

期貨人

2006年12月創刊 工商時報附刊 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2007

第一季



人物專訪

談期貨信託事業之藍圖

期貨公會協理長 / 期貨事業工作小組召集人鄭夢龍

封底故事

全球期貨市場發展趨勢

2006年台北論壇

特設報導

開拓新業種・創造更好的經營環境

期貨工作小組報導

專題報導

台灣期貨市場成交量一億口的回顧與展望

分進合擊 共創新局



講授在職訓練課程中，碰到幾個非常震撼的問題。曾有一位期貨營業員問到：「期貨成交量都在IB，市場佔有事也都在IB那邊，那我們的績效在哪呢？」一位專業主管則說：「期貨市場的客戶幾乎都是虧錢，這樣下去，我們到哪裡再找客戶？」而擔任期經公司的經理人則怨嘆，根本找不到客戶，代操金額無法提升。他們的疑慮，也凸顯了我們整個期貨市場目前面臨的瓶頸。

從歷年來的統計數字，我們可以看到，在期貨市場成交量成長趨緩的情形下，法人客戶的比重逐年提升，從這些相互消長的統計數字中，印證了散戶出局的宿命，也證明了衍生性金融商品確實是高度專業的市場。而法人挾其資源優勢，絕非一般散戶所能比較的，這也是說明全球期貨市場未來發展的趨勢。

此時，主管機關積極研議開放期貨信託事業，正好吻合了期貨市場的需求。期信事業給那些有興趣，卻又無法與法人抗衡的散戶，開了一扇希望之門。未來期信事業募集來的基金，可以提供給期經事業做專業的操作，同樣也將帶給期貨經紀業務更多的商機。對期貨業者而言，期信事業的開放，將

是整個期貨市場最大的動能來源；對臺灣期貨業的發展而言，推展期信事業絕對是正確與必要的，我們也深信這是主管機關睿智的政策。

然而，期信事業開放後，勢必也對整個期貨市場上、下游生物鏈的相關業者產生一些變化。對於專營期貨商，未來應該全力發展期貨顧問事業，做好研究工作，扮演知識型的顧問，銷售自己的know how與專業商品，將通路的角色交給IB。IB則利用通路的優勢，將期貨經紀業務有效地拓展。期經公司必須延攬人才，為顧客精心設計不同需求的期貨商品，量身代操，創造良好的獲利績效，客源問題即可迎刃而解。在期信事業開放後，可以讓散戶藉由購買基金，透過專業的操作，投入期貨市場，達到增加獲利、減低虧損的最佳投資方式。整個期貨產業緊密結合，彼此專業分工，才能分進合擊，共創新局。

針對上述的議題，本期期貨人，分別在封面故事及特別報導中，將全球期貨市場發展的趨勢，以及大家期盼的期信事業規劃過程與初步的藍圖，做了詳盡的報導，以提供給有興趣的從業人員分享。

CTA

期貨人

Taiwan Futures 2007 第一季 (總號021)



封面畫作 謝夢龍 爭妍系列-葵花

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 謝夢龍

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
台北市忠孝東路四段169號11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 / 謝夢龍

編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司

地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓

電話 / 02-86676715-7

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 / 國泰世華銀行教育分行

匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據寄至本會，並註明
訂購者姓名、電話、寄送地址。

中華民國郵政台北縣字第750號執照登記為
雜誌交寄

總編輯的話

1 分進合擊 共創新局

謝夢龍

人物專訪

4 專訪期貨公會秘書長 期貨信託事業工作小組召集人謝夢龍

談期貨信託事業之發展

葉依青

封面故事

10 全球期貨市場發展 2006年 台北論壇

李欣賓

14 期交所合併是方興未艾的潮流與趨勢

專訪 CME 發展執行長 John Davidson

賴育雄

19 一窺歐洲期貨市場之堂奧

專訪 Eurex 亞洲區行銷總監 母劍虹

余 蕓

24 新加坡交易所— 電子化改革的過程與未來展望

SGX市場管會及法人業務部副總裁 李彬凌

Kevin

28 談日本期貨市場未來發展

日商華寶集團副會長 河島毅

王克庭

33 掌聲之外的省思 期貨市場興革之道

臺灣期貨交易所副總經理 朱士廷

王克庭

39 談臺灣期貨市場未來發展前景

實踐大學財務金融與保險研究所所長 張萬河

賴育雄

目錄 CONTENTS

43 針砭利率類期貨商品 提出建言

中正大學財務金融系教授 薛立言

Kevin



28

特別報導

48 開拓新業種，創造更好的經營環境

49 公會全力投入 研議期貨信託事業之建制

范加麟

33

52 描繪中的期貨信託事業

游大慶 / 葉紫華

58 積極呼籲開放期信複委託制度

曼氏期貨台灣總經理 葉一豐

賴育德



43

62 提供證投信經驗 協助建構期貨信託

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會
全臺組組長余曉光專訪

Clare

67 期信事業成立後，期經業者的因應之道

專訪元大期貨經理公司總經理凌福宏

余 麗



71 淺談期貨信託基金之法規架構

建構期貨信託基金法律規範
環球普基法律事務所

陳玉華

58



62

專題報導

75 臺灣期貨市場成交量一億口的回顧與展望

臺灣大學財務金融學系研討會

葉依育

77 突破一億口後的省思

賴育德



71

談期貨信託事業之藍圖



當期經事業未臻理想時，所有期貨業者對期信事業都抱持最期盼的心情之際，期貨公會秘書長，也是期信事業工作小組召集人的謝夢龍提出了這個問題：「一個新事業體的開放是否就代表另一個春天的來臨呢？」

勾勒出什麼樣的藍圖，什麼樣的配套措施與架構，對期貨業發展最有利，這是謝夢龍在帶領工作小組，籌劃期信事業時所念茲在茲的方向。

專訪期貨公會秘書長
期貨信託事業工作小組召集人謝夢龍

撰文：葉依青 攝影：李雨璇

榮膺重任 協助主管機關勾勒期貨藍圖

協助架構期貨事業最後一塊藍圖，主管機關再度要求公會協助研議期貨信託事業的藍圖。「此舉固然是表示了尊重業界的意見與信任公會的能力，但是，對公會而言，也是再一次的重大考驗。」謝夢龍秘書長如此說到。

謝夢龍表示，期貨事業是全新的事業體，也是期貨事業中最後一個新大陸。當建制完成後，整個期貨事業的版圖就完整了。在國內除了可以參考投信事業的一些作法外，其餘的一切，都要平地起爐灶，從零開始。

凡事都要有開始，有過程，才能達到目標。因此，公會在接下這項任務後，謝夢龍立即著手進行規劃，第一步是參考國際上期貨先進國家的作法與制度。95年5月公會就曾組團，專程前往英國倫敦的Man Group——這個全球最大的期貨基金公司拜會、參訪，了解他們如何募集期貨基金，以及募集資金後的運用及作法。

其次，他也要求公會業務組全力蒐集其他先進國家在期貨信託方面的各項資料，希望參酌國外的作法，做為未來規劃時的參考依據。接下來，立即著手成立「期貨工作小組」。邀請對金融法律有深入研究的法律專家，以及證券投信、期貨業界的資深代表，再加上公會會務人員，共計12人組成了工作小組，每週開會兩次，依既定的議程進行研討。

設限共鑄 創造寶基

謝夢龍回憶起，當年在沒有公會組織之前，主管機關制訂法規及相關制度時，業者參與的機會與現在相較，是不可同日而語的。當然，當年的期貨也是新興的行業，大家都是摸石過河，只能先求有再求好。「經歷了這些年的成長，業界較趨成熟，雖然對於期貨事業仍是摸石過河，但至少業界的聲音獲得主管機關的重視，大家也都熱烈參與，希望能夠凝聚業界的共識，提出一份讓主管機關贊同，讓業界滿意的新事業藍圖。」謝夢龍說到。

在主持期貨工作小組會議的這段期間，謝夢龍幾乎是場場親自與會，他說：「主管機關將這項與業界發展息息相關的重任交付公會，無非就是希望聽到屬於業者的聲音，豈可不慎？」

開放=幸福+美滿嗎？

本身就是一部臺灣期貨史見證人的謝夢龍，回憶起臺灣期貨的發展歷程，對於目前所有期貨業者，視期貨信託事業為期貨業唯一存亡繼絕之法寶的看法，心中有其擔憂與疑慮。

「12年前期貨業剛開放時，每個人都抱持開放就等於美滿與幸福的看法，現在似乎又再度重演。」謝夢龍笑道。事實上，當年的理想卻是事與願違，大家熬了許多年，終於等到本土商品上市，苦盡甘來，每家專營期貨商才轉虧為盈。然而，當市場擴大，競

爭激烈、獲利轉趨微薄之際，大家又期待另一顆救星——期信事業，3年前期信事業尚未開放，同樣的研議場景，浮現在謝夢龍的腦海中，當時業者也是一片樂觀，然而卻又重蹈事與願違的覆轍。如今，大家對於期信事業又是抱持和當年一樣的高度期待時，謝夢龍不禁陷入了歷史的回憶，今昔對照，令人不勝感慨。

他表示，任何事情都有正反兩面的看法，對於期信事業未來的開放，有人抱持十分樂觀的看法，也有人不以爲然，然而不論是樂觀或悲觀的看法，都與個人公司的條件、背景有關，看法不同，也是必然的現象。對於期信事業，他個人固然是樂觀其成，也認爲這是臺灣期貨業必須要走的道路，但是，對照以往，他不禁提出個人的疑慮，「開放，是否就代表從今爾後過著幸福與美滿的日子呢？」

這樣的疑慮，絕對不是看衰期信事業，他只是希望大家能夠從過去的經驗中學得警惕，未雨綢繆，做好充分的準備。尤其是期貨業沈浸在如此深切的期待中，更要懂得歷史應是鑒往知來的，如何避免重蹈覆轍，才是大家對於未來即將開放的期信事業所要深思之處。

開放，是要有完善的規範與準備

「中國人對於『開放』這兩個字，總是存有管得少，讓大家越自由越好的意涵在內。」謝夢龍提出這樣的看法，因此每當一

個新事業體要成立之際，大家都希望法規的約束越少越好，甚至時常拿國外的案例相較，然而，卻忽略了業者與主管機關角度不同、思維不同的相異處。

謝夢龍指出，金融服務業是特許行業，政府的管理是帶有強制性的，意味著秩序的維持與穩定，重視的是如何維護公眾利益，而業者卻希望政策越開放越好，主要是因爲衍生性金融商品需要更多的創意與空間，才能發揮爲顧客量身訂做，滿足客戶差異化的需求，因此限制確實不宜太多。

但是，基於保護交易人的立場與維護公眾利益的考量，主管機關勢必要有規範，什麼樣的規範才是既符合業界發展之需，還可以讓交易人受到相當的保護，又可以讓主管機關放心呢？「評價一個政策的好壞，不在於管多少，而是是否管到應該管的。」謝夢龍認爲有效的政府應該如此。

自律，才能贏得信任

謝夢龍不諱言的談到主管機關與業者間的差異，這也是期信工作小組的最大任務，如何拉近兩者間的差距，制訂出一個讓業者、交易人、主管機關三贏的期信事業藍圖。

「大家常拿國外的作法當做案例，希望法令鬆綁，但是卻忽略了其中的精髓。國外法規的制定看似簡單，而且門檻低、限制少，那是因爲他們彼此十分重視守法精神。」謝夢龍指出，這是因爲國民民族性的



政策好壞，在於是否管到應該管的。

理想的政策管理，與從業者及投資人的素質與行為有密切的關連。

不同。衝諸國外的期貨代操資金，由於公募有十分嚴格的限制，因此90%都是私募，投資人自行選定心目中的代操業者（CTA），雙方簽訂委託契約，未來不論是虧損或是獲利，都是根據契約議訂的內容，執行雙方的權利與義務，不易產生交易糾紛。「由於國外市場投資人教育及操盤人都較為成熟、自律嚴謹，再加上重視合約精神，因此在法規的設限上，門檻自然不高。」謝夢龍說。

期貨基金和證券基金最大的不同，在於證券基金的操作是buy and hold，投資組合端賴證券分析師的建議；而期貨基金是多空皆宜，視波動性，仰賴IT科技及計量金融，追求絕對報酬，且是高槓桿的操作，若是業者不專業又缺乏自律，再加上客戶不了解，衍生的糾紛是難以預料的，因此，主管機關站在維護公益的立場，難免有所忌諱。

「理想的政策管理是與從業者及投資人的素質與行為有密切的關連，唯有靠彼此的

合作才能展現有效能的管理。」謝夢龍提到這裡，不禁搖頭道來：「如此，問題又回歸到了原始因素——自律」。畢竟，唯有業界自律，才能贏得客戶及主管機關的信任，讓他們放心，獲得認同，才可能做到低門檻的有效管理，這也是謝夢龍多年始終不斷呼籲的事情。

妥善規劃期貨市場的最後板塊

現今期貨業的公司，大多是證券轉投資的，在金控架構下，未來期信事業的發展，在條件上，有令人隱憂之處。論管理及操盤經驗，以國內市場為例，就很難與證券業相較；尤其是在通路方面，幾乎都是證券IB的天下；就資源方面，不論在設備或人才上也難以相抗衡。未來基金通路勢必在銀行端，而證券投信早已有現成的結盟對象。未來若讓證投信兼營期信，是否會造成期信事業尚未發育成苗即已斷傷，這是謝夢龍引以為憂之處。

「事實上，我不擔心基金規模多少或大小的問題，反而是擔憂開放之初有多少家開業？」謝夢龍笑道。若是猜測他憂慮家數太少，那可真是大錯特錯了。謝夢龍的看法獨特，他說：「目前市場上有12家期經公司都在期待期信開放後，增資一億元即可轉型為期信公司，若再加上其他兼營的投入者，在一個剛起步的新興市場中，是否會再度陷入紅海的競爭之中？」他呼籲業者務必要謀定而後動，在法人比例日漸高漲，散戶唯一的寄望是委託專人操作，在這塊期貨業最後的板塊中，大家應該要目標清楚，把餅做大，才是上策。

至於如何把餅做大，又是另一項值得業者深思之處。就目前期經事業來說，12家期經公司，幾乎沒有一家賺錢的，問題究竟在哪？當期信事業開放後，期經的存在價值又在哪裡？事實上，期信、期經、期貨商都是一個期貨市場生態鏈上的上、下游，彼此相互依存，都有各自的生存空間。因為期貨市場是一個高度專業的市場，一般散戶賺錢不易，若有期貨基金供其選擇，相信可以吸引不少對期貨有興趣的一般散戶投資人。

「期貨基金是期貨市場的引擎。募集資金後，還是要有專業的操盤人，才能創造客戶的利潤，因此未來期信或期經事業的核心，還是在於操盤人才。」謝夢龍持如此看法。除了再度呼籲業界重視培育操盤人才外，期貨公會也將與期交所及證基會，再度循期貨業務人才養成班的模式，為業界積極

培育操盤人才，以因應未來市場龐大的需求。

降低期經門檻是下一個努力的目標

「真正的操盤人才往往藏諸於野。」謝夢龍十分感慨地說到。國外代操公司設立的門檻非常低，國內證券投顧公司代操業務的資本額也不過是五千萬元，唯獨期經公司，至少要有2億元的資金才能成立，對於多數有志於操盤工作的人，寧願轉往地下代操，也不願浮上檯面，因此造成地下代操的浮濫，不但對投資人沒有保障，也給主管機關帶來許多困擾。

如果我們能仿效國外的作法，將操盤人的績效，透過相當的規範，做到資訊透明化，推廣尊重合約的精神，降低期經公司成立的門檻，讓這些真正的操盤人才成為合法的代操者，不但可以減少許多無謂的紛爭，也可以解決營業員代操的問題。這也是謝夢龍下一個努力的方向與目標。

差異化是決勝關鍵

金融商品的設計，必須要有傑出的構想，如何將構想轉換成金融交易的模型，再將這些模型透過電腦工具，以及事先與交易部門溝通構想，才能建立適合給操盤人使用的交易與風險管理系統，這需要研發、財工、資訊、電腦等各種不同的專業人才共同攜手合作，才能完成的浩大工程。「放眼國內期貨市場，這些專業人才實在是鳳毛麟



期信、期經、期貨商是生物鏈上的上、下游，唯有把餅做大，才有各自生存的空間。

角，何況還需要一組具有高度默契的人才團隊，未來在期信事業開放後，如何招募、培養這群團隊，以因應市場的需求，是業者所必須考量之處。」謝夢龍說。

參觀過全球最大的期貨基金公司—曼氏期貨，謝夢龍頗有感觸地提到，期貨基金應該以全球的期貨市場與商品為交易目標，每天24小時，觀察各地期貨市場的狀況，隨時準備一擊中的。更何況，為分散金融風險，規劃中的期貨基金有單一資產配置20%的限制，如果臺灣的期貨業者還停留在以國內期貨商品為主，藉時差為理由，無法將交易延伸到全球期貨市場，以全球各類商品為目標，終將難以發揮期貨基金的功能，遑論創造更高的效益。

未來期貨業者也可以透過與國外期貨業者合作，或以策略聯盟的方式，汲取國外經驗，積極進行人才培養、訓練，或引進外資投入臺灣期信公司，為客戶全方位、無時差的尋找機會，並且能夠為不同屬性、不同類別的客戶，量身定做合適的商品、設計不同的交易模型，強調本身的專業化，創造與其他業者不同的競爭優勢，才有勝出的機會。「如何與其他業者做好區隔市場，拉出差異化，將是未來期信業者決勝的策略。」謝夢龍語重心長的說到。他認為，這些都是老生常談，但是能否落實執行，才是期信事業成功的唯一關鍵因素。



全球期貨市場 發展趨勢



2006年 台北論壇



了解趨勢 掌握未來

學習新知 創造利基

全球期貨市場發展2006年 台北論壇

在全球期貨市場一片合併和電子化的風潮中，臺灣期貨業應何去何從？如何跟上這波的潮流與趨勢，是期貨業者關切的焦點。

了解世界潮流的趨勢，才能掌握未來的脈動；不斷學習新知，才能創造利基。因此，期貨公會主導，邀請臺灣期貨交易所合作，共同舉辦了這次「全球期貨市場發展2006年台北論壇」。

撰文：李欣蓀 攝影：章雨龍

這次探討的主題，其一是全球期貨交易所合併風潮，邀請了期貨先進地區，如：美國、歐洲、亞洲等地的專家們來台，就他們在合併風潮中的應變措施、合併過程、合併後的效益分析等主題，進行專題演講，詳細分析在這波引領合併風潮的先進地區，各期貨交易所的經驗及作法。

另外，針對目前全球電子化風潮下的交易方式，邀請與臺灣期貨市場有密切關連的新加坡交易所，就他們在規劃全面電子化交易的起始、經歷，以及如何克服重重困難，完成這項創新工作的經驗分享給臺灣的期貨

