

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第013期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2005

第一季



封面故事

## 期貨市場2005年一路發

深入分析期貨服務事業的過去・現在・未來

人物專訪

## 以創新思考帶動生意

專訪寶來瑞富期貨董事長賀鳴珩

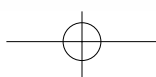
特別企劃

## 紀律，來自於業者自律！

謹守法規，建立市場機制

## 臺灣期貨交易所走向國際市場

從台北到芝加哥



# 跨越期貨服務事業的鴻溝

在期貨顧問事業、經理事業開放後，目前主管機關正積極規劃期貨信託事業，一旦完成開放，將建構整個期貨市場完整的版圖，也象徵著期貨市場邁入了另一個新紀元。

由於期貨服務事業是新興業種，國內尚無任何經驗可供依循。不論是制度面、法規面、管理面、人才面，

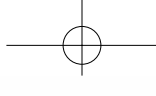
在在讓業者面臨極大的考驗。這些窘境，與十年前台灣期貨市場開放之初頗為雷同，感慨之情令人油然而生。

任何產業從早期市場發展到成熟市場中，都要經過一段晦暗的時期，歷經無數風雨、歷練及考驗，累積相當經驗後，才能跳躍障礙、跨越鴻溝，加速進入S曲線的成長市場。台灣期貨市場從國外期貨商品到台指期貨商品，歷經多年，累積相當人才與經驗後，才水到渠成，達到令人刮目相看的成果，期間發展的軌跡更是明顯可見。未來期貨服務事業如何借重這些經驗，縮短跨越鴻溝的時間與距離，加速進入成熟市場，是本期探討的重點。

時下業者多抱怨期貨顧問及經理事業法規的門檻過高、限制過多，導致業務窒礙難行，卻忽略了業務推展上職業道德面及自律面的重要性。金融服務之高道德標準是無形的，端賴個人的誠信及專業，建立良好的口碑，才能發展優質的顧客關係。如果每位從業人員抱持這樣的觀念，在目前艱澀困頓的經營環境中，就能減少無謂的糾紛，促使這個行業受到客戶的高度肯定，吸引更多的人才加入。唯有法令的修改與自律的加強，相輔相成，才能加速通過產業的鴻溝，到達快速成長的成熟市場。

管子曰：「倉廩實則知禮節，衣食足則知榮辱。」在爭取期貨服務事業相關法令鬆綁之際，業界確實應該深思，在目前窘困的環境下，如何先行塑造一個既有道德規範，又有法制觀念的專業市場，而非待市場成熟後，再強調法制與道德的重要性，才是未來發展的正道。





# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第013期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2005

第一季



封面故事

## 期貨市場2005年一路發

深入分析期貨服務事業的過去・現在・未來

人物專訪

## 以創新思考帶動生意

專訪寶來瑞富期貨董事長賀鳴珩

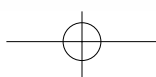
特別企劃

## 紀律，來自於業者自律！

謹守法規，建立市場機制

## 臺灣期貨交易所走向國際市場

從台北到芝加哥





# 期貨人

Taiwan Futures 2005 第一季《總號013》



封面畫作 謝夢龍 佳偶系列（一） 15F

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 王中愷

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

電子信箱 / [tfa@futures.org.tw](mailto:tfa@futures.org.tw)

總編輯 / 謝夢龍

編輯製作 / 商周編輯顧問股份有限公司

地址 / 台北市民生東路二段141號5樓

電話 / 02-25056789轉5511

訂價：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

請將銀行轉帳收據傳真至本會，並註明  
訂購者姓名、電話、書本寄送地址。

## 總編輯的話

### 1 跨越期貨服務事業的鴻溝

謝夢龍

## 人物專訪

### 4 以創新思考帶動生意

王明琴

專訪寶來瑞富期貨董事長 賀鳴珩

## 封面故事

### 8 期貨市場2005年一路發

編輯部

深入分析期貨服務事業的  
過去・現在・未來

## 總論篇

### 10 期貨顧問事業現況分析

期貨公會韓翔

開放，帶進億萬商機！

### 14 期貨經理事業現況分析

期貨公會韓翔

數字裡的真相

### 18 建立典範，御風而上！

曾沛彤

迎接2005期貨市場榮景！

## 業者經驗談

### 《顧問事業篇》

### 22 強調國際化和獨特性 站穩市場

董珮真

專訪寶來瑞富期貨總經理 徐志文

### 26 集結專家智慧 給予最專業的服務

董珮真

專訪統一期貨總經理 李文柱

### 30 唯有「創新」 才能異軍突起

林靜宜

專訪台証期貨投顧經理 張建國

### 32 異業合作 寫下新典範

藍浩益

專訪如意期貨總經理 王漢光



# 目錄 CONTENTS

## 《經理事業篇》

- 34 放大格局 期經事業未來很精彩** 許慈倩  
專訪日盛期經公司總經理 黃正雄

- 38 風險控管和穩健經營 恆久不變的堅持** 林蔚文  
專訪元富期經公司總經理 柳健昌

- 42 寶貝客戶的資產 誠實專業做代操** 許慈倩  
專訪復華期經公司總經理 黃逢徵

## 主管機關篇

- 46 期貨服務事業 是市場成長的催化劑** 藍浩益  
專訪行政院金管會證期局七組組長 王儷娟

- 48 共創期貨服務事業的美好願景** 林蔚文、期貨公會葉紫華  
專訪期貨公會理事長 王中愷

## 特別企劃

- 50 紀律，來自於業者自律！** 董珮真  
謹守法規，建立市場機制

- 54 臺灣期貨交易所走向國際市場** 臺灣期貨交易所曾昭懿  
從台北到芝加哥

## 市場訊息

- 58 未來金融商品，誰是主流？** 林蔚文  
2004年利率期貨及利率衍生性商品研討會

## 國際交流

- 62 前進亞洲避險基金** 期貨公會韓翔  
亞洲第一屆國際性避險基金研討會

- 66 擴展國際視野 掌握金融脈動** 期貨公會鍾昱夫  
第十一屆FOW衍生性商品及證券商品世界研討會





人 物 專 訪

期貨人



## Celebrity

專訪寶來瑞富期貨董事長 賀鳴珩

## 以創新思考帶動生意

憑著耐心與信心，當年從美國芝加哥期貨圈返台的賀鳴珩，不僅攻佔台灣期貨市場第一波熱潮，而今隨著金控併購的風起雲湧，週遭的業者、官員不知更換好幾，唯有他能一再地在市場上出招，為期貨人才打出一片豐富的創新世界。

◆ 撰文／王明琴 攝影／陳敏佳

**寶**來瑞富期貨於十月二十七日以每股36元在興櫃市場掛牌，成功完成國內第一家期貨公司上市的典範，使得這家凡事都是期貨業第一名的公司，功績榜上再添一宗。寶來證券集團總裁白文正在外界一片道賀聲中，愈加肯定寶來瑞富期貨經營團隊的創新、衝勁。

賀鳴珩正是這一團隊的領導人，也是炒熱國內期貨市場的靈魂人物。在即將邁入進行20年的當下，風格冷靜的他也難掩內心的悸動，頻頻表示，「終於還是讓我等到，期貨在台灣發光、發亮的大好時機！」

## 優勢結合推升競爭力

寶來瑞富期貨公司是寶來期貨與美國REFCO集團旗下的瑞富羅盛豐期貨，於九十二年九月一日合併成立，同時結合網路下單全系統和外國的專業資源，在國內期貨選擇權經紀業務、結算業務、自營業務及網路市場上，取得龍頭地位。

「兩者合一、所向無敵」，白文正對於合併案深感滿意。在興櫃掛牌公開說明會上，白文正細數這家列名寶來集團旗下第三檔公開交易的股票強處，「截至十月，我們每股稅前盈餘已達4.16元，傲視上市、櫃金融股之冠。」寶來瑞富期貨公司股本只有6億4千萬元，白文正認為，如今同時握有「題材多、股本小、籌碼集中」的掛牌價值，他對爾後的股價爆發性及續航性，充滿信心。

白文正之於賀鳴珩，是英雄惜英雄。「我很感謝白董事長的合併邀約，」合併動作完成一年來，賀鳴珩愈加肯定

賀鳴珩表示，當今的開放環境，已經能讓創新落實到商品，更有機會在市場上嶄露頭角。



當時的決定，長時間的彼此互動下，更有機會體驗對方的經營理念，至今堅信這是期貨業一宗值得參考的營運模式。

## 出身台灣的國際人才

看著今天寶來瑞富期貨的卓越表現，賀鳴珩內心有一股想要吶喊的衝動，「這一天，總算讓我等到……。」

過去二十年來，賀鳴珩持續耕耘期貨市場，從美國芝加哥回到台灣、再從台灣前進芝加哥，踏過的足跡、交手過的談判，累積出一張張成績表。回首1985年間，才剛拿到美國華盛頓大學MBA學位的他，前進芝加哥期貨市場尋找就業機會，順利進入羅盛豐期貨公司任職。在期貨市場全球心臟歷練二年期間，他偶遇台北派去的經濟部官員，發現家鄉的主管單位有意引進國際期貨法規，赴美實地考察的官員正是要為期貨法規進行草擬。

於是，賀鳴珩當下決定，向羅盛豐期貨公司申請成立台灣代表處，他自願「起草」台灣處女地。1988年，他興致盎然地重返家鄉，準備搶當期貨市場開放的第一批開路英雄。「任誰都沒想到，直到1993年才通過核准，」賀鳴珩感嘆當年政府的緩慢腳步，讓等候在境外的國際級期貨商無計可施，平白錯失了大好商機。

他所指的「通過核准」，是依照1992（民國八十一年）年六月立法院通過的「國外期貨交易法」，由當時的主管機構證管會，於次年核准十四家國內及九家國外期貨經紀商的籌設許可，賀鳴珩趕緊搶得先機，於1994年登記羅盛豐期公司為合法期貨經紀商，以正式管道服務國人從事國外期貨的交易，距離他最初回台時間，匆匆已過近七年的時間。

「當時真是有耐心，」賀鳴珩回想起這一段市場開拓史事，不得不佩服起自

「寶來瑞富儼然是市場造市者，多麼令人興奮！」賀鳴珩認為，一旦宏圖大展的企業架構，扎實地搭建起來，未來的任何發展，都將隨著「T」的十倍速而進步，

## 寶來瑞富期貨核心優勢

- 全球金融服務**：美商瑞富期貨為REFCO集團旗下公司，總部分屬於全球金融心臟的紐約及芝加哥，旗下擁有專業的市場研究團隊和投資分析專家。
- 前三大證券集團**：寶來集團業務涵蓋投資顧問、投資信託、資產管理、期貨、金融資訊等關係企業，為國內前三大證券集團之一。
- 前十大專營期貨商中唯一外資期貨公司**：美商瑞富期貨台灣分公司前身為瑞富羅盛豐期貨股份有限公司，深耕台灣期貨市場十餘年，累積豐富的經驗及堅強的經營團隊。
- 深入經營各類型期貨商品**：REFCO集團和寶來集團同樣擅於創新金融商品，雙方結合能讓觸角深入各類型期貨商品，從金融商品、現貨外匯、股市、債市到大宗物資，乃至於店頭市場及基金管理等項目，堪稱期貨交易百貨公司。
- 網路交易市佔率第一**：寶來證券自1999年起積極佈局網路金融服務，如今位居國內網路交易之龍頭，期貨交易部分，網路市佔率高達50%以上，遙遙領先同業。首先開發的中文介面交易平台已達跨國水準，可以便利服務全球13億華人的投資業務。
- 深耕在地，遠播國際**：企業合併等於整合通路、擴大網絡，雙方的網路交易平台加上各地實體據點，不僅提供台灣客戶最佳的全球期貨服務，還把目標鎖定國際市場，深入美國期貨即時交易，未來計畫攜手共同拓發展中的大陸期貨市場。





人 物 專 訪

期貨人



## Celebrity

己。那些年期間，不僅要耐心等待主管機關的立法、准核，面對美國總部的一再催促及業績要求，他都必須提出合理的回應與交代；更糟的是，香港不肖期貨商在那段時間，非法跨海來台大量販賣對賭型期貨商品，造成不熟遊戲規則的投資人損失慘重，家破人亡的更不在少數，造成國人對「期貨商品」的不良印象。

## 堅持到底，全速拓展期貨市場

這一位受過國際期貨市場培訓的專業人才，在台灣經歷時間、市場、法制的多重折磨，「我當它是高難度的挑戰。」賀鳴珩說，在那段等待的時期，雖然期貨業務動都動不了，卻是草創團隊最好的人生歷練，「我們堅持要遵守法律、要符合道德。」

當週遭的人一個個選擇放棄、主管機關的官員也不知更替好幾，賀鳴珩硬是不肯放棄，他改採深入各大學財金系所，和教授們一起研討期貨商品的可塑性，與大學生們面對面解說國際作法，間接培育出國內期貨專業新兵，為期貨業在台灣困境，另闢蹊徑。

明年是賀鳴珩踏入期貨市場的二十週年，前半段在煎熬忍耐中度過，讓他學會更軟的身段、更具溝通性的協商對策；後半段卻像搭上正要啟動的磁浮列車，由他親自坐鎮火車頭，帶領期貨專業人才迎向市場的全速拓展，台灣羅盛豐期貨後由美國瑞富集團併購更名為瑞

富期貨、爾後又與寶來集團合併，疾速推升至今天的寶來瑞富期貨公司，在台灣期貨市場的功成名就。

## 從創新角度發掘期貨的真正價值

賀鳴珩的期貨市場拓荒使命，所幸沒有被莫名的折磨所吞噬，令人訝異的是，如今來自國際集團的前瞻知識，以及寶來所專長的IT資訊和通路網絡，讓他對期貨商品的設計創意，像青山裡的湧瀑，源源不絕、滔滔不斷，「寶來選擇權樂翻天」、「孫悟空及如來F.O.U.R.」、「財富888」一項接一項的創新商品問世，連商品名字都讓投資人先為之莞爾，再從獲取的豐厚投資報酬，對這家公司眼睛為之一亮。

「因為有一流的網路交易平台，提供化繁為簡的智慧型選擇權交易介面，才能吸引不同的投資族群。」賀鳴珩樂於在這健全的營運模式上，為台灣的期貨投資人，「從本土賺到國際上。」



寶來瑞富成功完成國內第一家期貨公司上市，炒熱了國內的期貨市場。  
(圖片／寶來瑞富提供)





## 開發國際商品，增加避險管道

與國際期貨市場的接軌，也是賀鳴珩創新期貨商品的構想動機之一。寶來瑞富期貨今年初推出「寶來金條」平台，提供的正是美國芝加哥期貨交易所（CBOT）的小型黃金期貨商品，作為國內投資人有效的避險管道。

CBOT考量寶來瑞富期貨具有完善的線上交易平台，以及穩健的經營能力，仍力邀出任亞洲區的「造市者」，經金管會同意之後，其自營部從10月份起開始造市，成為國內第一個通過主管機關核可，並擁有美國CBOT交易所會員資格的造市者。賀鳴珩估算，每天由寶來瑞富期貨發給CBOT的資訊高達3000多筆，每天送出的下單筆數也平均在2萬至3萬筆之間，「初期就有這般大量，令CBOT驚訝不已。」

為此，CBOT破例為寶來瑞富期貨製作海報，慶賀該公司為「亞洲金屬期貨市場的成功造市」。十一月初期貨市場主管大家長金管會主委龔照勝，專程赴美拜訪CBOT，力邀他們的小型黃金期貨來台掛牌，「這一次，我們已經先行

在前，也隨即受到主管機構的肯定。」

之所以選定黃金作為平台，賀鳴珩分析，

黃金一向是華人偏好的投資及保值產品，對黃金期貨的接受幾乎沒有門檻限制，而國際市場上小型黃金期貨有長達20小時的電子交易時間，國人不必更改作息時間，「加上寶來瑞富期貨的中文介面交易平台，」他說，因為網路下單、回報速度很快，不致出現爭議；對小額投資人是一項大利多，對大額投資人而言，資金也可以靈活運用。

他深切期許，小型黃金期貨可望在亞洲地區創造出可觀的市場規模，直逼石油期貨商品在國際市場的熱度，寶來瑞富期貨更將它們視為是2005年的主力商品。

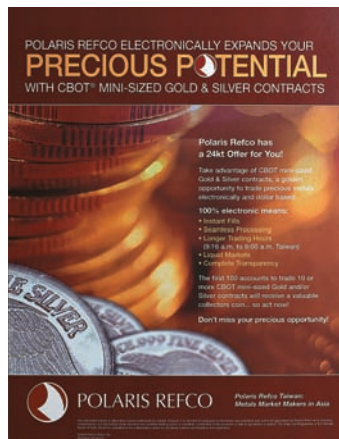
## 多項優勢形成超強競爭力

這位每天在資金市場打滾的業界領導人，分析起未來的企業核心優勢，除了IT硬體設備、經營團隊，創新、創意成了對手無法比擬的超前條件。明年，對賀鳴珩個人是一個重大階段，對寶來瑞富期貨更是新的里程碑，新購的總部大樓即將完工遷入，如今分屬兩地的辦公環境將結合為一，「組織管理的再整併，會是我們營運成果更升一級的重大動力，」在勾勒未來美好藍圖時，他直指現有團隊的問題核心。

過去他能以耐心去化解環境的折磨，昂首立足今天的期貨市場；面對明天的激烈競爭，賀鳴珩要帶著精銳團隊進入備戰位置，攻下未來每一役的勝利戰果。

CFR

「有時候也會有錯覺，以為自己是在廣告公司上班。」  
在經營團隊相對穩定的同時，賀鳴珩每天較多的時間都花在思考創新，最大的樂趣也不外乎盡興於每次的創新，





Cover story  
封面故事

深入分析期貨服務事業的過去・現在・未來

# 期貨市場 2005年一路發

期貨經理事業開放滿週歲了，  
期貨顧問事業開放至今也已屆滿兩年，  
眾多業者紛紛搶灘這個市場，  
希望分食這塊大餅，  
但是，  
猶如新生兒的期貨服務事業，

**市場機制成熟了嗎？  
潛在的商機有多大？  
哪些困境亟待突破？**

在此蓬勃發展之際，  
更應放慢腳步，  
檢視過去、現在、未來，  
締造下一波期貨市場新錢潮！





企劃撰文／編輯部



# Cover story | 總論 | 現況分析

## 期貨服務事業

開放，帶進億萬商機！

## 期貨顧問事業現況分析

在證期局公告了「期貨顧問事業管理規則及設置標準」，許可國內經營期貨顧問之業務後，讓我國的期貨市場邁向突破性的發展，步入高度成長期！在期貨顧問事業開放屆滿兩年之際，本文特針對各業者的家數、營收、成長率等市場現況加以分析，以供讀者參考。

◆ 撰文／期貨公會韓翔



**證**期局於九十一年十一月八日正式公告期貨顧問事業管理規則及設置標準。自法令公佈後的四個工作日內，二十三家專營期貨經紀商即已備齊文件，交由本公會統一向證期局申請經營許可，其中二十二家於十一月十四日獲得核准，取得期貨顧問業務之經營許可。各家期貨商申請意願之高、速度之快、步調之齊，創下期貨市場開放以來之新猷，而九十一年也無庸置疑成為台灣期貨發展史上，極具指標意義的一年。

## 市場概況

根據表1的統計顯示，九十二年一月至十一月從事期貨顧問業務且實際擁有營業收入的專營期貨商共計十六家，其中又以寶來瑞富的三千六百萬，高居期貨顧問費收入排名之榜首（註一），約占整體市場之65%！而期貨顧問費收入占其經紀費收入比重最高的則屬如意期貨（約9.07%）。截至九十二年十一月底，期貨顧問事業之總收入約為五千五百萬，佔同時期整體期貨商經紀費收入（約七十七億）的0.72%。

表1：九十二年一月至十一月各專營期貨商期貨顧問費收入比重排名

| 名次 | 公司名稱   | 期貨顧問費收入<br>(累計金額) | 經紀手續費收入<br>(累計金額) | 顧問費占經紀費比重 |
|----|--------|-------------------|-------------------|-----------|
| 1  | 如意期貨   | 5,688,668         | 62,729,406        | 9.07%     |
| 2  | 寶來瑞富期貨 | 36,078,798        | 1,193,673,067     | 3.02%     |
| 3  | 統一期貨   | 9,583,082         | 528,510,675       | 1.81%     |
| 4  | 康和期貨   | 750,000           | 199,528,310       | 0.38%     |
| 5  | 大華期貨   | 831,286           | 228,988,428       | 0.36%     |
| 6  | 國泰期貨   | 167,292           | 98,909,899        | 0.17%     |
| 7  | 中信期貨   | 685,243           | 479,261,034       | 0.14%     |
| 8  | 金鼎期貨   | 400,069           | 345,929,514       | 0.12%     |
| 9  | 台証期貨   | 241,000           | 255,633,826       | 0.09%     |
| 10 | 日盛期貨   | 445,392           | 484,468,734       | 0.09%     |
| 11 | 聯邦期貨   | 111,644           | 141,737,278       | 0.08%     |
| 12 | 富邦期貨   | 133,144           | 475,145,398       | 0.03%     |
| 13 | 華南期貨   | 30,800            | 182,807,628       | 0.02%     |
| 14 | 元富期貨   | 30,000            | 472,349,861       | 0.01%     |
| 15 | 建華期貨   | 20,000            | 417,670,292       | 0.005%    |
| 16 | 元大京華期貨 | 35,000            | 882,080,391       | 0.004%    |
| 17 | 群益期貨   | 0                 | 399,400,677       | 0         |
| 18 | 復華期貨   | 0                 | 327,997,428       | 0         |
| 19 | 富邦期貨   | 0                 | 86,710,516        | 0         |
| 20 | 第一期貨   | 0                 | 4,846,260         | 0         |
| 21 | 倍利國際期貨 | 0                 | 170,610,780       | 0         |
| 22 | 新竹期貨   | 0                 | 55,282,692        | 0         |
| 23 | 國票期貨   | 0                 | 122,735,850       | 0         |
| 24 | 台育期貨   | 0                 | 63,199,625        | 0         |
| 25 | 亞洲期貨   | 0                 | 19,279,496        | 0         |
|    | 總收入    | 55,231,418        | 7,699,487,065     | 0.72%     |

