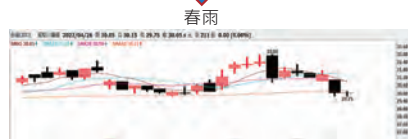
以市場上較為人所知曉的虎尾分點來

## 選股邏輯(Methodology)

透過計量選股，以基本面為底，檢視財務體質及獲利因子，再經由技術面籌碼面篩選出持股



計量選股找出基本面良好的台積電、帆宣(台積電設備廠)、春雨(鋼鐵廠)  
經由程式濾網，只留下春雨，3/31買進



說，就有一群人士會藉由隔日沖銷的佈局來進行投資，那麼仔細觀察虎尾分點的狀況，就可以清楚這些人士的佈局方式，進而來調整自己手中股票的佈局與選擇。

## 『Delta neutral』期貨避險佈局助攻

QSS策略除了『Alpha做多策略』外，我們還會搭配『Delta Neutral』的期貨避險佈局投資策略，也就是我們會根據在市場佈局股票的資金多寡來換算出適合的期貨資金比例來進行雙向投資，這樣就可以和『Alpha做多策略』彼此互補。

一般來說，『Alpha做多策略』在大多頭的環境下，讓我們手中的強勢股票賺的比大盤多、在空頭的環境下賠的比大盤少；然而在空頭的環境，還是仍會存在虧損狀態，此時『Delta Neutral』的期貨避險佈局在互相搭配下就產生了作用。

例如：股市在大多頭的環境下，大盤上漲了1%，強勢股票可能上漲2%，但是期貨避險可能會有1%的虧損，但在股票與期貨的綜效下，我們整體還是上漲了1%，取得獲利的績效。

如果股市在空頭的環境下，大盤下跌了1%，由於理論上強勢股票跌的會比大盤少，所以我們假設它下跌0.5%，此時期貨避險單卻因為大盤下跌而獲利1%，在股票與期貨的綜效下，我們仍然使得整體獲利達到0.5%

『QSS策略』透過「Alpha做多」+「Delta Neutral」多空雙向策略操作，可說是一個瞻前顧後的優良策略，不僅讓投資人在多頭的時候擁有獲利的機會，在空頭的時候一樣能夠避險增益，提供投資人股市空頭時的資金運用管道。

### QSS策略的進出場週期

長期持有優質的股票，是QSS策略核心價值，我們不鼓勵投資人常常買進、賣出股票，除了避免過高的交易成本外，正確的投資觀念更是我們想傳達的理念，但買者不管也非正確的方式；我們會在一段時間後針對公司發布的財報、營收、重大公告消息等進行評比與檢查持股的彈性換股，再汰舊換新，通常時間點是每個月公司發布營收狀況的時候，以維繫我們手中持股是值得擁有的好股票。

### 『事件類型的交易策略』

除了原本的QSS交易策略外，我們也清楚除了日常的行情之外，很多的公司還會有一些特殊的事件，例如股東會、除權息、法說會或是特殊的併購案，尤其是在每一年5-10月的這段時間中，都會陸陸續續的有公

司發布相關資訊以及開立股東會，這時候很多融券會在這段時間強制性的回補，這時候的多頭量能機率就會比一般時間還要來得高。

在這一個關鍵的時期當中，找尋填權息較為容易的個股，就是這段時間交易的重點，因為填權息代表著投資人看好這一間公司未來的股票發展，而且無融券的壓力存在，上漲的幅度也會相對來得好。

另外就是股東會開始前，上市櫃的公司需要製作股東名冊，而因為融券的股票是向其他投資人借的，所以必須在股東會前強制還給借出股票的原始投資人，這時因為空方轉多方，導致股價上漲動能較強，若公司或主力趁機炒作，股價就會大漲、甚至軋空，所以這類事件型的交易也會有很高的勝率。

在這一個萬物都漲唯有薪水不漲的年代，通貨膨脹又開始難以控制，如果不能幫自己的錢增值，肯定會被這顛簸的市場重重打擊，所以現階段幫助自己的資金產生錢滾錢的成長，是每一個人人都必須學習的重要功課，但是錢滾錢並非一蹴可及，需要大量的研究以及學習才有機會找到那個關鍵的投資策略，與其你自己一個人勢力單薄的研究，不如直接信任專業，而且不能只有專業，還必須有所堅持，就像我們堅持可辨真偽的科學量化檢驗一樣，在過去新冠疫情的市場震盪中，我們努力堅持幫客戶取得好績效，現在我們面臨未知的行情，我們仍然會堅持原則及專業，幫客戶取得優質績效。





### ESG在地發展

# 淺談我國永續債券發展

統一投信副總經理◎章錦正

2022年初，我國具「護國神山」雅稱的台積電（2330）再度發行兩檔綠債掛牌，發行金額共54億元，一檔為33億元7年期普通公司債，票面利率為固定利率0.72%，另一檔21億元為5年期普通公司債，票面利率為固定利率0.63%；發行人信用評等經中華信評評等為AAA級，兩檔綠色債券為永續發展債券2022年首發。這是繼2020年後，台積電再度發行綠債。

在年初時間點發行綠債，除了市場利率

處在低點之外，更能符合台積電發展的方向，台積電為落實綠色製造並響應全球節能減碳行動，共計簽署1.2 GW再生能源購電契約，由於再生能源電力於電力生產過程中不產生碳排放，預計可年減碳排放量達218.9萬公噸。而台積電於2015年至2017年間參與經濟部自願性綠色電價認購計畫，累計認購再生能源共4億度，成為臺灣最大再生能源購買者。

## GREEN BONDS

### MAIN USES



Renewable energy



Energy efficiency



Clean transportation



Responsible waste management

圖、綠色債券主要用途  
圖片來源：櫃買中心

## 企業發行綠債擁抱再生能源

台積電在2019年共計購買約9.1億度再生能源、憑證及碳權，達海外據點100%使用再生能源成果。台積電日前也與沃旭能源（Orsted）簽署企業購售電契約，將承購沃旭能源大彰化西南第二階段和大彰化西北離岸風場共920MW裝置的所有發電量，這是全球再生能源業至今簽署最大企業購售電契約。台積電更積極訂定再生能源採用計畫，發行綠債主要用於更新2030年目標為全公司生產廠房25%用電量以及非生產廠房100%用電量為再生能源，並進而以全公司使用100%再生能源為長期目標。

至於「綠債」本身，到底要符合什麼條件呢？綠色債券原則（GBP），為由產業發起的自願性原則，無任何強制性，但鼓勵發行人進行外部認證。綠色債券原則之目的在於強化綠色債券的透明性，加強投資人的投資意願。該原則主要提出四大要素，包括募集資金的用途、綠色投資計畫的評估與篩選過程、募集資金的管理及報告等。界定資金需應運用那些「符合綠色」的項目，有下列10項，10大項目類別僅用了簡要的概要性說明，並無明確的科學標準及細節定義。此十大項目包括：可再生能源、能效提升（包括能源建築、能源儲存、區域供暖、智能電網等）、污染預防及管控、生物資源和土地資源的環境可持續管理、陸地與水域生態多樣性保護、清潔交通、可持續水資源與廢水管理、氣候變化適應、生態效益性和迴圈經濟

產品、生產技術及流程、與符合地區與國家或國際認可標準或認證的綠色建築等。

而我國的綠色債券，依櫃買中心規畫，須符合下面九大類：

綠色投資計畫係指投資於下列事項，並具實質改善環境之效益者：一、再生能源及能源科技發展。二、能源使用效率提升及能源節約。三、溫室氣體減量。四、廢棄物回收處理或再利用。五、農林資源保育。六、生物多樣性保育。七、污染防治與控制。八、水資源節約、潔淨或回收循環再利用。九、其他氣候變遷調適或經證券櫃檯買賣中心認可者。

綠色投資計畫不得為化石燃料發電項目，但符合國際金融市場慣例之綠色債券標準所訂之技術篩選條件者，不在此限。

## 落實居住正義的債券

不管是發行社會債券，或是以金融創新方式投注在可負擔式住宅的興建，在歐亞非和美國都有類似的案例，在落實居住正義的同時，還能達到一定的自償能力，讓社會住宅可以真正達到永續經營。

近來，金融業將目光放在具有ESG理念的專案或項目。政府也逐漸意識到社會與環境的議題，讓私部門、社會企業與資本市場協力運作，往往可以更有效率。

社會住宅方面，近十年，因都市房價過高，政府透過公辦民營興建合宜住宅（販賣）、臺灣社會住宅（出租）為導向的公共住



## Market information



圖、內湖瑞光路社會住宅

宅，例如台北市內湖區瑞光社宅已開放申租，北市府保留45%戶數給內湖區就學、就業者申租。

ESG的影響力投資（impact investment）是近來熱門的方式，用以積極解決社會、環境問題，包括降低碳排放、在落實居住正義上，也提供更多也更好的低價住宅，或是在其他主題例如：教育、醫療與食安等，積極的服務與之有關的利害關係人們，而非僅考量股東利益至上。至於具體在資本市場中會用到的工具，則包括股票及債券，共同基金及ETF，甚至是其他創新的金融手段，諸如影響力投資專案等等。把影響力投資運用在居住正義方面，確實有很大的潛力，既解決了許多人負擔不起居住空間的問題，又能滿足資本逐利的需要。

例如，比利時就有房地產公司，注意到

因房租調漲導致低收入戶難以承租的問題，而在政府的執行能力有限的情況下，該公司引入知名的投資機構及銀行進行集資，去翻修市區老屋或在郊區建置新的公寓大樓，再以低於市價且長期合約的方案，轉租給符合資格的族群。而這個過程中，該公司不光是鎖定居住問題，還希望進一步帶動社區的發展，並且在旗下管理的房產中，將循環經濟，社區再造等理念落實，而它也因為這些努力而獲得了社會的認同與政府對企業從事社會責任努力的認證。

另外，談及做到具社會使命感的開發商，美國有間創世紀地產公司（Genesis Companies）也立下提供多元族群宜居且配備「全人服務」的居住環境為目標，長期而言，不僅可讓人們擁有宜居的住所，也能夠帶動社區的整體發展，如果每個人都可因

此安居樂業，亦能減少政府在社會福利的支出，甚至創造稅收。再者，建案的開發在早期階段，通常也是資本密集的商业行為，資金籌措的成本高，但以社會影響力為主的開發案，可充分運用多元的集資方式，例如發行社會債券，結合政府的影響力投資專案等，去善用資本市場的力量。

