

從我國道瓊指數期貨發展看我國期貨市場新機會

國泰投信 量化及創新商品處協理◎章錦正

全球投資市場在近期持續震盪，但在持續的震盪之下，美股仍創下歷史的新高；道瓊指數期貨自在臺灣期貨交易所掛牌交易以來，已經成為除了美國地區之外，全市場交易道瓊指數最熱絡的地方，未平倉合

約數不斷創新高的同時，該商品的交易量也創下新高。選對商品與設計適合的合約規格，期貨交易所功不可沒。我國道瓊指數期貨成功的因素為何？從這個商品的成功發展，我們又可以看到什麼樣的新機會呢？

道瓊斯工業平均指數近10年走勢



美國為全球最大經濟體，且國人複委託買賣外國股票中，美國股票交易金額最大。另外國人透過複委託交易芝加哥商業交易所

集團（CME Group）掛牌之美國E-mini道瓊工業平均股價指數期貨商品日均量亦達萬餘口，且國內投信業者亦發行美國股價指數相



Market information

關ETF，顯見國內市場的參與者們對於美國股市具高度的興趣。期交所於2017年，為提供更多元、便利之投資工具給投資人，與CME Group合作，取得指數授權，在臺掛牌交易美國道瓊期貨，也為我國期貨市場引進了新的動能。

道瓊指數期貨的特點

在此商品的特色方面，有以下幾點：第一是採新臺幣計價，無匯率風險美國道瓊期貨及美國標普500期貨皆採新臺幣計價，交易人以新臺幣進行交易，無需承擔匯兌風險，即可參與美國市場投資。

其次，以現有國內期貨交易帳戶下單，交易更便利。美國道瓊期貨上市後，國內期貨交易人除透過複委託方式交易美國金融衍生性商品外，亦可透過我國期交所美國道瓊期貨，比照其他國內期貨商品之下單管道即可交易，不僅交易更為便利，交易成本也相對較低。而在交易時間方面，因為交易時間完整涵蓋美國股市，美國道瓊期貨及同時上市的美國標普500期貨，其交易時間為臺灣時間上午8:45~下午1:45（一般交易時段）及下午3:00~次日上午5:00（盤後交易時段），完整地涵蓋了美國股市交易時段，有利於交易者掌握操作機會，並進行風險的控管與倉位的調整。

另一個特色，就是商品更為豐富，策略更加多元；美國道瓊期貨的推出，更加豐富我國期貨市場的國際商品，除了能吸引對美

國市場有興趣之交易人參與我國期貨市場外，同時提供國內美國道瓊指數ETF之發行業者及投資人便利之避險管道，又國外亦有其他交易所（如日本）推出相同標的之指數期貨，交易人可從事跨市場、跨商品之策略交易，資金運用更靈活與多元。

在其契約規格方面，期交所為便利交易人進行跨市場美國道瓊期貨間之套利及避險交易，我國的美國道瓊期貨規格設計原則上趨向同原市場，亦即「美國芝加哥商業交易所集團（CME Group）」之「美國道瓊指數期貨」契約規格，如最後交易日、最後結算價等，惟考量我國期貨市場交易習慣及交易人結構，部份規格仍與其他市場有所不同，如計價幣別、交易日、交易時間、契約規模等。以下就期交所美國道瓊期貨主要之契約規格項目進行說明。

首先在交易標的方面，「美國道瓊工業平均股價指數」亦常被國人簡稱為「道瓊指數」，為美國道瓊工業平均股價指數（Dow Jones Industrial Average ,DJIA），自1896年5月起，由標準普爾道瓊指數編製公司（S&P Dow Jones Indices ,SPDJI）所編製，成分股為30檔於紐約證券交易所（NYSE）及那斯達克交易所（NASDAQ）上市之「運輸及公用事業以外」各產業的龍頭股，包含蘋果、波音、3M、麥當勞、迪士尼、可口可樂等成分股，其計算方式係採「價格平均法」。該30檔股票約占有所有美國股票市場總值的五分之一，為美國知名之大型藍籌股指數。