資料來源：九十二年十一月份專營期貨商收支概況表（期交所）

### 註一

寶來期貨於九十二年九月與瑞富羅盛豐期貨合併為寶來瑞富期貨，其九十二年十一月份累計期貨顧問費收入及經紀手續費收入皆為合併之金額。



反觀九十三年，截至十一月底，期貨顧問事業之總收入約為六千三百萬，佔同時期整體期貨商經紀費收入（約九十九億）的0.63%（見表2）。不同於九十二年，今年無論是在期貨顧問費收入或期貨顧問費收入比重的排名，如意皆以亮眼的成績遙遙領先同業；其顧問費收入更高達二千八百萬，約占其經紀費收入的三分之一（見表2）！

表2：九十三年一月至十一月各專營期貨商期貨顧問費收入比重排名

| 名次 | 公司名稱   | 期貨顧問費收入<br>(累計金額) | 經紀手續費收入<br>(累計金額) | 顧問費占經紀費比重 |
|----|--------|-------------------|-------------------|-----------|
| 1  | 如意期貨   | 27,984,416        | 88,316,319        | 31.69%    |
| 2  | 中信期貨   | 9,768,624         | 651,929,589       | 1.50%     |
| 3  | 統一期貨   | 6,621,315         | 628,042,748       | 1.05%     |
| 4  | 寶來瑞富期貨 | 9,851,233         | 1,415,592,777     | 0.70%     |
| 5  | 康和期貨   | 1,119,125         | 222,373,713       | 0.50%     |
| 6  | 富邦期貨   | 2,729,169         | 602,934,795       | 0.45%     |
| 7  | 大華期貨   | 1,039,336         | 354,478,921       | 0.29%     |
| 8  | 華南期貨   | 619,500           | 272,254,260       | 0.23%     |
| 9  | 日盛期貨   | 1,440,525         | 676,973,970       | 0.21%     |
| 10 | 群益期貨   | 634,597           | 654,391,563       | 0.10%     |
| 11 | 台証期貨   | 396,175           | 440,543,337       | 0.09%     |
| 12 | 元富期貨   | 214,784           | 616,033,809       | 0.03%     |
| 13 | 建華期貨   | 190,000           | 658,845,776       | 0.03%     |
| 14 | 元大京華期貨 | 226,930           | 1,021,072,380     | 0.02%     |
| 15 | 國泰期貨   | 15,957            | 110,566,931       | 0.01%     |
| 16 | 聯邦期貨   | 0                 | 141,074,469       | 0         |
| 17 | 金鼎期貨   | 0                 | 453,866,586       | 0         |
| 18 | 復華期貨   | 0                 | 436,408,930       | 0         |
| 19 | 富邦期貨   | 0                 | 38,413,981        | 0         |
| 20 | 第一期貨   | 0                 | 97,399,550        | 0         |
| 21 | 倍利國際期貨 | 0                 | 188,248,337       | 0         |
| 22 | 新竹期貨   | 0                 | 40,578,699        | 0         |
| 23 | 國票期貨   | 0                 | 133,144,670       | 0         |
|    | 總收入    | 62,851,686        | 9,943,486,110     | 0.63%     |

資料來源：九十三年十一月份專營期貨商收支概況表（期交所）

此外，由表3可見，九十二年從事期貨顧問業務且實際擁有營業收入的專營期貨商共計十六家，於九十三年時淡出二家（聯邦及金鼎）、另新增一家（群益），目前市場上提供期貨顧問服務的專營期貨商共計十五家。同時，九十三年期貨顧問費收入成長率排名前五的依序為富邦（1950%）、其次為華南（1911%）、中信（1326%）、建華（850%）及元富（616%）。相反，亦有三家期貨商的期貨顧問費收入於九十三年時大幅下滑，分別為：統一（-31%）、寶來瑞富（-73%）及國泰（-90%）；而聯邦及金鼎二家則於九十三年時停止提供期貨顧問之服務（-100%）。

表3：九十三年各專營期貨商期貨顧問費收入成長率排名

| 名次 | 公司名稱   | 92年期貨顧問費收入 | 93年期貨顧問費收入 | 成長率   |
|----|--------|------------|------------|-------|
| 1  | 富邦期貨   | 133,144    | 2,729,169  | 1950% |
| 2  | 華南期貨   | 30,800     | 619,500    | 1911% |
| 3  | 中信期貨   | 685,243    | 9,768,624  | 1326% |
| 4  | 建華期貨   | 20,000     | 190,000    | 850%  |
| 5  | 元富期貨   | 30,000     | 214,784    | 616%  |
| 6  | 元大京華期貨 | 35,000     | 226,930    | 548%  |
| 7  | 如意期貨   | 5,688,668  | 27,984,416 | 392%  |
| 8  | 日盛期貨   | 445,392    | 1,440,525  | 223%  |
| 9  | 台証期貨   | 241,000    | 396,175    | 64%   |
| 10 | 康和期貨   | 750,000    | 1,119,125  | 49%   |
| 11 | 大華期貨   | 831,286    | 1,039,336  | 25%   |
| 12 | 群益期貨   | 0          | 634,597    | 0     |
| 13 | 復華期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 14 | 富邦期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 15 | 第一期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 16 | 倍利國際期貨 | 0          | 0          | 0     |
| 17 | 新竹期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 18 | 國票期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 19 | 台育期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 20 | 亞洲期貨   | 0          | 0          | 0     |
| 21 | 統一期貨   | 9,583,082  | 6,621,315  | -31%  |
| 22 | 寶來瑞富期貨 | 36,078,798 | 9,851,233  | -73%  |
| 23 | 國泰期貨   | 167,292    | 15,957     | -90%  |
| 24 | 聯邦期貨   | 111,644    | 0          | -100% |
| 25 | 金鼎期貨   | 400,069    | 0          | -100% |
|    | 總收入    | 55,231,418 | 62,851,686 | 14%   |

資料來源：九十二年、九十三年十一月份專營期貨商收支概況表（期交所）

綜合前項初步分析，不難發現期貨顧問事業於成立兩年內，其整體營業收入僅成長了約14%，而整體期貨顧問費收入佔經紀費收入之比重則下滑了將近13%。雖然僅以兩年期的資料是無法明確判斷期貨顧問事業未來之發展趨勢，但這是否意味著未來期貨顧問事業將以緩慢的速度穩定成長，抑或已呈現即將走下坡之徵兆？

CNPA

# Cover story | 總論 | 現況分析

## 期貨服務事業

數字裡的真相

# 期貨經理事業現況分析

開放至今滿一年的期貨經理事業，截至去年十一月底，吸引了十多家業者投入這個市場，期貨經理事業的利基為何？發展空間多大？本文將從業者的營收現況找出端倪。

◆ 撰文／期貨公會韓翔

**證**期局於九十一年十一月八日正式公告期貨經理事業設置標準及管理規則，大華期貨成為國內第一家獲准從事「全權委託期貨交易」的期貨經理事業股份有限公司。截至九十三年十一月底，期貨經理事業的正式開業者計有大華、元大京華、日盛、中信、元富、寶來、建華、康和、金鼎、台証、群益、復華、華南及富邦等十四家，其資本額均為新台幣二億元。

### 市場概況

從九十三年一月起至十一月底，期貨經理事業在短短的十一個月內，開業家數由最初只有一家增至十四家（見圖1）。然而，開業家數並非穩定成長，而是呈現階段性的不規律成長，分析其開業的趨勢可發現，二至三月皆以倍數急速成長，四、五月小幅成長，六至九月呈無成長狀態，直到十月份開始才又再度增加（十月增加二家、十一月增加一家）。



這是否代表市場對於期貨經理事業的前景並不看好，因而採取保守態度？抑或是市場在謹慎評估後，發覺目前期貨經理事業所面臨的瓶頸極為棘手，在解決方法尚未明朗化前，不宜過於投入？

圖1：九十三年一月至十一月期貨經理事業開業家數成長情況

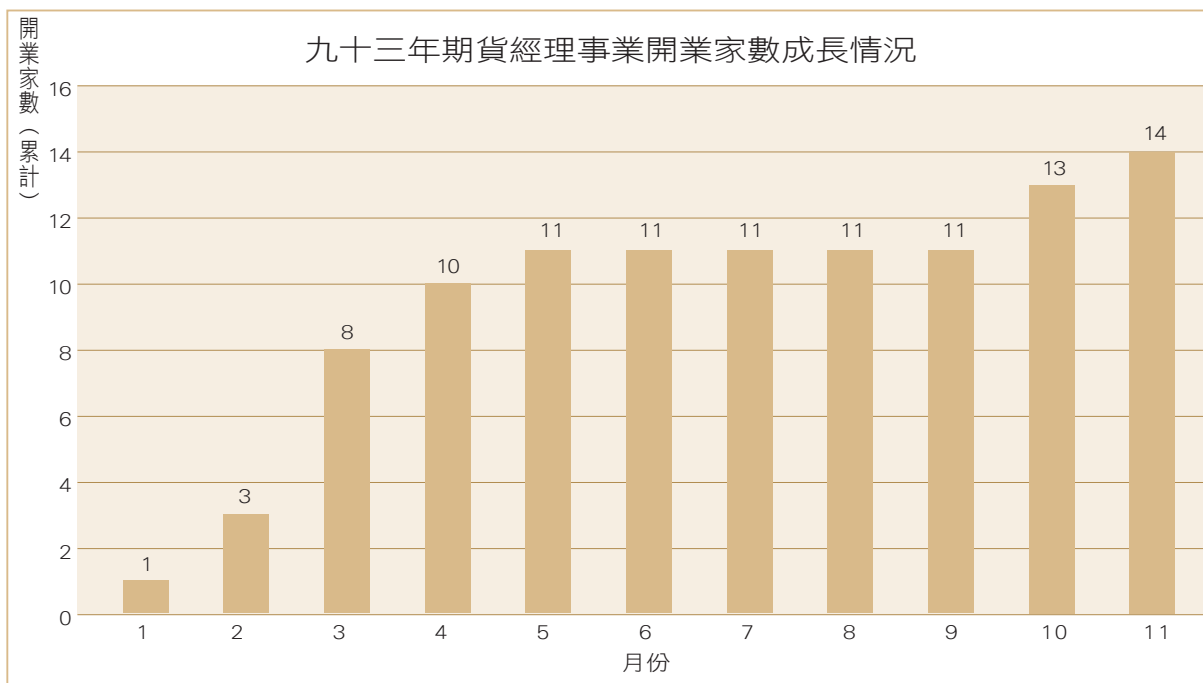
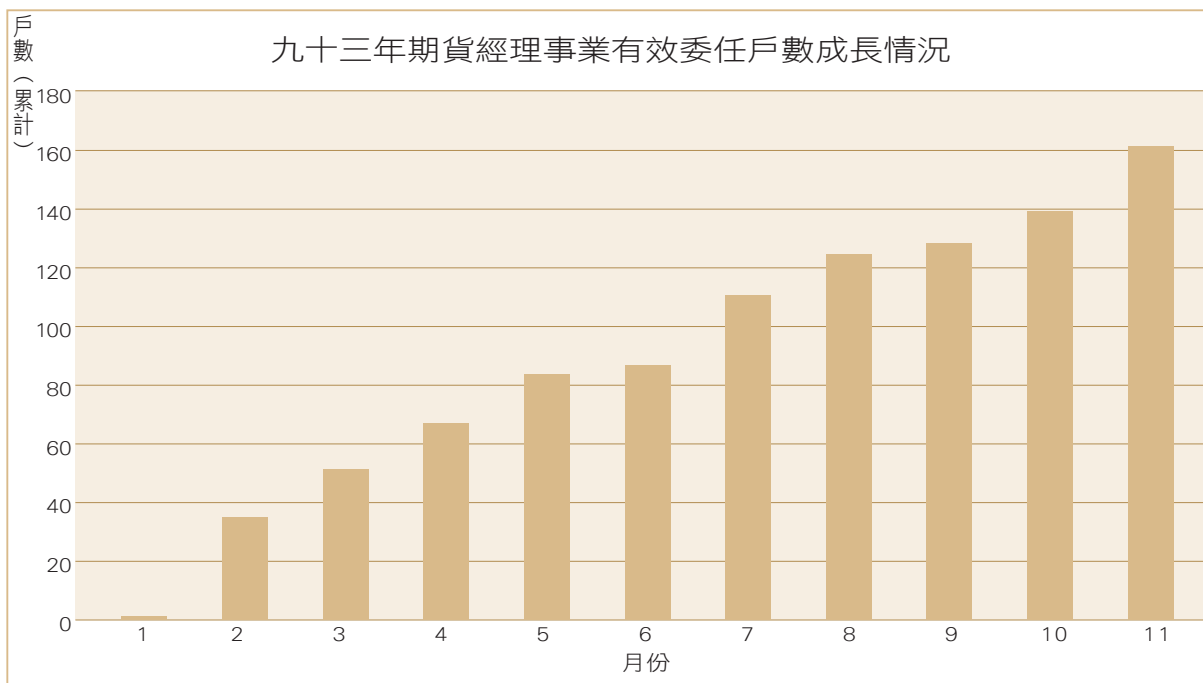


圖2：九十三年一月至十一月期貨經理事業有效委任戶數成長情況

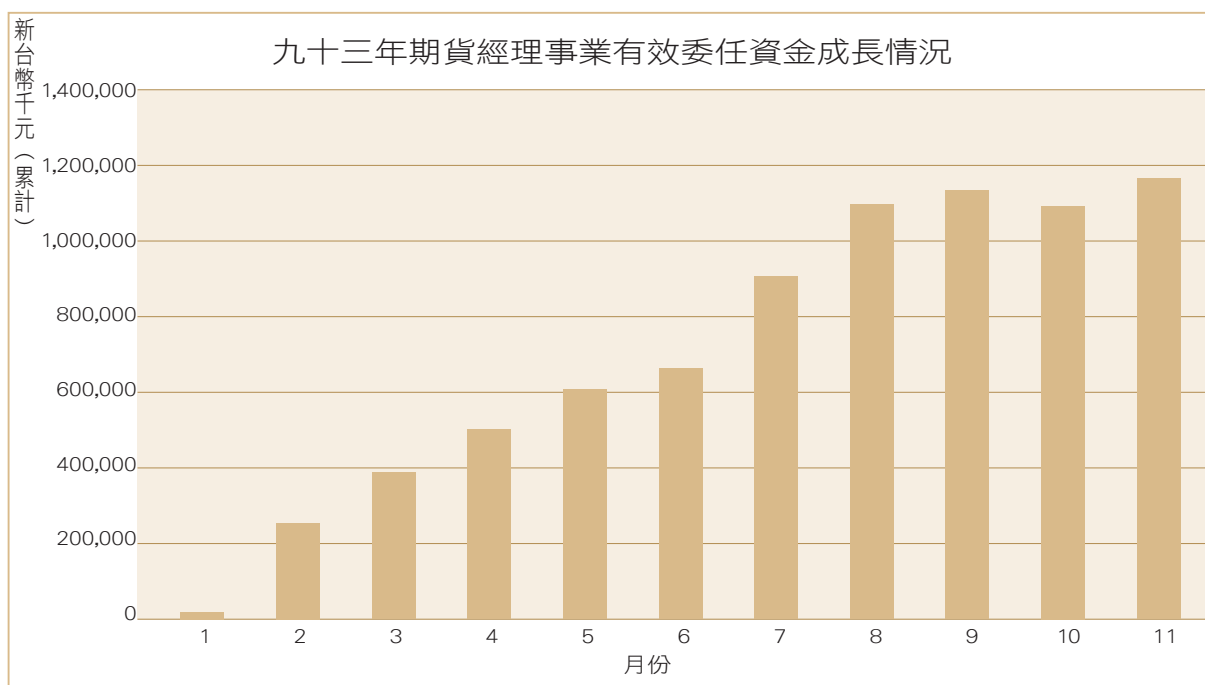


相較之下，期貨經理事業的有效委任戶數及有效委任資金，則呈現出較穩定的成長趨勢。截至九十三年十一月底，有效委任戶數超過一百六十戶，有效委任資金總額約十一億七千萬元，僅佔整體期貨經理事業可接受委任資金上限（二百八十億）的4%（見圖2、圖3）。因此，就委任資金而言，期貨經理事業尚具極大的發展空間。

# Cover story | 總論 | 現況分析 |

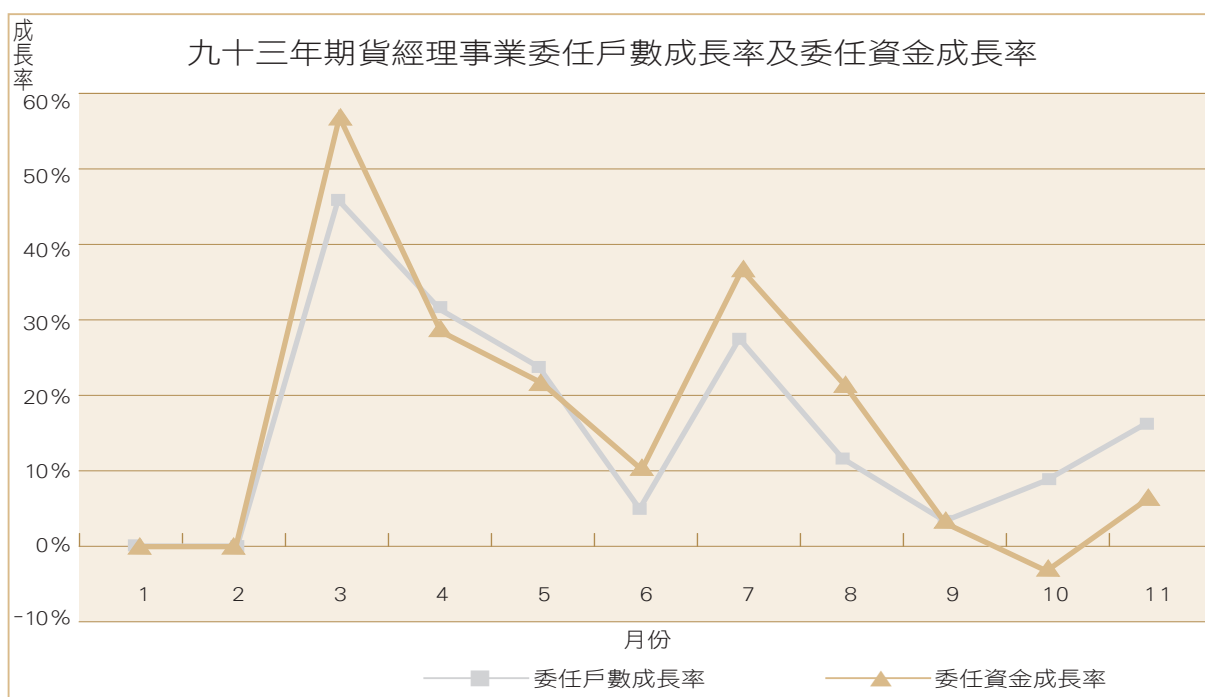
## 期貨服務事業

圖3：九十三年一月至十一月期貨經理事業有效委任資金成長情況



然而，如果從九十三年三月至十一月（註一）共九個月份，期貨經理事業的委任戶數及委任資金成長率來作比較，不難發現二者都呈現逐漸趨緩的現象（見圖4）。其中，委任資金成長率的波動幅度比委任戶數成長率來得大，十月份時甚至出現負成長的情況（-3%）。委任資金成長率趨緩的現象，代表客源開拓不易，其主要的原因在於業界尚未創造良好的操作口碑，所以無法獲取客戶青睞與信任。未來期貨經理事業應如何突破困境，仍有待持續觀察。

圖4：九十三年一月至十一月期貨經理事業委任戶數成長率及委任資金成長率



此外，由表1可見，期貨經理事業自九十三年一月開業至今，其整體全權委託期貨交易總成交量共計706,514口，其中國內市場占705,228口（99.82%）、國外市場占1,286口（0.18%）。很明顯地，目前期貨經理事業的交易範圍仍以國內商品為主軸，很可能是期貨經理事業對國外操作標的熟悉度遠不如國內期貨商品，加上時差的因素，導致降低期貨經理事業交易國外商品的意願。

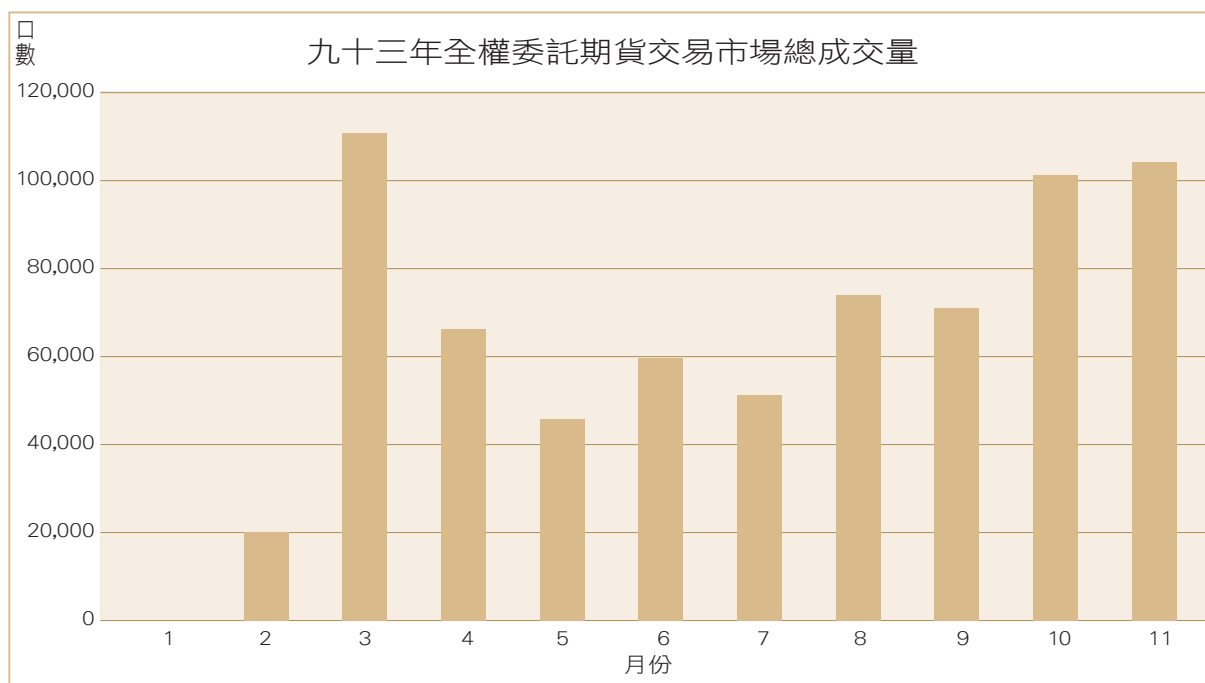
另外，從成交量來分析，全權委託期貨交易的交易量，在三月時達到高峰（111,434口），四、五月急速下滑，從六月起回升並且穩定地成長，到了十一月幾乎達到三月份的水準（見圖5）。根據期交所九十三年度統計資料顯示，截至十一月底，整體期貨市場的交易量總計108,737,102口，而全權委託期貨交易僅占其中的0.65%。可見，未來期貨經理事業如欲在期貨市場佔有一席之地，仍有待業界多加努力。

