

期貨市場支援實體經濟



元大期貨副總經理 陳昱宏

近年來，臺灣期貨市場不論是交易量或是成交值都有著亮眼表現，去年臺灣期貨市場開業25週年，全年的交易量就已經達到3.24億口，這也是連續4年超過3億口（日均量135.8萬口），然單就今年截至7月底，交易量更已經來到2.33億口，較去年同期的1.78億口相比，增長率更是來到31%，若以目前的增長速度來估計，今年甚至有機會挑戰4億口的里程碑；與此同時，臺灣期貨市場開戶數累計已然超過200萬戶，其中自然人開戶數約200.42萬戶，法人開戶數近1.13萬戶，顯見期貨商品也逐漸融入投資人日常交易的模組當中，一反過去期貨與現貨的角色常常有不少的距離感，因此現階段期貨與選擇權等商品可以確定是投資人不可或缺和金融交易工具，這更直接呼應到本篇的主題「期貨市場支援實體經濟」。

然而支援實體經濟方面，本篇文章以二個角度來切入，一是代表實體經濟的產業需求（從產業法人的需求角度），二是代表金融資產的股期替代（從投資人的需求角度），然而產業法人的需求就如同過去市場所熟悉的期貨轉現貨（實物交割）的需求，以及期貨避險的需求角度陳述，尤其在目前產業法人對於期貨交易還是有些陌生下，期貨更是可以發揮它的功能所在，從過去進出口商傾向最傳統的做法，即找銀行開立專屬的契約規避原物料價格波動和匯率風險，但銀行也有可能具備違約風險，甚至對企業抽銀根的可能，加上進出口商在簽約後若要臨時解約，這解約成本也相對偏高，故而利用期貨在集中市場交易，流動性高且有結算機構的保證履約，又能夠隨時平倉出場，有利產業法人利用期貨進行風險規避，況且資產價格的波動風險確實可以有效控制，相信未來會有更多的產業法人傾向使用期貨工具；至於股權替代則是要帶入期貨新星-股票期貨的股期替代功能及資產效率性的提升功能陳述，以期貨交易量的急速擴張，說明股期深具實體經濟操作的價值性，接下來就分二大塊來向讀者說明。

實體經濟的產業需求：產業法人的角度

一、「保險+期貨」的創新面向

產業法人之所以需要期貨，則是因為價格及原物料需求的不確定性所帶來，因此過去常有「保險+期貨」的創新發想，就其運行模式如下：

1. 風險管理：產業法人針對實體市場所遇到的價格風險，利用期貨來規避；
2. 定價方式：以期貨商品價格做為普遍的商品原料定價來源，以利法人調控風險；
3. 商業模式：利用期貨擴大產業鏈，面臨同個期貨價格，上下游價格可趨向穩定。

「保險+期貨」乃是利用期貨市場的運作，對產業法人（如農產種植公司）的商品價格進行補貼跟避險，悉如圖1、「保險+期貨」運作示意圖，從農產公司、保險公司以及期貨市場的三方角色，在簽訂並履行此協議下，除了可為農產品價格進行保險外，甚至藉此建立交割倉儲，讓有需求的農產公司可以有全面性的期貨避險效果。

