

期貨人

2002年三月創刊 《總號第025期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2008

第一季



人物專訪

期信事業開放後 業者的因應之道

證期局副局長李啓賢對期貨業者的期許

封面故事

架構期貨事業重要版圖 期貨信託事業即將起跑

從期信事業體的申設、管理到期信基金運作剖析

專題報導

邀請歐美產業先驅 勾勒期信事業遠景

引進先進國家經驗 迎接期信關鍵起飛年

特別報導

衍生性商品基金風險管理國際研討會精華報導

「期貨校園徵才」巡迴講座

畢業≠失業 如何選擇最佳的職場領域？

畢業=就業 如何投入另一個人生戰場？

有前途+有錢途 期貨市場歡迎您!!!

- 前進各大專院校，全程免費舉辦
- 讓應屆畢業生了解期貨業，做出就業最佳抉擇。
- 讓更多新秀加入期貨行列，解決業界人才需求。
- **活動期間**：97年2~4月（週一~週五）
- **對象**：全國各大專院校應屆畢業生（在校生有興趣者亦可參加）
- **時間**：每場次預計90~120分鐘
- **內容**：
 - （一）臺灣期貨市場現況及未來展望
 - （二）期貨業界所需人才介紹
 - （三）期貨業相關人才培訓計畫
 - （四）Q & A

全省巡迴，歡迎各大專院校配合辦理

詳情請至本會網站查詢

網址：<http://www.futures.org.tw>

承辦人：黃婉茜小姐

聯絡電話：02-87737303*813

Futures 2.0



謝夢龍

隨著期貨信託事業相關法規的公布，國內期貨信託事業將於今年上半年陸續成立，並推出期貨基金，使得期貨服務事業進入了另一個新的領域。這個嶄新的領域意味著，期貨業者將邁入另一個高度創新的時代。

相較於國內其他的信託基金，期貨基金可投資的種類及範疇較為寬廣，可以操作的標的不再侷限於期貨，同時還可以操作現貨，種類也包括能源、金屬、大宗物資農產品、有價證券、外匯，以及其他國內外衍生性商品等等。基金募集的對象及類型也較為多元化，由於操作的空間更具彈性，因此，若風險控制得宜，預期相對的報酬率應較一般基金為高。

這些寬廣的範疇雖然提供了業者無限的發展空間，但是這個領域將更重視團隊的建立、資源的配置、決策的制訂，以及內部的溝通等高難度的管理問題，使得期貨業者又面臨了另一個新的思維及挑戰。

有如網際網路已由Web1.0進入Web2.0時代，我認為，期貨業隨著期信事業的開放，也進入了Futures2.0的時代，它的意涵代表了“創新”及“價值”。隨著理財市場的劇烈變化，如何有更棒的靈活操作，為客戶創造更高的報酬率，降低他們的風險，如何對研究團隊有更多的獎勵及尊重，如何和主管機關及周邊單位充分的溝通，如何和異業結

盟、分享成果，這些都是Futures2.0時代，經營者必須面對及深思的問題。

在網路時代已經沒有任何“界限”的優勢，期貨業者必須靠自己的核心資產和能力去創新，將產品模組化，使產品可以重新設定，動態組合，而不是提供單純的商品供客戶選擇。這些都是要靠堅強的研究團隊才能完成的。期貨信託事業正好提供了這樣的舞台，讓業者朝此方向去升級、轉型，跳脫經紀業務的紅海競爭。

本期內容報導了公會規劃、研議、制訂「期貨信託事業相關自律規範」的過程與要點。從規劃期信事業之濫觴，到達成協助建構這項新事業的使命，前後歷時三年多。針對即將起跑的期貨信託事業暨期信基金運作架構與相關規範，本刊也做了詳細的說明及剖析，提供給業者參考。

由於期貨信託事業是臺灣首創，在未有先例的狀況下，唯有參考國外的經驗。為了使期貨信託事業能夠順利上路，公會也邀請國外知名的期貨基金公司及期貨經理公司的高階主管來台，舉辦「2007年歐美期貨信託經驗論壇」，將他們的經營管理及實務運作經驗，提供給國內業者，為國內的期信事業暖身，增加未來在營運上的助力。本刊也特別將這兩天的活動，每位講者的內容整理成為專題報導，以饗所有向隅之業者。

CNFA



封面畫作 謝夢龍 魚樂系列-爭豔

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
台北市忠孝東路四段169號11樓

電話 / 02-87737303

傳真 / 02-27728378

網址 / www.futures.org.tw

電子信箱 / cnfa@futures.org.tw

總編輯 / 謝夢龍

編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司

地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓

電話 / 02-86676715~7

定價 / 每本200元

傳真訂購 / 02-27728378

匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會

匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行

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。

臺灣郵政台北誌字第793號執照登記為
雜誌交寄

總編輯的話

1 Futures 2.0

謝夢龍

人物專訪

期信事業開放後 對業者的期許

4 專訪證期局副局長李啓賢

賴育漣

封面故事

如何開辦期貨信託事業？

10 期信事業暨期信基金運作架構與相關規範說明

范加麟

專題報導

邀請歐美產業先驅 勾勒期信事業遠景

11 「2007年歐美期貨信託事業發展經驗論壇」

論壇紀實

34 主管機關之肯定與主辦單位之期許

葉紫華

管理期貨業是全球投資的主流趨勢

37 全球最大期貨基金公司AHL經營之道

王克庭

試看全球最大期貨基金公司如何運作

41 專訪Man Investments香港子公司執行董事薛偉民

李欣薈

強調高透明度達到分散風險目的

44 FGG以嚴謹程序挑選基金經理人

Kevin

Aspect Capital Limited之經營哲學

49 持續投入大量資金及人力 專注研究與交易兩大領域

吳建華

進入第三代的管理期貨

51 Aspect Capital Limited以電腦技術取勝

賴育漣



FX Concepts Inc.以外匯市場為主要投資標的

55 以單一商品為發展方向 採用量化分析對趨勢預測

余 蓮



58 FX Concepts Inc.總裁Philip Simotas專訪

Dino

Peregrine financial Group

59 談期貨基金的經營與管理

李若彤



談期貨基金之優勢與CTA的經營理念

60 專訪Mr.James L.O'connell與Mr.Paul Moran

李欣蕾

Altis Partners Limited現身說法

63 談該公司之經營管理與CTA之展望

Belle



創造實用、有價值的金融系統性模型

67 Jason Williamson談如何經營小而美的CTA

Belle

如何從機師化為成功的CTA？

71 專訪KCM總裁Mr.Ken Kindopf

Jason



Kinkipf Capital Management LLC

74 談成功CTA的真諦

Clare



特別報導

76 衍生性商品基金風險管理國際研討會精華報導

期貨事業開放後 對業者的期許

專訪 證期局李啓賢副局長

撰文:賴育漣



應將期貨信託基金視為「整個資產管理的一環」，滿足投資人在資產配置上的需求。

在順應國際潮流及業界殷切企盼，金管會及金融業界的戮力合作之下，期貨信託事業整體法規制度已臻完備，金管會證期局副局長李啓賢表示：「期貨信託事業將於2008年上半年全面上路。」

期貨信託基金將是業界的「活血」

近幾年期貨市場規模逐年成長，市場已達到成熟期，2006年整體期貨市場成交量突破1億口，2007年總交易量為1.15億口，僅微幅成長0.48%；2007年市場的日均量為46.6萬口，也僅僅增加0.88%。李啓賢指出，現階段期貨市場成交量基期已高，對整體期貨市

場來說，期貨信託基金的推出，對市場而言，當然是「活血」。

對於整體市場屏息以待的期貨信託事業，李啓賢認為，應將未來推出的期貨信託基金視為「整個資產管理的一環」，滿足投資人在資產配置上的需求，尤其期貨信託相關法規制度兼具國外之「公募」及「私募」二種模式，應該可以追趕得上海外先進國家的制度。

以期貨信託事業設置及期貨信託基金相關法令觀察，除了已於2007年7月發布「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」及「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」四個子法之外，管理機關後續應訂定的規範共53項，目前均已通過。

自律規範部分共計40項，由期貨公會負責，其中4項業已完成（包含期貨信託基金資訊觀測站的建置），其餘36項也已於2007年12月21日經該會理監事會議討論通過後，送交證期局審核中。因此，預計2008年上半年，不管是兼營期信業者或是有意介入專營的業者，都可以全面搶攻市場。

期信事業可健全資產管理鏈與整體市場

以國內目前證券投資信託事業及基金現況來分析，截至2007年11月底止，台灣證券投資信託事業共計39家，合計募集發行523檔基金，基金總規模為新臺幣2.11兆元；境外部分，截至2007年10月底止，計763檔由33家投信、投顧及證券業者擔任境外基金總代理人，境外基金總規模為新臺幣2.02兆。

根據初步調查，因為證券投信業者有基金管理的經驗及現有通路，對於跨業兼營期貨信託事業相當有興趣。目前初步了解，有意願且將以證券投資信託公司兼營的公司有9家，有意願但尚未確定經營型態的業者也有12家。

反觀期貨商，現階段決定轉投資成立的僅有1家將與外資以合資模式設立專營期貨信託公司。另有3家期貨商及5家期貨經理事業，都還在評估當中。

李啓賢認為，期貨商因手續費殺價競爭造成利潤薄弱，在難以尋求差異化經營下要求生存並不容易，如能師法國外期貨集團，以資產管理業務為其獲利的大宗，台灣期貨業將可走出不同的道路，因此推出期貨信託基金，對於整體市場的資產配置來說，有健全整體市場的功能。

制度與國際接軌 法規保持高度彈性

此次開放期貨信託事業，主管機關金管會證期局考量期貨信託事業在國內屬新創事業，且證券投資信託事業運作已久，國內投資人相當熟悉證券投資信託基金。為了讓國內期貨信託事業募集的期貨信託基金能成功

推出，且能夠普遍為機構法人及廣大的小額投資人接受，相關期貨信託事業及期貨信託基金之規範與架構，除參酌世界主要國家期貨基金之相關規範外，並參考我國證券投資信託基金之相關架構，規劃適合我國期貨業者及投資人均能接受的制度，希望在新事業推出之際，打響成功的第一炮，為我國的資產管理業務向前再邁進一大步。

李啓賢透露，美國市場推出期貨基金以「私募」為主，「公募」比重相當低，此次期貨信託事業推出之基金，其募集之對象可為非特定人或特定人，在制度上已經可以追趕上先進國家，不過所推出之基金能否成功為市場投資人所接受，端賴業者能否讓投資人有信心，如同經營已久的證投信基金，要做出成績，一定要有好的績效，才能獲得投資人的青睞。

儘管證投信兼營期信的腳步，一定快過專營期貨信託，不過李啓賢認為，衍生性商品畢竟與現貨市場有差異性。相對的，操盤人的投資策略也有差異，對於證投信來說，目前操作衍生性商品的比重很低，如果發行期貨信託基金後仍舊依樣畫葫蘆，前景恐怕不甚樂觀，因此人才的培育相當重要。而既有的期貨市場已經有的人才，期貨商要跨足期信事業，都需要時間，雙方都各自有需要努力之處。

新事業投入之初，恐怕難以馬上就有大幅獲利回收，因此李啓賢建議大老闆，必須要有一定的認知，例如金控公司可以將期貨信託基金看成是整體財富管理的一部分，就像開設一家百貨公司，能夠盡量滿足客戶的需求，逐步訓練人才及拓展市場。

業務面從寬 風險控管面從嚴

在金融業跨業經營趨勢逐步開放下，此次的期貨信託事業，對於他業兼營如證券投信都採取「對等開放」的政策，李啓賢指出，在國際潮流已經逐步走向「金融服務業」的概念，很難再一一爲了單一產業或業務設置特定的門檻。

目前國際上已經改採分類的概念，例如鄰近的韓國已有「資本市場整合法」，將金融事業區分爲六大類，日本亦有「金融商品交易法」，也有四大類的分野。金管會則是提出「金融服務法」，已經送交行政院審查，未來也會走向金融服務整合的趨勢，爾後金融產業在對客戶銷售商品時，對於風險告知，甚至客戶合適性評估的責任都會提高。

以主管機關的態度而言，李啓賢說：「盡量的開放業務爲業者創造機會，在制度的設計上則是公平競爭，採取業務開放從寬，但是業者在風險控管及內部的管理上則是從嚴以對，這已經是未來的政策走向。」

業務開放，從產業面來看，業者很少爲了尚未開放的事業培養相關人員，必須要有明確的業務後才會培育人才，以先前開放認購售權證的經驗來看，新業務開放，對於專業人才的培養具有正面效應；對於市場面來說，投資人可有更多新的投資商品。

2008年期貨市場工作重點

李啓賢提到，今年度期貨市場主要仍在「持續引進外資及法人機構參與期貨市場」、「持續檢討交易及結算制度」、「降低交易成本」、「推動開放期貨信託事業的

設置及期貨經理事業由他業兼營」、「推出新產品」等五大項業務爲工作重點。

法人比重上，期貨市場法人交易比重已由1999年的5.59%，逐步增加至2007年11月的62.01%(含市場造市者)。自然人交易比重在去年11月降低至37.99%。法人比重中，外資交易比重由2006年上半年的2.47%提高至6.89%，顯見外資的參與比率有逐步增加之趨勢，不過國內其他法人機構的參與狀況，仍待期交所及期貨業共同努力。

持續督導期交所就「整戶風險保證金計收作業實施至交易人端」、「有價證券抵繳保證金作業」、「檢討保證金預繳制度」、「盤後交易制度」、「鉅額交易制度」及「股票選擇權結算制度檢討」等事項積極進行研議，以強化期貨市場交易與結算效能。

成本部分，期交所去年中，會同證券商公會、票券商公會與期貨公會共同完成「調降公債期貨之期貨交易稅徵收稅率芻議」，並向財政部建議調降公債期貨的期貨交易稅徵收稅率，由現行百萬分之1.25調降至百萬分之0.25。雖然財政部不同意，不過與我國有競爭的商品，以新加坡交易所的摩台指期貨爲例，其交易稅爲零，造成外資透過不同場合多次提出再次調降交易稅的建議，金管會也會再擬具說帖，持續適時與財政部溝通。

由於期貨信託事業的四項子法已經完成，預計今年上半年就可以接受期貨信託事業的申請設置，原本爲期貨信託事業過渡的期貨經理事業，則已於2007年12月底修正法令，放寬該事業操作委託資產的範圍、降低

實收資本額，並開放得由他業兼營等多項規定，預期今年上半年將有期貨商等他業申請兼營期貨經理事業，將可有效增加期貨全權委託資產的規模。

新商品部分，除了去年底「臺灣證券交易所未含金融電子類股價指數期貨暨選擇權」及「中華民國櫃檯買賣中心股價指數期貨暨選擇權」等四項新商品上市外，期交所於97年1月28日再度規劃推出「新臺幣計價黃金期貨」，以擴增期貨市場產品線，提升期貨市場的廣度與深度，並增加交易人更多的商品選擇。另外規劃中的商品則有90天期票券利率期貨、波動率指數期貨等新商品。

以國際觀的角度 提昇整體競爭力

在電子交易方興未艾的潮流趨勢下，國內的期貨市場已經不是「內戰」而是全面化的「國際性戰爭」。李啓賢指出，業者面臨國際競爭，已是不爭的事實，因此不論在經營上，或是人才培育上，絕對不能故步自封，必須更有國際觀。因為電子資訊的便利性提升後，國內外交易人均會選擇成本最低廉、方便性最高的交易所及其商品下單，因此在替代商品存在下（如SGX摩台指期貨），面對國際其他交易所的強大競爭，台灣期交所及期貨商必須儘速找出定位及發展策略，以免被邊緣化及喪失其競爭力。

在諸多新制度實施的同時，其中受到頗多反彈的「有價證券抵繳保證金」、「SPAN」制度，李啓賢認為，國際間其他交易所亦可提供有價證券抵繳保證金機制，然而國內，因為利息收入是國內期貨商重要的獲利來源，業者認為實施這樣的制度後，勢



必減少保證金利息收入，衝擊期貨商的生存。但是李啓賢也指出，全球化的競爭，國內業者已經不能寄望永遠依附在法規的保護傘下，若成本及制度無法與國際接軌，恐怕會造成客戶的流失，而不管是有價證券抵繳保證金或是SPAN制度，短期雖然可能造成保證金利息收入降低，但是估計應該可以提升交易量，業者仍有可著力之處，並非全然都是負面效應。

另外，在開放證券期貨業者相互兼營之趨勢下，期貨業者成立年限尚淺、資本額相對較低，屬證券子公司者為多，因此，開放相互兼營而言，對專營期貨業者來說，將遭遇強力競爭與壓力。

不過趨勢無法擋，期貨商唯有努力爭取公平競爭的法制環境，並提供其業務發展空間，就其專業及經營利基予以發揮，並提供其上櫃與興櫃的機會，以增加其能見度與在集團中的地位及份量，逐步茁壯。

興利革弊 創造永續經營之利基

站在主管機關的立場，將以興利革弊的角度協助業者，在新的年度開始，李啓賢希望，新的事業、新的法規與制度等，都能給業者更寬廣與長遠的經營利基。

CNFA

架構期貨事業重要版圖

期貨信託事業即將起跑

目前臺灣期貨業版圖



我國期貨市場歷經十二年的發展，從早期的期貨經紀業務，到中期的期貨自營及期貨交易輔助人的設置，以及近期的期貨顧問與期貨經理事業的相繼開放成立，提供社會大眾更多元化的投資參與管道。

在期貨市場發展的過程中，因為積極開發新商品及業務的推廣，放大了交易的動能，造就了市場的蓬勃榮景。然而期貨交易具有相當程度的複雜性，對於一般投資大眾而言，在資金及交易經驗有限的情形下，實有必要仰賴專業人員的協助。

期貨信託事業的開放，以聚集更多的小額資金，並以專業扎實的研究分析與交易團隊，替普羅大眾進行審慎與安全的期貨交易。提供參與期貨市場的管道，進一步擴增期貨市場的規模與產值，為我國期貨業之全方位發展藍圖，堆疊起最重要的一塊拼圖。



如何開辦期貨信託事業？

期信事業暨期信基金運作架構與相關規範要說明

撰文：范加麟



前言

備受各界人士矚目的4項期貨信託相關子法，包括：「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」以及「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」等，業已於96年7月10日由行政院金管會正式發布實施。預計在97年第一季，在主管機關數十項相關函令及40項期貨公會的自律規範陸續發布及實施之後，有意從事經營此一事業業者，將可據此展開申設期貨信託事業，以及發行募集期貨信託基金等作業。

期貨公會為協助有意願設立期貨信託事業之業者，瞭解上述4項子法的奧義，特別邀請負責起草的證期局七組長官，於7月24日下午假櫃檯買賣中心13樓資訊展覽區，舉辦「期貨信託事業暨期貨信託基金相關法

規要點說明會」，現場共計吸引了上百位期貨商、期經事業、證券投信公司、銀行業及金控公司等負責籌畫此項業務之人員參與，可謂盛況空前。

同時，伴隨公會草擬的40項期貨信託事業自律規範增修訂完成，並於12月25日報請證期局備查，公會除籌畫在97年首季辦理期貨信託相關規範宣導會之外，也希望藉由本文就目前已發布實施之期貨信託相關規範，向業界人士說明、剖析在申設階段與營運階段所應注意的要點，避免有意之業者浪費時間於無謂的摸索中，並協助業者加速申設的腳步，明瞭未來期貨信託基金的運作模式，做好經營的準備，掌握營運的利基。

壹、期貨信託事業之申設：

期貨信託事業的成立型態可分為專營及兼營兩大類。

一、設立專營期貨信託公司，要注意哪些規定？

■ 發起人應具備的身份

由於期貨信託事業為專業之資產管理機構，應由具備專業知識、經驗及技能之專業發起人參與，才能保障投資人的權益。專業發起人必須具有下列六種身分之一：

1.基金管理機構

2.銀行

3.保險公司

4.證券商

5.期貨商

6.金融控股公司

但是光有身分還不夠，還必須符合一定的條件（如附表一），才能具備專業發起人的資格。

■ 發起人持股及相關重要規定

在發起人的持股規定方面，專業發起人的認股數合計，需超過首次發行股份20%；同時爲了避免期信事業之經營被少數非專業人士掌控，因此規定其他一般的發起人，本身與其關係人直接或間接利用他人名義持有股份合計數，不得超過該公司已發行股份總數之25%。

另外，爲了要求發起人能夠專注經營期信事業，避免競業行爲及利益衝突，因此也規定：

1.專業發起人—自主管機關核發該期貨信託事業許可證照之日起三年內

2.一般發起人—自公司設立之日起一年內

除主管機關另有規定外，均不得擔任其他期貨信託事業之發起人、董事、監察人，或持股超過5%以上之股東。

歸納而言，基於專業及專注經營的考量，要新設一家專營的期貨信託事業，就必須具有專業資格的發起人，而且同一集團只能投資並經營一家期貨信託事業。

二、如何申請兼營期貨信託業務？

■ 可兼營的行業及相關條件

除了新設專營的期貨信託事業外，尚有下列行業可申請兼營期貨信託業務：

1.期貨經理事業

2.證券投資信託事業

3.信託業

不過由於其本業的設立標準、業務經營型態以及管理規範均各不相同，因此，在申請兼營期貨信託事業所須具備的條件也有所不同（比較表如附表二），最大的差異在於專業能力以及財務結構的要求兩項。

首先是專業能力方面，如同前述，期貨信託事業應由具備專業知識、經驗及技能之專業機構參與，因此期貨信託事業的股東中，至少要有一位具備專業資格，且持股超過20%以上。

而在可以申請兼營期貨信託業務的三個行業中，證券投資信託事業在其本業申設時，其發起人即已具備專業資格；至於信託業，目前多爲銀行業兼營，資本額起碼都在100億元以上，有足夠的能力來因應兼營期貨信託業務之經營風險；反觀期貨經理事業，則無前述兩個行業之條件，因此在申請兼營期貨信託業務時，必需引進具專業資格的股東才行。

■ 兼營者資本額門檻—3億元

在財務結構的規定上，期貨信託事業比照證券投資信託事業，最低實收資本額爲新台幣3億元，若由他業來申請兼營，則其每股的淨值要高於面額；換句話說，期貨經理

附表一 期貨信託事業專業發起人之資格條件

項目	基金管理機構	銀行	保險公司	證券商	期貨商	金融控股公司
成立年數	滿三年	滿三年	滿三年	經營證券承銷、自營及經紀業務滿三年	經營期貨經紀、期貨自營及期貨顧問業務滿三年	依金融控股公司法成立之金融控股公司該公司控股50%以上之銀行、保險公司、證券商或期貨商子公司，應有符合左列所定資格條件之一者
管理經驗	具有管理或經營國際期貨基金或證券投資信託基金業務經驗。	具有國際金融、證券、信託或期貨業務經驗。	-	-	-	
受主管機關處分紀錄	最近三年未曾因資金管理業務受其本國主管機關處分	最近三年未曾因資金管理業務受其本國主管機關處分。	最近三年未曾因資金管理業務受其本國主管機關處分。	最近三年未曾受證券交易法第 66 條第二款至第四款規定之處分；其屬外國證券商者，未曾受其本國主管機關相當於前述之處分。	最近三年未曾受期貨交易法第 100 條第二款至第四款規定之處分；其屬外國期貨商者，未曾受其本國主管機關相當於前述之處分。	
本身資產或管理資產規模	該機構及其控制或從屬機構所管理之資產中，以公開募集方式集資之期貨基金、證券投資信託基金、共同基金、單位信託或投資信託之基金資產總值不得少於新臺幣（以下同）650 億元	最近一年於全球銀行資產或淨值排名居前一千家內。	資金運用總額達 1000 億元以上。	-	-	
財務結構	-	-	最近期經會計師查核簽證之財務報告，每股淨值不低於面額。	實收資本額達 80 億元以上，且最近期經會計師查核簽證之財務報告，每股淨值不低於面額。	淨值達 10 億元以上，且最近期經會計師查核簽證之財務報告，每股淨值不低於面額。	

