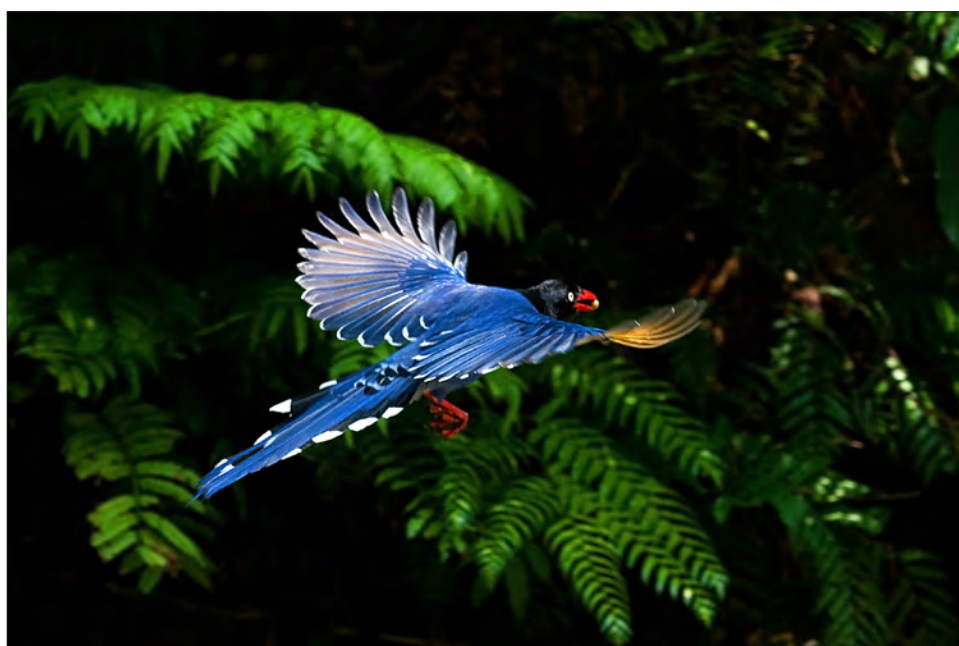


期貨人

2002年三月創刊 《總號第085期》 <https://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2023

第一季



封面故事

綠色金融展望

市場訊息

期市脈動 給您報報

特別報導

台北國際期貨論壇

專題報導

服務實體經濟



期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 陳佩君

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

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

綠色金融展望

2 落實環保綠色事業價值

/ 莫璧君

6 推動ESG良性循環

/ 程國榮

12 綠色金融期貨業商機

/ 吳子暄

17 期貨店頭市場之挑戰與契機

/ 黃維本

24 期貨信託基金發展之挑戰與機會

/ 元大投信期貨信託部

CONTENTS

市場訊息

期市脈動 給您報報

市場推廣

- 31 後疫情時代看期交所商品發展機會
/ 郭偉政
- 36 由Mini-SPX Index Option 新制看臺灣國際指數期貨
商品的發展
/ 張祥麟
- 41 從港交所最新發展看業者商機
/ 高政雍

國際脈動

- 46 LME多事之秋-交易所的事件演變，易手可能與發
展觀察
/ 屠世天

特別報導

台北國際期貨論壇

- 52 通膨與升息環境下，期貨業之挑戰與因應之道
/ 蔡穎青

專題報導

服務實體經濟

- 60 開放期貨商成立國際期貨業務分公司之可行性研究
/ 廖世昌、郭姿君、曾筱棋、賴俊穎
- 72 企業避險經營與期貨市場發展的良性循環
/ 昭韓



挑戰與機會

◎吳桂茂

隨著極端天氣造成的嚴重傷亡和財產損失，喚起世人對環境保護議題的關注，低碳轉型浪潮、ESG議題在全球發酵、企業永續及社會責任受到全球高度重視，而國際間對碳排放管制更為嚴格，政府並通過《氣候變遷因應法》，「減碳」正式成為企業經營的一部分。順應此一風潮，綠色金融商品在臺灣逐漸開枝散葉，換言之，氣候議題業已成為ESG投資趨勢。對金融業而言，已不僅是資金橋樑，更可發揮減碳影響力，引導企業及社會大眾共同投入。

另一方面，這幾年全球遭逢許多重大政經事件，包括延燒的中美貿易戰、膠著的俄烏戰事，各國央行利率政策及全球通膨等不穩定因素，使得產業供需以及金融市場劇幅波動，而期貨市場的特有功能就是價格發現以及風險移轉，可提供實體經濟參與者及投資大眾適當的交易及避險管道，面對各項難以臆測的變動，對期貨業是挑戰也是機會。

揮別2022、迎接2023，本期《期貨人》特以綠色議題、風險管理二大面向為主軸，從在地環保企業成長故事、品牌發展經驗、綠色契機及經營管理理念，串連推動ESG良

性循環，談期貨業永續發展轉型作為，期貨業如何發揮特色協助企業進行資產價格發現、投資組合與風險管理，期貨店頭市場及期信事業所面臨的挑戰與機會。

《期貨人》也關心國內外交易所動態。臺灣期貨交易所在2022年上市了半導體30期貨及航運期貨、芝加哥選擇權交易所推出迷你S&P500指數選擇權、港交所也推出市場優化措施，本刊藉由這些交易所新商品、新措施來看業者商機；然，2022對倫敦金屬交易所而言，卻是不平靜的一年，鎳事件從年頭到年尾仍未平息，本刊也提出觀察，除引以為鏡之外，更期許能發展適合本地、可用性高的實體避險機制。

期貨公會每年均會因應國際上最熱門的議題舉辦期貨論壇，2022年特別鎖定通膨與升息議題，邀請臺灣期交所、芝商所、德交所、歐交所及本國期貨商進行交流與經驗分享，本刊摘要報導分享讀者，另摘錄「開放期貨商國際期貨業務平台之可行性」研究並從實務角度，闡述企業避險經營與期貨市場發展的良性循環，提供讀者參考。



封面故事



因應企業永續發展，全球低碳轉型浪潮，本刊特別藉由在地企業成長故事，分享品牌發展經驗及綠色契機；藉由期貨業永續發展轉型作為，看期貨業綠色金融商機及所面臨的挑戰與機會，期共同推動整個大環境形成良性循環。



落實環保綠色事業價值

專訪佳龍科技工程股份有限公司 吳界欣董事長

期貨公會◎莫璧君

佳龍把環保當成品牌在經營，要向世界展現，邁向零廢棄物與循環型社會的承諾與可能。在全世界綠色大旗下，供應鏈不再只是供應鏈；穩定企業經營、管理不確定性，期貨這個工具對臺灣的未來很重要。

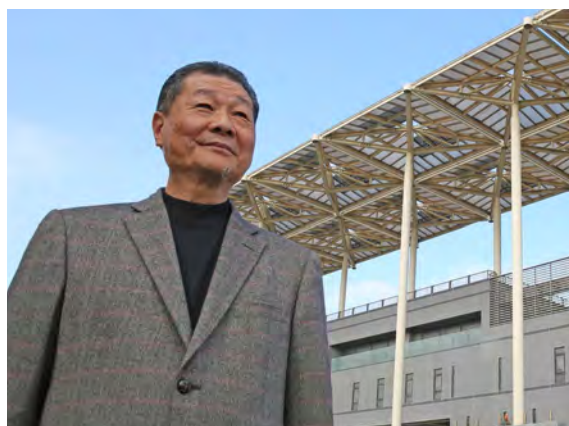
筆者出生在臺灣並不富裕的年代，幼時將家中不要的廢棄資源整理後賣給資源回收者，就是我的零用錢，但當時的我並不明白回收的意義；漸漸的知道它可以回收再運用，並也曾是成就臺灣經濟奇蹟的重要環節。直到筆者走訪佳龍，不僅看到佳龍一步一腳印的成就循環經濟，更看到佳龍炙熱的使命感，在國際舞台上發光發熱。

佳龍創辦人吳耀勳先生是雲林台西人，1987年因緣際會進入廢五金產業、1996年創辦佳龍，2007年吳界欣先生（Ken Wu）榮膺總經理、接任董事長，兩代人不僅付予廢棄資源新生命、擦亮佳龍招牌，更實現社會價值、樹立典範。

傳承，一代人有一代人的責任

城市採礦 發揮技術價值

吳耀勳創辦人認為：技術的進步不應只是單純運用在商品的製造上，這樣，它就只



吳耀勳創辦人

是單方面的消耗，更應該用來延長原物料的再利用率、這樣才是技術提升的真正價值。

佳龍從研發資源再利用技術著手，並與工研院能源與資源研究所合作、環保署溝通如何達到環保標準，成功建立自行回收及資源化處理有害事業廢棄物的能力，再自德國、日本引進最先進的技術與設備，經由回收、拆解、精煉過程，得到純度99.99%的黃金，再回銷進市場，佳龍不只是在城市採礦，更是創辦人理念實現的首步曲。



Ken董就任，2008年佳龍在證交所掛牌上市、綠品坊註冊核准，2009年進軍桃園環保科技園區，計畫興建企業總部與環科廠，進入佳龍2.0世代。

生生不息 零廢棄物的遠景

「廢棄物是錯置的資源」、「不索取大地資源，依然可以呈現大地的姿色」。

時空轉換、生活習慣改變、科技日新月異的今天，資源回收已由原本我們熟悉的破銅爛鐵、玻璃瓶、保特瓶…等等，大比例的增加為電子回收物，而佳龍卻開了帖治癒地球萬物傷痛的藥方，付予它們不息的生命。

佳龍研發技術、與藝術家合作，結合環保與藝術、化腐朽為神奇，讓廢棄物在創

意、環保、美學下，達到教育意義，不論是精湛的藝術品，或是環保水溝蓋、環保步道磚、環保建築用壁磚。

佳龍在興建企業總部與環科廠時，面對惡劣的氣候與土地環境，佳龍仍然用最低的碳排放打造最先進的建築，達到再生與環保運用的標準、零廢棄物的未來，佳龍環保工廠做世界的典範，以及邁向零廢棄物與循環型社會的承諾與可能。

Ken董規劃興建企業總部與環科廠時，就與建造團隊溝通以打造綠建築的環保工廠為目標，面臨桃園觀音地區強陣風與酸雨等惡劣環境的挑戰，歷時四年的研發、討論與模擬，成功的用回收再生環保建材打造最先進的建築，成為再生與環保運用的典範，實現邁向零廢棄物與循環型社會的承諾與可能。

築夢踏實，一步一腳印邁向目標

Ken董說，2010年佳龍環保工廠動土，不算土地成本，就要12.5億，對公司而言是筆龐大的資本支出，當時股東們不理解我這麼大手筆的做這些事是為什麼。其實終極目標，為的就是「佳龍」這個品牌，要它成為「信用」的代名詞、更要打造航空母艦級的佳龍，讓佳龍能永續經營。



資料來源：佳龍科技公司官網 https://www.sdti.com.tw/about_media.html



Cover Story

供應鏈不再只是供應鏈

說個小故事，美國環保署第9分署署長，監理區域是加州、夏威夷，2015年來臺灣看我們工廠，為的只是一個世界知名品牌電腦產品，要了解它的供應鏈是否符合環保要求。他們擔憂的是，當這家公司在全世界賣電腦時，全世界說這家公司不環保。

也就是，當我們用心做環保，環保回收商機真的很大。在這裡我要表達的是二個觀念：一是臺灣絕對有能力和全世界談環保，二是環保絕對是未來企業能否永續經營非常重要的關鍵因素。

美國環保署署長來臺灣看工廠這件事更清楚點出，國際間已將綠色議題納入投資分析和決策流程，亞洲地區包括臺灣這兩年也非常積極在實踐綠色經濟、減碳行動，在全世界綠色大旗下，不僅企業要控管自己是不是環保，連供應鏈也屬於控制項目，追蹤碳足跡是重要環節之一。而金管會永續發展藍圖「ESG資訊揭露」與「永續投資」為兩大關鍵，未來投資機構在進行投資決策時也都要將這些因子考量進去。

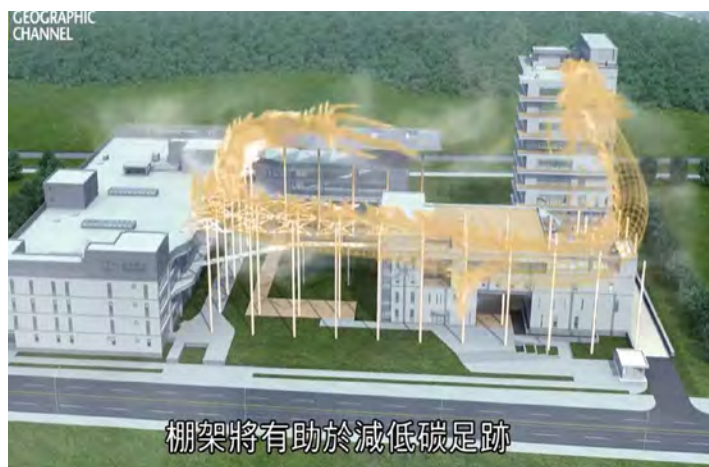
佳龍把環保當成品牌在經營，所以不只是從製造、生產的角度出發，更要確保客戶委託的產品，能讓客戶安心、能為客戶加分，品質、品管、品保都到位。

跨時代巨作 彰顯佳龍品牌價值

2014年外交部與國家地理頻道合作，以「佳龍」打造世界級綠建築的資源處理回收新廠為題材，合製「偉大工程巡禮：數位金礦」紀錄片¹，並於2015年11月首映，且陸續在亞洲、中東、澳紐、大洋洲、中國大陸等40餘個國家的國家地理頻道播映，這不僅代表佳龍、代表臺灣，讓世界看到我們在綠能產業與綠建築的努力與實力，也讓大家看到只要有心，可以讓地球更美好。

當然，這支紀錄片也見證了Ken董不是亂花錢，而是夢想的實踐。

佳龍在綠能上的努力並未停歇，除參與聯合國智庫2018曼谷EWAM論壇、臺美日主辦全球合作暨訓練架構視頻會議分享經驗，也投資建置綠色能源太陽光電系統、參與政府儲能系統設置案…等等；Ken董仍在築夢，要蓋座環保美術館、朝布局全球邁進，並且一直在一步一步的做，為成就最有價值的環保產業而努力著。



圖片來源：國家地理頻道

¹ 「偉大工程巡禮 數位金礦」連結網址 https://www.sdti.com.tw/about_media.html



提高營收組合之技術含量 構築競爭壁壘

Ken董運用大數據、雲端，整合作業自動化、系統化與標準化，不僅讓佳龍產品的品質、品管、品保都到位，更提升生產效能；打造的環科廠與環保綠建築更為佳龍築起一道高高的護城河，大大的拉高了進入門檻，成功建立讓家族企業永續經營與發展的里程碑。

然而人生有順遂也有坎坷，但總有那麼幾個關鍵時刻敲響我們心中的警鐘、引領我們的下一步。Ken董提起往事，2011年佳龍發生工廠火災，當時很多重要幹部離開公司，他一個人駐廠好一段時間，著實辛苦；但由於金價大漲，當年度營收卻創新高，來到70幾億，光是提撥給職福會的錢就相當可觀；而當所有人歡呼高喊營收上百億時，Ken董心頭卻被著實打了一棍，自嘲著說好比「跌倒撿到錢」，但「管理不確定性」這事也深深的印記在Ken董心上。

Ken董表示，多數傳產在面對國際原物料價格變化的做法，是以自然避險方式處理，其實說白了，自然避險就是沒有避險。

當產業用量越大、經濟規模越大，周邊的支援就更重要，未來當貴金屬在佳龍開枝散葉，它的部位會變得非常大，哪些工具能夠協助公司達到避險目的，該用就要用；我在國外看到用期貨管理風險的很多，但臺灣多數只把它當衍生性商品，反而忽略期貨工具表現在服務實體經濟上的效能；當國際化愈深時，期貨這個工具就愈重要。



佳龍科技公司專注資源循環再生與企業社會責任ESG，新廠的員工餐廳，結合家居生活設計，提供員工舒適用餐與休息環境。

換個角度，企業避險經營主要是管理生產經營過程中對經營目標具不確定性影響的資產或負債，以穩定企業經營、降低經營損益波動。其中也涉及企業管理思維與避險會計的運作，尤其像我這樣的家族企業，要如何說服股東們改變他們沿習多年的經營模式，接受不同的營運經驗？我需要脈絡清晰與周全的布局，它不僅僅是技術、資金、管理，還有人才，條件有了，再串連起來，這樣公司的經營結構才會穩。如筆者所見，Ken董也已付諸行動從專業人才開始布局了。

筆者有幸於農曆年前經群益期貨引荐得以訪問佳龍科技吳界欣董事長，於此特向群益期貨致謝。





推動ESG良性循環 談證券期貨業永續發展轉型執行策略 重點工作

金管會證券期貨局◎程國榮副組長

證券期貨業在永續發展工作上不僅在本業的公司治理，還肩負著發揮中介功能，協助企業永續發展，推動ESG產品上市及資訊透明度的工作，促進投資及產業追求綠色及永續發展之良性循環。

一、前言

為強化證券期貨業在永續生態系之角色及功能，提升證券商、期貨商及投信業在環境（E）、社會（S）及治理（G）之永續發展，主管機關於111年3月8日發布「證券期貨業永續發展轉型執行策略」，做為推動各項措施之重要指導方針。在執行策略中，主要包括三大推動架構、十項策略及二十七項具體措施，推動上係以產業整體及治理角度，透過證交所、櫃買中心、期交所及集保公司等四大證券期貨周邊單位及三大產業公會力量，協力支持推動，並進一步深化具體推動措施及時程，建立各項政策之執行基

礎，以利業者一致遵循。配合行業特性、現有法規機制與董事會實務運作等，設計架構、策略與具體措施。

二、轉型策略重要執行成果

經過將近一年的努力，並在證券期貨四大周邊單位、三大產業公會及主管機關之通力合作下，如期完成多項措施，重點包括：

（一）公會成立永續發展委員會：證券期貨業三大公會已分別成立永續發展委員會，做為各業推動永續發展及ESG事項之溝通協調及政策擬定諮詢平台，目前針對



架構一：健全證券期貨業永續發展治理架構

- 策略1：建立永續發展價值及重視ESG之文化
- 策略2：重視資訊安全防護機制之建立
- 策略3：落實董事會及經營管理階層問責制度
- 策略4：運用功能性委員會輔助董事會職能發揮

架構二：發揮中介功能協助企業永續發展

- 策略5：承銷及財務顧問業務
 - 輔導上市、上櫃及興櫃公司落實各項永續發展及ESG推動方案
- 策略6：自營、投資、基金及全權委託業務
 - 強化機構投資人盡職治理功能與角色發揮
 - 強化創投、私募股權基金及貿易子公司對被投融資事業推動ESG之監督
- 策略7：經紀、財富管理及基金銷售業務
 - 落實公平待客及強化銀髮族與身心障礙等特定族群之投資人保護

架構三：提升證券期貨業務永續發展資訊揭露內涵

- 策略8：強化證券期貨業因應氣候變遷風險能力
- 策略9：增進證券期貨業務永續發展資訊揭露
- 策略10：完善證券期貨業資訊揭露管道及對外溝通

公會所訂自律規範、委外研究訂定指引或範例等，均透過委員會加以討論。

- (二) 推動董監事持續進修：三大公會已訂定董事、監察人進修推行要點及進修地圖，自112年起上市（櫃）、金控下證券、期貨商新任董監事就任當年度應進修12小時，其他證券商、期貨商及投信業新任董監事就任當年度應進修6小時；證券商、期貨商、投信業就任次年度及續任董監事，當年度應進修6小時，且ESG課程應占二分之一時數以上，以充實永續發展新知。
- (三) 加強資安防護機制：自112年起資本額40億以上證券與期貨業應較現行增加配

置資訊安全人員1名，以提升資安防護量能。另主管機關已備查證券商與期貨商之資通安全檢查機制、公會網路安全防護自律規範、供應鏈風險管理自律規範、資通系統安全防護基準自律規範等。此外，為強化國際資安管理標準之導入，業者應建置資通安全威脅偵測管理機制、入侵偵測及防禦機制及應用程式防火牆等。另因應金融服務委外及跨業之型態發展，對核心資通系統之軟硬體供應與維運商、跨機構合作夥伴評估集中度風險及維運能力等，並採取適當風險管控措施，以確保營運持續、韌性之能力。



Cover Story

(四) 強化內部控制制度：證交所及期交所已修訂相關內部控制制度標準規範，證券商、期貨商辦理自營選股、期貨交易，應瞭解被投資公司是否善盡ESG、鼓勵被投資公司降低ESG風險，並定期評估投資標的ESG風險。內控制度之修正重點有5部分，期透過證券期貨業投資等角色，善盡機構投資人盡職治理，引導被投資公司逐步強化永續發展及轉型，發揮金融機構在永續生態體系之功能，說明如下：

1. 訂定投資管理政策：定期（每半年至少一次）向董事會報告ESG投資執行情形。
2. 辨認標的之ESG風險及其影響：訂定ESG風險指標及評估方法，並衡酌設定不得投資標準之政策及類型。
3. 進行投資檢討並留存相關紀錄備查：定期評估投資標的ESG風險。
4. 持續關注被投資公司及採取適當議合作為：瞭解被投資公司是否善盡ESG等，鼓勵被投資公司降低ESG風險。
5. 計算投資部位溫室氣體排放總量並設定目標：宜就投資部位計算溫室氣體排放總量設限控管並設定逐年減量目標。

(五) 強化消費者保護：三大公會已訂定銀髮族保護自律規範，證券期貨業對於高齡客戶所應採取合適KYC作業、關懷措施、交易檢視或確認機制、交易監控及加強查核機制等強化保護措施。另修訂

金融友善服務準則，規範業者應強化從業人員之教育訓練，並宜訂定獎勵措施對服務優良人員予以鼓勵。

(六) 公司治理實務守則：修訂證券商及期貨商公司治理實務守則，增訂內容重點如下：

1. 強化董事會治理職能：包含應訂定永續發展相關短中長期管理政策與作業程序，並經董事會通過、宜建立推動永續發展之治理架構及設置專（兼）職單位，按季提報董事會評估執行成效、應設置永續發展委員會或工作小組，定期評估營運相關風險、核心營運系統及設備等事項，並提出因應方案提報董事會等。
2. 強化董事酬金提報股東會相關機制：推動董事酬金訂定之合理性，增訂有關董事酬金相關事宜，宜於股東常會報告。
3. 具控制能力股東與證券期貨業互動遵循原則：具控制能力股東欲與證券期貨業溝通聯繫應透過董事為之，對董事會議案或經營決策之建議，限於董事會或功能性委員會提出等。

三、未來工作重點

本執行策略以3年為期推動，112年及113年工作重點如下，未來並將視國家整體政策規劃及國際發展趨勢滾動調整：

(一) 訂定編製永續報告書作業辦法：證交



所、櫃買中心、期交所及證券期貨業三大公會刻正研擬編製與申報永續報告書作業辦法，規劃於112年發布實施，未來業者將依其資本或資產管理規模大小逐步依時程編製及公布永續報告書、辦理碳盤查及確信等。

- (二) 強化因應氣候變遷風險能力：為強化證券期貨業在氣候變遷議題上的管理及資訊揭露，證券期貨業三大公會刻正參考FSB發布TCFD等內容研訂氣候變遷情境分析、資訊揭露範例或指引、溫室氣體排放範疇三揭露指引等，以協助證券商、期貨商及投信事業設定情境、參數及模型及未來訂定減碳目標及策略等，並增加氣候變遷資訊揭露之品質及資訊之可驗證性及可比較性。目前三大公會刻請相關業者參與實作，將實作結果、所發現的問題及建議解決方案等內容，強化相關範例或指引，俾利業者推動永續發展時遵循，規劃於112年公布相關指引。
- (三) 強化轉投資內部控制制度：為落實證券期貨業及其轉投資或管理基金盡職治理，發揮協助企業轉型之功能，將修正相關法令規範業者轉投資應評估企業永續發展及推動ESG措施等，規劃於112年發布。
- (四) 督導業者落實執行：除修訂相關法規、自律措施外，本執行策略相關具體措施有賴整體業界共同努力執行。金管會已請集保結算所完成建置執行進度資訊控管系統，由業者每季填報執行情形，另已責成證交所、櫃買中心、期交所及投

信投顧公會提供諮詢及予以控管，並對於進度落後者予以輔導，以收本執行策略實效。

四、問責制度之建立

- (一) 在轉型策略中，特別強化問責機制之建立，主係考量在企業經營活動中，必須仰賴經理部門執行日常營運，並負責統籌各項業務之運作，建立問責制度及後續課責與究責，將影響企業治理之良窳。因此在轉型策略中明訂公司必須指派人員及部門統籌協調，其中針對當前重要議題如資安防護、公平待客及法令遵循等事項，證券期貨業須指定人員及部門統籌並協調聯繫各有關部門。董事會應確保權責劃分及分層負責，高階經營管理階層督導各業務部門執行，董事會評估整體執行成效，並列入業務部門及人員之績效考核。
- (二) 為健全證券及期貨業務經營，主管機關於111年10月28日發布修正證券商及期貨商負責人與業務人員管理規範，針對證券及期貨業之董事長部分增訂積極資格、經理人問責制度、負責人利益衝突防範等機制，重點說明如下：
 1. 強化證券商及期貨商公司治理：明定董事長應具備良好品德、有效領導及經營證券期貨業之能力與相關資格條件。
 2. 建立證券期貨業之問責制度：為加強



Cover Story

證券期貨業之經營管理，增訂董事會負有選任及監督經理人職責之規定，且董事會應督導公司落實經理人之問責並建立相關制度；另明定經理人未具備人員管理相關規定所定之資格條件者，其法律效果為應予解任。

