

中華民國期貨業商業同業公會 106 年度委託研究計畫

期貨研究叢書 031

槓桿交易商如何影響實體經濟的  
國際經驗研究

主持人：周治邦

共同主持人：邵之雋

研究助理：潘毅斌

王淳萱

中華民國 107 年 4 月 20 日

# 目 錄

目錄.....	i
第一章 導論.....	1
第一節 研究背景及目的.....	1
第二節 研究範圍.....	2
第二章 槓桿交易標的商品介紹.....	4
第一節 槓桿式外匯交易.....	4
一、槓桿式外匯保證金交易定義.....	4
二、店頭市場交易及網路交易服務平台.....	4
三、可交易餘額.....	5
四、槓桿式外匯保證金交易風險.....	5
五、槓桿式外匯保證金交易和功能及優點.....	5
六、目前國內主要外匯保證金交易平臺.....	5
第二節 差價合約.....	7
一、概說.....	7
二、歷史演進.....	7
三、市場發展情形.....	7
四、商品特徵.....	8
五、差價合約於集中市場交易對投資人較有利.....	8
六、投資者的風險.....	9
七、交易模式.....	9
八、差價合約與期貨契約的差異.....	10
九、台灣槓桿交易商開發差價合約產品之展望.....	11
第三節 能源.....	13
一、國際能源市場概況.....	13
二、監理沿革.....	13
三、能源價格的波動.....	14
第四節 貴金屬.....	14
一、國際貴金屬店頭衍生性商品市場概況.....	14
二、基礎資產類型.....	15

三、 投資者的風險.....	15
第三章 新加坡槓桿交易市場與差價契約簡介.....	16
第一節 商品意涵、適用法規與主管機關.....	16
一、 新加坡槓桿式交易合約及差價合約的意涵.....	16
二、 主管機關.....	22
三、 投資人資格.....	24
第二節 槓桿式外匯交易的監理.....	24
一、 特許規範.....	24
二、 豁免規定.....	27
三、 從業人員的管理.....	30
四、 財務規範.....	30
五、 分離帳戶的相關規範.....	34
六、 交易記錄的相關規範.....	36
七、 行為規範.....	37
八、 風險揭露.....	38
九、 主管機關的權限.....	39
第三節 股票、利率及指數為基礎資產差價契約的監理.....	43
一、 特許規範.....	43
二、 豁免規定.....	43
三、 從業人員的監理.....	43
四、 財務規範.....	43
五、 信託帳戶的相關規範.....	45
六、 交易記錄的相關規範.....	45
第四節 槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品的差價 契約的規範.....	47
一、 特許執照.....	47
二、 豁免規定.....	48
三、 從業人員的管理.....	49
四、 財務規範.....	50
五、 分離帳戶相關規範.....	51
六、 交易記錄的相關規範.....	52
七、 其他交易規範.....	53
八、 風險揭露.....	54

九、 主管機關的調查權.....	55
第五節 結論.....	56
一、 槓桿式交易及差價合約的類型.....	56
二、 經營型態.....	56
三、 監理路徑.....	57
四、 投資人資格.....	57
五、 監理項目.....	57
第四章 香港槓桿式外匯交易及可收回牛熊證.....	58
第一節 槓桿式外匯交易總說.....	58
一、 槓桿式外匯交易商品及業務定義與適格的投資人.....	58
二、 槓桿式外匯交易主管機關與相關規範.....	61
三、 非屬於槓桿式外匯交易的除外行為.....	67
四、 從事槓桿式外匯交易所的造訪規範.....	71
第二節 槓桿式外匯交易實務.....	74
一、 槓桿式外匯交易程序簡介.....	74
二、 專業投資者資格及對其得以免除的義務.....	76
三、 關於提供成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件的規範.....	79
四、 備存紀錄法規.....	81
五、 爭端解決機制.....	82
第三節 可收回牛熊證總說.....	85
一、 牛熊證的意涵.....	85
二、 牛熊證的風險.....	88
三、 牛熊證主管機關與相關規範.....	90
第四節 可收回牛熊證的實務.....	92
一、 牛熊證的買賣.....	92
二、 上市後牛熊證發行商的持續責任.....	99
第五章 美國衍生性商品市場介紹.....	101
第一節 商品期貨現代化法對衍生性商品業務的監理.....	101
一、 監理基準.....	101
二、 小結.....	104
第二節 《多德-弗蘭克法案》(Dodd-Frank Act)對於店頭市場的監理規範.....	105
一、 《多德-弗蘭克法案》監理結構提出的背景和監理改革目標.....	105
二、 《多德-弗蘭克法案》針對槓桿式交易合約相關的監理變革.....	106

第三節 能源及貴金屬店頭市場交易.....	108
第四節 店頭市店頭匯交易(off-exchange foreign currency trading).....	109
一、 除外交易(專業投資人):.....	109
二、 店頭市店頭匯交易與一般交易投資人(非專業投資人).....	109
第五節 證券期貨.....	115
一、 證券期貨定義.....	115
二、 證券期貨的交易監管與上市條件.....	116
三、 店頭式證券期貨交易.....	116
第六節 結算機構.....	117
一、 概論.....	117
二、 店頭衍生性商品結算機構.....	118
三、 小結.....	118
第七節 槓桿交易商(Leverage Transaction Merchant).....	118
一、 最低財務標準(Maintenance of Minimum Financial Requirement).....	119
二、 槓桿契約擔保(Cover of Leverage Contracts).....	119
三、 商品登記要件(Registration of Leverage Commodities).....	120
四、 揭露(Disclosure).....	120
五、 交易紀錄(Records of Leverage Transactions).....	121
六、 客戶交易報告(Reporting to Leverage Transactions).....	121
七、 紀錄的保存(Recordkeeping).....	121
八、 資金分離(Segregation).....	121
第八節 美國 OTC 市場集團設計機制對我國店頭市場監理的參考意義.....	122
一、 對於報價公司設計詳細的分層機制.....	122
二、 差異化監管機制.....	122
三、 借力監管機制.....	123
四、 完善的退市制度.....	123
第九節 結論.....	123
一、 美國店頭衍生性商品監理架構.....	123
二、 合格投資人交易(店頭市場能源、貴金屬及證券期貨交易):.....	123
三、 涉及一般投資人保護(店頭市店頭匯交易):.....	124
四、 店頭市場交易結算機制:.....	124
第六章 英國衍生品市場介紹.....	125
第一節 英國衍生品市場及監管機關介紹.....	125

一、 概說.....	125
二、 英國金融服務管理局的業務範圍.....	125
三、 英格蘭銀行的監管範圍.....	129
四、 財政部的定位與監管範圍.....	129
五、 三方關係.....	129
第二節 英國監管法令介紹.....	131
一、 概說.....	131
二、 金融服務與市場法.....	132
三、 英國金融服務管理局的法規手冊內容簡介.....	134
第三節 店頭市場交易衍生性商品的監理.....	135
一、 英國金融服務管理局的監理.....	135
二、 英格蘭銀行的監理.....	137
三、 英國法令對差價合約持有者揭露其持有部分的要求.....	137
第四節 組合式差價合約的監理.....	138
一、 組合式差價合約.....	138
二、 組合式差價合約的上市規定.....	139
三、 開放差價契約或以差額交割槓桿交易產品建議.....	141
第五節 英國監理創新的介紹.....	142
第七章 澳洲差價合約市場介紹.....	144
第一節 澳洲的差價合約.....	144
一、 差價合約簡介.....	144
二、 澳洲差價合約特徵.....	144
三、 澳洲差價合約的交易.....	145
第二節 保證金交易.....	146
一、 原始保證金.....	146
二、 變動保證金.....	147
三、 結算價格及變動保證金.....	147
第三節 現金流量.....	147
一、 合約利息(Contract Interest).....	147
二、 未平倉費用 (Open Interest Charge).....	147
三、 股利現金流量 (Dividend Cashflow).....	148
四、 股利稅額抵減現金流量(用於股票差價合約)(Franking Credit Cash flow):.....	148

五、 利息收益現金流量（用於外匯差價合約）（Yield Cash flow）：	149
第四節 風險.....	149
一、 財務槓桿的運用：	149
二、 額外的保證金追繳及無限損失風險：	149
三、 外匯交易風險：	149
四、 流動性風險：	150
五、 市場停止、緊急事件及其它事項.....	150
六、 澳大利亞外匯差價合約市場市場現狀(2016).....	150
第五節 澳大利亞證券和投資委員會對於槓桿式交易的監理創新.....	151
一、 對外匯行業監理的相關規定的修正.....	151
二、 店頭市場監理的調整.....	151
三、 設立專門的糾紛解決機構.....	152
第六節 澳洲外匯交易市場活躍的原因和啟示.....	153
一、 ASIC 數年來的監理變革 .....	153
二、 ASIC 監理下外匯經紀商受歡迎的原因 .....	154
第八章 韓國衍生性商品市場及金融創新簡介.....	155
第一節 韓國衍生性商品簡介.....	155
一、 韓國槓桿/反向 ETF 發展的特點 .....	155
二、 韓國槓桿/反向 ETF 發展的經驗 .....	156
三、 韓國槓桿/反向 ETF 市場的經驗和啟示 .....	159
第二節 韓國在衍生性商品方面的監理創新.....	160
第九章 俄羅斯衍生品市場簡介.....	162
第一節 俄羅斯外匯及期貨市場介紹.....	162
一、 俄羅斯外匯交易市場簡介.....	162
二、 俄羅斯期貨交易市場簡介.....	162
第二節 俄羅斯衍生品市場創新.....	163
第三節 俄羅斯外匯期貨監理結構的檢討.....	165
一、 俄羅斯外匯期貨市場監理漏洞問題.....	165
二、 俄羅斯對於外匯交易商的相關規制.....	165
第十章 台灣槓桿交易市場介紹.....	168
第一節 槓桿交易商業務及槓桿保證金契約.....	168
一、 槓桿交易商業務範圍及交易對象.....	168
二、 槓桿保證金契約意涵.....	169

三、槓桿交易商的設立.....	170
四、槓桿交易商違反期貨管理法令的行政處分.....	172
五、槓桿交易商的稅賦課徵.....	172
第二節 槓桿交易商的監督與管理.....	173
一、槓桿交易商財務面的監督與管理.....	173
二、槓桿交易商業務面的監督與管理.....	174
三、槓桿交易商從業人員面的監督與管理.....	176
第十一章 槓桿交易商交易機制的跨國比較.....	178
第一節 槓桿交易機制的跨國比較.....	178
一、槓桿交易保證金的跨國比較.....	178
二、槓桿交易稅費的跨國比較.....	181
三、跨國稅費比較小結.....	184
第二節 全球外匯市場概況簡介(2001-2016).....	185
一、全球槓桿式外匯保證金市場概況.....	185
二、全球店頭市場交易及網路交易服務平台.....	193
三、開放連結新台幣匯率之槓桿保證金契約建議.....	194
四、開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務建議.....	195
第十二章 台灣槓桿交易產品開發及未來創新方向.....	196
第一節 台灣槓桿交易商品創新簡介.....	196
一、目前既有商品說明.....	196
第二節 未來可開發槓桿產品方向.....	199
一、新加坡的產品創新經驗.....	199
二、不動產租賃的相關槓桿交易產品：以中國大陸為例.....	206
三、商品期貨類的開發方向.....	208
第十三章 結論與建議.....	220
第一節 研究結論.....	220
第二節 建議.....	222
一、開放槓桿交易商可以承做連結新台幣匯率之槓桿保證金契約.....	222
二、推動期貨商(槓桿交易商)企業避險業務.....	223
三、開放持受託買賣牌照從業人員從事槓桿交易業務.....	223
四、開放差價契約或以差額交割槓桿交易產品.....	224
五、開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務.....	224
參考文獻.....	225

一、 中文部分.....	225
二、 英文部分.....	227
附錄.....	230
附錄一：表九.1 俄羅斯期貨交易產品保證金一覽表.....	230
附錄二：表十一.1 全球主要經濟外匯保證金比例一覽表.....	236
附錄三：表十一.10 全球主要槓桿式外匯交易平臺排名表(前 20).....	241
附錄四：對於期貨公會及各交易商期中報告所提問題之回應.....	244

## 第一章 導論

### 第一節 研究背景及目的

依我國期貨交易法第三條第一項的規定，所謂「期貨交易」係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場的規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益的期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約的交易。其中槓桿保證金契約（為當事人約定，一方支付價金一定成數的款項或取得他方授與的一定信用額度，雙方於未來特定時間內，依約定方式結算差價或交付約定物的契約）固屬期貨交易的一種，同法復規定經特許的槓桿交易商得從事槓桿保證金契約業務。

槓桿交易已成為各國集中交易及店頭市場的重要環節，而我國亦在櫃檯買賣中心之下開設槓桿交易商業務，為滿足槓桿交易商開拓新業務，以服務實體經濟之需求，本研究將探討下列三個議題：

1. 槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗。目前各國交易所或監理當局，雖無單列槓桿交易商業務，但其槓桿式交易產品多歸於衍生性金融商品框架下，並由期貨商承作，此情形與我國類似。同時，各國衍生性金融產品多為在集中或店頭市場交易的標準化產品，並由英美少數全球性期貨交易商壟斷；因此，各國本地交易商如何通過業務及產品創新，避免與全球性期貨交易商直接競爭，進而開發出貼近本地產品的經驗，值得我國學習。所以，本研究蒐集主要金融中心所在經濟體：包括新加坡、香港、美國、英國和澳洲，以及韓國和俄羅斯等新興經濟體，有關各國槓桿保證金契約、槓桿交易商以及立法實例資料，並介紹各國在槓桿式交易產品上的創新設計及市場開發策略。

2. 槓桿交易商交易機制的跨國比較。由於較難取得各國非標準化衍生性金融產品的交易資料，因此，本研究收集並整理國際清算銀行全球 OTC 市場交易的統計資料，並針對不同產品和交易商類型進行國際比較，試圖描述出各國衍生性產品交易的現狀。本研究也整理了各國店頭市場及網絡交易服務平臺的保證金以及稅費的情況，以提供我國槓桿交易商在費率設計上的參考。

3. 我國槓桿交易產品的開發及創新方向。本研究參考了新加坡、美國以及中國大陸在槓桿交易產品開發方面的經驗。首先，新加坡作為亞洲金融中心，其衍生品市場交易商主要為國外大型金融機構，而其產品多為針對海外市場的標準化產品。因此，新加坡本地交易商在市場定位、產品設計及業務優化上如何創新的經驗值得參考。其次，美國雖曾存在獨立的槓桿交易商概念，但目前的槓桿交易

業務多併入衍生性金融商品業務。因此，美國在金融危機後，針對衍生性金融商品的制度調整和風險管理經驗值得參考。最後，中國大陸為新興經濟體，但目前金融產品創新上卻大幅邁進，其委託期貨商進行金融產品試點創新，成功後上市交易的模式，亦值得參考。此外，其他經濟體如俄羅斯、南韓以及澳洲在衍生性金融商品創新的經驗上亦值得借鏡。因此，參照國際經驗及跨國比較結果，本研究將結合我國現況，從而提出槓桿交易商產品開發及未來創新的四個可能方向。

本委託案參考期貨公會先前的委託案—《開放槓桿交易商之研究》(2009)，並在下列三方面進行更深入的探討：

第一，更新法律法規及監理制度變動。原研究係針對 2009 年之前各主要經濟體（新加坡、香港、美國、英國及澳洲）有關槓桿交易商的法律、法規命令及自律團體自律規範三層監理架構的綜述。反觀本研究更新了 2009 年迄今，這些經濟體有關槓桿交易商的法律法令以及監理規範資訊；

第二，介紹各經濟體在使用槓桿交易產品服務實體經濟上的創新情形。原研究重點在綜述法律及監理規範，而本研究則介紹：(1)各主要經濟體的槓桿交易產品創新；(2)這些創新產品的設計邏輯，即其如何與實體經濟結合，以滿足本國企業的需求；以及(3)這些創新產品可供我國槓桿交易商在產品開發上的參考方向。

第三，補充了韓國，俄羅斯以及中國大陸等新興經濟體的資訊。韓國和俄羅斯分別開發 ETF 以及能源金屬槓桿交易產品，尤其在 2009 年全球金融危機以後，兩國如何利用產品創新，迅速因應金融危機的經驗值得參考。而中國大陸槓桿交易產品市場雖起步較晚，但成長迅速，其在店頭市場豐富的產品創新案例亦值得借鏡。

## 第二節 研究範圍

本研究分為十三章。第一章為導論，介紹研究背景及目的，以及研究範圍。第二章為槓桿交易標的商品的介紹，主要介紹槓桿式外匯交易、差價合約、能源以及貴金屬等四種產品的商品特徵及交易模式，並討論我國槓桿交易商開發差價契約產品的可能模式。

第三章到第十章簡介各國及我國槓桿交易市場及產品的創新。第三章介紹新加坡槓桿交易市場的概況。第四章介紹香港槓桿式外匯交易市場的情況，及其主要的特色產品—可收回牛熊證。第五章介紹美國衍生性金融商品市場，尤其側重金融危機後，美國如何調整槓桿商品及其監理制度。第六章介紹英國衍生品市場，

側重其店頭市場交易衍生性商品及組合式差價合約。第七章介紹澳洲差價合約市場，側重介紹澳洲抓住美國金融危機及英國脫歐後，傳統衍生性金融商品市場地位動搖的機遇，而進行產品創新，以及其活躍的外匯市場交易對我國的啟示。第八章介紹韓國衍生性商品市場及監理創新，側重介紹韓國發展槓桿/反向 ETF 的成功經驗。第九章介紹俄羅斯衍生品市場，側重介紹其外匯市場如何在 1990 年代政治經濟劇烈波動中逐步奪回定價權，以及其商品期貨的特色。第十章介紹我國槓桿交易市場的建立和發展過程。

第十一章以國際清算銀行資料進行槓桿交易保證金（外匯、貴金融，以及差價合約）以及槓桿交易稅費（期貨及選擇權）的跨國比較。此外，也介紹了 2001-2016 年全球外匯保證金交易市場，以及全球主要店頭市場交易及網路交易服務平臺。

第十二章討論了我國槓桿交易產品目前的開發情形，以及未來可開發的四個重點方向：

（1）股指選擇權：參考新加坡交易所的產品創新經驗，設計以貴金屬產品為標的物的螺絲扣件槓桿交易產品，以及以能源產品為標的物的綠能槓桿交易產品；

（2）參考美國芝加哥商品交易所及中國大陸經驗，設計比特幣礦機相關的選擇權，以及公共建設概念相關的槓桿式交易產品；

（3）商品期貨類：參考中國大陸大商所 2016 年所提供的 14 個店頭市場選擇權試點項目，其所涉及農業、工礦、化工以及供應鏈等行業的客制化槓桿交易產品或方案。

（4）其他：參考新加坡本地交易商經驗，開發單日槓桿證(DLC)相關產品，針對結算優惠的現金抵押交易（CCT）以和外商優勢業務作區別。

最後一章為結論與建議。

而在附錄部分則針對期貨公會及各期貨交易商在期中報告時，所提各項問題的回應。

## 第二章 槓桿交易標的商品介紹

### 第一節 槓桿式外匯交易

槓桿式外匯交易市場是一國貨幣與另一國貨幣進行兌換的場所，它並沒有實體交易地點，而是透過銀行、交易商及客戶間的電腦網絡，展開外匯交易。由於並沒有具體的交易所，因此外匯市場能夠 24 小時運作。每天從雪梨開始，然後轉移到東京、香港、倫敦、紐約以及世界各個主要金融中心。影響匯率變動的因素眾多，可能的原因有貿易順差、利率的高低、物價水準、經濟景氣的狀態、政治情勢、交易國央行的貨幣政策、國際熱錢的流向及市場的預期心理等。

而槓桿式外匯保證金交易為國際外匯市場交易的商品之一，其參與者包含銀行等金融機構、企業、個人及基金經理機構等。其交易亦可分為機構間的對作及小額投資人本於投資或避險需要而為的交易。以下介紹槓桿式外匯保證金交易的定義，在店頭市場交易及網路交易服務平台，可交易餘額，交易風險，以及交易功能及優點，以及目前台灣主要外匯保證金交易平臺。

#### 一、槓桿式外匯保證金交易定義

就投資人而言，槓桿式外匯保證金交易係透過交易商開立個人存款帳戶為開端，於存入一筆資金（保證金）做為擔保品後，與交易商簽定交易合約，由交易商設定信用操作槓桿額度（一般約為保證金的 2 倍~50 倍）。客戶利用國際市場匯率變動的每個買升或買跌的投資機會，預測行情波動，並從匯率變動中尋求差價以獲得利潤，並且在某些情況下，亦可賺取利息，而客戶操作的損益，將自動由帳戶提發扣存。

對交易商而言，在槓桿式外匯保證金交易，買入一種貨幣和賣出另一種貨幣是同時進行的。貨幣以一對組合進行交易，例如買入歐元/美元（EUR/USD）即買入歐元的同時賣出美元；買入美元/日元（USD/JPY）則是買入美元賣出日元。

#### 二、店頭市場交易及網路交易服務平台

由於槓桿式外匯保證金交易的模式多為店頭市場交易(OTC)，故大多數交易商皆提供有網路交易服務平台以便客戶隨時進行交易。交易服務平台上方所提供的買賣價格報價只是參考價，如客戶欲進行交易，可以於網路交易服務平台上要求開價，交易員便會提供可交易買賣價格。關於再購買及再出售，亦即同意執行原始交易的相反交易(即一般所謂平倉)，客戶得以在網路交易服務平台內選擇指

定的倉位平倉。若客戶未指定，系統於一般情形下會依照交易完成的先後次序來選擇將會被平倉的倉位。

### 三、可交易餘額

可交易餘額是指資產淨值減以維持保證金要求後客戶可供交易的餘額。有時為避免客戶承擔過高的投資風險，交易商可能會對客戶設一個持倉上限。若資產淨值不足以達到維持保證金的要求時，交易商將對客戶追收保證金，因此，客戶需要立即存入款項以維持戶口所持合約基本保證金的金額。

### 四、槓桿式外匯保證金交易風險

槓桿式外匯保證金交易所存在的風險為：

- (一) 由於槓桿效應，虧損風險會被放大。
- (二) 即使設定了相關停損點，虧損仍可能超過投資人的預期。
- (三) 於虧損超過一定程度時，投資人須另行繳納維持保證金。

### 五、槓桿式外匯保證金交易和功能及優點

(一)其功能為：

- 1.投資理財：利用匯率升貶的特性，從事以預購或預售方式賺取差價利潤。
- 2.規避風險：例如進口商得以預購信用狀還款所需外幣的方式；或出口商得以利用第三國貨幣的買賣的方式，以抵銷其所在國的貨幣升值產生的匯兌損失。

(二) 其優點為：

- 1. 無任何人或組織可以操控，因此市場機制較為平衡透明。
- 2. 交易成本低，客戶僅須存入交易商所要求的保證金額度，即可操作大額信用額度，獲利可以倍數計，但虧損亦以倍數計。
- 3. 成交速度快，於外國實務操作上，大多數交易商皆設有在線買賣平台，開倉、平倉或補倉等動作皆得以迅速完成。
- 4. 沒有漲跌停板限制，開倉或平倉價格完全由客戶自行決定。
- 5. 由於標的物為外匯，因此其性質較為安全且容易管理。

### 六、目前國內主要外匯保證金交易平臺

(一) 群益外匯保證金交易

群益期貨於 2017 年 4 月獲金管會許可兼營槓桿交易商，並在 2017 年 12 月獲央行同意承做外幣保證金業務，成為我國第一家合法提供外匯保證金的期貨商。

群益外匯保證金交易業務置於群益外匯業務之下，現階段提供市場上較通用的九種貨幣來做組合，包括美元、歐元、日圓、人民幣、加幣、英鎊、港幣、澳幣，以及紐幣。其交易特色有三，（1）無結算（換倉）問題；（2）和銀行店頭市場相當類似，但交易門檻相對低。銀行門檻大約落在 100 萬美元，而期貨商的外匯保證金 1 口契約只要 10 萬美元，且最小交易單位為 0.01 口，若以較常見的槓桿比例 40 倍來計算，等於投資人只要花 25 美元（新台幣 750 元）就能交易；及（3）相對銀行而言交易費用較低。

## （二）元大外幣保證金交易

元大期貨自 2017 年 5 月起，推出 30 種貨幣配對的外幣保證金業務，為國內市場最多貨幣對的槓桿交易商。為吸引更多投資，元大提供優惠的點差，以美元兌日圓為例，最低資金只需要準備美金 20 元即可承作。

表一.1 元大外幣保證金交易與其他外匯產品比較表

	外幣存款	外匯期貨	外幣保證金交易
多空限制	只能做多	多空皆可	多空皆可
結算周期	依存款約定	三個月	無結算日
手續費	無	有	依業者自訂
交易時間	依銀行規定	24 小時	24 小時
槓桿比例	01:01	1:1~20-50	1:1~100
資金門檻	中	中	低

資料來源：元大期貨

## 第二節 差價合約

### 一、概說

差價合約 (contract for difference) 雖在國外已流行數十年，但此名詞對國人而言仍較為陌生。因此，本文擬作較詳細的介紹。

差價合約的係指投資者 (investors) 與提供者 (providers) 約定，若合約標的的基礎資產於結算時的價格高於約定時的價格，則提供者支付差價與投資者；反的，則由投資者支付差價予提供者。此種金融商品容許投資者可隨意買進或賣出，而非如同期貨契約一般均有到期日的限制，故較具有彈性。此種交易為一槓桿式交易，亦即須由投資者繳交相當於基礎資產 1%~30% 的保證金，方得購買。

以下介紹差價合約的歷史演進、市場發展情形、商品特徵、投資者風險及交易模式，並分析差價合約與期貨合約的差異。

### 二、歷史演進

差價合約最早源自於英國 1990 年代初期，一開始係脫胎自股票換價契約 (equity swaps)，並被對沖基金 (hedge fund) 與企業投資者使用作為對上市股票成本的避險工具。於西元 2003 年，差價合約首次引進予散戶投資者，許多英國公司在線上交易平台上提供即時報價及即時交易的功能，投資人得本於即時提供的市場及商品資訊，以少許的保證金投資多種基礎資產，導致差價合約迅速成長。差價合約提供者很快地將其提供產品的基礎資產，由倫敦股票交易所 (London Stock Exchange) 交易的股票擴展至其他市場的股票、指數、貨品、貴重物品及貨幣。直至今日，差價合約已經成為新加坡、澳洲、英國等國家交易市場經常交易的衍生性金融商品。

### 三、市場發展情形

英國金融監理主管機關於 2007 年所發表的 "Disclosure of Contracts for Difference" 一文，介紹差價合約在英國金融市場上過去五年間的成長情形。有論者認為，因差價合約商品提供者就其客戶差價合約部位的避險需求而為的股票交易額占整體股票交易市場交易額高達 20%~40%。這時迅速成長原因在於，投資者在股票價格變動中尋找有利可圖的部位時，需求更高槓桿式交易型態及新方法以放空股票。此外，網路與電子化交易平台的進步減少了交易成本，亦帶動了差價合約交易發展。

#### 四、商品特徵

差價合約有以下幾項重要特徵：

##### (一) 彈性的結算時間

差價合約持有者，即買入差價合約的投資者，通常可以選擇結算差價的時間點。換言之，差價合約的投資者可自由選擇契約終結的時間，與差價合約提供者結算契約終結時與契約開始時基礎資產的差價。

##### (二) 通常採取現金結算方式

差價合約通常採取現金結算，因此不會給予投資者基礎資產所有權或任何須為所有權人方得享有的權益。例如，以股票為基礎資產的差價合約投資者，即無法享有股票附隨的表決及股票分派等權利。然而，與股利分派所相應的財務利益仍可隨差價合約契約價格調整適時反應。

##### (三) 只須少量的資金成本

差價合約的投資者可以相較於取得基礎資產成本甚小的資金成本為對價，取得基礎資產的經濟部位。差價合約的契約通常會要求投資人於最初存放一筆不超過基礎資產當時市價 5%~10%的保證金予差價合約的提供者。因此，假設在個案中要求投資者須存入 10%的保證金，則投資者存入 100 元的英鎊即可取得 1000 元英鎊基礎資產的差價合約部位。然而，由於差價合約的提供者通常採取買入或賣出相對應基礎資產的方式避險。就此，商品提供者為避險而生的融資費用或有可能轉嫁由投資人負擔。

#### 五、差價合約於集中市場交易對投資人較有利

遍觀各國實務，差價合約於店頭市場及集中市場皆可進行交易，惟從集中交易市場獨立性、資訊透明及嚴格風險管理層面觀的，一般投資人於集中市場交易差價合約可以受到較好的保護：

(一) 集中交易市場規範嚴格：集中交易市場係開放與一般投資大眾交易的平台，在各國皆受到法律嚴格管制，以確保市場的公平性、交易秩序及價格透明；也確保健全的集中交易市場營運及合乎法律規範結算機制，提供交易人一個較佳的服務。

(二) 價格資訊透明：集中交易市場可完整揭露每日差價合約交易量、未平倉部位、買賣價等資訊，其資訊流通相當透明。

(三) 風險管理：集中市場交易差價合約是透過結算所進行結算，由結算所介入擔任交易當事人，因而便成為買賣雙方的履約保證。並透過保證金規範，以確保交易人不會因損失過大，對其它市場交易人所造成的衝擊。

## 六、投資者的風險

差價合約投資者的風險來自於高槓桿性，因而相承受相對較高的風險。投資者可能遭遇的主要風險如下：

### (一) 因保證金追繳產生風險

當差價合約的基礎資產價格下跌時，投資者將被要求存入更多的錢以符合保證金的最低要求與維持差價合約部位的運作，此被稱為”Margin Call”(保證金追繳)。投資人必須補足此額外的保證金，否則將立即產生以下結果：

1. 某些差價合約部分將被差價合約提供者強制結算。
2. 投資者將無法開始新的差價合約部分或擴張既有的差價合約部位。
3. 投資者有義務支付因差價合約帳戶餘額呈現負淨值時產生的利息費用。

### (二) 因槓桿作用產生損失的風險

雖然投資者僅須以少量保證金即可投資差價合約部位的基礎資產，然而若基礎資產價格大幅下滑，差價合約部位價格會以其槓桿倍數下滑。

### (三) 因具衍生性金融商品特性產生的投資風險

衍生性金融商品的市場價格變動非常急遽且敏感。差價合約價格變動可能導因於供需關係改變、各種政策變動、國際政治經濟事件與投資人心理因素等，因而投資者會面臨極大的投資風險。

### (四) 因基礎資產而產生的風險

差價合約基礎資產市場因流動性不足，或者對同一價格差價合約需求的訂單量大於相對應價格基礎資產本身的流量，都可能導致差價合約提供者無法讓差價合約持有者結算其部位或讓投資者開啟新的差價合約部位。因而，某些有潛在利益的交易未被執行，或者差價合約持有者無法即時以想要的價格結算，從而使投資者減少利益或產生更高的風險。

### (五) 因匯率不同產生的風險

匯率產生的風險，來自於存入帳戶的貨幣與差價合約交易貨幣的匯差。由於差價合約部位運算所使用的貨幣將隨其基礎資產交易所指定的貨幣，故與投資者所投入市場的貨幣可能不相同，進而在部位開始及結算時匯率不同，即可能導致投資者虧損。

## 七、交易模式

以下介紹細部差價合約交易過程中較重要的交易資訊，包含差價合約基礎資產的種類、投資者所需花費的費用、投資者如何購買商品與決定商品價格，以及如何結算等。

#### (一) 差價合約的基礎資產種類

依 CMC Market<sup>1</sup> 的差價合約商品資訊所示，依所連結的基礎資產，主要可類分如下：

1. Share CFDs—股票及其他有價證券
2. Index CFDs(Sector CFDs)—股票指數及函數
3. Bullion CFDs—貴金屬
4. Forex CFDs(Currency Index CFDs)—外匯
5. Commodity CFDs—商品
6. Treasury CFDs—政府債券
7. Index Future CFDs—股票期貨指數
8. Currency Future CFDs—貨幣期貨

除上述所例示較常見的基礎資產種類外，還有可能於個別差價合約提供者的不同，而有不同基礎資產的差價合約商品。以股票為基礎資產的差價合約在市場上的交易非常活絡，目前占倫敦股票交易市場（London Stock Exchange (LSE)）交易量的三分之一。

#### (二) 投資者如何投資差價合約

投資者如欲投資差價合約商品，首先須在差價合約提供者的營運處或平台開立帳戶。其次，投資者可評估所欲投資的差價合約，其連結的基礎資產未來價格走高或走低，而選擇買入(go short)或賣出(go long)部位。

#### (三) 差價合約如何結算

持有差價合約部位 r 投資者，可選擇何時結算其部位。然而，差價合約的提供者在某些情況可能會有強制結算投資者部位的機制。例如 CMC Market，即提供此一強制結算標準(Liquidation Level)機制。因此當投資者的帳戶被設有強制結算標準，且投資者的帳戶餘額達到此標準時，CMC Market 即會強制結算其部位。

## 八、 差價合約與期貨契約的差異

---

<sup>1</sup> <https://www.cmcmarkets.com/en/>

期貨契約(Futures Contracts)係指買方與賣方約定，在未來特定日期，以特定價格與特定數量買賣特定資產。買賣雙方皆須繳交保證金，且於集中交易市場所交易。期貨合約與差價合約商品相同點在於必須於投資初始時繳交保證金，故為高槓桿交易。惟此兩種商品仍有下列重大差異：

(一) 結算時間點不同

期貨契約在開始簽約時即會約定未來結算，亦即買賣特定資產的時點；相較之下，差價合約的契約在簽訂時一般並不會特別約定未來結算時點，原則上由差價合約部位的持有者決定結算的時點。

(二) 結算價格決定時點不同

由於兩者結算時點決定的不同，進而影響其結算價格。期貨契約在簽約時即會約定未來結算時點的結算價格；相較之下，差價合約則因結算時點不固定，而於部位持有人決定要清算時，以差價合約基礎資產市場上價格為基礎，決定該契約的清算價格。

(三) 交易市場型態不同

期貨契約一般均於集中交易市場上交易；相較之下，差價合約有在集中交易市場上掛牌上市，亦可於店頭市場交易。

## 九、 台灣槓桿交易商開發差價合約產品之展望

綜上所述，差價合約與期貨契約相同，皆僅投入以投資標的為基礎計算的較少比例保證金，即可投資標的物，故兩者皆為高槓桿交易。而差價合約目前在許多國家，例如英國、新加坡與澳洲等國，交易相當活絡。

目前根據金管會規定，槓桿交易商亦可承作差價合約，根據表二.1 對於差價合約直接入市與造市者模式之比較，目前台灣差價合約市場主要由外商承作，而國內槓桿交易商可選擇造市者 CFD 模式，利用較低費率和國內帳戶較高的信用安全度來推廣此項業務。

表二.1 交易所集中交易之差價合約、直接入市模式與造市者模式的比較

	交易所 CFD (ASX CFD)	直接入市 CFD (DMA CFD)	造市者 CFD (MM CFD)
商品種類	標準化契約， 種類較少	非標準化契 約，種類較多	非標準化契 約，種類較多
交易方式	由交易所 CFD 平台集 中交易，有 CFD 商品的 限價委託簿。 每一個 CFD 有 3 個以上 的指定造市者 提供造市。	CFD 提供者 將客戶的委 託單傳送到 現貨市場參 與現貨市場 的交易。	由 CFD 的提 供者提供報 價
經紀商的手續費	0.1%; 至少 \$10; 大量者有 額外折扣	0.1%; 至少 \$10~12	0.1%; 至少 \$10 有些 CFD Providers 不 收取
持有部位的費用	0.015	不收取	不收取
利息費用	RBA±2%	RBA±3%	RBA±3%
資訊費用	41.25	41.25	N/A
額外的買賣價差	有	無	有
成交量	低	高	高
市場透明度	高	中	低
原始保證金	約 10%	約 5%~15%	約 3%~10%
交易對手	交易所	CFD 的提供 者	CFD 的提供 者
交易對手的信用	低	中	高

資料來源：郭炳伸，盧秋玲(2012)，我國證券商從事差價合約交易的商業模式分析

### 第三節 能源

#### 一、國際能源市場概況

國際能源市場的基礎資產大抵包含了天然氣、原油、燃油、石油副產品及其他能源性商品。自 2001 年開始，國際能源市場即因加入新興市場參與者（如對沖基金）以及期貨指數基金（其基金價值的波動反映自所操控的一籃子期貨商品，如能源基礎資產等）的加碼投資等因素影響下，而大幅成長。依據英國倫敦洲際交易所（Intercontinental Exchange, ICE）年度財務報表所揭露，非於交易所交易的能源期貨於 2006 年達成了 400% 以上的成長率，且交易總筆數亦超過了 1.3 億筆。

#### 二、監理沿革

能源衍生性商品交易，以美國市場最為活絡。1980 年代美國能源市場可分為於交易所交易或店頭買賣交易。主要的區別為，若該筆能源買賣契約的結算為實物交割者，則可經由店頭式買賣交易且不須受到期貨交易法規的規範。倘若交割得以差價現金結算，則須受到期貨交易法規規範。隨著衍生性商品的創新，規範界限也亦趨模糊。對於混合須現物交割及得現金結算的能源交易，美國法院於 *Transnor Ltd. v. BP North America Petroleum* 一案中作出重大解釋。依據法院的解釋，具備上述混合性質的 15 日布蘭特原油合約，因最終仍然得於交易人的選擇下以差價現金結算，因而必須受到期貨交易法規的監理。

為因應法院對此案所作出的判決，美國期貨交易的監理機關-商品委員會 (Commodity Futures Trading Commission) 根據該法理作出更深一步的闡述。商品委員會認為，經由商業交易者依其營業性質所需而簽署的 15 日布蘭特原油合約，如其性質具備可現物交割的特性，將得以豁免於商品委員會的監理。

自 1992 年的期貨交易操作法 (Futures Trading Practices Act) 授權予商品委員會更多的豁免裁量權後，商品委員會於 1993 年就符合特定條件的商業交易者、某些種類的源商品（如原油及天然氣等）以及契約性質必為現物交割者制定了新的豁免範圍，從而能源商品得由店頭買賣且不受規範（但仍受禁止操控 (prohibition against manipulation) 法規的規管）的趨勢更為明確。

2000 年商品期貨現代化法 (The Commodity Futures Modernization Act of 2000) 為目前美國監理衍生性商品的最新法規。該法規對於能源交易的監理強弱主要為根據交易參與者的資本財務能力（進而有界定合格交易人）以及能源商品的基礎資產為何。若符合該法規要求者，即可不受監理而得在店頭市場買賣。

衍生性能源產品交易模式大致分為於交易所交易（非店頭）的及店頭買賣的期貨商品，其性質為以結算差價的方式了結盈虧，因而為差價合約。一般的交易者皆屬於機構間的大規模互為交易，若干亦無槓桿性質。非店頭交易衍生性能源產品買賣均受各國的相關期貨法規監理，但店頭交易的衍生性能源產品買賣則較不受此種法規規範。

### 三、 能源價格的波動

能源商品價格波動的因素，為實務界及學界所竭力研究的課題。以原油為例，其價格已由自 2002 年 1 月每桶 22 美元飆漲至 2008 年 8 月時的每桶 115 美元。其價格波動的因素除供需失衡外，尚有為數眾多的說法，但目前皆無定論。

## 第四節 貴金屬

### 一、 國際貴金屬店頭衍生性商品市場概況

全球以商品為基礎資產的衍生性商品，有在交易所交易，亦有在店頭市場交易。依據國際清算銀行網站資料顯示，全球貴金屬店頭衍生性商品的市場規模十分可觀。單以黃金為例，2007 年 12 月時在外流通契約的名目本金總計高達 5948 億美元，契約價值總計亦高達 696 億美元。而其他種類的貴金屬的相對數值，則分別為 1025 億美元及 106 億美元。另依據英國「倫敦國際金融服務」(International Financial Services London)於 2008 年 6 月所發佈的報告，以交易所而言，貴金屬交易量從 2007 年以來，已成長 3%，其中又以紐約交易所的交易量較高。倫敦金屬交易所(London Metal Exchange) 為世界上最大的貴重金屬交易所，倫敦金屬交易所提供期貨選擇權契約於多種金屬包括：錫、銅、鎳、鋅等。

在店頭市場方面，1998 年底全球銀行承作的各類衍生性商品的名目本金總額不過 0.4 兆美元，然至 2007 年底時，規模已成長至 9 兆美元，其中基礎資產為貴金屬約佔百分之八。10 年前基礎資產為貴金屬的店頭市場衍生性商品所占比例曾高達百分之五十五，此等比例上的滑落係因能源相關的商品興起所致。目前倫敦為全球最大的貴金屬店頭衍生性商品的交易市場，其次為紐約、蘇黎世及東京。

儘管倫敦國際金融服務報告未說明基礎資產為貴金屬者的衍生性商品的成長幅度，惟依其記載，基礎資產為商品的衍生性商品的外流通契約的名目本金，在交易所交易者成長 200%，在店頭市場交易者成長更超過 500%，似可推論基礎資產為貴金屬的衍生性商品的成長潛力。

## 二、 基礎資產類型

貴金屬衍生性商品的交易型態，有遠期契約、槓桿保證金交易、差價合約、選擇權及交換交易等，這些衍生性商品均係以現金結算，而不會實際交割基礎商品。至於基礎資產，種類繁多，常見者為黃金、白銀及白金等。不同的金屬種類可能有不同的保證金比率，以知名的衍生性金融商品業者 IG Markets 而言，其經營的貴金屬衍生性商品的基礎資產為黃金、白銀、黃銅及白金四種，而保證金比率分別為 3%、5%、10% 及 7.5%。

## 三、 投資者的風險

槓桿式貴金屬合約的投資者風險，與前述槓桿式能源合約的風險類似，包括因保證金追繳產生的風險、因槓桿作用產生損失的風險、因基礎資產而產生的風險及因在店頭市場交易所生的風險，請參照前節的說明。

### 第三章 新加坡槓桿交易市場與差價契約簡介

本章介紹新加坡槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約。這四種合約由《《證券期貨法》》及《《商品交易法》》規範。以下闡述新加坡槓桿式交易合約及差價合約的意涵、適用法規及主管機關。

#### 第一節 商品意涵、適用法規與主管機關

##### 一、新加坡槓桿式交易合約及差價合約的意涵

新加坡 1983 年生效的期貨交易法，主要以期貨契約規範店頭市場槓桿式外匯交易。只有在期貨交易所交易的期貨契約，方為期貨交易法所規範的期貨契約主體，因而排除期貨交易所以外的槓桿式外匯交易。嗣後，新加坡 1995 年 9 月修正期貨交易法，增列第 2A 條將交易所以外交易的槓桿式外匯交易納入規範，並明定依銀行法特許的銀行，及經新加坡金融管理局特許為金融機構的商業銀行（merchant bank）從事的外匯交易並非期貨交易法定義的槓桿式外匯交易，而係受個別業法的規範。

隨後新加坡於 2001 年發布《《證券期貨法》》，納入期貨交易法及證券交易法(Securities Industries Act) 的主要內容，並繼續規範槓桿式外匯交易，另外亦將基礎資產為證券、利率、指數或外匯等金融資產的差價契約納入該法予以監理。就基礎資產非屬外匯的槓桿式商品合約及差價合約而言，新加坡《商品期貨法》(Commodity Futures Act) 於 2001 年更名為《《商品交易法》》(Commodity Trading Act)並擴大所規範的商品範圍，其所規範的基礎資產為能源、貴金屬等商品類的槓桿式合約及差價合約。《《證券期貨法》》及《《商品交易法》》。隨後新加坡於 2008 年及 2012 年調整監理範圍，而將槓桿交易合約的監理範圍從《《商品交易法》》移轉至《證券與期貨交易法》。

以下分別說明槓桿式外匯交易合約、槓桿式貴金屬交易合約、槓桿式能源交易合約及差價合約。

##### (一) 槓桿式外匯交易合約

槓桿式外匯交易在新加坡係受《證券期貨法》的監理，蓋依《《證券期貨法》》附表二(Second Schedule)，該法係監理以下七種交易相關事項。而其中於 2008 年在基金管理下增加了不動產投資信託管理，以及在 2012 年在證券融資下增加

了提供信貸評級服務。

- (a) 證券交易(dealing in securities)；
- (b) 期貨交易(trading in futures contracts)；
- (c) 槓桿式外匯交易(leveraged foreign exchange trading)；
- (d) 公司財務諮詢(advising on corporate finance)；
- (e) 基金管理(fund management)；
- (ea)不動產投資信託管理(real estate investment trust management)；
- (f) 證券融資(securities financing)；
- (fa)提供信貸評級服務 (providing credit rating services)；
- (g) 證券保管業務(custody services)。

至於槓桿式外匯交易，依《《證券期貨法》》附表二的定義<sup>2</sup>，係指以下三種類型業務：

(a) 一方承諾以保證金為基礎進行外匯交易，且依該外匯交易合約或協議的條款及條件，

- (i) 根據一種貨幣相較於他種貨幣價值的增加或減少，或根據一種貨幣指數相較於約定價值的漲跌，在自己和他方間作出調整；
- (ii) 根據一種貨幣相較於他種貨幣價值的增加或減少，或根據一種貨幣指數相較於約定價值的漲跌，給付一定數量的貨幣；或
- (iii) 在約定的未來時點，依約定的價格給付他方約定數量的貨幣；

(b) 由(a)項所述及的交易人提供預付款、信用工具或貸款，直接或者間接地促進(a)項所述及的行為；或

(c) 為促進(a)、(b)所述及的行為，於全權委託或非全權委託的基礎下，與他人締結協議或要約或誘引他人締結此等協議。

惟槓桿式外匯交易不包括與下列合約或協議有關的行為：

- (i) 依銀行法取得特許的銀行或依新加坡金融監管局法核准為金融機構的商業銀行所安排的合約或協議；
- (ii) 由主管機關所指定者或從事主管機關所指定商業類型者所安排的合約或協議；或
- (iii) 期貨合約，或此類的提議合約或協議。

---

<sup>2</sup> SECOND SCHEDULE.

