

熱忱・積極・完美

CNFA 中華民國期貨業商業同業公會
Chinese National Futures Association

期貨人

2002年三月創刊 《總號第027期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2008**

第三季



人物專訪

群益期貨興櫃掛牌 為期貨業再添佳話

專訪董事長孫天山 談經營理念及願景

封面故事

清新溫泉會議 集思廣益為期貨業把脈

「臺灣期貨市場發展白皮書」勾勒業界發展方向

特別報導

新營運環境對本國期貨商之衝擊

台証期貨總經理對新制度之剖析與建言

從未來監理法令趨勢談期貨商業務發展

普華國際法律事務所蔡朝安律師演講摘要

國際交流

「期貨基金之操作與風險管理」論壇報導

期貨商品的明日之星－期貨基金

3A SA公司風險管理部主管Mr.Michaël Malquarti專訪

3A SA公司論壇主講人Mr.Michaël Malquarti專訪紀錄

事實上，有些公司的破產是由流動性危機所觸發；而非避險基金所導致的流動性危機。另一方面，謹慎的經理人能夠利用危機，提供流動性給市場，這是避險基金在今日金融市場所扮演的角色之一。

8.未來，如果台灣開放避險或期貨基金交易，對於台灣政府有任何建議嗎？

Mr.Michaël Malquarti：

台灣政府考慮開放避險基金的市場或避險基金的基金，這絕對是一項正面的消息和作法。關於這個議題，我不敢說我是最好的人選來給予臺灣政府建議，但是在全世界及亞洲有很多規範已在管理像這樣的基金。台灣的主管機關應該試圖從其他國家經驗中學習，以及開始與其它國家業界的基金經理人對話。

9.在您的結論中提到，避險基金是“種類繁多，相當動態，且需承受結構性變化”；這使得避險基金技術上來說和傳統基金相當不同，未來避險基金要如何和傳統基金作競爭？

Mr.Michaël Malquarti：

我的觀點正好與問題相反：傳統的基金如何跟避險基金競爭呢？避險基金可以自由地根據最佳化的風險調整後的報酬來配置資產，所以避險基金可以更靈活的去適應新環境，而這是傳統基金所辦不到的，這使得避險基金更具備面對未來挑戰的優勢，而目前最大的問題在於，投資人需要合適的工具及深度的了解來適當的分配資產於不同的基金。

10.在您的演說中，提到很多有關避險基金的迷思和事實；在台灣，大部份的投資人相較於其它國家來得更為保守，您可否用最簡單的例子或是幾句話，讓台灣投資人了解避險基金？

Mr.Michaël Malquarti：

台灣的投資者似乎比較喜歡將資金投資於股票市場，或許這就是你所謂的保守。因此，我建議他們可以藉由避險基金，使他們的投資組合更多元化，而非將它視為替代品。避險基金可以在不影響原有報酬率的情況下，幫助他們降低股票投資組合變動的風險。台灣目前所需要的是教育投資者，使他們對避險基金有更進一步的了解，例如：像貴會（中華民國期貨業商業同業公會）所舉辦的說明會，就是一種非常好的機會，這樣可以協助潛在的投資者受惠於投資基金，以及避免不必要的風險。

國際化，我們準備好了嗎？



謝夢龍

為使新上任的政府，能夠制訂出符合期貨業者需求的發展政策，期貨公會在5月份邀集所有理監事及期交所高階主管，舉辦了「期貨業未來發展政策建言」研討會。在期貨業發展十餘年的過程中，歷經轉折，站上高峰後，現在面臨國內市場飽和狀態，要再創高峰，就必須走入國際舞台，這不但是政府，更是業界引頸期盼，且不得不為的趨勢與必行之道。

在國際化起步之際，現行的政策、制度都有大幅修正的空間。期交稅首當其衝，它是臺灣期貨市場國際化的最大障礙，不論是和新加坡或其他國際期貨市場競爭時，期交稅的存在，使得臺灣立即處於競爭的劣勢。雖然目前立法院財委會業已通過調降條例，但是業者均希望未來能朝向零稅率的目標前進。

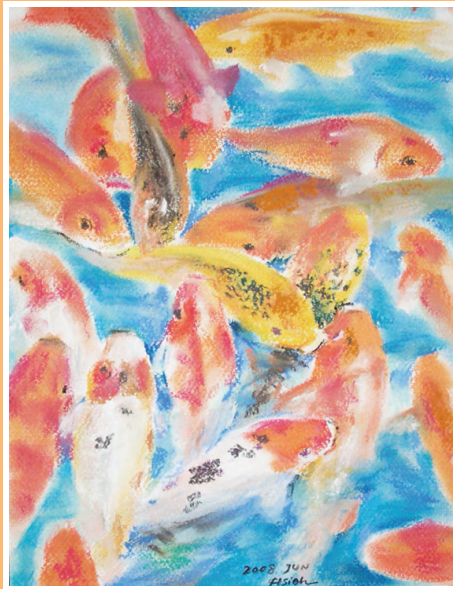
邇來，臺灣期貨交易所為了呼應走向國際化的政策，積極規劃「外資法人以外幣抵繳保證金」、「有價證券抵繳保證金」、「整戶保證金SPAN制度」等與國際同步的新制度。希望藉由這些制度的改變，加上即將調降的期交稅，能夠吸引外資法人進入臺灣期貨市場。如此不但可以提升整體市場成

交量，也為國際化鋪設了一條康莊大道。

在主管機關與期交所的大破大立下，期貨商難免受到衝擊，尤其在有價證券抵繳保證金、SPAN制度實施後，期貨商立即面臨了財務收入的損失，在這種短空立現，而長多能否如預期，卻還未知的情況下，反彈聲在所難免。期交所也積極主動與業者溝通，希望以其他新種業務的配套措施，彌補期貨商因新制度造成的財務收益的減損。

然而，政策的發展，要以長遠的眼光評估。現在期貨業要推的“國際化”，就像當年十大建設一樣，政府有責任為產業開闢新道；業者亦無法停滯不前。“國際化”既是臺灣期貨業不可避免之路，與其逃避，不如思考如何兼顧理想與實務，順利邁向這個願景。新制度在執行之際，固然應避免衝擊過大，創傷業者；而業者亦應亟思，在這股巨幅變動的環境下，如何未雨綢繆、整經備武、迎戰未來，諸如：國際化的人才在哪裡？電腦設備更新了嗎？通路規劃了嗎？這些都是未來競爭必須備便的利器。因此，業者應該積極思考，在這股銳不可檔的國際化趨勢與風潮下，我們準備好了嗎？

CNFA



封面畫作 謝夢龍 魚樂系列－嬉戲

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 / 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 國際化，我們準備好了嗎？ 謝夢龍

人物專訪

- 群益期貨興櫃掛牌 為期貨業再添佳話
4 專訪董事長孫天山 談經營理念及願景 Clare / 葉依青

封面故事

- 清新溫泉會議 集思廣益為期貨業把脈
8 Part I「期貨業未來發展建言研討會」報導 Clare / Kristal

Part II「臺灣期貨市場發展白皮書」之專題報導

- 12「臺灣期貨市場發展白皮書」內容摘要 葉紫華
17 調降期交稅率勢在必行 業者期盼一次降足 李欣薈

- 知己知彼 順利登陸
18 專訪中國東方證券期貨副總經理方世聖 衣若綺

- 引導期貨市場轉進資產管理領域
21 寶來曼氏期貨副總賴聖唐談專營期信經營之道 Tony

- 拔得頭籌 擴大期貨業務範圍
25 元大投信資深協理賴冠吉談兼營期信事業之願景 黎衍君

- 唯一合法代操 專營期經仍有一片藍天
29 康和期經總經理吳啓銘談期經未來發展 Ken

- 整併期經事業 邁進全方位服務的綜合期貨公司
33 專訪大華期貨公司總經理任俊行 Jason

目錄

- 35 各國有價證券抵繳保證金制度之比較 Ken
從國外經驗看臺灣台股選擇權未來發展
39 澳帝華期貨決策長呂常愷之建言 張祥麟 4

- 44 國泰期貨副總詹益青談SPAN制度對期貨商的衝擊 Ken
臺灣期貨商如何開拓海外市場
46 凱基期貨總經理陳瑞珪的看法與建議 Neil 18

- 開發海外客戶 從改變體質做起
49 專訪群益期貨協理許懷哲 王克庭
發展衍生性商品 為期貨業開拓商機 范加麟 39

特別報導

- 新營運環境對本國期貨商之衝擊
57 台証期貨總經理吳建華對新制度之剖析與建言 Belle 44
從未來監理法令趨勢談期貨商業務發展
65 普華商務法律事務所蔡朝安律師演講摘要 賴育漣 46

國際交流

- 期貨論壇－「期貨基金之操作與風險管理」
期貨商品明日之星－期貨基金
69 「期貨基金之操作與風險管理」論壇內容摘要 張祥麟
78 3A SA公司論壇主講人Mr.Michaël Malquarti專訪紀錄 Ken 69

群益期貨興櫃掛牌 爲期貨業再添佳話

專訪董事長孫天山 談經營理念及願景

撰文:Clare/葉依青

群益期貨在今年5月15日以35元參考價，為專營期貨商興櫃掛牌再添佳話。

該公司董事長孫天山指出，目前的努力目標是明年申請上櫃。

展現亮麗績效 擺脫金控陰影

孫董事長指出，以目前市場上18家（不含澳帝華期貨及四家複委託期貨商）的專營期貨商，大多數都是金控下的期貨業者，往往被視為是附屬單位，不受重視。但是在寶來曼氏期貨率先上櫃，群益期貨緊接著又在興櫃掛牌後，證明專營期貨商只要本身表現優異，毋須在金控之下，照樣可以闖出一片亮麗的天空。

孫天山表示，近年來該公司在全體同仁的努力下，表現的可圈可點，創造出良好的績效。他以稅前盈餘為例，該公司2006年稅前盈餘為1.74億元，2007年為2.52億元，成長了44%，每股稅前盈餘達4.07元。2008年5月底止，累計稅前盈餘1.4億元，相較去年同期6,827萬元，呈現倍數的成長。

2008年該公司的稅前盈餘目標為2.9億元，每股稅後盈餘目標3.8元，但以目前的進度來說，獲利已經超越進度。以今年前5個月的稅前盈餘數字來看，群益期貨累計稅前



孫天山指出，專營期貨商只要本身表現優異，毋須在金控之下，照樣可以闖出一片亮麗的天空。

盈餘為1.4億元，每股稅前盈餘為2.28元，前5個月的稅前盈餘已達目標48%，預計今年每股稅後盈餘將可超越3.8元。孫天山預計，明年第一季該公司將可正式上櫃，成為繼寶來曼氏期貨之後，再度寫下一頁歷史的專營期貨商。

上櫃是企圖心的表現 達到願景的催化劑

群益期貨將上櫃目標訂在2009年，對於全體同仁而言，難免有些壓力，但是孫天山卻不諱言的說到：「沒有壓力就沒有進步，這次興櫃掛牌，其間也經歷了許多的困難，

但是在全體同仁努力下，我們也都迎刃而解，達到目的。」因此孫天山認為，未來的上櫃之路，絕對不是難事。

他引用期貨公會秘書長謝夢龍的話，『期貨業就是金融產業中的科技業』，因此，透過上櫃掛牌，將可以讓員工參與認股，提升員工士氣，吸引更多優秀的人才；同時上櫃後，經營上要接受所有股東及主管機關更加嚴格及透明化的監督，間接也促使管理階層的警惕與責任感，經營的好，才能獲得更多的認同，也可以增加籌資的功能，未來在邁向國際化的里程上，絕對是有加分的效果。

對於孫天山而言，這個上櫃的目標，是他展現經營成果的企圖心，更是達到未來經營願景不可或缺的催化劑。他深度期許所有同仁，和他一起努力，打造群益期貨的美好願景。

成長動力是法人 不可或缺是自營

要達到願景，孫天山認為，今年度的努力目標，首要加強法人及自營部門的績效。從2007年的數字來看，群益期貨的期貨及選擇權成交量同步水漲船高，全年期貨總成交量為227.74萬口，市佔率為6.7%，較2006年總成交量的174.18萬口，提升了3成之多，在專營期貨商期貨年市場佔有率的排名，自第5名躋身至第3名；選擇權部分更是驚人，2007年度總成交量788.35萬口，市佔率4.02%，較2006年大幅成長55.5%，排名則由原本專營期貨經紀商的第6名，一躍成為第3名。

以去年的整體表現來說，孫天山指出，群益期貨的外資法人比重占了三成，是目前期貨商中比重最高的。去年法人部門，在群益期貨台指期的市佔率貢獻上，已達1.64%、選擇權也有1.84%。以這樣的成績來看，群益期貨法人部門的交易量，已經超越一家小型的期貨商。

除了外資法人外，群益期貨在國內法人的開發上著墨亦深。去年群益期貨在三大法人的市場佔有率最高，達到四成之多。孫天山透露，在營收比重上，他的作法迥異於同業。他指出，目前很多專營期貨商有60~70%的業務，仍仰賴證券母公司的IB據點，但是群益期的IB業務只佔營收比重的三成，未來將調降到兩成左右。

孫天山說：「今年群益期貨營運的重點，除了持續開發外資非避險策略法人外，還將朝向開發國內投信法人的方向努力。」目前國內投信等法人機構，進入期貨市場避險操作的仍不到1%。在市場法人結構失衡下，無法產生誘因，吸引新的參與者進入市場中操作。因此，孫天山指出，將向國內法人強力宣導，希望他們參考國外專業法人的作法，靈活應用期貨商品，藉以提高投資報酬，並希望他們透過群益期貨下單國際期貨，創造雙贏的局面。

除了原有的經紀業務外，「自營」當然也是期貨商重要的獲利來源之一。孫天山表示，該公司的自營部門已經具備各種策略交易，預計下半年自營部在群益期貨的獲利比率上，可從目前的10%~15%，大舉提高到30%。

台灣期貨市場不容小覷 大有可為

談到他對臺灣期貨市場未來發展的看法，孫天山相當樂觀地說到：「對於台灣期貨市場，我只能用“不容小覷，大有可為”來形容它。」他詳細解說了他的樂觀及信心來源。

他說，期貨具備避險及投機等特性，以國際主要的交易市場來說，期貨市場的契約成交值約為現貨市場的1.6倍，但是台灣期貨市場契約值僅是現貨市場成交值的 75%，和國際主要市場差距甚大，因此台灣期貨市場未來仍具有相當大的成長空間。

他以鄰近的香港及韓國市場為例，這兩個市場的外資，占整體期貨市場成交比重至少在二成以上，但是台灣期貨市場目前連一成都不到。雖然目前立法院業已通過孫大千委員的提案，同意大幅降低期交稅，然而財政部傾向分階段調降。孫天山認為，以目前現況來估算，期交稅的調降幅度至少要調降 75%，才有可能大幅降低交易成本，吸引法人進場，若是財政部採取階段性調降，一時間恐怕難以對法人產生誘因。

孫天山相當希望財政部能夠同意立委孫大千的提案，一口氣將期交稅調降9成，一旦通過，勢必為台灣期貨市場注入一股新的活水，對整體的台灣期貨市場而言，成交量至少還有 1 倍的成長空間。

降稅+改善+改革 = 明天會更好

孫天山對於主管機關、立法院諸委員、期交所、公會、期貨業者，在降稅方面的努



孫天山認為，展望下半年的臺灣期貨市場，將是十分樂觀；而期貨商的前景，絕對是明天會更好。

力；以及目前期交所和期貨公會，積極推動開放各項業務，讓期貨商能夠從事更多新種業務，他都給予高度的肯定與感謝。

他透露，目前期交所將研議開放期貨商代墊款項借貸、為客戶量身訂做的店頭衍生性商品等，同時也持續改善交易制度，並就部分商品進行改革，例如個股選擇權改採現金交割，預期將提升個股選擇權的交易量。

孫天山指出，在期貨交易稅調降後，再加上這些持續的改善與改革措施，對於期貨業的發展，均有正面及長遠的助益，加上新政府上任後，會更積極的拼經濟，因此，展望下半年的臺灣期貨市場，將是十分樂觀；而期貨商的前景，絕對是明天會更好。



清新溫泉會議 提出期貨業未來發展建言

■ 鑑於新政府上任，期貨業如何突破現有瓶頸，勾勒未來願景，提供給當局做為對期貨業的施政方針，正是業者暨相關單位亟思之處。期貨公會在97年5月9～10日，邀集所有理監事暨臺灣期貨交易所之高階主管，假台中清新溫泉會館舉辦了「期貨業未來發展政策建言」研討會。

■ 這次會議主要的目的，係針對期貨業目前迫切需要主管機關協助及解決的問題，以及對期貨業未來發展，不論是制度面、法令面、商品面，或從國際趨勢、兩岸市場交流、期貨業務發展等方向，以業者的角度及需求，提出建議，給主管機關及所有關心臺灣期貨產業發展人士的參考。



集思廣益 爲期貨業把脈 ～「期貨業界未來發展建言」研討會報導～

撰文：Clare/Kristal

台灣期貨市場發展至今，當市場交易量突破一億口大關之後，動能逐步趨緩。當產業發展到一定規模時，必須突破瓶頸，對於期貨業而言，亦不例外。「期貨業界未來發展建言」研討會，目的就是集思廣益，爲期貨業把脈，另創新局。



賀鳴珩表示希望藉由新加坡，全面探討該國期貨市場的制度等，探究我國期貨市場與該國的差異，做為未來落實國際化的起步。

業者代表暨期交所共同研議未來大計

這次研討會，除了由公會理事長賀鳴珩親自邀請的理監事之外，另有期貨業界資深高階主管，以及臺灣期貨交易所共同參與。期交所係由總經理王中愷率領各部門經理出席，以交易所的立場傾聽業者的需求及建議，希望與業者共同攜手，提出對市場發展有利的構想，共同爲期貨業打拼。

與會人士共分爲五組，針對「提升國際競爭力」、「發展新商品」、「兩岸開放」及「稅制與法令」等四大方向進行分組討論。

參考競爭對手新加坡 做為國際化起始點

就國際化的議題，針對國外交易所、交易制度或期貨商品，均曾有各項深入研究，眾說紛紜，卻始終也沒有研議出一個，讓期貨商國際化的具體作法。公會理事長賀鳴珩表示，就臺灣期貨市場如何國際化的議題，可謂千頭萬緒，每個建議都有道理，每個意見也都對，但是要如何找出一個說服主管機關，做為未來國際化的起始點，他有獨到的見解。

賀鳴珩表示，公會在今年度開始，即委由淡江大學財經所教授林蒼祥，就新加坡期貨市場的各項制度及市場面等議題進行研究。他指出，希望藉由同樣是亞洲地區，與臺灣期貨市場競爭最激烈的對手—新加坡，做為臺灣國際化的第一個比較對象，鎖定新加坡市場爲範本，藉由全面探討該國期貨市

場的制度等，探究我國期貨市場與該國的差異，做為未來落實國際化的起步。

發展新商品 應以台幣計價為主軸

對於未來期貨新商品的開發，與會業者均建議期交所，未來開發商品時，以「新台幣計價」及「貼近市場需求」二大方向爲考量點。以黃金期貨爲例，目前期交所掛牌的「美元」計價及「新台幣」計價的二種黃金期貨商品，今年1月28日才推出的新台幣計價的黃金期貨，從上市以來，隨著國際金價的走高，帶動了整個台幣黃金期貨的交易量，目前日均量已排名全球第五，而美元計價商品卻乏人問津，顯示以「新台幣」計價的商品，較能吸引國內的投資人。

期交所推出這項商品，不但呼應業者的需求，更因爲貼近國人對於金市及現貨市場的交易習慣，因此創下良好的成績。對於這點，業者對期交所的作法，均抱持高度的肯定，並希望爾後均能以這項商品成功的因素，做為開發新商品的依據。

期貨市場確實需要不斷推陳出的新商品，想要提高新商品的成功率，就必須要貼近交易人的需求。賀鳴珩理事長以近期飆漲的油價爲例，指出此時若能切合市場需求，推出小型契約的92、95汽油期貨，讓一般交易人可依自己的需求避險甚至投機，就有機會創造交易量。

研擬店頭市場商品 開放槓桿交易商

除了集中市場外，店頭市場商品也將成爲期貨商另一波的主力。公會將積極研擬開

放槓桿交易商，以及店頭市場掛牌的黃金、石油、匯率及差價合約等商品，讓台灣期貨市場未來不僅只有制式化合約的商品，更可推出專爲特別需求的客戶量身訂做的商品，對於期貨商及客戶而言，都將是一個新機會。

不過，期貨店頭市場商品，必須要克服商品交易平台、結算平台，以及保管機構等問題，以現階段來說，必須從零開始建置，因此更需要相關的協助。與會期貨商建議，可參考店頭市場設置股票與櫃檯市場的模式，協商由期交所或櫃買中心建置店頭衍生性商品議價交易與結算平台，用與櫃的發展經驗拓展期貨店頭商品。

開放兩岸期貨市場交流

新政府上任後，加速兩岸的開放與交流，期貨業者也引頸期盼兩岸期貨市場的開放。尤其是中國的指數期貨商品即將問市，而台灣則已有超過十年的經驗，因此在金融產業中，最有機會成功搶灘大陸市場的，其實正是期貨業。因此，與會的期貨業者均呼籲主管機關，儘速開放兩岸期貨商的交流。

調降期交稅 將是最大利多

在稅制方面，所有業者的一致心聲，就是調降期交稅。當6月25日立法院財委會初審通過「期貨交易稅條例第二條修正草案」，賦予行政院可將期貨交易稅大幅調降至百萬分之0.125至千分之0.6的法源。儘管不是立即降稅，未來要調整稅率，仍須由財政部在法定稅率區間來擬定，再報請行政院核定，但是對業者而言，仍不啻是一項重大利多。

證諸以往降稅後，不但使投資人成本降低，更使得市場交易量大幅成長。未來若能再次大幅降稅，對於吸引外資，更是一項利多。對立法院財委會諸位立委的大力支持，大家均銘感於心。

法令鬆綁 確保發展空間

主管機關正研擬整合整體金融業服務，欲破除原本分業管理的模式，採取資本市場整合，但在法規實施前，期貨業者也呼籲，應先有完善的配套措施，才能夠確保期貨市場不會因市場整合，使未來發展受到負面衝擊。

除此之外，期貨商亦希望能夠開拓新業務來源，例如：建議在訂定融資額度的限額下，開放期貨商以自有資金承作保證金融資業務，並且開放期貨商可以運用客戶保證金進行財富管理的業務。

彙集結論撰寫成「臺灣期貨市場發展白皮書」

本次會議在期貨業界與期交所高層，交換彼此對於議題的意見及想法，透過充分的討論與溝通，經期貨公會與期交所共同就未來整體期貨業發展，從提升「國際競爭力」、「開放兩岸期貨市場交流」、「擴大期貨商業務範圍」三個面向，提出了九項建議，並做成「臺灣期貨市場發展白皮書」，做為此次會議的結論報告，並據此內容，逐步實施，以期建構未來繁榮的期貨市場。

CNFA



三大方向 九大建議

臺灣期貨市場發展白皮書

壹、提昇國際競爭力

- (一) 減免期貨交易稅
- (二) 調降保護基金之提撥比率
- (三) 提高法人參與期貨市場比重

貳、開放兩岸期貨市場交流

- (四) 放寬期貨業者雙向投資
- (五) 開放兩岸從事期貨交易
- (六) 相互承認期貨專業證照制度

參、擴大期貨商業務範圍

- (七) 對期貨市場業者採功能性管理，以利業者跨業經營
- (八) 對金融商品業務採取負面表列
- (九) 開放新種期貨商品

臺灣期貨市場發展白皮書
Taiwan Futures Market White Paper



中華民國期貨業商業同業公會
Chinese National Futures Association

2008年6月5日

台北市大安區安和路一段27號12樓 電話：02-8773-7303 傳真：02-2772-8378 <http://www.futures.org.tw>

「臺灣期貨市場發展白皮書」

內容摘要

整理:葉紫華

清新會議後，彙集與會者的建議及分組討論的結論，經本會與期交所的合作與努力，各司其職完成了「臺灣期貨市場發展白皮書」，感謝期交所的大力協助，提供了許多寶貴的資料及建議。

