



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

防弊與興利

- 2 主委的話
/ 陳裕璋
- 4 近期期貨市場興利措施簡介
/ 詹益青
- 8 期貨商交易及風險控管機制專案之源起與期望
/ 詹益青
- 10 從「合法期貨標章」推動看消費者保護措施
/ 莫璧君
- 13 為市場興利 - 推廣措施・新制度 同步走
/ 萬雅玲、廖進和

市場訊息

短天期契約正夯！

- 20 2013台北國際期貨論壇專題報導
/ 沈素吟
- 36 CME 集團 E-Mini S&P 500 選擇權介紹
/ CME 團隊
- 44 Taifex臺指選擇權一週到期契約介紹
/ 謝珮芳

專題報導

談國際合作

- 50 2013 FIA 第38屆年會會議重點摘要
/范加麟
- 63 臺灣期貨交易所之國際合作-
Taifex vs Eurex
/王仲華
- 66 本國期貨商之國際合作-
經營國外期貨交易業務之交易方式
/張瓊文

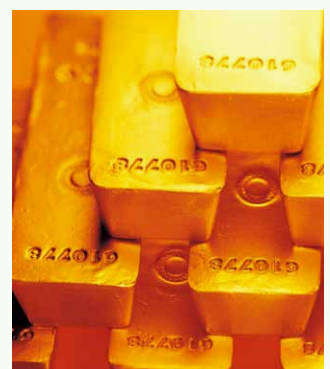
業者現身說法

- 70 群益期貨佈局國際，提昇服務
/陳文采
- 73 凱基期貨經營願景，與您分享
/張春芬

特別報導

發現新機會 - 基金觀點

- 77 從產品屬性及策略面談期信基金
/方琮櫻
- 82 期貨ETF為臺灣未來產品創新重要發展方向
/劉宗聖與期貨信託部
- 87 運用期貨與選擇權降低相對報酬股票型基金
之風險
/章錦正
- 90 鋼鐵人的戰甲 - 談期貨及選擇權如何成為基金
攻守俱佳的利器
/張浩宸





防弊・興利

◎盧廷劭

期貨公會為解決前(100)年8月初美國政府長期債信評等被調降，導致國內期貨市場大跌，引發期貨交易人之違約與爭議事件，所完成之風險控管制度調整，即將於本(102)年7月1日正式上路。由於本制度之調整不僅影響期貨商內部系統與作業，更改變期貨交易人多年交易之觀念與習慣，主管機關為恐實施後引發不當之糾紛，特請各期貨商應加強內部與外部之推廣與訓練，期望新制之實施，除可減少期貨商與期貨交易人之糾紛外，亦可強化期貨市場之風險控管機制。主管機關特別說明，未來期貨商風險控管持續強化下，對制度與業務之開放，將可採行更為寬廣與迅速的方式進行。

即使本制度尚未正式施行，主管機關仍一本初衷，持續做市場制度調整與業務之開放，如調降期貨交易稅、開放兩岸業務往來、加掛週到期臺指選擇權、建置鉅額交易制度等，希望期貨市場能持續提供避險與投機之雙重目的。惟因去(101)年受國際景氣不振的影響，加上國內證券交易所稅議題的影響，證券市場急遽萎縮，而波動減少之情況下期貨成交亦達14%之衰退，未來期貨業除國內經紀業務需配合交易所新商品推出廣為推展外，如何對客戶之加值服務(如顧問、全權委託與基金之操作)及國外商品交易之擴大，亦將進入下一

個重要課題的時機。

國際合作為拓展國外期貨交易方式之一，臺灣期貨交易所目前已進行如何將國內指數期貨商品推至外國交易所掛牌之準備工作，期貨商亦積極研究如何開放國人至外國交易所之複委託作業管道，及是否藉由證券商扮演期貨交易輔助人之角色，提升國人進行國外交易之需求。

期貨信託基金除可降低期貨交易人進入市場之門檻外，部分操作策略甚可提供所謂之絕對報酬，更是證券投資信託基金所無法具備之操作方式，然國內期貨信託基金自開放以來仍處學習階段，如何借鏡國外之做法，更是未來專業發展之基石。本刊特邀業內專業人士以基金設計與管理面向，談臺灣期貨與選擇權商品，提供業者參考運用。

期貨公會第三屆理監事任期即將屆滿，第四屆時值期貨市場轉型與開發之際，正是期貨業省思如何透過專業提升服務時機。本期期貨人雜誌特先介紹近期市場興利措施以饗讀者外，亦就短天期契約之持續推出、國際合作之進行階段、國外交易之多種方式、與期貨信託基金未來發展等主題，提出法令與實務作業之需求與觀點，期望期貨業集思廣益，於新任理監事上任後，創造更為亮麗之發展。

CNFA

封面故事

防弊與興利



過去這2、3年，美國信評調降、歐債危機、交易人的違約事件、國際大型期貨商的倒閉，都對市場有著一定的衝擊。然在這樣的環境下，更深刻感受到主管機關、業者、期交所及期貨公會為產業努力打拼的企圖心。本刊特別邀請金融產業的大家長—金管會陳裕璋主任委員，和我們說說對期貨業的想法與期待。



主委的話

金融監督管理委員會 主任委員◎陳裕璋

各位期貨業界先進大家好：

期貨公會為編印102年第2季「期貨人」季刊，廐理事長請我談談對期貨業的想法與期待，我很樂意藉這個機會提出我的一些想法供各位參考。

我國期貨市場自87年7月臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）推出第一個國內期貨商品—「臺灣證券交易所股價指數期貨契約」後，我國期貨市場正式開始運作，迄今即將屆滿15年，在期交所、公會及各位業者先進共同努力下，各項期貨交易商品陸續上市，成交量亦逐年成長，截至100年度及101年度期貨市場成交量高達1.83億口及1.57億口，已提供及滿足交易人進入期貨市場從事避險交易等需求。我國期貨市場基本上已經站穩了腳步，除了在國際上占有一定的地位之外，更重要的是社會各界也都已理解期貨市場是金融產業中不可或缺的一環。

環顧期貨市場近幾年的發展並非一帆風順，例如100年8月我國證券及期貨市場受信用評等公司調降美國長期債信評等以及歐債危機持續升高等國際金融情事影響，台股期貨近月份契約指數大幅下跌，期貨市場雖未發生結算會員違約事件，但卻發生交易人大額違約情事。緊接著，美國期貨商明富環球控股公司（MF Global Holdings Ltd.）因出現鉅額虧損，於同年10月31日向美國破產法庭聲請破產保護，隸屬於該企業集團下在我國設有分公司之新加坡明富環球期貨公司亦於同年11月1日向新加坡法院申請清算並被限制停止接單，造成國人持有國外期貨部位無

法即時平倉及領回保證金等狀況，所以我先就這些事件之後續處理談談個人的想法：

一、有關我國期貨市場發生交易人大額違約事件：

探究該大額違約情事發生原因主要係部分期貨商為避免大額交易客戶流失，對交易人帳戶權益數已達雙方約定得代為強制沖銷之條件，期貨商卻未能即時採取必要處理，以致產生大額損失，其核心問題為期貨商在執行風險控管程序過程中，過度依賴交易人過去之信用狀況，致未能落實執行最基本之風險控管，造成期貨市場有史以來最大金額的違約事件。公會有鑑於此，主動邀集期交所及業者組成專案會議，就強化期貨商基本風險控管各項作業流程及維護交易人權益大原則下，進行檢討及規範，俾利業者遵循，以強化風險控管及有效降低保證金追繳與代為沖銷糾紛爭議。歷經一年多努力，公會及期交所終於在101年底完成強化期貨商風險控管相關自律規範及內控作業機制之修正，並與期交所共同規劃今年上半年對從業人員及交易人進行全面教育宣導，自7月1日起開始實施。此次檢討，公會不但藉此凝聚期貨業者共識，以強化期貨商風險控管，同時也兼顧交易人權益維護以降低交易糾紛，讓我們看到期貨業者的高度自律及健全期貨市場發展的決心。不過再嚴謹的風控作業流程，仍有賴落實執行方能發揮效能，故本人在此期許所有期貨業者都能落實執行風險控管，以奠定期貨市場穩定發展之基石。



二、有關新加坡明富環球期貨公司進行清算並被限制停止接單事件：

公會為維護我國交易人權益，事件發生後立即邀集業者凝聚共識，向本會建議開放期貨商在交易人持有國外期貨部位尚未順利移轉前得建立反向沖銷部位，以協助交易人進行平倉，並於必要時得以自有資金先行支應交易人領回保證金，案經本會同意後，公會立即轉知期貨商積極執行，不但使原本可能嚴重影響交易人對期貨交易之信心問題消弭於無形，並藉此機會積極協助交易人平倉及領回保證金，進而促使交易人對我國期貨業者更具信心，值得肯定。

接下來，我想跟各位談談調降期交稅率。我想各位都知道，期貨市場主要係提供避險功能，以滿足交易人之避險交易需求，因此，為促使期貨市場得以充分發揮避險功能，期交稅率實不宜過高。公會有鑑於此，除向財政部說明調降期交稅率之合理性及必要性，並提出具體建議力爭調降。本會亦基於期貨市場競爭無國界之考量，為促進期貨產業之長遠發展及提升國際競爭力，也支持調降期交稅率並積極與財政部協商。最後財政部已同意自102年4月1日起至104年12月31日止將股價類期貨交易稅率由10萬分之4調降為10萬分之2，在社會氛圍突顯“財政紀律”的當下能有這樣的成果可謂得來不易。由於我國期貨市場發展才短短15年，應該還有很大的成長空間，所以我希望我們期貨業者都能夠充分掌握這一個有利時機，延續過去積極努力之精神，再擴大市場規模並提升國際競爭力。

其次，我想再跟各位談一下有關兩岸期貨業務的開放，我知道期貨業者對赴大陸拓展業務期待已久，公會近幾年也積極地向本會提出建議，例如，一、開放期貨商轉投資資訊公司，拓展大陸證券及期貨市場之資訊技術服務商機；二、轉投資大陸期貨公司等。本會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，已於去年開放專營期貨商得以自有資金轉投資設立資訊公司；至於轉投資大陸期貨公司，本會於今年1月在臺北召開之「兩岸證券期貨監理合作平台」會議，已協商大陸證監會同意在ECFA下，開放允許臺資期貨中介機構在大陸申請設立合資期貨公司，臺資期貨中介機構持股比例可達49%。本人期盼在兩岸期貨業務持續開放下，期貨業者能儘速強化體質，提升國際競爭力，公會亦能廣續提供相關具體可行建議，促進期貨商以踏實、穩健的腳步邁向國際。

最後，我想再提一個重點，就是金融產業的發展，除了興利外，亦應強調紀律，並落實消費者保護。公會近幾年來與本會密切合作，充分發揮了市場自律組織的功能，並於前述交易人大額違約、國際大型期貨商破產事件中積極協助業者處理，保障交易人權益，進而強化期貨業者之風控措施，另對於增進期貨市場效率及拓展期貨業者之業務範圍，亦不遺餘力，在在顯示公會身為自律組織的重要性。本人期許公會能繼續善盡業界自律組織的職責，以協助政府促進金融產業的健全發展。





近期期貨市場興利措施簡介

期貨公會 副秘書長◎詹益青

壹、期貨市場近期興利措施

我國期貨市場自86年9月成立期交所，87年7月21日推出第一個國內期貨商品——「臺灣證券交易所股價指數期貨契約」，本土期貨市場開始交易運作，迄今即將屆滿15年，在中華民國期貨業商業同業公會（以下簡稱期貨公會）與業者共同努力下，期貨交易量持續成長，由87年的27萬口增加至101年底之1億5千673餘萬口，惟受到國內外金融環境前景不明影響，101年交易量反較100年的1億8千299餘萬口，減少2千626餘萬口，降幅14.35%。為提振期貨市場交易量，增加期貨業者相關業務開展推動及自有資金

運用，金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）持續與臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）及期貨公會共同研商相關期貨業興利措施，如調降期交稅徵收率、開放兩岸期貨業往來、放寬期貨交易部位限制、開放期交所加掛週到期之期貨契約、放寬造市者現貨避險工具及避險額度、開放期貨商轉投資設立資訊公司、開放期貨自營商得進行外匯避險交易及建置期貨市場鉅額交易制度等，說明如下：

一、調降期交稅徵收率由10萬分之4調降為10萬分之2

為使我國台股期貨能與新加坡摩根臺股



期貨競爭，提升我國期貨市場國際競爭力，金管會前洽財政部同意調降股價類期貨契約之期交稅徵收率，並經財政部報奉行政院核定股價類期貨契約之期貨交易稅徵收率自102年4月1日起至104年12月31日止，由10萬分之4調降為10萬分之2，降幅50%，期透過降低稅率帶動交易量成長，活絡期貨市場。

由於調降股價類期貨契約期交稅徵收率之措施係自102年4月1日起實施，且今年1到3月國內現貨市場交易動能與波動度一直處於低檔（1至3月證券市場日均成交值分別為809億元、815億元及790億元），我國期貨市場受到交易人避險或套利需求減少影響，交易動能亦逐漸減緩，故期交所配合修正該公司「交易經手費收費標準」、「結算服務費收費標準」及「連線處理費收費標準」等相關規章，調降臺股期貨等6種股價指數類期貨契約交易經手費及結算交割手續費從每口合計24元調降為20元，小型臺指期貨契約則從每口合計15元調降為12.5元，降幅均為16.67%，期交所並規劃辦理期貨市場推展活動，期間自102年5月起至12月底止，期透過降低期貨商之經營成本，帶動提升期貨市場交易量。另期交所亦規劃偕同期貨商至海外招商，吸引外資前來參與我國期貨交易，以加強我國期貨市場國際競爭力。

二、兩岸期貨業往來

102年1月29日金管會與大陸證監會共同召開兩岸證券期貨監理合作平台首次會議，雙方初步同意在ECFA下開放臺資期貨中介

機構在大陸申請設立合資期貨經紀公司，臺資期貨中介機構持股比例可達49%。另在ECFA早收清單中，大陸承諾儘快將期交所列入大陸地區允許QDII投資金融衍生商品的交易所名單，大陸證監會已修正相關規則，並於102年3月14日公布草案內容，向外徵求意見。

在此一成果下，深信我期貨業者必能儘速強化體質，提升國際競爭力，期貨公會亦將持續提供相關可行建議，促進期貨商以踏實、穩健的腳步邁向國際。

三、放寬期貨交易部位限制

期貨市場部位限制之目的係為防止市場因過度曝險或人為操縱而影響市場價格。惟近來期貨業者反映現行部位限制之規定，已無法滿足期貨交易人避險交易需求，爰建議期交所配合期貨市場發展現況予以調整。經期交所考量股票類商品自100年5月3日增掛股票期貨標的及同步實施造市制度後，期貨交易量已有顯著成長，為配合期貨市場交易成長及充分滿足期貨交易人避險交易需求，期交所於102年2月20日修正「臺灣證券交易所股價指數期貨契約」等17項商品之交易規則及「股票選擇權契約」規格，提高股價指數類等商品之最低部位限制數，並簡化股票類商品部位限制之級數及放寬各級部位限制口數。

上述放寬期貨市場部位限制之措施，包含將自然人及法人持有股價指數類期貨與黃金期貨之最低部位限制數調整為1,000口及



Cover Story

3,000口，自然人及法人持有股價指數類選擇權與黃金選擇權之最低部位限制數調整為2,000口及6,000口；另將股票類商品部位限制之級數，由原5級簡化為3級，並放寬各級部位限制口數。

上開股價指數類等商品之最低部位限制數提高後，將更能符合市場成長所需，另股票類商品部位限制級數簡化及各級部位限制口數放寬後，將可避免部位限制數調整過於頻繁，且對於持有標的證券較高之交易人，將更能充分運用股票類商品以進行避險交易。

四、期交所加掛週到期之臺指選擇權契約並將於近期推出週到期期貨契約

臺指選擇權自101年11月14日開始加掛週到期契約後，除滿足市場交易需求外，臺指選擇權市場交易量亦出現成長，至102年4月30日止，週選擇權契約日均量高達190,686口，並帶動整體臺指選擇權日均量較去年新制實施前成長19.53%，已有效活絡臺指選擇權商品交易。為利週到期臺指選擇權契約之造市者及交易人能更具效率進行避險等策略性交易，並進一步活絡我國期貨市場交易，期貨業者爰建議期交所研議推動短天期期貨契約上市。

考量現行期交所之股價指數小型期貨契約規模與臺指選擇權契約相當，為滿足交易人避險需求，及提供對週到期小型臺股期貨契約有偏好，或採行跨商品策略性交易之交易人更多交易機會，期交所已修正「臺灣證

券交易所股價指數小型期貨契約」交易規則及契約規格等相關規章，預計102年7月上市小型臺股期貨週到期契約。

五、放寬股票選擇權及股票期貨造市者現貨避險工具及避險額度

現行股票選擇權及股票期貨造市者得以標的證券進行避險，且避險帳戶標的證券總數量，不得超過股票選擇權及股票期貨未沖銷部位所表彰標的證券數，即不得超額避險。為使造市者造市策略更為靈活有彈性及風險控管更有效率，金管會於101年8月31日放寬造市者得以權證進行避險，但該避險權證不得為造市者公司本身或其關係企業所發行；另，一併放寬增加造市者20%避險額度之彈性空間，即其避險帳戶標的證券總數量，由原先不得超過股票選擇權及股票期貨未沖銷部位所表彰標的證券數，放寬為不得超過上開未沖銷部位所表彰標的證券數之120%。

上述放寬股票選擇權及股票期貨造市者現貨避險工具及避險額度措施，將使造市者造市策略更為靈活有彈性及風險控管更有效率，進而使期貨市場更為活絡。

六、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

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，金管會於101年3月30日開放期貨商得在其淨值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。

七、開放期貨自營商為業務需要得進行外匯避險交易

為提供期貨自營商適當外匯避險管道，並強化其風險管理，金管會已於101年2月22日開放期貨自營商為業務需要從事以外幣計價之國內、外期貨交易時，為風險考量，得以客戶身分向經中央銀行許可辦理衍生性外匯商品業務之指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。

八、建置期貨市場鉅額交易制度

為提供有大額交易需求之交易人處理鉅額部位之適當管道，並避免對一般市場交易價格造成衝擊，期交所已於100年12月19日推出期貨市場鉅額交易制度（包括臺股期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權），股票期貨則自101年5月14日納入鉅額交易適用商品。

貳、結語

期貨公會未來仍將持續肩負為會員公司發聲之角色並擔任業者與金管會溝通之橋樑，同時為了提振期貨市場交易量，增加期貨業者相關業務發展推動及自有資金運用，期貨公會也積極配合金管會與期交所共同研商相關期貨業興利措施，如調降期交稅徵收率、開放兩岸期貨業往來、放寬期貨交易部位限制、開放期交所加掛週到期之期貨契約、放寬造市者現貨避險工具及避險額度、開放期貨商轉投資設立資訊公司、開放期貨自營商得進行外匯避險交易及建置期貨市場鉅額交易制度等，大部分措施均已開放實施，除可活絡期貨市場外，並可健全期貨市場長遠發展。金管會未來也將衡酌期貨商實際業務需要及市場發展，持續檢討相關期貨管理法令，增加期貨業經營之業務或商品，並落實風險管理，以滿足期貨商財務業務發展需要，強化我國期貨市場的競爭力。





期貨商交易及風險控管機制專案之源起與期望

期貨公會 副秘書長◎詹益青

100年9月主管機關為強化市場管理，行文臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）要求在確保期貨交易人權益及避免交易糾紛之原則下，洽中華民國期貨業商業同業公會（以下簡稱期貨公會）檢討下列事項：

- 一、期貨商辦理保證金追繳及代為逕行沖銷作業相關規範暨受託契約約訂之妥適性。
- 二、期貨商如何強化瞭解客戶（KYC）評估作業程序及風險控管作業。
- 三、加強期貨交易人之教育宣導事宜。

期交所范董事長亦特別在期貨公會召開理監事聯席會議時兩度蒞臨現場當面與理監事們溝通主管機關指示之相關事宜，會後期貨商認為與其他律不如自律，且期貨業界有將風險規範加以統一的必要，爰於100年9月22日，由期貨公會癸理事長邀集專、兼營期

貨商董事長、總經理，召開「期貨商開戶及交易風險控管機制」專案會議，在會議中達成了以下共識：

- （一）期貨公會應協助全面檢視期貨業現行交易及風險控管作業機制，以解決期貨業共同面臨之問題；
- （二）後續專案會議由期貨公會負責密集召開，希望能儘速取得業界共識之做法。

基於上述共識，期貨公會在100年10月初成立「風險控管十大建設專案小組」，就業界所提重要事項整理出風險控管相關十大議題並分成三組，由業界推派之先進與本公會同仁擔任小組成員共商研議，在經過將近三個月的密集開會討論後，11月底在陽明山天籟會館，由專案小組成員對理監事、經紀及稽核暨法遵委員會委員報告研議成果。



天籟會議後，期貨公會以專案小組研議內容為雛形，加以彙整成具體可行之建議，賡續辦理與期交所協商及向主管機關報告的工作，於期貨公會第三屆理監事第九次聯席會議就開戶及徵信作業、加收保證金作業、SPAN、統一名詞、風險指標、盤中高風險帳戶通知、盤後保證金追繳、執行代為沖銷、壓力測試等項目做成原則性規定之決議，緊接著在第三屆理監事第十一次聯席會議相關作業細節作出決議，後續期貨公會又與期交所進行多次協調討論，並向主管機關報告，終於在第三屆理監事第十四次聯席會議完成「期貨商交易及風險控管機制專案」（以下簡稱風控專案）全部內容，並於101年12月26日獲得主管機關同意，期貨公會各項自律規範及期交所相關業務規章中只要內容涉及風控專案決議事項，都將依循辦理，而期

貨商也必須配合進行各項調整事宜(例如：受託契約內容變更、內控修訂、前后台系統之修改…等)，風控專案決議事項將於今年7月1日起全面實施。在主管機關的支持及期交所的協助下，從102年7月1日起，期貨商將有統一的風險控管名詞及計算公式，未來開戶及徵信作業、盤中高風險通知作業、盤後保證金追繳、代為沖銷作業也將有一致性的規範，此次重大的改變，期望未來無論是對於期貨商業務之執行，及減少期貨商與交易人之間無謂爭議等方面都能有所幫助。

另，主管機關表示，如期貨業者能以自律的精神做好期貨市場之風險管理，未來主管機關將以更開放的角度來規劃各項期貨業務之措施，使期貨業者可擁有更多的發揮空間。

CNFA



從「合法期貨標章」推動 看消費者保護措施行

期貨公會◎莫璧君

壹、前言

有效管理及累積財富，是交易人在金融市場交易的主要目的，因此擁有一個安全又有效率的金融市場交易環境，自是交易人從事理財活動時所殷殷期盼，而金融商品交易種類其實很多，除了一般常見的股票、基金之外，期貨商品也是越來越受矚目的選擇。為了提供安全且有效率之交易環境，我國期貨業者、臺灣期貨交易所及主管機關均不惜投入各種成本，積極研擬新制度、新措施及檢討各種改善方案，期許整體期貨業的發展能更健全、更周延、更能獲得期貨交易人信賴。

惟當各界努力建設的過程中，期貨行業却仍受地下期貨所困擾，除造成交易人受騙之事件，也侵犯合法期貨業者之經營權利。

有鑑於地下非法期貨詐騙集團、地下期貨顧問、地下代操等對期貨市場的嚴重傷害，為能提醒民眾防範地下詐騙事件，期貨公會於民國99年起，推出「合法期貨標章」，期盼以簡易識別的標章便利民眾區分「合法」、「非法」期貨業者，就像購買食品有CAS認證標章，品質就有保障一樣。

在對民眾宣導合法期貨認知的同時，合法期貨業者本身的自律操守更需要經得起民眾的檢視，所以合法期貨業的業務員除需依規定每二年參加一次在職訓練外，公司也會對同仁辦理內部教育訓練，期交所與期貨公會不定期舉辦最新市場規範說明、政令宣導講座、國際論壇及相關實作課程，提昇從業人員的市場知識並培育專才，另一方面，我們也制定了一些自律規範，予業界共同遵守，若有業者或從業同仁觸及黃線，我們便



會啟動自律機制，舉牌通知並要求改進，以維繫產業的評價。

貳、近期消費者保護措施

政府對消費者的保護不遺餘力，有公平交易委員會維護交易秩序與消費者權益、有行政院消費者保護會維護消費者權益、中華民國消費者文教基金會維護消費者民生消費權益，金管會開闢消費者園地提供民眾金融消保相關訊息及國際投資警訊專區協助民眾防範國際詐騙或地下金融交易事件，金融相關各週邊單位也都有專區提供交易人、交易人保護相關資訊或專線，近期幾項重要消費者保護措施，說明如下：

一、訂定「金融消費者保護法」，100年12月30日施行

近年來金融服務業所提供之金融商品及服務型態日趨複雜，一般金融消費者在財力、資訊及專業能力上較處於弱勢，而美國雷曼兄弟控股公司破產事件發生後，更突顯出這樣的問題，金融消費者保護遂為國際潮流。金管會於97年起參考國內外相關作為並著手研擬有關金融消費者保護之法制，迄99年底研擬完成「金融消費者保護法」草案，經行政院、立法院審議，於100年6月29日總統制定公布、行政院定自100年12月30日施行，其法律位階明確規範金融消費者保護措施及金融消費爭議處理程序，可謂為我國金融消費者保護開啟一新的里程。

依據評議中心統計101年全年度合計收受4,739件申訴案件及2,486件申請評議案件，就個別產業爭議案件件數統計，證券期貨業申訴案件65件、申請評議案件39件，爭議案件中以「證券投資顧問契約退費」、「受託買賣集中市場有價證券交易糾紛」及「受託買賣非集中市場交易且具衍生性商品性質之外國有價證券業務」所占比率最高。

二、修正「個人資料保護法」，101年10月1日上路

臺灣詐騙事件在2、3年前是層出不窮的，刑事局科技犯罪中心曾表示，根據國際刑警組織的調查，全世界金融卡犯罪臺灣高居第二名，檢警體系也做過統計，以舊版的個資法而言，提出起訴的成功率不到20%，即大多數的犯罪集團在被逮捕查獲時，如果只有紙本證據，是很難起訴的，且大多數起訴原因將會變成不當得利、破壞妨害秘密罪或侵權的罪名而非個資法的處罰。

新修正之「個人資料保護法」不僅放寬個人資料定義、擴大適用主體、強化行為義務，更提高民事賠償上限、增訂處罰非意圖營利並增加行政裁罰手段，除了將隱私權納入之外，消費者對自身個人資料將更具有主張權，消費者的個人資料也將因本法的施行而受到更完善的保護。

三、期貨市場之自律

期貨公會在消費者保護方面，這2、3年除了推動「合法期貨標章」及「期貨商風險



Cover Story

控管機制」，保護期貨交易人權益外，並積極增修定相關自律規範，善盡自律職責。為避免不適當之業務招攬，盡到「了解客戶」責任，要求會員應考量交易人之年齡、知識、經驗及資產狀況，增修訂了「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」；在保護交易人個人資料，防範期貨業受雇人員不當利用客戶資料部分，訂定「期貨業受雇人員查詢客戶資料管理作業要點」；為避免誤導交易人之情事，減少與交易人間之爭議，保障交易人權益，健全期貨顧問事業發展，並維護合法業者之專業形象，增修訂了「會員暨期貨信託基金銷售機構從事廣告業務招攬及營業促銷活動管理辦法」、「期貨顧問事業對委任人以外之不特定人提供期貨交易分析管理辦法」、「期貨顧問事業於傳播媒體從事營業活動自行審核與申報作業程序」。在維護會員紀律方面，除了對會員例行輔導與專案查察之外，紀律委員會對於自律公約之執行與督促及會員職業道德之規範也發揮了相當的功能。

參、結語

在各界積極維護消費者權益時，消費者也必需建立自我保護意識，才能避免自身權益受損。為防範期貨交易人受到非法期貨業者之欺騙，金管會證期局已於該局網站開闢「防範地下期貨宣導專區」，對於常見之地下期貨態樣、招攬手法及如何防範等，提供相關資訊予民眾查詢；臺灣期貨交易所股份有限公司網站設有交易人服務與保護專區，提供期貨交易學習網、交易人部位查詢..等功能；期貨公會網站也設有交易人保護專區，提供違規揭露查詢、交易人教室及申訴管道..等資訊，並自99年起即蒐集地下不法事證函送檢調機關，至今已提供23件疑似地下期貨案件給檢調單位協助辦理。期盼我們都是聰明的交易人，擁有正確的交易觀念，與讀者共勉之。

CNEA





為市場興利 推廣措施・新制度 同步走

期交所◎萬雅玲、廖進和

為提昇臺灣期貨市場競爭力，臺灣期貨交易所（下稱期交所）分別已推出及預訂實施的相關計畫有：期貨On-Line模擬交易、期貨交易推展活動、加掛小型臺指期貨一週到期契約等措施。

市場推廣獎勵措施 即期展開

「102年期貨On-Line模擬交易推廣活動」

期交所與期貨公會為協助期貨業者開發潛在客戶，並增進新客戶對於期交所上市之期貨與選擇權商品暨相關交易結算流程之認識及運用，自今（102）年3月25日起至11月止，舉辦為期九個月的「102年期貨On-Line模擬交易推廣活動」，本活動內容涵蓋模擬交易之全市場宣導活動，以及總獎金（含獎品價值）達120萬元之競賽活動。

本活動共分三階段舉行，說明如下：

第一階段辦理宣導說明會

自3月25日起至4月26日止，期交所於全國16個縣市，辦理20場次之宣導說明會，由期交所同仁擔任講師，宣導「102年期貨On-Line模擬交易推廣活動」、「小型臺指期貨加掛一週到期契約」及「期貨商交易及風險控管機制」等三項主題。各期貨業者所推派參訓之從業人員，將擔任下一階段期貨業者自辦宣導說明會之種子講師。