CNIA

表1：九十三年一月至十一月期貨經理事業全權委託期貨交易市場總成交量

| 月份   | 全權委託期貨交易總成交量 |        |       |       |         |      |
|------|--------------|--------|-------|-------|---------|------|
|      | 國內市場         |        | 國外市場  |       | 國內外市場合計 |      |
|      | 口數           | 交易比重   | 口數    | 交易比重  | 口數      | 交易比重 |
| 1    | -            | 0%     | -     | 0%    | -       | 0%   |
| 2    | 19,524       | 100%   | -     | 0%    | 19,524  | 100% |
| 3    | 111,434      | 100%   | -     | 0%    | 111,434 | 100% |
| 4    | 66,310       | 99.88% | 80    | 0.12% | 66,390  | 100% |
| 5    | 45,444       | 100%   | -     | 0%    | 45,444  | 100% |
| 6    | 58,726       | 99.65% | 206   | 0.35% | 58,932  | 100% |
| 7    | 51,251       | 99.56% | 226   | 0.44% | 51,477  | 100% |
| 8    | 74,547       | 99.94% | 43    | 0.06% | 74,590  | 100% |
| 9    | 70,682       | 99.77% | 166   | 0.23% | 70,848  | 100% |
| 10   | 102,287      | 99.81% | 196   | 0.19% | 102,483 | 100% |
| 11   | 105,023      | 99.65% | 369   | 0.35% | 105,392 | 100% |
| 總交易量 | 705,228      | 99.82% | 1,286 | 0.18% | 706,514 | 100% |

圖5：九十三年一月至十一月期貨經理事業全權委託期貨交易市場總成交量



#### 註一

原始資料統計期間為九十三年一月至十一月（十一個月份），有成長率之月份為二月至十一月（十個月份），惟二月份委任客戶及委任資金之成長率過大（3400%、2360%）、將影響整體成長圖呈現方式，故採三月至十一月（九個月份）作為委任客戶及委任資金成長率之比較期間。



# Cover story | 總論 | 檢討與展望

## 期貨服務事業

迎接2005期貨市場榮景！

# 建立典範，御風而上！



**從**九十一年十一月起至今，全體二十三家專業期貨經紀商，都已經申請兼營期貨顧問業務；而期貨經理事業雖然起步較晚，單從九十三年初至今也已有十四家成立。儘管目前期貨服務事業的發展，還比不上歐美國家的百年經驗，但無論是從設立家數、有效開戶數、顧問費收入、有效契約委任金額的成長來看，都顯示出這是一塊值得長期開發的新興潛力市場。

### 站在浪頭上往前看， 兢兢業業、自律自清

然而，趨勢是往上看，但所有目前「正站在浪頭上」的從業人員，也千萬別沾沾自喜！近期金管會證期局已經針對期貨業界，往昔游走法律邊緣灰色地帶的陋習，展開大規模的整頓與處罰行動。幾位在市場上名氣響亮的高階主管或營業員，也因此被強制停業或撤職，顯示主管機關對以往業界習以為常的種種惡質行

為，不再漠視以對。其實，由業者組成的期貨公會，從四年前就展開了業界的自律自清行動。身為期貨業界的成員，唯有謹守職業道德，別誤闖地雷區，才能為客戶與個人創造出最大的效益。

從期貨顧問與期貨經理這兩項服務事業的成長情況來看，因為每家公司申請設立服務事業的定位、資源不同，運用策略也不同，因此利基也不同，訴求的客層自然也有差異。有些公司是隸屬於金控旗下的子公司，有些則是以證券母公司為基礎，有的可以從銀行體系的貴賓理財找客戶，有的則必須靠自己的力量打拚。有些公司設立期貨服務事業，是採取「邊打邊看」的觀望策略，有的公司採取積極開發的方式，有的則是採取比較被動的位置，反正先卡位，把執照拿到了，下一步且看且走。因此，這一兩年來，從每家公司的出發點與經營策略來看，大家確實也走出了不同的路子。（參見P10～P17現況分析）

### 五百萬元成為開戶門檻

正在快速成長的期貨服務事業，擁有相當周延的法令來規範；但嚴謹的法規，卻也成為業者發展上的最大瓶頸！

以期貨經理事業為例，現行期貨經理事業接受委任資金的下限為五百萬元，就造成不少業者在招攬客戶開戶時的無形「門檻」，這道門檻若無法有效跨過去，開戶數字就無法有效成長。目前業界對於五百萬元的門檻，普遍存在有正反兩面的意見。持肯定看法者認為，期貨交易畢竟風險較大，客戶的保證金一旦虧光，很容易產生糾紛，因此五百萬元是一條基本的「風險控管防衛線」。



期經事業接受委任資金的下限為五百萬元，是業者在招攬客戶時的無形門檻。

不過，持否定看法者則認為，五百萬元對一般散戶而言，畢竟還是一筆大數目，如果要客戶準備五百萬元來開個戶，實在是很難。這道幾乎要「卡死」業者的門檻，對業務推廣也構成極大的阻力。有的業者則表示，一般客戶要拿出兩、三百萬元是不成問題，未來若能將門檻降低，類似銀行貴賓理財的開戶門檻，相信必能吸引更多客戶來參與這個市場。

### 尋求小額集資代操來解套

目前期貨業界與公會正在研擬幾種方式來幫忙「解套」！其中比較可行的方式之一，就是直接將開戶門檻降低到三百萬元左右。其次，也可以採取「集合帳戶」(joint account)的方式，讓好幾個人共同集資，湊成五百萬元來開戶，透過這個集合帳戶，共同委託期經公司進行代操。另一種方式，則是向不特定人募集資金，透過許多小額投資人的共同委任，成立類似共同基金的模式，同樣是委託期經公司代為操作。在這三種方式當中，以第一種做法



較為簡單，後兩種則須牽涉跨部會的研議與修法，比較複雜也費時。

### 非法地下代操，有損客戶權益

目前「地下代操」的情況，在期貨業界仍然相當嚴重。根據資深從業人員透露，違法代操的風氣其來有自，從早期期貨還在「地下化」的時代就十分風行，當時營業員直接幫客戶下單，公司主管也是睜一隻眼閉一隻眼，暗自默許，甚至還有公司營業員結合投顧老師或市場主力，違法代操與炒單，大賺客戶價差。

目前也還有不少期貨業者，透過這種地下代操的方式來招攬生意。在這種互利共謀的架構下，公司與營業員雖然賺翻了，卻犧牲了客戶的利益。而且還造成業界產生「調皮搗蛋的沒事、乖寶寶卻什麼事也不能做」的「劣幣逐良幣」等失衡現象。

### 大力整頓，維護合法生存空間

近期金管會針對違法代操等不法事件也祭出了重罰，希望能大力整頓這種由來已久的陋習，為了要維持檯面上期貨經理事業的合法生存空間，這種打擊非法的行動雖然令業界風聲鶴唳，但一定要持續下去。儘管這次的處罰，在短期面上，對整個業界會是個衝擊與傷害，不過長期來看，又未嘗不是一件好事。幾位期貨界的高階主管一致認為，這次事件最起碼可以讓從業人員認清「知法違法的嚴重性」！

未來，期貨服務事業要導入正軌，老一輩的業界人士建議，不僅要針對從業人員進行法規面的教育訓練，才不會再誤觸地雷區；還應該從「需求端」來切斷，也就是針對一般投資大眾進行教育勸說，讓散戶了解自己身處在哪

種不利點上，並協助散戶以「期貨基金」等方式來參與市場。

### 未來的市場競爭更激烈

未來期貨服務事業的市場競爭只會更激烈。從去年十月二十日起開放證券商及證投顧業者，可兼營期貨顧問業務，顯示以往期貨顧問的「獨家生意」，如今已經幾乎是人人可做。而且開放私募基金的部分，對期貨經理事業的衝擊也很大，儘管業界對於開放期貨信託事業的呼聲很大，但距離真正的實施辦法出爐，恐怕還需要一年半載。況且，一旦期貨信託事業開放成立，這些動輒數十億元的基金，勢必要找經理人來操作，而動的恐怕還是期貨經理人的腦筋，屆時可能又要吹起一陣挖角風。

### 經理人須累積操作實績與口碑

未來隨著開戶數的增加，每個帳戶的管理也形成問題。目前期貨經理人會針對來委託的客戶，提出量身訂做的交易策略，以五百萬元為例，就可以做多種組合式的程式交易策略。但展望未來，一個經理人究竟能處理（handle）多少個帳戶？目前並沒有可靠的經驗值供參考。根據業界人士指出，通常一個經理人負責五個帳戶就有得忙了，未來一旦客戶多了，要如何做到「讓每個客戶都滿意」，就是個挑戰了。尤其，一位稱職的經理人，必須熟悉財務工程，還必須藉由操作績效來累積本身的口碑。而投資人應如何研判這些琳瑯滿目的績效資訊，並從中挑選出最適合的代操經理人，也成為一大考驗。

「過去之績效並不保證未來之獲利」，這道理大家都明白。因此，儘管投資大眾對於操作



金管會的大力整頓，短期上雖會對業界造成衝擊，卻可加速期貨服務事業導入正軌。

績效之公佈需求若渴，但現階段仍缺乏一種公正的評斷標準，因此對於期貨經理公司之業績，是採取每年公佈的方式。未來隨著交易環境的漸趨成熟，逐季或逐月公佈績效的方式也並非不可行，屆時經理人勢必要面臨更大的績效壓力。

### 人事不穩定、流動率高， 業界缺乏正面的典範


此外，人員流動率偏高，也是讓期貨業界相當頭痛的問題。而且從業人員的跳槽，不只侷限在營業員，連中高階主管也是頻頻大搬風，對於以「人才」為利基的期貨服務事業而言，確實是一大隱憂。有些資深業界主管實在看不慣這種情況，還以「期貨老鼠」來形容這些在期貨圈內「到處流竄」的人士。其實，從永續經營的觀點來看，人才的培養，一定需要

時間與經驗的累積；而公司人事上的穩定，才足以提供客戶長遠的承諾，如果一家公司動不動就換個總經理或董事長，想必連客戶都無法維持忠誠度吧。

業界資深前輩指出，期貨圈的人事不穩定，其實是與整個環境「缺乏正面的典範（paradigm）」有關。一般投資人只聽聞某某人用二十萬賺了十億元，卻無法求證到底是不是真的賺了十億元？這十億元

是怎麼賺來的？這類在檯面上譁眾取寵、自我膨脹的人物，是無法成為典範的！真正在期貨界賺錢的人，其實多半很低調，不會一賺了錢就大聲嚷嚷，深怕人家不知道。

尤其對期貨服務事業來講，正面的典範確實有其必要性。資深業界人士表示，「一家餐廳之所以好吃，是因為大廚的手藝好！」如果哪天再去吃，發覺味道不對了，「很可能就是大廚換人了！」可見「好人才」對於期貨服務事業的影響深遠。如果一家公司的人員經常流動，也無法建立起典範。建立典範需要長久深耕，也唯有靠公司主事者與從業人員的智慧才能累積。

在歐美國家，最優秀的人才往往集中在財務工程領域，只要有可以表現的舞台，就不怕沒有人才。期貨服務事業未來的舞台空間還很大，期許大家一起用心揮灑與盡情發揮。 

# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪寶來瑞富期貨總經理 徐志文

# 強調國際化和獨特性 站穩市場

行政院金融監督管理委員會證券期貨局於九十三年十月二十日修正了「期貨顧問事業設置標準」，其中「期貨顧問事業管理規則」有幾條重要法規之改變，對於期貨顧問事業的未來經營具有重大影響，也攸關業者未來的生存利基。

◆撰文／董珮真 攝影／陳敏佳

在寶來瑞富期貨總經理徐志文的解讀中，新修訂的規則，隱含了主管機關對於市場未來的看法。「政策立意是希望能夠導正市場機制，並提高期貨顧問從業人員的專業素養！」新辦法勢必會對現行的市場造成不小衝擊，不過在他認為，期貨顧問事業要經營得好，不僅要靠明星來吸引忠誠會員，還要提供多樣化的商品與精緻化的服務，才能達到提升期貨附加價值的目的。

寶來瑞富期貨已率先同業於興櫃掛牌，就是走出自己的利基，藉由國際化與差異化的策略，才能迎戰未來日趨競爭的環境挑戰。

### 藉由修訂法規，整頓市場亂象

徐志文指出，原來市場的生態其實「很不平衡」！第四台的螢光幕上，充滿了各家所謂的解盤「老師」，針對未來的大盤行情、指數高



低、個股價位等等資訊，說得是天花亂墜，不管是股票、選擇權或期貨，他們通通有辦法說得頭頭是道。反觀真正的期貨顧問，即使領有分析師執照，也無法上電視解盤。整個市場可說是一個「亂」字！如今藉由「期貨顧問事業管理規則」之修訂，可以整頓市場的亂象。

新辦法一出，徐志文預估，「未來有線電視台充滿投顧老師的生態，將會逐漸式微！」寶來瑞富期貨也已經初步決定，將逐漸撤出目前與各有線電台配合的頻道及時段，並暫停透過電視招收會員的活動。徐志文坦承，這是在新法實施後，評估過成本與效益才不得不做的





面對有線電視台五花八門的解盤節目，投資人應審慎選擇。

決定。既然政策是往這個方向走，「不如先配合政策收起來，先暫時告一段落！」未來再尋求其他管道。

其實徐志文也觀察到，「現在連媒體也有警覺了！」以往媒體對所有投顧是「來者不拒」，現在由於法規從嚴，罰則也擴及電視台，媒體自然也會自我規範，發揮自律的功能。同時，分析師必須具有證照資格才能上媒體提供建議的制度，還有三年的緩衝期，期貨顧問的名師仍可藉由新聞採訪來增加曝光機會。

### 塑造明星招收會員，商品多樣化

面臨未來的競爭，期貨顧問事業要在市場上生存下來，「不能單向只做一項業務！」徐志文指出，期貨顧問可以經營的業務範圍，除了提供專業的分析與諮詢，也可舉辦講座與課

程，並利用出版品來合法收費。不過，期貨顧問事業真正的利潤，還是要來自於會員繳交的會費。

「期貨顧問事業要做得好，會員一定要收得多！」而徐志文也不諱言，「要成功招收會員，一定要培養明星級的人物！」寶來瑞富期貨目前也在積極培養幾位具有人氣的名師，希望透過塑造明星來招收會員，期貨顧問事業才能真正做到市場的大餅！

徐志文也感到欣慰的是，「法規管理面雖然趨緊，但在商品開放面是寬鬆的！」因此，去年（九十三年）趁著寶來期貨與全球最大期貨商REFCO集團旗下的「瑞富羅盛豐期貨」合併之後，就一直積極開拓國際化市場，引進多項海外商品。目前寶來瑞富期貨已經和國外三十個期貨交易所互相往來，包括TAIFEX與CBOT……等，投資人只要透過中文的跨國期貨交易平台「財富888系統」等網路下單，無論是大宗物資、能源、金融、外匯、股市、債市、OTC等，都能隨時隨地和國際市場接軌，進行各種避險或套利的交易動作。

### 提升期貨業務附加價值

「期貨顧問事業其實可大可小，就看你怎麼做！」據徐志文分析，儘管新修訂的法規，已經禁止針對「委任人以外之不特定人」（也就是非會員部份），提供任何涉及個別期貨交易契約，有關未來交易價位之研判或交易策略之建

藉由通路的延伸與商品的開發，可提供投資人更多樣的選擇。未來不僅可引進主管機關核准的期貨基金，還可以自行私募基金，透過組合或平衡式的基金配置，進一步幫投資人分散風險。

# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

議。也禁止在傳播媒體從事期貨交易分析時，有以任何方式「招攬客戶之廣告行為」。不過，他認為這條路雖不能走，期貨顧問事業仍有其他的「生路」可走，就看業者怎麼去發掘。

在徐志文眼中，「期貨顧問事業最大的功能，是在提升整體期貨業務的附加價值！」畢竟，期貨顧問仍需依附在整個期貨公司的大架構底下，它既無法單獨存在，也必須與期貨自營、經紀、經理等業務相輔相成。期貨顧問事業的角色，是希望藉由豐富而多樣化的服務內容，提升整體業務的利潤，並協助拓展相關業務，以帶來更可觀的利潤回饋。

### 率先興櫃掛牌，預計今年轉上櫃

寶來瑞富期貨公司在去年十月廿七日率先於興櫃掛牌，不僅成為國內第一家股票公開掛牌交易的期貨公司，還預計於今年（九十四年）下半年正式轉上櫃交易。這在期貨市場上，除了具有「指標性意義」外，還將有助於寶來集團拓展海外衍生性商品市場。徐志文表示，這正是「走出自己的路」的差異化策略。

寶來瑞富期貨過去三年的每股稅後盈餘分別有2.98元、3.19元、與5.15元，可說是寶來金融集團裡獲利能力最佳的成員之一。徐志文指出，相較於證券，期貨是「多空通吃」，受景氣影響也不大，因此可以享有比證券商更高的本益比。

「聚焦很重要！」徐志文向來勉勵公司全體同仁，要集中焦點，專注做好本身擅長的事。一家公司的規模大小，往往就跟本身的遠景（vision）有關！所以「一定要走出自己的利基！」以經紀業務來說，目前的殺價空間已經很有限。未來也可以成立的期貨投顧事業，就

可以透過定期的專業研究報告，來提供給相關產業，例如原油趨勢的研究報告，就會對中油等企業派上用場；原物料行情的研究報告，則可以提供給台糖等企業。

「成功模式是需要自己不斷摸索磨練出來的！」在寶來金融集團內，每個部門就像一支訓練有素的部隊，隨時可以上火線應戰。以寶來瑞富期貨公司來說，雖屬於寶來集團旗下第四家掛牌的成員，其實平日早已儲備戰力，因此能夠年年提升獲利。寶來瑞富期貨的獲利分別來自經紀收入、自營收入與海外商品收益這三大領域。徐志文舉例，像是自營部、經紀部、或顧問事業，都會經常舉行分組討論，讓同仁們就趨勢、價差、當沖等各種不同主題，來交換看法與研究心得，讓大家一起成長。

### 寶來瑞富期貨交出漂亮成績單

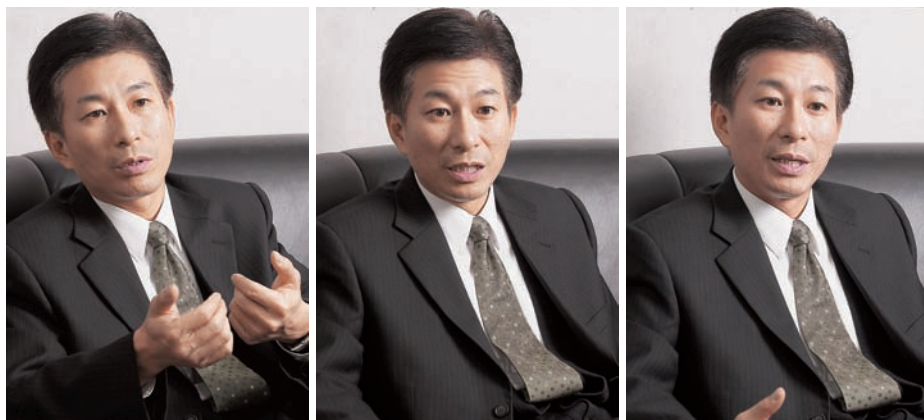
即使去年的行情詭譎多變，寶來瑞富期貨還是交出了漂亮的成績單。

依據最新統計，去年前三季的稅前盈餘2.49億元，以目前股本6.45億元計算，每股稅前淨利已達3.86元。看來寶來瑞富期貨九十三年的每股獲利表現，不僅會高居國內期貨公司之冠，比起上市金融股也毫不遜色。

而最新的市佔率統計，寶來瑞富期貨目前仍穩居期貨與選擇權市場的「雙冠王」，去年國內的期貨自營部仍保持獲利，同時在國外期貨部分，寶來瑞富期貨的市佔率也高居第一，美國盤部分就超過了50%，日本盤也佔了30%至40%。尤其是美盤與日盤交易，在黃金期貨與石油期貨的新商品帶動下，美國盤一天的交易量，就可能等於別家業者一個月的交易量，穩居國內最大的期貨商。

### 走向國際化是持續出路

寶來瑞富期貨去年抓準了能源與原物料大波動的時機，引進了國外的熱門期貨商品。趁



徐志文認為，法規管理面雖然趨緊，但在商品開放面是寬鬆的，所以合併後就積極開拓國際市場，引進多項海外商品。

著全球黃金及石油價格頻創新高之際，陸續推出了黃金期貨（芝加哥CBOT的小型黃金期貨合約）和石油期貨（東京TOCOM的石油期貨），不僅滿足了投資人的交易與避險需求，也提升了整體交易量。自從上線以來，小黃金期貨的成交口數約為每天兩千五至三千口，石油期貨每天也有兩、三千口的交易量。



寶來瑞富期貨是亞洲唯一美國芝加哥期交所小型黃金期貨的造市者。

近日寶來瑞富期貨進一步獲准擔任美國芝加哥期貨交易所（CBOT）小型黃金期貨的亞洲區唯一「造市者」，也是國內第一家擔任CBOT商品造市者的期貨商，未來還將引進白

金或白銀等金屬商品期貨，國際化的腳步從未停歇。

### 面臨更多競爭者來分一杯羹， 專業分工與發揮特色

面臨期貨顧問這塊市場未來將會有更多競爭者進來「分一杯羹」，包括證券商、及證券投資顧問事業，都可以兼營證券相關的期貨顧問業務，「跨業經營」的趨勢已然形成。徐志文認為，競爭的「門檻」將不復存在，因此期貨業者更需要發揮本身的特色。他舉國外的期貨業發展為例，分工將會更趨精細，有些業者專營期貨基金，有些專做選擇權市場，在集中火力之下，反而獲利更佳。