這份白皮書，主要是協助檢視臺灣期貨市場的相關制度，充分了解市場需求，借鏡其他國家的發展經驗，提供主管機關做為發展期貨業的參考與建言。據此建構期貨市場良好的投資、交易環境，並與國際制度接軌，提升臺灣期貨市場國際競爭力，為期貨市場及業者奠定良好的發展基礎。

三個面向、三大主題、九項建言的發展方針

具體化的結論，才是落實理想與目標的依據，「臺灣期貨市場發展白皮書」就是根據這樣的精神而來的。

此一白皮書內容，主要是從國際發展趨勢、兩岸市場交流、期貨業務發展三個面向，劃分為「提升國際競爭力」、「開放兩岸期貨市場交流」、「擴大期貨商業範圍」三大主題，並就各主題間的輕重緩急，列出了九項建言。這本白皮書，將是未來幾年間，期貨業的發展方針與執行的手冊。

如何提昇國際競爭力？

國際化是國內各行各業必須走入的潮

流，而期貨業更是走在最前端的業種之一。對於已躋身國際的期貨業而言，如何提升國際競爭力，才是國際化中的主要目標。就如何提升國際競爭力，有三大建言。

一、減免期貨交易稅—提升成交量 擴大稅基

雖然立法院已在97年6月25日通過財委會提案的調降期貨交易稅方案，但是業者最終的期望仍是減免課徵期貨交易稅。

我國期貨市場發展至今已有10年，目前在全球期貨市場的排名，自2007年以降，已從18名滑落至21名，市場成長率首次出現低於全球整體期貨市場，最主要的原因之一，就是在於期貨交易稅賦過高。

目前全球主要期貨市場皆不課徵期貨交易稅，加以期貨市場是零和交易，盈餘課所得稅，虧損亦可抵扣，實質稅收貢獻趨近於零。以鄰近的韓國為例，既不課交易稅，亦不扣所得稅；新加坡，香港沒有交易稅，甚至對外資也不扣所得稅。相較於我國的期貨市場，卻因期貨交易的稅賦成本過高，使得國際競爭趨於劣勢。

衡諸以往兩次的降稅結果，對於擴大市場規模與稅基效果十分顯著。在2005年5月2日首次降稅，當年降稅後的月均量為降稅前的2.3倍，2007年的月均量則



為2000年降稅前的16.2倍。明顯的看出，降稅後，交易量大幅成長，不但可以擴大稅基，而整體稅收不減反增。

期貨市場是零和交易，若課徵期貨交易稅，不管獲利或損失的一方皆須課徵期貨交易稅。期貨交易又具有高周轉率的特性，期貨交易稅將使市場資金受到侵蝕，且持續流失。根據賦稅署的統計，歷年期貨交易稅的徵收已達新台幣376.6億元，嚴重侵蝕期貨市場的資金動能。

鑑於期貨與現貨市場發展的衡平性，以及有效降低交易人的稅賦成本，提振國內交易人及外國交易人參與我國期貨市場的意願，實有調降期交稅，甚至考量免徵，才能達到此一目的。

二、調降保護基金之提撥比率—降低經營成本 提高獲利比率

根據證券投資人及期貨交易人保護法之規定，期貨商、證券商、期交所、證交所及櫃買中心，每月均須提撥款項給證券投資人及期貨交易人保護中心（以下稱投保中心）。依投保中心的統計，該保護基金從92年起至97年4月止，累計金額已達29.69億元。期貨商暨期交所分別貢獻16.72%、19.34%，合計達36.06%。

然而，期貨交易採取pre-margin制度，每日洗價進行風險管理，並無證券交易採T+2交割制度的違約交割風險，且期貨市場之商品採保證金交易，相較於證券業的的爭議事件，期貨市場的安全機

制高出許多。

且前投保中心的基金使用多用於證券交易，少有用於期貨交易，期貨商卻提撥高額比例，一口交易需提撥1.88元，嚴重侵蝕了期貨商的獲利，因此業者莫不希望修法，調降期貨業的法定提撥比率，以降低業者的經營成本，提高獲利的比率。

三、提高法人參與期貨市場比重—三頭並進

1. 開放外資得以任何幣別進行期貨交易

95年中央銀行開放外資得從事以非避險為目的的期貨交易，將原有「台幣進台幣出」調整為僅得「美元進美元出」，因此，現行外資僅得以美元從事我國期貨交易，導致外資參與我國期貨市場的意願低落。現雖與主管機關及央行溝通，避險交易得以台幣進台幣出，但業者迭有不便之反應，因此建議，為與國際接軌，爾後外資進行期貨交易，不論避險或非避險交易，得自由以外幣或台幣為之。

2. 開放境外華僑及外國人得直接開設綜合帳戶

目前境外華僑及外國人必須透過境外期貨結算會員，向本國期貨結算會員開設綜合帳戶，且要求綜合帳戶每一交易人，每日申報期貨交易買賣明細，實不符合國際慣例。建議開放渠等得直接向本國期貨結算會員或期貨商開立綜合帳戶，改採大額申報制，毋須每日申報，唯達申報標準時始須申報。

3. 擴大國內法人參與期貨市場

目前國內法人雖得在一定條件下，從事以增加投資效益為目的之期貨交易，唯交易口數有限，截至2008年4月底，國內法人交易量僅佔全市場的0.49%。因此建議未來政策上，應積極鼓勵法人機構參與期貨交易，進行避險套利。

開放兩岸期貨交流

新政府上任後，兩岸政策上業已朝積極開放的方向發展，近日內，主管機關對於期貨、證券業西進做了大幅的法令修正。未來期貨業在兩岸交流上，有三項建言。

四、放寬期貨業雙向投資—創造雙贏

依據臺灣地區與大陸地區人民關係條例，以及依據臺灣地區與大陸地區證券及期貨業往來許可辦法規定，經主管機關核准後，期貨業得與大陸地區人民或企業有業務上的直接往來，以及得在大陸地區投資證券、期貨公司。然囿於兩岸監理或大陸參股設置等規範，因此無法登陸或交流。各建議兩岸應簽訂期貨合作備忘錄，開放期貨商得赴大陸地區投資期貨公司，以開發業務。同時引進陸資參與我國期貨市場，朝相互尊重、平等互惠之方向規劃，創造雙贏的局面。

五、開放兩岸從事期貨交易

產業發展均走向全球化佈局，大陸與灣同屬華人經濟體系，在未來的期貨市場發展中，若能善用大陸的發展趨勢，開放陸資在我國期貨市場從事交易，大陸

人士亦可透過大陸期貨商來台開設綜合帳戶，進行交易，對於擴展我國期貨市場業務，將有正面的效益。

六、相互承認期貨專業證照

若放寬兩岸期貨業雙向交流後，為順利推廣期貨業務，勢必需要期貨商業務員參與，因此放寬取得兩岸期貨商業務員資格實有必要。因此，建議主管機關承認大陸經其權責機構舉辦之業務員資格測驗合格人員之資歷，並開放得至臺灣辦理期貨業務；同樣地，基於平等互惠原則，大陸亦應比照此方式，承認臺灣期貨商業務員之資格取得。

擴大期貨商業務範圍

因應金融市場跨業經營，以及資本整合，未來可從下列三項建言，做為期貨商擴大經營業務範圍的參考。

七、對期貨市場業者採功能性管理，以利業者跨業經營

金融商品不斷的創新與改革，新金融商品的設計，實有跨各金融領域的現象，金融業別的藩籬益趨模糊。亞洲四小龍的香港、新加坡及韓國，在資本市場革新的過程中，為提升競爭力及邁向國際化，各國主管機關對於業者的監理漸漸採用功能性管理模式，以利業者跨業經營。

功能性管理可使同一金融功能性質的公司，適用同一管理基準，得建立金融投資業者間公平競爭的基礎，避免監理套利的發生；對於投資者而言，也可獲得

同樣程度的投資者保護措施。因此，建議未來橫向整合金融相關法規，除期貨交易之特有特性外，先將證券期貨事業之法令規章調和一致。

八、對金融商品業務採取負面表列

目前我國金融政策法令，大都採取列舉性的正面表列，新金融產品業務需待主管機關核准後，業者始得進行交易。然而，從申請到核准，或許早已喪失交易良機。為鼓勵金融創新，建議主管機關鬆綁相關法令，參考歐美先進國家作法，對於金融商品之業務，採取原則開放例外禁止之負面表列方式管理，並對金融商品之管理，由原傳統的規範導向之監理，朝向風險導向之監理。

九、開發新種商品

1. 建議期交所開發以台幣計價、現金結算商品為主

例如：股票選擇權商品，業者反應，由於採實物交割，交易人為應付交割，需準備相當額度之款、券成本較重，加上交割週期未能配合現貨市場，致使於到期前2日，即必須決定是否留倉或預先準備股票以備交割，不但增加資金成本，也使到期前的操作更為困難。雖然目前買權賣方可採現金結算，但現金結算價必須加付3%懲罰性違約金，市場普遍不願採用，因此，建議未來可採取現金結算的方式。

2. 開發多元商品

至目前為止，期交所共推出8項指數期貨商品、2項利率類期貨商品、6項指數

類選擇權商品、1項個股選擇權商品，以及2項商品類期貨商品，共計有19項商品，商品類別仍屬有限。建議未來主管機關能夠開放更廣泛的他種衍生性商品，如：外匯期貨、有價證券價差交易、大宗物資等。

3.發展客製化衍生性商品

客製化衍生性商品是期貨商未來發展的主要業務之一，建議期交所未來儘速建構該商品的議價交易、結算平台，以及開發多種、多元客製化衍生性商品類別。藉由期貨市場商品多元化，吸引更多外資參與。以擴增產品線，提升期貨市場的深度與廣度，並增加交易人更多的操作選擇，提升我國期貨業之國際競爭力，發展成為亞洲衍生性商品交易金融中心。

結語

面臨國際間的激烈競爭，如何致力於推動我國成為亞洲衍生性商品金融中心，首應建構與國際接軌，且充分支援期貨產業發展的環境與配套措施。隨著全球經濟金融情勢的急遽變遷，全球金融市場紛紛以投資者需求為導向，市場發展必須符合參與者之需求，同時就所處之環境提出前瞻性策略，以及與國際期貨市場接軌的完整政策規劃。

這些都是當前市場監理者、參與者亟需共同研議的重要課題。希望藉由這份三大主題，九項建言的白皮書，提供主管機關及業者，做為未來努力的方向，共同為臺灣期貨市場的改革及永續發展而努力。



調降期交稅率勢在必行 業者期盼一次降足

針對「臺灣期貨市場發展白皮書」所提之三大主題，本會就其中重要內容，邀請業界高階主管發表看法及提出建議做成專題報導。

撰文：李欣蓓

期貨業最大經營障礙 一期交稅

首先，就業界最關切及引頸期盼的調降期交稅率，在新政府上台後，6月25日立法院財委會初審通過「期貨交易稅條例修正條文」，賦予行政院調整期交稅稅率區間的法源依據，未來期交稅的下限，將從現在的千分之零點一，調降為百萬分之零點一二五，上限則維持千分之零點六的現狀。

業界對於立法委員孫大千為業界仗義執言，以及財委會所有委員的協助，均銘感五內，畢竟，期交稅始終是業者推展國際業務及外資法人業務上最大的夢魘和致命傷。這項降稅條例通過後，對於目前處於低迷狀態的期貨業，不啻是注入了一股新生命力，讓期貨市場交易重振雄風。

降稅德政 吸引外資法人 強化競爭體質

去年臺灣期貨總交易量雖然有1億1515萬口，但成長率僅有0.48%，相較全球期貨商品的31.1%的成長率，顯見臺灣的期貨市場成長緩慢，主因在於期交稅稅率較其他先進國家高，導致外資缺乏投資意願有關。

以亞洲鄰近國家外資參與期貨期貨市場的狀況分析，日本的外資參與率高達74%，新加坡為50%，香港32%，韓國也有28%，但臺灣只有6.8%，在新加坡和香港是不課徵期交稅，但課徵所得稅，韓國則是不課徵期交稅及所得稅。顯見臺灣的期交稅，確實是讓外資卻步臺灣期貨市場的最大主因。

證諸以往兩次的降稅，均促使市場交易量大幅成長，三次調降期交稅後，定可加強

臺灣期貨市場未來的國際競爭力。

一次降足 朝零稅率努力

這次降稅的比率創下歷年來的最大降幅，財政部表示，一年稅收的損失約48.7億，但是業者咸認為，降稅後稅基擴大，應可彌補甚或提升稅收。若政府考量國家財政狀況，無法即時大幅調降期交稅，仍建請中期以逐步調降為過程，長期以零稅率為目標，以符合國際潮流趨勢，協助業者擴大經營利基及加強國際競爭力。

以目前狀況而言，若能降至每單邊NT\$50（10萬分之2.77）左右，加上期貨商手續費，來回成本約為NT\$200，只需有1點之價差空間，就能抵銷所有交易成本，對於外資及期貨商而言，仍有若干誘因及助益。事實上，“降稅”是一項短空長多，利多於弊之政策。當期交稅調降後，除增加期貨商之國際競爭力，更可使國內猖獗之地下期貨的資金回歸於合法市場。

根據業內人士估計，目前地下期貨交易量約為合法市場的一倍以上。地下期貨業者每單邊約收費NT\$300，合法業者為NT\$200，遠低於地下業者，卻仍然無法吸引這些甘冒風險，而不願在合法業者處交易之民眾，究其主因，還是在於期交稅之徵收。

“期交稅”不但是業者經營的最大障礙，也成為一般交易人不願進行合法期貨交易的重要因素。未來若能大幅調降期交稅，絕對有助於壓縮地下業者的生存空間，讓民眾轉而進行合法交易，不但可以保障民眾投資的安全性，擴大財政收入，更可安定社會經濟秩序。



知己知彼 順利登陸

專訪中國東方證券期貨副總經理方世聖

撰文：衣若綺

三年前，方世聖獨闖中國大陸，進入了期貨業，許多人對他的這項決定，都是抱持觀望的態度。三年後，他成了兩岸期貨業界的代言人與諮詢顧問。有今天的這樣的場面，期間的努力不可諱言，辛苦更是不足為外人所道。



方世聖小檔案

文化大學企管系畢業

經歷：

大華期貨股份有限公司管理部專員、業務部襄理(1994.3~1997.3)

大信期貨股份有限公司業務部經理(1997.4~1997.9)

金山綜合證券股份有限公司期貨部經理(1997.10~2000.8)

大華期貨股份有限公司業務部經理(2000.9~2003.4)

復華期貨股份有限公司業務副總(2003.5~2005.3)

上海中期期貨公司高級顧問(2005.4~2006.11)

東証期貨公司(籌)高級顧問(2006.12~2008.3)

東証期貨副總經理(2008.4~今)

扮演兩岸期貨業者溝通的橋樑

這三年間，方世聖把妻小放在台灣，自己一個人在大陸的期貨業打拚，他給自己一個期許，就是勇往直前，只許成功。初至大陸，各方面都要重新適應。他說：「畢竟兩岸分隔近五十年，許多的人文、風俗、習慣等都有所差異，甚至連說話的用字遣詞都有所不同，一開始也確實有點難以適應，但是想到自己只許成功的目標，也只能硬著頭皮幹下去。」

「入境隨俗」成了方世聖的座右銘，為了順利的融入當地企業的文化中，他讓自己歸零，一切從新開始，和當地的同仁打成一片，學習做一個大陸人。他笑著說到：「我現在已經是地道的大陸同胞了。」當時他希望以自己在台灣的經驗，貢獻給大陸業者；現在的他，則希望把在大陸的三年經驗，提供給臺灣的業者參考，他期許自己成為兩岸期貨業者溝通的橋樑。

片，學習做一個大陸人。他笑著說到：「我現在已經是地道的大陸同胞了。」當時他希望以自己在台灣的經驗，貢獻給大陸業者；現在的他，則希望把在大陸的三年經驗，提供給臺灣的業者參考，他期許自己成為兩岸期貨業者溝通的橋樑。

開放的兩岸政策下 期貨市場與投資人的商機

在新政府開放的兩岸政策下，兩岸的期貨交流，將帶給期貨商什麼樣的好處，又可以帶給期貨交易人什麼樣的機會呢？且聽聽這樣大陸期貨專家的說法吧！

方世聖說，目前大陸期貨投資人並不多，但是從交易量來看，有許多商品卻是世界冠軍，現在又將要開放股價指數期貨，整個期貨市場可謂榮景可期。以交易人口分析，現今大陸股票投資人的數量超過一億人，就以其中的十分之一會投入股指期貨的市場的推估，也是一個相當可觀的數字，更不用說選擇權了，因此經紀業務將是一個非常大的市場。

目前大陸雖然不允許期貨公司做自營，但隨著潮流的趨勢，未來遲早還是會開放的；同時期貨基金現在也是討論的沸沸揚揚，這些都是指日可待的。相較於台灣有十幾年的經驗，不管是在做造市者（Market maker）或是自營的部分，人才與技術都比大陸本土的期貨商要先進很多，方世聖認為這是進入大陸期貨市場的最大優勢。至於臺灣的投資人，只要有賺錢的機會，有好的市場流動性，在哪裡投資都一樣，不過從人民幣升值的角度來看，未來的大陸市場還是頗有吸引力的。

大陸期貨市場及期貨商的現況

大陸現在有上海、大連、鄭州三家商品交易所，交易的品種各異。大致上來說，上海交易所大多是工業品與基本金屬；大連與鄭州則多數是農產品。從交易量來看，今年截至六月為止，三家交易所已成交五億七千多萬口，比去年同期增長148%，是相當可觀的成交量。

現在登記在案的期貨商共有183家，但是50%的業績集中在前30名的期貨公司，80%的業績集中在前50名的期貨公司。業績

較好的期貨公司還是以在深圳、杭州、上海、北京等投資氣氛較濃的大城市為主。不過一般期貨公司都會在全國各地設立營業部。除了交易所所在地，以及一些省會城市之外，產區例如內蒙、新疆、廣西、東北等等也會有營業部，以便現貨商做避險交易。方世聖說：「由於幅員遼闊，遍布各地，因此在管理上較為困難，同時交通成本非常高。」

兩岸商品類別大不同

兩岸期貨業之間，最大差異在於商品類別。大陸目前還是以商品期貨為主，許多客戶也是實際的生產商或是製造商；台灣則是以金融期貨為主，兩者市場間最大不同是大陸市場產品的多樣化，因此必須有多樣的研究人才；同時商品期貨會面臨實體交割的問題，這是台灣很少碰到的。

保證金的差異

至於保證金方面，台灣實施三段式保證金，交易所會直接規定到原始保證金；大陸則是兩段式，交易所只會規定結算保證金，只要不低於結算保證金，公司可以自行規定客戶保證金，而且保證金的計算方式並非固定金額，而是採用百分比的方式計算。

前進大陸的功課準備

前進大陸，是臺灣期貨業者的夢想，在逐步開放的兩岸政策下，這個夢想似乎也將實現。入陸前的首要功課，應該是了解對岸的法令。方世聖說明了目前的相關期貨法

規。他說，法令上，大陸期貨目前是採用行政命令而非法律。「期貨交易管理條例」是所有其他行政命令的基礎。去年五月份頒佈的最新版，實際上與台灣的期貨交易法差異性並不太大，但其中主管機關的權限是很大的，人爲的主觀判斷因素也比較多，此點是臺灣期貨業者應該注意的事項。

至於實務上則是林林總總，非常複雜，許多事情非親身經歷始能體會。比如現在，大陸有一個保證金監控中心，直接隸屬於中國證監會，這個中心就像是所有期貨公司的大後台系統。所有客戶都能在網上查到資金，以及部位的狀況。但是部分公司爲防範客戶不認帳，一般還是會要求客戶在每個月的月對帳單上簽字後寄回公司。同時大陸的銀行並未全國連線，只有少部分的銀行開辦了所謂的「銀期轉帳」，對於客戶，尤其是外地客戶的出入金相對較爲不便。

深入了解規定 做好風險控管

方世聖說，大陸幅員廣大，各地習慣不同，甚至連上班時間可能都有差異，例如廣西，在夏天是下午三點才上班，同時法令規定，如果是期貨公司允許不砍倉，over loss是期貨公司自己要負責的。他們也沒有所謂的金資中心可以對客戶進行信用徵信，所以在面對不同客戶時，所有的風控及保證金追繳都應該比台灣謹慎。

至於投資人如果要錢進大陸市場，則是應該詳細了解遊戲規則，確實的研讀期貨公司的研究報告。一般來說，部分期貨公司的研究水平比台灣期貨公司還要高，這點台灣投資人可能是想不到的。各公司又有各公司專長的項目，最重要的是要找一家聲譽卓著

的公司，以避免發生公司倒閉的麻煩事一堆。

進入大陸 首重學習與適應

至於臺灣期貨商要如何進入大陸市場，方世聖說，目前依大陸的法令規定，國外的期貨商只能夠依CEPA的方式辦理。包含幾家國際性的大型投資銀行也都是循此模式。所以除非台灣跟大陸簽訂CEPA合約，不過CEPA是建立在一國兩制的前提下，因此，方世聖認爲，短期內臺灣期貨商想進入大陸市場，還有極高的難度存在。因此期貨商還是得繞道香港才能進入大陸，或者是直接利用關係企業的大陸公司進行投資。

進入大陸期貨市場的步驟，除了法令上的規定之外，方世聖建議，台灣最好先派人至大陸學習、適應一下，因爲在大陸如果要開一家期貨公司，光是有期貨從業資格是不夠的，還必須要有三名所謂的高級管理人員資格。然而，大陸的高管資格並不是符合某些規定就可以申請，它必須要經過中國證監會，以及地方證監局的審核通過才行的。方世聖本身是目前中國證券期貨業界，唯一的台灣籍的高管。

方世聖以自身的經驗說到，想要取得高管的身分，必須跟主管機關培養良好的關係，才會獲得同意。因爲人爲主觀判斷因素很大，所以不經過一段時間的培養，大家不熟悉，主管機關的人也不敢隨便核准，因爲將來出了問題是要負責的。

最後他提醒大家，大陸期貨公司的事物比台灣要繁雜，想要登陸成功，派人至大陸學習個一年，這是絕對有必要的。

CNFA

引導期貨市場轉進資產管理領域

寶來曼氏期貨副總賴聖唐談專營期信經營之道

撰文：Tony

期貨信託事業的開放，是今年度期貨業最令人矚目的焦點，所有業者對期貨信託基金，均抱持高度的期待。然而，截至今年六月底為止，專營期貨商中，也只有寶來曼氏期貨一家，正式提出申請，以專營之姿進入期貨信託領域。

引導期貨市場由投機避險進入資產管理領域

寶來曼氏期貨副總經理賴聖唐，在期貨信託事業開放之際，投入甚深，未來極可能轉戰期貨信託事業的板塊。對於期貨信託事業的發展，他說到：「鑒於國內期貨投機需求漸趨成熟，未來期貨信託事業著實扮演相當吃重的角色，它肩負著將國內期貨發展，由投機及避險階段，帶入資產管理階段之任務。」

