

# 期貨人

2002年三月創刊 《總號第028期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2008

第四季



人物專訪

## 以獨特經營方式 展現傲人績效

專訪澳帝華期貨決策長呂常愷談經營理念

封面故事

## 金融風暴中的自救之道

善用期貨與選擇權另創藍天

專題報導

「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座

國際交流

## 期貨新商品－差價合約

澳洲CFD商品發展現況及經營實務

特別企劃

## 蛻變中的臺灣期貨市場 是機會？還是挑戰？

期交稅調降有限 業者呼籲全面檢討稅制

# 2008「期貨從業人員法律實用講座」

## 一技在身可以謀生 法律在身可以防身

**課程目的：** 為使非法律系之期貨從業人員具備正確的法律觀念，特邀請國內知名，對法律、財經法有專研之教授、法官及檢察官，以活潑生動、實際案例的講解方式，透過完整的系列性課程，協助各非法律系之期貨從業人員在日常工作、生活中避免誤觸法網，讓法律能夠成為輔助工作之助力。

**參加對象：** 會員公司之主管、稽核，以及對法律有興趣之從業人員。

**課程內容：** 包括行政類、民事類、刑事類、其他類等4大類。

**上課日期、地點及報名截止日：**

期別	上課日期	上課時間	地點	報名截止日
第3期(高雄班)	97年11月07日   97年12月20日	星期五 18:30~21:30 星期六 10:00~17:10	實踐大學推廣教育部 701 教室 (高雄市苓雅區苓南路2號)	97年10月31日
第4期(台北班)	97年12月05日   98年01月15日	每週一、三、五晚間 18:30~21:30 隔週六全天 10:00~17:10	華亞國際會議中心 B&C 會議室 (台北市復興北路99號6樓)	97年11月27日
以50名為限，額滿為止。				

**報名方式：** 一律採取網路報名(網址: <http://www.futures.org.tw/>)。  
報名同時應完成繳費手續，並將匯款單黏貼於報名表下，  
傳真至(02)2772-8378，始視完成報名手續。

**費用：**

- (1)全程免費，為維持上課品質、避免浪費上課資源，參加者應繳交保證金NT\$5,000元。
- (2)凡有缺課或違反上課相關規定者，將扣繳保證金。
- (3)符合上課規定，結訓後將無息退回保證金NT\$5000元。
- (4)詳細扣款規定，請參閱招生簡章。

**全程免費請從速報名**

**主辦單位：中華民國期貨業商業同業公會**



## 機會 v.s 挑戰



謝夢龍

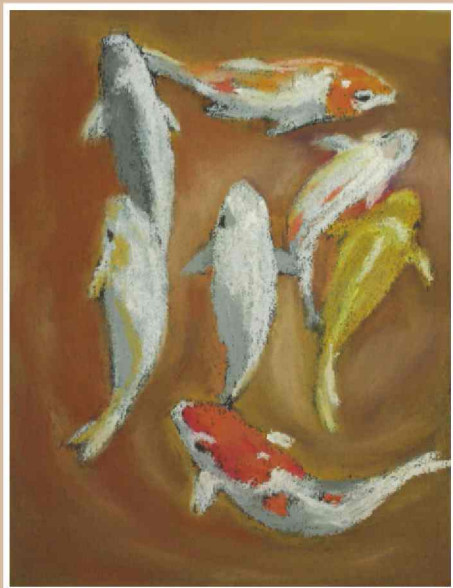
由於美國房地產的泡沫化，導致了自1930年經濟大蕭條以來，全球最嚴重的金融風暴，其中原因錯綜複雜；主要在於金融機構的風險控管不當，當銀行把貸款的債權“證券化”之後，到處轉賣，讓資金更加活絡，同時也把風險全數移轉出去，使得投資銀行對於債權人的徵信，喪失了以往的嚴謹度，讓風險管理蕩然無存。而華爾街的理財專家們，爲了分散風險，將手中的債權美化包裝，成爲複雜的衍生性金融商品，透過理財專員的行銷，轉賣給一般散戶，當他們嚐到賺錢的甜頭之後，更加絞盡腦汁，發行各式各樣的新商品，以吸引更多的購買者。這段期間，美國政府的監管機制未能發揮監管功能，讓這些理財專家們，肆無忌憚的發行各種衍生性金融商品，而這些機構的CEO們更是坐擁高薪，以往金融市場最重視的道德理念，早已束之高閣。更弔詭的是，國際間知名的金融信用評鑑機構更是後知後覺，令人對其信用評鑑之能力及功效，畫上了大大的問號。總之，風險控管失策、浮濫發行衍生性商品的失當、監管機構的失能、信用評鑑機構的失信，種種糾結的因素，終致引發這次的金融海嘯，並擴及全球。

受到這波風暴的影響，臺灣股市也隨著國際情勢應聲倒地，其他金融業種也受到不同程度的波及；在此同時，政府祭出了許多強力的措施，以圖挽救股市。公會爲了配合

政府的救市措施，在全省各地舉辦了八場「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座，邀請期貨業界資深的專業經理及王牌講師，現身說法，教導現貨投資人如何利用期貨與選擇權避險及創造獲利。本期期貨人也特別專訪了在這次股災中獲利良好的自營商及操盤人，透過他們的經驗傳承，宣導期貨市場的避險功能，並解析如何善用現貨、期貨與選擇權的交易策略，在這股金融風暴中找出自救之道。在這段期間，臺灣期貨市場的交易量不減反增，足見避險交易量確實有相當的成長，相信對現貨市場的穩定有一定的助益。

在此風起雲湧之際，台灣期貨市場自第四季起，隨著期交稅的調降，以及期交所推出的一連串新制度，勢必掀起一番重大的變化。當投資人對衍生性金融已是驚弓之鳥的當下，這些新制度的推出，到底是業者的機會？還是挑戰？應該是業者深思的方向。鑑於此次金融風暴的教訓，大家應痛定思痛，記取避險基金鼻祖索羅斯說的，他的成功不是來自於猜測正確，而是來自於承認錯誤。就投資人而言，未來對金融商品的投資應更加謹慎；就業者而言，爾後勢必要提供更公開、更透明的資訊及作業，才能獲得投資人的信心。如此雙方都會以更成熟的態度面對金融市場，或許對未來期貨市場的發展才有正面的效應。

CNFA



封面畫作 謝夢龍 魚樂系列 - 自得

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鳴珩

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會  
台北市安和路一段27號12樓

電話 / 02-87737303

傳真 / 02-27728378

網址 / [www.futures.org.tw](http://www.futures.org.tw)

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

總編輯 / 謝夢龍

編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司

地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓

電話 / 02-86676715~7

定價 / 每本200元

傳真訂購 / 02-27728378

匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會

匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行

匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明  
訂購者姓名、電話、寄送地址。

中華郵政台北誌字第793號執照登記為  
雜誌交寄

## 總編輯的話

### 1 機會 v.s 挑戰

謝夢龍

## 人物專訪

### 4 以獨特經營方式 展現傲人績效

Ken

專訪澳帝華期貨決策長呂常愷談經營理念

## 封面故事

### 8 金融風暴中的自救之道 善用期貨與選擇權另創藍天

10 談金融危機下，期貨市場的角色扮演與功能發揮  
中國信託商業銀行證券部副總經理牛繼聖

Kevin

14 談如何以深化交易策略在逆勢創新高  
寶來曼氏期貨自營部副總陳香君

Clare

17 談投資人如何利用期貨市場避險、獲利  
群益期貨自營部副總經理陳啓華

王克庭

21 談操盤真諦－不在賺多少，是在如何不陣亡！  
金鼎證券期貨自營部副總劉懋楠

Alex

26 如何善用現貨及期貨市場 在不景氣中找商機  
專訪大華證券期貨自營部團隊

賴育澍

29 現貨投資者如何自期貨與選擇權交易中獲利？  
專訪國票綜合證券期貨自營部協理周繼成

Logit

33 做好資金與風險控管 抓住機會與時機  
日盛期貨自營部經理顏雅嫻談獲利之道

王克庭

37 優異績效來自於嚴格風控及明確的獎金制度  
莊逸哲暢談如何帶領凱基期貨自營部創造佳績

Alston



# 目錄 CONTENTS

## 專題報導

### 41 「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座

### 43 轉進期權市場 尋求最佳解套辦法

元大期貨顧問部副總洪守傑

### 44 善用公開資訊 扎實基本功求勝

大華期貨協理吳松濤的建議

### 45 期交稅降低之際 轉進期權 操作當沖

群益期貨經理陳威廷

### 46 聰明搭配台灣50的選擇權交易策略

凱基期貨顧問部副總許庭禎

葉紫華 / 整理

葉紫華 / 整理

葉紫華 / 整理

葉紫華 / 整理



## 國際交流

### 49 期貨新商品－差價合約

### 50 期貨新商品－差價合約簡介 (Contract For Difference, CFD)

### 60 各國差價合約之比較

### 63 澳洲CFD商品發展現況及經營實務 專訪明富期貨投資顧問王佐鳳驥

張祥麟

張祥麟

Ken



## 特別企劃

### 68 蛻變中的臺灣期貨市場 是機會？還是挑戰？

### 70 期交稅調降有限 業者呼籲全面檢討稅制

### 78 期貨市場新制度介紹

葉紫華 / 整理

葉紫華 / 整理



## 以獨特經營方式 展現傲人績效

### 專訪澳帝華期貨決策長呂常愷談經營理念

撰文:Ken

澳帝華期貨在台灣成立3年多，卻以亮麗的績效，引起大家的側目。該公司在台灣的經營策略，完全以期貨和選擇權自營為主，員工編制僅為10人，如何創造出如此亮眼的成績？決策長呂常愷就該公司特有的經營策略，做了詳細的闡述。

#### 鎖定期貨自營業務為經營主軸

「對於澳帝華期貨公司的背景，大多數人皆以為這是來自澳洲的外資期貨商，事實上，澳帝華期貨的母公司是在荷蘭。」呂常愷一開始先介紹他所屬的公司背景，讓大家釐清了澳帝華期貨的發源地。

澳帝華期貨是1986創立於荷蘭阿姆斯特丹市，至今已有22年的歷史。歐洲總部所在地-阿姆斯特丹，約有員工350人；美洲總部位於美國芝加哥，約有員工80人；亞太總部位於澳洲雪梨，約有員工150人。在亞太地區另設有三個子公司，分別在香港、日本及台灣，目前台灣的員工編制為10人。不論母公司或各地的總部及分公司，所有的營運皆以“期貨自營”業務為主，完全不涉足經紀或顧問其它業務。

呂常愷說：「我們的觀念是“貴精不貴多”」。對於這樣的經營策略，澳帝華也是



「人才是澳帝華成長最重要的因素之一。」硬體的資訊系統，是基礎的配備，但是人才的培訓卻是成長與發展的基石。



經過相當審慎地評估及研議而達成的。最主要的原因在於，以一種業務為經營主軸，可以集中所有的資源，不論在策略研發或交易研究上，都可以專精地發展。

### 跨國經營需配合當地法制及文化

對於澳帝華期貨這樣的跨國企業而言，各國分支機構的經營上，首要之務是因應各國不同的文化差異，了解當地的法規制度，擬定出適當的策略，才能有良好的績效。呂常愷指出，其實西方國家像美洲、歐洲，甚至澳洲，他們的觀念及想法都十分相近，所以在文化上的差異性並不大，因此在管理模式，以及一般事務性的做法都是大同小異的，在全球的人力資源輪調（Global Rotating）上是很常見的。

但是東西方國家仍有差異，最大的不同在於法規制度面。以澳帝華這樣專做期貨自營的公司為例，在歐洲地區，只要一間公司（位於阿姆斯特丹）有執行業務的執照，就可以在其它國家，像是英國、德國或法國等地，申請電子交易直接入市（Direct Market Access）交易，美國也是一樣。但是在亞太地區，由於期貨交易起步較歐美國家晚，再加上法規制定嚴格，且各國規定又不同，因此，他們必須在亞太地區的各國（香港、日本、台灣）成立子公司（sub-office），負責當地的交易執行；另一方面，因為語言及文化的隔閡，當地的交易人員僱用就更為重要。相較於歐美國家，這一點就有很大的差異性。

### 造市者進入新興市場三大考量

對於澳帝華期貨做為造市者而言，在選擇進入一個新興市場時，最重要的考量因素，呂常愷給了一個清楚的答案，就是「利潤、成本、法制」。

任何企業進入一個市場，首要考量的當然就是是否有利可圖，像是報價的價差（spread）是否能讓造市者在發揮造市功能的同時，也能賺到錢。其次是成本考量，進入一個市場要投資多少金額、要用多少時間等等，這些都是需要做精密的計算。這其間還包含了稅賦的考量也是相當重要的，如果一個新興市場的稅制不合理或太高，造市者的成本當然就水漲船高，讓造市者不願進入這個市場。他指出，這次台灣調降期交稅，對於造市者來說，就是一項很大的激勵，對市場的交易量及競爭力來說，絕對是有助益的。

最後，呂常愷強調，法制健全是最重要的根本。他認為，一個市場沒有健全的法律規範做為後盾，就算利潤再大，成本再低，也是不會吸引投資人進入的。因為沒有法律規範的保障，投資者所投入的一切，都可能無法得到應有的保護而受到損害。

### 進入臺灣期貨市場的三大考量要素

對於當初澳帝華期貨為何選擇進入臺灣期貨市場，當初的決策過程著眼於哪些的要點，呂常愷也做了詳細的說明。他說：「交易量、流動性、法規制度是三大考量因素。」

澳帝華期貨公司自1998年開始，首先相中了香港的期貨市場，接著在2003年、2004年開始進入了日本及韓國的期貨市場，都有不錯的斬獲與成績。2004年底開始積極籌畫在台灣成立期貨公司，並在2005年正式登場，成為臺灣期貨市場的一員。

籌設之初的考量因素有三大要因：第一、台灣期貨市場當時的交易量已經相當大，若純粹以交易量來說，它已經是一個相當成熟的市場；第二、由於交易量夠大，其流動性也不錯，對於一個自營商或造市者來說，流動性風險的考量是很重要的；第三、台灣的法規制度相當健全，對於澳帝華這樣專業的外資交易人來說，法規制度健全的重要性是絕對必要的。呂常愷說：「一個法規制度不健全的市場，是不會對國外的期貨投資人產生吸引力的。」

## 「貴精不貴多」的經營策略

澳帝華期貨始終都是以自營業務為主，秉持的經營觀念就是「貴精不貴多」，自營業務是澳帝華唯一專門的項目，在台灣也不例外。呂常愷說：「因為業務單一化，因此所有的資源投入之所在，就僅此一項，不會因為業務種類太多而分散，因此無論是在策略的研發或是交易面的研究上，相對也會比較專精。」

他指出，“人才”和“資訊”是推動澳帝華期貨公司業務成長的最重要的致勝關鍵。雖然只有自營這一項業務，在台灣的经营策略上，他們仍會不斷地招募新人，培育

優秀的自營人才，以及發展更安全、穩定、快速的資訊系統，做為未來經營發展的目標。隨著在台灣業務成長，他們也將積極考量加強“人力”及“資訊”的投資，抱持永續經營的理念，深耕臺灣的期貨市場。

## 積極培育人才 奠定發展基石

「人才是澳帝華成長最重要的因素之一。」對於澳帝華期貨來說，硬體的資訊系統，是基礎的配備，但是人才的培訓卻是成長的與發展的基石。

呂常愷對於該公司的人才培育計畫，做了具體的說明。目前澳帝華期貨招募人才的作業，主要都是以大學新鮮人為對象，而且沒有主修科目的限制。他們認為，大學教育是對人才的普遍性，而非一技之長的訓練，只要能通過大學的教育且成績優異的學生，他們就認為是符合基本資格的。通過基本資格審核後，該公司會給予數學測驗，考驗這些新鮮人對於數字的概念和敏感度，再透過三輪的面試過程，確認個性特質吻合澳帝華的企業文化，就正式聘用，展開為期三到六個月的試用期。

在試用培養期間，他們會不斷去啟發新人，讓他們能發揮潛力，並且提供專業訓練。在這樣的過程中，還是會有淘汰的機制，而且淘汰的比率不低，一般來說30%~40%的淘汰率是很正常的。呂決策長說：「當然這也要看每一批新進人員的素質而定，但是去蕪存菁，是有必要的。」



## 良好的風險控管是致勝關勝

澳帝華期貨在臺灣屬於小而美的期貨公司型態，極少數的人員編制，創造了令人稱羨的優異績效，對於這點，呂常愷非常謙虛的說到：「論起績效，我個人認為有其他的機構表現更好，但是澳帝華期貨的風險控管，才是我們引以為榮的強項。」

專精於自營業務，不分散資源固然是澳帝華期貨的成功要素之一；但是在呂常愷的眼中，另一個重要的因素在於「風險控管」。他個人認為，相較於其他機構，該公司的績效未必特別突出，但是，他們的風控能力是相對優於其它期貨商。

談到該公司如何做好風險控管之際，呂

常愷展現了難得的自豪語氣，他說：「我們的風險控管，並不是只靠一個風控長或是一組風控人員在負責，而是將風險控管的精神和觀念，灌輸在每一個澳帝華員工的心中，也就是說，每一個人都是風險控管的負責人。」

澳帝華期貨的風險控管理念認為，在瞬息萬變的衍生性金融市場，單靠一個人或是一個部門的「風險控管」，都是屬於事後的觀念；唯有讓每位員工都了解「風險控管」精神和意義，使員工都能在事前就對自己的工作做好「風險控管」，才是防範於未然的最佳途徑，這也是澳帝華在經歷二十多年來多次的金融動盪，仍然在市場中穩健成長的最大原因。

CNFA



**Charles Lui 呂常愷**

**Head of Taiwan Operation  
Optiver Taiwan Co., Ltd.**

澳帝華期貨台灣區決策長呂常愷，主要是負責台灣分公司的策略發展及營運管理，前一個職位則是澳帝華台灣區總經理及資深顧問，同時也是澳帝華澳洲亞太區總部經理。

呂常愷畢業於澳洲新南威爾斯大學商學系，在台灣、香港及澳洲等地擁有豐富的自營操作及自營管理的經驗。



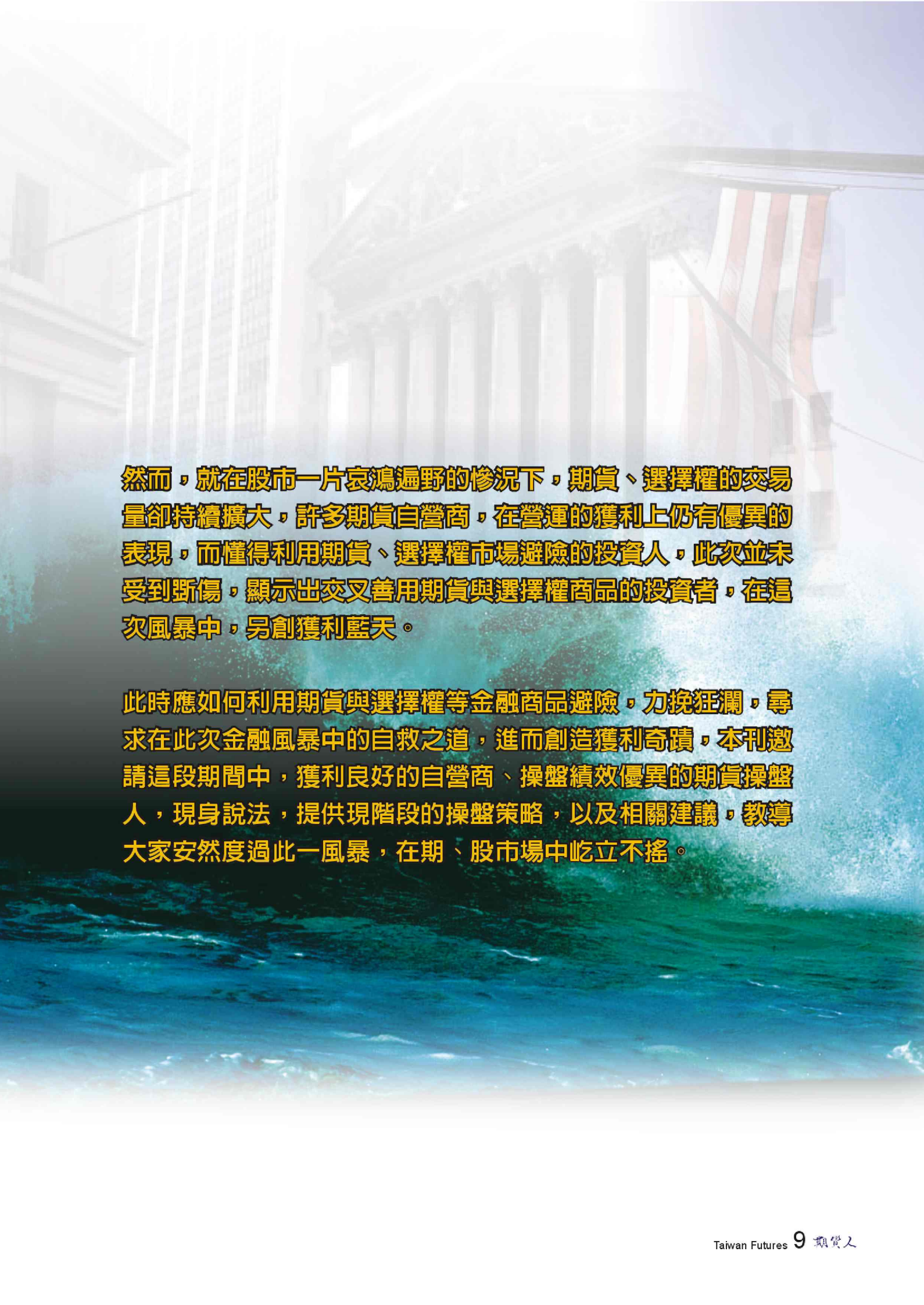
# 金融風暴中的自救之道 善用期貨與選擇權 另創藍天

這波國際金融危機，始於泡沫化的房地產，風暴延燒到全球股市，導致各國股市崩跌，全球股市進入百年僅見的大恐慌。不論歐洲、美洲、亞洲，各國政府無不使出渾身解數，試圖找出對策，以免全球金融體系的崩潰。

在這波股災中，臺灣的股市亦無法倖免，至截稿前，下跌幅度超過四成以上，恐慌性賣壓、融資斷頭、多殺多的劇情，仍在不斷的上演中。

其間，馬政府提出了證交稅減半、期交稅降至十萬分之四的誘因，國安基金也進場強力護盤，10月1日更是罕見的祭出全面禁止放空的鐵血政策，但是種種措施，似乎也阻止不了投資人信心崩潰的劣勢。





然而，就在股市一片哀鴻遍野的慘況下，期貨、選擇權的交易量卻持續擴大，許多期貨自營商，在營運的獲利上仍有優異的表現，而懂得利用期貨、選擇權市場避險的投資人，此次並未受到斷傷，顯示出交叉善用期貨與選擇權商品的投資者，在這次風暴中，另創獲利藍天。

此時應如何利用期貨與選擇權等金融商品避險，力挽狂瀾，尋求在此次金融風暴中的自救之道，進而創造獲利奇蹟，本刊邀請這段期間中，獲利良好的自營商、操盤績效優異的期貨操盤人，現身說法，提供現階段的操盤策略，以及相關建議，教導大家安然度過此一風暴，在期、股市場中屹立不搖。

