

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第059期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2016**

第三季



## 人物專訪

新人事、新氣象

## 封面故事

掌握資管契機 期開得勝

## 市場訊息

期市脈動 給您報報

## 專題報導

新經濟、新金融、新生態



期貨人季刊  
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 糜以雍  
發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會  
臺北市安和路一段27號12樓  
電話 / 02-87737303  
傳真 / 02-27728378  
網址 / www.futures.org.tw  
電子信箱 / cnfa@futures.org.tw  
總編輯 / 盧廷劼  
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

定價 / 每本200元  
傳真訂購 / 02-27728378  
匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會  
匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行  
匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明  
訂購者姓名、電話、寄送地址。

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

/ 盧廷劼

## 封面故事

### 期貨資產管理產業

- 1 專訪金管會丁克華主任委員  
/ 張瓊文
- 4 專訪期貨公會糜以雍理事長  
/ 莫璧君

## 封面故事

### 掌握資管契機 期開得勝

- 8 金融科技 翻轉行為模式  
/ 林彥全
- 15 2016投資新顯學 運用期貨建構資產配置組合  
/ 林昌興
- 25 期貨與ETF間的交易機會與策略  
/ 章錦正
- 31 ETF期貨與選擇權之交易策略與利基點  
/ 翁維駿

# CONTENTS

## 市場訊息

### 期市脈動 給您報報

#### 市場推廣

- 38** 2016 LME亞洲年會會議報導  
港交所打造聯通全球金屬商品市場的拼圖  
/范加麟
- 43** 槓桿交易之股權衍生性商品  
/沈行峰
- 48** 印度Nifty 50股價指數期貨於2016年第4季  
正式掛牌交易  
/李佳蓉



#### 國際脈動

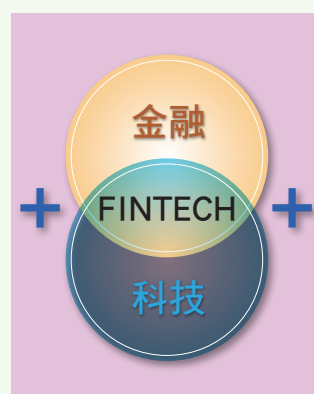
- 51** 貨幣大寬鬆時代 市場危機四伏  
/邱翊展
- 58** 雙颱夾擊分外寒 全球經濟添變數  
/陳双吉



## 專題報導

### 新經濟、新金融、新生態

- 69** 新經濟、新金融、新生態  
/賈中道





## 產業升級 創新局

◎ 盧廷劼

金管會每年提出「金融產業發展政策白皮書」，做為發展藍圖與政策目標，以打造具前瞻與穩健之金融市場，並提升國際競爭力。今年以「運用金融資源及專業帶動經濟轉型創新」、「發展具臺灣特色之跨國資產管理業務」、「強化差異化管理並維護消費者權益」及「建立具國際競爭力之稅制強化金融市場動能」四大面向做為金融產業重點任務。

本刊特別專訪金管會主委丁克華先生，就金管會對我國金融市場及期貨業發展重點加以說明，表達落實「挺產業、挺創業、挺創新、挺就業」的四挺政策；並專訪期貨公會新任理事長糜以雍先生，暢談其「服務實體經濟、活絡期貨市場、金融與產業共生共榮」之理念與做法，期能以金融帶動產業創新轉型，提升國際競爭力。

在金融產品多元化發展，投資人選擇多了、選擇的困難度相對也高了，投資人如何運用各類金融商品達到有效理財之目的，是各界努力的目標，特別在負利率襲擊下，理財必要性大幅提昇，「資產配置」成為不可或缺的能力。本刊每期提供相關報導，除希望能推廣期貨市場、提供正確期貨知識與投資人外，並希望藉由本刊廣植「資產配置」

概念，做到大家有錢賺、提昇生活品質之效。

一直以來，包含教科書都教育我們：「期貨」是零和遊戲，有人賺錢就有人賠錢，但當國際化程度愈高，我們看到期貨功能就愈廣泛，它被多元化的運用在資產商品與投資組合中，特別是國際大型基金均能見其身影，期貨不應只被定義在「零和遊戲」上，而是強大投資效能的重要工具。本刊特別就近期國際重要議題，與市場發展較受關注的期貨產品交易策略，邀請業者分享看法與經驗，提供讀者參考。

數位資訊科技發展正快速顛覆我們既有的生活模式，並且猛烈地朝金融業襲捲而來，不但迫使業者必須快速的在這場變革中找到自身定位，並且加速新創產品，包括近年網路新經濟P2P理財模式，即是科技與創新孕育而生的新創產品，可以看到互聯網科技，也可以看到基金募資廣投的原生因子。

「如何打造更加便利、更符合投資人需求的消費模式與產品？」，成為各方角力的要項，然而，若未能提出適當的風險管理配套，是否反將成為限制金融業發展的絆腳石又或成為另一起金融危機的導線？將開啟另一扇挑戰之門。





# 落實四挺政策 促進實體經濟發展

## - 專訪金管會主任委員丁克華先生

期貨公會◎張瓊文

**金**融監督管理委員會主任委員丁克華擔任證券暨期貨管理委員會主任委員時，即帶領期貨市場，從法規訂定、市場交易制度建立及積極推動新商品活絡市場，從萌芽、日益茁壯到市場蓬勃發展，丁主委對於期貨業始終存有一份特殊的情感，本次接任金管會主委擔任金融業的大家長，讓金融同業深感榮幸與希望。

### 金管會對我國金融市場及期貨業發展重點

總統在五二〇的就職發表演說已明確揭橈，未來我國經濟發展將要全力打造一個以創新、就業、分配為核心價值，追求永續發展的新經濟成長模式。由於金融體系在經濟社會中扮演資金中介及提供金融服務的角色，讓金融市場能全力協助經濟結構轉型及推進產業發展，就是未來金融市場所要努力的方向。丁主委說：「很多人說我當主委『只挺經濟不挺金融』，這是誤解一定要加以澄清，金融業挺實體經濟，『經濟好，金融產業自然好』」。丁主委並指出實體經濟問題的根源是「儲蓄大於投資」，資金找不到適當的投資標的與機會，幾乎湧入金融體系如銀行、保險，按照供需理



論，資金貸放不出去，利率自然而然走低，利率低使民眾減少投資，投資少時公司數下滑，公司少工作機會跟著減少，收入就跟著減少，要解決根源問題，經濟的投資體質就顯得相當重要。

我國為小型開放經濟體，在目前國際主要經濟體復甦緩慢、美國升息不確定性及歐洲政經情勢震盪等情況下，各國股市連動性高且波動大，匯率波動亦加遽。同時我國面臨高齡化社會，扶養比持續上升，衝擊整體國家生產力；又國內超額儲蓄率逐年提高，顯示國內有效引導至實質生產活動之資金仍



## People

有增加空間。股市是經濟櫥窗，活絡股市將從總體經濟發展著手，金管會將整合金融機構與金融周邊單位之軟硬體設施等資源，落實「挺產業、挺創業、挺創新、挺就業」的四挺政策，達成促進實體經濟發展的目的，進而振興我國金融市場。

服務實體經濟為金融服務業的核心任務，而期貨業更是以服務金融市場及實體經濟為天職，期貨交易由現貨交易、遠期契約逐漸發展而成，有其歷史背景及經濟需求，目前我國期貨市場係以股價指數及股票類期貨為主，可發揮相關避險、投機、價格發現及套利的功能，銀行業、保險業、證券業為永續經營，有避險，或有增加收益等使用衍生性商品交易的需求，期貨業可以主動深入瞭解各產業風險樣態，進而提供風險管理的服務。此外，期貨業並可針對實體經濟需求設計適當的商品，例如提供基差合約，提供非金融業之其他產業執行原物料點價時管理價格風險或協助其以倉單抵押取得避險需要的資金；槓桿交易商協助保險業設計高齡生活相關險種商品、協助保險公司開發我國農產品天災險等，設計更多適合各類交易人的金融商品，引導法人及大戶的資金進場交易，同時把實體經濟做好。

為吸引更多交易人並提供更多元的衍生性金融商品及避險工具，臺灣期貨交易所近期已推出人民幣匯率期貨及選擇權商品，並規畫推出其他如歐元、日圓等匯率指數期貨商品；為降低交易股票期貨的門檻，已推出高價位股票加掛小型契約；國人對於國際性衍生性商品需求逐年增加，為使交易人無需承擔匯率風險得於國內交易國際上的知名指數，推出東證指數期貨等連結外國指數期貨

商品。期許期貨業能充分發揮期貨市場中介功能，並提供交易人各項創新的服務，以協助實體經濟發展。

### 從業人員職能提升 吸引人才加入期貨業

目前臺灣經濟面臨的三低「低薪資、低利率、低成長」的原因不在於金融業，而是整個實體經濟的問題，因此未來希望加強產學合作，並鼓勵體質好的上市櫃公司多投資子公司從事研發、創新，不僅可以增加就業機會也有助於產業發展。為實現以期貨服務實體經濟之目標，相關人才不可或缺，丁主委向來對人才培育高度重視，期貨從業人員從進入期貨業到執行相關業務，主管機關及期貨公會均訂有相關管理規範，包括資格條件、職前與在職訓練、從業人員兼職規定、業者自律規範、以及違規懲處等。對於職前與在職訓練課程均會配合法規或新商品與新制度之推陳出新，適時調整更新，對於擔任特定職務的從業人員，例如法遵、稽核人員，亦要求參加一定時數之專業課程，以提升期貨從業人員之職能，當然，期貨業也要順應金融市場發展，提供從業人員相關教育訓練課程。

建立金融科技生態系統（FinTech ecosystem）是歐美各國建立與培育金融科技產業、激發科技創新，讓金融市場更有效率及增進顧客滿意體驗的發展策略，一個充滿活力的金融科技生態系統可吸引有才華及抱負的創意人才貢獻其創造性思維，活絡並增進經濟活動的能量。

期貨業者應就財務業務發展，提供相關良好工作環境及未來發展願景，吸引優秀人



才加入期貨市場行列，而政府則應著重於訂定策略與法規，引導產業發展，並營造友善的經營環境。金管會並已積極督促集保公司洽證交所及櫃買中心規劃促進產學合作平台之具體作法，鼓勵上市（櫃）公司及金融業提供學生實習及畢業延攬就業之機會，透過產學協助學校培植業界所需人才，以滿足企業用人需求，提升就業機會。

### 管理階層如何跳脫現有框架，以創新思維經營公司

目前期貨業所面臨之挑戰，不僅是同業的激烈競爭，更要適應行動網路時代興起，科技創新快速發展，全球商業模式變革引進非金融業者進入市場。目前金管會積極推動金融創新措施，拓展金融服務範圍、健全金融風險管理、打造數位環境及保障金融消費者權益，賦予金融機構前瞻與開創性之角色，充分發揮金融中介功能，達到協助產業發展、拓展金融服務版圖的目標。

丁主委表示建立和培育金融科技生態系統（FinTech ecosystem）是項艱鉅的任務，需要由政府、金融機構與創新人才持續合作推動才能有所成，除政府規劃金融科技發展政策，建立合宜的監管措施，健全金融科技生態系統的發展環境，以鼓勵金融機構和創新人才投入科技，研發創新金融服務的活動，提高國家的整體競爭力外，金融機構角色更有助於深化金融科技生態系統的金融市場專業知識，激發本身的創新，增進競爭優勢。


### 面對Fintech引發的通路革命，期貨業應如何因應人員轉型

為因應金融科技之發展趨勢，期貨公會、

證券公會與投信投顧公會除了因應各業者在金融科技所面臨的挑戰，提出「免臨櫃即時通」及「共享經濟平台」等建議，協助證券期貨業永續發展。金管會已請金融機構研提1至3年在職員工訓練及轉型計畫，訓練及轉型計畫內容，如屬可行就落實推動辦理，以提升員工技能，丁主委表示在兼顧創新、效率、安全、消費者保護及風險控管等因素平行考量下，他支持對任何能增加金融業效率的科技發展計畫。為保障從業人員之權益，金管會於105年8月5日發布法規有關證券商、證券投資信託事業及期貨商應於分派105至107會計年度盈餘時，提列特別盈餘公積，以支應金融科技發展員工轉型相關費用。

### 結語

資本市場是經濟櫥窗，活絡資本市場要從總體經濟發展著手，而金融體系穩健永續發展是國家經濟成長的重要關鍵，尤其金融發展取決於實體經濟的發展，現階段應善加運用金融業的專業與資源，協助改善實體經濟發展，金管會將積極整合金融機構與金融周邊單位之軟硬體設施等資源，鼓勵金融業對國內一般產業提供協助，落實「挺產業、挺創業、挺創新、挺就業」的四挺政策，達成促進實體經濟發展的目的，進而振興我國金融市場。

最後，丁克華主委期許期貨業管理階層應以創新思維經營公司，創造有利經營環境，吸引優秀人才加入期貨業，並提供交易人多元商品、避險工具及各項創新的服務，充分發揮期貨市場的角色與功能。 



## People

# 積極凝聚向心力 充分創造業界利基 - 專訪期貨公會理事長糜以雍先生

期貨公會◎莫璧君

**糜**以雍理事長，臺灣大學電機工程系畢業進入證券業服務，歷經凱基證券研究部、自營部、總經理室、商品開發部主管及公司發言人，凱基證券成立子公司凱基期貨後即轉戰服務至今，目前是凱基期貨的董事長、在證券期貨業多年來，總是抱持著低調的行事風格、與人為善的態度。

「83年臺灣期貨業草創，一路走來相當辛苦，非常感念相互扶持的夥伴！」糜理事長說。此次再度當選，除了感謝業界朋友的支持，對他而言更是另一份責任的啟動，他將稟持一貫理念，持續創造一個可以讓各種意見得以充分表達，且能透過討論協商後產生高度共識的平台，並期許為期貨業營造一個高產值、高效率的經營環境。

臺灣期貨業這些年在主管機關的支持、期交所及業界攜手合作努力經營之下持續朝市場國際化、商品多元化發展。回顧民國87年臺灣期貨交易所開業，推出第一檔本土期貨商品，年交易量僅27萬口，發展到民國104年交易量已達2億6,500萬口，業務種類也從經紀業務開始經由期貨自營、期貨顧問、期貨經理、期貨信託及槓桿交易商，以循序



漸進的穩健方式，完成期貨市場上下游服務事業的建置，「未來我將盡自己最大力量，積極推動期貨產業發展，讓各業種得以各展所長、各有亮點並產生績效！」

### 扮演橋樑角色 做好自律減少他律

擔任主管機關與業者之間的溝通橋樑是公會的主要任務之一，糜理事長甫上任，隨即前往拜會證期局王詠心局長、期貨管理組高新興組長，透過這次的會面，彼此就如何



為業界建立永續發展環境等議題充分交換意見，同時也積極為各委員會邀得優秀人才擔任召集人以籌組委員會，可預期的，未來各委員會在法規建言、業務開放，凝聚業界共識、建立自律制度等各方面均將發揮功效。

由於主管機關負有推動各項金融產業發展之責，同時又肩擔市場監理之責，天平兩端能夠取得平衡至為重要，公會可在其中扮演關鍵角色，廐理事長說：「公會就如同天平的準心，公會功能發揮得宜，業者自律多一些，主管機關監理彈性就可以大一點，放在產業發展規劃方面的比重就可以高一點。」，未來公會將積極發揮溝通、協調、自律的功能，與主管機關充分合作以創造雙贏的局面。

### 服務實體經濟 期貨業扮演重要角色

「服務實體經濟是期貨業的天職。」廐理事長指出，長久以來期貨業主要服務對象，除了專業投資機構以外，絕大多數是自然人。其他法人機構並非沒有增益或避險的需求，只是對期貨交易比較不熟悉，對於期貨交易之避險策略應用及風險控管相對沒把握，因此我國期貨業對於協助企業降低經營成本、做好資產風險管理、提升資本使用效率等面向尚有相當廣闊的研發及推展空間。

為了讓期貨業在服務實體經濟方面可以有效推展，在經紀業務，期貨公會與期交所正在合作編製涵蓋交易模組、法人開戶前應辦理事項、開戶程序、交易帳務處理等內容之推廣手冊，提供業者做為法人客戶從事期貨交易的參考資料；期貨公會也將針對銀行

業、保險業及投信業者以講習、在各業別刊物投稿等方式，持續推介期貨市場之經濟功能。另在期貨經理業務方面，今年（105年）5月已經開放證券商全權委託期貨經理事業從事非避險目的衍生性金融商品交易，若能將同集團證券商資金全權委託期貨經理事業，使期貨經理事業得以累積操作經驗及完成操作績效，期貨經理事業在服務法人客戶方面將會更添利基。至於期貨市場新生力軍一槓桿交易商，可以透過瞭解法人需求特性來設計客制化槓桿保證金契約，以更靈活、更貼切的期貨專案商品向法人客戶提供各種服務。

### 因應Fintech發展趨勢 協助期貨業服務升級

自民國88年開放期貨商接受電子下單，現今期貨商的客戶電子下單比率已高達九成，可以說期貨業數位化業務開始得很早，且客戶接受度也高。隨著Fintech發展，透過行動通訊、大數據、雲端運算、虛擬貨幣、資訊安全和物聯網等六大科技驅動金融業，傳統服務模式將產生變革，此外，網路科技應用與創新的管理觀念持續發酵，金融產業將會面臨許多挑戰。廐理事長指出，期貨業面臨的問題不是客戶對於數位化服務接受度低，而是業者在提供更進階的數位化服務方面須加快腳步，因此，期貨公會將盡速召集業者討論如何因應，對於Fintech發展進行深入的研究並提出具體建議，協助期貨業在面對無論是金融科技化或科技金融化的衝擊下，皆可立於不敗之地。今年9月初，金管會已宣布「金融科技發展推動計畫」，期貨



## People

公會將會持續關注相關議題，研議與期貨業有關之項目。

因應數位金融科技之發展趨勢，未來溝通方式、技巧，服務模式將產生變化，對期貨從業人員而言將是很大的挑戰。期貨公會肩負強化從業人員職能的任務，除了將持續協助業者推動員工職能轉型，在辦理在職訓練或從業人員宣導時將會增加數位金融科技相關議題，以培養期貨從業人員跨界新思維，提升其服務能量，並強化相關風險控管觀念。

在臺灣，金融業屬於主管機關高度監理之行業，新種業務開放需要依循一定的申請審核程序，然而金融業產品與服務必須配合市場與客戶快速變化的特性，在新興科技參與之後將更為突顯，慶理事長今年8月10日於證券公會、期貨公會及投信投顧公會合辦之「證券期貨業推動發展金融科技座談會」開場致詞時即呼籲主管機關參考國外監理沙盒之概念，採行穩健但具有彈性監管方式，在風險可控制、消費者權益可確保之前提下，適度放寬監理尺度，容許期貨商充分發揮公司治理之精神，開放業務先行，主管機關適時給予指導與協助。欣聞金管會已開始針對銀行業研擬推出具有監理沙盒實質意涵的「領航計畫」，也就是臺版的監理沙盒，若能擴大至證券期貨業，相信對於未來推動金融科技發展將有很大的幫助。

### 健全期貨市場發展 持續推廣並提出建言

為擴大期貨市場規模，健全我國期貨市

場發展，期貨公會將持續與期交所合作推動期貨資產管理多元化及期貨商品國際化。期貨資產管理多元化方面，為吸引證券投信基金族群及財富管理客戶關注期貨資產管理，增加期貨信託事業及期貨經理事業的曝光度，期貨公會今年3月與期交所合作推出的期貨信託基金與期經全權委託宣導活動，提供投資人進一步瞭解期貨信託基金與期經全權委託相關資訊之管道，宣導內容含括風險管理、多元交易策略、操作運用、風險等級與波動度等觀念，並向主管機關爭取增加期信基金的銷售通路、建立陽光全權委託制度等，慶理事長表示，期貨經理事業及期貨信託事業是業界最有共識的努力方向，前景十分看好。

期交所近年在推動商品國際化方面不遺餘力，不但推出了連結外國指數的期貨、選擇權，也延長交易時間，滿足各類交易人交易避險需求，期貨公會將與期交所在交易、風控、教育訓練及市場推廣等方面持續合作宣導。在稅制改革建議方面，102年公會爭取調降期交稅，獲財政部同意將指數類、電子類、金融類、股票類期貨交易稅率減半(由10萬分之4調降為10萬分之2)，交易成本降低帶動期貨交易量成長，整體期交稅收不降反升，也因此再次獲得財政部同意延長期貨交易稅率減半的實施時間，為擴大期貨市場規模，期貨公會將繼續爭取選擇權交易稅率比照權證的規定，由現行的千分之一調降為千分之零點五，並期望期貨業能在交易安全與市場穩定的格局下，延續104年的成長動能，再創佳績。



# 封面故事



大陸近年網路創新經濟快速發展，然而，創新背後所成就的是良品或是廢品？是否有相關的投資人保護配套措施，還需要大眾多加觀察。為協助大眾能更了解投資工具，本單元將從翻轉金融延伸到期信募資、與運用期貨商品與期貨ETF等衍生性商品建構資產配置，提供讀者參考運用。



# 金融科技 翻轉行為模式

康和期經（兼營期信）期貨分析師◎林彥全總經理

《浪遊之歌》中提及Leslie Stephen在其《“In Praise of Walking” 讚美行走》截取英國威廉·赫茲里特（William Hazlitt 1778-1830）心靈沉思的主題，寫道：「據亞里斯多德的說法，行走是記憶的連接線，每次行走都是一個小劇場，有著多變情節與災難；那是行走與思想、友誼、興趣的交織。」《Rebecca Solnit著，“Wanderlust：A History of Walking” 浪遊之歌：走路的歷史》。

### 創新行為模式ing

現今「Internet Plus互聯網+」生態體系也串起世界各地人們林林總總的生活習慣、消費與積累出可進一步做行為分析的Big Data大數據訊息記憶、分析、機器學習和形成時尚，包含近期風靡全球近75億超過一成六人口下載的遊戲，也把扮演On-line線上虛擬訓練員的宅男宅女們帶出戶外真正行走，配合應用VR（Virtual Reality 虛擬現實技術）和mobile行動裝置做到「On-line、Off-line，線上線下一體化」抓pocket monsters口

袋寶貝怪物，既虛擬又現實，外出聚集的人們進而進行Social社交的寶可夢“Pokémon Go”遊戲；同時商家、商圈、甚至公園、博物館（如：美國紐約MoMA，Museum of Modern Art現代藝術博物館2016年近期受訪的發言）若結合該遊戲公司特定寶可夢角色或提高寶可夢出現機率的櫻花雨投放，更創造出Off-line線下導客的人潮和商機。（或許還包含CIA國防偵蒐隱藏用途<sup>1</sup>）。

此「線上線下一體化」商機就如同我北京大學同學郭東杰先生（攜程旅行網高級副總裁）所為，他於2015年底代表攜程入主華



遠國旅擔任董事長兼CEO，要進行攜程平台化方向的策略整合，定位最優秀的旅遊運營服務商，他表示：「華遠已是中國最大的專業出境旅遊批發商，至於接下來要做的，無非是高築牆、廣積糧，終究要稱王，做中國最優秀的旅遊運營服務商！此定位即是如果達到理想狀態，不僅是在業務上很強，同時還能夠支持「線上線下的很多平台和管道」，並給我們的同行運營輸出的能力。」

這即是發展行動互聯網的思惟！即使是傳統旅遊產業，也正進行技術更新、著重用戶體驗，由傳統PC移至Mobile行動裝置連結便利飯店、高鐵、機票訂位和第三方支付系統、手機定位、語音服務和搖一搖搜尋等複雜技術、攜程後台時時追蹤統計User使用者所花時間和在線APP運行效率情況，做線上線下平台整合，各個用戶已實實在在地感受這時代已在改變。

## 金融創新 A++？

拼速度和效應、拼規模、搶用戶的「互聯網+生態圈」競爭模式，已從交易平台為基礎的電商，提升為著重相互交流的全球「後電商時代」！而原是各類經濟活動載體服務媒介的金融產業，是否更應省思如何金融創新，連結「互聯網+行動計劃」來進化？！同時CRM客戶關係管理，也被迫要提升至VRM意願經濟管理，主動告知和提供有潛在需求客戶相對應的相關產品與服務，主動為客戶創造價值。

大陸近幾年網路新經濟最流行之一的P2P網路理財（Peer to Peer點對點網路借放款，Person to Person個人對個人的網路理財），是可將小額資金聚集起來借貸予資金需求者的一種網路金融產品，不過近年來已有1,000家P2P業者倒閉泡沫化現象，雖有人

1 可參考：「寶可夢陰謀論 CIA 蒐集全球情資，作者記者莊舒仲 / 綜合報導 | 中時電子報 -2016 年 8 月 10 日」及「寶可夢大師暗藏 CIA 詭計？原來精靈大師們都被「利用」了？東森新聞 -2016 年 8 月 15 日」

網路相傳 Niantic 是 Google Map 的原始設計團隊，在蒐集多年的全球衛星圖架構後，發覺開街景車到處拍照頂多只能蒐集地球的骨架而已，隨便一個好醫師都會跟你說，只懂骨骼的醫師不是好醫師；還要透徹神經、肌肉、組織、細胞、血液乃至 DNA，才能 100% 掌控人體。這些寶可夢粉絲們不但免費幫美情治單位蒐集情報，還要付錢買手機、繳電費、購買週邊產品，有償式的提供 CIA 情資，甚至被騙到抓怪地點買當地土產，當然這些店家早付了 Niantic 廣告費用，這不就是湯姆騙到的蘋果嗎？

只是 21 世紀的 Apple 要 2 萬多新臺幣。有了寶可夢粉絲們的殷勤拍攝，CIA 就能夠將全球的死角拼湊起來，未來美國的海豹部隊在各地如狙擊賓拉登般的「處決」可疑人士時，就毋需摸黑了。還可以將這些情資，大量販售給民間與政府團體獲利；畢竟，21 世紀的戰爭打的是資訊戰。

