

台灣期貨市場晉升為全球主要交易市場之關鍵 ——從市場需求及國際化角度切入

◆ 統一期貨

● 洪立強

一、引言

世界各國金融市場在二次大戰後開始蓬勃發展，在軟體方面，由於知識人才在戰後逐漸培育完成後步入市場，導入許多不同以往且具開創性的新觀念，搭配各種衍生性金融商品進行操作，漸漸發展出資產配置及避險需求等概念，加上各種衍生性金融商品制度的建立及法規的鬆綁，使得金融交易更加自由，整體金融市場顯得欣欣向榮。而在硬體方面，科技產業快速的發展同樣推動金融市場的成長，由網路所建構的資訊平台效能日益強大，不論投資者身在何處，均能利用網路進行快速便捷的交易，串聯起各國主要金融市場的脈動，整個世界經濟體的運作，逐步邁向真正的國際化及全球化。

對於國內的股票、期權等金融市場而言，這似乎是個茁壯成長的好時機，從FIA所提供既有的數據來看也確實如此，以臺灣期貨交易所為例，期貨及選擇權的總成交量，從2004年的59,146,376口，到2005年總口數達92,659,768口，成長幅度高達56.7%，已躋身進入全球前二十大期貨交易所，排名第十八。就單種商品而言，台指選擇權合約已由2004年的4,382萬餘口，成長到2005年的8,010萬口，成長幅度更高達82.77%，交易成交量為世界上數種期貨衍生性商品中排名第十六。台灣在這波國際化的潮流中，衍生性金融商品的發展急起直追，似乎已經由開放時程上的落後（1992年7月10日首次公佈國外期貨交易法），逐漸追趕上許多先進國家。另外近期國內期貨、選擇權衍生性金融商品的發展，更在民間企業需求的催生下，加上政府推動QFII制度的改革，今年（2006年）三月底開始，國內期貨市場已開放外資以非避險目的從事期貨交易，另外境外外資也得以綜合帳戶從事我國期貨交易，兩項期貨交易法規的鬆綁，均使得國內期權市場更為健全完整，與國際接軌的程度也大幅提高。

雖然如此，暫以國外成熟的金融市場為例，一般期貨市場的交易規模多要大於現貨市場，但台灣期貨市場規模卻僅占現貨市場的八成左右，台灣期貨市場的發展似乎仍有不小空間，若能在相關法令以更實務的角度進行修改，在硬體設備與交易系統上，做更貼近國際習慣交易平台的改善，加上推出更多符合企業需求之新商品，應將能吸引更多參與者（如專業外資、避險商）參與國內期貨市場。以下針對上述幾點要件，提出筆者自身看法。

二、期貨相關法令的開放

關於期貨交易相關法令部份，今年（2006年）三月

底已通過外資得以非避險目的從事期貨交易，及境外外資得以綜合帳戶從事我國期貨交易等兩項重大變革，使得外國資金在台灣金融市場的操作更加靈活，對於吸引國外專業投資金融機構進駐台灣著實有不小的助益，但相對於國內機構法人而言，期貨交易卻總是阻礙重重令人望之卻步。

以一般國際機構法人避險比例約為三成來看，國內的投信平均避險比例卻僅有2%，參與期貨避險程度相對嚴重不足，雖然有部分原因在於國內金融機構缺乏期貨避險交易人才（在之後另有章節詳述），但源頭的法令並未開放也是重要關鍵之一。同樣以國內投信而言，法規限制須有相當的現貨部位，才能做多少比例的期貨避險，對於國內機構法人而言無疑是種禁錮，就像今年（2006年）三月底以前對於外資進出期貨市場的規範一樣，使國內法人期貨的操作多只有做空頭避險，壽險機構更明文規定無法從事多頭避險交易，連操作的方向都有諸多限制，更遑論資金配置比重的大小、相關避險程度等，都使衍生性金融商品的操作無法有效靈活運用。

