

期貨人

2002年三月創刊 《總號第052期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2014**

第四季



封面故事

產業發展 刻不容緩

市場訊息

NEWS 報你知

特別報導

金融 3.0 趨勢看期貨業佈局

特別報導

交易人保護



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



總編輯的話 / 盧廷劼

封面故事

產業發展 刻不容緩

2014台北期貨國際論壇

2 師法歐港星 期市接軌國際
/ 沈素吟

11 臺灣期交所發展規劃
/ 王仲華

市場訊息

NEWS 報你知

市場推廣

16 ETF期貨策略介紹
/ 方立寬、蔡宗勳

23 股票期貨、上櫃股票期貨及歐臺期策略介紹
/ 錢冠州

CONTENTS

國際脈動

28 『投資全球 照過來』 -- 四部曲

/陳双吉

40 美元強勢拉抬，油價雪上加霜

/廖玉完



兩岸夯新聞

49 滬港通商機下的機會與挑戰

/呂俊宏



特別報導

56 金融3.0趨勢看期貨業佈局

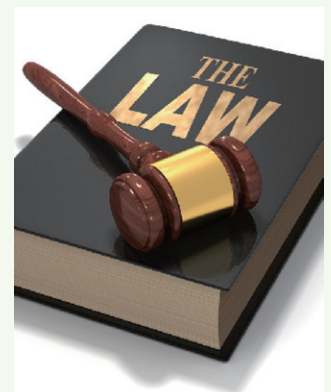
/朱瑞陽



專題報導

69 美國CFTC強化期貨交易人權益保障修正法案概述

/張建民





轉型與契機

◎盧廷劼

觀近年國際期貨市場發展經驗，期貨交易所扮演著關鍵性角色，交易所發展方向明確，在可預測的規劃下，產業永續經營藍圖清晰，帶領業者與從業人員循序漸進的成長，是以，期貨公會今年度的台北國際期貨論壇探討期貨交易所發展策略，包括商品開發、交易所合併經驗並探討滬港通、臺歐通及臺星通，本刊並摘要提供讀者參考。

期貨行業從開展以來即是個具有「立足臺灣 擁抱全球」的特色行業，行業發展自當不可忽略其產品特色，故本刊自本期起規劃「投資全球 照過來」系列報導，適逢主管機關11月下旬開放期貨交易輔助人承作國外期貨交易業務，更彰其意義，另為與實務結合，同時報導熱點話題，期與讀者共同成長。

在金管會曾主委推動下，今年6月金管會宣布推行數位化金融3.0時代。根據金管會觀察，隨著科技進步，銀行業服務也應跟著創新，加上年輕人已鮮少親赴銀行臨櫃辦理交易，未來不只銀行，包括金融各業，將會

愈來愈依賴網路。期貨行業屬於「高服務」行業，如何在「從客戶角度思考服務方式」與「商品特殊性」間取得平衡，是一大挑戰，本刊特邀專家從金融3.0之立法背景與規範內容說明期貨業可能的運用實益與未來因應方向。

強化交易人權益保護，維持市場交易秩序，本公會一直以來責無旁貸，戮力為之，除持續宣導「合法期貨」防範地下期貨破壞期貨交易秩序，並推動「期貨商交易及風險控管機制」以減少期貨業者與交易人之間的糾紛，同時藉由不同刊物與課程之管道，以違法違規案例提醒從業人員謹慎執行職務。美國CFTC鑑於近年明富環球集團與百利集團二大破產事件，於2012年底起草修訂強化期貨交易人權益保障修正法案並於今（2014）年度頒布實施，其中包括業者財務申報、風險管理、資訊公開揭露及風險揭露等事項，本刊除概述本修正法案外，並參照我國期貨相關規範供讀者參考。



封面故事

產業發展 刻不容緩



本公會每年度均會因應國際上最熱門的議題，邀請國外專家學者來臺舉辦期貨論壇，本年度邀請歐洲期貨交易所、香港交易所、新加坡交易所分享發展經驗，本刊除摘錄論壇精闢內容饗宴讀者之外，另邀請臺灣期貨交易所談其發展規劃，供讀者參考。



2014 台北國際期貨論壇

師法歐港星 期市接軌國際

期貨公會◎沈素吟整理

期貨公會自96年起每年皆會因應國際市場衍生性金融商品最夯之議題，舉辦一場國際性會議，本年度主要議題目的係探討港交所購併LME、滬港通、臺歐通及臺星通等，以做為臺灣期貨市場中長期發展策略之參考。今年舉辦之期貨年度盛事，業於103年8月27日假台北國際會議中心圓滿落幕，與會人數超過220人，現場座無虛席。為替臺灣期貨市場國際化暖身，公會特別邀請三大國外知名交易所高階決策主管：歐洲期貨交易所(Eurex)執行董事Mr. Roland Schwinn、香港交易所(HKEx)高級副總裁許正宇及新加坡交易所(SGX)執行副總周士達來臺分享經驗，並在公會賀鳴珩理事長、金管會黃副主委天牧致詞後，正式揭開序幕。

賀理事長表示，Eurex/TAIFEX Link在

今年5月15日上市，成為我國交易所與國際連結的首例，期待藉由既有的國際跨境交易平台，再接再厲推出我國第一個貨幣型產品-人民幣匯率等相關產品；香港交易所(HKEx)在2012年併購倫敦金屬交易所LME後，全球交易量排名從2012年第23名，大幅躍升至2013年的第15名，穩定其在國際上之領導地位；新加坡交易所(SGX)成功爭取他國之授權，日經225指數期貨(31%)、中國A50指數期貨(26%)、標普印度Nifty(22%)及MSCI臺指期貨(17%)已成為前四大熱門商品，交易量高出本土的新加坡海峽指數(3%)好幾倍。

金管會黃副主委天牧提出，新加坡業績有相當大之比例來自國際業務，這是非常值得臺灣學習效法，回顧過去1年內，金管會



多項開放措施，包括：期貨市場議價申報鉅額交易、放寬期貨商自有資金運用得買賣外幣計價債券及提高期貨商持有外幣存款額度、開放期貨信託事業募集發行期貨ETF、增加上櫃股票個股期貨，以及將我國旗艦商品臺股期貨、臺指選擇權輸出到歐洲，這都是由金管會、期交所及期貨公會共同努力的成果，期望未來在這基礎上繼續努力，主管機關秉持強烈企圖心、使命感帶領期貨業界邁向另一個高峰，攜手打造最國際化之期貨市場。

臺灣期貨交易所副總經理蔡蒔銓表示，TAIFEX產品較為單一，指數型商品佔整個市場比重相當大，面對歐港星積極拓展市場，臺灣緊迫在後，將採取三項主要策略因應：第一、加強產品研發創新，2012年推出週選擇權後，目前週選擇權交易量排全球第二名，今年7月份日均量達38萬口；此外，利用臺灣有機會成為人民幣離岸中心之優勢，研發人民幣相關商品；第二、加強國際合作，與Eurex緊鑼密鼓討論後續合作案，使國際投資人在歐盤、美盤正常交易時間，可接觸到臺灣商品；第三、放寬交易、結算規定，在某種程度上修改相關法規，為臺灣打造優質投資環境，及加強監管能力。

Eurex- Roland Schwinn 歐洲期貨交易所發展之經驗分享

歐洲期貨交易所(Eurex)代表Mr. Roland Schwinn-執行董事暨亞太、中東地區銷售及業務發展主管，他於2007年加入Eurex並



Eurex 代表 Mr. Roland Schwinn 執行董事

擔任業務研究主管及現任職位，Mr. Roland Schwinn在金融行業經歷豐厚、年資超過20年，他在1990年即任職於DTB-Deutsche Terminboerse(Eurex前身)產品發展經理，之後同時擔任策略行銷經理及客戶服務經理。

積極佈局亞洲市場

歐洲期貨交易所Mr. Roland Schwinn指出，德意志交易所集團亞洲成長基礎來自於成功的業務合作關係，2014年3月取得臺灣期貨交易所5%之股權、與中國銀行策略合作、Eurex和特拉維夫證券交易所(TASE)簽署衍生性商品交易合作、KOSPI產品交易量持續攀升、於2013年初在新加坡設置共同機房(Co-location)相互連結、與孟買證券交易所(BSE)資訊技術聯盟合作，以及規劃於



2015年第三、四季於新加坡成立亞洲結算中心等。

德意志交易所集團在2007年營業額還不到5,000萬歐元，之後由於迅速擴點及業務合作關係，2013年營業額已超過1億歐元。Eurex目前在新加坡、香港及東京皆設置辦公室，另在北京則設有代表辦事處、25位會員或交易會員在亞洲，涵蓋澳洲、香港、日本、韓國、臺灣、新加坡及阿拉伯聯合大公國等國家。

與KRX、TAIFEX連結合作

自2010年8月30日，KOSPI 200選擇權可在Eurex平台進行盤後交易(after-hours trading)，由於Eurex、KRX 41位會員及5家Eurex造勢者不斷地報價，Eurex KOSPI產品的流動性迅速提升，自上市以來，截至2014年7月止，盤後交易總量達8千4百萬口，在2014年第2季，日均量(ADV)則為7萬6千多口，此外，盤後交易跟正常盤交易比例正持續增加，統計至2014年第2季，盤後、正常盤交易比例約4.4%。

Eurex將此成功經驗複製到臺灣，臺灣方面授權Eurex掛牌以台股期貨及臺指選擇權為標的之一天期期貨契約，自今(103)年5月15日上市來，成交量超過6萬1千多口(統計至2014年8月20日)，於2014年7月10日，交易量達3,021口創下新高紀錄。Schwinn執行董事認為，歐臺連結為日後長期的合作奠定良好基礎，目前正與臺灣期貨交易所規劃發展連結人民幣產品，以及將歐交所產品掛

牌到TAIFEX上市等合作模式。

鼓勵臺灣國際化

Schwinn執行董事亦肯定臺灣進軍國際市場的努力，他回憶說過去德國期貨交易所在1990年初僅有德國單一市場，1994年為一重要的里程碑，從此之後可服務阿姆斯特丹、倫敦及巴黎的客戶，使國際投資人可交易德國交易所的產品，自跨國整合以來歷經20年，Eurex終於發展成為世界級交易所。

美國CME透過Globex變成全球之交易平台，當時CME是唯一24小時連續交易之平台；SGX近年來也開始全球化，進軍歐洲及美國市場。因此，如果可讓國際市場間做最直接聯繫，市場才有機會快速拓展。Schwinn先生肯定的指出，臺灣進軍國際市場絕對是正確的，因為國內客戶終究有限，臺灣具鄰近中國之地理優勢，有機會發展成人民幣離岸交易中心，臺灣期貨交易市場在過去20年累積了很多寶貴經驗，及培育許多人才，這都是臺灣期市國際化發展的利基強項。

HKEx-許正宇分享香港交易所之發展經驗

香港交易所(HKEx)代表內地業務發展部許正宇高級副總裁，2010年被委任為牛津大學香港顧問團委員，他於2006年加入香港交易所，曾任上市科副總監。加入交易所前為渣打銀行中國業務發展主管，香港特區政府經濟發展及勞工局助理秘書長、駐京辦政務



主任等。

多類型資產合一之交易所

許正宇高級副總裁指出，將以三個主軸探討香港交易所之發展經驗，第一、介紹港交所過去發展戰略與未來主要發展方向，第二、具體港交所併購倫敦金屬交易所(LME)後之商品發展策略，第三、近期推動滬港通詳情分享。HKEx與國外交易所主要差別為HKEx-多類型資產合一之交易所，橫向整合現貨股票、股票衍生性產品、定息產品、貨幣及商品，縱向整合產品、交易與結算，此外，港交所現貨IPO市場集資額名列全球前三名，以及近期期貨市場方面推出收市後期貨交易。

跨不同資產類別全面整合

隨著HKEx併購LME之優勢，今年在商品期貨將有重大進展，於下半年度推出3支以人民幣計價之合約，包括倫敦鋁、銅、鋅小型商品期貨等3檔合約，同時於2014年9月22日在倫敦設立結算所。港交所涵蓋四大核心資產：現貨股票、股票衍生性產品、固定收益類及貨幣產品(人民幣期貨)、商品等四大類，各個資產類別並駕齊驅發展，目前上市超過100類債券型產品，另以推行人民幣期貨作為旗艦貨幣產品，同時具備強大之監管功能，目前1,500多家上市企業，上市後之監管皆由HKEx負責。

戰略規劃第一部



HKEx 代表許正宇高級副總裁

港交所發展與中國經濟體息息相關，回顧到1993年，至港交所上市之第一家內地企業-香港啤酒，當時背景中國各種公司法、證券法皆未設立，而香港發展相對成熟國家-國際化金融中心，如何吸納內地背景，且具備內地國營企業至香港上市，對香港而言為重要轉捩點，即成為內地第一家企業在境外集資中心，掀開港交所戰略規劃第一部。內地企業需要資金發展各種經濟活動，隨著內地企業至香港上市群體越大，同時吸引內地以外經濟體至香港上市包括臺灣，目前臺灣在香港上市企業約30家，數據統計臺灣目前集資額超過700多億港幣，成為交易所現貨市場、上市公司重要之群體。

戰略規劃第二部



隨著內地經濟發展，不單僅人民幣往內地流，人民幣還需有疏通管道，人民幣國際化概念因此誕生，港交所戰略規劃第二部：成為內地企業在境外集資中心，更重要讓內地人民幣資金有渠道做適當投資，目前人民幣投資渠道除債券以外，約有100多類型人民幣基礎產品，囊括預計今年年底推出之銅、鋁、鋅等商品期貨，此為LME合約小型版，推出背景期望透過小型合約吸引小額交易者參與，且透過以人民幣計價，讓更多內地企業在交易進出口或貿易時，可更容易操作對沖風險。

旗艦商品-人民幣期貨

許正宇高級副總裁表示，戰略規劃第二部除推出商品外，配合人民幣內地企業經濟發展，HKEx上市旗艦產品-人民幣期貨，人民幣匯率受到中國人民銀行嚴密監管，然而，隨著金融創新、改革、強調自由化，中國人民銀行在人民幣匯率方面有一定程度寬鬆政策，從人民幣本身改革觀察，人民幣波動幅度比之前更明顯，所以港交所推出企業對沖風險工具，保障匯率風險所造成之損失，人民幣期貨推出正契合人民幣內地改革，在今年年初，人民幣大幅度貶值，當日人民幣期貨交易量竄升，達到6,000多張口，目前日均量約幾千張之水準。

兩岸商品連結創造雙贏

臺灣、香港共同主題-人民幣國際化，香港發行點心債，臺灣則有寶島債，但在臺

灣對人民幣需求比香港高情形下，臺灣投資者相對議價能力較低，許正宇高級副總裁建議如能將香港點心債與臺灣寶島債市場做連結，從投資者角度可選購更多多元化產品，從企業發行角度能夠以較低成本融資，對投資者、企業而言皆是雙贏局面。

HKEx併購LME達互利互惠之效果

緊接著，許正宇高級副總裁提出，實際上，購買LME動機與HKEx發展趨勢完全符合，隨著中國經濟發展，中國成為國際上基礎金屬最大消費者及供應生產者之一，內地生產者、消費者進出口商品而產生之風險，可藉由香港交易所進行對沖避險，況且LME佔全世界金屬市場期貨部分，已超過80%，達到接近飽和狀態，除非發展中國業務，因此，HKEx併購LME實質上可達到互利互惠之效果，HKEx獲得商品發展機會，LME得到發展中國業務機會。另外，HKEx去(10)年成功接納臺灣高雄為遞交港，自今年以來，高雄遞交港鉛儲存量超過1/100之增量，從此觀之，亞洲建立商品期貨中心，對於亞洲做實體經濟、期貨發展也是重要的一環。

各類別資產相互關聯

商品市場不僅對商品本身發展有利，對其它資產類別資金流動連帶有很大影響，伴隨更多人民幣期貨合約在香港上市，人民幣流動性更高，有利債券市場、貨幣市場業務之發展，兩者存在相輔相成互動關係；除定期產品、貨幣商品之外，在股票方面同時有



發展人民幣之需求，HKEx期望更多公司能夠發行人民幣股票，透過股票、期貨市場可活絡整個金融生態圈。HKEx除保留並進一步投資LME之交易圈(Ring)外，更積極發展LME本身在倫敦交易平台，預計今年9月22日設立LME自有的結算所(LME Clear)，加強鞏固LME傳統既有之優勢地位。

滬港通核心內容三個通

滬港通是在中國內地與香港兩地證券市場建立的交易及結算互聯互通機制。通過此機制，香港交易所香港投資者、上海證券交易所內地投資者可透過本地市場的交易與結算所，買賣對方交易所上市的股票及進行結算交收。許正宇高級副總裁闡述，核心內容有三個連結、三個板塊包括：監管合作、交易通及結算通，監管合作兩地的監管單位：香港證券及期貨事務監督委員會(證監會)、中國證券監督管理委員會，類似臺灣金融監督管理委員會，透過監管合作，加強跨境投資者交易可能涉及之非法行為。

SPV成為滬港通成功關鍵

滬港通創新之舉為兩地交易所在對方市場互設專門進行滬港通證券交易服務之全資子公司(SPV)，香港投資者所有訂單通過SPV，集中香港交易所在內地成立之SPV直接當作一位會員，將香港投資者購買A股訂單投到A股市場，上交所無需認可香港券商，僅認可港交所在內地之SPV，就能夠讓香港投資者進入撮合；反之，假如上海證券

交易所內地居民欲買港股，就通過上海證券交易所在香港成立SPV訂單，同樣將內地投資者訂單綜合後，再投到港股進行撮合，這同時為監管考量，如未設立此機制，港交所需面對內地券商，這是跨境監管合作難以控管。

滬港通資金採淨量過境

最後，許正宇高級副總裁敘述結算通，香港現貨市場跟結算都是同一機構，而內地證券與臺灣制度相同，證券、結算分開作業。滬港通核心內容儘可能風險極小化、利益極大化推進整個計畫，利益極大化其中主要利益即為價格發現，香港投資者買A股，所有訂單通過SPV總量過境，至A股市場進行撮合，券商之間在境外未有任何撮合行為，所有撮合及價格發現在當地市場進行，同樣地，為促進整個跨境資金流動，資金避險方式透過資金淨量過境，例如：買總計十億元人民幣之A股，賣A股八億元人民幣，因考慮儘可能減低過境之流動，造成龐大流動資金而影響貨幣市場，資金淨量過境兩億元人民幣。

滬港通封閉金流控管

另一個考量點為是否會將湧入資金購買其它資產類別，造成其價格或資產膨脹，譬如：將資金投資在A股，然後將A股賣掉資金轉投資至內地房地產，實際上，滬港通整個為封閉金流控管，投入A股資金必須通過結算通返回香港。此外，另一個規避風險核



SGX 代表周士達執行副總裁

心重點，內地投資者買港股，從投資者角度不需持有港幣，僅需將人民幣提供予券商，券商再將人民幣轉予中國結算，中國結算收取內地投資者欲買港股的人民幣之後，集中在境外給予銀行做兌換，持有人民幣兌換成港幣，再與香港結算做交收安排，許正宇高級副總裁表示，在境外外匯轉換可降低匯兌結算對境內貨幣市場之衝擊。

滬港通主要內涵

滬股通股票指數成份股包括上證180成份股、上證380成份股，與同時於聯交所及上交所上市的A+H股，約佔市值90%，港股通股票涵蓋恒生綜合大型股指數成份股、恒生綜合中型股指數成份股，及兩地A+H股，約佔市值82%，此外，港股通臺灣有6、7家

企業，內地投資者即可直接購買臺灣企業之股票。許正宇高級副總裁指出，透過總額度限制進行避險措施，滬股通總額度人民幣3,000億元，港股通人民幣則有2,500億元上限，因係為淨買概念，買跟賣之間的差異做額度計算標準，額度不一定與交易量有關聯，然而，法律保障產權持有人隨時可賣之權利，所以賣方隨時可以賣，不過，達額度上限時，即有可能買不到股票之情事發生。

SGX-周士達分享新加坡交易所之發展經驗

新加坡交易所(SGX)代表銷售及客戶部主管周士達執行副總裁，負責國際、法人與散戶等客戶之聯繫，他於2007年加入SGX之前，任職於渣打銀行投資暨國庫券產品部主管，負責全球財富管理投資及國庫券產品業務。

星國打造成全球金融交易中心

SGX周士達執行副總裁表示，新加坡市場很小、人口很少，新加坡成功關鍵因素就是敞開大門、邁向國際化，新加坡市場非常開放、環境非常適合國際投資人，SGX係為亞洲最大之外匯交易中心，日均量超過3千8百3拾億美元，全世界第三大，此外，新加坡是亞洲最大法人機構財富管理中心，管理資產達2.1兆美元，同時為全球海市運輸、大眾物資商品交易中心，SGX因受惠於前揭諸項利多環境，打造成今日之全球金融交易中心。前面香港交易所(HKEx)許正宇高級副總



裁提及將開發中國商品交易的市場，這個方向很好，SGX在過去三年多來，鐵砂交換選擇權交易量已占全世界之95%。

CME協助SIMEX從事衍生性商品

2009年金融危機爆發後，G20高鋒會議決議希望國際市場能夠互通、相容，然而5年後的今天，很多市場間依然未做連結、固守自有市場，而新加坡國際金融交易所(SIMEX)於1984年創立時，期貨指數於CME協助SIMEX開始著手衍生性商品時誕生，SIMEX與CME當時即有互通機制，實際上，SIMEX希望進軍全球服務更廣大市場。在1999年新加坡期交所與證交所合併時，80%~90%營收來自股票交易，然而，目前衍生性商品市場發展速度比股票市場更快，主要來自商品交易。

SGX積極爭取他國明星商品掛牌

周士達執行副總裁指出，新加坡係為衍生性商品超級市場，SGX來自海外收入比重佔54%，根據103年7月份資料顯示，日經225指數期貨為SGX交易量第一(31%)、中國A50期貨排名第二(26%)、標普印度Nifty期貨(22%)、MSCI臺指期貨(17%)，MSCI新加坡期貨(3%)，其中排名前四項商品皆為成功爭取他國之授權掛牌交易量，高出本土的MSCI新加坡期貨好幾倍。過去三個月，臺灣、印度、中國陸續與SGX合作，中國市場擴展相當快速，今年8月份統計，中國A50期貨交易量超越日經225指數期貨，雖新

加坡操作日經225指數期貨歷經20餘年，然而，中國A50期貨在不到十年當中，儼然成為SGX最大交易量之衍生性金融商品，過去兩、三年，中國A50期貨未平倉量佔13%，SGX占中國A50期貨比重僅1.4%，代表未來還有無限成長空間。

兩岸發展商機濃厚

亞洲衍生性商品發展最成熟應屬臺灣，臺灣期貨市場發展歷經16年，不論MSCI臺指期貨套利、臺指期貨、臺指選擇權等商品發展上皆相當成熟，臺灣券商或自營商有助於拓展市場，周士達執行副總裁表示這一年至上海、北京出差，發現很多臺灣期貨專業人才至對岸發展，臺灣將衍生性商品之專業知識、技術輸出至中國，使中國有更多套利機會，不論從中國到臺灣投資、臺灣到中國投資，或是透過新加坡進行投資，隨著市場參與的人越多，機會就越多，短期內嗅到無窮的發展潛力。

SGX核心價值-創新服務

SGX利用在香港設立辦公室方式管理整個大中華市場，亞太地區共計110位員工，他們為提供交叉保證金制度之交易所，大幅樽節會員結算成本和提升效率，周士達執行副總裁表示對金融業而言首要任務就是創新，不斷地去追求開發創新新型產品滿足全球各地客戶需求，整個經銷體系全球化，SGX結算中心達到世界最高級標準，在2008年全球金融海嘯爆發後，顯得格外重要，客



戶包括投資銀行、證券商資金緊縮，為符合新法律規定，資本適足率要求越來越嚴苛。目前有更多樣化店頭市場之商品納入交易所，使客戶交易更加安全。此外，透過提供多樣化產品服務，客戶即可提高資本效率，及降低保證金方面的壓力，且在新巴賽爾資本協定訂出後，資本適足率規定更加嚴格。


透過跨國合作展開市場

新加坡不斷在海外尋找合作夥伴，於2000年與澳洲建立貿易連結，另與東協同時有許多合作平台，國外合作有各種不同形式，周士達執行副總裁認為假如僅為創新而創新無太大益處、為簽MOU而簽MOU效益不大，如何與合作夥伴透過合作關係，降低客戶資金成本、提高客戶企業體質，才是SGX真正欲達到之目標。早在30年前，新加坡與芝加哥商業交易所(CME)即有互相沖銷機制，此為證券交易所間平台互通之創舉，緊接著在1990年代與印度合作，印度希望能夠另闢蹊徑，建立一個印度境外股票指數交易平台，實際上，今年在未平倉印度股票指數當中，有70%的交易量在新加坡，換句話說，新加坡讓標普印度Nifty成為全球首屈一指之印度股票指數期貨，這點非常重要，市場版圖越擴越大，和印度境內市場有99%的相關性，不論境內、境外股票市場皆可相輔相成，印度國家證券交易所(NSE, National Stock Exchange of India)透過新加坡建立國際化品牌。

國際間之市場避險

周士達執行副總裁表示，有時不可避免遇到天災，或者人為因素造成電腦系統當機，以2005年日本電腦系統發生當機為例，國際投資人依然可透過SGX持續交易、持續價格發現，2008年印度金融中心孟買遭遇連環恐怖襲擊，交易所暫時停止營業，在孟買重新恢復營業之前，國際投資人可透過SGX進行風險管理，即使孟買短暫暫停營業，對於國際投資人未有太大影響，因此，境內、境外市場就可透過跨國間之交易機會進行套利、避險。

SGX創造高附加價值

SGX發行印度貨幣期貨合約9個月時間，係為第四個推出之交易所，雖在印度、杜拜、CME已經發行，但SGX仍對上市印度貨幣期貨具備十足信心，假如一個投資人進行多空雙向操作，SGX可為客戶節省20%~30%之保證金，換句話說，SGX有個良好結算機制，為客戶創造高附加價值，此外，SGX在國際間具備競爭優勢，如前揭所提及之交叉保證金制度、多元化資產類別、產品多樣化、完善IT科技系統，每年大約投入資金幾千萬美金在IT方面，以及有期貨、股票、存託三合一之服務，目前很多交易所皆在開發外匯期貨商品，臺灣期貨交易所也正在開發規劃此類別之產品，SGX預計將在103年年底推出境外人民幣期貨。 



2014 台北國際期貨論壇

臺灣期貨交易所之發展策略

期交所企劃部◎王仲華

臺灣期貨交易所(Taiwan Futures Exchange, TAIFEX，以下簡稱期交所)成立至今邁入第17年，陸續推出臺股期貨、臺指選擇權、股票期貨與其他衍生性商品，計有股價指數、股票、利率及黃金4大類，超過300項商品，根據FOW Tradedata 2014年9月底資料，期交所總交易量排名全球第19名，股價指數類商品交易量排名全球第11名，其中臺指選擇權契約於指數選擇權類排名全球第

6名，臺指選擇權一週到期契約於週選擇權類排名全球第2名，成果斐然。但面對著全球衍生性商品交易所之間的激烈競爭，期交所不敢稍有鬆懈，念茲在茲地仍是如何突破現有的瓶頸，持續往前邁進。為活絡期貨交易，服務實質經濟，使期貨市場永續發展，期交所擘劃一、開發新商品及制度，二、強化國際合作及三、鬆綁法規，提昇法人參與等三大發展策略。

臺灣期貨交易所發展策略

活絡期貨交易，服務實質經濟

開發新商品
及制度

1. 推動人民幣匯率期貨上市。
2. 推動國際知名指數與個股期貨在臺上市。
3. 研議建置期貨市場價格穩定及期貨商「刪除整批委託單」(Kill Switch)機制。
4. 建置強化客戶保證金專戶管理機制。
5. 建置符合國際最新趨勢及最高效能等級的新一代交易系統。
6. 研議建置新機房及主機共置服務，並配合辦理周邊單位證券期貨雲及資訊整合作業。

強化
國際合作

1. 推動期交所相關商品(如人民幣匯率期貨、股票期貨、ETF期貨、小型臺指期貨、金融及電子期貨、國外或大陸地區股價指數期貨)於Eurex/TAIFEX Link掛牌上市。
2. 與國際知名交易所洽談商品授權、市場相互連結及人員交流等合作計畫。

鬆綁法規
提昇法人參與

1. 持續向主管機關爭取鬆綁法規，提高法人參與臺灣期貨市場比重。
2. 強化對銀行、保險、投信等法人機構之推廣方案，及對相關從業人員教育訓練。
3. 研擬期貨信託基金、期貨顧問事業及期貨經理事業相關開放措施。



一、開發新商品及制度

(一) 新商品部份

2012年11月將現有商品重新包裝，推出臺指選擇權一週到期契約及2013年7月推出小型臺指期貨一週到期契約，2014年5月2日推出上櫃股票期貨(將上櫃股票納入股票期貨標的)，繼而於10月6日推出ETF期貨(將ETF納入股票期貨標的)，首先推出以臺灣50、寶滬深及FB上証等三檔ETF為標的之ETF期貨，使2010年1月上市的股票期貨邁入新的里程碑，從過去僅限於上市股票標的，增添上櫃股票標的、臺股及陸股ETF標的等，不僅提供國內交易人類股輪動時更多元化的選擇，也提供交易陸股相關衍生性商品之另一便利交易途徑。配合市場需求，期交所規劃開發下列新商品：