更恐怖的是，精靈寶可夢 Go 遊戲的使用同意書中，明定寶可夢團隊可將手機持有人的 email 帳號、照片、網路蹤跡、使用習慣、常用檔案給「自由運用」。沒錯，根據多種說法，這個「自由運用」甚至包括用你的名、你的帳號、你的 email 寄信，還可更改你的照片，竄改你的檔案！但木馬已經進入城內了，想想看，如果是中南海的特務，用小米手機或阿里雲 app 竊取你的個資，你會不會跳腳？但就因為是矽谷潮科技，日本萌遊戲，就讓你一秒卸防，不是高招嗎？ -- 文章已獲得作家王大師授權引用 -- 原文引用於《「他們」不想讓你知的寶可夢秘密！》，東森新聞 -2016 年 8 月 15 日。



## Cover Story

說新經濟釀造的啤酒必須有泡沫才會好喝，但大陸監管單位銀監會、工信部和公安部、國家網信辦開始注意到風險，今年8月24日大陸銀監會定調P2P網路借貸為訊息仲介，亦禁止P2P進行債權轉讓，將採備案管理，即不得從事資產證券化等業務、不得實現以打包資產、證券化資產、信託資產、基金份額等形式之債權轉讓行為業務，且單一自然人於單一平台借款上限為20萬元人民幣，於多個平台借款上限為100萬元人民幣。

P2P網路借貸被定義為屬於民間借貸範疇，將受大陸《合同法》、《民法通則》等法規及最高人民法院有關司法解釋規範。未來網路借貸的資訊仲介機構，不得從事自行融資，不得為出借人提供擔保或保本、保息，不得吸收公眾存款；不得歸集資金設立資產池。同時，也不得將融資專案拆分，不

得發售銀行理財、券商管理、基金、保險或信託產品等金融產品。（如圖一）

說到P2P風險，當以今年2016年爆發快鹿集團以「互聯網+金融+電影」模式吸金為經典泡沫案例，該投資最後被踢爆票房作假的電影《葉問3》，投資人瘋狂擠兌導致兩萬多名投資人求償無門，加遽了大陸「互聯網+金融」P2P個人對個人的網路理財風險，有上千家業者倒閉。但大陸經濟學家或管理學者都認為，「互聯網+」的創新，終究會淘洗出最後勝利者，為其帶來成長新動能，過程中必然伴隨著泡沫。

如同長江商學院副院長滕斌聖所說：「大量的資本，追求有效、有限的案子時，整個價格就會變得很高，成了所謂的泡沫。」；大陸發改委學術委員會秘書長張燕生也說：「過去三十幾年，中國是用汗水驅

大陸P2P暫行辦法重點	
項目	內容
借貸上限	●單人單平台共人民幣 20 萬元 ●單人多平台共人民幣 100 萬元
不得經營	不得自行融資、為出借人提供擔保或保本、保息、吸收公眾存款、設立資產池。也不得將融資專案拆分、發售銀行理財、券商管理、基金、保險或信託等金融產品
不得宣傳	不得線下推廣、自行或委託授權協力廠商在網路、市話、手機等電子管道以外的物理場所宣傳或推薦
法律規範	受《合同法》、《民法通則》管轄
合作範圍	允許引入協力機構進行擔保、火與保險公司展開業務合作

資料來源：大陸證卷會、新聞整理

杜宗熹／製表

圖一、大陸 P2P 暫行辦法重點 資料來源：經濟日報 2016 年 8 月 25 日



動經濟，未來三十五年要用智慧拉動經濟，中國要慢慢建立自尊、自信、自立，進入新一輪的經濟成長模式。」，鼓勵創業，可將中國過剩資金從房地產導引到「互聯網+」的新創行業。

2008年金融海嘯，大陸前總理 溫家寶為避免經濟受其負面影響產生巨大下行風險，大陸政府以四兆人民幣救經濟，卻造就了資金過剩問題。溫任內十年間，大陸貨幣總量由18.6兆，膨脹五倍到94兆人民幣，而大陸每年有七百萬的大學畢業生，他也認為鼓勵年輕人創業，將可解決部份的青年失業問題；滕斌聖副院長也強調：「創業可能會失敗，對未來再創業或就業，卻是很難得的經驗。他，鼓勵年輕人創業、創新，是因為中國現在還是很難以技術創新超英趕美，但有機會在商業創新上領先全球，特別是互聯網+。」

### 「互聯網+」

看似玩笑但卻又是真實的案例，週末與外商派駐亞洲區的返臺友人聚會閒聊其近期做創投遇到的趣聞，最近大陸的網紅（線上受廣大網民關注的紅人）經濟非常紅火，甚至在大陸有人創業做網路虛擬模特經紀公司抓住「空虛經濟」的商機，僱幾名員工在海外找FB臉書的靚女生活照（當然當事人不知道自己網路照已外流到大陸甚至成為網紅…真的要小心注意自己的網路隱私設定），進而經營數十位虛擬小網紅，每月有將近10到

30萬人民幣收入，比如今天故意Po文寫道：「寶寶今天做完瑜珈回家路上，不小心跌倒眼鏡和手機摔壞了，心情真糟糕哭哭。」，沒想到就這樣簡單的網路照片拋文後，就有空虛寂寞的網民關注，就以微信第三方支付打款買眼鏡送手機！天呀！您應該會和我當下一樣覺得太誇張了，但這是真的！

當然在互聯網+的競爭時代也有正向的一面，中國工商聯的好友前幾年幫其一位老家在福建種岩茶（岩茶即半發酵的烏龍茶）的好友，透過「互聯網+眾籌」的創新創業方式，將其茶山地上權產出分割成小單位於網路出售認購，除投資者每年可收到兩次（春茶、冬片）可以喝到較安心有機概念的好茶與到現場觀光外，也可委由商家進行販售獲利分拆回饋投資方。

再回到網路金融的基礎「第三方支付」，2015年台南大地震，對岸的同學友人們甚至透過方便的微信轉帳捐款，在臺灣的同學們再透過台南市府方便的捐款網頁來捐款支付，這就好比是兩段式原始「跨境電商+公益」概念和環境限制條件實務作法的結合，若有進一步的開放配套（包含：第三方支付、徵信管理）應用，將也有機會可活絡經濟。

### 金融+科技 競爭力加乘

因應主管機關積極推動FinTech數位化金融環境（參圖二）及提升期貨信託事業服務效能研議，近期開放期貨信託事業、期貨顧問事



## Cover Story

業，得以自然人憑證辦理開戶、注意事項說明等電子化作業，及取消期貨信託基金申購需專人風險解說之規定等，以利期信基金可同證投信基金簡易網路化（方便投資人開戶和申贖，降低成本提升效率），這令期貨信託事業得以向數位金融環境跨出一大步，未來還可進行投資人需求行為大數據分析，以提供投資人更好的理財建議和產品設計發行。

另外期貨公會和業者共同爭取期貨信託基金得於基富通基金平台上架銷售案，將使期貨信託基金增加一處無遠弗屆的網路銷售管道，也讓其傳統相對報酬型股債基金、貨幣基金的產品線，能增加絕對報酬型的期信基金來豐富產品線，真正地來滿足投資人一站購足之需求和為投資人提供更好的資產配置分散風險的投資組合效果<sup>2</sup>。

有了以上的開放基礎，將更能整合集保

和交易所、券商和期貨商、槓桿交易商、期貨資產管理（期貨信託、期貨經理和期貨顧問事業）業者的服務及傳統銀行業務，將可更有效率的服務投資人，這也進一步活絡交易所產品的市場流動性、期貨商和券商的經紀業務，增加就業機會及企業轉型留才育才需求等。

再配合政策開放，目前暫定於今年12月開始開放陸籍人士來臺買基金外，若可結合銀聯或微信支付，加上KYC、徵信機制配套，對臺灣期信、證投信業者也是一大利多。

看看現今全球零售市場營收（如圖三）及全球市值排名，在美國Amazon營收已擠進前五名，在大陸第一及第二名已由電商阿里巴巴Alibaba、京東JD兩家企業包辦，您將會發現網路電商已經是強大不可逆趨勢！希

金管會力推金融科技	
金融	內容
金融科技 10 計畫	電子支付、P2P 網路借貸平台發展、推動股權性質群眾募資平台、保險創新產品、基金網路銷售平台、金融科技人才培訓、數位化帳簿劃撥作業環境、區塊鏈、金融資安、安全的網路身分認證機制
推動進度	8 月啟動金融科技 10 場會議
語彙單位	銀行、壽險、證卷、信託等各金融公會，以及證卷交易所、櫃檯買賣中心、集保結算所等周邊機構

製表：魏喬怡

圖二、金管會力推金融科技

資料來源：工商時報 2016 年 7 月 30 日

2 傳統股債投資組合加入管理期貨投資工具的效果，請見 林彥全，2014 年中華民國期貨業同業公會 期貨人季刊 第 51 期：另類投資輝煌時代來臨－追求絕對報酬金銀島。



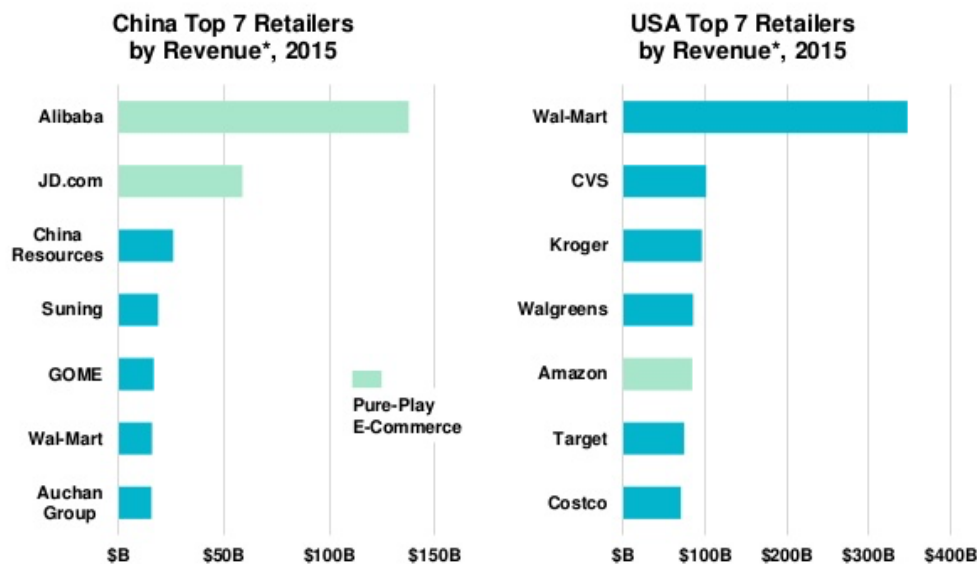
望透過此文能讓我們金融從業人員開始進一步了解到：

- 「支付結算：好比是連接世界的血脈，亦是互聯網金融的幕後英雄」。
- 「P2P借貸網路金融：乃是危機、轉機機會並存」。
- 「眾籌融資：是給夢想一個機會」。
- 「金融徵信：好比是在數據垃圾中掘金」。
- 「網路理財：將是活絡的金融市場」（如圖四）。

## 結語

有人說2013年是中國互聯網金融元年，乃因阿里巴巴集團聯合天弘基金共同推出天宏增利寶貨幣基金，也就是大家熟知的餘額寶業務，所以致使網路理財領域大躍進，也開始了寶寶軍團進逼傳統銀行業，甚至可以把它看成推動中國利率市場化和銀行業經營自由化最有利的推手，而自2014年春節後，包括阿里巴巴餘額寶、京東小金庫在內的眾多網路理財產品更開始摸索與基金和保險業

## China E-Commerce Companies = Dominate Top Retailer Rankings vs. USA Peers...



@KPCB

Source: Euromonitor. Note: \*Revenue defined as retail value of goods including tax, and excluding order transaction charges such as consumer-to-consumer, online vehicle & auto parts, to let's, travel bookings, delivery fees, etc., and other. Revenue may differ from company disclosed to US revenue or gross merchandise value figures.



Hillhouse Capital

PAGE 170

圖三、中國、美國前七大零售業者營收，Mary Meeker，KPCB（Kleiner Perkins Caufield Byers）& Hillhouse Capital，2016年6月1日，互聯網趨勢研討會



# Cover Story

者合作，提供不同以往的傳統+創新之基金公司和保險公司的保險理財產品，另外結合眾籌及銀行、基金等銀行理財產品，也推出了「錢先生」第三方理財監管平台「一元起購，跨行購買銀行理財產品」的群眾募資商務模式，這即是將網路經濟中的「團購模式」與「互聯網金融理財」結合，也創造出網路理財新管道！

衷心期盼臺灣金融產業與主管機關協力合作下，也能儘速開展臺灣的互聯網金融元年，「強化線上線下整合 – O2O，On-line to Off-line」，為廣大投資方提供有利安全多樣化的互聯網金融產品與服務，同時接軌國際活絡經濟！



## 林彥全小檔案

中華民國證券暨期貨金彞獎 第十二屆傑出期貨人才獎得主

中華民國期貨業商業同業公會 前經理業務委員會副召集人

2015臺灣期交所 期貨基金鑽石獎第一名

康和期經.期顧.期貨投信 董事總經理

北京大學中國經濟研究中心CCER暨國家發展研究院EMBA

紐約福德漢姆大學(New York Fordham Univ.) 商業管理學院 MBA企管碩士

## 中國互聯網金融與金融服務機構協作體系



圖四、中國互聯網金融與傳統金融服務機構協作體系圖，iResearch 艾瑞諮詢，2015年中國金融發展格局研究報告；康和期投信 整理



# 2016 投資新顯學 運用期貨建構資產配置組合

群益期貨 期貨分析師◎林昌興協理

## 市場走勢多空不明，全球風險趨避當道

進入2016的尾聲，全球歷經了大半年的風平浪靜，今年度讓人最意外的就是聯準會居然沒有如預期的連續升息，也讓美元從2015年底的強勢格局，指數從80上升到100後，今年度在94到98間來回徘徊，許多重壓資金的資產，非但沒有嚐到美元升息的甜頭，反而在利息與匯率上都吃了虧；外資也一樣因為資金橫流四處亂竄，從歐洲與美洲一路往亞洲找尋投資機會，也讓臺灣市場內資與本土法人皆不看好的情況下，卻逆勢上

揚，臺股於第三季又站回9,000點關卡，這一切不但讓投資人看傻了眼，近期也在現貨量縮下，資金轉往衍生品市場與海外商品的投資比重也越來越高，而原本被大家認為是投機比重高於投資的期貨選擇權市場，更逆勢成長，吸引資金進駐並且朝多元化商品與投資機會發展。

提起期貨市場的優勢，在多頭時期真的只有加速槓桿效用讓投資人快速獲利，一般遇到大多頭時期，大部分投資人還是會優先選擇現貨市場，以累積資產與抓住波段趨勢行情；然而只要趨勢不明朗，或者大盤漲、



# Cover Story

## Fed Watch Tool 2016 Sep/Dec



Meeting date: Wednesday, 21 Sep 2016

Meeting date: Wednesday, 14 Dec 2016

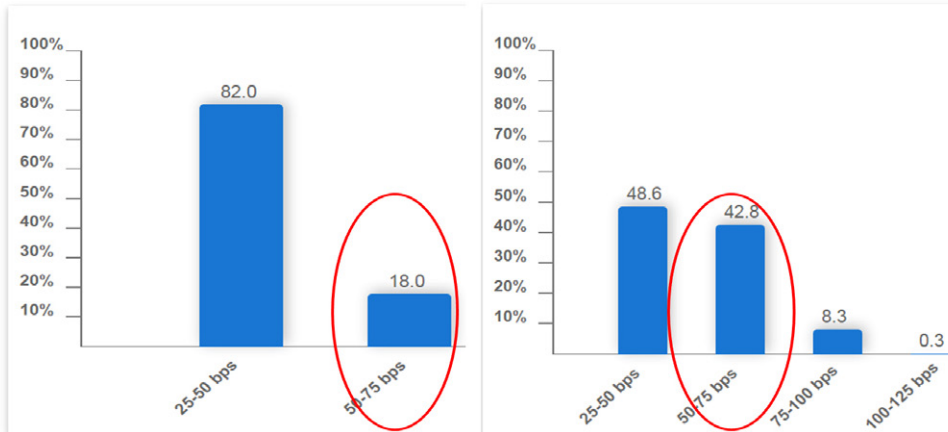


圖 1、FED 升息機會延後



圖 2、美股高檔與美元指數區間比較圖

個股卻難以捉摸的情形下，一般投資技巧就很容易追高殺低，或者買進後就套牢的情形產生，所以今年度市場才會出現外資一直買，但內資法人與散戶投資人一直觀望，而且缺乏進場意願的景象，此時若沒有配套措施或者一套期權的交易模組，很容易讓資金進入現股就出現難以流動的窒息情況，也難

怪雖然我們盼望成交量能夠增溫，但一路卻事與願違的毫無起色。

再者，期貨市場對於空頭的部位建立與方便性，遠遠大於現貨市場，所以當我們預期下半年度風險和波動增加的情況會開始加大下，許多投資部位就會選擇以期貨市場的交易來切入，不論是指數的避險空單，或是



投機性質的空頭部位，還有外資與內資法人的期貨未平倉量創新高等等跡象，都告訴我們只要多頭市場壓縮過久以後，一定會有大量的能量和波動會釋放出來，這個時候就必須事先想好要運用甚麼樣的期貨選擇權商品，既能夠創造防守全球市場大幅下跌的系統性風險，也能夠透過投資組合的資產配置，在固定收益產品、ETF衍生性商品、期權風險性部位三種組合之中，得到自己想要的投資報酬率。

### 善用期貨建構資產配置

一直以來，大部分的投資人都將期貨當成投機與資產增益的選項，就連投信機構的基金經理人也很少能夠積極性的運用臺指期

貨、或者指數選擇權進行避險，更遑論海外的期貨與選擇權商品了；不過當參考世界知名的幾個對沖基金以及海外績效卓越的操盤人作法，臺灣這幾年來資產配置的相關做法較為保守且消極，與歐美主流的配置方式仍有一段距離，也就是說只要提到資產配置，大部分人的第一個觀念不是定期存款或保險，就是股權類的共同基金投資，最好再加上定期定額等方式，基本上仍不脫風險小，固定投入，等待多頭來臨往上操作的傳統性思維。

今天筆者要透過固定收益商品、ETF基金股票、及期貨衍生性商品這三大類資產項的價差以及反向性趨勢部位，將資產配置重新定義，讓大家更了解投資組合的優勢，也能夠自己成為配置部位的操盤人。

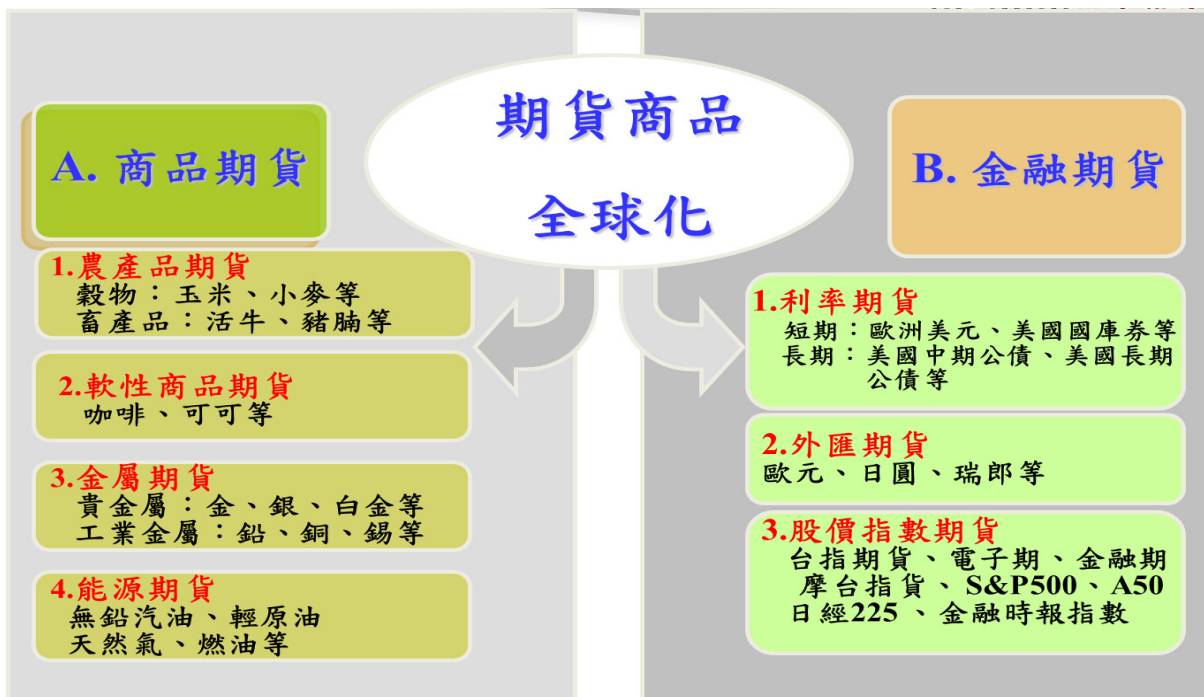


圖3、期貨商品 - 全球化



# Cover Story

## 一、固定收益商品

由於近年來全球進行貨幣量化寬鬆（QE）政策，利率一路降低的情況在這幾年從歐洲蔓延到亞洲地區，因此只要能夠打敗定存利率的固定收益商品（Fixed Income）就相當的受到投資人青睞，舉例來說只要泛指本金風險有限，息收穩定的產品，這幾年都是市場的寵兒，簡單來說從外幣定期存款、外幣保本型定期保險、到高收益債券、高收益債券基金等產品，雖然投資屬性不同，但對於投資人的重點都是：“保本”，只要短期內不動用資金，基本上本金的影響不會太大，只是選擇的商品方式不同，也會造成收益和相對報酬與流動性的不一樣，也因為固定收益商品一般投資金額較高，所以更應該詳細了解商品的屬性。

以一般投資人最愛的定期存款來說，由於新臺幣的基準利率已經一路降低，幾乎到了史上最低的1%左右，所以定存族無不想要多創造一些收益，也因此2014、2015年最火熱的外幣定存就屬人民幣，2016年最熱門的就是美元市場，不過雖然看似本金不會變動，但新臺幣兌外幣的匯差如果沒有考慮，還是有可能發生賺利息賠匯差的狀況，舉例來說2015年人民幣從過年後就開始下調存款準備率，先讓短期的兩岸利差開始縮減，且到了2015年8月11日這一天，人行突然放開人民幣的匯率中價讓市場決定，當天就強貶了3%，也讓強勢人民幣格局進入重要的轉折，自此以後人民幣由升轉貶，對於投資人來說不但利息由3%降到2%大減50%，匯率上更是得不到優勢，人民幣對美金由6.2一路貶值到

## 資產配置三大項目

製表：林昌興

固定 收益	ETF 基金	期權 策略
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 台幣定期存款               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 年利息1%</li> <li>2. 累積資產</li> </ol> </li> <li>• 美元定期存款               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 年利息1%</li> <li>2. 強勢貨幣</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ETF               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原物料市場</li> <li>2. 國際盤買反向避險</li> <li>3. 可定期投入</li> </ol> </li> <li>• 大陸市場基金               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 留意低基期</li> <li>2. 可持有時間較長</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 期權策略               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 人民幣期貨避險</li> <li>2. 多空轉換快速</li> </ol> </li> <li>• 海外期貨               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 留意價差交易</li> <li>2. 運用工具輔助</li> </ol> </li> </ul>

圖 4、資產配置三大項目



6.7，跌幅之大讓許多人認為保本的投資卻還是出現了相當程度的回檔，實為可惜。

因此在固定收益市場，除了利息的多寡以外，最重要的就是外幣資產的變動方向性相當重要，若2010~2015人民幣是大多頭只要買進就是升值獲利的情形開始扭轉，投資人能夠做的除了贖回人民幣換成其他幣別資產外，比較積極的做法就是利用臺灣期貨交易所推出的人民幣期貨商品，運用相對部位來規避人民幣對美元的貶值風險，具體說來人民幣期貨分為大型人民幣期貨（對應部位10萬美元），與小型人民幣期貨（對應部位為2萬美元），因此持有12萬人民幣部位的投資人，若定存期間未到但認為人民幣會續貶者，只要在期貨部位買進一口小型人民幣

期貨，（匯率往上數字增加即是看貶該貨幣），就可以繼續持有人民幣定存部位，同時也可規避人民幣貶值的風險，就算人民幣一路貶值，現貨部位產生的虧損，可以由期貨部位的獲利來補強，這樣的固定收益產品才具有穩定收入的優勢。

## 二、ETF股票股權類

臺灣投資人變聰明了！拜大陸股票市場大起大落所賜，這兩年市場最火紅的投資標的，並非兩岸的指數型商品，市場關注焦點也從找飆股的時代開始改變，轉而追求全球指數型的交易機會，而ETF（期貨）類商品，恰恰滿足了臺灣市場前進國際化的最大需求。



圖 5、利用人民幣期貨規避貶值風險



# Cover Story

自2003年臺灣早就有ETF的市場建立機制，從0050ETF開始，後來的中型100、高股息ETF、到滬深300相關產品發行後，臺灣市場正式跨出國際性領域，也慢慢成為國際指數投資的交易中心。從證交所統計資料來看，2015年07月台股整體ETF成交量創下歷史新高達到2,157億元，剛好也參與了上証指數從2,000點狂飆到5,000點的大波動行情，直到2016年初雖然陸股持續回檔打底，台股量能減低，但一月份ETF成交量也有1,900多億元，占台股全體交易量的11%，算是比重的新高，這塊衍生性商品已然成為台股不可或缺的一項支柱。

從臺灣整體市場觀察，臺灣投資人對於指數型投資越來越熱衷，選擇一籃子股票或者是區域性指數的被動投資法，也逐漸受到投資市場的青睞；從交易所的資料統計，ETF總資產規模從臺灣五十發行以來，逐年成長的情形從來沒有停止過，2014年台股ETF每日成交總值是17億元，2015年台股ETF每日成交總值達到67億元，加上2016

各投信全力推廣ETF衝刺下，截至2016年中ETF每日成交總值再創新高來到70億元上下，成交狀況相當亮眼。

從市場比重來看，由於金管會大力推動投資ETF，因此在各單位推廣下，不論ETF基金掛牌檔數、種類、資產規模及市場交易量都有大幅成長，據統計ETF占市場成交比重，由2003年的0.2%、2014的1.9%、2015年的7.3%，尤其在槓桿型ETF、反向型ETF等新型態ETF大幅掛牌交易後，到2016年中ETF成交量占台股總成交金額的比重來到9.94%，逼近一成，在質和量之中都有顯著的發揮空間。

