

# 相信理想 擁有夢想

期貨經紀業務隨著證券通路的飽和，發展似乎已達極限。在金控併購的趨勢下，市場競爭更形激烈，再加上各家業者在拼戰“市佔率”的迷思下，殺價競爭引發的零和遊戲，非但總收益未見成長，反見各家獲利率衰退。不禁令人憂心，期貨業者的春天在哪裡？

期貨經紀業務僅是單純的收取手續費，無法凸顯服務的特色與內涵的差異化。在期貨顧問事業開放後，就其業務的範圍與內容，可以利用差異化的服務，創造更高的附加價值。透過顧問的諮詢，可提供交易人有關期貨交易事項的研究分析及建議，同時也是業者創新經營的最佳途徑。這項業務，最重要的是必須有專業素養的人才、合作無間的研究團隊及完善的管理制度，提供投資人迅速正確的訊息，妥適的交易策略，甚至為交易人量身訂做各種理財策略，達到高品質、高效率的服務，替投資人創造更多的財富，並為業者本身帶來豐厚的利潤。

然而，預期中的理想卻並未實現，在期貨顧問事業開放近兩年來，業者並未對此多所挹注與投入，卻仍然深陷於市佔率的泥沼中而無法自拔，因此也導致了期貨顧問事業的效果不彰。事實上，若能徹底顛覆長期以來期貨業者價量之間的迷思，逆向思考，以顧問業為本，廣招會員，提供專業服務；改經紀業務為輔，將會員劃分等級，在下單時給予不同的優惠，不似現在經紀業務中以下單量的多寡為降價的惟一考量。透過專業的顧問諮詢服務，交易人較易獲利，也將更樂意付出顧問費用，業者除了賺取顧問諮詢費外，也賺取到經紀業務的手續費，創造三贏的局面。如此的經營模式，可能更符合知識經濟時代，提升附加值，創造服務差異的理想。

大環境與法令上業者所面臨的困境。同時也藉由問卷調查，深入了解投資人對於業者收取顧問費用的看法，以及他們心目中的合理價位。根據調查顯示，客戶願意支付顧問費的金額普遍不高，除了顯示投資大眾對顧問的認同度不夠外，對於諮詢服務的內涵及信心也不足；本刊希望提供這些訊息給期貨業者，以做為努力改進的參考。

未來想要創造高獲利率，勢必藉由差異化的服務來達成，獲利率是業者的夢想，差異化是業者的理想，相信理想，才能擁有夢想。



CCTV



封面畫作 謝夢龍 佳偶系列(三) 15p

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5506

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 相信理想 擁有夢想

謝夢龍

## 人物專訪

### 4 毋劍虹：電子交易平台 為投資者提供新選擇

董珮真

歐洲期貨交易所亞太地區負責人

## 封面故事

### 8 迎接國際化，提升競爭力

編輯部

當台灣遇見歐洲、美國、日本、新加坡四大市場

#### 總論篇

### 10 將台灣經驗輸出海外，創造出自己的價值 立足台灣、放眼全球

董沛哲

#### 美國期貨市場

### 13 CBOT發展概況Q & A

董珮真

專訪CBOT行銷總監查爾斯·費拉 (Charles Farra)

### 16 當芝加哥遇見台灣： CBOT發展概況與值得台灣仿效之處

董珮真

芝加哥期交所與台灣期交所，聯合舉辦期貨交易研討會

#### 歐洲期貨市場

### 20 遠赴歐洲實地參觀， 親眼見證世界最大衍生性商品交易所

徐啟葳

歐洲期貨交易所參訪報告

### 23 歐洲期貨交易所 (Eurex) 的過去、現在、與未來

徐啟葳

歐洲期貨交易所發展史

### 26 跨國整合為單一交易平台 構築橫掃全球市場的生力軍

徐啟葳

泛歐交易所集團：從Euronext 到 Euronext.liffe

#### 日本期貨市場

### 28 當日本遇見台灣：日本期貨市場之發展現況

詹時敏

從汽油到雞蛋，從定盤到動盤，日本期貨市場提供多樣化的交易選擇

### 31 發揚期貨「精神」， 搭起日本與台灣期貨市場間的「良緣之橋」

詹時敏

專訪聯貿期貨總經理堀內雄二

### 34 中部商品交易所：熱門商品簡介及交易策略

詹時敏

石油交易量強強滾，生鐵期貨波動大，雞蛋期貨有週期性

# 目錄 CONTENTS

## 新加坡期貨市場

- 36 當新加坡遇見台灣：證期二合一、全面電子盤 詹時敏  
新加坡期交所：亞太地區最具競爭力的綜合性交易所

## 特別企劃

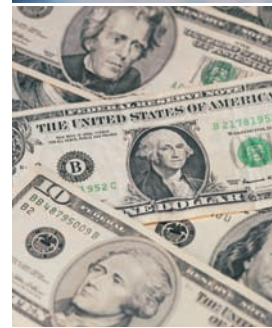
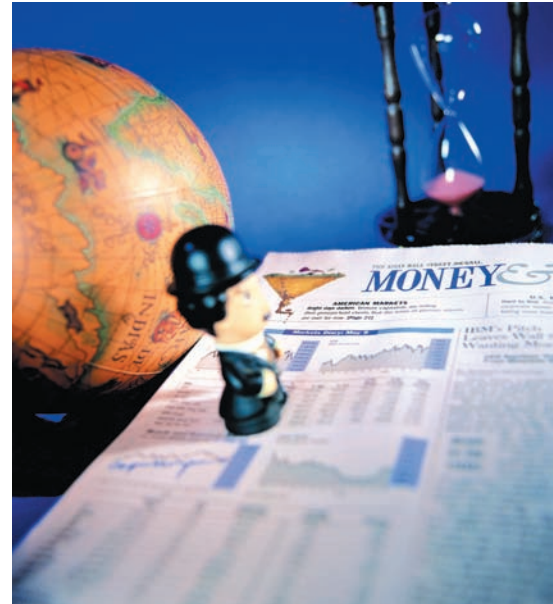
- 40 期貨顧問事業經營大探討 編輯部  
期貨顧問定價策略vs投資人感受價格
- 42 找出供需雙方的價格平衡點，品質才是最核心價值 徐啟蕙  
期貨顧問服務費用大調查
- 47 經營策略面：期待從低附加價值， 徐啟蕙  
走向高附加價值服務  
劣幣逐良幣？向上發展或向下沉淪？
- 50 金雞期鳴起步晚，卻一鳴驚人 董沛哲  
專訪國票期貨總經理張禮賢
- 52 重新出發 以專業輸出中心發揮核心價值 曾佩彤  
專訪第一期貨副總經理周玉華
- 54 小兵立大功 用顧問事業帶動經紀業務 詹時敏  
專訪如意期貨投資顧問部經理陳怡伶
- 56 顧問事業立下奇功 創造第二條加值曲線 董珮真  
專訪中信期貨顧問部協理許庭禎
- 58 真金不怕火煉，期待擁有更大的舞台！ 詹時敏  
專訪寶來瑞富期貨業務部副總經理李志華、通路行銷部協理邱國洋
- 60 逆勢成長 走出一條自己的路！ 董珮真  
專訪大華期貨總經理任俊行
- 63 以差異化，迎接新崛起的金融代工業 詹時敏  
專訪聯邦期貨總經理韋月桂
- 66 放大格局，更有揮灑空間 曾佩彤  
專訪日盛期貨總經理林明輝

## 市場訊息

- 68 期貨商風險管理實務守則 任盈盈  
期貨商風險管理進入新紀元

## 期貨前瞻

- 72 邁向國際化 提升市場成熟度與效率性 林蔚文  
開放外資參與我國期貨交易對國內金融市場的影響
- 77 積極催生期貨基金之募集 延伸期貨服務事業之舞台 林蔚文  
開放募集期貨基金之可行性研究



P10

P16



P27



P34



P39





## Celebrity

歐洲期貨交易所亞太地區負責人

毋劍虹：電子交易平台為投資者  
提供新選擇

**歐洲**期貨交易所(Eurex)可說是全世界唯一跨國合併成功的例證！短短幾年內，Eurex不只創造了全球第一個衍生性商品交易所，也締造了全球最大的期貨交易量，成為全球交易所的最佳典範。

Eurex亞太地區負責人毋劍虹表示，Eurex是在1998年5月7日正式成立的，前身是由德意志期貨交易所有限責任公司（DTB），與瑞士衍生性商品交易所（SWX）策略聯盟（當時名稱為DTB/SOFFEX），由於兩大交易所「一拍即合」，後來便合營成為現今的歐洲期貨交易所(Eurex)，寫下了此後的成功整合歷程。

**兩大交易所一拍即合，雙方以共識  
整合成功**

毋劍虹指出，「Eurex之設立，可說是充分利用了全球化與歐盟統一後的優勢！」由於當時歐洲各國已成立了經濟共同體，受惠於當時歐洲共同貨幣「歐元」（euro）即將上路，各國在經濟上願意合作的和諧氣氛，使歐洲各期貨市

場，逐漸走向整合或進行策略聯盟。

就當時同意參加歐盟並使用歐元的十一個歐洲國家而言，境內就有三十二間交易所，約五萬家上市公司。若原有的交易所不選擇合併或聯盟，勢必會因為市場規模太小而被淘汰。因此，當時就有不少交易所，朝向公司制或力圖改革以提升競爭力。

整合需要雙方的共識，由德國與瑞士率先攜手合作，兩大市場各取所長。毋劍虹認為，雙方合作的最大成功關鍵之一是放棄本位主義，截長補短，同心協力，共同開發電子交易網路(ECNs：Electronic Communication Networks)，成為歐洲衍生性商品之核心。

統一的交易平台建設完成後，因為使用了互聯網技術，也使得交易費用隨之降低。不過，由於是新成立的交易所，市場上還不熟悉這套系統。毋劍虹還記得，Eurex剛開始在瑞士註冊時，只有十個會員。為了吸引更多的會員上門，他們放棄了傳統的「等客人上門交易」的策略，而大膽採用「送上門給客人用」的策略。





歐洲期貨交易所（Eurex）的成功絕非偶然！由歐洲的德意志與瑞士兩大交易所一拍即合，跨國合作無間，從一開始就選對邊站，率先採用電子交易平台，就已經成功了大半！「後起之秀」Eurex以低成本與高效率來拉攏人心，不僅成功的搶占歐洲市場，把市場主導權百分之百從英國倫敦國際金融期貨交易所（LIFFE）拿回來！交易量甚至在短短幾年之內，超越了大西洋彼岸的老牌美國芝加哥期貨交易所（CBOT），穩坐全球期貨頭號交易所的寶座。

◆ 撰文／董珮真 攝影／張嘉顯

## 電子交易是大勢所趨，免費提供交易平台試用

一提起當時這個大膽的做法，毋劍虹仍掩不住滿意的笑容。他說，當時歐洲主要的期貨交易人，多半是英國倫敦國際金融期貨交易所（LIFFE）的會員，由於已經很熟悉LIFFE交易系統，所以「想讓這些交易人換個新平台交易，實在很困難。」

為此，Eurex在1998年剛成立時，就針對英國交易所的三百多家主要會員，採取「免費提供交易平台試用」的方式，積極拉攏人心。沒想到這招果然管用！最後，有三分之二的公司都加入了Eurex會員，可說是Eurex業績推展上的一大躍進。

Eurex接下來在世界各處攻城略地，也幾乎都遵循著這種法則。透過免入會費、免收年費的模式，不僅成功的吸收大批會員；而且也創下全球收費最低的交易所紀錄。

目前Eurex已經擁有四百多家會員，會員個個都是首屈一指的金融機構、跨國集團或機構法人。透過這些會員的龐

大網絡，Eurex的使用者也逐漸擴增。Eurex之所以成功還有個理由，就是很早就看到了未來是電子交易的趨勢。當時在歐洲的十五個交易所當中，大多仍採用人工交易，唯有瑞士交易所是全部採電子盤，算是相當先進。當兩大交易所整合之際，他們也認同「電子交易是未來大勢所趨！」為了迎接電子化，Eurex乾脆把電子交易與結算系統一起做，也就是毋劍虹口中的「一步到位」！

## 電子交易一步到位，後起之秀反而搶佔先機

「現實能存在者，必有其合理性！」毋劍虹引述知名哲學家黑格爾的話來說明，電子化的交易平台，為投資者提供了一種成本低廉、流動性高的新選擇。在當時尚未採納電子交易的歐洲市場上，Eurex率先採用電子盤，挾著最高效率，成本最低的交易平台優勢，「後起之秀」Eurex因此很快的搶下了市場佔有率，交易量也頻創新高。

毋劍虹細數著歷來的佳績，1998年底，Eurex的德國公債交易量已經竄升到



受惠於當時歐元即將上路，使歐洲各期貨市場，逐漸走向整合或進行策略聯盟。由於當時歐洲各國已成立了經濟共同體，歐洲期貨交易所之設立，可說是充分利用了全球化與歐盟統一後的優勢！



## Celebrity

第一名，接下來發行的九檔股票選擇權也相當成功，半年後債券成交量也創下新高。Eurex的表現成績，好得讓英國LIFFE也十分眼紅，於是也曾經採取讓客戶利用電話加傳真的方式下單，希望能夠扭轉人工下單的劣勢。

不過，「市場變化之快，往往讓人難以預料！」母劍虹指出，人工盤的大勢已去，連老字號的LIFFE也難以扭轉，而科技進步與程式交易的發展，也造就了電子盤的大勢所趨，市場對於電子交易平台的需求越來越高，即使LIFFE已經看出了端倪，卻來不及趕上這波潮流。

母劍虹還記得，1998年9月28日，Eurex推出了第二版的電子交易平台，不僅成功的搶占歐洲市場，「把市場主導權百分之百從LIFFE拿回來！」而且，靠著這套電子交易平台，Eurex的期貨交易量，在短短幾年之內，甚至超越了大西洋彼岸的老牌子美國芝加哥期貨交易所（CBOT），穩坐全球期貨頭號交易所的寶座。2003年12月18日，Eurex的成交量更首次突破了30億元大關。

### 成立控股公司，整合經營管理優勢

Eurex的一大優勢，還在其靈活的經營管理模式，與善用各項資源形成群體優勢。其中，由於歐元這個共同貨幣的推波助瀾，使得Eurex可以適用在歐洲的跨國交易，尚未加入歐元的英國LIFFE，在這點相形之下就比較弱勢。

而且Eurex與各大主要結算托管機構，都有完全兼容的聯網；Eurex還提供各種多樣性的產品，甚至允許會員採用包括期貨與期權衍生性商品、債券與現貨、債券回購等「跨產品」的淨值保證金，並可使用「綜合報表」，這對交易人來說相當便利。

Eurex的「價值鏈」還不僅於此，母劍虹指出，Eurex本身就歷經多年來的不斷整合，形成一個彈性經營的控股公司。以德國交易所股份有限公司（DBAG），就是於1997年完成控股公司的架構，基本目標就是希望建立全方位的服務中心，透過德國交易所股份有限公司的統一領導，將證券與期貨之交易、結算、系統通通整合在一起，以提高生產效益和改善競爭能力。

### 跨國經營無國界 積極開拓國際市場

由於期貨本身，就是一種「無國界的金融品種」，因此Eurex向來十分積極對外推展國際間的合作。1999年10月，Eurex與CBOT簽署了合約，雙方合資成立一家公司，由這家公司為CBOT發展出一套與目前Eurex完全相同的電子交易平台（a/c/e，即alliance / cbot / Eurex），並連結兩大交易所系統的共用開道，讓雙方的會員及經紀商，能以單一的螢幕連結兩個系統，並交易兩個市場的商品，使得跨市場交易的障礙降到最低。

兩年前Eurex決定進軍期貨重鎮芝加



因此，歐洲期貨交易所向來十分積極對外推展國際間的合作。由於期貨本身，就是一種「無國界」的金融品種，



哥，成立美國分公司（Eurex US），就是個相當積極的做法。當然，此舉也讓CBOT嚇出了一身冷汗，極力反對。不過美國商品期貨交易委員會，最後還是同意Eurex在芝加哥開設自己的期貨交易所。Eurex仍然以免收經紀會員規費的模式，透明化與低成本的電子交易系統為特色，來吸引美國的投資人。2003年12月初已經有157家客戶和Eurex US簽約成為會員。

Eurex 登陸美國，也引發新的戰事，CBOT不僅積極完成從a/c/e電子交易平台、到新的e-CBOT電子平台的切換，也十分慷慨地在Eurex美國分公司開張的當天，將手續費打了二五折。從此之後，兩大交易所就開始不斷競相降低手續費，也讓交易商笑逐顏開。當然，最大的受惠者就是投資大眾了。


2004年11月19日，Eurex 開通了全球清算聯盟(GCL)，讓全球投資人享受更多的好處。以美國客戶而言，可以透過芝加哥清算公司(CC)，來對在德國和美國進行的交易作出清算。同時做歐洲和美國的期貨交易，卻只需要一個共同保證金帳戶。

## 台灣期貨市場在亞太地區數一數二

身為歐洲期貨交易所的亞太地區負責人，毋劍虹經常往返於歐陸與亞太地區，也已經來過台灣好幾次。他認為，台灣的期貨市場做得很好，尤其是現貨市場的融資融券制度，可說是全球最成

功的範例！正由於散戶熟悉現貨的買空賣空方式，因此在跨入操作期貨時，很容易進入狀況。近幾年來台灣期貨市場的交易量不斷提升，也正是因為投資人的熟悉度較高所致。

毋劍虹也預期，全世界的交易所，未來仍會朝跨國合併與策略聯盟的趨勢前進，而交易所由「會員制」改為「公司制」，進而掛牌上市，也是勢在必行。透過公司制的架構，可以讓「交易所的所有權和使用權分離」，藉此達到專業管理的目的。在公司制的架構下，可以更透明的呈現交易所的經營績效，對所有者和管理階層會帶來更大的激勵作用，藉此更可提升交易所的營業效益與競爭利益。

而交易所的掛牌上市，更可藉此向社會大眾籌募資金，讓交益所必須擬定長期的投資策略，投資在科技、或建立專屬的電子交易網路，以有效運用資源，充分發揮交易所功能，如此，也會更符合電子交易網路的潮流。 






# Cover story 封面故事





當台灣遇見歐洲、美國、日本、新加坡四大市場

# 迎接國際化，提升競爭力



歐洲、美國、日本、新加坡這四大市場，可說是全球期貨的四大天王！台灣近年積極想與國際市場接軌，勢必得先看看人家有何值得我們學習之處？努力向這四大天王看齊，以提升自身的國際競爭力。

本期的封面故事，我們分別從歐洲期貨交易所（Eurex）、芝加哥商品交易所（CBOT）、日本的東京工業品交易所（TOCOM）與中部商品交易所、新加坡交易所控股公司（SGX）的發展，來一窺當地期貨市場的演變。其中有不少國際化的成功經驗，很值得台灣做為最佳典範。

尤其是我們也觀察到，電子盤已成為全球期貨交易之主流，這股「無法擋的趨勢」，讓市場變化之快，變得更加難以預料！或許正如黑格爾所言，「現實能存在者，必有其合理性！」電子化的交易平台，為投資者提供了一種低成本、高流動性的新選擇。唯有選對電子交易的邊站，才能在國際化的洪流當中，立於不敗之地。

立足台灣、放眼全球

# 將台灣經驗輸出海外 創造出自己的價值

國際化既然是必走之路，台灣的期貨業必須了解自己的優勢何在？立足台灣、放眼全球，想辦法找到最適合自己的策略夥伴。台灣經驗已經可以輸出海外，接下來就是要提供國際性的交易平台、並引進國際性人才。唯有從全球資產管理的立場，才能創造出自己的價值！

◆ 撰文／董沛哲 攝影／黃大川

**國**際化的趨勢已經擋不住！在元大京華期貨副董事長姒元忠看來，這股趨勢有兩個方向可循，其一是從內部競爭的角度來看，國內期貨市場已經走向成熟穩定期，業界競爭激烈，「為了提升競爭力，業者勢必得國際化！」其二是從外部發展的策略來看，由於國際性的資金不斷湧進這個市場，「無論是開放人家進來，或是我們業者走出去，國際化都是必走之路！」

## 提供國際性交易平台，引進國際人才

「台灣的戰略位置不容忽視！」姒元忠分析，摩根史坦利機構（MSCI）已經在今年五月底正式調高台股權重，也代表了台灣從此進入已開發國家的層次，重要性無庸置疑。不過，「台灣畢竟是淺碟市場，水一淺，養分就不夠。」所以，他也建議，期貨業必須要將眼光放大放遠，單是看台灣市場是不夠的，要想辦法走出去。





想要國際化，「軟硬體設備與國際性人才」是不可或缺的兩大利器。姒元忠舉元大京華集團為例，即使已經做到了台灣地區數一數二的大券商，但畢竟還沒辦法與摩根史坦利等國際性券商的實力相抗衡，也不可能像國際性券商一樣，到世界各地去設點。電子化交易既是全球大勢所趨，因此，從「立足台灣、放眼全球」的角度來看，期貨商就必須「提供一個國際性的交易平台」，讓人家更容易進來。

再從人才角度來看，即使是國際性大券商，到了台灣也必須先摸熟這個市場。姒元忠認為，對台灣這個市場的熟悉度，再也沒有比本地人更熟悉的了！因此，在地的期貨商擁有這種優勢，更必須善用這種優勢。他建議可以透過「策略聯盟」的方式，讓國際性資金可以運用本地的人脈與資源，而本地的期貨商也可以「借力使力」，讓國際化的路走起來，更加的事半功倍！

### 以國外的發展歷程為學習借鏡

姒元忠也以國外的發展歷程為例，像美國的芝加哥期貨交易所（CBOT），雖然擁有歷史光環，曾經風光一時，但是在1990年代卻出現了嚴重的衰退現象，他們立刻檢討原因，發現「歷史的包袱」確實成為拖累CBOT退步的理由。為了再進步，他們立刻進行調整改善，將行之多年的人工盤，逐漸改為電子盤，如今電子盤的比例已超過八成，包括歐亞等地區皆可加入交易，總算又把市場找回來了。

歐洲期貨交易所（Eurex）也是近來竄出頭的新秀之一，姒元忠認為Eurex之所以能成功的原因，就在於願意改變與進步。儘管由幾家大型金融集團與銀行來主導，但是在大家的

共識下，從一開始就選擇新科技與新技術，因此這幾年來成長驚人，表現完全不輸美國。

日本市場歷史也相當悠久，這幾年也出現老化現象，不過，「以和為貴」是日本人做生意的最大長處。姒元忠認為，日本人也曉得，光靠自己本地市場畢竟有限，所以很積極的到世界各地做生意，想辦法開拓海外市場。「他們還有一項本事，就是商品開發的能力很強！」從熱燃油，咖啡，嫩雞，甚至到雞蛋，日本期貨市場上能買賣的標的應有盡有，而且，再加上管理面的嚴謹，最重要的是，「使他們在國際化的過程中，既能開放市場；又能同時管理好市場！」這是很值得我們學習之處。

元大京華期貨副董事長姒元忠認為，「軟硬體設備」與「國際性人才」是國際化不可或缺的兩大利器。



新加坡市場比較特殊，由於沒有自己的商品，所以都是做別人家的東西。不過，新加坡交易所向來很有效率，也很能接受建議，更勇於商品創新，而改制過後的新加坡聯交所，也繼續朝全面電子化交易邁進，姒元忠認為，人家的高效率是我們學習的榜樣。韓國市場的開放，是由於金融風暴後，被迫開放的結果，當時雖然經歷過大陣痛，不過，看現在人家市場欣欣向榮的發展，各項基礎建設與交易量的不斷擴大，也很值得我們省思。

### 了解自己的優勢，發揮最擅長的領域

「亞歷山大大帝想要征服全世界，靠他自己

一個人也辦不到！」倪元忠指出，「重點在於了解自己的優勢何在？」不僅要清楚了解自己的長處在哪裡，還得「有所取捨！」選擇自己擅長的領域，好好發揮，同時，「想辦法找到最適合自己的策略夥伴！」他也指出，未來金融業會是大者恆大的趨勢不變，因此，透過策略聯盟與併購整合的方式，讓台灣與海外的業者攜手合作，才能把通路與客戶群做大。

他進一步表示，以台灣市場而言，市場活潑度夠，流動性強，金融商品的發展創新而先進，以往包括馬來西亞、印尼、泰國等東南亞各國是去美國學習，如今也經常來台灣考察觀摩，像泰國今年十一月要發行股價指數期貨，就先來台灣取經。這就是台灣的一大優勢。