1. 推動人民幣匯率期貨上市

因應人民幣國際化，並滿足人民幣匯率期貨的市場需求，期交所正積極推動人民幣匯率期貨商品上市。臺灣與中國貿易關係密切，中國大陸為臺灣第一大進出口貿易對象，2013年貿易總額約1,200億美元，而臺灣為中國大陸第5大貿易對象，僅次於美國、香港、日本、韓國，且臺灣對中國大陸長期處於貿易順差，有助於離岸人民幣市場發展。近年來隨著兩岸關係好轉，臺灣自2008年開始發展離岸人民幣業務，雖然起步較香港來得慢，但快速開放各項人民幣業務，包括：兌換、匯款、存款、拆借、債券、衍生性商品等，業務多元且成長快速。截至今年7月，臺灣人民幣存款達2,930億人民幣，規

模僅次於香港。由於臺灣人民幣匯兌、存放款業務已具相當規模，加上陸續開放人民幣基金、寶島債以及銀行辦理人民幣衍生性理財商品等人民幣資金去化管道，臺灣人民幣資產池可望持續擴大，帶動人民幣相關避險需求，期交所具有發展人民幣匯率期貨之利基。

2. 推動國際知名指數與個股期貨在臺上市

為提供交易人多元化商品及服務，期交所亦將研議推動國外(如DAX指數、Dow Jones指數等)或大陸地區知名指數(滬深300指數、上證指數、深圳成指等)與個股期貨(如賓士、BMW汽車等)在臺灣上市，達到交易人在臺灣即可「一站購足」所需金融商品之目的。

(二) 新制度部份

為提高期貨市場盤前資訊透明度，2014年5月12日上線盤前資訊揭露新制，使市場得以藉由模擬試撮開盤價格所反映前一日收盤至今日開盤前累積的國內外市場訊息，做為交易參考；為提供交易人另一種不需指定價格，但又得將成交價格限制在一定範圍之委託，以降低市價委託成交價格大幅偏離之可能性，於5月12日新增「一定範圍市價委託」；6月3日鬆綁綜合帳戶相關規定，包括開放「免主動揭露子帳戶之綜合帳戶」、放寬得開立及受理綜合帳戶資格，及調整綜合帳戶部位申報方式。相關制度之推行，促使各類交易人交易更便捷、更有效率。展望未來，期交所規劃推動下列新制度：

1. 研議建置期貨市場價格穩定及期貨商「刪



除整批委託單」(Kill Switch)機制

為防止突發性事件致市場產生非理性鉅幅波動，或避免委託簿因流動性風險瞬間失衡，產生價格瞬間異常，規劃參考國外主要期貨交易所相關價格穩定機制，研議期貨市場價格穩定機制可能方案，並進行可行性評估；另因應近期國際市場發展趨勢，電子交易與網路下單比重漸增，市場行情快速變化或系統異常時，期貨商未能及時將其未成交委託單刪除，可能產生鉅額損失或對期貨市場產生衝擊，期交所亦研議建置期貨商「刪除整批委託單」(Kill Switch)機制。

2. 建置強化客戶保證金專戶管理機制

為保障期貨交易人權益，降低期貨商保管客戶保證金專戶資金之風險，研議建置強化客戶保證金專戶管理機制，並結合期貨商每日所申報客戶保證專戶餘額資料，以達執行監督期貨商保管客戶保證金安全之目的。

3. 建置符合國際最新趨勢及最高效能等級的新一代交易系統

為因應國際各交易所交易系統效能日益提昇與軟硬體技術升級趨勢，期交所將研議使用各交易所普遍使用的開放性平台及規劃下一代交易系統新功能，建置符合國際最新趨勢及最高效能等級新一代交易系統。

4. 研議建置新機房及主機共置服務，並配合辦理周邊單位證券期貨雲及資訊整合作業

參酌世界主要交易所主機共置服務內容，期交所研議規劃相關制度及管理方案，並依證券期貨市場資訊作業整合案之實體基礎設施整合時程，完成新機房及主機共置服

務基礎設施建置。另為使投資大眾取得證券期貨市場公開資訊更便利及多元化，降低證券期貨商作業成本，提升營運效率及服務品質，將配合辦理推動周邊單位證券期貨雲及資訊整合作業規劃案。

二、強化國際合作

2014年5月15日於歐洲期貨交易所(Eurex)掛牌以台股期貨及臺指選擇權為標的之歐臺期及歐臺選商品，開啟臺灣期貨市場國際合作新模式，並為臺灣期貨市場增添盤後交易管道，交易時間由5小時延長至18小時，全部的交易時段涵蓋台股、歐股及美股交易時間，並成功將臺灣期貨市場推向國際舞台。根據統計，歐臺期及歐臺選上市半年以來交易量成長迅速，10月合計日均量已突破2,000口，不僅較9月增加近60%，並較上市當月(5月)日均量成長近268%之多，臺灣期貨市場的首次實質國際合作獲得相當成效。

未來期交所將持續強化國際合作，推動以下合作計劃：

1. 推動期交所相關商品(如人民幣匯率期貨、股票期貨、ETF期貨、小型臺指期貨、金融及電子期貨、國外或大陸地區股價指數期貨)於Eurex/TAIFEX Link掛牌上市。

鑑於期交所具有發展人民幣匯率期貨之利基，Eurex具有國際化交易平台，因應人民幣國際化及國際外匯市場24小時交易特性，期交所與Eurex刻正評估人民幣匯率期



貨於Eurex/TAIFEX Link掛牌，提供交易人將近24小時之交易時間，也讓歐洲交易人有機會參與人民幣匯率期貨商品交易，以跨市場之合作方式，結合雙方優勢與資源，提高人民幣匯率期貨之成功機會，也可在人民幣匯率相關期貨商品發展取得優勢，未來隨著人民幣逐步邁向國際化，人民幣匯率期貨市場規模可望進一步擴展，雙方亦可共享市場成長果實。此外，雙方亦研議推動期交所上市之股票期貨、ETF期貨、小型臺指、金融及電子期貨、國外或大陸地區股價指數期貨於Eurex/TAIFEX Link上市，吸引國外交易人參與臺灣期貨市場，強化兩交易所之合作關係。

2. 與國際知名交易所洽談商品授權、市場相互連結及人員交流等合作計畫

為強化與國際知名交易所實質合作關係，期交所亦積極與國際知名交易所，如芝加哥商業交易所(CME)及中國四大期貨交易所等洽談商品授權、市場相互連結、人員交流等合作計畫，提升我國期貨市場國際化程度及全球競爭力。

三、鬆綁法規，提昇法人參與比重

為使法人可更便利參與臺灣期貨市場，積極研議並經主管機關同意鬆綁多項法規，包括投信投顧業(含全權委託)期貨交易之相關限制、期貨業接受授權委託之對象範圍，使期貨業可望受益於實質經紀業務之擴增；此外，2014年10月20日主管機關進一步開放銀行業得從事股價類期貨多頭避險交易，使

其多空交易皆宜，可望大幅提高銀行業因應不同行情變化時參與期貨交易之意願。另因應歐臺期及歐臺選上市，主管機關開放銀行、投信、證券商自有資金、證券商自營商等均得交易歐臺期及歐臺選商品。未來將朝下列方向推動鬆綁法規，提高法人參與：

1. 持續向主管機關爭取鬆綁法規，提高法人參與臺灣期貨市場比重。
2. 強化對銀行、保險、投信等法人機構之推廣方案，及對相關從業人員教育訓練，擴大法人機構參與期貨交易，健全期貨市場發展。
3. 研擬期貨信託基金、期貨顧問事業及期貨經理事業相關開放措施

配合櫃買中心基金平台之推動時程，規劃推動期貨信託基金於櫃買中心基金交易平台交易，提供交易人便捷之交易管道，擴大期貨信託基金資產管理規模。此外，期交所亦規劃比照證券投資信託事業、證券投資顧問事業之作法，開放期貨顧問事業得為其提供投資分析建議之專業投資機構代為執行交易及期貨經理事業實收資本額達3億元，即無代操額度限制之規定，以協助期貨顧問及經理事業之業務發展，並吸引專業投資人及法人參與我國期貨市場。

期交所擔負臺灣期貨市場發展火車頭的角色，規劃開發新商品及制度、強化國際合作、鬆綁法規，提昇法人參與等三大發展策略，以期提昇市場廣度及深度，建立安全、穩定、效率、國際化之市場，達到活絡期貨交易，服務實質經濟之目的。



市場訊息

產業發展 刻不容緩



為協助從業人員吸收業界訊息，期貨人雜誌每期報導期貨市場最新議題，以利讀者精確掌握行業時訊。本單元首先介紹ETF期貨、股票期貨之交易策略，並規劃「投資全球 照過來」系列及國際熱門話題以利讀者掌握國際脈動，協助讀者即時掌握市場動態。



市場推廣

ETF 期貨策略介紹

元大寶來投信◎方立寬、蔡宗勳

ETF期貨展望與應用

國內ETF期貨正式於2014年10月6日在臺灣期貨交易所掛牌上市，在期貨業者與期交所的重視與努力下，於業者網站以及期交所官網有固定契約規格相關資料以及宣導說明資料可供交易人參閱，報章媒體也不定期針對市況進行報導。而此篇文章則希望加強投資人對於國際上ETF期貨發展概況以及應用層面之認識。

ETF期貨效益廣

ETF期貨可被歸類為股票期貨（Single stock futures；SSFs）的一種，它除了將期貨

特性賦予ETF現股，另一個吸引人之處則是對於無法融券或借券賣出（缺券）該ETF現股交易人而言，提供了一個快速又方便的解決之道，對於降低交易成本也有其優勢（尤其對於有放空需求的交易人而言，省去或降低資金成本與相關費用以及證交稅）；同時，各類建構在該ETF現股之結構性金融商品或是策略交易，亦可透過ETF期貨優勢，進行多空雙向操作，對於活化整個ETF現股交易生態，可望具有一定程度的影響性。另一方面，ETF期貨的相關稅賦亦與ETF現股不同（期貨交易無證所稅與證交稅），某些ETF現股的稅賦負擔較敏感族群亦有特殊吸引力。

ETF期貨由於多空交易方便，其總成交

期貨契約價值可望超越其標的ETF現股的總成交值，但若發生這樣的活絡景象，並不代表ETF期貨將取代ETF現股的地位，因為ETF現股可以展現的是長期持有效益，但ETF期貨則有到期特性，較適合短中線操作；若將ETF期貨轉倉，藉以達成長期持有目的，則另需面臨遠近月份ETF期貨契約的正逆價差問題，造成長期轉倉持有ETF期貨代替長期持有ETF現股的效果，恐不理想。因此，ETF期貨應較適合追求較短期曝險（short-term exposure），或是面臨特定風險（well-defined risk）而尋求避險（多空避險）的交易人參與。綜觀某些海外ETF，放空需求往往佔該ETF在外流通單位數頗大的比例（例如S&P 500 ETF的放空比例可高達流通在外單位數半數以上），可以想見ETF期貨潛在需求之開發效益，而期貨的特性之一正是提供快速方便的多空曝險部位，也因此國內ETF期貨有其開展價值。

另一個存於ETF期貨之效益，是「借殼上市效果」，最明顯的便是目前期交所已掛牌的寶滬深ETF期貨以及FB上証ETF期貨。此兩期貨契約之標的ETF現股，雙雙為陸股股價指數，以寶滬深ETF期貨為例，由於寶滬深ETF之標的指數為陸股滬深300指數，但目前國人無法直接自國內期貨商參與滬深300期貨之交易，對於有寶滬深ETF多空避險或投機增益需求的國內各級投資人來說，寶滬深ETF期貨的上市，等同間接創造了與陸股股價指數高度相關的期貨契約，滿足了上述交易需求，開闢了創新的期貨產品思考方

向以及參與海外股市的便利管道。說是借殼上市也好，繞道而行也可，說是靈活有創意更為恰當。

而對於持有與寶滬深ETF具有高相關性的周邊有價證券投資人來說（例如A50 ETF），寶滬深ETF期貨也提供相關的連結操作效益。同時，目前臺灣ETF期貨皆以新臺幣計價，也就是說，投資人可藉此參與海外指數漲跌，卻無需承擔匯率風險，這麼好的事，ETF期貨便辦得到！

國際ETF期貨發展概況

ETF期貨乃是自2002年起便開始在國外發展，第一個掛牌上市的ETF期貨乃是由芝加哥商品交易所（CME）同步掛牌的Russell 1000指數ETF期貨、Russell 2000指數ETF期貨以及Russell 3000指數ETF期貨，首個契約月份是2002年12月契約，往後乃以季月形式重複發行。歐洲期貨交易所（Eurex）也不甘示弱，同年亦推出ETF期貨，且一口氣推出兩個系列，其一標的ETF乃為UBS ETF-EURO STOXX 50 ETF，其二標的ETF則是ISHARES EURO STOXX 50 ETF，與CME不同之處，在於EUREX的兩檔首發ETF期貨，採取現金結算（臺灣目前亦然），CME則是實物交割。全球最具股市指標意義股價指數乃是S&P 500指數、道瓊工業指數以及那斯達克指數三者，而追蹤三者之指數ETF亦於2005年間同步由CME推出ETF期貨相應。時至今日，全球ETF期貨已達200檔以上，掛牌



Market information

上市遍及各大洲以及多元幣別。

ETF期貨契約最適規模並不容易制定，其中牽涉最重的因素，乃是業者、交易所以及主管機關三方面關注焦點之不同，業者關注市場需求，交易所關注理論需求，主管機關則關注交易人保護；往往契約規模定案上市後，尚需要一段時間，客觀觀察，若實際交易量冷清，則可能有必要再進行契約規模變更，或是推出相同標的卻是不同契約規模的新規格ETF期貨契約，才能掌握最符合實際市場需求的契約規模。不過，這並非壞事，只是一個現象與事實，臺灣期交所的大小臺期貨契約便是最佳實例，大臺期貨滿足法人與大戶需求，小臺期貨滿足散戶與小額投資人需求，雖標的相同只是契約規格不同，何嘗不可。在國外的實例來看，大多數ETF期貨的契約規模乃是以100股（100 shares）為主（臺灣ETF期貨目前暫時都是以1萬股或說10張訂之）。不過，對於淨值或是市場價格過低的ETF來說，同樣是連結100股ETF現股的ETF期貨契約價值恐太小，將會使得期貨交易成本相對過大，此時可能就有必要拉高ETF期貨之契約規格，以免失去市場交易興趣。

理論上，當某個指數越受市場熟悉（popular）或越有指標意義，則與該指數相關的ETF規模也就越大且成交量也越活絡，而使用該ETF期貨的需求應該也就越龐大，ETF期貨的成交量自然就越大。不過，此部分的實務與理論，似乎存在巨大差異。在海外ETF期貨之中，目前並無成交量居高不墜

的紀錄，事實上，全球ETF期貨自2002年首發至今，尚找不到得以稱做成交量令人驚艷的期貨契約。以CME發行的S&P 500 ETF（ETF現股彭博代碼為SPY US）期貨為例（目前已改掛至OneChicago交易所），成立以來最高單日成交口數僅約500餘口（依據可查得之彭博社資料，出現於2007年間），而已以2014/11/13為例，單日成交量則已掛零。

為何會這樣？主要的可能原因之一，在ETF期貨推出之前，已經存在難纏的競爭者。以S&P 500指數ETF期貨為例，S&P 500指數本身於1997年起，便已經由CME推出指數期貨，且成交量龐大，亦廣為全球交易人接受，因此，事隔5年之後才推出的S&P 500指數ETF期貨，正如同站在巨人腳邊的小人兒，想要分食S&P 500指數期貨成交量，實在有其難度；市場的交易習慣一旦抵定，亦會有後起者難以撼動先行者之地位的慣性，這些因素，造成S&P 500指數ETF期貨的成交量低迷至今。其二，則是S&P 500指數ETF現股的放空機制選擇性多並且靈活方便（例如店頭選擇權），並非必須透過ETF期貨才能補強放空的市場需求；其三，與S&P 500指數相關性高的股價指數眾多（例如道瓊工業指數期貨），且該類股價指數期貨也十分活絡，同樣稀釋了S&P 500 ETF期貨的市場需求。

以2014年11月13日當日來看，全球總成交量最大的ETF期貨市場，乃為臺灣期貨交易所；臺灣期貨交易所於2014年10月發行的

三檔ETF期貨於當日的總成交量為1259口。相較於臺灣以外，較活絡的亞洲ETF期貨市場乃為香港，當地當日的ETF期貨總成交量則為145口。而S&P 500 指數雖貴為全球股市指標，但其ETF期貨的成交量尚不如臺灣與香港推出的非美股ETF期貨。

香港掛牌上市的ETF期貨，乃是2013年6月推出的，現階段乃以陸股相關的股指ETF為標的，包括華夏滬深300指數ETF期貨、iShare安碩富時A50 中國指數ETF期貨、以及富時中國A50指數ETF期貨三者，且皆為港幣計價。綜觀此三檔ETF期貨的競爭者，則有新加坡掛牌且以美元計價的A50期貨，以及中國掛牌的滬深300指數期貨。其中，新加坡的美元A50期貨，成交量龐大，吸引力足，且美元計價有利於國際交易人進行操作，有其競爭優勢；而中國滬深300指數期貨方面，同樣成交量龐大，並且已經開放外資申請進行交易，故其磁吸效應也可能排擠了香港滬深300指數ETF期貨。這些因素，使得香港的ETF期貨成交量堪稱清淡。

也因此，雖然前段提及ETF期貨效益廣泛，但若是存在標的指數相同的期貨契約，恐仍會降低其市場參與興趣。

就未平倉量來看，同樣以2014/11/13為例，全球未平倉量最大的ETF期貨契約為南非掛牌的iShare MSCI World ETF期貨，未平倉量為255900口，而美國OneChicago交易所的S&P 500指數ETF期貨（由原CME交易所改掛至此）則為56602口，不過，未平倉量雖顯著，但是當日成交量都雙雙掛零。顯示兩者

的未平倉量乃都是長期累積而來，並不代表相襯的成交量。

上述這些海外ETF期貨市場的例子與市況，可否勾勒出臺灣ETF期貨的未來展望？其實，臺灣的狀況有其特殊之處，有機會獨樹一格，創造具有穩定成交量的ETF期貨市場。首先，從小型臺指期貨、臺指選擇權、以及臺股權證的市場經驗來看，臺灣民眾對於交易高槓桿衍生性商品的興趣高昂，此點堪稱臺灣ETF期貨市場與其他國ETF期貨市場最大不同之一，此點對於需要投機交易進行潤滑的期貨市場來說，臺灣期交所ETF期貨已具有基本的成功條件。同時，中國股市與臺灣股市交易時間重疊，且兩岸經濟金融狀況為國人所熟悉，散戶參與動能逐漸加溫的潛在可能很大，因此目前期交所的3檔ETF期貨，乃是站在有利的推廣位置；也因此，即使中國滬深300指數期貨對於持有寶滬深ETF以及FB上証ETF具有法人避險交易的吸引力，卻不至於形成重大威脅。

臺灣50 ETF期貨方面，雖在其之前，已有臺灣50期貨推出，不過，無須擔心的是，臺灣50指數期貨的成交狀況慘不忍睹，與S&P 500 指數ETF期貨成交量受到S&P 500 指數期貨極為成功而遭受壓抑的狀況不同。雖然臺灣50 ETF期貨的主要威脅來源可另視作臺指期貨，但是由於臺指期貨的標的指數為加權指數，而加權指數與臺灣50指數仍存在頗顯著的成分股差異，一旦成分股差異擴大，又沒有其他適當的工具進行差異調整，仍將使得臺灣50 ETF的多空避險需求或是投



機交易需求無法獲得滿足，還是必須回歸到臺灣50 ETF期貨的必要。此與海外許多ETF期貨紛紛有極為成功且標的指數相同之指數期貨與其競爭的窘境不同。

雖然臺灣50 ETF期貨的上市，形同臺灣50指數相關期貨產品的「再出發」，頗有一點老酒再釀之意，但其實風味更香；因為，用臺灣50指數期貨進行臺灣50 ETF的相關策略交易活動，乃具有較高的市場風險（指數與ETF市價出現漲跌幅度不貼近的風險），而臺灣50 ETF期貨則可以消除這樣的風險，可精準的滿足各式以臺灣50 ETF為中心的交易需求，因此，此次「再出發」，可望一改過往臺灣50指數期貨成交量低迷的困境。此乃老酒雖老，再釀卻更香的道理。也因此，臺灣ETF期貨市場的發展，具有其獨特性以及可突破性，值得期待。

資產管理策略介紹

2014年第四季發行的三檔ETF期貨以臺灣目前ETF流動性與規模最大的前三大ETF：0050（臺灣50 ETF）、0061（寶滬深ETF）、006205（富邦上証180 ETF）。上市後短短一個月的時間已經讓人看到不錯的流動量，未平倉契約口數也同步攀升。截至2014/11/18，臺灣50 ETF期貨未平倉口數已達564口、富邦上証180 ETF達876口，寶滬深ETF期貨未平倉口數更達到1436口，此外寶滬深ETF期貨日成交量也在A股行情較火熱的日子裡，成交量排名已經可達到目前臺

灣期交所前十大個股期貨成交排名之列。這一切都代表ETF期貨的出爐滿足了臺灣各種不同投資人的需求。本章將從強弱勢/方向性交易需求、ETF現貨折溢價套利與ETF期貨關聯、投信資產管理端等方面介紹投資人可以利用ETF期貨進行何種特別的投資策略。

ETF期貨的誕生代表著可以很靈活的操作一籃子股票的多空方向，若投資人手上資金不充裕，亦無特別個股投資標的，則可以運用小額資金藉由0050 ETF期貨，槓桿買進或賣出一籃子權值股進行投資。若投資人手中持有0050ETF擔心突發之系統性風險-如國內九合一選舉，臺指期結算後行情下探，大型權值股於營收公布、財報公布、法說會表現不佳等利空因素發生，可於預期之重大事件發生前，賣出0050ETF股票期貨進行避險。若投資人對某檔個股相當看好，但卻因短期國際經濟環境不利因素環繞，害怕賺了價差卻賠了指數的情況則可以利用買入該檔個股之個股期貨或現貨，同時放空相同契約價值之ETF期貨來獲取市場中立下的相對強弱勢超額報酬。諸如此類自營法人經常動態使用的配對交易策略，一般投資人如今也可利用所有個股期貨彼此之間交互作用所產生微妙的化學效用來組合策略，若再加入ETF期貨更能夠滿足各種題材的投資性，例如：0050 ETF期貨與0061ETF期貨的組合代表著臺股與A股兩岸市場的相對強弱勢。

期貨與現貨之間本就存在正/逆價差，故ETF期貨若與ETF現貨產生價差乖離過大時，就可以進行買低賣高來鎖住價差利潤。

因ETF是一籃子股票所組成，所以要特別提醒ETF期貨追蹤的是ETF的市場價格而非ETF的淨值。因此當ETF市價高於ETF的淨值時，就會吸引大型機構法人進場進行ETF特有的初級與次級市場申購套利交易；藉著ETF背後一籃子個股與資產管理公司進行初級市場實物申購ETF，同一時間在市場同步借券放空同等價值的ETF現券完成初步套利。惟上述套利對於套利者而言，ETF期貨因本身跟ETF現貨走勢亦步亦趨，故在ETF進行溢價申購套利時，反向同步買入ETF期貨與現券放空部位對鎖的動作能夠更加精準。故ETF期貨的問市對於ETF背後的參與證券商在進行ETF的申贖套利時有很大的幫助。此外，在等待放空之ETF還券前若ETF期貨相對ETF現貨有逆價差收斂之現象發生，則上述套利者還能夠獲得額外的期現貨價差收斂獲利機會。

總而言之，個股期貨背後連結的標的很單純只是一檔個股，但ETF背後則有許多的法人交易力道，各方勢力多空方向不一投資交易目的也不同，這也是驅動ETF期貨流動性會快速增長的原因。我們再舉一個只有在ETF世界中的特有交易策略為例。目前臺灣上市掛牌的ETF流動性佳的A股ETF共有3檔，其中追蹤A股滬深300指數之ETF分別是元大寶來投信發行的寶滬深ETF以及復華投信發行的滬深ETF。但有趣的卻因這兩檔產品當初設計的方式不同而有時會發生寶滬深ETF為溢價但復華滬深ETF卻產生折價不同調的情況。當發生上述情況投資人可以同時

放空寶滬深ETF期貨，並同時買入復華滬深ETF鎖住此兩檔ETF的價差，待溢價的ETF回到價平、折價的ETF也收斂回來時獲利出場。

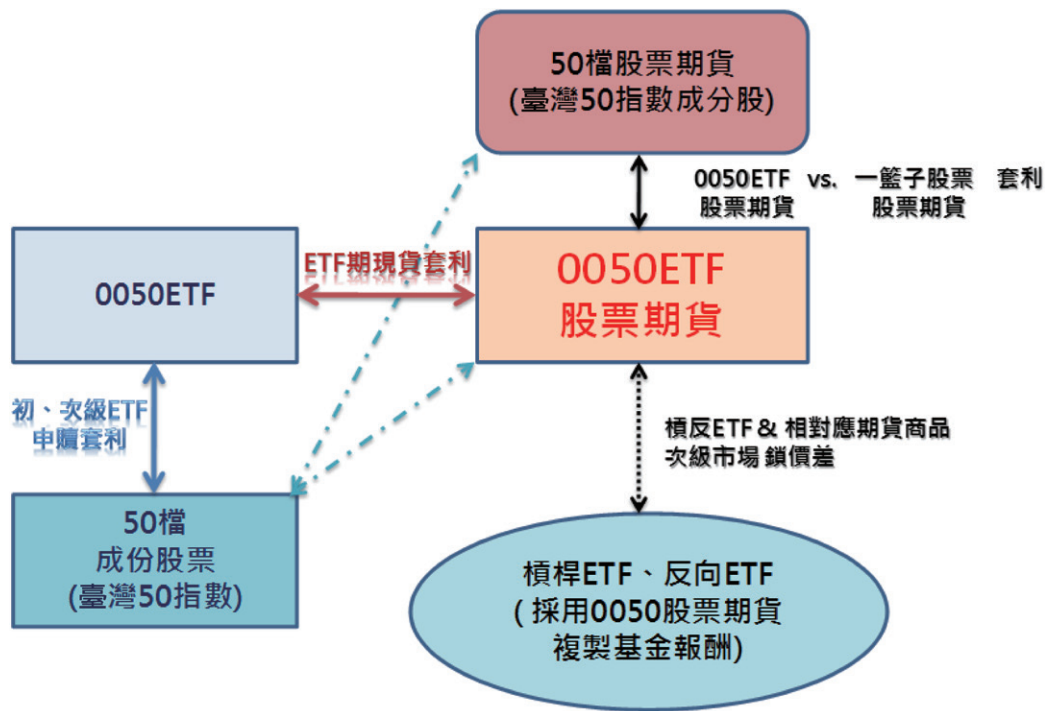
另外，臺灣證券市場ETF最近再添新商品2014年10月31日由元大寶來投信策畫，大中華區首次發行之臺灣50單日正向2倍與臺灣50單日反向1倍兩檔ETF就跟ETF期貨很有關係！槓桿ETF亦即當日指數上漲1%時，該ETF上漲2%。倘若投資人預期股市行情呈向上趨勢時，可利用槓桿ETF進場參與波段行情。至於反向1倍ETF，則是具有反向槓桿1倍，亦即當日指數上漲1%時，該ETF下跌1%。倘投資人預期股市行情呈向下趨勢時，可透過反向ETF進行波段操作或避險策略。基金公司為了要追蹤到槓桿倍數的目標報酬型態，有別於國外設計槓反ETF是利用總報酬交換契約來複製，考量亞洲市場的SWAP契約費用昂貴並借鏡日韓發行類似之槓反ETF經驗，都是由期貨來複製放大槓桿達到目標槓桿倍數，因此試想上述這兩檔追蹤臺灣50指數之槓反ETF，若要達到最佳複製效果就屬0050 ETF期貨莫屬了。對於0050 ETF期貨而言，槓反ETF的產品會帶來其未來穩定且持續的未平倉量，另外槓桿反向ETF的每日重設機制（Daily Rebalance）會隨市場漲跌而每日進行再平衡，讓基金的風險曝露穩定的達到基金淨資產的固定倍數，而這每日再平衡的動作會持續的培養ETF期貨成交量的穩定增長。若未來槓反ETF背後都是用ETF期貨來複製報酬型態，那投資人



Market information

更可以在槓桿ETF、ETF期貨、ETF現貨三者背後的期現貨價差、折溢價套利等多方關

係得到更多的交易機會（如下圖），非常值得期待。



圖一、ETF 期貨與 ETF 現貨背後申贖套利示意圖

展望未來

展望未來期待有更多的ETF期貨問市。ETF是一種在交易所交易的基金，具有高透明度、高效率性、低成本的特性，但目前在臺灣22檔掛牌的ETF具有健康流動性可以給予投資人效率進出的ETF可能只有三分之一，如何讓臺灣ETF市場更加健全活絡，也許ETF期貨就是解藥。其實目前市場上有許多ETF。例如：元上證ETF（006206）、高股息ETF（0056）等、寶金融ETF