事業、證券投資信託事業以及信託業等三行業若要涉足期貨信託事業，除了資本額要超過3億元的門檻之外，本業還必須處於賺錢的狀態。

讓我們先從證券投資信託事業以及信託業來看，由於該兩大行業之資本額要求均高於此項標準¹，故無增資之問題，只要本業經營有盈餘即可；相較於前述兩者，期貨經理事業申請兼營期貨信託事業之路就會比較辛苦，目前存在的10家期經公司，四年前都是依照最低的資本額要求2億元來設立的，營運期間也都未曾辦理增資，而且每股淨值也都低於面額，因此必須先辦理減資，讓淨值等於面額，同時再增資至3億元，才能符合申請兼營的條件。

另外，當證券投資信託事業旗下，無論是公開募集或是私募的證券投資基金，從事非避險目的所持有的多頭期貨交易部位總市值超過基金淨資產的40%；或是信託業所募集的共同信託基金，從事期貨交易部位總市值超過募集額度的40%，達到前述標準時，證投信或是信託業就必須申請兼營期貨信託業務，否則就必須減少基金所持有的多頭期貨及選擇權部位。

三、設置期貨信託事業的流程

■ 期貨信託事業的設立有四大步驟：

- 1.申請設立
- 2.設立登記
- 3.證照核發

4.申報開業

但如果是以兼營的方式設置者，因為其本業的主體（如：期貨經理公司、證券投資信託公司、信託公司或是銀行等）已經存在，所以可以不用重新設立，只要變更營業項目之登記即可。

■ 分支機構之相關規定

此外，在分支機構的設置方面，證券投資信託公司、信託公司或是銀行等事業體，可以就總公司及已經成立之分支機構，同時申請兼營期貨信託事業，而毋須依總公司先，分支機構後之次序分段申請；專營期貨信託事業最快則必須營業滿一年後，並且符合主管機關的要求（如財報數字有盈餘等），才能申請設置分支機構；期貨經理事業由於並無分支機構的存在，因此僅能就總公司單一據點申請兼營期貨信託事業。

■ 申請步驟

● Step 1 申請設立：

專營期貨信託公司之發起人向主管機關申請設立許可時，應先確定公司組織型態為股份有限公司、資本額為3億元、公司名稱須標明「期貨信託」字樣、發起人中應有具備專業資格者、專業發起人之持股需達20%以上、單一非專業發起人之持股必須低於25%、並且提出營業計劃書等文件、同時向主管機關指定之金融機構²存入設置保證金2,500萬元。

他業兼營者，公司名稱毋須增加「期貨信託」字樣，也毋須繳存設置保證金，然需

¹ 各業最低實收資本額之規定為：證券投資信託事業為3億元；專營信託公司為20億元；商業銀行（視為信託業）為100億元。

² 係指經核准經營保管業務，並符合主管機關核准或認可之信評機構評等達一定等級以上之銀行。

附表二 他業兼營期貨信託事業之條件

項目	專營期貨經理事業兼營	專營證投信事業兼營	專營信託業或兼營信託業務之銀行兼營
本業營業年數	滿三年	滿三年	-
兼營後最低實收資本額	新台幣 3 億元	新台幣 3 億元	-
股東資格條件	至少一名持股達 20 % 以上之專業股東	-	-
財務標準	每股淨值不低於面額（最近期經會計師簽證之財報）	每股淨值不低於面額（最近期經會計師簽證之財報）	每股淨值不低於面額（最近期經會計師簽證之財報）
受主管機關處分紀錄	半年內未曾受主管機關「警告」處分。 二年內未曾受主管機關「撤換人員」、「停業六個月以內」或「撤銷營業許可」處分	半年內未曾受主管機關「警告」處分。 二年內未曾受主管機關「解除人員職務」、「停止募集或私募證投信基金或新增受託業務」、「停業六個月以內」或「廢止營業許可」處分	半年內未曾受主管機關「警告」、「糾正並限期改善」三次以上處分。 二年內未曾受主管機關「撤換人員」、「解除人員職務」、「停止募集或私募證投信基金或新增受託業務」、「停業六個月以內」或「廢止營業許可」處分

檢具營業計畫書、最近期經會計師查核簽證之財務報告（檢視淨值是否高於面額）等文件；如果是由期貨經理公司申請兼營的話，則要附上專業股東的資格證明文件及名冊；信託業申請兼營者，必須檢具內部控制制度及會計師出具之無保留意見審查意見書。

● Step 2 設立/變更登記：

在設立登記的作業流程方面，專營期貨信託公司應向經濟部申請公司名稱預查、召集發起人會議，訂定章程、收足股款、選舉董事及監察人、取得主管機關之設立許可、以及委託會計師辦理公司設立資本額查核簽證後，即可向經濟部商業司辦理公司設立登記。（流程圖如附圖一）

由他業兼營者，在這個階段則需要召開股東會，變更公司章程，並且向經濟部辦理公司變更登記。

● Step 3 證照核發/登錄作業：

期貨信託公司自主管機關同意設立之日起六個月內，要完成第二步驟並且進行至本

步驟，亦即備妥公司章程、公司設立/變更登記證明、人員資格證明、場地設備勘查證明、內部控制制度，以及會計師出具之無保留意見審查意見書³、以及繳存營業保證金 2,500 萬元之證明⁴等相關文件，向主管機關申請核發許可證照。若有正當理由，可在期限屆滿前向主管機關申請展延一次，期限為六個月；否則依第一步驟所取得之許可，將被主管機關廢止。

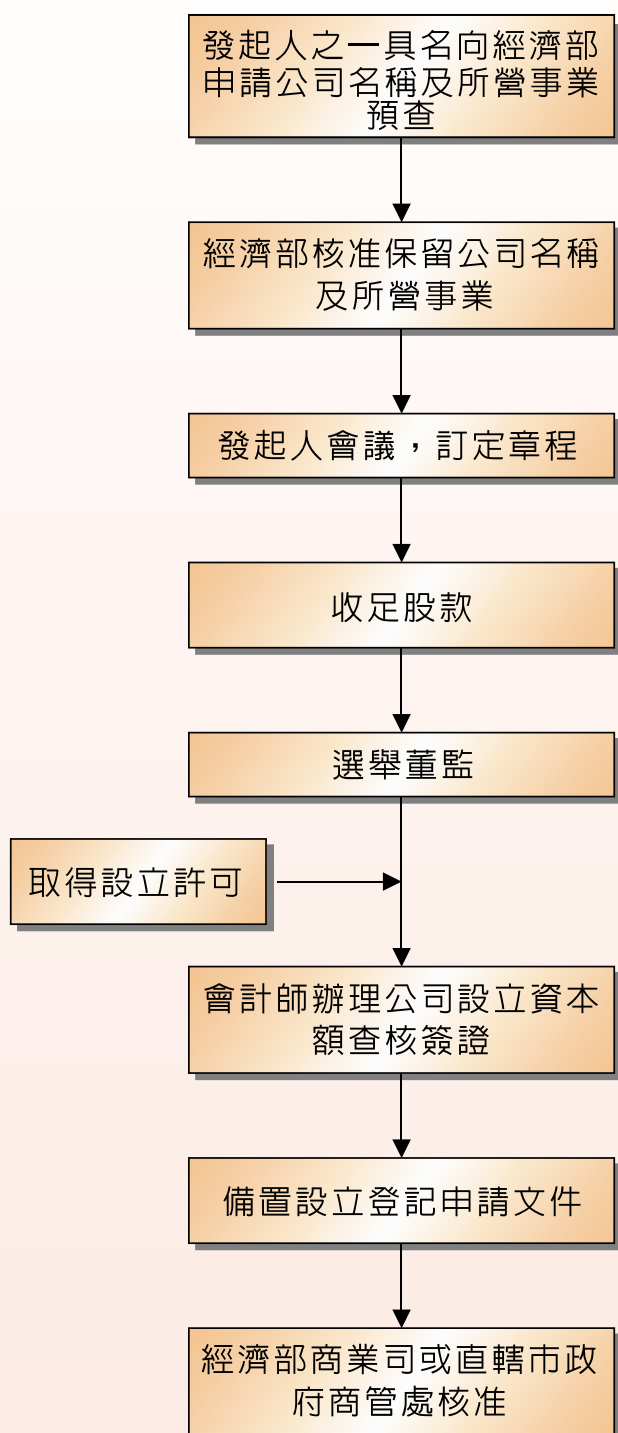
信託業申請兼營者，尚須出具期貨公會同意入會之證明文件，才能向主管機關申請辦理登錄作業。

期貨公會在此一階段所負責的主要工作為：審查期貨信託公司經理人、部門主管與業務員之資格、勘查期貨信託公司之場地及設備是否符合標準、以及制訂期貨信託事業內部控制制度標準規範，供期貨信託公司參酌訂定內控制度。另外，需針對信託業兼營者辦理入會登記作業，並核發會員證書。

³ 信託業申請兼營期貨信託事業者，必須在申請許可階段即檢附期貨公會出具之場地設備勘查證明文件及內部控制制度及會計師出具之無保留意見審查意見書。

⁴ 信託業資本額少則 20 億元，多則高達百億元，申請兼營期貨信託事業時，毋須提列營業保證金。

附圖一
專營期貨信託事業公司設立登記流程圖



在辦完公司登記及取得許可證照後，專營期貨信託事業應向營業處所所在地之政府，申請營利事業登記證；兼營期貨信託事業也應持原有之營利事業登記證，向所在地政府辦理變更營業項目並換發新證。

● Step 4 申報開業：

專、兼營期貨信託公司均應加入期貨公會，並檢具許可證照影本、期貨公會會員證書影本及基本資料登錄表等，於開業前送由期貨公會彙報主管機關，才能開辦期貨信託業務。

貳. 期貨信託事業人員管理

一、期貨信託事業從業人員須具備的資格

由於期貨信託事業係接受投資大眾的委託資產，進行交易與投資的專業機構，因此從業人員必須具備良好的品德、卓越的管理能力、豐富的營運經驗、專業的交易與投資能力。

■ 從業人員專任之資格：

期貨信託事業從董事長、總經理、部門及基金經理人，到業務員以及內部稽核人員，都必須具備一定的資格，才能勝任所擔負的職責。各項職務所需具備的資格條件，詳列如附表三。

■ 從業人員專任之規定：

為了確保期貨信託事業之從業人員，都能專注於本身的職務上，因此包括總經理、業務部門⁵之副總經理、協理、經理及分支機構經理人、部門主管與業務員，除法令另有規定外，都應該為專任。

⁵ 業務部門包括辦理基金募集及銷售、研究分析、基金管理、執行基金之交易/投資、內部稽核等業務之部門。

附表三 期貨信託事業從業人員須具備之資格條件

職稱	資格條件
董事長	<p>一、取得期貨交易分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗二年以上者。</p> <p>二、經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具同等學歷，並具專業投資機構相關工作經驗三年以上，曾擔任副總經理或同等職務，成績優良者。</p> <p>三、有其他事實足資證明其具備證券、期貨或金融專業知識、經營經驗及領導能力者。</p> <p>※期貨信託事業之董事長應於選任後十日內，檢具相關資格證明文件，報經主管機關認可；其資格條件有未經主管機關認可者，主管機關得限期命期貨信託事業調整。</p>
總經理	<p>一、取得期貨交易分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗三年以上者。</p> <p>二、經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具有同等學歷，並具專業投資機構相關工作經驗五年以上，曾擔任一年以上副總經理或同等職務，或三年以上經理或同等職務，成績優良者。</p> <p>三、有其他學經歷足資證明其具備期貨專業知識、經營經驗及領導能力者。</p> <p>※期貨信託事業聘任總經理，應檢具資格證明文件，報主管機關審查合格後，始得充任。</p>
副總經理、協理、經理 (辦理基金募集及銷售、研究分析、基金管理、執行基金之交易/投資、內部稽核)	<p>一、取得期貨交易分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗一年以上者。</p> <p>二、經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具有同等學歷，並具專業投資機構相關工作經驗三年以上，成績優良者。</p> <p>三、有其他學經歷足資證明其具備期貨專業知識、經營經驗及領導能力者。</p>
部門主管及分支機構經理人	<p>一、取得期貨交易分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗一年以上者。</p> <p>二、依期貨商負責人及業務員管理規則第五條第一項第一款至第三款規定，取得期貨商業業務員資格，並具專業投資機構相關工作經驗三年以上者。</p> <p>三、曾擔任國內、外基金經理人工作經驗二年以上者。</p> <p>四、經教育部承認之國內外大學以上學校畢業或具有同等學歷，擔任證券、期貨機構或信託業之業務人員四年以上者。</p> <p>五、有其他學經歷足資證明其具備期貨專業知識、經營經驗及領導能力者。</p>
基金經理人	<p>一、取得期貨交易分析人員資格者。</p> <p>二、取得期貨商業業務員資格，並在專業投資機構從事期貨交易分析或交易決定工作三年以上者。</p> <p>三、取得期貨商業業務員資格，並曾任證券投資信託基金基金經理人或接受客戶全權委託投資業務之投資經理人職務二年以上者。</p> <p>四、取得期貨商業業務員資格，擔任全權委託期貨交易業務之交易決定人員職務一年以上，無不良紀錄者。</p>
內部稽核	<p>一、取得期貨交易分析人員資格，並在專業投資機構從事證券、期貨或信託相關工作經驗一年以上者。</p> <p>二、取得期貨商業業務員資格，並在專業投資機構從事證券、期貨或信託相關工作經驗三年以上者。</p>
業務員 (辦理募集發行及銷售、期貨交易及相關投資之研究分析、執行基金之交易及投資)	<p>一、依期貨信託事業管理規則規定，取得期貨交易分析人員資格者。</p> <p>二、取得期貨商業業務員資格者。</p>
業務員 (主辦會計)	<p>擔任主辦會計之人員，也屬於期貨信託事業之業務員，但毋須取得期貨交易分析人員或期貨商業業務員資格。</p>

其次，總經理須負責公司整體營運的管理，不宜再兼任單一業務的執行工作，因此不得兼任該公司之董事長、分支機構經理人或與交易/投資決定有關之基金經理人。

另外，內部稽核人員，要負責以客觀的角度檢查及評估內部控制制度之缺失，並確保該制度得以持續有效實施，因此不得辦理登記範圍以外之業務或由其他業務員兼任。如果是由他業兼營時，得由他業登記之內部稽核人員，且具備期貨信託事業內部稽核資格者兼任。

同時，基於專業分工與內部控制的考量，辦理研究分析之業務員、基金經理人不得兼任執行交易及投資之業務員。此外，為了防範利益衝突，專、兼營期貨信託事業之基金經理人，也有不得兼任其他與交易/投資決定有關職務之規定⁶。

■ 部門設置之規定：

期貨信託事業至少應設置研究分析、財務會計及內部稽核部門。兼營期貨信託事業者，如果原本就已經設置前述部門，則不必為了經營期貨信託業務而疊床架屋，重複設置同性質的部門。

一、從業人員必須參加的訓練課程

1. 職前訓練—由證券暨期貨市場發展基金會（簡稱證基會）辦理

舉凡為期貨信託事業辦理募集受益憑證之發行及銷售、期貨交易及相

關投資之研究分析、基金之經營管理（即基金經理人）、執行基金之交易及投資、內部稽核與主辦會計等職務之業務員，以及在期貨信託基金銷售機構，負責向客戶解說風險及相關事項之業務員，在執業之前，均須參加職前訓練。

有鑑於上述業務員取得資格的標準不一，實有必要針對特定對象，設計不同的職前訓練課程來加以補強其專業能力，期貨公會日前規劃出兩套職前訓練課程，並行文證基會卓參辦理，課程規劃內容如附表四。

2. 在職訓練—由中華民國期貨業商業同業公會負責

上述六類期貨信託事業的業務員，每兩年還要參加一次在職訓練。而擔任期貨信託基金銷售機構的業務員，則只要參加職前訓練即可，毋須定期參加在職訓練。



⁶ 向不特定人募集期貨信託基金之基金經理人，除主管機關另有規定外，不得兼任基金經理人、證券投資信託基金經理人、全權委託期貨交易業務之交易決定人員或證券全權委託投資經理人。信託業辦理兼營期貨信託事業之部門主管，不得兼任該公司之分支機構經理人、基金經理人、證券投資信託基金經理人、全權委託期貨交易業務之交易決定人員或證券全權委託投資經理人。信託業兼營期貨信託事業，基金經理人不得兼任共同信託基金業務、自有資金之投資或交易決策人員。

附表四 期貨信託事業暨期貨信託基金銷售機構從業人員職前訓練課程

取得資格類型	一般課程參加對象 (授課時數：10 小時)	加強課程參加對象 (授課時數：16 小時)
取得期貨交易分析人員資格	期貨信託事業： 辦理募集受益憑證之發行及銷售、期貨交易及相關投資之研究分析、基金之經營管理（即基金經理人）、執行基金之交易及投資等職務、內部稽核、主辦會計	期貨信託基金銷售機構： 負責解說風險及相關事項者
取得期貨商業業務員資格	期貨信託事業： 基金之經營管理（即基金經理人）、內部稽核、主辦會計	期貨信託事業： 辦理募集受益憑證之發行及銷售、期貨交易及相關投資之研究分析、執行基金之交易及投資等職務者 期貨信託基金銷售機構： 負責解說風險及相關事項者
毋須取得期貨交易分析人員或期貨商業業務員資格者	期貨信託事業： 主辦會計	-

參. 期貨信託基金之運作

一、何謂期貨信託基金？

期貨信託基金是由期貨信託事業所募集發行的基金，其操作標的以期貨交易為主。就期貨信託基金之性質而言，比較接近於證券投資信託事業所募集的證券投資信託基金，兩者相似之處包括：均屬於有價證券、基金型態皆有傘型/保本型/組合型等、對不特定人募集基金前，應先經主管機關核准；對特定人募集之基金均不得廣告及宣傳、皆可於國內或國外募集、均可以外幣做為計價單位、均需配置保管機構保管基金資產、每日計算及公告淨值、會計處理程序相近、受益人會議召開之事由與程序相似、對不特定人募集之基金發生超額損失時，皆由信託事業承擔。

然而，兩者之行業特性及所受的規範不

同，因而衍生出不同的面貌，其主要的差異共有9項（如附表五）。

二、期貨信託基金的類型

期貨信託基金不似證券投資信託基金，以交易/投資的標的來作為分類的依據，而是參考國外的實務經驗，將基金分為具資產配置理念的傘型、具保本性質之保本型以及得投資其他基金之組合型等三大類。

■ 傘型：

期貨信託事業得依資產配置原則，以傘型架構募集不同種類之子期貨信託基金，其中各檔子基金之屬性可以設定為交易/投資某一特定區域、某一類特定之標的物，或是某一策略，例如：某期信公司募集「歐美傘型期貨信託基金」，旗下有兩檔分別從事美洲及歐洲地區交易/投資的子期貨信託基金；

附表五 期貨信託基金與證券投資信託基金主要的差異點

比較項目	期貨信託基金	證券投資信託基金
對特定人募集之基金	採事前報准制	稱為私募基金，採事後申報
對特定人募集之基金，特定人之人數上限	99 人 ⁷	35 人
操作標的	集中及店頭市場之期貨交易、其他機構募集或發行之期貨基金、有價證券、其他與期貨相關之現貨商品	有價證券、與有價證券相關之期貨交易
首次募集	不限於針對特定人或不特定人，如首檔基金係針對不特定人募集時，其最低成立金額為 5 億元	限定為公開募集形式，且為投資於國內之股票型或平衡型基金，最低金額為 30 億元
基金型態	區分為傘型、保本型及組合型	區分為股票型、債券型、平衡型、指數型、指數股票型、組合型、保本型、貨幣市場型及其他等九類
基金閉鎖期	首次募集對象如為不特定人時，閉鎖期為 6 個月	開放型基金之閉鎖期為 6 個月
委託操作	可委由其他專業機構操作	除外匯操作外，不得全權委託他人操作
投資其他期貨基金	不得投資同公司之基金	得投資同公司之其他基金
受益憑證	無實體發行	可採實體或無實體發行
開放境外期貨信託基金	暫不開放	已開放

「雙率傘型期貨信託基金」，包括三檔子基金分別交易利率期貨、投資政府公債以及交易匯率期貨。

值得注意的是，子基金應同時募集成立，該傘型期貨信託基金才能成立，任一子基金未達成立標準時，該傘型期貨信託基金就無法成立。而且，針對不特定人募集傘型期貨信託基金時，子基金的數量不得超過三檔；針對特定人所募集的傘型期貨信託基金，則沒有子基金數量的限制。

■ 保本型：

一般民衆對於期貨交易，始終存在操作

難度較高、獲利不易的印象，對於風險接受度較低的民衆，往往望之卻步。保本型期貨信託基金須將基金資金的90%，投資於經核准之國內外固定收益商品或以定期存款方式保存，其所孳生的利息連同剩餘的10%資金，則可運用於交易集中及店頭期貨市場。在保本率須達九成以上的要求下，當有助於吸引理財觀念較保守的客戶加入。

保本型期貨信託基金又可視有無保證機構保證，區分為保證型（有保證機構保證）及保護型（無保證機構保證）兩種。

■ 組合型：

⁷ 若對象為符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，不得超過99人。若對象為銀行、票券、信託、保險、證券、期貨或主管機關核准者，則無人數之上限。

期貨信託事業也可發行投資其他基金的組合型期貨信託基金，這一類型基金本身不從事交易，而是將資金投資於其他期貨信託事業、證券投資信託事業或外國基金管理機構所發行或經理的受益憑證、基金股份或投資單位。

爲了達到分散風險的要求，針對不特定人所募集的組合型期貨信託基金，至少應投資五個以上子基金，且被投資之子基金本身不得爲私募型態，也不得爲組合型基金。

此外，由於國外某些知名的期貨基金不銷售給小額投資人，爲了提供小額投資人透過期信基金參與國外知名期貨基金之機會，主管機關也保留個案核准的權力，允許組合型期貨信託基金所連結的子基金少於五檔或僅連結單一檔國外期貨基金（即feeder fund）。

三、私募與公開募集的差異

期貨信託基金依照募集的對象不同，可分爲兩種：

- 1.對不特定人募集（即所謂公募）
- 2.對符合一定資格條件之人募集（俗稱私募）

所謂符合一定資格條件之人，指的是：銀行、票券、信託、保險、證券、期貨業等專業機構、或其他經主管機關核准者，以及99人以下符合主管機關所定條件之自然人、法人與基金，亦即爲專業投資者或是富有投資經驗之人。

至於上述提到的，主管機關所定專業投資者的標準，到底是以財力標準或是最低認購金額來訂定呢？期貨公會認爲，要求投資

人提供財力證明，將觸及其隱私權，影響投資意願，增加業者檢核的成本以及認定上的困難，不如訂定最低申購金額較易順利募集。經向主管機關反映後，主管機關遂從善如流，同意以250萬元，作爲特定人認購期貨信託基金之最低標準。