從前段(a)項的文義可知，自營應為槓桿交易商的業務類型之一，且由於以代理人身份從事槓桿式交易，亦需取得許可，故(a)亦應及於經紀業務。再者，依(b)項文義，提供槓桿額度(即信用)以促進槓桿式外匯交易，亦屬交易商的業務類型。至(c)段文義應可解為兩種業務類型，一為從事全權委託的資產管理行為，另一為交易輔助行為。

綜上，經營槓桿式外匯交易的業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託的資產管理行為；及(3)交易輔助商。且銀行或商業銀行所從事的相同商業行為並不被論為槓桿式外匯交易，從而不受《證券期貨法》的規範。

## (二) 槓桿式能源交易及槓桿式貴金屬交易

本文研究對象中，槓桿式能源交易及槓桿式貴金屬交易，均受《《商品交易法》》的管制。蓋《《商品交易法》》的適用範圍，參照該法第2條規定，係包含：

- (1) 商品遠期合約；
- (2) 商品差價合約(any contract made pursuant to trading in differences with respect to a commodity)；
- (3) 槓桿式商品交易(any contract made pursuant to a transaction in leveraged commodity trading)；及
- (4) 商品現貨交易。

而所謂「商品」，依同條定義，係指在以下交易中所涉及任何一種產品、項目、貨物或商品：

- (1) 商品遠期合約；
- (2) 槓桿式商品交易；
- (3) 商品差價合約；
- (4) 商品現貨交易，

並包含這些商品的指數、權利和利益，以及經由政府公報而指定為商品的其他種類的指數、權利或利益。但不包含屬於商品期貨契約標的的任何產品、項目、貨物或商品或產品、項目、貨物或商品的指數、權利或利益。

上揭「任何一種產品、項目、貨物或商品」，論諸實際，係包含一切商品類型，惟依目前新加坡的實務，不受《證券期貨法》管理的商品，包含貴金屬及能源，其相關交易合約始受《《商品交易法》》管理。<sup>3</sup>

而「槓桿式商品交易」，依《《商品交易法》》第2條定義，係指<sup>4</sup>：

(a) 一人以保證金為基礎，加入或提議加入，或促成或試圖促成他人加入或提議加入合約或協議（不包括商品期貨合約），而承諾依該合約協議的條款及條件，

(i) 根據商品在約定的未來時點價值的增加或減少，在契約當事人間作出調整；

(ii) 根據商品在約定的未來時點價值的增加或減少，給付他方當事人一定數量的金錢；或

---

3 "commodity" means any produce, item, goods or article that is the subject of any —(a) commodity forward contract; (b) leveraged commodity trading; (c) contract made pursuant to trading in differences; or (d) spot commodity trading, and includes an index, right or interest in such commodity, and such other index, right or interest of any nature as the Board may, by notification in the Gazette, prescribe to be a commodity; but does not include any produce, item, goods or article that is the subject of a commodity futures contract and any index, right or interest in such produce, item, goods or article.

4 "leveraged commodity trading" means —(a)the act of entering into or offering to enter into, or inducing or attempting to induce a person to enter into or offer to enter into, a contract or an arrangement on a margin basis (other than a commodity futures contract) whereby a person undertakes as determined by the terms and conditions of the contract or arrangement —(i)to make an adjustment between himself and another person according to whether a commodity is worth more or less, at a specified point in time;(ii)to pay an amount of money determined or to be determined by reference to the change in value of a commodity over a specified period of time; or (iii)to deliver to another person at an agreed future time an agreed amount of commodities at an agreed price;(b)the provision by any person referred to in paragraph (a) of any advance, credit facility or loan, directly or indirectly, to facilitate an act of the description referred to in that paragraph; or (c)the act of entering into or offering to enter into, or inducing or attempting to induce a person to enter into, an arrangement with another person (whether on a discretionary basis or otherwise) to enter into any contract to facilitate an act of the description referred to in paragraph (a) or (b);

(iii) 在約定的未來時點，依約定的價格給付他方約定數量的商品；

(b) 由(a)項所述及的交易人提供預付款、信用工具或貸款，直接或者間接地促進(a)項所述及的行為；或

(c) 為促進(a)、(b)所述及的行為，於全權委託或非全權委託和基礎下，與他人締結安排或要約或誘引他人締結此等安排。

由新加坡《商品交易法》對槓桿式商品交易的定義文字可知，其定義與槓桿式外匯交易為相同。是故經營槓桿式商品交易的業務類型亦可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託的資產管理行為；及(3)交易輔助商。

儘管法規面上業者得經營數種槓桿式商品業務類型，惟依目前新加坡主要交易商的網站顯示，目前業者多係從事自營業務，且多以差價合約(CFD)為其主要商品。

### (三) 股票、利率、指數及外匯的差價合約

差價合約的基礎資產為股票、利率、指數及外匯者，均應受《《證券期貨法》》的規範。「差價合約」一詞，在《《證券期貨法》》中並無特為論及(惟如本章結論所述，其應為槓桿式交易定義所涵蓋)，然鑒於差價合約在新加坡在店頭市場日漸風行，為健全風險管理，新加坡金融管理局於2005年9月發佈「可接受擔保品及差價合約」報告(Consultation Paper: Acceptable Collateral and Contract for Differences)中，提議對差價合約設定最低保證金標準。其中，該報告對差價合約交易特質描述如下：「差價合約基本上是交易雙方於契約結束時，交換基礎資產於契約開始及結束時的價差，並乘以約定的單位數。差價合約投資人雖未持有基礎資產，但會承受相同的價格波動風險。」、「作為投資工具的一種，權益證券差價合約有類似單一股票期貨的報酬特性，不過其係在店頭市場交易而非在交易所交易。資本市場服務執照持有人如與其客戶締結差價合約，則其即承受相對於客戶的風險，並且通常會向客戶收取初始保證金與維持保證金，以降低此種風險。」其《證券期貨法》的子法，2006年財務及保證金要求規則第二次修正條文42繼而於第24A條直接規定，凡與客戶進行差價合約交易者，應向客戶取得保證金(詳見後述)，該規則所明列的差價合約種類，基礎資產包括股票、指數、利率及外匯等。

### (四) 基礎資產為一般商品的差價合約

基礎資產為貴金屬、能源的差價合約係《商品交易法》第 2 條明文規範的交易類型，蓋如前所述，凡不受《《證券期貨法》》管理的商品，均由《商品交易法》監理。準此，《《證券期貨法》》既已將差價合約的基礎資產股票、利率及外匯者納入規範，則差價合約的基礎資產非股票、利率及外匯者，即受《商品交易法》的監理。

#### (五) 槓桿式交易及差價合約監理範圍的異動

新加坡對於槓桿式交易及差價合約，係以基礎資產種類，分別由《《證券期貨法》》及《《商品交易法》》加以管理：如基礎資產屬外匯或其他金融資產者，由《《證券期貨法》》監理；如基礎資產屬一般商品者，由《《商品交易法》》監理。而在金融危機以後，槓桿交易產品及差價合約監理範圍出現了如下異動：

1. 商品期貨監理權限的異動：2008 年 2 月，商品期貨監理權限從《《商品交易法》》(CTA)移轉到《《證券期貨法》》(SFA)下，並由新加坡金融管理局(MAS)監管。

2. 店頭衍生性商品監理權限的異動<sup>5</sup>：應全球對店頭市場(OTC)強化監理的風氣，2012 年 2 月新加坡金融管理局及新加坡國際企業發展局聯合發布了一份諮詢報告，提出將店頭市場衍生品的監理權由 CTA 移轉至 SFA，以使商品期貨和衍生品在同一監理結構的下。《《商品交易法》》目前的監理範圍，僅剩下除商品類別交易。由此，針對上述異動，茲將四研究對象適用的管制法規表示如下表：

---

<sup>5</sup> Consultation Paper: Transfer of Regulatory Oversight of Commodity Derivatives from IE to MAS, 13 February 2012.

表三.1 新加坡管制法規對象的互動情形

法律來源	《證券期貨法》(SFA)	《商品交易法》(CTA)
監理機構	新加坡金融管理局 (MAS)	新加坡國際企業發展局 (IE Singapore)
監理範圍	1. 證券交易； <sup>6</sup> 2. 遠期契約交易； 3. 槓桿式外匯交易； 4. 機構融資提供諮詢； 5. 基金管理； 6. 證券融資； 7. 證券托管服務； 8. 不動產信托基金管理； 9. 信用評級服務 1. 商品遠期契約 3.1 以股票、利率、指數或外 匯為基礎資產的差價契約， 3.2 以一般商品為基礎資產 的差價契約	1. 商品遠期契約交易； 2. 槓桿式商品交易； 2.1 槓桿式貴金屬交易 2.2 槓桿式能源交易 3. 以一般商品為基礎資產 的差價契約 4. 商品現貨交易

資料來源：MAS, IE Singapore

《《證券期貨法》》及《《商品交易法》》均規定凡經營槓桿式交易及差價契約業務者，均應取得相關執照，然該二法均將依銀行法核准的銀行及獲新加坡金融管理局許可的商業銀行豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理。同時，經過 2012 年的監理範圍合併調整後，執照取得的效率得到提升：對於從事期貨和衍生品業務的交易商而言，只需從 MES 獲得市場準入許可，而無需像之前需得到 MES 和 CTA 兩個許可證。

## 二、 主管機關

6(i) Dealing in securities; (ii) Trading in futures contracts; (iii) Leveraged foreign exchange trading; (iv) Advising on corporate finance; (v) Fund management; (vi) Securities financing; (vii) Providing custodial services for securities; (viii) Real estate investment trust management; and (ix) Providing credit rating services

由於新加坡對於槓桿式交易及差價合約，係以基礎資產的種類區分由《《證券期貨法》》或《《商品交易法》》加以管理，因此亦產生二主管機關。目前由新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)監管槓桿式外匯交易及以股票、利率指數或外匯為基礎資產的差價合約；由新加坡國際企業發展局(IE Singapore)監管槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及以一般商品為基礎資產的差價合約。

#### (一)新加坡金融管理局

依新加坡金融管理局法，新加坡金融管理局係一個獨立法人，可以成為提起訴訟及應訴的主體，該法也規定了新加坡金融管理局的監管職權，包括貨幣監管權、銀行業監管權、保險業監督權及證券業監督權。在 2002 年 10 月 1 日與貨幣管理委員會合併後，新加坡金融管理局另取得了貨幣發行權。新加坡金融管理局法雖規定了新加坡金融管理局的職能，但是對於該局行使的權力的具體內容，則是由具體行業的法律規定金融管理局在該方面的具體權力。換言之，新加坡金融管理局在證券交易、期貨交易及外匯槓桿式交易的管理權限，係由《《證券期貨法》》加以具體規定。

#### (二) 新加坡國際企業發展局

新加坡國際企業發展局(IE Singapore)，原名為新加坡交易發展委員會(Trade Development Board, TDB)，係依 1983 年頒佈的新加坡國際企業委員會法(International Enterprise Singapore Board Act)而建立起來的機構。2002 年為協助新加坡企業在既有投資和貿易優勢情形下，繼續在全球擴展多元化業務的新需求，將新加坡交易發展委員會重組為新加坡國際企業發展局。如同新加坡金融管理局，其並非新加坡政府的直接附屬機構，而是一獨立法人，具有以自己名義參加訴訟、取得或持有財產以及其他獨立法人所享有的權利和義務。

依新加坡國際企業委員會法第 5 條第(1)項第(L)款規定，促進及管理新加坡橡膠的期貨及遠期交易，以及委員會認為適當的一般商品期貨及遠期交易，為新加坡國際企業委員會主要職能之一。然對於新加坡國際企業委員會在期貨市場方面的監管權力，該法未做具體規範，而係由《《商品交易法》》加以具體規定。而《《商品交易法》》於 2008 年進行了進一步修正，將商品期貨的監理權限由新加坡國際企業發展局移轉至新加坡金融管理局。

### 三、 投資人資格

《《證券期貨法》》及《《商品交易法》》均未就投資人資格，包括財力、知識為任何限制，從而，任何投資人均得從事槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約。惟對於業者必要的監管強度，則會因投資人風險承受度的不同而有所區別(詳見本章關於豁免規定的說明)。

## 第二節 槓桿式外匯交易的監理

《《證券期貨法》》及其子法對於槓桿式外匯交易業務，自特許執照的取得、經營者的會計及財務制度、應遵守的行為準則、從業人員的管理等，均設有相當程度的具體規定，而對於違反者亦多設有刑事責任規定。此外，該法並賦予主管機關廣泛的規則制定權及調查權，以俾落實槓桿式外匯交易的管理。

### 一、 特許規範

#### (一) 執照的特許

按《《證券期貨法》》第 82 條第(1)項規定，任何人無論係以本人或代理人身份經營管制交易者，原則上應取得資本市場服務執照(capital market service license)；違反者，依同條第 3 項處 3 年以下有期徒刑，或科或併科處新加坡幣 150,000 元以下罰金；在持續違法情況下，可對其判決後持續違法期間裡每日或每部分加處新加坡幣 15,000 元以下罰金。同法第 86 條第(1)項並規定，公司可以申請資本市場服務執照，以從事一項或多項管制交易。

準此，槓桿式外匯交易既為《《證券期貨法》》明列的七種管制交易之一，是欲經營槓桿式外匯交易業務者，均應取得資本市場服務執照，並就槓桿式外匯交易業務取得許可。至於經營態樣，依照前述新加坡《《證券期貨法》》對槓桿式外匯交易的定義，可區分為：

- (1)自營(含授予槓桿額度)，及經紀(含授予槓桿額度)；
- (2)全權委託的資產管理行為；
- (3)交易輔助商的仲介行為。

#### (二) 特許執照的核發原則

依資本市場服務執照及代表執照核發指引<sup>7</sup>，特許執照的核發原則在 2008 年金融危機以後有了較大改變。根據第 3 條以下的規定，資本市場服務執照核發原則作了如下變動。

(1) 僅核發予公司組織。2008 年對在新加坡的外資企業核發執照做了補充說明，意即外資企業在新加坡的子公司需接受新加坡金融管理局的充分監管<sup>8</sup>。

(2) 申請執照者在過去五年間，需在擬從事的管制交易或相關領域中，在新加坡有良好的紀錄。

(3) 申請執照者，其所屬公司和相關機構，在其母國需要有良好的紀錄。2008 年的修正重點在於對於申請執照者的經營記錄提出了更為細緻的要求，明確規定了在新加坡國內及其母國均需要有良好的授信記錄。

(4) 受其國家管理機構的適當監督。

(5) 申請執照者需使新加坡金融管理局相信其能迅速、誠實且公平地履行其義務。

(6) 申請執照者需在新加坡境內有實體營業場所。

(7) 申請執照者需符合基礎資本要求(Base Capital Requirement, BCR)：外匯槓桿式交易的基礎資本要求為新加坡幣 100 萬元<sup>9</sup>。

(8) 新加坡金融管理局得視情形要求申請執照者需出具其母公司簽署的責任書(Letter of Responsibility)或承諾書(Letter of Undertaking)。新加坡金融管理局針對執照的核發一事，尚頒佈「適當準則的指引」(Guidelines on Fit and Proper Criteria)。

(9) 申請執照機構的董事會和高級管理人員需制定、實施和維護良好的公司治理標準。

(10) 申請執照者對於每一項所從事的管制交易，至少需雇用二名全職員工，且該員工均需取得該管制交易的代表執照。2010 年補充了員工中需有符合 SFA 監管要求的授權代表的條件。<sup>10</sup>

---

7 Guidelines on Criteria for the Grant of a Capital Markets Services License and Representative License(2016).

8 For applicants that are incorporated in a foreign country, they should satisfy MAS that the branch in Singapore would be subject to proper management oversight and be able to comply with all laws and regulations governing its operations.

9 資本市場服務執照及代表執照核發指引第 3.9 條。

10 As defined in section 2(1) of the SFA. Such an appointed representative has to satisfy the following

就(8)條而言，該指引第 6 條規定，新加坡金融管理局會用下列標準決定相關人員(relevant person)是否適任：

- (a) 誠實、誠信和名譽；
- (b) 能力；
- (c) 財務狀況。

至於各標準的具體考量因素則規定於該指引第 11 條以下。若相關人員無法全數符合上述標準，並不會直接導致執照申請被拒絕、執照被撤銷或取消豁免資格；主管機關會考慮下列事項：

- (a) 相關人員未符合標準的程度及情形；
- (b) 未符合標準與相關人員職責的攸關性；
- (c) 相關人員未符合標準已歷時多久。

倘相關人員為公司組織，該準則第 8 條規定：

- (a) 所有大股東 (all of its substantial shareholders) 必須符合標準；
- (b) 所有董事及執行長必須符合標準；
- (c) 該公司須設置適當的人員選任政策及內部控制系統及程序，以合理確保公司員工符合標準。

最後，《《證券期貨法》》第 91 條規定，主管機關得於核發、更新或變更資本市場服務執照時，要求申請人於提出申請時，以主管機關決定的方式，就該執照提交主管機關規定數額的現金保證金或其他形式的保證金。主管機關並得規定保證金的使用範圍。

### (三) 目前取得執照者

目前取得槓桿式外匯交易執照的公司共計二十九家，較 2008 年增加了十二

---

minimum entry requirements: (a) be at least 21 years old; (b) satisfy the minimum academic qualification and examination requirements as prescribed in the Notice on Minimum Entry and Examination Requirements for Representatives of Holders of Capital Markets Services Licence and Exempt Financial Institutions under the SFA (Notice No. SFA 04-N09); (c) satisfy the fit and proper criteria set out in the Guidelines on Fit and Proper Criteria issued by the Authority (Guideline No. FSG-G01); and (d) any other criteria stipulated by MAS.

家，分別為：

1. BlackRock (Singapore) Limited
2. CIMB Securities (Singapore) Pte. Ltd.
3. CitiGroup Global Markets Singapore Pte. Ltd.
4. CMC Markets Singapore Pte Ltd
5. Eaton Vance Management International (Asia) Pte. Ltd.
6. First State Investments (Singapore)
7. Gain Capital Singapore Pte. Ltd.
8. GMO Singapore Pte. Limited
9. Goldman Sachs (Singapore) Pte.
10. HaiTong International Financial Services (Singapore) Pte. Ltd.
11. IG Asia Pte Ltd
12. KGI Securities (Singapore) Pte. Ltd
13. Maybank Kim Eng Securities Pte. Ltd.
14. Merrill Lynch (Singapore) Pte. Ltd.
15. MF Global Singapore Pte Limited (In Creditors' Voluntary Liquidation
16. Millennium Capital Management (Singapore) Pte. Ltd.
17. Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte.
18. Oanda Asia Pacific Pte. Ltd. Oanda Asia Pacific Pte. Ltd.
19. OCBC Securities Private Limited
20. Phillip Futures Pte Ltd
21. Pictet Asset Management (Singapore) Pte. Ltd.
22. RWC Singapore (Pte.) Limited
23. Saxo Capital Markets Pte. Ltd.
24. SG Securities (Singapore) Pte. Ltd.
25. Systematica Investments Singapore Pte. Ltd.
26. UOB Bullion And Futures Limited
27. UOB Kay Hian Private Limited
28. WorldQuant (Singapore) Pte. Ltd.
29. Wubs Financial Services (Singapore) Pte. Ltd.

二、豁免規定

### (一) 受豁免機構

從事管制交易雖以取得資本市場服務執照為原則，惟《《證券期貨法》》第 99 條第(1)項規定，下列機構如從事受管制交易，毋庸取得資本市場服務執照：

- (a) 任何依銀行法取得執照的銀行；
- (b) 任何依新加坡金融監管局法被核准為金融機構的商業銀行，而該銀行依該法被核准從事管制交易；
- (c) 任何根據金融公司法取得執照的金融公司，而該金融公司所從事的管制交易不被該法所禁止，或金融公司法第 25 條第(2)款已對其豁免；
- (d) 從事保險業務的目的而任何根據保險法註冊的公司或團體，其係為經營其保險業務而進行基金管理；
- (e) 已刪除；
- (f) 任何證券交易所、期貨交易所、法定的市場經營者或經核准的控股公司，倘其所從事的管制交易係附隨於其證券市場、期貨市場或作為法定控股公司的經營過程；
- (g) 任何經指定的結算所，倘其所從事的管制交易係附隨於其結算機構的經營過程；
- (h) 其他經主管機關豁免的人。

論諸實際，由於《證券期貨法》在槓桿式外匯交易的定義中，業已排除由依銀行法取得許可的銀行，或依新加坡金融監管局法被核准為金融機構的商業銀行所從事的外匯交易，故上開豁免規定對於槓桿式外匯交易而言，僅自(c)款以下始有實益。

綜觀《證券期貨法》第 82 條及第 99 條第(1)項規定可知，儘管該法規定凡經營槓桿式交易者，均應取得許可，故係採功能性立法的監理方式，然其又將依銀行法核准的銀行及獲新加坡金融管理局法許可的商業銀行等金融機構豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，因而形成以功能性為主，行業別為輔的監理路徑。

### (二) 特別豁免規定

依《證券期貨法》2002 年執照與商業行為規則<sup>11</sup>附表二第 4 條的規定，從

---

<sup>11</sup> 英文原名為 Securities and Futures(Licensing and Conduct of Business) Regulation 2002.

事槓桿式外匯交易者如符合下列情形，亦毋庸取得資本市場服務執照：

(a) 該人

(i) 係為自己的利益而進行交易，且交易對象為其關係企業或關係人

(ii) 係為自己或其關係企業或關係人的利益而進行交易，且交易係透過下列者而進行

(A) 取得資本市場服務執照而得從事槓桿式外匯交易；

(B) 依銀行法取得執照的銀行；

(C) 依新加坡金融監管局法被核准為金融機構的商業銀行；

(D) 依其他國家法令核准從事銀行業務的銀行

(E) 依其他國家法令核准從事槓桿式外匯交易的公司

(b) 槓桿式外匯交易僅係附隨於其基金管理業務者。

(c) 交易對象僅為合格投資者。

### (三) 受豁免人的管制法規適用

豁免取得資本市場服務執照者，並非完全不受《證券期貨法》的管制。該法第 99 條第(4)項即規定，主管機關得以規則(Regulations)或通知(Notice)方式，管理豁免取得資本市場服務執照者及其代表的相關事項。該法第 99 條第(5)項規定，違反主管機關所定事項者，處新加坡幣 50,000 元以下罰金；在持續違法情況下，可對其判決後持續違法期間裡的每日或每部分加處不超過新加坡幣 5,000 元罰金。

承此，2005 年執照與商業行為準則第 54 條<sup>12</sup>規定，《證券期貨法》第 104(客戶資產的處理)、104A(不得使用客戶資本或其他資產清償債務)、105(罰則)、118(給予成交單)、122(客戶訂單的優先)、125 至 129 條(風險揭露等事項)，該準則第 3 部分(有關客戶的金錢與資產的管理，第 15 至 38 條)及該準則 14 條第(4)項(豁免取得執照者的通知義務)、第 39 條(3)(4)(5)項(帳冊)、第 42 條(成交單)、第 44 至 47 條(時戳、證券融資、廣告行為、交易標準)及第 56 條(過渡條款)等規定，對於銀行、商業銀行及金融公司準用。

---

<sup>12</sup> Regulation 54(1) of the principal Regulations is amended by deleting the word sections 118, 122 and 125 to 129 of the Act, Part III of these regulations and regulations 39(3), (4) and (5) and 45 to 47 and substituting the words sections 104, 104A, 105, 118, 122 and 125 to 129 of the Act, Part II of these Regulations and regulations 14(4), 39(3), (4) and (5), 42, 44 to 47 and 56.

惟如前所述，槓桿式外匯交易的定義業已排除銀行與商業銀行從事的相關活動，故 2005 年執照與商業行為準則第 54 條規定對於槓桿式外匯交易而言，應僅適用於金融公司。

#### (四) 受豁免人的通知及確保義務

依《證券期貨法》的子法 2005 年執照與商業行為規則第 14 條第(4)款規定，依該法第 99 條第(1)項第(a)(b)(c)或(d)款豁免取得資本市場服務執照者，應於從事管制交易後 14 天內，通知主管機關。第 14 條第(5)項第(a)款規定，依該法第 99 條第(1)項第(a)(b)(c)(d)(f)(g)款豁免取得資本市場服務執照者，應確保：(1)其為正當適任者；及(2)其代表為正當適任者。第 14 條第(5)項第(b)款規定，依 2002 年準則附表二第 4(1)(c)豁免取得資本市場服務執照者，即與合格投資人從事管制交易者，應確保：(1)其為正當適任者；(2)其代表為正當適任者；(3)其董事或相同職務者為正當適任者。

另針對槓桿式外匯交易，2002 年執照與商業行為規則附表二第 4 條第(5)項亦規定，因與合格投資人從事槓桿式外匯交易而無須取得資本市場服務執照者，依法負有下列義務：

- (1) 採取合理措施，以確保與其槓桿式外匯交易者確為合格投資者；
- (2) 確保任何足以證明合格投資人狀態的文件已被適當保存。

### 三、 從業人員的管理

原有《證券期貨法》第 83 條及 87 條規定已廢止。

### 四、 財務規範

《證券期貨法》對於資本市場服務執照持有人的財務規範，涉及包括基礎資本及調整後淨資本的維持、會計帳簿的製作、財務報表的申報及客戶資產的管理等項目，茲分述如下：

#### (一) 基礎資本要求

《證券期貨法》子法 2002 年財務及保證金要求規則<sup>13</sup>第 4 條(2010 年修正)規定，從事外匯槓桿式交易業務者，其基礎資本(base capital)不得低於基礎資本要求(新加坡幣 100 萬元)；倘持有執照者未能遵守，或其預見將無法遵守，應立即通知主管機關。對於無法維持最低基礎資本要求者，主管機關得為以下處分：

---

<sup>13</sup> Securities and Futures (Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services License) Regulation.

(1) 要求執照持有者：

(a) 停止增加頭寸、證券融資、為管理目的接受資金、以託管任何帳戶持有者為目的而接受資產；

(b) 將全部或一部的投資者部位、保證金、擔保品、資產或帳戶移轉予其他持有執照者；

(c) 以主管機關所強制規定的方式營業；

(d) 停止全部或一部份外匯槓桿式交易（除以維持流動性為目的的交易，或是在主管機關指導的下）；

(2) 吊銷執照。

倘執照持有者未依主管機關指示，主管機關得吊銷執照。

(二) 調整後淨資本要求

2002 年財務及保證金要求規則第 11 條規定已廢止。

(三) 會計帳簿要求

《證券期貨法》對於資本市場服務執照持有人的會計帳簿要求，係規定於該法第 102 條。該條規定：

(1) 資本市場服務執照持有人應該：

(a) 製作帳簿，以充分地反映其業務交易和財務狀況，並且可以隨時提供真實和公平的損益表和資產負債表；

(b) 製作帳簿，且該帳簿能方便而合理地被查核。

(2) 依本條規定製作的資本市場服務執照持有人的帳簿中的分錄，視為由該執照持有人製作或由其授權製作。

(3) 資本市場服務執照持有人應保存帳簿不少於五年時間。

(4) 資本市場服務執照持有人應該：

(a) 以主管機關規定或書面通知的格式與方式，提供報告與記錄；

並且

(b) 提供主管機關要求與其業務相關的資訊。

(5) 主管機關得就會計帳簿的事項制定規則，包括資本市場服務執照持有人應以主管機關規定的格式與方式製作帳簿。

為確保資本市場服務執照持有人確實遵守會計帳簿要求，《證券期貨法》第 103 條規定，資本市場服務執照持有人無故違反第 102 條第(1)(3)(4)項或任何依

第 102 條第(5)項制定的規則者，處新加坡幣 50,000 元以下的罰金，在持續違法的情況下，可對其判決後持續違法期間裡每日或每部分加處新加坡幣 5,000 元以下罰金。至於帳簿應記載具體內容，2002 年執照與商業行為準則第 39 條規定如下：

- (1) 資本市場服務執照持有人應以英文製作帳簿，並記載：
  - (a) 客戶資料；
  - (b) 任何為客戶欠款擔保者，任何得就客戶帳戶指示執照持有人交易者，或任何有交易權限或控制客戶帳戶者；
  - (c) 客戶的風險特徵，包括執照持有人認為客戶適合何種商品；
  - (d) 代理客戶所進行交易的特徵，包括：
    - (i) 關於該交易的描述及該交易的標的；
    - (ii) 交易價格及交易費用；
    - (iii) 該客戶名稱；
    - (iv) 該交易相對人姓名；
    - (v) 交易日、結算日或交割日；
  - (e) 依客戶別的記錄，包括：
    - (i) 自客戶收取資產的金額與描述，其收取資產的日期；
    - (ii) 移轉至信託或保管帳戶的資產，或自信託或保管帳戶移轉出的資產，其移轉日期及數量；
    - (iii) 自信託或保管帳戶領取資產者，領取的日期、數量及目的；
    - (iv) 自信託或保管帳戶處分擔保品者，處分的日期、數量及原因。
- (2) 資本市場服務執照持有人應以英文製作帳簿，並包含下列文件：
  - (a) 除合格投資人外，每位客戶的授權書或其他類似文件，使執照持有人得全權操作客戶的帳戶；
  - (b) 執照持有人與客戶簽訂的契約；
  - (c) 依《證券期貨法》第 47E 條第(1)項第(b)款取自客戶的承認書(2010 年修正)；
  - (d) 依《證券期貨法》第 47E 條第(2)項取自客戶的承認書(2010 年修正)；
  - (e) 自客戶取得資產時，客戶所出具載明孰為資產登記所有權人的承諾書；

(f) 每份由執照持有人於營業過程中準備或收到的訂單，無論有無成交、修改或取消；

(g) 每份發給現在或潛在客戶的報告、信函、手冊、備忘錄、出版品、廣告及其他文件或意見；

(h) 每份由執照持有人於營業過程中準備或收到的報告、報表、信函、期刊、分類帳、發票及其他紀錄、資料或備忘錄；

(i) 證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易的書面確認及每筆交易的成交單及對帳單。

#### (四) 財務報表申報

《證券期貨法》對於資本市場服務執照持有人的財務報表等事項，規定於第 107 條以下，茲分述如下：

第 107 條首先規定資本市場服務執照持有人應申報財務報表的時間。該條規定，

- (1) 資本市場服務執照持有人應該在每一會計年度
  - (a) 準備製作年終真實而公正的損益表及資產負債表；並且
  - (b) 在該會計年度結束後 5 個月內，或主管機關依本條第(2)項同意的延長期內，向主管機關提供上述損益表及資產負債表，並附以查核人員對該等損益表及資產負債表所做的查核報告。
- (2) 當資本市場服務執照持有人向主管機關申請延長本條第(1)項規定的 5 個月期限，且主管機關認為有特別原因需要延期時，主管機關可以在設定其認為必要的條件或限制之下，對其延長不超過 4 個月的期限。
- (3) 任何資本市場服務執照持有人違反本條第(1)項者，得在其延遲申報的期間內，每日或每部分處以新加坡幣 500 元以下的罰款，但累計罰款不超過新加坡幣 50,000 元。
- (4) 任何資本市場服務執照持有人違反本條第(2)項者，處新加坡幣 50,000 元以下罰款。
- (5) 主管機關如認資本市場服務執照持有人委任的查核人員履行職責表現不足時，得
  - (a) 隨時指示該資本市場服務執照持有人撤換之；並
  - (b) 指示該資本市場服務執照持有人在可能的情況下，盡快委任其他查核人員，而該資本市場服務執照持有人應該遵照該指示執行。

對於財務報表查核人員在查核工作中可能發現的異狀，《證券期貨法》第 108 條課以查核人員報告的義務。該條規定，當作為資本市場服務執照持有人的查核人員於履行其職責時意識到：

- (a) 任何事項，其認為嚴重影響了或可能嚴重影響該執照持有人的財務狀況；或
- (b) 任何事項，其認為構成了或可能構成對本法任何條款的違反，或者涉及欺詐或詐騙行為；或
- (c) 任何已經或可能對執照持有人的帳目造成嚴重影響的不合常規情況，包括任何影響或危及或可能影響或危及其客戶的資金或其他財產的不合常規情況時，查核人員應該立即：
  - (i) 向主管機關提交關於上述事項或不合常規的情況的書面報告；
  - (ii) 當執照持有人是證券交易所或期貨交易所的會員時，則應根據情況，向該證券交易所或期貨交易所提交該報告的複本。

另外，《證券期貨法》第 112 條規定，資本市場服務執照持有人應該採取合理措施防止其按本法製作的帳簿被篡改，並促使帳簿被篡改的部分易於被發現。

## 五、 分離帳戶的相關規範

《證券期貨法》對於資本市場服務執照持有者收到或持有的客戶資產的管理，係規範於該法第 103 條以下，並另於 2002 年執照與行為準則再作進一步規範，茲將重要處分述如下：

《證券期貨法》第 103A 條首先對客戶的「資金或其他財產」作出定義。其規定，「資金或其他財產」係指資本市場服務執照持有者在業務過程中，收到或持有的資金或者存放於資本市場服務執照持有者處，而需對客戶負責的資金或其他財產，及該等資金或其他財產以及包括之後產生任何資金或其他財產。而第 104 條則規定執照持有人收到客戶資金或其他財產時的應有處置：

- (1) 資本市場服務執照持有人就其自客戶收到，或為客戶而收到的資金或其他財產，應
  - (a) 僅依其收到資金或其他財產的同時或之前，基於客戶同意的目的，使用該資金或其他財產；2013 年修正為
  - (b) 依法定方式暫停使用、支付或存放該等資金或其他財產；以及

(c) 依本法條款，就客戶的資金或其他財產，為每個客戶製作並保留獨立的帳簿。

(2) 主管機關得對資本市場服務執照持有人對該資金或其他財產的處分，制定規則。

《證券期貨法》第 104A 條規定，除該法或其子法另有規定者外，所有從客戶處收到，或為客戶而收到的金錢或其他財產，或以第 104 條第(1)項第(b)款規定的方式存放的金錢或其他資產：

(a) 不得用以清償資本市場服務執照持有人的債務；及

(b) 不得因法院的命令或程序而被支付或被執行。

針對無故違反第 104 條第(1)款或任何依第 104 條第(2)款制定的規則者，第 105 條規定：

(a) 在故意詐欺而違法的情況下，處新加坡幣 150,000 元以下的罰金，在持續違法的情況下可對其判決後持續違法期間每日或每部分加處新加坡幣 15,000 元以下的罰金；

(b) 在其他情況下，處新加坡幣 15,000 元以下的罰金，在持續違法的情況下，可對其判決後持續違法期間裡每日或每部分加處新加坡幣 5,000 元以下罰金。

延續《證券期貨法》的基本規定，2002 年執照與行為規則第 15 條以下進一步規範客戶資產的具體處理方式。針對信託帳戶的使用，該規則第 16 條規定：

(1) 資本市場服務執照持有者，

(a) 應將自客戶收取的金錢視為客戶的財產；

(b) 應將客戶金錢存入信託帳戶，或其他由客戶所指定的帳戶；

(c) 不得將客戶金錢與其自身金錢混同，或將客戶金錢用作擔保、保證或充當保證金。

(2) 資本市場服務執照持有者應將客戶金錢於接受的當天存入信託帳戶。

(3) 自不同客戶收取的金錢得存入同一信託帳戶。

而關於信託帳戶開立，該規則第 17 條規定，資本市場服務執照持有者應將信託帳戶開立於以下金融機構：

(a) 依銀行法設立的銀行；

(b) 依新加坡金融管理局法核准為金融機構的商業銀行；

(c) 依金融公司法設立的金融公司。

此外，該規則第 18 條規定，資本市場服務執照持有者應於信託帳戶開立前，向金融機構取得以下承諾：

- (a) 所有存放於信託帳戶的金錢不得與客戶積欠該金融機構的負債相抵銷；
- (b) 所有存放於信託帳戶的金錢應與該客戶於該金融機構的帳戶分離。第 22 條並規定，除另有約定外，任何信託帳戶中所生的孳息應由客戶取得。執照持有者與客戶資金或其他財產的分離並非沒有例外。該規則第 23 條即規定：

(1) 資本市場服務執照持有者得於符合下列各款情形時，將其自身金錢存入信託帳戶：

- (a) 為避免信託帳戶資金不符保證金要求；
- (b) 為確保存放於銀行的信託帳戶資金充足。

(2) 資本市場服務執照持有者如將其自身金錢存入信託帳戶，得就該金錢享有信託帳戶的孳息。最後，該規則第 37 條規定，

(1) 資本市場服務執照持有者至少應於每營業日結束前，計算存放於客戶信託帳戶及保管帳戶金錢與財產的金額；

(2) 資本市場服務執照持有者應依《證券期貨法》第 102 條規定保存前項計算結果。

## 六、 交易記錄的相關規範

### (一) 成交單的給予

成交單的給予，係以《證券期貨法》第 118 條為基本規定。該條規定，資本市場服務執照持有人，應在進行交易後，給予交易相對人載有規定內容的成交單，或取得以其名義簽發的該筆成交單。至於成交單應記載的事項，2005 年執照與商業行為規則第 42 條規定，持有槓桿式外匯交易執照者依《證券期貨法》第 118 條提供予客戶的成交單，應記載：

- (1) 執照持有者名稱，及執照持有者的主營業所
- (2) 倘執照持有者係從事槓桿式外匯交易業務，表示如此的陳述
- (3) 成交單給予對象的名稱及地址
- (4) 交易發生日期
- (5) 槓桿式外匯交易所涉的外匯金額
- (6) 槓桿式外匯交易每單位價格、交易對價、佣金比率、佣金金額、印花稅或其他相關的稅捐。

至於交易單的給予期限，2005 年執照與商業行為規則第 42 條規定至遲應於交易發生的次日給予客戶。

## (二) 對帳單的給予

提供對帳單的義務，為 2002 年執照與商業行為規則第 40 條所明定。該條規定，資本市場服務執照持有人應每月提供客戶對帳單，並記載下列事項：

- (1) 客戶的槓桿式外匯交易部位、客戶取得該部位時的價格，及客戶未實現的利得或損失；
- (2) 在對帳期間內，所有向客戶索取的財務費用及其他費用；該條並規定，執照持有者另應至少每季給予客戶有關其外匯槓桿式交易部分及現金餘額的對帳單。

## (三) 交易時點的記錄

關於交易時點的紀錄，2002 年執照與商業行為規則第 44 條規定，資本市場服務執照持有人，在收到客戶的下單、下單的修改或下單的取消時，應：

- (a) 以書面紀錄客戶指示，包括客戶帳戶號碼及下單號碼；
- (b) 以時戳方式(time-stamping)或其他計時設備記載下單、下單的修改或下單的取消時間；
- (c) 當持有執照者執行客戶下單時，應立即以書面記錄該交易，包括客戶帳戶號碼、下單號碼及以時戳方式或其他計時設備紀錄交易執行時間。

## 七、 行為規範

### (一) 特定聲明的禁止

2010 年此法條已廢止。

### (二) 客戶訂單的保密

2002 年執照與商業行為規則第 47 條規定，資本市場服務執照持有人及其代表，不得為自己或他人利益，保留或撤回客戶的訂單。資本市場服務執照持有人及其代表，亦不得洩漏客戶訂單內容，除非

- (a) 係為訂單的有效執行；
- (b) 係基於相關法規要求。

### (三) 禁止行為

《證券期貨法》對於資本市場服務執照持有人，在該法第 12 章設有「市場行為」規範，其中第 2 節(第 205 條以下)係針對期貨合約及槓桿式外匯交易而

設，違反者依該法第 212 條規定，得處七年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下罰金。

首先，該法第 206 條規定，任何人不得製造或採用任何手段試圖或有可能製造與槓桿式外匯交易有關的虛假或誤導他人積極活動現象，或與槓桿式外匯交易有關的虛假或誤導他人的市場或價格現象。

其次，該法第 207 條規定，任何人不得故意執行或表明其已執行與槓桿式外匯交易有關的外匯買賣指令，而實際上卻未依該指令從事買賣。

再者，該法第 209 條規定，任何人不得以下列方式促使或試圖促使他人從事期貨交易或槓桿式外匯交易：

- (a) 製作或發佈任何他明知或合理情形下應知為不實、誤導或欺騙性的陳述、承諾或預測；
- (b) 隱匿任何重大事實；
- (c) 因重大過失而製作或發佈任何不實、誤導或欺騙性的陳述、承諾或預測；
- (d) 紀錄或儲存，包括以任何機器、電子或其他設備，任何其所明知為不實或誤導性的資訊。

另外，該法第 210 條規定，任何人不能直接或間接就槓桿式外匯交易

- (a) 採用任何手段、陰謀或技巧進行欺詐；
- (b) 參與任何行動、實務或商業行為，其係對任何人進行或有可能進行欺詐或欺騙性操作；
- (c) 對重大事項作出虛假陳述；或
- (d) 未陳述在當時情況下可以避免誤導他人的重大事實。

最後，該法第 211 條規定，任何人不得傳播、散布下述陳述或資訊，或者授權他人傳播、散布陳述或資訊，或涉入傳播或散布陳述或資訊，而該陳述或資訊的內容是：就其所知，槓桿式外匯交易的市場經營違反第 206 條至第 210 條規定，使與槓桿式外匯交易相關的外匯交易價格將會，或有可能，倘

- (a) 該人或與其相關者已經進行該等市場經營行為；或
- (b) 該人或與其相關者因傳播、散布，授權傳播、散布有關資訊或陳述，或涉入傳播、散布資訊或陳述而獲得了或者期望獲得對價或利益。

## 八、 風險揭露

向客戶揭露交易的風險，為《證券期貨法》明文課以執照持有人的義務。依該法第 128 條規定，經營期貨交易或槓桿式外匯交易業務者，應以主管機關規定的格式及內容，向客戶提供獨立的書面風險揭露文件，且必須取得客戶所簽署並註明日期的承認書，表明該客戶已收到及理解風險揭露文件的性質及內容，否則不應為客戶開設槓桿式外匯交易帳戶。至於風險揭露的具體內容，新加坡金融管理局則以有表格十三(Form13)規範揭露的主要項目。

經營槓桿式外匯交易業務者如未遵守《證券期貨法》第 128 條規定，同法第 129 條規定可處三年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 50,000 元以下罰金，2013 年追加：在認罪前可酌情追加每天不超過新加坡幣 5,000 元罰金。<sup>14</sup>

## 九、 主管機關的權限

新加坡金融管理局被《證券期貨法》賦予廣泛監管權力，包括交易所建立的核准、期貨市場建立的規範、管制交易執照的核發、交易行為規則頒佈等。該法還賦予新加坡金融管理局其不同類型的權力，包括規章制訂權、命令發佈權等抽象行政權力，以及帳簿查閱權、調查權、特定事項審理權等具體行政權力。該法對於證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易管理，賦予新加坡金融管理局廣泛的命令發佈權及調查權。

### (一) 規則制定權

《證券期貨法》第 100 條規定，主管機關得制定與核發資本市場服務執照或代表執照有關的規則，及制定適用於執照持有人、受豁免主體、受豁免主體的代表須遵守的事項。主管機關制定的規則中得規定違反者係構成犯罪，對每項犯罪行為得處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 100,000 元以下的罰金；若犯罪具有繼續性，可對判決後繼續違法期間裡的每日加處不超過該犯罪行為最高罰金百分之十的罰金。

另該法第 123 條第二款規定，主管機關得就資本市場服務執照持有人或其代表從事管制交易中的商業行為，制定規則，包括：

---

14 (5) Any specified person who contravenes subsection (4) shall be guilty of an offence and shall be liable on conviction to a fine not exceeding \$50,000 and, in the case of a continuing offence, to a further fine not exceeding \$5,000 for every day or part thereof during which the offence continues after conviction.