（0055），這些ETF若有相配套的ETF期貨必會讓ETF的流動性提升，增加市場投資人的參與度。也許在不久的將來，大家會看到ETF期貨與ETF現貨兩者流動性同步提高、期貨未平倉量與ETF規模同步增長的良性互動結果，相信臺灣ETF期貨的發展經驗絕對有別於國外的經驗，大家應該對於臺灣ETF期貨市場抱著更大的期待，相信更好！



市場推廣

股票期貨、上櫃股票期貨及 歐臺期策略介紹

國泰期貨副總經理◎錢冠州

歐臺期，可做為臺指商品的避險操作及 預估行情的重要數據

今年九月份以來，臺灣股市加權指數一路由9500點左右下殺到十月中旬的8500點上下，行情整整修正千餘點，雖然十月中過後加權指數展現反彈氣勢，不過，近期無論是就美股行情的震盪、中（大陸）韓簽定FTA的後續影響、伊波拉疫情擴散等等問題，大環境似乎已透露出不安定的氛圍，於此當下，投資人若能加緊掌握行情相關避險工具的應用，在當前行情波動性較大之際，就有更大的機會來使未來投資績效穩定向上。

今年度以來，臺灣期貨交易所陸續增掛精華光學等上櫃及上市股票期貨商品，而對於指數部分，也遠赴歐洲期貨交易所（Eurex）發行一天到期的臺股期貨及臺指選擇權。

首先以歐臺期及歐臺選來講，其對於臺灣的投資人在操作上的有利點來看，歐臺期

及歐臺選相當於投資人在操作臺股期貨與選擇權的盤後交易盤，以歐臺期及歐臺選的交易時間為臺灣時間下午2時45分到隔日凌晨4時來說，剛好可貼近歐美股市的盤中交易時間為其最大的利基點，假設已知當天下午至凌晨時段的國內、歐洲或美國有重要經濟數據或事件將公布，包含國內外GDP數據、佔指數權值個股如臺積電（2330）法說會，美國重點股如蘋果（AAPL）、英特爾（INTEL）等法說會或業績公佈等；歐洲央行利率決議、美國FOMC利率決議、非農就業人數、失業率、歐美製造業數據、Fed主席談話等，由於確定已知公布時間，在消息揭露前後，投資人便可立即作出反應，不僅如此，國內外的突發事件，也將造成臺股或全球股市大幅動盪。投資人就可以運用歐臺期或歐臺選來達到避險操作的目的，以過往投資人在操作臺指期貨或臺指選擇權時，最大的風險就在於隔夜留倉風險，重大事件或



重大的國外指數波動往往造成隔日臺股的跳空大漲或大跌，進而導致投資人擴大其無法控管的風險，現在若充分運用歐臺期及歐臺選，相信可較能達到避險及穩定獲利的效果。另外，以對於隔日開盤的臺指期貨行情的預測來說，歐臺期的收盤價已反映當日歐美股市漲跌行情的概況，故其也可當作隔日臺指期貨開盤價的參考，投資人在進行指數操作時，歐臺期及歐臺選不失為一項可預估行情的關鍵數據。

股票期貨-趨勢、當沖及避險，操作好處多多

在今年的多頭行情走勢中，臺股似乎只演出了上半場的好行情，但七月過後的臺股就呈現一路下滑的階段，總計自103年初至十月份的低點總共下跌近千點左右，而目前行情也是呈現在年線附近震盪，成交量萎縮已成常態，日本量化寬鬆所引發的亞洲貨幣競相貶值，或因為滬港通所產生的資金外流現象，美國QE退場所導致強勢美元的趨勢，都顯示資金活水有離開亞洲、進而離開臺灣的訊號一一產生，當前投資人實不可不擔心，是否此為期六年左右的多頭行情有反轉的可能呢？若此，習慣於股票投資的投資人勢必就得準備其他的投資方案來避免未來可能產生的資產減損風險。

以功能來說，期貨市場兼具價格發現、投機與避險的功能，這都是市場投資人所熟知的，多數投資人往往也參與過包含臺指期貨、臺指選擇權的相關操作，不過如果談到避險，這就是一件說起來容易但做起來常常

有誤差的選項了，是怎樣的原因會導致避險效果不如預期呢？第一、指數期貨難以針對個股投資來避險，這是個顯而易見的問題，除非投資人持有的是臺積電股票，其佔大盤約10%的權值，走勢當然與臺指期的走勢會有相關，用臺指期來規避持有權值股組合比較能夠達到避險的目的，但若投資人是持有中小型股的情況下，指數期貨就難以達到避險的目的了，此時如果貿然運用指數期貨來避險就反而有風險了。舉例來說，如果近期中小型股弱勢但大盤在權值股撐盤下反而上揚，此時投資人運用指數期貨來規避中小型股投資組合下跌的風險，將容易發生雙邊損失的風險。第二、指數期貨市值大，未必符合投資人的需求，以9000點的大臺指來說，表彰市值為一百八十萬，不一定符合想要避險的投資人需求，因此，若非法人的投資人，想要規避手中持股的風險而運用指數期貨的話，是不一定會得到滿意的效果的。

股票期貨，反而是投資人可以充分利用的好工具，先以避險來說，如果投資人持有臺積電，當然可運用臺積電股票期貨來避險，持有華碩，也可以使用華碩股票期貨來避險，投資人會問，如果看壞，不就把股票賣掉就好了嗎，筆者這麼解讀，如果持有的股票部位少，當然於看壞行情時直接賣出持股，但若是持股部位比較大的投資人就可以好好運用股票期貨來避險了，首先就是操作時，可以慢慢掛價賣出待其成交，反而掌握主動性，再來，當股票期貨於每月結算後就合約結束，不需要辛苦的反向出脫來免除部位，而有需要持續避險就再賣出新月份的股

票期貨合約就可以了，反而是種便利的方式。

如果是方向性操作，股票期貨也是獲利的利器，在多頭市場時，買進股票獲利是投資人一貫的方式，但在對的時候放大信用倍數則更是加大獲利的不二法門，投資人習慣用融資操作，大約準備四成的資金即可操作股票，但如果投資人使用股票期貨，其所準備的最低資金只要股票市值的13.5%，其信用倍數是比融資更高的，但其優點還不止於此，融資利率約在6%以上，可說是相當沉重的成本，但運用股票期貨長期持有股票則不需要繳付利息給券商，且交易成本更為低廉，在多頭市場的時候用股票期貨來操作股票並趨勢操作，是不是對投資人更加有利呢？

當日沖銷操作，為股票期貨運用上最大的利基，此點可完全由交易成本來說明，股票操作的交易成本，為兩次千分之1.425的手續費及交易稅千分之3，合計約為千分之5.85，以一檔百元股票兩張來算，交易成本就花了1,170元，但如果用一口股票期貨來計算（一口股票期貨表彰兩張股票），其交易成本約不到百元（手續費比照小臺指及交易稅約為市值的十萬分之二，買賣都要課徵），如果以當日沖銷來說，運用股票期貨交易，單單由交易成本來看大約就是股票當沖的十分之一，股票期貨低廉的成本優勢，不就提供當日沖銷投資人更大的獲利機會嗎？

上櫃股票期貨的上市交易更加增添投資人的獲利機會，在市場行情走多的時候，小

型股走勢往往更具有爆發力，今年五月，第一批上櫃股票期貨可進行交易，當前上櫃股票為標的之股票期貨，包括精華光學、光洋科、穩懋、璟德電子、順達科、威剛科技、欣銓科技、漢微科、碩禾、臺灣東洋、晟德、榮剛、桂盟、世界、中光電、智冠、中美矽晶、力麒、新普、耕興、頤邦科技、茂迪、網路家庭、元太科技、群聯電子及森鉅等股票期貨標的。以漢微科（3658）來說，今年十月份股價由1,300左右開始起漲至十一月份的1,500元左右，若投資人在漢微科股價1,300元附近運用股票期貨來操作，即可使用較低的資金來獲取波段利潤，為投資人可參考運用的方式，不過小型股由於股價波動多較為劇烈，在運用股票期貨來擴大獲利機會的同時，也得注意行情方向的風險，所謂：水能載舟，亦能覆舟，股票期貨這項交易商品固然立意良好，但若是運用不得當也是會有遭受風險的可能性，所以，要是投資人已經了解運用股票期貨的好處了，那我們也花一些小篇幅來談談操作股票期貨不可不留意的風險所在。

操作股票期貨有哪些風險及該如何避免呢？由於上市股票或上櫃股票的股票期貨及包含前述的歐臺期及歐臺選都是衍生性商品中的一種，我們就來定義一下操作衍生性商品的風險有哪些：

- 一、保證金不足的風險，由於期貨為保證金交易，若存入的保證金不夠多，當行情波動時，容易有被斷頭的風險。
- 二、流動性風險，部分股票期貨在某些特定時點或行情下成交量較為低迷，對投資



人來說，成交量較低表示進出較為不容易，這也是操作風險之一。

三、價格風險，對於期貨市場及投資人來說，期貨是一種零和遊戲，也就是一邊有人獲利，那必定就一邊有人虧損，所以若看錯行情就容易遭致損失了，所以如何管控風險也會是投資人必要的課題之一。

四、隔夜風險，也是價格風險的一種，投資人若持有指數期貨或股票期貨並採取留倉的策略，那就得受到國際股市變化的影響，不過，歐臺期及歐臺選商品剛好可以免除這樣的風險，所以搭配運用也是減小風險的一種操作方式。

五、策略風險，顧名思義，就是執行期貨操作策略時所產生的風險，舉例來說，人們常思考若操作期貨一多一空，做強弱勢操作，是不是就可以免除大部分的价格風險或隔夜風險，這樣的考量當然沒錯，但也要考慮若一多一空的部位，兩者都走出不利的一方時，其對投資人帳戶的損失擴大幅度馬上就變成兩倍了，是以，在擬定期貨投資策略時，不宜將單一策略的比例擴張太大也是要考慮的重點之一。

以上五點大致為筆者整理出來對於期貨操作要留意的地方，要想到獲利之前先想到風險控管，後續我們再來探討上市櫃股票的股票期貨及歐臺期之間，有沒有可以參考的交易策略。

歐臺期、股票期貨及上櫃股票期貨的異同處及投資人可對應之策略

一、歐臺期與股票期貨及上櫃股票期貨的相同、相異點

歐臺期為指數期貨商品，與目前臺灣期貨交易所的臺指期貨是相同的，僅差在交易時間不同，而股票期貨及上櫃股票期貨為以股票為標的的期貨商品，與歐臺期不同，以相關性來說，歐臺期價格走勢較貼近臺指期貨及加權指數，而股票期貨與上櫃股票期貨價格走勢較貼近其標的股票。

二、投資人可以對應的操作策略

(一) 我們根據不同屬性的投資人來介紹包含歐臺期、股票期貨及上櫃股票期貨可對應的操作方式：

指數期貨投資人

由前述，可以清楚的知道歐臺期及歐臺選剛好是在臺灣交易時間的盤後及歐美股市的交易時間之內，此時，歐臺期商品的策略就大致以規避歐美股市震盪的風險或提前佈局的方式了，若是歐美盤中仍在看盤的投資人可以利用當歐美股市出現大幅震盪的時候，以歐臺期作為目前臺指持有部位的反向或做減碼操作，以規避國際股市震盪的風險。歐臺選方面，其操作策略就更為廣泛，例如說，在重要經濟數據、FED重要演說、利率決策會議及重要個股財報公佈前，採取歐臺選的買進買權或買進賣權操作，來擷取因特殊事件而產生指數波動的利潤，此同時當然也可以達到避險的目的，可說是歐臺期及歐臺選最直接方面的操作方式了。

股票投資人

股票操作的投資人除了前述針對持股來避險外，我們可在舉例出較為進階的操作策略來操作股票期貨或上櫃股票期貨，對於長期投資的投資人，大多是以獲取長波段資本報酬及每年除權除息所產生的股利收益，而以長期資本收益及除權除息的股利收益為目的的投資人最擔心就是股票市場的劇烈震盪，及空頭市場時侵蝕他們持股的本金及獲利。此時，運用股票期貨或上櫃股票期貨就是相當好的時機了，舉例來說，第一、每年七至九月為除權除息旺季，假若在六月份時預期未來股價將產生劇烈震盪，則可以選定時機針對所持有之股票來操作相對應股票期貨或上櫃股票期貨的空方操作，如此就完全鎖定在此一期間的股價震盪。第二、長期股權投資的投資人也可以適時運用股票市場的選時及選股策略，當預期持有的股票將出現較大的回檔前也可以運用相對應股票期貨的偏空操作來免除一段時間的下檔風險。第三、配對交易，針對同產業間的不同股票與股票期貨來進行一買一賣的配對交易，例如說，在面板產業較為看好群創股票的經營成效，並預期群創股票將在未來一段時間的表現將優於同產業的其他個股，如此一來，則可採取買進群創股票二單位持有並同時賣出一口的友達股票期貨，若未來群創公司的經營績效一直優於友達，則群創股票的股價走勢也預期將優於友達股票的股價走勢，如此此一買群創空友達的策略將產生獲利，此類配對交易的模式風險相對其他單邊操作為

低，也建議剛入手的投資人可以廣泛運用。

(二) 多元策略的投資方式：

以上所介紹的幾種期貨或股票的操作方式，可搭配歐臺期及股票期貨來使投資策略更加安穩，更積極的投資人也可以採用股票期貨與指數期貨間的價差交易方式，簡單來說，投資人可以買進數檔權值股的股票期貨組合，並同時放空臺指期或小臺指，並使兩者合約市值相同，此一策略主要著重於選取的股票期貨標的的走勢強於大盤，由於每月結算日相同，最後結算時兩邊同時結算損益並出場，這也是一種可運用期貨商品特性及股票期貨與指數期貨間的策略搭配，且雙邊一多一空，也可免除隔夜風險，有研究的投資人也多善加利用。

結論

對於期貨交易的投資人來說，商品的多樣性直接就是有利於投資人對於本身投資策略的選擇與擬定，在對的時間做正確的事絕對是要操作獲利的不二法門，那麼充分了解所要操作期貨商品的特性就是重要的第一步了，本文內容花很多時間介紹包含歐臺期、股票期貨與上櫃股票期貨商品的特性及適合操作的時點，投資人可於更細部的鑽研後，再思考納入本身的投資策略之內。其他歐臺期、股票期貨及上櫃股票期貨等相關資訊，也可參考期交所、期貨公會等網路或出版品資訊，相信更能快速的幫助投資人了解該商品之相關資訊。





國際脈動

『投資全球 照過來』 -- 四部曲

凱基期貨研究發展部◎陳双吉

在全球化時代，全世界指數、匯率、債券、商品都綁在一起，要成為一個專業投資人，必須以整體宏觀的資料來瞭解全球的脈動。際此公會特別規劃專刊報導——『投資全球照過來』，將分為四部曲，一系列的為投資人詳細介紹全球重要期權商品，帶領投資人探索這變化莫測的市場，首先第一部曲便是 -- 指數期貨。

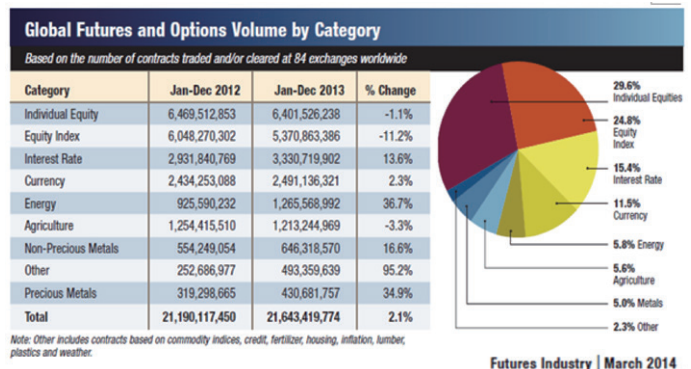
『投資全球照過來』首部曲 -- 全球指數期貨

2013年股價指數期權商品交易量佔比為24.8%(圖一)，除了股票期權外，股價指數期權交易量为其他分類中交易量最大之商品。

股價指數期貨是以股價指數為標的，所衍生出的期貨商品，對股市走勢有價格發現的功能，亦提供股票投資者避險、套利的管道，更提供法人機構多元且靈活的交易策略，對現貨及期貨的交易熱絡具有相輔相成的效果。

首先要說明的一點是指數期貨是用「現金」交割，這是與普通商品期貨最大的區別。

我們將全球指數期貨以區域性來分類，將指數期貨分為：美洲、歐洲、亞洲逐一的為投資人介紹。



圖一、期權交易量 (商品類別)

資料來源：FIA

一、美洲股價指數期貨

(一) 指數簡介

1. 道瓊工業指數期貨

由紐約證券交易所中篩選30檔大型的藍籌股所組成(表一)，這30檔股票佔美國股票市場總值的2成，其成分股幾乎都是歷史悠久，獲利穩健的大型企業，在產業中具有極大的影響力和代表性，這也是道瓊工業指數至今仍受市場重視的原因。

指數編列方式上，道瓊指數是「價格平均」的指數，所以高價股比低價股在平均指數中更有影響力，因此像是VISA、IBM、高盛等高股價的個股財報消息投資人便需要相當重視。

2. 標準普爾500指數期貨

表一、道瓊工業指數30檔成份股

代碼	名稱	權重	10/21 股價(美元)	代碼	名稱	權重	10/21 股價(美元)
V	Visa Inc	8.35	200.04	WMT	威名百貨	3.14	75.15
IBM	國際商業機器公司	7.21	172.86	HD	家得寶	3.11	74.62
GS	美商高盛證券	6.67	159.77	UNH	聯合健康集團	2.85	68.2
MMM	3M	5.14	123.25	DIS	華德迪士尼	2.82	67.61
BA	波音公司	5.07	121.47	DD	杜邦公司	2.48	59.46
CVX	雪佛龍	5.00	119.82	JPM	摩根大通銀行	2.26	54.27
UTX	聯合科技	4.49	107.62	VZ	威瑞森電信公司	2.11	50.58
MCD	麥當勞	3.95	94.59	MRK	默克藥廠	1.94	46.51
JMJ	嬌生公司	3.81	91.2	KO	可口可樂	1.62	38.82
CAT	開拓重工	3.66	87.7	T	AT&T 公司	1.47	35.22
XOM	艾克森美孚	3.64	87.23	MSFT	微軟	1.46	34.99
TRV	旅行者保險公司	3.62	86.76	PFE	輝瑞	1.27	30.4
AXP	美國運通	3.35	80.4	GE	奇異公司	1.09	26.14
PC	寶麟公司	3.29	78.97	INTC	英特爾	1.01	24.14
NKE	耐吉	3.17	76.09	CSCO	思科系統	0.96	22.93

標準普爾500指數是統計美國上市的500個大型股，包含有400家工業股、40家公用事業股、20家運輸股、40家金融股，經由「股本加權」後所得到的指數，涵蓋面廣、精確度高，是一個相當具有代表性的指數。

3. 那斯達克指數期貨

目前在那斯達克掛牌的股票有5,500支以上，大致可分為工業股(3100家)、其他金融股(620家)、電腦股(560家)、銀行股(350家)、通訊股(150家)、生技股(100家)、保險股(100家)和運輸股(90家)等八大類。

雖然在那斯達克中，僅有約21%可列屬於「科技股」，但隨著高科技股股價的不斷飆升，其所佔權值與成交量所佔比例也跟著不斷放大，21%的科技股即佔那斯達克八成以上之權值，造成那斯達克指數與那斯達克綜合指數存在著94%的正相關，那斯達克也幾乎成為高科技的代名詞。

(二) 交易實務與期貨合約規格

操作美洲指數期貨必須要注意的交易實務及商品合約規格(表二)如下：

1. 美國指數期貨熱門月份為3、6、9、12等季月。
2. 在交易時間上，分為人工盤及電子盤兩種盤別；人工盤為台北時間晚間21:30分

開盤，此時也是美國交易最為熱絡的時刻，要注意指數期貨(道瓊、S&P、那斯達克期貨)在人工盤開盤的時候是沒有電子盤，僅能透過人工盤作交易。由於報價透明度不高且交易較不方便，因此投資人較常操作「小型指數期貨」(小道瓊、小S&P、小那斯達克期貨)。在電子盤方面，「小型指數期貨」的時間較長，全天24小時內僅僅休息60分鐘，因此幾乎全天候都可交易，投資人可不必擔心有黑天鵝發生時無法做避險的動作。

3. 美國指數期貨在重要經濟數據公布(如非農就業人口、CPI、FED會議、首次申請失業救濟金人數..)時，行情會劇烈波動，尤其是當公佈值與預估值有差距時。
4. 最後交易日為該季月份的第三個星期五，又稱為三巫日，是指股票選擇權、指數期貨選擇權及指數期貨三種合約同時到期。
5. 最後交易日前一週開始，次一季月合約交易量已經放大，建議投資人開倉部位建立在次一季月合約。
6. 結算價計算方式：結算日次日美國股市開盤後(台北時間晚間21:30分)，交易所會另公佈特別開盤價(Special Opening Quotation; SOQ) 做為最後結算價。未平倉的



Market information

表二、美國三大期貨指數合約規格

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

期貨合約基本資料			
交易所	芝加哥期貨交易所 (CBOT)	芝加哥商品交易所 (CME)	芝加哥商品交易所 (CME)
商品	小道瓊	小 S&P500	小那斯達克
代號	YM	ES	NQ
合約規格	5 美元 X 指數	50 美元 X 指數	20 美元 X 指數
最小跳動點	1	0.25	0.25
電子交易時間	06:00-04:15/04:30-05:15 / 04:30-05:15		
最小跳動值	\$5.00	\$12.50	\$5.00
交易月份	3、6、9、12(4 個季月)		
最後交易日	3、6、9、12 的第三個星期四		
交割方式	現金交割		
原始保證金	\$4,290	\$5,060	\$3,960
維持保證金	\$3,900	\$4,600	\$3,600

部位依此最後結算價做現金結算。

7. 考量保證金使用效率，通常建議客戶不參加現金結算。

(三)美總體經濟關鍵數據

影響美國股市的關鍵數據，投資人需要關注下列三大類經濟數據：勞工市場、經濟成長、通貨膨脹。

1. 勞工市場：

就業狀況的好壞主要受到景氣變動的影響，08年金融危機時，企業大舉裁員，導致各國失業率皆創下歷史新高。雖失業率表現為景氣的落後指標，然目前勞動市場是否回到過去平均水準，卻是目前關注景氣是否持穩復甦的重要依據。

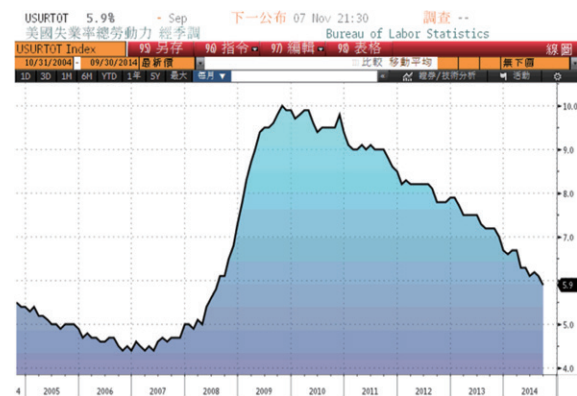
美國勞工部每月的第一個星期五早上公布前一個月的就業情況，調查報告中詳細記載了勞動市場的資訊，報告中又以非農就業人口、工作時數、失業率、勞動參與率，這四項指標最為重要。近期的勞動數據分析如下：

- (1) 美國10月非農新增就業人數為21.4萬人，雖較預期低，但已連續九個月20萬以上，表示就業市場處於經濟擴張的情況。
- (2) 失業率由5.9%再降到5.8% (圖二)，失業率再度下降，就業市場呈現良好的環境。
- (3) 勞動參與率由九月的62.7% 增加至

62.8%，勞動參與率持續的增加為FED主席葉倫最樂見的狀況，它代表願意工作的勞動力確實增加，也代表失業率的降低並非勞動人數的退出市場所造成。

- (4) 薪資臨時工時增加比去年同期增加2%，由於工時的增加，使個人收入直接的增加，有利於消費市場的成長。就業數據有時候會失真，有時候只是短期兼職的職位增加，所造成勞動市場好轉的假象，因此投資人若關注臨時工時的數據，便可以清楚的了解是否有失真的現象。

如果照這步調來看，失業率將在五個月內降到5.5%，往Fed官員認定的長期目標邁進一步。



圖二、美國失業率(月)

資料來源：彭博社

2. 經濟成長：

經濟成長是一個國家當年國內生產總值對比往年的成長率。主要組成包含消費、投資及進出口。因此我們就較重要的四點來作細項探討：

- (1) 個人消費支出：GDP中的消費項目佔美國GDP的70%比重，故個人消費支出為相當重要的指標。雖然美國第三季實質個人消費支出年增率從上季的2.5%下滑至1.8%(圖三)，但仍維持在穩定的區間內。而第四季由於油價來到2011年以來的低點，使美國個人消費支出將減少汽油方面的消費，因此可支配所得相對增加，民眾有多餘的資金可購買其他的商品，也讓10月消費者信心指數自9月的89點跳升至95.4點，創2007年10月以來新高。



圖三、美國個人消費支出 資料來源：彭博社

- (2) 商業庫存變化：第三季美國民間庫存變動從上季的848億美元滑落至628億美元，僅貢獻GDP成長0.57個百分點，第三季出現微幅下滑，顯示企業拉貨情況並不佳，但在消費者信心強勁的情況下，企業紛紛預估第四季的購物旺季需求大增，部份補庫存的動作不斷出現，有利提振庫存數量。
- (3) 固定投資支出：2013年下半年至今，耐久財訂單年增率維持一個穩定的區間(圖四)，9月年增4.3%，顯見企業並無擴產跡象(7月受到波音324架飛機訂



圖四、美國耐久財訂單 資料來源：彭博社

單影響暴衝)。

- (4) 進出口貿易：美9月貿易逆差意外擴大(圖五)，主要原因在於出口月減1.5%。美元的走強，使美國東西變貴，有損外銷競爭力。



圖五、美國進出口貿易額 資料來源：彭博社

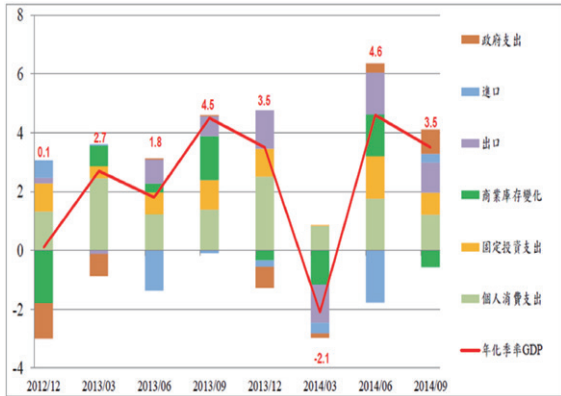
小結：統計自2012/12月起的GDP年變化率(圖六)，除了2014/3月因個人消費支出大幅衰退，且企業在年初對該年度的經濟環境並不明朗，因此在固定投資支出上大幅降低，使第一季美國GDP呈現負成長。第三季GDP終值雖出現下滑至3.5%的情況，但整體來說仍是呈現緩步向上成長的格局。

- 3. 通貨膨脹：意指一般物價水準在某一時期內，連續性地以相當幅度上漲的狀態。一般來說各國政府目的都是希望讓物價能維持穩定的局面。

消費者物價指數(CPI)：在許多工業國家中，該指數的年度性變化百分比為最通用

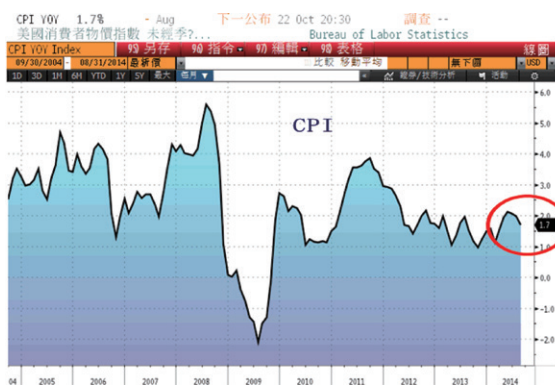


Market information



圖六、美國 GDP 成長率 (季) 資料來源：彭博社

的通貨膨脹曲線報告 (圖七)。美國5、6月份CPI漲幅為一年多以來最大值，一度有通貨膨脹的疑慮，但8月緩落至1.7%，指數再度趨穩，整體來看呈現相當穩定的局面。



圖七、美國 CPI 成長率 (季) 資料來源：彭博社

過低通膨率是政府最為擔心的問題，因為它對經濟體系來說，可能增加更多負面影響，最後導致通貨緊縮的情況。因此美國FED設訂兩年內需達成2%的通膨目標，但現今通膨腳步尚未跟上，量化寬鬆(QE)政策卻已全數退場，因此接下來如何利用升息的政策來穩定物價便是FED的考驗。