另一方面，期貨交易所根據ETF的現貨標的，也在2015年推出相關的ETF期貨，讓投資人能夠提升槓桿，積極參與指數化投資市場，也因為2015年大陸股市大幅度的先上再下，投資人在指數期貨的標的選擇上，除了臺指期貨、電子、金融等國內商品之外，還有大陸相關的上証ETF期貨、滬深ETF期貨可以參與，而且交易時間延長到16:15，可

## 臺灣ETF分類

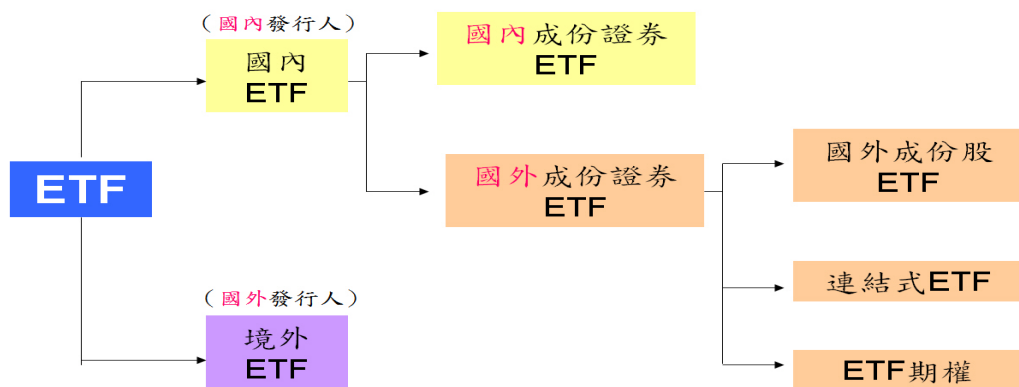


圖 6、臺灣 ETF 可投資系列



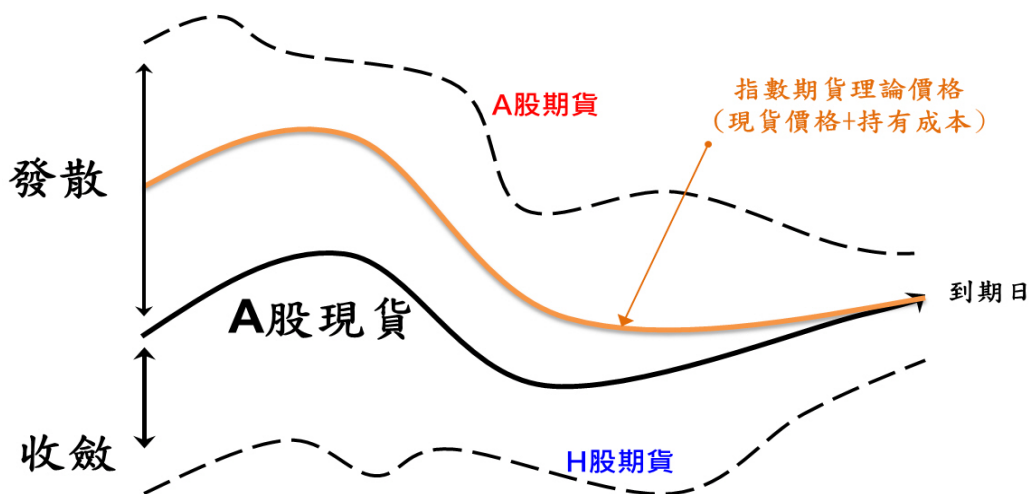
以更貼近海外市場的交易時段，提供投資人早上交易ETF現貨，午盤過後時段可以利用ETF期貨來避險增益之管道，就ETF期貨成交量來統計，從2015、2016年間當日成交量最高達15,000口，是股票期貨商品類單一商品穩定成長的品項之一，更真實地貼近市場的交易行為，因此在資產配置上，國內外相關ETF產品是不可或缺的一個項目。

### 三、期貨衍生品市場

期貨選擇權市場，速度快、槓桿大、風險相對就高，因此被一般資產配置者視為洪水猛獸，也使得期權市場一直以來都是小眾短線，以小搏大的投機氣氛居多，是非常可惜的；筆者希望透過這篇文章，和大家分享

期權市場幾個獨特的性質，不但可以提供交易者比較多的對沖機會，且透過適當的配置組合，還能夠避開全球經濟循環下幾年一次的系統性風險，以下將從槓桿與風險控管的角度出發，來談談期貨衍生品在資產配置中的重要性。

撇開一般人猜測多空的押注行為，期貨市場提供的流動性以及多空皆宜的操作特性，是一般基金與股票市場難以望其項背的優勢，但是多空靈活操作也同時代表了投資人必須對短線趨勢、停損停利、買進賣出需要更良好的技巧與心理態度，期貨短線交易並不見得適合所有投資朋友，故筆者打算介紹交易方法，提供交易者挑選適合自己的操作模式。



以期貨與同質性高的商品為例  
到期日時期貨與現貨之間的價差將會收斂  
因此當正逆價差過大將有價差收斂機會

圖 7、價差收斂發散概念圖



## Cover Story

期貨市場除了選擇多空方向的基本交易之外，首先我們先談到價差交易，所謂價差交易就是一多一空、一買一賣的對沖模組，透過市場機制可以找到兩個相關的市場或兩個強弱勢分明的市場，投資者可以在兩個產品中，一個買進同時賣出另一個，兩兩成對鎖住方向，將獲利空間從單純的多空選擇，轉為交易兩個商品之間的收斂與發散，這樣的交易方式雖然較為複雜，但對於風險控制和交易邏輯，可提供操作者避開短線掃蕩的時機，追求更穩定獲利的機會。

舉例來說，幾年前較流行的交易模組，就是摩根臺指與臺指期的價差交易，雖然兩個指數一個在新加坡、一個在臺灣交易，但是交易的主成分股都是臺灣的加權股票市場的權值類股，因此交易者只要認為摩臺指對臺指的價差過大，就可以進場賣出摩臺指，同時買進臺指期貨，運用公式試算下，更可以找出最佳風險比例，也就是可能三口摩臺指的空單與兩口臺指期多單成為一個投資組合，目的在於只要兩者之間的價差能夠收斂，交易者只要扣掉交易成本能夠獲利，就可以找尋機會出場，不過摩臺指對臺指期的價差交易模組，近年來空間已經很小，因此現在我們提供另一個思考空間讓投資朋友切入。

如同上一個子題中提到的ETF市場，目前最火紅的就是大陸股市，而跟大陸股市相關的衍生性產品，在兩岸三地以及亞洲地區相當多元；但一般投資人對於大陸市場的做法無非就是逢回檔找買點，利用ETF或者A

股的機會買多單卡位尋求噴出機會；這樣的做法並非不好，但若遇到2016大陸股市一路被壓抑的情況，其投資報酬率將會令人大失所望，因此如何讓投資部位更加靈活，就必須設計出不一樣的交易模式，剛好前揭介紹的價差交易模型，近期運用在陸股上有交易的利潤與空間。

現在針對大陸市場的期權商品，國人能夠在臺灣直接投資交易的產品，有臺灣期貨交易所的上証ETF期貨、新加坡交易所的A50指數期貨，與香港交易所的H股指數期貨，這些指數期貨雖然標的都是大陸股市，可是在交易時間、交易幣別、交易人的心態上都不全然相同，所以筆者提供的交易方式，就是兩兩商品間的價差交易，也就是說不論是上証ETF期貨對A50，或者A50對H股指數期貨，只要兩個指數能夠找到其中的價差關係，我們就可以從中找到收斂或發散的交易機會，這也是除了交易方向性部位外，另一種交易的投資思維。就A-H價差交易來看，每個月波動的空間有，交易時段又差不多，投資者只要將兩個商品的價差圖畫出來後，在區間的上緣賣出A50買進H，在區間下緣反向操作，加上兩者相關係數達80%以上，所以只要遇到事件性的波動出現，兩個指數的價差就會來回波動，這個時候只要反向平倉就能夠獲利出場，是一種進可攻退可守的交易策略。

為什麼價差交易更適合加入資產配置組合？因為一般空頭避險部位，會面臨部位加大後，如果遇到市場正向上漲時，你的beta

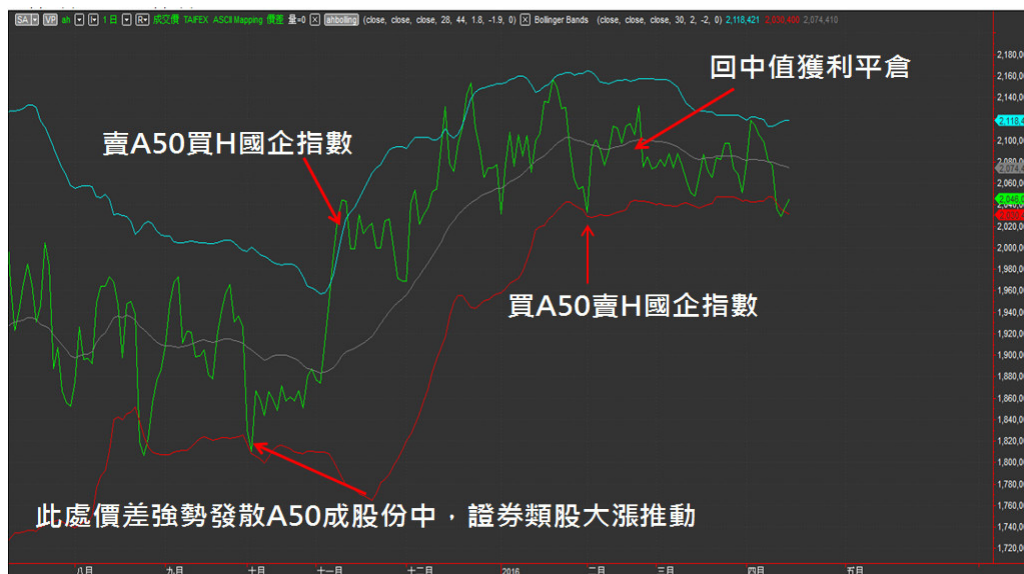


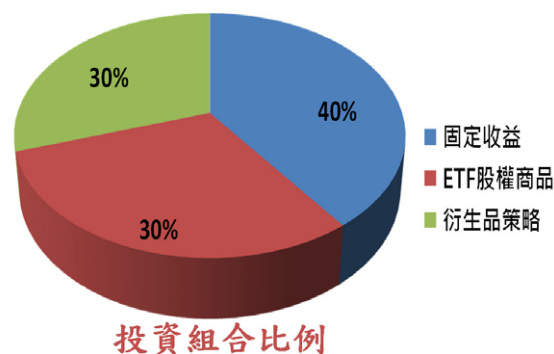
圖 8、A50 與 H 股價差交易圖

會吃掉大幅獲利的空間，簡而言之就是你的期指空單遇到大漲時會讓投資組合產生較大的虧損，然後市場看回不回的情況又時常發生，因此操作者常常會放棄避險行為後，才遇到股市大跌。而價差交易做的是一多一空對鎖，就算遇到A股盤盤漲漲無明顯趨勢的情況下，只要價差有空間還是能夠操作。再來就是價差交易因為有一多一空的部位，所以就算是歐美股市有不測風雲的系統性崩盤，價差部位也不會像多頭部位一次就賠掉大半的資產，反而還有機會因為波動大而產生獲利機會，所以資產組合的配置裡，這樣的策略部位將顯得重要。

### 全球資產配置組合比例分配

以往投資人進入市場，都是單一商品與簡單面向來思考，舉例來說可能就是一些資

### 資產配置



投資組合比例

圖 9、投資組合資產比例

金操作台股，一些資金買點基金、贖餘部分辦理定存這樣的做法，就當成資產分散配置，這樣的邏輯在歌舞昇平時代或許有用，但在市場快速變遷下，一般的思維已經不夠用。透過本文介紹，投資人可以試著分配自己的資產比例，在固定收益、ETF或股票、期權衍生價差市場做資產配置；如果是一般配置，可以參考433比例，40%固定收益、



## Cover Story



圖 10、VIX 指數下半年風險投資機會高

ETF與期權各30%，既可以穩定資產收入，也可以選擇好的ETF投資，更有30%衍生性產品不怕黑天鵝來臨，一攻一守間您的投資部位更加穩健，也不用煩惱明天的漲跌會不會讓資產一夕化為烏有；如果以配置而言，美元下半年強勢，就可以選擇40%資金利用美元的資產定存，收取固定收益並且等待升息後的匯率優勢，ETF方面就可以切入低基期的大陸市場，用30%的資金定期定額投入ETF資產來建立部位，用時間來換取空間取得大陸股市低檔的優勢；最後再用30%的資金建立一些價差部位，多空對鎖但是風險有限，獲利空間雖小但是穩健操作，如果遇到下半年出現黑天鵝也不怕，建立完整的投資組合，才能夠讓資產穩健成長。

### 脫離臺灣舒適圈，找到獲利新機會

最後，透過簡單的拋磚引玉，希望臺灣的投資者能夠放開自己的眼界，從尋找飆股與明牌的短線追逐思維，轉換成資產投資的正確心態，加上近期以來臺灣金融市場推出相當多元化的產品與投資方向，只要願意學習，全球化的ETF與海外期貨市場，絕對是未來幾年的顯學，只要先準備好交易的知識與技巧，機會與風險來臨時，投資機會價值浮現後，善用資產配置的黃金組合，鎖住風險並且擴大利潤，才能夠在金融市場自然遨遊。





# 期貨與 ETF 間的交易機會與策略

國泰投信◎章錦正

**指**數股票型基金，國外習慣稱之為交易型基金，英文是Exchange Traded Fund，是於交易所掛牌交易的開放式基金，此類基金的投資目標在於追蹤特定指數走勢，其組成之投資組合與該特定指數之成分標的配置相近，其目的是為了貼近指數表現。而在投資途徑方面，由於該產品可同時在初級市場申購或買回，並且在次級市場進行買賣交易，投資管道多元化，符合國內外機構法人與一般交易人之操作習慣，再加上具有透明、低成本與交易便利性等優勢，自90年代推出後便在全球蓬勃發展。我國也隨著集中市場產品的多元化，投資人逐漸對期貨和指數股票型基金（Exchange-Traded Fund；以下簡稱ETF）都已有一定的認識，也有愈來愈多人參與ETF的投資與交易，特別是在2014年槓桿型與反向型ETF進入市場之後，部份ETF的槓桿特性也開始有與期貨工具較勁的意味。雖然多數投資人往往把ETF與期貨工具這兩種商品分開來看，或甚至各自有各自的擁護者或市場。事實上，我國期貨市場早已經有「ETF期貨」這樣的投

資工具，可以結合上述兩種工具的優點。

除此之外，在期貨與ETF之間，也存在不少交易策略與投資機會，透過同時參與兩種不同市場的方式，投資人有機會進一步再增進投資績效。

## ETF期貨- 透過期貨工具參與ETF市場

2014年，我國開始發展ETF個股期貨的創新產品，法規架構由個股期貨來延伸，ETF期貨對投資人來說，優勢有交易成本低、避險效率佳、財務槓桿高等優點；在交易成本方面，投資人交易ETF期貨，只需負擔期貨手續費+期交稅（契約價值十萬分之二），另外因為現貨完全對應，所以有現貨ETF避險需求者，避險的效果優於指數期貨。在槓桿效果方面，以操作相同規模標的物所需資金而言，ETF期貨約是現股買賣的1/18，是融資買進的1/7、是融券賣出的1/16。而期貨的特性，也讓它多空操作靈活。保證金的部份，因主管機關考量受益憑證（包括指數股票型證券投資信託基金及境外指數股票型基金）為被動式管理之基金，



## Cover Story

以追蹤標的指數報酬為目的，價格波動類似股價指數，幅度較小，因此參考股價指數類期貨契約保證金計收方式訂定保證金，採固定金額方式訂定以受益憑證為標的證券之股票期貨契約保證金。結算也採與同現行股票期貨契約結算價之決定方式。

### ETF與期貨間的交易機會

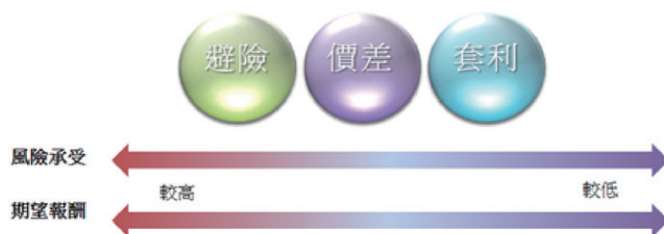
多數的人，首先是透過ETF的「基金」特性來認識ETF，視為可在交易所買賣的「基金」，而基金常被作為「長期投資」的工具；由「買進持有」（Buy-and-hold）的方式，做一年到五年，甚至十年的投資，雖然長期投資的方式很簡單，但事實上這種投資方式有時是績效最好的投資方式，因為減少買賣進出所造成的交易成本，所以最能夠反應指數該有的績效。

我們常聽到懶人投資術，其中之一就是透過買進持有與指數貼近的ETF，讓投資效果隨全球經濟發展自行成長。但長期投資要注意的是「資產配置」與「分散投資」，如果只投資單一市場或單一類型，可能會讓投資太過集中，萬一投資標的長期表現不佳可能無法達成預期的效果。此外也建議股債均衡配置，讓投資配置更平衡穩健。就策略來說，對長期投資的投資人，或許不適合做期貨的短線進出，但對某些法人來說，或許在波段可能下跌，或是風險上升時，不見得要透過減碼或出清持股的方式來調節部位或市場風險，而是可以透過「期貨」等工具的運用，來調整曝險狀況。（如下述之避險策略）

也有部份的投資人，習慣使用「波段操

作」或是「短線進出」等相對較短線的投資方式，可能買進與賣出的時間只有幾個月、幾天甚至幾個小時內的當日沖銷。此類型的投資適合較常關注市場的投資人或是專業的投資人，而ETF因為在次級市場交易，對此類的操作來說更具彈性，甚至可以採放空操作。對於較短線操作的投資人來說ETF是相當好的投資工具，但可能要注意該檔ETF的流動性，與次級市場的成交量與買賣價差（bid-offer spread）緊密度，否則可能在交易成本與價差上發生不必要的損失。

事實上，從大型自營商或是對沖基金操作者的角度來看，期貨與ETF間，可以有很多不同的交互策略可以運用，甚至可以說是變化無窮。除了投資人熟悉的長期投資與波段操作之外，期貨與ETF間，依風險報酬的不同，可以分為「避險」、「價差」與「套利」等策略。



### 避險-期貨最重要的功能

我們首先從最基本也最常用的概念「避險」來說明。我相信絕大多數的投資人都明白期貨的避險功能，也有不少股市投資人曾經使用「期貨」來對投資組合做「避險」交易。事實上，期貨與ETF間的避險操作，更是絕配。ETF是指數化的投資工具，而指數期貨也是以某指數的到期日價格做結算，若



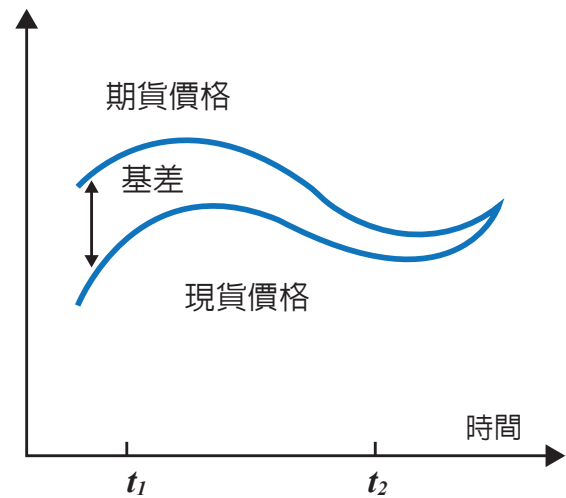
兩者的相對應指數接近或相同，所計算出來的相關係數就會很高（接近1），呈高度正相關時，避險效果（通常用統計學上的R-Square衡量）就會極佳。

舉例來說，如果投資人買了以加權指數為標的之ETF做投資，當他看壞市場或是想降低風險時，除了賣出持股以外，他也可以選擇使用期貨工具中的臺指期貨來為ETF作避險，若想完全消除市場風險，只需要計算總市值，再放空相對應市值口數的期貨即可。

當然，期貨與現貨畢竟不同，現貨指數與ETF的持股也未必百分之百相同，投資人在使用期貨與選擇權對ETF做避險時，仍須考量以下風險：(1)整數口數問題；(2)基差；(3)到期轉倉。

首先，整數口數問題常發生在持有部位較小的投資人，以9,000點為例，一口大臺指相當於避險部位180萬元（9,000×200），若持有部位不是剛好等於180萬或其整數倍數時，避險部位就會有超額避險（Over-hedge）或避險不足（Under-hedge）的問題。對於相對比較小額的台股ETF投資人來說，或許可以搭配小臺指，或是略為調整ETF部位來達到更好的避險效果。

基差的風險也是投資人需要注意的。期貨的價格是由市場參與者決定，其市價並不必然等於現貨指數，特別是在除權除息旺季的月份，期貨已預先反映了期間的除息金額換算而成的點數，所以看起來差異更大。如果要使用期貨為現貨避險，在正價差（基差為負值）時，效果通常會更好，相反地，在逆價差（基差為正值）時，效果則往往會較差。



而到期轉倉的風險，存在於到期時次月份期貨的流動性、價格與正逆價差，一般來說臺指常呈現逆價差，而就月份序列來說，是呈現「逆向市場」（Backwardation）；而遠月份逆價差幅度比近月份來得大，這個特性對做空頭的避險方來說，轉倉執行時是略有不利的，亦即要額外付出去交易成本，這也是使用避險時會發生的不確定性，投資人必須注意。

### 價差交易-專業投資人的進階操作

第二種相對較複雜但並不罕見的交易方式是「價差交易」，與避險操作不同的是，價差交易一定同時有兩個部位，不像避險交易只在需要避險的時候才進場；ETF的「價差操作」是較專業的使用方式，同時它也須透過更有效的交易執行，通常這種策略會有兩種具相關性的金融商品，例如ETF與指數期貨，或是ETF與另一檔ETF等。許多熟悉期貨交易的投資人通常對價差操作並不陌生，茲以台股與中國A股為例，兩者在盤中具有一定的相關性，如果投資人看好A股並看空台股，他可以選擇買進同樣金額的A股ETF，



# Cover Story

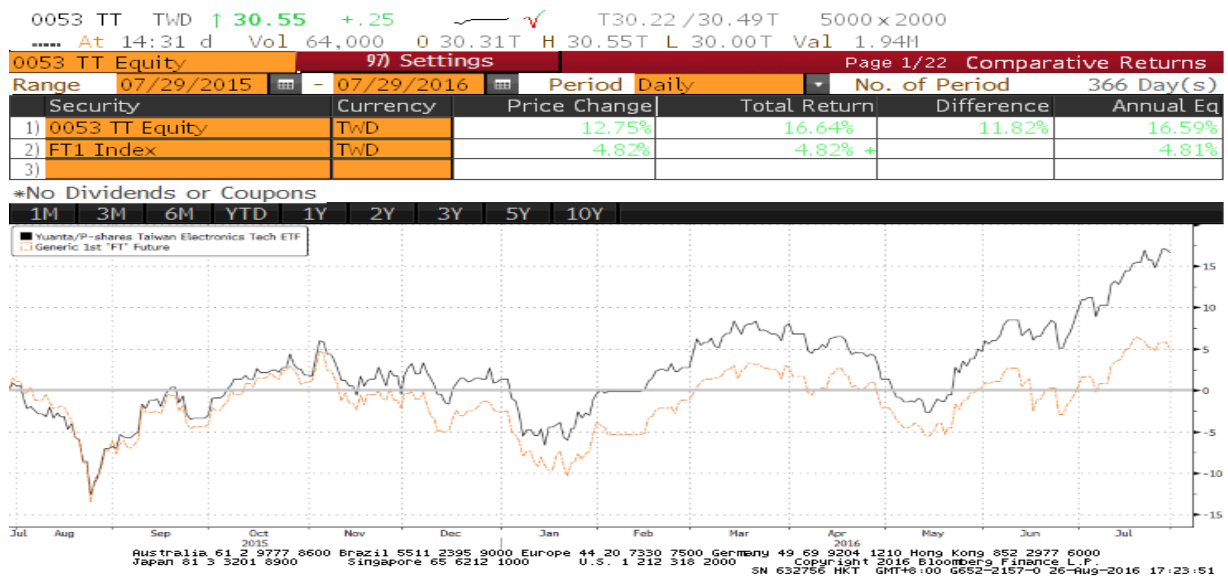
並買入台股反向的ETF或是放空相對應金額的臺指期貨，反之亦然。透過價差操作，投資人可以組合出多種不同的操作策略，甚至在沒有大行情時找出不同的獲利機會。

現在期貨交易所有愈來愈多不同種類的商品可供投資人選擇，也造就了更多不同的價差交易機會，個股期貨也是不錯的操作標的。而個股期貨之中的ETF期貨更是投資人應該認識的投資標的。ETF期貨每口代表10張ETF的市值，而陸股類型的ETF期貨更延長交易時間到下午，創造出更多的交易機會與可能性。

假設投資人看好臺積電（2330）的走勢，認為該檔個股就未來一段時間而言有機會超過權值股ETF的走勢，除了買進現股，放空臺灣50期貨之外，另外也可以採用買進臺積電個股期貨，同時作空相等市值的0050 ETF期貨的方式。與現股策略最大不同之處在於資金的使用效率。執行現股與現股的價差策略，資金準備極高，通常是需要到兩倍

的資金，所以投資報酬率不佳；但透過期貨與ETF期貨來執行此價差策略，資金的使用或資金準備可能只需要五分之一到十分之一，無論對機構法人或一般投資人來說，都是五至十倍潛在報酬率的提升。

