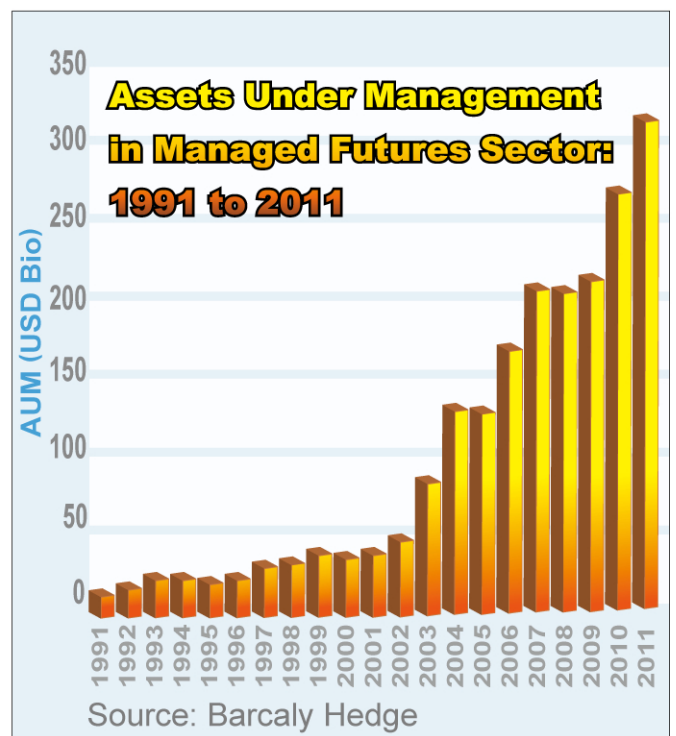


# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第043期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2012**

第三季



## 封面故事

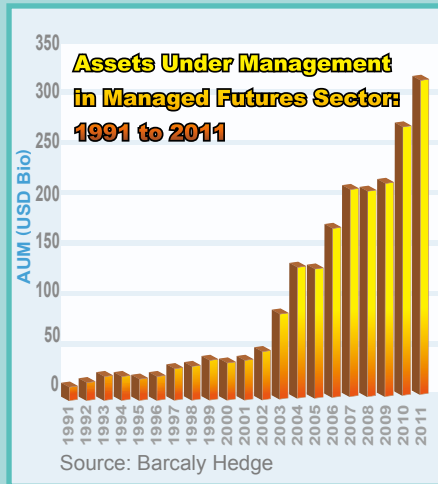
2012 台北國際期貨論壇  
期貨信託基金之國際發展趨勢

## 專題報導

期貨業兩岸事務座談會

## 市場訊息

股票期貨教戰實務



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

### 2012台北國際期貨論壇 期貨信託基金之國際發展趨勢

02 縱觀期貨信託基金  
/ 莫璧君

07 CTA管理期貨基金  
/ 楊珮玉

11 期信基金橫向剖析  
專訪寶富期信黃怡中投資長  
/ 許承迪

## 從產品看基金特色

16 元大寶來投信一期貨信託系列基金  
/ 譚士屏

18 國泰Man AHL組合期貨信託基金  
/ 章錦正

# CONTENTS

- 20 2012台北國際期貨論壇
- 21 FX Concepts-Jonathan H. Clark談  
在瞬息萬變的市場經營CTA  
/沈素吟
- 25 Aspect Capital-John Wareham談  
CTA投資組合與風險控管  
/沈素吟
- 30 寶富期信賴聖唐總經理談  
兩岸CTA  
/沈素吟
- 35 打造台灣品牌CTA  
專訪康和期經吳啟銘總經理  
/莫璧君



## 專題報導

### 期貨業兩岸事務座談會

- 41 兩岸指數相互掛牌的利基展望  
/李姿錡
- 55 兩岸期貨商相互投資的商機  
/張雅斐



## 市場訊息

### 教戰實務

- 63 投資、避險新天地—股票期貨  
/錢怡成





## 展望

◎盧廷劼

本國於98年成立第一家期貨信託公司，目前已發行五檔期貨信託基金，提供投資人及交易人不同於傳統共同基金買賣的選擇。依Barclay hedge 統計資料，自1991年至2011年全球管理期貨資產規模成長超過30倍，另據Bloomberg統計數據顯示，當美國次貸風暴、債信調降事件影響全球金融時，巴克萊CTA是逆勢上漲，突顯出期貨信託基金操作靈活與多元性之特色。

為使從業人員對期貨信託基金有更深入的認識，本刊從綜觀期信談起，並搭配目前已發行的期信基金運作實務，使讀者認識台灣現階段的期信事業，從中探究投資機構的基金運作模式，也分享國際專家的實務經營管理經驗，從期貨公會論壇看國際CTA發展與現況。

兩岸議題自98年政府積極推動ECFA政策以來，一直是眾所矚目、最夯的輿論焦點，各業也引頸期盼ECFA協商內容能為產業注入新的契機，很開心的在發刊前（7月

27日）大陸證監會正式公告放寬申請QFII的資格條件，大幅降低業者參與大陸金融期貨市場之門檻，惟尚有議題仍待後續協商與討論，期貨公會亦針對兩岸期貨業發展辦理座談會，特摘錄重點方向供各界參考。

今年3月底復課證所稅議題引爆後，各界反應熱烈，更明顯的表現在第二季股市成交值上，依證交所統計資料第一季日均值約為1,124億，第二季約為725.67億，只賸第一季日均值的64.56%，而期貨市場受到股市低迷的影響，6月份日均量較1-6月日均量也減少約一成（主要表現在台股選擇權上）。

期貨公會特別邀請具有期貨分析師資格之業界資深經理人，以簡例說明如何靈活運用「股票期貨」的優點進行操作與避險、套利、價差交易策略，並搭配除權息旺季探討現股持有者如何運用股票期貨調整價差，期以教戰實務，推廣股票期貨並減緩復課證所稅對期貨市場的影響程度。



# 封面故事

## 2012台北國際期貨論壇 期貨信託基金之國際發展趨勢

2012 Taipei International Futures Forum  
The Development Trends of CTAs in the International Markets



期會公會每年度均會因應國際上最熱門的議題，邀請國外專家學者來台舉辦期貨論壇，本年度經驗交流主題為「期貨信託基金之國際發展趨勢」，本刊除摘錄論壇精關內容之外，並以台灣目前發行之期信基金為引線，與讀者一同探訪期信世界。



## 縱觀期貨信託基金

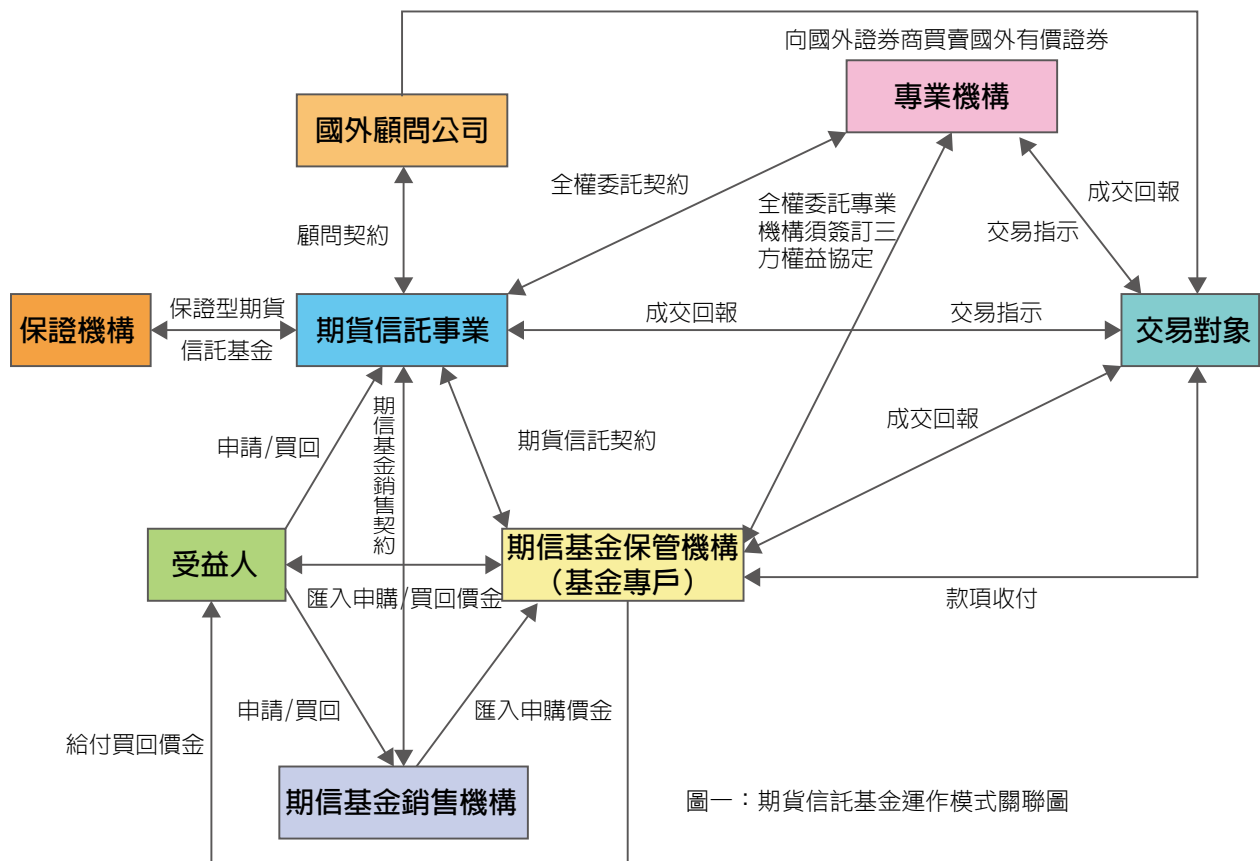
期貨公會◎莫璧君整理

### 序言

台灣期信公司於民國98年1月成立，而期貨信託基金的問世，剛好滿足了資產管理組合上最重要的一環，將台灣的期貨產業推向全球化。

期信基金在國外行之有年，主要概念是由專業期貨經理人以期、現貨與選擇權等多元投資工具為主，為投資人管理資產的共同基金。

期貨信託基金組成關係主要包括投資人、信託公司以及保管銀行，其運作模式則建立在「經理與保管」分開的原則上，期信公司只負責基金的管理與操作，下達買賣指令，但並不實際經手基金的資產；基金資產管理的工作是由保管機構負責；運作模式關聯圖請見圖一。



圖一：期貨信託基金運作模式關聯圖

一般證投信基金投資標的為股票、債券或存託憑證等有價證券，並且只能擔任買方的角色，而且持股比例有一定限制(國內股票型基金不得低於70%)，一旦面臨市場反轉下跌，其績效勢必大幅滑落；但期貨信託

基金投資範圍就寬廣許多，除了傳統的有價證券外，更可投資於外匯、利率、能源、貴金屬、大宗原物料等期貨與現貨，且多(買方)、空(賣方)都可操作，不受持股限制，相關比較內容如下表。

表一、期貨信託基金與證投信基金比較表

比較項目	期貨信託基金	證券投資信託基金
操作標的	集中及店頭市場之期貨交易、其他機構募集或發行之期貨基金、有價證券、其他與期貨相關之現貨商品。	有價證券、與有價證券相關之期貨交易。
對不特定人募集之基金	稱公募基金，採事前報准制。	稱公募基金，採事前報准制。
對特定人募集之基金	稱私募基金，採事前報准制。	稱私募基金，採事後申報。
對特定人募集之基金，特定人之人數上限	除銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、期貨業或其他經主管機關核准之法人或機構外，申請金額達新台幣250萬元之自然人、法人或基金之受益人人數，不得超過99人。	除銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經主管機關核准之法人或機構外，符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金之受益人人數，不得超過35人。
首次募集	不限於針對特定人或不特定人。如首檔基金係針對不特定人募集時，其最低成立金額為5億元。	限定針對不特定人，且為投資於國內之股票型或平衡型基金，最低金額為30億元。
基金型態	分為傘型、保本型、組合型及一般型。	分為股票型、債券型、平衡型、指數型、指數股票型、組合型、保本型、貨幣市場型及其他等九類。
委託操作	可委由其他專業機構操作。	除外匯操作外，不得全權委託他人操作。
受益憑證	無實體發行。	可採實體或無實體發行。
境外期貨信託基金	暫不開放。	已開放。

期貨公會整理



# Cover Story

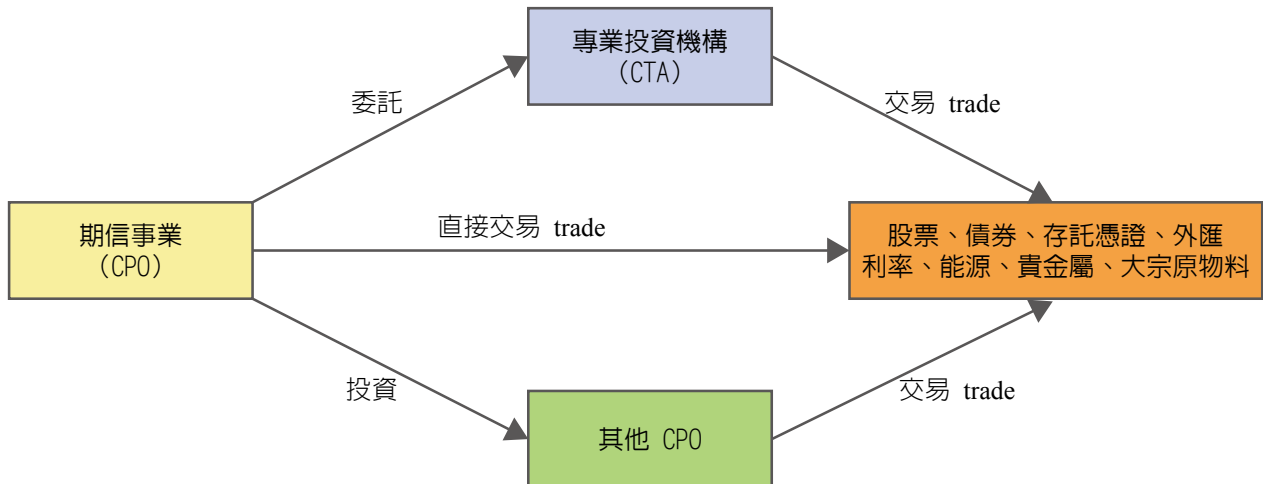
## 期貨信託基金運作模式

在談到期貨信託基金運作模式之前，我們先簡單定義CTA與CPO，讓讀者能有初步概念。

CTA：Commodity Trading Advisor，稱之為商品交易顧問，向客戶收取服務費用，而提供期貨交易諮詢服務者。在國外，CTA可受聘於CPO（Commodity Pool Operator，

稱之為商品基金經理人，收取個別客戶資金，形成基金後，再代替投資人操作。），擔任期貨投資基金的主要管理者、設計者和運作的決策者，負責選擇基金的發行方式、選擇基金的主要成員、決定基金投資方向等。

有了初步概念後，我們從台灣現行的幾檔期信基金來看期信基金運作方式，及CTA與CPO之間的關係（如圖二）。



圖二：CPO 運作圖

### (一)透過CTA進行投資操作

- ◎ CPO委託國內、外專業投資機構（CTA）進行投資。
- ◎ 寶富多元策略期信基金屬此種運作方式。

### (二)基金經理人直接操作

- ◎ 基金經理人依據投資標的，進行投資。
- ◎ 寶來黃金期信基金、寶來商品指數期信基金屬此種運作方式。

### (三)組合型方式操作

- ◎ 投資其他CPO所發行之受益憑證或期信基金。
- ◎ 國泰Man AHL組合期信基金、新光盛利組合期信基金屬此種運作方式。

## 透視期信基金

我們藉由幾個面向的分類，透視台灣目前已發行的基金，提供讀者一個全方位的架構。

## 一、以募集對象分類：

### (一) 私募：

- ◎ 針對銀行、票券、信託、保險、證券、期貨業等專業機構或其他經主管機關核准者，以及99人以下符合主管機關所定條件之自然人、法人與基金，亦即為專業投資者或富有投資經驗之特定人募集（以250萬元作為特定人認購期信基金之最低標準）。
- ◎ 目前已發行之基金僅有一檔新光盛利組合期信基金為私募型基金。

### (二) 公募：

- ◎ 針對不特定人公開募集之基金。由於針對不特定人募集，基於保護投資人的需要，法規對於此類基金，監管程度較高。
- ◎ 目前發行之寶富多元策略期信基金、寶來黃金期信基金、寶來商品指數期信基金及國泰Man AHL組合期信基金屬之。

## 二、以發行方式分類：

### (一) 開放式基金

- ◎ 其基金規模不固定，投資人可以隨時在營業時間內申購或贖回，所以基金單位數會隨投資人買賣而變動，並可視市場供需狀況追加募集。
- ◎ 需保留流動準備，以支應投資人贖回需求。
- ◎ 台灣目前發行的五檔期信基金均屬此類型。

### (二) 封閉式基金

- ◎ 封閉式基金發行在外的單位數是固定的，一經成立即進入封閉期，就不再接受投資人的申購和贖回，所以它的基金規模將不會變動。
- ◎ 台灣目前無此類型之期信基金。

## 三、以基金型態分類：

期信基金不像證投信基金，是以交易/投資的標的作為分類的依據，而是參考國外的實務經驗，將基金分為以下四大類：

### (一) 傘型基金 (Umbrella Fund)：

- ◎ 子基金應同時募集成立，該傘型期貨信託基金才能成立，任一子基金未達成立標準時，該傘型期貨信託基金就無法成立。
- ◎ 另外，針對不特定人所募集的傘型期貨信託基金，子基金不得超過三檔；針對特定人所募集的傘型期貨信託基金，子基金則沒有數量的限制。
- ◎ 目前已發行情信基金並無此類型。

### (二) 保本型基金 (Principal Guaranteed Fund)：

- ◎ 保本型期貨信託基金又可視有無保證機構保證，區分為保證型（有保證機構保證）及保護型（無保證機構保證）兩種。
- ◎ 在操作面上，保本型期貨信託基金須將基金資金的90%，投資於經核准之國內外固定收益商品或以定期存款方



## Cover Story

式保存，其所孳生的利息連同剩餘的10% 資金，則可運用於交易集中及店頭期貨市場。

- ◎ 在保本率須達九成以上的要求下，有助於吸引理財觀念較保守的客戶加入。
- ◎ 目前已發行期信基金並無此類型。

### (三)組合型基金 (Fund of Funds)：

- ◎ 組合型基金本身不從事交易，而是將資金投資於其他期貨信託事業、證券投資信託事業或外國基金管理機構所發行或經理的受益憑證、基金股份或投資單位。
- ◎ 為了達到分散風險的要求，針對不特定人所募集的組合型期貨信託基金，至少應投資五個以上子基金，且被投資之子基金本身不得為私募型態，也不得為組合型基金。
- ◎ 另外，國外某些知名的期貨基金僅銷售予機構投資法人，為了提供小額投資人透過期信基金參與國外知名期貨基金之機會，主管機關也保留個案核准的權力，允許組合型期信基金所連結的子基金少於五檔或僅連結單一檔國外期貨基金（即feeder fund）。
- ◎ 目前已發行期信基金有國泰Man AHL組合期信基金、新光盛利組合期信基金屬於此類型。

### (四)一般型基金 (Ordinary Fund)：

- ◎ 目前已發行期信基金有寶富多元策略期信基金、寶來黃金期信基金及寶來

商品指數期信基金屬於此類型。

## 四、以管理方式分類：

### (一)主動式管理基金：

- ◎ 主動式管理基金其實就是一般人較熟悉的股票型基金，是由專業基金經理人進行選股，並因應外在環境變化，進出買賣，優點是操作靈活，缺點則是會因經理人的經驗等因素影響績效。
- ◎ 目前已發行期信基金有寶富多元策略期信基金、寶來黃金期信基金、國泰Man AHL組合期信基金、新光盛利組合期信基金屬於此類型。

### (二)被動式管理基金：

- ◎ 被動式管理基金其實就是所謂的指數化基金，選取某個指數作為模仿對象，按照該指數構成的標準，購買該指數包含的證券標的，並非由基金經理人主動進行選股；也就是說，當某個指數之成份股比率異動時，該基金的標的股比率亦會隨之異動。其投資分散，投資組合等同於整個市場（或其中一部分）價格指數的權數比例，收益隨著當期的價格指數上下波動，如同ETF指數型基金，優點是個人化因素較低，缺點是當大盤走低時，績效會連帶受到影響。
- ◎ 目前已發行期信基金只有寶來商品指數期信基金屬於此類型。



# 金融海嘯後的投資新顯學 CTA 管理期貨基金

新光證投信◎楊珮玉

**管**理期貨基金(Managed futures)為避險基金其中一類的策略型基金，據Barclay hedge 統計，其產業規模在1990年僅約105億美元，但至2012年第一季底已達3283億美元，二十年的管理資產規模成長近31倍。尤其經歷2008年金融海嘯的考驗，因其持有標的資產的流動性佳、監理資訊的透明度高的特質，使其成為避險基金中，唯一管理資產規模持續成長的策略類型。

自2009年國內開始募集第一檔管理期貨基金至今，機構法人和高資產人士也開始陸續注意到此商品，到底什麼是管理期貨基金？為什麼它會成為投資贏家核心資產配置中不可或缺的工具？

## 管理期貨基金 投資贏家不說的秘密

所謂管理期貨基金，簡稱CTA基金，它是基金公司(Commodity Pool Operators; CPO)募集資金，交由期貨專家(CTA)投資

期貨、選擇權、遠期外匯等金融商品，投資標的涵蓋全球金融市場、貨幣與商品期貨，由於這類期貨專家在歐美被稱為商品交易顧問，英文名稱為Commodity Trading Advisor，取其字母簡稱CTA，所以，管理期貨基金又稱為CTA基金，在台灣則被稱作期貨信託基金，簡稱期信基金。