3. 強化負責人利益衝突防範機制：為避免證券期貨業負責人因兼任其他職務行為影響本職有效執行或造成利益衝突，增訂證券期貨業對負責人兼任之自律管理規定。
 4. 明定推定有利益衝突之情形：增訂證券期貨業之自然人或法人董（監）事本人或其關係人如同時擔任其他金融機構之董（監）事，推定為有利益衝突。另明定違反利益衝突情事，得給予當事人一定期限調整，無正當理由屆期末調整者，應予解任。
 5. 證券期貨從業人員在職訓練彈性化：為增加在職訓練課程辦理方式之彈性，增訂證券期貨業得依所屬公會所定在職訓練作業要點申請自行辦理在職訓練之規定。
- (三) 依據前開規範之修正，於證券商及期貨商之公司治理實務守則中，增訂資安防護、公平待客及法令遵循等重大議題之問責規定，並按「計畫、執行、檢查與行動」管理循環，建立以下問責制度：
1. 指定專責部門協調聯繫相關部門，並統籌辦理各項業務：針對重大議題之內部管理規範，明確增列各部門專屬

業務範疇。就各項跨部門業務，應指定主要負責與協助辦理部門，並宜至少每年檢討一次任務分工。

2. 確保權責劃分與分層負責，責成高階經營管理階層督導各業務部門：
 - (1) 完備分層負責架構，就各專責部門內部業務授權核決層級，訂定具體明細規範。
 - (2) 指派副總經理以上高階管理層，直接督導前揭部門主管確實執行日常業務。
 - (3) 由專人彙總各相關部門執行績效，並負責按季於「證券期貨業ESG執行資訊控管系統」，輸入所需資訊暨上傳證明文件。
3. 定期評估整體執行成效，據以列入相關業務部門與人員之績效考核：
 - (1) 每季執行績效應於輸入暨上傳前揭控管系統前，經由總經理核定。如已設置專屬之功能性委員會，亦應先由其確認內容之正確性。
 - (2) 負責督導各專責部門主管之高階管理層，應就未達成預定目標部分，對董事會說明原因，並提出預定完成時間、預計因應措施等具體規劃與佐證。
 - (3) 董事會應每年檢討職司資安防護、公平待客及法令遵循等部門之績效，並按分層與業務劃分屬性，對各該管負責人員予以獎懲。




五、永續發展相關資訊揭露

為推動證券期貨業重視永續發展、強化執行永續發展相關資訊之揭露，俾符合相關利害關係人之資訊需求，未來推動之重要措施如下：

- (一) 發布編製永續報告書之相關規範：編製與申報永續報告書作業辦法發布後，逐步推動證券期貨業編製及公布永續報告，另中小型證券期貨業者將得採簡化方式揭露相關內容。
- (二) 氣候變遷風險相關資訊揭露：我國於2022年3月正式公布「臺灣2050淨零排放路徑及策略」，宣示我國推動2050年淨零轉型目標。嗣立法院於112年1月10日三讀通過溫室氣體減量與管理法修正案，並更名為氣候變遷因應法，正式將國家溫室氣體長期減量目標訂定為2050年淨零排放，證券期貨業依據各業別風險管理實務守則，應於112年6月底前首次揭露氣候風險管理資訊，證券期貨業應揭露董事會監督情況、管理階層評估管理之職責及氣候風險之評估與管理機制。
- (三) 永續發展網站設立專區：為利投資人瞭解證券期貨業推動永續發展之辦理情形，證券期貨業者及公會陸續於網站設立專區，將各項執行永續發展資訊、氣候變遷資訊、與公開發行公司議合及參與公司股東會投票等資訊彙整揭露。

六、結語

近年證券與期貨市場蓬勃發展、交易熱絡，帶動證券期貨業獲利大幅成長。證券期貨業於資本市場中扮演極為重要之角色，所涉利害關係者眾，為符合全球重視環境（E）、社會（S）及治理（G）等永續相關議題之趨勢，證券期貨業應注重永續發展及ESG相關利害關係議題之需，以善盡社會責任。鑒於永續發展已是全球普世價值，證券期貨業應積極推動永續發展，以達成轉型策略所訂「完善永續生態體系」、「維護資本市場交易秩序與穩定」、「強化證券期貨業自律機制與整合資源」、「健全證券期貨業經營與業務轉型」、「保障投資或交易人權益及建構公平友善服務」等5大目標。 





綠色金融期貨業商機

日盛期貨◎吳子暄

《氣候變遷因應法》今年1月甫在立法院三讀通過，臺灣正式加入國際徵收碳費的行列。碳排放限制控管，對於成功減碳或超過排放量之企業需求越來越大，期貨可發揮特有功能，協助企業進行資產價格發現、投資組合與風險管理。

前言

在全球化的時代，人類共享經濟繁榮與科技進步，但也面臨地球及環境受到破壞所帶來的衝擊，根據世界經濟論壇（World Economic Forum；WEF）發布的「2023年全球風險報告」（The Global Risk Report 2023）列舉出全球長短期各十大風險排行（請見圖1），不論是短期或長期風險，氣候變遷、自然災害等議題佔據排行榜的一半，涵蓋「緩減氣候暖化失敗」、「適應氣候變化行動失敗」、「自然災害和極端天氣事故」、「生物多樣性喪失及生態系統崩潰」、「大規模環境損害事故」、「自然資源消耗危機」，加上近年全球各地皆有傳出暴雨、熱浪、洪災、野火等自然災害，造成許多人無家可歸及生命危機，也突顯這一類環境生態問題，已對人類生存構成威

脅，倘若無法在氣候變遷議題上取得有效控制及改善，將會連動衝擊整個生態系，亦有可能造成糧食及資源危機，進而造成人類生活成本增加，是無人能倖免，金融業也不例外，根據國際清算銀行（Bank for International Settlement）曾於2020年發布「綠天鵝報告」（The Green Swan）表示，認為氣候變遷將會威脅金融穩定性，需要將氣候相關風險納入金融機構策略和風險管理程序。

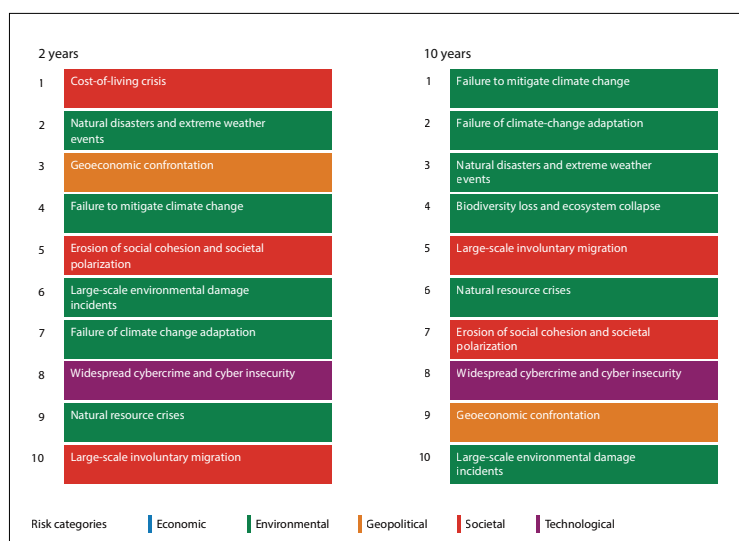


圖 1、全球十大風險排行

資料來源：世界經濟論壇（WEF）



為了解決氣候變遷所帶來的一系列風險，各國逐漸重視永續（Sustainability）一詞，在2021年第26屆聯合國氣候變遷會議（Conference of the Parties），延續往年探討減少碳排放量外，該次會議更明確著重於達成減碳時點，需於在2030年前加大減少碳排放的速度，抑制全球平均升溫控制在攝氏1.5度以下，並約有130個國家宣示於2050年前達成淨零排放（Net Zero），即為不增加大氣中的溫室氣體量，來作為因應氣候變遷的措施。然而金融業被賦予淨零排放的推手角色，儘管金融業相較於能源、重工業等產業相比，在環境污染、碳排放等環境影響層面衝擊較小，不過金融業可以透過資金來推動永續發展，包括一般企業放貸款資金，或者金融業對於其下投資組合進行審查等等措施，除了傳統授信或投資所需考量的項目外，也可以針對資金對於環境影響進行評估，或是投入綠能產業、減碳等投資標的，輔助相關產業發展，進而達成淨零排放的目標，亦屬於綠色金融（Green finance）的範疇。

綠色金融範疇與市場規模

依照世界經濟論壇（WEF）給予綠色金融的定義，泛指能為了環境創造正向影響的金融活動皆屬於其範疇，如同上述所提到的企業放貸款、投資組合，甚至於金融機構所發行之綠色債券、綠色基金、綠色保險、環境保護社會責任和公司治理（ESG）基金等等產品，不僅可藉由金融商品或服務，促進永續環境發展，並同時能衡量企業獲利及經濟效益，即為綠色金融的目的，也因此

被視為永續金融（Sustainable finance）的一環。近年來越來越多消費者也同樣注重氣候變遷議題，包含生活當中所購買的物品，是否使用環保材質製造，所生產的公司是否善盡企業社會責任，進而衍生到投資理財的選擇上，更踴躍投入綠色金融商品，根據普華永道（PricewaterhouseCoopers；PwC）所推出「2022年普華永道資產和財富演變進程」（PwC's Asset and Wealth Management Revolution 2022 report）調查顯示，2026年全球資產管理公司的ESG相關資產管理規模（AuM）將從18.4兆美元增加到33.9兆美元（請見圖2），預計複合成長率（CAGR）達12.9%，ESG資產有望在不到五年的時間內達到全球資產管理規模總額21.5%；若依照分區來看，歐洲和美國ESG資產管理規模皆有機會大幅成長，可望於2026年分別達到19.6兆和10.5兆美元的規模，雖然相較之下亞太地區規模不如歐美，不過亞太地區的成長速度可是不容小覷，預計2026年可超越三倍成長達到3.3兆美元的規模，更意味著相關投資趨勢勢不可擋。

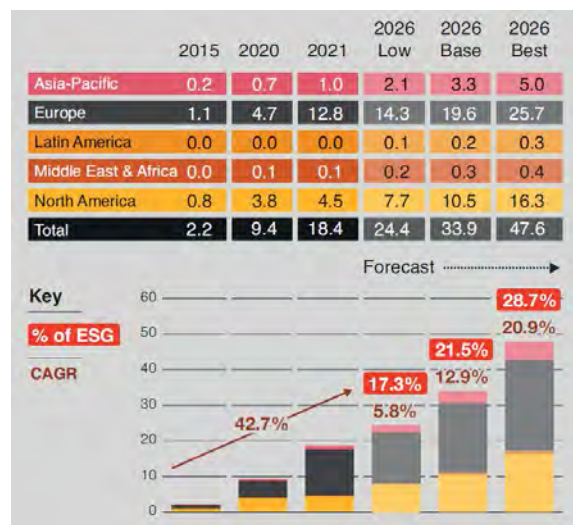


圖2、全球各區域 ESG 資產管理規模
資料來源：普華永道（PwC）



Cover Story

觀察美國期貨業協會（FIA）公布2022年全球前十大ESG期貨（如圖3），雖然占全球期貨與選擇權市場交易份額不大，且2022年逢美國國內保守勢力反擊支持ESG的金融機構，但仍維持小幅成長，其中又以歐洲期貨交易所（Eurex）所推出的Euro Stoxx 600 ESG指數期貨表現最為亮眼，交易量約達202萬口／年，

次之為納斯達克集團旗下斯德哥爾摩交易所（OMX Nordic Exchange Stockholm）推出的瑞典OMXS30 ESG責任指數期貨，交易量約150萬口／年，突顯身為推動綠色金融及ESG等政策領頭羊的歐洲，即有ESG期貨避險需求，需藉由期貨特點，進行資產價格發現、投資組合管理。在綠色金融及ESG推動階段，縱使面臨制度尚未健全且一致性、美國國內企業及保守勢力反彈，或出現漂綠（Greenwash）企業誇大其推動環保措施等考驗，但在全球政府逐漸提高ESG投資標準、加強相關金融法令規範，加上金融業者也將氣候變遷視為經營風險，仍無法大幅度扭轉此趨勢。此外，美國證券交易委員會（The U.S. Security and Exchange Commission；SEC）已於2022年3月擬定草案，要求上市企業必須於年度財務報告當中，揭露其溫室氣體排放和其他與氣候變遷風險的資訊，並且需揭露管理氣候風險治理流程與架構，同時也對於未遵守相關規範之金融業者

處以百萬美元之罰款，展現其對於淨零排放的決心，加大企業對於環境保護、減少碳排放的責任。

與ESG期貨商品一樣屬於綠色金融的碳權期貨，儘管臺灣涉及碳定價、碳排放限制分配、減碳等法規尚未明確訂定，也無碳權相關可交易之期現商品，導致碳權期貨討論度遠低於ESG期貨，不過碳權期貨於國際市場已行之多年，源自於1997年各國簽訂京都議定書（Kyoto Protocol）後，制定溫室氣體減量目標，也因此建立起碳排放交易，若企業實際碳排放量未達上限，可將未使用的碳排放額度出售給其他企業，反之超過企業碳排放量，亦可購買碳排放量權力，其會受到經濟成長、季節氣候、相關商品影響，故亦會產生企業對於碳權的避險需求，約於2005年歐美碳權期貨陸續推出，作為碳權現貨價格避險最重要之工具，在2021年12月當月碳權期貨與選擇權交易量更是創下近年新高（如圖4）；另外一方面，全球最熱

Rank	Exchange	Contract	Volume (USD Not. Equiv.)	Change (%)	Change (Rank)	Volume (Contracts)
1	Chicago Mercantile Exchange	E-mini S&P 500 ESG Index	\$70,924,426,620	49.0%	→ 0	398,298
2	Eurex	Euro STOXX 600 ESG Index	\$34,652,695,166	-15.8%	→ 0	2,029,792
3	OMX Nordic Exchange Stockholm	OMXS30 ESG Responsible Index	\$29,558,305,293	-19.7%	→ 0	1,508,418
4	Eurex	MSCI USA ESG Screened USD NTR	\$6,576,600,272	-8.6%	→ 0	169,676
5	Eurex	STOXX Europe ESG Leaders Select 30	\$6,298,763,833	156.6%	↑ 4	478,346
6	ICE Futures US Indices	MSCI World ESG Leaders NTR Index	\$3,722,369,160	7.0%	↑ 2	83,544
7	ICE Futures US Indices	MSCI EM ESG Leaders NTR Index	\$3,382,240,002	-8.7%	→ 0	75,933
8	Eurex	MSCI EM ESG Screened USD NTR	\$3,065,954,178	-45.5%	↓ -3	202,974
9	Eurex	EURO STOXX 50 ESG	\$2,160,534,700	-57.1%	↓ -3	134,559
10	ICE Futures US Indices	MSCI USA ESG Leaders GTR Index	\$574,291,940	33.5%	↑ 1	12,656
Totals			\$160,916,181,164	4.8%		5,094,196

圖 3、全球前十大 ESG 期貨

資料來源：美國期貨業協會（FIA）



門的碳權期貨商品－洲際交易所（Intercontinental Exchange；ICE）所推出之碳排放權（EUA）期貨，不僅交易量維持成長趨勢，期貨價格也持續創下新高，意謂著無論成功減碳或超過排放量之企業對於碳排放限制控管需求越來越大，亦可吸引更多投資人加入碳權市場交易。

臺灣綠色金融發展概況

隨著國際注重氣候變遷所帶來的衝擊，不僅造成資源、糧食危機，或者危及生命安全，將會間接影響金融業穩定性，加上金融業作為推動的重要角色，可透過資金來輔助永續經濟發展及落實ESG措施，金融監督管理委員因此分別於2017年、2020年推出「綠色金融行動方案 1.0」及「綠色金融行動方案2.0」，從方案1.0著重於鼓勵金融業對於綠能產業的投融資、輔助綠能產業發展，至方案2.0增加社會責任及公司治理，擴展永續經營概念，漸進式增加金融業者推動永續發展之責任。

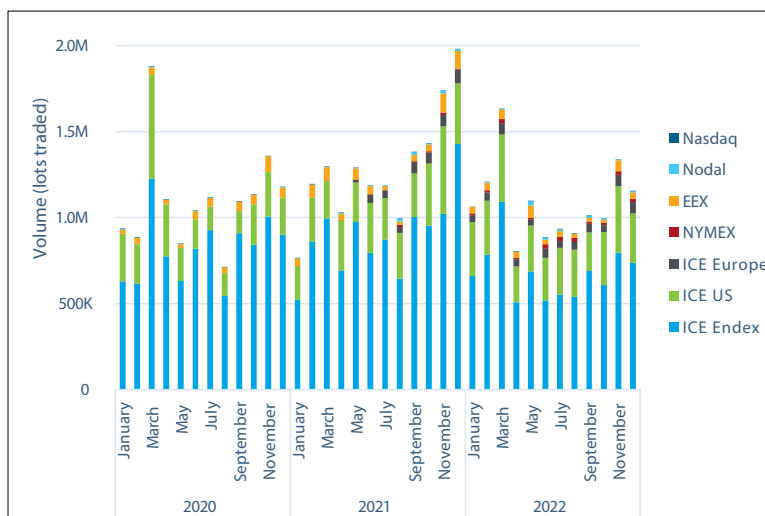


圖 4、碳排放量期貨量 資料來源：美國期貨業協會（FIA）

2022年金融監督管理委員會也為了輔助達成2050年淨零排放目標，再次推出「綠色金融行動方案 3.0」（如圖5），其中涵蓋五大推動重點：(1)布局（Deployment）：藉由金融業了解自身及投融資組合碳排放情況，規劃中長期減碳目標，並評估及辨識氣候變遷對於金融業和整體市場帶來的衝擊，制定策略因應。(2)資金（Funding）：鼓勵企業擬訂轉型，鼓勵金融業納入投融資決策參考，將資金持續投入綠色及永續發展領域。(3)資料（Data）：整合及優化氣候變遷及ESG資訊及數據，以利於金融業進行分析與運用，推動永續金融。(4)培力（Empowerment）：強化金融業訓練及永續人才培育，將永續金融落實於金融業組織，進而擴展到企業、產業及整體社會。(5)生態系（Ecosystem）：促進金融業之間合作、審視氣候變遷及ESG相關風險，並持續推動金融科技於綠色金融創新運用，以達到完善永續金融生態系。上述五大推動重點，希望藉由強化金融業的角色、對於投融資部位的盤查對風險與商機的評估及策略規劃，驅動企業低碳轉型、揭露氣候相關資訊，強化企業對於氣候變遷的危機意識，進而推動轉型至低碳或零碳經濟，最終達成「整合金融資源，支持淨零轉型」願景。

證券期貨投資領域依循「綠色金融行動方案」，推動綠色金融投資商品，按2017年由富時羅素（FTSE Russell）與臺灣指數公司共同編製，國內推出

證券期貨投資領域依循「綠色金融行動方案」，推動綠色金融投資商品，按2017年由富時羅素（FTSE Russell）與臺灣指數公司共同編製，國內推出



Cover Story



圖 5、綠色金融行動方案 3.0 之願景、核心策略及推動面向
資料來源：金融監督管理委員會 (FSC)

首檔綠色股票指數－臺灣永續指數 (FTS-E4GOOD)，其後投信業者也跟進推出永續相關ETF產品，永續相關投資商品在臺灣逐漸被重視，並且考量期貨避險需求、商品多樣化，於2020年推出臺灣指數公司臺灣永續指數期貨 (E4F)，來滿足避險和交易需求，2021年及2022年分別交易量約1.9萬口及1.2萬口。另外一方面，臺灣期交所於2021年推動修訂「期貨商公司治理實務守則」，增訂股本達20億元以上，或為公開發行公司且為金控體系下之期貨商每年應編製前一年度之永續報告書，以及中華民國期貨業商業同業公會修訂「會員自律公約」，要求期貨商執行投資時，宜納入ESG責任投資考量，並考量被投資標的之公司治理情形等，呼應著「綠色金融行動方案3.0」推動，期貨業者也須盡全力投入發展。

結論

面對氣候變遷所帶來的影響，以及經濟發展的考量下，雖然無法立即解決或大幅

降低氣候變遷所帶來的災害和風險，也非單一國家可以改變情勢，不過臺灣身為全球的一份子，亦需於2030年前加大漸少碳排放速度，抑制全球平均升溫控制在攝氏1.5度以下，從推動綠色金融行動方案1.0至

3.0，已邁入第七年，在採漸進式引領金融業者關注氣候變遷所帶來的衝擊，以及輔助金融業者掌握自身、投融资企業所影響的碳排放，建立數據及資訊來輔助決策和運用，同時也推出相關規範要求金融業者，依循ESG投資方針和措施，以及各國陸續推動上市櫃公司對於碳排放數據及政策揭露，亦可讓企業檢視從原料生產到銷售過程，是否有符合減碳標準，並且讓投資人更能清楚掌握其所投資之公司或商品是否屬於綠色金融，將有助於擴大綠色金融規模。

期許臺灣期貨市場綠色金融商品更加豐富，例如完善臺灣碳定價、碳排放措施，建立碳權期貨交易商品，限制企業碳排放上限，如有剩餘之碳排放可釋出給予所需之企業，有效控管碳排放問題，亦或者可參考芝加哥商品期貨交易所集團 (CME Group) 推出如水期貨、全球碳排放沖銷期貨等商品服務，讓臺灣整體綠色金融投資環境變得更好，完善永續金融生態系，2050年前達成淨零排放。





期貨店頭市場之挑戰與契機

群益期貨資深副總經理◎黃維本

- 2022年臺灣槓桿交易商外幣保證金及差價契約成交名目本金創歷史新高，相較前一年，成長幅度達六成之多，可見臺灣投資人對於槓桿商品的需求度很高。
- 違法平台造成一般大眾的負面觀感，不僅不利於臺灣槓桿交易業務的發展，更難以維護交易人權益。
- 面對碳費、碳稅的徵收，槓桿交易商客製化服務更可貼近實體經濟需求，亟待主管機關大開大闔，彰顯期貨特色與槓桿交易商特有功能。

期貨店頭市場發展概況

臺灣期貨店頭市場始於2012年7月12日金管會頒布「槓桿交易商管理規則」，目的在於多元化期貨店頭衍生性商品、促進期貨市場功能發揮及提升國際競爭力，2016年首家期貨商（群益期貨）開辦外幣保證金交易業

務，2019年底開放承作連結黃金或原油之差價契約（CFD），2020年4月開放可與專業機構投資人及法人客戶承作不涉及新臺幣匯率的無本金交割遠期外匯（NDF）交易，2021年7月開放承作連結國外個股、ETF、股價指數及白銀的差價契約交易。（參考圖1）

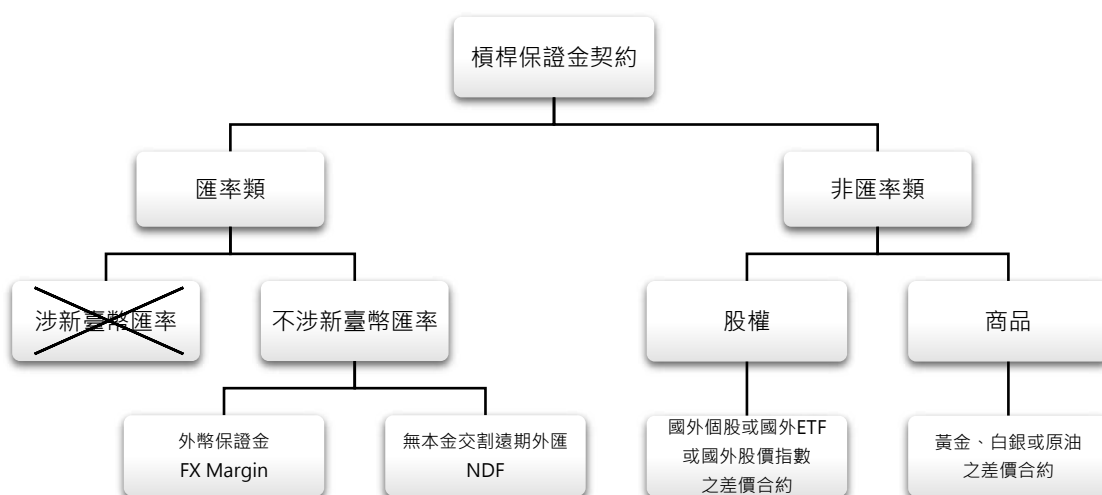


圖 1、槓桿保證金契約商品範疇

資料來源：證券櫃檯買賣中心



Cover Story

目前臺灣總計有5間槓桿交易商取得業務資格（參考表1），其中以群益期貨與元大期貨為交易最為熱絡的槓桿交易商，

主要業務範圍為外幣保證金及差價契約（CFD）。

表1、經營槓桿保證金契約交易業務之槓桿交易商

經營資格	結構型商品	股權相關	差價契約				
		股權選擇權	外幣保證金	連結黃金或原油價格	連結白銀價格	連結國外個股或國外ETF	連結國外股價指數
元大期貨	●	●	●	●	●	●	●
群益期貨			●	●	●	●	●
凱基期貨			●	●			
國泰期貨			●				
富邦期貨	●		●	●			●

資料來源：證券櫃檯買賣中心

資料更新日：2022.12.22

依據櫃買中心統計所示，2022年臺灣槓桿交易商外幣保證金及差價契約成交名目本金創歷史新高，達新臺幣1.88兆，與2021年成交名目本金新臺幣1.18兆相比，成長幅度達六成（參考圖2）；以2022年交易量來看，匯率類商品總金額9,342億，占整體的49.75%，其次為商品類（黃金、白銀與原油）總金額7,103億，占37.82%，而股權類商品交易量也有2,334億，占12.43%（參考圖3），其中股權類商品開放最晚，在短短一