更為人所詬病的限制，則在於選擇權的規定上，法令明白規定選擇權的買權賣方是屬於多頭部位，完全與理論上的解釋相反，對於多數只能作空無法作多的國內投信機構法人而言，選擇權的操作更是如海市蜃樓，空有衍生性金融商品存在，卻不能有效運作執行，主管證券機關對於期貨、選擇權避險相關的法令規範，確實成為國內資金無法有效進入期貨市場的重大阻礙。

再來則是關於期交稅的想法，期交稅的繳交一直是國內期貨交易無法吸引眾多國際投資客參與加入的主因之一，綜觀國際上各主要國家關於期貨課稅的制度，目前僅有芬蘭與台灣有課徵期交稅，雖然芬蘭所課徵的稅額為0.5%，但卻僅以利得金額進行扣稅，而台灣雖在今年初（2006年）調降為針對期貨部位市值的萬分之一進行課稅，但卻是不論賺賠均要進行課稅。再以鄰國日本做為借鏡，在1999年以前，雖然日本當時同樣對於期貨交易進行課稅，但所課徵稅率卻僅是期貨契約金額的十萬分之一，相較台灣光是稅率便為日本的10倍之多，更不用說日本已在1999年廢除課徵期交稅，跟隨韓國及新加坡等國，對於衍生性金融商品交易均免徵交易稅，吸引更多資金流入本國市場。

其實期交稅的降低或是免徵，不僅對於國際投資客而言，在於短線進出操作成本的考量，對於更大部位的國際機構法人而言更是如此。因為台灣股價指數期貨、選擇權合約當初設計的緣故，為一個月結算一次，不同於國外一般為三個月結算一次。當持有龐大的現貨部位

須按固定比例進行避險，卻因期貨合約結算換月過於頻繁，避險交易次數過多，形成可觀的避險交易成本，降低國際機構法人資金流入台灣的意願。

以臺灣期交所為例，筆者從期交所所提供的資料，統計今年調降稅率後期貨、選擇權的成交量變化，以期貨第一季總成交量為基準，QQQ成長幅度為27%，YOY成長幅度更達30%，若以選擇權第一季總成交量為基準，QQQ雖因選擇權稅率調降幅度較小，呈現小幅衰退6%，但YOY成長幅度高達65%，同樣顯示降稅後的綜效產生；另外若將市場參與者分別依自然人和法人分開計算，以法人第一季期貨總成交量為基準當作例子，QQQ成長幅度為23%，YOY成長幅度達24%，若換以選擇權為基準，第一季法人成交量QQQ的成長雖僅有2%，但卻遠高於自然人所呈現的衰退16%，而法人YOY成長幅度更高達134%。

從數據來看並呼應前文所說，降稅後確實將吸引更多外國資金流入台灣，特別是針對機構法人的大部位資金而言。若政府主管機關有心著眼於此，則更應加速推動期交稅持續調降，甚至朝免徵期交稅的方向邁進，對於國內期貨、選擇權市場的發展，將會有更國際化的成長。

三、期權資訊系統的改善

在資訊產業如此快速發展的今日，特別在台灣以電子產業揚名國際的國家，金融交易系統的落後確實是令人感到汗顏。衍生性金融商品最令人著迷之處，便是在於槓桿倍數的操作，但在風險控管的考量下，若欲避免在快市出現超出預期的損失，停損單交易平台的建立確實是必要的。不僅對於專業投資機構將有更佳的風險管理能力，在操作上更能靈活運用，對於一般有停損觀念的投資者，也同樣具有更大的吸引力，了解已知的最大可能虧損，便能提高參與市場交易的意願，如此也將使整個交易機制更符合國際習性，拉近與國際接軌的程度。