### 從歐亞非到美國，都存在「社會債券」的概念

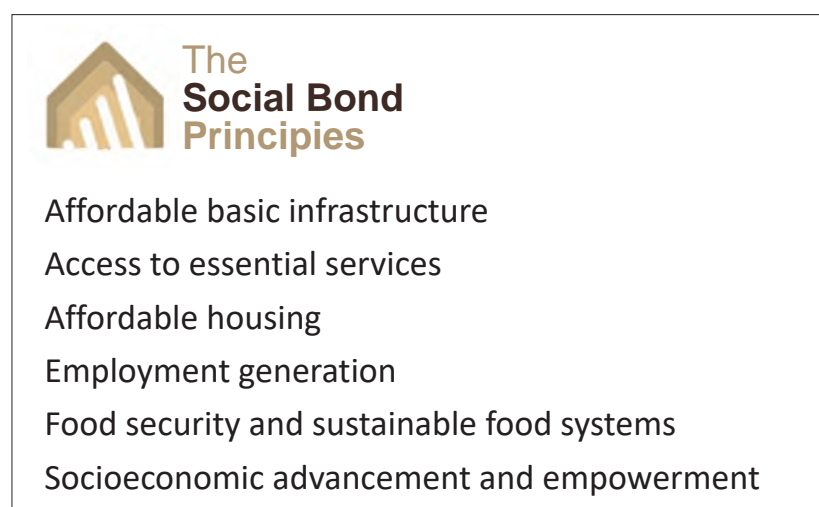
根據亞洲開發銀行（ADB）的統計，從2017到2020年，全球共發行了1,900多億美元的社會債券，其中有298億美元被投入在可負擔式住宅（affordable housing）的領域，佔16%。而非洲開發銀行（AfDB）也在2021年3月，發行了30億美元的社會債券（為期三年，票面利率為0.75%），協助對抗疫情的衝擊之外，也希望能吸引不同的創新方案，來解決該地區的可居住空間短缺，基礎建設缺乏等問題。

社會債券的發行也是影響投資中常見的融資手段，依據國際資本市場協會（ICMA）的定義，社會責任債券除了須符合「社會責任債券原則」（Social Bond Principles），其募集資金必須用於支持符合社會效益的項目，且在投資流程中，社會責任債券應以四個組成核心，包括募集資金的使用，項目評估及篩選流程，資金管理和資訊揭露等。

同時，政府的角色也對社會債券有很大的幫助，例如CBRE出版的可負擔住宅研究案例報告中，特別提及政府在稅賦制度方面的政策影響，對於由私部門來提供社會住宅，扮演非常重要的角色。以美國為例，Low-Income Housing Tax Credit（LIHTC）就是最主要用來鼓勵股權投資參與可負擔住宅的興建，並同時可以取得產權，和由聯邦政府與地方政府提供的稅務優惠。

花旗銀行就在一份「Social Bond Framework for Affordable Housing」的報告中，舉

舊金山市中心833 Bryant的案例，說明該行如何運用社會債券結合LIHTC的方式，投入支持可負擔式住宅項目。其他包含提供低利的營建與修繕貸款，甚至是永久性貸款（permanent loan），協助在地開發商在紐澤西，將原本廢棄的旅館與校舍，改建成4棟總計153戶的複合



圖、社會責任債券原則



## Market information

式社會住宅，並優先提供給家戶所得在中位數以下的居民申請入住。但從財務報酬面來看，要讓社會住宅「賺大錢」是很不實際的想法，但維持一定的現金流，包含社會住宅租金收入，營運收入（停車位租金，社區福利與設施，管理費），附屬事業收入（商舖租金），資產設備處分收入等，要達到一定的自償能力（Self-Liquidating Ratio, SLR）是絕對可行的。

所以，無論是發行社會債券，或是以金融創新方式投注在可負擔式住宅的興建，都會經過詳盡的財務效益評估與可行性分析，以及搭配其他的整合方案，方能面面俱到。看到歐美經驗如荷蘭，法國都透過都市再開發，藉由市場住宅、商場或停車場等項目的收益，來補貼社會住宅的興建與運營的資金；紐約則透過包容性區域劃分（inclusionary zoning）的做法，要求民間開發商，在興建的住宅單元中，需提供一定比例的可負擔住宅，讓符合身分的居民使用。

### 與社會住宅議題相關的債券

我國銀行與企業，也搭上這波對社會永續關注的熱潮，例如永豐銀行在去年（2021）就響應政府推動都市更新，與建設公司簽訂聯合授信合約，統籌主辦旗下首宗綠建築都更聯貸案，總金額新臺幣74.8億元。永豐銀行認為都更為近年不動產的重要發展趨勢，永豐銀行運用核心經驗協助都更重建並打造綠建築，以實際行動支持環境永

續發展。該案由永豐銀行邀集7家金融同業共同參與，資金用於購置及興建都市更新計畫範圍內的不動產；更新建案則以綠建築、智慧建築進行規畫設計，也申請黃金級綠建築標章，打造永續都市環境景觀。

而去年（2021）5月，永豐銀行亦發行全臺首檔社會責任債券（Social Bond）於證券櫃檯買賣中心正式掛牌，發行金額新臺幣10億元。永豐銀行此舉可結合金融業核心職能，債券所募集資金將用於社會責任五大類投資計畫，永豐銀行於2017年及2020年亦為首家發行綠色債券與可持續發展債券的銀行業者，已簽署赤道原則亦配合綠能政策推動能源轉型，2021年主辦太陽能電廠融資聯貸規模累計逾600億元。

永豐銀行發行的社會責任債券包含「可負擔的基礎生活設施」、「基本服務需求」、「可負擔的住宅」、「創造就業及可減輕或避免因社會經濟危機所導致失業的計畫」及「社會經濟發展和權利保障」等五大類，當次發行則針對「可負擔的住宅」、「創造就業及可減輕或避免因社會經濟危機所導致失業的計畫」及「社會經濟發展和權利保障」規畫專案融資，天期5年，票面利率0.45%。據了解，永豐銀行已投入多項社會責任計畫，例如，針對「可負擔的住宅」項目，透過都市更新及住宅安全重建等以推動社區發展；「社會經濟發展和權利保障」部分則推出外籍移工信用卡、匯款等服務以落實普惠金融。

在「創造就業」部分，永豐銀行支援營運資金與員工薪資等，協助受疫情影響的中小企業度過艱困時期，同時提供資金導引廠商在臺投資並創造新的就業機會，推出投資臺灣三大方案，涵蓋「歡迎臺商回臺投資專案」、「根留臺灣企業加速投資專案貸款」與「中小企業加速投資貸款」等方案。

無獨有偶，在櫃買中心公布的「社會責任債券資金運用情形報告」中，我們可以看出許多金融機構投入社會永續債的用心，例如合作金庫在2021年發布的社會債券資金運用報告中，已核准合計137件專案放款集中於社會效益投資-可負擔的住宅項目，主要協助無自有住宅者購置住宅，減輕新購屋者負擔；而兆豐銀也在永續債的項目之中，提供汙水處理的基礎工程與無住宅者的優惠貸款等。

### 更好的未來

比較國內與國外對永續債券的發行標準，可以看得出來我國櫃買中心對這個領域經營的用心，與國際接軌，甚至領先國際的思考，都值得嘉許。目前在櫃買中心的永續債發行狀況中，綠色債券共75檔市值2,205億元、社會責任債券共9檔價值新臺幣181億元，而可持續發展債券共17檔總值701億元。

在環境保護觀念日益抬頭的今日，永續債的發行無疑是符合社會潮流的亮點，企業也可以因此多一種籌資的管道，無論是綠色廠房的擴建、環境污染的防治甚至能源效率的提升，都可以有更符合社會需求的方式，在規畫公司成長的同時，關注環境的永續，社會的平衡，用永續債來點亮人類的美麗前程。



圖、我國櫃買中心永續債發行流程



### 國際脈動

# 場外交易市場趨勢和發展

◎新加坡輝立Nova（更名前為新加坡輝立期貨）提供

2022年上半年，全球宏觀經濟形勢的一系列變化和地緣政治的緊張局勢，導致市場風險情緒惡化。全球金融市場因此出現大幅波動。市場波動也震動了某些OTC產品。受這些事件影響，貨幣和加密貨幣成為了新聞頭條。

美聯儲在2022年3月和5月開始了對貨幣政策的收緊，分別加息25個基點和50個基點。這一旨在應對美國通脹飆升的措施，將美元指數推至20年來的高點。

在主要央行轉向積極派（鷹派）的背景下，仍持保守派（鴿派）立場的國家將處於不利地位，如日元和人民幣疲軟。由於各國不同的貨幣政策擴大了收益率差，有利於收益率較高的美元的持有者，日元兌美元匯率在4月底跌至20年低點。

除了貨幣，由於更高的利率減少了用於投資這些資產的流通資金，股票和加密貨幣等風險資產也嚴重下跌。對經濟衰退或滯脹的擔憂也導致市場避開股票和加密貨幣等投機性資產，從而導致這些市場價格暴跌，

OTC市場的新興加密貨幣首當其衝。再次引發了人們對OTC市場安全性的質疑。

2022年為這些OTC產品啓動了‘精彩’的一篇。OTC市場到底有什麼魅力，吸引投資者的目光？接下來我們會討論OTC市場的走向和未來的發展。

### 場外交易簡介

場外交易（OTC）市場指的是雙方直接交易各種金融產品，毋須通過中央交易所或經紀商的分散市場，通常沒有實體位置，而是透過電子形式進行交易。這與拍賣市場體系有很大不同。

OTC市場現多用於交易債券、外匯、黃金、衍生品和其他結構性產品。其中，外匯/貨幣是最大的OTC市場，日成交額超過6.6兆美元。

- 現代外匯交易始於20世紀70年代初，當時金本位制崩潰，美國單方面終止了金本位制。黃金不再與美元掛鉤，美元在

美國市場自由浮動。

- 早期的外匯交易與國際商業和資金服務緊密相連，所以只有國際銀行才能參與其中。電子經紀系統（EBS）是1990年由全球最大的外匯銀行合作創建的，目的是打破路透社（Reuters）對銀行間即期外匯價格的壟斷。從此價格不透明，銀行交易商依賴EBS和貨幣經紀人網絡進行交易。
- 在90年代後期，隨著互聯網交易的興起，貨幣交易市場發生了翻天覆地的變化。外匯交易變得更加複雜，OTC市場的價格可通過在線交易平台向所有人開放。根據國際清算銀行2019年的報告，近年來，外匯交易激增，外匯現貨市場的交易量上升至每天2兆美元。
- 由於各交易所設法將外匯作為一種交易所交易產品，OTC試圖將交易所產品，