他指出，鑑於期貨經理事業經營數年以來，陷入追求報酬有餘，風險控管意識不足，導致成長受限。如此殷鑒不遠，爲避免剛起步的期貨信託事業陷入同樣的窘境，賴聖唐認爲，期信事業的經營一開始就應該特別著重於風險意識，也就是說，在確保投資人資金安全的前提下，再尋求合理的報酬。

對於未來即將投入的期貨信託事業，賴聖唐提到寶來曼氏的作法。他指出，未來將以專營期貨信託業者的身分經營此一事業，經營方向，將以大眾投資人的權益爲出發點，結合寶來曼氏期貨經營團隊，以及相關國內外大股東的專業能力，並勤於向全球大型優良CTA取經，考察國際趨勢潮流，並據此訂定業務發展方針。



賴聖唐認爲，期貨信託事業開放後，對業界而言，將是投資人、期貨業者，以及操盤人才三贏的局面。對大眾投資人而言，期信基金上路後，期貨商品將從投機走入投資功能，並納爲投資組合之一環，有效提升績效穩定度；對期貨業者而言，期信上路後將可開拓業務新藍海，爲整體期貨市場挹注資金活血；對操盤人才而言，期信事業提供絕佳舞台，從此優秀操盤人得以一展所長，進而躍升國際舞台。

新資產配置應以低相關係數為優先考量

就傳統投資理論而言，高報酬必然來自於高風險，風險與報酬之間始終存在很令人

苦惱的正向關係。惟在保護投資人的最高經營原則下，寶來曼氏期信未來發行的期信基金，將尋求在一般投資人可忍受的風險承受度內、創造優異績效的空間。

賴聖唐指出，根據現代投資組合理論（Modern Portfolio Theory），投資組合的績效波動，取決於組合內個別投資標的之間的相關係數（Correlation），越低的標的相關性，可創造出越穩健的整體績效。舉例來說，若已經持有國泰金控的股票，再買進新光金控，對於提升投資組合績效穩定度的貢獻，就遠不如買進中華電信來得大。也因此，未來期信事業若能提供與傳統股債型基金相關係數極低（甚至是負相關）之基金類型，必然能促進大眾投資、提升整體績效。對所有投資人來說，將會是一大福音。

追求絕對報酬為期信事業之經營特色

對於未來期貨信託事業的經營特色，賴聖唐說：「在以往銀行及券商所涉獵的財富管理領域內，成敗關鍵，往往取決於如何在對的時機進場投資對的市場。」

這點，對於一般投資人而言，不論是對於進場時機的拿捏，或是正確市場的掌握，都是很大的難題，最後往往只能人云亦云、盲目投入過熱的市場。再者，傳統上只能買進作多的交易型態，不但限制了投資機會，也增加投資風險。

在此現實環境下，期貨信託基金將以多空皆宜、追求絕對報酬的策略屬性，可創造出低波動度、低相關性，以及水準之上的績效，將可有效地解決上述傳統財富管理領域普遍遇到的問題。

期信績效與風險 相較股票投資毫不遜色

對於期信產品，賴聖唐提供如下資料（表一、二），說明它的績效及風險，相較於股票投資是毫不遜色的。管理期貨基金於1998～2007年間的年化績效報酬率（Annualized Return Rate）均優於傳統的全球股票以及債券類指數，年化波動率（Annualized Volatility）也遠低於全球股價指數。從這兩項績效表現來看，完全不遜於傳統股票類之投資。

若再從相關性來看，管理期貨基金指數與全球股價指數更出現難得的-0.04負相關，相信絕對是有別於傳統股債型投資工具之外的絕佳投資選擇。賴聖唐說：「未來我們所發行的期貨基金，也會將平均年化報酬率，以及年化波動率目標設定在10～-15%之水準，以確保提供大眾另類投資（Alternative Investment）的管道。」

表一 管理期貨基金指數與全球股債類指數之績效比較表

1998-----2007	MSCI 全球股價指數	Citigroup WGBI 全球債券指數	CSFB 管理期貨基金指數
年化報酬率	7.3%	6.2%	7.8%
年化波動率	14.5%	6.7%	12.3%
相關係數	-0.04	0.32	1.00

表二 管理期貨基金指數與亞洲主要股市之績效比較表

1998---2007	台灣加權指數	香港恆生指數	日經 225 指數	CSFB 指數
年化報酬率	9.1%	16.2%	1.0%	7.8%
年化波動率	26.1%	27.4%	21.5%	12.3%
相關係數	-0.01	-0.01	-0.1	1.00

專營期信面臨的挑戰與致勝關鍵

「從專營期信事業體的角度來看，未來

最大競爭，必然是來自於證投信兼營期信事業。」對於未來經營期信事業，賴聖唐毫不忌諱的指出了這點。他說，現階段證券投信公司以其既有的事業規模兼營期信業務，不管在人員、通路、設備等各方面，硬、軟體資源都佔有絕對的優勢。在發行股票、債券基金等既有獲利基礎上，更沒有立即的生存獲利壓力，因此就先天營運條件而言，專營期貨商的確處於劣勢地位。

他進一步指出，以目前市場資訊研判，兼營期信事業未來，大致以發行組合式基金、被動式基金，以及傳統基金的轉型（增加衍生性商品操作比例）三者為主，未來專營期信事業要有效與其競爭，勢必得進行市場區隔，找尋自己的利基產品，避免業務重疊，方能找到自己的生存空間。因此賴聖唐以為，未來專營期貨商必須朝主動式操盤的觀念，設計期貨基金，以有效區隔被動式、指數化的期貨基金型態。

主管機關態度開放 給予極大彈性

整體來說，主管機關此次對於期信業務的設立，採取了相當大幅度的開放態度，尤其在期貨基金管理辦法的部分，更展現出空前的政策彈性，甚至超出業界原本的期望。對於這點，賴聖唐給予極高的評價與肯定。

然而，唯一美中不足的部分是，去年制訂期信事業相關規範時，主管機關進行意見徵詢的業界專家人士，目前多半未參與期信事業體的設立籌辦，加上實務運作之後所產生的執行面問題，使得現實層面，以及法規層面之間出現了一些落差。因此，站在專營期信事業體的角度，賴聖唐也提出呼籲，深切期盼主管機關，能就目前籌設階段中所面臨的重大問題，惠予必要的協助。

亟需主管機關協助解決之處及相關建議

首先，在期貨基金銷售人員的資格方面，賴聖唐指出，目前若不能有效放寬銀行通路銷售人員的資格限制，勢必造成日後期信基金普及化過程中的最大的阻礙。根據目前國內基金銷售的生態，有過半的公募基金銷售，必須透過銀行綿密的通路資源，因此銀行銷售通路人員，以及風險解說人員資格的取得與登錄問題，乃至於職前訓練的相關細則，都亟需主管機關的協助與開放。

此外，在基金閉鎖期的部分，目前法規明訂，首次募集之期信基金為六個月，立法本意，實為保障期信事業體成立初期的管理資金規模，立意雖佳，但根據實際上通路的意見調查反映，現階段閉鎖期過長的基金很難獲得投資人青睞，某些特定法人機構，內規甚至明訂不得購買具閉鎖期限制之基金，因此，賴聖唐以業者代表的身分，希望能進一步研商如何解除或縮短閉鎖期之限制。

談到交易層面，他指出，目前有意投身於期信的業者，都希望主管機關能針對非在交易所交易商品（OTC）總風險暴露的方面，能給予更多的彈性。他說：「OTC可交易衍生性商品包羅萬象，有複雜如Exotic Options之流的；也有簡單如外匯保證金交易之類的，因此建議主管機關，應針對OTC交易之衍生性商品採個案核准模式，對於不同類別之衍生性商品給予不同之風險定義。」

至於主管機關要如何有效分類管理OTC衍生性商品，賴聖唐歸納了幾家業者的意見，提出了幾個標準做為參考：

一、公平市價取得之透明度或難易度；

就透明度而言，若此OTC商品可透過獨立之資訊報價來源--如：彭博社、路透社或精業等軟體，取得一般可接受之公平市價，則其市場價格評價風險較小；再就難易度而言，公平市價若能透過通用且為市場交易者廣為接受的公式計算得出---如選擇權商品的B-S MODEL，此商品應可視為具有較小的市場價格評價風險。

二、市價結算（Mark-to-market）之時間頻率

除了以上公平市價取得的透明度以及難易度之外，根據公平市價進行結算之時間頻率攸關部位風險大小甚鉅，結算之時間單位越小者對於風險的掌控度越高，舉例來說，若能每日進行市價結算，不管是基金經理人或一般投資人對於部位風險之掌控度以及後續處理速度絕對優於每月結算之商品。

三、流動性大小

流動性大小的定義，雖然較難以清楚量化，但可以用建立交易部位或出清部位所需要之交易時間，以及執行價差（Slippage）大小，這兩方面來加以評估。賴聖唐舉例說到，某些較為複雜的OTC衍生性商品無法提供當日流動性，因此若要出清虧損的交易部位，需要拖到數週甚至數月之久，在此情形下，基金所承受的流動性風險相當大。反之，若能明確提出建立多大的部位規模需要多久的時間，加上所承受的執行價差，可控制在公平市價的某個百分比以內，則可視為大幅降低流動性風險之佐證。

四、最大風險暴露之揭露

基於保護投資人權益的立場，OTC衍生性商品之交易，若能透過簡單的公式計算出部位最大風險暴露值，基金經理人就能據此訂定部位規模大小，以及後續之風險控管原則，因此基金所承受之風險較小。賴聖唐還指出，除此之外，若能佐以明確之風險值（VaR）或是壓力測試、歷史績效回溯測試等方式定義部位風險，則可視為基金經理人對於此商品的風險掌控度，以及了解程度越高。

五、交易對手之信用風險

對於期信事業交易OTC衍生性商品，賴聖唐建議，應訂定交易前之信用評估方法，建立適當之信用分級制度，作為信用風險管理執行之依據。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。對於交易後之部位，應定期檢視其交易對手之信用狀況，並訂定信用監督管理程序，以持續控管信用風險，對於各種信用加強（包括擔保品）措施，也須定期評估與監督管理。此外，也應訂定信用風險管理程序，並包含限額使用之監控、超限處理、及例外管理之程序。

結語

對賴聖唐而言，期信事業將是他在期貨生涯中一個新的轉捩點。在整個事業體新開放之際，雖然有許多的困難與挫折，然而，他堅信，臺灣的期貨信託事業，將全面扭轉期貨業的形象，帶動期貨業成為日後金融板塊中最亮眼的明星。

CNEA

拔得頭籌 擴大期貨業務範圍 元大投信資深協理賴冠吉談兼營期信事業之願景

撰文：黎衍君

主管機關於96年7月10日頒佈「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」等期貨信託四大子法後，開創了國內期貨業新的里程碑。

兼營期信事業 元大投信拔得頭籌

在正式啟動了期貨信託業務之鑰後，元大投信旋即拔得頭籌，於97年2月25日送件申請兼營期貨信託事業，成為國內第一家拔得兼營期貨信託事業的投信業者。元大投信的賴冠吉協理，一路參與期貨事業的規劃建制，以及該公司的遞件申請，未來還將負責管理期貨信託專責部門，對於期貨信託業務，他有什麼樣的看法，元大投信準備如何經營這個新事業體，且聽聽賴協理的說法。

賴冠吉目前擔任元大投信新金融商品部資深協理，畢業於台北大學統計研究所碩士的他，在證券、期貨業界已有十餘年之專業研究年資，歷任新光投信策略投資處協理、國際投信衍生性商品投資組協理、寶來期貨經理公司副總經理、元大京華證券金融交易部經理等，對於計量分析、統計分析及衍生性商品亦有深入的研究，目前管理的基金有元大強勢配置平衡基金，以及元大市場中立平衡基金。傲人的經歷，即將轉戰期信事業，對他而言，又是一個新的挑戰。

期信開放後對證期市場之利多

賴冠吉說：「期貨信託業務的開放，是扭轉投資大眾對於期貨交易的看法，更是將



期貨交易從投機轉為投資的重要關鍵。」國內證券投資信託基金之募集發行已行之有年，期貨信託基金的開放，不僅讓兼營期貨信託業務的投信業者，本身產品面更完整外；對於廣大的投資人而言，以往只有國內外股票型基金、債券型基金及平衡型基金等可供選擇，當期貨信託基金開放後，因其係屬於新種商品，投資範疇與過去投信業者所設計之產品迥然不同，絕對是有別於傳統股債型投資工具之外的絕佳投資選擇，賴冠吉對於期信基金抱持高度的肯定。

此外，未來期貨信託基金規模的擴增，對於國內接單部份，可以直接增加期貨商經紀業務量，而將資金藉由代操方式（初始募

集金額及追加募集發行額度之30%，募集完成後淨資產價值之50%），委託期經業者操作，也可增加期經業務量，且期貨信託基金亦可投資國內股票（淨資產價值之40%），還可增加證券商經紀業務量；整體而言，對國內期貨與證券市場均有正面幫助。「期貨信託事業的開放，對於期貨商、期經事業、證券業而言，是創造了三贏。」賴冠吉如此說到。

對期貨信託基金之期許

目前全球75%以上的CTA，資產管理規模在10億美金以下；25%左右的CTA，資產管理規模在5~10億美金之間；其中，前15大CTA的資產管理規模佔整體CTA市場規模約50.5%。賴冠吉指出，現行全球趨勢以下列兩大主要型態為主：

一、被動式操作指數型基金

以羅傑斯國際商品指數（Rogers International Commodities Index）基金為例，係由國際知名投資大師吉姆羅傑斯，於1998年所編製，1998年7月31日RICIX之起始價值為1000，主要分類有：國際期貨商品（RICIX）、能源類指數（RICIE）、金屬類指數（RICIM）。該基金投資策略與方法，係透過RICI指數編製方法（最初比重由RICI總回報委員會每年審核，並於新年度開始前公佈指定比重）以及RICI指數調整方式（每一指數成分商品合約比重於每月最後營業日重新調整回最初比

重），創下規模5億美元及1年總報酬54.1%、3年總報酬82.8%、5年總報酬149.8%之記錄。

二、全球期貨分散式操作基金

以WintonFunds公司為例，其係由前AHL公司總裁David Harding於1997創立，透過最大限度之多元化投資尋求最佳長期報酬，注重對金融市場之統計計量研究，管理資金規模達100億美元。該基金投資策略與方法，主要是透過交易分散，廣達全球一百種期貨交易所商品，且每日再平衡調整留倉標準，以便控管風險。目前其旗下的Winton Futures Fund更創下61.4億美元基金規模之紀錄，而其過去1年及3年之報酬率分別達17.39%及49.72%。

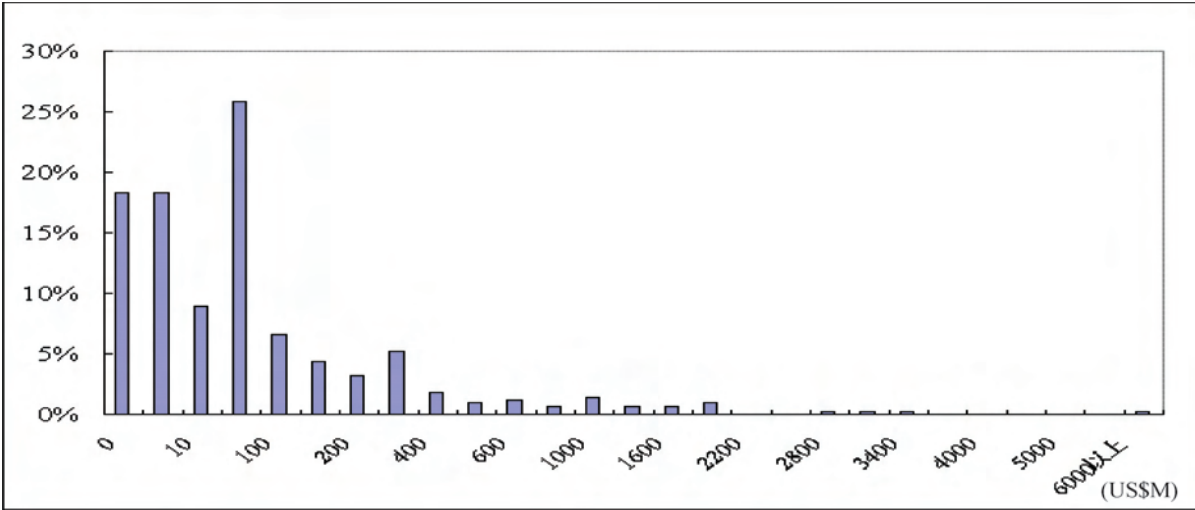
開放投資範圍，以擴大期貨信託基金規模

賴冠吉說：「雖然主管機關開放了期信事業，但是對於投資的範圍，若能更加開放，才能有利於擴大期貨信託基金的規模。」他提出了幾項業者認為需要更加開放的部分，建請主管機關做為參考。

一、投資大陸地區期貨交易及有價證券之開放

不論資本市場或期貨市場，無可否認的，中國在全球已穩居世界要角的地位。不論是為了參與其農產品的利基市場（中國為全球最重要的農產品生產/消費/貿易大國之一），增加業者現貨/期貨市場的投資機會，或以資產管理的角

全球CTA基金規模分布



資料來源：Eurekahedge 元大投信整理

日期:2008/3/12

全球前10大CTA 規模、申贖、費用一覽表

Rank	Fund Name	Fund Size (US\$m)	Management Fee (%)	Performance Fee (%)	Other Fee (%)	Subscription Frequency	Redemption Frequency
1	Winton Futures Fund	6,140	1	20	0	1 month	1 month
2	Tewksbury Investment Fund Ltd - Nauticus Share Class G	3,300	4	22	0	1 month	1 month
3	Man AHL Diversified plc	3,073	3	20		7 days	7 days
4	Quantitative Global Program	2,629		30		1-6 days	1-6 days
5	DISCUS Managed Futures Program	1,813	2	25	0	1 month	1 month
6	The Merchant Commodity Fund – Class A	1,750	1.5	20	0	1 month	1 month
7	Chesapeake Diversified Program	1,700	2	20	0	1 month	1 month
8	Grinham Diversified Program	1,676	2	20		1-6 days	1-6 days
9	Chesapeake Capital Corp	1,457					
10	Aspect Diversified Fund (USD)	1,455	2	20		1 month	1 month

資料來源：Eurekahedge 元大投信整理

日期:2008/3/12

度而言，臺灣均不應自外於中國市場，正如同我們觀察全球資本市場發展，不可能將美國股市摒除於外，是相同的道理。

二、開放國外私募基金得為公募組合型期貨信託基金之子基金

國外期貨基金98%以上皆為私募型態，我國期貨信託事業公募組合型期貨信託

基金之子基金，僅能是公募期貨信託基金，則組合型期貨信託基金之範圍將大幅受限，國人無法透過期貨信託基金之組合基金參與國外98%期貨私募基金，且由於近來次貸風暴肆虐，商品期貨市場成為另類避險投資管道。若不開放公募組合基金投資私募型態之期貨基金，國人將失去透過期貨信託基金參與國際商品期貨市場的避險機會。

三、提高投資比率之限制

由於期貨交易存在高度集中於單一最活絡月份契約之特性，現行期貨信託基金管理辦法第39條第2款單一期貨基金持有單一契約月份之未平倉部位，所需保證金不得超過基金淨值5%的規定，形同限制期貨信託基金從事單一標的期貨契約額度，最高僅得為其基金淨值5%。若某一期貨信託基金欲增加其所持有之單一標的期貨契約額度，勢必將其交易標的擴及其他較不活絡之月份契約，以符合第39條第2款及第3款之規定。

惟從事較不活絡月份契約的交易行為，將大幅增加期貨信託基金所面臨之流動性風險，此一情形相信對於期貨信託基金操作將有負面影響。若考量以單一股票為標的個股期貨和選擇權，其所涉及價格波動風險較高，並因標的個股股本相對較小，較易受到單一事件發生流動性不足之情形，故建議修訂原條文第39條第2款及第3款為「持有單一期貨契約月份之未平倉部位所需原始保證金，不得超過本期貨信託基金淨資產價值之

百分之十」、「持有單一選擇權序列之未平倉部位所需原始保證金，加計從事同一選擇權序列交易所支付與收取之權利金淨額合計數，不得超過本期貨信託基金淨資產價值之百分之十」。其餘有關各項商品或金融工具期貨契約、期權契約及選擇權契約未平倉部位所需原始保證金之交易額度限制則一併納入第39條第4款之規定控管，以提升期貨信託基金之操作彈性。

賴冠吉認為，不論是法規或是實務面，還有一些亟需改善之處，但整體而言，以穩定資產報酬及風險管理角度來看，期貨信託業者亦應朝向資產多元化，充分分散投資組合，才能達成較高之投資組合效果，提升投資效益。

兼營期信業者當前努力的方向

目前已送件申請兼營期信事業者，均為國內的投信業者，受限於國內期貨專業人才欠缺，以及全球期貨商品跨時區交易的問題，賴冠吉建議，國內兼營期信業者初期應以發行指數型基金居多，而全世界的發展趨勢是全球分散式操作，目前交易量比較大的都在歐美地區，譬如：英國或美國市場。

對於跨時區的因素，比較不容易克服，且期貨交易市場瞬息萬變，須隨時調整、應變始可達到最高效益。目前國內兼營期信業者，面對全球期貨商品普遍無法於交易第一時間進行即時調整，因此，有關國內兼營期信業者之專業人才培訓、創新平台建置、交易策略、交易流程規劃及風險管理能力，實為當務之急且刻不容緩之事。

CNFA

唯一合法代操 專營期經仍有一片藍天 康和期經總經理吳啓明談期經未來發展

撰文：Ken

在期經事業一片合併或裁減聲中，康和期經卻堅持繼續拓展期經業務，該公司總經理吳啓銘說：「即將開放的期信和期經只有合作的關係，沒有所謂競爭的問題，因為沒有好的期經事業，期信是會很辛苦的。就康和期經來說，我們還是要繼續拓展期經業務，未來也不排除轉型成為期信。」

期經事業發展不如預期 主因在結構性問題

期經開放至今，各方面的表現不如預期，主要的問題點在哪呢？吳啓銘以他個人的認知說到：「一個產業若有50%的公司表現不好，那表示這50%的公司要多加努力；如果80%的公司表現不好，那可能是大環境不好使然；但是，一個產業中所有的公司都表現不好，那可能要考量，是否在產業結構上出了問題。」

期貨經理事業過去幾年表現不佳，他認為，主要就是結構上有需要改進的地方，他以個人的角度，提出期經事業四個結構性的問題：

第一、資本結構的問題－期經的設立，資本額需要二億，但是，客戶委託的金額可能不到二億，因此，會讓資方在成本回收及營運上產生疑慮。

第二、營收的問題－法令和業務規定上，期經有績效費用、經理費用二大主要收入來源。績效費用基本上是不穩定的，因為客戶要有獲利才会有利潤，期經公司如果只靠績效費用，就像在懸崖邊蓋房子一樣；經



理費用，由於目前每個客戶本身委託的金額就不大，因此靠固定的經理費用來維持營運的話，也是一樣不穩定的。在收入不穩定的情況之下，期經公司又如何投資設備和人力資源呢？

第三、人力資源問題－對於真正能夠操作賺錢的人來說，他們會在枱面下為自己操盤，因為枱面上有許多的法規限制，影響操作的自由度；對於能夠操作賺錢又願意浮出枱面的人來說，又多在公司的自營單位，所以真正願意操盤和服務客戶的人才非常少。

第四、管理的結構問題－期經是屬於資產管理的公司，而期貨商是以經紀業務為主，基本上，二者是所謂上下游的關係。但目前期經事業都是由期貨商主導。由一個以業務導向和思維的公司來主導資產管理公司，長期來說，並不是有利於資產管理的。