徐志文也預估，未來若期貨交易稅能夠調降，投資人的成本減輕，則市場上的交易量勢必會提升三至五成。同時，他也建議開放外國期貨商來台灣從事期貨的交易，而不只侷限在「合格外國機構投資人」（QFII），而且，國內的業者也可以培養國際化的能力，進一步在國外成立分公司或海外據點，或是與國外業者策略聯盟，都是可行的方式。

CONTA

期貨顧問事業若是單獨設立的單位，絕無法持續生存。因此，顧問事業一定要走向「精緻化」，透過專業的規劃、包裝過的套裝商品、與精緻化的服務，才能立於不敗之地。



# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪統一期貨總經理 李文柱

### 集結專家智慧 給予最專業的服務

成立於民國八十三年之統一期貨，是國內最早投入期貨市場的業者之一，面臨愈來愈競爭的期貨服務事業，唯有提供專業化、創新性的服務，才能提高金字招牌的含金量。

◆ 撰文／董珮真 攝影／李慧儀

統一期貨公司總經理李文柱認為，新修訂的規則愈來愈趨向嚴格，顯示主管機關希望扭轉目前的市場生態，期待市場朝良性競爭的方向去發展。

身兼期貨公會期貨顧問事業組業務召集人的李文柱表示，「身為正派的期貨顧問業者，當然會遵守公會的遊戲規則來運作」，從業務面的角度來看，這次的修法可以對業界提出類似「防火牆」的正面規範，並提醒業者，最高利益還是要「以客戶為重」！

其實，期貨顧問事業自從開辦以來，業界皆能發揮一定的自律功能，會員之間也都具有規範能力，互相尊重紀律，李文柱認為，這是因為制定規範之前，往往會先凝聚共識。金管會副主委呂東英也曾以「最佳實務手冊」(Best Practices)來與業界共勉，就是出於從業務層面來落實執行的基礎。



#### 「期貨技術學苑」教客戶釣魚

統一期貨從九十一年六月二十七日就開辦了「期貨技術學苑」與「選擇權技術學苑」，幾乎每天都會有期貨課程在舉行，來上課的除了統一期貨內部的同仁，也有針對會員的研習講座。看著學員認真上課的模樣，李文柱露出微笑，說這是「基礎建設」，藉由基礎建設的奠定，才能建立統一期貨的「品牌」(Brand)！因為期貨顧問事業可說是知識經濟的代表，賣的是「腦袋」！透過腦袋裡的智慧集結，期貨顧問事業才能去蕪存菁，經過篩選與再包裝，然後呈現給客戶，供客戶選擇採用。

基礎建設包含了專業知識與技術(know-how)的傳授，以及既有利基的再提升。李文柱表示，「我們希望不只給客戶有魚吃，還要教客戶怎麼釣魚！」因此，在這間技術學苑裡，特別強調「蹲馬步」的功夫一定要扎實。

## 培養專業名師，打出口碑

這幾年來，統一期貨一直不停的開辦各種研習講座，超過一百場次、七千人次的賣力成績，希望能將整體期貨市場的專業知識與技能「向上提升起來」，透過會員上課、出版品與簡訊等管道，積極拓展獲利的基礎，尤其是商品的部分，透過再包裝的方式，像是「油利可圖」與「飛毛腿」等套裝策略商品，就吸引了許多新會員。

當然，要吸引會員入會，還是需要「王牌名師」，也就是李文柱心目中「能夠擦亮金字招牌的人！」統一期貨目前積極培養的洪守傑協理與胡任標協理這兩位名師，就十分受到客戶認同。李文柱表示，要爭取認同，絕不是以輸贏為標準，而是要教客戶釣魚的技術。李文柱認為，辦講座的目的是「希望能夠提升附加價值，招收會員倒是其次，」藉由專業水準的講師來傳授一流心法，打出口碑，希望能把市場的餅做得更大，「才能提升品牌的價值！」

## 建立自己的力量， 提高金字招牌含金量

相較於市場上昂貴的課程，至今已開到23期的「期貨技術學苑」，卻是採取比較「平價」的策略，而且儘管強調「使用者付費」，但學費卻是轉贈到創世、慈濟等慈善機構，學員憑著捐款收據就可以上課。根據統計，從第一期至第四期的慈善捐款，累計就高達一百多萬元。

李文柱坦言，比起不少同業具有金控集團的資源支援，統一期貨「唯有建立自己本身的力量，才能把這塊金字招牌的含金量提高！」因此，除了藉由名師累積客戶人脈、擴大國內期權市場外，統一期貨也不願放棄國外的商品市場，近來也積極引進能源與大宗物資等商品期貨，提供客戶更多的選擇。據他分析，海外商品對於國人雖然有語言與時差等「門檻」在，但是先透過選擇權市場來帶動人氣，再來從美國CBOT挑選如小型黃金或石油期貨等適合國人操作的商品，也可以逐漸把市場炒熱，未來統一期貨還預計引進一波新商品。

## 期貨領域需要一定的know-how

從九十三年十一月一日上路的投信投顧法，開放了證券相關事業可互相兼營，證券、期貨也可兼營投顧事業。相對於證券投顧可經營全權委託業務代客操作，期貨投顧的收入來源，很明顯處於較弱勢。由於期貨代操已歸屬為期貨經理事業，使得期貨投顧在全權委託事業上，已無發揮空間。因此，李文柱也建議，主管機關能開放小額代操業務給期貨公司的投顧部門經營，才能給予業者更大的生存空間。

面對未來更多業者也進來搶食這塊餅，李文柱並不擔心，「因為要進來期貨這塊領域，需要更多的know-how！也需要更高的門檻！」據他分析，結構式商品未來的發展空間仍然很大，透過財務工程的人才與組合交易的

身為知識服務業的一員，無論是研究員或交易員，都必須經過市場好幾次循環週期（cycle）的洗禮，才能夠立足，因此在專業知識與經驗的歷練上，往往都會勝過散戶！

# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

策略，不僅會把這塊餅做大，還能吸引更多的人才投入這塊市場。他觀察到現在有許多原本在外商或外資服務的人才，回流到本土型金控，未來期貨界可能也會出現這種趨勢。

### 未來將從「價格戰」走向「價值戰」

「期貨顧問說穿了就是一門服務業！」在李文柱眼中，顧問事業提供諮詢建議，經理事業接受委託代操，投信事業接受共同委託投資，這些環節都必須發揮服務業的精髓，必須以客為尊。他認為唯有走向「差異化」，才能為業者闢出一條生路，未來期貨商之間，無論大或小，將會從「價格戰」走向「價值戰」！金融機構的規模只會越來越大，合併的腳步絕不會停歇，即使是統一期貨，近來也面臨到「待價而沽」的被併購態勢，但李文柱有信心，只要本身具有實力，就能發揮價值，更不怕併購的危機。

### 掌握通路，大小通吃

統一期貨是統一證券轉投資的子公司，目前員工有150人，擁有四家期貨分公司與35家證券IB共計39個據點。李文柱自豪的說，若以單點的市佔率而言，統一期貨絕對排名在前一、二名，而且目前坐在櫃檯前的每個營業員，平均都擁有四張證照，專業程度也超越業界水準。他平日就經常勉勵同仁，只要有能力，就去考證照，只要有證照，「未來不管被併到哪哩，都會有機會發揮能力！」

未來是「通路為王」的時代，李文柱舉統一集團旗下的關係企業7-ELEVEN超商為例，只要能掌握通路，就能大小通吃，「以前是用一塊錢賺五毛錢，現在是用一塊錢賺一毛錢！」在毛利逐漸稀薄的生態下，業者更需要發揮每一塊錢的投資效益。競爭必須要差異化，殺價競爭絕比不上商品與服務的優勢！



李文柱以統一旗下的7-ELEVEN為例指出，未來是「通路為王」的時代，只要掌握通路，就能大小通吃。





李文柱認為，期貨顧問的功能，絕不只是擔任「解盤」，而是要進一步把一身功力傳授給客戶，客戶自然會從市場獲利。

### 學習期貨就在統一！

「因為客戶會進步，所以學習期貨就在統一！」李文柱笑著說出統一期貨主打的Slogan，希望交易人只要想上課，就會來統一。其實，不只是客戶來上課，統一員工也得經常上課，補充能量，藉由這樣的良性互動，也讓整個公司充滿了「學習型組織」的氣氛，大家越學越有力。

不過，李文柱也不諱言，教育是百年大計，也是急不得的事。辦講座雖然在短期內難以看出成效，但他一直認為，期貨顧問的功能，絕不只是擔任「解盤」而已，而是要進一步的傳道授業解惑。經由名師指點，把一身功力傳授給客戶，客戶自然會從市場獲利。根據統計，目前客戶的輸贏比可以從7：3改善到5：5，可見上課的能效驚人。一旦把客戶教育好了，市場的素質自然會提升，「叫賣式」的生態也會得以改善。「只要把這個市場做大了，好的期顧一定會出頭，良幣自然會逐劣幣！」

### 自許為「期貨文教事業」，創造生存空間

李文柱以經營「期貨文教事業」來期許期貨顧問的發展，並期望顧問事業能夠提升整體期貨公司的附加價值。他指出，期貨公司的獲利主要還是來自經紀收入，通常經紀業務的獲利挹注可以達到五成以上，自營部門則是負有培養人才的重任，期貨顧問則必須走出差異化的路！

「期貨業的生存空間必須要靠我們自己來創造！」李文柱充滿信心，期貨絕非只是依附在證券底下的附屬品。未來期貨地位若要提升，就要靠期貨從業人員自身來努力！期貨顧問業必須成為客戶「可長可久的夥伴」，才能夠賺到合理的利潤。

本身是專業經理人的李文柱，強調「從A到A<sup>+</sup>」的過程當中，唯有「學習、學習、再學習！」在經營管理方面，他也勉勵所有期貨界的朋友，「不僅要找對的人來做事，還要專心做好一件事！」

CFR

**期貨市場畢竟是場金錢輸贏的零合遊戲！在八十與二十的定律下，80%的人是輸家，只有20%的人會成為贏家！因此，期貨交易人一定要把技術水準拉高，才能降低賠錢的風險！**

# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪台証期貨投顧經理 張建國

### 唯有「創新」 才能異軍突起

微利時代的來臨，使得投資人對於多空皆宜的期貨交易有更顯著的需求。在衍生性金融商品的急速成長下，「商品革命」不斷地推陳出新，投資大眾的思維也必須要能迎頭趕上。如何提升投資人對新商品或套裝商品的接受度，成為期貨顧問事業最大的挑戰。

◆ 撰文／林靜宜 攝影／李慧儀



「**台**証期貨顧問事業」隸屬於台証期貨經紀股份有限公司，由台証證券結合台新銀行共同投資成立。除了以專業人才提供高品質的服務、以誠信經營原則提供投資人安全與保障外，台証期貨投顧經理張建國明確地表示，「期貨顧問事業必須要能由創新的理念帶動『思維革命』，讓廣大投資人有能力立足於更迭不休的『商品革命』中。」

#### 利基與挑戰

期貨市場整體期貨及選擇權商品合計日均量由民國九十一年的一萬三千口，大幅成長至去年的十二萬八千口，成長率高達四倍。當市場愈顯蓬勃發展時，自然就會吸引愈多的競爭者加入，「相較於同業，台証期貨規模並不大，因此，要用獨樹一格的創意包裝出更專業的服務，才能異軍突起。」張建國表示，專業

化的服務及多元的創意行銷，必定成為所有同業最嚴苛的生存法則。

#### 以科技協同人力，分析更正確

隨著期貨相關事業的快速發展，目前整體市場可謂是處於人才嚴重不足的窘況。台証期貨投顧則選擇適度倚重資訊科技的力量，推出「台權道」電腦分析程式，針對選擇權交易與台指期當沖交易策略，打造出電腦人腦相輔相成的交易模組。

「我們用客觀的電腦分析來彌補投顧老師人性上的弱點，也用投顧老師的專業判斷來提升模組的成效。」張建國認為，隨著資訊科技的進步，目前電腦程式可以針對不同需求的顧客量身訂做其所需模組。如此一方面可以解決業界挖角、人才不足的問題，另一方面也可以將人為干擾交易的因素降至最低。



張建國表示，台証期貨顧問率先於台証集團內發行了第一本理財叢書，希望藉此導正投資人的交易心態，普及期權交易概念。

### 廣開課程，教投資人如何釣魚

「台証期貨諸葛學苑」積極開設期貨選擇權的專業課程，獲得熱烈的回響。「投資顧問不應僅是提供投資人鮮魚大餐，重要的是要教會投資人如何釣魚，能在市場上生存，專業投資教學絕對是不可忽視的市場。」

而為了保護投資人權益，主管機關對期貨投顧事業進行許多必要的管制，儘管這些規定勢必對投顧事業造成的不少衝擊，然而張建國還是很有信心地說，「投資顧問事業本應遵守規定，投資大眾將是種種設限下的最大受益者。在主管機關與台証期貨顧問事業的共同努力下，投資人既可先行吸收期權專業知識，又能防止尚未全盤了解期貨與選擇權前，就殺進殺出，提早於市場上畢業。」

### 多軌並行的行銷創意

為強化台証的創新革命理念，台証期貨投顧採多軌並行制來激盪新創意。一來將觸角伸進證券通路的客戶中，藉此打開會員通路。「台証證券通路是台証期貨的IB（期貨交易輔助人），是期貨投顧最重要的客戶資產，」張建國形容道。二來資訊類的商品必須經過適度的包裝，強化「盤中即時語音解盤」與「盤中簡訊」的功能與附加價值，讓投資人獲取市場最新的看法與盤勢變化概況。

張建國更進一步指出，「透過媒體行銷是必要的手段，它能让一般投資人對期權交易抱持正確的態度，改善過去地下期貨商所造成的負面印象。」

近來電子交易盛行，投資人使用網路下單的口數也十分可觀。台証藉不定期舉辦活動來提升網路下單投資人的需求度；此外，在e化的時代中，電子報是台証與投資人最便捷的交流管道，「台証期貨BBS電子佈告欄」專區，讓投資人能在線上進行策略研討與交流，激發彼此更多的成長與互動。

### 創意與務實兼備 為投資人進行思維革命

期貨投顧事業隨著期貨市場成交量的不斷創新高，而逐漸吸引更多的業者投入耕耘。「投顧事業本應要帶動證券業與期貨業同時並進，才能提供投資人one stop shopping的最好服務，」張建國更主張「面對日新月異的金融市場，還必須要有更開闊的胸襟，輔以巧妙的心思與無限的創意，才能走出自我的特色。」

不強調炫目花稍，但卻不拘泥於型式；著眼於循序漸進，卻也兼顧實務運作，台証期貨顧問事業可謂是市場上「商品革命」與投資大眾「思維革命」間最好的橋樑！



# Cover story | 業者經驗談 | 顧問事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪如意期貨總經理 王漢光

### 異業合作 寫下新典範

員工僅有40餘人，沒有龐大集團作為後援的如意期貨，竟能在2004年1到10月創下全國最高的期貨顧問事業營業額。身為小型期貨商的如意期貨，究竟如何以小搏大，寫下國內期貨顧問事業的新紀錄？

◆ 撰文／藍浩益 攝影／陳敏佳



由於我國的期貨市場在發展初期，即呈現依附在證券市場之下發展的現象，在各方面均受到證券的顯著影響。而期貨顧問事業在初期更是受到相當多的法令限制，包括分析師無法在電子媒體提供分析資訊等，而如今雖有放寬，也仍然受到相當的限制，不能發佈高低點與進出點之類的資訊。在這些限制之下，使得期貨顧問事業的發展相對之下也顯得較為辛苦。

#### 策略聯盟，創造商機

沒有龐大的集團資源，如意期貨靠著靈活的策略，廣開策略聯盟之門，創下國內期貨顧問事業的新典範。

如意期貨總經理王漢光表示，為了突破這些先天性的限制，如意期貨使用了與其他期貨同業不同的方式來開發期貨顧問服務市場——採取與證券投顧合作的策略，與「理財周刊」

進行策略合作。由於理財周刊旗下有多家證券投顧公司，透過電子媒體、平面媒體，以及經常性的演講活動，取得大量與投資人接觸的管道。如意期貨即採取與各家證券投顧公司策略合作的方式，提供證券投資人另一項避險期貨的投資資訊選擇，一舉打開市場。

#### 提供既深且廣的研究資訊

在專業投資分析意見的提供方面，如意期貨顧問一方面運用程式交易系統，利用技術分析工具、基本分析模型、商品價格波動特性及週期，或是其他邏輯思考訊息，在技術面隨時掌握市場趨勢；而在基本面上，更是不斷廣納研究人員，並予以專業訓練，大量提供深入的研究資訊。

「我們希望提供有區隔性的服務！」王漢光說，由於將來法令即將開放證券投顧業者也可以兼營期貨顧問事業，屆時競爭勢必更為激



王漢光認為，如意期貨雖然是小型期貨商，但積極與各家證券投顧業者合作，形成陣容堅強的策略聯盟團隊。

烈，如此一來，期貨投資人也將更需要專業的期貨顧問業者，針對國內外期貨市場提供服務。因此，如意期貨自我期許成為最專業的期貨服務業者，協助投資人同時掌握國內外期貨市場的資訊，使投資選擇更多。而為了加強對於國外期貨市場的掌握，如意期貨也不斷強化內部研究人員的專業能力，不斷提高分析報告的質與量。

### 將劣勢轉化為優勢

王漢光認為，如意期貨雖然是小型期貨商，在集團資源、公司知名度等方面，相較於大型券商相對較為薄弱，但這卻可以也成為如意期貨優勢。他指出，由於大型券商旗下的期貨商，在操作上必須顧及集團的整體策略，相對之下反而不夠靈活。但如意期貨長期以來，積極地與各家證券以及投顧業者合作，形成一個陣容堅強的策略聯盟團隊，在各家投顧業者的說明會以及演講會中，也可以成為如意期貨的曝光機會，也成為開發期貨顧問會員服務的管道。

王漢光不諱言，雖然以如意期貨目前的一千多個期貨顧問服務會員數而言，已經是國內同業中最高的，但是光就期貨顧問服務事業本身來說，獲利性並不高。若要追求獲利，還是必須依靠母公司期貨經紀事業的手續費獲利。

但是，對於期貨顧問事業，王漢光總經理仍然賦予了相當高的期許。

### 以專業機制健全市場

他表示，以國外的期貨市場而言，規模都在現貨市場的二到三倍，照理說期貨市場是可以相當蓬勃的，然而目前在國內卻並非如此，主因即是出在「人」的問題。由於國內在正式開放期貨交易之前，地下期貨盛行，地下期貨商就靠高額手續費獲利，但是到市場正式合法開放，卻又立刻出現手續費殺價戰，在此情況下，部分營業人員即出現代操、炒單的行為，使得市場秩序更為混亂。

王漢光認為，在這樣的大環境之下，也就更凸顯了國內的期貨市場亟需有更多專業的期貨服務業者出現，才能逐漸減少游走在法令邊緣的不正常現象，使整個期貨市場更為健全。因此，如意期貨今後的主要策略方向，將是持續在服務品質上予以深化，加強國外期貨市場服務，藉由不斷教育客戶，從導正觀念做起，成為國內專業期貨服務的典範。

同時，王漢光總經理也期許，政府在法令方面，可以適度開放，給予期貨顧問業者更多的發揮空間，得以提供較為準確的預測資訊與買賣點建議，這也將是促進期貨顧問事業進一步發展的重要關鍵。

ONTA

# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪日盛期經公司總經理 黃正雄

# 放大格局 期經事業未來很精彩

「我很看好期經事業在國內的發展，因為這是一個附加價值非常高的事業。」日盛期經總經理黃正雄以自信的口吻道出這句話。說起黃正雄，雖然才四十出頭的年紀，卻已是國內期貨事業重量級的「老前輩」。他將如何帶領日盛期經再創事業傳奇，著實令許多人好奇不已。

◆ 撰文／許慈倩 攝影／陳鑫

**黃**正雄懷著感恩的心情，感謝一路栽培他的日盛集團。他推崇集團在這塊版圖的深謀遠慮道：「當股票風靡國內市場時，集團已經看到期貨的遠景。所以早在1988年集團就派我到芝加哥學習正統的期貨選擇權。投身那個環境，我更深切明瞭期貨市場之浩瀚，所以從證券轉戰期貨迄今，我一直對這塊市場充滿信心。」

### 期貨市場的開拓者

黃正雄信手拈來，就有洋洋灑灑的資料可以佐證國內期經事業的遠景。例如：2003年底美國市場管理期貨基金規模達八百億美元；2003年初日本市場管理期貨基金規模有六千億日幣；2003年美國通用汽車（GM）退休基金管理事業部宣布：12%退休金投入避險基金與管理期貨……。



日盛對黃正雄有栽培之恩，黃正雄也不負期待，成為日盛集團期貨市場開疆闢土的關鍵人物，並在期貨市場創下多項領先紀錄，最引以為傲的是，民國八十九、九十年皆入選中華徵信所服務業經營績效卓越前500大公司，績效獨占鰲頭。

### 高水平人力資源是日盛期經最大優勢

說起黃正雄，自信永遠寫在臉上，但是他的自信並不是沒來由的。「開創事業是很辛苦的，而我們願意在把日盛期貨經營到很賺錢的



### 日盛風雲榜

- ◎ 第一家申請設定期貨商之業者
- ◎ 第一家申請一般結算會員
- ◎ 第一家為上市公司規劃避險，實物交割成功案例者
- ◎ 第一家發放現金股利之業者
- ◎ 第一家結合全省29家期貨交易輔助人，與台灣期交所實際連線模擬交易成功之期貨商
- ◎ 第一家申請設定期貨經理公司的業者
- ◎ 民國八十七年獲台灣期交所頒發「台灣期貨市場開市首日成交量冠軍 業冠群倫」、「台灣期貨市場開市第一盤成交 拔得頭籌」、「活絡我國期貨市場獎勵活動開戶數季軍 功著期貨」等獎項
- ◎ 民國九十年獲期交所舉辦之小期兵競賽所頒發第一名獎項、選擇權交易競賽團體組第二名與造市組第二名獎項……。

時候，毅然決然的把自營部的同仁帶過來，正是看好這個事業的前景。」而讓黃正雄敢於開創新局的神兵利器就是這批他口中的自營部同仁與眾多交易模型。

因為黃正雄認為金融服務業比起其他行業都更需要優秀的人才。「金融業的成敗維繫於人的品質，而日盛期經最大的優勢便是自營部的同仁至少都有一、二年以上的實戰經驗。」

黃正雄分析日盛期經將來成功的關鍵性因素來自人。所以他的首要使命就是培養優秀的trader，並致力於研發與創新，讓財務工程技術更臻純熟，再搭配集團的行銷通路……，黃正雄雙手抱胸地說：「我想我有樂觀的理由。」