除了募集對象不同之外，法規對於兩者的規範也大不相同，概括而言，基於保護公益之需要，法規對於向不特定人募集的期貨信託基金，控管程度較緊；針對向有專業經驗或資產規模較大的特定人募集者，則採取低度的監理。影響所及，在各項申請、送審、申報以及公告的事項上，後者均較前者來的簡化。

四、如何募集期貨信託基金？

■ 首次募集之期限：

爲了加速期貨信託基金成立之效率，專營期貨信託事業在取得許可證照後，應於一個月內申請募集第一檔期貨信託基金（募集對象不拘，可以是特定人或不特定人）。且應於募集之核准函送達日起六個月內開始募集，從開始募集之日起四十五日內募集成立該期貨信託基金。

如果未能依照上述規定提出申請或募集成立基金者，主管機關將廢止其營業之許可。而他業兼營期貨信託事業在獲得主管機關許可並完成登記後二年內，未申請募集期貨信託基金者，除主管機關另有規定外，其兼營業務之許可也將被廢止。

■ 募集規定：

若首次募集之基金屬於公開募集方式者，必須在國內募集、最低成立金額爲新臺幣五億元、自成立日後滿六個月（閉鎖

期），受益人始得申請買回。

非首次募集之期貨信託基金經核准後，對不特定人募集者，應於申請核准通知函送達日起三個月內開始募集，三十日內募集成立該期貨信託基金。但有正當理由無法於三個月內開始募集者，於期限屆滿前，得向主管機關申請展延一次，展延期以三個月為限。

■ 審查流程：

期貨信託事業檢具募集期貨信託基金申請書件（含期貨信託契約、公開說明書、外幣計價央行同意函等，對不特定人募集者須增提募集發行計劃、律師意見書、委任專業機構之契約及相關書件等），送由期貨公會審查。期貨公會就相關書件進行書面審查，另召集審查委員會，就期貨信託基金之風險控管機制進行實質審查，並出具審查意見轉報主管機關。

審查要項包括：該風控機制是否衡量可能面對之市場、信用、流動、作業及法律等風險？各項衡量風險的方式及參數是否符合期貨公會所定的規範？有無訂定完善之控管計劃？

主管機關將就申請書件是否齊備、有無達成發行計劃之能力、財務報告是否依規定編製、內部控制制度是否完善、交易或投資標的是否恰當以及有無違反相關法令或期貨信託契約等事項進行審酌，並參考期貨公會

之審查意見，來決定是否核發募集申請核准函予該期貨信託事業。另外，於國外募集投資於國內，或於國內募集投資於國外者，因為涉及外匯業務，因此尚必須洽請中央銀行同意才能放行。（核准期貨信託基金募集之權責單位一覽表附表六）

五、申購期貨信託基金的七大管道

■ 七大銷售管道：

由於期貨信託事業營業據點有限，為了順利向不特定人募集期貨信託基金，因此主管機關也開放了期貨經紀商、證券經紀商、期貨顧問事業、證券投資顧問事業、銀行及信託業等其他六個事業，擔任銷售管道。未來主管機關將視開放人身保險業擔任證券投資信託基金銷售機構之運作情況，再決定是否比照辦理，也增加人身保險業擔任期貨信託基金之銷售機構。

■ 銷售機構之資格：

擔任期貨信託基金之銷售機構，本身也要具備相當的資格條件，這些條件包括：

- 1.每股淨值要高於面額
- 2.未違反規定遭主管機關處分或曾受處分但已超過禁止期間
- 3.不在主管機關禁止擔任銷售機構之期限內

附表六 核准期貨信託基金募集之權責單位一覽表

募集地點	投資地點	
	國內	國外
國內	主管機關核准	除主管機關外，尚須經央行同意
國外	除主管機關外，尚須經央行同意	除主管機關核准外，其餘依募集地法令規定

4.有適量且具資格之業務員，以及具備執行基金銷售業務之必要資訊傳輸設備。

■ 銷售機構應遵守之事項：

要辦理期貨信託基金銷售業務之前，銷售機構應先與期貨信託事業簽訂銷售契約，在其內部控制制度中應增訂充分瞭解客戶、銷售行為、短線交易防制、防制洗錢及法令遵循等作業。

同時，在辦理銷售業務時，應充分知悉並評估客戶之投資知識、經驗、財務狀況及風險承受程度；由具資格之業務員告知客戶，期貨信託基金之性質及風險；遵守期貨公會所訂定之「期貨信託基金之募集、發行、銷售及申購買回作業程序」、「會員宣傳資料及廣告管理辦法」、「期貨信託基金宣傳資料及廣告實施細則」等規定；保守往來客戶之相關機密，以及保存相關銷售憑證。

■ 銷售機構之管理：

如果銷售機構及其人員違反相關規定時，期貨信託事業、期貨公會及主管機關可以進行下列不同程度的處理：

- 1.期貨信託事業應立即督促其改善，並通知主管機關。
- 2.期貨公會得視情節輕重，最重可註銷該機構業務員之登記。
- 3.主管機關得要求期貨信託事業，在一定期間內不得委任該機構擔任銷售機構。

六、期貨信託基金可操作之標的及相關操作限制

■ 操作標的範圍：

爲了避免期貨信託基金因交易標的過度集中，受到單一市場行情變化的衝擊過大，因此，主管機關大幅放寬期貨信託基金的操作範圍，讓業者能從廣泛的交易標的中，設計更多元化的交易策略，達到降低基金波動性的目的。其開放的步伐之大，令市場人士頗爲驚喜。舉凡在期貨集中與店頭市場中，衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數等標的、其他單位所發行的期貨基金、上市櫃股票等有價證券類、以及與期貨相關的現貨商品，如大宗物資、金屬與原物料⁸等，都是期貨信託基金可以操作的範圍。

■ 操作標的之限制：

基於分散交易風險的考量，主管機關就期貨信託基金之資金運用，設定了一些準則與部位限制，相關規定整理如附表七。

七、期貨信託基金的申購與買回流程

■ 申購規定：

期貨信託事業及銷售機構應依不同基金之特性，訂定受理申購基金之截止時間，並嚴格執行。

期貨信託基金每單位之申購價金，包括發行價格及申購手續費。基金成立日前（不含當日），每受益權單位之發行價格爲新台幣壹拾元；自成立日起則依每單位淨值做爲發行價格。

在收受申購款項的對象方面，除期貨信託事業及其委任並以自己名義爲投資人申購基金之銷售機構，得直接收受並轉入基金專戶外，其它銷售機構應要求申購人將申購款直接匯撥至基金專戶。

期貨信託事業原則上，應以申購價金進入基金專戶之當日淨值，計算申購單位數。

附表七 期貨信託基金之交易/投資限制

項目	針對不特定人所募集	針對特定人所募集
流動準備	至少應保留三成	無
集中市場期貨交易	1. 未平倉部位所需原始保證金，加計權利金收付淨額之合計數，不得超過基金淨資產價值（簡稱 NAV）之 70 %。 2. 單一期貨契約月份之未平倉部位所需原始保證金，不得超過基金 NAV 之 5 %。 3. 單一選擇權序列之未平倉部位所需原始保證金，加計同序列權利金收付淨額之合計數，不得超過基金 NAV 之 5 % 4. 單一標的未平倉部位所需原始保證金，加計同一標的權利金收付淨額之合計數，不得超過基金 NAV 之 20 %。	無
店頭市場期貨交易	其交易之總風險暴露，除主管機關核准外，不得超過基金 NAV 之 10 %。	
其他期貨基金	所投資之總金額，不得超過基金 NAV 之 10 %。 組合型期貨信託基金投資之總金額，不得低於基金 NAV 之 60 %，且除主管機關核准外，對每檔子期貨信託基金所投資之總額不得超過本組合型基金 NAV 之 30 %。	無
除期貨基金以外之有價證券	1. 除組合型及保本型期貨信託基金外，持有有價證券之總市值不得超過基金 NAV 之 40 % ⁸ 。 2. 除上述總額之限制外，各單項尚有投資金額之上限。	
有價證券以外之期貨相關現貨商品	由主管機關個案核准。	

■ 買回規定：

期貨信託基金係無實體方式發行受益憑證，並透過集保結算所保管。

受益憑證如果是登載於期貨信託事業保管劃撥帳戶下之登錄專戶者，受益人得向該事業或其指定之基金銷售機構辦理買回；如係登載於受益人本人開設於證券經紀商之保

管劃撥帳戶者，受益人應向該證券經紀商辦理之。

期貨信託事業及委任辦理基金買回業務之銷售機構，應依不同基金之特性，訂定其受理受益憑證買回申請之截止時間。受益憑證之買回價格，應以買回請求到達期貨信託事業或銷售機構之次一營業日基金淨資產價值計算。

⁸ 現貨商品涉及儲運、保管、交割與評價等因素，因此期貨信託事業必須檢具投資與風險管理計劃，經主管機關個案核准後，才能辦理。

⁹ 主管機關將另以函令發布

對於符合公開說明書所定，從事基金短線交易認定標準之受益人，應扣除一定比例之買回費用。

期貨信託事業委任銷售機構辦理受益憑證買回業務，除法令另有規定外，銷售機構得就每件買回申請。向申請人酌收合理之買回手續費，用以支付處理買回事務之費用，其收費標準應於基金公開說明書中予以揭露。

期貨信託事業對不特定人募集投資國內之期貨信託基金，原則上應自買回請求到達之次一營業日起五個營業日內，指示基金保管機構以買回人為受款人之記名劃線禁止背書轉讓票據或匯款方式給付買回價金；該基金若投資海外，則由期貨信託公司自行訂定給付價金之時程。除特殊情形外，期貨信託公司對買回價金之給付不得遲延，如有遲延給付之情事，應對受益人負損害賠償責任。

八、期貨信託基金應揭露的資訊

如前所述，期貨信託基金乃集合眾人之資金，並委託期貨信託事業代為操作運用，基金資訊的充分揭露，對於投資人的保障有絕對的助益。因此，期貨信託事業必須將旗下期貨信託基金之公開說明書、銷售相關文件、期貨信託契約及財務報表等，備置於該公司及銷售機構之營業處所，或以主管機關指定之方式，供公眾查閱；並且就基金的概況，定期或不定期進行申報或公告，這些需要申報或公告的資訊（詳列於附表八），大致上可分為基金募集成立前以及成立後等兩個階段。

■ 基金成立前：

國內募集或追加募集之期貨信託基金，不論係針對不特定人或符合一定資格條件之人募集，均應編製公開說明書，主要揭露的內容有：基金簡介、性質、型態、計價幣別、交易及投資事項（若委由專業機構操作，亦須揭露）、風險因素、收益分配、申購與買回、受益人權利及費用負擔、基金運用狀況、期貨信託事業/保管機構/保證機構/受益憑證事務代理機構/信用評等機構等。

當主管機關核准基金募集後，於正式募集前，必須檢具申報書、委任銷售機構彙總表、募集公告稿等書件申報及公告。

■ 基金成立後：

基金成立後，應定期申報的事項包括：¹⁰每日淨值、月報、年報及更新公開說明書等；至於遇到基本資料變更、追加募集、變更或終止期貨信託契約、銷售機構異動、召開受益人大會或基金清算等事由時，則要不定期向有關單位申報或公告。

期貨公會於96年初，經過審慎的評估後，決定委託臺灣集中保管結算所規劃建置期貨信託基金資訊申報及公告平台，該公司已於96年底建置完成。未來，投資人想要瞭解期貨信託基金市場的規模、查詢各基金之淨值及發行公司基本資料等，均可以透過集保結算所的網站，輕鬆掌握有用資訊。

九、期貨信託基金的運作模式

期貨信託基金的運作，涉及銷售、買回、交易、投資、保管等層面，遠非期貨信

¹⁰

對特定人募集之基金毋須定期更新公開說明書。

附表八 期貨信託基金應申報或公告事項一覽表

序號	項目	申報事項	申報週期
1	基金日報	應於每一營業日申報各基金淨值，非每日報價基金除外。	每日
2	基金月報	應於每月終了後十日內申報自行查核及保管機構覆核之月報。	每月
3	每月業務表冊	應於每月終了後十日內，申報上月份期貨信託基金概況，內容包括： 一、基金銷售彙總資訊、 二、基金受益人資訊、 三、基金投資標的/投資地區比率、 四、法規限定比率明細、 五、基金支付費用資訊等。	每月
4	基金年度財報	應於每會計年度終了後二個月內編具，經會計師查核簽證，並經基金保管機構簽署。	每年2月底前
5	基金基本資料申報	應隨時更新基金之基本資料。	不定期
6	基金募集公告	應於基金開始募集五個營業日前檢具申報書、委任銷售機構彙總表、募集公告稿、公開說明書稿本、主管機關募集同意函影本等書件申報。	不定期
7	基金募集或追加募集申報	應於基金追加募集前，檢具所需文件送由同業公會審查並附審查意見轉報主管機關申請核准後，方可上傳資料至申報平台。	不定期
8	修改已核准之期貨信託契約內容	對不特定人募集之基金，其期貨信託契約內容變更，應於報經主管機關核准後二日內公告；對特定人募集者，應於變更期貨信託契約內容後五日內向主管機關申報。	不定期
9	基金淨值低於標準	基金淨值低於標準時，應立即通報主管機關及其指定機構，並立即召開董事會，於一週內提出改善計劃報主管機關。	不定期
10	基金公開說明書	應向同業公會申報，修正後亦同。 對特定人募集之基金，應於成立後每季終了一個月內更新。	不定期 定期
11	基金非營業日申報	應向同業公會申報。	不定期 (每年至少一次)
12	基金受益人大會開會通知	應於基金受益人大會開會召開二十日前，以掛號方式寄送開會通知。	不定期
13	銷售機構異動申報	基金銷售機構有開業、停業、終止銷售業務等情事，應於事實發生起二日內申報並公告。	不定期
14	基金清算	期貨信託契約終止時，應於主管機關核准清算後三個月內，完成期貨信託基金之清算，並依受益權單位數之比率分派清算餘額予各受益人。 清算人應將前項清算及分配之方式向主管機關申報及公告，並通知受益人。 清算程序終結後應於二個月內，將處理結果向主管機關報備，並通知受益人。 對特定人募集之者，其清算及分配方式，依期貨信託契約之規定向受益人報告。	不定期
15	期貨信託契約終止	期貨信託契約因存續期間屆滿而終止者，應於屆滿之日起二日內申報主管機關備查。 遇有期貨信託事業或基金保管機構不能繼續執行職務、或受益人會議決議更換前述機構、或基金淨資產價值低於主管機關所定之標準、或受益人會議決議終止期貨信託契約等情事之一者，應報主管機關核准後予以終止期貨信託契約。 期貨信託契約之終止，應於期貨信託契約存續期間屆滿之日或核准之日起二日內公告之。	不定期

託事業一己之力可以完成。藉由以下的分析，希望有助於釐清整個運作流程中，每個參與者在其間所扮演的角色，以及與其他參與者之關聯（如附圖二）：

■ 期貨信託事業：

向投資人募集期貨信託基金發行受益憑證，並且運用期貨信託基金從事交易或投資。除本身之總、分支機構得辦理銷售與買回業務之外，也可以委託銷售機構接受投資人之申購與買回申請。

■ 期貨信託基金銷售機構：

與期貨信託事業簽訂銷售契約，協助期貨信託事業針對不特定人募集期貨信託基金，目前，符合一定資格條件之期貨經紀商、證券經紀商、期貨顧問事業、證券投資顧問事業、銀行及信託業均可擔任。

■ 期貨信託基金保管機構：

符合資格之專營信託公司及兼營信託業務之銀行須與期貨信託事業簽訂期貨信託契約，才能擔任受託人，負責依期貨信託事業之運用指示收付期貨信託基金，保管與處分期貨信託基金之資金及所取得之資產，並且給付受益憑證買回價金予受益人。

■ 期貨信託基金保證機構：

擔保保證型期貨信託基金，到期時提供受益人至少九成以上本金保證之機構。要擔任期貨信託基金之保證機構者，其信用評等應達一定等級以上。

■ 交易對象：

接受期貨信託事業或其委任之專業機構委託，從事交易或投資並回報成交資料之機構，如集中市場之期貨經紀商與證券經紀商、店頭市場之外匯指定銀行及其他交易對

象等均屬之。

■ 專業機構：

與期貨信託事業簽訂全權委任契約，接受期貨信託事業之全權委任，得就一定額度內從事交易或投資之國內專業機構（例如期貨經理事業）或國外專業機構（例如期貨交易顧問CTA）。

■ 全權委任期貨交易保管機構：

搭配國內專業機構，負責保管全權委託交易資金或資產、代辦交易帳戶之開立、結算交割、款項收付、帳務處理之機構，其信用評等應達一定等級以上。

■ 國外顧問公司：

接受期貨信託事業之委託，向國外證券商買賣國外有價證券。

■ 臺灣集保結算所：

負責處理期貨信託基金受益憑證之劃撥作業。

十、期貨信託基金如何控管風險？

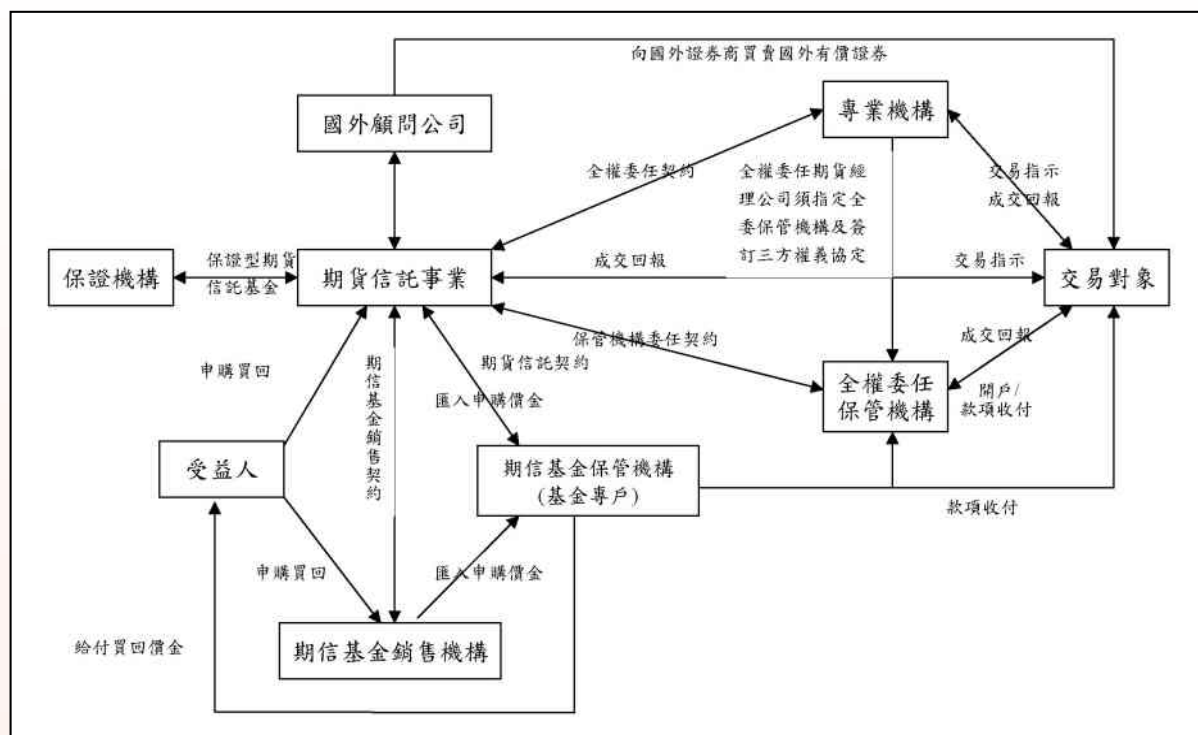
■ 風險類別：

由於期貨信託基金的操作標的範圍廣泛，涵蓋集中市場與店頭市場之交易，因此，其所面臨的風險也較一般以集中市場交易為主者，來的更多。大致來說，其所可能面對的風險共有市場風險、信用風險、流動性風險、作業風險、法律風險及其他風險等。

■ 制訂風控制度：

為了有效控管風險，期貨信託基金應訂定一套風險管理制度執行流程，內容應包括：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，並

附圖二 期貨信託基金運作模式關聯圖



建立限額訂定標準及風險監控程序。

■ 風險評量與管制：

在衡量市場風險時，通常採用下述方法：持有部位額度、損益分析(含已實現損益及未實現損益)、VaR值、波動度、Beta值及衍生性金融商品之Greeks(Delta、Gamma、Vega、Theta、Rho)等。

若是設計模型來控制風險者，須定期以變異數-共變異數法(含Delta-Normal、Delta-Gamma-Delta、Diagonal Model)、歷史模擬法(Historic Simulation Method)或蒙地卡羅模擬法(Monte Carlo Method)，進行模型驗證測試及檢視各項假設與參數，以確定風險模型預測之正確與可信度。

那要如何控制市場風險呢？通常可藉由設定部位限額、停損限額、市場風險限額及

其他相關限額，來達到有效控管的目的。

信用風險之量化衡量可採取信用風險曝額、重置成本(Replacement Cost)或交割前風險(Pre-Settlement Risk)等方式。若採用模型時，也要定期以迴歸模型、Z-Score Model、KMV Merton Model或 Modified Merton Model等進行效度評估。

在管制信用風險的措施方面，應訂定交易前之信用評估方法、對不同信用程度及性質的交易對手，訂定不同的信用限額，以分級管理之、持續監控交易對手之信用狀況。

流動性風險可藉由計算投資組合最大可能損失之極值風險(Extreme Risk)來加以估計。同時，期信基金應綜合考量各持有部位之集中程度、市場成交量概況、各部位資金需求之金額與時程，進行資金管理；並對異

常或緊急狀況導致之資金調度需求，擬定應變計畫，才能控制流動性風險對基金之影響。

在作業風險的控制上，除建立內部控制制度外，對於前、中、後臺之作業流程也要進行適當之權責劃分，以避免可能之舞弊行為。

若要規避法律風險，則可以建制專職之法規遵循相關部門，負責辦理期貨信託基金整體財務與營運活動相關法規之遵循事宜，並評估相關之法律風險。

十一、投資期貨信託基金的成本

投資人在申購期貨信託基金時，除了繳納申購款外，還必須支付一筆申購手續費給期貨信託公司。如果以為這筆申購手續費就是投資期貨信託基金的全部成本，那就大錯特錯了。

其實，期貨信託事業運用投資人申購基金的價金來從事交易或投資，還要支出許多的費用，只不過這些費用不再額外向投資人收取，所以投資人不會有太大的感覺。實際上，這些支出直接攸關投資報酬率的高低，投資人不可不知。

概括來說，基金所要負擔的支出及費用有下列9項，並由期貨信託公司指示基金保管機構支付之：

- 1.因交易/投資所產生之經紀商佣金、交易手續費或交割結算費用；
- 2.支付期貨交易所、證券交易所、櫃買中心、集保結算所或其他機構處理期貨信託基金相關事務所生之費用；
- 3.匯款或匯兌損失；

- 4.應支付之稅捐；
- 5.應給付期貨信託公司、複委託機構與基金保管機構之報酬；
- 6.訴訟上或非訴訟上之請求所發生之費用；
- 7.召開受益人會議所生之費用；
- 8.本基金清算時所生之費用；
- 9.買回基金所生之費用。

