

期貨人

2002年三月創刊 《總號第029期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2009**

第一季



人物專訪

吸引外資與國際接軌 推動兩岸期貨業務發展

元大期貨董事長何富雄談未來期貨市場之發展

封面故事

期貨演算法交易與金融危機對期貨市場之影響

2008年台北期貨論壇報導

專題報導

政策鬆綁 春江水暖

深圳期貨大會 兩岸期貨業者企盼早日簽訂金融合作備忘錄

特別企劃

成功的臺灣期貨市場 IB制度功不可沒

專營期貨商如何推廣及善用IB制度創造證期雙贏

IB後勤人員期貨商業務員考照輔導班起跑

證照在身，就業加分!!

課程目的： 在這波金融海嘯的衝擊下，裁員潮相繼展開。尤其是以人工為主、毋須專業的工作，更是淘汰的首要目標。有鑑於此，為輔導證券後勤人員成功轉型，培養自己專業的能力，做為未來東山再起之本錢，本會特邀請期貨業界資深主管以深入淺出、結合實務與理論的方式，協助大家取得期貨商業務員證照，投入金融業中之明星行業－期貨業。

參加對象： 有意轉型之證券業輸單員或後勤人員。

課程內容： 包括期貨交易法規及期貨交易理論與實務，共10堂課，30小時。

上課日期、地點及報名截止日：

區域	上課日期	上課時間	地點	報名截止日
台中班	98 年 2 月 6 日	星期五 18:30~21:30	台中市西屯區天保街 60 號 (台中世貿中心 302 教室)	98 年 2 月 3 日
高雄班	98 年 2 月 21 日	星期六 9:30~16:30 星期日 9:30~12:30	高雄市前金區五福三路 21 號 7 樓 (義守大學推廣教育中心 9B 教室)	
每班名額以 50 名為限				

報名方式： 一律網路上報名(<http://www.futures.org.tw>)，請同時完成繳交保證金之手續，並於網站上下載匯款證明單連同收據影本傳真至(02)2772-8378。

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

明日之星



謝夢龍

在競爭激烈的環境下，期貨經紀業務經營是相當辛苦的，除了手續費外，期貨經紀商必須提供更高科技的服務，才能滿足投資人的需求。在瞬息萬變的期貨交易行情中，“執行效率”是客戶首要的選擇，其間“交易速度”更是期貨經紀商差異化競爭最重要的優勢。目前風靡全球的演算法交易，具備了科技化、快速精準的特性，交易過程中摒除了人性情緒影響的缺點，以達到更高獲利的目標。預估2010年歐美國家透過“演算法交易”的交易量，將大幅成長為五成，因應這樣的潮流與趨勢，未來演算法交易勢必成為期貨商必須選擇及採用的競爭工具之一。

「2008年台北期貨論壇」即由本會國際暨兩岸業務委員會擬定，就本項議題，邀請以色列、英國、美國等先進國家的專家學者來台，就演算交易全球發展的現況、策略應用、平台建制、對市場利弊得失及對投資人的影響等各項議題，發表演說及探討分析，並藉由專訪，透過這些專家學者的經驗及角度，提出他們對臺灣期貨市場發展“演算法交易”的建議，供國內期貨業者做為參考。

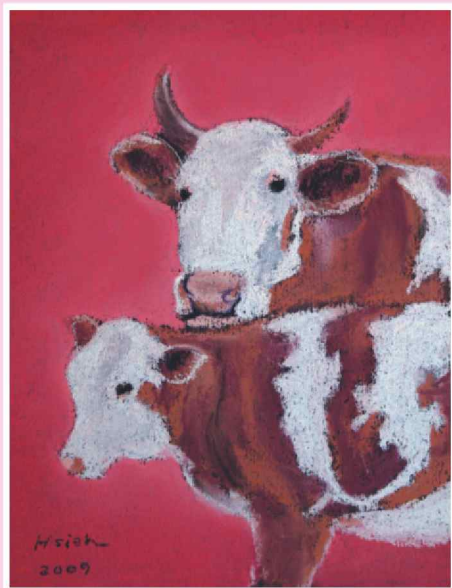
2008下半年受金融海嘯的席捲，各金融業均受到重創，臺灣期貨業卻因為完善的結算制度、良好的風險控管機制等特質，提供了交易人多元避險的功能，19家專營期貨商創下有史以來全部賺錢的佳績，在這次風暴中成為唯一獲利的金融業，讓社會大眾對期貨業有新的認識與肯定，不論對期貨業的形象，以及實質獲利都是重大的轉機，並傲然

地站上金融業中“明日之星”的地位。然而，欣喜的同時，對於金融海嘯的後續影響，還是要謹慎以對，審慎評估，這次的台北期貨論壇，同時邀請了幾位國內外專家學者，就“金融危機對未來期貨業之影響”進行了探討。

2008年中國深圳期貨大會中，主辦單位中國期貨業協會特別安排了一場「海峽兩岸期貨公司高層座談會」，希望了解臺灣的IB及自營商制度的經驗，做為大陸市場未來發展之參考，在在說明了臺灣期貨業成功的優勢所在。多年來，臺灣期貨業務的推廣，IB確實有功不可沒之處，本期期貨人除了報導2008年台北期貨論壇、中國深圳期貨大會外，針對大陸最有興趣的IB制度亦有所著墨，除了介紹IB制度設立的背景、發展過程，我們也邀請了多位專營期貨商負責IB業務推廣的經理人，聽聽他們如何推展IB業務的經驗與甘苦。

臺灣期貨業是亞洲地區唯一能與香港、新加坡抗衡，最具國際化的優勢及潛力的業種。面對大陸期貨市場未來發展的潛力，期貨業者均企盼兩岸金融政策加速鬆綁，尤其在兩岸簽訂金融MOU時，更要重視期貨這個具有爆發力的行業。畢竟，在這次金融海嘯中，期貨業彰顯了應有的價值，更是穩定金融行情的重要一環。未來兩岸如能充分交流、密切合作，臺灣的期貨業不但可以成為亞洲衍生性金融市場的明日之星，更可讓華人社區的期貨市場睥睨全球。

CNFA



封面畫作 謝夢龍 親情系列－舐犢情深

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鳴珩

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
台北市安和路一段27號12樓

電話 / 02-87737303

傳真 / 02-27728378

網址 / www.futures.org.tw

電子信箱 / cnfa@futures.org.tw

總編輯 / 謝夢龍

編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司

地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓

電話 / 02-86676715~7

定價 / 每本200元

傳真訂購 / 02-27728378

匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會

匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行

匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明
訂購者姓名、電話、寄送地址。

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 明日之星

謝夢龍

人物專訪

4 吸引外資與國際接軌 推動兩岸期貨業務發展

李若彤

元大期貨董事長何富雄談未來期貨市場之發展

封面故事

9 2008年台北期貨論壇

期盼中隆重登場 讚賞下圓滿落幕

10 期貨演算法交易與金融危機對期貨市場之影響

葉紫華

11 貴賓雲集 揭開2008年台北論壇序幕

葉紫華

主題新穎 內容豐富 場場皆超過百餘人次參加

12 全球演算法交易技術應用環境與平台建制問題

黃怡中

20 如何將演算法交易整合至交易策略中

張祥麟

Dr. Mehmet Yanilmaz演講精華摘要

25 演算法交易之演進及可能產生的風險與問題

Kevin

Goldfish Funds & Investments Management Ltd.
實務介紹

32 期貨經紀商建構演算法交易之需求與準備

Alex

新際集團Mr. Harvey E. Moses之建議

36 金融海嘯對全球金融市場之影響及啓示

賴俊榮

專題報導

- 40 **政策鬆綁 春江水暖**
2008年中國深圳期貨大會兩岸期貨業者相見歡
- 42 兩岸政策鬆綁 期貨業應加速交流
賀鳴珩呼籲兩岸金融MOU應重視期貨業
- 46 冠蓋雲集 期貨年會在深圳
集中中外期貨產官學界菁英 共創期貨新局
- 50 大陸期貨市場方興未艾 未來發展令人期待
香港首華期貨總經理許春元談大陸期貨市場

葉紫華

葉紫華

許春元



4



10



特別企劃

- 56 **成功的臺灣期貨市場 IB制度功不可沒**
- 58 元富期貨業務處經理劉英哲
談IB發展之沿革、歷程、現況及未來
- 62 期權市場蓬勃發展 IB制度居功厥偉
元大期貨IB服務部對IB業務之肯定與展望
- 66 談金控體系下經營IB業務的困境與破繭之道
寶來曼氏期貨期貨執行副總王世鑫
- 69 善用IB優勢 創造經營績效
專訪群益期貨IB業務部陳維怡協理
- 73 談IB業務推展之技巧與甘苦
專訪國泰期貨經理黃佩儀
- 78 期貨行情大好 正是擴展IB通路好時機
專訪大華期貨顧問事業部協理張嘉成

James

元大期貨IB服務部

Belle

Bsky

peggy

賴育漣

32



42



65



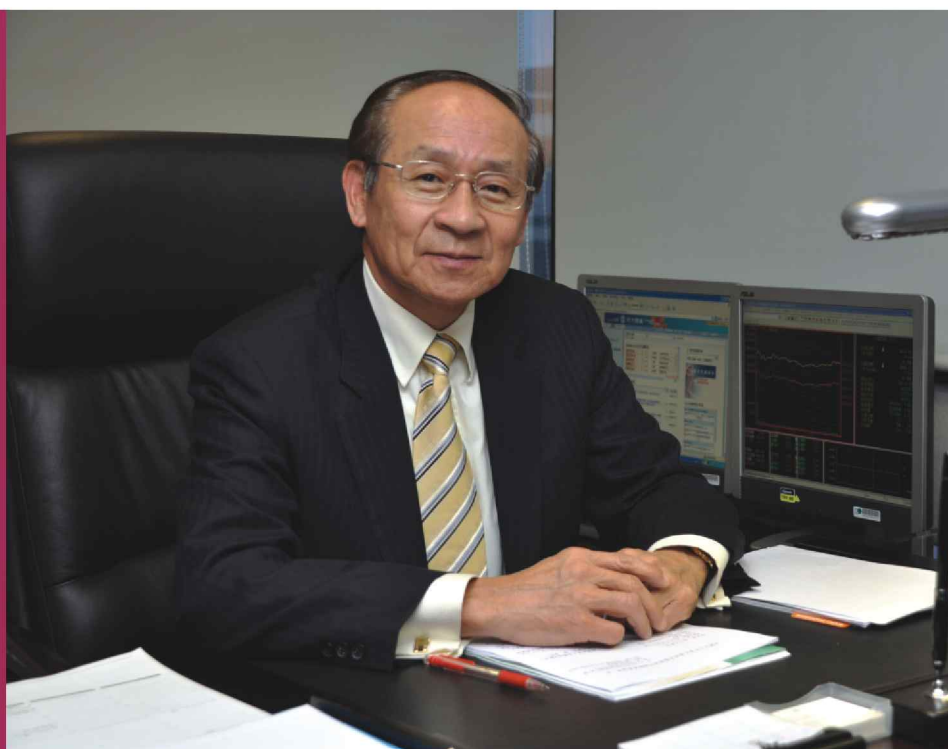
73

吸引外資與國際接軌 推動兩岸期貨業務發展

元大期貨董事長何富雄 談未來期貨市場之發展

撰文:李若彤

何富雄在國內外數十年的期貨工作經驗，無人能出其右。從期交所轉戰業界，何富雄表示，這是一大挑戰，現在他要做到的終極目標，就是迅速補充實務面的經營能力讓公司獲利。



在國外待了26年，何富雄在期貨業的資歷少有人可及。在芝加哥期貨交易所（CBOT）負責產品研究與市場開發業務，最後10年又負責亞太地區業務，需要在十一個國家間往返。直到2000年，臺灣期貨交易所邀請延攬他回台擔任總經理一職，成功推動選擇權等多項商品上市。

在臺灣期貨業界，一向以溫文儒雅形象著稱的何富雄提及這段經驗時說道：「在期

交所時，總攬所有業務，囊括企畫、研發、制度設計推廣及教育宣導等等，要顧及的層面很廣。」兩任的總經理期滿後，他到美國期貨業協會（Futures Industry Association）擔任亞洲區執行董事，旋即又於2007年轉戰元大期貨擔任董事長，開啓他在業界的生涯。而他的表現也讓人驚豔，一年多的時間，就讓元大期貨的期貨及選擇權的總交易量，在2008年10月時從第六名提升到第一名。

從期交所轉戰業界，何富雄表示，這是一大挑戰，他也抱持著誠惶誠恐的心情努力經營。在期交所時，他要研發商品給業界交易，但在業界，他要做到的終極目標就是如何讓公司獲利，他必須迅速補充實務面的經營能力。

未來發展四面向：價格、產品、資訊及服務

一開始就打了一場漂亮的仗，何富雄面對未來元大期貨的發展，提出了四個面向，即價格、產品、資訊及服務。他指出，業界商品沒有區隔，既然如此就要靠服務來作區隔，其中快速交易、高穩定度及多功能性的平台顯然是最大的優勢之一，所以IT很重要，好的IT設備及軟體才能有效吸引新的客戶加入及留住既有的客戶。

除了持續更新IT版本之外，何富雄說，在2009年的春季，元大期貨還要推出教育訓練的服務，以提升競爭力。他指出，自去年10月起，期交稅降低60%，期貨交易量也有顯著成長，不論對法人或是對一天之內頻繁交易的當沖客來說，都是一大誘因，業者現在更應該順勢而為，加強對期貨教育宣導，把交易量帶到高峰。

在服務上，應該靈敏應對客戶的反應，在最短的時間之內排除問題，以客戶需求為導向。何富雄表示，期交所是集中市場讓業者交易，進入業界後，與其他18家專業期貨商彼此是競爭關係，如何增加客戶數量及滿

足客戶的交易需求則是獲利的重點。因此，要從服務的速度及品質上著手，讓客戶產生忠誠度，增加客戶的滿意度。

大盤指數期貨是以現金交割，要靠價格、服務與IT及投顧研發的交易模組策略去提升競爭力。期交所將於2009年1月19日推出黃金選擇權，透過研發新的商品，能夠提升交易人的意願；透過模組計算的交易策略與營業員的介紹，都是吸引客戶參與的理由。

何富雄表示，元大在強化IT交易平台的部分，未來要整合國外交易平台，提升複委託交易量，如此對公司的獲利會有正面的影響，為能提升市占率，他也會加強教育宣導與訓練，舉辦業務說明會。他指出，目前元大有140個IB，是所有期貨商中最多的，在此優勢之下，加強IB營業員的教育宣導與服務是不可或缺的工作。

審視元大期貨整體交易量，自營部門是貢獻很多的一塊，因此培養專業操盤人也是未來重要的目標。隨著2008年12月23日元大期貨取得兼營期貨經理事業的執照後，將最具成本效益的業務合併，可以直接幫客戶開戶並全權委託交易，提高績效及提昇服務品質，對元大期貨的發展會有很大幫助。

以專業談金融海嘯成因

何富雄談到這波全球金融海嘯時表示，這波金融海嘯起源於美國，再蔓延到歐洲等國家。美國在2001~2006年的房地產泡沫，

肇因於Fed（Federal Reserve，美國聯邦準備理事會）持續性降息，民眾借錢買房子，許多銀行也輕易地放款給信用評等不足的次級貸款者，同時部份投資銀行及金融機構也對次貸商品進行金融創新工程，並將之重新包裝成另一種衍生性金融商品，如CDO（Collateralized Debt Obligation，債務抵押債券）與合成的CDO，這亦是另類的債券的表徵，並且透過發行和銷售這個CDO債券，讓債券的持有人共同來分擔房屋貸款的風險。

爲了獲利，投資銀行找到了避險基金購買CDO，而避險基金又把手中的CDO債券抵押給銀行，換得逾數倍的貸款操作其他金融商品。這時投資銀行除了繼續買避險基金和賣普通CDO給避險基金之外，他們又想出了一個新產品，即CDS（Credit Default Swap，信用違約交換）賣給以AIG爲首的保險公司與避險基金。接著就有一些基金專門買入CDS，再將其包裝賣與一般投資大眾申購，由投資人去承擔龐大的風險。

泡沫化的開始，源於2006年年底，風光5年的美國房地產終於從頂峰重重摔了下來，優惠貸款利率到期後，先是普通民眾無法償還貸款，然後貸款公司倒閉，避險基金大幅虧損，繼而連累AIG保險公司和貸款的銀行，花旗與摩根相繼發佈巨額虧損報告，同時投資避險基金的各大投資銀行也紛紛虧損，緊接著股市大跌，民眾普遍虧錢，無法償還房貸的民眾持續增多，次貸危機也就蔓延成全球性的金融海嘯。



集中市場展現力道 不畏金融海嘯 期貨業昂首前進

面對金融海嘯，期貨業應該如何因應？何富雄表示，連動債是連結次級房貸證券化衍生性的金融商品，因爲是由店頭市場作一對一的交易，對方的風險由自己承擔，不像集中市場有擔保機制，而且透明度不夠，流動性也不足，所以金融風暴影響的多是店頭市場商品。未來趨勢將會把店頭市場商品轉向到集中市場交易，有結算所當擔保，能夠做到風險控管。

受到金融海嘯影響，2008年國內銀行、證券與保險業的表現都不好，不過期貨倒是逆勢成長，這是因爲期貨可以作空的特性使然。從去年10月證券市場規定不可放空，10月13至24日限縮跌幅，在這段時間台灣期貨表現不佳，例如10月16日，台灣期貨的交易量僅達新加坡的6%。除了那兩週的交易量

受到影響，之後國內期貨交易量即明顯上升，去年19家專營期貨商全部賺錢，加上兼營期貨商，總獲利超過63億元，比前一年獲利有大幅成長。在空頭時期，期貨所展現出來的力道，也喚醒金融界對於避險的重視。何富雄說：「法人應該增加期貨避險的比重，尤其保險公司成為自然的空頭避險者，理應調高期貨避險的比例，否則手中現貨求售的賣壓欲減不易。」

何富雄指出，國內有不少金融機構在這波金融海嘯踩到地雷，因此主管機關希望金融商品愈簡單愈好，並建議投資人不要碰自己不懂的東西。但是，去年績效排名前10檔的股票型基金及平衡型基金，都是因為避險作得好的緣故，因此，其績效均表現特為凸出。而這次國內期貨業獲利創歷史新高，也可以說是金融海嘯突顯出期貨避險的重要性。為了幫助更多投資人勇於投入期貨市場，又減少承擔太大的風險，何富雄建議，一般散戶投資期貨信託機構所發行的期貨基金會是比較好的選擇。

發揮避險功能 促進證期市場健全發展

去年11月13日期交所推法人避險帳戶，何富雄表示，由於多數期貨市場均訂有交易人部位限制規範，對於個別交易人持有之未沖銷部位最大數量進行額度管理。而法人機構在我國期貨市場交易，須受到各商品部位限制，雖然可以避險為目的，向期交所申請放寬部位，但是對於持有較高現貨部位的法人機構，較無法滿足其避險需求。因此，期交所建立法人機構避險交易帳戶制度，能

夠發揮期貨市場避險功能，促進證券及期貨市場之健全發展。

2008年期貨業的全面獲利，是何富雄多年來沒看過的大行情，期貨年波動率超過40%，加上期貨的交易量一定要靠波動率，而這次波動率的大幅攀升也突顯出避險的重要性。不過，即便期貨在這波金融海嘯中逆勢成長，但並不代表期貨一定是空頭市場的萬靈丹，若今年是在盤整行情的話，那期貨獲利也有一定的困難度，因此何富雄希望配合新交易結算制度及新商品的上市，讓期貨的交易量能夠持續成長。

何富雄認為，主管機關及期交所近期的幾項措施，包括：第一、有價證券抵繳保證金，第二、推出SPAN整戶保證金計收制度(Standard Portfolio Analysis of Risk)，第三、降低期交稅幅度達60%，促使期貨交易量增加，對於國內期貨業的正面影響是相當值得肯定。

著眼兩岸發展 放眼國際接軌

隨著國內外金融的併購風潮，未來兩岸金融機構將簽署共同監理備忘錄(MOU)，加強兩岸期貨業的發展，只要兩岸金融監理MOU簽訂，那些在大陸已設立代表處多年的銀行，將會是最先受惠的族群，他們將有機會進一步拿到大陸分行營業執照，正式在大陸開業營運。對此，期貨公會亦多有所著墨，積極向政府喊話，除了銀行、保險及證券的交流外，絕對不能忘了“期貨”這個金融業的明日之星。



何富雄認為，台灣期貨業未來勢必要加強與大陸期貨業合作，並積極吸引外資與國際接軌。對從業人員，他則以 “You are in good hands”，呼籲大家重視道德操守。

何富雄檔案

學歷

國立台灣大學農經所碩士

美國維琴尼亞理工大學農經博士

經歷

美國芝加哥期貨交易所 (CBOT) 商品研究及市場開發業務，致力於亞洲事務推廣，服務長達26年。

2000年受邀回台擔任台灣期貨交易所總經理一職，共計六年成功推動選擇權等多項新商品上市及各項新制度之建置。

2004年台灣期貨交易所任內，該所獲亞洲風險雜誌評年度最佳衍生品交易所獎。

2006年擔任美國期貨業協會(FIA)亞洲分會(FIAA SIA)董事總經理，促進亞太地區交易結算制度之國際接軌以及跨國交易等不遺餘力。

2007年7月獲邀擔任元大金控之期貨公司董事長一職迄今

這次公會理監事組團參加了大陸在2008年12月初舉辦的第四屆深圳國際期貨年會，何富雄也親自出席。他說，目前大陸期貨業目前尚未有IB、自營與投顧的制度，而開發期貨信託基金可以提高散戶的勝算，因此大陸期貨業積極想與台灣交流這些方面的經驗。對於台灣的期貨商而言，未來勢必將加強與大陸的期貨商合作，積極開發對岸期貨業務。

展望未來國內期貨業，何富雄認為，與國際接軌還是首要任務，能夠吸引外資，才能提高國際競爭力。在人才培訓上，要落實人才培訓養成計畫，他鼓勵有意投入期貨業的上班族，參加期貨公會、證基會及期交所三方合作的「期貨業務人才養成班」，除了協助他們考取證照，提高就業機會，公會也會輔助這些人，在培養足夠的能力後轉進期貨業。

金融根本在誠信 道德操守是必備

何富雄強調，金融業的根本就在於誠信，也就是說話算話，這就是自律的精神。美國的期貨從業人員必定要修過道德倫理的課程，因為除了專業，道德操守更是必備條件。何富雄說：「You are in good hands」，這句乃是美國伊利諾州某大型保險公司奉為圭臬的一句廣告詞，象徵客戶能放心的把人身及財富保險交託予可靠的一雙手，他期許國內期貨人也能以誠信為原則，能把自己的工作做到盡善盡美。

CNFA

2008年台北期貨論壇

Cover story 封面故事

2008 Taipei Futures Forum

演算法交易暨金融危機對金融市場之影響

The Impact of Algorithmic Trading and Financial Crisis on Financial Market

2008年台北期貨論壇

期盼中隆重登場 讚賞下圓滿落幕

每年歲末，期貨公會均舉辦一場國際性論壇，針對期貨業界需要之新知、技術，以及國際期貨市場經營環境之變化等時下最夯的議題，邀請國、內外專家、學者，舉辦每年一度的台北期貨論壇。

「2008年台北期貨論壇」之主題，由本會國際暨兩岸事務委員會，就目前期貨業者最希望了解之演算法交易，以及國際金融危機產生後對期貨市場之影響，擬定了2008年台北期貨論壇的主題－「期貨演算法交易與金融危機對期貨市場之影響」。

這次論壇於12月8～9日，假台大集思會議中心蘇格拉底廳舉辦，兩天的活動每場次皆吸引百餘人參加，每年度公會舉辦的這場國際性論壇，均在從業人員的期盼中登場，讚賞下落幕。



2008年台北期貨論壇

2008 Taipei Futures Forum

Cover story 封面故事

演算法交易暨金融危機對金融市場之影響

The Impact of Algorithmic Trading and Financial Crisis on the Financial Market

期貨演算法交易與金融危機對期貨市場之影響



是否可以把一個大額的交易拆分成數十個小額交易，以此儘量減少對市場的衝擊？如何能降低交易成本，並能滿足交易量的快速增長，同時還能為客戶提供各種週到、差異化的服務？甚至於，如何依據數據的演算來選擇即將進行的交易？

演算法交易(Algorithmic trading)讓以上這一切都成為可能。借助於電腦飛快的計算速度，“演算法交易”正風靡全球！

為了解歐美先進國家的期貨公司，如何使用演算法交易成為優秀之期貨交易顧問，本次論壇特邀請歐美著名之期貨演算法交易專家來台，分享他們的成功經驗。

這波深不可測的金融海嘯發生後，對於期貨市場究竟是危機還是轉機？如何因應金融海嘯後經營環境的變化，國內外專家學者也提供了他們的看法，給國內期貨從業人員參考，他們的經驗談，深化了這次論壇的內容與內涵。

貴賓雲集 揭開2008年台北年期貨論壇序幕

主題新穎 內容豐富 場場皆超過百餘人次參加

2008年台北論壇由於主題新穎，內容豐富，兩天活動的每場次均有超過百餘人次的從業人員參加。整個活動在期貨公會理事長賀鳴珩主持下，以及主管機關證期局主任秘書王詠心、期交所總經理王中愷、證基會董事長丁克華、櫃買中心董事長呂東英等貴賓相繼致詞後正式展開。