業者。談到亞洲期貨市場，自然不能忽略了日本期貨市場的走向，2005年日本修定了商品期交法，讓日本期貨市場產生了許多變化，導致期貨市場萎縮的現象，是什麼原因產生這樣的結果，日本期貨業者又該如何因應？這些都是值得臺灣期貨業者關注的焦點。

這次的台北論壇，在11月16～17日假台北國際會議廳舉辦，除了有國外的專家，同時也邀請了國內對期貨市場熟悉的學者們，就臺灣期貨市場的實務面、交易面、商品面、市場面，進行各個議題的專題演講。希望



藉由學者們的看法，對臺灣期貨市場未來發展有所建言。

由於這次論壇的各主題內容新穎，吸引了主管機關、國內各個周邊單位，如：證交所、櫃買中心、投保中心等單位的高階主管出席，也獲得期貨從業人員高度關注與親自參與，兩天四階段的演講，每場次都有超過150人次參加，實為難得一見的盛會。本次期貨人特別報導這次論壇，並摘錄其間精華的篇幅，以饗不克親自出席此一盛會的從業人員，讓大家能夠分享此次活動的精髓。

未來臺灣的期貨業要走出屬於自己的道路，在國際上闖出一片藍天，還是要開拓國際視野，學習他人可貴的經驗。畢竟，他山之石，可以攻錯，經驗才是可貴的資產。



CME 發展執行長 John Davidson

期交所合併是方興未艾 的潮流與趨勢

在全球化的運動中，金融業亦受到相當大的衝擊。電子交易風潮大起，使得全球不論是證券交易所或是期貨交易所，都展開了一波波的整併或跨國性的合併，這股風潮正方興未艾。

撰文：賴育鴻 攝影：華雨龍



近期美國期貨交易所(USFE)、國際交易所(ICE)以10億美元買下紐約期貨交易所(NYBOT)，芝加哥商業交易所(CME)合併芝加哥期貨交易所(CBOT)、紐約商業交易所(NYMEX)加入CMEGlobex電子平

台，由CME與路透社合作成立的FXMS交易外匯平台、Swap-stream電子平台等，都是這一波在美國市場裡面整合的效應。

在2006年11月中，由期貨公會及台灣期貨交易所共同舉辦的「全球期貨市場發展

2006台北論壇」中，特別邀請日前才宣布將合併CBOT的CME發展執行長 John Davidson來台演講，與台灣期貨市場交換美國期貨市場現況與發展趨勢的資訊，造成市場相當大的迴響。

ICE-NYBOT 整合，每年至少省下成本 1,000萬美元

John Davidson表示，跨國性合作，在美國市場也相當活絡，首先以USFE來看，是由US與英商曼氏集團合作成立的公司，該期交所是以芝加哥為基地的電子交易所，相關的期貨商品將於2007年第一季上市。

而ICE在2006年支付3,600萬美元將結算業務交由第三者公司，因此ICE-NYBOT合併後，首要之務就是解決ICE結算的問題，還能夠強化市場引導力亦可符合客戶需求、創造新市場，對於交易所都有互補及相互成長的效果。

除此之外，USFE、ICE及NYBOT的結合，還可以提供更多元化產品，例如先前可能多為期貨市場商品，John Davidson指出，整合後還可提供次級市場OTC的交易，另外可以創造更大規模的交易平台，將交易據點散佈到全球各地，在內部結算、財務及電子化等題材上，都會更加健全。

John Davidson進一步指出，ICE-NYBOT合併後產生稅前5,000萬美元的利益，仔細的分析獲利結構，其中結算獲利的



John Davidson指出合併可節省企業經營成本

比重最高，5,000萬美元中有高達4,100萬美元為結算獲利；再者600萬美元為電子交易產生的獲利，其他成本的攤銷也相當明顯，因此估計ICE-NYBOT在2007年後，每年將可省下超過1,000萬美元的成本，預測合併後，第一年的營收就可以達到3.5億美元。

CME 合併 CBOT 後，將成為全球最大交易所

前面提到的ICE-NYBOT只是牛刀小試，目前全球最矚目的，應該是CME將吃下CBOT，二者合併之後，將會成為全球最大的衍生性商品交易所，對於美國期貨市場，以及全球期貨市場都將再度掀起一波合併的潮流。

John Davidson表示，CME與CBOT雙方合併後可降低1.25億美元的成本，在後段部門整合之後，還可以提高作業能力。估計合併進行一年到一年半之後，收入將會有明顯增加，相對財務亦會更健全，對於客戶來說，自然更加安心。

另外，何以CME及CBOT雙方的股東會同意該合併案，John Davidson也透露，對股東而言，絕對是利多於弊，因為合併之後，有互補的作用，在平台創新、產品創新等機會上都會更加提升，藉此還可以增加衍生性商品交易量，從成本降低及新商品開發上，對於股東都有更佳的利益。

John Davidson表示，在合併後，CME-CBOT的資本額將膨脹到248億美元，相較於紐約商業交易所（NYMEX）、德國的歐洲期貨交易所（EUREX）、倫敦證券交易所（LSE）、多倫多證券交易所（TSE）都高出許多，對於未來營運，將會有更多的機會。

合併後商品互補性強

John Davidson表示，由於CME主要產品以能源為主，目前CME的商品分為利率期貨、外匯期貨、股價指數期貨及農產品期貨；CBOT部分也有利率期貨、股價指數期貨、農產品期貨及金屬期貨。

雖然看來雙方有三項商品似乎重疊性高，但是CBOT的農產品期貨以玉米、黃豆等大宗物資為主，CME卻是牛及豬等期貨，內容不同。利率及股價指數的商品也都沒有重複，加上CME近幾年評估商品期貨成長不易，已經積極轉向金融商品，近期又新增以色列幣期貨、韓國期貨及中國大陸的人民幣期貨等，在外匯商品的開發上相當積極。

目前CME一年的成交量可達14億口，但是全球前四大交易量最高的期貨商品中，就有三項在CME，從1975~2005年，CME的產品業務依次為利率、股票相關、外匯、一般商品，交易量也由昔日商品期貨的95%降為2%，外匯由5%增為8%，台灣期貨市場發展與CME相同，亦即金融商品發展較好。CME是全球最大衍生性商品結算公司，未平倉量由3,000萬口增加為5,100萬口，成長了71%。

而CBOT近幾年在電子交易上有相當不錯的成就，尤其在黃金期貨的交易上，一日幾乎都可交易達22個小時，全球幾乎零時差，已經讓期貨商品無遠弗屆，加上CME與

CBOT在商品創新上的努力，在過去六年來創造新商品最多，交易量也最大的紀錄，合併之後預期也將使得營運更加提升。

電子化讓金融商品無國界並引發合併潮

期貨商品從最初的人工喊價（open outcry）到近幾年來，幾乎已經完全走向電子化，以亞洲市場來看，台灣期貨交易所從1998年成立，就沒有人工喊價的情況，一開始就是電子交易，新加坡交易所也從2005年下半年後，全面改採電子交易。

人工喊價與電子交易的差異性，在於效率及價位的公正性上，電子交易在這兩方面都較人工喊價高出許多。其實根據期貨市場人士觀察，原本幾乎全球各個國家及地區都有自己的期交所，尤其美國市場，更是雄霸一方，不同產品屬性的期交所林立。

由於資訊的發達，以前到交易所看盤或是電話下單，逐步被電腦所取代，交易人不管身處於全球的何處，只要能夠連接上網際網路，都可以透過電腦電子下單。尤其期貨市場不同於證券市場，較有區域性的限制，期貨交易人強調的是波動率及趨勢，只要市場沒有流動性的問題，還有獲利的機會，都會吸引期貨交易人進入。電子化讓期貨交易更為便利，讓市場集中度更為明顯，交易所呈現大者恆大的態勢，也是促成這一波交易所整併潮的原因。

John Davidson就表示，電子交易最重要的兩個技術就是「可靠性」與「速度」，以

NYMEX使用CME Globex電子交易平台的狀況分析，半年內以電子下單及人工下單並行，讓NYMEX的交易量大幅成長超過3倍以上，顯示出電子交易的便利性。

CME的Globex電子交易平台可靠性高達99.97%，John Davidson說，Globex的電腦中心分布全球，總計有六個在歐洲市場、一個在亞洲，預計2007年亞洲將再增加一個，現在全球有83個國家、15萬個法人使用該系統交易。

交易所合併潮爆發，亞洲礙於民族性難度較高

在亞洲市場，交易所合併顯然有相當的難度，以台灣市場而言，原本2005年重啟交易所四合一的合併動作，先前預定在2006年底先成立控股公司，近期也出現變化，可能無限期的遞延，連國家內部的交易所都難以整合，更何況是跨國家或是跨區域。

不過趨勢也可能出現變化，在市場金融板塊有重整的態勢下，各個市場的分野逐步被打破，交易所必須透過合併或聯盟等方式，拓展自己的商品及交易人，先前日前紐約交易所宣布將收購泛歐交易所（Euronext），成為全球第一個橫跨歐美兩個大陸的交易所NYSE Euronext，預期下一波NYSE收購的將是亞洲市場的交易所，市場預期有可能是日本或是上海的交易所，若亞洲交易所首度與海外交易所合併或是跨區域整合，亞洲交易所應該就會出現整合的骨

牌效應。

目前對於CME及CBOT的合併，國內期貨商普遍認為，對於國內期貨市場的衝擊不大，主要是交易的商品及上手公司都沒有變化，國內的期貨商或是交易人並不會因合併而有任何改變。

但是從國外交易所合併潮次起，也有不少交易所掛牌交易，倒是有不少業者認為，台灣期貨市場近幾年成長率驚人，整體成交量已經跨過一億口門檻，台指選擇權的交易量也已經攀升到全球第三名，期交所的每股稅後純益也都能穩定在4-5元左右，其實表現

相當亮眼，優於不少國內的掛牌公司，未來不妨考量也可掛牌交易。

另外，台灣期交所的商品逐步備齊，現在除了股價指數類商品、利率期貨商品外，也納入商品期貨，2007年還有機會推出匯率期貨商品，加上台灣的資訊工業發達，期交所也一開始就採取電子交易，在電子交易經驗相當足夠，尤其台灣以散戶為主軸，未來期交所也有合併其他交易所的能力，或是期貨商也能夠以輸出經驗，讓台灣期貨市場的成長奇蹟，以不同的面相在全球期貨市場上發光。

CTA



一窺歐洲期貨市場之堂奧

專訪 Eurex 亞洲區行銷總監毋劍虹先生

撰文：余麗 攝影：華雨龍

「合併已經不再是交易所之間的問題，在大者恆大趨勢下，已成為政府政策及區域金融發展中心的挑戰。」



「合併已經不再是交易所之間的問題，在大者恆大趨勢下，已成為政府政策及區域金融發展中心的挑戰。」談到交易所的合併，歐洲交易所亞太區行銷總監人母劍虹如是說到。

近期紐約證交所併購歐洲第二大泛歐交易所，芝加哥商品交易所（CME）併芝加哥期貨交易所（CBOT），均引起了市場的震撼。合併都是為了提升競爭力。紐約交易所海外策略拓展是受到近期倫敦交易所（LSE）吸引來自巴西、俄羅斯、印度和中國公司掛牌，在2005年吸引外資上市規模大幅超越NYSE；CME則僅有金融商品，併購CBOT之後，可以補足商品期貨產品線。

全球金融市場國際化後，企業到大型交易所掛牌，已經是趨勢，大型交易所就像磁鐵，不斷地吸引大公司掛牌，台灣市場至2006年10月底止，上市家數較去年底減少3家，儘管喊出三年內新增上市家數250家，但是在這一波大者恆大的趨勢下，絕對不是只有喊口號就能達到目標。

交易所合併 整合資源有利國際競爭

以全球證券交易所與期貨交易所合併的風潮，德國的德意志交易所是首家，在德國並沒有獨立的期貨商及證券商，都是由銀行機構整合股票及期貨的銷售業務，交易所業務的整合，包括證券、期貨及後端的保管、結算等業務都能整合於同一個平台，有利於成本降低。

加上對交易所或是銀行而言，採取薄利多銷的模式，所有商品整合在同一個交易所或是同一個公司銷售，比較能夠採取彈性的措施，發揮價值鏈功能，讓交易所或是公司能夠擁有最高的戰力，能夠爭取更多的客戶或是優勢。

母劍虹透露，以CME合併CBOT為例，CME的產品線為金融商品期貨最強，CBOT則有農產品期貨及黃金期貨等強項，透過整併後，可以補足完整的產品線，讓產業鏈更為完整，合併後也成為全球最大的期貨公司。

另外，交易所對於現貨與期貨的界限也越來越模糊，除了交易所之間的合併外，產品線也逐步融合，例如目前美國那斯達克（Nasdaq）有意推出衍生性商品，也打破了以往證交所與期交所商品壁壘分明的僵局。

交易所轉型 提供差異化商品

除了合併的戲碼外，交易所的營運也逐步在轉型中，以前交易所並沒有自己的產品，充其量只能算是提供場地交易的百貨公司，但是在電子化交易發達及衍生性商品發展更蓬勃之後，交易所可以編制指數，擁有自己的商品，讓各個交易所可以針對自己市場中的特性，開發出區隔化的商品。

母劍虹指出，大企業到大交易所掛牌，這已經是全球交易所很難抗拒的情況。對交易所來說，企業選擇到該交易所掛牌，主要是為了知名度及流動性；對於交易所來說，

有份量的企業掛牌，才能創造出有份量的指數，有了指數之後，交易所就有更有力的商品，吸引更多資金進駐。

因此，交易所合併風潮從歐洲吹到美國，甚至亞洲交易所也蠢蠢欲動。母劍虹認為，這已經不再是各交易所面臨的挑戰，更深刻的來說，應該是各個政府對於經濟政策間的角力，交易所已經無力抗拒企業流動的狀況，政府唯有改善投資環境，才有辦法吸引企業掛牌。

小型期交所仍可尋求利基性區隔

大者恆大，是全球化市場，高度透明資訊引領資金迅速流動下，不可動搖的主流。不過母劍虹也透露，並不是所有小型的期交所都難以存活，以歐洲總計46個國家，除了幾個大型交易所外，期交所總計還有超過30個，顯示小區域的期交所還有生存空間。

主要的原因，他也解釋到：「通常該國的投資人還是最熟悉當地的期貨商品，包括連動指數的期貨、選擇權，或是個股、農產品或金屬等期貨商品，尤其是全球化幾乎讓交易呈現24小時全年無休的狀態，但是各個地區仍有時差的因素，本國的交易人會對於自己國家交易所的商品交易時間及掌握度最高。」

他說，只要地區性交易所的商品具有賣點，也就是要掌握自己的交易時段中，有黃金的商品及營運，雖然大型交易所擁有最引人注目的商品及吸金的優勢，但並不代表區



域性交易所就會完全失去交易量，它仍舊會有機會創造交易水準。

區域性交易所除了可以發展黃金時段及商品外，還可以尋求跨國交易所合作，母劍虹表示，他最喜歡舉的例子，就像航空公司的訂票系統，只要技術、法規及平台有效整合，在全球任何一個地點，都能夠上網連線及訂票。因此透過跨國性交易所的合作，自己沒有特殊商品的交易所，還是有能力提供區隔化商品。

亞洲期交所難合併 但可合作

儘管海外交易所整併不斷，但觀察亞洲市場還沒有交易所合併，說到亞洲區交易所跨國合併的可能性，母劍虹也不禁搖搖頭，他笑著說：「亞洲地區還是有文化上的差異，每一個交易所甚至商品可能都具有國家代表性，所以要合併的難度偏高。」

尤其9月份新加坡交易所繼推出日經225及連動台灣股市的摩根台指期貨之後，再推出以大陸50檔A股為標的的「新華富時中國A50」，雖然受到中國政府抗議，新加坡交易所打輸了這場官司，顯示在亞洲商品及跨國之間的合作仍有相當的難度。

不過儘管新加坡交易所無法順利發行新華富時中國A50期貨，但是第四季也可以看到，中國與南韓分別與CME合作，各自發行人民幣及韓圓的外匯期貨，顯示出亞洲期貨市場與歐美交易所合作的空間，透過這樣的模式，還是可以走出單一市場。

遠程會員制度可以落實跨國性合作

母劍虹認為，交易所合併的手續繁雜，牽涉的層面又廣，不是一朝一夕可以順利完成，但是以期貨市場來說，交易所之間透過遠程會員（remote member），方便雙方交易所的會員進場交易，提升市場效率。

台灣因為特殊的政治氛圍，使得經濟成為更重要的工具，主管機關最恐懼的就是國內資金不斷流出台海。但是母劍虹表示，一般來看，散戶還是會落腳本土市場，因為熟悉度高，沒有交易時差；法人則基於風險分散，該出去的資金也早就匯出，不會因為跨國合作而急遽流失的。

歐洲期交所有「遠程會員」的制度，反而可以跨區域合作，成為會員最大的好處是，交易歐洲期貨交易所的商品，不需要再

透過期貨上手公司，這樣可以增加市場效率。若台灣期交所與歐洲期交所相互合作，則雙方的交易流通將會更頻繁，對於整體市場絕對是利多於弊。

尤其歐洲期交所的遠程會員，可讓海外的期貨商不需要到德國註冊，就可以成為歐洲期交所的會員，只要海外的會員受到當地政府監管，交易當地許可的商品，以及與歐洲期交所簽訂訊息交流合約，加上雙方認可的人員執照等，就可以正式成為會員。

因此海外證券期貨市場展開的合併風潮，也許對於台灣交易所而言，可能被合併；或是合併其他交易所的可能性不大，但是仍舊可以尋求其他模式跨國與他國交易所展開合作，才不至於喪失競爭力。

電子交易革命期貨市場 技術改變交易模式

電腦的發達，在近幾年已經衝擊傳統期貨市場，也讓更多的商品出現，主要是先前人工交易時代，客戶無法透過電腦隨時洗價，所以電子化除了讓投資人交易更為便利之外，也伴隨指數化商品可以如雨後春筍般推出，都是拜資訊化程度日新月異所賜。

另外，電子化時代，期貨市場還有一個相當值得注意的特性，即下單速度成為自營商競逐的目標，為了讓客戶可以掌握下單速度，母劍虹指出，歐洲期交所已經推出「Proximity」的服務。

所謂Proximity就是歐洲期交所專門設計

給自營商使用的主機，放在歐洲期交所交易主機附近，強調下單速度幾無秒差。客戶承租一個Proximity後，可以輸入自己的財務模型及各產品相關性等策略交易程式，設定完成之後，Proximity就可以自動下單，會員也可以透過遠端傳輸進入修改程式，確保策略的競爭力。

歐洲交易所的發展目標

母劍虹也特別介紹了歐洲交易所的過去、現在與未來。自1958年法蘭克福證券交易所成立起，歷經數百來的變遷，直到現今合併後的歐洲交易所，這個在世界上具有悠久歷史的交易所，仍有其不可取代的重要地位。

始終以來，歐洲交易所的目標，就是為投資人提供最據吸引力的股票與衍生性商品的市場交易通道。歐洲交易所是全球唯一一家具備綜合性交易所職能的機構。母劍虹提到這點，他非常謙虛的說：「能夠以最低的成本，為投資人提供全方位的交易、清算、結算、託管，以及服務，是歐洲交易所始終以來的經營方針。」