帳戶管理是期經發展不利的主因

吳啓銘認為，目前對期經事業發展不利有多項因素，他從“帳戶管理”的問題說起。在一般基金就是一個戶頭做資產管理，可以集中做分散風險管理，在管理成本上較低；但是期經卻是每個客戶作分戶管理，而每個客戶的需求不同，金額也比基金小，所以在風險的分散和管理成本上比較不利，所衍生出來給客戶的管理資源就比較少。

其次，過份集中於國內市場也是問題之一。吳啓銘指出，因為有投資國外的限制（上限30%），而且懂得國外商品的人才有限，再加上客戶對國外的接受度也不高，所以在多帳戶管理又是小額資金的情況下，就會對國內市場出現過份集中的問題，反應在投資策略上，就會產生系統性風險過高的現象。他以留倉同向、滑價成本及策略共振等等，這些都是實務操作上不利的因素。

唯一合法代操業者 期經事業自有一片藍天

在上述的不利因素之下，吳啓銘反而覺得期經目前是一片藍海。他解釋到其原因，第一，期經是可以利用網路平台從事跨

市場交易，舉例來說，目前講求滿足客戶抗通膨的需求，無論是香港、美國、新加坡還是股價指數、農產品等商品，都可以利用期貨直接參與抗通膨的標的物，比起投資能源型的基金或是股票，來得更有效率。第二，有理財需求的人，在進行資產配置流程，都會用到衍生性商品，因為它最能夠發揮風險分散的功能；第三，當然就是所謂的避險功能，衍生性商品是多空策略皆可的，不會受到景氣好壞的影響，這是很少其它商品可以取代的。

最後，吳啓銘提到，衍生性商品對於金融創新領域是很有貢獻的，目前許多金融新商品中都包含衍生性商品，因此，衍生性商品是一個很有特色的金融工具，而期經公司又是目前台灣唯一可以合法代替客戶操作衍生性商品的金融產業，因此期經產業沒有理由找不出屬於自己的一片藍海。他堅信，未來期經是可以走出自己的一條光明大道。

營運成本是專兼營期貨商最大考量點

提到目前期經公司有專兼營之分，其間是否有所差異及雙方的優劣相較，吳啓銘說：「對客戶端來說，並沒有太大的差異，其授權的範圍、所要執行的業務和要遵守的法律都相同。主要的差別可能是在營運成本上的考量。」

他指出，由於市場環境險峻，許多公司為了節省成本，可能就直接由期貨公司兼營期經；但以康和期經來說，他們主要是希望有一個獨立的單位提供客戶專業分工的服務，至於優劣勢，他個人倒是保持比較中立的看法，認為看不出有什麼優劣的地方。

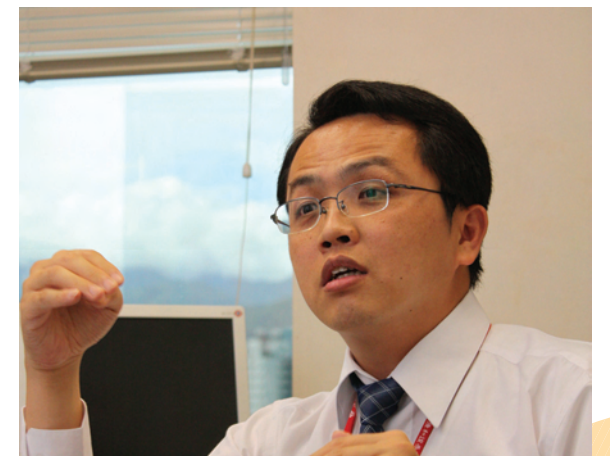
期經與期信事業是合作而不是競爭

在期貨信託開跑後，由於業務屬性類似，且期信可向不特定的多數人招募基金，未來對期經事業是否會產生資金排擠效應？吳啓銘認為，這是個非常專業的問題，他用另一個角度的看法來說明這個問題。

他說，在國內期經事業如此艱困的情況下，期貨信託事業能否有把握能做的好？其實期經本身的定位在國際上就像是CTA（Commodity Trading Advisor），它可以做得很專門或很拿手的策略，再由期信公司去募集基金來委託期經操作，這才是比較正常的流程，所以期信和期經其實是合作的關係，而不是競爭的問題。因為沒有一個好的期經事業，發展期信將會是很辛苦的。就康和期經來說，目前還是以繼續拓展期經業務為主，至於未來並不排除轉型成為期信。

他個人認為，整個期貨業發展是需要階段進化的，任何跳躍式的成長，都是很容易被打回原點。第一階段，當然是所謂期貨經紀商，此階段的重點在於建立一個良好穩定的網路下單平台、合理的手續費、期貨商品交易的胃納量，以及主管機關的法律規範等等；第二階段，就是所謂的自營研究階段，能夠自己作分析研究並為自己創造獲利。以台灣的發展來看，前面這二階段已經有足夠的成熟度；而第三階段就是期經，也就是整合分析研究和服務，提供客戶優質的金融操作。只可惜台灣在這個階段仍顯不足，在期經不成熟的情況下，期信又怎麼能壯大起來呢？

吳啓銘認為，主管機關開放期信業務，並不是只要讓證券投信可以避險、發行



吳啓銘認為，整個期貨業發展是需要階段進化的，任何跳躍式的成長，都是很容易被打回原點。

ETF或是像準代銷的Fund of Fund等這些消極的目標而已；而是希望在期經公司在達到一定水準之後，再轉型為期信，這才是一個比較正常的進化方式，而在期信之後，才會有像國外的大型避險基金出現。

在操作產品上，期信可以操作期貨、現貨、甚至國內外受託憑證及期貨基金，操作的範圍相當廣；然而，期經的操作範圍相對較小，且還有所謂的比例限制（國內商品資金配置70%，國外商品資金配置30%），在這種種的限制之下，期貨經理事業就像是綁著一隻手和期信競爭，未來要如何在限制下，走出自己的一條路？

吳啓銘個人覺得法令限制是中性的也是階段性的。他說，所謂中性，並非因為限制就無法獲利，開放就一定能夠獲利；至於階段性，就是指法令在逐步修訂中，當其階段性的任務完成後，相關單位也就會有所開放。所以，他個人是持比較正面的態度看待法令限制的問題，而且法令的限制並不是結構性的問題，因此，既然是法律就必須遵守。

三大競爭利器：市場定位、差異化、成本控制

在新政府的開放政策之下，業者的束縛將會減少；但另一方面，競爭也會越來越激烈。吳啓銘說：「不要怕競爭，一個市場沒有競爭，也就沒有希望可言。而且，都沒有競爭者，市場又何來流動性可言？」關於未來的競爭問題，他認為有三大要素是最重要的，第一、市場定位，第二、差異化，第三、成本控制，未來康和期經要以這三項目標做出自我的特色。」

他常和同仁們說到，康和期經的好不是因為特別，而是因為平凡。所謂平凡，就是要以原汁原味的方式，將期貨商品的特色秀出來，所以才要跨市場、要做多空交易的策略、要用量化的方式把產品組合出來。未來轉型成為期信之後，因為已有期經的分戶控管經驗，在期信的基金成本控管上，也一定會更有信心。因此，這三大要素，將是康和期經在提升競爭力，面臨其它業者挑戰的最大利器。

珍惜失敗經驗 做為再出發的資產

談到康和期經如何成為台灣首家轉虧為盈的期經公司時，吳啓銘謙虛的說到：「身為專業經理人，為公司賺得利潤，替同仁創造良好的工作環境，以及讓客戶有好的服務品質，是我的責任，也是我工作主要的方向。」

談到康和期經轉虧為盈的原因，他說：「敬業、分工、高度凝聚力，以及共同的願景，是成功的基礎。」因此，他們可提供最好、最有效率、最專業的服務給客戶，進而



敬業、分工、高度凝聚力及共同的願景，是成功的基礎。因此，康和期經可提供最好、最有效率、最專業的服務給客戶。

為客戶創造穩定的獲利。當客戶吃到肉，從業人員才能喝到湯，而當湯多到滿出來的時候，公司自然就會獲利。因此，一群很有心又彼此互助的同仁，就是康和期經成功的關鍵之一。

另外的關鍵就是分工。吳啓銘把康和期經定位是“金融製造業”而不是“金融服務業”，所以，一定要靠團隊合作才做的到，管理者就是負責分工，落實執行提供給客戶的策略，其實客戶要的也就是這一點一誠信，只要確實執行策略，客戶是不會去計較短期小額的虧損。他深信，台灣的客戶其實是很善良的，只要用心、專業、誠信，成長的腳步就會加速向前。

站在期貨業者的立場，吳啓銘不喜歡和同業相比，他覺得無論是在期貨業或是期經，所有業者都很用心。雖然期經成功的經驗不多，但他更珍惜失敗的經驗。只要業者能把這些失敗的經驗，轉化做為借鏡，這就是期經再出發最好的資產。

CNEA

整併期經事業 邁進全方位服務的綜合期貨公司

專訪大華期貨公司總經理任俊行

撰文：Jason

行政院金融監督管理委員會於96年12月31日公告修正「期貨經理事業設置標準」及「期貨經理事業管理規則」，開放期貨經紀商得兼營期貨經理業務。未來期經事業將有專營期經業者與兼營期經業者，我們分別訪問了兩種不同型態的公司總經理，暢談未來發展的方向，當年第一家開業的期貨經理事業公司—大華期經，即將整併到期貨商，該公司總經理任俊行就整併緣由、效益及未來發展，發表了他的看法。

整併期經 提升競爭力

大華期貨總經理任俊行表示：「隨著期貨市場的活絡，期貨交易口數日益增加，期貨經紀商進入了微利時代。單純的經紀業務已喪失競爭優勢，期貨公司唯有不斷增加服務項目，提昇服務品質，朝向提供全方位服務的綜合期貨公司邁進，才能將競爭力向上提昇，因此，整合經理事業及顧問事業的資源，是期貨商刻不容緩的任務。」

期經經營不易 難以為繼

任俊行說：「92年開放期貨經理事業以來，全期經業委託資金之市場規模最高一度達到26億，但之後市場日益委縮，97年第一季市場總委託資金月平均僅約8.7億，以經理費最高2%計算，預估全年全市場經理費收入約1,740萬元。平均每一家期貨經理事業一年只有不到200萬的經理費收入，期經收入來源有限，不足支應公司經營成本，導致期經事業經營不易，幾乎全都處於虧損狀態。若



若能透過集團內部整併，降低營運成本，將有機會解除此窘境。」

期貨兼營期經之效益

任俊行表示，該公司政策業已確立，未來是期貨兼營期經，他認為這是一件有利的整併，也提出了整後存在的優勢：

- 1.「以集團而言，整併可有效提昇資本使用效率。」

2.「未來可以有效吸引及留住專業操盤人。」

任總說到，一直以來，期經事業由於營業收入不敷成本，故未能規劃妥適之績效獎金制度。未來整併後，將可規劃良好獎金制度，吸引優秀人才，並將一流代客操作人才留在期貨經理事業。

3.「強化投資人服務。」

他認為，整併後可以發揮業務整合能力，整合期貨商的投資研究部、期經的專業操盤人，以及期貨投顧的資源，將經紀、期經、顧問三合一業務有效整合，為交易人做好全方位，一步到位的服務。

4.「提昇整體形象。」

任總以大華為例，他說，當期經有虧損現象之際，有礙資產管理業務推展。若以大華期貨每年獲利穩定，整併期經後將有助於業務拓展，提升客戶信任度。

整併後的發展方向

任俊行指出：「大華期經整併至大華期貨政策已經確定，整併作業只是讓經營更有效率，而核心根本的專業資產管理及服務精神沒有改變。仍舊以穩健、誠信、創新、負責為理念，掌握脈動、投資全球開發未來為目標。我們除了擁有豐富的市場經驗外，更加入了顧問事業部，以及投資研究部專業的操作資訊及全球商品的數位化模組，必定能發揮競爭優勢，提昇整體獲利能力，追求絕對績效。讓投資人能在大華期貨得到期貨服務事業一次滿足的服務。」

很多人說，期經併入期貨會有成交量的



壓力，但是任俊行卻抱持不同的看法。他說：「其實，如果方向不確定，到哪裡都有交易量的壓力。大華期經向來都是以客戶績效為優先，我們始終認為績效好了，客戶就會來了，客戶增加了，量就會成長了。這是核心的問題，我們會從根做起，絕對不會捨本逐末。」

期貨經紀業務的發展跟該公司經紀規模有一定的關係，在這方面大華期貨仍須繼續努力；但期貨服務事業跟經紀規模就不一定有絕對關係，一切都在專業，過去大華在服務事業上的努力，市場有口皆碑，無論在期貨顧問事業及期貨經理事業上都有極為亮麗的表現及風評，這是大華期貨的優勢及資產，相信期經併入期貨後，大華在期貨服務的業務上會有更佳成績。

「不過，目前期經產業的客戶幾乎都是自然人居多，委任資金較不穩定，未來我們的客戶群除了自然人及一般法人外，將更積極爭取壽險、投信及期貨信託複委託代操業務。使更多投資人及機構能共同參與期貨服務事業。」任總如是說到。

國內期貨經理事業的經營一直以來都充滿了挑戰，任俊行相信，此次整併之後，在期貨商整體規劃經營下，將有效降低經營成本，讓期貨服務事業發光發熱。

CNEA

各國有價證券抵繳保證金制度之比較

整理：Ken

針對期交所即將推出的有價證券抵繳保證金制度，公會早在半年前即委託淡江大學林蒼祥及段昌文教授，針對國際上各重要交易所採行的制度進行資料蒐集，本刊特摘要其中菁華，以便提供期交所或業者參考。

有價證券抵繳保證金係因應國際化

期交所之所以有意推出有價證券抵繳保證金制度，實際上的著眼點仍在國際化。目前全球成熟的期貨市場皆有此一制度，但是對於臺灣的期貨商而言，一旦實施此制度，面臨的是立即的保證金利息收入損失。

就目前各國有此制度之期貨市場，對於有價證券抵繳保證金，一般而言，結算所會規範未平倉部位所應有之原始保證金於某一抵繳比例下，得以有價證券繳存，但每日損益計算後之變動保證金，結算所仍限以現金繳存。

抵繳標的物最常見的有五種

根據這份研究報告中顯示，國外在抵繳保證金之有價證券項目中，以外幣、政府債券（Government Securities）、信用狀（Letters of Credit）、銀行保證函（Bank Guarantees）以及股票（Stocks）等五種最為常見。抵繳的有價證券之孳息收入，通常歸屬提出擔保的結算會員或期貨交易人所有。

另外，各交易所對於其客戶繳存之保證金形式，通常更為放寬，結算會員得以抵繳

的有價證券項目外，還包括銀行定期存單（Certificates of Deposit），或流動性高的公司債與股票等等。

國外各交易所中，以美國可抵繳期貨保證金形式較為寬鬆，新加坡有價證券抵繳結算保證金作業與美國的做法雷同，相對其他亞洲主要交易所，對抵繳期貨結算保證金的形式則較為保守。

世界各結算所保證金抵繳制度

一、抵繳標的物的比較

美國：

1. 現金

(1) 美元（U.S. Dollar）

(2) 指定外幣：

包含澳幣、英鎊、加幣、歐元、紐西蘭幣、挪威克朗、瑞典克朗、瑞士法郎、日幣、墨西哥披索。

2. 指定的國外債權：英法德加拿大等國的長短期債券。

3. 美國政府債券

4. 指定的美國政府機構證券

5. 特定之擔保品計畫：指的是和各銀行所合作之計畫

6.信用狀

7.股票

新加坡：

基本上皆是模仿美國制度，甚至還可接受金條，黃金憑證等等，但是結算所可向結算會員收取管理費用。

1.現金：美元、日幣，新加坡幣、歐元

2.新加坡政府證券

3.美國政府債券

4.日本政府債券

5.歐元政府公債

此外，SGX-DC 對於結算會員收取客戶端可作為結算保證金之擔保品的形式較為寬鬆，除了各種合法外幣與上述1～5項外，尚有下列五項：

1.銀行定期存單

2.銀行保證函或信用狀

3.金條

4.黃金憑證：經新加坡中央銀行（Monetary Authority of Singapore, MAS）認可，而由銀行發行的黃金憑證。

5.股票

於新加坡交易所（SGX）、紐約證交所（NYSE）、美國證交所（AMEX）或東京證交所（TSE）第一類型（1st Section）掛牌上市的股票。此外，交易所持有之股票擔保品，以市場總發行量的10%為上限，且單一股票持股限制為發行量的2%為上限。

香港：

1.現金：港幣、美元、歐元、日幣

2.銀行保證（Bank Guarantees）：指由認可的銀行開立之信用狀、銀行擔保、銀行匯票與本票等。

3.交易所交易之基金票券：指的是香港特別行政區政府發行的外匯基金票據或債券、美國政府發行的國庫券（T-Bill）或票據（T-Note），但以美國國庫可贖回信託本金（TCAL）及離拆單售債券本息票（STRIPS）除外。

4.美國政府債務工具：美國政府債券

5.追蹤恒生指數的單位盈富基金（Tracker Fund of Hong Kong, TraHK Units）：交易所的參與者獲准接納盈富基金單位，作為客戶補倉形式的日期，將由期交所在適當時間透過通告通知交易所參與者。

6.認可之證券（Securities）：指期交所董事會不定時認可的證券，由期交所在適當時間通知交易所參與者。

日本：

1.現金（僅可用日幣繳交）

2.日本政府公債

3.日本政府保證公司債

4.日本地方政府公債

5.美國政府債券（U.S. Treasuries）

6.於日本交易所上市之日幣計價的國外公債

7.適用特別法發行之公司債

7.適用特別法發行之公司債

8.於日本交易所上市之公司債

9.於日本交易所上市之日幣計價的國外公司/地方政府債券

10.公債投資信託受益憑證

11.於日本交易所上市之可轉換債券/附買回債券/可交換債券

12.於日本交易所上市之股票

13.非債券投資信託之受益憑證

世界各結算所之可接受保證金型式

結算所	現金								政府公債				公司債	股票	其他
	美金	歐元	日幣	英鎊	瑞士法郎	丹麥幣	澳幣	其他	美金	歐元	英鎊	其他			
CME - Clearing Division	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
EUREX Clearing AG	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
HKFE Clearing Corporation	○	○	○					○	○			○			○
LCH.Clearnet	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		○	○
NYMEX Clearing House	○								○						○
Options Clearing Corporation	○	○	○	○	○			○	○			○		○	○
SGX Derivatives Clearing	○	○	○	○				○	○	○		○		○	○
SFE Clearing Corporation	○	○	○				○	○	○			○		○	○
TIFFE Clearing	○ ¹		○									○	○	○	○
JSCC	○ ²		○						○			○	○	○	○

二、各國在抵繳的比例、抵繳折扣比率之比較

1.有價證券抵繳保證金之比例：

以美國來說，可接受85%的有價證券，15%的現金作為結算保證金；香港和新加坡則是以50%為上限；日本則可以100%以有價證券抵繳之。雖可抵繳，但是，基本上，結算所是可以收取保管費的。

2.證券抵繳保證金折扣比率之比較：

每個交易市場對於有價證券抵繳保證金的折扣比率換算都大同小異，以下是綜合分析：

A.結算所指定的現金（通常都是本國貨幣）：市價的100%。

B.外幣：除非有相當大匯兌風險的貨幣（例：墨西哥披索），一般都在95~100%之間。（日本例外，日本不接受外幣作為保證金）。

各國有價證券抵繳比率之比較

類別 \ 國家	新加坡	美國	香港	日本
抵繳比率	50%	85%	50%	100%
變動保證金	現金繳交	現金繳交	現金繳交	現金繳交

- C.政府債券：除了因到期日長短會影響比率之外（一般來說，到期日越長，越值錢），各交易所的政府債券折扣比率都在90%以上。
- D.股票：因為其變動較大，各期交所皆以70%換算之。
- E.信用狀及其它（公司債等）：除日本不接受信用狀外，其它國家（美國，新加坡，香港）對信用狀及其它有價證券之折扣比率約在70~90%之間。（新加坡交易所對結算會員的不可撤消信用狀之有價證券給予100%，等同現金）。

新加坡有價證券抵繳保證金制度

新加坡一向是我國期貨業的最激烈競爭對象，因此本次的委外案，期貨公會特別商請兩位研究案負責人，專程前往新加坡，就該國現有的有價證券抵繳保證金制度，做深入的研究與探討。至於新加坡可接受的保證金型式、抵繳與折扣比率，皆以在上文中闡述清楚。

至於新加坡交易所對結算會員與期貨交易人，分別訂定期貨保證金擔保品形式與折扣比率，對保證金的計提與收取方式，採取下列兩個層面管理，以下特別加以詳述：

- 第一層：為交易所與結算會員間的結算保證金管理，以結算會員持倉部位計提應繳存之結算保證金。
- 第二層：為結算會員與期貨交易人間的原始保證金管理，交易所授權結算會員，依期貨交易人持倉部位計提應繳存之原始保證金。

在保證金兩層的管理下，各規定有可接受之擔保品型式，亦即交易所對結算會員繳存之結算保證金形式，可不同於期貨交易人繳存於期貨商之原始保證金。據此，新加坡交易所計提期貨商之結算保證金是採總戶管理制度，此種計提與收取方式，與多數國家期貨結算所對結算保證金的管理方式是一致的。



從國外經驗看臺灣個股選擇未來發展

澳帝華期貨決策長呂常愷之建言

撰文：張祥麟

臺灣的個股選擇權推出後，始終不受投資人的青睞，市場無法炒熱，相較於香港期貨市場的活絡狀況，可謂天壤地別。從國外期貨人的角度，如何看待其間的問題，澳帝華期貨的決策長呂常愷，以他在香港及澳洲多年操盤經驗，發表了個人看法及建議。

成本過高、借券不夠便利是兩大致命傷

對於台灣個股選擇權的困境，呂常愷以他在香港的經驗，直接指出了問題的癥結點。他說：「台灣個股選擇權交易清淡，最大的問題，就是在於成本過高，以及借券不夠便利。」他以香港個股選擇權做為說明，指出香港交易所的經手費大概是2~3個Basis Points（BPS）；相較於台灣為千分之一，若到期實物交割還要加收證交稅千分之三；交易稅上就相當不利於造市者。

再以借券的便利性來說，過去台灣融資融券的管道不夠便利（有回call問題），且成本過高，台灣造市者要借券，主要還是透過證交所的平台，但每次要50張或100張才能借券，而且一個借券流程至少要三四天。但是，對於造市者來說，他怎麼知道今天會交易多少口個股選擇權合約呢？

這就產生了很多的問題，呂決策長笑著說到：「萬一借來的券用不完怎麼辦？或是今天就平倉了，但流程還沒結束，借券費和利息等等都是交易成本，又該怎麼辦？」他認為，這是造成台灣個股選擇權交易冷清的最大因素。



建構順暢、無制約的現貨市場

其實問題根本是在證交所。呂常愷指出，首先必須要了解，「個股選擇權」是建構在其標的現貨市場上，也就是說，如果現貨市場上的交易不順暢或受到制約時，個股選擇權市場又怎可能做的好呢？

他舉例說到，如果造市者在個股選擇權市場，每口合約只能賺到一毛錢，但是要在現貨市場避險的成本卻很高，對於造市者來說，又怎麼報出合理的買賣價格給一般投資人，更重要的是，一般投資人又為什麼要付出不合理的價格來交易個股選擇權呢？因此

造市者報的買賣價差就會很大，造市者並不是要利用價差來賺取交易人的錢，而是在現貨市場所付出的成本（現貨市場的借券費用和稅金等等），讓造市者非得利用買賣價差才能平衡成本。