綜合上述對美國經濟重要摘要如下：美國經濟呈溫和成長，就業市場改善明顯，製造業增幅快速，但在終端消費小幅回升，企業投資仍保守，未見積極擴產跡象。目前美國QE已正式退場，再來美國股市須注意工資上升壓力問題、通膨狀況及市場對升息的預期(如圖八)。



圖八、美國利率與道瓊指數疊圖 (季) 資料來源：彭博社

(四)美國每月經濟數據表

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

公布時間	事件	來源
09/02/2014 22:00	ISM 製造業指數	Aug NAPMPMI Index
09/03/2014 22:00	工廠訂單	Jul TMNOCHNG Index
09/04/2014 02:00	U.S.Federal Rederve Releases Beige Book	
09/04/2014 03:11	汽車銷售總額	Aug SAARTOTL Index
09/04/2014 20:15	ADP 就業變動	Aug ADP CHNG Index
09/04/2014 20:30	貿易收支	Jul USTBTOT Index
09/04/2014 20:30	首次申請失業救濟金人數	30-Aug INJCJC Index
09/04/2014 20:30	連續申請失業救濟金人數	23-Aug INJCSP Index
09/05/2014 20:30	非農業就業報告	Aug NFP TCH Index
09/05/2014 20:30	失業率	Aug USURTOT Index
09/10/2014 22:00	躉售存貨 (月比)	Jul MWINCHNG Index
09/12/2014 20:30	零售銷售 (不含汽車)(月比)	Aug RSTAXMOM Index
09/12/2014 21:55	密西根大學信心指數	Sep P CONSENT Index
09/12/2014 22:00	企業存貨	Jul MTIBCHNG Index
09/15/2014 21:15	工業生產 (月比)	Aug IP CHNG Index
09/16/2014 20:30	PPI 主要指數經季調	Aug FDIDFDMO Index
09/17/2014 20:30	CPI 主要指數經季調	Aug CPUPAXFE Index
09/17/2014 20:30	經常帳餘額	2Q USCABAL Index
09/18/2014 02:00	FOMC 利率決策	17-Sep FDTR Index
09/25/2014 20:30	耐久財訂單	Aug DGNOCHNG Index
09/25/2014 21:45	Markit 美國綜合採購經理人指數	Sep P MPMIUSCA Index
09/29/2014 20:30	個人所得	Aug PITLCHNG Index
09/29/2014 20:30	個人支出	Aug PCE CRCH Index

Source: Bloomberg

二、歐洲股價指數

(一) 指數簡介

1. 德國DAX指數

DAX指數於1987年推出，由德意志交易所推出的一個藍籌股指數。該指數中包含有30家主要的德國公司，1988年7月1日起開始正式交易，基準點為1000點。比較特別的是DAX指數編列是以「整體回報法」進行計算，即在考慮公司股價的同時也考慮預期的股息回報。

2. 倫敦金融時報100指數

倫敦金融時報100指數簡寫為FTSE 100 Index，創立於1984年1月3日，是在倫敦證券交易所上市最大的100家公司股票指數。其成分股涵蓋歐陸9個主要國家，以英國企業為主，其他國家包括德國、法國、義大利、芬蘭、瑞士、瑞典、荷蘭及西班牙，該指數反應英國經濟景氣，是歐洲重要的股票指數之一。時報100指數的成份股是採取「幾何平均法」進行計算，且每季度調整。

(二) 交易實務與期貨合約規格

操作歐洲指數期貨必須要注意的交易實務及商品合約規格(表三)如下：

1. 歐洲指數期貨熱門月份為3、6、9、12等季月。
2. 最後交易日為該季月份的第三個星期五。
3. 最後結算價計算方式：時報指數的最後結算價是最後交易日10:15所計算出來的現貨價(台北晚間18:15)。而德國DAX指數的最後交易日，由法蘭克福證交所的電子系統(Xetra)依照收盤價計算的DAX價值做為最後結算價。

(三) 歐洲總體經濟關鍵數據：

歐洲市場關注三類經濟數據：勞工市場、經濟成長、通貨膨脹。

1. 勞工市場：

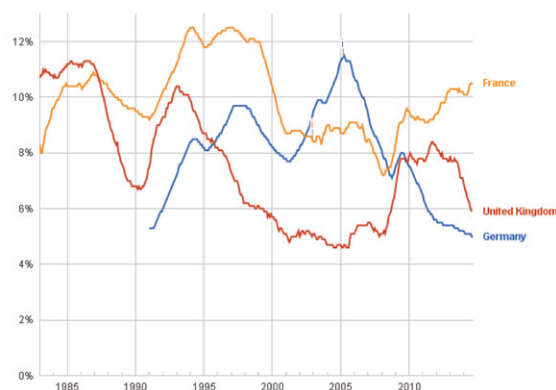
德國失業率從金融海嘯後緩步下降至今年8月的6.7%，就業市場呈現持續的改善；英國失業率改善的也相當不錯，2010年歐債危機雖一度衝高2%至8%，但在央行行

表三、歐洲兩大期貨指數合約規格

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

期貨合約基本資料		
交易所	英國倫敦國際金融期貨交易所 (LIFFE)	歐洲期貨交易所 (EUREX)
商品	時報指數	法蘭克福指數
代號	FFI	DAX
合約規格	10 英鎊 X 指數	25 歐元 X 指數
最小跳動點	0.5	0.5
電子交易時間	15:00-04:00	13:50-04:00
最小跳動值	£5	€ 12.50
交易月份	3、6、9、12(4 個季月)	
最後交易日	3、6、9、12 的第三個星期五	
交割方式	現金交割	
原始保證金	£ 3,250	€ 17,260
維持保證金	£ 3,250	€ 17,260

長卡尼的政策下，度過危機，失業率明顯改善(如圖九)；但其餘的歐洲國家卻表現不甚理想，歐元區第二大經濟體的法國失業率在10%之上，且毫無下降的跡象，主要是內需疲弱無法刺激就業市場。



圖九、歐洲各國失業率(季)

資料來源：FRED，凱基期貨整理

2. 經濟成長：

歐元區Q2經濟出現零成長，低於市場預估的成長0.1%，經濟停滯的情況越愈明顯。連續兩個季度下滑，且Q3受到烏克蘭和俄羅斯的衝突影響，雙方經濟制裁結果導致歐洲經濟雪上加霜。而第一大經濟體德國Q1成長0.7%，增速創下2011年Q1以來最快，Q2卻出現大幅衰退至-0.2%，法國Q2維持零成長，表現相當疲弱，整體而言歐洲自從歐債危機過後，整個經濟體至今仍然尚未徹底回復。



Market information

另外看到歐元區PMI指數(圖十)，今年1月創下2011年5月以來的新高之後，一路走低，10月在德國經濟的帶動下終於止穩回升，從上月的50.3反彈到50.6。而從國家來看，德國PMI指數9月創15個月新低後，10月出現逆轉，從上月的49.9回升到51.4，再度回到景氣復甦的軌道上;法國10月PMI指數則從上月的48.8下滑到48.5仍舊為衰退的情況。

而觀看9月份德國ZEW投資人景氣指數從上月的8.6續降至6.9，創下2012年12月以來的新低(圖十一)。德國10月份的IFO商業景氣指數從上月的104.7滑落到103.2，連續5個月下滑(圖十二)，創下去年初以來新低，該兩數據的下降，顯現地緣政治衝突對經濟造成壓力。

3. 通貨膨脹：

歐元區9月CPI初值持續下滑至0.3%，創下2009年10月以來新低(圖十三)，歐元區



圖十、歐元區採購經理人PMI指數(月)
資料來源：彭博社，凱基期貨整理



圖十一、德國ZEW景氣判斷指數(月)
資料來源：彭博社，凱基期貨整理



圖十二、德國IFO商業景氣指數(月)
資料來源：彭博社，凱基期貨整理

有陷入通縮的疑慮，將不利經濟的復甦。在通膨率如此低迷的情況下，像德國經濟疲弱或俄烏地緣政治風險這類事件，都可能導致整個歐元區陷入物價下滑的惡性循環。歐洲央行(ECB)總裁德拉吉在9月4日將基準利率由0.15%下調至0.05%，將邊際存款利率由-0.1%下調至-0.2%，以及將邊際貸款利率由0.4%下調0.3%等措施來對抗通縮風險，甚至在11月時大規模收購資產，收購擔保資產是ECB藉非常規工具振興經濟的最新努力，為防止經濟進入通縮的政策，但效果尚未浮現出來。

綜合上述對歐洲經濟重要摘要如下：歐洲經濟呈現疲弱不堪，主要在內需不振，就業市場改善緩慢及通縮威脅，歐洲央行出手相救實施QE，但效果尚未浮現，未來應持續觀察其效應。



圖十三、歐元區CPI指數(月)
資料來源：彭博社，凱基期貨整理

(四)歐洲每月經濟數據表

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

公布時間	事件		來源
09/01/2014 16:00	Markit 歐元區製造業採購經理人指數	Aug	MPMIEZMA Index
09/02/2014 17:00	PPI(月比)	Jul	EUPPEMUY Index
09/03/2014 16:00	Markit 歐元區服務業採購經理人指數	Aug F	MPMIEZSA Index
09/03/2014 17:00	零售銷售	Jul	RSWAEMUY Index
09/04/2014 19:45	ECB 主要再融資利率	4-Sep	EURR002W Index
09/05/2014 17:00	GDP 經季調 (季比)	2QP	EUGNEMUQ Index
09/05/2014 17:00	GDP 經季調 (年比)	2QP	EUGNEMUY Index
09/11/2014 16:00	ECB Publishes Monthly Report		
09/12/2014 17:00	工業生產 WDA(年比)	Jul	EUIPEMUY Index
09/12/2014 17:00	就業 (季比)	2Q	EMEMULQQ Index
09/15/2014 17:00	貿易收支 (經季調)	Jul	XTSBEZ Index
09/16/2014 17:00	ZEW 調查預期	Sep	GRZEEUEX Index
09/17/2014 17:00	CPI(月比)	Aug	ECCPEMUM Index
09/19/2014 16:00	歐洲央行經常帳 (經季調)	Jul	EUSATOTN Index
09/22/2014 22:00	消費者信心指數	Sep A	EUCCEMU Index
09/29/2014 17:00	企業景氣指標	Sep	EUBCI Index
09/30/2014 17:00	失業率	Aug	UMRTEMU Index

Sourec:Bloomberg

三、亞洲股價指數期貨

(一)日經指數：

1. 指數簡介：

日經225指數是於東證一部交易股票中，挑選出市場流通性最高的225檔股票為標的，皆屬大型企業，經由「修正式算數平均數」所計算出來的股價指數。

由於日本為全球第二大的證券市場，加上日本在亞洲、甚至全球難以撼動的經濟地位，亦使SGX的日經225指數在1986年推出之後迅速竄起，成為交易所的明星。另一項特點是，SGX的日經期貨可與大阪交易所的日經指數期貨進行套利交易甚至對沖，提高了投機客以及國外專業法人客戶的興趣，相對助長了日經指數交易的熱絡。

2. 交易實務與期貨合約規格

操作日經指數期貨必須要注意的交易實務及商品合約規格(表四)如下：

- (1) 大阪證券交易所、新加坡、芝加哥商業交易所皆有掛牌日經指數，故投資人在交易前務必不能搞混亂。

(2) 三大日經指數期貨標的以最近的季月(3、6、9、12)合約成交量最大，雖然大阪交易所的小日經有連續月份的合約，但投資人務必要選擇熱門的月份，以免陷入流動性風險。

(3) 大阪小日經口數與契約成交值最大，大阪大日經的契約成交值則勝過新加坡日經，故就流動量來看，大阪地緣性較佔主場優勢。

(4) 就時間交易的優勢看來，新加坡前後各多出15分鐘，則可讓投資人有較多的時間反應各種消息。

(5) 從日經期貨的成交量與未平倉量觀察，當沖客明顯較少，顯見日本股市是成熟的法人市場，因此方向性較臺股也會更鮮明。

3. 日本總體經濟關鍵數據：

日本市場上最為關注數據都環繞著安倍經濟學的發展，包含：貨幣政策、經濟成長兩大主題。

- (1) 在政策方面，安倍於2012年底就任



Market information

表四、日本四大期貨指數合約規格

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

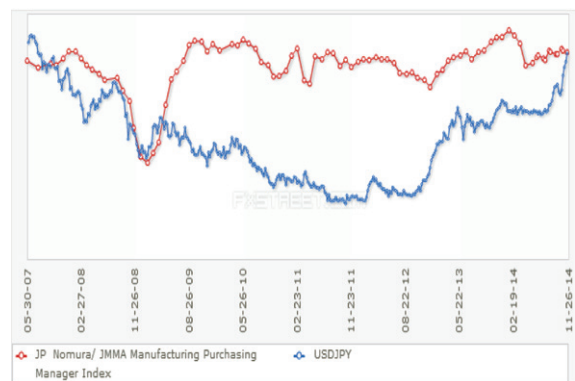
期貨合約基本資料				
交易所	大阪交易所 (JPX)		新加坡交易所 (SGX)	芝加哥商業交易所 (CME)
商品	小日經	大日經	日經 225	日經 225
代號	JNM	JNI	SSI	NK
合約規格	100 日圓 × 指數	1000 日圓 × 指數	500 日圓 × 指數	5 美元 × 指數
最小跳動點	5	10	5	5
最小跳動值	¥500	¥10,000	¥2,500	US\$25
交易月份	連續 5 個月	5 個季月	3、6、9、12 (4 個季月)	3、6、9、12 (4 個季月)
最後交易日	合約月份第 2 個星期五前一日 下午 14:00 止		合約月份的第 2 個星期五 前一日下午 14:30 止	合約月份第 2 個星期五 早上 04:15
電子交易時間	T 日 08:00 ~ 14:15 T+1 日 15:30 ~ 02:00		T 日 07:45 ~ 14:30 T+1 日 15:15 ~ 02:00	06:00AM ~ 04:15AM T+1 4:30 ~ 05:15
交割方式	現金交割			
原始保證金	¥6,900	¥69,000	¥440,000	US\$4,400
維持保證金	¥3,450	¥34,500	¥400,000	US\$4,000

後，提出振興經濟的三支箭：寬鬆貨幣政策、擴大公共支出及經濟結構改革，目標是擺脫經濟停滯與通貨緊縮的惡性循環，帶領日本走出「失落的20年」。在日本銀行（央行）充分配合、大舉放鬆貨幣政策下，日圓大幅貶值，出口企業獲利暴增，股市一飛沖天。然而，經過近兩年的運作，「第一支箭」寬鬆貨幣政策已成強弩之末；「第二支箭」擴大公共支出，也因提高消費稅率(由5%提高至8%)而中途墜落；「第三支箭」經濟結構改革則因政治考量，始終引弓未發。如今事實證明，量化寬鬆（QE）貨幣政策只是用於體外循環的「葉克膜」，日本經濟終究走不出加護病房。

- (2) 日本的GDP組成中以服務業為支柱，它佔日本整個經濟體的近7成，因此就看服務業採購經理人指數(下圖十四)便可看出端倪。

由圖十四可以發現，自2012年政策成立之初，造成PMI指數出現攀升，效果相當顯著，也使日本GDP一度走高。但隨著今年4月消費稅的出籠，反倒使PMI出現下滑，顯

然在消費者縮減支出之下。今年9月政府見經濟再度走向下坡，再度放寬貨幣政策，使日幣再度重貶，但效果卻已經無法呈現在PMI上，PMI一路持平，可見日本經濟對此特效藥已逐漸免疫，邊際效用出現遞減。日本第3季國內生產毛額（GDP）再度萎縮至1.6%，讓先前預期日本經濟將增長2%的分析師大感意外，也宣告日本經濟再度淪入「技術性」衰退。



圖十四、日本區 PMI 指數及日幣走勢 (月)

資料來源：FRED，凱基期貨整理

綜合上述對日本經濟重要摘要如下：日本消費稅是否延後調升，對消費者信心至關重要，由於日幣貶值而上漲之日股，在GDP維

持低成長的情形下，得不到經濟成長的動能，在美國結束QE的關鍵時刻，日本加大印鈔票

力道，是否能讓日本有足夠調整力，找回昔日的競爭力，是值得持續關注的。

4. 日本每月經濟數據表：

資料來源：期貨交易所，凱基期貨整理

公布時間	事件		來源
09/01/2014 07:50	資本支出(年比)	2Q	JNVNYOYS Index
09/01/2014 09:35	Markit/JMMA 日本製造業採購經理人指數	Aug F	MPMIJPMA Index
09/03/2014 09:35	Markit 日本服務業採購經理人指數	Aug	MPMIJPSA Index
09/03/2014 09:35	Markit/JMMA 日本綜合採購經理人指數	Aug	MPMIJPCA Index
09/04/2014 11:07	Bank of Japan Monetary Policy Statement		
09/05/2014 13:00	Bank of Japan's Monthly Economic Report for September		
09/05/2014 13:00	景氣動向領先指標	Jul P	JNCICLEI Index
09/08/2014 07:50	國際收支經常帳經調整	Jul	JNBPA Index
09/08/2014 07:50	貿易收支 BOP 基差	Jul	JNBPTRD Index
09/08/2014 07:50	GDP 經季調(季比)	2Q F	JGDPQGDP Index
09/10/2014 07:50	PPI(月比)	Aug	JNWSDOM Index
09/10/2014 07:50	機器訂單(月比)	Jul	JNMOCHNG Index
09/18/2014 07:50	貿易收支(經調整)	Aug	JNTBALA Index
09/25/2014 07:50	PPI 服務年比	Aug	JNPIY Index
09/26/2014 07:30	全國消費者物價指數(年比)	Aug	JNCPIYOY Index
09/30/2014 07:30	失業率	Aug	JNUE Index
09/30/2014 07:50	零售銷售	Aug	JNNETYOY Index
09/30/2014 07:50	工業生產	Aug P	JNIPMOM Index

Source: Bloomberg

(二) 中國A50指數：

1. 指數簡介：

富時中國A50指數是投資中國內地A股市場的一個基準。A股是指在上海或深圳證券交易所上市的中資企業的股票，供中華人民共和國公民以及合格境外機構投資者(QFII)或人民幣合格境外機構投資者(RQFII)買賣。它是一支包含了在這兩個交易所中市值最大的50家A股公司的實時可交易指數。

2. 交易實務與期貨合約規格：

操作A50指數期貨必須要注意的交易實務及商品合約規格(表五)如下：

- (1) 新加坡的中國A50期貨是中國唯一的離岸指數期貨，與滬深300高度相關性，因此外資相當愛好該商品，投資人不

需要擔心流動性風險。另外該商品為美元計價的合約，因此投資人在賺取指數報酬的時期，同時賺取美金的上漲，可謂一舉兩得。

- (2) A50期貨包含上午(T)及下午(T+1)兩盤別之外，另在委託單上須注意以下四點：

- ① 收預掛單時間分別為 (08:45 ~ 08:58) (16:30 ~ 16:38)
- ② 開市前2分鐘不可取消掛單 (08:58 ~ 09:00) (16:38 ~ 16:40)
- ③ T盤收盤以集合競價方式 (15:55 ~ 16:00)
- ④ 收盤前1分鐘不可取消掛單 (15:59 ~ 16:00)



Market information

(3) 由於中國A50是追隨中國上證及深證兩股市的漲跌，因此在交易時間上雖是連續盤，但在中午中國現貨休息時(如下表)，成交量便會出現萎縮的情況。

上證 交易時間	
前市	09:30 -12:00
後市	13:00 -15:00
深證 交易時間	
前市	09:30 -12:00
後市	13:00 -15:00

表五、中國A50期貨指數合約規格

期貨合約基本資料	
交易所	新加坡國際金融交易所 (SIMEX)
商品	中國 A50
代號	SCN
合約規格	1 美元 X 指數
最小跳動點	5 點
電子交易時間	T 盤 9:00-16:00 T+1 盤 16:40-02:00
最小跳動值	5 美元
交易月份	連續兩個月最近月份 + 四個季月
最後交易日	合約月份倒數第二個交易日
交割方式	現金交割
原始保證金	\$308
維持保證金	\$280

3. 中國總體經濟關鍵數據：

中國GDP組成較為特殊，呈現投資佔比偏高，而消費佔比偏低的情況(如下表)。其實中國民間消費佔GDP比重並非一直都這麼低，在1990年時，該比重仍維持在50%以上，而在2004年也都還有40%之上，但自2004年後開始滑落，以至於今天的情況。而以消費的成長力來看，其實中國自2000年至2012年之間消費成長了311%，比臺灣的41%增長速度更為驚人。造成中國如此低的民間消費比重的原因是因為其他項目的增速更為快速所致。就資本支出來看，中國自2000年至2012年之間資本大幅成長了628%，增長幅度是民間消費成長的一倍，因此民間消費比重也下降了。但總括來講，此兩個比重佔

了中國GDP的83%，因此觀看中國GDP必先觀看中國民間消費及資本支出的情況。

	中國	美國
民間消費支出 占 GDP 比重 %	35.70%	70.29%
資本支出 占 GDP 比重 %	48%	15.24%

- (1) 中國在1-9月固定資產投資年增率下降至16.1%，創下2001年11月以來的新低，主要為房地產的下滑抵銷了基礎建設的增長(下圖十五)。
- (2) 9月份消費年增率從上月11.9%下滑到11.6%，以細項來看家電、汽車和傢俱等耐久財下滑最多(下圖十六)。



圖十五、中國固定資產投資(季)

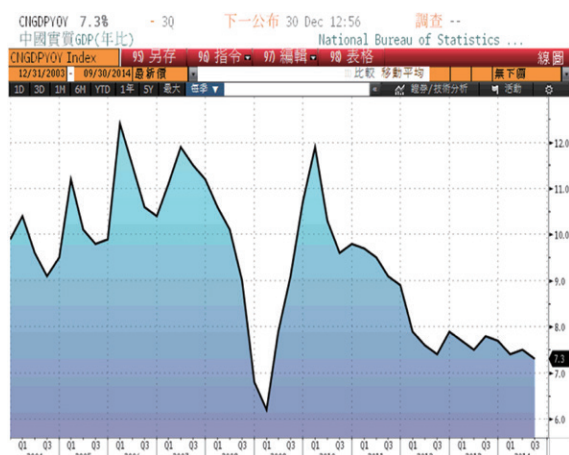
資料來源：彭博社，凱基期貨整理



圖十六、中國固定資產社會消費品零售總額(季)

資料來源：彭博社，凱基期貨整理

總結：中國經濟第二季回升，第三季受房地產拖累，成長放緩，只靠出口拉抬，因此第四季人行決議以持續基建等刺激政策與救房市的方式振興經濟，經濟復甦力道有可能再轉強。（請參下圖）



圖十七、中國 GDP
 資料來源：彭博社，凱基期貨整理

四、結論

綜上所述，不論是從實體經濟、政府財政，或者貨幣政策來看，推升國際股市在1990年到2001年間出現牛市循環的條件，似乎又在這幾年間浮現。隨著未來美國升息的腳步越來越近，此時美元指數將由谷底翻升，會讓這些年間流向世界各地的股市、房市、貴金屬與大宗物資的資金回到美國市場，使股市來到牛市的高峰，但同時泡沫的破滅也就不遠了，這些內容也是我們之後會持續要探討的部份，但不論經濟體制如何，都無法阻止經濟規律的自然運作，當然也無法阻止泡沫的破滅。巴菲特說：「當退潮的時候，我們就知道誰在裸泳了」。



4. 中國每月經濟數據表

公布時間	事件	來源
2014/9/1	中國匯豐製造業 PMI	匯豐銀行
2014/9/1	全球房地產景氣指數	中國統計局
2014/9/10	中國居民消費價格指數年增率	中國統計局
2014/9/12	中國貿易總值年增率	中國統計局
2014/9/12	中國 M2 年增率	中國人民銀行
2014/9/12	貨幣總額年增率	中國人民銀行
2014/9/13	工業總產值年增率	中國統計局
2014/9/18	中國企業景氣指數	中國物流與採購聯合會
2014/9/18	中國社會消費品零售年增率	中國統計局
2014/9/18	中國固定資產投資年增率	中國統計局
2014/9/25	中國城鎮登記失業率	中國統計局
2014/9/30	客運總量年增率	中國統計局
2014/9/30	貨運總量年增率	中國統計局
2014/9/30	工業用電量年增率	中國統計局



國際脈動

美元強勢拉抬，油價雪上加霜

永豐期貨法人研調協理◎廖玉完

前言

2014年下半年全球金融市場最重大的變化莫過於美元大多頭成形與油價進入長空這兩件事，乍看之下，兩者之間似乎美元上漲是因、油價下跌是果，但實際上兩者關係複雜且互相影響，甚至也連帶影響到其他重要商品的價格與各國財經政策，而這些結果不會讓美國獨善其身，因為經過時日還是會回饋到美元資產身上。

美國聯儲局於去年12月開始縮減QE規模，但是美元指數仍大部分時間停留在79~80之間狹幅震盪，西德州輕原油甚至從今年一月份的每桶92美元上揚至6月份的每桶107美元。不過，7月份以來美元指數迅速飆升至86.0以上的52個月高點，輕原油期貨則自107美元高點滑落至80美元以下的28個月低點，從這一波油價大跌來看，的確是肇因於美元的急拉，並加上供過於求的基本面發酵。

本文要探討的是美元走強對其他主要國家貨幣及全球商品的影響，而今年下半年以來美元升值所處的利多環境是前所未有的，以往經驗已經不足用來預測美元未來走勢，且現階段美元走勢與原油價格已進入互相消長的密切關係中，油價持續下滑牽連的不僅僅是全球油品供需的問題，各國貨幣政策、政情變遷、原物料成本與物價受影響的程度都漸漸浮上檯面。

美元指數刷新十年高點指日可待

一、美元指數最近三次高點

美元這一次以強者之姿橫掃全球匯市，可以說是集天時、地利、人和於一身；天時在於美國經濟成長日益走強，而其他主要經濟國家經濟仍陷泥沼，因此美元資產受到投資人一致青睞；地利是美元指數價位目前還是屬於歷史偏低位置，以時間軸拉長至十年

來看，目前突破三年來85.0的心理關卡意義重大；人和是美國聯儲局（FED）在就業市場日益改善與美國物價平穩環境下已經終止貨幣寬鬆（QE）政策，而且升息的時機指日可待。

以美元指數十年的走勢圖來觀察，一共有三個時期美元明顯走強創下高點，而這一波美元走強與2005年一月開始的那一波有點類似，都是美國經濟好轉醞釀利率上揚的推升，只不過2005年在起漲之前FED已經連續調升五次利率，而目前美國聯邦基金利率仍接近於零，且是一次都還沒調升，顯現出現階段市場欲推升美元的意願很強！其次，另外兩次美元指數快速揚升的波段是在2008年下半年開始至2009年三月結束，最近一次是2009年12月開始至2010年6月結束，兩者發生時間是在FED第七次降息後，以及第一次的QE實施後，此間FED持續擴大貨幣寬鬆政策，美元的拉抬純粹是因為國際熱錢與避險基金湧入美國炒作美國債市所致。

嚴格來說，這幾次美元指數都是以急拉走勢上揚，而結束的時間也很快來到，第一次是因為美國經濟開始走下坡，最近兩次則是熱錢像禿鷹來得快去得也快，而今年下半年這一次美元揚升則是很牢靠的抓住經濟好轉的時機，且最重要的是歐元區、日本、甚至中國大陸等主要經濟體的經濟成長遲遲未見起色，依此可以預期這一波美元多頭的壽命應該比前幾次延長很多，且可能會突破十年高點。



圖一：美元指數十年週線圖

二、美元指數組成與影響

由於美元指數的組成主要是歐元、日圓、英鎊、加幣等主要開發國家一籃子貨幣，其中歐元比重最大，其次是日圓，再其次是英鎊，而人民幣並未計入美元指數計算成分中。儘管如此，美元指數的走勢卻是對人民幣息息相關，因為中國為農產品大宗物資、基本金屬的最大進口國，而這些商品在國際間的流動是以美元報價為主，美元上揚象徵這些商品在中國進口價格攀高，在貿易帳的考量下，會引起中國官方對貨幣政策的調整。

由上述美元指數成分與漲跌分析中可以看出，單單是歐洲區的貨幣就佔有四種，比例高達77.3%，今年以來跌幅最重的是瑞典表一：美元指數成分比例與漲跌分析(至2014年11月5日)

貨幣	佔比%	1個月%	3個月%	6個月%	TTD%
歐元	57.6%	-0.16%	-6.84%	-11.22%	-9.82%
日圓	13.6%	-4.57%	-11.61%	-12.17%	-8.68%
英鎊	11.9%	-0.09%	-5.70%	-6.16%	-3.72%
加幣	9.1%	-1.96%	-4.30%	-4.56%	-7.76%
瑞典克朗	4.2%	-2.10%	-6.74%	-13.35%	-14.62%
瑞士法郎	3.6%	-0.10%	-5.93%	-10.29%	-9.65%



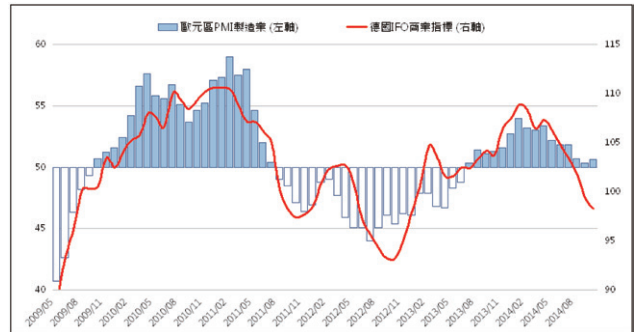
克朗為14.62%，主要是因為北海布蘭特原油大幅下滑導致通貨緊縮危機，使得瑞典央行不得不斷地祭出寬鬆貨幣政策的緣故。