為了達到這樣的目標，他們所仗恃的就是培訓熟悉業務的專業人員，以及不斷提升他們的能力。歐洲交易所不但在人員的專業上要求甚高，設備上，更是整合了完善的交易系統，藉由專業、快速、便捷的服務，透過嚴謹的管理機制，創造出最優的股東價值，因此，多年來，在全球期貨市場能佔有



一席之地。

提到未來歐洲交易所的發展，母劍虹說：「多樣化的業務、通過平臺進入全球化交易網絡，連接至全球的投資者，邁向全球領導性衍生產品交易所，是我們的目標。」在全球交易所整合的趨勢下，母劍虹認為，在更深層的意義上，是對各個國家和地區政府經濟發展和投資政策提出的挑戰。未來，各交易所應通過高流動性、高透明度和低成本的上市與交易平臺，爭取更多上市公司和投資者。他指出，各個交易所透過協調規則和與其他交易所合作的方式，才能達到資源共享，互利互存。

股上潮流與趨勢，將是發展關鍵

母劍虹認為，台灣期貨市場是非常有前途的。但是，如何能夠跟得上潮流與趨勢，將是未來發展成功與否的關鍵之一。他也非常希望能與臺灣期貨界加強交流，以自己對歐洲期貨市場的了解，未來提供相關資訊給臺灣的期貨界做為參考。

CTFA

新加坡交易所— 電子化改革的過程與未來展望

撰文：Kevin 攝影：華雨龍

新加坡交易所SGX是亞洲地區發展相當優質、健全的交易所，雖然新加坡腹地較小，但在亞洲金融環境中，卻扮演相當重要的角色。



亞洲第一家非會員制的交易所

一九九九年時，由新加坡政府出面輔導下，新加坡證券交易所、新加坡國際金融交易所SIMAX正式合併，隔年並在自家證券交易市場上市，成為上市公司，也是亞洲第一

家以非會員制型態上市的交易所。

「歐美國家的法人機構走遍全球，也相當看好亞洲地區的投資潛力，我們希望歐美法人在投資亞洲時，能以新加坡為GETWAY，這也是SGX成立的主要目的之

一。」SGX市場署會員及法人業務部副總裁李彬凌說。

運用充裕的資金，進行全面電子化改革

不過新加坡證券交易所早在1989年就已全部採用電子交易系統，而SIMAX卻還是人工喊價，所以在SGX合併的過程中，針對系統整合做了多次研討及配套措施，當時便著手進行電子化的動作。所幸在SGX合併上市之後，資金方面實力大增，不論是在硬體建設或是軟體提升上，都能夠有充足的銀彈做後盾，且技術上也有現貨市場的研究支援，讓期貨市場電子化的過程助益良多。

其實早在七、八年以前，還是SIMAX時期，就已想過要轉換成電子化平台，當時也作過一些試驗，不過考量當時全世界的期貨交易所都是採人工喊價，因此全面電子化的迫切性並不高。尤其在亞洲，摩台剛上市時，除了日本市場是電子盤之外，新加坡與香港主要都是人工交易為主的市場，台灣當時也尚未成立期貨市場。

電子化浪潮主要是從歐洲過來的，澳洲也感覺到這股壓力，後來才漸漸的傳到亞洲，而感受特別深的就是新加坡市場。雖然當時以人工交易就可以創造出非常漂亮的交易量，不過幾經思考之後，還是覺得電子化有其必要性。當時市場投資者，尤其是大型機構投資者，也看到整個大趨勢在改變，認為必須朝電子化的潮流走，因此SGX開始長達數年的交易系統改造計畫。

電子化的過程 遭遇人為挑戰

「電子化的過程中，最大的挑戰是人。」李彬凌說到。SIMAX從1984年開始，至今已經有22年的歷史，有許多市場參與者，尤其是個人投資者，稱呼為locals，已經習慣了在交易池裡人工喊盤的交易方式，加上一些習慣待交易池，以人工喊價為主要業務的期貨商，讓電子化的過程增添許多挑戰。

為何會反對電子化？李彬凌解釋說，投資人在交易池中，會吸收池中的「聲音資訊」作為自己的決策參考，什麼大單進來了、什麼投資機構要出場的，都可以聽得到，投資人依賴這些資訊，當作決策的依據、信心的來源；但是電子化後，這些「聲音資訊」都不見了，只能在冷冰冰的銀幕上看到跳出數字，背景因素都看不到，少了這些「激情」與「肢體語言」，讓在池中的交易人相當不能適應，揚言退出交易市場表示抗議。

不過這種不適應而反對的情形倒是四海皆同。李彬凌提出國際市場資料解釋，其實各國，如雪梨期貨交易所及倫敦期貨交易所都有系統轉換的經驗，經估算，只有20%的個人會員Locals會轉換為電子交易會員E-Locals繼續的交易下去，這是個非常低的數字。

在多數投資人的期望下，2004年8月SGX正式宣布採電子化交易，剛開始仍採人

日商聯貿集團副會長河島毅 談日本期貨市場未來發展

撰文：王克庭 攝影：華雨薇



去年度影響日本期貨市場最深的，就是在2005年時，日本最新商品期交法的修訂案實施後，讓整個日本期貨市場產生微妙的化學變化。

商品期交法修訂案讓整體成交量有萎縮現象

日本期貨交易市場年成交量自2003年攀升至最高峰，達到一億五千四百萬口的規模，不過之後通過的商品期交法修正案，卻讓成交量受到影響。以2006年的成績來看，1-9月的成交量才剛突破一億口，顯示成交量正逐漸減少。

「近年的行情波動過大，操作難度增加，讓以個人散戶為主體的日本期貨市場成交量大受影響，連帶著日本商社、專業交易人及商品期貨基金等，也因市場參與者減少、商品流動性降低，導致進場意願低迷，使整體成交量陷入惡性循環之中。」河島一針見血的點出成交量萎縮的主要原因。

所幸，國外交易人的參與度卻是逐年提升，從TOCOM統計的國外受託單量資料中可以看出，國外交易人的單量佔整體市場比例從2001年的5.1%，到2006年8月的15.9%，成長將近六至七倍，特別是在2003年導入國際電子交易平台ISV後，比例更是急遽上升，再加上2005年日本結算機構JCCH正式設立後，也讓國外單量比例持續爬升，到2006年都還在增加中，達到15.9%的水準。

日本期交法實施修訂後的優勢

日本期交法修訂實施後，對於整體市場仍有許多正面的助益，例如許多新的參與者正不斷加入，其中不乏所謂的專業級交易

人，他們以慣用的交易方式：當沖，不斷的在市場上進行SELL/BUY的動作，讓市場流動性大為增加，直接幫助成交量向上提升。

此外，在日本商品期貨結算機構JCCH設立後，也讓國際電子網路交易的單量大為增加。

在期貨商的管理部分，這次加入了「純資產額的規制比例」，這個比例就像證券公司的自有資本額的比例一樣，只不過新規定是以較為嚴格的比例來限制，主要是確保期貨商的財務體質能更加健全。

而新修訂的商品期交法中，還有一條就是加入「非招請招攬禁止措置」法，意即當期貨業務員在招攬業務時，投資人表示拒絕一次之後，業務員即不得再以任何方式招攬業務，否則即觸犯規定，此點實施後等於是還給投資人一個安靜的空間，也減少許多投資人抱怨的聲音。

交易量下降，期待新參與者的加入

隨著商品期交法的修正，卻也造成整體交易量及交易資金產生萎縮的現象，讓多家期貨交易所及期貨商經營進入寒冬期，期間業已有數家期交所合併，以及幾家期貨商受不了長期虧損而結束營業。

因此，在目前整體市場交易量持續惡化的情形下，期貨商必須向外尋求其他的市場參與者進入市場，以補充整體市場流失的交易動能以及提高市場整體流動性。

那麼又有誰能夠力挽狂瀾？河島認為，應該向兩種對象尋求支持，第一是同業業者，第二是商品期貨基金業者（即期貨信託業者）。

所謂同業業者，是指供應廠或製造商，且原則上都是以「進口商」為主的供應廠或製造商，前提是這類的進口商需相當注重國際市場的避險需求，不過其中有一項最重要的因素，就是要擁有價格決定權。所以這次透過全球性的期貨論壇，建議應該結合日本、台灣、中國、韓國彼此間亞洲區最大的力量，來爭取最大的市場利基。

「再來就是向商品期貨基金尋求支持」河島說。日本散戶的投資行為基本上還是習慣以金融股票為主，最近因為日本股價行情看升，加上日本銀行窗口服務多樣化以及競爭激烈化的雙重因素，使得日本境內的現貨期信／投信商品相當受到投資人的歡迎。相較之下，日本商品期貨基金所能夠操作出來的績效表現，相對就顯得稍為薄弱些。

不過他認為，要持續拓展市場規模，還是要朝向「同業業者」及「商品期貨基金」兩部分繼續努力，未來必定會有更好的發展。

面對全球合併風，亞洲期交所應互相合作、聯盟

除了日本境內的經營環境分析外，更要從國際間的角度來看市場，首先是全球交易所不但競爭激烈，目前還正掀起一股整併風

潮，例如CME併購CBOT等，這些歐美大型期交所的整併，的確給亞洲地區的期貨交易所帶來很大的衝擊，而日本境內的期交所對於大型交易所合併後所帶來的衝擊，至今仍未有確切應對的想法。

再者，亞洲地區油價上漲因素，以及中東地區拍頭，河島強調，若透過亞洲、中東等國家間，彼此互相競爭卻又互相合作的微妙關係下，全球期交所應該以對等的立場，逐漸演變為相互合作，甚至是形成聯盟的架構，這應是必然的趨勢之一。

近來日本景氣正逐漸回升復甦，從個人散戶的儲蓄行為或是商品交易等也都看得出端倪，從期貨商品的交易上來看，最近如外匯保證金交易以及小日經二二五指數期貨這兩樣商品，都獲得投資人的青睞，紛紛加碼投資。

但若放大範圍來看，日本境內個人散戶投資期貨商品的比例還是偏低，不過這也是日本期貨商的一個好機會，未來將會配合日本政府的金融政策，加以具體化後提出更好的配套方式，來提升個人散戶投資期貨的意願。

多方下手，健全日本期貨市場發展

不論是從日本或國際的角度來看，要讓日本期貨市場更健全發展，必須找出對應之道，要怎麼做才好呢？河島認為，應該從提升市場流動性、健全期貨商經營體質以及增加國外委託部位等方法做起。



劉易斯認為，造市者制度及延長交易時間等，都是日本期貨市場振興之道。

引進造市者制度就是提升市場流動性最佳方法之一，它可以找出能提供價格及進行價格買賣點操作的這個角色。造市者制度在美國相當普及，美國期交所新商品上市初期，造市者制度即扮演非常重要的角色，因此我們也希望能夠趕快引進相關配套及制度，來增加商品交易流動性。

確保市場流通性，延長交易時間也是一個不錯的方法，目前日本交易時間是從日本時間早上九點到下午三點半（等於臺灣時間早上八點到下午兩點半），缺點之一是萬一發生停板的時候，交易人將很難再進行操作。而下午三點半收盤之後，歐美盤卻正要開盤，因此時常發生投資人在下午收盤後，歐美盤情勢突然逆轉，產生非常大的行情變動，日

本交易人卻要等到隔日才能應變，卻往往已經無力回天，損害嚴重。

「若要能隨時因應行情，就是要延長交易時間」河島建議，日本境內交易時間最好從下午三點半延長至下午四點半、五點半，甚至是日本的下午九點，方能解決時差問題。當然，如果能一天二十四小時全天候都可以交易，將是最理想的情形。日本境內，外匯交易也是採二十四小時制電子交易，這點是期貨業可以學習的。

「將市場參與者明確區分開來也可以增加流動性」他說。在日本，幾乎可以分得出誰是「肉腳」、誰是「PRO」，若能夠將兩者分別給予不同的措施，再加上國外基金業者、日本境內期貨業者、商品期貨基金以及

國外的投資人的加入後，不同角色有不同的需求，共存於一個市場後將可以產生出更好的流動性。

日本商品期交法中，有許多相當嚴格的規定，其中一項就是「非招請招攬禁止措置」，意思是當業務員向投資人招攬投資業務時，當對方表明拒絕的態度時，只要表示過一次，業務員就不能再以任何的招攬行為進行業務招攬，包括電話、電子郵件、直接拜會等行為，若是以任何方式打擾到投資人，就是觸犯了「非招請招攬禁止措置法。」

但這項嚴格的法規，卻成為期貨業務發展上相當大的阻力，造成參與者的減少及降低交易流動性，因此河島建議，將此嚴格的法規予以刪除。

改善期貨商本身的經營體質

現行商品期交法中已有導入「純資產額規制比率」制度，不過河島認為，若採用太嚴格比率限制，將使得期貨商本身經營上就會出現許多問題，所以該比率其實不需要訂得太過嚴格。

日本商品期貨結算機構JCCH設立後，結算會員及非結算會員制度將被徹底實行，但在日前規定下，非結算會員卻必須透過結算會員才能進行結算，若能夠導入「複委託交易商制度」及「IB制度」，將使得制度更加完善。

在穩健經營的前提下，日本公司通常都

被要求建立一套標準作業程序手冊，主管機關要求手冊上的程序必須寫得非常詳細，而日本境內的期貨商將來也會配合主管機關要求，確實的完成標準作業程序手冊，往後主管機關進行檢查作業時，將會相當的順暢，也不容易有其他意外發生。

建立標準作業程序的好處不只如此，若已依照標準作業守則時，公司自行發現其中原有的錯誤，且已經自行進行處罰時，日本的同業公會以及主管機關，將會基於不重複處罰的原則，不再進行罰責。

吸引更多境內投資人

積極爭取國外委託單

日本法令中有一條「商品交易責任公積」的提存規定，提存率越高，將會反映在投資人的投資成本上，因此，若是能將該條予以免除，將可有效降低期貨交易人的交易成本，對國外專業投資機構的吸引力也會相當大。若能進一步將外資導入日本交易市場，便能增加日本交易單量，流動性也會隨之增大，藉此便能熱絡期貨交易市場，河島如是說到。

WATA



掌聲之外的省思

撰文：三克庭 攝影：華雨龍



談期貨市場興革之道

臺灣期貨交易所副總朱士廷

我國期貨發展至今已超過10年，2006年11月13日總成交口數正式突破一億口，為我國期貨發展史劃上值得紀念的一筆。然而，在大步向前的同時，我們也應稍微停下腳步，重新檢視一下基本面，讓整體市場能夠更加健全，在穩健的向下一個里程碑前進。

歷經10年，成績值得鼓掌

我國期貨交易歷史上，最近有一筆新的紀錄進來：2006年11月13日總成交口數正式突破一億口，這是個相當令人欣慰的里程碑。回想當初一起打拼的幾位資深同業，還笑說日均量只要突破一萬口，就要慶祝的話，彷彿還繚繞耳際，轉眼間總成交量竟已突破一億口，是成長太迅速還是時間過太快呢？

以詳細數據來看，我國交易人的開戶數，從1998年的14萬戶，至今115萬戶，其中包括自然人114萬戶、法人6336戶，期貨商品共14種，明星產品台指選擇權於2001年12月上市等。

商品結構部份，由於國內交易人的特性，台指選擇權佔整體市場85%的比重，其次為台指期貨佔9%，其他12種商品則共佔6%，可見得台指選擇權還是投資人最能夠接受的主流商品。

國際排名部分，1998年我國期交所在全球排名不過57名，但在2006年6月時，國際排名已上升至18名，更獲得Asia Risk雜誌評

選為2004年亞洲風雲衍生性商品交易所 (Derivatives Exchange of the Year)，這些都是大家共同努力出來的結果。

整併、電子化、商品多元化是發展趨勢

以國際趨勢來看，全球有多家期貨交易所為因應國際競爭，提昇組織運作效率，各國會員制交易所紛紛改為以營利為目的公司制，將股權與交易權分離，並且將股票掛牌上市，例如香港期貨交易所、雪梨期貨交易所、SGX、CME、CBOT、IPE、NYMEX、PCX、Eurex、LIFFE、LME、OM等都是如此。

在商業經營的前提下，合併風潮隨之顯現，2006年6月紐約證券交易所NYSE Group Inc. 母公司NYSE Group Inc. 與歐洲交易所運營商Euronext NV合併，合併後公司總市值將達200億美元，新公司命名為NYSE Euronext，股票將於紐約和巴黎上市交易。另一個最新的案例就是2006年10月CME與CBOT合併。

為何合併的風潮如此盛行？可以從

CME上市價看出端倪，2002年12月24日CME上市價格是43.6美元，在2006年11月14日已達513元，漲幅相當驚人，市值為178.85億美元。若以台積電49億美金市值相較，約等於2~3個台積電，令其他交易所難以望其項背。

也有一些策略性聯盟的例子，如EUREX在美國成立EUREX-US交易所，推出美國債券期貨，直接挑戰CBOT在美國公債期貨的龍頭地位，還有芝加哥氣候交易所(CCX)在荷蘭成立歐洲氣候交易所(ECX)，與國際石油交易所(IPE)合作推動溫室效應氣體排放權相關商品，國際級期貨交易所策略聯盟腳步加快，彼此又競爭又合作的態勢儼然已形成。

「台灣期貨交易所及期貨交易市場若無法跟上國際化的腳步，很可能會被國際潮流所淘汰。」台灣期貨交易所副總經理朱士廷說。

除了合併的風潮外，電子交易也已蔚為主流，降低交易成本及市場衝擊、減少錯帳發生、維持紀律及客觀性、降低交易員主觀判斷風險以及提供良好的流動性等，都是採用電子交易的優勢，因此電子交易取代傳統交易將是必然的趨勢，傳統人工喊價將會逐漸消失。

放大到全球期交所來看，電子交易的確已凌駕人工喊價市場，如歐洲的Eurex、Euronext、OM、LIFFE，亞洲的KRX、

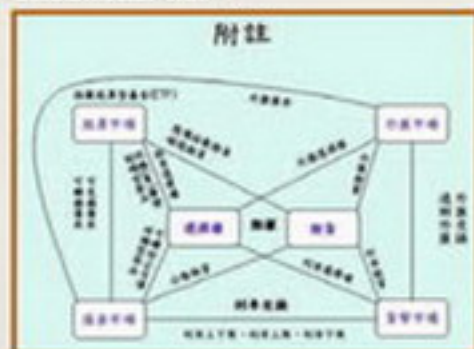
TAIFEX、TFX、HKEx，美洲的IPE等，而SGX已將Nikkei 225、MSCI Taiwan等主要商品移往電子交易平台，CME-GLOBEX、CBOT-CBOT交易所亦逐步提高電子交易平台之比重。