賀理事長在活動開始，首先表達對主管機關及周邊單位各級長官出席的感謝之意，同時對參與的從業人員，能夠在忙碌的工作中，撥冗參加這兩天的論壇，更加肯定與欽佩期貨從業人員與時俱進的學習態度。他表示，臺灣的期貨業結合了學術的財務工程、電腦資訊、財經、數理等各方面的專業，使得期貨業在金融業種中成為最先進的領域，尤其這次的主題更是例證。在金融海嘯的風暴後，未來期貨業將面臨何種轉變，也是這次要探討的主題之一。他指出，期貨公會每年度均舉辦此類論壇，主要就是希望藉由公會之力，邀請國外專家學者來台，透過他們的豐富經驗，提供給國內業者參考。每年度不同的主題與內容，均是針對業者目前之所需，未來公會將持續舉辦大型國際活動，以配合業界發展，積極與國際接軌。

證期局主秘王詠心致詞時說，我國期貨業自83年開放以來，在期貨業界各位先進的多方努力下，一直呈現成長的趨勢，業務範圍也從基本的經紀業務，發展到自營業務，而後擴及於顧問業務及經理業，明年期貨信



託事業開放後，將提供投資人更多的選擇，有助於創造更多的商機。她指出，演算法交易(Algorithmic trading)是目前全球金融業界最流行的交易方式之一，由於它具備快速靈活的特色，可以同時執行數以萬計的複雜交易策略；又具有先進的管理功能，可使交易人藉管理持倉部位，即時分析風險，藉以增加獲利。本次期貨公會能夠精心規劃，邀請國外專家來台傳授實務經驗；同時，就此次全球金融危機對未來期貨市場發展之影響，邀請了國內外金融專家及學者做精闢之分析，實屬難得。希望能夠汲取國外成功的發展經驗，為我國的期貨事業，找出最有競爭利基的經營模式，為我國期貨市場增添一股新生且穩定的動能。

在本次活動共有六場專題演講，兩場座談會，七位分別來自美國、澳洲、芝加哥、以色列、英國等地的專家，以及國內學者、專家，共計十餘位講者，本刊除報導其中精彩的内容，並進行數位專訪，透過他們的角度，提供臺灣期貨業者實務的經驗談。

CNFA

全球演算法交易技術應用環境與平台建制問題

撰文：黃怡中

前言

2008年全台灣期貨公司在前11月，整體專、兼營期貨商稅後盈餘超過60億元，是2007年的2.2倍，在19家專營期貨商的每股平均每股稅後盈餘2.23元，也比去年成長38.5%，創下空前紀錄。

重要的是，在全球經濟市場籠罩在次貸風暴之下，台灣期貨市場成交量卻逆勢增加，2008年累計前11個月成交口數為1.2577億口，期貨部位前11月總成交量0.3938億口，選擇權部位成交口數0.8638億口。

從前面數字計算得知，選擇權市場占全期貨市場交易量達到68.9%，而期貨市場只有31.1%。若以期交所2007年6月的數據顯示，期貨自然人占有率為64.9%，另外選擇權市場自然人占有率為32.16%。相對比較之後，我們可以得到一個結論，2008年前11個月台灣的自然人成交5,333萬口，法人成交7,244萬口，相對自然人，法人成交量多出1,900萬口以上，平均一個月多出173萬口左右。這個量從哪裡來？值得我們思考。

由於台灣期貨市場長期以來推動國際化的結果，外資法人在台灣市場的交易量已經



台大工商管理學系游張松教授以“演算法交易技術對我國期貨市場參與者及交易所之影響評估”為題，擔任2008年台北期貨論壇主講人之一。

越來越多，他們或許不是建立長期部位者，也不多是大量持有避險部位者，極有可能的是以所謂的演算法交易（Algorithmic Trading，簡稱 Algo Trading）方式進行交易，這是一種以交易邏輯建立到程式當中，並以程式化、系統化交易為主的買賣方式，完全不帶有任何屬於人的情緒問題，只有把經驗轉化成程式碼，再到市場不斷的重覆交易，達到以賺小錢累積大錢的目的。

根據Aite Group 2006年調查知道，歐美股票金融交易量，有三成是自動化交易或演算法交易，並且估計在2010年這個比例會增

加到五成，而台灣期貨市場電子式交易比例2000年1月為1.58%，2008年4月為23.7%，成長14.98倍，未來預計使用電子式下單的比例將持續增加。

本文特介紹演算法交易發展之背景、現況、全球應用環境、策略應用、建制平台，以及未來發展趨勢等，呼應本次期貨公會舉辦之2008年台北國際期貨論壇演算法交易之議題，並使期貨從業人員深入了解此一工具。

壹、全球演算法應用環境

一、從避險基金策略看管理期貨

2008年以來，避險基金已經虧損快二成，幾個避險基金明星也受傷頗重，包括拜恩集團旗下Sankaty Advisors LLC兩檔基金，

11月初虧損幅度在40%至50%之間，城堡基金也虧到將近35%，Ken Griffin旗下二支基金也是同樣狀況，只有高盛和Greenlight Capital虧損幅度在平均值之下。大多數基金公司都以裁員企圖挽救投資人的信心。連美盛（LeggMason）投資公司，以連續15年打敗S&P500大盤的操作績效著稱明星經理人米勒（Bill Miller），隨著美盛價值信託基金2008年以來重挫58%，米勒十多年擊敗大盤表現已徹底歸零，自己的傳奇紀錄也被自己摧毀。再度證明人為策略成份越多，風險越高，只是短期不易出現。

避險基金在此波次貸風暴受傷程度，我們從表一可以看到，全球避險基金所使用的策略，在2008年幾乎是全軍覆沒，只有Dedicated Short Bias(放空型)與Managed

表一：Benchmark Performance Summary

	Currency	Index Value		Return		YTD
		8-Nov	8-Oct	8-Nov	8-Oct	
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index	USD	351.2	366.39	-4.15%	-6.30%	-19.04%
Convertible Arbitrage	USD	223.82	228.1	-1.88%	-12.59%	-30.92%
Dedicated Short Bias	USD	90.46	87.79	3.04%	9.66%	16.83%
Emerging Markets	USD	263.92	268.95	-1.87%	-13.63%	-30.56%
Equity Market Neutral	USD	224.54	377.08	-40.45%	-1.83%	-40.56%
Event Driven	USD	400.56	413.85	-3.21%	-5.09%	-16.69%
Distressed	USD	463.96	488.38	-5.00%	-5.66%	-18.41%
Multi-Strategy	USD	372.86	381.13	-2.17%	-4.77%	-15.83%
Risk Arbitrage	USD	273.26	273.31	-0.02%	-3.06%	-4.79%
Fixed Income Arbitrage	USD	168.13	178.11	-5.60%	-14.04%	-28.24%
Global Macro	USD	576.3	567.56	1.54%	-5.13%	-5.67%
Long/Short Equity	USD	397.78	403.48	-1.41%	-7.13%	-20.60%
Managed Futures	USD	277.61	268.96	3.22%	4.96%	15.59%
Multi-Strategy	USD	280.04	293.63	-4.63%	-6.94%	-22.45%

2008/12/16 Source: Credit Suisse Tremont Hedge Index

Futures(管理期貨)能夠有正報酬，而以放空型基金來說，在2008年能夠出現正報酬被視為理所當然，而管理期貨基金表現卻是一枝獨秀。

當然也是因為管理期貨基金可以同時進行多空操作，沒有不能做空的時候，也沒有所謂平盤下不能放空的限制，就算全球股票市場在當地政府法令規定下，不能操作放空止血，他們也有其他的市場可以進行放空操作，以追求正面獲利，這是絕對報酬的觀念，卻沒有部份避險基金策略偏執的操作窘境。

二、全球演算法技術發展現況

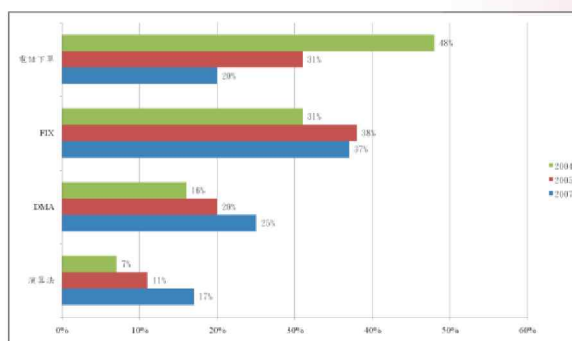
在了解避險基金與管理期貨間的差異後，可能進一步談論到演算法交易的發展現況。就演算法交易的科技化與快速精準化的特性來說，演算法交易將對科技面和市場面，發生深遠且廣大的影響，這已經是必然的趨勢。因為，大多數管理期貨基金，都以發展程式交易為主軸，交易邏輯的判斷不再依賴人類，而是以程式化交易控制人類易受情緒影響的缺憾。

造市者更要程式化，利用市場短期內不效率現象，快速下單新建立部位與軋平舊有部位，不斷重複交易，不斷的進行一樣動作，只要市場目前價格波動模式沒有改變，這些造市交易策略就可以替交易者賺錢，同時也為市場提供最公平的市場價格，也提供市場所需要的流動性。

就研究資料顯示(圖一、圖二)，2007年

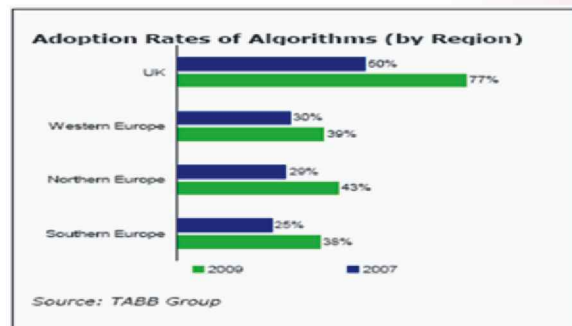
在美國估計使用演算法方式下單的交易量達到17%，比起2004年的7%多出2.42倍，這是一個令人眼睛一亮的變化。在歐洲地區也有持續性的成長。

圖一 美國期貨地區使用演算法交易趨勢

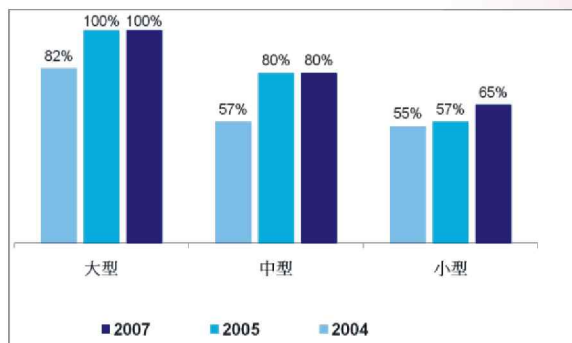


資料來源：TABB Group(2007年為預估值)

圖二 歐洲地區使用演算法交易趨勢



圖三 美國券商使用演算法交易情形



資料來源：TABB Group(2007年為預估值)

再從圖三美國券商使用演算法交易情形來看，大型券商已經百分之百使用演算法下單，連中型券商與小型券商也持續增加中。尤其市場已經轉變成為大者恆大狀況，2008年次貸風暴所引發的全球經濟衰退，造成全球經濟市場由10年一個循環，漸漸變成5年或是更快的，可能是3年就形成一個經濟循環之下，市場價格快速變動已經是不可避免的可能現象。因此，券商也好、期貨商也好是必要增加網路頻寬，而使用 Algo Trading服務大型客戶，才能具備競爭力。

貳、演算法交易策略應用與平台建置問題

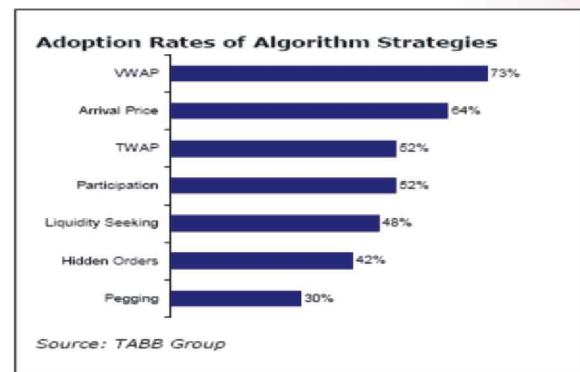
一、Algo Trading策略

我們再觀察圖四目前歐美地區演算法策略使用比率上來說，大多是使用VWAP，另外常見的演算法策略還有：Iceberg / random iceberg、Trailing order、MIT、Countdown、Time / link triggers、Ghost、%volume等等，值得投資人深入探討與參考，如何在市場上建立更好的優勢。

事實上，在Algo Trading策略設計上，有許多方面可以思考，例如：統計手法運用、數學邏輯應用、計量程式設計、市場經驗參考、市場預期設定與整合等等面向。在台灣市場來說，尤其是大中華金融市場有別於歐美的金融市場，當我們在近100年來經歷各種金融風暴，2008年次貸危機來自美國監管機構疏失與投資人的貪婪，哪麼，思考

Algo Trading在市場穩定上的貢獻，就值得業界與主管機關的重視，我們要創造什麼樣的環境給投資人？

圖四 演算法策略使用比率



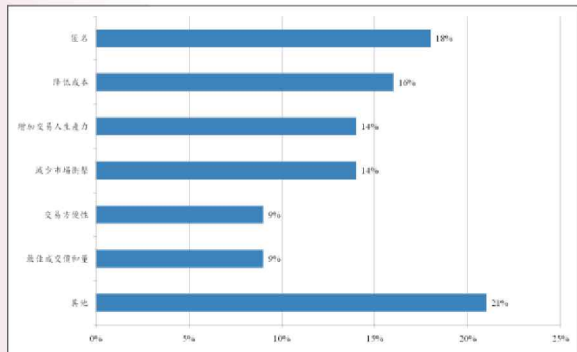
為什麼歐美國家在2000年後，演算法交易大行其道呢？當然，客戶因此賺錢是必然的原因之一。由圖五依據TABB Group的調查，可以更清楚地知道，歐美法人機構如此頻繁使用Algo Trading的原因有下列幾種：

從匿名性來說，許多大客戶不喜歡別人知道他在做甚麼？更不用說當大客戶在交易量不斷增加的同時，也希望他的成本能夠降低，所以Algo Trading受到大型券商的喜愛。

再則，當交易者成本降低後，交易者的生產力出現比一般投資人更高的優勢，勢必可以提供更好的流動性給市場願意交易的買方或是賣方，這對目前流動性極低的市場而言，是一個相對有利的市場模式，當市場衝擊減少的同時，投資人願意進到市場，對市場發展必然有一定的助益，也值得各類型證券或期貨交易所參考。

當然，以上的優點出現之後，也會為市

圖五 使用演算法交易之誘因



資料來源：TABB Group

場投資人帶來交易方便性、最佳成交價與成交量，這對整體經濟市場，或是金融市場而言，是值得所有相關人員進一步思考之處。

試想，當市場交易量自然而穩定成長，表示市場交易安全性提高了，那麼，讓市場痛心的連動債商品拉到集中市場進行交易(或許主管機關可以將這個建議加入檢討)，也許現在全球經濟受到創傷的情況，可能不會發生，或者說，網路無遠弗屆的威力，就算這種事情發生了，也不至於導致所有經濟體同時衰退，或是連帶的影響到所有人不願消費的集體行為。

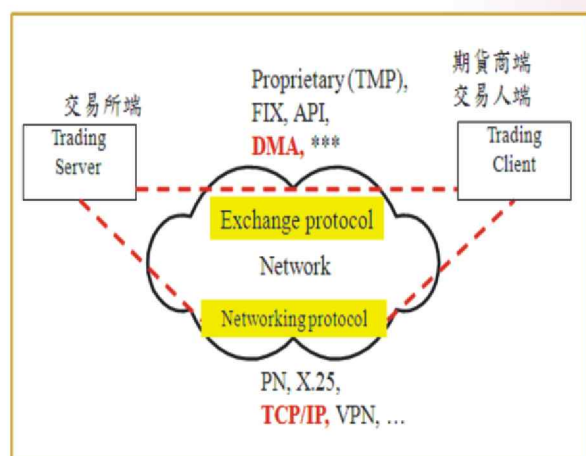
櫃檯買賣中心交易商品成交量若達到一定的程度，或許應該讓他們轉到集中市場進行交易，當初連動債商品可以轉到集中市場交易，真的可能就不會導致經濟衰退的骨牌效應。當然，或許現在很多思考已經來不及執行，但以Algo Trading的功能性來說，提供市場更公平的成交量與成交價，是我們責無旁貸的事情，以歐美各家金融機構的經驗而言，更是目前穩定市場流動性的最佳方式之一。

在主管機關建立演算法交易機制時，也會有許多層面的考量，但以另類交易系統(ATS)和多重交易設備(MTF)開始積極地發展下去，也可能衝擊到交易所區域性和獨占性的結構，但以公平、公正為基準，透過業者與交易所的腦力激盪，必能找出一個適合台灣市場發展的交易平台。

二、交易平台的建構與擴張性

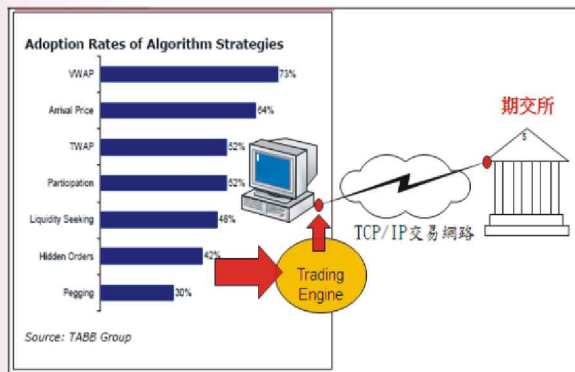
在建構演算法交易平台時，所花費成本實則不低，但其產生效益則是無法以金額數字比較。前面已經提到過，連動債商品如果有機會在集中市場以Algo Trading方式進行交易，讓有能力的交易商與期貨商提供市場公平的成交量與成交價，讀者就可以了解在建置演算法交易平台時，業者與主管機關的思考基準點，應該是市場的永久性與安全性，而這種評估基準是沒有金額數字可以比較的。

圖六 期貨交易資訊系統的 Client/Server架構



資料來源：游張松教授等 演算法交易技術對於我國期貨市場參與者及交易所影響評估論文

圖七 Algo-Trade over Network



資料來源：游張松教授等 演算法交易技術對於我國期貨市場參與者及交易所影響評估論文

1. 軟硬體設備

從圖六可以看到交易所與期貨商（含交易人）之間所要建構的是TCP/IP交易網路為佳，而目前台灣市場則以TMP協定之電文格式，X.25的交易網路為主，這當中的軟硬體的改換，是第一個投入的成本。

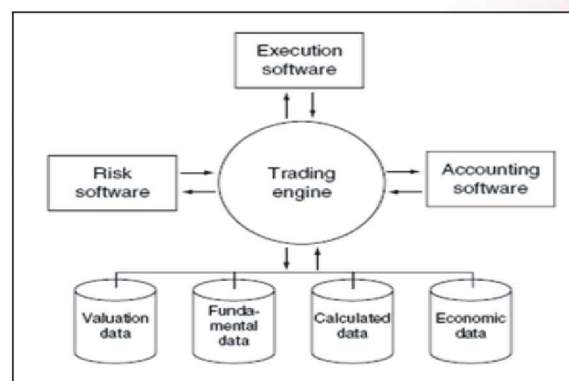
2. 交易平台建置結構

由圖八可以看到基本Algo Trading的核心在於底層的四個資料庫，分別是Valuation data、Fundamental data、Calculated data與Economic data等四個資料庫，還有與交易引擎平行的Risk Software與Accounting Software兩個風險控制為主的應用平台。

因此在建構時，特別要設計完整的是Risk Software與Accounting Software，因為風控平台是使用者（交易者）在高速交易與報價過程中必須的輔助工具，讓使用者知道目前的風險位置與承受風險的程度，才不至於開快車造成連環車禍，這個機制由第三者進行較佳。

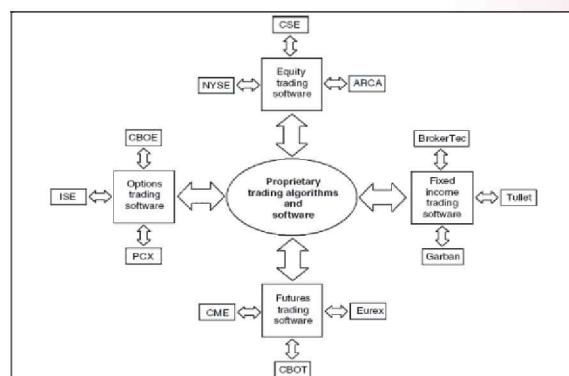
另外，即時的財務狀況呈現與分析，也是幫助使用者在完成交易後，掌握目前即時的損益狀況，在達到目標成交量與獲利時，使用者可即時停手，不會額外進行交易，讓過度交易形成風險。

圖八 Trading Engine and More



資料來源：Building Automated Trading System

圖九 Automated Trading



資料來源：Building Automated Trading System

3. 平台的擴充性

在整個交易平台建構上，如圖八所示，還算是簡易型版本，當公司整個交易資金與交易應用要達到更高的效率性，必須把整個Algo Trading交易平台以更高的角度來思考，資金的應用範圍包括：股票平台、期貨平

台、選擇權平台與債券平台等不同市場與商品（如圖九），結構上來說，這樣的資金分散與交易平台深度將足夠承受市場不確定性變化的風險產生。

三、如何執行評估

在演算法交易平台設置之後，如何評估其效益？也是一項需要更多交易經驗的人來進行，主要是懂計量卻不懂市場的人，可能把演算法交易平台做成只有計算機功能，相對的空有經驗，而沒有建構交易風險控制系統的人，可能把演算法交易平台做成讓使用者容易開快車的環境，這卻又是花大錢且浪費汽油的豪華賓士汽車而已，實質性遠低於他的價值。

在評估演算法交易平台上，建議如下：

1. 所設計Algorithmic Trading內容屬於何種性質？造市？短線交易？長線交易？Delta Natural？Vega與Gamma為何？Pair Trading？Risk Arbitrage？
2. 交易員在指定交易量與買賣時的正確性如何？
3. 模型產生執行指令的時機和委託數量是否合乎當時市場價格或是投資人的交易行為？
4. 在基於某個基準、價格或時間進行作業時，電腦指令綿密下單，對於網路壅塞情況的控管為何？
5. 大幅提升市場流動性後，會不會只有自己對自己交易，有無引起市場跟進與大量反應？

6. 相較於傳統的human decision下單方式，演算法交易則是computer decision的快速計算與下單應用，市場成交價間之時間差是否比以前更少，評估效果與成本之間，對使用者是否有利？
7. 機會成本若真的隨交易量而減少，整體成本降低程度的變化，是否值得再繼續投資？
8. 使用演算法交易的投資者，以及提供演算法交易發展環境的市場，將佔盡絕對的優勢，對於一般投資人是否也相同地產生風險降低與提高交易安全性？
9. 受到Algo Trading交易網路訊息量暴增，可能引發網路延遲（Latency）問題，政府機關與交易所是否有相對應的措施？
10. 在投資資金效益上，演算法交易採取小量且多筆策略，進行市場價格趨勢偵測同時，是否造成網路上極大流量，卻是成交比例非常少？

以上所提演算法交易平台評估項目，提供給有意加入演算法交易的機構法人、期貨商與投資人參考。不同立場的使用者會有不同的觀點，但不管是哪一種立場，都脫離不了獲利性與交易安全性的考量，而主管機關則是市場公平性、公正性，加上市場穩定性的提升。

因此，以現階段台灣市場而言，有多少期貨商願意提供機構法人在演算法交易平台上的發展是偏向樂觀面的。因為台灣的散戶市場受到2008年次貸風暴的震撼教育後，有



游張松教授認為，臺灣期貨業者欲從事演算法交易，首要之務仍須加強網路及基礎建設，以縮短資訊傳遞之延遲，未來應以向國外共用機房的措施看齊。

機會朝向法人市場邁進，金融市場的各個專業機構也將更回歸到本業，就是不僅是賣金融商品給投資人，而是以專業交易者身分，為投資人管理財富，進行投資人資產的理財與避險功能。

結論

長期而言，Algo Trading需要投入大量資金，一方面培養交易人才、建構更高階的交易系統與更安全、快速的網路環境，而此所形成的乘數效益是可以有更寬廣的想像，就

怕決策者的認知能力與未來發展性無法協調。

當然，如何達到提高期貨商市占率以及獲利性，這需要各期貨商自身的評估，而評估之後，在完成演算法交易平台同時，市場是否真的還有此需求並無人可以預期，就如2008年底的現在，根據市場分析師、經濟學者與專業報刊等報告與報導資料顯示，大家幾乎一致認為全球經濟要在2010年以後才有機會復甦，而現在是投資人對於未來經濟景氣發展，可以說是悲觀至極的時點，期貨公司經營高層與主管機關是否有智慧進行投資，沒有人可以預期。

雖然如此，仍有一點可以確定的情況是，不管怎樣的景氣、如何的環境之下，從公司治理的角度來說，專注發展核心事業絕對是正確的，一家公司的附加價值是建構在本業的高度競爭力之上，本業沒有競爭力就沒有附加價值可言，而期貨業的核心事業就是：