# 談金融危機下，期貨市場的角色扮演與功能發揮

## 中國商業銀行證券部副總經理牛繼聖

撰文：Kevin

### 國際金融危機對台灣期貨市場的影響

美國次級房貸問題，引發了一連串的金融系統性危機，從二房機構及AIG被美國政府接管、雷曼兄弟投資銀行破產、金融機構間信用停滯、纾困方案在美國國會上演政治大戰、歐洲政府決定擔保存款，甚至連部分國家政府都面臨破產危機，這麼多重大事件，在極短時間內發生，讓全球不論是專業還是業餘投資人都理不清楚頭緒。身為專業交易員，面對金融史上最高的不確定性，唯一能確定的就是現在每天發生的事件，都會成為未來教科書的經典教材。

當金融海嘯傳到國內，將大盤指數攪破6000點（截稿時），在股票市場及期貨市場，不論是專業投資機構還是散戶大眾，無不被震得人仰馬翻，受傷慘重。尤其在期貨市場，更出現許多史上難得一見的現象：

1.九月份當月有三天，各項指數期貨幾乎都是漲跌停板，在期貨史上，這種現象一年也難得出現一次；且當月代表台指期上下動盪幅度的波動率是60%，相較於「太平盛世」時的2006年，全年平均波動率只有18%，九月的波動率簡直是

接近天文數字。

2.衡量選擇權價值高低的「隱含波動率」，動輒超過50%，且居高不下。相對2005~2007年，隱含波動率大多在15%~30%之間，就算是2004年319槍擊事件後的50%，那也只是曇花一現，從未發生像現在的狀況。



### 牛繼聖小檔案

#### 現職 /

中國信託商業銀行 證券部 副總經理

#### 經歷 /

2004.6~2005.6中國信託證券 衍生性商品部 協理  
2001.7~2004.5元大京華證券 金融交易部 副理

#### 學歷 /

卡內基麥倫大學 物理系 博士  
清華大學 物理系 學士

#### 專長 /

股權衍生性商品自營交易、造市、避險，以及結構型商品設計與評價



- 3.在政府接連禁止平盤以下放空與完全禁止放空後，台指期逆價差一度擴張到許久未見的2.5%。

## 危機下的轉機－期貨市場交易量不減反增

此次金融危機，許多專家將很大一部分的原因，歸咎於複雜的債務，以及過度包裝的信用衍生性商品。但是這次危機反倒造就了另類機會，讓許多相對單純、透明的衍生性商品（例如：股價指數期貨與選擇權等），能夠充分發揮避險與投機功能。

以國內市場為例，這一波指數從9300點到5200點，股票成交量從1500億左右降至600億左右，融資從3600億腰斬到1700億，但我們觀察，期貨與選擇權交易量並沒有受到太大影響。9月份大台指與小台指交易量反而創今年單月新高，9月台指選擇權交易量，也同比最活絡的5月少了12%。我們可以看到，不但期貨市場未隨現貨市場衰退，反而交易的需求更能被激發出來。

## 期貨商品在股市低迷時刻的商機

期貨商品在越是空頭的時候，越能彰顯與現貨操作上的差異，首先就是避險的功能；其次是短線交易工具；最後是價格發現功能，分別說明如下：

- 1.避險功能：對於專業投資人來說，管理的股票部位動輒數十億到百億，如果在短時間之內大幅減持股票部位，首先要面對的問題，就是立刻實現帳面虧損，

其次是自己的賣壓可能刺激出更多的賣壓，也就是個股流動性問題。這個時候期貨就提供了很好的損益管理功能，而且以現在大盤期貨成交量，以名目本金計算常常要超過現股交易量，再加計選擇權的交易量更為可觀，足以替現股市場分擔許多賣壓。

- 2.短線交易：現在市場動態一日數變，美國國會的表決、政治人物的發言、銀行的併購等種種事件，使得全球變成一個24小時都需要繃緊神經的市場。現行股票現股是無法當沖的，而且一般投資人常使用的資券當沖也被暫停，所以造成股票交易風險大增，許多投資人望之卻步。這個時候期貨市場就提供難得的短期當沖交易與管理當日買進現股損益的工具。
- 3.價格發現：當許多股票碰到漲跌停板時，市場上潛在買賣雙方願意成交的價格就不為所知了，這時期貨交易的位置，至少可以提供市場對指數的預期價位，它不但是很重要的交易決策參考，也可以直接在期貨市場作適當的風險調整。另一項比較容易被一般投資大眾所忽略的資訊是選擇權之隱含波動率（可以參考期交所公告之VIX指數），是市場對於未來一段時間指數變動程度的很好的預估值。

## 推廣利用期貨市場避險的最佳時機

今年下半年以來的市況，對於專業交易員或投資經理人，都是非常嚴酷的考驗。不

過可以從種種跡象看出，大家對於避險的認知與執行有很大的提升。不但期交所公布的投信業期貨倉位顯示避險的部位持續增加中，而持有長期投資部位的法人，也常聽說在市場上尋找避險的解決方案。

因為此次市場的動盪是屬於結構性的改變，很難在短期之內完全解決，所以如何有效避險的議題，將持續是法人關注的焦點。

### 現貨及期貨之搭配策略

使用期貨避險之前，需分析被避險之投資組合與指數之間的相關性與避險比例Beta，高相關性代表避險之有效性，Beta代表每單位之投資組合名目本金需要多少名目本金之期貨來避險。

參數確定之後，重點就在進場時機，就是要注意建立避險部位的絕對價位，以及當時的期貨與指數間價差，接下來就是跨月避險的轉倉技巧與時機。這些交易技巧上的差異，可能使每個月的避險效果最多相差1%~2%。雖然產業類指數期貨相對於台灣加權指數期貨的流動性要差很多，但是因為被避險的投資組合產業成分不一定與大盤相近，為了追求避險有效性，還是可以考慮搭配電子、金融、傳產等指數期貨一起操作。這些期貨只要不是為了短線交易目的，而是著眼於中長線避險效果，花一些功夫還是可以建立足夠的部位。

另外一個可以使用的策略是Covered Call（掩護性買權），適用於持有權值股票

投資組合，且期待大盤反彈後就出清部位的操作策略。實際的作法就是配合股票投資組合的價值，賣出履約價在大盤反彈目標區左右的買權，如果大盤沒有反彈，就收取權利金增加收益；如反彈超過目標區，則股票在目標區以下的獲利可以落袋，同時買權上檔的風險也可以藉由股票組合避掉。搭配此時買權都很貴（隱含波動率很高），但權利金的收益很可觀。

### 黑天鵝 v.s 白天鵝 永遠做好最壞的打算

首先要建立一個觀念：「明天的市場可能顛覆你多年累積的交易經驗」。套用最近流行的一本交易相關名著的用語「黑天鵝」，這個名詞以前用於描述很不容易發生，但會帶來致命影響的事件。應用在目前市況，我們反而可以說三天兩頭都可以看到黑天鵝，白天鵝很稀少。所以在建立部位時，千萬不要認為什麼事情是不可能的，永遠做好最壞打算。

也就是說，建立部位時要先作「情境分析」做為風險控管依據。譬如明天一覺起來，如果美股漲跌10%，我可不可以承受這樣的損益？或是如果再加上明天隱含波動率上升到80%，我會被強迫平倉嗎？

傳統選擇權造市者大多是淨賣出選擇權，期望收取時間價值來獲利，這在「白天鵝」的世界裡是有很高勝算的，但是自從9月黑天鵝出現之後，其實是同時買進買權與賣權獲利頗豐。同時買進買權與賣權就是預期市場會有大幅波動，不論是漲或是跌，



只要幅度大到能夠超過所謂權利金「時間價值」的耗損就會獲利。加上最近市場對未來波動預期一直往上調升，所以時間價值不但沒有耗損，有時反而增加，套用交易的術語是常常享受到「free Gama」的好處。

當然可能的風險是如果市場危機緩解，前景比較明確時，這時市場波動的未來期望會大幅降低，選擇權權利金也會隨之大降。不論如何，因為是買進選擇權，最大的損失就是全部權利金，同時也沒有強迫平倉的風險，很適合一般投資人。

### 給進入期貨市場新手的建議

對於進入期貨市場的新手，以現在的市況來說挑戰性真的很高。如果要嘗試的話，首先是規劃自己能夠承擔的部位大小限制，與嚴格設定停損點，不要因為投機交易而傷害到個人的財務狀況。另外一個建議是盡量不要隔夜留倉，因為歐美市場常發生令人意外的發展，第二天的盤勢往往不是台股本身的基本面與技術面可以決定的。

如果一定要留倉的話，可以參考使用買入選擇權的策略，以控制最大可能損失，或是從避險操作的角度出發，與自己手上套牢的股票搭配操作，以減少國際市場所帶來的系統性跌價風險。

### 媒體誤導，挫傷期貨市場功能

隨著最近大盤頻頻探底，各方輿論充斥對股票放空敵視的言論，同時連累期貨市場



中的空方，被懷疑有打壓市場的嫌疑。這真是欲加之罪何患無詞，平心而論，期貨每口成交都會產生多方與空方，但是多方平倉時就成為空方，空方回補時就變成多方，多方與空方的角色本來難以判定，據以判斷是誰影響市場下跌的評論更不可信。

誇張的是，最近看到某媒體引述，認為有人大量作空期貨以打壓股價來獲利，過了兩天，又另一媒體引述另一專家之發言表示，外資套利操作是作多期貨同時打壓現股，兩種說法自相矛盾，但都將股市下挫的原因推託給期貨操作。

### 期貨操作對於盤勢影響的正面作用

國際股市動盪自有複雜的心理與經濟上的因素，這種市況絕對不是期貨市場能夠影響的。事實上，在這波全球連動式的金融危機，股市崩盤的狀況下，我們反而應該探討，期貨市場的避險功能，到底替現貨市場提供了多少緩衝的效果，讓期貨市場正面性的功效備受重視，以正視聽。

CNFA

# 談如何以深化交易策略在逆勢創新高

## 寶來曼氏期貨自營部副總陳香君

撰文：Clare

期貨自營業種中，女性是少數族群，能夠出類拔萃的又是極少數，陳香君就是其中之一，寶來曼氏期貨的同仁最喜歡用“人小志氣大”來形容她。個頭不大的陳香君，以冷靜的語氣，清晰的條理，陳述如何在這波金融風暴逆勢中創造獲利。

### 哀鴻遍野中 應透過期貨選擇權避險

現貨市場今年從520的9309高點轉弱，在跌到8000、7000、6000點關卡都有投資人逢低搶進，截至10月1日為止，台股指數已經跌至五千多點，住套房的投資人一籬筐，爲了穩住跌勢，金管會規定全數上市櫃股票一律不准放空，更讓原本有意反手作空的投資人哀鴻遍野。

但在這時候，9月單月獲利仍然創新高的寶來曼氏期貨自營部副總陳香君表示，期貨具備避險、投機、價差、套利等特性，若投資人手上持有股票，不想輕易殺出，後續情勢又不明朗，就可透過期貨選擇權避險。尤其投信基金有最低持股限制門檻，更應透過期貨避險。假設手上有現貨部位，透買入賣權（buy put）或賣出買權（sell call）看空，把部位鎖住，在外暴露的風險才不會過大。

陳香君觀察，近期選擇權的波動率相當



高，波動率（VIX）指數亦稱爲“恐慌指數”，指數大跌時，導致波動率飆高，若此時進場買進賣權（buy put）看對方向，除了賺到delta值外，還會賺到波動率。舉例來說，假設某一口賣權的權利金爲100點，9月的波動率從35%往上飆高到55%，1%對應到選擇權權利金爲6點，在其他的變數不變下，光因爲波動率的變動，這一口選擇權的權利金就暴增至220點，增加120點。



所以當指數崩盤時，造成VIX波動率飆升，但若指數走勢趨於緩和，波動率反應將會緩步走跌，陳香君建議，屆時可以使用賣出買權（sell call）小幅看空為股票部位避險。

## 觀念要正確 風控更重要

期貨商品高槓桿，不論多空都可操作，不過陳香君建議投資人，一口台指期的保證金10萬元，投資人不能算得好好的，只用這些資金操作。因為期貨槓桿高，以5000點的合約計算，10萬元保證金操作的是100萬元的合約價值。陳香君提醒投資人，不能用現貨的資金觀念來操作期貨，若一口台指期搭配的資金是30萬元，就可以因應市場波動遭到追繳的風險。

尤其期貨、選擇權，風險控管非常重要，市場波動很大的時候，投資人評估風險外，還要有因應對策，例如操作口數要減碼或是準備更多保證金，若是開盤就跌停，以前20萬元做一口，現在可能要增加，或使用選擇權買方避險。

目前金融市場連動相當密切，投資人最好能夠熟悉景氣的循環，了解各個市場互動的關係，例如操作台股時，還必須觀察美股、亞股，以及債市、匯市、商品市場的連動。

陳香君指出，以一個景氣循環而言，景氣從高點反轉，先由債市至股市，連動到商品崩盤，整體景氣衰退，需求減緩，若回春

後，又會開啓另一個新的循環。投資人透過基本概念，了解資金在幾個市場流動，景氣在哪一個位置，將更有利於投資。

目前投資人可以採取波動率交易、強弱勢交易等策略，她進一步透露，政府護盤還是以權值股為主，在預估指數還會下跌的情況下，可採取買權值股、空期貨的策略。另外，10月初為期二周台股不能融券放空，投資人只好藉由期貨市場避險，此舉將導致台指期逆價差變大，新加坡摩台期的逆價差幅度小於台指期，雖然存在兩個現貨風險，但基差足夠，可考慮買台指期、放空摩台期。

## 以多元策略在逆勢中創新高

根據統計，寶來曼氏期貨自營部前9月利潤中心扣除所有成本之後，稅後純益為1.3億元，已經超過去年全年表現，獲利再創新高，前三季獲利約占全公司獲利的三分之一。

主要獲利除了國內期貨商品交易外，布局國外期貨市場，每年均有斬獲，從2004年開始，國外獲利逐年提升，目前前三季的國外商品操作獲利較去年全年數字已經倍增。

陳香君透露，寶來曼氏期貨自營獲利穩定性高，主要來自「深化交易策略的廣度及深度」，國際化已經達到一定程度，除了國內期貨商品外，國外不只交易指數類期權，還包括黃金、商品、外匯、債券等商品，交易種類相當多元。

但寶來曼氏並不以此為滿，陳香君指

出，今年中前往倫敦參訪當地期貨市場，不少CTA都交易上百種以上的商品，雖然對國內期貨商而言，看似遙不可及，但是老闆給的觀念是：「沒有做不到的事，只有要不要做。」因此，該公司的經營目標十分明確，未來勢必朝向多元化、分散的方向邁進。

雖然將交易商品分散至上百種並非一蹴可幾，但陳香君認為，分散至50-60種就可以達到功效，且目標是自動化下單系統，未來希望每一種商品都可自動化下單。

### 創造好環境吸引人才 紀律嚴格為團隊精神

目前寶來曼氏期貨的操盤人超過20個，陳香君指出，寶來曼氏期貨自營部門區分為Alpha及Beta策略，新進人員會根據個人的特性，先用歷史行情測試交易策略，若可行則開放小部位交易後，逐步加大部位。

寶來曼氏自營致力於打造一個良好的環境，除了輔助的IT上加強投資，在照顧員工上也有不打烊的「歡樂吧」，隨時提供員工食物、飲料等，堪稱是專營期貨自營操盤人的最貼心待遇。

操盤人面對的最大壓力是“虧錢”。陳香君說：「虧錢是其次，在寶曼自營部的操盤人，不會因策略不符合目前行情走勢虧損而遭責怪，但若是該停損而未停損，不遵守紀律，就得負起責任。」

另外，首次因策略不當而導致虧損，是可以包容的，但遲遲未能修正策略，找出解決的辦法，就顯示該名操盤人不夠彈性，自

然會受到檢討。寶來曼氏自營強調的是嚴格的風控，從第一關交易員回測、主管審核、小部位測試、電腦控管，以及每日盤後審核各項風險值等，層層皆有把關措施。

### 開放操作OTC商品 可增加避險管道

期貨具備避險功能，因為台股現貨及期貨漲跌幅一律都是7%，持有現貨的投資人，可能到期貨市場避險，然而在行情波動大之際，期貨經常出現漲跌停，出現流動性風險，使得避險單卻步，因此陳香君建議主管機關，放寬期貨的漲跌幅，將有助於避險。

另外，則是加掛選擇權序列，陳香君指出，上次期貨到期日前沒有加掛序列，幾乎全部都價內結算，因為選擇權價內結算，採取期貨期交稅計算，對於整體市場有影響。

目前寶來曼氏期貨自營已經操作相當多的國外期貨商品，不僅是國外的指數選擇權商品，甚至能源、農金、軟性商品、匯率、利率期貨也參與，若主管機關能夠開放期貨自營商操作店頭市場（OTC）商品，例如遠期外匯商品，將有助於規避風險。

### 人才是自營的靈魂 而良禽必擇木而棲

優秀的操盤人是自營團隊的靈魂，陳香君引用鴻海郭台銘的名言：「新進時是“人材”；經過琢磨之後成為“人才”，為公司獲利為“人財”。」她說，未來寶曼自營部，將以優異的經營環境吸引人材，並以良好的制度與管理，留住人才，讓他們都成為公司及自己獲利的雙贏人財。





# 談投資人如何利用期貨市場避險、獲利

## 群益期貨自營部副總經理陳啓華

撰文：王克庭

面對這一波金融海嘯，從研究員出身，在現貨及期貨市場中11年以上操盤經驗的群益期貨自營部副總經理陳啓華不禁要說：「這是過去10年來，從來沒有在一年之內，出現多次巨幅波動，狀況相當罕見。」

### 行情急遽變化 與以往經驗驟然不同

在他11年的操盤經驗中，曾遇到98年的崩盤大跌，2000年從萬點跌落谷底，但是，過去是一次性的修正，跟去年下半年以來，行情來回大震盪三次，而且局勢尚未明朗，是完全不同的狀況。

「尤其過去八年來，行情起伏並不大，對於多數投資人來說，以往從沒想到波動會這麼大，更不會想到要避險，即使抱到基本面較佳的績優股，可能損失比較少一些，但是心理壓力還是很大。」陳啓華說。

在過去一年之內，選擇權的波動率多次飆到歷史的高點，且國際股市的波動幅度也很劇烈，這已成常態。對於期貨市場來說，波幅大雖然會產生高報酬的誘因，但也不能忽視伴隨而來的高風險。

### 相較慘跌的現貨市場 期貨市場一片榮景



陳啓華說道：「經過這次的風暴後，未來期權商品將會更受投資人的重視。」對於未來顯得相當有信心。

現貨市場的詭譎多變，使得成交量不斷萎縮；但多空都可操作的期貨市場，近年來交易量卻是不斷的攀升，尤其在調降期交稅後，期貨市場的成交口數換算出的合約市值已大過於現貨市場的成交金額。

尤其最近調降指數類商品的交易稅，又大幅開放讓投信可以承作100 %的避險部位，讓期貨市場成交量就像搭電梯一樣直線上升，「經過這次的風暴後，未來期權商品將會更受投資人的重視。」對於未來，陳啓華顯得相當有信心。

### 發揮期、股經驗 帶領自營團隊做出佳績

幾年前的群益期貨，對於自營部給予的空間較小，操作資金規模也不大，然而，去年起，在董事長孫天山與總經理方旭郎的規劃下，核可自營部操作的資金水位逐步擴增，並配置近10位操盤人員，開始讓新到位的陳啓華一個展現長才的舞台。

陳啓華是目前期貨界中，少數擁有多多年現貨操盤及期貨操盤經驗的專業經理人，在過去11年的操盤經驗中，歷經多次股市行情崩跌。陳啓華透露，當初股市從最高點10393跌下來時，他正任職於某證券自營部，在當時期貨未平倉量還僅在7000口左右的時候，由他交易下單的口數就達1000口，可見得當時他利用期貨避險的功力之深。

因此，在陳啓華的帶領下，今年1~8月為止，自營部已交出了不錯的報酬率數字，雖然離目標還有一段不算小的距離，但他有信心可以一步一腳印的繼續向上爬。

### 三大策略：策略多元化、商品多樣化、操盤分工化

陳啓華說：「自營部操作的是公司的資

金，要將各策略的獲利盡量平均，盡量避免單靠少數幾個明星級的策略賺錢，要把每隻腳都打紮實，獲利才能穩健。」因此，在總經理方旭郎的規劃下，策略交易、短趨勢交易、部位趨勢交易的獲利表現均相當出色。

他透露，對於自營部的規劃有幾個重點：

- (一)交易策略多元化：目前自營部裡有造市、套利、短趨勢當沖、趨勢交易、系統交易等策略同步操作，並搭配各商品交叉運用。
- (二)交易商品多樣化：不論是國內外指數期貨，或是國內外商品期貨，他都要要求操盤人要均衡發展，因此包含台指期、選擇權、摩台指、原物料商品期貨、大宗物資期貨、國外指數期貨等，都是操作的標的；而針對個股選擇權部分，目前仍在研擬相對應的策略，進行沙盤推演。
- (三)操盤人員分工化：在群益自營部裡，是由多位操盤人及一位管理者組成，每個操盤人都有自己負責的交易策略，由於每個人及策略所貢獻的額度都相當均等，所以自營部的損益較為平滑。目前達成年度獲利目標約六成，獲利率表現頗佳，也與業界前段班的報酬率相當。

### 期貨、現貨操盤大不同

由於陳啓華的操盤經驗中，多數時間是同時操盤現貨及期貨市場，因此，對於現貨市場及期貨市場的差異，感受也特別深。

首先是操盤人的差異，陳啓華說，一般



現貨的交易員，其訓練方式都是從產業研究員先練兵多年後，再提升為交易員，他們習慣從產業基本面研究，對於選股的功力較佳，且對產業的景氣循環、產業前景都較有深入研究。然而大盤指數是由多個產業、所有股票的集體價值集合而成，非單一產業能定論，因此現貨操盤人對於大盤指數走勢的趨勢判斷，觀念及能力普遍較薄弱，主要原因就是訓練的方式及操作邏輯不同。

而期貨的操盤人，在這幾年的發展下，多數都是具有財務工程背景出身，或是由新金融商品部轉調，因此幾乎都是用財工的方式，處理期貨商品交易，雖然對於指數走勢及各種技術分析、統計分析能力很強，對大盤指數的波動大小、強弱、方向，也都較能夠精準的掌握，但還是缺乏對產業及總經的了解，因此，雙方可以說是各有優缺點。

對於未來要作避險基金或是期貨投信，他建議，最好是同時具備現貨及期貨操盤經驗的操盤人，才能夠處在平衡點上發揮效用。

「現在期貨自營商的靈活度已經相當高了，且較證券自營商能操作的商品更多，策略也更多元化，是一個舞台相當大的領域。」陳啓華坦言。

### 交易策略是主體 程式交易是輔助

不過，陳啓華也觀察到，現在期貨市場的操盤人都很年輕，多數是六、七年級生，幾乎都是財工系畢業，或是從新金部、衍生性商品部轉調過來的，這與期貨市場的發展

歷史有關。這些操盤人最大的缺點是，太容易單純地以財工、統計分析的角度觀察期貨市場。

他舉例說到，許多年輕的操盤手，會將許多指標、技術分析，透過財務工程架構起操盤模組，然後將它稱為『程式交易』，號稱可以規避人為及情緒操作，而影響績效。但是，在陳啓華眼中，程式交易就只是像英文或電腦一般，應該只能當成是輔助工具而已，因此，在群益自營部裡，程式交易僅運用在少數幾個策略中，當程式交易的訊號出現時，還是必須由負責操盤的人員，決定後續策略運用，兩者相輔相成，才能把效能發揮到最大。