為了避免日後產生紛爭，因此必須在期貨信託契約及公開說明書載明清楚，讓投資人充分瞭解費用支出的項目，再來決定是否投資該檔基金。

十二、受益憑證的形式

受益憑證是期貨信託公司為募集期貨信託基金而發行，用以表彰受益人對該期貨信託基金所享權利之有價證券。期貨信託公司要在受益憑證發行日後，於保管機構收足申購價金之日起三個營業日內，以帳簿劃撥方式將受益憑證交付給申購人。

期貨信託基金之受益憑證為記名式、採無實體發行，交付作業需由期貨信託公司來處理，不得委由期貨信託基金銷售機構辦理。

■ 無實體發行的作業規定如下：

- 1.以帳簿劃撥方式交付，並委由集保結算所辦理相關作業。
- 2.期貨信託公司與集保結算所間之權利義務關係，依雙方簽訂之開戶契約書及開放式受益憑證款項收付契約書之規定。
- 3.期貨信託公司應將受益人資料送交集保結算所登錄。

- 4.受益人不得申請領回實體受益憑證。
- 5.受益人在申購期貨信託基金之後，可透過下列三種方式，確認所持有的期貨信託基金受益單位數。
 - A.登載於其本人開設於證券經紀商之集保帳戶。
 - B.在期貨信託公司新開立集保帳戶，取得集保存摺。

以上兩種方式皆可透過刷摺來補登受益單位。

- C.或是允許受益憑證登載於期貨信託事業開設於集保結算所之登錄專戶，並由期貨信託事業製作對帳單予受益人或設置網站供受益人查詢。

十三、產生紛爭要如何處理？

期貨信託事業與期貨信託基金受益人、保管機構、銷售機構、保證機構、全權委託之專業機構，或業務所需之相關機構，因期貨信託相關業務所產生之爭議，可以透過以下三個管道來解決：

■ 調處：

當事人可以向投保中心或期貨公會等專業調處單位，就與期貨信託事業所產生之民事爭議申請調處。惟若對方不同意接受調處時，便無法透過這項方式來解決紛爭。

投保中心受理後，其處理流程簡述如下：

- 1.在受理後二個工作日內完成申請案件之審查。
- 2.若申請事由合乎規定，則製作繕本送達相對人。

- 3.相對人須於文到三日內表示是否接受調處。
- 4.相對人若拒絕調處，投保中心於受理申請案件七日內，發給調處不成立之證明書。
- 5.若相對人接受調處，則投保中心訂定調處期日，製作調處通知，並於受理後十五日內寄發給當事人。
- 6.於既定之調處日期，當事人不到場或意見無法達成一致時，投保中心將製作調處不成立證明書，發給當事人；若當事人達成協議，則投保中心於調處成立七日內製作調處書，並送請管轄法院審核。

■ 期貨公會受理後，其流程如下：

- 1.期貨交易糾紛調處委員會於接獲調處申請書後，應即推派調處委員三人組成個案調處小組，負責個案之實質調處。
- 2.調處案件經個案調處小組審查符合調處要件後，應於七日內決定調處日期與調處場所，通知雙方爭議當事人或其代理人到場，並將調處申請書之繕本一併送達他造當事人。
- 3.爭議當事人接獲前項通知，應於調處日期到場參加調處。當事人無正當理由於調處日期不到場者，視為調處不成立。
- 4.個案調處小組應互推一人為主席。個案調處小組應有調處委員二分之一以上出席，始得開會。但經兩造爭議當事人之同意，得由個案調處小組主席與兩造爭議當事人協商議定個案調處

小組人數後，逕行調處。

5.調處成立時，應作成調處書，並由雙方當事人及調處委員簽章後，交付雙方當事人。

6.調處不成立時，由調處委員作成調處不成立之證明書，經簽章後交付爭議雙方當事人。

■ 仲裁：

仲裁之優點為：

- 1.有效：仲裁判斷與法院之確定判決，具有同一效力。
- 2.快速：仲裁庭應於組成起六個月內作成判斷書；必要時，得延長三個月。
- 3.專家判斷：仲裁人皆具各業專門知識或經驗之專家，可降低錯判之機率。
- 4.經濟：仲裁費比訴訟費為低，且仲裁判斷迅速結案，可節省當事人許多時間。
- 5.保密：仲裁程序不對外公開，可確保工商業之營業秘密。

若期貨信託契約、銷售契約、委任契約或其他相關契約中，約定雙方可就期貨交易之紛爭，提請仲裁，則當事人也可以選擇向仲裁機構申請仲裁，流程如下：

- 1.當事人選定仲裁人後，向仲裁機構聲請仲裁。
- 2.仲裁機構受理後，製作繕本送達相對人，通知相對人答辯並選定仲裁人。
- 3.相對人選定仲裁人後，組成仲裁庭並推選主任仲裁人。
- 4.仲裁人決定仲裁時地及程序規則，並進入仲裁程序。

5.若雙方願意和解，可在仲裁判斷前和解，仲裁機構將製作和解書，交付當事雙方。

6.若雙方不願在仲裁判斷前和解，則於仲裁程序結束後，由仲裁機構作成仲裁判斷，並向法院聲請裁定。

■ 訴訟：

由於發生期貨信託糾紛的當事人，無法強制要求相對人接受調處或仲裁等途徑來解決紛爭，因此若對方拖延或無誠意處理事端，則向法院提起訴訟，便成為解決爭議的最後一個選擇。

法院在處理訴訟案件時，有其一定的處理時程，若民事爭議的金額在新台幣五十萬元以下時，僅須由簡易法庭審理即可；但爭執的金額若超過時，則須經三審（地方、高等及最高法院）定讞後，才可交付執行，無論在時間、人力以及成本等方面，均需付出相當的代價。

結語

我國期貨市場歷經十二年的發展，因各方的努力，市場出現了蓬勃的榮景。然而，期貨交易的複雜度，實非一般資金、資訊有限的投資大眾所能夠全面兼顧的。如何在期貨市場穩定獲利，保障自身權益，仍有賴對市場、商品、交易、結算制度嫻熟的專業人員協助。因此，此時開放期貨信託事業，以聚集更多的小額資金，並以專業扎實的研究分析及交易團隊，為民衆進行審慎與安全的期貨交易，不論在時機上或需求上均有一定之必要性。

期貨信託公司成立後，可藉由銀行及證券經紀商等廣大的銷售管道來募集期貨信託

基金，客源可望更為擴大，資金更加集中，甚至可與期貨經紀商及期貨經理事業形成上下游的業務整合，提供客戶另一項參與期貨市場的管道，同時也可進一步擴增期貨市場的規模與產值，為我國期貨業全方位發展的藍圖，架構了最重要的一個板塊。

透過本文的重點整理，希望可以協助業界人士進一步瞭解期貨信託事業及期貨信託基金之運作架構與相關規範，從而能以最有利於所屬集團的方式，加入期貨信託市場的行列。

回首來時路：歷時三年餘，公會完成歷史任務

自93年10月29日起，本會即委託環球商務法律事務所，就「開放期貨信託事業募集期貨信託基金之可行性」進行研究，展開了推動期貨信託事業的濫觴。

95年度，在秘書長謝夢龍的指示下，成立「推動期貨信託事業工作小組」，並由其任召集人，於95年6月20日召開第1次會議，至96年8月15日止，共計召開了15次工作會議。

在95年度的會議中初步達成32項共識，並於95年12月27日舉辦「期貨信託事業工作小組暨未來展望研討會」，發表共識結果，廣邀業界討論，以提供主管機關做為立法之參考，至此勾勒出期貨信託事業的藍圖。

96年7月10日行政院金融監督管理委員會發布「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」、「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」等4項命令，至此，期貨信託事業雛形乍現。



從規劃到完成期信事業的自律規範，公會殫精竭慮，歷時三年餘，終於達成使命。

96年7月～10月，會務人員就期信四項子法，著手蒐集相關法令資料，草擬作業規則，以加速完成期貨信託事業之各項規範。

96年10月底，本會成立期貨信託事業自律規範研議小組，內容劃分為3大領域（銷售機構、保管機構、期信事業），切割為銷售機構組、保管機構組與兩個期信事業組等四組，採分進合擊、齊頭並進的策略，在11月5日由本會范副秘書長主持召開第1次會議，經過10次會議研商，於11月底提出自律規範草案初稿，完成期信事業運作流程。同時，委由專業機構草擬研議之「期貨信託基金信託契約範本」等八個部分，同時快馬加鞭，亦步亦趨地前進。

為了達成主管機關交付制訂「期貨信託事業自律規範」這項歷史性的艱鉅任務，會務人員卯足全力，殫精竭慮，同時也邀集業界菁英及券商、投信投顧、信託、銀行等相關公會加入討論研議的行列，就各業別所涉及及有關自律規範的部分提供意見，給予指導，俾便制訂更完善的制度。

歷經三年餘，期貨信託事業終於在各界的協助，主管機關的指導下，完成了這項重任。在此，感謝所有參與者的協助與努力，也要感謝主管機關在整個過程中給予的大力支持，更期許這塊新興的事業，能為臺灣金融業創下更璀璨的一頁。



邀請歐美產業先驅 勾勒期信事業遠景

引進先進國家經驗 迎接期信關鍵起飛年

我國期貨信託事業開放在即，其所募集的期信基金可操作之標的，除集中市場的期貨及選擇權之外，尚包括有價證券、店頭市場的衍生性商品及相關現貨商品等。在操盤人選方面，除了國內的期經公司，亦可委由國外的期貨交易顧問，且期信公司還可發行組合式基金，連結國外的期貨基金。如何發展新興的事業？本會特邀請歐美先進國家的期貨基金公司及CTA，在96年11月15～16日兩天，假台北市福華國際文教會館前廳，舉辦「2007年歐美期貨信託事業發展經驗論壇」。希望引進歐美先進國家的經驗，勾勒出國內期貨信託事業的遠景，迎接這個新興業種的關鍵起飛年。



「2007年歐美期貨信託事業發展經驗論壇」

爲期信事業暖身

配合政府的政策，為期貨信託事業做好準備，這場論壇的主講人，皆是經營績效卓著的期貨基金公司及CTA，分別來自紐約、倫敦、芝加哥、多倫多、東京、香港及新加坡，藉由他們的經驗，勢必為期貨信託事業帶來建置及經營上的助益。

這場論壇，吸引了來自期貨、證券、銀行、投信、保險等業界的從業人員參與，在主管機關開放跨業經營後，可以看出，大家對於期貨信託事業－這塊全新的領域，抱持高度的興趣與關注。



論壇紀實

撰文：葉紫華



李啓賢副局長表示，期貨信託事業是首創，此時舉辦這個活動，對未來期貨信託事業的發展，絕對有正面的助益。

本次論壇係國內首次針對期貨信託事業的大型研討會，兩天的議程，每場次均有200餘人，分別來自期貨、證券、投信投顧、保險、銀行等的從業人員參加。這個新的事業體，不但吸引從業人員的注意，主管機關也賦予相當高度的肯定與注目。

主管機關之肯定與主辦單位之期許

當天代表主管機關出席的證期局李副局長啓賢，在致詞時表示，我國期貨業自八十三年開放以來，在期貨業界各位先進的多方努力下，一直呈現成長的趨勢，業務範圍也從基本的經紀業務，發展到自營業務，而後擴及於顧問業務及經理業務。

在各方的期盼之下，行政院金管會在96年中，公佈了期貨信託事業管理辦法，希

望開放期貨信託事業，提供投資人更多的選擇，有助於期貨業者創造更多的商機。相關的細則及自律規範等法律細節，已於96年底完成，97年期貨信託事業應可順利路。

由於期信事業是首創，不論是日後經營的深度及廣度，對期貨界或主管機關都是創舉，因此，參考國外發展經驗是勢在必行的。這次透過期貨公會的精心規劃，邀請歐美8家知名的期貨基金公司與期貨交易經理來台現身說法，闡述寶貴的經驗，提供我國業者參考。

期貨信託事業開放後，主管機關也開放了跨業經營的模式，不論是現貨還是期貨產業，分界嶺將愈趨模糊，未來金融領域的專業人才將可以互相交流，培養跨產業的專業



賀鳴珩理事長說：
「今年是期貨業的
關鍵年，期貨信託
事業不僅是重要的
里程碑，更是一個
令人振奮又期待的
產業。」

能力，並吸引更多人才投入，預期未來，產業前景無可限量。

透過這次的論壇，希望能汲取國外成功的發展經驗，為我國的期信事業，找出最有競爭利基的經營模式，推出符合市場及管理需求的基金，為我國期貨市場增添一股新生且穩定的動能。這次的活動，對主管機關和業者，不論在事業的寬廣度、風險控管能力，或是主管機關的管理層面，都能夠積極與國際接軌，並找尋一個可供依循的方向，對期信事業的未來發展，絕對有正面的助益。

主辦單位－期貨公會理事長的話

本會理事長賀鳴珩說到，行政院金管會日前公佈了期貨信託事業管理辦法，由於我國期貨業發展至今，市場漸趨成熟，隨著期貨事業的開放，更凸顯97年將是期貨業相當重要的關鍵年。為了配合政府的政策，以及為期貨信託事業做好建制前的準備，期貨公

會積極安排並舉辦這場「2007年歐美期貨信託事業發展經驗論壇」，在這個重要的關鍵時刻，意義更顯非凡。

這次公會邀請到的期貨基金公司及期貨交易經理公司，分別來自於倫敦、紐約、芝加哥、多倫多等地區的先進國家。其中有的公司是屬於世界級的規模，具有完善的管理制度與運作模式；也有的公司是屬於小而美，卻富藏個人交易經驗；這些公司類型不同、經營型態也不同，每一家都可說是各具特色。就他們的經營經驗與實務運作，確實值得所有從業人員借鏡與參考。

這些來自歐美的主講人，獲悉期貨公會邀請到他們在國外都難得一見的同業來台演講，紛紛表示這是非常難得的機會，更是他們觀摩學習的好時機，很多主講人不但要求全程參與，更認真的聆聽同業的經驗。這種認真的精神更值得我們學習，他們的態度也凸顯了這次活動的重要性及可貴性。



期交所總經理王中愷認為，公會舉辦的論壇，提供了業者國際化及多元化發展的最佳觀摩及學習機會。

期貨公會每年度都會舉辦一場大型的國際論壇，這場「2007年歐美期貨信託事業發展經驗論壇」更具有指標性，因為期貨信託事業不只是期貨界的重要里程碑，也是主管機關開放跨業經營後，震撼整個金融業界的大事。從參與這次活動的出席名單就可看出，不論是證券、投信、銀行、保險等業界，都對於這個全新的領域抱持高度的興趣，對於這個令人既振奮又期待的產業，我們也期望業界能有一番新的局面。

贊助單位－期交所的話

這次的活動，期交所在經費上也給予部分的贊助，以示對期貨業者的回饋。當天出席的王總經理中愷提到，近幾年期貨服務事業的發展，從期貨顧問事業、期貨經理事業，乃至於現在的期貨信託事業，期貨產業正不斷的開創出新的藍海領域。97年第一季或許就會有第一家期貨信託公司正式成立，

這在我國期貨史上，即將寫下重要的里程碑。

在現今期貨商仍然依賴經紀業務生存，只有少數有能力的期貨商在自營業務略有斬獲的狀況下，未來如何在期貨信託事業為期貨業者打開另一道經營之門，已是當務之急。王總經理認為，當主管機關開放期貨信託事業可以跨業經營後，期貨與現貨操盤的人才將可快速流通，大幅提升操盤人的實力，增加我國金融競爭力。公會在這個時機，舉辦這次的論壇，確實是提供了業者國際化及多元化發展的最佳觀摩及學習機會。

王總經理代表期交所表達了同船共渡的看法，他說，期貨商和期交所應該是同一條船上，共榮共辱的伙伴。因此，他衷心期盼爾後能與公會及業者三方密切合作，不但讓期貨業更加蓬勃發展，也希望讓我國金融服務業的層次更向上提升。

CNFA

管理期貨業是全球投資的主流趨勢

全球最大期貨基金公司AHL經營之道

撰文：王克庭



期貨信託事業的管理資金規模，自一九八〇年代的五十億美元發展至今，已經突破了一千七百億美元，成長相當迅速。同時間，全球期貨合約成交量，大多數的比例是落在與利率、股票相關的商品上，外匯交易量的成長亦相當迅速，顯示全球金融商品市場是同步上揚。

管理期貨是分散及系統性的投資

一般來說，管理期貨除期貨市場外，也有選擇權、股票市場指數、債券期貨、外匯、農產品、金屬、能源等等，是個非常分散的投資組合。

在此全球分散的投資組合下，每個市場的投資變化相當快速，必須依賴電腦來協同管理，因此專家們常說，管理期貨是個系統性的投資行為。

在系統性的投資策略中，通常分為「技術面」以及「基本面」分析。技術面分析包含「趨勢投資」及「短線投資」等，在「趨勢投資」下，我們會將市場的各項指標數據丟入電腦程式中，再由電腦整理出相關的買賣訊號，並根據持有時間的長短，分散投資風險。因此，技術面分析可說是利用價格走勢、波動性等資訊，作為投資時的參考。

與技術面分析不同的是，基本面分析是從國家經濟地區的未來成長趨勢情形（如：通貨膨脹率、利率資訊等），透過電腦模型產生買賣訊號。

為何要投資管理期貨？

從1990年1月至2007年9月為止，管理期貨的CTA有8.5%的績效，相較於全球股票市場指數，如MSCI的5.4%，及全球債券市場指數，如花旗銀行債券指標的7.1%，管理期貨的績效都較高，而波動率是11%，低於MSCI的13.5%，高於花旗銀行債券指標的3.1%。

由此可見，管理期貨的確能夠獲得比債券、股票市場更高的利潤，並且有更穩定的投資組合風險，相信這也是未來台灣的期貨信託市場開放後，期貨信託業者最佳的行銷賣點。

誰是AHL？

AHL是Man Group（曼氏投資集團）的成員之一。Man Group同時也是英國金融時報百大指數的成分股之一，排名大約是50名，管理資產達兩百三十億美元，而AHL成立於1987年，成立至今超過20年。

檢視AHL的交易成績，過去的17年裡（1990~2007），總獲利已達13倍，年報酬率約17%，波動率約為16.4%，最大跌幅為21.1%，出現在911事件後，經過5個月的時間將跌幅反彈回填。

若以同樣時間基期來看，MSCI指數總獲利為2.42倍，年報酬率為7.6%，波動率為12.8%，最大跌幅為47.9%，並花費49個月的時間將跌幅反彈回填；債券指數總獲利為2.31倍，年報酬率為7.4%，波動率為10.9%，最大跌幅為14.5%，花費2個月的時間將跌幅反彈回填。相較之下，AHL的表現仍是較佳的。

AHL如何評估管理期貨的經理人？

AHL透過「交易模組」、「風險管理」、「行為效率」等多方面評估一個管理期貨經理人。

首先，從研究的精神來說，由於現在可投資的商品種類眾多，例如最近相當熱門的信貸衍生商品或ETF等，經理人是否能夠進行多方評估，選擇性的放入自己的投資組合中，增加產生更多獲利的管道及可能性，這一點相當重要。

再者，經理人是否有能力讓管理的平台或投資組合更有效率，若是經理人時常檢視分析投資組合，或是改變資訊平台處理的模式，或許就能發現更多、更有效率的投資模



這次論壇的出席者，包含了期貨、證券、銀行、投信、保險等等，盛況空前。

組，並能有效降低投資成本，如此同樣也可以增加投資績效表現。

管理期貨的優勢

管理期貨最大的優勢在於，它是多產品、多市場、多策略的組合投資，與其他商品，如：共同基金、股票、債券、外匯等，均屬於單一商品／市場，或侷限在某個範圍的投資方式有著相當大的不同。

由於管理期貨的投資標的物種類繁多，包括股票、債券、期貨、選擇權、外匯、金屬、農產品、能源商品等等，都是資產配置的範疇。

在進行資產配置前，AHL相當注重四項評價：

- (一) 市場相關性
- (二) 預期獲利區間
- (三) 投資成本
- (四) 市場流動性

這四項指標也會互有關聯，舉例來說，市場流動性高的地區，投資成本應相對較低，可預期的獲利空間也會拉大。因此對於

市場流動性較高的標的，通常會給予相對較大的資產部位；反之，若市場流動性較低，則分配比重也會降低。

若是市場流動性都高的兩個地區，其股票市場的連動性愈高，則表示這兩個地區的市場相關性愈高，在此情形下，AHL則會將投資組合中，股票類的標的比重降低，並調高匯率類商品的投資比重。

以2007年9月在某地區的投資比重為例，AHL會以「風險」以及「波動性」兩個項目來進行投資配重。因此，外匯類(Currencies)會得到24.1%的較高比重，其次依序是債券類(Bonds)19.7%、能源類(Energies)19%、股票類(Stocks)15.1%、金屬類(Metals)9%、利率類(Interest rates)8.5%，最後是農產品類(Agriculturals)4.7%。

特別要說明的是，因為農產品類本身的流動性太低，若投資比重若過高，恐怕會影響獲利能力，因此給予最低的投資比重。

致勝關鍵在風險控管及投資紀律

對於管理期貨而言，致勝的關鍵往往在

於如何更有效的管理風險。

以AHL來說，投資超過130個市場，在這麼多個市場中交易，必須不斷的去研究如何更有效率的控制風險，然後讓投資在某些市場中賺取獲利，並盡量控制某些市場中的虧損，兩者相互抵銷後，日積月累後，將得到可觀的獲利。

此外，可以確定的是，即便市場預期某個標的容易有大幅獲利，AHL並不會因此而隨意重押，它仍會堅守原有的投資紀律，嚴謹的進行風險控制。

電腦是AHL管理的工具！

在如此眾多的投資市場中，AHL要怎麼做好投資管理呢？無庸諱言的，自然是完善的電腦設備。

在AHL的電腦程式系統裡，每天都會整理出各項訊號，提供給基金經理人進行決策，因此，「電腦」是一項相當重要的系統工具。AHL設計了異地備援的機制，每天同時有三部大型主機同步作業，當一部主機產生問題時，在另一個地方的另一部主機會立即接手運作，第三部主機則持續正常運以待命，隨時保持電腦資訊系統的正常運作。

當AHL程式交易系統出現下單部位訊號時，經理人必須接受這項指令，不過控盤的經理人可以依據交易經驗，參考流動性、交易成本等因素後，判斷進場的最佳時點，完成下單的動作，而這動作一般來說都在3~5分鐘內就可以完成。

如何因應倍數成長的規模？

AHL在1992年9月，管理規模仍然只有數億美元，但是到了2007年時，管理規模已

大幅成長到230億美元，而隨著管理規模的成長，成本曲線也逐年穩定降低。

不過，當管理規模到這樣的程度時，若依照程式訊號進行大單交易，反而容易影響到市場價格波動，而增加下單時的成本，嚴重時可能侵蝕獲利。

AHL很早以前就體認到這個問題並針對這點進行研究，希望找出在擴大管理規模的同時，能夠讓單量不影響市場價格波動，還能夠兼具成本控制的方法。

從AHL每年的獲利能力紀錄中，可以看出，當投資的年期愈短，投資報酬率的分佈區間則愈廣泛(-20%~55%)，而投資的年期愈長，其年報酬率將愈往中間(17%)靠攏，顯示投資愈久，獲利率將更形集中、穩定。

在所有的風險項目中，人員流動也列入其中，不過AHL盡量將多數的工作都經由電腦程式處理，並詳盡的紀錄人員的操作過程，大幅降低「Key Man Risk」，以保持AHL一貫的穩定獲利成績。