根據Credit Suisse的研究報告顯示近二年(2010至2011年)，以管理期貨和固定收益套利策略的資金流入比率最高(圖一)，管理期貨基金產業快速成長的原因，即在於CTA基金通常和股價指數間存在低度相關，且其投資組合又具備高度的流動性，故許多機構法人已將其視為股市崩跌時，對抗肥尾風險的最佳避險工具。

根據Bloomberg的統計資料顯示，2008年6月美國次貸風暴、10月信貸危機，兩次股災期間，MSCI世界指數單月跌幅分別達-8.10%、-19.04%，同期間的巴克萊CTA指數卻上漲2.0%、3.4%，從歷史經驗發現CTA



## Cover Story

基金是對抗黑天鵝事件的最佳利器，此觀點與Dr. Kaminski (2011)的實證研究結論相互呼應，他發現在眾多避險基金策略中，僅管理期貨和放空策略，於股市危機時提供正Alpha值(Crisis alpha)，此也說明為何管理期貨基金已成為投資贏家核心資產配置中不可或缺的工具。

### 管理期貨基金 多空投資多元分散

雖然CTA基金類似共同基金的管理模式，由專業經理人進行投資操作，但其投資策略、操作工具、資訊揭露及管理規範，均與傳統共同基金存在極大的差異，CTA基金除採多元化的投資（標的涵蓋股價指數、匯率、債券、利率、農作物、貴金屬、基本金屬以及能源等市場）分散風險外，其特有的操作彈性及策略動態調整的空間，藉由期貨多空操作的優勢，進而創造平穩的長期績效。

目前國外CTA基金交易類型，主要分為系統型(Systematic trader)、主觀型(Discretionary trader)及二者混合型。所謂系統型，簡單來說，就是根據一組事先規劃的交易規則，機械式地執行進出場的交易模式；主觀型交易則是根據人為的主觀判斷，由人決定投資部位的進出場時機與價位，系統型CTA基金仍是目前市場的主流類型。

系統型CTA基金興起，主要原因有4點：一、系統型CTA基金具有長期成功的績效紀錄，這點是最重要的因素；二、系統型

CTA基金能進行有效的風險管理；三、系統型CTA基金受電腦程式交易控制，可以解決人性貪婪恐懼的心理；最後一點則是系統型CTA基金，可以輕易進行交易成本的估算，換言之，系統型CTA基金具備績效管理、風險管理、成本管理及資產配置管理等優勢，才能躍為當前CTA基金的主流。

### 長期績效優異 管理期貨基金正夯

根據Bloomberg統計，投資人若在1990年同時投資100元，分別於購買Barclay CTA指數、MSCI世界指數、台灣加權股價指數3種商品，假設長期持有至2012年5月底，表現最好的是Barclay CTA指數，累積報酬率高達262.20%；MSCI世界指數達122.48%，排名第二；台灣加權股價指數僅50.49%，表現最差，看出長期持有CTA基金，的確可以創造長期穩定績效。

國外知名的大型CTA基金，其長期績效更是優於CTA指數。以目前全球最大單一程式管理的CTA-Winton Capital(元盛資產管理公司)為例，旗下旗艦基金-Winton Futures Fund(美元計價)自1997年十月成立至今(2012/5)，平均年化報酬率達15.64%、累積總報酬約843%，2008年金融海嘯期間亦提供20.99%的正報酬。

由於CTA基金長期以來，具有穩健報酬、與其他資產類別呈低度相關、提供crisis alpha的保險特質，已逐漸受到機構法人、壽險公司、退休基金及主權基金的注意，並將

另類投資納為核心的資產配置，預估此股風潮也將延燒到國內。

### 中長期順勢操作 績效突出關鍵

許多投資人對CTA基金的投資策略感到好奇，為什麼基金經理人不論市場多空，皆有辦法創造穩定績效？其實，像Winton Futures Fund這類系統型CTA基金，主要採取順勢策略（Trend Following Strategy）來進行系統交易，這種投資策略又稱為順勢交易策略，且時間軸通常採中長期操作，避免短線趨勢反覆，減少投資獲利機會。

2008年CTA基金是少數仍能正報酬的避

險基金策略，其原因在於大多數的CTA基金採取中長期順勢交易策略，此策略也是預測方向的交易（directional trading），一旦中長期趨勢出現時，不論當時市場處於多頭或空頭，均能藉由期貨的多空操作獲取豐厚的趨勢利得。

然而，順勢交易策略的CTA基金也並非萬靈丹，當市場處於盤整階段時，此策略也無用武之地，不過，這一點投資人不必擔心，相對於傳統共同基金，僅少數集中投資一、兩個市場，CTA基金投資組合涵蓋投資標的多元且分散，當哪個市場有利可圖，透過系統交易操作，發覺潛在獲利機會，快速掌握市場趨勢，創造投資獲利。

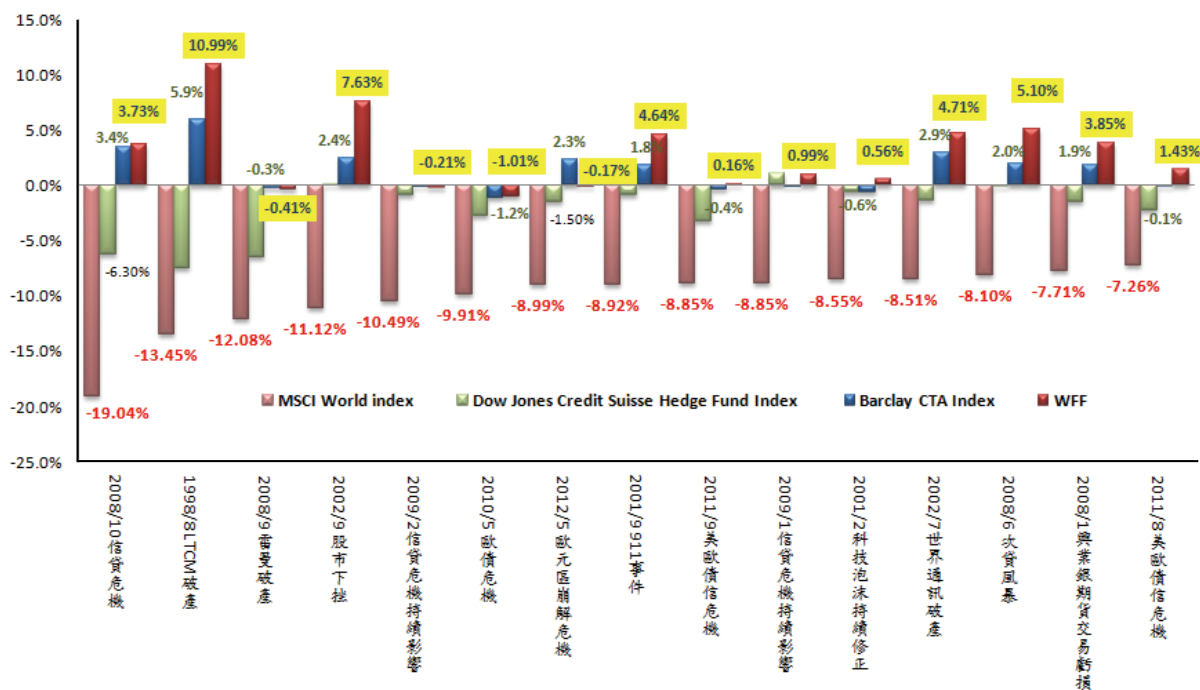


圖 1：國外 CTA 指數歷經全球股市重挫期間表現

資料來源：Bloomberg，www.hedgeindex.com，統計期間自 1997.10.1~2012.5.31；2012/5 月 Hedeg fund index 績效以 Dow Jones Credit Suisse Core Managed Futures Hedge Fund Index 替代；Barclay index 則以 2012/6/7 網站列示預估數據



# Cover Story

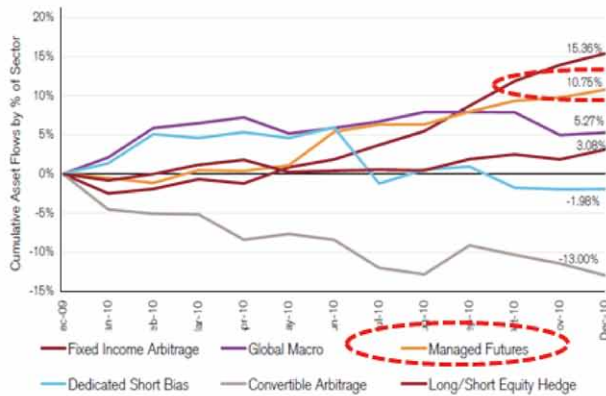
CTA基金主要採中長期順勢交易策略，投資目標是提供長期的絕對報酬，當投資人持有CTA基金的同時，別忘了需要耐心等待投資回報，持有至少1年以上，才是較客觀評估CTA基金的獲利能力，除績效之外，基金的下檔幅度及波動風險、投資報酬的穩定度，都是篩選CTA基金好壞的關鍵指標。

股市流傳一句話：「會買是徒弟，會賣才是師父。」但這句話反而不適合用在CTA

基金身上，因為它不是股票，不必選股擇時，也不是股票型基金，不需要波段操作。CTA基金訴求長期穩定報酬、低波動，以及與其他資產具低度相關性，都是鼓勵投資人長期投資的絕對報酬商品，對於有資產配置需求的人來說，CTA基金亦是最適當的核心資產配置，也是2012年穩健理財的最佳選擇。



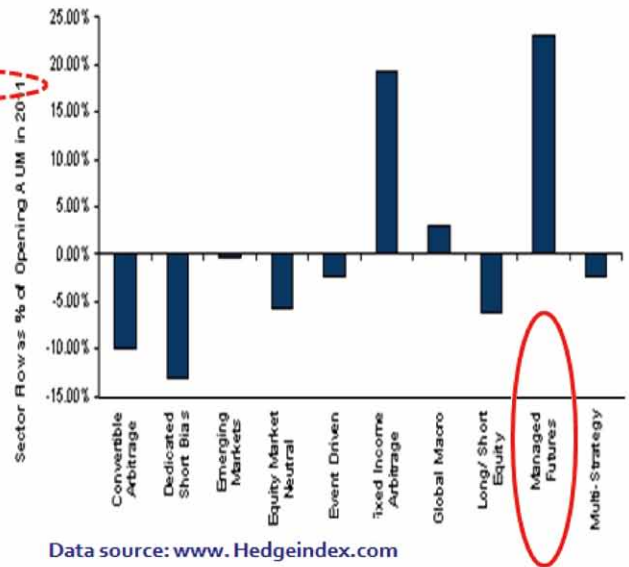
Figure 6: Strategy Industry Flows by Percentage of AUM in 2010



Source: Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index, 2011. All data was obtained from publicly available information, internally developed data and other third party sources believed to be reliable. Credit Suisse and Dow Jones Indexes have not sought to independently verify information obtained from public and third party sources and makes no representations or warranties as to the accuracy, completeness or reliability of such information.

Data source: [www.Hedgeindex.com](http://www.Hedgeindex.com)

2011 Relative Asset Flows (as a % of beginning assets in each strategy)



Data source: [www.Hedgeindex.com](http://www.Hedgeindex.com)

圖 2：2010~2011 各類策略基金資金流入比較圖

# 期信基金橫向剖析 寶富多元策略期貨信託基金

**專訪** 寶富期信基金經理人 黃怡中投資長

寶富期信 ⊙許承迪

## 黑天鵝出現頻繁

寶富期信基金經理人黃怡中指出，從1987年黑色星期一事件發生之後，到最近的2008年金融風暴，造成股市下跌超過30%的事件已有7次，加上近期歐債事件超過10%跌幅的事件也有近20次左右。投資市場震盪已成為近年的常態，大中小型黑天鵝不斷出現。目前由他們公司發行的「寶富多元策略期貨信託基金」具有與股市、債市低相關性之特質，為多空都可操作，在市況不佳時，反而績效容易突顯，若以2008年為例，全球股票相關基金都出現嚴重虧損，但與本檔合作CTA公司報酬卻有25%，整體產業基金報酬達18.33%，因此當面臨市場系統性風險時，可預期本檔基金反而適得其時。

## 引進國外法人級的投資

黃怡中投資長表示，在國外投資這類CTA的門檻非常高，以本檔基金合作對象Aspect Capital公司而言，最低投資金額為50萬美金，寶富期信為致力將本檔基金介紹給投資大眾，使得台灣廣大的投資人也有機會接觸到國外法人投資級的工具配置在投資組合中，銷售通路以全台各大銀行為主，並在現行法規的放寬之下進而推薦給退休基金、資產管理公司及保險業。

## 黃怡中管理績效為風險把關

「寶富多元策略期貨信託基金」為國內首檔主動式期貨信託基金，本檔基金採取



## Cover Story

與國外技術合作，募集所得資金約有30%全權委託國外知名管理期貨公司Aspect Capital配置（全球排名管理資金規模第5大之CTA），並由台灣的投資團隊共同管理，黃怡中基金經理人則負責整體基金的績效與風險等等各層面的實質管理。

### 通路選取的策略

黃投資長談到通路選取的策略，主要是鎖定理財業務較佳之銀行，其中以基金銷售能力為最首要考量，以下分成幾個重點，供讀者參考。

為考量廣告、訓練人才之效益，通常會選擇分行據點較多之銀行，若達內部標準就列為一級銷售通路。關於人員資格，銷售期貨信託基金必須取得期貨銷售或期貨業務人員資格證照，因此，若該銷售機構業務人員多數已具備銷售資格，將成為簽約之重點公司，此外，還包括區域考量，台灣基金銷售型態以大都會區為主，選取上仍以全國性據點之銷售機構為主，尤其五大都會區據點與業務人員的多寡更是重點。

### 通路的報酬

黃怡中投資長認為，通路報酬牽涉到公司成本支出，一般而言，分為通路服務費用、促銷費用，以及每季專案活動費用等。通路服務費用必須考量基金管理費收入，上架必須量入為主，通常期貨信託基金通路服

務費用介於萬分之十五至萬分之三十五之間；促銷費用通常以季為計算期間，配合銷售通路每季精選系列基金或主推之系列基金來進行，另外，專案活動費用則主要是以策略聯盟或當月、季之專案活動為主，可能同時配合銷售機構年度計畫考量。

### 交易面橫向剖析

黃投資長指出，以交易面來看，「寶富多元策略期貨信託基金」具備六大優勢：

1. 與全球知名操盤人結合交易策略與操盤經驗；對於槓桿倍數、波動度、風險值與保證金使用率建立控管系統，企圖維持期金績效的穩定度。
2. 系統化與邏輯化操作100種期貨商品；
3. 有效的執行價格趨勢追蹤，擷取可能的獲利機會；
4. 建立對投資人在資產管理上的優勢，例如：降低投資門檻、分散投資風險、控制槓桿使用避開黑天鵝影響；
5. 出版雙週策略報告提高持有部位之透明度，增加投資人的信心；
6. 過去將近二年(2010/09)以來實際執行結果每日損益在正負1%之內，100天當中，有85天以上，產生穩定的交易結果。

實際交易模式採用系統化的順勢操作策略，經由辨識各種不同市場及時間範圍內所產生的趨勢，以建構多元化的投資組合，並確保其風險是可被控制的。訊號產生有90%以

上以商品價格走勢為依據，其餘不及10%則以其他變數為考量，再由充分分散投資組合配置，進一步可確保風險及報酬皆來自廣泛的商品類別分布，而不會僅集中於特定區間。

### 交易商品多元化

他指出，本檔基金交易標的涵蓋全球八大類別資產，金屬、能源、農產品、債券、利率、指數等100多種不同期貨商品，並以技術合作之全委機構交易系統捕捉商品的趨勢走向，每種商品同時多空操作，同時各大投資資產類別之報酬維持低相關性。至於更深層的交易決策面，則包含許多先決條件的設定，譬如：僅交易高流動性的商品市場且

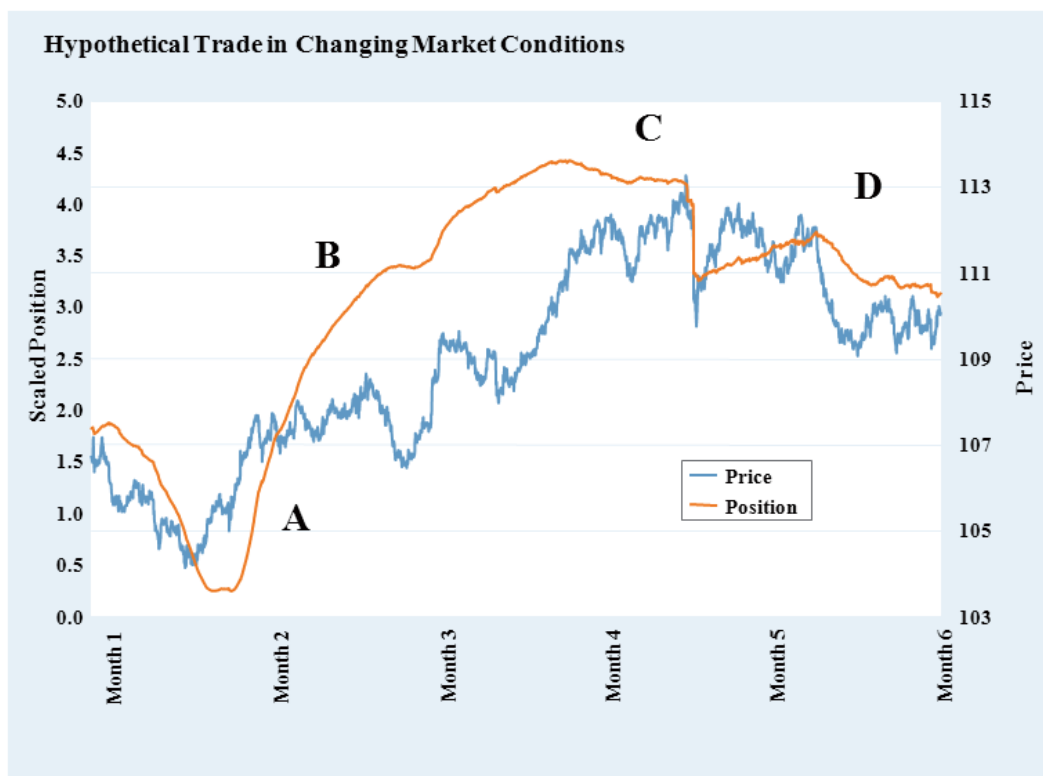
每日進行市價結算，選擇保守的槓桿度，且只交易期貨合約，沒有交易選擇權。

### 系統化交易流程

黃投資長表示，在以系統化地處理交易訊號執行與風險控制過程，其中交易流程可以整合為四大流程(圖一)，並且不斷的重複，以下為本檔基金在追尋趨勢中的過程：

- A. 趨勢辨認：寬且深的合理假設
- B. 捕捉趨勢：以訊號修正進行有利與不利狀況的調整
- C. 風險管理：適應多重市場的變化
- D. 穩定部位：與對應資產、策略皆呈現低相關性

圖一：交易四大流程





## Cover Story

### 嚴謹的風控管理

黃投資長也強調：本檔基金對投資程序範疇內所有風險進行嚴謹的控管，且使用專有的動態風險配置系統，以建立投資組合和訂定其整體風險程度，再將預期的風險調整報酬最大化。一般情況下，各八大市場的風險配額皆不超過預設的一定程度，在保證金使用率上，並未設立特定限額，但通常維持於10%至25%的範圍內，槓桿使用則維持於4至10倍的範圍內，並將基金年化波動率目標訂為20%。另針對全委機構之風險控管本公司設計比法規更為謹慎之風險管理，其中控管項目包含績效波動變化、商品風險暴露、槓桿使用倍數、交易金額限制、交易虧損額度這五項來控制。

### 依年化波動率高低嚴密風險控管

假設最近績效波動三個月逐日績效所計算年化波動度高於20%時，即要求全委機構出具報告，解釋近期績效波動過大原因，並做後續資金委託策略之檢討，通報基金管理部主管；高於20%時，要求全委機構降低槓桿，以避免自動化程式所計算之目標年化波動度有偏差產生，並提報風控委員會。最近一交易日商品風險暴露之風險值（VaR）高於2.3%時，就會要求全委機構提出說明或報告，解釋總風險暴露過高之原因，並通報風控委員會；高於2.5%時，要求在下一交易日將總風險暴露調整回限額內，並提報主管機關。

基金經理人黃怡中進一步闡述，如槓桿使用倍數在最近一交易日之交易槓桿度高於9倍時，要求全委機構出具報告解釋逾限原因，高於10倍時，要求在下一交易日將槓桿度調整回限額內，並書面通報風控委員會。委託金額部份，期初限制在基金整體淨資產之30%內，當全委機構因操作損益而造成此比率超出50%時，要求於三個月內調整至符合規定，交易虧損額度，虧損達委託金額10%、20%，及40%時皆要求經理人出具報告，並檢討是否降低委託金額，達60%時終止委託關係。

### 小結

截至2012年第一季，全球CTA規模不斷成長，已到3,283億美元，法人及高資產客戶專業級的族群不斷增加。最後，黃投資長為自家發行的「寶富多元策略基金」，作了結語：在台灣，僅有本檔基金不但與擁有全球最著名CTA進行密切技術合作，在產品內涵上也完全貼近台灣廣大投資人的投資習慣，以國內共同基金的方式呈現給投資大眾，投資門檻低（新台幣NT\$3,000元定期定額與單筆新台幣NT\$10,000元），每天申贖方便快捷，加上本檔基金有專屬之雙週策略報告，不僅讓投資人了解資金的運用狀況，更讓投資人瞭解國際操盤團隊對市場景氣的看法與操作邏輯，至目前為止，本檔基金之操作穩健，投資人若考慮納入，應可提高資產組合之穩定度。