### 給現貨投資人進入期貨市場的建議

在現貨市場中，幾乎都是由作多的投資人組合而成，面對行情轉變，頂多是調整持股比例。但若是股市投資人想轉進期貨市場，陳啓華說，投資人必須先改變自己的心態，因為在期貨市場中，主要是先判斷大盤指數波動的方向、大小及速度，才能決定操作策略，而不是一昧的作多。

對於一般投資人來說，最簡單的操作方式，就是在期貨市場作空，可以獲利也可以避險，對應到現實面來說，在這波金融風暴裡的股市投資人，若懂得在期貨市場放空避險，可能傷得較不重，但還是要看投資人的持股內容，如果持股的表現比大盤還差，當指數反彈向上，持股仍然聞風不動的話，還是有可能兩邊都賠錢。

**操盤三要素：「趨勢研判、資金控管、交易技巧」，更重要的是抓準進出場時機。**



陳啓華觀察這現象後發現，許多投資人其實是輸在「資訊不對稱」以及「資金控管不佳」這兩項原因。對於擁有資訊優勢的法人，相對於一般投資人，擁有更多的資訊來源，而一般投資人只有簡單的經濟數據可以參考，因此對行情判斷的連續性就差很多。

舉例來說，當盤跌到一定程度時，法人及散戶都認為會反彈，假設當行情真的反彈1000點，散戶可能在中途就買單、下車了，結果行情不斷噴漲，也就沒賺到整個波段。

相反的，當行情反轉向下，投資人以為跌到這裡已經夠深了，法人已經先行停損出場，散戶還傻傻的覺得應該還可以再加碼進場，結果大盤持續探底，投資人就賠得更慘，這種案例在今年更是屢見不鮮。

再者是一般投資人對於資金控管不夠嚴謹，雖然看對趨勢，但在過程中行情震盪過大，仍然無法賺到預期的獲利，因此通常被追繳的投資人，都是因為資金控管不當。

陳啓華建議，對一般投資人來說，假設要作一口台指，建議最好有四倍的資金在背後撐腰，因為期貨的槓桿倍數大，現約12倍

左右，若有四倍的資金撐住，相當於將槓桿倍數降到2~3倍左右，與融資約2.5倍的槓桿比率相當，相對也較安全。

「期貨市場的特性是超漲超跌，這反映在正逆價差上，當價差拉大時，可以嗅到市場的氣氛是偏多或偏空，投資人可以依據一些指標，來決定是否加減碼，或是執行停損停利。」陳啓華透露。

## 獲利需掌握操盤三要素 抓準進出場時機

陳啓華認為，操盤之要素：「趨勢研判、資金控管、交易技巧」，投資人的交易技巧都已經很不錯，對於進出場的時機點也愈抓愈準，因此，只要嚴格控管資金、並想辦法獲得更多的有用資訊，盡量作到向法人一樣有節奏、有紀律的執行策略，在期貨市場中的勝率應該還是很大。

不過，陳啓華也坦言，期貨公司或外資法人，都必須要仰賴許多專業工具操作交易策略，進行專業分工，才能達到高勝率，以一般投資人個體戶來說，很難達到這樣的水平，這也是一般投資人在先天上的弱勢。

CNFA



## 金鼎證券期貨自營部副總劉懋楠

# 談操盤真諦 - 不在賺多少，是在如何不陣亡！

撰文：Alex

金鼎證券期貨自營部副總劉懋楠認為，教導現貨市場操盤人、投資人，以及基金經理人利用期貨避險，技術層次，應該著墨在利用選擇權進行避險操作。這篇專訪中，他詳細分析、解說如何利用各種期貨交易策略，並提供個人操盤經驗，給想要進入期貨市場的新手們分享。

### 首要突破固有之避險觀念

期貨市場的衍生性工具，像是期貨或者選擇權，對長期習慣於現貨市場操作者而言，他們避險的觀念，最容易切入的角度，就是拿來對現貨股票進行避險。以往，即使是像券商自營部或是投信基金經理人等法人機構的交易員，對於避險這檔事一直興趣缺缺。總認為行情下跌，除非是遇上流動性問題無法出脫股票，否則直接把持股砍掉就可以，為何還要左手抱著多頭部位，再用右手加上空頭部位避險。

尤其是投信基金長期以來在三大法人當中，在期貨市場的市占率總是少得可憐。基金經理人普遍有一種看法，認為基金比的是相對報酬，今天用期貨去避險，雖然避掉下跌風險，倘若明天行情沒有繼續下挫，反而上漲，別人的績效回升了，自己卻把上檔利潤給避掉了，績效反而會落後於別人；如果



- 推廣利用選擇權進行避險操作
- 操作策略端視交易者的智慧選擇
- 現貨與期貨交互運用的四階段完美典範

大家都沒做避險，而行情繼續下跌，頂多是大家一起難看而已。

### 推廣利用選擇權進行避險操作

劉懋楠說：「用期貨避險從技術層次來看，已經是比較落後的手法，現在用選擇權來進行避險操作，反而是外資喜歡使用的方式。」

他舉了一個非常經典的案例做為說明，在2007年8月台股從九千八百點高檔快速回檔至八千點，行情還在從九千五持續向上挺進時，外資在現貨市場也仍然在買超，但同時外資也在指數選擇權大量買進便宜的賣權，結果行情反轉，外資開始在現貨市場倒貨，而且倒起貨來一點都不手軟。因為之前便宜買進的賣權避險部位，短短不到半個月，已經創造了近五十倍的龐大利潤，足以藉此彌補現貨的跌價損失。

若是行情繼續上漲，這樣的操作手法也不會像用期貨避險一般吃掉上檔利潤，頂多只是付了一點保險金，如此下檔有保護，上檔繼續賺的優點，就遠比傳統期貨避險手法的接受度來得高，對於手中持有龐大現貨多頭部位的法人而言，應該是很有吸引力的商機。

### 操作策略端視交易者的智慧選擇

劉懋楠以他在交易市場所經歷過這麼多次的漲跌循環，以及親身體驗各種交易策略在波動劇烈，或是盤整格局的表現差異，對於現階段的操作策略，提出了個人的體驗及看法。他說，古語有云：「分久必合，合久必分。」其實股市也是如此，從沒有只漲不跌或只跌不漲的市場，就連過去大家最看好的大陸股市，也有跌得七葷八素的時候。他個人的體認是，沒有一種單一策略可以適用於所有市場行情的變化狀況，全賴交易者的智慧，選擇適當的交易策略去因應行情的變化。

比如說，在期貨圈行之有年的程式交易

策略，歷經了1999年到2001年的優異表現後，2002到2004開始走下坡，2005年是過去十年來行情波動最小的一年，那年也是程式交易表現最慘不忍睹的時候，然而在2006開始好轉，在2007到2008否極泰來，又大放異彩。

另一種當沖策略，今年以來也是投機客的最愛，因為不留倉，沒有隔夜風險，當日盤中波動大，獲利機會大增。至於褒貶各半的選擇權賣方策略，劉懋楠指出，他在幾本國外著名交易員寫的回憶錄中同時看到，這些人之所以得以平安退休，其中一個原因就是，絕對不做選擇權賣方策略。他們周遭做這種策略的交易員，或早或晚，幾乎無一倖免，全數陣亡。

對此，劉懋楠卻有不同的看法。他認為，從長期行情波動的角度觀察，同樣也是潮起潮落，高低循環。以台灣市場來說，從2002年指數選擇權成交量開始大幅成長，隱含波動率從2002年動輒30%~40%，最低時來到2003年的11%，再歷經2004年兩顆子彈與大陸宏觀調控時的70%，再到2005~2006年的15%~25%，2007年最高升到50%，2008年近期更來到70%~80%。他說：「只要交易者認清波動狀況的高低起伏，在資金配置與部位規模上做調整因應，其實套句市場老手的話，在市場恐慌的時候進場，背後伴隨的也是豐厚的利潤。」

### 現貨與期貨交互運用的四階段完美典範

劉懋楠自己也使用這樣的觀念在操作，



在現貨持股的選擇上，當然要挑選的是表現會比指數來得強的個別標的，否則乾脆直接買台灣50ETF算了。

他強力建議，第一階段挑選強勢股進場，漲了一段行情開始面臨回檔休息的壓力，這時進入第二階段，把避險部位加上，在此階段如果現貨投資組合挑得好，有可能股票繼續漲、繼續賺，指數卻開始回檔，避險部位也賺錢的最佳結果。當指數與手中現貨組合都開始回檔時，第三階段就是降低股票部位，繼續握有避險部位，等到行情重新回到支撐區，第四階段就是將避險部位獲利了結，然後又重新回到第一階段，再次找尋現貨的強勢組合。

這樣週而復始，就是現貨與期貨整合性操作的完美典範，當然實務執行上不見得會如此完美，但總要藉由交易者的經驗判斷及輔助工具與指標的運用，降低期間的誤差，如此基本上獲利的機率已經是大大的提高了。

### 投資大眾要如何從期貨市場中獲利？

「這幾年，在期貨市場常聽到一種說法，就是法人憑藉著交易成本與資金充沛的優勢，讓一般投資人屢屢在期貨市場這個零和市場中賠錢。平心而論，這個說法，小部分對，但大部分是錯的。」劉懋楠如是說到。

他進一步的闡述自己所持的看法及理由。他以期貨市場的重要參與者之一——造市者為例，雖然有造市者在每口指數選擇權有

10元的成本優惠，但是他們在流動性的貢獻上卻往往被人忽略。他說：「我常想如果所有造市者一起約定好某一天全部停止交易，那市場的流動性會變成什麼模樣？」

市場選擇權的買賣掛價差距一點就是50元，試問從一般投資人的觀點，他們要選擇前面的10元還是後面的50元？其次是資金的充沛程度，這一點劉懋楠也發現，投資人因為資金較少，因此普遍資金使用率用得較滿，現在一口期貨保證金將近九萬，往往存個一百萬保證金做個七八口的大有人在，然而，一旦行情判斷失誤，或是行情波動劇烈，期交所調高保證金，馬上就要面臨保證金追繳的窘境，忍痛把倉位砍掉，錢也就輸了一大半了。這種狀況在法人幾乎不會發生，因為法人資金很少動用到50%以上，而且隨時保持足夠的預備資金，以防行情不時之需，或是天上掉下來的絕佳機會，這才是法人在期貨市場長久存活的保命之道。

再從技術層次來看，很可惜的，一般投資人在期貨市場的操作，雖然也不乏有臥虎藏龍的高手潛藏其中，但大多數都還停留在『做行情』的階段。但是這麼多年的操作經驗，讓劉懋楠體會到，預測短期股價漲跌的困難度實在是很高，他以自己為例，長期追蹤他自己的交易實證結果，勝率大概也沒有超過五成，比丟銅板的機率還不如。因此法人大都發展出多策略加上適當資金配置，不靠猜對行情也能賺錢的操作模式。他給一般投資人的建議是，即使暫時沒有能力達到這個境界，但是以『策略性操作』取代『賭行情式操作』，應該就能增加獲利機會。

## 期貨與現貨操盤大不同

對於期貨與現貨操盤，劉懋楠嚴肅地說到：「我自己從事實戰交易生涯十幾年，現貨與期貨期間各半，我不是很認同有人說，所有市場與商品的操作觀念是一樣通、樣樣通，我認為兩者之間的操作手法是有相當差異的。」

他舉例說到，假設行情下跌一段時間，先打出第一隻腳，然後向上反彈一小段，然後再次回檔打第二隻腳，若是現貨操作，合理的作法是找個三五檔投資價值浮現，股價淨值比偏低，經營階層誠信無虞的好公司，用正三角形的方式向下分批買進，價格越下跌買越多，以攤低成本，只要股價一止跌回升，大概就能賺錢了。但是期貨操作在價格在打第二隻腳時，能像現貨操作一般向下攤平操作嗎？他問過幾個期貨交易員，得到的答案，異口同聲都是：「當然是先空下去再說啦！」可見其中之差異。

另外一點也是很重要的，現貨操作是一種線性商品的操作，比如買進一百萬元的股票，股價上漲20%，你知道你賺了20萬；股價下跌10%，你知道你賠了10萬，報酬與風險的衡量是很清楚而成比例的。但是衍生性商品如選擇權的操作，卻是一種非線性的操作，標的價格上漲或下跌10%，你很難事先估算相對應賺賠的準確數字，因此法人機構對於衍生性商品的風險控管，大都借助於一些電腦系統的輔助試算。但是一般投資人大都缺乏這種觀念或技術，往往出問題時，都已經到了難以挽救的慘烈情況，因此資金使



劉懋楠提醒期貨新手的一句話，就是：「進入期貨市場，先不要想要賺多少，而是要想，如何讓自己不陣亡。」

用比重的控管，也是衍生性商品操作比現貨操作更需要重視之處。

## “策略性操作”是最佳選擇

劉懋楠曾經參與公司與大學建教合作的計畫，主要是針對財金系大四的準畢業生，教授一些操作實務的課程。在課程進行中，有一堂課是『模擬交易演練』，上課的同學們，都是初生之犢不畏虎，仗著課本上說的，買進選擇權是一種『上檔利潤無限，下檔風險有限』商品的觀念操作，按理講，這句話並沒有錯，但是解讀方式值得推敲。

假設選擇權是一個槓桿倍數十倍的商品，如果我的資金是一百萬，希望保本率是90%，我應該拿出十萬元買一個規模價值一百萬的商品，如果價格上漲，是以一百萬來



計算賺錢的比率，如果行情完全看錯，到期時十萬元報銷成了『歸零膏』，我還有九十萬在口袋裡，這才是『上檔利潤無限，下檔風險有限』的真義。

劉懋楠笑著說到，這些盡信書，不如無書的大四天兵們，天真地把手中的一百萬模擬資金，全部買進號稱『下檔風險有限』的選擇權，結果行情不如預期，資金『全數』報銷，這才恍然大悟『原來選擇權也是會傾家蕩產的啊！』。另一種天兵同學，把一百萬分成二十等分，每次拿5%資金來買『期貨樂透』，雖說中獎機率比大樂透高，但是也不排除會有『連十槓』的可能，結果連槓個幾次就已經虧了三四成資金，未來要翻本的難度就大為提高，這些都不是想要進入期貨市場的新手應該採用的方式。

劉懋楠再次強調，前面提到的『策略性操作』，才是讓散戶投資人貼近法人思維的交易概念，比如假設要做多，可行的方法一：買進期貨多單，再搭配賣出一個買權做

保護，這樣如果看錯，還有選擇權權利金收入可以彌補，只要買權賣出的位置得當，也不會影響看對時的利潤，這就比單獨買進期貨多單為佳。

可行的方法二：全部用選擇權完成，可以建構一個『多頭垂直價差』的部位，買進較接近的買權，同時賣出較遠的買權，利用較遠買權的權利金收入來補貼買進買權的時間價值損耗，最大損失也可以控制，這種方式也比純粹期貨多單為佳。

### 操盤第一圭臬－不陣亡而非賺多少

最後，劉懋楠提醒期貨新手的一句話，就是：「進入期貨市場，先不要想要賺多少，而是要想，如何讓自己不陣亡。」

這句話是他從事期貨操作以來，一直列為『Rule one』的最高指導原則，從策略的設計，資金的規劃，都圍繞在這句話上面一起思考。他認為，以這樣的方式，戮力以赴，持之以恆，距離成功也就不遠了。

CNFA

### 交易小撇步

群益期貨 陳威廷經理 提供

#### 《如果預期行情持續下跌，你可以試著這樣做》

如果對行情真的沒有信心，或者是股票價值縮水太多，跌怕了，想要建立避險部位，投資人都可以像《案例二》的黃小姐一樣，空一口期貨部位，或者是買一口賣權 (buy put)，都是很簡單的避險方式。

##### 【方法一：空期貨】

看空後市者，可以X價位賣一口期貨，當行情下跌到Y時，就可以獲利XY的點數，再乘上期貨每點價值200元，投資人就可以獲利 $200 * (XY)$ 。

##### 【方法二：買進賣權】

如果將標的換成選擇權，則是買進賣權 (buy put)，並支付權利金，若是行情向下探底，則獲利也跟著放大；若行情向上反轉，則最大損失就是投資人所付出的權利金。

# 如何善用現貨及期貨市場 在不景氣中找商機

## 專訪大華證券期貨自營部團隊

撰文：賴育漣

自520馬政府上台後，到9月底，台股指數跌掉超過了3,000多點，加上美國出現的金融危機，對全世界的金融市場造成極大的風暴，不少先前利率不錯的各種連動式金融商品，現在可能面臨求償無門的窘境，讓不少現貨投資人欲哭無淚。尤其原本習慣操作現貨的投資人，反手以融券放空，然而，主管機關宣布，自10月起為期兩周，全面禁止融券放空，讓現貨投資人懊惱不已。

相較之下，期貨市場可完全不是如此的窘境，大華證券期貨自營部專業協理徐斯容表示，在期貨市場中，並非只能看漲，透過現貨、期貨的差異性，不只是可以避險，隨時都可能出現商機。

### 觀察逆價差 找出適當的策略

9月初以來，台股現貨指數及期貨同步下跌，根據大華證券期貨自營部專業協理陳其緯的觀察，逆價差通常維持在20-30點左右，但從9月底至10月初的幾天中，美股指數持續重挫，拉高台指期逆價差高達170點以上，但逆價差會因為台指期結算而收斂，投資人可藉機進入。

例如目前台指期的逆價差幅度較大，但是新加坡摩台期的逆價差幅度小於台指期，近期因國安基金進場護盤，預計權值股的跌勢應該較小，估計台指期逆價差較大，有被低估的可能性、摩台期逆價差較小，因此可以採取買台指期、賣摩台期的價差策略。

### 期貨市場機會大 各種需求都可進場

儘管在股市低迷之際，但是在期貨市場，卻具有不管多方或是空方都有機會的特性。它不像股票市場，在一般情況下，雖可藉由融券放空，但程序較多方複雜，多方投資還是遠大於放空，期貨市場則無此限制，在任何情況下，都可以任意根據投資人判斷多空操作。

陳其緯指出，尤其期貨市場付出小成本就可能有高報酬，具備高槓桿特性，以一天股票漲跌幅總計14%，期貨的波動相對大，可達30-40%，可以作為相當好的避險工具。他說，投信就是一個典型的例子，因為手上有大量的現貨持股，在行情不好時，持股比



例僅能降到一定的水位，不能完全清空手上的部位，此時就可以買賣期貨，降低現貨持股風險。

另外，期貨可與股票組合搭配，判斷弱勢借以獲利，例如這一波台股不斷下滑，若投資人評估權值股中的台積電（2330）將相對指數抗跌，就可以採取「買台積電股票、放空台指期貨」的策略。

期貨是高槓桿商品，反應比現貨快，具備套利機會，操作方式多元，比現貨複雜，舉例來說，當沖相對容易。投資現貨則主要是看好公司本質，長期投資、波段操作皆可，但期貨合約會結算，損益變動很快，比較少長期持有。長期來說，現貨漲幅會更大，也不是沒有好處，只是特性存在差異。

## 以嚴格風控創造獲利

根據臺灣期貨交易所的資料顯示，大華證券期貨自營部今年累計前8月的實現加計未實現損益已達2.88億元。陳其緯表示，據了解，根據統計今年整體期貨自營商的獲利較去年同期明顯成長，顯示今年度期貨自營商的能力均有提升。

而徐斯容指出，大華證券期貨自營部的操作策略相當多，期貨部分有波段策略等、選擇權有賣方策略、買賣方價差交易策略等，策略多元性高，能夠獲利的主要原因，還是因為具備嚴格的風控觀念。

他進一步指出，大華證券非常重視風險控管，上行下效之下，操盤人對於風險意識

有非常好的概念，會執行嚴格停損，尤其目前期貨自營部門約有10個操盤人，平均的年資都有5年以上，算是相當資深，也是穩定獲利的因素之一。

在9月份台指期、金融期等交易量較大的期貨或選擇權，經常漲停或是跌停，波動幅度過大，所以近期大華證期貨自營策略轉趨保守，降低部位因應不確定但波動過大的行情。但大華證券期貨自營部專業副理陳志松認為，近期波動大，實質波動率比隱含波動率更高，顯示實際上大盤的震盪比較大，適合作買方策略，反之若隱含波動率高於實質波動率，就是何採取賣方策略。

## 進場前先模擬操作 進場後嚴守紀律

陳其緯建議一般對期貨市場有興趣的投資人，首要注意風險控管。他說：「畢竟期貨與現貨特性不同。」現貨操作是，看好這家公司的後勢，買進之後可以完全不管，但是期貨的變動相當快，沒經驗但有意進場的投資人可以事先模擬操作，也就是，先以行情測試進出點是否獲利，再行修正，就可以省下一些學費。他同時指出，進入期貨市場前，還是需要了解一些選擇權的專業知識。

當然操作期貨，嚴守紀律非常重要，陳其緯建議投資人，每天要想最壞的可能狀況，了解自己能否承受這樣的風險。另外，當然也要尋找適合自己的策略，例如，無法忍受不確定留倉風險的投資人，比較適合採取「當沖策略」；選擇較長的趨勢，不會因盤中上下波動影響的投資人，就可以使用較長的趨勢策略，適合自己才會獲利。

## 放寬漲跌幅度 選擇權加掛序列 彰顯避險功能

期貨市場具備「價格發現」的特性，卻也同時兼具「避險」的功能，台股持續不斷重挫，市場也恐懼期貨市場若放空的投資者過多，可能會助長現貨指數下挫，出現助空的效應。但是陳其緯認為，期貨市場的避險功能若無法有效彰顯，才會讓現貨市場投資人為了規避風險，有現貨部位者只好殺出手中持股，空手者因無完善避險管道，也不會積極進場。

因此大華證期貨自營部建議，主管機關應該要放寬期貨的漲跌幅，以及選擇權加掛序列。從9月行情來看，不僅現貨波動大，期貨也不乏出現漲停、跌停的狀況，讓原本有意往期貨市場避險的現貨投資人再度碰壁，因而出現流動性風險，顯然若期貨及現貨的漲跌幅度一致，無法放寬期貨的漲跌幅，就可能讓期貨市場避險功能打折扣。

若連期貨市場都無法避險，最後的結果可能就是直接賣現貨，以及不買現貨，但是除了台指期外，新加坡交易所（SGX）也有連動台股的摩台期商品，漲跌幅最高達15%，相對於國內漲跌停7%，在台灣期貨出現流動性風險下，客戶只好轉向新加坡摩台期避險，但摩台期主要多為外資交易，國內散戶避險管道不足反而會受傷。

選擇權加掛序列亦有其必要性，目前台股直跌，但選擇權只有5個合約，Put序列不夠用，若能放寬到10檔，現貨投資人要避

險，可以直接到選擇權市場買Put避險，既然已經有了保險，就不用急著殺出手上的股票。

## 關注短期特定投資人 健全股、期市公正性

另外，12月將修改國內期貨結算方式，改由當日現貨最後交易時間30分鐘算數平均，此舉讓作價的難度提升，對於結算比較公平。因為當月合約同步於PM1:30結算，當月合約並沒有延長交易至PM1:45。根據規定，選擇權價內結算，期交稅以期貨計算，對於價內選擇權較為不利。若在30分鐘平均價結算，可以1分鐘公布一次，資訊揭露充分，可讓選擇權投資人決定，是否於結算價出爐前先平倉。