第二階段辦理宣導補助

在完成第一階段宣導後，接續由各期貨業者辦理對從業人員及交易人之宣導，宣導時間自5月2日至9月30日止，期交所依據各期貨業者營業據點數決定補助場次，全國共計補助292場，每場補助新臺幣1,500元，惟每場參加人數應達20人。



Cover Story

另期貨業者應先派員參加第一階段宣導說明會，且參加之從業人員所屬營業據點數，應達到期交所分配之宣導場數，始可取得補助資格。期交所自5月2日起，開放具備補助資格之期貨商及期貨交易輔助人(IB)總公司提出申請。

而本階段宣導說明會的辦理情形，將成為第三階段模擬交易競賽9月份計分項目之一。另須注意的是，業者自辦各場宣導場次之講師，須為已參加第一階段宣導說明會之種子講師。

第三階段辦理模擬交易競賽

期交所與期貨公會於9月至11月共同主辦模擬交易競賽，並由經濟日報及參賽期貨業者擔任協辦單位。為因應協助期貨商開發潛在客戶及教育新客戶之活動目的，本競賽參加對象鎖定為從未在期貨市場開戶，或今年首次開立期貨帳戶之年滿20歲且持有中華民國身分證之自然人。

本競賽係使用期交所虛擬交易所作為競賽平台，分為9月、10月及11月三個競賽期間，並一律自7月1日起開放網路報名，同一參賽者可分別報名參加三個期間競賽。本競賽活動需先經期貨業者於5月10日前向期交所提出書面申請，並於5月31日前，在各公司網站首頁建置活動專區，完成競賽活動相關連結後，各期貨業者所屬之參賽者始可開立模擬交易競賽帳戶參賽。

各參賽者之模擬交易資金為新臺幣100萬元，可競賽商品為期交所交易量前四大之商品：臺指選擇權（限週契約、最近月及次

近月契約）、臺股期貨（限最近月及次近月契約）、小型臺股期貨（限週契約、最近月及次近月契約）及股票期貨（限期交所每月公告之造市標的最近月及次近月契約）等。

本競賽設有業者獎，凡各競賽期間前三名之期貨商及IB，各可獲得新臺幣6萬元、5萬元、4萬元及獎狀1只。各競賽期間之各項成績加總後，採小數點以下第三位四捨五入計算至第二位決定名次，各階段成績獨立計算。業者獎9月份計分項目共有4項，包含：1)宣導場次達成情形；2)報名情形；3)交易情形及4)報酬情形等。其中宣導場次達成情形計分方式，為各參賽業者獲配場次之辦理情形，若參賽業者辦理之宣導說明會場次達到獲配場次，即可獲得20分。另為獎勵業者增辦場次，若增辦1場則可加1分，本項分數以35分為上限，惟增辦場次期交所不予補助，且同一營業據點不可重複辦理宣導說明會。如競賽隊伍總分相同，則依序以交易情形、報酬情形、宣導場次達成情形及報名情形之分數高低決定名次。業者獎10-11月計分項目共有三項，分別為：1)報名情形；2)交易情形及3)報酬情形等。如競賽隊伍總分相同，則依序以交易情形、報酬情形及報名情形之分數高低決定名次。

競賽另設有交易人獎，凡交易人任一競賽期間交易天數達15天、總交易口數達30口（參加最後結算之口數不列入交易口數計算），且當月期末報酬率達10%，即可獲得1次抽獎機會。獎品包含：特獎每月2名，各可獲得新HTC One旗艦機32G手機1支；頭獎



每月4名，各可獲得Apple iPad mini 32G Wi-Fi 1台；普獎250名，各可獲得經濟日報3個月份。

「102年度期貨交易推展活動」

為擴大臺灣期貨市場交易規模，增強國際競爭力，配合臺股期貨等七項股價指數類期貨商品自本年度4月1日起調降期貨交易稅，期交所亦自降稅同日起調降前揭商品手續費，藉此大規模調降費用回饋市場，有效降低市場交易成本，以振興及活絡臺灣期貨市場。

而由於今年以來國內現貨市場交易動能與波動度一直處於低檔，臺灣期貨市場受到現貨市場行情與量能影響，交易動能亦逐漸減緩，因此，除前述調降手續費措施之外，並自5月起舉辦「102年度期貨交易推展活動」，並將視本階段辦理成效，接續規劃下一階段獎勵活動。

本階段活動期間自5月2日起至7月31日止，總金額逾2,450萬元，獎勵對象包括期貨商及期貨交易輔助人（IB），為期交所成立以來最大規模之推展活動。獎勵方式請參附表，主要獎項如下：

- 一、普獎：當月獎勵標的合計月交易量較去年度月均量成長達一定標準者，依月交易增量給予獎勵。
- 二、競賽獎：包含交易獎及成長獎，分別針對當月獎勵標的合計月交易量較去年度月均量成長達一定標準，依月交易增量排序給予獎勵。

三、期貨經紀商另設有法人新ID開戶獎及業務員獎，IB則另設有單一營業據點經理人獎及業務員獎。

期交所於財政部調降期交稅的同時，藉由降稅及降費同步施行，並輔以全市場之激勵方案，大幅降低期貨商營業成本及交易人交易成本，以增加市場交易意願，活絡期貨交易。期盼業者及從業人員積極推廣，擴大期貨市場規模。

一週到期小型臺指期貨 7月31日上市

期交所於去（101）年11月14日實施「臺指選擇權加掛一週到期契約」新制，新制實施至同年12月，週選擇權契約日均量高達169,281口，今（102）年1至3月期間則進一步成長至197,298口，成長率達16.6%。一週到期臺指選擇權顯然已吸引許多交易人參與交易，促進期貨市場交易活絡。為滿足「一週到期臺指選擇權」交易人之避險與策略性交易需求，讓週選擇權商品更為蓬勃發展，期交所訂於今年7月31日開始，於現有小型臺指期貨加掛一週到期契約，預期該契約上市後可望延續「一週到期臺指選擇權」之成長動能。

期交所加掛一週到期小型臺指期貨契約主要目的係提供「一週到期臺指選擇權」交易人一個相同交易標的物、存續期間與契約規模之期貨避險工具，降低週選擇權交易人避險之基差風險，同時創造更多期貨與選擇權跨商品之策略性交易機會。為利於交易人

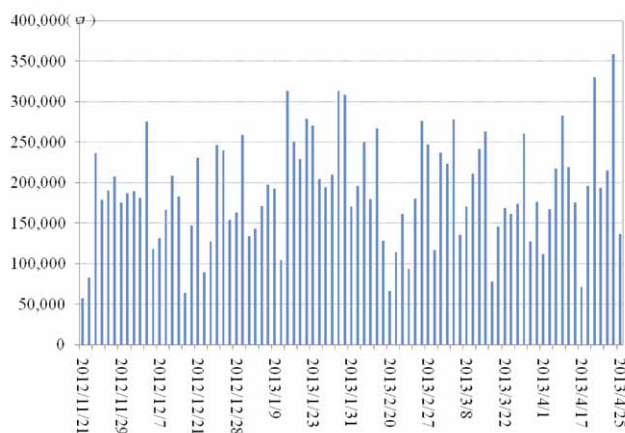


Cover Story

表：102年度期貨交易推展活動獎勵方式簡表

	期貨商	IB
普獎	條件：當月獎勵標的之合計月交易量較 101 年獎勵標的月均量，成長 5% 且增量達 1000 口以上	
	交易量增加：第 1 口 ~10,000 口，每口手續費折減 2 元	
	交易量增加：第 10,001 口以上，每口手續費折減 4 元	
交易獎	金牌獎：當月獎勵標的之合計月交易量較 101 年獎勵標的月均量，成長 8% 且合計月交易量達 350,000 口以上，依月交易增量排序取前 3 名，分別折減手續費 30、20、10 萬元獎勵金。	
	銀牌獎：當月獎勵標的之合計月交易量較 101 年獎勵標的月均量，成長 15% 且合計月交易量達 250,000 口以上，依月交易增量排序取前 3 名，分別折減手續費 15、10、5 萬元獎勵金。	
成長獎	金牌獎：當月獎勵標的之合計月交易量較 101 年獎勵標的月均量，成長 20% 且合計月交易量達 100,000 口以上，依月交易增量排序取前 3 名，分別折減手續費 10、5、3 萬元獎勵金。	
	銀牌獎：當月獎勵標的之合計月交易量較 101 年獎勵標的月均量，成長 30% 且合計月交易量達 20,000 口以上，依月交易增量排序取前 5 名，各給予手續費折減 2 萬元獎勵金。	
法人開戶獎	5-7 月法人新戶達 3 戶以上，且每戶交易量達 1,000 口以上，依開戶數排序取前 6 名，分別折減手續費 12、8、6、5、4、3 萬元之獎勵金。	無
業務員獎	前揭金牌獎之期貨商，可各推舉 1 名業務員，各獲頒 2 萬元獎金。	無
	前揭銀牌獎之期貨商，可各推舉 1 名業務員，各獲頒 1 萬元獎金。	
單一營業點獎	無	經理人獎：單一點，當月獎勵標的之合計月交易量，較去年獎勵標的月均量成長達 20% 以上，且合計月交易量達 6,000 口以上者，依月交易增量排序取前 5 名，各給予經理人 2 萬元獎金。
		業務員獎：榮獲經理人獎之據點，可推舉 1 名業務員，各獲頒 2 萬元獎金。

註：1. 獎勵週期：每個月計算一次成績（法人新開戶獎除外）
2. 活動辦法以期交所網站（<http://www.taifex.com.tw>）公告為準



圖：一週到期臺指選擇權契約之交易量

了解期交所將加掛之一週到期小型臺指期貨，本文以下將就該契約之商品功能與契約加掛方式等進行說明。

商品功能

一、提供週到期臺指選擇權交易人一個期貨避險工具

在現有市場上，具有週到期臺指選擇權避險需求之交易人多使用臺股期貨或小型臺指期貨進行避險，惟該2項商品最近月契約之到期日與週到期選擇權之到期日不同，故週選擇權交易人進行避險時將面臨基差風險。而一週到期「小型臺指期貨」契約之存續期間與週到期選擇權完全相符，可提昇週到期選擇權交易人之避險效率，亦有助於週選擇權進一步健全發展。

二、創造更多小型臺指期貨與臺指選擇權間之跨商品策略性交易機會

週到期小型臺指期貨與週到期臺指選擇權之存續期間、契約乘數相同，到期日亦使用相同最後結算價進行到期結算。由於部分現有市場交易人係使用相同到期月份之「臺指選擇權」與「小型臺指期貨」契約進行策略性交易，週到期小型臺指期貨推出後，將可提供該等交易人更多跨商品之策略性交易機會。

一週到期小型臺指期貨契約之加掛方式簡表

到期週別	最後交易日或到期日	新契約之上市交易日
第1週(W1)	交易當月第1個星期三	各週到期契約最後交易日前一週之星期三
第2週(W2)	交易當月第2個星期三	
第4週(W4)	交易當月第4個星期三	
第5週(W5)	交易當月第5個星期三	

註：如交易當月沒有第5個星期三，該月即不加掛第5週到期之契約。

契約加掛方式

一週到期小型臺指期貨之加掛方式係參照一週到期臺指選擇權之設計，於每週三加掛1檔次一個星期三到期之契約，每個交易當月加掛之週到期契約之最後交易日依序為每個交易當月之第1、2、4、5個星期三，新契約上市交易日則為各契約最後交易日之前一週之星期三。另因每個交易當月第3個星期三係為最近月小型臺指期貨契約之最後交易日，該契約到期前一週即屬一週到期契約，因此，每個交易當月第2個星期三小型



Cover Story



臺灣期貨交易所
TAIWAN FUTURES EXCHANGE

English
首頁
當日行情
可交割公債行情
黃金交易資訊
臺指選擇權波動率

▼ 指數類商品報價

股票類商品報價

黃金類商品報價

利率類商品報價

鉅額交易報價

期貨商品

選擇權商品

期貨價差

商品名稱：

小臺指期

到期月份：

201305W1

201305W1
201305
201306
201309
201312
201403

加權股價指數：
8,054.19(32.44)
8,081.37
最低：
8,034.47

商品	買價	買量	賣價	賣量	交價	漲跌	振幅	成交量	開盤
小臺指現		--							
小臺指期053	8,041.00	22	8,042.00		4.19	32.44	0.58	--	8,034.47
小臺指期063	8,016.00	4	8,019.00	14	8,017.00	36.00	0.84	1,423	7,981.00
小臺指期093	7,763.00	21	7,768.00	7	7,764.00	30.00	0.79	145	7,734.00

☒ 隔15秒自動更新

圖：一週到期小型臺指期貨契約之行情資訊揭示

臺指期貨不會加掛一週到期契約。此外，如一週到期契約之新契約上市交易日或到期日遇非交易日，則順延至次一交易日上市或到期結算。

期交所行情資訊網站

為方便交易人辨別與取得一週到期小型臺指期貨行情資訊，期交所將在行情資訊網站之小型臺指期貨各到期契約選項中加註識別碼，讓使用者方便取得行情資訊，例如小臺指期201305W1係指今年5月第1週到期之一週到期小型臺指期貨契約（如上圖）；同月份第2週到期契約之到期日代碼則為201305W2，第4、5週到期代碼最後2碼則為W4與W5。

結語

由於週選擇權上市後已建立良好之發展基礎，且交易持續活絡，基於加掛「一週到期小型臺指期貨」契約可滿足週到期臺指選擇權交易人之避險需求，以及提供從事期貨與選擇權跨商品策略性交易之交易人更多交易機會，加掛「一週到期小型臺指期貨」將有利於擴展既有週選擇權市場，預期週選擇權交易將更為活絡，而原小型臺指期貨契約在加掛一週到期契約後，交易量亦可望進一步成長。

CNFA

市場訊息

短天期契約正夯！



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臺舉辦期貨論壇，本年度主題為「短天期選擇權之國際發展趨勢」，本刊除摘錄會議精闢內容饗宴讀者之外，另邀請CME及臺灣期貨交易所更細緻的說明與分析其短天期商品，供讀者參考。



2013 台北國際期貨論壇專題報導

短天期選擇權之國際發展趨勢

期貨公會◎沈素吟

前言

臺灣期貨市場參與者與荷蘭阿姆斯特丹的參與者結構類似，屬以散戶為主的市場，臺灣期貨交易所於2、3年前即密切關注 Euronext Liffe（現改名為NYSE Euronext）於2006年5月掛出荷蘭AEX週指數選擇權之發展，它的特性為權利金相對便宜、存續期間短、交易成本低，而且提供及時避險的效應，適合短線交易者，對於突發事件的發生、選舉事件等預期，運用短天期選擇權是一項很好的交易策略。

統計臺指選擇權（TXO）101年1月至9月份交易量，顯示國內一些特定交易人平常不做交易，然而，在臺指選擇權到期前5日，交易量反而增加42%，這也許正是掛出臺指選擇權一週到期契約（簡稱週選擇權）最佳時機；另外，主管機關於去年8月即核准臺灣期貨交易所加掛週選擇權之申請，並且大力支持，使得臺灣期貨交易所順利於101年11月14日正式掛出週選擇權。

週選擇權上市後，為期貨市場挹注一股

新活水，自101年11月21日至102年3月的統計交易量，週選擇權的日均量（average daily volume）已達到187,570口，占所有臺指選擇權的40.29%，當初依國外的經驗預估大約在20%~35%，以週選擇權交易量現況表現，顯現臺灣期貨市場加掛週選擇權後，市場反應熱絡；以參與者的結構來看，散戶交易比例超過5成，扮演了重要角色，提供市場高流動性。

有鑒於短天期選擇權（short-term options）在歐美國家發展，行之有年，因此，本次研討會期貨公會特邀請到歐洲期貨交易所（Eurex Exchange）Ralf Huesmann副總裁，以及芝加哥商品交易所（CME）馬偉宜顧問，與業者分享其歐美市場發展短天期選擇權的成功經驗，此外，與談人邀請到臺灣期貨交易所楊朝舜經理、與期貨業者元大寶來期貨李靜茹副總，以及永豐金證券集團周武華副總，與期貨從業人員分享短天期選擇權之發展，以下特摘述論壇精髓，提供讀者饗宴。

Eurex- Ralf Huesmann 分享歐洲短天期選擇權之發展經驗



歐洲期貨交易所簡介

歐洲期貨交易所Ralf Huesmann副總裁指出，Eurex為世界首屈一指的衍生性商品交易所，他們擁有1,900項各式各樣的產品，並橫跨十種傳統和另類的資產，不但為客戶提供多元化選擇，也帶來更多投資機會。Eurex產品組合包括多元化的權益類契約，涵蓋指數、個股期貨、交易所買賣基金（ETFs）和股息的股票期貨與期權；此外，也包括數種全球交易流通性最高的固定收益衍生性產品，而且波動率、天氣、房產和種類逐漸增加的商品期貨與期權更豐富他們產品的廣度。以上多元化產品均可在單一交易平台上找到—歐洲期貨交易所，以創新和可靠的科技，為遍及全球33個國家、超過420個會員，和大約8,000位交易員，連接世界級的產品和服務。

從歐洲市場看週選擇權

Eurex自2006年4月24日推出週指數選擇權（以下簡稱週選擇權），包括：德國指數DAX[®]（DAX[®] Index Options），以及歐元區藍籌50指數（EURO STOXX 50 Index Options），在今年表現相當亮眼，由於股票波動性大幅增加，這兩項週選擇權交易量於2013年2月份創下100萬口歷史新高紀錄。在當時歐洲其他的期貨交易所也掛出類似的產品，以Euronext Liffe（現已改稱NYSE Euronext）為例，Euronext Liffe未選擇當時英國FTSE100或法國CAC40的最大指數，反而選用荷蘭的AEX指數，主因係為荷蘭阿姆斯特丹市場的參與者以散戶為主，這類似臺灣、韓國市場的參與者，與歐洲市場主要參與者為法人機構不同。例如：德國散戶以買



Market information

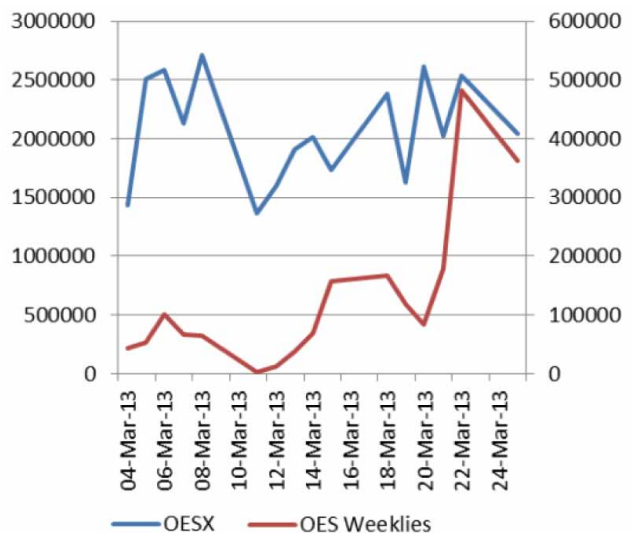
權證、結構型商品為主，這些由銀行設計出的產品，直接賣給銀行客戶；但Eurex的客戶反而是這些銀行業者，以避險為目的的交易商品。

由於週選擇權在阿姆斯特丹廣受交易人喜愛，Euronext Liffe緊接著於2008年上市AEX指數選擇權-日到期選擇權（daily options），日選擇權推出後，比週選擇權更受到交易人的青睞。Huesmann表示，臺灣期貨參與者類似阿姆斯特丹的散戶市場，建議未來也可參考阿姆斯特丹掛出臺灣一天到期的臺指指數選擇權。

週選擇權在歐洲迅速竄起

Huesmann副總裁表示，從表一藍色線2013年3月份EURO STOXX 50®標準選擇權來看，整體交易量在下滑，然而，紅色線EURO STOXX 50®週選擇權交易量極速攀升，此情況主要因為週選擇權應用之特定目的為市場一些事件的發生，例如：選舉、或經濟數據即將公布，市場預期這個數據為上升或下滑等等，以今年3月份的數據顯示，歐洲舉辦高峰會討論塞普勒斯紓困案，因討論過程中無法解決塞普勒斯的問題，於是反映在週選擇權的交易量上，週選擇權到期時間短、波動性比標準選擇權大的特性，對交易短線的交易者而言，週選擇權就是一個很好的投資工具。

表一：2013年3月份EURO STOXX50®週選擇權與標準選擇權比較圖



正與亞洲市場緊鑼密鼓合作

整體歐洲而言，歐洲希望追求共同體，擁有共同的貨幣、共同的財政政策，不過，如果再去探討個別國家、個別市場，它的差異性還是存在，各國交易人喜歡的投資工具也不盡相同，譬如：荷蘭的交易人喜歡選擇權，不喜歡交易期貨，然而，在德國、義大利的交易人偏好結構性的商品，另外，英國交易人則喜歡價差合約交易的商品（Contract for Difference, CFD）。目前Eurex正密切與亞洲的金融衍生性商品交易所建立聯繫管道，於2010年8月份，與韓國交易所互掛KOSPI 200之指數期貨選擇權，跟臺灣期貨交易所計劃2013年第四季在Eurex掛牌，以台股期貨與臺指選擇權為交易標的的每日到期期貨商品，以及正在跟印度交易所討論相關的合作案，Ralf Huesman表示，亞洲市場很多都希望推出短天期契約。

Eurex的混合交易模式

現在法人參與週選擇權的比例提高了，歐洲市場運作的狀況跟美國、亞洲市場可能不太一樣，Eurex提供混合的交易模式（Hybrid Trading Model），交易者可以在電腦螢幕前面直接輸入委託下單，但同時提供所謂的大額交易。換句話說，交易人可以做雙邊的交易，雙方討論好價格之後，交易人直接將他的大額交易輸入到Eurex的結算系統。以期貨來看，9成以上的交易皆是透過委託部完成交易；選擇權則剛好相反，大概僅有2至3成的市場係透過委託部完成交易，Euro STOXX50®選擇權是Eurex流動性最高的商品，在歐洲的交易人還是比較習慣做大額交易，也就是買賣雙方協調好，然後再直接把這個資料輸入結算系統。

週選擇權交易量攀升幕後推手-造市者

Eurex每月達330位會員積極交易他們的商品，其中210位會員持續地參與標準選擇權。週選擇權推出後，大約只有70多位會員有積極交易，其中一項原因要從造市的角度來看，很明顯的這些週選擇權跟標準選擇權契約是相同的，其主要差別在於期間較短，不過，因為天期短而有不同的風險屬性，所以不是全部造市者都願意買單。然而，直到有5、6位造市者對週選擇權具有信心並積極投入後，始看到週選擇權穩定的發展，目前他們大概有1/3的會員交易週選擇權，這表示週選擇權的市場尚有很大的成長空間。Huesmann先生說，要讓造市者在適當的時機能夠進入市場，提供市場足夠的流動性；另外，針對造市者他們也有一定的要求，符合





這個條件才能夠購買週選擇權，舉例來說，價差（spreads）比標準選擇權要多50%，當然他們還有很多其它的參數，這些參數在歐洲執行的結果，基本上不見得適用所有選擇權的產品。

在Eurex的週內效應

另外，從週選擇權交易量的角度來觀察，美國、亞洲或許也有類似的情形發生，Eurex標準選擇權、週選擇權皆是在每週五中午到期，但有所謂的週內效應（the week-day effect）「即是通常快到期時，交易量就會提升」，而且隨著法人參與程度增高，這現象更明顯，有些交易者會把本週的週選擇權將它展延到下一週，過去僅有散戶這麼做，可是現在法人有點是在使用操作期貨的方式，在交易選擇權，利用禮拜五早上去調整他們的部位，除非認為有留倉的必要，不然就展延到下期，避免產生損失。緊接著，

他說CME、CBOE還有提供每月最後一日作為週選擇權之到期日服務（End-of-Month, EOM Options Expirations），目前歐洲市場尚未提供此項服務。

週選擇權交易熱

週選擇權在歐洲的發展尚有很大的發展潛力，在2011年推出的單一個股週選擇權時，發展不是這麼理想。一開始他們推出四支個股選擇權，涵蓋Nokia、賓士、德意志銀行、跟德國電信在Eurex交易，半年期間發展不錯，但過半年後交易量就開始萎縮，未來是否會回檔呢？仍是未知數。以目前歐洲期貨市場發展的現況來看，個股選擇權較不受市場參與者的喜愛，他們以交易指數選擇權居多，希望未來能夠吸引更多法人進入市場，善用市場公布一些經濟數據，或重大事件發生時，進行短期交易的操作策略。



CME - 馬偉宜分享美國短天期選擇權之發展經驗

CME短天期選擇權商品多樣化

有關美國市場短天期選擇權的借鏡，邀請到芝加哥商品交易所（CME）馬偉宜顧問與業者分享，馬顧問指出，美國是一個非常崇尚創新的市場，如果有關注到CME的發展，可發現每個月皆有新的產品掛出，可能為全新的產品、或原有產品的延伸，CME推出短天期選擇權涵蓋各式各樣的產品，詳如下所列：

一、週選擇權（weekly options）：

- (1)股票類：E-mini S&P 500、S&P 500、E-mini NASDAQ-100、以及NASDAQ-100。
- (2)利率類：2-Yr、5-Yr、10-Yr T-Bond 與Ultra T-Bond，以及Eurodollar 1-Yr Red Mid Curves。
- (3)農產品類：小麥、玉米、大豆、活牛、大豆油、豆粕等。
- (4)外匯類：EUR/USD、GBP/USD、CAD/USD、AUD/USD、JPY/USD、CHF/USD。

以上四類產品除了遇到原本的標準選擇



權到期之外，通常到期日在每週五。

二、日選擇權（daily options）：

- (1)能源類：原油及天然氣。
- (2)金屬類：黃金。

除非遇到原本的標準選擇權到期之外，這兩類商品為星期一到星期五每天到期的選擇權。

馬顧問緊接著闡述CME提供的S&P500、NASDAQ-100這兩項週選擇權，另再增加每月最後一日作為週選擇權之到期日服務（End-of-Month, EOM Option Expirations），例如：2012年2月份，週選擇權之到期日為2/3、2/10、2/24，下一個到期日依序應為3/2，但當月份之最後交易日為2/29，故提前



至2/29結算。短天期選擇權的詮釋為週選擇權（weekly options）、日選擇權（daily options）之外，另外一種解釋為Mid-Curve Options（短期的選擇權，標的物則為長期的期貨），CME利率類的Eurodollar Mid-Curve Options即是短天期的商品：「短期到期的美式選擇權，標的物則為長期的歐元期貨。」

因應客戶的需求推出短天期選擇權

為什麼推出短天期選擇權商品呢？最重要一點來自市場回饋，CME擁有很大的銷售團隊，每天都直接與客戶對話，了解客戶需要什麼新的產品，在顧客的回饋下，發現他們對交易短天期選擇權有需求，因為短期的花費成本較低、高槓桿，甚至給予更多的履約價格區間。增加到期日的頻率，其實也是個重點，交易長期的選擇權，流動性可能較低，有時候只是要做短線交易，短期選擇權會是更好的投資工具。

市場波動小 選擇權夯

馬偉宜顧問表示，之前服務CME銀行的客戶，他們從事交換契約（SWAP）、且交易期貨居多，較少交易選擇權。然而，他發現當市場波動不大時，銀行的客戶反而會想要嘗試選擇權，投資小額的資金，放置一些部位，等待時機；或者在有新的經濟數據要公告之前，買一些短天期的選擇權，來作為他們交易策略。因此，他指出，當市場波動

小時，觀察到吸引更多的參與者進入，原本不交易選擇權的客戶，重新思索如何利用新的短天期選擇權從事交易。

去年利率期貨交易量減少，利率選擇權的交易量反而增加38%，馬顧問觀察到期貨、選擇權互相有輔助的作用，當期貨沒有太大波動時，有時短期的選擇權反而可提供新的交易者短期交易的機會。在美國市場，標準選擇權交易量會受到短天期選擇權的影響，因為原本交易標準選擇權的交易者，轉成交易短天期選擇權，因此，標準選擇權的交易量會降低，但總體選擇權的交易量還是成長的。

商品成功推出的關鍵

在美國參與者的種類是勝過亞洲的，有各式各樣的交易者與公司，亞洲則以法人戶或散戶居多。此外，國際市場不可避免的大趨勢，整個店頭市場正在從場外向場內發展，當整個店頭市場向場內轉移時，商品的研發，是CME商品多樣化的推動力，與背後發展成功的重要因素；另外，不斷地給予市場參與者教育訓練也是他們著重的課題。

臺灣期貨交易所楊朝舜經理談臺灣週選擇權之發展現況

掌握週選擇權上市最佳時機

2013台北國際期貨論壇與談人－臺灣期貨交易所楊朝舜經理指出，臺灣期貨市場與荷蘭阿姆斯特丹以散戶為主的市場參與者類似，因此，臺灣期貨交易所在2、3年前即密切關注Euronext Liffe掛出荷蘭AEX短天期指數選擇權的發展。去年臺灣期貨市場動能趨緩，2012年1月到9月份統計資料觀察到臺指選擇權到期前5日，交易量反而增加42%，國內一些特定交易人平常不做交易，這也許正是臺灣發展臺指選擇權一週到期契約（以下簡稱週選擇權）最好時機，不僅提供交易人更多策略，且對於短期間的訊息，週選擇權的敏感度會較高。

履約價格序列縮小50點為區間

期交所研議週選擇權與標準選擇權合約規格，不同之處主要有下列兩點：一、除第2個禮拜星期三遇到標準選擇權到期之外，每個禮拜三掛出下個禮拜三到期合約；二、從去年以來，市場的波動性不斷地往下滑，將週選擇權如履約價格在3,000至10,000點之



間，履約價格序列由100點為區間縮小為50點，這對後續交易量的刺激是有很大的助益，舉例來說，交易人交易7,100點、7,200點之外，還可交易7,150點，這將可更精準的符合交易人對指數未來發展的預期。