除了上述「個股與指數」間的價差交易，ETF與指數之間也可以透過期貨或ETF期貨來執行價差交易。投資人比較熟悉的可能是臺指期、金融期與電子期等期貨標的。隨著加權指數的點位處在高檔，投資人可以透過價差交易等方式來形成與市場絕對走勢無關的投資組合，而是看指數間的「相對」走勢。假設投資人看好未來一段時間，電子股相對大盤表現可以較強，投資人可以買進電子相關的ETF（如0052或0053），再同時放空臺指期貨。值得一提的是，如果投資人認為這個價差走勢的機會將能持續三至五個月，或許可以直接放空遠月份（到期時間距今較遠的期貨），如此一來可以減少換倉的交易成本與風險。

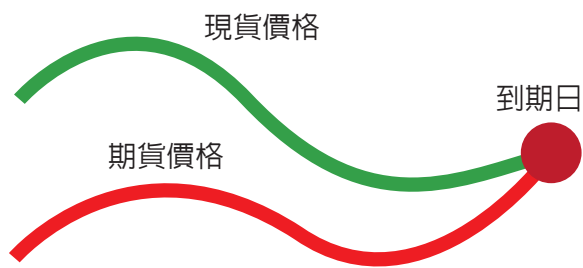


電子 ETF 與臺指期貨相對走勢

資料來源：bloomberg



同樣地，「價差操作」也有要注意的地方，因為此操作方式牽涉到兩個部位，所以如果一個部位有成交，另一個部位卻沒有建立到，就會失去了市場中立的效果，曝險金額會大幅增加。另外因為交易部位較多，所以交易成本也會較重。



### 套利交易-斤斤計較的策略

「套利交易」(Arbitrage)是風險最低的操作方式，獲利機會通常是最高的，「套利」的英文單詞源自法語，原指仲裁人或仲裁法庭做出的判決(在現代法語中，「arbitre」常指裁判或仲裁者)。套利的現代定義在1704年由法國經濟學家Mathieude La Porte在其專著《商業與會計科學》中給出，用以描述在最有利的地點簽發及清算匯票的行為。金融市場現實中的套利策略非常複雜，常見的策略有可轉換債券套利(Convertible Arbitrage)，股息套利(Dividend Arbitrage)，併購套利(Merger Arbitrage)等等。在傳統的金融市場學術文獻上，對套利行為有非常嚴格的數學定義。在經濟與金融理論中，套利指利用兩個或多個市場的價格差異來獲利的行為。套利通常包括一組相互對應、買賣方向相反的交易，將價差變為利潤。在學術界，有的套利交易被定義為不

存在損失可能的交易，或至少交易組合中的一端能絕對獲利的交易。簡而言之，有一類套利交易是能以低成本獲取無風險利潤的交易操作。

雖然在理論定義中套利可以是無風險的交易，但在實務的金融市場上，大多數套利都是所謂的「統計套利」(Statistic Arbitrage)，意指交易獲利的機率大於損失的機率。套利交易的風險始終存在，較小的風險如成交價格的滑價誤差可能降低利潤，稍大的風險則包括標的物計價的貨幣幣值大幅波動、經濟基本面急遽變化導致原有的評價規律不復存在。

雖然ETF市場上出現完全無風險套利的機會理論上並不多，但是在市場震盪劇烈時或是因為市場參與者因素所造成的套利機會在ETF市場上近年來愈來愈常發生。最簡單的套利方式就是折溢價套利，投資人若觀察到ETF的盤中價格明顯低於ETF淨值時，投資人可以在集中市場買進ETF同時放空一籃子股票，或是放空該指數的指數期貨，就可以達成無風險套利。

另外ETF本身與期貨交易所掛牌的ETF個股期貨間也存在無風險套利的機會，因為兩者皆以新臺幣計價，而一口ETF個股期貨相當於十張ETF，ETF期貨的到期結算價被定義為結算日尾盤的成交價，所以兩種標的價格必然會收斂，投資人只要觀察市場出現兩者間價差，買進價格低的、同時賣出價格高的，待價格一致或是結算時平倉，就能輕易完成無風險套利。當然，因為這種套利方式要同時使用兩種部位，所需要的資金準備會較高，對投資人來說報酬率有時候不具吸



# Cover Story

引；另外也要考量交易成本與價差，以免發生做白工的情況。

由跨商品與跨市場的角度來看，ETF與ETF期貨、指數期貨之間也存在不少套利的機會，舉例來說，與中國股市A50指數相關的期貨與ETF標的相當豐富，從最早新加坡交易所（SGX-DT）掛牌的美元計價A50期貨、香港交易所的南方東英A50 ETF（2822.HK）、iShares A50 ETF（2823.HK）、國內證交所掛牌的國泰A50 ETF（00636）、到國內期交所掛牌的A50 ETF期貨（OJF），投資人如果時常觀察這些標的即時盤中價格，就會發現這些標的之間的漲幅也會經常有不一致的情況，而背後往往就代表著不同的套利機會。

如前面所提及的重點，套利交易不代表完全無風險，投資人如果想要執行成功的套利策略，必須在執行面與成本面都作好清楚的計算，套利所得的利潤對費用極為敏感，同時並要盡量減低外匯風險。透過觀察相同

或相似產品於不同市場上的價格差異，相信每個投資人都能找到獨特的套利機會。

最後要提醒的是，無論投資人適合上述哪一種的投資策略，都必須要注意的一點是ETF特有的「追蹤誤差」，投資人須慎選能夠正確追蹤指數的ETF，才不會發生投資結果與指數漲跌不一致的情況，產生不必要的損失。

在金管會的主導下，國內ETF市場蓬勃發展，期交所與證交所也不斷推陳出新，讓投資人的操作工具更加多樣化。在ETF交易量與總資產管理規模屢創新高的同時，投信業者們也持續不斷發展創新的ETF來滿足市場需求，我們相信這是一種非常良好的正向循環。在槓桿與反向的ETF推出後，或許槓桿與反向的期貨型ETF也問世在即，國內的投資人將有更多類型的投資標的可以選擇，在這個充滿不確定性的年代，使用更豐富的工具與跨商品交易策略來掌握投資契機。



富時 A50 期貨 與 00636 ETF 相對走勢，常出現不一致而衍生套利機會

資料來源：bloomberg



# ETF 期貨與選擇權之交易策略 與利基點

國票期貨◎翁維駿

## ETF現貨、期貨與選擇權的歷史

說到ETF（Exchange Traded Funds），就不能不提市場上最早的代表－寶來臺灣卓越50基金（後改名元大臺灣卓越50 ETF）。這支ETF自西元2003年6月30日上市以來，有五年的时间，5月均量都在20萬張以下；如以一個月20個交易日計算，每個交易日平均約一萬口，成交量並不算小，可見市場接受度頗高。

後來，臺灣證交所陸陸續續於2006年後幾乎每年都有新ETF上市櫃，總計到今年八月中，上市櫃總計已發行多達55支的ETF。這些ETF的連結標的除了單純的指數外，投資的區域與產業也包羅萬象，甚至還有具備功能性的操作，像是反向、2倍槓桿等，提供投資人更多的選擇。

至於臺灣第一批ETF期貨則是在2014年10月6日誕生，當時是以市場需求為導向來

規畫，先行推出臺灣50、寶滬深及FB上証三檔ETF期貨；隔年，臺灣期交所繼續推出四檔與陸股指數連動的同樣商品。至於ETF期貨選擇權，則是在2015年12月21日問世，除了讓整個ETF的衍生性金融商品線更臻完整外，投資人還能享受及運用更多的交易優勢與策略。

## ETF期貨與選擇權的交易優勢

### 高槓桿

雖然元大寶來投信在2014年推出臺灣50正向2倍與反向1倍的槓桿／反向ETF，以期滿足可容許更大波動度的現貨操作者需求，但相較於買一口ETF期貨等同10張ETF現貨的市值計算機制來說，操作ETF期貨反而能讓交易者在看對市場方向的時候獲得更大的報酬。舉例：買入10張臺灣50正向2倍的ETF現貨，所需資金約為  $\$ 23.69 \times 1000 \times 10$



## Cover Story

= \$ 236,900 (以8/16收盤價23.69計算)，如連動的指數上漲1%，淨值應增加  $\$ 69.95 \times 1\% \times 2 \times 1000 \times 10 = \$ 13,990$ ，故資金槓桿值約為0.060 ( $\$ 13,990 / \$ 236,900$ )；若買入1口臺灣50 ETF期貨，所需資金(保證金)則為\$ 22,000，如連動的指數上漲1%，獲利部分將為  $\$ 69.95 \times 1\% \times 1000 \times 10 = \$ 6,995$ ，故資金槓桿值約為0.318 ( $\$ 6,995 / \$ 22,000$ )。由此可證，ETF期貨的槓桿程度仍高於目前已上市的ETF現貨。

### 時間停損

不管是交易新手或是老鳥，停損永遠是一門難以遵循的課題，往往在一念之間，就可能陷入套牢的陷阱中。就是風險與波動程度較單一個股小的ETF，也可能因為不想承認失敗而錯過減少損失的最佳機會，造成本金上的超額虧損。以去年為例，臺灣50 ETF現貨隨著加權指數上萬點後創下上市以來的歷史高點73.30，但受到中國經濟迅速降溫的影響，台股開始出現溜滑梯走勢。在連跌兩個月後，加權指數K線圖出現「島狀反轉」的型態，短短三日內從低點8750急漲將近400點，並且成功回到9000點大關之上。這種盤勢必定能吸引積極投資人在當時搶進，然而大盤卻在隨後的兩個禮拜回到反彈原點並且展開另一段的跌勢，直到接近7200點才真正的觸及底部。

倘若臺灣50 ETF投資人在指數從9000回到8750甚至更低的價位時未執行停損，那麼

多跌的10.7元(7/9最低價66.10元至8/24最低價55.40元)就是懊悔的眼淚。不過，要是投資人於7/14以8月臺灣50 ETF期貨切入，就算不停損，該部位也會在8/17自動結算掉，僅多虧損3.2元(7/9最低價66.10至8/17收盤價62.9)。因此，持倉時間的限制反而成為另一個降低超額損失的補救機制。

### 多空靈活

由於期貨是「零和」的概念且市場上流通的契約數量沒有限制，故無論是看多買進期貨還是看空賣出期貨都一樣方便，也不會因買賣方的不同而有不同的交易成本。至於除權息而被強制回補放空部位的問題，在期貨交易上則無需擔心，因為交易所可藉由調整權益數的方式來確保買賣雙方除權息權益不變。

### 稅負低

以目前的稅制，交易ETF現貨需繳納千分之一的交易稅和0.1425%的手續費，而交易ETF期貨在交易稅方面為十萬分之二和繳交約當小型台股期貨的手續費。倘若我們以對等市值來計算，也就是以十張ETF現貨與一口ETF期貨去做比較(表一)，可以發現ETF現貨的交易成本遠大於ETF期貨，超過26倍之多，並且若ETF現貨發放現金股利，則該股利恐將被扣健保補充費用2%。所以，在交易成本的節省上，期貨又大大地超越現貨。



表一、ETF現貨與ETF期貨等市值的交易成本比較表

	10 張臺灣 50 ETF 現貨	1 口臺灣 50 ETF 期貨
成交價	70.00	70.00
數量	10 張	1 口
交易稅	\$ 700	\$ 14
	$0.001 \times \text{股數} \times \text{成交價}$	$0.00002 \times 10 \times \text{成交價}$
手續費	\$ 998	\$ 50
	$0.001425 \times \text{股數} \times \text{成交價}$	約當小臺手續費 \$ 50 × 口數
對等市值交易成本	\$ 1,698	\$ 64
現金股利是否課稅	○	×

## 多樣化的搭配策略

### ETF現貨 搭配 ETF期貨

由於ETF期貨的連結標的直接是ETF現貨，理論上期貨與現貨的價格變化應該要亦步亦趨才是，不過因期貨市場開盤較現貨時間早、收盤時間也較現貨晚，所以在一些消息面或系統性風險發生時，會讓期貨與現貨間的成交價出現差距，而形成俗稱「套利」的交易機會。依臺灣50 ETF期貨為例，假設期貨每口手續費100元，如成交價為65元時，期貨來回交易成本為226元；現貨如以手續費0.1425%計算，現貨來回交易成本為2503元。因此，若投資人進行現期貨套利，總交易成本將為2729元，也就是說現期貨成交價間如有至少0.3元的差距，就能套利成功。(如表二)

### ETF期貨 搭配 ETF期貨

這裡是指跨商品或跨市場的交易策略。以目前現有的七支ETF期貨來看，除了元大臺灣50 ETF期貨外，其餘六支的連結標的均為陸股相關指數或基金（附錄二）。因此，在實務上可以依照市場現況與投資人需求來進行配對交易，例如在上海證券交易所裡大型股表現優於中小型股的表現，就可以買進FB上證ETF並且同時賣出元上證ETF，只要FB上證ETF的漲幅大於元上證ETF，這樣的策略就能讓投資人獲取兩項商品間的漲跌差距利益。這樣策略邏輯主要是建立在「強者續強，弱者續弱」的股價表現慣性上。

### ETF現貨／期貨 搭配 ETF選擇權

在這組搭配策略中，主要策略為ETF現貨／期貨，而ETF選擇權則扮演功能性的角色，故在解釋這組策略如何操作前，必須先



# Cover Story

表二、ETF現期貨套利成本計算表

商品	買 進		賣 出		總交易成本
	手續費	交易稅	手續費	交易稅	
ETF 期貨	\$ 100	\$ 13	\$ 100	\$ 13	\$ 226
ETF 現貨	\$ 926	\$ 0	\$ 926	\$ 650	\$ 2,503
現期貨套利	\$ 1,026	\$ 13	\$ 1,026	\$ 663	\$ 2,729

複習一下選擇權的基本知識。

一般來說，選擇權可區分為買權（Call）與賣權（Put）二種，而每一種選擇權依照不同的買賣方向也有不同的操作意義，因而構成四大基礎策略－買進買權（Buy Call）、賣出買權（Sell Call）、買進賣權（Buy Put）、賣出賣權（Sell Put）。這裡依照特性將選擇權四大基礎策略大致分成兩類－保護型（Protected）：Buy Call和Buy Put與掩護型（Covered）：Sell Call和Sell Put。

接著將現貨／期貨搭配選擇權一起分析。不管是現貨、期貨與選擇權，都有所謂的「方向性」，像看多市場就有買進現貨、買進期貨、買進買權與賣出賣權這四種，而看空市場則有賣出現貨、賣出期貨、買進賣權與賣出買權。假如同時在現貨／期貨與選擇權作多，這樣的組合策略明顯就是絕對偏多，沒有太多的分析價值，故同時在現貨／期貨與選擇權分別交易不同方向的部位才是接下來分析的重點。

保護型（Protected）：

買進現貨／期貨＋買進賣權（Protected Put）  
賣出現貨／期貨＋買進買權（Protected Call）

能完全消除主要部位的下跌／上漲風險，適合認為目標商品將有波段漲幅／波段跌幅的投資人。不過，要是漲幅／跌幅不夠支付買進賣權／買權的成本，將出現主要部位方向看對但總損益仍虧損的窘境。

掩護型（Covered）：

賣出現貨／期貨＋賣出賣權（Covered Put）  
買進現貨／期貨＋賣出買權（Covered Call）

僅能部分消除主要部位的上漲／下跌風險，適合認為目標商品將進入震盪偏空／震盪偏多格局的投資人。賣出選擇權所收取的權利金可作為盤勢對主要部位不利的緩衝，也就是只要目標商品漲幅／跌幅少於所收取的權利金，此時將出現主要部位方向看錯卻依然獲利的狀況。另外，當主要部位價格跌破／漲過所賣出選擇權的履約價，整體策略的獲利將被鎖住，無法再獲得更多利益。



表三、保護型與掩護型策略於各種情境下的獲利虧損機率整理表

主要方向部位		選擇權部位	情 境			
			波段上漲	震盪偏多	震盪偏空	波段下跌
現貨 期貨	+	Buy Call	××	××	○×	○○
		Sell Call	○	○○	○×	××
		Buy Put	○○	○×	××	××
		Sell Put	××	○×	○○	○

註：

- ：獲利機率相當高      ○×：獲利與虧損機率各半  
 ○：獲利機率高於虧損      ×：虧損機率相當高

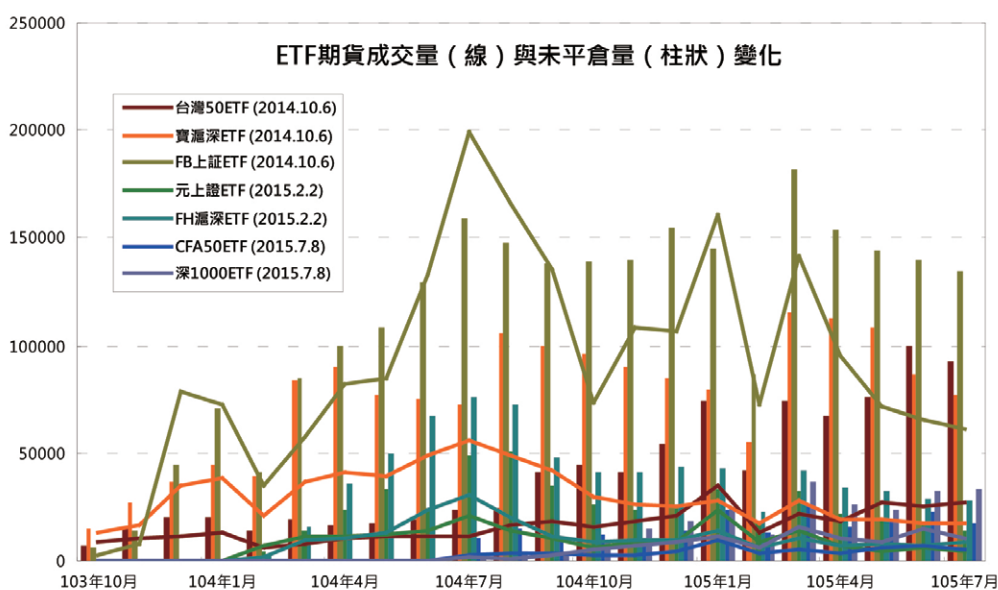
## 總結

ETF期貨與選擇權雖然是近兩年才開放操作的金融商品，但交易量有逐年成長的態勢，顯示市場對該項商品是有需求的。然而，相較於現貨市場多達55支ETF標的，投

資人於期貨市場可以操作的ETF相關商品僅14檔，並且幾乎以連動陸股為主。在產品連動選擇少且過度集中在特定市場的情況下，恐造成ETF期權相關商品成交量的停滯，故如何擴大商品廣度與健全造市制度將是未來臺灣期交所必須面對的課題。



## 附錄一、ETF期貨月成交量與未平倉量變化



資料來源：TAIFEX，國票期貨整理



# Cover Story

## 附錄二、ETF期貨連接標的一覽

標的代號	標的名稱	ETF 發行投信	ETF 標的指數	ETF 標的簡述
0050	臺灣 50 ETF	元大寶來投信	臺灣 50 指數	臺灣證券市場中市值 50 大之上市公司
0061	寶滬深 ETF	元大寶來投信	標智滬深 300 中國指數基金	基金在香港上市，旨在追蹤滬深 300 指數的表現
006205	FB 上證 ETF	富邦投信	上證 180 指數	上海證券交易所最具代表性的 180 支股票
006206	元上證 ETF	元大寶來投信	上證 50 指數	上海證券交易所最具代表性的 50 支股票
006207	FH 滬深 ETF	復華投信	滬深 300 指數	深圳與上海證券交易所內最具代表性的 300 支 A 股股票 樣本涵蓋兩地市場六成的市值
00636	CFA50 ETF	國泰投信	富時中國 A50 指數	深圳或上海證券交易所內市值最大的 50 家 A 股公司 目前市值排名第一為中國平安銀行
00639	深 100ETF	富邦投信	深證 100 指數	深圳證券市場 A 股流動市值最大的 100 支股票

## 附錄三、ETF期貨保證金與部位限制表

商品名稱	保證金一覽			部位限制		
	原始保證金	維持保證金	幣別	自然人	法人	造市者
臺灣 50 ETF 期貨 (NYF)	29,000	22,000	(TWD)	4,000	12,000	30,000
寶滬深 ETF 期貨 (NZF)	14,000	11,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000
FB 上證 ETF 期貨 (OAF)	25,000	19,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000
元上證期貨 (OBF)	22,000	17,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000
FH 滬深 ETF 期貨 (OCF)	19,000	15,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000
CFA 50 ETF 期貨 (OJF)	14,000	11,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000
深 100 ETF 期貨 (OKF)	10,000	8,000	(TWD)	2,000	6,000	15,000

# 市場訊息



為推廣期貨市場，本單元要談談貨幣寬鬆時代的資產管理、槓桿交易商股權衍生性商品及期交所計畫Q4掛牌的印度Nifty股價指數，分享國際LME亞洲年會摘要報導，並聊聊近期國際話題焦點-日圓與英鎊，和讀者一起掌握市場脈動。



# 2016 LME 亞洲年會會議報導 港交所打造聯通全球金屬商品 市場的拼圖

期貨公會 副秘書長◎范加麟

2016 LME亞洲年會於6月14日在香港會議展覽中心舉行，此乃香港交易所自2012年決定收購倫敦金屬交易所（London Metal Exchange, LME）以來，連續第四年在香港所舉行的金屬商品研討會，除港交所主席周松崗外、香港特別行政區財政司司長曾俊華、香港交易所集團行政總裁李小加、LME行政總裁莊敬賢（Garry Jones）及港交所首席中國經濟學家巴曙松教授等重量級人士均蒞臨發表演說，共吸引近1,600名金屬和商品業界人士參加，我國期貨業者則是首度受邀出席<sup>1</sup>。

### 前進深圳前海 建立交易平台

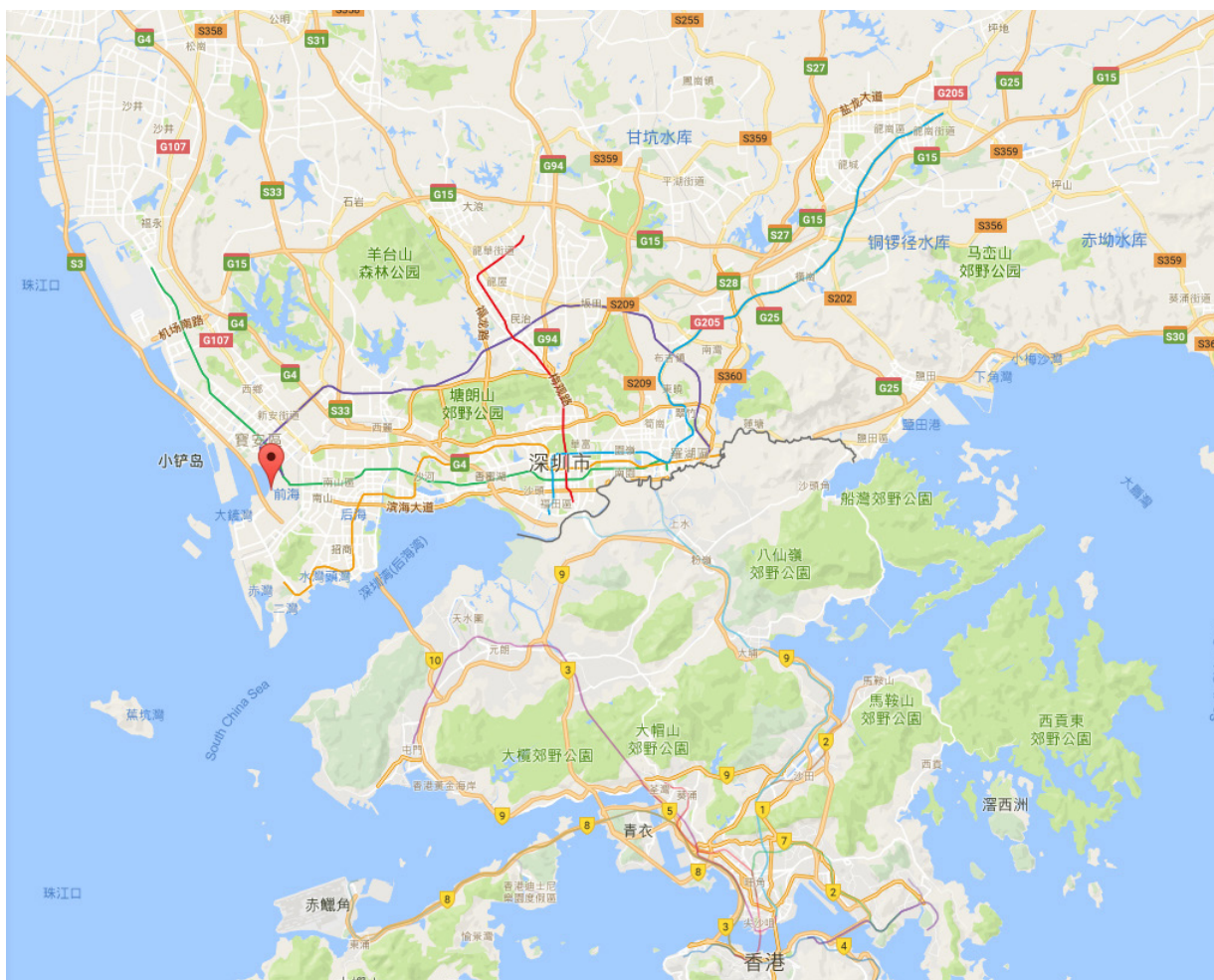
今年年會主題聚焦在港交所於大陸打造商品現貨交易平台的前景和機遇，這個平台

主要為大陸金屬現貨的使用者，提供定價、配送及交割服務，也是港交所新的三年戰略規劃中「現貨通」的一環。

根據業內人士分析，大陸金屬商品市場分為兩大類，第一大類是以上海、鄭州與大連等三大商品期貨交易所領軍的期貨市場，交易群體以散戶為主，實體產業參與有限，實物交割機率不大，與現貨市場的關聯性不高；第二大類是為數高達1千家以上的現貨交易平台，規模較小且缺乏管理，整個生態系統效率不彰。

加上大陸近年來經濟成長，大量儲蓄資金以投資房地產為主，市場游資充沛，反之實體產業則面臨昂貴的融資成本，兩者並無適當安全之平台可以連結。大陸商品市場所面臨的矛盾與困難，正是港交所的發展機遇，因此港交所決定在大陸深圳前海區建立