- (1) 禁止資本市場服務執照持有人或代表其使用引人誤解或詐欺性廣告，並對執照持有人或代表其刊登廣告設定條件或限制；
- (2) 規定客戶合約中所包含的條件或條款，且除非主管機關就特定條件或條款有其他指示外，該等條件或條款被認為是該客戶合約重要部分，不論該客戶合約的條款是否另有意圖<sup>15</sup>；
- (3) 規定資本市場服務執照持有人在簽訂客戶合約時應向客戶提供的以及之後隨時應客戶要求向其提供資訊：有關執照持有人的業務及身份情況，以及任何客戶所聯繫的執照持有人的代表的狀況的資訊；
- (4) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，就其每一個客戶，確定有關執照持有人身份及與該執照持有人所提供服務相關的財務狀況、投資經驗及投資目標相關特定事項，同時說明為達到此目的所需採取的措施；
- (5) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，在向其客戶提供有關資本市場商品資訊及建議時，保證其提供給客戶的資訊和建議的適宜性，同時說明為達到此目的所需採取的措施；
- (6) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，向客戶揭露其推薦給客戶的資本市場商品金融風險，同時說明為達到此目的所需採取的措施；
- (7) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，向客戶揭露執照持有人或其代表，從推薦給客戶的資本市場產品有關的第三方獲得或將獲得的佣金或利益，同時說明為達到此目的所採取的措施；
- (8) 除非在規定的情況下，禁止資本市場服務執照持有人及其代表，代表其客戶實現交易；
- (9) 規定資本市場服務執照持有人及其代表，可以使用與客戶的事務相關的資訊及條件；

---

15 (2) Without affecting the generality of subsection (1), regulations made under this section may —

- (a) specify requirements applicable to the holder of a capital markets services licence in relation to securities financing;
- (aa) specify, in the context of the granting of an unsecured advance, unsecured loan or unsecured credit facility by the holder of a capital markets services licence
  - (i) what constitutes any such unsecured advance, unsecured loan or unsecured credit facility; and
  - (ii) the requirements and restrictions relating to any such grant;

- (10) 要求資本市場服務執照持有人及其代表採取措施避免與其客戶間的利益衝突，同時規定潛在或實際衝突存在情況下需採取措施；
- (11) 規定資本市場服務執照持有人如能從其他資本市場服務執照持有人處，因介紹業務作為對價而獲得財產或服務情形；
- (12) 規定允許資本市場服務執照持有人代表為自己的帳戶進行證券或期貨合約交易情形，以及條件和限制；
- (13) 規定與資本市場服務執照持有人及其代表，從事管制交易的實務及行為；
- (14) 規定在符合一定條件或限制下，本章所有或特定條件，不適用於特定類別執照持有人或其代表，或不適用於特定類別資本市場商品。

## (二) 帳簿查核權

倘執照持有人財務報表申報情形發生異常，主管機關得依循《證券期貨法》第 109 條規定查核執照持有人的財務報表。申言之：

- (1) 當：
    - (a) 資本市場服務執照持有人沒有依第 107 條的規定申報查核報告；或
    - (b) 主管機關收到了依第 108 條規定製作報告時，主管機關得為執照持有人，執照持有人的客戶或公眾的利益，以書面委任一名查核人員，在總體上或特定事項，對執照持有人的帳簿進行查核。
  - (2) 當該主管機關認為其依本條第(1)款委任的查核人員的全部或部分成本與花費應該由資本市場服務執照持有人承擔，主管機關得以書面方式，命該執照持有人，在一定時間內，以一定方式，支付全部或部分成本與花費。
  - (3) 倘資本市場服務執照持有人沒有遵照本條第(2)項，主管機關得將應承擔成本與花費作為民事債務，提起訴訟作為追索。
  - (4) 依本條第(1)款被委任的查核人員應就其查核結果，向主管機關提交報告。
- 至於主管機關委任的查核人員的具體權限，《證券期貨法》第 110 條規定：
- (1) 為進行對資本市場服務執照持有人帳簿查核的目的，依第 109 條受任的查核人員得
    - (a) 查核任何與帳簿有關執照持有人的管理階層、雇員、代理人或其他依本法委任的查核人員；
    - (b) 要求任何執照持有人的管理階層、雇員、代理人或其他依本法委任的查核人員提供其持有與業務有關的帳簿或代表該執照持有人持有的該類帳簿，同時在其進行審查必要期間內，複製、摘錄或佔有帳簿；

(c) 要求證券交易所、期貨交易所或指定結算所提供其所保管的與執照持有人業務有關帳簿，或任何其所持有與執照持有人業務有關資訊；

(d) 雇用其認為必要的輔助人員；及

(e) 書面授權任何其雇用者，進行第(1)項下查核人員得進行的任何行為及事項。

(2) 任何人員無故拒絕或不回答依第 109 條受任的查核人員所提出的或依本條第(1)項(e)款被授權人員提出的問題，或未依第 109 條委任的查核人員或依本條第(1)項第(e)款被授權者員對其提出的要求執行者，處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 50,000 元以下罰金。

倘任何人意圖阻止、延遲或阻礙查核人員查核，《證券期貨法》第 111 條規定，任何人：

(a) 銷毀、藏匿、變更與資本市場服務執照持有人業務有關的帳簿；或

(b) 將屬於資本市場服務執照持有人、或其所占有或其所控制的任何帳簿或任何種類的資產，運送或與其他人員共謀運送出新加坡者，處二年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 100,000 元以下罰金。

### (三) 帳簿調閱權

《證券期貨法》第 150 條規定，主管機關可以在秘密情況下，對資本市場執照持有人、受豁免的主體或其代表的帳簿，進行查閱。而主管機關可對帳簿為下列處置：

(1) 備份或占有任何該等帳簿；

(2) 為進行《證券期貨法》下的訴訟程序，使用或核准使用任何該等帳簿；

(3) 為行使第 150 條所賦予權力，為判斷是否需依《證券期貨法》提起與有關帳簿相關訴訟，或為將提起或進行的訴訟，而於必要期間內，持有占有任何該等帳簿。而當主管機關占有帳簿時，應允許他人在合理期間，查閱主管機關倘不占有，其即有權查閱的帳簿；或可允許他人查閱任何該等帳簿。

### (四) 調查權

《證券期貨法》第 151 條規定，新加坡總理有權基於公共利益，任命任何人為調查人(inspector)，調查任何與證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易有關的事項。該調查人權力量準用公司法第九章規定。

### 第三節 股票、利率及指數為基礎資產差價合約的監理

#### 一、 特許規範

如前所述，任何人無論係以本人或代理人身份經營管制交易者，原則上應取得資本市場服務執照。儘管在《證券期貨法》並未定義差價合約，但在監管實務上，經營基礎資產為證券的差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就證券交易業務取得許可；經營基礎資產為利率、指數或其他在交易所交易商品差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就期貨交易業務取得許可；經營基礎資產為外匯差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就槓桿式外匯交易取得許可。《證券期貨法》對於證券交易及期貨交易的特許執照核發原則，與前述槓桿式外匯交易者大致相同。惟關於基礎資本要求，視申請人是否為交易所會員等情形，而分別適用新加坡幣 25 萬元至 500 萬元的標準。

#### 二、 豁免規定

經營基礎資產為股票差價合約業務者，2002 年執照與商業行為規則 67 附表二第 2 條設有毋庸取得特許的豁免規定；經營基礎資產為利率或指數的差價合約業務者，該準則附表二第 3 條亦設有毋庸取得特許的豁免規定。由於二者規定與槓桿式外匯交易規定相似，故不在此贅述。

#### 三、 從業人員的監理

關於股票、利率及指數為基礎資產的差價合約的從業人員的監理，與槓桿式外匯交易的從業人員的監理原則相同，請參照前節的說明。

#### 四、 財務規範

##### (一) 基礎資本要求

《證券期貨法》的子法 2002 年財務及保證金要求規則第 4 條規定，從事股票、利率或指數為基礎資產的差價合約業務者，其基礎資本不得低於基礎資本要求；倘持有執照者未能遵守，或其預見將無法遵守，應立即通知主管機關。

##### (二) 調整後淨資本要求

倘從事股票、利率或指數為基礎資產差價合約業務者係證券交易所、期貨交易所及結算所的會員，2002 年財務及保證金要求規則第 6 條規定，其財務資源 (financial resources) 不得低於總風險要求 (total risk requirement)；如低於上開標準，

應立即通知主管機關。倘執照持有者財務資源連續四週低於上開規定，其執照即失效。

倘從事股票為基礎資產的差價合約業務者非證券交易所、期貨交易所及結算所的會員，2002 年財務及保證金要求規則第 9 條規定，其調整後淨資本不得低於新加坡幣 250,000 元；如低於上開標準，應立即通知主管機關；倘執照持有者財務資源連續四週低於上開規定，其執照即為失效。

倘從事利率及指數為基礎資產差價合約業務者非證券交易所、期貨交易所及結算所的會員，2002 年財務及保證金要求規則第 11 條規定，其調整後淨資本不得低於新加坡幣 200 萬元或調整後淨資本孰高者；如低於上開標準，應立即通知主管機關；倘執照持有者財務資源連續四週低於上開規定，其執照即失效。

### (三) 保證金要求

2006 年財務及保證金要求規則第二次修正條文，正式將差價合約保證金要求明文化。該準則第 24A 條規定，凡與客戶進行差價合約交易的執照持有者，應向客戶取得保證金。保證金最低標準如下：

差價合約種類 最低保證金要求

權益型差價合約 (a)基礎資產為股票指數：10%

(b)基礎資產為股票：20%

指數型差價合約 5%

外匯差價合約 2%

不保證停損的差價合約 下列二者較低者：

(a) 風險金額(amount at risk)加計

30%的標準保證金

(b) 標準保證金

保證停損的差價合約 下列二者較低者：

(a) 風險金額，倘該差價合約會就

股利、利息或佣金而調整者，

再加計 10%的標準保證金

(b) 標準保證金

其他種類的差價合約 20%

### (四) 其他財務規範

從事股票、利率或指數為基礎資產差價合約業務者所適用的其他財務規範，包括會計帳簿要求及財務報表申報等，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不再贅述。

#### 五、 信託帳戶的相關規範

從事股票、利率或指數為基礎資產的差價合約業務者所適用信託帳戶規範，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不在此贅述。

#### 六、 交易記錄的相關規範

從事股票、利率或指數為基礎資產差價合約業務者所適用的交易記錄的相關規範，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不再贅述。

#### 七、 行為規範

##### (一) 特定聲明的禁止及客戶訂單的保密

前節所述關於特定聲明的禁止，以及客戶訂單的保密規定，對從事以股票、利率或指數為基礎資產差價合約業務者亦有適用。

##### (二) 禁止行為

從事以股票為基礎資產差價合約業務者，需取得證券交易業務許可，故適用第 12 章「市場行為」下第 196 至 204 條規定，包括第 197 條「虛假交易及操縱市場交易」、第 198 條「操縱證券市場」、第 199 條「虛偽或誤導的陳述」、第 200 條「詐欺引誘他人進行證券交易」、第 201 條「採用操縱或欺騙手段」、第 202 條「散佈非法交易資訊」等。

違反上開規定者，依第 204 條得處七年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下罰金。

至於從事以利率或指數為基礎資產差價合約業務者，需取得期貨交易業務許可，而《證券期貨法》第 12 章「市場行為」第 2 節係同時針對期貨交易及槓桿式外匯交易而設，故其相關禁止行為請參照前節關於槓桿式外匯交易的說明。

##### (三) 廣告行為規範

從事以股票為基礎資產差價合約業務者，需取得證券交易業務許可；從事以利率指數為基礎資產差價合約業務者，需取得期貨交易業務許可。從而，2002 年執照與商業行為規則第 46 條規定對於證券及期貨交易廣告行為規範即有適用。

該條規定，資本市場服務執照持有人，不得直接或間接公開、傳播或散布下列廣告：

- (a) 任何廣告其直接或間接指涉與過去推薦的證券或期貨的獲利情形，除非執照持有人的廣告係列出至少過去一年所為全部推薦，且應
  - (i) 列出其推薦的證券或期貨的名稱、推薦日期、推薦性質、推薦時市場價格、推薦價格及目前市價；
  - (ii) 以與廣告同樣大小字體，另聲明過去的績效並不能代表未來的績效；
- (b) 在未顯著揭露用途限制及困難下，以任何圖、表、公式或其他形式，其
  - (i) 足以單獨被用來決定應買賣何種證券或期貨，或應何時買賣；或
  - (ii) 將協助任何人決定何種買賣何種證券或期貨，或應何時買賣；
- (c) 包含任何聲明，表示任何報告、分析或其他服務將免費提供，除非此等報告、分析或服務事實上確實或將被完整提供而沒有任何附加條件或義務；或
- (d) 包含任何不正確或誤導性聲明或陳述，或任何誇大聲明或陳述以利用投資人經驗及知識的不足。

#### 八、 風險揭露

如前所述，依《證券期貨法》第 128 條規定，經營期貨交易者與經營槓桿式外匯交易者，均負有風險揭露的義務，故前節有關風險揭露的說明，對經營以利率或指數為基礎資產差價合約業務者，即有適用。

## 第四節 槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品的差價合約的規範

本文研究對象的槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品的差價合約，均屬《商品交易法》的規範對象。依該法及其子法商品交易規則 (Commodity Trading Regulations)，主要管理項目為特許執照、財務及會計制度，以及行為準則。

### 一、特許執照

#### (一) 執照要求

該法第 12 條規定，任何人不得以本人或代理人的身分從事商品經紀商業務 (commodity broker)，或自稱其從事此類業務，除非此人

- (i) 依照本法得到商品經紀商許可；
- (ii) 從事交易時，遵守商品市場交易規則與習慣。

而依該法第 2 條，商品經紀商的定義係指：以本人或代理人身份從事招攬或接受訂單，而買賣任何與商品契約有關的商品的業務，

無論該項業務是否僅為其他業務的一部份，或是否與其他業務有關。準此，凡接受客戶下單者，無論其係從事槓桿式商品交易，或商品差價合約，均屬該法所稱的商品經紀業務，且包含以本人及代理人名義從事商品交易，故論諸實際，兼指自營及經紀的經營型態。再參照該法對槓桿式商品交易的定義，經營槓桿式交易業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託的資產管理行為；(3)交易輔助商的仲介行為。

#### (二) 申請執照方式

依該法的子法商品交易規則第 6 條規定，申請執照必須向新加坡國際企業發展局提出申請，申請函必須以信封寄至委員會，並檢附申請人資產表，如申請人為公司，必須繳交資產負債表及損益表，並須經會計師簽證。

參照《商品交易法》的執照申請表格，申請人應填具事項如下：

- (1) 申請人相關的資訊，包括：
  - (a) 營業所在地；
  - (b) 公司設立日期及設立地；
  - (c) 授權及實收資本額，包括已發行股份數及將發行股份數；
- (2) 表列從事中或將從事的商品契約；

- (3) 申請將經營的業務，包括將與何種客戶進行交易；
- (4) 申請人的董事及經理人，並表明其年籍資料及學術或專業經歷；
- (5) 申請人的董事及經理人是否具有管理申請人將進行的交易的相關經驗；
- (6) 對於申請人有最終控制力者，或得直接或間接影響申請人管理或政策者，倘該人非申請人的董事或經理人；
- (7) 最近一期資產負債表及損益表。

(三) 目前取得執照者

截至今年 7 月 1 日止，取得商品經紀商執照者，共計以下 13 家公司：

List of Licensed Commodity Brokers

DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd

Haitong International Financial Services (Singapore) Pte. Ltd.

ICAP Energy Limited (Singapore Branch)

IG Asia Pte. Ltd.

Marex Spectron Asia Pte. Ltd.

Mitsui Bussan Commodities (Singapore) Pte. Ltd.

OANDA Asia Pacific Pte. Ltd.

OCBC Securities Private Limited

Phillip Futures Pte. Ltd.

Phillip Securities Pte Ltd

Saxo Capital Markets Pte. Ltd.

Straits Financial Services Pte. Ltd.

UOB Bullion and Futures Limited

UOB Kay Hian Private Limited

List of Licensed Spot Commodity Brokers

UOB Kay Hian Private Limited

二、 豁免規定

依《商品交易法》第 14A 條，新加坡國際企業委員會得於該法附表中，指定豁免適用該法相關規定者，包括：

- (a) 任何人在其通常營業過程中，在非屬商品市場的處與他人進行商品買賣，

且

(i) 其不以轉售為目的，或僅以通常營業過程的商品批發或零售方式的轉售為目的；

(ii) 賣方向買方為實體商品給付者，得豁免適用第 12 條第(1)項；

(b) 僅與合格投資人，而不與其他人進行商品交易者，得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)項(f)至(j)款；

(c) 依銀行法核准的銀行及獲新加坡金融管理局法許可的商業銀行，得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)項(f)至(j)款；

(d) 符合所得稅法定義的金融財富中心、獲准的石油交易公司及獲准的國際商品交易公司，對得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)項(f)至(j)款，其中對第 12 條第(1)款的豁免，僅適用於商品經紀商。

而所謂合格投資人，《《商品交易法》》附表定義為：

(a) 符合下列條件的個人：

(i) 淨資產超過新加坡幣 2,000,000 元或價值相當的外國貨幣個人；或

(ii) 過去 12 個月所得不小於新加坡幣 300,000 元新加坡元，或價值相當外國貨幣的個人；

(b) 符合下列條件的公司：根據最近經查核的資產負債表顯示，淨資產超過新加坡幣 10,000,000 元或價值相當外國貨幣的公司；

(c) 符合主管機關所定條件的信託，其受託人；

(d) 其他符合主管機關所定條件者。

綜觀《《商品交易法》》第 12 條及其附表的規定可知，儘管經營槓桿式商品交易及商品差價合約者，原則上均應取得許可，故係採功能性立法的監理方式，然其又將依銀行法核准的銀行及獲新加坡金融管理局法許可的商業銀行等金融機構豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，因此形成以功能性為主，行業別為輔的監理路徑，而與《證券期貨法》的監理路徑同。

### 三、從業人員的管理

《商品交易法》第 13 條第(1)項規定，任何人除非取得主管機關核發的商品經紀商代表執照，不得擔任商品經紀商代表。而所謂商品經紀商代表，係指：

代理商品經紀商或與商品經紀商締結合約，而執行商品經紀商有關槓桿商品遠期合約或任何槓桿式商品交易，無論其報酬是否以佣金的形式給予。

準此，從事與商品經紀有關業務者，均須取得執照，始得為之。

#### 四、財務規範

##### (一) 調整後淨資本要求

如同《證券期貨法》、《商品交易法》及其子法亦係以調整後淨資本要求規定，作為經營商品交易業務者的財務健全指標。商品交易規則第 17 條規定：

(1) 任何商品經紀商，商品期貨經紀商及商品現貨經紀商，其調整後淨資本額(adjusted net capital)，不得連續四週低於以下標準孰高者：

- (a) 新加坡幣 250,000 元；或
- (b) 依法必須分離的客戶資金的 10%。

(2) 倘商品經紀商或商品期貨經紀商為商品期貨所的一員，其調整後淨資本額低於新加坡幣 400,000 元或依法必須分離的客戶資金的 12.5%，則必須：

- (a) 立即通知交易所；
- (b) 立即依照交易所要求的方式從事交易。

(3) 依前項受通知交易所必須通知委員會，而由委員會審核、確認或改變交易所所定的方法，或由委員會對商品經紀商或商品期貨經紀商為額外指示。

(4) 倘商品經紀商、商品期貨商或商品現貨經紀商非商品期貨交易所的一員，當其調整後淨資本低於新加坡幣 400,000 元或依法必須分離的客戶資金的 12.5%，則必須

- (a) 立即通知委員會；
- (b) 立即依照委員會所要求方式從事交易。

##### (二) 會計資料的保存

關於會計資料保存，《商品交易法》第 22 條規定：

(1) 委員會有權經部長核准，制定規範商品經紀商和商品期貨經紀商保存會計帳目及其他依規定應當保存紀錄的規則。

(2) 在不影響第(1)項的一般性下，委員會所制定規章包括

- (a) 會計帳目及記錄顯示或記載的具體內容；
- (b) 獨立帳戶或分離帳戶的保存；
- (c) 會計帳目及記錄所需保存時間；
- (d) 會計帳目及記錄的保存形式與方法；

(e) 商品經紀商和商品期貨經紀商對查核人員的聘任，及該查核人員的職責，包括向委員會報告任何對經紀商財務狀況產生不利影響的事物及其他法定應當報告的事物；

- (f) 查核人員報告中所包含的資訊；
- (g) 依本法所委任的查核人員的薪酬及進行查核的費用；

(h) 向委員會提交的年度會計帳目及查核人員報告的格式、方法和時間；

(i) 違反上述規定，得處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 10,000 元以下罰金。

另外，商品交易規則第 10 條尚規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨交易商

(1) 應

(a) 製作帳簿，以充分反映其業務交易和財務狀況，並且可以隨時提供真實和公平的損益表和資產負債表；

(b) 製作帳簿，且該帳簿能方便而合理地被查核。

(2) 應詳細記錄

(a) (i)所有由其收到或支付的金錢；(ii)由其進行的買賣交易，及相關費用；

(b) 應分別紀錄由其與客戶或為客戶進行的交易明細；

(3) 資本市場服務執照持有人應保存帳簿不少於六年時間。

### (三) 財務報表的申報

關於業者財務報表申報義務，商品交易規則第 18 條第(1)項規定，每位商品經紀商或商品期貨經紀商及商品現貨經紀商須按季依委員會要求的格式編製財務報表。第(4)項規定，這些人非商品期貨交易所一員，當其調整後淨資本連續五營業日低於新加坡幣 400,000 元或或依法必須分離的客戶資金的 12.5%時，應每星期向委員會申報財務報表，直到調整後淨資本連續 8 星期符合規定為止。

### 五、 分離帳戶相關規範

《商品交易法》要求業者以分離帳戶方式，處理自客戶取得資金或財產。該法第 30 條規定，

(1) 委員會經部長批准，得制定規範商品經紀商與商品期貨經紀商對其自客戶取得的金錢、證券或財產以分離帳戶的方式管理的規則。

(2) 依第(1)項所制定規則，應規定：

(a) 對客戶資金、證券或財產必須實行分離帳戶以及得不實行分離帳戶的情形；

(b) 資金應從分離信託帳戶撤離的情形及目的；

(c) 對違反規則者處三年以下有期徒刑、或科或併科新加坡幣 30,000 元以下的罰金。

(3) 依照第(1)項制定的規則，商品經紀商和商品期貨經紀商以獨立帳戶管理的客戶金錢、證券或財產不得用於下列情形的支付，除非該客戶本人即為商品經紀商及商品期貨經紀商的債權人，且債權債務關係的產生與商品合約交易行為有關：

(a) 商品經紀商或商品期貨經紀商向其債權人清償債務；

(b) 依其債權人申請核發的執行命令或進行的執行程序，而被扣押或執行。

(4) 商品經紀商或商品期貨經紀商對於存放於獨立帳戶的金錢、證券或財產，倘擁有合法的債權或留置權，不受依第(1)項所制定規則的影響。

另外，商品交易規則第 21 條第(1)項規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商必須：

(a) 將投資人作為保證金、擔保品或抵押品而交付的金錢、證券或財產，以客戶資產視之，並且

(b) 將金錢、證券或財產存入獨立的信託帳戶管理，而不得將金錢、證券或財產與其自身的資金混合，或挪作其他客戶的保證金、擔保品、抵押品或提供信用。

## 六、交易記錄的相關規範

### (一) 成交單的給予

依商品交易規則第 32 條規定，商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商應於交易發生後的二營業日內，提供予客戶成交單，其中應記載：

(a) 執照持有者名稱，及執照持有者的主營業所；

(b) 倘執照持有者係以本人名義從事交易者，表示如此的陳述；

(c) 成交單給予對象的名稱及地址；

(d) 交易發生日期；

(e) 交易的種類、數量及金額；

(f) 交易每單位的價格；

(g) 交易對價；及

(h) 佣金比率及佣金金額。

### (二) 對帳單的給予

依商品交易規則第 25 條規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商必須在每月的最後一個營業日，或其他由其選定的每月固定日期，但頻率不得少於三個月一次，給予其客戶對帳單，其中載明：

- (a) 客戶取得商品合約時的部位及價格；
- (b) 未實現利益所得或損失；
- (c) 由經紀商所持有的客戶資金；及
- (d) 明細列出投資人帳戶出入的交易金額，包括所有該帳戶收到或支出金額，及已實現的利得或損失。

## 七、其他交易規範

### (一) 客戶訂單規範

關於商品經紀商交易時應遵守的準則，商品交易規則第 28 條規定如下：

(1) 商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他人的利益，而保留或撤回客戶的下單。

(2) 當其手中有他人欲以市價或相當價格買進下單時，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他全權委託帳戶而買進。

(3) 當其手中有他人欲以市價或相當價格賣出下單時，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他全權委託帳戶而賣出。

(4) 除得到客戶的事前同意並符合商品市場的規則外，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不為自己、關係人或其他全權委託帳戶而充當其客戶下單的交易相對人。

(5) 商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商商品交易商或商品期貨商不得洩漏客戶訂單的內容，除非

- (a) 係為訂單有效執行；
- (b) 基於相關法規要求；
- (c) 係基於委員會要求。

### (二) 禁止行為

《商品交易法》對於商品交易秩序的維持，於該法第七章「犯罪行為」下設有規範；對於違反上開禁止行為者，《商品交易法》第 50 條並明定，

(a) 自然人構成犯罪，處 7 年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下罰金；

(b) 法人構成犯罪，處新加坡幣 250,000 元以下罰金。

首先，第 43 條規定，任何人不得營造、被他人指使營造或為任何行為意圖營造：

(c) 商品市場或商品期貨市場上，虛假的或誤導性的交易狀態；

(d) 商品合約或商品期貨合約交易中，虛假的或誤導性的市場交易狀態或交易價格。

其次，第 44 條規定，任何人未依商品市場、商品期貨市場交易規則及操作規則完成買入或賣出商品合約及商品期貨合約的真實交易，不得故意執行，或聲稱其已經執行商品市場或商品期貨市場中買入或賣出商品合約或商品期貨合約指令。第 45 條規定，任何人不得傳播散布、授意他人傳播散布或介入傳播散布信息，聲稱由於所知的一人或多人違反第 43 條規定市場操作行為，導致市場中任何種類的商品合約或商品期貨合約的價格上升或下降。

再者，第 46 條規定，任何人不得直接或間接

(a) 操縱或試圖操縱商品市場或商品期貨市場中任何商品合約或商品期貨合約的價格；或者

(b) 囤積或試圖囤積任何商品合約或商品期貨合約下的商品。另外，第 47 條規定，任何人不得直接或間接介入下列商品合約或商品期貨交易合約行為當中

(a) 使用任何手段、計劃圖謀欺騙交易對方；

(b) 該市場操作或業務過程中存在欺詐交易對方的行為，或很可能存在欺詐交易對方的行為；

(c) 不實陳述或遺漏陳述必要事實信息，已致該陳述具有誤導性。最後，第 48 規定，任何人不得為誘使或企圖誘使他人從事某一商品合約、商品期貨合約或某一商品合約種類、商品期貨合約種類的交易，直接或間接

(a) 在明知或應當明知的情形下，對任何事實作出虛假或在其陳述時間或陳述情形下具有誤導性或詐欺性陳述；

(b) 在明知或應當明知的情形下，由於資訊的遺漏作出虛假性、誤導性或欺詐性陳述。

## 八、 風險揭露

《商品交易法》第 32 條規定，商品經紀商或商品期貨經紀商不得向客戶開設商品交易帳戶或商品期貨交易帳戶，除非該經紀商以委員會規定的格式及方法向客戶提供一份獨立的書面風險揭露文件，並得到客戶的簽名及標註日期的承認書，承認其已收到並理解該揭露文件的性質和內容。而商品交易規則第 28 條第 (7) 項進一步規定，依《商品交易法》第 32 條第 (1) 項所需提供的風險揭露文件，須以附表二表格三 (Form 3 in Second Schedule) 的格式為之。

不遵守《商品交易法》第 32 條規定者，同法第 33 條規定處三年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 30,000 元以下罰金。

## 九、 主管機關的調查權

對於財務報表申報情形有異者，《商品交易法》第 23 條第(1)項規定，倘

(a) 商品經紀商或商品期貨經紀商未能依第 22 條第(2)項第(h)款制定規則申報查核人員報告；或者

(b) 委員會收到依據第 22 條第(2)項(e)款制定的規章而提交對經紀商財務狀況產生不利影響等事物相關的查核人員報告，委員會得為商品經紀商、商品期貨經紀商及其客戶或公眾利益的利益，以書面方式委任查核人員對該期貨經紀人的會計帳簿、報表及記錄進行全面性或針對特定事項的查核。同條第(4)項規定，委任的查核人員應當根據其查核的結果，向委員會提交查核報告。

為確保查核目的的實現，《商品交易法》第 24 條規定，依第 23 條規定被委任對商品經紀商或商品期貨經紀商的會計帳簿、報表及記錄進行查核的查核人員有權

(a) 對該商品經紀商或商品期貨經紀商的任何董事、員工或代理人，以及任何其他依本法委任並與該帳簿、報表及記錄相關的查核人員進行查核；

(b) 要求該商品經紀商或商品期貨經紀商的任何董事、員工或代理人出示與其業務相關而由該商品經紀商或商品期貨經紀商持有或由其代為持有的任何帳簿、報表和紀錄，並對報表與記錄加以複製或在查核所必須的時間內持有；

(c) 要求商品經紀商或商品期貨經紀商委任的查核人員出示任何由其持有而並與該商品經紀商或商品期貨經紀商業務相關的帳簿、報表和記錄。

## 第五節 結論

綜上所述，《證券期貨法》的規定遠較《商品交易法》繁瑣，蓋其不只管制商品期貨或差價合約，同時也管制基金管理、證券保管業務，及店頭市場。相較之下，《商品交易法》僅監管商品交易市場，且實務上商品投資人多為具有專門知識的機構，這也是商品交易業者為何多獲得豁免取得執照的權利。

茲將本章的內容彙整如下：

### 一、 槓桿式交易及差價合約的類型

新加坡槓桿式交易的基礎資產，除有金融商品外，亦有一般商品，並分別由《證券期貨法》和《商品交易法》加以監管。至於差價合約雖無定義，然其已為實務上常見的交易類型，新加坡金融管理局針對基礎資產為股票、利率指數及外匯的差價合約，並頒佈最低保證金標準供業者遵循。差價合約雖乏明確定義，惟觀《證券期貨法》及《商品交易法》對槓桿式交易的定義，凡交易雙方以保證金為基礎，於契約終止時，根據基礎資產於契約開始及結束時的價差，給付他方金錢的契約者，即屬槓桿式交易。衡酌現行實務上，差價合約莫不以保證金為交易的基礎，並於契約結束時結算差價，從而，差價合約在實質上應屬槓桿交易的一種態樣。另外，《證券期貨法》對期貨的定義為：

(a) 契約的一方同意於約定的未來時點，依約定的價格給付他方約定數量的商品；或

(b) 契約的雙方同意以結算約定商品於締約時的約定價格，及該約定商品於約定的未來時點的價格的差價，作為履行契約義務的方式；或

(c) 其他經新加坡金融管理局指定的契約，

可知新加坡期貨契約的特徵在於契約雙方於締約時，即先約定一商品價格，然差價合約則不約定商品價格，而係純視基礎資產於締約時與結算時的價差，決定給付金額。

### 二、 經營型態

依《證券期貨法》規定，凡欲經營槓桿式外匯交易及以股票、利率指數或外匯為基礎資產差價合約業務者，僅須為公司組織，即得申請資本市場服務執照。至於經營態樣，依照該法對槓桿式外匯交易的定義，經營槓桿式交易的業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託的資產管理行為；(3)交易輔助商的仲介行為。

次依《商品交易法》規定，凡接受客戶下單者，無論其係從事槓桿式商品交易，或商品差價合約，均屬《商品交易法》所稱的商品經紀業務。且該法所稱的商品經紀商業務，包含以本人及代理人名義從事商品交易，故論諸實際，兼指自營及經紀的經營型態。再參照該法對槓桿式商品交易的定義，經營槓桿式交易的業務類型亦係區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託的資產管理行為；(3)交易輔助商的仲介行為。

### 三、 監理路徑

儘管《證券期貨法》及《商品交易法》均規定凡經營槓桿式交易及差價合約業務者，均應取得相關執照，故係採功能性立法的監理方式，然二法均將依《銀行法》核准的銀行及獲新加坡金融管理局法許可的商業銀行豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，從而形成以功能性為主，以行業別為輔的監理路徑。

### 四、 投資人資格

《證券期貨法》及《商品交易法》均未就投資人資格，包括財力、知識為任何限制，惟倘業者所交易對象僅限於合格投資人，則其毋庸取得特許執照，即得合法經營。在 2008 年金融危機以後，對於投資人資格作了更為詳盡的規範。

### 五、 監理項目

《證券期貨法》及《商品交易法》的主要監理項目相同，如對於經營槓桿式交易業務者的財務規範，均涉及基礎資本及調整後淨資本的維持、會計帳簿的製作、財務報表的申報；交易紀錄的規範，均要求業者給予客戶成交單與對帳單。在投資人保護上，二法均強調風險揭露要求：《證券期貨法》第 128 條及《商品交易法》第 32 條均規定業者必須對投資人有揭露義務，使投資人明白相關投資風險；主管機關並有頒佈風險揭露範本，作為業者揭露的最低標準；業者並應得到投資人簽名及標註日期承認書，承認已收到並理解該揭露文件的性質和內容。此外，《證券期貨法》及《商品交易法》為維持交易秩序，均就特定行為類型設有刑事責任。

## 第四章 香港槓桿式外匯交易及可收回牛熊證

群益期貨於 2016 年 4 月獲得金管會許可兼營槓桿交易商，同年 12 月獲得央行同意承做外匯保證金業務，成為我國第一家可以合法提供外匯保證金的期貨商。由於外匯市場交易時間為全天 24 小時、交易成本低、投入資金低，在國際上早已是活躍的金融商品，但隨著槓桿交易的比例擴大，風險也隨之升高，為了加強投資人的保護，各國針對槓桿交易設有法律及監理規範。然而，我國在外匯保證金的業務才剛起步，面對金融交易的國際化，我國未來開放更多期貨業者兼營槓桿交易商具高度可能性，因此法制規範的制定有趕上金融市場實務的必要，爰參考各國的槓桿交易商規範實對我國在操作槓桿交易有助益。

綜觀亞洲的金融交易市場，香港的金融業界間高度合作以及其金融監理機構的高度自由，使香港在槓桿交易商方面，形成一套對投資者高度保護且金融交易流透明且便利的法制規範，其中槓桿式外匯交易與可收回熊證是香港廣為人知的衍生性金融商品，故本章希冀藉由介紹此二個衍生性金融商品，提供我國往後的相關法制及監理規範。

香港的槓桿交易為店頭市場交易及集中市場交易二軌制，槓桿式外匯交易於店頭市場交易，而可收回熊證為集中市場交易(中華民國期貨商業同業公會，2009)。

### 第一節 槓桿式外匯交易總說

#### 一、槓桿式外匯交易商品及業務定義與適格的投資人

##### (一) 槓桿式外匯交易商品面的意涵

依《證券及期貨條例》附表 5，槓桿式外匯交易合約 (leveraged foreign exchange contract)，此商品指任何合約或安排，其效果是該合約或安排的一方同意或承諾

(a) 在他本人與協議指另一方或在他本人與另一人之間，按照某貨幣相對於另一貨幣的增值或減值（視屬何情況而定）作出調整；

(b) 向協議的另一方或向另一人支付某數額的款項或交付某數量的商品，而該數額或該數量是按照或將會按照某貨幣相對於另一貨幣在幣值上的變動而釐定；或

(c)在議定的將來某個時間，將一筆按議定代價計算的議定數額的貨幣，交付協議的另一方或交付另一人。

## (二)槓桿式外匯交易業務面的意涵

依《證券及期貨條例》附表 5，槓桿式外匯交易業務指以下任何作為：

- (a)訂立或要約訂立槓桿式外匯交易合約，或誘使或企圖誘使他人訂立或要約訂立槓桿式外匯交易合約；
- (b)提供任何財務通融，以利便進行外匯交易或(a)段提述的作為；或
- (c)與另一人訂立或要約與另一人訂立一項為訂立合約而作出的安排，或誘使或企圖誘使某人與另一人訂立一項為訂立合約而作出的安排(不論該項安排是否在酌情決定的基礎上訂立)，以利便進行(a)或(b)段提述的作為。

但不包括為符合下述說明的合約或安排，或為建議的該等合約或安排作出的作為，亦不包括在與符合下述說明的合約或安排，或與建議的該等合約或安排有關連的情況下作出的作為：

- (i)完全關於以公平價值或市場價值提供財產(貨幣除外)、服務或職位的；
- (ia)由任何人為執行該人作為認可結算所的職能而作出的(由 2014 年第 6 號第 53 條增補)；
- (ii)凡該等合約或安排是由一個法團<sup>16</sup>訂立的，而
  - (A)該法團的主要業務並不包括任何形式的貨幣交易；
  - (B)該法團訂立該等合約或安排的目的，是對沖它就其業務所受的貨幣兌換風險；及
  - (C)該等合約或安排是與另一個法團訂立的；
- (iii)屬《貨幣兌換商條例》(第 34 章)所指的兌換交易；
- (iv)由核准貨幣經紀安排，而有關合約或安排的各方均是法團或根據《有限責任合夥條例》(第 37 章)註冊的有限責任合夥(由 2014 年第 6 號第 53 條修訂)；

---

<sup>16</sup> 香港現有法團組織，是指受到一定的香港法例約束的團體或機構，而非私人組織。另外，法團亦需要按照該類別法例運行，其他受到法團管理範圍內的人士亦受到該法例的保護。

- (v)屬保險人純粹為了其保險業務而進行的交易，而該保險人是根據《保險業條例》(第41章)第8條獲授權經營保險業務的，或是根據下述條文當作如此獲授權的：在緊接《2015年保險公司(修訂)條例(2015年第12號)第10條的生效日期之前有效，並因第41章附表11第2(7)條的施行而具有持續效力的第41章第61(1)或(2)條；(由2015年第12號第145條修訂)。
- (vi)屬由任何就第2類受規管活動獲發牌照或獲註冊的人或透過該人在指明期貨交易所執行的合約，或屬完全附帶於一份或多於一份該類合約或一系列該類合約的合約；
- (vii)由以下團體或機構所安排的
- (A)金融管理專員認為屬以下性質的團體
    - (I)銀行；或
    - (II)執行銀行職能的機構；或
  - (B)獲金融管理專員批准以代(A)節提述的團體行事的機構；
- (viii)屬由任何就第1類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人在指明證券交易所執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (ix)屬由任何就第7類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (x)屬就證監會根據本條例第104條認可的集體投資計劃的一項或多於一項權益而作出的交易；
- (xi)屬完全附帶於一宗或多於一宗就指明債務證券作出的交易或一系列該類交易的交易；
- (xia)符合以下說明的場外衍生工具交易作為：由就第12類受規管活動獲發牌的人作出，而該作為的作出，是完全附帶於該類受規管活動的進行的(由2014年第6號第53條增補)；
- (xib)屬構成訂立市場合約的作為(由2014年第6號第53條增補)；
- (xii)由認可財務機構作出的；
- (xiii)由任何屬某類別人士的人或從事某類業務的人作出的，而該類別人

士或該類業務是由證監會為施行，而藉根據本條例第 397 條訂立的規則訂明的；

(xiv)由任何人透過交易商作出的，但如該人是為賺取佣金、回佣或其他報酬而進行以下事項，則須視為進行槓桿式外匯交易

(A)該人從另一人接收為進行以下各項而提出的要約或邀請

(I)訂立槓桿式外匯交易合約；或

(II)使用任何財務通融以利便進行外匯交易或訂立槓桿式外匯交易合約，並以他本人或該另一人的名義將該要約或邀請傳達予該交易商；

(B)該人使另一人與該交易商或其代表互相介紹，以使該另一人可

(I)與該交易商訂立槓桿式外匯交易合約；或

(II)使用由該交易商提供的任何財務通融以利便進行外匯交易或訂立槓桿式外匯交易合約；或

(C)該人透過該交易商而為另一人達成槓桿式外匯交易合約的訂立，

在本段中，交易商指認可財務機構或就第 3 類受規管活動獲發牌的法團；或

(xv) 由

(A)證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃作出的；或

(B)任何人為營辦證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃而在業務過程中作出的。

### (三)適格投資人

得參與槓桿式外匯交易的投資人，依現行香港監理法令並無特別限制，因此普通投資大眾皆得以買賣。

## 二、槓桿式外匯交易主管機關與相關規範

### (一) 槓桿式外匯交易商品的法規沿革

1994 年之前，香港僅有《商品交易條例》規範集中市場的期貨交易，並無涵蓋店頭市場的交易，使得非法期貨交易在店頭市場猖獗，導致投資者遇有爭端時，無法獲得法律保障。投資者也可能因為店頭市場無法規可循，在對槓桿交易

避險的概念不深情況下，容易虧損慘重甚至血本無歸。為了解決上述問題，1994年香港制定《槓桿式外匯買賣條例》併入2003年4月1日起施行的《證券及期貨條例》，使得槓桿式外匯交易成為唯一受法律規範的店頭市場衍生性金融產品。槓桿式外匯買賣規範主要由香港證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱證監會）監管，而證監會是一個於1989年成立的獨立法定機構，負責監管香港的證券及期貨市場的運作。以下介紹《證券及期貨條例》所列舉的受規管活動與證監會對槓桿式外匯交易的特許機關及自然人的監管範圍，以及從事槓桿式外匯交易業務的機構及個人的特許規範。

## (二)《證券及期貨條例》

《證券及期貨條例》附表5所列舉的受規管活動：

第1類：證券交易；

第2類：期貨合約交易；

第3類：槓桿式外匯交易；

第4類：就證券提供意見；

第5類：就期貨合約提供意見；

第6類：就機構融資提供意見；

第7類：提供自動化交易服務；

第8類：提供證券保證金融資；

第9類：提供資產管理；(由2011年第28號法律公告修訂)

第10類：提供信貸評級服務；(由2011年第28號法律公告增補；

由2014年第6號第53條修訂)

第11類：場外衍生工具產品交易或就場外衍生工具產品提供意見；

(由2014年第6號第53條增補)，但尚未實施。

第12類：為場外衍生工具交易提供客戶結算服務。(由2014年第6

號第53條增補)。由《2014年證券及期貨(修訂)條例》

(2014年第6號)新增的附表5第1部第12類記項，在該

記項關乎附表5第2部的新的豁免服務的定義的(c)段的範

圍內，於2016年9月1日開始實施。請參閱《2016年〈2014

年證券及期貨(修訂)條例〉(生效日期)公告》(2016

年第 27 號法律公告) (g)段。

依香港證監會網站，證監會對槓桿式外匯交易的特許機關及自然人的監管方式為：

1. 制定發牌準則，確保所有獲發牌的從業員都是適當人選。
2. 審批牌照；發表守則和指引，使業界知悉本會所要求的操守水平；制訂財政資源規定。
3. 監察持牌人的財政狀況及遵守相關法例、守則和指引的情況。
4. 處理及調查有關持牌人的失當行為的投訴，必要時會採取進一步行動。

### (三) 槓桿式外匯交易商的設立條件

依據「證券及期貨條例」第 116 條規定，法團須獲發牌以進行受規管活動

(1) 證監會可應申請人以明訂方式提出的申請並在訂明費用獲繳付後，向申請人批給牌照，使申請人可進行一類或多於一類受規管活動 (由 2015 年第 19 號第 3 條修訂)。

(1A) 證監會在根據第(1)款批給牌照後，須向申請人發給印刷本牌照，該印刷本牌照須指明該申請人獲發牌進行的受規管活動(由 2015 年第 19 號第 3 條增補)。

### (四) 特許機構行為規範

為協助業內人士遵守法例，證監會不時訂立各類相關的守則和指引。《證券及期貨條例》第 169 條賦權證監會發表操守守則，就中介人及其代表須遵守的常規和標準提供指引。業內人士如違反操守守則，可能會遭受紀律處分。該條例亦賦予證監會一般權力，可就以下事宜發出守則及指引：

1. 為達致本會的監管目標提供指引。
2. 關乎本會職能的任何事宜。
3. 關乎《證券及期貨條例》任何條文的施行。

不過，這些守則及指引並非附屬法例，因而違反有關規則不會招致任何司法或其他法律訴訟。守則及指引旨在協助中介人遵守適用的監管規定，例如有關適當人選資格的規定，從而繼續獲得發牌或註冊。

## 1. 證監會持牌人或註冊人操守準則

《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》所載的一般原則如下：

GP1 誠實及公平

GP2 勤勉盡責

GP3 能力

GP4 有關客戶的資料

GP5 為客戶提供資料

GP6 利益衝突

GP7 遵守法規

GP8 客戶資產

GP9 高級管理層的責任

## 2. 適當人選的指引

該條例第 129(1) 條載有證監會或金管局（視屬何情況而定）在評估某人是否適當人選時會考慮的若干事項，包括：

1. 該人士的財政狀況或償付能力，但在下列情況下，證監會多數不會信納該人士為適當人選：

如屬個人

- (a) 屬於未解除破產人士、目前正進行破產訴訟或屬近期獲解除破產的人士
- (b) 正遭受財產接管或涉及其他類似的訴訟
- (c) 未能償還任何經法院裁定的債務

如屬法團或認可財務機構

- (a) 正遭受破產管理、財產接管、清盤或涉及其他類似的訴訟
- (b) 未能償還任何經法院裁定的債務。
- (c) 未能符合任何適用的財務或資金規定。

2. 證監會在考慮學歷或其他資歷或經驗時，會顧及該人士將會執行職能的性質。  
在下列情況下，該人士多數不能符合作為適當人選的規定：

如屬個人

- (a) 申請代表牌照或將其姓名記入金管局備存的紀錄冊內而年齡未滿 18 歲。
- (b) 未能顯示出其具備有效及竭誠地進行該受規管活動的能力。

3. 有關的人士必須顯示其有能力稱職地、誠實地而公正地進行受規管活動，以及會遵守證監會及其他監管機構(如適用)頒布的所有有關法例、守則及指引。  
在下列情況下，證監會多數不會信納該人士為適當人選：

如屬個人

- (a) 曾經為《精神健康條例》第 2 條所界定的病人，而證監會在考慮過有關因素，包括該人士過往接受的培訓、經驗及資歷，認為該名人士將不能履行受規管活動的固有要求
- (b) 有證據顯示該人士缺乏勝任能力、疏忽職守或管理不善。這可以從該人士曾經因為疏忽職守、缺乏勝任能力或管理不善而被專業團體、行業公會或監管機構施以紀律處分，或遭解僱或被要求自動辭職反映出來。

如屬法團或認可財務機構

- (a) 除有關履行受規管活動的能力外（除非該等規定對他們適用），其非執行董事、主要人員（例如經理、高級人員、董事、最高行政人員）、大股東或其他控制人未能符合有關適當人選的指引；
- (b) 未能顯示出其具備有效及竭誠地進行受規管活動的能力。

4. 該人士的信譽、品格、可靠程度及在財政方面的穩健性。在下列情況下，證監會多數不會信納該人士為適當人選：

如屬個人

(a) 被認為信譽不佳、品格不良、不能信靠、財政不穩或有欠誠實。證監會對下列各類事項的重視程度，取決於多項因素，例如事件距今的時間、事件的嚴重性，以及該人士須承擔責任的程度。如下述事情曾發生在該人士身上，而該人士又未能就此予以解釋，則可能會導致其被視為不能通過有關的測試：

(i) 被法院或其他具有合法裁判權的當局裁定犯有詐騙、不誠實或不法行為

(ii) 被判刑事罪名成立或屬未判決的刑事控罪的被告，而該控罪與其是否為適當人選有直接關係；

(iii) 就任何行業、業務或專業，被專業或監管機構譴責、施以紀律處分或撤銷資格；

(iv) 被拒絕或限制享有權利，以進行根據法律規定須獲發指定牌照、註冊或其他認可方可進行的行業、業務或專業；

(v) 被具有合法裁判權的法院撤除擔任董事的資格；

(vi) 被市場失當行為審裁處裁定曾經進行可構成罪行的市場失當行為，或未有遵守由證監會、本港或海外其他監管機構或有關交易所(如適用)頒布的守則或指引；

(vii) 身為出現下列情況的法團或業務的董事、大股東或有份涉及其管理：

(A) 已清盤(並非由有償付能力的成員自動解散)或無力償債，或曾被委以接管人或財產管理人(不論以何種方式描述)；

(B) 被裁定欺詐罪成立；

(C) 未能履行對客戶、為保障投資者權益而設的賠償基金、或會員互保基金的全部責任；

(D) 被證實曾犯上文第(i)、(ii)、(iii)、(iv)或(vi)條所述的行為。

(b) 就龐大款項而成為債務償還安排的一方，或與債權人達成任何形式的債務重整協議。

如屬法團或認可財務機構

- (a) 被裁定信譽不良或不可能信靠，或財政有欠穩健。證監會亦會就文第 7.1.1(a) (i)、(ii)、(iii)、(iv)、(vi) 及 (vii) 及第 7.1.1(b) 條所述的事項作出類似的考慮。
- (b) 已被送達要將其清盤的呈請。

### 三、非屬於槓桿式外匯交易的除外行為

#### (一)香港金融管理局

《證券及期貨條例》附表 5 列舉不屬於槓桿式外匯交易的除外規範行為：

- (i) 完全關於以公平價值或市場價值提供財產(貨幣除外)、服務或職位的；
  - (ia) 由任何人為執行該人作為認可結算所的職能而作出的；(由 2014 年第 6 號第 53 條增補)
  - (ii) 凡該等合約或安排是由一個法團訂立的，而 ——
    - (A) 該法團的主要業務並不包括任何形式的貨幣交易；
    - (B) 該法團訂立該等合約或安排的目的，是對沖它就其業務所承受的貨幣兌換風險；及
    - (C) 該等合約或安排是與另一個法團訂立的；
  - (iii) 屬《貨幣兌換商條例》(第 34 章)所指的兌換交易；
  - (iv) 由核准貨幣經紀安排，而有關合約或安排的各方均是法團或根據《有限責任合夥條例》(第 37 章)註冊的有限責任合夥；(由 2014 年第 6 號第 53 條修訂)
  - (v) 屬保險人純粹為了其保險業務而進行的交易，而該保險人是根據《保險業條例》(第 41 章)第 8 條獲授權經營保險業務的，或是根據下述條文當作如此獲授權的：在緊接《2015 年保險公司(修訂)條例》(2015 年第 12 號)第 10 條的生效日期之前有效，並因第 41 章附表 11 第 2(7) 條的施行而具有持續效力的第 41 章第 61(1) 或(2) 條；(由 2015 年第 12 號第 145 條修訂)
  - (vi) 屬由任何就第 2 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人在指明期貨交易所執行的合約，或屬完全附帶於一份或多於一份該類合約或一系列該類合約的合約；
  - (vii) 由以下團體或機構所安排的 ——
    - (A) 金融管理專員認為屬以下性質的團體 ——

