

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第047期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2013**

第三季



## 封面故事

產業發展 刻不容緩

## 市場訊息

引活水 注能量

## 特別報導

發現新機會 - 談期貨資產管理



總編輯的話 / 盧廷劼

## 封面故事

### 產業發展 刻不容緩

- 2 積極拓展商機 為產業開發量能 - 理事長賀鳴珩許一個期貨願景 / 莫璧君
- 6 產業轉型・健全體質 - 教育訓練委員會召集人林家進談工作重點 / 華辰
- 10 活化財務・發揮綜效 - 專訪財務委員會召集人張雅斐 / 張佩瑜

## 市場訊息

### 引活水 注能量

- 15 臺灣期貨成交量有機會再創新高嗎? / 方雅婷 謝明昇

期貨人季刊  
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鳴珩  
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

# CONTENTS

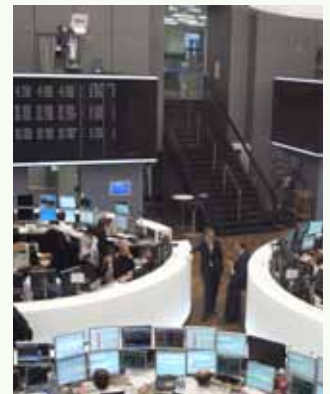
## 引渠道

- 27 談期貨議價鉅額交易-操盤人經驗分享  
/劉懋楠
- 31 由歐洲期貨交易所與韓國交易所合作案成功經驗，看歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所合作模式之發展契機  
/歐洲期貨交易所



## 關疆土

- 37 IB動能 不容小覷  
/莫璧君
- 41 從外資自營商交易經驗看臺灣期貨市場  
/洪基超
- 45 掌握跨界市場商機  
/劉群偉



## 特別報導

### 發現新機會 - 談期貨資產管理

- 50 QE解碼-從全球經濟震盪談起  
/錢冠州
- 54 多空雙向操作 掌握經濟情勢變化-  
CTA絕對報酬式期信基金介紹  
/高昊岑
- 66 GPS全球定位期信資產管理新策略  
/林彥全





## 轉型與契機

◎盧廷劼

期貨公會第四屆理監事任期正值期貨市場轉型與開發之際，又適逢兩岸簽訂服貿協議，正是期貨業省思如何透過專業提升服務，積極國際發展時機。

為能推昇臺灣期貨市場發展，主管機關、期交所、業者、期貨公會理監事及各委員會莫不戮力而為，金融監督管理委員會（下稱主管機關）於9月11日邀集20家期貨業負責人座談，加強與期貨業者之雙向溝通，了解業者需求，就期貨市場「國際化」、「兩岸業務往來」、「風險管理與自律」、「擴大法人參與」及「稅制與法規」等五大項議題，與各負責人廣泛交換意見，並得到具體發展方向之共識，未來將在得宜之風險管理與自律下，研擬新制度與新商品，並鬆綁相關法規。

本刊除報告未來會務工作重點，並就近期主管機關開放之期貨議價鉅額交易邀請操盤人以證券交易經驗與讀者分享，而國際化部分則以歐洲期貨交易所與韓國交易所合作案成功經驗，來看臺灣期貨市場國際合作模式之發展契機，作為推動期貨商品國際化及多元化的借鏡。

在量能方面，期許能做大市場參與者基底層，從廣化交易人面推動，以專營期貨商及兼營期貨業務者（含兼營期貨商與期貨交易輔助人）來看，專營期貨商及兼營期貨業

務者之據點數比約為1:45、業務人員數比約為1:16，但交易量卻大於兼營期貨業務者，顯示兼營業者之量能具有相當的開發空間，故本刊特別專訪在期貨交易輔助業務有出色表現的永豐期貨，借鏡永豐期貨經營IB的思維，以制度面及實務面的發展經驗，提供業者參考。

另一方面，目前期貨市場參與者有50%以上是散戶，散戶擔任著支撐市場的責任，對市場發展而言並不合理，為能增加法人機構的投資比重，金管會亦允諾大幅開放銀行及保險業資金進入期貨市場，以強化金融機構資產管理之能力，並健全期貨市場之發展。本刊除從期貨業者推動法人機構參與期貨市場實務需求面報導，也借由外資自營商如何運用期貨工具獲利與避險之經驗，提供法人機構做為風險管理與資產配置的參考。

近年國際金融事件所引發之全球經濟震盪影響甚巨，國人對資產規劃需求大增，本刊特別報導國際間火紅的資產配置議題-絕對報酬式期貨信託基金，康和期貨經理事業兼營期貨信託業務，業於9月16日獲主管機關核准募集發行「康和多空成長期貨信託基金」，將正式起跑。本刊先從產業發展談起，分析CTA基金特性，再談CTA絕對報酬的創造，最後導入全球視野，提供讀者全方位的資訊。



# 封面故事



**產業發展，刻不容緩！這是期貨公會所有會員的共同心聲。**

**102年6月21日期貨公會完成第四屆理監事選舉，理事長很快的遴選出11個委員會召集人，並達成任務共識，一起為產業拼搏。**

**本單元除向讀者報告本屆任務目標，並專訪教育訓練及財務委員會召集人，談談期貨人才養成與活化業者財務工作重點。**



# 積極拓展商機 為產業開發量能 理事長賀鳴珩許一個期貨願景

期貨公會◎莫璧君

**元**大寶來期貨董事長賀鳴珩先生當選期貨公會第四屆理事長，再度負起重擔，為業界服務，帶領大伙一起打拼。

賀理事長表示：本屆理事會的工作目標是「把期貨的能量帶出來」，公會的11個委員會將扮演更重要的角色。可以預見的是，未來幾年臺灣期貨產業將面臨更艱鉅挑戰，但也是蛻變的關鍵，希望團結業界力量，在國內市場成長、兩岸互動及國際化等三方面力求突破。

兩岸服貿協議已於6月21日簽署，因此當務之急在於協助期貨業者爭取兩岸期貨業務法規的突破，並在主管機關的加持下，為業者積極開拓商機，推動期貨為臺灣最具特色的金融產業。





## 老將回鍋 有守有為

2013年6月14日，期貨公會召開第4屆第1次會員大會，改選理監事、理事長，有史以來最令人關注的一場選舉，出席率達97.6%，創下歷史新猷。本次為第2屆與第3屆理事長兩雄競逐、分庭抗禮，最後由賀鳴珩先生當選。

賀理事長接棒後，認為期貨產業歷經這些年，從經紀、自營業務發展到服務事業，手足俱全，只差靈活度。期盼未來任內能持續團結業界力量，守住既有的成果外，更能開枝散葉，在國內市場量能、兩岸互動及國際化三方面有所突破，創造產業價值。

## 突破國內市場量能

臺灣期貨市場客戶保證金總額自2008年底突破新臺幣1,000億元大關，迄今已連續5年維持在1,100億元水準，保證金之水位並無大幅增加。由於保證金的多寡將影響成交量之消長，在保證金無法成長的情況下，近幾年來成交量的增加有限，只有在2011年個股期貨造市活絡市場、2012年短天期週選擇權上市交易量短暫放大。因此，未來如何提高保證金如柴薪燃燒旺火市場量能，是我們期貨業者期待的未來目標。

賀理事長表示，金融本為一家，是良性



賀理事長鳴珩（左）與廩前理事長以雍（右）交接儀式  
中為金管會證期局三科詹科長淑貞

互動、共生共榮的，只有適合與不適合的問題、沒有你做大我就做小的迷思。以單純股期策略型交易舉個例子，在國內，去（2012）年6月到8月推動股票期貨三個月間，股票期貨交易量45萬口，在期貨市場只佔很小的比重，但卻在股票市場創造了新臺幣318億元的市值，顯示一個成功的期貨會促進現貨更加流通，而不會讓現貨受到資金排擠效應。國際間，2012年底股票期貨以30.5%的高比重晉升排名成為交易量最大的類別，證券公司若能有效運用股票期貨工具，帶動股票市場能量，將會相得益彰。

主管機關考量目前現貨市場已准許鉅額交易，為滿足相關避險需求，期貨市場將開放議價申報鉅額交易制度，且已完成研議修訂期貨交易法施行細則第6條配合交易之定義，除可改善現行期貨逐筆撮合鉅額交易，可能造成行情急遽波動的缺點外，亦可避免



## Cover Story

被其他投資人介入的不便利情況，將可吸引更多的資金投入市場，這是現貨帶動期貨量能的態樣。

「在金融工具日新月異的今天，金融產業間互相依存的關聯度只會愈來愈高，我期盼在任內能加強金融產業間的聯結，除突破國內市場目前量能，也要許我們期貨從業人員一個未來。」賀理事長任重道遠地自我期許著。

### 兩岸市場良性互動

在兩岸市場方面，2013年6月21日海協會與海基會正式簽署海峽兩岸服務貿易協議，開放期貨業到大陸參股現有期貨公司，持股比例最高為49%，為業者取得入關門票，只是開放條件無法像證券商一樣一步到位，是美中不足的地方。

金融期貨商品在臺灣的發展是世界有目共睹的，大陸積極發展境外期貨、QDII投資臺股的避險策略，卻因為臺灣期貨交易所尚未受到大陸官方認可，使得大陸投資人不能操作臺灣期貨商品，著實可惜。期貨公會除了要協助業者更積極的參與大陸市場外，也希望能獲得主管機關的支持，排除兩岸往來的屏障，讓兩岸期貨市場產生良性互動。

此外，期貨公會將透過兩岸期貨聯誼網平臺及聯誼會，除凝聚大陸臺籍期貨先進人才外，也藉此分享兩岸實務經驗，增加互動。另在經費條件許可下，期貨公會考慮將重要會議移到大陸北京、上海、深圳等城市



舉辦，以就近邀請大陸主管機關或業者演講、交換意見，讓同業都能確切瞭解對岸人士的真正想法。

### 發展國際市場

在國際市場方面，香港經驗是我們很好的借鏡，賀理事長說。香港期貨交易所於1976年12月成立，1985年推出恆生指數期貨開啟香港金融期貨史，也由於受英國管轄之原因，時為亞洲金融樞紐，今日我們仍可以看到歐美重要財金公司亞洲總部多設在香港，有如此的地利之便，取經何需行遠。

各國主要交易所正紛紛透過各種策略聯盟方式，擴大規模、提昇競爭力。臺灣期貨交易所在董事長范志強的積極作為下，今年初與歐洲交易所（Eurex）簽署合作意向書，台股期貨與臺指選擇權預計於2013年第四季在Eurex歐洲期貨交易所聯結掛牌交易



(Link)，除滿足交易人於臺灣盤後時段交易及避險需求外，同時可望吸引更多國際投資人關注和參與，並可透過部位移轉增加未沖銷部位，提升期交所台股期貨與臺指選擇權交易量。

若主管機關核准更多國際交易所聯結掛牌交易(Link)之國外期貨契約，臺灣交易人保證金使用效率更可大幅提高，只要準備一套保證金，降低換匯來、換匯去作業，臺灣投資人更方便交易全球期貨商品，下一階段還有機會參與人民幣計價期貨商品，擴大國際化的參與程度。

### 委員會是業務推動的重心


賀理事長表示：委員會是業者發聲的最佳工具。

依會務作業程序，討論議案需經由委員會提送理監事會審議，再送交主管機關，所以委員會功能的發揮對議案能否被採納具有關鍵影響力。再者，委員會的成員又都是業界專業先進，具有相當素養，這麼多的人才為整個產業當顧問，替業界集思廣益，貢獻心力，絕對可以針對窒礙難行的作業面、應予整合的法令規範面、制度或產品面的興革意見等議題，透過開會凝聚共識並提出可行方案送交主管機關，達到事半功倍之效。

期貨公會目前有11個委員會，在運作上，將賦予各委員會相當重要的責任，共同



分攤議案進行各項興利與除弊的工作。舉例來說，擴大會員的自有資金及客戶保證金之運用範圍等財務相關議題，將委請財委會研議；國外複委託、DMA等議案將移請國際事務委員會處理；IB業務推展將請教育訓練及顧問業務兩大委員會規劃；經紀業務委員會未來重心則希望放在證券及期貨兩邊法令規範一致性的研議上，使各委員會均能盡其所長，發揮綜效。

近年，亞洲資本市場發展迅速，特別在衍生性商品領域頭角漸露，國際地位不容忽視。身處於臺灣期貨產業正面臨蛻變的關鍵，賀理事長認為，如果我們劃地自限，妄自菲薄，期貨產業將無法轉型，成功化羽。賀理事長期許能在任內協助業者爭取兩岸期貨政策的開放及法規的突破，並在主管機關的加持下，積極為業者開拓商機。 



# 產業轉型 · 健全體質

## 教育訓練委員會召集人林家進 談工作重點

期貨公會◎華辰



**國**泰期貨林家進總經理進入產業服務超過18年，第一次擔任期貨公會委員會召集人，藉由這次專訪來看看對教育訓練一直有著深切期許的林總經理，對「期貨人」有著什麼樣的規劃。

### 十年樹人 百年樹木

多數人對公會的教育訓練直覺以為是業務員在職訓練，但我卻有著相當的使命感，所謂「十年樹人 百年樹木」，林召集人娓娓道來。

「教育訓練」是企業謀求永續經營的百年大計，訓練強調受訓者在目前工作上的職能學習、教育則是對未來生涯的規劃與發展，教育訓練在留才、育才的層面上扮演優化人力資源的角色，二十一世紀是個強調競爭力的時代，而其中最重要的關鍵即為人力的良窳，說穿了現代企業的競爭其實就是人才的競爭。因此，教育訓練與企業發展有著不可分的關係。

而教育訓練的目的不只在於提昇個人技



能，更重要的是塑造個人的獨立性和自信心，以及使個人適才適所。無論是在學理或實務上，教育訓練與外在環境變遷、企業成長與職涯發展都息息相關，而在今日總體與個體經濟環境變化如此快速的時代，教育訓練的迫切需要更甚於以往，對於瞬息萬變的期貨產業更是如此。

### 市場推手 從教育做起

近期現貨市場日均量已從過去千億量縮減至800億左右，但期貨市場卻呈現不一樣的格局，近五年期貨市場日均量，在主管機關與期貨先進的努力下，除了101年日均量呈現衰退以外，其餘幾乎都呈現連年成長，而累積至102年7月止，日均量更是高達了83.7萬口，再度創下歷史新高。

期交所在101年11月14日推出了短天期選擇權，選擇權商品102年日均量達54.7萬口，日均量整整較101年多出了10萬口，年

成長率達24%，而在今年7月短天期小型臺指也上線了，整個期貨市場的未來令人期待。（請參表一）

但是，在客戶來源結構部份就比較令人擔憂了，期貨交易量若區分IB、FCM來看，今年度來自FCM交易量為4,638萬口（48%），來自內IB交易量為4,145萬口（43%），雙方口數看乎差異不大，但若以單點（分公司）交易量來看，差距就十分顯著（如表二）。

FCM共35個據點，創造4,638萬口，平均單一據點132.5萬口；IB共771個據點，創造4,145萬口，平均單一據點5.3萬口。

證券分公司數較專營期貨商多了22倍，102年上半年平均單一據點交易量僅為專營期貨商4%，由此數字可以推估，證券業務員對於期貨商品著墨較少，因此本委員會如何扮好推手的角色，從教育提升整體產業能量，將是我們未來工作重點事項，以下分成幾個部分來談談。

表一：經紀市場日均量

	98年	99年	100年	101年	102年1-7月
市場合計	552,224	636,272	835,680	751,120	837,644
期貨	266,676	272,339	370,592	311,102	290,517
選擇權	285,548	363,933	465,089	440,018	547,127

表二：營業據點交易量能比較表

102年1-6月	據點數	整體交易量		單點交易量	
		口數	市佔率	口數	市佔率
FCM	35	46,387,941	48%	1,325,370	1.36%
內IB	771	41,458,303	43%	53,772	0.06%



## Cover Story

### 委員會功能再提升

過去教育訓練委員會主要是針對從業人員資格測驗、職前與在職訓練課程規劃部份著力，希望藉由一系列的課程來加強從業人員的專業知識與法規觀念，這部分我們確實受到許多肯定；但除了這些，我們希望教育訓練委員會可以對整個產業做的更多，除了再強化現有從業人員訓練外，希望也能擴大範圍到市場上的投資大眾。

對從業人員部分，我們希望可以增加訓練商品的深度與廣度，讓每一位從業人員面對客戶時，都能展現自信；對投資大眾部份，希望可以透過舉辦說明會與商品包裝，除教育正確的交易觀念，也要引導交易人運用期貨與期權商品管理資產。

### 知其所以 而為之

為什麼IB業務員對期貨與期權商品著墨較少？而委員會又要如何做好教育推手的工作？林召集人提出幾個看法：

#### 1.手續費競爭

由於交易習性的改變，愈來愈多的期貨交易人透過網路下單交易，對業務員的需求度減少，因此若不考量交易平臺，手續費成為客戶重點考量因素之一；而業務員為了招攬客戶，手續費成為主要競爭工具，這樣的非良性競爭，只讓業務員更沒有了利潤，相對的會消滅了業務員鬥志。



這部份除了要請紀律委員會能維持業界自律，協調、溝通產業共識外；從業人員本身的自覺更加重要，所以我們正在研議如何於在職訓練課程中再加強教育，我們希望創造一個良性競爭的環境，有交易量也有錢賺的市場。

#### 2.業務員心有餘而力不足

在全方位服務的時代，證券業務員除需推展現貨業務外，集團各項業務也均有各自的目標值（如期權、權證、基金、保險與信用卡），業務員若要深入了解每一項金融商品，真的是具有困難度，所以業務員可能選擇放棄難度較高的商品，而將心力花在容易處理的業務項目上。

因此如何讓複雜的期貨/權商品變簡單，就顯得更重要了。我認為結合期貨顧問事



業，將合約「商品化」是好的方法，例如對習慣使用融資融券交易的客戶規劃期權當沖策略、對喜歡參與除權除息的客戶規劃股票期貨；「商品化」一方面可以讓訓練變簡單，使業務員更容易且快速瞭解期貨/權商品特色與益處，一方面在業務員展業時，讓客戶可以容易的去做資產配置與風險管理。

再者，鼓勵業者自辦常態性教育訓練，期貨商對IB辦或IB自己公司辦。目前業者大規模自辦的教育訓練，多發生在有特定目的或市場上有推廣活動時，如新商品、新制度宣導階段，但這樣的訓練活動只是特定性質的，不具全面性，對產業整體發展是不夠的，所以這部分本委員會也將努力推動。

### 3.投資大眾對期貨、期權商品不了解

投資大眾對於期貨與期權商品的刻板印象往往還停留在負面的居多，對期貨/權多空操作的特性、避險的功能、資產管理的運用卻了解不夠，以致將產業劃分在「投機」、「高風險」框架中，排斥參與。

期貨市場初成立的目的是在於規避風險，延伸其意就是將危機變成轉機，這樣的正面觀感，是我們最需要施力之處，所以我認為協助投資人運用期貨與期權工具是一定要做的。

「虛擬交易」我認為是有效的方法，可以讓投資人貼近實際期貨交易並參與策略模擬的運用，但它若能再搭配專業業務人員的協助與相互討論，將更可以發揮教育的實質意義，對一般投資人是如此、對專業投資人

亦是如此。而藉由這樣的互動，不只能達教育投資人的目的，也可以讓業者了解投資人的需求，規劃更務實的教育訓練。這也將是我們努力的方向。

### 健全體質，迎接挑戰

在這裡借機感謝主管機關對期貨行業的支持，除開放市場、法規鬆綁外，並協助向財政部爭取調降期貨交易稅、請陸委會將期貨業納入服貿協議，扶植產業永續經營。未來希望藉由一系列教育訓練來強化市場結構，增加客戶服務機制，建構未來可期的「期貨人」。

與臺灣期貨市場逐漸飽和的現況相比，大陸期貨市場仍有很大的成長空間，無論是原油、國債、白銀或金融選擇權等，或是近期的自營、顧問、期貨基金等新種業務，每一種新的業務都代表臺灣發展的機會，若能透過教育訓練將現有臺灣的基礎與優勢更發揚光大，期許未來在兩岸法令鬆綁下，臺灣期貨業將可更具競爭優勢。





# 活化財務 · 發揮綜效

## 專訪財務委員會召集人張雅斐

期貨公會◎張佩瑜

### 企業之本-財務管理

日前兩岸已簽訂服貿協議，兩岸三地金融交流將更加的頻繁，要有與人相競的能力，企業的內部管理或外部評價將更加重要。最近常聽到的公司治理、董監事制度問題、內稽內控問題都是公司經營管理上很重要的一環，這也是為什麼愈來愈多人希望健全這些公司體制面做法的原因，而財務管理又是企業的根本，根本一旦動搖，企業將會遭受經營危機。

而金融產業的財務管理相對一般企業而言，是必須接受更高規格檢驗的。就期貨商而言，我們的財務部門對資金運籌應具相當的調控能力，因為管的不只有一般公司的營運收支，還有期貨交易人保證金帳戶，保證金帳戶又還有國內和國外的分別，這些都關





係交易人權益，都是不能有任何閃失的。我們必須時刻注意資金運轉偏差，適時實施資金結構調整，並加強自有資金運用的管理，避免不當運用所造成的資金浪費。強化資金統一管理，集中調度，有償使用，適度負債經營，力求降低籌資成本和籌資風險，是我們財管人員隨時應做的課題。

不只如此，業界的財務部門常需多方收集產業的有用信息，並主動研究市場，參與企業投資項目的測算論證，加強長期投資的可行性研究，追求投資效益最大化，並對投資項目定期審計，跟蹤考核項目的資金使用效果，所以也磨練出我們這批財管人員內外兼具的修為。

### 委員會職能重新定位

期貨公會的財務委員會以往的工作重點在審查稽核單位的財務事項，隨著理事長改選，本委員會也被賦予了不同的任務，張召集人說，在這裏先謝謝理事長給予雅斐繼續為產業服務的機會，與委員們發揮的空間。

財委會成員均是業者之資深財務主管，在產業擁有一定資歷，財務單位是一家公司營運中樞，除了要能支援對外業務需求，也要能安頓內需，衡酌分析各項營運指標是我們經常性工作，剛才說了那麼多，其實只是要再次呼應，我們各個委員都是很優秀的。

而公會的財務委員會是把各家財務主管聚集在一起，是可以一起分享公開經營資訊的平臺，做為經營者策略擬訂重要的參考依



據，同業間互相學習、共同成長，日後也可以透過這樣的模式，和大陸優質期貨商一起分享，分析與比較，提昇產業整體形象與競爭力。

透過財委會職能新定位，除做為經營資訊分享之平臺，也希望為產業找開源方式，將會員的自有資金及客戶保證金之運用做到最好，特別是在產業轉型的關鍵時刻，財務委員會不缺席，我們將竭力為臺灣期貨市場站上國際舞臺而努力。

### 活化財務 發揮綜效

產業轉型關鍵時刻的今日，我們不只是在臺灣內部競爭，也是要和大陸及國際競爭，所以要成為一個兩岸三地優質的期貨商，很多東西都要整體的去評估，就經營分



## Cover Story



析來講是非常重要的。

另一方面，期貨商的手續費利潤愈來愈薄，公司若只單靠經紀收入，對公司運作而言，可能不是好事，而現行實務上，公司收入有很大一部份是財務收入，可想而知資金運用的好壞對公司營運具有相當的重要性，資金運用得宜，便能為公司提高相當的利潤。

為了能夠在這樣關鍵的時刻，提高臺灣業者的國際競爭力，財委會的委員們也提出了健全期貨商財務的方案，希望透過公會議案程序向期交所建議或主管機關進行相關法規鬆綁的溝通。財委會日後的工作重點將會放在活化期貨商財務，提高期貨商資金運用效率，為能廣納各方意見，僅就目前委員們初步共識簡略說明，歡迎先進們指教。