倪元忠再以台灣期貨商品來說，早在台灣還沒有推出商品之前，新加坡交易所就率先推出以台灣股價指數為標的的摩台指商品，這項商品從推出後到現在，始終交易熱絡，至今仍深受國際法人的喜愛；此外，很多海外客戶就很喜歡操作台指期合約，所以連CBOT都會前來探勘市場，研究以美元掛牌的台指期商品發行的可能性。這也是台灣的優勢所在！

## 創造出自己的價值！台灣經驗可輸出海外

「找到自己的優勢還不夠！」倪元忠指出，「還必須創造出自己的價值！」他認為，「不只是做個手心向上的人，」還必須有能力做到「手心向下」，把「台灣經驗輸出去！」他再以大中華地區的佈局來舉例說，台灣的經驗就能有助於兩岸期貨市場的發展，對岸在商品期貨上具有優勢，台灣在

金融期貨上具有長才，兩邊正好互相借鏡。

因此他也建議，應訂定期貨發展的短、中、長期發展方向與目標，並且與國際主要期貨商建立策略聯盟關係，並以台灣為基地，建立大中華地區的優勢。同時，期貨商也得提升本身內部的稽核與風控能力，唯有自己的實力夠了，才能健康積極的推展海外市場。

倪元忠也認為，國內外的期貨市場，目前正處於一個發展的關鍵期，尤其台灣多年來推行金融自由化與國際化政策，而在加入世界貿易組織（WTO）後，期貨市場的深度與廣度都會隨之提升。市場交易者與交易的商品都更加多元化，相對的各類風險自然也會跟著升高，期貨市場作為風險轉移之場所更顯其重要性。期貨業的發展觸角，也會從傳統的經紀、結算與自營，擴展到顧問、經理與投信等週邊服務事業，建立以費用收入（fee-base）為業務來源的基礎。

而且，本地期貨商的台灣經驗，也正足以作為海外資金的資產管理平台。倪元忠期許大家，應該以「資產管理的立場」，來看待日後的全球市場，只要期貨商能好好發揮顧問、經理與未來投信的服務綜效，「績效夠好，自然也能接受外資的委託」，他指出，「屆時就可以從sell side 轉為buy side，由自己來決定價格！創造出本身真正的價值！」

ENBA





# { 專訪CBOT行銷總監查爾斯·費拉 (Charles Farra) CBOT發展概況Q & A

◆撰文／董珮真 攝影／姚佩君

Q 請問您對於台灣期貨市場的看法或有何建議？

A 芝加哥期貨交易所十分看好台灣日益熱絡的期貨交易，我們也很關注台灣的期貨市場發展，包括我本人，都已經來過台灣不下十幾次了，每一次來台灣，都感覺到這裡的市場活潑又富有朝氣。其實，包括台灣在內的亞洲市場，近年來的成長是有目共睹的，不僅成交量總是在成長，而且每個市場在發展上皆有其獨特性。像是台灣是以金融期貨商品為主，近年在推出選擇權後，選擇權的成交口數反而超越了期貨的成交口數，便是很獨特的走勢。

面對全球化交易的趨勢與需求，我認為台灣的期貨市場，也必須積極與國際接軌，包括不同期交所之間的國際性合作、不同期貨商之間的跨國性商品，引進外資的參與，以及提供一個全球化的交易平台，讓全球的客戶皆可以來此交易。當然，開放的過程可以循序漸進，畢竟開放的速度越快，風險也越大。

Q 芝加哥期貨交易所對於台灣指數期貨商品有何意見或建議？

A 我們一直認為台灣的指數期貨商品發展得很不錯。因此我們在今年第一季，也曾經研



CBOT行銷總監查爾斯·費拉與行銷經理芭芭拉·貝利在訪談中，對台灣期貨與CBOT的合作提出多項看法及建議。

究過推出美元計價的台股指數期貨，直接在美掛牌的可行性。

當時由CBOT發出問卷，請台灣的期貨商回答四個問題；首先，我們詢問對方的客戶是否經常於台灣期交所交易台股期，其次，我們也很有興趣了解，客戶於台股收盤後，是否仍有交易台股期的需求。假如CBOT推出美元計價的台股期在電子平台交易，並可於CBOT及美國芝加哥商業交易所（CME）結算時，台灣的期貨商的興趣有多高？最後，我們也想了





解，若CBOT推出美元計價的台指期，期貨商希望交易的時間，是美歐時間還是亞洲時間？或是兩者均有需求？

CBOT若能推出美元計價的台指期商品，也有助於將台灣期貨市場國際化，而且透過盤後交易，還可提供交易人更多的避險管道，未來這類以美元計價及台幣計價的商品，還有匯率價差可以套利。

Q 您認為CBOT與台灣期交所（TAIFEX）可以何種方式進行合作？雙方商品互相掛牌是否可行？

A 我們與台灣期交所的合作十分愉快，溝通管道也很暢通，2003年我們雙方就簽定了合作備忘錄（MOU），協助彼此在對方市場上的推展與拓廣。去年九月，台灣期交所就已經前來芝加哥舉辦過公開的說明會，當時就有不少

## Profile CBOT：世界第一的農產品期貨交易所

# 芝加哥

期貨交易所（Chicago Board of Trade，簡稱CBOT），成立於1848年，是美國歷史最久的期貨交易所，也是全球最具領導地位的期貨與選擇權交易所之一。

CBOT目前為世界第五大期貨交易所，商品種類涵蓋商品及金融期貨，掛牌商品包括利率期貨、農產品期貨、股價指數期貨及金屬期貨四大類。其中，利率商品交易量僅次於歐洲期貨交易所（Eurex），農產品期貨交易量則為世界第一，上市的期貨及選擇權商品種類超過五十種。

CBOT目前擁有超過三千六百位的會員，透過交易所的人工喊價交易或電子交易平台，會員可以交易高達五十種不同的期貨與選擇權產品。單是在2004年，CBOT的成交量再度創下新高，達到六億美元。

CBOT在早期僅交易農產品，例如玉米、小麥、燕麥和大豆。不過隨著市場變遷，CBOT的期貨合約經過多年來的發展，也開發了包括非儲存性的農產品和「非農產品」，例如黃金和

聽眾表示對TAIFEX的商品很有興趣。

今天，我們能在這裡舉辦這麼盛大的研討會，也是拜TAIFEX的協助所賜，否則若是以我們的力量，絕對不可能邀請到這麼多人來參與。所以今天會議的成功，我想已經說明了一切。關於雙方商品互相掛牌的可行性，目前我們仍在研究之中，也希望能在很快的時間內，能找出讓雙方都能滿意的方式。

### Q 您對於電子交易系統的看法？

A 我們對於電子交易的未來發展前景十分樂觀。最近這四年多以來，電子交易平台為我們創造了更多的交易量，也讓市場更為活絡。以CBOT來說，我們是以傳統的人工交易起家，其中農產品交易仍屬大宗，而以農產品交易的複雜性而言，目前仍需要靠人工交易，短期內還不容易被電子交易取代。

電子交易發展十分迅速，交易模式也日新月異，透過程式交易協助，下單往往只在彈指間，時間甚至不到一秒鐘，而且電子交易時間一延長，彈性更大，更適合全球跨市場交易。不過，交易的判斷仍然在人工身上，因為程式交易不管再怎麼厲害，最後還是須要靠人工來判斷。

不論是電子交易或人工喊價，CBOT的主要角色，是提供會員和客戶一個透明流通的合約市場。而這個市場之目的為價格發現、風險管理、及投資管道。

全球的農民、公司、小型企業所有者、金融服務提供者、國際交易機構、和個人投資者，皆可透過這一個稱作避險的過程，來管理關於價格、利率、和匯率之風險。

CNFA

白銀。CBOT第一個「金融期貨合約」推出於1975年10月，這個合約是根據「全國抵押協會」的抵押擔保證券而來。之後，隨著這一個金融期貨合約的推出，再開始發展出許多不同的金融工具，包含美國國債、國庫券、股價指數、與交換等商品。另一個金融創新商品「期貨選擇權」，則是於1982年推出。

CBOT成立已超過150多年，一直以來，主要的交易方式為「人工喊價交易」，也就是交易員在場內面對面的買賣期貨合約。然而，為了滿足全球經濟成長的需求，CBOT於1994年推出了第一個電子交易平台。尤其在過去十年，隨著電子交易的使用日益普及，CBOT已數度將電子交易系統升級，讓使用者更加便利。

2004年1月，CBOT又推出另一個先進的電子交易平台；同時，芝加哥商業交易所（CME）也完成結算業務的轉換，並開始提供CBOT所有產品的結算和相關業務服務。CBOT與CME兩個交易所的共同結算連結，將兩個領導性的金融機構相結合，使得期貨經紀商和期貨產品的最終使用者，能獲得更大的效益。

芝加哥期交所與台灣期交所，聯合舉辦期貨交易研討會

## 當芝加哥遇見台灣： CBOT發展概況與值得台灣仿效之處

芝加哥期貨交易所（CBOT）這次來台灣舉辦期貨交易研討會，主要是介紹最新推出的電子交易平台（e-CBOT）與目前最受歡迎的熱門商品，希望吸引國內期貨交易人與法人機構來參與操作。由於CBOT已經與台灣期貨交易所簽署了合作備忘錄（MOU），加上CBOT的電子交易時間可長達二十一小時，將可提高國內期貨交易人與法人機構操作海外商品之比重，並為未來的龐大市場鋪路。

◆ 撰文／董珮真 攝影／姚佩君



「芝加哥期貨交易所」(Chicago Board of Trade，簡稱CBOT) 是美國歷史最悠久的期貨交易所，也是世界第五大期貨交易所，目前掛牌的期貨及選擇權商品種類已超過五十種，涵蓋了利率期貨、農產品期貨、股價指數期貨及金屬期貨四大類。其中，農產品期貨交易量則為世界第一，利率商品的交易量則僅次歐洲期貨交易所（Eurex）。

CBOT行銷總監查爾斯·費拉（Charles Farra）與行銷經理芭芭拉·貝利（Barbara Schmidt-Bailey）風塵僕僕來到台北，除了向現場將近兩百位期貨業者與機構法人，完整說明CBOT的特色外，也藉此宣傳目前CBOT最熱門的美國公債期貨及選擇權（U.S. treasury Futures & Options）、迷你道瓊（mini-sized Dow Jones Futures & Options）、與去年剛推出的大、小黃金期貨（Gold Futures）與銀期



貨（Silver Futures）等商品，並說明目前市場上較常見的操作模式。

## 拜電子交易平台之賜，CBOT成交量屢創新高

CBOT成立至今已滿一百五十年，原本以人工盤為主的市場，如今已經有85%採取電子交易。2003年CBOT的成交量，達到四・五四億美元。2004年，成交量再度創下新高，達到六億美元，成長率高達32%。其中，金融期貨及選擇權合約成長了33.9%，農產品期貨及選擇權合約成長了16.7%，股價指數期貨及選擇權合約成長了54.6%，金屬期貨及選擇權合約更成長了303.8%，可說是最成功的一年。

費拉認為，交易量之大幅成長，正是拜電子交易平台所賜。尤其是從2004年初起，CBOT推出了另一個先進的電子交易平台（e-CBOT），單是電子單在2004年的交易量，就達到三・四九億美元，佔整體交易量的48.3%，預估今（2005）年的交易量將會再上一層樓，事實上，今年二月五日的單日成交量，就已經達到580億美元，創下歷來新高。

從CBOT的統計資料當中也發現到，電子交易不僅帶來了交易量大幅成長，其創造出幾乎24小時全球交易的方式，也吸引了來自歐洲

與亞洲等不同時區的單子，形成了一個全球不停運轉的交易平台。事實上從1994年CBOT推出第一個電子交易平台起，這十年來，CBOT已數度將電子交易系統升級，讓使用者能更迅速、更便利。如今，這個電子交易平台（e-CBOT）已經成為全世界最有動力，也最彈性的期貨交易管道。

## e-CBOT的最大優勢，就在於速率與流動性

e-CBOT的最大優勢，費拉指出，在於「速率」與「流動性」。高透明度的電子交易平台，不僅速度更快，能夠在更短時間內撮合買賣單，並提供成交回報，而且交易量變大，參與者也跟著變多，使得這個市場的流動性更大，再吸引更多人投入，形成有效的良性循環。

費拉以CBOT最為人熟知的美國公債期貨合約為例，對於亞洲地區的投資人來說，以往都要在半夜下單，過去兩年來，亞洲地區在白天就可以做，到了下午三點，倫敦也進來了，不必再等到晚上芝加哥開盤。所以他們也觀察到，才不過五年前，人工單與電子單的比率還是93.6%：6.4%，到了2004年，電子單的比率卻躍升到88.1%，其中就有高達九成是來自





亞洲地區的貢獻。

目前CBOT的電子交易市場，以五種交易人為主，包括了個人投資者、公司投資者、造市者、機構法人，以及管理基金。其中，費拉也觀察到，個人投資者最常參與的是迷你道瓊與黃金期貨等商品，公司投資者則喜愛利用程式交易，參與流動性較大，且交易量較高的合約。

費拉指出，尤其是近幾年十分流行的「黑盒子」之類的操作模式，正是因為電子化帶動的趨勢。像是迷你道瓊與迷你S&P之間的spread最受歡迎，交易往往只在幾秒之間，因此幾秒之間的行情變化，與程式交易的設計差異，對這群投資人而言十分關鍵。另一個趨勢，則是不同市場之間的spread也大行其道，尤其是美國十年期與五年期公債之間的spread，交易量就大幅增加。

造市者通常比較偏好選擇權交易，而包括銀行、壽險、與退休基金等機構法人，則是美國公債期貨的主要交易者，由於他們在現貨市場的部位往往很龐大，因此很需要以期貨來避險。而操作靈活的管理基金，更不只把期貨當作避險管道，而是CBOT的主要交易者，管理

基金最常參與的是固定收益、股價指數，與短期的利率等期貨市場。

## 迷你道瓊與大小金銀期貨深獲青睞

商品的開發與創新也是提升交易量的一大助力，「迷你道瓊」是三年前推出最成功的商品之一，如今也廣為全球熟知。費拉表示，迷你道瓊的好處是，權利金較低，流動性更大，市場透明度高，操作更簡便。其中，「速度」更是成功的最大關鍵。

黃金期貨也是CBOT的代表作之一，受惠於近年來黃金因供需失衡而帶動的價格上揚，加上黃金向來可與「美元」相抗衡，所以黃金期貨在推出後一直很受歡迎。

CBOT是在2001年9月，先推出全面電子化交易、契約規格為33.2盎司的小型黃金期貨後，交易量穩健成長，2004年電子平台的交易量較2003年成長了近50%。因此，CBOT在2004年10月，再接再厲推出了契約規格為100盎司的大型黃金期貨。

銀期貨也深獲全球投資人的喜愛，包括契約規格為5000盎司的銀期貨、與1000盎司的迷你銀期貨，也迅速以便利性、市場透明度、高





度流通性、與每天長達21小時不間斷的交易時間，獲得投資人的青睞。

### CBOT與台灣期交所互動最密切

當天參與研討會的期交所主任秘書邱文昌表示，CBOT與不少國家均簽有合作備忘錄(MOU)，但與我國互動最密切。去年六月，台灣的大台指期貨及小台指期貨二個商品，取得了美國期貨交易委員會(CFTC)交易許可證(No-Action Letter)，主要就是希望未來美國境內的個人及法人機構，可直接交易這二項商品；加上今年積極開放的「綜合帳戶」，都是希望能夠簡化外資來台交易手續，再擴大台灣期貨市場成交量。期交所今年初再送件申請電子期貨及金融期貨交易的許可資格，預計短期內可望通過。透過這樣的合作方式，將可協助外資參與我國市場，有助於提升我國期貨的國際化布局。

其實，金管會主委龔照勝去年率團，赴美國紐約證券交易所簽訂合作備忘錄時，就曾與CBOT高層接觸過，商談有關黃金商品在雙邊掛牌的可能性。不過，CBOT的企圖心不只於此，還有意推出以美元計價的台指期在美國掛

**1** 芝加哥期貨交易所與台灣期貨交易所共同舉辦期貨研討會，與會人士眾多。

**2** 費拉指出，e-CBOT的最大優勢，在於「速率」與「流動性」。

**3** CBOT此次來台，主要是介紹最新推出的電子交易平台希望吸引國內期貨交易人與法人機構來參與操作。

**4** 中華民國期貨公會理事長王中愷是與會的嘉賓之一。

**5** 台灣期貨交易所副總經理楊添水在研討會中發言。



牌，目前仍在研究其可行性。

近年來由於CBOT等國際級期貨交易所，不斷開發各種新商品與新管道，因此國外的期貨業務，已從傳統的農產品、金屬、能源、以及金融期貨，延伸到現貨市場，包括外匯保證金交易、外匯選擇權、公債、新興市場債券、以及其他OTC的衍生性金融服務，服務項目逐漸多元，期貨商的發展也日益寬廣。

國內期貨業者也認為，由於國內的市場規模比較小，為了分散風險，不少業者已經陸續跨入國外期貨市場的領域，而美國盤的部分就是以CBOT為主，由於現階段CBOT的多數商品，都可透過電子交易平台來進行交易，比重已接近九成，也有助於未來交易量快速成長。因此，國內期貨商未來應憑藉著有效的商業模式與整合能力，快速強化組織效能，以拓展多元業務。

CFR



歐洲期貨交易所參訪報告

## 遠赴歐洲實地參觀， 親眼見證世界最大衍生性商品交易所

2005年5月20日，中華民國期貨業商業同業公會「歐洲期貨交易所(Eurex)參訪團」，由理事長王中愷先生率領下，浩浩蕩蕩前往德國法蘭克福。此行的重點，除了實地考察訪問Eurex外，並與Fimat及BHF-Bank這兩家公司，進行面對面的溝通交流。這趟歐洲之行，籌畫已久，也讓大家充滿了期待。



◆ 撰文・攝影／徐啟威

歐洲，距離台灣雖然有點遠，但在這趟歐洲之行後，卻讓大家覺得不算遠。其實，對於歐洲期貨交易所(Eurex)，大家早已久仰盛名。

因為，早在1999年，Eurex就以3億8千萬口的龐大合約單量，擠進了「世界最大的衍生商品交易所」之列。這次得以親身實地參觀，訪問團團員們個個都充滿了興奮之情。

### 以先進的電子化交易平台，躋身世界最大衍生性商品交易所

2004年，歐洲期貨交易所(Eurex)的合約單量，達到了十億多張，成為世界領先的衍生性商品交易所，擁有了遍及全世界的客戶，業務涉及了貨幣市場、資本市場、股票、指數等廣泛的領域。

在Eurex的發展過程中，憑藉著高效率、

先進的電子化交易平台，為市場參與者提供了一個整合的結算機制，和高度自動化的清算場所，從而可以保證充分融合與集中，實現超越地域限制的風險規避。在這樣一個架構體系當中，參與者可以透過電子系統，在交易的過程中，享受到高品質、低成本的綜合服務。

為了適應客戶需求，Eurex增加了產品種類與服務，於2000年九月，先後引進了回購交易和政府公債交易。而2004年，更成立了歐洲交易所美國分公司(Eurex US)，正式進軍美國市場。透過與國際衍生性商品市場和現金市場的結合，Eurex為客戶提供了更加有效和廣闊的服務空間。

發展至今，Eurex提供的產品，已涉及歐洲許多國家，包括德國、瑞士、芬蘭、荷蘭、法蘭西、義大利等，股價指數產品則包括了一些世界有名的股票指數。期貨與選擇權合約則涉及了銀行、能源、金融服務、保健、保險、傳媒、技術、電信等各個領域，期權產品包括一些國際知名的品牌，如DaimlerChrysler，Microsoft，Nokia 和 Royal Dutch Petroleum。

### **使用Eurex的期貨與選擇權，有利於資產轉換**

走進歐洲期貨交易所(Eurex)大廳，因為採取全面電子化交易，並沒有如美國交易所大廳一般的喧鬧瘋狂，取而代之的，是靜謐的液晶電子螢幕，安靜的播放著財金新聞與行情。參訪團一行人，被招待於會議室中聽取Eurex準備的簡報。首先由亞太區業務經理毋劍虹先生、以及倫敦分公司代表Mr. Hartmut Klein，對參訪團表示熱烈的歡迎，並且對Eurex作一

個簡單的介紹。之後由Eurex業務經理Mr. Byron Baldwin針對「衍生性商品於基金管理中 的 運 用」(Derivatives in Fund Management)的主題來做介紹。

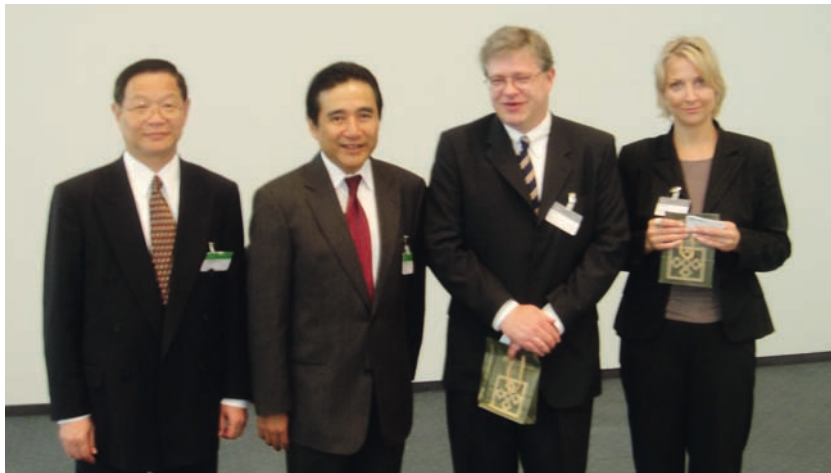
Mr. Byron Baldwin表示，Eurex設計了許多產品的種類，以利於基金管理人做資產轉換時，可以更方便的運用。他指出使用Eurex的期貨與選擇權，來作資產的轉換，不但可以節省成本，也具有高流動性、高槓桿、與方便進入市場的優點。Byron Baldwin並模擬了許多的情境，讓大家了解在各種情況下，基金經理人如何簡易的來作資產轉換，並提供了轉換的數學程式，來做詳細的解答。從Eurex配合投資者需求，努力開發更多種類的新產品，以及對於投資者的教育與用心，很值得我國交易所與期貨同業好好來學習。

### **風險管理系統，從前台到後台完整的結合**

接下來，由Fimat公司對他們的服務與作業系統，作一個簡單介紹。首先由前台24小時交易系統ORS(Order routing Systems)開始，結合ORS Risk Tool來對交易前的風險控管過濾，而後由風險管理系統(Fimatrix)，來提供客戶詳細的「風險管理報告」(summary risk management report)。

之後有Fimaclear來做帳戶的管理配置(trade allocation)，與後台系統GMI做紀錄，最後客戶可以運用Fimacis，來透過網路做「部位管理」(position management)，這套系統在兩年內的交易紀錄都可以查詢。Fimat從前台到後台的完整結合，以及對客戶周詳的報告與服務，在在都值得我們用心去仿效。





期貨公會理事長王中愷（左二）、秘書長謝夢龍（左一）與Fimat公司人員合影。



在經過了完整的簡報跟雙方的交流討論後，所有參訪團的團員都獲益匪淺。

最後，參訪團一行人驅車前往BHF-Bank，首先由金融部主管Mr. Bernd-Helmut Eichelbaum，對德國的銀行業現狀，做了一個介紹：德國現在也面臨「銀行過多」的局面，正在進行合併與整合。而BHF-Bank將自己的主要業務分為：私人銀行(Private Banking)、公司金融(Financial Markets & Corporates)、與資產管理及金融服務(Asset Management & Financial Services)這三部分。

## 銀行與交易所合作共利，服務與資源整合運用

衍生性商品服務部門主管Mr. Vincent Van Lith與操作部門主管Mr. Harald Mann，對BHF-Bank的衍生性商品結算服務作一個簡介，BHF-Bank是Eurex的綜合結算會員(General Clearing Member)，並且是Eurex主要的結算服務提供者，也替沒有對應後台的Eurex會員作服務。BHF-Bank提供客戶全球性的衍生性商品結算服務，而且提供完整的報告與部位管理給客戶，並針對不同的客戶交易量與信用，來提供彈性的交易費與彈性的抵押

收取。最後，由衍生性商品業務部主管Ms. Sabine Lehmann，來對衍生性商品的業務來做簡報，BHF-Bank提供全世界主要交易所期貨與選擇權商品、店頭市場的歐洲證券衍生性商品，與EEX(European Energy Exchange)買賣服務，並且提供客戶交易策略與投資組合建議。

除此之外，BHF-Bank可以直接在Eurex交易，並且提供客戶全球性的結算服務，而且還可以提供特殊情況的資訊服務(例如：合併、價差等)。BHF-Bank給了我們銀行與交易所「合作共利」的好模式，其全方位的服務與資源整合運用，更是給我國金控一個良好的範例。