也因為身處資訊科技發達的時代，讓期貨商品的發展有無限可能，期貨商品的發展將更趨多元化。未來，衍生性商品標的可能擴大至不動產、保險、甚至整體環境，並可同時兼顧總體與個體層面的避險效果，如天氣、選舉等，只要是具有波動性的標的，都可以設計成期貨商品，期貨交易的魅力將無遠弗屆。

我國金融商品之創新方向與趨勢

談到我國金融商品的創新方向與趨勢，朱士廷分析道，可以從以下幾種趨勢分析：

《趨勢一》在財務工程蓬勃發展的趨勢下，金融商品的衍生相當迅速，從附註的圖表來看，原本由股票、債券、外匯、貨幣等四個市場，就可以串成許多商品；若是加上期貨及選擇權的架構後，可以產出更多且複雜的金融衍生商品。



台灣期貨交易所的任務之一，就是把在這個架構下的基本商品建立起來，例如現行的指數期貨、指數選擇權、個股選擇權、ETF期貨、公債期貨、30天期利率期貨、電子／金融指數選擇權、美元計價商品等，惟有透過財務工程才會日趨多元化，我國金融市場發展才會更好。

《趨勢二》因應金融國際化，政府開放腳步加快，新商品上市快速：目前金融主管機關腳步雖已逐漸加快，標準化商品如指數股票型基金(ETF)、電子及金融選擇權等，都已逐步開放，未來跨產業間的客製化產品，如與投信公司共同研發的不動產證券化商品等，都是未來的利基點所在。

《趨勢三》金融創新及跨市場、跨商品結合，市場監理成為重要課題：在金融創新及跨市場、跨商品結合的趨勢下，如何進行市場監理，是困難的問題點，例如前些日子多件金融違規案件，因為牽涉的市場、商品及法令相當廣泛，讓金融監理機制成為相當大的挑戰。

《趨勢四》部分創新商品具高風險槓桿操作特性，風險控管日益重要：未來「風險控管」將會變成一道顯學，尤其商品風險特性日益複雜、作業與管理流程的調整與創新相當重要，可以預期未來對於風險管理人才的需求將大幅增加。

《趨勢五》教育推廣及人才培育面臨新

的挑戰：因為金融商品變得愈來愈複雜，如何將這樣複雜的商品，用很簡單的方式讓投資人了解並實際銷售，並不是那麼容易的事，多培養這類人員，將是推動未來期貨發展上不可或缺的要件。

《趨勢六》投資人交易商品日趨國際化：由數字上看來，國內交易人交易國外商品的比重有日趨升高的現象，尤其在各國交易所正快速發展電子交易平台，且全球金融市場連動性高，因此若是台灣期貨交易所提供的產品，不具國際競爭力，投資人部位外流的情形將會更加明顯。

《趨勢七》期貨市場業務範圍擴大：金融主管機關已陸續開放各項業務，如國內期貨市場業務已由期貨經紀、自營業務，擴大至期貨顧問及經理事業，未來預期有機會發展期貨信託事業，推出 Futures Funds、Commodity Funds等。

期交所將全面興革，以強化競爭體質

「台灣的期貨市場發展前景可期，但深究其中，仍有許多隱憂必須要正視。」朱士廷點出問題所在。他說：

第一：成交量及開戶數正逐漸趨緩，市場的動能正逐漸流失。

第二：專業人才仍然不足，需提出完整的培訓計畫。

他粗略的估計，期貨市場的專業操盤手全數加總起來，可能不到五百人之多，若再

沒有深度養成的過程，在這麼專業又競爭的市場中，光靠這些人要壯大是不可能的。

「要持續擴大市場規模，首先必須從加強教育宣導開始。」其中應包含加強辦理各項市場宣導與推廣、新商品模擬交易活動，以及從業人員及交易人市場推廣獎勵活動。

在加強引進外資參與我國期貨市場方面，朱士廷說，目前也已申請 No-Action Letter 以及 Part 30 exemption，No-Action Letter，即凡取得美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 核發交易許可 (No-Action Letter) 之商品，始能成為美國交易人可交易之國外股價指數期貨契約，目前已取得交易許可的商品有臺股期貨、小型臺指期貨、電子期貨、金融期貨、MSCI 臺指期貨等。

「他山之石，可以攻錯。」朱士廷表示，國外交易結算制度有許多是值得台灣期貨交易所作為參考借鏡的地方，例如期貨價差委託機制 (Spread Order)、整戶風險保證金計收制度 (SPAN)、代為執行交易業務 (Give-up)、有價證券抵繳作業等，只是這些制度在台灣現行「預繳保證金」的制度下，實行上的確較國外來得較難克服。不過令人高興的是，整戶風險保證金計收制度 (SPAN)、代為執行交易業務 (Give-up) 將有機會於明年規劃上路，而有價證券抵繳作業方面，因為許多期貨商有不同的意見，目前正在積極討論當中，應該很快會有一個結論出來。

培育專業人才，從學校扎根

如何解決操盤手不足的問題呢？朱士廷認為應該先從學校扎根做起，未來台灣期交所將提供獎學金給研究所的學生，希望他們在論文研究的選擇上，能夠優先考量與期貨有關的範疇，目的就是希望從學校開始，培養學生對期貨的專業與興趣。

開辦人才養成班及安排操盤手到國際間互相交流，也是很好的方法。安排操盤手參訪國外知名投資機構，如 Man Financial、Goldman Sachs，或邀請具實務經驗，如避險基金或期貨基金的國外知名講師及交易員來台講授相關課程，藉此學習與分享交易經驗，都是培育人才的最佳途徑。

若能進一步引進國際知名交易系統，提供操盤人員進行交易訓練，如 Orc、GL-Trade 及 HTS 等，「當把國際的架構都引進時，我相信會對國內有很大程度的幫助。」朱士廷相當有信心的說。

殺價是扼殺期貨市場的原兇

美麗的外表之後，總是潛藏著許多危險，從幾項數據看期貨產業，最嚴重的問題莫過於「殺價競爭」。

以經紀業務成交量來看，2004 年成長 85.06%，2005 年成長 19.44%，成交量看似不錯，但手續費收入卻是節節下降。因為 2004 年當經紀業務成交量成長 85.06% 時，手續費收入只有成長 26.73%，2005 年經紀業務成交量成長 19.44% 時，手續費收入卻是「負」成長 18.31%。



再從手續費收入來看，2003年平均每口收入還有181元，到2005年卻只剩下85元，殺價競爭讓期貨商平均稅前每股盈餘從2003年的1.1元，減少至2005年的0.75元，「負」成長48.98%，可見殺價競爭之慘烈。

「2006年，雖然帳面上總收入的數字好看些，但主要原因卻是因為期交所降價的部分佔了多數。若是扣除期交所在2006年1月1日降價後帶進來約八億元的部分數字肯定不好看，這表示業界殺價搶單的情形值得大家省思。」朱士廷沉重的說到。

進一步分析殺價的主要原因，朱士廷說，這是不得不然的結果。「市場集中度不高，導致沒有一家業者能夠主導市場。」以

2005年的數字來看，前五大期貨商市占率總和僅28.08%，且各期貨商市占率差距不大，無法有領先族群領導業界。

加上業界經營同質性高，缺乏差異化服務，當然毛利空間日益壓縮。而專業經理人在「排行榜」的壓力下，許多期貨商為了快速增加業績，採取同業挖角的方式搶佔市占率，但卻忽略的隨之而來的人事成本。

「我有很深的憂慮感，如果台灣期貨交易市場在這兩年內，沒有認真去面對現在的瓶頸，未來非但不會有亮麗的成績，期貨界更將會陷入前所未有的發展危機中。」身為台灣期貨交易所副總的朱士廷，百感交集的說出內心的擔憂。

CYF

談臺灣期貨市場未來發展前景

實踐大學財務金融與保險研究所所長
張萬同教授

撰文：賴育蓮 攝影：華雨微



張萬同教授說，台灣具備亞洲區域金融中心的本錢，主要是台灣比大陸更加自由先進，與香港相較，儘管香港市場比台灣更自由化，但是台商遍及大陸，以此點來說，台灣對大陸的影響力超越香港，且具備資訊科技發達，又位處亞太交通樞紐，其實具備大中華經濟圈門戶的地位。

整體環境有利於期貨市場發展

張萬同認為，國內的企業承擔四大類的風險，包括原物料價格風險、匯率風險、利率風險及股市投資風險，不過民間游資多，企業家又富冒險精神，其實相當有利期貨市場發展。

金融商品中，期貨市場國界疆域的保護力薄弱，先進國家的期貨交易所紛紛掛牌上市，並且相互併購，例如日前芝加哥金融交易所（CME）合併芝加哥期貨交易所（CBOT），就是企圖一統天下；即使是第三世界國家的期貨交易所與先進國家交易所相互結盟，也都是要增強自身的競爭力。

台灣期貨市場有挑戰國際市場的能力

台灣期貨市場近幾年呈現強力上揚的走勢，從1999年整體市場只有107.57萬口，2001年每年成交口數直線上升，截至2005年止，整體成交量直逼億口大關，高達9,265.97萬口，七年來，成交量以量滾量提升達85倍，讓全球市場刮目相看。

尤其是台灣期貨市場的主力台指選擇權，因為具備小而美的特性，操作選擇權買權的投資人，只要支付少許的權利金，若看對趨勢，出現大行情就可能有數倍的獲利，初期以「樂透」的模式包裝，獲得市場青睞，搭配造市者（Market Maker）機制，成為推升台灣期貨市場交易量直線上升的最大功臣。

以2006年上半年的成交量分析，台灣期貨交易所的台指選擇權商品交易量已經排名全球“第四”，台灣期交所也躋身全球“第十八”大期貨交易所，台指選擇權絕對功不可沒。

國際金融市場上，在銀行方面，雖然國內近幾年來歷經金控合併，但是規模還是不敵國外動輒資本額上千億美元的大型國際銀行。證券市場在近幾年受到投資大陸40%淨值上限的限制，台灣的上市公司都紛紛將子公司送往香港市場掛牌。相較於銀行與證券業，期貨市場卻大不相同，張萬同透露，國內散戶的參與度，在國際上來說算是相當高的，若搭配激勵法人及外資等政策，國內期貨市場還有相當大的發展空間。對於台灣金融市場來說，若要透過銀行或是證券市場在國際上嶄露頭角的機率可能較低，但是期貨已經跨出不容忽視的一步，未來絕對是台灣在國際上最有可能出頭天的金融版圖。

台灣期貨市場商品推出的各個階段

台灣期貨市場的發展可分為三個階段。從1994年到1997年的「學習期」，也就是複委託國外期貨交易時代，希望藉由國人實地參予國外期貨交易來學習，並建立本國未來的期貨交易體系。當時交易國外期貨，因為有時差的因素，幾乎都是晝伏夜出，加上現貨市場在國外，所以國內投資人對於期貨商品的可掌握度較低。

「扎根期」為1998年到2003年，從台灣

期交所成立，到台灣股價指數商品推出，逐步在市場推廣。當國內有本土期貨商品之後，當然引起相當多投資人的興趣，但是礙於整體市場對於期貨商品的熟悉度不夠，必須要時間教育，從指數期貨到2001年底推出台指選擇權，陸續讓投資人有更多商品的選擇。

從2004年至今，就是台灣期貨市場的「發展期」，透過新商品開發等，積極擴大市場規模，從2004年的市場總成交量為5,914.63萬口，2005年已經跳升到9,265萬口，2006年整體期貨市場的交易量已經正式突破一億口，顯示市場的成熟度已經達到一定程度，期貨交易人在市場上大展身手。

開發市場 有待期交所努力

張萬同透過數量迴歸分析發現，過去推動台灣期貨市場交易量最主要的因素有二。首先是貨幣供給，統計數字顯示，貨幣供給與每一期貨或選擇權市場成交量有最密切的關係；其次是散戶投資人對標的物商品之熟悉度。期貨交易所推出的商品中，除了股票或股價指數相關的商品外，沒有一個成功的案例。這代表過去期貨市場發展的成績，主要是靠既有的外在環境。未來期貨市場要更進一步發展，交易所必須要努力真正的開發出新的商品，這就必須多與學界合作，分析市場、設計新商品、進行人才培訓與推廣計劃；同時也必須與期貨公會合作推廣市場。

根據研究，張萬同分析投資人參與期貨及選擇權的主要因素，以及行為模式後發現，有利於台灣期貨交易所上市商品交易量的因素，主要是商品標的物價格波動性相對要大，再者為標的物價格具備指標性，而且現貨市場的交易量要相對大，第三則為一般的自然人（散戶）要熟悉此標的物，且在現貨市場就有積極參與，第四具備法人造市者（Market Maker）交易機制，能夠擴大交易量，最後則是針對散戶教育訓練及加強市場推廣的商品。

以目前成交量最大的台指選擇權為例，台股指數當然是國內市場最具指標性的指數，台指選擇權隨台股現貨指數波動，對於國內的交易人來說，沒有比台股更為熟知的商品，所以也可以發現，現貨股市的交易量與期貨市場的交易量成正比的關係。

還有一個特性是，因為期貨多空都可以操作，所以只要價格的波動大，其實不管指數是上漲還是下跌，對於期貨市場來說，並沒有衝擊，主要是要有明顯的波動性，並非像現貨市場一般，通常上漲的操作意願較高、下跌就較不受青睞。

以期貨而言，還是要看趨勢，只要有往上或是往下的態勢成型，期貨交易人就會積極進場，但是若是小漲小跌，持續不斷的盤整，現貨交易量可能萎縮，就會使得期貨的量能也會出現萎縮。

給期交所的建議

在期交所的自我定位上，張萬同認為，期交所應該掛牌上市，增強併購亞太區其他交易所的能力，並積極與世界主要交易所策略聯盟，不是只有彼此簽署「合作備忘錄」(MOU)，而是更進一步要吸取國外期貨交易所的經驗，進而壯大自己成為大中華區的金融中心。

在商品上，則必須要評估各個商品的交易量，探討台灣期貨交易人的特質，從現在的台灣期貨市場可以很明顯的看出，散戶其實是支撐交易相當大的力量，現在量能最大的台指選擇權強調的就是「以小博大」，交易人只要用少許的資金，就能參與期貨市場交易；反觀以法人為前提的商品，如利率期貨的量能都還算相對低量，因此期交所在設計商品之前，考慮量能因素，不能忽視散戶的影響力。

結算交割制度方面，張萬同則建議，期交所應該結合OTC商品系列交易結算；交易系統上，則可以增加下單指令及擴充場外交易機制，讓投資人能有24小時全天候更靈活的投資策略。另外，從台指選擇權的成功經驗中，也可體會到造市者機制的重要性，在商品初期可能都要考量造市的制度。

期交所與期貨公會攜手，將為期貨業界開創更好的未來

張萬同認為，期貨與選擇權商品愈趨複雜，期貨市場也愈趨競爭。期貨公會及期貨交易所，不僅要共同合作，更應該多與學術



提升素質與道德，才能使投資人安心。

界結合，攜手為期貨業開創更好的未來。

在專業素質與道德上，業界應從長遠觀點體認提升專業素質與道德的重要性，從主管機關到期交所、公會等，也都應加強監督期貨業界，讓投資人安心。期貨市場業務漸次開放，從最初的經紀業務、自營業務、投顧業務、期貨經理事業，到明年即將推出的期貨信託事業，整體市場的完整性逐步增加，但是期貨市場畢竟僅有12年的時間，面對越來越大的業務範圍，卻沒有足夠的專才可以使用，期貨市場人才孔急。

原本培育人才，應該是期貨商自己該面對的問題，但是期貨商陷在手續費殺價的激烈競爭中，毛利已經相當微薄，所以實在沒有餘力培養人才，而且就算培養了，可能還得面對挖角的問題，必須支付的成本過高，也可能讓業界對於人才培訓裹足不前。期交所應提撥經費，鼓勵學界針對期貨市場做研究，而且也要有人才培訓計畫，這些對於提升整體期貨市場都是相當重要且長遠的計畫。

CTA

中正大學財務金融系教授 薛立雪

針砭利率類期貨商品 提出建言

撰文：Kevin 攝影：華雨微

Taipei Forum 200

勢·掌握來·學習新知



民國期

融創新與

工程學會/



臺灣期貨交易

財務工程學會/臺灣大

金融管理學系/實踐大



我國期貨市場交易量已在世界排名18名，選擇權交易量更為世界第三名，令人引以為傲。

但仔細分析台灣期貨交易所14種商品的交易量，會發現交易量多集中台指選擇權（佔比84.82%）及台指期貨（佔比8.65%），這兩項商品即佔總交易量的93.47%，其餘12個商品，平均日均量不到三萬口。

從我國現貨市場觀察可發現，債券成交量每年有5000-6000億，流通性理應不錯，但為何台灣期交所推出許多利率類商品，卻普遍乏人問津？

找出問題 對症下藥

國內期貨商品主要分為三大類：股價指數類、利率類以及商品類，這三類商品中，

以指數類商品的交易量佔最高，但利率類商品的成交量卻少到可憐。

相對於10多年前，股市及債市的成交量也是呈明顯對比，現在這個情節在股價指數期貨商品與利率期貨商品上再度重演。為何利率期貨商品不被交易大眾所接受呢？

回到2004年，公債期貨剛推出時，日均量約有200~300口，以一個新商品來說還算可接受的範圍，在2004年6月，30天期利率期貨跟進推出後，兩項商品的交易量到達高點，平均每天3000~4000口。然而，好景不常，2005年初這兩項商品成交量幾乎跌在地板上，公債期貨一天成交量不過20~30口，30天期利率期貨更幾乎為0，這樣的表現也讓大家相當氣餒。

雖然台灣期交所近期推出許多獎勵活動及高額獎金，誘使大家多關注利率類商品，讓成交量有所起色，尤其最近達到日均量1000口以上的表現，但這樣的量能在沒有活動促銷下，能否持續下去呢？

「根據我的觀察，在目前76家期貨商中，實際每日有交易，且成交量上百口的僅有5~6家，其他家還是掛0。巧的是，獎勵活動剛好也只有獎勵5名而已。」國立中正大學財金系教授、金融創新與債券研究中心主任薛立言說。

還有一個怪現象，在國際經驗上，期貨商品都是近月份的交易量較遠月份來得大，

但國內公債期貨卻是遠月份的交易量較近月份來得多。「獎勵活動後能否持續維持市場能量，令我十分擔憂，總不能一直依賴獎勵活動這支強心針吧」薛教授的擔憂表露無疑。

商品結構複雜 令人望之卻步

投資人要如何利用利率期貨來作出投資操作呢？

- (一)對特定標的價格走勢的主觀判斷進行投機操作
- (二)為規避對未來價格的不確定性作出避險操作
- (三)在現貨與期貨間進行套利操作

這些都是操作利率期貨的方式，但是若投資人發現，投資利率期貨的交易成本，並不會較現貨成本低的時候，或避險效果不能達到期貨現貨相抵銷時，又或是市場買賣交易量不足，造成想買買不到、想賣賣不掉的困境時，都是造成市場交易量低迷、投資人裹足不前的主要原因。