有關放寬客戶保證金相關建議如下：

1. 擬建請放寬期貨結算會員得以有價證券抵繳客戶結算保證金之種類。

依據期貨交易法第50條，期交所向結算

會員收取之結算保證金，得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳。為能活化期貨商資金運用效益，健全期貨商財務結構，擬建請主管機關及臺灣期貨交易所並積極溝通，放寬期貨結算會員得運用客戶保證金專戶購買下列有價證券作為抵繳結算保證金之種類：(1)銀行定存單、(2)政府公債（國內）及金融債券、(3)其他符合主管機關核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以上之銀行所發行之可轉讓定期存單。

2. 擬建議開放期貨商得收取人民幣為期貨交易保證金。

自從ECFA簽訂，兩岸金融往來更加密切，兩岸貨幣清算機制建立，人民幣業務已於今年2月開放。然礙於現行人民幣餘額仍受管制，銀行端僅接受本人進行貨幣結匯，因此尚無法滿足客戶使用人民幣作為期貨交易保證金之需求，為利期貨業務之推展，並接軌國內銀行相關業務，故擬建議主管機關評估開放。

另外在自有資金運用部份，也整合了一些建議：

1. 建請主管機關提高期貨商自有資金運用限額比率。

基於兩岸業務合作之開展，依現行期貨商自有資金運用總額度不得超過淨值40%規範下，對業務之開展實為困難，因此建議主管機關能夠調高期貨商自有資金運用限額比率。

2. 擬建議放寬期貨商得以自有資金投資之標的。



- a. 購買寶島債：寶島債目前票面利率均在2.5%以上，較國內臺幣定存皆高出許多，應可為自有資金有效運用並創造較高收益。
  - b. 購買總公司轉投資基金：因監理需求，主管機關對於金融產業自有資金得投資標的一直以來都有規範，隨著監理的開放，證券商轉投資事業所發行的基金已部分放寬，唯期貨市場並未隨之調整，故建請主管機關參考證券商調整內容放寬期貨商自有資金購買總公司轉投資基金事項。
3. 擬建議放寬期貨商外幣存款比例至百分之三十。

現行期貨商規定因自有資金運用而持有之外幣存款總額，不得超過其實收資本額或淨值較低者百分之十，所能運用之資金實為有限，故參考證券商相關規範，建請放寬期貨商因自有資金運用而持有之外幣存款總額，不得超過其實收資本額或淨值較低者百分之三十。

4. 擬建請修改調整後淨資本額計算項目，增加土地及建築物的加項。

期貨商之調整後淨資本額金額與期貨商收受交易人委託有著直接關係，而現行期貨商若購置不動產將會減少調整後淨資本額之金額，使期貨經紀業務受限，不利期貨市場的健全發展。為鼓勵期貨商購置營業用不動產，以利永續經營，並提升期貨商自有資金的運用效能，擬建請主管機關修改期貨商調整後淨資本額計算項目，增加土地及建築物



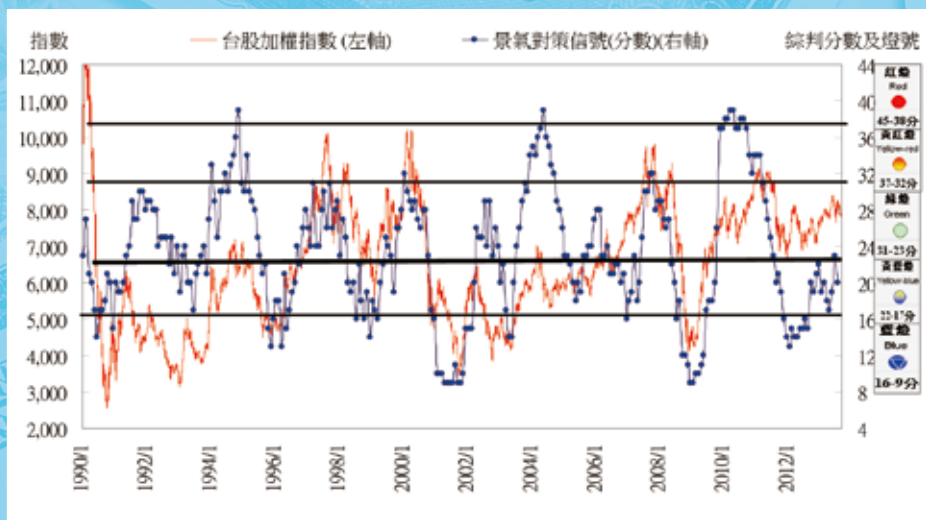
的加項。

以上是目前財委會的委員們在為公司作資金管理與運用時經常會遇到的一些問題，相信也是每一家期貨商所面臨的問題，雖然這些問題都尚在蒐集資料及討論中，期盼都可以迎刃而解，以調整期貨商體質，做好準備迎接挑戰。



# 市場訊息

## 引活水 注能量



「把期貨的能量帶出來」！是本屆理事會最重要的工作。本單元先從幾個不同觀點談談臺灣期貨市場能與量，再看看近來熱切討論的期貨議價鉅額交易及TXI/TXO於Eurex聯結掛牌交易的契機，最後藉由IB、自營及經紀業務經驗分享，提供讀者不同的經營思維，期盼對創高臺灣期貨交易量有所助益。

# 臺灣期貨成交量有機會再創新高嗎？

永豐期貨法人部◎方雅婷、謝明昇

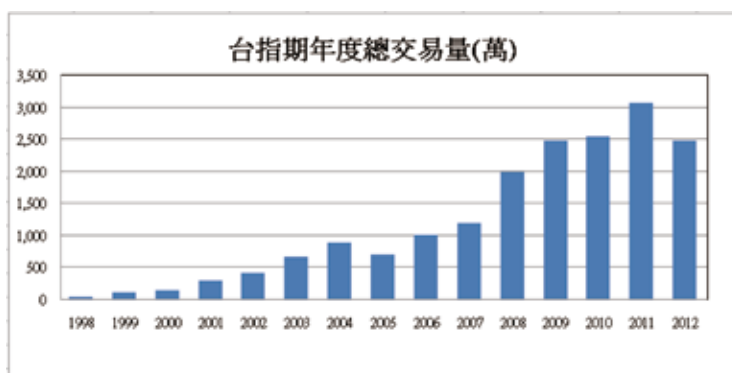
臺灣自從1998年7月21日推出第一個國內期貨商品以來，迄今即將屆滿15年，期貨交易量不斷與日成長，由1998年的27萬口到2012年底的1億5千673餘萬口，期間經歷國內外金融環境利空衝擊與現貨市場交易制度的改變影響，可交易商品亦拓展至股票期貨等六大類約275項商品。

過去關於現貨與期貨間價格領先落後關係的相關研究十分豐富，主要都在探討現貨與期貨價格由誰先反應市場中新參入的新資訊，而資訊傳遞的速度又如何擴散等等，而本文將僅就現貨市場內數個因素來探討與期貨市場成交量間的變動相關性分析，目的主要想提供市場交易者另一種觀察面向，並藉此能更明確看出期貨成交量變化較有可能受到哪些因素的影響，進而做為日後在期貨交易決策上的參考輔助工具之一，或可作為相關機構於未來發展期貨市場推廣商品上的方向建

議。

圖一為1998年臺指期上市以來各年度總交易量的變化，可看出期貨成交量在2008年有顯著性的大幅成長，背後原因主要起始於美信貸風暴而後延燒全球市場的金融危機，當時各國股市以令市場恐慌的速度下跌，避險商品需求迅速提升，國內原就居龍頭的指數類期貨商品臺指期由2007年的約1,200萬口大幅增長至2008年的近2,000萬口，成長幅度68%為史上首見。

就期貨市場而言，以下內容想探究作為



(圖一)



目前臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）成交量最大指數類商品標的現貨指數市場，其成交量能的變化與每日高低震幅表現與臺指期貨成交量變化是否有相關性。不過不論相關係數呈現何種狀態，都只能說明兩者關係密切的程度，而不能誤認兩者間熟為因果之關係說明，僅希望藉此數據的分析可幫助投資人由觀察兩者間的互動呈現能做出更有效益的交易決策。

## 壹、現貨市場價量變化與期貨成交量間相關性分析

期貨作為衍生性金融工具的一種，市場上交易的其實是對標的物市場走向的一種預期，因此雖然期貨市場亦存在自身的期貨價格與成交量，但標的物市場震盪變動才是直接影響期貨價量變化的重要因素，因此底下分別就臺灣現貨市場的每日震幅與成交量能變化兩個因素探討與臺指期貨量能增減的相關性分析與其後隱含的可能原因。

### 一、以2007/1-2013/7約共六年半時間的數據分析

(表一) 2007-2013日震幅與期現貨成交量表

年度	現貨平均每 日震幅 (%)	現貨日 均量 (億)	期貨日 均量 (口)
2007	1.21	1,357	43,581
2008	2.06	1,071	73,780
2009	1.65	1,200	91,992
2010	1.03	1,151	94,195
2011	1.28	1,093	115,292
2012	0.99	832	91,655
2013	0.80	812	89,462

(表二) 現貨成交量與期貨成交量相關性分析

年度	相關係數
2007	0.5489
2008	-0.2557
2009	0.3035
2010	0.0236
2011	0.4073
2012	0.2648
2013	0.3517

由相關性分析可看出，大致上現貨成交量與期貨成交量的相關性並未達到高度相關的0.6以上，但由近年的數據仍可探知兩者關係變化。其中特別注意到2008年度時，

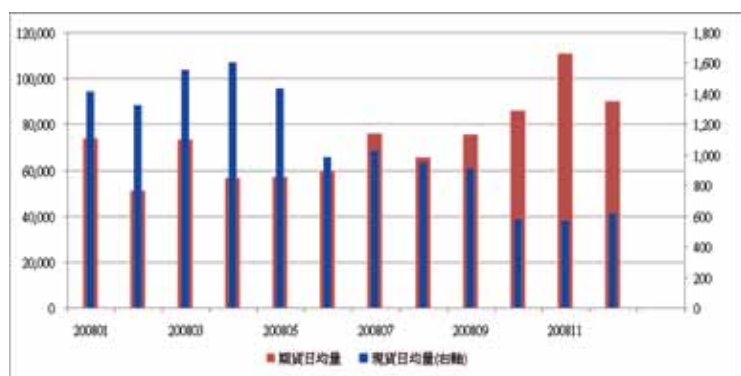
(表三) 現貨每日震幅與現貨成交量相關性

年度	相關係數
2007	0.2958
2008	-0.1973
2009	0.2402
2010	-0.0018
2011	0.3249
2012	0.2454
2013	0.3147

(表四) 現貨每日震幅與期貨成交量相關性

年度	相關係數
2007	0.7931
2008	0.7208
2009	0.6781
2010	0.7444
2011	0.8106
2012	0.7195
2013	0.7470

現貨成交量與期貨成交量的相關性竟出現-0.2557的負相關性！亦即兩者變化負向變動，一增一減明顯打破兩者一直以來皆呈正向變動的常態，將2008年整年期現貨量能變化另圖如下。



(圖二)

由圖二可看出當2008年6月信貸風暴開始蔓延時，現貨成交量能急速下降，但指數期貨在避險需求大幅上升下成交量能逐步放大，下半年成長趨勢明顯，與現貨量能成長趨勢大相逕庭。

由表三、表四可看出若以現貨指數的每日震幅取代原先的現貨成交量，與期貨成交量的相關性程度明顯提高，且幾乎各年度皆達到0.7以上的高度相關。可見當日行情震幅的大小就分析歷史資料來看確會影響期貨成

(表五)

	多頭	空頭
總天數	952	683
平均現貨日震幅 (%)	1.1259	1.5969
現貨平均日成交量 (億元)	1,208	928
期貨平均日成交量 (口)	80,178	92,907
震幅 v.s. 期貨成交量相關性	0.4598	0.3338
震幅 v.s. 現貨成交量相關性	-0.0009	0.1379

交易多寡，推測當行情震盪幅度大時不論其方向多空都會提高當沖交易者的短線交易意願，而相對來說，每日震幅的大小與現貨成交量能的相關性則相對降低，2008年與2010年皆出現了負相關的情況，意即震幅大小與

現貨成交量之間並無同向的變化，這多少扭轉先前市場既定印象，雖然這項數據無法明確解釋兩者之間的因果關係，但若純以兩市場量能變化來看顯然期貨市場的成交量能受到震幅影響的程度相對較大。

## 二、以季線為分水嶺分盤勢多空頭情境分析

若將上述歷史資料再細分股市多空頭情境來比較，以60日季均線為股市多空分水嶺，資料期間2007/1/2~2013/7/31，共1635日。

由上可得出以下幾點結論：

1. 股市於空頭市場時，平均每日高低震幅普遍來說皆比多頭盤勢來得幅度更大，而震幅相對大即容易吸引當沖交易者進場賺取價差，期貨成交量則同時隨之放大。
2. 就現貨市場而言，多頭日均成交量(1,208



億)大於空頭時日均成交量(928億)，這也合乎市場常態，因為漲勢要人推跌勢如風吹，多頭時資金進場意願高買盤增溫積極，跌勢時資金抽離退場迅速量能即隨之縮減。

3. 就期貨市場而言，多頭日均成交量(80,178口)反而小於空頭時日均成交量(92,907口)。顯示股市呈現多頭走勢時，市場交易者參與現貨股票的買賣意願高於對期貨市場的交易，且一旦局勢反轉盤勢起跌，空方勢力再加入一道避險力道，則此避險操作將再度推升期貨成交量成長。
4. 多頭時期震幅與期貨成交量間的正相關性大於空頭時期，也就是在多頭時期當日震幅越大期貨成交量亦越大，但在空頭時期相同震幅則不一定伴隨相同程度的成交量。

## 貳、臺灣股市稅制開徵對期貨市場影響

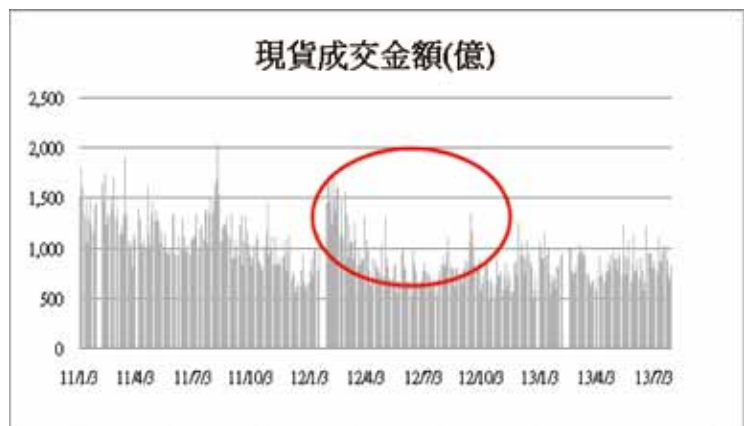
### 一、證券交易所得稅開徵對期貨市場之影響

國內股票市場近期重大變革非開徵證券交易所得稅莫屬，在2012年3-7月底證所稅立法期間，股市由最高8100點大跌了千點以上，雖然此間國際情勢前景同樣不明，但現貨成交量能大幅萎縮，在股市「有量才有價」的市場箴言套用下，2012年下半年日震幅明顯縮減，上

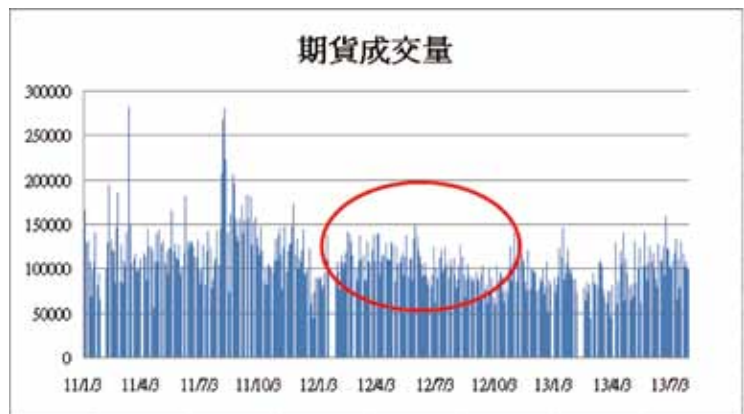
半年的平均日震幅1.13%，到了下半年僅剩0.86%，全年度0.99%亦創2007年以來新低位置。

由圖三可明顯看出，在2012年3-7月底證所稅立法期間，現貨成交量能明顯萎縮，由最高1,700多億最低縮至僅500億，萎縮幅度高達70%，顯見市場對證所稅議題聞風色變，尚未開徵就急退市場，即可看出資金退潮速度相當快。不過相對來說期貨成交量雖亦見降低，但幅度並未如現貨明顯。(圖四)

目前證所稅議題仍方興未艾，實施與課稅辦法亦變數甚多，但反應在股票市場上



(圖三)



(圖四)

已先出現資金不前量能退潮的危機，成交量急凍連帶使得稅收減少，券商手續費亦大減，市場已先蒙受損傷，雖說稅賦公平是一個進步國家應努力朝向的改革方向，但如何在稅收與維護市場利益中取得平衡，顯然市場的接受程度，相關機構也應一併納入衡量評估。

## 二、期交稅調降對期貨成交量之影響

自1998年國內期交所第一個期貨商品臺指期上市以來，在稅制課徵上不同於普遍國際上以課資本利得稅為主，而改採課徵交易稅制。由於期貨市場是零和遊戲，在不計交易成本與稅負成本的條件下，全期貨市場所有交易人的盈虧總和理論上為零。因此在臺灣期交稅制的環境下，稅率的高低即直接影響市場的資金動能與參與者的交易意願。

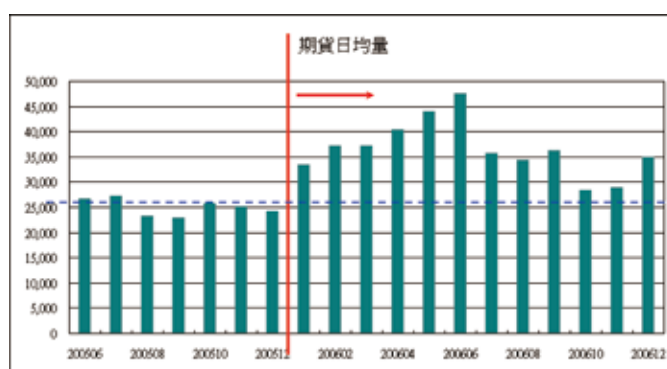
過去臺灣期貨市場曾調降期交稅四次，大致上來說降稅結果通常對成交量的刺激效果與市場規模擴大的影響相當顯著，但效用似乎有逐次遞減的情況，底下將就2006年以

(表六)

歷次降稅時間	指數期貨稅率	指數選擇權稅率
1998/7/21 上市	千分之 0.5	
2000/5/1	千分之 0.25	
2001/12/24	千分之 0.25	千分之 1.25
2006/1/1	千分之 0.1	千分之 1
2008/10/6	千分之 0.04	千分之 1
2013/4/1	千分之 0.02	千分之 1

來三次降稅效果分列比較。

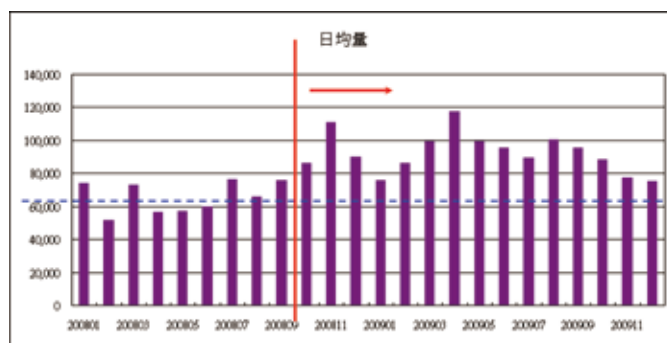
(一) 2006//1/1 調降期交稅由千分之0.25至千分之0.1，調降幅度60%



(圖五)

由圖五可看出，調降後短期內對成交量的刺激成長效果相當明顯，調整前期貨日均量約在25,000口左右，稅率調整之後半年內日均量逐月成長，最高衝高至47,000口，成長幅度接近八成！

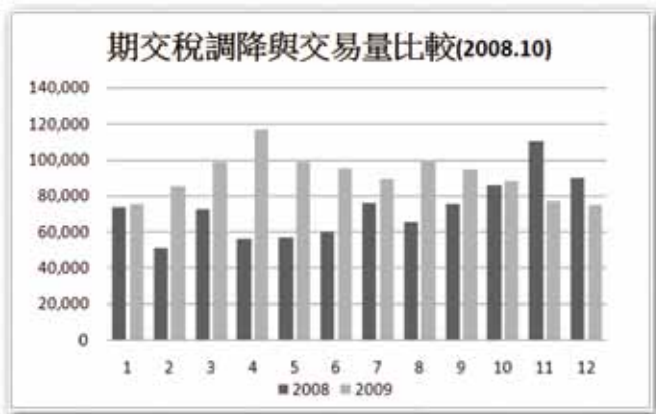
(二) 2008/10/6調降期交稅由千分之0.1至千分之0.04，調降幅度60%



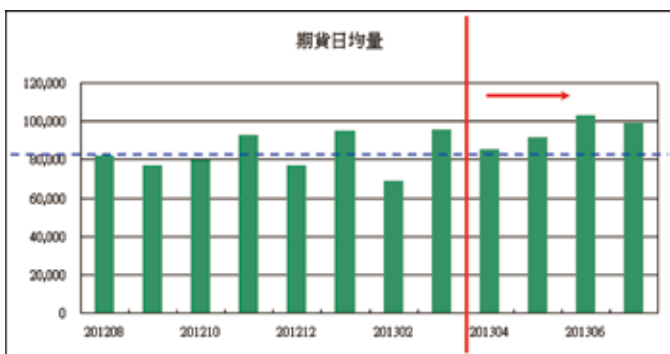
(圖六)

調降前日均量大約在60,000口附近，調降後六個月內的日均量幾乎皆有80,000口水準以上，最高亦曾達到117,000口，成長幅度亦達八成以上！

再由圖七兩年度的全月份對照來看，能明顯看出除了最後兩個月份之外，2009年每月的日均量皆大於2008年同月份的期貨成交



(圖七)



(圖八)

量，顯見期交稅調降明顯對期貨市場起到刺激交易的效果。

此次降稅略有帶動成長幅度，唯並不如以前快速與明顯（如圖八），當然除了調整幅度相對較低之外，調降時的歷史背景亦大不相同。2006年調降時，臺股指數位置6,500點附近，位於臺股歷史相對區間低點，因此期交稅調降後交易成本隨之降低，成交量增幅明顯。2008年調降時，當時盤勢受到美國次貸風暴影響出現暴跌走勢，指數位置回落到5,500點附近，期貨合約價值迅速降低，期貨成交量在避險需求刺激下出現成長，日

均量約由六萬口提高至七萬五千口左右。而2012年這一次的期交稅調降時機點，是在證所稅議題延燒現貨日均量僅六七百億，期貨日均量僅8萬口市況下的救市方案。在產官努力下，交易成本的下滑與市場推廣活動，是否能滿足各方期待，吸引更多的投資人進入市場交易，達到政府稅收增加、促進期貨市場發展與提振競爭力的目的，仍待後續驗證。

### 參、外資法人參與臺指期市場比例對期貨成交量之影響關係探討

臺灣期交所自2008年4月7日開始對市場公布三大法人期貨交易資訊，揭露每日期貨及選擇權交易量、未沖銷量及其契約金額；其商品包括股價指數期貨、股價指數選擇權與股票選擇契約，且一併提供往前回溯至2007年7月開始的歷史資料，有鑒於臺灣淺碟型市場的特性，外資參與程度與資金動向對台股影響甚鉅，因此在討論臺灣期貨市場發展時亦不可忽略外資在期貨市場發展所扮演的地位。