三、歐元區的掙扎

美元指數比例最大的歐元自歐債危機以來，一度由1.50美元的高點跌落至1.20美元附近的51個月低點，儘管後續因為歐債問題舒緩迅速彈升，但是失業率高居不下的陰影揮之不去，今年三月中克里米亞公投後發動的俄烏主權之爭也連累經濟陷入泥沼的歐元區，使得最大經濟國-德國的信心指數與經濟成長都出現下滑。

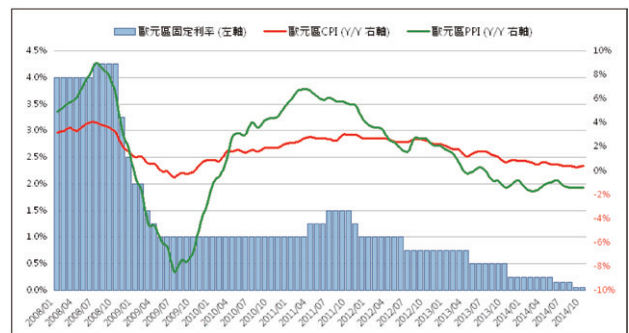
以歐元區的製造業PMI來看，2014年初以來自54.0的兩年半高點逐漸下滑至10月份的50.6，德國的IFO商業信心指數也是自年初的108.9下降至10月份的98.3。一般而言，製造業PMI往往是經濟發展的先行指標，而商業信心指數領先作用稍微落後，不過在經濟衰退時，商業信心的恢復則更為緩慢。以目前歐元區的製造業PMI來看，日益減少是不爭的事實，如果PMI進一步跌破16個月來維持的50.0榮枯點，則經濟復甦的希望將更為延後，因此現階段歐洲央行（ECB）還在苦思如何在適當的時機端出更寬鬆有效的貨幣政策。

2010年初開始爆發的歐債危機導致ECB一系列的貨幣寬鬆，2011年12月開始的LTRO，至2012年9月實行的OMT，截至今年9月ECB並針對銀行業者實施超低利率貸放，進一步再加碼實施TLTRO（目標長期



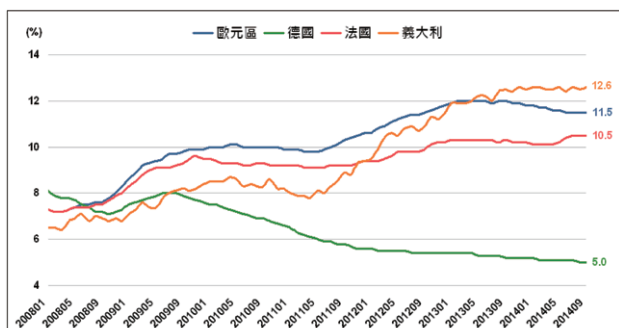
圖二：歐元區製造業 PMI 與德國 IFO 商業景氣指數

再融通操作)。這期間ECB也七次密集調降利率，固定利率已由1.5%持續降至目前的0.05%。即便如此，歐元區通貨緊縮的問題仍然如影隨形，這明顯表現出大量貨幣釋出的乘數效用並沒有廣泛擴及民間，導致消費的有效需求不足。歐元區的物價水準持續低迷，PPI年增率已經連續15個月負成長，CPI年增率也是連續13個月低於1.0%的成長，這距離ECB目標區2.0%還有一大段距離。



圖三：歐元區利率與物價

此外，歐元自5月中以來已經貶值9.5%，對德國這個最大出口與經濟國來說是屬利多，歐元區絕大部分的貿易順差都是德國所創造，但是對其他國家，大者像法國與義大利產生的正面效應卻是不顯著。也可以說，歐元區這個經濟體組成太複雜，在各國



圖四：金融海嘯以來歐元區重要國家失業率

競爭力不同的前提下，經濟要一體發展是不可能的事。

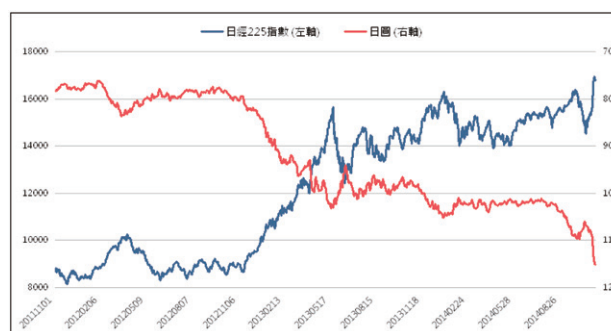
四、日本央行豁出去了

安倍自2012年底上任以來，矢志要終結日本20幾年來的通貨緊縮問題，2013年3月並提早將不合作的央行總裁白川芳明換成激進的黑田東彥，黑田雖然已年逾七十但作風果敢強悍，他自2013年4月開始貫徹安倍的提升物價改善經濟成長的積極貨幣政策。從剛開始的無限期QE政策，到今年10月底的質量化貨幣寬鬆政策（QQE），持續擴大QE的規模，除了延長購債標的平均存續期間至10年外，也對不動投資信託增加三倍的購買額度，其次還增加對日本股指ETF的購買。日本央行QQE一推出馬上在市場造成騷動，日圓在一週內大貶5.8%，日經225指數也應聲大漲7.8%，看來BOJ的策略立竿見影。

BOJ在此時推出新一輪的寬鬆政策可說正是時機，因為同一週間FED才在FOMC會後宣布結束最後一輪的QE，而日本遞補上來剛好讓市場吃下定心丸。但是，BOJ想藉

由買入日本股票型ETF拉抬日本股市，這一招短期內的確見效，然而日股投資大部分是國際熱錢，避險基金與機構法人借入相對便宜的日圓來操作日本股市，日本政府想要利用股市增長進一步刺激民間消費以提升物價，邏輯上可行，但執行上似有困難。換句話說，日本政府綁定日圓與日本股市的相反走勢似乎已成不歸路，這種犧牲日本民眾的購買力來炒作股市，除了吸引國際資金外，現階段還會擴大國內的貧富差距！

另外，日本政府發行的國債規模全球第一，目前已達1000兆日圓以上，佔日本GDP比例230%有餘，日圓貶值對國債持有者不利，而95%的日債是日本國內持有（包括大企業、甚至是日本央行），而新一輪QQE要每月買入8~12兆日圓的政府新發債券，等於是日本政府發債讓日本央行買，這種赤字預算貨幣化的作法，也引起日本朝野爭議。



圖五：安倍上任後日本股市與日圓表現

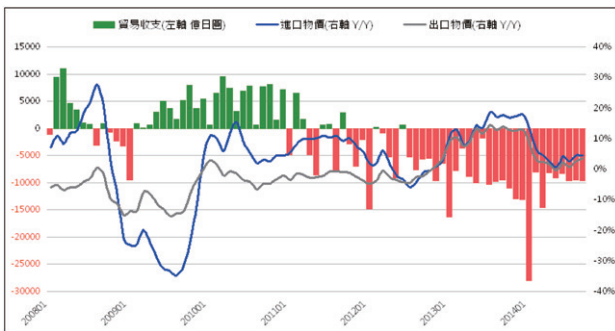
日圓貶值主要是為提升日本的出口競爭力，並進一步激勵日本出口產業的投資與生產，在金融海嘯以前日本貿易帳長期維持順差，海嘯後很多產業外移貿易順差逐漸縮小，日圓貶值拉抬產業的實際效用已經漸漸



Market information

減少。此外，2011年311大地震後，日本核電廠幾乎全面停擺，導致進口能源激增，也使得日本貿易帳加速惡化，自2012年7月開始，日本已經持續27個月呈現貿易逆差。

日圓貶值使得進口物價揚升，2011年第二季以來增加能源進口一度拉大貿易赤字至歷史新高，而今年第二季開始進口物價成長呈現減少現象，主要是國際原油價格的疲軟，尤其是下半年油價急速下滑對穩定日本進口物價有相當的幫助。



圖六：日本貿易收支與進出口物價

安倍上任後最大目標是要兩年內提升日本GDP成長2個百分點，以及增加消費者物價年成長率至2.0%，2013年日本GDP年成長率1.52%，預測2014年成長率將僅為0.90%，換算以2012年為基期，至2014年共成長2.43%算是達標；但是CPI年成長率則沒那麼樂觀，四月份調升消費稅3%以來，日本CPI年增率都維持在3.0%以上，9月份CPI為3.2%，若以日本情況來看，消費稅每增加一個百分點造成核心消費物價的上揚約0.7%，以3.2%扣除掉消費稅上揚效果2.1%，那實際上9月份的CPI年增率僅在1.1%左右，與目標物價還有一段距離。安倍兩年提升CPI成長

率至2.0%的期限在明年三月底，屆時恐怕難以達成。

日本現階段物價低迷也表現在家庭支出上，今年四月份調升消費稅以來家庭支出成長率已經連續6個月出現負成長，原先預期加稅僅會造成短期影響的現象落空，這半年來支出減少情況甚至是金融海嘯以來的最糟。10月份以來日圓急速貶值，象徵著日本國內的購買力減少，可以預見未來幾個月家庭支出成長率會再行惡化，同樣情況也表現在GDP成長率上，日本第三季GDP初值為-1.6%，大幅低於市場預期，也比第二季衰退0.4%，是繼第二季-7.3%以後的連續負成長，再度顯示增加消費稅對民眾的負面影響高於政府預期。因此，安倍在GDP公布後一天即開記者會宣布明年10月再調高消費稅至10%的政策延期一年半再實施。

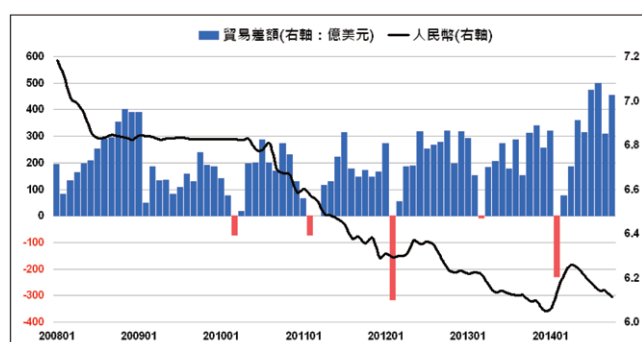


圖七：日本消費物價與家庭支出

五、人民幣貶值趨勢？

中國大陸面對美國停止QE，加上兩大經濟體（歐元區與日本）進一步的貨幣寬鬆，人民銀行面臨人民幣是否要貶值的問題。人民幣在今年年初至五月一度貶值3.6%，而五月以後人民幣已回升了2.35%。其實，在2005年7月人民幣兌美元才開始由固定匯

率改為限制浮動匯率，2007年5月放寬人民幣日浮動空間（雙向由0.3%至0.5%），接下來在2012年4月再次放寬至1.0%，而最近一次在2014年3月19日放寬至2.0%。總計自2005年匯率改革開始計算，人民幣至今升值26.05%，這其中有部分是受到美國施壓的影響。



圖八：人民幣與中國貿易帳

然而，人民幣走勢自成一格，與全球匯市的變化並無太大的相關性，如今美國以外主要國家貨幣競相貶值，人民幣在出口競爭力的考量下，應該也希望有貶值的空間。事實上，今年到現在人民幣兌美元僅貶值1.11%，相較歐元與日圓各貶值8.80%與10.96%少很多。

2005年中國貿易順差佔GDP總值的4.5%，而至2013年貿易順差佔GDP的比例已減少至2.8%，顯示中國的經濟成長對貿易順差的依賴度已日漸減少，且2011至2013年人民幣持續升值，但貿易順差卻持續增長，也顯示出人民幣升貶與貿易帳沒有絕對的關係。因此，中國國內貨幣政策施行主要來自國內經濟成長目標的考量，也就是政策加上國內銀行與企業的需求，而不會立即受到外

國政策的影響。

近年來中國官方力圖人民幣的國際化，金融海嘯以來，中國開始與各國簽訂貨幣雙邊互換協議以減少美元升貶的衝擊，並積極在香港、新加坡、台北設置人民幣離岸中心，而歐洲的倫敦和法蘭克福也相繼簽署人民幣互換與清算協議，陸續成為人民幣離岸交易中心。現階段人民幣已經躍升為全球第七大交易貨幣，以後納入一籃子美元指數計算指日可待。而繼CME、港交所與新加坡交易所先後推出人民幣期貨後，Eurex也計畫將與臺灣期交所合作推出link的人民幣期貨，也顯現出市場對人民幣的需求。其實，中國金融市場要國際化，人民幣匯率自由浮動是早晚的事，中國官方應該會持續放寬人民幣匯率的浮動空間。

六、結論

美元作為全球主要貨幣的兌換基準其重要性可見一斑，FED在實行四次QE期間共釋出約4兆美元，換算2013年美國GDP產值所佔比例高達25%，雖然海嘯以後美元貨幣乘數效果急遽減少，但以外國人投資美債約佔50%來看，FED寬鬆對美元資產帶來利好對全球金融市場造成巨大影響。其次，在FED帳面上的總資產自2009年3月第一次QE的1.9兆美元增加至2014年10月第四次QE結束時的4.5兆美元，而隨著美元回升，FED的資產價值也水漲船高，可以說FED這5年多以來的寬鬆政策是贏了面子又有裡子。

如今日本QE接力上場，歐元區也可能



考慮下更猛的寬鬆藥劑，美元在經濟成長加持下持續升值，可能進一步帶動中國的貨幣寬鬆政策，因為美元升值影響到中國大量進口的原油與大宗物資價格下滑，連帶使中國國內龐大農產品與原物料價格受到打壓，中國官方必須為這些現象做出因應以防落入通縮的窘境。

油價下跌動見觀瞻

一、美國頁岩油革命

21世紀以來美國發生的重大商品紀事就是頁岩氣與頁岩油的積極開發，美國自1988年開始開採頁岩氣，至2000年才突破性的成功使用水力壓裂技術，2005年開始大量開採頁岩氣，當時國內4%的天然氣供應來自頁岩氣，到了2012年頁岩氣使用量已佔天然氣的39%。而頁岩油是繼頁岩氣大量開採後的重點，美國官方在2007年估計國內頁岩油技術可開採量為40億桶，但到了2013年估計量大增至580億桶，若是以美國2013年日平均煉油量為1530萬桶來計算，2013年的可開採預估量可供應全美國10.4年的總使用量。

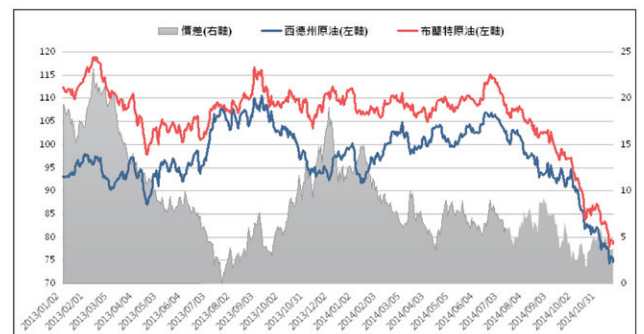
其實，根據美國能源資訊局（EIA）的報告，俄羅斯的頁岩油可開採量才是世界第一，約佔全球總量的22%，美國第二位佔17%，其次是中國有9%。因為美國開採技術已臻成熟且成本最低，加上私有企業與創投公司全力參與，美國能源署預期在2017年美國油產將超越俄羅斯與沙烏地阿拉伯，成為全球第一大產油國。

現階段美元急升是油價下跌的催化劑，而美國原油產量日增才是國際油價疲弱不堪的主因，隨著頁岩油增產，美國已經漸漸主導全球油價的訂價權，目前美國油產量每日接近900萬桶，已經是29年以來的最高，EIA預估2015年產量將增加至平均每日950萬桶，這將是1970年以來的最高。



圖一：西德州輕原油與美元指數

美國油源供應充裕使得國內的西德州輕原油價格日挫，相同也讓中東的杜拜與歐洲的布蘭特原油價格受壓，尤其是歐洲國家今年以來經濟持續疲弱，更加重油價下滑的壓力。西德州與布蘭特原油價格已降至四年新低，兩者價差再次縮小，布蘭特原油期貨價格跌破80美元，而西德州也跌破75美元。



圖二：西德州與布蘭特期貨價差

二、美國加速油源供需的失調

油價下跌符合美國自身的利益，身為全球第一大原油需求國家，控制原油價格等於有效的控制美國物價，在經濟未完全復甦需要寬鬆政策的時期，物價平穩是FED實施QE的最佳前提。現階段QE已經停止，美國也就不會刻意去抑制油價的漲跌。但由於全球經濟復甦的不同調，歐元區仍與失業率和物價對抗，中國大陸的軟著陸又過了頭，導致除美國之外的原油需求仍然疲弱不堪。

另一方面，OPEC石油輸出國家對油價下滑態度曖昧，外界解讀為以沙烏地阿拉伯為首的OPEC組織希望藉由油價進一步下滑逼退一些成本相對高的美國頁岩油生產者。而關於美國頁岩油的開採成本眾說紛紜，較可靠的是國際能源署（IEA）估計每桶在50~100美元，由於差距太大，筆者根據各機構與官方資料統計，80%的美國頁岩油成本價在50~80美元間，因此應可以推估原油價格若低於65美元以下，部分頁岩油生產廠會考慮停止生產。但由於美國頁岩油開採還關係到美國政府的補助計畫與此相關行業所創造出來的就業人口，因此美國政府是否會任由頁岩油廠商被逼退值得存疑。

三、原油與其他商品的關係

以往油價與黃金是難兄難弟，兩者方向經常一致，不過，其中還是有差異存在；在中長線趨勢中，黃金經常是油價的先行指標，例如：在2008年底開始的大多頭與2012年9月開始的明顯走空都是如此，其原因在



圖三：黃金與輕原油期貨走勢

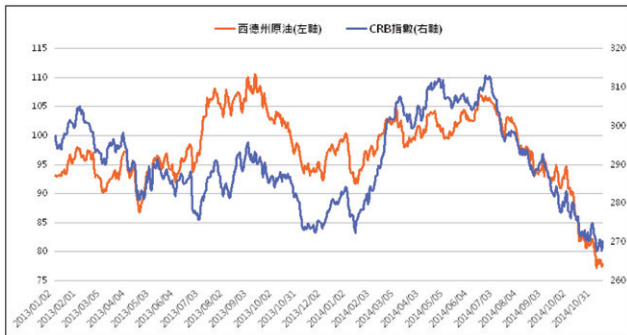
於黃金對經濟環境轉變較為敏感，而油價往往是要反應到供需上面才顯現出來。

原油價格與其他能源（如汽油、燃油、天然氣）價格息息相關，而在投資人執行商品期貨投資策略的重要參考CRB商品指數成分中，能源類期貨就佔了39%的最大比例（貴金屬黃金、白銀僅佔7%），因此輕原油期貨價格變動也密切聯繫著CRB的走勢，尤其是油價下跌波段也會帶動其他商品的下滑，相關性更為顯著。最近兩年輕原油與CRB走勢相關性平均在60%左右，但是最近這一波（2014年6月下旬開始至今）的相關性竟然高達96%，顯示出現階段原油與CRB指數亦步亦趨的密切性。大多數的機構法人執行商品類操作時都參考CRB的變化來建立或調整倉位，因此原油價格對整個商品投資市場有助漲助跌的效果。

在金融風暴以前油價高漲，各國紛紛研究替代能源的可行性，於是以甘蔗、玉米、甚至黃豆、棕櫚油所煉製成的燃料乙醇和生質柴油頗為盛行，如今原油供過於求，這些成本昂貴的替代能源已經漸漸失去生產價值，相對的也增加了原材料正常用途的供給



Market information



圖四：輕原油與 CRB 指數走勢

量，這兩年來甘蔗與玉米價格疲軟部分是受到此因素的影響。原油對油脂也有相當程度的影響，棕櫚油價格首當其衝，連帶也影響替代的黃豆油（黃豆為原料）價格。其次，比較沒辦法聯想的是油價與美債價格也有關，因為油價下滑引起物價下跌紓緩升息壓力，也促使美國債券殖利率下滑，債券的多頭走勢得以延續，這在美國30年公債上更可以看出來。

四、油價下跌幾家歡樂幾家愁


現階段油價持續下滑，對美國是利多於弊（美國是能源最大消費國，同時也是大宗農產品最大生產國），比較實際的是美國消費者日常用油支出減少，相對有能力消費更多的生活消耗品，可預期美國消費支出會增加，由於美國消費佔GDP接近70%，因此也將引發美國GDP的成長。

中國大陸、日本與歐元區受益也頗大，尤其是中日都是原油的重度進口國，能源價格下跌帶來原物料進口成本減少，有助於國內產業的獲利成長與穩定物價，但同時也必須克服第一階段帶來的物價低迷，若是成本降低無法有效提升消費需求，則恐陷入通貨

緊縮的泥沼，例如歐元區與日本就面臨這種考驗。

OPEC石油輸出國家應該是油價下滑的苦主，靠天然氣與原油輸出賺取外匯的俄羅斯也受害頗深，而這些國家的政治情況本來就不平靜，加上油源收益下滑下一步將引發財政緊縮，這些好戰國家本身或是各國之間可能會引起更多的動亂與紛爭。其次，以往隨著原油上漲主要出口國所賺取的『石油美元』透過融資作用大量迴流在全球金融市場，而隨著油價的下跌，今年石油美元將是18年來第一次出現從市場抽離的逆迴流，其中以前蘇聯國家和俄羅斯最為明顯，如果逆迴流持續加重，全球金融市場投資資金的數量與流動性將受到負面影響，其中以紐約和法蘭克福、倫敦、東京等重要金融市場影響最大。

五、結論

原油價格由供需決定且價格走勢影響層面深遠，除了直接影響物價成本外，間接使得大宗物資、基本金屬價格變動，甚至干擾全球金融市場的資金流動。1970年代OPEC的石油禁運造成第一次石油危機，導致主要工業生產國（美國、歐洲、日本）的經濟成長大幅下降，而今全球經濟成長遲滯導致油價跌跌不休，對於原油生產大國而言真是今非昔比，而其他國家在受惠油價下跌之餘，可能也要面對不同程度的負面衝擊。 

兩岸夯新聞

滬港通商機下的機會與挑戰

玉山投顧◎研究部經理呂俊宏

什麼是滬港通

滬港通的背景與意義

中國證監會及香港證監會於2014年4月10日聯合發表公告，將開展滬港股票市場交易互聯互通機制試點(簡稱滬港通，包括滬股通和港股通兩部分)，允許上海及香港兩地證券公司或經紀商，買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票，預計準備至正式啟動約需要6個月的時間，然而在11月10日中國與香港雙方的證券主管單位發佈滬港通於11月17日正式上路，屆此算是為這個中、港股市劃時代的跨境交易機制鳴槍起跑。

滬港通機制允許上海與香港兩地的股市能進行南北雙向交易，透過建構互通的交易平台，可以減少進入障礙，其中讓中國大陸的投資人可以直接投資港股，稱為港股通，同時，讓海外及香港投資人可以不用赴中國開設股票帳戶即可交易A股，稱為滬股通。

另外，根據中國證監會對滬港通的意義說明：滬港通的開通，能為中國大陸市場帶來更多長期投資的資金，有利於提升A股評價；滬港通也可為香港注入新的資金來源，特別是滬港通均是使用人民幣做為交易貨幣，可擴大人民幣在香港這一離岸市場的使用量，也可鞏固香港國際金融中心的地位。如果以目前香港股市和中國股市分別位居亞洲股市第二、第三位的股市總市值，為4.2兆美元與3.8兆美元，若進行滬港通之後，兩地市場兩個池子的水比一個池子的水要多，對於增強兩個市場在國際市場的競爭力可望相對有利。

中國股市開放是有序的

過去國際投資者如欲投資中國大陸A股，需向取得額度的合格境外機構投資者(簡稱QFII或RQFII)申購基金，間接向大陸



Market information

市場進行投資，如果滬港通正式開放之後，勢必會對QFII或RQFII有一定的替代效應，不過在中國官方的說法認為其影響有限，而且兩者機制不同，兩類產品可以互相補充，在滬港通機制下，也許下一步QFII的投資額度還會更加擴大。

QFII制度的全名是合格的境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor）制度，是在一些新興工業化國家和地區，由於貨幣沒有實現完全可自由兌換，資本項目尚未完全開放，貨幣體系比較脆弱，金融市場發展也不成熟，外資介入對其證券市場可能造成較大的衝擊，因此，他們選擇QFII制度作為一種過渡性措施逐步開放證券市場，控制外來資本對該國經濟獨立性的影響，抑制投機性外資對該國經濟的衝擊，推動資本市場國際化，使其健康發展，例如韓國、印度、巴西和臺灣等地區，均在20世紀90年代初利用QFII制度成功推動了其證券市場發展。

回顧中國股市開放的進程，可以追溯到2002年11月，首次開放QFII，最初開放規模為3,830億人民幣，另外，於2011年12月再開放RQFII，RQFII（RMB Qualified Foreign Institutional Investors）是指人民幣合格境外投資者，境外機構投資人可將批准額度內的外匯結匯投資於境內的證券市場，初期核准額度是2,830億人民幣。接著中國的開放進程就來到2014年的滬港通，本次的滬港通適用投資人包括所有香港和海外投資人，也包括個別與機構投資人，規模為3,000億人民幣，此為中國股市開放進程的第三階段，在人民幣國際化與整體金融體系自由化的浪潮下，

我們認為未來廣為全球ETF所追蹤的MSCI新興市場指數可能也將於2015年或2016年納入A股指數。

滬港通的商機

滬港通可視為中國開通國際資本市場的新通路，使兩地投資人可完全按照其個人意願，以最低成本、最便利的交易方式投資對方市場，預計可活化滬港股市動能，尤其是上海A股市場。在過去國際資金如欲投資上海A股市場，需向取得額度的合格境外（QFII或RQFII）申購基金，間接投資中國股市，並無法自由選擇標的，而且若以QFII的資格必須達到一定資產規模，證券公司須達經營證券業務五年以上、淨資產不少於5億美元，最近一個會計年度管理的證券資產不少於50億美元，而QFII資金匯入中國大陸有資金閉鎖期，對於投資人而言，上述種種限制恐怕會影響投資意願。

此次上海、香港股市的互聯互通由上海、香港交易所率先試辦，由於為「試點」性質，滬股通、港股通的額度分別為3,000億人民幣（佔2013年底市值的1.3%），與2,500億人民幣（佔2013年底市值的2.1%），另外為避免資金大進大出造成的股價波動，也設定每日交易額度，滬股通額度為每日130億人民幣（佔2013年日均值1.3%），港股通每日額度為每日105億人民幣（佔2013年日均值2.3%），不管是總額度或者每日額度，對兩邊股市都算是相當微小，也符合此次制度的「試點」性質。

在此次滬港通制度之下，並不是所有上海與香港交易所的股票都開放可供投資，滬股通的部份，在上海與深圳股市共2,543檔上市股票當中(含A股與B股)，共有568檔股票可以投資，包括上證180指數與上證380指數成份股，以及同時在上海、香港交易所掛牌的A股；而在港股通的部份，則是以恆生綜合大型指數成份股、恆生綜合中型指數成份股以及在上海、香港交易所同時掛牌的H股。而在兩邊股市開通之後，最大的商機有幾個部份，由於滬港通牽涉到包含22個產業(滬股15個產業，港股7個產業)，雙方資金互通之後，勢必會將彼此的本益比拉近，在正式實施幾個交易日之後，滬股通與港股通冷熱有別，然而長期而言，會向上或向下靠攏則是要看經濟發展的狀況而定。

另外，由於兩方股市開放互通之後，各自具有特色的產業特別容易吸引資金的青睞，也就是具有「稀缺性」的類股，例如在中國掛牌的上市櫃公司缺少的網路股，港股通之後，這方面類股自然會引起大陸投資人的注意，而香港特有的娛樂以及博奕類股，也是中國股市所缺乏的，同樣也會得到資金關注；在滬股通方面，全世界股市只在中國才見得到的掛牌類股就屬白酒以及中藥類股，相信國際資金也會躍躍欲試，最後，在滬港通開通之後，雙邊股市成交量水漲船高之餘，證券股以及交易所的股票一定是最大的受益者。

滬港通商機下的機會

滬港通正式啟動之後，上海A股資產逐

步融入全球資產配置體系，海外資金的湧入將對A股的定價體系產生深刻影響。而隨著理財產品、房地產投資收益下滑，上海A股對投資者的吸引力正逐漸增強，「滬港通」的推出無疑加劇這種吸引力。據統計，在上海A股起漲的7月新增股票開戶數更達到52.98萬戶，較6月增加約3%，而8月份新增股票開戶數也達到了64.37萬戶，9月份則是87.54萬戶，創下今年新高，10月份則是82.54萬戶；靜止戶平均每週也減少約一萬戶，顯示已有大量的投資人對於沈悶已久的上海股市虎視眈眈，提前布局「滬港通」商機。