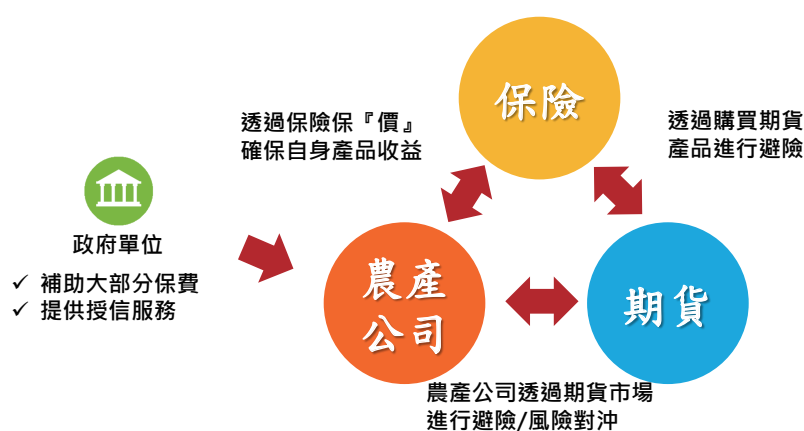


圖1、「保險+期貨」運作示意圖

二、「庫存管理」的實體需求

產業法人的庫存管理是很大的一門學問，主要放在有效控制和監控產業法人持有的物品、商品或資源，可以說涵蓋各種與庫存相關的活動，包括訂購、接收、儲存、分配、追蹤和紀錄庫存狀況，然而有效的庫存管理就是確保在適當的時間、地點和數量內，有足夠的庫存可快速供應給消費者，同時又避免因庫存過多而消耗公司現金並使持貨成本提高，或是因為需求預測錯誤，導致無法滿足消費者需求，進而失去潛在的訂單，然這些問題都可以利用期貨工具來降低不確定性，悉如期貨更可以解決產業法人下列問題：

1. 庫存不足導致生產成本上漲

產業法人面臨即時庫存不足，使得臨時採購成本大幅攀升，進而讓企業經營風險提高，然這種現象普遍存在各個實體企業間，利用期貨工具就顯得更為重要。

2. 庫存商品存在貶值的風險

庫存量的高低直接影響到產業法人的庫存價值變化，故而即時有效地調控庫存就有利降低公司營運的不確定性，這就可以利用期貨的高度流動性來有效的降低這個風險。



3. 庫存占資金成本的問題

庫存量本身就是有價的，其占產業法人的資金成本，這塊直接影響到市場對於公司價值的評價，在庫存行情好時，庫存越高則是越有利公司價值提升，然而在庫存行情差時，庫存越高反就越不利公司價值的展現，因此期貨就可當作調整項來進行，公司管理者可以主動地選擇庫存價值的高低，來讓公司價值極大化，如圖2所示。

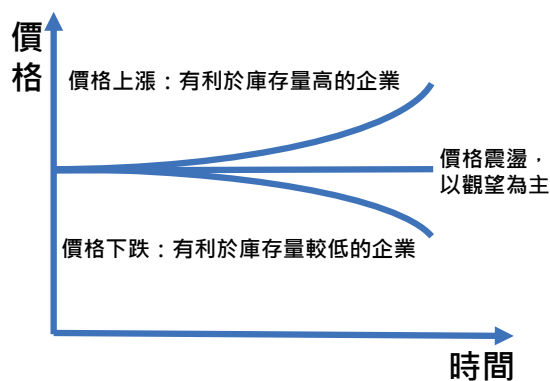


圖2、不同企業之庫存量的操作策略

三、「民生金屬」的需求現況

在臺灣，有民生金屬需求的產業法人大都可以透過倫敦金屬交易所（LME）來取得相關的金屬現貨，也正因為LME是全球規模最大非鐵有色金屬交易中心，然而高雄港更早於2013年就已成為LME的遞交港口之一，是亞洲區第9個，全球第37個遞交港，更涵蓋鋁合金、鋁、銅、鉛、鎳、錫及鋅等7種基本金屬商品期貨，除了可做一般性的交易，亦可提供實物交割作業，目前在高雄港已有多座倉庫獲得LME認證，這也有利於國內期貨業能夠在地服務實體經濟。

除此之外，國內對於金屬需求的廠商在交易、交割、倉儲與融資層面上，期貨商可扮演接單與實物交割的窗口，但對於實物交割與倉儲流程，以及融資層面仍需要更多經驗與多方合作，甚至以LME倉單作為融資擔保品，對於業者來說，銀行接受LME認證的倉單進行擔保融資，是交易環節的關鍵，也是LME在國內業務突破的要素。除了期貨商交易流程與倉儲交割流程，對於銀行的法令遵循、人才配置、與權責歸屬等，進一步衍生到倉單擔保品認可、授信額度設定、倉單所有權移轉等作業系統，是銀行與期貨結合的努力方向，相信對於期貨支援實體經濟會更加明確。