在經過了完整的簡報跟雙方的交流討論後，所有參訪團的團員都獲益匪淺，對於Eurex先進的電子化交易平台、多樣化國際性商品、期貨與選擇權的資產轉換模式、風險管理系統、以及透過銀行與交易所合作，將服務與資源整合運用的成效，都留下了深刻的印象。本次參訪團的各公司高階經理們，一定都是行囊滿滿，也為這次的德國行畫下完美的句點。

CNFA

歐洲期貨交易所發展史

# { 歐洲期貨交易所 (Eurex) 的過去、現在、與未來

羅馬，不是一天造成的！歐洲期貨交易所 (Eurex)，當然也非一蹴可幾，而是透過多年來的整併與改進，才能有今天的局面！但論起Eurex的快速崛起，絕對是拜電子交易模式所賜。

◆ 撰文／徐啟藏

位於德國法蘭克福的歐洲期貨交易所 (Eurex)，可說隨著德國的期貨發展史而演變。在九〇年代之前，德國法律對於期貨交易有所限制，而整個歐洲大陸的期貨市場也還並不熱絡。但是從1987年開始，在各方的改革要求下，德國對有關法規進行修改，期貨市場發展環境漸趨寬鬆。1990年，德國期貨交易所經過三年籌備，開始正式營運。

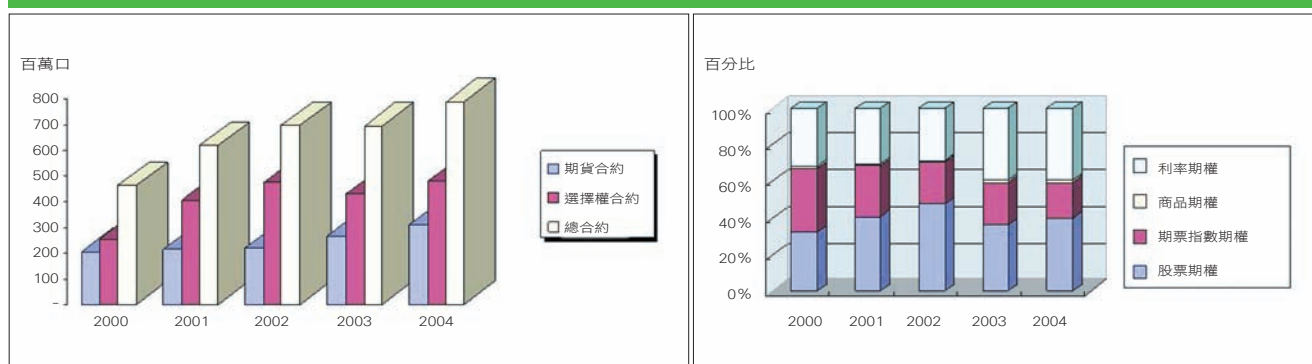
## 從跨國的聯合交易平台起步，逐步創立全球交易量最大的Eurex

1997年，為了因應歐洲貨幣聯盟的形成，

德意志交易所集團(DBAG)將旗下的德國期貨交易所(DTB)，與瑞士交易所(SWX)的「選擇權和金融期貨交易所」(Swiss Options & Financial Futures Exchange, SOFFEX)進行重組。1997年9月4日，德意志期貨交易所和瑞士選擇權與金融期貨交易所，建立了聯合交易平台，隨即在1998年5月4日，正式使用Eurex這一名稱，進而誕生了世界上第一個跨國界的期貨交易所：「歐洲期貨交易所」，Eurex誕生後，成長迅速，成交量現已超過美國芝加哥交易所，成為全球最大的期貨交易所。

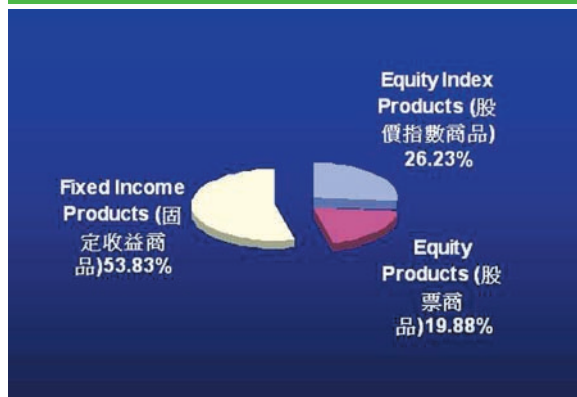
德意志交易所股份公司和瑞士交易所股份

圖一：所有權結構 (Eurex Ownership Structure)





圖二：Eurex合約量比較表與結構圖



有限公司，是由原來的德意志期貨交易所和瑞士選擇權與金融期貨交易所，共同出資50%而建立了歐洲期貨交易所股份公司，總部設在瑞士蘇黎世，負責提供瑞士地區集中的交易市場(所有權結構如圖一)。

### 透過跨國交叉持股，擴展全球市場，債券期貨為主要商品

為了擴展全球市場，Eurex透過跨國交叉持股，逐步形成一個跨國的控股集團。同時，透過多樣化的商品結構來吸引全球資金，如固定收益商品、股價指數商品、和股票商品期貨(如圖二)，其中，「債券期貨」為Eurex最主要

的商品。歐洲債券期貨市場之發展，在近幾年突飛猛進，尤以歐洲期貨交易所發展最為迅速。Eurex於1990年十一月推出德國政府債券期貨，1999年即已超過CBOT的美國政府債券期貨，成為全球最活絡的債券期貨。

Eurex主要的債券期貨，包括了長期歐元債券(Euro-Bund Futures)、中期歐元債券期貨(Euro-Bobl Futures)，以及短期歐元債券期貨(Euro-Schatz Futures)，其2003年之年成交量，分別為2.44億口、1.5億口、及1.8億口，大幅領先CBOT與CME的美國債券期貨，穩居全球前三大債券期貨。

股價指數期貨產品則包括了一些世界有名的股票指數，如DAX，SMI，Dow Jones (EURO) STOXX50 和 Dow Jones Global Titans 50，另外還有Dow Jones STOXX 600以及Dow Jones EURO STOXX等。其中DJ EURO STOXX 50 Eurex指數期貨與選擇權，更分別以一億兩千萬口和七千一百萬口的合約量，在歐洲位居首位。而Eurex也以10.66億口的總交易量，成為全球領先的期貨交易所(如圖三)

### Eurex進軍美國，掀起芝加哥期貨保衛戰

Eurex在美國一開張，也開始對芝加哥這兩家歷史最悠久的交易所構成一大威脅，也掀起了芝加哥期貨保衛戰。Eurex先主打美國債券期貨，發動了對CBOT的攻勢。Euronext.Liffe也步其後塵，推出了CME最拿手的歐洲美元期貨，直接對CME踢館。

不過，這些主動出擊，似乎並未達到預期效果。Eurex US在國債期貨的市佔率依然低於5%，而Euronext.liffe主打的歐洲美元合約，額度也只有2%，尚未搶佔到CBOT與CME的市場。唯一的受益者，是市場中的投資人，享受到了因競爭而大幅降低交易費用和結算費用的好處。因為從Eurex US開張當天起，芝加哥的兩大交易所就不斷競相降低手續費。

除了手續費，電子化交易也成為芝加哥期貨保衛戰的利器。CBOT從去年初就順利完成從a/c/e(歐芝交易所聯盟)電子交易平台，到新的e-CBOT電子平台的切換，逐漸將交易方式從公開喊價，轉化為電子交易平台，就連主流的債券產品，也走向電子盤。

失去了手續費和電子盤的優勢，Eurex US的成交量一直沒有出現大幅成長，市場流動性不高反而成了障礙，Eurex US一直處於虧損狀態，單是在2004年，Eurex美國子公司就已投入超過4000萬美元。Eurex

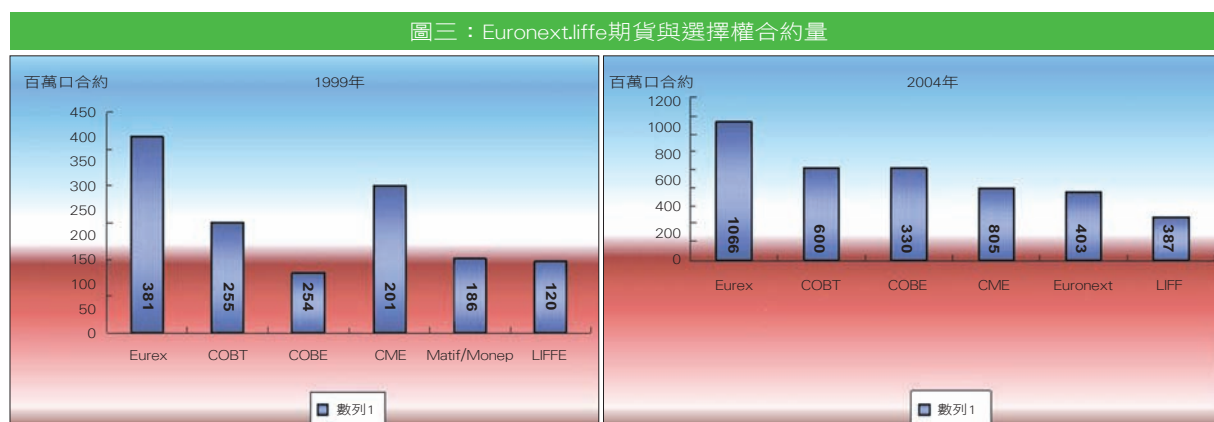
## 終結公開叫價時代，以電子交易模式迅速發展壯大

自1998年以來，歐洲期貨交易所短短幾年的時間，就發展成為國際知名的期貨交易所，交易量居世界前列，正是拜整合管理、完備的電子設施、高效率的營運方式所賜。Eurex改變了傳統的人工交易模式，完全採用電子交易模式，構成了一個自動化的交易處理系統，不僅為投資者提供直接通往交易所電腦的途徑，並以更快的速度、更好的準確度、和更高的透明度，來執行交易指令。

電子交易模式的採用，宣告了「公開叫價時代」的終結。這一轉變，打破了交易技術與

傳統交易所之間原有的平衡關係，也促進了各交易所之間的聯繫，使他們以較低成本，處理較大規模交易量。憑藉電子交易模式所具有的交易速度快、交易空間廣、交易成本低、交易透明度高優勢，Eurex得以在短時間內迅速發展壯大。截至2004年底，歐洲期貨交易所已經擁有來自全世界18個國家的402個會員，通訊點遍及世界各地，從歐洲的阿姆斯特丹、倫敦、巴黎、赫爾辛基、馬德里，北美地區的芝加哥、紐約，到亞太地區的東京與新加坡等地。伴隨著會員數目的不斷增加，電子交易的高效率，使會員的交易成本也大幅度下降，Eurex的競爭力將大幅提升。

圖三



如何扭轉局勢呢？

首先從2005年4月3日開始，Eurex US延長交易時間兩小時，提早開盤兩小時，Eurex US就可以為市場參與者，製造更多的交易機會，提高其風險管理能力。更重要的是，時間調整將使Eurex US成為唯一一個能夠為亞太地區提供整個上午皆可交易美國債券期貨的交易所。

此外，Eurex也宣佈，會員公司將享有Eurex US該年收入的40%、以及2006年收入的25%。這個優惠措施將分為兩階段執行。此外也繼續對所有市場參與者，實施手續費優惠政策，這個制度將延續到年底。Eurex US並提供造市者補貼，以迎合造市商的需求。

看來，Eurex US正積極準備打一場持久戰，而市場價格戰導致的低手續費，將為各大交易所的會員公司帶來莫大的利益。儘管數家美國大型金融機構在Eurex US共持有20%的股份，但由於這些美國股東也同時在CBOT和CME做交易，因此單是手續費上的獲利，已遠遠超出了投資Eurex US的虧損。市場投資人還是最大贏家。



泛歐交易所集團：從Euronext 到 Euronext.liffe

## 【跨國整合為單一交易平台 構築橫掃全球市場的生力軍】

Euronext控股公司，就像是一支活力十足的生力軍，透過靈活而彈性的架構，跨國整合了多個期現貨市場，成為單一的交易與結算平台。Euronext的勢力，連倫敦國際金融期貨交易所(LIFFE)也無法擋，在整合為Euronext.liffe之後，更積極將所有衍生品集中到同一個交易平台，創立單一的衍生品金融市場。

◆ 撰文／徐啟威

如今為人熟知的「Euronext控股公司」，其成立歷經了一連串的整合。2000年9月22日，由法蘭西巴黎證交所、比利時布魯塞爾證交所、及荷蘭阿姆斯特丹證交所，正式整合為「Euronext控股公司」。

### 水平式併購，跨國整合交易平台

為了在競爭激烈的資本市場中鞏固地位，Euronext從事一連串水平式併購，自2000年起跨國整合了法國、荷蘭、比利時、葡萄牙等四國的現貨與期貨市場，於單一的結算平台。

Euronext繼2001年10月取得倫敦國際金融期貨交易所(LIFFE)，更名為Euronext.liffe後，2002年，合併葡萄牙交易所（BVL）。合作夥伴Euroclear於2001、2002年完成合併SICOVAM(法國保管機構)、Neciget(荷蘭保管機構)，及CRESTCo.(英國保管機構)。2003年12月22日英國倫敦結算所LCH與Euronext旗下之結算所Clearnet完成合併，成為歐洲最大的結算中心。Euronext成功整合跨國市場，

不僅降低投資人的跨國交易成本，且Euronext的規模經濟效能更顯著。

### 期貨選擇權交易所與IT兩大部門，提供眾多衍生性商品服務

Euronext雖是個單一的商業組織，但內部卻劃分為若干個「戰略業務單位」(SBUs)。每個SBU在Euronext的整體預算框架下，由各自的高級經理獨立控制成本，獲取收益。Euronext.liffe是衍生性商品的SBU，又分為兩個部門：第一個部門是「期貨選擇權交易所」，Euronext.liffe的客戶，可對許多產品進行交易。在股票產品方面，不僅提供多種股票選擇權，也提供多樣的世界知名股價指數期貨：如CAC40、FTSE100、Dow Jones (EURO) STOXXSM 50等，在英國、法國、荷蘭、比利時和葡萄牙市場上交易尤其活躍。利率產品方面，主要提供歐元、英鎊、瑞士法郎、及日元的短期利率產品，及一些歐元、英鎊、美元及日元的債券和互換產品等。

第二個「IT部門」，可向其他交易所提供技術，將LIFFE CONNECT交易引擎出售給東京國際金融期貨交易所（TIFFE），和芝加哥期貨交易所（CBOT）等期貨交易所。這樣的技術銷售常伴隨著產品的合作協議。Euribor的交易量可說明Euronext.liffe所取得的成就。Euribor是一種歐元短期利率期貨，在2003年9月，Euronext.liffe交易了超過1.2億份面值為一百萬歐元的合約，交易金額已達12萬億。

### 積極進軍美國市場，擴大客戶來源

LIFFE近年積極進軍美國市場，除在歐洲推出以美國個股為標的的期貨與選擇權合約外，更與NASDAQ合資成立NQLX，企圖搶先進占美國個股期貨市場。除產品更為全球化外，並藉由CONNECT的連結點分佈，逐步擴大客戶的來源範圍。這項合作主要目的在於聯手進軍衍生性商品市場，以合併產生市場整合、技術提升，及專業化分工等多重效果。Euronext近年積極發展衍生性商品，LIFFE在技術與經驗都臻成熟。LIFFE可提供Euronext進入英國現貨股票的門戶。而LIFFE則藉助Euronext在歐陸的廣大現貨市場，順利進軍歐陸，更進一步吸收歐陸的衍生性商品會員和投資人，為未來看好的個股期貨鋪路。在技術提升與專業分工方面，LIFFE具有完整的衍生性商品交易平台，於接收Euronext的衍生性商品業務後，可增進此領域業務的效率，對於歐陸衍生性商品的競爭力則更為強大。

### 創立單一的衍生品交易市場

Euronext.liffe的目標是使本地市場全球化、降低客戶進入多個市場的成本，為客戶提

供服務。目前，Euronext.liffe致力於將所有衍生品，集中到同一個交易平台LIFFE CONNECT，以創建單一的衍生品市場，使跨境交易更便利、成本更低廉。1998到1999年，LIFFE在倫敦的交易大廳採用LIFFE CONNECT。2001年，Euronext用5.55億英鎊（8.92億歐元）合併了倫敦國際金融期貨交易所，又決定將集團內所有的衍生品交易所整合於同一個SBU，並採用同樣的交易平台，即LIFFE CONNECT。2002年，歐洲證券交易所集團，合併了葡萄牙交易所（BVL P）。2003年初，比利時衍生品市場和法蘭西衍生品市場併入LIFFE CONNECT，2004年，葡萄牙衍生品市場和荷蘭衍生品市場也併入了LIFFE CONNECT。Euronext.liffe在將系統出售給其他交易所的同時，還以LIFFE CONNECT為引擎，創建了自己的全球衍生品交易所。2003年，交易所上市產品共有256個，平均每天交易的合約有270萬份。

如今，Euronext.liffe的跨國單一交易平台，已和26個國家的600多個交易介面相連，其中每個交易介面，又能與更多的個人交易者相連。由此，Euronext.liffe為每個客戶，提供與眾多客戶交易的機會，創造巨大的流動性，也構築了全球市場生生不息的交易動能。



從汽油到雞蛋，從定盤到動盤，  
日本期貨市場提供多樣化的交易選擇

## { 當日本遇見台灣： 日本期貨市場之發展現況

從汽油到雞蛋，從東證指數（TOPIX）到大阪日經（NIKKEI 225），日本期貨的發展淵源甚早，商品也呈現多樣化。不管是金融、能源、農產品，或貴金屬等期貨商品，皆可提供國際化的投資管道。日本期貨市場最大特色，就是定盤交易，但為了迎接全球化電子交易趨勢，也逐漸改為動盤交易，相信將更名為台灣期貨市場所接受。



◆ 撰文／詹時敏 圖片提供／日商聯貿期貨

石油期貨從去年展開的大波段行情，讓台灣投資人再度將眼光聚焦在日本身上。其實，早從1995年起，日本商品期貨就正式於台灣上市，至今已有十年歷史。

日本期貨交易的商品種類相當多樣化，除

了國人熟知的汽油，與燃油等「能源」商品；還有傳統的「農產品」，以及黃金、白金、白銀等「貴金屬」期貨，可以提供相當國際化的投資管道。

## 七家商品期貨交易所，TOCOM交易量最大

日本目前有兩大金融期貨交易所：分別是大阪證券交易所（OSE）與東京證券交易所（TSE）；主力商品正是國人熟知的「日經指數期貨」（NIKKEI 225）與「東證指數期貨」（TOPIX）。七家商品期貨交易所，前三大包括：東京工業品交易所（TOCOM）、東京穀物商品交易所（TGE）、大阪商品交易所（OTE）。此外，還有中部商品交易所、橫濱商品交易所、關西商品交易所，以及福岡商品交易所。

其中，TOCOM的交易量最大，占整體商品期貨市場的40%。TOCOM每天成交量約三十萬口，熱門商品如汽油與燃油的日成交量，可達十五萬口。

東京穀物商品交易所的交易量居次，占整體商品期貨的20%，其餘五間交易所則以農產品為主，囊括剩下的40%交易量。

日本的期交所曾歷經多次整併，目前的東京工業品交易所是在1984年由東京纖維、東京橡膠，以及東京黃金交易所合併而來。東京穀物商品交易所則是在1993年由東京砂糖與東

京穀物商品交易所合併而成。今年5月，歷史悠久的「商品期貨交易法」再度修正完成，七家期交所也成立了聯合結算的「日本商品結算機構股份有限公司」（Clearinghouse），希望導入債權債務系統，為投資人提供更好服務。

## 從汽油到雞蛋，日本商品期貨起步相當早

從汽油到雞蛋，日本期貨商品的研發能力強，提供了多樣化的避險標的。其實，日本期貨市場起源很早，早從1620年的江戶時代，於大阪「定屋米市」展開了遠期合約的稻米交易，就掀起了日本期貨發展史。1730年的德川幕府時代，「堂島米相場會所」的稻米買賣，透過一年三次稻米現貨交割的差價結算交易，成為日本公認的稻米期貨市場，也可說是全球最早出現的第一個商品期貨交易所。

為了讓期貨與證券交易更為制度化，日本早在1893年就制定了「交易所法」。儘管後來因為發生世界大戰，許多交易所被強制關閉，但是商品交易所卻是唯一的例外，這也使得日本的商品期貨起步甚早，發展穩健，交投十分興盛。

2004年日本熱門期貨商品排行榜

排名	商品	代號	交易所	每日成交量（張）	每日波動幅度
1	東證指數	TOPIX	TSE	133161	11點
2	東京汽油	JGL	TOCOM	96920	600日圓
3	東京黃金	JAU	TOCOM	71253	8日圓
4	東京白金	JPL	TOCOM	56927	42日圓
5	東京燃油	JKE	TOCOM	53427	550日圓
6	大阪日經	NIKKEI 225	OSE	48693	42點
7	東京橡膠	JRU	TOCOM	7101	1.6日圓

資料來源：日商聯貿期貨 整理製表：詹時敏



從1952年起，包括橡膠、紅豆、砂糖、進口黃豆等商品期貨陸續上市。1969年是紅豆行情的全盛時代。1984年，白銀與白金等貴金屬期貨上市。1995年，天然橡膠指數期貨上市。1999年，汽油及燃油等能源期貨於TOCOM上市；而全球首創的雞蛋期貨，也於中部商品交易所正式掛牌。

近年隨著能源與金屬等原物料走高的行情，在2004年日本熱門期貨商品排行榜中，除了排行第一名的東證指數（TOPIX）與第六名的大阪日經（NIKKEI 225）是屬於金融期貨外，其餘皆為商品期貨，包括了東京汽油、東京黃金、東京白金、東京燃油、與東京橡膠等TOCOM的主力商品，商品線相當完整。

### 定盤與動盤兩種交易手法

在日本期貨市場最為人熟知的特色，就是定盤與動盤這兩種交易方法。「定盤交易」（Itayose Trading）是日本傳統的交易手法，在每個交易所都被採用。定盤交易中的每個商品，每天僅有4至6節，每節開盤時間為5至15分鐘，每節（每個合約）只有一個成交價格。

定盤交易的交易時間短，所有合約的執行價格都是一致的。交易人不需隨時盯盤，對於上班族或家庭主婦很方便。

「動盤交易」（Zaraba Trading，又稱為Continuous Session），則是採用連續性報價。不論買賣雙方委託的數量是否相同，只要買賣報價一致即可成交。除了在開盤和收盤時採用集合競價之外，其餘的交易時間內，則會出現許多成交價格，不過，動盤交易目前只在東京工業品交易所被採用。

相較於台灣以散戶盤為主，日本則是以法人盤為主，法人與散戶比例約為八比二，剛好與台灣的情況相反。近年來受惠於網路電子下單，TOCOM的商品紛紛擠進交易量前七大。也由於TOCOM的成功經驗在先，TGE也即將在今年10月開放，先將白米商品採用動盤交易，預計在一至二年內完全改為電子盤。台灣也將於下半年，由日商聯貿期貨公司，首度合法引進日經225與TOPIX這類市場較熟悉的指數期貨商品後，預料在採取電子下單的交易趨勢下，交易量也將進一步提升。



### 日本七大商品交易所的主要商品

交易所	定盤交易	動盤交易
東京工業品交易所		汽油、燃油、原油、柴油、生膠、黃金、白金、白銀、鈀金、鋁
東京穀物商品交易所	IOM黃豆、玉米、紅豆、粗糖 咖啡、非基因重組黃豆	
大阪商品交易所	生膠、生膠指數、鋁	
橫濱商品交易所	日本生絲、國際生絲	
中部商品交易所	雞蛋、汽油、燃油、紅豆	
關西商品交易所	紅豆、IOM黃豆、粗糖、咖啡指數	
福岡商品交易所	玉米、嫩雞、非基因重組黃豆	

資料來源：日商聯貿期貨

專訪聯貿期貨總經理堀內雄二

## 發揚期貨「精神」， 搭起日本與台灣期貨市場間的「良緣之橋」

日商聯貿期貨經紀台北分公司，深耕台灣已超過十年歷史，不僅是聯貿期貨在海外設立的第一個據點，也是目前唯一一家在台灣取得合法經營權的日本期貨商。聯貿期貨見證了台灣期貨業的起飛與成長，也曾歷經虧損與推展困難等窘境，但秉持著創辦人二家勝明對於期貨精神的堅持，聯貿期貨總算奠定基礎，搭起了日本與台灣期貨市場的「良緣之橋」。