其實，造市者所要的就是彈性。呂常愷以他過去的經驗說到。在香港，造市者交易個股選擇權，只要在交易所的平台上註明“我是造市者”，並且有和某證券商簽訂借券合約（假設今天需要25萬股匯豐銀行股票），就可以直接向券商借25萬股，若平倉了10萬股，明天券商就只會收15萬股的費用，成本非常低而且又有彈性的。

呂常愷說：「基本上，證交所近期已經有所改進，現在可以向證券商作借券的動作，我覺得這都是未來有助於個股選擇權市場發展的。」

三大主因 促使香港、澳洲市場活絡

在問到，以香港或澳洲發展個股選擇權的經驗，哪些可以做為臺灣的借鏡以及學習之處時，呂決策長毫不諱言地提到，以香港和澳洲的個股選擇權來看，交易量如此熱絡的原因，有下列兩項：

- 一、有高流動性的健全現貨市場。個股選擇權的交易主要是建立在現貨市場，股票交易的限制越少，流動性越大，買賣雙方都可以在市場中順利撮合，對個股選擇權的交易越有利。
- 二、交易成本低。以香港來說，雖然買賣交易有10BPS的印花稅，但對於造市者來說，是沒有這方面的負擔，也就是沒有



稅金的問題。因此造市者的買賣報價不會因為考量過多的成本而放大，更有利於一般交易人參與。

三、健全方便的借券管道。這一點也是香港和澳洲個股選擇權市場熱絡的關鍵因素，因為可供借券的量，成本也低。以澳洲的交易市場來說，其借券成本大約是25~35BPS之間；香港則是在50BPS左右，遠較臺灣的成本為低。

權證市場與個股選擇權 兩者相輔相成

其實，這個問題和實際所發生的情況正好相反。呂常愷以香港的例子說明，2005年，香港政府再度開放發行商開始發行權證；2006年，因為中國大陸的因素，讓香港證券出現一波多頭的走勢，使得香港的權證市場交易量，衝上了世界第一；同期間個股選擇權的交易量亦成正比的暴漲。

一般我們的認知是權證市場興盛，會造



成對個股選擇的排擠效應。然而，從香港的案例來看，卻完全相反。期間有幾項重要的因素，以及值得參考的地方：

- 第一：權證對散戶來說，就像是一檔股票，不用考慮所謂執行（strike）的問題，例如：台積電某某權證，對散戶來說感覺比較熟悉，價格也比較容易追蹤，發行商毋須對客戶進行教育宣導，因此在行銷時，也較容易達到效果。
- 第二：個股選擇權對發行商而言，是最好的避險工具。由於選擇權成本低，又很容易配合所發行權證的量，以匯豐銀行個股選擇權為例，一口選擇權合約等於400股，合約值不大，且有不同的到期月份和履約價格，因此提供了避險的彈性。因此，當大量的資金在交易權證同時，發行商必然也會為自

己發行的權證作好避險準備，自然就帶動了個股選擇權的交易量。

第三：香港有良好的交易平台，現貨交易量大、個股選擇權交易成本低，以及借券的管道暢通，造市者也早已準備好了。另外，再加上投資銀行等機構發行了許多結構型商品，像是利率和個股的股價連結等等，對這些投資銀行或機構來說，個股選擇權的交易也是絕對需要的。

所以，在散戶、造市者（Trader）、權證發行商及專業投資機構等多方面的參與和配合之下，使得香港2006的權證交易量衝上世界第一，也帶動了個股選擇權交易量的大幅上漲。呂常愷說：「顯而易見，權證和個股選擇權是相輔相成的，而非互斥的關係。」

在一、二個月前，台灣證券交易所董事長吳榮義先生，提到證交所想要發行台灣股價指數權證。呂常愷以一個國外期貨業者過來人的角度說到：「我相信這對於現在的台股選擇權來說，是非常正面且具有輔助性質的。」

台灣現貨市場中原本就很多散戶在交易權證，未來只要克服平台的問題，就可以利用權證發行商把散戶吸引進個股選擇權市場；同樣的，權證發行商也需要避險的管道，自然而然就會透過個股選擇權市場去做避險，間接的帶動了個股選擇權市場，這就和香港的例子一樣。呂常愷認為，對臺灣而言，這不是一件困難的事情。

臺灣仍屬新興市場 應加強宣導避險觀念

個股選擇權其實是一個很好的避險工具，為什麼在台灣卻無法發揮其功能與價值呢？呂常愷表示，雖然台灣期貨市場已發展了十多年，但是相較於國外衍生性商品的百年發展經驗而言，仍屬新興市場。不要說一般投資人，即使是一些老牌的券商或期貨商，對於運用衍生性商品避險的觀念仍嫌然不足，這也是所有新興市場都會遇到的問題。

他舉例說明到，國外的基金投資經理人90%的資金會投入標的物市場，10%的資金會投入衍生性商品作避險，當市場有利於自身的投資組合時，只是少賺了那10%資金的投資利得；相反地，當市場不利於自身的投資組合時，10%的避險成本就可以發揮保本或是至少降低風險的功能。可是對於台灣的投資人來說，可能會認為10%的資金是減損投資利得的成本，這就是觀念和認知上的差別。簡單來說，買汽車保險是一種額外的成本還是避險呢？投資是講究長期的穩健獲利，講白一點，就是不怕一萬，只怕萬一。如果單憑在現貨市場中買賣獲取利潤，是風險是很大的，或者可以說是投機性很高的。

呂常愷以近來台灣股市為例，下跌超過二千點，如果一個投資人擁有大量的國泰世華銀行或是台積電的股票，而沒有作避險的話，損失是相當嚴重的。這種觀念上的改變，必須有人率先跨出第一步，在市場中發揮影響效果，肯定會促使台灣衍生性市場未來更加地蓬勃發展。對於期貨公會這些年來不斷地教育從業人員和投資大眾，呂常愷高度肯定，他認為這樣做對於期貨市場有相當正面的助益。他建議，未來應持續協助台灣



投資人，正確的利用衍生性商品，建立正確的投資避險觀念。

競爭在服務品質而非價格

有鑑於台灣期貨業者近年來在手續費上的競爭，呂決策長以國外的期貨業發展過程，抒發了他的感想。他說，國外的期貨業已屬完全競爭市場，在手續費上，大家幾乎都是差不多的，以經濟學原理來解釋的話，就是沒有所謂的異常利潤（Abnormal Profit），只能賺取所謂的正常利潤（Normal Profit），台灣未來勢必也會走向此一途徑。

他呼籲台灣的期貨業者應該認清這個事實，手續費的價格戰既無法創造長遠的效益，更是一種最殘酷的競爭方式。殺價競爭往往會加速造成對自己的傷害，所謂「傷敵一萬，自損八千」，總有一天價格會見底的，那時又該如何呢？呂常愷說，以國外的期貨商發展經驗來看，他們都是以「提升服務品質」作為主要的經營考量。他以外出用餐為例，一般人都會選擇乾淨清潔的餐廳，即使價格稍高，但是為了自己的健康也是值

得的。同樣的道理，客戶為了讓自己的資產有所保障，當然會選擇比較專業，讓自己比較放心的服務，怎麼會在乎每個月多花一些服務費呢？呂常愷嚴肅地說到：「競爭的主戰場，是在服務而不是價格。」

對臺灣期貨市場未來發展的建言

對於台灣期貨市場這二、三年的進步與開放，呂常愷也非常的佩服。他說臺灣期交所不論在新商品（台幣計價黃金期貨、非金電指數等）或是新制度（台指期時間價差交易、SPAN制度等），即使以國外的成熟市場來說，開放的腳步快及效率都是相當驚人的，期交所為台灣期貨市場所作的努力及成果，是值得驕傲的。

對於期貨交易所未來打算開放期貨商代墊保證金的服務，他認為這是對期貨商未來發展的一盞明燈。他說，國外期貨商之所以可以綁住客戶，就在於提供客戶許多個別服務項目，像代墊保證金就是其中的一項，當然期貨商也因此賺得了利息費用。

對於期交所方面，他提出了個人的看法與建議，他說：「對一個新期貨市場而言，新商品的推出，應該是重質不重量。也就是說，應多注重國際市場的潮流，趁勢推出合乎台灣投資人的商品。對於造市者來說，可以集中資源在少數新商品，提高流動性和交易效率；對一般散戶而言，資金不會過度分散在太多的新商品上，才能提高新期貨商品的成功率。」

對於政府方面，他繼續說到：「新政府上任後，對台灣期貨市場未來發展最務實的做法，就是趕快建構一個完善、便利的期貨



現貨交易平台。」之前提到的香港經驗告訴我們，早在2006年大多頭來臨之前，不論之前的交易是否熱絡，香港的交易平台早已建構多時，為隨時而來機會做好準備。每個人或每個市場都會有他的機會，機會也是需要耐心等待的，人絕對不應該害怕等待，因為機會總有一天會來的；然而機會來臨時，卻因沒有準備好而流失，才是最令人扼腕的。

準備好的人永遠有機會

無論是新舊政府、期貨公會、台灣期交所和各單位為台灣期貨市場所作的努力，呂常愷覺得都是積極、正面而且值得肯定的。他也深信，未來，新政府的政策實行下，台灣期貨市場將會走向更開放的道路，更應該為抓住機會做好準備。呂常愷以新政府上台後那一波台股上漲局勢，他覺得金融指數選擇權就有一個機會，只可惜沒有好好把握住。但他還是認為，只要能萬事俱備，不怕東風不起，並以「準備好的人永遠都有機會」這句話，做為專訪的結尾。



國泰期貨副總詹益青談SPAN制度對期貨商的衝擊

撰文：Ken

SPAN制度在國外行之有年，想必有其優勢所在，但是台灣的期貨市場仍屬新興市場，且許多制度和國外不盡相同，SPAN制度制度的實行，業者的看法如何？公會經紀業務委員會召集人，國泰期貨副總詹益青談到業界多數的心聲。

考量適用範圍 避免造成過大衝擊

開宗明義，詹益青說到：「SPAN制度雖然在國外已行之有年，但主要是以結算會員，也就是期貨商為主。我個人也認為這個制度在台灣，比較理想的實施方式，也是要考量其適用者的範圍，而非一體適用的。」

他解釋其間的原因，因為不要說一般的投資人，即使是有經驗的投資專家，都不一定了解SPAN制度的保證金計算方式，其系統內部的風險假設和參數設定，也不是一般投資人可以了解的，貿然推行此制度，對於已熟悉原來保證金制度的投資大眾來說，很可能會有導入期的障礙。當然，台灣之前已有對結算會員實行此一制度的經驗，但是，要將SPAN制度推行至所有的投資大眾來說，是否合適？有待商榷。

SPAN制度 期貨商應預防信用及作業風險

期交所即將實施的SPAN制度，詹副總先從比較不利的因素說起。SPAN制度的導入，期貨商首先面對的不利因素就是“信用風險”。SPAN制度雖然能降低保證金的水準，可是對於一些信用有疑慮的投資人，反而是風險比較高的。他以國外期貨市場為例，國外期貨商針對此項有比較彈性的作法，對於信用優良的客戶有提供代墊保證金

服務（有計息）；對於信用不佳的客戶，還是會要求預繳保證金。因此，若台灣的SPAN制度適用於所有投資人的話，期貨商可能會因為這些信用不良的客戶造成困擾。第二個不利因素是“作業風險”，因為投資人在倉部位的資金需求計算不易，當保證金不足，需要處理客戶在倉部位時，就可能造成作業上的風險，進而產生法律糾紛。

他舉例說明，若客戶的在倉部位同時有台指期貨、金融期貨和選擇權部位，當行情波動而不利於客戶在倉部位時，經紀人須砍倉維持客戶部位，就會產生不知道先處理那一部位的問題。因為在現行制度下，可以將原始保證金加總後計算差額，再決定要先平倉哪一部位。然而，SPAN制度是根據所有在倉部位模擬風險狀況，再決定最適的保證金需求，所以，即使平倉原始保證金需求最高的商品，也不見得就合乎SPAN制度下的保證金需求。

正面效益：孳息增加 交易量成長

一個制度有負面，一定也有正面，詹益青說：SPAN制度對期貨商比較有利的地方在於，第一，若SPAN制度主要是以結算會員，也就是期貨商為主的話，就會有“息差”收入，因為期貨商本身要交的保證金變少了，就可以利用多出的保證收入孳息；其次，就是外資法人戶在SPAN制度推行後，

在執行投資策略或避險策略時，可能會因為資金使用效率上的提高而增加交易的口數，進而增加期貨商收入，這是SPAN制度實施後，期貨商所希望看到的成果。

外資法人樂觀看待 散戶則有待觀察

談到整個業界的看法，詹益青說：此制度對外資法人在交易的口數上是比較樂觀的，但是對散戶而言，SPAN制度的所造成的最終效果為何？他抱持保留態度。

以他目前所得資訊，就資金面而言，散戶不見得會因SPAN制度的實施而增加或減少投資的金額，因為原來投資一百萬的散戶，不會因為SPAN制度而抽走多出的保證金，使財務槓桿拉高，更沒有理由因為SPAN制度而增加投資的金額；就口數而言，散戶是否會因為SPAN制度拉高財務槓桿，進而增加交易口數，這還有待SPAN制度實施後才能了解。

風險成本才是問題癥結點

SPAN制度的實行，勢必會增加期貨商在軟體和人力上的成本，表面看來，對於期貨商而言，如何弭平此一成本是最為憂慮之處。但問題似乎不在此，詹副總說：「以期貨商而言，成本增加，若能創造出效益的話，其實成本也就不是問題了。」但是，SPAN制度所增加的並不是單純的成本問題，而是風險問題。而風險所造成的成本，以實務面來看，軟體和人力成本，花錢投資就可以解決了；但是信用風險和作業風險造成的困擾，以及後續衍生出來的法律問題和糾紛，才是最期貨商所憂慮的。畢竟，風險可不是花錢投資就可以解決的。

SPAN系統主要是透過七種風險參數的設定，模擬出最低的保證金水準，以涵蓋部位風險，但是對於突發事件所造成之系統風險，如911或319等，是否有作特殊情況（流動性）之模擬？對於這個問題，詹副總倒是抱持輕鬆的態度，他說：「我相信在極端系統風險發生的情況下，無論是SPAN制度還是現行的保證金制度，其實結果都是相同，因為當流動性為零的時候，任何制度都是風險極大的。」所以有關於這一點，他倒是覺得無需太過擔心。

透過教育訓練 積極宣導SPAN的內涵與實務

在實務面上，SPAN制度在保證金的計算上是相當複雜的，若客戶的部位較多，期貨經紀人是無法立刻告知客戶目前部位保證金狀況及如何平倉，未來期貨經紀人要如何克服這項服務上的困擾。詹副總說：這就是上述一體適用的問題。

他建議，若SPAN制度要推行到全體投資人，在實行前一定要針對此制度，對期貨經紀人作詳細及深入的教育訓練，讓他們對SPAN制度有一定的認知和實務上的了解；另外，也要對投資人作宣導，不能只讓投資人認為，SPAN制度只是單純的減收保證金而已，還要讓投資人了解SPAN制度的其它相關規定，況且，SPAN制度也不是完全的減收保證金而已，在某些情況下，SPAN制度的保證金水準也是有可能高於現行制度的。

因此，詹益青再次強調，適當的教育訓練和宣導勢在必行，否則既可能造成期貨經紀人在接單上的困擾，甚至衍生出如前述的風險問題。

CNFA

台灣期貨商如何開拓海外市場？

凱基期貨總經理陳瑞珪的看法與建議

撰文：Neil

儘管臺灣期貨交易所取得美國CFTC的Part 30豁免，國內也有15家期貨商向美國NFA遞交註冊文件並全數取得確認函，但是這些期貨商在如何赴美招商的議題上，似乎沒有任何做為，問題在哪？對此，凱基期貨總經理陳瑞珪談到他的看法，並提出相關建議。

吸引尚未開發的外資 增加市場新量能

雖然台灣期貨市場的指數選擇權年度交易量能已經攀越億口大關，在亞洲市場僅次於韓國，但是外資進入市場的腳步顯然比不上鄰近的期貨市場。2007年新加坡、香港、韓國期貨市場的外資參與度分別達72%、32%、34%，反觀台灣期貨市場去年外資參與比重僅5.7%，相對低落。陳瑞珪認為，在大部分重量型的外資已經進場後，如何吸引尚未開發的外資，就成為期貨商另一個增加量能的機會。

台灣期貨交易所為了開拓海外市場，在去年3月已經取得美國商品期貨交易委員會(CFTC)之Part 30豁免(Part 30 Exemption)，台灣期貨商只要向美國期貨協會(NFA)提出申請，就可在美國市場向客戶招攬台股期貨、小台指、電子期、金融期及MSCI台灣指數期貨等5項商品，不過台灣市場量能最大的



台指選擇權，並未有Part 30豁免。截至2007年10月26日止，計有15家會員公司，包括大華期貨、日盛期貨、摩根大通證券、寶來曼氏期貨、永豐期貨、元大期貨、台証期貨、凱基期貨、富邦期貨、華南期貨、美林亞洲期貨、元富期貨、新際台灣期貨、統一期貨及群益期貨等公司，向美國NFA遞交註冊文件並全數取得確認函。

缺乏國際競爭條件 效益有限

儘管如此，國內期貨商對於赴美國市場招商的行動卻小心翼翼。凱基期貨總經理陳瑞珪表示，開拓海外市場對於期貨商而言相當重要，若有機會，期貨商一定會積極嘗試，絕不畏縮。但是仔細分析市場結構，投資全球期貨市場的跨國避險基金，亦或是大型的專業金融投資機構，此類客戶的國際投資活動都有主要配合的經紀商（prime broker），這些prime broker如美林證券（Merrill Lynch）、JP Morgan等也都是大型的投資銀行或券商，在全球的主要交易市場皆有佈局並從事全球保管銀行（Global custody）業務，能夠提供給客戶一站購足的服務（one stop service）。除了結算、資金保管調度等保管業務之外，尚提供客製化的資訊服務、資金融通、有價證券借貸、交易造市、投資顧問、交易風險管理，甚至是辦公場地設備租賃等多項增值服務。

對於本國期貨商來說，不論是受限於法令規範限制、期貨商本身的營運規模及全球佈局腳步，都不是現階段有能力提供的服務內容，所以要爭取上述大型投資機構客戶相當不容易。陳瑞珪指出，在美國境內的法人專業機構，若是有意投資台灣市場，多會透過大型的主要券商進出，因為這些主要券商的亞太分公司皆已進入台灣期貨市場；並提供完整服務，客戶只要透過券商的直接帳戶或綜合帳戶就可以交易。

對於本國期貨商而言，陳瑞珪認為，中小型的交易公司相對而言是比較值得經營的



陳瑞珪指出，若在海外駐點，所費不貲，成本效益才是期貨商的主要考量。

目標客群。中小型的交易公司強調的可能是靈活的操作，本身在電子化交易的技術可能已相當成熟，不過在投資資金方面相對有限，也可能有資金借貸的需求，透過財務槓桿以及本身財務工程專業操作獲取投資利潤。對本土期貨商來說，若能夠鎖定這些客群有效深耕培養，將是不錯的業務拓展方向。不過相同的，客戶更強調的是靈活的資金調度運用，以及交易保證金的使用效率，受限於交易制度與法令限制，客戶也可能尋求大型結算銀行的融通及信用服務，最後與其開戶交易，本國期貨商培養客戶所花費的時間與心力可能都將付諸流水。

至於海外其他潛在客戶--散戶，因為當地投資人對於台灣市場之特性、商品及行情等了解度不夠，期貨商若在當地派員駐點甚至設立分公司更是所費不貲，光是前置投入開發客戶、教育客戶的成本，恐怕就遠遠超過後續的手續費收入，就成本效益而言，確實缺少誘因。陳瑞珪說：「至於因為不同時區之時差問題、以及交易時間僅5個小時，



陳瑞珏認為，若能開放期貨商得提供客戶融通資金，加速進行期交稅調降，並配合其他便利的交易措施，放寬外幣進出的限制，應能提高外資參與之比重，造就更為蓬勃之期貨市場。

未有盤後電子盤，若遭遇重大問題可能難以避險的情況，則是開拓海外客戶普遍要面臨的難題。」

辦招商說明會提升能見度 改善相關配套措施吸引外資

陳瑞珏表示，到海外展業困難度雖高，但是若透過期交所或公會多舉辦海外招商說明會，使國外潛在客戶認識台灣期貨市場，增加能見度，相信是逐步開拓海外市場之首要方法。而在交易面上，目前台灣期貨市場採取預收保證金的制度，限制了外資交易的空間，適度的放寬保證金計收制度，或許也是可以提振外資進場士氣的因素；目前期交所研擬規劃的「有價證券抵繳制度」，以及將推出的「SPAN保證金計收制度擴及交易

人端」等措施，對於投資人的資金使用效率來說都是有益的。

陳瑞珏並認為，若能開放期貨商得提供客戶融通資金，在確實對客戶徵信後，就可提升其資金槓桿，只要風控得宜，對客戶來說，會更有意願進入台灣期貨市場，對整體市場來說，交易量能也會有效提高。

此外，若能加速進行期交稅調降，使交易台灣期貨市場的成本降低，亦是提升外資興趣及提升競爭優勢的方法，並配合其他便利的交易措施，如大額撮合交易（Block Trade）、放寬外幣進外幣出的限制，相信應能提高外資參與之比重，造就更為蓬勃之期貨市場。

CNFA

開發海外客戶 從改變體質做起

專訪群益期貨協理許懷哲

撰文：王克庭

我國期貨市場發展僅十年有餘，但對於歐美等已經發展五十年以上的國家來說，臺灣的期貨市場仍屬於年輕的市場。在高等教育體系中，對於期貨知識及人才的培育，並沒有特別受到重視。許懷哲說：「人才，始終是困擾期貨商的最大問題。」

面臨人才困境 新際期貨經驗值得參酌

他指出，與歐美國家相較，我國自高等教育開始，對於期貨相關知識並未重視，期貨業者對於人才培育，又欠缺正確觀念，因此，國內期貨市場長期以來一直面臨人才不足的問題。

美國是期貨歷史相當悠久且非常專業的國家，台灣即便是現在已經加入NFA，但是底下的人員素質不夠也還是無法跟得上國際的腳步，更遑論追上美國的專業。台灣過去也曾有期貨商引進過國際級人才，但這些人才沒多久就會發現，為什麼我國的相關法令規定的如此特殊，而這種環境所造就出來的產業文化，以及種種原因，讓國際級人才無法長久駐留。「但是不可諱言的是，國際級人才對於外資客戶背後所帶來的信賴感，還是有絕對性的幫助」，許懷哲說。

舉例來說，當時的飛馬期貨（現已更名為新際期貨公司）利用佈建在海外的專業業務人才，逐漸爭取到外資客戶的認同，成為近幾年來，成長最快的專業期貨商。



吸引國際資金的準備工作

飛馬期貨的成功經驗，也突顯出國內金融市場的一個大缺角：台灣信用評等不受國際認同的問題。「曾有個很熟的客戶跟我說，雖然我很想在你們公司開戶，但是很可惜，貴公司還沒有國際級信評機構的評等。」許懷哲提到這段往事。他也認同這位客戶所言，畢竟距離超過十萬八千里，要將資金放在這麼遠的台灣，在外資心中，其實是打了一個非常大的問號。

對於國際投資機構來說，信用評等是在評估投資標的過程中，佔有相當重要的一席之地，如果信評沒過或不夠優等，外資怎麼可能把錢放在這裡。可惜，放眼望去，國內能夠取得國際專業評等的金融單位，且值得外資信賴的，寥寥可數。