資料來源：S & P Dow Jones Indices

成分股篩選

- 以非量化方式篩選
- 委員會將根據市場事件隨時進行調整
- 調整重點將以公司聲譽、永續成長及廣大投資者為衡量條件

基本要求

- 必須為S&P 500之成分股
- 考量平衡產業代表性

委員會成員

- 華爾街日報 2位
- 標普道瓊斯指數 3位

而在「交易日」方面，美國道瓊期貨及標普500期貨交易日與期交所之營業日相同，因此可能會有在「美國現貨市場休市日時交易」，或在美國現貨市場交易日時休市之情形。而在「交易時間」上，美國道瓊期貨及標普500期貨交易時間為臺灣時間上午8:45~下午1:45（一般交易時段）下午3:00~次日上午5:00（盤後交易時段）。

美國道瓊期貨的契約價值設計上，乘數為每點新臺幣20元，若以2019年7月31日美國道瓊期貨最近月份契約之結算價26,824點換算，契約價值為新臺幣536,480元，與我國小臺指的契約價值接近。在最小升降單位的设计上，美國道瓊期貨為指數1點，其價值為新臺幣20元。而在「到期交割月份」上，美國道瓊期貨到期交割月份為連續4個季月，與CME Group之E-mini道瓊指數期貨相同，以利交易人進行跨市場策略交易及期貨的定價參考。而美國道瓊期貨每日結算價，

與現行其他國內指數期貨相同，皆採當日收盤前1分鐘內所有交易之成交量加權平均價。

在期交所設計的每日漲跌幅方面，美國道瓊期貨參考原市場CME Group所定訂之「斷路機制漲跌幅」，並比照現行國內期交所日本東證期貨及印度50期貨三階段漲跌幅限制之作法，採先前一般交易時段每日結算價7%、13%、20%三階段漲跌幅度限制。在最後交易日的設計上，美國道瓊期貨最後交易日原則上同原市場CME Group之E-mini道瓊指數期貨之最後交易日，為到期月份第三個星期五。最後交易日倘遇我國假日或標的指數預定不發布日（一般而言，標的指數預定不發布日即美國NYSE及NASDAQ休市日），則調整為前一同時為標的指數預定發布日及期交所營業日之日；若因不可抗力因素未能交易（如颱風假等）時，則延後至次一同時為標的指數預定發布日及期交所營業



Market information

表1、「美國道瓊工業平均股價指數期貨契約」規格

項目	內容
交易標的	美國道瓊工業平均股價指數
中文簡稱	美國道瓊期貨
英文代碼	UDF
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ◆本契約之交易日同臺灣期貨交易所營業日 ◆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；到期月份契約最後交易日無盤後交易時段
契約價值	本契約指數乘上新臺幣 20 元
契約到期交割月份	<ul style="list-style-type: none"> ◆三月、六月、九月、十二月，四個接續的季月 ◆新交割月份契約於到期契約最後交易日之次一營業日一般交易時段起開始交易
每日結算價	原則上採當日一般交易時段收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依臺灣期貨交易所「美國道瓊工業平均股價指數期貨契約交易規則」訂定之
每日漲跌幅	採前一一般交易時段每日結算價 $\pm 7\%$ 、 $\pm 13\%$ 、 $\pm 20\%$ 三階段漲跌幅度限制
最小升降單位	指數 1 點（新臺幣 20 元）
最後交易日	到期月份第三個星期五
最後結算日	最後交易日之次一營業日
最後結算價	最後交易日標準普爾道瓊指數編製公司 (SPDJ) 計算之美國道瓊工業平均股價指數特別開盤價 (Special Opening Quotation, SOQ)
交割方式	現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受
部位限制	<ul style="list-style-type: none"> ◆交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾臺灣期貨交易所公告之限制標準 ◆法人機構基於避險需求得向臺灣期貨交易所申請放寬部位限制 ◆綜合帳戶，除免主動揭露個別交易人者適用人部位限制外，持有部位不受臺灣期貨交易所公告之部位限制
保證金	<ul style="list-style-type: none"> ◆期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金水準 ◆臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金，以「臺灣期貨交易所結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按其訂定之成數加成計算之

資料來源：臺灣期貨交易所

日之日。美國道瓊期貨之最後結算日為最後交易日之次一營業日。最後結算價原則上與原市場CME Group相同，分別為最後交易日SPDJ計算之美國道瓊工業平均股價指數特別

開盤價（Special Opening Quotation, SOQ）。交割方式以現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受。