1. 創造投資人安全的、穩定的交易環境（提供現貨部位避險功能）
2. 可預期的獲利平台與交易功能（藉由價格發現獲取利潤）
3. 接近毫無時間落後的報價機制與平台（否則就有套利機會）。

Algorithmic Trading或許是提供這種機會的模式之一。

CNFA

如何將演算法交易整合至交易策略中

Dr. Mehmet Yanilmaz 演講精華摘要

整理:張祥麟

台灣期貨市場中，無論是自營商或是一般投資人在從事衍生性商品投資時，幾乎都會建構自己的投資策略，而國際市場中的專門機構，除了不斷研發交易策略之外，還將其結合先進的資訊科技，由電腦自動操作及下單，如此不但可以增進交易速度，還可以藉由電腦模擬及校正，讓交易策略能更貼近市場。

來自美國的Dr. Mehmet Yanilmaz，以其做為從事演算法交易的自營商合夥人（Myra Trading），將其長久以來參與演算法交易建構的經驗和大家分享，以下就是Dr. Mehmet Yanilmaz演講的精華摘錄。

架構演算法交易的七大要件

衍生性商品交易的財務槓桿使用，雖然可以創造高額的利潤，但也會導致巨額的損失，所以在從事交易前，投資人必須仔細的審視自己的財務狀況及風險承受度。而演算法交易可以根據投資人不同的風險看法，做出客製化的程式設計及參數設定，所以投資人或投資機構必須先確定自己所想要的交易策略是哪些。

演算法交易通常會有數種不同的策略，甚至是跨市場的交易做綜合搭配。一般來



說，從事演算法交易的專業投資人都會有類似程式資料庫（database），將各種不同的策略、數學公式或統計公式儲存在裡面，當要做組合、擴充乃至於新策略開發時，就直接拿出來作應用，這是比較有效率的作法。當交易策略確定後，透過演算法中程式的連結，將各種策略做初步的串聯，同時也將風險控管的功能加入所架構的演算交易中。在架構完成並執行後，必須對整體演算法交易作最佳化的調整，而且應隨著市場的變化，不斷地做動態調整。

總結來看，在架構演算法交易時，以下幾項是至關重要的要件：

1. 交易策略
2. 以演算法建立起策略群組及風險控管功能
3. 多種策略同步執行組合最佳化
4. 多種策略的綜合風險控管
5. 演算法中的數學要件
6. 執行數學要件的軟體模組
7. 和市場聯結的應用程式介面

設定因素導致不同的績效和結果

雖然演算法交易已被很多投資機構採用，但每家機構採用的演算法都不可能相同，即使演算法的邏輯類似，也可能因為程式或參數設定不同而有截然不同的績效和結果，所以演算法並沒有一個簡單可套用的萬靈丹。而開發一套演算法交易的困難程度，須視個別投資人不同的需求、交易的商品及市場而定。

舉例來說，以人力資源需求來比較的話，在美國做證券演算法交易，只要有一個交易員、一個計量分析人員及一個程式設計師，用一、二個程式就可以組成一個簡單的演算法交易團隊。現在還有許多的演算法軟體，像是Tradestation等之類的套裝軟體，可以提供給利用演算法交易的投資人使用；另一方面，像是最複雜的「多種投資組合」演算法交易，就需要龐大的團隊和資源，針對不同投資組合中的不同策略去做分析和研究。針對這種類型的投資機構而言，也有套裝軟體，像是APAMA等可以提供給投資機構使用。和 Tradestation所不同的是，APAMA是專門給大型機構使用，可處理的

交易量和運算能力都比一般的軟體來得強。

然而，還是有很多機構願意投資鉅額的成本自行開發演算交易系統，此次受邀的講者中，像是 Goldfish Funds & Investments Management Ltd.就是最好的例子。由此可知，演算法交易會隨著商品、市場以及個別策略邏輯等等而有複雜度不一的建構方式。

下圖就是各種演算法交易粗略之人力需求預估：



演算法交易的競爭要件

演算法交易並不是只要有軟體、硬體和策略就可以進場交易，而是要不斷的做調整和修正，才能貼近市場動態，才有獲利的機會，從事演算法交易策略整合要注意的要件如下：

1. 隨機動態調整

對演算系統來說，隨機的自我校正以貼近市場的控制系統是很重要的，無論是交易系統、風險控管、市場及交易績效的追蹤系統、最佳化及測試功能，乃至第三方資訊系統的操作界面，均應秉持隨機動態調整原則，儘量避免只是依據片斷的過去統計資料決定買賣。隨機動態調整的機制就像一種事前的風險控管，可以發揮貼近市場，事先評估風險，以及降低極端事件所造成的虧損情況發生。至於純統計的評估是被用來提供作為參數設計、操作的臨界範圍設定而已；其它的參數調整等都已經被動態調整所取代。舉例來說，自從風險值（VaR）出現後，風險值就常被作為績效評估的標準，但是它只是統計上的評估，不能被用當作設計及動態的控制系統單一工具。

2. 可量化的風險和報酬管理

隨機控制系統是高度量化，而且可以針對每筆交易資產及演算法平台去做設計；同時，每筆交易資產及演算法都有動態回饋控制系統，可以整合到一個大的投資組合演算法交易系統之中，進行整體的績效追蹤及風險監控。

3. 由上而下的架構演算法交易

隨機控制系統提供一個有效的由上而下



的架構，讓新的演算法交易能快速的研發，並依照總體的風險及獲利設定運作。所有策略面制定、戰術面乃至於操作面的運算法建制，包括概念設計、企業原則及績效參數說明、數學公式、軟體建制和實際線上交易執行，都是在隨機控制系統嚴格的管控之下進行。這種由上而下的統一管控方法，讓概念想法轉化為實際執行的時間縮短，同時也增加了演算法交易的可靠性和重複使用效率。另外，交易員、風控人員和計量分析師都被授權可以合作，以高效率及自動化的流程研發高績效的演算法交易。

總結來說，演算法交易整合了策略、資訊科技及人的交易邏輯概念等各個層面，只不過是透過電腦科技，將上述各個層面做結合並實際進入市場交易。演算法交易所做的充其量只是儘量貼近市場，而不是去預測市場走向。

交易策略只能貼近市場 無法預測市場走向

Dr. Mehmet Yanilmaz相信金融市場中的投資人是沒有辦法去預測市場未來走向的，因此，在整合交易策略的同時，一定要記得隨時都要貼近市場。

CNFA

Dr. Mehmet Yanilmaz 專訪篇

整理:張祥麟

在Dr. Mehmet Yanilmaz演講後，本刊就演算法交易對市場發展的利弊，以及對投資人的影響等議題，專訪了Dr. Mehmet Yanilmaz，以下是專訪內容。

問：是否有數據證明演算法交易對於市場交易量的增加是有助益的？

答：以美國為例，演算法交易的確帶動了交易量的增加，以目前來說，約有50%的交易量是和演算法交易有關的（專業投資機構法人及散戶），尤其是CME的商品中，交易量高的商品，演算法交易都有參與其中。

問：在台灣，散戶的交易量佔了大部份，當市場推出演算法交易時，是否會對散戶造成衝擊？

答：這個問題可以分為二個部份，如果散戶主要著重在很短線的交易，在網路交易的時代，就是在比資訊的判斷速度及下單交易的速度，演算法交易在這一方面的確是比較來得有優勢。如果散戶交易是比較著重中長線的交易，強調資料分析後的投資決策的話，演算法交易的影響其實並不大，否則像是Tradestation（適合散戶用的軟體）這類的軟體就不會存在了。所以，這個問題其實只是時間和空間二者的選擇區別而已。

問：您在演講中有提到的Tradestation軟體，乃至於其它的演算交易軟體都有所謂的“最佳化”的功能（optimization），您可否仔細說明一下最佳化和隨機動態調整的差別在哪裡？

答：“最佳化”主要是將過去的資料做統計計算，找出該交易策略中最合適的參數，進而以此參數進行交易，然而這些資料都是已經發生過的情況，我不能說過去的資料是沒有參考價值的，但是畢竟它們都是已發生的事實，市場是瞬息萬變的，但並不會走回頭路，甚至於說即使過去的歷史重演，其發生的模式也不會相同，所以用過去的資料作統計其實是會和市場現況有落差的。

隨機動態調整雖然不能夠預測未來（沒有人可以預測未來），但它可以儘量貼近市場，隨著市場的變化去調整策略、交易模式、風險控管，甚至是下單指令等等。因此，一個是分析歷史資料，一個是分析目前的市場現況，你認為哪一種方式的是比較客觀的呢？

問：在實務交易面上，最佳化和隨機動態調整有何不同呢？

答：就交易下單來說，“隨機動態調整”是在下單前對市場的現況做分析，當突破演算法所設定的買賣（交易）門檻後，就該買賣點的指令去計算該筆下單風險的承受度是多少，因此隨機動態調整是事前的風險控管。但是，對“最佳化”來說，其背後的意義是由過去的價

格走勢，找出最好的參數；也就是說，最佳化假設，當前乃至未來的價格走勢會延續過去的價格模式進行，但真的會這樣嗎？卻沒有人知道。

問：有人認為演算法交易是黑箱作業（Blackbox），因為其部位龐大，交易方式複雜，這對主管機關來說，對其管理或是市場監理來說，是否會造成影響？

答：雖然我個人覺得的確會有影響，但是黑箱作業的說法可能過於言重了。在高速交易之下，交易量應該會比過去來得多，市場監管的方式可能要做調整，但是並沒有想像中的嚴重，也不會到無法監管的地步。其中有兩項重要的原因存在：

第一：演算法交易雖然快速複雜，但還是由人（主要是交易員）在控制的，而且演算法只是強化交易的功能而已，讓一個交易員同時可以控制的帳戶變多了，監管單位還是可以針對人的方面做監控。

第二：科技的進步是全面的，我相信監理單位也可以引進更先進的系統去做市場監理。舉例來說，近期在美國的確有分離下單製造交易量增加的現象，但美國監管當局還是能夠偵測到市場的異常情況，基本上，只要有異常情況發生，監管當局就馬上以電話作通知及了解，所以，我並不認為演算法交易是黑箱作業，充其量我認為只是「灰箱作業」（Graybox）而已。

問：有人認為1987年10月19日的黑色星期一事件，就是和演算法交易有關，您也是這麼認為嗎？

答：基本上，我的看法是，只有人會犯錯，電腦只是執行人的指令，並不能因為一件意外或是一個事件就把責任全部推給電腦或是交易系統。換個角度來看，是不是沒有演算法交易就不會出現類似黑色星期一的事件了呢？而且以此次與會的來賓（goldfish Funds & Investments Management Ltd）為例，他們反而因為此次次貸所造成的金融海嘯而獲利不少，而且我相信還有很多公司和他們一樣因為此次金融市場波動而獲利，那演算法交易是不是沒有功勞呢？

CNFA

Dr.Mehmet Yanilmaz 個人簡歷

- 土耳其Bogazici大學電機系畢業，雪城大學資訊工程碩士學位及電機博士學位。

教學經歷

- 西北大學－工程及資訊科學、管理
- 芝加哥大學－資訊科學
- 土耳其伊斯坦堡Bogazici大學－財務工程
- IFM（The Institute for Financial Markets）講師，為全球的避險基金、自營商、銀行及交易所教授演算法交易的課程。

工作經歷

- Myra Trading、Tria-C二家公司合夥人。
- MyraTrading於芝加哥，以演算法交易為主的自營商。
- Tria-C位於土耳其伊斯坦堡，以財務和策略諮詢為主的顧問公司。
- Navus總裁，主要業務是精品業務和科技諮詢。



演算法交易之演進及可能產生的風險與問題

Goldfish Funds & Investments Management Ltd 實務介紹

撰文：Kevin

爲了解國外演算法交易之演進，本次論壇特別邀請來自以色列 Goldfish Funds & Investments Management Ltd.總裁 Mr. Amnon Riftin及其合夥人Mr.Shachar Gazit，以該公司演算法的發展過程及現況做實務介紹。

Goldfish Funds & Investments Management Ltd. 是以色列最大的選擇權交易公司，成交量約佔以色列市場的7%，除了選擇權外，也有所謂的一籃子股票交易，交易商品橫跨歐洲的各種商品，甚至遠及亞洲韓國的選擇權交易。該公司目前共有15位員工，包括交易員、數學家（計量分析人員）及電腦程式撰寫人員，在設備上共有40-50台電腦，Mr. Gazit認爲這些電腦是該公司最聽話也是最努力工作的員工，因爲可以二十四小時不間斷的工作，而且完全聽從指令徹底執行。以下是Mr. Amnon Riftin和Mr.Shachar Gazit就 Goldfish Funds & Investments Management Ltd.及其演算法交易發展階段的介紹。



Mr.Shachar Gazit



Mr. Amnon Riftin

第一階段：價格混亂時期

1998年開始，以色列金融管理當局決定推動電子化交易，因此自1999年開始，以色列選擇權交易市場就進入了電子交易的時代。在此之前，都是採用公開喊價的方式進行交易，正如其它公開喊價的市場，都是由場內的交易員為客戶的委託單進行撮合，每天的交易量約2萬口。在1999年實施電子化交易後，第一天的交易量就有5萬口（目前每天約36萬口），而 Goldfish Funds & Investments Management Ltd. 也在1999年，藉由幾台電腦和一間公寓正式成立並開始交易。

在電子化交易剛開始時，整個市場因為不了解及不熟稔之故，可說是一片混亂，甚至連下錯單都不知如何改單，常常會有因為下錯單造成的錯價，或是價格不合理的現象產生。因此，只要懂得價差套利的人就可以進場搶價差賺取利潤。

此時演算法的邏輯相當簡單，只要不斷的在市場中搜尋套利的機會就可以了。然而，隨著電子化交易的普及和競爭者的加入，交易市場展開了一場硬體的戰爭，大家為了搶套利機會，不斷地引進和升級功能強大的電腦以加快交易速度，可是簡單的套利系統卻已不敷使用，因為市場的成長和經驗，早已讓套利機會消失殆盡。

第二階段：人工訂價

此時市場進入了下一個階段“人工訂價”的時代。也就是說，由過去市場搜尋套

利機會，改弦易轍為依照訂價程式去試算合理的價格，再去市場做套利交易。因為每家公司使用的套利程式及假設條件不盡相同，所以試算出來的價格也不相同。舉例來說，目前市場中某個履約價的選擇權價格為500元，A公司的的試算價格是490元，B公司的試算價格為495元，這二家公司再依照公司的運算邏輯去做交易。

因此，在這一階段，電腦只是負責輔助交易員去試算價格，並管理下單的指令，交易員甚至只需要坐在家裡就可以利用電腦程式作交易。所以，在這個階段，需要經驗豐富的交易員做避險和管理。

第三階段：自動化交易

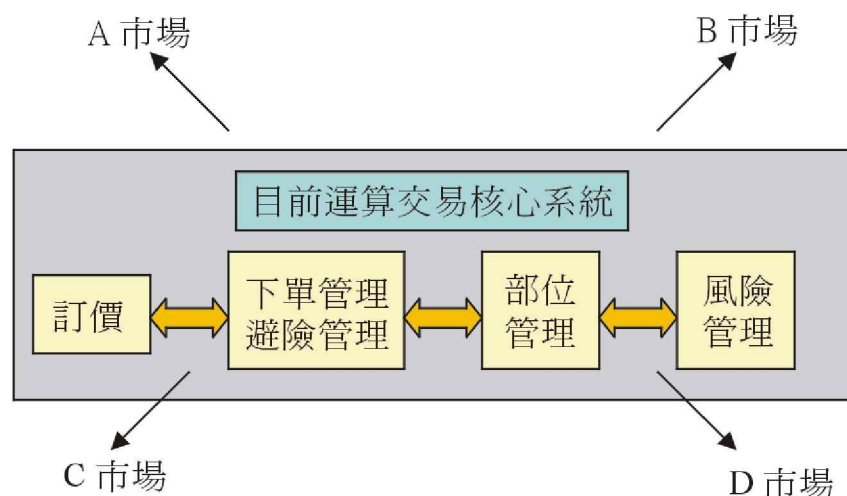
隨著科技的發達和參與市場的人越來越多，此一階段是將人的指令及要求程式化後，進行自動交易。然而人的速度再快，也無法跟得上電腦系統的交易，故「自動化的時代」就取代了過去人工訂價的階段。藉由電腦的自動訂價、自動交易及自動部位管理，達成完全自動化的演算法交易系統。

這個階段最重要的就是，如何能找到有能力開發演算法交易的人員？在以色列，大部份的電腦運算系統開發人員，都是來自於以色列軍方的導彈程式設計人員。因為以色列是一個義務役的國家，每個國民都有服役的義務，而軍方又有最先進的科技，在人力和科技的結合之下，多數的公司只要將自己的運算法交易邏輯，以及訂價方法告知軍方人員做成程式（一個程式可能有上萬條的程式碼），在測試過後就可運用在交易市場。

因為電腦知道自己的成交價格和部位情況，所以稱為“自動化交易”。只要每天早上輸入投資人想要的參數，電腦就會按照投資人的參數設定，自動完成交易，不會出現人為上下錯單的錯誤，或是速度太慢的情況。即使是普通人，只要二、三天就可以學會如何去控制電腦，而電腦就會自己去操作，所以「人」在這個階段已經退居到第二線。

第四階段：跨市場自動化交易

在全球化的風潮之下，演算法交易亦不能置身事外，第四個階段也是目前這個階段，就是「跨市場的自動化交易」。延續上一個階段的邏輯再配合網路科技的助力，公司可以在本國進行本國市場和國際市場的跨市場交易，或是國際市場間的交易，交易的標的像是指數價差交易或波動率價差交易等等，其交易的系統概念如下圖：



演算法發展的要件

Mr.Amnon Riftin及Mr.Shachar Gazit從人員的要件，對演算法交易的發展，提出了幾點看法。

第一、交易員

其實交易員並不是真的要去做交易，正確的說，應該是要有豐富經驗的交易員。因為電腦是依據人對市場的了解、想法邏輯及指令去操作，如果沒有經驗豐富的交易員做後盾，電腦不可能自己發展交易邏輯，更不用說風險控管了。因此，不管科技再發達，經驗豐富的交易員還是演算法交易最重要的一環。畢竟，科技始終來自於人類。

第二、系統分析人員

系統分析人員主要是做為交易員和程式人員的橋樑，他們要將交易員的經驗、想法

和邏輯，轉化為程式撰寫人員懂得的語言。因為程式撰寫人員不見得懂得金融商品的交易，就如同之前所述，以色列的程式撰寫人員多半來自於以色列軍方，軍人當然不見得了解金融商品交易，所以，系統分析人員就像是人類思考與電腦程式間的溝通介面。

第三、程式撰寫人員

他們的工作相較於交易員和系統分析人員來得單純，但卻是相當專業的，因為他們就是要把人的想法轉為電腦語言，而且通常一個演算法交易系統的邏輯相當複雜，交易程式碼多達數以萬條，這些都是要靠程式撰寫人員去編譯完成的。

第四、計量分析師

計量分析師是整個演算法交易中最聰明的人，因為他們要去研究交易程式中的參數，將市場的利潤和風險轉化為可以量化的計量單位，而不只是交易員腦中模糊的圖象，也整合前面三者的力量，將市場的情況做綜合的計算和模擬。

演算法交易的風險面

演算法交易最大的問題就是在於自動化交易下、大量下單及其獨特的訂價方式。試想一下，如果訂價的方式、邏輯或模型有問題，或是假設前提有錯誤，再透過自動化交易大量下單，造成的損失會有多大呢？仔細分析起來，風險有三大類。

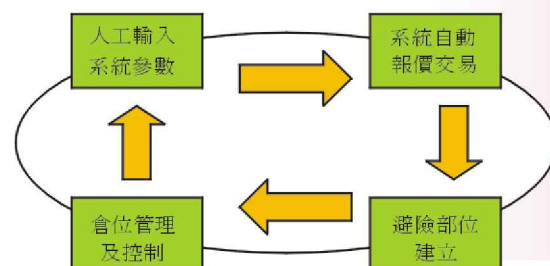
首先是作業風險，主要和硬體及軟體有

關，像是電腦故障或當機所造成的交易中斷，或是與交易所間的連線失靈所造成的價格失真。舉例來說，因為電腦很聽話，人的指令是什麼，電腦就會奉指令執行，即使是連線故障所導致的價格錯誤，電腦也會繼續執行。

其次是訂價模型，如前所述，若訂價模型有問題，在自動化大量交易的情況下，造成的損失將無法想像，即使是邏輯完美的訂價模型，也不一定適合實務交易市場。舉例來說，如果數學家對市場波動的觀念不正確，對波動率的假設前提為40%，但是，當基本假設出現改變，波動率急速升至50%或更高時，訂價模型所試算出來的價格將產生相當大的差異，因此，訂價模型的好壞會絕對的影響演算法交易的績效，甚或造成極大的損害。

最後是人為因素，電腦不會犯錯，但是人會犯錯，人為的疏失也是一個極須控管的因素。在輸入各項參數時，如果出現錯誤，將會導致整個演算系統出現誤差，但是電腦只會聽從人類的指令，並不會對錯誤的參數指標提出異議。

下圖就是演算法系統運作的流程迴圈，而以上所述的風險因素，就會在迴圈中出現，也是從事演算法交易需要特別注意的地方：



對於風險控管的建議

Mr.Shachar Gazit說，在建構及執行演算法交易時，對於風險控管有幾個重要的觀念。

- 1.永遠記得量化風險：量化風險的目的在於可以藉此了解自己能承受的風險，每筆交易之前都能清楚掌控自己能承受的虧損程度。風險存在於金融市場的各個角落，風險本身並不可怕，可怕的是不知道自己暴露在何種風險之下，也不知道風險發生後的後果。
- 2.交易前的確認：交易前詳細檢查整個演算系統的各項參數是否正確？是否符合當前的市場現況？下單的指令有沒有錯誤或是不當的下單指令？
- 3.即時離場：當不確定情況為何時應立刻離場，即使不交易，也不可在不確定性高時進場。
- 4.風控與交易系統分離：為了讓風險控管能獨立運作，風控的主機和交易的主機要分開，而且要以不同的軟體運作，以建立彼此獨立的防呆機制。
- 5.增進硬體及軟體的穩定：為避免因為外力造成的軟、硬體中斷，硬體部份強調可以儘量有熱插拔的功能，也就是可以在不中斷交易的情況下，修復硬體損壞的部份，或是零件可以直接更換，以及不斷電系統等等；軟體部份，則是強調

即時交易系統（real-time），避免出現價格落差和錯誤的現象。

- 6.儘量減少人爲的交易干預：一旦演算系統建制完成後，在交易的過程中，除了必要的參數調整和風險控管，應儘量減少人爲的干預，相信演算系統的運作，因為在參數及系統正確的情況之下，人的交易速度、計算以及正確性，是無法跟得上電腦系統的。
- 7.結算所和交易所：定期拜訪結算所和交易所，讓他們了解公司的運作情況，了解公司有能力去處理交易所產生的問題，也讓他們知道公司的交易是符合規定的，建立他們對公司的信心，也是風險控管的一部份。

演算法系統 ≠ 資訊系統

Mr. Amnon Riftin及Mr.Shachar Gazit二位提醒大家，演算法交易系統絕對不等於資訊系統（IT）。因為演算法交易系統是要貼近交易市場，隨著市場的變化而調整的，並不是說有先進的資訊系統就可以做演算法交易，就以軍方的導彈系統為例，導彈必須要能夠隨著目標的移動去調整瞄準的方位，才能正確的命中目標；演算法交易也是要能夠貼近市場的變化，動態調整參數和程式設計，才能創造獲利和降低風險。

CNFA

Mr. Amnon Riftin及Mr.Shachar Gazit 專訪篇

爲了解一般公司在開發、建構演算法交易時，需要投入的資金、時間、人力等，來自以色列 Goldfish Funds & Investments Management Ltd.總裁 Mr. Amnon Riftin及Mr.Shachar Gazit在接受專訪時，也做了詳細的解說。

問：為了開發演算法交易，必須要投入相當大的資金及時間在軟體的設計和硬體的投資方面，兩位是否能告訴我們，貴公司從開發到目前到底投入了多少資金和時間？

答：其實在資金的投入方面，實在很難計算出一個確切的數據，因爲我們不斷的在做軟體的升級和硬體的更新，其中很多成本是無法用金額去計算的。因爲有些部分是由我們合作的對象所投入的，但粗估數百萬美金是一定要的；而在開發演算法交易系統所花費的時間方面，過去八年，每天24小時不間斷的研究和模擬，本公司才有目前的演算法交易系統，但我們仍然持續在研發和調整，因爲市場的變化是很快的，市場中的競爭者很快就會學會我們的方法，使得我們的利潤被侵蝕，因此研發的腳步不能停止，所花費的時間和金錢也會持續增加。

問：除了金錢和時間之外，演算法交易系統也需要很多有天份的程式設計人員，您們是如何發掘這些人力資源的？而您們徵才的標準又是什麼？

答：雖然我們也有僱用程式設計人員（共三位），但我們的程式設計，基本上都是我們其中二位合夥人完成的，他們都是由以色列軍方找來的，他們在軍隊中學的都是和資訊科技有關的專長。而我們徵才的標準，就是要有好的品性及容易相處的個性，因爲我們必須非常倚重我們的合夥人才能持續在市場中生存，只有在相處愉快、分工合作的情況下，才能創造出一個有競爭力的團隊。