而如果要說困境，黃正雄覺得成也人才，敗也人才。他覺得這個新興的領域中，人才，

尤其是財工方面的人才確實難覓，而且期經的資源遠不及投信及券商。正因此，更搶不到好人才。所以黃正雄認為，與其到外面搶人，還不如自己培養，一來內部同仁已經有很好的基礎，二來有共同的革命情感，人事較能穩定。

### 教育投資人為當務之急

儘管黃正雄認為，在國外代客操作是一件非常普遍的事情，因為大家都沒有額外時間來做投資，而且國外專業分工的風氣盛行，所以傾向交給專業的代操公司進行，但是國內目前對代客操作仍有一定的顧忌存在，這也是不爭的事實。國外的經驗固然極具參考價值，但是台灣期經事業的蓬勃，仍需要時間來進行教育及推廣。

所以日盛除了密集舉辦說明會，向國人介紹這項「比股票還安全，而且相對報酬穩定」的新興投資工具外，身兼期貨經理事業委員會召集人的黃正雄，也在專業媒體上發表文章或接受專訪，此外，也曾在諸多專業機構或組織（如經濟部專業人員研究中心、國立中正大學財務金融研究所、台北市進出口商業同業公會、台大金融研習營、台北芙蓉扶輪社、台北南陽扶輪社、政大金融系、台北金融研究發展基金會……等等）授課演講，傳授其精湛的期貨理論與實務。

### 呼籲業界共存共榮

當然期經公司在國內還是一個嶄新的行

**頂著耀眼的光環與績效，黃正雄強調「興趣」與「理想」是他轉戰專業度與複雜性更高的期貨經理業務，依然樂在其中的主要原因。**

# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

業，同樣需要時間來展現績效，才能獲得客戶青睞。眼光前瞻的黃正雄遺憾的說，「國內業者往往忽略了共同利益，只做競爭，廝殺到大家都無利可圖，這實在是可悲的現象。」所以雖然企圖心強烈，行事作風果斷而積極，把維持市場前三名當作永遠的挑戰與目標，黃正雄卻很期待趕快看見有一、兩家業者做起來，「因為這是一個共存共榮性質高，利益關係緊密的行業，任何一家做起來，對整個業界都是有幫助的，因為這就是在告訴大家這個行業是可以做得起來的。」

黃正雄進一步指出，要放大整個市場，應鼓勵更多的參與者，促成良性的競爭。而且政府也鼓勵我們做國際性的商品；主管機關也陸續開放更多商品，供我們操作。進入隨選時代（on demand era），決勝的關鍵在於研發創新的能力，並能快速反應市場現象。黃正雄呼籲不要僅著眼於國內市場的競爭，這樣只會讓路越走越窄。

### 2005將是期經事業 繽紛熱鬧的一年

不僅厲兵秣馬，帶領同仁衝鋒陷陣，同時也參與公會事務擔任期貨經理事業委員會召集人的黃正雄所著眼的是整個環境的健全與機會。他透露，期經共同委任與期貨基金，均有機會在明年度開放，對期貨經理業務來說，將是熱鬧的一年。不過，明年也開放外資來台設期貨商，對期貨界來說，競爭將更激烈。

至於日盛期經，考慮到流通性的問題，明年度也會將部分資金擴散到國外市場，操作國外商品，由於考慮時差問題，將由無時差的日本期貨商開始，再來跨入歐美商品，加強商品操作種類，以分散風險。並在當下擁有約十種交易模型的基礎下，持續研發新交易模型，達到多樣性互補，分散風險的效益。

在日盛期貨自營部交出輝煌戰績後轉戰日盛期經，目前資產管理規模為二億七千萬元，領先同業，現階段操作以選擇權為主，期貨為



黃正雄分析，日盛期經成功的關鍵因素來自於擁有優秀的人才。

輔，黃正雄篤定的認為，「自營的豐富經驗是期經最好的基礎，有沒有經驗，在市場上優劣立判。」目前日盛期經交易模式勝率高達八成，預期投資報酬率是定存的五至十倍。他表示，追求絕對穩定報酬的時代已經來臨，「選後再也難找到這樣的投資工具了！在淨值穩定回升的效益下，客戶資金放得愈久，錢就賺得越多。」黃正雄目光炯炯的說。

### 事業能衝敢拚 追求生命正面價值

聽黃正雄侃侃而談其期經事業的藍圖與理想。你絕對相信眼前這位達不惑之年的男子是個典型的摩羯座工作狂。而在開拓事業版圖的過程中，黃正雄強調，同業不僅可競爭，更宜合作。他就希望明年可以聯合幾家業者共同舉辦造勢活動。身處這麼誘人的市場，他再三告

誡同仁「credit」是這個行業中最珍貴的資產。因為去年歷經總統大選的震盪，金融界哀鴻遍野，期經事業自然也受影響，「雖然淨值受影響，但是客戶還是相信我們，願意繼續將資產託付我們來操作，這就是信譽的可貴。」

金融市場詭譎多變，期貨市場更是充滿競爭與壓力，卻總見黃正雄精神奕奕，他說：「工作壓力大，要懂得調劑，才不會影響生活，我認為從事這樣工作的專業人員應該要有一定的抗壓性。」黃正雄更爽朗的傳授秘訣，每天花十分鐘欣賞美好的事物有助紓壓，更能讓自己長壽。就是這樣收放自如的工作慣性，讓黃正雄在漫長的金融事業版圖中屢創佳績，寫下輝煌的紀錄。

黃正雄的工作取向，永遠為自己設定高標準，卻不迷失於成就與掌聲中。過去是意氣風

發的得意青年，隨著歲月的洗禮，並經歷過許多事物，讓他變得豁達，開始思索人生的價值。

在職場上，他樂於接受專業的挑戰；對於人生，他有更多的付出與放得下的豁達。黃正雄所帶領的日盛期經，即將在明年三月屆滿一年，他有信心交出亮麗的成績。而我們更期待在未來，期經事業能因為更多願意付出的人參與，讓期經公司企業公民的角色，散發動人的風采。



去年歷經總統大選的震盪，金融界哀鴻遍野。（圖片／中央社）

**日盛是唯一持有部位歷經選前系統性風險的期經公司。這樣的經驗千金難買，歷史也很難再重寫，所以，日盛擁有比同業更高的抗壓性，以及應對系統性風險的能力。**



# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪元富期經公司總經理 柳健昌

# 風險控管和穩健經營 恆久不變的堅持

「元富期經把『風險管理』當成第一要務！」總經理柳健昌開口第一句話就點出公司最重要的經營理念。他表示，在嚴謹的風險管理制度下，追求穩定的操作績效，是元富期經讓客戶信賴的最大利基。

◆撰文／林蔚文 攝影／李慧儀

「目前業界還沒有像我們這種風險控管方式及線上即時風險控管系統。」柳健昌自信滿滿的說道。在健全的制度與系統下，元富期經依據客戶的風險偏好，提供量身訂做的操作模式及完善的服務。

因此，將操作策略程式化、多元化是元富主要的交易策略，包括程式交易策略、價差交易策略、選擇權交易策略、避險交易策略、套利交易策略等，依不同的客戶偏好進行量身訂做投資模式。

### 依客戶特性規劃商品

在讓客戶能追求合理獲利，公司營運獲得穩健成長的前提下，元富期經在經營策略及商品設計裡，規劃出五種商品，並將客戶以金字塔型分為保守型、中型及風險承受度比較高三大類。積極型的客戶占大多數，也是主要客戶群，「俗攔大碗」是這些客戶的投資特性，投



入時間短、但能承受較高風險，因此採取選擇權與期貨並行的策略，也就是程式交易的操作模型，這類型客戶要求的利潤及績效比較高，是屬於股票族的型式，常隨著大盤漲跌而有所起伏。

因此，在商品與客戶的配套上，元富將風險承受度高的客戶，以第一、第二種商品為主，因為風險相對高，利潤也較高，但是在元富嚴謹的風險控管下，將原本20%至30%的風險係數，壓縮在10%到15%間，當然利潤也由30%至40%，降低為20%至30%間。中間層的客戶比較中性，鎖定市場上股票及買基金族的

中間族群，以第三種商品為主，採取選擇權的順勢操作策略，在嚴謹的風險控管之下，將風險儘量控制在5%至10%，獲利空間則在15%至20%間。

至於頂端的客戶群傾向保守，因此對每月風險承受度不超過2%，對風險控管要求嚴謹，相對的一年所獲得的利潤約為15%左右。債券型基金及公司法人是主要的族群，並以第四及第五種商品為主打，主要操作策略以選擇權中立及價差交易為主，因為風險較低，大部分是做為避險的工具。

### 烏龜哲學，一步一腳印

「嚴謹的風險控管」及「穩健經營」是柳健昌在訪談過程中不斷強調的兩項核心理念，元富追求永續的經營發展，因此即使像去年322、323（三月二十二日、三月二十三日）大盤發生劇烈的變化，元富也絕對不會發生嚴重虧損的情況，柳健昌認為，在期貨經理事業的經營法則中，絕對不允許發生因為各種風險，受到大盤大幅度暴漲暴跌的影響，因而造成客戶及公司的損失。

「我常常跟操盤人說，我們要學烏龜，絕對不要學小白兔！」柳健昌解釋，像烏龜一樣，一步一腳印，慢慢穩定的成長，而不要像小白兔這樣跳躍式的起伏，否則這樣的操作方式，不僅客戶認同度有所疑慮，對公司的操盤形象也會產生不好的影響。

### 擁有完備的資訊系統與集團資源

在如此嚴謹的風險控管下，操盤人員要在重重限制的框架裡，追求最高的獲利及公司穩健經營，因此，完整的智慧資訊系統是不可或缺，除了商品模組程式化、快速智慧的交易人下單交易系統、部位損益即時風險控管系統外，擁有一個完備堅強的後台帳務及清算管理系統，也是關鍵要素之一。「這些都是我們長期研究及測試的結果，風險控管及後台部分則是元富最強的地方」柳健昌說明。

除此之外，集團資源密切整合與運用，包括集團整體資源、分公司通路、策略聯盟通路、直接業務開發等資源，均與經理事業的操作資產規模有相當密切的合作，這些都是元富在市場上的競爭利基。相較業界大部分是將期貨經理事業當成期貨的子公司，元富集團卻是將期貨經理事業視為資產管理事業，與期貨是兄弟關係而不是隸屬的關係。因此，元富期經現在的公司規模，包括業務、行政、研究及操盤就有員工30多人，相較業界10人左右的期經公司，元富期經顯得具有相當規模及制度。

### 商品有限、投資人認知不足，增加發展瓶頸

對於期貨經理事業目前面臨的瓶頸，國內期貨經理事業才算剛開始起步階段，商品有限，是現今期貨經理事業最大的困境。由於期貨選擇權為高度槓桿的金融商品，風險控管不

在嚴謹的風險控管下，操盤人員應運用完整的智慧資訊系統，達到追求最高的獲利，以及公司穩健經營的目標。

# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

易，國內期交所部分指數商品及股票選擇權成交量有限，流動性不佳，增加操作風險。

其次在市場上，投資人對期貨認知仍不足，客戶對期貨選擇權固有的高風險概念，也是期貨暨期貨經理事業發展的瓶頸，大部分的投資人都認為，期貨就是風險偏高、槓桿倍數大的投機型商品，尤其期貨經理業務，資金募集較現貨全權委託或基金難度高，投資人無法了解在高度槓桿下，若能穩健經營，風險不會比股票來得高，「看似危險的地方，其實不見得不安全。」

### 優秀的操盤人才是關鍵

由於各種金融商品行情變化大，績效穩定性維持難度高，同時穩定獲利的操作模式開發難度也高。「期經公司最大的敵人是『人』！」柳健昌說，期貨由於時間短、槓桿倍數高，以人腦的思維往往會失誤而造成虧損，因為以人為來操盤、不用策略模組，但經濟規模畢竟有限，用模組來運作，人為想法才會少，才不會因為人性的弱點產生錯誤判斷而影響績效；但

是，由於時空背景各種條件的變遷，卻也無法完全依賴電腦操作，因此優秀的操盤人對公司影響至鉅。

以美國市場來說，美國的期貨已經是個很成熟的市場，所有的操作模組都是經過長時間來以來不斷的測試且已上線運作，並依照目前的條件將參數做不同的設定，而這些主要都是由「財工人員」來完成。財工人員，就是財務工程人員，必須擁有金融期貨專業知識及資訊工程背景的優秀人才，但是這樣的人才目前在市場上卻如鳳毛麟角，因此如何建立求才與育才計畫，以提高優秀人才的穩定性，這是期經公司必須慎重思考的議題。

### 規劃模組商品，因應未來發展

專業人才與資訊系統是期經公司經營的命脈，從最前端的交易模組開發，到交易策略的執行，交易部分的風險控管、後台的帳務結算，都需要完整順暢的資訊系統以及專業執行人員。

如果其中任何一段沒有做好就參與市場，

就如同一台隨便拼裝、引擎不佳、油電路不順、煞車不靈的車，貿然就上場比賽一樣，結果不是遠遠落後競爭者，不然就是在比賽場上發生意外。但是期經國內及國外商品交易系统、風險系統、後台系統與國內商品系統整合及建置不易，尤其要因應未來集合帳戶及投信信託業



優秀的人才為期經公司經營的命脈，應儘速建立求才與育才計畫，提高優秀人才的穩定性。





柳健昌建議操盤人要像烏龜一樣，一步一腳印，慢慢穩定的成長，而不要像小白兔般跳躍式的起伏。

務的開放，元富目前已經著手在建置國外商品的前、中、後台系統，並規劃模組商品。

### 營運與獲利是未來的最大挑戰

對於期貨經理面臨的挑戰，他認為最大來自於營運及獲利上的挑戰，由於期經在台灣為一個新的行業，所有的同業，都面臨到許多相同的困難處境，包括國內外期貨選擇商品的前中後台系統建置不易、行情千變萬化的商品操作不易、高度槓桿的期貨選擇權風險控管不易、業務推展資金募集不易，要達到損益兩平甚至獲利有相當的難度。

尤其，目前在集合帳戶及投信信託業務尚未開放，期經公司的營利幾乎都來自於管理費的收入，以目前同業的情況來看，14家開業的期經公司中，多數業者的操作規模仍只有幾千萬元。要達到損益兩平可能需要兩年以上，甚至更長。此外，許多同業在成本及獲利的考量下，初期在人員及系統設備上縮減支出，但此一作法只會讓起跑步伐更加緩慢，在營運成長

上更加困難，並降低了未來競爭力。

基於上述種種原因，期經開放至今，已有多家期經公司更換總座，資深專業管理人員投入此一市場意願亦不高，因此集合帳戶及投信信託業務，都是未來期經界的目標。

### 以一貫原則面對競爭

而政府主管機關也已逐步開放海外基金來台限制及國內投信操作限制，期經除了要面對國外成熟的競爭對手外，亦面臨到國內投信私募基金開放的衝擊，雖然投信在國內為相當成熟的市場，但期貨市場開放至今，許多投信對衍生性商品相關管理及資訊系統都尚未完成，目前仍只有少數投信，有能力交易國內的選擇權商品，更不用說國外期貨商品。因此，管理及資訊系統的開發能力，會直接影響代操業者的業務拓展及競爭能力。

面對來自國內外及同業之間的激烈競爭，柳健昌將秉其一貫的「嚴謹風險控管」、「穩健扎實」的作法，迎接未來更大的挑戰。

對於期貨經理面臨的挑戰，柳健昌認為最主要來自於營運及獲利上的挑戰，由於期經在台灣為一個新的行業，所有的同業，都面臨到許多相同的困難處境，要達到損益兩平甚至獲利有相當的難度。

# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

專訪復華期經公司總經理 黃逢徵

# 寶貝客戶的資產 誠實專業做代操

自從國內金融業邁入金控併購年代後，銀行、保險、證券業都開始著手拓展「財富管理」領域，在金控公司整合客戶群及交叉行銷中，大家都企圖為客戶管理財富，期經事業也在這種背景下產生。復華期經整合集團金控財務管理經營理念，提供期經代操，讓客戶的財富管理多一種選擇。

◆ 撰文／許慈倩 攝影／陳敏佳

**經**營期貨選擇權委託代操業務的期貨經理事業，自今年正式開放以來，國內各家證券、期貨公司無不卯足全力積極投入，據統計，今年設立的期經公司已有十三家。復華金控集團旗下的復華證券與復華期貨共同轉投資設立的復華期經公司也在十月八日正式開業，預期將為國內期貨選擇權代操市場帶來嶄新的氣象。

### 進入期經投資的專業範疇

期貨經理即是以期貨選擇權為主的「全權委託代客操作」業務，屬非傳統投資（Alternative investments）的一種，主要在追求絕對報酬，與傳統投資如股票、基金等追求「相對報酬」有所不同。

期貨經理的「全權委託代客操作」業務，可投資標的物包括國內外期貨、選擇權等。復



華期經初期服務客戶項目將先以國內商品為主，如台指期貨、台指選擇權、電指期貨、ETF期貨、利率期貨、個股選擇權等。

而在低利率時代背景下，低風險的理財需求越來越高，復華期經以「純樸實在」做為客戶信任基礎，不求致富，但求穩健獲利。

### 復華金控猛將出擊 期經界必有新風貌

由於復華金控集團十分重視期經代操業務的發展，特別從高雄徵調原復華證券南區管理

處副總經理黃逢徵北上，擔任復華期經公司總經理。黃總經理為中山大學第四屆EMBA榜首，在就讀中山大學EMBA時就自行設計可轉債套利電腦程式，即時追蹤套利機會與報價，技術價值令人折服，後任職復華綜合證券期間，更進一步將可轉債套利電腦程式延伸至各種期貨、選擇權、認購權證商品套利上，讓復華證券在國內金融套利操作領域上獨樹一幟。

而他在南台灣期貨業界也享有盛名。在中山大學開設的多種投資理財課程與講座中，他以幽默的談吐，經常博得滿堂彩，更因熟稔產業環境發展趨勢，而深獲好評。這次在復華金控集團精心安排下，黃逢徵銜命北上接掌復華期經，集團內部各事業早已叫好並寄予深厚的期待。

### 套利高手教你如何佈局

由於黃逢徵對國內金融套利商品具有長期研究及操作經驗，五年前由財訊出版社出版的著作「套利Step-by-step」，一直是國內證券營業員套利操作的主要參考書，今年八月再度出版「套利 II」一書，主要內容即為期貨選擇權商品的套利操作技巧。



### 期貨代操是高手對決的市場

黃逢徵說，在期貨選擇權的零和遊戲領域



散戶在國內的證券交易市場，佔了近八成的比重，較期貨選擇權市場高出許多。

裡，操作技術是唯一的勝負因素。因為投信基金追求的是「相對報酬」，因此只要績效能夠擊敗大盤，當遇到股市行情不佳時，即使基金跌破淨值，投資人仍較能接受，但期貨選擇權的代操績效並沒有所謂擊敗大盤的說法，非但是硬碰硬，而且是高手對決的市場。期貨選擇權的操作佈局需要技巧，這學問就像下圍棋一般，看下單就知道其功力如何。

根據統計，至九十三年七月底，國內法人佔證券交易成交金額比重為10.8%，外資法人佔10%，散戶投資人比重則仍高達77.7%。但在期貨選擇權市場中，散戶投資比重僅接近六成，可見國內期貨選擇權市場邁向專業操作的趨勢，這比股票市場來得明顯，當然，這也更讓一般散戶投資人在期貨選擇權零和遊戲競技

復華期經強調「期貨代操專業」，認為專業就是比別人更充分瞭解期貨選擇權風險之可怕、獲利之困難，並能找出適當的方法規避，進一步幫客戶穩健獲利，才是真正的專業！



# Cover story | 業者經驗談 | 經理事業篇 |

## 期貨服務事業

中，處於較為不利的地位。因此，投資人對期貨選擇權經由專業的期經公司代操，實在比股票代操更有其必要性。

而復華集團曾獲南台灣選擇權交易「重量級權王」，摸索期貨選擇權實務操作，學習曲線可以再縮短許多，尤其應付市場「極端市況」頗有經驗，客戶資金相對的較有保障。

### 期貨選擇權成為低風險商品

黃逢徵表示，不同於追求高風險、高報酬的理財概念，套利操作乃以追求低風險、穩定獲利的交易技巧作為理財前提。

此次接掌復華期經後，他的期經代操業務操作策略，就是以低風險的套利策略作為操作主軸，滿足客戶在期貨選擇權市場中，先求降低投資風險，再求提高投資效益的殷切需求。

### 套利操作4大特點

- 低風險，獲利微薄但穩定。
- 操作者資金可以完全投入，發揮資金槓桿效用。
- 獲利多少？期間多長？可以事先預知。
- 操作簡易，無心理負擔。

黃逢徵進一步剖析，在國際財經市場中，套利交易（Arbitrage trading）早已經佔有一席之地，並且是商品交易、金融交易「資產相對價值」合理化的促進者，更是活絡流通市場

的要角，他相信以現階段在國內股市及期貨、選擇權市場的蓬勃發展之下，套利交易勢必能扮演活潑市場、平衡價格、創造理財價值的重要角色。

### 多年實務經驗、熟稔多種交易策略 成為營運利基

復華金控是國內第一家以證券業務為發展主體的金控公司，集團內現有復華證金、復華證券、復華銀行、復華期貨、復華創投、復華財顧、復華資產管理、金復華投信、金復華投顧，為金控功能最完整者之一，對於國內資本市場最為熟悉及瞭解。在金融市場上具有經營特點與利基。復華期經的策略就是充分發揮復華金控優勢，以集團內部各子公司做為優先客戶開發據點，利用證券端六十三家分公司及銀行端五十家銀行分行，作為拓展業務後盾，客源較為充足。

黃逢徵設身處地的說：客戶的錢都是辛苦賺來的錢，我們是從寶貝客戶資產的立場出發，初期將以期貨選擇權「套利操作」為主軸，先求風險控管，再談獲利。至於中期的作法，若客戶有獲利產生，再將獲利之百分之三十投入「投機型策略」，使客戶擁有投機性佈局與產生高報酬的機會，而且即使績效全無，也不致影響客戶本金及剩餘的百分之七十獲利。