道瓊指數期貨的成功因素

道瓊指數期貨不是第一個引進國內交易的外國指數，但目前可以說是最成功的一

個。若從背後的原因探討，可以發現以下幾點有趣的現象。



圖 1、我國道瓊期貨走勢與成交量

(一) 我國交易者偏好以新臺幣交易的期貨
雖然小道瓊等海外期貨在國內行之有年，也吸引不少投資人交易，但當國內也開始以新臺幣交易道瓊期貨以來，交易量便部份被轉移到新臺幣版本的標的來。對原本的投資人來說，降低匯率風險應該也是一個主要的因素。

(二) 知名指數仍是成功要件

道瓊指數歷史長達120年，對投資人來說，是再熟悉不過的指數，每日新聞或廣播，均以道瓊為美國股市的代表，所以道瓊指數期貨的高人氣，應該也與高知名度息息相關；另外，國內也有投信發行道瓊工業指數ETF，也讓國人投資該指數有更多元化的管道，進一步推升該指數的交易狀況。

(三) 世界股市的代表，美股長期績效佳

美股占MSCI世界指數權重超過五成，且1990年至今，道瓊指數上漲超過800%，儘管歷經2000年科技泡沫、2008年金融海嘯、及2017年中美貿易戰等系統性風險，道瓊指數總是可以恢復長期穩健向上趨勢。優異的長期績效表現也讓投資人對道瓊指數的投資更具信心，也增加了交易道瓊期貨的機會。

(四) 交易需求與避險需求

道瓊指數與其他的股票型指數相較，雖然不是波動率最高的，但是期貨的槓桿特性的確可以讓交易道瓊指數期貨的交易者們感受到與美國股市連動的損益波動；再者，投資人對美國股市熟悉，甚至有不少國人投資美國大型權值股(道瓊成分股)，也讓投資人多了一個用道瓊指數來從事避險的好管道。



Market information

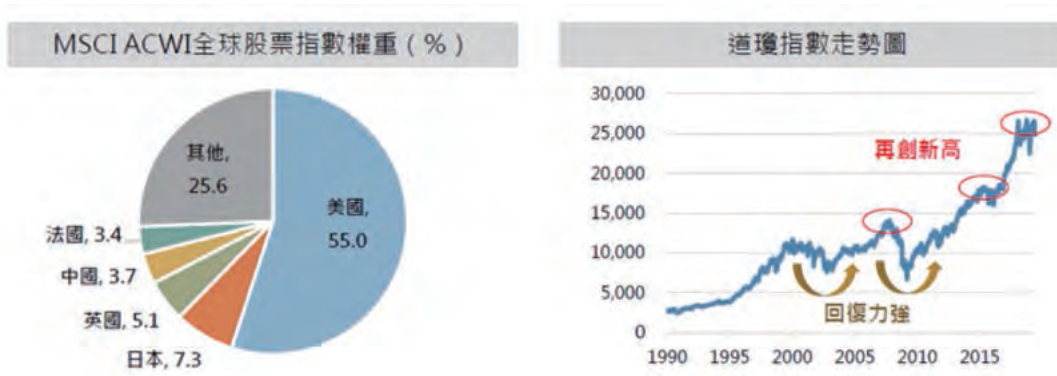


圖 2、道瓊指數走勢與美股占 MSCI 全球指數之權重 (資料來源：Bloomberg)

道瓊期貨的另一種操作方式：談資產配置

許多的投資人或者是期貨交易者，往往是拿期貨來做短線操作的工具，可能是做短期投資或者是風險規避，其實投資人往往忽略了，期貨還可以拿來做中長期的資產配置。

與市場上現在蓬勃發展的ETF類似，期貨其實也是一種「指數化」的操作工具，因為期貨多半都有所追蹤的指數或者是標的，期貨工具與ETF工具不同的是，期貨在定義上一定要追隨標的指數，且在結算日時，期貨與標的指數或者是標的的價格必須要趨於一致；所以利用期貨來當做投資的工具，其實並無不可，而且相較於ETF本身其追蹤誤差比較小，或者可以說期貨在定義上面並沒有所謂的追蹤誤差，因為期貨在結算日必等同於現貨，所以如果是投資持有到結算日，不會有所謂的追逐誤差產生，所以如果要拿期貨來做資產配置，其實是可行的；但是投資人一定要注意的，期貨本身有到期日，與ETF或是其他的理財工具不同，投資人在到期日或者是到期時，要記得轉倉，否則的