問：新的演算法系統是否會有一個試用期，以決定其合適與否？

答：基本上，我們的演算法系統是一個持續演進的（**evolution**）而非革新的（**revolution**），所以，我們會不斷的去調整它以貼近市場，而不致於會有全新的演算法系統出現，因此，並不會有所謂的試用期。當然，演算法系統會有好用或不好用的情況出現，如果不好用當然就直接作調整或再修改。

問：什麼樣的演算法交易系統才算好用呢？

答：很簡單啊！只要帳戶裡的錢越來越多（獲利），就是好用的交易系統；反之，就是不好用的交易系統，需要調整和修改。

問：近來「黑天鵝」理論常見於金融市場中，兩位可否分享一下，貴公司在面對重大事件所產生的效應和所得到的經驗是什麼？

答：的確，在公司成立之初，我們的確因為重大事件蒙受損失，舉例來說，有一年我們國家的財政部長無預警宣佈下台，當時因為市場交易量暴增，導致網路遲緩，我們受到很大的損失。因此，我們才會發展即時交易（real-time）系統，以避免類似的情況再次發生。最近幾年的重大事件，對我們反而是有利的，也讓我們賺了不少錢。因為市場在恐慌的情況下，投資人會有更多不理性的行為產生，因此會造成一些不合理的價格出現，只要資訊連線維持正常運作，我們的演算系統是可以創造利潤的。

問：演算法交易系統是非常倚重電腦及網路科技的，當然就很容易受到網路駭客，或是有資訊安全方面的問題，請問貴公司是如何去處理這方面的問題？

答：在我們公司，除了合夥人以外，沒有人可以了解全盤的演算交易系統（None of our workers can see the whole picture of our algo trading system），每個人都只是負責一段或是一部份，所以基本上不會有資訊安全的問題；另外，我們也有專屬的資訊安全公司，保障我們的資訊安全及處理相關的網路安全問題。

問：最後，我們想請問，當演算法交易系統出現在貴國的交易市場中，對貴國交易市場有什麼衝擊？

答：當演算法交易系統出現在我們的交易市場後，的確造成了影響，但都是很正面的，像是價格更加透明，流動性提高，交易量也明顯增長，對投資人來說，應該都是相當有利的吧！畢竟，以上的這些效應都是促進市場的交易公平性。

Mr. Shachar Gazit 個人簡歷

學歷：

- 1994-1997
以色列台拉維夫大學MBA
- 1991-1994
以色列台拉維夫大學管理暨經濟學系學士

經歷：

- 2004-現今
Goldfish Investments合夥人及共同創使人
- 1999-2003
以色列台拉維夫Migdal Capital Markets自營部主管
- 1998-1999
以色列台拉維夫 UBS交易員
- 1996-1998
以色列台拉維夫Betucha Securities交易員
- 1994-1996
以色列台拉維夫Hapoalim銀行場內交易員

Amnon Riftin個人簡歷：

學歷：

- 1987-1992
IDF, Mamram軟體發展與研究
- 1990-1994
以色列台拉維夫管理學院管理暨行銷學士

經歷：

- 2004-現今
Goldfish Investments合夥人及共同創使人
- 1996-2004
FMR電腦及軟體公司前台作業主管
- 1994-2004
Storm Software (ISR)總裁及創始人
- 1987-1994
IDF, Mamram（以色列陸軍電腦核心）主管

期貨經紀商建構演算法交易之需求與準備

新際集團Mr. Harvey E. Moses之建議

撰文：Alex

期貨經紀商競爭日趨激烈，手續費長期下探的趨勢不會改變，期貨商唯有持續投資改善各項設備，配合客戶需求才能存活。在客戶重視交易效率的要求下，演算法交易的建構，可以讓他們獲取更好的投資報酬，期貨經紀商要如何建構演算法交易的設備，且聽聽新際集團Mr. Harvey E. Moses之建議。

程式交易的發展歷程

程式交易（Program Trading）最早可以回溯到70年代的紐約證券交易所（NYSE），一開始是用在一籃子股票與期貨間的價差交易，像S&P 500等等。早期的程式交易只是一些簡單的演算法，在預設好的價差範圍，實現一籃子股票和指數期貨間的價差獲利。隨著電子交易工具的出現，電腦可以自己監控價差，也就不再需要人為的涉入了。

80、90年代，當金融市場走向電子化之後，交易的執行變的更為透明，市場資料的取得也因為網際網路的盛行而變得更為容易。交易所的會員數與期貨經紀商的數量均以飛快的速度增加，像在參加一場新科技的盛宴一般，深怕沒有趕上就會永遠失去機會似的。

此時，Buy Side（泛指投資機構）市場也開始對期貨經紀商有更高度的服務需求，



例如：時間加權均價（Time Weighted Average Price）與成交量加權均價（Volume Weighted Average Price）的委託單，都是相當熱門的交易方式，期貨經紀商必須要有這類的演算法才能提供服務給客戶。

到了90年代中期，電子交易撮合系統盛行，使得原本發生在交易大廳的盛況不復見，取而代之的是網路的電子化交易。對於期貨經紀商來說，爲了趕上日新月異的科技，在科技方面的支出與人才培訓也快速增加，IT部門的人講話也比以前大聲了。隨著期貨經紀商在演算法方面的進步，Buy Side的投資人也更能利用不同的交易策略幫客戶賺取更高的報酬。例如：原本跨交易所、跨商品的交易策略因爲交易執行的時間差，導致獲利不如預期，透過經紀商的演算法就可以讓交易策略執行的更有效率，達到應該有的獲利水準。

期貨經紀商的標準配備

隨著期貨經紀商競爭日趨激烈，手續費長期下探的趨勢不會改變，但研發、行銷、IT費用不斷增加，期貨商別無選擇，必須持續投資才能讓自己存活在這個戰場上。而對於演算法的投資儘管又是一項花費，但這樣的服務可以刺激交易量，不純然是一項支出。

近幾年網路頻寬不斷加大，交易執行速度不斷加快，期貨經紀商的委託單管理系統（OMS，Order Management System）也必須時常升級，才能應付電子交易市場快速增加的資料參數。只提供限價單及市價單的功能是不夠的，還要有其他演算法類型的委託單，才能留住客戶。以下幾種委託單已成爲期貨經紀商的標準配備了。

■ 冰山委託單：口數大的委託單拆分成許

多口數小的委託單，隨時間丟進市場，使大委託單對市場衝擊降到最小。

■ 市場間價差單：利用演算法監控價差、市場波動率及流動性，讓投資人在一個或多個商品間做有效率的價差交易。原本這類交易是由期貨經紀商人工下單，使用這類演算法之後，將可大大降低執行錯誤及時間落後的風險。對期貨經紀商來說除了可以降低執行錯誤風險之外，也可增加市場成交量。

■ 選擇權造市委託單：將限價單送到所有序列及所有到期日的商品。利用演算法在速度及精確上的優勢，計算選擇權的真實價值，讓造市者能獲取委買委賣間的價差。

此外，還有其他委託單的變形：如N隻腳的價差委託單、時間價差、蝴蝶價差、MOO（Market On Open，開盤市價單）、MOC（Market On Close，收盤市價單）、OCO（One Cancel The Other，二擇一委託單）、追蹤停損單（Trailing Stop）、增強停損單（Enhanced Stop）、成交量預估等等，都是常見的演算法應用。

主機代管成為未來趨勢

目前客戶在選擇期貨經紀商時，首重執行「效率」的表現。這當中包含了執行「速度」，因此期貨經紀商在速度上面的競爭仍無止盡。另一項則是所提供的「演算法」服務。

爲了提高執行效率，交易主機的機房都希望離交易所越近越好。近幾年，已有幾家交易所開始了一項新服務主機代管（Proximity Hosting），也就是期貨商的交易主機直接設置在交易所裡，將速度與演算法的優勢整合，讓交易效率發揮到極致。目前包含倫敦金融交易所（LIFFE）、歐洲期貨交易所（EUREX）、芝加哥商業交易所（CME）、英國洲際交易所（ICE）等都有提供這類的服務。

爲了配合主機代管的服務，也有許多家服務業者提供超低延遲（Ultra Low Latency）市場資料，如QuantHouse等等，讓有高度交易效率需求的人能得到更快速的市場資料，抓住更多交易機會。面對這樣的趨勢，期貨經紀商如果不能跟上這樣的腳步，勢必面對相當大的競爭威脅。

演算法需求將持續成長

雖然演算法交易最早源自於股票市場，但這樣的交易技術早已擴展到其他的資產類

別，不管是外匯、固定收益證券或是其他衍生性商品，這樣的需求只會不斷的成長，因爲Buy Side必須面對投資人對更高報酬的要求。

目前有些公司的演算法平台也提供了回溯測試的工具，讓客戶可以調整策略參數。可以預見未來對於獨特交易技術的演算法需求將會持續成長，期貨經紀商也必須在這個領域持續投資，才能滿足客戶需求，保持競爭優勢。

隨著許多商品在不同的市場雙重掛牌交易，客戶必須透過演算法交易，才能得到最好的價格與最佳的套利機會。期貨經紀商是否擁有掛牌商品的交易所會員資格，也大大影響著演算法的交易效率。

儘管目前只有少數交易所提供主機代管的服務，但在追求交易效率的競賽中，這只是時間早晚的問題罷了，期貨經紀商必需把握提供這些服務的機會，才能在「毫」秒必爭的時代裡，脫穎而出。

QuantHouse與一般市場資料提供者的比較

	資料取得	資料標準化	資料傳遞
一般市場資料提供者	離交易所不遠處	源自人類交易，以螢幕監控爲基礎的客製化技術	使用標準 Telco 網路設備系統，對資料收集及傳遞的網路無控制權
QuantHouse	在交易所內部的資料中心	代管在交易所內部的系統化交易，爲客製化的 C++ 應用程式	使用同步數位階層 (SDH)技術、暗纖 (Dark Fibers)所建置的專屬網路

給台灣期貨經紀商的建議

本次主講人Mr. Harvey E. Moses在1996創立了Patsystem，目前擔任新際（Newedge）集團電子化解決方案代表，以他在電子化交易的經驗，透過專訪，他給台灣期貨經紀商一些參考的意見。

Q：在台灣期貨市場仍處於成長階段，但國外期貨商早有先進的科技與交易平台，台灣國內的期貨商應採取什麼樣的策略才能和國外的期貨商競爭？

A：首先，臺灣的期貨商必須先決定，交易平台是要向別人購買或是自己建置。我認為，這點可以向國外期貨商學習，他們有些是自行建構而不是向外購買的，不過這樣產生了不同的結果。

一些自行開發的平台無法趕上期貨市場電子化的速度，自行開發的團隊被迫要經常性的將API（Application Programming Interface，應用程式介面）升級以符合交易所的需求，以及提供有利的技術支援和平台的基礎建設。這些成本都是很難預估的，甚至很難由期貨商吸收，因為期貨商的本業並不是開發交易平台。

因此從專業的軟體供應商（ISV，Independent Software Provider）購買平台，台灣的期貨商可以很快獲得較先進的技術，而這部份的技術已有10年以上，且不斷改進，已經可以符合全球化期貨商的需求。

此外，有許多軟體供應商對期貨商產業提供了完整的解決方案。台灣的期貨商可以利用這個優勢而不需要投入過多的硬體、軟體、人才與備援系統。期貨商可與軟體供應商簽訂合約，能更精確的預估提供電子交易平台的成本。

Q：對於期貨商來說，預算是有限的，什麼是提供演算法交易的首要之務？

A：在決定哪些技術要先建置之前，要先了解現有客戶的需求及未來可能的需求。任何期貨商都必須考慮提供這些技術所產生的額外成本，再決定是要購買或是自行建置。他們必須考慮演算法所牽涉到的技術，是FIX（Financial Information eXchange）橋接（Bridge）嗎？如果是，有哪些商業解決方案可以嵌入這個橋接。如果預算吃緊，期貨商應該考慮到提供演算法平台可能會有額外的成本，還有FIX、交易所連接、與現有的技術整合的一些問題等等。



Mr. Harvey E. Moses 簡歷

經歷：1980年代在國際石油交易所（IPE）擔任於Prudential-Bache公司的經紀及交易員；1996年創立Patsystems（PATs）；現為新際集團電子化解決方案代表。

金融海嘯對全球金融市場之影響及啓示

撰文：賴俊榮

2008年台北期貨論壇除了安排演算法交易的議題之外，也帶來了大家非常關心的金融危機相關討論。這次的主講者Mr. Frederick J. Grede先後服務於美國芝加哥期貨交易所(CBOT)及香港交易所。目前擔任Sentinel Management Group, Inc.(以下簡稱Sentinel)的破產管理人(Bankruptcy Trustee)，此次透過破產管理人的角色，就金融海嘯後的全球金融市場變化，為與會者帶來了許多第一手的觀察與分析。

從Sentinel事件看金融危機的發展歷程

當大家談到金融海嘯，第一個想到的名字應該就是雷曼兄弟(Lehman Brothers)了，不過這次主講者並不談論雷曼，而是大家較不熟悉的Sentinel，因為Sentinel的發展歷程就像是整個金融危機發展的縮影，加上主講者目前擔任Sentinel的破產管理人，對Sentinel的深入觀察相當值得我們參考。

Sentinel原本是一家向美國商品期貨交易委員會(CFTC, Commodity Futures Trading Commission)註冊的期貨經紀商，同時也是一家向證券管理委員會(SEC, Security Exchange Commission)合法註冊的投資顧問公司。其業務範圍包含管理其他期貨經紀商、對沖基金(Hedge Fund)和個人帳戶等客戶的資產，並根據客戶的授權，操作有價證券買賣，提供較高的報酬及流動性。

去(2007)年夏天，Sentinel在向CFTC要求停止客戶贖回之後幾天即宣佈破產，接著



美國全國期貨公會(NFA, National Futures Association)、CFTC、SEC、相繼介入調查。過去一年，身為破產管理人的Grede，除了要接管公司管理階層的工作之外，最重要的任務則是與司法部、CFTC、SEC、聯邦調查局(FBI)及檢察官等合作，調查事件發生的原因及真相。之後還要清算公司剩餘財產，將債權人的損失降到最低。

客戶資產未分離 甚至遭挪用

在經過調查後，首先發現管理階層未把客戶資產與公司自有營運資產分離，而是混在同一個帳戶。客戶有價證券的買賣與公司有價證券的買賣都在同一個帳戶進行，銀行認為這對銀行來說比較好處理，但這已嚴重違反了資金分離(Segregation)的原則。

根據CFTC的規定，客戶資金需與公司營運資金分離，對於期貨經紀商、結算機構，或是銀行來說，不管客戶的資金存放在哪裡，都必須與公司的營運資金分離。此外SEC也規定，經紀商的資金不能與客戶資金混在一起。然而在Sentinel的案件中，銀行並未善盡保管責任，逕行讓Sentinel違反分離原則，將公司自有資金與客戶資金混在一起，使得Sentinel有上下其手的機會。

Sentinel接著利用原本應該屬於客戶的有價證券當擔保品，向銀行要求放寬信用貸款額度，增加貸款金額。而借來的資金則用在購買更多的有價證券上，開啓信用擴張的大門。據事後調查，貸款金額最高達到5.8億美元，獲利則是進了公司口袋而不是客戶所有。

購買衍生性商品 增加風險複雜度

爲了增加收入，除了購買股票之外，Sentinel還購買了大量的不動產抵押貸款證券(MBS, Mortgage Backed Security)及擔保債權憑證(CDO, Collateralized Debt Obligation)，金額最高達到4億美元之譜。儘

管這類產品有著豐厚的利息收入，但在美國遭遇金融危機之後，這類產品的變現性很差，也使得Sentinel的流動性問題加速惡化。

在美國，大部分銀行都有提供房屋貸款的服務，銀行提供房貸給客戶之後，再把這些債權重新包裝，賣給大型機構投資人，藉此換取現金，持續承做房貸服務，這是MBS的基本架構。CDO與MBS相當類似，差別只在於MBS是以房屋作為擔保品，CDO則是以其他標的作為擔保品。

比起一般的投資工具，CDO及MBS的結構非常複雜，流動性也不好。一般分為許多等級(Tranche)，例如：A級、B級、C級及D級等等。評等較高的等級收益較低屬於A級，最差評等的等級收益較高，則是列在D級。

由於這些產品相當複雜，人們並不清楚這些標的物所衍生出來的風險，因此就需要借助評等機構的分析，對這些產品給予評等。對於評等機構來說，發行這些商品的機構，支付費用請評等機構評鑑他們發行的商品，爲了讓產品順利銷售，評等當然越高越好。加上這些商品的銷售佣金非常誘人，發行單位更希望評等機構能給予較高的評等。另一方面，想要購買這些商品的投資人，爲了瞭解這些產品的風險報酬屬性，則要向評等機構購買這些產品的評等報告，才能決定是否參與這類的投資。

過去兩、三年來美國所發行的MBS，約有20%是屬於次級房屋貸款所包裝出來的，這些房貸戶原本就是信用比較差的客戶。過

去由於房價持續上漲，擔保品價值也跟著水漲船高。然而當房屋市場出現危機時，房價開始下跌，原本能正常繳息的次級房貸戶，擔保品價值下降，加上一、兩年後利率上升償付金額隨著調高，超過房貸戶承擔能力，違約的情況陸續發生。最低等級的MBS首先被調降評等，而後其他等級也接著受到波及。持有這些MBS與CDO最多的投資人都是一些大型機構，所以像是雷曼、貝爾斯登(Bear Stern)、美林(Merrill Lynch)，美國國際集團(AIG)等等首先遭殃。

槓桿作用雪上加霜 市場轉向成為最後一根稻草

除了使用貸款的資金購買有價證券、MBS及CDO之外，公司也將客戶的證券當作擔保品，透過附買回交易(Repurchase Agreement)再次取得證券價值90%~95%的現金，再用這些現金購買更多的有價證券，持續不斷的進行槓桿擴大的操作，使原有槓桿擴大的情形更加嚴重。

然而當市場快速轉向，像MBS、CDO等，非在集中交易市場交易的複雜商品，一時之間出現嚴重的流動性問題，由於這些商品難以處理，使得附買回交易的交易對手也不願持有這些複雜商品當作擔保品，除了證券折價幅度提高以外，保證金成數也跟著調高，造成Sentinel既無法賣出這些複雜產品求現，也無法用這些產品當擔保得到融資，最後因流動性問題導致無法對客戶履約，只好宣佈破產。

儘管Sentinel只是一家期貨經紀商，規模

不大，但它破產後所造成的漣漪效應卻遠比想像中來的大，因為Sentinel的客戶除了個別投資人、對沖基金之外，還有35~40家的期貨經紀商，都因為Sentinel的破產而無法拿回自己所屬的資金，使得許多期貨經紀商也出現流動性問題。

目前，SEC已對Sentinel的管理階層提出訴訟，指控他們明顯的違反分離原則，且在未告知客戶的情況下挪用客戶有價證券，甚至提高槓桿使用比例。根據聯邦法律，挪用客戶資金最高可處無期徒刑，這也是管理階層目前受到最嚴峻的考驗。

此外，銀行也未盡到應有的責任。銀行除了要將客戶資金與期貨經紀商營運資金分離之外，銀行也不能將客戶的資產挪為己用。

更糟的是，稽核與會計師也未發揮應有的功能。當會計師在製作公司財務報表時，發現公司有5億美元的貸款列在負債方，但卻沒有任何資產可以抵消，會計師於是創造了假的資產科目，讓資產負債表兩邊相等。

金融海嘯對美國的影響－加強規範與風險控管

經過這次的金融危機之後，可以預見的是，在美國將會有越來越多的規範，特別是針對金融市場。目前已經有很多關於歐洲與聯儲會未來角色的討論，也有許多關於合併CFTC與SEC的討論。

另外，在會計原則方面，大部分國家都

要求金融資產要根據當時市價計算(Mark-to-market)，但在過去一年以來，並沒有所謂CDO的市場，也沒有MBS的市場，結果買了這些產品的機構，以100元的價格買進，卻跟著市價認列損失，從80、60跌到40，現在這些產品有的已經跌到了水餃股的價格。

不過，這些產品當中有些仍是運作正常的，都還可以付出利息，只是投資期很長，可能是30年才到期的產品，理論上都還有相當的價值。但現行的會計原則要求要以市場價格認列，在市場價格幾乎為零的狀況下，這樣的會計原則是對還是錯？還有相當的討論空間。不過這樣的認列方式的確大大影響了這次的金融危機，不只美國，也影響了全世界。

現在美國已有參議員提案，希望所有在櫃檯(OTC)買賣的商品都要透過交易所交易，這計劃或許極端了點，但可以預見的是，將來會有越來越多的規範規定OTC交易的商品，尤其是針對一些結構型商品，像是信用違約交換(CDS，Credit Default Swap)等等。此外，經過這次危機，也突顯出集中交易市場及中央結算機構的優勢。集中交易市

場除了提供定價功能之外，也提供了相當的流動性，再加上中央結算機構的功能，就可大大的降低交易對手的違約風險，將來或可避免類似的金融危機發生。

金融海嘯對亞洲的啓示－降低槓桿最重要

投資大師吉姆·羅傑斯(Jim Rogers)10月底在一場研討會上表示，他認為美國已經破產，美國公債的價格將會是全世界最後一個泡沫，商品價格則會接著上漲。Grede認為這樣的說法並不誇張，不只美國政府提供大量資金紓困，在歐洲許多國家也對幾家大型金融機構提出資金挹注方案，西方世界可以說已經破產了。

相對而言，亞洲除了有豐富的資源、外匯存底、貿易出超之外，也將成為未來資金轉進的地區。然而，當投資人要求更高報酬的同時，投機成分也會越來越高，槓桿使用比例就會逐漸增加，風險也隨之增加。在這次的金融海嘯中，許多公司都與Sentinel一樣，因為過度濫用槓桿效果，最後陷入無法自拔的困境。因此最重要的還是要降低槓桿的使用比例，才能避免風險無限制的增加，也才能防範金融海嘯的再度發生。

CNFA

Mr. Frederick J. Grede簡歷

學歷：

- 1993年美國芝加哥大學MBA
- 1983美國伊利諾州芝加哥DePaul大學法律學院法學博士
- 1974美國伊利諾大學財務學士

經歷：

專職經驗：

- 2007-現今
美國Sentinel Management Group股份有限公司破產受託管理人
- 2003.10-現今
Vega Financial Engineering 股份有限公司董事長
- 2000-2003
香港交易所及結算所營運長
香港期交所執行長
- 1977-2000
任職於美國CBOT，歷經稽核部門、秘書、管理及規劃副總、營運部執行副總等職

Sentinel大事紀

2007/8/13	公司發表致客戶的一封信，表示信用市場緊縮，大額的贖回將使公司必須以大幅折價賣出證券，導致客戶發生不必要的虧損，因此已向CFTC申請停止贖回。
2007/8/14	NFA到Sentinel查核公司帳冊與記錄，發現公司某些帳戶沒有保存足夠的帳冊與記錄，隨後要求Sentinel凍結所有部位的處理。
2007/8/17	公司申請破產保護，聲稱資產與負債都超過1億美元，同時也有超過200位以上的債權人。
2007/8/20	NFA的調查報告送交破產法院。
2007/8/20	SEC對Sentinel提起訴訟，表示Sentinel違反投資顧問法，不當將客戶與自有資金混合，且在未告知客戶的情況下挪用客戶資產。

政策鬆綁 春江水暖

~2008年中國深圳期貨大會兩岸期貨業者相見歡~



- 中國（深圳）國際期貨大會自2005年以來，每年12月初在深圳市舉辦，歷經四年。每屆大會大陸證監會主管期貨業之最高領導均親自出席，顯見對此年度大會之重視程度。來自大陸各地區期貨業者，均由最高主管親自與會，本活動更吸引國外期貨業者的代表參與，每年度均有六百餘人出席，聲勢盛大，場面壯觀。目前這項活動不但是大陸期貨業的年度盛事，更成為國際期貨業者矚目的活動之一。
- 為促進兩岸期貨業者交流，臺灣期貨業每年均獲大會之邀，本次除理事長賀鳴珩受邀為主講人外，主辦單位中國期貨業協會特地舉辦了一場「海峽兩岸期貨公司高層座談會」，本會共有26位理監事出席，大陸方面有近30位期貨高階主管參加，兩岸業者交流熱絡，互動良好。

Feature Report 專題報導

中国（深圳）国际期货大会 CHINA INTERNATIONAL DERIVATIVES FORUM

海峡两岸期货公司高层交流会



- 中國深圳國際期貨大會2005年以“了解中國，發現世界”為主題，吸引來自全球十幾個國家和地區六百多位代表參加，臺灣業者，由時任理事長王中愷（現任臺灣期貨交易所總經理）率領理監事近20人前往參加。
- 2006年第二屆大會以“開放發展、融合創新”為主題，就衍生品市場的開放與發展、金融期貨與商品期貨，同時為中國交易所的衍生性策略進行了精彩的分析與探討。期貨公會由時任理事長鄧序鵬及秘書長謝夢龍代表前往參加。
- 2007年第三屆大會係以“法人機構與財富管理”為主題，探討衍生性市場與金融市場金融期貨、期權與結構性產品及衍生性金融商品的風控為主。
- 今年第四屆大會則是以如何深化與提升期貨市場發展的品質為方向，以“期貨市場與法人機構投資發展”為主題，就期貨專業化、國際化、前瞻性之特性，將期貨市場法人投資者的發展政策、制度、產品設計、風險管理，以及交易策略等進行深入的交流與探討。本會由現任理事長賀鳴珩率領26位理監事組團前往，為歷年來臺灣業者出席規模最大的一次。