多空操作與嚴謹風控是獲利基礎

回顧AHL過去的歷史成績，不論是在97年的亞洲金融風暴，還是2000~2003年時美國科技股泡沫危機，AHL都展現出穩定獲利的能力，分析最主要的原因，就是管理期貨主要是透過期貨商品，同時分散操作多個市場，且當市場走多頭時，可以做多，當空頭市場來臨時，可以做空，只要經理人有足夠的能力操作，嚴謹的控管風險，管理期貨便能夠更穩定的操作獲利，這就是管理期貨最大的優勢所在。

CNFA

試看全球最大的期貨基金公司如何運作

~專訪Man Investments香港子公司 執行董事薛偉民先生

撰文：李欣蓀



薛偉民建議，臺灣的期貨信託事業在初始期，應該尋求和外商合作經營的模式，才能補足沒有Track Record的缺點。

隸屬Man Group的AHL是全球最大的期貨基金公司，在全球期貨信託事業管理的資金中，他們佔了極大的比例。此次來台演講的貴賓Mr. Raymond Sit是Man Investments大中華區的業務負責人，本刊也特別進行專訪，從他的談話中，深入了解該公司是如何發展到今天的規模。

期貨基金受歡迎的因素

期貨信託事業所管理的資金從1980年代

末期的50億美元，到2006年底增加到1,700億美元，談到期貨基金如此受歡迎的因素，薛偉民說：「迅速的由商品擴展到金融的市場、市場的低關連性及流通性增加、更快速的電腦計算能力、交易成本降低，與股票債券市場關連性低，在多頭空頭市場皆有機會獲利。」這些都是期貨基金快速發展的關鍵因素。

成功資產配置 創造良好績效

Man Group在英國和美國都有註冊，主要經營型態是Fund of Funds（以基金為交易標的基金），交易的市場以美國和英國較多，在亞洲區反而比較少。AHL是期貨交易顧問（CTA, Commodity Trading Advisor），也是Man Group的一個投資部門。薛偉民提到，AHL在1987年設立計量投資經理，以倫敦為基地，管理211億美元的資產。自1990年12月20日開始，至今基金績效已經累計1314.3%，年化報酬率為17%，Sharpe Ratio是0.78，最差的跌幅為-21.1%（但是在五個月的期間內即已恢復），這些數據遠比全球股市和全體期貨基金的表現優異。薛偉民說：「我們的資產配置是依照市場與各類商品的相關性、預期利潤、市場交易成本與市場流通性這幾種要素決定，並利用現有獲利資料，預估未來獲利來作調整。」

從多方面做好風險控管

在風散風險的部分，薛偉民指出，AHL的分散風險會考慮各類商品的比重和波動，最高比重目前落在外匯商品，原因是它的波動較大，例如：農產品的流通性低，交易成本相對高，會影響獲利，所以比重最低，只有4.7%而已。而該公司對於風險控管非常重視，他們特別注重涉險值(VaR)，壓力測試，隱含波動率，槓桿比率等等。理論上，VaR (Value at Risk)會受到產品波動性，與其他市場相關性及部位數量的影響，因此，一般人容易認為VaR值高就有問題，可是該公司大中華區主管薛偉民卻不這麼想。他反而認為VaR值高不但不見得是有問題，還應該視為贏取高獲利的機會更大。另一方面，Stress Testing壓力測試則是依照過去資

料估計獲利的可能性，並衡量是否可以接受該獲利水準。

維持最佳下單效率 嚴格管控成本

Man Group有百分之二十至三十的委託單都是透過電腦下單，不使用人工下單，通常設定在買賣訊號出現後的三至五分鐘內下單完畢，而且是專挑某天的某一段最容易成交的時間內去下單。薛偉民提到，他們使用許多家大型的經紀商，包含Merrill Lynch和JP Morgan。為了要使他們的下單效率達到最佳狀態，該公司會定期審查，並更換執行委託單表現不佳的經紀商，如果成本高的話，也會考慮撤換。當操作資產越大時，下單數量也會越大，因此下單的成交價會受到影響，這時候，只有透過不斷的研究如何降低成本，才能使獲利持續增長。

薛偉民給投資期貨基金的客戶一個良心的建議，他說：「投資期貨基金必須長期持有，才會有好的績效，投資時間越長，獲利的機會越高。因為短期間基金淨值會因為市場波動而有下跌的情況發生，但是長期來看卻都是獲利的。」Man Group有五十幾位同仁分別負責交易、後檯作業、投資管理和研究，整個投資的程序都已經制度化，因此即使有人中途離開團隊，也不會影響公司的操作與績效。

建議臺灣期信事業應先與外商合作

因為期信事業即將於明年在台灣開跑，但是人才短缺是目前業界所面臨最主要的問題。當問到該公司如何獵取相關人才？薛偉民回答說：「公司必須在有獲利，有好的績效和很強的銷售通路的情況下才能吸引好的人才。」

在專訪的過程中，我們問到，台灣期信



薛偉民給客戶的良心建議，他說：「投資期貨基金就是要長期持有，投資時間越長，獲利機會越高，才會有更好的績效。」

事業相關法令規定，設立期信公司的最低資本是新台幣三億元，跟其他國家比較起來似乎是偏高的，許多國內業者考慮到市場規模和成本，都認為獲利機會非常少，所以對於設立期信事業都存有觀望的態度。尤其是目前還存在國外期貨交易的數量與保證金金額皆不得超過國內期貨交易的百分之五十，更是讓大家對於設立期信事業的興趣缺缺。這些潛在的阻礙該如何排除呢？尤其是國內期信事業是新興行業，根本沒有 Track Record，如何吸引客戶願意投資？這些都是 CPO和CTA新設立的公司時的問題所在。

對於這點，他建議，台灣的期信事業在初始期間應該尋求與外商合作的模式，才能補足沒有 Track Record的缺點，否則不但吸引不到最佳人才，甚至連客戶都無法掌握。

他完全同意，期信事業沒有 Track Record根本不可能成功，只能靠與外資合作經營方式，利用外資現有的操作績效作為吸引新客戶上門的誘因。

在人才招募方面，Man Investments只聘用專長於統計數學與工程科系的博士，他們對於碩士沒有興趣，因為交易程式是很高階的專業，必須由一群專家組成研究團隊才能完成，而他們覺得，非博士專家就無法達成此項任務。

傲人成績源於人才能力及嚴謹風控

薛偉民最後提到，該公司之所以有如此傲人的成績，主要的原因還是在於經理人有足夠的操作能力，加上嚴謹的風險控管，因此能夠在多頭市場做多，空頭市場做空的管理期貨中，游刃有餘，穩定獲利。

CNFA

強調高透明度達到分散風險目的

FGG以嚴謹程序挑選基金經理人

撰文：Keviv

在美國紐約註冊成立達二十四年之久的投資顧問公司Fairfield Greenwich Group（以下簡稱FGG），在全球各地共有設立十家辦事處，包括倫敦、巴黎、里約熱內盧等，最近將在北京成立辦事處，將搶佔中國市場。FGG的管理資產超過一百六十億美元，同時也有管理組合基金，規模超過四十億美元，在封閉型基金的資產部分，也超過十億美元，頗具規模。

客戶分散全球 以嚴謹獲得信任

FGG目前亞洲經理人有九位，全球則有二十四位基金經理人，客戶數超過一千三百名，客戶群分佈相當廣泛，不只在美國，更包括歐洲、亞洲等，對於客戶來說，FGG在多重國家的經驗更能獲得信任。FGG也建立許多模型，包括風險管理機制、Due Diligence等等，這些都是FGG加強對於經理人的控管，以取得客戶信賴的根本。

投資傳統組合基金時，投資人每個月僅能看到前十大持股狀況，並無法徹底了解細節。FGG所管理的基金，與傳統基金最大的不同是，它強調的是安全層次「高透明度」的模型，透過與操盤經理人保持密切的互動，以及每日監控投資組合部位，以達到分散風險的目的。

由於FGG與基金經理人的合作關係良好，因此當某些基金已經募集額滿後，

FGG的客戶仍然有機會加碼購買，而目前FGG在亞洲地區已有九位合作經理人，其他都在美國地區，未來FGG也希望能夠前進歐洲地區國家，爭取與歐洲地區經理人的合作機會。

嚴選經理人 強調「資本保本」觀念

FGG對於合作經理人有許多要求，最重要是要認同FGG對於「資本保本」的首要前提，更要達到低槓桿比、低波動率、高透明度等要件，如此FGG才能達到經理人分析以及監控投資組合的目的。

FGG在評估一個經理人時，通常會花上六個月的時間，考量經理人的投資部位、操盤方式等項目，而一旦成為聘用的經理人，FGG會定期與經理人開會。若經理人的績效不佳，或是無法遵守FGG對於投資組合高透明度的要求，FGG也會作出處置。

FGG在Due Diligence的過程中，強調的是「質性」與「量化」的評估，除了強調4P準則（People－人員、Process－流程、Portfolio－投資組合、Procedures－程序），並嚴格審核各項風險，如：投資風險、商業風險、作業風險，以及流動風險，而其中作業風險是他們最重視的一環。

強化作業風險控管 嚴格實施考評

一般人認為，作業風險只是後台作業的

工作，但實際上有許多的避險基金，就是因為欠缺嚴謹的「作業風險」控管，使得投資人遭殃，甚至出現過高達數十億美金的鉅額損失。

因此，FGG對於作業風險的控管更加嚴格，舉例來說，FGG會從基金經理人是否定期提出投資組合報告、報告時間是否準時、內容是否詳實等，做為考量作業風險的項目。

除此之外，還有許多的內、外部資訊，都是需要納入評估的，例如：基金經理人的報告中，包含註腳的部分是否有疑慮之處、更換基金名稱的原因、近期是否有主管機關拜訪過、電腦主機是否有異地備援機制、法務部門運作情形等等，都是FGG評估是否與該基金團隊合作的因素之一。

嚴格查核經理人及後台人員

再回到4P準則中，在期貨基金中，最重要的還是人員（People）的部分。許多避險基金的經理人績效表現相當亮眼，但FGG絕不只是考量他的績效，而是會更深入的去觀察他的操作風格、個人特質、是否獨立運作，甚至了解經理人先前任職的基金公司，其法務長對他的評價如何。

另外，FGG也會和基金經理人直接面談，談話內容包括他個人對於所操作的基金評價如何？是否願意接受其他特定評價機構，對其所操作的基金表示意見？

FGG除了透過直接接觸外，有時候也會透過外界的調查公司，作為輔助評估資料的來源。通常這些經理人在業界已經有一定的知名度，因此，透過業界的資訊交流，通常也能夠得到一些有參考價值的資訊。

若是後台人員，FGG也是給予相同的標準檢視，例如交易人員的執行度是否確實，若是交易失敗，是否找出失敗的原因，並確實紀錄下來，或是提出未來的解決辦法。

透過Due Diligence檢視聘用人選

其實FGG將Due Diligence的步驟進行的相當扎實，最主要是確保未來基金團隊加入FGG後，能夠透明化的執行業務，並保持最容易掌握風險的狀況。

Due Diligence進行到最後階段時，FGG會有一份Due Diligence的報告產生，而這份報告可能多達數十頁，但是這份報告並不會公開，只有審查委員會的少數委員能夠有權限閱讀，即便在確定要聘請這位經理人時，FGG還是會將所有關切的、疑慮的部分充分向經理人說明。所有的經理人每年都將重新接受一次Due Diligence的檢視。

為何FGG要這麼嚴謹的進行人員的審查？以業界經驗解釋，在2000年時，曾有一家非常知名的基金公司Bayou Management，爆發作假帳的詐欺事件，且詐欺期間長達兩年之久，主要就是基金經理人將投資損失遞延到下一個年度，並找會計師共同偽造無虧損的帳務，因此，FGG透過詳實的調查，以期維護公司信譽，降低這類的風險產生。

事實上，FGG曾經接觸過Bayou Management的經理人，但是在接觸該公司的法務、後台部門的人員時，發現Bayou Management的法務人員相當不樂意配合相關資料的查詢，這正是透露了可能存在的潛藏風險。

掌握投資比例變化 掌控風險流程

對於基金經理人的投資流程，FGG透過透明化的管理機制，充分掌握投資比例變化。舉例來說，若基金經理人有參與固定收益的投資，FGG會要求經理人說明這項投資的原因？涉及的風險程度？或是假設利率立刻上漲2%時，對於該項固定收益投資有何衝擊？對於流動性(贖回時)又有何影響等？

對於掌握投資風險的流程，FGG有一套規則。

首先，FGG會先針對每位經理人作出屬性分類，假設有一位亞洲區的經理人，是屬於長線投資類型的，並有投資在中國、香港等股市中，且這兩個區域的行情變化正是影響績效的主要原因，FGG會針對這幾個因素作回歸分析，找出風險因子。

接下來就是衡量風險，FGG會試圖找出同樣有投資這兩個區域的經理人，觀察其投資績效是否相似，或者去找出其他機構對於這兩個區域的投資判斷，並參考該基金經理人是否對於投資資訊有完全的透明化。

必要時，FGG會衡量整體風險性的因素，而考慮降低對該基金的投資程度，甚至將對該基金的投資部位降至最低，因為在多重策略下，FGG必須考量到整體的風險性。

第三個步驟則是監控（Monitor），在FGG的多重策略基金中，有二十四個單一策略的基金經理人，這些經理人每天所貢獻的資訊相當繁多，他們都會彙整到統一的資料庫中；不過，FGG正在研擬建置一套分類的資料庫，將每天流入的資訊作分類，讓FGG可以透過自己的方式過濾這些資訊，如

此將可有效的提升資訊流通的速度，讓其他的經理人不必等到一個月後，才知道其他經理人對於同一資訊的處理方式。

最後的步驟是管理，FGG每一周、每個月都會針對基金經理人的部位進行討論，進一步了解經理人的投資想法、對於基本面的投資看法如何。

因此，在相當透明的投資管理下，FGG可充分掌握經理人的投資變化，並可透過一些工具，和經理人討論對某市場的展望。比方說，某位經理人將在IT產業的投資轉換為工業類股，FGG便可掌握經理人對於該市場的看法，以及具體的投資策略。

風險管理機制是經營獲利的關鍵

事實上，FGG透過這些投資管理機制，嚴格的控管風險，例如曾有個經理人突然將某個市場的投資比重，從10%大幅提升到30%，FGG馬上知道這個投資組合的改變，並立即向經理人進行了解，經過經理人的解釋是因為該地區有某個大企業的購併案正式通過，將對該區域產生相當正面的幫助，因此加碼投資，希望把握機會賺取超額的利潤，事後也證明該項策略是正確的。

目前FGG的風險管理小組正在紐約開發一套軟體，透過該軟體可以即時監控所有基金的部位狀況，目前只針對一個基金採用，未來會將所有基金都納入使用，該公司投入相當多的資源在進行風險管理層面，他們深信，唯有良好的風險管理機制，才是經營獲利的關鍵。

CNFA

嚴謹審核程序 嚴格挑選經理人

～FGG的成功之道

撰文：Dino

對於人員的選擇與審核，受訪的兩位貴賓一再強調，高透明化是他們選擇合作經理人的首要條件，透過該公司強調的質性與量化評估，沿革的4P原則，再佐以嚴格審核各項風險的措施，該公司的成功確實是實至名歸。



Fairfield Greenwich Group (FGG) 是一家大型資產管理公司，有超過24年的管理經驗，目前管理資金約為155億美元。這家公司的主要特色在於嚴謹的基金經理人篩選程序。他們的篩選程序主要是對各種風險，透過廣泛且深入的實地查核(Due Diligence)方式來達成，包含基金經理人的背景、財務報表及關鍵文件的分析、後台作業、內稽內控及風險控管程序的審查等等。此外，他們也要求基金經理人提供必要的透明度，不管是

操作策略或是風險控管上。

這家公司的產品鏈相當多元，有超過25支的單一基金經理人的基金，也有多個基金經理人的組合式基金。但是，最值得臺灣期信事業學習之處，仍然在於他對經理人的嚴格挑選及嚴謹的審核程序。

清楚訂定選擇經理人之規範

FGG在選擇合作的基金經理人時，有相當嚴謹的程序，每個規則都訂有清楚的規範，為了達成公司的任務，他們需要各方面

的人才加入，其間包含了法律、稽核、作業、財務、投資與風險控管人員等，也因為有這樣複雜而嚴謹的程序，使得該公司基金的投資報酬相對穩定，也不易出現基金經理人發生不法情事。

透過這次來台的經營主任Ms. Jennieffer Keeney及副總裁Mr. William Lee的專訪中，我們可以一窺該公司在經理人的挑選、審核及管理上的端倪。

Q：有些績效不錯的基金經理人，可能不願意提供詳細的操作細節，若此點不符合貴公司的管理規範而不予聘用，這樣你們是不是會因此而錯失一些優秀的基金經理人？

A：的確，有些基金經理人並不願意揭露相關的投資策略。但仍然會有基金經理人願意與我們合作，因為他們可以分散他們客戶資金的來源，降低資金集中度等等。碰到這種狀況，我們也不會因為看中他的績效，違反公司明訂的規則聘用。

Q：您個人認為，FGG比其他資產管理公司成功的地方在哪裡？

A：主要是我們採取的透明度模式，係經由透明度平台，使我們在投資組合、內稽內控和風險控管上，都能達到質與量的要求。例如，在投資方面，基金經理人必須揭露手上所擁有的完整部位狀況，我們才能有詳盡的投資組合分析，以及相關的風險監控。若是沒有這樣的模式，我們無法確切知道基金經理人的風險。

Q：當基金經理人超越原先訂定的投資規範時，貴公司處理的程序為何？到達什麼

程度時，才會停止與基金經理人的合作關係？

A：在我們與任何基金經理人合作之前，都會訂定雙方同意的投資規範，當中包含需要的參數，像是單一產業的曝險程度為10%，如果他們單一產業的集中度達到30%，我們將會有兩個層級的觀察名單，第一級是非固定時間的超越投資規範，我們需要知道基金經理人，短期內會超過這個集中度的理由。至於第二級，是我們對於基金經理人投資組合的管理方式感到不舒服時，例如，有較長的時間超越了投資規範，亦即基金經理人無意遵守投資規範。我們曾經有幾個基金經理人發生這樣的情形，有個日本的基金經理人，我們發現他們建構投資組合的能力變弱，管理能力也不佳，當他們已經失去管理投資組合的能力時，我們就會停止合作關係。

Q：有些基金經理人操作績效很好，但他覺得他的操作方式是機密，他不願意分享太多，對這樣的兩難問題，你們如何取捨？

A：我們對於基金經理人的要求之一就是透明度，這是不能討價還價的。在合作之前我們會開過許多會議，如果基金經理人無法清楚地提供他們獲得報酬的方法，他們就不是我們希望合作的對象。

對於人員的選擇與審核，受訪的兩位貴賓一再強調，高透明化是他們選擇合作經理人的首要條件，透過該公司強調的質性與量化評估，沿革的4P原則，再佐以嚴格審核各項風險的措施，該公司的成功確實是實至名歸。

CNFA

Aspect Capital Limited之經營哲學

持續投入大量資金及人力 專注研究與交易兩大領域

撰文：吳建華

Aspect Capital 是一家頗有淵源的資產管理公司，它的創辦人之一Martin Lueck，同時也是曼氏集團(Man Group)最具盛名的AHL期貨基金創辦人之一。AHL的L就是源自於他的姓氏，Aspect這個字則是取自於飛機的展弦比(aspect ratio)，字面的意思是，當機翼越寬廣時，此架飛機也就越穩定，背後的涵意則為，當可交易的資產和模組越分散時，投資組合的報酬和風險也就越穩定。

傲人的報酬與績效

Aspect在系統交易的領域，具有長期的績效紀錄，其中一支管理期貨基金(Aspect Diversified)，年複報酬約為15%，平均年波動率約為17%。

投注大量資金和人力在研究和交易領域

Aspect作為一家領先的系統交易資產管理公司，他們持續的在研究和交易這兩大領域，投注大量的資金和人力。該公司採用一致性的研究哲學，並追求高度穩健和基於假設檢定的研究流程，以達到其系統能不斷的演化來產生Alpha交易。

透過系統化和紀律性交易模組掌握趨勢

Aspect對於趨勢交易的看法是，他們相信趨勢存在於任何流動性的市場，且多元和持續性的Alpha 是可透過系統化和紀律性的交易模組來抓住這些趨勢。此外，Aspect對趨勢的看法做了幾點說明：



- 眾多的理性市場參予者，其集體行為會產生趨勢
- 趨勢是所有市場都有的一個特徵
- 趨勢的發生是不可預期
- 趨勢的發生是可能橫跨多樣的時間頻率

系統化風險管理是投資流程的核心

對於他們的風險管理政策，Aspect提到“系統化風險管理”是他們投資流程裡的整合核心，其中包含以下的風險管理：

- 模型風險：模型上線前的風險檢視
- 市場風險：模型上線後，每日風險值(VaR)的檢視
- 交易風險：交易部位的風險檢視
- 流動性風險：交易的流動性風險檢視
- 作業風險：每日的交易確認和補救

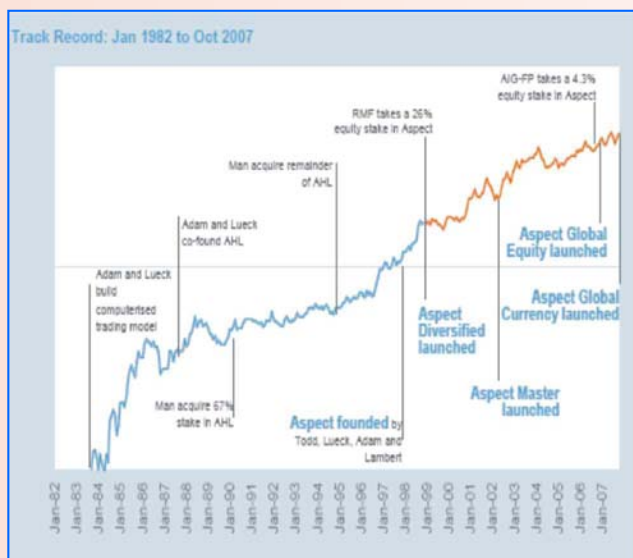
Aspect的風險管理系統架構，是從投資組合的觀點來動態配置資產的曝險部位，其系統能夠精確地控制投資組合風險於適當的曝險水位，並於必要時，透過系統快速地降低曝險部位。

邁入第三代的管理期貨

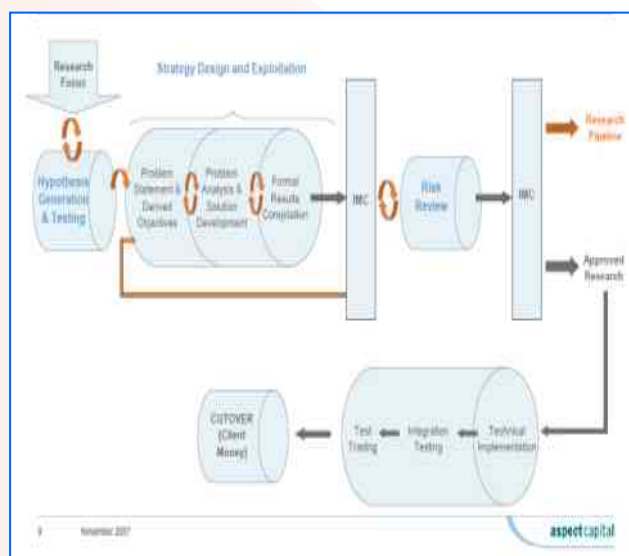
根據該公司此次來台的产品部经理Mr. John Parkin說，由於投資管理期貨可以透過系統系的方法，分散到全球各個市場投資，在邁進第三代的管理期貨，勢必將成為投資者追逐的最佳獲利管道。

