

均衡穩健的資本市場，資產 管理中心之必要



台新期貨總經理 林伯修

本文分從不同業別之專業機構探討從事期貨與選擇權交易所面臨困難，期望透過此正向交流討論，提升期貨業服務實體經濟、助益資產管理之動能。

我國國內期貨市場於1998年正式開業以來，政府與民間不斷地在各方面推動自由化、國際化、制度化與追求產業的永續發展，取得非凡成就。期貨市場著實地連續蓬勃發展，不僅2023年交易量達3.2億口（日均量135.8萬口），年交易量更是已連續第4年突破3億口。

根據FIA（美國期貨業協會）統計，2023年之全球各交易所交易量，臺灣期貨交易所（TAIFEX）穩居全球前20強。與許多具代表性之國際市場相較，毫無遜色（如圖1）。其中，就參與者結構部分，自然人與機構法人（含外資與期貨自營商）之貢獻份額分別為46%與54%，不可不謂是極為均衡且穩健的參與者結構。

Rank	Exchange	Jan-Dec 2023 Vol
1	National Stock Exchange of India	84,817,136,379
2	B3	8,314,951,631
3	CME Group	6,099,488,339
4	BSE	5,873,771,364
5	Cboe Global Markets	3,708,455,548
6	Intercontinental Exchange	3,656,460,603
7	Zhengzhou Commodity Exchange	3,532,952,087
8	Nasdaq	3,203,620,030
9	Dalian Commodity Exchange	2,508,333,822
10	Shanghai Futures Exchange	2,226,957,843
11	Borsa Istanbul	2,085,602,517
12	Korea Exchange	2,038,379,367
13	Eurex	1,915,115,895
14	Miami International Holdings	1,589,908,527
15	Moscow Exchange	1,304,127,469
16	TMX Group	865,382,847
17	Hong Kong Exchanges and Clearing	480,360,531
18	Multi Commodity Exchange of India	443,704,088
19	Japan Exchange Group	394,038,990
20	Taiwan Futures Exchange	324,644,847

圖1、2023年全球期貨交易量前20大交易所

資料來源：www.fia.org

健全參與者結構 強化資產管理體質

響應政府致力建構新金融秩序，推展臺灣成為亞洲資產管理中心，期貨業不僅不能缺席，更要藉此機會提升在資產管理中心之能見度，助益國內金融的發展與創新。

參與者結構決定市場特質，臺灣要打亞洲盃，需要更為均衡且穩健的參與者結構。而市場之交易人結構中，法人機構的參與肯定是市場永續發展的要件之一。這樣的貢獻來自於法人機構的策略多樣性、留倉深度化與價格發現效率，甚或更重要的金融人才培養，尤其是後續的人才集體意識的匯集。

目前我國專業機構（投信基金、銀行、保險公司與政府基金，不含期貨自營商）之交易量占整體比例尚不及1%（如圖2）。此現象與其他先進國家相比，有顯著的差異。如美國芝加哥商業交易所（CME Group）中的法人機構未沖銷部位占整體比例超過五成；同為亞洲地區的新加坡市場，其法人機構參與期貨市場比重更高達七成以上。因此我國期貨市場之法人機構參與和先進國家相較有重大差異，我國尚有相當大的進步空間。

單位：契約數

商品	經紀						自營商
	自然人	法人					
		證券自營	證券投信	外資及陸資	期貨經理及信託基金	其他機構	
期貨契約	18,649,769	389,778	97,651	18,053,370	2,810	228,398	2,993,444
選擇權契約	17,925,840	20,280	999	9,839,696	940	386,909	11,205,634
總計	36,575,609	410,058	98,650	27,893,066	3,750	615,307	14,199,078
百分比	45.84%	0.51%	0.12%	34.96%	0.005%	0.77%	17.79%

圖2、2024年7月各類交易人期貨及選擇權契約成交量統計

以下就商品面與制度面，分從不同業別探討現行專業機構從事期貨與選擇權交易所面臨之困難，並試圖找出機構法人參與率偏低情形的可能原因。期透過此正向的交流討論，延續這股政府與民間共同不斷前進的動能。