- (I) 銀行；或
- (II) 執行銀行職能的機構；或
- (B) 獲金融管理專員批准以代(A)節提述的團體行事的機構；
- (viii) 屬由任何就第 1 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人在指明證券交易所執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (ix) 屬由任何就第 7 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (x) 屬就證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃的一項或多於一項權益而作出的交易；
- (xi) 屬完全附帶於一宗或多於一宗就指明債務證券作出的交易或一系列該類交易的交易；
- (xia) 符合以下說明的場外衍生工具交易作為：由就第 12 類受規管活動獲發牌的人作出，而該作為的作出，是完全附帶於該類受規管活動的進行的；(由 2014 年第 6 號第 53 條增補)
- (xib) 屬構成訂立市場合約的作為(由 2014 年第 6 號第 53 條增補)；
- (xii) 由認可財務機構作出的；
- (xiii) 由任何屬某類別人士的人或從事某類業務的人作出的，而該類別人士或該類業務是由證監會為施行本段而藉根據本條例第 397 條訂立的規則訂明的；
- (xiv) 由任何人透過交易商作出的，但如該人是為賺取佣金、回佣或其他報酬而進行以下事項，則須視為進行槓桿式外匯交易——
  - (A) 該人從另一人接收為進行以下各項而提出的要約或邀請 ——
    - (I) 訂立槓桿式外匯交易合約；或
    - (II) 使用任何財務通融以方便進行外匯交易或訂立槓桿式外匯交易合約，並以他本人或該另一人的名義將該要約或邀請傳達予該交易商；
  - (B) 該人使另一人與該交易商或其代表互相介紹，以使該另一人可 ——
    - (I) 與該交易商訂立槓桿式外匯交易合約；或
    - (II) 使用由該交易商提供的任何財務通融以方便進行外匯交易或訂立

槓桿式外匯交易合約；或

(C) 該人透過該交易商而為另一人達成槓桿式外匯交易合約的訂立，  
在本段中，交易商指認可財務機構或就第 3 類受規管活動獲發牌的法團；或  
(xv) 由 ——

(A) 證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃作出的；或

(B) 任何人為營辦證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃而在業務過程中作出的（《證券及期貨條例》附表 5。）；

其中，第(xii)規定由認可財務機構作出的槓桿式外匯交易，不受證監會及《證券及期貨條例》監理。

制定認可財務機構的認可準則，是為了確保只有符合適當條件的機構才可接受一般大眾的存款，其準則詳列載於「銀行業條例」附表 7。根據此條例，香港金融管理局（下稱「金管局」）是發給認可資格的機構，負責向所有 3 類認可財務機構發給、暫停及撤銷認可資格。

1. 金管局監管政策手冊 SB-1 「對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管」

依據金管局監管政策手冊 SB-1 「對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管」（下稱「SB-1」），其內容為說明金管局對根據《證券及期貨條例》已獲證監會註冊或當作已獲證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動所採取的監管模式，第 1.2.3 條規定認可財務機構從事槓桿式外匯交易及提供證券保證金融資無須獲得證監會註冊。

2. 金管局的監管政策手冊 SB-2 「槓桿式外匯交易—進行未獲邀約的造訪」

另外，依據金管局的監管政策手冊 SB-2 「槓桿式外匯交易—進行未獲邀約的造訪」（下稱「SB-2」），其內容為說明金管局就認可財務機構有關槓桿式外匯交易進行未獲邀約的造訪及客戶評估方面所採取的監管模式，第 1.2 條規定，認可財務機構無需遵守《證券及期貨條例》就第 3 類受規管活動（槓桿式外匯交易）所定的註冊制度及證監會根據該條例制定的有關這類活動的規則。這些安排確認了認可財務機構須遵守《銀行業條例》就它們本身所定的監管制度。但《證券及期貨條例》某些條文（如第 300 條 1 及第 301 條 2）均普遍適用於所有參

與交易者。因此，該等條文應被認可財務機構所採納。

## (二)證券及期貨（槓桿式外匯交易－豁免）原則

此規範的目的在於不削弱投資者保障的情況下，消除不必要的技術障礙，從而促進上市貨幣權證市場的發展。

此法案規定，該法團若具有合資格信貸評級或該法團的任何債務票據具有合資格信貸評級，或該法團的股份直接或間接由具有合資格信貸評級的另一法團或合夥全資擁有，或由其任何債務票據具有合資格信貸評級的另一法團或合夥全資擁有，也須符合該法團的主要業務並非槓桿式外匯即期交易；同時以該法團的每個財政年度計算，該法團訂立的每宗槓桿式外匯即期交易的平均本金額，不少於港幣 7,800,000 元。

根據 571E 章第 4 條，符合上述資格者，該法團須每年在其財政年度完結後的 4 個月內，以書面通知證監會，表示該法團符合上述條件；及向證監會提供證監會合理地要求的資料，以令該會能核實該法團符合上述所列的條件（571E 章第 4 條）。

另外，以下五種情形可予以豁免：

1. 為售賣、購買或移轉某上市貨幣權證的合約或安排或為建議的該等合約或安排而作出作為的持牌人，或在與該等合約或安排或與建議的該等合約或安排有關連的情況下作出作為的持牌人，
2. 為他本人作為持牌法團的客戶與該持牌法團訂立的售賣、購買或移轉某上市貨幣權證的合約或安排或為建議的該等合約或安排作出作為的持牌法團的客戶，或在與該等合約或安排或與建議的該等合約或安排有關連的情況下作出作為的持牌法團的客戶（571E 章第 5 條）。
3. 本身是該上市貨幣權證的發行人的法團或跟該權證的發行人同屬同一公司集團的法團與某持牌法團之間訂立的售賣、購買或移轉該權證的合約或安排。
4. 本身是該權證的發行人的法團與跟該權證的發行人同屬同一公司集團的法團之間訂立的售賣、購買或移轉該權證的合約或安排；
5. 兩間跟該權證的發行人同屬同一公司集團但本身並非該發行人的法團之間訂立的售賣、購買或移轉該權證的合約或安排（571E 章第 6 條）。

#### 四、從事槓桿式外匯交易所的造訪規範

##### (一)證監會對於槓桿式外匯交易特許機構的規範

未獲邀約的造訪 (unsolicited call)指並非應被造訪的人的明示邀請而作出的造訪，而就本定義而言，該人不得僅因提供其聯絡辦法資料，包括地址、電話號碼、傳真號碼或電子郵件地址，而屬明示邀請對他作出造訪(571章第174條(7))。

如任何中介人或其代表違反了《證券及期貨條例》第 174 條(1)的規定，即屬於犯罪行為。一經定罪，可處第 5 級罰款。且任何屬於未獲邀約造訪對象者與違法的中介人或其代表如訂有協議，則被如此造訪者可在不抵觸其後付出有價值代價的真誠購買人的權利 (the rights of a subsequent purchaser in good faith for value) 下，在訂立該協議日後的 28 日內或在察覺該項違反的日後 7 日內(兩者以較早者為準)，藉向該中介人或其代表發出書面通知而撤銷該協議 (571 章第 174 條(6))。

除上述的第 174 條(1)規定外，「證券及期貨條例」第 174 (3) 條賦權予證監會，使得證監會得以依據「證券及期貨條例」第 397 條訂立規則，將若干情況排除於上述的 174 條(1)規定。另外，該條例第 174 (4) 條則清楚列明了證監會可以藉為施行第 174 (3) (d) 條而訂立規則，豁除由認可財務機構遵從金融管理專員 104 依據「銀行業條例」第 7 (3) 條的規定而進行的造訪。為符合該條例第 398 (4) 的規定，證監會於草擬豁除未獲邀約的造訪的相關規則時已就其內容諮詢金融管理專員的意見，並且獲得其同意。因此，證監會根據第 397(1) 條訂立了第 571A 章「證券及期貨 (未獲邀約的造訪—豁除) 規則」。

##### (二)SB-2 對於認可財務機構對於槓桿式外匯交易進行未獲邀約造訪的操守

依據 SB-2，認可財務機構無需遵守「證券及期貨條例」就第 3 類受規管活動所定的註冊制度及證監會根據該條例制定的有關這類活動的規則。這項安排確認認可財務機構須遵守「銀行業條例」就它們本身所定的監管制度。然而，「證券及期貨條例」某些條文 (如第 300 條及第 301 條) 均普遍適用於所有人士。因此，認可財務機構 (尤其已有涉及槓桿式外匯交易者) 應熟知該條例內這些條文。

SB-2 所明訂者即為「證券及期貨 (豁除某等未獲邀約的造訪) 規則」所指的「金融管理專員指引」。雖然「證券及期貨條例」第 174 條及「證券及期貨 (豁

除某等未獲邀約的造訪)規則」並不適用於非註冊機構的認可財務機構，金管局預期就槓桿式外匯交易合約進行未獲邀約的造訪的所有認可財務機構均應遵守 SB-2 的具體相關規定。關於派發標準宣傳物品的規範方面，SB-2 要求若標準宣傳物品並不是在親身探訪或其他互動式對話期間派發予公眾人士 (SB-22 第 1.4.1 條)，此舉本身可被詮釋為獲准許的通訊。這項詮釋是基於兩點作出，包括「證券及期貨(豁除某等未獲邀約的造訪)規則」對獲准許的通訊所下的定義，以及這種通訊無需接收人作出即時回應的事實。同樣地，「證券及期貨條例」第 174 條並不適用於將標準宣傳物品連同戶口結單一起發出予一般銀行客戶的做法。

依 SB-22 第 1.4.2 條，當認可財務機構透過未獲邀約的造訪進行槓桿式外匯交易合約的市場推廣時，金管局預期認可財務機構應有選擇性的進行槓桿式外匯交易合約的市場推廣及宣傳。因此，為游說某人訂立槓桿式外匯交易，認可財務機構得以：

1. 造訪與認可財務機構已訂立書面協議的某人，而在該書面協議下，由認可財務機構向該人提供、與該人交易或代該人進行槓桿式外匯交易合約；
2. 造訪於造訪當日在認可財務機構持有超過 75 萬元存款或擁有超過 75 萬元由認可財務機構或有連繫特許機構或兩者其中一方或兩方管理(不論以全權委託或非全權委託方式)的資產的任何人；
3. 造訪某機構客戶的有連繫特許機構而該特許機構達到上述存款或資產額要求；
4. 造訪在指明證券交易所上市的特許機構，或是這些特許機構的有連繫特許機構；
5. 造訪已繳足股本不少於香港聯合交易所有限公司「上市規則」就新申請者所定上市時的最低預計市值的特許機構，或是這些特許機構的有連繫特許機構；
6. 就保證金交易合約以外的合約造訪任何特許機構；
7. 造訪另一認可財務機構或這些認可財務機構的有連繫特許機構；
8. 造訪特許機構或這些特許機構的有連繫特許機構；或
9. 造訪根據「保險公司條例」(第 41 章)獲授權的保險人，或這些保險人的有連繫特許機構。

依 SB-22 第 2.2.1 條，認可財務機構應確保員工進行未獲邀約的造訪時遵守以下操守準則：

1. 未獲邀約的造訪不得在上午 8 時前或下午 9 時後進行，除非客戶已具體同意可在這個時段進行造訪；
2. 若客戶明確表示不願意繼續接受造訪，造訪者必須立即中斷電話通話或立即離開現場；
3. 造訪者必須採取合理措施，確保客戶明白造訪的目的及造訪者擬在造訪期間商討的投資或投資服務的類別；
4. 造訪者不得試圖掩飾造訪的目的或客戶可能會訂立的投資協議的性質；
5. 若客戶最近已清楚表明不願意討論某課題，造訪者不得以討論該課題為目的而進行未獲邀約的造訪；
6. 就保證金交易合約而言，造訪者必須向客戶作出風險披露聲明，以明示提醒客戶注意保證金交易的風險；及
7. 若造訪者提供資料使客戶明白某項交易的性質及風險，他應：
  - (1) 確保資料準確無誤；
  - (2) 確保任何經濟預測的資料是合理的，並且以充分的研究及合理理據作為基礎；及
  - (3) 以公正持平的態度分析其建議的利弊。

## 第二節 槓桿式外匯交易實務

### 一、槓桿式外匯交易程序簡介

#### (一) 客戶協議書的訂定

依據操守準則附表 6 第 1 條，槓桿式外匯交易的特許機構在與任何客戶簽訂槓桿式外匯交易合約之前，須應先與客戶訂定客戶協議書，協議書內應記載以下事項：

- (a) 由客戶所作出的聲明，表示
  - (i) 客戶是為自己進行交易；或
  - (ii) 如客戶並不是為自己進行交易，其代表進行交易的最終受益人的名稱；
- (b) 由客戶所作出的聲明，說明在操作其帳戶時，是否由其本人或由其委任另一名人士代表其發出交易指示，如為後一種情況，並提供該名獲委任人士的名稱及地址及委任書；
- (c) 由持牌人所作出的聲明，表示其僱員或代表不得接受客戶委任為(b)段所指的代理人，以操作客戶的帳戶，除非其依照本附表第 6 段的規定另立協議；
- (d) 由持牌人所作出的聲明，表示其是否可以與客戶的交易指示進行對盤；
- (e) 一項聲明，說明持牌人的任何僱員或代表是否可以根據本守則第 12.2(a)段所規定的政策獲准為其本身的利益交易合約；
- (f) 一項聲明，表示持牌人與客戶之間在業務過程中的所有電話談話將會被持牌人所操作的中央錄音系統錄音；
- (g) 持牌人可為客戶提供的所有服務及其與客戶或代表客戶進行交易的所有合約的詳述，以及附加於這些服務及合約交易的所有條款和條件的詳述；
- (h) 凡牌照的附加條款有此規定，持牌人所作出的聲明，表示凡涉及其與客戶之間的任何爭議，如客戶提出要求，持牌人須同意依照《證券及期貨(槓桿式外匯交易—仲裁)規則》將爭議提交仲裁；
- (i) 有關保證金要求的詳情及最初保證金或其他保證金存款的繳款時限；
- (j) 在沒有得到客戶的同意時而可將與其交易或代其執行的合約平倉的情況；
- (k) 一項聲明，說明持牌人以何種方法和程序挑選價格和利率，用以計算客戶按照市值計算差額所算出的未平倉合約的持倉量及客戶的利息收入與支出；
- (l) 一項聲明，表示客戶可能因證監會根據有關條例或任何其他原因為削減或限

制持牌人買賣客戶的未平倉合約的能力而採取的行動所影響，並且在這些情況下，客戶可能被要求減少其未平倉合約的數目或將其平倉；及

(m) 一項聲明，表示客戶協議書及根據客戶協議書產生的所有權利、義務及責任，均須受香港特別行政區法律管轄及按照香港特別行政區法律解釋。

除客戶協議書外，槓桿式外匯交易的特許機構亦須向其客戶取得書面申明，其內容包含客戶的姓名、地址、財務資料等相關資訊（遵守準則附表 6 第 2 條）。

## (二) 委託帳戶協議書的訂定

依遵守準則附表 1，槓桿式外匯交易的特許機構如希望向其客戶提供委託帳戶服務，便須與客戶另行訂定一份委託帳戶協議書，並應記載下列風險披露聲明的文字：

槓桿式外匯交易的虧損風險可以十分重大。你所蒙受的虧損可能超過你的最初保證金款額。即使你定下備用交易指示，例如“止蝕”或“限價”交易指示，亦未必可以將虧損局限於你原先設想的數額。市場情況可能使這些交易指示無法執行。你可能被要求一接到通知即存入額外的保證金款額。如你未能在所訂的時間內提供所需的款額，你的未平倉合約可能會被了結。你將要為你的帳戶所出現的任何逆差負責。

槓桿式外匯交易的特許機構所管理的委託帳戶，若其權益淨額在任何單一月份內從下跌超過 30%（遵守準則附表 6 第 16 條），特許機構須立即通知客戶其帳戶的權益淨額餘額、在該月內的交易虧損數額及該帳戶帶給槓桿式外匯交易的特許機構的收入數額；另外，除非是為了將現有的未平倉合約平倉外，不得就委託帳戶訂立任何新合約，但槓桿式外匯交易的特許機構得到客戶的同意者及根據其所附加條件而訂立者則不在此限。

## 三、紀錄留存的規定

於接到客戶交易的指示時，槓桿式外匯交易的特許機構須確保所有來自客戶的電話交易指示已被錄入由其操作的中央錄音系統之內（中央錄音系統的錄音帶

須保存至少 3 個月)，並且在接獲客戶的交易指示後立即以書面的方式記錄每個交易指示，不論這些指示是透過電話或其他方式所傳達。

#### 四、初始保證金及維持保證金要求

槓桿式外匯交易的特許機構須將客戶的初始保證金及維持保證金數額，分別訂於不少於其所提供合約的總基本價值的 5% 及 3%（操守準則附表 6 第 23 條），並只需為貨幣交叉盤交易及鎖倉（即客戶同時就同一種貨幣持有數量相同的長短倉）維持一筆保證金。槓桿式外匯交易的特許機構根據客戶的投資目標、投資策略及財務狀況，而合理預期客戶將會在下一個營業日內或其所指定的更短時間內將該筆初始保證金足額存入時，槓桿式外匯交易的特許機構得以在沒有事先收到該客戶的初始保證金的情況下，代客戶（委託帳戶的客戶除外）執行合約。槓桿式外匯交易的特許機構不得向客戶提供任何信貸或給予任何種類的回扣，使客戶得以迴避或逃避附表 6 所訂明的保證金要求。另外，槓桿式外匯交易的特許機構應參考其每名客戶的財務狀況及投資目標策略，為其定不同的持倉限額（操守準則附表 6 第 50 條）。

## 二、專業投資者資格及對其得以免除的義務

### （一）專業投資者的界定

依據「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部，「專業投資者」一詞定義包含了不同類別的人士，例如中介人、認可財務機構、保險公司及認可交易所公司等。該定義的第(j)段規定，根據「證券及期貨條例」第 379 條所訂立的規則內所訂明的其他人士，亦可於該條例的整體或單一條文的應用下，被視為具備“專業投資者”的資格。

從而，第 571D 章「證券及期貨(專業投資者)規則」（下稱「571D 章」）界定四類屬於「專業投資者」的範疇。證監會於考量該等人士在投資活動中自我保障的能力後方作出相關的增訂。這些人士被認定為符合其中一項專業投資者類別後，則某些因必須保障投資者措施所附加的義務或責任（包含《證券及期貨條例》第 103、174 及 175 條所訂明的措施及《證券及期貨條例》其他附屬法例內有提及“專業投資者”的條文中所訂明的措施）將會被免除或加以修改。第 571D 章的四類人士分別為：

(a) 擔任一項或多於一項信託的信託人，而在該項或該等信託下獲託付的總資產在有關日期不少於港幣 40,000,000 元或等值外幣，或該總資產值——(2011 年第 135 號法律公告)

(i) 已載於 ——

(A) 就該信託法團；並

(B) 在有關日期前 16 個月內，擬備的最近期的經審計的財務報表內；

(ii) 通過參照 ——

(A) 就該項信託或該等信託中任何一項信託；並

(B) 在有關日期前 16 個月內，擬備的一份或多於一份屬最近期的經審計的財務報表而獲確定；或

(iii) 通過參照 ——

(A) 就該項信託或該等信託中任何一項信託；並

(B) 在有關日期前 12 個月內，發給該信託法團的一份或多於一份保管人結單而獲確定；

(b) 符合以下說明的任何個人：單獨或聯同其有聯繫者於某聯權共有帳戶擁有的投資組合在有關日期不少於港幣 8,000,000 元或等值外幣，或該投資組合總值 ——(2011 年第 135 號法律公告)

(i) 已載於由該人的核數師(Audit)或會計師在有關日期前 12 個月內發出的證明書內；或 (2004 年第 23 號第 56 條)

(ii) 通過參照在有關日期前 12 個月內發給該人(單獨或聯同有關有聯繫者)的一份或多於一份保管人結單而獲確定；

(c) 符合以下說明的任何法團或合夥——(2011 年第 135 號法律公告)

(i) 擁有的投資組合在有關日期不少於港幣 8,000,000 元或等值外幣；或(2011 年第 135 號法律公告)

(ii) 擁有的總資產在有關日期不少於港幣 40,000,000 元或等值外幣， (2011 年第 135 號法律公告)

或該投資組合總值或總資產值 —— (2011 年第 135 號法律公告)

(iii) 通過參照 ——

- (A)就該法團或合夥(視屬何情況而定)；並
  - (B)在有關日期前 16 個月內，擬備的最近期的經審計的財務報表而獲確定，
  - (iv)通過參照在有關日期前 12 個月內發給該法團或合夥(視屬何情況而定)的一份或多於一份保管人結單而獲確定；及
- (d)在有關日期的唯一業務是持有投資項目並在有關日期由以下任何一名或多於一名人士全資擁有的任何法團 ——
- (i)符合(a)段描述的信託法團；
  - (ii)符合(b)段描述的個人(不論是單獨或聯同其有聯繫者於某聯權共有帳戶)；
  - (iii)符合(c)段描述的法團；
  - (iv)符合(c)段描述的合夥。(2011 年第 135 號法律公告)

## (二) 特許機構應遵從的事項

於進入交易的程序時，槓桿式外匯交易的特許機構應向該客戶發出書面說明，解釋接受專業投資者身份的風險和後果，以及享有撤回該身份的權利。該客戶亦須作出簽署聲明，確認知悉上述的解釋。一般來說，當槓桿式外匯交易的特許機構與客戶進行交易時，應接受操守準則就特許機構及其代表的業務方式及標準所提供的指引。這些規則包括了：

- (一) 避免利益衝突；
- (二) 就衍生性商品提供服務時，須確保客戶已明白該商品的性質和風險，並有足夠的淨資產承擔因買賣該商品而可能招致的風險和損失；及
- (三) 在客戶要求時披露關於其業務財務狀況的資料。

## (三) 特許機構得以免除義務

但倘若於客戶確認並知悉接受其身為專業投資者的身分後，槓桿式外匯交易的特許機構得因為該客戶是專業投資者而無需遵從操守準則內的某些規定。例如，其無須：

1. 索取客戶的一般資料，例如客戶的財務狀況、投資經驗及投資目標；
2. 確保向客戶作出的建議或招攬行為是合適的；

3. 與客戶訂立書面合約或提供風險披露聲明；及
4. 在進行交易前取得客戶的事先書面授權。

### 三、關於提供成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件的規範

第 571Q 章「證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則」(下稱「571Q 章」)定有關於槓桿式外匯交易的成交單據、戶口結單及收據規則。571Q 章補充了「證券及期貨條例」第 VI 部包括適用於槓桿式外匯交易的特許機構及其有聯繫實體，為持續其營運而須向客戶提供的成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件，並且亦訂明須於何時向客戶提供若干文件，及該等文件的內容等。

#### (一) 成交紀錄

當槓桿式外匯交易的特許機構與客戶或代客戶訂立有關槓桿式外匯交易合約時，其須就該相關合約製備成交單據，並且在訂立該相關合約後第 2 個營業日終了前，向該客戶提供該成交單據(571Q 章第 5 條(1))。

槓桿式外匯交易合約的成交單據另須載有：(如有關槓桿式外匯交易的特許機構以代理人的身分為行為時)述明該槓桿式外匯交易的特許機構行為以及其委託人的姓名或名稱、收到有關客戶指示的日期及時間、執行該槓桿式外匯交易合約的日期及時間、該槓桿式外匯交易合約的標的貨幣，並就每種貨幣列明其所涉及的款額、是售賣還是購買、其成交價、其利率以及所規定的保證金存款數額(571Q 章第 5 條(6))。

#### (二) 每日對帳單：

戶口日結單須載明以下內容(節錄重要者)：

- (a) 在該日開始時及終結時該帳戶的尚待結算結餘，以及該帳戶的結餘在該日的所有變動的細節；
- (b) 為該帳戶持有而屬由該客戶或由他人代該客戶就每項保證金交易提供的每一種類的保證在該日終結時的數量、市場價格及市值(如該價格或市值可輕易確定的話)，以及該等保證在該日內的所有變動的細節；
- (c) 每項在該日平倉的保證金交易的細節，包括其平倉價格、就它徵收的收費、就它而出現的已實現利潤或虧損，以及(如該項平倉行動由該中介人主動進行)

有關註明；

- (d)在該日內記入該帳戶的貸項的所有收入的細節，及在該日內對該帳戶徵收的收費的細節；
- (e)在該日終結時就為該帳戶而持有的未平倉持倉計算的所有浮動利潤及浮動虧損，以及計算時所採用的價格；
- (f)在該日終結時該帳戶的權益淨額；
- (g)在該日終結時所有為該帳戶而持有的未平倉持倉的一覽表；
- (h)在該日終結時就所有為該帳戶而持有的未平倉持倉的最低保證金規定；
- (i)在該日終結時該帳戶內的保證金溢差或逆差的款額；
- (j)在該日終結時就該帳戶應收取或應繳付的期權金的款額；
- (k)(就屬槓桿式外匯交易合約的未平倉持倉而言)在該日終結時就該持倉計算的應累算利息收入和支出，以及計算時所採用的利率的細節；及
- (l)就該日中介人與客戶之間所據以開倉或平倉(視屬何情況而定)的每項保證金交易的安排而言，該客戶的持倉限額及交易限額，以及該安排的屆滿日期。

(571Q 章第9條(2))

### (三) 每月對帳單

戶口月結單須載明以下內容(節錄重要者)：

1. 該帳戶在有關的按月會計期開始時和終結時的尚待結算結餘及權益淨額，以及該帳戶的結餘在該段期間內的所有變動的細節；
2. 所有在該按月會計期內由該槓桿式外匯交易的特許機構與該客戶或代該客戶訂立的有關合約的細節，並須顯示哪些合約是由該槓桿式外匯交易的特許機構主動訂立的；
3. 為該帳戶內由該客戶或由他人代該客戶就保證金交易提供的保證，在該按月會計期內的所有變動的細節；
4. 在該按月會計期終結時為該帳戶內每一種類由該客戶或由他人代該客戶就保證金交易提供的保證的數量、市場價格及市值(如該價格或市值可輕易確定的話)；
5. 在該按月會計期內記入該帳戶的貸項的所有收入的細節，及在該按月會計期內自該帳戶徵收的收費的細節；

6. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的未平倉持倉計算的所有浮動利潤及浮動虧損，以及計算時所採用的價格；
7. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的所有未平倉持倉的一覽表；
8. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的所有未平倉持倉的最低保證金規定；
9. 在該按月會計期終結時該帳戶內的保證金溢差或逆差的款額；(571Q 章第 11 條(3))

應注意者，無論是戶口日結單或戶口月結單，客戶皆有權要求槓桿式外匯交易的特許機構立即獲於合理的時間範圍內提供 (571Q 章第 12 條(1))。

#### (四) 收據

除見 571Q 章第 13 條(2)所列舉的除外規定 144 外，槓桿式外匯交易的特許機構自其客戶收取或代該客戶收取任何客戶資產、就保證金交易提供的保證或其有聯繫實體自該槓桿式外匯交易的特許機構的客戶收取或代該客戶收取任何客戶資產時，該槓桿式外匯交易特許機構或有聯繫實體(視屬何情況而定)須製備收據，以及在收取該等客戶資產或保證後第 2 個營業日終結前，向該客戶提供該收據 (571Q 章第 13 條(1))。

#### (五) 責罰

任何槓桿式外匯交易的特許機構或其有聯繫實體無正當合理的理由而違反 571Q 章的任何條文，即屬於犯罪的行為，一經定罪，可處第 4 級罰款。如任何槓桿式外匯交易的特許機構或其有聯繫實體意圖詐騙而違反 571Q 章的任何條文時，亦屬於犯罪的行為，如經循公訴程序定罪，可處罰款港幣 1,000,000 元及監禁 7 年；若經循簡易程序定罪，可處罰款港幣 500,000 元及監禁 1 年 (571Q 章第 19 條(2))。

#### 四、備存紀錄法規

第 571O 章「證券及期貨(備存紀錄)規則」(下稱「571O 章」)第 6 條定有關於槓桿式外匯交易的備存紀錄規則。該條文立法的用意為確保從事槓桿式外匯交易特許機構就其業務及客戶交易所備存紀錄為全面性的，且包括足夠的資料，

因此得以適當揭露其業務的運作及客戶的資產。在設計 571O 章時，證監會最大的任務為取得保障投資者及減輕受其規管的人士在遵守法規方面上的適當平衡。

571O 章第 6 條規定，獲發牌進行槓桿式外匯交易的特許機構須就構成該受規管活動的業務備存紀錄，而該等紀錄須足以顯示：

(a)就每一與它進行槓桿式外匯交易合約的交易的認可對手方而言，足以確立該認可對手方屬認可對手方的詳情；及

(b)就每一營業日而言 ——

(i)在該日完結時其本身帳戶及其每一客戶及認可對手方的帳戶的每一未平倉持倉的市值；

(ii)就每份由它執行的槓桿式外匯交易合約而言 ——

(A)由它向該客戶所報的買入價和賣出價；

(B)該合約的執行價；及

(C)執行該合約時由一間聲譽良好的財經資訊服務機構向公眾或訂戶公布及散發的買入價和賣出價；及

(iii)由它就一種貨幣相對於另一貨幣的好倉 (long position) 或淡倉 (short position) 所收取或支付的利率差額。

## 五、爭端解決機制

「證券及期貨條例」第 118 條對於受規管活動而領有牌照者訂有某些條件規限。第 118(1)(b)條規定，領有牌照而進行槓桿式外匯交易者，於客戶的要求下，應將任何關於或觸及該交易的任何事宜的爭議以仲裁方式解決。第 571F 章「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁)規則」(下稱「571F 章」)即為獲得該條的授權下所制定仲裁規則。

571F 章的範圍包含了仲裁小組的設立、職能、仲裁人的遴選及更換、有關展開、進行及終止仲裁程序的程序規則、證據、答辯及其他雜項事宜作出規定。以下將就仲裁小組的組成、仲裁程序的展開、終止仲裁程序的規則、仲裁的形式及效力及仲裁費用為基本的介紹。

### 一、仲裁小組的組成

針對解決槓桿式外匯交易相關爭議所設立的仲裁小組，係由香港財政司司長所委任的主席、副主席及其他成員組成（571F 章第 4 條(2)）。雖然香港財政司司長得指派其所認為合適的小組成員，但值得注意者為證監會的董事及僱員並無資格獲委任為小組成員（571F 章第 4 條(3)）。

## 二、仲裁程序的展開

任何槓桿式外匯交易的客戶得以自身或由他人代為簽署的書面通知向其產生爭議的特許機構（交易商）要求按照 571F 章以仲裁方式解決該爭議（571F 章第 5 條(1)）。倘若客戶怠於發出欲解決爭議的通知，則槓桿式外匯交易的特許機構得向客戶發出通知以告知其得藉由仲裁的方式解決爭議的權力（571F 章第 5 條(2)(a)）。在接獲其所發出的通知後，客戶應於 14 天內回覆表明行使仲裁權利的意願（571F 章第 5 條(2)(b)）。但如果客戶未於上揭期限內回覆，則其將喪失以仲裁解決爭議的權力（571F 章第 5 條(3)）。

## 三、終止仲裁程序的規則

若在仲裁小組就爭議作出裁決前，雙方當事人就爭議達成和解合意，則仲裁人須依照該合意內容作成形式上裁決，並紀錄的（571F 章第 26 條(1)），但此等的裁決並不需要任何理由（571F 章第 26 條(2)）。如果裁決程序因任何原因（除上述的和解外）而不需要或不可能繼續進行時，仲裁人得主動或應一方的要求作出終止仲裁程序的命令（571F 章第 27 條(1)），但此等裁決需要在命令中明述終止理由（571F 章第 27 條(2)）。

## 四、仲裁的形式及效力

任何由仲裁人作出的判決皆屬終局判決，且對當事人均有拘束力（571F 章第 28 條(6)）。仲裁小組的書記(clerk)須將就任何槓桿式外匯交易的特許機構作出的裁決通知證監會（571F 章第 28 條(5)(a)），證監會亦可依據 571F 章授予該會的職能而使用仲裁人所作出的任何裁判（571F 章第 28 條(5)(b)）。

身為槓桿式外匯交易的主管機關，證監會必須了解並掌握仲裁小組對相關爭議所為的解釋及判斷，以便未來行使其監管的職權。另外為阻免相關爭議衍生不息，此處特別強調了裁決的最終性及拘束力，因而達成了 571F 章最大的立法宗

旨。

#### 五、仲裁費用

依 571F 章第 31 條(2)，除仲裁人依據其對案情的判斷而認為由各方當事人平均分攤仲裁費用為合理，而命令各方當事人分攤仲裁費用者外，仲裁費用須由敗訴的當事人承擔。

### 第三節 可收回牛熊證總說

#### 一、牛熊證的意涵

可收回牛熊證（下稱牛熊證）的性質屬於結構性產品，其操作為藉由追蹤相關基礎資產的漲跌差價產生盈虧，因此，投資人無須支付購入實際基礎資產的全數金額。牛熊證包括牛證和熊證的區別，且均設有固定到期日，投資人可以看好或看壞相關基礎資產的走勢而選擇買入牛證或熊證。牛熊證是由第三人發行，發行商通常是投資銀行，與香港交易所及相關基礎資產皆沒有任何關連。

牛熊證有效期限由3個月至5年不等，並只會以現金結算。牛熊證在香港交易所旗下現貨市場交易時段內，透過聯交所的第三代自動對盤及成交系統平台上買賣。

#### （一）結構性商品性質

依據香港交易所所發佈的《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（下稱《上市規則》）第15A章所定義，結構性產品為給予產品持有人某一基礎資產的經濟、法律或其他權益，因此，其價值取決於相關基礎資產的價格或價值。這些產品的特點包括（但不限於）：

- (1) 相關資產可以是證券、指數、貨幣、商品或其他資產又或這些資產的組合。倘若相關資產是兩隻或以上的證券、指數、貨幣或其他資產，則稱為「一籃子產品」；
- (2) 有關產品或可讓投資者以預定價或按預定程式計算出來的價格購入相關資產；以預定價或按預定程式計算出來的價格出售相關資產；收取按相關資產價格或價值計算的現金款項；又或給予持有人其他涉及相關資產價格或價值的利益；
- (3) 為計算支付予產品持有人的現金款項，在產品最後屆滿或到期日期前，其相關資產或會作一次或多次的估值。每次估值的時間，《上市規則》中概稱為中期「估價日」。在中期估價日計算出來的現金款項，可在進行估值後分派予持有人，又或連同在其他估價日（包括最後估價日）計算的現金款項一起滾存累計，直至最後到期日之後才派予持有人；

- (4)有關產品可以是美式（可在到期日前行使）、歐式（只能在產品到期日當天行使）又或其他由香港交易所批准的形式；
- (5)有關產品可以是有抵押或非抵押。如屬有抵押產品，其發行人擁有有抵押產品的所有指定證券或其他與有抵押產品有關的資產，並將該等證券或資產以押記方式授予一名獨立受託人，由其代表產品持有人的利益行事。如屬非抵押產品，其發行人以「相關證券或資產押記」以外的方式擔保其責任。非抵押產品一般由財務機構發行，以對沖策略擔保發行人在非抵押產品有效期內的責任；
- (6)有關產品可能需要投資者在產品的有效期內作一次或多次付款，以購入相關證券或資產；
- (7)有關產品或會訂明，在結構性產品的有效期內，投資者可收取相等於相關資產股息（或其他分派）的款項；
- (8)有關產品可能有或可能沒有資本保障（即發行人保證在產品到期時向投資者支付當初產品認購價的全部或若干部分）；
- (9)投資者的回報或設上限，亦可能定有「執行」(knockin)或「取消」(knockout)特點（《上市規則》第 15A 章第 15A.05 條）。

## (二) 牛熊證的流通量提供者

牛熊證發行商須就其每一隻上市牛熊證委任一名流通量提供者。此名單，可瀏覽香港交易所網站，且其詳細責任補載於上市文件內。

## (三) 牛熊證發行時所定的附帶條件

牛熊證於發行時，均會訂有提早到期並終止買賣的附帶條件。於牛熊證有效期間內，如相關基礎資產價格觸及其上市文件內所定明的價位（稱為「收回價」）時，發行商將會立即強制收回該牛熊證，因而牛熊證將提早到期並即時終止買賣。

## (四) 牛熊證的特色

### 1. 牛熊證價格走勢近似於相關基礎資產價格

牛熊證價格漲跌走勢近似於相關基礎資產價格（即對沖值接近 1）。因此，

若相關基礎資產價值上升，則相等權益比率的牛證價值一般亦會按此上升幅度等倍上漲，而相等權益比率的熊證的價值則一般會按此上升幅度等比倍降。此特色為投資人提供一種可緊貼相關基礎資產價格走向的產品，且其價格透明度較其他結構性產品高。然而，在牛熊證相關資產的價格趨近於收回價時，牛熊證的價格變動可能會有較大波度，甚至與相關基礎資產價格的變動不成比例。

## 2. 牛熊證設有收回價及強制收回機制

牛證的收回價必定等同或高於行使價，而熊證的收回價則必定等同或低於行使價。若相關基礎資產價格於到期前任何時刻觸及其上市文件內所定明收回價，則牛熊證即提早到期，必須由發行商強制收回，其買賣亦會即時終止。此過程稱為「強制收回事件」。

## 3. 牛熊證的類別

分為兩類：N 類與 R 類

- 1.N 類：指收回價等同行使價的牛熊證。一旦相關資產的價格觸及或超越收回價，牛熊證持有人將不會收到任何現金款項。
- 2.R 類：指收回價有別於行使價的牛熊證。若出現強制收回事件，牛熊證持有人可收回少量現金款項（稱為「剩餘價值」，於後揭的「釐定 R 類牛熊證剩餘價值的方法」詳述）。但在最差情況下，亦可能無剩餘價值。

## 4. 牛熊證到期時結算價值

若牛熊證在到期前並未被取回，持牛熊證人可選擇持有至到期日或於到期日前在交易所的交易時段內賣出：

- 1.就牛證而言，若一直持有至正常到期，於到期日其現金結算金額為相關基礎資產結算價減去行使價結餘金額。
- 2.就熊證而言，若一直持有至正常到期，於到期日其現金結算金額將為行使價減去相關基礎資產的結算價結餘金額。

若屬於港股牛熊證，則結算價將以最終交易日相關基礎資產的收盤價為準。若上述 1.及 2.的相差數額為負數時，投資人將不會收到任何款項。

## 5. R 類牛熊證剩餘價值結算方法

當 R 類牛證被收回時，其剩餘價值為根據上市文件條款所明定的結算價與行使價結餘正差額。牛證的結算價不可低於相關基礎資產在強制收回事務後至下一個交易時段內的最低成交價。

反的，當 R 類熊證被收回時，其剩餘價值為行使價與根據上市文件條款所定的結算價的結餘差額。熊證的結算價不可高於相關基礎資產在強制收回事務後至下一個交易時段內的最高成交價。開市前時段及上午交易時段視為同一交易時段。然而，若結算價觸及或高於行使價時，將可能沒有任何剩餘價值。

### (五) 符合資格發行牛熊證的相關資產

發行商可申請發行以下相關資產的牛熊證：

1. 在香港交易所上市的高流通量港股。可發行牛熊證港股名單每季更新一次，並於香港交易所網站內的牛熊證產品專頁登載。
2. 港股指數，包括恒生指數及恒生中國企業指數（H 股指數）；
3. 海外股份及海外股份指數；
4. 貨幣；及
5. 商品發行商若欲發行其他資產牛熊證，須經過證監會批准。

### (六) 資本調整

如屬港股的牛熊證，其收回價格、行使價格及權益比率都會因應正股的資本調整（包括股派發紅股、配售新股、股份拆細及合併等）而調整，並須按當時股票期權的相應原則。普通股息一般不會調整，但其他現金分派，如現金紅利及特別股息，其價值等於或多於普通股於公佈日收盤價的百分之二時，將會調整。

## 二、牛熊證的風險

### (一) 強制收回

若牛熊證的相關基礎資產價格觸及收回價格時，牛熊證會即時由發行商強制收回，買賣亦會終止。N 類牛熊證將不會有任何剩餘價值；若是 R 類牛熊證，持有人或可收回少量剩餘價值，但在最壞情況下亦可能沒有任何剩餘價值。一般

來說，收回價格與相關基礎資產時價的差額越大，相關基礎資產的價格需要較大的變動才會觸及收回價，牛熊證被收回的機會就越低。當牛熊證被強制收回後，即使相關基礎資產價格上漲，該牛熊證亦不會再次復牌而在市場上買賣，因此投資人也無法因價格再次上漲而獲利。若其係屬於由海外基礎資產而發行的牛熊證，強制收回事務可能會於香港交易所交易時段以外的時間發生。

## (二)槓桿作用

由於牛熊證得以槓桿方式操作，因此，若相關基礎資產價格的走向與投資人原先預期相反時，投資人的損失將以槓桿倍率擴大。

## (三)限定的有效期

牛熊證有一固定有效期間，並於指定日期到期。有效期可以是 3 個月至 5 年不等。若在到期前遭提早收回牛熊證的有效期將變得更短。期間牛熊證的價值會隨相關基礎資產價格的變動而波動，於到期後或遭提早收回後，更可能失去其價值。

## 四、流通量

雖然牛熊證設有流通量提供者，但不能保證投資者可以隨時以其目標價格買入與賣出牛熊證。

## 五、財務費用

牛熊證在發行時已把完整有效期間的財務費用計算在發行價格內，當牛熊證被收回時，其有效期間將會縮短，而投資人仍會損失全部財務費用。投資人需注意牛熊證推出後，其財務費用仍有變動可能，且流通量提供者在牛熊證推出時未必會根據財務費用的理論值價格開價。

## (六)接近收回價格時的交易

當相關基礎資產價格接近收回價格時，牛熊證面臨隨時會被收回而終止交易的可能，從而其價格將可能劇烈變動，因此買賣差價可能提高，而流通量亦可能降低。

## (七)相關資產的走勢

牛熊證的價格變動雖然趨向緊貼相關資產的價格變動，但在某些情況下未必與相關資產價格的變動同步（即對沖值不一定等於 1），特別是當相關資產的價格接近收回價時，牛熊證的價格受多個因素所影響，包括其本身的供需、財務費用及距離到期的時限等（香港交易所，2006）。

## 三、牛熊證主管機關與相關規範

### (一)法規沿革與法源

香港《證券及期貨條例》於 2003 年 4 月 1 日起開始施行，但當時牛熊證尚未問世。牛熊證市場模式及相關的規則修訂於 2005 年 11 月 21 日始獲證監會批准，到了 2006 年 6 月 12 日，牛熊證正式於香港交易所掛牌交易。

牛熊證監理主管機關為香港交易所及證監會，因牛熊證的性質屬於結構性產品，故香港交易所訂定的《上市規則》第 15A 章為規範牛熊證的直接法源。另外，牛熊證亦須遵守《證券及期貨條例》相關的規範。

### (二)從事牛熊證交易業務機構及個人的特許規範

#### 1. 牛熊證發行商的設立條件

發行人必須依據其註冊或成立所在地的法例正式註冊或成立，並須遵守該等法例及其公司組織章程大綱及細則或同等文件的規定（《上市規則》第 15A 章第 15A.09 條）。發行人（擔保發行除外）不得是《公司條例》第 11 條（或其註冊或成立所在地的相等法例）所指的私人公司（《上市規則》第 15A 章第 15A.10 條）。發行人必須為適宜處理或有能力發行並管理結構性產品的發行及上市事宜者。在評審發行人的適合程度或能力時，香港交易所考慮（其中包括）其過往在發行及管理發行其他類似金融工具方面的經驗，以及在處理其可能必須就結構性產品承擔的責任方面，是否具備充足經驗。如尋求上市者屬非抵押結構性產品，則香港交易所考慮發行人的風險管理系統及程序。

牛熊證的發行商須同時：

(1)獲得香港交易所認可的信貸評級機構給予不低於首三個最佳的投資評級

級別。發行人如已取得有關評級，但有關評級機構正在檢討，考慮將發行人的評級調低至該等評級以下，也會被視為不符合本準則；或

(2)由香港金融管理局或香港交易所接受的海外監管機構所監管，或

(3)由證監會監管在香港進行的證券交易業務，或

(4)為一政府或國家，或全面獲一政府或國家的信譽所支持的機關。

## 2. 最低資產淨值

根據《上市規則》第 15A.21 條規定提交予香港交易所的最新一期已公佈經審計財務報表及中期財務報告中所載的資產淨值（即股本加儲備的總和），不得少於 20 億港元。只要發行人發行的任何非抵押結構性產品仍在香港交易所上市，該發行人即須維持其資產淨值在 20 億港元水平。一旦其資產淨值跌至不足 20 億港元，則發行人須立即通知香港交易所（《上市規則》第 15A 章第 15A.12 條）。

## 3. 由證監會監管牛熊證發行商所需遵守行為規範

牛熊證發行商須遵守證監會發布的相關準則及指引，包含證監會持牌人及註冊人士的操守準則及適當人選的指引等。由香港金融管理局所監理的牛熊證發行商亦須向證監會註冊以進行牛熊證買賣，因此，相關發行商亦須遵守證監會所發布相關準則及指引。

## 第四節可收回牛熊證的實務

### 一、牛熊證的買賣

(一)開設股票戶口便可買賣

(二)包括經紀按金、交易徵費等一般交易費用，與認股證一樣，毋須繳付印花稅。

(三)牛熊證的結算

牛熊證的最後交易日為到期日前一個交易日(與認股證的到期日前四個交易日不同)。

牛證結算價值=(結算價-行使價)/兌換比率，而

熊證結算價值=(行使價-結算價)/兌換比率

### 二、牛熊證的上市

(一)牛熊證發行時須符合下列條件始可上市：

如結構性產品涉及單一類股份，則該類股份須於結構性產品發行之時同時符合下列條件，該結構性產品始可上市：

- (1)該類股份在香港交易所上市，而且在結構性產品推出之日是恒生指數成份股之一，惟有關的結構性產品須為衍生權證、股本掛鈎票據或香港交易所可能不時指定的其他類別結構性產品；或
- (2)該類股份在香港交易所上市，而且在結構性產品推出之日是下述《上市規則》第 15A.35 條所界定為擬發行的結構性產品類別的合資格單一類股份結構性產品的正股；及
- (3)該類股份在獲香港交易所為此而認可的另一個受監管、正常運作的公開證券市場上市或買賣，而
  - (a)該市場的法律、規例或規則規定該類股份至少須有若干數目或百分比為公眾人士所持有，而有關的公眾持股市值不少於 40 億港元；或
  - (b)倘若該市場並無規定公眾人士持有股份的最低數量或百分比，則只要該等股份的市值不低於 100 億港元，而香港交易所對該等股份的市場流通性感到滿意，則香港交易所亦可允許有關的結構性產品上

市（《上市規則》第 15A 章第 15A.09 條）。

## (二)牛熊證上市文件的訂定

依據《上市規則》附錄一 D 部（下稱附錄一 D 部），牛熊證發行商應與客戶訂定上市文件，其應記載以下事項：

### 1. 一般資料

(1).每份基礎上市文件、獨立上市文件或補充上市文件的封面或封面內頁必須清晰地於顯眼處載有下列聲明：—

(a) 「香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本文件的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本文件全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。」；

(b) 「本文件的資料乃遵照《香港聯合交易所有限公司的證券上市規則》而刊載，旨在提供有關發行人（及擔保人）的資料；發行人（及擔保人）願就本文件的資料承擔全部責任。發行人（及擔保人）在作出一切合理查詢後，確認就其所知及所信，本文件所載資料在各重要方面均準確完備，沒有誤導或欺詐成分，且並無遺漏任何事項，足以令本文件或其所載任何陳述產生誤導。」；

(c) 「投資者務須注意，結構性產品的價格可急升急跌，持有人的投資可能蒙受全面損失。因此，有意購買者應確保其了解結構性產品的性質，並於投資結構性產品之前仔細閱讀本文件所載有關風險因素的說明；如有需要，應尋求專業意見。」；及

(d) 就「非抵押結構性產品」而言：「結構性產品構成發行人（而再無其他人士）一般無抵押合約責任。閣下如購買結構性產品，所倚賴者乃發行人（及擔保人）的信譽；結構性產品並無賦予閣下任何權利追討發行指定證券的公司。」

(2).過戶登記處（如有）、受託人（如有）、權證代理人（如有）及過戶處的名稱及地址。

(3).說明：

- 1) 已向或將向香港交易所申請批准該等結構性產品上市及買賣。
  - 2) 已作出促使該等結構性產品獲准納入中央結算系統的一切所需安排；或適當的否定聲明。
- (4). 結構性產品開始買賣的日期（如已知悉）。
- (5). 如上市文件刊載一項看來是由一名專家作出的陳述，則須說明：
- (a) 該名專家的資格以及其是否持有發行人或其集團內任何成員公司的股權，或是否擁有可以認購或提名其他人士認購發行人或其集團內任何成員公司的證券的權利（不論在法律上是否可予書面行使）；如是，則詳加說明；
  - (b) 該名專家已給予書面同意，同意發出一份載有一項在形式和文意上一如所載的陳述的上市文件，而且未有撤回其書面同意；及
  - (c) 該名專家作出陳述的日期，以及該項陳述是否由該名專家作出以供上市文件刊載。
- (6). 說明對擬投資於結構性產品的香港投資者的稅務影響，包括（如適用）提及有關結構性產品行使、屆滿或到期時須繳付的任何徵稅。

## 2. 有關發行人的資料

- (7). （所有上市文件）發行人及（如適用）擔保人的全名。
- (8). 發行人及（如適用）擔保人的註冊或成立的所在國家以及權力依據。
- (9). 如發行人及（如適用）擔保人並非在香港註冊或成立，則其總辦事處地址、香港的主要營業地點（如有）、根據《公司條例》第 16 部註冊的香港營業地點，以及發行人及（如適用）擔保人授權代其在香港接受向其送達法律程序文件及通知書的人士的姓名及地址。
- (10). 發行人或（如屬擔保發行）擔保人於過去兩個財政年度的公佈經審計綜合財務報表（包括其附註）及有關的核數師報告。
- (11). 1)(a) 如發行人或（如屬擔保發行）擔保人已就其財政年度首 6 個月刊發中期財務報告（「中期報告」），又或發行人或（如屬擔保發行）擔保人最近一次公佈的經審計綜合財務報表的結算日距離當時已超逾 10 個月，則一份截至其財政年度首 6 個月止的中期報告，報告內須載有下列資料：—
- (i) 稅前盈利或虧損；
  - (ii) 按所得盈利徵收的稅款；

- (iii)非控股權益應佔盈利或虧損；
- (iv)股東應佔盈利或虧損；
- (v)期終的股本及儲備結餘；及
- (vi)上述(i)至(v)項於上年度同期的比較數字。

(b)如中期報告並無包括上述第 11(1)(a)段所述資料，發行人或（如屬擔保發行）擔保人須就上述第 11(1)(a)段所指中期報告所涵蓋的相同期間，載入一項聲明，列出上述第 11(1)(a)段所規定但未列入中期報告的資料。

(c)一項聲明，指出上述第 11(1)(a)及(b)段所載的中期報告及聲明乃按照發行人或擔保人一貫的會計政策及程序編製。

2)發行人或（如屬擔保發行）擔保人最近一次公佈的季度中期財務報告（如已公佈）。若季度報告的結算日在上述中期報告日期之後，而報告中又載有第 11(1)(a)段所規定的資料，則可以不提供中期報告。若季度報告的結算日在根據上文第 11(1)(a)段所提供的中期報告的日期之前，則可以不提供季度報告。

(12).說明發行人承諾在其發行的任何結構性產品在香港交易所上市期間，可讓公眾人士查閱發行人或（如屬擔保發行）擔保人已公佈的經審計綜合財務報表以及任何其他更新近發佈的中期及季度財務報表。發行人若擬以將資料登載於網站的方式履行這項責任，必須提供有關網址。

13.如屬非抵押結構性產品的發行，則說明發行人有關運用結構性產品、衍生權證、期權、期貨、掉期合約或類似工具方面的活動，包括下列事項：

- (1)運用該等工具的目的；
- (2)發行人用以監察、評估、管理及減少所引致風險（包括市場風險、信貸風險、集中風險及運作風險）的方法；
- (3)高層管理人員在監督風險管理過程所擔當的角色，包括風險管理、信貸、財政、內部稽核及監察部門的功能及獨立性；

- (4)有關獲取抵押品、選擇對手的準則及監察方面的政策；及
- (5)有關施加及監察交易及信貸限額，包括超逾此等限額所需的程序及授權方式，以及對沒有適當授權下超逾限額所採取的程序及行動。上述資料須與上文第 10 段的年報同載於同一上市文件內。

(14).所有上市文件必須列出，集團自核數師報告（根據第 10 段作出披露）所申報期間結束以後在財政或經營狀況出現的任何重大不利轉變。若期間沒有任何重大不利轉變，所有上市文件亦必須載有適當的否定聲明。

(15).有關發行人或其集團任何成員公司的任何尚未了結或對其構成威脅的重要訴訟或索償要求的詳情；或適當的否定聲明。若有關詳情載於基礎上市文件，相關的補充上市文件中應予更新。若沒有資料須予披露，所有上市文件亦必須載有適當的否定聲明。

(16).