年多的時間，交易金額快速成長，可見臺灣投資人對於槓桿新商品的需求度與接受度很高。

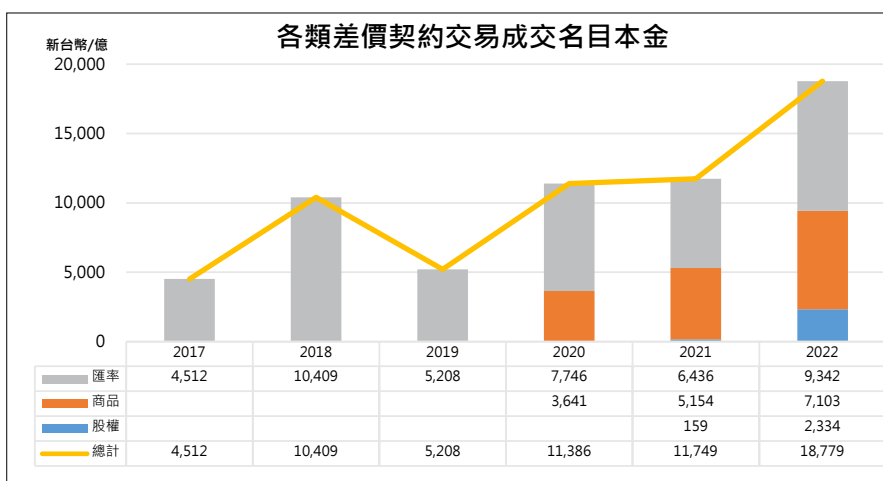


圖2、2017至2022年整體槓桿交易商差價契約交易成交名目本金統計圖
資料來源：證券櫃檯買賣中心



2022年各類差價契約成交名目本金占比

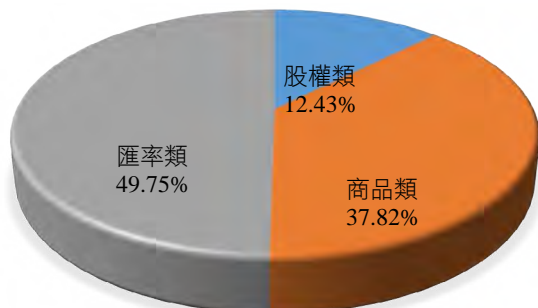


圖3、2022年各類差價契約交易成交名目本金占比圖
資料來源：證券櫃檯買賣中心

期貨店頭市場面臨的挑戰

臺灣槓桿交易商開放至今已餘7年，雖然目前已有5家期貨商申請成立並開辦業務，但業務發展仍處於起步階段，而且面臨種種的挑戰，包括同性質非法經紀商的競爭、企業與機構投資人參與度不足、上手平台及資訊商的集中度高以及金融創新人才不足…等問題與挑戰，值得臺灣所有槓桿交易商以及未來有志加入槓桿交易業務的期貨商一起共同省思與面對。

一、同性質非法經紀商競爭激烈

目前合法槓桿交易商面臨的同性質業務競爭有二：一是利用金融交易作為掩護的外匯詐騙黑平台；二是違法在臺招攬業務的海外大型經紀商，其中外匯詐騙黑平台近年層出不窮，包括2015年爆發的「外匯青年軍」、「馬勝金融集團」、「金盛集團」等，此型態黑平台利用投資保證獲利的方式，吸引投資人開戶入金，再以製作虛假帳單，誘使投資人加大投資，並搭配多層次傳

銷、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，造成投資人血本無歸。

而海外大型經紀商，則是透過網際網路的行銷及宣傳，以不落地的方式違法在臺進行業務招攬，其中包括知名平台「eToro」、「Firstrate」、「OANDA」等國際經紀商。其常見營銷手法是透過網路廣告，以極低的點差、高額的贈金大量吸引線上開戶，並吸收臺灣小有名氣的財經網紅或部落客做為業務代理（IB-Introducing Broker），引導至海外平台商交易，讓投資人誤以為海外平台商是合法合規經營的。

以上這些違法平台由於不受臺灣金融法規監管，投資人權益未受保護，一旦發生糾紛，投資人往往投訴無門，不僅影響投資人權益，更擾亂金融秩序，並造成一般大眾對於槓桿保證金交易的負面觀感，對於臺灣發展該業務實為不利。

二、企業與專業投資機構參與度不足

槓桿保證金業務設立的重要目的之一是能服務實體經濟，滿足企業與專業投資機構特殊的避險需求，然而在實務作業上，企業對於利用槓桿保證金商品從事避險交易的觀念及能力明顯不足。本公司法人業務團隊多年來拜訪臺灣上市櫃公司、金融專業投資機構及各產業中小企業等超過300餘家，客製化針對個別企業的避險需求，提供避險報告及諮詢服務，但開業至今（截至2023年1月），法人帳戶僅開立42家（全市場計72戶），實際從事匯率避險交易僅有少數幾



Cover Story

家，其中面臨的問題包括以下幾點：

1. 企業往往高估本身的風險承受力，低估市場的價格波動，以及對手的信用程度。
2. 企業由於缺乏避險交易的觀念及人才，擔心避險成本過高而忽略避險。
3. 企業對於經營特點、曝險程度評估能力不足，選擇不當的避險工具或策略，以致錯失機會或者產生更多的風險。

三、金融產品創新及風控人才不足

臺灣期貨店頭市場金融商品創新及風控人才明顯不足，未來需要培養更多具金融創新的人才投入產業，逐步培養槓桿交易商的國際競爭力。期貨產業過往以經營集中市場交易的商品為主，自營交易人才主要以集中市場的造市交易、套利交易、投機交易為主；而店頭市場交易，主要是發行產品及對手交易，所需專業涵蓋衍生性商品的研發設計、風險管理、結算帳務、業務推廣等領域，具體能力須包括：

1. 金融創新專業
金融創新商品設計人才需要熟悉衍生性商品市場特性，包括基本的財工理論、商品報價及避險、風險管理和商品組合管理等，並具有創新思維和解決問題的能力，能夠發現市場機會和問題，提出創新的商品設計方案。
2. 市場分析調研能力
金融創新商品設計人才需要清楚掌握投資人及法人避險的需求和趨勢，具有市

場敏銳度及洞察力，因應市場機會以發行符合投資人需求的創新商品。

3. 大數據分析能力
金融創新商品設計須建立金融模型，並透過數據分析工具，建立適當的避險策略和工具，並依據市場的行情波動、商品的營收狀況、風險的承受度、結算及財務成本進行調整。
4. 程式開發能力
金融商品設計人才需要具備財務工程、電腦程式開發的知識和技能，熟悉各種金融交易平台，並具備程式開發的能力，建立各種金融模型、演算法和技術，設計創新的金融商品。
5. 溝通協作能力
金融創新商品設計人才需要良好的溝通和協作能力，能夠與不同專業領域及業務範疇的人合作，包括自營避險人員、程式開發人員、結算財務人員、業務開發人員等。

四、資訊平台單一集中

目前臺灣槓桿交易商發行外幣保證金及差價契約，主要商品交易架構及流程為：客戶發起之交易請求後，公司根據之各種衡量機制，包括商品種類、市場風險、價格風險、公司部位風險等面向進行避險拋補的決策機制，而後依序經由各交易上手機構將交易請求送到全球OTC市場進行搓合。

因此，槓桿交易商資訊平台架構包含四個部分：1.上手報價及交易平台2.交易、風控及結算中後台3.帳務及客戶CRM 4.客戶前



端報價及交易AP或APP。目前臺灣5家開業的槓桿交易商為提供客戶更具有競爭力的交易價格及服務，均與目前全球市占最高、資訊服務最成熟的平台商MetaQuotes（MT5）合作，使用其客戶前台及交易中後台系統。

然而依據金管會「金融資安行動方案」，頒布「證券暨期貨市場各服務事業供應鏈風險管理參考指引」，其中針對資訊服務供應商評選若有集中度過高疑慮者，包括單一資訊服務供應商對組織或單一資訊服務供應商於市場整體之集中度，資訊服務供應商的選定應執行風險評估。因此，由於目前5家槓桿交易商選用資訊服務平台過於集中，主管機關目前正在要求各家積極尋求第二備援平台服務，當然此措施勢必將增加各槓桿交易商的資訊成本及維運人力，並拉高欲新申請加入者的進入門檻，對於現有業者或新加入業者都是一大挑戰。

五、新臺幣匯率風險

槓桿交易商主要經營風險包括市場風險、信用風險、流動性風險、系統風險與法律風險，而主要的收入來源有點差收益、融資收益、SWAP及避險交易收入。在2022年，由於美國聯準會（FED）快速升息，使得聯邦基準利率從2022年3月的0%-0.25%上升至2022年底4.25%-4.5%，美元指數由年初95.96至年底上升至103.52，而新臺幣匯率也由27.67貶值至30.7；以槓桿交易商為例，若持有100萬美元的資金就可以產生約新臺幣303萬元的匯兌收益，享受一波新臺幣走貶

的收益紅利。

然而展望2024年匯率市場變動，一般市場預期美國聯準會利率決策將保持一段時間的高利率政策，並有可能在2024年底或2025年開始降息。因此，若未來出現美元走貶、臺幣走升的可能走勢，則槓桿交易商相反的美元部位就可能產生匯兌的損失，而這匯兌損失勢必會增加槓桿交易商的市場風險，有此可見，如何透過各種工具的操作以規避可能面對的匯率風險，是槓桿交易商未來的重要挑戰之一。

期貨店頭市場的契機

臺灣期貨店頭市場相較於期貨集中市場二十多年的發展，目前尚在起步階段，未來仍有極大的成長空間，需要產、官、學、研一起共同努力，我們期待未來透過新種業務及商品開放、金融產品創新以及海外市場開拓，可以再創槓桿保證金業務的高峰！

一、轉介業務開放

目前槓桿保證金業務開放期貨商登記受託買賣執行之業務員可轉介商品包含結構型商品（不含複雜性高風險商品）、臺股股權相關之股權衍生性商品與臺股股權相關之轉（交）換公司債資產交換；然而槓桿交易商目前主流商品為外幣保證金與差價契約卻尚未開放。

因此，未來若開放期貨從業人員可轉介外幣保證金與差價契約，以期貨公會截至



Cover Story

2022年12月底統計資料（參考圖4），期貨經紀商登記業務員4,147人，期貨業務員可以透過集中市場與店頭市場商品的綜效對客戶

提供多元服務，不僅可以吸引更多從業人員進入期貨業服務，更可提升槓桿保證金業務量，進而擴大期貨店頭市場的規模。

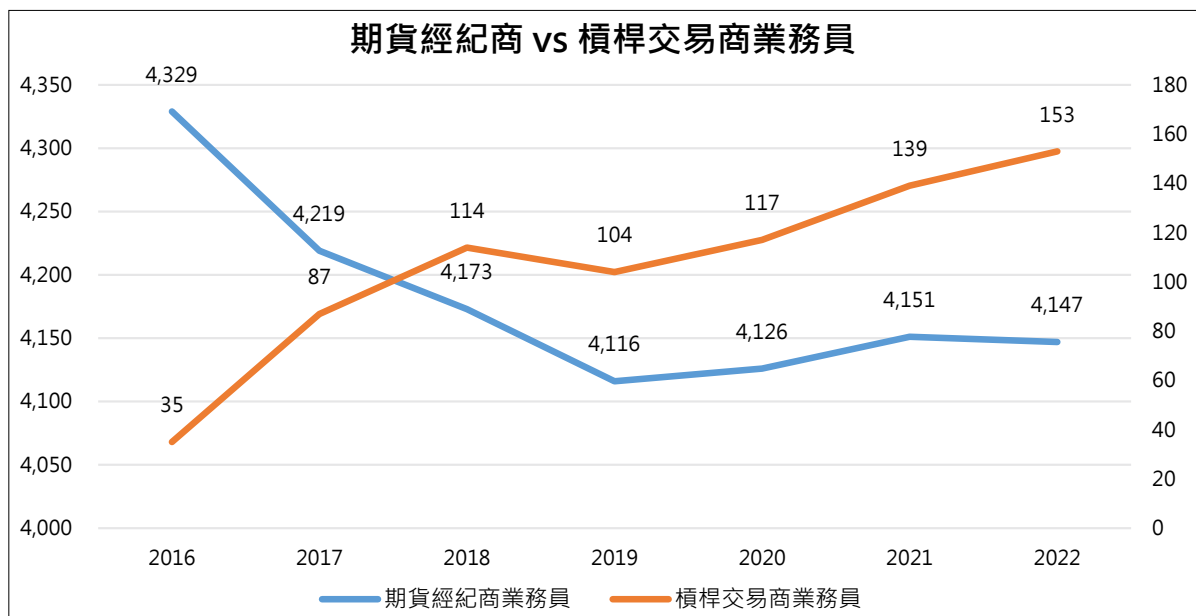


圖 4、期貨經紀商與槓桿交易商從業人員統計

資料來源：期貨公會

二、開放新商品交易

槓桿交易商目前開放的主流商品包括外匯類商品：如歐元、美元、英鎊、日圓等，以及其交叉貨幣的外幣保證金；商品類：黃金、白銀、美國輕原油與布蘭特原油；股權類：道瓊工業平均指數、標普500指數、納斯達克100等6個指數，以及連結國外個股或國外ETF之差價契約。而根據2022年全球期貨成交量占比來看（參考表2），商品類的期貨交易量為外匯類的1.4倍，股權類為外匯類的2.9倍；反觀臺灣槓桿保證金商品類的交易量只有外匯類的76%，股權類的交易量只有外匯類25%，主要原因在於差價契約標的

太少，無法滿足投資人的需求。

國外期貨商品類的差價契約仍有多項商品未開放，包括能源類的天然氣與汽油；農產品類的黃豆、玉米、小麥、咖啡、稻穀與棉花；金屬類的銅、白金與鈀金等。而股權類目前美國個股僅開放79檔，諸如Tesla、Meta（FB）等投資人熱絡交易的股票目前尚未開放。因此未來槓桿保證金新種商品的開放交易，可提供投資人產品多元化的選擇，並滿足企業及機構投資人的避險需求，達到期貨商運用店頭市場產品促進實體經濟的目的。



表2、2022年全球期貨與臺灣槓桿保證金程將統計資料

全球期貨 (2022 Jan-Dec)			臺灣槓桿保證金 (2022 Jan-Dec)		
標的別	成交量 (契約)	占比	標的別	成交量 (名目本金) 億：新臺幣	占比
股權類	12,311,489,128	41.92%	股權類	2,334	12.43%
外匯類	4,251,488,980	14.47%	外匯類	9,341	49.74%
商品類	6,012,167,722	20.47%	商品類	7,103	37.83%
利率類	4,316,247,197	14.69%	利率類	0	0.00%
其他	2,480,899,866	8.45%	其他	0	0.00%

資料來源：FIA& 櫃買中心

三、市場需求導向的新商品

臺灣目前取得資格的5家槓桿交易商，所發行之商品標的與規格大部分相同，但為了避免同性質商品的市場競爭，各家槓桿交易商應發行具有其特色商品，例如發行股權類（包含個股、指數或ETF）連結選擇權的結構型商品或固定收益型商品；或與證券商或投信等機構合作發行面向投資大眾的信託基金（如黃金原油商品型基金、指數型ETF基金、封閉型保本基金等），透過槓桿交易商的商品進行避險或是追蹤績效；亦可發行與美元及臺幣連動性高的匯率組合產品，以滿足實體企業於經貿活動中有匯率避險需求。

此外，為因應全球ESG永續發展趨勢，支持綠能經濟朝向淨零或減碳轉型的模式運作，槓桿交易商未來可以發行連結ESG指數或成分股的結構型商品或差價契約等，藉由店頭市場交易機制，協助中小企業主動因應

及掌握ESG相關風險與商機，並落實公司治理與重視社會責任，以行動支持臺灣淨零轉型的進程，加速我國企業永續發展。

四、拓展海外機構法人

目前許多歐洲、美國及新加坡大型外匯及CFD經紀商紛紛將目光聚焦新興開發中國家的市場，包括東南亞的馬來西亞、印尼、泰國、印度，甚至中亞的杜拜，目標客群為當地華僑或本地自然人。而臺灣主管機關已於110年12月開放槓桿交易商得與華僑及外國人從事槓桿保證金契約交易，因此，未來臺灣槓桿交易商可以透過B to B的交易模式，與當地海外機構法人合作，共同拓展海外市場，再加上臺灣監理制度的優勢，讓臺灣期貨業透過槓桿交易商接軌國際市場，邁向世界盃的競爭舞台！





期貨信託基金發展之挑戰與機會

◎元大投信期貨信託部

我國期信基金產品線完善，橫跨貴金屬、基本金屬、能源、農產品與外匯，且單一期信基金即可表彰一項國際資產或一籃子股票，低相關性及交易便利性，更利於交易人進行多元資產配置。

我國期貨信託基金業務自2007年開放以來，已逾14寒暑，在主管機關的規劃與建設之下，已具良好成果。就產品線類別而言，橫跨貴金屬、基本金屬、能源、農產品與外匯，無論企業或個人均可運用相關產品進行資產配置。對於需要採購原物料以投入生產的廠商，可運用相關期貨ETF來規避原物料價格上漲風險；手上持有原物料的企業，也可運用反向型期貨ETF來管理物價下跌風險。且無論是原料進口或產品出口，都會有大量使用外匯，匯率變化也影響企業損益，此時正向及反向外匯ETF即可用來管理匯率風險。

另就基金存量與流量而言，我國單一檔基金規模曾拿下單一類別全球第一，在交易量方面亦曾為我國集中市場單日最大量。可惜的是規模與淨值變化劇烈，突顯了期信基金的交易屬性，而旗艦型基金的下市清算，雖然展露了投資人保護以及市場運作機制的

成熟，但也彰顯了現階段產品開發有失偏頗，以及市場參與者不夠多元的窘境。

我國期信基金發展的挑戰

一、初創時期，筆路藍縷

期貨信託基金發展的第一階段和第二階段可由2014年法規開放期信ETF作為分水嶺。自2009至2013年的初創時期，共有4家期信事業發行了5檔期信基金（表1）。

筆者以多種面向來對此五檔基金進行屬性分類：(1)主動操作有四檔，被動操作一檔；(2)一般型有四檔，組合型一檔；(3)有三檔投資操作權掌握在期信事業手中，國泰Man AHL組合期信基金是由子基金進行投資，元大多元策略期信基金則是委外操作；(4)三檔為CTA基金，追求絕對報酬，另二檔為商品市場多頭基金，屬相對報酬。



表1、期信基金發行基本資料表

2009	2010	2013
國泰 Man AHL 組合期信基金 成立日期：2009/8/27 成立規模：56.67 億元 成立時受益人數：5,965 清算日期：2018/10/19	元大多元策略期信基金 成立日期：2010/9/7 成立規模：12.19 億元 成立時受益人數：2,350 清算日期：2017/4/11	康和多空成長期信基金 成立日期：2013/12/6 成立規模：20.93 億元 成立時受益人數：4,024 清算日期：2018/11/8
元大商品指數期信基金 成立日期：2009/12/10 成立規模：19.67 億元 成立時受益人數：2,359 清算日期：2020/6/29	元大黃金期信基金 成立日期：2010/11/4 成立規模：12.0 億元 成立時受益人數：1,607 存續中	

註：成立規模及成立時受益人數為基金成立當月之月底規模及受益人數

資料來源：基金資訊觀測站，元大投信整理

初創時期五檔期信基金之平均成立規模約新臺幣24.29億元，平均成立受益人數約3,261人，以此來看，期信基金開放初期是受到投資人期待的。不過，截至2016年底，這五檔基金的平均規模僅剩2.95億元，平均受益人數下滑至938人。概觀此一時期的期信基金主要面臨社會期待過高與投資人不易掌握基金績效兩項挑戰。

1. 社會期待過高

在開放期信事業之前，CTA基金一直流傳於報章媒體中，神秘的操作方式、亮眼的績效、單筆申購需要高達數十萬美金的貴族基金，以成立於1996年的Man AHL Diversified為例，1997~2008年連續12年正報酬，平均年報酬率高達18.8%，最差的一年獲利仍有5.15%。在社會大眾期待中，CTA基金被重新打造成一般民眾可負擔的臺灣版期信基金上市，但2008年金融海嘯之後，量化寬鬆政策改變了市場結構，CTA基金慘遭滑鐵盧，2009~2016年間Man AHL

Diversified高達六年出現虧損。

2. 投資人不易掌握基金績效

例如以元大商品指數期信基金來看，其採被動式操作，追蹤標普高盛綜合商品指數含括能源、工業金屬、貴金屬、農產品、軟性商品及牲畜等類別，指數成分共24種期貨商品，由於係追求絕對報酬之表現，組合的商品類別差異大、走勢自然也不同，而且是在全球不同區域、不同交易所進行一百餘個期貨商品多空交易，並非直接與單一市場連動，投資人不易掌握績效脈動。

二、期信ETF規模爆發性成長

考量另類資產在國際市場佔有一定份額，主管機關在2014年期貨信託基金管理辦法增修條文開放了期信ETF的發行，並於2016年增列槓桿反向型期信ETF。業者緊跟法規，於2015年發行期元大S&P黃金ETF及期元大S&P石油ETF，並於2016年發行原油槓桿反向ETF及波動率ETF、2017年發行外



Cover Story

匯類ETF。期信ETF在第二檔發行後取得重大成果，期元大S&P石油ETF於2015/9/7以新臺幣5億餘元的規模掛牌上市，恰逢原油價格由52美元/桶下跌至40元以下，交易人此時大量搶進石油ETF，半年的時間石油ETF規模上升至新臺幣144億元，

規模成長幅度高達26倍。此外，期富邦VIX ETF於2016年底以市值6億餘元上市交易，上市後規模持續擴大，最高曾一度逼近500億元，成交量更是屢創證券市場第一。

原油期貨及VIX期貨均是高波動性產品，一旦價位下跌到相對低檔，交易人就會逢低搶進，期望能夠獲取反彈價差，因此往往可以見到標的物價格下跌一段空間後，對應的期信ETF的規模卻反向成長的特殊現象，筆者將此狀況歸類為期信ETF的「交易屬性」。期信ETF交易屬性不僅彰顯在高波動性產品，即使波動性較低的外匯類產品，亦呈現這種特性。2020年3月，新冠肺炎疫情全球爆發，眾多產業鏈受到衝擊，投資人瘋搶美元，反應美元對一籃子貨幣匯率強弱的美國指數一度上漲至102.817，然為挽救經濟頹勢，美國聯準會緊急宣布降息及無限量寬鬆政策，美元匯率隨即轉弱、一路下跌，2020年12月美元指數跌破90後於低檔盤整至2021年6月，而這段期間期元大美元指數ETF及期元大美元指正2 ETF的規模則是顯著成

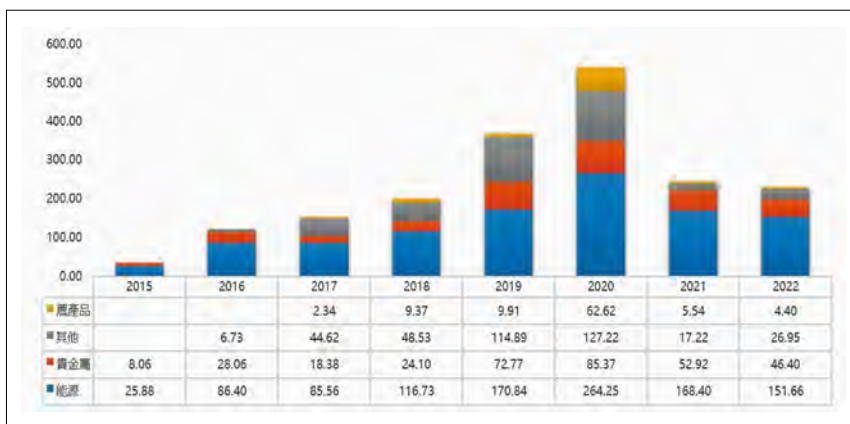


圖 1、各類型期信 ETF 規模變化

資料來源：CMoney，2015~2022，元大投信整理

長，皆由新臺幣8千餘萬元分別成長至38.3億元及44.9億元。

觀察此一階段期信基金風風火火，但是投資人瘋狂搶進行為，卻也為市場發展帶來警訊，風險管理機制成為另一項挑戰。

三、風險意識及投資人保護抬頭的強化 監理時期

在「交易屬性」的帶動下，期信ETF蓬勃發展，但是只要價位跌到相對低點就大舉入市的操作邏輯是否正確？是否忽略了相關風險？

以能源市場為例：2020年初原油價格從60美元/桶以上一路下跌至50美元/桶以下，交易人此時認為原油具有剛性需求，因此大舉布局原油ETF，期元大S&P原油正2 ETF之基金規模一度高達新臺幣388.7億元，成為全球最大之原油槓桿ETF，然而原油需求受到疫情影響一路下探，甚至在2020/4/21出現史無前例的負油價，此事件最終導致期元大



S&P原油正2 ETF因淨值過低而遭到下市清算。

此外，期富邦VIX ETF則是另一例子。VIX指數常被稱為恐慌指數，是由S&P 500選擇權價格計算而得，可視為選擇權市場整體隱含波動率。承平時期的隱含波動率會有緩慢走低的現象，但當風險事件發生時，因為避險需求，市場波動率將會向上飆升，VIX指數隨即跟著上升。而交易人正是將此特性映射到VIX期貨ETF上，當期富邦VIX ETF淨值下跌時，交易人逢低買入，期待風險事件的到來，屆時可依此事件獲取豐厚的報酬，但卻未理解VIX期貨與VIX指數本質的差異，終因基金淨值持續下跌而遭到下市清算。

這二個事件也突顯投資人可能對於期信ETF產品本質及交易策略存在混淆不清：

1. 錯估情勢，而且還加槓桿

投資界有一句俗諺「不要用手去接正向下掉落的刀子」，但若觀察期信ETF的規模變化可以發現，通常是在基金淨值下跌時規模卻反向成長，此現象顯示期信ETF的交易人會依自己過去的「經驗」猜測標的資產價格是否趨近底部進而提前布局。不過經濟結構時有調整，金融市場的表現亦非一成不變。

2. 漲幅跟跌幅並非對稱

舉個例子，當市價從10元下跌至1元，跌幅是90%，但是價格要再從1元漲回10元，漲幅需要高達900%，一旦投資人持有的資產出現巨幅損失，要再回本的難度偏高。

3. 產品特性認識不清

期信ETF是以持有期貨契約來複製期貨指數之報酬，期貨契約的價格並不完全等同於現貨價格。以VIX指數為例，隱含波動率不會無止盡下跌，因此VIX指數下檔有撐，但是VIX期貨因為賣方需承擔風險事件發生時的高額損失風險，就如賣保險一樣會收取風險溢酬，因此VIX期貨價格往往高於VIX指數，且在到期前逐漸收斂，當轉倉到下個月時，又繼續向下收斂，因此以VIX期貨報酬率編制的VIX期貨指數就呈現長期下滑現象，且年化負報酬高達近40%，不適合長期持有。