話，手上的部位就會結算並消失，所以如果要運用期貨來做理財工具，或許投資人可以考慮長天期的期貨以減少到期轉倉的次數。

因為期貨的種類非常的多，所以投資人其實也可以使用期貨來作為一種資產配置的工具，而且期貨本身的槓桿效果，可以讓投資人有更好的資金運用效率，舉例來說，許多投資人都知道，如果把股票與債券平均配置將可以達到風險分散的效果，股票與債券雖然同屬於有價證券，但是他們的風險並不同，當市場上發生風險事件或者是市場金融危機時，債券或者是公債等投資工具，可以發揮非常好的避險的效果，所以許多的投資專家會建議投資人，股票與債券要均衡配置。

運用期貨工具來作為資產配置的方式，其實投資人可以透過同時投資股票指數期貨與債券型的期貨，來達成資產配置的效果，當然商品類的期貨也是非常好的分散風險的工具，但是商品類的期貨通常波動率較高，且此類標的的轉倉成本有的時候會比較高，所以不建議配置過高的比例，另外市場上現在開始出現貨幣型的期貨工具，讓投資人可

以透過期貨來取得不同外匯的部位，其實也是一種分散風險的配置工具。

其他可能在國內期貨市場的潛在機會

在看到道瓊指數期貨成功的同時，我們可以看到國人對新臺幣交易期貨的新需求，也可以發現我國期貨市場在國際上，也是相當充滿活力的。在下一步，國內可以推出什麼樣的指數，可以更成功呢？或許可以參考以下的幾個方向。

（一）道瓊指數選擇權

在指數期貨的成功後，投資人最需要的會是選擇權；因為單單期貨標的無法組成有效的交易策略，若能搭配選擇權非線性報酬率的特性，可以組合成多種不同的策略，例如投資人常用的「多頭價差」或「兀式策略」等，更可以結合現貨與選擇權，打造「美國掩護式買權」（Covered-Call）策略等。如果能在期貨成功的同時，順勢推出選擇權商品，相信也一定會有很好的回響。特別是近期美中貿易戰如火如荼，投資人若能使用道瓊指數選擇權來作為避險工具，將會是因應市場震盪的好對策。

（二）債券型指數期貨與選擇權

除美股之外，市場最重要的就是美債，我國發展的ETF之中，美債相關的ETF規模也非常驚人，如果我們能有美國債券型指數，投資人在利率動盪的環境下可以避險，而投信或大型機構法人可以用債券型指數發行ETF，或是槓桿與反向型的產品，相信很有成功的機會。投資人如何可以透過多種類

型的債券型標的以及選擇權來達成更低風險的投資組合。熟悉傳統投資組合理論的投資人應該都會知道，納入更多的資產，都有機會可以提升投資組合效率，進一步把效率前緣往前推。

在標的部份，可從美國公債指數開始，進一步推展到信用債等指數，例如高收益債就是國人一直熱衷的標的，倘若能在期貨市場上也有高收益指數期貨可操作，相信一定會是非常熱門的產品。

除了債券指數本身之外，各檔債券指數ETF，或許也可以成為ETF個股期貨的標的；目前的國內債券型ETF市場快速成長，需要新的投資人投入，來增加分散性與流動性。如果能夠被列為期貨的標的，一定能夠進一步增加市場的參與，讓期貨市場與現貨市場均衡發展，也讓投資人能組合更多不同的投資策略。

（三）高波動的美國科技指數

如半導體指數等。投資人喜愛知名度與波動率，而我國投資人最愛的「台積電」股票，也是費城半導體指數的成分股。如果推出新臺幣版本、知名度高又有避險交易需求的「費城半導體指數」，高波動的特性很有可能成為市場的另一個亮點。

作為參與這個市場的一份子，我們非常高興看到期貨市場能有國際化的成長，也深深為國內期貨市場的優異成績感到驕傲，相信期交所一定能夠把握機會，順勢推出更多對投資人有幫助的好產品，讓市場可以善用更多新臺幣的期貨與選擇權工具，來管理全球風險並增加投資效益。