- 1)如發行人受《上市規則》第 15A.13(2)或(3)條所指明的機構監管，須據實說明，並列出該監管機構；或如發行人不受上述機構監管，亦須據實說明。
- 2)如發行人曾獲信貸評級機構給予評級，須據實說明，並列出該信貸評級機構、所獲的評級及評級日期。所有上市文件均須載有這項資料。

### 3. 有關結構性產品的資料

(17).以下資料：

- 1)是次發行的性質及數量，包括已發行或將發行的單位總數。
- 2)尋求上市的結構性產品的有關詳情，包括該等產品所附條款。
- 3)結構性產品的發行價或發售價。
- 4)發行人或持有人（視屬何情況而定）在行使結構性產品時最多須轉讓的證券或資產數目。
- 5)（如適用）結構性產品的行使期限、行使權開始生效的日期以及結構性產品到期或屆滿的日期。
- 6)（如適用）行使結構性產品時應付的款額。

- 7) 轉讓結構性產品的安排。
- 8) 結構性產品持有人在發行人清盤時的權利。
- 9) 結構性產品的任何其他重要條款的概要。
- 10) 結構性產品已經或將會在任何其他證券交易所上市的有關詳情；或適當的否定聲明。
- 11) 負責有關結構性產品發行的流通量提供者的身份，以及該流通量提供者的經紀識別編號。此外，說明流通量提供者受香港交易所及證監會監管，並解釋發行人與流通量提供者之間關係，強調流通量提供者是以發行人代理的身份行事。
- 12) 說明替有關結構性產品發行提供流通量的方法；特別是說明究竟會以「回應報價要求」抑或「持續報價」方式提供流通量。
- 13) 若是以「回應報價要求」方式提供流通量，則列明致電要求報價的電話號碼以及流通量提供者回覆報價要求所需時間。
- 14) 說明甚麼時候會為該結構性產品提供流通量，以及甚麼時候不會為該結構性產品提供流通量。
- 15) 說明會為結構性產品提供流通量的最低數量。
- 16) 說明提供流通量時所報買賣價的差價上限。
- 17) 流通量提供者是否會提出以不足 0.01 港元的價格購入結構性產品。
- 18) (如適用) 說明發行人及擔保人並非發行人所屬集團以及發行人名稱所涉及集團的最終控股公司。

(18). 列出所有對投資者在投資於該等結構性產品時，極為重要及有決定性的風險因素。

(19). 就完全以現金結算的結構性產品而言，須聲明發行人須就到期日或屆滿日的自動行使履行責任，並說明發行人可交付所需現金結算額的期限。

#### 4. 有關指定證券、指數或資產的資料

(20). 如結構性產品涉及一家或多家公司的證券，則上市文件須包括每家該等公司的下列資料：

- 1) (如屬在香港交易所上市的公司) 指示給投資者可從何處取得該公司的資

- 料（包括其已公佈經審計綜合財務報表及中期財務報表）；
- 2)（如屬任何其他公司）指示給投資者可從何處取得該公司的資料（包括其已公佈經審計綜合財務報表及中期財務報表）；
  - 3)（如屬不在香港交易所上市的公司）有關公司及其附屬公司主要業務的說明；
  - 4)（如屬不在香港交易所上市的公司）其已發行股本的詳情；
  - 5)（如屬不在香港交易所上市的公司）有關主要股東的權益的詳情；
  - 6)（如屬不在香港交易所上市的公司）市場統計資料，至少包括於最後實際可行日期的證券價格、市值、歷史市盈率及股息率，以及緊接上市文件刊發前兩年的證券買賣紀錄摘要；
  - 7)（如屬不在香港交易所上市的公司）該等公司已予廣泛公佈而投資者亦需藉以對結構性產品的價值作有根據評估的任何其他資料；
  - 8)就該等公司任何供股、紅股、拆股、併股或其他股本變更而（如適用）調整該等權利予以行使時所應付數額或行使時所應得權益的日期及有關安排；
  - 9)持有人參與該等公司任何再分派及／或發售證券的權利（如有）；及
  - 10)結構性產品持有人在該等公司清盤時的權利（如有）。
- (21).如結構性產品容許以在香港交易所上市的指定證券或資產作實物交收，發行人須說明在有效行使又或屆滿或到期後其可將所有權文件（包括行使持有人名下的證明書）交付或以電子轉移方式將在香港交易所上市的證券交付予持有人的期限。
- (22).如結構性產品涉及其他證券或資產，上市文件必須載述投資者欲對結構性產品的價值作出有根據評估所需的資料。
- (23).如屬與指數有關的結構性產品，則列載：
- 1)有關指數的介紹；
  - 2)有關成份股的介紹（如適用）；
  - 3)贊助及／或計算有關指數的一方的身份；
  - 4)計算方法的說明；
  - 5)如有關指數並非由通常負責計算的一方編製，則列明有關的計算安排；

- 6)過去五年內的最高位及最低位；及
- 7)於最後實際可行日期的收市點數。若涉及的指數是恆生指數又或香港交易所不時指定的其他指數，第 23(1)至 23(7)段的資料可以省略。

## 二、上市後牛熊證發行商的持續責任

牛熊證發行商須與香港交易所簽署「上市規則」附錄七 H 部定的「上市協議」，並因此遵守其所規定的持續責任（香港交易所根據「上市規則」第 15A.26 條而對「上市協議」作出修改）。除「上市協議」外，發行商在其所發行牛熊證在香港交易所上市期間內仍須：

### (1)向香港交易所提交印刷本或電子版本的：

- (a)發行人及（如適用）擔保人的年度報告一份，包括其週年帳目（如有編製集團帳目，則包括其集團帳目）連同就該等帳目而作出的核數師報告。  
上述文件須在其發表日期之後在切實可行的範圍內盡快提交，但無論如何不得遲於相關日期之後四個月提交；
- (b)上條所規定資料的電腦檔案；（已於 2013 年 10 月 1 日刪除）；
- (c)有關其財政年度首六個月的中期財務報告一份。這些報告須在發表或編製日期之後在切實可行的範圍內盡快提交，但無論如何不得遲於其相關日期之後四個月提交；
- (d)其季度財務報告（如有發表此報告）一份。這些報告須在其發表日期後在切實可行的範圍內盡快提交；及
- (e)發行人可能向其他交易所或市場提供的任何其他財務資料的詳情。這些資料須在其發表日期後在切實可行的範圍內盡快提交；

### (2)包括在《上市規則》第 15A.21(1)(c)段所提及的中期財務報告內，或在與該中期財務報告同時向香港交易所提交的獨立報表中載列下列資料：—

- (a)稅前盈利或虧損；
- (b)按所得盈利徵收的稅項；
- (c)非控股權益應佔盈利或虧損；
- (d)股東應佔盈利或虧損；
- (e)期終的股本及儲備結餘；及

(f)上述(a)至(e)項於上年度同期的比較數字；

(3)根據發行人慣常的會計準則及程序，編製在《上市規則》第 15A.21(1)(c)及(d)條以及第 15A.21(2)條所提及的中期財務報告及報表；及

(4)於發行人在香港的註冊辦事處或主要營業地點又或香港交易所所接受的其他香港地點（可以是網站）備存《上市規則》第 15A.21(1)及(2)條所提及的財務資料，以備公眾人士查閱。該財務資料須不時按照香港交易所要求的形式於香港交易所網站登載。（《上市規則》第 15A 章第 15A.21 條）

## 第五章 美國衍生性商品市場介紹

美國衍生性商品市場中與差價合約交易模式相類似，為以證券或以個股為基礎資產的證券期貨契約。另外，美國槓桿交易商制度基於歷史及法令規範過於嚴格等因素，在現今衍生性商品交易市場中已不重要。本章先我急需美國店頭衍生性商品業務的監理制度，其次論及美國證券期貨及槓桿交易商制度。

美國衍生性商品除歸類為遠期合約者外，僅得於集中市場交易，並以期貨契約和商品選擇權交易為最大宗。於 1992 年晚期，美國國會通過期貨交易實行法(Futures Trading Practices Act of 1992；FTPA)授權商品交易委員會可以公布豁免店頭市場(Over-the-Counter；OTC)的衍生性交易契約。本此授權而得於店頭市場交易的衍生性商品包含互換契約(Swap)、複合式交易工具(Hybrid Instrument)及某些能源契約。而 2010 年的《多德-弗蘭克法案》(Dodd-Frank Act)則又限縮此權限。

即使有上述豁免交易條款，店頭商品及市場發展仍受制於因規範不明確而生的法律風險。1998 年美國國會指示總統的財經團隊(Working Group on Financial Markets；下稱財經團隊)發展有關店頭市場衍生性商品工具的政策，且參眾議院主席要求財經團隊進行店頭市場衍生性商品交易的研究，並向國會提出立法建議。最終財經團隊提出建議，在專業投資人(sophisticated counterparts)間所進行的店頭市場衍生性商品交易應豁免於《商品交易法》的管轄，另外還建議電子交易平台所交易的金融商品也應豁免於商品交易委員會管轄。在 2000 年 12 月 21 日，美國國會通過 2000 年商品期貨現代化法案(Commodity Future Modernization Act of 2000, 下稱商品期貨現代化法)融合許多財經團隊所提出的建議。

商品期貨現代化法案的監理架構係依據商品特性和交易模式，而將店頭市場衍生性商品監理置於 3 種架構下。以下首先介紹此 3 種架構，其次說明本專案四種標的商品(即能源、貴金屬、店頭式外匯交易及證券期貨)於此 3 種架構下的監理現況，並說明業者所受的特許及行為規範。

### 第一節 商品期貨現代化法對衍生性商品業務的監理

#### 一、監理基準

商品期貨現代化法通過以前，依據《商品交易法》(Commodity Exchange Act)規定，除非經由商品期貨交易委員會(Commodity Future Trading Commission)頒布行政命令或法規豁免外，所有期貨商品都要在期交所交易，商品期貨現代化法則提供較為彈性的管理機制，依據交易商品性質、交易人風險評估能力及承受

度及不同交易市場而訂定 3 種管理架構。首先商品期貨現代化法將所有商品劃分成 3 種類型:除外商品、豁免商品及農產品商品，其次將所有交易人分成合格交易人(包含合格交易實體)及一般投資人(即散戶)，此分類的目的在於惟有符合合格交易人資格者交易除外商品及豁免商品時，始符合商品期貨現代化法所定義的除外交易(Excluded Transaction)及豁免交易(Exempt Transaction)，進而排除或豁免《商品交易法》的規範。另外，商品期貨現代化法將商品集中交易市場依據不同規範密度化成 5 種交易所類型，其他的則是屬於店頭交易市場，總括來看市場規範密度越高可以交易的商品及交易人範圍越廣，反的市場受監管密度越低越有彈性時，將《商品交易法》規範的重點則擺在嚴格限縮可參與交易人種類及可交易商品的範圍。

#### (一) 以商品為基準

為區別何種期貨或選擇權契約商品可歸類為較低密度及強度規範的交易型態，商品期貨現代化法將所有商品化為成三項種類:第一種類型為除外商品(Excluded Commodity):包括利率、交易所指數(exchange rate)、貨幣(currency)、股票、股票指數(securities indexes)、信用風險(credit risks)、總體指數衡量工具(measure)及特定衡量通貨膨脹(inflation)、經濟(economic)或商業(commercial)風險工具等金融工具，及其他與金融、經濟或商業結果相關且非交易人可得控制的商品。

第二種類型商品為豁免商品(Exempt Commodities):農產品及除外商品以外的商品即歸類為豁免商品如能源、貴金屬及頻寬(bandwidth instruments)等。第三種類型商品為所謂農產品商品(Agricultural Commodities)。

#### (二) 以交易人為基準:

為區別一般投資人(如散戶)和專業投資人以分別適用不同規範密度，商品期貨現代化法標明哪一類型交易人屬於合格交易人(Eligible Contract Participant; ECP)，合格交易實體則為合格交易人:

1. 合格交易人:依據《商品交易法》Section 1a(12)，下列交易人視為合格交易人，該交易人可以自行交易或使用代理人或仲介商:

- (1) 金融機構(主要是銀行或儲蓄機構)
- (2) 外國或國內受規範的保險公司
- (3) 外國或國內受規範的投資公司
- (4) 外國或國內總資產超過 500 萬美金的期貨基金

(5) 法人具備下列要件之一:

- a 總資產或抵押品超過 1000 萬美金
- b 如交易目的係為風險管理，其淨資產超過 100 萬美金

(6) 外國或國內員工福利保險計畫具備下列要件之一:

- a 總資產超過 500 萬美金
- b 依據外國或國內受規範的投資顧問、期貨交易顧問、金融機構。或保險公司(包括分支機構)的投資決策

(7) 外國或國內政府實體、跨國或多國家實體、或在特定情形下前述實體的內部部門單位

(8) 外國或國內受規範的經紀商或自營商。國內經紀商或自營商部分還包括其業務員及投資銀行控股公司

(9) 外國或國內受規範的期貨商

(10) 外國或國內場內經紀人或場內交易員在註冊的市場或豁免市場或在其分支機構

(11) 自然人具備下列要件之一:

- a 總資產超過 1000 萬美金
- b 如交易目的僅為風險管理，則總資產超過 500 萬美金

## 2. 合格交易實體(Eligible Commercial Entity ; ECE)

合格交易實體是具備實際交付商品、擔負與商品有關風險及擔任標的的商品的交易商，要成為合格交易實體必須符合下列資格要件之一:

(1) 銀行及其他金融機構

(2) 保險公司

(3) 公司、合夥組織及其他實體有總資產超過 500 萬美金、有受規範實體或政府所出具的信用狀、或如果以避險為目的總資產超過 100 萬美金

(4) 政府，包括政府單位及部門基於無任何條件的擁有及投資 2500 萬美金

(5) 證券經紀商及投資銀行控股公司

(6) 期貨商或外國實體擔任同樣功能及服從外國類似主管機關除了自然人或中央及地方政府單位，如果一個合格交易人經常性交易衍生性商品買賣，該合格交易人可以當然成為一個合格交易實體。

### (三) 以交易市場為基準

商品期貨現代化法前僅有一種期貨集中交易市場( Designated Contract Market)，而商品期貨現代化法通過後依據規範的密度將集中交易市場分為五類：

1. 指定合約市場，此市場是唯一參與人沒有限制包括一般投資人即散戶，場內交易商品亦無限制的交易平台。

2. 衍生性商品交易市場(Derivative Transaction Execution Facility, “DTEF”)，此交易市場受監管程度低於指定合約市場，但是其交易參與人及交易商品都有限制。

3. 豁免式期貨交易所(Exempt Boards of Trade)，此交易市場監管密度最低，僅受到商品交易委員會有關反操控及反詐欺條款管轄權管制，而以限制交易參與人及交易商品作為規範重點。

3. 除外的電子交易市場(Excluded Electronic Trading Facilities)

4. 豁免商品的電子交易市場( Electronic Trading Facilities for Exempt Commodities)。

商品期貨現代化法除了成立豁免市場 (Exempt Board of Trade)，亦正式肯定一種可以在兩方合格交易人(ECP)間私下交易的店頭交易市場，而該市場通常是不受規管的，除了要受《商品交易法》中反操控反詐欺條款的適用外，在店頭市場可以將交易豁免市場所不能交易未上市的個股期貨，但不能交易以農產品為基礎資產的衍生性商品。

## 二、 小結

近 20 年來衍生性金融商品不斷發展，店頭衍生性商品儼然成為金融市場參與者風險管理的主要工具，商品期貨現代化法建立 3 種管理架構以因應不同交易商品性質、交易人專業性及交易市場結構的變化，以達到鼓勵金融創新，並降低店頭衍生性商品的法規不確定性。以下各章節將依續介紹本次專題研究報告衍生性商品交易的基礎資產在美國的監管概況。

## 第二節 《多德-弗蘭克法案》(Dodd-Frank Act)對於店頭市場的監理規範

《多德-弗蘭克法案》全稱《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，是在眾議院與參議院分別通過的法案版本基礎上整合而成，分別於 2010 年 6 月 30 日和 7 月 15 日獲眾、參兩院通過，最後由美國總統簽署，被認為是 1930 年代以來美國改革力度最大、影響最深遠的金融監管改革。該法案的目標在於：通過改善並加強金融體系問責制和透明度，以促進美國金融穩定、解決金融機構“大而不倒”問題、保護納稅人利益和保護消費者利益，因此，該法案對於槓桿式交易整體的監理規範，趨近於保守。

### 一、《多德-弗蘭克法案》監理結構提出的背景和監理改革目標

店頭衍生品交易新監管框架的背景在於，2007-2009 持續近 20 個月的美國金融危機，暴露出美國金融監管制度存在的下列兩個漏洞。首先，監管者未能充分有效識別衍生產品市場潛在的風險；其次對於已識別到的風險，監管者也無法獲得相應的政策干預授權，其原因在於缺乏針對店頭衍生交易的聯邦監管政策。在通過《多德-弗蘭克法案》之前，美國財政部、商品期貨交易委員會 (CFTC)、證券及交易委員會 (SEC) 和其他聯邦監管機構，聯合就此監管框架對《商品交易法》、證券法及相關法律提出了修訂意見，並公佈了一系列監管框架。

店頭衍生品交易監管改革的框架及目標為：

(一)防止店頭衍生品市場交易引發金融風險。授權監管機構採取以下措施，確保店頭交易市場主體不參與易形成金融風險的市場活動：

1. 修訂《商品交易法》(CEA)和證券法，要求所有標準化的店頭合約必須通過受監管的中央交易所(CCPs)進行統一清算。要求 CCPs 通過充足的保證金覆蓋及其他必要的風險控制措施，確保定制化的店頭合約不能來作為規避中央交易所清算的手段。另外，如果某一特定店頭衍生產品已在一家或多家中央交易所接受清算，即默認該產品為標準化的店頭合約，應納入統一清算範圍。

2. 要求所有的店頭衍生產品交易員和風險較大的衍生產品交易商接受審慎監督和嚴格監管。要求其遵循保守的資本要求、商業行為準則和報告要求，且須達到標準化店頭合約和定制化店頭合約均需遵守的針對交易雙方信用風險敞口的初始保證金要求。由於此項監管計劃將店頭交易員也納入監管，之前不通過中央交易所清算的標準化店頭雙邊合約所涉及的對手方風險敞口也進入監管視線。

(二) 提高店頭衍生品交易市場效率和透明度。為確保監管機構及時全面地瞭解店頭衍生品市場各方主體的風險敞口等信息，新監管計劃對《商品交易法》和證券法進行修訂，授權商品期貨交易委員會和證券交易委員會根據各自職責，提出如下監管要求：

1. 記錄備案和報告要求（包括審計記錄）。已通過中央交易所進行標準化交易結算，或已向交易儲存庫報告定制化店頭合約的，視為滿足此項要求。

2. 所有未經中央交易所清算的合約均應向受監管的交易所報告。中央交易所和受監管的交易所應向公眾提供市場敞口頭寸和交易總量等數據，向商品期貨交易委員會、證券交易委員會及主監管機構密送各市場交易主體的交易記錄和敞口頭寸清單。

3. 要求標準化的店頭合約在規定的交易所公開上市。

4. 建立交易信息披露系統，即時公佈交易價格及其他交易信息。

5. 鼓勵相關金融機構充分運用在規定交易所上市交易的場內產品，引導交易所場內市場和店頭衍生品市場進行公平競爭，從而提高場內、店頭市場的運作效率和衍生產品終端投資者的效益。

(三) 防止市場操縱、市場欺詐及其他不公平競爭行為。修訂交易法和證券法，確保商品期貨交易委員會、證券交易委員會及其他監管機構擁有以下權力：

1. 對店頭衍生品市場中的市場欺詐、市場操縱及其他不公平競爭行為，明確擁有獨立的監管處置權。

2. 對操縱或明顯影響市場價格的店頭衍生品交易合約，商品期貨交易委員會有權設置相應的敞口限制條款。

3. 監管機構有權要求各中央交易所、交易儲存庫及其他市場參與主體提供店頭衍生品市場交易活動的詳盡數據及相關信息，便於及時發現和處置市場不公平競爭行為。

(四) 防止店頭衍生產品向不成熟的市場投資者進行不當銷售。現行法律通過限制店頭市場交易對手類型來保護不成熟的市場投資者，防止其購買與自身風險承受能力不匹配的高風險衍生合約，但這些限制仍不夠嚴謹。

## 二、《多德-弗蘭克法案》針對槓桿式交易合約相關的監理變革

基於以上目標，《多德-弗蘭克法案》針對槓桿式交易合約相關的主要監理變革有二：

(一) 對證券化及店頭衍生品金融市場進行規範和約束

櫃台買賣交易不透明使監理機關與市場難以評估未揭露與遭放大的風險，進行完整衍生性金融商品資訊部份揭露以及成立清算中心為主要改革重點。原有監管體系對主要通過店頭交易的金融衍生品缺乏透明性與信息要求。針對監管漏洞，該法案加強了對證券化市場（主要是資產支持證券 ABS）、店頭交易（OTC）市場以及具有系統重要性的支付、清算和結算體系的全面監管。在證券化方面，要求證券化信貸敞口的信貸風險要與信貸發起人的利益相聯繫，要提高證券化市場的透明度和標準，加強對信用評級機構的監管，監管部門應減少對信用評級的使用。

在店頭交易方面，

1. 將絕大部分店頭金融衍生品交易移到交易所交易，並通過清算中心結算；
2. 禁止銀行間或者銀行與客戶間進行這種金融衍生品交易；
3. 要求所有具備從美聯儲貼現視窗獲得融資資格的大型商業銀行剝離其信用違約掉期（CDS）等高風險衍生產品到特定的子公司（銀行可保留常規的利率、外匯、大宗商品等衍生產品）；
4. 對從事衍生品交易的公司實施特別的資本比例、保證金、交易記錄和職業操守等監管要求。為防止銀行機構通過證券化產品轉移風險，要求發行人必須將至少 5% 的風險資產保留在其資產負債表上。

## （二）填補對對沖基金、私募基金、信用評級公司等監管的空白

法案消滅了衍生品、對沖基金、私募股權基金、信用評級機構等領域的監管空白，限制金融機構持有大量脫離實體經濟的複雜金融產品，避免風險集中爆發。法案要求大型（資產規模超過 1000 億美元）的對沖基金、私募股權基金及其他投資顧問機構：

1. 在 SEC 登記，
2. 披露交易信息，
3. 並接受定期檢查。
4. 如果此類機構具有特大規模或特別風險，將同時接受美聯儲的系統風險監管。

另外，法案還要求：

1. 所有資產管理規模超過一定門檻的對沖基金以及其他私人資產池（包括私募股權基金和風險投資基金）的顧問向證券委員會註冊，並接受管理。

《多德—弗蘭克法案》的主要內容為改善信用評級行業、加強投資者保護。該法案通過制定嚴格的規定，保證投資顧問、金融經紀人和評級公司的透明度和可靠性，強調華爾街經紀人的受託職責。在該法案中，美國證監會的監管職能得到加強。法案要求對沖基金和私募股權基金以投資顧問名義在證券交易委員會登記註冊，並要求其提供交易信息以幫助監管機構管控系統性風險。此外，該法案還允許證券交易委員會要求經紀交易商遵循類似於投資顧問的受託責任標準，但並不強制證券交易委員會必須實施這一要求。

### 第三節 能源及貴金屬店頭市場交易

商品期貨現代化法通過前，依《商品交易法》Section 4(a)(2)規定原則上所有期貨交易僅能在期貨交易所進行，且在商品交易委員會專屬管轄範圍內。近年來店頭市場交易蓬勃發展，非制式化商品因為商業交易人避險需求下大增，雖然依法商品交易委員會有權限將特定商品豁免於《商品交易法》規範體系下，但在店頭市場交易的衍生性商品，卻時時面臨可能會被認定為違法的不確定風險，從而阻礙金融創新及延緩市場發展。因此，美國立法機構開始著手重新建置衍生性商品規範體系，以提供店頭市場交易的金融商品法律安定性。目前依據市場價格可操縱性及交易參與人專業性，在商品期貨現代化法提供大量豁免規範及除外規範，只要店頭衍生性商品交易符合該豁免交易及除外交易要件時，即可排除《商品交易法》的適用，原則上可不受商品交易委員會管轄。

商品期貨現代化法將能源及貴金屬歸類為豁免商品，《商品交易法》Section 2(h)中規定符合一定資格要件下，除了仍須遵守《商品交易法》反詐欺及反操縱條款，在店頭市場交易豁免商品(如能源及貴金屬)可以豁免於《商品交易法》規範的適用。《商品交易法》Section 2(h)(1)交易豁免商品要件如下：

- 一、合格交易人(ECP)間以豁免商品作為基礎資產進行的契約、協議及交易。
- 二、非在交易設備平台(Trading Facility) 係指一交易平台，多人可以在其中參與交易，期貨交易所即為其中一種交易設備平台上交易。

商品期貨現代化法允許符合合格交易人資格要件者，可在店頭市場進行基礎資產為豁免商品(能源及貴金屬)的衍生性商品交易，除反詐欺及反操控條款以外，此豁免交易可豁免於受《商品交易法》規範。

#### 第四節 店頭市店頭匯交易(off-exchange foreign currency trading)

##### 一、 除外交易(專業投資人):

商品期貨現代化法將外匯歸類為除外商品，依據商品期貨現代化法 Section 2(d)，符合下列條件時，屬「除外交易」可排除《商品交易法》規範的適用，但是不排除州法中關於反詐欺規範的適用：

1. 合格交易人(ECP)間進行以除外商品作為基礎資產的契約、協議及交易。
2. 該契約、協議及交易非在交易設備平台(trading facility)上執行或交易因此交易人符合合格交易人資格要件，且在店頭市場交易外匯衍生性商品，即屬於除外交易，可享有排除《商品交易法》規定的適用。

##### 二、 店頭市店頭匯交易與一般交易投資人(非專業投資人)

###### (一)《商品交易法》及商品期貨現代化法規範:

商品期貨現代化法通過後依據「《商品交易法》」Sec2(c)(1) 規定，以下列商品作為協議、契約及交易標的時不適用《商品交易法》規定：

1. 外匯
2. 政府證券
3. 證券認股權
4. 證券權利
5. 分期付款貸款合約的轉售
6. 除外商品的附買回交易
7. 抵押或抵押買回承諾

但「《商品交易法》」Sec2(c)(1)又規定上述商品如符合下列情形時仍須回歸《商品交易法》，並受商品期貨交易委員會管轄：

###### 1. 前述協議、契約或交易係於有組織的交易所交易：

(1) 上述商品的期貨契約或非外匯、證券或股價指數的商品選擇權契約係於有組織的交易所交易。

(2) 外匯選擇權契約於有組織的交易所交易，且該交易所非依據 1934 年「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934) Sec6(a) 登記。

2. 該項協議、契約或交易係為一般交易人所從事的外匯交易 (Retail Foreign Currency)：

(1) 契約為期貨、期貨選擇權且非於依據 1934 年「證券交易法」Sec6(a)登記的證券交易所交易的選擇權；且

(2) 該項協議、契約或交易非在「合格交易人」(Eligible Contract Participants) 間進行的交易。

因此，店頭外匯期貨或外匯選擇權非在交易所交易且一般投資大眾作為交易對象時，若該項交易並無其他聯邦主管機關管轄，則商品交易委員會仍有管轄權，而《商品交易法》亦能適用。惟在合格交易人間進行的外匯交易，始排除於「《商品交易法》」的適用。

商品期貨現代化法賦予商品交易委員會對店頭市店頭匯交易涉及一般投資人時有管轄權，商品交易委員會有權利命令任何非規範機構卻違法與一般投資人進行外幣期貨及選擇權交易的機構停止營業，同時亦有權針對進行與一般投資人進行店頭市店頭匯交易卻違反《商品交易法》的已登記期貨商的採取法律行動。

另外，商品期貨現代化法規定只有特定規範機構即「受規範實體」(Regulated Entities)始可作為一般投資人的交易相對人以從事店頭式外匯期貨及選擇權商品。這些「受規範實體」包括已註冊的期貨商和其分支機構等，其他機構如於交易所店頭與一般投資人進行外匯期貨及選擇權交易係屬違法，該「受規範實體」包括：

1. 金融機構(如銀行和小型存款機構)
2. 特定的保險公司及其受規管的分支機構或分行
3. 金融控股公司
4. 註冊的經紀商及自營商(broker-dealer)
5. 特定已註冊的經紀商及自營商的分支機構或分行
6. 已註冊的期貨商
7. 特定已註冊的期貨商的分支機構或分行

## (二) 自律機構規範:

美國全國期貨商公會(NFA)針對註冊登記的公會會員，如欲進行店頭市店頭匯交易且未受其他主管機關管轄時，必須遵守公會所制定的店頭市店頭匯交易標準(NFA's forex requirements)，以下整理該公會針對會員進行店頭市店頭匯交易要求遵行的要點：

### 1. 店頭市店頭匯交易定義:

全國期貨商公會規則(NFA Bylaw)第 1507(b)條規定所謂店頭市店頭匯交易為外匯期貨其選擇權及任何其他以外匯為標的的協議、契約或交易，而該交易係具備槓桿性質或保證金為交易型態或由提供商提供融資，交易對手或與交易對手或提供商共同協力應在下列基礎上:

(1) 提供或與非商品期貨現代化法第 1a(12)條所合格交易人進行交易(即與一般投資人進行交易)

(2) 非在或非須依循契約市場規則或衍生性商品交易執行系統規則或依據 1934 年證券交易法第 6(a)所註冊的交易所或外國交易平台制定的規則全國期貨商公會規則(NFA Bylaw)第 1507(b)亦在店頭市店頭匯交易定義中排除下列情形，如該交易非期貨或選擇權交易：

- (1) 證券(證券期貨商品以外)
- (2) 任何契約會導致在 2 日實際交付
- (3) 任何契約會導致在有能力交付的交易商間有實際交付義務。

## 2. 自律規範適用主體：

全國期貨商公會為保護一般投資人有建置一套完整的規範，但是如果是單純仲介客戶與店頭市店頭匯交易的交易商則該仲介商(introducing broker)不須為符合受規範交易主體但是作為一個店頭市店頭匯交易的交易商依照全國期貨商公會規則必須為其仲介商且非受規範主體的銷售行為負責。全國期貨商公會店頭市店頭匯交易規範僅適用於不會被其他主管機關監管的全國期貨商公會會員，特別是下列主體：

- (1) 金融機構(如銀行和小型存款機構)
- (2) 特定的保險公司及其受規管的分支機構或分行
- (3) 金融控股公司
- (4) 註冊的仲介交易商為那斯達克(NASD)的會員

(5) 註冊的仲介交易商為那斯達克(NASD)的會員的主要人員(Material Associated Person)，其為註冊的仲介交易商的分支機構且依據證券管理委員會的風險查核規範，除上述以外的進行店頭市店頭匯交易的全國期貨商公會會員，必須符合全國期貨商公會店頭市店頭匯交易的要求。全國期貨商公會會員為店頭市店頭匯交易會員，必須是與最少一個客戶以上進行交易的交易商。如會員並非作為交易對手而係招攬客戶或仲介客戶予店頭市店頭匯交易商或為期貨交易顧問時，應遵守各種規範如反詐欺、道德行為及監督標準。

## 3. 專業人員(Associate Person)

依據 2002 年 3 月 1 日商品交易委員會的專業人員建議手冊(March 1, 2002 CFTC staff advisory；下稱專業人員手冊)，任何自然人被期貨商僱用以招攬店頭市店頭匯交易必須登記為專業人員。

4. 銷售機構一般而言為期貨商招攬生意的銷售機構，應該要向商品交易委員會註冊，但是依據專業人員手冊如果只是為期貨上單純仲介店頭市場外匯交易客戶，則不需要註冊。惟如果該銷售機構除銷售店頭市店頭匯交易外，亦同時為期貨商銷售在交易所交易的期貨或選擇權時，則該銷售機構應要註冊。專業人員手冊中亦指明如果有下列幾種情形，雖然銷售機構宣稱其僅為銷售機構，但是亦有可能實際從事店頭市店頭匯交易的交易商行為：

- (1) 使用行銷文件但是未指明交易商為何或無法確切指明交易商。
- (2) 以自己的名義向客戶收款。
- (3) 從交易商傳錢至客戶。
- (4) 與交易商進行交易在不完全揭露。

換言之，如作為店頭市店頭匯交易商就必須為受規範的交易實體。判斷是否為店頭市店頭匯交易商可從兩層面觀察：1.客戶有合理信賴其為交易商；2.存在兩層面交易為該公司與客戶間，及該公司與店頭市店頭匯交易商間，該公司可藉由與店頭市店頭匯交易商間交易抵銷與客戶間交易所產生的風險。

#### 5. 銷售行為(Soliciting Customer)

(1) 客戶資訊及風險揭露(Customer Information and Risk Disclosure)會員應從客戶取得特定資訊及揭露店頭市店頭匯交易的特性與客戶，未從客戶取得資訊及未揭露風險與客戶前不得進行交易，如進行新的交易時，會員並應再跟客戶更新商品資訊。會員取得客戶資訊最低限度為客戶姓名、地址、主要職業、年收入、淨值、年齡、前一份職業及交易經驗。會員則應提供店頭市店頭匯交易商品特徵及交易風險資訊，必要時如客戶屬完全無經驗則應提供特殊風險資訊。在交易時會員應同時提供賣價及買價資訊。2008年6月1日以後，店頭市店頭匯交易商應向客戶揭露店頭市店頭匯交易商為客戶互為交易對手，因此當市場走向對客戶不利時，交易商很有可能從中獲利。如非會員招攬客戶，則由交易商負揭露義務。

(2) 行銷文件及公眾進行溝通 (Communication with the Public and Promotional Materials)

會員內部應採取關於公眾進行對話的書面程序，以避免會員或會員機構與潛在客戶或一般客戶進行對話時，可能會涉及詐欺或虛謊的行為，或暗示客戶店頭市店頭匯交易適合所有的客戶。如會員告知客戶有獲利可能時，應同時告知客戶亦有可能虧損。會員必須指出過去的績效表現不能代表未來績效，因而不能保證獲利。在該行銷文件在使用前，會員的監督人員必須代表會員，以確保不會有欺

騙大眾情事。會員內部書面程序必須標明誰會擔任最後審核及許可行銷文件的人員。行銷文件應保存 5 年，並應保持在頭 2 年內可以審閱的狀態。最後，會員應保存其帳冊並應提供客戶即時且正確有關其客戶帳戶情形的資訊。

#### 6. 交易紀錄留存與客戶交易報告書(Recordkeeping and Reporting)

(1) 交易紀錄留存 (Recordkeeping Requirements) 監理規則(Compliance Rule 2-10)要求會員應保存進行其事業所需的帳簿。會員應採取程序以產生及維持最新和正確帳簿和紀錄，以支持和解釋其店頭市店頭匯交易的交易內容。

#### (2) 客戶交易報告書 (Customer Statement)

a 書面確認:交易商應在客戶帳戶內進行任何交易後一營業日，提供客戶書面確認書。書面確認書至少應包括:(a)交易日期,(b)貨幣匯率,(c)契約數目或單位數,及(d)佣金、利息、費用或其他與交易有關應負擔的費用，包括任何代表第三人收取的佣金、利息、費用或其他費用

b 月帳單:每月交易商應提供所有每位客戶有關其目前仍有效的店頭市店頭匯交易及其他帳戶活動的摘要，對於帳戶內餘額與先前告知客戶部分不同時，亦應通知。此等通知如事先得到客戶許可亦可用傳真或電子郵件方式或在提供密碼保護的網路上公告。客戶許可必須書面簽名方式且會員並應保存。

7. 監督程序 (Supervision): 會員及其分支機構對會員店頭市店頭匯交易有監督包括監督會員的員工及代理商的責任。會員應建立一套書面監督程序以合理確保不會違反全國期貨商公會規則，該程序應包括下列要點；

- (1) 應監督參與招攬客戶或提供客戶諮詢或管理客戶帳戶的員工。
- (2) 應監督與公眾進行交流包括販賣招攬、網站或通過行銷文件。
- (3) 審閱從客戶取得或提供與客戶的文件，以確保適當的文件已經取得，或提供客戶的文件係適當的。
- (4) 處理客戶申訴。
- (5) 監督招攬客戶的員工係確實在商品交易委員會註冊。
- (6) 監督第三人非會員的進行交易和管理客戶帳戶是否有商品期貨現代化法第 8 條(a)的不合資格要件。
- (7) 經常性審閱未交易商招攬客戶的非會員的行銷文件，以及時發現是否有任何缺失。
- (8) 審閱揭露與客戶的文件以確保該文件係即時、易懂且可提供足夠的資訊
- (9) 審閱及分析在帳戶進行店頭市店頭匯交易包括任意性客戶帳號

(10) 管理客戶基金，包括接受證券押金。

#### 8. 委託第三人進行商業活動 (Doing Business with Non-Members)：

如非會員受會員委託進行招攬客戶、管理帳戶等卻違反全國期貨商公會管理規則，則全國期貨商公會可以直接對該會員進行法律行動。在法理上，雖然該公會可對會員採取前述制裁，但會員對其所委託非會員活動不知情，實務上該公會不會採取法律行動，除非會員知道或應該知道非會員或未盡善良管理人注意義務。會員應最低限度採取適當的措施經常性審閱非會員的行銷文件，且在發現錯誤時應立即更正。

#### 9. 費用 (Due)

全國期貨商公會規則第 1301(e)會員徵收附加費，即會員進行店頭市店頭匯交易交易所產生每年淨受益(不包含其他資產交易所產生的收益)按全國期貨商公會的級距收取附加費。

#### 10. 保證金 (Security Deposits)

會員必須向客戶收取一定比例的保證金，以避免客戶有違約風險，導致會員發生財務危機。

#### 11. 財務要求(Financial Requirements)

會員必須維持足夠的資金以確保其財務狀況，因此，按全國期貨商公會的規定，會員調整後淨資產必須符合或超過下列規定：

##### (1) 資本額要求

- a. 5 百萬美金。
- b. 對客戶所有責任額的 5%。
- c. 任何其他全國期貨商公會的財務規範。

##### (2) 定期申報財務狀況。

##### (3) 交易紀錄留存。

##### (4) 內部控制報告:由會計師出具交易商內部控制報告。

#### 12. 反洗錢交易要求(Anti-Money Laundering Programs)

交易商須建立內部反洗錢交易程序，以確實遵守銀行秘密法中有關反洗錢交易規定其他相關規範。

## 第五節 證券期貨

### 一、證券期貨定義

與美國衍生性商品中與差價合約交易模式較為相近的為證券期貨(Security Futures)，即以證券作為基礎資產的期貨契約。自 1974 年《商品交易法》將所謂「Commodity」擴大為所有以服務、權利及利益為標的的契約後，即有爭議以股票作為標的的期貨契約，是屬於證券交易委員會(SECurities and Exchange Commission)管轄亦或是商品期貨交易委員會管轄。在經過許多爭訟和協議後，最後 1982 年證券管理委員會及商品期貨交易委員會達成 Shad-Johnson 管轄權協定(Shad-Johnson Jurisdiction Accord)。協議中約定以證券基礎(security-based)期貨與選擇權契約的管轄權，其中證券管理委員會管轄股票及股價指數選擇權，而商品期貨交易委員會則管轄豁免證券及廣基股價指數的期貨與期貨選擇權契約。該協議並禁止個股期貨上市交易。

商品期貨現代化法通過後，開放個股期貨交易的限制，並在《商品交易法》Section 1a(30)及 1934 年證券交易法 Section 3(a)(55)(B)重新定義何為證券期貨。「證券期貨」除包括以交易個股為標的的「個股期貨」(Single-Stock Futures)外，尚包括「窄基股價指數期貨」(Narrow-Based Security Indices Futures)，且因證券期貨包含證券及期貨的特性，故由證券管理委員會及商品期貨交易委員會共同管轄。

依據《商品交易法》Section 1a(25)「窄基股價指數期貨」係指指數符合下列一種要件之一：

- (一) 該指數包含少於 10 種基礎股票。
- (二) 任何一種基礎股票組成超過該指數 30% 比重。
- (三) 前 5 大權重的基礎股票占該指數 60% 以上比重。

(四) 占整體指數權重最低的 25% 基礎股票平均每日交易量少於 5,000 萬美金或 3,000 萬美金。如果該指數僅包括 15 支或超過 15 支基礎股票如證券期貨標的股價指數符合上述規定之一，卻又符合下列要件之一時，仍屬於「廣基股價指數期貨」：

1. 該指數包含 9 種以上的基礎股票。
2. 該指數所包含的股票中沒有 1 檔股票占該指數權重超過 30%。
3. 該指數中每一檔股票係依據 1934 年證券交易法登記，是前 750 資本額最大公司的股票，且亦是前 675 檔每日交易金額最大的股票。

## 二、 證券期貨的交易監管與上市條件

商品期貨現代化法通過後，證券期貨商品可以選擇在證券交易所或期貨交易所上市，並建置證券管理委員會及商品期貨交易委員會雙規範體制(co-regulatory system)來共同監管證券期貨商品。個別期貨交易所如欲進行證券期貨交易必須向證券管理委員會登記。而個別證券交易所如欲進行證券期貨交易時亦必須向期貨交易所登記。依據商品期貨現代化法證券期貨要申請在交易所交易的要件如下：

(一) 證券期貨商品的標的證券應為依據 1934 年「證券交易法」Section 12 規定辦理登記的證券，且係證券管理委員會及商品期貨交易委員會共同決定適合的。