圖九為2007年至2013年7月以來外資於現貨市場買賣超累計與臺指期貨成交量的整年度統計圖，可看出外資於現貨市場隨國際情勢與臺灣股市漲跌整年度買賣超金額每年皆不相同，不過在期貨市場的臺指期參與量卻是呈現逐漸成長的情況，由一開始2007年1,076萬口成長至2011年的2,848萬口，成長幅度達164%！

再觀察年度變化來看，在股市走跌外資

整年呈現淨賣超的年度，外資在臺指期貨交易量的成長幅度相當明顯，如2008年與2011年，各成長70%與20%。不過2012年開始整年度在臺指的成交量卻明顯下滑了19.54%，幅度大於當年度臺指期成交量本身12%的降幅，若對比當年高低點相差僅一千三百點多的震幅來看，外資於期貨市場著墨程度降低亦屬合理。

另以外資交易佔臺灣現貨市場與期貨市場的比重來看(圖十)，現貨市場的比重在年度發展上呈現比較平穩的情況，而在期貨市場方面，外資交易佔臺指期貨市場的比重從2009年開始即呈現緩步提高的成長態勢，從2009年的不到20%已成長至2013年7月底的40%以上，顯見外資對台股現貨市場的影響力日漸增加，在臺指期貨市場裡所扮演的大戶角色亦不可小覷。

總結以上，期貨商品總歸類為由標的商品衍生的金融商品，因此指數期貨與現貨場即存在著共生共存又互相競爭資源的微妙關係，但兩者在目前世界金融如此發達無遠弗屆的牽連全球下已缺一不可，未來臺灣期貨市場又將出現其他改革性或是創新性的商品對市場上的交易者而言都是一大福音，同時也意味著臺灣期貨市場又朝國際接軌邁向了一大步。

#### 肆、期交所新商品與策略

##### 一、國外衍生性商品成功模式

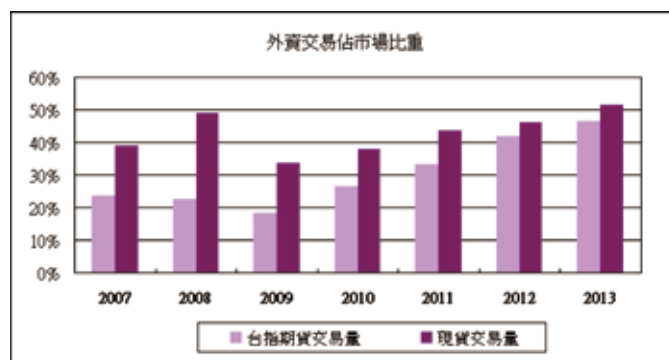
所謂的鑑古知今，就是由過去成功的經驗來取經，期權歷史由1848年CBOT建立全球第一個期貨交易所至今也超過了150年的歷史，歷經了商品的多樣性與交易所間的合併，CBOT乃至於現在的CME至今仍為全球

(表七) 外資在臺指期貨交易量成長幅度對照表

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
年成長幅度	-	70.66%	25.69%	2.40%	20.45%	-19.54%	-45.34%



(圖九)



(圖十)



交易量最大的交易所，歐美交易所在現今市場上代表的就是產品多樣性交易量穩定，一直是全球主要交易市場。

### (一) 印度交易所

然而2000年代亞洲市場的興起，股指期貨與選擇權異軍突起的印度已成為近十年來成長最快速的交易所之一，其中印度是以股票期貨、股票選擇權與以50 stock S&P CNX Nifty index的指數期貨在2004年佔所有衍生性商品成交量比重達80%以上，與臺灣都是以期指（28%）、選擇權（65%）與股票期貨（5%）為主要交易商品類，似惟比重不同。

### (二) 韓國交易所

韓國交易所則是自KOSPI 2000選擇權1997年上市以來，短短16年間迅速成為市場最熱絡的商品之一，目前日均量約為1300萬口，與臺灣日均約55萬口差25倍，主要原因為其合約規模遠小於歐美合約，這有助於法人以外的自然人在這個市場以小搏大，且結算日與歐美季結算也有不同，月結算商品相對季到期或雙月到期日較短，也有助於集中買氣，且自然人比重達四成與歐美以法人為主穩健操作的風格不同，因此韓國就在此氛圍中走出自己的一條路，相對於我國自然人比重約三成，加上選擇權也為本國主要的交易商品，因此韓國經驗是有機會複製的。

### (三) 中國金融期貨交易所

中國金融期貨交易所（簡稱中金所）上市三年成長一舉超過我國期交所成為市佔排名第20位的交易所，其股指期貨交易量也成

為市佔第10位的股指商品，且目前持續以三位數的成長向上挺進，中國股指期貨的上市也為全球期貨市場注入活水，近期出現了調降保證金與調升持倉限額由100手增加至300手，由於各交易所的時空背景與利基點均不同，因此臺灣期交所可由全球期權發展的經驗裡找尋適合自身的立基點。

## 二、刺激成交量策略

由過去經驗觀察到，過去期權發展史來看，基本上都是先以股指期貨，再推出選擇權，初期為提供給法人進行避險之用，然後為了刺激市場的活絡程度將會推出相同標的但合約規模較小規格的股指期權，如大臺指與小臺指。事實上臺灣交易所過去為了刺激成交量，在制度上提出了造市獎勵制度與調降期交稅與調降上繳成本，就商品上則是推出股票期貨、週選擇權到現在的週小臺合約，可看出已逐步走向成熟市場方向前進。

另一方面過去常提到的ETF價差套利：就是運用指數型的股票基金，以指數為追縱標的（如0050臺灣50追蹤臺指期，006204豐臺灣追蹤加權指數，0061追蹤滬深300），在價格偏離時進場。如當0050出現了對臺指期正乖離時，可以放空0050買進臺指期賺取價差的套利機會，反之當0050出現了折價，則可買進0050放空臺指期。0050所需要的證交稅仍有千分之一，對於造市商來說若能有更優惠的造市補助，將有更助於買賣報價上下五檔能鋪的更密並增加投資人進場意願進而提升期現貨成交量。

(表八) 全球期貨交易所依成交量市佔排名 (2013第一季)

	依交易所	2013 第一季 成交量 (千口)	年比	2013 第一季 未平倉量 (千口)	年比
1	芝加哥商品交易所 (CME)	750,530	-1.8%	78,620	-12.5%
2	印度股票交易所 (National Stock Exchange of india)	569,227	16.4%	9,459	50.1%
3	歐洲交易所 (Eurex)	558,177	-3.0%	95,277	-13.0%
9	印度大宗物資交易所 (Multi commodity Exchange of India)	257,536	5.2%	1,987	34.5%
11	韓國交易所 (Korea Exchange)	212,600	-70.3%	3,037	-33.8%
20	中國金融期貨交易所	44,480	117.2%	102	58.4%
23	臺灣期貨交易所	36,889	-1.6%	1,009	11.1%

(表九) 股指期權商品市佔排名 (2013第一季)

排名	合約名稱	乘數	2012 第一季 (千口)	2012 第一季 (千口)	2013 第一季 市佔
1	S&P CHX Nifty Options, NSE India	50 indian rupees	206,737	197,947	-4.3%
2	Kospi 200 Options, Korea Exchange	25000 Korean won	658,200	150,206	-77.2%
10	CSI 300 Futures, CFFEX	300 RMB	20,477	44,479	117.2%
13	Taiex Options, TAIEX	50 NTD	25,548	27,363	7.1%
19	S&P CHX Nifty Futuress, NSE India	50 indian rupees	26,289	14,450	-45.0%

## 伍、期交所成交量增的救市主

根據WFE(World Federation of Exchange)統計，2004年以來全球指數類衍生性商品以年化13.9%的成長增速年年成長，直到2012年出現了首次的衰退達到19.5%，未平倉量則是衰退了12%，韓國KOSPI 2000選擇權衰退了57%。臺指期貨選擇權也因為2012年市場波動較前一年小，避險需求下降因此也衰退了12%，但與全球相比仍是相對強勁，主要原因如下：

## 一、股票期貨

### (一) 參考印度成功模式

2010年1月股票期貨正式上市，當初推出的原因是為了增進市場成交量且參考國外成功經驗（印度股票期貨），因此在初期因應了個股的成交量、財報、股權分散與週轉率的條件下選出了34檔個股期貨，然當年的成交量並未出現顯著的增長，隨後深入研究發現印度股期在初期也是遇到同樣的處境，因為增加了標的後成交量突飛猛進一躍成為全球股票期貨最熱絡的國家之一。



## Market information

本國也是如此在隔年標準放寬後標的數增加到了234檔，量能的確有效的增加，截至目前單日成交量能到達3萬口，未平倉量達到17萬口，平均檔數也都維持在225檔上下，此商品雖出現量能有效提升但相對於期交所商品全日成交比重僅佔5%，並未能像印度股票期貨般的一飛沖天，主要的原因為：印度市場初期並無融資，因此需要用到槓桿交易時僅有股票期貨可以使用，相較於臺灣市場高槓桿商品除了融資券外、權證也是另一個高槓桿的選擇，相對於印度較為成熟，證券端推廣股票期貨意願較低，因為擔心與權證的排擠效應。

### (二) 股票期貨特有功能

雖成交量無法大舉的增加但因為股票期貨的出現也造就了另一種的交易型態出現：稅務調整，運用自身稅率與個股的可扣抵稅率不同的情況且持有期貨並無實質的股權因此在配發股息時股票期貨是不需要再付股利的稅賦，在此情況下股票期貨多了新的功能，在每年的六到九月除權息旺季下，常會看到低可扣抵稅率的個股期貨常在遠月份看到大額交易人對敲的局面，隨著該個股除息後遠月部位便會隨著當月結算而消失，這也就是股票期貨這個商品最大的賣點。另一大賣點為資金活化的功能，股票期貨所需要的保證金僅13.5%，若長期持有股票的投資人將現股轉換成股票期貨，多出來的保證金可再投入無風險的商品如定存或零息債券，經過作者試算，平均一年有機會為投資人額外增加約2%的獲利。

### 二、自然人比重與韓交所相近，試圖複製選擇權成功經驗

2012年11月週到期選擇權上市，因應臺灣約有三成的自然人，這與韓國的四成類似，韓國KOSPI 200選擇權一直以來與印度股票期貨佔據指數類商品市場前兩大的排名，韓國選擇權則是在合約規格小、自然人參與度高因此相對較有進入市場以小搏大的意願概念與臺灣相似，且臺灣的月選擇權則是因過去經驗，合約到期當週的成交量與其他週有顯著的差異，因此推出週到期結算的選擇權商品。在上市前市場還一度擔心週到期商品是否會壓縮到月到期商品，在經過了十個月的統計下發現，兩種商品並未出現替代作用，反而出現了把餅劃大的情況。從下面的敘述可以看出週選擇權有助於量能提升也促進自然人的參與度：

#### (一) 從成交比重的角度

選擇權市場全月份日均量由2011/8~2012/8的408,683口提升到2012/8~2013/8的437,936口，未平倉量則是從923,062口提升到979,463口，從成交比重角度來看，目前週選擇權日成交量約占近月選擇權總量的44%，而未平倉量目前占選擇權未平倉量的21%。目前週選擇權日成交量約占全月選擇權總量的43%，而未平倉量目前占選擇權未平倉量的18%。

#### (二) 從特定交易人參與的角度

圖十一為十大特定人佔全月份成交量的比重可看出，十大特定人參與週選擇權程度比重較月選擇權仍是比例偏低，反之推測，

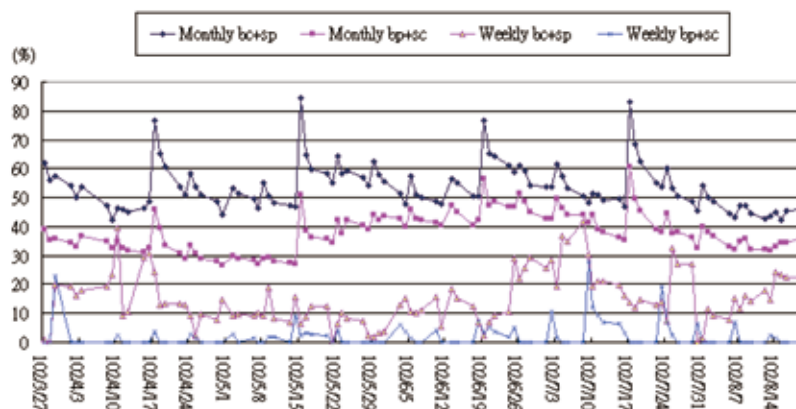
週選擇權參與程度仍以自然人居多，這也呼應週到期選擇權因為到期日較短，契約權利金較低，有利於市場投機交易進場，也正好呼應先前所說，臺灣為自然人比重高的市場，當有較低的交易金額（較高的槓桿）且風險受到控制的情況下，市場進場的意願將會提高。

### (三)從波動度的角度來觀察

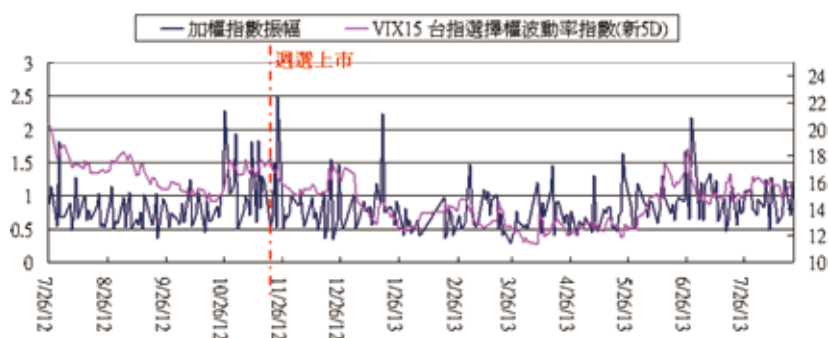
由於週選擇權到期日最多僅五日，加上履約價是以50點為一個間距，因此過去月結算日時，可作價的空間達到100點，週選擇權上市以後結算日空間受到壓縮，波動也會較

之前來的小，但在結算日以外的時間，常在剛開倉時出現超過15倍的漲幅，因此波動較之前來的大，由圖十二週選擇權上市以來的波動率來觀察平均維持在13%~14%間遊走。

近期期交所所推出的商品均為因應全球情勢變化與評估臺灣本身優勢下所推出的商品，因此上市後均有不錯的表現，2013/7/31所推出的週到期小臺也是因應週到期選擇權上市後因配對、價差與套利需求下的產品，相信在有需求下而推出相對應的商品將再次有助於量能的推升。



(圖十一)



(圖十二)



### 三、交易所合作方案

就在2013年二月，期交所趁勝追擊，試圖把餅作大的意圖極為積極，與歐洲交易所(Eurex)簽定合作意向書，Eurex將推出以臺股期貨及臺指選擇權為標的之一天期期貨契約，此將可延伸交易時間因應市場於盤後出現突如其來的大變動，並創造出投資人，期交所與歐交所的三贏局面，預計於2013年第四季於歐洲期貨交易所連結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，作為雙方合作的第一步。此舉不但可以增加歐交所在亞洲的產品投資組合外，也更進一步的增加期交所在全球的能見度。

### 陸、結論

統整上述，現貨成交量與期貨成交量的關係在2008金融海嘯以後相關性出現了明顯的下降，取而代之的是現貨震幅與期貨成交量相關性較高，也很符合市場波動越大期貨避險需求越大，也可以解釋2012年市場為盤整盤造成期貨市場成交量出現萎縮的原因。

再從稅制的改革來看，莫過於2012年的財政部所提出的證所稅方案，在官員僅處於討論階段尚未執行下，現貨成交量就出現了11.2%的萎縮，因為量縮加上波動下降，期貨成交量也下降了11%，可看出稅僅能在市場過熱時利用增稅來調控市場而不是在量能萎縮之際提出。

期交稅的每一次調降量能確實也都出現了顯著的提升，然仍需留意因為調降稅率所

短收的稅收是否能透過成交量的提升來彌補，在不短收稅收與不增加政府支出的前提下相信有機會從中取得平衡點。

從外資在市場參與度來觀察，2009年以後外資交易臺指期貨佔市場的比重是逐年增加從18%升至48%，期現貨的成交量也呈一致性的成長，也就是說外資對於市場的影響力是日益提升，且外資主要部位為策略、價差套利與造市為主要量能來源，其所期望的都是希望所作的策略能夠有相對應的商品來接軌（如週選擇權與週期貨的套利交易），期交所近兩年也迅速的滿足市場上的需求，透過不斷的吸取外國交易所的商品並評估是否適合臺灣市場，與國際接軌的步調是越來越快。期待未來期交所、投資人與期貨商都能在這波市場復甦的熱潮中達到三贏局面。



# 談期貨議價鉅額交易

## 操盤人經驗分享

◎劉懋楠

### 壹、前言

臺灣期貨市場從1998年的第一個期貨商品開始進行交易以來，歷經了第一階段的筆路藍縷，第二階段的高度成長，第三階段一度交易量成長趨緩，再到最近兩、三年再登新高。

推出的商品大致歸納為三大類：

第一類不論從成交量活絡性以及受到市場的關注度都已相當全面，例如大小臺指期、TXO選擇權等，這些品種對於我們從書上看到的期貨市場功能，像投機、避險、價格發現等均能扮演全面性良好角色。

第二類則是交易量極低，參與者極少的完全不活絡商品。

第三類則是交易量並不算太活絡但也非全然冷門商品，甚至僅在特定時間才有較大的交易量，代表性商品就是個股期貨。此類商品要全面符合投機、避險、價格發現等功能仍有不足，但對於作為實現特定金融目的



#### 現職

光大期貨 資深副總經理

#### 經歷

泉泓企管顧問公司 董事長  
寶來期貨香港子公司 投資總經理  
金鼎證券 執行副總兼投資長

#### 學歷

臺灣大學商學研究所  
交通大學控制工程學系



的工具，從過去幾年市場現況可以發現，仍具備相當的可行性，但在相關交易規則或是法令規定上仍有值得商榷以及改進之處。

筆者身為一個近二十年的市場參與者，眾多這類商品的操作經驗，分享個人實務的心得。

### 貳、談期貨議價鉅額交易

去年臺灣證券及期貨市場受到國際性歐債危機影響，以及國內有關奢侈稅的政策制定的干擾，包括股票市場及期貨市場的交易量始終無法有效活絡放大，為此包括政府部門及業內人士均在為如何提升交易量的活絡而傷透腦筋。政府部門更是規畫各項措施，如股票市場開放權證與現貨當日沖銷、自營商漲跌停價買賣等，期貨市場除了在今年降低期交稅外，另一個被提出提升交易量，增進法人參與度的建言便是鉅額交易制度的修訂。這項措施在股票市場已行之有年，甚至在盤中以及盤後均可進行鉅額交易的撮合，雖然盤後鉅額交易量無法立即反映出來，但是每天稍晚我們就會發現盤後鉅額交易的交易量最終已加入到當日交易量上，外資最喜歡進行這類方式，每每用來進行像股權交換等目的的交易。

期貨市場原來是有鉅額交易制度的設計的，但現行期貨交易的鉅額交易，只能採取競價撮合方式，在逐筆撮合鉅額交易的情況下，容易被市場其他參與者插隊，在交易上並不方便，因此業者在與期交所溝通後，期

交所研議開放議價申報的鉅額交易，只要買賣雙方議價完成後向期交所申報即可進行。

### 期貨市場議價鉅額交易實務上的需求在哪裏呢？

鉅額交易可施行的範圍包含了TX、MTX、TXO與STF，以臺指期或TXO選擇權而言，除非要進行大量不活絡遠月份合約的交易，否則需求並不大，例如我們會發現在第二季除權季節前幾個月時就會有特定人士建立幾個月後的不活絡遠月份較大的部位，這些人勢必要透過特定對象例如造市者才有可能建立較大的不活絡部位。TXO選擇權也是如此，有特定避險需求或是特定行情看法的投資者也會透過造市者作為交易對手，建立相對應的部位。

除了上述需求外，個人認為鉅額交易的另一主要需求來自前述有點量又不太活絡的商品，例如股票期貨。股票期貨並不具備常態性的活絡交易量，即使近月份要建立較大部位，實務上也有困難，因此較可行的方式就是與自營商造市者做為交易對手直接議價成交。但現行期貨市場必須經由競價撮合，若議定價格稍微偏離市場現價，一掛價馬上會引來其他投資者插隊搶單成交。

以筆者過去交易經驗，多次遇到隨時以電腦系統在偵測市場價格效率性的其他造市者的干擾導致交易不完全，這正是為何要建議開放議價鉅額交易的原因，除了合法性的考量之外能夠確保交易得以有效完成不受其他市場參與者的干擾也是主要目的。

但這樣一來就衍生出另一問題，就是期貨買賣雙方在盤中議定好價格後互為交易對手完成交易，是否涉及現行期貨交易法第108條第2項第4款有關「配合交易」的疑慮，主管機關也相應修訂了期貨交易法施行細則第6條第4項有關「配合交易」之定義，將108條第2項第4款所稱配合交易，改為"指期貨商或其他任何人，未依公開競價方式或期貨交易所規定鉅額交易方式，而以直接或間接方式相互配合所為期貨交易之行為。"也就是說，一方面將股票期貨納入在鉅額交易範圍內，並且將交易所的鉅額交易行為排除在配合交易之外，來為前述交易方式解套。

### 甚麼動機需要運用股票期貨進行議價鉅額交易方式呢？

第一當然來自避險需求。但以個人經驗，更大的動機是來自針對除權季節稅務考量的股息方案所設計。2011年財政部的一紙公文賦與了運用股票期貨參與除權息並無課稅問題的合法性解釋後，這類因稅務考量而設計的策略性交易開始逐漸受到市場重視。

實務作法是股票持有者先在股票市場將股票賣出，並同時買進同等規模的個股期貨，並以個股期貨參與個股除權，因為在除權日當天股票持有者已將股票賣出，因此不會得到任何股利股息，就沒有隨後的課稅問題。而在除權當日手上持有的是個股期貨的多單，依照期交所的規則會將除息的息值在個股期貨多單平倉時補貼給期貨多單的持有

者，因此相當於從交易所手中得到了等同股息的現金，又因為個股期貨多單持有者並非該股票股東，拿到交易所的差額補貼也非名目上的股利，因此實質上得到了與股利相同的價值但卻沒有股利課稅的問題。這個操作原理正是個股期貨得以有稅務調整功能的原因。

解決了期貨市場的問題，再回來看一下股票市場這一頭，前述策略性交易我們第一個步驟是原股票持有者在市場上將股票賣出，而交易對手在同一時間用同價格在市場上買進，要達成這個要求有三種方式：第一就是在盤中時間約定好時間，交易雙方同時以市價單賣出以及買進，經過撮合的結果，理想上會以同一價格雙方買到同樣數額的股票。但這種做法由於同樣有其他市場參與者的干擾，往往成交數量會產生誤差，因此又生出另外兩種方式，也就是利用收盤前最後五分鐘集合競價時，股票買賣雙方同時以市價單買進及賣出的方式參與集合競價，只要當時股價不是在漲停或跌停價位鎖死狀態，最後集合競價撮合出來的收盤價就是雙方的成交價，而且成交數量必定相同。

另一方式則是因某些特殊考慮，如因交易對手的交易成本或利潤加成導致股票買賣雙方不希望以收盤價作為成交價時，還可以透過股票市場盤後配對成交的方式在一定價格區間範圍內以指定價格方式，成交在雙方協議好的價格上，並且還可配對指定成交，意思就是張三指定要與李四成交，如此亦可避開其他市場參與者的干擾。這種方式的缺



點是股票並沒有造市者的設計，自營商若做為交易對手的一方，如何合理解釋為何要與特定張三或李四成交，筆者過去為避免麻煩，大都以收盤前五分鐘利用集合競價完成交易而不採指定撮合。