## 黃怡中小檔案

### 學歷

日本獨協大學經濟系學士  
台灣銘傳大學財金所碩士

### 經歷

經濟、工商、財訊期貨選擇權專欄  
大華期貨模組設計與自有資金操作  
富邦銀行連結商品設計  
富邦證券期貨自營部主管

### 著作

2011年-把傳統K線丟掉(平均K線)  
2008年-在家做自營商、期貨商業務員考照用書  
2007年-發現均衡點(一目均衡表介紹)  
2005年-交易、選擇權  
2004年-交易、簡單就好



## 從產品看基金特色

# 元大寶來投信一期貨信託系列基金

元大寶來證投信◎譚士屏

台灣投資人對於「資產配置」大多耳熟能詳，但是實際上卻少有人能做到，最基本的資產配置是股票與債券雙元配置，比較進階一點的則同時包括了股票、債券、商品三大類資產；不過，對台灣一般的投資人來說，過往可能只有股債兩種資產可以布局，但是在商品方面，卻往往不得其門而入，特別是近年以來，黃金價格衝破1900美元，再創歷史新高，原油價格亦由於中東地緣政治因素常有傲人行情，不過台灣投資人即使想進行相關資產配置，但在相關投資工

具仍有一塊無法彌補的空白。近年全球金融產品日新月異，另類投資發展更是一日千里，其中在全球投資領域獨領風騷的期貨信託商品，國外稱之為CTA(Commodity Traded Advisor)或是管理期貨(Managed Futures)，更是蔚為風潮，從2004年到2011年，CTA商品無視全球金融風暴侵襲，規模自1319億美元大幅跳升為3,146億美元，成長幅度高達138%。由於期信基金具有多空雙向、槓桿操作與多資產連結等三項特性，與傳統證券投資信託基金差異頗巨，因此投資人在操作

期貨信託基金 V.S. 證券投信信託基金比較表

比較項目	期信基金	證券投資信託基金
監管程度	高度規範	高度規範
交易標的	證券相關商品(如：期貨、選擇權等)為主得輔以有價證券(如：股票、債券等)投資，投資比重至多不得超過基金淨資產 40%。	有價證券為主(如：股票、債券等)得輔以證券相關商品(如：期貨、選擇權等)進行避險或增益策略
分析決策工具	技術分析、計量統計模型、程式交易	基本分析、產業研究、模組化策略
多空交易	多空都作	只能作多(避險比例受限)
財務槓桿	具有一定程度的槓桿效果，但不借款擴大槓桿	不能使用財務槓桿
報酬型態	追求絕對報酬為主	追求相對報酬為主

資料來源：元大寶來投信整理。

期信基金之同時，似應將其作為一另類資產或是投資組合之戰略元件，方能較有效掌握該類產品之投資屬性。

### 元大寶來期信基金-類指數化的原物料投資工具

目前國內共有四檔期貨信託基金，其中兩檔為元大寶來投信公開發行，分別為寶來黃金期信基金與寶來商品指數期信基金，兩檔產品均具有相當濃厚之指數化色彩，恰與元大寶來投信自身之指數投資專長相輝映。兩檔期信基金投資標的均與商品原物料有緊密之連結，就寶來商品指數期信基金來說，該基金追蹤高盛綜合商品指數，相當投資於一籃子商品，包括：能源、農產品、金屬與牲畜；寶來黃金期信基金則是藉由投資黃金期貨來達成追求黃金現貨價格表現之投資目標，兩檔之設計邏輯均藉由最簡單透明的類指數商品架構，協助投資人進行原物料之投資，由於過往台灣投資人在商品這個領域均缺乏管道接觸，因此元大寶來投信當初在產品創設之目的，即希望能藉由指數化的途徑，提供國內民眾接觸另類資產的便利管道。

### 期待有效拓展銷售通路

而在期信基金的銷售方面，目前元大寶來投信兩檔期信基金，最主要都經過銀行進行銷售，其比重約接近五成，雖然目前銀行為期信基金主要銷售管道，不過目前國內銀

行對於販售期信基金之意願仍低，最主要原因仍在於擔心期信基金之風險，除此之外，業務人員須取得期信基金銷售資格才能販售期信商品，銷售資格也限縮了銀行通路理財專員銷售期信基金的意願。因此為有效銷售期信商品，元大寶來投信希望能夠拓展期信基金銀行上架，以開拓期信基金未來市場的銷售動能。除此之外，壽險通路的資金由於目標為長期布局，且重視資產配置，因此亦為期信基金應全力爭取之標的。

### 風險控管仍為期信基金重中之重

但是，很多投資人聽到期信基金，多半認定是高風險的產品，但是事實上剛好相反，台灣不管是主管機關或者是基金公司，對於期信基金的風險管理都相當嚴謹，主管機關在審核產品時都有專門的產品委員會評估產品風險，基金公司為了要進行風險控管，也要設立專門的風險管理委員會，其風險控管與一般大家常見的證券投資基金相比，控管可說是更加細密。特別是元大寶來投信為控管風險，旗下已有一套完整的投資暨風險控管平台—「FMS平台」，主管機關對於期信基金的所有法規限制與信託契約規範，都內建於系統之中，可有效控管風險，因此用以針對目前台灣的期信基金，其風險也不過和全球股票基金相去不遠，元大寶來所發行兩檔期信基金，投資標的均與商品原物料有緊密之連結，是投資人資產配置多元化、豐富化的優質元件。





### 從產品看基金特色

# 國泰 Man AHL 組合期貨信託基金

國泰證投信◎章錦正

## 前言

國泰Man AHL組合期貨信託基金係國內發行的第一檔期貨信託基金，配合當時一系列的期貨信託基金法規通過，國泰投信與Man Group合作，設計以組合型基金的方式，直接投資在有十幾年歷史的Man AHL系列期貨基金上；由於這檔基金和當時過去投資商品有很大的不同，包括多空雙向均可操作、追求絕對報酬而非相對報酬，以及追隨趨勢的順勢操作方式，徹底顛覆了一般人的投資邏輯。

## Man AHL之發展沿革

AHL成立於1987年，創始人Michael Adam及Martin Lueck兩人是大學時的朋友也是研究夥伴，主要研究物理學，後來一起到

Michael Adam父親的證券經紀公司-Brockham證券工作。而另一位創始人David Harding具有物理學的背景，他歷練過許多不同的證券類別工作，後來在一家名為Sabre的管理期貨公司任職。過去物理學相關的背景讓他們從數量統計的方式開始執行交易操作，而他們也發展了一套以統計學及電腦程式交易為基礎的系統，分散在不同的期貨商品作操作。

AHL開始時雖然只有少量的資金但持續表現不俗，而發展重心在研發他們的程式交易系統，一直到1991年AHL的總管理資產才突破100萬美金。在1989年他們賣出少量的股權給當時是全球最大期貨經紀商的Man，而Man其中一個部門是作基金管理的，也就是Man Investments的前身。Man早期已有募資給CTA的經驗，曾經與一家在美國名為

Mint的CTA業者合作，後來對AHL採行相同的方式。AHL的分散投資系統(Diversified Programme)成立於1990年，現在還在持續成長。後來Man在世界各地就開始募集立成不同的基金，並在1994年買下AHL全部的股權。AHL後來延伸產品線到一些公募型及保本型的基金，同時也發展一系列的結構型商品。

### 國泰Man AHL組合期貨基金之特色

國泰Man AHL基金以組合型基金型態，投資方式為投信自行操作配置，選任符合具期信基金資格且具期貨自營經驗的操盤人，而投資標的均以Man AHL系列基金為主，並依資產流動性及各子基金資產管理規模，配置於不同幣別的AHL系列子基金，目前可投資的子基金幣別涵蓋美元、歐元、日圓及澳幣4種，透過多國貨幣分散配置還可降低單一貨幣波動的風險。


### 通路報酬之選取

在國泰Man AHL基金募集的階段，通路主要選擇對新商品接受度高的銀行通路及證券通路，因銷售期貨信託基金需要特別的資格，通路人員的配合程度也因此格外重要。

### 基金運作管理

基金之運作階段，投信端依循投資之四大流程來投資，嚴格遵守「投資分析、投資決定、交易執行與事後的檢討」的步驟，投資時主要考量各配置外幣之幣別間相關性及風險平衡、各子基金之規模、流動性及相對績效表現等，投資檢討則每週於週會進行；另外投信對風險控管部份亦格外重視，設有獨立風控部門，每月對該產品召開跨部門的風險管理會議，嚴控投資風險，幫投資人把關。AHL系列基金投資範圍為全球主要期貨市場，具備期貨追求絕對報酬的特色，而投資標的以全球外匯遠期契約、股價指數期貨、公債期貨、能源期貨、商品期貨、農產品期貨及利率期貨契約為主，由於投資標的相當多元化，因此可以在不同時期選擇最適當的投資標的，並能達到分散風險目的。

### 結語

近期歐債危機當前，全球供需市場開始轉變，景氣何時復甦，專家們也都沒有定論，當趨勢不易預測、投資難度愈來愈困難時，可以嘗試在投資組合中加入新金融商品，讓資產配置更為穩健多元，才能在變動的環境中以更穩健的腳步創造財富。 



### 2012 台北國際期貨論壇

# 期貨信託基金之國際發展趨勢

- ◎ 期貨公會每年度均會因應國際上最熱門的議題，邀請國外專家學者來台，舉辦國際性研討會，自2006年開辦至今，已邁向第7年，每年與會人數超過300人。
- ◎ CTA儼然已成為國際趨勢不可擋的主流，依巴克萊(Barclay Hedge)統計資料顯示截至2011年底為止，全世界投資CTA規模高達美金\$3,200.3億元。
- ◎ 管理期貨基金(通常稱為CTA，或稱商品交易顧問)早在歐美國家行之有年，在台灣我們則稱CTA為期貨信託基金，涵蓋公募期貨信託基金與私募期貨信託基金，為推廣國內期貨信託基金之發展，本年度主題訂定為「期貨信託基金之國際發展趨勢」。
- ◎ 有鑒於主管機關於2011年12月21日開放保險業資金於符合規定下，將可投資期貨信託基金受益憑證，此一開放對國內期貨信託事業未來的發展絕對是一大助益，因此，期貨公會特地於今年5月10日邀請到，兩家在國際上頗具特色主流的管理期貨基金公司-FX Concepts及Aspect Capital，分別來自美國、歐洲兩地之高階主管，來台與從業人員分享其經營管理CTA的成功寶貴經驗，以作為台灣未來推動發展期貨信託基金之借鏡，本刊特摘錄其會議精闢內容，以供讀者參考。

# FX Concepts - Jonathan H. Clark 談 在瞬息萬變的市場經營 CTA

期貨公會◎沈素吟

Jonathan Clark擁有紐約大學MBA學位，於1984年加入FX Concepts公司，目前擔任該公司副董事長一職，他在金融市場已超過30餘年的經驗，主要負責公司新產品開發、外匯及利率業務之研究，以及海外市場研究等。FX Concepts公司約有240位客戶，遍及全球40餘個國家。

## 全球貨幣市場產生重大變化

Jonathan Clark指出，外匯市場有很多實務上的一致性存在，可視為一種理論，那就是模型的不確定性，這幫助他們過去

從外匯市場中獲利。然而，在2008年金融危機爆發後，各國中央銀行為了讓市場穩定下來，紛紛祭出不同政策，例如：中國人民銀行開始提出刺激景氣的措施，挹注大量資金到流動性市場。他們也觀察到很多國家，包括美國、日本、英國、捷克…等等，利率都呈現趨近於零，各個不同的市場低利率趨近於零已成為常態，因為各國都希望捍衛自己出口業者的競爭力，不過，在新興市場為了吸引很多投資人的資金流入他們市場，利率則較高，比如土耳其、南非、巴西等幾個例子。

美國聯準會主席柏南克(Ben Bernanke)



## Cover Story

說：「如果現在市場再出現困境，他們會再推出量化寬鬆政策」。那麼同樣的信用違約互換交易(CDS)也都會開始陸續出爐，另外，他們看到一個現象就是不同資產類別的相關性提高了，這意謂著另一個挑戰的開始，不管是垃圾債券、大宗商品、貨幣等等相關性都開始升高。他表示，值得我們特別注意的是，在建構投資組合的時候都需注意分散風險，盡量讓集中的投資標的彼此間的相關性低，不管是在股市或者是債市，然而，現在市場央行不斷介入、銀行負債不斷提昇等因素，使得全球的金融市場已經出現重大的轉變。

### 美國聯準會的三大功能

一般提及美國聯邦準備理事會(FED)，就想到它有兩個任務：一、控制通膨，二、擴大就業，Jonathan指出，很少人注意到美國聯準會它還有一個功能，就是維持資產的價格。事實上，聯準會不僅只觀察史坦普500指數(S&P500 Index)，還會注意羅素2000指數(Russell 2000 Index)，羅素2000指數是美國18種股票指數之一，主要反映美國的小型股市場表現，為關注小型股的投資者之重要指標。

很有意思的是在2011年第三季羅素2000指數開始下跌時，Bernanke主席就開始聲明他會開始進行扭轉操作，情況就開始改善了；之後，歐債危機爆發，這時歐洲央行就推出了第一個「三年期再融資操作

(LTRO)」，美國聯準會緊接著就推出低利率，預計將一直到2014年，甚至可能持續到2015年。為了要維持市場上的穩定，各國央行一旦發現資產價格下跌，就會立刻挹注資金，維持市場的流動性，這也是為什麼這個市場起伏動盪這麼嚴重，Jonathan認為，所有經營資產的管理者，都應當需注意到這個背景。

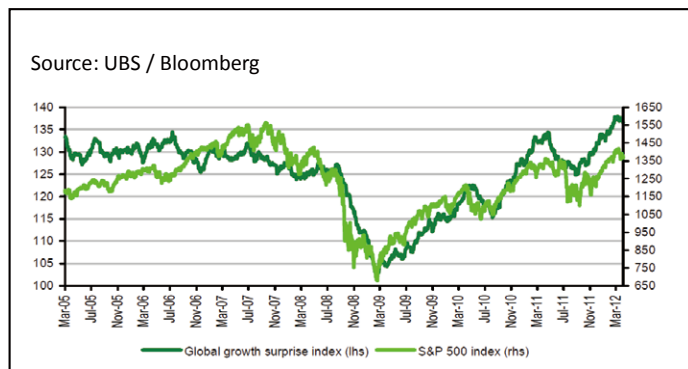
### 市場間關係密切提昇

這是很重要的圖表(圖一、圖二)，一定要介紹各位了解，Jonathan透過瑞士銀行(UBS)取得這樣的數據。圖一深綠色這條線是全球成長驚奇指數(Global growth surprise index)，淺綠色是史坦普500指數(S&P500)，可以看到兩者的相關性相當高，驚奇指數上漲、下跌幾乎跟史坦普500指數是同步的；另一張圖(圖二)深綠色一樣是全球驚奇指數，淺綠色則是WTI油價，注意最近的數據，在去年第四季初股市開始大漲，那時候驚奇指數開始上漲，可是現在好像稍微跌下來了，因為現在大家都將焦點放在經濟成長，使得市場之間的關係性提高，一旦經濟前景樂觀，物價都跟著上漲，一旦經濟轉看悲觀，物價就跟著跌了。

### 焦點不再是夏普值

Jonathan提到，去年2011年，對各個經理人而言，是很艱困的一年，去年經理人都

圖一：Global growth surprise index vs. S&amp;P 500 index

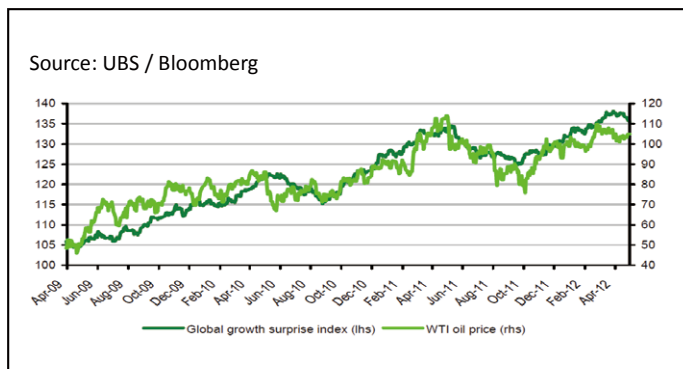


在擔心資產價格會下跌，那時許多央行不斷地挹注資金，經理人原以為自己的投資組合非常分散，問題是投資組合的波動性還是很高。他指出，很多基金經理人在建構投資組合時，容易犯一個錯誤，就是將很多夏普值 (Sharp ratio) 高的商品放在一起，夏普值指的是基金在每一單位風險下，能獲得的超額報酬，基金經理人認為夏普值高，表現的績效就會好，但Jonathan發現去年表現比較好的投資組合，反而為夏普值較低，且彼此間的相關性低的投資組合，這是基金經理人過去回測看不出來的地方。

貨幣市場值得探討的原因為貨幣市場沒有訂價模型，我們無法準確地預測貨幣走向，Jonathan Clark副董事長說：「貨幣市場主要決定於資金流向，而不是交易量」。因此，在此情況下，必須先了解資金到底流到哪裡去？所以接下來提出的五個模型，要使大家了解他提出五個貨幣市場裡面 $\beta$ 的來源，臚列如下：

(1) 利差交易：簡單而言，就是去買高利率的貨幣，且去賣低利率的貨幣。

圖二：Global growth surprise index vs. WTI oil price



- (2) 貨幣政策：從市場上預測央行會升息還是降息。
- (3) 評價：可參考購買力平價指數，或者實質通貨膨脹率，買進低估的貨幣，進而賣出高估的貨幣。
- (4) 當沖趨勢交易一籃子的貨幣：這代表市場流量的速度，長期追蹤不同時點當沖的狀況，當沖有個重要的特色，就是它會一直回歸均數，所以就是用一籃子貨幣，將趨勢做平滑，一籃子貨幣比個別貨幣容易做。
- (5) 波動性的預測：觀察波動性會變大還是變小。

### 全球景氣觀察指標

Jonathan Clark指出，現在市場出現兩極化現象，第一種狀況可能會重複2008年發生金融海嘯，或者像2011年一樣，政府不斷介入控制資產使得市場不會崩盤；未來將會發生哪種機率的狀況比較高呢？Jonathan認為發生後者機率應為75%左右，另2008年重蹈



## Cover Story

覆轍的機率約為25%。他蠻有信心的表示，在今年2012年9月至11月，雖然不至於股市大崩盤，但股市價格應會向下修正。

他主要觀察全球三大經濟景氣循環的地區，美國GDP、歐洲GDP占全球經濟分別為22%、25%，亞洲區域(不包含日本)占全球GDP為19%，以歐盟區來說，目前唯一脫出困境的方法就是採取一些緊縮政策，此外，亞洲區域呢？中國現在要調降經濟成長率預設值到7%，亞洲過去對歐洲出口量降了5.2%，所以Jonathan認為亞洲經濟表現已不再像以前，不過，他預測2016年中國規模將超越美國，最後，評論一下美國，美國現在消費支出在增加，但收入卻未增加，這表示消費增加的原因為美國人去借錢消費，但實際上依賴借錢消費是沒辦法促使景氣變好，去年，美國通過一個法案，如果企業去買資本財可以100%抵稅，今年如果政策再實施，預計效果可能不太彰顯，再加上存貨也增加，現在美國國會與政府之間秉持著不同的立場，共和黨一直設下重重的限制，未來政府支出不會增加，反而會增加課稅，所以從這三大地區來看，全球的景氣未來不太樂觀。

**CNPA**



### Jonathan H. Clark小檔案

#### 現職

FX Concepts公司副董事長兼任投資執行長

#### 經歷

1984年迄今，任職於FX Concepts公司，負責公司外匯與利率業務之研究、撰寫與編輯研究報告、新產品開發，與海外市場研究等。

#### 學歷

畢業於科爾蓋特(Colgate)大學  
紐約大學MBA學位

# Aspect Capital - John Wareham 談 CTA 投資組合與風險控管

期貨公會◎沈素吟

John Wareham於2005年9月加入Aspect Capital公司，主要負責金融交易、顧客服務、與市場行銷等事務，目前擔任該公司董事職務。在此之前，John在金融業已累積近20餘年的金融工作經驗。他曾任職於AIG集團交易與金融商品部門，負責該集團全球外匯交易與開發新興市場之業務。

## CTA的四大特色

John Wareham董事表示，以他多年環遊全世界的經驗來看全球CTA狀況，CTA將可

歸納為四大特性(如圖三)：

- 一、歷史悠久：CTA為規模最大的另類投資(alternative investment)選項，可追溯到1970年代的歷史，在1980年AHL尚未成立前，它就開始操作量化分析，過去CTA績效的表現，不管經濟榮景或蕭條，依然締造佳績。
- 二、主動積極管理：CTA利用全球各地各式各樣的資產類別，提供很高的流動性，這些市場中的交易經常為每日結算(mark to market)，交易人本身通常很注重流動性，現在Aspect旗下管理資產共