然而在民生金屬中，「銅」在實體經濟中，不管是供給量或是需求量都是位居首位，正因為不論是電器、電纜或電子都會需要使用到銅，甚至其亦有銅博士的稱呼，更是未來景氣預測的前瞻指標，故而銅在產業法人的運用甚廣，當然這反應相關的產業法人需求也是非常

熱絡，因此期貨這塊的功能性相信也可以大為發揮，或利用LME銅期貨來管控庫存，相信可以讓實體經濟更加有效率，整體價格的傳達也能更為直接。

實體經濟的股期替代：投資人的角度

一、股期替代的關鍵—股票期貨

股票期貨乃是期交所發行的期貨商品，主要以股票為標的，投資人可以透過較少的資金，參與標的資產的漲跌，故而在金融資產上的投資工具-股票，可以透過股票期貨來部份加以替代，雖然股票期貨有到期日，並沒有辦法長期持有，但有充足的跨月合約來讓投資人持續展延其到期期限；除此之外，股票期貨有槓桿效果，這也將會直接放大投資人的獲利，雖然同時也會放大投資風險，但在槓桿是可控的前提下，這個風險是相對有限的，悉如透過保證金來調整，若投資人以近100%的股票期貨契約價值來繳付保證金，那就幾乎是完全沒有使用到槓桿，這自然也不會有相對應的槓桿風險產生，因此相信在充裕的資金操作上，股票期貨會是有利投資人在曝險上的優質交易工具。

再從股票期貨近年的增長上，如圖3，可看到至2016年只有158檔，然而之後逐年成長至目前的275檔股票期貨，截至目前（2024/08/09），這其中包括30檔小股期及16檔交易所指數基金（ETF）期貨，單是股票期貨占所有期貨的交易量就來到近40.48%，突顯市場在臺灣加權股價指數突破二萬點之際，整體交易人對於股票期貨的接受度也是逐步提升，這直接表明市場投資人透過股票期貨的操作來取代現貨持有的趨勢是明確的，相信對於金融市場的效率性也可望持續增加。