一、證券商

證券商依「證券商管理規則」得以期貨交易人身分從事衍生性商品（含期貨與選擇權）交易。證券商雖不若部分其他專業機構，同時有申報流程或報告頻率之限制與要求，惟其若從事國外衍生性商品交易且非屬避險目的者，則其可交易之商品限以期貨交易法第五條所公告之種類及交易所為限。

考量證券商面臨國際金融商品持續的創新與肩負提供財富管理之發展，就可交易商品之



限制，擬建議調整，採明確定義之條件並輔以適當之配套措施進行部分鬆綁。前述所謂之明確定義條件與配套措施如：

1. 最低期限之商品上市期間；
2. 最低之日均交易量與交易額度。

如是，不僅兼顧風險考量與監理目的，也可提升證券商從事衍生性交易之前置作業效率。

另外，近期國內ETF屢掀熱潮，證券商居幕後地發揮流動性提供者角色實為相當重要之功臣。但若其所提供流動性商品之連結市場以境外地區為主者，往往衍生證券商有跨境交易之需求（For套利/避險）。又境外利得將產生海外所得稅之義務，此義務計算之基礎若得以交易損益之淨額計算（交易後，境內外之損益合計數），證券商可免於無實質利得，卻有納稅義務之情事。

二、投資信託基金（證券/期貨）

引用Forbes Advisor India所述¹，近來ETF不論於境外或境內皆掀起風潮。現況，國內之投資信託基金依「證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」與「期貨信託基金管理辦法」得為避險需要或增加投資效率從事衍生性商品交易。此類機構法人可交易之契約（商品）以「期貨交易法」第五條所公告之種類及交易所為限，或依「基金管理辦法」申請專案核准。衡量現今國內投資人之投資管道已無受地域條件或訊息取得所限制，為呼應政府推動金融發展與創新服務之兩大基礎，建議此部分也可同證券商之調整，採明確定義之條件並輔以配套措施，進行鬆綁。

響應政府打造國內發展為亞洲資產管理中心，期貨信託基金更是不宜缺席，原因有二：

1. 期貨和選擇權商品之組合多樣性：忽略市場需求與非以專業角度限制期貨信託基金的發展，都可能耗損衍生性商品組合具多樣性的優點，進而影響發展成為資產管理中心的機會。
2. 境外期貨信託基金之發展：根據Barclayhedge的資料顯示，截至2022年底，全球CTA規模約為3,650億美元。若以服務金融與促成資產配置的目的出發，限縮基金公司之可發行（募集）產品，似也與政府亟欲發展資產管理之政策背道而馳。

（近年，期貨信託事業募集期貨信託基金遇有瓶頸，主要係因：“非經主管機關核准或向主管機關申報生效後，不得為之”。望此部分，可同響應主委所暢之採取“以法律人”與“以理服人”之原則。）

¹ For investors looking to invest in stocks of different companies, exchange-traded funds (ETFs) and mutual funds are two prominent investment avenues. Their potential can be gauged from the fact that both have witnessed significant growth in assets under management (AUM) over the years. The AUM of ETFs has seen a five-fold increase since 2018. (ETF vs. Mutual Fund: What's The Difference? – Forbes Advisor INDIA)

三、外資機構法人

外資依「華僑及外國人從事國內期貨交易應行注意事項」參與我國期貨市場。近年，因主管機關、臺灣期貨交易所與期貨業者的共同努力，得以持續推出具吸引力商品（如道瓊期貨／標普500期貨／那斯達克100期貨／費城半導體期貨／夜盤股票期貨）、優化資金效率（有條件的SPAN）與提升交易效能，確實格外地吸引外資的參與。2023年，外資貢獻更達34.96%的市場占比（請見圖2）。

四、其它機構-保險公司

據了解，目前國內保險公司有從事境內衍生性商品（期貨與選擇權）交易者為數不多。

雖「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」已涵蓋保險公司從事以避險目的與增加投資效益目的之衍生性商品交易。惟申請程序尚應檢送申請書連同其它相關文件，向主管機關申請核准後始得辦理。為鼓勵保險公司從事避險目的之衍生性商品交易，此部分建議以風險計算為基礎，若其財務條件達一定標準者，得採報請主管機關備查。

另就開辦衍生性商品交易後之每月（半年）向風險管理委員會與董事會報告之頻率調整為同交易有價證券需向風險管理委員會與董事會報告之頻率。前述建議有利於降低承辦人因揣摩上意而造成作業面的無形怯步。