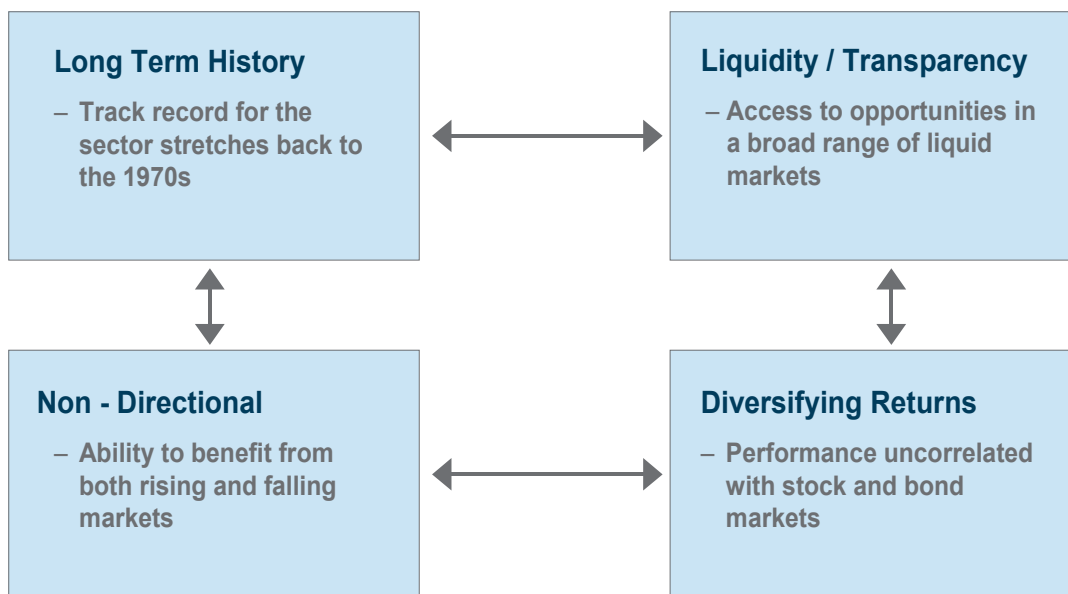
## Cover Story

計美金\$70億元，其中美金\$55億元每天都有週轉，一般大家認為與對沖基金一樣是停滯不前的，其實不然。

- 三、沒有方向性：股票是看方向性的，但是CTA作多、做空皆有機會獲利，換句話說，它是沒有方向性的。
- 四、多元化的報酬：從2008年之後，其它的另類投資缺乏流動性，表現不盡理想，但在2008年全球CTA市場規模反而逐漸

成長至美金\$2,000億元，現在更達美金\$3,200億元，與其它對沖基金相比，對沖基金從2008年至今，規模停滯不前，甚至資產規模在下跌、縮水，CTA則反而在成長。這充分顯示不管是投資人、法人或者是共同基金，他們的興趣慢慢轉向CTA，換句話說，CTA現在占整個對沖基金的比例已達17%~18%。

圖三：全球CTA歸納為四大特性

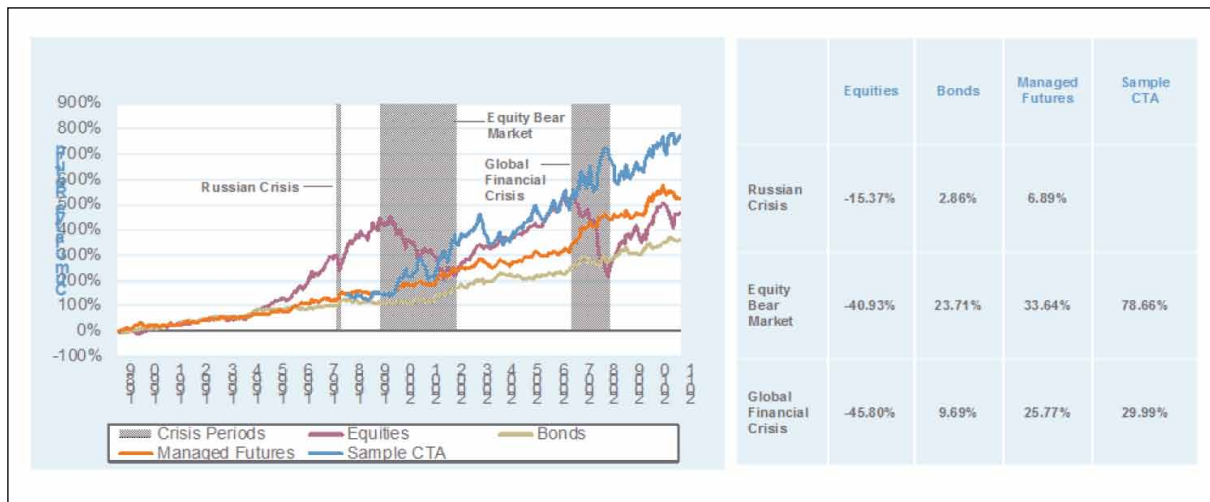


### CTA持續攀升的背景

John指出，為什麼CTA管理資產的規模可以節節攀升呢？請參考圖四，這比較圖為全球債券、全球股市、CTA從1990年至2011年歷經俄羅斯危機、股票熊市、全球金融

危機的累積報酬；CTA在股市表現不佳的時候，表現反而比較好，2008、2009年全球金融危機，股市大跌45%，但同一時期，CTA報酬近30%(如圖四)，在2000年初，科技泡沫化也有這樣狀況，全球股市跌40%，CTA漲了78%。

圖四：Managed Futures vs. Global Bonds vs. Global Equities: Jan 1990 to Dec 2011



Source: Aspect Capital, Bloomberg. Indices: Managed Futures: CISDM CTA Equal Weighted Index; Bonds: Citigroup World Government Bond Index (US); Equities; S&P 500.

## CTA投資組合系統化

緊接著，John介紹如何建立管理CTA投資組合？首先，了解資產類別有一個特別的趨勢特點，即是追蹤中期(指兩個月以上)的貨幣市場，以及原物料的趨勢而來，只要兩個月以上就會列入追蹤，目前他們追蹤120幾個市場、以及很多國家與交易所，從裡面找到它的利差與趨勢。那如何追求中期趨勢的方法呢？他認為，唯一可以達成這個目的就是一個系統化的程序，目標就是一切自動化，不論趨勢的訊號、或者交易何時執行？如何建立投資組合？皆不要有人為干預，全部採取量化方式，由電腦執行，因此，即使市場發生恐慌的時候，也不會有人為因素，干涉整個市場的運作。

## 市場趨勢指標

John Wareham深信市場會不斷的變化、競爭會越趨激烈、技術會不斷提昇，以及期貨交易商品會越來越多元化。Aspect Capital公司為量化投資的公司，強調研發能力，他們研究員背景擁有統計博士、物理博士、工程博士，而非經濟學家，非僅追求市場趨勢的人，研究員的使命就是不斷地去市場找新的投資機會，找到模型更完備的方法。簡而言之，現在研究團隊的任務與他們創辦人Michael Adam與Martin Lueck在1982年是做相同的事就是掌握市場趨勢，Michael與Martin找到八個市場趨勢的指標，其中涵蓋鋁、咖啡、可可等等這些原物料。



# Cover Story

## 風險配置原則

前揭提及Aspect Capital公司所有的交易都是追隨趨勢的方式，最後建立出他們的投資組合，同時，他們會將風險根據不同的部門來做配置，長期而言，大概約8%的風險來自農產品、17%來自債券，15%是貨幣等等；不過，他們非僅遵照這些數據盲目地將風險分散在不同的資產類別，除了觀察市場變化之外，也運用他們計量分析的結果去做風險配置，因為還有很多額外因素會影響趨勢走向，另外，長期風險配置方面需容忍有短線的調整。John提出，他們除了建立多元分散的投資組合，另一方面，也會注意各個不同資產類別之間的相關程度，反而與它過去績效的表現無關，這就是他們多元分散投資的原則。

基本上，他們有150位專業人員專門分析投資組合的流動性、波動性較大的原物料，以及計算固定收益商品彼此間的連動性等等，重點是在掌握趨勢後，能夠有獲利的空間，不管市場是漲是跌皆能夠掌握這樣的機會。John再次強調，風險配置需要與時俱進，要觀察市場的變化再作調整，如果市場確實沒有動靜，他們大概有五分之一資金會保留下來，再等待另尋機會，不會將19%風險暴露在股市當中。

## 依系統指示做調整

接著，John要談談不同的資產類別對他

們規避風險的貢獻度，大家可以回想過去4年的市場狀況，他們的確是追隨中期的市場趨勢，在去年年初，債券期貨布局較少，很多是能源類以及股票的布局，那時大家對全球經濟景氣復甦還蠻樂觀，股市、能源，金屬價格皆在漲、農產品價格在上揚，且2010年底糧食價格也在上升，當時他們的部位係根據市場的中期趨勢而來，他們增加這些布局。然而，當去年日本發生天災，加上原物料在5月發生下跌，還有歐洲歐元看起來即將解體，使得他們投資組合開始出現變化，開始趨避風險，這時他們轉而投資固定收益，這些訊號皆是系統提供之訊息。

## 其他的風險考量

John指出，不僅需注意控制風險後的整體報酬、還需監控集中度風險、控制研究結果不理想的風險，以及研究結果沒有落實執行的風險，唯有適當控制以上所有風險，才能讓整個模型的運作可以適應市場各種不同的狀況。另外，Aspect Capital每個市場都有專人負責觀察模型的表現，以及關注市場的變化，在1999年、1990年時，短期利率不好，利率變化對他們做跨式交易策略(straddle)有很大的影響，因此，他們策略需不斷的去調整，必須每分每秒小心的觀察市場動態。2008年的經驗使他們體認到，還需面臨營運的風險，即使他們本身將以上提及的風險控管再嚴謹，如果交易對手出現問題，也是徒勞無功，所以還額外需注意交易對手的風險。





## John Wareham小檔案

### 現職

Aspect Capital公司董事

### 經歷

2005年：Aspect Capital公司，主要負責金融交易、顧客服務，與市場行銷等事務。

2001年~2005年：AIG集團交易與金融商品部門，負責該集團全球外匯交易與開發新興市場之業務。

1995年~2001年：Merrill Lynch擔任外匯選擇權交易、策略性私人業務發展、外匯交易等部門的主管。

1991年~1995年：Goldman Sachs 擔任資深外匯選擇權交易員

1987年~1991年：Morgan Stanley擔任外匯選擇權交易員

### 學歷

英國倫敦經濟學院經濟系

牛津大學安東尼學院哲學碩士學位

# 寶富期信賴聖唐總經理談 兩岸 CTA

期貨公會◎沈素吟

## CTA與對沖基金分道揚鑣

本論壇與談人之一邀請到國內目前唯一的專營期貨信託公司-寶富期信賴聖唐總經理，賴總經理首先釐清CTA與對沖基金(hedge fund)的差別，過去曾視CTA為對沖基金的一個類別，但2008年為重要的轉捩點，根據瑞士信貸第一波士頓(Credit Suisse First Boston, CSFB)統計資料顯示，2008年所有對沖基金子策略，僅單純放空策略與管理期貨表現正報酬，其餘績效皆為虧損。至於實際上造成這樣績效差別的原因為何呢？主要為對沖基金使用股票比例過高，例如：可轉債套利、股票放空、新興市場、股票市場中立、事件導向、股票對沖等等六種策略，

大部分以股票交易為主體，當股市呈現熊市時，必首當其衝受到影響，另一個缺點，在於對沖基金大量使用店頭市場(OTC)交易，也就是在非集中市場交易、非交易所交易，一般而言雖店頭市場較靈活，且富有彈性，但潛藏最大的風險則為信用違約風險。

賴總經理認為，預計幾年內CTA將會有別於對沖基金的資產類別，為什麼對沖基金會受到許多法人機構、高階資產階級的喜愛呢？主要是它能創造絕對報酬(absolute returns)的概念，但實際上，這幾年避險基金沒有達到這個目標，CTA在2008年表現反而出色，尤其CTA在透明度、流動性方面皆超越對沖基金，所以很多CTA業者認為他們並非避險基金的一部分，他指出，未來將是無可避免

的潮流是避險基金與CTA將分道揚鑣。

## 大陸CTA發展之SWOT分析

賴總經理闡述CTA從1980年發展至今，2003年為關鍵的一年，也就是引爆點，從2003年以後整各全球資產規模，陸續湧入CTA這個資產類別，2008、2009、2011年是快速的飛躍期，可預期2012、2013年也會呈現這個成長趨勢。目前大陸對CTA也是躍躍欲試，看似今年或明年已經喊出CTA的元年口號，又是一片新的廣大市場，使得國內從事資產管理的業者不得不注意其發展趨勢，大陸開放CTA市場，它未來發展的潛力與契機不容小覷，下面為他對大陸CTA初期發展之SWOT分析：

### 一、優勢(Strength)：

#### 1. CTA產品之獨特性與不可替代性

他指出，CTA產品具獨特性及不可替代性，因為CTA可創造絕對報酬、另外，目前不管是債市基金、股市基金皆沒有可控制波動率的基金，不過，CTA是可以控制的，及CTA跟股債之間屬於低度相關的產品，可以創造獨特性及不可替代性

#### 2. 為資產管理界開創新藍海

賴總經理認為，CTA將可為兩岸資產管理界揭開新的藍海，因有些介於股市與債券之間的投資者，他們認為投資股市的風險太大，尤其大陸市場，它的波動度是台灣的兩倍，而且認為定存、或者債市報酬率太低，

現在讓這些介於這兩者之間的投資者提供新的選擇。

### 二、劣勢(Weakness)：

賴總經理直接點出，大陸開放CTA同樣與台灣面臨一些困境，首先為導入期的時間及難度難以估計，其中包括目標族群尚未鎖定?行銷企劃的主軸為何?如何開發通路?另一方面，乃法規面的限制與挑戰，涵蓋操作商品種類及額度的限制、產品結構設計的限制、銷售通路及銷售對象等流程方面的限制，例如：台灣法規規定客戶首次申購期貨信託基金前，需由登記合格之業務員向申購人告知期貨信託基金之性質及可能風險後，客戶再簽署風險預告書。

### 三、機會(Opportunities)

CTA在歐美市場爆發性的成長，讓很多研究報告顯示30%放在CTA是基本的配置，以賴總經理之觀點，實務上配置可提昇到50%~70%，此外，他認為，CTA未來發展潛力無窮的原因之一為全球投資環境正在改變，多空循環在加速，過去多空循環可能十年出現一次空頭，現在已經縮成三、四年就有可能出現一次，從這幾年的觀察來看，所有資產類別的相關性都在提高中，所以只有單單做多的策略是不利的，而且投資風險增加容易暴露股票型基金的盲點。

### 四、威脅(Threats)

他表示，從本土CTA與國際CTA發展隱



## Cover Story

憂來看，本土CTA發展的隱憂為本土人才可操作CTA及衍生性商品的人才嚴重不足，這需有整個業界長期培育，另外，不管是台灣或大陸國內可以操作的商品不像國外一、二百種這麼多，所以很難發展出CTA這種多元化的商品，因此難與國際間做競爭，如果管理不好的話，還有可能產生劣幣驅逐良幣的可能性；國際CTA發展的隱憂為目前整個大型的CTA同質性過高，如果期貨市場沒辦法擴大，CTA可能遭遇流動性的瓶頸，CTA是一種不斷革新的資產類別，它技術革新能否趕上每一次全球架構上的調整，也是CTA整體面對的挑戰。

### 大陸CTA發展之特色

最後，他介紹四項大陸可交易之期貨商品所研發第一代CTA的特色，以分享予讀者參考。

#### 一、可操作商品限制：

目前約二十多種商品可操作，不過，多以大宗物資為主，相較於國際上動輒百餘種商品可操作且分散於七、八大類金融與非金融商品，無法充分發揮傳統CTA資產分散之精神。

#### 二、產品區隔性：

隨著大陸市場日益蓬勃開放，如何與國際大型CTA進行產品區隔？將是存活的關鍵；捨策略廣度而就深度、捨國際化而在地



### 賴聖唐小檔案

#### 現職

寶富期信 總經理

#### 經歷

2009年~至今：寶富期信總經理

2006年~2008年：寶來曼氏期貨自營事業處副總經理

2004年~2006年：寶來曼氏期貨自營部 協理  
2007年：第九屆證券期貨金彞獎傑出期貨人才獎

2003~至今：期貨公會在職訓練專任講師

2005~至今：證券發展基金會期權專任講師

#### 學歷

美國喬治華盛頓大學MBA

化，是當前主要策略。

#### 三、符合當前市場需求：

考慮目前大陸股市環境、利率環境、以及同質性商品特性，訂定具有競爭力之商品規格、報酬率及風險值。

#### 四、符合企業文化、樹立系列風格：

標榜穩健經營、合理的績效風險比、並將陸續發行第二代、第三代產品，建立不同特色、相同品質的系列理財產品。



## 綜合座談

# Q&A

**Q1**：人才才是公司最重要的資產，程式裡的模型都是人撰寫的，電腦不會幫公司寫模型，而且員工之間彼此團結合作成了公司成敗的關鍵因素，所以請問FX Concepts如何挑選人才、激勵員工士氣，以及保持員工盡快發揮創造力？

Jonathan Clark半開玩笑的說，給員工明確的工作項目，讓每位員工只負責一小部份，同事之間互相不知道別人在做什麼，所以就算走了某個員工，也不會影響整體團隊的運作，其實這樣是不好的，那FX Concepts公司是如何管理員工呢？創辦人John Taylor稱作二二十，意思就是假如在FX Concepts公司撐過2年，就會待上20年。事實上，FX Concepts將公司凝造像個大家庭的氣氛，從高層人員開始創造好的企業文化，他們所有的研究員皆會參加產品委員會，每個員工皆需向委員會報告明確的重點，然後委員會就會提出建議，研究員就依據建議跟著改善，如果員工可以通過期初的考驗、考核，員工就可以變成公司的股東，Jonathan表示，這樣才可提昇員工的忠誠度，激勵員工為公司付出與努力，公司的特性其實就是集體員工整體的表現，他們選人才的條件之一為很正直、肯做事的人。

Jonathan認為，為避免研究員與公司利益產生衝突，事先就與員工溝通的非常清楚，研究員不可以再進場交易，不能將自己利益跟公司研究混為一談，這樣研究員才可以專心做研究，他們本身就是公司的股東，

研究做的好，當然分紅也會反映在年終獎金；副董事長指出，他們公司比較特別的是，每年公司發放紅利多少？其實是由研究員自己向公司提出，經公司評估後，再依據他們提出的金額去發放紅利。不過，當然還是會有些員工想要另謀高就，但為了保護公司的智慧財產權，員工都需簽署保密協定，即使離職還是得遵守先前與公司約定的保密協定。

**Q2**：過去幾年台灣要開創期貨信託事業，就常常遇到專業的人才不足的窘境，即使台灣有優秀的適當人才，也不知道何處找？請問Aspect Capital公司如何招募新血？

John說，Aspect Capital公司人才具備的條件為很聰明的量化專家，不過他們涉獵人才不會從同業、或者投資銀行挖角，反而從學校裡面尋找新的生力軍，訓練他們了解公司建置模型的過程、了解公司業務進行的方式，讓他們參與公司每天的實際營運，Aspect公司對自己員工的期望是：即使缺乏實務經驗，經過一年培訓後，也能夠勝任給予的任務；另外，因為Aspect公司有旋轉門條例，如果公司從同業挖角，要將他們過去的經驗全部剷除，John Wareham董事認為，那些根深蒂固的想法一時之間可能無法修正，所以乾脆去找一張聰明的白紙來重新訓練。

Jonathan完全認同John的回答，他們公司也認為從同業挖角，不如從學校找新鮮人

重新訓練起，緊接著，賴總經理補充，其實很難想像Aspect公司到底有多員工？Aspect管理的總資產為美金\$70億元，而員工人數低於200位，FX Concept更少共計55位員工，他表示，假如計算每位員工的產值皆超過新台幣\$1億元，要管理這樣的人數跟精英，賴總經理認為實際上並不會太難。

### Q3：在執行交易時，如何將市場能見度(market visibility)降到最低？

Jonathan說，其實這個問題答案不是唯一的，這是一個學習過程。20年前，要降低交易成本就是不斷地隨機交易，並跟交易對手銀行要求降低成本等，其實這樣還蠻糟糕的。自2000年之後，交易成本降低就不是去跟交易對手議價，而是要有一個完整的電子系統，讓交易員可以透過電子平台交易，小額也可交易，使得出價的價差(spread)可以縮小，副董事長風趣的說，這時候交易員在聖誕節就沒有人可以送禮物，也收不到足球賽的票，因為現在都是透過電腦交易、在電腦上執行。

現在交易需要注意到每天的流量，才能符合每位客戶流動性上的需求，所以他們不能跟隨著別人的作法；他們也會觀察中期的趨勢，有時候需要耐心的等待好幾個小時再執行交易，別人急著做交易而他們不急，假如能這樣做的話，能見度就能降低，可以在自己的價差做交易。其實他們是在跟市場賽跑，市場很快就可以追蹤他們在做什麼，再

加上科技可以到各地方找尋獲利的機會，不過，其他對手也很容易追蹤他們在做什麼。

John表示，他們有點不一樣的是做比較多的量化交易，通常做的都是高頻交易，且做的外匯交易都是流動性很高、快速進出的交易，他們發展的技術是在價差的中間就執行交易。其實Aspect同時也是訂價者，非僅只有被動接受價格，他們可創造價格再執行交易，John相信交易延遲越久，跟原來預設的價格就差越多，另外呢？有些交易是根本尚未報價就開始計畫要執行，因此十分鐘之內，會產生很大的變化。