另值得一提的是，不僅停損單的設計是必要的，甚至若能有其他許多智慧單的設定，同樣更能讓期貨交易更加蓬勃發展。舉例而言，諸如前文所述機構法人在合約換月部位轉倉時，若轉倉部位過大，近遠月價差的變化便會造成頗大的換月支出，均隱含在避險交易成本之中，對於機構法人而言便存在一不穩定的風險因子，若能有近遠月價差的轉倉單設定的交易平台，相信對於持續有避險需求的國內外機構法人而言，將具有更強的吸引力；二擇一的智慧單也是值得考慮增加的項目，就是同張委託單中的兩筆委託，若成交其中一筆，則另外一筆將自動取消，一般對於投資人而言，若能同時鎖定獲利，及評估已知虧損程度，對於投入衍生性商品市場的意願將會大大提高。

目前這幾項交易系統，均已在國外的期貨交易市場

開發完成並使用甚久，若能朝此方向進行交易平台的改善，將更能吸引國際資金流入台灣市場。

另外對於增設台灣股價指數期貨電子盤交易，需求聲浪也同樣是此起彼落，主要的原因便是當前的環境，台灣已不能置身於國際事務之外，若欲與世界各國在時間上有所接軌，並有更佳程度上的連動，延長交易時間，及設計電子盤交易制度，讓國際機構法人隨時能反應國際間所發生的任何情勢，是整體交易系統不可缺少的一環，若能如此將更能有效吸引國際級資金的進駐，活絡整體台灣金融市場，對於期貨市場的成長同樣也會有極大的助益。

再就資訊透明方面，也同樣有值得改善之處，一般而言臺灣期交所所公開的報價資訊，只有最佳五檔的報價，但被臺灣期交所視為競爭對手的新加坡期貨交易所，所提供的服務，只要有委託單設價掛出，不論是買是賣，或離最近成交價有好幾檔外的差距，均能讓資訊使用者一目了然，不管幾檔的報價均能揭露，雖然資訊收費的方式不一，有各種級距上的差異，但至少提供資訊使用者不同需求上的選擇，對於期交所也是另一筆額外的收入，何樂不為。

以上所說的幾點項目，以現今資訊產業的成熟度來說，特別是對於科技島著稱的台灣而言，軟、硬體方面的技術並非遙不可及，多是存乎主管機關的一念之間，是否願意推動整個金融產業更進一步的發展，相信若真能有上述在資訊設備服務上重大的變革，將更能吸引不同位階的投資者進入市場，也就更能擴大期貨市場的廣度與深度。

四、舊商品的改變及新商品的開發

自1998年台灣加權股價指數期貨推出以來，台灣目前扣除掉股票選擇權契約，有多達13種可交易商品，從指數期貨到公債期貨、利率期貨，或是最近所新推出的黃金商品期貨等，對於一般機構所需避險的標的，可說是應有盡有，但較為成功的商品，卻只有台灣股價指數期貨及台指選擇權，雖然臺灣期交所已引進相關的造市者制度，投資者對於各種商品的詢價，均會有造市者提出相對的報價，但短期的效果似乎仍未浮現，其餘商品的成交量仍明顯低於台灣股價指數期貨及台指選擇權。

筆者將對於尚未成功的商品，提出自身的淺見或可能的改進之道，並嘗試提出較有可行性的新商品規劃方式，讓相關主管機關做為參考。

先以三十天期利率期貨為例，2004年推出後，該年度的日均量為1,397口，但到了2005年卻反而衰退至日均量僅有1口，明顯缺乏投資人願意進場交易，筆者試圖探究其原因，發現對於有利率交易需求的機構法人而言，一般交易利率的方式多為以利差金額直接進行交易，並無須本金作為擔保。

但對於期貨保證金交易制度而言，期交所固定收取相當金額的保證金，對於機構法人而言便成為資金運用上的阻礙，當然進入市場交易的意願也就不高。再以近期所推出的MSCI台指期貨及黃金期貨為例，不同於台灣其他商品之處，在於該兩種商品均以美元直接計價，主管機關為與國際接軌，企圖吸引國外資金流入的立意雖然良好，但卻忽略了幾點重要的面向。

