

台灣期貨研究叢書 016

金融市場整合下的期貨商因應之道

中華民國九十八年五月

中華民國期貨業商業同業公會
Chinese National Futures Association

中華民國期貨業商業同業公會委託研究計畫案

金融市場整合下的期貨商因應之道

計畫主持人：劉威漢 博士

共同主持人：黃哲盛 博士

研究人員

計劃主持人 劉威漢 淡江大學財務金融(系)所助理教授
共同主持人 黃哲盛 淡江大學國際貿易(系)所助理教授
研究助理 邱登揚 淡江大學財務金融所碩士班研究生
曾重嘉 淡江大學國際企業所碩士班研究生
陳沛甄 淡江大學國際企業所碩士班研究生

計畫負責人：劉威漢 Email: liulu@hotmail.com

目 錄

表目錄	4
圖目錄	5
第一章 前言	6
第一節 研究動機與背景	6
第二節 研究目的	6
第二章 國際間期貨市場近況	8
第一節 近三年來發展勢頭	8
第二節 2008 年金融海嘯後新情勢	24
第三節 小結	28
第三章 香港與新加坡期貨市場值得借鏡之處	29
第一節 香港方面	29
第二節 新加坡方面	30
第三節 小結	32
第四章 我國期貨市場現況	34
第一節 政府政策與措施	34
第二節 期貨商發展現況與自身發展作為	43
第三節 小結	46
第五章 我國金融市場整合下對期貨商的因應之道	47
第一節 分析架構	47
第二節 契機分析	48
第三節 關鍵成功因素分析	51
第四節 組織能力分析	57
第五節 期貨商的因應策略及其競爭優勢建立	64
第六章 結論與建議	69
參考文獻	70

表目錄

表 2-1：按所提供衍生性商品類別劃分的交易所數目	13
表 2-2：2007 年個別衍生性商品類別成交合約張數最多的前 20 家交易所	17
表 2-3：以各類產品數目統計的個別交易所	20
表 2-4：香港衍生性商品契約成交量	21
表 2-5：新加坡交易所期貨契約成交量統計表	22
表 4-1：國內期貨選擇權交易量和成長率	34
表 4-2：2005~2007 年專營期貨商稅前損益及每股稅前盈 餘比較表	35
表 4-3：2003~2007 專營期貨商整體營運績效統計表	36
表 4-4：2005~2008(1~7 月)年臺灣期貨市場交易量結構分 析	37
表 5-1：期貨商的策略群組	58
表 5-2：期貨商 VS.證投信跨入期貨信託事業之優 劣勢比較	67

圖目錄

圖 2-1：全球衍生性商品合約成交張數及年度成長率（2005 至 2007 年）	9
圖 2-2：全球衍生性商品合約成交張數最高之前 20 家交易所 （2005 至 2007 年）	10
圖 2-3：衍生性商品數目總額前 20 大交易所（2007 年）	11
圖 2-4：各類衍生性產品數目（2007 年底）	12
圖 2-5：按相關資產劃分的衍生性商品成交合約張數（2007 年）	13
圖 2-6 (a)：2007 年金融類衍生性商品類別成交合約張數最多 的前 20 大交易所（包括台灣期貨交易所）	15
圖 2-6 (b)：2007 年非金融類衍生性商品類別成交合約張數最 多的前 20 大交易所（包括台灣期貨交易所）	16
圖 2-7：2004 年至 2006 年全球交易所新掛牌契約數目	21
圖 5-1：分析架構	47
圖 5-2：關鍵成功因素的分析架構	51

第一章 前言

第一節 研究動機與背景

隨著金控公司的推展，金融公司業務發展走向「跨業」的經營已是必然結果。其目的在於降低交易成本、廢除證券自營商與證券經紀商單一資格制度、證券交易所會員金融機構外部資本出資之限制與解除最低手續費之限制等，如此使得證券自營商與經紀商得互相兼營、非證券交易所會員金融機構得持有證券交易所會員機構百分之百股權。只是目前形勢演進似乎不利於期貨商，期貨商應如何發展因應之課題至為緊要，畢竟證券業整併期貨業較為可行，反向操作則較為不易也恐少見。相形於近來全球金融海嘯衝擊之下，在推動金融整合的同時，要如何兼顧風險管理，以配合新版巴賽爾協定亦是刻不容緩。

第二節 研究目的

針對主管機關開放跨業經營使金融市場整合後對期貨商之契機，研究提出期貨商的因應之道，詳細課題羅列如次：

- 一、 現階段已開放證券商及金融機構可兼營期貨經紀及期貨自營業務，同時也開放期貨商得兼營期貨顧問、期貨經理及證券經紀與證券自營業務，各業別之分際已越來越模糊。此一趨勢對於資本額較小，且多半由證券商轉投資的期貨商有何契機？
- 二、 開放各業別跨業經營的多元化發展後，對期貨商的威脅與轉機為何？競爭優勢為何？
- 三、 蒐集美國、歐洲、日本、新加坡及香港等國外期貨商之成功經驗，論述期貨商如何在激烈的業務競爭中佔有一席之地？

因此，本研究先綜觀國際間期貨市場近況，討論近三年的發展市頭並整理於第二章。在針對亞太市場中，最值得我國借鏡則屬香港與新加坡，本文第三章則嘗試歸納其長處，作為政策參考。第四章討論我國期貨市場現況，就其產業環境與發展情況作所評述，第五章評論我國金融市場整合後對期貨商之影響，也就是彙整出因應策略之各個考量層面，作為個別期貨商自行斟酌規劃之參考。

第二章 國際間期貨市場近況

本章從近三年來與 2008 年金融海嘯後新情勢來兩方面，來綜論國際期貨市場之發展近況。

第一節 近三年來發展勢頭

本節分別從近三年來¹全球衍生性商品成交量、新衍生產品發展趨勢、亞太區主要交易所、全球交易所擴張機制等四方面之概況討論。

壹、全球衍生產品成交量增長概況

根據「期貨工業協會」(Futures Industry Association, FIA)的統計，自2005年以來全球衍生產品成交量一直不斷增長，年成長率也是逐年攀升(圖2-1)，2007年全球衍生產品成交合約張數為152億張，較2006年的119億張增加28%。增長趨勢之主因，在於現有產品及新產品交投的增加。按成交合約張數首20家交易所的排名則變化不大，每年只有一兩家交易所的排名跌出首二十大。

¹ 本研究計畫期間 2008 年全年資料尚未公佈，尚無法據以分析。

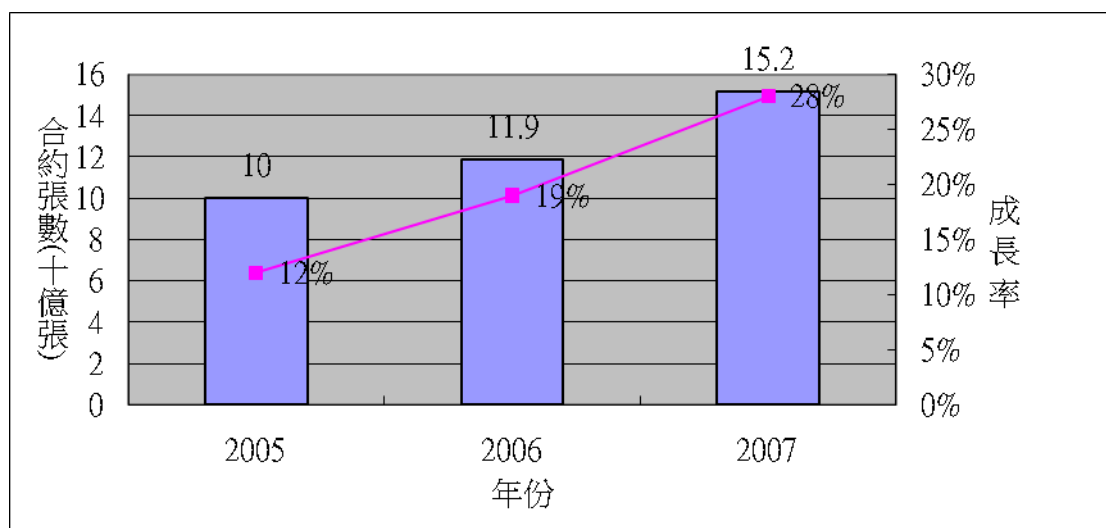


圖 2-1：全球衍生性商品合約成交張數及年度成長率（2005 至 2007 年）

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

亞洲期貨交易所中，南韓交易所名列全球交易所排名首位；中國大連商品交易所名列全球交易所第十七名，亞洲交易所第二名；台灣期貨交易所緊跟在後（圖2-2）。沒進前20位的交易所亦見成交合約張數大增及全球排名迅速躍升，如香港交易所在2006年的成交量增幅為68%，2007年為105%，排名由2005年第38位升至2006年第35位，到2007年躍升至第29位；鄭州商品交易所在2006年的成交量增幅為63%，2007年為101%，排名由2005年第34位升至2006年第32位，到2007年躍升至第25位，足見東亞地區期貨市場近年來蓬勃發展之向上勢頭。

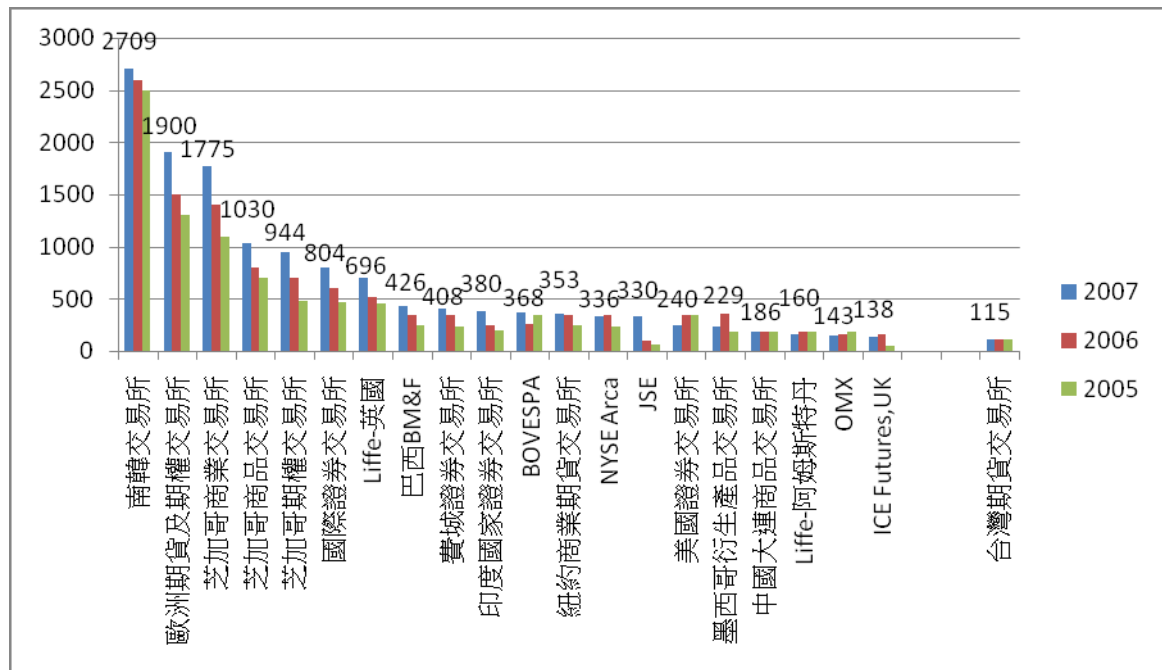


圖 2-2：全球衍生性商品合約成交張數最高之前 20 家交易所（2005 至 2007 年）

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

其次，就所提供的產品數目計來看，全球交易所中有 31 家或近半數提供不超過 10 支產品，6 家交易所（9%）提供逾 100 支產品。產品數目最多的十家交易所（圖 2-3）中，同時名列成交合約張數最高十家交易所（圖 2-2）之內的只有 5 家，分別是歐洲商品交易所、美國芝加哥商業交易所、美國芝加哥期貨交易所、英國倫敦金融期貨交易所及巴西商品與期貨交易所。上述顯示：可見提供大量產品不一定會帶來高成交合約張數。至於 2007 年間亞洲交易所，則以新加坡交易所居首位，台灣期貨交易所居次（圖 2-3）。