從期交所修訂前的鉅額交易制度條文中，有兩點值得一提，第一是鉅額交易的價格區間可以當日漲跌停板範圍；第二是並未如股票市場有盤後鉅額交易的設計。如果新版本的議價申報鉅額交易在盤中同樣可以偏離當時成交價一定幅度，對於股票期貨策略性交易的設計將極有幫助。至於盤後鉅額交易在盤中可以彈性定價的前提下，必要性就沒那麼高，可能只有特殊目的交易者有此需求。

## 參、結論

總的來說，我們希望個股期貨未來也能夠發展到像大小臺、TXO選擇權那樣一年到頭都活絡，而不僅在除權季因策略性交易的帶動才較為有量，但這個目標並非一蹴可幾，必須經過階段性的逐步改造。而個人十分贊同在此階段期貨市場重新研議修訂有關鉅額交易的相關規定，相信在制度的調整過程中慢慢會提高市場參與者對這類商品的關注，帶來更多資金進入市場，進而讓相關商品交易量逐漸朝常態性活絡升溫，那麼這就是我們身為市場參與者的一員最希望見到的遠景了。



### 金融監督管理委員會公告修正「期貨交易法施行細則」第 6 條條文

公告單位：金融監督管理委員會

公告日期：民國 102 年 8 月 20 日

公告文號：金管證期字第 1020031540 號令

#### 重點概要：

金融監督管理委員會（以下簡稱主管機關）為使我國期貨市場之鉅額交易制度更符合交易人需求，有助與國際制度接軌，除現行逐筆撮合方式外，並研議開放議價申報鉅額交易制度。為避免議價申報鉅額制度與期貨交易法第 108 條第 2 項第 4 款所稱「配合交易」指未依公開競價方式所為期貨交易之行為，產生適用之疑義，主管機關爰將「期貨交易法施行細則」第 6 條第 4 項「配合交易」之定義修正為「本法第 108 條第 2 項第 4 款所稱配合交易，指期貨商或其他任何人，未依公開競價方式或期貨交易所規定鉅額交易方式，而以直接或間接方式相互配合所為期貨交易之行為」，以資明確。

### 臺灣期貨交易所公告修正「鉅額交易作業辦法」、「臺灣證券交易所股價指數期貨契約交易規則」、「臺灣證券交易所股價指數小型期貨契約交易規則」、「臺灣證券交易所股價指數選擇權契約交易規則」及「股票期貨契約交易規則」部分條文，並自 102 年 12 月 2 日起實施。

公告單位：臺灣期貨交易所

公告日期：民國 102 年 9 月 2 日

公告文號：台期交字第 10200026300 號公告

#### 重點概要：

臺灣期貨交易所（以下稱期交所）將於現行鉅額交易制度之逐筆撮合交易方式之外，增加議價申報交易方式，適用商品包括臺股期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權及股票期貨四項期貨暨選擇權商品。此議價申報鉅額交易新制，買賣雙方交易人於議定價格、數量後申報期交所確認成交，除可降低原採逐筆撮合方式因交易對手或成交數量等不確定因素造成大額交易執行不便之風險，並可提高大額期貨交易人參與期貨市場之意願。

此外，為便利同一標的之期貨與選擇權策略之執行，期交所同時修改鉅額交易組合式委託數量之規定。依現行規定，組合委託中每種期貨選擇權契約皆須達最低門檻標準（期貨契約 200 口、選擇權契約 400 口），未來將放寬同一標的之期貨與選擇權組合式委託（如：臺股期貨與臺指選擇權之組合），僅須每一選擇權契約符合最低門檻 400 口之規定，即可進行鉅額交易。

# 由歐洲期貨交易所與韓國交易所 合作案成功經驗

## 看歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所 合作模式之發展契機

◎歐洲期貨交易所

### 一、前言

今年(2013)8月30日是韓國交易所(KRX)授權歐洲期貨交易所(Eurex)推出韓國KOSPI 200指數選擇權契約日期貨契約三周年紀念日，這個邁向第四年的跨國際交易所合作商品，是近年來國際金融衍生品市場最成功的跨國合作模式之一。此合作案打破過往國際跨交易所合作案產生的許多阻礙，諸如產品結算價不一致，流動性分散，跨國監理與風險控管難度高，合作雙方的資源不易整合等，而歐洲期貨交易所/韓國交易所的產品合作聯結(Eurex/KRX Link)，不但解決上述所有問題，同時實務上目前每日約80,000口交易量，也代表受到韓國當地交易人與全球主要金融業參與者的肯定與青睞。

而今年2月6日臺灣期貨交易所(TAIFEX)與Eurex也簽署合作意向書(LoI)，在主管機關同意下，開始研究在臺灣參考

韓國模式(Eurex /KRX Link)之可行性。Eurex正積極與范董事長帶領的TAIFEX專業團隊，根據韓國模式，研發臺灣期貨交易所/歐洲期貨交易所產品合作聯結(TAIFEX/Eurex Link)模式。目前此研究案進行相當順利，**將來TAIFEX/Eurex Link若能得到臺灣主管機關的核准**，雙方再適時推出此項合作案的產品，這對德國/臺灣雙方金融衍生性商品市場都是一大業務突破與利多。由於本研究案正在進行中，相關方案細節尚由雙方洽談中。但透過Eurex /KRX Link的介紹與說明，期望讓大家進一步了解這種產品合作聯結案的成功因素與基本運作模式。

### 二、歐洲期貨交易所與韓國交易所合作模式與成果

#### (一) Eurex/KRX Link基本運作程序

由圖一，我們可以看到Eurex/KRX Link基本運作程序，如下。



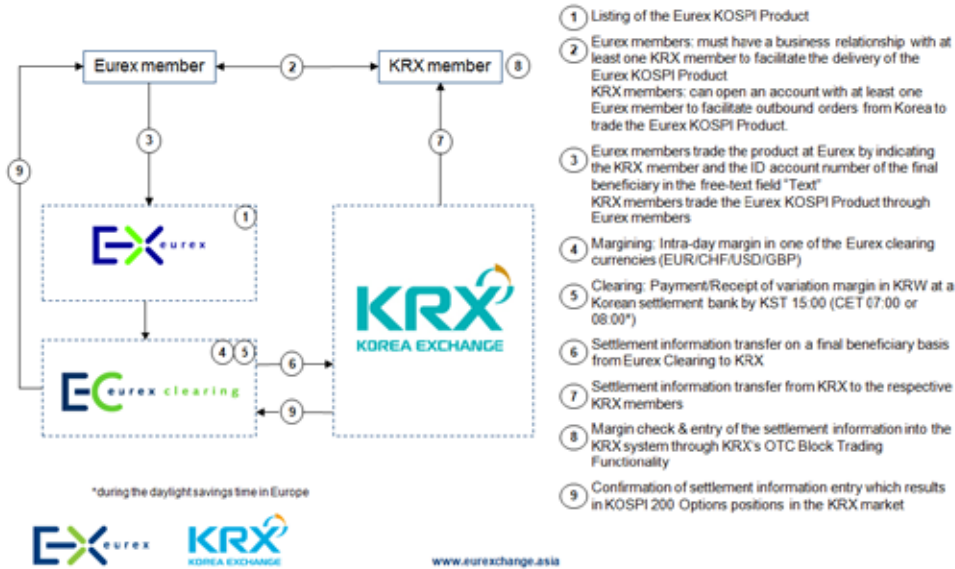
# Market information

Eurex/KRX Link

September 2013

## Basic description of the Eurex/KRX Link

### 24 hour trading of KOSPI 200 options – Process



圖一 Eurex /KRX Link 基本交易流程

## (二) 歐洲期貨交易所與韓國交易所合作案特色

I 基本原則：就是秉持互惠、互惠與互補原則推動合作案。

互利的意思是雙方因此案所產生的收入，基本上是共同分享；互惠的意思是對各自單位與市場均有利益的方式進行此案；互補的意思是指透過彼此資源的分享，讓雙方能夠以最低成本、最快的方式來拓展彼此業務，特別是歐洲與韓國交易時段互補性甚佳，而Eurex在歐洲是最大衍生性商品交易平臺，KRX則是亞洲區選擇權契約主要交易中心，強強聯手也算門當戶對。

II 合作目標：以最低的成本/最快合作方式達到提高彼此市場的交易量/增加彼此市場的客戶數/提高彼此在國際市場的競爭力。

為達到上述的原則與目標，具體合作案設計的特色如下：（請參閱附件一、契約規格與附件二、部位移轉時間表）

1. 交易時間：是Eurex在韓國市場收盤後約1小時45分鐘後，每日到期的期貨契約（Daily futures on KOSPI 200 index options in Eurex）開始交易，其交割標的則是韓國交易所上市的KOSPI 200指數選擇權。

這樣的設計意義，就是將韓國交易所上市的KOSPI 200指數選擇權契約之盤後交易（After-Hour Trading）放在Eurex，因此Eurex全球的400家會員公司及其客戶，就能夠在歐洲白天交易這個全球交易量最大的指數選擇權契約。對KRX，則可以透過Eurex的國際交易平臺，以最低的成本達到國際化，並吸引更多國際交易人參與該國市場的目的。

此外，對監管單位而言，這樣的設計可以解決契約監管問題，因為對韓國監管單位而言，這是Eurex根據德國當地的法規所推出的一項新產品，基本上，並沒有改變雙方監管的既有模式與機制。只是這個產品的交易標的是以韓元計價的KOSPI 200指數選擇權為基礎。

**2.結算價：**在Eurex交易KOSPI 200 options日期貨契約，因每日到期，其每日結算價即是最後結算價，也是韓國交易所在對應交易日交易結束時為KOSPI 200產品計算的每日結算價。因交易損益(變動保證金，variation margin)而產生的現金流動將會透過新韓銀行(Shinhan Bank)以韓元交付。

這樣的設計意義是，雖然在Eurex交易的盤中，交易價格是依市場供需所決定，但收盤時，其每日結算價與韓國相同，這對想要在韓國市場收盤後做部位調整的韓國交易人或建立新部位的國際參與者，可以按自己的行情判斷，進行交易；而對不願在韓國收盤後交易的韓國交易人，因兩個市場的每日結算價一致，因此也不會造成影響或困擾。

同時對韓國監管單位而言，這樣的設計完全消除把產品放在其他交易所上市可能會影響本地期貨與股市價格的疑慮。並可以有效地提供避險交易管道。

**3.部位移轉：**若在Eurex的每日到期，其交割標的為KRX的KOSPI 200指數選擇權之期貨契約(Daily futures on KOSPI 200 index options)有未沖銷部位，Eurex會將對應部位在下一個交易日KRX開盤前轉移回KRX，並

於KRX下一個交易日開始40分鐘前完成Eurex KOSPI日期貨的結算，同時將選擇權對手方的部位轉入到KRX的系統。KRX則會將此新增部位，轉入對應期貨商的客戶帳戶中。

這樣的設計意義有二：

一、首先是將國際交易的KOSPI 200 index options流動性(Liquidity)還是回到KRX，因此在Eurex推出KOSPI相關產品，不但不會造成此產品的流動性減少，反而會因Eurex將未沖銷部位轉回韓國，而增加既有的流動性。目前的實務經驗是在Eurex交易的KOSPI產品，轉回KRX的未沖銷部位大概占當日交易量的25%。

同時對韓國監管單位而言，這樣的設計除可以消除本國產品在他國上市所造成流動性降低的疑慮。此外，當部位轉回對應的客戶帳戶後，所有交易規則就是按韓國原來的規則進行，沒有監管上的改變。

此外，我們也要求Eurex會員公司，交易人如要交易此產品，也必須要到KRX會員公司開戶，以進行可能的部位移轉。這對韓國期貨業而言也是增加新客戶的機會。

簡要而言，Eurex將KRX上市的KOSPI 200指數選擇權契約以日期貨(Daily Futures)的方式上市，於每個交易日結束時到期，若有未沖銷部位則由歐洲期貨結算公司(Eurex Clearing)將部位轉倉至KRX及其對應的期貨商與客戶帳戶內，併計入KRX的KOSPI 200指數選擇權總合未沖銷部位內。這將使得該項商品的交易可於KRX時間結束後再延續12小時。自此在歐洲及北美主要交



# Market information

易時間內，市場參與者皆可利用Eurex提供的交易平臺對世界上交易量最大的選擇權契約持續進行交易，達到幾近24小時無接縫的連續性交易。而Eurex此項商品的上市不僅對市場提供了對韓國綜合股價指數（KOSPI 200）選擇權部位的延長交易及避險的機會，同樣藉此交易時間的延長，也更進一步提高此契約的市場流動性。

## 二、成交量分析

自KOSPI 200日期貨商品在Eurex上市以來已有超過50,000,000口的契約於市場上進行交易，且36個Eurex與KRX會員都可因此項產品合作聯結而受惠。

由（圖二）可看出，KOSPI 200指數選擇權收市後於Eurex平均日成交量相較剛推出時已有明顯增溫的成長，尤其到2012年上半年達到高峰，於2012年5月不論是月成交量或是平均日成交量都攀升至歷史新高，月成交量已達到530萬口以上！（圖二）**2012下半年交易量略有下降，主要是KRX將KOSPI 200指數選擇權的契約規格提高5倍，由10萬韓元增至50萬韓元。**但仍可維持日均成交量5萬口以上，而月成交量亦達每月100萬口以上的水準，2013年5月後交易更向上提升，平均日成交量接近10萬口左右，而月成交量亦達每月200萬口以上的水準。

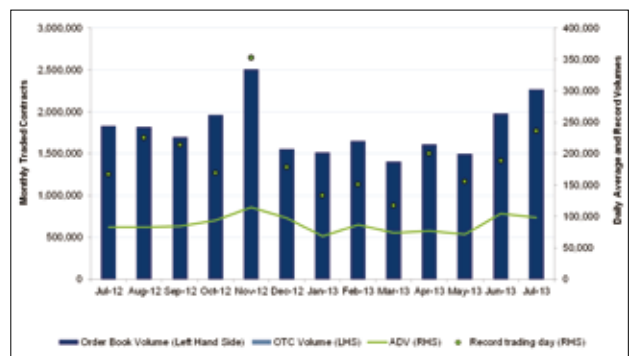
此外，由圖三與圖五我們可看到，KRX與Eurex相對應產品的交易量與比重，確實是呈良性發展，自2011年10月以來Eurex的KOSPI盤後成交比重已攀升KRX的1.0%以上（請詳見圖六），而2012年2月開始更呈



（圖二）



（圖三）



（圖四）



（圖五）

現緩步上漲趨勢，至2012年11月達到巔峰5.14%，近幾個月雖稍有下滑，但仍穩定在3-4%左右。另外，也顯示KRX將盤後交易放在Eurex並沒有造成原本市場交易量的下滑。以目前資料顯示，在Eurex交易KOSPI產品的客戶結構，約60%是韓國交易人，另40%是國際交易人。這也證實KRX將盤後交易放在Eurex是合理的選擇，理由是Eurex的KRX產品交易量占原市場比重約略在3-5%，可見流動性還是集中在KRX；而以此比例來分析，若韓國自行在本國推盤後交易，就業界成本效益而言，效果恐不若在Eurex推出來得佳。

### 三、由歐洲期交所與韓國合作成功模式看與臺灣合作模式之發展契機

從前文可看出與臺灣競爭激烈的韓國，也積極的尋找跨國合作機會，而歐洲期貨交易所也希望透過這種創新的合作模式，尋找亞洲的戰略合作夥伴。事實上，經過三年的實踐，歐洲期交所與韓國合作模式確實相當成功，雙方交易所均達到當年所設定的目標：以最低的成本/最快合作方式達到提高彼此的市場交易量/增加彼此市場的客戶數/提高彼此在國際市場的競爭力。更重要的是，過去三年雖然市場交易量大幅成長，但雙方市場運作相當正常、順暢，沒有異常問題。

事實上，去（2012）年10月中旬，臺灣期貨交易所范董事長與歐洲期貨交易所首席執行長普魯士先生（Andreas Preuss）在臺碰面，雙方都覺得此時是合作契機，2013年2



（圖六）

月6日歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所已簽定合作意向書，計畫經臺灣主管機關核准後，適時推出在Eurex上市以台股期貨與臺指選擇權為交易標的之每日到期期貨商品，作為雙方合作第一步。這將是臺灣資本市場發展的重要里程碑。

此商品設計將可提供歐洲當地交易人在臺灣期貨交易所收盤後，得續以台股期貨及臺指選擇權為交易及避險管道。而這合作案亦將是歐洲期貨交易所增加全球商品組合的亞洲策略上一個重要進展，有助歐洲法人交易機構多一個直接參與亞洲成功衍生性商品的管道，同樣的，臺灣市場參與者也有機會在臺灣盤後時段交易臺灣市場流動性最佳之股價指數衍生性商品契約。

此外，透過Eurex的國際平臺，也可讓TAIFEX快速提升在全球金融市場的知名度。而由於韓國成功經驗，目前Eurex針對全球客戶進行的市場調查，超過9成受訪者均非常期待此產品的推出，投資人可以拭目以待。





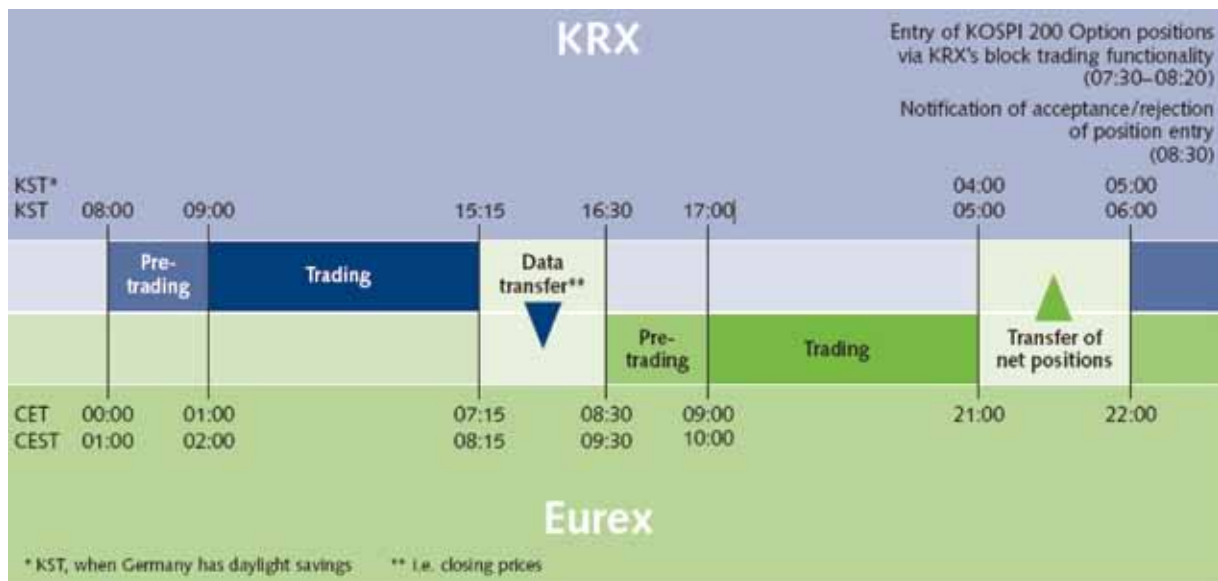
# Market information

## 附件一、契約規格

### 歐洲期貨交易所上市的交易標的為KOSPI 200指數選擇權之日期貨契約規格表

推出日期	2010年8月30日				
契約交易標的	於韓國交易所次一交易日正常交易時段掛牌之韓國綜合股價指數 KOSPI 200 指數選擇權契約序列。				
契約代碼	OKS2				
契約規格	一個 KOSPI 200 指數選擇權契約序列。歐洲期貨交易所 KOSPI 產品之計價貨幣是韓元。				
報價資訊	報價點數至小數點第二位。				
最小跳動點	當標的資產選擇權權利金大於 3 點時，每一最小跳動是 0.05 點 (約同 25,000 韓元價值)。當標的資產選擇權權利金小於 3 點時，每一最小跳動是 0.01 點 (約同 5,000 韓元價值)。				
契約期限	一個交易日。 歐洲期貨交易所 KOSPI 產品可以每日交易，前提是該交易日同時是歐洲期貨交易所與韓國交易所的交易日				
結算	KOSPI 200 選擇權的現金結算與對應部位的轉移於韓國交易所的下一個交易日進行，並於韓國交易所交易開始 40 分鐘前完成歐洲期貨交易所 KOSPI 每日期貨的結算，同時將當日未沖銷部位轉成標的選擇權部位，並轉入到韓國交易所的系統。				
每日結算價	歐洲期貨交易所 KOSPI 產品的每日結算價即是最後結算價，也是韓國交易所在對應交易日交易結束時為 KOSPI 200 產品計算的每日結算價。因交易損益 (變動保證金, variation margin) 而產生的現金流動將會透過新韓銀行 (Shinhan Bank) 以韓元交付。				
最後交易日與最後結算日	最後交易日即最後結算日。每一個歐洲期貨交易所 KOSPI 產品的交易日都是最後交易日。交易結束時間是臺灣時間凌晨 04:00 (歐洲中部時間 21:00)。				
交易時段	本土交易所	收市後交易所所在的交易所	產品	正常交易時段 (當地時間)	收市後交易時段 (本土市場時間)
	韓國交易所 (KRX)		KOSPI200 指數選擇權	09:00-15:15	
		Eurex	KOSPI200 指數選擇權的期貨		17:00-04:00 (夏令時間) 17:00-05:00 (非夏令時間)

## 附件二、部位移轉時間表



# IB 動能 不容小覷

## 專訪永豐期貨總經理楊新德先生

期貨公會◎莫璧君

—— 一年前本刊曾就品牌故事專訪永豐期貨  
—— 董事長葉黃杞先生，一探永豐期貨是如何兼顧期貨經紀、期貨顧問、期貨自營及期貨經理等業務，創造佳績，成就永豐、勾勒屬於永豐期貨自己的品牌藍圖。

這一、兩年市場上也都注意到永豐不只期貨公司表現亮眼、穩定成長，在整體經營決策也更活力化、更具機動性，員工揮灑空間增加、自我價值提昇；IB的表現更令人驚豔，居各家之冠，59個IB營業點，交易量佔總IB（1,021家）近20%，締造出單營業點最高績效。

為此，本刊再度拜訪永豐期貨總經理楊新德先生不藏私的分享自家IB經驗，筆者整理出二個大方向提供讀者分享。



### 集團優勢的巧妙運用

永豐金控，旗下子公司包括銀行、證券、客服科技、保險代理、創業投資、管理顧問、期貨及租賃等金融產業，永豐將功能



同質性高者作區隔建構，再透過專業分工與最有效益的資源分配，落實集團的長期發展策略，延伸集團優勢。

證券、期貨客戶以散戶居多，筆者認為永豐銀行在2000年推出整合存摺、放款、證券、期貨、基金等產品之個人金融「MMA投資管理帳戶®」（Money Management Account®）功不可沒，成功的將資產管理從點、線、連成面，並充分發揮了集團優勢。

制度面設計上，充分運用集團業務的多样化與豐富性的優勢，給業務同仁更多的發展空間；在訂定關鍵績效指標（KPI）時，會將銀行、證券、保險、期貨業務都涵括進去，從區域先訂、再訂到分公司KPI值，但不會訂到個人，除降低管理的成本外，也減少訂到個人所衍生的負面氛圍，個人的產出交由分公司經理人督導與協助，以提昇團隊合作的表現。

另外，由於證券與期貨的同質性更高，設計了一條鞭管理制度，由時任證券經紀事業處執行副總葉黃杞兼任期貨公司董事長，不但利於經紀業務的推展、政策的執行，也轉化了業務同質性可能產生的內耗衝突，使證券與期貨公司呈現共存共榮的雙贏局面。