首先最為重要的，便是在法規上規定欲交易該兩種商品，必須另外開立獨立的國內美元帳戶，在原先既有的台幣帳戶內並不能流通使用，阻礙了國內一般投資人的參與程度，當然也就無法吸引此前在新加坡交易所從事摩根台指期貨交易的國內投資者，更遑論在交易成本上仍有頗大的差距。

另外以黃金期貨而言，雖然是全世界黃金相關期貨商品中，首種以現金結算交割的商品，但國內有黃金現貨避險需求的機構法人相對較少，而對於國外機構法人而言，台灣黃金期貨並未與其他相當成熟的黃金期貨市場，如東京工業品交易所所交易的東京黃金期貨有太大的差異，加上交易時間上的限制（如前所說未有電子盤交易），也就更加沒有吸引力能夠吸引國外資金的流入，成交量當然也就不見起色。

綜觀以上三種尚未成功的商品，筆者認為在商品規劃時，有幾點共通的遺漏存在其中。第一當然是對於目標客戶的不夠了解，不論是三十天期利率期貨，或是近期推出的MSCI台指期貨、黃金期貨，既不能滿足既有目標客戶需求，更不用說是對於潛在客戶上的開發。

再來便是新商品的推出，並未有任何差異化，以MSCI台指期貨為例，當商品合約規格與新加坡期貨交易所所推出的摩根台指期貨所差無幾，但在交易方式較為繁複（需開立新獨立美元帳戶）、交易時間較短（未有電子盤交易），加上交易成本上的先天劣勢下（需課徵期交稅），當然無法吸引既有國內外資金轉向台灣期貨市場。

然而新商品的推出仍是刻不容緩，至於要規劃何種商品，如何將商品進行差異化，才能達到目標客戶的需求，甚至引起潛在客戶的共鳴，筆者認為這是未來新商品規劃的重心。

此前在黃金期貨等新商品尚未推出時，市場間便有許多的聲音發出，例如台灣DRAM期貨、台灣水果期貨、台灣水產期貨及台灣的油品期貨等，雖然均有其良好立意的出發點，但以水果期貨或是水產期貨為例，如何將商品標準化將是一大考驗，而再以DRAM期貨來說，該商品的產業性質也許過於侷限，可能較無法有效擴展參與市場的客戶群，另外對於台灣油品期貨的評估，因台灣並非產油大國，更非用油大國，加上其他主要國家經濟體如日本，也同樣有相對成熟的油品期貨推出，並無法有差異化的商品能吸引既有客戶，筆者大膽認為以上均非現在所適合推出的新商品。

究竟什麼樣的商品的規劃，才能符合目前業界的需

求，又有不同於其他國家期貨商品的差異性呢？筆者認為新台幣匯率期貨將是最可行的新商品。

當然一國的貨幣政策需要央行等主管機關進行相互協調，評估對於整體國家經濟體的影響及引發的效應，但以目前的環境來說，新台幣匯率期貨的推出對於業界而言是必須且急迫的。就以近期新台幣的行情波動來看，新台幣四月中旬兌美元的報價約為32.4左右，但因熱錢流入炒作，經過不到一個月的時間，五月上旬新台幣兌美元便大幅升值為約31.3，幅度高達3.4%，對於以出口導向為經濟重心的台灣電子產業而言，光是匯兌損失便高達超過數百億，若有管道能讓此類龐大的資金進行某種程度的避險，相信對於業界企圖鎖定獲利，避免匯兌損失而言，將有極大的幫助。

基於以上看法，筆者認為新台幣匯率期貨，其目標客戶群廣大，所有台灣出口導向的企業均是該商品的目标客戶，更有許多潛在的投機客，例如押注人民幣升值等題材者，都將進入此一市場，加上並未有其他商品能夠替代，差異化便由此產生，也就更能預期該商品在未來市場的成功性。