「不幸的是，在公債期貨中，我們的確看到了這些現象，這足以解釋成交量不大的原因。」薛教授說。

一般投資人要了解公債期貨的確是有點難度，與商品(黃金)期貨不同的是，投資人知道他交易的標的是成色999、重量為100盎司的黃金。但在公債期貨中，投資人買到的是哪一種公債，票面利率多少？到期年限多長？並沒有一個正確的答案。



薛立言認為利率期貨商品結構複雜，難以吸引投資人。

為了讓公債期貨可以進行交易，台灣期交所規劃出一個交易標的：虛擬債券，投資人只知道它是一個面額500萬、票面利率3%的虛擬債券，且在央行還找不到這種條件的債券，公債期貨便是以此為交易標的。

為何需要如此？因為即使選擇市場上任何一種公債作為交易標的，過幾天交易條件就已改變，到期期限也慢慢縮短，無法成為未來的交易標的，這是債券的特性，為了要克服這個問題，才衍生出「虛擬債券」的形式。

但實際交割時，交易人不一定需要千辛萬苦的去找出這種條件的公債來交割，因為期交所有特別定義：可交割債券(Deliverable Bonds)，供交易人自行挑選最適合的債券進行交割，可交割債券的定義即到期期限在8.5~10年間的債券，都可以拿來交割，票面利率是多少都沒關係。

聰明的人一定已經想到，既然可以用不同的債券去交割，那就拿最便宜的債券去

吧。為避免大家都用這一招，因此期交所又提出透過轉換因子(Conversion Factor)的概念，經過可交割債券、轉換因子的洗禮後，債券的計算基礎還是不會完全一致，最後還是會有一種債券，是最值得拿去交割的，稱之為「最便宜可交割債券(CTD)」，也因為公債期貨的交易標的是個虛擬債券，因此價格走勢最後是參考最便宜可交割債券(CTD)的走勢在變動。

公債期貨並非一個簡單易懂的期貨商品。但是，國際間的投資人並不會因為它比較複雜就不去交易，因此這也不是國內公債期貨市場不熱絡的主要原因。

因此應該從「想利用公債期貨避險，應該如何進行。」的角度出發，或許可以找到問題所在。

在資訊高度流通的時代，多數交易人對於利率走勢的看法可能相同，而當大家都站在賣方，呈現只有同向操作，那麼誰會是買方？就只剩下投機客以及期貨市場流動性的

提供者了。

利用公債期貨進行避險的需求有多高

當國內資金充裕，若有利率及報酬率不錯的投資工具，即有大量資金擁入，造成只要利率上升立即受到資金沖銷，利率隨即下降回到原水位，導致利率上漲的預期性不高，債券價格看漲，因此避險動機與需求並不高。

另外就是利率變動幅度過大時，會產生避險需求，不過國內近兩年半以來，以十年期公債利率走勢來看，波動範圍大約在2%~3%之間，呈現穩定且向下的走勢，使得利率期貨在這樣的環境下，不太容易發揮應有的功能。

而公債期貨交易市場不活絡，需要避險的法人單位便會去尋求其他避險管道，例如交換利率期貨、遠期利率合約、債券選擇權等，這些因素都一再的影響到國內公債期貨的交易量。

若從投資組合的角度來看，若投資人擁有電子、航運等不同產業的股票投資組合，那採用指數期貨避險就相當適合且理所當然。但若是持有短期、長期等不同到期期限的債券，僅採用十年期公債避險，就顯得相當牽強，因為投資組合中有不同到期日的債券，可是利率變動的方向及幅度未必一致，如此等於是用一個點，去避一條線的風險，除非整條利率曲線是平行移動的，否則只用10年期公債期貨去避，是無法將避險功能發揮出來的。

而投資組合中，當然也可能包括不同信用風險或種類之債券，如公司債等，但公司債與公債的利率變動走勢或幅度都不盡相同，用公債期貨規避公司債的風險，就會產生基差風險，這些都是讓避險者擔心的地方。

如何利用公債期貨推動交易動能？

「因此可以考慮推出一系列的利率類期貨商品。」薛教授建議，推出一系列商品還有另一項好處，就是讓市場獲得新的動能，讓交易人可在不同的利率期貨商品間，進行價差操作，因為長、短期利率對貨幣政策、通貨膨脹率，經濟數據等變動之反應速度及程度均不同，交易人可透過不同期間之公債期貨進行價差操作交易；另外公債、公司債對於信用風險變動的價格反應不一，也是可以操作的方式。

同時由於都是買賣公債期貨，風險係數大幅降低，因此期交所也會給予保證金優惠，通常有70%~80%的優惠幅度，操作公債期貨的成本降低，在交易量、流通性高的前提下，相對的也讓更多交易人有意願參與交易，達到提升市場動能的目的。

改變公債期貨的交割方式

目前我國公債期貨採取實物交割制度，與CBOT、EUREX一樣，然而澳洲雪梨期貨交易所(Sydney Futures Exchange)、韓國期貨交易所(KRX)、新加坡交易所(SGX)等都是採取現金交割制度，採取現金交割制度的交



薛立言認為利率期貨可採用現金交割制度

易所指出，當初就是為了避免實物交割可能衍生的問題，才採取現金交割制度。

我國債券現貨市場雖然交易量在5000億上下，但多數仍集中在最高10年券部分，且拿出來交易的籌碼也相當少，等於都只是在發行量turn over而已，尤其很多冷門券幾乎沒有在交易，若是這些冷門券成為CTD的話，那麼公債期貨還是會回到問題的原點。

「期交所曾經研究過發展公債指數期貨，讓指數商品採現金交割來解決問題，不過在研究當時，這還是全球相當新的概念，後來澳洲雪梨交易所在2005年底就率先推出了相同概念的債券指數期貨。」薛教授指出。

不過國內公債期貨若採用現金交割，投

賣人無須考慮可交割債券、轉換因子、CTD等複雜的因素，對於成交量應有正面的助益，當然這些複雜的因素並不是制度上產生問題，因為CBOT、EUREX現在都還是用實物交割制度，但那必須要交易人的知識、概念都具備，才能順利採用實務交割。

「要提升國內公債期貨市場的動能，除了要創造一個有避險需求的市場環境，還必須考量到避險者債券部位的組成，以多樣化的利率類期貨商品來提昇避險效率，縮小可交割債券的範圍並無法真正解決CTD所衍生出來的問題，我認為採用現金交割制度或許可以讓市場參與者專注於公債期貨操作，而無須擔心其他的干擾因素」薛教授為公債期貨下了這樣的結論。





開拓新業種， 創造更好的經營環境



公會全力投入 研議期貨信託事業之建制

撰文：范加麟 攝影：華雨龍

期貨市場歷經十二年的發展，從早期的期貨經紀業務，到中期的期貨自營、期貨交易輔助人的設置，以及近期期貨顧問與期貨經理事業的相繼開放，提供社會大眾更多元化的參與管道外，同時也因為各界的積極推廣，因而放大了期貨交易的動能，造就了整體市場的蓬勃榮景。

期貨信託事業 期貨業的明日之星

由於期貨交易具有相當高的複雜度，一般交易人較難蒐集到完整的資訊，且未必具備研究、分析的能力等因素，很難掌握千變萬化的市場脈動；甚至在交易經驗有限、不熟悉交易規則與條件的狀況下，單打獨鬥的交易人，完全處於資訊不對稱的劣勢下，極易遭受損失。

在投資大眾普遍不瞭解衍生性商品特性的情況下，要如何進場操作，保障自身權益，實在有賴於對市場、商品、交易、結算制度嫺熟的專業人員加以協助。此外，期貨交易進場的門檻相對較高，不是所有民眾隨時都能準備動輒數萬元，甚至數十萬元的資金從事期貨交易的。因此，在客戶有意願參與期貨交易，但資金及交易經驗有限的情形下，實有必要開放期貨信託事業，以聚集更多的小額資金，並以專業紮實的研究分析及交易團隊，為一般交易人進行審慎及安全的期貨交易。

期貨信託事業的加入，將可與期貨經紀商，以及期貨經理事業形成上下游的業務整合，進而提供客戶另一項參與期貨市場的管道；同時也可進一步擴增期貨市場的規模與產值，為我國期貨業之全方位發展藍圖，堆疊起最重要的一塊拼圖。

成立專案工作小組 逐週研討期貨信託重要議題

期貨公會為了協助推動期貨信託事業的開放經營，特別邀集相關人員組成專案工作小組，自95年年10月19日起，進行為期八週，每週固定於週二及週四集會進行研議。每週二針對期貨信託基金之型態與分類、募集及追加募集、受益憑證之形式、操作標的之範圍、淨值計算與公布、經理費及 效報酬、帳務處理、申購與贖回週期、保管機構之資格、複委託專業機構操作之流程、風險控管模式、流動性準備、公開說明書之內容、申報與揭露項目、境外期貨基金是否開



放等近30項議題進行研討，並對照國外期貨基金及國內證券投信基金之管理實務經驗，勾勒出我國期信基金的發展輪廓；週四則邀請專營期貨商、期經業者及臺灣期交所代表進行公聽，以凝聚業界對於期貨信託事業之共識，俾便提供主管機關做為日後訂定相關管理辦法之參考。

鑑於期信事業是期貨業發展最後一塊重要的環節，因此，期貨公會秘書長謝夢龍親自督軍主持本項計劃。本次工作小組涵蓋了各界專業人士及會務同仁，成員名單詳列於下：

1. 法律顧問：環球普蓋笑法律事務所符玉章律師、陳玉華經理
2. 證投信代表：證券投信投顧公會企劃組余曉光組長、金復華投信黎衍君經理
3. 期經業代表：日盛期經黃正雄總經理、台証期經吳建華總經理、寶來期經陶宏德總經理、元大京華期經凌瑞宏總經理
4. 國外期貨業代表：曼氏期貨一豐葉總經理
5. 公會會務同仁：范加麟副秘書長、陳孝傑組長

公會希望藉由各界先進之指教，加速期貨信託基金相關管理辦法的擬訂，並在廣泛的交流互動下，彙整兼具理論與實務的具體意見，讓研討的共識更具參考價值；同時，

為了讓主管機關充分瞭解工作小組研討的進度與內容，縮短日後溝通的時間，期貨公會也邀請證期局長官，於專案研討期間，全程列席指導。

再接再厲 研議相關自律規範

在期貨信託基金管理相關議題討論告一段落後，仍將加緊腳步，繼續借重專案小組之力量，進行第二階段之任務：自96年起將兵分三路，密集協商研議期貨信託事業之經營管理、期貨信託基金管理以及內部控制制度等三大部份，共二十餘項自律規範（如附圖），未來報請主管機關備查後，將做為期貨信託事業執業之準則與依據。

在草案研擬過程中，將先由公會會務同仁蒐集相關資料，經過內部研討後擬訂條文初稿，復行彙報至專案小組，逐句逐字推敲研議。希望藉由相關資料的蒐集、實務層面的考量，以及法條字義之議定等過程，積極規範期貨信託公司及期貨信託基金之自律管理條文。

儘管這項任務艱鉅，負擔沉重，但專案小組成員都允諾未來仍將秉持初衷，全力以赴，絲毫不會放鬆。畢竟這是一個創造歷史的重大任務，小組成員都知道，他們在勾勒期貨信託元年的藍圖，台灣期貨市場的新局，將由他們開創基礎，再由期貨業者共同攜手努力，拓展未來的大途。

2007年 可望為期貨信託元年

中華民國期貨業商業同業公會
期貨信託事業相關自律規範及內控制度研擬架構



值此期貨信託事業開放在望之際，業者欣喜之餘，更應該思考，如何努力研發穩定獲利的交易模型、培育高度專業的人才、提高客戶的獲利率；同時也必須樹立良好的口碑，獲取客戶的信任，他們才會願意將資金託付給期貨信託事業，這點有賴公會發揮自律機制，要求業界落實與遵守。畢竟，市場的蓬勃發展需要大家的共同努力，才能百尺竿頭，更進一步。

配合期貨信託事業的發展，公會也將配置更多的人力與資源，持續蒐集業界所面臨的實

務問題，希望透過自行研議或委由學者、專家進行專案研究的模式，得出具體結論，適時協助主管機關訂定兼顧受益人權益與利於業者經營之規範，促進期貨信託事業的正面與良性發展，也為業者爭取更多寬廣、揮灑的業務空間。

2007年，在各界菁英的共同努力之下，可望成為期貨信託元年，並將成為台灣期貨發展史上極具指標意義的一年。

CNFA



描繪中的期貨信託事業

撰文：游大慶 / 葉紫華

經過期信工作小組積極的研議，期貨信託事業初步達成了32項共識，為了讓期貨業者了解目前期貨信託事業的雛形，以及聆聽業者的聲音，彙集後提供給主管機關做為參考之用，本會特地在95年12月27日假政大公企中心，舉辦了「期貨信託事業工作小組專案報告暨期信未來展望研討會」。

踴躍的出席 顯見大家的期盼

當天出席研討會的從業人員十分踴躍，期貨業的董事長、總經理等高階主管親自參與的亦不在少數，顯見大家對於這塊期貨服務事業最後一塊版圖的高度重視。

本會理事長鄧序鵬在致詞時，即代表業界對主管機關表達了感謝之意，鄧理事長說：「在各方的期盼下，主管機關如此積極與開放的態度，責成公會協助研議期信事業，對於業界及投資人都是最大的利多。」他同時提到，對於這一塊國內毫無前例可循的期貨產業，期貨公會將全力以赴，打造一個符合業界期待，又配合政府期許的新興版圖。

這次的研討會，由本會秘書長，同時身兼期信工作小組召集人的謝夢龍主持，也邀

請了環球高蓋茨律師事務所的符玉章律師、寶來曼氏期貨貿易董事長、日盛期經黃正雄總經理、曼氏期貨葉一豐總經理擔任與談人，分別代表法律界、業界、外資界，針對各項議題發聲。

期信事業的初圖

期貨信託事業是期貨服務事業最後一塊處女地，也是期貨業界關心的議題，若一切順利，業界期望能夠於96年度開放。不過期貨信託事業牽涉的層面廣泛，需要研究的議題眾多，期信工作小組歷經八週密集研議討論，目 達 成了32項初步共識。

本文將針對初步勾勒出的期信事業，做詳細的介紹，俾便讓大家了解這個新興事業的雛形。

什麼是期貨信託基金

參考期貨交易法的立法說明與證券投資信託及顧問法第3條第1項規定，目 將期貨信託基金定義為「募集期貨信託基金發行受益憑證，並運用期貨信託基金從事期貨交易或其他經主管機關核准項目之投資或交易。」放眼目 證券投信基金種類繁多，如：股票型、債券型、平衡型、指數、組合

型、保本型、貨幣型等，而我們的期貨信託基金未來將有什麼類型？

期貨信託基金的分類，牽涉到種類越多，所需研議的時間越長，相關配套措施也更繁複，因此開放初期，建議僅先發行基本型期貨信託基金。基本型基金的概念為開放式基金，以新台幣計價，並且於國內募集，可投資國內外市場期貨及選擇權商品。至於組合型、傘型或保本型等其他類型之期貨信託基金，待基本型期貨信託基金募集發行後，視市場需求再行研議其他種類的基金。

可投資標的之範圍

投資標的是期貨信託基金的核心問題！大致可以分成兩大塊，一塊是期貨交易，另一塊是現貨交易。就期貨交易的集中市場部分，建議只要是主管機關依期貨交易法第5條公告之交易所及種類都可以投資。根據統計目前國內有43種期貨或選擇權商品，國外有12個國家、2個地區、29個交易所，超過342種期貨或選擇權商品。就店頭市場的部分，視市場成熟情況，再行建議主管機關另行公告店頭市場之交易比率及相關規範，以加速開放期貨信託基金的腳步。

另外，現貨交易部分，由於現貨涉及的商品廣泛，可能是黃金、小麥、玉米等，甚至是有價證券，相關的配套架構複雜，因此期貨信託事業開放初期，以操作純粹期貨商品的基本型期貨信託基金為主，第二階段再考量開放現貨交易，以避免影響開放的時

程。不過針對未來現貨操作開放的順序，也做了基本的定調，以有價證券優先於商品現貨；同時，為避免實務運作上的爭議，在未開放現貨操作前，須於相關規範明定期貨信託基金從事期貨交易，不得實物交割。

主管機關在制訂法令規範時，多以保障期貨交易人為前提；開放新種業務的思維，也是採漸進式。對此，寶來瑞富期貨自營部總經理高子鈞建議，不同的時空背景應該採取不同的思維與策略，他說，未來期貨信託基金募集的資金相當大，投資標的要多元化才不會綁手綁腳，也不致於因為將資金全部投入臺灣期貨市場，造成市場過大的波動。

資產配置分散要求與流動性準備

為避免期貨信託基金風險過度集中，資產配置分散有其必要。因此規劃中的要求是，可投入單一契約之最高金額為基金淨資產之20%。為促進國內期貨市場交易之繁榮，本國期貨市場交易則另行規範。

應付投資人贖回的流動準備金，定為基金淨資產之20%。而基金的風險控管，屬於各家業者的營業技術，不宜有過多的強制規範，僅制訂原則性規定即可，但業者在送件時，須檢附风控方式及計算標準，並在公開說明書中揭露相關訊息。

「證券基金與期貨信託基金的差異在於，期貨具備與證券報酬負相關特性，並且追求絕對報酬，多空皆可操作。」寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩指出，未來期貨信託基金



得操作的期貨商品，目前規劃證期局所公告的商品皆可交易，故可投資標的範圍超過300種期貨選擇權商品，但期貨市場非常重視期貨商品的流動性，並非所有的期貨商品都具備這項條件，故投資標的的範圍應該更廣泛。投資商品分散的要求，究竟是助力還是阻力，值得深思。因此賀鳴珩建議現貨交易也要同步開放，這樣才能搭配組合操作。

募集與發行的期限

期貨信託事業募集第一檔基金，應該於主管機關核發營業執照後1個月內申請，並應於核准函送達日起6個月內開始募集，45日內募集完畢，成立該基金。考量期貨槓桿之特性，目前規劃的期貨信託基金，最低募集成立金額為新台幣2億元，而閉鎖期的長短，則參酌業界意見。建議基金自成立後滿3個月，受益人始得申請買回。

應募對象之資格條件限制與簡式募集

一般期貨信託基金，並無應募對象資格與條件的限制。簡式募集係指對一定人數以下或特定人募集，應募對象則可以包括銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司，以及符合證期局所定條件之自然人、法人或基金。基於作業成本與個別投資人投資金額規模考量，簡式募集應募人數之上限為99人。

簡式募集仍需經主管機關核准才可進行，而且必須提供公開說明書，並不得為一

般性廣告或公開勸誘之行爲。簡式募集應揭露之項目，包括基金概況、證券投資信託

主要內容、證券投資信託事業概況、投資風險揭露、受益人證轉讓之方式及限制、其他經主管機關規定應記載之事項。因簡式募集對象為專業投資人，證投信並無相關規定，故風險控管方式（風控模型）建議於向主管機關申報時揭露即可，無須對外公開。