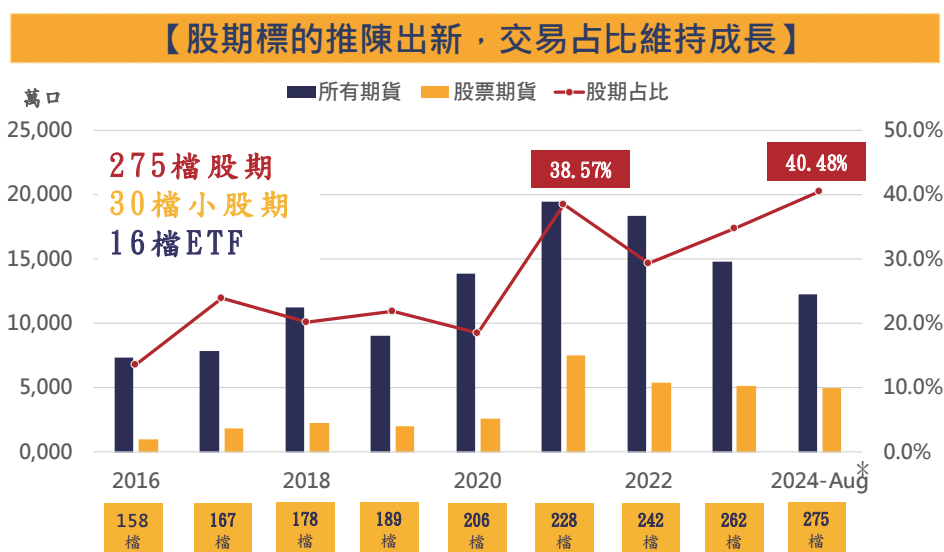


圖3、股票期貨成交量持續火熱

資料來源：CMoney、期交所、元大期研究部；資料期間：2016-2024（08/09）



除此之外，在檢視今年市場熱門標的個股，如表1所示，左半部是交易量高低的排序（交易量為大小型期貨合計，以20：1的比例轉換），右半部則是報酬率高低的排序，然這些標的相對於市場的熱門股是完全呼應的，尤其今年主題股就是AI（人工智慧）、IC製造、伺服器、散熱、營建及運輸類股，突顯相對應的股期不論是交易量很是吸睛，其報酬率也甚為亮眼，即使在歷經8月上旬的修正，整體的個股交易量、報酬率也都還是有很強勢的輸出表現。

另外，期交所針對高價標的加掛的每口100股的小型個股期貨合約（有別於原型的2000股），在今年的表現上，小型相較於同個原型的個股期貨相比，則是更加亮眼，如大立光的個股期貨中，就有97.8%的交易量為小型個股期貨，原型只占2.2%，同樣就高價股，如緯穎、創意、聯發科、群聯、聯詠及台積電而言，小型個股期分別占92.1%、81.2%、74.9%、74.2%、65%及46%，顯現在價位高漲之際，小型個股期的確可以提供小額交易人參與高價位股票期貨交易的管道，相信未來不會只有30檔小股期，而是會有更多檔的標的持續誕生，將有利股期替代效果再擴大。

表1、2024年市場熱門標的與表現

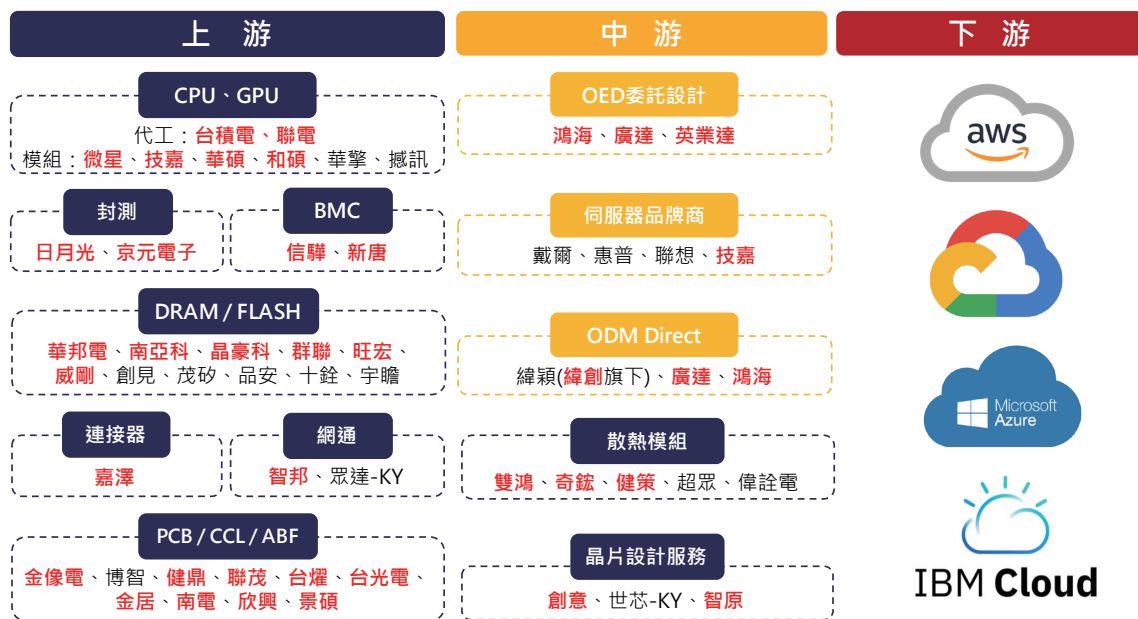
總交易量(萬口)				報酬率(%)			
股期代號	股期標的	總交易量(萬口)	股期代號	股期標的	報酬率(%)		
1	DHF	鴻海	272.0	1	RAF	奇鋹	70.6
2	CDF	台積電	146.2	2	HAF	瑞軒	69.4
3	CZF	長榮	123.9	3	IYF	新日興	67.7
4	DAF	陽明	115.5	4	QLF	精材	65.7
5	DXF	緯創	108.5	5	RJF	大亞	63.5
6	HSF	長榮航	96.7	6	JWF	長虹	61.3
7	DKF	廣達	95.2	7	DHF	鴻海	61.2
8	CXF	大同	89.1	8	CDF	台積電	59.5
9	DQF	群創	87.3	9	PTF	雙鴻	51.5
10	CCF	聯電	58.5	10	FSF	金寶	47.5
11	DSF	宏碁	58.3	11	HOF	華固	47.5
12	LQF	英業達	58.3	12	GMF	億光	46.6
13	FTF	華通	55.4	13	NLF	世界	45.9
14	QXF	萬海	49.5	14	NVF	元太	42.9
15	HHF	中工	45.8	15	JFF	嘉澤	41.6