尤其，因為我國期貨市場是採預付保證金制度的，外資必須放一筆錢在台灣才能交易，若事先沒有信用評等當參考，真的是很難獲得外資客戶的認同。

因此，在面對外資客戶時，最常被問到的一些問題就是：貴公司有沒有信用評等？台灣市場哪時候要降稅？以及能不能讓我進行融資交易等。從這些問題中，便能夠窺知外資客戶對於台灣市場的期盼，台灣若是能夠朝向這些方向發展，相信一定能夠逐漸獲得國際資金的青睞。

融資交易是與國際接軌的一環

在歐美期貨市場中，幾乎都具備對客戶的”融資”功能，尤其是附屬在投資銀行、結算銀行底下的，畢竟期貨交易只是所有交易項目的其中一環，銀行對於客戶的資產清清楚楚，例如客戶擁有多少部位的資產、債券，可以開放多少融資額度，一切都一目瞭然，因此銀行當然可以大大方方的就先融資給客戶交易期貨；而若真的投資失利必須清算，頂多處理掉客戶的其他資產或債券部位而已，可惜，這部分我國尚未開放。

「我認為，台灣要與國際接軌，「融資交易」這一個環節絕不能忽視。」許懷哲說。

自由資本市場首重公平對待

除了我國期貨市場還年輕，許多可以發展的方向還沒跟進外，外資最不能認同的問題還包括許多不公平的對待。

最顯而易見的事情，就是外資要在台灣交易台幣計價商品，其保證金帳戶必須放的是「美金」，而不是存放「台幣」，對外資客戶來說，必須比國內投資人多一項匯率風險，對於央行管制外匯嚴格的程度，這點讓外資客戶相當不能認同。

「在一個自由資本市場裡，我們應該要有忍受別人TAKE一些小聰明的風險，而不是一味的禁止，如此反而阻礙的資本市場的自由發展，市場應該是要朝向增加流動性，增加交易量的方向去思考。」許懷哲說。

對於有意開發外資客戶的期貨商來說，開發市場的確相當不容易，不過若是能夠說服客戶，願意隨著不同的交易市場，去改變既有的交易習慣，其實在台灣市場還是相當有可為的。

結算機構更彈性 可吸引更多外資客戶

對外資客戶來說，還有個問題就是我國保管機構的收費部分，因為我國保管銀行收取的費用普遍不低，對於海外許多小型的FUND HOUSE，只是在台灣市場進行短期的交易，卻得支付保管銀行許多琳瑯滿目的費用，在精打細算後若是認為成本太高，就會因此打消了進來交易的意願。

另外，參考海外經驗發現，許多外資客戶可以將所有部位放在同一個結算機構，由

不同的單位去「執行」交易即可，這對外資客戶是很大的吸引力，因為他不需要再準備一組人，來負責不同時區的交易市場，聯絡結算的細節，只要交給同一結算機構，就可一次搞定。因此，許懷哲也建議主管機關加強跟國外協訂相關合約，讓結算機構可以更為彈性，如此便可以協助客戶解決許多執行上的麻煩，同時也可以引進更多外資客戶。

期貨商卻步海外 主因在成本效益問題

許懷哲說，雖然目前有許多妨礙外資進入期貨市場意願的障礙，但業者也不能夠因為無法完全滿足外資客戶的需求，就放棄開發海外市場。不過他也清楚的說到，以台灣期貨商現行的規模來說，要開發新的外資客戶，真的是一項大工程。

以國內專業期貨商來看，有能力也有意願投資開發外資客戶的，目前仍屬少數，絕非大家懶惰，而是成本效益問題，以目前國內交易環境來說，手續費是以合約計算，而合約價值，造成成本壓縮，因而意興闌珊。

去年十月，期交所浩浩蕩蕩的帶領國內十多家期貨商，遠赴美國參加FIA的展覽會議，全場下來，所費不貲，但是爭取客戶的成效仍然有限。許懷哲說：「一場展覽會議下來，包括差旅費用、場地費用等，就要台幣20萬元，這還僅是分攤攤位費用而已，好在有期交所及期貨公會的贊助，若是自行參展，費用肯定三倍跳。」

雖然效果不彰，但是他還是抱持期許，畢竟這只是第一次，過去台灣的經濟奇蹟，也是靠一群台灣的中小企業主，一卡皮箱闖

天下，哪裡有展覽就往哪裡去，認真的在國際市場上打拼，慢慢的被國際客戶接受，許懷哲樂觀地表示，同樣模式難道不能運用在目前的期貨市場嗎？他認為，假以時日一定會有效益顯現，但是這費用對於國內期貨商來說，願不願意，有沒有膽識投入，成為最重要的關鍵。

長期耕耘才是獲得客源的主因

參展的內涵也是大家要重新思考的，許懷哲指出，若是大家一起去，要如何定位與行銷才是要考量的重點，去年的展覽會，大家一起擺攤，感覺上是在promoting Taiwan，而不是在promoting yourself，因此得到的效益大打折扣。他說：「對一個想要招攬國外客戶的期貨商而言，60萬也不是花不起，只是在商言商，大家興趣缺缺的主因，純粹還是在是成本效益的結果。」更正確的說，外資客戶絕對不能是一年才碰面一次，要爭取外資客戶，必須不斷的維持關係，日積月累的信用才是留客的關鍵。

以群益來說，現在開發海外市場，比較像是NETWORKING的模式，透過結算銀行客戶、海外分支機構，甚至是透過系統商等介紹進來，這樣開發客戶是比較符合成本效益的。

選擇權市場是臺灣吸引外資的利器

臺灣期貨市場真的沒有吸引外資的優點嗎？許懷哲斷然否認了這樣的說法，他說：「台灣市場的利基在於選擇權市場具有發展



許懷哲指出，日本、中國大陸都是不可忽略及小覷的市場，尤其中國大陸的期貨市場，臺灣期貨商具有同文同種的優勢，現在正是積極開發的黃金時刻。

潛力，目前外資客戶在交易上僅占8%的比率，事實上還有很大的成長空間。更重要的是，全球幾乎都看好未來兩岸市場的穩定發展，對於台灣市場具有絕對正面的幫助。雖然現階段亞洲地區通膨的壓力很大，但對於外資來說，這只是短時間的反應，台灣市場仍然具有很大的吸引力。」

他以群益期貨的現況舉例說明，最近有許多從不來開戶的歐洲客戶，就是看好最近兩岸氣氛融洽，主動跑來要開戶交易，雖然只是剛開始交易證券市場，但至少 It's a start！

國際化必須多面向 日本、中國大陸都是目標市場

面對全球化競爭，台灣要能夠與其他市場抗衡，許懷哲認為必須在更多面向下與國際接軌，才能獲得國際市場的認同。

除了歐美等先進國家外，許懷哲指出，我們的鄰居：日本，以及中國大陸，更是不能夠小覷的市場。他認為，日本原本是封閉市場，但國內資金氾濫，且日本投資機構及專業投資人對外界均相當好奇，呈現躍躍欲試的姿態，只要能在語言方面接軌，相信日本市場會是一塊處女地。

同時，與我們同文同種的中國，更是資金狂潮的市場，臺灣期貨人具有其他國家沒有的語言及地理優勢，加上中國期貨市場的技術層面仍有賴其他國家輸入，在此黃金時刻，我們更沒有理由不積極把握。

CNFA

發展店頭衍生性商品 爲期貨業者開拓商機

撰文：范加麟

前言

我國自民國83年開放期貨市場以來，期貨業的業務範圍自早期的期貨經紀業務，逐步拓廣至期貨自營業務（87年）、期貨顧問業務（91年）、期貨經理業務（92年）、期貨信託業務（96年），現在甚至可以跨業兼營證券投資顧問事業（95年）、證券經紀業務、證券自營業務（96年），以及證券投資信託事業（97年），業務範疇日趨寬廣，足以提供客戶多元化的專業服務項目，滿足客戶不同程度之理財需求。

經過14年的努力耕耘，期貨業的經營版圖大幅擴展，業務收入來源相對增加不少；然而，期貨業的操作標的，卻未同步擴大，始終聚焦於集中市場的期貨及選擇權契約。

主管機關及期貨公會 引導業者開發新市場不遺餘力

在這段期間，主管機關及期貨公會分別在法規面及實務面作了相當程度的努力，試圖引導業者開發新商品或新市場，以突破期貨商因手續費競爭，導致獲利下滑的困境。具體的措施有：主管機關於96年初徵得中央銀行的同意，率先開放期貨經理事業，得運用委任資金進行外匯保證金交易（在此之

前，僅銀行業得代客操作外匯保證金交易），接著分別於96年7月及12月立法，開放期貨信託事業得運用期貨信託基金，以及期貨經理事業得運用委任資產，除從事期貨集中市場的交易之外，尚可進行店頭衍生性期貨交易，以及包括有價證券、基金、與期貨相關之現貨商品在內的交易或投資。

期貨公會也分別在91年8月、94年9月及96年7月，委託政大商學院周行一院長及台大財金系李存修教授，進行「期貨商經營新台幣利率交換業務的可行性分析」、「我國期貨商承作OTC衍生性商品可行性之研究」、「期貨商承作店頭衍生性商品之可行種類及配套措施」等專案研究，並將具體可行之結論提供業界參考，希望爲業界開闢新的藍海。

成功發展店頭衍生性商品的十項要件

儘管主管機關及期貨公會已經爲業者清除法令障礙、鋪設經營之道，等待業者經營，然而業者卻遲遲沒有動作，最主要的原因在於，業者對於要獨力設計商品、建置交易平台及鋪設銷售通路等事宜，並無絕對的把握。

根據觀察，要成功發展店頭商品，至少必須具備以下十個要項：

一、商品設計

店頭商品多屬客製化、非規格化的商品，成功的店頭衍生性商品有兩大要件，亦即必須兼具波動性與交易量；在標的物的選取及設計上，則要避開銀行業或證券商既有的商品，以免因為同質性過高，而陷入激烈競爭的不利狀態。

二、財工人才

舉凡契約的設計、交易結算制度之規劃、資產價值之評量、交易風險之控制等，在在需要具備財務金融、財務工程背景之人才參與。期貨業過去較少涉獵店頭衍生性商品這個領域，自行培育的人才有限，勢必要擴大誘因，才能吸引外部人才投入此一市場。

三、交易平台

店頭市場並無集中的場所供作交易之用，所以期貨商必須自行設計交易平台（電子交易可有效解決時間及空間之障礙，較人工交易更具優勢，可望成為市場的主流）、交易規則以及撮合制度；當然，也必須投入大筆資金，建置先進穩定的交易系統，才能滿足客戶各式各樣的交易需求。

四、銷售管道

期貨商的營業據點不多，弱化了拓展業務的競爭力，為了彌補此一缺點，期貨商勢必在法令允許的架構下，透過其他的銷售機構，如金控集團旗下之關係企業，或是與銀行、券商及保險業等異業策略聯盟，才能順利推展其所發展的店頭商品；期貨商與銷售機構端的權利與

義務、各自的執掌與分工、糾紛之處理與解決，均須藉由嚴謹的契約妥善約定。

五、造市制度

為了創造商品的流動，營造市場蓬勃發展的榮景，造市者的角色具有舉足輕重的地位。店頭衍生性商品發展初期，也應該考慮建構造市制度，為市場提供穩定的交易動能。

六、報價資訊

相較於集中市場，店頭商品的價格揭露較不透明，客戶很容易因為報價資訊的不易取得而望之卻步。店頭商品要能活絡，其中很重要的一項要素就在於成交資訊必須透過資訊通路，快速傳達至市場的參與者手上。所以期貨商必須與多家資訊通路廠商合作，才能廣泛且迅速地將第一手報價資訊散佈給市場人士。

七、結算交割

交易完成後，後端的結算及交割作業隨之展開，期貨商必須建立完善的結算交割制度，才能贏取客戶的信任，提高交易的意願。除由期貨商獨力建置結算交割制度之外，也可以仿效英國模式，指定集中結算所代為結算（例如英國ICE結算所為店頭交易之能源衍生性商品進行結算），如此，將有助於掃除客戶對於店頭商品交易對手可能違約之顧慮。

八、資產評價

店頭衍生性商品的成交，並未經由集中市場多邊交易機制，僅由雙邊報價而產

生，因此其價格發現功能之公信程度不如集中市場。在當今風險管理議題蔚為市場首要課題的趨勢下，客戶必然會針對所持有的部位進行評價作業，才能進而採取風險管控措施。因此，若無法建立客觀公正的部位評價制度，勢必影響客戶進場的意願。

九、風險管理

期貨商所面對的風險，除了商品價格波動的風險之外，尚有交易對手的信用風險。前者可藉由轉嫁給國內、外發行相關商品的業者，或利用交叉避險的方式來規避；後者則要透過強化客戶徵信作業，要求客戶提供擔保品，或是委由保證機構擔保交易的方式來控管風險。

十、財務健全

由於店頭商品並無特定的機構擔保交易的履行，加上期貨商的資本額普遍不大（平均約為新台幣6億元），因此，客戶對於與其進行店頭衍生性商品之交易，或許會有信用風險方面的疑慮。對此，期貨商實有必要增加資本額，或者引進保證機構來擔保交易的履行，才能消除客戶的疑慮。

全球店頭衍生性市場交易規模 遠超過集中市場

透過相關文獻的探討發現，店頭衍生性金融商品市場之交易規模，自1988年起已大幅超越集中市場，主要原因有四：

一、店頭市場的交易平台功能日益進步，大幅減少逐一訪價與成交所需之時間，增

加交易的便利性。

二、比起集中市場跨國連結之法令核准流程，跨國交易機制較易建立，可縮短不少作業時程。

三、店頭市場的交易對手多為法人，規模相當，可處理大量之交易，不會有胃納量不足的問題。

四、交易成本較集中市場低。

國外店頭衍生性商品中，交易量向來以利率相關商品為最大宗，其次則為外匯相關商品；至於交易者方面，全球前500大企業中有九成以上，選擇以店頭衍生性商品來進行避險，其中利率及匯率等兩大類，是最常被用來進行避險的標的。國內店頭衍生性商品之業務，目前多為銀行及證券商所承作，包括指定銀行所經營之遠期匯率、利率等，以及中華民國證券櫃檯買賣中心開放證券商承作之利率、債券等衍生性商品及結構性商品交易等。

外匯保證金、差價契約、黃金、能源衍生性商品 最具發展潛力

店頭衍生性商品包羅萬象，包括衍生自商品、貨幣（匯率）、有價證券、利率、指數、信用、結構型或其他標的之契約，大眾耳熟能詳的遠期利率契約（Forward Rate Agreement, FRA）、利率交換契約（Interest Rate Swaps, IRS）、利率選擇權（Interest Rate Options, IROs）、信用違約交換（Credit Default Swaps, CDS）、結構性商品（Structured Product）、外匯換匯契約（Fx Swaps）、外匯保證金交易、認購（售）權

證、原油價格交換契約、黃金相關衍生性契約、差價契約（Contract for Difference，CFD）等。

經過多次的研究評估，在上述眾多的店頭衍生性商品之中，期貨公會認為金融類的外匯保證金、差價契約，以及商品類的黃金及能源等四項產品，具備以下的特性與發展潛能，值得進一步研究：

- 一、黃金：由於兼具保值的功能與財富的象徵，長久以來，一直深受國人的喜愛與熟悉，民間的交易需求頗大，銀樓及金飾店充斥街頭；此外，黃金價格通常與美元價位呈現負相關的走勢，亦可以間接地成為外匯避險者的另一項避險管道。
- 二、能源：就目前國際市場原油價位屢創新高的現況而言，與能源相關的商品，絕對是市場的主流。且從國際市場的交易情況來看，與能源相關的店頭交易契約，動能持續放大，儼然成為店頭市場中的明日之星。
- 三、外匯保證金契約：向來均為國際金融市場上，廣為人知且交投熱絡的交易標的。外匯保證金契約之交易流程與期貨交易十分類似，期貨業毋須投入太多的資金及人力，也無需大幅變更交割結算

制度，即可跨足經營該項業務，非常值得爭取。

- 四、差價合約：自1990年代興起以來，即廣受市場人士歡迎，其特點為交易者不須支付全額保證金或擔保品，即可以建立衍生性商品部位。差價合約之標的可為上市股票、股價指數、貨幣、商品、利率或其他具交易價值者，極具發展之廣度。

上述四項標的，無論是國人的熟悉度或是發展潛力方面，都稱得上是店頭衍生性商品的佼佼者，深具研究的價值。基於以上考量，期貨公會遂於97年5月間，特別委託研究團隊進行專案研究，完整蒐集新加坡、香港、美國及英國等地的法令結構、監理現況及實務運作情形，提出研究報告，供作業者及主管機關發展新市場之參考。

結語

店頭衍生性商品無疑將是期貨業未來的發展重心，藉由期貨市場商品的多元化，可促使產品線更加完整，以提供客戶更多的交易組合，絕對有助於吸引更多的國內、外資金參與交易，進而提昇我國期貨市場的深度與廣度、增強國際競爭力、朝向成為亞洲衍生性商品交易中心的宏觀目標，大步前進。

CNFA

新營運環境對本國期貨商之衝擊

台証期貨總經理吳建華對新制度之剖析與建言

撰文：Belle

隨著國內期貨市場十週年的新紀元，期貨商從華路藍縷、慘澹經營，到近幾年業已開花結果，迭有斬獲，甚至有經營績效卓越的公司，已獲得資本市場肯定，登櫃掛牌交易。期貨業成為獲利可期的金融業的一份子，開始以穩健財務，展現吸納人才、穩定市場風險，以及提升為交易人服務之能力。

同樣地，台灣期貨交易量也迅速成長，躋身全球期貨交易所前二十強之林。我國期貨市場的發展，勢必要朝向與國際接軌的目標前進，期貨商也必須面對市場國際化時所帶來的機會與挑戰。在國際化的目標下，從主管機關的角度看來，期交所要不斷的從研發新商品，以及革新制度著手，隨著決策者政策落實，期貨市場的環境勢必有重大改變。而期貨市場重要的要角——期貨商，也必須面對新環境的營運衝擊。台証期貨總經理吳建華提出了他個人的看法，他說：「這篇專訪，只是個人的淺見，希望達到拋磚引玉之效，並供同業及決策者參酌。」

期貨商營運結構轉型三部曲

吳建華提到，期貨商的營運迄今，可分成三個階段。1998年以前為第一階段的潛藏期，當時的期貨商只能經營國外期貨商品，大部分從業人員日夜顛倒、戰戰兢兢，以國外專業知識服務客戶，業務人員依循國際FCM委任契約慣例，掌握較高的手續費價格、交易建議與代沖銷金管控權，惟普及度不足，無法使公司明顯獲利。

1998-2005年為第二階段的成長期，在早期，台灣期貨交易所與新加坡交易所競爭之下，國人開始積極加入台指期貨交易，當時又推出台指選擇權及造市者制度，時值網路電子交易盛行，更加推波助瀾，使各家期貨經紀與自營業務百花齊放，期貨商隨著市場擴大，盈餘益形增長；期貨商一方面積極投



資，一方面卻加速同質化競爭，演變成交易人主導的買方市場，經紀手續費收入也進入削價競賽。在幾次市場大震盪後，開始出現客戶糾紛及營運舞弊事件，實多與風險管理政策瑕疵有關。

2006年以後進入了成熟期，由於手續費價格持續下降，各家期貨商開始著眼於經紀手續費、自營操作、保證金利息三項收入並重的營運發展政策，這三項財務收入也是期貨商賴以穩健經營，且共同承擔全體市場風險的基石。

新制度之施行 應考慮業者能否承受

吳建華對於近期因應外資法人機構之要求，期交所擬推出三項與國際接軌的保證金制度「外資法人各外幣保證金抵繳」（已實施）、「有價證券抵繳保證金」、「整戶保證金SPAN制度」，他憂心的說到，這些制度一旦施行，將牽動期貨商的經營環境，本土期貨商也立即面對變革帶來的營運衝擊。但是在現況條件下，相關決策單位是否已經完整評估，此一衝擊的規模及其利弊得失？國內期貨商是否已經成熟到足以承受此一撞擊？他建議，在此一衝擊的配套鬆綁措施未完成前，是否為減少對期貨商的衝擊過大，而可分階段調整？

他以期貨業者的角度，提出幾項建議，他說：「主管機關推動國際化政策目標時，是否亦應儘可能同時考量（A）期貨交易所的市場規模成長條件，（B）期貨商有利的營收條件，（C）對期貨交易人有利的國際標準條件。畢竟，一項制度的推行，應對期貨商、期交所或整個期貨產業有利，而應避免對特定交易人有利。」

新保證金制度將正面衝擊市場基石

吳建華認為，在期貨交易法下，預收保證金制度（Pre Margin），實際上是創造期貨市場台灣經驗的最重要關鍵。由於有了預收現金保證金制度，讓期貨商有緩衝期，一路從步履蹣跚到學習風險管理及業務推廣，迄今使得穩健成長。在期貨從業人員的努力教育之下，也逐漸從現貨市場開發出新的期貨交易人，習慣於穩健運用衍生性商品槓桿交易的特性。他說，從期交所提供數據顯示，市場整體超額保證金存量與原始保證金約3：1，可見這確實是台灣整體期貨市場風險超額準備的安全基石；也是期貨結算會員從成長期到成熟期，最穩健的風險管理收益之一。而以下幾項新制度勢必會改變過去穩定財務風險準備的水源；至於期交所積極改良保證金制度，期待創造出新增交易量動能的迷思，亦有待進一步商榷與驗證。他逐一陳述幾項新政策的利弊得失，希望提供給大家參考。

一、「外幣大風吹—外資法人六大外幣抵繳保證金」

由於中央銀行規定，外資法人交易台灣期貨交易所商品時，必須外幣進，外幣出。日前期交所已經實施可以選擇國際各種重要外幣抵繳保證金。表面上看來，外資以外幣抵繳保證金來交易台幣計價的台指期貨與選擇權，並無可議之處。但是當國際外幣匯率及利息差變動幅度甚鉅時，外資選擇幣別抵繳將大幅削減期貨商的財務收益。舉例而言，外資法人以遠低於台幣利率的外幣抵繳保證金時，相當於向期貨商或期交所融通台幣當作保證金，期貨商不僅無法收取

外幣保證金利息差，間接也喪失台幣利息差的機會成本。從該制度實施以來月餘，外資後臺單位已經大量進行類似幣別轉換操作，已直接衝擊外資客戶交易比率較高的期貨商，卻無明顯助益於該類外資法人客戶的交易量。

二、「大戶遊戲—有價證券抵繳保證金」

目前期交所設計的方案有兩項，方案一：二階段法律關係一階段作業，方案二：二階段法律關係二階段作業。一般而言，除非客戶持有大量閒置有價證券，才會採用此一抵繳制度，故合理推斷，有價證券抵繳制多適用於實力雄厚的法人機構，而法人機構過去重視風險控管，扮演了前十大期貨商超過五成以上超額保證金風險準備的最大供應者，所以此制度可稱之為大戶遊戲。

由於有價證券具記名所有權，與現金無障礙流動不同，除非期貨商取得交易人同意書，得將其證券充抵做他人所需保證金，否則只能採方案一，從上到下皆採分戶管理，期貨商只扮演轉存期交所執行有價證券抵繳約50%結算保證金。而反觀期貨商，卻因為承作法人機構大戶的有價證券抵繳，同時間大量流失了超額保證金現金額度，可能連帶影響到一般客戶保證金專戶中，現金互相充抵的安全水位，進而衝擊期貨商及期交所超額保證金現金額度之財務收益。

三、「風控黑箱—整戶SPAN保證金」

相較於上述法人機構較為適用的外幣抵繳制及有價證券抵繳制，整戶風險SPAN保證金制若推行到最終個別交易

人，對於期貨商處理客戶追繳的糾紛風險，無疑就像是被打開來的潘朵拉盒子，可能將是一場噩夢。其間的原因包含了SPAN模組運作風險、追繳作業風險、客戶認知風險、法規施行風險等。