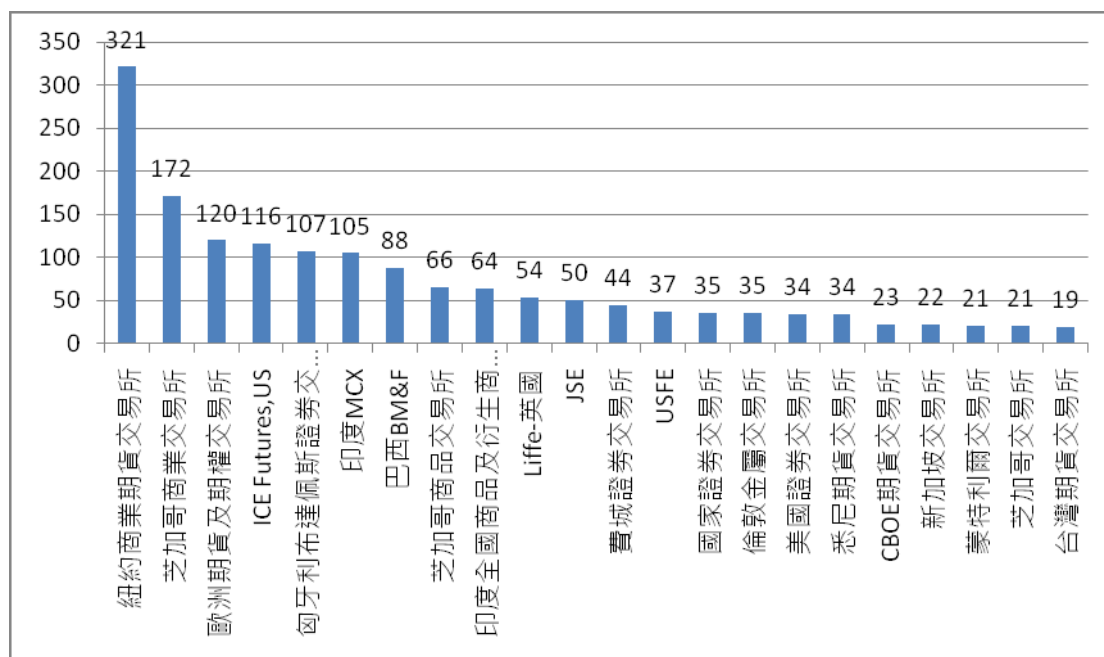


圖 2-3：衍生性商品數目總額前 20 大交易所（2007 年）

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

再者，就所提供的產品數目計來看（圖2-4），2007年底全球交易所共提供1,920支衍生產品，1,039支（54%）為金融類產品，881支（46%）為非金融類產品。其中，股票指數產品共有504支，佔產品總數的26%而排名首位，其次為能源產品有359支(19%)，及農產品336支(18%)。能源產品與農產品有關商品的迅速崛起應該肇因於同期原油價格飆漲。

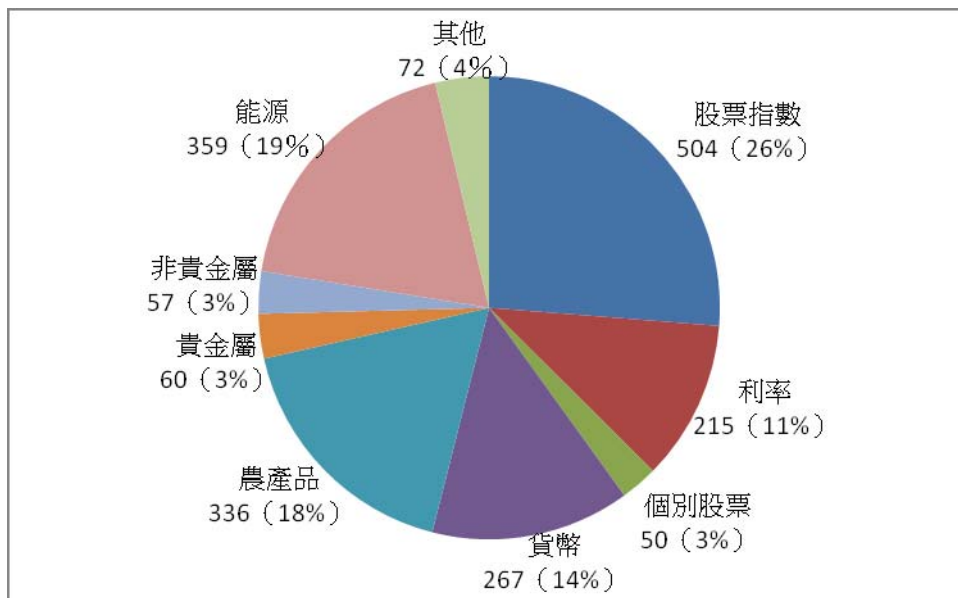


圖 2-4：各類衍生性產品數目（2007 年底）

資料來源：Futures Industry Magazine

金融類產品中，股票指數產品是 2007 年全球交投最活躍的產品，佔全球衍生產品成交合約張數的 37%，其次是個別股票產品（27%）及利率產品（25%）（圖 2-5）。

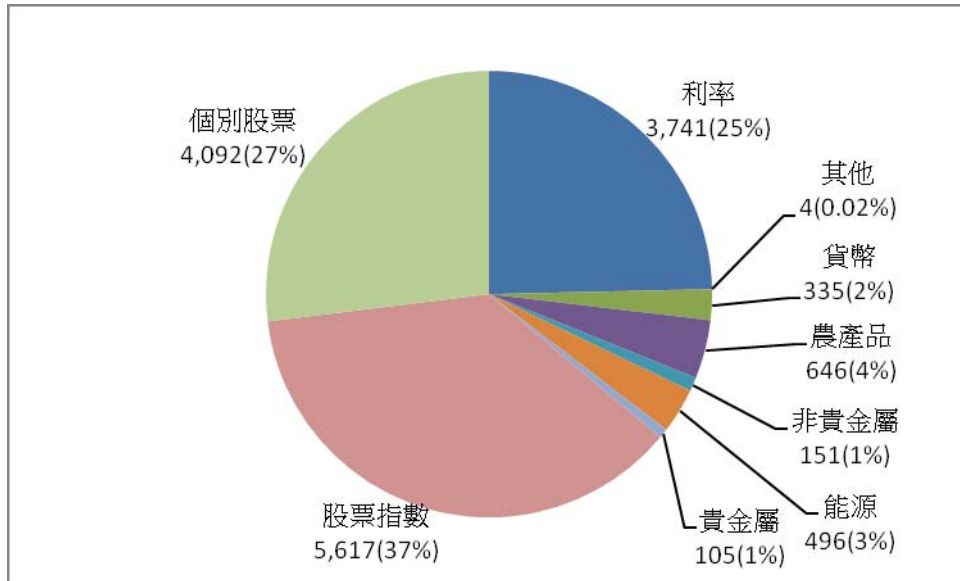


圖 2-5：按相關資產劃分的衍生性商品成交合約張數（2007 年，單位：百萬）

資料來源：Futures Industry Magazine

相較期貨與選擇權兩者（表 2-1），期貨合約較期權合約普遍，但個別股票的產品則除外。而總數 64 家全球重要交易所中有 47 家提供金融類產品，只有 36 家提供非金融類產品，可看出提供金融類產品的交易所數目較提供非金融類產品者多，且最常見的衍生產品類別為股票指數，44 家交易所提供此類產品，其次為個別股票及農產品。

表 2-1：按所提供衍生性商品類別劃分的交易所數目

產品類別	交易所數目	百分比	產品類別	交易所數目	百分比
金融類產品	47	73%	非金融類產品	36	59%
金融類期貨	41	64%	非金融類期貨	36	58%
金融類期權	39	61%	非金融類期權	23	38%
股票指數產品	44	69%	農產品	29	45%
股票指數期貨	37	58%	農產品期貨	29	45%
股票指數期權	36	56%	農產品期權	17	27%
個別股票產品	36	56%	能源產品	14	22%
個別股票期貨	21	33%	能源期貨	14	22%
個別股票期權	29	45%	能源期權	6	9%
利率產品	27	42%	貴金屬產品	11	17%
利率期貨	26	41%	貴金屬期貨	10	16%
利率期權	14	22%	貴金屬期權	5	8%
貨幣產品	18	28%	非貴金屬	7	11%
貨幣期貨	15	23%	非貴金屬期貨	7	11%
貨幣期權	11	17%	非貴金屬期權	2	3%
其他產品	2	3%	其他產品	11	17%
信貸指數期貨	1	2%	其他期貨	11	17%
信貸違約期權	1	2%	其他期權	3	5%
交易所總計	64	100%	交易所總計	64	100%

註：1. 資料來源：Futures Industry Magazine

2. 其他產品類別是以天氣、木材、塑膠、尿素、房屋指數、減排認證及商品指數相關產品合計。

進一步將全球成交合約張數分別從金融類與非金融類產品作獨立分析，2007 年衍生產品總成交合約張數最多的三家交易所（南韓交易所、歐洲商品交易所及芝加哥期貨交易所）同時亦是金融類產品成交合約張數最多的交易所，而台灣期貨交易所居於亞洲交易所第二名（圖 2-6a）。至於非金融類產品（圖 2-6b），以亞洲期貨市場觀察，中國大連商品交易所居於首位，中國鄭州商品交易所居次。而整體來說，亞洲交易所在此分類中前 20 名就佔了 7 間，尤其以中國交

易所和日本交易所為大宗，對於全球整體市場有一定影響力。

(a) 按金融類衍生性商品成交合約張數

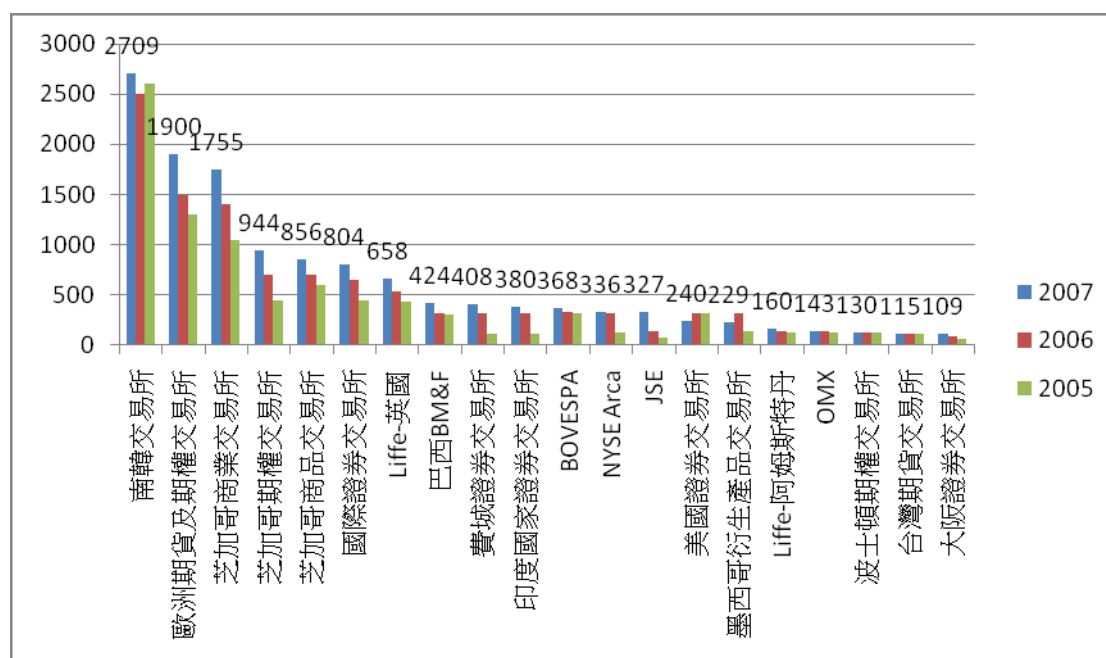


圖 2-6 (a)：2007 年金融類衍生性商品類別成交合約張數最多的前 20 大交易所
(包括台灣期貨交易所)

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

(b)按非金融類衍生性商品成交合約張數計

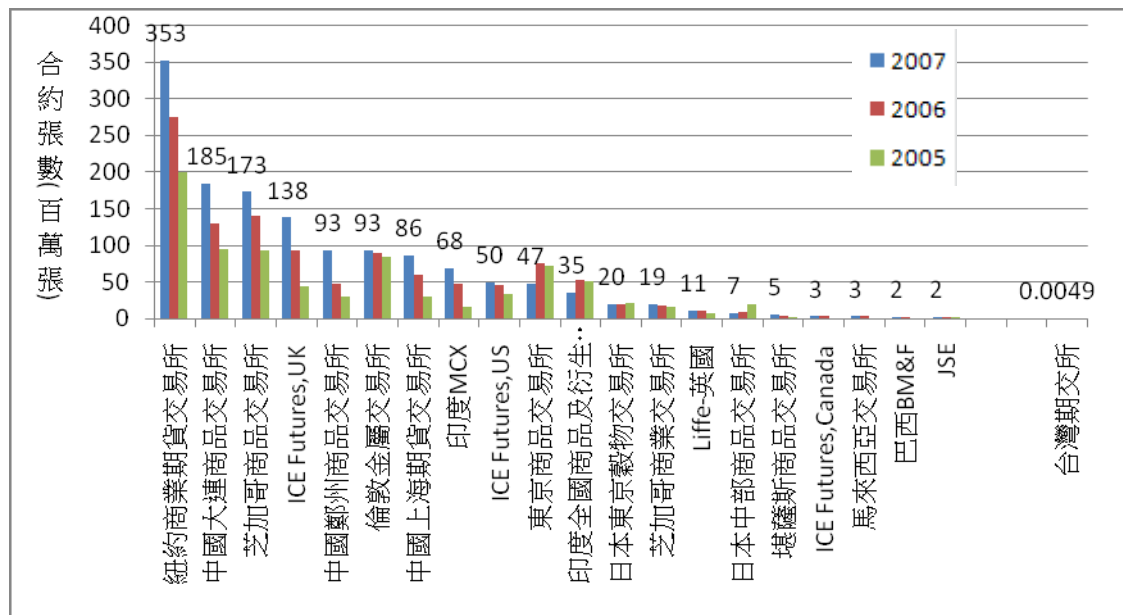


圖 2-6 (b)：2007 年非金融類衍生性商品類別成交合約張數最多的前 20 大交易所（包括台灣期貨交易所）

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

針對2007年個別衍生性商品類別成交合約張數最多的前20家交易所，表2-2概列不同產品類別中成交合約張數最多的首五家交易所。能源產品集中於紐約商業期貨交易所與英國國際期貨交易所，成交量共占市場總額的91%，亞洲期貨市場以上海期貨交易所所占比重最高(2.4%)；貴金屬成交最多的首三家交易所共占市場比重88%，亞洲期貨市場以東京商品交易所所占比重最高(27.2%)；非貴金屬產品成交排名首兩位（倫敦金屬交易所、上海期貨交易所）共占市場總額的82%，亞洲期貨市場以上海期貨交易所所占比重最高(20.8%)；農產品成交最多的首三家交易所（大連商品交易所、芝加哥商品交易所、歐洲商品交易所）共占市場比重逾68%，而以大連商品交易所居於首位(28.7%)。由此可以看出，某些產品類別的全球交易總量高度集中