兩岸政策鬆綁 期貨業應加速交流

賀鳴珩呼籲兩岸金融MOU應重視期貨業

撰文：葉紫華



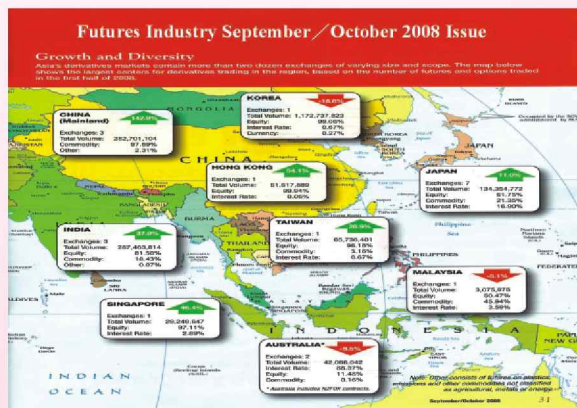
在這次的深圳年會中，臺灣18家專營期貨商及4家外資期貨商幾近全數參與了此一盛會，兩岸期貨業者皆希望趁此機會進行經驗交換與心得交流。

期貨公會賀理事長鳴珩受邀以“臺灣期貨市場發展的經驗”進行專題演講，介紹臺灣期貨市場幾項成功的特色。他強調，臺灣期貨市場歷經十餘年的發展，經過多次特殊事件的考驗，已有良好的應變能力，尤其在這次全球金融海嘯的風暴下，只有期貨業是唯一獲利的金融業種，實力不可小覷。在兩

岸政策大幅鬆綁之際，賀鳴珩呼籲，兩岸最高當局簽訂金融MOU時，期貨業是不可忽視的重要一環。

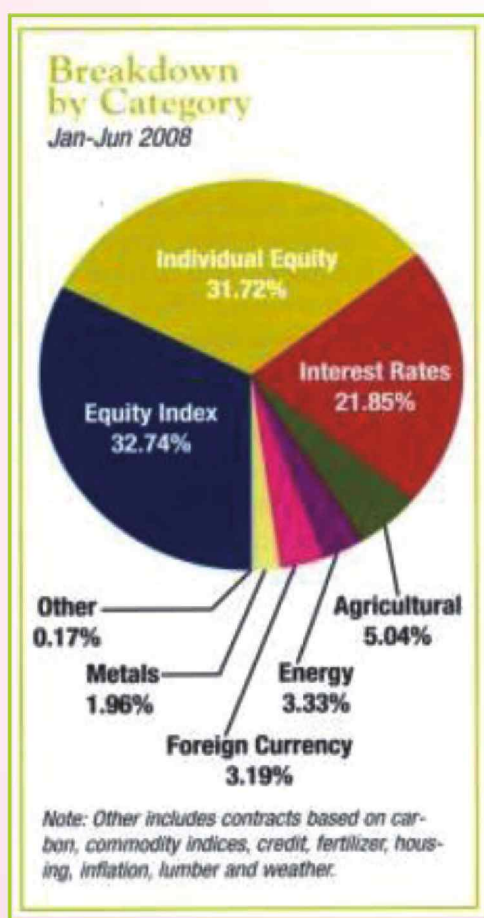
足以勝出香港、新加坡的臺灣期貨市場

開宗明義，賀理事長以2008年Futures Industry 9月發行的雙月刊，其中有一報導亞洲重要期貨交易所交易量的分析圖（圖一），揭開了演講的序幕。他指出，在這個圖中，可以清楚地看到臺灣在2008上半年的期貨交易量大約6500萬口，較去年成長了20%，香港成交了5100萬口，成長了54%，新加坡交易量為2900萬，成長了46%。他說：「這裏最主要是介紹臺灣地區，相對成交量而言，除了中國大陸之外，臺灣期貨市場是唯一能夠勝出香港、新加坡的華人市場。」

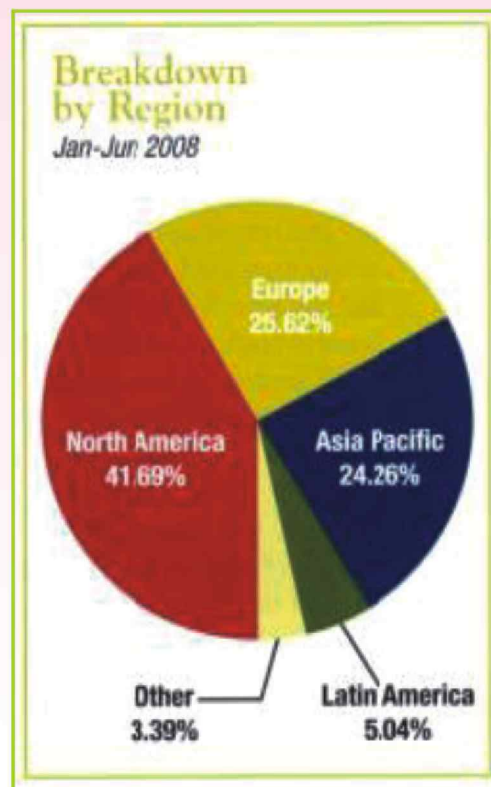


賀理事長說，從期貨雜誌9月份全球期貨市場交易商品分佈圖（圖二）可以清楚的看到，目前金融商品期貨是期貨市場的主流，其中股價指數占32.74%，個股的相關期貨占31.72%，利率期貨占21.85%，而中國大陸在全球期貨市場中，尚未有指數期貨及个股相關期貨的相關產品，就已有如此成績，未來中金所一旦推出相關金融商品後，前途更不可限量。「另外，從整個國際期貨市場交易圖分析（圖三），北美市場占41%，歐洲占25%，亞洲占24.26%，若明年中金所金融商品上市後，亞洲一定會超過歐洲，將緊追美國市場。」他以樂觀的口氣說道。

（圖二）



（圖三）



肯定IB制度對臺灣期貨業的貢獻

賀理事長接著介紹臺灣的期貨市場，目前期貨公會共有184家會員，包括銀行、證券、期貨顧問、期貨信託、期貨經理及專營期貨商等。相較於大陸各省，臺灣是幅員最小的地區，全省各地期貨會員公司共有1,177個分支點在做期貨業務的推廣，其中80%都是IB（期貨交易輔助人），也就是證券公司。「這點是臺灣和大陸目前最大的不同，未來中國大陸可以參考臺灣的這項經驗，讓證券公司也可以操作期貨業務，這條路對未來大陸期貨市場的推廣，應該是一個非常正確的方向。」他對台灣的IB制度抱持肯定的看法。

金融業的一枝獨秀－2008年專營期貨商均有獲利

受到全球金融風暴的襲擊，百業蕭條，各個產業均面臨史上少見的寒冬，金融業尤其慘澹。然而臺灣的期貨業卻創造出傲人的成績，2008年各家專營期貨商均有獲利，不但在金融業中呈現一枝獨秀；在百業蕭條下，也是難得一見的成績。對此，賀理事長以幽默的話語道出：「臺灣的產業碰到金融風暴都非常地艱辛，現在做汽車的不賺錢、做腳踏車的賺錢；做證券的都不賺錢、做期貨的都賺錢，這一點特別提供給各位觀察與參考。」

細觀2008年臺灣期貨業19家專營期貨商今年1～10月的經營績效，若以第一名期貨公司的EPS5.81元來看，在中國大概就是5毛左右，臺灣期貨商中資本額最高的是13.1億，大概是2.6億人民幣。在臺灣期貨業中，還有一家期貨公司正式掛牌IPO上市（編者按：賀鳴珩即為該上市公司－寶來曼氏期貨之董事長），這也是臺灣期貨業的創舉，目前寶來曼氏期貨的股價超過所有金融業，同業間皆稱其為臺灣最新的金融股王。

臺灣期貨商發展之經驗與特色

對於如何能做到這些傲人的成績，賀理事長仔細分析了臺灣期貨業的幾項特色。首先，他強調臺灣期貨市場的發展經驗，臺灣期貨市場從1994年開始先有國外盤，在1998年台灣期貨交易所成立後才有國內盤，

到現在為止有14年的發展史，在2001年底，臺灣期貨交易所推出台指選擇權後，已累積了近7年多選擇權的經驗，這方面可以提供給大陸業者參考。其次，臺灣期貨業有自營及造市者，尤其在選擇權推出後，臺灣業者均積極參與，目前造市者提供了充分的流通性，交易量約占市場的40%、50%。

其次，臺灣的IT技術也是期貨業者的強項之一。由於臺灣各大專院校普遍設有財工科系，加上資訊技術十分普及，培養了許多學有專精，又有電腦技術的金融商品研發與資訊人才，提升了臺灣期貨業的IT技術。目前臺灣期貨交易所也採用與世界同步的TCPIP系統，期貨市場的網路下單比率已達四分之一強。

第三是臺灣期貨業者難得的特有經驗，那就是成功的期貨風險控管。臺灣期貨市場在1998年指數期貨上市後，接連碰到了幾件特殊重大事故，如1999年臺灣729的全台大停電、921大地震，當時整個金融市場交易幾近停頓，這時考驗著期貨商，要如何對投資者部位進行有效的風險管理，相信這也是其他期貨市場難得碰到的特殊經驗。

接下來，又碰到2001年美國911事件，金融市場同樣出現了極大的風暴，接下來2002年的SARS、2004年臺灣選舉的特殊政治事件－兩顆子彈，對臺灣的期貨市場造成了極大的震撼與考驗。從1994到2004年的經歷，再到2008年，兩岸均碰到相同的全球金融海嘯，臺灣期貨市場全部安然度過了這些

危機，從來沒有任何一家期貨公司，因市場波動而造成重大違約事件，或是有業者因此關門大吉的，足證臺灣期貨業已有極佳的風險控管機制，這一點也是臺灣期貨市場值得驕傲的地方，特別提供給大陸業者做參考。

最後一點，賀理事長說到，2008年引發全球金融風暴之標的，均為店頭衍生性商品，而臺灣的期貨商品是集中市場，有健全完善的結算機制，最能保障交易安全，這是很重要的政策性規範。

期貨業是風險規避的最佳港口

在這次的演講中，賀理事長對大陸期貨業者最有興趣的法人機構做了簡單的介紹。他指出，從今年的績效表現來看，臺灣所有發行的股票型基金，排名前20名的股票基金，有一半以上都是從事套利，目前是法人積極推廣的，這也不斷證明了期貨交易具有風險規避的重要功能。他也將這項經驗和中金所總經理朱玉辰進行心得交流，希望藉由臺灣期貨市場實際發展的實例經驗，印證股指期貨對於市場具有高度的穩定性。

賀理事長說，以目前臺灣的期貨市場和現貨市場相較，法人比例還是偏低，目前證券市場外資參與率近30%，本土法人約占二成，也就是將近五成是法人在現貨市場交易的比例。然而期貨市場的外資大概只有5%，本土法人從事期貨交易在5%以內，也就是整個法人市場只有10%。如何提升法人交易比例，是臺灣業者要努力的方向。



積極爭取開放兩岸期貨業務 大聲呼籲金融MOU不可忽視期貨業

在提到兩岸期貨業者未來發展時，賀鳴珩指出，目前兩岸政府業已開放“大三通”的政策，台北、上海、北京隱然形成一日生活圈，在2008年11月底在北京召開的「兩岸金融學術研討會」，雙方監管金融之領導對於未來兩岸金融業的開放與合作已有高度共識與意願。

他積極提議，未來兩岸期貨業應就相互投資、交易人可相互交易對方期貨商品、相互承認期貨專業證照、期貨商品相互掛牌交易等四項議題爭取開放的空間。他更強調，期貨業具有極佳的避險功能，尤其在這次的金融海嘯下，更加凸顯了期貨業對穩定金融市場的重要性。因此，賀理事長疾呼，未來兩岸簽訂金融MOU之際，絕對不可忽略了期貨業這塊重要的版圖。

CNFA

冠蓋雲集 期貨年會在深圳

集合中外期貨產官學界菁英 共創期貨新局

撰文：葉紫華

深圳年會不但是大陸期貨業者的年度盛事，也是官方重視的一項活動，每年由中國期貨協會及深圳市政府共同主辦。本次出席的官方代表有中國證監會主席助理姜洋先生、深圳市副市長陳應春先生、PECC中國金融委員會主席周道炯先生等；民間則有國內外期貨證券交易所、期貨、證券、基金、銀行等金融機構代表，相關協會以及地方代表，國內外知名學者，期貨相關企業、投資者等六百餘人出席。

針對本次年會內容，本刊特摘錄其中演說之精華內容，以饗未參與之所有讀者，藉此了解大陸期貨業目前現況，以及國際期貨專家、學者對未來全球期貨市場之看法。

探討金融海嘯下期貨市場之發展

主辦單位中國期貨協會會長劉志超說，這次大會主辦單位期待與會嘉賓就全球金融海嘯對期貨市場發展的影響，大陸期貨市場法人的培育與發展等話題發表精彩演講，並希望和與會代表深度交流，希望大家支持和參與下，讓大會圓滿成功。

深圳市人民政府副市長陳應春先生在致詞時說到，在全球化的經濟下，國與國之間



的相互影響，依賴甚深，期貨市場做為市場風險管理的重要場所和機制，在經濟運行的體制中有無可替代的地位。本屆大會著重探討宏觀經濟與期貨市場、法人在金融衍生性商品市場的角色、發展趨勢，以及在全球金融海嘯背景下的風險管理等問題。

大陸官方對期貨發展之看法

大陸官方證監會主席助理姜洋在開幕致詞中表示，證監會將以「深化完善股指期貨上市的各項準備工作，為適時推出股指期貨積極創造條件。」做為大陸期貨業發展的最高方針。

鑒於大陸期貨市場正處於重要的過渡期，同時又面臨全球金融危機等外部環境的重大變化，大陸證監會將以穩步發展、加強農產品期貨市場的建設為前提。姜洋表示，這次全球金融海嘯肇因於衍生性金融商品市場失序，因此，大陸期貨業應採取積極穩健，符合國民經濟發展需要的商品期貨和新商品的上市，同時要加強金融期貨研究、開發，強化完善股指期貨上市的各項準備工作，為適時推出股指期貨積極創造條件。

對於期貨市場的監管和規範，大陸當局將採取強化對期貨市場運營的監管，加強跨市場合作，並明確訂定期貨公司功能定位，引導期貨公司發展成為專業的期貨經紀商，研究期貨公司中介模式（IB），支持期貨市場發揮避險功能，在風險控制制度完善、監管顧及的前提下，鼓勵優質期貨公司朝向業務創新、產品創新、技術創新，改善期貨公司盈利模式的有效路徑前進。

成交量、保證金、開戶數等均大幅成長

根據姜洋先生的談話內容，可以了解大陸期貨市場發展的現況。整個市場發展的質與量皆大幅提升，2002年期貨市場成交量是1.4億口，成交金額3.9萬億，2007年交易量達7.3億口，成交金額達到41萬億，分別是2002年的5.2倍和10.5倍。2008年1～11月，成交12億口，成交金額65.7萬億元，分別增長88%和84%，超過2007年全年的交易量。期貨市場開戶數從2002年底的7萬戶增加到目前的58萬戶，成長了7.3倍，客戶保證金由2002年底的64億增加到目前的500億，成長了6.8倍，市場規模穩步擴大。

大陸期貨商品循序漸進的不斷創新，自國九條發布後，期貨市場先後上市了燃料油、棉花、玉米、白糖、豆油、鋅、菜籽油、棕櫚油、黃金等11個關係國計民生的大宗商品期貨，交易品種達到17個。除了原油外，國際市場主要的大宗商品期貨皆有上市交易，涵蓋了農產品、有色金屬、貴金屬、能源和化工等領域，同時，為配合資本市場發展的新形勢，近年來也積極規劃股指期貨籌備的各項工作。

經過多年的發展，目前大陸期貨市場的功能得到有效的發揮，並獲得相當程度的認同，通過期貨市場此一價格發現的平台，現貨和農業企業也開始利用期貨價格進行貿易談判，利用期貨對沖機制進行套利及避險。大陸期貨市場法人的交易量和未平倉量分別占市場的12%和45%，在促進現貨市場流動

秩序的建立、推動農業結構的調整，以及糧食流通體制改革等方面發揮了積極作用。

整頓市場秩序 已有卓著成效

根據姜洋的說法，目前大陸期貨公司遵守法令及規範的意識較過去明顯增強，經營水準也不斷提高。按期貨管理條例和相關法規要求，公司治理和內部控制已有明顯進步，過去挪用客戶保證金等市場惡習業已解決。期貨公司還積極加強投資者教育工作，服務現貨企業套利及避險的能力不斷增強，一些優質期貨公司爲了加強主要業務，也懂得主動爲現貨企業規劃管理風險、改善經營管理等專業服務。

從2007年開始，爲因應期貨市場發展的需要，許多有實力的大企業和證券公司開始收購期貨公司。期貨公司以增資擴股，加強資本實力和財務風險的能力。2007年期貨交易管理條例實施以來，共有102家期貨公司進行了股權變更和增值擴股，證券公司參股、控股的期貨公司達到61家。截止2008年10月，大陸期貨公司有163家，期貨營業部612家，總資產149.1億元，淨資產133.7億元，分別是2002年底的2.1倍和2倍。今年前10個月，期貨業盈利達5.13億元，抵抗風險的能力明顯增強。

近年來通過推動重組，動用投資者保障基金、行政處罰吊銷牌照等方式，大陸官方已成功處置了近30家風險期貨公司，2002年底，期貨公司從190家減少到目前的163家，

同時在政策引導下，資源向體質優異的大期貨公司貼近，其間還有6家期貨公司到香港設立了子公司。

經過多年探索實踐，大陸期貨市場的風險防範和化解機制基本形成，發展出一套符合國際市場規律，又符合實際需求的風險防範機制。一是依托期貨保證金監控平台，對期貨市場交易和資金狀況進行監控，及時向各派出機構、期貨交易所通報。二是通過結算制度，強制平倉、套期保值審批妥善化解風險，直到期貨交易所建立風險預警交易系統，及時制止、及時查出。三是形成期貨公司風險監控指標體系，全面落實期貨公司開戶實名制，保證了期貨投資者真實身份，設立了期貨保障基金，爲保護投資者的合法權益完善了事後補償機制。在這次百年一遇的重大突發風險處置中，這一套風險控制體系接受考驗，發揮了作用。從目前市場運行看，本次由國際金融海嘯導致期貨市場連續大幅下跌造成的系統性風險，基本得到了有序、有效的釋放，市場信心得到迅速恢復。

第四是不斷加強法制建設和市場監管，市場環境明顯改善。近年來在總結期貨市場近20年發展經驗和全面整合法規規章制度的基礎上，積極推動期貨法律法規修改，目前以國務院期貨交易管理條例爲核心、以證監會部門規章和規範性文件爲主體，並通過期貨交易所、期貨保證金監控中心和期貨業協會若干規則細則予以具體落實，具有中國特色的期貨市場法規體系已基本形成。同時進一步加強期貨市場監管力度，著手建設期貨市場運行、監控、監測系統，切實防範市場

風險和維護市場穩定，進一步強化了資本監管、統一開戶等期貨公司監管制度，嚴格市場退出機制，關閉了13家。

姜洋說，當前期貨市場改革正處於重要的機遇期，也面臨金融危機等外部環境變化帶來的逐步挑戰，業者應深入學習實踐科學發展觀，進一步強化基礎性制度建設和市場監管，統籌兼顧虛擬經濟與實體經濟，學習西方與結合國情重要的關係，確保商品期貨市場安全運行，促進金融期貨市場平穩起步，不斷推動期貨市場持續穩定健康發展，下一步我們將重點做好以下幾個方面的工作。

一是繼續穩步發展期貨市場，加強農產品期貨市場建設。這次美國金融危機主要是場外衍生性商品市場出現了問題，場內期貨市場運行平穩，對此，我們要有清醒的認識和判斷，要積極穩步推進國民經濟發展需要的商品期貨和新品種上市，要加強金融期貨研究開發，深化完善股指期貨上市的各項準備工作，為適時推出股指期貨積極創造條件。深入探索農產品期貨運作模式，同時要加強對現有期貨品種訂價功能和套期保值發揮情況的全面評估，深入分析研究影響現有產品功能的因素。

二是進一步加強對新形勢下，期貨市場內在規律的探索和把握，強化對期貨市場運營的監管。加強跨市場合作，同時期貨交易所要按照三公原則，嚴肅市場紀律，維護市場秩序，防範市場風險，不斷提高期貨市場內在運行質量。

三是進一步明確期貨公司功能定位，引導期貨公司發展成為專業的期貨經紀商，研究探索期貨公司中介模式，支持期貨公司服務現貨產業、服務企業套期保值，在風險控制制度完善，監管可覆蓋的前提下，鼓勵優質期貨公司圍繞主營業務開展業務創新、產品創新、技術創新，探索改善期貨公司盈利模式的有效路徑。

四是實施啓動期貨公司分類監管工作。根據期貨公司風險管理水平和抗風險能力，對其進行分類，對不同類別公司實行差異化監管政策，通過分類監管，加大對資本實力強、風險管理能力強，經營管理良好的期貨公司的扶持度，加快期貨公司結構調整。

五是研究期貨市場相關法律政策，進一步完善市場結構，提高市場訂價效率。滿足廣大現貨企業利用期貨市場發現價格和套期保值的需要，並且探索適應期貨市場發展需要的中介服務體系。

六是全面開展對外開放政策成效的分析和評估，完善並有效實施對外開放等戰略，有序推進期貨市場和期貨行業對外開放，積極研究各類資質較好、經營規範的期貨公司開展境外期貨代理業務的途徑和辦法。

CNFA



證監會主席助理姜洋

談大陸期貨市場

大陸期貨市場方興未艾 未來發展令人期待

香港首華期貨總經理許春元

撰文：許春元

香港首華期貨總經理許春元，在台灣大華期貨服務多年，2008年受邀至香港首華期貨擔任總經理一職。多年來，他對大陸期貨市場頗有鑽研，並與當地業者有深入之交流與接觸，他以在臺灣多年的期貨經驗，以及近年來接觸大陸期貨市場的心得，親自撰寫“大陸期貨市場未來發展與展望”，提供給兩岸期貨業者參考，以下為主文內容。

前言

2008年全球經濟遭逢自30年代以來最大的金融危機，由美國次貸市場引發的金融海嘯席捲全球。曾經創造神話的國際投行，一夜之間紛紛倒下，衍生性商品市場也成為人人聞之變色的名詞。台灣及做為國際金融中心的香港亦不能倖免，期貨及選擇權市場均出現巨大的波動。但是整體而言，大陸期貨市場受到的衝擊並不大，且依然處於蓬勃發展的狀態中。大陸期貨市場為什麼能抵抗此次金融海嘯？有什麼地方值得我們參考？以及未來將如何發展？在在值得我們進一步的思考與關注。

無視金融海嘯 展現傲人實力

相對於歐美等發達的金融市場，大陸期

貨市場發展起步較晚，在上世紀九十年代才建立了一套比較完善的交易系統和法律法規。但是其發展的腳步卻是非常的迅速。根據美國期貨業協會最新的數據，大陸三家期貨交易所都名列交易合約數量排名的前三十名。其中大連商品交易所名列第十四，鄭州商品交易所名列第十八，上海期貨交易所名列第二十七。另外，在2008年整體金融市場動蕩的背景下，全球有四家交易所的交易增長率超過三位數，其中有兩家是大陸的交易所。大連交易所比上年增加168%，鄭州交易所比上年增加284%。能有這樣的成績，和大陸交易所的風險控制程序嚴格，以及陸續有新的產品推出有關。

2007年大陸推出了鋅、菜籽油、LLDPE、棕欖油四個品種，2008年初又推出了黃金期貨合約。這些新合約的推出，不但滿足了市場的需求，還為市場注入了新的活力和增加了交易量。從單一合約來看，上海期貨交易所的燃料油合約和橡膠合約分別在各自的類別中排第十三名和第十名，這說明了大陸的商品期貨合約，在國際市場上已經具備相當重要的參考價值。

比較兩岸三地之期貨市場 看未來發展潛力

從成交量來看，2008年至12月就已經超越了2007年兩倍。尤其是進入下半年，成交量都維持在較去年同期增長200%左右。這主要是因為雷曼兄弟倒閉引發金融海嘯席捲全球，商品市場和金融市場同時出現了劇烈的波動，對期貨的避險需求增大，資金也大舉進入。在金融危機集中爆發的10月，雖然10月份由於大陸黃金周少了幾個交易日，但期市成交總量較上月增長47%，比去年同期增長100.14%，月底持倉比上月增長7%，比去年同期增長10%。這說明在金融市場持續動蕩的時期，期貨市場的規避風險及價格發現的功能得到了充分的發揮。