滬港通的推出，將大幅刺激離岸人民幣需求，加速香港離岸人民幣市場發展，對金融業有利，預期能有效開啟香港人民幣的資金池。無疑，大量資金的湧入對券商以及交易所的收入同樣有利。加速人民幣國際化的一次新跨越，也將進一步鞏固加強香港人民幣離岸中心和亞洲國際金融中心的地位，並奠定香港國際資本市場新的里程碑。而香港金管局更在宣佈滬港通之後的幾天之內，再度宣佈將放寬每日2萬人民幣兌換上限，更有利於人民幣國際化的發展。來自香港金管局的數據顯示，截至今年6月底為止，香港人民幣存款餘額高達1.1兆元，短短三年增加了11倍。而在此之前，在香港離岸人民幣只有RQFII等極為有限的投資管道；滬港通實施後，無論是港股通還是滬股通，均採用人民幣進行結算和交易。這種結算不再是貿易項目之下的普通雙邊國際貨物貿易結算，而是資本項目下的跨境投資結算，直接拓展了人民幣在資本項目下的自由兌換範圍，並打



開了人民幣跨境投資管道，擴大了人民幣流動和跨境使用的範圍和空間，並會產生「累積效應」和「乘數效應」。

由於滬港通制度下，兩地交易股份均以中大型藍籌和指數成分股為主，而且有每日交易額度與總額度上限，有助壓抑市場投機炒作、控制股市泡沫風險和維護兩地股市的穩固健康與理性發展，若「滬港通」試點成功，「深港通」也將隨之到來。這意味香港將成為融通中港兩地股市，及串接國際資本市場，雙向流通的重要管道和橋樑。香港國際資本市場融資規模和交易規模將持續擴大，打造全球最大人民幣離岸中心的規模和功能優勢不可替代。

滬港通商機下的挑戰

隨著滬港通大幕徐徐拉開，全球資本正集中湧向A股市場，2014年11月7日港交所總裁李小加在首屆大梅沙中國創新論壇上表示，對滬港通的「錢景」十分樂觀。他認為，這將帶來全球高達22兆美元的銀行資產向資本市場轉移，將成為世界上最大資產規模的一次重新平衡，其中的7~8兆美元資產可能會流入A股，使得A股的市場規模在未來五到十年獲得巨大成長。我們如果從上證指數的市值約2.8兆美元來計算的話，7~8兆美元的規模約是目前上證指數的2倍之多，然而這是在中國股市開放過程當中必然的結果，當然也不是一步到位。另外，截至2014年9月，QFII合計約622億美元投資額度，RQFII合計總額度2,883億元人民幣。滬港通

這一創新機制將在原有合格境外投資者的制度安排基礎上，拓寬境外投資者投資中國股市的管道，其中滬股通總額度為3,000億元人民幣。

不過，在這些可以預期到的資金移動的軌跡當中，受到挑戰最大的可能就是臺股市場，臺股在近年來可以說是走得顛簸不堪，雖然在2014年的走勢中，隨著國際股市尤其是美股屢屢創新高的過程中，也在7月以及9月分別有兩次站上9500點，然而單日成交金額最高只有1,500億元臺幣左右，平均成交金額更是萎縮至不到1,000億臺幣的低水位，與歷史上臺股在9000點以上的熱絡情況完全無法同日而語，造成臺股成交量萎縮的原因很多，但最容易被聯想的可能就是滬港通的吸金效應，而在港交所於11月10日宣佈滬港通開通時間之後，11月11日上證指數也確實暴出大量，成交金額約3,313億人民幣，而深圳交易所成交金額2,435億人民幣，兩市加總為5,748億人民幣，折合約臺幣2.793兆元，香港股市則是成交量上升到900億港幣以上，以當日臺股成交金額在774億來比較的話，深滬股市是臺股的36倍，香港股市則是臺股的3.86倍。滬港通尚未開通之際，成交量已經預先透露了玄機，對臺灣而言這是最大的挑戰。

第二個挑戰就是威脅臺股在新興市場中的權重；過去，MSCI不把中國納入新興市場指數主要的原因即在於資本帳未開放，以及流動性有問題，按照MSCI預測公告，以A股目前30%外資持股比例限制，如果A股納入MSCI新興市場指數、MSCI全球市場指

數，所佔權重分別為19.4%和1.9%。根據彭博的統計數據，全球追蹤MSCI新興市場、全球市場指數的基金總額為3,080億美元和1,214.8億美元，按MSCI給出的A股初期權重估算，A股將新增資金約為3,890億人民幣，在中國未完全開放之前，這些資金都是不可能進入A股市場的，而隨著中國逐步對外開放資本市場，以及人民幣與整體金融體系的自由化與國際化，未來廣為全球被動基金追蹤的MSCI新興市場指數可能會在2015年或2016年納入A股。

在這個背景之下，相對的，同為亞洲新興市場指數的南韓和台股即為權重調整的對象，以MSCI公布最新半年度調整，中國、南韓、泰國在MSCI全球指數、全球新興市場指數以及亞洲除日本指數，均獲得調升，成為最大贏家。MSCI目前雖然還沒有將A股納入，但是調整後，中國在MSCI全球市場指數的權重為2.17%，調升0.01個百分點；在全球新興市場指數權重為19.74%，調升0.01個百分點；亞洲除日本指數權重25.20%，調升0.06個百分點。如果追蹤MSCI指數的被動投資資金正式啟動進場投入A股，台股勢必再遭逢外資拋棄。

因應滬港通，台股大三通

滬港通雖然在11月17日正式實施，然而市場不會等到開始實施的時候再來反應這個事件的衝擊，想要藉滬港通的機會參與這次上海股市開放的聰明資金，相信早就已經有因應之道，因此，才会有今年下半年以來臺

股出現量能不濟以及漲勢不乾不脆的現象，而我們的主管機關並非沒看到這個現象，也已經有了相對的因應之道，在今年9月11日臺灣證券交易所與新加坡交易所正式簽訂合作意向書(MOU)，雙方研議股票交易連結，最快6個月後上路，也就是說，明年上半年國內投資人就能直接透過國內券商下單買新加坡股票，而新加坡投資人也能透過當地券商買賣台股。

以交易所的說法，「臺星通」的第一步就是「跨境交易」，雙方都會選出一些具有指標性的股票，這些股票必須具有交易量大、市值大等特性；不可能所有上市公司全部入選，也有可能先從臺灣50成分股來著手；如此一來，「臺星通」上路後，大型權值股將成為主要受惠對象。其實這種雙邊股市跨境交易的模式與滬港通的模式來看差異不大，對臺灣而言，「臺星通」是台股國際化的重要一步，目前外資投資台股約佔台股市值35%左右，美國、歐盟、英國是前3大外資來源，第四大就是新加坡，現在投資台股約150億美元，臺星通一旦啟動，相信新加坡的資產管理公司、投資機構，會對台股更有興趣。

另外，也是根據證交所的資料，如果明年上半年臺灣與新加坡股市直通車（臺星通）有機會上路，臺日通與臺倫通（臺灣與英國倫敦）部分也正在洽談，其中日本部分希望明年下半年開通，由於日本退休基金龐大，且投資台股可能比新加坡投入的6%外資還多，提供台股的動能可望更大。



結論：臺灣可以化危機為轉機

其實金管會2013年初已經開放國內專業投資人（財力 3,000 萬元以上的自然人及資產 5,000 萬元以上的法人），透過券商複委託投資大陸有價證券，但這種複委託買大陸股票，僅止於 B 股，還買不到 A 股，而在此次滬港通的開放之下，外國投資者可以透過到香港券商開戶買進中國 A 股，自然吸引不少投資人的眼光。然而，臺灣投資人想透過港股複委託投資中國 A 股的希望目前是暫時落空了，不過，金管會目前針對滬港通之後，港股複委託買進中國 A 股的資格有了新規範，雖然不遍及所有臺灣投資人，但經核准的專業投資人是可以在經由滬港通的管道進行投資的，如果可以在未來的某個時間，把非專業投資人得以投資中國 A 股的限制取消，則可有效滿足投資人需求以及拓展證券商業務範圍。

更有甚者，可以在滬港通實施之後，評估「臺滬港通」實施的可行性，畢竟滬港通的最大優點是雙方各取所長、彼此互補，站在國際資金的角度，中港臺的三個股市常被視為同一區，兩岸三地的產業本來就有很大的不同屬性，屬於當地獨一無二的族群，自然會成為資金重點布局的目標，前文所言，屬於中國的特色產業是中藥、白酒、軍工等產業，屬於香港的特色產業則是在博彩、娛樂、電訊等類股，而屬於臺灣的特色產業就是在半導體、電子專業代工與上下游零組件等，這是在中港股市難以取代的，我們並不需要妄自菲薄。

另外，由於臺灣的國內金融帳自2010年第三季以來已呈現連續淨流出的跡象，且投資人對外證券投資，近幾年來也是愈來愈熱絡，尤其是以海外基金與複委託為投資人最有興趣的項目，而臺灣資本市場以臺幣計價，商品難以滿足投資人對多元化資產配置需求為最主要原因，因此，加速開發新金融商品，讓商品的設計、幣別或連結標的有更大的彈性，可讓市場的深度、廣度有效擴大。

臺灣金融市場雖然在證券市場彈性較小，然而在期貨市場方面，其實已開始著手進行更多元的商品規劃，例如調降上櫃股票期貨標的遴選標準增加股票期貨商品；在10月份也已推出寶滬深、臺灣50及FB上証ETF期貨、開放控股公司比照金控公司列為股票期貨選擇權標的，以及預計明年人民幣匯率期貨的上市等，其中人民幣匯率期貨算是期貨交易前進中國市場的試金石，若推展順利，未來亦有可能發行連結上證指數、深圳指數或滬深300指數的指數期貨。

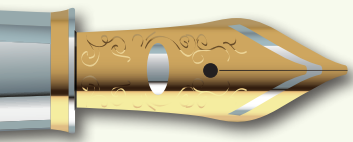
滬港通開通之後，至截稿為止還不到一個月的時間，市場對此制度的反應似乎與預期有一點落差，對台股而言，也可以稍稍緩解「資金外流」的疑慮，但面對中港股市結合之後這麼龐大的市場，資金的磁吸效應恐怕會長期存在，然而，若臺灣可以在跨市場策略聯盟、金融商品多元化以及融入國際金融市場多做努力，慢慢把市場投資信心找回來，相信可以化危機為轉機。

CNPA

特別報導



隨著行動裝置與無線網路普及，消費者對於智慧行動裝置依賴度日漸提升，在進入網路及行動通訊化時代，金融業的商業模式正在改變，由過去1.0及2.0版的實體臨櫃交易，進入網路化及行動通訊的3.0版本，預計5-6年後，數位能力將是金融業最核心的競爭能力，本刊特別報導「金融3.0趨勢看期貨業佈局」供讀者參考。



金融 3.0 趨勢看期貨業佈局

◎朱瑞陽律師¹

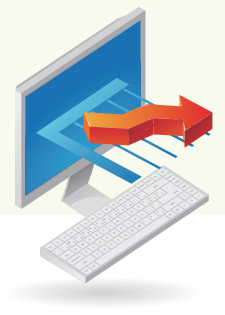
本文以下從金融3.0趨勢，分析期貨業如何從客戶個資交互運用與行動應用服務身分認證機制兩方面，在配合e化作業流程設計並符合個資法規定下，強化客戶資料整合運用以提升金融品牌服務，並得借助信託服務管理平台（Trusted Service Manager，以下簡稱TSM平台）服務確保客戶以行動裝置從事相關金融交易之訊息，以符合電子簽章法規範，續而以行政院會甫送交立法院研議之電子支付草案（即第三方支付專法），從其立法背景與規範內容說明對於期貨業可能的運用實益與未來因應方向。

壹、金融3.0風潮

隨著行動裝置與無線網路普及，消費者對於智慧行動裝置依賴度日漸提升，根據資策會FIND在民國（下同）103年上半年針對臺灣民眾的調查，臺灣智慧型行動裝置持有人口為1,330萬人，而APP的經常使用人口已經達到915萬人²。

就法規環境方面，金管會陸續開放網路交易平台代收轉付信用卡款項與銀行受理客戶開立網路儲值帳戶後，已大幅提供民眾在虛擬通路付款的便利性，而伴隨著行動通訊、社群網

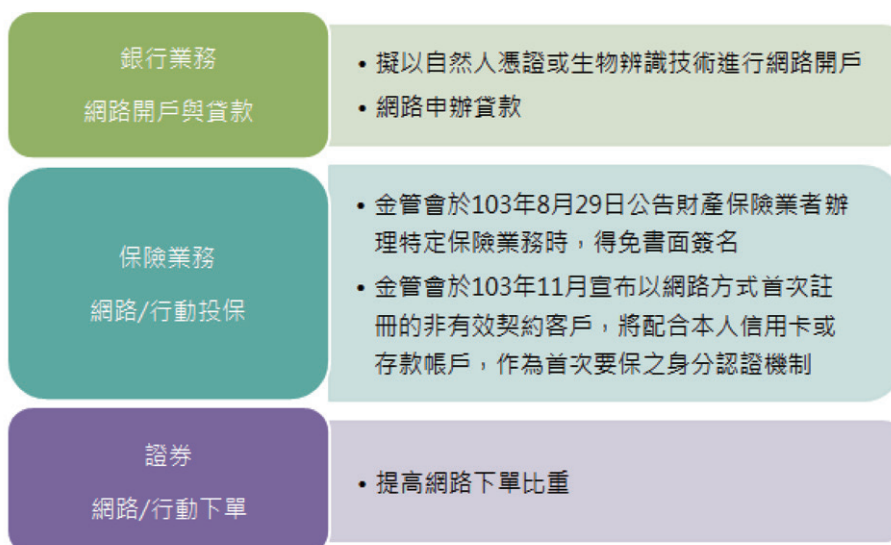
- 1 國巨律師事務所合夥律師，第七屆 NICI 國家資訊通信發展推動小組民間諮詢委員、臺灣隱私權顧問協會第二屆理事、經濟部工商憑證推廣建置專案顧問律師、財政部財政資訊中心暨五地區國稅局 102 年度「個人資料管理制度建置委外服務案」法律顧問、行政院環境保護署「環保集點制度規劃及建置專案工作計畫」之法律顧問、財政部財稅資料中心「全面推動電子發票應用計畫—第一階段（99 年）規劃及監督審驗委外服務案」法律顧問、財政部財政資訊中心「全面推動電子發票應用計畫第二階段（100 年至 102 年）規劃及監督審驗委外服務案」法律顧問，並為多家電信金融、零售、租賃等企業及金融機構個人資料保護制度導入建置專案法律顧問。
- 2 國資策會 FIND《2014 臺灣行動行銷市場關鍵報告發表會》，103 年 9 月 18 日，查詢自 <http://www.find.org.tw/find/home.aspx?page=many&id=391>



絡、巨量資料與雲端技術發展，電子票證與電子錢包等行動支付機制逐漸普及，可以想見未來行動應用服務環境逐漸成熟後，民眾出門可不用攜帶現金，只需要智慧型手機即可整合多種支付方式，民眾可以選擇以智慧型手機內載悠遊卡電子錢包扣款、透過APP刷取QR Code以網路帳戶扣款，或以NFC感應方式進行手機信用卡支付等，甚至未來美國或中國大陸民眾來臺旅遊，亦可以Paypal或支付寶APP支付交易金額，減免攜帶與兌換新臺幣困擾。而虛擬貨幣的趨勢不僅是衝擊現金交易型態與商家端未處理作業，消費模式轉變亦同時加深民眾對於智慧裝置的依賴，進而影響傳統銀行業務運作與服務提供方式，因此監理機關與產業界均興起一波現行法規如何因應金融服務變革需求的討論。

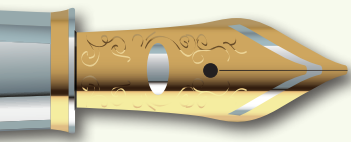
金管會主委曾銘宗於103年6月間即宣布積極推動數位金融3.0，考量到數位化、網路化、行動化將是未來金融服務趨勢，故金管

會擬朝向開放金融網路業務的方向鬆綁，並陸續完成相關法規檢討。以保險業務為例，金管會於103年8月29日公告「財產保險業者辦理特定保險業務時，得以取具足資證明要保人投保意願之相關證據，取代由要保人及被保險人於要保書簽章」，以因應行動化、網路化趨勢並簡化傳統書面簽名擲回的作業成本，金管會嗣於11月25日宣布網路投保業務第二階段，將放寬以網路方式首次註冊之非有效契約客戶，得藉由以本人信用卡或本人存款帳戶作為加強身分認證機制進行網路投保，以及以網路方式首次註冊之有效契約保戶在前開身分認證機制下，提高其投保額度，故金管會將修正現行「保險業辦理網路投保業務應注意事項」，並由產、壽險公會配合修正「保險業經營電子商務自律規範」及「保險業辦理電子保單簽發作業自律規範」。截至目前，金管會目前主要規劃開放金融3.0業務範圍如下：



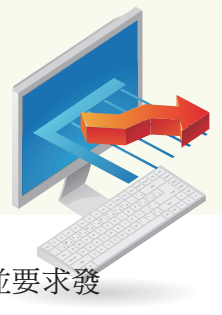
資料來源：作者自行繪製

金管會數位金融3.0發展方案



我國支付行動應用服務環境發展之重要進程	
法規面	產業面（重要事件或案例例示）
金管會於 101 年 1 月 16 日備查銀行公會訂定之手機信用卡安控基準，奠定以信用卡為基礎之行動支付環境重要基礎。	公平會於 102 年 1 月 23 日通過中華電信、臺灣大哥大、亞太電信、威寶電信（經臺灣之星合併）、悠遊卡公司及遠傳電信合資設立經營信託服務管理平臺，未來該管理平台得提供信用卡、票證及其他應用服務供應商一穩定有效的安控機制。
經濟部於 102 年 5 月公告資料處理服務業者受託處理跨境網路交易評鑑要點，取得評鑑合格證明的資料處理服務業，得與銀行合作受託代理申報結匯，解決跨境交易需求。	藍新科技於 103 年 3 月宣布推出「TWQ 臺灣支付」平台，與銀行 Web-ATM、儲值金支付帳戶、信託帳戶、超商 KIOSK 多媒體支付、境外第三方支付服務業者共同合作，提供社群網站商家代收轉付與交易履約保障。
金管會於 102 年 8 月 30 日，備查銀行公會研訂之「銀行受理客戶以網路方式開立儲值支付帳戶作業範本」，提供客戶開立儲值帳戶，作為網路交易代收代付服務使用。	兆豐銀、玉山銀、中信銀及第一銀等陸續提供客戶開立儲值支付帳戶服務。
經濟部於 103 年 1 月 13 日公告第三方支付服務定型化契約應記載及不得記載事項，適用於經濟部主管之以網路平台提供消費者透過連線方式進行支付活動之業者，並自同年 4 月 15 日生效。	
	<ol style="list-style-type: none"> 1. 聯信中心於 103 年 5 月宣布與 Visa 推出業界首創 mPOS 行動收單服務。 2. 銀行公會 103 年 6 月間研擬修訂手機安控基準，納入 HCE 行動支付技術，未來透過 App 虛擬卡號與動態金鑰進行交易。 3. 公平會於 103 年 7 月 2 日通過財金資訊公司、聯信中心及臺灣票據交換基金會共同經營金流信託服務管理平臺，信託服務管理平臺市場參與者將從 3 家增加為 4 家，促進競爭。
行政院會於 103 年 9 月 4 日通過「電子支付機構管理條例草案」，提供非金融機構業者以網路虛擬帳戶方式，辦理儲值及資金移轉業務之法源依據。	

本表由作者自行整理



一、信託服務管理平台奠定行動應用環境發展基礎

行動應用服務環境涉及使用者資訊交換、身分驗證及應用程式服務週期控管等管理需求，因此客戶個資保護與資訊安全為相關服務推展的要素。TSM平台即為全球行動通信協會（Global System for Mobile Communications Association）為解決NFC行動應用服務環境需求所發展出的運作架構。

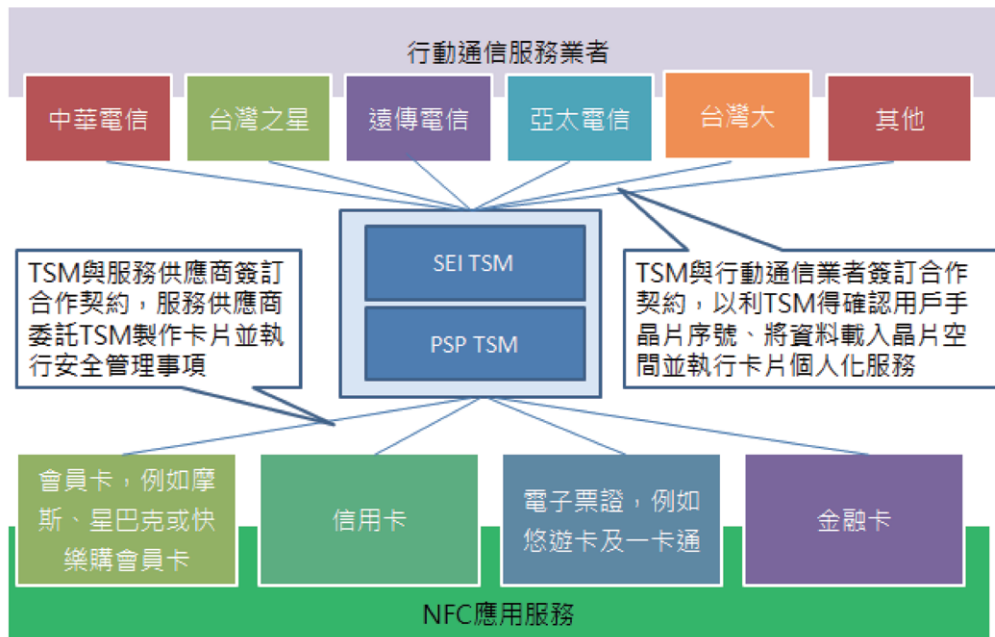
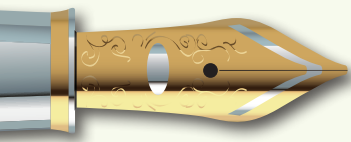
信託服務管理者係為服務供應商（Service Providers）——包含銀行、電子票證或會員卡發行企業等，與行動通信業者之間交換與傳遞訊息的中介平台，可增加NFC應用服務環境相關業者往來運作效率，該平台負責管理使用者手機安全儲存媒介特定空間之配置與管理，依服務供應商委託，將服務供應商提供之客戶資料準備封包，透過空中傳輸（Over the Air）方式寫入手機晶片安全儲存媒介以進行個人化作業，經客戶完成身分檢核並開通該應用服務後，即由信託服務管理平台對於寫入其手機晶片之資料安全與生命週期進行管理，以確保從虛擬卡片核發、開通、使用及終止服務等生命流程之安全性，提供使用者便利又安全的平台，因此信託服務管理平台可謂行動應用服務環境成功運作之核心關鍵，也是傳統金融服務如何在確保客戶資料安全下，從網路化、數位化跨進到行動化的重要基礎。

金管會於102年8月30日備查銀行公會訂定之「信用卡業務機構辦理手機信用卡業務安全控管作業基準」，該作業基準明訂辦理手機信用卡業務相關機構應符合的安全設計事項，規範行動通信業者、發卡機構、TSM

平台及持卡人間的權利義務關係，並要求發卡機構與TSM平台業者合作進行信用卡晶片個人化作業及相關作業時，應依「金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法」暨其相關規定辦理，亦即信用卡發卡機構委託TSM平台辦理信用卡發卡業務，應報經主管機關核准，且雙方合作契約應載明TSM平台須建立消費者權益保障、爭端解決機制及內部控制及內部稽核制度等，該作業基準讓TSM平台服務工作與安全標準更為明確，有助於促進NFC行動應用服務產業發展，目前各手機大廠亦看準NFC行動應用服務將成為行動智慧服務通訊機制主流，紛紛開始將NFC功能納為手機必備功能，因此未來金融服務型態亦可望搭配這波行動化風潮而更為活絡。

二、期貨業因應金融3.0之可能方向與挑戰

依「Bank 3.0」（中譯本為「銀行轉型未來式」）作者Brett King指出，當客戶可以在虛擬通路上，不受營業時間或交通地理阻礙，即可完成銀行業務申辦時，這對以分行佈點為營運基礎的銀行業造成莫大的衝擊，迫使銀行服務實體通路必需轉型才能保有其存在價值。Brett King進而分析指出，民眾對於線上購物的接受度越來越高的主要原因是方便，亦即客戶能夠快或更容易取得所需的產品或服務。另外，價格或是有競爭力的利率和費用也是驅動力，但這些驅動力在消費者市場的效果較為顯著，在金融服務領域則不然，就線上與行動裝置本質而言，越不複雜的產品或申請流程，就越適合在行動通路中銷售，因此目前亞洲地區消費者偏好之網



資料來源：作者自行繪製

金管會數位金融3.0發展方案

路零售金融商品，主要仍為信用卡、定存與按月分期付款、保險、股票、新開戶及個人貸款等³。

在金融3.0風潮下，我國主管機關已鬆綁現行金融實務關於現場身分驗證與紙本紀錄留存之作業方式，配合修訂相關辦法或事項，以利銀行開戶與部分險種投保業務得在網路環境中運作。然而，期貨商品基於商品價格與複雜性而言，對於一般金融消費者顯然較為陌生，但期貨業如何順應此波金融應用趨勢，借鏡其他金融業務發展情形，促進本身業務經營策略創新並奠定業務開展契機，即為亟思探討的議題，就期貨業邁向行動化可能方向與挑戰，可分為以下面向說明：

(一) 客戶資料交叉運用之個資議題

金融控股公司之子公司間交互運用客戶資訊，無論係實體營業據點、網站或APP為管道，均應符合金融控股公司法與金融控股公司子公司間共同行銷管理辦法相關規定。金融控股公司法於103年6月4日修正第43條，金融控股公司與旗下銀行保險及證券等子公司間得交互利用之客戶資料，限於姓名及地址，若有提供其他子公司關於客戶基本資料、往來交易資料等相關資料，應經客戶另行書面同意⁴，相較於修法前金控子公司間原先可交互利用之基本資料涵蓋姓名、出生年月日、身分證統一編號、電話及地址等，可謂大幅減縮；加之以主管機關已明確表示經以特定條件篩選所得客戶資料，資料實質

3 Brett King 著 / 孫一仕譯，銀行轉型未來式，財團法人金融研訓院發行，102年10月初版，頁157-158。

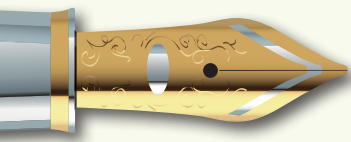


上已涵蓋客戶交易資料⁵，故金融控股子公司間就客戶資料交叉運用勢必受到大幅限制，對於金控體系下之期貨業影響層面包含三大方面：

1. 金控公司內部風險控管：金管會甫於103年8月8日修正發布之「金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法」，第37規定金融控股公司之風險控管機制，應包括訂定金控與子公司間整體性洗錢防制與打擊資助恐怖主義計畫之集團內資訊分享政策與程序。因此，在金融服務因應行動化趨勢而逐步開放以網路方式申辦業務，並限制子公司間交互使用客戶基本資料同時，未來個別子公司如何在洗錢防制、防範恐怖主義及詐欺事件等要求下，落實客戶識別（Know Your Consumer）與異常偵測亦為一大挑戰，以及子公司發現個別客戶紀錄情形異常時，得否依據集團內部資訊分享程序，勾稽比對客戶於其他
2. 金控子公司行銷策略：目前保險或證券仍多以電話方式向客戶行銷，而在金控法修正後，客戶電話已非金控子公司間得交互使用的基本資料範圍。因此，除非為本身客戶或原先即取得客戶同意提供基本資料以外之資料進行利用，否則傳統電銷業務推展將面臨困難，且金控公司運用客戶於各子公司交易或消費巨量資料，從事客層分析，對客戶服務由被動轉為主動精準行銷與客製化服務的空間，亦可能受到限制。在個資保護意識逐漸高漲且金融消費者保護趨於嚴格下，金控及旗下子公司有必要改變既有行銷策略，透過其他管道接觸或吸引潛在客戶，或是從各服務申請流程妥為規劃，以確保取得客戶提供其他子

4 修正理由謂：「有鑑於個人資料保護法業於民國99年5月26日修正公布，並於101年10月1日施行，有關金融控股公司之子公司間共同蒐集、處理及利用客戶個人資料已不宜繼續採行『選擇退出制』而低於個人資料保護法之保障標準。尤以金控業與消費者之資訊、地位、財力不對等之實況，其獲得之個人資料之質或量又較其他行業多且深，本於金控業可因取得客戶資料獲得經營利益，且有較大能力分散風險，自應負擔較大義務之論理，對此行業之規範更不應低於個人資料保護法之保障標準，以避免人格權受到廣泛侵害而悖離人民法感情。據上，爰改採『選擇加入制』精神，明定金融控股公司之子公司間除姓名及地址外，共同蒐集、處理及利用客戶個人基本資料、往來交易資料及其他相關資料，應依個人資料保護法相關規定辦理，避免金融控股公司之子公司間共同利用客戶個人資料進行行銷或商業行為，形成我國個人資料保護之法律漏洞。」