復華期經更透過自行設計的客戶資產控管程式擔綱風控管理，隨時模擬「極端市況」下

期貨選擇權的操作技術決定勝負，而技術則有賴實戰經驗累積。在這領域之所以特別需要專業來操作，就是因為期貨選擇權一年只有十二次結算機會與經驗，其操作經驗價值非常寶貴，學校教育也無從傳授。



黃逢徵認為，「操作技術」是期貨選擇權的零和遊戲中，唯一的勝負因素。

的可能損失風險，讓客戶可承受風險減至最低。黃逢徵透露，開業迄今才三個多月，復華期經舉辦過的幾次說明會中，參與的民眾有甚高比例顯示出對套利交易模式的高度興趣。

### SMART程式，SMART投資決策

復華金控在套利操作上，素有多年實務經驗，由復華證券金融技術小組與資訊部開發設計的套利電腦程式「雷霆天網」內容涵蓋新制可轉債套利、舊制可轉債套利、權利證書套利、認購權證套利、金指期貨套利、電指期貨套利、台指與選擇權套利、台指與ETF套利、各種期貨指數間互相套利、兀鷹式策略套利、蝶式策略套利……等，可在交易時間內即時捕捉所有套利機會，舉凡期指正、逆差價、期貨與期指價差等佈局，雷霆天網皆可在第一時間為客戶試算套利報酬率，立即下單鎖住獲利。可說是具有十足套利實務的優勢基礎。

至於模式化交易（Systematic trading）則利用「雷霆天弓」試算各種期貨與選擇權策略交易的可能風險與報酬，在每月可承受損失壓低至0.5%以下的前提下，架構各種可能報酬率

在2%至15%的最適交易佈局。

透過雷霆天網與雷霆天弓這兩大程式，盡最大努力來守護客戶資產，進而創造投資效益。技術深受投資人青睞，更將成為復華期經勝出市場的利器。

### 常懷戒慎恐懼之心 期待成為客戶信賴的公司

黃逢徵將復華期經定位為「一家純樸實在的期貨選擇權專業代操公司」。他一再強調：復華期經尚屬創設初期，有待學習摸索之處仍多，對大盤則始終懷著「戒慎恐懼」之心，仍須時時修正交易模式，將作業風險、市場風險等降至最低，期待復華期經有一天能成為客戶信任與感謝的公司。

當然，黃總經理也明白國內選擇權套利市場胃納有限，純以套利作為經營主軸，業務規模必有限制。而且儘管期經對金控集團助益甚多（可幫助期貨商、信託業以及銀行保管業務等等），但期經經營本身利基相對有限，較無豐厚盈餘可期待。有鑑於此，黃逢徵表示將積極研究國外選擇權市場，開發商品。「金融衍生性商品有無限開發的可能，很多商品都去摸索與嘗試，自然能擴大業務範圍，形成廣大的市場。」黃逢徵透露著這個領域的複雜與詭譎，而高手過招也充滿玄機。此外，復華期經尚會努力鑽研各種「套利」模組與程式設計，擴大獲利機會，增多績效收入。

以操作專業化、策略多元化為發展目標的復華期經，在黃逢徵臨深履冰的領導與經營下，位居國內期經代操業務領導地位的日子是值得拭目以待的。

ONTA

# Cover story | 主管機關篇 |

## 期貨服務事業

專訪行政院金管會證期局七組組長 王儷娟

# 期貨服務事業 是市場成長的催化劑

近兩年，我國期貨市場出現大幅成長，期貨服務事業在其中即扮演了重要的推動角色，隨著法令進一步的鬆綁，再加上業者自律，期貨市場更加活絡將是指日可待。

◆撰文／藍浩益 攝影／李慧儀

我國的期貨經理事業至今開放已屆滿一年，由於各業者的積極投入與開發市場，使得整體期貨市場出現明顯的成長。而在期貨市場進入高度成長期的同時，期貨服務事業也正扮演了重要的催化角色。

### 開放期貨與期經，投資人更有保障

行政院金管會證期局七組組長王儷娟指出，期貨相對於證券，屬於衍生性服務，一般投資人比較不熟悉，更需要由專業的服務業者來協助交易，因此期貨服務事業具有很大的發展空間。

而在期貨服務事業的範疇中，目前已經開放了期貨顧問事業與期貨經理事業。其中，在期貨顧問事業方面，對於期貨市場已經發揮了相當大的綜效，讓期貨經紀商可以為客戶提供更多的附加價值，也讓期貨商之間避免手續費的殺價競爭，而轉為以服務取勝。

在期貨經理事業方面，目前的十四家期貨



經理事業，在開放不到一年的時間內，也已經創下了相當可觀的營業額，發展速度可謂相當可觀，證期局也寄予厚望，希望期貨經理事業持續壯大，進而減少地下代操行為，使投資人更受到保障。

### 開放期貨信託事業，擬年底規劃完成

王儷娟表示，本著促進期貨市場繁榮的出發點，證期局目前也正積極研議準備進一步開放期貨信託事業。由於期貨信託事業所牽涉的法令較為複雜，目前在期貨交易法中，還沒有針對期貨信託事業的相關管理法規，因此主管機關目前研議的方向，即是要確定究竟是將期貨信託事業納入信託法的架構之下，抑或是參考證券投信投顧法的架構。

以目前的方向來看，仍將以市場習慣與客





王儷娟表示，為了使期貨市場的發展更均衡，證期局對於推動期貨服務事業下了相當大的心力，希望透過專業的服務業者，讓市場更活絡。

戶接受程度，為最主要的決定因素。而在法規面確定之後，接下來則需確定開放跨業、兼營的對象，這就必須取決於政策面的最後決定。如果進行順利，預計在民國九十四年底，即能完成規劃工作。

### 國際化是目前推動方向

王儷娟組長指出，我國的期貨交易市場，是個相當年輕的市場，從民國八十三年開放，到九十三年四月，正好滿十年，整體而言的發展情況可說相當令人欣慰。

但我國的期貨市場畢竟太年輕，由於先天條件不足，還有許多發展未盡健全的地方。因此，促成我國期貨市場的國際化，就是目前證期局積極推動的方向。舉例而言，在交易制度方面，推動與國外期交所結盟合作，進行跨市場掛牌（cross-listing）；而在結算制度方面，目前期交所也正著手規劃整戶交易制度（SPAN）。

### 專業服務可讓市場更趨平衡

談到國內期貨市場目前的發展現況，王儷娟分析，由於我國的期貨市場在開放之初，就是由證券商轉投資成立，因此整體發展可說都是附屬在證券產業之下，交易的商品也以證券類商品為主流。但是這樣的現況卻不夠健全，為了促進我國期貨市場的平衡發展，證期局也持續推動期交所開發更多非證券類的期貨商品，使期貨商品更為多樣化。

為了使期貨市場的發展更為均衡，證期局對於推動期貨服務事業下了相當大的心力，希望透過專業的服務業者，讓市場更活絡。王儷娟指出，首先希望提高法人在期貨市場的參與比例，這有賴於期貨信託業者與期貨經理業者提供服務，吸引法人資金投入期貨市場，讓市場參與者趨於多樣化。

### 政府鬆綁法令，業者自律 促進市場蓬勃發展

而期貨經理業者最關心的法令鬆綁問題，王儷娟也表示，證期局也希望透過法令的逐步鬆綁，讓業者有更大的發揮空間。例如，開放多人共同委任，以便吸引更多投資人集資投入期貨市場；以及進一步降低現行500萬元的資金門檻……都是證期局積極研議的方向。

不過王儷娟強調，在法令逐步鬆綁之餘，政府也期望業者加強自律，共同維護市場秩序。例如業者在公布績效的計算標準、內容形式，就非常需要業者產生共同的標準，共同遵守，以免誤導投資人。而手續費回扣的問題，也需要業者加強自律。

王儷娟最後指出，我國的期貨服務事業，是使整個期貨市場蓬勃發展的重要關鍵，雖然目前還有許多有待加強之處，但這也表示還有許多發展空間。在主管機關逐步鬆綁、期交所開發更多元化的商品，同時業者也加強自律，多管齊下，期貨市場必能更蓬勃，也能吸引更多優秀人才投入期貨事業。

CFR

# Cover story | 主管機關篇 |

## 期貨服務事業

專訪期貨公會理事長 王中愷

# 共創期貨服務事業的美好願景

對於如何建制完整的期貨市場機制，促使台灣加速發展成為亞太區域金融中心，期貨公會理事長王中愷有宏觀的看法及願景。

◆撰文／林蔚文、期貨公會葉紫華 攝影／周元楷

台灣期貨市場正式開放迄今十年整，從草創期到目前的成長期，呈現穩定成長，十年來的經驗累積，期貨市場的進步是有目共睹的，對於台灣金融市場亦有一定貢獻。

### 建制期貨市場完整機制

目前市場的成交量屢創新高，然而業者的獲利卻未相對提升，主因即在於以期貨經紀業務為主的市場，較難創造差異性的服務品質，極易流於低價行銷，導致同業間削價競爭，造成市場成交量大放異彩，業者卻無法提升獲利的矛盾現象。

王中愷理事長以其在國外期貨市場工作多年的經驗提到，由於期貨交易屬高度風險，交易行情波動快速，商品交易策略難度高，成熟的期貨市場，傾向法人化及專業化。因此政府開放期貨顧問事業、經理事業及期貨信託事業是建構完整期貨市場必然之路。在其首任公會理事長時，即積極聯合業界，提供各項建議，加強與主管機關溝通，因此期貨顧問及經理事



業業已相繼順利開放。目前主管機關正積極規劃期貨信託事業，王理事長一本初衷，責成公會會務人員主動參與，蒐集業界建言，加入主管機關之規劃工作，期望未來能夠端出一道最符合業界發展、配合政府政策之珍饈。

### 加強人才培育是發展專業的基石

王理事長提到期貨服務事業發展的最大難題，在於國內專業人才的匱乏。目前政策已開放證券商、期貨商及證券投資顧問得兼營證券及期貨顧問業務。在客戶自主性日益高漲、商品組合愈趨複雜的情況下，如何替客戶創造新的投資標的，設計新的投資組合，提供多元化的服務，滿足投資人避險需求及全方位的服務，是每一位期貨從業人員亟思的要務。

唯有專業的人才，才能為客戶及公司創造



王理事長指出，期貨顧問及經理事業的開放，增加了期貨商業範圍的廣度，步向「品牌化」及「專業化」的高附加價值服務。

獲利，使客源不斷進入，擴大市場的生存利基。王理事長語重心長的道出，期貨是新興業種，期貨服務事業的開放不過是這一兩年的事，不論是法規面、制度面、商品面，均應參酌國外成熟市場的經驗。尤其在人才的培育面，更應該藉由與國外合作的方式，或是引進國外專業的操盤人，透過交易經驗的學習，強化研究分析的能力，培育優秀、專業的全方位理財人才，才能徹底解決目前人才荒的窘境。

### 建請法令鬆綁， 創造業者更大的發展空間

目前業者一致希望解除期貨經理事業接受委任資金五百萬的門檻，開放多人共同委任，以爭取小額投資人，使他們也有機會加入期貨市場，同時讓業者能夠開拓更多的客源。對於期貨經理人的利益分享（Profit Sharing），王理事長認為應效法國外制度，使其透明、合法化，鼓勵基金經理人致力於操作績效極大化，防止經理人進行非必要的交易。另外，操作國外期貨商品，限制在募集資金金額的30%，也是不符合國際化潮流的。希望未來能開放期貨經理事業代銷海外基金，或開放外國期貨商來台從事期貨交易，而不是僅限於「合格外國投資機構」（QFII），若能將這些法令鬆綁，相信

會加速期貨業邁向國際舞台的腳步。

### 藉由國際化全面提升業界素質

王理事長指出，即將開放的期貨信託事業是跨入國際金融市場的利器，因此法令必須跟上國際腳步，符合朝國際化發展的趨勢。

王理事長認為，國際化不是只在商品的開放、法規的鬆綁，更應該加強與國外優秀的業者積極合作。例如引進國外良好的基金、國外資金來台投資期貨商品……，藉由與國際成熟市場間的積極合作，塑造良好的互動，透過他們成熟的經驗，為國內業者培養專業的人才，提升IT的技術，才能全面提升業界素質，塑造良好形象。

### 加強業界自律 創造美好遠景

對於期貨業未來的發展，王理事長抱持樂觀的態度。他認為政府應審慎制訂完善的法令及制度，使得優秀的人才能夠獲得充分的保障，讓他們游刃有餘、悠游於優質的經營環境下，充分發揮專業素質。未來在法令鬆綁、更多元化的商品推出後，才能吸引更多優秀的人才投入業界，強化從業人員的職業道德，加強業界的自律規範，是創造期貨市場美好遠景的磐石。

CFIA

政府開放期貨市場，採取「穩定中求發展，積極中求進步」的態度與作法，值得肯定與讚許。但期貨市場近年來快速發展，期盼主管機關加速修正相關法令，使業者有更大的揮灑空間。



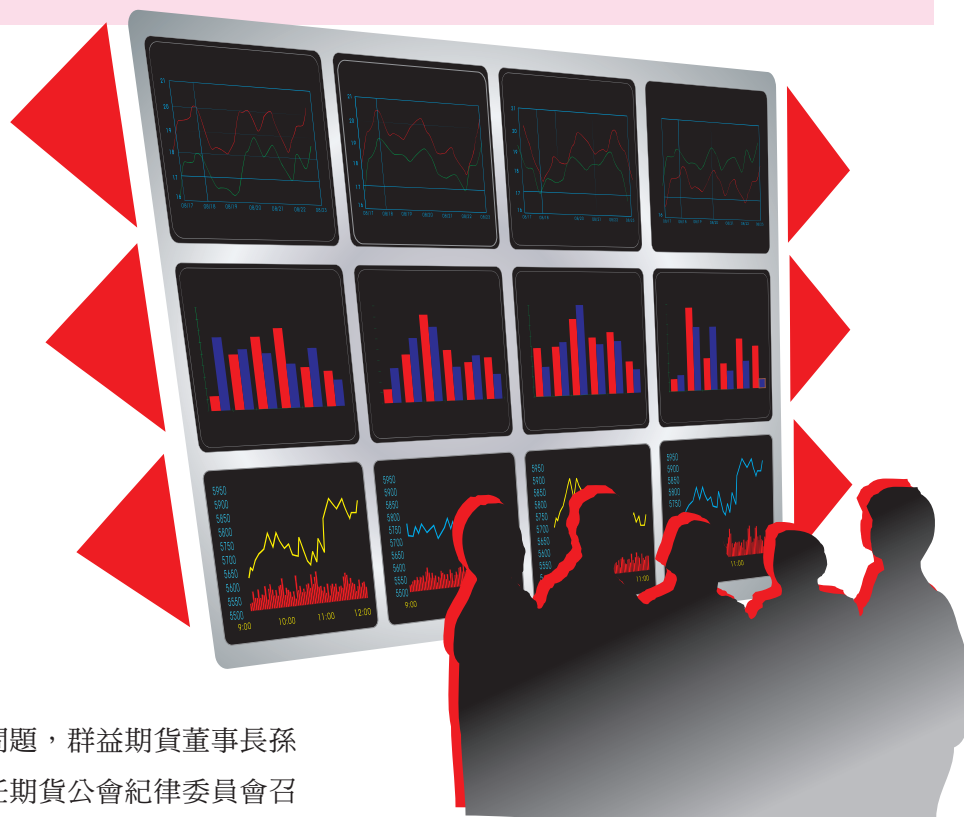
# Special Report 特別企劃

謹守法規，建立市場機制

## 紀律， 來自於業者自律！

行政院金融監督管理委員會於九十三年第四季，針對張松允等期貨業界頗具名氣的超級營業員，大刀闊斧祭出重罰，堪稱期貨市場開市以來，證期局對從業人員所做的最重處分！

◆ 撰文／董珮真  
攝影／林慧儀



**對**於業界的紀律問題，群益期貨董事長孫天山坦言，擔任期貨公會紀律委員會召集人，其實是一項「吃力不討好」的工作！畢竟他本身也是業界的成員之一，每當出現爭議事件時，大家難免都會帶著本位主義，總說是別人的不對，有時候還會質疑紀律委員會的公正性。所以他先聲明，這次主要是傳達紀律委員會的想法，並非代表他個人的意見。期貨公會是屬於業界全體的組織，因此紀律委員會也

只是執行單位，真正的紀律，還是要靠業界全體的「自律」來維繫。

所以他呼籲，應踢除殺價競爭與違法代操等期貨發展上的絆腳石，並期許業界應對法規保持崇敬之心。守法要靠優質文化的累積，他也希望大家先自重，才能贏得外界的尊重。

## 年輕孩子難免容易出軌， 這次的重罰未嘗不是件好事

孫天山謙稱自己在期貨業界的資歷較淺，從去年投入群益期貨至今還不到兩年時間，不過由於曾經在證券業歷練二十多年，「從證券業的經驗角度來看期貨業，其實看得更清楚！」他指出，「目前期貨業走的路，正是以往證券業的翻版！」回顧十幾年前證券業正在蓬勃發展之際，種種違規狀況也不斷產生，像是「違法墊款」與「代客操作」，就是以往屢見不鮮的案例。

「現在的期貨業就像個血氣方剛的年輕人，自制力較差，難免比較容易出軌！」孫天山語重心長的表示，這次的處罰可以說是重罰，「已經好久沒有看到這麼大的動作了！」以往證券業最著名的違規事件，就屬八十年代國華證券爆發的違約交割事件。當時主管機關也是處以「停業」的重罰，這次也有幾家業者被處以停業處分，但孫天山認為，「要把小孩子教好本來就要趁早！」未來期貨業「成熟化」的速度會比證券更快！因此，「這次的重罰對我們未嘗不是件好事！」

## 守法要靠優質文化的累積， 對法規應保持崇敬之心

其實，「愈是成熟的市場，愈是歷史悠久的公司，對法規愈是崇敬！」孫天山舉外資法人為例，幾乎每家都是百年歷史的大企業，他們即使握有雄厚資金，也絕對不做違法事情，因為這攸關到企業的商譽（brand name）與名聲（reputation）！

「地下代操」的情形其實由來已久。孫天山分析，期貨由於早期接海外單、晚上工作等

「地下化」特質，往往構成「看不見的死角」，當時有許多港商來台灣做期貨，也是抱著「撈一票」的心態，心想能撈多少就撈多少，因此種種違法代操與炒單情況也層出不窮。許多台灣從業人員，也在這種壞風氣的耳濡目染之下，感染了這類惡質習性，不僅違法代客操作，還大賺客戶的價差，形成一種特殊的期貨文化。

### 事件緣起

曾任元大京華期貨經理公司董事長的期貨名人張松允，因兼任元大京華期貨公司業務員，違反期貨業務員之專任規定，遭證期局暫停執行業務六個月。而元大京華期貨公司，也因業務員從事全權委託期貨交易、業務員登記範圍以外業務、業務員非專任等違規事項，被處以新台幣12萬元罰鍰，並予以警告處分；公司必須解除張蔓莉、黃聰文這兩名違規期貨營業員之職務。

金鼎證券及其雇員則是以期貨交易輔助人（IB）身份，違反規定從事全權委託期貨交易、及接受未具期貨交易人委託書之代理人委託從事期貨交易，被處以新台幣12萬元罰鍰，同時金鼎敦南總公司也被停止三個月的期貨交易輔助業務，而五位經理人被停止執業五年，九位業務員被停止執業三個月。金鼎證券並依券商管理規則規範，在一年內不得新設據點與申請新種業務。

## 殺價競爭形成了惡性循環， 投資人反成最大輸家

「殺價競爭」也成為期貨發展上的絆腳石！身為召集人的他指出，有些業者甚至明目張膽的把價位刊登在廣告上，不僅違反了公會自律公約，而且殺價殺過了頭，也形成了「惡性循環」。

惡性循環的影響難以估計。孫天山估計，九十三年期貨交易量的成長可能有一倍以上，不過大部分業者的獲利，「恐怕就跟以往差不

# Special Report

## 特別企劃

多！」主因正是來自於殺價競爭，使得業者的獲利被「稀釋」了！獲利無法提升，就無法改善交易的軟硬體設施與員工素質，到頭來影響到的，還是整個市場的投資人。

管理者的視野也攸關期貨業的未來發展。孫天山不諱言的指出，目前期貨業界的管理者，有些是來自於早期的證券業界，尚顯年輕或經驗不足，或是以往期貨地下化時期的積習難改，也使得期貨業發展出現瓶頸。再加上許多期貨商隸屬於金控集團，是整個大集團裡最小的子公司，「難免受制於證券端，淪為附庸性質，」當證券端喊殺價，期貨也只能跟著殺，完全沒有一點置喙的餘地。「當然不可能勵精圖治，更別說提升客戶的附加價值了！」

### 積極開發法人客戶， 建立散戶退場機制

為了不陷入殺價競爭的惡質泥淖，群益期貨的做法是積極開發法人客戶。孫天山舉自己為例，這一兩年來國內國外到處走透透，除了積極開發海外法人機構，連國內的投信法人也是一家家親自拜訪，還自行舉辦課程供國內法人學習避險操作。

從與法人接觸的過程當中，孫天山也憂心

忡忡的觀察到，「無論行情多或空，外資總是賺錢的份！」散戶其實賠得最慘！眼看著前仆後繼的散戶不斷進場，卻總是讓外資把錢賺走。」他指出，「在外資與散戶之間的中間地帶，其實是空的！」這塊空間，也正好可以提供國內法人來發揮。

至於散戶，「必須幫他們建立退場機制！」而「期貨經理事業」正好可以填補這塊代操的市場。因此孫天山建議，「先別急著國際化！」在全面開放外資進場之前，「先把國內期貨服務事業培養好！」利用一年的時間，階段性的把市場架構一層一層給架好，建立起健康的市場機制，以免操作靈活、多空皆賺的外資一湧進來，市場就玩完了。

### 期許從業人員自律與自重， 帶給客戶長期承諾

「從業人員的自律」也是孫天山的深切期許。尤其近來業界又吹起一陣人事搬風，每當從業人員一跳槽，往往就會把客戶給帶走，就像是「掏空公司」一樣，不僅對原來的公司造成很大傷害，對未來的新東家也不見得能贏得好處。