週選擇權活絡期市發展

臺灣期貨交易所於2012年11月14日掛出週選擇權後，2012年11月份、12月份日均量各164,533口、171,516口，2013年1月份波動性較大，日均量219,125口，楊經理表示，加掛週選擇權的整體表現，呈現成長趨勢。自去年11月21日至今年3月的統計交易量，週選擇權的日均量（average daily volume）



Market information

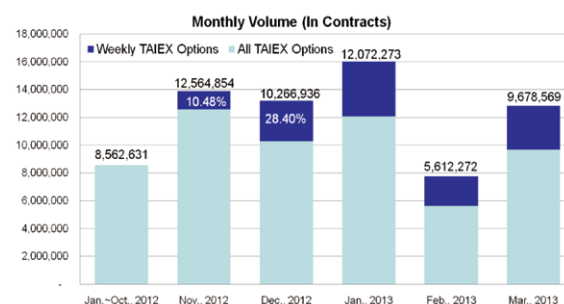
已達到187,570口，占所有臺指選擇權的40.29%，相對於國外交易市場，臺灣週選擇權占整體臺指選擇權的交易比重來看，臺灣週選擇權交易的比重較高，顯示臺灣期貨市場加掛週選擇權後，市場反應熱絡；以參與者的結構來看，散戶交易超過5成，扮演了重要角色，提供市場高流動性。

達到一加一大於二的效果

2012年11月份臺指選擇權總交易量計12,564,854口，週選擇權占所有臺指選擇權的10.48%、12月份慢慢成長為28.4%，1月份達到32.67%、2月份38.51%（詳如表一）。楊經理指出，從上揭數據顯示，週選擇權占所有臺指選擇權比例有逐漸成長的趨勢，然而，對整體臺指選擇權交易量是否有幫助呢？這是比較重要的，當初在推週選擇權時，即考量到對原本既有的月臺指選擇權、或季臺指選擇權的交易量是否會有衝擊呢？推出之後，發現確實是一加一大於二，如果從2012年1月份到10月份平均月的

臺指選擇權資料的統計，平均月交易量為8,562,631口，在推出週選擇權之後，從2012年11月份至2013年3月份，平均月交易量攀升到10,038,981口，推出前後市場成長率達17.24%。

表一：所有臺指選擇權月均量統計圖表



期間：11/21/2012~03/31/2013

市場參與者結構

緊接著，楊經理表示，到底有哪些市場參與者？參與情形如何呢？如同前面 Ralf Huesmann先生及馬偉宜顧問所提及，這商品特性主要吸引散戶進入市場交易，散戶（Retail Investors）部份，從去年11月份到今年3月份交易量穩定成長中，詳細資料如

表二：週選擇權平均月交易量統計表

Average Daily Volume of TAIEX Weekly Options (In Contracts)						
Month	Retail Investors	Market Maker	Futures Proprietary Trading Firms	Foreign Institutional Investors	Others	Total
201211*	148,333	151,340	16,130	12,848	414	329,065
201212	174,995	140,729	15,376	11,168	764	343,032
201301	217,585	169,238	35,141	14,691	1,595	438,250
201302	186,717	129,543	29,227	13,424	1,257	360,168
201303	192,570	125,968	38,367	13,942	1,829	372,676
Total	188,783	143,686	28,138	13,266	1,266	375,139

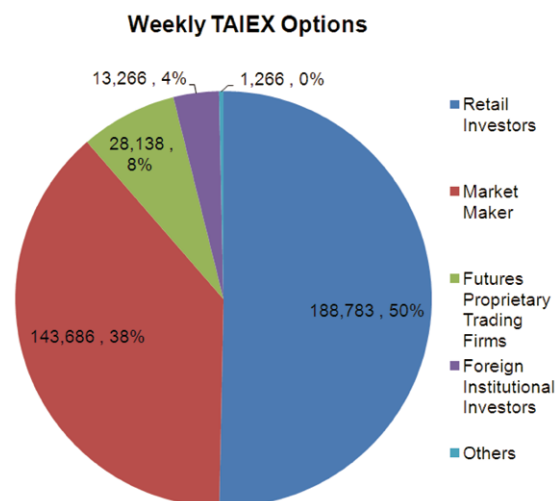
期間：11/21/2012~03/31/2013

表二；另外，造市者（Market Maker）在去年11月份、今年1月份交易量稍微成長下，可看到其它月份交易量稍微萎縮，造市者為週選擇權成功推出主要因素之一，一開始就提供市場基本的流動性，從這樣看來，頗有點功成身退，不過，這可能為短期現象，需要更長時間觀察。除了散戶與造市者這兩類主要市場參與者之外，自營商（Futures Proprietary Trading Firms）交易量也在持續成長中，外資（Foreign Institutional Investors）也有一定的交易量。

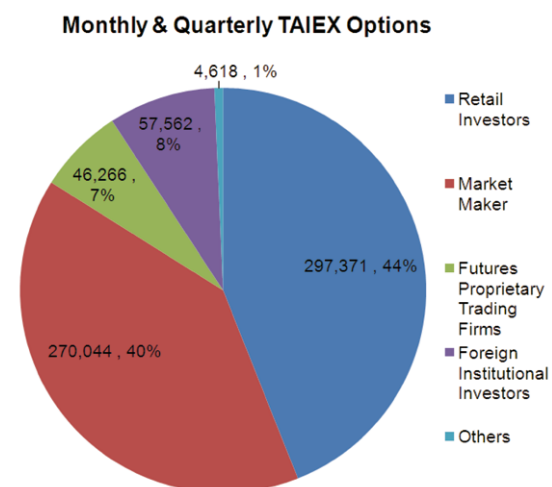
散戶積極參與週選擇權

週選擇權與月、季臺指選擇權的市場結構之差異做一個比較，週選擇權散戶的部份占50%，月、季臺指選擇權散戶則占44%，顯見散戶參與週選擇權是比較積極的；在市場造市者方面，週選擇權及月、季臺指選擇權各占38%、40%，比較沒有差異；在外資部分，因為主要可能從事策略性的避險交易，在季、月週選擇權占8%，週選擇權則占

4%較小的比例，詳如下圖所示。



圖一：週選擇權市場參與者比例



圖二：月、季臺指選擇權市場參與者比例

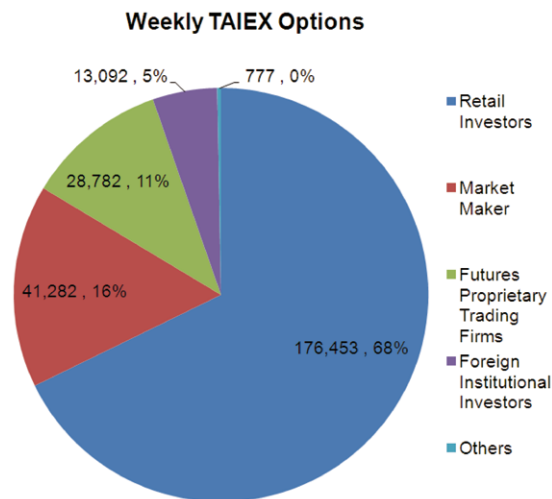
表三：每日平均週選擇權未平倉量統計表

Average Daily OI of TAIEX Weekly Options (In Contracts)						
Month	Retail Investors	Market Maker	Futures Proprietary Trading Firms	Foreign Institutional Investors	Others	Total
201211*	130,770	42,099	18,014	10,898	477	202,257
201212	163,872	43,408	15,957	8,327	567	232,131
201301	181,954	43,250	32,854	11,174	906	270,138
201302	205,908	44,576	36,094	19,247	984	306,809
201303	183,915	34,365	37,200	16,574	844	272,897
Total	176,453	41,282	28,782	13,092	777	260,385

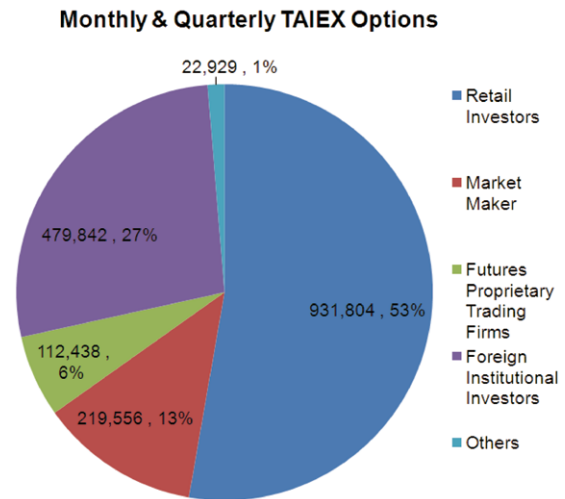
期間：11/21/2012~03/31/2013



Market information



圖三：週選擇權未平倉量市場結構
期間：11/21/2012~03/31/2013



圖四：月、季臺指選擇權未平倉量市場結構

週選擇權未平倉量

楊經理接著敘述每日平均週選擇權未平倉量（Open Interest）部份，散戶的未平倉量每月有成長的趨勢，因逢年假今年2月份每日平均未平倉量達20萬口（詳如表三），第二週到期的合約僅有兩天，多數交易者交易後就持有至到期日。

未平倉量的市場結構

週選擇權未平倉量市場結構部份，散戶占68%，相對於月、季臺指選擇權占53%，造市者則沒有太大差別，週選擇權占16%，季、月臺指選擇權則占13%，外資部分差異較大，週選擇權與月、季臺指選擇權各占5%、27%。（詳如圖三、圖四）

市場參與者平均當沖比例

由於週選擇權對於波動的敏感度較高，時間價值較低，相對於標準選擇權是更適合當沖交易，因此，可以看到散戶做當沖比例占42.69%（詳如表四），對應於月、季臺指選擇權係占29.41%；造市者在當沖交易比例上，沒有太大差別，基本上，造市者就是一買一賣，原則上當日不留倉。

表四：市場參與者平均當沖比較表

Items	Average Day-Trade Volume%		
Participant	Weekly	Monthly & Quarterly	Diff.
Retail Investors	42.69	29.41	13.28
Market Maker	80.42	77.56	2.85
Futures Proprietary Trading Firms	47.52	37.81	9.72
Foreign Institutional Investors	54.53	38.50	16.03
Others	62.09	10.83	51.26

期間：11/21/2012~03/31/2013

期貨商業者分享短天期選擇權之發展

週選擇權蓬勃發展起源

元大寶來期貨李靜茹副總經理指出，臺灣週選擇權推出後反應熱絡度高，比起歐洲期貨交易所週選擇權參與度占10%，美國週選擇權占整個市場18%，而臺灣週選擇權占整個市場達40%，因此，以臺灣週選擇權的交易比例來看，週選擇權算是蠻成功的商品。週選擇權在國外真正的蓬勃發展在2010年開始，為何是在2010年呢？三大主要原因如下所述：

- 一、在2010年，美國證券交易委員會（SEC, Securities and Exchange Commission）將週選擇權納入為衍生性商品的一部份。
- 二、將週選擇權應用在所謂的個股標的物，即是公司股票上面。
- 三、在ID上面有非常大的轉變，直接將商品代碼（Symbol）簡化，讓這些商品代碼直接可以細分到週、日，甚至發展到分，使得商品代碼讓交易所、期貨商更容易辨認。

法人持有週選擇權

週選擇權除了散戶的參與者，法人分為



兩個族群：一、比較積極性的避險基金，二、被動式的資產管理，根據統計58%的法人避險基金利用過週選擇權做為參與工具；11%的法人資產管理因策略關係持倉較久，會運用月選擇權、或年選擇權，如考量成本較低、交易短線時，再運用週選擇權做為交易。在國外週選擇權可以運用到各式各樣不同的商品，例如：指數、個股、ETF、農產品、能源等等。

靈活運用週選擇權

為何週選擇權非常受到散戶的歡迎呢？因為如果要散戶預估一週後行情發展，可能比預估一個月以後更容易預估，除此之外，針對法人的部份，週選擇權另外提供



Market information

及時避險的效應，例如：意外天災、經濟數據公布、選舉事件等等。此外，對交易所而言，可以利用週選擇權去新增、或調整不同的履約價格，2012年9月份，美國SEC同意國際證券交易所（ISE, International Securities Exchange）將1美元的履約價格縮小為0.5美元，所以交易所可以根據市場行情，去調整他們所要掛的履約價格，將可更貼近市場行情。

交易週選擇權注意事項

最後，總結交易週選擇權三件注意事項，提供讀者參考：

- 一、因為係預期短期市場變動，當建倉時，需有心理準備，可能馬上平倉，或者要做一些部位調整。
- 二、在即將公布一些經濟數據指標、或公司財務報表時，這可能為公司股票價值的高峰，可多運用週選擇權。
- 三、從較小的部位開始建立，一段時間後，慢慢累積帳戶的資金，有能力時再投資更多。

週選擇權快速發展面臨的挑戰

大部份發生在交易所及期貨商，所謂成長的痛苦，就是硬體設備、軟體設備、容量、交易速度等等問題，短期交易商品它的低延遲是一個非常關鍵要素，換句話說，交易速度對很多交易人而言是非常重要的；再

者，則為容量承載問題，例如：有一些經濟數據公布，或者是一些突發事件發生時，很多人會利用短期商品做交易，這時交易量會暴增，交易所或期貨商如何確保交易人下單的交易速度以及穩定度，其實這些都是未來我們面臨的挑戰。



永豐金證券集團單據點貢獻度高

2013台北國際期貨論壇邀請到的業者代表周武華副總經理，分享永豐金證券集團如何成功推廣週選擇權至交易人？他指出，永豐金證券集團交易量最大的期貨商交易輔助人（IB, Introducing Broker）據點為大安、新竹分公司，雖然永豐金證券集團的分公司據點沒有其他證券商多，不過單據點的貢獻度卻非常高，個別客戶的生產力不容小覷。

培訓專業的銷售團隊

永豐金證券集團是如何將週選擇權成功推廣至交易人呢？下面分享幾項關鍵因素，

永豐金證券集團擁有專業的業務銷售團隊，他們設有期貨顧問部門，把期顧業務員當作是種子教官，定期至全省IB據點，對各個營業員教育週選擇權，營業員再將交易週選擇權的特性介紹給交易人。此外，因獲得永豐金證券執行副總身兼永豐期貨董事長葉黃杞的大力支持，對於期貨部分，不管是在資本投資方面、或者人員教育訓練的投資，皆花費很多心力。

提供客戶最新市場訊息

周副總經理認為市場報告與及時資訊分享是非常重要的，以週選擇權來講，交易是非常短期的，因此，須及時提供客戶最新訊息、定期檢視客戶的投資組合表現，皆是他們期貨顧問業務員服務的項目。另外，他們將客戶分為A、B、C三個階級，非以資金多

寡做區分，而是以客戶對商品的知識、客戶的分類及風險的承受度做區分。

早為週選擇權做暖身

永豐金證券著重員工及客戶的教育訓練宣導活動，在2012年，即為即將上市的週選擇權做暖身，對員工舉辦368場內部教育訓練，另對客戶舉辦了139場說明會，宣導週選擇權商品特性、商品規格，以及如何做好風險管理等等。周武華副總驕傲的說，一般而言，皆說20%的人，贏走80%人的錢，而永豐金證券集團客戶獲利及損失比例為4比6。以散戶的角度來看，維持4成的客戶獲利，其實已經相當不錯，能夠獲利的主因除了持續的教育訓練之外，業務員不斷檢視客戶的績效，以及提供市場最新訊息也是關鍵因素。





綜合座談 Q&A



Q1：臺灣在去年11月14日剛開始推出週選擇權，請問外資對這項新商品的看法是什麼呢？

A1：首先，馬先生表示，身為一個外資企業認為臺灣的商品需具備吸引力，須先讓商品在國際市場上能夠耳熟能詳，以及不斷地對客戶教育訓練，像CME也是在亞洲市場努力了20年，才有今日在亞洲市場的占有率。接著，李靜茹副總闡述週選擇權跟標準選擇權大同小異，只是到期日長短的不同，對於已參與標準選擇權的外資客戶，邀請他們再來交易週選擇權，她的外資客戶都非常樂意接受，除了他們已經熟稔週

選擇權商品之外，主要係為週選擇的交易代碼（Symbol），非常簡易就可以在他們的系統進行更改。最後，Ralf Huesmann說，從歐洲的角度來看，還是滿難來到臺灣市場做交易，因時間與貨幣的差異，Eurex計畫在2013年第四季推出臺指選擇權、臺指期貨產品，這是一個初步的連結，未來也希望有助於歐洲的交易人參與臺灣的期貨、選擇權市場，他相信現在與臺灣期貨交易所持續合作，將有助於歐洲交易人對臺灣的市場感到有興趣。

Q2：請問臺灣期貨交易所未來是否會考慮推出比週選擇權存續期間更短的商品，也就是日選擇權（daily options）？

A2：楊朝舜經理表示，臺灣期貨交易所正在研究週選擇權時，就有參考Euronext Liffe推出一天到期的AEX指數選擇權（簡稱日選擇權），注意是否會影響到既有的週選擇權交易量？日選擇權剛推出時，週選擇權的交易量確實有衰退的現象，但是如果可以達到一加一大於二的效

果，當然是滿值得推出的。另外，日選擇權交易量不是很穩定，特殊事件發生時，交易量會突然暴增，推出的時點是否適合還需要仔細評估；另一方面時間很短，時間價值（Time Value）已經很低，如果市場又沒有太大波動時，權利金（Premium）會變的很低，賣方的意願相對是有些影響，未來考量是否推出日選擇權？臺灣期貨交易所並不排除，但需要再詳細研議。

Q3：Eurex的短天期選擇權在2013年2月份創下100萬口歷史新高記錄，尤其EURO STOXX50®的交易量已經非常穩定，請問誰是市場主要參與者？過去Eurex如何推廣短天期選擇權呢？

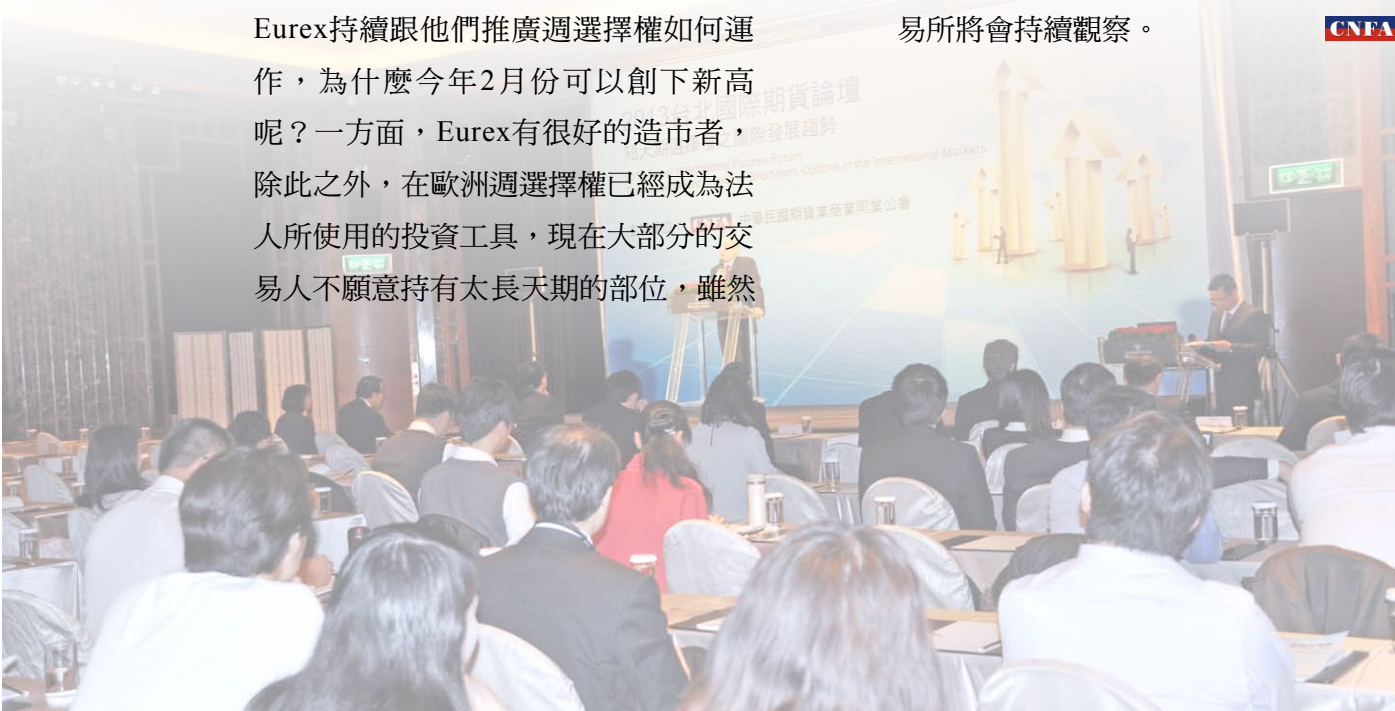
A3：Eurex的客戶以法人為主，對於避險基金、保險公司、投資銀行等法人機構，Eurex持續跟他們推廣週選擇權如何運作，為什麼今年2月份可以創下新高呢？一方面，Eurex有很好的造市者，除此之外，在歐洲週選擇權已經成為法人所使用的投資工具，現在大部分的交易人不願意持有太長天期的部位，雖然

波動性降低，但對歐元區還是有很多的議題，以及不確定性持續存在，因此，對於不同的事件，法人往往有不同的看法，即可透過週選擇權表達他們的意見。

Q4：請問臺灣期貨交易所推出週選擇權後，是否對於大臺指的交易量造成衝擊，進而導致臺指期的波動率更加降低呢？

A4：這個部份持續關注中，從幾個方面來看，推出週選擇權之後，標準選擇權的確有減少，大約8%，可是週選擇權大概增加了30%，因此，整體選擇權是成長的，每天平均的交易人數大概增加約8%左右。期貨部分是否有衝擊呢？因最近市場的波動率很小，目前尚很難評估期貨交易量減少，是因為市場波動率還是週選擇權推出的關係？臺灣期貨交易所將會持續觀察。

CNFA





CME 集團 E-Mini S&P 500 選擇權簡介

◎CME 團隊

S&P 500 期貨與選擇權簡介

CME 集團的股票指數衍生性商品，每日進行超過 250 萬口期貨合約以及 33 萬口選擇權合約的交易。透過 CME Globex 平台，就能選擇流動性最高的市場，進行全球各地所有主要指數的交易。

標準普爾 500 (S&P 500) 指數是美國大型股的重要參考指標，CME 集團的 E-mini S&P 500 期貨與選擇權則是最被廣為交易的 S&P 500 指數衍生性商品。

E-mini S&P 500 期貨與選擇權幾乎 24 小時不間斷地在 CME Globex 進行交易。美國股市交易人尤其密切注意著 E-mini S&P 500 期貨的走勢，因其交易方向頗能預示美國股市當天的開盤狀況。交易員通常依據前一晚的 E-mini 表現擬定交易策略。

CME 集團針對 S&P 500 指數期貨提

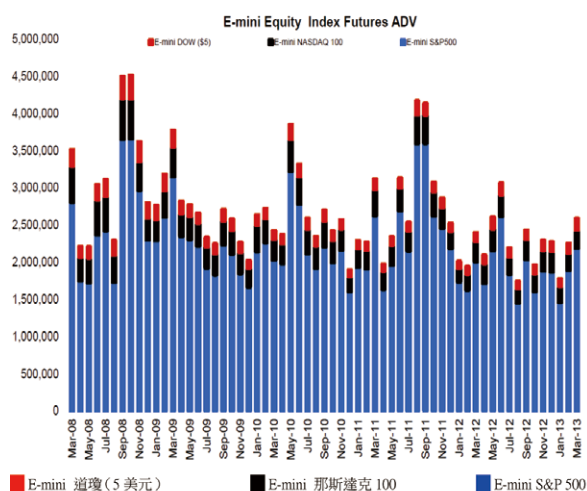
供各種不同的選擇權產品，E-mini 合約部分的产品包括季與連續 (serial) 選擇權、月 (EOM) 選擇權與週選擇權。

期貨選擇權是 CME 集團最靈活的風險管理產品之一。功能強大的各種工具，針對原物料、利率、外匯與股票市場的不利價格變動，提供周延保障。不論選擇權交易的用意在於避險或投機，其買方風險僅限於交易人支付的權利金，因此選擇權成為日益受歡迎的避險工具，目前世界各地的企業財務主管、銀行業者、農民與股票基金經理人皆加以運用。

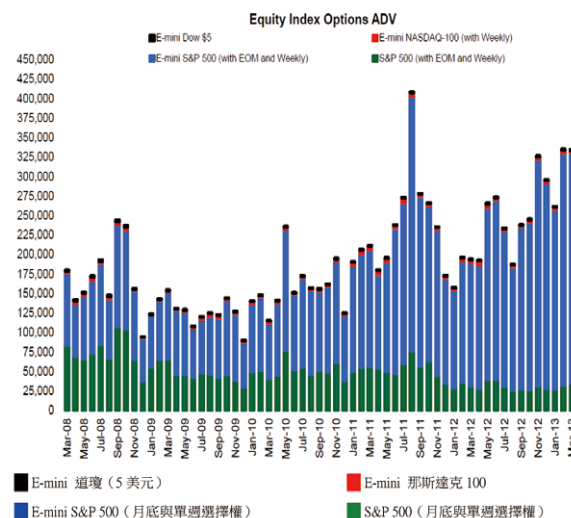
E-Mini S&P 500 選擇權說明

目前有多少種 S&P 500 選擇權合約在 CME Globex 交易？

選擇權通常每季上市一次，並在 3 月、



圖一：E-mini 股票指數期貨每日平均成交量



圖二：股票指數選擇權每日平均成交量

6 月、9 月與 12 月到期，然而存續期更短的選擇權逐漸受到歡迎。如今，CME 集團提供了全套的 E-mini S&P 500 期貨與期貨選擇權；相關的短期合約與傳統的季選擇權相輔相成，交易員可藉此運用各種交易策略。

表一為目前在 CME Globex 交易的 CME S&P 500 選擇權清單。E-mini S&P 500 選擇權每月通常有 6 個不同的到期日（除非某個到期日與另一到期日相同）：

- 4 種週選擇權（第 1、2、4 週與隔月

第 1 週）在星期五到期。

- 季或連續選擇權（第 3 週）在星期五到期。
- 月 (EOM) 選擇權在該月最後一個營業日到期。

E-mini S&P 500 的週與 EOM 選擇權一旦到期，即履約為近月的 E-mini S&P 500 期貨合約。無論是哪一種選擇權系列，當某一合約到期時，序列中的下一期合約便會上市。市場上隨時均有在一周內到期的 E-mini

表一：CME Globex 交易的 CME S&P 500 選擇權

	CME Globex 上市交易的合約種類	CME Globex 交易最熱絡的股票選擇權
季與連續選擇權系列	季選擇權在 Globex 逐季上市，共有 4 個上市月份（始於 3 月），連續選擇權則在季度月份前後的 3 個月份上市（例如 1 月、2 月與 4 月）	E-mini S&P 500
月 (EOM) 選擇權系列	6 個連續曆月均有上市	E-mini S&P 500 EOM
週選擇權系列	4 種週合約隨時上市	E-mini S&P 500 週選擇權



Market information

S&P 500 選擇權可供交易。

E-mini S&P 500 連續選擇權在每個到期月份的第 3 個星期五到期，情況與季選擇權相似。兩者的差異在於連續選擇權的到期月份與傳統的季度週期不同，即連續選擇權在 1 月、2 月、4 月、5 月、7 月、8 月、10 月與 11 月到期。連續選擇權將履約為其後一季月的期貨合約。以下為詳細說明。

任何月份皆有 3 個月份的連續選擇權在市場交易。舉例而言，假設今天是 4 月 1 日。此時上市的連續選擇權將是 4 月、5 月與 7 月的選擇權。4 月與 5 月的連續選擇權將履約成為 6 月的期貨。7 月的連續選擇權則會履約為 9 月的期貨。若您在 5 月行使 7 月的選擇權，即使在市場上可供交易的最近月合約為 6 月的期貨，您仍將獲得 9 月的期貨。

總而言之，EOM 選擇權在每個曆月的最後一個營業日到期，順應月結算的會計週期。週選擇權則在每月的第 1、2 與 4 個星期五到期（第 3 個星期五通常是季與連續選擇權的到期日），俾利交易員隨時執行其交易策略。

E-mini S&P 500 選擇權的可行使性

E-mini S&P 500 選擇權可大致分為「美式」與「歐式」選擇權，端視行使權利的時間而定。美式選擇權可在到期前的任何時間行使權利。由於美式選擇權能提早行使權利，因此權利金高於或等於歐式選擇權的權利金。歐式選擇權僅可在到期日行使權利。對於選擇權賣方而言，歐式選擇權不能在到

期前轉讓權利，因此減少了各種的不確定因素（美式選擇權能在到期前的任何時間行使而要求履約）。

E-mini S&P 500 期貨的 EOM 與週選擇權屬於歐式選擇權。E-mini S&P 500 期貨的季與連續選擇權屬於美式選擇權。

E-mini S&P 500 EOM 與週選擇權可行使性的決定因素為何？

EOM 與週選擇權若為「價內」選擇權，將在到期日自動行使權利。交易所將在 15:00（芝加哥時間）運用成交量加權價格公式「訂出」價格。

例如，若相關 E-mini S&P 500 期貨合約到期時的「定盤價」為 1,000.01，而 E-mini S&P 500 EOM 或週選擇權的買權履約價為 1,000.00，則買權將自動生效。換言之，以 1,000.00 賣出買權的賣方將自動轉讓期貨部位。

CME 集團 E-mini S&P 500 選擇權與 KOSPI、TXO 指數選擇權的差異

亞洲交易人可能熟悉臺灣期貨交易所 (Taifex) 的臺指 (TXO) 選擇權，以及韓國交易所 (KRX) 的 KOSPI 選擇權。為了瞭解 E-mini S&P 500 選擇權，我們先來比較這 3 種選擇權。