◆撰文／詹時敏 圖片提供／日商聯貿期貨

六月初的一個週五夜，台北六福皇宮舉辦了一場只限期貨人參加的晚會。晚會上人聲鼎沸，日語、英語、國語與台灣話交錯席間，談的都是最近日本期貨商品出現的大行情。原來，這是日商聯貿期貨台北分公司一年一度的「感恩會」，幾位親自遠從日本總公司趕來的高階主管，在晚會上向現場近兩百位台灣期貨商代表，當面致上最深的謝意。這不僅是聯貿的優良傳統，也是台日之間的最佳交流。

### 聯貿期貨台北分公司，海外設立的第一個據點

前來台灣已超過十年歷史的聯貿期貨公

司，在日本是數一數二的大期貨商，董事長二家勝明，身為「日本商品期貨振興協會」的理事長，在日本期貨業德高望重。台北分公司成立於1995年，不僅是日商聯貿期貨在海外設立的第一個據點，也是目前唯一一家在台灣取得營業許可的日本期貨「複委託商」，可見聯貿期貨與台灣期貨業的淵源由來已久。

“台北分公司成立於1995年，是目前唯一一家在台灣取得營業許可的日本期貨「複委託商」。”

聯貿期貨董事長 二家勝明



世紀證券董事長 堀內雄二

“ 聯貿期貨以正派經營方式，細水長流，  
以日本期貨的代表為經營準則，  
在台灣長期深耕。 ”

全！」堀內雄二一語指出，當時台灣剛通過了期貨交易法，對於國內與國外的期貨商皆提供了完善的保障。而這十年來，聯貿期貨的發展，正是隨著台灣的十年期貨史，一路成長。

其實，當年來台設點的日商並不只聯貿期貨一家，但最後都落得「鎩羽而歸」，不得不撤出台灣的命運。唯有聯貿期貨仍堅守在此，繼續努力推展日本期貨商品。聯貿期貨也曾經虧損，與商品推展不易的窘境，但秉持著創辦人二家勝明對於發揚期貨「精神」的執著與肯定，聯貿期貨總算走過來，打好了基礎，開創出一片天。

來台定居已經十年的總經理堀內雄二表示，十多年前，日本期貨業界就開始研擬走向海外的國際化策略。當時，聯貿期貨透過「日華期貨研究會」的調查研究，選中了台灣做為擴展海外市場的第一個目標。

為什麼會選擇台灣？「因為台灣的法令健

### 維持良緣，為日本與台灣期貨市場搭起一座橋樑

「聯貿期貨就像是一扇窗口，」堀內雄二表示，「這些年來為日本與台灣期貨市場搭起了一座橋樑！」儘管台日雙方並無邦交，但每當台灣或日本的期交所、期貨商、甚至期貨主管機關，需要互通各類資訊與溝通交流之際，聯貿期貨便適時擔任起雙方的「民間溝通管道」。

「其實，期貨最早是從日本江戶時代發明的！」堀內雄二笑著說，「我們一直希望跟台灣保持著『良緣』！」而以日本企業永續經營的理念，聯貿期貨這十年來，不僅積極推展日本各種期貨商品，也希望把日本期貨的精神推展開來。他舉日本人與台灣人都很喜愛的棒球

#### 複委託公司

所謂的「複委託公司」就是上手公司。因為國人若有意從事國外期貨交易，首先必須在本土的期貨商開戶，然後轉單給於台灣境內的國外複委託期貨商，再轉給境外的交易所，這就是複委託制度。日商聯貿期貨經紀台北分公司，便是目前唯一一家在台灣取得營業許可的日本期貨複委託商。



運動為例，「真正懂棒球的人都知道，一位好的打擊者，其實很少打全壘打；而是憑藉著多次累積的安打，以團體戰來得分！」所以，即使獲利的速度慢了點，但聯貿期貨仍希望以正派經營方式，細水長流，以日本期貨的代表為經營準則，在台灣長期深耕。

親眼見證台灣期貨十年發展的堀內雄二也坦言，縱然日本期貨開跑得比較快，台灣期貨起步較晚，但「這十年來發展之迅速，變化之快，已經有超越日本期貨的態勢！」加上日本期貨發展的歷史包袱較重，管理系統較為複雜，呈現多頭馬車現象，所以，他也引用日本的諺語說，「稻子越成熟，身子反而越往下彎！」代表「未來日本可能要反過來向台灣學習！」

### 交易距離，是越近越好

「期貨交易人跟交易所之間的距離，是越近越好！」堀內雄二指出，「因此電子下單是未來不可擋的趨勢！」以日本最具特色的「定盤交易」而言，近年來也都面臨著改為「動盤交易」的強大壓力。即使定盤交易擁有不必看盤、價位固定、交易公開等好處，但堀內雄二也不諱言，當初在台灣要推展定盤交易時，也經常處處碰壁，其原因是台灣期貨市場對定盤交易制度較不熟悉；而定盤交易也不符合台灣

市場喜歡隨時看盤、當日沖銷、短線交易的習性。

後來聯貿就逐漸改採推展動盤交易的方式，並引進汽油與燃油等交易量與波動性較大的商品，日本期貨的交易量才漸有起色，尤其這兩三年來，每月平均交易量已達到四萬至五萬口，成長率有兩三倍之多。以東京工業品交易所的動盤交易來說，近年來在台灣市場的接受度就很高。由於日本與台灣的時差只有一小時，加上電子盤透明度高，交易公平，成本又低，這正是堀內雄二口中，「交易距離越近越好」的最佳例證。

堀內雄二預期，下半年在引進日經225指數與TOPIX這類台灣市場較熟悉的指數期貨商品後，交易量將進一步提升；而未來日本七大大期貨交易所將會更積極擴大動盤交易範圍，而且也可能朝策略聯盟或整

合的方向努力。他也期望台灣市場將更為接受日本期貨商品，以國際化的資產配置，分散風險，並提升報酬率。

CFIA

“ 聯貿期貨就像是一扇窗口，  
為日本與台灣期貨市場  
搭起了一座橋樑！ ”


日商聯貿期貨台北分公司總經理 堀內雄二

石油交易量強強滾，生鐵期貨波動大，雞蛋期貨有週期性

## { 中部商品交易所： 熱門商品簡介及交易策略

位於名古屋的中部商品交易所，相當看重台灣期貨市場的潛力，這次由木村理事長親自率團，帶領著企劃部安藤部長等一行人，透過日商聯貿期貨公司與中華民國期貨公會的安排，前來台灣舉行說明會。會中針對目前中部商品交易所的熱門商品，石油與雞蛋期貨，與即將上市的生鐵期貨，皆做了完整的說明，並推出「保證金減半」的優惠措施。這場說明會吸引了近百名期貨界的從業人員參與，會後的Q&A也引起熱烈討論。

◆ 撰文／詹時敏 圖片提供／日商聯貿期貨



日本名古屋，近來正因為舉辦全球矚目的「愛知博覽會」，而深受台灣人關注；而位於名古屋的「中部商品交易所」(Central Japan Commodity Exchange)，對於台灣期貨投資人來說可能有些陌生，但其2004年的商品交易量，已位居日本國內第二順位，而能源期貨類的交易量，則排名世界第四位，整體商品交易量已超過三千萬口，在全球排行第八。亮麗的表現比起愛知博覽會，可不遑多讓！

### 雞蛋是獨家商品，石油交易量節節上升

中部商品交易所是於1996年10月由名古屋穀物砂糖、名古屋纖維，及豐橋乾繭交易所共

同合併而成，經由日本經濟產業省及農林水產省核准，是日本境內唯一的綜合商品交易所。商品交易種類以「農產品」為大宗，但近年來石油製品的交易量也直線上升。

農產品部分，包括有非轉基因大豆、紅豆，以及全球獨有的畜業產品「雞蛋」；石油製品部分則包括了汽油、燃油、與柴油。尤其是去年，拜全球石油行情波動劇烈之賜，中部商品交易所的能源期貨交易量，擠進了全世界第四名。今年秋天，還將推出全球第一件「生鐵」商品。黃金期貨與米商品也會上市做買賣組合。此外，包括天候指數、國際商品指數、與石炭等商品也正在研發之中。

### 石油期貨交易以價差投資策略為宜

企劃部安藤部長表示，石油期貨是近年來深受期貨投資人青睞的商品，每天成交量約有十五萬口。其中的汽油與燃油商品，剛好與氣

候變化產生相對關係。由於日本的氣候四季分明，冬季的北海道低於攝氏三十度；夏季則超過攝氏三十度，溫差相當大。在夏天，汽油需求大，燃油需求小；到了冬天情況剛好相反，燃油需求大，而汽油需求呈現停滯。

汽油與燃油都屬於精製原油時的相關產品，成本相同，卻因為季節性需求的影響，形成了價差，所以正好可以利用「價差投資法」，一買一賣來賺取獲利。基本上，每年五至八月，汽油會比燃油高，十一月至隔年二月，燃油會比汽油高，波動較大的時間，反而是氣候較穩定的三至四月與九至十月。投資人可以看季節與價差走勢來下單，例如：在二至三月間的冬季，當價差小於平均值時，可以買汽油，空燃油，進行價差交易，反之夏季亦然。

### 獨家商品雞蛋期貨，以週期走勢與季節變化為準

「雞蛋期貨」是中部交易所的獨家商品，每月平均交易量可達四萬口，而雞蛋價格的變動，一方面隨雞蛋週期而長期變動，另一方面則隨季節要因而每季變動。以現貨價格的歷史趨勢來說，1972年以前，雞蛋價格是每公斤200日圓為中心，但後來因石油危機，飼料價格與生產流通成本上揚，雞蛋價格開始急速上漲，然後又因為供需平衡關係出現週期性的變化，從五年縮短到三年週期。2004年由於發生禽流感，雞蛋再度出現上漲走勢。雞蛋價格也會隨季節波動，基本上呈現冬天高、夏天低的走勢。尤其是每年一月，受到年末休假影響，價格就會開始走跌，週期性十分明顯。

即將於秋季上市的生鐵期貨，也是全球獨家商品。由於市場規模大，生鐵每年生產數量

達到五千萬公噸，每公噸現貨價可達兩萬日圓，基本市值可達一兆日圓。生鐵期貨的波動率大，是汽油與燃油的兩倍。加上生鐵庫存成本較高，透過期貨交割，可省下不少成本。

### 採定盤交易，並推出保證金減半優惠

中部商品交易所目前採「定盤交易」方式，開盤時間是從早上8點45分至下午2點45分，盤中約有四至六節，僅有一個價位，價位公開而公正。且日本與台灣時差只有一個鐘頭，對國人非常方便。加上國人技術面強，台灣股票市場使用的K線圖等技術工具跟日本完全一樣，不需花時間學習便可立即進行交易。

日本商品期貨的保證金，平均每張為六萬日圓（約合新台幣一萬八千元），比金融商品低，也適合波段操作，例如燃油及汽油等每年均有兩波大行情。這次中部商品交易所來台，也針對準會員推出「保證金減半」的優惠措施，每張保證金只需三萬日圓（約合新台幣九千元），尤其是石油期貨的保證金，只有東京工業品交易所保證金的五分之一，等於在TOCOM做一口，在中部商品交易所可以做五口，很適合小額投資人，並可有效分散風險，提升獲利率。

CFMA





# 當新加坡遇見台灣： 證期二合一、全面電子盤

新加坡交易所勇於創新，提升效率，早已躋身成為亞太地區最具競爭力的交易所。從六年前「證期二合一」的交易所合併，到今年全面從人工盤改為電子盤，改革歷程中的每一步，皆具有劃時代意義。新加坡以高效率、多創新的管理模式，不斷對外開拓市場。從叫好又叫座的台灣指數期貨與日經指數期貨，我們可以看出，獨家商品加上市場需求，正使其立於不敗之地。



◆撰文／詹時敏 圖片提供／華大期貨

台灣對新加坡期貨市場的認識，大多是從「**台**」**「**摩根台灣指數期貨」(MSCI Taiwan Index Futures，簡稱**摩台指**)開始的。「**摩台指**」這檔商品，發行至今將近十年，幾乎是伴隨著台灣的期貨市場而成長，可說是台灣投資

人最熟悉的海外衍生性商品。目前摩台指平均有三分之一的成交量是來自台灣，可見與台灣淵源之深。

其實，新加坡交易所在十年前率先將摩台指掛牌上市，就展現了研發、創新與回應需求

的洞見；而且從成立開始，就歷經了一連串的改革歷程。其中的代表作，要以1999年的證券與期貨兩大交易所合併、與今（2005）年將人工盤全部改為電子盤的變革，最具劃時代的意義。

## 整合性證券與期貨二合一，選擇電子盤大勢所趨

1999年12月1日，新加坡國際金融期貨交易所（SIMEX：Singapore International Monetary Exchange）與新加坡證券交易所（SES：Stock Exchange of Singapore）合併，成立了「新加坡交易所控股公司」（SGX：Singapore Exchange Ltd）。SGX結合了兩家公司的優勢，並運用創新的手法、多樣化商品、強勢的國際聯盟，以及卓越的技術，建立了亞太地區位居領先地位的交易所。

SGX是亞洲第一家整合性證券與期貨等衍生性商品的綜合性交易所，以同一套交易系統，提供期貨與現貨兩套不同屬性的商品，讓全球投資人可在同一個平台下單，是亞太地區相當先進的做法。由於SGX對全球市場參與者皆採取開放的策略，不僅建立了居領先優勢的交易所，也讓新加坡成為國際金融的資訊中心。

從今年7月1日起，新加坡交易所的人工喊價交易制度，也將全部畫下句點，從此走入歷史。從人工盤全面改為電子盤，再度寫下了創新的紀錄。改制過後的新加坡交易所，正繼續朝全面電子化交易邁進。

期貨業高階主管也指出，「勇於創新、不怕失敗」正是新加坡交易所的最大特色，這些年來，新加坡交易所陸續推出高達六十多種期貨商品，除了著名的摩根台灣指數期貨與日經指數期貨外，也曾推出過一些「叫好不叫座」，甚至是「失敗之作」。但不可諱言的是，由於不怕跌倒，失敗了又站起來，使新加坡交易所堪稱是「亞太地區最具競爭力」的交易所。

## 勇於創新，受惠於國際化、彈性化與高效率

新加坡市場比較特殊，掛牌的商品，大多是「為人作嫁」，賣別人家的東西。不過，新加坡交易所向來具有效率，也很能接受建議，更勇於商品創新。新加坡目前有三大期貨商，分別是大華銀行、發展銀行與華僑銀行這三家大型金融機構投資設立的，其高效率很值得台灣做為學習榜樣。

分析新加坡交易所的成功之處，是多年以來，一直以高效率、多創新的管理模式，讓期

### 新加坡交易所（SGX）循序漸進改為電子盤

新加坡交易所（SGX）從去年開始，就開始巡迴拜訪新加坡、香港、日本等地的外資機構，對此改革進行溝通並交換意見，在徵得許多客戶樂觀其成的認同之後，才著手進行從人工盤改為電子盤的計畫。

原本新加坡場內的人工盤與電子盤比例，約為六比四，其中電子盤還有四分之一是個人自營單。去年十一月，日經225指數期貨（Nikkei 225 Index Futures）的電子單已經達到七成；今年三月底，日經225的人工盤率先結束，完全改為電子下單。新加坡交易所由於擁有日經225的經驗在先，於是在四月接著宣布，摩根台灣指數期貨（MSCI Taiwan Index Futures）的人工盤，在六月底也畫下尾聲，預料在完全電子下單的模式下，SGX交易量還會成長。





2005年7月1日，新加坡交易所的人工喊價交易制度，畫下句點，從此走入歷史。從人工盤全面改為電子盤，再度寫下了創新的紀錄。

貨交易市場更穩健的前進。由於新加坡的金融市場發展很早，而且相當自由化，加上主管機關的彈性化政策，使得外資對於新加坡的交易環境，一直保持著正面的評價，也相當認同，自然就很願意投入這個市場，而外資比重高，也使得這個市場的成長更為健全，形成良性的循環。

國際化的經營團隊，也為地小人稠的新加坡，帶來無限的商機。由於不斷吸引國際化的人才加入，因此讓新加坡期貨市場，從交易所到期貨商，對於研發商品與研究分析，都十分專業而深入。新加坡期交所多年來也不斷對外開拓市場，積極的舉辦說明會，就是希望將觸角推向海外，吸納全球的資金進來。

新加坡市場因為佔了地利之便，所以成為

鄰近國家如馬來西亞、印度、泰國、印尼等金融市場的觀摩對象，加上新加坡交易所向來就充滿了國際化的氣氛，客戶基礎相當雄厚，有高達九成以上客戶都屬於海外下單，也具有國際性交易所的實力。新加坡交易所近年來也致力於與馬來西亞等東南亞交易所建立聯盟。透過結盟，各國投資人都可以在新加坡交易其他市場的股票，各國企業也不必在不同交易所分別上市。

## 台灣指數期貨與日經指數期貨最叫好叫座

新加坡交易所目前最叫座的商品，當然非台灣指數期貨與日經指數期貨莫屬，由於亞太區域的期貨交易環境日趨成熟、加上市場上有此需求，因此一推出就成為熱門商品，成交量也節節上升。除了指數期貨，像是歐洲美元與歐洲日圓等利率期貨商品，也相當受到全球法人歡迎。此外，像是日本國債，原油期貨等合約，也獲得市場的高度認同。

「日經225指數期貨」的興起，充滿了戲劇性。1984年，日經225指數在大阪證交所（OSE）正式編定完成，1986年，當時的新加坡國際金融期交所（SIMEX），就將日經225指數期貨（Nikkei 225 Index Futures）掛牌上市，當時，連大阪證交所都還沒有類似的商

### Profile

### 新加坡交易所發展歷程

年代	大事紀
1984	新加坡國際金融期交所（SIMEX）成立，為亞洲首家金融期貨交易所
1986	日經225指數期貨（Nikkei 225 Index Futures）掛牌上市
1996	台灣股價指數期貨（MSCI Taiwan Index Futures）掛牌上市
1999	新加坡證券交易所（SES）與新加坡國際金融期貨交易所（SIMEX）合併，成立新加坡交易所控股公司（SGX）
2005	新加坡交易所全面改為電子盤，人工喊價制度畫下句點



品出現，因此，新加坡的日經225指數期貨，不僅一炮而紅；成為當時市場上的獨家商品，還一路獨領風騷，紅極一時。

後來新加坡交易所又陸續推出日經225指數選擇權（Nikkei 225 Index Options）、日經300指數期貨（Nikkei 300 Index Futures）及摩根日本指數期貨（MSCI Japan Index Futures）等相關商品。直到1988年大阪證交所自己發行日經225指數期貨，才把主導權給搶回去。如今，日經225指數期貨的年平均交易量，大阪證交所約占三分之二；新加坡交易所仍占有三分之一。

## 摩根台灣指數期貨先推出 與台灣本土的台指期形成競爭關係

台灣指數期貨的發展歷程也頗為類似。1996年9月12日，新加坡國際金融期貨交易所（SIMEX）和摩根史坦利資本國際公司（MSCI）合作，以摩根台灣指數為基礎，推出台灣股價指數期貨（MSCI Taiwan Index Futures）。1997年1月9日，台灣的期貨交易所也宣布，以台灣加權股價指數為標的，推出合約規格不盡相同的台灣股價指數期貨。兩邊的期交所，開始形成了競爭又互補的關係。

新加坡交易所發行的摩台指，以往是採取盤中人工喊價交易方式、盤後以電子單來撮合交易自今年7月起，將全部改為電子盤。台灣主管機關目前對於新加坡的電子盤交易，仍持保留看法，未來是否開放還有待觀察。

目前在全球金融市場中，以台灣證券市場為標的之衍生性期貨市場，除了台灣本土的台指期外，就屬新加坡的摩台指為主，摩台指平均約有三分之一的成交量來自台灣投資者。芝

加哥商品交易所（CME）與香港期貨交易所，也都曾先後推出類似的期貨商品，但後來都因交易狀況欠佳而下市，可見新加坡交易所的摩台指商品，確實具有一定優勢。

除了台灣指數期貨與日經指數期貨叫好又叫座外，新加坡交易所也推出了摩根香港指數期貨（MSCI Hong Kong Index Futures）、摩根新加坡指數期貨（MSCI Singapore Index Futures）、海峽時報指數期貨（Straits Times Index Futures）等十多檔期貨商品。其中像是原油期貨商品，受惠於近年來原油現貨價格的大幅波動，因此包括布蘭特原油、高硫礦燃油、日本北海原油等商品，推出之後很符合市場需求，也幾乎都是目前市場上的獨家商品。

「獨家商品加上市場需求」，也使得新加坡交易所能立於不敗之地。像是從人工喊價全面改為電子交易，像是摩台指以當天的收盤價做計算基礎，還有包括營業時間的延長與調整等措施，都是積極回應市場需求而來的結果。由於適時回應市場需求，也使得新加坡交易所不斷成長，追求進步，寫下今日的好成績。



Special Report  
特別企劃



期貨顧問定價策略 **VS** 投資人感受價格

# 期貨顧問事業 經營大探討

2004年期貨商績效在本刊上期剛出爐，引發業界不少熱烈討論；本期將繼續針對期貨顧問事業，做更深入的探討。

首先，期貨公會實地訪問八家期貨顧問公司，就其經營現況與定價策略，以及在現今大環境與法令面所遭遇困難，做深入的訪談與分析。

同時，期貨公會也針對現今消費者就顧問服務的價格感受，製作了一個公開的問卷調查，希望在期貨顧問的定價策略與投資人的感受價格之間，拉近供需彼此的距離，尋求出一個共同的平衡點。



## 期貨顧問服務費用大調查

### 成本價格面：

### 找出供需雙方的價格平衡點，品質才是最核心價值

本次調查的重點，是針對期貨顧問服務費用，在定價方面的趨勢調查。由於十五家期貨顧問公司的價格差異非常大，提供一季的服務費，價格從數千元到VIP會員的五十萬元都有。我們希望了解的是，投資人對於期貨顧問服務，究竟願意付出多少錢呢？因此，期貨公會參考主藤孝司先生著的「瞬間獲利的定價戰略」，設計了一份問卷，來調查消費者心中的感受價格。



◆撰文・製表／徐啟威

### 參考瞬間獲利的定價戰略，設計問卷調查感受價格

本問卷的內容，分為三大部分：基本資料、期貨顧問事業所提供的服務內容、與付費意願的調查。由投資人在瞭解期貨顧問事業所提供的服務後，再詳細的填下其所願意付出的價格，經由一些技巧處理後，來取得消費者心中的價格上下限。

### 服務內容分為五項

本問卷將期貨顧問事業所提供的服務內容，分為1.期指顧問服務。2.選擇權顧問服務。3.期指加選擇權顧問服務。4.VIP服務。5.附加服務(例如課程講座)。在詳細的解說服務的細節後，前三項服務再分為每月與每季的費用，來詢問以下四個問題：

Q1.本項服務的收費為多少價格時，您會覺得「便宜」？

首先，這次「期貨顧問服務費用」問卷調查，採用的價格調查方法稱為「感覺定價法」(Emotional Pricing)，由美國知名的企管顧問馬汀先生開發而來。在主藤孝司先生著的「瞬間獲利的定價戰略」(中國生產力中心出版)書中，有非常詳細的解說。(有興趣者可自行參閱，本文不再贅述)

Q2.本項服務的收費為多少價格時，您會覺得「雖貴，但值得參加」？

Q3.本項服務的收費為多少價格以上時，您會覺得「太貴了」？

Q4.本項服務的收費為多少價格以下時，您會覺得「太便宜了，品質堪慮」？

### 四個問題簡單，效果可觀

這四個問題，看似簡單，效果卻非常可觀。一般的價格調查，通常會問：「您會花多少錢來購買這項商品？」如果是普通客人，一定會儘可能選擇便宜的價格，甚至有人會寫出與現實差距頗大的回答。也就是有些顧客會故意在問卷調查上，填寫不實的答案。

但是，上述的四個問題是精心設計的，可以避免顧客做出不實的回答。之後，針對每一個問題，來計算不同價位的累計人數。如此繪製出的分析圖表，是符合每個問題所做出的回答價位，然後再用百分比來標示出它的比例，依此繪製出四個折線圖，就完成了分析的第一階段。

### 反轉圖表，提高問答正確率

接下來要進行的作業，就是將這四個圖表重疊對照。不過，在這之前，先將四個圖表當中的兩個圖表，做反轉的工作，也就是先做出「反轉圖表」，然後再將四個圖表重疊對照。這也是此方法之關鍵所在！

反轉的圖表是Q1開始覺得「便宜」的價格圖表，與Q2覺得「雖貴，但值得參加」的價格圖表。將這兩個圖表反轉與其他兩個圖表，合計四個圖表拿來重疊對照。到底，「使其反轉」具有什麼意義？