5 參照金管會102年12月31日金管銀控字第10200306331號裁罰案，主旨指出：「本會對貴公司辦理一般業務檢查（報告編號：101H025），經查貴公司將子銀行中國信託商業銀行所提供不同意其基本資料以外資料為行銷之目的而交互運用之客戶資料，經篩選後將該等客戶之資料提供予中國信託保險經紀人公司辦理共同行銷，違反金融控股公司法第42條第1項規定，依同法第60條第12款規定，核處新臺幣200萬元罰鍰。」



公司利用之書面同意，降低日後紛爭。補充說明，法務部函釋指出「同意書雖以電子方式為之，倘足以確認當事人意思表示，並有可為證明方式，即具『書面同意』之效力」⁶。因此金融機構亦得透過行動APP取得使用者書面同意，只要透過行動服務申辦作業或介面設計，提供手機使用者詳閱告知事項並於確認其身分後，取得使用者有為同意之意思表示並完整保存該軌跡資料，以供事後查驗確認，即可在符合電子簽章法與前開金控法與個資法規定下從事資料利用。

(二) 結合電子簽章憑證，強化行動服務功能

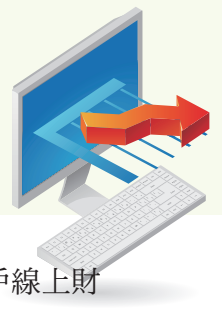
APP的興起，讓金融服務得以從個人電腦端朝向智慧型手機延伸，使金融服務不受地點限制，各家銀行無不積極開發「行動銀行APP」，提供民眾存款轉帳、繳費、餘額查詢、利率匯率查詢、歷史明細查詢、信用卡消費紀錄查詢、信用卡紅利積點查詢，或結合證券、保險等業務，提供股市資訊查詢、基金查詢、下單等金融理財服務。在金融3.0風潮下，期貨業邁向行動開戶、下單應考量事項，可包含以下兩大方面：

1. 以電子簽章憑證機制確保電子文件真偽及推定證據價值：行動應用服務功能能否拓

展，仰賴電子簽章制度，亦即如何確保消費者透過行動裝置發出訊息之有效性。例如，金融機構銷售期貨信託基金或提供全權委託期貨交易業務服務時，依「金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法」相關規定，應訂定瞭解金融消費者審查作業程序及留存之基本資料，並經金融消費者簽名或適當方式確認。又，臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第48條亦規定：「期貨商與採行電子式交易型態之委託人間，其期貨交易買賣之委託、委託回報及成交回報等電子文件之傳輸，應使用憑證機構所簽發之電子簽章簽署，憑以辨識及確認」，因此期貨業未來若擬提供客戶透過行動裝置，辦理線上審閱簽約、申購，即應考量如何在行動裝置確實達到客戶身分驗證與電子簽章機制，以確保期貨交易紀錄之身分識別（Authentication）、隱密性（Confidentiality）、完整性（Integrity）及不可否認性（non-repudiation）⁷。

2. 金控集團單一憑證可行性：目前金控旗下銀行或證券子公司多係以憑證簽發加上帳號密碼方式，供客戶於行動裝置上以該帳號密碼登入系統使用服務，惟此一來產生兩大問題，一是金融服務提供者須控管帳

6 法務部 102 年 3 月 21 日法律字第 10203502480 號函釋參照，要旨為政府機關辦理國家考試，與內政部戶役政系統及國內高中（職）以上學校，共同辦理資訊交換平臺，實施應考人報名資料檢核，係基於「試務行政」特定目的，執行考試法規所定職務，於審查應考人應考資格必要範圍內，自得合法為個人資料蒐集及利用之；應考人進行國家考試網路報名系統報名，均經告知並需填具同意書始得進行報名，同意書雖以電子方式為之，倘足以確認當事人意思表示，並有可為證明方式，即具「書面同意」之效力。



號密碼與原先憑證間生命週期的一致性，避免發生憑證效期屆滿後，客戶仍能以帳號密碼使用服務之漏洞；二是金控旗下每一銀行或證券各自核發憑證，不僅提高憑證發放成本，亦造成客戶端更新與管理憑證的勞費。

有鑒於TSM平台功能係在手機安全儲存媒介中載入個人化資料，並為手機持有人執行各項服務從事身分認證與安全控管，隨著TSM平台步上營運軌道，未來金控公司或許亦可考量透過TSM平台提供金融憑證、自然人憑證或工商憑證OTA發卡服務，大幅解決金融服務領域之身分檢核與安全控管需求，並得考量整合旗下各金融業務使用之憑證，委託TSM平台核發電子簽章憑證，強化金融消費者得在行動裝置上以單一憑證享有多種保險、銀行及期貨等多種行動金融服務，進而提供金控公司及其所屬子公司得透過集團品牌之行動APP，整合提供各項金融商品，並藉由e化作業流程設計，確實取得客戶同意提供交易資料所需之書面，以促進客戶資料交互使用之效益。

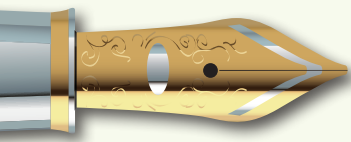
在多家銀行與保險公司已積極跨足行動領域之際，期貨業除因應金融3.0趨勢並從客戶資料交叉運用與行動應用服務憑證管理兩方面，檢視有無調整因應營運策略之必要以

外，亦可透過行動APP方式提供客戶線上財富管理諮詢或國際期貨資訊分享，提升客戶對於使用行動裝置取得期貨商品服務的熟悉度。另，伴隨著行政院會於103年8月通過電子支付業務機構管理條例草案（以下簡稱電子支付草案）後，促進我國電子商務市場金流服務多元化，亦帶動虛實通路整合行銷的契機，有助於NFC行動應用服務環境趨於成熟，而期貨業或許亦可持續觀察此金流服務法制規範變革，評估藉由與電子支付業者策略聯盟，透過電子支付服務業者在各產業的服務觸角，開發更多客戶。因此，本文以下即簡介第三方支付商業模式，並分析電子支付草案對於期貨業的可能利基。

貳、第三方支付服務興起與商業模式

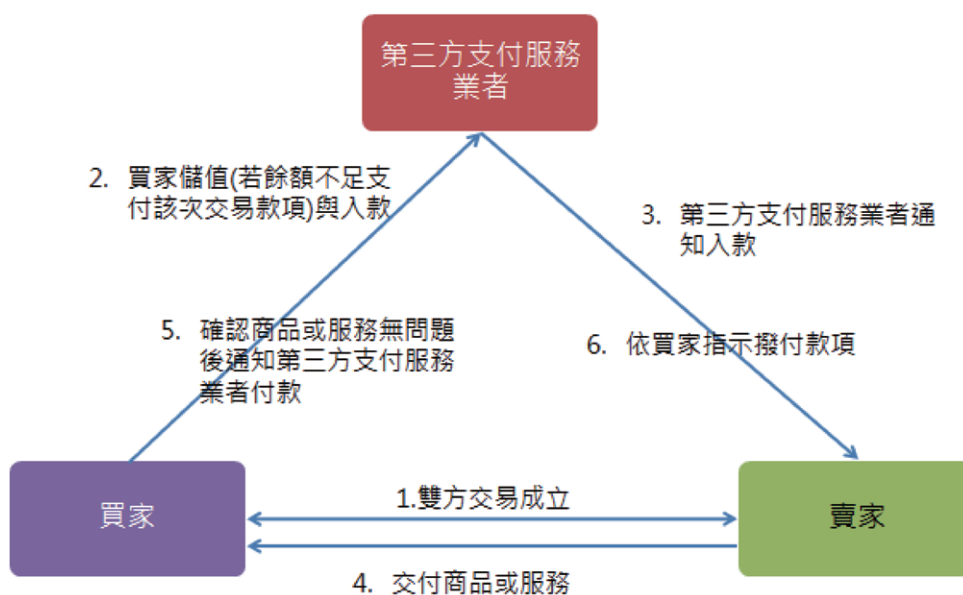
臺灣因為金融服務普及、銀行及超商密集與信用體系完整，因此對國內消費者而言，無論透過網路銀行匯款轉帳、使用信用卡付款或超商貨到付款均相當便利，但電子商務市場發展需求，尚有來自跨國金流與促進消費安全的考量，由網路交易平台作為信用卡特約商店並提供旗下賣家信用卡款項代收轉付服務，係針對各筆交易款項且限於信用卡付款，並無儲值功能，無法完全符合電

7 依電子簽章法第9條第1項規定：「依法令規定應簽名或蓋章者，經相對人同意，得以電子簽章為之。」故若文書係依法令規定應簽名或蓋章者，由簽署人在經相對人同意下以工商憑證簽署時，即屬符合依法令規定之簽名或蓋章。依民事訴訟法第363條第1項準用同法第358條第1項，私文書經本人或代理人簽名或蓋章時，推定為真正。但所謂不可否認之效力係指推定具有形式證據力，並非負有舉證義務之該方即無從舉證否認，例如憑證用戶能證明自然人憑證遭他人盜用而非其親自以該憑證簽署時，仍得否認該文書真正性。



子商務市場對於履約擔保與降低資金移轉成本的需求，且線上信用卡付款系統業務手續費與管理成本亦高，無法滿足C2C或B2C電子商務市場金流服務需求，故更為彈性的第三方支付服務遂在此背景下興起。

第三方支付是指在交易雙方間建立一個中立的支付平台，為買賣雙方提供價金保管與款項代收付服務，基本架構如下：



資料來源：作者自行繪製

第三支付的商業模式大致分為以下兩種：

商業模式	說明	優勢
資金移轉	克服地理區隔與簡便匯款手續，由業者提供使用者開立儲值帳戶並於交易時從該帳戶扣款，例如美國 Paypal 即為成功典型。	促進跨國網購交易量，並有助於擴大該電子商務市場的規模及成長性。
履約擔保	著重由第三方提供交易款項代管與指示交付服務，第三方支付服務業者先收受代收款項後，通知賣家貨款收訖，賣家即依買方約定出貨，經買方收到商品確認無誤後，可通知第三方支付服務業者付款給賣家，或在符合一定條件後將代收款項撥付予賣家。	防堵交易詐騙並減少消費紛爭，有助拓展 C2C 電子商務市場發展提供消費者多元支付工具，不限於信用卡。

本表由作者自行整理



從第三方支付商業模式，可區分出其業務範圍，大致包含以實質交易為基礎所從事之代理收付款項，以及預先吸收社會大眾資金之儲值與非基於實質交易之資金移轉等項目。而隨著行動裝置普及與TSM平台趨於成熟化，不難想見未來民眾得在符合安全信賴環境下，在實體通路亦能透過行動裝置選擇以虛擬信用卡或電子支付方式支付。

叁、電子支付草案內容對期貨業之影響

行政院考量電子商務金流服務需求，於102年8月間定調短期為使第三方支付儲值相關服務能盡快上路，先由銀行與第三方支付服務業者合作提供網路帳戶儲值服務⁸，長期則以制定電子商務第三方支付服務管理專法為目標。因此，目前非金融機構業者經營儲值業務，得選擇與銀行合作，由會員透過其在銀行開立的網路儲值支付帳戶進行各項交易款項支付，或是依現行電子票證發行管理條例提供會員或使用者以電子票證支付。經濟部原於102年12月擬訂「非金融機構電子商務支付服務管理條例草案」並送交行政院審查，惟為強化消費者權益並更貼近電子商務市場生態與業者需求，行政院即將主管機關權責轉予金管會，嗣於103年9月4日通過「電子支付機構管理條例草案」後，以明確提供非金融機構業者以網路虛擬帳戶方式，辦理

儲值及資金移轉業務適當的法源，對於我國第三方支付服務推動可謂相當重要的進展。

一、電子支付草案規範之業務範圍

依電子支付草案規定，目前開放業務項目，除以實質交易為基礎的資金移轉以外，尚包含收受儲值款項、無實質交易之資金移轉（電子支付帳戶間款項移轉）及兼營電子票證業務，且含括實體通路交易（線下交易）之支付服務。就該草案規範電子支付機構業務型態及其實務效益，以右表整理說明。

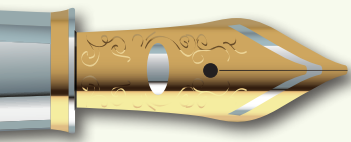
二、電子支付草案內容對於期貨業之影響

臺灣主要網購平台、線上遊戲、電信商、銀行、電子票證業者等，均已表達對於推展第三方支付業務與市場發展的高度興趣與期待。就行政院版電子支付草案內容對於期貨業可能效益與影響，可分為以下面向說明：

（一）消費者以儲值款項購買期貨商品仍有待主管機關開放

草案第21條第3項規定：「專營之電子支付機構對於儲值款項，得於一定比率內為下列各款之運用或指示專用存款帳戶銀行運用：…四、購買經主管機關核准之其他金融商品」。因此，主管機關未來若核准消費者電子支付儲值款項得用以購買期貨商品，應有助於期貨業提供客戶更多元資金移轉方

8 金管會於同年8月30日金管銀票字第10240002940號函准予備查中華民國銀行商業同業公會全國聯合會訂定之「銀行受理客戶以網路方式開立儲值支付帳戶作業範本」，提供客戶開立儲值帳戶，作為網路交易代收代付服務使用（限付款、退款，不得作為收款使用）及同一銀行儲值支付帳戶間轉帳。



式。然而就目前草案內容而言，使用者帳戶餘額與電子帳戶間資金移轉金額均限制不得超過3萬元，雖為主管機關基於合理控管電

子支付業者作業風險之管制考量，但將電子支付定位為小額零售支付與資金移轉，恐導致使用者無法透過此支付機制選購高單價金

草案規範內容		實務影響與效益
適用對象	1. 非金融機構（專營）。 2. 電子票證發行機構（兼營）。 3. 銀行與中華郵政（兼營）。 僅經營代理收付實質交易款項且總餘額未逾主管機關公告金額者，不適用該草案。	1. 不限產業類別亦不限執照核發張數，開放競爭。 2. 電子支付專營機構與銀行等兼營機構如何互利共生或建立市場區隔，有待觀察。 3. 僅辦理代收轉付實際交易款項且總餘額未逾金管會公告金額者，適用經濟部公告之第三方支付服務定型化契約應記載及不得記載事項。
業務項目	內容	實務影響與效益
代理收付（必要業務項目）	基於實質交易之代理收付實質交易款項。	1. 電子支付服務業者基於消費者指示或特定條件成就後移轉款項至指定帳戶。 2. 未來可望配合消保法上郵購商品七日猶豫期，供賣家確認退貨無誤後退還款項，簡便作業。 3. 預付型禮券信託履約擔保制度，由電子支付業者協助辦理款項提交信託履約擔保，擴展電子支付服務應用範圍。
儲值	預先吸收社會大眾資金之收受儲值款項。	提供儲值服務後，得以單一儲值帳戶支付各通路或合作商家之交易款項，強化消費者對於電子支付服務之黏著度。
電子支付帳戶間款項移轉	以非基於實質交易之資金移轉為範圍。	1. 強化電子支付作為資金移轉機制，並可作為會員獎勵回饋。 2. 作為 B2B 以銀行存匯以外方式進行資金移轉，得提付作為保證金或定金等，促進 B2B 電子商務市場金流服務。
兼營電子票證	經主管機關依電子票證發行管理條例之規定核准者，得兼營電子票證業務。	1. 因應支付工具電子化趨勢，確保電子支付具備電子錢包功能。 2. 未來消費者可於實體通路以電子支付業者提供之機制付款，強化線上口碑行銷導流與線下消費活動的連結，即促進 O2O 支付型態（Online to Offonlin）。
其他經准許之業務	容許電子支付機構對於經主管機關核准代理收付款項之金融商品或服務，得提供支付服務。	支付機構本身目前不得經營基金買賣、融資借貸或保險等業務，但主管機關未來得開放電子支付機構經營其他業務，且亦得開放提供其他相關支付服務之空間，以因應業務發展趨勢及鼓勵業者積極創新。

本表由作者自行整理



融商品，諸如期貨、股票或基金等，亦忽略B2B電子商務金流服務之需求。因此，期貨業未來能否提供客戶使用電子支付方式購買期貨商品或繳納認購金等，尚待觀察實務需求與主管機關態度。

（二）期貨業可與電子支付業者策略聯盟，開發潛在客戶

草案開放電子支付服務業者得兼營電子票證，有助於帶動O2O行銷模式，亦即打破線上與線下疆界，實現線上銷售、線下服務，並得透過使用者所持智慧型手機於實體店面交易付款時，完整蒐集消費者歷程，無論是將消費者實體消費累積點數轉為線上購物現金折扣，或會員線上參與活動取得優惠或資格至實體店面換購等，或透過消費資料巨量分析而改善服務效能等，均有助於促進線上線下相互導流之行銷方法創新。

電子票證發行管理條例明文禁止發行機構利用持卡人資料為第三人從事行銷行為，惟目前電子支付機構管理條例草案未有類似禁止規定，因此電子支付服務業者在符合個資法相關規定下，對於使用者個資利用型態應可有較活潑的運用，例如電子支付服務業者得追蹤使用者智慧型手機回傳所在位置，提供鄰近合作店家資訊而提供鎖定式行銷服務，進一步朝向M2O（Mobile to Online/Offline）發展。鑒於草案對於電子支付交易額度與購買金融商品類型之限制，因此多數金融商品或服務仍僅能以廣告方式提供使用者瀏覽，核心支付功能仍仰賴實體服務據點或銀行支付體系完成。然而，電子支付服務

業者服務業別廣泛，因此期貨業或許仍可透過與電子支付服務業者的策略聯盟，例如以會員點數或線上活動經驗值兌換理財諮詢服務或享有早鳥優惠，或是由電子支付服務業者經客戶同意下，提供對於金融商品與風險投資有興趣之客戶名單供合作之期貨業聯繫等，而觸及全新或鮮少開發的客戶族群。因此，電子支付服務興起後對於期貨業而言，可望帶來切入潛在客戶通路之契機。

結語

隨著行動應用服務環境成熟與客戶消費模式轉變，期貨業對於客戶開發與客戶服務管理的經營方式也應有所變化，尤其在行動網路時代，實體營業據點不再成為服務通路主要基礎，期貨業更應該審慎評估如何因應金融3.0風潮，提供客戶隨時隨地享有服務並獲取資訊，並在電子簽章法與個人資料保護法等法規遵循要求下，改善行動介面流程設計與考量，以促進期貨業在虛擬通路的潛在利基。另外，就行政院版電子支付草案內容而言，期貨業尚難提供客戶更多元的資金移轉管道，惟仍應觀察該法未來發展情形，並得透過與新興電子支付服務業者的策略聯盟，提高期貨業對於不同產業鏈潛在客戶群的觸角。

CNFA

專題報導



為維護期貨市場交易秩序與保障交易人權益，本刊特別摘敘美國CFTC強化期貨交易人權益保障修正法案重點，有關強化期貨商客戶保護、風險管理制度、內部控制制度、資本及流動性標準及向客戶揭露相關資訊之規定，並摘要說明我國相關規範，以利讀者參考。



美國 CFTC 強化期貨交易人權益保障修正法案概述

期交所◎張建民

美國商品交易法(Commodity Exchange Act)第4d(a)(2)條規定期貨客戶為交易期貨契約或選擇權契約所繳交之保證金及擔保品，歸屬於期貨客戶，應與期貨商之自有資產分離存放，美國商品期貨交易委員會(CFTC)所建立之揭露與財務責任架構，以及市場監理重點，即在保護期貨交易人存放於期貨商之現金、證券或其他資產，以執行商品交易法相關法規。近年美國有兩家期貨商因客戶資金短少而宣告破產，分別是2011年的明富環球集團(MF Global Holdings Ltd.)，因將客戶保證金專戶(以下簡稱客保專戶)之資金投資於歐洲主權債券失利而挪用客戶資金，以及2012年百利集團(Peregrine Financial Group)及其執行長Russell R. Wasendorf, Sr.因不當運用客戶資金，編製虛假財務報表，違反客戶資金分離存放相關規定等情事。此類事件顯示期貨商未分離存放客戶資金，以及

將客戶資金用於不當目的之違法行為，將可能損及客戶權益，並造成期貨商經營困難，CFTC爰自2012年10月起開始草擬有關規範強化期貨商客戶保護、風險管理制度、內部控制制度、資本及流動性標準及向客戶揭露相關資訊之規定，並於去(2013)年11月14日發布有關強化客戶資金保障相關法令之修正公告(Federal Register V.78 No.220)，相關法令於今(2014)年1月13日起生效。

壹、CFTC法規修正重點

- 一、法規 § 1.10 Financial Reports of Futures Commission Merchants and Introducing Brokers：係有關期貨商及期貨交易輔助人之財務資料申報規定，要求期貨商每月須向CFTC及指定自律組織(Designated Self-Regulatory Organizations, DSRO)申報尚未經會計師查核之財務報告，每年



Feature Report

則須申報經獨立會計師查核之財務報告；申報內容包括財務狀況、虧損盈餘、股東權益變動及證明期貨商符合最低資本及客戶資金分離要求之計畫表。修正重點如下：

- (一) 要求期貨商揭露客保專戶中，其自有資金之剩餘利益(Residual Interest)金額。
 - (二) 於月申報表格中新增Cleared Swap Segregation Schedule，要求期貨商須將自有資產與從事Cleared Swap(集中結算交換契約)交易之交易所存入之擔保品分離存放，以及Swap客保專戶中帳戶資金之相關說明。
 - (三) 修正期貨商申報表(Form 1-FR-FCM)，新增申報期貨商所控管之分離帳戶內有關客戶從事集中結算交換契約(Cleared Swaps Customers)之金額。
 - (四) 修正期貨商申報年度財報時限由會計年度(fiscal year)終了90天內調整為60天內。
 - (五) 修正槓桿比率(Leverage Ratio)計算方式並要求各期貨商按月向CFTC提交其資產負債表的槓桿比率。
 - (六) 有關申報程序，係要求期貨商以電子文件方式向CFTC申報每月未經會計師審核之1-FR-FCM表單、重點報告及經簽證之年度財務報告。現行期貨商使用WinJammer電子申報系統申報未經簽證財務資料，經簽證之年度財務報告採書面方式，新規定則調整為期貨商可使用WinJammer系統，提交經簽證年度財務報告之PDF檔。
- 二、法規 § 1.11 Risk Management Program for Futures Commission Merchants：係有關期貨商之風險管理規定，要求收受交易人現金、有價證券、其他資產作為保證金之期貨商，須建立維護及監督管理期

貨商之風險管理政策和程序，包含經公司董事會核可之書面文件。修正重點如下：

- (一) 定義交易人(Customer)、業務單位(Business Unit)、高階監管單位(Governing Body)、分離管理之客保專戶資金(Segregated Funds)及資深管理單位(Senior Management)，以明確包括居間交易(Intermediary for Customer Transactions)及保護客戶保證金(Safeguard Customer Funds)在內之期貨商義務。
 - (二) 要求期貨商應建立與業務單位分離之風險管理單位，並直接向公司資深管理單位報告；及期貨商應擬具書面之風險管理程序，並經高階監管單位核准，副本提交CFTC及DSRO備查。
 - (三) 風險管理程序應包含(1)風險確認(包括期貨商所有業務、關聯公司帶來的風險，以及所有其他交易活動)，並設定風險承受能力上限；(2)向高階管理單位及監管機構定期進行風險報告；(3)風險控制措施；(4)資本控制機制；(5)建立風險管理計劃，包括隔離自有資金及客戶資金。
 - (四) 要求期貨商每年須由內部稽核人員、合格的外部稽核或公正的第三方進行年度審查，以確保風險管理計畫的妥適性。
- 三、法規 § 1.12 Maintenance of Minimum Financial Requirements by Futures Commission Merchants and Introducing Brokers：係有關期貨商及期貨交易輔助人維持最低財務標準之規定。當期貨商有無法維持其最低法定資本額、無法保存其簿記(books and records)、無法適當分離存放客戶資金(properly segregate customer funds)等情形時，應通報CFTC及其指定自律組織(DSRO)。修正重點如下：



- (一) 通報時機：期貨商於發生無法維持其最低法定資本額或無法遵循客保專戶分離存放規定之當下，即便期貨商認為仍需較多時間評估狀況，仍應立即向CFTC通報，若後續情況較為明確後，期貨商尚可修正先前通報內容。
 - (二) 期貨商調整後淨資本額低於標準時，即使尚無法計算確切資本金額，仍應立即向CFTC通報。
 - (三) 期貨商之客保專戶或國外期貨客保專戶倘發生資金短缺，需即通報CFTC及DSRO，倘期貨商之Cleared Swaps Customers客保專戶資金數額不足時，亦須立即通報。
 - (四) 期貨商運用客保專戶資金之投資項目，或投資持有方式倘不合法規 § 1.25之規定時，應立即通報。
 - (五) 期貨商發生重大財務不利影響或業務重大變動，或包括其母公司、重要關聯公司在內之信譽受到重大負面影響時，應立即通報。
 - (六) 期貨商倘接到美國證券交易委員會(SEC)、DSRO或其他證券自律組織之通知、檢查報告或書函，應立即提交副本予CFTC，俾利CFTC進行適當監督。
 - (七) 倘達到須向CFTC通報之情況，現行期貨商可採電話、傳真、電郵、電子申報系統(electronic filing system)等方式通報，新法修正期貨商應以電子申報系統方式(目前是WinJammer™系統)向CFTC報告，或依CFTC之指示辦理。(WinJammer™系統簡介詳如附錄1)
- 四、法規 § 1.15 Risk Assessment Reporting Requirements for Futures Commission Merchants：係有關期貨商之風險評估報告，現行要求期貨商須在每年終了120天內提交予CFTC，內容包含期貨商之

組織圖、財務營運、風險管理政策與程序、系統維護，以及年度合併財務報表。新法要求期貨商須以電子傳輸方式(即WinJammer系統)申報，或依CFTC之指示辦理。

五、法規 § 1.16 Qualifications and Reports of Accountants：係規範期貨商之會計師資格標準，必須符合CFTC規定，修正重點如下：

- (一) 要求期貨商之會計師需經過美國公眾公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)測驗合格，以確保其有查核期貨商之能力，且應向PCAOB登記。
- (二) 經PCAOB檢查後發現之缺失須在3年內補正。
- (三) 期貨商的治理單位(governing body)應檢視PCAOB有關會計師之檢查報告以評估其會計師之適格性。
- (四) 期貨商之會計師應出具其稽核過程是否符合PCAOB所採用之一般公認稽核標準意見。

六、法規 § 1.17 Minimum Financial Requirements for Futures Commission Merchants and Introducing Brokers：係有關期貨商及期貨交易輔助人之最低財務標準，例如現行期貨商之調整後淨資本額應維持在1百萬美元以上，期貨交易輔助人之調整後淨資本額應維持在4萬5仟美元以上。當期貨商無法符合最低財務標準，則須終止營業並將其客戶部位移轉至其他期貨商。修正重點如下：

- (一) 授權CFTC得視實際需要，要求期貨商出具書面證明，表明具足夠之流動性以持續營運。倘期貨商無法立即提出書面證明，或提供之資料無法顯示其具備足夠之流動性，則期貨商須交出其客戶資



Feature Report

金，並立即終止營業。

- (二) 期貨商若同時為證券商，有關SEC資本計提(Capital Charge)之規定亦同樣適用該期貨商。
- (三) 由現行期貨商須於追繳客戶保證金3天後，在其淨資本中扣除該客戶保證金不足之數額，以及追繳內部人或綜合帳戶(Noncustomer and Omnibus Accounts)保證金2天後，扣除該內部人或綜合帳戶保證金不足金額之規定，皆修正為保證金追繳1天後即須扣除。例如某客保專戶於星期一發生保證金不足情形，倘期貨商於星期二發出保證金追繳，星期三營業時間結束前，若交易人仍未補足保證金，則期貨商須將此不足數額自淨資本中扣除。

七、法規 § 1.20 Futures Customer Funds to be Segregated and separately accounted for：係有關期貨客保專戶之分離管理，說明期貨商應將客戶資金存放在客保專戶內，並與自有資金分離管理。修正重點如下：

- (一) 期貨商得依法規 § 1.11所規定之風險管理政策及程序，將客戶資金存放於以下保管機構：(1)銀行或信託公司(2)衍生性商品結算機構(3)其他期貨商(4)依法存放於美國以外之機構。(保管機構相關規定，詳如附錄2)
- (二) 期貨商應計算客保專戶內每一客戶之淨清算權益(Net Liquidating Equity)，亦即每一客戶資金經加計契約損益、相關費用等調整後之市值。(淨清算權益相關規定，詳如附錄3)
- (三) 期貨商及結算機構存放客戶資金於保管機構前，應先取得保管機構之確認函，並通報CFTC及DSRO，異動時亦同。
- (四) 基於期貨商管理效能，期貨商可將交易