於一家或數家交易所，即使交易所只有單一支成功產品，其亦可以在某種產品類別成為全球之冠；此外，東亞地區在全球期貨市場佔有重要地位。

表 2-2：2007 年個別衍生性商品類別成交合約張數最多的前 20 家交易所

股票指數產品			個別股票產品		
排名	交易所	佔全球合約張數百分比	排名	交易所	佔全球合約張數百分比
1	南韓交易所	47.9%	1	國際證券交易所	19.3%
2	歐洲期貨及期權交易所	13.4%	2	芝加哥期權交易所	12.2%
3	芝加哥商業交易所	12%	3	費城證券交易所	9.8%
4	芝加哥期權交易所	7.9%	4	歐洲期貨及期權交易所	9.2%
5	印度國家證券交易所	3.4%	5	巴西聖保羅證券交易所	9.0%
	台灣期貨交易所	1.8%		台灣期貨交易所	0.03%
利率產品			貨幣產品		
1	芝加哥商業交易所	25.0%	1	芝加哥商業交易所	43.0%
2	芝加哥商品交易所	21.8%	2	巴西商品與期貨交易所	35.7%
3	歐洲期貨及期權交易所	20.6%	3	Rosario 期貨交易所	7.5%
4	倫敦金融期貨交易所	13.9%	4	布達佩斯證券交易所	4.0%
5	巴西商品與期貨交易所	7.1%	5	特拉維夫證券交易所	2.9%
	台灣期貨交易所	0.00%			
農產品			能源產品		
1	大連商品交易所	28.7%	1	紐約商業期貨交易所	62.8%
2	芝加哥商品交易所	25.0%	2	國際期貨交易所	27.9%
3	歐洲商品交易所	14.4%	3	印度大宗商品交易所	3.2%
4	國際期貨交易所, 美國	7.7%	4	上海期貨交易所	2.4%
5	上海期貨交易所	6.5%	5	東京商品交易所	2.3%
				台灣期貨交易所	0.01%
貴金屬產品			非貴金屬產品		
1	紐約商業期貨交易所	35.8%	1	倫敦金屬交易所	61.5%
2	東京商品交易所	27.2%	2	上海期貨交易所	20.8%
3	印度大宗商品交易所	24.6%	3	印度大宗商品交易所	14.9%
4	芝加哥商品交易所	10.9%	4	紐約商業期貨交易所	2.5%
5	全國商品及衍生產品交易所	1.3%	5	全國商品及衍生產品交易所	0.2%

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

檢視 2007 年全球期貨市場呈現遍地開花之榮景，上升勢頭仍由主要交易所帶動，成交合約張數最多的首 10 家交易所中，部分亦位居個別產品類別的全球領先地位，羅列下列觀察做為本節小結：

對於金融類產品：

- 一、 南韓交易所於股票指數產品中冠全球，其股票指數產品的交易佔全球股票指數產品成交合約張數的 48%。
- 二、 美國的國際證券交易所於個別股票產品中居於首位。
- 三、 美國芝加哥商業交易所於貨幣產品中亦冠於全球。
- 四、 美國芝加哥商業交易所、美國芝加哥期貨交易所及歐洲商品交易所是利率產品成交最多的三家交易所。

至於非金融類產品，在全球位居前列的主要是只提供非金融類產品的交易所：

- 一、 美國芝加哥期貨交易所似乎是唯一一家同時兩種商品類別的領先交易所。
- 二、 大連商品交易所（全球排名第 17 位）居農產品之首（佔全球農產品成交合約張數的 29%），但美國芝加哥期貨交易所所佔比重亦很大（25%）。
- 三、 美國紐約商業交易所（全球排名第 12 位）是能源產品成交量最多者（佔全球能源產品成交合約張數的 63%），同時位居貴金屬產品成交榜首（佔該類產品全球成交合約張數的 36%）。

貳、新衍生產品發展趨勢

由於新產品推出時間不同，市場需要時日消化，為求資料之完整性與精確性，本節將樣本期間拉長為 2002 至 2007 年，涵蓋了不同時段及其成長週期的不同階段，以利真實探討個別新產品的整體表現，並以成交合約張數之前 12 家交易所、香港交易所與台灣期貨交易所為主要統計對象，結果彙整於表 2-3。

根據 2007 年時成交合約張數排名的首 12 家交易所來整理，共計創新推出了 6995 支新產品（333 支金融類產品及 366 支非金融類產品），其中以股票指數產品為大宗（208 支），其次是利率產品（68 支）及貨幣產品（46 支）。

推出最多新產品的是美國紐約商業交易所（300 支），幾乎都是能源產品，其次為芝加哥商業交易所（114 支，其中 77 支為金融類產品，37 支為非金融類產品）及歐洲商品交易所（88 支，全為金融類產品）。

若縮短樣本期間為 2004 年至 2006 年，全球交易所統計，各國衍生性商品交易所新掛牌契約數達 23,691 個，期貨有 2,968 個，選擇權有 20,723 個，大部分卻為個股類商品，且選擇權推出數目遠大於期貨推出數目，顯示全球選擇權市場普遍急起直追，努力趕上期貨市場之勢（圖 2-7）。

但是，近期新推出的產品或未有足夠時間發展，市場不及消化，而較早推出的產品即使在早期看似成功，亦有可能會因市場整體快速擴張而漸形失色，出現後勁不足之窘境。

表 2-3：以各類產品數目統計的個別交易所

交易所	南韓交易所	歐洲期貨及期權交易所	芝加哥商業交易所	芝加哥期權交易所	芝加哥商品交易所	國際證券交易所	L i f f e-歐	巴西 B M & F	費城證券交易所	印度國家證券交易所	B O V E S P A	紐約商業期貨交易所	合計	臺灣期貨交易所	香港交易所
產品類別															
金融類產品	7	86	77	18	17	35	20	3	34	0	3	0	330	12	7
金融類期貨	5	46	65	13	0	0	14	1	0	0	1	0	172	6	4
金融類期權	2	40	12	5	17	35	6	2	34	0	2	0	158	6	3
股票指數期貨	1	43	26	6	0	0	4	2	0	0	0	0	83	4	4
股票指數期權	0	40	3	1	17	31	3	0	28	0	2	0	125	5	3
個別股票期貨	0	2	4	0	0	0	0	0	0	0	1	0	7	0	0
個別股票期權	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
利率期貨	2	1	10	7	0	0	10	25	0	0	0	0	55	2	0
利率期權	1	0	1	4	0	0	3	4	0	0	0	0	13	0	0
貨幣期貨	2	0	24	0	0	0	0	1	0	0	0	0	27	0	0
貨幣期權	0	0	8	0	0	4	0	1	6	0	0	0	16	0	0
非金融類產品	0	2	37	12	1	0	1	16	0	0	0	300	369	1	0
非金融類期貨	0	2	23	8	0	0	1	9	0	0	0	277	320	1	0
非金融類期權	0	0	14	4	1	0	0	7	0	0	0	23	49	0	0
農產品期貨	0	0	5	4	0	0	1	6	0	0	0	5	21	0	0
農產品期權	0	0	2	1	0	0	0	5	0	0	0	0	8	0	0
能源期貨	0	0	1	3	0	0	0	0	0	0	0	269	273	1	0
能源期權	0	0	0	1	0	0	0	2	0	0	0	23	26	0	0
貴金屬期貨	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	2	4	0	0
貴金屬期權	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
非貴金屬期貨	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0

非貴金屬期權	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他期貨	0	2	17	0	0	0	0	2	0	0	0	0	21	0	0
其他期權	0	0	0	12	0	1	0	0	0	0	0	0	13	0	0
所有產品類別	7	88	114	30	18	35	21	49	34	0	3	300	699	13	7

資料來源：Futures Industry Magazine 與台灣期貨交易所

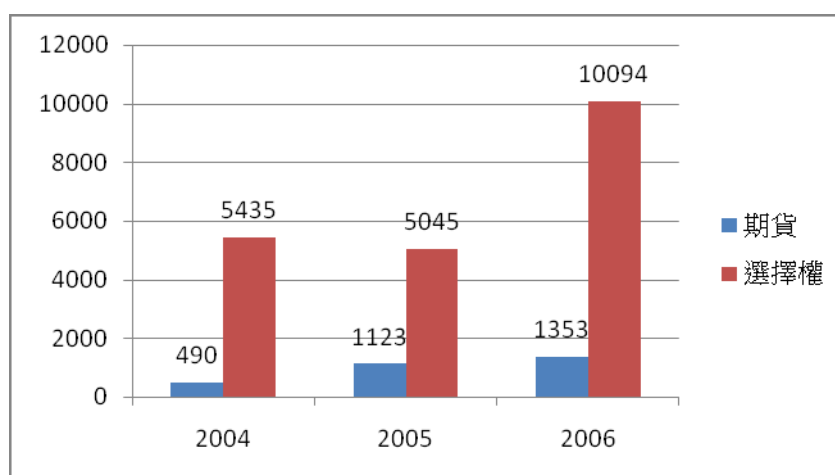


圖 2-7：2004 年至 2006 年全球交易所新掛牌契約數目

參、亞太區主要交易所概況

本節集中環顧香港與新加坡市場的近況。

(一) 香港交易所(Hong Kong Exchange)

香港交易所 2005 年到 2007 年交易量呈現正向顯著成長，期貨交易量分別增長了 47.9%與 64.7%，期權交易量分別更是增長了 90.6%與 139.8%，從而使整個交易所交易量的年增長率分別達到 68.1%與 105.1%（表 2-4）。恆生指數合約依然是香港市場交易的中流砥柱，H 股指數期貨分別增長了 146.7%與 122.2%，H 股指數期權分別增長了 194.6%與 127.9%，顯現 H 股股價指數為投資人主要投資之大宗。

表 2-4: 香港衍生性商品契約成交量

期貨契約	2007 年	2006 年	2005 年
恆生指數期貨	17,160,964	12,718,380	9,910,565
小型恆生指數期貨	4,325,977	2,140,242	1,501,342
H 股指數期貨	10,846,277	4,880,470	1,978,673
恆生中國 H 股金融行業指數期貨	3,220	-	-
新華富時中國 25 指數期貨	3,244	8,154	2,882
恆生指數期權	7,480,183	4,095,679	3,071,822
小型恆生指數期權	69,512	53,458	30,595
H 股指數期權	1,727,847	758,247	257,425
新華富時中國 25 指數期權	1,578	7,881	7,386
股票期貨	351,514	102,010	13,069
股票期權	45,982,968	18,127,353	8,722,393
三個月港元利率期貨	31,678	13,888	24,935
一個月港元利率期貨	574	155	246
三年期外匯基金債券期貨	150	0	1,250
合計	87,985,686	42,905,917	25,522,583

註：1. 資料來源：香港交易所 (<http://www.hkex.com.hk/>)

2. 恆生中國 H 股金融行業指數期貨於 2007 年 4 月 16 日開始買賣

3. 新華富時中國 25 指數期貨於 2005 年 5 月 23 日開始買賣

(二) 新加坡交易所(Singapore Exchange)

新加坡交易所自 1991 年 12 月 1 日成立以來，大致上一直穩步增長。如表 2-5 所示，2005 年到 2007 年成交量成長率雖由近 41% 下降到近 21%，但仍呈現交易量的正成長，電子交易的轉變也使它贏得了台灣和日經指數期貨海外市場的很大份額，交易所 70% 的交易量都來自海外的投資者，特別令人稱羨。

表 2-5：新加坡交易所期貨契約成交量統計表

期貨契約	2007年1月至9月	2006年	2005年
日經 225 指數期貨 (NK)	16,373,365	18,017,221	11,916,557
摩根史丹利臺灣指數期貨(TW)	9,753,680	10,824,249	8,100,202
摩根史丹利新加坡指數期貨(SG)	2,884,142	2,214,521	1,707,865
新華富時中國 A50 指數期貨(CN)			-
CNX Nifty (印度)指數期貨(IN)	139,380		
Euroyen futures		3,538,237	2,774,916
miniJapanese Government Bond Futures		1,427,458	1,241,616
合計	44,206,826	36,597,743	25,867,661