<sup>1</sup> 2016年我國期貨業共有凱基期貨、群益期貨、康和證券、元大期貨、統一期貨及期貨公會等單位受邀參加。



大宗商品交易平台，除了具備完善可靠的交易與結算系統外，並且建置倉儲和物流系統，甚至提供融資服務，一次滿足大宗商品業者現貨交易、風險管理、實物交割和融資質借等需求，試圖導引過剩游資透過交易平台的媒介，提供合理的融資成本與實體產業結合，達到服務實體經濟的目的。

無懼於大陸已有超過1千家商品交易平台的事實，港交所依然打算投入競爭激烈的紅海，主要憑恃的優勢有三：一、藉由LME累積多年的大宗商品交易、交割與倉儲經

驗，得以成功複製在前海交易平台上；二、港交所以及LME挾其龐大的規模優勢，足以建置更完善的系統與配套措施；三、港交所所擁有的品牌名聲與信譽，應可有效贏取客戶的信任。

### 安全的倉儲系統是大宗商品交易平台發展成功之關鍵

與會的大宗商品業界人士認為，倉儲業者實力不足，庫房安全性不夠，容易讓貨主暴露在交收風險之下，除非能夠建立值得信



## Market information

賴的倉儲體系，確保在庫商品的安全，充沛的資金才會進入，提供用戶低廉的融資成本，進而活絡整個體系。

大陸現有的千家現貨商品交易中心，市場結構普遍鬆散、價格發現效率不佳、倉儲認證機制薄弱、倉單融資十分困難、市場缺乏嚴格監管，曾經引發的重大事故有投資與倉儲兩方面：一是部分平台為求生存，利用監管規則的漏洞，以現貨交易名義變相推出一些承諾高收益低風險的產品，誘導許多風險承受度低的散戶投資，但募來的資金實際流向高風險領域，最終引發兌付危機。二是各地倉庫不時發生事故，如2014年4月13日武漢市化工倉庫爆炸、5月青島港金屬倉儲重複質押事件<sup>2</sup>、2015年8月12日天津港貨櫃碼頭連串爆炸<sup>3</sup>、8月16日青島黃島區橡膠木材倉庫大火、2016年4月22日江蘇省靖江市化工倉庫爆炸引發大火等，皆讓市場參與者忐忑不安。

相較之下，LME在全球35個國家擁有650座認證倉庫，管理龐大複雜的交割倉儲作業十分到位；除了管理體系運作穩定外，LME前幾大認證倉庫所屬的國際級倉儲公司實力雄厚、規模龐大，市占率高達30~40%，遠比大陸前10大倉儲業者合計不到2%的市占率超出許多；港交所則具備財務結構健全與公信力強等強項。結合這些因

素，複製LME成功營運經驗的前海商品交易平台，有相當大的優勢可以贏得客戶的認同。

不過，大陸的倉儲容量已有過剩情況，蓋新倉庫不啻為浪費資源，熟稔此道的與會專家提出建議：港交所應尋找適合的倉庫業者，如選定具備完整倉儲作業經驗與完善營運管理能力的大型國際倉儲公司所屬庫房，作為認證倉庫，才能有效縮短前海交易平台啟用的時程。

### 逐步納入各色金屬交易 打造市場聯通機制

隨著經濟全球化的深入，大陸企業與海外公司進行大宗商品交易的機會越來越多，但由於外匯管制的限制，大陸企業無法參與國際期貨市場的套期保值交易，因此大陸雖然已是全世界最大的原物料消費國，但是它顯然不能在海外市場的定價過程中，充分發揮自己的影響力；再者，大陸商品交易所的交易雖然十分活躍，但是境外交易者並未參與其中，自然不願接受大陸商品交易所產生的價格作為定價基準，最後雙方仍需使用海外市場的定價來進行交易；另一方面，大陸限制國外交易所在境內設置保稅交割倉庫，也增加了大陸實體產業交割的成本，舉例來說：LME目前在大陸並無認證倉庫，大陸企

2 青島港 2014 年 5 月以來陷入騙貸風波，當時一家礦業公司，以同一批存放在青島港的金屬作為質押，配合假倉單，向不同銀行多次騙取貸款。這一騙貸案致使多家國際銀行如渣打、滙豐和倉儲公司等，對青島港提出訴訟，索償金額高達 9.3 億美元。

3 天津港大爆炸事故共造成 165 人遇難、8 人失蹤，798 人受傷，直接經濟損失超過 60 億元人民幣。

業在參與LME交易後若需實物交割，只能從海外LME認證倉庫將貨物運回，或將貨物運到海外的LME認證倉庫交割，並為此支付高額的運輸、保險費用與時間成本，有時還會因為交割困難，而被國際交易對手「擠倉」（squeeze position），不得不讓利平倉。簡言之，因為這些額外的成本，大陸企業在參與國際大宗商品的交易和定價時，明顯輸在起跑線上。

港交所初步將從有色金屬開始服務大陸的實體產業，而後逐步擴大至黑色金屬方面，最快明年上半年提供鋁、銅及鋼的交易，希望打造一條貫通定價、配送、實體消費的鏈條，讓大陸的各色金屬交易形成價格基準<sup>4</sup>，進而成為全球相關交易的參考指標。同時，港交所則可進一步使用這些價格基準，在香港發展指數、期貨及其他衍生性產品等，或透過產品互掛、倉儲互認、倉單互轉、價格授權、指數開放等方式打通大陸的各色金屬現貨市場和期貨市場，促進大陸與國際市場的聯通。

李小加總裁表示，待前海大宗商品現貨交易平台成功運作一段時間後，未來不排除和上海、鄭州及大連三大商品交易所合作，打造「上港通」、「鄭港通」等市場聯通機制。

至於籌劃多時聯結倫敦和香港大宗商品市場的「倫港通」何時開通，李總裁透露結

算是最需要解決的核心議題，由於「倫港通」涉及倫敦和香港兩地結算所的未平倉合約結算，目前正就香港結算公司與LME Clear兩家結算公司間抵押品的技術處理，進行討論、測試解決方案，同時也需與香港、倫敦與歐盟三地市場的監管機構進行溝通；另外由於英國脫歐議題的不確定性，港交所正在等待政策進一步明朗，再做下一步推動，現在尚未正式向監管機關申請核准。

### 英國脫歐不會影響LME的未來發展

英國6月下旬舉行的脫歐公投將為全球金融市場帶來很大的震撼，未來英國是否脫歐？若確定脫歐則何時會脫歐？均存在很大的不確定性。

LME行政總裁莊敬賢表示，若英國真的脫歐，對於LME應不致造成太大衝擊，首先，LME有上百年的成功運營經驗，早在英國加入歐盟之前，就已是全球首屈一指的基本金屬市場，會員及客戶遍布全球，交易重心並非侷限於英國或歐洲，事實上，目前大陸客戶的交易量已占三成以上，預估未來的成長也將來自亞洲地區；其次，LME的交易是以美元計價，經營收入也以美元而非英鎊計算，不至於因為英鎊貶值而減少收益。因此，經營階層有信心維持LME系統和市場的正常運作，確保市場公平公正。

4 大陸有色金屬消費占全球比重甚高（如銅即占全球約4成比重），具成為全球有色金屬類定價基準的實力。



# Market information

不容諱言的，如果英國脫歐成功，多少會對LME造成些許不利影響，例如：其會員的總部目前大多設在倫敦，是否因此撤出另設他處，致增加跨國溝通、通訊與法遵的成本，值得觀察；另外，在歐盟與英國金融監理規範未必一致的情況下，也有可能因此影響「倫港通」的進程。

## 結語

港交所加緊腳步在深圳前海建設一個規範嚴謹、交易透明、安全可靠、具實物交割和倉儲功能、爭取游資投資、降低中小企業融資成本、有效服務實體經濟的大宗商品交易平台。該平台有兩大基礎建設工程正在緊鑼密鼓展開，一是IT系統、二是倉儲物流體系。前者正在全力組建，希望能在2017年第

一季完成；後者也已全面啟動，刻正尋找合作廠商及展開談判。

「在我看來，我們最大的挑戰其實來自我們自身，就是我們是否有決心和遠見，是否足夠瞭解中國市場。LME雖然在全球商品市場運作方面有非常豐富的經驗，但是中國市場有其獨特性，不可能完全照搬海外經驗，如何成功將LME經驗移植到中國並使之適應中國的這方水土，可能是我們未來面臨的一大挑戰。」李總裁表示。

此外，「倫港通」同樣在積極推動，未來不排除還有「上港通」、「鄭港通」等。他指出，假以時日，當每一片圖片均到位後，倫敦、香港和大陸市場將互聯互通，而全球金屬商品市場巨大版圖的拼接工程，遂就此大功告成。



(參考資料：LME Pulse、港交所、財華社、和訊網、中評社、北京新浪網、第一財經、香港文匯報)

# 槓桿交易之股權衍生性商品

◎沈行峰

## 前言

根據「槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第三章「對自然人之交易服務種類」中第二十一條「槓桿交易商對屬自然人之一般客戶提供結構型商品以外之槓桿保證金契約交易服務，應以買入臺股股權選擇權、買入轉（交）換公司債資產交換選擇權及外幣保證金為限。槓桿交易商並應制定及執行適用以自然人為交易對手之信用風險評估政策及作業流程，若涉及外匯商品，同時依中央銀行相關外匯規定辦理。」也因此槓桿交易商針對自然人之一般客戶銷售選擇權商品，僅限於買入「臺股股權選擇權」與「轉（交）換公司債資產交換選擇

權」二種品項，自然人之一般客戶對於股權商品的熟悉度、資訊掌握度遠高於結構型商品與轉（交）換公司債資產選擇權，有鑑上述緣由、於下將針對國內投資人投資海外股權商品的現況、管道、與風險進行分析，供讀者先進參考。

## 國內ETF現況分析

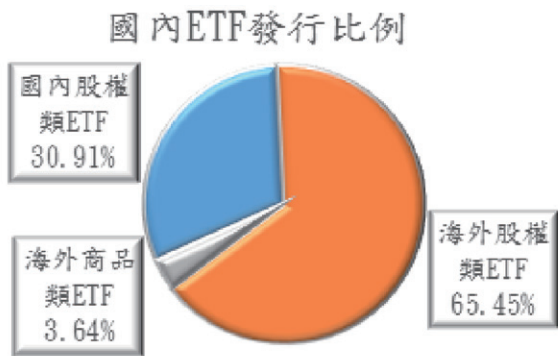
目前國內股市成交量萎縮之際，ETF從中異軍突起，近期已達整體大盤成交量10%；如此與整體現貨市場出現截然不同的表現、背後必定代表熱切的投資需求，也因此、透過國內近幾年來ETF發行狀況進行統計討論，應可窺知當下整體市場投資趨勢、



## Market information

以及未來市場展望。

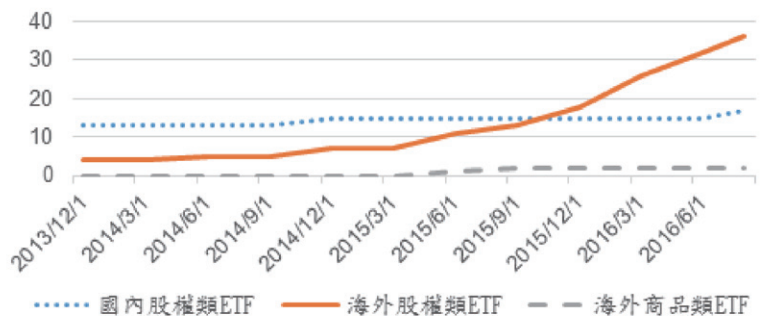
請參考圖一，國內ETF發行比例，至2016/08/25為止國內共發行55檔ETF，其中國內股權類ETF檔次有17檔（占全體30.91%），海外股權類檔次有36檔（占全體65.45%），海外商品類ETF檔次有2檔（占全體3.64%），由此可知國內投資人對於投資海外股市、有相當程度的需求。



(圖一)

而觀察圖二，國內ETF發行數量，可明顯發現ETF檔次於2015年開始出現大幅增長，但主要增長於海外股權類ETF，國內股權類ETF增長幅度極為有限；主因來自於國際股市出現較為明顯的趨勢行情，國內投資者透過相關ETF投資取得一定程度的收益；在市場源源不絕的投資需求情況下，各投信商針對各國股權類ETF積極設計，更進一步設計出槓反ETF，期能給投資人更靈活的槓桿、更多元的投資標的、參與各國多空行情走勢。

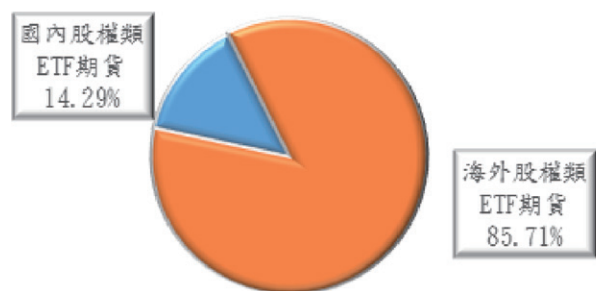
### 國內ETF發行數量



(圖二)

而臺灣期貨交易所亦針對ETF提供相關對應交易標的，請參考圖三，目前國內臺灣期貨交易所共推出7檔ETF期貨，其中僅有一檔（占全體14.29%）交易標的ETF屬連結臺股股權商品，其餘六檔（占全體85.71%）交易標的ETF，均連結海外股權、指數等，比例懸殊、更可明確得知臺灣期貨交易所已針對國內對於投資海外管道的迫切需求做出即時的措施、積極活絡國內金融投資環境。

### 國內ETF期貨發行比例



(圖三)

從上述數據可明確了解，不管是目前整體市場對國際股市需求的現況、或是需求的成長性，目前都是積極發展，成為市場主流趨勢；證交所、期交所、投信都注意到這塊，並積極參與其中，想當然爾、槓桿交易商更不可忽視此市場趨勢。

### 國內投資海外股市方式

國內一般自然人投資海外管道，約略整理為「臺灣證券交易所相關ETF」、「臺灣期貨交易所相關商品」、「店頭衍生結構型商品」、「海外期貨複委託」、「海外股市複委託」、「海外槓桿交易商」等六種投資管道，於交易成本、槓桿、投資幣別、金流等等各有其優劣，於下進行相關分析。

#### ● 臺灣證券交易所相關ETF：

透過投資臺灣證券交易所發行之海外ETF，具有投資人熟悉度高、臺幣計價等優勢，但商品侷限性強、槓桿有限，投資人無法依本身熟悉度、針對單一海外標的股票進行投資。

#### ● 臺灣期貨交易所相關商品：

透過投資期貨交易所發行之相關商品，具有投資人熟悉度高、臺幣計價等優勢，但商品仍具侷限性，投資人無法依本身熟悉度、針對單一海外標的股票進行投資。

#### ● 店頭衍生結構型商品：

透過店頭衍生性結構型商品的設計，投資人可間接投資海外標的股票，但因結構型商品較為複雜、投資人較難單純以標的股價直接計算投資損益，對於結構型商品所結合之固定收益商品、也是一般自然人不熟悉的變因。

#### ● 海外期貨複委託：

透過海外期貨複委託，投資人可以參與國際股市脈動，但目前主要股權類期貨仍以國際指數為主，仍然具有相當侷限性；此外計價幣別也需要因不同商品、市場、交易所，而會有不同幣別的需求，對於投資者普遍來說造成困擾，更無外乎因銀行作業時間與海期交易時間不同而導致資金調度的不便。

#### ● 海外股市複委託：

透過海外股市複委託，可以大幅降低投資的侷限性，針對投資人所喜好之標的、即可進行投資；但於槓桿上較無彈性，也需要投資者進行換匯、來回容易出現匯損，而交易相關手續費偏高亦是難以解決的問題。

#### ● 海外槓桿交易商：

對於海外槓桿交易商而言，提供國際股權類商品給予大眾進行投資是非常常見的；然對於國內投資人而言，金流是最大擔憂之處，而投資幣別的換匯、也是會出現匯損，更重要的是國內無法監管，對於投資人權益出現損害時、投資人將求償無門。



(表一)

	店頭海外股權選擇權	證券交易所 相關 ETF	期貨交易所 海外商品	店頭衍生 結構型商品	海外期貨 複委託	海外股市 複委託	海外槓桿 交易商
侷限性	低	高	高	低	中	低	低
槓桿	投資人決定	低	高	中	高	低	投資人決定
匯損	無	無	無	無	有	有	有
金流	國內	國內	國內	國內	國內	國內	國外
商品複雜度	低	中	低	高	低	低	低
手續費	低	中	低	中	中	高	低
超額虧損	無	無	有	無	有	無	有
政府監管	有	有	有	有	有	有	無
一般客戶	不可投資	可投資	可投資	可投資	可投資	可投資	不建議

## 店頭發行海外股權選擇權

於國內店頭發行海外股權選擇權，針對前述侷限性、槓桿、交易幣別產生之匯損、金流、手續費、超額虧損、受政府監管等等問題，都能獲得解決。

### ● 侷限性：

由於屬店頭商品，可針對投資人需求進行客製化，可針對投資人需求、設計出 Apple 或 Google 等對應的股權選擇權。

### ● 槓桿：

由於「槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第二十一條規範自然人之一般客戶僅為選擇權買方，在風險有限的情況下、投資人可利用履約價的選擇、自訂投資槓桿，當行情出現如投資人規畫之行

情，則可出現相對應槓桿之報酬。

### ● 交易幣別：

由於屬店頭商品，可針對投資人需求進行客製化，針對交易幣別亦可為客製化的一環，也就是可用新臺幣投資 Apple 或 Google 等等股票，參與股市的行情、而不需要負擔換匯造成的匯損。

### ● 金流：

對於投資者而言，相關金流皆在國內，除手續費便宜外、投資者可即時掌握金流行蹤，如果出入金出現問題，可以直接與相關銀行進行查詢，掌握度極高。

### ● 手續費：

發行商可以透過造市經驗、資格，結合法人優勢，取得便宜的避險成本，避險成本

的降低、將反映在手續費收取上。

### ● 超額虧損：

由於「槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第二十一條規範自然人之一般客戶僅為選擇權買方，縱使投資人槓桿再高、最大的虧損也是損失原始投入的權利金，不會出現超額虧損、也不會侵蝕帳戶未動用的餘額。

### ● 政府監管：

發行者為國內合法之槓桿交易商，受政府監管，政府相關申訴管道暢通，投資者投資有保障；不會出現投資海外槓桿交易商、投訴無門之窘境。

## 轉（交）換公司債資產交換選擇權

轉（交）換公司債，為附有讓債券持有人得自發行日起屆滿一定時日後，在約定期間內享有按約定之轉換價格或轉換比率，將該轉（交）換公司債轉換成發行公司普通股之權利的公司債，因此交（轉）換公司債屬兼具債券與股票特性的有價證券。

而資產交換選擇權，指發行商將本身持有之轉（交）換公司債，拆解出一般公司債與選擇權兩部分，後將選擇權部分獨立出來的選擇權商品。

由前所述，可發現交易標的雖不限於國內轉（交）換公司債，但仍具有侷限性、發行商必須先持有相對應轉（交）換公司債，

另流動性較差，存續期間較長，看好短期行情的投資者進出不便，且投資者需具了解轉（交）換公司債之專業；相較於自然人之一般客戶買入轉（交）換公司債資產交換選擇權而言，買入一般股權選擇權更為簡單明瞭。

## 結語

針對上述各項投資管道分析後，對於各項投資管道進行設計比較，請參考表一；很明顯可見、投資海外股權選擇權參與國際股市，相較於其他投資海外股權商品管道而言，優勢較多，對投資人保障也較為全面。

此外依現行法規，自然人之一般客戶，已可透過買入轉（交）換公司債資產交換選擇權方式間接投資海外商品，然商品複雜度、所需專業程度更勝於一般股權選擇權。

有鑑於國內選擇權市場已極為成熟，投資人已充分了解選擇權相關風險與報酬，且投資人於選擇權買方，風險著實已被控制住，不會過度膨脹；期許未來開放自然人之一般客戶買入所有選擇權類商品、不再限縮於台股股權類選擇權；如此對於整體國內投資環境健全，相信將會有極大的助益，對投資人之一般客戶權益也將獲得進一步完善的保護。





# 期交所續推出國外股價指數期貨 - 印度Nifty 50股價指數期貨於 2016年第4季正式掛牌交易

期交所企劃部◎李佳蓉

期交所去（2015）年推出首檔國外股價指數期貨商品—日本東證期貨，提供國人投資日本金融市場之便利管道及跨市場策略交易工具，使得交易人無需承擔匯率風險即得於我國市場交易其他國外知名指數，今（2016）年度期交所再度與印度國家證券交易所（National Stock Exchange of India Ltd., NSE）進行實質合作，取得旗下子公司印度指數編製公司（India Index Service & Products Limited, IISL）授權在臺掛牌交易印度Nifty 50 股價指數期貨。期交所印度Nifty 50 股價指數期貨（以下簡稱印度50期貨）之標的指數為Nifty 50 股價指數，該指數係由IISL自NSE市場選取50檔藍籌股編製而成，其計算方式係採公眾流通市值加權法。另就指數產業結構而言，Nifty 50指數前3大產業別為金融業（31.0%）、IT產業（15.7%）及能源（11.0%），指數成份股約占NSE全市

場市值比重65%。

期交所預計於今年度第4季推出之印度50期貨係以新臺幣計價，交易人透過既有下單管道即可參與印度市場投資，交易更形便利，亦無需承擔匯兌風險。印度50期貨規格設計原則上盡量同母市場及相關市場<sup>1</sup>之Nifty 50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。

期交所印度50期貨交易時間為臺灣時間上午8時45分至下午6時15分（最後交易日至下午6時），完整涵蓋印度現貨市場之交易時間（臺灣時間上午11時45分至下午6時），便利交易人掌握避險及策略交易機會，及時進行風險控管與部位調整。其中，開盤時間與我國期貨市場同步，除已為交易

<sup>1</sup> 除印度國家證券交易所（NSE）外，亦有新加坡交易所（SGX）、芝加哥商業交易所（CME）及大阪交易所（OSE）掛牌 Nifty 50 指數期貨商。

## Nifty 50 指數基本介紹

印度股價指數	Nifty 50			
編製單位	印度指數編製公司 (IISL)			
編製標的	自印度國家證券交易所 (NSE) 市場選取 50 檔股票			
計算方式	公眾流通市值加權			
基期	1995 年 11 月 3 日			
成份股檔數	50			
成份股產業	13			
前 3 大產業權重占比	1. 金融業 (31.0%)	2. IT 產業 (15.7%)	3. 能源 (11.0%)	
前 10 大成份股權重占比	53.9%			
成份股占 NSE 市場市值比率	約 65%			
年波動度	2013	2014	2015	2016(1-6)
	17%	12.5%	15.88%	16.8%

人所熟悉外，亦可避免頻繁開盤作業，降低對現有系統之影響；收盤時間規劃至下午 6 時 15 分，係考量完整涵蓋印度母市場之交易時段，特別是無論係母市場 NSE 或新加坡交易所 (SGX) 推出之 Nifty 50 指數期貨商品，其收盤前臺灣時間下午 4 時 15 分至 6 時 15 分時段之交易量（下午 4 時為歐洲股市開盤時段），交易量比重皆占總交易量達 3 至 4 成。另國內已有投信業者掛牌 Nifty 50 指數相關 ETF 商品（含槓桿及反向型），其 ETF 淨值之計算係採期貨之每日結算價計算，因此交易時間涵蓋收盤時段可符合投信等法人機構之交易及避險需求，亦可吸引投信等機構法人等重要的潛在交易人於我國期貨市場交易。

印度 50 期貨契約規模設計與小型臺股期貨相當，交易門檻較低，更能吸引一般交易人，契約到期月份亦同期交所其他股價指數商品，採 2 個近月加上 3 個季月份契約，符合現行交易人之習慣及有助於記憶。印度 50 期

貨比照現行東證期貨商品三階段漲跌幅限制之作法，採前一交易日每日結算價  $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$ 、 $\pm 20\%$  三階段漲跌幅度限制，以達價格穩定之目的，且印度 50 期貨適用鉅額交易制度，符合法人需求並吸引更多交易人參與本國期貨市場。

此外，期交所印度 50 期貨最後交易日及最後結算價基準日原則與母市場及相關交易所相同，更便利交易人進行跨商品、跨市場之策略交易，其最後結算價、最後交易日及最後結算日說明如下：

1. 印度 50 期貨契約最後結算價與母市場 NSE 及其他掛牌 Nifty 50 期貨市場相同，為到期月份最後一個星期四 IISL 計算之 Nifty 50 股價指數收盤價訂定之<sup>2</sup>。最後交易日即到期月份最後一個星期四。最後交易日之次一營業日為該到期契約之最後結算日。

2. 倘遇到期月份最後一個星期四我國或印度證券市場休假日，由於本契約最後結算價是採最後交易日 IISL 計算之 Nifty 50 股價指

2 Nifty 50 指數之收盤價係成份股最後 30 分鐘之成交量加權平均價格所計算之指數。



## Market information

數收盤價，最後交易日將提前至其前一期交易所與NSE之共同營業日。因不可抗力因素未能進行交易或其他因素影響交易或結算，最後交易日則順延至次一期交易所與NSE之共同營業日。期交所得視情況調整之。

期交所印度50期貨上市後，更加豐富我國期貨市場國際商品，期能吸引對印度市場有興趣之交易人參與我國期貨市場，在看好

印度市場表現時，買進印度50期貨資產，而具有印度股市相關商品曝險部位之投資人，亦可透過印度50期貨進行避險交易，另可從事跨月份價差交易及跨市場策略交易等，充分發揮期貨市場之交易與避險功能，有助於擴大我國期貨市場規模，提升國際競爭力，促進期貨產業發展。