若您熟悉 KOSPI 與 TXO 選擇權，應當知道兩者皆為現金結算的證券選擇權，亦即選擇權生效或到期時，皆以現金結算。相對地，E-mini S&P 500 選擇權一旦生效或到

期，您將獲得相關的 E-mini S&P 500 期貨合約，而非現金。

也因為選擇權運用了相關期貨進行交易，影響選擇權價格的關鍵因素並非 S&P 500 股票指數，而是 S&P 500 期貨。S&P 500 期貨的波動與時間價值衰減 (time decay)

將影響選擇權的走勢。

這 3 種選擇權的另一差別，在於 CME 針對 E-mini S&P 提供美式與歐式選擇權，KRX 與 Taifex 選擇權則屬於歐式選擇權。

表二為 E-mini S&P 選擇權、KOSPI 選擇權與 Taifex 選擇權的主要特色。

表二：E-mini S&P、KOSPI、TXO 選擇權的特色

	CME 提供的 E-mini S&P 500 選擇權	在 KRX 上市交易的 KOSPI 選擇權	在 Taifex 上市交易的 TXO 選擇權
相關標的	E-mini S&P 500 期貨	KOSPI 200 指數	TXO 指數
行使方式	美式（季、連續選擇權） 歐式（週、EOM 選擇權）	歐式	歐式
行使權利後便轉換為	E-mini S&P 500 期貨	現金結算	現金結算
到期日	季選擇權：合約月份第 3 個星期五上午 8:30（芝加哥時間） 連續選擇權：合約月份第 3 個星期五下午 15:15（芝加哥時間） EOM 選擇權：合約月份最後一個營業日下午 3 點 週選擇權： 第 1 週 — 合約月份第 1 個星期五下午 15:00（芝加哥時間） 第 2 週 — 合約月份第 2 個星期五下午 15:00（芝加哥時間） 第 4 週 — 合約月份第 4 個星期五下午 15:00（芝加哥時間）	合約月份的第 2 個星期五	交割月份的第 3 個星期五
合約規模（美元）	E-mini S&P 500 選擇權的相關產品為 E-mini S&P 500 期貨合約。 若 S&P 500 指數達到 1300，E-mini S&P 期貨價格的名目價值為 6.5 萬美元（50 美元 x 1300）。	合約規模為 KOSPI 200 選擇權價格乘以 50 萬韓圓。若 KOSPI 200 指數達到 250，每口 KOSPI 200 選擇權合約的名目價值為 11.25 萬美元。	每個指數點數的乘數為臺幣 50 元。 若 TXO 指數達到 7,200 左右，每口 TXO 選擇權合約的名目價值為 1.2 萬美元。



Market information

E-mini S&P 500 選擇權的交易與風險管理 週與 EOM 選擇權的優點

E-mini S&P 500 週與 EOM 選擇權合約的特點為何？首先，歐式選擇權僅能在到期日行使權利，且其期限較短，交易員則獲得了更多的彈性。第二，EOM 與週選擇權皆禁止「反向操作指令」，即選擇權持有人不得放棄價內選擇權或行使價外選擇權。凡是價內的週與 EOM 選擇權，都將在到期時自動生效，不在價內的週與 EOM 選擇權則在到期時自動失效。

禁止「反向操作指令」的好處，在於市場參與者更能掌握情況。選擇權到期時，選擇權的買方與賣方將立即得知自身在相關期貨合約中的部位狀況。選擇權賣方不必等待轉讓通知——他們將確知自身的部位狀況。

自從 CME 推出週與 EOM 選擇權合約以來，相關合約的交易逐漸變得相當熱絡。此外，此類選擇權的波動率較高，權利金卻

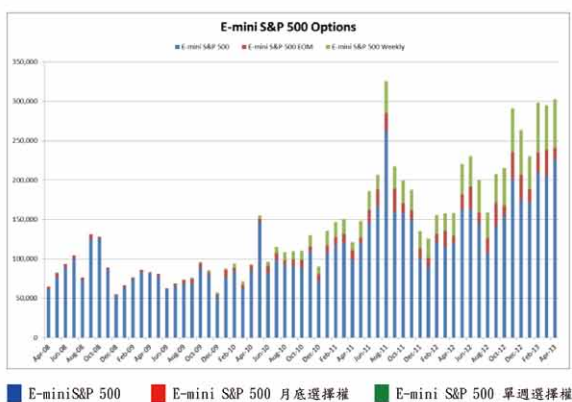
相當低廉，原因在於選擇權很快便會到期，選擇權權利金時間部分的價值較低，因此權利金的金額也較低。

E-mini S&P 500 EOM 與週選擇權合約 在風險管理方面尚有哪些益處？

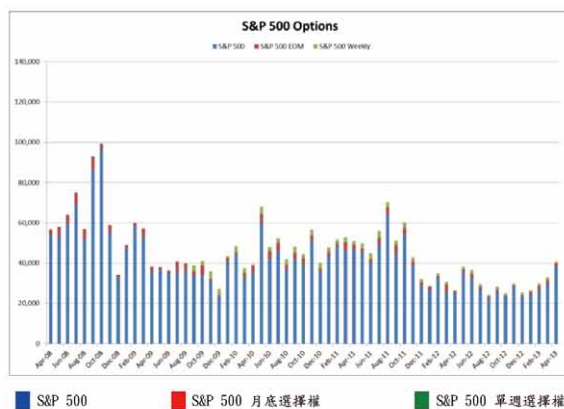
季、連續、EOM 與週選擇權，是客戶在店頭市場 (OTC) 工具之外，兼具彈性與安全性的替代選擇。CME 清算所的中央交易對手清算模式，能大幅降低交易對手風險。

必須在月底進行 OTC 交易的公司，將可針對交易運用 EOM 選擇權避險。如欲透過當月的經濟事件獲利，週選擇權是 OTC 交易之外的另一選擇。

各種創新的工具，允許交易人靈活因應政府數據、地緣政治事件與其他影響市場走勢的因素引發的波動；另一益處則是期限較短，交易人能以較低的權利金執行策略。



圖三：E-Mini S&P 500 選擇權



圖四：S&P 500 選擇權


結論

就股票選擇權交易的名目價值而言，S&P 500 選擇權合約的電子交易佔有超過 60% 的比重。E-mini S&P 500 選擇權組合已躋身 CME 交易最熱絡的選擇權合約之列。2013 年 3 月的 E-mini S&P 選擇權（所有到期類型）每日平均成交量 (ADV) 為 29 萬口（較 2012 年 3 月增加 87%）。相較於 2012 年 3 月的數據，E-mini S&P 500 週選擇權的 ADV 增加 1 倍以上，達到 5.6 萬口，S&P 500 月選擇權則增加 58%，達到 3.2 萬口。

CME 集團為您提供兼具彈性與流動性的全球股票曝險管理工具。我們的 E-mini S&P 500 選擇權系列，為您提供執行繞頸式 (strangles)、跨式 (straddles)、蝴蝶式 (butterflies) 等不同交易策略所需的各種選擇。如需 CME 一般期貨選擇權與 CME E-mini S&P 選擇權的詳細說明，請點選下列網路連結。

CME 集團期貨選擇權指南的網站連結為 <http://www.cmegroup.com/education/options-on-futures-brochure.html>

CME 集團週與 EOM 選擇權的網站連結為 <http://www.cmegroup.com/trading/equity-index/advantages-of-weekly-end-of-month-eq-options.html>

如有任何查詢，請聯繫 Thomas Boggs，e-mail 為 Thomas.Boggs@cmegroup.com 

Delta 與 Gamma 交易

精明熟練的交易員，能運用短期選擇權執行各種交易策略。透過 Globex 的使用者自訂策略 (UDS) 功能，選擇權交易員可針對 E-mini S&P 500 選擇權設計出繞頸式、跨式、垂直式、水平式與蝴蝶式交易。

本文將說明基金經理人如何運用短期選擇權 Gamma 係數變動幅度大，在 Gamma 交易中獲利。熟悉 Delta 與 Gamma 避險的精明交易員，應當知道 Gamma 交易不同於 Gamma 避險。Gamma 避險是執行單一的 Gamma 避險操作，Gamma 交易則是連續性的活動。

假設您持有一套已作 Delta 避險的選擇權組合。該組合僅針對相關產品的單一價格進行 Delta 避險。若相關產品的價格有所變動，選擇權的 Delta 係數亦將隨之改變。Gamma 避險的用意在於調整投資組合的 Delta 係數，使其 Delta 維持中立狀態。

Gamma 交易的用意在於透過 Delta 避險獲利，即透過選擇權的時間價值衰減獲利。選擇權的價值將隨著時間流逝而衰減，因此您若放空選擇權，便能隨著時間流逝而持續獲利。此舉的風險在於您同時放空 Gamma 係數，相關產品的價格變動可能造成資金損失。例如，就放空選擇權一事而言，若您認為時間價值衰減帶來的獲利高於放空 Gamma 避險的成本，您的操作策略將是賣出若干選擇權、進行 Gamma 係數的放空交易，以及設法透過時間價值衰減獲利。這便是 Gamma 交易。

若您進行 Gamma 交易，即形同認定選擇權的隱含波動率不同於預期波動率，並以波動率的絕對變動值押注。短期選擇權交易的益處，在於選擇權趨近到期日時的時間價值衰減幅度最大，若您進行 E-mini S&P 週選擇權、EOM 選擇權等短期選擇權的交易，將因價格迅速下滑而獲利。



Market information

E-mini S&P 500 期貨與期貨選擇權合約明細

	期貨	期貨選擇權
交易代號	ES	季／連續：ES（買權與賣權） 月：EW 週：EW1 = 第 1 週；EW2 = 第 2 週；EW4 = 第 4 週 特別定盤價、月選擇權與週選擇權：ESF （請見「到期結算」部分的說明）
合約規模	50 美元 x E-mini S&P 500 期貨價格	到期時間最接近的 E-mini S&P 500 季期貨
價格變動 基本幅度	0.25 指數點數 = 每口 12.50 美元 日曆價差：0.05 = 每口 2.50 美元	0.25 指數點數 = 12.50 美元（權利金 > 5.00 時） 0.05 指數點數 = 2.50 美元（權利金 ≤ 5.00 時）
交易時段本欄所列時間皆為芝加哥時間 (CT)	CME Globex：週一至週五前一天下午 5:00 — 當天下午 4:15，交易暫停的時段為當天 3:15pm - 3:30pm	
合約月份	自 3 月起算的 4 個季度月份 （例如：3 月、6 月、9 月與 12 月）	季／連續：自 3 月起算的 4 個季度月份，加上季度月份前後的 3 個月份（例如 1 月、2 月與 4 月） 月：6 個連續曆月 週：隨時皆有 4 種週合約上市
最後交易日／ 時間本欄所列時間皆為芝加哥時間 (CT)	合約月份第 3 個星期五上午 8:30	季：合約月份第 3 個星期五上午 8:30 連續：合約月份第 3 個星期五下午 3:15 月：合約月份最後一個營業日下午 3:00 週：合約月份第 1 個（第 1 週）與第 2 個（第 2 週）星期五下午 3:00
履約價間距	無	季、連續、月與標準規模的週選擇權：遞延月份：間距為 25 點與 10 點。若合約成為第 2 接近的合約，亦可以 5 點作為間距
行使／轉讓	無	季／連續：美式行使方式。若無反向操作指令，所有價內選擇權都將在到期日生效。選擇權可在開放交易的任何營業日下午 7:00 CT 前行使權利。 月／週：歐式行使方式。到期日下午 3:00 CT 時的所有價內選擇權都將自動生效。不得提出反向操作指令。僅可在到期日行使權利。
每日價格限制	一般交易時段：連續變動的限為 7%、13% 與 20%（僅限下跌部分） 電子交易時段（隔夜）：漲跌 5%	
部位限制	應與標準規模合約合計 （所有合約月份的淨多頭或淨空頭部位總和為 2 萬口）	
到期結算	現金結算。所有未平倉部位將在最後交易日收盤時進行現金結算，並以 S&P 500 指數星期五上午的特別開盤價作為根據。	若行使選擇權，將獲得最近一期季期貨合約的現金結算部位。最後交易日的價內選擇權將自動生效。（只有月與週選擇權，季與連續選擇權不適用） 月／週：為了判定哪些選擇權屬於價內選擇權，交易所將在下午 3:00 CT 訂出價格（代號為 ESF），並以 E-mini S&P 500 期貨到期日最後 30 秒內交易（下午 2:59:30 至 3:00:00 CT）的加權平均價格作為根據。
開始交易時間	9/9/1997	季／連續：9/9/1997 月：5/26/2007 週：8/24/2009
交易規則	各種合約皆依據 CME 規則與規定上市，並應遵守 CME 規則與規定。	

E-Mini S&P 500 期貨選擇權

	季選擇權	連續選擇權	月選擇權	週選擇權
交易代號	ES（買權與賣權）		EW	EW1 = 第 1 週選擇權 EW2 = 第 2 週選擇權 EW4 = 第 4 週選擇權
相關合約	到期時間最接近的 E-mini S&P 500 季期貨合約（乘數為 50 美元）			
合約月份	3 月、6 月、9 月與 12 月	1 月、2 月、4 月、5 月、7 月、8 月、10 月與 11 月	12 個曆月	不適用
上市週期	4 個季度月份	季度月份前後的 3 個月份	6 個連續曆月	隨時皆有 4 種週合約
到期日	合約月份第 3 個星期五		合約月份最後一個營業日	EW1 = 合約月份第 1 個星期五 EW2 = 合約月份第 2 個星期五 EW4 = 合約月份第 4 個星期五
行使／轉讓	美式		歐式。價內選擇權自動生效	
接受反向操作指示？	是		否	
可提早行使權利？	是		否	
最小價格檔位	0.25 指數點數 = 12.50 美元（權利金 > 5.00 時） 0.05 指數點數 = 2.50 美元（權利金 < 5.00 時）			
開始交易時間	1/28/1983	1/28/1983	5/21/2006	8/24/2009



臺灣期貨交易所 臺指選擇權一週到期契約介紹

期交所◎謝珮芳

前言

近年來由於國際金融、經濟與政治情勢變化加劇，為了規避或追逐短線政經消息造成之股價波動，短天期衍生性商品逐漸獲得交易人青睞，尤其是短天期指數選擇權因存續期間短，權利金低、財務槓桿高，可有效節省資金成本，而且對標的指數之價格變動較敏感，指數微幅變動即可能產生顯著報酬率，因此廣受交易人歡迎，也成為全球衍生性商品市場之發展重心，包括CME、NYSE Liffe、EUREX及CBOE等知名交易所皆已推出每週到期之短天期股價指數選擇權。

推出緣由

臺指選擇權一週到期契約推出前，期交所觀察發現，臺指選擇權最近月到期契約之

參與者主要為短期交易人，以近5年¹數據為例，最近月契約之交易人平均持有期間約4個交易日，且距到期日為1週內時，交易量明顯攀升，最近月契約於到期前6日內之日均量較非到期前6日增加3~4成，顯然早已有交易人偏好交易短天期選擇權，如推出臺指選擇權一週到期契約，將可更符合短期交易人欲持有之期間，同時降低其交易資金需求、提高資金運用效率，並進一步滿足該類交易人之相關交易需求。

契約規格

臺指選擇權一週到期契約(以下簡稱臺指週選擇權)為臺指選擇權之一種，除存續期間、履約價格間距及涵蓋範圍稍有不同外，其餘契約規格與臺指選擇權月到期契約(以下簡稱臺指月選擇權)相同。

¹ 97年1月~101年7月

存續期間

臺指週選擇權之存續期間為一週，從當週三至下週三，共6個交易日，每週皆會有1個週選擇權到期，到期週別為W1、W2、

W4、W5者，分別代表當月第1、2、4、5個星期三到期（詳表一）；而因第3個星期三為當月臺指月選擇權之最後交易日，到期前一週即形同週選擇權，故每月第2個星期三不再掛出第3個星期三到期之週選擇權。

表一：臺指週選擇權之存續期間

到期週別	最後交易日及到期日	上市交易日
第1週 (W1)	每月第1個星期三	最後交易日之前1個星期三
第2週 (W2)	每月第2個星期三	
第4週 (W4)	每月第4個星期三	
第5週 (W5)	每月第5個星期三	

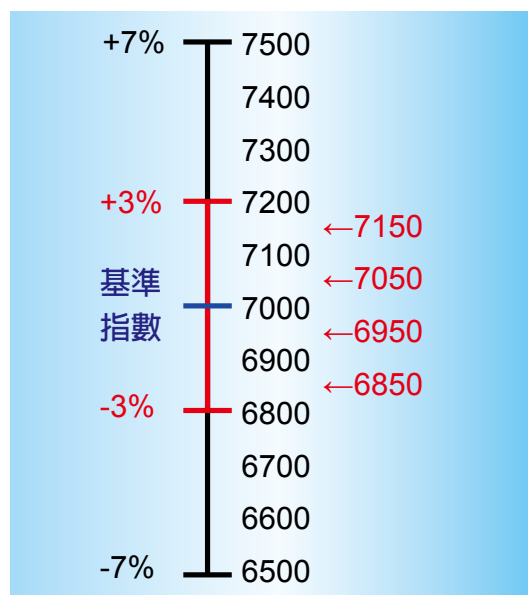
註：如上市交易日、最後交易日、到期日遇假日，則順延至次一交易日。

履約價格序列

由於臺指週選擇權之存續期間僅1週，考量標的指數(即臺灣發行量加權股價指數)1週波動區間大多小於1個月，故週選擇權之履約價格涵蓋範圍較月選擇權為小，在週選擇權存續期間之任一交易日，其最高與最低履約價格為至少涵蓋前一日標的指數收盤價(以下簡稱基準指數)上下7%，履約價格間距則比照近月選擇權(詳表二)。

另考量臺指選擇權存續期間為1週內時，多數交易量集中於價平上下3%間之序列²，故於基準指數上下3%內，插補相關序列，使履約價格間距縮小為近月選擇權之1/2(例如當履約價格3,000點以上，未達10,000點時，間距縮小為50點)，月選擇權存續期間為一週內時(即到期當月之第2個星期三至

最後交易日期間)亦比照辦理，使履約價格序列得貼近市場行情波動，符合交易人交易需求。



圖一：臺指週選擇權之履約價格序列範例

² 以97年1月~101年7月間之資料來看，臺指選擇權距到期日6個交易日內時，其70%之交易量集中於價平上下約3%之序列。



Market information

表二：臺指選擇權履約價格間距

履約價	契約	週選擇權		近月選擇權	季月選擇權
		基準指數 $\pm 3\%$ 範圍內	基準指數 $\pm 3\%$ 範圍外		
未達 3,000 點		25 點	50 點	50 點	100 點
3,000 點 ~10,000 點		50 點	100 點	100 點	200 點
10,000 點 (含) 以上		100 點	200 點	200 點	400 點

交易概況

臺指選擇權一週到期契約新制實施日為101年11月14日，由於該日為11月之第2個星期三，距11月到期契約之到期日僅剩一週，故依規定就11月到期之臺指月選擇權，於基準指數上下3%內，增掛每50點履約價格序列，11月21日始正式掛出臺指週選擇權。

臺指週選擇權推出當月，日均量旋即達16.4萬口(詳圖二)，至102年1月更創下歷史新高，該月日均量達21.9萬口，而2月份雖因遇過年長假而回落，但4月日均量又回升至20萬口以上，月交易量達327.5萬口，占有臺指選擇權(包含週選擇權及月選擇權)月交易量之33.31%，交投十分熱絡。

另以所有臺指選擇權日均量來看，新制實施以來至102年4月之日均量為501,044口，較101年以來至新制實施前之日均量419,162口，增加81,882口，成長19.5%，而同期證券集中市場成交值則較過往衰退6.7%，臺股期貨之日內振幅亦由86點縮小為70點，顯示在排除現貨市場及波動幅度之影響後，新制確實帶動臺指選擇權交易量逆勢成長。而自101年11月21日至102年4月，臺指週選

擇權之自然人日均量占整體日均量比重約50.72%，較月到期契約之44.51%高6.21%。



圖二、臺指週選擇權日均量及日均未平倉量

商品特色

一、權利金較低

一般而言，選擇權權利金之高低係與存續期間成正比，選擇權之存續期間越短，時間價值越低，權利金亦越低，且越價外之選擇權，此現象越明顯。以臺指選擇權價平買權為例，存續期間6天者之權利金約79.5點(詳表三)，為存續期間18天權利金138.5點之57.4%；而價外200點買權、存續期間6天者

之權利金約16.9點，為存續期間18天權利金61.8點之27.3%。

由上述可知，相較於臺指月選擇權，臺指週選擇權之權利金較低，所需資金較少，當買方交易人有短期交易或避險需求時，透過交易臺指週選擇權，即可有效節省資金成本，提高資金運用效率。但相對地，由於臺指週選擇權可提供之財務槓桿倍數更高，倘交易人未做好風險控管，蒙受之損失將更高，唯有堅守交易紀律，方能充分發揮週選擇權之效用。

表三：不同存續期間之臺指選擇權買權權利金一覽表

存續期間 履約價	6 天	12 天	18 天
7300	216.5	239.7	260.4
7400	139.1	169.5	193.8
7500(價平)	79.5	112.8	138.5
7600	39.6	70.2	94.7
7700	16.9	40.6	61.8

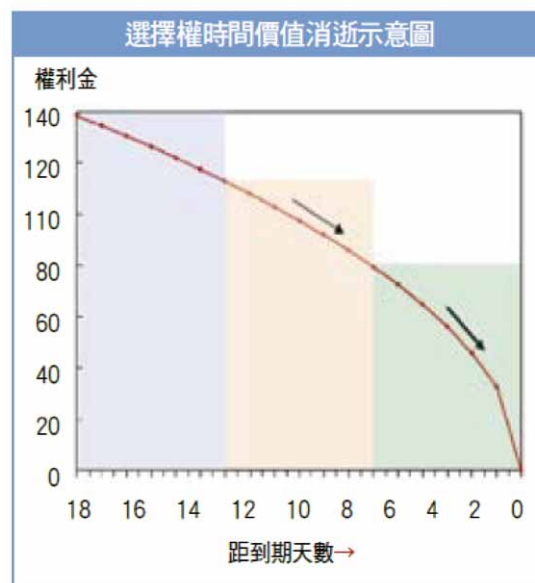
註：假設加權指數為7500點、波動率17%、利率0.75%，試算不同存續期間臺指選擇權買權之理論權利金點數。

二、時間價值消逝速度快

所謂選擇權時間價值係指權利金減去內含價值(Intrinsic Value)之差額，而內含價值為選擇權履約價格與標的物市價之差額。一般而言，選擇權時間價值之消逝速度會隨著到期日接近而加速，尤其是越接近價平者，此現象越明顯，主要係因隨著到期日接近，其到期履約機率越低，進而反應在選擇權價

格上。

對選擇權賣方而言，主要係以收取權利金為其主要目的，當選擇權時間價值消逝速度越快，其權利金就越早能落袋為安，因此當交易人預期行情為盤整格局，欲賣出臺指選擇權時，時間價值消逝速度較快之週選擇權，相較於月選擇權，更具利基。但相對地，對選擇權買方而言，主要係預期股市大幅震盪，倘行情躊躇不前時，臺指週選擇權之權利金加速流失，將使買方蒙受損失，須多加注意。



圖三、選擇權時間價值消逝示意圖

註：假設加權指數為7500點、波動率17%、利率0.75%，試算每口臺指選擇權買權之理論權利金點數

三、價格敏感度高

當選擇權越接近到期，其權利金對標的物價格變動之敏感度通常越高(即Gamma值越高)，而越接近價平附近之序列，其敏感度亦越高。因此相對於臺指月選擇權，臺指



Market information

週選擇權之價格敏感度更高，只要加權指數出現小幅波動，選擇權買方即可能產生顯著之報酬率，對偏好以小博大之短期交易人極具吸引力；但相對地，選擇權賣方可能產生之損失亦越高，因此賣方之風險控管能力格外重要，當行情不如預期時，宜確實執行其停損策略。

交易策略

一、事件驅動

由於我國股市屬於淺碟市場，受國內外政經消息之影響程度較大，再加上近年來國際金融情勢變化加劇，股市出現短期大幅波動之頻率增加，當交易人預期一週內將有重大事件發生(如重大財經政策出爐、經濟數據公布、大型企業公布財報等)，交易人即可利用臺指週選擇權權利金低、價格敏感度高之特性，以較少之資金參與市場波動。

舉例來說，假設台積電將於4月18日下午舉辦法人說明會，交易人預期會中將宣布調高第2季營收預估，激勵臺股上漲，此時可於4月18日買進價外100點之臺指週選擇權買權，當4月19日臺股期貨上漲近200點，權利金由15點大幅躍升至109點時，即可獲利了結。

二、時間價差

原臺指選擇權僅有交易當月起之連續3個近月契約，以及3、6、9、12月中2個接續之季月契約，臺指週選擇權推出後，臺指選

擇權即同時具備了短、中、長期等不同存續期間之到期契約，產品線更完整，交易策略更彈性。

例如當交易人預期行情呈盤整格局時，可執行買進時間價差策略，賣出臺指週選擇權、買進最近月到期之臺指月選擇權，並且在週選擇權到期結算時，一併將所買進之月選擇權平倉。如果行情未有大幅波動，基於週選擇權時間價值流逝速度快於月選擇權，交易人即可賺取兩者之間的時間價差。反之，當交易人預期股市小漲或小跌時，則可執行賣出時間價差策略，買進臺指週選擇權、賣出最近月到期之臺指月選擇權，以賺取兩者權利金之差價。

總結

自臺指週選擇權推出以來(至102年4月)，日均量已達190,686口，未平倉量達108,677口，且非造市者比重為62.45%，交易人結構健全，顯示週選擇權存續期間短、權利金低，時間價值消逝速度快，對標的指數價格變化敏感度高之特性，可有效滿足交易人短期交易與避險需求，並提高資金運用效率與交易彈性，使臺指週選擇權甫推出，即吸引眾多交易人參與，成為期交所近年來最成功之商品。

CNFA

專題報導

談國際合作



FIA年會為國際期貨市場之重要會議，本刊除摘要報導之外，更延伸議題談國際合作。

從年會國外交易所之整合與策略聯盟，延伸談國內臺灣期貨交易所與歐洲期貨交易所合作案，整理本國期貨商國際合作之條件，並請業者分享國際合作之經驗提供讀者參考。



2013 FIA 第 38 屆年會會議 重點摘要

期貨公會副秘書長◎范加麟

美國期貨業協會(FIA) 於2013年3月12日至14日假美國波卡雷登(Boca Raton)舉行第38屆年會，全球共有超過30個國家、800至1,000位來自於各國主管機關、交易所、期貨業者、顧問公司、資訊廠商的高階人員參與盛會，我國參加人員計有金管會謝委員易宏、金管會紐約辦事處陳主任銘賢、金管會證期局廖稽核健寧、臺灣期交所王總經理中愷及期貨公會范副秘書長加麟等人。

本次年會照例邀請美國期貨主管機關CFTC主席Gary Gensler發表演說，說明當前CFTC監理的方向與所獲致之成果；其次，美國期貨業協會發布了2012年全年各期貨交易所的交易量與排名，供與會人士瞭解各國期貨市場的消長變化；再者，各大交易所也藉由各個場次的演講，發表最新的動態與展望，吸引為數甚多的與會者參加，有效地達到資訊交流的目的。

壹、當前美國期貨主管機關CFTC之監理方向

美國商品期貨交易委員會(CFTC)主席Gary Gensler今年是第四度應邀在美國期貨業協會(FIA)年會發表演說，他在本屆年會的演講中，特別針對CFTC在推動店頭市場swap交易透明度與改革LIBOR基準利率指標所作的努力，以及執行美國聯邦金融改革法案(Dodd-Frank Act)的重大成就進行說明。

一、改革店頭市場swap交易制度

將符合一定條件之swap交易納入集中結算

Gary表示將符合一定條件的交換契約(swap)納入集中結算的規定，已於今(2013)年3月11日起實施，第一階段¹係要求swap交易商(Swap Dealer, SD)及主要市場參與者(Major Swap Participants, MSP)將符合

¹ CFTC規定特定信用違約交換(CDS)與利率交換契約(IRS)應分階段透過集中結算機制進行結算，第一階段係要求交易商(SD)、主要市場參與者(MSP)及主動型基金(Active Funds)將2013年3月11日以後的交易進行集中結算；第二階段要求所有其他的金融機構於2013年6月10日加入；第三階段實施的對象為其他的交易人，自2013年9月9日起適用。

一定條件的利率交換(Interest Rate Swap, IRS)及信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)等店頭衍生性金融商品進行集中結算，在此制度正式實施的頭兩天，該類契約透過集中結算的金額已經超過五千億美元。其他階段實施的對象將陸續擴及於其他的金融機構與交易人，預計9月份即可全部納入適用。

建置交易前(pre-trade)資訊透明機制

他也強調，行政單位正在優先建置swap契約交易前(pre-trade)資訊透明的規則，這些規則將規範swap契約執行機構及鉅額swap交易。交易前資訊透明制度係比照證券與期貨市場，交易執行機構允許市場參與者在做出交易決定前，可以先審視交易對手的報價。Gary雖然沒有提出正式的時間表，但他重申這項交易規則的建立可以降低交易成本、增加流動性、提高交易效率與競爭性。

適用對象包括非美籍之金融機構及境外基金

同時，Gary也針對此一政策適用於跨境機構²所遭致的批評提出辯護，批評者主要是針對該法案適用的對象，不僅涵括美國金融機構，甚至包括美國金融機構境外分支單位、受擔保的境外機構間、以及美國境內運作的境外基金等三大類法人所進

行的swap交易，通通必須遵守新的規範。Gary解釋，由過去幾次大規模的金融機構違約事件來看，雖然發生交易違約的地點不一定在美國境內，比如說AIG的swap契約絕大部分是在英國交易，但其所引發的金融風暴最後一定會影響到美國，因此才會規定相關的金融機構及法人間所進行的swap交易，也要納入規範。