建議發售無實體受益憑證

工作小組曾就期貨信託基金受益憑證是否為證交法第6條所規範之有價證券，進行熱烈討論。若列入屬於有價證券，期貨信託基金的募集型態將受到證券交易法的管轄。

因此，建議主管機關在解釋上，應傾向非證交法定義之有價證券。此外，工作小組也建議，期貨信託基金發行無實體受益憑證，該受益憑證得以交付確認單或存摺方式代替，如此可節省基金公司之人力時間費用，也可以避免掛失的繁瑣程序。

基金經理人與保管機構之資格條件

期貨信託基金經理人資格，建議比照期貨經理事業之人員規定，亦即具備期貨交易分析人員資格，或具有期貨業務員資格，且有三年期貨相關工作經驗者。

保管機構亦比照期貨經理事業之條件，即經主管機關核准經營保管業務，並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，或是經主管機關核准辦理保管機構有關業務之期貨結算機構。

基金申購、買回及資訊揭露

目前規劃，基金應公布半年報與年報。淨值公告部分，建議未來每月至少公布一次，以及每月至少可讓交易人贖回一次，出金期限訂為T+5日。淨值公告之時間及申購週期，則由業者自行決定，並揭露於公開說明書中。

為鼓勵基金經理人提昇操作績效，將開放基金得收取績效報酬，但須作必要之揭露。此外，為避免揭露持有標的，遭到市場人士鎖定，建議依交易標的種類，如：貴金屬、農產品等，大項揭露取代個別標的物之揭露，且不需揭露周轉率。

「國外曾發生基金部位被其他對沖基金掌握，以致遭到聯手對做，造成破產的情形。」賀鳴珩說到。

是否應開放複委託？

反對者認為，若期貨信託基金初期就開放複委託，舉凡篩選標準、對象數目、委託資金之額度、績效評估週期等基本揭露；以及基金送件時，應向主管機關揭露複委託對象之受託主體資格、經歷、委託期限、終止變更、複委託費用等基本資料等，考慮規範的事項眾多，曠日廢時，不利於期貨信託業務起跑時程。

然而，贊成者也不少，日盛期經總經理黃正雄就認為複委託有其必要。他說：「國外市場有交易時間上的限制，而且，強龍不壓地頭蛇，對於國外的商品，了解程度及掌

控度，透過複委託的方式，應該是更好的辦法。」寶來瑞富期貨自營部總經理高子鈞也表示，從自營的角度來看，國外期貨交易有時差問題，儘管我們的人才不見得比國外差，但是是否所有的交易都由我們自己做，這是值得思考的。他提到，能與國外合作也是可行的方式，藉由專業分工，也可以向國外操盤人學習一經驗。

期貨信託事業的兼營

期信工作小組的建議是，初期僅開放期貨信託事業兼營期貨信託事業，暫不開放證券投資信託事業或信託業兼營期貨信託事業，讓初生的專營期貨信託事業，能夠有一個穩固成長的空間，未來，俟市場有一定的成熟度後，再酌情開放相關事業之兼營。

「當初許多集團一立期經公司，就是在為期信之路，因為全權委託這塊不大，因此期經就是規劃要轉型成期信的。」黃正雄對於期貨信託事業表達了如是看法。他認為，由於國內市場的買納量不夠，未來期貨信託基金要操作成功，必須要納入國外交易商品，如此才能差異化，與證投信能有所區別。

黃正雄個人表示，未來期信規模只要達到八億，就可以損益兩平。他認為，期貨信託事業若有穩定獲利的技術而且能夠獲利，就不用擔心他業的競爭。對於人才面，他表示，這幾年期經與期貨自營商，也培養了一些操盤人才，國外的優勢在於資金來源與國際佈局，我們的人才並不輸給國外，只是期



業工作小組專案報告暨期信未來展望



經規模小，資源不夠多，所以許多人才不願進來。他鼓勵大家，不要妄自菲薄，並樂觀地表示，未來期信一旦開放，自然水到渠，可以吸引許多優秀的人才進入。

賀鳴珩認為，光靠期貨通路能夠募集的資金有限，因此他個人不反對開放證投信兼營。他認為，讓證券投資信託基金以30%或40%的比例操作期貨，將使臺灣期貨交易更加熱絡。

對於大家認為不應該開放兼營的想法，國泰期貨副總經理唐益青也有不同的看法。他說：「期貨信託基金的核心價值在於創造效，因此不用怕證券投信競爭，如果不能創造效的期貨信託基金，即使只有一家也

無法生存。」站在期貨商的立場，是希望期貨經理事業、期貨信託事業、證券投資信託事業都參與期貨交易，使市場蓬勃熱絡。他認為，讓證券投信兼營期貨信託，會把期貨交易的know how帶進證券業甚至是其他的基金，這樣證券投信基金對於期貨交易這部分會更積極，將來參與期貨交易的人會更多。

對於期經轉型為期信的同時，唐益青說，由於期經代辦的門檻是250萬元，未來這些客戶極可能透過期經轉到期信，對於一些小額投資的客戶，鑑於成本考量，期經可能不會積極招攬，他建議是否能將這些小額的客戶，開放全權委託給期貨商營業員經營。唐益青認為，只要訂定相關的規範及

配套措施，這絕對是有利於期貨商營業員的政策。

退場機制與賦稅處理

規劃中的期貨信託基金，最低成立金額為新台幣2億元，並考量期貨交易槓桿倍數為10:1的特性，建議強制解散的基金淨資產價值為2千萬元，並參考證投信計算基金合併之標準，建議當期信基金淨資產價值低於3千萬元時，得應向主管機關申請與同公司之基金合併。

期貨信託基金在稅賦上，存有許多亟待解決之問題，包括：期信受益憑證的買賣（非申購買回）是否應繳證券交易稅、期貨信託基金是否屬於所得稅法第3條之4第6項規範之信託基金、稅徵機關是否核發基金稅籍統一編號等，這些都有賴主管機關洽詢稅賦機關協助釐清。

是否開放境外期貨信託基金

境外期貨信託基金來台，勢必與剛開放

之期貨信託基金競爭，主管機關是將期貨信託事業定位為資產管理機構，而非銷售通路，開放境外期貨信託基金來台，是否要由期貨信託事業為總代理，也要考慮期貨信託公司之據點與通路。

工作小組基於保護國內產業的考量，初期傾向暫不開放的態度，若開放趨勢不可避免，小組也建議，在訂定法規時可先行納入規範，俟未來市場發展狀況再行決議是否開放，在過渡階段，則建議透過組合式基金的方式投資境外期貨信託基金。

高子鈞希望主管機關一定要放寬交易範疇，同時一併開放組合式基金，使得操作更靈活與多元化。最後，賀鳴珩董事長強調，期貨交易是零合遊戲，當大家目光都是在國內時，某家公司的基金賺錢，就表示其他的基金賠錢。他呼籲，業者的眼光要放遠，不能只想要募集投資國內的基金，也要募集投資國外的基金，賺外國的錢，他認為，開放國外績效良好的期貨信託基金讓國內交易人參與，這樣大家對期貨信託基金才会有信心。

CNFA



積極呼籲開放期信複委託制度

曼氏期貨台灣總經理 葉一豐

撰文：賴育誠 攝影：華雨龍

期貨信託事業的開放，已是期貨市場眾所矚目的大事，對於是否要規範證券投信沒有的「複委託」方案，市場有不同的看法，身為全球最大期貨商曼氏期貨台灣分公司總經理的葉一豐認為，「期貨信託採取國外複委託模式，有絕對的必要性。」



複委託得以分散風險

所謂的複委託就是上手公司，當國內交易人有意從事國外期貨交易，首先必須在本土的期貨商開戶，然後轉單給在台灣境內的國外複委託期貨商，再轉給境外的交易所，這就是複委託制度。期貨信託的複委託模式，就是國內期貨信託業者為了補足國內操盤人對於國外期貨市場商品不夠熟稔或操盤經驗不足等，轉而尋求國外專業期貨交易顧問，也就是美國市場稱之為CTA代為操盤。

葉一豐認為，期貨基金複委託有其必要性，最主要的原因在於有效分散風險。台灣期貨市場所有較大交易量的合約都是指數型商品，現在市場上的操盤人，對於利率期貨、金屬期貨、能源期貨或是小麥、玉米、黃豆等大宗物資並不熟悉，初期透過複委託的模式，可以分散風險。

當國內推出期貨基金時，若都集中在國內期貨市場，不強調全球交易以分散風險，而台灣期貨市場的容納量不夠大，沒有行情波動時，基金手上的部位都難以獲利。但是，趨勢出現時，指數型商品的連動性高，可能運作方向都一致，造成大多數的資金競逐差異性不大的合約，操作起來會相當辛苦。

葉一豐指出，期貨市場推出信託事業，主要是希望客戶將期信納入投資理財的一環，成為資產配置的一部分，多數投資人尋求的應該是穩定而長久的報酬，而不是獲利波動幅度過大，因此若無法有效的分散風

險，將會造成投資人對基金失去信心，對整體期貨市場將有衝擊。

複委託可尋覓優質國外操盤人

另外，從操盤人部分說明，雖然已有部分期貨自營部門及期經公司的操作觸角已經延伸至海外市場，但是國內操盤人普遍只熟悉國內商品，僅有少部分熟悉國外商品，而操作海外商品有一定期間，具備獲利紀錄的操盤手並不多。「操盤人不是培訓就可得的」葉一豐說。以台灣期貨市場推出台指期貨

8年的時間，期貨開戶數已經突破100萬戶，但是散戶中長期穩定獲利的比重恐怕還不到一成，市場至今，有卓著績效的操盤人，寥寥可數。顯然培訓是必要的，但不表示培訓就可以找到穩定獲利的操盤手。

而海外的期貨操盤經理人，已有執照，在期貨交易市場打滾多年，有明確的交易紀錄及績效可供查詢，對於管理一定的金額也有相當的經驗，委託給被市場磨練過、存活下來的經理人，能夠帶給期貨信託事業初期較為穩定的力量。尤其，台灣期貨市場代客操作的第一線期貨經理事業成立時間不長，沒有可以加強募資的績效行銷，所以複委託給海外期貨交易顧問操作，反而比較有說服力。

葉一豐透露，國外期貨交易顧問的操作策略很靈活，舉凡趨勢策略、套利交易、價差交易、選擇權策略交易等，多方位的策略將會有效分散風險，讓整體基金的波幅會降



低，而客戶投資基金，當然就是希望穩定賺取較高利潤，因此可以滿足投資人的需求。

尤其美國有部份績效卓著的CTA受理操作的門檻不低，舉例來說，有可能要委任1,000萬美元以上的資金，才接受代操，若國內的期貨基金具備完整的複委託模式，可以引進海外期貨基金經理人，儘管門檻高，單一投資人不易投資，但是集合眾人力量，還是可以享受高品質的基金經理人帶來的操盤效益。

「沒有利基，外資就不會進來，就不可能有know how、管理及IT等技術面的轉移。」葉一豐舉韓國的例子說明。韓國期貨市場發展逐步完備，選擇權交易量又是全球第一，國外基金自然會投入，若台灣期貨市場也是充分發展到某一程度，具備好的基金經理人，國外基金自然會被吸引進來。以目前來看，台灣期貨市場具備流動性，在指數選擇權、期貨等商品上，比鄰近的大陸、新加坡、香港發展都還要好，所以台灣發展期貨信託事業，其實較其他地區更具備利基。

國外管理期貨績效優於股票及公債市場

即使期貨市場被認為是高槓桿的商品，獲利較大但是承擔的風險也相對多，不過葉一豐表示，根據資料顯示，以十年來的報酬率分析，管理期貨的總報酬率為126%，高於世界股票、美國公債及台灣股票的總報酬率，其中台灣股票十年來的總報酬率為32.53%，為四種表現中最低的，最大的跌幅

為51%居冠，其中管理期貨最大的指數跌幅僅有8.75%。

從年波動幅度來看，管理期貨只有8.82%，僅次於美國公債的3.66%，較世界股票的14.17%或是台灣股票的22.82%都還要低很多，所以從實際的數字上檢視，期貨商品只要操作得當，在波動幅度上，反而較股票市場更小，對於投資人來說，則有更為穩定的獲利報酬率，因此可知，不盡然是期貨商品的風險程度大，總報酬率就會較低、波動幅度也會比其他商品更大。

國外複委託是否造成投資人風險

以美國期貨基金市場為例，分為期貨基金經理公司（CPO）、期貨交易顧問公司（CTA）及期貨經紀商（FCM），其中期貨基金經理公司具備募集資金及操盤的雙重角色，但是期貨基金經理公司也可以只募資，再委由專業的期貨交易顧問公司操盤，或是可部分委外由CTA操盤；但是，不論是CPO或是CTA操作，都必須在期貨經紀商端開設戶頭才能交易。

國外的規定是一定要有執照才可以管錢，發行期貨基金有基本的規定，除了要有執照外，給投資人詳閱的風險預告書、投資計畫書絕對不可少，基金的績效公布一定要有會計師認證，CTA的經理人不會碰到客戶的資金，以流程來看，委託國外管理帳戶的流程，相當簡單，客戶自己開戶，開完戶後委託經理人簽署合約，全權委託代操交

管理期貨1996年到2006年8月績效表

	管理期貨	世界股票	美國公債	台灣股票
總報酬率	126.37%	116.11%	85.81%	32.53%
複利年報酬率	7.96%	7.49%	5.98%	2.68%
年波幅	8.82%	14.17%	3.66%	22.82%
最大指數跌幅	-8.75%	-46.80%	-3.55%	-51.44%

資料來源

管理期貨：CISDM Trading Advisor Quality Index

世界股票：MSCI World Index

美國公債：Lehman Bro. US Aggregate Bond Index

台灣股票：台灣加權指數

易，等於CTA的經理人只是透過客戶的帳戶交易，無法在帳戶內入金或出金，所以不易有違法亂紀的情況。

在基金贖回上，國外的期貨基金不像共同基金，不是每日贖回，葉一豐指出，在國外，通常是每月申購贖回，因為沒有每日結算淨值，最好的可以做到每周申購贖回，但是因為淨值公告及會計師審核都有固定的規範方式，因此，複委託方面並沒有太大的問題。

未來期貨基金開放後，期貨商的客戶將轉為集合專業大客戶下單，此舉將有助於脫離現階段手續費的殺價競爭，對期貨經紀商而言，應該是期貨信託開放後的受益者。對投資人來說，將期貨交易委由專業代操，相對成功率也高。以國外的經驗來說，期貨信託是頗為成功的例子，對於健全市場有助益。

有效區隔市場 增加投資效益

主管機關目前規劃期貨信託事業，初期可能可由期貨經理事業直接轉型，或申請設置期貨信託公司，也可能開放期貨信託事業、期貨經理事業及證券投信公司跨業兼營，以免除指撥營運資金，節省業者成本等。

儘管市場有業者認為，跨業兼營的模

式，可能造成期貨信託事業還無法茁壯就受到證券投信的擠壓，將不利於期貨業者。不過，葉一豐認為，證券投信的專長還是在股票市場，以國外市場的經驗來看，期貨業者只要能夠掌握自己的know how，根本無需害怕競爭，而初期主管機關對於期經或是期貨公司跨入期貨信託會有一段保護期，所以未來期信業者首要之務，是提昇自己的競爭力。

以近幾年大宗物資、能源及金屬期貨等商品價格飆漲為例，期貨信託未來可規劃商品期貨市場，強調資產配置、分散風險，不同於股價市、房地產等商品，只要有效做好市場區隔，才能增加投資效益。

不需要自己發明輪子

美國發行期貨基金也有幾十年的歷史，葉一豐指出，「操作」的市場其實很現實，許多CTA操盤人過去在市場上賺錢，但並不代表未來也一定會賺錢，在有一定的制度下，整體市場會自然淘汰績效不佳者。對於國內期貨信託業務來說，操盤人一定要培育，在國內市場上，外資操盤人也不見得會比國內操盤人強，但是在海外市場，倒是可以採用策略聯盟合作的模式，他笑著說：「不需要發明輪子，只要會使用別人的輪子，還是可以跑」。

CNFA



提供證投信經驗 協助建構期貨信託

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會
企畫組余曉光組長 專訪

證投信開放多年，才有今日的規模。當公會規劃期貨信託事業時，投信投顧公會副組資深組長余曉光也受邀參與期信工作小組的作業，希望借重他的經驗，協助期信事業之建制。他表示，初期期貨信託一定是會很辛苦的，但是未來仍是有希望的。

撰文：Clare 攝影：華雨龍



分業管理是否符合未來的需求

余曉光指出，從分業管理的角度來看，隨著金融工具不斷創新，行業間的區隔界限也日趨模糊，國際上有不少國家採取分業管理，但是後來管理和執行都很難區分。以歐

盟針對集合投資計畫所訂定的UCITS III指令而言，相關衍生商品的投資大幅放寬，嚴格要求總體風險控管，不拘泥該風險是由衍生商品或是證券投資標的，亦或是交易對手所產生。

投信投顧已經有20多年的歷史，其實已經累積許多相關經驗，現在採取分業管理，等於期貨信託事業將另外成立一套法規，在一切從無到有下，時間的壓力及整體市場的成本會較大，而對於未來整體大架構下，整個資產管理業務是否會統一套規範，分業管理能否符合未來市場需求，有待時間驗證。

期貨投信人才初期就會具備較寬廣的國際觀

國內證券投信從最初的國際、光華、建弘、中華等四家投信開始，政府的態度十分

嚴謹，成立之初一定都有外資的專業股東，透過外資建立了市場，完成了投信基礎人員訓練，以及投信公司管理的know how及技術轉移，對市場發展有相當程度的幫助，第二批投信才以比較開放的態度，大幅接受國內新投信申請成立。

余曉光提到當初基金公司成立的背景，主要是國內尚未有外國專業投資機構投資制度（QFII），外國人要投資台灣股票必須要買台灣在國外發行的基金，透過這樣的機制，所以衍生出證投信有二種狀況。

- 一、透過基金為投資台灣股市的唯一管道，因此與外資合作，國外通路都由外資一手包辦，所以四家老投信都有一至二支海外募集投資國內的股票基金，高峰時，基金規模都超過100億台幣，提供了很好的收入來源。
- 二、第二代投信開放時，主管機關要求新成立的投信所募集的第一隻基金必須是封閉式的基金，資金規模為40-50億元左右，一年收取1.5%的管理費，等於一年有6,000-7,500萬元的收入，在確保一定的營收及獲利空間下，國內投信公司可藉此過程中，得以穩定發展，並培養人才。

但是期貨信託事業的歷程與證券投信不同，因為期貨投信推出之前已有期貨經理事業，因此可能不會採取證券投信初期一定要與外資合資的模式，在技術及管理層面上，還需要一段較長的時間的磨練。

不過余曉光認為，期貨投信的操盤人還是有證投信人才沒有的優勢。證投信初期只發行台股商品，數年後才開放海外投資全球基金，以目前市場人才而言，操盤人的專業還是比較集中在台股。但是期貨市場一開始就是在國際期貨市場交易，因此期貨市場有不少營業員或操盤人，對於國外期貨的熟悉度並不低，與證投信初期成立時相較，期貨人才是較有國際觀的，可謂早已國際化了。