他舉日本的期貨業為例，為了避免一個人



群益期貨董事長孫天山認為，台灣的市場因為年輕資淺，尚缺乏基本的職業道德。「一旦經驗與時間累積夠了，守法的文化自然就會形成！」



的異動，影響到客戶的權益，於是透過法規把期貨交易輔助人（IB）制度，再細分為「展業」

### 期貨公會的自律管理執行成效

期貨公會的自律行動，早從四年前金管會成立之前，就開始大力執行。從九十年第四季至今，累計撤牌人數已經達到552人，顯示期貨業界正努力從潔身自愛做起，期望改善以往的不良積習，往正向的發展邁進。

期貨公會稽查輔導組陳孝傑指出，從九十二年底證期局賦予公會相關的自律管理權責以來，至今約一年的「磨合期」中，業者比較容易觸法的情況，是期貨顧問公司的績效廣告不實、主講人不具備合格業務員資格、以及上電視媒體對委任人以外不特定人針對個別期貨商品的特定價位進行解盤等行為。

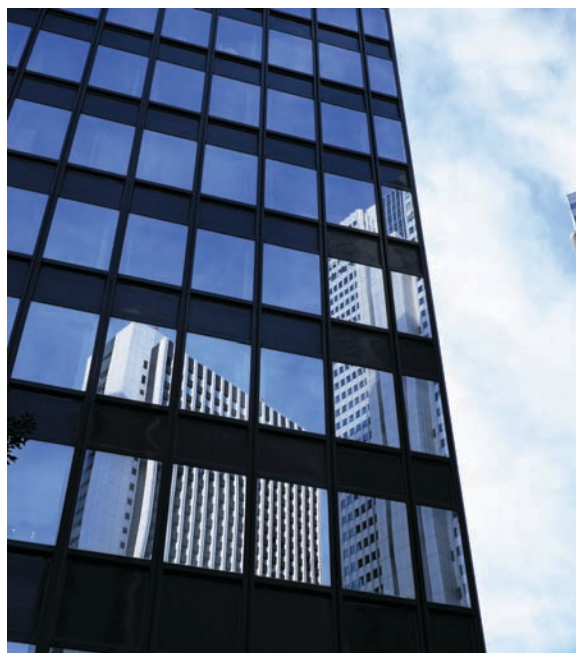
目前不論是期貨經紀商、顧問事業、或經理事業，都適用今年三月新修訂的「公會會員宣傳資料及廣告管理辦法」。陳孝傑分析，這套「三合一」的新辦法，與舊法最大的不同，就在於必須要在廣告文宣刊登之前「事先報備」，若一發現有問題，就可以先請會員公司作修改，以免事後再去追查的效果有限。

期貨公會這一年來就違反自律相關規範，發函要求會員改善約二十餘件，另針對兩家業者的廣告文宣品標示不清以致產生誤導，與針對特定商品提出價位的行為率先開罰。由於這兩家業者在業界皆具有領導地位，因此對業者的象徵警示意義很大。限於公會的人力與經驗，紀律委員會雖扮演「糾察隊」工作，但畢竟仍心有餘力不足，面



期貨公會稽查輔導組陳孝傑

對未來漸趨嚴格的法規限制，公會仍希望會員之間能發揮互相牽制的力量，將心比心，自我約束，以免日後受罰，危害自身商譽。



守法已成歐美市場的文化，愈是歷史悠久的公司，對法規愈是崇敬。

與「買賣」兩項職務，也就是每個客戶會有兩名營業員來負責，一名展業員負責找客戶，一名專業人員來負責操作，而且還嚴格規定營業員一經離職，半年內不得再從事類似工作的「迴轉門條款」。不過他也坦承，這種迴轉門條款在台灣要實施並不容易，唯有藉由從業人員的自我約束與自重自愛，才能贏得外界的尊重，日後也不再被外人笑短看輕。

「我們正站在趨勢的浪頭上！」孫天山認為，期貨事業往上的趨勢不變，相較於證券，期貨是屬於高成長性的行業。只要全體從業人員不要太過短視，不隨意破壞業界生態，找出本身的定位與利基，這塊市場足以滋養所有人。他也期許業界要協助客戶把眼光放遠，別只侷限在台灣市場，「分散是最好的投資策略！」他充滿期待，「未來別只讓外資來賺我們的錢，我們也要去賺全世界的錢！」



# Special Report

## 特別企劃

從台北到芝加哥

# 臺灣期貨交易所 走向國際市場

臺灣期貨交易所於2004年十月下旬首次赴美國芝加哥參加全球規模最大之期貨暨選擇權展覽會（Futures & Options Expo），本文謹藉紀要此次期交所辦理海外說明會及參展，進一步闡述我國期貨市場走向國際之策略及其影響。

◆撰文／臺灣期貨交易所曾昭懿

此次臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）除參展外，並於當地舉辦兩場商品宣導說明，與美國期貨業朋友深入訪談，其間除觀察到國外交易人普遍對參與我國期貨市場之強烈興趣外，也深刻感受市場開放已是難以抵擋之必然趨勢。

### 綻耀 勝利火花・奏響 驕傲凱歌

期交所此次展覽攤位係以「綻耀 勝利火花・奏響 驕傲凱歌」為設計主題，以璀璨繽紛的火花，象徵並慶賀我國期貨市場的耀眼佳績。由於期交所近年交易規模大幅成長，截至2004年第三季市場總交易量超過四千三百萬口，位居全球第二十二名。其中指數選擇權更以近三千二百口的佳績，名列世界同類商品第五名，因此吸引許多期貨界人士駐足詢問。

其中除一般機構投資操盤人希望了解如何進入我國市場交易外，值得一提的是，不少提供前後台資訊系統服務之廠商（Individual Software Vendors, ISVs）紛紛探詢如何與本

公司市場連接，以提供其用戶便捷之交易管道。由於ISVs之用戶多為全球各國中小型之個人或機構投資人，我國期貨市場已廣為世界各角落期貨交易人所注意之情況，可見一斑。

### 簡介「期貨暨選擇權展覽會」

期貨暨選擇權展覽會係由美國期貨業協會（Futures Industry Association, FIA）主辦，每年秋季在美國芝加哥舉行，由全球期貨市場交易所、期貨商、資訊廠商及其他相關機構設攤展示最新的產品及服務，每年均有四千人以上參觀者與會。會中並舉行有關經紀業務、交易系統及策略及探討客戶需求之座談會。

二〇〇四年度之展覽活動一如以往吸引了全球期貨業之目光，共計有來自世界各地26個國家之交易所及相關業者設置131個展覽攤位，展場位於歷史悠久之芝加哥凱悅飯店，佔地約423坪，二日活動行程，參觀人潮川流不息逾四千人。

### 吸引僑外人士投資

為進一步向華僑及外國期貨商及交易人推廣我國期貨商品，期交所另分別與芝加哥台美

商會及芝加哥期貨交易所（CBOT）合作，在芝加哥華僑文教中心及芝加哥期貨交易所，分別舉辦二場商品宣導說明會，增加僑外人士對臺灣期貨市場及相關商品之認識，並提升其參與國內期貨交易之意願。

說明會係由期交所何富雄總經理主講，首場針對華僑部分，主要就臺灣期貨期貨市場之發展與概況、期貨商品、交易流程與操作策略及保證金收取與資訊揭示等各方面，作深入淺出之介紹。雖然僑界對臺灣衍生性商品市場發展認識不深，但多存有相當興趣，而芝加哥為全美第三大城，亦為海外華僑主要寄居地之一，大芝加哥地區計超過十二萬華僑，其中三至四萬人為來自台灣之新僑，期交所藉本次說明會提供豐富財務資訊，作為其理財參考，頗獲好評。



金管會主委龔照勝及期交所總經理何富雄等一行與芝加哥期貨交易所（CBOT）董事長等高級主管會晤。

此外，由於美國期貨界已普遍表達對我國期貨商品有相當興趣，並多方透過各種管道傳達希望我國能開放其直接參與我國期貨市場之意願，因此期交所在主管機關指示下，亦著手研議相關開放機制，並透過芝加哥期貨交易所協助，針對美國期貨交易員辦理本次說明會，

主要介紹台灣期貨市場之運作架構、成長與參與規模及與在CBOT上市之道瓊指數期貨之比較，希望在我國期貨市場全面開放後，即能邀集國際主要期貨交易商之參與。

### 開拓市場、提升競爭力是必然趨勢

兩場說明會計吸引了超過百位華僑及數十家期貨商之熱烈參與，為期交所首次海外招商說明會，締造可觀之佳績。

近來因應環境的改變及競爭壓力，國際間主要衍生性商品市場普遍產生變動，有政策的鬆綁，如美國政府頒布商品期貨交易現代化法案（Commodity Futures Modernization Act, CFMA）；有貨幣統合的歐元（euro）誕生，使歐洲各國的期貨市場逐漸走向整合或進行策略聯盟；許多交易所朝向公司制（demutualization）以力圖改革經營之自主性與效率性來提升競爭力；有透過科技技術廣布全球通路（distribution）。

在資金流動無國界的現實環境下，臺灣期貨市場正面臨全球期貨市場不斷地競爭壓力，加上在政府推動金融自由化、市場國際化以及區域金融服務中心的政策下，以及在WTO的相關規範下，市場開放的腳步已非政府所能控制，提升我國市場及業者的國際競爭力已是時勢之必然。

### 積極增加外資之市場參與度

交易所提升競爭力之最終目標是深化市場、擴大參與規模，而就期貨業者而言，其實亦是為擴大客戶群，在競爭環境下奠定長久經營之基礎。

以臺灣期貨市場而言，成立逾七年以來，



# Special Report

## 特別企劃

市場規模顯著成長，然來自外資機構之交易量增加極為有限，且在各方外資普遍表達對我國期貨市場之興趣下，迄今仍僅佔市場整體交易量約6%。因此在擴大市場規模方面，如何提昇我國整體期貨業之對外商機，增加外資之市場參與度，已成為臺灣期貨交易所重要業務目標之一。



由左至右：期交所總經理何富雄、證期局七組組長王儷娟、金管會主任委員龔照勝、期貨公會理事長王中愷、期交所主任秘書邱文昌。

為此，期交所目前所採取的策略主要包括：積極在國際間推廣我國期貨市場、進行與全球各區域主要市場簽署合作備忘錄，建立策略聯盟夥伴關係、進一步與聯盟夥伴就跨市場（國）宣導或商品合作進行規劃、研議排除外資參與我國期貨市場之障礙，包括建立國際標準之交易機制等。

此次芝加哥之行最重要的意義，即是表徵期交所已全面開始執行上述策略，除辦理參展和說明會進行海外推廣外，何總經理並率相關人員赴CBOT就二交易所商品雙向掛牌和教育推廣合作交換意見，CBOT自與期交所簽署合作備忘錄後，已多次協助期交所辦理業務考察、發送行銷文宣及辦理說明會等，期交所亦

預計於九十四年度協同期貨商公會與該交易所，共同合作辦理相關宣導活動。

### 美系外資的進入障礙

有關排除外資參與我國期貨市場之障礙方面，由於世界級投資機構許多係由其設置於美國的營運中心，處理主要客戶帳戶與投資業務，故以美系外資為例，其進入障礙包括美國及我國法令之限制。

美國期貨法令規定，國外股價指數期貨及選擇權商品須經相關主管機關核予交易許可（no-action letter），美國期貨商方得代客下單交易，包括美國證券中介機構發行之海外基金，只要有百分之十五比例資金來自美國境內，亦依法不得交易未獲交易許可之國外股價類商品，而且美國人交易該類商品，必須透過在美國註冊之期貨商或經核准豁免註冊之他國期貨商（須由該期貨商所屬交易所或主管機關向美國期貨主管機關申請取得part 30 exemption）。

觀察目前期交所鮮有美系外資為避險之目的參與交易，而證券市場卻有超過八百戶之美



期交所總經理何富雄對芝加哥地區華僑，簡報我國期貨市場之發展，並介紹股價指數期貨商品。

系外資進行投資，可見該限制之影響。為此，期交所積極與美方管理機關接洽並於2004年六月為台股期貨及小型台指期貨取得前述no-action letter，並將繼續為本公司其他商品進行相關申請。惟取得no-action letter並不代表美系外資即可順利進入我國市場，由於美系外資欲交易我國期貨商品必須透過美國註冊之期貨商或經豁免註冊之外國期貨商，而在我國目前將期貨市場定位為證券投資之附屬市場，外資必須係為避險之目的方得從事期貨交易之限制下，仍使國外期貨商及其無意持有現貨部位之客戶無法進入我國期貨市場，而且在未開放綜合帳戶之交易架構下，亦使國外期貨商無法有效引進其散佈於全球之客戶。

因此，期交所在主管機關的指示下，已開始進行研議開放外資以投機或套利之目的直接參與期貨市場，以及配合開放之綜合帳戶架構，綜合帳戶交易架構相關監管機制之考察亦為本次芝加哥行程之重要任務之一。

## 結語

市場開放的腳步因國內外之需求似乎日愈急促，在逐步開放的過程中，期交所方面將積極與主管機關合作，建置落實有效率的管理機制，維持市場的公平與透明。市場開放有其必然性與正面效益，但是亦未免對長期受保護的市場造成一定之衝擊。

開放外資之初期，國內期貨業者雖可能享有外資大幅投入之商機，但接踵而來的可能是國際級期貨商進駐之競爭；另在市場交易操作方面，透過現代之科技技術，我們也可預見國際級之自營交易員將陸續進入這個市場，如何提昇期貨從業人員之專業水平與操作績效，似乎亦是期貨業者應即時思考之議題。

因應外來競爭之最佳策略即是主動向外擴展，因此期交所必須走入國際市場，思考我們區域性或全球性之營運佈局，在此變動的時代，謹與我國期貨業各界共勉之。

CNYA



# Marketing News

## 市場訊息

2004年利率期貨及利率衍生性商品研討會

# 未來金融商品， 誰是主流？

由期貨交易所、櫃檯買賣中心、期貨公會及財務工程學會在2004年十二月三、四日兩天，共同舉辦「2004年中華金融創新與財務工程學會／利率期貨及利率衍生性商品研討會」，集合產官學界百餘人，就期貨市場的發展現況及未來展望參與盛會。

◆ 撰文、攝影／林蔚文



為期兩天的「利率期貨及利率衍生性商品研討會」，於政治大學商學院舉行。

中華金融創新及財務工程學會理事長李松男表示，台灣要成為亞太地區先進的金融市場，衍生性金融商品及財務工程的發展進程非常重要，尤其財務工程專業，可運用在企

業財務管理、銀行及壽險領域裡，更在期貨金融業裡，扮演著研發創新的角色，此外，近兩年來政府大幅鬆綁法令，對於衍生性金融商品有促進的作用。



期交所何富雄總經理指出，去年上半年在全球交易所期貨選擇權的前20名排行榜裡，其中19名都是與金融相關商品包括利率、股票指數及匯率，更可顯出利率期貨及利率衍生性商品將是未來主流商品。以下就兩天的研討會內容摘要報導。

### 利率衍生性商品極具成長空間

2003年全球衍生性商品之交易餘額約為197兆（美元），其中以利率型態為主的佔了142兆，比重將近72%。歐、美元佔了102兆，占72%；台幣則為0.19兆，僅只全球利率衍生性商品交易量的0.13%。雖然如此，觀察台灣本地利率衍生性商品的交易現況，交易量呈現上升的趨勢，由2000年下半年的4.19%至2004年上半年達到17.4%，表示國內利率衍生性商品極具成長空間。

未來，房貸保險（Mortgage Insurance）及信用衍生性商品（Credit Derivatives）將成為最熱門的金融商品。而房貸保險有著規避借款人違約風險（borrower default risk）、提供完整或局部的避險（complete/partial protection）、透過更佳的風險管理程序有效降低風險，並提昇市場流動性的功能。至於信用衍生性商品則以信用連結式合約及信用連結式債券為主，其基本運作架構將由規避風險的買方（protection buyer，如銀行）、規避風險的賣方（protection seller）以及該風險規避工具的發行者（Issuing Vehicle，如SPT、SPV）三方構成。

### 利率期貨市場的現況

利率期貨商品可分為長期及短期，利率期

貨最早於1975年在芝加哥期貨交易所（CBOT）上市。以我國為例，前者為十年期公債期貨、後者為30天期商業本票利率期貨，主要參與者以法人為主。

公債期貨在國內雖已上市半年，但仍面臨交易人對新商品熟悉度仍不足、現貨市場主要參與者尚未積極參與交易、借券市場尚未具規模、稅制影響及CTD交割債券冷淡等五大難題。而票券期貨也遇到了潛在投資者避險需求不彰及短天期利率波動性較小等困境。

因此，未來期交所將可持續加強各項宣傳，繼續推出獎勵交易措施，並積極拜訪銀行、票券等主要利率期貨交易商，瞭解其面臨的可能問題並提出協助改善難題。此外，更將研議修改公債期貨契約規格及研議公債期貨現金結算懲罰比例降低的可行性，以期提升利率期貨市場的健全及蓬勃發展。

### 利率期貨的操作運用及風控

除了投機運用外，利率期貨商品一般多用來做為避險、資產負債管理及套利等運用，一般而言操作利率期貨商品大多先以投機開始，來測試市場是否合理。其中在避險操作上，主



期交所總經理何富雄指出，依去年上半年的發展，可看出利率期貨及利率衍生性商品將是未來主流。

# Marketing News

## 市場訊息

要是用公債期貨調整持有部分的Duration，達到規避持有債券的跌價風險。在資產負債操作上，則是運用公債期貨進行A/L Duration Gap管理。

不過由於利率期貨商品操作在實際執行上，仍有無法如期買入或賣出避險契約數的困難，此外，因為籌碼因素，也導致行情容易受到操控。因此，國內債市現況，期貨成交量短期內不易擴大，若要迅速擴大成交量，則須以熱門券為期貨標的，包括修改現行契約規格，降低期貨票面利率至市場利率水準以下，並縮短可交割券年限至10年以下，而推出新商品也可擴大成交量，例如採現金結算；此外，稅制修改等政策面也須配合，將期交所掛牌的利率相關衍生性商品納入期貨交易稅條例規範。

### 利率期貨的限制及風控

雖然在理論上利用利率期貨：多頭避險買入期貨、空頭避險賣出期貨，將投資組合的存續期間降為零的模式來操作避險規劃十分簡單，但是目前利率期貨卻因市場流動性不足、契約價格反應速度、CTD債券與10年公債殖利率連動性及期貨的存續期間等問題，在實際操作上產生困難。

目前利用利率期貨套利有許多限制，包括CTD債券次級市場交易的買賣價差、期貨市場流動性與買賣價差過大、及保證金資金、手續費、期貨交易稅及所得稅等相關交易成本、現貨市場先確定價格再進行期貨市場掛單套利等限制。此外，在實際操作上，若以CTD進行套利，非CTD債券進行套利也應在期貨契約到期前同時平倉期貨與現貨，更可能因為期貨結算價與債券本身的轉換因子而無法得到預期的套

利利潤。

操作利率衍生性商品時，必須注意在價格、信用、流動性及法律上的風險管理，其中，需注意在承作交易前，須簽署包括ISDA、有權交易人員授權書、公開發行公司從事衍生性商品內部處理程序等文件。

### 完整殖利率曲線相關商品

我國殖利率曲線包括無風險公債殖利率曲線、隱含信用風險信用曲線及遠期利率波動性曲線三種。

- ◎ 無風險的公債殖利率曲線，中期利率指標為公債及公債期貨，不過當前卻面臨包括市場交易集中於少數主流券次、公債期貨市場交易清淡及借券放空避險不易等難題。因此建議以推出5年期公債期貨、推出以OTC10年公債指數為標的，並以現金交割結算的10年期公債契約、指定目前流動性較指標債券略低的2-3期次為CTD債券、商品OTC建置RS融券交易平台來解決難題。
- ◎ 隱含信用風險的信用曲線裡，短期利率指標的30天期利率期貨，由於市場交易清淡，因此推出90天期的利率期貨的方式來解決。中長期的利率指標包括換匯利交易及信用衍生商品（如資產交換），建議開放券商參與以擴大規模、開放證券商承作CDS/CLN等信用衍生商品業務及有效建立Securitization市場可有效解決則碰到換匯利市場規模太小的難題。
- ◎ 遠期利率波動性曲線的債券選擇權，則面臨借券放空避險不易的困境，因此商請OTC建置RS融券交易平台，將有助於解決問題。

### 利率衍生性商品的市場狀況及未來展望

由於利率衍生性商品、資產交換暨結構型商品及債券衍生性商品分別屬於三種法規，對於衍生性商品市場無法通盤規範，也無法控管

整體證券商承作衍生性商品的風險及呈現出證券實際曝露的風險。

因此未來在規劃版法規上，將整合以上三種現行法規，將三法規規範的衍生性商品契約市場風險合併考量，承作額度也合併控管，並將契約承作額度限額，改為承作衍生性商品契約，所應計提的市場風險約當金額占合格自有資本比例控管；並依證券商信用評等的不同，給予不同的市場風險約當金額占合格自有資本比例。

由於我國公債殖利率波動性高，殖利率曲線形狀變動也豐富，相當適合於利率相關衍生性商品發展。國內利率衍生性商品最大宗需求者，為國內企業及壽險公司用以鎖定發行各類債務的成本，國內證券商進行量身訂做產品開發能力強，在金控趨勢下，證券商信用評等加強，利率衍生性商品證券商應仍有相當大發揮空間。

債券衍生性商品契約期間較短，同時可選擇到期時以現金或實物進行交割，不僅適合作為避險工具，契約本身也相當適於拿來單純進行交易。債券衍生性商品2004年七月開放，十月上半月債券選擇權成交金額即高達133億元，成交量有顯著成長，未來成長潛力看好。



期貨公會理事長王中愷蒞臨致詞。

## 債券選擇權定價與交易策略

債券選擇權交易策略包括投資交易、套利交易及避險交易，投資交易以方向性操作、增加部位報酬率及選擇權投資組合管理，以運用選擇權可建構不同風險報酬比策略等方式操作。

套利交易則是從市場不同交易商的選擇權報價中，尋找無風險套利機會。Volatility Trading的策略是運用交易商不同的預期在市場進行波動度的買賣，此外也可運用Put-Call Parity建構人造選擇權在市場上進行套利動作。

為了預防市場出現意外的跳空走勢，可運用避險交易策略來避險，另外由於市場特性通常為緩漲急跌，因此債券部位避險進行停損停利。

## 不動產證券化發展策略

不動產證券化為投資人可藉由投資不動產證券化產品，增加風險相關係數較低的投資標的，達成降低投資組合風險的目標。根據美國不動產投資信託協會（NAREIT）的研究，REITs的報酬率與股票、長期債券的報酬率的相關性甚低且相關係數逐年降低，因此可做為降低投資組合風險的工具。