如上所述，我國期信ETF發展至今，其交易屬性彰顯無疑，然交易人對產品本質並未深入了解，有過於投機之虞，而連續二檔規模較高但淨值偏低的基金遭到清算，可謂當頭棒喝，提醒投資人風險管理的重要性不可忽視。有鑑於市場亂象層出不窮，金管會攜手投信投顧公會、期貨公會及交易所研擬規劃一系列的制度改革，期能加強投資人保護。增修規範可分為以下幾個面向：

1. 加強產品識別與認知

期信ETF於證券簡稱前加入「期」字，使期信ETF與證券ETF可明確識別。此外，為強化投資人風險認知，2023年起，交易人須通過「槓桿反向指數股票型期貨信託基金受益憑證交易檢核表」之測驗，始能交易槓桿/反向型期信ETF。



Cover Story

2. 基金管理規範

明定基金因應極端行情而啟動特殊作業應有之流程，期信ETF績效偏離追蹤指數之衡量標準與公告義務，以及期貨信託事業應配置適足適任的風險管理人員等。

3. 接軌國際

期元大S&P原油正2 ETF及期富邦VIX ETF皆是因為淨值過低而下市清算，然而國外市場當基金淨值過高或過低通常會採用分割或反分割機制來使淨值維持在適切範圍內。因我國體制與歐美有所差異，相關單位歷經多次協商、排除萬難，終可於國內實現分割/反分割作業。

4. 追加募集配售作業

當ETF可募集額度告罄時，市場缺乏新增供給，往往造成市價高於淨值的溢價現象，此時業者通常會申請追加募集，若交易人可於第一時間取得追加額度，可望賺取溢價套利。不過，業者對於追募額度的分配流程往往未能做到完全透明，常引來「圖利特定人」之耳語。因此公會要求業者應建立公平、合理之追加募集配售作業規範，期能達到公平公正公開。

期信基金未來發展商機

期信基金歷經潮起潮落，在主管機關一再夯實的基礎上，未來發展商機有二，一者為現有產品的進口替代，擴大客源；一者為完善產品線，發展可長抱久安的期信基金。

一、現有產品進口替代，擴大客源

美國國稅局要求中介機構，自2023年1月1日起，針對「非美國籍」投資人只要賣出公開交易合夥企業（Public Traded Partnership, PTP）股權，將依交易總金額的10%扣繳稅額。臺灣投資人喜歡透過國內券商複委託或是海外券商交易的商品或外匯期貨ETF，絕大多數都是採PTP架構發行，投資人不可不慎。

美國主要的證券ETF通常是以受監管的投資公司（Regulated Investment Companies, RICs）來發行，而直接投資黃金、白銀的實體貴金屬ETF，例如SPDR黃金ETF（美股代碼GLD）及iShares白銀信託ETF（美股代碼SLV），則是採用公開交易信託（Publicly Traded Trust, PTT）結構，但是交易商品期貨或是外匯期貨的商品ETF，既無法採上述二種結構發行，又想獲得稅賦優惠，因此多是以公開交易合夥企業（PTP）來做發行，例如全球規模最大的原油ETF-美國石油基金（美股代碼USO）、ProShares二倍做多黃金ETF（美股代碼UGL）、ProShares波動率指數短期期貨ETF（美股代碼VIXY）、Invesco德銀做多美元指數基金（美股代碼UUP）以及ProShares二倍做多日圓ETF（美股代碼YCL）等著名商品ETF都是。

對比於美國課徵名目本金10%的重稅，許多主流產品，在臺灣證交所同樣有掛牌由國內業者發行的期信ETF，包括原油、金屬、農產品以及外匯，這些ETF是採取直接交易商品期貨的方式來追蹤指數，因此不受美國新稅制的影響，除了券商手續費外，投



表2、美國PTP代表性基金及國內替代品

類別	PTP 代表性基金	國內現有替代品	
		證券簡稱	代碼
能源	USO (WTI 原油)	期元大 S&P 石油	00642U
	SCO (WTI 原油反 2)	期元大 S&P 原油反 1	00673R
貴金屬	DGL (黃金)	期元大 S&P 黃金	00635U
	UGL (黃金正 2)	期元大 S&P 黃金正 2	00708L
	GLL (黃金反 2)	期元大 S&P 黃金反 1	00674R
	DBS (白銀)	期元大道瓊白銀	00738U
工業金屬	CPER (銅)	期街口道瓊銅	00763U
農產品	SOYB (黃豆)	期街口 S&P 黃豆	00693U
外匯	UUP (美元指數)	期元大美元指數	00682U
	UDN (美元反 1)	期元大美元指反 1	00684R
	YCL (日圓正 2)	期元大 S&P 日圓正 2	00706L
	YCS (日圓反 2)	期元大 S&P 日圓反 1	00707R

資料來源：中華民國證券商業同業公會，元大投信整理

資人賣出時只需要課徵千分之1的證交稅，將是強而有力的替代產品。

二、完善產品線，發展可長抱久安的期信基金

自期信ETF發行以來，產品線橫跨能源、貴金屬、基本金屬、農產品及外匯，以大項種類而言已屬齊全，但細究各ETF追蹤之標的指數，多數績效缺乏長期增長性，因此投資人以賺差價為目的交易期信ETF，與股債低相關性之另類資產的多元資產配置特性未能彰顯。筆者認為，欲改善期信基金生態環境，除了制度結構的強化，另一方面在於開發投資人願意長期持有的產品。可能的方向有二，一者為著眼於具有未來性的標

的，例如碳權、新能源或ESG概念，另一則是運用期貨交易特色，結合多元標的發展具有長期增長潛力的產品。

期貨交易具有多樣特色，例如保證金交易，可以在適當的時間以適當的槓桿擴大報酬；一個期貨帳戶可以交易全球期貨標的，沒有交割及國際匯兌的時間差；股、債、匯、商品及另類標的均有其對應之期貨契約，且單一期貨契約即可表彰一項國際資產或一籃子證券，低相關性及交易便利性會比傳統證券市場更易於多元資產配置。筆者認為，善用上述期貨交易特性，搭配量化策略發展新型態之期信ETF將可讓市場更加完整，配合風險控制等技術將有利保險資金及其他長投資金進駐。



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。本期從臺灣期貨交易所新商品、CBOE新制及港交所動態觀期貨業者發展契機提供讀者參考。

市場推廣

後疫情時代看期交所商品發展機會

兆豐期貨◎郭偉政經理

前言

新冠疫情整整肆虐全球超過三年，在疫苗有序施打下，明顯降低染疫重症傷亡機率，使各國政府陸續放寬防疫政策及重新開放國門，尤其這三年堅定防堵疫情政策的中國，也於2022年底放棄清零政策改採與病毒共存政策。隨著2023年春節臺灣遊客擠滿桃園國際機場出境大廳盛況，我們大致可以確認困擾全球三年多的疫情將宣告落幕。

回顧這三年，各國大多採取居家隔離乃至於封城等方式以防堵疫情擴散，不僅對於日常工作習慣、學生在校學習與生活型態造成明顯不便，尤其對全球電子產業最上游的半導體業而言，終端需求轉變對其影響更是不言可喻，也使得素有護國神山美譽的台積電，成為各國政府競相爭取設廠的要角。2021年蘇伊士運河阻塞事件¹讓全球正受疫情困擾的經濟雪上加霜，面臨供應斷鏈危機，也突顯海上運輸的重要性，並間接使得全球通膨壓力劇增，多國央行實施緊縮貨幣政策以抑制通膨。

半導體及航運兩大產業時事所趨更受矚

目，也更加突顯臺灣國際地位關鍵作用，臺灣期貨交易所（以下稱期交所）為滿足交易人避險增益需求，於2022年6月27日上市臺灣指數公司臺灣全市場半導體精選30指數（以下稱半導體30期貨）及臺灣證券交易所航運類發行量加權股價指數（以下稱航運期貨）兩項商品，藉由參與門檻低的特色，讓交易人易於掌握明星產業發展趨勢及類股輪動中發掘交易契機，並可搭配個股進行策略交易或風險管理，使交易操作多元且有彈性。

半導體30期貨

半導體產業現況

半導體產業歷經長達約兩年的大多頭行情後，於2022年下半年起開始修正。因需求端的個人電腦、智慧型手機等電子產品，需求減少，而生產端、通路的庫存居高不下，之前超額下單的半導體元件受庫存影響，晶圓代工廠產能利用率從2022年第三季起開始下滑，今年第一季、第二季，IC設計公司在去庫存的壓力下，將對供應鏈砍單，因此從晶圓代工到封裝測試將面臨逆風襲擊，整個

¹ 長榮海運貨櫃船長賜輪在埃及蘇伊士運河擱淺，造成雙向航線大量堵塞事件。



Market information

半導體市場隨之衰退。儘管半導體市場短線面臨下修壓力，然而長線依然看好。半導體在製程技術不斷地推進下，功能持續精進，造就科技的進步，人類社會將邁向更方便、更自動化、更智慧化的新境界。

此外，去年（2022年）12月29日工研院舉辦「2023年臺灣製造業暨半導體產業景氣展望記者會」，發布2023年臺灣製造業及半導體景氣展望預測結果。研討會中專家指出臺灣半導體產業在2023年正式進入3奈米量產新世代，國內IC設計業持續採用最先進的半導體製程技術，為全球市場設計出最具運算效能的晶片，同時，我國IC封測業提供全球市場先進的異質整合封裝技術及需要的晶片。工研院預估臺灣半導體產業在2023年度總產值可持續攀升至新臺幣5兆元以上（參見圖1）。有句名言「危機就是轉機」，這波疫情加速數位轉型，推升5G、AI與高效能運算商機，使得臺灣半導體產業持續成為全球注目焦點。

半導體30期貨

臺灣半導體30指數波動度高於證交所加權指數、電子指數及櫃買指數，存在吸引避險者與投機者誘因。而臺灣半導體30指數與電子指數相關性高，惟二者各有特色，存在不同交易策略與機會，由於電子指數除了半導體產業外，尚包括7項次產業，各次產業中又有其明星股代表公司，主題較為廣泛，而臺灣半導體30指數設有個股權重上限30%，成分股權重較為分散，可更均衡反應上中下游產業鏈，具代表性。因此，交易人可針對消息面來自半導體產業利多訊息時，

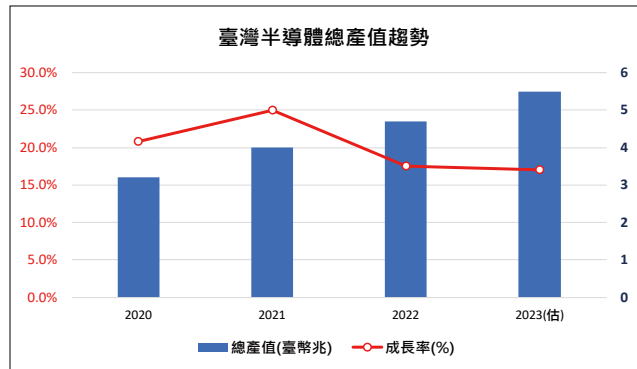


圖1、臺灣半導體總產值趨勢圖

資料來源：工研院、兆豐期貨製表

可以選擇交易買進半導體30期貨，比過去只能交易電子指數期貨績效來得即時明確。另外，每當台積電召開法人說明會時，若交易人預判法說會後將有利空訊息公布但又怕預測失準，可選擇賣出台積電權重較大的小型電子指數期貨1口；同時買進台積電權重較小的半導體30期貨1口等強弱勢價差交易，當交易人看對趨勢，則此交易因權重較大的小型電子期貨獲利應可彌補權重較低的半導體30期貨之虧損；反之研判失利，此強弱勢價差交易策略亦能降低虧損風險。當然交易人亦可善用標的股票期貨來進行多元商品配對交易策略運用。

半導體30期貨交易優勢與運用

眾所周知半導體為科技發展核心，2020年起疫情衝擊全球，實體經濟陷入衰退，居家辦公及遠距教學改變生活型態，個人電腦、雲端伺服器等終端需求大增，企業數位轉型加速，帶動全球半導體產值大幅成長。臺灣半導體產值於全球排名僅次於美國，為臺灣最重要產業，數十年運作下已形成完整生態系，受中美貿易戰、新冠疫情影響，更突顯臺灣在全球半導體供應鏈關鍵地位。其

表1、半導體30期貨及電子指數期貨權重比較表

	半導體 30 指數期貨			電子指數期貨		
	代號	個股	權重	代號	個股	權重
前十大權值股	2330	台積電	30.21%	2330	台積電	47.17%
	2454	聯發科	14.49%	2317	鴻海	4.82%
	2303	聯電	7.60%	2454	聯發科	4.00%
	3711	日月光投控	4.28%	2412	中華電	3.04%
	6415	矽力 *-KY	3.03%	2308	台達電	2.62%
	3034	聯詠	2.70%	2303	聯電	2.13%
	3529	力旺	2.52%	3711	日月光投控	1.52%
	6488	環球晶	2.51%	3045	台灣大	1.16%
	6770	力積電	2.34%	2382	廣達	1.01%
	5347	世界	2.29%	3008	大立光	0.99%
	前五大權值股權重占 59.61%			前五大權值股權重占 61.65%		
	前十大權值股權重占 71.96%			前十大權值股權重占 68.45%		

資料來源：臺灣期貨交易所、兆豐期貨製表 資料日期：2023.01.31

中臺灣在晶圓代工產業方面位居全球第一、封裝測試產業亦位居全球第一、IC設計產業僅次美國位居全球第二。

由於半導體為臺灣最重要產業，半導體類股占電子類股市值及成交值最高，具長遠發展潛力，我們可從圖2發現最近10年若要投資台股，在2022年1月台股指數達歷史新高之際，半導體產業報酬率高達365.45%遠優於加權指數119.27%及電子類指數102.85%；近期因全球通膨加劇迫使全球主要國家央行以緊鎖之貨幣政策因應，股市明顯受此利空波及拉回，雖然半導體指數拉回

幅度較大，不過其近期反彈幅度及整體報酬率248.83%仍遠優加權指數83.22%及電子類指數62.93%。

然而臺灣整體半導體個股數量繁多，期交所從上市、上櫃半導體類股中，篩選發行市值前30大股票作為成分股，表彰臺灣半導體類股績效，並可提供交易人選擇及更精確之避險工具。亦可提供不同商品（如股票期貨及指數期貨等）間策略交易機會。未來展望就如同美國費城半導體指數可代表在美國掛牌半導體類股表現，臺版的費半指數（半導體30期貨）交易人可參考運用。



圖 2、半導體、電子類、加權股價指數報酬走勢圖
資料來源：財金 M 平方

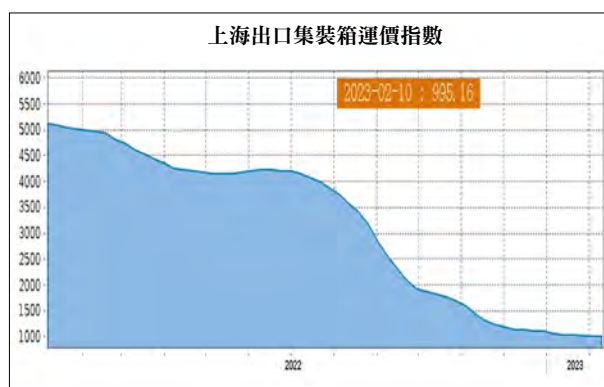


圖 3、上海出口集裝箱運價指數
資料來源：上海航運交易所



航運指數期貨

航運產業現況

回想疫情期間（2020年底至2021年中）海運貨櫃一櫃難求，台股投資人一窩蜂湧入長榮海運、陽明海運及萬海航運等貨櫃運輸股票，期間更有投資人於PTT網站上分享持有上萬張長榮、陽明等航運股，一年暴賺數十億以上之聳動駭人貼文，激起臺灣股民於大街小巷、口耳交談中皆離不開航運股票投資話題，期間甚至有些公司不是這波貨櫃航運主要受惠股票，確因股票名稱或因被歸類在航運類股中紛紛出現雞犬升天般的瘋狂漲勢，可見當時市場追捧航運產業之盛況。

隨著疫情降溫及各國政府祭出升息抵抗通膨政策推出，經濟下滑的擔憂令緊繃的貨櫃運輸出現斷崖式的崩盤走勢，參考圖3全球最大港口上海出口集裝箱運價指數，可發現2021年出高點約5000至最新指數位置2023.02.10之995.16出現80%驚人跌幅，此修正幅度與台股遠洋航運三巨頭長榮、陽明、

萬海三家股價相比，亦同業自2021年高點一度回檔修正超過八成幅度之慘烈。

臺灣航運產業目前正值淡季，不管是貨櫃航運還是散裝航運的業者皆表示2月貨量到目前為止都很淡，主要還是受到1月份中國農曆春節假期所至，許多產業直到2月第二周才剛開始正常生產，目前呈現沒有貨可運輸的狀況，不管是貨櫃還是散裝交投都非常冷清，依據法人分析報告指出，2月整體航運景氣不佳已在市場預期之中，今年航運股逐漸回到常態也是許多投資機構的共同看法，由於歐美主要經濟體持續升息對抗通膨使得全球貿易疲弱、運價持續崩跌、且新船的激增，對於市場回升的時間點，全球主要投行對航運產業之景氣預判下半年才有機會看到曙光。此外長榮海運2022年每股盈餘高達143.8元，今年假設股息配發比率為四成至五成推估，現金股利高達60至70元，除息行情將使航運產業股價於第二季有不錯的發展空間。

表2、全球航運類股排名

年度 排名	2022年5月		2021年12月		2020年12月	
	公司	市占率(%)	公司	市占率(%)	公司	市占率(%)
1	瑞土地中海航運	17.1	丹麥馬士基	16.9	丹麥馬士基	17.0
2	丹麥馬士基	16.7	瑞土地中海航運	16.7	瑞土地中海航運	16.0
3	法國達飛海運	12.9	法國達飛海運	12.3	中國中遠	12.5
4	中國中遠	11.5	中國中遠	11.7	法國達飛海運	12.4
5	德國赫伯羅特	6.8	德國赫伯羅特	7.1	德國赫伯羅特	7.1
6	臺灣長榮海運	5.9	日本海洋網聯船務	6.3	日本海洋網聯船務	6.5
7	日本海洋網聯船務	5.9	臺灣長榮海運	5.8	臺灣長榮海運	5.2
8	南韓韓新遠洋	3.2	南韓韓新遠洋	3.3	南韓韓新遠洋	3.0
9	臺灣陽明海運	2.6	臺灣陽明海運	2.5	臺灣陽明海運	2.6
10	以色列以星綜合航運	1.8	臺灣萬海航運	1.7	以色列以星綜合航運	1.5
11	臺灣萬海航運	1.6	以色列以星綜合航運	1.6	臺灣萬海航運	1.3
12	新加坡太平船務	1.1	新加坡太平船務	1.1	新加坡太平船務	1.2

資料來源：Alphaliner、臺灣期貨交易所

航運期貨

由於2年前航運股掀起全臺股民競逐航海王之熱潮，臺灣航運產業出現有史以來最佳榮景，國內海運業獲利亦頻創歷史新高。因應2023年新國際航運環保法規生效，眾多船舶必須降速始能降低碳排放量，加上歐美升息循環逐漸到頂，預計下半年隨著全球景氣復甦，海運市場供不應求得機會仍將吸引市場焦點。

航運類股因海運產業景氣熱絡，2021年起類股成交總值頻頻超越電子類股，至今仍為台股主流類股之一。尤其臺灣海運業具國際競爭力產業之一，依Alphaliner全球運力排名，國內主要海運業者長榮、陽明及萬海高居全球第6、9及11名，在全球前11名航運公司中我國入榜家數最多（如表2）。

由於證交所航運類股價指數（航運指數）與期交所商品標的指數相關性均較低，為使商品互補，期交所推出航運期貨，提供交易人更有效地進行避險交易、價差交易及套利等多元交易策略運用。

航運期貨交易優勢與運用

疫情期間航運類股因海運產業景氣熱絡，2021年起類股成交總值頻頻超越電子類股，至今仍為台股主流類股之一，可以從圖4中觀察投資人若於2018年持有航運產業個股，在2021年7月航運產業指數達歷史新高之際，投資航運產業報酬率高達540.30%，遠優於加權指數109.62%；近期因全球通膨加劇，迫使全球主要國家央行以緊鎖之貨幣政策因應，股市明顯受此利空波及拉回，不過其整體報酬率170.71%仍遠優加權指數

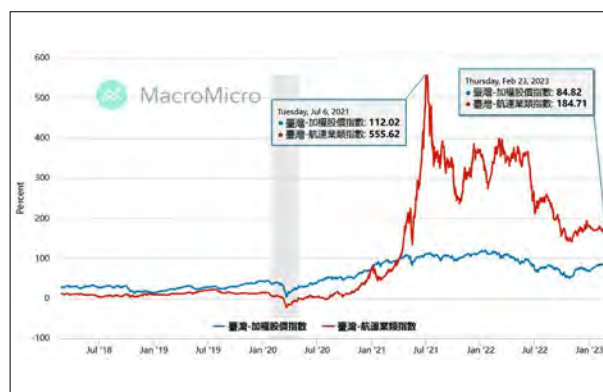


圖 4-航運類、加權股價指數報酬走勢圖 資料來源：財金 M 平方

83.22%。

目前證交所航運類股價指數（航運指數）與期交所現有商品標的指數相關性均較低，此次航運指數期貨的推出，可與現有商品立即互補，亦可提供不同商品（如股票期貨及指數期貨等）間策略交易機會。

結語

這波疫情讓我們看到臺灣半導體與航運產業兩大產業在國際間的地位與重要性，而這兩大產業股價走勢的波動性亦遠大於其他產業，過往投資人若持有半導體類股，欲規避股價波動風險只能選擇以電子指數期貨避險；持有航運產業股票，只能選擇以非金電指數期貨或特定股票期貨標的避險，避險相關係數不足，可能降低避險效果，而影響避險意願。期交所半導體30期貨與航運指數期貨大大提高產業相關係數的避險精確性，且原始保證金均不到兩萬元（半導體30期貨18,000元、航運指數17,000元，資料日期：112年2月23日），進入門檻相對低，有助提高交易人進行趨勢交易及避險交易的意願，也讓臺灣期貨市場更加多元化與國際化。





市場推廣

由Mini-SPX Index Option新制看 臺灣國際指數期貨商品發展

證基會研究處◎張祥麟

壹、前言

近年來，由於全球地緣政治及宏觀經濟事件接連發生，導致全球股市波動較過去明顯增加，進而使期貨與選擇權市場的交易更加熱絡，芝加哥選擇權交易所（以下簡稱CBOE）於2022年12月11日推出全球交易時段的「迷你S&P500指數選擇權」（Mini-SPX Index Option）商品（以下簡稱XSP），不僅搭上市場波動熱潮，也利用交易時間的增加，滿足其它市場區隔的需求。

根據CBOE網站¹公布的資料顯示，XSP於2022年12月交易量就達到140餘萬口，而臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）於2017年推出與XSP相同標的的「美國標普500期貨」，交易量相對低迷。因此，本文藉由其他國際交易所對商品交易制度的調整，研析臺灣發行的國際指數期貨商品，有無可調整的空間，以達促進臺灣期貨商品之發展。

貳、迷你S&P500指數選擇權簡述

CBOE推出全球交易時段XSP商品，其特色在於合約規格僅為標準S&P500指數選

擇權的1/10，舉例來說，若S&P500指數為3,900點，標準S&P500指數選擇權合約值為390,000美元，XSP僅為39,000美元，最小升降單位為0.01，也就是1美元（ 0.01×100 美元）。此意謂所須交易成本（保證金或權利金）的要求更少，因此對一般交易人來說，進入的門檻更低，無論對避險或是策略交易來說都更為輕鬆。交易時間也考量到全球非美國市場交易人而推出全球交易時段，從週一至週五，每日長達近20小時皆可交易，主要區分為全球及正規交易時間，因此全球交易人可依照所在地時區參與市場交易。其標準合約規格如表1。

參、期交所國際期貨商品交易量相關問題探討

一、臺灣「美國標普500期貨」

期交所為使臺灣交易人可更方便參與國際市場，自2015年起推出臺灣「日本東證期貨」，2017年也陸續推出臺灣「美國標普500期貨」等不同的國際指數期貨商品，使臺灣交易人可用本國貨幣無時差地參與國際市場交易，其合約規格如表2。

¹ https://www.cboe.com/us/options/market_statistics/historical_data/

表1、XSP合約規格

項目	內容
交易標的	S&P500 指數
英文代碼	XSP
履約型態	歐式選擇權
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ●全球交易時間：20:15~09:15 ●正規交易時間：09:30~16:15 ●電子交易時間：週一至週五 16:15~17:00 (以上皆以美東時間為標準)
合約價值	標準 S&P500 指數選擇權的十分之一 (也有週到期的迷你指數選擇權)
結算方式	現金結算
最小升降單位	指數 0.01 點 (0.01×100 美元 =1 美元)
交易月份	最多可達連續 12 個交易月份
最後交易日	到期月份的第三個週五，到期日即最後交易日；若為週到期商品則週一至週五結算。如遇假日，則以假日後第一個工作日為結算日。

資料來源：https://www.cboe.com/tradable_products/sp_500/mini_spx_options/

表2、臺灣「美國標普500期貨」合約規格

項目	內容
交易標的	S&P500 指數
英文代碼	SPF
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ●一般交易時段之交易時間為營業日上午 8:45~ 下午 1:45 ●盤後交易時段之交易時間為營業日下午 3:00~ 次日上午 5:00。但到期月份契約最後交易日僅交易至下午 10:30，遇美國夏令日光節約期間 (Daylight Saving Time)，則為下午 9:30
合約價值	美國標普 500 期貨指數乘上新臺幣 200 元
結算方式	現金結算
最小升降單位	指數 0.25 點 (200 元 × 0.25= 新臺幣 50 元)
交易月份	<ul style="list-style-type: none"> ●3 月、6 月、9 月、12 月，五個接續的季月 ●新交割月份契約於到期月份契約最後交易日之次一營業日一般交易時段起開始交易
最後交易日	到期月份第三個星期五 (最後交易日之次一營業日為結算日)