2008年10月大陸共成交期貨合約152,762,220口，成交金額為60,617.88億元，較去年同期分別增長100.14%和62.41%，較前期分別增長43.40%和1.37%。其中，1-10月份全國期貨市場累計成交期貨合約1,073,395,154口，成交金額為601,755.70億元，較去年同期分別增長101.75%和102.04%。

10月份，上海期貨交易所成交量為26,383,264口，成交額為19,703.24億元，分別占全國市場的17.27%和32.50%，較去年同期分別增長143.99%和43.91%，較前期分別增長22.74%和20.36%。1-10月份上期所累計成交量為188,885,548口，累計成交額為236,174.76億元，較去年同期分別增長44.90%和35.09%。其中，月底持倉總量為713,428口，較上月底增加14.93%。

我們再看看香港衍生性商品市場。今年港交所的衍生性商品交易也有87%的增長，但是主要是股票選擇權的交易增加迅速，比上一年增加123%，另外小型恒生指數成交量也上漲147%，恒生國企指數期貨成交量上升111%。但是恒生指數期貨的成交量卻變動不大，這是因為港股的現貨市場成交量居前位的大多為大陸H股或紅籌股，因此投資者使用國企指數或小型恒生指數進行對沖者居多。

台灣1998年7月21日推出了第一個股指期貨合約--臺灣證交所加權綜合指數。在短短的十年時間內，臺灣期貨市場發展十分迅速。據台灣期交所統計，2008年到11月底為止，期市總成交口數為1億2577萬1081口，其中11月貢獻1131萬8227口，全年日均量達55萬6509口，未平倉量達62萬2401口。成交比重較大的台指選擇權(TXO)部份，11月成交649萬9765口，前11月總成交量8638萬1230口，年日均量38萬2218口，未平倉量50萬9616口。至於電子期貨(TE)11月成交11萬9182口，前11月總成交量123萬5697口；金融期貨(TF)11月成交量7萬8384口，前11月總成交量118萬4892口；OTC指數期貨11月成交量6886口，前11月總成交量6萬7940口。

綜合來看，大陸期貨市場目前只有商品期貨。這次金融危機，雖然對商品價格也造成了一定程度的影響，出現了暴漲暴跌行情，但是總體來說還是對金融市場的傷害較

大。而且期貨市場的特點就是具有預測性，所受的影響除了現在的市場變動外，還受到對未來預期的左右。因此投資者就能夠在這裡充分發揮對價格預測以及對現貨的避險功能，即使在現貨市場可能出現虧損，也能在期貨市場上進行避險。

因此，我們看到此次金融危機並未對大陸的衍生性商品市場造成巨大的衝擊。反而，投資者在這次危機中明白了初級衍生性商品（期貨、選擇權等）不會對金融市場造成負面影響，而會優化市場結構，使投資者更便於資產配置和對沖風險，是現代金融社會不可缺少的一個環節。但是在期貨市場的持倉風險控制、結算方面皆需要有跟嚴謹的規劃。而這幾年來，中國的期貨交易所在風控、結算及科學化監理的能力亦不斷提升，因此也能夠抵禦住外圍市場的巨大衝擊。

反對推出股指期貨之各項理由

現在大陸期貨市場上最受關注的話題，莫過於股指期貨什麼時候能夠推出。圍繞著這個話題引發出很多的爭論，股指期貨是不是應該推出？什麼時候才能推出？反對的一方認為股指期貨可能會引發市場混亂，影響市場效率等等；支持的一方也有很多充分的論據。目前市場上反對股指期貨的原因主要有：1）懷疑它標的物的可操縱性，2）目前市場機制不健全，推出股指期貨將影響市場效率，3）可能重蹈權證的覆轍，4）不能降低市場化波動，5）沒有可參考商品。

交易標的的不可操縱性

有市場人士認為，股指期貨的標的滬深300指數的代表性沒有上證綜指數。而上證指數的成分股由於流通比例低，所以容易被大戶操縱，進而影響滬深300指數，在目前大陸“大小非”還沒有完全解決的情況下，成分股流動比率偏低容易被操縱的現象確實是不容忽略。但是必須承認的是，滬深300是目前大陸市場上最具代表性的指數。它覆蓋了深滬兩市約占60%市值的股票，現在大陸的機構投資者和散戶普遍持有滬深兩個帳戶，兩個市場的股票都有買賣，所以覆蓋兩個市場的滬深300是最便於他們進行對沖和避險的指數。另外，股指期貨可以賣空以及融資，在市場參與者足夠多的情況下，能夠迅速發現現貨市場的價格和真實價格的差距，加大了少部分人操縱市場的難度。因此說，滬深300指數是個非常市場化的指數。

現貨市場機制不健全，在沒有融資融券的情況下，股指期貨的效率有限。

有的市場人士從台灣、香港和韓國的市場經驗總結出，沒有融資融券，股指期貨的訂價會出現偏離，原因是沒有人敢做空。但是需要明白的是，融資融券和股指期貨兩者是相輔相成的，融資融券使得現貨市場之動能更為擴大，而期貨市場使得投資更加的靈活，使市場功能得到更大發揮。在沒有融資融券的市場更需要股指期貨發揮價格指導的功能，因此，目前市場沒有融資融券時更應該發展股指期貨，而且中國證監會已經開始逐步建立融資融券制度。

股指期貨可能會重蹈權證的覆轍

同為衍生性產品的股票權證，在2007年的大陸市場引發不少風波。“南航認沽”，“肥沽歸零”等事件，無一不是過分投機造成的，因此市場人士也擔心股指期貨成為下一個投機者的目標。而且和權證不同的是，股指期貨在交易上可以無限量發行，我認為出現這種情況的原因主要有兩個，第一、大陸權證數量太少，投資者（大部份是投機者）可以選擇的品種很少，因此集中於幾個少數品種進行投機。第二、權證本身對於資金量的要求比較小，使用較少的資金就能使價格出現劇烈變動。而股指期貨卻不容易出現過分投機的現象，首先，股指的走勢和現貨市場有著密切關係，如果想要操縱股指，必須相應的買入指數現貨，而滬深300覆蓋60%的滬深市值，是不容易被操縱的。第三、買賣一口股指期貨的資金要求要比權證高很多，以目前的價位約要六萬人民幣一口。另外，也有人擔心股指期貨推出後，可能會受到像1997金融風暴時的香港那樣，被國外資金量巨大的“金融大鱷”衝擊。這一點需要大陸期貨條例的監管，比如說申報持倉限額，最大未平倉合約持有數等等，這些措施都能夠減少大資金對股指的衝擊。

股指期貨可能會加大市場的波動

需要說明的是，股指期貨其中一個重要的作用就是價格發現，一般來說，股價都是在股票的合理價格附近波動。但是在一個沒有期貨的市場中（特別是沒有放空機制的市場），股價由於沒有期貨的指引很容易偏離

其合理價值。試想，如果去年大陸就推出股指期貨，市場可能就不會出現過熱現象，也就可能不會出現從6000點下瀉至1500點的崩盤式下跌，今年大陸股票指數下跌60%，是全球表現最差的市場，這個和股指期貨遲遲沒有推出還是有一定的關係。

沒有可參考的商品

有一些專家認為，和大陸商品期貨可以參照國際市場不同，滬深300指數沒有標準可以參照；商品期貨中現貨和期貨互動相對不是很劇烈，而金融市場上現貨和期貨互動關係非常密切。我認為這樣的觀點是有商榷之處。第一、中國內地現在的金融市場還不是完全開放，內地股指的估值方法和國際市場也應該有所不同，直接去比較有欠妥善。第二、直接去比較股指報價是沒有任何意義的，需要用市盈率(P/E)，股息率（Dividend Yield）等可比較的數據來估計。目前覆蓋市場的指數除了滬深各自的成分指數外，還有國際上的新華富時50，MSCI中國等指數，可以為滬深300提供價格查考，因此說股指期貨沒有可以參考的商品是不對的。

大陸發展股指期貨已具備之條件

除了上述市場負面的觀點外，我們再看看有哪些推出股指期貨的條件是已經具備的。首先，在今年初上海期貨交易所推出的黃金期貨，黃金期貨雖然屬於商品期貨，但由於它具備很多金融期貨的特性，所以被視為股指期貨的“試驗版”，那麼黃金期貨的運行狀況如何呢？

上半年，黃金期貨累計成交299.8萬口，成交金額6,453億元，日均成交量31.5噸，日均成交金額67.9億元，日均成交量在全球期貨市場上排名第五，其價格波動也低於世界其他主要黃金期貨，上海黃金期貨與上海黃金現貨的相關性不斷提高，目前兩個市場的相關係數達到91%以上。近期，上海期貨交易所近月合約與上海黃金現貨的價差縮小至5元/克。這說明黃金期貨的價格發現功能被充分發揮，從黃金期貨的運行狀況來看，股指期貨如果目前推出，其交易量、市場功能，參與程度和風險控制應該能得到穩健的操作。

股指期貨雖然遲遲沒有推出，但是中金所推出股指提貨的模擬交易已經兩年多了。經過兩年多的演練，模擬交易得到很好的演練，首先，它幫助投資者熟悉了期貨交易規則，期貨交易和現貨交易不同，它有保證金、T+0等規則，通個模擬交易，投資者熟悉了金融期貨的特定規則、交割方式、持有成本以及和現貨市場的相互作用等有了更進一步的認識，這些已經熟悉了模擬交易的投資者將是未來股指期貨正式推出後主要的市場參與者。

其次，不論是交易所還是投資者都通過模擬交易對風險控制有了更進一步的認識，交易所限定了比較保守的保證金比率，在試驗階段這樣的比率使得券商和投資者在一個安全的區域交易，而且避免了過分投機的出現。而投資者在這段時間也培養了風險控制能力，去年到今年大陸股市出現巨大的波動，如果沒有一套完善的風險控制體系，很

容易就出現虧損。相信在股指期貨推出後，交易所和投資者的風險控制能力已經達到一定水平。第三、模擬交易和現貨走勢的相似性正在提高，期貨對現貨的指示性也在增強，現在很多投資者已經習慣於根據模擬交易的報價決定在現貨市場的買賣，我相信在未來股指期貨推出後，和現貨市場的相互作用將會進一步增強。

上文提到，股指期貨正是在沒有融資融券下解決市場不對稱的一個有效武器，其實中國證監會一直在為融資融券做出不懈努力，證監會於2006年6月30日發布了《證券公司融資融券試點管理辦法》，並於2006年8月1日起施行。時隔近兩年時間，證監會於2008年4月24日再次發文，在《證券公司監督管理條例》中，融資融券業務被正式列入券商業務中，並做了明確規定。2008年10月05日，證監會宣布啟動融資融券試點，融資融券將使股票現貨市場的功能更加完善，再加上股指期貨使大陸的金融市場更加的國際化，投資者也能進行多元化的投資。

此外，股指期貨遲遲未推出的另一個原因是決策者考慮時機的問題。在2007年時股市大漲，但是那時決策者認為推出期指會使股市急跌，現在又擔心在如此低位會繼續拖累股市。我認為股指期貨應該越早推出越好，因為像股指期貨、選擇權這些金融工具，都具備使社會財富優化配置的作用。通過股指期貨的價值發現功能，去挖掘指數成分股的價值，使資金投放到有成長潛力的藍籌股上。通過股指期貨的避險功能，使得投

資者能夠對沖現貨市場的風險。投資者通過不同的投資策略使自己的收益最優化（風險最小，受益最大）。通過股指期貨的資產配置功能，使大陸的基金的交易成本大大降低。現在國外的對沖基金很少只投資於一個金融工具，如果沒有衍生工具的保護去投資現貨市場，其風險將會大大增加。但大陸的對沖基金由於金融工具單一，在市場下跌時候只能被動的接受。發展股指期貨將使大陸的金融系統更加的完善。

從香港和臺灣經驗 看大陸股指期貨推出後之影響

接下來我們看看香港和台灣推出股指期貨後對股市的影響，香港的恒生指數期貨於1986年5月6日上市，當時恒生指數處於長期上漲階段。在股指期貨推出之前的4月25日，恒生指數突破新高，期貨上市時，恒生指數創下1865.6點的歷史性高點，接下來就開始兩個月的回調，這之後恒生指數又恢復上漲趨勢，台灣綜合指數期貨是在1998年7月21日由台灣期貨交易所正式推出，當時台灣股市處於在一個下跌通道中，雖然股指期貨推出之前指數被拉高，但股指期貨推出之後立即又恢復原本的下跌趨勢。

從臺港兩地的經驗，以及其他成熟市場推出股指期貨後的股市走勢可以看出，股指期貨推出前後對於股市的走勢會有一定的影響。但是長期來講不會改變股市本來的趨勢。而且內地股指期貨的籌備已經歷經多年，各界對其的影響已經充分吸收，相信對股市的衝擊不會太大。

建議大陸官方善用金融工具 提升經濟生活品質

百年一遇的金融危機告訴我們，並不是所有的金融工具都對我們有益，有些金融工具用的不好可能給世界帶來極大危害，但是這並不意味著所有的金融工具都是不好的。從中國內地金融開放的過程我們可以看到，期貨對於中國的經濟生活帶來了很多便利和好處，未來期貨市場還有巨大的發展空間。而股指期貨在完善的法律體系監管下，它也將對中國經濟發生重大的作用，因此我們期待大陸官方早日將股指期貨正式推出。而未來相信會有更多的金融衍生工具在中國產生和發展，臺、港和大陸在金融領域的交流也將會更加的廣泛和深入。

CNFA



許春元檔案

現任

香港首華期貨有限公司 總經理

學歷

國立政治大學行政管理碩士

經歷

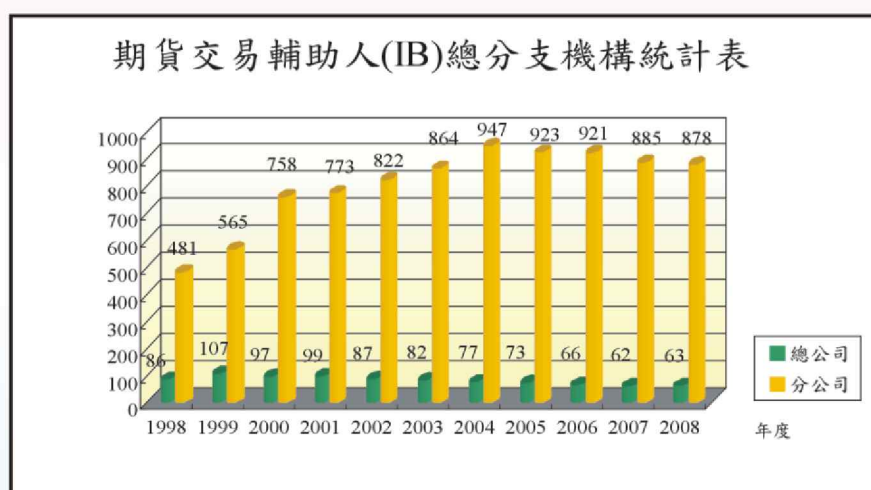
大華期貨顧問事業主管
大華期貨經紀業務主管
大華期貨經理事業稽核主管
大華期貨管理企劃人員
大華期貨資深交易員
期貨公會教育訓練委員會委員
期貨公會顧問事業委員會委員
期貨公會國際及兩岸事業委員會委員

著作

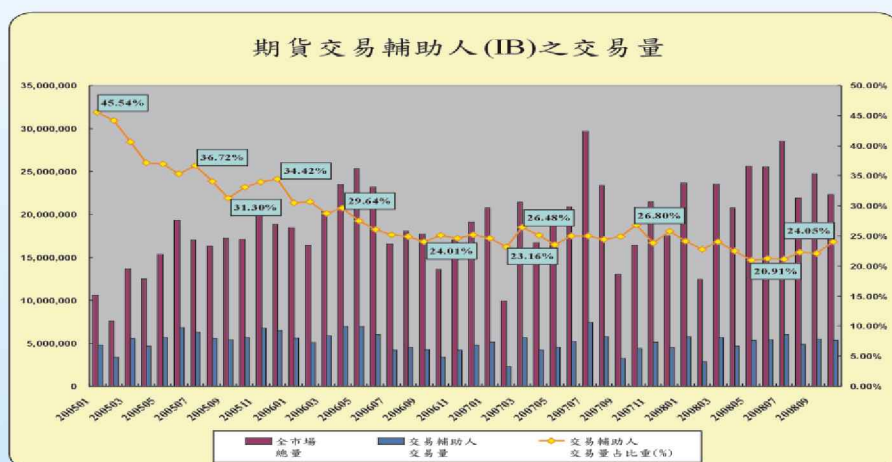
台灣專營期貨商規模及多樣化經濟之探討
期貨與我——認識期貨的第一本書

成功的臺灣期貨市場IB制度功不可沒

- 臺灣期貨市場能夠如此快速、成功地發展，其間IB（期貨交易輔助人）制度是一大助力，功不可沒。在台灣全省各地期貨會員公司共有1,177個分支點（至2008年底）在做期貨業務的推廣，其中941點隸屬IB總分公司（圖一），所佔比例為80%。從2005年至2008年9月止，每年期貨交易量，IB平均約佔總成交量的25%左右（圖二）。



(圖一)



(圖二)

■ 專營期貨商對於IB的貢獻，均持肯定的態度，IB制度有下列幾項的優點：

1. IB提供期貨交易人證券、期貨交易綜合服務，配合現行證券經紀通路，擴大期貨商服務範圍。
2. 申設IB業務之門檻較低，可節省專營期貨商通路建置成本。
3. 經營IB業務，可整合資源運用，降低專營期貨商的經營成本。

■ 除了肯定IB的優點外，這項制度也有一些尚待改進之處：

1. IB與期貨商的權責歸屬及利益分配常造成管理上的困擾。
2. 現行法令規範，IB無法協助期貨商風控管理進行強制平倉，且無法執行國外期貨商品交易業務。
3. 期貨交易策略複雜，IB業務人員無法全盤掌握交易風險，較易出現過度曝險的狀況。

■ 除了肯定IB制度的優點及貢獻外，對於缺點部分，大家也希望能夠儘快改善，讓這項制度成為證券及期貨業者創造雙贏的最佳途徑。對於專營期貨商如何推展IB業務，以及IB業務的現況，推廣過程中的技巧、甘苦等，本刊也專訪了六位專營期貨商負責IB業務的專業經理人，聽聽他們的經驗，以及他們對IB業務發展的看法，未來如何提升推廣IB業務的品質及成果。

元富期貨業務處經理劉英哲

談IB發展之沿革、歷程、現況及未來

撰文：James

臺灣的IB制度自1997年迄今，已有十餘年的歷史，從初創到發展期，對於期貨市場有一定的貢獻程度。它就像人生一般，總有起伏波動、高低潮，經歷了這些年後，這項制度的存在價值與何去何從？是大家應該亟思之處。元富期貨業務處經理劉英哲細說了IB發展的歷史與未來。



IB設立是期貨市場的成功關鍵之一

在1997年期貨交易法於立法院完成三讀，同年六月一日行政院公布實施後，台灣本土期貨交易曙光乍現，接著台灣期貨期交所於同年9月9日成立，由於初期規劃推出的商品是國人最熟悉的股價指數期貨，潛在的龐大客戶群多為證券商之既有客戶，因此劉英哲認為，證券商的參與，可說是期貨市場成功之重要關鍵之一。

然而，對大多數證券商而言，期貨是新商品、新業務，其高財務槓桿的特性，讓證券商是既期待又怕受傷害。一方面擔心轉投資效益，一方面擔心經營風險。因此當時的證期會（現為金管會證期局）於1997年10月28日訂定了證券商經營期貨交易輔助業務管理規則，明訂期貨交易輔助人之業務範圍為：

- (1) 招攬期貨交易人從事期貨交易
- (2) 代理期貨商接受期貨交易人開戶
- (3) 接受期貨交易人期貨交易之委託單，並交付期貨商執行，賦予證券商除了期貨經紀商（轉投資專營，或以本業兼營）外，以另外一個身分即所謂期貨交易輔助人（IB: Introducing Broker）參與期貨市場的權利，讓證券商可以更少人力、物力及資金投入期貨市場。

IB發展過程 業務重心轉向內IB

由於期貨商多數為證券母公司轉投資，因此母公司各證券據點自然成為其IB，但全省尚有許多中小型或地區型證券商，因增資不易及經營規模等因素，必須在兼營或成為IB間作抉擇。初期，證券商多半會觀看同業作法再跟進，但期貨商則多是希望與這些券商，藉由期貨IB業務進行策略聯盟，一來可擴大期貨業務版圖，二來其證券母公司在其他證券相關業務上，可與這些策略聯盟券商合作，甚至進行營業讓與或合併。

在1997到1999年間，各期貨商紛紛整合集團資源，成立策略聯盟專責單位，以協助這些券商籌設IB。劉英哲說：「尤其元富期貨，當年更曾大手筆在全省舉辦各券商從業人員免費考照輔導班，幾乎是班班爆滿，一位難求，較資深的IB從業人員應都有印象。」也因此，初期這些證券商大多成為元富期貨委任之IB。但在其期貨從業人員取得執照並開業後，各IB已逐漸熟悉期貨交易流程，此時各期貨商開始積極以集團優勢（如：融資融券利率優惠、駐點銀行租金補貼、低收費等）吸收IB，於是IB版圖面臨重新分配。

到1999年可說是IB拓展全盛時期，全省IB總公司達到107家。爾後，隨著證券業低毛利時代來臨，證券商加速整併，再加上金控一家家成立，證券商經營環境大不如前，目前IB家數減少了1/3，僅剩63家，若扣除已轉投資期貨商之證券母公司IB（即所謂內IB），剩下的對18家專業期貨來說更是杯水車薪，加上近幾年期貨手續費下殺速度太

快，期貨商對非母公司證券據點IB（即所謂外IB）之收費也不斷調低，使得各期貨商幾乎都將IB業務發展重心，轉向有較多據點數與收費較高之內IB。

IB業務拓展之三大瓶頸

對劉英哲而言，目前IB業務的拓展，他認為有幾項重要的瓶頸：

1. IB數量的萎縮：如上段所言，證券商據點數量的縮減是持續性的動作，大型證券商於合併其他券商後，或裁撤生產力不彰之據點，或整併客戶重疊之據點，以提昇單點績效，樽節人事成本。中小型或地方型券商在面臨大型券商，以及金控業務完整的金融商品線，正面臨客戶流失及經紀手續費持續下殺的雙重夾擊，家數亦難有增長。此點可由2004年以來，IB總公司+分公司家數，由1024逐年下滑至今的947，在經過此次金融海嘯的肆虐，2009年的IB數量可以預見將更加萎縮。
2. 法人交易比重的提高：近幾年，法人在期貨市場交易的比重有逐年增加的趨勢，至2008年11月法人選擇權市占率已達65%，期貨市占率達36%，開戶數由1998年 608戶到2008年11月達 7007戶，交易戶數從2003年279戶到2008年11月達727戶，這些法人戶（包含：投信、外資、證券自營商、期貨自營商、一般法人）多數會選擇於期貨商開戶下單，以取得較好之下單條件，而法人交易比重高的另一個現象，則是操作難度升高，法人戶挾充沛的資金及靈活的交易策略，以及快速的下單效率，

使得散戶在期貨或選擇權操作上難度將會提高，這將使客戶群多為散戶之IB市占率逐步下降。

3.證券商對IB業務的心態：一般而言，大致可分為以下三類型

- (1) 積極主動型：此類型多為已轉投資專業期貨商之證券母公司，因據點數眾多較具經營規模，藉由證券部門之中央指揮，各據點之配合度較高，且子公司期貨商獲利亦可挹注母公司，因此不論是新制度或新商品，都樂於向客戶推薦。對客戶之計價策略，以及業務人員之獎金制度也較具彈性，甚至主動要求期貨公司配合舉辦促銷活動或全省之大型之說明會。但證券部門越積極，子公司期貨商的角色定位與功能就越模糊，對集團的貢獻度就越低。
- (2) 審慎保守型：此類型IB亦對期貨市場極為重視，但因僅將期貨商品視為眾多金融產品線之一，在業務的推動上，可能會以公司獲利貢獻度及資金排擠效應作優先考量。因此，其證券部門對業務人員的要求上較低，僅有某些據點或某些業務人員表現較為積極，在訂價策點及營業員之獎金制度也較無競爭力。
- (3) 被動滿足型：此類型IB幾乎將期貨商品當成附屬品，僅被動滿足證券客戶期貨交易的需求，以避免因此流失既有客戶，對新商品、新制度反應也較冷淡，較少主動開發期貨客戶。

劉英哲指出，目前大部份IB均為審慎保守與被動滿足心態，而積極主動型IB，隨著本業的獲利狀況亦可能調整其心

態，如何讓IB的心態轉趨積極是極大的挑戰，除了期貨商本身的努力之外，還須得到證券母公司的支持。

IB端人員之訓練

「工欲善其事，必先利其器」，對期貨商如此，對IB亦是如此，對客戶更是如此。每個客戶都希望自己的疑問能得到迅速、正確的解答，自己的委託單能在最短時間內，正確無誤的送至期交所撮合；IB都希望能在第一時間圓滿地回答所有客戶的問題，減少作業與溝通上的疏失；期貨商都希望所有IB相關人員都能和期貨商的人員一樣，了解目前所有的交易細節、新制度、新商品，這些都有賴於完整而即時的教育訓練。