資料來源：CMoney、期交所、元大期研究部；資料期間：2024/01/01-08/09

二、熱門股期的產業解析，以AI（伺服器）為例

今年的AI浪潮可以說全都由NVIDIA（輝達）來帶動，尤其產品藍圖的可見度高，同時市場也完全買單輝達未來的市場展望，就在輝達GPU發布周期將從兩年一次加速至一年一次下，於2023年底發布的Blackwell晶片已經開始投產，甚至2025年也就是明年則將推出Blackwell Ultra架構，而在下一代AI晶片架構平台將名為Rubin，這亦預計將於2026年發佈，

然整個浪潮就帶動著臺灣供應鍊相關個股期跟著瘋狂，若以圖4 AI（伺服器）的產業供應鍊解析來說明，從上游、中游及下游的角色定位上，臺灣供應鍊主要著重在上游及中游的硬體面，下游則是應用面（這塊對臺灣供應鍊的效益相對有限）。



註：紅字體表示該標的有股票期貨。

Source : YFRD整理 | Date : 2024/8

圖4、AI（伺服器）產業供應鍊解析
 資料來源：元大期研部；資料期間：2024/08

簡單從AI上游的半導體製造龍頭台積電切入，受益於AI應用方面具有龐大成長潛力，預估其AI占整體營收比重將於去年的6%上升至今年的11%，明年甚至會再提升至14%，這也是台積電手上成長性最佳之應用，同時比較目前最先進製程（3nm）量產之情形，台積電良率較三星佳，且在英特爾仍未進入量產階段下，台積電已取得手機、HPC（高速運算）以及通訊等應用訂單，這其中包含大部分全球領先HPC的業者，更預估A16製程（2奈米進化版）將於2026下半年進入量產，相信在這些未來前景有充份的題材下，從台積電帶動出來的股票期貨動能相信還是很有利基的存在。

總結上述說明，期貨市場支援實體經濟的牽涉層面甚廣，悉如產業需求、庫存管理與股期替代等面向，然這也顯示期貨商品已在實體經濟中伴演著一定的應用角色，對於產業而言，除了可以穩定其經營面向外，更可以主動地依情境的需要來提升公司的企業價值，同時若經營者具備好的主動性庫存管理能力，則相信期貨工具的使用會有利公司的經營彈性，加上股票期貨的股期替代效果，這也有利投資人在金融操作面上的效益提升，相信未來期貨於實體經濟上，肯定會有更進一步的價值呈現，讓「期現共榮」持續成為期市成長的大方向！