資料來源：<https://www.taifex.com.tw/cht/2/sPF>

二、臺灣交易人參與美國期貨與選擇權及臺灣「美國標普500期貨」交易量之比較

(一) 臺灣交易人參與美國期貨與選擇權商品交易量統計

臺灣期貨市場中，一直都有交易人參與國際期貨與選擇權商品交易，尤其是美國期

貨與選擇權商品，每日交易量達數萬口之多，且隨近年股市波動增加，其交易量自2017年的每日4萬餘口至2022年突破每日10萬餘口，短短六年交易量成長超過250%，臺灣交易人交易美國期貨與選擇權商品交易量統計如表3。



Market information

表3、臺灣交易人交易美國期貨與選擇權商品交易量統計 單位：口

年度	美國期權商品年交易量	美國期權商品月交易量	日均量
2017	12,710,362	1,059,197	48,145
2018	15,355,474	1,279,623	58,165
2019	16,665,909	1,388,826	63,128
2020	23,519,677	1,959,973	89,090
2021	22,202,111	1,850,176	84,099
2022	32,458,318	2,950,756	134,125

資料來源：<https://www.futures.org.tw/stats/listTx> (* 每月平均以 22 個交易日計算)

表4、臺灣「美國標普500期貨」交易量統計 單位：口

年度	年交易量	交易日數	日均量
2017	38,658	162	239
2018	125,444	247	508
2019	233,038	242	963
2020	256,005	245	1,045
2021	37,597	244	154
2022	37,582	246	153

資料來源：<https://www.taifex.com.tw/cht/7/annualTrading>

(二) 臺灣「美國標普500期貨」商品交易量統計

或許是臺灣交易人已習慣交易美國期貨與選擇權商品，再加上臺灣「美國標普500期貨」流動性不足，目前交易量仍然有限，近年來交易量如表4。

由表3及表4可發現，臺灣「美國標普500期貨」的交易量，非但沒有因國際股市波動增加而增加，反而可能因其他國際市場同質性商品的磁吸效應而減少，箇中原因殊值探討。

三、臺灣發行國外期貨商品具備之優勢

(一) 臺幣計價

對交易人而言，臺幣計價的好處就是省

去幣別交換的作業困擾和匯兌的損失。尤其是近年來美元兌臺幣波動相當大，幣值間的轉換往往在交易前就導致損失。

(二) 本土商品沒有文化隔閡

臺灣發行的商品，無論是交易規則、習慣，甚至是語言上，都沒有隔閡，對交易人來說，臺灣發行的國際期貨商品，較國外同標的物衍生性商品而言，接受度應更高，而更應獲交易人青睞。

(三) 免所得稅

從稅負的角度觀察，臺灣目前期貨與選擇權交易是免所得稅，而投資海外期貨與選擇權商品如有利得，可能會有海外所得稅問題。對於交易部位較大或所得較高的專業投資人來說，在交易海外期貨與選擇權商品的

同時，也可以利用臺灣免稅的優勢，與海外投資進行搭配，將部分海外投資金額移轉至臺灣同標的商品，達到合法節稅的效果。

四、臺灣發行國際期貨商品所面臨問題

再參表4，臺灣「美國標普500期貨」日交易量在2019年和2020年最高也僅千口左右，這些年來，其交易量並沒有因國際股市波動增加而增加。臺灣發行的國際期貨商品交易量不足，究其原因可能有以下幾點：

（一）市場後進者

由於國外同類商品發行及交易時間已久，交易人已習慣國外商品的交易模式，若要改變交易人的習慣，不只需要更長的時間，還需要更大誘因。

（二）流動性問題

流動性風險始終是交易人最關心的課題，若交易獲利無法落袋為安，或是交易損失無法停損，無論商品多誘人，都很難令交易人進入市場。因此，流動性問題讓交易人不願進入市場，進而導致交易量少，交易量少又導致流動性問題，形成惡性循環。

（三）交易稅產生的成本問題

目前臺灣期交稅是以契約金額乘以十萬分之二，若以臺灣「美國標普500期貨」來試算期交稅，假設S&P500指數現為3,900點，每口交易稅約為 $3,900 \times 200 \times 0.00002 = 15.6$ 元新臺幣。但國外期貨與選擇權商品大多無交易稅成本或稅負成本較低。

肆、結論與建議

一、結論

長期以來，金融指數期貨與選擇權商品可說是臺灣期貨市場的強項，無論是交易前的資訊流通、產品教育、業者自律，交易中的市場監控、風險控管，乃至於後端的法規規範，臺灣與國外期貨市場相比都不遜色。因此，在全球期貨與選擇權市場熱絡之際，臺灣發行的國際期貨商品應有更好的表現。

從此次XSP的交易時段調整不難看出，CBOE欲吸引更多交易人的企圖心，即使CBOE旗下的選擇權商品交易已相當熱絡，但CBOE仍持續調整商品，希望找出更多潛在的市場區隔，讓交易量可以百尺竿頭更進一步，避免未來因市場變動而遭到取代或淘汰。對臺灣期貨市場而言，或可參考國外商品的成功經驗或成長模式，持續為本土商品找出可成長空間。畢竟期貨與選擇權商品不受牛熊市的影響，網路交易的發達也打破時間限制和空間距離，再加上臺灣本身就有很多固有的國際期貨與選擇權商品投資者，可說是天時、地利、人和兼備，只欠一個帶起東風的契機。

二、建議

CBOE之前推出的選擇權商品，例如「標準S&P500指數選擇權」和「波動率指數（VIX）選擇權」，乃至於本文介紹比較的XSP，都已是相當熱門且交易熱絡的商品，但CBOE仍為吸引更多交易人加入，不



斷為商品的交易模式推陳出新，持續貼近不同交易人的需求。對臺灣發行的國外期貨相關商品來說，建議也可從貼近交易人需求的角度思考，對發行的商品作調整，進而吸引更多交易人加入，同樣以臺灣「美國標普500期貨」為例，雖然目前受限於前述的幾項因素，交易量仍有限，除了持續推廣，鼓勵交易臺灣商品之外，本文也不揣提出以下建議供參：

（一）與國際市場交易時間同步

根據期交所規定，臺灣「美國標普500期貨」交易日是跟隨期交所的營業日，也就是說，臺灣的傳統假日期間（例如：中秋或農曆新年等）臺灣「美國標普500期貨」沒有開盤，導致和國際市場交易脫勾。對交易人來說，害怕萬一此期間美股波動造成損失，就必須先平倉，若想要參與美股交易，又只能回頭交易國外商品。

再者，若以每日交易時間來看也有落差，以XSP為例，其交易時間換算成臺灣時間是由05:15~18:15和18:30~01:15二個時段組成，但臺灣「美國標普500期貨」則是08:45~13:15和15:00~05:00二個時段組成，兩者有交易時段上的落差。若是可以和國際市場同步，避免交易時間上的落差，對交易人來說，無論是跨市場策略交易或是僅交易臺灣商品，都不必擔心時間落差造成交易風險。

（二）當沖保證金減半

臺指期貨、小臺指期貨、電子期貨和金融期貨皆有當沖保證金減半措施，為鼓勵交

易臺灣發行的國外期貨商品，建議也可實施當沖保證金減半的措施。相信對於喜歡交易國外商品的交易人來說，也會是一大誘因。畢竟在合乎風險控管的前提下，資金投入的多寡，不只代表交易進入的門檻，也是影響損益比率的關鍵。

綜上所述，首要目標就是要先吸引交易人加入臺灣國外期貨商品交易市場，讓交易量提高具備足夠的流動性；之後，無論是跨產品或跨市場的策略交易才有可能加入，進一步增加交易量及提高流動性，如此才能產生良性的循環。以此次推出的全球交易時段XSP為例，假設臺灣「美國標普500期貨」合約交易時段也和XSP同步，二者不只合約標的相同，而且其合約規模也相差不大，XSP一大點是10美元，臺灣「美國標普500期貨」一大點是200元新臺幣，假設以1美元兌換30元新臺幣來看，正好是1口XSP對1.5口臺灣「美國標普500期貨」。因此，對臺灣交易人甚至是全球交易人來說，只要流動性充足，無論是避險或套利等交易策略，二者就是很好搭配操作的標的。



*參考資料：

1. 臺灣期貨交易所網站
2. 中華民國期貨業商業同業公會網站
3. 美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)網站

市場推廣

從港交所最新發展看業者商機

永豐金證券(亞洲)營運處營運總監◎高政雍

以2022年底統計資料顯示，港股市值超過35萬億港幣、上市公司共計有2,500多家，港股成交量甫於2021年創下全年總成交額41萬億港幣之歷年新高。來自內地與國際的資金與企業的匯聚、互聯互通的優勢，讓香港的證券市場規模更深更闊、交投更為活躍。香港作為國際金融中心的角色，臺資券商、期貨商乃至金融機構赴香港地區設立分支機構均有一定的時間，究竟香港有甚麼投資的機遇或商機是值得我們業者乃至於投資人留意的地方，我們透過觀察香港交易所（下稱港交所）近幾年的一些發展與資料提供業者及投資人參考。

首先我們先看看港交所2022年衍生性商品市場的發展近況，2022年全球市場大幅波動的背景，港交所衍生品市場表現亮眼，港交所衍生品市場成交總量達3.2億口，其中期貨市場成交總量達1.45億口，創下歷來交易量的新高，期權市場總成交量達1.75億口，亦為歷來第二高紀錄。恒生科技指數期

貨在2022年交易量較2021年大幅度的成長，日均量由2021年的1.4萬口增加至2022年的7.6萬口，另外恒生中國企業指數期貨在2022年日均量達18.3萬口，較2021年出現43.42%的交易量成長。同時為進一步提高香港市場的競爭力，港交所實施了多項與市場運作相關的優化措施，包括於2022年5月推出衍生產品假期交易，讓投資者可以在香港公眾假期時，繼續交易其基礎證券所在市場仍然開放交易的非港元計價衍生產品，便利市場參與者能夠在香港假期期間，持續透過港交所完整的MSCI指數系列期貨進行海外市場的避險交易。

除了衍生性商品市場在2022年有著突出的表現之外，港交所積極落實一系列新舉措及市場優化措施。至今在三大戰略重點「連接中國與世界」、「連接資本與機遇」、「連接現在與未來」均取得重要進展。以下我們看看這些措施有哪些機會與商機可以值得臺灣證券與期貨同業留意的。



一、連接中國與世界

憑藉立足中國的獨特優勢，香港向來都是國際投資者進入中國市場的重要門戶。而港交所與內地滬深交易所共同建立的市場互聯互通機制更為國際投資者提供便捷、直接投資內地市場合資格A股的管道。目前，在國際投資者持有A股當中，有超過70%係透過滬深港通持有。滬深港通計劃幾項重大發展，包括納入合資格ETF及優化交易日安排等，為國際投資者提供更多便利及投資選擇。

隨著中國推出更多相關投資產品，港交所近年積極拓展旗下的衍生產品市場，提供多元風險管理方案，以便擁有中國相關資產及參與內地市場的海外投資者進行相應的風險管理，建設香港不僅成為進入中國市場的重要門戶，更提供離岸中國市場避險中心的

功能。

至2022年底，香港人民幣總存款額超過8,000億元，占全球離岸人民幣存款約60%，全球的離岸人民幣結算業務有75%在港進行，因應管理外匯風險之需求，港交所提供多項中國相關資產及人民幣產品。早於2012年已推出美元兌人民幣（香港）期貨，為全球首支實物交割的人民幣期貨合約，多年來更先後推出期權、小型合約及其他不同幣種兌人民幣（香港）的期貨合約。在2022年貨幣市場較為波動的情況下，市場對貨幣風險管理工具的需求明顯有所提升，2022年全年美元兌人民幣（香港）期貨的成交口數接近350萬口，創下交易量紀錄新高；2022年全年平均每日成交合約量達14,224口，較2021年上升126%。



圖 1、港交所人民幣期貨日均量及未平倉量統計圖

在管理A股風險方面，港交所於2021年10月推出的MSCI中國A50互聯互通（美元）指數期貨，獲廣泛認可為最具代表性的離

岸A股期貨合約。2022年全年MSCI中國A50互聯互通（美元）指數期貨日均量也達到16,882口，成為離岸市場上增長最快的A股

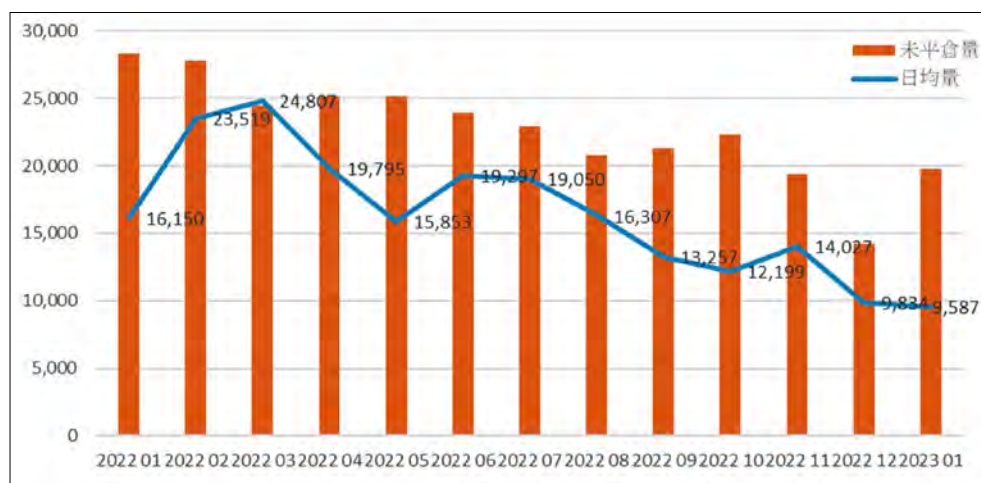


圖 2、港交所 MSCI 中國 A50 互聯互通期指數期貨日均量及未平倉量統計圖

期貨產品，同時綜合所有中國境外A股相關股指期貨，2022年港交所MSCI中國A50互聯互通指數期貨交易量占比也由2021年的3%大幅增長至16%。

MSCI中國A50互聯互通指數與滬深300

指數的相關性及追蹤誤差均持續優於富時中國A50指數（另一離岸A股期貨合約的基準指數），在市場波動期間反映，MSCI中國A50互聯互通（美元）指數期貨能助投資者更有效地對沖風險。

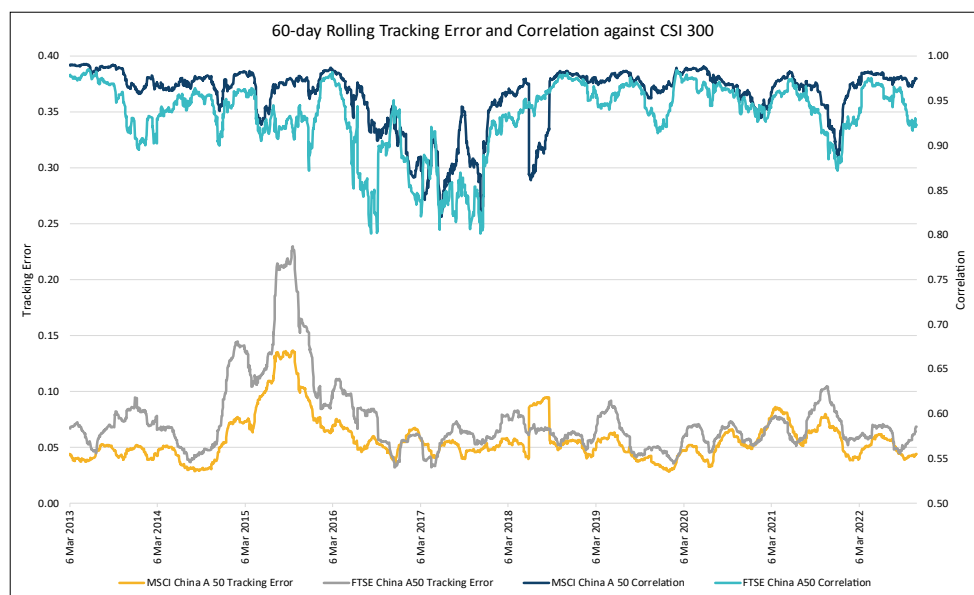


圖 3、60 日滾動追蹤誤差及相關性（對比滬深 300 指數）
資料來源：彭博，數據截至 2022 年 10 月 31 日



Market information

隨著MSCI中國A50互聯互通指數日漸成熟與普及，已吸引多家市場參與者在香港及海外市場推出相關的投資產品，令產品的生態圈更為活躍。截至2023年1月止，海內外共有9檔以MSCI中國A50互聯互通指數為追蹤標的ETF，總規模共計為37.3億美元。另外，於2022年8月，香港首支A股結構性產品—MSCI中國A50互聯互通指數衍生權證在港交所上市，為香港A股生態系統發展的重要里程碑。至2022年底，共有六家發行商參與發行該衍生權證，發行數量達到75支，平均每日成交金額為230萬港元。

二、連接資本與機遇

港交所一直鞏固其作為國際融資中心的地位，包括過去數年推出多項上市制度改革，以迎合國際發行人及投資者不斷變化的需求，連接資本與機遇。

港交所於2018年4月落實上市制度改革，在《上市規則》中新增三個章節，允許未有收入的生物科技公司、採用不同投票權架構的新經濟公司，以及合資格的海外上市公司來港第二上市。之後，相關的上市制度亦多次調整，包括容許企業不同投票權架構的公司上市、優化海外發行人在香港上市及第二上市的規則等，香港成為國際投資者投資「新經濟」主題的重要市場。從2018年上市制度改革至2022年9月底，共有227家新經濟公司（包括醫療保健及生物科技公司）於香港上市，集資額共8,933億港元，占期內香港首次公開發行集資額的63.8%。

目前新上市制度生效後，上市的新經濟公司占香港總市值達到24.1%，新經濟公司在現貨市場的平均每日成交金額由2018年的40億港元（4.1%）上升至2022年9月的280億港元（21.9%）。

港交所在2022年初引入了SPAC上市機制，為投資者及發行人提供傳統上市以外的集資管道。另外，香港最近也正就設立讓特專科技公司上市的新管道進行公眾諮詢，建議中的新規則將適用於五大特專科技行業的公司：新一代信息技術、先進硬件、先進材料、新能源及節能環保，及新食品及農業技術。新建議將可讓更多不同類型的公司進入這個具備深度和流動性的國際市場，同時也為投資者帶來更多選擇。

三、連接現在與未來

國際投資者對可持續投資日益重視，而香港亦致力投入發展綠色金融。港交所是亞洲區內首家對發行人的ESG披露作出規定的交易所之一，並積極與發行人溝通，推動更多ESG產品在香港上市。除了多支已在香港上市的綠色債券外，香港首支碳期貨ETF及綠色債券ETF分別於2022年3月及8月上市，至今香港已有8支與ESG主題相關的ETF，涵蓋潔淨能源、可持續消費及科技等不同ESG投資主題，為投資者提供多元化的可持續投資選擇。

港交所在過去一年，先後與廣州期貨交易所及廣州碳交所簽署合作備忘錄，探索碳金融領域的合作機遇，共同應對全球氣候變

化，推動可持續發展。於2022年7月，港交所成立香港國際碳市場委員會，成員包括多家領先企業及金融機構，以支持國際碳市場發展。

於2022年10月，港交所正式推出國際碳市場Core Climate，連接資本與香港、中國內地、亞洲以至全球的氣候相關產品和機遇。Core Climate提供來自全球各地經國際認證的碳項目及相關信用產品，包括碳避免、減碳及碳消除項目。所有於Core Climate上市的項目均經認證及符合國際標準，平台參與者可透過平台獲取產品信息、持有、交易、結算及註銷自願碳信用產品。平台支持市場進行高效和透明的碳信用產品和工具的交易，協助推動全球淨零轉型。

另外，2022年12月港交所更上市了亞洲首批加密資產ETF，進一步擴大其產品生態圈，為香港及國際投資者提供更多選擇。至2023年1月底，港交所共計有三支虛擬貨幣資產相關ETF — 南方東英比特幣期貨ETF（代號：3066）及南方東英以太幣期貨ETF（代號：3068）由南方東英資產管理有限公司管理以及三星比特幣期貨主動型ETF（代號：3135），分別追蹤芝加哥商品交易所（CME）的比特幣期貨及以太幣期貨，提供投資人透過集中市場參與虛擬貨幣資產的投資管道。

除了港交所發展外，香港的資產及財富管理市場在亞洲區內也佔有領導地位，截至去年底在香港管理的資產已達到4.5萬億美元，其中的三分之二是境外資金。香港也是亞洲區內最大的對沖基金中心和第二大的私募基金中心（僅次於中國市場），目前香港的私募基金管理資產規模達1,800億美元。香港作為亞洲金融重鎮，財富管理行業即使持續面對挑戰，但仍能夠繼續穩步增長。

香港是全球最大的股票集資中心之一，並連續第6年成為亞洲區安排國際債券發行最具規模的中心。債券發行的安排與執行活動涵蓋債券結構設計、簿記建檔及分配的整個過程，占發債流程近80%的附加值。香港在安排首次債券發行方面，亦明顯領先於其他主要國際金融中心，約占亞洲市場的三分之一。港交所亦隨著全球金融市場的發展而逐步擴充其產品線，從過往的證券、期貨集中交易市場，逐步的強化在與中國資本市場的連結、ESG、碳排放與虛擬資產領域的服務，對於臺灣的證券、期貨業者乃至於投資人來說，香港都是在全球布局中不可忽視的一環，希望透過本文能夠提供業者一些未來發展的參考。





國際脈動

LME 多事之秋--交易所的事件演變，易手可能與發展觀察

◎屠世天

前言

被港交所併購10年之後，LME目前處於多事之秋。2022鎳停盤事件使市場對交易所產生信心危機，需要非常謹慎從公司治理和制度監管等層面，來化解市場的不信任感。第一份已出爐的獨立調查報告和後續監管機構若都做出管理不當的判斷，則董事長和CEO可能需要負責，甚至引發惡意收購。母公司香港交易所也面對來自全球大環境多變的挑戰，特別是反送中後港版國安法出台，香港的金融產業有人才陸續出走，競爭力流失的長期隱患。但LME目前缺乏有實力的競爭者，可望爭取到改革調整的時間，其發展走向值得期貨界深入觀察探討。

東升西不降：LME改隸十年的演變和重大事件

半官方的港交所，是香港特區維持發展與西方資本市場連結的重要橋樑和門戶。透過併購LME，港交所成功的把西方有色金屬避險交割的系統帶到大陸市場門口。同時鼓勵內地的金屬業者，從上游探勘採選礦、中游純化冶煉到下游加工製造，都進一步導入與西方系統接軌的套保需求。十年來對LME的軟硬體設施投資大幅增長，包括線上電子交易LME select下

單系統、電子倉單LMEsword系統和結算系統都順利導入運行。又加長了亞洲時段場外交易時間，帶給印太市場需要避險的用戶相當多的方便，強化了LME全球競爭力及市場寡佔的優勢。（參考文獻1）

LME會員結構也有些許變化，中資公司加入各級會員比例增加，包含一級會員Ring Dealing Members 8家中，有2家是中資企業在倫敦的分支機構，分別是建設銀行集團的建銀國際控股（CCBI）和廣東發展銀行旗下的廣發金融交易（GF Financial Markets），另外還有四家中資公司是結算會員。少數中資公司也已加入部份重要的委員會，參與交易所日常事務。從董事會和執行委員會（EXCOM）組成來看，LME仍舊是以服務少數傳統西方會員為主，多數亞洲會員為輔的傳統期貨交易所。

中國已經是全球最大的金屬生產國和消費市場，2021年有色金屬總產量達到6,450萬噸（參考文獻2）。貿易上也是重要的淨進口國（銅），和淨出口國（鋁）。其內部貿易套保避險需求，持續推動期貨市場新品種如雨後春筍地增加，目前至少有在上海、鄭州和大連的三大商品交易所，負責有色、貴小金屬、黑色、礦物、動植物農產品、能源

及工業原物料期貨及交割，發展相當蓬勃。

過去四十年裡，LME因此總共發生三次比較重大事件，其中兩次造成停盤，概述如下：

1985年錫停盤危機

由主要產錫國家共同出資組建和控制的國際錫協會ITC，長期用買低賣高方式做錫價格調控，普遍為當時監管機構接受，和當時的自由市場相安無事。此機制變相鼓勵第三世界產錫國家擴大生產較低品位標純錫（Standard Grade Tin），80年代體量較小的LME錫合約長期緩慢上漲，在大量收儲之後1985年ITC資金用完，無以為繼。緊張情緒使錫價從每噸\$17,000高點驟降至\$5,800，ITC因此破產遭求償，錫市場秩序大亂。LME決定錫交易停盤44個月，到1989年才恢復正常，修訂規則後改以美元交易高純錫（High Grade Tin），直到今日（參考文獻4）。

1996年住友銅先生事件

原銅業大戶住友商事首席銅交易員浜中泰男（Yasuo Hamanaka）與多間經紀商串通，在交易所及場外建立銅多頭部位達200萬噸，並未得到公司授權，又掌握了90%LME銅倉單，試圖操縱銅市，結果價格下跌造成虧損。整起事件被隱藏十年後終於在1996年東窗事發，累積造成住友26億美元的虧損（參考文獻5）。浜中泰男遭撤職查辦，以隱瞞未授權交易罪入獄服刑7年。

LME在這個震驚全球金融案件中，成功地扮演了吹哨人、調查協助者、專家證人、交易平台、規則修改制定單位以及提振市場

的信心來源等多種重要角色。LME事後修改交易規則，對一級會員大型客戶實施教育訓練，落實監管強度，以防範未授權的巨量場內交易再次發生。並藉由年會對市場喊話，增加經紀商透明度，讓銅價和波動幅度逐步正常，成功恢復金屬行業對交易所處理危機的信心。

日本是當時世界次大經濟體，也是交易最頻繁的國家，但銅流動性和持倉量甚大，涉案調查的80,000口部位保證金都到位，未造成失控的高波動率交易阻斷問題，所以倫敦銅正常運作並未停止交易。