人繳存之保證金混合存放於單一帳戶或多個帳戶，但除依 § 1.23規定為維持結算交割等相關義務履行存入之自有資金外，禁止摻雜自有資金。

- (五) 限制期貨商對客保專戶資金之使用。
- (六) 期貨商及結算機構將客戶資金存放於銀行或信託公司時，需依規定可隨時自銀行或信託公司提領。

八、法規1.22 Use of Futures Customer Funds Restricted：係有關客保專戶資金使用之限制，修正重點如下：

- (一) 期貨商不得將一期貨客戶所繳存的期貨客戶資金，用於該期貨客戶以外之任何人作為期貨交易之用。
- (二) 期貨客戶之資金應該用於該期貨客戶於指定契約市場(Designated contract markets, DCM)之交易。
- (三) 定義每一客戶保證金不足之金額(Undermargined Amount)為該客戶部位所需保證金總額超過該客戶存放在客保專戶內之價值。
- (四) 期貨商應每日計算其保證金不足之金額，亦即該期貨商所需之衍生性商品結算機構(Derivatives clearing organization, DCO)原始保證金減去其客保專戶淨清算權益值。
- (五) 為因應期貨商不得將一期貨客戶所繳存的期貨客戶資金，用於該期貨客戶以外之任何人作為期貨交易之規定，期貨商之自有資金應足以彌補所有期貨客戶保證金不足之金額。
- (六) 定義期貨商剩餘利益補足期限(Residual Interest Deadline)為該期貨商每日在DCO結算交割之時點。

九、法規 § 1.23 Interest of Futures Commission Merchant in Segregated Futures Customer Funds; Additions and Withdraw-



als：係有關期貨商對客保專戶內自有資金之存入與提取。當期貨商發現客保專戶之資金不足以支應其所負擔之義務時，期貨商應立即以足額之自有資金存入客保專戶，以符合相關規定。修正重點如下：

- (一) 期貨商存入之自有資金可包括符合法規 § 1.25 規定且未經抵押之有價證券，以鼓勵期貨商於客保專戶內維持足夠之資金，確保相關結算義務履行。
- (二) 期貨商除非為期貨交易人之權益，或客保專戶內有超額之自有資金，否則不得自客保專戶內提領其自有資金。
- (三) 除支付予期貨客戶或為期貨客戶之利益外，當期貨商自客保專戶內提領其自有資金之比率超過前一營業日自有資金之 25% 時，須經公司 CEO、CFO 或其他已列表於 Form 7-R 之資深主管同意。
- (四) 若期貨商在客保專戶內之剩餘利益低於其目標門檻時，期貨商應在次一營業日營業終了前補足。或者，期貨商亦可修改其存入剩餘利益目標門檻之金額，但必須根據其依 § 1.11 制定之程序作業，並維持訂定之目標門檻。

十、法規 § 1.25 Investment of Customer Funds：係有關客保專戶資金之投資，現行期貨商以客保專戶內資金投資單一交易對手附賣回(Reverse Repurchase Agreement)交易時，交易對手須為合格之銀行及政府證券交易商，且不得為期貨商之附屬機構，單一交易對手附賣回交易之金額不得超過客保專戶資金之 25%。新規定中，明確定義所謂單一交易對手應納入該交易對手之關係企業，亦即期貨商與單一交易對手及其關係企業之附賣回交易金額合計不得超過客保專戶資金之 25%。

十一、法規 § 1.26 Deposit of Instruments Purchased with Futures Customer Funds：現行規定客保專戶資金投資標的(例如共同基金)之保管，須與期貨商或 DCO 之自有帳戶分離管理，投資標的保管帳戶名稱須可明確辨識屬於期貨客戶所有，並依相關法規分離存放。修正重點如下：

- (一) 明確定義期貨商及 DCO 投資貨幣市場共同基金(MMMFs)必須符合 § 1.25 准許之投資規定。
- (二) 期貨商及 DCO 應取得投資標的保管機構之確認函。

十二、法規 § 1.29 Gains and Losses Resulting from Investment of Customer Funds：係有關客保專戶資金投資之損益，原先期貨商及 DCO 可保留運用客保專戶資金之投資收益及利息，無需返還交易人，現規定明訂期貨商或衍生性商品結算機構對運用客保專戶資金投資之虧損須自行負擔責任，不得由期貨客戶負擔。

十三、法規 § 1.30 Loans by Futures Commission Merchants; Treatment of Proceeds：係有關期貨商對客戶所提供之融資，規定期貨商得於接受客戶之證券或財產等擔保品後，以自有資金提供客戶融資，期貨商經與客戶書面明確約定後，亦可將該擔保品再抵押或出售。新法規定期貨商不可以無擔保方式提供客戶融資保證金，或接受客戶以自己交易帳戶內之期貨或選擇權部位作為融資擔保品。

十四、法規 § 1.32 Reporting of Segregated Account Computation and Details Regarding The Holding of Futures Customer Funds：係規定期貨商對於分離存放之客保專戶，應每日留存餘額紀錄，以及期貨商在客保專戶內之自有資



Feature Report

金金額；屬於客戶之資金，應採淨清算權益法(Net Liquidating Equity Method)計算。修正重點如下：

- (一) 期貨商須於次一營業日中午前，向CFTC及DSRO申報每日客保專戶報表。
- (二) 期貨商須以每月第15日(若15日非營業日，為次一營業日)及最後1個營業日為準，向CFTC申報有關客保專戶資金存放之保管機構，包含使用客保專戶資金投資之保管機構明細。
- (三) 有關期貨商每月兩次向CFTC申報之時限，不得超過申報日次一營業日晚間11時59分。

十五、法規 § 1.52 Self-Regulatory Organization Adoption and Surveillance of Minimum Financial Requirements：係有關自律組織(SRO)之指定及SRO對期貨商最低財務要求之監理，要求SRO應依法對期貨商進行監督，確保期貨商遵循主管機關及SRO有關最低財務要求及申報之規定。修正重點如下：

- (一) 期貨商若同時屬於兩個以上SRO之會員，SRO對該期貨商之監理，應組成聯合稽核委員會(Joint Audit Committee)，並制訂共同稽核之執行方案。
- (二) 要求各SRO訂定期貨商之最低財務標準及要求相關報告之原則，並要求其會員期貨商建立至少符合 § 1.11 要求之風險管理計劃。
- (三) 要求各SRO建立一個監督計劃，監督其會員期貨商遵守SRO及CFTC對最低資本及相關報告之要求，維持客戶保證金分離，風險管理計畫，財務報告申報，及其他法令規定之義務。
- (四) 要求各SRO聘用審查專家，至少每兩年

進行評估SRO監督成效及監督程序的運用。

十六、法規 § 1.55 Public Disclosures by Futures Commission Merchants：係有關期貨商資訊之公開揭露。期貨商應於客戶開戶前向客戶提供獨立之書面風險揭露聲明(Separate Written Risk Disclosure Statement)，並取得客戶簽核確認其已瞭解聲明內容。修正重點如下：

- (一) 期貨商應向客戶揭露下列事項：
 1. 當期貨商發生破產、無力償債，或不當使用客戶資金時，客保專戶並不受存款保險之保障。
 2. 當期貨商發生破產或無力償債時，其結算機構並不保障期貨商之客保專戶。
 3. 期貨商係以混合(Commingled)之方式，將客戶之資金存放於客保專戶內。
 4. 期貨商得依法規准許之投資項目，將客戶存放之資金從事投資。
 5. 期貨商得將客戶之資金存放於與期貨商屬同一關係企業之銀行。
- (二) 期貨商應提供其有關業務、營運、風險概況，以及分支機構之資訊。

十七、法規 § 22.2 Futures Commission Merchants: Treatment of Cleared Swaps and Associated Cleared Swaps Customer Collateral：係有關期貨商對Cleared Swaps，以及有關Cleared Swaps客戶擔保品之規定。相關新增或修正之內容參照前揭法規 § 1.20、§ 1.22、§ 1.29、§ 1.32等有關期貨交易之規定，俾使交易Cleared Swaps時也有與一般期貨交易一致之標準。

十八、法規 § 30.7 Treatment of Foreign



Futures or Foreign Options Secured Amount：係有關國外期貨與選擇權交易客戶保證金處理之規定。其保管機構限為美國境內銀行或信託公司、美國境外法定資本額超過10億美元之銀行或信託公司、CFTC註冊之期貨商、DCO、國外交易所之結算機構、國外交易所會員，或該國外交易所會員或結算機構指定之保管機構等。

法規 § 30.7 新增或修正國外期貨與選擇權交易之內容，參照國內交易前揭法規 § 1.22 客保專戶資金使用限制、§ 1.25 客保專戶資金運用，以及 § 22.2 集中結算交換契約之客戶擔保品規定併同修正，俾使國外交易亦有一致之標準。

貳、美國客戶資金保護相關規定實施時程

CFTC於2013年10月30日，就強化期貨商及DCO保管客戶資金之保護，表決通過「Final Rules Enhancing Protections Afforded Customers and Customer Funds Held by Futures Commission Merchants and Derivatives Clearing Organization」，除下列時程外，相關法令於2014年1月13日起生效：

- (一) 法規 § 1.10 有關期貨商須在會計年度結束後60天內提交經審計之財務報告，於2014年6月1日起實施。
- (二) 法規 § 1.11 有關期貨商向CFTC提交其風險管理政策及程序，必須在法令生效日後180天內完成。
- (三) 法規 § 1.16 有關期貨商之查帳會計師須向PCAOB辦理登記之規定，於2014年6月1日起實施。
- (四) 法規 § 1.17 有關期貨商資本計提之規定，於法規公布於Federal Register一年後實施。

- (五) 法規 § 1.20、§ 1.26、§ 30.7 有關取得客戶保證金保管機構確認函之規定，於法令生效日180天後實施。
- (六) 法規 § 1.22 有關期貨商須在交易日之次一營業日美東時間下午6時前存入必要自有資金之規定，於法規公布於Federal Register一年後實施。
- (七) 法規 § 1.52 有關SRO必須向CFTC提交經專家審閱之期貨商監督機制，必須在法令生效日後180天內完成。
- (八) 法規 § 1.55 有關期貨商公開揭露之規定，於法令生效日90天後實施。

參、我國期貨相關法規規範

一、CFTC法規 § 1.11 修正重點，有關期貨商應建立風險管理單位，擬具書面之風險管理程序。參照我國期貨法令相關規範摘要說明如下：

- (一) 期貨商風險管理實務守則2.1.1
期貨商宜設置隸屬董事會之風險管理委員會，並應設置風險管理人員或單位，俾有效規劃與執行期貨商之風險管理事務。
- (二) 期貨商風險管理實務守則2.2.9
期貨商應訂定風險管理政策，以作為公司日常執行風險管理作業之規範依據。其內容應能確實反應公司之營運策略目標、風險偏好及所面臨風險的特性，並透過一定程序傳達於公司上下一體周知遵行。風險管理政策得由風險管理委員會擬定，提交董事會核可後執行。

守則說明：

1. 風險管理政策之擬定宜考慮以下因素：
 - (1) 期貨商整體營運策略與產品種類。
 - (2) 交易的規模、性質與複雜程度。



Feature Report

- (3) 對風險的容忍程度。
 - (4) 內部控制程序的品質。
 - (5) 本身對風險的監督能力及風險管理體系與程序的完整性。
 - (6) 風險管理的專業程度。
 - (7) 過去的經驗與績效。
 - (8) 薪酬 (或紅利) 政策 (尤需注意薪酬與交易績效的關聯性)。
 - (9) 稅務與會計問題。
 - (10) 相關法規之規範與限制。
 - (11) 其他風險管理相關事項。
2. 期貨商應定期檢討風險管理政策之妥適性，並適時修正，以配合主客觀環境之變動。
- (三) 期貨商建立風險管理機制自行檢查表之三，期貨商應訂定一套風險管理制度執行流程：
1. 風險管理制度執行流程是否包括風險管理政策、限額訂定、風險衡量、風險監控、超限處理、風險報告等流程。
 2. 是否建立一套限額訂定及監控程序。
 3. 各項風險之監控頻率為何 (盤中即時、每日、每週、或每月)。
 4. 是否建立超限處理程序。
 5. 是否每日製作風險管理報告書呈報公司決策高層。
 6. 是否有定期或不定期之風險管理會議。
 7. 重大風險之處理與呈報程序。
 8. 內部稽核單位是否檢視風險管理制度之落實情形；對於檢查所發現之缺失，是否於稽核報告中陳核並加以追蹤。
- 二、CFTC法規 § 1.12修正重點，有關期貨商之財務達預警標準，或淨資本額有短缺情形時，須向主管機關通報之規定。參照我國期貨法令相關規範摘要說明如

下：

- (一) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第19條
1. 期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之六十，或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之二十時，應即向主管機關及期交所申報。
 2. 期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之四十，或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之十五時，除處理原有交易外，應即停止收受委託人訂單，並向主管機關及期交所提出改善計畫。
- (二) 期貨商管理規則第22條
1. 期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之六十或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之二十時，應即向金管會與金管會指定之機構申報。
 2. 期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之四十或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之十五時，除處理原有交易外，應即停止收受期貨交易人訂單，並向金管會與金管會指定之機構提出改善計畫。
- 三、CFTC法規 § 1.16修正重點，有關期貨商的會計師應在PCAOB登記並經其測驗合格，期貨商的治理單位(governing body)應確保其會計師符合資格之規定，期貨商的會計師應出具其稽核過程是否符合PCAOB採用之一般公認稽核標準(generally accepted auditing standards)之意見等規定。參照我國期貨法



令相關規範有「期貨商公司治理實務守則第29條」，摘要說明如下：

1. 期貨商應選擇專業、負責且具獨立性之簽證會計師，定期對公司之財務狀況及內部控制實施查核。公司針對會計師於查核過程中適時發現及揭露之異常或缺失事項，及所提具體改善或防弊意見，應確實檢討改進。
2. 期貨商應定期（至少一年一次）評估聘任會計師之獨立性。公司連續五年未更換會計師或其受有處分或有損及獨立性之情事者，應考量有無更換會計師之必要，並就結果提報董事會。

四、CFTC法規 § 1.17修正重點，有關期貨商有無法持續經營事業之虞時，主管機關得要求期貨商停業等處置方式之規定，我國期貨法令相關規範摘要如下：

(一) 期貨交易法第75條¹

期貨商有破產、解散、停業或依法令應停止收受期貨交易人訂單時，除期貨商為結算會員，依第54條規定處理者外，主管機關得命其將所屬期貨交易人之相關帳戶，移轉於與該期貨商訂有承受契約之其他期貨商。

期貨商於接獲主管機關之命令時，除有正當理由報經主管機關核准者外，應於二個營業日內，將客戶保證金專戶內款項餘額及所屬期貨交易人之交易明細表，移交前項之其他期貨商，因移轉所生之費用，應由移轉之期貨商負擔。

(二) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第116條

期貨市場或期貨交易有下列各款情事之

一時，期交所應即採行維護市場秩序及交易公平之措施，其中第1項第7款規定：期貨商或結算會員發生財務危機或宣告破產，或有無法履行結算交割義務之虞者。

(三) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第117條

期交所為因應前條各款情事，得採行下列措施：

1. 調整保證金額度或收取時限。
2. 調整期貨商、結算會員之財務標準。
3. 限制期貨交易人之交易數量或持有部位。
4. 限制期貨商受託買賣數量及部位。
5. 限制結算會員之部位。
6. 暫停或終止一部或全部之期貨交易。
7. 限制期貨交易價格於特定範圍。
8. 限制期貨交易以了結部位為限。
9. 命令了結期貨商、結算會員自有或客戶之一部或全部交易。
10. 變更或限定交易時間。
11. 變更或限定期貨交易契約之交割條件。
12. 終止期貨商之市場使用契約。
13. 終止結算會員之結算交割契約。
14. 其他之必要措施。

五、CFTC法規 § 1.20修正重點，有關客保專戶之分離管理，保管銀行之認證，及保證金必須可立即提領之規定。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

(一) 期貨交易法第51條

期貨結算機構收取之結算保證金，應與其自有資產分離存放。

期貨結算機構、結算保證金存放機構或期貨結算會員之債權人，非依本法之規定，不得對結算保證金請求扣押或行使

¹ 另請參閱期貨商管理規則第 56 條、臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 66 條之規定。



Feature Report

其他權利。

期貨結算機構應將結算會員所繳交之結算保證金，依自營與經紀分離處理。

(二) 期貨交易法第67條

期貨商受委託進行期貨交易時，應向期貨交易人收取交易保證金或權利金，並設置客戶明細帳，逐日計算其餘額。

(三) 期貨交易法第70條

期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人之交易保證金或權利金，並與自有資產分離存放。

前項期貨商或指定機構之債權人，非依本法規定，不得對客戶保證金專戶之款項請求扣押或行使其他權利。

(四) 期貨商客戶保證金專戶設置使用及控管應行注意事項第5點及第6點

期貨商與金融機構簽訂之客戶保證金專戶存款契約，應載明下列事項：

1. 所開設之專戶係依期貨交易法第70條第一項規定辦理，存放期貨交易人之交易保證金或權利金。
2. 依期貨交易法第70條第2項規定，期貨商或金融機構之債權人，非依該法規定，不得對該專戶之款項請求扣押或行使其他權利。
3. 期貨商不得對該專戶辦理透支、設定質權或其他權利。
4. 專戶內款項提領作業限以轉帳方式辦理，不得提領現金。
5. 期貨商同意金融機構應主管機關或期交所為查核期貨商業務之需要，提供該專戶之交易相關資料。
6. 金融機構及期貨商於主管機關依法命令停止該專戶之提領作業及移轉該專戶內款項餘額時，應配合辦理。

7. 客戶保證金專戶內以定期存款方式存放之存款，期貨商應與存放之金融機構約定能隨時進行解約。

(五) 103年6月3日金管證期字第1030013323號令

1. 規定期貨商繳存設置保證金、營業保證金及開設客戶保證金專戶之銀行應符合之條件：

(1) 屬本國銀行(含外國銀行在中華民國境內依銀行法組織登記之子公司)，其普通股權益比率、第一類資本比率及資本適足率應符合之條件。

(2) 屬外國銀行在中華民國境內之分公司者，其總公司之信用評等等級。

2. 為落實風險控管並確保資金安全，期貨商應依下列規定辦理，並納入內部控制制度確實執行：

(1) 期貨商應持續追蹤其繳存營業保證金或開設客戶保證金專戶之銀行是否符合前點所定條件，並密切注意該銀行之營運狀況；在該銀行每年依規定公告或揭露其上半年度及年度財務報告時，期貨商應即檢視該銀行是否符合規定條件。

(2) 期貨商檢視或追蹤發現其繳存營業保證金或開設客戶保證金專戶之銀行有不符規定條件之情形者，應於知悉之日起三個月調整至符合規定條件之銀行辦理。但期貨商以定期存款方式向該銀行繳存營業保證金或存放客戶保證金，經評估該銀行之營運狀況尚無風險之虞，且於定期存款到期前，若有疏失而致客戶權益受損時，仍依相關法令及契約規定付完全責任者，得於定期存款



到期時再行調整。

六、CFTC法規 § 1.22修正重點，有關期貨商不得挪用客保專戶內之某一客戶資金為其他客戶代墊款項，所謂保證金不足之金額，以及期貨商應以自有資金彌補客戶之不足款項等規定。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

(一) 期貨商管理規則第45條及臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第56條²

期貨商對客戶在客戶保證金專戶內之存款或有價證券，不得挪用為其他客戶保證金、權利金、結算交割費用、佣金、手續費或不足款項之代墊。

(二) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第57條

期貨商受託從事期貨交易應逐日計算每一委託人之保證金專戶存款餘額及有價證券抵繳金額合計數，其低於受託契約約定之維持保證金時，應即通知委託人於限期內以現金補繳其保證金專戶存款餘額及有價證券抵繳金額合計數與其未了結部位原始保證金總額間之差額。

(三) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第57-1條

委託人之保證金專戶權益數或權益總值為負數時，期貨商應向期交所申報，並應於權益數為負數時，以自有資金存入客戶保證金專戶內。

七、CFTC法規 § 1.23修正重點，有關期貨商在客保專戶內自有資金之管理。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

(一) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第57-1條

委託人之保證金專戶權益數或權益總值

為負數時，期貨商應向期交所申報，並應於權益數為負數時，以自有資金存入客戶保證金專戶內。

(二) 臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員以自有資金繳存保證金專戶應行注意事項：

1. 期貨商對期貨交易人已發出保證金追繳通知，但因未屆繳交期限，期貨交易人未繳保證金致期貨商之客戶保證金專戶金額不足，而有影響其他客戶下單權益之虞時，期貨商應以其自有資金支應。(第2點第3款)
2. 結算會員對其委託期貨商已發出保證金追繳通知，但因未屆繳交期限，委託期貨商未繳保證金致結算會員之客戶保證金專戶金額不足，而有影響其他客戶下單權益之虞時，結算會員應以其自有資金支應。(第2點第4款)
3. 期貨商依期交所業務規則第57條之1規定，遇期貨交易人保證金專戶權益數為負數時，期貨商應以其自有資金支應。(第2點第6款)
4. 期貨商或結算會員以自有資金繳存保證金時，其所繳存之金額以第2點各情況所需繳交之金額為限。(第3點)
5. 期貨商或結算會員依第2點第3款、第4款規定存入自有資金者，應於受追繳之客戶補足追繳金額或其部位沖銷後2個營業日內，辦理原存入客戶保證金專戶內之自有資金提領。但其會計帳上之期貨交易人權益數須等於其客戶保證金專戶金額，始得辦理提領。(第4點第2款)
6. 期貨商依第2點第6款規定存入自有資

2 另請參閱期貨商管理規則第 55 條、臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 65 條。



Feature Report

金者，應於客戶保證金專戶內之自有資金餘額大於期貨交易人權益數負數金額合計數後1個營業日內，辦理原存入客戶保證金專戶內之自有資金提領。(第4點第4款)

八、CFTC法規 § 1.25修正重點，有關客保專戶資金投資之管理，及CFTC法規 § 1.29修正重點，有關客保專戶投資之虧損責任。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

(一) 期貨商客戶保證金專戶設置使用及控管應行注意事項第6條

期貨商所開設之客戶保證金專戶應以活期存款方式辦理，但於客戶保證金存款契約中載明下列事項者，得將該專戶內部分款項以定期存款方式存放。

1. 客戶保證金專戶內以定期存款方式存放之存款，不得以定存單或其他約定自該專戶分離存放方式辦理。
2. 客戶保證金專戶內以定期存款方式存放之存款，期貨商應與存放之金融機構約定能隨時進行解約。
3. 客戶保證金專戶內以定期存款方式存放之存款，中途或到期解約時，所有本息應以轉帳方式轉回活期存款。

(二) 現行主管機關尚未開放期貨商客戶保證金之資金得投資銀行存款以外之其他工具，因此尚無投資其他工具產生虧損之狀況。

九、CFTC法規 § 1.32修正重點，有關期貨商客保專戶相關資料須於次一營業日中午前完成日申報，及每月兩次申報之規定。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

(一) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則

第56條

期貨商應於主管機關指定之機構，開設「客戶保證金專戶」憑以辦理其與委託人間保證金及權利金之存放，並逐日向期交所申報客戶保證金專戶存款餘額，其申報作業，應依期交所「期貨商媒體申報作業辦法」辦理。

(二) 臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第61條

期貨商應設置委託人明細帳，逐日計算每一委託人保證金專戶存款與有價證券餘額及有價證券抵繳金額之變動情形，及編製明細表，並向期交所申報委託人之保證金專戶權益總值概況，其申報作業，應依期交所「期貨商媒體申報作業辦法」辦理。

(三) 臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商媒體申報作業辦法第5條

1. 財務資料屬按日或不定期申報者，應於應申報日下午六時前申報。
2. 財務資料屬按月申報者，應於每月十日前申報。
3. 財務報告屬於上半年度者，應於每半年會計年度終了後第二個月之十五日至月底止申報。屬於全年度者，應於每會計年度終了後第三個月之十五日至月底止申報。
4. 業務資料屬按月申報者，應於每月十日前申報。

十、CFTC法規 § 1.52修正重點，有關FCM若同時屬於兩個以上SRO之會員，則SRO對該FCM之監理，應組成共同稽核委員會(Joint Audit Committee)之規定。參照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：



- (一) 中華民國期貨業商業同業公會會員查察作業辦法
 - (二) 中華民國期貨業商業同業公會會員專案檢查與輔導辦法
 - (三) 期貨交易所管理規則第13條：
期貨交易所應注意查察其會員或期貨商之財務、業務及內部稽核作業情形，並訂定查核辦法報金管會備查；發現有違反法令或不當情事者，應即為適當處置，並通知金管會及期貨結算機構。
會員或期貨商不能履行結算交割義務時，期貨交易所應即會同期貨結算機構為專案檢查，並督導承受之會員或期貨商接辦相關事務。
有關處理程序及查核輔導辦法，由期貨交易所會同期貨結算機構擬訂，申報主管機關核定；其修正時亦同。
- 十一、CFTC法規 § 1.55修正重點，有關期貨商應向客戶公開揭露客保專戶之存款保險、投資項目及是否存放於關係企業之事項，以及期貨商公開揭露其業務、營運、風險概況與分支機構等資訊。參

照我國期貨法令相關規範，摘要說明如下：

- (一) 期貨商公司治理實務守則第58條
 - 1. 期貨商應確實依照相關法令之規定，忠實履行資訊揭露之義務。
 - 2. 期貨商宜建立公開資訊之網路申報作業系統，指定專人負責公司資訊之蒐集及揭露工作，並建立發言人制度，以確保可能影響股東及利害關係人決策之資訊，能夠及時允當揭露。
- (二) 期貨商公司治理實務守則第61條
期貨商應依相關法令及期貨交易所或期貨公會章則規定，揭露下列年度內公司治理之相關資訊：
 - 1. 公司治理之架構及規則。
 - 2. 風險管理資訊。
 - 3. 利害關係人之權利及關係。
 - 4. 對於法令規範資訊公開事項之詳細辦理情形。
 - 5. 關係人交易相關資訊。
 - 6. 調整後淨資本額之揭露。
 - 7. 其他公司治理之相關資訊。



附錄

附錄1：根據NFA網站說明³，WinJammer™ 網上申報系統係由CME及NFA共同開發的Web應用系統，該網上申報系統係為期貨公司設計，可傳輸財務與營運綜合報告(FOCUS Reports)、查核表(1-FR)、分離管理資金投資明細報表 (Segregated Investment Detail Reports, SIDR)、通知(Notice)備案及其他財務報表等

應申報項目。贊助支持WinJammer™ 網上申報系統之機構包括：

- * Chicago Board Options Exchange
- * CME Group, Inc.
- * Chicago Stock Exchange
- * Commodity Futures Trading Commission
- * ELX Futures, L.P.
- * Intercontinental Exchange

3 <https://www.nfa.futures.org/NFA-electronic-filings/winJammer.HTML>



Feature Report

* National Futures Association

* The Options Clearing Corporation

CFTC接受期貨商使用WinJammer™系統申報各項報告，因此，包括FCM、IB及RFEDs(Retail Foreign Exchange Dealer)都可採電子方式傳送檔案予CFTC。

附錄2：根據法規 § 1.11(e)(3)(i)，期貨商之風險管理政策及程序應合理訂定，以確保客戶資金安全且符合CFTC之相關規範，風險管理程序至少應包含事項如下：

1. 評估保管機構之程序(A process for the evaluation of depositories of segregated funds)：期貨商評估存放客戶保證金機構之標準(criteria)，至少應包含保管機構之資本總額(capitalization)、信譽(creditworthiness)、作業可靠性(operational reliability)及流動性程度(access to liquidity)。評估標準並需進一步評估存放於單一或集團保管機構之集中度，及保管機構是否有存款保險(the availability of deposit insurance)及該保管機構之管理規章(the extent of the regulation and supervision of the depository)。
2. 期貨商應訂定程序以監督保管機構是否持續符合期貨商所定之標準(A program to monitor an approved depository on an ongoing basis to assess its continued satisfaction of the futures commission merchant's established criteria)，並至少每年辦理一次全面性審查。

有關保管機構之地點(Permissible locations of depositories)，根據法規 § 1.49(c)(1)期貨商或衍生性商品結算機構存放客戶資

金之地點(location)得為：

1. 美國(In the United States)。
2. 貨幣中心國家(In a money center country，根據 § 1.49(a)(1)，指的是加拿大、法國、德國、日本及英國)。
3. 發鈔國(In the country of origin of the currency)。

另根據 § 1.49(c)(2)，期貨商或衍生性商品結算機構亦得於取得客戶授權後，將客戶資金存放於美國境外非前述貨幣中心或發鈔之國家，但不得為美國財政部實施制裁(sanction)之國家。

有關保管機構之資格(Qualifications for depositories)，倘客戶資金之保管機構位於美國境內，根據 § 1.49(d)(2)，得存放於 (1)銀行或信託公司(2)期貨商 (3)衍生性商品結算機構；倘客戶資金之保管機構(depository)位於美國境外，根據 § 1.49(d)(3)，此保管機構必須為：

1. 銀行或信託公司(資本額必須超過10億美元)。
2. 期貨商(必須於CFTC登記)。
3. 衍生性商品結算機構。

另NFA規定保管機構須每日向NFA或NFA指定之機關申報期貨商客戶資金帳戶之餘額(balance)。

附錄3：根據法規 § 1.20(h)(2)(iii)，客戶淨清算權益(Net Liquidating Equity)之契約損益，包含買賣期貨商品契約及選擇權契約損益之調整(any gains and losses with respect to contracts for the purchase or sale of a commodity for future delivery and any options on such contracts)。

合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

<http://www.futures.org.tw>



中華民國期貨業商業同業公會