而在避免同儕惡性競爭方面，以總歸戶方式管理，即身分證號+流水號控管。當一位客戶出現第二個帳號時，管理單位會針對客戶需求進行了解，如果是必要因素（如客戶搬家、換公司），不會做特別處理，若是營業員服務及專業因素，則會與原營業員溝通並加強職能，但若是不當之競爭（如手續

費、惡意攻訐），則會對不當之營業員提出警告並要求改進，嚴重者甚至以解職處理。

### 經營思維的轉化

「將員工當成客戶」，當經營者思維轉化，從員工需求看事情時，所產生的效果也就不一樣了！

筆者認為永豐成功的運用了大量客制化（Mass Customization）的概念，一方面提供員工多樣的選擇，一方面滿足大多員工的需求，而發展出新的經營模式。

#### 一、將員工引導至符合他們需求的定位

人才是企業核心競爭力，永豐集團在這個部分也不遑多讓，但更以協助同仁找到自己專業的定位為目標，使人盡其才。

打造公開、公平、積極的薪獎制度。每位新進人員皆依個人學經歷核薪，並視個人績效與當年度營運發放績效獎金與紅利，所有的薪獎設計皆源於「以能用人，因能而異」適才適所，為業務同仁量身打造適當的位置。

在好的薪獎制度下，永豐員工樂於創造自己的價值。「我們設計的營業人員淨貢獻獎金制度很簡單易懂，就是收入減成本，再比較應給公司的貢獻，完全透明，同仁清楚知道自己努力的目標。」楊總經理說。

另外，有別於普識認知的證券營業員，永豐培養了一批相當具有熱忱與行動力的理專團隊，也稱為「行動業務員」。行動業務

員與傳統型業務員最大的差別就在於「主動、機動」。行動業務員必需具有更大吸收新知的胃納量，尤其是衍生性商品的專業素養，以應對不同理財需求的客戶並提出合適的理財建議，一方面也必需具有更好機動性，隨時主動出擊開發新客戶。在永豐，這樣定位的員工人數正在增加中。

## 二、營造出量身打造的感觉

### • 讓學習變有趣

對新事物的接納度，會因為年紀、個性、求知慾…等因素的不同而產生不同的結果，為了要使同仁接受新商品並有整體性的表現，永豐改變了管理的思維，以帶團康的心情進行教育訓練，不但增加了趣味性，也讓同仁在推展業務時更得心應手，如：為了讓同仁認識期權，發展出選擇權健康操，輕鬆學習靈活交易商品；為了讓同仁了解時間價值及數倍獲利的概念，發展出選擇權大富翁，簡單看懂選擇權。

### • 個人化教育訓練

為能滿足同仁不同的教育訓練需求，隨時補充能量，永豐設有訓練教室，常態性提供完整學習的管道。讓學習效率最大化，於是設計出「同中求異」的學習平台，以制式化的課程規劃，打造專屬個人的學習環境。課程設計分為初階、中階、高階課程，內容包括法令規範、風險管理、實務操作、金融專業等，同仁不但可以即時測驗學習成果，公司也可以經由統計分析，知悉同仁的最大需求，以補不足之處。



## 三、培養聯合、合作關係

### • 合作關係的形成

在永豐，引導IB推展業務的並不是期貨公司，而是證券經紀事業處的期貨顧問部專責辦理的，凡是對IB的業務說明會、推廣教育訓練、投資講座及外部競賽等，都由這個部門專責辦理，只有在證券有需要時，期貨公司才會一起辦理，證券具有絕對的主導權，於是形成一個良好的合作關係，也避免了證券與期貨公司間的矛盾與衝突。

到這裏，筆者忍不住請教楊總一個敏感的問題：「證券與期貨如何分潤？」，楊總很大方的回答：「我們只分12%，其他88%



全歸證券。」。我想，這也就是IB願意去推期貨的重要原因吧！有錢大家賺，員工有錢賺、公司自然賺到錢。

楊總也提出數據呼應這樣的合作關係：「永豐金證券營業員收入中有10%是期貨所創造出來的，當現貨市況不佳時，期貨收入更高達20%。」，我們IB是主動就去推期貨了，現貨不好時，彼此間就會相招來去推期貨了，一點都不需要我們在後面鼓吹。

而您可能會好奇，IB去推期貨會不會影響現貨的量？事實證明，永豐的現貨市佔仍名列前茅，可見，推展期貨業務並不會影響現貨的發展。而且，就側面了解，由於證券同仁專業的期貨及期權知識，反而產生積極的效應，吸引了其他證券商客戶的參與。

### • 合作關係的昇化

永豐有一個「產品發展委員會」的組織，成員包含了證券、期貨、顧問、自營及期經的研究單位，定期提出產品討論，另外再經由產學合作，從不同的角度研討產品開發策略，打開視野，排除交易上的盲點，發現新的機會。

藉由這樣的組織，永豐產品規劃，經常性都有20~30種，營業員依據研究單位所提出具有立論的專業規劃，提供客戶做出最適合自己的資產規劃、最適當的交易決策。筆者也發現在這樣的運作下，永豐客戶的勝率比市場平均值高出約一倍。

筆者認為，這是永豐IB成功的另一個原因。經紀業務的運作，營業員與客戶有著生死與共、密不可分的關係，當業務同仁對公

司具有更高的信心指數時，推展業務的步伐可以跨的更大，更有力氣打拼。

與楊總經理一席談話，深深感受到楊總對產業發展的熱情。訪談中，筆者提及，楊總若認為不適當提供業界參考的，我們就跳過，但楊總毫不隱諱的說：我希望整個業界都好，也許永豐的市佔會因此而後退，但市場交易量能成長，從業人員會更有信心，產業未來將更有可為。筆者真實看到「集團」  
「宏觀的心胸與視野」。

筆者藉由「兄弟爬山，各自努力」這句話做為本篇結論，在大家攻頂目標一致下，但由於努力、耐力程度的不同與方法、工具的不同都會呈現不同的結果，期盼各家都能找到適合自家的方法與工具，共同努力打造優質的期貨產業。



# 從外資自營商交易經驗看臺灣期貨市場

## 專訪澳帝華期貨顧維道副總經理

期貨公會◎洪基超

——直以來，自營商與市場有著某種休戚與共的關係，如何在瞬息萬變的期貨市場維持收益率？有那些是必需遵守的潛在規則？本刊特別專訪澳帝華期貨副總經理顧維道先生，分享其國內、外的自營經驗，提供交易人不同角度的思維。

101年度臺灣期貨市場交易量較前一年度衰退14.35%，主要是受到全球期貨市場景氣欠佳及國內市場因證所稅事件等因素所影響，相對於亞太地區衰退幅度逾23%，臺灣期貨市場之表現尚屬差強人意。雖然有外在環境的嚴峻挑戰，期貨自營商表現依然相當突出，其中澳帝華期貨在累計稅前損益及累計每股稅前盈餘兩方面，更是有令人亮眼的表現。

首先，我們先來看看澳帝華期貨的交易策略。



### 臺灣期貨市場交易策略

顧副總經理表示目前澳帝華期貨在臺灣的交易策略，主要是以臺灣期貨交易所的選擇權商品為交易主軸，經由履行造市者的買賣報價義務，同時進行避險交易部位的建立，當市場出現價差擴大時也會適時執行價



差交易，不過交易重心還是以造市避險為首要目標。

就其以往的交易經驗來說，臺灣期貨交易市場的商品相較於香港韓國等地的交易成本雖然比較高，但臺灣期貨交易市場的流動性夠高，在亞洲區流動性僅次韓國，以流動性的優勢來說，已可有效降低成本偏高的影響。然而因為成本問題的考量，當我們在臺灣進行交易時每次出手會更加慎重，畢竟成本的因素還是存在；同時我們也會審慎檢視各項變數，例如市場流動性因素，當市場波動率趨緩，我們的交易量也會相對降低，就拿去年的交易量跟今年來比較，若不是週選擇權上市增加整體的市場交易量，那麼今年的市場整體交易量就會明顯降低。在任職於臺灣之前，顧副總曾負責香港Exchange Traded Options (ETO's)商品交易，以香港經驗來看，香港的交易成本雖然比較低，但市場流動性卻不若臺灣交易市場高，對交易來說流動性高的市場是很重要的。

此外，若投資人對於跨市場交易策略有興趣，透過這個機會，分享我們的看法；當在進行跨市場交易策略執行，主動控制交易部位風險是首先要注意的部份，以買賣臺股期貨（TXF）為例，說明跨市場交易策略。

先假設，臺指期貨（TX）和恆生指數（HSI）兩商品間存有正相關的變動關係，如果我們預期恆生指數上漲1%，臺指期貨將有0.3%到0.6%之間的變動。

若目前臺指期貨和恆生指數分別為7,800點和22,000點，當我們看到恆生指數上漲1

%至22,220點，根據我們先前的推估，預期臺指期貨的指數變動大約會落在7,823點（ $7,800 \times 1.003$ ）到7,847點（ $7,800 \times 1.006$ ）的區間。

倘目前臺指期貨仍然徘徊在7,800點左右，那麼我們可以選擇買進臺指期貨，預期臺指期貨會隨恆生指數的上漲而產生正相關的變動。如果我們看到臺指期貨指數已到7,860點了，我們可能會決定賣出臺指期貨，因為我們認為臺指期貨有過度反應恆生指數上漲的情形。

為了維持公司穩健的經營狀態，嚴謹的風險管理策略尤其重要。接著，筆者就要帶領大家一起看看澳帝華是如何進行交易風險管理。

### 風險管理策略

一般來說專業投資人在行情訊息的接收、交易系統操作及風險控管等方面，都會建構起一套交易模組，當然澳帝華也不例外，顧副總表示：其實澳帝華的管理模式很簡單，就是操盤手經驗+margin管理+系統管理。

在盤中交易時段，除了資訊系統不斷提供的交易訊息外，同時也會留意即時新聞動態的變化，有時候回應交易對手的要價，也會帶給我們市場變化的提醒，譬如說有些交易對手的要價偏離市場成交價位或是我們所推算的理論價位，這時候我們會先檢視自己的交易模組，是否市場已出現變化而我們尚

未發覺或是有需要調整交易策略的情況，對我們來說市場交易是一直持續變動，所以也會貼近市場的脈動調整交易，就如同前面提到的，我們是跟著市場波動率走，波動率變大，交易量也跟著變大，當市場波動率趨緩，也會同步調整交易頻率，交易的控制點是事先預設好而不是跟著市場行情變化才來擬定因應的作為。

當履行造市者的報價義務，回應交易人的要價時，若發覺成交價格有偏離預估的理論價格時，就會建構避險部位，以避免持有的部位出現風險高於可忍受的範圍。在執行交易的過程中，資金的調配也是相當重要的一環，在資金的運用比例上，通常會定義在計算商品契約價值上，而不是以商品保證金來計算，以商品保證金來計算，面對風險時可承受能力會降低，所以我們並不會以商品保證金來計算可動用資金。為了避免持有的部位承受高於可動用資金的風險，因此在資金的使用方面，一般情況下澳帝華動用在交易部位的資金相對較低，只有當特殊市場狀況發生時才會提高資金的運用比率到資金水位的50%-60%左右；換言之市場參與者在進行交易時，事前要做好適當資金配置的規劃，以避免行情反轉時，沒有足夠的保證金承受市場變動的損失，造成超額損失(over-loss)。對市場風險澳帝華一向謹慎的看待，除此之外符合臺灣期貨交易所調整後淨資本(ANC)的要求也是必要的風險管理程序之一。



交易系統對自營商是很重要的，經由交易系統所規劃的投資組合，不論是因應避險或是套利的拆組，都能快速地同步完成交易執行跟風險管理，這是單靠個人電腦無法達成的。對於部位風險管理上，公司會事先設定一個可忍受風險的範圍，並對持有的部位進行壓力測試，在這個區間內，會對所持有的部位風險進行調整，透過建立避險部位，才能積極的掌握所面對的風險，在避險過程中偶爾會出現套利的機會，我們也會適時的去爭取。所以雖然今年市場波動率趨緩，我們的交易量也相對降低，但投資效率跟去年相比較毫不遜色，只要市場有適合的交易，我們隨時都做好準備，隨時都能出手交易。



### 專業市場環境的營造

商品推出的成敗，與「專業」有著相當關鍵因素。專業除了要表現在產品的設計上、行銷活動也是相當重要的。先前我提到交易過香港的商品，香港有一陣子有許多的投資人在權證商品賺錢，經由口耳相傳或廣告宣傳，其他的投資人在沒有充份的風險認知下也跟進，結果市場反轉時造成許多沒有適當避險的投資人承受大額損失，對權證這類的商品造成傷害，在後續同類型商品的推廣具有負面的影響。

而這部分，我認為臺灣期貨市場做的很好，除了努力設計合乎交易人需求的新商品外，在市場推廣與教育宣導部分，都提供了相當專業的配套，主管機關跟公會與交易所的努力推廣，我們業者都很感謝。當自然人、法人有意願不斷進場交易，整體市場才有持續成長的空間；有了活絡的市場，每個

市場的參與者才會有更大發揮的空間。

臺灣期貨市場交易人結構，自94年起法人（含期貨自營）佔交易比重超過50%後，至今仍以法人交易為主力，約略可以窺視法人對期貨市場的運用正在提升中，而自然人的表現雖有停滯現象，但一方面也顯示其交易能量是不可忽視的。

市場要持續不斷地吸引外部資金的投入，每個市場交易參與者都是很重要的，缺了一部份都無法使市場繼續發展壯大，以我周遭的朋友來說，有從事股票投資的，而從事期貨投資的就少聽到，更別說是投資選擇權商品了，因此我覺得目前自然人所呈現的交易量，應該有更大的成長空間，因為大家買了幾拾萬的汽車都會記得加買車險，而買了幾百萬的股票卻少見有加買保險的動作，我認為這是臺灣期貨市場可以再加強宣導的部分，當自然人有了更良好的風險管理態度，整體金融市場交易會更活絡，也會更安全。

### 結論

經由自營商的交易經驗分享，筆者歸納幾項原則給讀者參考：1)適時掌握資訊；2)熟悉您的交易系統；3)選擇適合自己的投資策略；4)margin合宜運用；5)風險管理配套不可少。本刊期盼藉由本文，提供讀者一個優質期貨交易人自我管理守則，不管您是一般投資人或專業投資人，都能有所助益。



# 掌握跨界市場商機

## 元大寶來期貨經驗分享

元大寶來期貨國內法人部業務副理◎劉群偉

### 異業合作 可以做些什麼？

2013年臺灣股市呈現低迷，日成交量萎縮剩不到新臺幣800億元，而依託在現貨之期貨與選擇權商品，由於具多空皆宜特性，加上受到今年四月份再次調降期交稅影響，臺灣期權交易量較去年同期仍有8%成長，顯示在愈動盪的時期，金融機構法人如證券期貨自營商、銀行、投信與保險對期權商品的需求愈大。在努力開發金融機構法人下，元大寶來期貨拿到臺灣國內法人市場3成以上市佔率，並在政府勞退與公務人員退撫基金委外代操的標案中，取得超過8成開戶率的亮麗成績。

屬於淺碟市場的臺灣，受國際事件影響甚鉅，加上臺灣金融機構亦積極參與海外資

本市場投資，因此全球總體經濟變化，如QE退場衝擊、德國總理大選、大陸宏觀經濟、八大資產趨勢變化等都是法人機構持續關注的議題，為此元大寶來期貨也努力突破臺灣現有國內法人事業經營模式，成功開發機構法人從事國外期貨交易，並依不同機構法人提供客制化的下單需求和後臺帳務管理服務，提高機構法人參與度。

2007年以來，全球市場波動大增，加上全球量化寬鬆導致熱錢流竄，對於絕對報酬商品的需求急速增加，因此，各國大型機構對在歐美已發展多年的期貨信託基金（Commodity Trading Advisor, CTA）投以關愛眼神，相較多數共同基金以股票類與債券類為主要投資標的，CTA基金在全球已有超過150個期貨商品多元操作，投資種類包括股



# Market information

票、債券、利率、外匯、能源、貴金屬、民生金屬、農產品等八大資產，CTA基金著重於部位配置與風險控管，並運用統計量化結果跟隨趨勢策略，利用期貨商品低交易成本與高流動性特性，進行多空雙向、跨商品、跨市場之交易，賺取絕對報酬。

隨著金融機構管理資產的日益增大，元大寶來期貨並協助機構法人將其投資組合獲得合理報酬並維持低波動率，協助機構穩健經營。以加州公務員退休基金（CalPERS）與耶魯大學之實證，投資組合中納入CTA基金能有效提高年化報酬率、降低波動率與減少最大可能產生的損失，且在面對黑天鵝事件時，報酬率仍然屢創新高，證明CTA基金確實是資產配置中的重要一環。

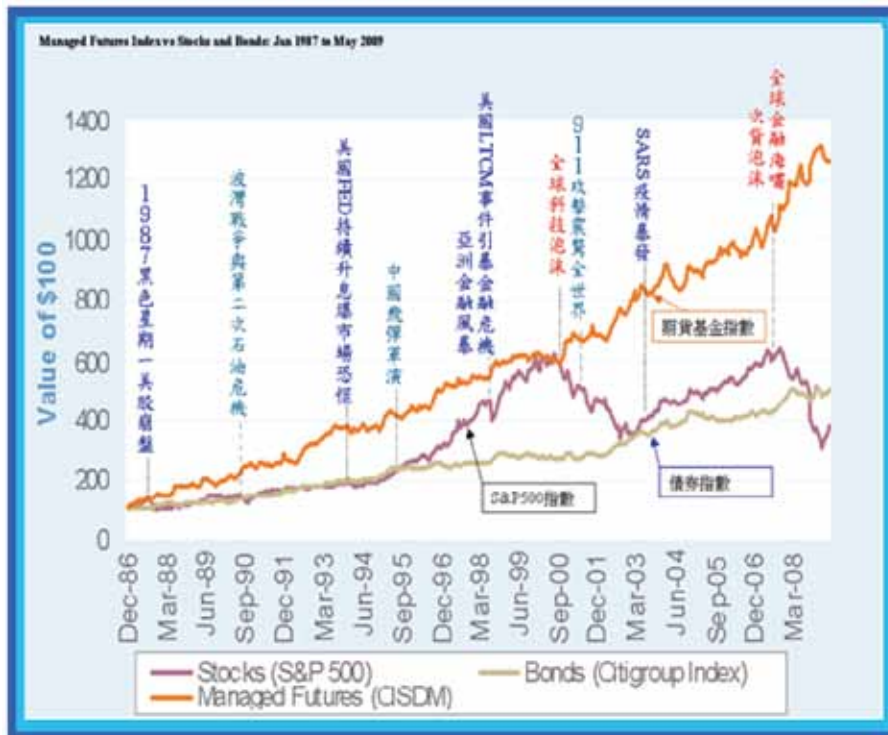
## 善用CTA特性 發展法人機構客戶

退休基金與保險公司的投資需注意穩定與收入支出的平衡，無法承受短期內巨幅的虧損，因此，也特別注重投資組合與資產配置，傳統的配置重點是放在股票和債券的組合比例，經過2008年金融海嘯後發現並沒有真正達到風險分散的效果。

由於CTA基金的程式操作邏輯哲學就是掌握多空趨勢，不但在市場上漲時，能和其他資產同步順勢作多，在市場下跌時，也能夠順勢放空而獲利，提供其他只能作多的資產下檔的保護。

依BarclayHedge公布數據可發現，CTA基金和全球債券的相關性為-0.01，和全球股

## CTA績效長期優於股債



Source: Aspect Capital Limited and CISDM.

票的相關性為0.01，和一般的投資商品的相關性極低，再加上CTA基金追求絕對報酬的特性，對於追求穩健報酬的機構法人而言，包括保險公司、銀行、產業法人與政府四大基金等，亦無違背之處。

2008年金融海嘯時，全球股票型基金規模受贖回影響大幅縮水，反觀CTA資產規模在震盪環境中卻持續上升，由下圖可看出有超過6成的漲幅，說明了包含主權基金、保險公司、退休基金與資產管理公司等追求最佳資產配置的大型機構，對低波動率穩健商品的強烈需求。

### 法令限制仍需突破

金管會已於2011年底通過保險業投資期貨信託基金相關規定，擴大保險業資金運用管道、加強資產配置的多樣性，以提升其資金運用效率。惟在實務上對保險業者仍有諸多限制，如最近一年執行各種資金運用作業

內部控制處理程序需無重大缺失、最近一年無經主管機關核處罰鍰新臺幣一百萬元以上之重大處分情事、對每一期貨信託基金之投資總額不得超過該基金已發行之受益憑證總額百分之五。

在元大寶來期貨與保險業者接觸過程中，業者對於CTA基金風險屬性低於傳統股票型基金，且分散投資八大類資產的多空皆宜之特性，持肯定態度，認為有利降低投資組合波動性、強化資產配置效能，達到穩健報酬之目的。

但目前金融機構投資CTA的法令規範仍待突破，日前保險業者已陳請保險公會協助建議主管機關比照保險業投資證券與投資信託基金之法規，放寬對重大缺失及罰鍰之規定、每一CTA之投資總額不得超過該基金已發行受益憑證總額百分之十之限制，並開放投資型保單能夠連結CTA基金，期盼能透過監理制度的開放，健全保險資金之資產配置。





### 服貿契機與挑戰

近期大陸期貨新種業務逐步開放，包含夜盤、外盤、選擇權和系統自主開發、IB推廣、資產管理、風險管理子公司等，臺灣期貨產業大多已具備營運模式和經驗，而期貨公司還可以直接承作國際主要指數、利率、外匯和原物料等商品，與國際接軌連動性強，是具跨國際商機的優勢產業。

兩岸簽訂服務貿易協議後，開放臺灣期貨商在大陸申請設立合資期貨公司，臺資合併持股比例最高可達49%，以利臺灣期貨業者爭取大陸商機，目前兩岸已可透過QDII、QFII與RQFII的架構進行投資。

大陸證券QDII已經投資台股約2億美元外，今年金管會亦通過大陸銀行與保險業QDII來臺投資資本市場，合併的總額度亦從

原本5億美元提升至10億美元，仍有近8億美元的額度可供QDII使用，折合臺幣約240億元的活水可注入臺灣股市，預期在兩岸證券期貨法規持續開放下，雙方可藉由更開放的合作與交流互蒙其利。

但對於市場所深切期盼的滬深300股指期貨，並未列入主管機關公告臺灣業者能夠承作的期貨商品，使得臺灣QFII業者無直接管道從事大陸股指期貨交易，只能繞道他途進行交易（如：新加坡交易所的A50指數期貨），空留遺憾。服貿的契機，我們已經看到了，但尚未能掌握。期盼在產業支持下，一起努力爭取兩岸投資人互相參與期貨市場之管道，如：兩岸期貨公司能夠直接複委託進行交易、大陸授權臺灣推出大陸相關指數類期貨，壯大兩岸期貨市場。



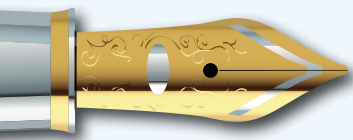
# 特別報導

發現新機會 - 談期貨資產管理！



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。

本篇帶領讀者從QE 機制對全球經濟震盪談起，介紹目前國際上正夯的絕對報酬式期信基金，最後以全球宏觀經濟現狀及發展趨勢來看期貨資產管理新策略，期盼一起打造具臺灣特色的財富管理品牌。



# QE 解碼 - 從全球經濟震盪談起

國泰期貨顧問處副總經理◎錢冠州

2013年第一季，出現了QE要退場的聲音，而後國際股市大幅修正，尤其以新興市場跌幅最重，債券殖利率走高，多檔債券基金淨值大幅減損，黃金價格也是崩跌的狀態。然第二季FED對於QE的談話則對退場言詞趨緩，留待9月18日的聯邦利率會議再行討論，如此倒也給了先前大幅修正的股市及商品市場有了喘息空間，今年的5、6月，新興市場平均修正達到-7%左右。