資料來源：新加坡交易所(<http://www.ses.com.sg/>)

新加坡交易所不斷的努力創新改革，屢屢主動出擊尋求合作，亮眼成績頻頻吸引國際目光。2005 年初新加坡交易所和紐約商業交易所舉行過有關提供能源合約交易的合資公司談判；2005 年 8 月，芝加哥期貨交易所和新加坡交易所(SGX)共同宣布將組建一家名為 JADE (Joint Asian Derivatives Exchange) 的商品衍生品交易所，將在該交易所上市的商品有 40 多種，可在芝加哥期貨交易所的電子平台交易上進行交易，並由新加坡交易所的衍生商品清算部門提供清算服務，隨即在 2006 年 9 月 25 日 JADE 推出第一支貨品期貨-TSR 20 Rubber；2006 年 1 月，新加坡交易所宣布將於 9 月推出新華富時 A50 中國指數期貨；2006 年 10 月通過引入歐洲日元合約的電子交易，完成從人工叫價向電子交易的過渡，此舉使得新加坡交易所的日經和 MSCI 台灣指數合約的交易量和收益大幅飆升；2006 年 11 月 24 日推出 USD Nikkei Index Futures；2006 年 12 月 11 日衍生性交易時間延長至 22 點 55 分，跨區域無間斷的交易環境方向更上一層樓；2007 年 1 月 18 日亞洲第一支期貨指數-Lyxor Commodities 上市；2007 年 6 月 6 日原棕油商品期貨(CPO futures)發行等政策。

肆：全球交易所擴張機制

除整體的自然增長及新產品推出帶來的增長外，許多交易所亦會試圖透過合併與收購進行擴張。最近的例子包括 2007 年 7 月芝加哥商業交易所與芝加哥商品交易所合併為美國芝加哥商業交易所集團；2007 年 12 月歐洲商品交易所與美國的國際證券交易所的合併；2008 年 3 月，美國芝加哥商業交易所集團簽訂收購美國紐約商業交易，並達成最終協議；同月，巴西商品與期貨交易所與巴西聖保羅證券交易所（兩家交易所同於 2007 年上市）同意整合其業務，而將成為南美洲最大的交易所集團。不過，涉及合併與收購的交易所牽涉繁雜，現階段似乎仍有待進一步整合業務，可見已開發市場除外，該類嘗試絕非易事，更不可倉速行事，慎防畫虎類犬反，為將來誤種禍因。

第二節 2008 年金融海嘯後新情勢

2007 年 7 月底引發次級房貸風暴以來，因應美國股市、房市價格慘跌，許多專業投資機構紛紛利用利率期貨避險，甚至投機客也開始從中交易套利，導致美國及歐洲主要期貨交易所的利率期貨交易更加活絡，全球利率主要交易所芝加哥商業交易所集團相關利率期貨與選擇權商品在 2007 年 8 月創下平均每日交易 980 萬口的歷史最高紀錄；英國倫敦國際金融期貨交易所的短期利率期貨交易量在 8 月份也創下 6,300 萬口的歷史紀錄，2008 年仍繼續保持著快速增長。

次級房貸風暴造成美國聯儲連續降低短期利，美元因而大幅貶值，使得油價相對於持有歐元等其他貨幣的投資者而言變得較為便

宜，一些投機資金為規避股市動盪帶來的風險流入原油期貨交易市場，能源期貨應勢交易量大增，商品期貨亦然。美國期貨市場資料顯示，2007年能源期貨交易量增幅超過27%，農產品期貨和金屬期貨分別增長23%和38%，前三大期貨交易所的交易量增幅都超過26%。在過去10年內，必須報告倉位的大型交易商的數量增長26%。個別商品期貨市場增幅尤為明顯，如芝加哥期貨交易所的玉米期貨市場、小麥期貨市場和紐約商品交易所的原油期貨市場，大型交易商的增幅分別為43%、116%和74%。

這些從股市、債市以及其他傳統的投資市場撤離的資金獲得了豐厚的收益，投機資金湧入造成了商品價格上漲，並且不再反映真實供需基本面，因為投資者可以通過海外交易所或者場外期貨交易來避開國內法律限制，因此產生許多議案要求解決商品期貨交易漏洞。另有一派聲音對此則持反對意見，認為：對於商品期貨市場而言，過度的投機容易導致價格偏離商品價值，但是如果一味地控制投機，將會帶來商品價格的無序大幅波動。目前，2008年8月美國商品期貨交易委員會(CFTC)則傾向於前者意見，宣布採取一系列調控舉措，增強對期貨市場的監管和透明度，引發國際期貨市場資金大量流失，並促使期貨價格穩步下行。

但也由於金融危機不斷席捲而來，經濟增長衰退引發的預期需求下降，造成市場信心不足，而引發投機性拋售和原油價格下跌，商品價格亦同步下挫。2008年10月國際商品價格行情顯示，芝加哥期貨交易所與紐約商品交易所所有關農產品與原油了期貨價格均呈現振盪走低趨勢。目前來看，即使美國政府諸多搶救經濟的重大措施紛紛出

台，投資者仍擔心短期內難以擺脫美國金融危機影響。

中國商品期貨市場也同樣出現持續大幅下跌，2008年10月5日112個品種集體跌停，基本金屬和黃金全線跌停，大連豆類、油脂類亦幾乎全線跌停，至10月7日已連續兩個交易日跌停板單邊無連續報價，根據《大連商品交易所風險管理辦法》第三章第十八條規定，若連續三個交易日跌停板單邊無連續報價，交易所將在收市後進行強制減倉，因此發布風險提示函。另外，上海期貨交易所也發布交易提示，提醒期貨投資者當出現第2個跌停板，按交易規則下一交易日上述合約漲/跌停板幅度調整為6%，交易保證金比例調整為9%(其中合約CU0810保證金為20%，CU0811保證金為10%)等，其他合約甚至於合約出現第3個跌停板，按交易規則，下一交易日上述合約暫停交易一天等措施作為因應。

開發中國家更是戒慎恐懼，中國中央官方便是一例。中國證監會期貨監管部近日發佈《關於進一步加強商品期貨實物交割監管工作的通知》，明確指出在現有階段，禁止任何境外期貨交易所及其他機構在境內指定或設立商品期貨交割部位以及從事其他與商品期貨交割業務相關的活動。這意味著倫敦金屬交易所、香港商品交易所等有意在內地設立交割部位的機構將被迫推遲原有計劃，並且在通知中告誡上海、大連、鄭州三大商品期貨交易所必須做到嚴防風險，並作出了六點要求，如：期貨交易所必須確保交割部位、滿足市場需要，不得對實物交割總量作出限制；期貨交易所在指定、撤銷交割部位前，應當徵求中國證監會意見等。值得一提的是，證監會在第六條中特別強調，在期貨市場對外開放相關政策、法律法規出臺前，禁止境外期貨

交易所及境外其他機構在境內指定或者設立商品期貨交割倉庫以及從事其他與商品期貨交割業務相關的活動，確保商品期貨實物交割工作順暢完成。

其他許多應變作法包括：

- 一、 針對美國雷曼兄弟集團破產事件，2008年9月16日，香港證監會根據〈證券及期貨條例〉第204及205條向雷曼兄弟在香港營運的四家公司，包括雷曼兄弟亞洲投資、雷曼兄弟證券亞洲、雷曼兄弟期貨亞洲及雷曼兄弟資產管理亞洲發出限制通知，以保存有關公司及客戶的資產，並保障該批客戶及廣大投資者的利益。新加坡交易所在2008年9月禁止雷曼兄弟繼續買賣新證券與衍生性商品部位，並將雷曼兄弟經營的顧客衍生性商品部位轉移給其他經紀商經營
- 二、 新加坡交易所面對近來全球金融動盪空頭盛行，每天發佈無擔保賣空交易詳情，並對未將空頭部位進行平倉的市場參與者處以罰款，設下限制投機性放空的規範。而各期貨商品也做了部分調整。
- 三、 印度指數期貨中間價格限制將設在15%，當最初價格限制達到10%時，若是契約的標的現貨市場關閉時，交易所會設定凍結期間；日經225指數期貨根據前一交易日結算價設定正負2000點的高低價格限制等作法。
- 四、 芝加哥商品交易所提供一個網路連結程式(FIRMSOFT)使期貨經紀商能在一個實際時間基差上看到全部買賣單與任何顧客的交割單，並且可以取消正在撮合的買賣單。並且為了提升風險控

管效率，芝加哥商品交易所在2008年第一季提供了” drop copy” 訂單系統作為改善，並且限制買賣單最大量比率以控制數量。該所於2007年11月26日允許結算會員對非結算會員設定交易前限制，因此而控制了買賣單契約大小與每一個時間區間內的買賣單頻率。

華爾街向以精密之風險控管自豪，但直到近年，風險管理仍以功能別或部門別(functional or departmental)區分，晚近，金融監理機關則強調「全面性風險管理」(EWRM, enterprise-wide risk management)之重要性，也就是辨識(identify)、衡量(measure)及處理(manage)企業的整體風險以做出適切之決策反應。此次次貸危機凸顯出不少金融機構的高階管理階層缺乏對風險之全面性關照，董事會與稽核系統也未發揮採煞車之功能，以致於某一部門之風險迅速擴及其餘。

第三節、小結

國際期貨市場近年來蓬勃情勢被迫礙於金融海嘯而急速降溫，在此同時也顯現出大致趨勢，例如：(一)金融商品勝於非金融商品；(二)就市佔率而言，期貨大於選擇權，(三)已開發市場遠大於開發中市場，東亞市場大有可為；(四)紐約、芝加哥與倫敦交易所穩坐龍頭地位等。

值得特別注意的是，已開發市場從事金融創新開發新商品刺激市場的積極舉措，未必適用於開發中市場，尤其應先自我審慎評估市場胃納與消化進度，畢竟強心針也有其藥效時效限制。政府強力主導交

易所進行整合之際也應完備法令基礎建設，或是包括「全面性風險管理」配套措施等，預防拼湊出金融迷宮，面對風險而不自知。

第三章香港與新加坡期貨市場值得借鏡之處

一發展策略、市場定位、租稅、風險管理、困境突破等開放措施

針對我國衍生性商品市場之特性與地理位置而言，我國期貨市場存在著兩大發展方向：第一是向西前行爭取中國內地市場，第二則是招攬國際。由此來看，香港與新加坡則特別值得我們借鏡，申論分述如次。

第一節香港方面

香港商品交易所（前身為期交所）於 1976 年成立，初期提供的商品期貨交易，包括期棉、期糖、期豆、期金等，之後逐漸式微。至 1986 年，期交所開始推出恆指期貨合約，並一度成為期交所主要買賣產品，其後商品市場進入大熊市，所有商品期貨買賣在 90 年代全面在港結束買賣。

香港交易所的產品主要限於金融類產品，其衍生產品市場在 2007 年的成交合約張數飆升，香港交易所的主要產品類別—股票指數及個別股票衍生產品。目前則進一步拓展商品期貨，如石油、黃金等期貨產品。當前香港則急起直追，配合中共中央「十一五」經濟發展，鞏固本港金融中心地位，著重發展成為中國內地期貨市場之龍頭與火車頭。期貨市場之功能以避險為主，投資或是炒作次之；以大宗與礦產商品為主要商品對象，所推出之金融商品也以為前項產品服務為先。

鑑於以往幾起重大金融風暴衝擊之教訓，香港交易所
在開放開發市場的同時，倒也步步為營。依據「證券及
期貨條例」，嚴緊規定香港交易規限所持倉限額，違反
持倉限額屬刑事罪行，這在全球衍生產品交易所當中可
說絕無僅有，如此不免限制交投，影響對流通量。

環顧全球，靠產品多元化帶來成交量增長的難處也非
香港獨有，只是香港限制不少，靠產品多元化而帶來成
交量增長並不容易。目前香港交易希望能以燃料油期貨
為起點，逐漸擴大上市品種，例如大豆，甚至鐵礦石期
貨合約。並且計劃推出包括農業產品、金屬產品及能源
產品的商品期貨，亦研究二氧化碳期貨產品之可行性，
另外也批准推出人民幣期貨產品等，反映港交所有意成
為區內重點的商品期貨中心。只是香港交易作法謹慎，
清算系統及服務則由委請倫敦清算所提供。

香港素以賦稅天堂而聞名，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，進行期貨交易者，如其未在香港進行商
務活動，免課所得稅。至於所得稅，僅對香港本國人課
徵。

第二節 新加坡方面

新加坡在吸引外資方面成效顯著，積極扮演東亞地區期貨市場重鎮，磁吸效應甚至擴展至南亞地區市場期貨等金融市場，並且以主動開發新產品等方式，爭取定價等方面之主動權。新加坡衍生品交易約有 80% 以上來自美國、歐洲、日本等新加坡本土以外的投資者，主要得力於其所努力創造良好的環境吸引眾多的國際投資者有關。

新加坡創造了多方面的競爭優勢，滿足了客戶對便捷投資渠道的需求，特別是交易成本降低、交易程序便捷、運作效率提高，增強了其吸引外資的能力，為亞洲和世界各國的投資者規避風險提供了重要途徑。搶佔先機、搶先卡位、利用對手市場發展的不完善、爭得國際市場的優勢地位。