未來基金投資可能從行為面規範

余曉光認為，以金融商品可區分為賣方（sale side）及買方（buy side）市場，證券或是期貨市場都屬於sale side，而投資信託屬於buy side。從兩者關係來看，投信業向投資人進行募集資金後透過券商或期貨商買賣，進行投資，因此資金流向等於從buy side轉到sale side。再從實具體行為分析，基金是buy side商品，屬於集合投資（collective investment）的概念，不同於sell side產品著重於交易（trading）。余曉光說：「期貨公會推動期貨信託事業，等於身兼Buy side與Sell side雙重角色，工作將十分吃重。」

以歐洲市場來說，不會特別區分證券基金或是期貨基金，統合以集合投資計畫（Collective Investment Scheme簡稱CIS），主要是從行為面去規範基金的投資行為，而非是從產品面分割。

例如基金投資行為主要的精髓，主要都是要為了替客戶求取有限風險內的最大報



酬，不會因為投資期貨或是證券而有差別，所以主管機關關切的是，是否有效管控風險，如何保障投資人權益等。

以證券投信開放境外基金為例，歐盟的 UCITS III 政策（Council Directive of Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities）將於2007年上半年適用，因為UCITS III 並沒有針對基金投資期貨或證券比重有太大的控管，而是以總風險控制的模式監控。

舉例來說，若不包括借款，UCITS III 中可承受投資計劃的總暴露風險到200%，是從行為結果規範，整體觀察總風險，雖然過程中還是會限制單一標的的投資比重，以及是否將全數的資金置放於單一銀行等，余曉光表示，印象最深刻的是UCITS3中有一條規定為uncovered sales，意即無法有效的避險就不能操作賣方策略，因為賣方策略是獲利有限風險無窮，若只有制定比重，也不一定能夠遏止未來可能發生的風險。

而因為與現有國內投信投顧法中，規範基金投資期貨比重有相當大的出入，未來是否會向UCITS III 的規範靠攏，也會左右證券投信與期貨投信的界線。若國內證券投信基金若採用UCITS III 的規範，等於打破證券投資期貨比重的藩籬，證券投信基金或是期貨投信基金就很難明顯區分，對於2007年才將推出的期貨投信，應有不小的影響。不過就基金監理及有效降低相關成本而言，是必須面對的趨勢。

初期公募基金之成本應與集團分攤

若期貨信託公司最初要採取公募的模式，最困難的部分將是「如何建立銷售通路」，因為目前證券投信的商品至少都透過20-30家銀行通路銷售，是需要花時間去簽與熟悉的。若期貨信託事業只銷售自己的商品，推出甚麼樣的商品時，當然就得大力促銷，成本很高。未來若是主管機關允許，公募期貨基金推出時，期信公司可否透過和證券投信業者合作，成為產品的提供者，讓期貨基金成為客戶資產配置的一環，利用證券投信通路進行銷售，其實對於降低成本相當重要。

余曉光提到，利用該合作關係，更能從客戶的角度來思考，不同的客戶可以風險承受及希望的獲利報酬，選擇各種不同的基金組合，銀行端用理財及資產配置的概念來解決問題，應該是初期期貨信託產品多樣性不夠下，相互搭配，相輔相成的最佳途徑。

私募的部分，余曉光認為，因為私募基金的人數通常不多，對客戶可以一對一，客戶對於基金的風險性及投資特性相對較了解，尤其現階段初步規劃，私募會以簡式募集的模式，可以規避期交法中沒有明訂私募的問題。

另外，余曉光建議，若期貨投信一開始有意採取公募模式，因為現在期貨經理公司都是證券集團或金控底下的子公司或是孫公司，未來基金要結算淨值，以及申購贖回等，至少都要有5-6個人力以上，搭配通路的



團隊 6-8人，先期投資成本相當大，因此建議可以採取先前部分證投信業者外包委由集團證券公司處理基金事務的模式，將可有效節省成本，否則期信業者的經營壓力很大，恐怕會有一段不短的時間無法獲利。

余曉光更透露，台灣投資人的風險意識相當不足，凡事開始都很勇敢，賺錢的時候不說話，一但發生，就浮上檯面了。因此公募模式，在賠錢時可能有接不完的客訴電話。如果期貨信託一開始從私募著手，賺取相當利潤後，才可能進一步培養人才，也許是較佳發展模式。

期貨信託是有希望的利器

目前期貨市場對於2007年可望推出的第一檔期貨基金，是懷著戒慎恐懼的心情。因為若第一檔期貨基金出了問題，不但是主管機關、期信業者，甚至投資人都會對期貨基金失去信心。不過余曉光卻覺得，任何事業在開始時都不是那樣容易，「現在的成功經驗，可能是後續失敗的原因。」因此，他認為若真的在一開始就沒有任何問題，恐怕令期信業者過度不重視問題，還並非是好事呢！

余曉光認為，期貨信託業者應該要有信心，其他國家有可以賺錢的期貨基金，別人能，台灣就沒有不能的藉口。市場開放絕對事件好事，不過未來若業者持續無法獲利，



可能整體市場就要認真面對，究竟是法規面的問題，還是業者心態沒有調整好，以台灣期貨市場現在的成交量這麼大，期貨業者也累積了不少經驗，對於期信事業，也沒有特別悲觀的理由。

他更進一步指出，期貨信託業一開始還是需要投資，不管是時間還是資金，因為包括主管機關、業者以及投資人都需要時間熟悉與了解期貨基金，而這個過程就免不了會燒錢。例如製造業先期的投入，必須要蓋廠房、買設備，還要一段時間培養員工的生產經驗，才能讓整體製造生產順利，還要有行銷、業務等人員，絕非一蹴可及的。

台灣金融市場比較沒有耐心，如果一味只看業績，沒有給與時間的歷練、不看市場的潛力，總以「老二哲學」為主，母公司可能在1-2年內就不願意持續投資，最後恐怕是讓整個市場都讓外資拿走了。

因此現在國內業者要從長期經營考量，就像許多台灣人都覺得銀行是艱困行業，快要經營不下去，但是國外銀行卻一直有意併購國內銀行，代表外資認為進入台灣有其戰略或商業性的地位，一定有市場，只是要怎麼做的問題。未來，如果期信市場的表現不如預期，應該要儘快檢討，找出原因，真正的對症下藥，才有助於長期的發展。

競爭方面，雖然目前並沒有聽到證投信業者積極的要以兼營的方式投入期信市場，從另外一個角度來看，若這是個可以短期快速獲利的市場，證券投信絕對不會袖手旁

觀。面對未來可能的競爭關係，期信業者應該不要懼怕，將重點放在自己的競爭力上，若有足夠的競爭力，有自己的核心價值，不管是證券投信或是海外基金的競爭，都不會造成太大的影響。

絕對重要的內部整合

從資源使用的效率來看，在整體的集團內，如何將資源整合，發揮威力強大的團體戰，余曉光認為，在成本結構、通路的建構上，都可以與集團內部多加討論，集團應該要積極的支援，將有助於期貨信託早一步度過剛開始的經營壓力，讓旗下的商品更加多樣化。

在新事業剛推出之際，主管機關扮演相當重要的位置，因為包括監管制度及市場架構等法令的限制，攸關於新事業能否成功地在市場上佔有一席之地。余曉光也指出，一旦法令成型後未來的修改，都需要時間，因此，在一開始制定相關法令規範時，業者應該儘量清楚的規劃本身的需求與主管機關溝通，最重要的，還是要靠自己的專業競爭力，要走出一條屬於自己的康莊大道。

CNPA

期信事業成立後， 期經業者的因應之道

專訪元大期貨經理公司 總經理 凌壩宏

撰文：余蓮 攝影：華雨龍



期貨信託的前身期貨經理公司，在期貨市場上經營三年，在期貨信託開放後，有可能讓目前資本額2億元的期經公司，直接再增資1億元，即可升級為期信公司。

面臨轉型之際，期經業者對於期貨信託與期貨經理事業之間的管控及規範，是否有大幅變化也相當的關注。期經是全權委託的模式經營，而期信則可集合多數投資人，以信託方式經營，兩者之間自然會有不同的限制。



單一幣的金額限制不宜限制過嚴

元大京華期經公司總經理凌塘宏表示，2006年Amaranth避險基金，因為天然氣期貨價差交易，大幅虧損，金額遠超過先前美國著名的避險基金，長期資本管理公司（LTCM）的規模，對於期貨基金或是避險基金（Hedge Fund）造成了頗大的震撼。

這樣的事件衝擊，可能讓人聯想到，未來開放國內期貨信託業務後，是否期貨基金應該對單一標的投資標的設定上限，凌塘宏認為，可分為「風險產生」、「金融創新」等二個層面來探討。

一、風險產生的層面：投資的風險考量層面中，包含系統風險、信用風險、流動風險等。其中最主要的關鍵在於系統風險與流動風險，投資標的過度集中或是相關性過高，面臨的風險自然會較高。

二、金融創新的層面：國際間避險基金相當風行，就是在於金融創新上，衍生出許多操作策略與技巧。過多的限制，恐怕會造成創新不易。例如針對近幾年的黃金熱潮，可能有期貨公司設計黃金基金，如果規定單一基金，針對某一個市場或是單一商品有一定比例限制，就不可能有類似的商品出現，對於基金或是投資人來說，並不一定是好事。

凌塘宏建議，主管機關可以採行原則性，對單一標的資金使用設定上限，但是這個限制可能要寬鬆一點，而將重點放在期貨基金產品的設計上進行了解，可考慮由業

者提出操作模型後，讓主管機關審核風險度，可以彈性的避開單一標的資金使用上限限制，讓整體期貨基金市場，還是能夠保有金融創新的機會。

國際期貨基金多為私募

目前全球基金市場主要分為共同基金（Mutual Fund）與避險基金（Hedge Fund）兩大領域。凌塘宏指出，共同基金的分類狀況，可以發行地、投資地、投資標的、基金收益及基金中的基金等五種型態出現。

- 一、按發行地區區分：國內基金、國外基金
- 二、按投資區域區分：單一國家基金、區域型基金、全球行基金.....。
- 三、按投資標的區分：股票型基金、債券型基金、股債平衡型基金、貨幣型基金、可轉換公司債基金、指數型基金、認股權證基金.....。
- 四、按投資收益區分：積極成長型基金、成長型基金、收益型基金、成長與收益平衡型基金。

五、基金中的基金意即Fund of Funds

避險基金的分類情況

- 一、可轉換債券套利型基金（Convertible Arbitrage）
- 二、放空策略型基金（Dedicated Short Bias）
- 三、新興市場型基金（Emerging Markets）
- 四、股票市場中立型基金（Equity Market

Neutral)

五、事件導向型基金 (Event Driven)

1. 破產／ 價證券 (Distressed)
2. 風險套利 (Risk Arbitrage)
3. 多重策略 (Multi-Strategy)

六、固定收益套利型基金 (Fixed Income Arbitrage)

七、全球宏觀型基金 (Global Macro)

八、股票多／空策略型基金 (Long／Short Equity)

九、多重策略型基金 (Multi-Strategy)

十、管理期貨型基金 (Managed Futures)

十一、避險基金中的基金 (Fund of Hedge Funds)

凌塘宏認為，適合國內期貨基金的類型，以國際間的管理期貨型基金，少部分為公開募集型態，大多數都為私募的狀況下，台灣市場也應該傾向以私募為主。而期貨基金在運作型態上，分為四種情況。

1. 依組織形式：公司形式、有限合夥形式
2. 依募集形式：公開募集型基金、私募基金
3. 依操作基金經理人人數：單一經理人型基金、多位經理人型基金（複委託模式）
4. 根據投資標的：基本型基金；依策略

就可投資的標的進行操作

保本型基金：保障本金形式，即大部分資金投資於固定收益資產，相關衍生的孳息作為投資基金，進行選擇權或是期貨交易。

組合型基金：就是基金中的基金形式，募得的基金投資在其他期貨基金之上，這部分以美國最大，期貨組合型基金 佔期貨基金總資產規模的8成。

根據國內習慣與國際間的型態，凌塘宏認為，未來國內期貨基金在分類上，也可以依照投資標的的類型來區分。主要應有「基本型」、「保本型」、「組合型」及可以降低投資人轉換基金成本的「傘型」基金等。

風險控管將是期貨信託的重點

期貨的槓桿倍數較股票現貨市場為大，在推出高槓桿倍數保證金交易的期貨基金時，相對的風險控管就更為重要。為了因應投資人贖回的資金需求，首要要有一定比例的資金作為流動準備，也就是整體資金在期貨交易動用的保證金不得超過一定的比重。另外，在部位暴露的風險上，也必須要以淨值的一定比重來控管。

凌塘宏舉例說到，以部位來檢控，若是投資的商品連動性高，如果每一個商品的投入資金限制為淨值的5%，都沒有超過比重限制，但是連動性是100%，並不能保證有資金投資上限，就能夠減少 失，而是應該以整體的風險控管去思考。

做好風險控管，不論是期貨自營、全權



委託的期貨經理事業，甚至未來的期貨信託操盤人都相當重要。凌塘宏認為，適當的風險控管，不僅是保護投資人的資金，對於交易決策者來說，也可以透過風險控管，了解自己的策略是否有一益不對稱的狀況，進而去調整成為適當的模式。

期貨信託－期貨市場不可或缺的一環

期貨信託應該是台灣期貨市場開放的最後一個期貨事業。凌塘宏指出，期貨市場中有大多數的散戶都遭遇賠錢出場的命運，期貨基金強調以專業人才協助投資人獲利，對於有意參與期貨市場，卻又沒有相關know

how的投資人來說，的確是一個相當不錯的管道。

對於期貨基金，凌塘宏表示，全體期貨商都在期待新事業開放，透過期貨信託基金的發行，將為國內期貨市場成交量再添加動能，另外在金融商品的結構上，也有了更完整的版圖，所以目前主管機關或是期貨、期經業者無不竭盡所能，要讓期貨信託事業推出，並能夠成功為投資人獲利，因此在法規規範上，應該採取限制但是不失彈性的模式，讓業者更能大展所長。

CNFA

淺談期貨信託基金之法規架構

建構期貨信託基金法律規範

環球普蓋茨律師事務所

撰文：陳玉華 攝影：華雨龍

環顧國際資產管理市場，充斥各式型態及種類之基金，除共同基金外，尚有對沖基金、期貨基金及其他結構式商品及特殊型態之各種基金，讓投資人及專業理財之人士有更大的選擇空間。

政府繼開放境外之證券投資基金公開募集及銷售後，積極推動期貨信託事業，開放期貨信託事業募集期貨信託基金以建構完整的資產管理服務業。

為此，政府業已把開放期貨信託事業，列入「區域金融服務中心推動小組」資本市場工作小組「推動資產管理業務」的議題中，並訂為具體建議事項，讓期貨信託事業成為2007年期貨市場的重要大事之一。

在建構期貨信託基金之法律規範上，限於篇幅之故，參與期貨信託基金工作小組之環球普蓋茨法律事務所符玉章律師及陳玉華經理，就幾個主要的議題分享其研究心得：

- 1、期貨信託基金之規範架構，究竟應採證券投資信託基金亦或信託業之信託基金模式。
- 2、期貨信託基金私募的法源爭議。
- 3、是否開放境外期貨信託基金？



- 4、如何建構期貨信託基金之風險管理機制。

比照證投信基金模式或信託業信託基金模式

符律師及陳經理指出，台灣並未如歐洲一般，針對集合投資計畫 (collective investment scheme) 有一套完整的法律規範，



以英國為例，其係以單一之金融服務法規範所有的金融事業；以單一之集合投資計畫規則規範(COLL)所有的集合投資計畫。

從法律觀點而言，符律師說明，投資人透過投資各種以信託法律關係為主的共同（信託）基金，基本上都屬於集合投資(collective investment)的型態。但台灣之共同（信託）基金之法律規範，是以經營之事業體、投資標的以及主管機關之不同，而分別依不同之法規管理。例如證券投資信託暨顧問(「投信投顧法」)法規範「證券投資信託基金」、期貨交易法(「期交法」)第八十二條規定期貨信託事業募集的「期貨信託基金」，信託業法及共同信託基金管理辦法規定的「共同信託基金」，以及信託業依據不動產證券化條例募集的「不動產投資信託基金」、都市更新條例規定的都市更新投資信託事業募集的「都市更新投資信託基金」等。

因此在研究期貨信託事業發行期貨基金之法律架構時，首先面臨的問題就是，究竟期貨基金該參考證投信的做法抑或是信託業的模式？經過各種之法規架構比較，各種建置成本以及從實務上交易人及相關事業單位之交易習慣上之考量，似以採行證投信基金之法律架構較為可行。

符律師指出，值得注意的是期交法第八十三條中規定，期貨信託事業之管理，除依期交法或是期交法所發布命令之規定者外，適用信託及信託業管理之法律。所以在訂立

子法的時候，必須要謹慎的考慮各個層面，才不至於在推出後，產生必須要補充適用信託法的問題。

解決私募州源爭議之空間

期貨公會委請環球高蓋茨律師事務所(原名：環球普蓋茨法律事務所)研究「我國開辦期貨信託事業募集期貨信託基金的可行性」，該報告指出，根據美國商品期貨交易委員會2004年公佈的報告，截至2003年底，美國期貨基金總計3,255支基金，基金總值為5,140億美元，年增率達45%，詳細狀況如下：

基金規模	數量(支)	總值
5000萬以下	1621	260億
5000萬~1億	432	300億
1~5億	736	1640億
5~10億	173	1230億
10億以上	121	1710億

單位：美元

而在3,255支基金中，僅有57支基金為公開募集，3,198支為私募，高達98%都為私募基金。主要原因為美國期貨基金公開募集的成本高於私募基金，而私募基金發行的有價證券，不需要向美國證券交易管理委員會登錄，揭露的資訊也較公開募集基金簡單。

另一方面，陳經理指出，除美國以外，歐陸國家，期貨基金亦以私募居多。主要原因在於期貨基金本身之性質，以及一般投資人對於這種商品之資訊不足，承受風險之能力亦有限。

但就台灣之現行法規架構來說，儘管期交法中明定，期貨市場可以發展期貨信託事業，僅為「募集」，並沒有明確指出，到底是「公募」或是「私募」。然而在投信投顧法中，除募集指「公開募集」外，「私募」的部分亦另有規定。為了維持法規的一致性，必須要修期交法才能將私募的法源納入，這也是期貨市場進階到期貨信託事業所面臨到的問題。

主要參與研究案之符玉章律師表示，為能於短期內未修法之情況下，解決私募適法性的問題，亦可嘗試採取開放不同條件與對象之募集方式，即未來得透過類似「簡式募集」(或其他名稱)的方式，解決私募的法源爭議問題，以避免修法之曠日費時。