(二) 若證券期貨商品非以現金結算，則其交割作業應由依據證券法規登記的結算機構 (Clearing Agency) 辦理。

(三) 證券期貨商品上市條件不得優於證券交易所交易選擇權上市條件。

(四) 應有結算機構可以結算跨市場沖銷的相同證券期貨商品。

(五) 證券經紀商及證券自營商在交易證券期貨時應遵循與交易證券時相當的法規。

(六) 禁止雙重交易。

(七) 證券期貨應不容易受市場操縱。

(八) 應進行相同證券期貨商品的市場及證券期貨交易標的的證券市場合作建立跨市場以防止市場操縱及內線交易的監控程序。

(九) 應有會計稽核程序以執行協同市場監控程序。

(一〇) 不同的交易市場應提供協調的終止交易的程序。

(一一) 應符合法定保證金標準。

## 三、 店頭式證券期貨交易

依據商品期貨現代化規定，證券屬於除外商品，僅合格交易人間交易以證券作為基礎資產的期貨契約可歸類為除外交易，排除《商品交易法》適用，一般散戶仍適用《商品交易法》規範，因而僅能在集中交易市場交易證券期貨商品。在店頭市場交易證券期貨商品有相當大彈性，可排除前述證券期貨的監管規範，例如，在交易所交易的證券期貨商品保證金要求通常相當高，但在店頭市場交易時，合格交易人可以協商證券期貨商品保證金的成數，如果當事人同意不用繳交保證金也可以。總而言之，在交易所適用的交易規範最嚴謹，但是合格交易人可以在店頭市場享受許多空間與彈性。

## 第六節 結算機構

### 一、 概論

結算機構的功能為核對交易人交易、每日結算市價(Making to the Market)及擔保交易的履行。在商品期貨現代化法以前，期貨結算機構僅為各期貨交易所的附屬單位，因此，商品交易委員會僅能透過各交易所管理各交易所擁有或控制的結算機構。在 2000 年商品期貨現代化法通過後，除結算機構可由商品交易委員會直接管轄外，各機構也可單獨申請為結算機構。這項變革使結算機構可不必只能結算原其附屬的交易所，也可以成為多家交易市場的結算機構。

商品期貨現代化法中創造出兩種衍生性商品結算機構類型：(1)衍生性商品結算機構；及(2)多邊結算機構。衍生性商品結算機構係由商品交易委員會管轄，而多邊結算機構係由銀行或證券法令監管。另外，商品期貨現代化法亦修正聯邦存款保險公司改革法案(Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)，提供店頭市場衍生性商品結算機制，使店頭衍生性商品結算機構擔任履約保證以降低違約風險。以下簡介各結算機構申請成立結算機構要件：

#### (一) 衍生性商品結算機構：

依據《商品交易法》Section 5b(c)(2)(A-N)的規定，若欲向商品交易委員會申請成為「衍生性商品結算機構」的機構，必須符合 13 項原則 (Core Principles)：

1. 財務資源 (Financial Resources)。
2. 參與者與商品資格 (Participant and Product Eligibility)。
3. 風險管理 (Risk Management)。
4. 交割程序 (Settlement Procedures)。
5. 客戶資金保護 (Protection of Customer Funds)。
6. 準則及處理程序 (Rules and Procedures)。
7. 法規的執行 (Rule Enforcement)。
8. 系統防護 (System Safeguards)。
9. 報告義務 (Reporting Requirement)。
10. 紀錄保存義務 (Recordkeeping Requirement)。
11. 公開資訊 (Public Information)。
12. 資訊分享 (Sharing of Information)。
13. 反托拉斯的考量 (Antitrust Consideration)。

商品期貨現代化法另規定豁免衍生性商品結算機構如符合下列要件時可以豁免向商品期貨交易委員會登記的義務，但是如果要以自願登記的方式為之亦可：

1. 僅提供除外商品或豁免商品結算交易。
2. 在證券交易委員會登記的結算機構，且僅針對證券期貨商品進行結算。

## (二) 多邊結算機構

依據商品期貨現代化法「多邊清算機構」(Multilateral Clearing Organization)係用於清算店頭市場衍生性商品，並且可排除商品期貨現代化法規範的適用，但該機構仍要遵守銀行及證券交易委員會的規範。多邊清算機構定義係被 2 位參與者以上所使用。在雙邊結算機構，交易者信用風險可被有效減除而由結算機構擔任履約保證。

## 二、店頭衍生性商品結算機構

在商品期貨現代化法建置店頭衍生性商品結算機構，交易當事人可以利用該機構以降低交易風險，可從事店頭衍生性商品結算機構的資格要件為：

- (一) 特定銀行。
- (二) 證券交易委員會註冊登記的結算機構。
- (三) 商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構。
- (四) 外國金融機關監督的清算機構且符合一定的要求者。

## 三、小結

商品現代化法通過後，向商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構可以成為店頭衍生性商品結算機構。實務流程上據業者指出，實際上進行店頭衍生性商品交易時，若交易人擔心交易履約風險時，交易雙方可至衍生性商品結算機構，由該結算機構擔負履約交割的保證，若交易人願自行承擔交易對手違約的風險時，則無需由結算機構結算。

## 第七節 槓桿交易商(Leverage Transaction Merchant)

美國槓桿式契約交易型態於美國 1960 年末至 70 年初期，購買金、銀等貴重金屬廠商，為規避持有現貨通貨膨脹風險，因而發展出長期(通常是 10 年或以上)的槓桿契約，以槓桿交易商和廠商互為對手方。其後美國槓桿交易的發展於 1980 年代達到高峰，但是因交易方式係由槓桿交易商決定買、賣價和佣金，結

果幾乎皆由槓桿交易商獲利，導致客戶產生重大虧損，交易量也日趨減少。直至1999年10月原申請經營槓桿交易的交易商已全部申請撤銷執照，在美國槓桿交易市場已無足輕重。

槓桿交易契約(Leverage Transaction Contract)以銀塊、金塊、大宗銀幣、大宗金幣、及白金為交易標的，實質上與期貨交易本質相似，但亦屬一種保證金交易模式，客戶依據自己避險需求，向槓桿交易商買進或賣出槓桿交易契約。客戶可以選擇在契約到期日前就沖銷其未平倉部位，亦可請求在契約到期日時進行現金或實物交割。依據商品交易委員會制定的管理規章（下稱「管理規章」）§ 31.4(X)243 對所謂槓桿交易定義為：「槓桿交易商所為或對槓桿交易商為買賣槓桿交易契約，或再買賣槓桿交易合約，或清算或廢止槓桿交易合約」。但槓桿交易契約與期貨契約仍有許多不同處，例如，槓桿交易合約可長達10年、槓桿交易合約為槓桿交易商所製定制式合約等，依據「管理規章」§ 31.4(W)244 槓桿交易契約具備7點特性：

- 一、 由賣方準備提供制式化契約。
- 二、 買方應支付訂金，訂金數額通常為買賣價金一定的百分比。
- 三、 契約價金由賣方決定。
- 四、 契約期間長短不一，有些可長達10年。
- 五、 契約價金未支付部份通常要收取利息。
- 六、 要繳交保證金。
- 七、 通常不會進行實體交付。

欲經營槓桿交易契約業務的交易商需向全國期貨商公會(NFA)登記始得營業，商品交易委員會在「管理規章」規定槓桿交易商應遵循的財務標準、營運規範等，茲擇要說明如下：

一、 最低財務標準(Maintenance of Minimum Financial Requirement)

最低財務標準槓桿交易商應隨時保持調整後資本淨額(Adjusted Net Capital)不得低於下列三者的和：

- (一) 2,500,000 美金。
- (二) 槓桿交易商所訂槓桿契約未受保障部位的現貨市場價值的20%。
- (三) 槓桿交易商所訂放空槓桿契約標的受保障部位的現貨市場價值的2.5%。

二、 槓桿契約擔保(Cover of Leverage Contracts)

槓桿交易商與客戶交易做多或做空的槓桿契約時，應隨時維持該槓桿契約

所依據的現貨商品 90%的擔保，該擔保且須符合一定的要件。

### 三、 商品登記要件(Registration of Leverage Commodities)

槓桿交易契約交易的標的商品應事先向商品交易委員會取得許可。

### 四、 揭露(Disclosure)

槓桿交易商在接受客戶交易前，需提供客戶一份公開說明書，客戶在閱讀公開說明書中風險揭露文件後，應簽名表示了解並將簽名文件交還槓桿交易商，始得接受其下單交易。其中公開揭露文件除應包含槓桿交易契約最新的資訊外，尚應包含下列說明：

#### (一) 公開說明書應以顯著字體標明下列文字

1. 因為貴金屬及其他金屬價格變動無法預測，槓桿交易牽涉高度風險，並不適合許多投資人。當投資人做多槓桿交易合約時，合約實現價值須超過投資人原購買契約價值，投資人始有獲利可能，而當投資人做空槓桿交易合約時，合約實現價值少於投資人原購買契約價值，投資人始有獲利可能。

2. 客戶應了解每家槓桿交易商的針對相似槓桿交易合約的收費方式不盡相同，投資人應比較各槓桿交易商的契約價值與佣金，以及比較各槓桿交易商契約價值與佣金與期貨交易所交易的期貨合約價值與佣金。

3. 客戶應了解會被追繳保證金的可能。客戶若未能在交易商規定時限內補繳保證金，槓桿交易商保留清算客戶的部位的權利。若契約價值減損至維持保證金 50% 以下時，客戶的契約可能會未經事先通知而被強制平倉。不過客戶可在契約被處分後 24 小時內通知槓桿交易商，以在 5 個營業日內回復原契約部位。

4. 如果客戶是新槓桿交易客戶，客戶可將第一筆槓桿交易作廢，但僅限於在實際價格損失部分。客戶在收到買賣確認書後 3 日內將槓桿交易取消，可以免除罰金。

5. 客戶應了解要實現槓桿交易合約，僅可以向槓桿交易商買回槓桿交易合約或將槓桿交易合約賣回予槓桿交易商，或支付槓桿交易合約價金或交付槓桿交易標的方式。

6. 槓桿交易合約除向槓桿交易商買回槓桿交易合約或將槓桿交易合約賣回與槓桿交易商外，並無其他交易市場。槓桿交易商並無義務隨時向客戶提供買回其先前所賣出予槓桿客戶做多槓桿契約的要約，或向客戶提供賣出其先前買自槓桿客戶作空槓桿契約的要約。

#### (二) 槓桿交易合約應記載事項

如下：

1. 槓桿契約存續期間或到期日。
2. 槓桿契約標的商品的特性。
3. 槓桿契約所收的原始費用、遞延費用、終止費用。
4. 槓桿契約的要價與賣價的說明。
5. 槓桿契約所適用的保證金，包含(視情形)原始、最低及維持保證金。
6. 槓桿客戶關於追繳保證金的責任，包含追繳時機、情形、通知後的時間，及依法槓桿交易商得清算槓桿客戶的部位後求償的次序。
7. 槓桿客戶可能要求槓桿交易商買回或再出售槓桿契約的方式說明，包含槓桿交易商執行買回或再出售所需遵守的程序，以及其決定買回或再出售的方式。

#### 五、 交易紀錄(Records of Leverage Transactions)

槓桿交易商在接獲槓桿客戶訂單時，應立即作成，包含帳戶號碼及訂單號碼等的書面記錄。

#### 六、 客戶交易報告(Reporting to Leverage Transactions)

槓桿交易商應於每次槓桿交易契約再買回、再賣回、清算、終止或交付時，將交易結果、佣金和其他費用以書面通知客戶。

#### 七、 紀錄的保存(Recordkeeping)

槓桿交易商應每日紀錄每位槓桿交易客戶當日各項槓桿商品的交易情形，紀錄應保存五年以上。

#### 八、 資金分離(Segregation)

槓桿交易商應將客戶所存放的資金與槓桿交易商的自有資金分離存放於分離帳戶。

## 第八節 美國 OTC 市場集團設計機制對我國店頭市場監理的參考意義

美國 OTC 市場集團脫胎於美國國有企業全美報價局，1997 年被交易員卡爾森(Carlsson)所收購，從此變成一家私人控股企業。卡爾森借用 IT 技術，將傳統的 Pink Sheets 從單純提供報價的媒體改造成具備報價、議價、交易執行和交易報告全功能的證券場外市場。藉助 1999 年《OTCBB 資格規則》和 2002 年《Sarbanes- Oxley 法案》的東風，美國 OTC 市場集團獲得爆炸性發展，在 2006 年全面超越了 OTCBB，報價證券數量在 2012 年更是達到了 10,196 只，成為美國最大的店頭證券市場。

2007 年，美國 OTC 市場集團對 Pink Sheets 進行了全面業務重整，將報價公司按其信息披露程度區分為六個層次，並對較高層次市場的優質公司收取註冊費用。最上層為 OTCQX，集中了一大批知名跨國企業，如愛迪達、巴黎銀行、帝國菸草、英國天然氣集團、雀巢、法國航空等。以 2011 年的數據為準，OTCQX 單只股票的年平均交易額已超過英國 AIM 交易所，達到 9602 萬美元，而呈現出較強的「民間」交易所市場特徵。

OTC 市場集團既非交易所，也非自律組織，因此，對報價公司和交易經紀商（做市商和交易商）都沒有監管權限。當投資者要對報價公司投訴時，負責部門是 SEC；而處理交易經紀商投訴的則是美國金融業監管局(FINRA)。OTC 市場集團主要任務就是服務好 OTCQX 企業，將 OTCQX 打造成一個精品的準交易所市場，而對於監理方面的問題，OTC 市場集團引入信息披露顧問、指定掛牌顧問等中介機構來解決 OTCQX 報價公司的監理問題。OTC 市場集團會監控信息披露顧問、指定掛牌顧問的行為，隨時將那些工作不力的中介機構進行披露進而清除出市場。此外，OTC 市場集團引入了強制摘牌、降層以及主動自願退出機制，來保證 OTC 市場集團優勝劣汰的良性循環。美國 OTC 市場集團作為一個成功的民辦市場，有三個地方值得台灣學習和借鑒：

### 一、對於報價公司設計詳細的分層機制

美國 OTC 市場集團將報價公司分為六層，各層次報價公司數量呈金字塔結構，其中 OTCQX 公司數量最少（3%左右），交易最活躍（11%左右），流動性最好，股價最平穩。多重分層機會可以提高最上層企業的准入門檻。

### 二、差異化監管機制

美國 OTC 市場集團對 OTCQX 層級以下的公司採不監管措施，不收取任何費用，令其自負盈虧。而把監管和服務的重點集中在 OTCQX 公司；一方面引入

中介機構加強監管，另一方面為 OTCQX 公司提供公司顧問服務、買方研究、投資者路演、投資者會議、投資者分析等 15 項市場功能。因此，機構的監管層面的設置可以優先把監管和服務的重點放在較優質層次的產品（“創新層”）上面。

### 三、借力監管機制

美國 OTC 市場集團通過引入信息披露顧問、指定掛牌顧問監管報價公司的做法，借力監管，一旦發現中介機構工作不力，堅決將其清出市場，取消其掛牌和做市資格。

### 四、完善的退市制度

美國 OTC 市場集團作為一個民辦市場，且依靠 OTCQX 公司繳納申請費和年費生存的企業，但一直發現掛牌交易產品會影響 OTC 市場集團聲譽或嚴重影響投資者利益時，OTC 市場集團將立即將其從市場除名。

## 第九節 結論

### 一、美國店頭衍生性商品監理架構

美國槓桿交易商監管與台灣相同採分業監理模式，惟美國槓桿交易商已屬歷史產物，法規參照上仍應注意。2000 年商品期貨現代化法以商品特質和相關交易人特質為基準點，不涉及投資人保護諸如專業投資人間的店頭衍生性商品交易，商品現代化法為鼓勵店頭衍生性商品創新、穩定市場發展及增進國際競爭力，即大幅放寬監管密度，豁免於《商品交易法》規範路徑中；涉及投資人保護部份仍回歸《商品交易法》適用，除商品交易委員會負責監管《商品交易法》是否落實外，全國期貨商公會(NFA)亦扮演輔助監理的角色，後者除可審核並許可經營店頭的衍生性商品業務機構所為的申請外，並制定自律規則規範會員銷售行為以保護一般投資人。

### 二、合格投資人交易(店頭市場能源、貴金屬及證券期貨交易):

商品期貨現代化法增加許多豁免規範及除外規範，能源及貴金屬於商品期貨現代化法分類上屬於豁免商品類，僅在交易參與人符合合格交易人(ECP)資格要件下，始可於店頭市場交易基礎資產為能源及貴金屬的衍生性商品，並因合格交易人組成專業金融機構或高淨值客戶，具備專業知識及容易取得相關金融訊息，除反詐欺及反操縱條款外，商品期貨現代化法不適用於豁免商品交易，商品期貨交易委員會亦無管轄權。美國目前類似差價合約(CFD)商品為證券期貨商品，依

據商品期貨現代化法，證券為除外商品，以證券為基礎資產的衍生性金融商品在合格交易人間交易，可以排除商品期貨交易法適用，惟仍適用各州州法中詐欺條款。

### 三、 涉及一般投資人保護(店頭市店頭匯交易):

外匯屬除外商品類，商品期貨現代化法規定在合格交易人(ECP)間的店頭市店頭匯交易排除商品期貨交易法規定，但如果以一般投資人交易對象時，《商品交易法》仍適用。《商品交易法》並規定以一般投資人為交易對象，從事店頭市店頭匯衍生性商品業務的業者限於金融機構、證券商及保險公司等。另外，全國期貨商公會基於保護一般投資人立場，制定相關自律規範(NFA's Forex Requirements)要求公會會員應具備財務結構健全、對客戶銷售行為應符合「客戶資訊及風險揭露」及「行銷文件及公眾進行對話」原則、交易成交後應交付客戶「交易報告書」、公司內部應建立監督程序及保存交易紀錄等。

### 四、 店頭市場交易結算機制:

商品現代化法提供店頭式衍生性商品結算機制，以降低交易雙方違約風險，目前可提供店頭衍生性商品結算服務機構為特定銀行、證券交易委員會註冊登記的結算機構、商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構及外國金融機關監督的清算機構且符合一定的要求者。若交易人擔心履約風險時，交易雙方可至結算機構，由該結算機構擔負履約交割的保證，若交易人願自行承擔交易對手違約的風險時，則無需由結算機構結算。

## 第六章 英國衍生品市場介紹

### 第一節 英國衍生品市場及監管機關介紹

英國有 5 個衍生品交易所。交易規模最大的是倫敦國際金融期貨交易所(nyse liffe)，主要提供短期利率、股票、指數、互換、政府債券、商品和貨幣等一系列衍生產品，英格蘭銀行、華爾街的投資銀行還有各國一些商業銀行都是主要交易者。第二是倫敦金屬交易所(lme)<sup>17</sup>，提供鋁、銅、鎳、錫、鋅、鉛期貨和期權合約，世界上主要金屬巨頭如力拓、美富全球集團、英國礦業公司、必和必拓等，都是 lme 的會員。第三是 ice 歐洲期貨交易所，它是全球能源市場領先的完全電子化的期貨和期權交易場所。第四是倫敦能源經紀協會(leba)，主要交易天然氣、煤氣以及各類排放量合約，該交易所推出的煤炭指數已成為全球的定價基準。leba 目前有 10 個會員，其中 apx 集團 84% 的交易量集中在英國的煤氣市場，是 leba 最大的交易商。第五是 2003 年倫敦證券交易所與瑞典 omx 集團合資成立的 edx 倫敦衍生品市場，它目前主要針對北歐和俄羅斯的證券和固定收益衍生品交易。

#### 一、概說

英國金融業傳統上採取自律管理模式，1980 年代的後英國金融監理機制仍然相當分散，規範金融監理的法規也相當複雜，相對銀行業、證券業、保險業是採機構別 (institutional) 為區分的監理架構。1986 年英國首相柴契爾夫人開始進行金融大改革 (Big Bang)，自此英國邁向金融監理一元化時代，英國金融服務管理局 (Financial Services Authority) 成為一個超整合性的金融監理機關，且為英國金融市場唯一的主管機關。而針對英國店頭市場(Over the Counter)並無另設置其他主管機關，而仍為英國金融服務管理局的管轄範圍。以下就英國金融服務管理局的業務範圍與監管原則，及與其他機關的互動作一介紹。

#### 二、英國金融服務管理局的業務範圍

英國金融服務管理局是一個完全橫跨各個業別 (cross-sectorial) 的獨立監理組織，負責英國金融服務市場的金融監理、檢查、處分等監理工作。其監督管理

---

<sup>17</sup> 2012 年 6 月 15 日，香港交易所以 13.88 億英鎊成功收購倫敦金屬交易所。

範圍十分廣大：舉凡英國的銀行、建築工會、保險公司、及其他財經組織，或與英國此等組織有商業上往來者，均受其監督。

該局現行組織架構為：董事會設主席一人、執行長一名、執行董事三名及非執行董事十名。由執行董事分掌三大業務族群：監理服務(regulatory services)、零售市場(retail markets)與批發及機構投資市場(wholesale and institutional markets)。三大業務群的規劃乃係針對不同市場風險控管機制不同而規劃。除三大業務群外，另設有九個獨立於上述三大業務族群的，橫跨於英國金融服務管理局(cross-FSA)的監理部門(sectoral team)。三大業務群的各局工作目標主要業務如下：

#### (一) 管理服務局 (Regulatory Services Business Unit)

其業務目標為提升金融服務監理局的監理能力以及監理效率。而其主要服務對象為消費者、現有企業，及申請核准的機構，該局負責相關營運證照審查核發工作。其主要執掌業務項目如下：

1. 透過消費者連絡中心，對一般投資大眾提供服務。
2. 透過企業聯絡中心、以發布電子規章等方式服務企業。
3. 記帳及費用的收取事宜。
4. 處理、驗證及儲存來自於業界的相關資料，並負責將該資料傳遞與相關監理者。
5. 一些管理事項決定及政策推廣。
6. 藉由建立充足的資訊系統作為幫助英國金融服務管理局從事監理，並作為英國金融服務管理局政策面及運作面的後盾。
7. 另外，舉凡設備的管理、薪資名冊的處理及採購等相關總務工作均屬該局業務範圍。

#### (二) 零售市場業務局 (Retail Markets Business Unit)

其業務目標為使零售市場中的消費者得從事公平的交易，並維護零售市場正常運轉。其主要執掌業務項目如下：

1. 負責監理大型公司(the major firms)，包括有營業據點的銀行(high street banks)、保險公司等金融機構，而這些公司的業務大部分集中在零售市場者。
2. 監理其他零售銀行、房屋建築協會、保險業者、抵押放款者、資產管理者及零售仲介商。

3. 負責訂定金融機構及集團有關零售市場的管理規則，並主導零售市場中企業改造等工作。

### (三) 批發及機構投資市場業務局 (Wholesale & Institution Markets Business Unit)

其業務目標為，促進交易市場成為有效率、有秩序以及公平的市場。其主要執掌業務項目有以下：

1. 健全相關基礎建設，例如，投資銀行業務交易規範的訂定、維護批發金融市場、證券交易所、清算中心等正常運作。
2. 監理投資銀行、再保險公司、高風險資金投資公司，並負責新巴塞爾資本協定(Basel II)實施前，各項制度的建制工作。

此外，為了有效監督管理整個金融服務業，因此，針對各個受監理企業依其功能劃分相對應的管理單位，以有效發揮監理服務分工與整合關係。英國金融服務管理局設有九個監理部門獨立於上述三大業務族群之外，橫跨於金融服務監理局(cross-FSA)，亦即每一個部門可能分別掌管三大業務族群中性質相同的領域。九個部門分別為：會計查核部門(Accounting & Audit)、資產管理部門(Asset Management)、銀行部門(Banking)、資本市場部門(Capital Markets)、保險部門(Insurance)、零售仲介部門(Retail Intermediaries)、消費者部門(Consumers)、金融犯罪部門(Financial Crime)、金融穩定部門(Financial Stability)

。各個部門主要權責如下：

#### 1. 會計查核部門

該部門目標係藉由會計與審計的發展，辨識對金融服務監理局四大法定的目標的風險，以確保英國金融服務管理局能有效地回應。

#### 2. 資產管理部門

該部門主要的任務為辨識、評估與資產管理有關的風險並採取降低風險措施。工作項目主要涉及基金投資管理、客戶投資組合的管理(the investment management of customer portfolios)及與此相關的業務，其主要的管理對象為資產管理人、集合投資計畫的操作人及保管中心、個人投資經理人，及避險基金經理人。

#### 3. 銀行部門

該部門設立宗旨在辨認並監控銀行業所衍生風險，這些風險包括對消費者的保護、維持一個井然有序的市場、消費者教育以及減少犯罪等。由於銀行業金融服務活動涉及層面廣大，並與客戶互有直接互動，因此該部門執掌領域，包含了消費金融銀行及批發銀行( retail and wholesale banks)、購屋互助協會(Building societies)、投資銀行(Investment banks)及在英國境內營運的外國銀行。

#### 4. 資本市場部門

此資本市場部門包含了籌措長期資金的發行市場(primary markets)及流通市場(secondary markets)。該部門責任及在監控金融市場所可能產生的風險，不論議題、產品或運作等任何影響市場品質、價格或結構因素者，皆為該部門所關注。

#### 5. 消費者部門

該部門為消費者與英國金融服務管理局溝通聯繫的窗口；其致力於偵測辨識消費者的風險，以確保適當監理手段的採行。另外，該部門以消費者的利益為優先，並監督英國金融服務管理局各部門為任何決策時，應注意到不能違背消費者保護的理念。

#### 6. 金融犯罪部門

降低金融犯罪是英國金融服務管理局四大目標之一，為追求此目標，該部門的首要任務是金融機構風險管理與控制。同時與其他相關組織，如：政府、執法部門、貿易協會、聯合洗錢防治指導工作組織(Join Money Laundering Steering Group)等，共同合作有效打擊洗錢、市場濫用、市場詐欺等金融犯罪。

#### 7. 保險部門

該部門所處理的議題涉及了近 800 家的受監理業者，包含：人壽保險、一般保險、再保險及綜合性保險公司。自 2005 年 1 月 14 日起，更涵蓋了批發市場的保險經紀商。該部門主要職掌，即在於辨識關於保險領域的潛在風險，協調英國金融服務管理局在保險方面的運作，並有效採取降低風險措施。

#### 8. 零售仲介部門

該部門所負責的議題涉及了獨立財務顧問、整體市場財務顧問、個人投資公司、抵押仲介商、零售一般保險仲介商等，本部門主要在辨識、評估零售仲介領域的風險，並幫助英國金融服務管理局極早解決可能發生的問題。

## 9. 金融穩定部門

為達成金融安定的目的，英國金融服務管理局與財政部、英格蘭銀行應相互合作。而該部門的角色即為：對金融系統及基本建設不斷地改進，發展建立一個長期穩定的金融系統；有效辨識威脅金融穩定的風險，以確保英國金融服務管理局能有效設定優先任務善用資源；改進英國金融服務管理局與其他組織對於未來可能面對的金融危機的應變能力。

### 三、 英格蘭銀行的監管範圍

英格蘭銀行設立宗旨有二：維持貨幣穩定並促進金融體系健全發展。由於金融機構業務經營的良窳，攸關上述宗旨是否得以實現，故依據 1987 年銀行法規，金融監理業務係由英格蘭銀行的銀行監督管理部門所掌管。

惟隨著金融市場的發展，銀行與金融中介機構的傳統分野，日趨模糊，加上 BCCI 與 Barings 的倒閉案更嚴重損害英格蘭銀行擔任金融監理工作的信譽，故促使英國新政府宣布金融監理體系改制，以及國會的修法。

英格蘭銀行法修法於 1998 年 6 月 1 日生效後，英格蘭銀行原本負責銀行、批發性貨幣市場的監督管理權力正式移轉予英國金融服務管理局。今日英格蘭銀行，繼續負責貨幣政策；以及在出現重大金融危機或流動資金短缺情況時，擔任應負責資金需求的最後貸款人(Lender of Last Resort)的角色，而不再從事金融監理的工作。

### 四、 財政部的定位與監管範圍

英國的財政部，係負責整體金融監理體系、組織架構的立法設計，並制定相關金融法律。這是因英國金融服務管理局並無法律提案權，故須透過財政部提案立法。對於英國金融服務管理局及英格蘭銀行實際上的業務運作，財政部並不參與亦不加以干涉。

儘管如此，在許多情況下，英國金融服務管理局與英格蘭銀行仍有義務向財政部通報，例如：可能導致大規模經濟崩潰的重大金融問題產生時；運作上需要協助時；問題的解決方式需透過修法時；發生的問題涉及與外國的關係時；該事件財政部須接受國會質詢時等情況。上述僅為例示的情況，究竟該事件是否應通知財政部，則由英國金融服務管理局及英格蘭銀行視具體情況判斷。

### 五、 三方關係

就英國金融服務管理局、英格蘭銀行與英國財政部三者的權責劃分及合作模式，作較為詳盡的介紹：

#### (一) 合作備忘錄的權責劃分

英國的金融監理機關包含英國金融服務管理局、財政部與英格蘭銀行，成為金融安全網的三個要角。為了促進金融秩序的安定性，三方於 1997 年簽訂了一份合作備忘錄，基於下列準則為三方權責劃出界線：

1. 責任的釐清：權限的劃分不應產生模糊地帶。
2. 責任的明確：使國會、金融市場及大眾清楚地了解哪一機關應為哪部分行為負責。
3. 避免重複：明確界定角色定位，避免不必要的資源浪費。
4. 監理資訊的流通：各方資訊相互交流使監理工作更有效率。

英格蘭銀行的權責，依據備忘錄所在如下：

1. 維持貨幣系統的安定性；
2. 建立並強化金融體系的基本建設，尤其是國內及國外的支付系統，並降低系統性風險。
3. 為防止個別金融機構問題，影響到金融體系的其他部門，於特殊情況下，經三方常設會議決定，英格蘭銀行可協助英國金融服務管理局執行金融監理任務。

英國金融服務管理局根據合作備忘錄，其相關權責者則有：

1. 負責銀行、房屋建築協會、投資公司、保險公司、互助協會等金融機構的授權及核可。
2. 金融市場、清算與結算系統持續性地審慎監理工作。
3. 訂定金融監理相關命令及指導原則。

#### (二) 溝通管道暢通建立

財政部、英格蘭銀行與英國金融服務管理局皆有穩定金融職責，對此三方透過哪些機制相互溝通合作，攸關英國金融穩定目標的達成與否。

##### 1. 常設會議的建立

英國金融服務管理局、英格蘭銀行與財政部三方面的權責劃分是十分明確的。英國金融服務管理局負責金融市場的監督管理，為銀行、證券、保險業唯一的監理機關；英格蘭銀行負責貨幣政策的制定與支付系統的穩定；財政部則統籌財

政相關立法。而為進一步使三方於權責釐清之外，亦能緊密保持聯繫，因此建立了常設會議(standing committee)。

常設會議為三方固定的會談機制，於每月由三方代表舉行一次會談，討論重大個案或是其他足以影響金融市場安定的相關議題。金融市場穩定的議題舉凡：個別金融機構問題、金融市場結構發展、影響金融穩定的國際因素等都包含在會議討論範圍之內。另外英格蘭銀行或英國金融服務管理局一發現有必要採取特別措施方足以穩定金融體系的重大事件發生時，應彼此知會、緊密支援，並立即通知財政部。

## 2. 緊密的合作關係

### (1) 英格蘭銀行與金融服務監理局互派董事

英格蘭銀行的副總裁，為金融服務監理局董事會成員之一，而英國金融服務管理局的董事長，亦須出席英格蘭銀行的董事會，因此事實上兩個組織關係緊密。

### (2) 資訊交流 (information exchange)

透過金融服務與市場法(Financial Services and Markets Act)的授權，英國金融服務管理局可自其授權及監理的金融機構處，蒐集相關資訊，英格蘭銀行亦可蒐集與其行使職權相關的資訊，故雙方應避免資料蒐集上的重複以降低金融機構的負擔。於資訊的交流上，英格蘭銀行應訂定資訊共享協議，透過資訊的交流使各自的職權有效率地進行。

### (3) 政策意見交換 (consultation on policy changes)

遇有重大政策變動，而可能涉及他方法定職權時，應事先諮詢他方意見。

### (4) 參與國際委員會會議 (membership of committees)

英國金融服務管理局與英格蘭銀行，在與國際監理機關的關係上，應保持合作關係。兩者會同時派代表出席如巴塞爾監管委員會等國際委員會，若只有一方代表出席時，會議前應洽請另一方充分提供意見，對於會議的結果亦應告知未出席的另一方，並向財政部報告國際性金融監理發展的相關事項，促進彼此間的合作。

## 第二節 英國監管法令介紹

### 一、概說

英國的金融市場有其傳統特性，自 1930 年代自 1980 年間，英國金融市場的運作大都為自律組織規範型態，採專業分工分為：商業銀行、投資及商業銀行、保險、基金管理、房貸業和證券交易，惟於 1970 年代起公權力陸續介入開始具

體立法，共立有八個業法，但自律組織仍保有監理職權；然因金融創新（產品、技術和市場創新）的衝擊，引發英國金融機構的跨業經營整合，而於 1986 年制定金融服務法（Financial Services Law），允許以子公司型態跨業經營。

進入 1990 年代，國際商業信貸銀行(BCCI)破產和霸菱銀行(Barings Bank)倒閉，突顯出自律機構的監理不彰及對英國金融市場信心造成重大影響，英國政府遂於 1997 年 10 月宣布成立單一金融監理機構—英國金融服務管理局（Financial Services Authority, FSA），統籌管理銀行、證券和保險業，先後併入八個監理機構：證券及投資管理局、個人投資局、投資顧問管理組織、英格蘭銀行的監理及監視處、互助組織註冊局、貿易及產業部的保險管理委員會、建屋協會管理委員會及互助協會管理委員會。

在金融監理一元化之後，英國政府希望能穩住英國倫敦為世界金融中心的地位，創建一個高度自由但穩定安全的交易市場，於成立英國金融服務管理局的同時，開啟了英國金融法規一元化的工作，整合九部金融法律，歷時三年，於 2000 年 6 月英國國會通過金融服務與市場法(Financial Services and Markets Act, FSMA)，並於 2000 年 12 月正式施行。

## 二、金融服務與市場法

金融服務與市場法的制定目的，主要在於整合及現代化相關各金融管理法規，以達成維護市場對於金融體系的信心、推動及促進公眾對於金融體系的認識、確保消費者權益，及降低金融業務遭利用以遂行金融犯罪等目標。而該法制定後，包含以下法規，均因金融服務與市場法的制定而實質地被廢止：

1. 1979 信用合作社法（the Credit Unions Act 1979）。
2. 1972 保險公司法（the Insurance Companies Act 1982）。
3. 1986 金融服務法（the Financial Services Act 1986）。
4. 1986 建築融資社法（the Building Societies Act 1986）。
5. 1987 銀行法（the Banking Act 1987）。
6. 1972 互助社法（the Friendly Society Act 1992）。
7. 1975-97 保單持有人保護法（the Policyholders Protection Acts 1975-97）。
8. 1923-48 企業擔保法（the Industrial Assurance Acts 1923-48）。
9. 1977 保險經理(註冊)法(the Insurance Brokers(Registration)Act 1977)。

金融服務與市場法所監理金融服務機構包含以下幾種：

1. 銀行（Banks）

2. 建築融資機構 (Building societies)
3. 保險公司 (Insurance companies)
4. 互助社 (Friendly societies)
5. 信用合作社 (Credit unions)
6. 勞依茲 (Lloyd's)
7. 投資及退休金顧問 (Investment and pensions advisers)
8. 股票經紀 (Stockbrokers)
9. 提供投資服務的專業事務所 (Professional firms offering certain types of investment services)
10. 基金經理機構 (Fund managers)
11. 衍生性商品交易商 (Derivatives traders)

參酌前述金融服務與市場法所整合的法規及監理機構可知，金融服務與市場法係一整合性規範銀行、證券、保險各項相關服務法規，規範的範疇相當廣泛，包含保險經紀或不動產抵押經紀均納入規範，為目前世界上僅見的統合性立法實踐。

金融服務與市場法共分為三十篇、四百三十三個條文和二十二個附件，其主要特質為：(1)橫向整合前述的九部縱向規範的業法，(2)從服務提供主體的業別概念轉移到以交易行為的功能面為重心，(3)調和規範以增進商品、服務、組織型態自由化，(4)強化金融監理和消費者保護。

綜觀金融服務與市場法的法律架構可概分為四大架構：英國金融服務管理局組織法、業者規範、交易規範和市場規範。

### 1. 英國金融服務管理局的組織法

金融服務與市場法對英國金融服務管理局的組織有詳細的規範，其中第一篇（十八個條文）和附件一係主要規範英國金融服務管理局的職權、目標、組織架構和其與英國財政部的隸屬分工關係，確認英國財政部為英國金融服務管理局的上級監督機關，英國金融服務管理局代表英國財政部為單一的金融監理機構，統籌金融服務行為的核准、業者監理及法規制定和執行，英國財政部有權監督英國金融服務管理局的業務執行效率，並於特殊考量時有獨立調查權。

### 2. 業者規範

金融服務與市場法前的九部縱向規範的業法對業者規範涵括各業別健全性規範 (Prudential Regulations) 和業務行為管理規範 (Business Conduct)，金融

服務與市場法為求橫向整合九部縱向業法的規範，將規範主軸從服務提供主體的業別概念轉移到以交易行為的功能面為重心，將英國傳統機構別的分業立法打破，調和各業法規範，以增進商品、服務、組織型態自由化，惟因各業法規範健全性規範和業務行為管理實有落差，金融服務與市場法中對業者規範僅做原則性和一般性規範，具體規範制定於其各項行政命令。

該法中對業者一般性規範，安排於第二篇、第三篇、第四篇、第五篇、第七篇、第十篇、第十一篇、第十二篇、第十四篇、第十七篇、第二十三篇、第二十四篇、第二十五篇和第二十六篇。另外，該法將上市的審查許可納入其管轄（第六篇），並對特定專業服務行為和機構設專篇管理，如第十篇規範集合投資計畫、第二十一章規範互助組織、第十八篇規範交易所及結算機構、第二十篇規範專業人士提供金融服務、第二十二篇規範簽證會計師及精算師。

該法對業者規範的重點置於金融服務與市場法第二篇、第四篇和附件二，依據該法第二十二條規定，對於該法所管轄的範圍的判斷，需符合以下五原則：

- (1) 是否為基於營業目的而從事該等行為；
- (2) 是否涉及”特定投資項目”(specified investment)；
- (3) 所從事的行為是否為”受規範行為”(regulated activities)；
- (4) 是否於英國境內從事該等行為；及
- (5) 是否屬於得豁免的行為。

簡言的，須於英國境內以營業為目的，從事受規範的行為而該行為涉及特定投資項目亦不符合得豁免條件，始受金融服務與市場法的管轄，而有向英國金融服務管理局申請核准的必要。

### 三、英國金融服務管理局的法規手冊內容簡介

除金融服務與市場法的規範外，英國金融服務管理局尚有為數眾多的行政命令和行政指導的法規，概分為六大類，編纂蒐集成為法規手冊（Handbook）：

#### （一）高標準原則規定（High Level Standards）

所有欲從事金融服務行為者皆需遵循的原則規定，包括公司的基本法律責任、董事和高階經理人的責任、申請成為及維持金融服務行為業者需要的最低標準條件、已授權經營金融服務行為者的基本義務和一般向英國金融服務管理局申請核可行為所需的作業基本要點（解釋、費用、資訊）。

#### （二）經營標準（Business Standards）

對授權經營金融服務行為業者的常態性細部規範，包括各業別機構的健全經營規範（prudential regulation for banks, insurers, investment business and

societies)、其經營行為準則 (code of business conduct)、市場行為 (market conduct) 準則、從業人員適格性準則 (requirements for staff competence) 和洗錢防制規範 (anti-money laundering)。

### (三) 法規程序 (Regulatory Processes)

詳細手冊規範英國金融服務管理局的核准 (Authorization)、監理 (Supervision)、懲處 (Enforcement) 及金融服務管理局的行政裁定程序 (decision-making process)，前述細部規範手冊包括核准申請要求，有關查核、豁免、單行行政指導、通知和報告等監理規則，和詳細英國金融服務管理局的懲處和執行法律安排等。

### (四) 補償 (Redress)

細部規範消費者的爭端處理機制 (dispute resolution)、金融條消費糾紛調解服務安排 (financial ombudsman service arrangements)、金融服務補償機制 (compensation) 和對英國金融服務管理局裁定不服的申訴機制 (complaints against FSA)。

### (五) 特定金融服務業的要求 (Specialist Sourcebooks)

規範各項個別金融服務業務的要求，如集合型投資計畫要求 (collective investment scheme)、特別集合型投資計畫要求 (new collective investment scheme)、合作社 (credit union)、交易所 (exchanges)、電子貨幣 (electronic money)、電子商務 (electronic commerce)、勞依茲 (Lloyd's) 及結算機構 (clearing houses)。

### (六) 專業機構指導原則 (Special Guides)

有關會計師 (auditors) 和精算師 (actuaries) 的各項行政指導原則。

## 第三節 店頭市場交易衍生性商品的監理

### 一、英國金融服務管理局的監理

#### (一) 概說

英國金融服務管理局作為單一監理機構，針對有關店頭市場交易衍生性商品監管，亦均係由英國金融服務管理局負責監督管理。而目前實務上已制定且實行單一金融管理法規國家，僅有英國金融服務與市場法 (Financial Services and Markets Act 2000, "FSMA")，該法制定目的主要在於提供英國“金融服務管理局”(Financial Services Authority, FSA)的監理基礎，賦予英國金融服務管理局充分的法律權利以進行監理措施。因此，有關衍生性金融商品的監管，亦依據金融服務與市場法執行。

另於英國金融監理法制上，並無類似槓桿交易商機構。在金融監理及管理法令均單一化法制背景下，除有關資本管理法令有其差異性外，針對銀行、保險及投資公司原則上均適用相同監理法令，且針對傳統有關證券業務或期貨業務差異，除由銀行兼營該業務外，亦均統一其規範機構別為「投資公司」。亦即針對金融規範架構，全面性著重於功能性監理而非機構別監理架構，因此，法令架構下亦無針對店頭市場交易衍生性商品有特殊業務機構或管理法令。依據目前英國金融實務，期貨業務無論係屬交易所交易或店頭市場交易，均得由銀行兼營或由投資公司（Investment Firms）經營，法規上亦無專營期貨業務機構別規範。此外，針對有關銀行或投資公司經營櫃檯市場，亦無特殊法令規範或於英國金融服務管理局法規手冊中亦無專門針對期貨業務規範。

## （二）有關投資公司的資本額要求

針對經營各項業務的投資公司，基本上有關資本額的門檻係針對所經營的業務類型而作出區分，以下整理有關經營不同業務的資本額要求：

資本額（投資公司）得經營的業務類型：

歐元 50K：

1. 不得自營或以包銷方式承銷任何金融商品。
2. 得提供以下一種或多種服務：
  - A. 接收或傳遞客戶的投資金融商品的下單；
  - B. 執行客戶投資金融商品的下單；
  - C. 管理個人投資金融商品的投資組合。
3. 不得保管任何客戶的金錢或證券。

歐元 125K：

1. 不得自營或以包銷方式承銷任何金融商品。
2. 得提供以下一種或多種服務：
  - A. 接收或傳遞客戶的投資金融商品的下單；
  - B. 執行客戶投資金融商品的下單；
  - C. 管理個人投資金融商品的投資組合。
3. 得保管客戶的金錢或證券。

歐元 730K 僅受有關資本額規範的限制。

## （三）其他各項監理標準

針對其他投資公司從事有關櫃檯市場衍生性金融商品的業務，因而對金融服務管理局的各項監管規範辦理，包含人員的適任性（fit & proper）及業務行為準則（Business Conduct）等，均依據英國金融服務管理局的規範手冊辦理。然而，相關規範均屬一般性適用於各種金融商品交易的規範，而未有針對個別商品的規範。

## 二、 英格蘭銀行的監理

### （一）概說

英格蘭銀行原則上僅針對貨幣政策及管控進行監理，因而對金融商品的管理並非英格蘭銀行的管轄範疇。然而，因部分有關外匯及貴金屬的遠期契約商品，實際上影響貨幣管理。因此，英格蘭銀行亦將部分商品納入監理。

### （二）非投資商品規範

英格蘭銀行下設外匯聯席委員會（The Foreign Exchange Joint Standing Committee, FXJSC），該委員會制定有「非投資商品規範」(Non-Investment Products Code, NIPs Code)，該規範係屬自律性規範，適用於金融機構間的交易規範（wholesale market），規範的商品範疇包含英鎊的機構存款、外匯的機構存款、黃金及白銀的機構存款、現貨暨遠期外匯，及現貨暨遠期黃金及白銀。

非投資商品規範係針對金融機構間交易前述各項商品的行為準則，規範範疇包含交易機構及員工的責任、報價方式、交易條件、報酬、交易相對人資料瞭解、保密、及下單方式等。

依據非投資商品規範說明，原則上英國金融服務管理局對於非投資商品規範商品仍得依據金融服務與市場法進行管理。此外，如商品係屬於期貨商品時，即應為英國金融服務管理局管轄範疇，非屬非投資商品規範管轄範疇。因此，英格蘭銀行監理實際上不影響英國金融服務管理局作為單一監理機構的地位。

## 三、 英國法令對差價合約持有者揭露其持有部分的要求

### （一）概說

目前英國金融服務管理局針對差價合約並無特殊性規範。然而，近期因考量有關資訊揭露精確性顧慮，目前英國金融服務管理局針對有關股權差價合約持有人資訊揭露問題，作成相關規範說明。有關揭露要求，係來自於公司法及證券交易法上有關主要股東持股揭露要求，如投資人係透過股權差價合約而享有表決權

及股權利益時，目前揭露規範並未要求公司須揭露差價合約持有人，因此形成揭露規範不足。

## (二) 揭露方案

依據英國金融服務管理局要求，如任何人於股權差價合約約定而實際得行使公司表決權超過3%以上時，均應依據相關法令進行股東身分揭露，除非得證明有1.差價合約持有人不得行使該表決權或聲明不行使該表決權，或2.差價合約持有人並未規劃或認知將可能直接出售差價合約所連接股權情形。

此外，如差價合約持有人為投資公司性質，其實際享有公司股權的利益達已發行股份的5%時，差價合約持有人即有義務，針對作成有關表決權行使的決定為聲明，以使有關揭露要求明確化，避免任何資訊的誤導。

## 第四節 組合式差價合約的監理

### 一、 組合式差價合約

#### (一) 概說

於2002年10月起，組合式差價合約(listed contract for difference，又稱covered warrant 或 stop-loss warrant)開始於倫敦證券交易所(London Stock Exchange)掛牌交易，並受英國金融服務管理局所制訂的上市規則(Listing Rule)所規範。

該合約係由金融機構所發行，投資者透過股票經紀人而非金融機構來買賣交易。組合式差價合約持有者(holder)得於約定日期當天或之前，以約定價格(即履約價格)買入或賣出基礎資產，其係給予持有者買入或賣出基礎資產的權利，持有者並沒有義務去買入或賣出基礎資產。一般而言，組合式差價合約的期限為6至12個月，而持有者得於合約期限內的任何時點買進或賣出。