例如指數和大宗商品，通過差異合約的形式進行場外交易。

## 場外外匯交易業務現狀

### 對於零售客戶

- 如今場外外匯交易已經成為一種非常商業化的產品。
- 主要貨幣的息差已經從10年前的5至10個點縮小至小於1點。Phillip Nova對3種主要貨幣對的報價少至0.6點。
- 交易量規模在過去20年大幅度減少。在銀行同業市場的交易規模也從100萬至500萬降至1000名義價值，使大多數零售客戶都能負擔得起。
- 產品多元化：從外匯和貴金屬多元化到新興市場貨幣和差價合約。

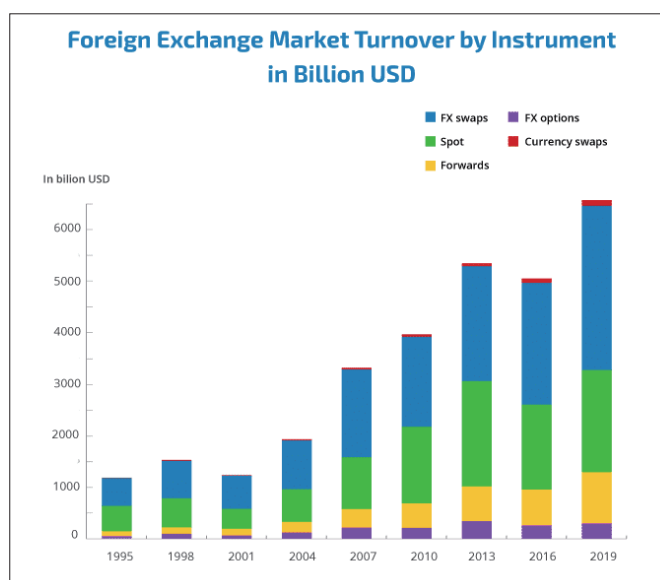


圖 1、外匯市場各類型交易量統計圖（單位：十億美金）



# Market information

## 從經紀人角度

- 價格聚合器興起，外匯價格制定者正以最優惠的價格競爭業務。
- 增加對交易基礎設施的投資以減少延遲並提高交易效率。
- 交易平台日漸成熟，從只顯示價格和交易功能到具有分析工具和演算法交易功能的多功能平台。

## OTC商品發展趨勢

### OTC 產品多元化

根據結算銀行 2019 報告，外匯交易金額已達到每日6.6兆美金（參圖1）。除了交易量不斷提高，交易規格的精密度提升，交易價格也變得非常普及。一般散戶能間接通過電子平台輕易獲取各大銀行的報價。除了OTC現貨外匯茁壯成長，遠期外匯，外匯掉期和貨幣掉期的交易量也隨著增長。在這股發展趨勢中，交易所也開始提供外匯交易商品（參圖2）。

十國集團（G10）的主要貨幣兌美元仍然是最受歡迎的貿易即期外匯貨幣。G10貨幣的成交量穩步增長（參圖3），但同時亞洲貨幣的成交量增長速度快於G10貨幣。在亞洲，尤其是新加坡和香港，越來越多的區域性跨國公司（具有財務職能）的出現導致了經常項目交易的增加。亞洲貨幣的波動性越來越明顯。這導致持

有亞洲貨幣部位的非金融企業的對沖需求增加。

人民幣仍然是第八大交易貨幣，也是交易最多的新興市場（EME）貨幣。除日本外，大多數亞太貨幣的全球市場分額都有所上升，包括港幣（HKD）、韓元（KRW）、印度盧比（INR）和印尼盾（IND）的排名均有所上升。

現貨、掉期和INDF的高頻電子交易的正反饋循環降低了交易成本，提高了流動性，增加了總量交易。

### OTC期貨化

大宗商品衍生品的OTC市場得益於市場參與者的多樣性，從商業生產商到地方能源分銷公司再到銀行。許多單獨的資產類別都

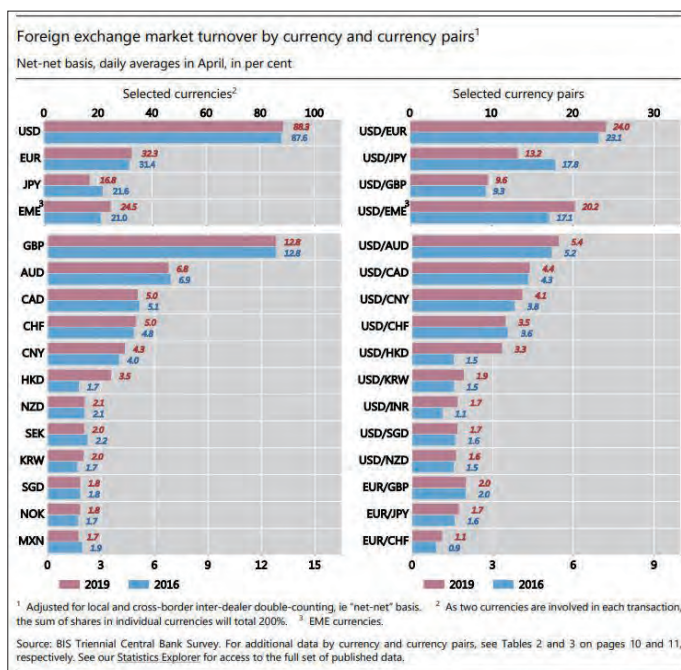


圖 2、貨幣 / 貨幣對外匯市場成交量

涵蓋在更廣泛的大宗商品類別之中。

大宗商品衍生品的OTC市場率先開展了OTC集中清算。在1990年代後期，紐約商品交易所（NYMEX）是首批提供OTC合約清算服務的交易所之一。交易對手對補充雙邊擔保安排的替代方案的需求導致紐約商品交易所開發了通過Clearport機制將OTC作為期貨清算的平台。OTC清算的後續增長和成功，與Enron破產以及隨後能源市場的信貸不穩定不期而遇。2001年，NYMEX Clearport為行業提供了集中清算的服務。2001年底至2002年期間，持續的信貸不穩定再次強化了OTC清算的優勢及其提高資本效率和獲得廣泛產品的能力。其他大宗商品交易所和清算所紛紛仿效紐約商品交易所的做法，如ICE Clearport、CME Clearport和LCH Clearnet，歐洲商品清算（ECC），NOS清算，亞洲清算和許多其他提供OTC產品中央清算的公司。

國際金融危機發生後，2009年9月，二十國集團（G20）領導人一致同意推動全球金融體系改革，包括提高衍生品交易的透明度，這需要在交易所或電子交易平台上更標準化的OTC衍生品合約，通過中央對手方清算，向交易儲存庫報告，以及非中央清算OTC合約須符合更高的資本要求。

### 期貨OTC化

與此同時，OTC市場開始向交易所交易

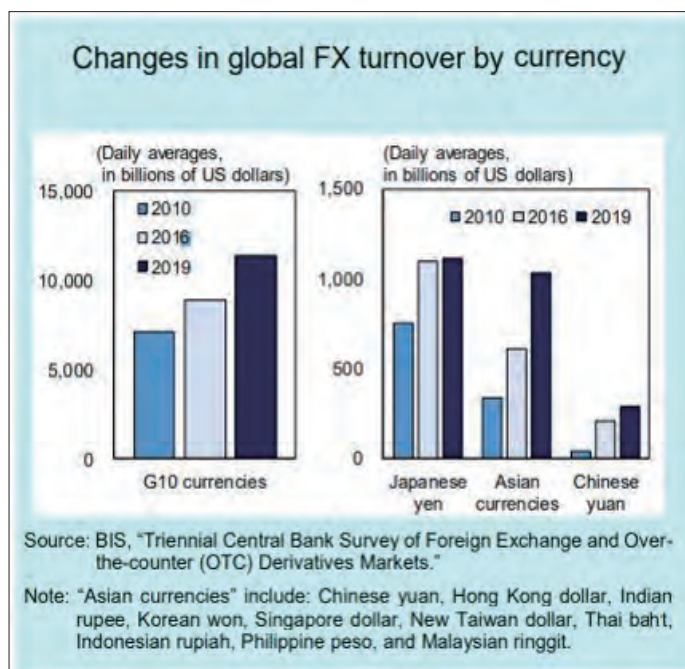


圖 3、全球外匯交易量變化

市場尋求產品靈感。高保證金存款和大規模標準化交易所的交易合約的剛性，促使創新金融機構開發規模較小且靈活的產品，使個人散戶交易者可以交易他們以前沒有接觸過的股票、大宗商品和指數。根據絕對市場洞察公司（Absolute Market Insights）2021年的報告，全球差價合約市場的價值在2020年為5.75463億美元，預計到2029年將達到7.6476億美元，在預測期內（2021-2029年）以3.10%的複合年增長率增長。由於差價合約允許投資資本跨越更廣泛的股票範圍，包括股票、指數、大宗商品、貨幣和國債，所以不管市場是漲是跌，全球不同市場合約的增長將持續下去。

從平台來看，基於app的細分市場在2020年的市場分額最高，也在預測期內增長



## Market information

最快。這一細分市場的增長歸功於一些用戶友好的app的可用性，讓用戶可以隨時更新市場資訊。從最終用戶的角度來看，企業在2020年的市場分額最高。差價合約幫助企業在股票、大宗商品等多種資產之間進行交易。從市場類型來看，股票/證券領域在2020年的全球差價合約（CFD）市場中佔據了最高的市場分額。

我們認為場外差價合約的種類將繼續增加。透過技術，我們相信不同造市商差價合約價格的合併，將持續推動價格效率並吸引更多交易人積極地參與。

### 交易人參與的管道、風險考量或風險管理

商品衍生品市場中的絕大多數OTC交易都是根據容易觀察到的市場價格（基準期貨合約或實物標價）定價的。其潛在缺點包括暴露公司的自營部位，這可能會影響交易規模和頻率。此外，流動性和市場參與者承諾流動性的意願也存在潛在風險。因為每筆交易的價格是不同的，而且考慮到影響交易的各種因素（即交易對手的信用、現貨市場狀況等），所以增加交易前的透明度並不會帶來任何好處，尤其是在非標準化雙邊場外交易。

在市場參與者對沖特定風險的市場中，交易前的透明度幾乎不會帶來好處，反而會造成重大損害（將商業敏感風險部位暴露給其他市場參與者）。對大宗商品衍生品交易前後的透明度要求考慮不周，可能會對流動性產生負面影響並加劇市場波動。