然而較大型期貨商的IB遍布全省，在實務上不可能逐一安排教育訓練。劉英哲說：「或許可於各證券據點設置種子人員，協助並落實教育訓練及業務推廣的工作，但也只能及於母公司證券據點，且人員管理與成本的分擔亦有相當的難度。」

IB業務未來發展之契機

- 1.電子交易漸成主流：由於IB端主要業務仍為證券，人工交易對其不但造成人力負擔，且營業員或競價輸入人員，同時接受證券及期貨之委託易造成錯帳，尤其是下單指令複雜的選擇權錯帳頻率更高，這都將侵蝕IB的獲利，降低IB開發業務的意願。若客戶電子下單比例能夠提高，不但能大幅減少錯帳及節省人力，更可將降低

的成本回饋至客戶端。此外，電子交易保密性高，下單速度快，更可提高客戶交易頻率。

由於期貨交易客戶的年齡層低於證券業，因此對於網路接受的程度較高。各期貨商均不惜花費人力、物力研發更人性化、更多樣化、更迅速的電子交易平台。劉英哲指出，目前幾家客戶使用電子交易比例高的期貨商，其市占率都居高不墜，其IB貢獻的交易量也都在7成以上。從各IB陸續與期貨商規劃、整合證期權電子交易平台的趨勢來看，IB端客戶的交易量有很大的成長空間。

- 2.當日沖銷保證金減半與期交稅調降效應：在開放當日沖銷保證金減半，以及政府調降期交稅後，不僅各期貨商品日均量顯著成長，以往交易量大約只有加權期指1/4的小型台指期貨，目前交易量已達到加權期指的1/3到1/2，顯示散戶在保證金減半及交易成本下降的誘因下，交易標的與頻率已有改變，這對IB而言是一大利多。

基於當日沖銷需於當日收盤前平倉的規定，劉英哲認為，應該訓練散戶在進場前需先考慮風險，並協助其養成適時停損的習慣，以改變其原有之股票式交易思維，這將有助於提高客戶的獲利，一旦獲利機會提高，實動戶自然就會增加。

- 3.新制個股選擇權是IB利基型商品：既然IB是期貨商品的最大通路，期交所推出的商品就應是IB營業員熟悉，客戶接受度高的產品，而非全以與國際接軌為考量，順應世界潮流為出發點。劉英哲對於期交所



提出如是建議。他說，個股選擇權原是一項很容易成功的商品，可惜推出時以實物交割的作法，使得客戶接受度不高；且作業細節過於繁複，以致交易量遲遲未能提升。2009年1月5日推行之個股選擇權新制，將交割方式改為現金結算，契約單位由5000股標的證券改為2000股，交易月份由四個季月改為兩連續近月加三個接續季月，都是化繁為簡或與指數選擇權相似，而個股又為IB及其客戶所熟悉，相信該商品對提振IB交易量將有很大的助益。

IB通路仍是期貨商決勝之處

展望未來，儘管在IB業務的拓展上有許多難題需克服，各期貨商來自自營部門獲利也逐漸接近，甚至超越經紀部門。但不可否認的是，經紀部門的收入還是比較穩定，而在目前專兼營期貨商有限的營業據點下，IB通路依舊是決定期貨商，甚至是期貨市場成功的關鍵。

CNFA

元大期貨IB服務部對IB業務之肯定與展望 期權市場蓬勃發展IB制度居功厥偉

撰文：元大期貨IB服務部

台灣期貨市場近年來成績不俗，成交量屢創新高，特別是當前景氣不佳，股市成交量萎縮，但是期貨與選擇權市場的蓬勃發展卻更顯得耀眼。期權市場發展成功的因素很多，但其中有一項不容忽視的關鍵，就是台灣IB（期貨交易輔助人）制度的迅速發展。



台灣IB發展的背景、過程與現況

爲了能迅速擴大台灣期貨市場，所以在台灣期貨交易所成立前開始導入IB制度，讓專營證券經紀商可以用輔助人的身份參與期貨市場。

據2008年12月初在深圳舉行的「海峽兩岸期貨公司高層交流會」中所揭示的資料顯示，目前台灣專營期貨商有41家（期貨經紀

商+期貨自營商）；反觀交易輔助人有63家，旗下合計有高達941個營業據點，而IB業務從業人員有18,724人，約占期貨總從業人數的八成，IB對期貨經紀業務的重要性由此可見一斑。

不過，初期受限於對期貨交易容易血本無歸的刻板印象、證券公司的投資人習慣作多，以及證券營業員仍以證券爲重的影響，IB的期貨業務推展，一開始並不算順暢。但是從2001年起，在期貨商積極宣導、交易所推出新商品（台指選擇權）、政府調降稅率，逐漸使得IB客戶願意進入期貨市場。

目前IB發展的機會

究竟有哪些契機，成爲目前推動IB發展期權業務的推手？

- 1、投資大眾接受度提高：以往投資人對期權商品，有容易血本無歸的刻板印象，隨著期貨商多年的教育宣導，現今投資

人對期貨與選擇權熟悉度提高。已從觀望態度逐漸轉為願意嚐試，甚至不少專業投資人將股票重心漸漸轉至期權，接受度較以往大為提高。

- 2、期交稅之調降：交易成本下降，對刺激投資人下單意願提高，有助於IB業務的推廣。
- 3、股市走空利於期權發展：股市走空時，股市成交量萎縮，做多易被套牢，放空可能遭受限制操作不易。而投資期權市場，多空皆可操作，當沖又很便利，成為市場資金轉戰的重要市場。
- 4、避險意識抬頭：近年來不少股票型基金利用期貨做為避險工具，部份投信今年就因善用期貨避險得宜，使得旗下數檔基金績效排名名列前茅。此外，一般企業法人也為了有效掌握進料成本，降低進口製造原料的價格風險，也常常透過IB營業員詢問國際期貨商品的交易規格與方式。
- 5、電子交易平台進步帶動商機：電子交易平台的普及與進步，再加上期貨商提供的多種期權策略輔助工具，使得客戶網路下單方便性大增，除了提高客戶下單意願外，也降低了IB營業員電話接單的風險與工作負擔，相對提高IB推廣期權的誘因。

當前IB發展的困境

雖然目前期權市場有許多發展利基，有利於吸引IB業代投入期權客戶的開發。不過，對IB業代而言，仍有些因素，使得IB對

拓展期權業務仍會有所保留：

- 1、擔心資金排擠效應：IB的客戶，大部份僅一套資金操作，IB業代難免擔心資金分散至期權市場，進而影響股市的交易狀況。
- 2、零和遊戲：擔心客戶一次就陣亡：期權有到期日，又是保證金交易，槓桿度將近十倍，如果客戶資金控管不佳，可能一夕之間豬羊變色，不像股票套住還可等待解套機會，不致於一次賠光。
- 3、風險控制的困難：除了業務招攬之外，IB基本上只有接受客戶委託、當部位需要強制平倉時，IB同仁是沒有權利，只能協助期貨商進行。由於IB不能處理客戶風險，所以在風險控管上的處理會呈現較為困難情況。
- 4、營業員現階段網路下單的限制：受限於相關規定，目前營業員不得以網路下單，此項規定對營業員在期權市場能力的培養也有所影響。

推廣IB業務的方法、技巧與經驗

期權投資與股票有不少大相逕庭之處，投資大眾需要有專人指引，才能降低風險。IB據點遍佈全省，在地方上扎根甚深，所以要擴大期權市場的腹地，IB是最佳幫手。透過一些策略與技巧能有效推廣期貨業務至IB：

- 1、教育訓練：要讓IB營業員對期權商品及交易技巧有所了解與認識，是向客戶推廣期權的起點。在技巧上除了安排教育訓練外，最好能與IB據點的長官取得溝

通默契，確立階段性目標，比較能達成效果。

- 2、提供行銷誘因：在推廣初期，給予營業員推廣的獎勵或客戶的行銷方案，以刺激推廣與交易意願，等到養成交易習慣，就事半功倍。
- 3、提供隨時諮詢的單一窗口：提供IB單一服務窗口，省卻IB跟眾多窗口接洽諮詢的麻煩。同時可以藉此了解IB常發生的問題，經期貨公司相關部門彙整提供更便捷解決方式。
- 4、定時溝通：每週與IB主管進行資訊聯繫，增加彼此互動，並提醒期權市場之重要事項。
- 5、協助IB業代舉辦說明會：期貨及選擇權有其專業性，有些內容IB營業員或許較不熟悉，因此期貨公司可以派講師協助舉辦客戶期權課程，
- 6、陪同IB業代拜訪客戶：陪同業代拜訪，於現場即時解答客戶的疑問，增加IB完成開戶及下單的機會。
- 7、多空皆宜的交易工具：在教育訓練或相關活動中，提醒IB單位以股票為主的市場在面臨空頭市場時，或是在股市處於低迷的情況下，不妨多增加期權業務的開發，在股市空頭市場中可以增加IB相關收益的補貼或是實質收益的增長。

綜上述可知，服務IB的項目繁多，特別是金控公司紛紛成立後，各金融集團事業廣泛，IB分公司據點遍佈全台，從城市到鄉鎮動輒上百家。相較之下，專業期貨經紀商通

常僅有北高兩地據點，以此數量比例服務各地分公司之需求，實呈現人手不足現象。因此，期權業務若是能透過IB協助，想必業務一定會蒸蒸日上。

但因IB本身有其本業與經營自主性，並不會全盤接受期貨商的策略或行銷方式發展其期貨業務，所以相關IB服務的部門，若能依IB本身經營的自主性因素為主體，進一步思考出能搭配期、權相對優點的行銷活動，對IB業務的推動才會有更大助益。

對IB發展法規面的建議

事實上，一個市場的發展，除了相關企業及從業人員的努力外，遊戲規則的良窳更扮演舉足輕重的地位。當然，台灣期權市場能有目前的盛況，主管機關的用心確實功不可沒。不過，台灣期貨市場發展迄今，已有相當不錯的成熟度，為了持續保持成長，似乎在法規面及制度面上，仍有部份規定可有適度放寬的空間：

- 1、IB的管理可視為分公司管理，現今的資訊系統發達，應可不用都轉回期貨公司，拖慢處理時效性。
- 2、客戶開戶相關作業可於IB端完成，諸如函證、外開戶前置作業等，應與證券開戶比肩，作業一致化。
- 3、在實務面業務員寫委託書時一定要填寫客戶姓名（證券端可以只寫帳號）、客戶電子對帳單需要臨櫃申請等，諸如此類之法規建議鬆綁。

元大期貨IB服務部的團隊希望主管機關能參酌現況，給予更大的空間，在法規面與制度面更開放些，化阻力為助力。他們深信，有朝一日，台灣成為亞洲期貨交易中心，將是所有期貨從業人員的共同願景。



- 4、客戶帳務查詢申請務必透過期貨商結算部，不可經過業務員，缺乏便利性。
- 5、有關風險控管方面，目前IB所屬客戶面臨風險時，強迫平倉的動作需全部由期貨商來進行，期貨商進行強迫平倉的動作時，又往往發生在所謂「快市」的時刻，基於時效，期貨商執行停損的品質必定不高，且執行的價位未必理想。所以若能開放當強迫平倉時刻出現時，所屬IB點能協助進行停損作業，相信在IB業務的推展上也會有所幫助。

對IB發展制度面的建議

在制度面上，主要競爭對手新加坡期交所，就有許多他山之石可供借鏡之處。例如由交易所設計停損單措施，取代目前由期貨公司自行處理，可減少交易糾紛，又可滿足投資人的需要。此外，開放程式帶下單功能，將有助法人大戶的開發，以及期經、期顧業務的發展。至於商品規劃或資訊改版，

最好能統籌處理，方可減低各期貨公司及IB之成本支出，減少過多枷鎖，應該可以提高IB推展期貨業務。

肯定IB貢獻 未來潛力仍可期待

其實台灣期權市場，隨著商品日益擴充，參與人數增加，成交量不斷攀升，在金融風暴襲捲全球之下，已卓然有金融界明日之星的態勢。這份成果得來不易，其中期貨公司與IB彼此互補共榮的夥伴關係，絕對是關鍵要素之一。

台灣期貨市場想要更上層樓，廣大的IB據點仍是主要灘頭堡，且仍有莫大發展潛力可開發。除希望期貨公司更加注重IB的經營服務外，也希望主管機關能參酌現況，給予更大的空間，在法規面與制度面更開放些，化阻力為助力，相信有朝一日，亞洲期貨交易中心，將是台灣期貨從業人員的共同願景。

CNFA

寶來曼氏期貨期貨執行副總王世鑫 談金控體系下經營IB業務的困境與破繭之道

撰文：Belle

寶來曼氏期貨執行副總王世鑫完整參與台灣期貨業的成長，談到台灣期貨IB業務的發展，他如數家珍。



IB業務從絢爛走向平淡

IB(Introducing Broker)制度就是指證券商擔任期貨公司的期貨交易輔助人，介紹客戶給期貨商、期貨商向證券商支付佣金的運作模式。根據美國市場發展的經驗，在期貨商的業務結構中，IB的客戶量及交易量都比期貨商直接開發的量。王世鑫他回憶說到：「1998年7月21日台灣推出股價指數期貨時，考量交易人與證券市場交易人重疊性極

高，新市場建立需投入成本也大，在獲利情形未知下，為鼓勵券商參與，引進美國IB制度；開放證券商得以兼營期貨商或期貨交易輔助人方式參與期貨市場，也確成為證券商參與期貨市場主要方式。」

IB業務即是指券商擔任期貨交易輔助人的業務，而期貨交易輔助人得執行的工作包括：1.招攬期貨客戶2.代理期貨商接受客戶開戶3.接受期貨客戶的委託單轉交期貨商執行等；也就是證券商開辦IB業務是負責開戶、把關審核等動作，再將交易委託送至委任期貨商執行確認、交割及結算，而交易之風險則是由期貨商執行。因此期貨業務與證券商息息相關，券商多的時候，開辦IB業務的數量即多。

王世鑫指出，此一期貨業務開放的期間，證券業也進入戰國時代，大家吃小家，歷經一段整併期之後逐漸穩定。2000年代金融法帶動大型券商成形，又帶動跨業整併潮，金控整併券商，台灣整體金融機構走向

大型化、國際化。經過金控整併券商的風潮後，證券商數量減少，業務的重要性在金控集團中相對降低，但以降低手續費殺價競爭的方式增加了許多，因為期貨及選擇權交易本身有其技術門檻，但負責經紀期貨業務的券商彼此之間並沒有技術性的差異，也不用投入IB設備，只好淪為價格戰，也因此讓IB業務從初期絢爛走向平淡。

法規制度改變 未來仍有發展空間

談到台灣IB業務的發展，王世鑫認為未來還是有相當多的機會。若以IB業務本身來看，隨著法規鬆綁、產品多樣化，機會亦隨之增多。他指出顯著改變的法規，例如整戶風險保證金計收（SPAN）制度，這項制度實施後，將可提升交易人的資金效能，有助於交易人進行各種策略交易，同時也可以加強對市場風險的認知，對日後期貨市場趨於良性發展有相當大的助益。再者，開放避險帳戶、開放外資以非避險交易，以及以綜合帳戶從事我國期貨交易，均將吸引外資進入台灣作財務性的投資，有助於臺灣期貨市場更為蓬勃發展。另外，產品的多樣化，像是黃金期貨、商品期貨，以及選擇權等等，都吸引了更多的參與者加入，有助於期貨市場的活絡。

金控體系下的困境與破繭之道

站在期貨商的角度來看，與證券商IB業務共同經歷從絢爛到平淡的過程，目前並無新的機會。王世鑫指出，金融整併造成金融機構的集中化與大型化，整合銀行、證券、

保險、投資信託、資產管理的金融控股公司成為主流，但對期貨商來說，由於金控都會自行成立期貨公司，或者併購券商。這麼一來，就造成原本與期貨商合作IB業務的證券商被併購進入金控體系，脫離與期貨商的合作關係，造成期貨商IB業務的萎縮，是目前期貨商遇到的困境。

期貨商要如何突破困境？王世鑫指出，“差異化的服務”成為期貨商的競爭優勢，期貨商必須突顯專業性作為區隔。他表示，期貨商應該主動向券商舉出券商兼營期貨業務，以及與專業期貨商合作的差異，比如證券商若開辦兼營期貨業務，需要投入教育訓練等人力，以及IT設備的投入，總計所增加的成本，對券商來說不見得划算；此外，應該以現行合作的案例作為效益分析。王世鑫說：「期貨商夠專業，可以提供教育訓練的服務，而且在IT系統本身就投入了許多設備，以及擁有一批實力堅強的財務工程團隊，能夠幫IB打造量身訂作的服務。」

隨著證券業的興衰，期貨IB業務也受到重大影響。王世鑫表示，不可否認，現在的確是期貨商IB業務的苦日子，在此時刻，應該找證券業務較弱的金控合作，與該金控的證券公司談IB業務。他說，因為one stop shopping是未來趨勢，金控希望一個服務據點就能夠應有盡有，就像會希望利用銀行的據點兼作證券，不過因為金控在證券業務強者，會自行經營期貨業務，譬如元大、日盛金控都是證券起家，所以就會有自己的期貨商。不過在成立背景上，玉山、第一金控是

由銀行起家，在證券上相對非強勢，因此就適合與專業期貨商合作，一起發展期貨業務，形成互補關係。

之前與寶來曼氏期貨合作的IB業務券商很多，但因為金控合併與證券市場合併，會帶走專業期貨商的IB業務，現在寶來曼氏期貨的IB業務券商已剩十家左右。王世鑫說：「現在有意被併購的小券商就不會是期貨商IB業務之目標客戶，避免辛苦建立起的合作關係，在併購時失去效用。」

多項制度待開放 強力建議速速鬆綁

對於台灣期貨市場的前景，王世鑫建議鬆綁法規，開放盤後交易，這將有利於期貨交易人更積極的投入期貨市場。「因為現貨容易受到外在環境的影響，這時候期貨就會成為法人避險的好工具。」王世鑫如是說到。台灣期貨交易時間的限制，顯然會影響法人交易期貨的意願。因為台灣的交易時間僅到下午的一點四十五分，但新加坡交易所

的摩台指卻可以交易到午夜十一點五十分，全球金融市場瞬息萬變，若在一點四十五分之後發生國際事件，台灣投資人就會措手不及。另外，因為台灣目前IB業務不能作國外期貨，所以應爭取IB作國外期貨，讓IB對證券商或期貨商雙方都能互惠。

再者，應開放停損單的機制。王世鑫指出，因為期貨波動大，在「快市」時，瞬間交易量大，容易抓不到價格，產生「滑價」的狀況，就容易造成客訴的問題。若期交所不接受停損單機制，至少應該開放「停損限價單」，讓客戶能夠避免滑價的風險，才能進一步提高參與期貨交易的意願。

發揮專業是正道 找出核心價值是根本

最後，王世鑫建議，期貨商要發揮專業，因為唯有擁有具經驗的風控與資金管理及核心價值，才能讓IB業務推廣出去；此外，也該與國際接軌，增加機會，才能避免在紅海中作價格戰的競爭。

CNFA

歷年各類期貨商經紀商家數表：

	專營期貨經紀商		他業期貨兼營經紀商		交易輔助人(證券商)	
	總公司	分公司	總公司	分公司	總公司	分公司
1994	14	3				
1998	26	16	42	177	86	481
1999	26	19	42	209	107	565
2004	23	23	16	57	77	947
2008	18	19	19	78	63	875

王世鑫檔案

學歷

日本明治大學企研所畢
逢甲大學企管系畢
徐匯高中畢

經歷

1988~1992第一證券研究部
1992~1996大信證券法人組
1996~1997鴻鑫證券投顧 總經理
1997~2000大順綜合證券經紀部 執行副總
2000~2005寶來綜合證券資產管理部 副總經理
2005~2007僑銀行財富管理部 專門委員
2007~迄今 寶來曼氏期貨股份有限公司 執行副總

專訪群益期貨IB業務部陳維怡協理

善用IB優勢 創造經營績效

撰文：Bsky

「臺灣期貨市場在2008年是關鍵轉折年，更是IB業務的元年。」群益期貨IB業務部陳維怡協理相當肯定IB業務對期貨市場的貢獻，對於未來IB業務的推展，他更是充滿了高度的期待。



大環境創造機會 期貨特質終得展現

國際股市行情不佳，以多頭為主流的證券市場偃旗息鼓，此時期貨選擇權市場進可攻退可守的特性，就特別受到投資人的青睞。加上政府從善如流，將期貨交易稅調降至十萬分之四，更是引爆期貨市場前所未見的商機。以成交量最為熱門的台指期而言，2008年11月單月成交均量竟高達十一萬口以

上，較期貨交易稅未調降前，成長幅度約達45%。

陳維怡認為，商機往往來自於限制。鑒於今年臺灣股市跌跌不休，政府為救股市，實施禁空令，也讓一大部份原本習慣當沖股票的客戶，受交易限制轉往期貨市場尋覓機會，並從此成為期貨市場的忠實客群。由於這些客戶來自於證券市場當沖戶，整體期貨市場也因此出現結構性變化，參與的客層逐漸多元，期貨此一多空皆宜的商品已非少數人的權利，而是普羅大眾的全民運動。在此環境之下，通路的經營益顯重要。對於期貨市場而言，2008年不但是一個關鍵轉折年，更可說是IB業務元年。陳維怡以他在期貨市場多年的經驗，以及從事IB業務推廣多年的歷練，仔細分析了這一波期貨市場異軍突起，創造了良好佳績的箇中原委。

IB為期貨商擴展通路 販售期貨商品

陳維怡侃侃談到IB應運而生的背景與成

因。他說，期貨商為一資本密集的產業，專業經營的期貨商需投入大量成本，建置交易系統、撰寫研調報告予特定客戶，並進行風險控管，以期提供給客戶最佳化的服務，而客製化的下單介面，也因應而生。他以群益期貨為例，三年前即領先市場開發出超光速下單平台，也引領目前各期貨商競相推出類似平台，即是快速反應市場需求所衍生的產品。

他指出，期貨商主要成本皆在平台建置、策略研發，以及結算業務，因此通路部份多委由券商進行代開戶及代接單等業務。就如同可口可樂很少會建置專賣店，多透過便利商店販售的道理一樣。同樣的，套用在期貨市場，此即為IB(Introducing Brokerage)交易輔助人業務。他更進一步說明，IB就是證券商擔任期貨公司的業務介紹據點，負責招攬客戶、代理接受開戶、代理接單，再交付期貨商執行期貨交易之業務。

IB是合則兩贏的策略聯盟制度

交易輔助人業務制度依據期貨交易法八十二條第三項由主管機關設立，自1997年期貨交易法創立以來，同年十月證券商經營期貨交易輔助業務管理規則亦通過，賦予此一業務明確之法源依據。陳維怡說到，IB除了協助期貨公司開創通路業務來源，亦可免除期貨公司重覆建置通路所需成本，同樣可使證券商增加產品的齊全度，又不需投入如期貨商的大筆資金，便可運用期貨商交易系統，通往金融百貨方向邁進，據以增加業務收入，因此，此一制度可謂“合則兩贏”的策略聯盟。

陳維怡相當肯定IB制度對臺灣期貨市場的貢獻。他說，如前所述，台灣期貨市場目前非常適合IB業務的經營，就客群結構來看，2008年11月就股價指數期貨有71%的交易量來自自然人（非法人），由此可見台股市場的淺碟行情，頗合台灣投資人的胃口。而期貨自然人投資戶多數經過證券市場的歷練，投資期貨時自然得心應手。因為習慣證券交易模式，經由券商輔導後更可體會期貨、選擇權優勢，包括多空皆宜、更少的資金成本、進可攻退可守、套利策略機會等各項優點。

大量潛在客戶待開發 期貨市場大有可為

陳維怡相當樂觀地說到：「以台灣證券市場開戶數已逾一千一百萬戶，而台灣期貨交易所自然人開戶數僅一百二十萬戶來看，台灣期貨市場仍然大有可為。」

截至2008年11月為止，全台灣共有875個交易輔助人營業據點，同時間僅有18家專營期貨商。我們試想，每一家期貨商假設平均有30人跑業務，那台灣僅有540人從事期貨業務。而如果加入IB交易輔助人據點，每一據點假設亦平均有30人，全台灣即有26,250人推展期貨業務。對於期貨市場的深耕，IB交易輔助人的貢獻不可謂不大。

接下來，台灣期貨市場將朝向組織化業務，垂直整合的方向前進。以團體戰力，透過行銷案推廣，並借重證券市場經驗，形成市場良性業務氣氛，達到全民期貨選擇權的目標，重演證券市場盛況。

透過推廣微笑曲線運動創造高獲利

2008下半年起，群益期貨即在董事長孫天山的主導下，全公司開始推廣“微笑曲線運動”，亦即提供附加價值高的業務策略，以提高市占率。在此一活動的規劃下，佐以期交稅下降等利多，七月至十一月間，群益IB之期貨口數業績成長近50%，而IB據點成交口數比例亦由2008年初的32.61%，一舉提升至2008年底之40.52%，IB部門每月獲利數更是穩定成長。著眼於更長遠的未來，在2009年起全力發展IB業務，有信心未來市占率再成長30%以上，陳維怡毫不猶豫地說到未來一年的工作目標。