舉例來說，就Q2「雖貴，但值得參加」的價格圖表來看，假設在7,000元這個價格，有30%的人覺得「雖貴，但值得參加」，反過來說，有70%的人所抱持的感覺，與這30%的人是相反的，也就是70%的人，對這個價位「還不覺得貴」。

所以實際上，這項Q2的價格分析，是要算出「還不覺得貴」的人的比例。這種問法所求得正確率，比起直接問：「還不覺得貴」的正確率還要高，所以反轉Q2圖表後就是「還不覺得貴」的人的比例圖表。Q1也是同樣的道理，它是覺得「很便宜」的人的比例。可是，我們想知道的是，那背後「還不覺得便宜」的人的比例。於是我們將Q1反轉，這可以得到「還不覺得便宜」的圖表。

### 重疊求得交集點，找出感受價格上下限

反轉Q2的圖表，可知「還不覺得貴」的人數的圖表，而Q3的圖表，可知「覺得太貴」的人數的圖表。將這兩個圖表加以重疊，就可以求得一個「交集點」。這個交集點，就是銷售的上限價格，也就是投資人的「感受價格上限」。同樣地，將Q1反轉所成的「覺得還不算便宜」的人數比例圖表，和Q4的覺得「太便宜了，品質堪慮」的圖表，重疊之後，會有一個交集點，在這交點以下的價位，就是會讓人對品質產生疑慮，而不想購買的價位。也就是說這個交集點，就是投資人的「感受價格下限」。當四個折線圖重疊時，即可找出這兩個交集點，也就是投資人感受價格的「上下限」，在上下限之間，就是此項顧問服務「適當的價格區間」。

對於顧問事業來說，在適當的價格區間，基於經營策略設定的價格，來提供符合這個價

位的服務品質，是非常重要的！這也正是我們這次調查，最希望找到的答案之一。

### 詢問潛在顧客的購買意願

本問卷在主要的價格調查外，還針對潛在顧客的「購買意願」，設計了一個問題。也就是請受訪者，就顧問服務的內容，來圈選他們的感想，選項為1.無論如何都很想參加。2.有很高的需求，有意參加。3.有意參加，覺得內容在平均水準以上。4.應該會參加，覺得內容在平均水準。5.尚未確定是否參加，但覺得內容在平均水準以上。6.雖是必要的服務，但不太想參加。7.非必要的服務，也不想參加。8.對這種服務完全沒興趣。

感想1和2的為很想購買的人，感想3~5的為平均點，感想6以下的是不買的人。要多留意的是，感想6以下者，若多到超過三分之一的話，就發出危險訊號了，因為這已經和定價問題沒有關係，而是服務要賣出的可能性，原本就很低了。那樣的服務，就有必要重新檢討是否值得推出。

### 資金在百萬以下者近九成，期望年獲利率差異大

在經過12家期貨顧問公司的協助下，本問

卷收集到48份有效樣本，其中在基本資料方面25%為女性，75%為男性(如圖1)。年齡範圍從25~61歲，40歲(含)以下占六成(如圖2)。居住地區以台北占大多數，達83%(如圖3)。

四成的受訪者有曾經參加過顧問服務的經驗，六成沒有。在參與期貨交易的時間方面，範圍為半年從10年，3年(含)以下者，占了三分之二(如圖4)。

平均投資於期貨交易的資金，在100萬(含)以下者，占88%，在期貨經理門檻250萬以下者，占了96%(如圖5)。而參與期貨顧問服務後，期望的年獲利率，從2%~300%都有，差異很大，不過30%以下者占了五成。最後，在詢問到如果參加期貨顧問服務的動機方面，絕大多數的人都回答，動機是為了賺錢與獲得訊息。

### 從付費意願調查，找出適當的價格區間

在最主要的付費意願調查中，對於1.期指顧問服務。2.選擇權顧問服務。3.期指加選擇權顧問服務，這三項服務分為每月與每季服務價格，再依照前文所述的方法，來求得客戶心中的感受價格上下限，與適當的價格區間(如下表一)。

至於4.VIP服務。5.附加服務(例如：課程

表一

服務項目	顧客感受價格下限	顧客感受價格上限
期指顧問服務(月) 如圖6	1,135元	4,960元
期指顧問服務(季) 如圖7	3,571元	14,146元
選擇權顧問服務(月) 如圖8	1,000元	4,371元
選擇權顧問服務(季) 如圖9	3,000元	10,104元
期指加選擇權顧問服務(月) 如圖10	1,882元	6,000元
期指加選擇權顧問服務(季) 如圖11	5,533元	17,308元



講座)這兩項服務，VIP服務消費者平均每月願意多付11,378元，每季多付31,508元。附加服務方面，平均每月願意多付2,409元，每季多付7,286元。

## 投資人願意付的價格，普遍低於市場上的價格

將以上付費意願的調查結果，與現今市場上的價格做一比較，我們會發現到，投資人心對期貨顧問服務所願意付的價格，普遍地低於現今市場上的價格。也就是說，現今投資人對期貨顧問服務品質與價格，並不覺得是相符的。再來看潛在顧客的購買意願調查，感想1和2的為很想購買的人，其比例為13%。感想3～5的為平均點，比例為52%。感想6以下的是不買的人，比例為35%(如圖12)。

我們發現感想為6以下的比例很高，這表示期貨顧問服務市場出現了警訊。當然，其中因素有很多，但是最主要的，應該是不合法的第四台投顧老師，用幾近詐騙的手段招收會員後，嚴重的影響了社會大眾對期貨顧問服務的形象。本會在進行問卷調查中，也曾聽到受訪者，對之前所參加的投顧老師表示強烈的不滿，導致強烈排斥參與期貨顧問服務，而且絕大多數的投資人，也都無法判斷期貨顧問服務公司的合法與否。

## 品質才是最核心價值

最後，本問卷也請受訪者提供建議，發現投資人都願意，為高品質付出高的價格；投資人也希望，能有「試用期」來確認其服務的品質，也許藉由親自實際體驗過後，能夠在期貨

圖1

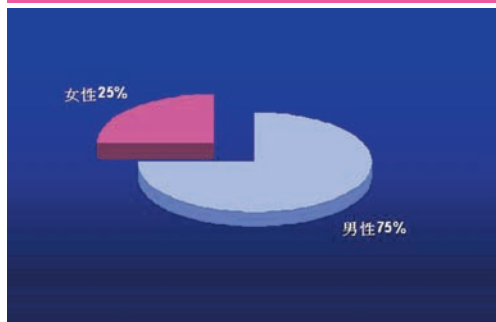


圖2

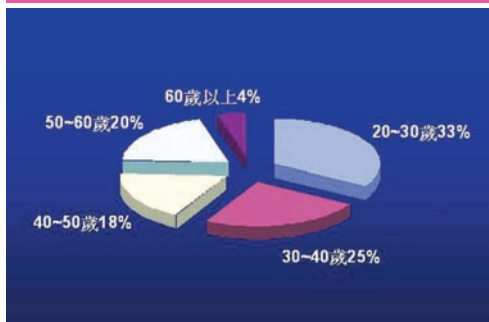


圖3

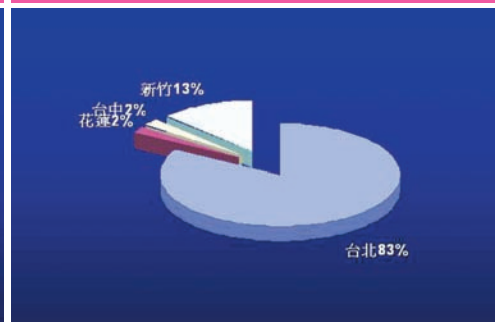


圖4

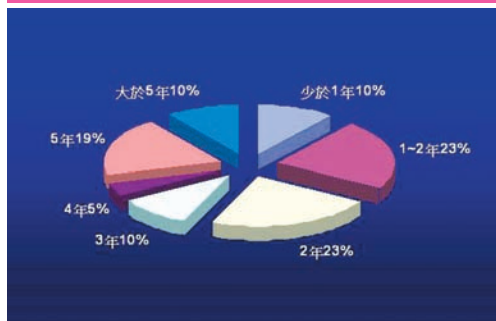


圖5

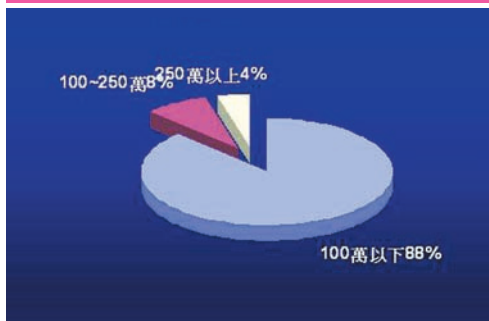
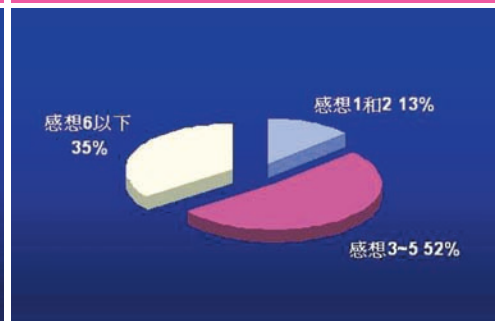


圖12



# Special Report 特別企劃

顧問的定價策略與消費者的感受價格之間，尋求一個共同的平衡點，拉近供需雙方彼此的距離。

對於期貨顧問服務而言，「品質」才是最核心的價值！當然，期貨顧問服務並不能保證

獲利，但是如何培養出好的研究團隊與分析師、設計合宜的交易程式、提供合理的分析依據與貼心的客戶服務，在在都是各公司該努力提升品質的重點，一旦品質提升後，相信期貨顧問市場的明天，依舊是充滿希望。

CNFA

圖6 期指（月）顧客價格感受圖



圖7 期指（季）顧客價格感受圖



圖8 選擇權（月）顧客價格感受圖

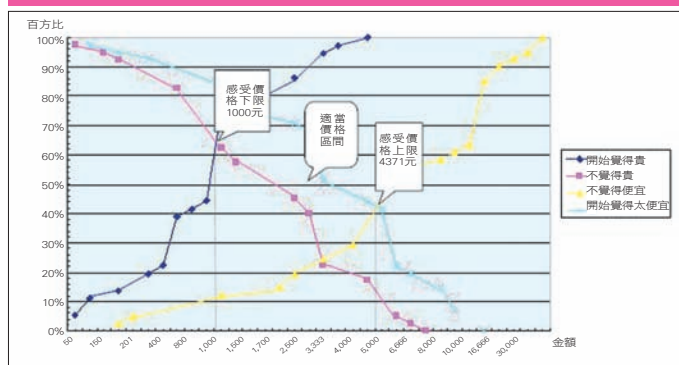


圖9 選擇權（季）顧客價格感受圖

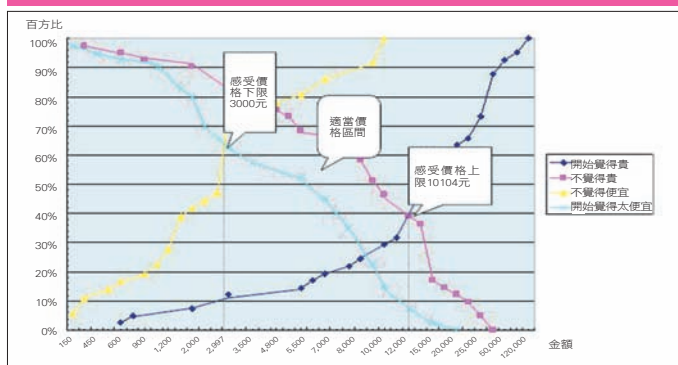


圖10 期指加選擇權（月）顧客感受價格圖

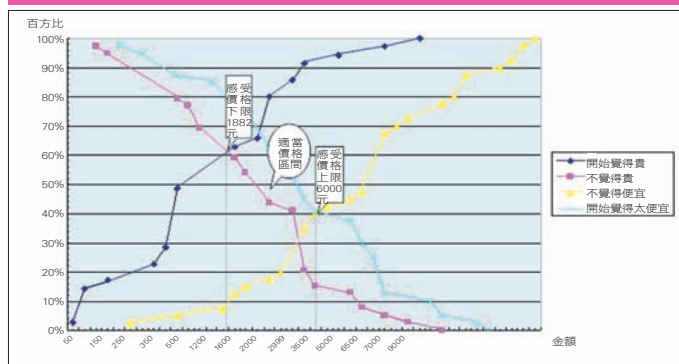
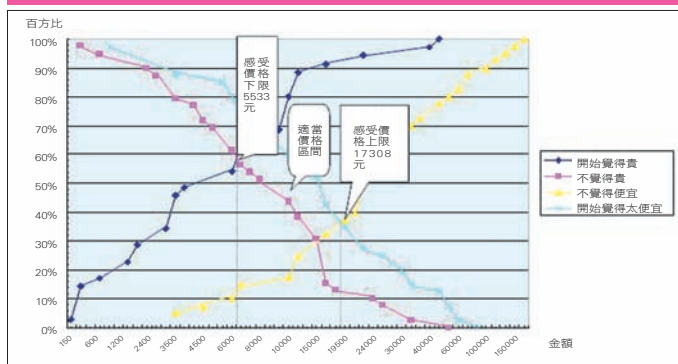


圖11 期指加選擇權（季）顧客感受價格圖





劣幣逐良幣？向上發展或向下沉淪？

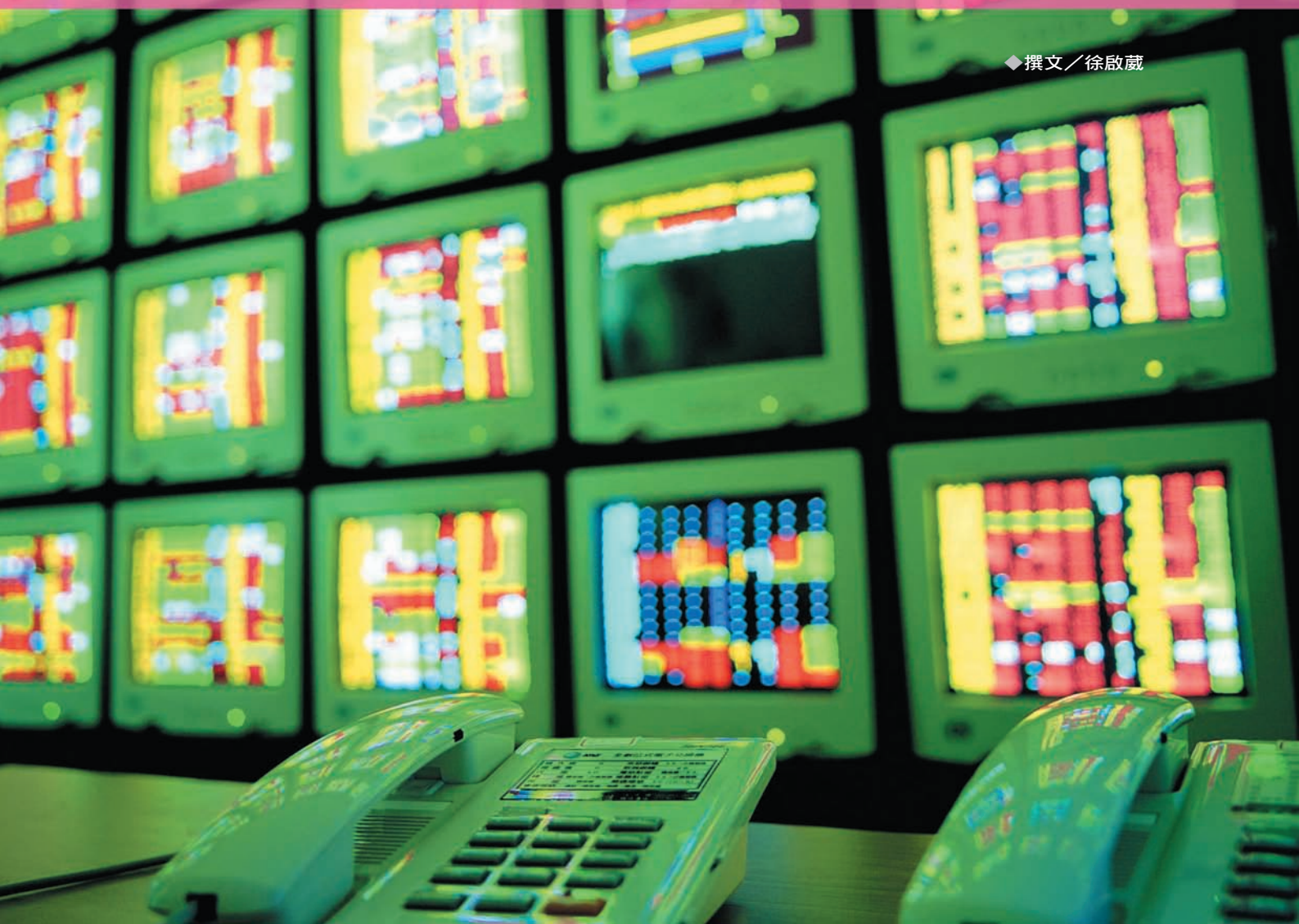
經營策略面：

**期待從低附加價值，  
走向高附加價值服務**

2004年期貨顧問事業總收入，約為新台幣6600萬元，比起經紀手續費收入相差甚遠。雖然二十三家專營期貨商，均有申請兼營期貨顧問事業，然而真正開門做生意，有實際營業收入者，卻只有十五家。在詳細比較實際經營成績之後，更發覺各家業者之間出現天壤之別！

第一名的如意期貨顧問費收入接近3000萬元，將近整體期貨顧問事業總收入的一半，再加上二、三名的中信期貨與寶來瑞富期貨各有約1000萬的顧問費收入，前三名就囊括了全體顧問事業七成六的收入。這樣的現象，代表了當今期貨顧問事業，究竟是朝著向上發展？或是向下沉淪的方向走？值得我們一探究竟。

◆撰文／徐啟威





### 依據「證券暨期貨管理法」規定，期貨顧問事業得經營下列業務：

一、接受委任，對期貨交易有關事項，提供研究分析意見或建議。二、發行有關期貨交易之出版品。三、舉辦有關期貨交易之講習。四、其他經金管會核准之有關業務。

現今期貨顧問事業多著重於第一項，也就是對期貨交易有關事項，提供研究分析意見或建議；然而，也多循著證券業與投顧投信業的經營模式，採取招收會員，提供即時簡訊服務的方式來運作。

其實，就期貨顧問事業的服務範圍來看，應該是屬於「高附加價值」的研究分析，而不像經紀業務屬於「低附加價值」，只靠單純收取低百分比的手續費來獲利。不過，從目前經營的現況來看，我們不禁感到納悶，為何期貨顧問事業的收入，並沒有出現預期中的價值呢？

### 陷入證券投顧經營窠臼，衍生寒蟬效應

究其原因，首先，期貨顧問事業陷入了從

前證券投顧經營方式的窠臼，採取招募會員，用傳簡訊的方式來指揮進出。然而，合法業者對於期貨交易有關事項，卻受限於證券暨期貨管理法，對委任人以外之不特定人，不得涉及個別期貨交易契約未來交易價位之研判、建議、或提供交易策略之建議；也不得於傳播媒體，從事期貨交易分析之同時，有以任何方式招攬客戶之廣告行為。此外，也不得未列合理研判依據，就對市場之行情做研判與分析。

為了防止有心人士刻意放話，影響市場安定，並藉以牟利，主管機關規範期貨顧問業者，不得提及「價位」，立意雖良善，但是現在卻衍生「寒蟬效應」：合法期貨顧問業者對於「一般性論述」也退避三舍，甚至形成「劣幣逐良幣」的現象。外資報告滿天飛，沒有期貨分析師執照的投顧老師，依舊在電視上高談闊論，投資人卻無從檢視顧問人士言論的可信度。

### 合法顧問選擇沉默，非法代操問題嚴重

合法的期貨顧問公司，卻愈來愈沉默，或是說些「大而無用」的話。一般投資人根本分不清期貨顧問業者合不合法？散戶仍盲目跟隨第四台「不合法」的投顧老師，真正「合法」的期貨顧問，卻苦無門路宣傳。無論合不合法，大家都採取相同的經營方式招收會員，等到散戶被騙、吃虧上當，期貨顧問的形象卻已慘遭破壞，如此陷入一個惡性循環，期貨顧問事業的大環境，自然越來越糟。

非法代操的問題也很嚴重，非法代操不僅危害到期貨合法代操的經理事業，也扼殺了期貨顧問事業生存的空間，期貨經理事業已將投資門檻降低為250萬，而250萬投資資本以下的



期貨顧問事業在服務內容方面，除了基本的簡訊服務外，也有VIP的量身訂做理財策略。如有些公司是整個研究團隊提供交易策略。

一般散戶客層，卻慘遭非法代操業者入侵。現今市場上對於營業員非法代操、爭取業績，也是睜一隻眼閉一隻眼，此種姑息的態度，自然也對期貨顧問事業，造成莫大的傷害。

目前有二十三家專營期貨商，申請經營期貨顧問事業，也就是所謂的「合法」期貨顧問公司，但目前在第四台大放厥詞的投顧公司，都是尚未在本會登記為會員，「非法」在媒體從事期貨顧問服務。未來相信只有透過加強宣導，與政府嚴力取締，才能使現今「劣幣驅逐良幣」情形獲得好轉。

## 二十三家有期貨顧問執照，只有十五家有營業額

其實，目前二十三家專營期貨商，均有申請期貨顧問事業執照；然而，2004年有營業額者只有十五家，究竟現今期貨顧問市場的狀況如何？

如前所述，現今期貨顧問事業的業務重點，就是對期貨交易有關事項，提供研究分析意見或建議，也就是招收簡訊或傳真會員，針對期貨與選擇權交易，做帶進或帶出的服務；雖然也有業者發行出版品或舉辦講座，但多半屬於輔助招收會員的性質，少有做為主要業務者。然而，也有不做招收會員業務的公司，像寶來瑞富期貨、國泰期貨、元大京華期貨、元富期貨、與台証期貨。

值得注意的是，寶來瑞富期貨與元大京華期貨，這兩家居龍頭地位公司的最新動態，動見觀瞻。特別的是，寶來瑞富期貨2003年還以將近四千萬元的收入，位居期貨顧問事業的首位；2004年也有一千萬元左右的營收，現在卻選擇退出招收會員這一塊顧問事業主要的市



現今期貨顧問事業多著重在對期貨交易有關事項，提供研究分析意見或建議。

場，其背後的經營策略，頗值得探討。

金鼎期貨與聯邦期貨兩家，本來於2003年還有營業收入，在2004年也選擇退出，沒有營業額。而群益期貨，則是在2004年才開始有顧問收入出現，是唯一新加入市場的一家。

在業績表現方面，如意期貨顧問收入，以三倍的成長，奪得今年期貨顧問費收入的首位，中信期貨與富邦期貨，也以十幾倍的驚人成長率，表現相當亮眼。

在服務內容方面，除了基本的簡訊服務外，也有VIP的量身訂做理財策略。服務的型態也各有所長，有些公司是整個研究團隊提供交易策略，例如，富邦期貨、華南期貨，而有些是同一公司當中，有許多分析師提供意見，依據客戶的喜好，來選擇跟隨的分析師，例如，如意期貨、日盛期貨等。而現今最流行的程式交易，大多數的顧問公司也都有軟體提供服務。

期貨顧問事業的未來，究竟是向上發展？或是向下沉淪？關鍵就在於業者的經營策略，與大環境的轉向而定。唯有把發展的空間加寬加大，讓顧問事業從低附加價值，走向高附加價值的服務，整體業界才能走向良性循環，永續經營。

IFPA

專訪國票期貨總經理張禮賢

## 金雞期鳴起步晚，卻一鳴驚人

隸屬於國票金控旗下的國票期貨，秉持著國票集團向來穩健經營的風格，或許顯得比較保守，連早就申請好的顧問事業部，也是直到今年三月才正式開張。不過，起步雖晚，在招收會員上的成績卻很亮眼。不到三個月，已經成功吸收了將近兩百位會員。

◆撰文／董沛哲 攝影／李慧儀

一打開自家公司分配的手機，國票期貨總經理張禮賢指著早上開盤、與午後收盤時發送的兩則簡訊，「建議多單續抱！」與「建議多單留倉！」他笑著說，「愛作短trade的客戶一定不大習慣，怎麼從開盤到收盤都沒有動靜？」不過，這也正是他秉持的原則，「要為客戶的最大利益著想！」因為，「唯有賺多賠少，長期績效才真正好！」