2022年鎳停盤事件

該事件本刊前數期已有詳細報導，不再贅述，僅對照2022與1996狀況之異同。去年中國是全球次大經濟體和最活躍的交易國，與96年的日本十分相似。但青山被逼倉的總部位，場內外共約3.3萬口鎳，遠大於倫敦鎳每天的成交持倉量，加上3月7日當天250%的漲幅和保證金瀕臨違約的一級會員們，才有停盤的決定。西方分析師認為，LME取消爆漲訂單，避免了死亡漩渦造成系統崩潰風險。因為若會員大面積違約，則LME Clear清算公司必須以當時價格接手違約者的合約，而超過多年所累積的違約基金。因此被迫要緊急注資來恢復水位，以應付又一波違約會員所帶來的損失。此一違約基金增資惡性循環被稱為LME的死亡漩渦（參考文獻6）。

換個角度看，此危機牽涉了大到不能倒的一級和中資會員，與一帶一路上盡全力配合政策的最大鎳不銹鋼集團。所以倫鎳停盤



Market information

6天取消交易看似營救大客戶、會員和市場的見仁見智決定，注定要面對各方調查及司法訴訟程序。從錫到鎳這37年來歷史軌跡和現今港資背景分析，LME選擇損失極小化做法是可以理解的。很可能在不承認疏失前提下接受監管機構的市場動盪罰金，並與訴訟對象法庭外達成和解。最終港交所也許不需賣出LME股權，大多數的會員和客戶仍將繼續交易，並接受更加透明的規則。鎳成交量縮小，主因是一年來每日交易時段縮短，價格波動大玩家退場及醜聞太多造成銀行不敢融資。

信譽受損的LME努力修復市場信心，即便馬上實施15%漲跌停版，因暫停亞洲盤，鎳合約交易量大幅減少，連帶間接導致人民幣計價的上海鎳，先盛後衰。待3月份恢復亞洲時段電子交易後，大客戶預計會逐漸回籠。若將來能成功推廣新品種硫酸鎳合約掛牌，假以時日恢復昔日榮景是可以期待的。

對LME第一份獨立調查已出爐，明確指出交易所缺失及改進方向，LME董事長已決定不尋求連任。等今年監管部門調查結果陸續完成後，希望可以帶來公允的歷史評價和針對場外巨量能見度及即時風險警示的有效解決方案。

港交所，倫敦交易所與中國

去年慶祝上市20週年的港交所（HKEX）2012年以17億美元併購倫敦金屬交易所，是全球金融領域劃時代的事件，也讓港交所理事會主席李小加（Charles Li）在金屬行業一夜成名。

港交所趕上了2001年中國順利加入世界貿易組織的新機遇，可說是香港回歸以來中國進一步成長的獲益者。各國和大陸優秀的公司都選擇到港交所主板上市籌資及交易，影響力日漸擴大，成為東西方之間最強的超級連結平台（Super Connector between East and West）。（參考文獻7）

從十二五到十三五計劃的十年（2011-2020）間，港交所成功的擴大證券、衍生商品及金屬的規模，順利買下LME。可惜反送中及港版國安法使國際氛圍快速惡化，大手筆想要併購倫敦證券交易所（LSE）的專案以失敗告終，李小加也於2020年底提前退休。在部分西方公司退市之後，港交所現在最凸顯的功能是提供相對友善的上市融資平台，給曾在海外風光上市但近期下市的中國籍500強公司，繼續扮演好門戶的角色。雖然彎道超車暫時失利，但港交所仍然擁有經營金屬領域十年的話語權和影響力，可繼續開展有中國特色的套保系統，市場頗需要的金屬滬港通、滬倫通等實用的跨市平台。

易手可能性：白馬王子或將出現

2022下半年起，有兩家西方期貨交易所陸續表達收購LME意願，但遭到婉拒（參考文獻8）。表1列出有可能被香港交易所接受的買方，及在筆者模擬情境中成功併購的可能性。LME要順利易手門檻相當高，嘗試情境分析如下：

- 首先要有實力足夠的買方，為全球前列對中國接納的政府所監管的期貨交易所，願意提出合理價格。市值高成交量熱絡的大型交易所，歐亞美洲都有。產

品線若能與基本金屬互補而不重疊，對倉單庫存結算等系統相容性高，加以符合雙方長期發展的策略的話，則成功的機率大為增加。

- 控股的港交所，在外部大氣候（金融監管、區域緊張、疫情鬆綁），及內部小環境（客戶訴訟、庫存偏低和見好就收的壓力），可能逐漸發生意願及需求，透過出售股權化解西方金融界的圍堵，增加交流合作關係。相關條件需在港府內部先達成共識，並說服港澳辦及中南海找到政治正確的下台階，方能重回世界舞台的策略。
- 可能性較小的情境是西方世界看清中共本質，金融全面去中化壓力快速升高，港府為避免更創根式的制裁，棄車保帥使港交所同意，在面子裡子兼顧的基礎上出售。
- 英美歐監管機構立法加強執行場外交易透明度要求，天價裁罰LME 甚至港交所缺失。並嚴格要求加強部位揭露的預警機制，使貢獻最大交易量的族群，逐漸轉向其他交易所而影響獲利。

表1所列的四大可能買方之中，意願或許較高的分別是洲際交易所（ICE）及芝加哥商品交易所（CME）。此二家都在美國上市實力旗鼓相當。ICE對美國境外期貨市場著力很深，有成功的經營併購經驗，去年主動向港交所洽談收購LME，被婉拒後無功而返。全球最大的CME總部在芝加哥，旗下交易所遍佈美國各個角落。美國監管環境及反壟斷法令相當嚴格，需要及早處理市場占有率可能過高的困難。即便提出併購案，對

LME傳統交易模式的堅持，高科技交易整合及全球客戶資安維護都將是癥結點。

新加坡交易所（SGX）近年戮力經營，推出的商品合約參考價格地位頗高，已受到歐美市場重視。可惜總市值規模比較小，意願較低，唯有兩強相爭不下，監管機構及主權基金才會考慮同意以小併大。而距離最近的上海期交所（SHFE），是大陸的非營利事業體，意願不明。即便買賣雙方或有政策高層聯繫，但在近期地緣緊繃嚴控和圍堵氣氛中，要折騰已經獲利10年的金雞母，邏輯上可能成案立項的機會微乎其微。

質言之，目前LME收購成案困難度頗高，大環境尚未成熟。若情勢鉅變逐漸產生急迫性，加上產媒學推波助瀾的風潮，相關利益方就有推動此重大事件的動機。世事難料，誰也很難說得準，我們且拭目以待。

表1、LME潛在買方及可能情境

交易所	國家	市值 \$	遞交點	意願	監管	情境 1*	情境 2*
ICE	US	60B	>10	高	嚴	高	低
CME	US	68B	>10	中	嚴	中	低
SGX	SGP	8.6B	0	低	中	低	中
SHFE	PRC	NPO	18	中	中	低	低
HKEX	HK	56B	2	-	-	-	-

*情境1、東西全面和解：西方降低對中冷戰和圍堵，中共重回改革開放韜光養晦策略，雙方同時達成協議，誠信執行。

*情境2、美中緊而不破：俄國式微，歐盟聯手新加坡成功施壓港府，找到下台階避免更嚴重的制裁，部分替代香港的中介地位。

若局勢不幸惡化，美中衝突持續升高，雙向禁運制裁手段繼續加碼，（參考文獻9），金融貿易領域進一步成為兩強相爭的棋子，LME歸屬及供應鏈討論就超出本文的範圍了。



Market information

金屬行業兩極化與臺灣

在生產消費體量甚大但又逐漸兩極化的有色金屬行業中，不銹鋼，電池，電線電纜，鋁材加工及高合金等領域，臺灣長期都是一個小而美的存在。雖然缺乏礦產資源，但產業結構進化、人才素質提升及創新研發能力都受到行業肯定。值此臺灣受矚目程度上揚全球劇變之時，業界可積極了解並適當參與LME事務。例如加強聯繫LME鎳委員會（Ni Committee）或倉儲委員會（Warehousing Committee）。對整合鎳合約、二級可交割鎳品種及倉儲規則的完善化，嘗試提出專業意見和積極投入的意願，擴大深耕龍頭廠商的參與。同時針對這幾年發生的實際例證，由已在海外投資的廠商，嘗試整合紅土鎳礦海外開採加工成本科技，連結倫敦鎳價上海鎳價及硫酸鎳規格，推動倉單商品存放高雄倉庫的整體可能性評估，發展出一個兩極化環境中可用性高的實體避險機制。

結語

全球供應消費及避險端分別兩極化的現象，已經加速來到金屬及關鍵原物料的領域。近一年來西方陣營對俄中兩國所執行的制裁和禁運，就是好例子，很可能繼續或惡化。前文所描述及近年發生的例證（參考文獻10），如青島重複融資事件，2017年鎳倉單詐欺事件，及去年印尼MHP鎳價格脫鉤事件等，在在指出LME已處於多事之秋。

作為中國門戶的香港交易所，正在積極協助LME突破金屬產業困境，發揮戰略優勢地位，提供可能脫鉤的東西方金屬供應鏈，一個套期保值需求的最佳橋樑。



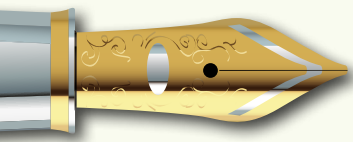
參考文獻

1. 鎳金屬供應鏈兩極化趨勢--為藍海挹注活水，屠世天，中華民國期貨業商業同業公會期貨人季刊，2022年第四季總號84期，P.72~76.
2. <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3178979/hkex-hoped-alchemy-would-turn-acquisition-century-old>
3. <https://www.afr.com/markets/commodities/review-urges-LME-to-toughen-standards-on-market-distortions-20230111-p5cbww>
4. <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1985/11/03/tin-crisis-hits-brokers-in-london/cdde3a1f-a315-495c-bfdd-f72657eafe28/>
5. <https://www.independent.co.uk/news/how-mr-copper-became-the-world-s-biggest-fraud-1337059.html>
6. <https://www.reuters.com/article/LME-nickel/home/rpt-column-the-london-metal-exchanges-near-death-nickel-experience-andy-homeidUKL1N32R19C>
7. “THE OPPORTUNITIES OFFERED BY GREATER CONNECTIVITY BETWEEN THE LME AND THE MAINLAND COMMODITIES MARKET” Research Report, HKEX, 2020.
8. <https://www.bnnbloomberg.ca/LME-draws-takeover-interest-from-rivals-after-nickel-crisis-1.1856169>
9. <https://thediplomat.com/2022/03/nickel-short-saga-raises-questions-about-chinas-interference-in-international-markets/>
10. <https://www.reuters.com/markets/europe/devils-metal-strikes-again-trafigura-nickel-fraud-case-2023-02-17/>

特別報導



期貨公會每年均因應國際上最熱門的議題舉辦期貨論壇。有鑑於俄烏戰爭導致之原物料供給問題，引發通膨及國際金融市場的劇烈波動，2022年特別鎖定通膨與升息議題，邀請國內外專家進行交流與經驗分享，本刊特摘其要提供讀者參考。



2022台北國際期貨論壇 通膨與升息環境下，期貨業之挑戰 與因應之道

◎蔡穎青

2022年國際期貨市場方經歷疫情變化，接著又面對通膨與升息環境，有鑑於此，由期貨公會主辦、臺灣期貨交易所協辦的2022台北國際期貨線上論壇，以「通膨與升息環

境下，期貨業之挑戰與因應之道」為主題，邀請國內外著名期貨交易所以及期貨商代表分享觀點，共吸引逾200位業界人士參與，顯見期貨業者對於此項議題的高度重視。



元富期貨總經理黃正雄（左起）、兆豐期貨總經理凌墉宏、期貨公會國際事務委員會召集人周武華、期貨公會理事長陳佩君、臺灣期貨交易所結算部經理許鈴佩、歐交所（Eurex）大中華區副總裁洪湘雅共同出席論壇。



壹、首長談話

期貨具有多空操作的特性 不但可規避風險、更是實體廠商資產管理重要工具

陳佩君表示，由於今年爆發俄烏戰爭，波及原物料供給，導致通貨膨脹並且引發美國強力升息及國際金融市場的劇烈波動，我國現貨及期貨市場都受到衝擊，因此公會特別就「通膨與升息環境下，期貨業之挑戰與因應之道」邀請國內外專家進行交流與經驗分享。



陳佩君表示，期貨市場在主管機關的開放之下，交易標的越來越多元，涵蓋了集中市場及店頭市場的交易品項；期貨交易具有多空操作的特性，若運用得宜，不但可以在當前高通膨與高利率、市況波動劇烈的環境之下規避風險、保存資產價值，可以增加收益，對交易人而言，不啻是資產管理中不可或缺的工具。

臺灣期交所持續掛牌新商品及改革新制度，今年陸續推出半導體30期貨、航運期貨以及雙週到期的小臺指期貨與臺指選擇權，

同時也在夜盤時段將ETF期貨納為交易商品，並且擴大動態價格穩定措施適用範圍，讓交易人有更多工具可以因應行情的震盪，對期貨市場的多元化發展助益很大。

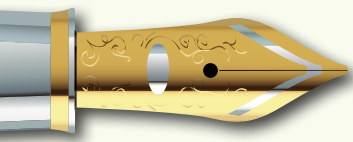
面對市場環境劇烈變動 對期貨業既是挑戰也是機會

金管會主委黃天牧表示，這幾年全球遭逢許多過去沒有遇過的重大政經事件，經濟社會面臨不可臆測變動多端的情況，2022年到10月底，期貨市場累計交易量已達3.19億餘口，其中夜盤因避險需求持續增溫，交易量呈現逐步成長的態勢，在在突顯期貨市場避險功能的重要性。



美國升息對各國金融市場帶來不小影響，鑑於我國經濟高度仰賴進出口貿易，升息擴大新臺幣貶值壓力，而匯率、利率的變動，對實體產業及金融市場造成相當大的衝擊，因此在這樣一個市場環境劇烈變動的時候，如何利用並發揮期貨市場的避險功能，降低市場價格波動風險，同時做好風險管理，對期貨業而言既是機會也是挑戰。

金管會訂定資本市場藍圖，其中涉及期



貨市場方面，目前已完成之具體措施包括開放期貨商轉投資貿易公司，提供倉單交易相關業務，服務實體經濟，此外也在結算與交易制度上革新，例如將ETF期貨納入夜盤交易商品，將動態價格穩定措施擴大適用至電子及金融、ETF選擇權等，這些對於國內期貨市場發展有非常多幫助。

同時，黃天牧提到，為吸引國外金融機構參與我國集中結算，金管會積極推動期交所申請國外主管機關認可為第三國合格集中結算機構（QCCP）。目前金管會已與歐洲證券及市場管理局（ESMA）簽署瞭解備忘錄（MOU），就期交所申請ESMA認可為QCCP一事建立跨國監理合作協議；另金管會已督導期交所，取得美國商品期貨交易委員會（CFTC）核發之QCCP暫時性認可資格，且澳洲金融機構亦可依據該國法令規範自行認定期交所為QCCP，有利吸引美國及澳洲等國際金融機構參與我國金融市場，並提升我國國際能見度。

期貨因商品特性、可提供交易人避險 交易量突破3億口、呈現成長態勢

臺灣期貨交易所董事長吳自心表示，面對通膨與升息帶來的挑戰，期交所為求期貨市場健全發展並為期貨商找尋獲利的契機，持續推動新商品上市及各項制度革新。新商品方面，今年已推出半導體30期貨及航運期貨、臺指選擇權及小型臺指期貨雙週到期契約商品；結算制度方面，開辦店頭衍生性商品集中結算業務，實現金融服務在地化，藉

以吸引外資參與我國市場；交易制度方面，將ETF期貨納入夜盤交易商品外，並將動態價格穩定措施擴大適用至電子及金融選擇權及ETF選擇權。



此外，基於永續發展（ESG）議題重要性日趨升高，期交所於主管機關指導下，積極進行期貨業ESG基礎建設工作，包括：偕同證券期貨周邊單位共同推動「證券期貨業永續發展轉型執行策略」，修訂期貨商公司治理實務守則及期貨商內部控制制度標準規範；與證交所、集保結算所共同推動「證券期貨業ESG執行資訊控管系統」，提供期貨商申報ESG平台等。

貳、專題演講

專題演講一

央行溫和貨幣緊縮政策 有助臺灣金融市場穩定

臺灣期貨交易所結算部經理許鈴佩表示，2022年全球主要央行貨幣政策持續緊縮，惟隨著國際能源及物價壓力趨緩，通膨持續緩解，預期美國升息對市場之衝擊力道將逐步減緩。至於臺灣，不論從國際物價壓



力、就業市場穩定性或通膨預期層面來看，央行溫和的貨幣緊縮政策，都有助臺灣金融市場的穩定。

許鈴佩指出，在全球經濟變局及國際金融市場動盪下，因應交易人避險及風險管理之需求，期交所藉由商品創新、延長交易時間及國際化，提供多元交易及避險管道，迎戰通膨時代。目前，我國期貨市場的交易時間已經延長至19小時，幾近全天候交易，提供市場參與者更完善的交易及避險管道。國內期貨市場至111年1~11月交易量超過3.5億口，已連續3年交易量突破3億口，表現亮眼。為促進市場穩健成長，期交所秉持「創新·韌性·永續」發展目標，進一步擬定「3+E」發展重點—擴大店頭集中結算規模、建置客製化契約交易平台、推出期貨風控防衛機制2.0及促進期貨業永續發展，帶領期貨市場邁向新未來。

專題演講二

2023年底 不排除美聯準會可能降息

芝商所集團（CME Group）資深經濟分析師Erik Norland以「總體經濟之風險與市場前景」為題表示，目前全世界經濟有很嚴重的通膨狀況，是因為之前疫情，及疫情當



中提出的刺激經濟方案所導致。對投資者來說，2022年的整體市場一直受到通貨膨脹影響，從2021年4月開始，美國通脹率開始快速攀升。到2022年夏季，總體通脹率來到超過8%的高區間，而核心通脹率（不包括食品和能源）則超過6%，這些都導致貨幣政策的突然變化。

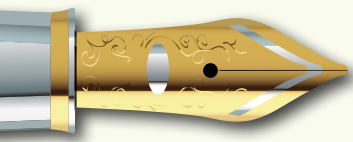
Erik Norland提到，通脹飆升讓許多只做多的投資者陷入困境，目前，美國股市已從高點下跌超過25%，而30年期美國國債價格較2020年3月的高點下跌了45%以上。因此，許多投資者面臨的最重要問題是，通脹還會持續多久？會回到之前，還是會一直存在？值得各界關注。

未來，Erik Norland表示，美國經濟將要開始趨緩，且趨緩的速度可能會大於日本、歐洲或中國，並且到2023年底，不排除美國聯準會可能會有降息的動作。

專題演講三

如果通脹數據續降 市場可望觸底

從整體經濟來看，德交所集團（DBAG-Qontigo）首席經濟學家Olivier d'Assier指出，經濟學家目前的共識是，美國經濟將在2023年經歷衰退，歐元區經濟體也一樣，雖



然歐洲通脹日前公布略有下降，這是通脹率的首次下降，但歐洲經濟已經走上明顯的下行道路，因此歐洲的投資者普遍認為，如果經濟持續放緩太多，歐洲央行的貨幣政策將很快轉變為更加寬鬆。

至於個別國家，Olivier d'Assier點出，當前的風險水準遠高於一年前，風險唯一低於一年前的國家只有日本。

在產業方面，Olivier d'Assier說，面對這種高風險和低回報預測的情況，大多數投資者賣出科技公司和非必需消費品公司，並買進防禦性必需消費品和金融（銀行）公司股票。

展望2023年，Olivier d'Assier分析，如果通脹數據繼續下降，將使市場在2023上半年觸底，或可能在2023年第一季觸底。從各國央行的積極跡象顯示，他們即將結束鷹派貨幣政策，並開始考慮刺激經濟復甦的方法，這些都有助開啟牛市。

參、綜合座談

環境不佳時

可利用期貨多空特性交易

主持人期貨公會國際事務委員會召集人



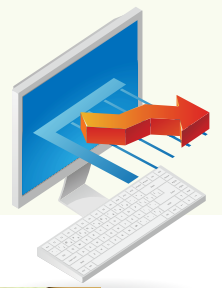
周武華表示，期貨具有價格發現、避險操作等功能，當環境不佳，股市不好的情況下，也可以充分利用期貨多空的特性進行交易。他也請各與談人分別就2023年全球經濟走勢進行剖析，從期交所與期貨商的角度，提供相關建議給與會的從業人員參考。

歐洲可能領先其他股市築底反彈

歐交所商品線齊全 交易人可多善用

歐交所（Eurex）大中華區副總裁洪湘雅表示，歐洲期貨交易所除了是國際市場投資人熟悉的歐洲股指與公債期貨選擇權的流動性中心，也提供機構客戶成熟及複雜的衍生品交易工具與平台。在高通膨與高度經濟前景不確定的環境下，可以從在交易所上交易的大型機構投資人的策略重點看出，除了利率商品用來對抗通膨之外，股票或股指衍生品更能在不穩定的市場下，也能擁有相對好報酬。

洪湘雅進一步分析，對基金經理人這種屬於長期的股市投資人而言，在通膨時期的投資，除了降低高風險的成長動能持股，轉進價值型，高股息型的持股策略外，策略更多元的避險基金經理人，更可以在股市低迷時，透過像是長期賣出相應的股票/股指選擇



權以累積收益，或是在股市劇烈震盪時透過交易選擇權波動率這種短期策略的方式，來獲得較高收益。而這些交易工具或交易單功能都在歐交所平台上能輕易取得，像是價值型，高股息型的股指期貨，為高股息形態類股進行避險或投資的股息期貨。

另外，洪湘雅說，順應全球趨勢潮流，歐交所也為一般投機型或是短線投資的交易人提供流動性良好且適合散戶進場的各種期貨產品，例如：微型的歐元及德國藍籌股指期貨，以及合約規格很小的銀行類股指期貨和歐元藍籌股指波動率期貨等。其中，銀行類股指期貨除了擁有很好流動性之外，也代表在高通膨環境下，銀行類股的獲益率以及股息率與之呈正向關係，因此被視為少數能有保本或上漲動能的投資標的。

呼應剛剛經濟學家Olivier d'Assier的演講，洪湘雅表示，未來，歐洲市場可能領先其他股市築底反彈，這或許也可以作為投資人思考投資方向的選項之一。

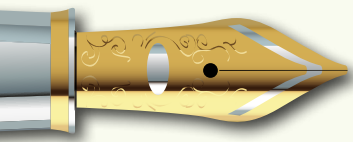
期貨業宜三箭齊發 引導客戶避險、加強風控、開發新商品

元富期貨總經理黃正雄分析，期貨業目前面臨兩大挑戰，一是Fed為抑制通膨，不



斷調升利率，導致資金緊縮，全球債市、股市大跌，在全球資產大幅下跌，市場流動資金趨緊下，不管是內、外法人或自然人可投入期貨市場的資金自然減少，導致期貨市場交易量減少，國內期權日均量減少9.6萬口，股票期貨日均量減少約27%，對期貨界的獲利影響不小，所幸利率調升，對期貨界的財務收入亦有幫助，降低了交易日均量下跌的衝擊。一是市場波動加劇，增加期貨商客戶違約（overloss）風險，以及增加期貨商風控的壓力。

對此，黃正雄點出三點因應之道：一、因應全球股債資產大幅下跌，商品波動加劇，設法引導客戶投入避險交易，藉由提供客戶各種避險交易策略，使客戶能增加避險方面的交易量，例如：引導客戶做個股期，降低個股下跌之風險，或積極引導客戶操作臺灣期貨交易所推出的道瓊、標普、NASDAQ、ESG個股期或ICE交易的美元指數期貨、芝商所的10年期美債期貨，以降低經營風險。二、加強風險控管，以降低客戶違約風險。三、積極開發新商品或新業務。例如：推出碳權相關之避險商品。



多宣導期貨三大功能

投機、價格發現、避險及用法

兆豐期貨總經理凌墉宏指出，過去美國採行貨幣量化寬鬆政策，不斷印鈔票刺激經濟，在美國的引領下，全球資本市場中的股票市場與債券市場如獲甘霖，一路多頭上衝。機構投資人和一般投資人雨露均霑，賺得鉢滿盆滿。

然而，進入2022年，美中經濟與軍事的較勁發酵、COVID-19疫情的延燒、面對通膨聯準會強勢升息、烏俄戰火燃起，諸多黑天鵝導致全球股票與債券市場出現崩潰，短短兩年間多空交替一片哀嚎。

觀察這2年的市場變化，為何投資人會有從雲端跌落谷底的感覺？根本原因是投資操作的基礎策略，就是買進持有（即Buy and Hold）。一旦採行了買進持有的策略，自然就要面對市場多、空的考驗，除非賣出資產，否則收益出現崩潰並不奇怪。

凌墉宏說，反觀期貨的操作策略是做多買進（Long）與做空賣出（Short）雙向，也就是順勢而為，「多頭做多、空頭做空」。對現貨市場持有部位者，期貨交易提供一個有效的避險管道，只是目前國內絕大部分的人仍不會使用。

對此，凌墉宏認為，面對通膨與升息的痛，期貨業的挑戰與因應之道就是要讓更多的人了解期貨三大功能：投機、價格發現、避險，以及用法。這次股票市場與債券市場的多空轉折，相信絕大部分的投資人都看得出來，可是又為何一一中招呢？顯示投資人



對期貨存在著三種認知：即「不知、不懂、不用」，這也正好是期貨業一路筆路藍縷希望將前三者轉化為「知道、懂了、會用」的未竟之業，到目前這仍然是期貨業的共同挑戰，不管有沒有通膨？有沒有升息？（通膨與升息，只是更突顯問題的重要性而已。）對於未來，只能說期貨業者任重道遠，同志仍須努力。

國際期貨論壇廣邀專家

提升期貨業服務實體經濟效能

期貨公會自2006年以來，每年都舉辦國際期貨論壇，希望透過與會專家的經驗分享與意見交流，協助業者掌握國際期貨市場發展脈動，不論是總經面、制度面或商品面，並藉以提升期貨業服務實體經濟的效能，優化服務，打造質量兼具的期貨業。