其委託人主體包括不動產業主（一般出租的辦公大樓、建築公司及壽險公司）及商用不動產類型：辦公大樓、購物中心、工業廠房及其他如飯店、停車場及物流中心。

不動產證券化有增加籌資管道、降低資金成本，取得長期資金、以資產本身而非所有人的財務能力籌資、減少資本要求並提升股東權益報酬率、移轉風險、實現資本利得、利用多餘資金再投資可提高投資效益及改善財務結構等潛在利益。



# International Communication

## 國際交流

亞洲第一屆國際性避險基金研討會  
First Asian MAR Hedge Fund Conference

## 前進亞洲避險基金

由英國知名另類投資出版社MAR (Managed Accounts Reports) 舉辦的亞洲第一屆「避險基金研討會」，為期兩天的會議，以專題演講及座談會的方式進行，吸引了各國金融菁英前往參與，共同討論避險基金時下最熱門的議題。

◆ 撰文／期貨公會 韓翔

亞洲第一屆的國際性「避險基金研討會」，於2004年10月19至21日，假新加坡市中心的萊佛士廣場酒店 (Raffles the Plaza Hotel) 舉行。該研討會吸引了近120位來自歐美、日本、印度、香港及新加坡當地的金融業菁英前往參與，與會人士除基金經理人及CTA之外，其他如投資銀行 (德意志銀行、瑞士信貸)、商業銀行 (荷商NIBC Capital)、資產管理公司 (Everest Capital Management、富怡資產管理公司)、金融資訊廠商 (Bloomberg、Reuters)

等均指派代表出席。MAR共安排了數位資深講師 (多為基金經理人)，依序針對避險基金時下最熱門的議題進行解說。

### 亞洲避險基金的發展潛力

根據資料顯示，2001年亞洲約發行了162檔避險基金，預估將於2004年底增至430檔，年成長率約為41.4%。同期間內，避險基金旗下所管理的資產金額也從\$140億 (美元) 上漲至\$430億，年成長率約為51.8%。同時，全球

避險基金於2004年的總資產約為\$6,500億，而亞洲僅佔其中的6.6%。這些數據，都意味著避險基金在亞洲仍具相當大的成長潛力，而講師也不只一次表示：「時下是投資亞洲避險基金的最佳時機點。」



亞洲避險基金的發展潛力，尤以中國最受矚目。

其中又以中國最具發展潛力。首先，中國的名目國內生產毛額（nominal GDP）自1996年起穩定成長，由最初的\$8,200億（美元）逐漸攀升，於2004年達到\$15,980億，八年內成長了近一倍，預計2005年將增至\$18,760億。同時期內，中國的實質國內生產毛額成長率（real GDP growth），每年都維持在7%以上，雖然2005年預計將從9%稍微下滑至7.5%，這樣的水準仍然是眾多亞洲國家裡排名第一的。另外，中國的總出口量自1996年開始亦大幅成長，從\$1,790億增至\$6,420億，於八年內成長了259%，估計將於2005年達到\$7,465億。這些數據都明顯地反映出中國驚人的成長潛力。

反觀香港，自1996至2004年，名目國內生產毛額從\$1,570億增至\$1,650億，八年內僅成長了5%，預計2005年將達到\$1,710億。八年內的平均實質國內生產毛額成長率約為3.8%，

雖然2004年達到7%的水準，預計2005年將下跌至4%。至於香港的總出口量，自1996年的\$1,807億上升至\$2,540億，八年內僅成長了41%，預估2005年將達到\$2,739億。相較之下，不難發現無論是在名目、實質國內生產毛額或總出口量的成長潛力，中國都比香港略勝一籌。

此外，根據中國及香港股市各方面的觀察，這二個市場具有長期投資魅力的主要原因在於：

- 市場資本額／國內生產毛額的比率偏低（low market cap to GDP ratio）。
- 驚人的經濟成長潛力（國內生產毛額、出口量）。
- 等待上市的公司數目極多。

### 掌握亞洲避險基金投資機會

如何即時掌握亞洲避險基金的投資機會，其關鍵在於下列四點：

- ◎ 針對特定公司／市場深入瞭解，並選擇最佳進場時機點（timing）。
- ◎ 隨時留意「大環境」的改變，同時徹底認識個別、單一市場。
- ◎ 積極搜尋乏人問津、或尚未被發掘的投資機會。
- ◎ 瞭解某項特定經濟因素／投資環境改變的觸媒（catalysts of change）。

### 避險基金之魅力

到底避險基金為何如此吸引人，又如何成為下一波投資風潮？

美國時下的大學，每年平均的花費大約佔其捐贈基金（endowment funds）的5%，故該基金每年最少需要製造5%的報酬率（不包含通貨膨脹），才能維持基金資產不變。然而，

# International Communication

## 國際交流

2003年有半數以上的大學捐贈基金，卻連4%報酬率的水準都無法達到。為了達到這5%的目標，大部分只好開始尋找非傳統投資以外的投資工具，透過這些另類投資管道賺取較高、且較穩定的報酬。

因為選擇另類投資可提供多餘的回報，另類投資與傳統投資二者間的相關係數（correlation）接近零，並且可提供更佳的風險調整投資組合回報（risk-adjusted portfolio return）。

英國著名經濟學家凱因斯（John Maynard Keynes）曾說：「Worldly wisdom teaches us that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.」（世故教導我們，與其以另類的方式成功，不如遵循常規性的失敗。）對於近年來那些無法達到5%報酬率的美國大學而言，如採用凱因斯的說法，結果將面臨殘酷的成本降低手段，例如：停止聘用新師資、教職員減薪、暫停或延緩教室等硬體設備的建造工程。然而，這並非唯一的選擇。反之，亦可嘗試「非傳統／另類的手段」來創造改變，不需要死板地遵循傳統與常規，而另類的方式極可能就是致勝關鍵。除了大學捐贈基金之外，其他像是養老基金（pension funds）也開始將資金的1%至5%投資於避險基金，且該投資比例已有逐漸上昇之趨勢。

### 如何成爲一個優質基金經理人

基金經理人在投資過程中，應考慮下列四大層面：

#### 面向① 投資標的選取

一般而言，基金經理人所擁有的投資組合，其標的物彼此間的報酬率應於空頭市場或

市場波動率較高時，呈現偏低的相關係數（low correlation）。故於建構投資組合時，應考量下列三大要素：

- 當市場表現不佳時，該投資組合受到影響的程度有多大？
- 當市場波動增加時，該投資組合受到影響的程度有多大？
- 當極端事件發生時，該投資組合受到影響的程度有多大？

#### 面向② 落實風險控管

於極端事件發生時（如紐約911恐怖份子事件），是否具備將負面影響降至最低的機制？

#### 面向③ 績效費用

績效費用的計算方式對投資人及基金經理人是否公平？是否當經理人及客戶彼此的利益一致時，經理人方可收取績效費用？另外，基金經理人的績效報酬率應將投資過程中的相關風險納入考量及調整後（risk-adjusted returns），方具有參考價值。所謂相關風險，係指：

- 預期採用的策略及實際運用的投資策略不一致（style impurity）。
- 基金管理資產金額異常擴增（unexpected asset growth）。
- 過度的槓桿交易策略，如融資、融券（excessive leverage）。
- 投資流動性不佳的資產（low asset liquidity）。

#### 面向④ 平穩的操作績效

期望落差（expectation gap）係指投資人對於一避險基金的預期報酬與實際報酬兩者間之差異，如何縮短期望落差（即維持平穩的績效），將是基金經理人努力的重要課題。



## 基金經理人應遵循嚴謹的投資流程

除了本身卓越的投資眼光外，一位優秀的基金經理人更應遵循一套具條理、系統性且嚴謹的投資流程。以下就以新加坡政府投資公司（Government Investment Corporation Singapore）為例，將其投資流程作一簡介：

新加坡政府投資公司（GIC）主要運用指數／可轉換債券套利、全球宏觀策略、股票多／空操作及事件套利等4種策略，其投資流程包含下列7個步驟：

**step 1** 謹慎挑選專業的基金經理人（manager selection）。

**step 2** 選擇適當的投資策略（strategy allocation）。

**step 3** 於某項投資決定前實施盡職審查／評估（investment due diligence）。

**step 4** 於基金營運過程中實施盡職審查／評估（operational due diligence）。

**step 5** 建制投資組合（portfolio construction）。

**step 6** 落實風險控管（risk management）。

**step 7** 隨時監控投資組合部位的變化（constant portfolio monitoring），與步驟3相應。

GIC特別強調基金經理人篩選的重要性，如欲尋獲優質的經理人，需儘早建立起良好的人脈管道，並有效地加以利用。同時，更應從公司內部著手，栽培訓練具潛力的投資組合經理人（in-house portfolio managers）。

## 亞洲避險基金未來所面臨的挑戰

首先是避險基金價額高昂的問題，投資人所支付的績效費用依據為Alpha，當Alpha越

高，所支付的績效費用相對地也增加。中國證券／債券的高購買成本及其股票市場的低效率，將對大部分的基金經理人帶來負面影響。目前高資產額客戶主要來自香港、台灣及泰國，又因亞洲投資人一般擁有較高儲蓄能力，故未來亞洲避險基金的投資潛力相當樂觀。

而亞洲的法人客戶屬於偏向風險厭惡（risk-averse）族群，這也將提高基金經理人於客戶招攬過程中所花費的時間及成本，所以，唯有具備傑出的績效紀錄（track records）方可從眾多基金經理人中脫穎而出，獲得客戶的信任及青睞。如何於激烈的競爭中存活，其關鍵在於靈活運用投資策略、維持穩定良好的操作績效、採用謹慎的風險控管工具（如VaR）、並建立有效的業務行銷管道。股票／期貨經紀商將於業務推展過程中扮演極重要的角色，同時亦是傳播口碑的主要媒介之一。

然而時下的避險基金經理人大多出身於投資銀行，通常具備5至10年證券、債券、期貨、現貨、外匯分析師的經驗，再加上約10年投資組合經理人的資歷。避險基金公司多以少數成員（small team）的方式成立，鮮少提供新人受訓的機會，聘請人才時往往以從事該行業的現有人員為優先考量。此外，中國的會計制度及揭露標準缺乏一致性，且其投資者多以投機客為主，都是未來需面臨的挑戰。



## 阿爾法係數將是關鍵

阿爾法係數（Alpha）將是關乎避險基金魅力的關鍵。Alpha為一數值，用來反映某一基金經理人所帶來的投資回報高於無風險報酬的部份，且被廣泛利用作為衡量基金經理人優劣的依據之一。至於如何發掘Alpha？關鍵在於無效率市場（market inefficiencies）。因為無效率市場的存在，導致套利機會的產生，進而製造出Alpha。

# International Communication

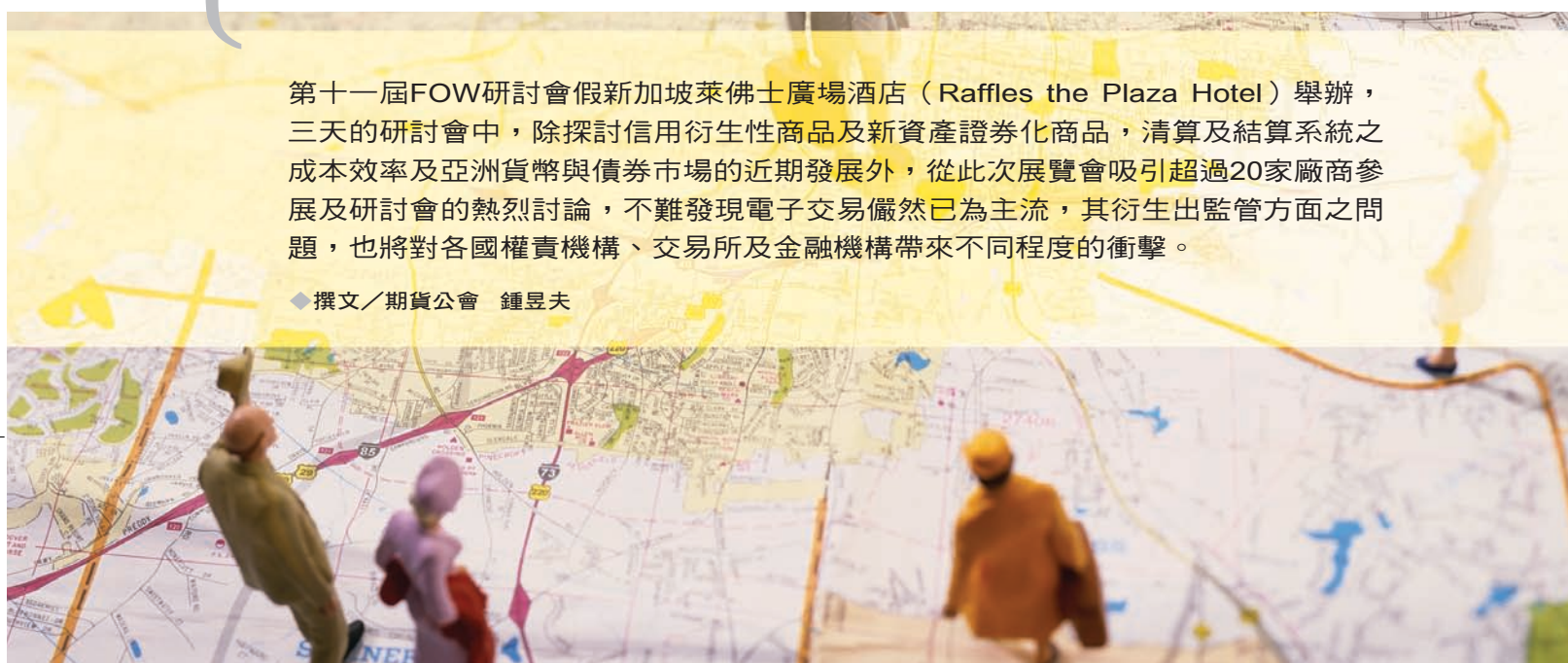
## 國際交流

第十一屆FOW衍生性商品及證券商品世界研討會

# 擴展國際視野 掌握金融脈動

第十一屆FOW研討會假新加坡萊佛士廣場酒店（Raffles the Plaza Hotel）舉辦，三天的研討會中，除探討信用衍生性商品及新資產證券化商品，清算及結算系統之成本效率及亞洲貨幣與債券市場的近期發展外，從此次展覽會吸引超過20家廠商參展及研討會的熱烈討論，不難發現電子交易儼然已為主流，其衍生出監管方面之問題，也將對各國權責機構、交易所及金融機構帶來不同程度的衝擊。

◆ 撰文／期貨公會 鍾昱夫



**在**開場說明會中，除強調電子交易的低成本、高效率及顧客導向等發展趨勢外，也特別關注中國店頭市場及印度集中交易市場的交易流動性及透明化。

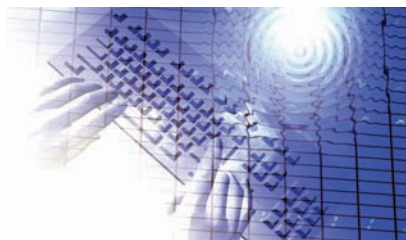
### 電子交易的發展歷程

EUREX及LIFFE較CBOT及CME早一步跨入電子交易的領域，因此在2003年中之前，EUREX及LIFFE電子交易量一直領先於美國的交易所，但是在CBOT及CME合作之後，CME之電子交易量已經領先LIFFE，而CBOT也緊追於LIFFE之後。反觀EUREX，由於歷史優久且整合成功，使其效率提昇，因此電子

交易量一直大幅領先其他市場，而居於領導的地位。

針對電子交易可能衍生的弊端，美國CFTC代表（Ananda Radhakrishnan）也指出現有之問題及應有之監控思維與管制措施。美國從1999年至2003年為止，電子交易量成長率超過35%，因此美國CFTC從1999年就著手制訂規章以進行市場監督。CFTC將監督重點放在終端機的操作者、流動性不佳的市場、同時間的交易（side-by-side trading）及跨市場交易四大方面。

鑑於在電子交易型態下，除了難以定義每位交易者之間的關聯性外，另一方面，由於電



子交易與公開喊價兩者並存，且有經驗的金融機構都瞭解價差交易較著重於價格及數量的優先順序，而非時間上的優先順序，所以有可能會刻意操控以造成執行順序上的扭曲（Algorithm of order execution），因此擴大其他交易層面的監督也是必要的。

### 亞洲市場面臨的影響

首先各交易所有更多機會接觸到更多國際化且交易量大的交易對象，這也使得亞洲新興快速成長的各交易所交易量可持續昇高。除此之外，建構與全世界交易中心的交易管道，並開發快速、穩定的撮單系統，都是未來發展的方向。

由於全球化時代的來臨，電子交易將會造成兩方面之衝擊，一方面帶來效率化營運、競爭力提昇及新興機會開發等利益，卻也伴隨成本管控及競爭加劇的潛在風險。而在速度決定一切的電子交易市場，交易中心及金融機構能否提供跨產品的交易，以及更有效率的資本報酬率將是下一波電子交易競爭的主軸。

### 信用衍生性商品的發展

若以發行數量來說，澳洲和亞洲都屬於信用違約交換權（Credit Default Swap/CDS）的新興市場，此商品可以單獨或合成使用，以轉移或交易信用風險曝露之財務工具。惟注意

的是，信用衍生性商品之到期日與參照實體（reference entity）之預期壽命是可以不同的。

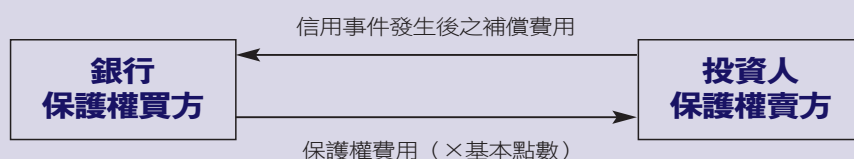
投資人將參照實體（reference entity）保護權賣給買方（通常是銀行），買方付保護權費用（protection premium），此費用是以特定比率所計算出來的基本點，就是將信用風險曝露轉換成以基本點來計價之保費。而當所約定之信用事件（credit event）啟動時，則投資人就必須付給買方補償費用（Contingent payment 或 credit event payment）；若當此交換權到期時，未有任何事先約定的信用事件發生時，則投資人並不付任何費用給買方。

2003年企業信用評等和單一額度擔保債務憑證（single tranche CDO）之間的信用息差有較大差異，所以單一額度擔保債務憑證的投資呈現增加趨勢，然而2004年隨著信用息差穩定地保持在低檔，投資者開始探索單一額度擔保債務憑證如何使用財務槓桿效果來提供較佳的報酬率，也間接為CDO<sup>2</sup>促生。

### 探討清算及結算系統之成本效率

整合清算、結算作業系統及流程，不只是單純的自動化過程，而是整個思維及營運流程的改變，此過程中，交易者的數量及角色是大同小異的，不同處在於清算中心的數量會變少，必須強化速度、正確、成本及安全四項重點，而技術層面在改革過程中扮演極重要的角色。而清算中心的系統如委由ASP系統廠商進行備份的動作，如此可以隨時發現癥結點而進行分析，以增加系統的穩定性。而另一方面，系統也可進行信用控制管理機制，就是可以將

#### CDS交易流程簡介





# International Communication

## 國際交流

期貨人

交易者的保證金控制合理，可降低部位和保證金相關風險層面的問題。

清算中心的整合比任何型式的跨國合作更有發展願景，共可包括共通介面、風險管理及流程整合三大層面，這是全球化效應之下的產物，可帶來範圍經濟、抵消風險、資金運用更有效率、增加風險管理標準及提高市場參與率等優勢。

交易處理流程的發展及管理，並不是單純地將過去人工予以自動化，而是要改變整個流程來減少錯誤及減緩風險，才能得到預期提昇效率之目標。但是不要以為傳統的公開喊價交易廳會立刻消失，現行許多商品都是兩者交易模式並存的，因此是否有能力將交易流程在兩者不同交易方式之間作轉換，也需依靠應用軟體供應商的服務了。

在這種流程改革中，速度、正確性及穩定性將會是三大成功因素。儘管在清算中心減少、交易所及交易者數量穩定等大環境變數下，但是電子交易還是使交易量大幅增加。同時各系統廠商將會在交易所間的價差交易(InterExchange Spread Trading)、追求最好的執行能力及新商品的引進能力此三方面開始互相競爭。

### 亞洲貨幣及債券市場的近期發展

從近幾年亞洲金融市場來看，韓國及印度市場是比香港和新加坡成長較多，也可說韓國及印度是風險較為分散的市場。反觀債券市場方面，雖然印度和韓國的債券發行量不少，而且印度債券市場中，政府所發行之債券遠超過非政府債券，反觀韓國則以非政府債券為主，但是印度由於基本面不看好，所以發展實屬有限。相較流動性來說，韓國及新加坡就略勝香港一籌，但是新加坡流動性又不如韓國。

除亞洲國家間的債券交易仍有政府法規限制外，在1997年金融風暴之後發生如下情況：

1. 限制外國投資者進入當地國的債券市場，此舉動影響了債券交易量及流動性。
2. 在金融風暴事件後，很多國家重新建立其經濟及財務彈性。



亞洲貨幣及債券市場的發展，已成眾所矚目的焦點。

在各國進行所謂的資本控管(Capital Control)之下，也在資本自由化及債券市場發展兩者之間會發生取舍的問題，但新加坡就是一個進行資本帳自由化(Capital Account Liberalization)，來支持債券市場發展的成功例子。

台灣期貨交易所葉執行副總也受邀發言，除極力提昇台灣期貨交易所之知名度外，為使外國機構瞭解投資台灣市場所須面臨之法規限制，因此將本國金融市場的組織架構加以說明。同時更是提倡近期所研發之DRAM期貨契約，結尾時也表示未來台灣期貨市場將著重與國際市場接觸之機會。

### 亞洲貨幣和債券市場的發展 需面對如下三項限制：

1. 供給面的限制。
2. 對於某些市場來說，流動性也是個限制。
3. 跨國性的債券交易仍受到各國法規差異之限制。

### 總結

此次FOW研討會不但提供金融機構進一步瞭解國際金融市場上系統發展之趨勢，同時也可嗅出整合相關金融商品於同一套交易系統已是未來發展主流，使參與者更加瞭解現行金融商品發展之最新脈動。

CEN