對於Aspect，不管是市場規模及研究方法都有其獨到之處，在經營期貨經理所需具備的行銷模式、交易方法及風險管理模式，都值得我們效法與借鏡。

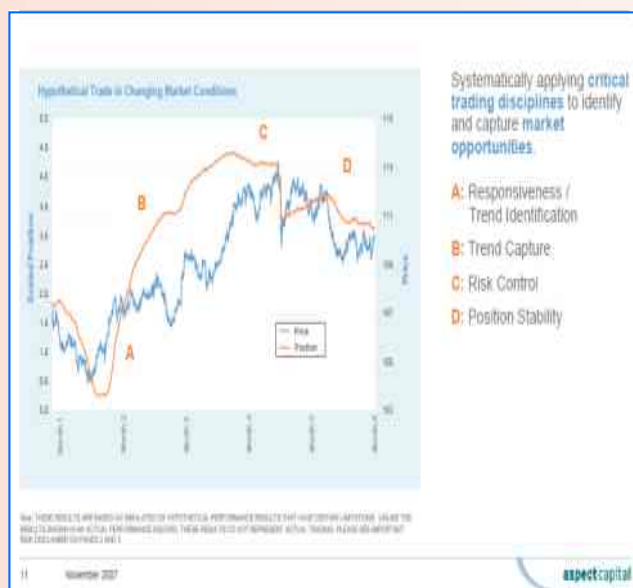
CNEA



圖一：Aspect的長期追蹤績效



圖二：Aspect的研究流程



圖三：Aspect的成功趨勢交易



圖四：Aspect動態風險配置

進入第三代的管理期貨

Aspect Capital Limited以電腦技術取勝

撰文：賴育漣

John Parkin表示，從60年代迄今，管理期貨市場以「趨勢的追隨者」而言，可趨分為三個世代，從人工繪製行情變化圖表、電腦運算，至今利用電腦分散市場，顯示了管理期貨市場不同的階段變化。



管理期貨的三個發展階段

管理期貨的第一代是60至70年代，甚至包含了80年代初期，當時缺乏電腦輔助，都是利用人工繪圖，根據每日的市場的行情變化繪出圖表，雖然也算是有系統，但是卻相當不穩定。

第二代的趨勢追隨者，是從80到90年代，進入到這個階段，已經領略「分散化（Diversified）」的精神，進入電腦時代之

後，開始仰賴電腦的運算能力，使得管理期貨不僅可以橫跨多個市場，而且可以用更少的人管理更多的市場。

第三代的時期是從90年代迄今，儘管在第二代即已開始利用電腦積極的分散市場，但是到了第三代，則是更進一步追求洞悉、整理市場行為帶來的影響，因為在此之前，大多認為每一個商品的相關度不高，但是現在卻發現各商品呈現的效應是擴散的。舉例

來說，2007年8月，日幣對於紐西蘭幣貶值，很多的商品，像銅、黃豆的價格一起下跌。因此，以前認為是獨立的事件，但現在卻發現彼此間的影響效應是擴散的。

管理期貨的成長速度驚人

對投資者而言，為何要選擇某種策略或是投資某個基金？在90年代中期，究竟客戶要什麼？客戶要的是長期分散組合系統的投資方式，具備可預測性的組合曝險，足夠的透明度。往往在投資過程中，最易被投資人詬病就是所謂的黑箱作業，因此Aspect強調透明性，就是為了讓客戶了解，為何要使用這個投資策略。

John Parkin說，以期貨管理市場整體而言，這個產業的表現相當亮眼，整體管理的資金規模（AUM）從96年還不到400億美元，到2007年第二季為止，已經接近2,000億美元的規模，在另類投資市場中，管理期貨與整體產業呈現同步成長。

究竟是何種管理期貨能夠吸引投資人，以Mount Lucas Index來看，70-80甚至到90年代，運用電腦輔助的結果，使得管理期貨市場大幅成長。但是近10年來，從趨勢來看，不如過去。但這期間，因為許多公司還未使用先進的管理方式，當好機會來臨時，並沒有使用合適的策略。而不同經理人夏普值表現迥異，以表現最好與最差的基金經理人績效相較，可用天壤之別來形容。

造成這項差異的最主要的因素是，整個世界及交易環境已經逐步改變。以Aspect最早提供系統交易來說，1983年只涉入6個市場，每天只交易一次，而且還是透過電話或是傳真下單，只有二個人員負責，還無法使

用電腦來運算。到2007年目前交易的市場有84個，平均每30秒鐘交易一次，每天平均總計交易1,200次，而且已經不再是透過傳真或是電話，大多數是直接市場上交易，負責的員工人數則暴增到105個。

電子交易創造資訊流及流動性

近10年來，整個管理期貨的市場環境出現大幅的改變。金融創新大部分都在外匯市場，早期外匯交易只能透過經紀商，現在透過電子撮合，24小時不停的交易，成交量鉅幅放大，每天可達3.3兆美元的交易量，創新程度非常高。

以SMP的契約來分析，自10年前出現電子交易後，最近3-4年來，電子交易成交量業已超越傳統的人工下單，雖然人的心態沒有改變，但是交易的方式已經改變。在變革的環境中，不變的是人的行為。人性是從眾的，盲從的，過一段時間後，效應會產生，資訊流也會改變，人的行為卻不會改變。

舉例來說，早期電子市場的「買價」及「賣價」，因為資訊透明度較低，因此買、賣報價差距不但相當遠，而且僅能看到前後1-2檔的價差。2007年Aspect在使用的外匯電子交易平台中，買、賣報價的價差差距已經相當小，更能看到前後數檔的價差，資訊的透明度高，也使得市場流動性、效率提升。

建立模式 抵擋出乎預料的風險

市場演變帶來機會和威脅，對動作慢的人而言，就是威脅。網際網路資訊的流動快，雖然不會改變人的決策方式，但是投資的方式卻會改變。風險模型也一樣，共通性越來越多，當市場面臨很大賣壓時，會造成一窩蜂的行為。投資組合中的壓力測試很重

要，在不同市場中，更小損失的或然率是多少？這些都要重視，同時我們也不能忽視小的市場，因為它還是會影響整體的獲利。

管理期貨交易的發展背景，基本上，只要有流動性的金融市場就會有趨勢的存在。但是前提是要有市場參與者，具備充分的流動性，就目前而言，只要使用系統做法就能預測市場趨勢，增加交易信心，趨勢越明顯，信心越強。由於市場常常出乎預期，所以必須建立模式，以作為交易準則。

以 2007 年夏天為例，因為 LIBOR（London Inter Bank Offered Rate）利率上揚，7-8 月對市場預期相當高，外匯市場利差交易盛行，紐幣對日圓有相當大部位的平倉。原本連動性不高的原物料市場，竟然也因為擔憂利率的上升，導致原物料的投資人都都不願意再承受風險。

高透明度讓投資人放心

市場變化也會造成投資人改變，1997 年對法人散戶提供服務，Aspect 集團強調流程、基金開發能力、流動性及透明度，特別是有系統化、量化的投資決策時，投資人會希望能夠有高透明度，因此該集團強調市場執行。在法人部分，他們認為要吸引法人，研究必須做得好。

由於市場變化會影響市場策略及投資人行為，包括加入市場的方式及找尋基金經理人。要成為系統化投資經理人的領先者，首先必須要以假設為基礎，有大規模的電腦運算能力，每天在不同市場同時運作。以往有很多資料在 70 年代就已經蒐集放在電腦中，經理人必須以過去的經驗，尋找適合的投資策略，但是也要把未來變數考慮進去。

利用過去資料訂定投資模型，必須要有清楚的焦點及流程。系統化的投資流程不會任意修改，不能讓人的因素形成干擾，只做隨時市場價值結算（mark to market）的資產，流動性相當高，也唯有如此，才能看到整體市場帶來的影響。其間當然會有槓桿，但不會像部份基金大幅使用槓桿，另外減少過去歷史議價對策略造成的影響，會評估未來的市場狀況，不會過度仰賴過去模型。

系統性投資需嚴守紀律

交易什麼？如何整合部位？如何管理市場資訊？爭取最大的市場機會？都是一個有系統的投資程序研究必須要著重的，包括：信號產生（Signal Generation）、市場廣度（Market Breadth）、風險管理（Risk Management）、交易的效率（Trading Efficiency）等四大部分。

Aspect 有系統地應用重要的交易、嚴守紀律並且取得市場機會，至於如何分散市場、增加廣度，因為要讓交易淨成本降低，Aspect 在 2004 年的平均交易成本約為每年的 4-6% 目前只有 2.5%；市場的廣度方面，透過不同市場測試模式，Aspect 同時間約有 30 個研究計畫同時進行，透過層層把關，提供意見回饋，風險測試等等，改善研究計畫提出模型，並在不同的環境中，測試模型，而且不是只看一段期間報酬率的比較，同時也會看機率的表現。

實際交易部份，該公司不是作套利的策略，而是系統化的方式交易，是總體的交易方式，設停損點沒有停利點，賺錢會加碼，投資組合的保證金一般只設定在總管理資金的 12%-18%。如果你覺得美國股市漲過頭，



Mr. John Parkin

認為，好的投資組合策略可以歷經四、五十年，但是成功的經理人必須靠豐富的經驗，才能掌握隨時變化的交易過程。

基本上已經超過10%漲幅，若認為近期之內還是有賺錢空間，就還是會保留，若SMP被低估，就算目前小幅虧損，也會選擇適當的時機來停損。

模型如何建立？該公司在投資組合中，結合84個市場，訂出7個不同部分，以分散風險，配置長期風險目標，短期則看那一各部分最有機會，用有系統的方法去執行投資，把風險值當成風險指標。

四大投資管理期貨之因素

該公司認為，投資管理期貨有下列四大因素：

- 1.長期分散市場：針對不對稱風險（Asymmetric risk）及收益分析（return profile）。
- 2.系統性的方法：在與時間賽跑及市場的壓力下，訓練出可以持續在市場撐下去的方法。

3.擴大市場：必須要尋找高流動性（highly liquid），且要每日結算（mark to market）並非採用理論價值結算（mark to model）。

4.透明度：必須要確保流程清楚，以及隨時都要了解部位暴險狀態。

經理人必須與時俱進

任何策略如果沒有「技巧」不可能產生「Alpha」，因為市場不斷在改變，必須要隨時確保流程有所演進，一個好的經理人，必須要能夠根據市場情況改變開發的趨勢、具備技巧基礎的策略。

好的投資組合創造良好的報酬率，一個策略也許從1960年代就有不錯的表現，歷經40-50年的運作都還能有亮眼的表現，但是市場是每個月，甚至每天都在變化，經理人必須要決定部位何者該加碼、何者該減碼，經驗的演變對於成功是非常重要的。

CNFA

FX Concepts Inc.以外匯市場爲主要投資標的

以單一商品爲發展方向 採用量化分析對趨勢預測

撰文：余蓮

FX Concepts於1981年創立，剛開始針對匯率及利率提出研究報告，在1987年獲得代辦柯達退休基金的機會，規模越來越大，也跨出了美國市場，在市場研究的領域中，包括有40個國家，超過240個企業客戶。

追求絕對報酬 創造絕對報酬

在該公司目前的60位員工中，在紐約的有48位，負責所有投資流程，倫敦5-6位，負責行銷。若以2%的風險值計算，總資金管理規模（AUM）爲300億美元，大部分的客戶都在美國，佔了52%、中東有22%、歐洲及亞洲各爲13%。

7年前該公司的AUM類別與現在有很大的不同。當時主要的業務爲匯率分類管理，透過匯率操作，以積極資產組合做避險管理爲主；現在情況則有不同，由於目前外匯市場最好的方法是追求絕對報酬，因此該公司均以外匯爲主籌，創造絕對報酬。

目前該公司有投資項目，包括「全球貨幣」、「多重策略」及「全球金融市場」三種，其中全球貨幣的投資超過30個國家，全球匯率的投資，除了已開發國家之外，也包含了開發中國家。在1997年12月，這個基金的前身，只針對新興市場的貨幣做投資，在那次經驗中，該公司學會如何在變動最劇烈的市場中操作，以及學到了風險控管及投資組合的技巧。

全球匯率的計畫是怎麼作的呢？FX他們將每一年的波動率控制在12%，創造1.2的夏普值爲目標，也就是15%的報酬率，以操作基金的年數來看，他們一直都有達成目標。

「多重策略」爲分散於G-10（Group of Ten），及非G-10貨幣策略，目標波動率爲14%、報酬率13%；「全球金融市場」除匯率、固定收益期貨 衍生性商品，最近加入股市及商品，目標波動率爲19%、報酬率爲22%。

新興國家的匯率不容忽視

投資流程部分，大部分的人聽到外匯或是貨幣管理都想到美元匯率操作G-10，但仔細分析，其實忽略了许多可能獲利的商品，不論是紐幣、澳幣、日圓，因爲空間都很窄，要創造高報酬不是那麼容易，因此一開始FX Concepts Inc.認爲要把新興國家的貨幣納入投資項目。

在目前操作33種貨幣之後，該公司的獲利立刻大幅提升。投資流程是量化的過程，每天會跑一次，通常的程序是，早上紐約公司的同仁會把33個市場匯率的資訊輸入電腦，包括遠期等價格，收集不同貨幣的波動性模型資料，幫助建立投資組合，建立在MBO的模型上。

第一階段、第二階段輸入資料幫助計算報酬，提到外匯的時候，兩大驅動力就是動

量預測（Momentum Forecast）及利差預測（Carry Forecast）。大家對利差預測較為熟悉，所謂的動能預期就是趨勢追隨的預期，就是去觀察主要的變化，以模型來檢驗是否符合預估，二者對於外匯管理相當重要，FX Concepts Inc.很早就把這兩個項目納入觀察。

舉例來說，500多個投資組合中，美元與日圓的匯率4.2%，期望的報酬率是4.2%，另外搭配動能的預估，以美日圓價格走勢預估，美元兌日圓每年平均貶值8%，當地利率差越大時，利差交易的差異性越大，對於期望報酬影響大。而動能及利差的因素有時是彼此配合，有時會彼此矛盾，但是動能影響性超越利差的預估時，就會操作短期利差交易的部位。

FX對於貨幣交易的有一定的流程，針對33種貨幣組合，計算出每一種商品的期望報酬，並建立不同風險預估、期望報酬，若瑞郎對美元是負的，瑞郎及歐元之間也是負的，期望值應該要一致，對於投資組合非常有意義，第二階段「Len sing（過濾）」把所有預估加以調整，漸趨一致，然後進入第三階段即為「組合建立」。

經過這個流程之後，就可建立一個投資組合，在2007年的投資組合中，以遠期的合約來看，起碼都有15%的報酬率。在流程中，並無特別偏好某一種貨幣，只會考慮哪一個貨幣比較有價值。

風險管理搭配動能預測模式賺取高獲利

FX以商品最佳化及波動性，用倒流測試的方式去計算第二外匯部位，集中度的額

度，在不同的貨幣有不同投資組合，以及不同限額。舉例來說，歐元跟日圓，額度較大，土耳其阿根廷的貨幣因為流動性較低，因此額度就會相對較小。第三則是槓桿倍數不應超過NAV的5倍，當利差與動能策略一致時，投資組合部位是最大的。

風險演算法會影響風險預估，風險搭配動能的方式，當價格還在盤整時，就能夠隨時計算風險預估值，避免部位出現過大損失，搭配動能部分，只要抓住價格變化的模式，就有機會賺取更高的報酬率。

天下沒有白吃的午餐，不作風險管理調控的話，就可能遭遇不可控制的危險，以巴西貨幣來看，因為不斷升值，從2004年8月到2006年之間，巴西貨幣大幅修正，然而隨著價格下跌，演算法發現模式後，就會大幅調降，若從頭到尾都不減碼好像也還好，但是最後還是寧願採取主動的風險管理，以確保短期獲利。

不過在直線的投資流程中，有些時候會意外出現系統外的風險，造成模型無法準確評估風險，在此時還是有必要採取人為干預，針對投資組合風險作出適當的調控，才能夠有效將風險控制在一定範圍中。

美國經濟成長減緩 美元持續走軟

市場普遍預期，美元未來將持續走貶，原因是美國的經濟成長已經逐步減緩，加上次級房貸的問題，以及原物料價格飆漲，都顯示了美國經濟將更趨疲弱，預估美國聯準會（Fed）未來的利率將會走低，一旦降息，就會對美元造成壓力，加上貿易失衡，從諸多觀察的角度分析，美元勢必持續走軟。



Fx 總裁 Mr. Philip Simotas 預測，美國經濟成長將趨緩，美元將持續走軟，未來亞洲貨幣開始走強。他建議，新興市場的貨幣也要納入投資的考量中。

相對於日圓來說，目前匯率市場大風吹，未來亞洲貨幣開始走強，日圓也是一樣，預期日圓不斷升值將越來越有影響力，美元兌日圓也會逐步走升。目前可能正處於第三波，日圓兌美元盤整修正，對其他貨幣而言，日圓不會有這麼強烈的升值幅度，基本上還是要看不同的貨幣而定。FX認為未來日圓不會是最強的貨幣，全球日圓的利差交易相當龐大，未來應該會逐步減少。

總結來說，該公司一開始最強調的就是匯率市場，以匯率為思維，將匯率市場擴大到不僅是G10的國家，新興市場貨幣也要投資，找到大家看不到的投資機會，由於有些經理人手上有太多的商品，加上貨幣與貨幣之間的關係複雜，不一定能夠看出這樣的投資機會。

專注的標的市場 良好的投資流程

該公司的產品定價包括了管理費，係根據客戶所訂的波動標準及風險，有固定的評估量表，也會有個案間的差別，力圖能夠盡量保持彈性，不過客戶都會希望有最優惠的待遇，所以若要向客戶提高管理費有一定的困難度。

由於FX建構的投資組合過程中，使用MBO的技術，必須要一眼就看出各種貨幣的狀況，在一天的不同時間都有不同的流動性，因此要找出各個獲利在市場中最高流動性的時間。他們有一套系統針對G10的貨幣，進行24小時的交易，流動性又沒問題，所以可以使用匯率的方式，多重策略的模式，以適合各種不同策略的模式。FX在外匯市場中扮演重要的角色，他們透過專注的標的市場，以及良好的投資流程，才能夠擁有今天的300億美金的規模。

CNFA



FX Concepts總裁Philip Simotas專訪

撰文：Dino

FX Concepts是一家以外匯為主要投資對象的公司，目前管理資產約為300億美元。除了流通性高的G-10貨幣之外，也包含了其他33個國家的貨幣，藉此達到資產多樣化及報酬率平滑的效果。

投資過程包含三階段：

- 一、對單一貨幣做利差（Carry）及動量（Momentum，註：採用追隨趨勢法）的預測。
- 二、對於貨幣之間做交互參照（Cross-Referencing）的預測。
- 三、經由均數-變異數最佳化（Mean-Variance Optimization）建立投資組合。

在最佳化的過程中，為了遵循風險控管，在最佳化的條件上增加了限制：主要是根據每年的預期風險，設定每天最大的風險預算(Risk Budget)，及部位限制、槓桿比例的使用。

值得借鏡處

根據該公司此次來台的總裁Mr. Philip Simotas的說法，FX是相當少數能以單一市場為標的公司，其投資方式採用量化的分析，對市場趨勢做預測，目前國內基金經理人有能力作全面量化分析的仍在少數，由FX Concepts的經驗來看，這是相當值得發展的方向。

針對臺灣業者最有興趣的問題，我們特地對Mr. Philip Simotas進行了專訪。且聽聽他的說法，能給臺灣的期貨業者帶來哪些新的啓示。

費用的收取

對於基金管理費及績效分享費用，Mr. Philip Simotas說，他們訂定的標準，主要以客戶承受的風險訂定費用，通常以12%的年化風險為目標，收取2%的費用。當風險超過目標時，每1%降低15 b.p.。當資金越大時，也越有議價空間。

對於未來匯率走勢的看法

以長期來看，美元走勢下滑，主要是由於美國經濟成長趨緩。Fed為了維持經濟成長，將會採取降息的方式，這樣的作法更增加了美元走弱的壓力。日圓在現階段應持有貨幣應該是名列前矛的，也因為美元的疲弱，日圓會更明顯走強。

IT設置對外匯市場的重要性

由於外匯市場是個24小時運作的市場，在IT的建制上，是否需要較大的優勢？Mr. Philip Simotas說，對於流動性較大的貨幣，主要以G-10集團為主，紐約盤後許多非主要外匯交易，有的甚至已經暫停，在最佳化所需要的參數上，我們需要抓取某個固定時點的所有外匯相關資料，這是IT技術所必須要達到的程度。

CNFA

Peregrine Financial Group

談期貨基金的經營與管理

撰文：李若彤

要瞭解管理期貨必須先對經濟環境有一定的研究分析，在分散風險策略中，投資標的的選擇相當重要，若該標的物流動性不高，就會產生進場容易，出場不易的套牢陷阱。

多空交易皆宜的期貨基金

期貨基金可以藉由強化投資組合，進而提高報酬率與降低波動性風險，由於期貨市場多空皆可操作，多頭空頭都有機會獲利。

在美國股市中，若股市表現不佳，基金就難有獲利，但若投資期貨，則對經濟環境的依賴性較低，期貨經理人較容易掌握獲利契機(按:只是多空容易操作而已)，也可作通貨膨脹的避險。

美國過去一年間，汽油漲幅達到三倍，次級房貸問題也困擾著美國經濟，同時美國人口中有五成靠借貸過日子，對原物料上漲敏感度也特別深刻，穀物價格一飛沖天，讓通貨膨脹問題更加難處理。在油品市場中，美國對伊拉克的涉入程度，已經出現長期影響，短期內沒有解決的方案。因此，原物料飆漲現象可能會持續下去，一直到2015至2017年左右。

當美國每次發生股市崩跌時，十次有九次期貨市場的表現都十分優異，這與期貨市場的透明度、流動性較高有關。在投資組合的波動中，管理期貨僅跌15.7%，因此投資人在建構投資組合時，其中應有一部份的管理期貨部位，如此一來，不論在多頭或是空頭市場都有機會獲利。

受到嚴格管理的CTA

CTA在美國受到交易法規限制，在註冊

時，不只要把帳冊資料給主管機關檢視，還要公諸於市場。交易人要找出能創造 α 的CTA，才能追求超額報酬。

每位CTA都有其熟悉的領域，若能在市場闖出名聲，大型公司一定馬上會想延聘你，薪水可高達七〇到一百萬元美金，不過當CTA被延攬後交易行為可能會產生變化，變成尋找 α 以保護他們，最後被迫變得愈來愈不願冒風險，其中九成的CTA都會落入此一情況，所以真正成功的CTA並不多，而站穩在頂尖區塊的人才是真有能力交易員。

在程式技術的協助下，CTA可在世界各地市場交易，且科技讓他們大幅降低障礙而進入這些市場。期貨商的資料都有紀錄留存，若是投資人想要知道基金的總值，到網站一定找得到，這也是PF穩健透明的管理方式之一。