### Q4：Aspect Capital公司投資標的有八種不同的資產類別，請問不同資產類別在演算法運用上是否不同呢？亦或是所有追蹤趨勢的演算法都是一樣的呢？

John闡述所有不同資產類別運用的演算法一體適用當然是最好的，如果市場流動性高，可以展示自我相關的特性，例如：農產品、債市、外匯等等，他們就可以採取不同的參數來追蹤趨勢，每種資產組合追蹤趨勢的參數是一樣的，不過，不同的資產類別還是需要微調，以及他們有些追蹤趨勢的參數是針對特定的資產類別處理它特定的風險，另外，股市除了價格因素之外，Aspect也會觀察利差交易，還有一些次要的重點就是將新聞訊息納入考量，他們機制裏面一切都是追蹤中長期的趨勢，希望透過這種方式不要錯過任何的資料。

CNFA

# 打造台灣品牌 CTA

## 專訪康和期經 吳啟銘總經理

期貨公會◎莫璧君

今年（2012）台北國際期貨論壇，本公會邀請歐、美兩地CTA的投資專家，為我們介紹期貨信託基金之國際發展趨勢。而無獨有偶的，在今年初，台灣期經公司也首次受國際CPO認可，成為受委任的專業投資機構（CTA），象徵期經的定位點已經向上推昇，從最初滿足交易人全委代操需求，進展到專業投資者的角色，也為產業開展出另一條道路。

在美國，CTA的發展，已行之有年，每一個CTA都需要有合法的執照，例如：舉世聞名的索羅斯，也擁有CTA執照。在CTA交易的過程中，CTA會以客戶名義進行買賣操作，每一筆交易的進出時間及商品種類、價

格，都會詳列於客戶本人交易帳戶中，非常清楚透明。且因為CTA具有監管嚴格、資訊公開透明的特性，因此，也是歐美許多高資產投資人、企業、銀行、退休基金等專業機構，放心將資產投入CTA的主因。

「其實我對期貨的思想很一致也很單純。」吳總經理說，期貨本身是零合交易，是非常需要造市的經濟活動。產業發展的最底層就是經紀業務，台灣的交易量在世界排名上是位居前端的，顯示我們市場交易是活絡的。而經紀業務往上走一層就是管理公司的資產，透過期貨市場的交易，一方面造市，一方面替公司獲利，這就是自營業務，這部分我們也很成功，這也是我們的優勢。



於是再升級管理客戶資產，就是期貨經理事業，但在這個時候我們遇到瓶頸。

為什麼？因為台灣的期經業務設計之初是為了滿足交易人全委代操的需求，杜絕非法代操、維護金融秩序，這樣的想法並沒有不好，只是當以這樣的用意催生產業時，產業發展的能量會顯薄弱，使其發展受到侷限。所以，在台灣，這塊業務的門檻很高，經營者要1億的資本額，客戶開戶至少250萬（這還是經過爭取後調降的額度），監理也屬高規格。相較之下，國外的做法使產業容易得到機會，10萬美金就可以申請成為一個CTA，門檻低，所以百家爭鳴，照著優勝劣敗、物競天擇的規則生存，CTA的存活或淘汰與否，決定權留給CPO、留給客戶，而不是以更多的法令規範及高規格的監理方式限縮產業發展。所以，我們很傷心地發現，台灣目前的環境下留不住人才，因為好的人才寧可留在海外或做自營，而不願留在台灣做CTA。因此，『產業轉型，是現階段最重要

且刻不容緩的目標』，吳總經理語重心長地指出。

### 創造產業價值鍊

台積電創辦人張忠謀先生在30幾年前，鼓吹「晶圓代工」這項產業時，大多數的人（包含一些世界級的專家）都不看好，甚至認為「根本不可行」，認為只有高科技本位或高資本密集的財團或西方強國，才能發展這類產業。而30年後的今天，台灣成了「晶圓代工」王國，全球前廿大半導體廠，也都陸續加入了台灣晶圓代工的生產線，這也印證了張忠謀先生對產業發展的看法－「不論大廠、小廠，都需要代工廠」。

現今社會環境已經和過去截然不同，科技業因全球技術的提昇、成本效應，使專業代工產業應運而生，而金融業也是如此，銀行、債券、保險、期貨、證券、財務工程等個別專業領域，已經分頭發展了數十年，現

在每一項專業領域都發展的更成熟、更具效益，在這發展過程中就出現了「金融專業代工」的機會。

「台灣，並不只有晶圓代工，我們也有金融代工！」吳總經理指出，康和期經在今年初取得外資CPO全委，也為台灣期貨專業金融代工拉開序幕，我們擁有成熟的交易技術、IT設備與地緣優勢，當外資CPO布局亞洲市場時，台灣CTA，正可以利用這樣的優勢擠進世界舞台，如此一來，我們產業的價值鍊就會形成，有了舞台，人才就會聚焦回這個產業，就能夠留住人才。

### 提昇產業的可投資性

投資股票是投資GDP也就是經濟成長、投資債券是投資利率、投資房地產是投資通膨，而投資期貨呢？期貨本身是零合交易，它沒有價值，而是投資未來，然而未來本身具不確定性，所以它的利得是不確定的，風險也是不確定的，這樣的標的本來就容易造成投資者的怯步。

但我們可以成就它的可投資性，吳總經理表示，一個股票基金經理人是去尋找許多好的股票持有與投資，但一檔期貨基金經理人沒法找好的期貨來持有，但他可以透過基金的管理，增加價值。這也是為什麼國外CPO在做資產配置時，會找好的CTA來管理，藉以增加它的價值。

期貨的可投資性也在這裏，期貨交易若可以透過CTA的交易差異化，變成一個投資

元件，由投資經理人來配置它，產生一個好的期貨基金產品，就會有非常好的價值。期貨所產生的收益與其他資產不同，因為多數金融商品喜歡成長，不喜歡風險，唯期貨商品本身與風險共生，當市場產生系統性風險時，正是它表現的時候，尤其在這幾年金融風暴、美債信評調降、歐債危機等金融事件環伺之下，更能深刻感受。所以當市場有一個好的期貨基金可供投資人當作資產配置的選擇時，它就會很亮。

### 橫向競爭 縱向合作 帶動產業發展

吳總用一個淺顯的例子來說明他的理念，大部分公司都有獲利壓力，同業競爭是免不了的，但不衝突，如同一條開通的道路，路上本來就會有很多車，往南往北，各有各的方向，只要有規則、有紅綠燈，就不會衝突。

如同A公司（CPO）全委B公司（CTA），B公司下單給C公司（經紀商），C公司的業務量會增加，若C公司的客戶有資產管理需求的，可以推薦買A公司的基金，A公司募資大了，全委B公司的金額也會增加，如此循環，這個合作思考的模式就出來了，於是產業鍊就帶動了價值鍊。

橫軸競爭，縱軸的整合鍊，不在平面競爭，只要客戶有需求，客戶接受就沒有理由不做。

例如：台灣很多投資人想投資大陸的股票，但在法令未開放之前是沒有辦法的，所

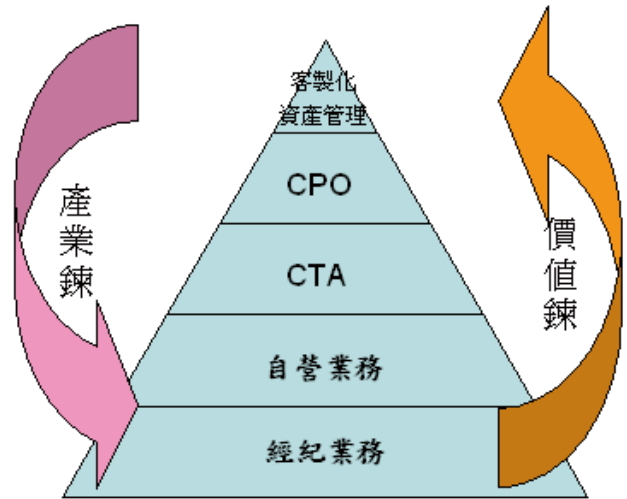


## Cover Story

以券商推出一些連結型的金融衍生性產品，不只可以滿足客戶的需求，也可以創造公司的績效，這些台灣連結大陸的產品，下單是下在大陸的券商，二家券商合作的空間就出來了，這就是我所說的產業鍊，各自產生的價值就是產業鍊所製造的價值鍊，自然帶動產業良性發展，而這樣的關係也發生在我們跟國外CPO合作的情形。

而就本國CPO合作角度而言，現階段，國際品牌CTA在經驗上、技術上是具備優勢的，但它的委任門檻高至少1億美金、管理費及獲利分享也歸屬他們，需要見海外CTA或溝通都有困難度，再加上法令及保管銀行文件往來的不便，而投資人的錢從台灣到海外又有外匯風險、避險的問題，以及我們最頭疼的透明度與掌握度問題。相形之下，國內全委給CTA的門檻低、服務品質好、透明度高、需要溝通直接就可以找到Keyman解決投資需求，本國CPO又怎有理由再找國外CTA合作，如同台灣就有迪士尼樂園，我們還會到香港嗎？但當務之急，必需先將基礎建設做起來，在技術上更臻成熟，讓本國CPO有信心委任我們自己的CTA。

台灣是一個很有特色的市場，衍生性商品活力十足，波動度也很好，對外資又友善，也稱得上是國際型的市場，未來我們自組一個以台灣期貨為主的投資產品是有必要的，進一步把台灣品牌往上推，如同我們不認識酷客，但是因為IPHONE所以認識它；我們可能不認識頂新集團，但因為康師傅所以認識它，而另一方面，還能夠帶動市場



產業金字塔

的流動性，投資人不需要250萬才能投資期經，可能3000元的定期定額就可以買，這個產品就會很好，是CTA與CPO的縱向整合。

### 打造台灣品牌CTA

期貨的特色是保證金交易，可以拉高操作槓桿，拉高槓桿以後，可以配置更多元的產品。以質量守恆定律而言，我的一筆錢，不可能當成三筆錢使用，我就算想做資產配置也很難做到，但期貨不同，因為保證金交易的特色，可以將一筆錢當做五筆錢使用，再加上跨市場、多空操作的特性，造就它三個軸（元素），組成空間（產品），可以做到有效且廣泛的配置。

設計與創新，吳總經理將它歸成二類：原創與組合。「我發明了什麼東西沒有人看過，我發現了一個新物種或新元素，這叫原創。」很難，可遇不可求；所以大多的設計

與創新是組合而成的，如同：飛機和船組合成航空母艦、蛋餅和蚵仔組合成蚵仔煎、粉圓與奶茶組合成珍珠奶茶…一樣。產品設計本身就需要投資元件，如果沒有CTA，就很難進入產品設計，所以藉此機會在這裏呼籲大家一起投入這個產業，否則我們永遠只能買老外的元件。當然，除了業者實務的經驗外，也需要主管機關的認同與協助，讓從業人員更能發揮，如前所述，我們希望開通的路上有很多車，就要有接受新手上路風險的勇氣。

吳總經理總結提出打造台灣CTA品牌的四個步驟：1)要有產品設計的能力；2)要有實務的經驗；3)要有完整的風控；4)要能研發創新。它是一個PDCA的循環，在研發創新之後，就又回到第一步產品設計，產品一旦設計完成，就會需要實務經驗進行交易，交易過程中需要注意風險，風險控制好，產品就會再成長；再進行研發創新，這樣反覆一直做、一直做，第一代、發展到第二代、第三代…的產品，我們的品質就會出來，我們的品牌就會出來，『CTA』made in Taiwan！終將不是夢。




## 吳啟銘小檔案

### 現職

康和期經 總經理

### 經歷

大陸國聯期貨、申銀萬國期貨、中信新際期貨、海通期貨 期貨交易顧問（CTA）

香港康和資產、GEN2展騰投資、廣發期貨期貨交易顧問（CTA）

上海交通大學高級金融學院（CTA）講師

中華金融操盤手協會理事

台灣期經委員會委員

台灣期貨交易所交易委員會委員

群益期貨 副總經理（自營部主管）

國票證券 經理（營業台主管）

### 獎項

入圍台灣金融創新金犇獎

台灣期交所期兵競賽優勝

台灣期交所萬口俱樂部會員

### 著作

交易的藝術

### 學歷

加拿大皇家大學 高階企管碩士

# 專題報導



為配合行政院推動具兩岸特色金融業務，及期待下階段ECFA早收清單能對期貨業有更具實質效益的開放前，針對兩岸期貨業未來合作與發展提出具體建議，特舉辦『期貨業兩岸事務座談會』，本刊就座談會之精髓分享讀者。

# 兩岸指數相互掛牌的利基展望



國票期貨總經理◎李姿錡

台灣期貨年成交量於2006年11月正式超越1億口，後五年期間年度交易量成長了近一倍達1億8,299萬5,171口。根據Futures Industry Magazine統計資料顯示，台灣在2011年台指選擇權契約交易量於全球排名第11，而股價指數類契約（含股價指數期貨與選擇權）也在全球排名第8，顯示台灣在指數類期貨的發展經驗與交易環境已追上世界一流交易所的腳步。

2009年11月16日兩岸完成簽署銀行、保險、證券期貨等金融監理合作備忘錄為兩岸的金融交流寫下歷史性的一頁。挾著兩岸經貿的蓬勃發展、金融業的交流增加，在兩岸金融監理合作備忘錄生效後，著實提供兩岸

金融業一個相互合作且共同建構全球華人金融中心的機會。

## 壹、發展兩岸指數相互掛牌的利基

### 一、對台灣的利基

1. 為台灣投資人增加更多元的投資標的以滿足資產配置的需求  
兩岸指數相互掛牌，可以豐富現期貨的交易模式，讓投資人可藉由變化交易商品與策略來活化資產配置的靈活度，進而有效規避市場系統性風險。另，陸股指數設有10%的漲跌幅限制，遠比台股指數7%來的大，提供風



# Feature Report

險喜好投資人更大的操作槓桿與風險溢酬。

## 2. 避險管道可更為簡便且直接

目前已有連接滬深300指數的ETF在台上市，若同時具備滬深300指數之期貨商品，則可便利市場投資人就近進行避險，無須透過複委託，甚至在當地即可開戶進行避險交易。

## 3. 穩定台幣匯價

若能直接用本地貨幣交易陸股指數期貨，則不需透過香港等第三地區間接參與大陸股市與期市，將可降低資金外流現象，具穩定台幣匯價作用。

## 4. 赴大陸投資的期貨商能有效率地融入大陸期貨市場

若大陸股價指數期貨在台灣掛牌，台灣投資人與期貨商勢必將對新商品進行交易策略上的研究，以獲得交易與利益之先機。因此，大陸期市與相關商品發展情形也能藉此得知，此有利於台灣赴大陸投資的期貨商擬定發展策略並快速地融入大陸期貨市場。

## 5. 可望吸引更多陸資企業來台發行TDR

隨著投資人因陸股指數在台掛牌而提升對大陸企業認知度，可望刺激國內券商向陸資企業爭取輔導來台發行TDR的意願，以擴大大陸股市相關商品的廣度，開闢另一塊交易藍海。

## 6. 有效提升台企在大陸知名度

台灣企業在大陸的投資多以代工為主，品牌經營方面仍與陸資企業有相

當程度的落差，例如TCL、創維、海爾等皆是大陸民眾耳熟能詳的國內彩色電視業者，但鮮少人知道其電視面板與相關零組件大多由友達、奇美電與相關業者等所供給。因此，台股指數大陸掛牌，對於身為台股成分股的台灣企業來說，在拓展大陸市場方面具正面積極助益。

## 7. 提供除摩台指之外的另一個交易選擇

由於摩台指與台股指數的成分個股組成相近，走勢也亦步亦趨，但因商品所屬的交易所不同，使交易時間也不同，致摩台指具領先台股指數的走勢優勢。若兩岸指數相互掛牌，投資人在台股收盤後，如有避險或投機需要，不必一定要交易摩台指，也可以跨市場避險，到中國大陸交易台指期貨相關商品，滿足投資人需求。

## 二、對大陸的利基

### 1. 增加更多元的交易標的以滿足大陸投資人投資組合之需求

兩岸指數相互掛牌，投資人可以藉由變化交易商品與策略來活化資產配置的靈活度，進而有效規避市場系統性風險。

### 2. 有效提升大陸企業在台認知度

根據英國金融時報2011年全球500大企業排名表，前十大公司中就有三間大陸企業入選，分別是中國石油、中國工商銀行與中國建設銀行皆為大陸股

市中具舉足輕重的大型企業，然而對台灣民眾而言卻仍陌生，若能藉由兩岸指數相互掛牌而廣為被台灣投資人所熟識，當兩岸出現更進一步的交流時，大陸企業可更迅速地打開台灣市場。

3. 迫使大陸股市往市場機制修正，降低泡沫化的機率

陸股指數期貨目前尚處成長階段，仍未普及到一般大眾，若兩岸指數相互掛牌並搭配台灣期貨商登陸推廣，將使期貨的投機、避險、價格發現三大功能更加充分被發揮，且股市出現價量失控導致泡沫化的機率也將隨之降低。

4. 藉台灣指數期貨發行經驗，引進SPAN保證金等制度改進措施，有效地活絡大陸期貨市場

大陸期貨市場以商品期貨為主，近年也逐步發展金融商品，以台灣發行指數期貨將近十四年的經驗，加上近幾年陸續推出一連串制度面上的改進措施，例如SPAN保證金制度、有價證券抵繳保證金、DMA下單交易機制、放寬避險帳戶限定、開放綜合帳戶、期貨商可擔任代理人等，對於刺激法人參與期貨交易具相當成效。若將這些成功制度與經驗引進大陸，有助迅速活絡大陸期貨市場，提升兩岸間金融市場的共同發展。

## 貳、國際趨勢經驗

產品在不同交易所間交叉上市儼然成為國際趨勢，近幾年來，尤以俄羅斯之發展更是積極，跟隨芝加哥交易所及新加坡交易所的成功經驗，BRICS（巴西、俄羅斯、印度、香港以及南非）也在2012年3月30日開始相互掛牌其指數期貨。

### 一、指數期貨相互掛牌常見問題

1. 合約規格與使用貨幣問題

以BRICS相互掛牌來看，各交易所使用當地貨幣創造相互掛牌之指數期貨。以香港期貨交易所為例，其掛牌之巴西指數期貨的契約價值為巴西指數期貨乘上港幣25元，此種相互掛牌方式可省去匯率換算之問題。若兩岸指數期貨相互掛牌，合約規格之訂定可採取此種方式較為便利，倘使大陸指數期貨在台灣得以台幣計價方式交易，對寶滬深ETF的套利以及避險交易將更加便利。

2. 槓桿使用倍數問題

以目前滬深300指數期貨的槓桿倍數約8.33倍，而台指期的槓桿倍數約16.67倍，若兩岸指數相互掛牌而槓桿倍數各自維持，則投資者在資金使用效率的考量下，將會使台灣期貨交易所的交易量增加。



# Feature Report

## 二、全球相互掛牌指數期貨之現況

1. 目前交叉掛牌指數期貨成功如:美國芝加哥(CME)交易所及新加坡交易所

Exchange	CME		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
NHA Index	日圓計價 Nikkei 225 指數期貨	25,514	67,745
NXA Index	美金計價 Nikkei 225 指數期貨	5,298	38,270
Exchange	SGX		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
IHA Index	印度 CNX Nifty 指數期貨	34,966	277,670
N8A Index	美金計價 Nikkei 225 指數期貨	5	20,269
NIA Index	日圓計價 Nikkei 225 指數期貨	107,293	268,452
XUA Index	富時中國 A50 指數期貨	28,685	126,437

### 2. BRICS相互掛牌現況

金磚國家交易所發布聯合聲明稱(2012年3月30日)巴西證券期貨交易所BM & FBOVESPA、俄羅斯MICEX-RTS、印度孟買證券交易所(Bombay Stock Exchange)、南非約翰尼斯堡證券交易所(Johannesburg Stock Exchange)以及香港交易及結算有限公司(Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd.,簡稱:香港交易所),同意將各成員市場的基準股指衍生產品在其他成員市場相互掛牌買賣,此舉目的主要在吸引全球投資者投資金磚市場新型金融產品,並相互掛牌交易各自的基準股指衍生產品。透過這合作計劃,各成員市場的基準股市指數衍生產品將以當地貨幣掛牌買賣。

五大交易所相互掛牌帶來的優勢

#### (1) 容易涉足BRICS市場

亞洲投資者可輕易在亞洲時區以港元投資BRICS市場。

#### (2) 有效對沖工具

投資者可有效管理其在BRICS市場相關產品(如股份組合、交易所買賣基金、投資基金及結構性產品)的風險。

#### (3) 跨市場套利機會

交易員可在香港交易所與其本土市場之間尋找套利機會。

#### (4) 高成本效益

香港交易所的期貨合約是投資者高成本效益的槓桿投資工具。

#### (5) 對手風險低

每宗交易均由香港期貨結算有限公司(香港交易所附屬公司)作中央結算上手,減低上手風險。

BRICS指數期貨於2012年3月30日開始掛牌交易，因掛牌不久，尚需時間待其發揮效益。  
BRICS相互掛牌指數期貨交易量統計表：

Exchange	巴西交易所		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
BHSA Index	恆生指數期貨	0	0
BJSA Index	南非指數期貨	0	0
MYCA Index	俄羅斯指數期貨	0	0
SSEA Index	印度 SENSEX 30 指數期貨	0	0
Exchange	印度孟買交易所		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
FJSA Index	南非 TSE / JSE Top40 指數期貨	0	0
IBOA Index	巴西指數期貨	0	0
KIDA Index	恆生指數期貨	0	0
MIWA Index	俄羅斯 MICEX 指數期貨	0	0
Exchange	香港期貨交易所		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
BOSA Index	巴西指數期貨	0	1
MIDA Index	俄羅斯 MICEX 指數期貨	0	3
SETA Index	印度 SENSEX 指數期貨	2	8
Exchange	南非期貨交易所		
Ticker	Description	5月平均日交易量	5月日平均留倉量
BVSA Index	巴西指數期貨	0	0
CXSA Index	俄羅斯 MICEX 指數期貨	0	0
JHCA Index	恆生 H 股指數期貨	0	0
JHSA Index	恆生指數期貨	2	5
JNSA Index	印度 Sensex 指數期貨	0	0