### 預期心理 全球經濟虛胖

7月起國際股市開始反彈，金磚四國中，巴西指數反彈11.36%、俄羅斯指數反彈14.3%、印度股市也反彈將近10%，比較弱勢的中國股市也維持打底格局，特別以中國股市來說，其本身目前正遭受如資金融通緊縮、地方債務及影子銀行等結構性的問題困



銘傳大學經研所碩士

#### 經歷

元富期貨 - 顧問部經理  
中信期貨 - 商品中心襄理  
中信期貨 - 自營部研究員

擾，這或許也是過去維持高成長及QE印鈔票的負面影響下的犧牲者，QE本身就是單純的印鈔票，其中幾乎是不考慮本身的價值面，試想，如果全市場的資金總共有1,000元，麵包10元，當在全市場再印了1,000元的鈔票，共2,000元流通，那麵包自然而然的就會漲價，而且甚至漲幅會超過貨幣的增加幅度，原因無他，就是預期心理。

然而，這終究不是實質面的增長，而當前的金融局勢卻把因為印鈔票產生的通膨榮景當作是復甦，卻刻意忽略經濟本質面。也因此，當出現QE將退場，印鈔票的行動準備告一段落後，金融市場的反應其實是很劇烈的。我們看到以日本股市為例，今年上半年在「安倍經濟學」的強勢印鈔帶動下，股市在半年內大漲將近50%到將近16,000點的水位，但在QE將退場的陰影下，也出現了快速修正的窘況，這顯示當前全球市場投資人對於QE退場與否的議題是非常敏感的，這當然也意味FED接下來必須對相關言詞小心翼翼，以免造成全球金融市場的大幅震盪。

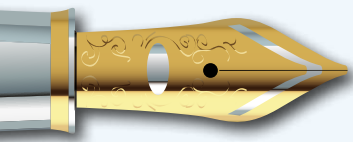
若以當前QE即將退場的金融局勢來分析，因印鈔票而漲高的美國、日本股市自然要小心翼翼，不過這是長期的看法，短期來看，QE緩退的影響即帶來新興市場股市的利多，債券市場也可以稍有喘息空間，不過此一時間越到今年底壓力將越來越大，今年整體的氛圍是不確定性，但資金寬鬆將結束的訊號已經在商品、利率及新興市場價格的震盪看出端倪，當前投資人對於手上投資部位可以適量的利用股市反彈期做減碼的操

作，債券投資部分，高殖利率債券也似乎得避開了，若真要投資佈局的話，筆者認為中國股市為可以參考的標的，先不論未來向上的空間，但就風險的觀點來說，股價低本身就是一項很好的誘因。

### 多空佈局 緩解衝擊

俗語說：「水能載舟，亦能覆舟」，QE政策猶如滔滔洪水，快速墊高商品及資產價值，但這也就是通貨膨脹，到底市場可容忍多少量的通膨，筆者認為此一壓力也將是各國央行須討論及防範的項目，最令人擔心的是：執政者只看到印鈔帶來的榮景，但刻意忽略此榮景並非由基本面產生而是貨幣政策下的效果，另外，通貨膨脹的問題將越來越茁壯，為何2013年第一季會出現QE退場的聲音呢？

我想通膨的影響或憂慮應該已經到達不可忍受的狀態，但市場無法容忍QE退場以硬著陸的方向進行，是以無論在9月的FED會議，或是接下來的論述，筆者相信表面上不會有明確宣示QE退場的言論，但實際的運作將會逐步出現，我們看到減少購債的行動即為開端，於此時投資人不應再期待將來還會出現大舉購債釋出貨幣的景象，反而應該運用利多時機來逐步減碼手中多方佈局。預期QE不會用急或重的方式退出，反而是慢慢的來，這當然有好有壞，好的是金融市場不至於波動過於劇烈，但不好的地方在於，預期心理將持續，以股市來說，行情修



正的幅度將趨緩，但修正時間將拖久，股市空頭市場可能正在悄悄成型。

### 投資思維 應當轉變

2008年金融海嘯以來，臺股已經走了五年的多頭行情，2003年以來，臺灣房地產更是十年的大多頭，投資人其實早已習慣「買股票容易獲利」或「投資房地產一定賺錢」、「現在不進場，以後還要漲上去」等等的思維及言論，但未來的發展總是能如人所預期嗎？

若是在十多年前，臺股還是電子股當道的時間，科技股幾乎囊括臺股百分之八十的成交量，台積電甚至創下220元以上的天下，電子類股幾乎都是百元俱樂部，當時可從來沒想過傳產股如營建股、紡織股等有股價上衝的可能，十年後的今天，高價傳產股比比皆是，再以國際股市的變化來看，五年多前大陸股市一飛衝天，金磚四國鋒芒盡露，而最近三年的大陸股市卻無表現，現在，道瓊指數還在歷史高檔附近，臺股最近三年多在七千點之上的價位，投資人可能早就忘記或忽略臺股股價的循環其實也是有上有下的。

如果說今天之後影響金融市場最大的變數是什麼？當然就是QE退場的問題，「股價或房價一定會往上漲」的想法，投資人應該要修正了，至少也納入風險的概念並且利用當前時機可以思考看看，投資不應該只有一兩項商品也不應只有一個方向，善用投資工具順勢操作，分散投資風險才是投資的王道。

### 靈活配置資產 管理投資風險

墨守既有的投資概念會導致怎樣的缺點或損失呢？我們直接來回想股價的變化好了，想到智慧型手機一定就想到臺灣所產的HTC(宏達電)，兩年前宏達電股價來到1,300的歷史天價，HTC手機市佔率也在全球前三大，但時至今日，宏達電股價幾乎只有全盛時期的十分之一左右，HTC手機呢？銷量也是直線向下的景象，如果你是兩三年前持有宏達電股票的投資人，絕對不會想到才兩年多的光景，股價竟然是如此的變動，筆者相信，如果投資宏達電的投資人早在基本面因素有變動的當下做出正確處置，應該就可以將損失降到最低了。

把主題轉換到投資商品來看，股市及房市前面走了一大波多頭走勢，現在是否還是持續多方格局或者已經悄悄的轉向了，我想當前都有各種說法，但是，投資人大可不用壓寶在同一個地方，資金的配置不一定只有股市，期貨、期貨信託、基金或其他商品市場，都是可以著墨的選項，以期貨或期貨信託來說，做多就不是唯一選項，當遇到空頭行情或市場大跌時，一部分的期貨佈局或可創造當行情下跌時的獲利，此時同時有股票及期貨投資部位的投資人，也就比較不用擔心市場變化所帶來對於投資部位的影響了。

另外，當市場劇烈波動時，避險的概念也是一種選擇，當然想到避險就一定想到指數期貨或選擇權，針對股票的避險，當然也就不得不提到股票期貨這項商品了，直接對個別的股票進行反向操作，就是種相當方便

的投資工具了，而股票期貨除了避險功能外，當然也更要提到，每年除權除息時投資人可將手中的股票現股轉換為股票期貨來持有，來跨過除權除息的時間點，這樣做有什麼好處呢？簡單來說，投資人每年配股配息將會於隔年產生所得稅的費用，而持有相關股票期貨除權息，除了享有配股配息的利益外，期貨交易所得並不納入個人綜合所得稅課稅，其中的好處就由這邊產生了，所以說，投資人可多研究一些新投資工具或新的投資方向，相信對於長期的投資報酬率是有正向的助益的。

### 適時體檢 妥善運用理財工具

總體來說，投資人可以稍微檢視一下自身的投資習性及損益概況，就總投資部位來看，當每日行情波動時，自身是賺是賠的損益數據到底是如何。經常有投資人提到，行情漲跌百點我怎都沒感覺，我想就是不清楚本身的投資部位結構所致，要做好完備的投資風險管理，了解自己買賣什麼及持有什麼就是第一步也是最重要的課題了。

了解本身投資部位後，第二項就是要選擇可以分散風險的投資商品，如果投資人說：「我現在持有一堆電子股，那將部分資金轉進金融股」，這樣是不是就達到了分散風險的目的呢？筆者認為，這樣其實無法達到可令人滿意的效果，在分散投資風險的層面上，我們比較在意所謂的「系統性風險」，假設金融市場遇到了像是金融海嘯或是福島核災等大幅影響到金融市場波動的風

險，此時投資部位的佈局可否具有一定的負相關性可來達到相互彌補損益的效果，就是分散投資風險的主要目的了。

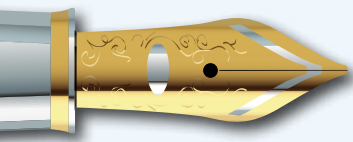
至於要如何做才可以確實達到投資風險管理的課題呢？其實也很簡單，投資人所要做的就是涉獵各項投資商品，試著了解不同商品間的相關性，嘗試去配置不同的商品或策略組合。另外，向外界及專業人士尋求解決方案及專業知識也是一種不錯的方式，舉凡銀行財富管理部門或是基金投資部門，甚至期貨及期貨投信的專業人士，應該都可獲得相當多的服務訊息。

### 致勝關鍵 正確的投資心態

但最重要的還是投資人的投資心態改變，投資的目的當然是為了獲利，但可把壓寶進場希望可以選到飆股的方式，轉變為可達到綿長穩健的獲利模式，很多投資人都希望今年可以選到一檔會大漲的個股，甚至可以達到倍數獲利，但筆者比較希望可以找到一種投資配置或方法，可以年年都獲利10%以上，達到長期且穩定的損益曲線。

以理財的角度來看投資這件事，其實就是投入資源，希望可以創造穩定的理財收入，畢竟多數人都是以工作的薪資收入為主要的收入來源，若每年可以多一項穩定的理財收入來源，應可使投資人實質達到更寬裕的效果，充分運用各項理財商品或投資建議將有助於投資人更加確實的建構適合本身的投資規劃，以達成可增進生活的品質要求。





# 多空雙向操作 掌握經濟情勢變化 — CTA 絕對報酬式期信基金介紹

寶富期信基金經理人◎高昊岑

### 何謂CTA

CTA為Commodity Trade Advisor縮寫，歐洲稱為管理期貨(Managed Futures)，1949年第一家公募管理期貨基金成立，採用系統化操作。以資產管理公司角度，CTA角色較接近基金經理人或期信基金，另外有所謂CPO (Commodity Pool Operator)，角色類似基金發行公司，會聘請CTA操作。CTA為期貨信託基金一種，一般定義CTA需符合三項條件，以期貨契約為主要操作標的，多空雙向主動操作，追求絕對報酬。CTA交易範圍涵蓋八大類商品，區域廣及全球100多個交易所。相較於短期利率、債券、股票與REITS等常見金融商品，CTA、避險基金與私募基金均屬另類投資資產，也有研究將CTA歸類於避險基金交易策略一種，兩者最主要差異，在於避險基金少受各地主管機關監管，多數CTA需向各地主管機關註冊，並接受監管。



輔仁大學 經濟系

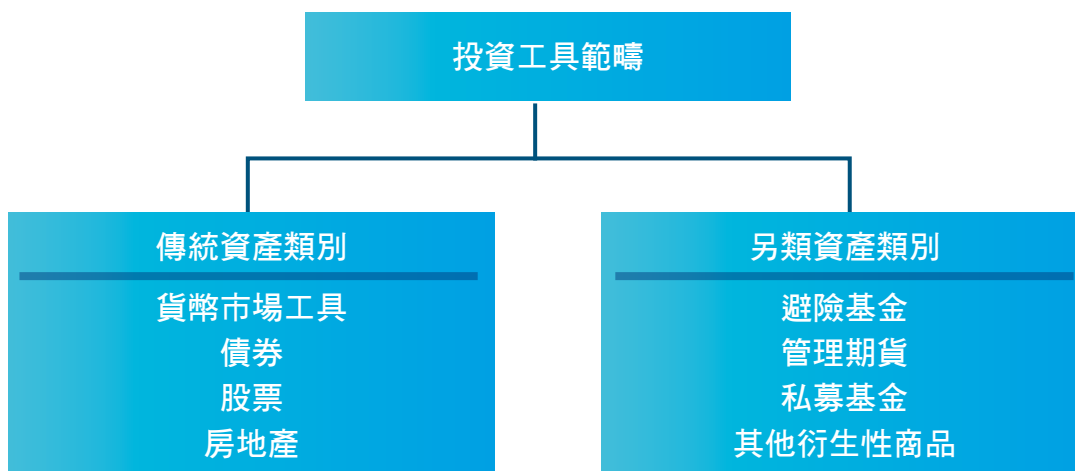
University of Denver MBA Finance

#### 經歷

群益證券 - 產業研究員

元大金控 - 儲備幹部

元大寶來期貨 - 研發部研究員、  
自營部專業襄理

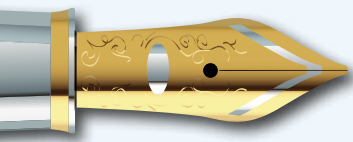


追求絕對報酬為CTA主要條件之一，投資人必須了解「絕對報酬」正確定義。追求「相對報酬」基金，會以特定市場走勢做為追蹤標的，當特定市場出現多頭走勢，跟隨指數的操作方式必定賺錢，反之當空頭市場出現，「相對報酬」基金將難逃虧損，市場連動性高為「相對報酬」基金共同特性，市場走勢決定基金最終績效。「相對報酬」相反便是「絕對報酬」，追求「絕對報酬」基金透過多市場多空操作，績效表現與個別市場呈現低度相關，每檔基金依本身風險承擔能力，設定合理風險，追求合理預期報酬，**絕對報酬不代表絕對獲利，而是表示預期報酬與個別市場走勢呈現低度相關。**

相較傳統共同基金以股票類與債券類為主要投資市場，多數CTA基金在全球超過150個市場多元操作，以統計量化為基礎，設計交易策略模組並建置資產配置模型，進行高度程式化、機制化交易。期貨交易與現貨投資的思維與邏輯並不相同，期貨交易模組著重於部位配置與風險控管，並運用統計

量化結果跟隨趨勢，利用期貨商品低交易成本與高流動性特性，進行多空雙向、短線進出與跨商品套利等交易，賺取絕對報酬，與傳統共同基金根據基本面狀況預測趨勢，進行中長線投資獲得相對報酬並不相同。基於市場類型分配廣度不同，在操作策略上策略型多空交易（LONG-SHORT）與中長線投資（LONG-ONLY）屬性不同，CTA基金得以與各類型市場行情維持低度相關性。

	共同基金	CTA 管理期貨
市場類型	股票、債券、貨幣市場	股票類、債券類、短期利率類、匯率類、貴金屬類、工業金屬類、能源類、農產品類等八大類商品
操作策略	多方投資 (Long-Only)	多空交易 (Long-Short)
績效表現	相對報酬	絕對報酬
市場相關性	高相關性	低相關性



## CTA產業發展現況

根據BarclayHedge資料統計，避險基金產業在2007年發展達到巔峰，資產規模超過2兆美元。2008年金融海嘯導致避險基金產業規模下滑近4成，同期間CTA資產管理規模呈現穩定成長，主要由於2007年以來，全球投資市場波動大增，提升全球投資人對於絕對報酬商品需求，CTA具有流動性高、投資組合透明等優勢，吸引大量資金流入，2008~2013Q1期間，整體資產規模自2,064億美元成長到3,372億美元，成長幅度高達62.4%。



資料來源：BarclayHedge，元大實來投信整理，日期：2002~2013/Q1

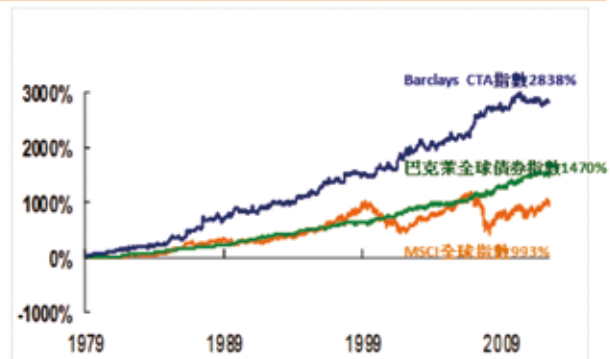
觀察Barclay CTA指數歷年表現，1980年1月到2013年6月期間，僅6年發生虧損，虧損最大一年發生在波動度大幅下滑的2011年，全年下跌3.1%。指數編製以來總報酬2,838%，領先巴克萊全球債券指數1,470%與MSCI全球指數993%表現，33年期間長線走勢清楚呈現，CTA不只追求絕對報酬，確實創造絕對報酬。

觀察投資商品好壞，決不能單看報酬表現，需從風險報酬角度出發。風險報酬比例中，歷史累積報酬與歷史最大回檔（Accumulated Return Over Max Drawdown）是最直觀，也是一般專業交易人常用判斷策略或商品好壞的方式，清楚了解某個策略或某種商品使用且實際發生多少風險，一旦出現適合行情，到底能創造多少報酬。觀察避險基金交易策略中，管理期貨歷史累積報酬與最大年度回檔比例10.6，僅次於全球宏觀策略，大幅優於其他策略類別。

## Barclays CTA指數歷年績效

1980	63.69%	1992	-0.91%	2004	3.30%
1981	23.90%	1993	10.37%	2005	1.71%
1982	16.68%	1994	-0.65%	2006	3.54%
1983	23.75%	1995	13.64%	2007	7.64%
1984	8.74%	1996	9.12%	2008	14.09%
1985	25.50%	1997	10.89%	2009	-0.10%
1986	3.82%	1998	7.01%	2010	7.05%
1987	57.27%	1999	-1.19%	2011	-3.09%
1988	21.76%	2000	7.86%	2012	-1.70%
1989	1.80%	2001	0.84%	2013	1.79%
1990	21.02%	2002	12.36%		
1991	3.73%	2003	8.69%		

## 報酬率走勢比較圖



資料來源：BarclayHedge，元大實來投信整理，統計期間：1980~2013/Q2

	避险基金 指数	可转债套利	股票放空	新興市場	市場中立	事件導向	固定收益 套利	全球宏觀	股票對沖	管理期貨	多重策略
2012	7.67%	7.82%	-20.39%	10.28%	0.85%	10.63%	11.04%	4.58%	8.21%	-2.93%	11.19%
2011	-2.52%	1.13%	3.85%	-6.68%	4.49%	-9.09%	4.69%	6.44%	-7.31%	-4.19%	1.83%
2010	11%	11%	-23%	11%	-1%	13%	13%	14%	9%	12%	9%
2009	18.57%	47.35%	-25.03%	30.03%	4.05%	20.38%	27.41%	11.55%	19.47%	-6.57%	24.62%
2008	-19.07%	-31.59%	14.87%	-30.41%	-40.32%	-17.74%	-28.82%	-4.62%	-19.76%	18.33%	-23.63%
2007	12.56%	5%	6%	20%	9%	13%	4%	17%	14%	6%	10%
2006	13.86%	14.30%	-6.61%	20.49%	11.15%	15.73%	8.66%	13.53%	14.38%	8.05%	14.54%
2005	7.61%	-2.55%	17.00%	17.39%	6.14%	8.95%	0.63%	9.25%	9.68%	-0.11%	7.54%
2004	9.64%	2%	-8%	12%	6%	14%	7%	8%	12%	6%	8%
2003	15.44%	12.90%	-32.59%	28.75%	7.07%	20.02%	7.97%	17.99%	17.27%	14.13%	15.04%
2002	3.04%	4.05%	18.14%	7.36%	7.42%	0.16%	5.75%	14.66%	-1.60%	18.33%	6.31%
Accumulated Returns	77.80%	71.56%	-54.94%	121.26%	15.80%	89.31%	60.52%	112.73%	74.86%	69.22%	84.37%
Max Drawdown	-19.07%	-31.59%	-32.59%	-30.41%	-40.32%	-17.74%	-28.82%	-4.62%	-19.76%	-6.57%	-23.63%
Accumulated Returns / Max Drawdown	4.08	2.27	-1.69	3.99	0.39	5.03	2.10	24.40	3.79	10.54	3.57

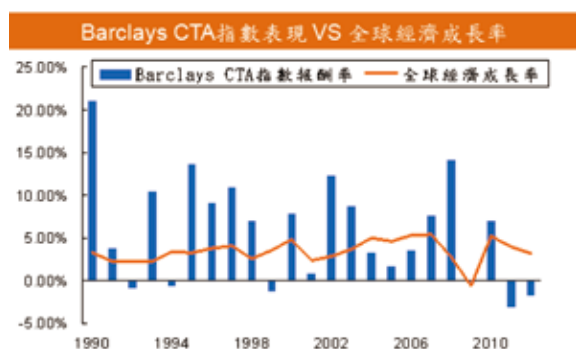
資料來源：Credit Suisse/Tremont Hedge Index 2002~2012，元大寶來投信整理

除肯定CTA在風險報酬比例上穩定表現，機構法人對CTA興趣來自於產品流動性、透明度高與任何時點均可進場，多空皆宜等特性。回顧近20年，Barclays CTA指數有5次單年績效超過10%，其中4次分屬不同景氣階段，且扮演驅動角色的資產類別也不同，顯見只要趨勢浮現，CTA不論行情多空均可獲利。CTA運用程式設計，掌握短中長期各資產趨勢走向，將資金配置在最有可能發動行情的資產類別，採多空雙向操作，不

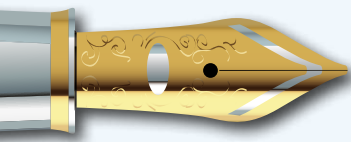
論景氣多空皆可佈局，只要趨勢明確即可獲利，為全天候投資工具。

根據另類投資研究機構Preqin調查顯示，2012年有意投資CTA機構客戶達713家，佔總體調查25%，與2008年331家相比，需求呈現倍數成長。另外，Towers Watson 2012年調查顯示，全球退休金在另類投資前二十大標的，投入總資產規模高達1,640億美元，其中AHL、Winton Capital與Transtrend等大型CTA管理超過100億美元退休基金。

管理期貨研究機構Altegris最新排名顯示，全球前五大CTA資產管理規模均達新台幣580億元以上，平均年化報酬率介於8.2%-13.7%，平均累積15.8年實際交易紀錄，全球最大CTA管理公司WINTON CAPITAL，資產管理規模更高達新台幣7,290億元，損益曲線亦呈現持續創新高狀態。



資料來源：BarclayHedge，元大寶來投信整理，統計期間：1990~2013/07



	CTA名稱	成立日期	損益曲線	年化報酬率	今年報酬率	最大回檔	資產規模 (\$M USD)
1	Winton Capital Management Ltd: Diversified Trading Program *CLSD*	10/1997		13.24%	2.71%	-25.73%	24,300.00
2	Transtrend B.V.: Diversified Trend Program - Enhanced Risk USD	01/1995		13.65%	-1.36%	-15.15%	6,304.00
3	Aspect Capital Limited: Aspect Diversified Program *QEP*	12/1998		8.19%	-0.87%	-21.53%	6,231.00
4	Quantitative Investment Management, LLC: Global Program *QEP*	10/2003		10.38%	-7.11%	-11.74%	2,353.00
5	Campbell & Company, Inc.: Financial Metal & Energy - Large Fund	04/1983		10.96%	10.27%	-41.92%	1,956.00
6	IKOS Asset Management Ltd.: IKOS Futures Fund	02/2010		2.82%	-6.23%	-19.37%	1,300.00
7	Amplitude Capital AG: Amplitude Dynamic Trading Fund *QEP* *CLSD*	06/2005		8.62%	0.33%	-20.06%	970.00
8	Millburn Corporation: Diversified Program	02/1977		15.55%	-6.69%	-25.57%	970.00
9	Amplitude Capital AG: Amplitude Sinfonie Fund *QEP*	09/2009		-2.11%	-7.42%	-12.38%	847.00
10	Altis Partners (Jersey) Limited: Global Futures Portfolio *QEP* (Composite)	08/2001		11.65%	5.85%	-34.96%	783.30