期貨市場還是跟著現貨指數走，徐斯容透露，最近2-3年台股指數在盤中還是經常出現攢壓或拉抬的情況，可能是外資，亦或是其他的幕後黑手，他建議主管機關，還是需要關切短期內特定投資人刻意造成指數波動，以健全股市及期市的公正性。

CNFA

### 交易小撇步

元大期貨 顧問部副總 洪守傑 提供

#### 《反敗為勝招式一》

- 假設投資100萬入股市，現帳上價值僅剩一半，要等到股市重回萬點解套，還是如何積極補救？
- 先贖回股市剩餘資金50萬，並投入20萬買進2口台指期，當指數彈升達1000點，就回補40萬獲利(1000點 \* 200元 \* 2口=40萬)，意即股市只要回彈1000點，投資人就可以減少損失部位，是一積極搶救的妙招。

#### 《反敗為勝招式二：收房租》

- 假設投資人認為短期內指數不易漲破7000點大關，此時可以在選擇權市場中進行“收房租”的操作，即賣出7000點的買權(sell 7000 call)，收取權利金100點，每點價值50元，若投資人抱到結算前都沒有碰到7000點關卡，則100點權利金(價值5000元)落袋。



# 現貨投資者如何自期貨與選擇權交易中獲利？

## 專訪國票綜合證券期貨自營部協理周繼成

撰文：Logit

周繼成建議投資人，在股市低迷之際，利用衍生性工具進行保護性賣權、Covered Call、選擇權組合價差、與指數走勢無關的配對交易或是波動率交易等，開創另類獲利空間。

### 衍生性金融商品的商機

全球股市過去一年以來，可以說是經歷一段最為黯淡的時光，由美國次級房貸所衍生的資產泡沫化，伴隨著信用風險不斷擴增，最終導致幾近崩盤式的下跌，並延燒到全球股市，無一倖免。其中，衍生性工具過度擴張與運用，在這次風暴中成為眾矢之的，舉凡連動債、CDO、CDS等，都是“萬”夫所指的罪魁禍首。

但是周繼成認為，如果衍生性工具加以適度運用，對於資本的保護，或是資本價值的累積，絕對可以發揮正面的功效。舉例來說，利用衍生性工具進行保護性賣權、Covered Call、選擇權組合價差、與指數走勢無關的配對交易、或是波動率交易等，在股市低迷之際，都是衍生性工具可以發揮的空間。

### 檢討投資策略 擬定多空皆宜的操作哲學



周繼成說：「簡單來說，獲利的要素，除了買進與賣出價格外，更重要的是時間觀念與資金配置。」

參與股票市場或是期貨市場的投資人，在此次全球性的股災風暴下，許多人又再一次面臨到融資斷頭、保證金追繳的慘況，只是這次的情況，相較於1997年亞洲金融風暴、2000年科技類股泡沫化、2001年911事件、2004年總統大選事件更為嚴重。

周繼成談到這幾次股災中，都有一個相同的重點，就是投資人不斷的在股票市場漲跌起伏之中遭遇空襲，最後導致資產嚴重縮水或是血本無歸。他指出，投資人應當捫心自問，自己是否如此擅長於行情的判斷？如果不是的話，以為隨波逐流、追漲殺跌的投資方式，就可以為自己帶來資本的累積嗎？答案其實是非常清楚的。如果投資人能夠建立一套自己的操作哲學，並且嚴格的加以貫徹，那麼或許就可以有效的避開每一次的空頭洗禮，在下次行情展開之際，手中握有充足的資本，才能享受資本增值的樂趣。

### 因應局勢 訂定長短線資金運用策略

他舉例說明，當全球股市在經歷一年的空頭洗禮之後，價格已經來到相對低檔的位置，這對長線資金來說，無疑是入市的最佳時機。但任誰也無法預料，這波空頭的延續期間究竟會有多長，那麼長線資金為何要進場？答案很簡單，長線資金在低檔時進場，無論是股市從此翻轉向上，或是空頭持續震盪數年，最終只要空頭過去，股市開始回升向上，長線報酬應該都可以呈現一個令人滿意的水準。另外，長線資金縱使資金被套牢，還是可以藉由股息殖利率，或是相對被動的操作策略來增加報酬，可說是立於不敗之地。

有人或許要問，長線資金的風險在哪裡？周繼成說到，風險在於，股市低迷的期間遠遠超過預期，使得資金解套無望，但綜觀歷史，這樣的現象幾乎不會出現，如果歷史不可信任，那麼長線資金也只好認賠出場，總之，這不外乎是個報酬與風險衡量的結果。

以策略而言，長線資金總是選擇股市低迷時進場，樂觀之際時退場，絕對不會做出相反的動作，這是長線資金的基本法則。相較於短線資金而言，該退場或是停損之際就要嚴格遵守，如果把短線資金當成長線部位，那麼結局可能就是在每次的空頭來臨之際，負擔難以承受之重。

### 現貨與期貨交互運用 創造獲利優勢

周繼成指出，現貨與期貨的交互運用相當廣泛，具體來說，就是改變投資組合的損益結構，使得損益產生與指數方向的關聯性降低，使投資人可以更加關注於自己擅長的議題上。

例如，一個股票研究員將重心放在挑選基本面良好的各個股，買進並持有，直到股票成長動能消失為止，但是這樣的操作策略，無法為股票研究員的投資組合帶來肯定的獲利，原因就在於這樣的投資組合存在著一個市場風險，也就是所謂的Beta Risk。

這位股票研究員的專長在於股票研究，並非研究市場的方向，但是他的投資組合卻包含著市場風險，假使他能夠用期貨作為規避市場風險的工具，那麼這位股票研究員的投資組合損益就有較大的可能，會與他看對或看錯股票而產生正相關的連結，這就是現貨與期貨交互運用的優勢之一。

另一個期現貨交互運用的例子是計量交易策略，計量交易研究員運用計量工具，對期貨與現貨市場進行研究，當兩個市場出現交易機會時，進行一買一賣的對沖式交易，



具體實例包括強勢股交易，一籃子股票對期貨交易，特殊事件交易，套利型交易。當然不只是現貨與期貨可以交互運用，現貨與現貨，或是期貨對期貨也都可以配對交易。具體的例子有Long Short Equity、期貨價差交易等。

總而言之，期貨與現貨的交互運用，已經從早期的單純對市場風險進行避險交易，演變成與市場風險無關的交易方式，如此一來，投資人的交易風險就不會受到股市低迷的影響，進而開創出一條自己的藍海策略。

### 轉戰期貨市場獲利要素分析

許多投資人往往都在現貨市場操作一段時間之後，再跨足到期貨市場。然而，期貨市場是一個波動較大、資金槓桿倍數高以及零合遊戲的市場，因此將現貨市場操作的方式拿到期貨市場運作，就可能產生水土不服的現象，不過還是有些共同的法則可以遵循。周繼成說：「簡單來說，獲利的要素，除了買進與賣出價格外，更重要的是時間觀念與資金配置。」

他從時間觀念說起，投資人往往以為買低賣高就一定得到賺錢的結果，但實際卻不是如此，以短線交易策略來說，買進之後到賣出之前，可能承受一段瘋狂的下跌過程後再反彈，這會造成投資人的期貨部位面臨停損的局面，投資人可以選擇不停損，最後獲利出場，但這卻會違反短線交易的法則，長期下來，一定會遭到市場無情的打擊，產生巨大而無法彌補的虧損。

周繼成建議，比較正確的做法是，投資人應該要停損出場，承認這筆交易是失敗的，原因是在於過早進場買進，因為這是一筆短線交易。如果將短線交易轉成非短線交易策略，或是不肯停損出場，這只是在勝率與賠率之間作取捨，對於提升交易獲利是絕對沒有幫助的。

再來提到資金配置的觀念，投資人交易一整年下來，得到的損益結果往往是許多次交易損益的累積，如果投資人認真檢視自己的交易報表跟交易策略，往往會發現獲利表現比較好的階段，通常是自己最看得懂行情的時候，但這些機會可能不多。

因此，如何導引資金，在自己最有把握的少數關鍵時刻，做出最佳的資金配置，如此一來，才有可能在贏面大時獲取大額利潤，在沒有把握的時刻小輸小贏，這樣最終就能享受到資本增加的樂趣。如果是因為一時的情緒因素，在沒有勝算的局面投入過多資本，這樣就可能讓自己身陷險境當中，導致災難性的結果。

最後談到停損的觀念，周繼成指出，有些投資人會認為“停損”是紀律性操作下的實踐動作，看不對就停損，這是其中一種想法，但不太容易解釋當中的重要性。另外一種觀點就是要保護資本，確認自己還有足夠的資金可以繼續讓資本增值。舉例來說，當指數或股票下跌幅度達到50%，以報酬率來看是損失50%，這也意味著要回復到原本的資本，下次的報酬率就必須要達到100%，這種報酬不對稱的觀念相當重要，如果資本停

損為20%，那麼下次回復到原始資本的報酬率只要25%，這對於既定交易策略要帶來獲利是比較容易做到的一件事，這樣的解釋或許可以讓投資人比較容易接受為何要設停損的觀念。

### 期貨與現貨操作之差異性及優劣點比較

周繼成對於期貨與現貨操盤的差異性，做了詳細的解說。他說，現貨操盤注重的是現貨價格的合理性，當操盤人發現某檔個股的基本面即將轉強，而價格卻未能充分反映時，進行買進的動作，並持續觀察後續情勢的發展。期貨由於是衍生性商品，因此操盤人的重點就是觀察期貨與標的商品之間價格差異的合理性，當價格不合理時，進行買低賣高的動作。

一般來說，現貨操盤人持有部位的時間比較長，通常股票要反應基本面需要一段時間。另外現貨操盤也較少使用槓桿操作，對資金的運用比較具有彈性，操盤人通常只需要關注持有股票的未來走勢、看法的正確與否，往往就能決定是否可以獲利。缺點則是影響現貨價格的因素不只是個股的基本面，總體經濟或外在環境的變化也可能影響價格甚劇，現貨操盤在這方面通常比較難以克服。

期貨操盤由於關注的是期貨與標的物價格的合理性，在市場資金簇擁的情形下，價格的不合理性通常很快就收斂，因此期貨操盤的節奏通常比較快。此外，由於期貨是槓桿操作，對於資金管理也要有一套方法。另外一個重點則在於工具的運用，期貨操盤人

的績效可能來自操盤環境的優劣，一個好的操盤環境如果能夠提供具有效率，能夠快速反應期現貨價格不合理性的機制，那就有可能從中獲取龐大的利潤，這一點是跟現貨操盤有很大的差異性。

周繼成說：「現貨操盤人或許換個環境，操作績效不會改變太多，但期貨操盤人卻有可能在不同的環境下，產生截然不同的績效。」

### 給新手的建議及提醒

對於剛進入市場，尤其是有心想往操盤之路邁進的期貨人，周繼成提供了幾項重點以爲參考。首先是心態的調整，對於法人操盤者來說，交易策略的重點一定是考慮到報酬與風險的比較，這與一般投資人將重心放在獲利有所不同，多了解報酬與風險評估的各種方法相信對於長期績效的穩定性一定有所幫助。

其次，了解自己的交易慣性，評估自己比較適合什麼樣的交易方式，有人適合長線交易或是短線交易；有人適合作多、作空或是盤整；有人適合方向性交易或是價差套利交易；有人適合基本面或是技術面，但很少有人是可以面面俱到。

對照於股市的走勢，可能要問一下自己，自己的交易節奏是隨著股市起舞，還是讓股市出現適合自己的交易節奏時再行出手？這兩者之間的結果，應該是會有很大不同，周繼成認為，這對新手來說，應該是個很好的思考切入點。





# 做好資金與風險控管 抓住機會與時機

## 日盛期貨自營部經理顏雅嫻談獲利之道

撰文：王克庭

台灣股市從去年底開始，行情波動開始變得相當劇烈，大盤指數從將近破萬點，一路下滑，到總統就職前再度站上九千點大關，而新政府給人民的期待值甚高，大夥都認為股市萬點行情真的就要來了…！

然而，大盤指數自此後一路狂殺，跌到截稿前幾乎已經快要跌破5000點大關，用腰斬來形容這次的慘烈，亦不為過。不過，相對於股市投資人，這次在期貨市場中，只要是看對邊、反應夠快的，卻是截然不同的結果。

在日盛期貨自營部裡，共有六位操盤手，一肩扛起龐大的獲利目標，今年的行情，並沒有脫離他們的掌握，在今年 1~8 月，日盛期貨自營部已累積近億元獲利，成績斐然，在期貨自營商中，獲利屬於前段班，表現可圈可點。

### 懂得資金控管 抓住機會與時間點

日盛期貨自營部的經理顏雅嫻指出，在衍生性商品市場中，最重要的就是資金控管，若是投資人自認自己沒有一套固定資金控管的邏輯或原則，她並不建議貿然進入期貨市場。

尤其近期行政院通過實施調降指數類商品期貨的交易稅，會使得期貨當沖的風氣更加盛行，因此，目前仍在市場中操作的，幾乎都可稱得上是高手級的。

顏雅嫻建議，投資人可以多參與選擇權買方策略，並視『機會』與『時間點』進入市場交易。若拉長時間線來看，歷史行情中，一年12個月內，投資人站在買方切入市



顏雅嫻建議，投資人可以多參與選擇權買方策略，並視『機會』與『時間點』進入市場交易。

場，能夠翻倍成長的大行情，大約只有2~3次不等。以今年來說，投資人也許可以等到11月的新合約開始後，再投入選擇權買方的行列。

舉例來說，假設投資人手上有100萬資金，他必須清楚的知道這次可以投入市場的金額是多少，停損停利點定在哪裡，何時可以加減碼等，並且非常注重「紀律」。

「期貨就像是融資操作，做不好就是被斷頭、追繳的那一方，而不僅只是變成壁紙而已。」顏雅嫻說。

### 想獲利 切忌隨心所欲及缺乏紀律

顏雅嫻建議，對買方投資人來講，可以搭配簡單的技術指標，例如乖離率，判斷進場時機，當大盤指數與季線乖離過大時，可能會有收斂的狀況，此時，投資人便可以根據乖離率，研擬進場時機點。

以近期來說，行情普遍落在5500點附近，並且與季線有一大段乖離，預期指數可能稍微收斂，因此，投資人可以選擇call spread買權多頭價差策略，若是指數落點正確，便掌握到獲利機會。

「買方機會少，但一年之中只要抓到幾次行情，就夠了，但買方不只是看對方向而已，還要作對進場點。」顏雅嫻提醒投資人，買方也不是那麼簡單就可以獲利的，她建議，買方應該搭配簡單的技術指標，獲利的機會才會大增。

買方投資人最常犯的大忌就是買的太過於「隨心所欲、缺乏紀律」，她最常聽到客戶說，明明趨勢看對，但是進場點沒有搭配技術指標操作，所以進場時間不佳，最後還是白忙一場。

### 多空操作兩相宜 選擇權是最佳選擇

衍生性商品的好處就是，不論市場走多或走空，都有操作的空間，而投資人若是股市、期市都參與者，且股市已經解套無望，顏雅嫻建議投資人，可以考慮作covered call的策略，可以用權利金彌補一些損失。

舉例來說，假設投資人手上有100萬現貨，帳上只剩下六成，而且投資人不想出脫現貨部位，可以用covered call的策略，以100點權利金為建立部位的基礎，sell該部位的call，之後每跳動100點再繼續建立新的部位，如此可逐漸縮小帳上虧損的幅度。

或者投資人也可積極扳回一城，將現貨部位出場後，假設投資人認為行情會從5500點漲到6500點，將剩餘資金分配20萬進入選擇權市場，假設買進權利金達50點的價外選擇權部位80口(假設為6100點)，假設行情在合約期間上漲到6500點，則可獲利140萬【(6500點 - 6100點 - 成本50點)\*50元\*80口】。

「選擇權較期貨槓桿倍數更大，因此若是投資人擇好時間點放手一搏，選擇權是相當適合的商品。」她說。



## 掌握行情 良好策略 創下佳績

顏雅嫻透露，日盛期貨自營部今年獲利最好的策略，就是選擇權的方向性部位。

早在今年初時，大家一片看漲之際，日盛集團內部的研究單位，以及操盤手的看法，幾乎都是看弱大盤走勢，因此開始著手佈局，建立行情向下的選擇權部位，也因此，才掌握到這次大行情獲利的機會。

顏雅嫻說，目前日盛期貨自營部內配置共有六位交易員，其中兩位是較資深的交易員，其餘四位都是具有財工背景的操盤手。透過資深老手的多年經驗並再利用財務工程的整合，現階段使用的指標在今年的成績中，勝率都超過六成。

而自營部的策略主要分為方向性及非方向性；方向性的包括程式交易，運用技術面的訊號，實際在國內外期貨市場操作。另外也從總體經濟、心理、技術、籌碼等指標，建立選擇權的方向性部位，此策略運用為日盛期貨貢獻良多。

在非方向性的部分，其中包含價差、造市、非方向性的選擇權策略交易等，其中又以非方向性的選擇權策略交易等運用最為頻繁，利用選擇權希臘係數的特有特性，不定時的建立選擇權的非方向性部位。例如在總統大選前，普遍認為行情應會有大幅度波動(不論是向上或向下突破)，因此建立long gamma的部位，掌握趨勢發展。

## 善用價差交易及造勢者機制

在價差交易部份，原則就是買強勢、空弱勢，多數都是做金融、電子的價差擴散交易，但是這需要較大的資金部位，以及運用較複雜的交易比例，較適合自營商及法人操作，因此不适合一般投資人使用。日盛期貨也配合期交所操作造市者機制，也可節省部分交易成本，例如最近較夯的台幣計價黃金期貨，以及非金電商品、櫃買商品等。

顏雅嫻指出，在眾多商品中，個股選擇權是相當值得多加以推廣的，舉例來說，投資人在50元買進，現市價為32元，投資人並不想認賠出場，此時可以運用個股選擇權，運用covered call的策略，向上建立sell call部位(例如36元)，便可收取權利金一口約7000元獲利，若是友達繼續下跌到30元，則個股選擇權可以減少現貨部位的虧損。

## 訂定並嚴守指標 強化避險心態

顏雅嫻說，期貨的優點是流動性高、槓桿倍率大，且不用分析基本面資訊，只要研究大盤走勢即可。但是也正因為槓桿倍率高，因此資金跟風險控管就顯得更加重要。

顏雅嫻建議投資人，要拿準自己心中的指標及準則，並且固定遵守，切勿看別人贏了一次，又更改自己長期觀察的指標及準則，衍生性商品的槓桿大，倍率高，常會有投資人想要賭一把大的，翻上幾倍，卻沒有避險的心態。

日盛期貨自營部中的其中一位老手，就是日盛期經的總經理黃正雄，他在操盤手衝

刺激時，會不斷的提醒，要記得踩煞車、要避險，成為日盛自營部獲利穩健的關鍵因素。

「在作方向性部位時，一定會建立避險部位，賺的時候大賺，賠的時候可以少賠，如此可讓利潤的波動較小，這也是日盛期貨今年獲利的最大因素。」顏雅嫻透露。

## 建議改善造市者機制

顏雅嫻指出，在造市者機制中，造市者報價必須買賣價都報，假設台指選擇權的報價間隔是6點，因此報價時必須同時報出買90；賣96雙腳的價位，雖然最近指數都在低檔，但波動都很大，因此會突顯出這兩支腳的報價寬度不足的現象。

顏雅嫻建議，當波動變大時，報價寬度

也應隨之變寬，否則若市場快速朝某方向前進的時候，造市商會被吃到較多的單邊部位，因而承受過多的風險。

所幸台指的流動性還不錯，風險較小，但流動性本來就較低的市場中(如非金電)，其造市者抱著滿手部位，卻又無法平倉的話，風險會更大，等於是明明知道是賠錢的生意，卻又不能不作。而且，若適當地將報價寬度拉大時，並不會對市場的流動性產生影響，應是較為合宜的做法。

## 坦然面對壓力 樂在自營工作中

在自營部的生活，雖然壓力大，但是能夠操作的策略多，商品也廣，讓顏雅嫻樂在其中。未來她將持續以往的精神，繼續在期貨自營的範疇中，努力貢獻自己的專長。

CNFA

## 交易小撇步

元大期貨 顧問部副總 洪守傑 提供

### 《如果預期將進入區間盤整，你可以試著這樣做》

從過去十年的歷史經驗來看，台灣股市在年度中，多數時間是處於5000點至8000點的區間盤整行情，且機率高達68%，低於5000點和高於8000點的機率只各約16%，因此，許多投資人已開始準備住好一陣子的高級套房，股市在此時也顯得較無樂趣可言。但在期權市場中，區間盤整也都有相對應的策略可供運用。

#### 【方法：賣出跨式加避險】

- 在新合約開始時，以價平x點的跨式組合進場〔賣出買權sell x call + 賣出賣權sell x put〕，目標是收取兩邊600點權利金獲利。
- 但若是行情向上突破x + 600點或向下突破x - 600點後，則會產生虧損。
- 因此，為了利用時間價值賺取權利金，投資人也應學習得如何避免虧損的情形發生，此時，投資人也可以建立跨式部位的同一時間，建立上下各差300點【買進買權(buy x + 300 call) + (買進賣權 buy x - 300 put)】的安全防線(假設成本為350點權利金)，此時，最大獲利是賣權減買權(600 - 350 = 250點)的權利金；最大虧損就只是50點。
- 當然，投資人也可以根據自己認定的盤整區間價位，建立不同的盤整部位，例如投資人認為應該會在低點A及高點B間盤整，就可以建立〔賣出買權sell B call + 賣出賣權sell A put〕，同時在上下200(或300點)建立避險部位〔買進買權buy B+200 call + 買進賣權buy A-200 put〕，如此也可在盤整時適度獲利。



# 優異績效來自於嚴格風控及明確的獎金制度

## 莊逸哲暢談如何帶領凱基期貨自營部創造佳績

撰文：Alston

在這波股災中，許多期貨商的自營部都有優異的績效表現，成為期貨商的金雞母。凱基期貨自營部2008年至九月底為止，獲利已經是2007年的2.5倍，令人稱羨，該公司自營部副總經理莊逸哲，暢談他如何帶領凱基期貨的自營團隊，不斷挑戰，衝破極限，創造佳績。



人才，是策略的第一步，好的交易員必須具有敏感度及創新能力，更要有團隊合作的精神。

### 期貨自營商面臨嚴峻挑戰

近年來台灣期貨市場蓬勃發展，交易量屢創新高，但外資參與率不到10%，屬於高流動性、低競爭度的市場。莊逸哲指出，期交稅調降後，會最先選擇進入台灣期貨市場的外資，應屬當日沖銷和雙邊操作策略的專業法人機構，台灣期貨市場的競爭度將逐漸升高，屆時國內期貨自營商將會面對前所未見的競爭。

面對國外專業法人機構的競爭，常有人說，「給我有最好的設備，才能和別人競爭，才能幫公司創造績效。」但是莊逸哲卻有不同

的想法。他認為，在考慮設備前，更應該審視交易策略是不是需要更好的設備來配合。例如，市場上有各式各樣的交易軟硬體，別人拿來每天做上千上萬筆交易，而我的交易策略每兩三天才進出一次，如此，有需要更高規格的交易軟硬體來輔助交易嗎？他說：