目前於倫敦交易所上市的組合式差價合約所連結的基礎資產，有股票、籃子(basket)、指數(index)、商品(commodity)及貨幣(currency)等。

#### (二) 商品特徵

組合式差價合約有以下幾項重要特徵：

##### 1. 槓桿效益

組合式差價合約最基本特徵之一，係投資者僅需支付基礎資產價格與履約價格的差價，即可取得該基礎資產部位，而不需支付基礎資產的全數價格。投資者

未支付基礎資產剩餘價格部分，以買權組合式差價合約（Call）為例，係向發行機構融資，而融資費用則係已包含在組合式差價合約產品中。

## 2. 停損價格機制（stop-loss）

組合式差價合約設有停損價格機制，且不須額外支付成本，在此一停損價格機制下，投資者最大損失不會超過其所投資的原始金額。一旦基礎資產價格觸及停損價格，組合式差價合約將自動終止。

## 3. 無保證金追繳（margin call）

組合式差價合約與差價合約主要不同特徵之一，組合式差價合約無「保證金追繳」。所謂保證金追繳係指，當差價合約的基礎資產價格下跌時，投資者需投入更多錢以符合保證金的最低要求與維持差價合約部位的運作。由於保證金追繳的要求，使差價合約持有者所承受風險並不會限於其原始投資金額。

## 4. 到期日（expiry date）

組合式差價合約通常有約定合約到期日。一般而言，持有者得於合約到期日前執行其買入或賣出的權利，而該合約到期日係持有者得履行組合式差價合約的最後期日。

## 5. 履約價格（strike price 或 exercise price）

履約價格係指，持有者有權利去行使買入或賣出基礎資產的價格。組合式差價合約發行機構通常會提供一系列履約價格供投資人參考，俾使投資人依其對於市場預測選購不同履約價格的組合式差價合約。

## 6. 現金結算

組合式差價合約係採現金結算的方式，亦即，雖然買權組合式差價合約通常約定持有者有買入基礎資產的權利，賣權組合式差價合約的持有者有賣出基礎資產的權利，但更精確地說，於採現金結算方式時，持有者係有權取得履行價格與到期日基礎資產價格間差價的現金。

# 二、 組合式差價合約的上市規定

## （一）概說

為因應證券化衍生性商品（securitised derivative）如組合式差價合約於倫敦證券交易所掛牌上市、交易，英國金融服務管理局修改上市規則及經營行為準則，並於 2002 年 8 月 1 日生效。證券化衍生性商品係規定於上市規則第 19 章，以下簡介英國金融服務管理局對於組合式差價合約的上市規則。

## (二) 上市規則

### 1. 金融機構申請資格

依英國上市規則第 19.2.1 規定，申請組合式差價合約於倫敦證券交易所上市、交易，必須遵守上市規則第 2 章規定。這些規定係與公司設立、合法性、相關有價證券移轉性以及公司市場資本總值有關，茲簡述如下：

#### (1) 公司設立

申請上市金融機構必須依其設立地法令規定，合法有效設立，且其營運需遵守該金融機構公司章程。

#### (2) 有效性

擬上市有價證券需 (a) 符合該金融機構設立地法令規定；(b) 依該金融機構公司章程要求被合法授權；(c) 取得任何所須核准等。

#### (3) 交易許可

擬上市有價證券必須取得在認可投資交易所 (Recognized Investment Exchange) 交易許可。

#### (4) 可移轉性

擬上市有價證券股款須皆已繳足，必須具有可移轉性且無任何股權移轉限制，以及不得為設質標的。

#### (5) 市場資本總值

擬上市有價證券預估市場資本總值，若為股票至少需為 700,000 英鎊，若為債務證券 (debt securities) 至少需為 200,000 英鎊。

#### (6) 公開說明書

公開說明書需取得英國金融服務管理局核准並發行。此外，上市規則第 19.2.2 條對於擬申請發行組合式差價合約金融機構另有特別規定，第一，該金融機構必須是銀行或證券期貨公司並取得得從事證券化衍生性商品相關活動許可；第二，取得與證券化衍生性商品相關責任保證。

### 2. 基礎資產要求

組合式差價合約所連結基礎資產，除非為貨幣、指數、利率或前揭任何產品組合籃子，否則其所連結的基礎資產必須在有受規範、經常營運且被承認的開放市場。

### 3. 持續性義務

組合式差價合約上市後，必須於任何時候皆得於認可投資交易所交易。此外，倘有發生下列任何情事，發行機構應以書面向英國金融服務管理局通知：

- (1) 發行機構要求認可投資交易所承認或再承認組合式差價合約的交易；或

(2) 發行機構要求認可投資交易所取消或暫停其任何組合式差價合約的交易；或

(3) 認可投資交易所通知發行機構，將取消或暫停該發行機構任何組合式差價合約交易。倘係由未上市公司為保證，發行機構必須遞交該保證人帳戶予英國金融服務管理局。此外，若發行機構同時亦有其他有價證券於交易所上市，除須遵守上市規則第 19.4 條有關持續性義務規定外，尚須遵循其他適用於他種有價證券規定。

#### 4. 揭露義務

(1) 發行機構寄發通知或發行任何通知予組合式差價合約持有者前，應先行通知規範資訊服務局（Regulated Information Service）。

(2) 發行機構必須通知規範資訊服務局因基礎資產變動而對於組合式差價合約所做任何調整或修正。

(3) 發行機構一旦得知在非英國地區上市或交易的基礎資產被暫停時，必須立即通知英國金融服務管理局。

#### 三、開放差價契約或以差額交割槓桿交易產品的建議

差價契約在國際上是相當流行的槓桿交易產品，而我國目前僅開放以差額交割的外匯衍生性商品市場交易契約，同時契約本金需達到 1,500 萬臺幣以上的高門檻，如表六.1 所示。

表六.1 外匯衍生性商品市場交易契約金額一覽表(人民幣)

	<b>Forward</b>	<b>NDF</b>	<b>FX SWAP</b>	<b>TRF</b>
<b>中文名稱</b>	遠期外匯	無本金交割 遠期外匯	外匯換匯	目標可贖回 遠期契約
<b>契約金額</b>	10 萬美金 /每筆	50 萬美金 /每筆	50 萬美金 /每筆	100 萬美金 /每筆
<b>契約類別</b>	固定到期日 /任選到期日	固定到期日	固定到期日	固定到期日
<b>交割方式</b>	實質交割	差額交割	實質交割	差額交割
<b>展期與否</b>	可	否	可	可
<b>保證金</b>	交易金額 3%	無	交易金額 3%	遇追繳補

資料來源：元大期貨（2017）

針對櫃買中心「槓桿交易者辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第 21 條，建議：

(1) 為擴大槓桿交易者服務範圍，建議對自然人之一般客戶所提供的交易服務新增「差價契約」。

(2) 降低差額交割遠期契約類產品交易門檻由 1,500 萬臺幣以上，降至 1,000 萬以下。

## 第五節 英國監理創新的介紹

英國在金融監理方面最重要的創新係監理沙盒的出現(Regulatory Sandbox)。金融行為監理總署(FCA)於 2015 年 11 月提出「創新試驗場」(Regulatory Sandbox)的倡議文件，提供企業發展創新金融服務及產品的「安全試驗場所」；2016 年 6 月，新加坡的金融管理局(MAS)提出「創新試驗場」(Regulatory Sandbox)的指導文件，沙盒機制有助於鼓勵更多的金融科技。以下簡要比較英國與新加坡的監理沙盒。

## 英國與新加坡監理沙盒的比較

	英國	新加坡
<b>監理單位</b>	金融行為監理總署(FCA)	新加坡金融管理局 (MAS)
<b>環境安排</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 企業得暫時豁免相關法規的適用；</li> <li>2. 降低法令遵循風險，以加速新創產品上市時程；</li> <li>3. FCA 與獲准測試企業密切合作，並給予個別指導。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在一個明確定義的場所、期間、MAS 提供法規支援的情境下，進行實驗；</li> <li>2. 只要任何在沙盒中註冊的 Fintech 公司，允許在事先報備的情況下，從事和目前法律法規有所衝突的業務。</li> <li>3. 並且即使以後被官方終止相關業務，也不會追究相關法律責任。</li> </ol>
<b>申請試驗 條件</b>	<p>須符合：</p> <p>「金融服務範疇」</p> <p>「真正創新性」</p> <p>「消費者利益」</p> <p>「必要性」及</p> <p>「已達試驗階段」</p> <p>等五項標準的新創企業</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 需事先註冊；</li> <li>2. 佐證創立程度。</li> <li>3. 例外：若採用舊技術、尚未測試、可另外試驗。</li> </ol>
<b>測試準則</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 時間：測試期間 3~6 個月；</li> <li>2. 計劃需求：需做客戶人數、客戶選擇、客戶保護、資訊接露、資料、測試等計畫</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 創新程度</li> <li>2. 效益和推廣性</li> <li>3. 進度回報</li> <li>4. 範圍與保障</li> <li>5. 評估風險</li> <li>6. 後續措施</li> </ol>

## 第七章 澳洲差價合約市場介紹

澳洲為第一個將差價合約(CFD)在雪梨期貨交易所(已納入澳洲證券交易所)上市交易的國家。由於在集中交易市場交易差價合約擁有報價資訊透明、交易人保護規範完備、風險控管制度良善等優點，以至於自 2007 年在澳洲開放差價合約於雪梨期貨交易所交易以來，在交易所交易的差價合約已成為澳洲發展最快速的衍生性金融商品，每月未平倉差價合約合約數量急速成長。另外，澳洲差價合約的基礎資產相當多元化，除了一般常見的各國外匯、主要指數外，也包括以台灣大型股票為基礎資產的差價合約。投資人遠在澳洲即可以進行投資以台灣個股股票為基礎資產的差價合約以賺取股票漲跌的價差。本章以投資人角度介紹澳洲證券交易所差價合約交易流程、現金流量、保證金及風險。

### 第一節 澳洲的差價合約

#### 一、差價合約簡介

差價合約是買方和賣方定訂一種在合約開倉及平倉期間內，交換特定金融商品價值的合約。其合約價格是由合約基礎資產(股價、指數或是外匯等)所決定。差價合約允許交易人參與基礎資產價值漲跌的變化，卻不須實際擁有該基礎資產商品，而且差價合約交易人可以享受基礎資產價格增減的利益卻無須支付基礎資產全數價款。

差價合約是一種利用財務槓桿的商品，所以，差價合約提供交易人一個利用較少的資金即可投入該標的資產以獲得更大報酬的機會。然而，財務槓桿也意味著比直接投資該標的資產承擔更大的風險。

#### 二、澳洲差價合約特徵

自差價合約問世 20 年來，差價合約已成為澳洲衍生性商品市場中成長最快速的商品之一，它廣受投資人歡迎基於下列兩項因素：

##### (一) 槓桿方式運用

差價合約投資人可以少量原始保證金以保證差價合約交易的履行。槓桿交易方式可使投資人以一定成數的金額而取得基礎資產全部的交易利益。

##### (二) 可採取放空模式

差價合約讓交易人不只可以作多，也可以利用標的資產下跌時放空獲利或避險。由於在櫃檯買賣交易差價合約有許多限制，澳洲發展出全球第一種在交易所交易的差價合約商品。目前除了有在澳洲證券交易所(Australian Securities

Exchange; ASX)交易的差價合約商品外，尚有在櫃檯買賣交易的差價合約，包括下列兩種模式：

1. MM-(Market Maker)-差價合約的流動性只由差價合約的發行商提供。交易人是價格接受者。

2. DMA-(Direct Market Access)-差價合約的流動性由經紀商基於基礎資產市場來決定，例如 X 股票的差價合約價格由 X 股票目前價格來做計算。

### 三、 澳洲差價合約的交易

#### (一) 進入市場

澳洲證交所差價合約可根據 SFE(Sydney Futures Exchanges,雪梨期交所)(已併入澳洲證券交易所)的作業規則於雪梨期交所的 SYCOM 交易平台進行交易。以下可說明終端客戶和交易輔助人透過雪梨期交所的完全會員下單：

在 SYCOM 上市的商品係藉由雪梨期交所的完全會員進行交易，完全會員提供服務給終端客戶及交易輔助人。完全會員可以以直接的作電子下單或是透過專門的 SYCOM 工作站下單。在投資股票商品之前，交易人須先決定是否要接受投資建議，由通過訓練、測驗及澳洲證交所認可的顧問提供澳洲證交所差價合約讓客戶進行交易。以下顯示目前於澳洲證券交易所交易的主要產品種類：

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

美元／日圓差價交易合約  
紐幣／美元差價交易合約  
紐幣／日圓差價交易合約  
澳洲證交所商品差價交易合約  
黃金差價交易合約  
原油差價交易合約

## (二) 交易方式

澳洲證券交易所差價合約的交易方式可以是：

買-進行做多交易或；賣-進行放空交易

交易人第一次買/賣澳洲證券交易所差價合約稱為開倉，如交易人的後賣/買一澳洲證券交易所差價合約去沖銷先前的差價合約稱為平倉。在澳洲證券交易所交易差價合約是以匿名方式進行，交易人的身差價合約交易人雙方間的交易由雪梨期交所結算機構(SFE Clearing Corporation) 介入而中斷。亦即雪梨期交所結算機構確保交易人的利益受到保護，市場秩序得以維持，透過「新約換舊約」(Novation)的流程，雪梨期交所結算機構對原本賣方而言成為差價合約的買方，對原本買方而言成為差價合約的賣方。雪梨期交所結算機構成為所有交易的當事人，有義務去保證執行所有的合約。

## 第二節 保證金交易

保證金的設計，就是用來確保交易人可以履行交易金融商品的承諾。如果交易人交易澳洲證交所差價合約，他就對市場有履行合約的承諾。當下單交易指令被執行後，澳洲證交所差價合約就被雪梨期交所結算機構登錄，這就是所謂「新約換舊約」(Novation) 的流程，使得雪梨期交所結算機構變成買賣雙方的交易對手。

每天雪梨期交所結算機構計算交易差價合約所需要的保證金確保交易人可以履行當天的交易承諾(注意結算機構的關係主要是對結算會員經紀商而非直接對客戶)。澳洲證交所差價合約保證金主要是由原始保證金 (Initial Margin) 和變動保證金 (Variation Margin) 所組成。

### 一、 原始保證金

在買賣雙方建立部位時需要的原始保證金，它保障結算所免於市場方向不利時的風險。原始保證金主要設計用於涵蓋在倉部位合理的可預期風險。每個合約

的原始保證金比率根據標的資產的波動性決定，基本上是以標的資產價值的5%~10%為主。澳洲交易所在網站上公佈所有的差價合約保證金比率，當合約沖銷後便自動歸還原始保證金。

## 二、 變動保證金

除了需要原始保證金用於建立交易部位外，任何市場中和部位反向的價格變動都必須用進一步的保證金支付去涵蓋風險，也就是所謂的變動保證金。例如，如果交易人有一個多頭部位而價格下跌後，交易人就必須給付足夠的變動保證金去涵蓋在倉部位的價值下跌；反的，空方在下跌時便會得到等值變動保證金增加。若無法補足變動保證金需求，就會導致交易部位被強制平倉，交易人有義務在變動保證金或是原始保證不足以涵蓋風險時，補足所需要的資金。

## 三、 結算價格及變動保證金

變動保證金是基於每日的市場洗價(Marketed-to-Market)方式來重新訂價一差價合約部位。當每日交易結束時，所有未平倉部位會以每日結算價(Daily Settlement Price；DSP)來重新估價。每日結算價是差價合約的基礎資產價格，例如 X 股票的差價合約的每日結算價即為 X 股票的結算價。

## 第三節 現金流量

澳洲證券交易所差價合約和其它形式的衍生性商品（期貨和選擇權）不同，持有差價合約的成本及股利等現金流量會反應在差價合約商品本身的價格。澳洲證交所差價合約時有五種獨特的現金流量：

### 一、 合約利息(Contract Interest)

合約利息係指交易人持有差價合約隔夜部位(ASX CFD overnight position)的成本。合約利息每日由多頭部位持有者給付，由空頭部位持有者給付收取，例假日也不例外。合約利息是固定跟著相關標準的隔夜現金利率(overnight cash rate)，當標準的隔夜現金利率變動時，合約利息亦跟著變動。另外，如差價合約本身以外國貨幣計價時，合約利息會適用適合的外國貨幣隔夜現金利率，例如，以美金計價的差價合約，其合約利息會根據紐約聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of New York)每日公布的聯邦基金利率(Federal Fund Rate)。

### 二、 未平倉費用 (Open Interest Charge)

持有差價合約每天都必須給付未平倉費用，其費用率是由澳洲證交所訂定，不論持有多或空部位都必須給付。未平倉費用可依市場情況由澳洲證券交易所上下調整，但是基本上變動的頻率不高，都維持在一定的水準，可在該交易所網站中查詢其費率。

### 三、 股利現金流量 (Dividend Cashflow)

差價合約複製基礎資產發放股利時所產生的現金流量，當基礎資產發放股利，差價合約即產生股利現金流量。股利現金流量的支付日和收取日和基礎資產股票的時間不同，通常持有股票的投資人都是在股利公告的數週的後才收到股利，但是差價合約交易人卻是在當天支付和收取股利。

#### (一) 澳洲證券交易所股票差價合約(ASX Equity CFDs)

多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量，每一差價合約部位在最後交易日收盤後計算總股利，而隔天即收取或支付股利。

#### (二) 澳洲證券交易所指數差價合約(ASX Index CFDs)

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

### 四、 股利稅額抵減現金流量 (用於股票差價合約) (Franking Credit Cash flow) :

只有股票差價合約會有股利稅額抵減現金流量，股利稅額抵減現金流量表徵等同的已公告股利稅額抵減數額，股利會因為其本身的價值而產生股利稅額抵減的效果。和股利現金流量一樣，都是由多頭（空頭）部位收取（給付）股利稅額抵減現金流量。

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

#### 五、 利息收益現金流量（用於外匯差價合約）（Yield Cash flow）：

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

### 第四節 風險

澳洲證券交易所差價交易合約的主要風險如下：

#### 一、 財務槓桿的運用：

財務槓桿的運用會放大投資人本身的報酬及損失，而澳洲證券交易所差價交易合約就是運用財務槓桿讓投資人能獲得比直接標的投資更大的報酬。而財務槓桿對損益的影響情況，雖然投入資本比起原始標的資產投資少了很多，但是些微的市場波動就會對持有部位的資金造成相當大的波動。

#### 二、 額外的保證金追繳及無限損失風險：

無論是持有澳洲證券交易所差價交易合約的多單還是空單，其風險並非只是投資人繳交的保證金而已。如果市場行情的動向相當不利於投資人，投資人為保有已投資的部位可能會面臨保證金追繳的問題，如果一個部位的持有人，不能及時依照經紀商發出的追繳通知補足所須的保證金，經紀商可以自行將該部位平倉。而且若有超額損失的話，投資人還必須給付損失。要注意，當市場動向極度不利於部位時，所導致的損失可能是原始保證金的好幾倍，因此，持有空頭部位的投資人，若行情向多方時，其持有部位的損失，理論上是無限的。

#### 三、 外匯交易風險：

並非所有的澳洲證券交易所差價交易合約都是以澳幣計價的，投資人在交易澳洲證券交易所外匯、商品及海外指數差價合約時，其損益都是外幣計價的，例如，澳洲證券交易所的道瓊指數差價合約就是以美元計價的。下列為外幣計價的商品種類：

澳洲證交所差價	合約種類	交易幣別
標準普爾及澳洲 200 指數	差價交易合約	澳幣
道瓊指數	差價交易合約	美元
那斯達克指數	差價交易合約	美元
英國金融時報指數	差價交易合約	英磅
德國法蘭克福指數	差價交易合約	歐元
歐洲道瓊 50 指數	差價交易合約	歐元
黃金	差價交易合約	美元
原油	差價交易合約	美元

#### 四、流動性風險：

市場變動情況（如缺乏流動性）也會讓交易人無法及時平倉或交易，進而損失增加。差價交易合約在某些情況下價格可能會失真。例如，當市場面臨強的買盤和賣盤時、高波動率或是缺乏流動性時。像是行情在急漲或急跌時的跳空走勢，就會讓投資人產生鉅額的損失，就算是有停損機制也是一樣，那是因為在跳空走勢時，掛出的價位可能不會成交。差價交易合約交易人為了降低流動性風險，可能會搭配交易所交易的選擇權，成為一種停損的機制。

#### 五、市場停止、緊急事件及其它事項

澳洲證券交易所差價交易合約容易受到雪梨期貨交易所及雪梨期貨交易所結算機構的規則或程序的改變而產生影響，某些交易的問題或是爭議可能會導致雪梨期貨交易所取消或修改交易，像是違反市場公平的價格交易，交易所不需客戶的同意即可取消交易。另外，在某些情況下，基礎資產的交易被停止或停止報價等等都會直接影響澳洲證券交易所差價交易合約。

#### 六、澳大利亞外匯差價合約市場市場現狀(2016)

據澳大利亞研究諮詢機構投資趨勢（Investment Trends）公佈的 2016 年澳洲市場零售外匯行業報告數據顯示，2016 年共計出現 16,000 個新交易者，這是自 2011 年以來的最高值。共計 50,000 個投資者至少進行了一次交易，整體交易者數量和去年同期相比增長了 4%。在此之前，澳洲零售交易者人數已經連續多年在減少。

2016 年全球匯市經歷較多波動性事件：如英國脫歐致英鎊閃崩、美國大選意外結果、人民幣貶值、美聯儲加息等，這些都帶來了澳大利亞匯市交易量的增

長。而在活躍的差價合約行業，澳洲市場的交易者人數下滑嚴重。2016年8月投資趨勢的數據顯示，澳洲差價合約交易者從2015年的49,000個減少到2016年的37,000個。這是因2016年市場波動加劇意味著風險增加，因此交易者減少了交易活動。此外，ASIC有可能收緊或者干涉差價合約行業，亦讓一些海外品牌退出了這個市場，並使交易者較為頻繁更換交易平台。

## 第五節 澳大利亞證券和投資委員會對於槓桿式交易的監理創新

澳洲對於店頭市場主要的監理機構係澳大利亞證券和投資委員會(The Australian Securities & Investments Commission, ASIC)。作為全球槓桿式外匯交易最活躍的地區之一，澳大利亞的證券和投資委員會亦因應全球對於店頭市場監理從緊從嚴的原則，對於的前較為寬鬆的店頭監理準則進行了補正。具體內容如下：

### 一、對外匯行業監理的相關規定的修正

ASIC於2015年12月對外匯業的諮詢與進行反饋後，得出對應的衍生品交易法規修正方案，主要針對在澳經營槓桿式外匯保證金業務的公司的經營行為進行干預，並執行了相關法規來提高對零售客戶的監理。

監理內容為：圍繞著澳大利亞授權存款機構(ADIs)在海外的大型分公司職責，以及澳大利亞金融服務(AFS)許可證持有者報告的場外衍生品交易，這些改變包括：

1. 改變報告事項：引進盤後或「簡況」報告，取代盤中或「生命週期」報告作為永久的報告選項；

2. 引進不利因素「安全港」：如果某些條件得到滿足，可以報告企業使用的委託報告；為了在衍生品交易法規（報告）（被稱為替代報告下）履行義務，而擴大海外公司的能力，使其能依賴國外報告要求。

### 二、店頭市場監理的調整

澳洲監理部門在店頭市場監理的調整幅度較大，係禁止經紀商動用客戶資金。AISC改變了澳大利亞外匯經紀商以往可將客戶資金挪作他用（包括用作公司運營資金）的規定。對零售客戶資金的改革包括取消「允許澳大利亞金融服務持牌公司使用零售OTC衍生品客戶信託帳戶資金」的規定，要求持牌公司必須將客戶資金隔離存放於信託帳戶中。在持牌公司破產的情況下，客戶資金不可用於償

還債權人，而理應歸還給客戶。

### 三、設立專門的糾紛解決機構

澳大利亞政府計劃針對國內的所有金融服務提供商設立一站式外部糾紛解決(EDR)機構——澳大利亞金融投訴監理局(Australian Financial Complaints Association, AFCA)。AFCA 取代目前澳大利亞的 3 大糾紛解決機構——金融申訴服務、信貸及投資申訴服務和養老金投訴法庭。包括外匯及差價合約(CFD)經紀商在內的所有金融服務提供商都將強制性成為 AFCA 成員。同時，AFCA 針對資金限額為 100 萬澳元、賠償上限不低於 500,000 澳元的金融糾紛。AFCA 自身不持有賠償資金，而僅作為中介機構對賠償流程進行監理。AFCA 可能於 2018 年 7 月成立。

## 第六節 澳洲外匯交易市場活躍的原因和啟示

亞太市場目前是全球最大和最多元化的市場之一，零售外匯交易業務已經從發達國家遍布到亞太各個新興市場國家。亞太地區有近 50 個國家，人口總量占世界人口總量的一半以上，而亞太市場的零售外匯交易業務發展迅速。

亞太地區各國之間在經濟和技術發展上面存在著巨大的差異，因而在發展外匯交易業務上面也需要十分慎重。雖然亞太地區各國都十分重視國際貿易，但是大多數國家對資本的跨境流動都有一定的管制，只有極少數國家或地區允許貨幣自由兌換和彙率自由浮動。

正因在亞太地區普遍存在資本管制，貨幣自由兌換存在諸多不便，因而對於零售外匯交易者而言，選擇一個可靠的、值得信賴的經紀商就變得很困難，即便是在一些市場成熟的發達國家，網路上面也存在各種騙術，用各種手段坑害投資者利益，而在亞太地區的發展中國家，欺詐行為更加盛行。

在亞太地區的那麼多國家中，澳大利亞最近幾年在零售外匯業務的發展上面突飛猛進，經開設了零售外匯公司，而這些公司還在海外其他國家設立了分部。澳大利亞經濟和金融環境穩定，有良好的商業道德，此外，澳大利亞證券投資委員會（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）作為澳大利亞的金融監理機構，在金融監理方面做的非常不錯，其權威性和執行效力得到了世界的認可。

### 一、ASIC 數年來的監理變革

ASIC 成立於 1989 年，最初名為澳大利亞證券委員會（ASC），在監理範圍擴大後，1998 年才更名為 ASIC。目前被納入該機構監理職權範圍內的包括保險公司、證券及投資、基金管理、信貸機構和其他金融服務。

1. ASIC 一直對政府和公眾開放諮詢及建議通道，不過成立最初該機構受到一些質疑，這是因並未抑制該市場的金融詐騙。ASIC 多年來致力於完善監理框架，將消費者利益置於監理的首要目的。ASIC 在數十年的監理中進行了多次監理上的改革，以打擊澳洲資本市場上的詐騙及不法活動，包括：

2. 所有 ASIC 外匯經紀商的運營資本不低於 100 萬澳元。而 ASIC 監理之初，這一要求不過 50,000 澳元。最低運營資本逐漸和其他重要監理轄區看齊，這也保證了經紀商不至於因意外的高波動市場活動而虧損；

3. 外匯經紀商必須受到監理才能向當地居民提供外匯交易產品及關聯服務，而且要求有澳大利亞當地辦事處。這也能提高交易者對經紀商的信心，在面對詐騙問題時，監理機構更有能力幫助客戶追回資金；

4.ASIC 要求每一家受監理經紀商定期提交審計報告，保證財務透明。

## 二、ASIC 監理下外匯經紀商受歡迎的原因

ASIC 監理的經紀商通常具有很好的口碑。近年來 ASIC 不斷完善其監理框架，於今年 3 月底正式通過場外衍生品改革方案，禁止經紀商動用客戶資金。這些舉措都能給予投資者信心。選擇 ASIC 監理的經紀商的部分好處包括：

1.ASIC 要求客戶資金隔離存放於澳洲受監理銀行的信託帳戶中；

2.ASIC 未對交易槓桿比例設限，這對交易者及風險偏好客戶非常具有吸引力；

3.ASIC 沒有類似美國零售外匯市場的先進先出（FIFO）等原則、也沒有限制對沖交易；

4.所有經紀商必須遵守 ASIC 監理要求，提供高效的交易平台，經紀商不得對客戶倉位進行干預。而且 ASIC 禁止經紀商與客戶對賭，避免出現利益衝突；

5.ASIC 以及監理經紀商及時反應客戶問題或投訴，因此獲得投資者高滿意度。

## 第八章 韓國衍生性商品市場及金融創新簡介

### 第一節 韓國衍生性商品簡介

韓國最重要的槓桿式產品為槓桿/反向ETF類產品。本節將介紹其開發歷史，特徵以及啟示。

#### 一、韓國槓桿/反向ETF發展的特點

##### (一) 槓桿/反向ETF特徵

ETF (Exchange Traded Funds, 一種在交易所上市交易的、基金份額可變的開放式基金) 具有高效率、低成本的優勢, 可為投資人提供作為全球資產配置的基礎產品。與傳統ETF多為被動投資策略不同, 槓桿/反向ETF是一種典型的主動投資策略工具。槓桿ETF旨在提供相對於所追蹤基準以倍數計的回報, 而反向ETF則是提供相反或反向的指數回報。槓桿/反向ETF會產生波幅拖累 (Volatility Drag), 即槓桿/反向ETF產品持有時期超過單日的話, 累積回報很可能與產品所述倍數乘以指數的同期回報大為不同。如果市場波動較大, 差異會更大, 因此, 槓桿/反向ETF具有高風險性, 更適合作為短線交易和投機工具。

##### (二) 槓桿/反向ETF發展

全球首批槓桿型ETF是2005年2月10日由瑞典XACTFounder AB公司發行的XACT Bull ETF和XACT Bear ETF。在資本市場最發達的美國, 首批槓桿型ETF由美國ETF提供商ProShares於2006年推出, 的後逐漸形成了以ProShares和Direxion公司產品為代表的迅猛發展的槓桿/反向ETF市場。國際金融危機後, 美國金融監管改革對槓桿ETF進行了一定的限制, 並向個人投資者發出警示, 要求在買入槓桿產品前準確理解產品特性, 導致槓桿/反向ETF發展勢頭減緩。然而這幾年, 槓桿/反向ETF活躍度又有明顯提升, 目前共有195只槓桿ETF和62只反向槓桿ETF, 而多數產品都有2—3倍的槓桿。亞太地區槓桿/反向ETF是2008年國際金融危機以後才開始發展的, 近幾年增長快速, 其交易活躍度甚至超過歐美地區。日本、韓國的槓桿/反向ETF成交量均占整個ETF市場的50%以上, 更曾高達84%。

##### (三) 獨具特色的韓國槓桿/反向ETF市場

韓國擁有世界規模最大、流動性最好的金融衍生品市場, 其槓桿/反向ETF成交量占整個ETF市場交易量比例高達50%以上。最能體現韓國槓桿/反向ETF

市場發展成熟程度的，是其龐大的市場規模和交易量。截至 2016 年 1 月末，其市場規模達 39943 億韓元，占韓國整個 ETF 市場規模的 17.8%（其中掛鉤國內產品 15.9%，掛鉤國外產品 1.9%），而其日均交易量達 3380 億韓元，占整個韓國市場 ETF 日均交易量的 56.8%（其中掛鉤國內產品 53.5%，掛鉤國外產品 3.3%）。目前，韓國交易所已註冊上市 19 只正向 2 倍槓桿 ETF 和 11 只反向槓桿 ETF（9 只-1 倍，2 只-2 倍）。韓國的槓桿/反向 ETF 產品品種齊全，投資目標涵蓋股票、貨幣、固定收益證券、衍生品、大宗商品等，而投資地區包含韓國國內及全球其他市場。

不同於歐美國家以機構投資者為主，韓國槓桿/反向 ETF 市場具有東亞資本市場普遍具有的散戶眾多的特性，散戶 ETF 日均交易量達 2588 億韓元，占整個韓國 ETF 日均交易量的 38.6%。槓桿/反向 ETF 如此受散戶歡迎，既因該產品具有擴大收益、反向投資的特點，還因其適應了東亞國家部分投資者偏好投機的市場文化。韓國槓桿/反向 ETF 交易費用低、資金門檻低的特點對普通投資者的吸引力也很大。另外，槓桿/反向 ETF 的波幅拖累等特徵使其更適合作為短期對衝工具，這也符合很多散戶投資者的需求。

## 二、韓國槓桿/反向 ETF 發展的經驗

### （一）吸取美國等市場的經驗教訓

20 世紀初，以 KOSPI200 股指期權為代表的韓國衍生品活躍度已經在全球領先，但韓國設立槓桿/反向 ETF 則比世界第一只槓桿/反向 ETF 晚 4 年，比美國晚 3 年，因而在吸收歐美國家經驗教訓的基礎上，形成了槓桿/反向 ETF 產品“少而精”的韓國特色。美國在 2008 年國際金融危機後進行了金融監管改革，並對槓桿/反向 ETF 進行了限制，這也讓韓國金融部門深刻認識了槓桿/反向 ETF 的負面效應。一個典型的例子是，韓國槓桿/反向 ETF 市場盡管成功，但至今依然沒有推出 3 倍以上槓桿的產品，這是因為韓國吸取了美國 3 倍槓桿的槓桿/反向 ETF 會導致跟蹤偏離度和折溢價幅度過高，對市場衝擊過大的教訓。另外，歐美市場存在的計算複雜、不易被投資者理解的非固定槓桿 ETF 以及創新型的 1.25 倍“輕槓桿”產品也同樣沒有出現在韓國市場。

### （二）穩妥選擇槓桿/反向 ETF 推出時機

韓國是在現貨市場已相對發達的基礎上推出槓桿/反向 ETF。2009 年韓國推出槓桿/反向 ETF，韓國資本市場市值達 0.835 萬億美元，排在世界第七位。而資本市場證券化率達 107.65%，排在世界第四位。因此，成熟發達的資本市場為槓

桿/反向 ETF 提供了豐富的標的選擇。

韓國是在建立比較完善的資本市場法治體系基礎上推出槓桿/反向 ETF。為促進資本市場的金融創新和競爭力，韓國推出《證券交易法》、《期貨交易法》、《間接投資資產運用業法》、《信託業法》、《綜合金融公司法》，及《韓國證券期貨交易所法》予以統合，而制定了《資本市場法》，基於 2009 年 2 月 4 日起正式施行。該法明確將衍生品納入規制體系，為推出更多創新型的金融衍生品奠定了基礎。

2005 年韓國幾大交易所合並為韓國證券期貨交易所，而年《資本市場法》實施的同時又更名成立韓國交易所，通過對證券、期貨等各市場的統合，發揮規模經濟優勢，節約交易費用，進一步提高韓國衍生品市場的國際競爭力。同時，從 1997 年亞洲金融危機後，韓國開啟了分業監管向混業監管的改革，而到了 2008 年形成了由金融委員會負責對金融政策和金融監管機構進行指導和監督，而金融監督院負責金融監督業務具體執行的金融監管體制。大一統的監管體制和法律體系，促進了槓桿/反向 ETF 與更多的金融市場產品掛鉤，增加了市場的流動性。

韓國是在利率市場化和匯率市場化均已基本完成的基礎上推出的槓桿/反向 ETF。1998 年這兩個市場的市場化進程基本完成後，到 2001 年，韓國基本實現了資本項目可兌換和資本市場的對外開放。在這個背景下，韓國交易所能夠促使更多的、全球範圍的投資者入市交易。同時，韓國部分投資者偏好投機的市場文化為槓桿/反向 ETF 提供了生長土壤。韓國市場的部分投資者偏好短線高頻交易，因而槓桿/反向 ETF 因而受到韓國投資者的歡迎。

### （三）具備成熟的金融衍生品市場

韓國發展已相當成熟，是具有發達的以股指期貨為代表的金融衍生品市場。從全球市場來看，往往是先有一個適合交易、廣受認可的核心指數，複製該指數的期貨市場越成熟，追蹤該指數的槓桿/反向 ETF 市場的規模和交易量也就越大。截至 2016 年 1 月末，韓國 ETF 市場規模達 225,158 億韓元，占 KOSPI 市值的 1.9%，而 ETF 成交量達 10,527 億韓元，占 KOSPI 市場成交量的 22.1%。韓國 KOSPI200 是世界最成功的指數之一，1996 年推出 KOSPI200 股指期貨，1997 年 7 月又推出 KOSPI200 股指期權。憑借 KOSPI200 指數的相關產品，韓國交易所衍生品交易量排在全球交易所前列。韓國國內槓桿/反向 ETF 產品也多數追蹤 KOSPI200 指數，相關產品共 7 只，而市場規模達 23,638 億韓元，占整個韓國槓桿/反向 ETF 市場規模的 59.2%。此外，韓國還有反向的國債期貨 ETF 和貨幣期貨 ETF。

同時，韓國有發達的金融市場基礎設施。韓國是全球網絡基礎設施最完善的

國家之一。國際電信聯盟(ITU)數據顯示，韓國平均網速為 22.2Mbps，這個速度相當於美國的 2 倍，中國大陸的 6.5 倍，而比排名第二的香港還高出了 32%。發達的網絡技術使投資者隨時隨地進行網上交易，提高了投資者參與的誘因，也能降低交易成本，並能免費提供市場分析數據，對經紀商和投資者也有很強吸引力。韓國槓桿/反向 ETF 的年費用率約為 0.15%~0.8%，遠低於其他國家（美國槓桿/反向 ETF 的年平均費用率在 1%左右）。

#### （四）多元化的投資者結構

韓國槓桿/反向 ETF 能夠吸引全世界的投資者的原因主要有：一是與股指期貨投資相比，槓桿/反向 ETF 的投資門檻低，安全性更高，不需要追繳保證金，期貨到期無需進行轉約，即不存在爆倉的情況，並且沒有持倉限額制度，廣大投資者可普遍參與。二是槓桿/反向 ETF 市場提高了整個資本市場的流動性。眾多投資者的參與大幅提高流動性，而市場的波動性增加和套利機會增多，進一步吸引更多的機構投資者。同時，多元化的投資者結構促進了韓國槓桿/反向 ETF 市場力量的均衡分布，交易環境相對公平。

#### （五）注重投資者保護

由於槓桿/反向 ETF 的高風險性，容易發生投資者與產品提供商的糾紛，因而受到監管部門的約束。如 ProShares 的一只反向 ETF，由於 2008 年 MSCI 新興市場指數下跌 52%，而基金收益卻並未達到 2 倍，最終受到投資者的法律訴訟。2015 年 12 月，美國證券和交易委員會（SEC）公布一項提案，要求基金使用衍生品要限制在基金資產的 1.5 倍以內，美國金融經紀商利普樂金融集團及最大獨立理財顧問公司愛德華·瓊斯均已停止新售槓桿/反向 ETF，而歐洲的部分金融機構如瑞士銀行等也已停止新售槓桿/反向 ETF，而槓桿/反向 ETF 這種投機屬性較強、風險較高的產品能夠在韓國蓬勃發展，關鍵在於其注重建立三種投資者保護機制。一是建立了統一的自律監管機構。2009 年 2 月 4 日成立韓國金融投資協會，強化整個金融行業自律監管，保護投資者權益。二是形成了以投資者保護為導向的立法模式。將投資者區分為一般投資者和專業投資者，規範金融機構的投資勸誘行為，要求利害衝突和不正當銷售的機構承擔損害賠償責任。三是 HTS 系統（HomeTrading System，是韓國市場各軟件公司研發的方便客戶交易期權的所有期權交易系統的統稱）的推廣普及。軟件以傻瓜化的操作，使得非專業投資者也能夠根據自己對市場的看法，按照軟件的智能引導，逐步選擇並最終完成槓桿/反向 ETF 交易。

### 三、韓國槓桿/反向 ETF 市場的經驗和啟示

相關國家和地區已經基於韓國 ETF 開發的成功經驗，準備涉足 ETF 市場。2016 年 2 月 5 日，香港證監會發布《有關槓桿及反向產品的通函》稱，已經準備好分階段審批槓桿 ETF 及反向 ETF。中國內地 2013 年就有過推出槓桿/反向 ETF 的意向，但由於擔心加劇市場波動等原因一直沒有付諸施行。

目前，全球 ETF 正從 1.0 時代(被動策略投資)向 2.0 時代(主動策略投資)過渡，而槓桿/反向 ETF 這幾年在海外尤其是亞太市場日漸盛行。鑒於韓國經濟結構與台灣的相似性，台灣可借鑒其經驗，研究槓桿/反向 ETF 等衍生產品的可行性，並在恰當的時機推出相關創新產品。

#### (一) 理性看待槓桿/反向 ETF

從全球市場經驗看，金融衍生品具有重要的價格發現、對沖風險和提高市場流動性的功能。正是由於中國股指期貨等衍生品發展的相對滯後，2015 年股市大幅波動期間，新加坡、美國推出的 A 股股指期貨交易量大幅增加，而韓國、美國、中國台灣等也在 2015 年股災期間紛紛新設 A 股槓桿/反向 ETF 產品，這顯示利用衍生品進行風險管理的需求始終存在。如 2015 年 5 月 A 股大漲時，韓國就推出了追蹤滬深 300 指數的正向 2 倍槓桿 ETF——KINDEXSYNTH-China Leverage，而 6 月 A 股暴跌時，韓國又隨即推出追蹤滬深 300 指數的反向 1 倍槓桿 ETF——TIGER SYNTH-China AInverse，截至 2016 年 1 月末，兩只 ETF 的市場規模已分別達到 196 億韓元和 385 億韓元。從韓國的經驗可以看到，槓桿/反向 ETF 可以幫助市場建立更多的投資策略，是資本市場重要的組成部分。

#### (二) 加強金融市場基礎設施建設

加強金融市場基礎設施建設，需要加強市場交易系統的建設，並降低交易成本。從韓國的經驗來看，交易費用是影響槓桿/反向 ETF 發展的重要因素之一。由於槓桿/反向 ETF 大量運用股指期貨和互換等金融衍生工具，對產品研發、會計估值、風險管控和系統支持的要求也更高。因此，要加強相關交易系統的網絡建設，簡化交易程序，及降低交易成本。二是發揮專業指數公司的作用，形成合乎市場需求的指數設計。由於具有廣泛的代表性，在韓國跟蹤 KOSPI200 指數的 ETF 數量眾多。三是加強期權、期貨等衍生品市場發展。槓桿/反向 ETF 的成功往往與股指期貨、股指期權的發達程度高度相關。培育發達的衍生品市場也是掌握股指定價權、增加市場流動性的手段。

### （三）加強投資者教育和保護

槓桿/反向 ETF 不同於其他產品，它適合短期投資，要求投資者有能力和意願來定期監控其持倉，並理解這種 ETF 產品的運作機制。在正式推出槓桿/反向 ETF 產品前，應該充分做好產品的風險收益特徵、所跟蹤的標的指數、投資者適用性等重要方面的投資者教育，爭取產品推出就能穩定運行。同時，在有關槓桿/反向 ETF 的投資者教育中，必須關注波幅拖累導致槓桿/反向 ETF 的累計收益有時會遠低於目標指數槓桿收益的特徵原理。

## 第二節 韓國在衍生性商品方面的監理創新

韓國在 1997 年 11 月的亞洲金融風暴中爆發金融危機，造成韓元大貶、股價暴跌，外匯存底快速流失，韓國經濟及金融接近崩盤，最後被迫由國際貨幣基金 (IMF) 接管，這也迫使韓國政府展開一連串的金融改革，搶救國家金融體系。韓國有發生金融風暴，主要因為過去沒有健全的金融產業，且現代金融商品界線日益模糊。因此，韓國認為金融市場管理應採用前瞻與創新的作法，使從事相同的行業，受相同法令規範，並鼓勵金融創新與落實對投資人的保障。為達成這項目標，韓國政府參考英國模式，於 2003 年初提出整合金融法規計畫，制定一部規範範圍更為廣泛，讓金融市場、金融機構能提高其附加價值及全球競爭，使韓國朝向成為東北亞的金融中心 (financial hub) 的目標邁進。該法全名為《投資服務暨資本市場法令》，已於 2009 年 2 月 4 日正式施行，並於 2010 年進行了修訂，而修訂的主要內容有：

1. 功能性監理部分。新法對金融商品相關規範從「產業別」改為「功能別」，依照功能重新調整監管方式與法規，避免相同的金融商品因適用不同的規定，而產生套利的不公平現象。

2. 重新定義金融商品範圍。新法除了將金融商品明確定義，管理的架構也由「正面表列」改為「負面表列」，使得金融業有較大的空間可以創新新金融商品。

3. 擴大業務範圍。該法整併原來分業的證券、期貨、投信投顧、資產管理等行業，統稱為金融投資公司，並擴大其經營業務的範圍。

4. 提昇投資人保護機制。新法將投資人區分為專業投資人、一般投資人，銷售推薦商品上適用不同的行為規範。例如，針對一般投資人的銷售金融商品，納入相關「適當性原則」的相關規範。

投資服務暨資本市場法於 2009 年 2 月公布後，於 2010 年 2 月 18 日再度修訂部份條文，並於同年 6 月實施。主要修訂項目如下所示：

1 公司財務重整時引進私募股權基金與共同基金，並規定至少投資三年增加公司籌資機制，使公司借助資本市場進行重整。

2 允許公司發行可轉換優先證券（CPs）。

3 強化金融投資公司在增加新業務時應具備的資格條件，同時降低對主要股東的要求。透過延伸金融服務業務範圍，以改善金融服務品質，並強化公眾對金融服務公司的信心。

4 擔任公司非常任董事（non-registered）者，亦應符合金融投資公司經理人（executives）的資格條件。

5 對基金銷售與管理服務費用訂定上限，對金融投資人與消費者提供更好的保護。

6 店頭衍生性商品交易採事前審查。

## 第九章 俄羅斯衍生品市場簡介

### 第一節 俄羅斯外匯及期貨市場介紹

#### 一、俄羅斯外匯交易市場簡介

1998 年在違約風險的侵襲下，俄羅斯眾多交易所暴露出資本金不足、監管薄弱的問題，全部交易所幾乎倒閉，外匯期貨市場陷入癱瘓，導致交易量向 CME 轉移。而經過兩年的休整，2000 年俄羅斯外匯期貨市場重啟，2004 年至 2008 年通過積極引入做市商、擴充資本金規模、加強結算風控體系等手段，俄羅斯外匯期貨市場進入了平穩發展期，而盧布期貨交易主戰場回歸俄羅斯。2008 年金融危機爆發使俄羅斯外匯期貨交易受到嚴重影響，但是憑借多元化的產品結構、強健風控體系等優勢，RTS (Russia Trading System) 外匯期貨交易迅速恢復，並取代莫斯科銀行間交易所成為俄羅斯外匯期貨市場的領頭羊。2009 年金融危機後期，在匯率管制逐步放鬆的推動下，俄羅斯外匯期貨市場重新恢復快速發展，產品創新不斷加快，市場效率不斷提高。

2011 年莫斯科銀行間外匯交易所 (MICEX) 與俄羅斯股票交易所 (RTS) 成功合併，因而提升了俄羅斯外匯期貨在的全球地位。然而，回顧歷史不難發現，俄羅斯外匯期貨市場的發展過程並非一帆風順，幾經停頓、蕭條，然而憑借不斷強化的風險控制、逐步優化的市場參與者結構，最終俄羅斯外匯期貨市場還是達成全球外匯期貨交易量排名前十。