可尋求其他法令遵循替代方案

Gary呼籲，在今年七月緩衝期截止之後，非美國籍的swap契約交易人都要適用美國聯邦金融改革法案的許多規定，CFTC鼓勵海外的金融機構，儘速與CFTC及該國主管機關洽談，以提出符合美國金融改革方案要求的法令遵循替代方案。

強化客戶保護機制

針對swap契約交易人之帳戶區隔制度方面，CFTC計畫改採法律分隔與作業合併模式(Legally Segregation with Operational Commingling Model, LSOC)取代以往的總帳戶區隔(pool segregation)規定，未來當發生客戶重大違約致使交易執行機構倒閉事件時，結算機構僅得以違約客戶之保證金進行抵償損失，不得動用未違約客戶之保證金，且未違約客戶之保證金得以直接移轉。CFTC目

² CFTC規定境外的SD、MSP與境內SD/MSP的海外分支機構均需一體適用，緩衝期至2013年7月21日止。



前正在審視各界的意見，希望今年內就可訂定符合商品交易法精神與保障客戶權益的加強版規範。

二、改革基準利率指標LIBOR (倫敦銀行同業拆借利率)

Gary演講的另一個重點是針對基準利率指標LIBOR之改革，LIBOR原本是參考銀行間無擔保拆借市場之利率而得出之指標，但目前無擔保拆借市場已經名存實亡。其原因有四：

- (一) 自從2008年金融海嘯以及2010年歐債危機之後，大型銀行之信用評等遭到調降，因此各銀行對於銀行間之拆借頗有疑慮；
- (二) 各國央行均已準備大筆資金，可直接拆借給銀行，故銀行毋須透過同業拆借即可取得成本更為低廉的資金；
- (三) 巴塞爾協定(Basel III)要求銀行對於其他銀行之曝險必須增提資本，導致金融機構間之交易意願大幅下降；
- (四) 巴塞爾協定(Basel III)導入流動性覆蓋比例準則(Liquidity Coverage Ratio, LCR)，要求銀行持有之高品質流動資產價值，應超過銀行30天以上之淨流出資金總合，故銀行紛紛放棄30天期以上之拆借交易。

另一項不得不改革的理由是，由於缺乏實際的交易作為報價的基礎，因此市場上已

經出現金融機構操縱LIBOR報價的違法現象，包括巴克萊銀行(Barclays)、瑞士銀行(UBS)和蘇格蘭皇家銀行(RBS)等機構都因為操縱LIBOR的違法行為，遭到CFTC、英國金融主管機關FSA以及美國司法部相當於25億美元的鉅額罰款處分。

綜合以上理由，CFTC決定針對LIBOR進行改革，Gary認為應以依實際交易為基礎所產生的利率指標來取代LIBOR，例如：隔夜利率交換指數(Overnight Index Swaps Rate)、短期擔保借款利率或政府借款利率等。

當然，要將金融機構過去倚重LIBOR作為交易參考指標的慣性加以扭轉，的確是相當大的挑戰，但Gary並不認為LIBOR指標已經大到無法取代，只要把握以下三個原則，還是可以順利讓金融機構順利轉換：

- (一) 選定一項可靠的替代指標，該項指標應以實際交易為基礎；
- (二) 為求市場參與者轉換順利，新、舊指標應並存一段期間；
- (三) 訂定過時或不可靠指標的停用時點。

Gary在結語時表示，CFTC所監管的店頭swap交易市場規模已經是期貨市場的8倍，684位同仁將會在這兩個大幅成長的市場持續做好監管的職責。相信swap與LIBOR交易在CFTC所推動的結構性制度改革措施之下，市場參與者皆能獲得更透明的交易資訊與更多的保護。

貳、2012全球衍生性商品市場之表現

2012年全球衍生性商品交易所掛牌交易的契約面臨了近十年來最大的一次衰退，集中市場之交易量為212億口，較前一年衰退了15.3%，也是自2009年以來成交量最低的一年。亞太、北美及歐洲等衍生性商品交

易重鎮，都有兩位數的衰退幅度(如表一)；同樣地，利率、匯率及股價指數等主要金融類契約的交易量，也分別較2011年衰退了16.0%、22.7%及28.5%之多(如表二)。雖然商品類契約的交易量呈現成長，但由於佔全球交易的比重不高，因此無法扭轉2012年整體衍生性商品交易量負成長的局面。

表一：全球84個衍生性商品交易所成交量統計-依區域別

單位：round turn

區 域	2011	2012	增 / 減
亞太地區	9,825,035,798	7,525,104,448	-23.4%
北美地區	8,185,544,285	7,207,682,122	-11.9%
歐洲地區	5,017,134,049	4,388,879,712	-12.5%
拉丁美洲	1,603,203,726	1,730,633,144	7.9%
其 他	350,764,885	318,088,419	-9.3%
合 計	24,981,682,743	21,170,387,845	-15.3%

資料來源：Futures Industry Magazine/March 2013

表二：全球84個衍生性商品交易所成交量統計-依標的別

單位：round turn

類 別	2011	2012	增 / 減
個 股 類	7,062,567,141	6,467,944,406	-8.4%
股價指數	8,462,371,741	6,048,262,461	-28.5%
利 率 類	3,491,200,684	2,933,255,540	-16.0%
匯 率 類	3,147,046,787	2,434,238,493	-22.7%
農產品類	996,837,283	1,270,531,588	27.5%
能 源 類	814,774,756	905,856,150	11.2%
一般金屬	435,113,003	554,253,069	27.4%
貴金屬類	342,057,656	319,267,659	-6.7%
其 他	229,713,692	236,778,479	3.1%
合 計	24,981,682,743	21,170,387,845	-15.3%

資料來源：Futures Industry Magazine/March 2013



一、2012年交易量衰退原因分析

延續自2008年金融風暴以來，歐美市場對於利率期貨與選擇權的交易動能嚴重受創的影響，2012年在CME集團掛牌的歐洲美元(Eurodollar)及在NYSE Liffe交易的三月期Euribor利率等兩項指標性的短期利率期貨契約，交易量不僅較前一年分別減少了24.4%及26.1%，同時也是自2005年以來成交量最低的一年。至於這兩項短期利率選擇權契約之交易量，其衰退幅度更是擴大到了54%(Eurodollar)及44.1%(Euribor)。

2012年全球成交量衰退的另一項主要原因，源自於個股類及股價指數類契約的量能不振。在個股類及股價指數類選擇權契約方面，美國市場交易量減少了12.2%、歐洲Eurex及NYSE Euronext等兩大交易所分別衰退了19.4%及25%；雖然少數交易所所在個股類及股價指數類期貨契約上，有不少亮麗的表現，但仍然無法彌補選擇權契約交易量衰退的缺口。整體而言，2012年個股類及股價指數類契約(含期貨契約及選擇權契約)的交易量為125.2億口，跌幅為19.4%，由於個股類及股價指數類契約佔了全球6成左右的交易量，因此這兩類契約的大幅衰退，實為拖累2012年全球衍生性商品交易表現的主要原因。

此外，亞太區域的交易量較前一年減少了23.4%，衰退的幅度遠大於北美(-11.9%)

及歐洲(-12.5%)，使得亞太區衍生性商品交易量佔全球的比重，僅以些微幅度領先北美地區(35.6% vs 33.6%)，其中，南韓交易所(KRX)變更KOSPI 200選擇權的契約規格，造成了決定性的影響。長久以來，KOSPI 200選擇權的交易量冠居全球第一長達十年之久，其成交量並在2011年衝到36.7億口的新高紀錄，遙遙領先其他競爭對手³。然而，南韓主管機關認為市場充斥太多以投機策略為主的散戶，因此南韓交易所遂於2012年3月間將KOSPI 200選擇權的契約規格放大5倍。影響所及，當年度的交易量銳減至15.8億口，全年的跌幅毫無意外地來到53.3%，該所的全球排名掉到第5名，落在CME Group、Eurex、印度證交所(National Stock Exchange of India)及NYSE Euronext之後。

二、2012全球衍生性商品交易所排名統計

若以單一交易所而言，2012年前30大中有三分之二是處於衰退的局面(如表三)，首先來看北美的情況，CME集團衰退14.7%，但拜主要對手南韓交易所擴大KOSPI 200選擇權契約規格交易量銳減之賜，成交量躍居全球之冠；其他躋身前30名的北美區交易所尚有：CBOE(第7名，-6.8%)⁴、Nasdaq OMX(第8名，-13.9%)、ICE⁵(第12名，24.4%)、加拿大TMX集團(第17名，3.8%)、美國BATS集團(第22名，-11.9%)。

³ 除KOSPI 200選擇權外，迄今尚無一項契約之年成交量可以達到10億口

⁴ 括弧內之數字為2012年交易所排名及成長率

⁵ 洲際交易所ICE包括北美與歐洲市場

歐洲部分，除第2名及第4名的Eurex與NYSE Euronext外，俄羅斯Moscow(第9名，-3.4%)、倫敦金屬交易所LME(第19名，9.0%)、倫敦證券交易所集團(第26名，-20.5%)及西班牙MEFF(第28名，-0.6%)等交易所也都位列前30大之內。其中，LME依恃

著傳統的商品如鎳(38.5%)、鋅(34.5%)及鉛(30.5%)等超過3成的成長動能，提升了它在全球的交易量排名。

在新興市場方面，印度除印度證交所(National Stock Exchange of India)憑藉著S&P CNX Nifty及盧比對美元等兩項標的之跌幅

表三：全球前30大衍生性商品交易所成交量統計

單位：round turn

排名	交易所名稱	國家	2012	增 / 減
1	CME Group	美國	2,890,036,506	-14.7%
2	Eurex	德國	2,291,465,606	-18.8%
3	National Stock Exchange of India	印度	2,010,493,487	-8.6%
4	NYSE Euronext	美國、歐洲	1,951,376,420	-14.5%
5	Korea Exchange	南韓	1,835,617,727	-53.3%
6	BM&Fbovespa	巴西	1,635,957,604	9.0%
7	CBOE Holdings	美國	1,134,316,703	-6.8%
8	Nasdaq OMX	美國	1,115,529,138	-13.9%
9	Moscow Exchange	俄羅斯	1,061,835,904	-3.4%
10	Muti Commodity Exchange of India	印度	959,613,240	-19.8%
11	Dalian Commodity Exchange	大陸	633,042,976	119.0%
12	Intercontinental Exchange	美國	473,895,526	24.4%
13	Shanghai Futures Exchange	大陸	365,329,379	18.5%
14	Zhengzhou Commodity Exchange	大陸	347,091,533	-14.6%
15	ASX Group	澳洲	259,966,030	15.4%
16	BSE	印度	243,757,257	7,879.5%
17	TMX Group	加拿大	209,352,769	3.8%
18	Osaka Securities Exchange	日本	205,130,168	5.6%
19	London Metal Exchange	英國	159,719,781	9.0%
20	JSE South Africa	南非	158,996,880	-4.3%
21	Taiwan Futures Exchange	臺灣	156,731,912	-14.4%
22	BATS Exchange	美國	130,624,660	-11.9%
23	Hong Kong Exchanges and Clearing	香港	119,802,638	-14.7%
24	China Financial Futures Exchange	大陸	105,061,825	108.4%
25	Singapore Exchange	新加坡	80,548,318	11.4%
26	London Stock Exchange Group	英國	68,584,760	-20.5%
27	Tel-Aviv Stock Exchange	以色列	67,179,795	-32.1%
28	MEFF	西班牙	67,176,529	-0.6%
29	Tokyo Financial Exchange	日本	66,925,893	-53.8%
30	Turkish Derivatives Exchange	土耳其	62,474,464	-15.9%

資料來源：Futures Industry Magazine/March 2013



Feature Report

較其他交易市場小的優勢，成交量衝到全球第3大之外，印度商品交易所(Multi Commodity Exchange of India)及孟買證券交易所(BSE)的發展潛力也不容小覷，分別位居第10及16名；巴西BM&Fbovespa乃前十大交易所中唯一出現成長者，該市場的主力商品為利率、股價指數及個股契約，2012年以9.0%的成長名列第6大、南非約翰尼斯堡交易所、新加坡SGX、以色列特拉維夫交易所、土耳其衍生性交易所排名分別為第20、25、27及30名。

至於在兩岸三地六家衍生性商品交易所方面，2012年世界排名及成長率分別為：大連商品交易所(第11名，119.0%)、上海期貨交易所(第13名，18.5%)、鄭州商品交易所(第14名，-14.6%)、臺灣期貨交易所(第21名，-14.4%)、香港交易所(第23名，-14.7%)及中國金融交易所(第24名，108.4%)。

參、各國衍生性商品市場之發展策略

基於提升經營效率之需要，各國交易所紛紛採取跨市場、跨國家甚至跨洲際的方式予以整合；或是不斷推陳出新，發展更貼近交易人需求的契約以搶佔商機；也有的與不同時區之交易所策略合作，透過在其他交易所掛牌交易自家契約，變相延長自家產品的交易時段，以擴大交易動能。

一、整合與併購

全球衍生性商品交易所不斷邁開整併的

大步，最新的發展包括：

日本東京穀物交易所解散，東京證券交易所與大阪證券交易所合併為日本交易所集團

相較於金融類期貨交易的蓬勃發展，日本商品期貨交易量連年衰退，與2003年的高峰相比業已下跌了80%之多，東京商品交易所(TOCOM)及東京穀物交易所(TGE)等兩大商品期貨交易所2012年的交易量分別衰退了20%及40%，市場人士認為這與2005年起日本主管機關嚴格規範期貨商招攬個別交易人的業務行為有絕對的關係。

交易量的持續衰退，促使東京穀物交易所決定於今年2月8日吹熄燈號，並自2月12日起將黃豆、玉米、紅豆及粗糖等四項商品轉由東京商品交易所接手交易、大米則轉移至大阪堂島商品交易所(Osaka Dojima Exchange，原名關西商品交易所)繼續交易。接收該四項商品後，東京商品交易所將囊括日本商品期貨市場99%的交易量，但全日本商品類的交易所也只剩下東京商品交易所及大阪堂島商品交易所兩家，與90年代全盛時期16家商品交易所的盛況，顯然不可同日而語。

日本交易所為因應國際交易所併購潮以及其他交易所之競爭，也開始進行整併以提升競爭力，東京證券交易所(Tokyo Stock Exchange, TSE)與大阪證券交易所(Osaka Securities Exchange, OSE)於2013年1月1日起正式納入控股公司-日本交易所集團(Japan Exchange

Group,JPX)旗下，合併之後，日本證券交易所集團按照市值計算在全球排第四位。兩家交易所之證券市場預計於7月完成整合，股指期貨等金融衍生性商品交易將於2014年3月整合於OSE交易。

JPX營運長表示，未來希望繼續整合商品交易所，以強化國際競爭力。

洲際交易所宣布併購NYSE Euronext

成立12年，專精商品交易的洲際交易所（IntercontinentalExchange，ICE）於2012年年底宣布，以82億美元收購208年歷史的紐約證券交易所(NYSE)母公司紐約泛歐交易所（NYSE Euronext），共組超大型衍生工具交易所。

此一事件一方面突顯衍生金融工具的重要性與日俱增，同時也顯示擁有200年輝煌歷史的紐約證交所地位大不如前，全盛時期NYSE股票成交量佔全球交易比重高達八成，如今掉到只剩兩成。對交易所來說，股票交易競爭激烈且利潤微薄，相對地衍生性商品業務利潤較為豐厚，因此過去有多家交易所都尋求過合併，如ICE與Nasdaq OMX集團聯手提出收購NYSE Euronext；CME及德意志交易所亦曾試圖收購NYSE，但皆因監管單位對於是否造成壟斷仍有疑慮，因此這些併購案最後都以失敗告終。

ICE專注於石油、天然氣和棉花等商品交易，而NYSE以股票及股票衍生性商品為重心，監管部門對於市場壟斷的擔憂應會減少。如果這筆交易獲得美國司法部的核准，

則這起美國最大證交所與全球第4大期交所的整併，可望催生出一個涵括股市、商品與衍生性金融產品的大型交易機構，同時也將讓該集團的衍生性商品交易量更上層樓，絕對有躋身全球前三大之實力。預計2013年下半年完成整併之後，該集團旗下共擁有14家集中交易所與5家結算機構，產品線涵蓋商品類、信用類、股價指數及個股類、匯率類及利率類等熱門契約。更重要的是，收購完成後，ICE將擁有歐洲第二大衍生性商品交易市場－倫敦國際金融期貨期權交易所，並能夠在歐洲衍生性利率市場上與競爭對手－CME集團和德意志交易所一較高下。

且隨著地理版圖的擴張，該集團除將北美及歐洲等主要交易時段納入體系之外，同時也將目光瞄準亞太地區，希望能串聯全球所有時區，打造全天候不間斷的交易體系。該集團目前透過已在新加坡耕耘十年之久的據點，提供更便利的交易平台，努力爭取亞太地區客戶的認同，並將此區域視為該集團發展能源類契約商機的重鎮。

香港交易所收購倫敦金屬交易所

香港交易所於2012年12月以22億美元收購倫敦金屬交易所(LME)之股權後，成為第一家進入英國的亞洲交易所，同時也一舉跨入大宗商品市場之領域，顯著提升其在國際市場上的地位。

香港交易所併購LME，可以直接拉近全球最大金屬期貨交易所與全球最大大宗商品消費市場-中國大陸之間的距離，進一步促



Feature Report

使香港交易所成為大陸企業首選的國際交易平台；另一方面，由於大陸商品市場的准入機制相當嚴格，因此香港交易所將LME納入旗下後，將建立能夠反映亞太地區供需的金屬商品價格體系，成為國際商品期貨參與者不可或缺的交易市場。

有鑒於2012年金融類衍生性產品交易量衰退15%，但商品類交易量較不受影響之現象，香港交易所也希望藉由多角化的市場，來達到分散經營風險的目的。發展股票以外業務，包括利率、貨幣及商品等，是香港交易所提升國際競爭力的主要策略。未來1至2年內，香港交易所計畫推出不鏽鋼、鐵以及能源等相關的交易契約，以擴大商品類期貨的產品線，並將目標鎖定在有廣大非鐵金屬商品需求的大陸市場上。同時，香港交易所更是把握人民幣國際化的機會，旗下所有主要市場、設施和服務均兼容人民幣，成功地推動業績進一步增長。

對於LME而言，自認為在過去幾年尚未完全抓住亞洲特別是大陸發展所帶來的商機，此次成為香港交易所旗下子公司之後，藉由香港交易所的資源與影響力，其在亞洲的倉庫布局將更加綿密，且其與亞洲的聯繫及市場訊息傳遞之速度可望大為提昇；另一方面，由於大陸已躍居全球最大的大宗商品消費大國，因此LME最大的機會就在大陸，相信在香港交易所的協助下，對於LME增加大陸客戶的數量以及業務的順利開展，必定大有助益。

二、國際合作

歐洲期貨交易所Eurex積極在亞洲尋求合作的契機

歐洲期貨交易所（Eurex Exchange）與國際證券交易所、歐洲能源交易所、歐洲期貨交易所結算公司（Eurex Clearing）、歐洲期貨交易所債券交易平台（Eurex Bonds）、及歐洲期貨交易所附買回交易平台（Eurex Repo）等六個事業體同為歐洲期貨交易所集團（Eurex Group）之成員。歐洲期貨交易所計有來自於全球33個國家，超過430多個會員，旗下擁有1,900個各式各樣的產品，包括：利率、股價指數、個股、股利、ETF、通貨膨脹、氣候及商品等，可提供交易人多元化的交易選擇。

歐洲期貨交易所近年來聚焦於亞洲地區的成長，積極在亞洲尋求合作的商機，自2009年起分別在香港、新加坡、東京設立辦事處，目前在亞洲已擁有20多家會員，並且在香港及新加坡各有一個交易資訊傳輸的接入點。

歐洲期貨交易所與韓國交易所合作，自2010年8月30日開始，在離岸市場交易韓國KOSPI 200選擇權，該合約在每個交易日結束時到期，所有未平倉部位將被轉移到韓國交易所KOSPI 200選擇權的部位。這項歐洲與韓國之間的連結產品，使市場參與者可以在歐洲與北美的交易時段交易KOSPI 200選擇權。

起初，只有9個韓國交易所或歐洲期貨交易所的會員交易這項契約，但目前已成長至近40家。交易以來，歐洲期貨交易所KOSPI產品日均量穩定增長，並曾在2012年8月2日雙方合作的兩周年之際，創下單日225,062口合約（如按照舊的合約規模，相當於超過1百萬口合約⁶）的交易高峰；2012年全年的交易量達到3,240萬口，較前一年成長了85.8%。

歐洲期貨交易所成功地結合韓國交易所的長處，將韓國交易所流通性最強的產品，透過歐洲期貨交易所遍布全球的會員網絡進行交易，不僅提高了本身在亞洲的地位，同時創造了雙贏的局面。

繼韓國交易所成為歐洲期貨交易所之策略夥伴後，臺灣期交所也於2013年2月6日與歐洲期貨交易所簽訂合作意向書，授權其設計以台股期貨及臺指選擇權為標的之每日到期期貨商品，並計畫於2013年第4季掛牌，成為臺灣資本市場第一件將商品掛到外國交易所的實質國際業務合作案，也為我國與歐洲地區的期貨業務往來，締造東西合作的新猷。

屆時上述在歐洲期貨交易所交易之契約，其最後結算價為該交易日台股期貨契約及臺指選擇權序列之每日結算價，不會造成台股期貨及臺指選擇權的盤後價格波動風

險，故對我國正常時段之交易人部位風險並無影響。

該項合作案提供臺灣期貨市場參與者得於臺灣期貨交易所盤後時段，繼續交易股價指數衍生性商品合約的機會，達到延伸交易以及避險之目的，同時為我國期貨市場帶來兩大利多：一是增加我國衍生性產品在歐洲市場的能見度；二是讓外資在歐美的主要交易時段，也能交易台股指數衍生性商品，對於交易量及未平倉量的提升帶來助益。

對於歐洲期貨交易所而言，其好處則是：該交易所的會員將因可直接參與交易亞洲最成功的衍生性商品之一而受惠、同時也可吸引歐洲地區新的客戶參與、並且促使亞太地區交易人於臺灣期貨交易所收盤後利用Eurex平台進行交易之際，增加對歐洲期貨交易所其他產品之瞭解，進而引發交易意願。

此外，歐洲期貨交易所亦積極爭取亞太地區的客戶，具體措施包括：

1. 大幅擴充其在香港及新加坡資訊接入點的頻寬，自2013年1月起，使用這項服務的會員將獲得最快每秒80Mb的連線服務，其頻寬足足比現行的每秒2Mb增加了40倍。
2. 推出針對亞洲及澳洲客戶所設計的獎勵計劃，包括降低連線費用以及額外

⁶ 由於韓國交易所所在韓國監管機構要求下改變了交易規則，歐洲期貨交易所的KOSPI 200選擇權合約規模在2012.6.14由原本的100,000韓圓上調到的500,000韓圓。



Feature Report

的交易折扣。

3. 成為第一家和中國期貨業協會簽署合作諒解備忘錄的國際衍生性商品交易所，雙方將加強業務領域和監理層面的訊息共享、展開合作研究、提供教育培訓計劃，以及各個交易所高層間的定期交流。
4. 於2013年4月中旬在北京召開首屆「中歐衍生品市場論壇」，為大陸監管機構、各大交易所、經紀商、金融行業協會以及學術界提供對話的平台，對話的重點包括衍生品市場安全、誠信、高效和創新。
5. 孟買證券交易所(BSE)宣布將採用Eurex的交易平台，以強化交易作業的穩定與安全。

芝加哥商業交易所CME集團在全球佈局

另一家全球最多元化的衍生性市場龍頭-芝加哥商業交易所CME集團，近年來在既有的基礎上，透過合併、轉投資或與其他交易所策略聯盟(如表四)等方式，持續擴大市場規模、強化競爭優勢與鞏固國際地位。CME集團在全球的布局包括：

北美地區-繼2007年全球兩大期貨交易所龍頭-芝加哥商業交易所(CME)與芝加哥期貨交易所(CBOT)合組CME集團，並於2008年將紐約商業交易所(NYMEX)及紐約

商品交易所(COMEX)納入該集團旗下之後，CME集團在併購其他交易所的進展上，並無太多建樹，直到2012年12月才又以1.26億美元收購美國堪薩斯市交易所(KCBT)。

美國堪薩斯市交易所(KCBT)之主力商品為硬紅冬麥期貨及期權契約，與CME集團旗下芝加哥期貨交易所(CBOT)的老牌商品-軟紅冬麥期貨及期權契約、以及2012年6月新推出之黑海小麥期貨，屬性及用途各不相同⁷。該項併購案完成後，小麥生產者、進出口商及下游業者即可以在CME集團完成one stop交易，不僅增添交易的便利性，同時也增加了跨商品之套利機會。

中東地區-CME集團於2007年與杜拜控股公司、阿曼投資基金合資成立中東地區第一個期貨交易所-杜拜商品交易所(DME)。杜拜商品交易所的主力商品為阿曼原油合約，也是全球最大的實物交割原油期貨合約。該所最大的客戶為中國大陸，每月原油期貨實物交割量就佔了四成以上。

由於看好杜拜商品交易所具備成為蘇伊士河以東，所有能源期貨合約定價中心之潛力，足以引領中東地區原油期貨交易之未來發展，CME集團於2012年3月增加對該交易所之持股至50%，以提高集團在中東地區之實質影響力。

歐洲地區-CME集團約有兩成之交易量來自歐洲地區的客戶，因此擴大集團在歐洲

⁷ 美國常見的小麥分類以生長季節(冬麥或春麥)、麥粒顏色(紅色或白色)、果實軟硬(硬質或軟質)等三項為標準。硬紅冬麥為麵包業者不可或缺的材料；軟紅冬麥則多用作糕餅、餅乾及蛋糕等用途。

的業務版圖，建立與歐洲客戶更緊密的關係，遂成為集團當今相當重要的發展策略。

至於要以何處做為集團進軍歐洲的起點呢？CME集團選定倫敦做為登陸歐洲的試金石。首先，該集團於2011年5月在倫敦成立CME歐洲清算所(CME Clearing Europe)，切入店頭市場金融衍生性商品如利率交換(IRS)、外匯及信用違約交換(CDS)之結算業務；其次，CME集團展開競購倫敦金屬交易所(LME)之行動，雖然最終未能如願，但該集團立即改弦易轍，計畫於2013年在倫敦成立期貨交易所。屆時，CME集團憑恃著擁有完整的交易及結算系統，便可以在歐洲全力發展期貨及衍生性商品相關業務，進而與Eurex及NYSE Euronext兩大集團正面對決。

亞洲地區-基於亞洲新興市場強勁的經濟成長所帶來的商機，CME集團在亞洲地區的佈局也不惶多讓，最常見的做法就是讓策略聯盟夥伴的契約在Globex平台上進行掛牌。Globex平台廣泛分佈於全球85個國家，CME的交易會員可以很方便地看到掛牌契約的報價，進而提高其成交量。

此外，大陸已成為全球第二大經濟體，CME集團自然不能忽視，在加強與大陸合作上，計有與上海期貨交易所進行策略聯盟、推出人民幣及為大陸市場量身訂做的契約、以及指定中資銀行為結算銀行等作為。

在交易所策略聯盟方面，CME集團與上海期貨交易所於2012年9月簽訂合作備忘錄，希望能在上海期貨交易所發展原油期

貨的過程中，展開交易與結算系統方面的合作。

在商品多元化方面，為了因應全球客戶與大陸地區貿易往來頻繁，對於人民幣計價產品越來越大的避險需求，CME集團順勢於2011年7月推出全新的人人民幣計價外匯期貨合約、以及2012年第4季推出離岸人民幣期貨契約；2012年10月掛牌中國螺紋鋼期貨契約，提供涉足大陸建築鋼材行業的客戶獲得相關價格資訊，進而管理價格風險。

此外，CME集團也加強與大陸銀行業的合作關係，2011年3月，全球銀行世界排名第九名的中國銀行集團旗下的中銀國際期貨成為CME集團首家中資結算會員；2012年2月，CME集團與中國銀行簽署合作意向書，雙方將加強結算會員、結算銀行、離岸人民幣存管業務及境外期貨等相關業務之合作；9月CME集團宣佈中國銀行紐約分行，待美國監理機關核准後即可成為CME唯一認可之中資結算銀行。

透過全球佈局的策略，美國以外地區的交易量已達CME集團整體交易量的兩成以上。CME集團透過合縱連橫的策略，並且藉由Globex電子交易平台、結算所及ClearPort等三大交易及結算利器，努力增加交易透明、促進交易便利、提高交易效率、降低交易風險及強化客戶保障等作為，讓集團在競爭激烈的全球衍生性市場，繼續保有競爭優勢，並且鞏固龍頭地位。



Feature Report

表四：CME集團與其他衍生性商品交易所之策略聯盟內容

交易所名稱	策略聯盟內容
堪薩斯市交易所 (KCBT)	KCBT 商品可在 CME Globex 平台交易。
明尼納波理穀物交易所 (MGEX)	MGEX 商品可在 CME Globex 交易。
墨西哥衍生品交易所 (MexDer)	買賣盤傳遞、期貨商品開發與結算。
巴西 BM&FBOVESPA(BMF)	買賣盤傳遞、交叉投資與業務發展。巴西客戶可通過 BMF 電子交易平台進行 CME 集團商品交易；反之，CME 客戶也可通過 Globex 交易 BMF 商品。
馬來西亞 Bursa Malaysia Derivatives Berhad(BMD)	交叉投資、BMD 棕梠油期貨授權結算價、BMD 商品可在 CME Globex 掛牌。
韓國交易所 (KRX)	韓國 KOSPI 200 指數期貨可在正常開盤時間外可通過 CME Globex 進行交易。
新加坡交易所 (SGX)	通過相互沖銷機制 (MOS) 提供歐洲美元、歐洲日元 TIBOR、日經 225 指數與 S&P CNE Nifty (Nifty 50) 小型指數的 24 小時期貨交易。
印度國家證券交易所 (NSE)	美國與印度股票基準指數交叉掛牌協議。
杜拜商品交易所 (DME)	所有 DME 商品均可在 CME Globex 平台交易。DME 是中東地區第一個期交所，由 CME、Tatweer 與 Oman Investment Fund 合資成立。
約翰尼斯堡證券交易所 (JSE)	CME 集團交易所玉米、鉑金、黃金與原油等期貨商品交割價授權協議。