「期貨自營商應先制訂交易策略的發展路線後，再將交易設備按步跟上，倘若發展路線明確，甚至可以採取交易策略和交易設備並進的方式，達到相輔相成的效果。」

### 關鍵在人才 成功在團隊合作

凱基期貨自營部的獲利2007年大幅成長3.5倍，2008年預估再成長3倍，也就是說他們現在平均一個月的獲利，幾乎是以前一整年的獲利，莊逸哲表示，他們靠的不是完美的交易策略，也不是先進的交易設備，關鍵是在“人才”。他以前奇異執行長傑克·威爾許（Jack Welch）曾經說過的：「人才，是策略的第一個步驟。」為他自營團隊的優異表現下了註解。他說：「沒有優秀的交易員，就沒有優秀的自營團隊，更沒有優異的績效表現，我很認同這個觀點。」

但是，什麼樣的人才，才叫做優秀呢？在莊逸哲的眼中，一個好的交易員需要具備敏感度與創新的能力，才能在市場上看到別人還沒注意到的機會，並藉著交易策略來獲取報酬。但是要不斷創新是一件非常困難的事情，所以必須靠團隊合作來分享交易經驗，不斷地進行腦力激盪才能產生更多新穎的想法，然後在市場上以小部位作測試，失敗了沒關係，因為一百個想法裡有九十九個

是不行的，但只要捉到一個似乎可行的，機會就來了，透過不斷地左修修、右改改，也許一個創新的交易策略就此誕生。

### 遵守紀律 建立互信

嚴格要求遵守交易紀律，是莊逸哲的管理理念，他要求交易員，務必根據既定的交易策略進行交易，這也是他和交易員建立彼此信任的基礎。因為他相信交易員會遵守紀律執行策略，交易員也相信他不會干預操作，一旦違反交易紀律，他會立即停止該交易員的所有交易，即使操作績效第一，莊逸哲也會毫不猶豫的照樣停單。「因為優異的績效，可能是冒著過大的風險得來的，你可能幸運多賺一千萬，但更可能不幸賠一億。」莊逸哲語氣堅定地強調，他執法的決心。

在凱基期貨自營部中，交易員要改變交易策略，只能在盤後，經過確認在授權額度內，第二天就可馬上進行交易。不過，每天市場行情千變萬化，常有超乎常理的行情發生，倘若超乎策略預想範圍外，只要不碰觸強制停損點，當下他的選擇是，信任交易員的臨場判斷。「相信你的交易員，因為他可以做的比你好。身為主管的人，必須要有這樣的自信和把握。」莊逸哲嚴肅地說到。

### 不斷創新 主動革命

凱基團隊的成員都有一個共識，就是不斷地創新、再創新，因為每種交易策略的壽命只有一年，幸運的話也僅有兩年。以去年





- 交易員希望有更大的交易空間，公司則希望風險最低，兩者平衡點就在明確的獎金制度。
- 自營團隊必須不斷地發展穩定的交易策略，讓公司在低風險下獲利，交易員才能有高額的績效獎金。

初的交易策略為例，現在已經沒有一項還在使用，莊逸哲說：「並非是我禁止大家使用，而是市場競爭的自然淘汰，更多是交易員發展出更好的交易策略，取代了舊的，也就是說，不等市場來淘汰，我們自己就主動革自己的命。」

他進一步的解說到，就像玩電玩三國志，你總會找到電腦邏輯的弱點，發展出殺手級策略來贏得勝利，但是換玩下一版，你或許就會被痛宰，因為電腦邏輯升級了，這時你就得重新思考，直到尋找到新的殺手級策略。在電玩世界中，你可以選擇不要玩下一版，一直做統一天下的大夢，但期貨市場卻不是如此。

期貨市場的交易策略是不斷地推陳出

新，隨時都會有人開發出殺手級策略，由於市場競爭加劇，你的交易策略很可能在一瞬之間，從賺錢變成賠錢，而且愈做賠愈多。反過來，如果開發出殺手級策略的人是你，是你強迫市場競爭升級到下一世代，甚至幹掉你原先的交易策略，那代表的是，市場上所有跟你同等級對手的交易策略，都被你的殺手級策略幹掉了，利潤歸誰，自然是不言而喻了。

### 找對人 耐心培養

培養一個優秀的交易員談何容易，但是卻又是主管不得不做的事。基本上，每個交易員的個性都很獨特，有的人很積極、很敢衝，有的人是生飯慢熟型，所以培養一個交易員是很不容易的，沒有所謂的SOP可以依

樣畫葫蘆的，主管必須要有耐心，協助交易員，找到屬於他style的交易策略。在交易員剛起步或是遇到低潮時，莊逸哲除了私下幫他打氣外，最常說的一句話就是：「只要你不放棄，我就不會放棄你」。

莊逸哲非常反對像選股票式地押寶交易員，短期績效好就加碼下注，不好就淘汰的用人方式。他的想法是，交易員很容易折損，在高陣亡率的單位，一旦人心惶惶，誰還會對公司有向心力，最後損失還是公司。因此，身為一個主管，他必須找對人，耐心的培養，過程中積極協助，再以公平客觀的評估制度，檢視交易員的績效，才能帶領出優秀的團隊。

### 長期穩定獲利，來自嚴格風控和明確的獎金制度

公司要怎樣才能判斷出自營團隊的優劣？莊副總指出，最直接的方式，就是用交易報表中的累積獲利曲線，計算出一年中間每段相對高點到相對低點的虧損金額，取最大值就是最大連續虧損金額，用年獲利金額/最大連續虧損金額（P/D值），此數值愈高，績效愈優異。例如，同樣獲利2億元，年中間回檔5千萬元（比值=4）就比回檔8千萬元（比值=2.5）的績效來得穩定。P/D值愈高，即使出現虧損也容易彌補，當然公司承受的風險就愈低，就愈受到公司喜愛。

但自營操作上，常會為了達到年度獲利

目標而忽略風險，怎樣才能讓自營團隊願意保持長期穩定獲利，而非孤注一擲呢？答案是，嚴格風控制度和明確獎金制度。凱基期貨是凱基證券集團的一員，對各種業務風險控管的要求，是業界出了名的嚴格，常有人跟莊逸哲說，綁手綁腳的怎麼做交易，但他並不這麼想。他認為，就是因為風控嚴格，每個單位都不會作出超越授權以外的事情，凱基期貨的自營團隊才能信賴公司和集團，就像公司也信任他們不會做出違規的事情一樣。

莊逸哲說：「那個交易員不想有更大的空間去做交易，而公司所希望的卻是風險愈低愈好，兩者之間的平衡點，就是明確獎金制度。」公司訂定高目標低停損，自營團隊在停損壓力下，必須發展穩定獲利的交易策略來達成獲利目標，最後公司只要冒很低的風險，就可以得到很好績效，交易員也可獲得高額的績效獎金。以凱基期貨自營為例，截至九月底，今年的P/D值已達15，也就是每冒一塊錢的風險，可以賺到十五塊錢的利潤。

### 自營事業將是追求絕對績效的金雞母

莊逸哲說：「只要有嚴格風控制度和明確獎金制度，就能吸引更多優秀人才加入自營事業，這樣才能形成良性循環。」而他也堅信，自營事業不再只是以相對績效來論成敗，而是可以追求絕對績效的金雞母。

CNFA



# 「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」 講座

- 在一連串的挽救股市措施中，政府也邀集了周邊單位及各公會，要求提出相關建議及配合政府政策的各項措施。
- 為此，期貨公會特別在這此關鍵時刻，邀集國內各專營期貨商資深經理人暨王牌講師，於9月下旬起，展開巡迴全省、連續八場的「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座，以實務操作經驗及技巧，教導投資人在股市低迷，操作空間有限的情況下，如何進入期貨市場，進行避險及創造獲利。
- 舉辦講座的同時，公會還精選講座中的內容，委請工商時報做半版的報導，希望透過平面媒體，加強宣導效果。

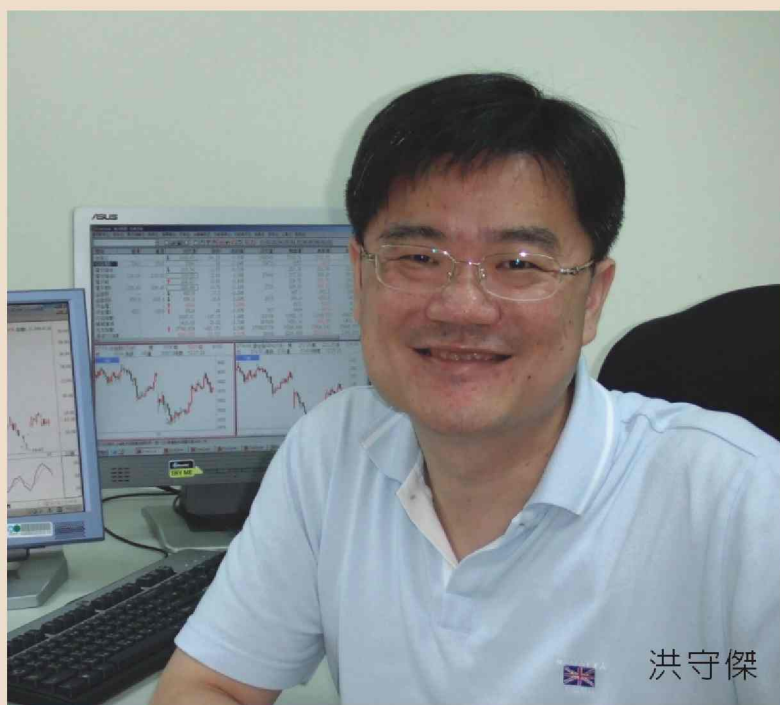


期貨公會於全國巡迴舉辦「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座，讓許多在股海浮沉的投資人恍然大悟，原來透過操作期貨及選擇權商品，不但可以避險更可有獲利的機會。

- 八場講座都受到投資人的熱烈迴響，不但讓以往沒參與過期權的投資人茅塞頓開，也讓已在期權市場中的交易人，更能夠抓住市場的脈動及潮流。
- 期貨公會秘書長謝夢龍表示，這次參加「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座的投資人反應極佳，因此期貨公會未來也將持續舉辦，讓更多的投資人更加了解期權投資商品。
- 未來期貨公會也將不定期舉辦相關的期權課程，除了配合政府挽救股市的政策外，將更積極推廣及宣導期貨與選擇權的避險功能，導正大家對於期貨市場的錯誤理解，讓投資大眾，善用現貨與期貨市場，創造獲利。



## 轉進期權市場 尋求最佳解套辦法



元大期貨顧問部副總洪守傑說：「透過期貨公會舉辦的講座，讓更多投資人可以認識期貨及選擇權真正的面貌，透過教導投資人正確觀念，提升國人金融知識水準。」

面對跌幅超過四成的台股行情，許多投資人都已經看傻了眼，不知道下一步究竟何去何從，也許有某些人認為，已經跌到這麼深了，應該要開始反彈了吧；但也有人認為，從次級房貸風暴開始，到最近才剛引爆的「雷」，故事應該不會就這樣結束，後面恐怕還有更大的還沒爆發，因此五字頭的台股可能會持續下探。

不論是看漲、看跌，或者是區間盤整，

每位投資人心中都有一把自己的尺，這把尺怎麼量，直接影響到投資人面對第四季行情來臨時，所要應對的戰術策略。

既然我們從歷史經驗可以了解，善用期貨、選擇權等工具，可以達到避險、獲利的目的，那接下來不論是漲、是跌、是盤整，投資人要怎樣利用期權商品呢？

擔任這次「股市低迷之際，如何操作期貨與選擇權避險及獲利」講座的王牌名師，同時也是元大期貨顧問事業部副總經理的洪守傑表示，在此關鍵時期，投資人可以從政府的

政策走向來觀察，尤其金管會在10月1日起禁止在股市放空，或多或少都會減輕股市的短期壓力，使得指數不至於迅速崩盤，因此，穩定股市也間接穩定期貨市場，避免期貨市場中有太極端的行情出現。

雖然如此，但在第四季的行情走勢仍不明顯的狀況下，這波從9000高點下跌到5500低點的投資人，短期之內要讓行情V型反轉到8000點以上的機會並不高，因此，洪

守傑建議投資人，若要將剩餘資金充分發揮效率，轉進期貨、選擇權市場，才是積極解套的最佳辦法。

洪守傑說，期貨市場具有多空雙向都可操作的特性，如果投資人認為短期內現貨市

場反敗為勝的機會不高，可利用期貨商品提高財務操作槓桿，並視自身的風險承受度，選擇最好的投資工具，風險承受度高的投資人可以直接挺進台指期商品，或者保守一點用收房租的概念，在選擇權市場中一點一滴的累積。

CNFA

## 善用公開資訊 扎實基本功求勝

### 大華期貨協理吳松濤的建議

多數的投資人都喜歡會「漲」的商品，但遭遇不景氣或行情差時，手上還有子彈的投資人，多數都會選擇「加碼攤平」，認為只要還有機會，時間會證明自己的投資是對的。大華期貨協理吳松濤點出，遇到不景氣或行情差時，投資人應懂得如何利用「兩面刃」，在多、空都可操作的市場中，將危機化為轉機。

吳松濤指出，所有的投資／投機工具，都是與風險及報酬之機率有關，例如民眾買大樂透，雖然獎金超高，但是號碼開出若沒有中任何一獎，獎金就是全數捐出，即便彩券的特性如此，還是有人堅持每期都買，就是為了等那可能來到的『那一次』。



吳松濤

在多、空都可操作的市場中，善用期權商品兩面刃的特性，將危機化為轉機，是趨吉避凶的法則，投資人應善加利用。



許多人看待選擇權商品就像是買彩券一樣，希望一夜致富，但吳松濤明白的說，這種觀念是絕對錯誤的，雖然選擇權買方的特性是只要投入小額資金，就能夠擁有看對行情的優渥報酬，但別忘了，「機會」跟「報酬」絕對是負相關的，因此，投資人應該清楚的明白，自己的風險承受度在哪裡，才能夠正確的選擇投資工具。

吳松濤說，不論是何種投資工具，一定要有方法，加上操作策略，才能愈接近成功。對於剛開始進入期權市場的投資人，吳松濤建議，對於許多基本功基礎一定要打紮實，而期貨交易所的網站上，也有許多的公開資訊，例如三大法人的買賣超、留倉部位、隱含波動率等的公開資訊，都是投資人垂手可得的重要資訊。

CNFA

## 期交稅降低之際 轉進期權 操作當沖

群益期貨陳威廷經理指出，一個市場的空頭，並不代表所有市場都走空頭，只要能夠掌握股、匯、債、商品市場的脈動，不論何時都會有獲利的機會。

陳威廷說，亞洲國家對於期貨市場都採取相當寬鬆的政策，而我國雖然以往也給予諸多限制，但近幾年來，期權市場的成交量卻是快速攀升，加上現在主管機關對期權市場採取正面積極的態度，未來應有更大的發揮空間。

尤其最近政府對於股市不斷的拋出新的政策，如制止放空、交易稅減半、國安基金進場等，對這屬信心危機的空頭，具有一定的支撐力道。且金融主管機關



陳威廷

期交稅自10月6日起降為十萬分之四，對於當沖的交易人來說，減輕許多交易成本，預期將對成交量產生直接的貢獻，期權市場也將更形熱絡。

日前也研議開放法人申請避險帳戶，讓股市不會因為外資或法人賣股而使得股市下挫，對期貨市場也能夠產生間接穩定的作用。

不過，近期大盤行情盤中落差極大，在政府禁止投資人在現貨市場放空交易的情形下，也影響到股市當沖者的獲利機會；因此，陳威廷建議，習慣當沖的交易人可以趁這次機會，轉進期貨市場操作當沖策略，當天沖銷不留倉，投資人手上不持有任何部

位，即便晚上美股變盤，隔天投資人仍然是重新開始，不會受到美盤影響。

陳威廷說，不論投資人採取何種策略，都應該嚴格控管資金分配，他建議期權市場的投資人，應記住『一口單吃三口糧』的口訣，意思是每次只操作三分之一的資金進場，加上嚴格執行停損停利點，如此一來，才是懂得進退的聰明投資人。

CNFA

## 聰明搭配台灣50的選擇權交易策略



凱基期貨投資顧問部副總經理許庭禎說：「假設目前台灣50已經達到長期持有的投資水準，但投資人尚不確定是否真達底部，也不確定總體環境允不允許價格立即發動長多漲勢，可考量買進台灣50搭配賣出價外買權，賺取時間財。」

對於許多不會選股，又不懂得技術現型的投資人來說，台灣50指數是一個既簡單又可參與行情的投資商品，自推出之後，一直是許多投資人的最愛。

但是台灣50的特性跟股票一樣，會上漲也會下跌，當然也會讓投資人『住套房』，因此，如何讓手上的台灣50變聰明，就是一門學問。

凱基期貨投資顧問部副總經理許庭禎說，慣用台灣50的投資人，應該具有將台灣50視為『資產』的投資，因此，要保護資產價值，避免資產下跌縮水，應該要適度的搭配選擇權商品避險、獲利。



因此，當投資人買進台灣50時，應同時建立『賣出選擇權(sell call)』的部位，因台灣50的波動幅度較低，選擇權波動幅度較大，只要選擇權(sell call)未達到履約價附近，就等時間來消耗(call)的時間價值，以賺取價差，當行情小漲、小跌、盤整或大跌時，都可以從中獲取利潤。

而要如何建立『賣出選擇權(sell call)』的部位呢？

許庭禎說，投資人可用選擇權標的隱含波動率，乘上40/30/20的倍數(視周數決定倍數)，作為進場參考履約價，簡單的說，若投資台灣50的時點是在選擇權合約月份的第一週，則可用40倍相乘，往後每週倍數則遞減為30、20等，最低則以20倍為底限。

假設目前選擇權隱含波動率為30%，進場時點為第三週，相乘倍數則為20倍，因此當期貨報價是5500點時，應再加上600點( $30 * 20$ )，所以選擇權(sell call)的履約價應設為6100點( $5500 + 600 = 6100$ 點)。

而要進行這樣的搭配組合，其資金的使用比率可約為7：3，即若以10萬元為投資預算時，投入台灣50的資金為7萬，投入選擇權(sell call)的資金為3萬；不過，兩者建立部位的比例應為1：1，也就是當買進10張台灣50時，就要相對建立10口選擇權(sell call)。





這種策略的優點是「以時間換取金錢」，主要是賺取選擇權(sell call)的時間價值，若在行情小漲、小跌、盤整或大跌時，追求穩定的獲利機會。

所以當兩者（台灣50以及選擇權sell call）同時進場後，行情波動時，主要以調整選擇權(sell call)為主，例如選擇權(sell call)部位接近履約價100點時，選擇權(sell call)應先出場，並向上調整履約價，如果開盤跳高直接進入價內時，還是要先執行停損。

而當大盤下跌時，每100~200點可調整一次履約價部位，並以當時隱含波動率及買權(call)的價值為準，例如當初建立在6400點的選擇權(sell call)，行情下跌時，可先買回6400的買權(平倉)，並同時再「賣出6300點的買權」以建立新倉部位，且此時台灣50的部位並不需作調整。

採取該種策略的投資人，一方面可以實際參與台灣50市場，享受價格上漲的機會，同時建立的選擇權部位，也有機會在選擇權市場中，收取權利金，賺取適度的價差利潤，如此長期下來，即使台灣50行情低迷時，還是可以保有適度的獲利水準。

CNFA





期貨公會澳洲CFD考察團

# 期貨新商品—差價合約

- 價差合約 (Contract For Difference, CFD) 在澳洲發展的狀況極佳，爲了解這項期貨新商品實質內涵，以及在澳洲發展的過程、現況及未來趨勢，期貨公會理監事特組成考察團，前往澳洲考察。



- 這次考察活動，除了拜訪澳洲交易所外，還參訪了在台灣經營期貨自營相當出色的澳帝華期貨在澳洲的分公司，以及全球知名的明富期貨澳洲分公司。
- 對臺灣而言，CFD是一項新的金融商品，透過這次的參訪，對於價差合約，大家都有較爲深入的了解，本刊特別就澳洲價差合約之內容做一簡介，讓讀者了解這項商品之內涵。

# 期貨新商品－差價合約簡介 (Contract For Difference, CFD)

撰文：張祥麟

## 壹、差價合約介紹

### 一、定義：

「買賣雙方就所約定之標的物，以該標的物實體價格之漲跌差價，結算損益，但不涉及實體的交割。」該標的物包括：商品、股票、指數、外匯等等。也就是說，交易人毋須進行實體交割的繁複程序，就可以享受標的資產價格波動所帶來的利益。

### 二、六大特性：

#### 1. 毋須實體交割，也可依標的物價格漲跌之價差結算損益。

在現貨市場的交易中，需要有實體交割的程序，增加時間和成本的耗費，但差價合約僅是買賣雙方價格的交換，並不涉及實體或現貨的交易，再加上目前多以電子交易為主，所以在交易效率上相當具有優勢。

#### 2. 具備高度財務槓桿之特性，可讓投資人以有限之資金，建立分散化的投資組合。

一般投資人的資金有限，無法建立風險分散的投資組合。差價合約在高度財務槓桿的運用之下，投資人可將自身有限的資金，分散投資至不同的標的資產中，達到降低非系統性風險的目的；同時也可以提高資金運用的效率。

#### 3. 多空皆宜，供投資人靈活運用，投資或避險皆很方便。

差價合約在交易上非常靈活，並不受限於一般交易，須先買後賣或是不得放空的限制，投資人可依個人對行情之判斷自由選擇進出的時點。

#### 4. 標的物範圍廣泛

差價合約可以交易的商品範圍相當大，雖然依上市或店頭市場制度的不同會有差異（於之後章節說明），但基本上，只要可以連結到有價格波動之標的資產即可。

#### 5. 無到期日之限制

差價合約的標的物，基本上都是永續存在，沒有到期日的限制，所以差價合約也沒有到



期日，不會有換約或轉單的麻煩，要結清倉位只須反向沖銷即可。（特殊情況下的差價合約到期於後面章節作詳細介紹）

#### 6. 直接反應標的物的價值

價差合約不像其它衍生性商品（期貨和選擇權），無法反應標的資產的現金流量（像是股利或是其它利息等等）。標的物的實際現金流量（參與除權除息等等），可同步反應在差價合約的價格上，而非折價或溢價發行。

### 貳、各種差價合約交易制度介紹

一、交易差價合約的三種主要方式：在澳洲，投資人可以透過上市交易、造市交易及直接入市等三種方式，進行差價合約之交易。

#### 1. 上市交易（集中交易市場）：

在澳洲當地，澳洲證券交易所掛牌交易之各類商品差價合約，就是屬於上市交易的差價合約交易，並由雪梨期貨結算股份有限公司（已於2006年併入澳洲證交所）作為結算機構。

※上市交易之差價合約有四項特點：

（Ⅰ）市場獨立性：澳洲證交所在公司法的規範下，確保市場的公平性、交易秩序及價格透明；也確保健全的交易所營運及合乎法律規範的結算機制，提供交易人一個具有效率及效益的服務。所以，交易人可安心參與市場交易。作為一個集中市場的營運單位，澳洲證交所是一個獨立的機構，其公平公正的特性足以讓交易人平等地接受服務，而經紀人和交易所的權責劃分也讓交易人可以自由選擇其交易的方式。另外，集中交易市場也意味著其差價合約商品的標準化，而非依客戶要求的客製化商品。

（Ⅱ）價格透明：價格透明是一個健全市場的關鍵因素。澳洲證交所完整揭露其交易量、在倉部位、買賣價等資訊，事實上，市場中的所有資訊都來自澳洲證交所，因此，其資訊的流通是相當透明的。