1.SPAN模組運作風險：由於目前規劃的SPAN模組，智慧財產專屬於CME所提供。其採用複雜程式及每日變動參數演算，如果全體市場共用相同SPAN模組，應該特別講究所有期貨商，必須像期交所的終端機一樣同步標準演算。然而目前運作規劃，各期貨商應依據各家不同的資訊系統廠商自行投資開發，在中、後臺系統寫入SPAN模組，再與期交所SPAN系統比對測試。未來中、後臺資訊系統裡的SPAN模組的計算，正確與否，需由期貨商自行負責。以目前原始保證金、結算保證金尚可依固定金額，以人工計算備援，倘若爾後資訊廠商後續維護時，萬一無法100%保證各家SPAN運作與期交所計算具同步正確性，SPAN制度很難用人工計算出結論，勢必衍生出建立第二套模組備援，或只能在數學黑箱中摸黑風控的危機。

2.追繳作業風險：依據現行保證金制度，期交所會事先公告金額，有所調整時亦採事先公告方式，讓期貨商風控及業務人員有通知客戶適應的時間。未來採行SPAN制度時，一天有5次更新參數計算的時間點，而且風險係數將隨期貨及選擇權市價同時變

動。過去業務員可以輕鬆回答客戶，估算超額保證金、剩餘可交易口數、保證金維持率或追繳點位，然而，未來SPAN制度下，各期貨商風控人員很難用情境假設試算回答上述問題。更令人擔憂的是，代沖銷（砍倉）決策，以目前的方式，因為結算保證金為固定金額，屬於線性關係，易於人工計算，執行時大都先砍損失最多的部位，或是降低其口數。但施行SPAN之後以，以下列簡單部位為例，客戶持有部位如下：

契約	口數	沖銷後口數
CALL	+5	0~5
PUT	-3	0~3
FUTURES	-4	0~4

因SPAN無法線性判斷，若採取試誤法（Try Error），砍單方式共計（5+1）*（3+1）*（4+1）-1=119種。過去常用盤中砍倉原則，如保證金釋放較大之部位、市場流動性最佳部位、與交易人約定部位□，未來風控人員及業務員如何面對一般個別客戶，溝通其標準的緊急砍倉原則，將是期貨商及從業人員，如何因應風險管理技術突然跳躍性變革的最嚴厲挑戰。

3.客戶認知風險：SPAN制度在國外期貨商（FCM）、結算會員與期交所間早已施行有年，故施行對象多以期貨專業機構為對象，而對於一般交易人可採對客戶熟稔原則（Know Your Customer, KYC），根據客戶信用風險

程度不同，而施以選擇性調整所需保證金與風控政策。在國內實行SPAN，對於期貨自營商、法人投資機構、結算會員等，可能具有SPAN模組認知能力交易人，應該較無問題。但是對於一般個別自然人期貨交易人，是否認知SPAN演算原則？期貨從業人員面對客戶時，是否兼具SPAN即時演算結果的解釋與溝通能力？是否能事先情境估算SPAN演算預測？是否全市場SPAN計算運作標準完全一致？都是令人存疑及有待商榷之處。

4.法規施行風險：令期貨商處境更艱困的，應屬現行客戶追繳砍倉糾紛、法院判例或法令檢查，在SPAN施行後，無一不是之增加期貨商及從業人員風險。根據期貨商管理規則第49條以及93年11月1日期交所頒訂之有關期貨商及IB辦理追繳及代沖銷函令規定，盤中或盤後應得即時查詢，確實發出追繳通知期貨交易人並留存紀錄。由於施行SPAN後，客戶權益數低於維持保證金的狀態，將不若過去風險警示標準呈現線性固定關係而可估測。未來盤中警示跳動，或預估發生追繳通知的頻率有可能較難估算，期貨商及從業人員將承受更大量的通知作業及說明解釋時間，直接影響期貨商風控人員執行代客戶沖銷（砍倉）所需決策時間，埋下客戶與期貨商之間的權益糾紛的可能性。

SPAN在國際市場運行十幾年來，對於

國外結算所及期貨商，的確是一項普及、有效的風控工具。但是國內推行環境略有不同，根據我國法令規範，台灣期貨產業屬於正面表列高度管制性，也就是期交所到結算會員、到期貨商、到交易人，皆有明確條規須遵行準用；較不同於歐美國家的期貨市場，常建立在原則性管理及自律精神，而其產業風險管理兼俱上手總戶、客戶分戶的精神，以KYC原則去設定客戶適用風險控管標準。在國內這種由上至下一致性標準的法令環境下，除非市場規定對於SPAN建立具有數理公信力的一致性砍倉標準；否則欲以目前規範，貿然開放推行到一般交易人，影響所及，將衝擊期貨交易人、期貨從業人員、期貨商、期交所甚至主管機關，對於期貨交易盤中風險，因各自有不同程度上的認知差異，一般交易人將被導引到更複雜的市場風險、信用風險、作業風險及法律風險中，或許會引來一些與期貨商無謂的爭議糾紛等波瀾。是否驟然推行到一般交易人，亦同期貨商及從業人員驟然開始承攬新滋生糾紛風險，卻無配套保障措施，實在值得業者及主管機關考量。

法人機構關切的議題

「眾所週知，我國期貨及選擇權市場，法人機構（特別是期貨自營商及外資機構法人）是最大的參與者，政策目標欲健全且擴大台灣期貨市場，自然應該特別重視法人機



吳建華還是建議期交所，相關制度施行之前應通盤考量，避免期貨商及從業人員未蒙其利反受其害。

構參與我國期貨交易時所關切的議題。」吳建華如是說到。今年度，期交所配合主管機關的政策，全體同仁戮力研發，在推動新商品契約上市，以及前述保證金新制上的努力有目共睹。這些新制的目標，無非期待讓釋出的保證金，得以進一步提升市場交易動能，其用心良苦、立意甚佳。但吳建華還是建議期交所，相關制度施行之前應通盤考量，避免期貨商及從業人員未蒙其利反受其害。

他舉例說到，根據七月份數據，發現外資保證金大量轉存日幣，外資交易策略卻未見巨幅成長，外資法人機構保證金管理決策屬於後檯交割部門（Back Office）主管，而外資前台交易員（Trader）的操作額度與策略，不會輕易因保證金繳存方便性，或釋放保證金額度大小與否，而貿然改變。另外訪談國內法人機構或期貨自營商，甚至有對於前台交易員管制方式，內部仍採行較保守的

總毛額保證金管制原則（Gross Margin Limitation），以方便約制個別交易員。所以保證金新制對於法人機構當然是有利的制度，但是否能促使法人機構增加交易量則有待觀察。

吳總經理以他個人的觀察，提到國內外法人機構關切的優先議題，與國際競爭接軌有關者，最重要的首推「降低期交稅」，另外還有「Give Up制期貨經紀商」。他們目前想變革、改良的，則有「Pre Margin制」，各國際交易所持續強化資料格式傳輸、交易網絡連線及主機處理系統的「IT速差（Latency）超級競賽」；國內部份則包含「會計處理原則及財報表達問題」、非以避險目的交易期貨之「各法人機構之主管機關限制規範」等。

更重要的是，政府機關法規等對於證券投資vs. 期貨交易（從現行法律定義，期貨被限制運用「投資」字眼），即使未考量期貨交易運用風險管理的專業知識成份，兩者在各法人機構核准操作仍有極大歧視。近一步假設性推論，倘若每日Mark To Market的期貨全體市場都能順利推行SPAN，那表示全體期貨交易人的投資風險管理能力，已超越股票融資券交易、未上市股票買賣、可轉換債券、結構商品投資等等，國人及法人機構傳統被允許交易的有價證券投資。對於參與期貨基本定義差異對待，這也是國內法人機構欲投入期貨市場前最困擾的議題之一。

期貨商執行風險管理作業的現行困難

吳建華指出，期貨商面對營運環境的衝

擊，當然還包括困擾期貨業及從業人員已久的老問題：盤中及盤後追繳通知的實務執行問題。早期國外期貨交易法時代，遵循國外期貨委任契約精神，當期貨商在客戶保證金追繳未補足時，期貨商有權利但無義務得代為沖銷部位。但近年由於法律案例對於保護期貨交易人權益愈趨嚴謹，促使目前保證金追繳及代沖銷作業，皆必須恪遵前文提及之期貨商管理規則第49條，及93年11月日期交所有關期貨商及IB辦理追繳及代沖銷函令。簡言之，客戶低於維持保證金時，期貨商必須事先以電話通知為主，並留存證明紀錄，直接追繳通知到客戶端後方得以代為沖銷。隨著全期貨市場成長，法人戶達6,743戶、自然人開戶數更高達1,171,552戶，其中大多數自然人開戶交易，屬於證券端IB（期貨交易輔助人）的貢獻。

為數眾多的期貨客戶風險管理流程，無論從前端KYC、交易委託習慣、資金出入調度服務、即時聯繫客戶催繳能力到緊急代沖銷，在此目前日趨嚴峻的法律環境下，必須恪遵上述必要通知下，若仍未能與IB協同作戰、分工進行，作業責任仍集中期貨商，需逐一執行必要追繳通知後才能砍倉，不僅風險管理效率低落，且曝露期貨商於損失與糾紛風險中，實屬窒礙難行。期貨業者仍期待，隨著電子科技發達，期貨交易人交易習慣進步、市場規模戶數龐大，法規函令是否考量以配套措施，輔佐法律解釋，達到與時俱進之效。

同樣的，在上述目前責任分工未改善前，復驟然增加全面推行有價證券抵繳制，以及管理技術層次較高的SPAN制，期貨商

執行風險管理的困境將愈形險阻。

期貨商從業人員拓展電子業務的阻礙

期貨商面臨的新環境衝擊，還包括禁止業務員電子下單。對於這點，吳建華說，隨著電子網路交易愈趨普及，期貨客戶的需求一日千里，期貨商為滿足客戶需求，挹注市場成長，各業者的IT投資，持續投入，未嘗間斷。禁止業務員電子網路下單，雖然與過去案例有關，其來有自，看似有其必要性。然而隨著資訊科技世代的高速進步，當期貨商正努力拓展客戶電子網路先進的交易服務時，卻禁止業務員與客戶同步電子交易，導致客戶交易的服務盲點。這種對於無可阻擋的資訊世代趨勢所採取的管制，亦間接成為期貨商的阻礙。他建議，在釐定監管遊戲規則時，可能必須正視，如何在電子交易環境的潮流中，強化檢核防弊而非對抗禁止。

期貨商營運模式消長

近年由於境不斷的改變中，擠壓期貨商的生存競爭，更傾斜於經紀與自營之競爭。期貨商從業人員既屬於特許事業，在義務與權利平衡原則下，業者亦應享有部分設計特許制度的進入障礙所應享有的收益；否則好不容易成長脫困的產業，為履行政策目標而犧牲國內業者財務收益。吳建華憂心目前的生態環境變異太快，不僅可能促使優秀的期貨業者，或從業人員退出轉戰其他市場，最終亦未必是期貨市場結構或全體期貨交易人之福。他還是扼要建請：「分階段調整未來環境之衝擊，開放性檢討現實困難之管制」。



吳建華建請，分階段調整未來環境之衝擊，開放性檢討現實困難之管制。

創造機會的關鍵時刻

臺灣期貨市場與國際接軌的政策目標明確，身為產業一份子理應配合，努力適應與調整方向，創造商機。吳建華對於台灣期貨交易所，上自葉董事長、王總經理，下至所有同仁，全力配合政策推動研發新制，給予極高的評價。尤其對葉董事長，嚴格要求該公司同仁，深入研究上述可能問題，並對如何減低新制度對期貨業者之營運衝擊，念茲在茲，他也表達感佩之意。吳建華指出，近期葉董事長為了保證金新制，持續與業者溝通，交換意見，並提出配套建議，擬為期貨商爭取新種業務，以補償可預見的三項保證金新制，所造成的財務收益減損。當然，他也認同，在上述的環境衝擊下，也是期貨商另覓機會的關鍵時刻。

中肯建言 為業界盡棉薄之力

對於本國期貨商可能面對新經營環境的衝擊，期貨公會也帶領期貨業者集思廣義，群策群力，共思面對如何面對挑戰。吳建華提供幾點建議給主管機關及業者參酌：

- 1.對於「有價證券抵繳制」及「SPAN制」二項保證金新制，若全面實施，對於期貨商的財務收益減損，目前期貨公會業已邀請部份業者進行精算。各家業者結構雖然不同，但粗估超額保證金外幣流失50%、有價證券抵繳流失8-10%、期交所研究SPAN流失15-19%。這其間可估計的超額保證金息差流失，將立刻減損期貨公司財務收益三成以上。而新制是否能創造全體市場超過5%經紀業績成長？研議中的期貨商款項借貸業務，是否足以弭補此一缺口？都還是未知數。因此吳建華建議主管機關，應積極開放新種業務，改採負面表列投資交易限制，朝向「綜合大期貨商」發展。
- 2.二項新制立意良好，對專業投資機構交易，以及期貨市場與國際接軌有一定之助益。但是他建議是否改採分階段、逐步施行到結算會員、期貨自營商、專業投資機構等特定客戶，並可追蹤評估其施行效益。從而循序培育期貨商建立自律信用評量標準，鼓勵建立總戶、分戶管理精神後，再決策是否選擇推行到一般交易人。
- 3.與國際市場接軌，擴大期貨市場規模，健全期貨商營運，助益期貨交易人投入市場，最重要的前提仍是「降低期交稅」。提升交易量後，對國家期貨交稅收總額也可提升。這種攸關國家競爭力



吳建華建議主管機關，應積極開放新種業務，改採負面表列投資交易限制，導引業者朝向「綜合大期貨商」的發展。

可以“五贏”的政策，才更是需要第一優先全面投入推動之要務。

- 4.建議修訂沿用多年的期貨交易母法，以及相關法令規定，繼續檢視證券與期貨市場相關不對等管制條規。考量電子網路世代，科技生活精進，更需要有開放的原則性管理方式，以符合期貨交易人不斷進步的交易需求，才能提升期貨商及期交所更高附加價值的交易資訊服務，最終回歸期貨商自律風險管理及客戶權益維護。

吳建華說：「危機就是轉機，這次的專訪，僅是一個期貨人的心聲表達，或許是以管窺天之見，但仍希望以棉薄之力，對業界略有貢獻。畢竟我國期貨市場未來遠景之實現，仍有賴期貨業界頭角崢嶸之菁英，共創新猷。」

CNFA

從未來監理法令趨勢談期貨商業務發展

普華商務法律事務所蔡朝安律師演講摘要

撰文：賴育漣

“期貨交易法”是期貨業的母法，整體法規的架構及未來趨勢走向，左右期貨業的發展，為了讓期貨業界高層能夠更了解監理法令之趨勢，期貨公會於5月9日在所舉辦的「期貨業發展政策建言研討會」中，邀請普華商務法律事務所律師蔡朝安，針對監理法令發表專題演講，提供給期貨業界高層參考，做為未來經營管理之考量。

蔡朝安律師是金融法律專家，他剖析了期貨業的法律遵循、監理制度，以及期貨商應如何因應未來新金融監理架構下的各項規定，並以法律人的角度，做了深入淺出的說明。

業務開放腳步不同 期貨業僅能專注本業

儘管期貨業為特許行業，但是在法規架構下，其實有不少其他行業經主管機關公告後，就可進行衍生性商品操作。例如央行公告，外匯指定銀行之外匯保證金業務、第三人代為操作外匯保證金交易；主管機關從92年7月開放券商得經營結構型商品，以及其他衍生性金融商品。另外，金融機構營業處所也可經營多種外匯、利率商品的期貨交易。

蔡朝安律師表示，因為不少金融機構經營之衍生性商品業務，豁免交易的基礎為授權命令，不管是證券商或是銀行從事豁免交易，受到監管的強度只有行政命令層級的業務規範，但期貨交易業務本質應有的風險辨識、衡量與監控上，規範的強度均有不及，從功能性管理的立場來說，可能淪為監管的死角。

因此就衍生性商品業務而言，現行金融監理法令下，證券商、銀行及期貨商因業務開放程度不同，處於競爭失衡的狀況。尤其是店頭市場，券商可根據專業機構投資人及一般客戶的不同，分別採取「負面表列」、「正面表列」不同模式；銀行則完全採取負面表列；但期貨商的合法業務卻全部採用「正面表列」，店頭衍生性商品尚未開放期貨商承作，僅能專注於期貨交易本業。

近來發展趨勢 糾正失衡及鼓勵金融創新

從96年7月後至今年5月的監理發展，主要是朝向降低金融機構監因監理強度不同而導致競爭失衡的狀態，券商部分第一階段已於96年底實施，券商對於專業投資人提供衍生性商品採取負面表列；第二階段一旦券商風控得以與銀行相對應，及得进一步朝向全面性負面表列的方向，可以提供銀行所能提

供的商品。

期貨業則開放可進入投資管理的市場，如期貨全權委託及期貨信託業務開放；以及研議開放期貨業者進入OTC商品市場，期貨商可兼營槓桿交易合約及OTC衍生性商品業務等。

未來金融監理法令趨勢將有所轉向，蔡朝安透露，金融服務法草案在96年由金管會通過，現於行政院審議，在保留各業法的前提下，以金融商品銷售整合及一致性監理為原則，對於市場重大的意義是鼓勵金融創新，在業務上採取「負面表列」。金管會業已通過金融服務法草案，採取「金融商品銷售採取功能別監管」、「明定財富管理業務開放與管理」、「明確規範衍生性金融商品監理」、「明訂業者說明義務，保障消費者權益」等五大原則，目前正在行政院審議中。

蔡朝安認為，我國金融監理短時間內無法全面複製英國Financial Service and Market Act (FSMA) 功能性整合，但是中長期應可期待。而金融商品逐步開放的前提不變，及其相對應不同業別服務提供者內部風險控管，及商品銷售行為的監理後續可能漸趨一致，對期貨商來說，新業務開放，也應將相對應業務的監理與銀行業或是券商的程度逐步拉齊。

新金融監理框架下 期貨商品掌握度是勝負關鍵

蔡朝安表示，以前分業立法，主要以保護弱小的產業為主，但是未來以整合法為方

向下，保護傘被掀開，金融行業跨業兼營下，雖然在現行法規下，目前銀行業者、券商或銀行業甚至信託業可跨足到期貨商品，但是對於在期貨商品上，他們並不一定能贏過期貨商，因此未來商品的掌握度將成為勝負的關鍵，期貨商能夠站穩自己的商品線，市場開放並不悲觀。

未來期貨商有不少新事業即將開放，例如槓桿交易合約業務開放，目前主管機關對於開放此業務樂觀其成，但必須先將監管層面的子法完成。目前監管的法制中，因為他業業者可兼營期貨業務，期貨業者與之競爭，但競爭的遊戲規則不盡相同，未來如何統整公平遊戲平台，成為後續重要的監管議題。

另外，OTC亦是期貨商未來發展的重點市場，蔡朝安認為，現階段我國法制對於OTC商品的監督管理，幾乎可說是「真空」，僅有規範密度相當低的行政命令作為監管基礎，實務操作只有依賴與客戶簽訂ISDA (International Swaps and Derivatives Association)。但是OTC商品相當複雜，投資者其實很難深入了解商品設計，因此呈現資訊不對稱的情形，加上有流動性的疑慮，因此蔡朝安說，對業者的規範不應區分業者的屬性，而應以投資者目的的保護導向為監管。

在全球打破國界藩籬下，未來跨國金融商品將成為新趨勢，開放之餘，蔡朝安表示，如何克服法規套利 (regulation arbitrage)，以及有效的跨國監理，勢必成為主管機關擺盪在開放與禁止之間的難題。

CNFA

期貨論壇

「期貨基金之操作與風險管理」

報導

- 期貨信託事業開放後，“期貨基金”勢必成為未來期貨業的主流商品之一。為了解國際間期貨基金發展的歷程、現況與未來趨勢，本會特邀請瑞士3A SA基金公司來台，合作舉辦了2008年「期貨基金之操作與風險管理」論壇，希望透過該公司豐富的經驗與專業，為國內業者提供期貨基金操作及管理方式的參考。
- 這次論壇在4月9～10日兩天下午，假政大公企中心國際會議廳舉辦，吸引業界近兩百位從業人員參加，充分顯現業者對期貨基金的高度興趣。



期貨商品的明日之星—期貨基金

「期貨基金之操作與風險管理」論壇內容摘要

撰文：張祥麟

隨著台灣衍生性金融市場的持續發展，“期貨基金”將是期貨商品中的明日之星。公會特地邀請瑞士3A SA公司風險管理部主管（CRO, Chief Risk Officer）Mr.Michaël Malquarti，來台舉辦2008年期貨論壇（一）－「期貨基金之操作與風險管理」講座，並摘錄兩天演講內容之精華於後。

壹、股票類避險基金大幅興起

在1990年代至2007間，避險基金的發展過程中，基金的策略配置出現了相當大的變化，主要是“股票類避險基金”的興起，大幅取代了其它類基金的占有率。其占有率自1990年的5.28%，提升至2007年的36.44%。雖然占有率大幅提升，但是存活率卻不高，58.27%的避險基金在五年以內退出市場。

由上述的數據顯示可知，避險基金及期貨基金近年來鋒頭正健，但卻不代表投資人皆能長期獲利。其挑戰在於，如何在此類基金短暫的生存期中，挑選能夠獲利的標的。

對於基金迷思的見解與辯證

Mr.Michaël Malquarti就投資人對於避險基金及期貨基金等此類商品的一些迷思，提出他個人的見解和辯證。

1.透明度不足v.s策略間的相關性

Mr.Michaël Malquarti 認為，透明程度主要取決於基金經理人。每個基金經理人對於



Mr.Michaël Malquarti

所應揭露的訊息要求不同，通常他們都願意揭露足夠的訊息，提供給投資人做分析和決策。畢竟羊毛出在羊身上，若訊息揭露不足，投資人也不敢貿然投入資金。一般投資人往往在基金經理人的各項資產策略配置上著墨，但卻忽略了各項策略間的相關性。也就是說，對於基金經理人旗下資產配置縱向的了解，並不代表橫向間的關係。

在歐美國家，專業的投資機構常常會實地訪察基金經理人，藉此了解基金經理人的

- 兩天的論壇中，第一天的內容，從期貨基金的發展歷程、現況、績效開始，並就全球宏觀、管理期貨、股票多空、事件導向、股市中性、信用操作、可轉債套利、固定收益等不同的期貨基金交易策略；以及如何挑選期貨基金、如何做好投資組合的管理，均有深入及扼要的說明。
- 第二天的主題，著重在期貨基金的風險控管。從期貨基金經營上的問題，以經營不善的突發事件做案例，並從流動性風險、交易對象風險做分析，對於期貨基金的量化工具優劣點與限制，都有極為詳細的解說。
- 整個論壇的內容，本刊摘錄其中精華，並對主講人進行專訪，希望透過他個人豐富的經驗，提供給所有從業人員做為日後期貨基金操作與管理之參考。

人格特質和投資風格，這樣的作法，對基金的透明度有正面的幫助。

2. 風險v.s媒體

各種避險基金間的風險和報酬特性是完全不同的。然而，一些避險基金偶發的特殊事件，經由媒體過度渲染的報導，常常導致投資人的恐慌。也就是說，投資人未必能夠了解實際狀況，往往卻受到媒體或其他訊息的影響產生了以偏概全的觀念。其實，就整個避險基金產業來說，嚴重的破產失敗比例相當的低，以實際數據來看，其風險報酬比甚至低於S&P500指數。