市場參與者通常使用中央清算，交易所和清算所之間在推出提供資本效率和信貸風險管理的新產品方面仍存在激烈競爭。

結算風險正因向中央結算的轉變而降低。比起與多個交易對手進行雙邊場外交易，交易所清算交易的好處是(1)減少交易對手信用風險，(2)能夠在一系列不同的產品類型中淨多頭和空頭部位，這可能會減少貨物抵押數量。

### OTC外匯/差價合約交易風險

OTC產品的魅力在於其靈活性。但就如其他金融產品，也存在其風險。OTC外匯、CFD和其他槓桿化的投資產品交易風險較高，更適合中高風險的客戶。經紀商在推廣這類產品時，必須了解差價合約交易可能涉及的風險，以做出適當的投資者教育：

#### 1. 槓桿風險

OTC外匯和差價合約是保證金交易，收益和損失可能被放大。一個相對較小的市場波動會對您的資產平衡產生較大的影響。如果市場走勢波動或者如果保證金水準增加，有可能被要求在短時間內支付額外的資金以維持您的部位（也稱為追加保證金通知），或面臨被強制平倉。經紀商在設定保證金時，需衡量此利弊。

#### 2. 流動性風險和停牌風險

OTC產品受買賣價格和數量的影響。當基礎市場出現波動、非峰值交易或關閉時，外匯/差價合約交易者可能會遇到市場流動性深度不足和買賣價差較大的情況。因此，客

戶尋求澄清並瞭解他們打算交易的合同的性質是很重要的。

此外，在某些情況下，差價合約交易可能會由於以下原因而暫停交易：

- 基礎市場嚴重波動，點差失利
- 基礎市場觸及漲停或跌停、波段和交易暫停
- 相關交易所宣布暫停底層證券的交易
- 基礎資產出現負定價

即使在交易平台暫停交易的情況下，如果股票餘額低於規定的強制賣出保證金水準（也稱為平倉水準），客戶的差價合約部位仍可能被清算。

### 3. 交易對手風險

OTC產品一般是由對手進行結算。上手（對手方）的實力考量是非常重要的。選擇有經濟實力，並受嚴格監管的上手，能確保交易結算的穩定性。

### 4. 其他風險

由於造市商的定價錯誤，OTC產品的價格在過時的價值進行交易。在“價格差異”的情況下，經紀商保留將執行價格修改為流動性提供者認為公平的價格的權利。

### 5. 市場波動

金融市場可能會迅速波動，產品的價格將反映這一點。由於市場波動而產生的風險缺口，它的出現導致了產品價格突然的轉變。投資者可能無法下單或平台可能無法在兩個價格水準之間執行訂單。這可能導致止損單以不利的價格執行，根據您的交易方向，可能高於或低於您預期的價格。客戶可

以通過應用訂單邊界（即止損限價訂單）來限制市場波動的風險和影響。

### 6. CFD股票召回風險

為了讓客戶做空差CFD價合約空頭部位，可能需要借入標的股票來進行空頭對沖。股份出借人有權隨時收回。如果發生召回，這些CFD股票可能必須在短時間內被退回，差價合約提供商可能無法繼續維持空頭對沖。禁止在特定股票或整個基礎市場賣空和借入股票的監管變化，也可能導致經紀商強制平倉客戶的差價合約空頭部位。應許做空的當兒，經紀商需對此特點給與適當的投資者教育。

## OTC市場的下一個發展階段是什麼

### 基礎設施建設

為了吸引流動性提供者和金融機構，亞洲各國政府已經開始實施有利於商業的政策，建立一個更具凝聚力的金融生態系統。在新加坡，《2018年可變資本公司法》於2020年1月14日生效，以促進新的投資工具的創建。新加坡金融管理局（MAS）也一直在積極爭取銀行和流動性提供商在新加坡的數據中心建立其定價和交易基礎設施。我們可以預見，流動性中心和數據中心將向亞洲地區轉移，以支援OTC市場不斷增長的需求。

### 簡單的平台

許多經紀商都看到了app使用量的巨大增長。如今，移動設備在全球的擴張使交易



# Market information

員能夠即時瀏覽流媒體頭條新聞、閱讀經濟數據和查看分析統計數據。他們還可以收到價格提醒等等。我們相信平台功能會越來越全面，尤其是手機app。交易所交易產品和OTC交易產品將在同一個平台上市，具有簡化交易的功能。

## 交易所交易與場外交易的趨同

2020年，新加坡交易所高調宣布收購場外外匯交易提供商BitFX。第二年，新加坡證交所收購了MaxxTrader。在此之前，芝加哥期權交易所收購了Hotspot FX，德意志交易所收購了360T。所有這些都表明全球受監管的交易所正在進入場外外匯市場。交易所與OTC的這種融合，可能會為這兩種資產類別帶來可替代的流動性。它還可以提高交易的透明度，降低市場參與者對交易對手風險的信任，從而產生一個更有活力的生態系統。

## 結語

在本文中，儘管OTC是一種越來越受關注的場外資產，我們並沒有對加密貨幣進行過多討論。今年5月，Luna的殞落再次引發了人們對加密貨幣作為交易資產安全性的質疑。在這場Defi和中央監管制度的鬥爭中，我們認為，將在兩者間，趨向監管並找到平衡點。

但無可否認，不管是成熟有規模的OTC外匯市場，或是新興的加密貨幣市場，OTC的靈活性將不斷吸引個人投資者及不同的對手方進場，形成一股不斷擴張的金融生態。



## 資料來源：

- <https://www.isda.org/a/ReiDE/commoditieslifecycleevents-april-25.pdf>
- <https://www.fool.com/retirement/2006/10/25/why-futures-markets-are-important.aspx>
- CMFAS M6A Study Guide
- Phillip Nova CFD product info sheet
- <https://www.industryglobalnews24.com/global-contract-for-difference-cfd-market-is-expected-to-grow-at-a-cagr-of-310-over-the-forecast-period>
- [https://finance.yahoo.com/news/foreign-exchange-market-46-growth-093000617.html?guccounter=1&guce\\_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xiLmNvbS8&guce\\_referrer\\_sig=AQAAAGQR4nuPBF7XIhC90sTYMAaY182tUOJoLdtuZUXv2BZxla4x6AdzUoAnLnjf3DisNyEzUkrBZIEjQLrpIcd\\_k0G1-a7c54-BpzBA0sdLuXkO8JkPaLvJoYLUAvKXyDw-KOt5Q8FN9ickbRI\\_Mqfr2wuI3mp4BdpVpLDkoceX9H](https://finance.yahoo.com/news/foreign-exchange-market-46-growth-093000617.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xiLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAGQR4nuPBF7XIhC90sTYMAaY182tUOJoLdtuZUXv2BZxla4x6AdzUoAnLnjf3DisNyEzUkrBZIEjQLrpIcd_k0G1-a7c54-BpzBA0sdLuXkO8JkPaLvJoYLUAvKXyDw-KOt5Q8FN9ickbRI_Mqfr2wuI3mp4BdpVpLDkoceX9H)

## 國際脈動

# 歐交所場外交易清算（EurexOTC Clear）介紹

歐交所◎馮治超

## 歷史脈絡

2008年全球金融風暴後，20國集團（G20）於2009年在匹茲堡發表宣言，要求所有場外衍生品交易合約必須向交易數據庫（TR）報告，所有的標準合約必須根據情況通過交易所或者電子交易平台交易，且必須通過中央對手方（Central Counter Party）進行集中清算，非集中清算的合約將被計提更高的風險資本。這已成為近年來全球場外衍生品市場國際標準發展的重要共識。而在2010年G20多倫多峰會繼續強調上述要求，並要求最遲於2012年底達成上述目標。2015年G20安塔利亞峰會，進一步就CCP的抗風險能力、復甦計畫和可處置性等領域開展相關工作。2012年4月，國際清算銀行（BIS）和國際證監會組織（IOSCO）共同發布《金融市場基礎設施原則》（Principles for Financial Market Infrastructure, PFMI），成為全球金融市場基礎設施監管領域的新準則。

PFMI包括24個原則，適用於重要支付系統、中央證券存管機構、證券結算系統、中央交易對手（CCP）和交易數據庫（TR）。

歐盟方面，落實PFMI的對應法律是《歐洲市場基礎設施條例》（European market infrastructure regulation, EMIR），主要規範CCP和TR，並確定相關風險控制制度。關於衍生品交易的平台和交易行為則由《金融工具市場指令II》（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II）予以規範。EMIR於2012年8月16日生效，其立法目的是對可以標準化的場外衍生品強制實施集中清算，對不經集中清算的場外衍生品採取風險緩釋的措施；實施向資料庫報告的制度；對中央對手方提出機構、行為以及審慎監管的要求；對交易資料庫提出向公眾或權力機構提供資訊的要求。概言之，EMIR的規定主要體現在集中清算、交易報告、風險管理制度等三個方面。



## Market information

1. 所有達到規定標準的場外衍生工具需要進行集中清算，所有擁有大量場外衍生品合約的金融及非金融企業需履行集中清算的義務。低於一定“清算門檻”的非金融企業免於通過中央對手方進行清算，任何被認為是避險性質的場外交易合約也都豁免清算。清算門檻由歐洲證券和市場監管局（ESMA）和歐洲系統性風險委員會（ESRB）設置<sup>1</sup>。
2. 要求場外交易和場內交易金融衍生產品需向已註冊的交易資料庫報告，ESMA有權要求登記交易資料。金融機構參與者被要求向交易資料庫進行報告，報告應該包括契約參與方、契約標的類型、到期時間以及名義價值等內容。歐盟現已對6種衍生品的交易實施了報告要求，在金融穩定理事會（FSB）成員經濟體中進展最為突出，覆蓋了商品、信用、權益、外匯和利率等五大類型的衍生品。
3. 風險控制制度主要集中在保證金、清算基金、CCP 的自有資金等方面。保證金制度是指根據場外衍生產品交易的規模收取的擔保金。在CCP收取保證金的頻率一般是逐日盯市，但也可以更頻繁，根據情況要求日內追加。清算基金用於彌補保證金難以覆蓋的損失，是一種互助性的保障基金。清算基金的規模應可以在各種市場條件下（包括極端但可能發生的市場條件