發揮IB優勢 為期貨商創造利多

IB業務先天即具有許多優勢，除了證券商本身擁有的客戶關係管理資源之外，其從業人員眾多，客戶接觸面廣，再加上電子平台的崛起，已使證券商IB營業同仁，不論是下單速度、研調資源、業務訓練，所擁有資源與期貨商業務完全無差異。IB點業務同仁甚至更具有地緣優勢，由於一般期貨公司營業處所大多設於台北，假設客戶住中南部，通常無法專程北上開戶，而這些客戶普遍都會成為當地IB據點的潛在客戶，透過各IB據點廣大分佈，相信會讓業績的觸角伸得較深且遠。

陳維怡指出，目前群益期貨IB據點包括內IB群益證券，以及數家外IB據點，策略走向質精且廣，通路佈局完整。尤其群益集團經營期貨業務，證券、期貨充份發揮集團綜

效。在證券經紀、電子商務、期貨IB部門經常性業務會商，同步行銷的情況之下，IB點動用戶及開戶數成績斐然。以2008年11月而言，IB點開戶數高達期貨公司七成，而動用戶數亦高達七成四。但權益數僅佔二成三，這與證券客戶普遍為當沖習性有關，但也代表著IB點客戶大多為散戶，而期貨公司較多為中實戶為主。

IB證券商展現了螞蟻雄兵的業務活力，但是目前期貨專業投資人開戶對象，仍然以專營期貨商為主，這與市場上普遍刻板印象有關。雖然期貨商營業員與IB營業同仁所提供服務一模一樣無差異，但仍然會吸引到不一樣的客群。這樣的差距及印象已透過說明會、電子平台、策略擬定不斷的拉近，因為市場電子單比例不斷上升，當市場普遍出現電子化交易時，投資人於期貨公司或IB據點交易，已無任何差異。此時，因IB證券據點離家比較近，在IB證券據點開戶的可能性更大，再加上IB證券點營業同仁因深耕現貨市場，與客戶往往有服務多年的交情，在地化的服務成為主要的吸引力。因此，就期貨IB業務出現黃金交叉的時間點已然不遠。陳維怡分析了IB業務看好的原因。

期貨業的競爭 = IT產業的競爭

歸納IB業務推廣心得，陳維怡指出，發展方便下單的交易系統、提供給客戶最快速穩定的平台，一直是群益期貨的發展重點。尤其群益的「超光速下單系統」首開先河，以圖形化介面取代輸入式下單Key-in，以五

檔見到、點到、交易到的三大特色，大幅提升下單速度，自三年前推出以來，擄獲不少投資人的心。群益期貨亦不斷深化這樣的優勢，2008年更提供選擇權策略單平台，客戶有想法即可轉換為策略，並自動畫出損益圖形，有利客戶一目了然作投資策略。另外還有相當多客製化功能將於2009年陸續推出，這些都是IB業務推廣的致勝關鍵。

問題之所在即機會之所在

陳維怡認為，未來IB業務亦將著眼於一般客戶避險需求。從前傳統投資人要避險，大多就是賣掉股票，再不然就是融券放空，但遇到空頭市場往往面臨限制，這也是現貨投資客普遍遇到的問題，亦是IB業務的機會所在。

隨著期貨市場的積極推廣，國人對期貨交易較為熟稔，並發展成為投資工具的選項，目前亦有現貨投資客交易股票的同時，懂得利用期貨進行避險。股市從2008年5月20日的9309點，跌落至今約4500點上下，整整逾五千點的熊市行情，是否使用期貨選擇權避險，對於資產保護的績效，不可同日而語。同時，2009年初期交所推出「股票選擇權」，更是可針對單一股票進行避險及增加投資收益，亦是不錯的避險工具。就保護投資人的立場，客戶認識的工具越多，對客戶越有利，越能保護投資部位，這也是IB業務推廣的終極目標。

陳維怡說，目前在台灣IB產業漸趨成



陳維怡說：「由於現貨市場景況不明，目前正是推廣期貨產品最好的機會。」

熟，在制度面，他有幾項對於IB未來發展的建議，他希望提出後，能夠獲得同業及主管機關認同，達到拋磚引玉之效。首先，台灣IB制度目前限於證券商，這是考慮到接單及業種產品同質性的制度規定，但當未來走向電子平臺化的世界。其實不需侷限於證券商，各樣金融機構皆可為推介、代開戶等業務，以拓增市場廣度，讓IB業務範圍更大。其次，目前交易輔助人，無法承作國外期貨商品，減少產品完整度，如未來能順勢開放將有助於IB業務拓增產品線。

抓緊期貨產品推廣之最佳時機

陳維怡最後說到：「由於現貨市場景況不明，是推廣期貨產品最好的機會。」2009年群益期貨IB業務將進行擴大經營，為未來的三~五年鋪路，因此群益目前規劃幾項重要行銷案都與IB業務有密切關係，以期吸引更多的客戶一起投入這塊迷人的投資市場。

CNFA

專訪國泰期貨經理黃佩儀

談IB業務推展之技巧與甘苦

撰文：peggy

黃佩儀從大四下學期就進入了期貨界，只在一家期貨公司服務過，一如她始終保持的親切笑容，十餘年來未曾改變。談到推展IB業務時的技巧和甘苦，更讓人感受到在她甜美外型的背後，付出的努力與得到的成就是實至名歸。



因緣際會入行 暢談期貨發展史

談到為何會選擇進入期貨業界，黃佩儀笑著說：「這真的是緣分與運氣，最要感謝的還是我的主管－詹益青副總，當年不嫌棄我還是一個大四的學生，就願意給我這樣的機會。」一路走來，從世華期貨到國泰期貨(2004年，世華期貨更名為國泰期貨)，黃佩儀也從一個剛畢業的新鮮人，歷練到現在的資深期貨人，她從未想到轉換公司，更未想過轉換行業。她笑稱自己沒有企圖心，所以無法吸引他人挖角的興趣，但是從她在公司受到的重視與表現，箇中的努力不言可喻。

當年期貨市場的背景，黃佩儀如是說到，在1992年立法通過了“國外期貨交易法”，1994年

在推廣IB業務的多年歷練下，她歸納出專營期貨商與IB在合作關係中必須遵守的四項鐵律：同中求異的服務策略、注重誠信至上的原則、建制完善的交易系統、提供良好的教育訓練。

第一家期貨公司成立後，開啓了臺灣期貨業的歷史。前四年的發展，只有專營期貨商進行國外期貨市場的經紀業務，當時的交易商品以“外匯”交易最受投資人青睞。但是對於一般投資者而言，期貨交易的門檻較高，在報價資訊取得與市場反應速度上，都有一定程度的限制。

囿於資訊有限，國人對於期貨交易的認知亦有限，再加上當年地下期貨（現匯市場）猖獗，讓社會大眾對期貨投資有先入為主的不良印象。黃佩儀笑著說：「大家對期貨的註解，最常戲謔，何謂期貨？就是“奇怪的禍害”啊！」儘管當年的經營環境如此艱困，但在那段期間，也算是建立起了期貨業的根基。

1997年3月“期貨交易法”通過，並成立了台灣期貨交易所，次年推出國內期貨交易商品，加上增設兼營期貨商和期貨交易輔助業務（以下簡稱IB），讓國內期貨市場進入了一個蓬勃發展的里程！

第一檔本土期貨成功吸引股民 引爆IB業務風潮

黃佩儀說：「台灣期貨交易所首先推出的國內期貨交易商品，就是“股價指數期貨”，與現貨市場有絕對的關聯性，所以甫一上市立即吸引國內股民的大力關注。」由於國內現貨市場投資者結構，以往均是散戶大軍的天下，所以期貨市場想要快速拓展業務，第一個目標對象當然就是要抓住這些客群。而最佳切入點，就是利用既有且已經發

場開放初期，證券商成為專營期貨商爭取的合作對象，更是兵家必爭的戰場。

爭取證券商成為合作的IB，對於期貨商而言，可藉由它廣大的通路，快速拓展期貨業務；對證券商來說，找一家可信賴的期貨公司協助發展一項新業務，毋須增加許多建制成本，更可增加公司收益與提高競爭力，何樂而不為呢？因此，這項IB制度，對期貨公司和證券商而言，是合則兩利的雙贏策略。

在政策推動與當時市場氛圍之下（1999~2001年間，證券市場蓬勃發展，大舉擴張申設了許多營業據點），國內期貨市場的交易量依賴IB通路的貢獻逐年增加。黃佩儀說：「對期貨公司而言，IB通路的服務是舉足輕重的業務項目，其中有許多需要留意的技巧，這麼多年下來，我自己也有一些心得與經驗，希望提供出來讓大家分享。」

IB是伙伴兼客戶 服務策略有鐵律

鑒於期貨商與IB應是事業夥伴及策略聯盟的型式，無論在業務行銷的推動上，或是對雙方公司的作業決策上，都需要考慮兩者之間的差異狀況，不能單一片面決定執行的方向。尤其在與非自家集團（俗稱外IB）的券商合作時，更是需要顧及到對方的處境，甚至要因應各券商不同屬性，提供量身訂做的合作方案，同時又不能因個案特殊條件，破壞與其他合作夥伴的公平原則，這之間的拿捏可說是一門藝術。黃佩儀笑道：「其實對待IB，就如同對待客戶一般，既是合作夥

伴也是客戶關係。這麼地說明，大家就不難理解拿捏的力道與分寸了。」

她認為，專營期貨商與IB在合作關係中有幾項必須遵守的鐵律：

一、同中求異的服務策略

黃佩儀舉例說明，她說，期貨商若是與多家IB合作，在退佣的條件上就應該做到儘量一致，若是開給兩家條件相當的券商不同的退佣標準，當其中一家知道後，一定會質疑公司的誠信。但是在主觀條件一致下，可以考慮用其他的方式彈性調整。例如：搭配行銷活動，設計階段性行銷計畫給較優惠的價格彈性，藉此回饋績效較佳的合作對象。這樣的方式，不但可以提供差異化的服務，也不會引起不必要的誤解。

二、注重誠信至上的原則

黃佩儀以她多年的經驗，指出了一個矛盾現象。當專營期貨商認為與合作IB是聯盟夥伴，但也有IB認為你可能是競爭對手。尤其是券商，會擔心手上珍貴的客戶資源遭到期貨公司覬覦，因此她強調，在處理IB服務上要謹守分際。處理業務時，應該由獨立的IB服務人員進行，避免直接由期貨公司營業員執行。她建議，儘量不要直接接觸IB的客戶，應該在符合法令規章的範圍下，轉由券商IB業務員自行處理、執行與客戶相關的種種業務。否則難保營業員會爲了自身業績考量，出現“搶客戶”的狀況，這絕對是和IB合作關係上的一大忌諱。

除了建立合諧的合作關係之外，期貨商更應該提供完善的交易環境給IB，這之中包含了交易系統與人員訓練，如此才能讓實務運作上順暢無礙。

三、建制完善的交易系統

「第一線使用前後台交易系統的精確度、穩定性與速度，可說是期貨交易成敗的關鍵！」黃佩儀嚴肅地說到。雖然IB在初始規劃，是僅只於執行業務招攬、代理開戶、接轉單等工作，但經過這幾年實務運做，除了結算作業外，前段的業務與交易執行幾乎都可以在IB端獨立完成。即時而穩定的交易平台，對期貨交易的重要性大家都知道，所以建構一套甚至是涵蓋備援的硬體設備與雙線路架構，對IB與期貨商而言，都是要一直不斷的更新，追求更完善的重要投資。

而且這項重大投資，不僅止於營業員使用的前後台系統，也包括提供給客戶使用的電子交易平台。黃佩儀認為，速度更快、功能越完整、操作更便捷等，都是不斷進步改良的項目。讓投資人擁有更優良的交易工具，才能刺激增加交易量，支持期貨商與券商有意願持續投資改善資訊設備，達到良性循環，進而促使期貨市場更加蓬勃發展。

四、提供良好的教育訓練

黃佩儀指出，IB業務做得好，對券商業務員的期貨教育訓練也是重要關鍵之一！對於已經是超級業務員的老鳥而言，他不會想要花太多功夫在新種業務上，但他們手上卻握有可觀的客戶資源；對於現貨業績不佳的

業務員，則是多了一項可以拓展新戰場、增加收入來源的新業務，所以如何好好的培訓這些證券業務員，絕對是推廣IB業務的第一要務。

由於客戶群的屬性與掌握都是業務員最清楚，因此，一旦有新商品或新制度推出時，就應該快速、正確地讓IB業務員了解。這些業務員都清楚的知道，應該針對哪些目標客戶群進行業務推薦，黃佩儀進一步舉例說明。例如：喜好短線進出的，當沖交易有絕對吸引力；交易商品多樣且留倉部位多者，適合推廣SPAN制度；手上現貨持股多且屬於長抱型投資者，可引導到利用有價證券抵繳保證金交易，諸如此類。

當現貨市況不佳，或是像2008下半年慘遭金融風暴襲擊，股票市場交易受阻時，聰明的營業員若引導客戶轉戰期貨市場，不但保住自身業績，同時也引領投資人多了一個賺錢或避險的管道。這絕對是一位專業營業員該有的體認與表現，也正是造就期貨市場在一片不景氣中逆勢成長的原因。

未經一番寒澈骨 哪得梅花撲鼻香

在期貨市場10多年的經驗與歷練，對於IB業務發展過程中，黃佩儀娓娓道來，她經歷的許多酸甜苦辣小故事。早期，由於國泰期貨型態特殊，是由銀行直接轉投資，沒有證券公司的背景，因此IB在選擇合作對象時，認為對自身證券業務衝擊與競爭威脅較少，均十分願意及放心地和他們建立合作。當時期貨交易系統也是由自家銀行開發建

構，所以有足夠且完整的專業度服務眾多券商。因此在開放IB業務起，國泰期貨作的外IB家數與營業據點就一路激增，最高峰時，同時服務了二十多家券商、一百多個營業據點。

在經營初期，交易系統功能性需求調整是常碰到的問題，因為大家都只有國外期貨交易經驗，所以集合期交所、期貨公司、券商，大家一起集思廣益，修改與新增許多系統功能。甚至因為是自行開發的系統，還可以為不同券商量身設計特殊功能，符合不同型態客戶下單需求。

黃佩儀說：「當時最大的夢魘就是發生系統當機或斷線，造成IB端無法順利下單，這時後期貨公司就會同時湧入大量電話，整個營業廳與交易室，人人電話接不完，恨不得有八隻手、四支耳朵可以多消化一些下單量。而延宕交易時機造成的糾紛，才是另一波痛苦災難的開始。」以她的經驗而言，此時就得真心誠意與IB面對面溝通、協調賠償事宜。一方面要消彌券商營業員怒氣（他們也是承受客戶極大的壓力）；另一方面又要站在期貨公司經營管理的立場，嚴格把關合理的賠償金額，夾在兩者之間，要達成雙方都滿意的結果，實在是一項吃力不討好的工作。所以她再次強調，建置完善的備援系統（機制）是非常重要的課題。

對專營期貨公司而言，大部分都只有台北一家總公司，但因為IB業務而有機會認識北、中、南全台各地的同業朋友，對於愛交朋友的黃佩儀而言，是最有成就感與快樂的

事情。她對台灣各縣市的熟悉，大多來自於「噢~那裡有一家合作的XX券商XX分公司」。她說：「南部朋友搏感情式的熱情，與北部講求效率的公事公辦，在推展業務上需要施展不同的技巧，這也是經營IB業務非常有意思的經驗。」

IB業務發展與現貨市場興衰（拓點與整併）也有著密不可分的關連，在1999~2000年間，證券業務蓬勃發展，券商不斷擴展新據點，直到2002年開始，又紛紛因為合併或出售而減少了券商家數。演變至今，較有規模的中型券商幾乎都已遭合併，市場上幾乎成為M型公司型態，小型的地區型券商仍維持IB經營模式、大型的綜合券商成為兼營期貨商，更大規模的券商幾乎均隸屬於金控集團之下。

至此，IB業務已經成為一個發展成熟且趨於平衡的狀態。但在這樣的發展過程當中，仍無可避免會發生同業殺價競爭搶奪IB的狀況，尤其是發生在經過一段時間培養，漸有績效的券商身上，這種感受就宛如花了大把心力拉拔長大的孩子，突然間就被人帶走，黃佩儀認為這是經營IB業務過程中，最傷感的事情。她以自己的經驗告訴大家，IB業務服務的層層關卡，都會影響到雙方合作關係，實在不得不謹慎為之！

建議開放個人IB業務 開啓另一個正向契機

林林總總暢談許多經營IB服務的內容，

黃佩儀希望讓大家對IB業務有更多的了解。最後，她提到，不論是制度面或是執行面，IB業務均已日趨成熟，目前投資人對期貨交易也已有一定程度以上的水準，在此前提下，她建議主管機關可以考慮更進一步開放「個人IB業務」。參考國外經驗，這會是另一種市場需求機制下的必然產物。黃佩儀深信，若能將其做好完善規劃，納入有效管理，必能再創期貨市場交易量的另一個高峰，也能導正現行違法代操的情勢，對期貨市場發展應該是一個正向的契機。

CNFA



黃佩儀檔案

學歷:文化大學國際貿易系畢

經歷:

世華期貨（1997~2004年）

國泰期貨（2004年迄今）

現任期貨公會理事

專訪大華期貨顧問事業部協理張嘉成

期貨行情大好 正是擴展IB通路好時機

撰文：賴育漣



期交稅大幅調降、現貨市場跌跌不休，刺激期貨市場投機及避險等需求，讓今年期貨成交量大幅攀升。對於專營期貨商而言，遍及整個市場的證券通路做為期貨交易輔助人（IB），等於是延伸期貨商的觸角。

絕大多數的期貨商均為證券轉投資的子公司，雖然部分也引進母公司以外的券商做為通路（俗稱外IB），但多數仍以母公司的券商通路（俗稱內IB）為主，台灣券商營業據點遍佈大街小巷，成為期貨商最好的幫手。

大華期貨顧問事業部協理張嘉成表示，因為身為證券的子公司，IB業務並不容易推展。一位專營期貨商IB業務主管透露，若母公司的配合度不高，期貨商要自行推展業務，難度相當高，儘管是期貨公司的總經理去拜託，證券分公司的經理都不一定買帳。分析其間的原因，張嘉成認為，對於證券通路而言，證券買賣是主要業務，以一個100萬元資金的客戶來說，若撥50萬元放在期市，相對投資於股市的金額就僅剩下一半了，除了怕資金會有排擠效應外，營業員也怕客戶對於期貨商品不熟悉，把期貨當股票操作，為了怕客戶承受風險，所以一般的證券營業員都是被動接期貨單。

今年因為行情大幅的衝擊，卻給專營期貨商在推展IB業務時意外地有了新插曲。因為從520之後，台股從9309點反轉向下，接下來又遭遇全球金融海嘯的衝擊，2008年10月底台股一度來到3995點的新低點，五個月內指數跌幅比腰斬還多，加上又有一段時間無法融券放空，逼迫投信業者不得不進入期貨市場避險，加權指數直直落，也有投資人牛刀小試，到期貨市場試試自己對趨勢的眼光。

現貨市場大衝擊 期貨市場大利市

在2008年下半年後，除了客戶對期貨商

品的主動詢問度變高之外，證券營業員在沒有太多現貨單可接下，也開始著眼於期貨商品，搭配今年大幅調降期貨商品的交易稅，這幾個月來，台指期、小台期的交易量相當明顯提升。因此今年雖然現貨市場不好，卻給了期貨商一個大好的機會，讓期貨商將期貨商品推展到證券通路。

推展IB業務 成功關鍵在母公司之支持

張嘉成進一步透露，台灣期貨商在推行IB業務上的困難，是因為目前對於大多數的期貨商而言，外IB的比重畢竟較低，而且外IB的問題較小，畢竟沒有投資關係，有時候是券商自己求助期貨商，願意成為外IB，這類的IB是券商自己想擴充期貨接單的業務，相對配合度就高出很多。

但對於多數還是以證券母公司IB通路為主期貨商，因為母子公司在位階上有差異，若無法從證券的決策端提出有力推動期貨商品的政策，業務推廣的難度相對較高。張嘉成指出，以目前在期貨市場上公認，在IB業務上推展最為成功的永豐期貨為例，它就是因證券決策端有自發性的推動之故。

了解商品可避免畏懼 擴散風氣是決勝關鍵

儘管仍舊有不少人認為，券商營業員以證券為主，專心本業即可，對於增加期貨商品推廣的部分興趣缺缺，尤其營業員自認為期、現貨商品有資金排擠效應，或者根本沒有真正深入了解客戶的需求及期貨商品，就自行幫客戶過濾商品，認為替客戶降低風

險。但張嘉成認為，其實並不盡然。

他透露，這樣的畫地自限，可能讓客戶錯失相當多的機會，尤其每一項投資工具可能都具備自己不同的特性。例如期貨有避險，以及價格發現等功能，並不一定要強力的推薦客戶去操作，卻可以適度介紹給客戶，讓他們了解商品，多一項選擇，大可不必把期貨商品視為洪水猛獸。

以目前市場上公認，在IB業務上經營的最成功的永豐期貨，張嘉成認為，永豐成功的秘訣，除了有證券母公司的強力支持、營業員的積極推廣之外，因在部分據點搭配理專的配合，理專為客戶尋求投資或避險管道之下，帶領客戶介入期貨商品，從一個據點不斷往外擴散之下，形成一股風氣，才能造就永豐期在這二、三年內在期貨市場的成交量明顯竄起。

期貨商品推廣列入考績 有助於IB業務推動

在期貨商與券商IB的合作中，要推廣商品，當然要有妥適的配套措施，除了基礎的資訊平台提供、完備的教育訓練之外，其中還有相當重要的一環為拆帳的模式，但張嘉成認為，除了基礎的部分之外，若能夠將期貨商品也列入證券營業員的考績項目，相信對於未來期貨IB業務的推動，會有相當大的助益。

以券商業務推行衍生性商品並非只有期貨商品，張嘉成透露，近幾年證券商增加權證的業務，營業員會積極推薦客戶與股票相

關度頗高的權證商品，主要應該是因為券商將權證商品納入管理，使從業人員從抗拒、難以接受，到納入考績審核之後，就能轉化成爲實際的業務。

大陸金融期貨商品將推出 IB制度可能一步到位

儘管大陸市場的金融期貨至今還在「只聞樓梯響，未見人下來」的階段，但市場預期千呼萬喚下應該已經快推出了，因此目前大陸市場也相當關注未來期貨市場的通路問題，希望能夠借鏡台灣的期貨IB制度，創造金融期貨市場的新榮景。

張嘉成說，大陸的期貨市場和台灣不盡相同，雖然大陸尚未有金融期貨商品，但在商品期貨部分卻相當的蓬勃，尤其最近二年商品價格飆漲，推升大陸期貨商品的成交量，因此儘管他們的客戶對於股指期貨較為陌生，但是對期貨商品的特性及風險的了解，已經有相當的程度。

張嘉成進一步的解析，對於大陸市場來說，期貨及現貨完全分開，並沒有母子公司的問題，但2007年大陸市場不但股票現貨市場熱絡，商品期貨交易也是搶搶滾，部分的客戶不僅是買賣現貨股票，也涉入商品期貨交易，哪裡有行情就哪裡去作。所以要著眼的可能不是母子公司的合作問題，而是如何透過策略聯盟合作，讓自己得以勝出。

從台灣IB的經驗當中可以看出，期貨及現貨畢竟是兩種不同的商品，張嘉成認為，

證券通路雖然已有既有的通路，且未來的股指期貨連動指數，券商從營業員端推行股指期貨的速度應該不慢。

對於大陸的券商而言，大的券商當然也要尋求「品牌強」的期貨商合作，因此在合作之際對於遊戲規則的訂定應該要盡量清楚，尤其要與證券決策端取得良好的互動及默契，以利後續對於期貨業務的推展。

另外一個重點則是，除了提供良好的交易平台予IB通路、完善的教育訓練讓營業員充分了解金融期貨商品，以及雙方都可接受的拆帳制度外，要真正將推展期貨商品的政策落實，可比照權證的推廣模式，明確的訂定在券商營業員的年度考核中，否則大多數營業員在慣性下，不太可能會主動推薦期貨商品。

推出個人IB制度 有助於期貨商品推廣

目前台灣的法規規定，僅有證券商能夠申請成爲期貨商的IB通路，但對於國外已經行之有年的個人IB，卻遲遲未能開放。張嘉成也指出，其實個人IB在國內也有不少，有的甚至以整體團隊的方式進行，結合個人IB及全權委託等業務進行。

因爲無法檯面化，反而出現更多的糾紛，在有需求才有供給的邏輯下，若能夠建立台灣期貨市場良好的個人IB制度，有法令可以遵循，反而能夠讓市場建立較好的秩序，也能夠讓期貨商除了證券商的IB之外，能夠有其他的IB管道推廣期貨商品。



期貨從業人員法律實用講座第四期台北班 招生

一技在身可以謀生 法律在身可以防身

歡迎非法律系畢業之從業人員報名參加!!

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、民事、刑事、其他等4大類，共22堂課，65小時。

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4期(台北班)	98年2月6日 98年3月14日	每週一、三、五晚間 18:30~21:30 每月前兩週六全天 09:30~16:30	台灣期貨交易所 (臺北市羅斯福路二段 100 號 6 樓大會堂)	98年2月3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，始視為完成報名手續。

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

熱忱・積極・完美