A. 所有價格都是由完全透明的方式形成並揭露在報價上，每一個交易人（包括造市者）的下單指令都會納入交易所的報價中，因此形成一個完整的價格發現流程。

B. 所有交易都依照嚴格的價格／時間順序執行，也就是說，第一個報出最佳價格的交易人優先，所以無論交易人的交易數量大小，都可公平的進場交易。

C. 在價格透明的條件之下，個別交易人在市場中都是匿名的，避免跟隨交易的行為造成市場交易的衝擊及不必要的成本。

D.任何人都可以更好的買賣價自由進出市場，沒有人會被強迫接受市場的價格。然而，一旦指令成交，交易人就必須接受合約，而所有的合約價格都會和其成交量作對應。

E.澳洲證交所差價合約集中市場也包括來自於造市者的部位，造市者的存在有助於澳洲證交所差價合約的價格競爭力及流動性。

(Ⅲ) 風險管理：澳洲證交所的差價合約是在集中市場作結算的，其結算所（SFECC, Sydney Futures Exchange Clearing Corporation）提供差價合約交易雙方的結算。SFECC確保交易人的利益受到保護，市場秩序得以維持。透過「新約換舊約」（Novation）的流程，SFE結算所成為所有交易的當事人，有義務去保證執行所有的合約，所以，SFE便成為買賣雙方的履約保證。然而風險的管理和結算保證是由幾個方面來作的，首先就是保證金的收取（其後會有詳細介紹），保證金的收取可以事先對大幅的市場變化提供緩衝，並且防止交易人累積巨額的未付損失進而造成對其它市場交易人的衝擊。這也是和店頭市場主要的差別之一，店頭市場的保證金規範並不如交易所嚴格。澳洲證交所差價合約市場也建立起結算保證基金作為結算會員違約時的保障，結算保證基金也代表著SFECC的整體資本適足性。

(Ⅳ) 客戶保障：在交易澳洲證交所差價合約時，交易人的指令直接透過結算會員進入澳洲差價合約的集中報價，整個市場都可以清楚看到澳洲證交所的報價，再透過價格／時間的順序去執行，也確保「客戶的指令」優先於經紀人的「公司指令」。相反地，交易人在店頭市場中交易，並沒揭露在澳洲證交所的差價合約報價之中，交易人的指令也沒有上述澳洲證交所的保障。

## (2) 保證金制度：

另外，以澳洲證券交易所保證金收取為例，交易人交易澳洲證交所差價合約，它就對市場有履行合約的承諾，因為市場有可能會不利於交易人。當交易指令被執行後，澳洲證交所差價合約就被雪梨期貨結算股份有限公司（SFECC）登錄，這就是所謂「新約換舊約」（Novation）的流程，使得SFECC變成買賣雙方的交易對手。每天結算所計算所需要的保證金確保交易人可以履行當天的交易承諾（注意：結算所的關係主要是對結算會員經紀商而非直接對客戶）。澳洲證交所差價合約保證金主要是由原始保證金（Initial Margin）和變動保證金（Variation Margin）所組成。介紹如下：

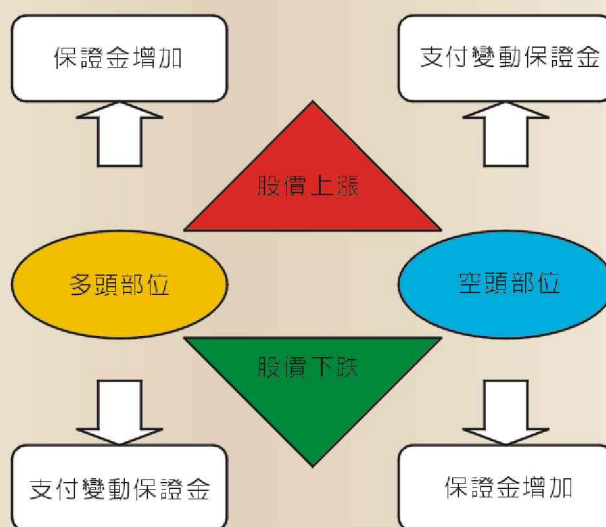
### (Ⅰ) 原始保證金：



原始保證金是在買賣雙方建立部位時需要的，它保障結算所免於市場方向不利時的風險。原始保證金主要設計用於涵蓋在倉部位合理的可預期風險。每個合約的原始保證金比率根據標的資產的波動性決定，基本上，原始保證金是以標的資產價值的5%~10%為主。澳洲交易所在網站上公佈所有的差價合約保證金比率，當合約沖銷後原始保證金便自動歸還。

## （II）變動保證金：

除了需要原始保證金用於建立部位之外，任何市場中和部位反向的價格變動都必須用進一步的保證金支付去涵蓋風險，也就是所謂的變動保證金。變動保證金是基於澳洲證交所差價合約每日的市場洗價（Marked to market）後評定。例如，如果交易人有一個多頭部位而價格下跌後，交易人就必須給付足夠的變動保證金去涵蓋在倉部位的價值下跌；反之，空方在下跌時便會得到等值變動保證金增加。若無法補足變動保證金需求，就會導致部位被強制平倉，交易人有義務在變動保證金或是原始保證不足以涵蓋風險時，補足所需要之資金。如下圖：



## （3）影響澳洲證交所差價合約損益計算之現金流量

澳洲證交所差價合約和其它形式的衍生性商品（期貨和選擇權）不同，其持有成本及股利等現金流量會反應在差價合約本身。當有在倉部位時，澳洲證交所差價合約會直接反應標的資產的現金行為，而非折價或溢價發行。持有澳洲證交所差價合約時會有5種獨特的現金流量產生，詳如下表：

項 目	多頭部位持有者	空頭部位持有者
合約利息	給付	收取
未平倉費用	給付	給付
股利現金流量	收取	給付
股利稅額抵減現金流量	收取	給付
利息收益現金流量	收取	給付

### （I）合約利息

合約利息費用由多頭（空頭）部位持有者給付（收取），其費用即使假日也照常計算，合約利息費用率依照澳洲證交所差價合約交易幣別的標準利率，當利率變動時，合約利息費用率也會跟著變動。交易澳洲證交所差價合約時，注意合約利息費用率所反應的現金利率是很重要的。

### （II）未平倉費用

持有澳洲證交所差價合約每天都必須給付未平倉費用，其費用率是由澳洲證交所所定，多空雙方都必須給付。未平倉費用可根依市場情況由澳洲證交所上下調整，但是基本上變動的頻率較低，都維持在一定的水準，可在澳洲證交易的網站中查詢其費率。

### （III）股利現金流量

股利現金流量就像是複製標的股票股利發放，交易澳洲證交所差價合約也會因股利發放而有除息的行為。

#### A.澳洲證交所股票差價合約：

多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量，部位在股利支付的前一天收盤後作計算，隔天收取或支付。

#### B.澳洲證交所指數差價合約：

當指數中的成分股除息之後，澳洲證交所指數差價合約也會確認並產生股利現金流量，就如同實體股票一樣，多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量。

要注意的是股利現金流量的支付和收取日和標的股票的時間不同，通常股票都是在股利公告的數週之後，但是差價合約卻是在宣告當天支付和收取。

### （IV）股利稅額抵減現金流量（用於股票差價合約）

只有股票差價合約會有股利稅額抵減現金流量，股利會因為其本身的價值而產



生股利稅額抵減的效果，和股利現金流量一樣，都是由多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量。

要注意的是，多空雙方所收到和支付的股利稅額抵減現金流量也許會不同，主要是因為在股利宣告日，指定報價者（Designated Price Makers）淨空方在倉部位（Net Short Open Positions）百分比的不同。淨空方在倉部位（Net Short Open Positions）是由交易所根據指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位作計算並以百分比的型式來表達市場的淨空方部位。如果指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位是多單，則多方就會收到100%的股利稅額抵減現金流量；如果指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位是空單，則股利稅額抵減現金流量就會依淨空方在倉部位比率（Net Short Open Positions）作折價。舉例來說，如果指定報價者（Designated Price Makers）的空頭部位比率是30%，則多頭收取的股利稅額抵減現金流量就會抵減30%。淨空方在倉部位比率（Net Short Open Positions）可在澳洲證交所網站中查詢。

#### （V）利息收益現金流量（用於外匯差價合約）

澳洲證交所外匯差價合約的利息收益現金流量就像是兩種幣別間的利息差異補貼。保證金、合約利息和未平倉費用都是以合約上的幣別作計價，利息收益現金流量則是以計息的幣別作計價標準。例如：澳洲證交所的澳幣/美元差價合約，其合約幣別是美元，所以其保證金、合約利息和平倉費用都是以美元計價，但利息收益現金流量則是以澳幣計價。合約的多（空）方收取（支付）利息收益現金流量。每日收盤後，於次日根據部位收取（支付）利息收益現金流量。利率主要是以標準的合約利息為主。

#### 2. 造市制度（店頭市場）：在造市制度之下，交易人的對手是期貨商，交易人下單之後，期貨商不一定會在現貨市場中執行相同之操作，也就是說，期貨商會根據自己的判斷和客戶對作。所以造市制度之特點為：

- （1）價格不透明：造市制度主要是由造市者根據自己本身的價格蒐集再報給交易人作下單的參考，所以，在價格揭露上只是根據造市者自己的觀念，並非市場競價後的價格發現，難免會有價格不透明的問題。
- （2）市場廣度大：造市制度並不受限於期交所掛牌之商品，只要投資人有交易之需要，即可要求造市者報價並交易，所以交易人可交易之商品選擇相當廣。
- （3）市場深度不足：因為是由造市者報價，交易人並無法獲得完整的市場報價，可能只有一二檔提供交易人作交易參考。

(4) 信用風險：造市制度由於主要是根據造市者為交易對手之交易行為，所以，造市者本身的信用風險就相對於其它制度來得高。

(5) 流動性：在造市者和交易人個別作交易之情況下，只能依靠造市者報價為主，當然較無流動性可言。

### 3. 直接入市（店頭市場）：

相較於同為店頭市場的造市制度來說，在直接入市的制度下，交易人下單後，期貨商直接就透過在當地合作之機構或子公司在標的市場中執行和交易人相同之操作，將風險轉至標的資產市場之中，而非和交易人對作。因此，直接入市不會和客戶對作，而是直接反應標的資產的實際報價，其特點介紹如下：

(1) 標的資產市場的實際反應：在直接入市制度下，其報價完全是現貨市場價格的反應，換言之，現貨的買賣價格就是差價合約的買賣價格，完全貼近現貨。

(2) 市場廣度較小：受限於一定要有現貨市場的報價，直接入市制度可交易的商品相較於造市制度來得小。

(3) 市場深度足夠：由於是以現貨市場報價為主，交易人可獲得較完整的市場深度作為交易參考。

(4) 流動性：相較於造市制度，直接入市的流動性較佳，較不易產生流動性風險。

綜合以上所述，以下表作為三種制度之比較：

制度 項目	集中市場 上市制度	店頭市場 直接入市	店頭市場 造市制度
交易地點	上市交易	櫃台交易	櫃台交易
交易價格	差價合約價格	標的資產價格	造市者報價
流動性	較低	較高	最低
買賣價差	較小	最小	最大
市場深度（報價）	部份	完整	最弱
市場廣度	大	較小	最大
信用風險	較低	較高	最高
參與開收盤前的競價	可	可	否
交易時間	包括競價階段	包括競價階段	不包括競價階段



## 參、實例介紹：

在上述差價合約及各種制度的介紹之後，以下以澳洲證券交易所的差價合約交易為例，根據標的資產的不同，各以多頭交易者作詳細的計算介紹：

### 一、商品差價合約介紹：

Larry是一位通常持有部位不會超過四天的方向交易人，他認為未來幾天黃金價格將會走強。Larry以925買進50股澳洲證交所黃金差價合約，得到USD\$46,250的曝險。在此案例中，每股澳洲證交所黃金差價合約的原始保證金是USD29，他需要有USD1,450的存款來完成此交易。第一天，Larry必須支付原始保證金、合約利息以及Open Interest，而且曝險於變動保證金之中，所有費用需以USD計價。詳細計算如下表：

澳洲黃金差價合約				
交易價格	925			945
交易	買 50			賣 50
	第一天	第二天	第三天	第四天
每日收盤價格	940.00	925.00	930.00	945.00
原始保證金 [USD]				
(1)合約數	50			50
(2)每合約的保證金	\$29.00			\$29.00
(3)原始保證金 [1*2]	<b>-\$1,450.00</b>			\$1,450.00
變動保證金 [USD]				
(1)收盤價	940.00	925.00	930.00	
(2)開盤價	925.00	940.00	925.00	
(3)差異 [1-2]	15.00	<b>-15.00</b>	5.00	
(4)合約數	50	50	50	
(5)變動保證金 [3*4]	750	<b>-750</b>	250	
合約利息 [USD]				
(1)合約數	50	50	50	
(2)每日收盤價格	940.00	925.00	930.00	
(3)部位價值 [1*2]	47,000	46,250	46,500	
(4) 合約利息/360 天	2.25%/360	2.25%/360	2.25%/360	
(5) 合約利息[3*4]	<b>-\$2.94</b>	<b>-\$2.89</b>	<b>-\$2.91</b>	
未平倉利息 (OIC) [USD]				
(1)合約數	50	50	50	
(2)每日收盤價格	940.00	925.00	930.00	
(3)部位價值 [1*2]	\$47,000	\$46,250	\$46,500	
(4)OIC/365 天	1.5%/360	1.5%/360	1.5%/360	
未平倉利息[4*5]	<b>-\$1.96</b>	<b>-\$1.93</b>	<b>-\$1.94</b>	
累積獲利/虧損 [USD]				
獲利	\$750	\$0	\$250	\$1,000
合約利息	<b>-\$2.94</b>	<b>-\$5.83</b>	<b>-\$8.73</b>	<b>-\$8.73</b>
未平倉利息	<b>-\$1.96</b>	<b>-\$3.89</b>	<b>-\$5.82</b>	<b>-\$5.82</b>
淨獲利	\$745.10	<b>-\$9.71</b>	\$235.44	<b>\$985.44</b>

註 1：有些交易商會將 Contrat Interest 與 Open Interest 合併，並賦予一個諸如“交易成本”的總稱

註 2：美國傳統上是以一年 360 天來計算利息，因此 Contract 以及 Open Interest 是除以 360，而非 365

註 3：\$1,000 為 ASX CFD 買進價格(925)與賣出價格(945)價差乘以 CFD 合約數所得出之數

註 4：CI 的指標利率是以 New York 的 Federal Reserve Bank 公布的聯邦利率

## 二、外匯差價合約介紹：

Chris是一位通常持有部位不會超過四天的方向交易人，他認為未來幾天相對於USD，AUD將會走強。Chris以0.9300的價格買進了2,000股澳洲證交所 AUD/USD 差價合約，這使得他承受了看多AUD200,000以及看空USD186,000的風險。在這個例子裡，一股澳洲證交所 AUD/USD 差價合約的原始保證金是每口USD\$2。因此，他需要存入原始保證金USD\$4,000，以完成此交易。買進此合約意味著假如價格上升(也就是說AUD相對USD升值)，他將需要較少的AUD買回看空的USD部位。在第一個交易日，他的帳戶必須扣除原始保證金、合約利息以及Open Interest，而且曝險於變動保證金之中。所有的支出都必須以USD計價。詳細計算如下表：

澳洲 AUD/USD 差價合約				
交易價格	0.9300			0.9330
交易	買 2,000			賣 2,000
	第一天	第二天	第三天	第四天
每日收盤價格	0.9310	0.9315	0.9320	0.9330
原始保證金				
(1)合約數	2,000			2,000
(2)每合約的保證金	\$2.00			\$2.00
(3)原始保證金 [1*2]	-\$4,000.00			\$4,000.00
變動保證金				
(1)開盤價	0.9300	0.9310	0.9315	
(2)收盤價	0.9310	0.9315	0.9320	
(3)差異 [2-1]	0.0010	0.0005	0.0005	
(4)乘數	100	100	100	
(5)合約數	2,000	2,000	2,000	
(6)變動保證金 [3*4*5]	200	100	100	
合約利息[USD]				
(1)合約數	2,000	2,000	2,000	
(2)乘數	100	100	100	
(3)每日收盤價格	0.9310	0.9315	0.9320	
(4)部位價值 [1*2*3]	186,200	186,300	186,400	
(5)CI/360 天	2.25%/360	2.25%/360	2.25%/360	
(6) 合約利息[3*4]	-\$11.64	-\$11.64	-\$11.65	
未平倉利息(OIC) [USD]				
(1)合約數	2,000	2,000	2,000	
(2)乘數	100	100	100	
(3)每日收盤價格	0.9310	0.9315	0.9320	
(4)部位價值 [1*2*3]	\$186,200	\$186,300	\$186,400	
(5)OIC/365 天	1.5%/360	1.5%/360	1.5%/360	
合約利息[4*5]	-\$7.76	-\$7.76	-\$7.77	
累積獲利/虧損 [USD]				
排除利息				
獲利	\$200	\$300	\$400	\$600
合約利息	-\$11.64	-\$23.28	-\$34.93	-\$34.93
未平倉利息	-\$7.76	-\$15.52	-\$23.29	-\$23.29
淨獲利	\$180.60	\$261.20	\$341.78	\$541.78
利息 [AUD]				
(1)合約數	2,000	2,000	2,000	
(2)乘數	100	100	100	
(3)利息/365 天	7.25%/365	7.25%/365	7.25%/365	
(4)利息流量 [1*2*3]	\$39.73	\$39.73	\$39.73	
淨利息	\$39.73	\$79.45	\$119.18	\$119.18

註 1：CI 的指標利率是以 New York 的 Federal Reserve Bank 公布的聯邦利率

註 2：\$600 為 ASX CFD 買進價格(0.9300)與賣出價格(0.9330)價差乘以 CFD 合約數再乘以 100 所得出之數

擁有一個看多的澳洲證交所 AUD/USD 差價合約部位，表示他將收到以AUD計價的利息現金流量。在接下來的幾天中，他需要支付以USD計價的合約利息、Open Interest以及變動保證金(假如有margin call的話)，而收到以AUD計價的利息現金流入。第四天，當價位到達0.9330時，他賣掉了所有2,000股的差價合約。而後，他會收到原始保證金。假如利息的現金流入轉換成USD(以0.9330的匯率)，他的總獲利是USD541.78 + USD111.19 = USD652.97，或是AUD699.86。



### 三、指數差價合約介紹：

Tom是一位通常持有部位不會超過四天的方向交易人，他認為未來幾天S&P/澳洲證交所200指數將會走強。他有\$100,000存在他的交易帳戶中，而且願意將此金額10%暴露於此部位的風險中。在這個例子裡，一股澳洲證交所 S&P/澳洲證交所200 差價合約的原始保證金是\$420或是約8%。因此，Tom可以利用\$10,000得到\$128,571的曝險〔\$10,000/7.78%〕。目前澳洲證交所 S&P/澳洲證交所200 差價合約的交易價格在買價5399-賣價5400。Tom以5,400買了23股澳洲證交所 S&P/澳洲證交所200 差價合約，也就是\$124,200的價值。第一天，Tom必須支付原始保證金、合約利息以及Open Interest，而且曝險於變動保證金之中。在接下來的幾天中，Tom僅需留意合約利息、Open Interest以及變動保證金。第四天，當指數到達5,500時，Tom賣掉了所有23股的差價合約。因為他是在交易時段中出售他的部位，所以在第四天，他不需要受到合約利息、Open Interest以及變動保證金的限制。詳細計算如下表：

注意：假如指數中的成分股在這段時間內除息，Tom將會收到該股票所佔權重相對應的股利。

澳洲 S&P/ASX200 差價合約				
交易價格	5,400.0			5,500.0
交易	買 23			賣 23
	第一天	第二天	第三天	第四天
每日收盤價格	5,450.0	5,520.0	5,350.0	5,500.0
原始保證金				
(1)合約數	23			
(2)交易價格	\$5,400.00			
(3)起始價值 [1*2]	\$124,200			
(4)保證金	\$420 或 7.778%			
原始保證金 [1*4]或[3*4]	<b>-\$9,660.00</b>		\$9,660.00	
合約利息				
(1)合約數	23	23	23	
(2)每日收盤價格	5,450.0	5,520.0	5,350.0	
(3)部位價值 [1*2]	\$125,350.00	\$126,960.00	\$123,050.00	
(4)CI/365 天	7.25%/365	7.25%/365	7.25%/365	
合約利息[3*4]	<b>-\$24.90</b>	<b>-\$25.22</b>	<b>-\$24.44</b>	
未平倉利息 (OIC)				
(1)合約數	23	23	23	
(2)每日收盤價格	5,450.0	5,520.0	5,350.0	
(3)部位價值 [1*2]	\$125,350.00	\$126,960.00	\$123,050.00	
(4)OIC/365 天	1.5%/365	1.5%/365	1.5%/365	
未平倉利息[3*4]	<b>-\$5.15</b>	<b>-\$5.22</b>	<b>-\$5.06</b>	
變動保證金				
(1)收盤價	5,450.0	5,520.0	5,350.0	
(2)開盤價	5,400.0	5,450.0	5,520.0	
(3)差異	\$50.00	\$70.00	<b>-\$170.00</b>	
(4)合約數	23	23	23	
變動保證金 [3*4]	\$1,150.00	\$1,610.00	<b>-\$3,910.00</b>	
累積獲利/虧損				
獲利	\$1,150.00	\$2,760.00	<b>-\$1,150.00</b>	\$2,300.00
合約利息	<b>-\$24.90</b>	<b>-\$50.12</b>	<b>-\$74.56</b>	<b>-\$74.56</b>
未平倉利息	<b>-\$5.15</b>	<b>-\$10.37</b>	<b>-\$15.43</b>	<b>-\$15.43</b>
淨獲利	\$1,119.95	\$2,699.51	<b>-\$1,239.98</b>	<b>\$2,210.02</b>

註1：有些交易商會將 Contrat Interest 與 Open Interest 合併，並賦予一個諸如"交易成本"的總稱  
 註2：\$2,300 為 ASX CFD 買進價格(5400)與賣出價格(5500)價差乘以 CFD 合約數所得出之數

#### 四、澳洲證交所股票差價合約：

Harry是一位通常持有部位不會超過四天的方向交易人，他認為未來幾天公用事業的價格將會走強，而且相信XYZ公司股票價格也會隨之上揚。他有\$100,000存在他的交易帳戶中，而且願意將此金額5%暴露於此部位的風險中。一股澳洲證交所 XYZ 差價合約的原始保證金是\$1.3或是約5%。因此，Harry可以利用\$5,000得到\$100,000的曝險（\$5,000/5%），因為他願意曝險的\$5,000足夠滿足此看多部位的原始保證金。目前澳洲證交所 XYZ 差價合約的交易價格在買價2599-賣價2600（eg：\$25.99-26.00）。Harry以2600買了3,846股澳洲證交所 XYZ 差價合約，也就是\$99,996的價值。第一天，Harry必須支付原始保證金、合約利息以及Open Interest，而且曝險於變動保證金之中。在接下來的幾天中，Harry僅需留意合約利息、Open Interest以及變動保證金。詳細計算如下表：