下）覆蓋CCP所遇到的風險。其最低資本不可以少於750萬歐元，並需與CCP的業務風險規模相適應。

另一方面，MiFID I 於2004年公布，該法案對增強歐洲金融市場的競爭力，加速市場整合起了重要作用。然而次貸危機也暴露出不盡如意之處，比如對某些金融產品的交易平台和交易活動缺乏規範，對部分金融業務存在監管漏洞，投資者保護措施有待進一步加強等。為此，2014年6月12日，歐盟公布了MiFID II，並與2014年5月頒布的《金融工具市場規定》（Markets in Financial Instruments, MiFIR）共同形成一個新的法律框架。新的框架對場外、內的衍生品交易及其前後行為進行規範，與EMIR對場外衍生品基礎設施的規範相互補充，形成了歐盟相對縝密的場外衍生品規則體系。新規則的目標是使包括場外衍生品市場在內的金融市場更加高效、靈活和透明。新規則要求標準化的衍生品交易從場外進入場內交易，所引入的市場結構能夠堵塞現有漏洞並確保相應的各類交易發生在受監管的平台上。新框架將商品衍生品及其他符合要求的衍生品確定為受監管的金融工具，進一步縮小了監管豁免的範圍。通過這種做法，新框架改善了市場透明度，擴大了金融監督範圍，並力圖解決商品衍生品市場價格過度波動的問題。

---

<sup>1</sup> 詳見 <https://www.eurex.com/ec-en/rules-regs/uncleared-margin-rules>

## 歐清所 (Eurex Clearing) 與歐交所場外清算 (EurexOTC Clear)

### 歐清所 (歐洲期貨交易所清算所, Eurex Clearing)

歐清所成立於1998年，是歐交所的全資子公司，而歐交所是德意志交易所集團旗下成員之一。Eurex Clearing 為19個國家約200名清算會員提供服務，管理約490億歐元的抵押品資產，每月清算價值11兆歐元的交易。

歐清所為全球主要的中央清算對手方 (CCP) 之一，在歐洲市場版圖外，2016年2月得到美國CFTC批准為註冊衍生品清算組織 (DCO)，有資格為美國會員清算掉期契約，亦在2020年3月取得日本FSA核准為外國金融品提供清算。

歐清所具有在歐洲框架下最廣泛的清算

表1、目前歐交所場外清算產品

契約產品類型	計價貨幣	合約天期	交換種類
利率交換	USD、EUR	最長 51 年期	固定、浮動利率交換、天期交換、基差交換
	DKK、NOK、SEK	最長 31 年期	固定、浮動利率交換
	CZF*、HUF*	最長 16 年期	固定、浮動利率交換、天期交換、基差交換
	PLN	最長 11 年期	固定、浮動利率交換
隔夜拆款利率交換	USD、EUR、GBP	最長 51 年期	固定、浮動利率交換
	CHF、JPY	最長 31 年期	固定、浮動利率交換
遠期合約	USD、EUR、DKK、NOK、SE、PLN、CZK*、HUF*	最長 3 年期	固定、浮動利率交換
零息通脹	GBP	最長 50 年期	英國 CPI
	EUR	最長 30 年期	HICPXT、FRCPIx

\* 預計於 2022 年 9 月開放

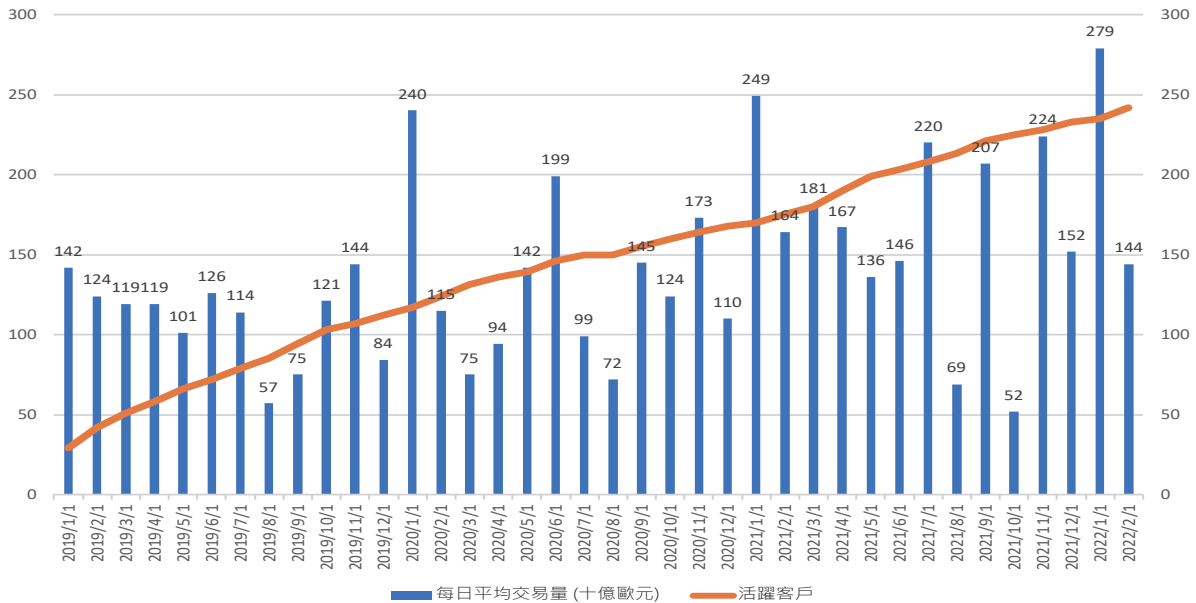
資格，包含交易所上市和場外衍生品、股票、債券和擔保融資以及證券融資市場提供服務，且允許客戶提供接近一萬種的證券作為抵押品，協助客戶在降低交易對手風險的同時提高資本效率。

### 歐交所場外清算 (EurexOTC Clear)

歐交所自2013年起推出場外衍生品的清算服務 (EurexOTC Clear)，初期以利率交換合約 (Interest Rate Swap) 為主，該類型契約占據場外衍生品超過50%，其後陸續納入隔夜拆款利率交換 (Overnight Interest Rate Swap)、遠期合約 (Forward) 與最新推出的通膨率交換 (Inflation Swap) 的清算功能，清算產品請見表1。



# Market information



## 客戶參與方案與會員架構

市場參與者想加入 EurexOTC Clear的方式取決於該客戶的屬性。若是清算機構打算清算自營交易或是為客戶提供清算服務，需要成為Eurex Clearing的清算會員（Clearing Member），分為直接清算會員（Direct CM）與一般清算會員（General CM）；直接清算會員僅可以清算該公司及其關聯公司的交易，而一般清算會員具有資格為外部客戶提供清算服務。

而非清算類型客戶，稱為已揭露客戶

（Disclosed Client），須透過與清算會員建立清算關係以參加EurexOTC Clear，客戶屬性一般是買方機構，例如保險公司與基金公司等；以合約架構來說DC只與CM具有直接清算合約關係，並在CM的系統中”揭露”該客戶的相關交易，歐清所便會從CM中傳輸的交易編碼收到該筆交易資料並提供服務。而對於DC來說，他們可透過歐清所每日維護的共用報告引擎（Common Report Engine）上面獲取相關交易的清算報告。

表2、目前歐清所提供EurexOTC Clear服務的國家

場外衍生品標的	利率衍生品 (OTC IRD)	外匯衍生品 (OTC FX/ XCCY)
認可國家	歐盟與歐洲經濟體、澳洲、百慕達、英屬維京群島、開曼群島、英屬根西島、新加坡、中國、日本*、智利、南韓、瑞士、英國、土耳其、阿拉伯聯合大公國	歐盟、中國、英國、南韓

\* 歐交所為日本註冊的已揭露客戶提供的清算服務限於非日圓計價衍生品。

## 部位壓縮服務

歐清所目前與 TriOptima 與 Capitalab 合作，為客戶提供部位壓縮服務，顧名思義，部位壓縮目的是為了協助客戶降低交易筆數、風險性質相似而方向相反的交易相互抵銷。藉此，清算所與清算會員可消除過剩的交易槓桿比率，同時也降低整體市場的作業成本。

目前該服務主要為歐元計價之商品，包含利率交換、遠期合約、隔夜拆款利率交換與零息通脹交換，其他計價貨幣之合約則須由客戶提出需求；歐清所約每一至二個月進行一次部位壓縮服務，客戶須提出申請方可參加該次部位壓縮，申請時須提供欲壓縮的部位與事先設定的風險目標。

## 夥伴計畫 (Partnership program)

自2017年10月起，歐清所推出夥伴計畫，且該計畫獲得了廣泛的市場支持。自啟動以來，已有來自美國、英國、亞洲和歐洲大陸的 27 家市場參與者加入。其概念為整體市場提供實質上的互助互惠的合作方式，表現最好的 10 家客戶從歐清所的 IRS 清算服務中獲得了相當大的經濟效益。此外，這些客戶將被納入歐清所的治理和委員會結構。由於該計畫的廣大迴響，歐清所於2021年獲得Risk Awards年度最佳清算所資格。

## 風險控管與違約管理程序

### 1. Default waterfall

在歐清所的清算規則中，明確規範若市

場發生違約時的處置方式，且逐步會動用到的抵押品池，稱之為違約瀑布 (Default Waterfall)。

- (1) 如果清算會員違約和該清算會員發生終止事件，Eurex Clearing 主要使用該違約清算會員提供的財務資源（其保證金抵押品及其對違約基金的貢獻）來彌補造成的損失。
- (2) 如果違約清算會員的資源不足以彌補所有損失，則應用 Eurex Clearing 自己對違約瀑布的貢獻，即所謂的專用金額 (Dedicated Amount)。
- (3) 如果專用金額不足以彌補所有剩餘損失，則使用未違約清算會員對違約基金 (Default Fund) 的抵押資產。一般而言，一名GCM須在違約基金提供五百萬歐元的抵押品、一名DCM則是一百萬元。
- (4) 如果對違約基金的預供款不足以彌補所有剩餘損失，清算會員必須向 Eurex Clearing 提供額外的財務資源，即所謂的評估金額 (Assessments)。在清算會員提供評估的同時，Eurex Clearing 還提供額外的，即所謂的額外專用金額 (Further Dedicated Amount)。
- (5) 最後，Eurex Clearing 的股本用於彌補任何剩餘損失。此外，德意志交易所已發出一封支持 Eurex Clearing 的核准函，以此證明德意志交易所將協助歐清所滿足其市場清算的責任。



## Market information

### 2. 違約管理流程 (Default Management Process)

當市場出現清算會員違約事件時，歐清所會啟動違約管理流程 (DMP) 來處理，DMP 基於事先定義的清算群組 (Liquidation Group)，每一群組包含具有相似風險特徵的產品，可以同時即時清算。歐清所為每個清算群組定義了一個平均的持有期，反映該清算群組中的投資組合進入 DMP 時的持續時間，進而作為保證金計算的指標，以確保歐清所在整個流程中具有足夠的保證金資產池。