五、其它機構—銀行

現今，銀行得以期貨交易人身分辦理期貨交易，商品以臺灣期貨交易所交易之各項商品為限。國外期貨契約除另有規定外，於辦理前應事先報經主管機關核准。

權衡銀行為服務實體經濟所建立之實質金融部位，銀行可交易商品應以其整體風險為衡量圭臬，故建議有條件開放銀行以避險為目的所從事連結人民幣之衍生性商品交易。

另，銀行向來為國內金融菁英匯集之所，除肩負國內金融產品服務之責，且面臨國際金融創新之競爭，建議就空頭限額部分，應採銀行整體淨額計算（整體多方市值合計減整體空方市值合計），如是可獲得不同產業發展衍生之產業強弱勢之交易機會。

關鍵後衛 助攻亞洲資產管理中心

最後，除需求方的專業機構法人外，為打造我國成為亞洲資產管理中心，期貨商在這發展中扮演搭配的關鍵角色，承擔資產管理攻守重責。如前所述我國法人機構參與期貨市場與先進國家相較，尚有進步空間。此現象或可透過期貨商的優化服務與延伸商品，為國內人才集體意識的匯集作貢獻，創造共榮的永續金融生態圈。



一、優化服務

1. 交易人若為公募信託基金者，擬建立執行強制平倉之前置作業標準，如考量其公開說明書後，得以有條件執行之。
2. 開放適用SPAN資格，建議同外資之條件，以符合公平待客之原則。
3. 同一帳號下，若涉及國內與國外商品交易之幣別轉換，期貨商得於取得交易人同意後，於整戶權益數充分下，採補換匯之方式進行，以優化交易人服務與期貨商之國際競爭力。

二、豐富商品

1. 期貨交易法第五條規定之種類及交易所條件，建議採明確之標準即可。透過明確定義標準，達成實質意義之風險管控與營運作業之效率提升。姑且不論與境外電子券商競爭，商品面上的過多限制，無疑是限縮期貨業之發展，更與高度數位化之Z世代漸行漸遠。前述所謂之明確之標準，建議可為：該商品若為已核准之交易所者，則新增可服務之商品可採明確之上市期間（如6個月以上）且流動性佳（日均量500單位以上）為限。
2. 又，觀察2023年全球ETD之成交量，匯率期貨為指數類與利率類期貨以外之最大衍生性商品（如圖3）。故，若臺灣期交所可有條件地上市連結臺幣之匯率期貨，則期貨業可為服務實體經濟貢獻微薄之力。如同所引之CME集團CEO（Terry Duffy）所呼應的，3月13日是該交易所史上最忙的一天，有部分原因來自於矽谷銀行倒閉，導致相關產品交易激增，但該所仍能發揮韌性，協助客戶管理風險，妥善執行交易委託，向世人證明該所的价值。

CNFA

2024 June ETD Volume						
	Futures	Options	Total	M/M	Y/Y	
Asia-Pacific	837,771,698	13,098,956,499	13,936,728,197	-6.5%	93.7%	
North America	438,920,387	1,022,575,128	1,461,495,515	-9.4%	-3.1%	
Latin America	540,959,358	332,989,829	873,949,187	9.0%	20.8%	
Europe	439,388,725	95,962,431	535,351,156	9.8%	19.6%	
Other	149,483,039	18,679,909	168,162,948	-12.4%	-0.5%	
Grand Total	2,406,523,207	14,569,163,796	16,975,687,003	-5.7%	69.0%	
M/M	-5.7%	-5.7%	-5.7%			
Y/Y	-2.6%	92.4%	69.0%			

Asset Class			
Asset Class	January to June		
	2023	2024	Change
Futures and Options			
Agriculture	1,450,924,954	1,391,120,555	-4.1%
Currencies	3,737,309,507	2,112,180,942	-43.5%
Energy	1,271,776,142	1,722,684,550	35.5%
Equity	43,267,567,015	86,737,811,586	100.5%
Interest Rates	3,150,341,195	3,431,667,671	8.9%
Metals	1,246,732,600	1,456,757,688	16.8%
Other	1,665,852,856	1,215,422,609	-27.0%
Grand Total	55,790,504,269	98,067,645,601	75.8%

圖3、2023年全球ETD之成交量