注意：假如XYZ在這段時間內除息，Harry將會收到股利以及股利稅額抵減現金流量。

澳洲股票差價合約交易價格	\$26.00			\$27.00
交易	買 3,846			賣 3,846
	第一天	第二天	第三天	第四天
每日收盤價格	\$26.50	\$26.80	\$25.80	\$27.00
原始保證金				
(1)合約數	3,846			
(2)交易價格	\$26.00			
(3)起始價值 [1*2]	\$99,996			
(4)保證金	\$1.3 或 5%			
原始保證金 [1*4]或[3*4]	-\$4,999.80			\$4,999.80
合約利息				
(1)合約數	3,846	3,846	3,846	
(2)每日收盤價格	\$26.50	\$26.80	\$25.80	
(3)部位價值 [1*2]	\$101,919.00	\$103,072.80	\$99,226.80	
(4)CI/365 天	7.25%/365	7.25%/365	7.25%/365	
合約利息[3*4]	-\$20.24	-\$20.47	-\$19.71	
未平倉利息 (OIC)				
(1)合約數	3,846	3,846	3,846	
(2)每日收盤價格	\$26.50	\$26.80	\$25.80	
(3)部位價值 [1*2]	\$101,919.00	\$103,072.80	\$99,226.80	
(4)OIC/365 天	1.5%/365	1.5%/365	1.5%/365	
未平倉利息[3*4]	-\$4.19	-\$4.24	-\$4.08	
變動保證金				
(1)收盤價	\$26.50	\$26.80	\$25.80	
(2)開盤價	\$26.00	\$26.50	\$26.80	
(3)差異	\$0.50	\$0.30	-\$1.00	
(4)合約數	3,846	3,846	3,846	
變動保證金 [3*4]	\$1,923.00	\$1,153.80	-\$3,846.00	
累積獲利/虧損				
獲利	\$1,923.00	\$3,076.80	-\$769.20	\$3,846.00
合約利息	-\$20.24	-\$40.72	-\$60.43	-\$60.43
未平倉利息	-\$4.19	-\$8.42	-\$12.50	-\$12.50
淨獲利	\$1,898.57	\$3,027.66	-\$842.13	\$3,773.07

註1：有些交易商會將 Contrat Interest 與 Open Interest 合併，並賦予一個諸如“交易成本”的總稱  
 註2：\$3,846.00 為 ASX CFD 買進價格(\$26.00)與賣出價格(\$27.00)價差乘以 CFD 合約數所得出之數

#### 肆、結論：

差價合約自1990年代初期誕生於英國迄今已有十多年的歷史，在國外市場的交易也相當的熱絡，客戶群主要都是以散戶的交易為主，因為其高桿槓及交易方便的特性讓交易人能將資金有效率地作風險分散的投資組合。而根據統計，以股票市場來看，自從澳洲引進差價合約之後，雖然因為和個股期貨重疊性過高而導致個股期貨交易受到影響而下市，但是澳洲股票市場的交易量卻增加10%。其原因就在於，當交易人在差價合約市場作交易的時候，無論是對交易人本身、期貨商或是造市者，都會產生一定程度的避險交易需求，進而在標的資產（現貨市場）進行避險交易；以差價合約的誕生國，英國為例，在英國股票市場中，由差價合約所衍生出的避險交易更佔了整個股票交易市場的20%-40%。所以，對於一個市場來說，差價合約不但在交易人端提供了資金的使用效率，也在市場端提供了更大的流動性及交易量。



# 各國差價合約之比較

撰文：張祥麟

目前差價合約交易最為興盛的有英國、新加坡及澳洲等國家，為了解這幾個國家的差價合約交易有何異同，本刊也特別做了簡單的比較，讓大家能夠更加了解差價合約。

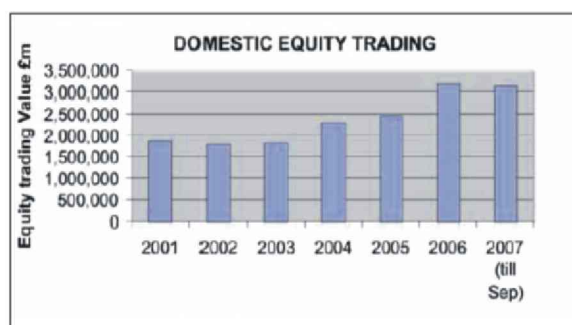
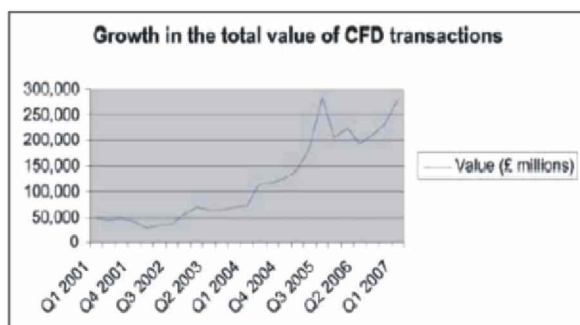
## 一、英國

英國是差價合約的發源地，自1990年代初期出現，主要是被對沖基金與企業投資者使用，做為對上市股票的避險工具。自2003年開始，被引進成為散戶投資人的投資標的，受惠於高度槓桿的原因，差價合約引進後即快速成長，標的資產由倫敦股票交易所的股票，逐漸擴展到其它市場之股票、指數及有價格浮動之商品。

英國在1986年進行金融大改革之後，金融監理就走向一元化監理時代，故差價合約交易之主管機關為Financial Service Authority，簡稱為FSA，也是英國整體金融市場唯一的主管機關。

過去五年間，英國差價合約市場的成長是值得關注的。根據統計，因差價合約商品所產生之避險需求，佔了現貨股票市場的20%~40%之多，因此，差價合約在英國，不但本身就是熱門的投資商品，其衍生出來的效應，也帶動了整體現貨市場的成長，可說是較為成功的差價合約市場。

由下圖的實際數據比較可知，差價合約及現貨股票的成長情形：



## 二、新加坡

「差價合約」在新加坡的證券期貨法中本來並沒有特別作定義，主要應是包括在槓桿式交易中。然而差價合約在新加坡店頭市場發展日益興盛，因此新加坡主管機關，在2005年9月發佈「可接受擔保品及差價合約」的報告中，提議對差價合約設定最低保證金標準，詳如下表：

差價合約種類	最低保證金要求
權益型差價合約	a. 基礎資產為股票指數：10% b. 基礎資產為股票：20%
指數型差價合約	5%
外匯差價合約	2%
不保證停損之差價合約	下列二者較低者： a. 風險金額加計 30%之標準保證金 b. 標準保證金
保證停損之差價合約	下列二者較低者： a. 風險金額，倘該差價合約會就股利、利息或佣金而調整者，再加計 10%之標準保證金 b. 標準保證金
其它種類之差價合約	20%

※詳細保證金規格以新加坡主管機關公布之金額為準

因為主要是以店頭市場交易為主，故成交易暨其它統計數據比較難以取得，但以新加坡的差價合約交易而言，比較特殊的地方在於，新加坡是以標的資產的種類作為法源管理的基礎，由下表可知：

證券期貨法	商品交易法
1. 槓桿式外匯交易 2. 以股票、利率、指數或外匯為基礎資產之差價合約	1. 槓桿式貴金屬交易 2. 槓桿式能源交易 3. 以一般商品為基礎資產之差價合約



由於其監管法源的不同，其主管機關也有所區隔：新加坡金融管理局主要監管以股票、利率、指數或外匯為基礎資產之差價合約；另一方面，新加坡國際企業委員會監管以一般商品基礎資產之差價合約。二者皆為獨立之法人，並非附屬於新加坡政府之中，具有以本身名義參加訴訟、取得或持有財產以及其他獨立法人所享有之權利和義務。

### 三、澳洲

澳洲作為一個差價合約交易市場的新生來說，其開放的制度並不遜色於其它先進國家，就制度面來說，不但有澳洲證交所推出的集中市場差價合約；也有所謂的店頭市場差價合約，交易人可依自身的偏好去選擇何種制度下的產品。就交易產品來說，澳洲證交所可交易之差價合約如下表：

<b>澳洲證交所股票差價交易合約</b>
澳洲證交所前 50 大上市公司
<b>澳洲證交所指數差價交易合約</b>
標準普爾及澳洲 200 指數差價交易合約
道瓊指數差價交易合約
那斯達克指數差價交易合約
英國金融時報指數差價交易合約
德國法蘭克福指數差價交易合約
歐洲道瓊 50 指數差價交易合約
<b>澳洲證交所外匯差價交易合約</b>
澳幣／美元差價交易合約
澳幣／歐元差價交易合約
澳幣／日圓差價交易合約
澳幣／紐幣差價交易合約
歐元／美元差價交易合約
美元／日圓差價交易合約
紐幣／美元差價交易合約
紐幣／日圓差價交易合約
<b>澳洲證交所商品差價交易合約</b>
黃金差價交易合約
原油差價交易合約

至於澳洲店頭市場可交易之商品非常廣泛，甚至連台灣的股票也可以在澳洲店頭市場中作交易，所以就交易商品的廣度來說是非常開放的。澳洲的監管機構為「澳洲證券暨投資委員」ASIC (Australian Securities & Investment Commission)；稅制部份則是由澳洲稅務局ATO (Australian Taxation Office)負責。

# 澳洲CFD商品發展現況及經營實務

## 專訪明富期貨投資顧問王佐鳳驥

撰文：Ken

為了解澳洲CFD商品在發展過程中的經驗、目前交易的現況、法規制度面的規範，以及經營實務，本刊特別專訪了澳洲明富期貨金融衍生商品投資顧問王佐鳳驥，透過他的實務經驗，以及詳細解說，以做為臺灣期貨業者的參考。

### 與其限制太多 不如有效管理

根據王佐先生的說法，2002年澳洲在引進CFD開始交易時，政府對於CFD的了解未必深入，基於金融商品自由化的角度，並沒有給予很多的限制。當引進一段時間後，政府發現，其實CFD是一個相當有利基的商品，除了讓投資人有更多的商品選項，也有利於現貨市場交易量的提升（由CFD帶動的現貨交易，約佔倫敦現貨市場20%-40%）。因此，2007年澳洲稅務局（ATO）立即在法律上開放讓自管養老基金（SMSF），在特定情況下投資CFD。ASX（澳洲交易所）本身也在2007年跟進，推出自己的CFD商品。

從這樣的發展過程來看，CFD在澳洲，一開始因為政府機構不知道CFD的發展情況究竟如何，所以並沒有設定太多的限制，待CFD市場發展成熟後，政府採取的態度是：「與其限制太多，不如有效管理。」

因此，澳洲政府除了對投資CFD的資金

作出規定外，也藉由本身的參與來增加市場的選擇性，同時提供交易人制式化，且更有保障的CFD商品和資訊。例如，除了ASX本身的商品之外，ASX也站在資訊的輔助人方面，委由第三方資訊廠商（IRESS）設計CFD交易界面提供交易人使用。

### 散戶交易CFD需具備三項條件

對於散戶居多的臺灣期貨市場，最關心的問題是，在澳洲交易所進行CFD交易的資格與限制。這點，王佐說，在澳洲進行CFD交易的散戶，要具備三個條件：

第一：年收入要在5萬元澳幣以上

第二：個人資產要在10萬元澳幣以上

第三：要有六個月以上的金融衍生性商品的交易經驗

他進一步解釋說到，這三個條件並不是百分之百絕對的，如果散戶能夠滿足第一及第二個條件，第三個條件也可以是一般的金融商品交易，像是股票交易的經驗。基本



上，只要客戶本身的資金足夠，做爲一個CFD的交易商，並不會硬性要求客戶，所以第三項條件是具備彈性的認定。

## 交易平台穩定 軟體採使用者付費制

目前金融市場都是以電子交易從事金融投資，在澳洲的CFD交易的資訊界面，以及及交易平台方面的穩定性及速度上，是否能夠充分發揮功能，是大家所關注的。

對於這點，王佐做了充分的說明，他提到，由IRESS設計出來的交易平台已有十多年的歷史，已經是相當穩定的一個平台。該平台具有所謂網路版及下載版可供客戶使用，網路版可直接由可連線上網的電腦登入而直接下單，對於客戶來說，不會受到電腦及地區的限制；另一方面，下載版的交易平台就屬於功能較強大的交易平台，可以提供客戶作細部的指標等等研究。

但是，澳洲和台灣不同的是，在軟體的使用上是要收費的。以一個散戶來說，每月交易0—7筆（不限口數）需付81.9元澳幣的軟體使用費用，其中40.7元是交給ASX，41.2元是交給軟體開發商（IRESS）；每月交易8—15筆的話，只需交40.7塊澳幣的軟體費用；而每月交易16筆以上的話，毋須收費，等於是給量大交易人的優惠。

## 澳洲CFD稅制介紹

王佐介紹澳洲的稅制時說到，在澳洲，交易股票和期貨部份，政府要收服務稅，也

就是佣金的10%，通稱爲GST（GOOD AND SERVICE TAX，類似貨物稅的觀念），另外，也需繳交所謂的增值稅，若持股不滿一年，其稅率高達50%。然而，增值稅主要是在當年交易獲利時要繳交，但若當年有虧損的話，可以抵扣去年獲利所繳交的稅額，損益相抵若有餘額，還可以遞延至明年作爲抵扣。

在CFD的部份則沒有這二項的稅負負擔，但是有收入稅，但同樣地，若有虧損，可以依個人收入稅率（澳洲也是類似台灣累進稅率）做抵繳。

## 不同幣別交易的處理方式

當客戶交易商品，採用不同幣別時，澳洲期貨商的處理方式十分簡單，王佐先生說：「以澳洲CFD交易來看，如果客戶存入澳幣，要交易港幣計價的CFD商品，我們會先將所需要的金額轉換成港幣，再去作交易，所以在交易不同幣別的CFD時，客戶可能會因爲換匯的點差產生成本，但不會有其它成本，我們也不會用融資的方式去幫客戶作交易，因爲這會對公司本身的風險控管造成負擔。」

## 客戶信用違約與抱怨處理

由於CFD商品的槓桿較大，也意味風險相對提高，但是澳洲人非常注重信用，所以信用風險低，基本上違約風險的考量比較沒那麼重要。倘若真的違約，公司也會採取法律行動。以王佐本身的例子來說，他說入行

後，只有遇到過一次違約風險，而且還是華人。

在決定槓桿倍數後，若客戶在調整後有所抱怨的話，又該如何處理？王佐說：「槓桿倍數的決定主要是由三方面來考量，以股票的CFD為例，第一：股票的市值；第二：波動度（Volatility）；第三：市況。」一般來說，這三方面很少會是個別原因，而是二者或三者是連動的。

他舉例說明，當股價的市值出現巨烈變化時，其波動率當然也會上升。而市況主要看的是整個投資市場的大環境（系統風險），如果大環境受到衝擊時，個別股票的市值及波動率也必然會有所反應。實務面的調整方面，則是由該公司的風控主管在蒐集資料作判讀之後，再去調整槓桿倍數。

至於客戶抱怨，當然是在所難免，但是考量到公司本身的風險控管，客戶都還可以接受。畢竟，若是客戶都不願意的話，也不會有那麼多客戶仍在市場中交易的。

### 公司本身的風險所在

任何交易都有風險，公司經營上也同樣會面對一些風險。對於這點，王佐做了詳盡的說明。他說，期貨商面臨的風險有三大類，第一，當然是公司本身的作業風險，倘若母公司營運不良，各地的子公司當然也會受到波及，所以風險控管的角色是相當重要的。舉例來說，之前有些交易CFD的券商倒閉，主要就是因為風險控管不良，他們把客戶的保證金拿去做貸放，以賺取利息，當市

場方向出現大幅度變化時，就容易造成資金調度的問題，券商本身自己就因作業風險控管不良，造成違約，進而倒閉；第二，政策上的風險，如果當地政府對CFD有政策上的改變或禁止，當然會直接影響公司的營運，這種風險在亞洲金融市場是最常見的；第三，就是客戶的違約風險，雖然這在澳洲方面是比較少見，但是同樣地在亞洲市場就可能要比較注意了。

### 徵信及開戶作業 手續費計算方式

基本上，在徵信方面需要用客戶的身份証（ID）、過去三個月的銀行帳單、稅號及其它銀行帳號等證明。身份証主要就是做為一般查核的要件，過去三個月的銀行帳單和其它銀行帳號，主要是查核是否有違約事項，至於稅號則是作為資產證明。

在手續費上，王佐以該公司做為案例說明。澳洲明富期貨將手續費分為三個等級，一般交易人的手續費都是0.125%，也就所謂的標準手續費；若每個月交易超過100萬合約價值的客戶，手續費是0.1%，也就是所謂的大額交易人；每月帳戶的總值高於100,000元澳幣的客戶，手續是0.08%，是公司最低的手續費收取等級，也就是謂的白金級客戶。

### 保證金給付利息 較銀行存款為高

對於客戶存放的保證金利息，該公司的給付計算方式也有不同，在倉部位依照CFD的合約（如CFD的報告），現金的部



份，則依照銀行間的拆借利率發給客戶，也就是銀行給公司多少利息，他們就依多少利息配發給客戶，基本上是比一般的銀行存款利息來得高。

至於是否會有客戶把錢存在該公司的銀行帳戶中，以賺取利息的問題，王佐笑道：「在澳洲基本上，這個問題是不存在的，因為這麼大一筆錢存在帳戶中不動，它是有成本的，也就是機會成本。」客戶若要賺利息可以存在其它更好的標的上，或是利息更高的商品之中。所以，客戶可能因為其它的個人因素暫時停止交易，但不會因為要賺取利息而存放在帳戶中不動。

### 經營CFD須有雄厚的資本及風控經驗

他以股票CFD為例，當客戶下單後，他們會依其指令，透過當地股票市場中合作的機構（投資銀行、合作的券商或分公司），下單到其所要交易的市場，成交之後回報，這一切都是透過電子交易完成。但是，這其間牽涉到一個嚴肅的問題，該公司是直接下單至當地股票市場買賣股票，實際交易股票，但是客戶是槓桿交易，如此一來，該公司在資金的需求上豈不是很大？

王佐回答時說到：「這是當然的，所以全球能做類似業務的公司並不多，經營這項業務，除了資金一定要相當雄厚之外，在風險控管上，也要有相當的經驗才行。」他以澳洲當地的許多小型券商為例，基本上這些小券商都是交易澳洲交易所內的股票為主，並不能交易其它市場的產品，或者是和他們合作，因為明富期貨就像是流通業中

Wholesaler的角色。

### 台積電、中鋼等六家列入CFD放空交易

對於該公司有的交易商品是不能放空的（unshorable），這點，王佐清楚的解釋說到，要是能在CFD放空的話，主要是以能借到券為必要條件，因為報價都是以貼近現貨為主，所以，現貨的任何反應（除權除息等），基本上都會同樣作用在CFD的交易上，如果借不到券，當然就不能放空，否則也就不是直接入市（DMA）的交易模式了。

根據王佐先生的說法，臺灣有六家比較大型且能夠借到券的公司，像是台積電及中鋼等等是他們操作的標的。基本上，這六家都是台灣具有指標性且大型的公司，流動性及波動性都相當足夠，因此借券較為容易，風險當然就比較低。然而將來如果其它股票也具備這些條件，明富期貨也是會增加台灣CFD可放空的家族。

### 展現專業解說 顯示人才濟濟


這次在澳洲進行的考察，期貨公會邀請了澳洲明富期貨中，對CFD既有專精，又有實際操作經驗的兩位主管，進行了三小時的授課。其中王佐鳳驤是來自中國的留學生，他以清晰的口齒，流利的國語，展現了專業解說，顯示澳洲明富期貨在人才培訓上的成功。透過他的說明，讓大家對澳洲期貨商經營CFD業務有更深入的了解，可以做為日後開放這項商品交易時的參考。

CNFA

# 蛻變中的臺灣期貨市場

## 是機會？ 還是挑戰？



- 
- 2008年的第四季起，臺灣的期貨市場將有一番重大的變化。首先是期交稅的調降，在業者積極奔走下，政府終於宣布自10月6日起正式調降，然而卻因降幅太少，未達預期，對市場助益有限，業者失望的程度，不言可喻。
  - 再者，期交所制訂了多項新制度即將問世，對期貨商以及整個臺灣期貨市場的未來發展，這些蛻變中的制度，究竟會是機會？還是挑戰？大家都在拭目以待。

# 期交稅調降有限 業者呼籲全面檢討稅制

資料來源：期交所 整理：葉紫華

在期貨業者千呼萬喚聲中，財政部賦稅署終於宣布，自2008年10月6日起，股價類期貨契約期交稅從現行的千分之0.1調降為10萬分之4，降幅達60%。然而，與業者的期望值仍有相當差距，未來朝向期交稅零稅率的方向，業者仍將持續努力。

## 稅賦雙考量 稅收與提升產業國際競爭力

談到“稅”，政府與人民，絕對是站在對立的方向。我們最常聽到的稅收理論，就是如何拔鵝毛，讓鵝不感覺痛，但是要從老百姓口袋中掏錢，任誰都會感到不甘與心痛，真正心甘情願的，畢竟是少數中的少數。

稅收是政府施政的後盾，繳稅固然是人民的天職，但是，如何達到租稅公平及效率，是政府要努力的目標。稅賦制度攸關國家的進步與發展，政府必須因應國內、外經濟環境的變化，針對不同階段的經濟目標與施政方針，擬定出最妥適的稅賦，其間要考量的不但是國家財政的收入，還要著眼於提升國內產業的國際競爭力。

在國際化的浪潮下，國內產業想要具備國際競爭力，稅制就必須與國際接軌，政府也必須建立具有國際競爭力的租稅制度，而降稅更是目前全球的趨勢。

## 國際化的最佳產業 稅制卻是絆腳石

期貨業在台灣正式成立的歷史不過十餘年，算是新興的金融業種，但是因為它的屬性，應該是臺灣產業中躍上國際化舞台的最佳業種，然而始終受限於稅制之故，在與其他國家競爭時，始終居於劣勢。

期交稅，業者的最痛。雖然短短十餘年的期貨一頁史，政府也曾經在2005年5月及2006年，分別調降過兩次稅率，但是杯水車薪，隨著市場的發展，以及經營環境的快速變化，期交稅仍是業者與其他國家競爭時的最大絆腳石。

對期貨業者而言，爭取降稅始終是一項艱鉅的工作，首先必須說服立法機構，這次為了爭取稅率的調降，期貨公會理事長賀鳴珩與期交所總經理王中愷聯袂拜會立法院的委員，並積極前往財政部賦稅署提出降稅的說帖，解釋降稅對稅基及稅收的正面利益，同時說明降稅之必要性。

對於汲汲想要提升產業邁入國際的政府而言，期交稅實在是值得深思與檢討的一項稅制。雖然這次降稅案宣布了，但是與業者



的期望仍有一大段的差距。本刊特摘述當初所提降稅說帖之內容，並再度呼籲降稅之正當性及必要性，希望政府積極通盤考量業者的心聲。

## 調降期交稅之必要性

### 一、全球主要市場皆不課期貨交易稅，對外資亦多有所得稅豁免

目前各主要期貨市場以課徵期貨交易所所得稅（即資本利得稅）為主，僅我國仍課徵期貨交易稅。亞洲鄰近國家如：新加坡、韓國、香港與日本，不但不課徵期貨交易稅，韓國亦不課徵期貨交易所所得稅，新加坡、香港、日本對外資則不課徵期貨交易所所得稅，以吸引外資進入市場，我國課徵期貨交易稅，造成期貨交易人交易成本偏高，在與亞洲主要競爭國家中居於競爭劣勢（參見表1）。