專題報導



為研議開放期貨商國際期貨業務平台之可行性，以利期貨業者在兼顧外匯穩定前提下擴大期貨產業商機；另從實務角度，闡述企業避險經營與期貨市場發展的良性循環，本刊辦理專題報導，提供讀者參考。



開放期貨商成立國際期貨業務分公司（OFU）之可行性研究

◎廖世昌律師、郭姿君律師、曾筱棋律師、賴俊穎律師

壹、前言

我國於1983年12月12日公布實施「國際金融業務條例」，開放銀行業在境內設立「國際金融業務分行」（Offshore Banking Unit, OBU），從事境外金融業務。政府藉由提供租稅優惠、減少金融管制等方式，希望吸引外國企業參與、外流海外資金移回國內操作，提升臺灣在國際金融的地位。近年OBU業務逐漸擴大，成為臺灣企業經營海外業務的資金調度中心，更成為銀行獲利的重要來源之一。

後於2013年6月19日修正「國際金融業務條例」第1、2、4條條文；增訂第22-3～22-11條條文及第一至四章章名，參考國際金融業務分行之規範，開放證券商得於中華民國境內經營國際證券業務分公司。金融監督管理委員會偕同中央銀行於同年12月26日發布「國際證券業務分公司管理辦法」以及「國際金融業務條例施行細則」修正條文並陸續發布相關設立條件及管理規範。於2014年3月4日起，即實際核准我國符合資格之證券商得設立國際證券業務分公司（Offshore Securities Unit, OSU）。

於2015年，政府復開放保險公司設立國際保險業務分公司（Offshore Insurance Unit, OIU），使其得經營以外幣收付之人身保險業務、非屬我國境內不動產之財產保險業務、再保險業務及其他核准之保險相關業務。金管會期望透過推動三離境金融中心「三O」合體，以打造臺灣成為亞太理財中心，讓符合一定身分的非居民（外國人）、境外人士，可以直接在臺灣達到一站購足的金融服務，吸引海外華僑與外國人龐大資金，同時提升臺灣國際競爭力，並培養角逐亞洲市場的競爭力。

儘管符合一定身分之非居民（外國人）、境外人士已可透過OBU、OSU、OIU，在我國的境外金融業務市場投資與國際同步的金融商品。惟現行期貨產業招攬僑外交易，皆受限於《華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項》，需尋找本地保管機構並申請FINI或FIDI，時程曠日費時，且無法線上開戶，業務規模大幅受限，導致至今期貨商國際化發展受限，華僑及外國人交易比重極低。本文擬參考他國國際金融中心辦理國際期貨之業務以及我國各國際金融業務分公司之發展現況，研議開放期貨商國際期貨



業務（Offshore Future Unit，OFU）平台之可行性。以利期貨業者在兼顧外匯穩定前提下，擴大期貨產業的國際化商機。

貳、我國國際金融業務之發展及現況

一、國際金融業務分行（Offshore Banking Unit，OBU）

（一）設立資格條件

針對設立國際金融業務分行之資格條件，主要規範於「國際金融業務條例」第3條第1項規定，並依據銀行為本國銀行或外國銀行有所區分。如為本國銀行，依據第4款規定，僅需經中央銀行指定辦理外匯業務者，即得申請。如為外國銀行，依據第1至3款規定，須符合以下三種資格之一：一、經中央銀行指定，在中華民國境內辦理外匯業務之外國銀行；二、經政府核准，設立代表人辦事處之外國銀行；三、經主管機關審查合格之著名外國銀行。符合上開資格規定之本國或外國銀行，須檢附相關證明文件及營業計畫書¹等，向金管會申請，金管會應會同中央銀行進行審核。如審核同意，金管會將對該銀行核發國際金融業務分行設立許可證，並由中央銀行發給核准辦理國際金融業務證書。經特許設立國際金融業務分行者，應辦理分公司登記，且應專撥最低營業所用資金二百萬美元。

（二）經營業務範圍

綜合整理「國際金融業務條例」第4條第1項規定，國際金融業務分行得經營之業

務範圍，主要包含：

1. 為境外個人、法人、政府機關或境內外金融機構收受外匯存款、辦理外幣授信、銷售本行發行之外幣金融債券及其他債務憑證、辦理外幣金融商品買賣之行紀、居間及代理、辦理外幣信用狀簽發、通知、押匯及進出口託收。
2. 辦理該分行與其他金融機構及境外之個人、法人、政府機關或金融機構之外幣匯兌、外匯交易、資金借貸及外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之買賣。
3. 辦理境外有價證券承銷業務。
4. 辦理境外外幣放款之債務管理及記帳業務。
5. 為境內外之個人、法人、政府機關或金融機構辦理與前列各款業務有關之保管、代理、顧問及委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務。
6. 經主管機關核准辦理之其他外匯業務。

除前開「國際金融業務條例」第4條第1項明文之業務範圍外，金管會於2013年底後則配合自由經濟示範區計劃之進行，陸續以解釋令方式進行規範鬆綁，擴大開放範圍，如：2015年，開放國際金融業務分行得辦理總行及外國銀行在臺分行經主管機關核准辦理之外幣信託業務，或以信託方式辦理境內

¹ 詳參「國際金融業務分行設立及應遵行事項辦法」第3條。



Feature Report

外人士、機構委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券²；2022年，為協助臺商資金回流，開放同一境內法人之國際金融業務分行帳戶可與指定銀行（Domestic Banking Unit, DBU）外幣帳戶往來，放寬帳戶開立方式，使授信方式如屬貿易融資或保證等間接授信者，得不受帳戶首筆資金應為授信資金之限制，並刪除原定對客戶資金停泊時間及金額上限進行控管之規範等³。

（三）稅務規定

「國際金融業務條例」下對於國際金融業務分行所設之租稅規定，大致係採「境外免稅，境內課稅」之架構進行規範，即租稅優惠集中於境外交易。依「國際金融業務條例」規定，國際金融業務分行對境外交易之銷售額，享有免徵營利事業所得稅（第13條）、營業稅（第14條）、與境外個人或機構間憑證免徵印花稅（第15條）、於給付利息及結構型商品交易所得時亦免予扣繳所得稅（第16條第1項）。

（四）經營現況

自1984年首家國際金融業務分行設立起，國際金融業務分行之資產規模持續呈現增長之趨勢。後金管會於2011年間透過修正「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」等方式，大幅放寬兩岸金融

業務範圍，全體國際金融業務分行資產規模亦自2012年起出現較大增長幅度，2012年淨利較2011年大幅成長68%⁴。截至2021年底，共有36家本國銀行、23家外銀開辦國際金融業務分行。截至2021年底全體國際金融業務分行存款餘額達新臺幣2兆8,922億元，相比2020年底成長12%，不過放款餘額降至2兆1,776億元，年減2.7%。因新冠肺炎疫情影響，2021年銀行國際金融業務分行稅前獲利901.3億元，相比2020年1,037.6億元，減少136.3億元、減幅13.13%⁵。截至2022年2月底，已開業營運之國際金融業務分行全體資產總額達2,506.64億美元，資金運用以有價證券投資為最多，達988.06億美元，占資產總額之39.4%；資金來源則以聯行往來為最多，達1,096.54億美元，占負債及權益總額之43.7%⁶。

二、國際證券業務分公司（Offshore Securities Unit, OSU）

（一）設立資格條件

針對設立國際證券業務分公司之資格條件，主要規範於「國際金融業務條例」第22條之3及「國際證券業務分公司設置及應遵循事項辦法」。依規定，同時經營「證券交易法」第16條規定證券承銷商、證券自營商

² 金管會 104 年 9 月 1 日金管銀外字第 10400192770 號令參照。

³ 金管會 111 年 3 月 14 日金管銀外字第 11102705671 號令參照。

⁴ 李佩真、陸春綿（2019），《從農業金庫申設 OBU 論國際金融業務近年之發展與洗錢防制規範之衝擊》，頁 6-7。

⁵ 中央社（2022/2/17），〈疫情衝擊 3 大國際金融業務獲利同呈衰退〉，網址：<https://tw.stock.yahoo.com/news/%E7%96%AB%E6%83%85%E8%A1%9D%E6%93%8A-3%E5%A4%A7%E5%9C%8B%E9%9A%9B%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%A5%AD%E5%8B%99%E7%8D%B2%E5%88%A9%E5%90%8C%E5%91%88%E8%A1%B0%E9%80%80-121540564.html>（最後瀏覽日：2022/4/27）。

⁶ 中央銀行，國際金融業務分行家數及財務狀況，網址：<https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-1162-1.html>（最後瀏覽日：2022/04/21）。



及證券經紀商業務之綜合證券商，得由其總公司申請主管機關特許，在中華民國境內設立會計獨立之國際證券業務分公司，經營國際證券業務，並符合以下財務及業務條件⁷：

1. 證券商最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示無累積虧損。
2. 最近一期經會計師查核簽證之財務報告淨值應達新臺幣100億元；惟如僅辦理帳戶保管及因證券業務代理客戶辦理外幣間買賣及辦理匯率以外之外幣衍生性金融商品業務者，最近期經會計師查核簽證之財務報告淨值則應達新臺幣40億元⁸。
3. 證券商對外負債總額不得超過其淨值之四倍；流動負債總額不得超過流動資產總額。
4. 證券商自有資本適足比率未低於百分之一百五十。
5. 守法、健全經營，且申請前三年內無重大違規遭受處分紀錄，或受處分而其違法情事已具體改善並經金管會或中央銀行認可。

符合上開資格規定之證券商，依據「國際證券業務分公司設置及應遵循事項辦法」第3條第1項，於申請設立國際證券業務分公司時，須檢附相關文件向金管會申請⁹。金管會於收受申請書表後，即應會同中央銀行審核，如審核同意，金管會將對證券商核發國

際證券業務分公司設立許可證，並由中央銀行發給核准辦理國際證券業務證書。此外，依據「國際證券業務分公司設置及應遵循事項辦法」第5條第1項規定，申請通過設立之國際證券業務分公司應專撥最低營業所用資金二百萬美元。

（二）經營業務範圍

依「國際金融業務條例」第22條之4第1項規定，國際證券業務分公司得經營之業務範圍包含：

1. 對境內外個人、法人、政府機關或境內外金融機構銷售其總公司發行之外幣公司債及其他債務憑證。
2. 辦理境內外個人、法人、政府機關或境內外金融機構外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品買賣之行紀、居間及代理業務，及因證券業務之借貸款項及外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之買賣。
3. 辦理境外有價證券承銷業務。
4. 為境內外之個人、法人、政府機關或金融機構辦理與前列各款有關之帳戶保管、代理、顧問及委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務。
5. 經主管機關核准辦理之其他與證券相關外匯業務。

⁷ 金管會 2021 年 8 月 17 日金管證券字第 1100363166 號令參照。

⁸ 2014 年開放證券商設置國際證券業務分公司辦理國際證券業務時，考量依業務複雜度採分級管理，針對財務報告淨值達 40 億元以上惟未達 100 億元之國際證券業務分公司，並未開放辦理辦理帳戶保管業務（金管會 2014 年 2 月 18 日金管證券字第 1030003244 號令參照）。後續為擴大證券商辦業務範疇，提升國際證券業務分公司客戶資金撥轉彈性及交易之便利性，以提升證券商之國際競爭力，爰於 2021 年 8 月 17 日以金管證券字第 1100363166 號令，放寬淨值新臺幣 40 億元之國際證券業務分公司得辦理帳戶保管業務。

⁹ 「國際證券業務分公司設置及應遵循事項辦法」第 3 條第 1 項參照。



Feature Report

針對上述國際證券業務之交易對象，鑒於境外交易市場及商品較為複雜且資訊取得不易，為保護一般投資人權益，「國際證券業務分公司管理辦法」第10條及金管會2015年10月22日金管證券字第1040036865號令另規定，各該業務所稱之中華民國境內之個人及法人，應符合「境外結構型商品管理規則」第3條所稱之專業投資人條件。換言之，國際證券業務分公司主要係對非居民及本國專業投資人提供各項金融服務。

（三）稅務規定

針對國際證券業務分公司之租稅優惠，「國際金融業務條例」第22條之7參照同法第13條至第16條關於銀行設立國際金融業務分行之租稅優惠規定，定明國際證券業務分公司之稅賦優惠，即類型原則與國際金融業務分行相同，免除其與非境內個人、法人、政府機關或金融機構往來之營利事業所得稅、營業稅、印花稅及免予扣繳所得稅。惟國際證券業務分公司之稅賦優惠限於其所經營之「國際證券業務」，且優惠期限僅自「國際金融業務條例」第22條之7條生效日起算15年。

（四）經營現況

自2014年首批國際證券業務分公司經核准設立，截至2021年12月底，已開業營運之國際證券業務分公司共計19家¹⁰。於2020年12月底，資產總額合計58.1億美元，較上年底減少3.6億美元；2020年全體國際證券業務分公司之稅後淨利則為183.9百萬美元，較上

年成長33.7百萬美元或22.5%¹¹。不過2021年因為受新冠肺炎疫情影響，國際證券業務分公司業務量僅1,640億美元，年減4.2%，稅前純益5,299.1萬美元，年減71.18%¹²。

三、國際保險業務分公司（Offshore Insurance Unit, OIU）

（一）設立資格條件

依據國際金融業務條例第22條之12及「國際金融業務條例施行細則」第18條之1至第18條之3規定，國際保險業務分公司設立資格條件如下：

1. 經金管會許可，在中華民國境內經營保險業務之本國或外國保險業。
2. 本國保險業最近一期自有資本與風險資本之比率達百分之二百五十以上；外國保險業其總公司應符合其母國清償能力標準。
3. 申請前三年內無重大違規遭受處分紀錄，或受處分而其違法情事已具體改善並經金管會或中央銀行認可。

（二）經營業務範圍

就經營業務範圍，依據國際金融業務條例第22條之13第1項規定，國際保險業務分公司經營之國際保險業務如下：

1. 辦理下列以外幣收付之保險業務：
 - (1) 要保人為境外個人、法人、政府機關或金融機構，且被保險人為中華民國境外個人之人身保險業務。
 - (2) 要保人為境外個人、法人、政府

¹⁰ 政府資訊開放平台，證券服務事業家數統計表，網址：<https://data.gov.tw/dataset/104010>（最後瀏覽日：2022/04/21）

¹¹ 中央銀行（2021），《109年中央銀行年報》，頁89。

¹² 中央社，參註解6。



機關或金融機構，且保險標的非屬中華民國境內不動產之財產保險業務。

2. 辦理境外保險業以外幣收付之再保險業務。
3. 對於境外之個人、法人、政府機關或金融機構，辦理其他經主管機關核准以外幣收付之保險相關業務。

此外，為避免爭議，比照保險法第138條有關同一保險業不得兼營財產保險及人身保險業務等規定，保險業總公司設立之國際保險業務分公司亦不得兼營財產保險及人身保險。但總公司為財產保險業經主管機關核准經營傷害保險及健康保險者，則不在此限。

綜合以上可知，於主管機關所特許開放國際保險業務分公司之業務範圍，與國際金融業務分行、國際證券業務分公司相同，必須以對於非居民之交易為原則，並且限於外幣業務，明確區隔境內及境外業務。

（三）稅務規定

就針對國際保險業務分公司之租稅優惠，主要規範於國際金融業務條例第22條之16。參照其他國家之法例及第13條至第16條、第22條之7有關銀行、證券商設立國際金融業務分行及國際證券業務分公司之租稅優惠規定，於第1項至第4項定明國際保險業務分公司「經營國際保險業務」之所得、銷售額及所書立之憑證，免徵營利事業所得

稅、營業稅、印花稅及免予扣繳所得稅之規範，但其資金在中華民國境內運用所生之所得、銷售額及所書立之憑證，則仍依所得稅法、加值型及非加值型營業稅法、印花稅法之規定辦理。惟國際保險業務分公司之稅賦優惠限於其所經營之「國際保險業務」，且優惠期限僅自條文生效日起算十年。但於上開期間訂定之保險契約，至保險契約有效期間屆滿之日止，且不得超過三十年。

（四）經營現況

國際保險業務分公司（OIU）首波於2015年7月29日計14家業者（產險2家、壽險12家）獲准設立，截至2021年12月31日止，計有20家業者（產險4家、壽險15家、再保險1家）獲准設立並開業¹³。壽險業2020年度保費收入總額為新臺幣512,510千元，產險業於2016年8月22日後陸續開業，2020年度保費收入總額為新臺幣5,622千元，再保險業2020年度保費收入總額為新臺幣4,114,453千元¹⁴。不過因為新冠肺炎疫情影響，且有保險公司之國際業務分公司提列呆帳，於2021年國際保險業務分公司稅前虧損11.9萬美元，相比2020年稅前獲利260.5萬美元，由盈轉虧。截至2021年底共有9家壽險業開辦OIU，但僅1家仍有銷售商品，有效契約保單共842件。2021年全年保險OIU新契約僅4件，相比2020年減幅達8成，新契約保費收入210萬美元，也年減87%¹⁵。

¹³ 財團法人保險事業發展中心，保險財務業務統計之「保險市場重要指標」，「保險業家數及其分支機構統計表」，網址：<https://www.tii.org.tw/tii/information/information1/000001.html>（最後瀏覽日：2022/04/14）。

¹⁴ 金融監督管理委員會保險局，OIU 統計資料，2020 年統計資料，網址：<https://www.fsc.gov.tw/uploaddownloadoc?file=20160719093445/202107121604020.pdf&filedisplay=OIU%20109%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E7%B5%B1%E8%A8%88%E8%B3%87%E6%96%99pdf&flag=doc>（最後瀏覽日：2022/4/27）。

¹⁵ 中央社，參註解 5。



參、我國成立國際期貨業務中心之可行性

一、我國開放國際期貨業務中心之優勢與利基

近年來亞太地區富裕人士大幅成長，歐美的市場資金多往新興市場移動，兼之過去數年各國央行執行量化寬鬆政策，使市場資金泛濫。縱使近期有中美貿易戰、俄烏戰事、全球通膨持續上升等不穩定因素，但可預期短時間內，新興市場將仍然為全球經濟發展之主要動力，估計未來資金仍將流竄於亞太市場。而同時隨著市場不確定性增高，國際資金避險需求亦隨之大增，也成為我國期貨產業難得的擴張機會。而臺灣位處東亞關鍵戰略位置，除可作為大中華區對外口岸外，亦為北向日韓、南向東協的重要交通樞紐，具備串聯東北亞、東亞、東南亞地區金融投資的區位優勢。加之我國向來以服務業見長，金融產業經長年發展已具有一定專業及服務水平，更擁有全球電子製造業重鎮之利，且在席捲全球的Covid-19疫情下受害較輕。若能有適當之產業發展政策配合，在後疫情時代，有望吸引、整合全球金流，建立亞太地區的新金融中心。此外，我國國內之專業投資機構，諸如期貨自營商及槓桿交易商，基於尋找投資標的、分散投資組合或避險等目的，亦有不少對於外國期貨商品之需

求，以外國期貨商品為標的之拋補、對沖交易日益增長。若我國開放設立國際期貨業務分公司，除面向外國投資人外，亦可便利我國機構投資人進行交易、並取得更優惠商品報價降低其成本，同時加惠於本土期貨商。

二、國內其他金融業開放情況

目前我國已開放銀行業、證券業、保險業經營境外金融分公司業務，在眾多金融業務中卻獨漏期貨業無法經營境外業務。且截至2021年止，我國期貨商包含專營與他業兼營僅有41家¹⁶，證券商總家數則高達105家¹⁷，從開放境外業務衡量臺外幣匯率穩定、相關業者收受金額等總體經濟風險之角度，顯然開放國際證券業務（OSU）風險將遠高於開放國際期貨業務（OFU），而證券業務卻早已放寬管制，可見持續擴大開放各類金融商品的境外業務，為強化我國金融機構競爭力的可行之舉。在我國開放國際金融業務分行、國際證券業務分公司、國際保險業務分公司業務行之有年、法規發展成熟之環境下，開放境外期貨業務所需考量之風險、須建置之配套規範等，應具有較高可預測性，且須面臨之法規制定研議、溝通成本應已較過往開放境外證券業務等情形時顯著降低。則比照現有之「國際金融業務條例」資格條件與業務範圍，修正相關規定以一併

¹⁶ 參金管會證券期貨局網站，證券暨期貨市場重要指標，《期貨業及交易人概況統計表》，網址：<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0%2C4%2C109>。其中期貨自營商有32家、期貨經紀商有26家，部分為兩者兼營之期貨商。

¹⁷ 參金管會證券期貨局網站，證券暨期貨市場重要指標，《證券服務事業家數統計表》，網址：<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0%2C4%2C109>。



開放我國期貨商承作境外期貨業務，應存在高度可行性。

三、其他國家期貨業經營與開放情況

觀察其他國家發展境外金融中心之經驗，【表1.】顯示香港、新加坡及美國對於國際期貨業務之開放情形，可以發現為了吸引海外客戶及資金，這些成功的金融中心皆以開放所有金融商品為原則，鮮少有將期貨業務與證券業務分離而為差異之規範及監管。諸如香港、新加坡、紐約等主要金融中心長久以來皆開放境外客戶透過期貨商購買境內外商品，統一境內外期貨交易的管理制度，促成其國際級的金融交易市場。

而單以國內生產毛額（GDP），將我國與東亞地區最主要之境外金融中心香港及新加坡進行比較（如【表2.】所示），可以發

現香港、新加坡兩座城市雖於人口總數與整體經濟規模尚不及我國，但其金融及保險服務業產值皆遠超我國，占各自國內總GDP比重亦顯著較高。顯示我國金融服務產業整體表現而言仍稍遜於主要競爭對手，尚有大幅增長的空間，政府如欲打造臺灣成為國際級金融中心，有持續擴大開放各類金融服務業務之必要性。

在期貨產業方面，依據美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）統計資料，全球期貨及選擇權交易市場2021年及2020年交易情況如【表3.】所示。2021年整年全球總成交合約數量達620億口，較前一年度增長33.7%。其中亞太地區成交總量達305.5億口，占比逼近全球期貨及期權交易五成，2021年相較於2020年更增長51.6%，成為國際期貨的主力市場及未來成長動力的重

【表1.】香港、新加坡、美國國際期貨業務相關規範統整¹⁸

	香港	新加坡	美國
境外金融中心模式	內外一體型	由內外分離 走向內外一體	內外分離型
境外金融發展起源	自然形成	政策規劃	政策規劃
期貨商經營境外業務資格	無限制/ 不需另行申請	無限制/ 不需另行申請	無限制/ 不需另行申請
監理機關	香港證券及期貨監督委員會（SFC）	新加坡金融管理局（MAS）	美國商品期貨交易委員會（CFTC） 證券交易委員會（SEC）
業務區分	無境內境外區隔	無境內境外區隔	對美國居民銷售境外期貨商品有特別限制
交易幣別	無限制	無限制	無限制
交易對象	無限制	無限制	無限制
交易商品	無限制	無限制	對美國居民銷售境外期貨商品有特別限制

¹⁸ 表格資料由作者整理自各國相關法規，詳細內容請參考廖世昌、郭姿君、曾筱棋、賴俊穎（2022），開放期貨商成立國際期貨業務分公司（OFU）之可行性研究，期貨公會期貨研究叢書 40。



Feature Report

【表 2.】2021 年度臺灣與亞洲主要金融中心金融服務業 GDP 對比¹⁹

國家／地區別	2021 年金融服務業 ²⁰ GDP (原幣)	2021 年金融服務業 GDP (百萬美元)	占 2021 年總 GDP 比重
臺灣	NT\$ 1,459,129,000,000	52,231	6.74%
香港	HK\$ 628,208,000,000	81,248	22.07%
新加坡	S\$ 77,869,392,000	57,960	14.60%

心所在²¹。

【表 4.】則顯示上述提及之香港、新加坡、美國三地與我國的期貨及期權市場交易規模，可以發現就國內本地市場而言，我國境內期貨市場熱絡程度甚至更勝於香港、新

加坡兩地境內市場。可看出我國期貨商已累積應對成熟期貨市場的充足經驗，可為境外交易人提供高品質之服務，在擴展、吸引國際期貨客源上仍大有可為。

【表 3.】2021 及 2020 年度全球期貨市場成交量²²

地區	2021 年合約數	2020 年合約數	年增率
亞太	30,549,801,646	20,147,190,374	51.6%
北美	15,381,696,837	12,852,019,653	19.7%
拉丁美洲	8,893,935,540	6,467,912,726	37.5%
歐洲	5,451,896,778	5,608,640,531	-2.8%
其他	2,307,353,319	1,739,586,853	32.6%
總計	62,584,684,120	46,815,350,137	33.7%

【表 4.】臺灣、香港、新加坡及美國境內期貨市場成交量比較²³

國家 / 地區別	2021 年期貨及期權合約總數 (口)
臺灣	392,202,371
香港	288,140,000
新加坡	231,881,027
美國	9,928,755,160

¹⁹ 表格資料綜合整理自行政院主計總處，中華民國統計資訊網，網址：<https://www.stat.gov.tw/ct.asp?xItem=37407&CtNode=3564&mp=4> (最後瀏覽日：2021/07/21)；香港特別行政區政府統計處，國民經濟核算，網址：<https://www.censtatd.gov.hk/tc/scode250.html> (最後瀏覽日：2021/07/21)；Singapore Department of Statistics, Singapore Economy, <https://www.singstat.gov.sg/modules/infographics/economy> (last visited July 21, 2022); World Bank, World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files (2021), https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?name_desc=false (last visited July 21, 2022). 另須特別注意，因各國政府統計標準選擇之不同及基準匯率差異，故各單位統計結果可能有誤差存在。

²⁰ 合銀行業、保險業、證券及期貨業與投資顧問、信託等服務事業。

²¹ Futures Industry Association, Global futures and options trading hits another record in 2021 (Jan. 17, 2022), <https://www.fia.org/resources/global-futures-and-options-trading-hits-another-record-2021> (last visited July 20, 2022). 同 21。

²³ 表格資料綜合整理自臺灣期貨交易所 (2022)，《臺灣期貨交易所中華民國一一〇年度年報》，頁 32；香港證監會，香港證券及衍生產品市場的統計數據－期貨及期權，網址：<https://www.sfc.hk/TC/Published-resources/Statistics> (最後瀏覽日：2022/07/20)；Singapore Exchange, SGX Monthly Market Statistics December 2021 (2021), <https://www.sgx.com/research-education/historical-data/market-statistics> (last visited July 20, 2022); Options Clearing Corporation, OCC Clears Record-Setting 9.93 Billion Total Contracts in 2021 (Jan. 4, 2022), <https://www.theocc.com/newsroom/press-releases/2022/01-04-occ-clears-record-setting-9-93-billion-total> (last visited July 20, 2022).