不斷增加金融衍生品種類及業務項目，提高了外資參與的意願。一些產品甚至可供進行跨時區交易，交易部位可於任一交易所進行沖銷，如此不僅使同樣的合約交易時間延長，而且使這兩個市場的參與者如同使用同一個市場一樣便利，進一步有效提高市場效率。此外，隨著該地區的快速經濟成長，特別是中國大陸與印度，亞洲已經大幅增加對包括能源、金屬與農業產品等天然資源的需求，新加坡積極參與，試圖協助地區扮演商品價

格的設定者，而非僅是價格接受者。

政策鬆綁作為中又以保證金繳納方式多元化值得借鏡，除接受美元、日圓、歐元、新加坡幣等現金，銀行信用狀，認可的政府證券，如美國國庫券、日本政府公債（自 2000 年 11 月起接受抵繳）及新加坡股票（2000 年 12 月起接受抵繳）等，皆可做為繳交工具。不過，如此並不代表風險管理作為放鬆，新加坡的標準組合風險分析（Standard Portfolio Analysis of Risk, SPAN）計算系統，可協助評估部位的全部風險，並能同時兼顧期貨與期貨選擇權之差異加以適當調整。

政府政策的直接鼓勵措施更是發揮助長作用，協助與國際接軌。例如，給予交易所及其交易員免稅期，甚至提供各種資助和財務優惠，讓金融企業在新加坡設立公司，直接擴大客戶基礎。賦稅條件則免徵期交稅，另外僅對於本國之新加坡交易所會員、境外金融中心、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。對於在新加坡無住居所者，免課征交易所得稅。

第三節小結

綜觀全球衍生產品市場，能夠勝出交易所中之相關產品仍以金融類產品較非金融類產品受歡迎，其中又以指數期貨及期權合約為大宗，要成功發展新的產品亦不

容易。較為務實的做法則是有些交易所選擇利用本身優勢專注發展一個或數個核心產品，有些則藉推出新產品競爭求存作為輔助。換言之，提供大量產品未必就能帶來市場持續繁景，針對市場反應，慎選商品，尋求單點突破，反而不失為良策，因此市場本身定位與發展策略至為關鍵。

追求開放仍不忘保護，香港肩負大陸內地向世界接軌之跳板功能，向全球張傷之際，仍積極向英國學習風險管理的經驗。即使新加坡在開發新商品方面扮演起頭作用，也並非獨立而為，而是與其他主要交易所作為依託，或是與國際重要財金機構合作，審慎評估後，量力而為之作品。暴雨過後，方知天晴之可貴，香港寧願取捨其國際金融優勢，執行許多風險管理防護作為，實在是其來有自。如今香港對於中國內地商品市場之開發前景，更是任重道遠。

政府在其中所扮演的角色，不僅應發揮保護與監理的功能，市場更預期政府能成為推動市場動能與產品創新的助手。在逐步開放市場、免除交易障礙與降低交易成本之際，促進市場透明度、教導正確使用衍生性商品的同時，確保提供公平而且具有效率之交易環境才是促進本土衍生性商品市場健康發展之正道。

第四章 我國期貨市場現況

本章分兩大部份論述我國期貨市場現況：近三年來（2005~2007年）發展勢頭、2008年金融海嘯後新情勢。前者概論近三年來我國衍生性商品市場、相關業者與業務之消長情形，並且有所檢討。對於中國大陸期貨市場之展望，也作所評估。後者則概述我國主管機關在2008年金融海嘯後所採取之急救措施，尤其強調配合新版巴賽爾協定，儘速推動產、官與市場三方面，共同進行風險管理。

第一節 近三年來發展勢頭

我國期貨與選擇權市場在2007年出現顯著衰退，成長率從2005、2006年的54.98%與23.94%驟降至0.82%，主因在於國內選擇權的嚴重委縮，國內期貨部份則有超過兩成之年成長率（表4-1）。此一現象部份反映出：去年市場對於主管單位近年來所陸續推出之選擇權產品新鮮感流失，或是投資者瞭解不足，駐足不前。反觀期貨市場，則仍維持一定程度的榮景，期貨商每股稅前水準超過兩成（表4-2）。只是期貨市場的成功商品仍顯有限，部份新興商品仍亟需進一步推廣，例如：黃金期貨、十年公債期貨、30天期利率期貨、MSCI 摩台指期貨、台灣五十指數期貨。

表 4-1：國內期貨選擇權交易量和成長率

年別		國內期貨	國內選擇權	國內合計	國外合計	全年合計
2007	交易量	33,975,318	196,325,930	230,301,248	6,188,100	236,489,348
	比重	14.36%	83.02%	97.38%	2.62%	100.00%
	成長率	21.29%	(2.42%)	0.48%	15.51%	0.82%
2006	交易量	28,012,574	201,194,184	229,206,758	5,357,415	234,564,173
	比重	11.94%	85.78%	97.72%	2.28%	100.00%
	成長率	38.57%	21.86%	23.68%	35.88%	23.94%
2005	交易量	20,215,498	165,104,038	185,319,536	3,942,899	189,262,435
	比重	10.68%	87.24%	97.92%	2.08%	100.00%
	成長率	(32.22%)	86.62%	56.66%	2.93%	54.98%

資料來源：台灣期貨交易所；整理自期貨公會，期貨人，2008 年，第 2 季 p9-13

表 4-2 2005~2007 年專營期貨商稅前損益及每股稅前盈餘比較表

單位：新台幣元

年別	稅前損益		每股稅前盈餘		專營期貨 商家數	獲利之專 營期貨商 家數
	金額	成長率	金額	成長率		
2007	23.79 億	17.54%	1.90 億	21.02%	18	17
2006	20.24 億	30.24%	1.57 億	101.28%	22	18
2005	15.54 億	(16.05%)	0.78 億	(46.94%)	25	17

註：資料來源：台灣期貨交易所；節錄整理自期貨公會，期貨人，2008 年，第 2 季 p9-13

1. 本文係以經營期貨經紀業務之專營期貨商為樣本，在 18 家業者中，全部均兼營顧問業務，另有 10 家同時經營自營業務；至於專營期貨自營商、複委託期貨商、證券投資顧問或證券商兼營期貨顧問業務者，因經營型態與其他專營期貨商不同，故均不列入分析範圍之內。
2. 18 家專營期貨商業者包括：大華、中信、元大、元富、日盛、台証、永豐、兆豐、美林亞洲、飛馬(現更名為新際)、國泰、國票、

康和、統一、富邦、華南、群益及寶來曼氏。

進一步分析發現（表 4-3）：2007 年專營期貨商的經紀業務收入，並未隨成交量的新高而相對增加，反而主因在於顧問收入的成長，及自營業務的大幅獲利，如此也正反映出部分期貨商正積極從顧問業務專業方向尋求突破，擺脫降低經紀業務手續費的低價競爭策略。期貨專業顧問業務若配合金控整合，或是証券業跨業經營，則能在集團內發揮相加相成之作用，以利擴大顧客群，也將期貨商品兼具發揮投機與投資雙效。

表 4-3 2003~2007 專營期貨商整體營運績效統計表

單位：新台幣

年別	經紀業務		顧問業務		自營業務		每股稅前盈餘	
	手續費收入	成長率	顧問收入	成長率	買賣淨利	成長率	金額	成長率
2007	7,691,964,541	(5.47%)	24,755,587	77.03%	901,856,529	29.74%	1.90	21.02%
2006	8,137,049,661	(6.60%)	13,983,459	(47.44%)	695,123,164	83.06%	1.57	101.28%
2005	8,712,318,251	(18.31%)	26,603,227	(59.68%)	379,731,841	76.55%	0.78	(46.94%)

註：資料來源：台灣期貨交易所

審視近年來市場參與者組成消長（表 4-4）發現，整體法人機構占我國期貨市場交易量比重呈現上升趨勢，只是期貨自營商部份則佔了一半，其他國內法人（証券自營、証券投信、期貨經理事業）只佔零星比例，外資

法人參與率偏低不到一成。如此形成我國期貨市場形成某種形式之寡頭獨占，對於外資無力「拉進來」，對於國際市場或是中國市場卻也乏力「走出去」。

表 4-4 2005~2008(1~7 月)年臺灣期貨市場交易量結構分析

投資人	年 (月)	2005	2006	2007	2008(1~7)
	比重				
證券自營	法人百分比	0.55	0.09	3.07	0.31
	百分比	0.28	0.06	1.85	0.20
期貨自營商	法人百分比	87.13	93.05	85.42	88.53
	百分比	44.34	57.03	51.50	56.33
證券投信	法人百分比	1.02	0.39	0.31	0.50
	百分比	0.52	0.24	0.19	0.32
外資法人	法人百分比	6.11	4.29	9.10	9.08
	百分比	3.11	2.63	5.49	8.78
期貨經理事業	法人百分比	2.39	0.85	0.89	0.54
	百分比	1.22	0.52	0.53	0.34

一般法人	法人百分比	2.80	1.32	1.21	1.05
	百分比	1.42	0.81	0.73	0.67
全部法人	百分比	50.88	61.29	60.30	63.64
自然人	百分比	49.12	38.71	39.70	36.36
總計	百分比	100	100	100	100

資料來源：台灣經濟新報資料庫；單位：%。

除非在封閉系統內，寡頭獨占市場較難維持穩定局面，只是暫時穩定之下，通常又會出現至少兩種發展困境。其一是不樂見外力進入，其二則是內在市場難以突破成長。結果導致現有參予者安享市場現況，共享共治各自的田地。若要突破上述兩種困境，則建議從引進外力參與以及壯大國內市場同時著手。

根據國際期貨組織排名資料顯示，我國成交量在全球期貨市場排名於 2007 年首次出現下滑，從第 18 名跌至第 21 名，市場成長率亦首次出現低於全球整體期貨市場的現象。諸多原因之中，期貨業界傾向於認為我國稅制相對偏高以及預繳保證金制度不夠靈活主因所致，雖然國內市場逐步開放，但是速度與幅度不及於鄰近市場。

關於我國稅制相對偏高一節，薛琦，洪明欽與柯瓊鳳(2008)整理提出：我國在期貨交易稅負成本比香港、

新加坡與韓國的標準來的高，對於期貨課稅制度我國仍有顯著的調整空間，建議應對避險交易與非避險交易作分類，採取市價結算原則為宜。更進一步指出：調降交易稅顯然有助於振興期貨市場，首應進一步調降甚至免徵期貨交易稅，以提高國內外交易人參與我國期貨市場之意願，修法調降期貨業之法定提撥比率，以避免嚴重侵蝕期貨商之獲利。

我國稅制相對偏高情事有其市場環境因素，恐難一次到位，達到香港或是新加坡的水準，畢竟外資進來與否決非單只考量稅負。我國主管機關因應降稅情勢發展，持續往兩個方向努力。首先，是持續開放之力度與速度。開放措施包括：

- 一、 調降股價類期貨契約交易稅率 60%，以及允許法人開立期貨避險交易帳戶。
- 二、 期交所決定大幅更改個股選擇權契約規格，放棄實物交割，改採現金結算，拉抬目前已有 30 檔個股選擇權的期權市場。
- 三、 個股選擇權契約規格原先為 5,000 股，目前縮小為 2,000 股；實物交割結算方式則改由現金結算，並調整最後結算價訂價方式，採最後交易日收盤前一段時間的股價來計算。到期月由目前四個季月，改為兩個近月與三個季月。

- 四、 繼去年四項期權新商品上市、今年 1 月新台幣計價黃金期貨上市後，另正研議多項新商品，適時推出，包括：新台幣計價黃金選擇權、台指選擇權波動率指數期貨及選擇權、90 天期票券利率期貨、新台幣 MSCI 台指期貨及選擇權等。
- 五、 甫於去年通過的「期貨信託基金管理辦法」，可視為證券與期貨業跨業經營之重大利基，該法開放投信業者申請期貨信託執照，期貨信託基金多空皆宜，在空頭市場運用期貨和選擇權避險操作，以鎖住下檔風險，在多頭市場則發揮槓桿效果獲取倍數報酬，是目前投資操作最為靈活的共同基金產品，依主管機關公告的可交易期權種類約 360 種契約，投資範圍廣泛，增加操作靈活度與提高避險功能。
- 六、 規劃鉅額交易制度，解除交易人下單口數有上限，以簡化大額交易程序，並降低鉅額交易對正常市場交易價格衝擊，提升法人機構參與市場。
- 七、 規劃將有價證券抵繳保證金、標準組合風險分析，至交易人端，以及開放期貨商辦理款項借貸制度的套案，完成「三合一」。
- 八、 期交所首次成立對期貨商、交易人的單一服務窗口。
- 九、 關於預繳保證金制度不夠靈活，僅限於現金繳交，比不上鄰近市場之情況，主管機關正規劃可以抵繳保證金的有價證券，包括中央公債、外幣計價國際債券

及股票。如政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核准其他有價證券等，以節省交易資金成本及調度，增加市場流動性。

整體來看，開放方向則是持續解除交易障礙、降低交易成本與開發金融創新等。

其次，第二個努力方向，則是為進行證券暨期貨周邊單位「四合一」作準備。根據 2007 年 10 月行政院院會通過的「證券暨期貨周邊單位整合方案」，提出將以兩階段做法進行。