歐清所定義了兩種可能導致清算會員違約的觸發事件。

- (1) 清算會員主動或被迫啟動破產程序。
- (2) 某些非自動終止事件，包括未能支付或交付保證金、未能遵守清算條件或公司重組，在這些事件中不會自動發生違約，但由 Eurex Clearing 主動聲明。

如果發生任何非自動終止事件，在宣布清算會員違約之前，Eurex Clearing 可能會授予寬限期以補救相應的違約。

### 未來發展方向

目前除了歐美各國，亞洲許多市場在非集中清算交易保證金要求方面仍處於擬定、建立法律框架的階段，而從當前情況來看，歐盟在集中清算方面仍有許多計畫中的更動，同時監管機關 ESMA 持續地徵詢市

場意見。比如 EMIR 的集中清算的要求與歐盟《可轉讓證券集合投資計畫》(UCITS) 對 UCITS 基金的場外衍生品曝險的要求之間存在不一致性。為此，歐盟可能需要考慮修改相關規則，但顯然將花費更長的時間。此外，CCP 的資訊透明度對市場直接參與者、非直接參與者、監管機構和公眾來說都很重要，有利於全面認識其風險狀況及強化風險管理水準。儘管歐盟已經通過 EMIR 落實了 G20 對衍生品交易進行報告的要求，但在 CCP 資訊披露方面仍需與時俱進。近年亦有許多人對於目前制度並未全盤地考量到 CCP 的違約提出憂慮並希望監管機關納入範圍。

現階段歐清所已將非歐盟 CCP 的臨時等效期限延長至 2025 年，但各國市場參與者顯然希望使歐盟能將清算環境打造得更具吸引力，以促進全球場外衍生品在歐盟內部建立曝險的過程不受法規阻礙。未來歐清所將持續與市場溝通、合作，如 2017 年推出夥伴計畫方案，透過客戶驅動的方式，積極提升 Eurex OTC Clear 競爭力，包含更透明、流動性更高，協助客戶實現在歐盟建立更大部位的目標。



# 專題報導



FIA年會為國際期貨市場之重要會議，本刊特就主席重要談話及CFTC監理重點、加密貨幣在衍生性商品市場之發展機會與挑戰、原物料與大宗商品市場、交易所雲端合作與新能源政策，及2021年全球期貨市場交易狀況，提供讀者參考。



# 2022 FIA 第 47 屆 BOCA 年會 會議摘要

國泰期貨◎廖玉完

**第**47屆美國期貨業協會（Futures Industry Association以下稱FIA）於3月15日至17日在美國佛羅里達州的博卡雷登舉行年會（International Futures Industry Conference at BOCA Raton），這是自2020年新冠疫情爆發以來睽違兩年舉行的第一次實體會議，與會機構與人員包括美國與歐洲衍生性商品監管單位、全球各大交易所、投資銀行、期貨商（FCMs）、衍生性商品開發商，以及資產管理公司等高層主管，三天會議的主要議題包括：加密貨幣與數位資產之發展趨勢與注意事項、美國CFTC的監理方向、衍生性商品市場的創新與發展、地緣政治影響經濟發展與商品期貨市場、雲端科技在衍生性商品市場之擴大運用、以及碳中和與清潔能源之發展趨勢。

### FIA年會主席致詞重點

FIA年會主席也是FIA總裁兼執行長Walt Lukken表示，非常興奮能在兩年後見到大家再度蒞臨BOCA會場，認為在此艱困時刻見到大家實屬不易，烏俄戰爭引發全球金融市場和商品價格巨大的波動，目前戰爭仍然持續，在此為烏克蘭人民祈福。2021年全球期貨與選擇權年交易量再創新高紀錄，相信2022年也能再次刷新高紀錄，而本次會議很重要的議題是要討論市場的新機會與創新、革命。

他認為，市場監管者應該以有責任感的創新和締造公平的競爭市場為準則，為整體市場以及交易人帶來健康且安全的交易環境。數位資產中的加密貨幣是近年來衍生性



商品市場最重要的創新商品之一，無論其對社會是正面或反面的影響，監管者不該用自己的道德標準來判斷數位資產對社會是好是壞，應該順應潮流專注於打造出健康且安全的交易與結算環境為核心原則。監管單位應該利用現有的架構以及未來可運用的科技技能讓市場運作更有效率，確保衍生性商品市場繼續發揮公平且透明的價格發現功能，同時也要兼顧風險管控和消費者保護。希望全球的金融監管機構都有一樣的立法與透明的監管原則，並且明白創新與公平競爭是衍生性商品市場持續成長與生存的最重要基因（DNA）。

### CFTC 監理原則與重點

CFTC 執行長 Rostin Bahnam 表示，對 CFTC 監管的期貨與選擇權市場而言，維護市場的價格發現與避險功能非常重要，必須建立創新、透明且公平競爭的交易環境，監管人員需專注於防範各種人為操縱、不當競爭、市場干擾、以及濫用權力的交易行為；委員會人員必須積極的監控交易所、自律組織和中間機構之間聯繫處理順暢，以及執行交易結算的所有法規遵從行為。這些交易人保護機制包括維持合理的保證金要求、客戶帳戶分離保管等法遵的一致性與持續性。我們必須堅持監管機構對重大事件臨時做出決議的底線，以負責且公正的態度避免干擾市場的自然運作。

### 加密貨幣在衍生性商品市場之發展--機會與挑戰

1. 加密貨幣在衍生性商品交易所的交易量日益增長，至2021年為止，加密貨幣在期貨與選擇權的交易量已經連續四年創下新高紀錄，2021年期貨與選擇權交易量達94億口以上年成長率40%。另外，數位資產業者也持續開發中國這個全球第二經濟體市場，並積極尋求中國監管機構的意見與合法性。加密貨幣是本次會議討論最熱門的話題，FIA連續三天的議程裡都有加密貨幣與數位資產的討論，議題包括加密貨幣與數位資產的現階段發展與未來趨勢，以及安全性、適法性和在衍生性商品市場交易結算標準、風險管理的制定。
2. 隨著加密貨幣業者紛紛合併與建立期貨交易所，在2021年第四季創投公司投資已超過100億美元在加密貨幣和啟動相關區塊鏈上，截至2022年1月為止，加密貨幣在衍生性商品市場交易的金額已達三兆美元，占有所有加密貨幣整體市場交易量的60%以上，而這些交易90%以上在美國以外的市場進行。美國當局為了吸引市場投資與健全加密貨幣的交易環境，2022年3月9日美國總統拜登簽署《發展數位資產》的行政命令，這項命令要求聯邦政府擬定一份監管計畫，內容涉及交易人保護法、系統風險控管、國家安全考量以及提升美國經濟競爭力。
3. 加密貨幣投資公司湧入期貨與選擇權市場引發對交易與結算的結構問題討論，尤其



# Feature Report

是有一家加密貨幣交易所--FTX正在尋找新的結算方式導入美國期貨市場，這有可能破壞原先傳統市場的結算機制且改變銀行、經紀商、結算機構之間的角色扮演。FTX母公司位於巴哈馬，是全球第四大加密貨幣交易所，目前正在運作一個使用直接結算模式的大型加密貨幣衍生品市場。他的客戶都是數位資產衍生性商品交易所的會員，也都對自己的融資保證金提供擔保品，而加密貨幣交易和結算為24/7（每周7天，每天24小時）不間斷運作，規定每30秒重新計算保證金，當保證金不足時，部位會被自動平倉。

4. 美國證券交易委員會（SEC）法律顧問 Dan Berkovitz表示，「我們正在處理一種新類型、創新的產品，加密資產有很多用途，它不只是證券，它也是衍生性商品，在美國橫跨許多機構的管轄範圍，包括SEC（美國證券交易委員會）、CFTC（美國商品期貨交易委員會）、銀行管理機構和各州政府機構也都有管轄權。」儘管在美國境內推動命令，制定全面監管數位資產的步驟，但仍然無法全面解決許多重要的問題。例如，此命令尚不能明確劃分加密貨幣是證券、商品或是銀行的衍生性商品，或由政府哪個部門來擔任加密貨幣的主要監管機構。此命令也解決不了目前監管框架中的缺口，雖然SEC負責監管數位資產（如果它們被視為證券），CFTC監管數位資產衍生性商品也負責部分監管，但是兩個機構都沒有足夠的權力

去監管所有數位資產的交易。與會中被問到CFTC會不會負責監管加密貨幣現貨市場，CFTC的委員Dawn Stump說，這要由美國國會來決定。

## 原物料與大宗商品市場

俄烏戰爭對全球商品市場造成重大衝擊，俄羅斯能源與農產品出口被限制，全球重要大宗商品如原油、天然氣、鎳、鋁、小麥、玉米等供應鏈問題更加混亂，導致商品原物料價格飆漲（參見圖1），烏克蘭是全球最重要玉米和小麥出口國，黑海航運受阻等於掐住絕大部分的出口，雖然烏國部分農產品與基本金屬仍能透過鐵路運往西歐再出口，但是東西歐鐵路軌距不同加上人力不足，上下車卸貨成本與時間增加，導致商品成本價格巨揚，直接助長歐美通貨膨脹的上揚速度（參見表1）。而在基本金屬方面，除了在倫敦金屬交易所發生短暫鎳現貨無法交割的危機外，中國鋼鐵業者也出現財務困難，而其他市場原料供應短缺也使得廠商和中下游供應商受到極大的成本上揚壓力以及無法交貨的損失，以致廠商部分的上揚成本無法轉嫁給最終客戶，因此不論是生產商、中間商或消費者都得付出更高的代價來獲得原料生產或商品消費。