資料來源：CME集團網站

肆、結語

在本次年會中，有相當多之議題與店頭交易之透明及客戶權益的維護相關，可以預見的是，各國主管機關將持續加強期貨業者之監理、增加交易的透明度、推動更多的店頭交易進行集中結算、強化客戶資產的保障，以促進該國期貨市場的正向與長遠發展。

此外，各國交易所也紛紛致力於擴大市場規模、鞏固國際地位與提升國際競爭力，例如購併其他交易所、與不同時區之交易所策略聯盟、推出多元化之產品、升級軟硬體設施、加強與亞洲新興市場的合作關係等舉措，在在都值得我方密切觀察與省思。



臺灣期貨交易所之國際合作 - vs 歐洲期貨交易所合作案簡介

期交所◎王仲華

緣由

期貨市場無國界，在全球競爭白熱化下，國外各主要交易所紛紛透過相互掛牌、委託單轉送（Order Routing）及合併等國際合作方式進行策略聯盟，透過雙方共同行銷，開拓新客源，擴大規模，並汲取彼此發展經驗，創造綜效，提昇競爭力，已成為全球交易所產業的發展趨勢之一。

臺灣期貨交易所（以下稱期交所）與歐洲期貨交易所(Eurex)洽談之國際合作模式，係參考Eurex與韓國交易所(Korea Exchange, KRX)合作模式，授權Eurex掛牌期交所商品。本模式係KRX授權Eurex於KRX盤後時段，掛牌韓圓計價，以KOSPI 200 Options為標的之一天期期貨契約（Daily Futures on KOSPI 200 Options）。每日Eurex交易時段結束，KRX次日開盤前，KRX帳戶最終受益人於Eurex之「Daily Futures on KOSPI 200

Options」淨未沖銷部位將實物交割為KOSPI 200 Options部位，並移轉回KRX，以延長KOSPI 200 Options之交易時間，滿足交易人於KRX盤後時段繼續交易該商品之需求。

經期交所評估，Eurex與KRX合作模式自上線後運作平穩，且推動成效佳，已有成功經驗可借鏡，且韓國及KRX之監管環境與我國相近，加上Eurex與KRX合作模式之成本投入不大，為各種國際合作模式中，投入成本最低的合作架構，適合國際合作初次導入。

另倘期交所授權Eurex於期交所盤後時段，同時掛牌交易以台股期貨(TX)及臺指選擇權(TXO)為交易標的之一天期期貨契約(Daily Futures on TX/TXO)，由於該商品之每日/最後結算價為該交易日台股期貨契約及臺指選擇權序列之每日結算價，不會造成台股期貨及臺指選擇權之盤後價格波動風險，對我國正常時段之交易人部位風險並無影響，



Feature Report

且Daily Futures on TX可作為選擇權商品評價、交易及風險控管之參考，並可與Daily Futures on TXO互補，提供交易人更多策略交易及避險工具，提升交易量，並可避免SGX摩臺指期貨盤後交易佔得優勢。

此外，期交所授權Eurex於期交所盤後時段，掛牌交易Daily Futures on TX及Daily Futures on TXO商品，可延長我國TX及TXO交易時間，滿足交易人於我國盤後時段交易及避險之需求，且可使更多國際交易人瞭解我國期貨市場，吸引新的交易人交易期交所商品，另可透過部位移轉回期交所增加期交所TX及TXO之未沖銷部位，提升期交所TX及TXO的交易量，亦提供目前經營國外期貨業務之我國期貨商與期交所TX及TXO商品連結的國外期貨商品，增加其國外期貨業務收入。因此，期交所爰推動本合作方案，未來再依市場發展，適時推動其他合作計畫，強化期交所與全球主要交易所的實質合作關係，提升我國期貨市場國際化程度及全球競爭力。

合作架構主要特色

期交所規劃授權Eurex於期交所盤後時段，掛牌交易Daily Futures on TX及Daily Futures on TXO之合作架構，主要有下列5項特色：

一、掛牌商品

期交所授權Eurex推出新臺幣計價，以TX及TXO為標的之一天期期貨契約。

二、交易時段

限於期交所與Eurex均為交易日之期交所盤後時段。

三、每日未沖銷部位處理方式

每日Eurex交易時段結束，期交所次日開盤前，期交所帳戶最終受益人（交易人）於Eurex之「Daily Futures on TX」及「Daily Futures on TXO」淨未沖銷部位將實物交割為TX及TXO部位，並移轉回期交所，併入該交易人於期交所之TX及TXO未沖銷部位。

四、在Eurex交易時，遵循Eurex相關規範

「Eurex掛牌之Daily Futures on TX及Daily Futures on TXO」為Eurex商品，在Eurex交易時，遵循Eurex交易、結算、市場監視等規範。

五、部位移轉回期交所，遵循期交所相關規範

每日Eurex交易時段結束，我國期貨帳戶最終受益人（交易人）於Eurex之「Daily Futures on TX」及「Daily Futures on TXO」淨未沖銷部位實物交割為TX及TXO部位，並將該部位移轉回期交所時，我國期貨商須接收由Eurex Clearing透過期交所轉送至各期貨商之最終受益人（交易人）交割資訊（Settlement Information），並依我國交易、結算、市場監視及保證金等相關規範，由我國期貨商完成相關檢核後，再將交割資訊輸入期交所系統，始完成TX及TXO部位移轉回期交所之程序。

結論

本合作案為期交所發展策略的一環，以期於變化快速的國際衍生性商品市場中，維持永續發展之競爭力。授權Eurex掛牌以臺股期貨及臺指選擇權為交易標的之一天期期貨不僅為臺灣資本市場發展的重要里程碑，且其設計可提供交易人於期交所收盤後，臺股期貨及臺指選擇權交易及避險管道；此外，該商品之每日/最後結算價為該交易日臺股期貨契約及臺指選擇權序列之每日結算

價，不會造成臺股期貨及臺指選擇權之盤後價格波動風險，故對我國正常時段之交易人部位風險並無影響。我國期貨商則可藉由提供客戶多元化的商品服務，擴大其業務發展。因此，期交所刻就本合作案與Eurex洽談合作細節，冀能在今（102）年第四季於Eurex掛牌以臺股期貨與臺指選擇權為交易標的之每日到期期貨商品，強化雙方實質合作關係，並提升我國期貨市場國際化程度及全球競爭力。



臺灣期貨交易所已簽署MOU之國際間交易所

交易所 (Exchanges)	簽署日期 (Signing Date)	交易所 (Exchanges)	簽署日期 (Signing Date)
越南河內證券交易所 (Hanoi Stock Exchange)	2013 年 5 月 27 日	德國交易所 (Deutsche Börse, DBAG)	2007 年 5 月 29 日
紐約泛歐交易所 (NYSE EURONEXT, NYX)	2012 年 10 月 16 日	泰國期貨交易所 (Thailand Futures Exchange, TFEX)	2007 年 4 月 9 日
印度多種商品交易所 (Multi Commodity Exchange, MCX)	2010 年 12 月 20 日	芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME)	2006 年 10 月 27 日
印度 MCX 證券交易所 (MCX Stock Exchange, MCX-SX)	2010 年 12 月 20 日	大阪證券交易所 (Osaka Securities Exchange, OSE)	2006 年 5 月 30 日
新加坡商品交易所 (Singapore Mercantile Exchange, SMX)	2010 年 12 月 20 日	中部大阪商品交易所 (Central Japan Commodity Exchange, C-COM)	2006 年 5 月 30 日
那斯達克 OMX 交易所 (Nasdaq OMX)	2009 年 3 月 12 日	印度國家證券交易所 (National Stock Exchange , NSE)	2005 年 7 月 25 日
南非交易所 (Johannesburg Stock Exchange, JSE Limited)	2009 年 2 月 25 日	紐約商業交易所 (New York Mercantile Exchange, NYMEX)	2004 年 10 月 29 日
華沙證券交易所 (Warsaw Stock Exchange, WSE)	2008 年 4 月 7 日	東京工業品交易所 (Tokyo Commodities Exchange, TOCOM)	2004 年 2 月 9 日
新加坡交易所 (Singapore Exchange ,SGX)	2007 年 12 月 12 日	芝加哥商品交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT)	2003 年 8 月 22 日
芝加哥選擇權交易所 (Chicago Board Options Exchange ,CBOE)	2007 年 9 月 6 日	東京金融交易所 (Tokyo Financial Exchange ,TFX)	2003 年 6 月 23 日
俄羅斯證券交易所 (OJSC “Russian Trading System” Stock Exchange, RTS)	2007 年 6 月 14 日	韓國交易所 (Korea Exchange ,KRX)	2002 年 11 月 27 日



本國期貨商之國際合作 —經營國外期貨交易業務之交易方式

期貨公會◎張瓊文

依據期貨商管理規則第38條第1項及第2項規定，期貨商經營國外期貨交易業務時，應依下列方式之一於國外期貨交易所進行交易，並應逐筆委託：

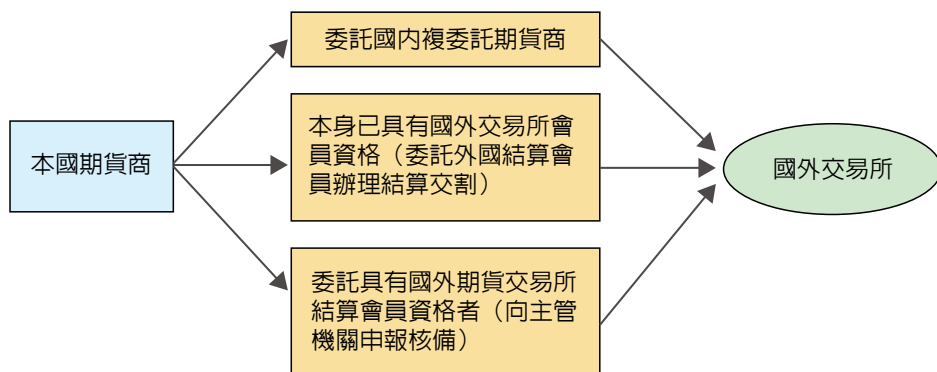
- 一、本國期貨商具有國外期貨交易所會員資格並取得期貨結算機構之結算會員為其辦理結算交割之證明者，自行於國外期貨交易所進行交易。
- 二、經許可之外國期貨商具有國外期貨交易所結算會員資格者，自行於國外期貨交易所交易。
- 三、委託經許可並已取得本會公告之國外

期貨交易所結算會員資格之期貨商辦理者。

四、其他經本會核准者。

前項第三款受委託之期貨商得由其所屬持股逾百分之五十之控股公司，或持股逾百分之五十之子公司，或屬同一控股公司持股逾百分之五十之子公司，且具有國外期貨交易所結算會員資格者，於國外期貨交易所執行期貨交易及結算交割。

現行國內期貨商經營國外期貨交易業務之交易方式有以下三種：



一、委託國內複委託期貨商進行交易（依據期貨商管理規則第38條第1項第3款規定）：

目前國內之複委託期貨商有美商愛德盟期貨股份有限公司及華大期貨股份有限公司，透過複委託期貨商可進行交易且經主管機關公告開放之國外交易所計有：美國芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange；CME）、美國芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade、CBOT）、美國紐約商業交易所（The New York Mercantile Exchange；NYMEX）、英國倫敦金屬交易所（London Metal Exchange；LME）、堪薩斯市交易所（Kansas City Board of Trade；KCBT）、英國洲際歐洲期貨交易所（ICE Futures Europe；ICE Futures Europe）、美國洲際期貨交易所（ICE Futures U.S.；ICE Futures U.S.）、倫敦國際金融期貨交易所（NYSE Liffe；NYSE Liffe）、紐約泛歐交

易所（NYSE Euronex；NYSE Liffe U.S.）、新加坡衍生性商品交易所（Singapore Exchange Derivatives Trading Limited；SGX-DT）等。

二、國內期貨商具有國外期貨交易所會員資格並委託結算機構之結算會員辦理結算交割（依據期貨商管理規則第38條第1項第1款規定）：

國內期貨商須具備一定之資格條件，取得國外期貨交易所會員資格，並委託具備結算機構之結算會員資格之期貨商辦理結算交割，以下介紹目前國內主要交易之國外交易所，取得其交易會員資格概估之費用：

（一）CME GROUP（CME、CBOT、NYMEX）：

1. 美國芝加哥商業交易所（CME），其會員依照可交易的契約種類分為4個等級。
2. 美國芝加哥期貨交易所（CBOT），

交易所名稱（簡稱）	購買單一席位價格（USD）
美國芝加哥商業交易所（CME）	1.CME：400,000 2.IMM：185,000 3.IOM：62,000 4.GEM：20,000
美國芝加哥期貨交易所（CBOT）	1.Full：290,000 2.Associate：100,000 3.GIM：60,000 4.IDEM：5,000 5.COM：24,000
美國紐約商業交易所（NYMEX）	1.NYMEX：265,000，加上購買 CME 集團股票 3 萬股。 2.COMEX：100,000

註：以上資料係依據CME GROUP官網102年4月份數據資料之概估金額，實際金額以CME GROUP官網公布為主）



Feature Report

其會員依照可交易的契約種類分為5個等級。

3. 美國紐約商業交易所 (NYMEX) 以購買2個席位方式及購買CME集團股票3萬股取得NYMEX會員資格，或以購買2個席位方式取得COMEX會員資格，COMEX已於1994年被NYMEX合併，但會員席位需分別購買。

(二) 新加坡衍生性商品交易所 (SGX) 會員需支付入會費用SGD：5,000，以及每年需支付年費SGD：2,000。

三、國外期貨交易所結算會員於我國境內未設有分支機構，期貨商得直接委託具有國外期貨交易所結算會員資格者，於國外期貨交易所進行交易並辦理結算交割（依據期貨商管理規則第38條第1項第4款規定）：

依據91年12月23日臺財證七字第0910163730號函，金融監督管理委員會公告開放之國外期貨交易所，若其結算會員尚未經許可在我國境內設有分支機構經營期貨業務，本國期貨商得直接委託該國外期貨交易所結算會員進行期貨交易並辦理結算交割。

依上述法規，當國外期貨交易所結算會員於我國境內未設有分支機構，或我國境內具有國外交易所結算會員資格者之複委託商終止複委託業務或撤離時，期貨商得檢具相關證明文件，向主管機關提出申報核備後，委託具有國外期貨交易所結算會員資格者，於國外期貨交易所進行交易並辦理結算交割。以下舉例說明：

(一) 港商新際期貨股份有限公司於100年4月23日終止在臺期貨複委託業務，因當時該公司為國內唯一具有日本期貨交易所結算會員資格之複委託商，新際期貨股份有限公司終止在臺複委託業務後，國內期貨商分別向主管機關提出申請委託具有日本各主要期貨交易所結算會員資格之業者，於日本期貨交易所進行交易並辦理結算交割。

(二) 新加坡商明富環球期貨股份有限公司於100.11.1申請破產保護進行清算，因該公司為國內唯一具有香港期交所結算會員資格之複委託商，當明富環球期貨股份有限公司停止在臺複委託業務後，國內期貨商分別向主管機關提出申請委託具有香港期貨交易所結算會員資格之業者，於香港期貨交易所進行交易並辦理結算交割。

本國期貨商申請委託國外期貨交易所結算會員，於國外期貨交易所進行交易並辦理結算交割，向主管機關申報核備應檢具所委託之國外期貨交易所結算會員之下列證明文件及相關書件：

- 一、國外期貨交易所出具之結算會員資格證明文件。
- 二、具有國際期貨業務經驗之業務簡介或年報等相關證明資料。
- 三、最近期經會計師查核簽證無累積虧損之財務報告。但財務報告有累積虧損者，得補充最近期淨資本額 (net capital) 符合當地國主管機關規定之財務資料。

四、案件申報日前一個月內，由當地國主管機關或自律機構簽發之最近一年未曾受重大處分之證明文件。

五、案件申報日前一個月內，由國外期貨交易所結算會員簽發之承諾提供相關交易資訊及紀錄聲明書。

六、本國期貨商與國外期貨交易所結算會員簽訂之委託契約及其中譯本。

前揭第四點第（六）項之本國期貨商與國外期貨交易所結算會員簽訂之委託契約內容，應具體載明下列事項，其變更或解除應向主管機關申報備查：

- （一）契約雙方當事人之姓名。
- （二）契約雙方當事人接到期貨交易人之申訴，應即互為通知。
- （三）佣金及其他相關費用之約定事項。
- （四）委託進行國外期貨交易業務之範圍及其執行程序。
- （五）本國期貨商應逐筆委託，且國外期貨交易所結算會員應按下單方式或時間順序執行之約定。
- （六）契約雙方當事人應行提供資訊及服務事項之範圍。
- （七）國外期貨交易所結算會員願意提供主管機關相關交易資訊及紀錄之約

定事項。

（八）任一契約當事人請求他方提供必要之相關業務、財務資料，不得拒絕。

（九）契約當事人無法執行其業務時，期貨交易人未平倉部位及其權益事項之處理。

（十）因可歸責於他方契約當事人之事由所致損害之處理方式。

（十一）因不可歸責於契約當事人之事由所致損害之處理方式。

（十二）國外期貨交易所結算會員受託進行國外期貨交易並辦理結算交割之約定。

（十三）交易糾紛之處理。

（十四）風險控管之方式。

另外，依據91年12月23日臺財證七字第0910163730號函規定，未具有國外期貨交易所結算會員資格之本國期貨商，自行或接受其他期貨商之委託，經營國外期貨交易業務時，得委由其所屬持股逾百分之五十之控股公司，或持股逾百分之五十之子公司，或屬同一控股公司持股逾百分之五十之子公司，且具有國外期貨交易所結算會員資格者，於國外期貨交易所進行情貨交易並辦理結算交割。

CNFA



業者現身說法

群益期貨佈局國際，提昇服務

群益期貨 執行副總經理◎陳文采

未取得國外期貨交易所會員資格，國內期貨商必須以複委託方式支付較高的上手費用經營海外期貨業務；國內的期貨交易人則必須支付高於外國期貨交易人數倍的手續費用，交易完全相同的國外期貨或是選擇權商品契約。

期貨商管理規則第38條第一項第一款規定，本國期貨商具有國外期貨交易所會員，並且取得結算會員為其辦理結算交割之證明，可以自行於國外期貨交易所進行交易。經過公司前後勤單位過去三年的共同努力，群益期貨獲准成為全臺灣第一家新加坡交易所衍生性金融商品經紀及自營交易會員，臺灣第一家CME交易會員，臺灣第一家CBOT交易會員，臺灣第一家NYMEX公司會員，臺灣第一家COMEX公司會員，臺灣第一家NYSE Liffe London & Paris市場會員，再陸續取得EUREX與ICE交易所的會員資格。包括臺灣期貨交易所一般結算會員與全額轉投資香港子公司所

取得香港期交所交易與結算會員及香港商品交易所經紀會員，群益期貨目前已經有11家國內外期貨交易所的會員資格。

申請交易所會員流程與注意事項

- (1)申請會員，需要在國外期貨交易所的官網上，詳細查閱每一家交易所的會員申請資格、條件與Rulebook等相關文件，再經過持續的溝通與協調，包括翻譯風險管理與內部控制制度等文件。最重要的是，必須選擇能夠符合臺灣期貨相關法規的會員種類，並不只是單方面考量符合國外期貨交易所的規定。
- (2)國外交易所的會員審查部門可能並不熟悉臺灣法規與臺灣期貨市場的交易規模與臺灣期貨商開戶文件及流程，部分交易所甚至討論臺灣已經廢止的[國外期貨交易法]。最大的差異是，國外期貨交易法第十二條規定，臺灣期貨商是以經紀商的身份接受客戶委託，並應以客戶名義逐筆委託，也就是經紀/代理關

係；依據現行法規，目前國內期貨商與客戶之間是受託買賣的法律關係，是以期貨商的名義為客戶進行委託，目前[期貨交易法]同時適用於國內與國外期貨交易。

- (3)每一家交易所的規定不同，許多國外期貨交易所對於公司自營交易給予優惠費率，對於客戶交易沒有優惠，但是並沒有禁止會員可以接受客戶委託。過去，可能有人誤解英文的字面意義，自行解釋為只可以有自營交易，造成誤會。

申請會員、直接連線成本與財務規劃

某些交易所是以支付會員年費的方式取代席位，但是申請CME集團會員需要約320萬元美金購買四個交易所的席位與股票。CME集團官網上有即時公告最近一次會員席位的買賣價格，可以經過交易所會員中心買賣；CME集團股票在美國NASDAQ市場掛牌交易，可以自行買賣。CME集團每年發放現金股息，最近三年的平均股息年化殖利率約1.2%~2.5%，相當於存放在銀行的定存利率。在會計上，會員席位可以認列為無形資產，CME集團的股票可以認列為備供出售金融資產-非流動，每季評價調整股東權益項目，並不影響當期損益。

申請直接連線交易需要另行每月支付交易平台費用與線路費用，群益期貨在三年前已經規劃如何由台北連線至新加坡，包括交易與報價行情各自擁有主線路與備援線路、在新加坡當地如何分開二地租用機房及機

櫃，再分別連線至各國外交易所直接進行委託下單與接收報價資訊源。資訊系統的投資是期貨商提供客戶穩定交易環境的必要條件，群益期貨每年海外期貨直接連線的硬體設備折舊費用與線路費用合計約一千萬元。

獲准成為交易所會員的優勢

- (1)成為國外交易所會員，依據現行國內法規，可以自行於國外期貨交易所進行交易。向交易所申請直接連線交易與直接取得交易所的報價資訊源，不但是增加交易與報價行情的穩定度，而且每一口單邊上手費用可以下降，龐大的直接成本差異造成國外期貨整體平均毛利率與過去比較，成長一倍以上；單是上手成本的差異，每年可以為公司增加數千萬元的獲利。

- (2)主管機關已經開放可以交易國外期貨及選擇權商品，但是交易十多年的國內期貨交易人並無法在家中個人電腦上進行網路交易國外選擇權商品，也無法看到即時報價，只能夠打電話給期貨商詢問delay的選擇權商品市場行情。

直接取得報價資訊源並與交易所直接進行交易就可以提供客戶B to C網路交易美式選擇權商品；臺灣指數選擇權商品皆是歐式選擇權(European Option)，也就是只能夠在到期時決定是否履約以股票指數價格現金結算；實際上，國際金融市場上最常見的是美式選擇權(American Option)，在到期前的每一天，買方皆可以自行決定是否履約為期貨



Feature Report

契約。美國CME集團，有許多美式選擇權商品每日的成交量超過數萬口，單一商品的留倉口數超過百萬口。比照臺灣與韓國的期貨市場的發展歷程，國內期貨交易人開始可以電子交易國外選擇權商品之後，海外期貨商品的交易量將會大幅成長。目前，群益期貨是亞洲第一家期貨商提供給客戶即時美式選擇權報價行情與直接連線網路下單。

(3) 全面國際化，主管機關不再是只有臺灣期貨交易所，所有取得會員的交易所

皆是國內期貨商的主管機關。全公司同仁必須提高語文能力，熟悉國外期貨交易實務與法規，全面提高員工素質，進而擴大業務範圍。過去，國內的期貨商引進外國期貨交易人來臺灣交易國內期貨與選擇權商品，現在可以提供專業服務帶領國內期貨交易人走出去，進一步創造國內期貨市場商品與國外期貨市場商品相互之間可以跨市場交易與套利的機會，國內與國外交易量將共同成長。



群益期貨交易所會員資格表

取得時間	交易所名稱	會員種類	備註說明
1998.03	TAIFEX	General Clearing Member Market Making License	全面代結算業務、直接連線交易 (DMA)
2009.08	SGX	Derivatives - Trading Member (Agency & Proprietary)	臺灣第一家期貨商獲准成為經紀、自營雙交易會員並且直接連線交易 (DMA)
2011.03	CME	Rule 106.H. Trading Member, CME (B1) Membership	臺灣第一家期貨商獲准成為會員並且直接連線交易 (DMA)
2011.03	CBOT	Rule 106.R. Electronic Corporate Member Firm; 2012/07 更改為 Rule 106.H. Trading Member, Full Membership	臺灣第一家期貨商獲准成為會員並且直接連線交易 (DMA)
2011.06	COMEX	Rule 106.J. Member Firm, Full Membership	臺灣第一家期貨商獲准成為會員、直接連線交易 (DMA)
2011.06	NYMEX	Rule 106.J. Member Firm, Class A Membership	臺灣第一家期貨商獲准成為會員並且直接連線交易 (DMA)
2011.07	NYSE Liffe	Euronext London & Paris Derivatives Membership	臺灣第一家期貨商獲准成為會員並且直接連線交易 (DMA)
2012.07	Eurex	Exchange Participant	臺灣第一家期貨商完成直接連線交易 (DMA) 並且獲准成為會員
2012.11	HKFE	Exchange and Clearing House Participant	全額轉投資香港子公司 期貨交易與結算參與者
2012.12	ICE	ICE Futures US Energy Member Firm	獲准成為公司會員並且建置連線交易
2013.03	HKMEX	Broking Member	香港子公司取得香港商品交易所會員

業者現身說法

凱基期貨經營願景，與您分享

凱基期貨 副總經理◎張春芬

從民國81年政府通過國外期貨交易法開始，期貨業發展迄今，國外業務歷經21年，國內業務僅歷經15年，算是年輕的產業，然而經過這些年發展也愈臻成熟。凱基期貨從筆路藍縷的開拓期進入市場，直到現在衍生性金融商品在臺灣遍地開花，凱基秉持著始終如一的精神，我們一直在思考客戶的需求是什麼？期貨商未來的發展方向為何？

在這個網路發達、資訊快速傳遞的環境下，全球期貨交易所及期貨商皆在資訊方面投入大筆資金，臺灣期貨交易所交易撮合僅需800微秒(萬分之8秒)即可完成，目前在亞洲僅次於新加坡交易所宣稱的90微秒。並且全球各國交易所都已逐漸開放主機共置服務，客戶可以把處理行情資訊、高頻交易的伺服器放在交易所的資料中心，以縮短實體距離、降低反應延遲。可以預知主機共置服務在未來高速交易系統所扮演的角色只會愈

來愈重要。

從國內經紀業務15年來的發展歷程來看，我們對不同客群提供細緻的分級服務，從旗艦型的AP下單平台、前台交易路線與設備的分流、報價API及交易API提供、DMA串接方式，進而到高頻交易客戶co-location服務，隨著服務內容的提昇，不同屬性的交易人參與市場，讓國內期貨交易量呈現出高度成長的曲線，凱基期貨認為在國內的服務模式可以複製到國外期貨的交易服務，相信在服務的提昇之下，國外期貨交易量亦能有相同的推升利基。

以往在國外經紀業務之進行，是國內期貨商與在臺設立分公司之國外期貨商開戶，透過複委託方式將客戶的交易下至國外交易所，在期貨商設立初期，複委託方式的確是最快也是最具效益之方式，但是國外業務推廣至今，期貨商不論是在人才之培養、資訊之投入及商品之推廣都已逐漸成熟，凱基想



Feature Report

提供給客戶更具有優勢的服務內容，如同國內期貨業務一般，於是我們在國外業務服務模式做調整，由複委託方式改為申請為國外交易所會員，直接下單至交易所之方式。

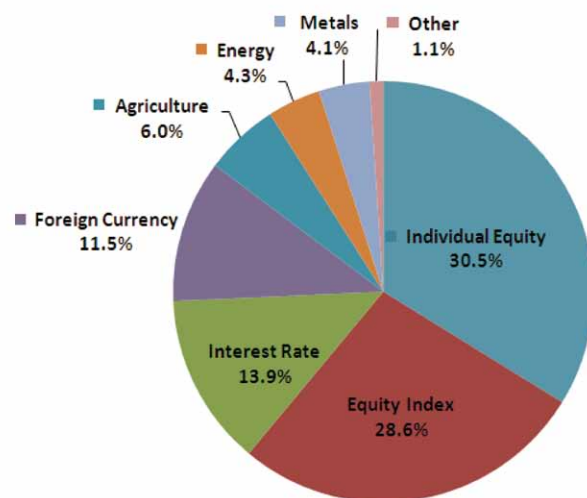
市場近年在歷經次貸風暴、歐債危機、日本311大地震、至今多國央行無上限的貨幣供給、道瓊指數率先創歷史新高的一連串史無前例事件後，無論是法人或一般交易人都會有相同的共識，期貨可發揮其投機、價差、及避險功能，因此，國際期貨市場在近幾年有多項標的成交量不斷創歷史新高。國內之外期業務亦是不斷的呈現成長，即使在

101年全球衍生性商品市場年度交易量較100年衰退逾15% (如附表一)，臺灣期貨市場交易量亦減少14.34%之同時，101年國外期貨經紀交易量仍較100年呈1.58%之逆勢成長，至今102年月均也較去年月均成長高達32% (如附表二)，可見期貨商近年在國外商品之推廣已漸有績效，交易人對國外期貨商品參與度也大幅提昇。

凱基期貨目前已具備CME集團(CME、CBOT、NYMEX、COMEX)、新加坡交易所(SGX)、歐洲期貨交易所(Eurex)、倫敦國際金融期貨交易所(NYSE Liffe)等全球八大交