包括新加坡、香港、南韓等國家多數交易所都已展開大規模市場改革，交易所股份化和上市已是全球趨勢，且上市交易所皆有超越市場的表現（顏瓊玉 2008）。因應國際重要證券期貨交易所整合之趨勢以及我國第二次金改之進程，「四合一」第一階段由四單位（證券交易所、期貨交易所、集保公司及櫃檯買賣公司等周邊單位）以股份轉換方式設立「台灣交易所控股公司」；第二階段就四家子公司業務進行整合，推動控股公司上市及成立監理中心。由此來看，自 2005 年立法院三讀通過期交稅降稅以來，近三年來主管單位持續開放鬆綁，宣示為期貨業者跨業經營，擴大業務範圍逐步作準備的同時，也正是為「四合一」鋪路。其總目標就是

希冀藉由整合之手段，達到相當企業規模，才足夠與其他重要證券期貨市場相競爭。

2008 年期交所董事會所進行了 32 項期貨市場規章修正，以鬆綁期貨事業，例如開放期貨商賣基金、做期貨商的交易輔助人、從事融資、借券等。並宣示未來修法則是持續將期貨商向證券商靠攏，進一步施行功能性管理並整合金融法規。只是，更進一步審視此一揭然趨勢，發現對於現有期貨商具有兩刃作用：有可能是期貨業者跨業經營，擴大業務範圍，達到實質助益效果。或是，演變成期貨業遭到證券業兼併之虞。或是，現有期貨商各自整併，加速縮減群雄並立之局面。只是比較證券與期貨兩種業別之資金與營業規模，對於後兩項演變情況所引發之憂慮則不免大於對於前者的憧憬。

我國衍生性商品的另一新興市場，則是寄望於中國。2007 年中國修訂的「外商投資產業指導目錄」將期貨業從原本的禁止開放項目，改為由中國大陸控股的限制外商投資項目後，開啟了機會大門。樂觀預期者則強調雙方互補互惠，認為在商品合作以及條件方面，中國期貨商的優勢在於商品期貨交易的經驗，而在指數期貨、指數選擇權以及自營能力上面，臺灣期貨商則明顯優於中國方面。至於進入方式都有所設計腹案，提出以外資的身分，以最高股權持有率 33% 的上限投資中國大陸持股的期貨公司；或是利用香港與內地的經貿關係，輾轉進

入對岸期貨市場，以最高股權持有率為 49%作為上限投資陸股期貨公司，進而要求單方面放寬兩岸投資的限制，以創造共贏等等。

只是中國官方文件或是企業報告在尋求合作夥伴討論過程中，並未提及我國，反而對於鄰近的市場則陸續派團考察，所以我國寄望於西行乙節，目前我方熱度似嫌偏高，單方過度樂觀預期效益也不適宜。目前中國看待衍生性商品市場，僅定位在為大宗物資貿易之期貨項目而已，對外窗口則由香港統一辦理，並非我方強項。在中共中央積極預防股市過熱的同時，我方熟稔的指數期貨、指數選擇權項目實在難以列入考慮。況且大部分國內期貨商本身實力尚且皆無法持有大陸合資期貨公司所被准許對外最高 49%之股權，更遑論在投資大陸期貨商的同時取得經營主導權。直言之，前進中國的論點目前仍宜停留在討論探詢階段，「拉進來」比「走出去」更為緊要與實際。當務之急在於培訓我國期貨人才，協助期貨商提升電腦交易系統的效率 and 穩定性，以因應跨國電子交易的趨勢，並同時敦促整飭頓國內地下期貨，端正合法期貨市場，確保國家稅收，所帶來之實質利益遠大於對於中國期貨市場之憧憬。

第二節 2008 年金融海嘯後新情勢

2007 年 7 月底終於引發次級房貸風暴以來，美國股

市、房市價格一路慘跌，2008 年接連爆發雷曼兄弟投資銀行倒閉，情勢更是雪上加霜，金融海嘯衝擊之下，國際金融市場無一倖免。

所幸股市禁止放空策略造成外資轉向期市，期市因而逆勢突起，我國各期貨商在 2008 年下半年營收均出現亮眼成績，實屬國際罕見。我國主管機關採取許多作為，迅速因應以保護期貨市場，包括：

- 一、 財政部已公布行政院核定的股價類期貨契約期交稅徵收率，由千分之 0.1 調降至十萬分之 4，並自 2008 年 10 月 6 日起實施。
- 二、 金管會 13 日同意期交所提出的法人避險帳戶新制，並給予法人轉進期貨避險帳戶避險三大費用優惠措施，即日起實施。新制讓法人在期貨避險的部位可以放大到與股市持有部位相等，有助緩和法人在股市的賣壓，也增加期貨市場的成交量。
- 三、 期貨避險帳戶新制啟動後，持有現股部位大且避險需求強的法人，將不再受到期貨部位口數的限制。

相對於證券市場的顯著委縮，預計期貨市場仍有相當需求，但是選擇權市場卻未見跟著水漲船高。外資借券放空，除套利需求外，有一大部分來自於外資的策略交易，即外資在店頭衍生性商品市場包裝台股個股商品對外發行權證，因而必須相對在市場上借券放空，平衡掉

風險；若不能借券，只好轉到期貨市場操作個股選擇權，或者相關性較高的電子期貨或選擇權，或是金融、非金電、櫃買等期貨選擇權佈空單避險。只是，由於外隱含波動率飆高到 40%以上，創 911 以來之最，國內也都有 40%、50%的罕見情形，造成因波動率飆高選擇權的權利金變貴，削弱了進場者的意願。可見市場普遍寧就期貨而避用選擇權，可能是陌生或是不了解產生障礙，樂見政府與衍生性商品業者持續加強教育市場參與者熟悉選擇權，進而提高參與程度。

在此同時，全球利率期貨商品異軍突起，再獲各方重視，成為極佳的避險利器，此乃基於對次級信貸的不信任而不得不將資金轉戰政府公債來規避風險。一般預期：全球期貨市場的利率與外匯期貨與選擇權，在未來半年仍然有一段活潑的行情。

危機就是轉機，金融風暴更是突顯出風險管理之必要。期貨商應依其經營業務主要面臨之風險，包括信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險、法律風險及模型風險等，鼓勵建立內部風險評估系統，或是重新審查調整其內部作業流程。在強化數量化管理的同時，尤其應該著重於市場風險、信用風險與作業風險的控管。

由於期貨商品具有高度波動性，在追求高報酬的同

時，更不能輕忽隨之衍生的高風險，衍生性商品的高財務槓桿作用使得情況更為加劇。市場參與者若缺乏商品風險之認知，未做好風險控管而盲目進行交易，勢必將暴露於極大風險之中。創新商品日益複雜，其中所包涵之風險特性更是容輕忽。期貨交易所或機構投資者應儘早自我提昇，預做準備，藉由內部訓練或是外部徵才，尤其引進數理模型於風險管理，以提昇創新商品之風險管理系統開發，精進作業與管理流程的調整與創新。

對於一般投資大眾而言，期貨商或交易所在行銷的同時應主動教育宣導，協助瞭解期貨商品之特性，清楚瞭解其中所蘊含之風險，提供現有或潛在參與者充分而正確的交易觀念，以利市場健康正常發展。

面對即將開放跨業經營的趨勢，期貨與證券業兩者之間的界線漸形模糊，監理主管機關執行監理工作的困難度隨之增加，尤其對於金控公司的龐大組織與盤根交錯的複雜關係，業主本身更需確保其公司治理與內部管控制度的功能，能夠持續正常發揮。在配合新版巴賽爾協定的規定同時，要求從事期貨交易之相關業者必須增加其訊息透明度，透過投資者的市場參與與主管機關積極監理，共同協力，如此才能讓風險管理發揮應有的功能。

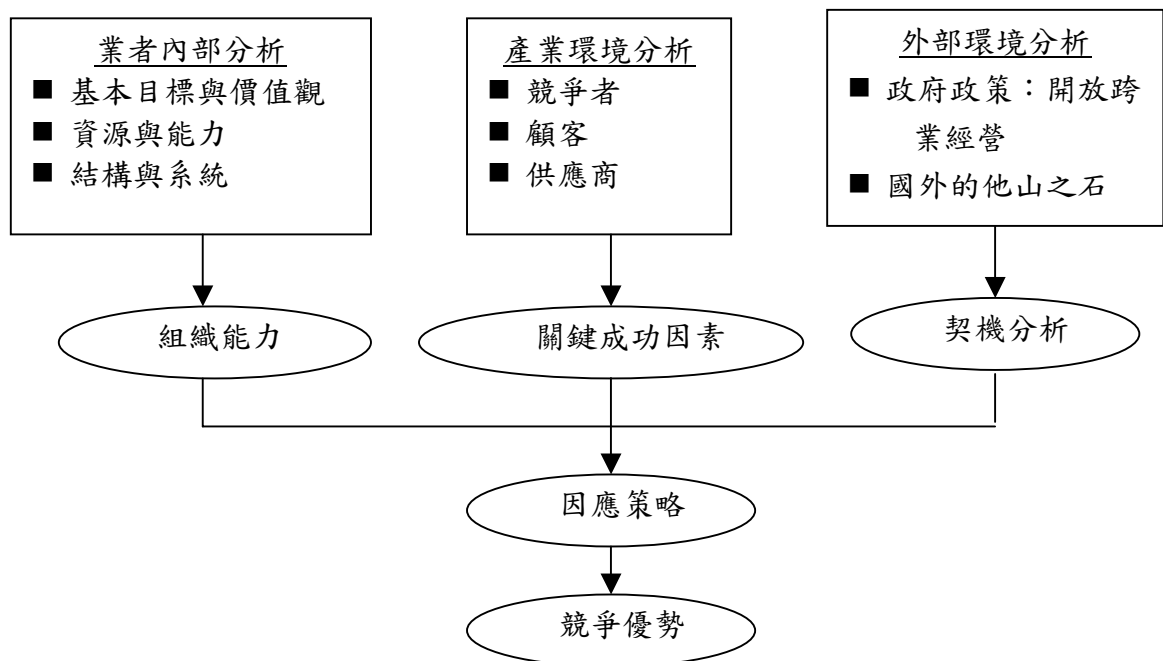
第三節 小結

近年來我國期貨商積極擺脫以往以手續費削價競爭的手段，轉向提昇以提供專業服務為導向。面對即將開放證券業跨業經營，期貨商所面臨的情勢勢將更為嚴峻，目前正極力尋求「拉進來」與「走出去」。「拉進來」方面，則是促請主管機關以減免期貨交易稅、提高法人參與期貨市場比重、放寬部位限制、調降保證金等手段，期能提昇國際競爭力，期能足與鄰近市場相匹敵。至於「走出去」，則不及於「拉進來」來的急迫，畢竟主客觀條件尚未配合，不必過度憧憬。最後，我國衍生性商品市場仍有相當的開發空間，有賴業者積極投入教育宣傳，使得商品擴大發揮投機與投資的雙重果效。

第五章 我國金融市場整合下的期貨商因應之道

第一節 分析架構

本文依圖 5-1 所示，將金融市場整合下對期貨商之影響分為外部環境、產業環境和業者內部等三個構面來探討，並依次歸納出契機分析、產業的關鍵成功因素、和業者運用其內部資源所建構出的組織能力，然後結合這三方面的分析推導出期貨商可行的因應策略，以及因而建立的競爭優勢。



‘圖 5-1：分析架構

第二節 契機分析

壹、未來國內期貨市場規模將快速擴大

(一)來自於供給面的增加

1. 主管機關開放跨業經營，已頒佈「證券暨期貨周邊單位整合方案」，未來將有更多的證券業者與金融業者直接參與期貨業務。
2. 期交稅的調降，能立即促進市場交易量，也能增進國際競爭力，吸引外資進入國內期貨市場。

(二)來自於需求面的增加

1. 全球金融海嘯的衝擊，讓投資者更重視期貨所帶來的避險功能。而且在目前資產大幅去槓桿化之後，未來的投資重心可望由資本市場移轉至外匯及期貨市場。
2. 現有期貨業者，提供更多新的國內外金融衍生商品，讓期貨產品的選擇更多元化。
3. 金管會 10 月 13 日同意期交所提出的法人避險帳戶新制，並給予法人轉進期貨避險帳戶避險三大費用優惠措施，即日起實施。新制讓法人在期貨避險的部位可以放大到與股市持有部位相等，有助緩和法人在股市的賣壓，也增加期貨市場的成交量。

貳、期貨信託事業的開放

(一) 引領期貨市場由投機避險進入資產管理領域

1. 期貨信託基金(以下簡稱期信基金)將納為投資組合一環，能提供與傳統股債型基金相關係數極低(甚至是負相關)的基金類型，必能促進大眾將其納入投資組合中，以提升績效穩定度。
2. 期信基金多空皆宜、追求絕對報酬的策略屬性，可創造出低波動度、低相關性，及水準以上的績效。
3. 在瑞士信貸對沖基金指數資料中，2008年前十月管理期貨基金(Managed Futures)報酬率高達11.99%，表現優異。在現貨市場投資報酬大幅下滑之際，更突顯期貨在資產配置中的重要角色。