### 臺灣期貨交易所股份有限公司 「印度 Nifty 50 股價指數期貨契約」規格

項目	內容
交易標的	Nifty 50 股價指數
中文簡稱	印度 50 期貨
英文代碼	I5F
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 本契約之交易日同本公司營業日</li> <li>· 交易時間為交易日上午 8 時 45 分至下午 6 時 15 分</li> <li>· 到期月份契約最後交易日之交易時間為上午 8 時 45 分至下午 6 時</li> </ul>
契約價值	印度 50 期貨指數乘上新臺幣 50 元
契約到期交割月份	自交易當月起連續二個月份，另加上三月、六月、九月、十二月三個連續的季月，總共有五個月份的契約在市場交易
每日結算價	每日結算價原則上採當日收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依本公司「印度 Nifty 50 股價指數期貨契約交易規則」訂定之
每日漲跌幅	採前一交易日每日結算價 $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$ 、 $\pm 20\%$ 三階段漲跌幅度限制
最小升降單位	指數 1 點 (新臺幣 50 元)
最後交易日	各契約的最後交易日原則上為各該契約交割月份最後一個星期四，其次一營業日為新契約的開始交易日
最後結算日	最後交易日之次一營業日
最後結算價	最後交易日印度指數編製公司 (IISL) 計算之 Nifty 50 股價指數收盤價
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
部位限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾本公司公告之限制標準</li> <li>· 法人機構基於避險需求得向本公司申請放寬部位限制</li> <li>· 綜合帳戶，除免主動揭露個別交易人者適用法人部位限制外，持有部位不受本公司公告之部位限制</li> </ul>
保證金	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於本公司公告之原始保證金及維持保證金水準</li> <li>· 本公司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，按本公司訂定之成數加成計算之</li> </ul>

# 貨幣大寬鬆時代 市場危機四伏

永豐期貨◎邱翊展

## 低率時代下全新的泡沫模式

自從當年美國量化寬鬆成功拯救金融海嘯以來的低迷經濟後，造就美股連續七年不畏任何利空，日久不衰的多頭。看到這樣的成功案例，經濟表現較差的日本、歐元區、中國等國紛紛跟進各式各樣的寬鬆方式，使利率越來越低，試圖使經濟能從谷底反彈。由於利率漸低的關係，市場上流動的錢就越來越多，全世界在這樣背景下，進入一種嶄新的循環。

## 經濟越差 → 利率越低 → 資產越高

資產不僅限於風險資產如股票，連避險資產如債券都很熱，近期股債齊漲的異象已經不是新聞了。一般而言，在景氣不好的時候，資金傾向撤出風險資產去購買較安全的資產（如債券），並壓低債券的報酬率（殖

利率）。但現在的情況是景氣雖然低迷，經濟成長雖然差，通貨膨脹雖然低，各國工業雖然都表現不佳，但因此也造成利率持續走低進而推升股價，同時也壓低債券殖利率使債券價格飆高，這些都是過多的資金放水的結果。

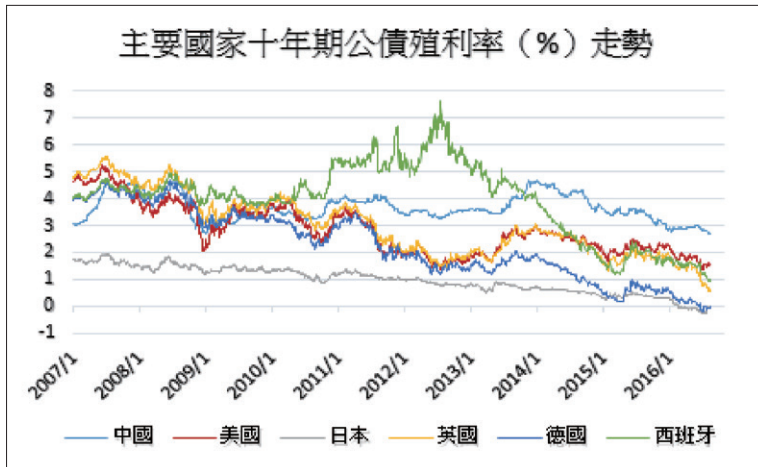
從去年下半年，中國經濟成長開始放緩，市場瀰漫著資金寬鬆的預期。雖然美國去年末升息了，但如圖一所示，美債殖利率仍舊持續創低，顯示市場上對於升息的預期越來越低，加上日本的成長衰退、英國脫歐、歐元區銀行業風險等，全球風險情緒高漲下市場預期日本、英國及歐洲央行面臨莫大的寬鬆壓力，雖然利率已經很低，甚至許多國家都出現負利率的狀況，根本沒有持續寬鬆的空間，但目前現況就是「不能再放，但不得不放」。此般的低率預期大力推升債券價格，英、西的公債殖利率日前才創歷史



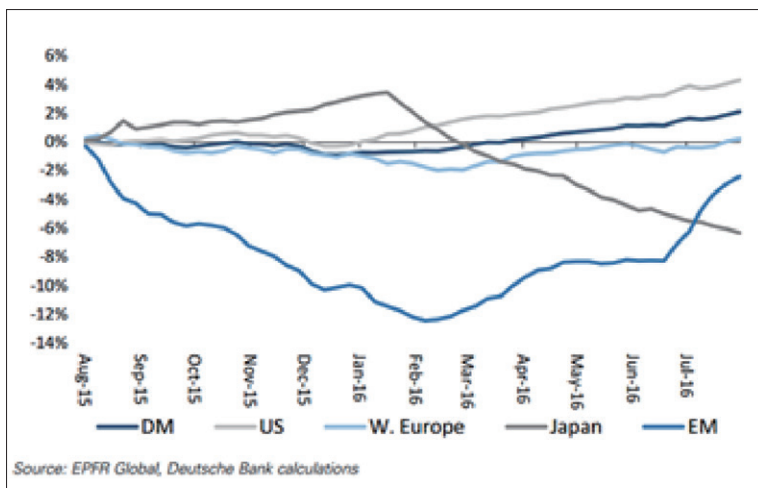
# Market information



圖一、S&P500 與美國公債殖利率



圖二、主要國家十年期公債殖利率走勢



圖三、一年累積現金流向：今年以來新興市場持低基期水位最吸金，美國則一年淨流入居冠。

新低，德國和日本甚至出現負殖利率的情況，而中國的殖利率也在七年低位水準。主要國家殖利率長線上持續走低，連當時歐豬五國之一的西班牙，殖利率都跌到1%以下水準。

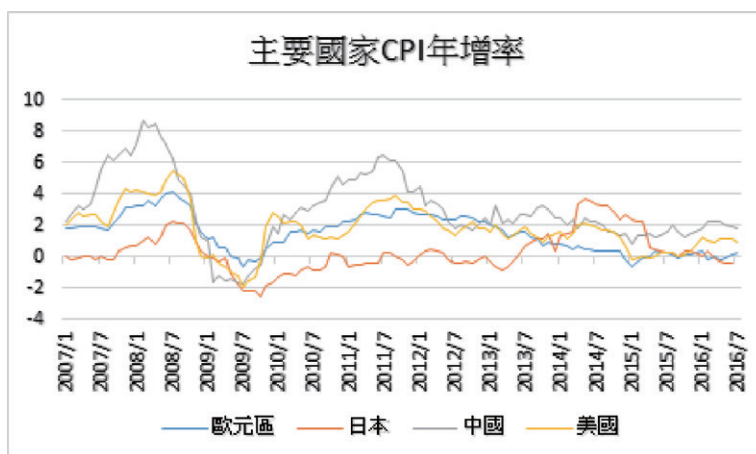
除了債市外，低利率下使得市場熱錢四竄，各國股市今年都有可觀的上漲或反彈，美國創歷史新高，新興市場股市也紛紛創波段新高，連有脫歐利空的歐元區和英國都在上漲。不只是股債市，商品市場自年初以來都出現相當可觀的反彈。黃金自年初最大漲幅大漲三成，熱錢瘋買黃金ETF（黃金ETF持倉量今年增幅高達5成）。原油反彈也是驚人，近乎翻倍水準，今年年初來的商品不論軟的硬的幾乎都曾經歷過一段不小的漲幅。除了本身各自基本供需面的題材外（例如近期原油供給下降促使油價上漲），市場上錢太多要找地方去也是很重要的原因。

此般股債及商品齊揚的現象是相當罕見且不合邏輯的，顯然其中存在不小的泡沫。各國央行的操作讓市場處在一個危險平衡，利率一貫只有往下調的方向（除了FED時常會吵一下要升息，但也沒真的升之外），資產

都只有往上走的方向，但卻不是基本面的支撐。只要不持續寬鬆，利率不持續維持在低檔，就很容易讓泡沫破裂，讓資產蒙受大幅度的損失，讓原先已經不怎麼好的經濟變得更糟糕。但這樣子利率一直下調，甚至不惜祭出負利率，膨脹央行資產負債表，真的有辦法這樣持續下去嗎？此般「人為」的經濟，只要靠印錢讓市場產生貨幣幻覺，就能帶來實質經濟成長，真的有這麼好的事情？

### 失效的貨幣政策

一般來說，央行降息目的一來是刺激經濟，提振本國經濟；二來促貶貨幣，提升出口競爭力。刺激經濟主要表現在通膨與所得上。近期比較關鍵的是日本跟歐元區，兩央行不僅印鈔票，甚至還實施負利率政策。然而，最近幾次的數據著實令人失望，特別是日本，CPI出現連四黑，6月成長-0.4%，已經反轉為通縮的陰影；所得成長近期也有放緩的跡象，上季成長0%，年成長0.1%，幾乎宣告安倍經濟學的失敗。而歐元區自從2015年實施寬鬆後，通貨膨脹不用說2%，連1%都沒看過，4、5月還是負成長的，7月好不容易回到0.2%，也是相當疲弱。GDP表現比日本稍好些，上季還有0.3%，年成長1.6%，但也不是太亮眼。負利率非但沒有讓貨幣市場變得活絡，反而還讓貨幣流速下



圖四、日本和歐元區的物價可謂低迷不振，有通縮風險

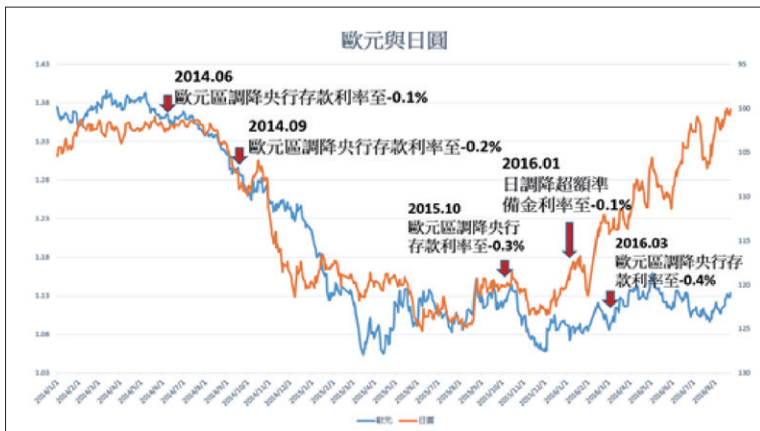
降，進而造成通貨緊縮的壓力，進而抑制民生消費，阻礙市場成長。

至於外匯方面，一開始日本的寬鬆政策確實有讓日圓貶值，達到短期經濟成長的目的。但好景不常，逐漸衰弱的經濟與通膨迫使日本在2016年1月實施負利率，超額準備利率下調到-0.1%的水準。但實施後日圓竟反向開啟一波升值的大波段，讓近期日本的出口業蒙受損失。而歐元的匯率也開始喪失對寬鬆政策的反應，2014年6月開始實施的負利率還對匯率貶值有用，讓匯率在2014年後有一陣重貶，但2015年10月和2016年3月陸續下調存款利率至-0.4%後，歐元已經沒有顯著的行情出現了。近期甚至連脫歐後，歐元都還是維持在偏多的格局。

顯然貨幣政策效果開始鈍化，真正主導外匯市場流向的，還是市場的本身。各國央行決策不確定性、國際風險意識高漲以及資金流向的意願，使最近外匯市場時常不按牌理出牌。例如目前市場大多對美國年底前



# Market information



圖五、近期歐元與日圓已經不在理會負利率政策的影響，甚至出現反向變動。



圖六、美元近期利多出盡，高檔盤頭（圖片來源：精誠資訊）

升息預期較高（Fed Watch顯示年底升息機率逾五成），但美元近期卻呈現高檔轉弱的趨勢，去年底升息後美元也有利多出盡的表現。美元近期高檔盤頭情況明顯，可能資金流入美國過多使美元過高，而近期更偏好其他資產並壓制美元上漲，這樣的壓力將進一步衝擊負利率的外匯效果，日本、歐元區及其他非美國家將面臨更沉重的外匯升值壓

力，衝擊出口使所得下降。

目前經濟的情況已經類似流動性陷阱，也就是當利率水平降低到不能再低時，人們就會產生利率上升而債券價格下降的預期，即無論增加多少貨幣，都會被人們儲存起來。目前債券多頭貌似還未止歇，但是已經有國家債券殖利率出現負的情況，料想不用太久時間市場就會開始進入這樣的預期。當一個國家陷入流動性陷阱，貨幣政策完全沒法刺激經濟，無論降低利率抑或增加貨幣供應量也沒有作用，屆時央行無論實施任何貨幣政策都對刺激經濟無效，若發生更嚴重的經濟風險，那還有什麼良藥能救經濟？

## 過度的貨幣寬鬆，終將釀成悲劇

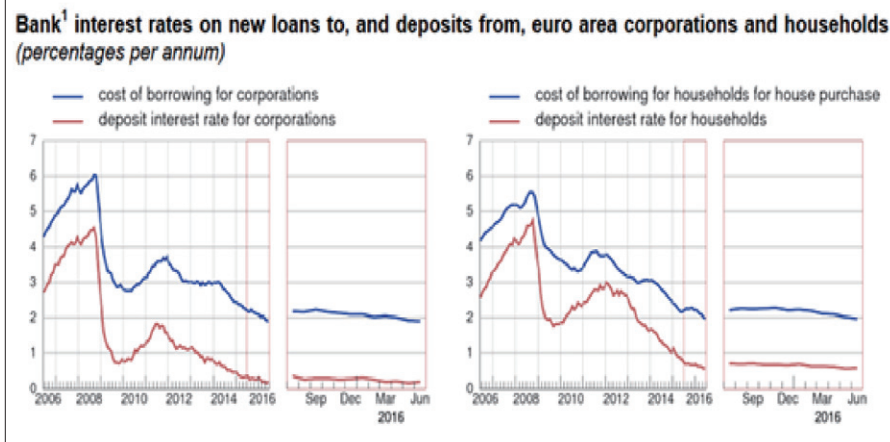
現在大家都怕這樣過度的貨幣政策總有到極限的一天，看最近日本和歐洲央行的態度就知道了，雖然數據不好，但兩央行已經數個月沒有有任何動作。現在相對經濟比較好的美國想升息，但是又面臨兩難：「升息怕讓世界經濟變得更差，不升息又怕助長泡沫氾濫」。現在整個市場和央行之間的危險平衡仍在持續，到底這樣走下去會面臨什麼樣的危險？

1. 貨幣過度寬鬆使全球市場  
泡沫氾濫，但泡沫破裂那  
天資產價格將大幅蒸發：

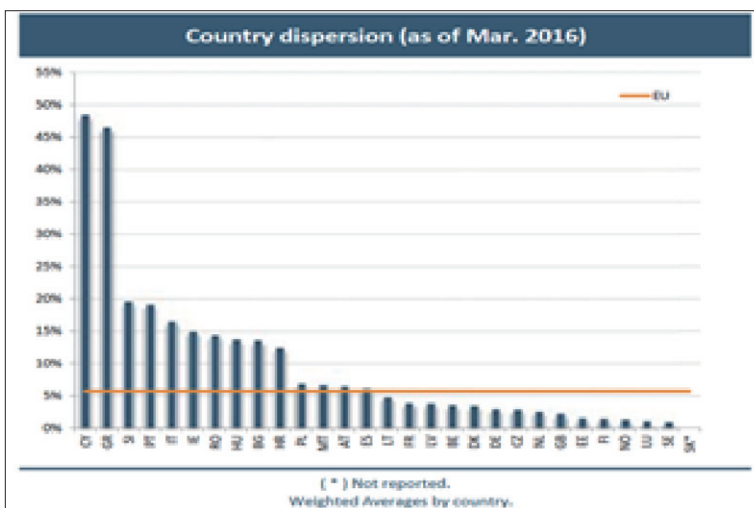
現在資金氾濫使資產高漲，但是假若有一天全市場的人都覺得「現在資產的價值不該是這樣」，資產預期的價值大幅下降，這樣的心理因素使得市場的參與者競相轉向站在賣方，資產的價值可能面臨直接蒸發的可能。靠市場低利率借來的錢在市場面臨損失，最後要拿什麼東西去還呢？金融機構將面臨大量壞帳，進而有倒閉的可能？泡沫就是這樣，過往的經驗告訴我們總是會有這麼一天，自1637年的鬱金香狂熱到2000年的網路泡沫化，資產無不是面臨一段泡沫破裂的過程。而且現在更可怕的是，炒作資產的資金充滿著融資槓桿，要是再不停手自救，資產泡沫破裂的一天只能說指日可待。

2. 前途坎坷的銀行業：

負利率意謂著銀行機構將資金存放在央行，將付出管理費，直接對銀行業的獲利造成侵蝕。資金成本上升壓力使得市場存款利率與貸款利率只能往下走。而今歐元區1年定存利率低到0.57%，日本更是低到只有0.016%，逼近0的水準。存款利率很難再低



圖七、歐元區銀行業存貸款利差，存款利率到相當低的水平，未來若持續保持負利率，僅剩貸款利率能夠下降，利差收窄的壓力越來越大（資料來源：ECB）



圖八、歐洲許多國家壞帳比率都超過 10%（資料來源：EBA Risk dashboard）

的情況，最後只能下調貸款利率，使得存貸款利差逐漸收窄，衝擊銀行業的主要獲利來源。

另一方面，除了負利率對銀行業獲利前景的隱憂外，歐元區的壞帳問題也不容小覷。之前義大利的壞帳問題已經引發市場擔憂過，大部分歐元區國家壞帳比率也都很高。一般3%以下就表示穩定良好，但歐元



區不少國家都超過10%的水準。如果ECB需要金援填補漏洞，屆時又是更大的寬鬆。目前金融業的前景可說是一片黯淡，歐洲DAX銀行業指數一年來下跌48%，近乎腰斬水準，一片悲觀情緒瀰漫在負利率下的銀行業。

### 3. 寬鬆力道越來越弱，世界經濟進入長期衰退：

如前所示，現在情況再怎麼寬鬆都很難在扭轉日本、歐洲通膨低落的局面，主要問題還是全球的需求不足所致。凱因斯學派認為寬鬆主要是讓市場產生貨幣幻覺，使社會總需求上升與物價水準上升並產出上升的效果。但目前社會的產出和物價數據似乎在否定目前貨幣政策的成效，顯然市場已經猜得到央行會寬鬆這件事情，於是喪失了感受。總需求不足使得人民不願意把多出來的錢轉到實質的消費上，而僅僅使得資產價格膨脹，泡沫化越來越嚴重，但是物價持長放緩仍然在持續發生。若是這種情況持續，世界經濟將陷入長期的衰退，就像日本失落的20年一般可怕。

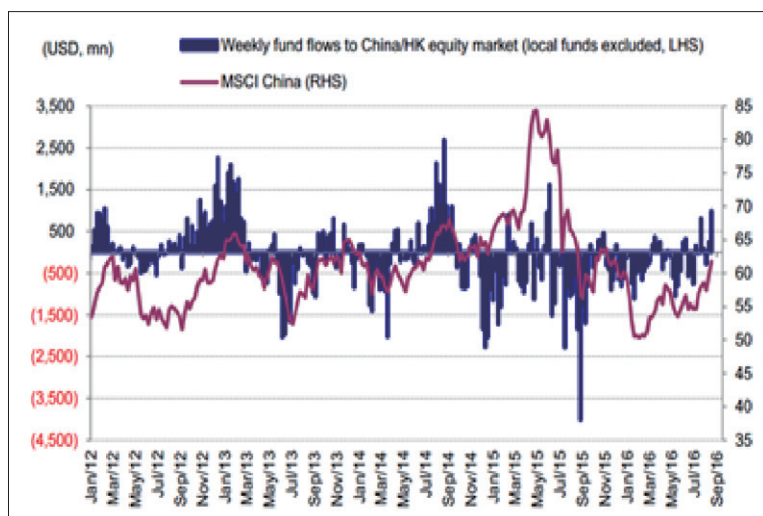
### 熱錢最後一站 — 中國

最後，如果問一個問題，這波誇張的泡沫會什麼時候結束？筆者大膽猜測是中國市場被炒作完後，差不多就要開始跌了。主要是大多數能見度高的資產都被炒過一輪到很高的水位，但是在市場資金還是很多的情

況，熱錢總是要找個地方去。而中國市場目前的水位看起來，還沒有被太多資金所發現，價位還在相對世界市場便宜的水位，加上之後深港通放寬的總金額額度與增加的投資標的，以及中國逐漸開放的債券市場（如人行及匯管局近期發表的境外投資債券配套文件以及將發行SDR債券等），使得股債市流動性都增加，中國市場儼然成為大量資金覬覦炒作的最佳標的。

另一方面，如圖二所示，中國的殖利率算是相對其他主要國家水位是最高的，十年期國債殖利率仍然有2.7%左右的水準，很適合當成熟錢湧入的標的。雖然人行降準降息政策中國債券殖利率已經從2014年的5%左右水準壓低到目前的水準，也推升過一波中國股市的上漲，但若是「股債齊漲的異象」若還能在持續下去，那殖利率還有下跌空間的中國的股債市應當會有一波的拉抬。

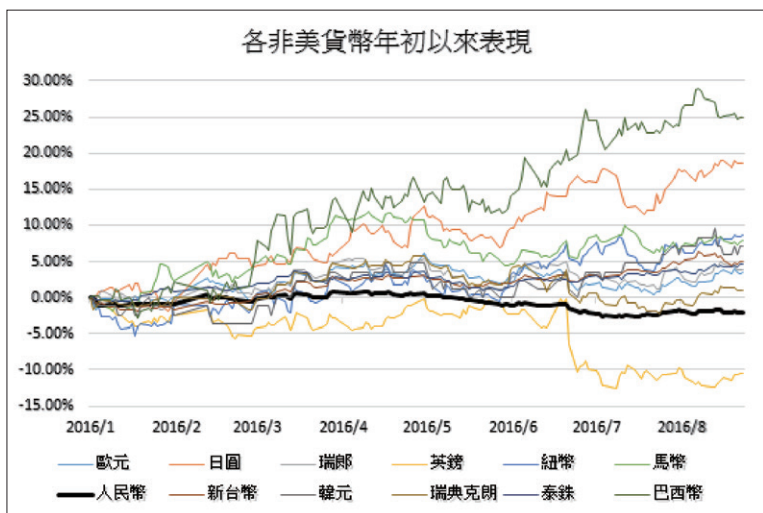
除了指數水位和殖利率外，匯率也是一個點。人民幣的匯率受到人行的默許，不斷的在貶值，目前的人民幣水平仍在相當低的水位，因此資金流向中國的成本是很低的。就講新臺幣吧，之前臺幣貶值到33.8上下的時候，其實也是臺灣股市的低點，之後受到熱錢狙擊，把臺指推升到9000點以上，即使新臺幣到31塊多熱錢貌似還不打算退潮。而反觀人民幣，這波新興市場的升值，它幾乎沒有升值到，仍然在6.6多的低水位震盪，加上10月份人民幣SDR即將開始實行，題材性是夠的。因為資金流入中國的成本很低，人民幣很可能會有一個波段的漲幅，進而推升



圖九、外國資金尚未大舉流入中國市場（資料來源：CICC Research）



圖十、殖利率長期下行，下行空間仍大，低率有助推升陸股



圖十一、除脫歐的英國，人民幣表現落後其他貨幣，資金流入成本低

中國的股債市。

因此，作為熱錢的標的，中國股市是再適合不過，但也是少數滿足條件的了。目前還有機會把握到末升段的行情，但無基之彈仍是泡沫，長期經濟成長才是股市上漲的根基，而中國經濟成長仍未有顯著表現，6.7%的GDP成長率水位與金融海嘯時相當。等到所有能炒的資產都炒完，最後還是要面臨泡沫破裂的審判。但願大審判日那天不要到來，畢竟那是長時間的經濟蕭條以及大量的失業，大家都經歷過金融危機，對於無薪假的記憶仍舊餘悸猶存。





# 雙颱夾擊分外寒 全球經濟添變數

凱基期貨 期貨分析師◎陳双吉

### 日圓寬鬆無止盡，日本央行向何方？

2014年12月，美金兌日圓匯率衝上120圓的水準，創下近8年以來的新高，為2008年8月以來首見。日圓強貶態勢既強且快，也顯示日本央行的魄力，當時日本央行（BOJ）總裁黑田東彥雖遭各界質疑卻信心滿滿的大喊日幣強升的各種優點：「日圓走貶是反映並符合經濟時態，對整體經濟來說不是大問題，事實上日圓走貶對日本整體經濟是有益的！」

### 日本失落的第30年！？

日本經濟困境追本溯源要從1970年代說起，當時因為日本出口強勁，西方國家貿易赤字日益增加，英、美、法、西德最後與日本在紐約地標的洛克斐勒中心的廣場酒店簽

下「廣場協議」，五國共同干涉外匯，迫使日圓大幅升值，一年內從美金兌日圓240升值到150圓。理論上來說，日圓升值應該會打擊日本出口，重創日本經濟，不過那次日圓狂升卻意外活絡日本股市，帶動房地產飆漲，不過這波榮景並未強化日本經濟本質，反而引爆另一波令人意想不到的泡沫經濟。

是誰讓日本的房地產產生泡沫？造成這樣的後果主要原因在於當時日本政府為了彌補企業出口因為日圓升值造成虧損，而採取第一次的量化寬鬆政策，瘋狂的印鈔票，國際熱錢又為了避險湧入日本，使得一時間日本多出許多資金，民眾和投資人不想讓資金閒置，紛紛投入股市和房地產，1989年封關12月29日，日經指數站上歷史高點38,957點，來到日本最輝煌的一日。而日本房價同樣被熱錢一路炒翻天，企業為了追求高獲