3. 費用v.s報酬

根據近期的研究來看（Ross M. Miller, 2007, Measuring the True Cost of Active Management by Mutual Funds, Journal of Investment Management），和一般共同基金相比，避險基金的費用，相對是較便宜的。在考慮絕對報酬下，避險基金的費用也不似一般投資人想像的高。Mr.Michaël Malquarti建議，投資人不應該單就費用的高低做判斷，而是應該思考，付費的目的及付費後應得的報酬。引用中國人的觀念，他提醒投資人，一分錢一分貨，買基金要考慮的是相對的價值和價格比，而非絕對價格。

4. 長期報酬應為正數

Mr.Michaël Malquarti指出，基金的短期（月）報酬是可以是負的。一般來說，基金會因市場的急遽反轉而承受損失，若是在一個長期的熊市裡，基金經理人也會較為保守，保留手中可投資的資產，這就牽涉到其

投資策略的設定為何。但是長期來說，基金的報酬應為正的。因此，投資人不應以基金短期（月）的絕對報酬來看待其絕對報酬，而是應以長期的表現做決定。

5. 避險基金v.s傳統基金

兩者有無相關，要視其所選擇的策略與大環境而定。並不是說，在同一時期裡，傳統基金報酬高，避險基金報酬就低，或反之。以之前股票在長期的牛市時，避險基金經理人也會增加在股票市場風險暴露程度，當然和股市的關聯性就高，但並不能以此做為避險基金和傳統基金報酬相關性的證據。避險基金經理人會根據其對市場的看法，決定某段期間，在證券市場的暴露程度。長期而言，一般避險基金經理人所追求的是旗下投資資產的非相關性報酬，也就是在充份分散風險下的報酬。

6. 避險基金的績效表現

績效表現的不同，要視其策略和策略間的權重在大環境的變化下而定，避險基金的表現在近三年來並沒有明顯下降的趨勢；投資人應注意的是除了現金以外的風險溢酬，和避險基金在大環境不同下的資產配置情況。

貳、期貨基金的兩大策略

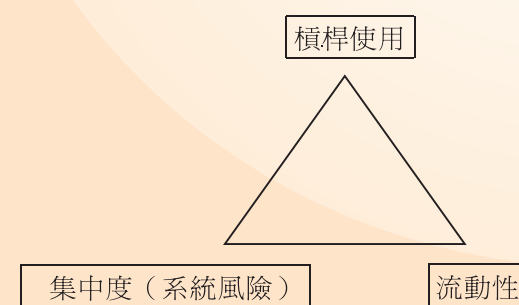
市場上並沒有一個標準的基金交易策略的分類方法，主要是因為基金產業變化性相當大，隨著時間的變化，隨時都有舊的策略淘汰，新的策略加入。基金的投資型態也不同，而且每個投資人或是指標的提供者，都有自己的一套分類方式，以下就以市場一般

的分類作為探討的重點。

1. 非方向性的策略

其主要的獲利目標就在於相關或非相關證券間的價差套利，市場方向（牛市或熊市）的改變，對此策略的衝擊較小。這種策略通常被稱為套利策略，值得注意的是，單純的無風險超額報酬機會，在科技進步之下，幾乎已經不存在了。目前的套利策略都必須留意系統風險、流動性風險和槓桿風險。簡單來說，每次套利獲利的報酬百分比比較低。為追求套利利潤極大化，基金經理人通常會將財務槓桿拉高集中投資；另一方面，會有套利的空間，多半是因為流動性不佳而使得市場出現價差，因此當市場面臨異常事件的系統性風險衝擊時，此策略往往會承受重大的損失，等到價格收斂之後，基金往往早已不堪虧損而退場或破產。LTCM（長期資產管理基金）即是慘痛的教訓之一。

對此，Mr.Michaël Malquarti提到了危險三角形的概念，如下圖：



他指出，若基金中出現一種以上的風險結合時，就不應投資該標的。

2. 方向性的策略

是藉由有價證券價值低估或是高估的變動所進行的投資獲利。其市場方向（牛市或熊市）改變的波動性，往往是重要的關鍵。但是，水能載舟亦能覆舟，市場方向的變化相當快且難以預測，巨幅的變動，常導致基金的重大損失，美國次級房貸事件，即是此策略的最大考驗。

參、如何選擇避險基金？

避險基金的市場有多大，目前並沒有人能給出一個完整的答案，而就目前的研究（Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence”）看來，市場上只有3%的避險基金是有重疊性的，大多數的避險基金涵蓋範圍是不同的。所以在尋找投資標的時，除了可由避險基金的資料庫中尋找之外，Mr.Michaël Malquarti也提供了自身對基金投資選擇時，實務上的應用原則，以避免一些資料庫所造成的偏差。

1. 了解投資標的

A. 對經理人的了解

Mr.Michaël Malquarti相當注重和經理人的交流。他認為不能只和行銷人員溝通，更要和經理人溝通，藉由雙方的交流，不但可以得到第一手的資訊，也可以看到書面報告上所看不到東西。藉此也可以更了解經理人的優勢在哪？其應用的策略為何？和其它相類似的基金有哪些不同？有哪些技術面上的才能或獨特的經驗？像是特殊的科技軟體應用

或統計方法等。畢竟，在資訊不對稱的情況下，除了基金經理人之外，沒有人更了解他旗下的基金性質。

B.長期報酬的穩定度

基金在市場循環的考驗下，其表現是否穩定？在不同市場環境下，其投資機會增減情況為何？

C.經理人的績效是否與收費成正比

基金這個產業主要是由人主導的，在選擇時當然要把“人的誘因”考量進去；像是費用結構、專業承諾等。舉例來說，一般基金管理費都在1%~2%之間，也有3%~4%高管理費的，經理人的獎金，主要是來自於基金的績效表現，若其已經賺飽了，是否還會努力的去達成其專業上的承諾？這點投資人必須要考量，其績效表現是否符合其收費標準。

D.其它重要評估要點

除了上述要點外，其他像是基金投資流程的架構，以及未來投資策略的走向，資產和債務的流動性是否配合？是否有以短期資金支應長期債務的現象？財務槓桿的使用情況，資產投資的集中度和部位大小（產品上或地域上）等，也都是投資人需要了解的重點。

2.營運上的善良管理義務

在基金的日常管理上，投資人要注意的是，營運上應避免詐欺，或是績效解讀上的誤導，也要避免交易錯誤等問題造成對基金績效上的衝擊，以及基金對突發事故的應變能力。例如：基金經理人出現失能或是死亡

等意外事件、對合約條款的說明，特別是針對費用和流動性的解釋是否清楚。

Mr. Michaël Malquarti指出，避險基金本來就沒有一定的營運標準，過去那種條列式的查核方式並不適用，但是他主張，可以使用主題式的查核，針對投資人所設定的主題，對基金營運管理作調查。

3.透明度

Mr. Michaël Malquarti認為，基金的完全透明是不必要也是不可能的，因為透明度主要取決於基金經理人及其策略，過度的透明有時也會對基金造成風險。舉例來說，對於小型股的投資，常會受到一些特殊的消息或事件所影響，例如併購，若完全透明，反而會喪失投資機會。對於透明度，Mr.Michaël Malquarti要求的是，基金的策略和投資流程、報酬的來源、風險所在，以及對於錯誤發生時處理能力。也正如之前所提到的，透明度是和基金經理人之間的熟識程度成正比，因此和經理人交流是絕對必要的。

4.背景調查

Mr. Michaël Malquarti建議，可以從基金經理人過去的同事、主管、經紀人，甚至是競爭者的口中，了解經理人的過去表現及其旗下基金的績效成果。

5.監控

基金的策略和性質，會因應市場環境的不同而時時改變的，絕非做了決策後就等著看結果，而是要持續的監控和追蹤。Mr.Michaël Malquarti建議，在對基金監控時，要注意以下幾點：

A.投資型態的轉變—像是股債持有比例的變動，其變動的原因為何？是否對未來有不同的看法？

B.負面事件對企業造成的風險—若經理人出現重大虧損事件，對企業會不會造成重大的衝擊？公司有什麼後續處理的對策？

C.關鍵人物的變動—公司經理人或重要人物離開的原因為何？為何會在此時離開？繼任人選能否勝任？

D.經理人的人生觀—經理人賺大錢後，對平常事物的看法不同了，對後續投資的績效會造成的影響？

E.績效表現不良的趨勢—為什麼會有較長期的不良表現？未來是否有機會改變？

F.營運特性改變

針對這些監控的重點，Mr. Michaël Malquarti認為，可以透過和經理人的時常往來、業界中所經營的人脈、量化的研究方法，以及媒體報導，得到較全面的了解。

在基金經營狀況不良的情形下，每個人都會想儘快贖回基金，但是贖回的過程，往往是漫長與昂貴的。因此，防患未然遠勝於亡羊補牢。

肆、投資組合管理

所有的基金通常被認為是相同的，但是它們會因策略的不同，而有不同的報酬、不同的風險；甚至在相同策略下，也會出現不同的情況。事實上，並沒有一個清楚定義的

標準，去衡量避險基金和其所形成的投資組合。傳統投資組合管理的方法，並不適用於避險基金的投資組合管理。

首先，必須了解“流動性”是投資組合管理的重要限制因素。“想法”轉換為戰術上的實際行動往往需要一段時間，平衡投資組合的流動性，以及提供投資人所需要的流動性是絕對必要的。在面臨壓力之下，投資組合管理人必需同時面對投資人的贖回和平衡投資組合的風險。因此，基金的投資組合管理必須要從中長期的角度來看；另一方面，也要事先預測投資人的決定來評估未來的現金流量。

其次，投資組合內的策略配置，必須兼具策略面（長期）和戰術面（短期）的需要。在目前大環境的條件和流動性的限制下，哪些策略可以達到長期獲利的要求？若大環境不如預期，哪些策略可以達到避險的效果？哪些策略的報酬和風險比是符合投資人所要求的？因此，在建構投資組合時，從經濟基本面及基金經理人等基礎開始是較合適的。

再者，投資組合的風險控管，在消除所有個別風險後，必須決定願意承受多大的系統風險，以及找出最適合的風險水準。接下來就是投資部位的持有考量。舉例來說，該部位對整體組合的風險和報酬貢獻度，部位集中度所隱含的風險等。雖然，這些都可以用量化的工具計算出來，但了解風險來源的質性思考也是絕對必要的。

最後，在完成投資組合的建構之後，應該決定是否要規避部份或是全部的系統風險？因為受到流動性的限制，投資組合可能



無法應對短期的市場反向表現（911或戰爭）。而在避險工具上，除了利用期貨和選擇權來作對稱和非對稱的避險之外，也可以利用針對性的結構性商品來避險。

然而，也有許多理由是不支持避險的，Mr. Michaël Malquarti提供大家一個不同思考方向。

1.理性層面：避險是否為經理人所應扮演的角色？優秀的經理人應有能力在困難情況下管理自己的投資組合，若市場環境有利，投資人也許不樂見投資組合的績效，受到避險部位的抵減。

2.實務層面：避險策略能否確實出現效果？基金經理人可以快速改變市場暴露部位的話，避險策略的效果可能有限；市場情況難以評估，避險策略也不一定跟得上市場變化；即便總體市場的研究正確，但避險

策略執行的時機選擇卻無法完全預知，避險策略也可能會損害投資組合的表現。

3.成本考量：避險的成本值得嗎？

Mr. Michaël Malquarti建議，可以儘量分散投資組合中的配置達到風險降低的效果，畢竟基金的範疇夠大，足以建置一個符合風險要求的投資組合。

伍、營運管理議題

1.何謂營運風險

營運風險可以定義為“沒有報酬的風險”。也就是說這種風險是不會有任何形式的報酬作為補償的。但營運風險所導致錯誤，卻足以造成基金的重大意外損失。仔細探討，基金的失敗並不會單純因為營運上的問題，但不良的營運管理，卻會加重外部重大事件對基金的衝擊。就統計數據來看，基金的失敗，有50%是來自營運風險，投資風險卻只有38%。良好的營運管理雖不能完全消除其風險，但卻有助於降低對基金的衝擊。

2.營運標準的差異

基金並沒有一個有形的營運標準，有可能因為公司的年限、投資的資產、投資的策略、投資人的形態，甚至公司所在地的文化而有不同。舉例來說，歐洲的基金，在淨值定價方面就比較嚴謹。所以，過去那種條列式的管理規則並不適用，之前所提到的主題式營運管理可能較為適用。投資組合中，每個基金都有獨立的營運管理方法。另外，在實務上也有一些機關可以作

為外部的監督機構，像是AIMA, HFSB等。

3.公司內部管理

在法規監督之下，基金有必要登記及接受稽核的責任；也必須要有所有權、繼承權的計劃，以避免出現基金管理出現斷層等問題

4.流程及系統

需要建立一個權責分立的投資流程。研究、操作及出納都需要分工，避免缺乏區隔，出現營運錯誤。在交易系統上，需要準備後備的支援系統，以支持系統的完善，保持資訊流的暢通，隨時提供足夠的透明度給投資人作決策。

5.流動性

基金贖回產生的流動性問題，在營運上，通常是相當複雜的。主要是和贖回的頻率（每季或每月）、通知期、閉鎖期等有關。重點在於，基金贖回必須和資產流動性相配合，而且資產流動性應儘量避免和財務槓桿風險相結合。

6.交易對手

應注意和日常營運相關的交易對手，是否誠信可靠？行政管理人有時也有責任獨立清算淨值，並發放年度財務報表給投資人，如果出現詐欺不實，將會造成基金營運的嚴重問題。（在明確的計價政策下，也可以由基金經理人清算淨值。）

7.其它營運問題

基金營運上除了有能力擴張規模之外，也要有注意績效的表現。如何保留良好的人

力資源，甚至是災難後的復原計畫和保險問題等，都是在營運上要注意的重點。

陸、量化工具的應用問題

1.量化工具的優缺點

量化工具優點在於，提供一個比較客觀的資訊、理性和系統化的方法，以及運用數個變數來描述複雜動態環境的能力。但是缺點在於量化方法也可能會導致錯誤的決定。例如：統計技巧可以操弄出假結果、只能依賴少部份可用的數據、沒有考慮到質性的構面等等，因此可能會被非專家誤用。而就避險基金來說，量化工具的使用限制就更多了，因為避險基金的歷史並不長，樣本數相對較少，而且易受到錯誤的直覺影響。更重要的是，避險基金統計的結果可能並非常態分配，甚至可能是極端偏斜。

所以，在應用量化工具時，要注意不要野心太大，去作不切實際量化分析，更不可去模仿一些傳統基金的模式，來對避險基金作分析。

2.適用的量化工具

在非對稱的偏態分布下，避險基金表現的好壞常受到極端值的干擾、連續月份的關連性、也常受到流動性不佳及難以計價資產影響。所以避險基金風險的評估需要更複雜的量化工具。

Mr. Michaël Malquarti提到幾個方法：

A.Cornish-Fisher Value-at-Risk



3A SA公司執行董事Mr.Brian Macdougall專程來台，一起參與本次論壇，他對台灣期貨市場有深入的了解，並以一個外國期貨專家的角度，提出對臺灣期貨市場發展的建議。他認為，以臺灣證券市場的蓬勃度來看，臺灣的投資人絕非保守型，只要加強宣導，讓投資人了解透過期貨商品的組合交易，可以降低股票投資組合變動的風險，對於台灣期貨市場的發展有絕對的助益。

除了平均數和標準差之外，此法也考慮到了偏態（asymmetry）和峰態（fat tails）的問題。但此法主要是以接近常態分布作為假設，也不建議用於超過95%的信心水準，而且資料樣本較少時，其預測結果也較差，在使用上應特別注意。

B.Omega

此法利用一個設定的門檻，將基金的報酬分為好、壞二個子集合，不需要先預測分布類型。此法優於夏普指數，因為可以根據一個特別的目標來排列基金和組合的順序，但是此法受限於根據過去預測未來，且需要大量的資料。

C.Stutzer Index

此法不需要分布類型上的假設即可進行，也有將不利情況的風險納入考量，然而在常態分布之下，此標準就等同於

夏普指標，但仍是以前期的資料為主。

除此之外，還有很多其它不同的量化方法，但須注意的是，有些風險不必然和報酬相關，像是匯率風險，起伏無法預測，也不可能永遠持有，因此在估計上要特別注意。

柒、結論

Mr. Michaël Malquarti認為避險基金是一個有趣且充滿挑戰的產業，而其特色為，避險基金間差異性極大，非常的動態，且常出現結構性的改變。目前理論上對它的了解仍有限，未來仍需要學界和實務界的持續研究。業界裡，並沒有一個簡單的標準方法去管理避險基金的投資組合，每個經理人或投資者，都應擁有屬於自己的一套模式來進行避險基金的投資。

CNFA

講師介紹：

Mr.Michaël Malquarti

3A SA 基金公司

風險管理部主管

(CRO, Chief Risk Officer)



- Mr.Michaël Malquarti 自瑞士日內瓦大學數學物理系畢業後，即前往英國Sussex大學深造，獲得天文學博士學位。持續於宇宙學領域中進行更深入的研究，並將其在天文物理、宇宙觀察所得之資料，與現象學之模型做一連結，同時也在不同的學校機構擔任數學與物理學之講師。
- Mr.Michaël Malquarti於2005年加入3A SA公司，發展出一套質化與量化的工具，將組合式基金之內部風險進行管理。目前擔任該集團風險控管部門之主管，對於基金之產業有相當之經驗，其主要工作包括：各項操作策略之研究、挑選與過濾避險基金、避險基金之投資組合管理、避險基金之風險控制、量化質化分析工具之運用等相關範圍，均有其獨特之專業經驗。
- 如何從一個天文博士轉換跑到成為避險基金的專家，從下面的專訪，或可一窺究竟。

3A SA公司論壇主講人Mr.Michaël Malquarti專訪紀錄

1.您在大學時是主修物理和數學，且擁有天文學博士的學位，但是天文學和避險基金是二種完全不同的領域，是什麼理由讓您進入了避險基金這一行？

Mr.Michaël Malquarti：

避險基金之所以吸引我，就在於它結合了智慧挑戰和極度動態的特性。我的研究領域為理論性的天文學，雖然這兩個領域看似差異很多，但是他們卻呈現類似的特徵。首先，避險基金和天文學皆是非常新的研究領域，所以有很多機會可以發展出新的研究工具，以及提供更完整的見解。此外，這兩個領域的資訊都是相對稀少，從量化的觀點來看，都非常具有挑戰性。所以，我的博士研究領域和我現在工作的差別並不算大。

2.您在進入避險基金這些年來，有哪些大事件，特別令您難忘的？

Mr.Michaël Malquarti：

從風險管理的論點來看，類似911、美國次級房貸等特殊的極端事件是非常有趣的。首先，它們都是非常好的實例，可以解釋那些情況可能會造成的錯誤後果；同時他們也提供珍貴的要件，架構我們風險管理的流程。其次，這些極端的事件允許我們在現實生活中，去測試我們風險管理的工具，讓我們過濾出優良或平庸的經理人。

3.根據您個人的經驗，您對避險基金的未來有哪些看法？

Mr.Michaël Malquarti：

對未來期貨市場做預測是非常困難的，而且我不想成為算命師。但是，明顯可以看出，避險基金這個產業目前仍在成長中，全球越來越多的投資者正在考慮投資不同的基金。這個產業所面臨的挑戰，在於如何吸收這些資金。從投資者的觀點來看，最重要的就是如何由眾多的新發行的基金中，挑選出最有能力的基金經理人。此外，避險基金投資群的改變，從HNWIs到一般機構及主管機關的逐漸重視，可能導致越來越多的限制和標準；不過，我們希望不會像傳統的基金產業一樣，變成一個過度僵化的投資環境。

4.當結構性改變發生時，您要如何發現並作出應有的回應呢？例如像大宗物資價格開始上漲時，避險基金經理人要如何為他們的投資組合作出判斷？他們要如何知道那是暫時性的上漲或是長期的？

3A SA公司論壇主講人Mr.Michaël Malquarti專訪紀錄

Mr.Michaël Malquarti：

我所提及結構性改變是由基金的成長，避險基金產業的制度化所引發的。就這點而言，身為一個投資者，重要的是在於分辨出哪些經理人可以適應這種改變？而哪些經理人的策略及投資程序是過時的。關於某些特別市場的變革，基金的基金經理人的角色不是去預測市場的變化，而是去找出哪些經理人可以展現專業在他們特別的策略上；清楚的定位自己投資組合，才是避險基金經理人的角色。然而，在既定的現況和預期的未來市場情況之下，我們的確需要去了解，哪些策略是最有效率的。

5.受到美國次級房貸影響，許多避險基金紛紛破產，對於未來避險基金的發展會有什麼衝擊？

Mr.Michaël Malquarti：

媒體通常都是報憂不報喜的，而且對於避險基金產業常給予許多偏頗的觀點。由次級房貸所引發金融市場動盪，對許多避險基金或是基金經理人來說，都是一種極大的挑戰。然而，有些避險基金卻準確的預期到這個危機，並設法創造出非常高的報酬。其實，次貸危機和其他的危機一樣，幫助我們去辨識出哪些經理人有健全風險管理；同時，目前的次貸危機也點出了，在過去有些經理人因承受不當的風險（流動性風險加上高財務槓桿），創造出高額利潤來滿足投資人，現在這些基金經理人須為本身未作到的良善管理責任而付出代價。因此，我認為次貸風暴，反而是提供投資人一個新領悟的正面效果。

6.避險基金的連續倒閉，是否會對基金式基金造成嚴重的損失？

Mr.Michaël Malquarti：

同樣地，這要視基金的基金屬性而定，優良多元化的投資組合並不會受到危機的嚴重衝擊，且基金的破產並不多見。很明顯的，這個危機的擴散已經影響到所有資產組合的績效。然而，在這個艱鉅的時刻，平均而言，避險基金依然能夠維持原資產的水準。我想闡述的是，投資基金的基金，其中最好的好處之一，是可以降低特殊性質的風險，例如：宣告破產。

7.在您的演講中提到流動性的問題，以您看，近來避險基金的連續倒閉，是否會導致流動性不佳的問題？

Mr.Michaël Malquarti：

第七期台灣期貨衍生品商品學刊 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。

■ 第七期出刊及徵稿日期：

出刊日期：2008年12月31日

截稿日期：2008年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>



中華民國期貨業商業同業公會

寶來曼氏期貨6023，台灣首家上櫃期貨公司

不畏市場多空，專注另類投資及24hr掌握全球6大商品趨勢，是您金融投資組合中最佳核心標的！



寶來曼氏期貨3大投資特色

① 股東陣容、專業第一

創立於1997年的寶來曼氏期貨，股東陣容包含台灣創新理財領導品牌—寶來金融集團與全球最具規模期貨公司—明富環球集團，藉由全球資源串連、強大的通路及資訊科技的整合優勢，堅強的經營實力，成為台灣首家掛牌的專業期貨公司及居亞洲華人期貨市場龍頭，值得全球投資人信賴！

② 多元平台、創新第一

結合寶來金融集團財務工程技術，寶來曼氏期貨在平台創新研發能力領先業界，推出電子期貨下單系統，並針對不同投資族群需求，提供最適化的電子交易平台，不僅提供全球投資人多元化的平台選擇及交易保障，在多國內外多項期權交易商品的市佔亦居領先。

③ 業務均衡、獲利第一

國內業務、國外業務、自營業務與保證金水準等均衡發展，透過業務均衡發展，達到分散收入來源及獲利穩健，領先佈局海外市場及財富管理領域，以追求絕對報酬為主要經營策略。

台灣首家上櫃期貨公司 股票代碼：6023 www.pmf.com.tw

台北市敦化南路二段69號10樓 (02)2700-8989
證照字號九十七金管期總照字第零零伍號



寶來曼氏期貨 MF Global
Polaris MF Global Futures Co., Ltd.