(二) 擴大期貨業務範圍

1. 可直接增加期貨商經營業務量。
2. 將基金藉由代操方式，委託期經業者操作，增加其業務量。

(三) 跨入證券業務範圍

1. 期信基金可投資國內股票，增加證券商經紀業務量。

2. 期貨信託基金可交易或投資的標的物包括：集中市場的期貨交易、店頭市場的衍生性商品交易、現貨市場的有價證券，以及與期貨相關的現貨商品等，可促使業者設計更多元的交易策略與投資組合。

參、未來與國際接軌的步調加快且幅度加大

(一)來自於法令鬆綁

1. 期交所已推出與國際接軌的新保證金制度「外資法人各外幣保證金抵繳」、「有價證券抵繳保證金」、和「整戶保證金 SPAN 制度」等，這些對於接軌國際極具指標意義。
2. 「證券暨期貨周邊單位整合方案」的逐步實施。
3. 調降期交稅。
4. 期交所推動的 32 項期貨市場規章修正。

(二)來自於「管理期貨」(Managed Futures)的重視

1. 期貨市場屬於全球性的市場交易結構，透過管理期貨投資組合投資人可以輕易地進入國際市場，可降低單一區域經濟的風險並增加投資收益。
2. 管理期貨多空操作，除了追求絕對報酬的特性外，報酬也不易受其他投資工具的影響，在目前動盪不安的金融市場中，更顯示出管理期貨在資產配置中的重要性。

第三節 關鍵成功因素

所謂的關鍵成功因素是指，所有管理階層有能力透過自身決策加以影響，且對業者在所處產業中的整體競爭地位有顯著影響之因素(Grant 2008)。對某些特定產業而言，關鍵成功因素是由產業的經濟特性和技術特性這兩類變數交互作用而產生。至於要如何找出關鍵成功因素？可從兩個問題來思考：一是，我們的顧客想要的什麼；二是，我們要怎麼做，才能在競爭下求生存。如圖 5-2 所示：

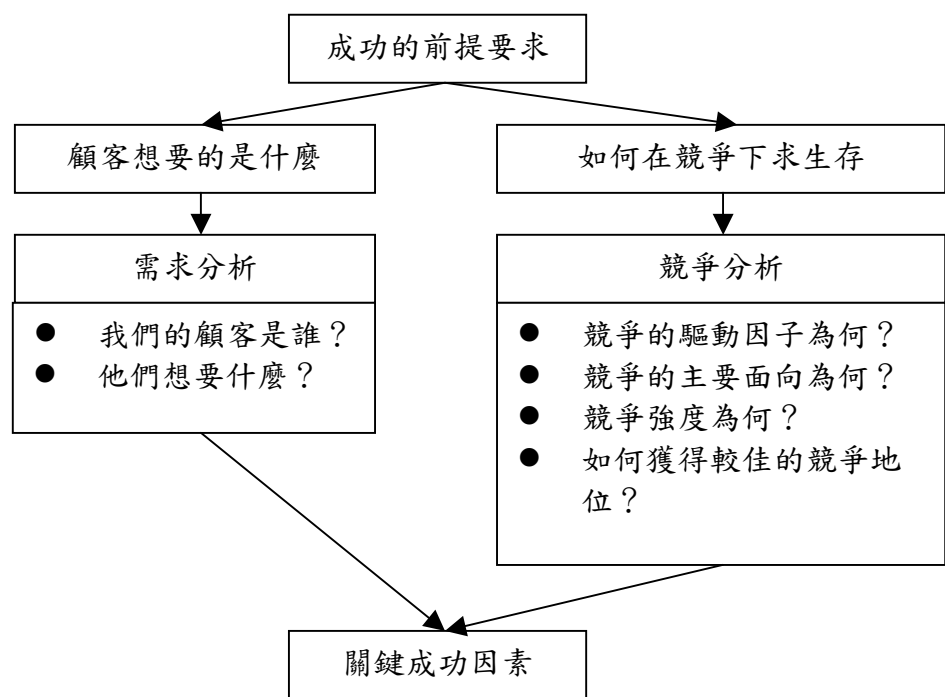


圖 5-2：關鍵成功因素的分析架構

壹、金融市場整合後的顧客需求分析

我國期貨及選擇權市場，法人機構(特別是期貨自營商及外資機構法人)是最大的參與者。而大多數自然人開戶交易，是來自於證券端 IB(期貨交易輔助人)的貢獻。在開放跨業經營使金融市場整合後，投資人可能的需求改變為：

(一)將期貨投資視為資產管理

1. 對期貨相關投資知識的渴求變高，尤其是期貨信託基金。
2. 對期貨相關產品知識的瞭解及其產品多元性的要求變高。
3. 更重視現貨與期貨相互搭配的投資組合專業分析。

(二)對交易策略的績效要求更高

1. 年獲利率保持在一定水準之上。
2. 交易策略分析的精準度要更好，停損機制的設計要更佳，以及隨者經濟情勢變化進行策略調整的應變速度要更快。

(三)希望能克服風險「資訊不對稱」的因素

1. 對於投資相關資訊的蒐集要更全面，也要能即時正確地回報給投資顧客，儘可能減少投資大眾與投資機構間的資訊不對稱。
2. 一般而言，投資風險可分為市場風險、流動性風險與信用風險等三種，透過國內外各媒體客觀資訊的蒐集，和停利停損點的設定，投資人通常可以規避前二種風險，但對於潛藏在商品中的信用風險卻常常被忽略或是錯誤解讀，例如連動債商品。因此，如何有效詮釋風險與報酬間的真正意含，是投資人希望業者能做到正確告知。
3. 對於業者的風險控管機制，事前的防範未然將更甚於事後的快速補救。

(四)更專業與更有效率的電子交易系統

1. 清楚、好用與穩定的程式交易系統。
2. 整合證券、國內期貨、選擇權以及國外期貨之四合一交易平台。
3. 提供穩定快速之操作功能之外，強化技術分析功能，以及提供更具彈性的視窗呈現架構。
4. 對便捷投資管道的需求，特別是交易成本降低、交易程序便捷、運作效率提高。

貳、金融市場整合後的競爭分析

(一)專業服務水準的競爭

1. 期貨商積極擺脫以往以手續費削價競爭的手段，轉向提昇以提供專業服務為導向，期貨顧問的重要性提高。如表 4-3 所示，2007 年專營期貨商的經紀業務收入並未隨成交量的新高而相對增加，反而是顧問收入與自營業務的獲利大幅增加。
2. 期貨自營與期貨經理的績效表現，最能顯示出業者的操盤專業。

(二)組織規模的競爭

當市場規模大幅增加時，業者之間的競爭會趨向於規模大小的抗衡。所以整個集團內部各事業體的資源整合，或是與集團外業者的購併、合資、或策略聯盟，以快速擴大組織規模，將成為重要的策略思維。

(三)風險控制與管理的競爭

1. 集團如何有效達成風險控制的組織管理程序。包含風險控管在集團組織結構內的位階，如何整合證券與期貨操作的風險控管執行程序，以及如何落實風險管理的組織文化到每位員工。

2. 集團如何有效達成風險控制的資訊系統建置。證券與期貨各有其風險監控的模式，在建置與維護上皆需投入大量預算與人力，這將考驗業者的經營決心與策略意圖。
3. 企業整體面(enterprise-wide) 的風險控制與管理。亦即，對於整個集團內各項業務所面臨風險的全面關照。以及，運用標準風險組合分析(SPAN)的運算系統，協助評估投資部位的全部風險，同時兼顧期貨與選擇權之差異而進行適當調整。

(四) 成本有效控制的競爭

1. 集團內同時經營現貨與期貨操作時的成本管理。
2. 建構整個企業體內的成本控制系統。
例如，國票期貨建構神經網路，布局虛擬通路，有效管理資源，降低經營成本

(五) 客戶開發與管理的競爭

1. 原證券業與期貨業既有客戶基礎的相互為用。
2. 開發新領域的客戶。
3. 整合集團各事業體的客戶。
例如，元大金控集團藉由資訊系統整合，強化資訊管理能力，讓資源可以有效利用，並加強客製化

服務，以提高客戶貢獻度。另如，日盛期貨用現有 FCM 與 IB 營業員轉介客戶方式推廣期經。

(六)行銷能力的競爭

1. 如何運用整合行銷傳播推廣投資產品。
2. 如何透過通路的佈建，增進潛在客戶的開拓與現有客戶服務的便利。例如，寶來曼氏期貨以策略聯盟的方式使一銀證券成為它的外 IB(期貨交易輔助人)。

(七)品牌塑造的競爭

1. 塑造為專精於國內外期貨操盤的期貨自營商。
2. 成為組織規模夠大的資產管理信託公司。

參、金融市場整合後的關鍵成功因素分析

(一)投資組合的規劃與設計能力

1. 期貨信託基金的產品設計與規劃，尤其是產品的創新性、獨特性和穩建獲利性。
2. 證券與期貨信託基金的投資組合設計。

(二)連結國內外集團資源的資產管理服務

1. 以證券或金控現有的集團資源進行整合。

2. 與國外知名證券、金控或財富管理集團的策略聯盟、合資等合作模式。

(三) 企業整體面風險管理(EWRM, enterprise-wide risk management)的建置

鑑於全球風險的複雜性和連動性，我國金融市場整合後的期貨商，尤其是隸屬於證券集團與金控體系者，必須要在組織結構、組織程序和資訊系統上，建置出能辨識(identify)、衡量(measure)及管理(manage)企業整體風險，並做出適切決策反應之風險管理機制與文化。另外，新版巴賽爾協定，要求從事期貨交易之相關業者必須增加其訊息透明度。

(四) 率先在投資者心中建立專精於現貨與期貨整合操盤的品牌形象

1. 透過整合行銷傳播塑造品牌。
2. 擅用證券投資顧問與期貨顧問的雙向運作，取得良好品牌形象的先佔優勢(First Mover Advantage)。

第四節 組織能力(organizational capability)

組織能力的定義是指，業者所具備的綜合各項資源以執行某種生產或服務活動的價值創造能力。而其中最具關鍵的因素則稱為核心能耐 (core competence)，指的是

業者各產品間的共同技術，而且這項技術必會優於競爭者，因此能夠形成業者績效和策略基礎。

組織能力的辨別，可依業者在各主要「功能領域」所發展出的能力來區分，或從價值創造的過程中所扮演的角色尋找。本節擬先將國內各期貨商按策略群組的概念予以分群，再分別探討各群組所大致共同的組織能力。

壹、策略群組的分群

所謂的策略群組是指，一個產業內在某些策略構面上採取同樣或類似策略的業者之集合。所採用的分群構面主要是，能有效區分該產業內業者事業策略與競爭定位的決策變數。透過策略群組，有助於瞭解產業內不同群組的業者可能採取的各種競爭反應類型。

本研究係依各期貨商的組織規模及其背後所隸屬的企業集團屬性，來區分各個策略群組，如表 5-1 所示。

表 5-1：期貨商的策略群組

策略群組	期貨公司	體系	業務範圍
外資專營期貨商	新際(飛馬)期貨	香港商新際期貨經紀股份有限公司 台灣分公司	經紀商
	澳帝華期貨	澳帝華期貨股份有限公司	自營商

期貨商屬於 證券體系	寶來曼氏期貨股份有限公司	寶來證券	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	群益期貨股份有限公司	群益證券	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	凱基期貨股份有限公司	凱基證券	自營商、經紀商
	統一期貨股份有限公司	統一證券	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	元富期貨股份有限公司	元富證券	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	康和期貨股份有限公司	康和證券	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	美林亞洲期貨股份有限公司	美林證券	經紀商
期貨商屬於 金控體系	永豐期貨股份有限公司	永豐金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	元大期貨股份有限公司	元大金控	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	日盛期貨股份有限公司	日盛金控	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	台証期貨股份有限公司	台新金控	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	富邦期貨股份有限公司	富邦金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	國票期貨經紀股份有限公司	國票金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	大華期貨股份有限公司	開發金控	自營商、經紀商、期貨 <u>經理</u> 事業、期貨顧問事業
	華南期貨經紀股份有限公司	華南金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	國泰期貨股份有限公司	國泰金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業
	兆豐期貨股份有限公司	兆豐金控	自營商、經紀商、期貨顧問事業

貳、各策略群組的組織能力分析

本文依前述內容的分析，整理出金融市場整合下期貨商所需的重要組織能力，分別是交易策略、電子交易系統、風險控制與管理、及行銷能力。以下依各策略群組的特質分別說明。

(一) 外資專營期貨商的組織能力

由於外資專營期貨商在台灣組織規模較小，資源運用主要專注在少數的業務領域(如澳帝華期貨的自營)，其交易策略有其國外總部操盤多年累積跨國經驗所建立的專業策略模式或程式交易模組，客戶區隔也明確，風險控管的執行可落實到每一位員工的日常操作，所以其共同具有的組織能力主要為交易策略和風險控管。同時，外資專營期貨商的業務範圍也多未涉及期貨顧問、期貨經理等客戶服務部分，因此對於建立電子交易系統及行銷能力的需求也就不高。

(二) 證券體系所屬期貨商的組織能力

國內大部份證券集團在證券、投顧與投信業務上都著墨甚深，也將期貨業務視為集團內整體績效貢獻的重要一環。但在期貨事業上的資源分配與投注程度仍有差異，因而在組織能力的發展上也各具特色。