表一：全球衍生性商品交易量

Global Futures and Options Volume by Category			
Category	Jan-Dec 2011	Jan-Dec 2012	% Change
Individual Equity	7,062,567,141	6,467,944,406	-8.4%
Equity Index	8,462,371,741	6,048,262,461	-28.5%
Interest Rate	3,491,200,684	2,933,255,540	-16.0%
Currency	3,147,046,787	2,434,238,493	-22.7%
Agriculture	996,837,283	1,270,531,588	27.5%
Energy	814,774,756	905,856,150	11.2%
Non-Precious Metals	435,113,003	554,253,069	27.4%
Precious Metals	342,057,656	319,267,659	-6.7%
Other	229,713,692	236,778,479	3.1%
Total	24,981,682,743	21,170,387,845	-15.3%



表二：臺灣國外期貨經紀交易量

類別-交易量	98年	99年	100年	101年	101年變動率	101年月均量	102年月均量	102年月均量變動率
歐美盤	3,719,440	4,511,254	5,167,610	5,151,584	-0.31%	429,299	533,256	24.22%
新盤	2,372,953	2,401,802	2,934,656	3,053,716	4.06%	254,476	362,119	42.30%
日盤	124,800	90,006	57,380	69,496	21.12%	5,791	11,283	94.82%
港盤	231,393	231,710	238,899	256,846	7.51%	21,404	32,551	52.08%
合計	6,448,586	7,234,772	8,398,545	8,531,642	1.58%	710,970	939,209	32.10%

易所交易會員，另外其他的交易所仍持續在評估申請中，如洲際交易所(ICE)、東京商品交易所(TOCOM)、倫敦金屬交易所(LME)等等。凱基期貨為服務客戶，將會完備在全球主要交易所的佈局。

凱基在成為國外交易所之會員後，因交易服務方式之改變，交易人在凱基交易國外的商品，可透過直接連線交易所的方式進行交易，不用再經複委託期貨商，減少交易節點，提供更安全更有效率的下單服務，將交易的風險降到最低。另外客戶也可以直接取得DMA報價，與國外當地交易人享有一樣的速度，即時掌握全球市場脈動。高頻及價差交易客戶更可透過凱基期貨做主機代管(co-location)服務，將處理行情及交易的伺服器放在國外交易所的資料中心，將下單所需之時間縮至最短，更能有效的增加交易機會。

因不具國外交易所之結算會員資格，結算尚需透過國外交易所之結算會員進行，在歷經全球曼氏金融(MF Global)破產事件的影響，凱基對結算會員的選擇更是持以審慎評估的態度，我們在全球去尋找合作對象，合作之雙方都必須對對方做深入了解，包含集團資本、財務績效、風險控管政策、法令遵循作法、合作交易所、交易量概況、結算保證金控管、保證金追繳、部位控管、破產處理程序等等。對於結算會員之遴選，從前端業務之接洽，結算、風控、追繳等等作業的了解，需常以連線會議之方式直接溝通，到最後正式的開戶，是需要有一段不算短的時

間。除了前述的內容，合作之後，結算會員亦會要求我們提供年度的財報、風控及法遵報告，以進一步的更新客戶的KYC。也甚或有些國外之結算會員會派員至臺灣實地了解客戶。

因為公司在結算會員方面，可以有多方的選擇，不但在結算費用可以有議價之空間及能力，可增加公司競爭力，更在結算會員若有狀況發生時，可以立即的更換結算會員，有很強的自主性及機動性，可有效降低公司之營運風險。在過去接洽許多國外期貨交易所的業務代表及具國際交易結算的會員互動過程中，讓我們學習到很多珍貴的經驗，拓展國際視野，不但是結算業務的合作，未來也將在凱基的全球佈局上成為相當重要的戰略性夥伴。在此也要感謝CME副總監Patrick(詹前輝)、Eurex亞洲區總裁Michael(姒元忠)、NYSE Euronext亞太區副總Bella(邱麗娟)，謝謝他們的熱心協助。

凱基在國外交易所除了成為交易會員之外，目前凱基集團在亞太之佈局，繼臺灣、香港、泰國之後，因看好新加坡期權市場的發展前景，更搶先同業跨進新加坡設立公司，是首家取得新加坡金融管理局(MAS)許可經營期貨選擇權業務的臺資企業，也是唯一一家取得新交所結算會員資格之臺資企業，對臺灣期權業務擴張具重要指標性意義，也因獲得交易結算會員取得交易成本之優勢，可進而回饋交易人。

雄踞亞洲、理財首選—凱基期貨經營願景，與您分享。



特別報導

發現新機會，以基金觀點論！



期貨公會為協助業者拓展業務，積極探索新的機會，帶動期貨市場的發展。在相生相成的理念下，本篇以基金觀點看期貨與基金產品之間能擦出什麼樣的火花，藉由期信基金的設計面與證券基金產品的管理角度談期貨與選擇權。

從產品屬性及策略面談期信基金

康和期貨 協理◎方琮櫻

期貨分析師

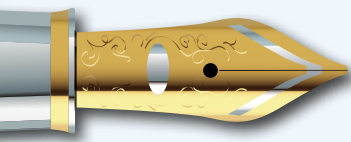
壹、前言

臺灣於2007年7月10日正式開放期貨信託事業設置與期貨信託基金募集業務，即是國際上所稱的CPO(Commodity Pool Operator)，2009年8月27日首檔期信基金國泰Man AHL組合期貨信託基金成立，規模新臺幣55億。目前臺灣期貨信託基金共計有四檔公募基金及一檔私募基金(詳見表一)，整體最高的AUM約達臺幣68億(詳見圖一)，幾乎全都是國內募集投資國外期貨市場，對臺灣期貨市場發展而言，激勵相對有限，期貨信託基金的視野及競爭均須達國際級的標準，對照2012年底全世界管理期貨資產規模達3,283億美元，足見期貨信託基金有著非常大的發展空間。康和證券集團旗下的CTA康和期貨經理股份有限公司，也是目前臺灣唯一專營的期經公司，今年正式取得兼營期貨信託事業

(CPO)執照，預計將發行國內第一檔完全由臺灣專業CTA團隊設計及交易的期貨信託基金，其中涵括了國內外管理期貨、價值投資及固定收益等交易模組，其中有極高的比重會配置在交易臺灣的證券及期貨市場，值得我們期貨業界拭目以待。

貳、期貨信託基金CPO產品屬性

期貨信託基金講究的是：另類投資並與其他傳統及非傳統的投資工具低度相關，靈活運用在資產配置上，絕大部份的產品規劃都是以追求絕對報酬為主軸，充分善用了期貨交易的特性(如圖二)且多空雙向操作，配合完善嚴謹的風險控管，以求能靈活應變各商品的多空頭市場，維持長期穩健的獲利，而投資者對期信基金(CPO)績效表現的要求，遠高於一般共同基金，也因此交易人

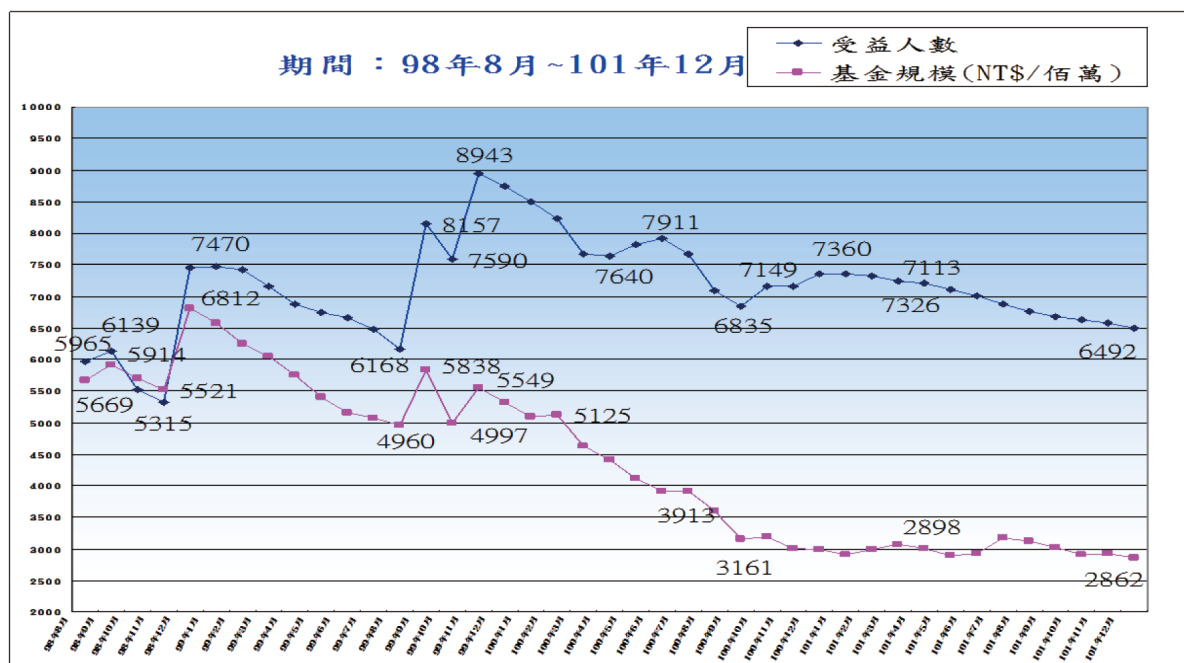


表一：臺灣期貨信託基金現況

項目	國泰 Man AHL 組合期信基金	寶來商品指數 期信基金	寶富多元策略 期信基金	寶來黃金 期信基金	新光盛利組合 期信基金
基金類型	組合型	一般型	一般型	一般型	組合型
基金成立日	98.8.27	98.12.10	99.9.07	99.11.04	101.3.12
募集對象	不特定人	不特定人	不特定人	不特定人	特定人
募集 / 投資	國內募集、 投資國外	國內募集、 投資國外	國內募集、 投資國外	國內募集、 投資國外	國內募集、 投資國外
計價幣別	新臺幣	新臺幣	新臺幣	新臺幣	新臺幣
發行額度	新臺幣 70 億	新臺幣 50 億	新臺幣 50 億	新臺幣 100 億	新臺幣 10 億

能接受普遍2%~3%的管理費率與20%~30%獲利分享的績效費率，主要是期信基金標榜擁有極高的投資效率及平順穩健的績效表現(詳如圖三)，投資工具的運用各有其不同的理由與目的(詳如圖四)，主要在於能充份分散風險，進而達成設定的獲利目標，所以投

資工具本身並沒有好壞之分，只有差異性。在國際上有一類組合式基金Hybrid Mutual Fund，即是將傳統的共同基金納入管理期貨集於一身的組合式基金，一次滿足投資者股票、債券及管理期貨的投資需求。



圖一：整體期貨信託基金受益人數與期貨基金規模

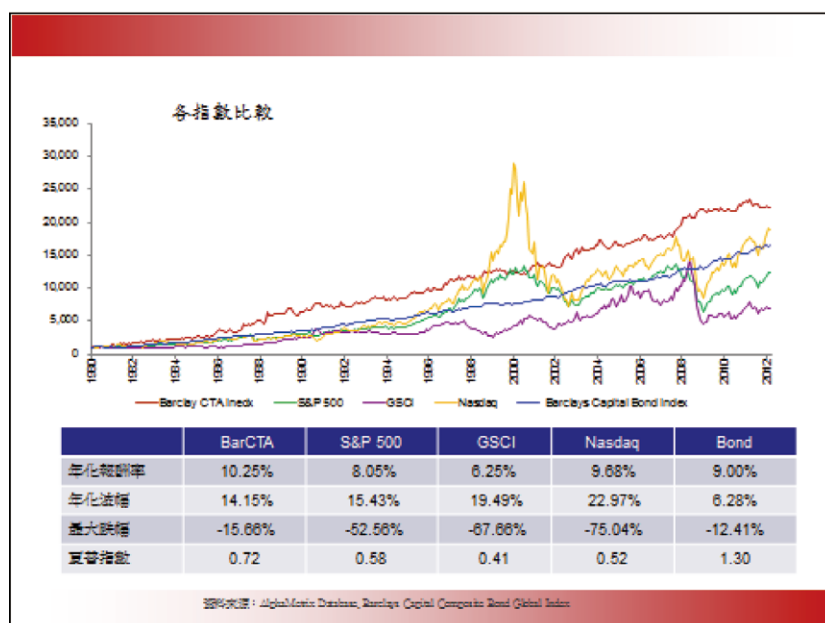


圖二：期貨交易的特性

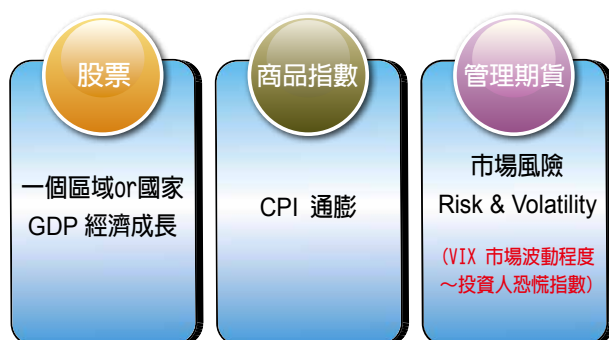
參、管理期貨策略及CTA運作實例

期信基金 (CPO) 主要任務是：必須極力尋找全世界優質的CTA，組成絕對報酬商品提供給投資大眾，而管理期貨策略長期穩定的績效，經證實可有效降低包含傳統股票、債券與非傳統投資商品投資組合的整體風險，在傳統與非傳統投資商品均無法有效獲利的市場環境中，管理期貨策略顯示仍可穩

定獲利。管理期貨經理人一般可運用：順勢交易(Trend Following)、形態辨識(Pattern Recognition)、相對價值投資(Relative Value)、均值回歸(Mean Reversion)、主觀判斷(Discretionary)等不同交易策略，通常使用技術分析及系統化投資程序或是基本面分析與主觀式判斷，多空雙向交易，不受限於市場價格上漲或下跌的趨勢限制。



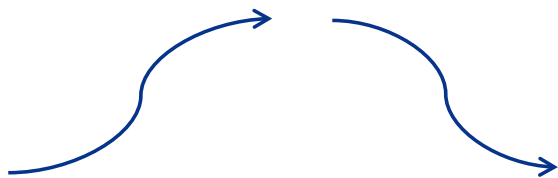
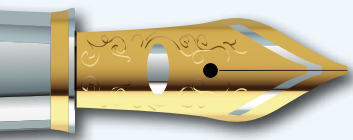
圖三：各類指數比較



圖四：各類商品的投資目的

一、順勢策略 Diversified Trend Following

此策略在追求一個較長期間商品上漲或下跌的獲利，並不去預測價格，通常在經濟低迷時表現相對會比較好，而在高的volatility的環境下表現會較差，風控上的考量為：何時進場？承受多少損失？何時出場？如何出場？



實例：Winton Capital Management –
Diversified Programme

創辦人David Harding 曾為 Man AHL 中的“H”，於1997年創立Winton總管理資產超過 130 億美金，為現今全球規模最大之管理期貨基金之一，採方向性投資、趨勢追隨策略，不論於上漲或下跌的趨勢中，均可由價格波動中獲利，運用計量化模組及技術分析，100% 系統程式交易分散投資於全球超過 100 個市場。

二、形態辨識策略 Pattern Recognition

此交易邏輯的前提為：歷史將會不斷重演，故利用收集大量交易Data進行分析回測歸納，使用統計的模型找出合適的交易策略，其主要運用在比較偏短期間的操作。

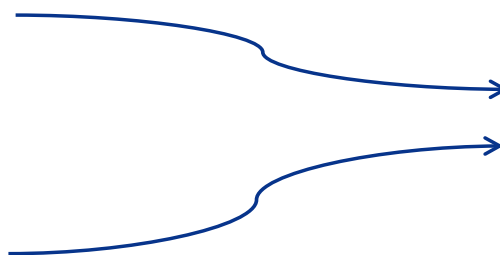
實例：Quantitative Investment Management

Jaffray Woodrif 及Michael Geismar 於2003年創立QIM，總管理資產超過 40 億美金，為美國最著名短線形態辨識交易管理期貨基金之一，已經使用超過5,000個以上的短線型態辨識模型來預測價格變化，投資組合所使用的大多數模型彼此相關係數不超過 0.3，任意模型彼此相關係數超過0.7則摒棄不再使用，使用95% 系統程式交易，5%主

觀判斷(用於決定丟棄模型與否)，投資組合在全球超過 35個市場進行交易。

三、相對價值策略 Relative Value

利用各種不同市場商品之間價格的不一致，同時一買一賣，預測其兩旁收斂，需注意不同市場商品合約及到期日各有不同。



實例：J E Moody & Company

由柏克萊及普林斯頓學者Dr. John Moody 於2003年創立J E Moody & Company，總管理資產大約2億美金，基金本身胃納量也大約為2億美金，J E Moody也是美國少數由學者創立並且截至目前為止相當成功的期貨基金之一，使用100%系統化的統計模型分析交易，利用標的的定價偏差，來進行統計套利 (statistical arbitrage)，最多進行交易於五個市場；能源、金屬、穀物、生畜及軟性商品，投資組合平均持有12-24個部位，多空部位同時進行。

四、均值回歸 Mean Reversion

均值回歸相信：假如價格與其他指標已經非常脫離歷史上的平均值，最終都會向中間移動，這個策略在不穩定的環境中表現比較好，但通常不用在有趨勢的環境，策略仰

賴歷史資料的統計分析，大部份以系統交易為主，事先設定好完善的停損機制。



實例：QuantMetrics Capital Management

James Fowler 及 Dr. Mushtaq Shah 於 2003 年創立 QuantMetrics，總管理資產超過 10 億美金，為英國著名管理期貨基金之一，使用 100% 系統程式交易，主要交易於全球指數期貨(85%)及債券期貨(15%)市場，交易策略主要在於發掘期貨市場短期的供需失衡，投資組合維持市場中立，持有部位通常為時 10 分鐘到一天，在任意時間內，平均持有 2-8 個部位，此策略採用極為嚴格的風險控管，從每一個曝光部位到整個投資組合，都有事先設定的停損點及停損時間。

五、主觀判斷 Discretionary

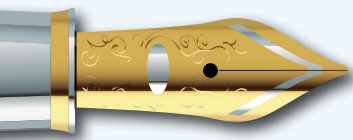
主觀判斷運用的是：人對市場的視野、分析和經驗來交易，注重市場的心理面、基本面及經濟面等等，全部仰賴交易人的能力及經驗，此策略廣泛運用在能源與商品的交易，最大的缺點是：人類情緒的干擾造成錯誤的下注。

實例：Mesirow Financial Commodities Management

前身為 Tom C. Willis 創立的 Willis Trading Group – Willis-Jenkins Inc.，於 2005 年加入芝加哥投資銀行 Mesirow Financial，總管理資產超過 9 億美金，Tom C. Willis 在市場有超過 30 年的交易經驗，使用計量工具做全球商品及金融期貨的分析，再採取 100% 主觀判斷來做交易，主要交易於全球商品期貨(75%)及金融期貨(25%)市場，持有部位通常為時 2-5 天，在任意時間內，平均持有 0-7 個部位，每個部位在進場前都已決定好進場跟出場的時機及能承受的風險。

肆、結語

傳統的股票投資注重分析總體經濟及個別公司的獲利及成長，在於發現價值並實現其價值，而期貨交易則是重視波動，在於發現價格賺取價差，尤其期貨交易為零合遊戲，必須以博奕的角度來看待，講求勝率與賠率平衡之下注藝術，由上述的交易策略即可發現，專業上的差異絕對是輸贏的關鍵，職業水準與業餘的差異是在於時間上的變數，為維持長期間常態穩定的績效報酬，一般投資者確實需要仰賴專業的金融機構提供完善的期貨資產管理服務，而 CTA & CPO 正扮演著金融代工者的角色，投資者可慎選適合本身投資屬性之專業且表現優秀的 CTA & CPO 為自己效力，對一般投資大眾而言，投資期貨信託基金不僅省時省力而且長期來看勝算將大為提升，以滿足資產增值的期望。



期貨 ETF 為臺灣未來產品創新重要發展方向

元大寶來投信 總經理◎劉宗聖

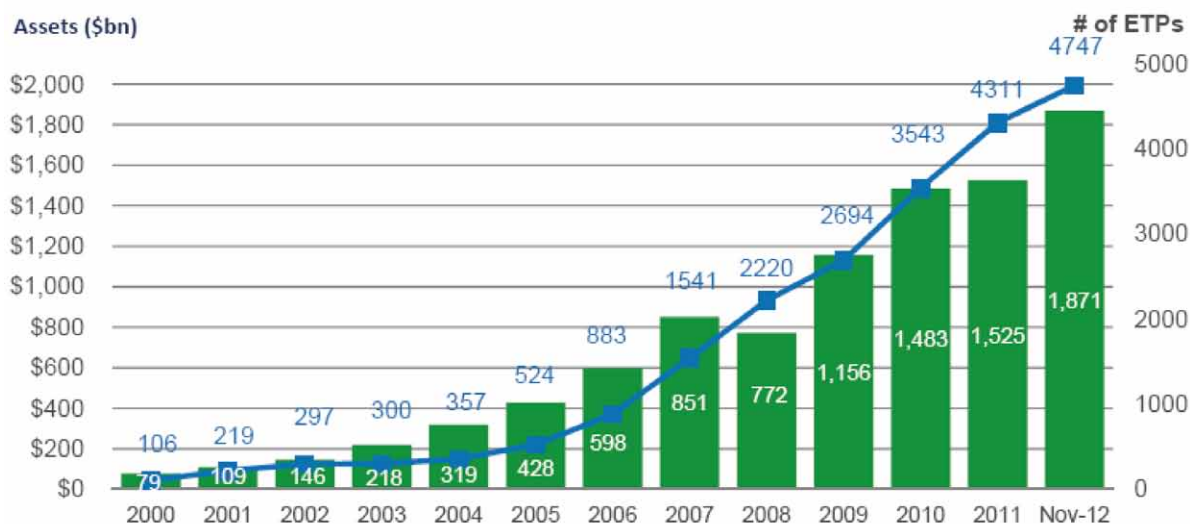
與期貨信託部

ETF蔚為全球風潮

指數股票型基金，英文叫做(Exchange Traded Fund)，為在交易所掛牌交易的開放式基金商品，該基金的投資目標在於追蹤某特定指數表現，其投資組合之組成與該特定指數之配置相近，其走勢近似於指數表現。而在投資途徑方面，由於該產品可同時在初級市場申贖，並且在次級市場進行買賣，投資途徑多元化，符合機構法人與一般交易人之交易習性，再加上具有透明、低成本與交易便利性等優勢，自推出後，在全球蔚為風潮，根據BlackRock Landscape之統計，到2012年11月為止，全球ETF商品共達4747檔，總規模高達1兆8705億美元，和2002年年底的297檔與1416億美元相比，成長幅度分別高達14.98倍與12.21倍，可說是全球持續蓬勃成長的投資主流之一。

商品與另類ETF 開創ETF與期貨接軌機會

而就全球ETF的發展趨勢觀之，國際ETF產品持續創新，從一開始的權值型ETF，後來發展出產業型/類股型的ETF；之後固定收益型與債券型的ETF接續問世，ETF已經開始展現跨資產的面貌，到了2000年初期，商品及原物料ETF正式問世，該類產品聯結原物料的方式有兩種，一種為購買實體商品，並建立庫存，這類商品大多集中於貴金屬或金屬類可長期存放之原物料類別，代表性的產品為SPDR黃金ETF，到2012年12月20日，其實體黃金庫存部位已經超過1350噸，市值達716億元之多；另一種方式則是藉由購買期貨，並定期轉倉追蹤原物料期貨指數走勢，代表性的ETF為PowerShares系列商品之ETF，該類商品開創了ETF與期貨接軌的機會，也讓ETF的產品界限橫跨期



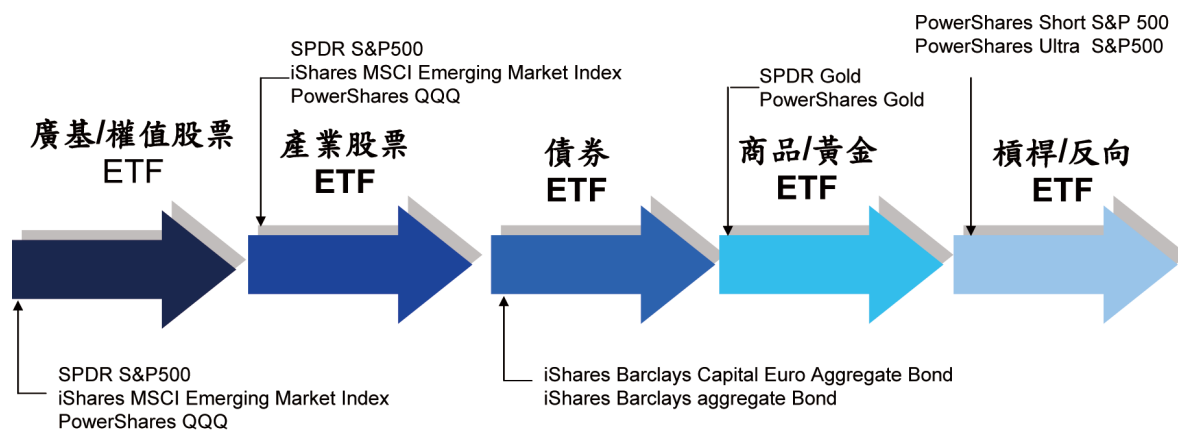
全球ETF數目與資產規模成長走勢圖

資料來源：BlackRock ETF Landscape，統計至 2012 年 11 月

貨與現貨，讓交易人擁有了跨資產類別的投資機會。

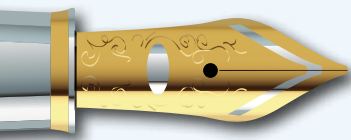
除了商品原物料的投資商機外，Pro-shares也在2006年推出一系列的槓桿/反向ETF，讓ETF的表現可以倍數於指數的表現(例如：指數漲1%；ETF漲2%或3%)；另外也可以ETF的表現與指數反向(例如：指數跌1%，ETF漲1%)。這一系列的ETF，其組成

成分除了傳統的股票之外，更加入了期貨、SWAP等元件，讓該類ETF得以呈現倍數與反向的報酬模式，也讓過往有融資、融券需求的交易人，除可藉由轉向投資該類商品，一舉省卻過往融資券作業的繁瑣行政流程，更進一步免除了交易人短期遭遇行情大漲大跌，無力追繳保證金的風險。



全球ETF產品創新進程示意圖

資料來源：元大寶來投信整理。



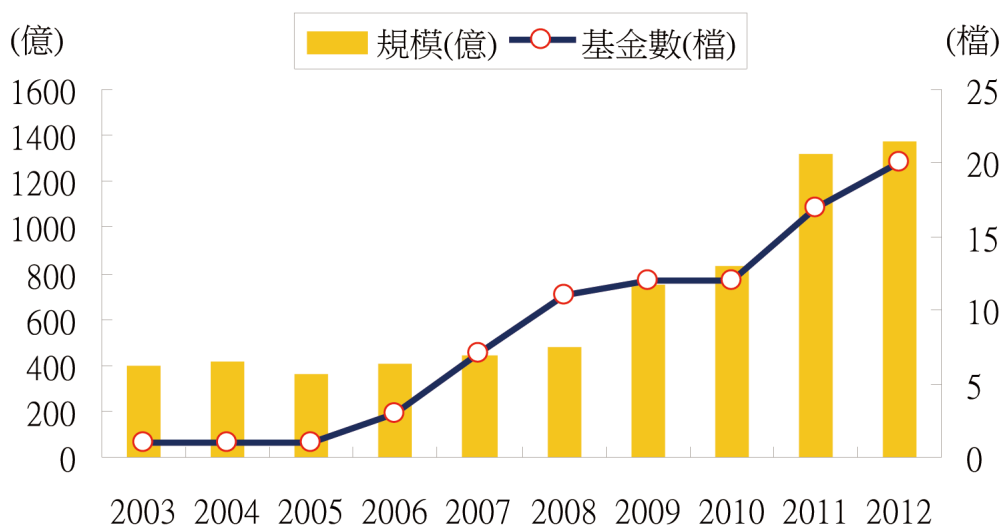
商品原物料與另類ETF，可說是近年ETF快速成長的新興主流，就商品原物料ETF來說，到2012年11月，全球相關產品數目已高達910檔，總資產規模已高達2059億美元，單單2012年流入之淨資產已增加182.8億美元之多，佔全球ETF總資產規模比重達11%；槓桿/反向等另類ETF產品，同期產品總數規模122檔，總資產規模亦高達603億美元，到2012年11月流入之淨資產增加規模亦有54.4億美元之譜，投資潛能之強勁，由此可見一般。

更重要的是，由於近年的產品創新，讓ETF所涵蓋的資產類別，由股票、債券進而踏入外匯、能源、農產品、基本金屬、貴金屬、利率與牲畜等八大資產領域，其市場影響力亦由證券市場延伸至期貨市場。

而在臺灣市場，未來若發行商品期貨ETF；甚或推出使用期貨達成槓桿/反向效果的另類ETF，屆時對期貨與股票市場，預估均會有相當程度的衝擊效應，其可能產生之影響如下：

期貨現貨化 豐富交易市場產品版圖

臺灣ETF市場快速成長，自2003年發行首檔ETF—元大寶來臺灣卓越50基金以來，臺灣ETF規模已由2003年年底的394億元，增加到2012年11月的1373億元新臺幣，成長幅度達248.5%。除了基金資產規模的成長外，基金數量與種類的多元化也同步大增，數量從2003年的1檔，一舉成長為2012年11月的20檔，基金類型也從原本的權值型，增加



臺灣ETF規模與基金數成長走勢圖

資料來源：中華民國投信投顧公會，統計至2012年11月

為產業型、跨國型，甚至還有債券ETF之發行，讓臺灣ETF版圖日益寬廣。

期貨ETF的發行，為兩種不同交易工具創造跨界的可能，期貨市場的交易品種，今後將可能藉由期貨ETF的橋接，源源不絕導入集中市場。「期貨現貨化」的結果，也將期貨市場的影響力延伸到證券市場。未來，交易人可以在證券交易市場上，透過購買期貨ETF，追蹤期貨指數或標的指數；並運用證券的交易模式，買到另類資產的績效。期貨ETF的創新，讓交易人得以參與貴金屬、農產品與能源期貨市場，再也不用擔心保證金是否足夠，也不需煩心何時轉倉，更不用害怕期貨的槓桿會造成投資組合波動過大，開啟臺灣證券交易市場與期貨市場融合的新典範(Paradigm)。