### 起步雖較晚，金雞期鳴招收會員成績亮眼

其實從今年三月起，國票期貨的顧問事業部才算正式開張，透過「金雞期鳴」的程式交易套裝商品，並且配合六月底前加入、新舊會員同享一千八百元的會費優惠，目前已經成功

吸收了將近兩百位會員，成績相當亮眼。

為什麼起步較晚？張禮賢坦承，因為「自己準備得還不夠好！」他花了將近一年的時間，自行培養財務工程人員，然後利用美國的金融軟體「trade station 2000」，整合相關的交易指標與訊號，研發出一套程式交易系統。並透過在期貨IB端培養多位「種子教師」，期望以三至五人的小班制教育訓練，更迅速的把觀念與訊息傳達出去。

張禮賢認為，期貨不像現貨，複雜度與槓桿倍數皆大過現貨，所以在操作時，一定要充分了解可能有的風險。在張禮賢眼中，「風險預告書」不只是開戶時的「必備動作」，還是一種「社會責任」，但許多業者在行銷時卻忽略了這點，而一般散戶在操作時往往「跟著感覺走」，以至於賠多賺少。

期貨絕對是「零和遊戲」！既然是零和，就一定會有輸有贏！那麼，誰是市場上的贏家呢？「法人吧！」他回答說，「但大部分的法人，只能說是小輸的贏家！」那麼，誰又是市場上的輸家呢？「自然是大部分的散戶！」散戶對於市場資訊的解讀，以及能夠掌握的資

### 期貨顧問事業之經營撇步

正派經營絕對是長久之計，會員不在多，貴在忠實，重點是要培養出一群真正站在同一條戰線上的夥伴！顧問業者一定要預告風險，善盡社會責任。只要盡可能傾囊相授，顧問事業未來大有可為！



源，都遠遠不及法人，再加上對於價差或套利交易並不熟悉，所以往往「只能做趨勢單！」

### 散戶做趨勢單需靠程式交易，賺多賠少就是贏家

「國外在做趨勢單，一定會透過程式交易！」張禮賢分析，程式交易是透過統計學的原理，從長期的資料當中找出「平均值」，再想辦法以這種交易模式，提高「勝率」！以國票期貨的「金雞期鳴」為例，從2004年年初到年底，利用這套系統的模擬交易獲得的投資報酬率，大約為77.3%。因此他也強調，程式交易是著眼於中長波段的績效表現，基本上只要贏多輸少，中長期來說就是贏家。

不過，這畢竟是一種理想模式，大部分的散戶，還必須克服最大的「人性」問題。「人性的弱點是期貨操作時最難對抗的！」張禮賢指出，無論是猜疑，貪心，困惑，慌亂，或猶豫不決，都是難免的。「聽歸聽，信歸信，」他也知道，「散戶往往抗拒不了非正牌投顧老師的甜言蜜語！」所以，「你雖了解客戶的心態，卻改變不了他們的性格！」有時候，正牌顧問公司必須以「同理心」來看待這種現象，但是「正派經營絕對是長久之計！」否則，散戶一下子就掛了，對期貨商與營業員來說，都不是好事。

### 會員不在多，貴在忠實

因此在張禮賢看來，「會員不在多，貴在忠實！」顧問事業的利基，是「培養出一群真正站在同一條戰線上的夥伴！」透過招收會員，不僅希望能吸收到志同道合者，還希望透過這個平台的資訊共享，未來跟其他人去打



仗，賺別人的錢。他指著公司訂閱的國外刊物「technical analysis of stocks and commodities」說，「吸收新知、再予以轉化，形成符合國內交易人的操作模式」，這正是顧問事業「以腦力出奇制勝」的基礎。

「我們盡可能傾囊相授！」張禮賢表示，這個市場客戶有限，在僧多粥少的情況下，在定價策略上不應定得太高，也不應抱著要靠顧問事業賺大錢的心態，只要客戶願意透過同一家公司下單，公司一樣有手續費可賺。在合理的毛利下，客戶若能接受顧問的服務，在市場上存活下來，日後自然下單越多。

「顧問事業未來大有可為！」儘管目前市況不佳，顧問業不好做，但張禮賢從這三個月的操作經驗卻體會到，「一定要提供客戶這種服務！」他指出，期貨商本身一定要確定的是，「自己身處哪個階段？應該做什麼？」而市場要成熟，就得一步一腳印！唯有穩紮穩打，無愧於心，「堅持做對的事！」才是顧問事業未來應走的方向。

CFIA

專訪第一期貨副總經理周玉華

## 重新出發 以專業輸出中心發揮核心價值

第一期貨設立於九十二年九月，從九十三年七月才開始兼營顧問事業，是國內起步較晚的期貨商。腳步雖慢，但加倍努力，期望將顧問事業定位在專業的輸出中心，將期貨商最大的核心價值發揮出來。而且，跳脫了以往單向的由點切入賣商品給客戶，轉為全面性的為客戶做雙向的資產管理。未來六個月更會動員全部通路，把顧問事業做起來！且讓大家拭目以待。

◆撰文／曾佩彤 攝影／林志騏

**第一** 期貨副總經理周玉華並不諱言表示，由於起步較晚，所以比起同業，必須要花更大的力氣，更高的成本，加上顧問事業講究的是專業知識的建立，需要的是專業人才的合作。因此，第一期貨也花了很長的時間，建立軟硬體設備、吸收各方面人才，逐漸把顧問業務推上軌道。

### 顧問事業是專業輸出中心，可發揮最大核心價值

「顧問事業應該像是一座專業輸出中心！」在周玉華心目中，透過這個專業輸出中心，

#### 期貨顧問事業之經營撇步

顧問事業應該是一座專業輸出中心，要把期貨商的最大核心價值發揮出來！以往，顧問事業只是單向的把商品賣給客戶；如今，應該要能做到雙向的溝通與資產規劃與管理！經由顧問事業這個資訊分享的平台，可以立即接觸到客戶，發現客戶需求，然後設法滿足客戶需求，把真正的附加價值輸出去！

「可以將最大的核心價值發揮出來！」而且，包括金控體系內的所有通路，像是銀行理財專員、行銷網路、以及各種資訊平台，都可以接收這個專業輸出中心發出的訊息。「不僅可以協助金控公司發揮綜效，還可以提升期貨商本身的專業度！」

正因為看到了這個利基點，所以從今年開始，第一期貨的顧問事業已進行結構面的制度調整，並由周玉華親自帶隊領軍，希望把戰鬥力發揮到最強！周玉華表示，單是開發交易模組的工作，就花了將近半年的時間，加上人員的調度與訓練等工作，直到今年第二季以前，會先把各種前置作業，包括三合一的網頁平台、傳發買賣點簡訊等系統測試完成，真正上線使用大概會在下半年。

### 從以往單向的由點切入賣商品，轉為全面性的雙向資產管理

第一期貨以往是「由點切入」，周玉華指出，採取將顧問事業交給營業員來兼營的方

式，但營業員畢竟無法全心投入，而顯得意興闌珊，或者是出現英雄主義，而無法團隊合作，每個人的腳步不一致，也使得績效差強人意。如今，「要從面來做！」把顧問事業交給專人來負責，大家各司其職，分工合作，才能真正全面性的把績效做出來！

周玉華認為，顧問事業應該與經紀業務互相連結，相輔相成。所以在她的規劃裡，以往顧問事業「只是單向的把商品賣給客戶」，如今，應該要能做到「雙向的溝通與資產規劃和管理！」也就是說，「要先考慮到客戶的風險偏好度，再設計出符合對方的商品。」所以，她希望期貨顧問的做法，應該是先透過門檻，篩選客戶的資金部位與實際需求，然後再經由資產管理的模式，考量客戶的風險承受度，提供不同的投資策略，讓客戶的資金能做到最有效的發揮。最後，還必須每天翔實紀錄客戶的績效，並隨時視市況調整策略，真正做到「數字管理」。

### 先把會費的門檻壓低 再接受質的挑戰

不過，由於起步較晚，周玉華坦承，一開始必須把會費的門檻壓低，像是利用一千元「入會費」，先把客人拉進來，而且採一次入會、終身有效。然後，透過每天一罐飲料錢的「訊息儲值卡」，像是進出場建議、當沖訊號等資訊傳送給會員；接下來才是接受「質的挑戰」，將顧問事業的研發成果，像是價差與套利等交易策略，「把真正的附加價值輸出去！」

商品開發也是輸出重點之一，周玉華指出，客戶對於不同盤別之間的交易需求越來越高，因此她也積極引進國內外重點市場的各種期貨商品，並針對不同盤別，培養個別的專屬



講師，專門投入這些期貨盤的交易策略研發。而針對利率期貨與ETF 50等商品，她也認為很值得經營，只要努力投入研究，她相信未來一旦法令鬆綁，就可以佔到比較好的位置。

### 經由顧問事業接觸客戶，設法滿足客戶需求

其實，第一期貨擁有不少同業羨慕的資源，包括金控體系下上百家的銀行與證券通路，擁有不少長期往來的中實戶，以及在市場相當資深的管理人才，只不過沒有好好把這些豐富資源發揮出來。同時，周玉華從期貨與證券IB端廣泛接觸後也已發覺，有很多客戶，資產規模相當龐大，卻苦於無法全心投入操作，所以對於專業諮詢與專人代操的需求很大。

周玉華認為，顧問事業絕對是可以細水長流的穩定事業，而且，經由顧問事業這個資訊分享的平台，「可以立即接觸到客戶，發現客戶的需求，然後設法滿足客戶的需求。」因此顧問事業必須專注於本身的專業，並努力研發新商品，想辦法留住客戶。

ENTRA



專訪如意期貨投資顧問部經理陳怡伶

## 小兵立大功 用顧問事業帶動經紀業務

從九十二年到九十三年度，如意期貨的顧問費收入佔經紀費收入比重，連續兩年奪下了排行第一名，收入成長幅度還高達二・九倍。亮麗成績不僅遙遙領先同業，也同時提高了知名度與市佔率，可說是「小兵立大功」！

◆撰文／詹時敏 攝影／黃大川

**如意**期貨的顧問事業，近年為公司打下一片江山！根據期貨交易所九十三年度的統計資料顯示，如意期貨的顧問費收入，高達兩千九百四十九萬元，佔經紀費收入比重高達31.9%，在整體期貨商中拔得頭籌。而且比起前一年的顧問費收入七百五十一萬元，去年的成長幅度已高達293%，成績相當耀眼。

### 另闢生路，從期貨顧問搶市佔率

相較於一般投顧公司是利用電視第四台；如意期貨的顧問事業，是從「廣播」起家。如意期貨投資顧問部經理陳怡伶指出，透過「開關時段」方式，主持人與分析師進行採訪，溝通討論，讓聽眾藉由對行情分析之認同，進一步加入會員。

#### 期貨顧問事業之經營撇步

經營期貨顧問並非以賺錢為主要目的，而是希望藉由行銷團隊，來提高公司的知名度與市佔率，並提高經紀業務部的業績量。

如意期貨顧問目前提供的服務，可以分為三大類，一是簡訊，二是傳真稿，三是盤中討論。客戶可以選擇「吉祥會員方案」，「如意會員方案」，或「VIP會員方案」。依照方案內容的不同，客戶可獲得從簡訊或傳真來的大盤指數分析，以及一對一的盤中即時討論。前者是「單向」的資訊傳輸，後者是屬於「雙向」的溝通討論。

陳怡伶表示，如意期貨的知名度不夠大，通路也不夠多，「既然經紀業務比不過人家，只好另闢生路，從這裡來搶市佔率！」儘管透過媒體與通訊，需要負擔較高的廣告成本與傳輸費用，經營期貨顧問並不是以「賺錢」為主要目的，而是希望藉由行銷團隊，「來提高公司的知名度與市佔率，並提高經紀業務部的業績量。」

### 收費彈性，以留下客戶為優先

從九十二年六月開辦至今，如意期貨顧問已成功的招收了五百多位會員。會費從三萬，六萬，到VIP級的議價方式都有。根據客戶每

個月的下單量，會費也會酌予折扣，所以彈性很大。在不虧損的前提下，如意期貨提供給客戶的價格，「是很有彈性的！」陳怡伶舉例說，如果碰到遲遲無法成交、比較難簽下合約的客戶，他們的做法是先採取在公司開戶，透過免費贈送資訊試用方式，「先把客戶留下來！」

陳怡伶認為，顧問事業本來就是要以服務客戶為主，尤其是分析與解說行情來研判趨勢。因此，優質的分析團隊與具有魅力的分析師，就顯得很重要。她分析如意期貨顧問的講師群，「很具有群眾魅力」。除了講師的明星魅力外，簡訊與傳真上的「標題」也必須編輯得很具有吸引力，才能讓客戶心動下單。

除了上廣播外，透過每年七、八十場的演講，每場數十人到上百人的聽眾，也可獲得大約四分之一的簽約率，尤其是透過主講人的宣傳、客戶之間累積的口碑，當場成為客戶的也大有人在。她也指出，國內投資人有一種特殊心態，就是多半喜歡聽好話，通常看多行情要比看空來得有利，因此每當行情走多時，客戶也比較願意加入會員。不過當行情走空，或客戶有虧損出現時，他們也得安慰客戶，「賺錢的時機隨時都有！」

## 顧問與經紀相輔相成，提升整體業界形象

顧問事業是一門專精的行業，必須靠著收取會費來經營。因此，「定價」是關係到企業能否生存之所在，所以陳怡伶很希望，同業之間別再以過去經紀業務的殺價競爭模式，來操作顧問事業；而應該是以專業知識，來提升整體業界形象為導向。



國內現有的電視媒體，幾乎都是證券投顧的天下，而期貨顧問業者卻只有挨打的份。陳怡伶也希望能盡快改善，證券商及證券投資顧問業者可以兼營期貨顧問；而期貨商卻無法兼營證券投顧的「不公平」現象，否則，在不公平的競爭之下，大家能做的業務受到侷限，無法伸展，對未來發展很不利。她認為，大盤指數並不像個股一樣，有炒作的機會，因此建議主管機關能放寬期貨從業人員，在媒體解讀大盤的限制。同時，降低期貨交易稅，才能有效促進市場交易量。

尤其是針對地下期貨衍生的種種問題，陳怡伶也指出，目前空交氾濫，地下期貨業者，利用地下期貨經紀加上地下期貨顧問的方式，在盤中提供買賣訊息給客戶，刺激客戶下單，由於不用繳稅、又不用保證金，也影響到合法業者的生存空間。她認為，再這樣下去，連合法業者也難免對未來的發展空間感到悲觀。

目前主管機關在媒體上打擊地下期貨的文宣效果並不大，陳怡伶也建議，請形象佳，知名度高的藝人，在電視上宣導投資地下期貨的壞處有多大，並提高罰責，才能讓合法業者有較大的發展空間。

CFIA

專訪中信期貨顧問部協理許庭禎

## 顧問事業立下奇功 創造第二條增值曲線

中信期貨的顧問費收入，在去年出現了業績大躍進，也創造出期貨商的第二條增值曲線。靠著國民簡訊卡、錦囊妙計，及盤中體驗營等創意商品的研發，顧問事業立下奇功，不僅採取循序漸進的階段性方式，把接觸面的缺口給填滿，也培養出一群基本的死忠客戶，與源源不絕的顧問費收入。

◆撰文／董珮真

從九十二年到九十三年度，中信期貨的顧問費收入，從排行第六名衝上了第二名，成長幅度高達1448%，高居整體期貨商的第一名。根據期貨交易所九十三年度的統計資料顯示，中信期貨去年的顧問費收入，高達一千零七十萬元，比起前一年的顧問費收入只有六十九萬元，大幅躍進，實在驚人！

### 加值型服務事業，第二條附加曲線

中信期貨顧問部協理許庭禎表示，期貨顧問與經理等「加值型」服務事業，將會成為期貨業「第二條附加曲線」！「顧問事業的兩大

主軸，」許庭禎指出，「一是專業的講師群；一是商品研發中心。」所以，「顧問事業要長久經營，一定打的是團體戰！」唯有透過大家一起腦力激盪，群策群力，才能克服人性的弱點與迷思。

為了因應法規面從嚴的趨勢，許庭禎認為，顧問事業在經營方向上，必須「把人的色彩淡化」，別再迷信「名師」；而應透過「產品的介面」，吸引會員長期往來。其中，產品研發是很重要的一環，也就是將顧問事業的團隊智慧，透過「具體化與商品化」的過程，整合成一套交易策略，「再經由產品介面的接觸使用，讓客戶進一步加入會員！」

以中信期貨的「錦囊妙計」為例，就是顧問團隊將歷年來的統計資料加以整合，包括多空訊號、漲跌幅、趨勢軌跡等，歸納出「歷史上的今天」等資訊。使用者只要透過這套軟體，就可以查出歷史上的今天是走多或走空？處於何種趨勢？波動率大不大？用哪種交易策略的勝算較高？由於具有歷史經驗與科學根

### 期貨顧問事業之經營撇步

加值型的顧問服務事業，將會成為期貨商第二條附加曲線！顧問如嚮導，帶領投資人入門，而顧問事業要長久經營，一定打的是團體戰！顧問事業的兩大主軸，一是專業的講師群；一是商品研發中心。顧問事業在經營方向上，必須把人的色彩淡化，透過產品的介面，吸引會員長期往來。只要有創意，賣出高價值，顧問事業還有很多可以發揮的空間。



據，因此還可以套用程式交易模組，達到近乎百分之百的勝率。

### 國民簡訊卡，小兵立大功

「國民簡訊卡」，堪稱是中信期貨旗下最成功的商品之一。一張三千八百元的簡訊卡，在短短一年多時間，就賣出了三千多張，可說是「小兵立大功！」每張簡訊卡以通計費，可傳一百通簡訊，沒有使用期限。客戶可以隨自己喜好，自由選擇使用時間與次數，用完還可以再續約儲值，就像搭捷運時使用的「悠遊卡」一樣，因此大獲好評，續卡率也很高，而培養了一群基本客戶。

許庭禎分析，國民簡訊卡之所以成功，除了事先建置完備的專業講師團隊及全體通路整合行銷奏效外，最特別的是，所有的績效表現全部「透明化」，可以接受客戶的直接檢驗。也就是說，客戶在選擇某位講師傳授的簡訊後，可以在網站上直接查詢到建議進出的明細，以及實際的操作績效，一切都公開透明化。

「透過國民簡訊卡的低門檻，」許庭禎指出，會員將對於期貨操作有了初步認識，「還可以藉此測試老師的功力！」假如老師的功力確實不賴，會員還可以進一步參加「盤中體驗營」的訓練，提升自己的操作功力。

### 盤中體驗營，經由實戰累積功力

「盤中體驗營」也是中信期貨的創舉之一。隨著每天期貨一開盤，講師與學員就可以在盤中面對面，經由實戰演練，互相交流與溝通互動。講師可以在盤中將自己的技術分析與獨家心法傳授給學員；學員也可以在盤中將所見所聞，或任何疑難雜症，直接提出來跟老師討



論。這堂課，就像是重回校園或實習一樣，教學雙方皆可透過教育性質的上課管道，將程式交易的模組，與技術分析的眉角，在課堂當中一一呈現。盤後，大家還可以一起討論得失，改進操作方式並提升績效，盤中體驗營可以讓大家經由實戰累積功力。

目前，盤中體驗營每週開課兩班，在北、中、南區巡迴授課，學員反應很不錯。為了讓更多人可以實地體驗，中信期貨也是採取按次收費的方式，學員可自由選課，不受時間限制。未來，包括錦囊妙計、技術分析，或盤中體驗營等課程，也不排除採取「套票方式」，讓學員一次選好課程清單，再予以優惠折扣，來留住客戶。

顧問如嚮導帶領投資人入門；也可為傳統經紀業務加值許庭禎認為，「趨勢的研判需要功力」，而功力正是來自於專業與經驗。當然，操盤的輸贏，最後還得視客戶的資金規劃與心態而定；而帶盤者也難免會因為個人因素而折損，會員也會因此流失。所以，為了避免「人」的色彩過於濃厚，中信期貨的「商品研發中心」，仍在繼續開發新商品。

CFIA

專訪寶來瑞富期貨業務部副總經理李志華、  
通路行銷部協理邱國洋

## 真金不怕火煉， 期待擁有更大的舞台！

寶來瑞富期貨的顧問事業，在近期悄悄停下了腳步。之所以這麼做，是為了尋求未來更大的表現舞台，期待休息之後，能夠走更長遠的路！將顧問事業的附加價值，投入經紀業務當中，創造出更多的效益！

◆撰文／詹時敏 攝影／尹恩

從九十二年到九十三年度，寶來瑞富期貨的顧問費收入，連續兩年名列排行前三名。根據期貨交易所九十三年度的統計資料顯示，寶來瑞富期貨的顧問費收入，高達九百八十五萬元，但比起前一年的顧問費收入三千九百四十八萬元，去年的收入成長幅度卻呈現衰退75%，名次從第一名跌到了第三名。

名次之所以下滑，是因為寶來瑞富期貨的顧問事業，悄悄暫停了招收會員的部分。業務部副總經理李志華指出，由於法規面逐漸從嚴，對於顧問事業在招收會員的業務上，確實

出現比較吃力的現象。在考量解盤界線不夠明確，很可能動輒得咎的趨勢下，寶來瑞富期貨一方面先退出媒體，暫停了所有的解盤分析工作，另一方面也停止招收會員的動作；並且將先前招收的會員費，按比例退還給會員。

退費給會員，在業界也可說是一項創舉。李志華表示，「為了跟客戶有更為長遠而良善的互動，這麼做可以保留未來更大的合作空間！」不過，他也坦承，這半年以來累積的帶單經驗，確實也相當寶貴。未來，他們會再調整修正，找出一條更適合的路子。期待在調整步伐之後，能夠走更長遠的路。

通路行銷部協理邱國洋也表示，法令規範應本著公平競爭的原則，但目前的現況是，相較於證券投顧可以在媒體頻道上，購買時段，吹噓績效，大舉招收會員；期貨投顧可以經營的項目較為狹隘，業者卻被綁手綁腳，無法施展開來。未來，若想要繼續生存，他建議一定要適當的鬆綁與開放，並引進海外商品，讓產品線更齊全。

### 期貨顧問事業之經營撇步

顧問事業可以為經紀業務創造更多毛利！應該把顧問事業的附加價值，投入經紀業務當中，創造出更多的價值出來！就像明星需要舞台一樣，期貨顧問事業也需要表現的空間。人才與產品，是顧問事業發展的兩大命脈，儘管顧問事業可大可小，但只要擁有專業人才，發展出特殊商品，便可以創造收入，提升整體的效益！

## 期貨顧問事業需要表現的空間，公平的競爭

「只要願意開放，哪怕只是開放一小部分，我們都可以做得更好！」邱國洋指出，「就像明星需要舞台一樣，期貨顧問事業也需要表現的空間。」他認為，期貨投顧與證券投顧本來就應該是兩個不同的產業市場！但如今卻變得大家在同一個市場上競爭！就期貨市場而言，期貨顧問事業絕對會比證券投顧業者「更為專業」，問題是目前期貨顧問事業卻站在不同的立足點上，變得「不公平的跛腳競爭」。

在邱國洋看來，期貨顧問事業其實可作為經紀業務的強力後盾。由於顧問事業靠的是腦力，正可以突顯期貨商的專業度與差異性。只要能全面而公平的開放，並給予合理適當的鼓勵，同時做好嚴格把關的工作，顧問事業正可以支持經紀業務，提供通路資訊，並擔任研發與諮詢的角色。

## 顧問事業可以為經紀業務創造更多價值

李志華也指出，「應該把顧問事業的附加價值，投入經紀業務當中，創造出更多的價值出來！」相較於市場上某些業者是為了招收會員而收會員，寶來瑞富期貨的「touch專案」，卻是希望以實際的創新手法，讓客戶提升本身的操作績效。

「顧問事業可以為經紀業務創造更多毛利！」邱國洋認為，人才與產品，是顧問事業發展的兩大命脈，儘管顧問事業可大可小，但只要擁有專業人才，發展出特殊商品，便「可以創造收入，提升整體的效益！」

因此，顧問事業的收費是沒有標準可循



的，定價就完全取決於市場的接受度，因人而異、也因內容而異。「只要客戶能賺錢，我們也就能賺錢！」邱國洋與李志華都認為，經營顧問事業要從長遠的角度來看，而不只是看短期內的會員費收入，「只要能為公司帶來效益，錢真正賺進來才重要！」

## 以資產管理為發展願景

「顧問事業應該以作為客戶的投資顧問為目標！」邱國洋認為，未來是資產管理的時代，期貨業也應該以資產管理為發展願景，將旗下的服務事業，納入資產管理的環節當中。針對不同的客戶屬性，開發出不同的商品，然後讓顧問事業、經理事業、甚至是未來的投信事業，有更寬廣的發揮空間。