除了農產品外，能源也是影響很大，俄羅斯為非OPEC國家除了美國以外最大的原油生產國，也是非OPEC國家最大的原油出口國，全球出口量僅次於沙烏地阿拉伯。

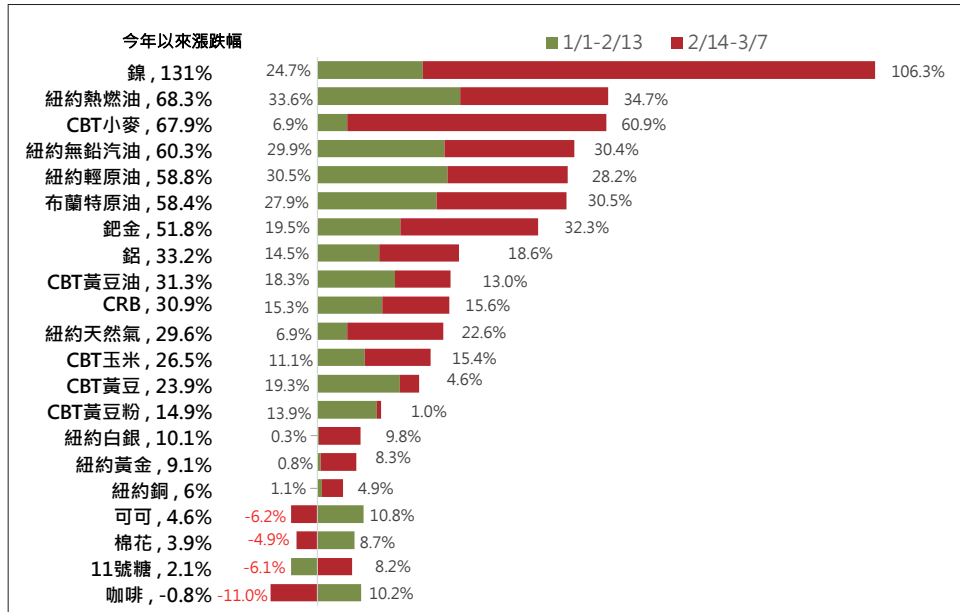


圖 1、俄烏衝突白熱化導致商品價格勁揚

表1、2021年俄羅斯與烏克蘭小麥、玉米產量與出口占比

項目	俄羅斯	烏克蘭	美國
	小麥產量全球占比	11.0%	3.3%
小麥出口全球占比	俄羅斯	烏克蘭	美國
	19.3%	8.3%	13.3%
玉米產量全球占比	俄羅斯	烏克蘭	美國
	1.2%	2.7%	31.9%
玉米出口全球占比	俄羅斯	烏克蘭	美國
	2.2%	13.2%	38.7%

俄羅斯2021年平均每日產出1,080萬桶液態能源，今年2月產量增加至每日1,136萬桶，其中包括1,006萬桶原油和103萬桶液態天然氣。歐盟國家是俄羅斯原油出口最大地區，53.5%的俄羅斯原油出口都到歐盟，其次是出口到中國占32.3%；俄羅斯液態天然氣最大出口地區也是歐盟，占其出口總量的37.9%，其次是日本占24.3%。而就歐盟而

言，俄羅斯是最大的能源進口國，有31%的原油進口，38.1%的液態天然氣進口來自俄羅斯（參見表2），這也就是歐盟遲遲不敢決定對俄羅斯能源實施全面禁運政策，不過隨著歐盟區尋找到更多的能源進口替代區，也不排除逐步對俄羅斯實施最重的能源禁運以招住俄羅斯的財政咽喉。今年2月中以來隨著俄烏衝突白熱化，紐約西德州輕原油期



# Feature Report

貨自每桶90美元附近急速拉抬至3月中每桶130.5美元，此價格僅次於2008年7月創下的每桶147.3美元歷史高價。原油價格高漲直接影響原物料的運輸成本上，美國3月生產者物價指數年增率11.2%，創1981年有紀錄以來的新高紀錄，歐元區生產者物價更是飆升至31.4%不可控的歷史新高，而廠家生產成本大增，部分也轉嫁到最終消費品上，消費者物價也隨之上揚。

黃金、白銀等貴金屬價格也受到拉抬，歐美的避險資金踴躍買進黃金避險，俄羅斯於2月24日入侵烏克蘭首都基輔，3月初紐約黃金期貨價格一度飆升至每盎司2,078美元

以上，刷新2020年8月初的歷史高價。依據世界黃金協會統計，第一季黃金的供需短缺為77.4噸，相較2021年第四季黃金供給過剩為84.7噸，其中以美國ETF黃金投資最為踴躍。2022年第一季黃金ETF比去年同期增加兩倍，總計增加269噸至3,836噸，資產規模達到2,400億美元，規模僅次於2020年8月的2,530億美元，數量僅次於2020年11月的3,922噸。不過，隨著美國10年債實質利率由負值迅速攀升至零以上，黃金持有成本上揚，美國ETF黃金投資者紛紛下車，也造成黃金期貨價格回檔至每盎司1,800美元附近整理。

表2、俄羅斯能源出口地區比重分布

歐洲原油進口、俄羅斯原油出口						
歐盟原油進口	俄羅斯	其他蘇聯	西非	美國	伊拉克	沙烏地
	30.97%	14.80%	14.65%	12.98%	10.08%	9.38%
俄羅斯原油出口	歐盟	中國	其他蘇聯	其他亞太	日本	美國
	53.48%	32.29%	5.75%	4.08%	1.96%	1.42%
歐洲液態天然氣（LNG）進口、俄羅斯出口液態天然氣						
歐盟 LNG 進口	俄羅斯	挪威	阿爾及利亞	荷蘭	卡達	美國
	38.11%	18.61%	7.24%	5.73%	4.09%	3.91%
俄羅斯 LNG 出口	日本	中國	法國	其他歐盟	西班牙	臺灣
	24.28%	19.94%	14.45%	13.58%	9.83%	9.54%

俄烏之戰遲遲未能結束，不僅是軍事上帶來地緣政治的不安，更加重2020年以來新冠疫情引發的供應鏈問題，原物料重要產區的動盪與俄羅斯能源與礦產禁運使得全球供應鏈受阻程度更深。以較長時間來看，俄羅斯大宗商品與礦類若是長期受到制裁，尤其

是能源部分若蔓延至最終歐盟下達禁運，可能引發全球生產與供應的短期紛亂與重分配，烏克蘭農產品既有小麥、玉米收成的穀物因海運受阻而轉用鐵路運往歐洲再出口則相對大幅提高成本，全球原物料價格維持強勢整理的期間可能還要一陣子才能平息。



## 交易所雲端合作與新能源政策

2021年11月，芝加哥交易所集團（CME Group，在此簡稱芝商所）與Google簽訂10年合作協議。Google投入10億美元的認購股份，芝商所已陸續將交易所的基礎設施轉移到Google Cloud雲端上，初步著重於交易數據和結算服務，日後旗下的芝加哥商業交易所（CME）、芝加哥商品交易所（CBOT）、紐約商業交易所（NYMEX）、紐約商品交易所（COMEX）等四個交易所的IT架構也會陸續放上雲端。芝商所表示，隨著期貨業交易結算資料持續轉移到雲端，將會更符合經濟效益及有效率的儲存、分析和取用數據，透過先進的人工智慧、機器學習和資料分析方法，讓雲端設備發揮最大功效並改進交易所的分析工具，以達到安全、可靠且有效率的運作。

Google雲端在交易所既有的監管、執行、監控的能力下能夠提供自動化系統，協助業者與投資人找到危險因子，確保市場高度的完整性和透明度。這些先進的技術不只提升在21世紀的內部資料庫和分析工具，還能改善機構的徵才廣度與深度並留住既有員工的能力。

而那斯達克交易所把市場轉移到雲端的10年計畫，早在新冠疫情爆發前就開始進行。那斯達克會把公司每天收到的數十億筆交易紀錄，儲存到由亞馬遜管理的一個數據庫，也就是Amazon Web Services（AWS）。市場交易開盤之前，交易人下單及報價等資

料必須輸入電腦，才能進入扣款及回報的流程。那斯達克也提供客戶一套雲端工具，可以執行計算量大的數據分析，例如風險計算與控管。

另外，包括芝商所（CME Group）、芝加哥選擇權交易所（CBOE）、那斯達克交易所（Nasdaq）、新加坡交易所（SGX）、歐洲期貨交易所（Eurex）、倫敦證券交易所（London Stock Exchange）、洲際交易所（ICE）、泛歐交易所（Euronext）等各大交易所除了討論雲端科技在未來衍生性商品市場的運用與商業架構的改變外，其他的議題包括：亞洲市場近兩年在新冠疫情下的變化與創新、指數股票型基金（ETF）在衍生性商品市場的成長機會與角色扮演、歐洲市場在地緣政治風險下的因應以及機會與挑戰。而近兩年的氣候異常變遷，美洲反聖嬰氣候持續兩年發生且時間延長，原油價格在疫情與地緣政治下不斷的飆漲，碳中和與新能源政策對各大交易所的機會與挑戰也是討論的重點，北歐碳中和零排放政策推行較早，美國目前加緊推廣新能源政策，強調能源獨立政策是施政重點，與會討論在全球綠色經濟發展下交易所參與程度與扮演的角色。

## 2021年全球期貨與選擇權市場交易狀況

1. 根據FIA公布的2021年全球期貨與選擇權交易量統計，2021年期權總交易量為625.85億口，比2020年成長33.7%，其中主要是選擇權契約交易量大幅成長



# Feature Report

- 56.6%，而期貨契約交易量成長14.6%（參見表3）。由於2021年是新冠疫情發生後的復甦年，各大央行慷慨撒錢導致市場資金鉢盆滿溢，期貨市場在股債市場甚至商品市場價格變動非常快速且波動區間加劇，因此可以策略靈活的運用選擇權操作於投資或是避險交易。
2. 以全球期權交易量分布的地區來看，亞太地區交易量最大，全球市占率達48.8%，2021年成長率51.6%是表現最好的區域。其中主要是全球第一大交易所-印度國家證券交易所交易量的大幅成長95%，而以農作物交易為主的鄭州商品交易所年成長也達到51.7%表現也相當突出；北美與拉丁美洲位居第二、第三名，年成長率又以拉丁美洲的37.5%較為出色；歐洲則是唯一出現衰退的地區（參見表4）。
  3. 以各期權交易契約種類來看（參見表5），仍然以股票和股價指數類交易量占絕大部分，市占率達66.5%，年成長率46.7%表現非常出色；其次是外匯類交易量占比8.9%年成長率22.8%，而能源類是唯一一年出現衰退的類別，年成長負14%主要原因是2021年原油價格在OPEC+國家成功維持減產協議下價格持續上揚，而期貨市場在2020年受到負油價事件傷害後，認為疫情干擾對原油需求的增長仍有疑慮，因此在原油多頭走勢中投資人參與交易的態度趨於謹慎。
  4. 以交易所期權個別契約交易量來看，全球交易最大的期權契約是印度國家證券交易所的Nifty銀行指數選擇權，以最近交易所交易量來觀察，Nifty銀行指數選擇權履約價在價平附近無論是買權或是賣權日

表3、2021年全球期貨與選擇權交易量

單位：口

類別	2021年交易量	2020年交易量	年成長率
選擇權	33,309,394,225	21,265,962,084	56.6%
期貨	29,275,289,895	25,549,388,053	14.6%
總計	62,584,684,120	46,815,350,137	33.7%