創造套利可能 開啟獲利契機

ETF產品與一般基金最大的差異，在於ETF同時在初級市場以及次級市場進行交易，一旦ETF的淨值與市價出現價差，便有套利可能，此時便可透過參與券商(PD)，進行申購套利(ETF市價高於淨值；交易人在市場上以市價賣出ETF，接著以淨值申購ETF)或是贖回套利(ETF淨值高於市價；交易人在市場上以市價買進ETF，然後以淨值贖回ETF)。

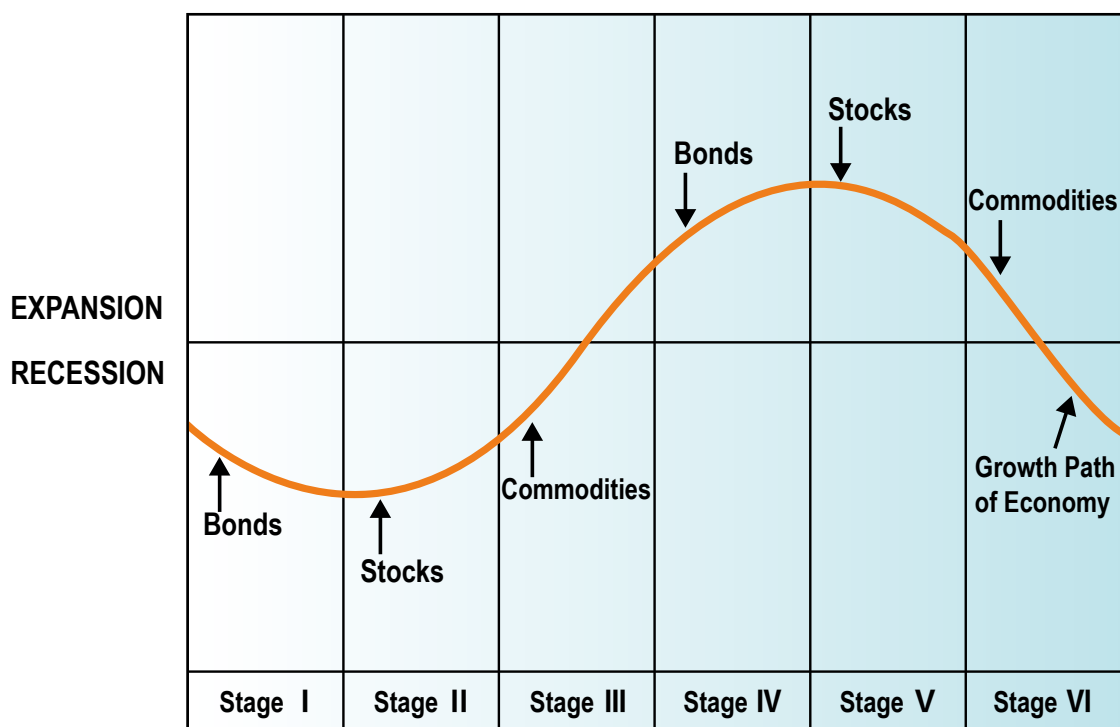
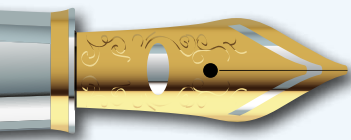
過去由於傳統的ETF投資標的均為股票或債券，屬於證券市場商品，期貨商不得持有，ETF之PD也全數為券商，因此以往ETF

雖有套利商機，但期貨商卻不得其門而入。但未來期貨ETF若獲准發行，由於該類商品為證券與期貨標的，目前參與券商資格與相關規範仍待確認，國內期貨商亦有可能加入參與券商的可能，期貨商若能成為期貨ETF的PD，今後期貨ETF的套利商機，便有可能為期貨商之獲利帶來挹注。

未來期貨商針對期貨ETF所做的套利，可以鎖定期貨ETF淨值與市價之間的價差，進行初級與次級市場之間的套利；又或者當期貨商發現期貨ETF市值與期貨走勢明顯偏離時，亦可進行期貨與現貨間的套利。如果發行之期貨ETF，所追蹤的標的為海外的期貨指數，套利交易模式極為多元。

提供國人多元投資選擇 強化投資組合及風險分散

商品市場(Commodity)與股權市場(Equity)、債券市場(Bond)性質上有顯著的相異之處，如商品市場多為具有經濟價值的實體商品，並不會產生連續性的現金流量，而與物價關聯性高，在通膨期間更能提供保值效果，且在景氣循環中與股權市場及債券市場有著不同循環週期，因此投資組合內若能兼備三者，將可有效的分散投資風險，而國內投資者的投資組合配置中，往往缺少商品類的投資，一方面是因為國內相關投資訊息較少，另一方面是因為商品市場是以期貨為主的交易型態，國內交易人除非直接參與國外期貨市場交易，否則極少能直接投資商品市場；然而，期貨ETF的發行，可以達到類似



資料來源：Pring, "The All-Season Investor", John Wiley & Sons, Inc., 1992

商品期貨證券化的效果，由專業投資管理機構以直接交易國外期貨市場，達到追蹤相關商品期貨市場走勢的效果，而交易人可以在國內證券市場上透過買進ETF方式參與，將投資組合內所缺少的商品板塊補齊，進一步分散風險，且無需煩惱期貨到期結算、轉倉及交割的問題。

國外ETF市場發展多元化，除了單純做多追蹤特定商品指數的ETF外，尚有放空型、槓桿型及槓桿放空型，提供交易人多元的投資選擇，例如看多黃金市場，可以買進黃金ETF，積極者可以買進槓桿型做多黃金

ETF，而當看空黃金市場時，也可以透過買進放空型或買進槓桿放空型的黃金ETF，來達到雙向操作，不僅可提供交易人參與多頭行情，在空頭時期交易人也有機會透過買進放空型的ETF創造獲利或達到避險的目的。

CNFA

運用期貨與選擇權降低相對報酬 股票型基金之風險

國泰投信 基金經理人◎章錦正

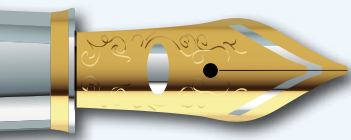
國內股票型基金運用期貨與選擇權來避險甚至增加投資效率，自2006年起曾一度受到投信業者的注目，但是經過了2008年的金融海嘯後，投信基金多數紛紛回到原本追求「選股」與「擇時」的本職，期貨與選擇權的運用不再受到如過去一般的青睞，主要的原因是2008年全球股票崩盤時，期貨的逆價差過大，使得避險效果大打折扣，使用期貨大幅避險的基金績效反而不如降低持股的基金，造成相對報酬大幅落後。

對於投信業來說，無論是主觀或是客觀的因素，都仍驅使著基金業者及基金經理人追求「相對報酬」；以目前國內共同基金評比機制的運作方式來看，比較一、三、五年期的「基金排名」似乎成了主流，也讓交易人養成了比較基金排名的習慣。績效名列前茅的基金，除了可更容易受到市場的關注外，基金經理人也常會因為優異的表現得獎，受到公司及外部機構的鼓勵，名利雙收。

反觀過去期貨交易人或期貨自營、期經與期顧等機構所發展的期貨與選擇權的交

易策略，主要是追求「絕對報酬」，目的是在不同市場狀況下都能夠獲利，不管大盤行情是漲、是跌或是盤整，期貨與選擇權策略總是希望每月或是至少每年都能夠達到績效目標。

身為兼營期信的投信業者，我們可以更容易發現到這種「相對」與「絕對」之間的矛盾；期貨業常使用的期貨與選擇權策略主要追求「絕對報酬」，與投信業股票型基金所追求的「相對報酬」概念相去甚遠。絕對報酬策略主要的績效、風險衡量指標是獲利程度、報酬波動度、風險調整後報酬與預期最大跌幅等；反觀追求「相對報酬」的股票型基金，看的是相對排名與跟大盤比較的 β 值(系統風險)與 α 值(超額報酬)，甚至會控制基金與加權報酬指數走勢間的追蹤誤差值等。而且國內股票型基金有七成的最低持股下限，所以要追求絕對報酬也更加困難。股票型基金的經理人，為了讓自己操作的基金排名不要與同業差太多，通常不會願意使用太高比例的期貨避險，一方面可以讓基金表現不與大盤脫鉤，另一方面可以避免萬一行



情向上噴出時，績效落後同業太多的窘境。

有鑑於兩者目標間落差，要讓投信業者在操作股票型基金時能進一步廣泛運用期貨與選擇權，似乎還有一段路要走；但有沒有方法是可以兼顧兩者間的利益，同時發展出讓交易人接受度更高的股票型基金產品呢？其實換個角度看，投信業與期貨業或許可以從「核心持股」加上「期貨選擇權」操作的方式來思考，從下面三個方向來發展產品與操作策略：

一、運用指數期貨降低追蹤誤差風險

對股票型基金來說，指數期貨不只能拿來作空避險，其實也可以拿來作多，替代投資組合的一部份；因為股票型基金目標多為相對報酬，所以其走勢不能完全與標的指數(Benchmark Index)脫鉤，要有一定的系統風險(β ，跟隨大盤變動的程度)，但是基金經理人們在操作股票型基金時，除了選股外仍要追求一定的「擇時」能力，亦即看壞後市時減碼或轉進防禦型類股，看好後市時加碼或增持攻擊型個股。但持股水位的動態調整與換股，所必須付出的代價便是更高的週轉率與交易成本，以目前的交易稅及手續費來估計，基金經理人每執行10%的換股或是持股水位變動，對基金淨值報酬來說就會產生0.04%~0.06%的負貢獻，這對追求相對報酬的基金來說是一筆不小的額外支出。就基金排名的角度來看，有時候報酬率差1%，排名就可能往後退廿名以上。因此，或許部份使用期貨來替代基金整體 β 值，是一個不錯的選項。

舉例來說，假設某基金經理人原本看空

市場走勢，將基金的持股降至七成，但是行情開始有向上回溫的契機時，經理人為了不要因此在績效上落後，他可以選擇馬上增加持股，或者他也可以選擇先用作多指數期貨的方式來彌補基金 β 值的不足，而後隨行情的發展再慢慢增加持股。透過作多指數期貨的方法，交易成本遠比買進等值金額的個股來得低，以最新的期交稅稅率十萬分之二來說，就比千分之三的證券交易稅低不止百倍。

以台股基金來說，絕大多數的股票型基金都是以證券交易所的加權股價指數為標的指數(Benchmark Index)，而臺指期亦以加權指數為標的指數， β 值替代的效果非常不錯。所以，或許往後基金經理人可以思考，保持一定比例的作多期貨部位，來靈活調控整體資產的持股水位的操作方式。

二、運用選擇權策略增加超額報酬(α)

對基金的操作來說，如果說作多指數期貨是 β 策略，那麼指數選擇權與選擇權的複合策略運用或許有機會是 α 策略；所謂 α (alpha)通常用來指「超額報酬」，也就是超過大盤表現部份的絕對報酬；過去基金經理人通當由選股來創造 α ，但是當市場處於盤整時，基金經理人光靠選股想必也是不容易的；相對的，選擇權的賣方策略及複合型賣方的策略，就十分適合盤整時使用。舉例來說，假設經理人看盤整，他認為大盤未來一個月不會超過7800點，那麼他可以用基金規模20%左右的部位來作一個賣出多頭價差的策略(假設是7800-8000)，淨收權利金90點，只要到期結算時真的如基金經理人的預

期在7800點以下，那麼基金可以因此多增加約0.24%的報酬率。年化有將近3%的 α ，對基金的表現及排名來說不無小補，也幫基金交易人多賺取一些市場盤整時的收益。

三、利用買入選擇權控制尾端風險 (Tail Risk)

自從2008年發生全球性的金融海嘯之後，基金經理人們也更加重視發生極端事件的「尾端風險」(Tail Risk)。尾端風險是指統計上極端值出現的風險，若市場走勢依照常態分配 (Normal Distribution)，兩端的分佈機率應該是相當低的；但是極端值的分佈亦有可能出現肥尾 (Fat Tails) 現象，也就是原本不太可能出現的機率突然增加了，對金融市場來說，極端行情出現的機會上升且頻繁，這樣可能會造成市場行情在一定時間內發生大幅震盪，造成的原因常是不尋常的事件，如911恐怖攻擊、2008年金融海嘯及2010年的歐債危機等，皆造成尾端風險。

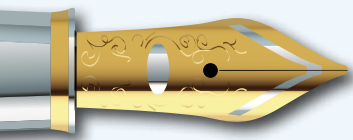
指數選擇權的本質類似為投資組合買保險，而對追求相對報酬的股票型基金來說，買進過多的選擇權，可能會造成權利金支出過高，使基金績效下降，排名落後；所以基金經理人在使用買進選擇權控制尾端風險時，應該要評估基金可承受的權利金損失，買進較價外的選擇權來為投資組合作尾端避險；假設一個月後到期，價外10%的賣權 (Put Option) 點數約為加權指數的0.1% (例如大盤在8000點時，選擇權價格約為8點)，那麼使用此避險策略，對基金來說支出的年化權利金費用約為1.2%，如果基金經理人評估這是基金可承受的避險支出，那麼就可以從

事此避險操作；每年花費1.2%就可以避免到市場短期下跌10%以外的跌幅。

一個月10%的加權指數變動聽起來機會好像不高，事實上，若根據期交所公布的臺指期貨結算價資料，從1998年9月至2013年4月，共175個月之中，就有高達32個月的指數變動幅度超過10%，以機率來說高達18.3%，換言之是將近有兩成的機會，而這32個月的平均變動幅度達14.7%；如果基金經理人確實使用選擇權來規避10%以外的風險，那麼在尾端風險事件發生時可以讓基金平均增加4%以上的獲利，或至少幫基金交易人減少了損失。

除了上述內容外，值得一提的是，對股票型基金來說，使用期貨與選擇權，除了基金經理人要具備基本的專業知識外，更要注意法規的要求；在現行的法規制度下，避險可以使用基金規模100%的衍生性商品部位 (投信法規稱為「證券相關商品」)，而增加投資效率則在一般情況下可以使用衍生性商品達40%，基金經理人及投信公司可以在符合法規的要求下靈活運用，提升風險調整後的基金績效。

上述建議的三種方式，相信在一定程度上可以解決「相對」與「絕對」的矛盾，一檔追求相對報酬的基金可以使用上述的方式，搭配核心持股與期貨選擇權策略，除了可以降低風險外，更可以進一步提升基金的相對績效以及操作的靈活度，而且概念相當簡單。基金經理人只要能適度使用，相信一定能夠為所操作的共同基金在相對報酬的思維下開創另一番新局，也能為基金交易人創造更好的基金投資產品。



鋼鐵人的戰甲

- 談期貨及選擇權如何成為基金攻守俱佳的利器

統一投信 協理◎張浩宸

一、鋼鐵人的出“奇(期)”致勝之道 —引言

談起最近最火紅的電影，非“鋼鐵人3”莫屬。片中主角穿上鋼鐵鎧甲後，不但刀槍不入，火力強大；更兼飛天遁地，實可謂無所不能。片中的鎧甲，兼具了古代傳統的“矛（攻擊力）”與“盾（防禦力）”的極致，堪稱突破最強之矛與最強之盾孰強的“自相矛盾”困境的現代兵器譜之王。

其實，在電影目眩神迷的聲光音效與劇情迭宕外。現實世界中，金融操作領域的期貨與選擇權等衍生性商品，亦具有同等神奇的功效。除了利用衍生性商品的最重要威力

來源——“槓桿”，來達成快速增加或降低一般基金等投資組合的原本部位市值外（例如：一支動輒上百億臺幣規模的基金，因應市況快速變化想要增減10%的持股水位，就需要增減十億規模的現股。但以現在平均日成交量不足千億的集中市場觀之，其難度可想而知。但是十億臺幣市值的期貨規模，以臺指8,000點計算，不過600口出頭，以目前臺指期貨市場的深度及效率觀之，合理在快至一分鐘，慢則五分鐘的時間內即可成交完畢）。更有甚者，亦可以藉由買進深度價外的選擇權，付出少量的“時間價值”來針對特定時點的重大消息（例如日期預知的總統

大選或是突如其來的天災人禍等）衝擊，提供現有投資組合強而有力的保護防禦力。

二、越避越險到專業分工—談操作目的與工具

過去，各基金公司及基金經理人，普遍視期貨選擇權等衍生性商品為洪水猛獸。認為不做不錯，且以部分同業每次避險總是空在地板上造成“越避越險”之譏為“股鑑”。究其原因，主要為對工具本身不熟悉，加上“相對績效”的既定思維使得多數經理人重排名遠甚於重多空一極端地說，就算股市崩盤，只要所管基金跌幅最輕，遠優於同業及大盤，則仍享得獎光環。但若是“避險時機”選擇錯誤，輕則被譏畫蛇添足，重則排名大退，基金經理人位子不保。

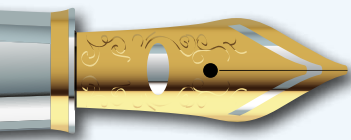
但隨著1)黑天鵝事件層出不窮，從21世紀開始，2000年的科技泡沫、2001的911事件、2002美伊戰爭、2003的SARS疫情……2008金融海嘯、2011的日本311強震、2012歐債危機等等過去少見天災人禍出現頻率大幅增加，幾成常態；2)對沖基金策略等外資手法的“黑盒子”的逐步揭秘；3)從一般產業到金融操作的大微利時代來臨等重大衝擊下，使得期貨與選擇權等衍生性商品市場關注度、參與度、操作策略、及重要性與日俱增。

當然，殺頭的生意有人做，賠錢的生意沒人做，因此，各個機構對衍生品的“操作方式”及“績效評估方式”就直接反映了主

事者的想法及直接影響各授權經理人的參與意願。

目前，國內市場的主要法人參與者使用期貨及選擇權等衍生性商品的現況，除了自營商較以投機交易或是造市者角度持有部位外。其餘包括外資、大型保險公司，甚至政府四大基金等，乃至於一般投信法人，主要的持有部位概以避險為主，增益為輔。

其中，投信法人受限於包含1)分析報告的撰寫、2)經理人實際決策的擬定並輸入系統，由系統進行各項合規檢核、3)經權責主管甚至是總經理簽核後交付交易室執行下單及4)實際下單執行與成交回報後的檢討等區塊的所謂“四大流程”。加上法規對各檔基金及全權委託契約多寡不一而足的操作限制（例如某檔個股只要該基金公司有一檔基金或是全權委託帳戶買進或是賣出時，該公司旗下其餘基金與帳戶不得進行反向操作等），使得反應市況進行部位調整的效率不足，例如部位調整過去是以“日”為單位，目前尚需數十分鐘至數小時來完成整個四大流程。相較之下，自營商及外資只要操盤人有想法，滑鼠一點直接下單，甚至由電腦偵測價位變化進行全自動下單，使由下單至回報可以在一秒內完成的效率，有著天壤之別。因此在操作策略上，一般的當沖策略、選擇權賣方策略及價差套利等策略皆難以進行操作。目前以指數期貨或是搭配選擇權買方進行避險及增進投資效率為主要之交易策略。



三、氣象觀測站—市況判斷溫度計

目前各機構法人，對期貨選擇權等衍生性商品的運用，主要分為二個層次：一是做為整體市況變化的觀察指標，純粹欣賞並當做市場溫度計。二是實際參與，建立部位做為現股甚至債券投資組合的搭配策略。

其中，針對第一個層次的機構法人甚至是一般交易人，首先針對整體市況，尤其是期貨與選擇權等衍生性商品，除了原本現貨的價量關係外，特有的未平倉量做為搭配觀察的指標，以做為目前市況的判斷（如表一）。

接著更進一步，藉由法人（尤其是操作相對策略完整，佈局及影響力綿密的外資）的期貨與現貨部位變化做為判斷依據（如表二）。

最後，經由選擇權特有的最大未平倉序列變化，來做為當時重要的壓力與支撐參考區間。更專業的交易人，除了上述最大未平倉序列的移動外，會更深入觀察選擇權特有的隱含波動度。其中期交所編製的臺指波動

表一：市場價格、成交量、與未平倉變化對市況的研判

價格	成交量	未平倉量	市況研判
↗	↗	↗	多方強勢
↗	↗	↘	多單獲利了結 / 空單停損
↗	↘	↗	多方惜售 / 整理
↗	↘	↘	初升 / 末升
↘	↗	↗	空方強勢
↘	↗	↘	空單獲利了結 / 多單停損
↘	↘	↗	空方惜售 / 整理
↘	↘	↘	空頭尾聲

統一投信製表

表二：法人現貨 & 期貨部位觀察表

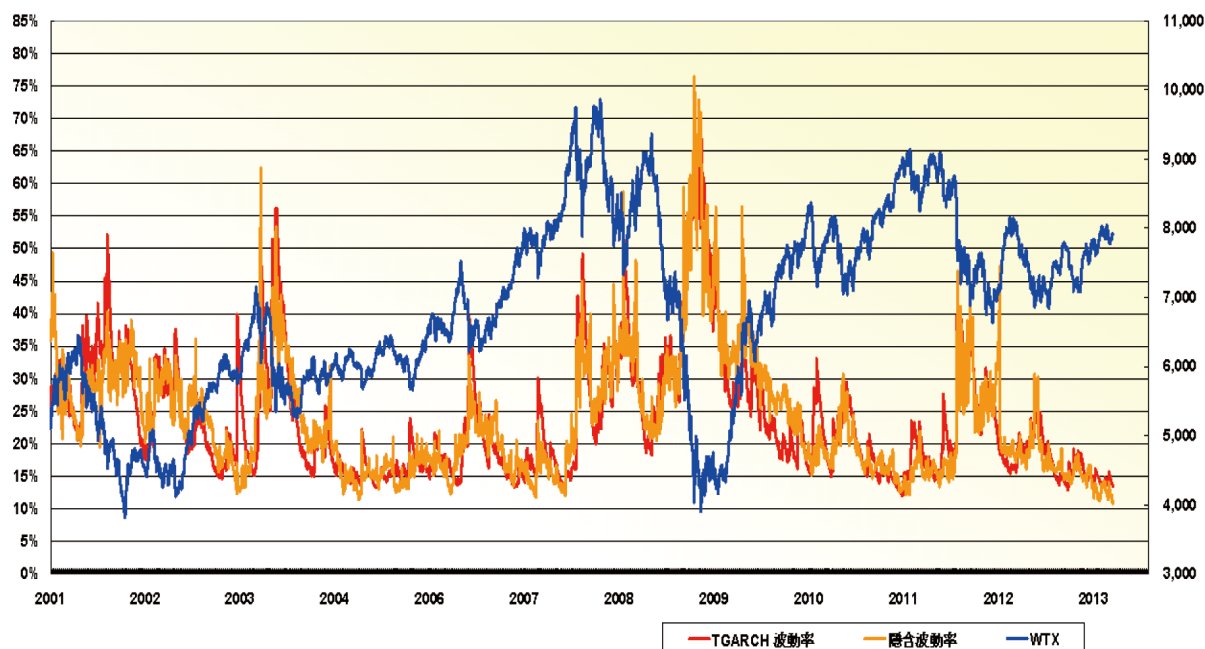
現貨		期貨		後勢
買超	↑	淨多單	↑	大漲
買超	↑	淨多單	↓	小漲
買超	↓	淨多單	↑	短多
買超	↓	淨多單	↓	拉回
買超		淨空單		避險
賣超	↓	淨空單	↑	大跌
賣超	↓	淨空單	↓	小跌
賣超	↑	淨空單	↑	短空
賣超	↑	淨空單	↓	反彈
賣超		淨多單		觸底

統一投信製表

率指數VIX（Volatility Index）就是市場最常參考的指標。而觀察的方式，由於VIX具有二大特性，一是叢聚性（Clustering），二是長期來說，與指數的走勢呈現反向趨勢（如圖一）。故搭配標的指數的變化當做指標來判斷市場的情緒溫度及選擇權買賣雙方的力道大小。

四、以“正（證）”和，以“奇（期）”勝——操作策略與實例

孫子兵法在兵勢篇中提到，“凡戰者，以正合，以奇勝。故善出奇者，無窮如天地，不竭如江海。”意思即是大凡作戰，都是以正兵作正面交戰，而用奇兵去出奇制勝。善於運用奇兵的人，其戰法的變化就像天地運行一樣無窮無盡，像江海



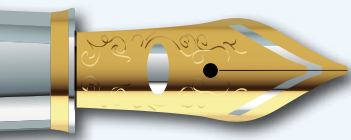
圖一：臺股指數（藍線）與隱含波動度VIX（黃線）長期走勢比較

一樣永不枯竭。運用在基金等投資組合的操作上，可以有非常好的印證。

例如：產業趨勢及某些公司的產業龍頭地位將不致因為單一非經濟因素的衝擊而“立即”轉向，即使是政策大轉彎，也有較長時間足以反應及調整投資組合。此外，只有持有股票，才能隨著產業趨勢長期成長，並同時賺取成長期的資本利得及分享每年公司盈餘的殖利率。因此，股票在投資組合中的重要角色為“長期投資”，並帶給交易人穩健基本面獲利的主桅及主帆。而期貨及選擇權則可成為輔助快速反應市場變化、因應潮流轉向的船舵。此外，若是操作得宜，除了可以幫助基金在股市回檔時減少損害，做為防守後盾外；亦可於股市低檔出現轉折向

上曙光，但是由於市場悲觀，成交量及股市流動性不足，不宜大部隊進場時，領先轉向、獲取初升段急漲利潤的試金石；甚至在長波段漲勢未升段，績優股止漲、指數被投機股持續墊高，但回檔風險升高時，降低現股持股水位，改以可以快速平倉並轉向的期貨選擇權多頭部位，維持原有槓桿水位（例如在多頭末段時，基金平均持股水位可能高達九成至九成五），甚至放大操作槓桿、做為獲取超額報酬的奇兵。

本文有於篇幅，僅能稍就工具面（武器特性，外功）來粗略介紹，以目前一般基金針對風險管理之目的，搭配使用期貨選擇權等衍生性商品的一隅，做為拋磚引玉。日後有機會，再與各位高手針對



如何結合計量及模組衍化出之更多以“正（證）”合，以“奇（期）”勝之策略面（招式與內功）進行探討。

五、結論—消失的黑鮪魚？或是航向另一段偉大航道的契機？

根據統計，臺灣的黑鮪魚捕獲量，由1999年11311尾，劇減至2012年的707尾。跨越二十一世紀的13年間，狠狠減少了93.7%。真實上演著竭澤而漁的戲碼。除了與自然的競爭外，在科技產業這個以“創新與創造”為主軸的領域中，臺灣智慧型手機原本屬於當年闖出殺價紅海的所謂“藍海策略”，現今又面臨全球競爭者的強力追趕，重回“機海”的肉搏廝殺。

其實，相同的肉搏與微利造成的高風險低報酬戲碼，亦活生生地出現在臺灣的股市，且每日上演中。台股近年的每單位報酬率風險相對走高，加上流動性亦惡性循環式地隨著參與者減少而呈現不足千億的窘境，使得國內資金不斷向近年相對高報酬低風險

的債市，甚至是海外債市大量流去。在在都是臺灣資本市場的警訊。

因此，月黑風高捕鯊魚的市況，其實也是一種縮影。反映過去基金產品只有陸軍（本土股債產品）和海軍（海外股債）這樣只會做多不會做空的經濟穩定擴張時代的傳統部隊，不足因應現代戰場的一種體現。空軍（期貨選擇權等衍生性商品）的出現，其快速打擊、多空雙向以及可以針對“槓桿比例”、“時間”、“波動度”、“跨商品類別”等多面向定點攻擊的精準又強大戰鬥力，徹底改變現代戰爭的根本型態。

正如同運用高科技戰甲結合人類肉體及智慧優勢的電影主角鋼鐵人一般，使用期貨選擇權等衍生性商品工具，搭配傳統主流的股票及固定收益產品以形成新的投資策略，或甚至直接發行類似國外對沖基金等“另類投資（Alternative Investment）”產品等。便成為資產管理業者、基金經理人與交易人的“另類”出路。相信這是面對“微利時代”，航向藍海的另一種契機！



不同情境下證期權操作策略

靜態Scenario策略表

	幅度 100 點		幅度 100~300 點		幅度 300~500 點	
趨勢向上	1~2 天	+Futures	1~3 天	+Call/+Fu	1~3 天	+Call/+Fu
	1~2 週	等同盤整	1~2 週	+Fu/+Stock	1~2 週	+Fu/+Stock
	1 個月	等同盤整	1 個月	+S/ 把握度高 - P +S/ 把握度低 +P	1 個月	+S/ 把握度高 -P+C +S/ 把握度低 +P-C
橫向盤整	1~3 天	短 trade Futures	1~3 天	短 trade Fu/+Vol.	1~3 天	短 trade Futures /+Vol.(部位加大)
	1~2 週	-Vol./+S(快進快出)	1~2 週	短 trade Fu/ 短 trade Stock	1~2 週	短 trade Fu/+Vol.
	1 個月	-Volatility/-Stock	1 個月	短 trade Fu	1 個月	短 trade Futures
趨勢向下	1~2 天	-Futures	1~3 天	+Put/-Futures	1~3 天	+Put/-Futures
	1~2 週	等同盤整	1~2 週	-Futures/-Stock	1~2 週	-Futures/-Stock
	1 個月	等同盤整	1 個月	-S/ 把握度高 - C -S/ 把握度低 +C	1 個月	-S/ 把握度高 - C+P -S/ 把握度低 +C-P

說明：+ 表 long；- 表 short；Fu 表 Futures；C 表 Call；P 表 Put；Vol. 表 Volatility；S 表 Stocks
統一投信製表

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