CTA成功的關鍵

最近我們聽到很多人對市場很悲觀，不過在1980年有一百多萬的管理期貨從業人員，現已增加到六百萬人之多，因為大家在賺錢。管理期貨吸引許多專業人才幫助客戶操作商品買賣交易。管理期貨可以分為『單一CTA』，以及『多位經理CTA』，也同時可以開設多數帳戶給不同CTA進行操作，主管機關會定期對CTA作稽核，確保誠實無詐欺。CTA每年可賺多少錢，可看其過去的紀錄，看手續費與本金的比率，至少要有8%的報酬，這個比率將會愈來愈受到投資人的期待。當客戶賺錢，對CTA的交易結果感到滿意，客戶口耳相傳效應驚人，可吸引到更多客戶。

CNFA

談期貨基金之優勢與CTA的經營理念

專訪Mr. James L. O'Connell與Mr. Paul Moran

撰文：李欣薈



Mr. James L. O'Connell

Peregrine Financial Group Inc.副總裁Mr. Jim O'Connell預測，原物料價格將保持持續上漲的情勢，到2015年石油價格保守估計，可能衝到每桶150美元。

來台參加2007年「歐美期貨信託事業發展經驗論壇」的Mr. James L. O'Connell與Mr. Paul Moran分別是Peregrine Financial Group的副總裁與董事，該公司從事商品多元化服務已經很多年，主要交易的期貨基金產品包括外匯、能源、金屬、農產品、肉品、利率和指數。

投資期貨的十大好處

Mr. James L. O'Connell與 Mr. Paul Moran說，投資期貨基金有十種好處，分別是：

1. 與傳統資產沒有關聯性，以及能夠減少投資組合的波動
2. 增強投資組合報酬的潛力

3. 減少投資組合波動風險的機會
4. 不論空頭市場或是多頭市場皆有機會獲利
5. 獨立於經濟環境的獲利能力
6. 在通貨膨脹或是經濟蕭條期間皆可操作避險策略
7. 在不同的流通市場中提供全球多元化投資
8. 穩定與透明的期貨市場使交易更順暢
9. 比較投資股市更有稅負上的優勢
10. 美國期貨基金都受到美國期貨管理委員會(CFTC)、美國期貨公會(NFA)和各個交易所的法律規範。

新興熱門行業CTA靠經驗獲得青睞

根據Mr. Paul Moran 的說法，期貨交易顧問(CTA, Commodity Trading Advisor)在美國已經是非常熱門的行業，但是新興的CTA很不容易出頭，通常必須有三到五年的交易經驗，還要保持15%至20%的獲利才能獲得青睞。期貨基金則必須每個月向主管機關申報經過稽核與簽證的報告，以確保所有作業合乎法令規定。

期貨基金的特色

期貨基金對於股票和債券有著負相關的關係，且歷史上的績效都是獨立於以上兩種投資工具。根據芝加哥期貨交易所的Managed Futures, Portfolio Diversification Opportunities資料顯示，如果投資組合含有55%的股票，45%的債券，但是沒有期貨基金的話，將有最大的風險和最少的報酬；但是如果改成持有45%股票，35%債券和20%期貨基金的話，則將改變其風險成為最大獲利和最低風險的投資組合。

在1987年至2003年最差的投資期間，期貨基金的績效表現都比傳統的50%股票和50%債券投資組合好很多，這主要都要歸功於期貨基金與股市債市的無關聯性。同時，期貨基金的下跌幅度(drawdown)遠比股票和債券小很多，例如：在1980年至2003年5月期間，S&P500指數下跌-44.7%，NASDAQ指數下跌-75%，而期貨基金的drawdown只有-15.7%。這些差異主要也都是因為我們無論在市場上漲或是下跌情況，都能在期貨市場找到交易獲利的機會。

期貨基金是多元化的交易

歷史上，我們經歷了很多全球金融市場危機，像是1980年代經濟蕭條，1987年的股市崩盤，1990年的入侵科威特事件，1998年俄羅斯舉債赤字，尤其是2001年的911恐怖攻擊，但是期貨基金的獲利都能獨立於這些經濟環境的變化。

在如今的投資環境中，新的科技使得期貨基金的交易顧問(CTA)能夠多元化的在超過一百五十幾個不同全球市場中交易。期貨基金帳戶必須透過期交所的結算會員交易，雖然每個交易所的結算作業和功能不盡相同，但是這些結算機構都能經由收取保證金、每個契約確實每日都能至少有一次交易，以及建立結算會員的資本限制和保持最低財務標準，才能有充足的資源使得交易達到穩定與透明。

期貨基金參與者的資格條件

期貨基金的參與者有期貨交易顧問(CTA, Commodity Trading Advisor)負責實際交易決定與期貨基金帳戶的交易、期貨信託事業(CPO, Commodity Pool Operator)負責募集公開發型基金或私募基金以及選擇交易顧問和期貨經紀公司(FCM, Futures Commission Merchant)。

根據數據顯示，期貨基金的規模在2002年是450億美元，在2007年已經成長至1800億美元。在美國，CTA交易方式有單一帳戶授權單一交易顧問、單一帳戶授權多個交易顧問和公開發行的期貨基金幾種方式。CTA的設立不需要資本額，只要符合資格，不到一千美元的費用就可以註冊成為CTA，而CPO則只要25,000美元就能成立。相較於國內期貨信託事業資本額新台幣三億元的門



Mr. Paul Moran

Mr. Paul Moran 建議
，臺灣的期信事業初期，可以仿效美國對於有操作績效者，製作Pro Forma（估計的）績效紀錄，才能在沒有實際 Track Record 的情況下招攬客戶。

檻，他們兩位一致認為太高，難怪影響國內業者參與期貨信託事業的意願。

如何選擇CTA？

Peregaine Financial Group有一項叫作Expectancy of ReturnsBands的系統，使用Alpha-Matrix Model來選擇CTA。他們首先在不同期間觀察不同CTA的相關績效數字和比率，從中剔除一些表現較差者。對於新的交易顧問，該公司通常只要發覺他們交易績效差時，會立即暫停他們的交易。

但是好的交易顧問也有績效不好的時候，所以即使是過去表現好的交易顧問，也有被暫停交易或是坐冷板凳的時候。目前該公司使用八家不同的CTA為他們的期貨基金操作，經由複雜的風險管理技術追求波動低的持續獲利，這些程式的目標是12%至28%的年化報酬率。

PFG對於CTA不收取管理費(management

fee)，但是CTA一般會對客戶依照帳戶價值，收取每年2%的管理費，以及針對新獲利的每季20%的利潤分享(incentive fee)。

客戶滿意是CTA經營的第一要件

對於新的期信事業，因為初期的人才難求，他們建議可以尋找過去個人交易績效佳或有期經代操經驗者，先給金額較小的操作資金做做看。或者是仿效美國的作法，對於有個人操作績效者製作Pro Forma（估計的）績效紀錄，以便能夠在沒有實際 Track Record的情況下招攬客戶，不過這可能需要修法或經過主管機關核可才能執行。

PFG這兩位高階主管一致認同，一般的投資人透過CTA代為進行期貨交易，把判斷交給專業的CTA是最好的選擇。而CTA只有靠好的績效，以及客戶滿意度，才能夠長久經營。

CNFA

Altis Partners Limited現身說法

談該公司之經營管理與CTA之展望

撰文：Belle



Altis Partners Limited創立於2000年，有四位創始人，位於JERSET，並在2001年開始交易。他們用電腦蒐集各種原始資料以及不同的價格，利用系統幫他們選擇要作什麼樣的交易，並直接與經紀商溝通，以網路下单方式進行交易。Altis Partners Limited使用許多科技，沒有人為的判斷存在，對投資人而言，因為沒有人為的干預，而交易成本也低，因此碰到市場下跌時該公司受傷的機率也小。

該公司交易期貨，績效表現由相關當事人所創造，同時也委託給專業評價公司，作為獨立的第三方監察機制。

時至今日，該公司的系統已經作過大規

模的改變，當年第一代的系統缺點在於僅仰賴一個時間點的技巧，並於三個月內的期間有效，屬於一度空間的思維模式。現在他們轉變是，不僅預估特定時間點，以數學技巧建構投資組合，並且不隨便選擇參數，讓系統去作選擇，不作人為干預。目前有些CTA在風險管理做的不是很好，事實上，這點應該有更好的方式去改善運作。

ALTIS已成立六年，最近正擴充中，希望收入能大幅增加。作為CTA，該公司百分之百用投資策略，百分之一百一十都是電腦化，蒐集很多資料，而且在交易執行中，也是完全電腦化。因為策略無法由幾個人決定，這是相當複雜的數學模型。

四種模型預測價格走勢

Altis有四種模型預測價格走勢，追隨趨勢是CTA主要的交易方式，也是CTA成功的方法。但若有太多人使用這種模型，就會有集中的風險，必須以其他方式補救。我們可以觀察其他金融市場作什麼，例如：看到利率大幅上升，就可以預測中、長期的價格變化，他們的第一與第四模型都可以作長期的預測。

該公司也作短期的策略，不管是超買、超賣或動能加速，當這樣的趨勢進行一段時間後，他們會及早進場攫取中、長期的獲利機會。而且不僅看現貨，也看遠期的契約，以便在不同的價格區間做部位組合風險的分散。

目前Altis有六百個遠期的合約，不可能每個都作詳盡的追蹤，而是追蹤兩個月內到期的合約。當看到遠期合約的需求，會抓住趨勢找獲利機會，而遠期契約也可能展延，所以他們會在之前做近月份的交易。

對價格則分為短、中、長期作預測，根據不同權重作為資產組合的建構因素。之前有提到CTA常面臨到如何預測以及如何作資產組合的問題，該公司可以用數學運算作最適化。他們有變異數與共同變異數，市場有正常與不正常的價格分佈，有些尾端有肥大的情況，有些價格則不是正常的曲線，在交易成本與風險的限制下，依照不同的風險，以電腦模型作價格預測，可以作出最適化的投資組合。

該公司每天都準備在價格波動中尋找獲

利機會，也會改變預設，作最適化的修正，他們以三維立體的方式尋找獲利機會，盡量讓使其接近效率前緣，完全仰賴系統，交易員根據資料作交易，且善用馬可維茲的模型解決問題。馬可維茲基本上是往後看的模型，他們也會針對連動性，設法降低風險程度。對價格的預測有F1到F3，透過此種系統作精密的計算，以量子物理學數學家背景所發展出的模型。



IT是成功的關鍵因素

至於產品行銷，該公司亞洲區負責人Mr. Mats Sjostrom說，這並不值得擔心，因為外面有很多仲介商願意幫你賣產品。我們的人員大部分都是專注於IT與研究上，這是在這一行成功的理由，一定要有實力與經驗，並維持自己的績效。

在資產配置上，Mat說：「我們一開始是把大多數的資產配置在某些產業，以電腦

預估價格，作產業的權重分配，不會追逐績效，規避交易困難的市場(例如法令阻礙)。」關於部位權重，適合中、長期的趨勢，不一定適合短期的策略，該公司的作法是預估三個月後的價格，再根據模型配置。

關於定義反趨勢的方法，建立出模型，目前第一與第四種模型都能成功運算，遵循趨勢，並讓不同的方法相輔相成。在遇到有些市場超賣的話，就可以反其道而行，這是輔助的作法，把下跌與上漲作適當的部位調整，他們相信用此種方式，可讓組合更為穩定。

Mats說到，過去曾經有十八個月沒有收入，但是透過有效的因應策略，與適當的風險控管，讓他們安然渡過危機。因此後來當該公司資產成長，他們就學會控管成本，特別是在美國股市陷入整盤之際，在低利率的市場，必須要能生存，因此要該公司對自己的技術有十足的信心。

投資理財 交給專業的CTA

他提到，CTA的定義大家已經很清楚，整體來說CTA的交易範圍很廣泛。在衍生性商品市場中，石油、黃金、外匯等不同種類的商品都是可交易的範疇。他們也可選擇投資在不同的市場，不僅在商品市場，也可以在股市、債市等等。

選擇一個有能力的CTA，投資人就有機會在不同的市場增加獲利。作為投資工具，持有部位的連動性必須越低越好，因此管理期貨就提供投資人另一個最佳選項。在過去

二十五年以上歷史中，CTA報酬率每年變動具一致性，不像套利型交易，可能連續幾年都是正報酬，但是也可能有機會把之前所賺的全都賠光。

由於管理期貨每年的波動性一致，轉為年化報酬率約3.5%，達到20%的波動性。以這幾年的狀況來說，2000年時，科技股泡沫化，加上索羅斯公債違約風暴，那段時間股市走低，但CTA的交易表現反而很好，因為股市下跌時，CTA可以作多波動性，可加碼操作，是屬於很好投資避險的工具。

2001年9月，台股跌得很深，當時若對台灣股市作避險操作的話，就會有較好的報酬，2001年7月到2007年5月間的台股指數，台股報酬率一年是9%，台股報酬率高時，波動性相對就高，但基金操作方式會有所不同，通常是在報酬波動率下降時，報酬卻穩定上升，這就是CTA運用現貨與期貨的例子。如果投資組合分散，以1991到2006年的報酬率來比較，在波動性不到10%的狀況下，跌幅最深7%，加上10%的波動性，可把標準差降到4.3%。

CTA在不同市場操作 多空皆宜

CTA在不同市場運作可作多或放空，投資衍生性商品與股票，使用連動性低的投資工具，例如：石油與金融類股之間可能有一些關係，透過商品的投資就有很多分散風險的機會，你可交易S&P 500指數這些標的。CTA可創造分散風險的機會，簡單來講，投

資人透過CTA投資，可分散風險。

Mr. Mats Sjostrom研究CTA八年，他說有些投資組合，若只有政府公債，由於本身波動性低，CTA操作較為困難，但若是高風險的組合則可結合CTA增加保護。需注意的是CTA仍有本身的波動性風險，你會知道你的投資組合有一部份要撥給CTA，但建議不要超過20%。CTA很難判斷何時停利、何時停損，最好作長期的投資。

CTA面臨的挑戰

對於CTA未來的展望，Mats說，目前已進階到第三代的CTA，大部分投資CTA的有錢人，現在很多是機構法人、基金公司等，未來有錢人還是會繼續投資CTA。當同時有不同的CTA，彼此就要創造較低的連動性。

他認為CTA面臨兩大挑戰：第一：是如何作價格預估，尤其在不同時間點要怎麼預估，很多產業追尋趨勢，對短期來說有效，系統有時也有效，但一個成功的CTA要能因應不同時間點、不同市場，對此他們有四種價格預估的作法。第二：一個CTA有這些預估之後，才能交易的一百三十個市場，各自有不同的期望，如何建立成市場的投資組合，該公司也發展出先進的投資組合最佳化的模型，以期在較低的風險下達到最大的獲利。

CTA現象在八〇年代初期可以看到，在技能不斷傳遞下，CTA的技術在西方國家運作越來越穩定。系統交易為主的CTA採用數

學與科技的方式，因為不是原物料的專家，他們輸入的參數是價格，主要是西方國家所採用，很多透過數學發展，大部分都是屬於美式的系統。

CTA需要某些資訊才能有所表現，基本上電腦無法針對特定產業作避險，但靠著有效的系統，該公司在很短的時間內業績就成長八倍，年報酬率達20%，目標報酬率是達到25-30%。當市場波動時，就是CTA表現的時候。

CTA必須增加研發能力 提升交易技術

在管理CTA部份，如果是系統交易者，為了創造更好的交易系統，增加研發能力不可忽視。對CTA這行來說，行政是資源的浪費，就算擁有成功的CTA，經營不善也一樣會倒閉，因此非核心的業務應該盡量外包，而公司則應擁有自己的業務與IT人員。要把大部分的資源放在研究上，或許其他家公司還為客戶作法律與會計等行政的部份，但Altis最近則大量在研發方面投入，如此一來才能掌握實力。

現在CTA已經發展到第三代，第一代的CTA由於市場波動性大幅上升，無法因應市場進行策略修正的話，會讓投資人退縮而導致公司交易資金大幅縮水，有些公司甚至就消失了，讓人十分驚訝。交易技術一直在演進，CTA也要跟著與時俱進，能掌握此關鍵，就能超越其他競爭者，其他部分就盡量外包出去，全心全意執行你的策略，成功應該就能水到渠成。

CNFA

創造實用、有價值的金融系統性模型

Jason Williamson談如何經營小而美的CTA

撰文：Belle



Jason Williamson大學畢業後，在加拿大主要期貨商工作，曾任外匯交易員並且加入銀行市場團隊。1998年看到俄羅斯、巴西等一連串新興國家出現信貸風暴，當時在銀行負責外匯電子交易的他，深覺得該段時間的經驗相當珍貴。他表示，當時有關於線上交易相關業務及責任都是由他的團隊負責，幾年後他們就自行創業，創造系統性交易法，多年來他最感興趣的地方，就是希望能創造真正有用的金融系統性模型。

追求超額報酬與風險管理的模型

成立 King's Corssing Capital Inc. (KCC) 後，Jason Williamson校長兼撞鐘，大小事情都自己來，去（2006）年併入KCC集團，主要負責研究的部分，希望能找

出有用的研究策略。目前團隊裡面的每一個成員至少有15年經驗，很多成員都具有單一基金管理經驗，陣容相當堅強。

他指出創立時最困難是營運的掌握，在找到有經驗的財務長（CFO）後，營運大幅改善，現在是最好的狀態，總管理資金（AUM）3億美元，且積極管理下檔風險。他透露若模型無法管理風險，就可能會把獲利都吃掉。

他會用專門研發的模型創造「Alpha」。希望能跟其他業者有所不同，不只是投資，而是超額報酬，量化的模式，盡量讓投資策略模型間彼此連動性很低，Jason Williamson透露，研發出的模型各自不同，程式的能力可以讓我們做有效的投資，而且能夠集結更多資金。

尊重法規 創造與同業的差異性

Jason Williamson指出，他的研究團隊中，除了他本身有15年交易經驗，其他二人有20~25年的經驗，而且是曾在加拿大頂尖的銀行服務過，都是傑出的交易人。他說：「我們除了致力研究穩定交易模型外，還相當重視相關的法令規範，很多投資人看管理期貨這個行業，是以能否遵循法律為觀察的點。」該公司也相當重視異地備援計畫，以防止單一設備或是市場發生問題時，隨時都可以恢復交易，這樣才能建立投資人信心。

在KCC內部，任何人都可以提出策略與

想法，但是得經過精密的測試，重複使用倒流測試的方式來運用，驗證理論，若是可行才能夠真正在市場上使用。

他們在使用的模型間，會盡量採取與其他模型，甚至電腦系統也與其他公司間沒有連動性，如此可以增加競爭力。與投資圈其他公司沒有連動性，可以避免投資人認為，雖然是不同公司，但是均採用同樣的系統，投資誰並沒有差別的感受。但是KCC藉著系統獨立，可以保持獨特性，有助於說服投資人可達成好的投資報酬目標。

採用多重策略模型 分外匯、短期、長期三種模式

KCC採用多重策略模型，分為以外匯交易（Foreign exchange）、短期期貨（Short term futures）、長期期貨（Long term futures）等三種模式。其中短期期貨策略中，包括短期能源及商品二種策略，該公司也買賣台灣期貨交易所的期貨商品，對台灣期貨市場也小有貢獻。

對多重策略來說，商品要分散，每個模型沒有連動性，沒有什麼關聯，-0.5負相關也就是零相關，確保商品的分散性，而且讓投資組合提供全球資產多元化，才能產生優越的夏普值（Sharpe）。風險管理部分則區分為最高、最低權重，表現好的部位根據模型加碼，內建風控模型，監控單一產品的部位，確保多重策略模型的年化報酬率在22.73%。

外匯模型部分，KCC除了交易七大貿易國貨幣，另外還有新加坡幣及南非幣，他們也將新興市場有流動性貨幣納入交易策略

中，目前還考慮再投入其他貨幣，就期間而言，長期持有50天、短期則持有10天。

Jason提到，很多舊模型都只觀察移動平均數，但是現在到了第三代模型，除了移動平均數之外，還有其他指數，波動性的條件。舉例來說，短期橫向整理時善用市場波動，以貨幣、股票或是債券為主，市場方向就是整理、上漲或是下跌三種，模型就是要捕捉上漲或下跌的機會，以及箱型整理時，短期模型要找出區間價位。

過去2年半到3年來，趨勢者受到重挫。因為無法在市場停滯時獲利，這時波動性就非常重要，進出場部位大小，善用波動性設定部位大小，波動性小部位大，波動性大部位小，每筆交易都有停損，必須善用60分鐘、240分鐘、每天或每週的資料。

考量波動性調整，趨勢反轉時可以快速退場，Jason說：「這是我們獨特的地方。」很多人都沒有聽過這種用法，長期策略中有些獲利會用些選擇權與外匯，目的就是要保持在某一個貨幣中的獲利，一旦錯誤可能會付出一些代價，但就是一個保險策略來說，降低波動性及下檔風險，不擔心上漲，反而會比較擔心下跌。

KCC的長期模型，包括25個交易所的期貨、金融商品、外匯、股票債券等，著眼於風控及價格建立，這個模型運算法則，核心就是資產配置的程序，基於風險的運算法則，運用每一個市場之間的差異，每一個資產間的差異，設定進出場停損點。基本上有二層，第一層為訊號產生層，探討每個市場的報酬率分布，資料過濾參考多空；下一層



遵守法律，是KCC非常重視的環節，公司目標是成為成功的企業，以及業界的最佳典範。

是資金管理層，探討每一市場配置多少資金，歷史報酬、資產類別報酬、報酬連動性，專屬過濾軟體，判斷有多少資金要配置在那一個市場。

短期模型希望判斷出趨勢

短期期貨模型有32個交易所的期貨商品，短期趨勢轉為長期趨勢前，持有時間不到4天，每年交易量大，最主要的推定性還是波動率，設計上用波動性決定部位大小停損點，主要看波動性變化來分析實際價格的變化，若已經過了設定的價格區間，我們就會判斷出一個趨勢。

通常在市場變化前，趨勢追隨者不會針對部位有大規模部位調整，之前曼氏集團的AHL講者也說過同樣的話。不過KCC會觀察短期的趨勢是否會成為長期趨勢，參與趨勢的發動要及早進場，加強原來趨勢的動能，加強原有的部位，比其他區是追隨者更進一步。

「基本上我們會會緊盯波動性變化」Jason說到。通常看市場流動性是否夠高來決定進或出，盡量避免當天進出。另外盡量將資金從模型中平均分布，不會扭曲，例如原油現在是較大比重，會依值加碼，盡量在每一種商品中維持均衡比重。

另外，短期期貨模型下囊括能源、商品策略，所有想得到的商品幾乎都涵蓋在內。這種模型最好的是可以做倒流測試，了解問題在哪裡，並找出無法獲利的原因，是出在滑價問題或是市場狀況，如果是市場狀況，為了減少風險，也許會減碼50%等到市場回穩。

操盤人要1~2年的交易績效 才有說服力

Jason說到，大家很關切CTA要如何去做，如何擬定交易策略，評量資產組合，最常被問到的問題，就是如何建立績效，理想狀況是，現在已在一家公司具備足夠資金且有一定的策略，就有可能建立至少1~2年的

資料，當與客戶接觸時，只要能提出紀錄，通常就較具備說服力。

談到如何設計交易策略，其中一個是看年化報酬率作為指標，但是如何能辦到，就是資產是一瞬間還是起起伏伏，交易策略背後，要看是系統化還是自行判斷，他個人認為，系統化較能排除不理性的狀況，自行判斷可能是擁有較多人脈，兩者各有利弊，但他推薦採用系統化的模式，這樣不需要在那麼多市場投資，就能達到收益。