具體作法上，可針對募集對象之不同予以區分，例如針對交易人資產達一定條件及專業投資機構法人，由於其承受風險能力較強及專業程度較高，可採低密度的管理，而不細分「公募」或是「私募」，並以差異化的方式進行管理。但由於期交法明定基金的募集必須經由主管機關核准，所以不論何種情形均須透過主管機關核准。除募集條件對象以及提供公開說明書內容不同等二點外，其餘規定及書件亦得均比照證券投信私募基金相近的規範，並可先由期貨公會先行自律審查，再報請主管機關審核，繞過一個期交法的修法問題，還是可以解決現行法令下是否得進行私募的爭議問題。

是否開放境外期貨信託基金

至於業者關切的另一個議題，開放境外期貨基金來台公開募集及銷售對於台灣業者之衝擊，陳經理指出，就長遠的角度而言，國際間普遍採行開放之態度，開放境外期貨基金來台是無法避免的。此外開放境外期貨基金來台，台灣業者亦可經由合作而從中汲取相關的經驗。以目前證券市場之情況為例，台灣之證投信投顧業者，自開放境外基金募集及銷售後，其商品及各種行銷策略，已較過去呈現更多元化的色彩，政府亦藉由審核境外基金之過程中，更具體掌握其他國家相關的規範經驗。

只是，就短期而言，由於台灣業者缺乏國際的合作經驗，無法如證投信投顧一般，立即與境外基金機構進行策略聯盟，而達到雙贏的效果，確實有相當的發展壓力。因此在研究討論過程中，業者亦提出一方案，例如發展初期先以組合基金投資境外期貨基金，以間接之方式引進境外期貨基金等。

如何建構期貨信託基金之風險管理機制

最後就如何建構期貨信託基金之風險管理機制上，目前大致可參考美國及歐盟的一規範方式。陳玉華指出，美國在規範上除要求於公開說明書上必須揭露期貨信託基金如何確保基金可符合保證金要求(margin requirements)外，並無其他特殊限制。整體來說，美國之規範著重在資訊的充分揭露。至於歐盟國家則大體上係以單一之法規規範



集合投資計畫 (Collective Investment Scheme)，於法規中，再就其投資標的之特性，設專章進行不同程度之規範，例如英國就投資於期貨之集合投資計畫即設有不同的風險分散之規定。

以目前在我國佔有比例極大的歐盟境外基金(以證券投資為主)而言，隨著歐盟 UCITS III 指令之頒佈，將衍生性商品納入其投資標的範圍，而不僅是一種避險工具或特殊投資技巧，其風險管理規範亦有所變更。

過去以衍生性商品部位是否為持有資產所涵蓋(cover or uncover)的區分管理方式已變更為基金有關衍生性商品的總風險暴露值不得超過基金資產淨值的100%。在相關的市場風險測量基準上，亦隨著衍生性商品之複雜程度而有所區分：複雜型，一般係運用 VaR 方法評估其市場風險，非複雜型則以 Commitment Approach 進行評估。儘管這套規範並非特別針對期貨基金而設，但亦有其參考之價值。

至於未來的期貨信託基金風險管理機制，究竟是要採取那一種方式，符玉章認為，儘管期貨經理業界，希望能夠像美國的期貨基金一樣，著重在風險揭露及預告上，但是因為美國期貨基金市場發展畢竟有多年的歷史，投資人文化亦不同，並以多年經驗累積出自由開放市場的模式，而國內的期貨投信事業才剛要萌芽，準備是否充分？有待觀察。基於國情不同，若太過放任之的模式，對整體市場初期發展未必會是好事。

陳玉華進一步說明，在國內的期貨信託

事業創始之初，若只採取外國風險揭露及風險控管的模式，以現在期貨經理公司或是未來的期貨信託事業，都可能是金控公司或是期貨公司旗下的子公司，除了本身的風險控管外，亦須配合母公司高密度的風險控管因此如何妥適建立風險管理機制，必須審慎處理。

符玉章與陳玉華咸認為，目前主管機關已經具備國際觀，對於期貨信託基金，也傾向採取不預設立場的開放的態度。只是客觀而言，根據台灣市場的特性，初期發展上似乎仍以提供業者較具彈性空間的風險管理的指導方針 (guideline)，對整體市場健全穩定發展可能較有幫助。

建構完整法規體系

對於整體法規架構而言，期交法部分，若未來要修訂期交法，符玉章表示，也會建議針對期貨信託基金在募集外，再加入私募的明確法源，以求法規體系之一致性。將來開放期貨信託事業時至少必須先完成四個子法的建置，包括期投信公司設置面的「期貨信託事業設置標準」、及規範事業體之「期貨信託事業管理規則」；期貨基金的部分有「期貨基金管理辦法」及「期貨基金募集準則」等暨其他配套法令，例如「公開說明書應行記載事項」等，是期貨公會亦將配合制定相關業務面之操作辦法、基金會計制度及自律規範等。目前主管機關較傾向從市場完整度規劃，仔細考量各個層面問題而預先規劃與規範，避免期貨基金推出後衍生不必要之法令限制問題。

CSIA



臺灣大學財務金融國際研討會

「臺灣期貨市場成交量一億口的回顧與展望」

撰文：葉依青

台灣期貨市場在2006年11月初，整體成交量首度突破一億口，對期貨市場而言，這確實是令人興奮的一個里程碑。期貨市場這個新興的金融市場能有如此亮麗與快速成長的表現，在在引起大家廣泛的討論。臺灣大學金融學系暨研究所，在今年舉辦的「第五屆國際研討會」中，針對期貨市場突破一億口後的發展，特別舉辦了一場專題座談會，主題即是「臺灣期貨市場一億口成交量的回顧與展望」。

這場座談會，是由素來對期貨市場頗有研究的淡江大學財經系教授暨社團法人臺灣財務工程學會理事長林蒼祥主持，席間並邀請主管機關行政院金融監督管理委員會證期局副局長李啓賢、業界代表寶來豐氏期貨董事長賀鳴珩、中華民國期貨業商業同業公會秘書長謝夢龍，以及臺灣期貨交易所副總經理朱士廷與會擔任與談人。

NTU 財務金融國際研討會

Corporate Governance and Financial Intermediation

Room 401

Dec. 13, 2006 (Wednesday) / 2006年12月13日 (星期三)

Time 時間	Sessions & Places / 議程及地點
13:00-13:15	Tutorial session / 財務金融研討會(1) The Evolution of Pension Management: Searching For Opportunities in Alternative Investments 「從傳統管理到追求多元投資的機會」
13:15-13:30	Coffee Break / 休息(茶點)
13:30-13:45	Panel session / 實務研討會(2) Development and Opportunities of the Futures Bond Market 「臺灣期貨債券市場的現況與商機」

Dec. 14, 2006 (Thursday) / 2006年12月14日 (星期四)

Time 時間	Sessions & Places / 議程及地點
09:30-09:45	Registration / 報名
09:45-10:00	Keynote Address / 專題演講 【陳世 李河江 李河江 李河江 李河江 / Gordon S. Chen, Chairman of Taiwan Stock Exchange】
10:00-10:15	General session / 投資研討會(2) 【Chairman: Dr. Lennu Smithe】 Corporate Governance and Financial Intermediation 「公司治理與金融中介」
10:15-10:30	Coffee Break / 休息(茶點)
10:30-10:45	Tutorial session / 財務金融研討會(2) Risk Management of Life Insurance Company 「壽險公司之風險管理」
10:45-11:00	Lunch / 午餐 4F, 402A/B/C
11:00-11:15	Panel session / 實務研討會(2) Financial Innovation and the Future of the Financial System 「金融創新與金融體系之未來」



這場集合了產官學界代表的座談會，針對目前國際期貨市場發展趨勢、我國金融商品之創新方向、臺灣期貨市場發展現況與未來經營趨勢等三大方向，做深入的剖析及探討，並對臺灣期貨市場提出個人最佳建言，希望能夠為突破一億口之後的臺灣期貨市場，勾勒更好的發展藍圖。

臺灣期貨市場成交量一億口的回顧與展望

～突破一億口後的省思～

撰文：賴育誠

台灣期貨市場在2006年11月初，整體成交量首度突破一億口，這個數字恐怕是8年前第一檔本土商品台指期上市時，上自主管機關至期交所期貨商與交易人始料未及的。短短的10年間，台灣期貨交易所排名躋身到世界第十八名、台指選擇權衝上全球第三名，一個亮麗的市場儼然形成，當成交量突破一億口後，臺灣的期貨業界更需要省思，到達高原期之後該怎麼走？

由台灣大學主辦的「2006臺灣大學財務金融國際研討會」中，由台灣財務工程學會理事長林蒼祥主持，邀請證期局副局長李啓賢、期交所副總朱士廷、寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩及期貨公會秘書長謝夢龍共同探討期貨市場下一階段的挑戰。

創新金融商品以交叉匯率期貨為首

從1993年國外期貨交易法實行，到1997年期交所開業及98年發行台指期貨及陸續推出台指選擇權，至今，台灣期交所總計研發了6種股價指數期貨、2種利率期貨、4種指數選擇權，再加上股票選擇權及商品





期貨的黃金期貨，共有14種商品。

李啓賢副局長表示，「外匯商品」已是國際期貨市場主要商品之一，僅次於股價類及利率類期貨商品，在我國外匯市場規模日益成長，以及匯率避險需求增加的情況下，外匯商品在國內也有其需求性，因此，期交所業已積極研議推出匯率期貨的可行性。

不過，李啓賢指出，為了避免對外匯市場造成過度的衝擊，期交所已經先評估推出外幣交叉匯率期貨商品，並已經完成規劃書草案內容，並對中央銀行進行簡報，待彙整各界意見後，將深入評估商品上市的可行性及效益。除此之外，目前在規劃中的商品，包括90天期商業本票利率期貨、台幣計價小型黃金期貨、油品期貨、DRAM期貨、個股期貨及各種類股價指數期貨及選擇權，以及台指選擇權波動率指數（VIX）等。唯有創造更多的新商品，才能吸引更多的參與者。

未來期交所不排除自行掛牌

至於在期貨市場扮演重要角色的期交所，在國際上吹起了一片整合及掛牌之風。目前期貨市場整合趨勢可分為五種，首先為期貨與現貨主管機關逐漸整合，例如英國的FSA，除了主管機關外，證券及衍生性商品交易所及結算機構的整合也方興未艾，例如HKEx、SGX、KRX；再者交易所公司化，也是風潮大起，為了申請掛牌上市，各國交易所紛紛將先前的會員制修改為公司制，如

美國的CME、CBOT及新加坡的SGX。

在交易所大者恆大的趨勢下，跨境策略聯盟或加強合作相當興盛，如德國交易所DBAG與瑞士交易所SWX策略聯盟，並將旗下的期貨交易所DTB與SOFFEX合併成立Eurex，同時發展電子式期貨交易平台，如CME的Globex2、CBOEdirect、LIFFE CONNECT。

期交所副總朱士廷表示，2002年底以43.6美元掛牌的芝加哥商業交易所（CME），11月中已經漲到513.72美元，漲幅高達十倍。他說，2005年掛牌的三家交易所：芝加哥期貨交易所（CBOT）、亞特蘭大州際交易所（ICE）及紐國國際證交所（NYSE），到2006年11月中的股價漲幅最少也都在60%左右，漲幅相當驚人。

寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩也透露，1982年CME首度推出指數選擇權商品，當時他人在美國，曾考慮買進一個售價50萬美元的交易席位，這幾年，CME營運成長，掛牌改為公司制，若當時買進一個席位，現在至少值150萬美元，顯示成長中的市場，交易所掛牌股價上揚實力不容小覷。

目前除了期交所已經著手研擬掛牌的可能性及計畫，主管機關也樂觀其成，金管會證期局副局長李啓賢表示，台灣期貨交易所已是公司制，掛牌必須要先分散股權，將單一股份降到一定比例以下，通過主管機關的

審核，期交所掛牌並非遙不可及。

研議開放期貨信託事業

李啓賢說到，為因應期貨業者的需求與我國期貨市場長期發展，有助於提升國內期貨事業版圖的完整性，加速區域資產管理中心目標達成，期貨市場下一階段就是開放期貨信託事業。開放方向將參照證券投資信託基金募集架構，規劃期貨信託事業公開募集期貨信託基金的運作方式。因為證投信初期並沒有「私募」，因此期貨投信除了公募外，私募將採取簡式，替代法制上對於私募的欠缺，李啓賢進一步說到，如果期貨信託採取對不特定大眾募集，投資策略與方針等資訊透明與充分揭露必須特別注意。

現階段整體方向仍為研擬期貨信託事業得「對於一定人數以下及符合資格條件者募集」的運作方式，未來也會規劃允許期貨經理事業以增資方式兼營，以及證券投資信託事業與期貨信託事業以免指撥營運資金方式相互兼營。李啓賢表示，期貨信託的內部標準及設置法規，應該在農曆年前可以完成內部討論。

寶來曼氏期貨董事長賀鳴珩表示，為了國內的期信事業，寶來曼氏也蒐集了相當多的資料。台灣期貨市場在第一階段，是將商品銷售出去，並沒有真正具備商品化的能力，若2007年開放的期貨信託，交易的範圍被定義在全球期交所商品，沒有擴及OTC及衍生性商品，不但對於期貨基金的募集，甚

至連操作都有困難。

期貨公會秘書長謝夢龍也指出，到2006年12月底為止，期貨信託事業的前身，期經事業已經開放了三年，但是業者的對期經的重視程度不夠，甚至還有未設有自營部門的期貨公司直接設置期經公司，這也很難讓市場信服。目前除了已經歇業的期經業者外，所有期經公司都還沒有轉為盈。

突破億口後如何再創新

2006年整體成交量突破億口，對期貨市場來說，當然是具備相當意義的大事，但是居高思危，2007年如何達成期交所預算目標挑戰1.5億口，絕對是期交所與全體期貨商必須要共同體認的艱鉅課題。

期貨公會秘書長謝夢龍指出，在這一波突破億口過程中，最值得重視的問題，應屬法人比重不斷提升、散戶比重節節敗退。目前台灣期貨市場成交比重，將近9成的成交量都在台指選擇權的交易，近幾年選擇權的造市者比重已經從4成不斷往上攀升，2006年已經高達6成，也讓大戶、散戶及其他法人的比重降到僅有4成。

謝夢龍說，期貨市場是「零和競局」，當法人和散戶的比例有所消長時，一則以喜，一則以憂，喜的是法人所佔的比重越高，表示市場機制愈趨成熟；憂的是，是否代表散戶都鑽羽而歸了呢？事實上，在市場效率逐步提升，尤其選擇權市場中造市者具備成本、策略及下單速度等優勢，要做策略



性價差、套利等策略的散戶，恐怕難敵專業法人，因此在期貨市場，估計約有8-9成的散戶都是虧損，加上散戶財力有限，長期最少賠多下當然多數都是黯然虧錢退場。

2007年將開放期貨信託事業，對於期貨市場應是新氣象，儘管目前的期貨經營事業不算成功，但是未來在期交所及期貨公會積極培育操盤人才下，期貨信託推出後，將可給期貨公司及客戶一個不錯的選擇。以期貨商來說，近幾年長期處於激烈的價格競爭之下，手續費殺到幾乎已經見骨，未來期貨基金上市後，應該會有效遏止手續費繼續流血下殺。

對期貨交易人來說，雖然對期貨商品的高槓桿特性相當有興趣，但礙於專業不足，且在設備上難以與專業操盤人相較，但是未來推出期貨基金後，期貨交易人不用每天守在盤前目不轉睛，只要買進期貨基金就可以參與期貨市場波動，而且除了操作國內市場外，期貨基金還會買賣海外的期貨商品，達到分散風險的效益，讓客戶只要委託期貨專家操盤，即可降低投資期貨的虧損。

國際化必須要有階段性

在外資部分也值得市場重新思考，儘管市場不斷企盼與國際接軌，希望外資能夠積極進入台灣期貨市場，但是謝夢龍對此確有不同的見解，他認為國際化固然有其必要性，但是在作法上必須要有階段性，他指出，因為期貨是零合競爭的市場，台灣的期貨市場成立迄今僅有十來年，整體操盤人才

粗估才不過300餘人，要與國外已經有上百年的經驗的市場相比，恐怕還需要一段時間。

因此在這個階段，謝夢龍呼籲，在金融市場與「國際接軌」的聲浪中，我們還是要審慎思考，「我們很歡迎外資參與我們的資本市場，他們的加入，有助於活絡台灣的資本市場，但是期貨部份屬於短期交易，在每個月都結算下，外資的技術優勢可能把台灣期貨市場當成提款機，因此為了整體期貨市場的健全發展，對於外資開放的腳步，還是必須要審慎三思。」

期交稅依舊是最大障礙

一直難與國際市場接軌的台灣期貨市場，主要關鍵還是「期交稅」的問題，謝夢龍直言不諱的說到目前全球期貨交易均課徵期貨交易所得稅，惟獨台灣期貨市場徵期貨交易稅，儘管立法院在2006年初通過期交稅再一次降低，但是要與國際期貨市場競爭，仍有一段相當的距離。

在期貨市場成交量到達一億口，進入成長曲線中的高原期後，不管是主管機關或是立法院，都應該思考，期交稅是否成為台灣期貨市場突破一億口後，向上成長動能的最大障礙。謝夢龍也表示，未來期貨公會將會持續與主管機關及立法委員等進行下一階段降低期交稅的溝通。





行政院金融監督管理委員會
Financial Supervisory Commission, Executive Yuan



金盃

The 9th Golden Goblet Award
花樣·再綻光采

第九屆中華民國證券暨期貨金盃獎

證券、期貨、投信投顧傑出人才及公司選拔活動

活動宗旨 為表彰證券期貨市場之傑出人才及公司，樹立優良學習楷模，健全證券期貨市場的發展，特舉辦第九屆「中華民國證券暨期貨金盃獎」。

選拔類別

一、個人獎

- (一) 傑出證券人才獎 (二) 傑出期貨人才獎 (三) 傑出投信投顧人才獎
(四) 傑出市場服務人才獎 (五) 傑出企業領導人才獎

二、團體獎

- (一) 傑出金融創新獎 (二) 傑出風控管理獎

參加對象

一、個人獎

證券公司、期貨公司、投信投顧公司及證券期貨市場華僑主管與從業人員。

二、團體獎

證券業、期貨業、投信投顧業之公司。

報名期限

即日起至中華民國94年2月27日止，以郵戳為憑。

報名方式

請逕寄食網站 (<http://www.fsc.org.tw>) 「金盃獎」專區。

聯絡我們

地址：10001台北市海山街3號9樓 電話：(02) 2397-1222#334

傳真：(02) 2392-4993 E-mail: wh@fsc.org.tw

指導單位

行政院金融監督管理委員會

承辦單位

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

共同主辦單位

財團法人證券暨期貨委員會證券期貨獎、臺灣證券交易所股份有限公司
中華民國證券商業同業公會、臺灣集中保管結算所股份有限公司
財團法人中華民國證券自律發展中心、臺灣期貨交易所股份有限公司
中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會、中華民國商業商業同業公會
財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心、中華民國證券投資人協會
財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

熱忱・積極・完美