寶來瑞富期貨是國內第一家由本土期貨商與外資期貨商合併成功的公司，也是第一家登上興櫃的期貨商，不僅在國內期貨史上創下多項紀錄，也擁有國際性的資源平台。李志華期待，未來持續利用教育訓練與專業講座的管道，將這塊市場的餅做大。他也指出，目前在寶來瑞富的團隊中，就擁有十張的期貨分析師證照，專業度可說在業界數一數二。真金不怕火煉，「只怕舞台不夠大！」

ENTR



專訪大華期貨總經理任俊行

## 逆勢成長 走出一條自己的路！

儘管整體期貨顧問公司的第一季收入，較去年每季平均收入呈現明顯衰退現象。然而，大華期貨的顧問費收入，在今年第一季卻出現逆勢成長。為了走向價值服務，大華期貨不僅把顧問事業引進高附加價值的層次，也透過領航家系列的程式交易系統招收會員，大幅提升了毛利，在激烈的業界苦戰當中，打通了一條屬於自己的路。

◆撰文／董珮真 攝影／李慧儀

**根據**期貨交易所九十三年度的統計資料顯示，大華期貨的顧問費收入為一百零四萬元，比起前一年的顧問費收入九十二萬元，去年的成長幅度已高達14%。而今（九十四）年第一季，大華期貨的顧問費收入已擠進第三名，前五個月的收入已高達兩百萬元，表現相當耀眼。

### 第一季整體期貨顧問收入出現明顯衰退

其實，今年第一季，各家期貨顧問收入的情況並不理想，整體業界的第一季收入，比起去年平均的每季收入，足足衰退了67%。就連去年表現不錯的幾家期貨商，今年第一季也出現明顯衰退。

面對這種情況，身為期貨公會顧問事業組召集人的大華期貨總經理任俊行認為，原因是出於「市況不佳，加上地下期貨猖獗所致。」任俊行分析，「過去能夠生存的經濟規模，現在大約需要擴大到三倍以上才能繼續生存！」問題是業界殺價嚴重，經紀手續費平均降幅已

經達到兩、三成！各家期貨商要補足這兩、三成已經難上加難，更何況還要站穩市佔率。想再擴充業務，談何容易？

「由於殺價競爭，使得市場被擠壓得更嚴重，大家的break-even點越來越高！」在任俊行看來，期貨商的獲利來源，經紀業務仍然佔最大宗，其次是顧問事業，還有便是財務操作與成本控制等。

其中，原本應該是附加價值最高的顧問事業，佔期貨商的獲利比重，從設立至今卻一直偏低。尤其在去年，由於主管機關發布新規定的緣故，壓縮了期貨顧問事業的通路空間，不少期貨商紛紛縮減顧問業務，也使得整體業界出現在名目上看似成長，實則呈現衰退的現象。

### 走向價值服務，找出一條自己的路！

期貨商的獲利想要再更上一層樓，任俊行認為，「不能再倚賴經紀手續費收入！而是應該要再多開拓客源！」他指出，經紀業務畢竟

是附加價值不高的部分、大家拚市佔率拚得你死我活；自營部門雖然容易賺錢，但是風險卻十分高；期貨商唯有透過「可以另外收費」的顧問事業，來拉拔經紀業務與整體獲利才可以。

這道理大家都了解，「但問題是卡在台灣的風俗民情！」任俊行指出，「因為台灣人仍舊難以接受『服務要付費』的觀念！」所以，舉凡研究報告、發行刊物、開班授課、諮詢費、乃至於招收會員，這種顧問事業能提供的服務項目，「真正能收到錢的其實沒有幾樣！」在很難收費的情況下，顧問事業也逐漸陷入困境。

其實，「服務無價！」在任俊行看來，絕不是不收錢的「免費服務」，而是服務的價值，是難以估計的，端視市場的認同度與接受度而定。因此，期貨顧問事業必須要走向「價值服務」，也就是找出「有價值」的，要收費的服務！這種價值服務，任俊行認為，就是要從現有的專業中，「尋求真正的贏面，找出一條自己的路！」

### 領航家程式交易系統，引領客戶進市場賺錢

不過，在期貨業已經十多年的任俊行也坦承，這一條路走來並不容易！「客戶的口袋，對我們來說，既是最近的距離，也是最遠的距離！」他笑著說，「要讓客戶心甘情願把錢從口袋掏出來，真的不簡單！」

為了提供更有價值的服務，大華期貨從今年三月起，推出了「領航家」系列的程式模組交易系統，這套系統除了結合大華期貨顧問的內部資源，也引進了學界的研發成果。透過發



行程式交易專刊、與北中南區的巡迴講座，目前已成功招收了一百多位會員，並依照會員不同的資金規模，提供領航家一號、領航家二號，與全能領航家等三種服務內容。其中包括了早報與午報的台灣期貨商品分析及交易建議，每週熱門國際商品分析及交易建議的週報，不定期的專業報告，以及盤前傳達前日留倉部位提醒，盤中的即時進出訊息傳達，與盤後的本日留倉部位報告。

任俊行表示，客戶需求的不只是專業上的分析，還要教他如何從市場操作中獲利。「說穿了，幫客戶賺錢，也就是幫自己賺錢！」只要客戶能在市場上生存下來，自然願意跟經紀部下單，公司也就能賺進會員費與手續費。

### 期貨顧問需創造話題，開發新領域

期貨顧問除了會員費收入，任俊行認為，「還必須帶給客戶與眾不同之處，帶領他們到達投資的新領域！」他舉例說，五年前若是開設選擇權課程，當然可以收費，因為當時「民智未開」，沒幾個人懂選擇權。

但如今選擇權人人會玩，如果還要開課，就不可能再收費。所以，顧問事業還有一項任務，就是得蒐集市場上的新玩意，包括各種新資訊、新手法，再將之「本土化」，轉化為台灣投資人能接受的東西，「只要timing對了就會紅！」

所以，「創造話題」也很重要，任俊行再舉選擇權為例說，想當初在八十八至八十九年，國內期貨商品剛剛正式上市時，幾乎是「爹不疼、娘不愛」，沒幾個人認同，選擇權更是沒人提；不過，等期貨業開始成熟到了一定階段，選擇權一推出，立刻打響了名聲，一炮而紅，便可印證開發新話題與選擇好時機的重要性。

「想辦法包裝新商品，再想辦法賣出去！」在任俊行眼中，顧問事業空有一身功夫也沒用，還得結合靈活創意、行銷能力、與經紀業務，包裝成市場能購買的套餐，這樣一來，商品加上服務，「顧問事業才能活起來！」

### 顧問事業毛利較高，最有能力幫客戶做資產管理

在期貨商的整體獲利當中，「顧問事業是毛利較高的部分！」任俊行指出，同樣是收入兩百萬元，靠經紀業務要做到多少口數，才能收到兩百萬元？這還不包括所有的軟硬體開銷與人事成本及錯帳風險。但是靠著顧問事業，期貨商卻可以自己決定服務的收費標準，自己來「定價」！

「這才是在激烈的苦戰當中一條打得通的路！」任俊行在公會的顧問事業組也屢次疾呼，希望大家能一起來努力，「想辦法在削價競爭中開出一條縫！」

儘管期貨商之間彼此的差異性很大，但是一起來共同創造話題，提升專業形象的心是一致的。「大家雖然是生意自己做，但只要能做得起來，有錢大家都能賺！」

這是個資產管理的時代！任俊行指出，「顧問事業是最有能力幫客戶做資產管理的！」所以，他也鼓勵業界，透過顧問事業的服務，「找出自己的客戶在哪兒？然後提供客戶最需要的服務！」唯有走向資產管理的領域，顧問事業才能為期貨商創造更高的毛利，經營得更長久！

CNFA



### 期貨顧問事業之經營撇步

顧問事業必須要走向「價值服務」，也就是找出最有價值的，可以收費的服務！客戶的口袋，既是最近的距離，也是最遠的距離！要讓客戶心甘情願把錢從口袋掏出來，就得從現有的專業中，尋求真正的贏面，找出一條屬於自己的路！只要能創造話題，開發出新領域，顧問事業才是期貨商創造高毛利的關鍵事業。



專訪聯邦期貨總經理韋月桂

# 以差異化 迎接新崛起的金融代工業

從今年下半年起，聯邦期貨顧問事業將轉型再出發。刻正規劃中的聯邦卓越財經學院，將以顧問事業為主導，從教育訓練的基本功來著手，期望拉開差異性，迎接新崛起的金融代工業！

◆ 撰文／詹時敏

「期貨業已經進入了超競爭時代！」聯邦期貨總經理韋月桂一語指出，在超競爭時代，產品的同質性太高，通常只能靠殺價來生存。價格已經進入割喉戰，「唯有拉開產品的差異性，把服務品質再提高，才能擺脫殺價的惡夢！」

精通經濟學的韋月桂，以賽局理論當中的「囚犯困境」為例，點出了期貨業未來應該走的路子。她說，第一階段，處於價格割喉戰，價格只會越殺越低；第二階段，必須掌握know-how，擁有別人所沒有的。第三階段，則是擊倒對手。第四階段，則是deep-pocket，口袋越深，越有本錢。目前期貨業正位於第一階段，必須先差異化，找出自己的優勢，才能擺脫殺價惡夢，順利跨入第二階段。

她再以聯邦期貨的發展來說明，由於是聯邦銀行的轉投資事業，一開始就不同於別人。聯邦期貨既沒有廣大的證券IB通路，也沒有金控公司的龐大資源可用，聯邦期貨的路從起步就走得很辛苦。不過，韋月桂認為，正因為如

此，聯邦期貨更需要走出自己的路！從今年下半年起，顧問事業將會重起爐灶，重新轉型再出發。

## 以顧問事業為主導，從教育訓練來著手

韋月桂的初步規劃，是先克服網路下單的平台問題，然後，「以顧問事業為主導，從教育訓練來著手！」首先，會先成立「聯邦卓越財經學院」，將專業教育的環節做好。「往下扎根的工作太重要了！」韋月桂表示，「顧問事業不只是『帶單』而已，還得把客戶、甚至從業人員的專業素養往上提升！」

因此，這座聯邦卓越財經學院，教學內容將不只包括技術面的操作，還會有基本面的訓練。為了將學院迅速推上軌道，畢業於台大EMBA的韋月桂，初期還會親自披掛上陣，擔任學院講師。課程將分為春夏秋冬等四季班，還會採分組競賽方式，透過季初的同步下單，大家可將課堂所學實際應用在期貨操作上，到了季底再公開評量績效。透過實戰演練累積操



作經驗，將會更有真實感。

「操作是集智力、體力、與毅力於一身的工作！」她指出，「在市場上，沒有畢業生，只能永遠不斷的學習！」所以，她強調「終身學習」的重要性，這也正是顧問事業能立基的關鍵所在。韋月桂不僅親身實踐終身學習，也正在努力寫書、傳達理念。在她為學院規劃的課程當中，「總體經濟的基本面是從大處著眼，技術面則是從小處著手！」其中最獨特的，是她本身鑽研的孫子兵法策略，透過古老的兵法攻防，帶入技術面操作，而發展出多空皆宜，化繁為簡的模式。

「期貨不等於現貨，期貨有其獨特性，其之一就是具有『時間價值』！」韋月桂舉例，即使看對行情，但是時間卻不站在自己這邊，也無法賺錢。「人非聖賢，孰能無惑？」她引述韓愈的「師說」，期貨操作必須經由不斷的學習與

內化，才能真正學好基本功夫。「只要是一天在這個市場上，就要時時刻刻充實自己！」至於手中部位，與行情無關，「不必對行情抱著過度期待，只要因應就好！」

## 顧問事業播種，激發求知欲火花

韋月桂眼中的顧問事業也是如此，藉由專業分工的帶單，先將客戶領進門，接著由使用者付費，透過收取會費的方式，讓客戶透過教育訓練，逐漸成為一間「獨資事業」。

期貨操作想要「賺多賠少」，強調的是「紀律」，尤其是碰到虧損時，不該「硬碰硬」，而該採取「停損」的危機處理模式。韋月桂認為，專業人士之所以專業，就是懂得「利潤必伴隨著風險」的道理。所以她也強調，期貨顧問事業絕不只是讓名師一個人講得口沫橫飛而已，而是應該採取團隊合作的方式，由顧問群

抓出大方向，再落實到個人的操作面。

「小成功靠個人；大成功要靠team work！」所以，她指出期貨顧問的切入點，必須「從大處著眼、從小處著手！」顧問事業可以靠團隊合作，來抓出行情的大方向；接下來「師父領進門，修行在個人！」透過教育訓練，練出操作功力，並以手機簡訊帶單同步進出。

當然，韋月桂也坦承，落實到小處的操作面，就會發現，每個人的資質不同，客戶之間存在著很大的「異質性」；而說穿了，操作到最後其實就是「人性」，唯有克服了人性的弱點，才能培養出良好的操作紀律。所以，她也希望，「藉由顧問事業的播種，讓這些智慧的種子，從點到面，能激發出求知欲的火花！」散戶唯有把自己的潛能激發出來，才有機會在期貨市場獲勝。

「勝兵先勝而後求戰！」期貨經紀與顧問事業應該是相輔相成，然而，如今的市況卻是「敗兵先戰而後求勝！」因此，她很希望未來顧問事業，應先把戰略與實力準備好，再來打戰，才有致勝的可能。

## 做對的事，金融代工業將會崛起

面對制度面的種種規範，韋月桂認為，「規範是大家做事時的合理依據，」她指出，「大家都遵循一樣的遊戲規則，就能站在公平的立足點來競爭！」只要做好規劃，期貨顧問事業一定能塑造本身的差異性，在市場上創出一片天。不過，她也很希望期貨投信事業能儘早開放，讓小額投資人，也能藉由專業分工的協助，投入這個市場。

「做對的事」應該是顧問事業必須有所堅持之處，「把持自己的定見，朝對的方向努力前進！」未來，隨著期貨週邊事業的起飛，期貨服務範圍將更趨完整，「金融代工業將會崛起！」只要以專業為導向，努力發展新金融商品，她對於未來期貨業的發展前景相當樂觀。

「這是個日不落市場！」韋月桂也期許著，「我們擁有六大類商品、一百多種商品可以交易！」她指出，網際網路與電子下單的發達，讓這個市場已經進入無國界的層次，未來的市場潛力將更為無窮。

ENTIA

### 期貨顧問事業之經營撇步

期貨顧問的切入點，必須從大處著眼、從小處著手！顧問事業可以靠團隊合作，來抓出行情的大方向，藉由顧問事業的播種，讓這些智慧的種子，從點到面，能激發出求知欲的火花！面對市場的超競爭，唯有找出自己的優勢，拉開產品的差異性，把服務品質再提高，才能擺脫殺價的惡夢！只要堅持定見，做對的事，繼續終身學習，就能成為這個日不落市場的贏家。





專訪日盛期貨總經理林明輝

## 放大格局，更有揮灑空間

從八十二年營運至今，日盛期貨向來是業界的績優生，無論是經紀或顧問業務，發展十分穩健。尤其對於交易平台的引進與交易策略的研發，向來不遺餘力。透過發行刊物與舉辦課程，並由講師帶進期貨與選擇權的大門，同時透過讓客戶試用、再加入會員的方式，讓客戶練的武功得以發揮出來，更能提升客戶的附加價值。

◆撰文／曾佩彤 攝影／黃大川

從九十二年到九十三年度，日盛期貨的顧問費收入，連續兩年分別排行業界第七名與第六名，收入成長幅度高達二·一八倍。根據期貨交易所的統計資料顯示，九十三年度日盛期貨的顧問費收入，為一百五十六萬元，比起前一年的四十九萬元，成長幅度已高達218%，成績相當耀眼。

### 讓客戶先試用，好用才加入會員

日盛期貨總經理林明輝表示，日盛期貨顧問事業部，從九十二年成立以來，對於各種期貨、選擇權、期權商品的研發就不遺餘力，其中不僅包括交易策略的開發，以及專業講師群的培養，而且還針對會員，定期開設「期貨選擇權實力養成班」，目前已成功進行到第二期，幾乎班班爆滿；並持續開設「技術分析實戰班」與「期權操盤實務班」等課程，而且出版各種

光碟與書籍等產品，來滿足會員的需求。

成立於八十三年度的日盛期貨，不僅是國內老字號的期貨商，目前也已成爲日盛金控的一員。儘管基礎穩健，但為了開拓更多的潛在市場，日盛期貨也採取「試用」的方式，讓客戶先加入，免費享用一週的顧問會員權益，包括建議簡訊、課程VCD折扣價，或免費試聽一堂課程等，讓更多的人在試用過後，「吃好道相報」！同時，結合了金控集團旗下包括銀行端、或信用卡等各種商品的策略聯盟，客戶還可享受紅利積點或折扣優惠等多種好處。

### 發行刊物與舉辦課程，播種萌芽

翻開日盛期貨出版的「股票選擇權」專刊，內容之詳盡與編排之精美，已經完全不輸市面上通行的熱門財經週刊，而類似這樣的刊物，日盛期貨已經出版了好幾本，此外像是報紙一樣大小篇幅的「期貨選擇權戰情報」，已經出版到第九期。還有各種課程的研發也令人目不暇給，包括理財俱樂部、金融大學、證期權三合一贏家系列等課程，皆可以讓投資人自由選課。

### 期貨顧問事業之經營撇步

顧問事業要做得長久，一定要放大本身的格局去看市場。無論是發行刊物、舉辦課程、或是一對一的貴賓理財，只要肯認真經營，絕對有揮灑的空間！

透過發行刊物與舉辦課程，日盛期貨做的是「播種」的工作，但種子一萌芽，還需透過專業講師的帶領，透過六位講師的「簡訊策略王國」，會員可以依自己的投資屬性，選擇適合的盤中簡訊產品，包括趨勢王（DT）、金電王（ST），與龍捲風王（MT）等交易策略，也可以加入某位講師的「貴賓理財中心」，讓講師在盤中提供專屬的投資建議與操作策略，客戶甚至還可以call in諮詢，做個人的資金風控管理。林明輝說，未來也不排除還會開「家教版」，讓VIP客戶與講師一對一學習。

### 利用人性化H.T.S交易平台，提升客戶的附加價值

再好的交易策略，還得靠更強的平台來推廣！林明輝表示，日盛期貨目前的「快易點」（H.T.S）交易平台，是自從八十七年開辦網路下單，率先引進美國的國際標準交易系統（INDIGO）之後，去年四月再度導入韓國功能很強的「家庭交易系統」（Home Trade System）。

「透過這個使用起來很友善、很人性化的平台，」林明輝指出，「客戶練的武功才得以發揮出來，更能提升客戶的附加價值！」客戶不只可運用連動式視窗，還可自行設定視窗模式，看盤與下單；並擁有三十種選擇權交易策略，可以動態計算各種策略的獲利多寡，提升下單組合的績效；更可支援程式交易，在盤中立即顯示買進或賣出訊號。同時，為了讓下單更快速，無時差，日盛一開始就把九條T1升級到兩條T3，讓頻寬提升了三十倍之多。

為了引進這套交易平台，林明輝不諱言，日盛期貨前前後後大約花了上億元的成本，但



是這些成本，卻不見得能在短期之內回收，畢竟，經紀業務的毛利越來越低，而「顧問事業的定價策略，也不可能自外於市場！」他表示，為了把自家的好商品推銷出去，「試用」的成本也少不了。因為，「你得先讓客戶覺得好用，好用才會加入會員！」

### 放本身格局，更有揮灑空間

「顧問事業要做得長久，一定要放大本身的格局去看市場！」林明輝認為，顧問與經理這兩項事業，既然是「服務」事業，就不應該只看短期獲利，應該相輔相成，只要肯認真經營，「絕對有揮灑的空間！」日盛期貨既有金控的資源，而且人才濟濟，領有期貨相關專業證照的人數比例也很高，近日還有一位同仁剛通過分析師考試。

不過，「空有一身武藝，卻沒有用武之地！」林明輝認為，顧問事業目前的困境，是受限於法令面的限制，「讓耍大刀的現在只能玩小刀！」因此，他也希望，未來針對顧問事業的各項限制，能夠「多元性的開放」，像是資產管理的部分，他就希望能開放讓期貨業者，也能像證券或投顧業一樣，從事財富管理的工作。還有開班授課部分，以往日盛期貨也嘗試過因應市場需求，開「考照班」，後來也受到限制。未來，若能放寬顧問事業的揮灑空間，他相信大家的表現一定會更好！

INTA

# 期貨商風險管理實務守則

## 期貨商風險管理進入新紀元

為了讓國內期貨商瞭解經營風險，同時，也讓期貨商風險經營管理進入新紀元，台灣證券交易所以及中華民國期貨商業同業公會，共同委託東吳大學國際貿易系張大成教授，研究提出「期貨商風險管理實務守則」報告說明。希望藉由研討會方式，讓國內期貨商瞭解未來「期貨商風險管理實務守則」之面貌。

◆ 撰文／任盈盈 攝影／張嘉顯



四月二十日下午兩點，台北市金華街上的政大企管中心七樓國際會議中心，這場由中華民國期貨商業同業公會主辦的「期貨商風險管理實務守則宣導說明會」，聚集來自國內各期貨商之代表，會議場外是一片陰霾天氣，但是，會議場內，各期貨商代表坐滿七樓會議室，希望能夠藉由這場研討會的宣導及報告，

瞭解未來期貨商在風險管理實務守則之執行細節內容。

### 期貨商風險意識面臨最大挑戰

午後兩點十分，包括金管會證期局副局長李啟賢、台灣證券交易所總經理何富雄、中華民國期貨商業同業公會理事長王中愷以及東吳



大學國際貿易系教授張大成，都先後陸續坐上會議室最前方一排位置，至此，研討會才正式開啟。證期局副局長李啟賢首先代表主管機關致詞，他表示，經營風險對於期貨商而言，確實是很大挑戰；同時，期貨業者在業務經營面上務實的同時，卻也因為新金融商品的新研發速度，「快得讓大家都受不了！」他說。因此，李啟賢強調，當金融業別之間越來越模糊的同時，期貨商風險意識也面臨最大挑戰。

為此，經過一年的努力，「期貨商風險管理實務守則」在證交所以及期貨公會成立專案小組，並在主管機關金管會的指導下，終於催生完成，並在九十四年四月四日由台灣期貨交易所正式函告實施。李啟賢對於期貨商風險規範在各界奔走努力下成形，也特別於此次研討會中，感謝證券交所以及期貨公會兩單位的努力。

### 企業每個部門都要有風險意識

李啟賢進一步強調，當業者面臨市場利空因素襲來之際，期貨商落實風險管理制度，正可以在業務層面創造實質的企業價值，「因此，企業每個部門，都應該要有風險管理意識！」李啟賢指出。

另一方面，有部分人士認為，新管理辦法的實施，似乎只為了滿足主管機關的要求？李啟賢語帶玩笑指出，所有的政策都是在主管機關的「壓迫」下成形，但是，政策的推動，不僅僅是為了協助創造企業價值以及股東權益，更重要的是，主管機關也希望企業的風險管理意識都能因而提高。

台灣證券交易所總經理何富雄則是指出，過去幾年，國內外金融市場面臨劇烈變化，企



證期局副局長李啟賢

台灣證券交易所總經理  
何富雄

期貨公會理事長王中愷

業間競爭態勢也益加激烈，「同時，衍生性新金融商品的產生，讓企業資產多元化，更容易讓企業經營風險陡然增加。」何富雄表示。

### 藉由風險管理實務守則 塑造期貨商良性經營體質

因此，何富雄認為，國際上對於風險管理規範益趨嚴謹情況下，目前對於國內期貨市場的經營管理，主管機關也希望藉由「期貨商風險管理實務守則」的實施，讓期貨商新金融商品的操作市場，也能加快開放速度，以提供期貨商更廣闊的投資管道、擴大期貨商的經營空間，「如果國內期貨市場還維持目前現況，是無法在國際期貨經營市場上，提昇至有利地位」他指出。

兩位主管機關代表致詞發言之後，接著由期貨公會理事長王中愷致詞。他首先感謝主管機關能夠在這次「期貨商風險管理實務守則」推動之初，給予期貨業界許多指導，但是，面對國內期貨市場的困境與生存之戰，顯然，業者想法與主管機關有著很大差異，同時也是復華期貨總經理的王中愷，他話鋒一轉，直言提到目前期貨市場殺價競爭的慘痛經驗，他認為，企業的風險意識與管理固然重要，但是，「期貨業界之間惡性競爭，流血殺價的割喉態勢

下，已經讓業者根本毫無經營利潤可言」王中愷指出。

王中愷認為，如果業者生意都做不下去，那麼，風險管理做得再好，又有何意義？因此，他疾呼，經營期貨市場的大老闆們，在顧及財務面的經營之外，千萬不要只看市佔率，因為，很多公司的市佔率都是靠流血殺價、惡性競爭得到。最後，王中愷還是相當肯定主管機關以及期貨同業，對於「期貨商風險管理實務守則」推動之際的指導與配合。