長期策略為趨勢追隨者，短期則希望預期報酬率越高，通常波動性也越大，絕對不可能是一條直線往上，必須要看能忍受的跌幅，若下跌20%能否接受，晚上可否睡得著，都是必須要評估的。

系統化策略不要針對某一市場過度投資，有時候你認為找到一個模型，就廣泛使用在所有市場，這就是所謂的「濫用」。策略還是要針對不同性質的市場來修正，不論所有市場或是資產類別，「一體適用」絕對不是一個好的模型。

相關性連動性，經理人與史坦普指數有高連動性的話，就不必找他投資了。同樣地，在資金配置上也是一樣，如果10項商品中有3項同質性高，相對風險就會增加，因此希望有報酬外，也要考量可承擔的風險。

投資人可承受的風險程度不同

目前KCC的基金收取管理費約2%，收取績效獎金20%，一週前通知贖回，沒有避鎖期規範。但是每個投資人都不同，可承受風險程度也不同，如果說要有策略，就要有非常多的研究與研究，羅馬不是一天造成



的，花好幾年才能發現有些策略很有道理，評估策略的時候，也要評估投資組合是否適合這個策略。

Jason強調，以他們的基準來看，最高損失金額不能超過2%，每一筆交易能夠承受的就是30個基本點，也就是變動達0.3%，對外匯市場來說，這已經是相當大的變動，使用的模型就是會有部位反轉的做法，到達之後，就會部位反轉。

部位監控則是透過銀行，期貨部位則是透過期貨商，透過銀行是希望部位有人管理，在巨大變動時因為價格會有落差，電子交易有較大的滑價，所以銀行有自己的部位，也會把我們部位當做自己的部位管理，有時候可以適當的調整，減少滑價的落差。

守法是企業成功的基石

Jason說，遵守法律的部分，是KCC非常重視的環節，公司目標是希望能夠成為成功的企業，不管是退休基金、主權基金，若希望與我們合作，一定會重視這個問題，我們強調內控等透明度，希望能夠建立業界最佳典範，文件有自己的守則、交易授權執行政策等，隨時配合一般客戶及大客戶實地查核。

CNFA

如何從機師化身為成功的CTA？

專訪KCM總裁Mr.Ken Kinkopf

撰文：Jason



Mr. Ken Kinkopf 靠著自學創造出自己的交易系統，他的經驗顯示，台灣從事程式交易且只有交易台指期貨者，仍有極大的進步空間。

Kinkopf Capital Management LLC是一家小型的CTA，基金經理人Mr.Ken Kinkopf本身從PFG舉辦的交易比賽獲得冠軍脫穎而出，由於他相當喜愛市場分析，使他從原本的航空機師投入交易的行列。從他自己的經驗中，體會到系統性交易是可行的。由於本身擁有航空學的學位，加上早年學習過的統計和微積分，靠著自學，創造出自己的交易系統。

在他的演講中有許多投資哲學是相當值

得參考的。他提到，連續虧損總是會發生的，如果一旦就此而停止交易，就等於將損失鎖住，因此要相信自己的交易系統。他也說明交易系統並不是黑盒子，而是一個有系統性，以技術分析為基礎，且可以回溯測試的模型。其中最特別的是，這位CTA只交易S&P500期貨，每年卻有相當穩定的報酬，這對於台灣從事程式交易，且主要標的只有台指期貨的人而言是相當值得借鏡的，顯示我們程式開發進步的空間還相當大。他也提

到有些基本分析上的事件是可以建構到交易系統的，例如一些固定公佈的數據，聯準會的利率決策會議等等。

針對他個人特殊的經歷，本刊也做了專訪，希望透過他的經驗，提供國內交易人一些不同的觀點及作法，以下即為此次專訪的內容。

Q：您認為怎麼樣的操盤人才是一位合格的CTA？

A：首先要誠實對待自己的客戶，尤其是面對虧損時，不能故意欺騙客戶。還要能收集所有資料，能測試自己的策略，也要有創造性的思考，採用不同的交易策略，以別於其他人。

Q：可否談談您個人成為CTA的心路歷程？

A：我16歲時就開了證券戶，20歲開始交易期貨，對於金融操作有很大的興趣。做為CTA要有相當的專注力，要抓住市場的機會。由於我極少面對客戶，大部分都是面對IB，不像其他人，客戶流動性較大，因此我可以很專注在操作上。

Q：您提到基本分析可以成為技術分析時的變數輸入，您如何將聯準會的會議事件轉換成量化的變數輸入？

A：聯準會的開會時間是已知的，如果你觀察美國時間當天下午兩點的市場，市場波動是很大的，所以你可以將這個資訊建入你的系統，讓系統知道在兩點的時候，市場將會有很大的波動。如果你在三天前已建立部位，你的程式可能會有較窄的停損，根據市場是否保有趨勢或轉向另一邊而定。

Q：但這只對已排好時間表的事件有用，例如聯準會的會議日期是已知的，但有時事件的發生是無法預期的，您又如何處理？

A：是的，沒錯。一些即時發生的事件，例如房貸危機，是很難寫入程式的，但房貸危機的影響已經即時反應在價格、交易量上，這些無法程式化的基本分析已經透過市場告訴你了。

Q：您指出您的基金最常使用的策略是市場中立的，但有一點點偏向多方。我觀察到在1999年之後，績效並不是非常好。您可以給個例子說明典型的市場中立交易，就像買進S&P、賣出Nasdaq，或是期貨與選擇權的組合，您如何用市場中立的策略達到這樣亮眼的績效？

A：我並不交易Nasdaq，只交易S&P500，我做多也做空，所以我的部位可能是多或是空，沒有選擇權。我並不是80%多部位，但有80%的交易是做多的，20%是做空，基本上是相等的，就如同市場有多有空。

Q：在2002年及2005年時，您的整體表現並不是非常好，您覺得是整個市場改變，這樣的因素，會使您修正您的系統嗎？

A：讓我們看這期間的圖形，我們總是希望能即時的讓系統變的更好，2003年績效下降了31%，確實不好。最重要的是，如果我試著將這部份自系統獨立出來(我不希望這樣的事發生)，我就扼殺了這整個系統，有時候你並不會把這連續損失



Mr.Ken Kinkopf 強調，交易難免有虧損，但是要對自己的交易系統有信心

(Drawdown)獨立出來，特別是你想要創造一個更好的系統時。有時候這樣做，反而破壞了你已經擁有的風險對報酬的平衡，也無法保持長期的穩定。

Q：您提到一開始您始用Lotus-123來分析大量的資料，這令人印象深刻，現在您是使用哪種資料庫及哪種統計分析軟體？

A：我現在仍然使用 Statsoft公司出的 Statistica。它們可以將資料分析保存在單一的資料庫。那些資料都是即時可用且可以匯出的，所以你可以即時的創造出自己的指數，大部份我的資料都是下載到SQL Server的資料庫。

Q：您曾經出版關於統計工具和預測的文章，在哪些地方可以找到這些資料？

A：基本上，在80年代的 Stocks & Commodities雜誌上，之後我就沒再寫過。

Q：您的程式在S&P500表現很好，有回溯測試過其他指數、外匯或商品嗎？

A：我回溯測試過幾個其他的商品，在 Nasdaq的效果很好。我也常常測試其他的指數，但目前為止，我仍希望成爲一個S&P的專家。在不久的將來，大約到2008年，大多數的CTA將有好幾個產品線，我也發展另一套系統有一段時間，短期內我將有另一套系統，除了多元化之外，也將降低【報酬的】波動程度。

Q：您曾經拿其他商品，如利率期貨來回溯測試您的系統嗎？

A：我尚未拿利率商品來測試過，但我測過幾個指數商品來看是否系統適用其他商品。

Q：您是否在您的投資組合上，用過高頻相關性(High Frequency Correlation)的交易策略？

A：我還沒有用過這樣的策略。

Q：您是自學技術分析，撰寫尚未出版的程式，您能透漏一些關於程式上的關鍵概念嗎？

A：基本上，我常常在搞數字，且經常迷戀於統計，甚至從小時候開始。我在高中上過進階課程，我無法解釋我爲什麼喜歡統計，但基本上，我持續的研究，就算沒什麼結果，公式的轉換，移動平均，如果你經常搞這些不同程序的組合，現在一些統計軟體的取得很容易，如MatLab、SAS，你可能無意間發現某些以前不知道的相關性。

CNFA

Kinkiph Capital Management LLC

談成功CTA的真諦

撰文：Calre

「任何投資都會有損失的可能性！」Kinkopf Capital Management總裁 Mr.Ken Kinkop說到。這家公司在2005年6月成立，1999年開始每天都做期貨交易，2005年用自己及同事的交易模型，2006年參加25萬美元的CTA比賽，得到冠軍，最後獲得100萬元獎金。

尊重市場 締造高獲利的報酬

為何獲得第一名？Ken說：「因為我締造了風險調整後的82%之報酬。」他說自己真的很喜歡作交易，做越久就越懂得尊重市場。

身為CTA，一定要會做市場分析，而且還要熱愛這份工作。學航空的出身的他，在進入金融領域之前，有6年的時間，都是吸收關於航空的知識。如果從飛行員的角度來看，CTA要有資訊 跟駕駛飛機一樣，機長要了解飛機航行的各個狀況。他需要圖表，CTA也需要，航空需要三重後備，跟期貨市場設定停損點一樣，要有檢核表、系統化的流程，以及所有程序，而CTA也是所有程序都要到位。

Ken從80年代開始，自行交易，自學出身，沒有軟體可以應用，從個人電腦開始，摸索相關技巧。到目前為止，他只交易史坦普500的期貨，因為流動性高，資料準備相當齊全，對於要系統化分析相當重要。



91年進入K&D公司，負責提供SALES SITE資訊給客戶，利用資料做研究報告，當時用傳真或是電話提供服務，93~95年第一次管理帳戶報酬率是四成，應該是相當不錯，但他完全是用自行判斷的方式，也就是隨時都要處在最佳狀態。

交易系統誕生的背景

由於資訊相當龐大，買賣時必須要當機立斷，有時候很難判斷哪一個重要，最後可能會出現錯誤，因此有相當多的交易員無法繼續下去，這就是KCM交易系統誕生的背景。

1996年該公司開發出系統性的模式，Ken的目標是模型能夠創造最大的獲利，同

時可以掌控風險，在任何狀況都可以撐下去。從1999年起每日都進行交易，創造了6年的交易紀錄。

爲了自我挑戰，他出資2萬元用自行開發的系統，而且要求自己，不能發生保證金追繳，報酬最大化，且一定要在標準風險內。而2萬元的資金，是因爲史坦普指數期貨一口約4000元。經過6年後，他終於證明，系統化可用，但是沒有風險控管，就沒有報酬。他得到了一個心得，那就是，通常市場波動超過模型時，你可能要修正自己的模型，一定要相信自己的交易系統，要對自己的系統有信心。

客戶有知的權利 遵守紀律是CTA的天職

交易程式不是判斷式的，而是有系統的，它不是一個黑盒子，因此交易人必須要了解系統，要解釋可以運作的原理，並告知相關客戶了解。

非判斷式模型不會有人的因素存在，參考的因素都是事實，根據市場指標，系統很重要，因爲可以做倒流測試，也可以套入其他市場，建立假設式的情情境導向模型。很多業者都注意基本面，市場反應很快速，很難立即發現一個訊息對市場的影響性，例如：降息究竟是好事還壞事，可能每個人的想法不同。

技術分析可輸入基本面，基本面可以是定期報告、聯準會動向、全球的事件、期貨同時到期等，可以警告系統要做好準備，有些事情即將要發生，這並非主要交易指標，基本上非常適合停損目標設定。出錢的客戶一定想知道，發生了什麼事，作爲一個CTA必須要解釋資料及結果。

對CTA而言，紀律是相當重要的，做爲

一個CTA，一定要能夠遵守紀律，在市場發生大變化的時候，才可以繼續存活。

確認並管理風險

事實上，交易的週期本身就有風險，光是決定交易就是非常重要的，遑論實際上進行交易、退場時，它都有不同的風險，有時候是會賠錢的。Ken提到，期貨商或客戶會打電話詢問，是否一定要冒這個風險？到底會賺還是會賠錢？若是告訴他們，這是值得冒險的，他們進一步就會問爲什麼？所以CTA必須要了解，客戶會問什麼問題，市場會有什麼情形，獲利要多久，獲利的目標何時可以實現，市場能否確認你的部位，這些都必須考量的。

如果是考量過的風險，基本上可以創造很大的獲利。委託好的CTA可以降低風險，透過好的交易平台，交易金額不會有太大影響，持續市場的風險進行交易的風險組合，保障獲利的風險必須要確認獲利目標可行及退場機制，盡量避免損失，該停損就該停損，設定區間，強制停損。

動態風險管理，波動性跟成交量不是預期的，就必須要有更嚴格的控管，針對可預測的事件進行交易，風險管理的結果是一天賠錢，賺錢3天，賺的機會比賠的機會多，賺的是賠的二倍，這是非常重要的。

除此之外，Ken提到，系統對於市場看法是中立的，不會對特定部位偏好，一般市場往上機會較多，因此應該是稍微作多，平均來說應該57%作多，爲何要選擇史坦普，他認爲流動性較高，槓桿大，而且有其他相關商品，他操作至今，總報酬率超過360%，可謂成功的CTA。

CNFA

衍生性商品基金風險管理國際研討會 精華報導

資料整理：英屬維京群島商鉅融資本管理（股）公司台灣分公司



爲了讓期貨業者對衍生性商品基金風險管理有更深入的了解，期貨公會在96年10月1~2日，在台北舉辦了一場「衍生性商品基金風險管理國際研討會」。透過英屬維京群島商鉅融資本管理股份有限公司台灣分公司邀請德國具有高知名度，且具有權威性的兩位博士教授 Prof.Dr.Ludger Overback 及 Prof. Dr. Wolfgang Härdle 專程來台，針對衍生性商品基金的風險管理做最新趨勢的介紹。該公司特整理本次研討會之精華，分享給本刊所有讀者。

講題一：Basics of Risk Measurement, Risk Types, Integration, Capital Allocation, Stress Testing

對於爲何要重視風險管理，係因爲商業活動經常伴隨著風險，發展成功的公司通常會吸引資本流入，而資本具有緩衝風險的作用。風險管理主要是爲了要平衡基於實現獲利機會所設定營運策略之成功、資本與風險之間的關係；由於資本與成功是可以被量化的，同樣地風險也必須被量化。因此風險管

理就必需引進數學及統計的方法將概念性的“風險”以數字表示，亦即所謂風險測度(risk measure)。一般企業為方便管理起見，習慣將風險類型分為信用風險、市場風險、作業風險、商業風險、流動性風險、信譽風險及法律風險等。以金融市場的風險為例，其風險只有一種，只是會隨著市場的變化，從一般我們所知的市場風險演變成信用風險最後變成流動性風險。

因此整合(Integration)各式各樣的風險測度，衡量對於企業總體的影響就成為風險管理中相當技術性的工作。

經濟資本之目的是機構為了監控其投資組合、投資組合的損失分配(loss distribution)及經濟資本的分配，經濟資本(Economic Capital)是指在面臨極端損失的情況下，為維持其償付能力所具備之準備資本。我們要如何衡量經濟資本呢？其實是可以以極值理論及Copula等統計方法估計並整合各種風險市場風險、信用風險、作業風險，以蒙地卡羅模擬方法逼近損失分配，已知損失分配便能衡量經濟資本，並進行資產配置。比較不同資產配置的作法及差異。

講題二：Measuring Statistical

Risk: Extremes, Joint Extremes

在金融市場中，報酬通常具有厚尾現象，波動度具有隨機現象，GARCH模型雖可解釋

厚尾現象，但在95%以上的報酬百分位之處會低估報酬厚尾現象，對VaR值的計算會造成偏誤；在極值理論(Extreme Value Theory)下，我們不必假設資料的分配，而專注資料尾部的變化情形，減少模型誤設風險，針對尾端所計算出的VaR值也較準確。我們可以用下列方式定義極端事件：

A. Maximum taking in successive periods

B. Peaks over threshold model (POT)

由A可以推出三種標準極值分配(Frechet、Gumbel、Weibull)，衍生出廣義極值分配(Generalized Extreme Value, GEV)；由B可以推出GP(Generalized Pareto)分配，再衍生出三種分配(Exponential、Pareto、Beta)。風險決定於投資組合的聯合尾端巨額損失，應用copula求算聯合極值(Joint Extreme Values)。

對於Joint Extreme Values有：相依的測量方法、尾端相依、關聯結構(copula)及常見關聯結構(Bivariate copula、Frechet copula、Gauss copula、t-student copula、Archimedean copula、Gumbel copula、Clayton copula、Frank copula)及尾端相依與關聯結構(Tail Dependence and copula, TDC)。

講題三：Trading Strategies and

Risk Factors

對於這次的演說，有三個目的：



理事長賀鳴珩認為，保障投資人的交易，以及業者本身經營的安全，都有賴於嚴謹的風險控管。

- A. 啟發風險管理之核心技術的重要
- B. 塑造系統化的系統性風險管理
- C. 提倡衍生性商品基金之投資絕對報酬典範

對於交易策略與風險因素間的關連，由於金融市場存在著許多風險因素（心理面、經濟面、策略面、地緣政治面與自然面），資產管理者為了要減少損失、降低風險，便設計出許多避險交易策略或新金融商品，但這些策略與商品仍會衍生出新的金融風險，使得交易策略必須隨著市場演化而修正，金融商品也需要不斷地創新。如此交易策略與風險因素之間形成一個循環關係，互相影響。

基於網際網路技術的突破與電腦運算模擬速度的躍進，資本市場結構的發展開始轉變，例如：全球貿易與投資失衡、殖利率反轉、全球高收益債表現異常、股債關聯變異等現象，說明了傳統的資產管理思維將遭受嚴重的挑戰。因為資本市場結構不斷演變、不斷產生新的風險，因此投資策略也要不斷改變，適應新的金融環境，如此推動風險管理機制，並透過以五大資本市場與五大風險因素管理，在「全球動態資產配置」的架構下，達到絕對報酬投資典範。

投資組合之建構如同建築物之興建，其結構是由各種不同元件組成，如何在建築美

學、縮短興建時程、降低建築成本與提高建築安全之間進行取舍是重要的課題。投資組合之建構也是如此，其構成元件可分為-非風險性資產、風險性資產、衍生性金融商品，最佳之投資組合即是此三種資產的絕佳搭配，以期於風險與報酬之間取得絕妙平衡。

透過適應性 (Adaptivity)、穩健性 (Robustness)與一致性(Consistence)三個先進的動態指標，完整評估該投資組合的資產配置，是否能有效因應景氣循環之考驗與金融危機之衝擊，有效掌握市場成長的動能。

講題四：Joint Extremes and

Copulae Estimation Copula

Copula為連結一個多維度分配至其一維邊際分配的函數。當我們要估計一個投資組合的報酬分配的極值時，用傳統多元統計迴歸或蒙地卡羅模擬方法所建構之多元分配直接估計投資組合的聯合極值時有其困難與基於「維度詛咒」(Curse of Dimensionality)所衍生之模型風險。而Copula在求投資組合之極值計算上能夠發揮極大的優勢，在回溯測試中的表現，利用Copula估計的聯合極值表現，也優於傳統聯合分配的估計值。我們只需要知道每一個資產的單獨的極值分配，輔以適當的Copula函數，就可以估計出整個portfolio的聯合極值(如：VaR)。

由於多元常態分配(multivariate normal distribution)簡單易用的特性，因此廣為目前

傳統風險管理量化研究所採用，基於共變異估計(variance-covariance estimation)之Delta-Normal方法即是業界常用之例子。然而該分配與實際分配最大差異處為：

- 1.無厚尾(no heavy-tails)
- 2.聯合極值相對罕見(joint extreme values relatively infrequent)
- 3.對稱性 (Symmetry)，為解決此問題，Copula之導入應運而生。

為更有效率地解決多元常態分配假設之模型風險問題，Adaptive Copula為在動態區域均質性的條件下，為切合各式資產之多元分配結構，減低模型風險所建造的關聯結構函數，其參數為一個片段常數函數。也就是透過移動窗格(moving window)的方式估計Copula參數之變化情形。

講題五：Basel II Risk Weight Function, Derivation and Calibration

在新巴塞爾協定規範下，允許銀行在符合管制標準下運用內部評等法，由銀行估計違約機率，而主管機關提供其它輸入參數。在考慮各式資產間的相關性所衍生的風險結構，適當地調校風險衡量權重與風險計算之統計模型結構，適切地計算出一投資組合的損失分配；並給定不同的情境下，模擬計算其所需經濟資本為何，使得銀行可以模擬在各種不利情況下，其所必需準備的資金以預防重大風險衝擊時導致破產情況發生。



基金經理人操作更多的資產類別，因此必須依賴統計量化的技術和資訊系統的輔助，否則也很難落實風險控管的機制。

講題六：GHICA- Value at Risk and Independent Component Analysis, Time varying Copulae

(講題四之先進方法例)

本節介紹最常用之風險管理模型及其應用之限制，並且運用廣義雙曲線分配(GH distribution)及獨立成分分析(ICA)進行風險分析，以解決傳統風險管理模型中，不同資產之間報酬率之共變異估計 (variance-covariance estimation) 僅能在時間不變(time invariance)的假設條件下進行估計之困難。內容也包含利用最小共同資訊(minimal mutual information)找出投資組合相應於市場變動之獨立成分分析(ICA)的性質與估計方法、廣義雙曲線分配應用風險模型之估計方法、具適應性指數平滑(Adaptive Exponential Smoothing)與快速傅利葉分析(FFT)的介紹，

以及模擬與實證研究之結果。

講題七：ADACOP: Adaptive and Time Varying Copulae Application

(講題四之先進方法例)

一般所採用滑動窗口(moving window)方法估計 Copula 之相關參數(dependence parameter)面臨以下兩個難題，1.窗口太短，則估計量變動太大 (high variability of estimator)，2.窗口太長，估計量對變動的敏感度變低，延遲反應變動 (high delay in detections)。本文介紹之區域變異點過程 (Local Change Point Procedure)，根據對區間內參數同質性(test of homogeneity)進行檢定，找出固定變異點(the fixed change point location)，據此改善滑動窗口面臨之難題，找出區域最佳估計之窗口長度。

CNFA

台灣期貨與衍生性商品學刊 徵文

提昇期貨業研究發展風氣 推動知識交流及心得分享

■ 本刊創刊至今業已五年，為目前國內唯一隸屬期貨領域，結合實務與學術之專業刊物，具有嚴格之評審機制，且為非營利機構之出版品，對於大專院校教師升等或考績評鑑，將有一定公信力及助益力，敬請踴躍投稿。

■ 徵稿對象：

學術界、期貨、證券及金融相關行業之從業人員。

■ 徵文主題：

- (一)期貨市場、法令規章、管理制度之相關研究與探討。
- (二)新金融商品之研究、分析或操作策略。
- (三)期貨相關時事議題之探討及其他與期貨市場相關之研究。

■ 出刊及徵稿日期：

出刊日期：每年6月30日及12月31日

截稿日期：每年4月30日及10月31日

■ 稿費從優

相關徵文及審核辦法，請至本會網站查詢

網 址 / <http://www.futures.org.tw>



熱忱 · 積極 · 完美