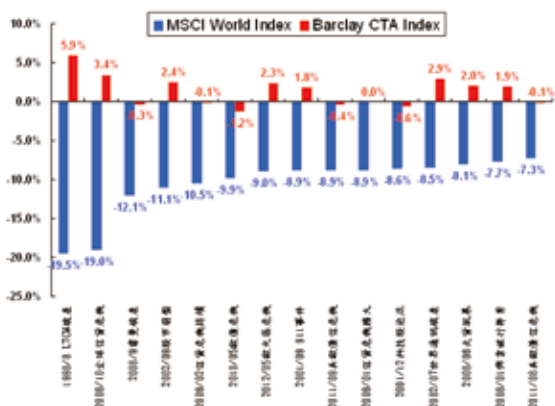
資料來源：Altegris，元大寶來投信整理，日期：2013/08

## CTA基金特性

### 一、多空雙向，走勢穩健，空頭市場表現突出

回想近期多空循環，2002年10月至2007年10月五年期間，MSCI世界指數上漲約130%，2007年10月次貸風暴爆發後不到一

年半期間，就將過去五年漲幅跌完破底，主要由於空頭市場發生期間，多殺多市場情緒與斷頭停損等市場機制所造成緩漲急跌情形十分明顯，大部分CTA多屬趨勢操作，緩慢行情較難掌握轉折與方向，急速與大波動行情較利於趨勢操作模式，為CTA基金在空頭市場中較容易創造突出績效主要原因。環



資料來源：Bloomberg，元大實來投信整理，統計期間自 1998/08~2013/08

顧歷次股災，MSCI指數下跌7.3%~19.5%不等，CTA則透過多空雙向操作，下跌幅度最大僅1.2%，最高可創造5.9%獲利。

## 二、多空判斷交由專業平台決定與執行

觀察2001年1月至2013年8月各類別商品走勢，巴克萊CTA指數79.4%累積報酬率，除落後貴金屬與基本金屬累積報酬率外，大幅領先股票類17.2%、債券類27%等其他類別商品。即便貴金屬類商品在2011年最高達到400%以上累積報酬率，但若進場時機不對，在2011年與2012年等高檔進場，仍將遭遇大幅回檔風險。相較於大多數相對報酬式共同基金多方導向操作模式，CTA基金透過



資料來源：Bloomberg，統計期間自 1998/08~2013/08

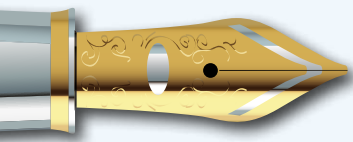
多市場多空操作，在操作績效不受市場方向性影響下，創造絕對報酬，達成任何期間進場持有基金，均可期待絕對報酬的效果，投資人不再需要自行判斷基金買賣點，所有多空決定都經由CTA專業操作平台代為決定與執行，投資人僅需觀察基金實際發生風險狀況與達成報酬表現，來決定基金是否值得繼續持有。

## 三、市場相關性低，資產配置重要元件

巴克萊CTA指數與股市與債市分別呈現-0.05與0.25低度相關，與其他六大類資產類別亦呈現-0.28到0.29低度相關，針對配置大量資產在股市或債市投資人，若希望分散投資風險，將CTA納入投資組合，分散效果將優於在同類型基金內尋找標的。

CTA與八大類商品月損益相關比較

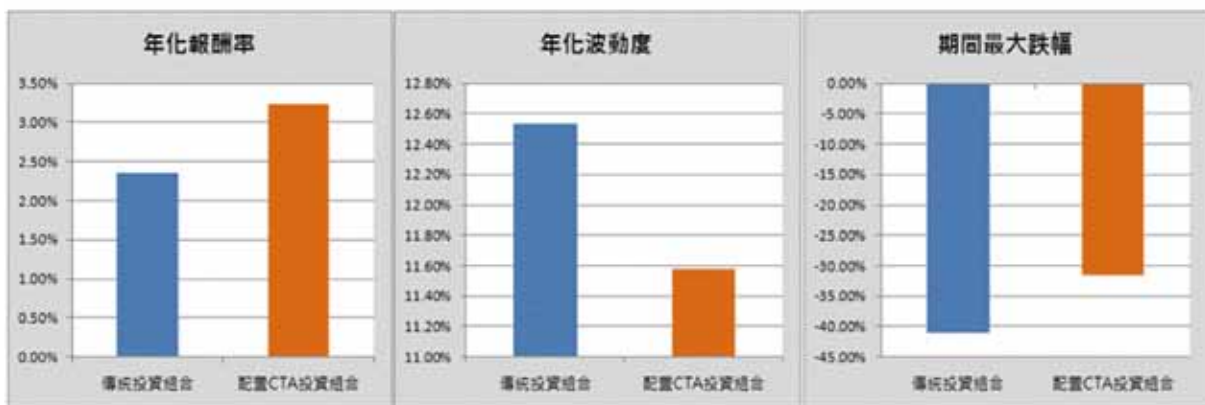
	巴克萊CTA指數	高盛能源指數	高盛貴金屬指數	高盛基本金屬指數	MSCI世界指數	高盛農產品指數	美元指數	美元10年期	巴克萊CTA指數
巴克萊CTA指數	1								
高盛能源指數	0.24	1							
高盛貴金屬指數	0.29	0.28	1						
高盛基本金屬指數	0.07	0.40	0.36	1					
MSCI世界指數	0.05	0.33	0.20	0.61	1				
高盛農產品指數	0.23	0.25	0.35	0.38	0.39	1			
美元指數	-0.28	-0.37	-0.48	-0.47	-0.50	-0.43	1		
美元10年期	0.25	-0.11	0.19	-0.23	-0.29	0.06	-0.15	1	
巴克萊CTA指數	0.21	-0.23	0.03	-0.14	-0.16	0.04	-0.18	0.28	1



觀察實際效果，比較傳統投資組合配置60%花旗世界指數與40%美國10年期公債，與多元投資組合配置20%巴克萊CTA指數、50%花旗世界指數與30%美國10年期公債，

所得結果發現，多元投資組合不論在年化報酬率、波動度或是最大回檔，均優於傳統投資組合，驗證CTA的確為資產配置不可或缺產品。

傳統投資組合與配置CTA基金組合之分析比較



資料來源：Bloomberg，元大寶來投信整理，統計期間自2001/01~2013/08

#### 四、多元資產連結 創造全方位獲利

多元資產連結是CTA相較於其他投資工具更為有效的風險管理方式，大型CTA大多交易上百種期貨契約，交易標的多元，除有效分散風險，更能掌握趨勢發動市場，提升獲利能力。

過往臺灣投資人大部分都把注意力集中在股票，此表可清楚看出，在不同時期，各類別資產都有一枝獨秀機會。除了黃色區域標示出各類別商品在特定事件中突出表現，不要忘記CTA多空雙向特性，原油54%、農產品36%等暴跌，更是CTA趨勢操作等待的厚尾獲利區間。

時間	資產類別					
	公債	黃金	美元	原油	股票	農產品
2011/7/1 ~ 2011/8/22 (美國量化寬鬆)	4.95%	27.55%	-0.37%	-11.40%	-15.81%	13.04%
2011/11/15 ~ 2-12/12/20 (全球景氣復甦)	0.14%	-3.97%	-2.24%	4.95%	7.82%	-3.58%
2012/6/16 ~ 2012/7/20 (美國乾旱)	0.29%	-2.62%	2.27%	8.82%	1.89%	39.63%
2008/7/15 ~ 2008/10/28 (雷曼風暴)	-6.50%	-23.59%	21.09%	-54.79%	-32.61%	-36.34%
2011/2/15 ~ 2011/4/8 (利比亞事件)	2.08%	7.36%	-4.46%	33.76%	0.53%	0.70%
2007/9/15 ~ 2008/3/17 (美國降息)	16.14%	41.70%	-10.25%	33.60%	-12.00%	36.86%

資料來源：Bloomberg，元大寶來投信整理，統計期間自2001/01~2013/08

## 五、有效控管風險 虧損較易回復

CTA多由系統程式進行交易，相較於人性的貪婪恐懼，較能有效控制下檔風險，加上多空操作、多元交易，即便投資組合中出現方向錯誤部位，會進行停損甚至反手填補虧損，也可以透過其他標的獲利，維持整體投資組合正報酬。看到統計，1990/01~2011/6 S&P 500指數與Barclay CTA指數受到事件傷害之程度與回復期間，結果發現CTA遇到利空事件的傷害幅度較小，虧損也較易回復，主要因為特定事件利空，若能造成波動度提升、趨勢明確，反而形成CTA操作上利多。



資料來源：Bloomberg, 統計自 1990/01~2011/06

## CTA如何創造絕對報酬

一、要了解CTA如何創造絕對報酬，可先由期現貨遊戲規則差異進行比較。

### 股票市場：多頭共享獲利，空頭分攤虧損

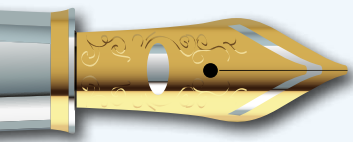
- 股票市場參與者主要可分為公司內部人、專業投資者與一般投資人，由於

個別公司資訊傳遞效率不同，公司內部人較容易掌握資訊傳遞優勢，專業投資人投入大量人力物力進行市場研究，專業程度上容易取得優勢，相較一般投資人，公司內部人與專業投資人較容易扮演市場贏家角色。

- 股票市場為非零和遊戲，多頭市場時，市場參與者可以共享資本利得與公司營運創造股利收益，贏家得以獲取大部分獲利，輸家至少不會虧損。但在空頭市場，即便是公司內部人或專業投資人，也必須分攤虧損，輸家贏家只有虧損分攤多少的區別。

### 期貨市場：零和市場，贏家獲利，輸家虧損

- 主要期貨商品走勢，多由總體景氣與市場狀況決定，訊息傳遞效率較為平均，較無所謂內部訊息，市場參與者就剩下專業交易人與一般交易人，同樣因為投入大量的人力物力，專業交易人大多時間扮演市場贏家角色。
- 不同於現貨市場中，多頭市場共享獲利，空頭市場分攤虧損，期貨市場損益為零和遊戲，不論多空頭市場，市場贏家均可以獲利，也因此經常扮演市場贏家的專業交易人，在多空行情時均可創造利潤。本篇所介紹的CTA，尤其是國際間大型CTA，更是投入了大量人力物力，位在金字塔頂端的專業交易人。



## 二、根據交易模式區份，CTA基金分為系統化交易和主觀式交易。

交易邏輯部分，系統交易以價量與其他任何可量化統計數據進行資料分析，並依照分析結果建置策略模型，由模型自動產生交易決策。主觀交易仍以技術面為主要，配合基本面、消息面、籌碼面等其他面向進行主觀判斷，長期間能穩定獲利的主觀交易者，多半本身已內化許多交易系統，交易員依照不同市場行情，主觀挑選適合交易系統執行。

在報酬穩定度上，由於系統犯錯機會比人工小，普遍來說，系統交易長線會呈現較高損益穩定度。系統化CTA基金交易系統通常由多人開發，交易策略包含多人研究成果，不同於主觀操作是單由一人或少數人進行所有交易決定，當少數交易決定者發生錯誤或其他原因離開市場，將導致CTA平台無法持續運作的狀況。

在交易時間部分，主觀交易員操作時間在體能限制下，最多專注交易8-12小時，電腦則可無限制時時刻刻進行交易，在目前主要期貨商品均已發展為24小時電子盤連續交易，系統交易較可掌握交易時間優勢。其他在交易標的廣度、交易執行速度、風險警示能力等方面，系統交易優勢均明顯優於主觀交易。

在交易心態部分，系統交易強調的理性、客觀、統計數據與主觀交易呈現的感性、主觀、貪婪恐懼形成明顯對比，理性、客觀判斷也是一般交易人希望創造穩定報酬時，常見欠缺的正確心態。

## 三、CTA交易策略形式上分為趨勢追蹤和反趨勢追蹤。

所謂趨勢追蹤也稱作發散策略，運用價量關係或其他指標，根據強者恆強、趨勢突破、非隨機區間等原則跟隨交易趨勢，針對

CTA基金系統化交易和主觀式交易比較表：

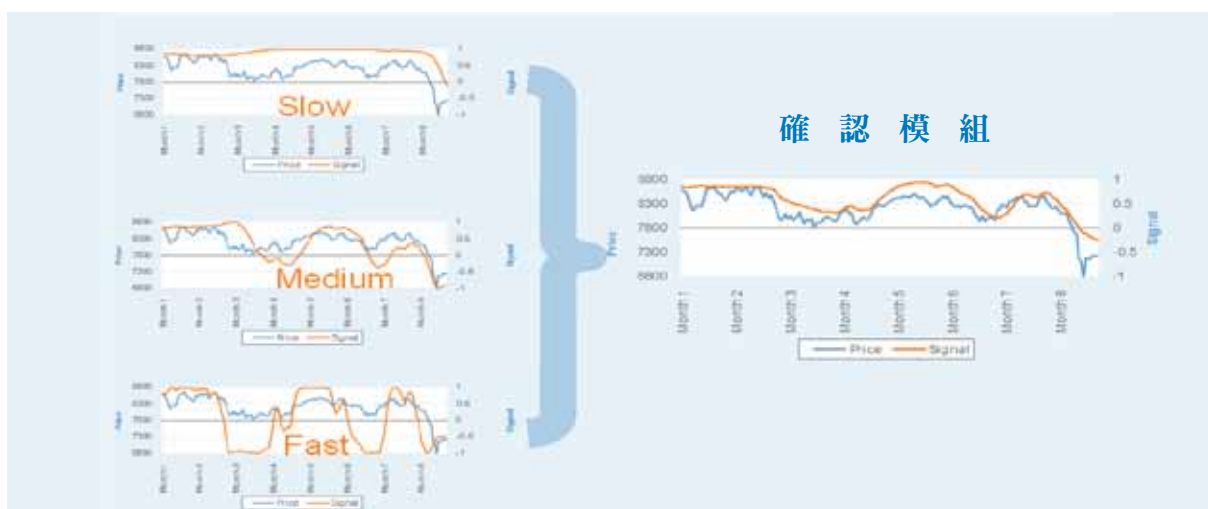
	系統交易	主觀交易
交易邏輯判斷	技術面與任何可量化統計數字為主	1. 技術面為主要，配合基本、消息、籌碼等面向 2. 內化交易系統
報酬率穩定性	較高	較低
人才依賴度	低	高
連續交易時間	24H	8H - 12H
交易標的	多市場多標的	單標的或少量標的
交易執行與風險警示	電腦自動	人工手動
交易運算與執行速度	快	慢
交易心態	理性、客觀、統計數據	感性、主觀、貪婪恐懼

資料來源：Aspect Capital，元大寶來投信整理，日期：2013/07

交易標的進行高買低賣策略；反趨勢追蹤也稱作收斂策略，同樣利用運用價量關係或其他指標，根據乖離過大、超買超賣、隨機擺盪等原則掌握趨勢高低點，針對交易標的進行低買高賣策略。

但實質上，一個分線或日線的價格突破，在週線月線的形態上，仍有可能出現在頭部底部的轉折點；一個分線日線的收斂策

略，在週線月線的形態上，仍有可能出現波段進行的中段，成為中長線趨勢發散加碼點。CTA策略交易平台配置如同圖中所示，一般包含數個交易系統，每交易系統具備數十種不同交易週期發散或收斂交易策略，策略合併後因週期配置權重不同，形成短、中、長期趨勢追蹤系統。



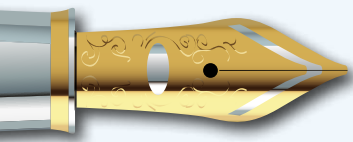
資料來源：Aspect Capital，元大寶來投信整理，日期：2013/07

一般來說，短期趨勢追蹤多空判斷較為敏感，較容易掌握短線價格大幅波動，但因多空反手次數頻繁，增加多空雙殺機率；中長線趨勢追蹤多空判斷較為嚴謹，如此雖降低在真正中長線趨勢出現時反手交易可能性，提升交易勝率，但一旦反向趨勢確立，

錯誤方向的部分可能已面臨相當虧損才進行反向交易。簡單的說，每種交易週期都有害怕的關節要害，如何透過短中長期趨勢策略配置，將關節要害掩飾得最好，是每個趨勢追蹤系統都在追求的聖杯。

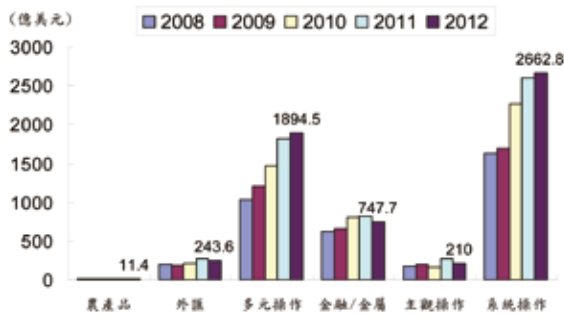
交易週期	持倉期間	多空判斷	交易次數	平均勝率	平均回檔
短期趨勢追蹤	分線、日線	高度敏感	多	低	小
中期趨勢追蹤	數週	中度敏感	中	中	中
長期趨勢追蹤	數月	低度敏感	少	高	大

資料來源：元大寶來投信整理



## 四、多元系統化交易模式介紹

根據統計（參下圖），CTA操作標的仍以多元化投資為主流，操作平台則以系統化交易居多，本篇CTA創造絕對報酬方式將著重於介紹多元系統化交易模式，分述如下：



資料來源：Barclay Hedge, 2012/12，元大寶來投信整理。

### 完整統計數據支撐交易決定

系統化交易模式有幾項特色，首先，系統化每個交易決定，都有完整統計數據支撐，要開發系統化操作策略，後端需建置龐大數據資料庫，研究人員利用習慣的開發軟體進行資料分析(DATA MINING)，常見程式開發介面包括C#、VB、TRADESTATION、MULTICHART、WEALTHLAB等，最後依分析結果得到完整統計數字支撐每一個交易決定，取代傳統模式中，用或許、應該、可能等形容詞來預測交易結果。

另外，當每一個買賣交易決定執行時，後續停損、停利、加碼、減碼、反手等等邏輯同時形成，也因此得以精確預估平均風險與最大風險。一般交易人或使用現貨投資方式來交易期貨的模式，可能花了大部分心力

在尋找買賣點，但就對了是否停利加碼、錯了何時停損減碼等問題並無謹慎思考，導致對於風險預估能力大幅下滑，風險控管也會脫離掌握。

### 高度結合資訊工程掌握交易機會

系統化操作CTA講求高度結合資訊工程，多數配置多名資訊工程人員整合交易策略、部位配置與風控機制，建置高效能策略執行平台。在資訊流通效率極高的期貨交易市場，數分鐘走完當日行情或數日內滿足全年漲跌幅等現象，在多個資產類別中都是常見歷史經驗，這表示交易機會時時在發生，越有效率的交易系統就越能掌握交易機會，擴大交易利潤。

期貨交易成本大致可分為手續費與滑價成本，其中交易手續費為可控制之固定成本，滑價成本為發現交易機會到實際建立部位的時間內，因市場行情變化所造成成本，此部分若無法控制，將對最終損益造成嚴重影響；建置高效能策略執行平台，除能有效掌握交易機會外，同時可降低滑價成本，同樣達到擴大交易利潤目的。

### 多元策略交易平台平滑損益

CTA策略交易平台開發分三部分，首先，市場研究策略開發人員利用各種統計量化軟體，開發不同商品交易策略；再來，投資組合管理人員利用個人習慣之軟體工具，建置商品配置模型；最後再由資訊工程人員，將策略開發人員與資產管理人員共同

開發出不同交易策略與資產配置模型，並提升程式執行效率，整合為一完整策略交易平台。交易平台為系統式CTA基金的核心價值，如：寶富多元策略期信基金，外部操作機構ASPECT現有員工數約140人，超過100人為交易平台相關人員。




資料來源：Aspect Capital，元大寶來投信整理，日期：2013/07

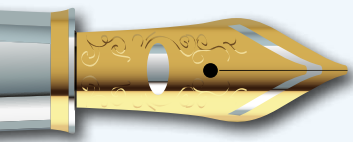
整合後的策略交易平台，為創造平滑損益曲線，由下而上，需進行三項風險分散：最底層為交易策略分散，在個別市場中，分別運用收斂與發散，高中低頻等不同交易邏輯，損益相關性互補之交易策略，達成即便少數交易策略出現回檔甚至失效，但損益互補發揮功效，總體部位仍能創造絕對正報酬。中層為交易市場分散，即便個別市場交易特性改變，依歷史經驗開發之多元交易策略未能達成互補功效發生虧損，藉由其他多數市場多元交易策略維持獲利狀況，仍能達成預期絕對正報酬。最後為交易系統分散，當個別系統之多元交易策略與多元市場配置仍未創造絕對報酬效果時，若有依照不同交易習慣與技巧所開發之交易系統二、甚至交

易系統三同時運作，在其他系統均能正常創造合理報酬時，整體程序化期貨交易平台仍能期望絕對正報酬。CTA策略交易平台透過以上三項機制，確保整體基金創造平滑損益。

### 強大風控系統控制市場風險

期貨交易首重風險控管，大型CTA公司均建置強大期貨交易風控系統，針對風險值與損益狀況等風險面向進行嚴謹與即時控管。一般期貨交易人風控機制，面對單一或少量商品單方向簡易部位，還可依過去行情大致預估下檔風險；但隨著交易廣度持續提升，標的數量與部位方向越趨複雜，簡易的風控機制將無法確實掌握風險暴額。多元系統化CTA在全球八大類商品建置上百種多空方向部位，建置完整風控系統，才有能力對多商品多空雙向的交易模式進行風險控管，在精確控管風險前提下，追求以合理風險創造合理報酬的獲利模式。

綜合前述介紹，多元系統化CTA透過完整統計數據支撐交易決定、高度結合資訊工程掌握交易機會與降低交易成本、建置多元交易策略平台平滑損益與強大風控系統控制市場風險等方式，在零和的期貨市場中，以合理的風險創造合理的絕對報酬。 



# GPS 全球定位期信資產管理 新策略

康和期經副總經理◎林彥全

### 從全球視野 導入在地思維

國際上自2007年次級房貸事件、2008年百年金融海嘯後，美國於2009年3月開始第一輪QE1規模約1.75兆美元的量化寬鬆政策以來，貨幣作為價值儲存的媒介，加上信心和價值評價的心理面與實體面經濟活動運作下，全球已開始陸續在經濟、政治、民生活動起化學變化。各國間貨幣戰政經角力，推波助瀾歐債等問題，甚至提出亞元和恢復金本位立論，以對抗全球各國外匯儲備量最大的美元資產，期間產生各國人民和央行儲備資金轉進黃金資產及固定收益類等資產現象外，國際大量資金也在找尋另類投資工具來配置。

據美國規模最大的Hedge Fund公司Bridgewater Associates 創辦人 Ray Dalio 於2013年初世界經濟論壇中提出，國際資金流動循環已開始從原先屬於風險偏好趨避但過熱到不合理地步的美元債券配置中流出，這



北京大學中國經濟研究中心  
CCER暨國家發展研究院EMBA  
紐約福德漢姆大學  
(New York Fordham Uni.)  
商業管理學院MBA企管碩士  
第12屆金彝獎 - 傑出期貨人才獎  
期貨公會 - 期貨經理事業委員會  
副召集人  
康和期經 - 首席投資顧問、  
副總經理

也顯示2008~2012年我們從未見過大多數的全球資產以壓倒性形式，進駐所謂的無風險性資產現象開始轉向和大幅抽離資金；HFR (Hedge Fund Research) 2013年2月初統計報告顯示，2012年底國際資金至少882億美金進入亞洲Hedge Fund產業，且已回復至金融危機前水位。