肆、我國成立國際期貨業務中心之修法建議

綜合前文之討論，開放期貨商辦理國際期貨業務於我國應具有相當之可行性。而在相關法制之開放上，建議參考現行「國際金融業務條例」中，我國國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之規範架構，於「國際金融業務條例」增訂「期貨業」乙章，特許期貨商可於我國設立「國際期貨業務分公司」，並併同修正「國際金融業務條例施行細則」及增訂「國際期貨業務分公司管理辦法」。以下試提出修法重點之建議供參考：

一、資格條件

參考現行國際證券業務分公司規範，建

議期貨商申請辦理國際期貨分公司業務，資格條件為同時經營期貨經紀業務及期貨自營業務之期貨商，得由其總公司申請主管機關特許，在中華民國境內，設立會計獨立之國際期貨業務分公司，經營國際期貨業務。另為兼顧考量未來國際期貨業務之發展、參與期貨商承擔風險之能力，以及促進期貨商參與，參考我國目前專營期貨商之主要財務指標（如【表5.】所示），建議申辦國際期貨業務之期貨商，其財務資格條件應符合：

1. 淨值達新臺幣十五億元或每股淨值達二十元。
2. 調整後淨資本額（ANC）比率未低於百分之四十。
3. 應專撥最低營業所用資金新臺幣四千萬元。

【表5.】我國專營期貨商淨值明細表（2022年8月）²⁴

序號	期貨商名稱	淨值（億元）	每股淨值（元）
1	元大期貨	124.97	43.10
2	群益期貨	64.34	30.57
3	凱基期貨	37.46	22.22
4	永豐期貨	36.60	21.85
5	統一期貨	24.05	36.44
6	日盛期貨	23.11	33.01
7	澳帝華期貨	22.33	37.21
8	富邦期貨	21.71	15.51
9	國泰期貨	20.47	30.70
10	元富期貨	16.57	23.67
11	康和期貨	12.90	15.83
12	國票期貨	12.02	11.80
13	華南期貨	10.55	24.25
14	兆豐期貨	7.59	18.97
15	大昌期貨	3.97	13.23

²⁴ 表格資料整理自臺灣期貨交易所網站，期貨商每股淨值明細表，<https://www.taifex.com.tw/cht/8/netValuePerShare>（最後瀏覽日：2022/09/28）。



Feature Report

二、業務範圍

境外金融中心一般採取降低或排除法規限制，以及降低稅率或其他優惠制度，以吸引非居民為主的外幣存放款及其他相關金融業務。因此，為建立完整的境外期貨服務，未來如開放期貨商辦理國際期貨業務，建議國際期貨業務分公司（OFU）與境內期貨業務公司（DFU）應僅以交易對象及幣別作為區分，而朝向減少現行對期貨商業務之相關限制方向規劃，長期以觀更應儘可能放寬其可從事之業務範圍。

若以證券業之管制規範架構作為參考，目前境內證券公司按證券交易法所定證券商特許業務²⁵範圍包含有價證券之承銷、自營、有價證券買賣的居間、行紀及代理、以及經主管機關核准後經營融資融券、證券業務相關借貸、受客戶委託保管款項等；而國際證券業務分公司業務範圍，依照國際金融業務條例第22條之4規定，除限定有價證券或其他金融商品須為外幣計價、而不能以新臺幣計價外，對於原證券商專業之業務範圍採全方位開放²⁶，並衡量國際業務性質及境外客戶需求，增加開放國際證券業務分公司得經營資產配置或財務規劃的顧問諮詢財富管理服務，及經主管機關核准經營相應的外匯業務。故本文建議，對於國際期貨業務分公司開放之業務類型，初期如採正面表列方式，其範圍至少應與境內期貨商可經營之業務保持一致，而涵蓋經紀、自營、槓桿保證

金交易業務、期貨顧問、期貨經理、期貨信託、各類商品複委託業務等。

三、適用商品

國際期貨業務分公司實質上為境外的期貨特區，目的在於吸引外國客戶資金、擴大期貨商的市場規模，所以宜盡可能允許期貨商提供多樣性期貨商品為佳，達到一定規模商品庫，始能吸引境外投資人「一站式購足」，方可與外國期貨商競爭。故建議在商品範圍上，比照國際金融業務分行採取原則允許，例外負面表列禁止，且負面項目之複雜類商品得經主關機關核准豁免之監管方式，以利期貨商針對不同境外人士及機構，客製化設計具有吸引力之期貨商品。

惟依「國際金融業務條例」第7條規定，國際金融業務分行辦理外匯存款，不得收受外幣現金，亦不得准許以外匯存款兌換為新臺幣提取。另依同法第8條規定，國際金融業務分行非經中央銀行核准，不得辦理外幣與新臺幣間之交易及匯兌業務。而境外證券業務分公司及境外保險業務分公司亦分別以同法第22條之8、第22條之17準用前開第8條規定。可知目前國際金融業務分行、國際證券業務分公司、國際保險業務分公司可從事之業務，其交易幣別皆以不涉及新臺幣之外幣交易為限。因而，為符合我國中央銀行一貫穩定新臺幣匯率之政策，境外期貨商品之交易幣別，仍宜仿照現行「國際金融

²⁵ 證券交易法第15條、第60條參照。

²⁶ 陳向榮（2014），〈國際證券業務 Q&A〉，《證券服務》，624期，頁116-117。



業務條例」規定，限於新臺幣以外之外幣，且相關帳戶內之金額亦不得兌換為新臺幣。

四、適用對象

考量期貨商目前之客源結構，以及參考香港、新加坡一體式相關規範制度，不限制客戶之境內外身分，為積極爭取亞太金融服務中心地位，長期以觀或可考慮國際期貨業務未來朝向全面開放境內客戶亦可接受各類境外金融業務服務。另參考「國際金融業務條例」第22條之4及「國際證券業務分公司管理辦法」第10條規定，目前國際證券業務開放之客戶對象至少包含境外之外國個人、法人、政府機關、金融機構及境內專業機構投資人。故在國際期貨業務之適用對象方面，初步建議應含境外自然人、法人、政府機關及金融機構，並擴大包括具備專業能力及財力之境內專業投資人。

五、租稅優惠

為鼓勵期貨商經營國際期貨業務，參照現行國際金融業務條例中，有關銀行、證券、保險業設立國際業務分公司之租稅優惠規定，建議國際期貨業務分公司經營國際期貨業務之所得、銷售額及所書立之憑證，自修法後15年內，免徵營利事業所得稅、營業稅、印花稅及免予扣繳所得稅。但國際期貨業務分公司與中華民國境內個人、法人、政府機關或金融機構進行之相關業務，仍依所得稅法、印花稅法等規定辦理。

伍、小結

我國從1983年首次訂立「國際金融業務條例」，開放銀行業經營國際離岸業務以來，歷經三、四十年發展，陸續開放證券業、保險業設立國際業務分公司經營境外客戶，已逐步放寬我國金融服務業經營國際業務之限制，僅餘期貨業尚未納入。而基於金融服務之完整性，國際金融業務應涵蓋銀行、證券、保險、期貨範圍，彼此相輔相成、缺一不可，才可打造一站式國際金融服務中心，亦能協助國內信託產業、資產管理行業發展，提升臺灣資本市場的深度與廣度。開放期貨業經營國際期貨業務，對於我國國際金融業務之發展有實質助益，且有助提升我國期貨業之國際化程度、專業水準及競爭力，培養我國期貨服務人才，更可吸引外國期貨業及國際專業人才在我國境內從事期貨業務。未來，有關國際期貨業務之利基及長遠發展，還有賴於主管機關、學術界與產業界繼續攜手共同合作及探討。配合國際期貨業務之開放，各項相關法令、政策應適時補充或修正，並迅速回應市場客觀環境之變化與需求，使其富有彈性及競爭力。





企業避險經營與期貨市場發展的良性循環

期貨市場本就緣起於企業避險，本文透過對企業避險經營所涉及的相關現狀進行瞭解，以期構建出一條期貨市場的良性循環路徑供市場各方人士參考。

◎昭韓

一、期貨市場的運行邏輯

期貨市場是從遠期現貨貿易發展而來。

現代期貨的發源地通常被認為是美國的芝加哥期貨交易所。事實上，期貨合約早在大約4000年前就得以運用。在美索不達米亞，奴隸售賣活動可以透過遠期交割，也可以轉化為交割銀幣進行結算而不需要真的實際交付奴隸。在巴林島，商人們帶著貨物清單，並用它們來交換印度的其他商品。諸如類似的貿易形式，在西元前1200年的埃及、阿拉伯和印度都已存在¹。

從大航海時代的重商主義²到現代的資本主義³，英國工業革命的爆發催生了大規

模的工業化生產和市場對大宗商品的規模化需求。貿易開始走向專業化，商人們開始承擔單一的市場功能，生產商、貿易商、進口商、出口商相繼出現。伴隨著美國19世紀中期到20世紀中期鐵路、電報等技術的發展，帶來了貿易規模的壯大，物流成本的顯著下降和資訊的迅速傳遞，與此同時，貨物貿易的結算方式也發生了改變。傳統的現貨現款結算已經無法滿足貿易增長的需求，物流運輸和資訊傳遞不再成為貿易信用風險的主要障礙。大量的遠期交易開始出現，貨物的物流與現金流發生了分離，在商業信用的基礎上，購銷合約的物流確認與定價結算分離，使得物流貿易長期化，貿易結算分段化，全

¹ 資料來源：《美國金融史（第一卷），從克里斯多夫哥倫布到強盜大亨，1492-1900》，P7。

² 重商主義是大航海時代，歐洲各個國家透過四處尋找殖民地來採掘金銀礦藏，獲取重要原材料，以及開發產成品售賣市場，來達到提升自己母國的經濟水準。

³ 資本主義是在重商主義的基礎上發展而來，工業革命的出現，使得大規模生產成為可能，國家不再通過殖民貿易而是轉為大規模生產並銷售，來提升本國經濟水準。



部貿易定期清算，這就為期貨的出現打下了信用基礎。

在這期間，傳統的小型貿易商逐漸被大型貿易商所取代，隨著貿易流動，倉庫、交貨品級、結算等“類期貨規則”的出現，為進一步降低物流成本、提升貿易效率，用於貿易的遠期合約最後經過人為創造被設計成“標準化合約”，注入到美國的期貨市場當中，同時設定一系列的交易、結算和清算制度，開啓了我們現代意義上的期貨交易。

期貨價格是避險、投機和套利交易三方合力的結果。

期貨市場的參與者包括避險者、投機者和套利者。避險者以避險經營為目標，透過在期貨市場的避險操作將現貨的經營風險進行轉移。主要包括2類避險：定價避險和價值避險⁴。定價避險主要是購銷合約的作價，如點價和均價，其背後反應的是現貨商品的供需。價值避險主要是對持有的貨物在核算期間的現金流價值避險，也是期貨實施交割制度的信用保證。

投機者和套利者在期貨市場中都是以獲取風險損益為目標，所進行的均屬投機交易，透過在期貨市場的多空操作獲取利得或損失。避險者將自己的風險轉移至期貨市場，投機者透過承擔避險者轉移的風險來獲

取風險損益，同時提供期貨合約的流動性，讓期貨市場的價格發現功能顯現。然而，隨著投機者的不斷湧入，期貨價格與現貨價格發生偏離，套利機會出現。套利者透過套利交易，對期貨價格進行校準，最終使得期貨價格與現貨價格回歸合理區間。

但是，期貨市場中的投機交易不能太多。投機太多，會帶來期貨價格與現貨價格的嚴重偏離，而扭曲市場價格。如，在2008年金融危機後，美國參議院曾就“機構投資者和對沖基金的過度投機是否導致商品價格的急劇暴漲？”舉行特別聽證會⁵。隨後《多德弗蘭克》法案中的“沃爾克規則”就對銀行的自營資金參與大宗商品市場進行了限制。諸如摩根大通等許多知名金融機構也在隨後幾年中相繼對其大宗商品交易部門進行了調整。

因此，當期貨市場處於避險、投機和套利三者平衡狀態時，其價格發現和風險管理功能的發揮是最充分的。而如何達到這種平衡狀態，則需要與企業避險經營相關方的共同努力。

二、企業避險經營涉及的相關現狀

企業避險經營指的是實體經濟企業運用期貨等金融衍生品，對其經營資產的價值變

⁴ 詳細的闡述見期貨人季刊 2022 年第 3 季，《企業運用避險會計助益經營發展》；2022 年第 4 季，《企業避險經營管控體系的創設、原則及運用》。

⁵ 資料來源：<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-110shrg43084/pdf/CHRG-110shrg43084.pdf>



Feature Report

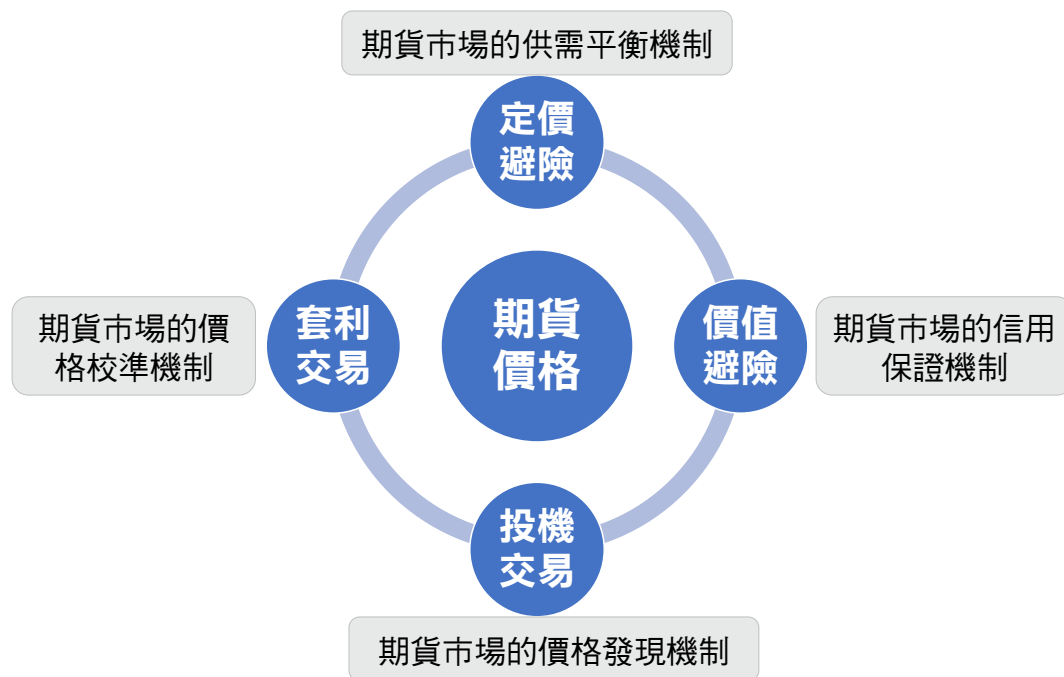


圖 1、期貨價格的形成機制

化進行的風險管理活動。在前面兩期的《期貨人》季刊專題報導中，筆者已經對企業的避險經營做了詳細的闡述。實務中，企業開展避險經營要進行業務管理和制度建設，最後要透過避險會計進行避險效果的評估。在這個過程中，所涉及到的相關方包括期貨交易所、證券交易所、期貨交易商、保管機構、會計師事務所以及協力廠商資訊服務機構等。

期貨交易商是服務企業避險經營的主力軍，但目前尚未形成有效服務。

企業運用期貨工具開展避險經營，最重

要的是需要瞭解期貨市場對企業經營的重要性，這涉及到期貨商的引導和指導。以大陸150家期貨商來看，當前期貨商的利潤主要來源於經紀業務和風險管理業務⁶。近年來，隨著經紀業務手續費的下降和風險管理業務的同質化競爭加劇，加上期貨商並未建立有效服務企業避險經營的人才，無法拉動產業的持續避險，導致其經紀業務收入持續下滑，風險管理業務也頻繁出現風險。如，2019年的華泰期貨、天風期貨的PTA場外期權穿倉事件；2022年的新湖期貨場外期權按經紀業務結算的糾紛案件；造成這些結果的主要原因在於期貨商中缺乏“懂現貨、懂期

⁶ 大陸的期貨公司風險子公司承接風險管理業務，包括造市業務、倉單融資、基差貿易、合作避險以及場外期權等。



貨、懂管理、懂財務”的綜合性人才，不能為企業避險提供有效服務，最終還是在經紀業務方向打轉，陷入手續費下降的惡性循環中。

會計師事務所是服務企業避險會計的首選機構，但其當前缺乏對期貨市場和避險業務的理解，不能很好的輔導企業將避險業務與避險會計做銜接。

企業運用期貨市場開展避險經營，其避險效果的評估是要透過避險會計體現的，這涉及到會計師事務所對企業避險會計的審計和諮詢服務。從大陸最近幾年的發展看，會計師事務所對避險會計作業的困難點，主要是缺乏對期貨市場和避險業務的理解，經常發生分不清楚期貨合約與現貨合約的差異，或常常在進行審計時不知道要審查什麼文件。此外，筆者從大量的業內避險會計培訓中感受到，儘管會計師事務所從財務處理上可以按照避險會計規定進行相應的賬務處理，但其對於期貨市場與企業避險經營的本質效用——“實現穩定的正向經營現金流”的實現過程較不清楚，較困難輔導企業做好避險業務與避險會計的銜接。

期貨交易所作為市場組織方，要警惕各類機構資金入場。

企業運用期貨市場開展避險經營，其避險效果的評估除了要透過避險會計來體現，還需要市場組織者對期貨市場平衡狀態的良好維護。期貨市場的平衡狀態發揮越充分，

企業避險的效果就越好。這涉及到期貨交易所等市場組織者。特別是要警惕機構類資金的大舉入場，衝擊本應由供需反應的期貨價格，造成基差的擴大，阻礙企業的避險業務。

證券交易所、保管機構，要重視上市公司避險業務的資訊揭露。

企業運用期貨市場開展避險經營，尤其對於上市公司來說，關於避險業務的資訊揭露也是相當重要。這涉及到保管機構和證券交易所。從美國看，上市公司避險經營的資訊揭露形成了“以財務信息為核心”的法律（證券交易法）、監管規則（SEC）和會計準則（US GAAP）的統一監管標準，對企業的財務報表、附註、臨時公告都進行了具體的定性與定量揭露的要求。從大陸看，隨著近幾年上市公司開展避險業務的數量逐年上升，在《期貨和衍生品法》實施後，目前已初步形成了對避險業務從法律（《期貨和衍生品法》）、監管規則（《上市公司自律監管指引——交易與關聯指引》）和會計準則（CAS）的統一認定標準，對企業應當揭露的公告進行了明確定義，包括避險業務的可行性與必要性報告、避險業務制度與臨時虧損公告。

協力廠商資訊系統，提高對賬作業效率。

企業運用期貨市場進行避險經營，對於避險需求旺盛、規模較大的企業，日常的避險交易量非常大也非常頻繁，在避險會計的



Feature Report

處理上人工往往難以處理。如，大陸某家黃金企業，其日常避險操作一天就有上千筆交易，若財務人員以人工進行期貨和現貨的匹配與對賬作業，不僅效率低、人工成本高，而且出錯率也高，但若經由資訊化系統來進行輔助處理，其效率將大為提高。觀察大陸近幾年作業方式，目前多數企業會建立一個大宗商品信息系統綜合平台，同時連接期貨交易系統與現貨交易系統，如企業資源管理計劃ERP等。

然，避險業務的管理與決策功能尚不能實現資訊化，且避險會計的資訊化運轉也並不理想，仍存在一些問題，但透過對企業避險經營涉及的相關方進行分析闡述，有利於形成對“整個期貨市場的良好循環路徑”一個比較清晰的脈絡。

三、構建期貨市場的良好循環

期貨本就源於貿易避險的客觀性需要。從遠期到期貨市場的構建，監管者將期貨交易的機制規範化後，交易效率大幅提升。隨著避險者、投機者、套利者的相互作用，彰顯期貨的價格發現功能；同時，也進一步促進企業運用期貨價格進行定價避險。企業透過開展避險經營，運用期貨市場對其經營資產的價值變化進行風險管理，以尋求正向的經營現金流溢出和穩定的經營預期。隨後，透過避險會計將其避險經營的效果進行評估與顯現，從定性與定量的角度分析避險經營的效用以及產生避險無效性的原因，從而對期貨市場風險管理功能的發揮形成有效反饋，為期貨交易進一步消除市場產生的避險無效性、進行避險工具品種的創新提供強有力的論據支援。

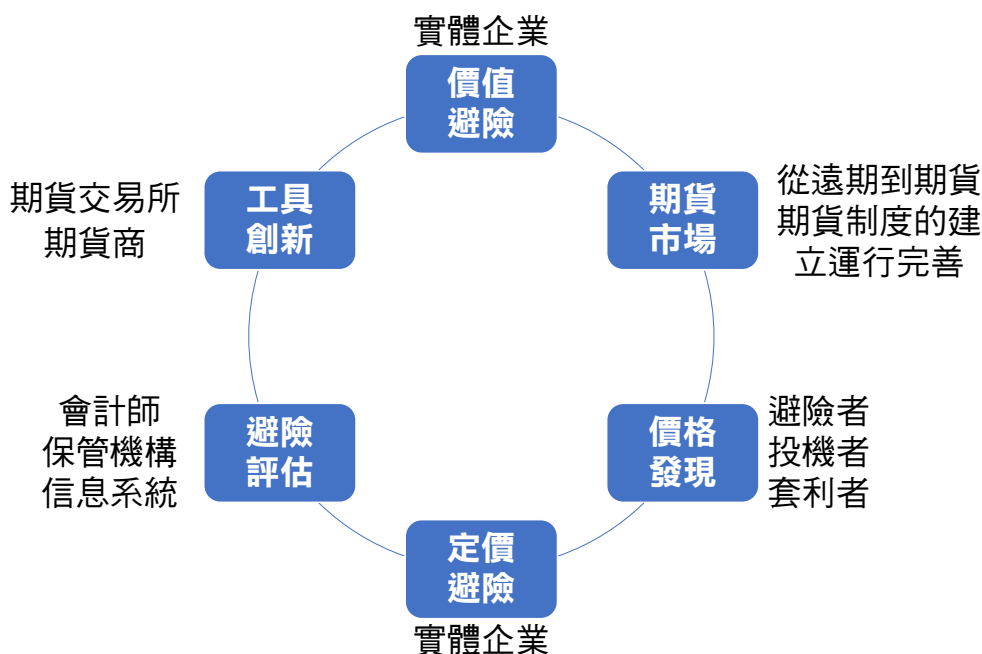


圖 2、期貨市場的良好循環之路徑



隨著產品的不斷創新，企業可運用的避險工具更加豐富多元，期貨市場制度日益完善，吸引更多的避險者、投機者和套利者，期貨價格發現功能得以進一步的發揮，吸引更多企業開展避險經營，透過避險評估，避險的有效性進一步提升，期貨交易所再進行新一輪的工具創新。如此往復，期貨市場的良好循環路徑得以構建完成。

可見，期貨市場這樣的良性循環，源於避險，也導向避險。這也是期貨市場服務實體經濟的本質。要構建這樣的期貨市場循環，需要市場相關各方的共同努力。因此，筆者在此提出幾點微薄建議供市場各方人士之參考：

1. 對於期貨交易所，要警惕機構類資金大量進入期貨市場，擾亂商品供需，導致期貨價格與現貨價格偏離。此外，也要做好評估場外衍生品對場內期貨價格的影響，避免出現如LME鎳事件類似的市場流動性枯竭問題。
2. 對於期貨商，要著力培養“懂現貨、懂期貨、懂管理、懂財務”的企業避險服務優質人才，提升期貨商的行業

競爭力，避免陷入手續費的無序競爭中；透過培育企業避險服務的優質人才，幫助企業梳理其避險業務流程和制度建設，與企業建立深度黏性，提升經紀業務的持續性，同時可另外創收避險諮詢服務費用。更進一步，在經紀業務持續的基礎上挖掘企業對避險工具的需求，促進風險管理業務的發展。

3. 對於會計師事務所，要加強與期貨商的溝通聯繫，補足對期貨業務知識的欠缺，要從企業避險經營的業務出發去理解避險會計，提升完善對企業避險經營的審計、諮詢服務。同時，也可以加強與協力資訊廠商的聯繫，打通避險會計的信息化。
4. 對於上市公司的避險經營，可在行業現狀基礎上完善相關資訊揭露規則指引，可參考美國做法，構建以財務為核心的資訊揭露機制。

願我們共同努力，構築期貨市場的良性循環，為實體經濟保駕護航！



（作者是業內有避險理論和業務實踐的專業人士，深度參與世界500強金川集團的避險業務 管控系統創設，有豐富的避險會計經驗，對企業 避險經營有深入研究。）



證券期貨反詐騙 諮詢專線

(02)2737-3434

(三思三思)



防投資詐騙 投資前要三思

- ⚠️ 一思 投資資訊來源？
- ⚠️ 二思 釣魚詐騙風險？
- ⚠️ 三思 銷售機構合法？

防詐騙

三不三要

三不

不聽 ✦
來源不明資訊

不加 ✦
陌生投資群組

不用 ✦
保證獲利APP、投資平台

三要

要警覺 ✦
對任何鼓吹加入投資群組、勸誘買股資訊提高警覺

要查證 ✦
向合法期貨商、合法投信投顧業者、合法證券商或165反詐騙專線查證

要報警 ✦
向治安單位或檢調單位檢舉（或撥打165反詐騙專線）

合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

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



中華民國期貨業商業同業公會

熱忱 · 積極 · 完美