利，也同樣投入日本房地產，當時東京26區的房價，號稱可買下整個美國國土。

日本政府為了抑制高房價，1990年開始實施緊縮政策，沒想到此招一出，不僅戳破了房價，也戳破了日本當時沒有實質支撐的泡沫化經濟，日本經濟自此進入消失的10年，當時的日本每年經濟成長僅1.2%，為已開發國家中最後一位，陷入二戰後從未有過的不景氣狀況。可惜屋漏偏逢連夜雨，後來又遇到1997年的亞洲金融風暴和2008年的美國次貸問題，2010年日本的經濟成長率更僅剩下1%，失業率則高達5.8%，進入就業冰河期。

面對如此經濟的窘境，日本第96屆內閣總理大臣安倍晉三自2012年12月26日上任後，開始推動安倍經濟學，採取一系列的量化寬鬆政策，也就是所謂的「三箭計畫」（推動寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，以及結構性經濟改革與成長策略三大政策）。期望向市場注入大筆資金後，能帶動民間消費，擺脫長達15年的通貨緊縮困境，重振國內經濟；同時希望政策性讓日幣貶值，可以加強日本產品的外銷競爭力，日幣兌美金從75圓短短不到一年的時間內，重貶至100圓整數關卡。雖然日圓貶值的效益不斷發酵，2013年外銷導向的企業揚眉吐氣，但到了14年1~8月的出口數字僅為46.9萬億日圓卻出現停滯，無法順利上揚，與過去比較，日圓來到08年的水準出口卻僅當初的1成，可見即使借助日圓貶值東風，日本出口復甦腳步卻依然緩慢。

日本在過去15年間，有12年再實施量化寬鬆，以對抗各種經濟窘境，像是1997年的亞洲金融風暴、2001年的科技泡沫、2008金融海嘯，而且從2001年以來，日本的外銷一路衰退，直到2015年才略有起色，可溫和成長，想要靠貨幣貶值來提振經濟，如果大環境不好，自然無法如願以償，還會讓仰賴進口的國家飽受通膨之苦，日圓貶值或許短期內可以看到出口商亮眼的財報，但時間拉長來看，尚須一系列的相關配套措施，才能達到預期的目標。學者分析，日本的經濟結構中，消費占了六成，若加上政府的消費更是高達七成，國內約占1成，其餘部分則是出口的部分。由於日本整個市場內需大於外銷，而且目前全球除了美國外，其餘的國家購買力皆不亮眼，要讓日本產品能因為日圓貶值而大賣，有實質的難度。加上消費稅的調升，民間消費裹足不前，雖然提高消費稅是為了填補政府財政缺口，但在這個時機搭配量化寬鬆政策，並沒有達到顯著的效果。

### 負利率是良藥還是毒藥？

面對無法提振的經濟，日本與美國一樣，採取貨幣量化寬鬆政策，美國有效地在過去六年間，從金融海嘯後一步步復甦，2015年第三季經濟成長達到3.5%，失業率也降到5.8%，讓歐盟與日本等先進國家自嘆不如。同樣是印鈔票為何美國可以確實達到經濟成長，但日本卻仍是深陷泥沼，這其實和兩國的經濟結構有關。日本主要是內需市場搭配外銷出口，而美國則是以服務業為主



# Market information



圖一、日本歷年 GDP

資料來源：FRED

體，更是全球的金融重鎮，可以吸引許多國外的投資人，印鈔票的效果也就截然不同。

日本繼歐洲央行之後終於在2016年2月16日宣布「負利率」正式上路。日本在這時候提出負利率，也就代表日本的經濟情況已經比想像還要糟糕。此時市場雖然不少分析指出安倍經濟學已經無效，但事實上安倍經濟學自12年底提出，至2015年底已讓日圓由75圓狂貶至120的水準，貶值幅度高達60%。雖然目前日本的出口大幅萎縮，但是當時若沒有貶值的話，日本的經濟狀況可能會更糟糕。

為了將錢逼出來，日本央行的終於採取終極武器-負利率，所謂的負利率也就是你錢存在銀行裡面，銀行不僅不給利息，還要扣你的錢，稱為「管理費」。日本央行實施負利率政策也是萬不得已，2015年第四季日本整季呈現負成長1.4%，全年只有成長0.4%，預估今年情況可能更嚴重。主要原因無他，日本過去經濟停滯了將近20年，不管日本政府是零利率，還是什麼樣的刺激消費政策，有錢人（老先生、老太太）就是不

消費，民間消費減緩，加上全球需求不振，日本出口疲弱，即使已經貶值60%，2016年第一季的出口仍創下2009年以來最大的幅度。日本央行實施負利率的如意算盤要逼銀行把錢借給企業或是個人，進而刺激消費或投資，打破20多年來不見顯著起色的通縮，對民眾來說負利率對它們最有感受的便是房貸，從1月底日本銀行便將房貸十年固定利率降至史上最低。

日本央行總裁黑田東彥當初宣布政策時意氣風發，本來打算藉由這次負利率的措施，進而拉抬股市，造成匯率重貶的情況，並表示政策會達到希望的效果。但市場卻給予反向的結果，宣布的當日日圓匯價升值7%，日股重挫9%，從初步結果來看，無疑是一大諷刺。在日本這全球第三大的經濟加入後，全球超過1/4 GDP的國家都處於負利率的環境。瑞典在2009年率先推出負利率，丹麥和瑞士則分別在2012年與2014年實施，歐元區19國則在2014年6月跟進，日前就連美國聯準會主席也表示過，若金融市場持續動盪，拖累美國經濟，不排除負利率的



圖二、目前實施負利率的國家 資料來源：地區央行

選項，在利率已經趨近於零，降無可降的時代，各國央行已然將負利率當成另一個萬靈丹。

觀察已經實行一段時間的北歐國家，發現負利率拉抬通膨、打壓匯率效果不彰，甚至還會引發房地產價格飆漲的副作用。四年前實施負利率的丹麥，因為房貸利率太低引發房市過熱，首都哥本哈根更是一棟一棟的大樓、公寓不斷興建，由於買房子比租房子還要划算，房價不斷飆升，漲幅超過50%，已然形成泡沫。擁有全球最低利率（-0.75%）的瑞士，銀行在收益惡化下，不得不對個人存款下手，反而喪失許多客戶。而實施一年半負利率的歐元區，通膨率更是從未達到目標2%。經歷過去幾年的量化寬鬆以及趨近於零的低利率，全球央行手上可用工具寥寥無幾，金融時報更大膽預測，負利率將在2016年成為主流，下則介紹的英國，也許就是下一個實施負利率的國家。

### 為何日圓總稱為「避險貨幣」？

避險貨幣，顧名思義，就是指這類貨幣

可以最大限度地規避風險，不易受到市場波動、意外事件或是政治等因素影響。通常瑞士被公認是最好的避險貨幣，因其獨特的經濟和政治背景，瑞郎具備穩定和不易受國際環境影響的特徵。而日本也因為某些原因，成為避險貨幣，像是英國脫離歐洲造成歐洲有經濟風險，其他國家投資者就會改買日幣（亞洲相對較安定的地方）。而日幣主要有四大特質：

1. 日本是島國，不易受政治、戰爭、市場波動等因素的影響，能最大限度的避開貶值風險（並不是說絕對不會貶值）。
2. 作為已開發國家，日本擁有合理的經濟結構，成熟的經濟體，完整的金融體系，總之，日本雄厚的經濟實力為日圓幣值的穩定提供了基礎，更重要的是日本擁有僅次於中國的外匯儲備。
3. 日圓是自由流通貨幣。
4. 日圓屬於低息貨幣，是日圓成為避險貨幣最直接的原因。經濟不行了就要降息來刺激經濟，降息時，持有貨幣就相對不划算，並且預期還要降息，高息貨幣匯率受到壓制，低息貨幣就有避險作用。日本長期低利率，降無可降，今年更轉為負利率，若未來國際市場有黑天鵝出現時，別國貨幣可能降息和貶值，日圓是不太可能降息，所以日圓就避險了。

日本的年初實施負利率使得日圓成為全球融資成本相當低的貨幣，避險貨幣的功能更加彰顯，這次負利率政策也讓日圓百害而無一利，傷痕累累。因為日本以外的地區出現投資機會的時候，具備高信用和絕佳眼光的投資人，就能輕鬆的從日本融得巨量而又



# Market information

廉價的日圓資產，加上日圓是自由兌換貨幣，因此可以輕鬆的轉換為其他貨幣，繼而將資金投入其看好的專案。簡單來說，如果全球經濟起飛，同時又具備大量投資機會的話，融入日圓並投資其他市場的過程可以看作賣出日圓買入其他貨幣，理應是推低日圓匯率的。這個過程可能會隨著投資機會的多寡來決定日圓弱勢的時間長度。然而一旦投資出現虧損，或者全球經濟面臨問題，日本以外的國家的投資機會開始萎縮，此時這些借出日圓的投資人就只能獲利了結或是停損

附件、日幣合約規格

出場，並將手中剩餘的貨幣兌換成日圓歸還日本，進而造成日圓升值。

2016年全球經濟慢行，黑天鵝四處亂飛，日本以為負利率政策可以讓銀行把錢逼出來，但卻看輕日幣的避險功能，從六月底的脫歐公投一事便可以看的出來，日圓當重貶9%，簡直就是市場巴了黑田東彥一個巴掌，估計黑田的頭又要痛起來了吧。

## 日圓的困境（未來）

2016年7月27日日本首相安倍晉三在參議院大勝後，安倍晉三打算通過刺激措施來拉動經濟，自民黨提振經濟決心甚大，只是可操作的空間有限，僅能提出28兆日圓經濟振興方案，實際新增的計畫規模不如預期，落實到今年的公共開支不過4.5兆，加上明年中央和地方的預算也就是區區7.5兆，而且錢多花在很難產生高乘數效應的地方，可預見安倍的財政支出效力有限，加上寬鬆對實體經濟刺激效果不如預期，原本默契十足的安倍經濟學雙人舞步，如今反而互相絆腳，日本的整體貨幣政策框架、目標、工具均將面臨大的調整。2016年可能是日本安倍晉三與黑田東彥最具挑戰的一年。

### 日圓期貨

日圓目前是全球經濟規模第3大國貨幣(僅次於美元和歐元)，日圓的避險特性與美元不同，由於日圓長期處於低利環境，近期甚至由低利轉變為負利率，因此日圓長期以來是利差交易(carry trade)的主要商品。透過借入低利率貨幣(例如日圓)，來買進高利率貨幣(例如澳幣)，藉以賺取利率差。再加上近年來日本央行不斷寬鬆政策導致日圓走貶，日圓期貨也成為投機和避險的管道，日圓已成為CME最主要的外匯商品之一。

### 操作要領

- 注意：BOJ利率決策會議結果、貨幣政策  
FOMC利率決策會議結果
- 日幣走勢與日經及國際股市呈現反向變動，尤其日經電子盤受日圓走勢的影響更是嚴重，日幣升、貶會讓日經電子盤與美國股市脫鉤。另外，日本央行的匯率政策對於日圓短線走勢影響甚鉅，且事件發生後趨勢通常會延續，因此操作上應等到事件發生後再進場布局。

### 合約規格

合約規格：12,500,000日圓  
 最小跳動點/值：0.00005美分：日圓/6.25美元  
 交易月份：20個季月  
 最後交易日：契約到期月份的當月第三個星期三之前第二個營業日  
 交割方式：實物交割  
 交易時間：早上6：00至T+1日凌晨05：00。(冬令時間+1小時)

### 損益計算

假設魯夫認為日圓會創歷史新高，因此買進日圓期貨，買進價格 9193.5，上漲至9195點獲利賣出  
 損益計算： $[(9195-9193.5)/0.5]*6.25=18.75$   
 → 此筆交易獲利18.75美元  
 ※ 簡易記法：賺1點，大約獲利400元台幣



資料來源：芝加哥商品交易所提供、凱基期貨整理

## 英國脫歐才發酵，歐銀冬雪紛飛至

2016年6月24日英國人做出脫歐的決定，公布的瞬間國際金價大幅飆漲，全球股匯市則是全軍覆沒、哀鴻遍野，和英國同步開票的亞洲股匯市，則是直接跳水，避險貨幣日圓狂升近7%，升破百元關卡，日股也隨之大跌1200多點，創了311以來的單日最大跌幅。首相安倍晉三更是召開緊急會議，打算聯手全球五大央行，必要時讓七大工業國集團（G7）成員國可以使用外匯互換機制，以維持外匯市場的穩定。日本、韓國大動作緊急因應，就怕英國脫歐造成全球經濟效應，對臺灣來說則是需要和英國重新協商經貿協定，未來出口可能會產生惡化。戰線延伸到歐洲，其中英國受傷最重，英國富時一百指數以跌停500點開出，重挫將近9%，英鎊更是重貶超過10%，從1.5重挫到1.3的水準，創下31年來的新低價，美國S&P500期指電子盤更是一度停止交易。這隻黑天鵝來的突兀，足以讓市場老手目瞪口呆，其行情之大，估計連有德國證券界教父之稱的安德烈·科斯托蘭尼都忍不住要從棺材中跳交易了。

### 英國以政治事件造成金融跟經濟的效應？

英國脫歐事件最直接反映便是在金融市場，而當中最重要現象就是英鎊的重貶，這對貨幣政策思考有不一樣的涵義，怎麼說呢？想當初1月29日日本政府推出負利率的目的就是要讓日圓重貶，沒想到反而讓出現日

圓升值走勢；歐洲央行在去年12月及今年3月的貨幣政策上的操作模式就是擴大寬鬆、大量印鈔，目的與日本相同，驅使貨幣貶值，但歐元不僅不貶反而不斷走升。反觀英國央行既沒有推出負利率，也沒有推出加強版的擴大寬鬆，可是英鎊卻出現重貶，市場更一致認為未來尚有貶值空間，主要是因為脫歐後，分析師均不看好英國未來的經濟情況，經濟更有衰弱的風險，顯然貶值是理所當然。由於英鎊的重貶15%，英國精品、貨物居然一下子便打了八五折，提振國內觀光事業，刺激了外國人來英國消費，完全達到英國央行想要的目的，此等情況日本與歐洲眼裡是多麼羨慕，它們出了這麼大的力氣反而搞出了升值局面，國人消費仍是緊縮，國外投資仍然止步不前。這在理論上看來是相當詭異的現象，就是用政治風險事件來驅動貨幣貶值，而不是靠央行出馬。

### 脫歐事件餘波盪漾

英國在經過這一段時間後發現，原來支持留歐派的人所說的東西一一成為事實，包含英鎊會大貶、很多跨國公司會搬離英國、倫敦金融城會失去很多工作、他們再沒辦法再加入單一市場、歐盟會用最嚴厲的方式懲罰他們，以免相同的風波波及歐洲的其他國家，然後最重要的是大不列顛帝國會出現崩離析的情況。脫歐第一個禮拜，大批支持留歐的年輕人聚集在國會廣場，訴請政府發起二次公投，太多老年人支持脫歐反而讓這群年輕人失落非常，世代之爭、鴻溝難彌，



也更加凸顯選民對脫歐公投認識之淺薄。由政治事件造成金融與經濟的效應，這不僅會讓英國的經濟向下走，重點是會產生英國內部周邊效應及歐盟內部的骨牌效應，甚至會使倫敦金融業地位崩壞。

### 歐盟內部的裂解??

英國脫歐公投結束沒兩天，歐盟主席容克（Jean-Claude Juncker）立即跳出來敦促英國及早啟動脫歐程序，不要藉故拖延讓歐盟陷入不確定的未來，動作很明顯是擔心夜長夢多，產生連鎖效應，造成其餘的歐盟國家民粹主義興盛，進而使歐盟崩解。不過少了英國的歐盟裂解的危機並不大，怎麼說呢？可由三個角度分析。

1. 2016年6月26日也就是脫歐公投的第二天，歐盟核心六國（包含法、德、義、比、荷、盧）臨時舉行外長會議，會議的主軸便是要穩定歐盟核心國家，使核心國家的民粹主義（如：荷蘭的獨立黨及法國的國家陣線），不要趁機作亂造事。
2. 緊接著歐盟前三大的經濟國法國、義大利、德國舉行高峰會，會後也與歐盟剩餘27國也同樣開了一個會議，連續兩個會議其宣示意義非常強大，歐盟動作頻頻，顯然是為了防止野火續燃。
3. 27個成員國中以窮國居多，離開歐盟對他們本身一點好處都沒有，反不如躲在有德國老大哥的肩膀下有人罩，以自身利益來講自然沒有脫歐的打算。

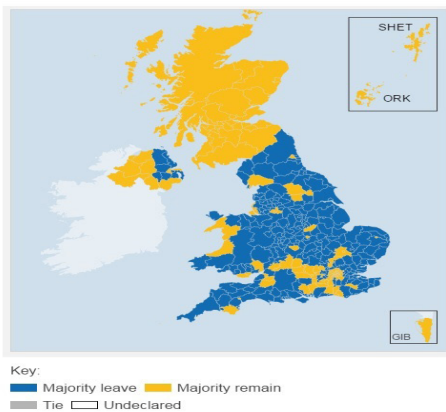
### 英國自身的崩解？

6月28日是英國脫歐後的第一場歐盟峰會，也是英國前任首相卡麥隆參加的最後一場會議，對卡麥隆而言這就像一場求和不成功的最後晚宴，他向歐盟各國領袖說明人民公投的抉擇，也希望未來能和歐洲維持緊密關係。不過顯然歐盟對英國已失去耐心，29日的歐盟峰會便將英國排除在外，值得注意的是卡麥隆前腳才剛走，蘇格蘭首席大臣斯特金後腳就到，並向歐盟轉達強烈的留歐意願，大不列顛王國的分崩離析，儼然近在眼前。

大不列顛帝國是由四個區塊組成，包括英格蘭、蘇格蘭、北愛爾蘭和威爾斯組成，其中北愛爾蘭與蘇格蘭深信歐盟可為其帶來利益，分別有55.7%及62%的人贊成留在歐盟，故對於本次的脫歐公投結果，出現失望的聲浪。蘇格蘭的首席大臣斯特金便直言蘇格蘭正在考慮第二次的蘇格蘭獨立公投，來實現蘇格蘭選民想要維持留在歐盟的立場，此次宣言等於是蘇格蘭獨立一事箭在弦上。2014年9月蘇格蘭首度實施第一次全民公投，雖然最後結果仍是留英，但是獨派的火種已悄然埋下。想不到安定僅兩年的光景，一場脫歐的公投又使蘇格蘭政局再次震盪，失去歐盟農業與經濟上的補貼，蘇格蘭人根本無法想像脫歐之後的情況。依照國際公投法，下次公投的時間會落在2019年9月，到時他們的答案肯定是「YES」，離開英國加入歐盟。

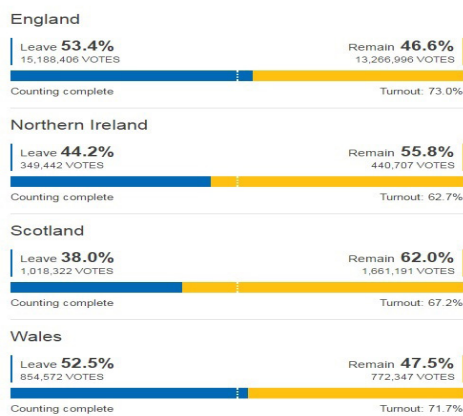
與蘇格蘭同樣是難兄難弟的北愛爾蘭，在經濟上也是高度依賴歐盟，當地最大的厄

斯特銀行表示，脫歐公投後外資不確定未來狀況決定暫時收手，危及北愛爾蘭經濟成長和就業。社運人士更表示歐盟原本每年提供數億歐元幫助北愛爾蘭前民兵和暴力衝突受害者等團



圖三、英國公投四大區域結果

#### Nation results



資料來源：BBC

體，往後這些補助可能沒了。更糟的是，若英國脫歐後限制歐盟移民，北愛爾蘭和愛爾蘭之間可能開始管制邊界，引發雙方激進派不滿，衝撞邊界導致動亂。英國選擇脫歐使愛爾蘭、北愛爾蘭及英國三方關係更加不穩定。現在北愛爾蘭已有民粹黨派正準備推動統一公投，期望能重回愛爾蘭祖國懷抱。

### 倫敦銀行垮下來、歐洲的徹底撕裂！

1992年完成的歐洲單一市場與1999年出現的歐元後，從歐元的國際借貸、債券發行、到股票上市，倫敦掌控了多數與歐元有關的金融業務。倫敦當時作為歐盟的成員國，獨享了歐洲金融服務業單一市場中的最大利益，且與紐約、東京並列國際三大金融中心。然而，這一切都是因作為歐盟會員國而享有的歐洲單一金融市場與金融護照（financial passport）的優勢，估計在英國確定脫歐之後勢難持續。

民主讓路給民粹的結果是英國脫歐、企業脫英，英國一旦脫歐，總部位於英國的機

構和公司勢必無法再享有歐盟內部的所有優惠政策，由此看來，倫敦金融中心的地位恐怕不保。事實上，英國金融時報（Financial Times）便統計，脫歐公投甫經過兩週，英國就業市場中的求才需求數量已經從過去150萬人次的水準，急速下降到70萬人次的水準。據惠譽表示，各跨國銀行將部分業務從倫敦移轉出去，如摩根大通銀行在英國的1.6萬名員工，可能有四分之一將遷往歐盟其餘國家。匯豐雖然可能把總部留在英國，但有1-5千名職員可能必須搬到法國巴黎上班。顯然許多金融業不等脫歐程序走完，已當機立斷決定從出走海外。

英國三大資產管理公司，現在都出現不動產投資信託（REITs），出現大規模的贖回，所以英國的投資出現一些危機。顯然有許多外資企業開始棄守英國倫敦，進而變賣資產。其影響還不只如此，現在波及的範圍越來越廣，脫歐的威力也開始影響歐洲一些體質較脆弱的銀行，像是義大利相當大的銀行西雅娜銀行，現在看起來也在危急存亡之



秋，其不良資產不斷升高當中，德國的德意志銀行股價更是不斷下滑，其市值僅剩下200億歐元。

未來倫敦金融中心是否仍能保有其國際金融中心的地位，端視未來兩年英國政府與歐盟的談判是否能繼續保有英國進入歐洲單一市場的權利，立足於歐洲單一金融市場。惟談判尚未開始，改變卻已悄然發生，不少企業為了維持現有的優惠，已經開始出走，談判若拖長，倫敦金融中心地位勢必岌岌可危，英國正與時間賽跑中。

## 英國的荒誕政治，大火燒進義大利

全民公投不一定是實踐民主的正確方式，當這種權力被濫用，選民做出無知或是偏見的選擇，就會形成選舉專制，偏偏這次脫歐的美好願景，還是構築在民粹操弄跟謊言之上，選民縱使後悔莫及也只能承擔這份民主功業。

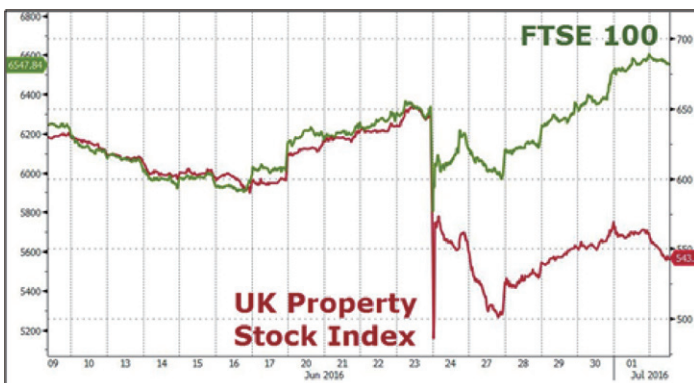
脫歐一周後，英國的政治充滿混亂，經濟更是一團亂，首相卡麥隆的政治豪賭以失



圖、凱基期貨製作

敗告終，黯然下台；原本大家看好的大贏家，前倫敦市長強森卻說自己不選黨魁，不角逐首相；脫歐派的代表人物英國獨立黨主席法拉吉，則表示他的「政治野心已經達成了」宣布辭職。脫歐的燙手山芋卻沒人敢去接，最後反而由支持留歐的新任保守黨黨魁梅伊成為首相，來處理離歐的問題，有點荒謬。英國需要穩健的領導，與歐盟談判最好的脫歐條件，讓英國在世界舞台上扮演新的角色。

在後脫歐時期，投資人最擔心的不確定因素或許就是新地雷義大利，義大利是歐洲第四大經濟體，也是歐洲最弱的經濟體之一，在成長停滯和通縮之際，義大利的銀行一直以來都身陷嚴重問題。金融時報報導，義大利總理倫齊打算不顧歐盟反對動用四百億元對義大利銀行業紓困，此舉違反歐盟作法，對倫齊不滿聲浪默默醞釀，而即將登場憲改公投可能成了炸彈導火線。倫齊若在選舉中失敗，使五星聯盟上台，可能會舉辦脫歐公投，引發災難。



圖四、脫歐前後英國時報指數與房地產指數走勢圖  
資料來源：華爾街見聞

期貨部分交易人報告										
英鎊期貨交易人報告 - 2016/08/30										
總計		需申報部位							不需申報部位	
未平倉量		大額交易人			避險交易人		合計		買方	賣方
		買方	賣方	價差部位	買方	賣方	買方	賣方		
All	248,410	39,648	132,133	5,331	185,793	71,339	230,772	208,803	17,638	39,607

圖五、CFTC英鎊期貨人交易報告

資料來源：CFTC，截至2016/8/30日

### 英脫歐將滿三個月，英鎊將何去何從？

索羅斯在英國衛報上表示，英國這次脫歐後會否比其他國家更富有目前還是未知，但脫歐在短至中期將讓英國人與英國經濟大受衝擊。更直言脫歐會讓英鎊重貶20%，主要原因無他便是國家出口的競爭力。公投結果一出，全球股市和英鎊均大跌，而金價則升至2014年3月高位。英鎊也見到31年以來的低點。

英國脫歐至今，我們看幾個避險標的變化，黃金八月中旬跌破季線1330點，如今在1300點搖搖欲墜。VIX恐慌指數在六月底衝破25左右後，七月第一周，反而快速下滑感覺像是沒發生過一樣。至於避險貨幣美元兌日圓，當初的低點98.5圓也沒有再遭攪破。最後在看到美國十年債，當初債券價格向上噴發，如今也幾乎要將當初的起漲點吃掉。這樣看來，市場幾項避險商品皆出現退場情況，市場資金似乎對當初的恐懼大打折扣。雖說歐洲在金融海嘯過後幾項政策其發酵時間平均約6.6個月，也就是說這次英國脫歐事件可能要到年底才能看的出來其經濟效果，