3. 中國金融期貨交易所（中金所）在2012年5月18日分別與芝加哥期權交易所集團（CBOE）、芝加哥商業交易所集團（CME）、紐約泛歐交易所集團（NYSE EURONEXT）以及德意志交易所集團（DBAG）簽訂合作諒解備忘錄。根據簽訂的備忘錄，中金所與四家境外交易所將致力發展於金融衍生品領域的友好合作關係，建立有效的溝通



# Feature Report

機制，探討業務合作機會，合作內容主要包括資訊共享與互換、人員培訓、業務合作、產品開發等，相互為對方的發展提供必要的支持和便利。

#### 4. 歷年跨市場掛牌股指期貨

• 跨市場掛牌股指期貨的主要商品如下：

離岸型股指期貨契約	交易所	交易所縮寫	上市所在地	標的物地區	上市日期
CBOE 中國指數期貨	CBOE 期貨交易所	CFE	美國	中國大陸	2004/10/18
OMX 指數期貨	EDX 倫敦交易所	EDX London	英國	瑞典	1989/12/15
道瓊工業平均指數期貨	大阪證券交易所	OSE	日本	美國	2002/7/15
S&P/TOPIX 150 指數期貨	芝加哥商品交易所	CME	美國	日本	2002/3/08
日經 225 指數期貨 ( 日元 )	芝加哥商品交易所	CME	美國	日本	2004/2/23
日經 225 指數期貨 ( 美元 )	芝加哥商品交易所	CME	美國	日本	1990/9/25
新華富時 E-mini 中國 25 指數期貨	芝加哥商品交易所	CME	美國	中國大陸	2007/5/20
中國指數期貨	芝加哥選擇權交易所	CBOE	美國	中國大陸	2004/10/8
H 股指數期貨	香港交易所	SGX	香港	中國大陸	2003/12/8
新華富時中國 25 指數期貨	香港交易所	HKEx	香港	中國	2005/5/23
道瓊工業平均指數期貨	香港交易所	HKEx	香港	美國	2002/5/6
MSCICNX Nifty 指數期貨	新加坡交易所	SGX	新加坡	印度	2000/9/25
MSCI 日本指數期貨	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	2002/5/15
MSCI 台灣指數期貨	新加坡交易所	SGX	新加坡	台灣	1997/1/9
MSCI 香港增強行指數期貨	新加坡交易所	SGX	新加坡	香港	1998/11/23
日經 225 指數期貨 ( 日元 )	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	1986/9/3
日經 225 指數期貨 ( 美元 )	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	2006/11/24
新華富時 A50 指數期貨	新加坡交易所	SGX	新加坡	中國大陸	2006/9/5

• 跨市場掛牌中國概念指數期貨，如下表：

品種名稱	推出時間	交易所	標的指數
恒生紅籌股股指期貨 *	1997/9/12	香港交易所	32 檔紅籌股
MSCI 中國股指期貨 **	2001/5/7	香港交易所	32 檔 H 股、紅籌股、B 股、N 股
H 股指數期貨	2003/12/8	香港交易所	恒生中國企業指數
中國指數期貨	2004/10/8	芝加哥選擇權交易所	16 檔美國上市的中國公司股票
中國統一指數期貨合約 ***	2004	汶萊國際交易所	滬、深兩市 80 檔成分股
新華富時中國 25 指數期貨 ****	2005/5/23	香港交易所	25 檔主要的 H 股、紅籌股
新華富時 A50 指數期貨	2006/9/5	新加坡交易所	50 檔 A 股
E-mini 新華富時中國 25 指數期貨	2007/5/20	芝加哥選擇權交易所	25 檔香港上市的中國公司股票
*2001/8/31 停止交易 **2004/3/29 停止交易 *** 現已停止交易 ****2008/12/23 停止交易			

綜觀以上案例，就交易活絡的利基來看，美國及新加坡法規限制少(新加坡交易所與CME之間有簽訂Mutual Offset System)，有效便利投資者在不同交易所沖銷部位。另，新加坡交易所的印度Nifty指數期貨以及中國A50指數期貨合約以美金計價，在印度以及大陸皆進行匯率管制的情況下，對於外資而言亦具相當吸引力。

### 參、避險需求之探討

為求兩岸期貨市場在效率與安全兼顧的前提下，於全球資本市場範圍內，建立資產投資組合的需求及具特殊性之投資行為，就不容忽視有效且充足的避險管道。

台灣證券交易所目前已有寶滬深

(0061) 的ETF掛牌交易，大陸股指期貨若能在台灣期貨交易所掛牌交易，則提供期貨與ETF間套利及避險工具，不但增加各指數期貨間的價差交易機會，對於同時增加證券以及期貨的交易量亦有相當助益：



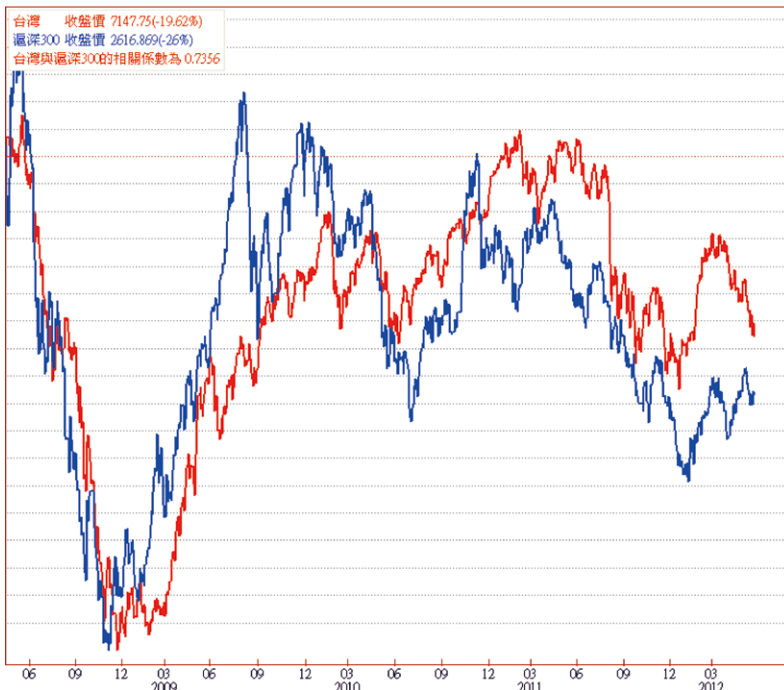
# Feature Report

## 一、增加投資避險管道、滿足策略彈性

1. 加權指數與滬深300指數對照圖，期間2005/05~2008/05，相關性88%，如下圖一：

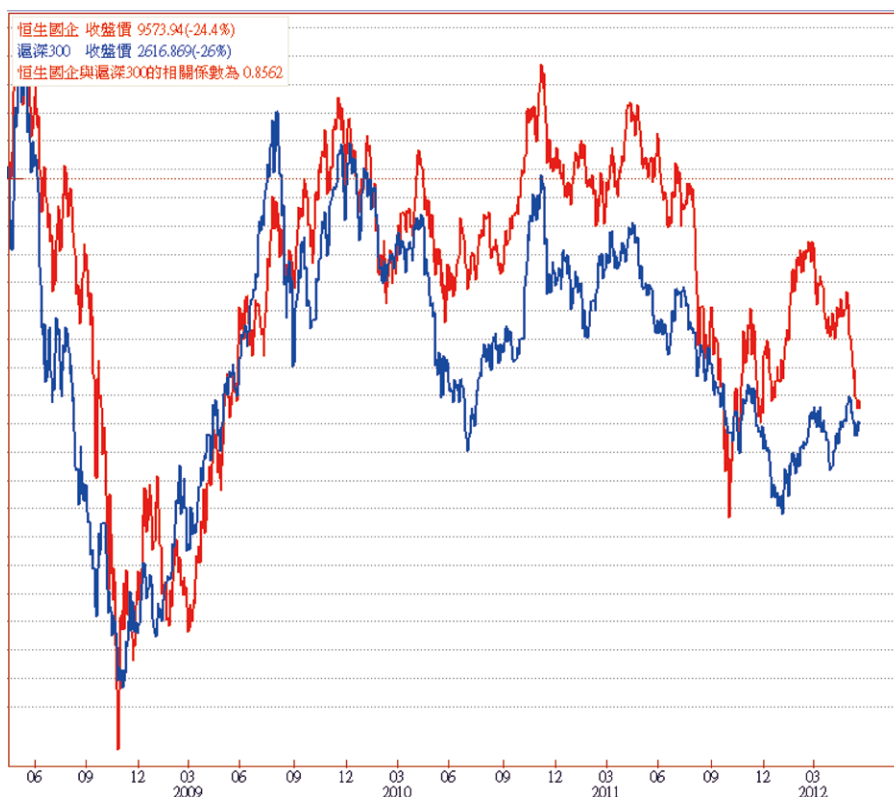


2. 加權指數與滬深300指數對照圖，期間2008/05~2012/05，相關性73%，如下圖二：



如圖，反映台股與陸股在不同的多空景氣循環下，指數走勢間的相關連動性分析，在經歷景氣多頭行情時期，兩者之間的連動性高達8成以上（圖一）。然從後金融海嘯與歐債情勢的接連發生在期間內，指數發展呈現大區間的整理走勢，反映出市場存在不確定性，儘管指數發展餘波盪漾，兩者相關性仍高達7成以上（圖二）。面對金融市場日益開放，資訊加速流通與國際市場頻頻整合之際，今日市場較過去面對更多不確定因素，也承受更多元的風險，如何在追求利益下，同時規避價格的不利波動，已成為投資者一個重要課題。

就台灣首檔以陸股為投資標的之香港ETF基金為例，基金90%以上的資產將投資於香港證交所掛牌的「標智滬深300基金」，並保留10%彈性投資香港期貨以作為避險。透過中金所滬深300期指與滬深300 ETF的相關性分析



( 恆生國企指數與滬深300指數對照圖，期間2008/05 ~ 2012/05，相關性85%)

得到相關性為0.92，其具高度相關性表示期貨透過避險效果極佳。避險角度來說，投信業者持有基金資產投資多方部位與期貨空方部位自然可得到避險效果。為投信業者發行中國指數型基金及投資人布局交易策略提供更多選擇性的避險、資金調度的管道。(以現況來說，在香港的期貨布局還需面臨到匯率、時效性等問題，若在台掛牌交易就能排除掉上述問題，此乃為兩岸相互掛牌最大利基所在。)

## 二、複委託的開放-投資人操作趨於多元

金管會於今年3月中旬開放銀行信託資金可投資大陸地區政府或公司在香港等地發

行有價證券，開放券商接受「複委託」投資H股(國企股)，投資人只要透過複委託帳戶交易，不須出國、換匯就可以直接買賣H股。計算恆生中國企業指數(簡稱國企指數或H股指數)與滬深300指數在2008年至2012年期間的走勢相關性，得出連動性達85%，反映兩者走勢間具高度相關性。未來期望政府降低更多兩岸相互投資門檻，一般投資人亦可藉由買賣H股及滬深300指數期貨以增加參與動機與投資多元性，進而增進兩岸相互掛牌後的實質效應。

## 三、兩岸金融監理備忘錄生效

2010年1月16日兩岸金融監理合作備忘



錄（MOU）正式生效，兩岸金融進入前所未有的開放與交流，且QDII基金也可以來台投資，象徵了陸資可以投資台灣的開放性意義。目前台股市場討論的QDII，指證監會管轄的10家基金公司，為金管會首波開放的對象。根據金管會表示，今年（2012）將積極推動開放銀監會核准的QDII來台進行第二段投資，共22家規模約94.6億美元，一旦開放將為成交量低迷的台股注入活水。站在中國QDII基金經理人角度而言，倘若台股指數期貨順利在中國對岸掛牌交易，除提升資金運用效率、其避險需求也將隨兩岸金融合作加溫而增加。

#### 四、作為引資需求 QFII與股指期貨相關性

QFII機構具有規避標的國市場系統性風險的需求，而實施QFII制度的國家通常為新興市場國家，其資本市場的成熟和規範程度普遍不足，其系統性風險相對較高。因此，股指期貨往往成為QFII 機構規避新興市場風險不可或缺的工具。而股指期貨市場的發展在滿足QFII 機構規避系統風險需求同時，也進一步吸引QFII資金不斷流入市場。

在資產組合管理中，使用衍生性金融工具是國外大型投資銀行的通行做法。QFII 機構一般多為國際金融市場中較為活躍的大型投資銀行，在其進行全球化投資的大規模資產組合中，股指期貨和選擇權產品是建構避險與套利結構的必要資產。

除避險作用外，衍生性資產也是QFII投

資者利潤的重要來源之一。不論從規避系統性風險，還是組合投資獲利角度來看，QFII政策的實施，對標的股指期貨的推出，具有顯著性的影響。

#### 肆、法令監管暨現況之探討

##### 一、股指期貨市場風險監管制度：

目前世界各國金融期貨市場的管理模式大體上可以分為兩種監管模式，分別為政府監管模式和自律監管模式。自組織層面來看，一般都採用三級管理體系：政府監管機構、行業自律組織及期貨交易所。而金融業呈現先分業經營、後混業經營的發展趨勢，監管模式由最初的分業多頭監管模式，發展到現代的統一監管模式或職能監管模式。

討論中國大陸金融期貨市場主採取單一（統一）監管模式，即採用以政府監管為主的監管模式。中國證券監督管理委員會統一監管金融期貨市場，組織層面上採用三級管理體系：中國證券監督管理委員會、中國金融期貨交易所和中國期貨業協會。中國金融期貨市場監管採用以政府監管為主，行業協會和交易所為輔的一元三級監管模式。於2000年12月，中國期貨業協會成立，表示中國大陸期貨市場的管理，正式分為類似美國的三級監管模式：政府監管、期貨協會自律管理、期貨交易所的自身管理。

從歷史的經驗和橫向比較來看，發達國家為了保證衍生性金融商品市場的競爭性、高效性與公正性，都具有健全的法律和法規

體系。各交易所也制定了完善的規章規則，形成了完備的市場監管法規體系。新興市場為了避免少走彎路，通常都借鑑發達國家衍

生性金融商品市場的法規體系，並結合自身的具體情況，來制定監管的法規體系。

全球先進國家股指期貨風險監管制度比較：

國家	英	美	日	韓
現行監管模式	自律監管	政府監管與自律監管並行	政府監管	政府監管
	統一監管	統一監管	多頭監管	統一監管
監管機關	金融服務管理局（FSA）與制約機構 - 金融服務及市場特別上訴庭	聯邦期貨交易委員會（CFTC）、全國期貨協會（NFA）和期貨交易所的三級監管制度	大藏省管理金融期貨市場，農林水產省管理農產品期貨市場，通商產業省分管工業品期貨市場，為三省分管體制	金融監督委員會（FSC）及其下單獨設置的證券和期貨管理委員會負責

二、法令投資規範下台資參與大陸期貨業方式：

1. 以CEPA《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》形式投資大陸期貨業  
2004年10月《CEPA補充協議一》「允許持有香港證監會牌照並符合中國證監會規定條件的中介機構在內地設立合資的期貨經紀公司，香港持牌中介機構擁有的股權比例不超過49%（含關聯方股權）…」，隔（2005）年中國證監會即發布《港澳服務提供者申請期貨經紀公司股東資格審核》，目前外資依此在大陸參股之期貨商有三家，分別是銀河期貨（外資股東為蘇皇金融期貨亞洲有限公司，持有股權16.68%）、摩根大通期貨（外資股

東為摩根大通（香港），持有股權49%）、中信新際期貨（外資股東為新際經紀香港有限公司，持有股權42%），台灣期貨業可循上述CEPA模式，先取得證監會牌照後，再與大陸期貨業者合資成立期貨公司。

2. 藉由QFII形式參與大陸金融期貨市場  
中國證監會、中國人民銀行及國家外匯管理局於2006年9月聯合頒布《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司以及其他資產管理機構等可以在中國證券市場進行證券交易。另中國證監會亦於2011年5月發布《合格境外投資者參與股指期貨交易指引》，允許QFII在其投資額度內參與股指期貨進行套期保值交



# Feature Report

易，但不得利用股指期貨在境外發行衍生產品。此後，中金所相應制訂並發布《特殊法人機構交易編碼申請業務指南》，規範QFII參與股指期貨交易各項業務流程，因目前尚有託管帳戶問題待解決，雖尚未有QFII開戶，

然QFII參與股指期貨已在不遠矣。據此，台灣的金融機構可以申請成為大陸的合格境外機構投資者（QFII），藉以參與滬深300股指期貨以及之後的金融衍生商品。

## 大陸有關申請QFII資格條件（2012年7月27日中國證監會公布）

	開展業務相關年限	規模要求	最近一個會計年度管理 / 持有的證券資產
資產管理機構	2年		5億美元
保險公司	2年		5億美元
證券公司	5年	淨資產 5 億美元	50 億美元
商業銀行	10年	一級資本 3 億美元	50 億美元
其他（養老基金、慈善基金會、捐贈基金、信託公司、政府投資管理公司等）	2年		5 億美元

### 3. 以轉投資大陸資訊公司方式間接參與大陸期貨業

主管機關於今（2012）年3月底修訂期貨商管理規則第二十三條第四款規定，開放本國專營期貨商得以自有資金轉投資於國內設立資訊公司，主管機關表示，基於擴展本國期貨商業發展考量，在利益得回歸本國期貨商之配套規範下，期貨商得在其淨值10%額度內，轉投資於國內設立資訊公司，但以一家為限，且應由期貨商100%持有，從事與期貨及證券相關資訊之業務。另期貨商投資之本國資訊公司得於大陸地區或第三地區轉投資資訊事業，惟期貨商應就該轉投資或再轉投資事項先報經金管會核准，期貨商得依此模式先行跨足大

陸期貨業務。

### 三、現況發展：

2010年8月立法院通過簽署之海峽兩岸經濟合作架構協議ECFA之早期收獲清單包括：

1. 對符合條件的我國金融機構在大陸申請合格境外機構投資者（QFII）資格予適當便利。
2. 儘快將我國證券交易所及期貨交易所列為大陸合格境內機構投資者（QDII）可以投資金融衍生性產品的交易所名單。
3. 簡化我國證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程式。

截至2012年6月底，台灣已有6家投信業者及7家壽險業者向大陸證監會申請取得QFII資格，然上述早收清單對於期貨業之兩岸業務的進度並無具體助益，尚需在下波兩岸協議中努力。

#### 四、現況問題：

1. 港資初期依CEPA申請參股大陸期貨公司甚為踴躍，惟審批速度緩慢，2008年後甚至暫停審批，據載是因成效未如預期而停止，故繞道香港再與大陸期貨業者合資成立期貨公司之事，目前暫無法實現。
2. 由於中國大陸並未開放期貨及外匯市場，現況下外資只能透過QFII額度，投資中國大陸市場；而大陸民眾只能透過購買獲批QDII額度的機構所發行的海外投資商品，間接投資境外金融市場。
3. 根據《台灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法》之規定，目前已開放台灣證券期貨商可以投資大陸之期貨公司，2012年5月大陸證監會發布《關於期貨公司變更註冊資本或股權有關問題的規定》，外資僅限間接參股期貨公司，單一境外投資者間接擁有期貨公司股權權益或表決權的比例應當低於5%，然目前尚無任何台灣參股大陸期貨公司、兩岸期貨交易所相互掛牌、以及承認兩岸期貨證照之案例。

#### 五、股指期貨市場常見之風險：

1. 現貨（股市）價格波動  
 股指期貨市場是為了規避股票現貨市場價格風險而誕生。正常情況下，每一個能引起股票價格變化的因素都會引起股指期貨市場價格迅速變化，導致股指期貨市場波動的風險。
2. 交易操作的槓桿效果  
 期貨交易為保證金制，交易者並不需要繳足期貨合約的總金額。市場狀況惡化時，可能導致保證金低於維持率而無力支付之巨額虧損。如果客戶無力追加保證金，客戶就會違約，該客戶的風險將轉移到期貨經紀公司，如果期貨經紀公司也無力承擔，風險則將進一步傳導到交易所。
3. 股指期貨合約的無限性  
 股指期貨合約沒有數量限制，可以無限制地創造，故股指期貨交易所涉及的金額可以大大超過股票現貨市場。不過，股指期貨交易的合約並不代表真實的金融資產。參與者越多，投入的保證金也越多，所生成的期貨合約與合約金額也將隨之增加，導致期貨市場整體風險增大。
4. 股票市場做空機制受限  
 投資人在股指期貨市場能做多又能做空，而股票市場雖能做多，但做空具有限制，使得兩邊市場出現不對稱的問題，僅能進行買進股票、賣出股指期貨的套利交易，但無法進行賣出股



票、買入股指期貨的交易，著實影響市場自動調整價格的功能，迫使股指期貨價格出現現貨指數脫鉤的情況。

## 5. 市場機制不健全

由於管理法規和機制不健全等原因，股指期貨市場可能產生流動性風險、結算風險、交割等風險。

例如：1994年，霸菱銀行在新加坡期貨部門負責日本與新加坡的期貨交易所操作期貨與選擇權的首席交易員，在新加坡期貨交易所與日本期貨交易所大量買進日經 225 指數期貨並放空日本債券期貨。而後因爆發日本神戶大地震，導致日本經濟開始蕭條。因而造成銀行倒閉，其人為操縱的類似事件以及非系統性風險的發生層出不窮，因此，交易所之風險監管措施與股指期貨合約的設計必須作更加深入之探討。