### 二、期貨交易為零合交易，課徵期交稅造成市場資金動能流失

期貨市場交易係為零合交易，惟在本國課徵期交稅的情況下，不管獲利一方或損失一方皆需課徵期交稅，造成期貨市場資金易受到期貨交易稅之侵蝕而持續流失。此外，近年來期貨市場新進資金已小於出場資金，此讓市場資金因交易成本過高而流失之情況更加嚴重。

### 三、過去十年來期貨交易稅稅收高於專兼營期貨商整體獲利

目前我國期貨業從業人員共24,349人，專兼營期貨商加交易輔助人（IB）之營業據點共1,111個，過去十年來整體期貨從業人員戮力經營，整體專兼營期貨商之稅後淨利（含國外期貨交易業務之收入）僅約154.9億，交易輔助人（IB）則為79億，合計233.9億，而賦稅單位透過

表1：外資於香港、新加坡、韓國及台灣之期貨交易稅負成本比較表

香港	期交稅	無
	期貨交易所所得稅	1. 香港對於本國人課所得稅。 2. 海外資金投資人(非居民、合夥、信託、法人)透過依證券及期貨條例登記或核准之法人或金融機構，進行證券及期貨交易者，如其未在香港進行商務活動，免課期貨交易所所得稅。
新加坡	期交稅	無
	期貨交易所所得稅	1. 新加坡僅對於本國之新加坡交易所會員、OBU、國際貿易公司等機構之常態性期貨交易資本利得課徵 10% 所得稅。 2. 對於在新加坡無住居所者，免課期貨交易所所得稅。
日本	期交稅	無
	期貨交易所所得稅	1. 日本對於本國人課所得稅。 2. 對於在日本無住居所者，免課期貨交易所所得稅。
臺灣	期交稅	股價類期貨契約期交稅千分之 0.1
	期貨交易所所得稅	無

資料來源：香港稅務局、本公司委外研究案「提昇臺灣期貨市場國際競爭力之研究」

期貨商代徵期交稅，過去十年來徵收期交稅高達376.64億。

#### 四、期貨交易具高周轉率特性，課徵期交稅將大幅提高交易成本

期貨契約具有到期日需平倉且周轉率高之特性，由表2可知，證券市場今年1至6月之年化周轉率為1.74，平均持股天數為137.79天，反觀期貨市場，全市場之年化周轉率高達167.22，平均持倉天數僅1.44天，就年化周轉率來看，期貨市場為證券市場之96倍，因此，在期貨市場高周轉率的特性下，期貨稅負成本過高將會使得交易人卻步。

另就避險者角度來看，因期貨到期時需不斷轉倉之特性，同樣持有股票一年與利用期貨同步避險一年，其股票僅賣出時需課徵一次證交稅，而期貨契約則買賣雙邊皆須課稅，轉倉12次則要課徵

24次（含買賣雙邊）期交稅，大幅增加交易成本，因此，從證券與期貨市場特性不同之角度來看，要擴大市場規模，提供期貨市場低廉之稅負成本為必要條件之一。

#### 五、我國外資參與程度較主要競爭國家低

統計我國2008年上半年外資參與期貨市場之比重為5.78%，主要競爭國家香港、新加坡與韓國，香港之外資參與比重為21%，新加坡外資參與比重為70%，韓國為20%，明顯皆高於我國，我國課徵期貨交易稅使得期貨交易成本偏高為外資參與比重偏低的原因之一。

#### 六、我國期貨市場稅負成本高，不利於與新加坡競爭

外資交易我國臺指期貨與新加坡摩根臺指期貨，其兩邊之手續費成本相當，惟我國課徵期交稅之關係，故整體交易成

表2 證券與期貨市場周轉率比較表（2008/1-6）

期貨市場	期貨	選擇權	全市場
日平均 OI(口)	96,742	689,486	786,228
累計交易量(口)	15,637,493	50,098,908	65,736,401
年化周轉率	323.28	145.32	167.22
持倉天數	0.74	1.65	1.44
證券市場	集中市場		
市值(百萬元)	19,137,110		
總成交值(百萬元)	16,666,650		
年化周轉率	1.74		
持股天數	137.79		



本明顯高於新加坡。外資在證券市場買入股票，由於我國期貨市場之稅負成本較高，使得外資選擇至無稅負成本之新加坡交易所以摩根臺指期貨進行避險，降低了外資參與我國期貨市場之程度。

另從國人從事新加坡摩根臺指期貨交易量占摩根臺指期貨整體交易量之比率有10%來看，交易人爲省稅，亦選擇至新加坡交易所交易，顯見實有必要透過調降期交稅，提高外資與國人之參與意願，吸引外資回流至我國期貨市場避險，甚至國人留在國內市場交易，促進我國期貨市場之健全發展。

#### 七、期交稅課徵對市場經濟產生扭曲行爲，助長地下期貨

學者研究指出，期交稅之課徵會對市場經濟產生扭曲行爲，改變原有市場的價格，導致經濟行爲的替代效果發生，因此，期交稅之課徵不但使得部分交易量轉至地下期貨，亦不利於導正地下期貨交易至不法期貨市場，此亦斷傷市場正常發展。

從效率市場的角度來看，交易稅會造成投資人的負擔，降低市場流動性（liquidity），甚至導致部分交易移往稅負較低的海外市場，從短期觀之，這使期貨市場的功能無法效率地發揮；從長期觀之，這將有損期貨市場的健全發展。

#### 八、我國歷次降稅皆有助於交易量之成長

我國期貨市場1998年7月開始交易以

來，曾調降期交稅2次，降稅結果對於擴大市場規模與稅基之效果非常顯著。以股價指數期貨爲例，該類商品於2000年5月2日首次降稅，稅率由0.5‰降至0.25‰，2006年1月1日第2次降稅，稅率由0.25‰再降至0.1‰，總計前揭2次降稅，股價指數期貨稅率降幅達80%。

觀察2次降稅對期貨交易量之影響，以2000年降稅前1至4月之月平均交易量爲基期，該基期之月平均交易量爲8.75萬口，2000年降稅後5至12月之月平均交易量爲19.71萬口，當年降稅後之月均量爲降稅前之2.3倍，2007年之月平均交易量爲141.56萬口，爲2000年降稅前月平均交易量之16.2倍(詳見表3)，降稅後交易量顯然有大幅之成長。

#### 九、國外經驗發現，降低期貨交易之稅負有助於擴大市場規模

日本稅務主管機關於1999年4月1日宣布廢除期貨交易稅，2000年成長率躍升至23%，而從1999~2007年間，該國期貨市場成長率達109%。

芬蘭在1992年5月1日前曾課徵期貨交易稅（該國稱印花稅），在取消之初，由於當時正處嚴重蕭條期間，活絡期貨市場之效果未立即見效，惟在取消期貨交易稅約1年半後（即1994年起），該國期貨市場交易量開始出現顯著提升。

#### 十、降稅之替代財源，可透過自籌性財源彌補降稅之損失

成長倍數

期貨交易月均量成長概況



由歷次降稅之經驗來看，降稅有助於交易量之成長，因此，降稅使得稅收減少之部分，可望由交易量之上升來提高稅收金額，也就是可望透過自籌性財源彌補降稅之損失，另從期交稅、期貨業貢獻之營業稅、營所稅觀點觀之，整體稅收可能不減反增。

且永續之無形利益，非量化可計算，對於我國整體國家經濟、市場發展，卻有重要而長遠之影響。

### 2.吸引SGX交易量回流至我國期貨市場

若能進一步調降我國股價指數期貨契約之期貨交易稅，降低我國期貨交易之稅負成本，則原來習慣下單至新加坡之外資，以及考量我國交易成本過高，而赴新加坡交易之國人，都可望回流至臺灣。若能以我國之臺指期貨進行相關之避險交易，則避險效率將遠大於新加坡之摩根臺指期貨，且無匯兌風險，有利於提升我國期貨市場之國際競爭力與擴大市場規模。

### 3.發展為亞太金融中心

基於全球競爭力的考量而言，由於鄰近臺灣的國家，如新加坡、韓國、日本與香港，都不課徵期貨交易稅（韓國也不課徵期貨交易所得稅，新加坡

## 十一、促進整體國家經濟、市場永續發展

### 1.期貨市場蓬勃發展，與證券市場同向發展

降稅除有助於擴大稅基，增加稅收外，長期而言，期交稅之調降不僅有助於期貨市場規模之擴大，期貨市場提供成本低廉之避險與交易之功能，也能幫助現貨市場之發展更趨活絡，有利於我國整體證券與期貨之健全發展、永續經營，對於我國整體金融市場之發展亦有正面助益，而這些長期



與香港則對外資不課徵期貨交易所所得稅），因此在目前全球化與國際化之趨勢下，我國日後若要全力發展成為亞太金融中心，期交稅的課徵實有必要進一步調降，以提高我國之國際競爭力。

## 十二、改課徵期貨交易所所得稅對國庫稅收無正面助益

若課徵期貨交易所所得稅，獲利部分繳稅，損失部分也可抵稅，整體而言，國庫無法課到任何稅收，且稽徵成本也會相當高。為創造雙贏，宜調降期交稅，而非改課期貨交易所所得稅，以提升我國期貨市場之競爭力。

## 爭取降稅 為期貨業者創造最佳生存環境

這次的期交稅調降，是馬政府上任後，第一個正式經由立法程序完成改革的稅制，但是並未達到當初立委提案、業者期望的十萬分之一，對於活絡市場的助益有限，也讓業者大失所望。

依據其施政白皮書，馬政府要讓台灣成為亞太籌資中心，又要提升產業的國際競爭力，讓台灣能夠和新加坡、香港同步競爭，因此民眾對其金融改革的期望值非常高，然而現在的施政狀況並未滿足人民的期望，相形之下，失望值也就水漲船高，導致民調急遽下滑。

期貨公會理事長賀鳴珩對於這次降稅過程中，大力給予支持的立委諸公們、證期局長官、期交所、學者、專家等，表達了十二萬分的謝意，努力的過程雖然辛苦備至，儘管結果未如預期，卻可見大家對期交稅調降有一致的看法，未來業界仍將以期交稅零稅率的方向積極努力。

## 建議政府全面通盤考量稅制改革

賀理事長表示，政府的金融稅制改革，不單是期交稅一項，更要通盤考量對整體金融未來發展的合理稅制。尤其是最近最熱門的話題－海外所得納入最低稅負制，政府規劃海外所得超過一百萬的部分，就得納入基本所得額課稅，一旦實施，不但無法吸引海外資金，甚至影響國內從事國外金融商品的投資者，因為只要獲利超過此一限額就要被課徵20%的稅率，難保資金不會外流。

如此一來，外資不來，國內資金外流，勢必衝擊臺灣整個金融產業的發展，即使政府降低遺產稅、營業稅、調高免稅額等各項措施，也無法彌補海外所得納入最低稅負稅制帶來的傷害。

賀理事長呼籲政府，審慎檢視每一項稅負的興革，落實執行施政白皮書的內容，讓百姓的期望值，隨著施政的腳步實現，讓臺灣的金融產業有美好的春天，順利的躍上國際舞台。

CNFA

# 期貨市場新制度介紹

資料來源：期交所 整理：葉紫華

臺灣期貨交易所在2008年第四季起陸續推出多項新制度，對於臺灣期貨市場未來發展將有一番新風貌，也將促使臺灣期貨市場邁向另一個更開放、更具國際性與前瞻性的階段。

## 2008年第四季六大新措施上陣

### 壹、法人機構避險帳戶

目前我國期貨市場規定，法人機構得以避險目的向期交所申請放寬部位限制。現行制度下，法人機構基於避險需求得申請放寬部位限制，仍須依個別商品分別提出申請，且放寬額度至多為原部位限制之3倍，此外，現行申請放寬部位限制之作法，於有效期限屆滿或現貨規模擴增，部位限制擬由2倍放寬至3倍時，均須重新提出申請，有可能無法即時滿足法人機構擴大避險部位之需求，影響其於期貨市場進行交易。因此，為滿足法人機構之交易需求，期交所積極研議法人機構避險帳戶機制，避險帳戶之部位以該避險法人持有對應之現貨市值管理。

這項新的作法，預期有三大效益：

- 1.發揮期貨市場避險功能，增加法人從事避險交易之意願
- 2.滿足法人避險需求與促進市場成長

### 3.舒緩現貨市場賣壓

### 貳、股票選擇權契約規格及結算制度調整

#### 一、股票選擇權契約規格調整

股票選擇權之交易標的為上市普通股，最大之潛在客戶群為現貨市場之交易人，若能配合其交易習性，設計符合其需求之規格，應較能吸引其進場交易，並提高其利用該商品避險之意願。再者，目前認購權證轉換比率多小於1，實務上以0.1為最多，最低至0.01，現貨市場交易人已習慣契約單位較小之權證契約，故將契約單位由五千股縮小為二千股，應較符合交易人之交易習性。

由於國人交易習慣較偏好近月份合約，且國際間主要交易所之股票選擇權皆有近月合約，以及參考現行期交所指數期貨到期月份，爰將股票選擇權之到期月份，由四個季月調整為二個近月及三個季月，以利交易人跨商品交易策略之運用。



由於本次股票選擇權調整之目標客戶群為法人及自然人，若能配合其交易習性設計契約規格，將可提高其交易意願。透過契約單位縮小及到期交割月份增加近月契約，將可增加交易彈性，交易量更為活絡。

## 二、個股選擇權結算制度調整

鑒於實務交割面臨所需資金規模較大，涉及跨市場，作業程序較為繁雜，倘因到期交割標的證券不足進行借券，會有額外之借券費用，以及交易人資金運用效能較不靈活等問題，期交所此次調整股票選擇權契約到期交割制度為現金結算，最後結算價決定方式，說明如下：

	說明
計算方式	簡單算術平均價
採樣時間	標的證券收盤前 60 分鐘

現金結算之股票選擇權到期月份契約於最後交易日之收盤時間調整為下午1時30分。

這項制度實施後能對交易人帶來三大效益：

第一：減少資金成本壓力

第二：簡化到期交割作業流程

第三：提升交易人資金運用效率

在國外主要之期貨市場，期貨交易人與結算會員均可以非現金的有價證券充當期貨交易契約的保證金，一方面節省了交易人之資金成本，另一方面也增加交易人資金調度的方便。為使我國期貨結算制度更能符合國際慣例，也更有國際競爭力，期交所也研議實施有價證券抵繳保證金制度。

得抵繳證券種類：中央登錄公債、於櫃買中心交易之外幣計價國際債、股票（證券交易所臺灣50指數之成分股，及期交所股票選擇權之標的證券等）等。折扣比率：中央登錄公債為市價之5%、國際債為面額之10%及股票為收盤價之30%。抵繳比例：抵繳金額以結算保證金金額之50%為上限。

期貨交易人辦理以有價證券抵繳保證金，得依其選擇採取存券一階段作業或存券二階段作業。所謂存券一階段作業，係比照期交所現行Covered Call作法，期貨交易人將抵繳證券直接繳交至期交所之抵繳專戶；所謂存券二階段作業，係期貨交易人將抵繳證券繳交至期貨商之抵繳專戶，再由期貨商抵繳專戶轉交至期交所抵繳專戶。

透過有價證券抵繳保證金，交易人可減少現金保證金之繳交，增加其資金運用效能，這部分的效能可以轉化為重新投入市場交易之動能，使市場交易更為活絡，提升我國期貨市場國際競爭力。

## 參、期貨交易人以有價證券抵繳保證金制度

## 肆、SPAN整戶風險保證金實施至交易人端

期交所於2007年10月8日將SPAN實施至結算會員端後，對於期貨市場資金使用，以及部位風險控管效率皆有相當程度之提升。為使SPAN效益擴及至市場參與者，提昇一般交易人資金運用效能，擬進一步將SPAN推行適用至交易人端。

SPAN實施至交易人端之後，交易人可與期貨商約定，以SPAN或現行方式計收其應繳存保證金。交易人選擇以SPAN計收其應有保證金，須與期貨商以約定書約定，交易人選擇現行方式計收應有保證金，則保證金計收均依現行作業方式辦理。

本項制度將可提升交易人資金運用效率、增加期貨市場交易動能與流動性、提升交易人風險意識並進行多元化交易策略。

### 伍、增加結算會員申請當日提領保證金次數

現行期交所接受結算會員申請當日提領結算保證金之時點為，結算會員於上午11時前提出申請，期交所於下午3時前進行款項撥轉入結算會員結算保證金專戶。為提高對市場之服務效率及因應期貨商來自交易人提領保證金之資金需求，故期交所規畫增加1次當日提領申請。

期交所受理結算會員之申請當日提領保證金時，依下列規定辦理：

A.結算會員於上午11時前完成申請者，期交所於當日中午12時前將款項撥轉入結算會員結算保證金專戶。

B.結算會員於上午11時至下午2時前完成申請者，期交所於當日下午3時前將款項撥轉入結算會員結算保證金專戶。

本案實施後，增加結算會員當日提領保證金申請次數，預計可滿足期貨商因應交易人保證金提領作業之資金需求，提高結算會員之資金運用及調度效率。

### 陸、修正股價指數類期貨與選擇權契約最後結算價決定方式

期交所於97年7月1日舉辦「股票選擇權契約規格調整」會議，與會學者與業者代表建議，配合股票選擇權契約改採現金結算規劃，併同研議股價指數類期貨及選擇權契約最後結算日與最後結算價之調整，以減少交易人隔夜風險並提升資金運用效能。

為使交易人能規避到期交割之隔夜風險，增進到期保證金之資金釋放效能，並提供交易人一簡易明瞭之計算方式，期交所股價指數類期貨及選擇權契約之最後結算價決定方式，擬調整為最後交易日（T日）各標的指數當日市場交易時間收盤前30分鐘之指數算術平均價訂之。

由於法人資源充足，較易掌握可能影響最後結算價格之經濟指標及除權息公告等消息，自然人相對而言，處於交易資訊不對稱之地位。此案實施後將減少法人與自然人間交易資訊不對稱。爾後採行算術平均價，由於每一筆成交价格權重相同，對意



圖影響價格之操縱者而言，需要於採樣期間內，持續大量買賣拉抬或攢壓權值個股藉以影響指數，其耗費之成本必然相當高，可降低人為操縱之意圖。

以最後交易日現貨指數收盤前30分鐘各標的指數之算術平均數決定最後結算價，由於標的指數為市場公開資訊，市場參與者容易取得，計算方式簡單明瞭，資訊透明度高。研議最後結算日由現行最後交易日之次一營業日（T+1）調整為最後交易日（T），應可減少交易人到期契約最後結算時，因隔夜風險所產生的額外損失。

現行期交所股價指數類期貨及選擇權到期契約之最後結算日，為最後交易日之次一營業日，到期契約保證金及結算損益須待最後交易日之次一營業日才得釋放，若將最後結算日調整為最後交易日，可於當日收盤後，釋放原持有到期月份契約之保證金並將現金交割應收付款項併入結算會員之結算保證金權益數中，交易人於最後交易日次一營業日開盤後即可運用資金進行交易，對資金的靈活運用較有助益。

## 2009年第一季期貨市場新制度

### 期貨商辦理期貨業務借貸款項

為協助期貨商因應整體金融市場之變革及競爭，並參考我國證券商之發展歷程，期交所研議期貨商辦理期貨業務借貸款項業務，期能增加期貨商獲利來源，以維持其永續發展之優勢。

期貨業務借貸款項之目的在於期貨交易保證金之融通，期貨商對於提供擔保品之期貨交易人進行應付期貨交易保證金或權利金、相關手續費及稅負等資金需求之資金融通，而期貨交易人以有價證券抵繳保證金，係期貨商將該期貨交易人之有價證券視為保證金之一部分，該有價證券將作為期貨市場買賣雙方履約之保證。故期貨業務借貸款項與有價證券抵繳保證金就有價證券之使用性質二制度並不同。

**借貸款項之範圍：**期貨商與期貨交易人約定，為因應其進行國內期貨交易繳交保證金或權利金之需，所從事之資金融通業務，借貸款項之金額以每一期貨交易人應付期貨交易保證金或權利金、相關手續費及稅負為限；期貨交易人需以持有之有價證券作為擔保品。

**資格要件：**期貨商申請辦理期貨業務借貸款項業務，其需符合每股淨值不低於票面金額、前半年調整後淨資本額占未沖銷部位所需客戶保證金總額之簡單算術平均數，月平均值均不得低於40%、前半年自有資本適足比率不得低於200%及法令遵循等規範。

**融通期限：**考量期貨交易之到期交割特性並兼顧市場需求，借貸款項期限以一個月為限，得延長一次，合計不得逾二個月。

**融通對象：**涵蓋國內自然人與法人、境內華僑及外國人。開辦初期，考量境外華僑及外國人參加國內期貨交易之外幣進外幣

出原則，期貨商辦理其借貸款項業務，將涉外幣帳戶之用途範圍，故借貸對象暫不納入境外華僑及外國人。

**擔保品範圍：**期貨商向期貨交易人所收取之擔保品範圍，與證券商辦理證券業務借貸款項之擔保品相同，故證券交易所公告之臺灣50指數成分公司普通股、臺灣中型100指數成分公司普通股、臺灣資訊科技指數成分公司普通股、指數股票型基金受益憑證（ETF）及其成分公司普通股、摩根士丹利資本國際公司（MSCI）公告之臺灣股價指數成分公司普通股及分割公債等有價證券，皆得為期貨商辦理期貨業務借貸款項之擔保品。

**擔保品之風險管理機制：**期貨商得比照證券商辦理證券業務借貸款項業務設有擔保維持率、追繳及補繳等管理機制，設置期貨業務借貸款項擔保品之風險管控作業。

**期貨交易之風險管理機制：**期貨交易人以有價證券向期貨商融通資金，並以融通金額從事國內期貨交易，該期貨交易人之未平倉部位仍需依期貨交易相關規定進行洗價、保證金追繳、砍倉等風險控管作業。

**借貸總額度：**為兼顧期貨商經營狀況與風險承擔之能力，避免過度授信對期貨商經營造成負面之影響，針對期貨商辦理該項

業務之可融通總額度採分級管理制，其內容如下：

- a.期貨商於開辦該項業務後，若連續2個月調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需保證金總額比率之簡單算術平均數，月平均值低於45%而未低於40%，則可融通總額度之上限調整至淨值之100%。
- b.期貨商於開辦該項業務後，若連續2個月調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需保證金總額比率之簡單算術平均數，月平均值低於50%而未低於45%，則可融通總額度之上限調整至淨值之125%。
- c.期貨商於開辦該項業務後，若連續2個月調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需保證金總額比率之簡單算術平均數，月平均值未低於50%，則可融通總額度之上限為淨值之150%。

期交所參考證券商辦理證券業務借貸款項，規劃期貨商辦理期貨業務借貸款項，期藉由期貨商營業項目之開放，以增加期貨商獲利來源，並擴大期貨商資本規模，增進其自有資金運用效率性，開創期貨商業務發展新局。

CNEA



# 台灣期貨衍生性商品學刊 徵文

## 提昇期貨業研究發展風氣 推動知識交流及心得分享

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

■ 徵稿對象：  
學術界、期貨、證券及金融相關行業之從業人員。

■ 徵文主題：

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

■ 出刊及徵稿日期：

出刊日期：每年6月30日及12月31日  
截稿日期：每年4月30日及10月31日

■ 稿費從優

**相關徵文及審核辦法，請至本會網站查詢**

網址 / <http://www.futures.org.tw>



中華民國期貨業商業同業公會



熱忱・積極・完美