1. 交易策略

皆能將交易模組程式化。例如寶來曼氏期貨引進韓國大信證券技術擁有強大的程式交易及套利模組功能的「寶來百變孫悟空」，群益期貨的大亨避險交易策略等。

2. 電子交易系統

皆發展出整合股票、期貨、選擇權與國際期貨的四合一交易平台，下單軟體及線上交易系統。元富期貨還另外推出手機下單系統的行動達人。

3. 風險控制與管理

大部份的風險控管機制都是在整個證券集團的架構下來運作。例如，寶來證券在整個集團的組織結構上，設置風險管理委員會以及風險管理室，分別置於董事會以及董事長/總經理之下，成為獨立超然的風險政策擬定與落實執行的單位，並根據寶來證券整體業務訂定對外一致之風控辦法，對內則協調各事業處，協助設立風控機制並且協助各單位之內風控事宜；在組織程序上，制定整套的風險管理流程；而在資訊系統上，建立了包含金融商品資料庫、庫存明細資料庫、財務工程風險計算與風險資訊安全管理的風險資訊系統。

4. 行銷能力

同樣的，大部份的行銷也是在整個證券集團的架構下來運作。例如，寶來證券所發行寶來金融創新季刊；群益集團的證券和期貨經營業務不分家，同步

行銷；統一證券定期舉辦期貨專業課程講座等。但是，凱基期貨就針對期貨操作知識的推廣，推出了「盤中體驗營」，透過盤中的看盤空檔作技術分析教學，傳授投資人看盤技巧以及與老師意見交流。整體而言，行銷方面的組織能力，主要建構在集團的證券業務上。而在期貨售事業的行銷上，主要是以推廣(promotion)為主，其中較常見的是發行刊物與課程講座，較少見到具大規模且有計劃性的行銷活動(campaign)。

(三)金控體系所屬期貨商的組織能力

國內大部份金控公司的主要事業是在銀行、保險、證券、投顧與投信上，而期貨主要是在證券集團內的一個事業體，故其組織能力的建構也大多是植基於證券集團的基礎上。

1. 交易策略

大多能將交易模組程式化。例如，元大期貨的「奈米與神算程式交易系統」、台証期貨所推出的「燈塔模型光芒指標」程式交易。

2. 電子交易系統

大多有發展出網路下單的整合交易平台與交易系統。例如，台証期貨與台証證券聯合推出「超級大三元」功能強大的韓系證/期/權看盤與下單系

統、永豐期貨的「8888 致富快餐」，及兆豐期貨的業務員手機下單系統。

3. 風險控制與管理

大部份的風險控管機制都是在整個金控體系下的架構來運作。例如，國票金控所建置的風險控管系統，監管各項風險指標，票券子公司亦已建立完整的客戶關係管理系統(CRM)，在符合法令之規範下，將可共用與分享相關客戶資訊，降低經營風險及提昇共同行銷效益；華南金控除落實 Basel II 風險管理概念於各子公司之風險管理上，並積極引進甲骨文 OFSA 系統以對子公司進行經營績效評估及控管，同時也引進外商荷蘭銀行之國際風險管理最佳實務經驗，藉以協助強化集團風險管理文化與能力及建置各項風險控管機制與落實新巴塞爾資本協定。可見，由於金控公司所擁有的資源較豐富，在風險控制與管理的規劃與建置上，較能結合外部資源的先進系統與機制。

4. 行銷能力

整體而言，行銷方面的組織能力，主要建構在金控體系上，再透過聯合行銷方式運用在期貨業務的推廣。例如，日盛金控用現有 FCM 與 IB 營業員轉介客戶方式推廣期經；兆豐金控出版「兆豐國際商銀月刊」電子版，刊載國內外最新經濟、金融動態，定期刊登在網站上供各界參考，並設立業務員行銷管理系統(SFA)，以整合旗下各子公司的業務推

廣。可見大部份的行銷資源多以能發揮金控體系的綜效來整合運用。但是，元大期貨在網站上設置「期貨摸摸查」網頁，推廣期貨相關知識與交易策略的做法，將有助於其建構專屬期貨事業的行銷能力。

第五節 期貨商的因應策略及其競爭優勢建立

業者所擁有的資源，不論是有形還是無形資源，影響競爭優勢最關鍵的就是獨特資源。這項資源是不能在市場上交易的資源，必須獨特，不容易複製，才能讓業者創造差異化，而且資源的擁有者無法全部取走該資源所創造的價值才行。因此，競爭優勢的建構端賴如何將普通的資源加以組合發揮，成為業者的獨特能力。

學者 Hamel & Prahalad(1994)的研究指出，傑出的組織能力不必然源自於組織過人的資源稟賦，關鍵在於業者槓桿運用(leverage)自身資源的能力，常見的方式為：

- 集中資源(concentrating resources)：將資源聚集在定義清楚且相互一致的目標上。
- 累積資源(accumulating resources)：可透過策略聯盟、外包等方式借用其他業者的資源與能力。
- 相互調適資源(complementing resources)：提供互補性資源與能力間的連結效益。

本文即依此觀點來探討期貨商在主管開放跨業經營後的因應策略。首先，從策略定位開始，然後再分別發展能掌握前述各項契機的策略。

壹、策略定位

(一) 專注期貨自營

將資源聚焦在期貨自營，專攻國內外期貨市場的操盤。尤其在未來期貨場規模擴大，更多外資進入，可操盤的國內外期貨商品更多元之下，期貨自營業務將面對更大的市場機會與挑戰，需要更多專業的操盤人才與更嚴謹完整的人才訓練，所以自營會比兼營更能集中資源，發揮資源運用效率。針對不同策略群組的期貨商，建議其可行的方式為：

1. 原專營期貨商只做期貨自營。例如，澳帝華期貨。
2. 原證券集團內期貨商，獨立劃分出一家專營的期貨自營商。
3. 原金控集團內期貨商，獨立劃分出一家專營的期貨自營商。

(二)期貨專業服務商

這項策略思維是，運用相互調適資源的觀點，將具互補性資源的事業整合成一個提供專業期貨服務的公司。其組織型式為，將期貨經紀、期貨經理和期貨顧問以部門化的方式組成一家公司。

(三)結合現貨與期貨的投資信託公司

這項策略思維是，運用累積資源的觀點，將投顧投信業務所建立的資源基礎及組織能力，運用到期貨信託基金的推展上；或是，將期貨業務所建立的資源基礎及組織能力，運用到期貨信託基金的操作上。業者也可運用策略聯盟的方式，與國內外的相關業者合作，累積本身所需的資源與能力。

1. 在證券或金控集團內，分別成立專營證券與期貨信託基金的公司。
2. 在證券或金控集團內的證券投顧投信公司內，兼營期貨信託基金。
3. 與國外的證券或金融集團合作，可採取策略聯盟或合資的模式，成立操作現貨與期貨的投資信託公司。

貳、期貨信託事業的經營

(一)期貨商跨入期貨信託事業 VS. 證投信跨入期貨信託事業

表 5-2：期貨商 VS. 證投信跨入期貨信託事業之優劣勢比較

	期貨商跨入期貨信託事業	證投信跨入期貨信託事業
可能做法	<ul style="list-style-type: none"> 期貨經理公司兼營或轉型 無期貨經理公司的期貨商轉投資 	<ul style="list-style-type: none"> 兼營
優勢	<ul style="list-style-type: none"> 具有期貨操盤的專業、經驗與人才 依主管機關公告期信基金可交易期權種類約 300 種契約，期貨商在產品設計與規劃上較具優勢 	<ul style="list-style-type: none"> 毋須再增加資本額，可運用既有的人員、通路、銷售平台、後臺軟硬體設備以及基募集經驗 在發行股票與債券基金等既有獲利基礎上，無立即的生存獲利壓力 證投信所屬金控集團旗下的銀行有綿密的通路資源
劣勢	<ul style="list-style-type: none"> 缺乏基金募集的經驗與行銷能力 基金銷售的通路資源與人才較缺乏 	<ul style="list-style-type: none"> 缺乏期貨操盤的專業、經驗與人才 風險控管的模型與系統必須重新調整與設定
挑戰	<ul style="list-style-type: none"> 投資組合的設計能力 銷售通路與銷售平台的佈建 	<ul style="list-style-type: none"> 雖然可透過集團內部的期貨事業來加強合作或協助建置，但終究仍須證投信事業獨立面對與解決 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 專業人才培訓 ➤ 跨時區即時交易與調整 ➤ 創新平台建置 ➤ 交易策略、交易流程規劃及風險管理能力

(二)可行的階段策略

1. 從期經到期信

- ◇ 期經是目前台灣唯一可以合法代替客戶操作期貨相關商品的金融業
- ◇ 期經本身的定位在國際上就像是 CTA(Commodity Trading Advisor)，可以做很專門或很拿手的策略，再由期信公司去募集基金來委託期經操作
- ◇ 期貨商兼營期經，可以有效提昇資本使用效率，吸引及留住專業操盤人才，以及發揮業務整合能力，提供投資人全方位服務
- ◇ 今年寶來曼氏期貨採雙線策略發展，由兼營期經專攻法人市場、期貨信託專營散戶，寶來曼氏期貨自營前十月已提前達成今年目標。因此，期貨商兼營期經後，可以將自營部門十年來風控、操作等經驗轉移，樹立專業操作的不可取代性。

2. 成立專營期貨信託基金的公司

- ◇ 寶來曼氏旗下將成立國內第一家專營期貨信託基金公司，預計 2009 年第一季募集第一檔期信基金。

第六章 結論與建議

本研究針對「金融市場整合下期貨商的因應之道」所進行的分析，首先從國際期貨市場近況著手，接著探討與我國地理位置最接近、文化背景最相似的香港與新加坡期貨市場現況，期能從他山之石中找出值得借鏡之處。然後，對照我國期貨市場現況與未來政府政策之發展，以策略管理的觀點，提出期貨商可能的因應之道。

本研究並非針對單一期貨商提出建議方案，而是採取策略群組方式，先將期貨商分為外商專營期貨商、證券集團所屬期貨商、與金控體系所屬期貨商等三大群組，分別提出其可行的策略建議。其立意為，每個群組皆有其相似的組織背景、規模與特性，未來在面對跨業經營的挑戰時，每個群組可依其所擁有的資源與組織能力，去掌握產業環境中的關鍵成功因素，以發展因應策略，建立競爭優勢。

然而，即使是處於相同的策略群組內，每一家期貨業者仍有其差異。因此，在參酌本研究所提之因應策略時，各家期貨業者仍可本著自身的經營使命與目標，針對未來跨業經營挑戰所展現的策略意圖與雄心，擬定出適合自身的競爭策略。

參考文獻

- 中華民國期貨業商業同業公會，2008 年，期貨人季刊，第二季 (26 期)，台北
- 李娟萍，2008 年十月九日，”期貨信託，寶來獲准開辦”，經濟日報。
- 周紹基，2006 年十二月二日，”港交所爭做區內期貨一哥”，香港文匯報。
- 郭建中，許淑芬，盧俊偉，呂得成，2008 年，提升台灣期貨市場競爭力之研究，財團法人台灣智庫。
- 曾萃芝，2008 年十月四日，”期交稅 6 日起降至 10 萬分之 4”，工商時報。
- 廖玉完，2008 年，”美國信貸危機引燃全球利率期貨風雲再起”，臺灣期貨季刊, 38-45.
- 劉威漢，2004 年，財金風險管理，台北：智勝出版公司。
- 蕭麗君，2008 年七月十日，”新加坡商品交易所明年成立”，工商時報。
- 薛琦，洪明欽，柯瓊鳳，2008 年，”如何促進台灣期貨市場發展之研究”，台灣期貨交易所、中華民國期貨業商業同業公會。
- 謝偉姝，2008 年十月十五日，”法人期貨避險，有好康”，經濟日報。
- ，2008 年十月十九日，”期交所設單一服務窗口”，經濟日報。
- ，2008 年十月四日，”期交稅調降，外資叫好”，經濟日報。
- ，2008 年七月二十七日，”選擇權推新制，期市展新貌”，經濟日報。
- 顏瓊玉，2008 年十月二十一日，”4 合 1 台灣交易所可望成立”，中國

時報。

Grant, Robert M.(2008), contemporary strategy analysis, sixth edition,
Blackwell Publishing Ltd.

Hamel, Gary and C.K. Prahalad (1994), competing for future, Harvard
Business School Press.

期貨商網站

大華證券， www.gcsc.com.tw

元大期貨， www.yuantafutures.com.tw

元富證券， www.masterlink.com.tw

日盛證券， www.jihsun.com.tw

台証期貨， www.twfc.com.tw

永豐金證券， www.sinotrade.com.tw

兆豐期貨， www.bifc.com.tw

華南期貨經紀， <http://www.entrust.com.tw/fd2/index1024.asp>

國票期貨， www.wlf.com.tw

國泰期貨， www.onrich.com.tw

康和證券， www.concords.com.tw

統一期貨， www.pfcf.com.tw

富邦期貨， www.fubon.com/futures/home/index.htm

凱基證券， www.kgieworld.com.tw

群益期貨， www.capitalfutures.com.tw

新際期貨，www.newedgegroup.com

寶來曼氏期貨，www.pmf.com.tw