## 伍、展望

在兩岸金融監理合作MOU生效後，兩岸的資本市場可望能在ECFA的框架下產生更多競合的關係。特別是在期貨市場方面，由於期貨商的發展不至於因資本較多或經驗較好而形成獨攬市場的狀況，再加上期貨交易屬於衍生性金融商品，其相關的交易與管理辦法相較於證券、銀行與保險等金融業來的單純，故兩岸期貨市場交流阻力愈小，就越容易先實現。因此，兩岸指數相互掛牌的措施，可望能作為雙方資本市場交流的試金石，並期盼在「競合」的關係下，能讓兩岸的資本市場的規模能夠進化成大中華資本市場的概念，成為全球華人籌資與金融交易的中心。



# 兩岸期貨商互相投資的商機



富邦期貨◎張雅斐 總經理

## 前言

2010年8月17日立法院通過兩岸經濟合作架構協議（ECFA），海峽兩岸正式建立經貿合作平台，其中第四章早期收穫項目中，證券暨期貨被承諾的項目僅3項：(一)對符合條件的我國金融機構在大陸申請合格境外機構投資者（QFII）資格予適當便利。(二)儘快將我國證券交易所及期貨交易所列為大陸合格境內機構投資者（QDII）可以投資金融衍生性產品的交易所名單。(三)簡化我國證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序。此次協議早期收穫清單中並無本國期貨業所期待的項目，盼相關單位在開始展開『服務貿易協議』協商時，能考量海峽兩岸期貨業的共同需求，爭取更具實質效益的合作內容。

## 壹、兩岸期貨業合作利基

### 一、兩岸期貨業合作具互補價值

- (一) 大陸豐富的商品期貨經營經驗，可提昇台灣期貨商經營績效。  
大陸期貨業經過10餘年的發展，經營商品期貨經紀業務頗有績效，對於如何提昇商品期貨交易人交易素質亦有一定心得，所培養的商品期貨專業從業人員及所提供的研究報告，相對優於台灣期貨業，這些經驗正足以填補台灣期貨商的經驗缺口，可讓台灣期貨商學習並強化商品期貨經營能力，進而提昇經營績效。
- (二) 台灣期貨業具備金融類期貨及多樣化期貨業種的經營經驗，可協助大陸穩定、健全發展大陸期貨市場，並共同參與大陸市場的成長。



# Feature Report

大陸期貨市場在2010年加入金融期貨、2011年開放期貨公司期貨投資諮詢業務，及近期籌備境外期貨業務，未來勢必逐漸開放期貨相關服務事業，因此整體市場的廣度與深度都將呈現可預期的成長。而台灣從1993年國外期貨交易法開始，台灣期貨業也歷經近20年的發展，但市場廣度不足，使得未來發展受到限制，然從經紀業務到各項期貨服務事業齊備，特別是金融類指數期貨及選擇權之經營，已累積許多開發、行銷、設計、經營、風管、IT等經驗。台灣可藉由經驗與技術輸出協助大陸期貨業穩健安全的發展期貨產業，並參與廣度更充分的大陸期貨市場，以突破目前經營績效成長困境。

- (三) 兩岸期貨業務具互補性，期貨商品整合後可納為「大中華財富管理」之一環。可為現貨帶來避險、價差與套利各種交易策略，提供投資人更多元的投資工具，創造期貨商更多角化的收入來源！

## 二、專業與人才交流，創新產品服務

- (一) 台灣期貨經紀業務人才專業程度高，更兼有期貨顧問、期貨經理招攬等多元功能與能力。期貨顧問在交易策略研發、產品提供、市場研究報告均有相當深入的發展，且具期貨分析師資格的比重高，能提供客戶高品質的服務。另外台灣期交所、證期基金會亦經常開辦操作人才養成班，積極培育期貨自營、經理操作人才。

- (二) 大陸在商品期貨的專業人才濟濟，在金融期貨方面亦正蓬勃發展，透過雙方專業人才的交流，對於整體市場的發展將有更大的助益，並更加完善，亦可在產品的創新上得到更大的啟發。

## 三、兩岸期貨市場均經歷過風險事件，在處理經驗上可互為借鏡

大陸期貨市場經歷過具代表性的風險事件有：1995年『327國債』事件、2004年天然橡膠事件、2006年大陸銅期貨事件及2008年國際金融風暴期間大陸商品期貨發生的系統風險等，除『327國債』期貨屬金融期貨之外，其餘均屬商品期貨，大陸各期貨商對於商品期貨的相關風險管理知識及技巧均可做為台灣期貨商參考教材。

臺灣期貨市場自1998年指數期貨上市後，也經歷數次風險事件：有1999年臺灣729全台大停電、921大地震、2001年美國911事件、2002年SARS事件、2004年臺灣選舉的特殊政治事件—兩顆子彈、2008年全球金融海嘯，但沒有任何一家期貨公司因市場波動造成重大違約事件或因此倒閉，顯見臺灣期貨業界風險控管措施及技巧亦臻成熟且充分發揮效果。對於大陸期貨市場目前推出的金融類期貨風險管理需求，台灣的金融期貨風險控管經驗正可協助大陸金融期貨穩定發展。

## 四、台灣推廣法人參與金融類期貨交易的經驗可滿足大陸金融類期貨現階段發展的需求。

為避免台灣期貨市場過於投機，台灣期貨交易所努力提升國內外法人參與期貨市場的意願，除廣邀壽險業、投信業、政府基金等單位參加講習，另在制度面亦配合國內外法人機構需求調整，如施行SPAN保證金制度、有價證券抵繳保證金、DMA下單交易機制、放寬避險帳戶限定、開放綜合帳戶、期貨商可擔任代理人等措施。這些措施的實施對於台灣法人參與產生了積極作用。台灣方面這些推廣經驗，在現階段恰可以協助大陸金融期貨發展法人業務，以減少市場發展初期因投機性較高而對市場產生的負面衝擊，使期貨市場更能符合發現價格、避險機制等市場管理者所期望的功能。

## 貳、兩岸期貨商相互投資相關法令規定

台灣與中國大陸兩岸金融業的相互交流與合作在簽署MOU後進入新的里程碑，根據證券期貨MOU在第三項「互設機構」中的內容，當中已明列「雙方同意對於證券期貨業經營機構赴對方設立機構或參股的申請，相互徵求意見，並於核准後告知對方」。換言之，當證券期貨MOU於2010年1月16日正式生效後，兩岸期貨業者的參股行動即可鳴槍起跑。

### 一、臺灣法令相關規定：

(一) 2010/3/16修正公布的「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」已有參股相關規定：其中第十八條：臺灣地區期貨商符合下列各款規定

者，得向主管機關申請許可，由臺灣地區期貨商或其第三地區子公司，在大陸地區參股投資期貨公司。第三十七條：大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構參股投資臺灣地區證券、期貨機構，其個別累計投資持有單一臺灣地區上市或上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之五；全部累計投資持有單一臺灣地區上市或上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之十。

(二) 另外期貨商的資訊系統扮演重要角色，也是各期貨商核心競爭力之一，金管會表示，基於擴展本國期貨商業發展，在利益得回歸本國期貨商的配套規範下，期貨商得在其淨值10%額度內，轉投資於國內設立資訊公司，但以一家為限，且應由期貨商100%持有。配合期貨商業發展，考慮市場穩定發展需求，金管會於2012/03/30日金管證期字第1000059927號令宣布，開放本國專營期貨商得以自有資金轉投資於國內設立資訊公司。同時金管會強調，期貨商投資的本國資訊公司得於大陸地區或第三地區轉投資資訊事業，惟期貨商應就該轉投資或再轉投資事項先報經該會核准。

### 二、大陸法令相關規定：

(一) 中國大陸現行法律尚未開放兩岸期貨商相互投資參股，繞道港資參股，似為唯一途徑。惟兩岸於簽署ECFA後，相關



優惠待遇倘能比照CEPA架構，則未來商機無限。按CEPA有關證券及期貨服務之優惠待遇規定，「允許香港服務提供者如持有香港證監會牌照，並符合中國證監會規定條件，可通過『安排』在內地設立合資的期貨經紀公司。香港持牌中介機構擁有的股權比例不超過49%(含關聯方股權)，合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求與內資企業相同。」前揭規定之「安排」係指CEPA之優惠待遇，可見在CEPA之架構下，港資參股投資大陸期貨公司之股權雖不得超過49%，但相較於其他外資，則仍具有優先權。是以繞道港資參股投資似為外資有意投資中國大陸期貨公司之唯一途徑。

目前兩岸於簽署ECFA後，尚未就證券及期貨服務之優惠待遇具體內容達成協議。倘兩岸在之後的協商，能將前揭CEPA有關證券及期貨服務之優惠待遇之規劃，納入ECFA早期收穫清單，則台資將成為繼港資之後，拿到特許參股投資中國大陸期貨公司之外資。屆時，除台資期貨商可參股投資大陸期貨公司外，亦可能吸引其他外資以其台灣子公司之名義參股投資大陸期貨公司。

(二) 按 2012 年 5 月 10 日中國證監會發布「關於期貨公司變更註冊資本或股權有關問題之規定」第 7 條，「境外投資者直接或間接參股（包括通過公司章程、協議安排等能夠影響或控制的方式）的

中國境內法人入股期貨公司的，按照股權權益或表決權穿透計算，單一境外投資者間接擁有期貨公司股權權益或表決權的比例應當低於5%，有關聯、關係的應當合併計算。」依前揭規定，中國證監會確已重開外資參股期貨公司之大門，惟僅限於間接投資之形式，且持有之股權合計後不得高於5%。但符合下列條件之一的，境外投資者間接擁有期貨公司股權權益或表決權的比例不受上述限制，但應當符合《外商投資產業指導目錄》關於外商投資期貨公司的規定：

1. 境外投資者係通過參股上市公司間接擁有期貨公司股權權益或表決權，且該上市公司的控股股東、第一大股東、實際控制人為中方投資者。
2. 境外投資者係通過參股證券公司間接擁有期貨公司股權權益或表決權，且該證券公司已經取得證券經紀、證券自營、證券資產管理等三種以上業務資格。

依目前中國證監會對外資參股期貨公司的態度，只能視為回到原點後，重新踏出一小步，但也正是國內期貨業者能伺機切入的好時機。倘政府能掌握此一良機，與陸方重啟協議，將國內期貨業者參股大陸期貨公司或設立辦事處乙事納入早期收穫清單，則我方業者將可與港資獲得同一地位，並取得比其他外資更為有利之競爭優勢。

### 參、目前兩岸相互參股合作之瓶頸

兩岸證券期貨業互相參股的政策未定是阻礙台灣期貨業者赴大陸市場最主要原因之一，但一旦政策通過還是存在若干挑戰：

#### 一、參股成本水漲船高：

2012年是中國期貨業的創新年，在政策上，中國證監會今年發布了《關於落實〈國務院關於鼓勵和引導民間投資健康發展的若干意見工作要點〉的通知》中稱，將支持民間資本通過增資入股、兼併重組等方式投資期貨公司，支持符合條件的民營控股期貨公司參與期貨創新業務試點。

在創新業務上，中國證監會去年開放了經紀業務外的新種業務「投資諮詢業務」，繼而批准三家(中糧、永安、中國國際期貨)大陸期貨公司參與境外期貨經紀業務試點籌備工作，此刻中國證監會目前正在起草《期貨公司境外期貨經紀業務試點管理辦法》。

在今年6月份又發布了《期貨公司資產管理業務試點辦法(徵求意見稿)》向社會各界公開徵求意見。顯示繼「投資諮詢業務」及「境外期貨經紀業務」後，資產管理業務(相當於台灣的經理業務)將隨後開放。

在上市品種上也多有增長，繼去年新推出3項期貨商品上市後，今年的白銀期貨也成功上市，接著三大商品交易所及中金所將陸續推出原油、焦煤、玻璃、雞蛋、國債及期權等商品。

在期貨業發展突飛猛進的同時，將使越

來越多的上市公司熱衷於參與期貨公司的增資擴股和兼併收購。2010年年底時，控股和參股期貨公司的上市公司共有32家，投資總額為37.45億元。一年之後，參與「淘金」的上市公司增加至36家，2011年年末投資總額攀升至62.42億元，同比增幅高達66.70%。繼去年中國國際期貨以3.875億元併珠江期貨(資本額1億元人民幣)；中證期貨也以3.1175億元收購浙江新華期貨(資本額6000萬人民幣)全部股權。今年也傳出多家欲參股與併購期貨公司的消息。在期貨公司紛紛被跑馬圈地的市場氛圍下，2005年之前，期貨公司牌照的收購價格只有幾百萬元人民幣。近幾年隨著市場發展前景越來越看好情況下，加上併購需求增加，一個資質不錯的期貨公司牌照大概要賣到5000多萬元，而參股P/B值也喊價到3~5倍。這對台灣業者因大陸期貨公司資本逐漸擴充與加上P/B值越來越高雙重壓力下，投資成本越墊越高，相對預估獲利率恐將降低。

#### 二、經營層面受限：

在目前CEPA協議參股期貨公司最大持股49%下(除非台灣爭取到全資全照或優於CEPA)，合資期貨商經營層—高管到董監事席位都有資格上的限制，且必須得到證監會的批准，合資公司經營方向、股利發放、人事安排、公司治理等都須得到中方股東的支持下進行，這對習慣台灣管理模式的業者恐需要一段磨合期來適應大陸業者生態，從基本的當地勞動法規、社會文化、職場價值



觀到行業客層的分析與開發、監管層各項要求到同業的競爭等都將是直接面臨到的考驗。

## 肆、在現有限制下之可能商機

受到兩岸歷史背景相隔50年等大環境影響，ECFA經濟合作協商時間表一再被推遲，由於後續相關議題協商兩岸磨合互諒時間拉長，直接影響到兩岸期貨業互惠合作，思考當前兩岸期貨業相互合作的方式，除實質資金參股外，可以考慮發展結盟合作方式，如在教育訓練、顧問業務諮詢、資訊公司等項目議題，兩岸期貨商可進一步實質接觸合作。現有法規限制下，兩岸相互合作的方式與可能商機，分別敘述如下：

### 一、教育訓練

兩岸期貨商可以結盟合辦培訓課程，如：共辦B2C投資人付費教育訓練，共同招生，分區、分地上課，並且共擔成本、共分利潤，人員與培訓講師互為流用，讓兩岸投資人瞭解與熟悉對岸市場。甚至可以進一步以動態競賽補充靜態訓練不足，兩岸期貨商合辦交易人才競賽，由模擬交易競賽先行，接著可考慮擴大合辦實盤交易競賽，可有效促進兩岸人才交流與養成。

### 二、顧問業務諮詢

兩岸期貨業發展存在著互補利基，金融期貨、商品期貨各有所長，針對彼此熟悉的

市場與業務，彼此可以互為委託或進行互相的商品採購，或可互聘為業務諮詢顧問，進行如：商品研究分析、風險管理實務、計量程序化交易、資訊平台開發…相關業務發展的諮詢顧問。甚至可考慮人員長期交流駐點，類似如：學校交換學生、或交換客座教授，應該對現階段法規限制下，兩岸期貨業發展有實質效用。

### 三、資訊公司

期貨商的資訊系統扮演重要角色，也是各期貨商核心競爭力之一，台灣在交易平台發展方面，有一定的自行開發及維運經驗值，而大陸期貨商大多為外購平台，相對顯得差異化少競爭優勢低；基於擴展整合兩岸三地市場，與強化差異與競爭優勢，面對市場同業激烈競爭，資訊平台將是兵家必爭之地，在資訊競爭力上，兩岸期貨商可以透過轉投資-資訊公司，再由資訊公司轉投資成立合資資訊公司，並於當前平潭實驗區申請設立，享受實驗區內先行先試，及免簽、免證、免稅等加持優勢，兩岸合資合作開發整合中、港、台三地交易平台，搶先佔據市場領先地位與第一優勢。另外臺灣在發展CRM方面領先內地，CRM資訊平台亦是未來資訊公司合作發展項目之一。

## 伍、期貨業界對ECFA後續談判的需求建議

### 一、爭取大陸允許台灣期貨商得赴大陸設立期貨子公司或分支機構從事期

貨相關業務（含未來大陸地區開放之其他期貨相關事業），並爭取台灣期貨業能以具實質控制力或不低於CEPA的持股比例參股大陸期貨公司。

- (一) 台灣方面股東能依投資狀況或參股比例指派台灣人民出任董監事代表人。
- (二) 參股大陸期貨商時希望能不低於CEPA模式，爭取我方至少可以參股49%。
- (三) 大陸期貨商可聘任台灣人民擔任高管及一般職員。
- (四) 有關人員積極/消極資格認定障礙之排除。

二、兩岸共同開放或任一方開放期貨交易人（含期貨自營商）可透過本地期貨商複委託他方期貨商參與彼此期貨市場交易。

- (一) 雙方期貨公司可互相開立期貨綜合帳戶，使兩岸期貨交易人可透過複委託方式參與對方之期貨市場。
- (二) 若相互開放有困難時，單向開放亦可接受。

三、爭取大陸授權可以編製相關指數期貨類商品。

爭取大陸方面授權台灣推出大陸相關指數類期貨商品以提供台灣投資人參與大陸期市之管道，期使台灣期貨市場的商品更國際化，交易人可交易之商品更多元化。新加坡A50指數期貨其合約內容與滬深300指數期貨

60天相關性達98.9%；與2823(港交所A50中國指數基金)60天相關性達96.6%，此類商品可提供現貨交易人套利及避險管道，故台灣應盡速讓交易人透過各種可能之方式交易大陸期貨商品，以避免資金流失。

四、爭取大陸平潭實驗區內，允許台灣期貨商先行先試：[全資]參與及加入兩岸期貨交易所會員，[全照]經營期貨相關業務。

- (一) 透過平潭實驗區內先行先試：透過小區內特定點地開放試辦實驗，有效突破大陸中央對金融開放的限縮。
- (二) 在平潭實驗區內：小區內特定點讓台灣期貨商享有『台灣待遇』之獨有先行先試優惠條件，提升台灣期貨商優勢及競爭力。
- (三) 爭取平潭實驗區落戶企業機構交易人先行先試，讓小區內特定點可交易之商品更多元化。

## 陸、結論

兩岸期貨業具互補價值，相互合作不論在客戶面、從業人員、期貨商及政府稅收上都將有顯著的效益，隨著大陸近年來在金融市場開放腳步日趨積極，台灣期貨業的競爭優勢已面臨關鍵時刻，期主管機關能協助業者，在ECFA後續協商中，將期貨業參股大陸期貨公司納入早期收穫清單，並儘速明訂兩岸期貨業相互合作相關法令。



# 市場訊息

教戰實務 股票期貨，分析師教您做！



股票期貨新制於2011年5月上路以來，2011年的總成交量已較2010年大幅增加241.21%，成交量僅次於台股期貨及小型臺指期貨，暫居本國期貨商品第三位，為使從業人員及交易人更了解本項商品，特請分析師帶領我們進入股票期貨實做領域。

## 教戰實務

## 投資、避險新天地 - 股票期貨

日盛期貨◎錢怡成 副總  
期貨分析師/證券分析師

## 股票期貨成交量步步高升

利率不斷下跌，時代不斷進步，投資人一直在尋找新的投資商品，台灣期貨交易所於2010年1月25日上市新商品「股票期貨」。股票期貨其實很簡單，買進一單位的股票期貨就如同買入兩張股票一樣的單純，而交易成本不論在手續費及稅金皆低於股票，股票期貨可列入日常交易的工具當作更低成本的股票替代品。更重要的是期貨具備價格發現的功能，只要交易量再向上成長，未來現貨股價的走勢也必須把股票期貨的價位及籌碼列入觀察指標。