所以2008年後國際避險基金產業陸續對其主要投資方（保險公司、退休金和主權基金），所要求配置追求絕對報酬的投資工具加入其投資組合的需求，目的要達到較具安全性、長期穩健成長，所以可多空雙向操作、多元配置分散風險的C T A管理期貨投資元件，被大型保險公司、退休基金和主權基金、校務基金、投資銀行、私人銀行和高資產客戶等專業投資者青睞，也令CTA管理期貨產業的資產管理規模逐年穩健成長。

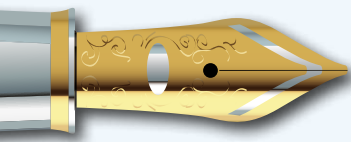
時間推移到2013年8月，近期中東、埃

及地區政經情勢緊張，西方國家也可能採取軍事懲戒行動，來應對宣稱動用化學武器的敘利亞，這令全球股市挫跌，國際油價也上觸半年來高峰，投資者拋售新興市場資產。面對即將來臨的第三季美國國會舉債上限談判的逼近，為未來全球市場投下更多不確定變數，但這也使得更多投資方加快腳步，調高投資C T A基金或全權委託管理帳戶，來配置可多空操作、多元分散風險、高透明度和高流動性的C T A管理期貨投資及避險工具比重。

據 Barclays Hedge 統計資料（請見圖一），自2008年至2013年第一季，C T A整體資產規模大幅成長 62.4%，其中 53%主要投資方為保險公司、政府退休金和主權基金，兩成四為Fund of Funds組合基金等基金投資法人、兩成三屬銀行和高資產投資人。



圖一、全球 CTA 管理期貨產業 - 資產規模不斷成長



## 資產管理新趨勢 定位期貨資產管理

臺灣近幾年期貨資產管理業務在各界努力推廣下，已逐漸開放，隨著2003年期經全權委託一對一管理帳戶的開放、2012年元月首宗中央銀行特許通過外資全權委託臺灣在地期經業者的CTA投資承接項目，結合2002年期貨投資顧問業務和2007年期貨信託業務的開放，臺灣期貨產業已由期貨經紀和自營業務，逐漸發展出全方位期貨資產管理供應鏈（請見圖二）。

近年來國內也開始推廣臺灣品牌在地財富管理國人理財平臺，加上大陸市場在2012年11月正式批准期貨商開放期貨資產管理業務，以及大幅推廣各金融產業的金融創新，國際上大型專業投資機構如CPOs（Commodity Pool Operators）和FoFunds組合基金也在找尋具有亞洲特色的CTA，目前絕對是

期貨、期權等金融衍生品相關從業人員及產業發展的重要里程碑和起點，如同西方投資產業1980年代的起飛點。

CTA(Commodity Trading Advisor，商品交易顧問)在國際避險對沖基金產業（Hedge Fund Industry）中佔有舉足輕重且不可或缺的地位。

“T”代表交易，即金融投資代工——ODM/OEM（原始設計製造商/原始設備製造商）。臺灣的期貨經理和期信事業可接受全權委託代客理財和發行公私募基金產品，投資交易標的除了涉足和人類經濟活動息息相關的全球“五行”市場，即與“金”（貴金屬、工業金屬）、“木”（農產品）、“水”（外匯、利率）、“火”（能源）和“土”（股指）相關的期貨、期權合約和OTC（如信用違約交換、外匯交換）等衍生金融產品外，也包含了ETF、股、債等相對報酬投資工具，做到CTA全球分散風險多元投資的效果。

“A”則代表投資諮詢顧問，可為投資法人機構和自然人進行產品設計和投資組合資產配置（類似CPO，Commodity Pool Operator，期貨基金設計和運作決策者）、提供培訓講習和整體解決方案等高端服務。在國外，投資諮詢顧問（Advisor）可行使顧問諮詢和代客



圖二、期貨產業金字塔

理財投資的角色。

期貨資產管理業務讓期貨、期權市場在傳統投機和避險功能基礎上增加了投資功能，使得二級市場更加完善，並與國際接軌。大中華區的產業從業人員此時正站在華人對沖基金產業躍進發展的浪頭上，好比英美避險基金剛剛起步的20世紀80年代。不同的是，我們將有更多整體環境資源和條件來更有效率、更有效果地發展。大中華市場擁有相關產業實體經濟支撐，目前大陸已經是全球原物料交易大國，同時還可以透過外部顧問或從業人員方式，引進臺灣、香港兩地市場具有內在軟實力的金融人才資源。

對於大中華區陸續開放的期貨資產管理業務，其整體產品行銷應從制高點來看待。考慮當前全球經濟形勢、科技創新和金融創新步伐，發掘市場需求趨勢，將實體產業和經濟現象與金融產業整體供應鏈服務相結合，將市場需求的企劃因素轉化為產品設計因素，並導入產品研發流程和金融投資代用品質保證流程。如同高科技製造業需管理好生產線上良率，資產管理業務則要管理好每筆交易績效和風險，且配合後期產品服務交付和客戶關係管理，才能完成整體行銷內部和外部客戶滿意的任務目標。這也是此產業被稱為管理期貨的原因。

### 期貨資產管理的發展策略

如何做好期貨資產管理的產品行銷、服務、金融創新和商務模型策略發展？我們可

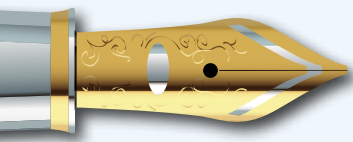
以從“GPS”全球定位的角度來看，找出期貨資產管理業務的GPS定位系統。

首先我們由代表Global的G字母以全球視野來導入在地思維S優勢發展策略（S，Superior Development Strategy）：

#### 一、全球產業沿革（G，Global History）看期貨資產管理事業發展性

依沃頓商學院Franklin Allen和Glenn Yago的文獻，金融創新簡史可始於西元前3000年美索不達米亞平原的泥板銀行系統和西元前640年西亞古王國呂底亞的第一個貨幣；西元1024年，中國老祖宗發明了背書保證銀票，即銀莊承兌系統前身；17世紀西方知識革新（比如：或然率、平均壽命、確定性、效用和推斷等相關理論學說誕生）及大航海殖民貿易環境背景（即聯合東印度公司成立代表公司制誕生、國際貿易、保險和銀行貨幣相關實體經濟需求）。

西元1602年，在荷蘭阿姆斯特丹出現了第一個股票交易所，後來發生了為人熟知的鬱金香泡沫崩盤事件；西元1667年，因1666年的英國倫敦市大火事件讓第一家保險公司在倫敦成立；西元1668年，中央銀行在瑞典誕生；西元1780年，美國麻塞諸塞洲出現了與通膨掛鉤的債券；西元1924和1946年，分別誕生了現代共同基金和創投產業；1949年，Alfred Winslow Jones成立了第一支對沖基金，其AW Jones的投資公司也一直發展至高通膨低利率的十年（1970年代），當時的Hedge Funds產業規模有10億多美元同時約



有150家左右對沖基金和Family Office投資公司，且認為期貨市場是相較開放型的股票市場，可更公平做多空交易的（Fair Game）期貨市場的索羅斯（Soros）也在1974年開始活躍；1955年，出現了槓桿交易商。

隨著科技的進步，1967年，第一臺ATM提款機器在倫敦被安裝；1973年，Black-Scholes期權訂價模型出現；1989年，E T F指數基金在加拿大成立；1994和1997年，信用違約交換和危難債券交換等金融創新產品誕生；2008年的百年金融海嘯造成全球股市重挫，證明了V I X（Volatility Index，波動率指數）的效用，許多對沖基金和C T A將VIX納入其交易和量化風控模型。

在科技及醫療衛生環境日益進步下，人類平均壽命越來越長，再加上現今經濟環境導致全球利率歷史低位，保險公司可能將面臨長期資金缺口的擴大。但此現象對C T A這一追求絕對報酬的產業來說，卻是個利多。例如國際上C P O為歐洲的保險公司量身訂做五年期產品MDD（Max Draw Down，最大跌幅）、年波幅和年化報酬要有對未來市場擾動的壓力測試，99.5%以上信心水準能符合其風險回報需求區間的CTA/CPO投資組合產品。

電腦的發明以及IT科技產業的進步，讓全球C T A產業八成以上進行程式化模組交易（Systematic Trading）。2004~2010年間，主要應用在期貨、期權和股市，但2008年金融海嘯後，更開始大幅應用在外匯及固定收益市場（來源：Aite Group & Barclays

Hedge）。程式化模組交易讓一些市場交易合約，比如S&P 500 median bid-ask spread，買賣價差由2003年的近2.5美分縮小至2011年的低於1.5美分（來源：Knight Capital Group），使得市場更有效率。

根據國際貨幣基金組織2011年底文獻（《Velocity of Pledged Collateral》，Manmohan Singh），歐、美、日銀行抵押擔保品價值，從2007年發生次級房貸事件時約10兆美金的高峰，大幅腰斬至2010年的不到6兆美金的水準，使得信用評級得不到放貸方的信任，讓產品設計方不能單獨以傳統相對報酬投資工具權值進行產品設計，並且要多考慮整體系統風險安全問題。然而，此時卻正是CTA（管理期貨）、L/S Equity（股票多空策略）等FoHFs（對沖組合基金）絕對報酬產業的利好。

以上全球相關領域的現象趨勢及發展，正是金融從業人員應該思考的方向，這也和期貨資產管理業務的產品設計及財富管理市場整體行銷策略方向息息相關。

## 二、專業市場定位（P，Professional Position）

本節將定位資產管理新趨勢，同時分享絕對報酬結合相對報酬工具的效果（Markowitz投資效率前沿實例）。

一般傳統期貨商主要專注在經紀手續費和保證金利息收入，這就好比傳統獵人拿著步槍辛苦狩獵，不斷地和同業競爭單調的客戶群體市場，進行手續費紅海殺戮。通常開

發出來的投資方，因不熟悉期貨市場投機、避險和投資三種特性，無風險管理意識和能力。一線營業人員辛苦開發的新客戶，常常是第一個月獲利，第二個月虧損，第三個月被抬出市場。導致期貨商就像是獵人一樣，好不容易獵到一隻兔子後，沒過多久又要再去狩獵了。

但我們從可經營資產管理業務的國際期貨商來看，其可與國際投行、私人銀行、對沖基金、保險、基金等專業法人機構配合，合作開發市場需求，進行上下游供應鏈整合，共同為內外部客戶創造價值。通過期貨資產管理新機能，期貨商將可由原本傳統的狩獵（Hunting）商務模式轉型為園丁（Gardening）播種長期碩果累累的藍海商務模型。一方面可主動規劃整體行銷策略方向，依據企業和集團內優勢資源建立目標市場客戶群體；另一方面可通過自身可經營的資產管理業務，配合外部專業顧問等事業合作夥伴，讓法人開戶數大幅增加和投資方存續期大幅增長，從而使保證金存量穩健增長，健全經紀業務。

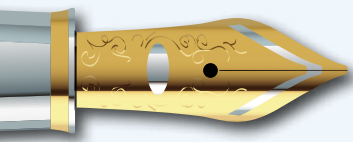
因為需要提供CTA等專業資產管理投資機構的IT系統要求和相關良好專業附加價值服務，所以交易手續費毛利也相對能夠維持較好水準。通過CTA/CPO金融創新產品組合和馬可維茲投資效率前緣的資產配置效應，將可使期貨資產管理業務在各類投資工具的投資年化風險和年化報酬二維圖中的定位，產生往十一點鐘方向移動的效果。亦即從風險角度來看，在與貨幣、債券、基金相

同的風險波幅水準下，可提升至較優的獲利水準。相對地，若投資方需要較高的回報，比如投資單一國家股票基金，當然隨之而來的則是相對報酬投資工具的較高風險波幅區間；但加入期貨資管絕對報酬工具，則可在保持較好獲利水準的同時，降低整體風險波幅。

專業投資銀行 摩根士丹利，對機構投資者資產配置的研究，以及加州公務人員退休基金（CalPERS）2008年6月披露的年度投資報告，都顯示了除分散配置股票、債券、房地產、黃金、私募股權等和景氣循環強相關甚至適合危機入市的相對報酬投資工具外，投資組合中CTA等另類投資部位至少要占到8%~11.7%。

從全球宏觀經濟現狀及發展趨勢來看，考慮到資源供需缺口和全球氣候異常，地球越來越像一顆燃燒的火球。在2008年百年金融海嘯之後，未來金融市場極可能兩三年就出現一次較大的系統性風險。這些都會影響到投資甚至企業運營，所以不論是一般投資人還是專業投資機構法人，都要思考如何重新建構投資組合的現實議題，以達到長期管理好風險以及長期資產穩健增長的目標區間。

投資工具並沒有好壞之分，但瞭解了相關投資工具的特性後，適當加入CTA/CPO等另類投資工具，就會產生更穩健的資產配置效果。這就顯現了期貨資產管理相關CTA、CPO和HMF（Hybrid mutual fund，複合型基金）等絕對報酬產品的市場定位，也更能完



善整體行銷規劃，並設計出市場投資方需要的產品。（請見圖三）

### 三、優勢發展策略（S，Superior Development Strategy）

我們以S&P500指數25個最大月度跌幅分析資料來看（請見圖四），可發現當美股市場劇烈波動時（紅色柱狀圖），和市場強負相關的反而更能加速積累獲利的投資工具是（藍色柱狀圖）管理期貨。同時，在各類組合基金中（綠色柱狀圖）若選擇加入股票多空策略，則綠色柱狀圖將開始有更多機率往正回報方向翻轉。這就是另類投資加入投資組合的效果，可實現為投資方資產“買保險”的作用。

除了市場大跌時，可產生為投資組合保險和加速獲利的作用外，管理期貨在市場上漲時，也會因波動率升高，開始由與市場的負相關轉為與市場的正相關（請見圖五、圖六）。期貨工具具有公平多空操作和跨市場分散特性，產品設計過程中加入期貨類封閉型零和市場特性，則能使交易計量風控管理模型更加完善。再搭配“金、木、水、火、土”商品和股指市場，則能設計出更具有故事性的多元化產品，滿足內外部顧客需求，做好市場整合行銷，建立差異化品牌。

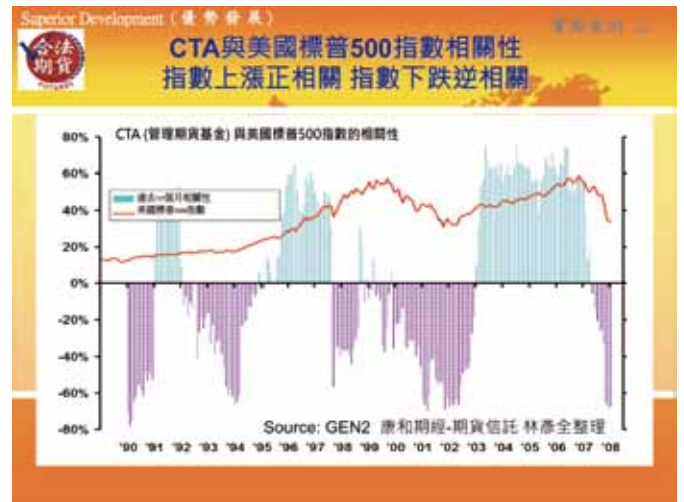
另外，再看Hadrian CPO管理期貨組合基金，通過嚴謹的數學、物理分析模型方法和未來壓力測試擾動，更能達到絕對報酬產業中的絕對報酬目標區間（請見圖七）。



圖三、C T A 絕對報酬結合相對報酬股債工具的效果（Markowitz 投資效率前緣實例）



圖四、S&P500 指數 25 個最大月度跌幅對比管理期貨工具



圖五、CTA 與美國標普 500 指數相關性



圖六、CTA 與股票多空策略的組合效果

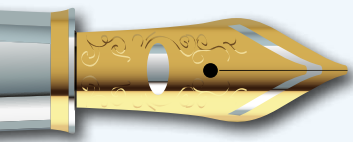


圖七、(Hadrian) 組合基金累計報酬

#### 四、從iphone看整合行銷策略

對於營利模式主要是收取管理費 (Management Fee) 和分潤費 (Incentive Fee) 的期貨資產管理事業 (請見圖八)，如何整合行銷？我們可從美國蘋果公司iPhone的案例來啟發思考，蘋果公司透過良好的市場企劃和產品設計，簡化產品外觀且靠手指簡單點

選和滑動，彈指之間即可讓使用者完成非常多自身點對點乃至跨族群的需求，因他們做到了產品軟硬體及虛擬交易選擇的平臺整合，主攻經營毛利最高的產品設計整合行銷領域，而製造管理的辛苦工則直接 (Out Sourcing) 低價外包到亞洲地區，但透過整



合行銷（市場需求企劃、產品設計、品牌形象、通路合作等企業經營模式），讓低成本製造的iPhone手機，能成為高價位的智慧手機（Smart phone），也聰明地賺到全世界的錢！

所以期貨資管業務整合行銷，應要先從整合供應鏈資源、創造市場價值的制高點出發，發掘分析市場需求，評估資源，制定戰略，創新及整合產品設計，引導購買五主角（發起者、影響者、決策者、購買者、使用者）增強由信念、態度、抉擇組成的購買強度，這是期貨資產管理從業人員及相關供應鏈協作者一起進行整合行銷作戰的任務，進而實現有效滿足市場投資、避險、境內外資金運作和固定收益等多方需求，提供總體解決方案。

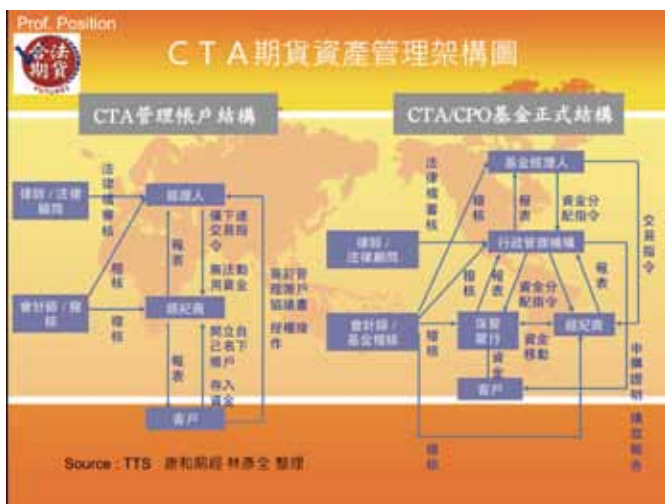
## 五、商務模型三元素統整思考發展策略

最後我們從Business Model商務模型三

元素：產品、通路、平臺來思考；C T A 期經、期顧和期貨信託基金產業，可以和 PE & VC Fund 及 Sealing Fund等私募股權投資、創投和天使資金產業合作，並搭配對岸 QFII / QDII、RQFII/RQDII大中華區市場開放的機會，將可連結臺灣、香港和大陸相關券商、期貨商、基金公司、信託、銀行等金融平臺作產業鏈資源整合及金融創新。

另一方面，國內期貨資管業者加強與銀行、保險公司等專業機構法人合作關係，配合主管機關、金融業各公會等產、官、學界先進一起研討法令開放方向，將保險業和銀行業者、證券和期貨自營商等長期穩定大部位自有資金運用比重和投資型保單產品線連結 C T A 期貨資管產品服務（全權委託、期信基金和期貨投資顧問諮詢產品設計）。

如此一來將可促進臺灣期貨資產管理規模和整體證券、期貨市場交易量活絡發展，並吸引海外優秀人才回臺、有效培養國內金融從業人才，將臺灣作為大中華區，甚至亞洲區真正的人才育成和產品研發中心，未來將可吸引國際另類投資平臺（e.g. HFR & InfraHedge、Goldman Sachs & Morgan Stanley Alphas、DB Select Managed Investment Platform & Lyxor MAP、AlphaMetrix & FRM (Man) 等Global Alternative Investment Platforms）和國際大型CPOs和保險公司、私人銀行和投資銀行、校務基金和國際扶輪基金、退休及社保基金、主權基金等外資機構法人來臺投資（請見圖九）。



圖八、C T A 管理期貨金融代工架構



# 期貨商 風險控管機制

保護交易人  
7/1 動起來

## ▶▶ 開戶及徵信作業

- 七十歲以上交易人開戶要具備條件。
- 實施交易人分類分級制度。

## ▶▶ 統一名詞

- 期貨交易重要名詞統一以避免困擾。

## ▶▶ 額外加收保證金作業

- 未平倉部位超過標準將另加收保證金。
- 未平倉部位標準可以調整，但須事先申請。

## ▶▶ 盤中高風險帳戶通知

- 以盤中高風險帳戶通知取代盤中保證金追繳通知。
- 增加簡訊等各種通知方式，高風險帳戶通知訊息不遺漏。
- 盤中隨時關注權益變動，避免被代為沖銷。

## ▶▶ 代為沖銷

- 統一各公司盤中風險指標計算公式。
- 盤中風險指標低於整戶約定比率時，所有未平倉部位都會被代為沖銷。

## ▶▶ 盤後保證金追繳

- 通知的補繳金額在約定時間以前補足，可消除盤後保證金追繳。
- 沒有補足保證金追繳金額，但屆約定時間權益數大於或等於未平倉部位所需原始保證金，也可消除盤後保證金追繳。
- 到達約定時間盤後保證金追繳仍未消除，期貨商將會執行代為沖銷。
- 當權益數等於或大於未平倉部位所需原始保證金時，期貨商停止代為沖銷。

# 期貨商風險控管機制

保護交易人7/1 **動**起來

## 新制

- ▶ 70歲以上原則不得開戶。
- ▶ 對交易人進行分類分級管理。
- ▶ 每日交易口數超過標準應另加收保證金。
- ▶ 盤中高風險帳戶通知。
- ▶ 風險指標公式全市場統一。
- ▶ 盤中風險指標低於整戶約定比率將會代為全部沖銷。
- ▶ 盤後保證金追繳至次日約定時間未消除將會代為部分沖銷。
- ▶ 風險有關名詞全市場統一。
- ▶ 需具備一定條件始得採SPAN計收保證金。

## 舊制

- ▶ 不宜對75歲以上且無經驗者進行招攬。
- ▶ 交易人無明確分類分級管理。
- ▶ 每日交易口數超過20%得加收保證金。
- ▶ 盤中保證金追繳通知。
- ▶ 風險指標各期貨商不同。
- ▶ 依各期貨商約定標準執行代為沖銷作業。
- ▶ 依各期貨商約定標準執行代為沖銷作業。
- ▶ 風險有關名詞各期貨商定義不同。
- ▶ 無需具備條件即可採行SPAN計收保證金。



# 期貨商風險控管機制

## 保護交易人7/1 **動**起來

### 開戶及徵信作業

- 七十歲以上交易人開戶要具備條件。
- 實施交易人分類分級制度。

### 統一名詞

- 期貨交易重要名詞統一以避免困擾。

### 額外加收保證金作業

- 未平倉部位超過標準將另加收保證金。
- 未平倉部位標準可以調整，但須事先申請。

### 盤中高風險帳戶通知

- 以盤中高風險帳戶通知取代盤中保證金追繳通知。
- 增加簡訊等各種通知方式，高風險帳戶通知訊息不遺漏。
- 盤中隨時關注權益變動，避免被代為沖銷。

### 代為沖銷

- 統一各公司盤中風險指標計算公式。
- 盤中風險指標低於整戶約定比率時，所有未平倉部位都會被代為沖銷。

### 盤後保證金追繳

- 通知的補繳金額在約定時間以前補足，可消除盤後保證金追繳。
- 沒有補足保證金追繳金額，但屆約定時間權益數大於或等於未平倉部位所需原始保證金，也可消除盤後保證金追繳。
- 到達約定時間盤後保證金追繳仍未消除，期貨商將會執行代為沖銷。
- 當權益數等於或大於未平倉部位所需原始保證金時，期貨商停止代為沖銷。



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

熱忱·積極·完美