表4、2021年各區域期權交易量與年成長

單位：口

地區	2021年交易量	2020年交易量	年成長 %	市占率
亞太	30,549,801,646	20,147,190,374	51.6%	48.81%
北美	15,381,696,837	12,852,019,653	19.7%	24.58%
拉丁美洲	8,893,935,540	6,467,912,726	37.5%	14.21%
歐洲	5,451,896,778	5,608,640,531	-2.8%	8.71%
其他	2,307,353,319	1,739,586,853	32.6%	3.69%
總計	62,584,684,120	46,815,350,137	33.7%	100.00%



表5、2021年各期權交易類別排行

單位：口

類別	2021 年交易量	2020 年交易量	年成長 %	市占率
股票與股價指數類	41,643,207,304	28,379,423,779	46.7%	66.54%
外匯類	5,542,070,172	4,512,602,976	22.8%	8.86%
利率類	4,577,345,777	4,115,441,972	11.2%	7.31%
農產品類	2,820,109,552	2,570,657,307	9.7%	4.51%
金屬類	2,765,534,503	2,398,531,605	15.3%	4.42%
能源類	2,710,751,767	3,151,107,672	-14.0%	4.33%
其他	2,525,665,045	1,687,584,826	49.7%	4.04%
總計	62,584,684,120	46,815,350,137	33.7%	100.00%

表6、2021年全球期權契約交易量前十名

排行	期權契約	類別	2021 年成交量	2020 年成交量	年成長 %
1	印度 Nifty 銀行指數選擇權 印度國家證券交易所	股價指數	8,536,738,069	4,295,092,542	98.8%
2	印度 CNS Nifty 指數選擇權 印度國家證券交易所	股價指數	5,497,680,235	2,372,865,911	131.7%
3	迷你 Ibovespa 股價指數 (WIN) 期貨 巴西證券交易所	股價指數	4,622,466,696	2,920,822,321	58.3%
4	美元 / 印度盧布選擇權 印度國家證券交易所	外匯	1,458,035,383	776,695,344	87.7%
5	SPDR 標普 500 ETF 選擇權 美國多個選擇權交易所	股價指數	1,146,563,856	1,128,762,825	1.6%
6	迷你美元指數 (WDO) 期貨 巴西證券交易所	外匯	825,061,535	697,418,812	18.3%
7	美元 / 俄羅斯盧 莫斯科交易所	外匯	786,281,346	755,425,507	4.1%
8	美元 / 印度盧布期貨 印度國家證券交易所	外匯	664,212,770	605,182,124	9.8%
9	螺紋鋼期貨 上海期貨交易所	金屬	655,986,710	366,043,408	79.2%
10	銀行間一日存款 (DI1) 期貨 巴西證券交易所	利率	654,265,238	515,467,855	26.9%



## Feature Report

成交量都達到300萬口以上，而第二名也是印度國家證券交易所的Nifty50指數選擇權，其價平附近買賣權每日成交量也都達到300萬口附近，而2021年Nifty50選擇權成交量成長率更是達到132%之高，主要是因為2021年印度股市價格上揚可觀，Nifty 50指數年報酬率達22%，與臺灣加權股市並列為亞洲表現最好的兩個股價指數。綜觀期權契約交易量前十名，股價指數類期權最多有四支，外匯類期權也有四支，而利率與金屬類僅各有一支，尤其是上海期貨交易所的螺紋鋼期貨是商品類唯一入榜，年成長率79.2%也很出色（參見表6）。

5. 以全球期貨與選擇權交易所交易量排名來看，印度國家證券交易所成交量最大為連續三年蟬聯冠軍寶座，年度成交量獨占鰲頭達172.6億口之多，年度成長率也很驚人達95%是前20名成長表現最佳者，另外印度的孟買交易所雖然排名十四，不過年成長率73.9%為成長表現第二佳的交易所，由此可見印度期權市場仍有非常大的發展潛力。第二名是巴西證券交易所是連續兩年蟬聯亞軍，拉丁美洲最近兩年的股市交易十分活絡成長率也高，而商品價格持續上揚對以農作物黃豆、玉米、糖，以及咖啡出口占全球重要地位的巴西有相當多的題材可以切入，全球基金踴躍投資也造就拉美期權市場的活絡，2021年巴西證券交易所期權交易量成長38%略高於全球平均成長的33.7%。而期權交易金額與

規模最大的美國市場則囊括第三到第六名（ICE US計入），年成長率則以那斯達克交易所的23.8%最亮眼，全球資本最大的CME集團年成長僅2.5%。歐洲期權市場僅有洲際交易所和歐洲期貨交易所入列，洲際交易所還有計入美國分公司的交易量，若純以歐洲市場來看，歐洲期貨交易所年成長率為負8.5%，顯示歐洲期權市場成長陷入衰退。

以亞洲期權市場來看，除了印度國家證券交易所外，中國的三大期貨交易所排名第七到第九名，以農產品為主的鄭州商品交易所表現最好，年成長率51.7%是前20大中表現第五佳的交易所。韓國交易所排名第十，年成長率4.4%遠低於整體市場的33.7%，香港交易所排名第十七，年成長率負0.9%，臺灣期貨交易所排行則連續兩年維持第十八名，年成長率14.9%，雖然低於全球的33.7%不過在亞洲的成長僅次於印度和上海期貨交易所。日本交易所排行第十九名，年成長率負26.6%是前20名中表現最差者，而新加坡交易所排名第二，年成長率負6.2%（參見表7）。

### 結語

2020年新冠疫情爆發以來，全球經濟成長處於一種不確定狀態，且對消息面的變化十分敏感，2021年在各國央行大力寬鬆政策救市下，市場資金擁抱風險資產，歐美股市紛紛創下歷史新高，然而在全球股市齊唱高



表7、全球期貨與選擇權交易所交易量排名

單位：口

排名	交易所	2021 年交易量	2020 年交易量	年成長 %
1	印度國家證券交易所	17,255,329,463	8,850,473,823	94.97%
2	巴西證券交易所	8,755,773,393	6,342,883,080	38.04%
3	CME 集團	4,942,738,176	4,820,589,858	2.53%
4	洲際交易所 (ICE)	3,317,893,282	2,788,944,012	18.97%
5	那斯達克交易所	3,292,840,477	2,660,595,514	23.76%
6	CBOE 控股集團	3,095,692,862	2,614,108,017	18.42%
7	鄭州商品交易所	2,582,227,206	1,701,847,321	51.73%
8	上海期貨交易所	2,445,774,713	2,128,613,700	14.90%
9	大連商品交易所	2,364,418,367	2,207,327,866	7.12%
10	韓國交易所	2,281,738,234	2,184,930,969	4.43%
11	莫斯科交易所	2,101,589,316	2,119,939,033	-0.87%
12	土耳其證券交易所	2,081,042,040	1,517,476,458	37.14%
13	歐洲期貨交易所	1,703,293,825	1,861,416,584	-8.49%
14	孟買證券交易所	1,607,775,410	924,427,025	73.92%
15	邁阿密國際控股交易所	1,338,182,359	827,454,642	61.72%
16	TMX 集團交易所	613,028,878	318,018,983	92.76%
17	香港交易所結算所	433,092,595	437,073,315	-0.91%
18	臺灣期貨交易所	392,202,371	341,393,346	14.88%
19	日本交易所	333,638,732	454,261,835	-26.55%
20	新加坡交易所	232,104,773	247,510,317	-6.22%



## Feature Report

歌之際，供應鏈問題仍然遲遲未能舒緩，2022年2月開始俄羅斯對烏克蘭採取軍事挑釁3月甚至演變成戰爭衝突，烏俄皆為原物料重要生產國及出口國，戰爭導致供應鏈更為惡化使得商品價格漲勢不休。

2022年FIA的BOCA年會是三年來首次實體舉辦的盛會，會中除了討論監管機關的立法公正透明外，很大一部分是各交易所和機構法人在討論加密貨幣與數位資產的產品創新及監管合法性。另外，俄烏戰爭引發油價另一波漲幅直接推升物價導致歐美40年來最嚴重的通膨現象也是與會討論的重要議題。而通訊科技在雲端應用的發展也被應用在衍生性商品交易所與結算所上面，改變傳統的交易結算方式如何能更快速、精確且有效率執行交易與結算，也是交易所間重要分享與探討的議題。另一方面，隨著能源價格的大幅上揚，會中討論也涉及清潔能源與碳中和的推進。

CFTC執行長在會中提到，各監管機構應對重大事件果決做出臨時決議與底線判斷的言論讓人印象深刻，因為距離3月15日開會前剛發生的LME鎳價飆漲事件就是一個很好的例子：2021年10月全球最大的不銹鋼生產商--中國青山集團基於避險放空20萬噸鎳期約被全球商品交易的巨頭盯上，2022年2月俄烏戰事爆發，俄羅斯在3月初為抵制各國原油禁運祭出禁止部分大宗商品出口反制，市場認為俄羅斯認證倉庫的鎳無法交割而加速軋空鎳的動作，3月8日LME鎳價一度飆漲至每公噸10萬美元以上（兩個交易日LME鎳價飆升248%之多！），而LME為維持交易所的運作，行使對合約重大影響

成交價格的取消權力，當日即宣布3月8日成交價格無效且暫停交易所鎳的報價與交易，直至3月16日鎳才重新以每公噸48,063美元開盤交易。這讓人回想起2020年4月21日的CME集團的紐約西德州輕原油期貨負油價事件，假如CME集團在4月15日修改油價可以接受負值報價的同時也先預想負油價對市場可能引起的混亂而加入一些配套措施，或是當油價跌至負值時能果斷作出部分取消或限制當日交易的決定，則市場就不會爆出有人因此海撈數億美元也有人慘賠身家的荒謬事件！當然LME取消鎳3月8日成交價也引起市場極大爭議，因為LME已被香港交易所併購應該是此決定最大的關鍵。因此交易所為維持交易秩序對市場不正常交易強行干預是兩面刃，如何拿捏而不致於損壞交易所對交易人的公平性非常重要。

詭譎多變的新冠疫情為全球經濟帶來重大轉變，許多人與人接觸的經濟活動被精簡或是避免，新的經濟互動模式因應而生，通訊科技一日千里，尤其是雲端的備受應用，加密貨幣與數位資產仍然有很長的路可以發展，衍生性商品交易所也要顛覆傳統產生新的制度改革與創新，而其中制度的一致性、交易的安全與公平性，以及資訊的透明性是最重要的考量。期貨與選擇權市場在全球金融動盪的時刻被廣為運用，交易所期權成交量接連創新高紀錄，不過期權市場參與者也要莫忘初衷，應當充分發揮期權市場價格發現、避險與投資的功能來促進全球金融的健全與經濟活絡。



**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>

**CNFA** 中華民國期貨業商業同業公會