由「股票期貨」上市後成交量的市況來作分析，2011年股票期貨年成交量為2,471,605口、較2010年度的724,375口增加

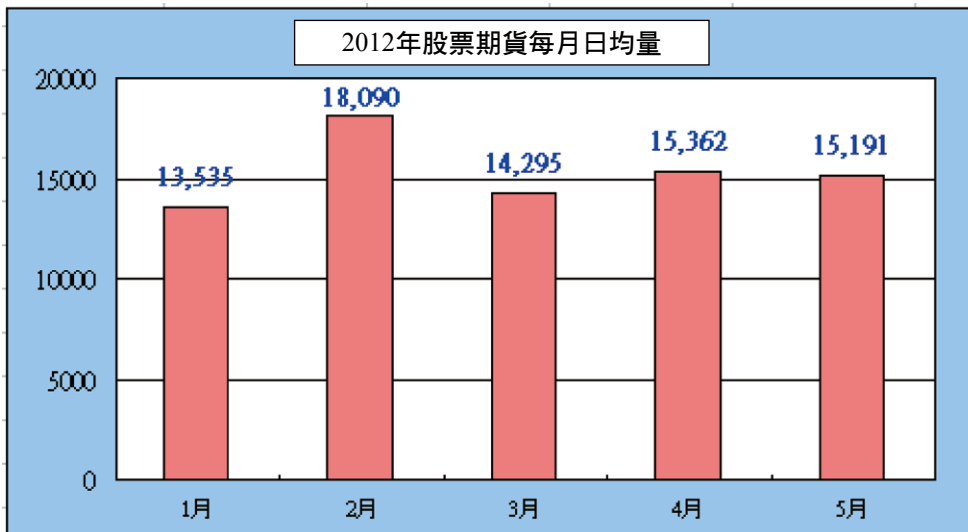
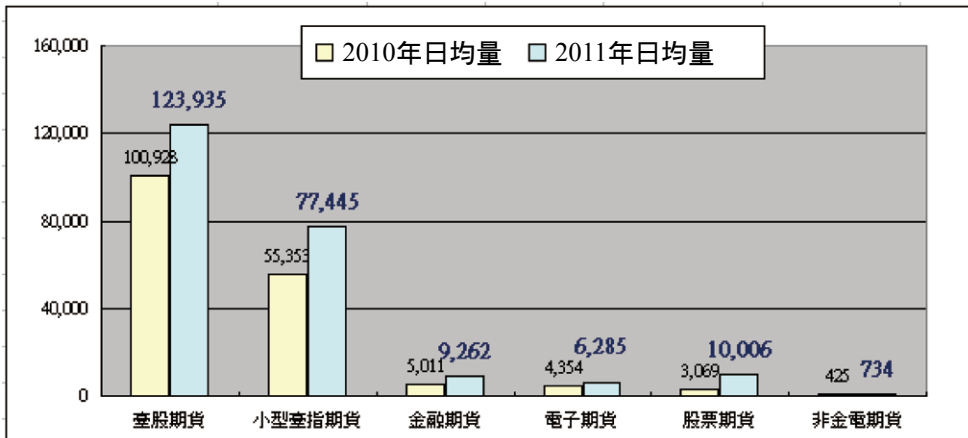
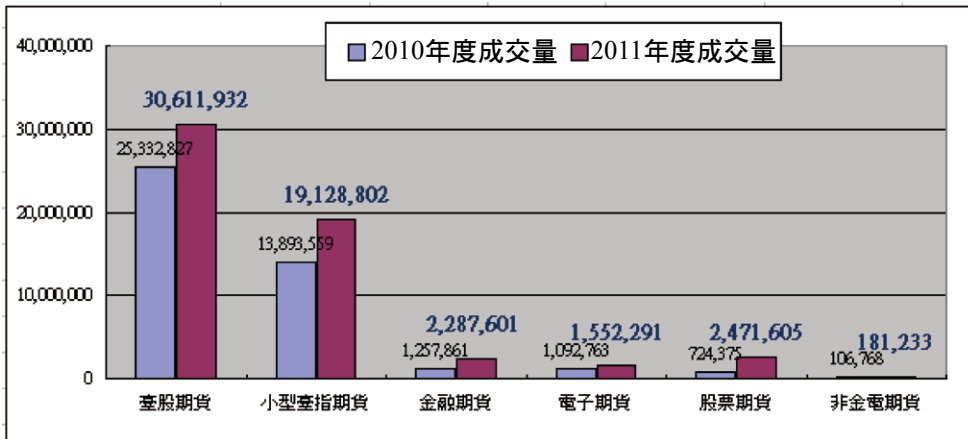
了174萬多口，成長2.41倍。2011年度的股票期貨日均量為10,006口，較前一年增加6,937口，成長幅度達2.2倍。2011年度更超越金融期貨的年度成交量，躍居台灣期交所推出的期貨商品成交量排行第三名，2012年以來每月日均仍持續成長，五月份的日均量更來到15,191口。

目前期交所為了讓交易人有更多的選擇，已將許多具話題性的個股列為股票期貨標的，現行已有234檔股票期貨分屬於26項產業可供交易，其中依產業類別區分包含較多股票期貨標的前六大產業依序如下：半導體業共27檔、光電業共27檔、金融保險業共24檔、電子零組件共19檔、電腦週邊設備共18檔、建材營造共15檔，因此當類股族群輪動時，交易人可因市況進行多元化的交易。



# Market information

根據經驗只要股票市場的限制越多，股票期貨成長的空間越大，筆者認為股票期貨是近期相當具有潛力的衍生性金融商品。



證交所產業類別	檔數	證交所產業類別	檔數	證交所產業類別	檔數
半導體業	27	其他	8	電子通路業	5
光電業	27	化學工業	8	水泥工業	3
金融保險	24	食品工業	6	汽車工業	3
電子零組件業	19	紡織纖維	6	電器電纜	2
電腦及周邊設備業	18	橡膠工業	6	觀光事業	2
建材營造	15	其他電子業	6	生技醫療業	2
通信網路業	12	電機機械	5	玻璃陶瓷	1
塑膠工業	9	鋼鐵工業	5	資訊服務業	1
航運業	9	貿易百貨	5	總計家數	234

### 股票期貨多空皆宜優勢多

「股票期貨」特性及優勢具有：低成本交易、高效率避險、多元交易策略以及具節稅功能的優勢。投資人可利用股票期貨這些特性優勢，來增進投資決策與交易策略之運用。現行股票期貨，從資金成本來分析，期交所公布原始保證金的適用比率約為13.5%。以目前股價試算最高價的大立光期貨原始保證金約為15.41萬元、最低價的華邦電期貨大約只要1,137元。投資人準備更低的資金就能參與股票投資，遠低於現股或融資買進所需支付的金額。一口股票期貨等同於2,000股標的證券，若以鴻海期貨收盤價84.5元為例，一口股票期貨的原始保證金為2萬2,815元（84.5元 × 2,000股 × 13.5%），若直接買兩張鴻海現股則要16.9萬元，買進股票期貨則資金支出少逾10萬元。

再者由於股票期貨的交易成本比現股低，又具有多空皆宜的優勢、且具融資融券效果，更進一步從投資報酬率來看，透過

財務槓桿的操作使資金運用更靈活。例如買1口台積電期貨，價格78元而言，則課徵 $78 \times 2000 \text{股} \times 10 \text{萬分之} 4 = 6 \text{元}$ 的期交稅，相較現股與信用交易的交易成本，股票期貨交易成本約為現股買賣的1/4、信用交易的1/5，而股價越高者交易成本差異越大。原因在於稅賦上的差異，證券交易稅為期貨交易稅（買賣雙邊合計為千分之0.08）之37.5倍。交易成本差異比較表如下：

近期國際股市動盪不安又加上國內政策的不確定因素影響，面對內憂外患的投資環境，投資人想要在台股現貨市場放空，就需進行融券的信用交易。而融券信用交易的前提為必須是投資人下單的券商，要有足夠的券源可以借給投資人先行賣出，再加上融券交易的交易成本又是現股價格的九成，導致投入的資金成本較高。比較現貨、信用交易與股票期貨三者間的限制：現貨交易無法當日沖銷，信用交易方面則會有資券限額、停資停券、強制回補、平盤以下不能放空…等限制，反觀股票期貨則無相關限制，多空皆



## Market information

	股票期貨	股票一般交易	股票信用交易
手續費	按口計收	千分之 1.425	千分之 1.425 融券尚有融券手續費千分之 0.8
利息成本	無	無	融資利息 融券擔保品及保證金收益（利息成本減項）
交易稅	買賣各課徵期貨契約價值的 10 萬分之 4	賣出時課徵成交價金的千分之 3	

宜的優勢則可靈活搭配運用。

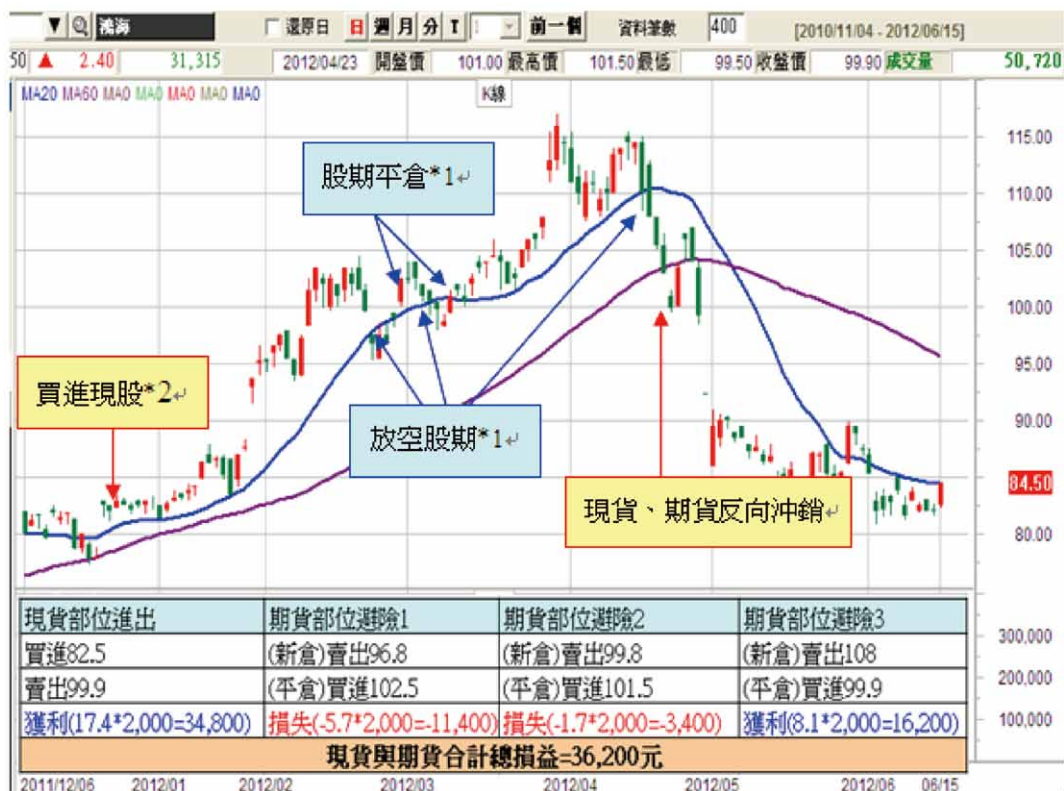
一般投資人過去習慣利用現貨作多，但目前全球經濟前景仍有疑慮與景氣下探程度不明的現狀，可運用股票期貨進行高效率的避險交易，來達到趨吉避凶之目的。投資人可以檢視目前手中持有的股票或於買進個股的同時，留意是否有對應的股票期貨，當行情走勢不明或遭逢重大利空來不急出脫持股時，即可利用賣出股票期貨來進行避險；同樣的當有融券放空標的時，也可買進期貨來避險。

### 運用「股票期貨」進行避險交易策略

在現階段景氣燈號連續亮藍燈，市場成交量低迷的情況，投資人想伺機進場布局長期投資價值浮現的特定個股，但又怕短線股價受利空消息影響而無法抱牢績優的個股，亦可以考慮採取長短期移動平均線搭配股票期貨避險操作。舉例來說，可利用20MA（月線）與60MA（季線）的移動平均線來作為進出的依據，當欲長期投資布局一檔個股且股價站上月線及季線之上時，投資人可進場買入持有現股兩張；當短線股價壓回至

月線以下，即可利用相對應的股票期貨放空一口來避開風險。如果短線利空消除股價又重新站回月線之上，可再將放空的股票期貨平倉此時仍持有現貨部位，反覆進行短線利用股票期貨操作來規避股價下跌的風險，一直到長期投資的原因消失或股價跌落至季線之下，再將現貨與期貨部位一起反向沖銷。

在不考慮交易成本與其它因素下，舉例一檔2317鴻海來作實際的操作說明，於2011/12/22當鴻海股價站上月線及季線之上時，進場買進鴻海股票兩張，當短線股價壓回至月線以下，即放空一口鴻海期貨來避險。當鴻海股價重新站回月線之上，將放空一口的鴻海期貨平倉，反覆進行股期貨避險操作三次。直到鴻海股價跌落至季線之下，再將現貨與期貨部位一起反向沖銷。很幸運的如此現貨與期貨避險操作在不考慮交易成本下合計的總損益為36,200元，這個數字絕對足夠支付交易相關的手續費及稅金。此策略要留意獲利的金額仍是標的股長線具有投資價值，股票期貨僅用於規避短線上價格的風險，股票期貨避險的交易策略仍有許多種類，投資人可好好的運用。



### 「股票期貨」套利及價差交易策略

股票期貨的上市，為市場帶來更多元的交易策略，如：避險交易、套利交易、價差交易及配對交易。觀察現股與對應的股票期貨會發現兩者之間存在著價格上的差異，即是現貨與期貨的價差。在正常市況之下兩者間的價差應無存在套利的空間，但如果因為市場波動劇烈下，進而發現期貨與現貨之間有明顯的價差存在，扣除掉交易成本後仍有獲利的情況，即可進行現期的套利交易策略。股票與期貨套利主要是發現價差則進場操作，然後期待價差收斂，賺取風險較小的套利行為。套利交易可分為「買現空期」與

「買期空現」的套利，當發現股票價格<股期價格，則買進兩張股票並同時放空一口股期；然而當發現股票價格>股期價格，則買進一口股期並同時融券賣出兩張股票，然後等價差收斂後反向沖銷部位，簡單的來說就是放空高股價買進低股價的交易模式。

基本的價差交易可區分為收斂型與發散型價差交易，即藉由價差的擴大或縮小賺取利潤。剛才上述是收斂型交易策略，交易機會相對較小，現在介紹筆者最長使用的價差交易，此策略同時買進及賣出特定商品，此種交易策略又稱為「配對交易」，投資人可依商品間相關性高低決定交易策略，一般而言，相關係數愈高愈適合價差收斂交易、相



# Market information

關性較低則較適合價差發散交易，交易若都是賭方向不會是永遠的贏家，多想一些沒有方向性的價差策略才會是長遠的贏家。

至於發散型的價差操作，則是預期二檔個股A與B價格的走勢因為某種因素影響，導致出現強者恆強、弱者恆弱的趨勢，則是採取買強空弱的操作方式，期待二檔個股間的價差持續擴散以獲得報酬。舉例說明，當二檔A、B個股如廣達(2382)與仁寶(2324)，若預期廣達股價走強、而仁寶股價不如廣達

強勢續走弱，兩者間價差會呈現發散的走勢，5/28日廣達減仁寶的價差為44.25元，那麼操作方式就是做多二口廣達期並同時放空五口仁寶期，若廣達期與仁寶期之間的價差來至48.7時，再將此組交易反向沖銷，而此交易的價差為32,500元/組，至於股期口數配置的方式則是可採取簡易的多空部位市值來配置，調整到部位的市值大約相等。

投資人也可以依目前情勢，將投資標的分類作為強、弱勢的配對交易組合，例如電



日期	5月28日	6月5日	帳戶損益
廣達 2382	買進 75.2 × 2 口	賣出 77.2 × 2 口	獲利 2 × 2000 × 2 口 = 8000
仁寶 2324	賣出 30.95 × 5 口	賣出 28.5 × 5 口	獲利 2.45 × 2000 × 5 口 = 24500
價差	44.25	48.7	合計總損益：32500 元

子族群與傳產、中概、內需類股，可以挑選出數組投資組合標的，以及運用股票期貨的交易優勢，以降低雙邊買賣的交易成本。在實際的價差交易操作中仍存有非系統性風險與價差走勢不如預期的情況，故投資人在進場交易價差時，還是要有停損的機制以避免造成超額的損失。

### 除權息旺季「股票期貨」節稅優勢

隨著除權息旺季的到來，參與現股除權除息要課稅，但如果懂得運用股票期貨調整價差免併入綜所稅的優勢，投資人只需要在除權息之前「賣出股票、買進股票期貨」，在除權息之後「買回股票、股票期貨平倉」，就可以產生節稅的效果。不過，一往一來之間，當然會衍生出交易成本。也因此，投資人可以試算，採取這個策略的策略成本只要小於現金股利要被課的稅，就是個值得採行的策略。亦可避免直接出脫手中持股（棄權息），結果股票除權息當日即出現填權行情，遇漲停來不及買回持股或回補價格太差…等情況。

如以節稅觀點切入，股票期貨節稅操作以現金殖利率高且可扣抵稅率低的個股，節稅效益最高，聯發科在去年個股期貨節稅操作的實際案例說明如下：聯發科(2454)除權息日7/8、現金股利19.99992032元、股票股利0元、可扣抵稅額2.78%、個人綜所稅級距為：40%、投資人持有股票張數：30張，持有股票參與除權息試算：

參與除權息可取得(股票股利+現金股利)：

$$19.99992032 \times 1000 \times 30 = 599,998 \text{元}$$

參與除權息成本(淨應納稅額)：

$$246,671(\text{毛稅額}) - 16,680(\text{扣抵值}) = 229,991 \text{元}$$

$$\text{實值收益} : 599,998 - 229,991 = 370,007 \text{元}$$

$$\text{扣抵值} : 599,998 \times 2.78\% = 16,680$$

$$\text{毛稅額} : (599,998 + 16,680) \times 0.4 = 246,671$$

**聯發科(2454)除權息日(7/8)前：**

將持有30張聯發科股票賣出、且買進15口聯發科股票期貨。

轉換持有股票期貨參與除權息試算，現股轉換為股票期貨成本：

$$53,901 \text{元}(\text{現貨轉換成本}) + 3,725 \text{元}(\text{股期轉換成本}) = 57,626 \text{元}$$

股票期貨建議所需資金=1,263,600元

**聯發科(2454)除權息日(7/8)後：**

將持有15口聯發科股票期貨多單賣出、買回30張聯發科股票。

(轉換持有股票期貨) vs (持有股票-參與除權息) 差異比較：

轉換股期具節稅效果

$$(\text{淨應納稅額} 229,991 \text{元} > \text{轉換成本} 57,626 \text{元})$$

$$\text{節稅金額} : 229,991 - 57,626 = 172,365 \text{元} ;$$

$$\text{節稅比率} : 70\% (\text{節稅金額} / \text{毛稅額})$$

在以上的案例中，聯發科去年只發放現金股利，但如果有發放股票股利之標的證券，股票期貨亦會隨著現股除權而進行契約的調整，買賣雙方權益皆不受影響，所以除息的股票可以利用股票期貨來達到節稅的功能，若擔心經契約的調整後的股票期貨不易出脫的投資人可先依僅有除息的股票來操作比較單純。不過，這樣的操作仍有些前提，



# Market information

藍色區塊為可設定欄位			個股近三年除權息、可扣抵稅率參考資訊					
股票代號	2454	股票代號查詢	年度	可扣抵稅率	現金股利	股票股利		
股票名稱	聯發科	(股票名稱請勿輸入)	2008	4.86%	14.00	0.02		
期貨月份	7月	(直接下拉選單即可)	2009	3.26%	26.00	0.02		
註：A1-B5為期貨投顧新增查詢功能，方便客戶查詢使用！			2010	2.78%	20.00	0.00		
現貨設定欄位		股票期貨設定欄位		期現價差		 右方為試算結果區		
股票賣出價格	312.00	股票期貨買進價格	312.00	0.00			現金股利+股票股利	599,998
股票買回價格(預估)	292.00	股票期貨賣出價格(預估)	292.00				股票股利除權息現金股利計算以原值10元計	
股票張數	30	現貨除權息前收盤價	312.00				參與除權息成本	
現金股利(元)	20.00	現貨除權息後參考價	292.00				毛稅額	\$246,671
股票股利(元)	0.00	股票期貨口數	15				(減項)扣抵值	(\$16,680)
所得稅率	40%	股票期貨適用級距	13.50%				淨應納稅額	\$229,991
可扣抵稅率	2.78%	股票期貨手續費	100	節稅者成本點數	1.92		現股轉股票期貨成本	
(試算)現金殖利率	6.41%	股票期貨期交稅	0.00004	維持保證金	10.35%		現股轉換成本	\$53,901
證券手續費	0.1425%	風險系數	原始保證金	13.50%	10.35%		股票期貨轉換成本	\$3,725
現貨折讓	100%	級距一	13.50%	16.20%	12.42%	期、現貨價差損益(+損失, -)	\$0	
證交稅	0.30%	級別	99年度稅	課稅級距		小計	\$57,626	
股票張數:		1	5%	500,000以下		註:股票期貨所需資金	\$1,263,600	
股票期貨契約規格為1口=2張股票,故此欄請輸入為2張的倍數		2	12%	500,001 ~ 1,130,000		結論		
		3	20%	1,130,001 ~ 2,260,000		轉換股票期貨節稅效果(淨應納稅額>轉換成本)		
		4	30%	2,260,001 ~ 4,230,000		節稅金額	\$172,365	
		5	40%	4,230,001		節稅比率	70%	

那就是現貨價格等於期貨價格，但是接近除權息旺季時，股票期貨價格可能會偏離，在節稅需求下形成正價差，也因此建議想節稅的投資人提前並分批進場操作，攤平可能影響節稅效果的價格波動。

另外除權息期間，如果遇到股票於除權息前停券五天、停資三天出現進場買賣的機會，如：於現貨停券時拉高回補、停資時缺乏買盤、高權值股節稅出現的棄權賣壓，亦可利用股票期貨沒有停資券的問題，可替代信用交易在此期間內交易。

## 股海淘金「股票期貨」布局概念股

最後投資人如預期下半年景氣將好轉，欲參與股市跌深反彈時的獲利契機，看好某些產業與類股是值得投資標的。建議可以挑選股票期貨裡成交量大或各產業的龍頭，運用股票期貨高槓桿的特質提升整體的投資績效。至於為何要先從成交量去選擇股票期貨

標的，主要是考量到流通性的問題，而目前股票期貨交易熱絡的標的多數是集中在中低價股，高價股則屬宏達電與聯發科的交易最為熱絡。

下半年度投資布局可留意具有保值、抗通膨的土地資產概念股，iPhone 5將在下半年推出，也可利用股票期貨來布局iPhone概念股，有推出的股票期貨如：機殼廠的可成及鴻準、觸控面板的勝華、TPK、鏡頭廠的大立光、及玉晶光、印刷電路板廠的嘉聯益以及代工組裝廠的鴻海...等。下半年另一主軸為微軟剛推出的Windows 8，各式各樣搭載Windows 8的「變形」產品，為NB及PC產業帶來無限的可能性，若要參與此波新的投資趨勢則可運用的股票期貨如：仁寶、宏碁、華碩、廣達、和碩；科技始終來自於人性這句話雖已不再流行，但與我們的生活仍是息息相關的，我們平時要多留意生活的週遭，探求任何可能的投資機會。



**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>

**CNFA** 中華民國期貨業商業同業公會