第一場三十分鐘的發言，由主管機關金管會、證交所主管以及期貨公會理事長開場致詞，接著，才是進入這次「期貨商風險管理實務守則」實質宣導與範例說明。



金管會證期局第七組科長陳麗玟 東吳大學國際貿易系教授張大成

### 陳麗玟：風險管理實務守則實施後 業界才有明確的遵循方向

首先代表主管機關進行宣導說明的是金管會證期局第七組科長陳麗玟，她首先提到，國內自一九九八年開放期貨交易至今，初期並沒有針對企業的風險管理有太多著墨，「從今年四月四日開始推動實施『期貨商風險管理實務守則』後，主管機關和業者才開始對於期貨商可能面臨哪些經營風險？提出應該遵循的方向與實務守則。」陳麗玟指出。

陳麗玟認為，期貨商為什麼要重視風險管理？因為，市場經營環境變化日新月異，期貨商面對未來各式新金融商品時，必須要有風險管理之準備；另外，交易人一旦有鉅額違約或是自營部門產生鉅額損失，對於期貨商的經營也會產生重大衝擊；同時，交易糾紛頻傳，也會對期貨商之商譽及經營，產生影響。綜合以上三項關鍵影響，陳麗玟認為，風險管理對於期貨商的經營，確實具有相當重要的影響性。

至於期貨商可能面臨哪些風險？陳麗玟指出：「包括市場風險、信用風險、流動性風險、作業風險、法律風險以及模型風險等，都是期貨商可能面臨之風險」。

### 以鼓勵取代強制

陳麗玟在簡報中強調，「期貨商風險管理實務手冊」以及「期貨商風險管理實務守則」是兩大推動建立期貨商整體風險以及控管制度之核心所在；她進一步指出，「期貨商風險管理實務守則」的主要目標，不外乎在於(一)：鼓勵期貨商設置風險管理委員會，以強化期貨商風險管理架構機能；(二)：提昇風險管理人員或單位之功能，以落實期貨商的風險管理；(三)：揭露風險管理資訊，以提高期貨商業務經營的透明度；(四)：協助期貨商建立良好以及整體的風險管理制度，以提昇期貨商風險管理執行成效。「不過，我要強調的是，這四項目標的首要一項，即是以『鼓勵方式』、而非強制手段，希望期貨商設置風險管理委員會，進而協助董事會進行風險管理。」陳麗玟指出。

陳麗玟在簡報最後提到，今年四月四日實施的「期貨商風險管理實務守則」，主要適用對象以專營期貨商為主，「為了鼓勵專營期貨商

主動落實風險管理取代被動監理，金管會將以期貨商建立風險管理制度以及落實執行情況，作為評估期貨商辦理新種業務之參考！」她在簡報中指出。

也就是說，未來「期貨商風險管理實務守則」雖是以鼓勵方式取代強制要求，但是，期貨商是否主動落實執行成效，還是影響到能否順利取得新種業務經營的可能性！這也使得期貨商不得不重視「期貨商風險管理實務守則」在企業內部的推動執行。接著在陳麗玫之後報告的，則是接受委託研究期貨商風險管理必要性的東吳大學國際貿易系教授張大成。

### 張大成：期貨商經營風險持續增加 更應重視風險管理

張大成首先指出，期貨商為什麼要重視風險管理？通常含有三個層面因素，包括環境變化快速、科技日新月異以及主管機關要求所致。「因此，期貨商進行風險管理的必要性，包括來自(一)：期貨主管機關更加重視風險管理；(二)：衍生性金融商品持續開放，期貨商經營風險持續增加；(三)：為了順應國際金融監理機構風險管理趨勢，以便能與國際接軌；(四)：微利時代，期貨經營者必須求取風險以及利潤的平衡點；(五)：一九九〇年之後，國際陸續發生風險管理失當，包括美國橘郡(Orange County)財務長Bob Citron操作利率衍生性金融商品，造成十八億美元損失等，都讓期貨商風險管理益顯重要。」他分析指出。

另外，針對企業內部如何推動「期貨商風險管理實務守則」？張大成強調，在組織架構上，期貨商最好能夠設置隸屬董事會的「風險管理委員會」，企業若未設立「風險管理委員

會」，則可以由董事會負責相關業務；另外，他也指出，「風險管理委員會」主要是協助董事會擬訂「風險管理政策」，以建立企業風險衡量的管理標準。至於期貨商各類風險的管理機制如何設立？張大成進一步研究分析指出：「期貨商應訂定適當的各類風險控管機制，包括：各層級授權架構以及核定層級；呈報流程以及作業內容；風險衡量方法的評估與採用；以及適當風險限額與超額處理方式」。

同時，張大成也提出，期貨商在推動風險管理實務守則時，風險資訊的揭露很重要，「主管機關應該鼓勵期貨商在年報、期貨商網頁以及其他處揭露各種質化以及量化的風險管理相關資訊！」他在該簡報內容中指出。

張大成簡報結束後，主辦單位特別保留時間讓與會期貨商參與代表發問，各家期貨商參與代表則藉此機會詢問未來落實執行上，可能需要釐清的問題以及細節。無論如何，這場「期貨商風險管理實務守則」研討會，除了由主管機關以及期貨公會藉此宣導未來的遵循政策方向之外，似乎也意味著宣告：國內期貨商風險管理正邁向一個新紀元！

CNFA



期貨商風險管理實務守則宣導說明會，聚集來自國內各期貨商之代表。



# 邁向國際化 提升市場成熟度與效率性

開放外資參與我國期貨交易對國內金融市場的影響



**國**內金融市場正面臨著不可避免的國際化趨勢，同時也存在著許多投資面的限制。儘管國內期貨市場愈趨成熟，吸引不少外資的興趣，紛紛在台成立期貨商；不過，對於外資投資國內期貨的規定，產官學業各界仍有許多不同看法。

## 外資受交易目的與金額之限制

游智賢指出，目前外資在國內期貨市場交易時所受到的限制，包括了外資僅能避險的需要，在我國市場從事期貨交易；而且，對於外資所能夠操作的總金額亦有所限制。雖然國內現貨市場是開放的，但由於期貨與現貨市場的

期貨公會針對「開放外資參與我國期貨交易對我國金融市場之影響」，特別委託了政治大學周行一教授、與國立中正大學游智賢教授、林岳喬教授等人進行專題研究，將研究結果提供給業界參考，並邀集資深業者舉行座談會，就此議題進行與談。

◆撰文／攝影 林蔚文



連動性強，因此，外資不論是在現貨或期貨市場的操作，包括金額及部位，都有一定的限制。開放外資參與國內期貨交易最大的好處，是可以透過外國人的直接投資，為新興及開發中國家帶來先進技術，並提升金融體系的效率、並強化金融體質及競爭力，增進經濟發展。藉由國際資本的移動，輸入金融服務，有助於金融服務與產品更多樣化，並提升服務品質；而經由資金自由移動，得以調節資金的供需，促進資本市場的流動性，有助於邁向國際化、增加市場參與的廣度。此外，藉由外資進入本國市場，增加市場的效率性，能使價格迅速反應出來。

不過，外資參與也可能引發總體經濟的不安定因素。由於外資匯入，匯率一不安定，就會造成利率及物價的不安定，資本市場所面臨的風險將可能提高，也可能增加本國外匯市場的波動與風險。因此，開放外資後最令人擔心就是「風險」，包括交易量、流動性、與市場波動性，會不會引起太大的起伏？投資人是否能承受？此外，由於外資資金龐大，屆時，外資會不會操縱市場？也令業界質疑。

## 從韓國經驗看開放外資，有助於提升市場成熟度

若進一步探討，開放外資進入我國期貨市場交易時，將會對我國期貨市場、現貨市場、及外匯市場可能產生哪些影響？這份研究報告是以「韓國經驗」來做探討。游智賢指出，選擇韓國的原因包括：韓國同為亞洲國家，經濟發展、國民所得與金融情況與我國類似，同時韓國的期貨市場也是逐步開放，不像新加坡及香港是一下子全面開放，目前韓國外資占該國期貨市場交易量高達35%至40%者，占有很大比例。

根據研究結果指出，韓國在1998年5月進一步開放外資後，交易量呈現大幅成長的現象。在期貨市場的「波動性」上，開放後訊息的衝擊，對價格波動的影響因此減小，而波動性有降低趨勢，而且「市場深度」升高。同時，期貨市場的「市場效率性」提升，現貨市場的波動性並未提高，風險也沒有明顯增加現象，外匯市場的波動性也有降低趨勢。

因此，由韓國開放外資的經驗得知，開放外資不至於引發金融市場的不安定，反而有助

中正大學教授游智賢指出，開放外資參與國內期貨交易可以透過外國人的直接投資，為新興及開發中國家帶來先進技術。



群益期貨董事長孫天山表示，外資在國內的期券市場的比例愈來愈高，開放外資已是一股不可擋的趨勢。



於提升整體市場的成熟度，並能使市場進一步穩定發展。尤其是台灣近年來鼓吹要國際化、自由化，更應該積極開放國內金融市場，與國際接軌。

### 制度的建立勝過禁止，國內外交易者應一視同仁

游智賢也指出，根據韓國的期貨交易法令（Futures Trading Act）指出，對外資進入期貨市場與韓國投資人一視同仁。可見各國對於外資交易的限制，大多在於標的資產方面，對於衍生性市場著墨較少，因此我國對於外資在期貨市場的交易，似乎不需多加限制。

目前，限制外資僅能從事避險交易，將會抑制外資參與我國期貨市場的意願，我國監理機關的重點，應在不法交易活動的禁制與偵查，並防範不當的人為操縱市場情事發生；對於投資部位的限制等，應該對國、內外交易者一視同仁，而不應該有所區別。

外資不僅可以影響市場的動能、效率、深度、與廣度，更可將國內金融市場帶上國際舞

台。韓國的經驗雖不保證我國可以完全依照此模式執行，但他山之石可以攻錯。游智賢建議，政府應朝向制度的「建立」，而不是「禁止」，我國政府與民間在各方面，皆積極推展國際化與自由化。然而，我國在這些方面的進展速度與程度上，皆仍有發揮的空間。不過，他也認為我國經濟狀況的貿易倚賴度高、且金融市場為淺碟型，所以主管機關在匯率穩定性的考量下，開放的進程與速度，仍須考量我國國情。

### 外資參與度仍有提升空間，應加速將配套措施健全化

群益期貨董事長孫天山，對於開放外資也持正面的看法，他表示，目前外資在國內的期券市場的比例愈來愈高，開放外資已是一股不可擋的趨勢，外資進來以後，市場的基本運作將更有效益。由於外資擁有全球化的團隊，具有一定的紀律及KNOW-HOW，對於各種訊息的掌握速度快，這樣的條件，其操作的效率會遠大於一般的散戶。



但是他也認為，國內最大的問題，在於法人的比例太低，是一個「結構不完全」的市場，是一個90%的散戶與10%的外資在操作的市場。在開放外資參與國內期貨交易的前提下，政府與業者應加速將配套措施健全化，包括稅率的降低、對國內法人的束縛放鬆等等。同時，國內業者也應該快步跟上國外的腳步，包括人才及制度上的建立，才能與外資競爭。

同為專題研究團隊的政治大學商學院副院長周行一則指出，韓國對外資的管制寬鬆，外資進入韓國，對韓國期貨市場的流動很有幫助。在研究裡也發現，外資對韓國外匯市場也沒什麼影響，因此他認為台灣在開放外資的腳步上，應該更快一點，目前外資在台灣交易量，大約在5%至10%左右，參與度與國外相比，比例算是很低。

由於衍生性金融商品是一個技術門檻比較高的市場，一般散戶大都賠多賺少，這樣的市場若光靠散戶來撐，將愈形萎縮。周行一也說業者應該不要怕競爭，主管單位應開放外資交易，來改變市場的生態，市場必須競爭才會更

好，而且也會帶進更好的人才，健全市場的發展，他建議政府不要對外資有太多限制。

國外市場大多對外資的限制擺在現貨市場，政府對於國內及國外法人的監理一定要一致，對外資在國內股市的操作行為要嚴格監督。若有不法，一定要嚴懲，主管機關也應在稅制方面，做更深度的思考。

### 開放外資來台，對我國將更有利

元京期貨副董事長姁元忠表示，目前鄰近各國大多已開放外資，參與其期貨交易市場，不論是香港、新加坡、甚至泰國，對外資的限制並沒有那麼多。台灣不論在契約的設計上、及完整的產品線上，都有極佳的優勢，因此，若開放外資來台，對我國將比較有利。

姁元忠分析開放外資的幾項影響：外資市占率將會提升，預估會在20%至30%左右，交易量也會增加，對本土市場的期貨交易量也相對增加，由於量的提升，流動性當然也會增加。

至於在價格的波動性上，姁元忠解釋，在

政治大學商學院副院長周行一表示，主管單位應開放外資交易，來改變市場的生態，進而帶進更好的人才，健全市場的發展



元京期貨副董事長姁元忠表示，台灣在開放的同時，要有相關的配套措施，尤其是在稅方面，對於法人及外資的限制，也應較國際其他國家來得嚴格。



瑞銀證券台灣分公司副總裁程大鵬表示，站在外資的立場，比較樂見市場做更嚴謹的監控。



某些特定情況下，例如套利解除時，價格波動會增加。由於外資挾著龐大資金與部位，所以在某些時間，會對市場造成價格的波動。外資對某些訊息的反應也比較快、比較直接，但這些都是短暫現象；長期說來，外資產生的影響是平穩的。他認為，若市場參與者愈多，對訊息反應會更快，對價格機能會有幫助，因此，外資開放後，不論是在交易量或流動性，都有正面性的效果。

但是矧元忠也建議，台灣在開放的同時，勢必要有相關的配套措施，尤其是在稅方面，對於法人及外資的限制，也較國際其他國家來得嚴格。雖然台灣目前有散戶賠錢比例特別高的現象，但隨著交易商品多元化、交易複雜化慢慢改變，尤其期貨經理事業的開放，未來，應該要導引散戶委由專業法人代為操作。

### 市場持續開放，外資也會持續投入

代表外資集團的瑞銀證券台灣分公司副總裁程大鵬表示，每一家外資在全球各地都是一個國際性的機構，當外資要進入一個國家時，

一定會做各項研究，尤其這個國家是否是一個全面性的開放、自由的資本市場。外資特別在意市場的廣度及深度。市場的深度愈廣、波動性愈大，對期貨投資人來說是有利的。因此，廣度要夠大，流動性要夠，才是一個健全的市場。

程大鵬也表示，自去年起外資陸續在台申請加入期貨商行列，便是看好這個市場，若市場持續開放，外資也會持續投入國內市場。一般認為，外資擁有優先掌握資訊的優勢，其實是外資能有效利用全球的資訊優勢，來幫助在該國的操作。其實，外資有經常受限於語言、時間、及資訊傳遞的限制，但是外資往往願意付出較高的代價，來補足資訊的不足。

他也認為，開放外資後，不僅能活絡國內市場、提升市場效能，強化價格發現功能，還可以平衡投資者與避險者的比例，提升市場價格發現的效能，並促進市場國際化，提升台灣在國際市場的能見度，當然更可以增加稅收。

但程大鵬也不諱言的指出，開放外資後，仍有包括交易人的真實身份、國際熱錢會不會造成市場的不穩定、影響市場的波動性、及資金的來源不易掌握等隱憂。因此他建議，除了外資要自律外，主管機關也需對外資做有效的管理：例如保證金制度、期貨部位的監控、交易面的監控，以及產品的選擇、大額的交易、違反部位的限制、及緊急處分等等。站在外資的立場，比較樂見市場做更嚴謹的監控，因為規矩的交易不在乎嚴格的管理，嚴格的管理才能良幣驅逐劣幣，政府應該提供一個公平競爭環境，市場有競爭才會進步得更快。

ENBA

# 積極催生期貨基金之募集 延伸期貨服務事業之舞台

## 開放募集期貨基金之可行性研究

期貨基金（Futures Fund）之募集，是未來期貨經理事業十分重要的一環。公會向來對於募集期貨基金之推展不遺餘力，希望能藉此拓展期貨經理事業的版圖。因此，這次特別委託環球普蓋茨法律事務所，針對美國、英國及新加坡等三國，對期貨基金之發展經驗做深入研究，並提出可行性分析報告。

◆ 撰文／林蔚文 攝影／林志騏

從共同基金目前的發展趨勢來看，無法明確區分究竟是單純的證券基金？還是期貨操作基金？其間的界線也愈來愈模糊，若涉及不同的主管機關，往往需要協商，規定出商品的歸屬管轄。而且在公開募集或私募的情況下，期貨基金還會涉及到不同的信用法規，對將來的管理制度有很大影響。

### 美國期貨基金最重要管理精神，在於資訊充分揭露

環球普蓋茨法律事務所律師楊清筠表示，目前各國對期貨基金並無很精準定義，若要做比較明顯的區別，大都以「投資標的」來做區分。此外，各國的主管機關或管理規範，都會有重疊之處，例如：在美國，除了美國的全國







期貨公會委託環球普蓋茨法律事務所，針對美國、英國及新加坡等三國，對期貨基金之發展經驗做深入研究，並提出可行性分析報告。

期貨公會（NFA）外，還有商品期貨交易管理委員會（CFTC）。英國就比較單純，只有一個主管機關；而美國與新加坡都有兩個主管機關。目前兩國政府也積極規劃，希望要重新規劃整合，以減少管理成本。

環球普蓋茨法律事務所經理陳玉華也指出，美國在期貨基金上最重要的管理精神，就是「紀錄的保存」及「資訊的充分揭露」。尤其對期貨基金經理人（CPO）及期貨交易顧問（CTA）的操作績效及懲處紀錄，在美國相關單位的紀錄上都十分透明，可以讓投資人查詢。截至2003年底，美國就成立了3198支私募基金，只有57支公開募集基金，私募基金比例高達98.5%，可見私募基金之普及。這對於我國未來在期貨信託事業開放後，對於基金是否准許私募基金，與現行期貨交易法之相關規定似乎有些牴觸，可能仍有待商榷。

### 期貨基金、共同基金及對沖基金之差異

至於期貨基金、共同基金及對沖基金這三者之間的比較，陳玉華表示，基本上這三者之投資標的，並無太大不同，三者都可以投資證

券、期貨及其他資產，只是在投資比重上會有所不同。例如期貨基金可能以投資期貨商品為主，共同基金則以證券為主等。在操作策略上，期貨基金並沒有嚴格的限制，共同基金則有較嚴格的投資操作策略、及會計資產上的管理限制。尤其是對沖基金，基於追求絕對報酬的投資目標，在操作策略上會顯得十分靈活。

在募集與銷售對象方面，期貨基金與共同基金都是針對一般投資大眾為募集對象，私募基金則針對特定投資人，對沖基金則針對特定投資人或財力雄厚的投資人，不過從1985年，漸漸推廣到一般投資人。期貨基金在英國稱為「集合投資計畫」，環球普蓋茨法律事務所律師謝曉嵐表示，英國集合投資計畫之投資標的，以證券、其他投資計畫、受益憑證、投資信託、存款、衍生性商品、不動產及黃金為主。

至於新加坡的期貨基金，據環球普蓋茨法律事務所專員張如斐表示，可投資標的內容，包括了集中市場的期貨及選擇權契約、與適格當事人簽訂的OTC選擇權、遠期契約與交換合約、本地或外國公司發行的有價證券、貨幣市場工具或債券、黃金及現金等。

## 採用信託契約型比較適合，如何執行最重要

環球普蓋茨法律事務所律師符玉章則歸納出結論，他認為台灣在開放募集期貨基金上，重要的不是可行性與否？而是「如何執行？」如何在現有的法律架構及主管機關的規範銜接下，將制度推出？美國市場單是在2003年的基金規模，就增加1900億美金，可見市場之龐大！不過他也認為，美國的制度過於複雜，愈複雜的制度，會導致愈複雜的交易成本。

將來若開放期貨信託事業，除非能成立一個專門針對期貨基金、或是針對集合投資計畫的管理辦法，否則在既有的法規下，只能用行政命令的方式來做。在期貨服務事業上，不論是美國、英國及新加坡，都同時存在著「公司型」或「信託契約」等類型，但在我國制度下的公司法，並沒有這樣的規範，因此，若要施行公司型制度，可能要另外修法；而目前國內證投信公司採用的「契約法」，則比較符合期貨服務事業的性質。

在運作架構上，英、美、星等國皆有一個很重要特色，就是國外的期貨經理人，有權決定是由自行操作、或是委由更專業的經理機構

操作；反觀我國的證券投資信託事業，依規定是不准委外操作的。陳玉華認為，依照我國的法令制度，期貨服務事業運作模式，應該朝契約型的模式，可行性較高，也符合既有的法規架構運作。

美、英、新加坡期貨基金的特色，以美國來說，對基金的資產配置比較鬆散，主管機關並沒有做太多著墨，反而希望在風險揭露上，確保達到風險分散的計畫。國內並沒有期貨基金，只有共同基金及共同信託基金，對風險規劃、投資配置都有一定的規定。

## 期貨基金之管理，應有全面配套措施

每個國家對於基金管理，都有一套自己的思惟與重點。我國期貨基金到底應如何界定涵義？符玉章認為，還是用商品別方式較合適。從國外經驗來看，至少現貨商品不能超過總資產的五成。由於資產配置涉及到風險控管、閒置資金的運用、及財務槓桿比例操作等問題，將來在開放期貨信託基金時，這些問題都要有全面的配套措施。相較於國外的期貨交易量，目前國內的期貨交易量偏少，主要是因為國內現貨商品有限，將來若開放募集期貨基金、並

建華期經總經理江雲松認為，未來在期貨信託事業規範時，商品比例及風險都必須慎重考量。



環球普蓋茨法律事務所律師楊清筠表示，目前各國對期貨基金並無很精準定義。







可從事投資國外商品時，將有助於期貨基金之運作發展空間，可以讓投資區域擴大，而不再像目前的期貨經紀事業只限於國內投資。從運作平台來看，未來期貨信託事業之設置標準，符玉章建議可以三億元為參考標準，不過將來開放的業務範圍、及公募或私募等方式，都會影響到基金募集的規模。

至於期貨信託事業兼營的問題，符玉章認為，將來應將專業性及經驗值納入考量，尤其是目前期貨經理事業比較能屬於符合實際操作經驗，他認為未來在開放設立時，可考慮由期貨經理事業來參與設立，或接受委託操作。

### 執行歷程可分為短、中、長三期

目前依相關規定，期貨基金之募集屬於公開募集，私募並沒有明確規定，這樣將造成地下期貨盛行的管理大漏洞，所以主管機關應加以修法訂定。以運作主體來看，若是比照證券投資信託基金，建議以三億元為標準及相關規範。至於資金的運用，除了比照證投信的作法外，符玉章建議是否能考慮開放由第三者代操。無論是公募與私募，都能納入期貨信託事業管理的範圍，私募部分則可採差異化管理。

符玉章認為，我國開放募集期貨基金的執行歷程上，應該分為短、中、長三期來漸次執行。短期內，針對期貨交易法的授權，訂定行政命令來管理期貨基金，並開放公募及私募，運作架構可比照證券投資信託之規範，以利未來法規與管理的契合。

至於中期目標，則希望政府機關能儘速修法，關於期貨交易法中公募及私募的部分，符玉章認為要儘快加以釐清。其次，對於「期貨經理事業，非特定人不得募集期貨資金從事交易」等內容需加以釐清。第三，應確立非法從事期貨經理事業募集資金交易的罰則部分。長期來說，希望能修改期貨交易法，對於境外基金部分，目前政府允許證券投信可到海外募集資金，未來期貨基金也可以比照此方式辦理。

### 儘速開放募集，定義期貨基金

對於開放募集期貨基金，業界看法多傾向希望政府儘速開放，台証期經總經理吳建華認為，期貨基金必須先定義出來，目前除了台灣外，大陸也積極著手定義期貨基金。未來台灣不論是要走入國際舞台或與國際接軌，都必須先將期貨基金定義加以釐清。此外，關於公募與私募基金，以中國大陸的經驗來看，大陸對公募基金在風險揭露的要求較大，私募則傾向由公會或業界制約規範，吳建華認為可用本業規範來規範。

建華期經總經理江雲松則認為，未來在期貨信託事業規範時，商品比例及風險都必須慎重考量。尤其是私募基金，希望能儘早放行，以期貨經理事業的經驗來看，要追求穩定成長的績效，商品多元化是關鍵因素，而期經公司也會因此採用不同分散策略的經營。