五、期貨產業所扮演的角色

目前台灣的期貨市場仍屬於正在起飛中的產業，然而當產業規模日益壯大，當中的分工也就更加細膩，筆者將提出現行制度下的部分面向，嘗試解析不同期貨部門對於期貨發展的定位，當中所應扮演的角色。

首先以經紀業務來說，經紀業務一般是大部分期貨商最大的收入來源，通常也代表了公司的整體規模。對於期貨的發展而言，經紀部門更是直接面對客戶的第一線，當然對於產業的開發成長而言，是不可或缺的主要力量。

但要如何定位經紀部門的角色，難道只是到處招攬客戶，推銷客戶進行期貨交易如此而已嗎？其實不然，若非有其他差異化的服務，經紀部門將只會成為殺低成本的紅海戰場，並非長遠之道。

以優秀的經紀部門來說，當然必須滿足客戶端的任何需求，不論是交易的便捷，或是資訊的提供等，都是屬於經紀業務部門執掌的範圍，但更進一步的，如何預先發現客戶需求，甚至將自身定位成為國際客戶提供服務的業務部門，並著手規劃相關事宜，便是屬於經紀業務的藍海策略。

究竟什麼才是客戶想要的，對於產業第一線的業務人員來說應是最清楚不過了，若能針對客戶需求提前進行規劃，並與相關部門進行研究，相信服務的差異化將很快便能顯現出來，客戶將也願意給付較高的手續費，來獲得相關服務。

再來談談投顧部門，一般較大型的期貨公司均設有投顧部門，主要的工作項目是招收會員走進課堂，教育

客戶期貨的相關知識，提供各類相關的歷史統計數據，與傳授自身操作的經驗、策略等，並收取相關的講課費用。因此投顧部門的角色，是提供產業較先進的觀念給予客戶，對於提升客戶素質有相當程度的助益。

當然若客戶操作績效因此而有所成長，將大為提高進場交易的意願。所以就對於推廣期貨業務的角度而言，投顧部門同樣也占有不小的份量，與業務部門屬於相輔相成的共同體，均是不可偏廢的一環。

另外還有目前尚未開放的便是期貨的授信事業，期貨授信事業主要是對於不特定的客戶募集基金，以專業的知識及操作策略，進行期貨交易，並酌收一定比例的基金管理費用。期貨的授信事業在國外已有相當時程的發展，但在國內礙於社會觀念，普遍認為期貨交易屬於高風險的投機活動，導致主管機關仍遲遲不願鬆綁相關法令規定。

其實認為期貨交易有較高的風險存在，並非完全正確，衍生性金融商品的特性只是資金操作的槓桿較大，不全然表示會造就龐大的虧損，對於投資者而言，若有機會能將資金交由具專業知識的機構進行管理，因機構相關的軟硬體設備多優於個人，在風險的控管上，應會較個人操作要來的更好許多，也較能充分運用衍生性金融商品的特性賺取利潤。若想要期貨產業持續向上發展，筆者認為，開放期貨授信的業務將是未來不可避免的道路。

六、期貨專業人才的培育

關於專業人才的養成，在現今社會上不論是在哪種產業，多是倍受關注的焦點，因為一個產業是否能持續蓬勃發展，當中的參與者均扮演相當重要的角色，特別是在今日作業分工如此仔細的時代，專業素養更是不可或缺的必要條件，若是能有完整周詳的人才培訓計畫，對於產業長遠的發展將有極大的助益。

而在台灣期貨產業當中，對於人才的培育則相當令人感到欣慰，雖然整個產業仍處於相當年輕的萌芽起飛階段，如前文所說相對於現貨市場規模並不龐大，但相關單位卻已確實了解到，人才養成對於產業未來發展的重要性。在中華民國期貨業商業同業公會、證券暨期貨市場發展基金會，及臺灣期貨交易所三個主要單位的攜手合作之下，已有一整套人才訓練計畫正在實行當中。