但是期貨有價格發現功能，似乎可以看的出來英國脫歐的事件已然告一段落，全世界資金避險模式已然消除。

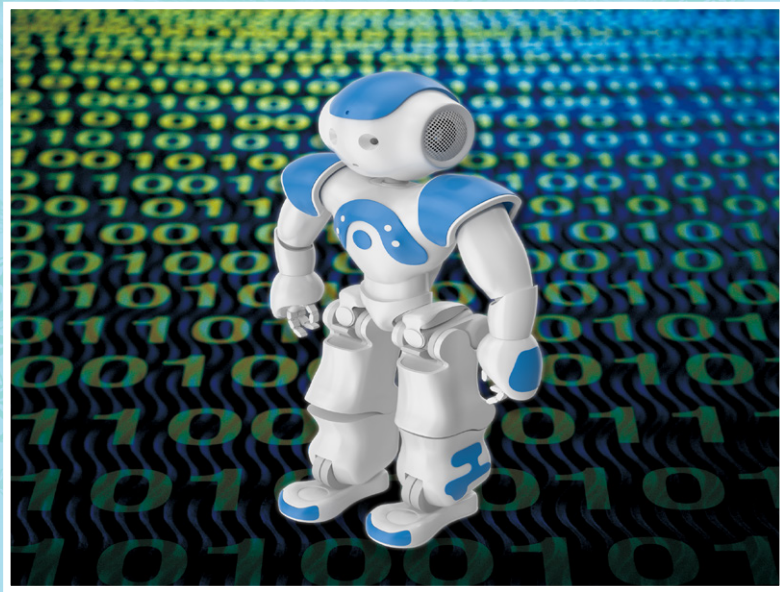
英國脫歐事件至今已將近一季，隨著新任首相梅伊上台，英鎊似乎醞釀著止跌反彈跡象，不過其實根據美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission；CFTC），七月前兩周壓注英鎊繼續走貶的合約大增七萬口（參圖五），而到了九月大額交易人中看空英鎊的投資人幾乎為看多的四倍，顯示市場看空英鎊的情勢仍高。



#### 附件、英鎊合約規格

代號	BP
合約規格	62,500 英鎊
最小跳動點 / 值	1 點 / 6.25 美元
交易月份	4 個季月
最後交易日	從合約月份第三個星期 往前第二個工作日上午
期貨交易期間	台北時間 06:00~ 隔天 05:00(夏令時間)
交割方式	實物交割

# 專題報導



數位資訊科技發展正快速顛覆我們既有的生活模式，行動通訊、社群媒體、物聯網、大數據及雲端運算引爆翻天覆地的數位變革，破壞式經濟型態帶給人們前所未有的便利，然而，水能載舟亦能覆舟，如何在這場變革之中，快速的找到自身定位，將是重要的課題。



# 新經濟、新金融與新生態

群益期貨 副董事長◎賈中道

## 金融界的結構性改變

臺灣的金融服務業，從2015年底悄悄地在改變生態，以往強調人與人最緊密關係的金融業，在行動裝置與科技進步的驅動下，慢慢地調整其步伐，由內而外，由下而上，整體開始有了劇烈的變化；從機器人產業，人工智慧、到大數據的海量搜尋，都讓固守傳統的金融產業受到巨大的衝擊，然而時代的變遷正猛烈地襲來，以往與科技不相往來的金融產業，也被迫在這場變革之中，必須快速的找到自身的定位。

金融界中，可細分為銀行、保險、證券、期貨等不同體系，每個領域對於新經濟的需求和改變也截然不同，不過我們可以清楚地發現，體系越大越難以變革、組織越小越能夠創新，這樣的方式也在金融業比照辦理，所以當銀行行員還在為了客戶服務不到位煩惱時，證券期貨業已經使用大量的電子化的交易平台來降低人事成本的loading；

又或者看到保險業幾年前早已鼓勵業務員帶著平板拜訪客戶，透過網路與科技平台的創新，在金融科技領域跨出一大步，也成為新生態改變下最無痛轉換的一個金融體系。

臺灣的網路環境，比起全球其他城市真的是成本低廉，4G速度快速而且穩定，電信商更是大量的提供吃到飽的無限量寬頻網路；在這個無線比有線便宜的世代裡，人們習慣靠著行動載具來完成所有日常生活的事物，因此臺灣的e化環境不只是年輕人，年長的族群也在這股氣氛下，學習著使用新興的科技來與同輩或者晚輩溝通。在這樣的時空背景下，以服務為出發點的新金融產品，剛好打入這個缺口，不但成為人與人的溝通橋樑，也成為取代或者淘汰業務行為的重要課題，雖然金融市場不可能馬上全部改變，但對資訊高度需求的一些業務，就成為能夠率先帶領革命的前導部隊。

期貨就是IT的產業，因此在科技金融模式下，消費者要的就是簡單快速，誰能提供



# Feature Report

智慧性的產品，更好的金融服務，就能讓消費者黏著在自家平台上。所以企業就需具有強大的「創新」DNA，隨時技術精進推陳出新。期貨除了是金融行業外也是IT成份極高的科技產業。群益期貨多年來在IT上投資逐年成長，每年對IT投資更是超過1億，這種花錢不手軟的方式，不但需要勇氣也需要遠見；臺灣市場要走到全球化的這一段，絕對是期貨界先跨出去，因為期貨交易起源於荷蘭，發揚於美國芝加哥，透過網際網路與海底電纜，全球交易者可以在同一時間做交易，加上期貨速度快而且流動性高，因此站在臺灣交易全世界，就成為了很重要的一個起點。說很簡單，但是國內交易平台短期仍是以臺灣市場為主，加上大家普遍國際觀不足，因此在初期的努力上，就要下非常多的基本功在蹲馬步，才能有後來開花結果的機會，敢做對的投資，把錢花在刀口上的做法，也讓群益期貨在金融科技各項創新保持領先的優勢。

## 打造「金融3.0環境」吸引人才

現在全球FinTech領域蓬勃發展，對整個金融業環境將產生重大影響，客戶的需求IT化，金融從業人員必須要改變舊思維，與時俱進，現在是科技先行，客戶理解得快，要求也多，以前是通路為王，現在則是「雲端至上」。就以線上開戶來說，線上彈指開戶光速交易，讓客戶在家開戶、免臨櫃，只要10分鐘就可以輕鬆完成開戶，客戶來源可以

遍及全臺灣，不過也因為如此高便利性的開戶方式，未來證券期貨公司面臨到的將是愈來愈沒有忠誠度的客戶，所以除了致力於便利、效率性的技術開發之外，如何讓客戶使用系統而產生黏著性，便成是一件更為重要的事情。從業人員一定要思考如何提升自己的含金量及創造價值，而公司亦是如此。從FinTech一路發展來看，金融科技人才將會是企業最大的資產，企業會優先搶具有開發金融科技產品，提供創新金融服務能力的科技經驗人才。

FinTech時代的來臨，代表創新的速度將決定一切。掌握關鍵的軟實力，才是致勝關鍵的第一步，為了走出區隔化，單一市場已不能滿足客戶，因此群益期貨走出亞洲。兩年前克服萬難做了海外選擇權電子報價，AP及手機皆可下單，雖然當時客戶普遍不懂全球市場，但是時序到了2016年，整個金融生態環境開始改變，投資人也會要求全球化的投資管道，而期貨商剛好可以提供多空雙向，可做收斂也可做發散的多元投資，因此五大洲的大部分期貨商品，隨著電子盤的開放，臺灣交易人只要透過行動載具就可以交易，加上每日專業研究及投顧團隊會提出市場優質解析，提前產出市場議題研究報告，向重要客群說明，讓客戶優先可以事前因應，作出交易判斷，獲得廣大客群的熱烈好評，這就是速度領先的產業，我們致力於追求市場熱門焦點，而不是被訊息追著跑。面對FinTech浪潮，未來仍有挑戰，群益期貨將傾全力打造「數位化金融環境3.0」，持續保



持領先並提供客戶更好的金融科技服務。

### 金融科技的發展沿革 大數據的影響

大數據即是『科技』，主要為處理資料的新技術與工具快速發展，促使新科技的誕生，需要一個專業名詞來與之前的科技作出區別，大數據一詞因應而生。因此大數據不只是指資料，也指這些用來分析、處理巨量資料的新興科技。同時，大數據也是『不同的資料類型』，由人工手記的交易紀錄，轉變為機器記錄，內容更由原本單純交易內容延伸涵蓋人和事物、企業間的互動資料。再者，大數據更是『訊號』，著眼於目的跟時機，在過去，企業蒐集到的資料只能在事情發生後引以為鑒，但大數據改變企業蒐集訊號的方式，事前便可得到前兆跟提示，進而做出行動來影響事情結果。最後，大數據更是『機會』，透過高資料量的蒐集分析，往往可以得到過去漏掉的訊息、錯失的機會，觀察到以前不曾注意過的趨勢、做出更全面的考量。所以『科技』、『不同的資料類型』、『訊號』與『機會』就是大數據（Big Data）。

大數據（Big Data）時代來臨，由初期.com研究log與Cookie，從中獲取單筆數據價值，再從中期發展的社交網站Facebook、Twitter等去發掘、了解客戶行為，最後階段則是透過資訊高度發展，踏入分析高Volume（數量）與Variety（多樣性）的資料，Velocity（快速）且Veracity（真實）的反應



給企業，最終透過物聯網，形成所未見的企業思維與商業模式。

巨量資料所造成的影響，一是將傳統商業分析資料由『抽樣分析』轉變為『原始資料（raw data）』進行視覺化的產出統計分析報表，二是擺脫過去傳統『制式模型』中單一且制式的預測結果，改為多資料關聯性與新模型以探索出更為精準的預測結果，且，資訊發展大幅度縮短資料運算時間，提升及時支援業務單位進行市場調整，業務銷售與客戶服務精準度大幅提升。再者，大數據商業模式同樣的衝擊著金融投資產業，前端銷售模式改變，經由金融科技蒐集客戶購買屬性、交易習慣，整合全方位客戶資訊創造出最適銷售模型，同時，於會員管理部分，在數據分析架構中，達到分層效益分析，精準掌握客戶脈動。甚至以往分析預測與資產配置，更可以藉由大數據演進，由假設其他情況不變的條件中解放，在多種條件可調整的情形中，更加精準且快速的完成預



# Feature Report

測與判斷，規避可能投資風險，確保投資布局的穩定性。

共享經濟（大數據）平台的規劃與實現，整合結構性資料（如證券期貨交易資料、政府公開平台資訊、財金DataBank等）與公開資訊（如各類新聞與社群論壇），透過各大公私立機構蒐集整合，經由大數據平台（DaaS）共同分享給公司、證券、期貨等，以期達到完美服務、精準控管與機會領航等目標。

## 關鍵技術與FinTech實務

現在數位環境成熟，行動金融工具層出不窮，消費者需求日新月異，符合消費者便利性、功能性及一站式購足的需求，便是王道。大環境的成熟，讓FinTech有了加乘效果，影響驚人。群益期貨（6024）一直致力於FinTech的發展，也因此相關領域一直居於領先地位。從2006年起，群益期貨致力於開發各項金融科技，目前已開發十餘種金融科技創新，範圍涵蓋數據分析、金融科技服務、創新網路平台及線上支付四個領域，加上創建雲端策略超市、大數據避險模組、Multicharts程序化交易平台、全球智慧單平台、群益快豹訊息行動平台、價差交易平台、投顧課程直播等，並開發獨家下單功能，包括超光速下單、多次IOC，並自行研發手機APP，手機超光速下單-全球交易贏家、群益快豹以及線上支付等等，都是以客戶立場來發想，透過業務部門的反饋與互



動，一項一項地將客戶需求轉化成實質的開發項目，也才能夠充份展現在金融科技服務上的優勢，成為期貨市場領航者。因此要走出傳統價格競爭的紅海，創造自己的業務藍海，就必須要有資訊平台與金融創新的殺手鐮，本文就實際業務開發的狀況與需求，臚列以下幾個項目：

### 1. 交易平台進化

由於金融FinTech世代來臨，資訊IT與金融高度連結，市場交易平台勢必要跟上世代更替的腳步，國內投資人有進場停損停利的概念，但是交易上，國內的證券與期貨交易所都不提供停損或觸價的掛單委託，因此期貨商就必須將此類的委託條件委由資訊部門用IT設計



的方式來克服；不論是觸價單或停損、停利單等設置需求已是交易的基本配備，只不過在交易所尚未提供此功能下，期貨商就必須另外設計此類智慧下單的主機，收取客戶的委託掛單後幫忙在市場洗價後再送出，讓許多客戶能夠安心心的做好最佳獲利與最壞打算的停損單，因此目前大部分的期貨商都有提供這樣的停損觸價單，反之無具備此功能的平台終將被市場所淘汰；再者今年度統計出來的結果得知，由於國內行情疲軟量能不足，投資人在操作期貨上已經由傳統的只看台指期與大盤簡單思維，慢慢地能夠跨足到全球交易的市場，因此海外期權市場的涵蓋，也成為平台發展必然的方向，目前跨國內與海外市場的交易平台，包含多種報價，以避免單一報價資訊源故障造成交易不便，該平台同時亦提供海外選擇權報價服務，以滿足客戶簡單、易懂、好交易之需求。因此國內海外期權合一，提供客戶完整的平台服務，期貨商仍持續蒐集市場反饋，邁向更進階的平台模組、插件化，達到客製化、專業化與高度含蓋性的未來交易平台。

如果同樣的架構放在銀行端，那麼最需要的就是一站式全方位服務平台，以往投資人可能在同一家金控交易，但是銀行與保險、放款的數字無法同時秀出比對；但是透過目前的金融科技，只要客戶登入一個帳號，就可以將其證券期貨銀行等的小型資產負債表顯示出來，這樣的變革與創新幾年前有些銀行就開始在執行，不過時間到了2016的下半年，所有金融機構的交易平台，都會變得更簡化、更人性化的方式來服務客戶，

創造完美的使用者體驗。

## 2. 行動交易軟體

由於一般投資人無法時時盯住盤面，加上交易時間往往和上班時間重疊，因此投資者過去始終無法專注於電腦前交易；拜4G網路速度的提升和手持行動裝置電子科技快速發展下，手機、wifi等行動裝置更大幅度提升金融行動交易軟件需求，因此，金融機構三階段的外部交易軟件發展油然而生；第一階段，將行動平台比照電腦平台功能，複製且以讓交易者容易上手為目標，讓客戶實現全平台的交易模式，不論是電腦AP版本或是數位平板，以及手機等介面，都可以當作看盤加上下單交易的載具。不過在開發上由於傳統電腦螢幕大，投資人習慣透過滑鼠鍵盤下單操作，若換成平板手機等工具時，就必須考量在有限的螢幕內，利用點選的方式讓客戶來做交易，如果期權的速度快變動大，就是第一個要克服的難關。

而第二階段，就是簡化行動裝置顯示指標，利用軟體快速且正確性的給予投資者即時新聞訊息和操作策略建議，提升投資人交易依存度，並透過線上引導的方式，解決投資人交易上的問題。第三階段，則是導入程序化與人工智慧交易，根據交易者的風險偏好屬性來設定基本條件，由後台電腦協助監控部位，處理損益狀況，再加上一些主被動式的風險管理系統輔助，達成金融科技輔助操作兩者並重的理念。



### 3. 程式交易成為新顯學

提到科技的前鋒，就該想到具備邏輯能力與程式撰寫的這一個族群，自從API等軟件合法性具備之後，促成程序（程式）交易快速發展，並且在從歐美引進程式交易開發軟體後，成為兩岸交易裏頭的一支新顯學；而程式交易的特點就是進入門檻高，投資人需要具備自己撰寫語言的能力，還有系統商支持的介面串接下單，包含電腦穩定度和網路頻寬等等，都非一般客戶馬上能夠進入的一個領域。不過臺灣市場自從2010年起，幾個大型的券商及期貨商開始引進這樣的平台後，加上專業老師的課程推廣與教學，近年來在程式交易的推動上，已經有一批固定的交易者採用完全程序化的方式來進出市場，也成為期權交易的一股新勢力。

透過程式交易來串連金融科技，最大的優點就是能幫助投資者不再靠感覺交易，而能夠回測自己交易方法正確性與否，並且透過數理統計與量化交易找到進出投資的固定模式。二來在透過程式交易來丟單實際測試的過程

中，若策略邏輯正確，可以避免投資人因為心理因素影響交易；再者程序化交易的發展下，亦能讓交易者從被綁定於交易時間的盤面監控脫離出來，最後導入前述行動與電腦端交易平台，藉由行動簡潔與電腦AP的完整平台智慧交易，滿足全市場交易者需求。

### 4. 線上開戶與簽約

雖然臺灣幅員不大，但是傳統開發客戶的方式，如一對一對談、解說、引導、開戶的模式在時空背景下需要調整和改善。由於法規鬆綁加上科技發展，許多開戶與查核的動作透過網路與手機科技來解決地域性的問題；以往投資人靠口耳相傳介紹下，必須要親自到券商的營業櫃檯臨櫃開戶並確認本人身分，演進到只要業務員帶著開戶人員兩個人到場，也能夠完成在營業場所外開戶的方式。不過這樣的方式還是耗時耗人力，而且耗費許多時間與交通成本，因此透過線上無遠弗界加上手機視訊、照相的科技發達，券商與期貨商在法規解釋下，開始進行線上開戶平台的開發，並且改變以往固定開戶模式，從開戶書、現場與紙本文件往返的勞心勞力，轉變為線上作業，透過拍照、影音解說和上傳電子資料檔案，便能夠快速的完成開戶並且交易，這不但能夠縮短投資人加入市場的時程與意願，也確保交易者文件保密性。

此外，臺灣金融機關也開放電子憑證的簽章申請，將過往需要現場簽章的文件，透過下單憑證或者自然人憑證的方式，在電腦





或者手持裝置上就能夠簽署文件，再也不用東奔西跑只為了身分核可和簽名認證；這樣不但增加金融機構處理一般業務的效率，也省去人工整理紙本的成本和人力，對投資人和金融機關來說，創造雙贏的局面。

### 5. 線上支付

從悠遊卡、一卡通到支付寶，這些新興的線上支付方式一再地挑戰傳統金流的運作方法，以往金融歸金融、科技歸科技，在法規還沒完備下業者總是綁手綁腳，在消費性的支付上還是走傳統的匯款與信用卡刷卡機制。然而面對新興工具的大量湧入，塑膠貨幣和電子支付已經是現今金融機構創新的一環。透過NFC（近場無線通訊）、SIM卡的機制，投資人可以使用電子錢包、電子貨幣等方式支付，加上線上投顧法規的鬆綁，投資人可以利用電子平台簽約後，直接付費取得想要的資訊，這也提升了金融產業的附加價值，讓投資顧問或研究分析商品化之後，顧問商品也能夠成為交易以外的利潤來源。

### 6. 線上學習新的交易機會

創新的線上課程與顧問服務，原是補教界擅長的領域，但金融業界的客群大多是自己摸索交易，或由理專帶領投資，缺乏

自我學習與交易訓練的管道；如同波動大的時機點，讓客戶能有機會參與到全球最棒的交易時機，根據過往統計資訊，只要每個月在數據公布當天，應用適當的策略下單，行情的幅度都超過平日的交易許多，也優於隨機在一整年憑感覺做交易。而投資人除了透過線上學習與交流互相討論切磋，選擇最適合自己的商品，依據每個人的資金部位跟市場波動喜好，透過網際網路的方式，運籌帷幄布局每個交易機會。

舉例來說非農業就業數據，向來被認為是FED利率決策的重要風向球，而升息與否都圍繞在兩個主軸：失業率和通膨，如今通膨已經逐漸達到FED預期2%的目標，剩下能否逐步步入升息循環的關鍵就在扣除農業以外的就業人口。也因此每個月公布的非農就業人口，總是牽動著市場每一根神經，當天的行情波動也格外劇烈。

## 金融全球化海外商品-事件型交易

		
<b>FOMC利率決策:</b> 期貨商品: 1. 美元指數 2. 歐元期貨 3. 小道瓊期貨	<b>脫歐公投:</b> 期貨商品: 1. S&P指數期貨 2. 英鎊期貨 3. 法蘭克福期貨	<b>非農就業數據:</b> 期貨商品: 1. 美元指數 2. 黃金期貨 3. 歐元期貨



## Feature Report

2016/7/8晚間20:30，美國公布非農就業數據出乎預期的好，短短2分鐘的時間，一口黃金期貨的高低價差就達到美金1,400元之多。雖然當天是颱風天，但是透過線上課程，事前的沙盤推演與策略指導，讓投資人學習如何針對大行情來布局，並做出適當的對應操作。而一個月後的8/5晚間公布的非農就業數據，也超過預期的18萬人數，來到25.5萬人，同時間黃金及歐元，一口期貨單的瞬間高低差也來到800美元以上，可說是波動大的事件型交易機會。

因此除了一起參與市場外，金融機構的投資顧問與分析人員，也能分享交易該有的心態與規則，以及如何辨認行情的型態，和數據即將公布前該怎麼透過專業下單軟體進行演練。因此除了能實際參與行情外，也吸收許多贏家的經驗跟知識，瞬間提升交易功力，減少自行摸索的時間與過程，能夠觀看市場贏家交易及判斷，又能親自實際參與市場交易，金融公司更需要以FinTech資訊品質來提升服務與附加價值，完成新時代的使命任務。

### 金融科技的理論與現實-機器人是否取代業務理專

而金融界最擔心的，就是大量使用策略與機器人後，是否造成人力需求大量減少，機器取代人類的不安全感蔓延開來。事實上，金融業務並非冷冰冰的電子產品，雖然需要金融科技來縮短時間和距離，但最終投資人還是希望面對能夠溝通的對象是人而非

電腦。所以我們的理念就是業務永遠無法被取代，金融從業人員的核心價值就是人性，而業務員的角色可能需要調整和改變，也就是說從電子化開戶後，業務人員就要扮演客服的角色，從基礎交易到問題解決都可以利用線上平台來解決，利用科技金融把重複性質高的事務量降到最低，其餘的時間就能專心的發展與開發；所以機器人只是一個判斷與篩選的初步工具，真正要和客戶維繫關係的動作，還是要靠業務與理專等具有人性價值的服務來達成。

### 金融犯罪與法規更新

近期國內重大的金融犯罪裁罰案，就必然為兆豐銀行美國紐約分行因違反美國的『反洗錢法』而遭罰57億元一案莫屬。依據紐約金融局的新聞稿，兆豐銀行紐約分行與巴拿馬2間分行的可疑財務活動高達115億美元，且該分行在遭到巴拿馬分行退回匯款時沒有回報紐約金融局，並於調查後竟大刺刺的回覆「毋須申報」，因此遭到紐約金融局痛斥與重罰。

而過去臺灣的力霸案，更是銀行與企業間的金融大型犯罪，力霸集團旗下的中國力霸股份有限公司及嘉新食品化纖股份有限公司鉅額虧損及負債，更因為與銀行間超貸280億元以上，造成旗下中華商業銀行爆發擠兌，政府下令接管中華商業銀行，進而發現該集團涉嫌大規模違法掏空及超貸，為臺灣史上最大經濟犯罪案件。



古往今來，此兩案件不僅突顯金融內控與法令遵循的不足，銀行監管機制的鬆動，也更一再地揭開臺灣不守法文化的陋習，雖然不是敲鑼打鼓擺明的不守法，而是用「形式主義」技術性遮掩既存的違規事實。且此一種情形在人們普遍認為越小越普通的事情上，越容易發生，例如在偽造文書及印章部分，往往為了便宜行事，未經客戶同意，便擅自逕行偽造，甚至在認為不影響公司正常經營的情況下，默許此一情況的不斷發生，形成明顯的金融犯罪防範的一大漏洞。

有鑒於此，為提升國人對於金融犯罪的防範，我們認為須從兩個層面著手：一為整體制度面，在公司控管部分，第一，必須落實風險管理的獨立性，確保在監管上超然的執行力，不至於受制於銀行管理階層，第二，提出風險評估報告，包含銀行、會計師與相關企業的評估，並應力行透明、定期且公開原則，以降低犯罪發生的可能。第三，建立信用資訊平台，設法杜絕或提高洗錢的成本，以達到遏止企業集團藉洗錢獲利的最終目的，更能積極有效的防範企業集團金融犯罪。在個人信用部分建立考察機制，除了基本監管者的考察以外，政府監管機構也應參與審查金融從業高階成員的個人信用，為金融重業高階人員建立信用檔案，並視情況對某些人員進行面談，達到整體制度面上公司及個人的高度監管；二則為從根本的基礎法治教育，提升基層人員針對法治金融防範基礎，更建立勿以小惡而為之基本概念，從小做起，改正過去臺灣表面合法，私下違法

的陋習。

### 新金融的願景

回顧金融發展與金融革命，唯有走在最前端的領導者，才不會被時代的潮水所淹沒，目前金融界正面臨一個重要的轉捩點，需要更前瞻的思考、從客戶需求導向出發、加上行動科技的改變，才能夠在國際舞台上殺出一條血路。因此Fintech並不是一個口號，必須一步一步打好根基，從一般性事務的電子交易取代紙本的基礎開始，到業務員轉型成為全方位理財服務人員，並搭配投資交易平台與顧問諮詢的電子化、線上化，都是金融界創造自己核心競爭價值的重要武器。若能夠領先看到世代交替的演變和交易方式的躍進，整個投資生態的改變速度越來越快的情況下，唯有先準備好資訊與服務內容，才能在新經濟、新生態之中，開創一個新金融產業的康莊大道。

CNFA



# 金融消費評議中心 處理金融消費爭議流程

## 評議中心特色

### 專業

擁有相關專業學養或實務經驗的學者、專家及公正人士所組成的評議委員會

### 迅速

原則上，受理後90天內就會作成評議決定，可為金融消費者節省更多時間

### 一定額度

投資型商品或服務為100萬元以下，非投資型商品或服務為10萬元以下之評議決定對金融業者具有拘束力

發生金融消費爭議時...



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