最基礎的培訓內容為針對應屆畢業生，或是剛踏入社會的新鮮人，初次進入期貨產業所需的證照考照研習，以小班教學的方式，輔導有心未來將從事期貨相關業務的新人，取得最基本的入行證照，同時在尚未受到大環境的影響前，先行導入正確的道德價值觀，以培養正面的人格特質。目前雖然人才供給及期貨商需求雙方介面仍處於磨合狀態，但對於業界而言，若有專業新血源源不絕的流入，將更能激發出不同的新動力，對於開拓期貨業務也就更有幫助。

而在在職教育訓練方面，則是針對原先已在期貨相關單位工作的人所設計，分別對於不同部門的專業，聘請不同領域的專業講師，做不同在職訓練時數的規劃。

並且明定每間隔某段期間的工作之後，便必須參加教育訓練。讓相關從業人員的專業素質，能持續維持在一定的水準之上，不因在單一工作上的時間拉長，產生怠惰的心理，而減少持續進修的動力，進一步影響提供給客戶的專業服務。

另外提到硬體方面，在公會出力、證期會提供講師、期交所提撥資金及場地下，三個主要單位延續先前的合作，特別針對期貨界目前極為欠缺的操作人才，在今年（2006年）七月正式啓用了「期貨交易教育訓練中心」。該中心的虛擬交易系統，為貼近行情的波動，設計與真實市場進行連結，以做為模擬交易的背景環境，給受訓人員在從事虛擬交易時，更有身歷其境的感覺。

然而教育中心並非只有單純的即時模擬下單系統，還有特別規劃「重播虛擬交易所系統」，使用者可以自行選定任何歷史時刻的股市資料，於盤後進行模擬交易，藉此學習當遭遇突發事件時，緊急應變的交易能力。

另外也建制有「證期權策略稽核風控系統」，該系統利用期、現貨，外加選擇權的各種投資組合，計算不同組合的風險值及其當時的變化情況，強化學員對於各種風險參數的敏感度。當然系統也提供了情境分析的功能，模擬未來的走勢對於投資組合的影響，增加使用者對於市場變化的了解，與整體部位損益狀況的掌握程度。

對於期貨商的自營部門而言，教育中心則提供了「金融商品交易風控系統」，該系統不僅是一個整合性的交易風險管理系統，除了可針對債券現貨、權益商品、權益衍生性商品與利率衍生性商品進行風險值計算，更可區分為各交易員別、商品別等，繪製個別的風險值分析圖表，輔助自營部門主管對於各交易員的部位掌握，及整體總部位位的風險管理。

專業人才培訓方面，雖然目前因相關措施實行的時間並不夠長，可以明確看到其成效，加上課程的設計上，也未必能符合現今或是未來產業的需求，仍有許多值得各方探討的空間，但至少在起跑點前的準備，期貨產業稱的上是相當充分，若人才培訓機制能順利運轉起來，期貨產業未來將有無限的成長空間。

七、結語

本文對於期貨市場的發展，依序從法令規範、資訊平台，到新商品的開發，再到各期貨部門所扮演的角色，及期貨專業人才的培育等，均詳盡的陳述出筆者的觀點，但在如此具有廣度及深度的期貨產業之中，相信仍有諸多面向遺漏而並未提及，僅期望以自身粗淺的見

解，對於整體期貨產業未來的發展有拋磚引玉之功效。

然而在文章的最後，筆者必須強調，期貨市場未來的發展，如前面章節所述，其實有賴更多新進的專業期貨人才流入，當產業力圖逐步擴大，所需龐大且具有專業期貨知識的人才便顯得匱乏，筆者雖非金融財經相關系所畢業，但因公司願意給予機會，並提供相關訓練，使個人在人才的培育方面有相當的體認，最終也才能有機會對整體期貨市場發展盡點微薄的心力。

是以相關單位更加必須持續進行培育人才的工作，不論先前所學為何，若能有完整的培訓制度，讓各不同產業的人才均能學習期貨相關專業知識，當融合原先所學之後，必能激盪出許多不同以往的新觀念，對於期貨市場長遠的發展也就更有幫助。