#### 二、俄羅斯期貨交易市場簡介

俄羅斯交易所 (RTS) 成立於 1995 年，並與 2001 年設立自己的衍生品交易所 FORTS，開始進行股票和股指的期貨交易。FORTS 自 2006 年推出股指期權合約之後，交易量增長迅速。目前俄羅斯交易所已經超過北歐交易所，成為歐洲第三大股指期權交易所。推出的產品包括黃金、白銀、原油、原糖、債券、單一股票、RTS 指數等。

從表九.1 可以看出，俄羅斯期貨交易產品和美國和歐洲交易產品相比，體系尚不完整。並沒有針對不同品類的期貨作分類，而資訊披露程度也有待提高。其主要交易品種為金屬和能源類產品。

以能源類產品為例，在美國「頁岩氣革命」和油價大幅下跌的背景下，作為全球石油天然氣出口大國之一，SPIMEX 於去年 11 月推出的烏拉爾 (Urals) 原油期貨是俄羅斯政府極力打造的俄羅斯出口原油基準價格。烏拉爾原油參照國際原油期貨設計體系，採用月度合約，一手合約為 1000 桶，標準交割單位為 72

萬桶，交割地為俄羅斯重要原油出口港普里莫爾斯克（Primorsk）。

表九.1 俄羅斯期貨交易產品保證金一覽表  
（詳見附錄一）

### （三）小結

俄羅斯外匯及期貨市場快速發展，係因為其經濟受全球能源產品市場價格影響顯著，故市場有明顯的避險趨勢；同時又因為盧布不穩定，以及俄長期以來與英美等主要西方國家較不穩定的關係，使得市場運用槓桿式交易產品進行避險的需求旺盛。

## 第二節 俄羅斯衍生品市場創新

俄羅斯金融衍生品市場交易活躍，外匯衍生品是其主要交易產品。在外匯市場出現高波動率和盧布匯率劇烈波動的背景，莫斯科交易所衍生品市場交易非常活躍。2014年7月份莫斯科交易所衍生品市場成交量達4.1萬億盧布，合約9,950萬張。8月份成交量達3.9萬億盧布，合約9,940萬張。9月份成交量達5.3萬億盧布，合約12,530萬張。9月份開始受到外匯衍生品的強勁帶動，莫斯科交易所衍生品成交量猛增，10月份成交量達6.3萬億盧布，合約14,280萬張。11月份成交量達7.7萬億盧布，合約16,280萬張。12月份成交量達8.5萬億盧布，合約16,890萬張。

俄羅斯外匯衍生品領跑金融衍生品市場。受股市波動及盧布持續貶值的影響，市場對沖外匯風險需求強烈。俄羅斯外匯衍生品自2014年9月份以來表現出強勁的增長勢頭，成交量、持倉量和去年同期相比大幅增長，而單日交易規模屢創新高。9至12月份外匯期貨成交量分別約為2.7萬億盧布、3.7萬億盧布、4.7萬億盧布、5萬億盧布，和去年（2013年）同期相比，分別增長1.2倍、3.5倍、3.9倍、4.1倍。外匯衍生品中以盧布兌美元期貨成交量及持倉量增長最為突出。盧布兌美元期貨7至12月份日均成交量分別為198萬張、215萬張、290萬張、320萬張、326萬張、及334萬張，和去年同期相比分別增長50%、104%、109%、208%、128%、141%；7至12月份日均持倉量分別為446萬張、471萬張、450萬張、430萬張、422萬張、及340萬張，和去年同期相比分別增長122%、115%、93%、72%、56%、36%，增速非常明顯。

俄羅斯股指期貨契合股指波動的表現平穩。2014年7月至12月份期間俄羅

斯 RTS 指數期貨成交量、持倉量表現較為平穩。其中，7 月至 12 月份 RTS 指數期貨日均成交量分別為 83 萬張、84 萬張、95 萬張、95 萬張、57 萬張、100 萬張，除 10 月份和去年同期相比增長 8%、12 月份和去年同期相比增長 22% 的外，其他月份均出現了一定程度的下降；7 月至 12 月份 RTS 指數期貨日均持倉量分別為 87 萬張、87 萬張、83 萬張、74 萬張、80 萬張、91 萬張，和去年同期相比均有所下降。俄羅斯 MICEX 指數期貨日均成交量、持倉量變化明顯。7 月至 9 月份日均成交量、持倉量和去年同期相比均大幅下降，10 月份的後成交量及持倉量出現反彈。11 月份日均成交量 0.8 萬張，和去年同期相比增長 130%，日均持倉量 2.9 萬張，和去年同期相比增長 55%。12 月份日均成交量 1.3 萬張，和去年同期相比增長 45%，日均持倉量 1.4 萬張，和去年同期相比增長 77%。

綜合 RTS 指數期貨及 MICEX 指數期貨走勢來看，隨著石油價格的下跌，股指期貨在成交量、持倉量方面均出現了不同程度的變化。股指期貨市場在股指波動比較劇烈的節點均積極反應，證明了其功能的穩定性和有效性。

隨著俄羅斯經濟出現波動，俄羅斯衍生品市場積極做出反應，頒佈相應措施，保障市場平穩運行。其金融衍生品市場相應措施如下：

#### 1、提高保證金規模，防範交易風險。

自 2014 年 11 月 5 日起莫斯科交易所不斷上調美元兌盧布、歐元兌盧布等期貨產品的最低交易保證金規模，以進一步防範衍生品市場波動過大造成的系統性風險。

#### 2、優化結算價模式，保證穩步增長。

為保證外匯期貨產品交易的順利實施，莫斯科交易所 2014 年 9 月份起改變歐元兌盧布、歐元兌美元外匯期貨結算價的定價模式，不再根據歐洲中央銀行計算和發布的匯率為外匯期貨定價，而分別改為莫斯科交易所歐元兌盧布定盤價、湯森路透和 ICAP 公司的歐元兌美元定盤價作為相應期貨的結算價；因此進一步統一了貨幣對之間的執行機制，以減少交易者的基礎資產風險，並保障場內外匯期貨交易的穩步增長。

#### 3、豐富保證金貨幣種類，靈活資金管理。

2014 年 10 月 13 日開始，莫斯科交易所衍生品市場投資者及其客戶可以採用歐元作為交易保證金。根據有關規定，除盧布、美元、有價證券之外，莫斯科交易所下屬的國家清算中心還將啟用歐元作為可用於結算的保證金。該項措施推出的後，含西方企業在內的莫斯科交易所衍生品市場參與者，可以對自己的保證金進行差異化管理，優化自身及其客戶用於交易的資金結構。

#### 4、更新管理系統，堅持服務創新。

2014年7月28日開始，莫斯科交易所對其交易清算系統做出更新，推出衍生品市場及外匯市場外匯風險淨額結算服務，將客戶衍生品市場做市商編號與外匯市場結算代碼進行聯結，實現兩者在衍生品市場清算系統中的關聯。新的風險淨額結算措施使衍生品市場和外匯市場的交易者可以重新配置衍生品市場未平倉合約與外匯市場未交割合約間的外匯風險，從而減少交易者保證金劃撥所產生的費用。

### 第三節 俄羅斯外匯期貨監理結構的檢討

#### 一、俄羅斯外匯期貨市場監理漏洞問題

利用監管漏洞，一些經紀商對客戶實施欺詐，從而損害了立法機構對所有在俄羅斯開展業務的經紀商的看法。

2012年，新成立的經紀商數量迅速激增，俄羅斯財政部和俄羅斯央行對外匯經紀商開始持負面態度。其實，財政部的專家一直將外匯行業與博彩業聯繫起來。很顯然，外匯行業的持續增長使他們感到困擾，其立法機構無力對外匯行業進行監管和控制。

據央行副行長 Sergey Shvetsov 稱，“俄羅斯央行不會為外匯市場的增長和拓展及其在民眾間的推廣提供支持。外匯市場是個賭場，市場中的人抱著賭博心理，而不是資產投資理念。在沒有金融監管的情況下使用這些產品會帶來問題。”

面對亂象叢生的零售外匯業，俄羅斯央行於2013年11月宣布將解散俄羅斯國內的唯一的金融監管機構 Megaregulator 機構，而此前包括外匯在內的一切金融活動都在 Megaregulator 的下。

最終，因為經紀商長期肆無忌憚的行為，俄羅斯財政部和俄羅斯央行堅持要求立法機關制定新的法案。新法案使央行有權力控制外匯市場，在 CRFIN 的協助下，成為外匯行業唯一的常規監管機構。CRFIN 是俄羅斯的非盈利機構，為自律性監管組織，其宗旨是促進和完善俄羅斯場外外匯（OTC）市場的透明度，保護參與者的利益。

2016年1月1日起，新版證券市場法案實施。按照該法案，俄羅斯所有註冊經紀商都必須向自律組織 CRFIN 提出申請，以取得央行牌照。這項新要求非常嚴格，只有規模最大的經紀商能夠符合規定。2015年年底，FINAM Forex 成為首家獲得俄羅斯央行監管牌照的外匯經紀公司。

#### 二、俄羅斯對於外匯交易商的相關規制

俄羅斯央行規定牌照的審批時間為兩個月，牌照名為外匯交易商，而持牌公

司只可以作為外匯交易商開展業務。申請牌照的外匯經紀商必須向自律組織 CRFIN 的賠償基金存入 200 萬盧布的資金，該筆資金會轉給投資者補償基金。

此外，對申請者的最低註冊資本要求為 1 億盧布。作為適當人選評估的一部分，管理高層、董事和股東必須提交學歷教育和專業資質證明、業內相關經驗證明以及無犯罪記錄證明，公司必須提交商業計劃，取得許可所需的文件多達 40 多項，包括調查、參考文獻、結論以及未來兩年業務規劃。與之相比，從塞浦路斯證券交易委員會獲取牌照所需文件數量只有俄羅斯的一半。但與很多其他的完全監管地區不同，俄羅斯無實體辦公地點要求。

俄羅斯央行要求外匯交易商投放的廣告必須註明公司全稱和牌照信息，而且不得侵害任何第三方的權利。對於客戶最關心的出金問題，俄羅斯央行也做出了規定，其要求客戶提出出金要求後，外匯交易商必須在兩個工作日內退回客戶資金。在不違背央行已確定的監管標準的前提下，外匯自律組織可以自行添加必要的監管要求。

此外，外匯公司的經理人、交易商和會計師都必須通過一項考試並獲得證書。考試的內容包括：

1. 經紀商、交易商和證券管理活動的定義，以及與基礎設施機構和所有對交易負責的機構之間的互動關係。
2. 證券市場參與者的執照獲得。
3. 經紀商、交易商和證券經理人操作規則。投資者保護。
4. 保證金交易、回購交易。
5. 後台組織，內部報告管理與會計。
6. 證券公司內控。
7. 反洗錢項目、反金融恐怖主義項目。
8. 證券市場技術分析和基本分析的基礎知識、證券交易的利潤率評估、金融衍生品市場基礎知識、證券組合管理原則。
9. 證券風險評估方法。
10. 國際證券公司政策。

這項考試滿分 100 分，成績達到 80 分方可獲得證書。

槓桿限制

根據法案，經紀商向客戶提供的最大槓桿為 50:1。

交易者資金安全

前文已提及客戶補償基金，該補償基金由外匯行業自律性組織 CRFIN 建立，俄羅斯所有外匯經紀商將必須成為外匯自律組織的會員，並參與進這個補償基金，

否則，將取消其外匯牌照。與其他國家的補償基金一樣，該基金是為了應對公司破產的情況。

但鑒於俄羅斯外匯監管與美國和英國等西方國家非常類似，交易者們可能會疑惑俄羅斯的賠償基金是否與英國金融服務賠償計劃或其他國家的資金補償計劃有不同之處。

俄羅斯的破產外匯經紀商的客戶可以獲得的賠償基金沒有限制。法案未提到最大賠償規模。這與 FSCS 不同，FSCS 保證高達 5 萬英鎊的存款。但是，該規範法案規定，基金中的資金可能不足以滿足所有賠償申請。

如果一家外匯經紀商(或外匯交易商的類俄羅斯公司)破產，賠償基金將首先接受該經紀商客戶的申請，之後創建賠償支付特別登記簿。按照法律規定，破產經紀商的任何客戶都可以申請基金賠償，所有此類申請都需要經過書面流程。

之後，基金將按照經同意的申請的規模按比例支付第一批份額，直到基金中的資金全部分配完。然後是第二批份額，資金源自賠償基金其他良好穩定的會員。另外交易者必須等待，直到屬於他們的金額的其他部分計算結束，之後，外匯經紀商需要向基金交付所需資金。

按照該規範法案，外匯經紀商將必須在接到金額通知後 30 天內交付額外的資金。然而，在賠償資金的分配上並無時間限制，也就是交易者必須一直等待。法案中沒有說明如果一家公司拒絕向基金支付額外資金，從而幫助同行賠償客戶會有什麼後果。

## 第十章 台灣槓桿交易市場介紹

本章節主要介紹台灣槓桿交易商業務及槓桿保證金契約，包含槓桿交易商業務範圍及交易對象，槓桿保證金契約意涵，槓桿交易商在台灣如何設立，槓桿交易商違反期貨管理法令的行政處分內容，以及槓桿交易商在台灣的稅賦課徵。隨後本章節將介紹台灣槓桿交易商的監督與管理，包含槓桿交易商財務面、業務面，以及從業人員面的監督與管理。

### 第一節 槓桿交易商業務及槓桿保證金契約

#### 一、槓桿交易商業務範圍及交易對象

《期貨交易法》第 80 條槓桿交易商非經主管機關核准，不得經營期貨交易業務。而槓桿交易商其業務範圍，係從事期貨店頭市場槓桿保證金契約交易業務的期貨業者，復考量現行國內證券商及銀行從事店頭衍生性金融商品交易係以自營型態為主，故金融監督管理委員會（下稱金管會）於槓桿交易商管理規則第 5 條明定，槓桿交易商由期貨自營商兼營，於其營業處所經營槓桿保證金契約自營業務。

依國內外店頭市場交易實務及《期貨交易法》第 3 條第 1 項第 4 款的槓桿保證金契約的定義，槓桿交易契約不必然支付保證金，亦可能取得他方授與一定信用額度以替代的。就槓桿保證金契約與店頭衍生性金融商品的性質比較，二者均具有(1)由買賣雙方直接議定(2)在未來特定期間以約定的價格收付特定的標的資產或結算價差(3)損益與標的資產價格有密切關係(4)具有遠期交易特性及(5)具有槓桿效果等，二者業務性質相同，故槓桿保證金契約的範圍可涵蓋現行證券商及銀行經營店頭衍生性商品的範圍，且此方式可避免槓桿交易商業務範圍過度限縮，影響其業務發展、商品創新及競爭力（劉純斌，2012）。

開放的交易對象分為專業客戶與一般客戶，專業客戶包含銀行、保險公司和專業自然人等，而一般客戶為專業客戶以外的法人或自然人。依據「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」，槓桿交易商不得與有下列各款情事之一者，從事槓桿保證金契約交易：

- 一、年齡未滿二十歲。
- 二、受破產的宣告未經復權。

- 三、受監護或輔助宣告未經撤銷。
- 四、法人未能提出該法人授權交易的證明書。
- 五、華僑及外國人未能提出台灣證券交易所股份有限公司、台灣期貨交易所股份有限公司核發的登記證明文件。
- 六、境外華僑及外國人與保管機構或代理人所簽訂合約的內容不符台灣證券交易所股份有限公司或台灣期貨交易所股份有限公司的規定。
- 七、證券期貨主管機關、期貨交易所、期貨結算機構、期貨同業公會及本中心的職員及聘僱人員。
- 八、曾因違背期貨交易契約或證券交易契約未結案且未滿五年。
- 九、違反期貨交易管理法令或證券交易管理法令，經司法機關有罪的刑事判決確定未滿五年。

## 二、槓桿保證金契約意涵

《期貨交易法》第3條所謂期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場的規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益的下列契約的交易。其中槓桿保證金契約：指當事人約定，一方支付價金一定成數的款項或取得他方授與的一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物的契約。亦即槓桿保證金契約涵蓋範圍包括衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益的期貨交易，且可以在期貨集中市場或店頭市場交易（劉純斌，林家璋；2012）。立法理由謂本款項界定的槓桿保證金契約，係參考香港槓桿式外匯買賣條例第二條、新加坡一九九五年期貨交易法第二A條槓桿外匯交易的立法精神，以及槓桿交易契約的特性訂立。

依《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易者經營槓桿保證金契約交易業務規則》（下稱《交易業務規則》）第5條，槓桿保證金契約型態包括遠期契約、選擇權契約、交換契約、差價契約，或上述二種以上契約的組合，或結合固定收益商品的組合式契約，且除本規則另有規定外，不得連結下列標的：

- 一、國內外私募的有價證券。
- 二、本國企業赴海外發行的有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行的受益憑證。

三、國內外機構編製的臺股指數及其相關金融商品。但由本中心或台灣證券交易所股份有限公司編製或合作編製者，不在此限。

四、大陸地區證券市場有價證券。

### 三、槓桿交易商的設立

#### (一) 期貨商申請兼營槓桿交易商的資格條件

依《交易業務規則》第8條，槓桿交易商應先取得主管機關核發許可證照，並與本中心簽訂經營槓桿保證金契約業務的契約後，始得檢具申請書件，向本中心申請辦理槓桿保證金契約交易業務。未經申請並獲本中心同意，不得辦理該業務。

依《槓桿交易商管理規則》第6條，應符合下列資格條件，並應依證券櫃檯買賣中心的規定辦理：

- 一、須經營自營業務滿三年。
- 二、最近期經會計師查核簽證的財務報告顯示淨值達新臺幣十億元以上，且無累積虧損，並符合期貨商管理規則第十七條的規定。
- 三、最近六個月調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需的客戶保證金總額比例的月簡單算術平均數，每月均不得低於百分之四十。
- 四、最近半年未曾受本法第一百條第一項第一款、證券投資信託及顧問法第一百零三條第一款或證券交易法第六十六條第一款的處分。
- 五、最近二年未曾受本法第一百條第一項第二款至第四款、證券投資信託及顧問法第一百零三條第二款至第五款或證券交易法第六十六條第二款至第四款的處分。
- 六、最近一年未曾受期貨交易所、期貨結算機構、證券交易所及證券櫃檯買賣中心依營業細則或業務章則處以停止或限制買賣。
- 七、其他經主管機關規定的條件。

期貨商不符前項第四款至第六款的條件，惟其情事已具體改善，並經主管機關認可者，得不受其限制。

#### (二) 期貨商申請兼營槓桿交易商許可應檢附的書件：

依《槓桿交易商管理規則》第7條，應填具申請書，並檢具下列書件，向主

管機關申請許可：

- 一、營業計畫書：載明兼營槓桿交易商的經營原則、業務發展計畫、內部組織分工、人員招募與訓練計畫及開業當年度與次年度財務狀況的預估。
- 二、載明兼營槓桿交易商決議的董事會議事錄。
- 三、董事及監察人無本法第二十八條規定情事的聲明書。
- 四、最近期經會計師查核簽證的財務報告。
- 五、符合前條第一項第六款規定的證明文件。但未與相關機構訂立市場使用契約者免附。
- 六、案件審查表。
- 七、申請書及附件所載事項無虛偽或隱匿的聲明書。

(三) 期貨商兼營槓桿交易商申請核發許可證照應檢附的書件：

依《槓桿交易商管理規則》第8條，期貨商申請兼營槓桿交易商，應自主管機關許可的日起六個月內，依法變更公司章程及辦妥兼營槓桿交易商的公司變更登記，並填具申請書及檢具下列書件，向主管機關申請核發許可證照：

- 一、公司章程及公司變更登記證明文件。
- 二、兼營槓桿交易商的內部控制制度。
- 三、證券櫃檯買賣中心出具期貨商兼營槓桿交易商風險管理妥適性的審查意見書。
- 四、中華民國期貨業商業同業公會（以下簡稱同業公會）出具擔任槓桿交易商的經理人與業務員資格審查合格的名冊及資格證明文件。
- 五、擔任槓桿交易商的經理人與業務員無本法第二十八條規定情事的聲明書。
- 六、最近期經會計師查核簽證的財務報告。但與申請許可兼營槓桿交易商時檢具的財務報告為同期者免附。
- 七、已依第十條規定繳存營業保證金的證明文件。
- 八、符合第六條第一項第六款規定的證明文件。但未與相關機構訂立市場使用契約者免附。
- 九、案件審查表。
- 十、申請書及附件所載事項無虛偽或隱匿的聲明書。

(四) 主管機關得予以退件、不予許可或核發許可證照的情事

依《槓桿交易商管理規則》第 9 條，

1. 申請書件內容或事項經發現有虛偽不實的情事。
2. 營業計畫書或內部控制制度內容欠具體或無法有效執行。
3. 董事、監察人或被指派擔任槓桿交易商的經理人有本法第二十八條規定情事。
4. 未符合第六條規定。
5. 其他為保護公益，認有必要。

#### 四、槓桿交易商違反期貨管理法令的行政處分

(一) 依《期貨交易法》第 100 條，違反本法或本法所發布的命令者，除依本法處罰外，主管機關得視情節輕重，為以下的處分：

1. 警告。
2. 撤換其負責人或其他有關人員。
3. 命令為停止六個月以內全部或一部的營業。
4. 撤銷營業許可，並得限期命其改正。限期改正逾期仍不改正者，主管機關得再依前項各款連續或加重其處分，至其改正為止。

(二) 槓桿交易商若有《期貨交易法》第 119 條的情形之一者，處新臺幣 12 萬元以上 60 萬元以下罰鍰。

#### 五、槓桿交易商的稅賦課徵

財政部核釋個人與槓桿交易商從事結構型商品交易所得的課稅規定（中華民國 104 年 12 月 15 日 台財稅字第 10404626320 號）：個人與槓桿交易商從事結構型商品交易的所得，比照所得稅法第 14 條第 1 項第 10 類其他所得但書個人與證券商或銀行從事結構型商品交易所得課稅規定，核屬其他所得，並依同法施行細則第 17 條的 3 規定計算所得額。該所得額比照同法第 14 條的 1 第 2 項第 4 款及第 88 條規定扣繳稅款，不併計綜合所得總額。

依據財政部稅務入口網，財政部表示，鑑於金管會已開放槓桿交易商經營結構型槓桿保證金契約，其性質與證券商或銀行辦理結構型商品交易一致，為符合

租稅公平與課稅待遇一致性，決定比照現行個人與證券商或銀行從事結構型商品交易所的課稅規定，准許個人與槓桿交易商從事結構型商品交易所，亦應按10%扣繳率分離課稅。

## 第二節 槓桿交易商的監督與管理

### 一、槓桿交易商財務面的監督與管理

#### (一) 繳存營業保證金

依《槓桿交易商管理規則》第10條，

1. 期貨商經主管機關許可兼營槓桿交易商，應於辦理公司變更登記後，向符合第二項規定的金融機構繳存營業保證金新臺幣一千萬元。
2. 營業保證金，應以現金、國內政府債券或符合主管機關核准或認可的信用評等機構評等達一定等級以上的有價證券繳存。
3. 期貨商兼營槓桿交易商所繳存的營業保證金不得分散存放、辦理掛失或解約，所繳存的標的及其保管憑證不得設定任何擔保，且非經主管機關核准，不得辦理提取或調換。但營業保證金種類調換的提取且總金額未變動者，應由保管機構於三日內將變動情形向主管機關申報。

#### (二) ANC 比率監理

ANC 比率為調整後淨資本額占期貨交易人未沖銷部位所需的客戶保證金總額比例。依《槓桿交易商管理規則》第11條，

1. 期貨商兼營槓桿交易商於計算《期貨交易法》第72條第1項有關ANC比率時，應將經營槓桿保證金契約交易業務納入計算，其計算方式依主管機關的規定辦理。
2. 期貨商兼營槓桿交易商的淨值低於新臺幣8億元或ANC比率低於20%時，應即向主管機關、期貨交易所及證券櫃檯買賣中心申報。
3. 期貨商兼營槓桿交易商的淨值低於新臺幣6億元或ANC比率低於15%時，除處理原有交易外，應即停止辦理槓桿保證金契約交易業務，並向主管機關、期貨交易所及證券櫃檯買賣中心提出改善計畫。
4. 上述的金額或比例，得由主管機關視國內外經濟、金融情形及槓桿交易商業務狀況調整的。

## 二、槓桿交易商業業務面的監督與管理

### (一) 涉及外匯業務

依《槓桿交易商管理規則》第 12 條，

1. 應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。經許可後就其辦理本項業務有違反中央銀行相關規範，經中央銀行限期改正，屆期仍未改正，或其情節重大者，中央銀行得廢止該許可或為適當的處置。
2. 槓桿交易商經營前項業務及從事相關避險交易，其結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理。
3. 槓桿交易商得以客戶身分向經中央銀行許可辦理衍生性外匯商品業務的指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。
4. 款項及費用收付方式：
  - (1) 以新臺幣計價者，與客戶間有關交割款項及費用收付，均應以新臺幣為之。
  - (2) 以外幣計價者，與客戶間有關交割款項及費用收付，均應以外幣為之。  
客戶款項的支付得自其本人外匯存款戶轉帳撥付，如需辦理結匯者由客戶透過外匯指定銀行依外匯收支或交易申報辦法的規定辦理。
  - (3) 客戶提前解約或契約到期時，槓桿交易商應按契約所載的計價幣別於交割日將客戶應收款項存入客戶的新臺幣或外匯存款帳戶。
5. 應於次月五日前向外匯主管機關及證券櫃檯買賣中心申報營業月報表。

### (二) 連結特殊標的的規範

依《槓桿交易商管理規則》第 13 條及第 14 條，

1. 下列標的僅得與專業機構投資人從事交易且須依規定事先提出申請核准：
  - (1) 國內外私募的有價證券。
  - (2) 本國企業赴海外發行的有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行的受益憑證。
  - (3) 國內外機構編製的臺股指數及其相關金融商品。但由櫃買中心、台灣證券交易所或台灣期貨交易所編製或與其他機構合作編製者，不在此限。
  - (4) 大陸地區證券市場有價證券。

2. 槓桿交易商欲從事連結上述特殊標的的槓桿保證金契約交易，應檢附相關書件向櫃買中心提出申請，並由櫃買中心轉報主管機關，主管機關於核准第一家槓桿交易商後始得辦理。

### (三) 客戶保證金專戶

依《槓桿交易商管理規則》第 15 條，

1. 槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，而有向客戶收取保證金時，應於主管機關指定的機構開設客戶保證金專戶，該帳戶應標明係槓桿保證金契約交易客戶保證金專戶。
2. 槓桿交易商與客戶從事槓桿保證金契約交易時，所收付的保證金應透過客戶保證金專戶辦理的，該專戶的提取作業應以轉帳方式辦理，同時應有詳實的紀錄及收付憑證。
3. 準用《期貨商管理規則》第 42 條第 2 項，槓桿交易商應將所開設客戶保證金專戶的機構名稱及帳號於營業場所顯著位置公告，變更或註銷時亦同。
4. 準用《期貨商管理規則》第 42 條第 4 項，客戶開設保證金專戶時，須符合下列條件：
  - (1)經本會核准經營外匯或收受存款業務，並符合本會所定條件的銀行。
  - (2)證券集中保管事業。
  - (3)經中央銀行委託辦理中央登錄公債登記業務，並符合本會所定條件的清算銀行。
5. 準用《期貨商管理規則》第 47 條第 1 項，國內期貨交易保證金或權利金的繳交，得以現金或經主管機關核定的有價證券為之。

### (四) 避險交易

1. 依《槓桿交易商管理規則》第 12 條第 3 項，槓桿交易商得以客戶身分向經中央銀行許可辦理衍生性外匯商品業務的指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。
2. 依《槓桿交易商管理規則》第 18 條第 2 項，槓桿交易商從事槓桿保證金契約交易進行避險者，應依主管機關的規定辦理。

#### (五) 交易紀錄保存與查核

1. 依《槓桿交易商管理規則》第 18 條，槓桿交易商從事槓桿保證金契約交易，應保存足資證明交易事實的紀錄。
2. 依《槓桿交易商管理規則》第 16 條，槓桿交易商應於營業處所備置所有有關交易及結算交割的憑證、單據、帳簿、表冊、紀錄、契約及相關證明文件，供主管機關、期貨交易所、證券櫃檯買賣中心或主管機關指定的機構查核。
3. 依《槓桿交易商管理規則》第 17 條，槓桿交易商對於主管機關、期貨交易所、證券櫃檯買賣中心或主管機關指定的機構得對槓桿交易商的業務、財務及其他必要事項進行查核，並提出說明及提供相關文件。

#### (六) 經營業務的禁止行為

依《槓桿交易商管理規則》第 18 條第 3 項，槓桿交易商進行避險操作或於計算商品損益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格的形成或客戶的權益。同條第 4 項，槓桿交易商從事槓桿保證金契約交易不得有為自身或配合客戶利用本項交易進行併購或不法交易的情形。

### 三、槓桿交易商從業人員面的監督與管理

#### (一)、業務員的定義

依《槓桿交易商管理規則》第 19 條第 3 項，指為槓桿交易商從事下列業務者員：

- (1) 槓桿保證金契約的研究分析或商品設計。
- (2) 槓桿保證金契約的推介或銷售。
- (3) 槓桿保證金契約的結算交割。
- (4) 槓桿保證金契約的內部稽核。
- (5) 槓桿保證金契約的法令遵循。
- (6) 槓桿保證金契約的主辦會計。
- (7) 槓桿保證金契約的風險管理。
- (8) 辦理其他經核准的業務。

## (二)、誠實信用義務

槓桿交易商的負責人及業務員應本誠實及信用原則，忠實執行業務。不得有《槓桿交易商管理規則》第 22 條第 2 項及《期貨交易法》第六十三條的行為：

- (1) 以詐欺、脅迫或其他不正當方式辦理槓桿保證金契約交易業務。
- (2) 與客戶約定分享利益或承擔損失，直接或間接要求、期約或收受不正利益。
- (3) 為虛偽、欺罔、或其他顯著有違事實或故意使他人誤信的行為。
- (4) 未經客戶的同意，從事與客戶指示意旨或利益相違背的行為。
- (5) 同意他人使用其名義，從事槓桿保證金契約交易。

## (三) 開放持受託買賣牌照從業人員從事槓桿交易業務的建議

由於櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第 55 條，及櫃買中心「期貨商受託買賣執行業務員轉介槓桿保證金契約業務規範」第 3 條的規定，我國期貨商的業務團隊目前只好多配置於經紀業務單位。這是因持受託買賣牌照的業務員，不能直接承作或轉介外匯保證金業務，因而預期未來這類人力將大幅縮減，從而無法服務實體經濟。有鑒於此，本研究建議：

- (1) 持受託買賣牌照的從業人員，透過嚴謹訓練及通過考試，可兼持槓桿交易業務(含外匯保證金業務)牌照，或
- (2) 開放持受託買賣牌照的從業人員可轉介外匯保證金業務。

## 第十一章 槓桿交易商交易機制的跨國比較

本章包含主要三個部分：

第一節係槓桿交易機制的跨國比較，主要比較了各主要國家槓桿交易保證金、交易稅及手續費。

第二節係以外匯交易為例，簡介 2001-2016 年全球外匯市場主要概況作一簡介，以及全球重要的槓桿式外匯交易平臺。

### 第一節 槓桿交易機制的跨國比較

#### 一、槓桿交易保證金的跨國比較

表十一.1 例舉了全球外匯交易 5 個國家/地區的保證金情況，即美國、英國、新加坡、澳洲和加拿大的外匯交易保證金、貴金屬合約保證金，及差價合約保證金的比較。

##### (一) 外匯保證金

就幣種而言，外匯保證金門檻最低的為澳幣，平均在 1.29%—7.6%之間；

幣種類交易項目最多的為美元，達 18 種；其次為歐元，達 17 種。亞太地區最多的為澳元，有 7 種，其次為紐幣，有 7 種；新加坡和香港各有兩種和 1 種。

依國家而言，外匯保證金門檻最低為澳洲和歐盟，不同幣種平均門檻僅有 2.3%左右，而最高為加拿大，平均保證金門檻達到 11.7%，其次為美國 4.29%，新加坡 4.1%。

表十一.1 全球主要經濟外匯保證金比例一覽表

(詳見附錄二)

##### (二) 貴金屬合約保證金

就貴金屬合約保證金而言，澳洲、加拿大和新加坡交易比較活躍。表十一.2 主要例舉了黃金、白銀、鉑金以及鈹金的合約保證金比較差異。

就交易產品種類來看，黃金和白金相關的貴金屬/外匯合約交易為全球主要交易品種，而澳洲的黃金合約交易最低，僅需 1%保證金，而白銀則達到 5%；新加坡則統一為 2%，加拿大均超過 20%。

表十一.2 澳洲、加拿大、新加坡貴金屬合約保證金差異比照表

	Metals-AUS		Metals-SPG		Metals-CA	
<b>Gold</b>	Gold	1.00%	Gold	2.00%	Gold	22.20%
	Gold/AUD	1.00%	Gold/AUD	2.00%	Gold/AUD	23.00%
	Gold/CAD	1.00%	Gold/CAD	2.00%	Gold/CAD	20.00%
	Gold/CHF	1.00%	Gold/CHF	2.00%	Gold/CHF	23.00%
	Gold/EUR	2.00%	Gold/EUR	2.00%	Gold/EUR	23.00%
	Gold/GBP	2.00%	Gold/GBP	2.00%	Gold/GBP	23.00%
	Gold/HKD	1.00%	Gold/HKD	2.00%	Gold/HKD	30.00%
	Gold/JPY	1.00%	Gold/JPY	2.00%	Gold/JPY	24.00%
	Gold/NZD	1.00%	Gold/NZD	2.00%	Gold/NZD	23.00%
	Gold/SGD	1.00%	Gold/SGD	2.00%	Gold/SGD	30.00%
	Gold/Silver	5.00%	Gold/Silver	2.00%	Gold/Silver	40.00%
<b>Palladium</b>	Palladium	5.00%	Palladium	2.00%	Palladium	
<b>Platinum</b>	Platinum	5.00%	Platinum	2.00%	Platinum	22.20%
<b>Silver</b>	Silver	2.00%	Silver	2.00%	Silver	22.20%
	Silver/AUD	5.00%	Silver/AUD	2.00%	Silver/AUD	23.00%
	Silver/CAD	5.00%	Silver/CAD	2.00%	Silver/CAD	20.00%
	Silver/CHF	5.00%	Silver/CHF	2.00%	Silver/CHF	23.00%
	Silver/EUR	5.00%	Silver/EUR	2.00%	Silver/EUR	23.00%
	Silver/GBP	5.00%	Silver/GBP	2.00%	Silver/GBP	23.00%
	Silver/HKD	5.00%	Silver/HKD	2.00%	Silver/HKD	30.00%
	Silver/JPY	2.00%	Silver/JPY	2.00%	Silver/JPY	24.00%
	Silver/NZD	5.00%	Silver/NZD	2.00%	Silver/NZD	23.00%
	Silver/SGD	5.00%	Silver/SGD	2.00%	Silver/SGD	30.00%

### (三) 差價合約 (CFDs) 保證金

差價合約種類繁雜，包含股指、原油、金屬、商品等。目前差價合約交易較活躍的國家為加拿大和澳洲，以及新加坡。而在差價合約保證金方面的規定亦十分繁雜，總體而言，澳洲的差價合約交易保證金最低，而新加坡和加拿大則依產品有所差別。根據表十一.3，在大宗農產品及美債方面，加拿大保證金門檻較新加坡低；而在股指及海外美元方面，新加坡門檻則較低。

表十一.3 加拿大、澳洲、新加坡差價合約保證金比較表

CFD-CA		CFDAUS		CFDSPG	
<b>Australia 200</b>	18.00%	Australia 200	1.00%	Australia 20	5.00%
<b>Brent Crude Oil</b>	7.40%	Brent Crude Oil	1.00%	Brent Crude Oil	20.00%
<b>Bund</b>	3.80%	Bund	2.00%	Bund	20.00%
<b>China A50</b>	17.20%	China A50	5.00%	China A50	20.00%
<b>Copper</b>	7.10%	Copper	5.00%	Copper	20.00%
<b>Corn</b>	7.70%	Corn	3.30%	Corn	20.00%
<b>Europe 50</b>	18.00%	Europe 50	2.00%	Europe 50	5.00%
<b>France 40</b>	18.00%	France 40	2.00%	France 40	5.00%
<b>Germany 30</b>	18.00%	Germany 30	1.00%	Germany 30	5.00%
<b>Hong Kong 33</b>	25.00%	Hong Kong 33	2.00%	Hong Kong 30	35.00%
<b>India 50</b>	17.20%	India 50	5.00%	India 50	20.00%
<b>Japan 225</b>	17.20%	Japan 225	2.00%	Japan 225	5.00%
<b>Natural Gas</b>	9.50%	Natural Gas	2.00%	Natural Gas	20.00%
<b>Netherlands 25</b>	18.00%	Netherlands 25	2.00%	Netherlands 25	20.00%
<b>Singapore 30</b>	25.00%	Singapore 30	2.00%	Singapore 30	5.00%
<b>Soybeans</b>	6.90%	Soybeans	3.30%	Soybeans	20.00%
<b>Sugar</b>	10.90%	Sugar	3.30%	Sugar	20.00%
<b>Taiwan Index</b>	17.20%	Taiwan Index	5.00%	Taiwan Index	20.00%
<b>UK 100</b>	20.00%	UK 100	1.00%	UK 100	5.00%
<b>UK 10Y Gilt</b>	5.00%	UK 10Y Gilt	2.00%	UK 10Y Gilt	20.00%
<b>US 10Y T-Note</b>	3.30%	US 10Y T-Note	2.00%	US 10Y T-Note	20.00%
<b>US 2Y T-Note</b>	2.50%	US 2Y T-Note	2.00%	US 2Y T-Note	20.00%
<b>US 5Y T-Note</b>	2.90%	US 5Y T-Note	2.00%	US 5Y T-Note	20.00%
<b>US Nas 10</b>	6.00%	US Nas 100	1.00%	US Nas 100	5.00%
<b>US Russ 2000</b>	6.20%	US Russ 2000	2.00%	US Russ 200	5.00%
<b>US SPX 500</b>	4.70%	US SPX 500	1.00%	US SPX 500	5.00%
<b>US T-Bond</b>	4.40%	US T-Bond	2.00%	US T-Bond	20.00%
<b>US Wall St 30</b>	4.50%	US Wall St 30	1.00%	US Wall St 30	5.00%

<b>West Texas Oil</b>	7.50%	West Texas Oil	1.00%	West Texas Oil	20.00%
<b>Wheat</b>	8.40%	Wheat	3.30%	Wheat	20.00%

資料來源：OANDA.com

## 二、槓桿交易稅費的跨國比較

各國期貨及選權權交易主要稅費如下表十一.4 所示。

表十一.4 各國期貨及選權權交易主要稅費一覽表

	台灣	香港	澳洲	新加坡	英國	美國	俄羅斯	韓國
<b>機構</b>	TAIFEX	HKEX	ASX	SGX	LIFFE	CME	MCX	KRX
<b>交割</b>								
<b>營業稅</b>	免稅	無	免稅	免稅	無	無	免稅	免稅
<b>交易稅</b>	0.001% <sup>18</sup>	2 港元	無	無	無	無	無	無
<b>無交割</b>								
<b>營業稅</b>	無	無		3%	17.5%	無	13%	10%

### (一) 期貨交易

大部分國家期貨交易的稅種主要集中在所得稅，其次是交易稅，而部分國家有營業稅，如台灣。就所得稅部分，各國的差別點主要依課稅對象和投資目的兩大原則作區分。

#### 1. 美國：主要依投資目的

美國期貨交易量龐大，期貨交易的稅收處理非常複雜，其主要機制是依投資目的而採不同課稅辦法。

- (1) 根據是否為避險或投機交易而使用不同的課稅規則；
- (2) 避險交易因為和現貨頭寸相關，因此收益的計算使用實現原則，在平倉時才羅列損益，歸為一般損益；
- (3) 投機交易按市價結算原則計算交易所得，即對沒有平倉的期貨合約按課稅年度最後營業日的結算價格計算未實現損益，並歸為資本損益，其損益的 60% 為長期資本損

<sup>18</sup>期交稅為買進、賣出時按契約總值各課十萬分之 2。

益，40%為短期資本損益（60/40 原則），而損失可以向前抵扣或向後延期。

## 2.英國:依投資目的

- (1)期貨交易所所得計算一般使用實現原則；
- (2)避險交易的損益歸入一般損益，投機交易的損益則按資本利得或損失課稅。

## 3.新加坡：依課稅對象不同，並根據投資產出有一定稅收優惠

- (1) 期貨交易所所得計算使用實現原則；
- (2) 在新加坡無住所的非居住者(non-residents)，期貨交易所所得免稅；
- (3) 新加坡國際金融交易所的會員、OBU、經核准的原油交易者、財務中心或國際貿易公司在新加坡國際金融交易所進行交易可適用優惠稅率 10%；
- (4) 新加坡國際金融交易所選出的交易量最高前 20 名交易者，適用 5%優惠稅率。

## 4.香港:依課稅對象，並有一定的稅收豁免

- (1)期貨交易所所得，原則上納入課稅所得；
- (2)根據投資者身份不同，而課以不同稅率。投資者如果是非公司組織或個人，期貨交易所所得稅課徵 15%；投資者如果是公司，課徵 16.5%；
- (3)所得稅豁免規定：通過共同基金或投資信託公司進行期貨交易豁免所得稅。

## 5.台灣:

- (1)使用實現原則；
- (2)期貨交易所所得免稅；
- (3)營利性組織的期貨交易損失不得從所得額中減除；
- (4)個人期貨交易損失不得從綜合所得額中減除。

## 6.交易稅

基於 CME 的 21 國調查表明，全球主要交易所中，只有四個國家和地區徵收交易稅：香港、台灣、芬蘭、法國（本文不列芬蘭和法國的資料）。

(1) 香港：對每筆恆生指數期貨交易課徵 1 港元的證券和期貨監督委員會費，0.5 港元的清算基金費和 0.5 港元的發展基金費，總計 2 港元。

(2) 台灣：期貨交易稅交易金額的 0.025%。

## (二) 選擇權

美國在處理選擇權交易的課稅問題時，除了根據交易動機把交易區分為避險和投機以外，同時又根據選擇權類型分為權益選擇權和非權益選擇權，以及按照交易方式分為跨頭寸交易和非跨頭寸交易。在這些分類基礎上，美國使用不同的課稅規定：

### 1. 所得稅部份

所得稅部分主要介紹美國的處理方法。

#### (1) 權利金的處理

按照規定，不管是權益證券選擇權或非權益證券選擇權；不管是交易商交易選擇權或非交易商交易選擇權；不管是避險交易或投機交易。選擇權買方，在權利金支付時不列入損益，而選擇權的賣方，在權利金收取時也不列入損益。換言之權利金在稅法上是資產／負債科目，而不是損益科目。

#### (2) 損益列入方式和時點

##### a. 損益實現原則：

選擇權買方：

選擇權到期未執行；進行平倉交易；執行買權，不視為課稅事實發生，其權利金計入履約價格，當做購買成本；執行賣權，損益實現，其權利金從出售價格中減除。

選擇權賣方：

選擇權到期未執行；進行平倉交易；賣權被執行，損益實現，其權利金計入履約價格，當做財產的出售價格；當賣權被執行，不列入損益實現，其權利金計入履約價格，做為購買資產的成本。

##### b. 例外規定：市價結算原則

投機性的非權益選擇權交易或交易商投機權益選擇權交易，在年度結束時需要按照市場公平市價計算，列入損益課稅。即納稅人要對年底仍持有的未平倉選擇權，應視作在年度結束日已按公平價格出售，計算損益。

##### c. 採用市價結算法計算損益的規則

採用市價結算法計算損益的選擇權交易損益性質，與期貨類似，其中 40% 列為短期資本利得，60% 列為長期資本利得。

#### (3) 買賣選擇權的利息和費用列入原則

投機跨頭寸交易，如果不是採用市價結算法計算損益，則買賣選擇權的利息和費用，需要作為持有選擇權的成本，不可列為費用扣除。

### 2. 交易稅

和期貨類似，全球主要交易所中，只有四個國家和地區徵收選擇權交易稅：

(1) 香港：對每筆選擇權交易課徵 1 港元的證券和期貨監督委員會費，0.5 港元的清算基

金費和 0.5 港元的發展基金費，總計 2 港元。

(2) 台灣：徵收選擇權權利金的 0.001%。

### 三、跨國稅費比較小結

由目前的綜述可知，各國針對不同產品門類，在保證金門檻設計上採取不同的策略，總結起來有以下特徵：

1. 此產品是否為自己的優勢產品：如新加坡在外匯交易產品，澳洲和加拿大的大宗農業期貨交易的保證金門檻則相對較低。
2. 各國的監理政策：如北美因受金融危機打擊，其槓桿交易的保證金門檻相對較高，避險傾向較強；亞太地區則因為新興經濟體興起，槓桿交易逐步得到重視，由於兼顧投機和避險兩種需求，所以保證金門檻較低。

而在稅費上，各國首先係因其不同的稅制而呈現較大區別，其次是依以下兩個原則對於稅費進行設計：

1. 依交易目的：明確區分依避險或依投機進行課稅；
2. 依交易對象：對本國和外國人的課稅機制作了區分；
3. 是否有稅收優惠：香港和新加坡為鼓勵進行槓桿交易，針對投資規模和收益有給予一定的稅收優惠和減免。

## 第二節 全球外匯市場概況簡介(2001-2016)

### 一、全球槓桿式外匯保證金市場概況

槓桿式外匯保證金交易市場是一國貨幣與另一國貨幣進行兌換的場所，目前外匯交易市場是世界上最活躍的金融市場之一，日平均成交額從 2001 年的 1.2 兆美元快速成長到 2016 年達 5 兆美元(見表十一.5)。

表十一.5 全球 OTC 外匯日成交量統計表 (依交易工具：2001- 2016)

(單位：百萬美元)

	2001	Share	2004	Share	2007	Share	2010	Share	2013	Share	2016	Share
		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)
<b>Foreign exchange instruments (Total)</b>	1,239		1,934		3,324		3,973		5,357		5,067	
<b>Spot transactions</b>	386	31.15	631	32.63	1,005	30.23	1,489	37.48	2,047	38.21	1,652	30.84
<b>Outright forwards</b>	130	10.49	209	10.81	362	10.89	475	11.96	679	12.68	700	13.07
<b>Foreign exchange swaps</b>	656	52.95	954	49.33	1,714	51.56	1,759	44.27	2,240	41.81	2,378	44.39
<b>Currency swaps</b>	7	0.56	21	1.09	31	0.93	43	1.08	54	1.01	82	1.53
<b>Options and other products</b>	60	4.84	119	6.15	212	6.38	207	5.21	337	6.29	254	4.74

資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

#### (一) 依交易工具：日趨多元化

在統計的槓桿式外匯交易工具(Foreign exchange instruments)中，主要分成五類：現貨交易(Spot transactions)，直接式遠期協定(Outright forward)，外匯互換協議(Foreign exchange swaps)，

貨幣互換協定(Currency swaps)，以及選擇權和其他產品(Options and other products)。

近 15 年來所有槓桿式外匯交易工具中，占比最高的為外匯互換協議；其次為即期交易和遠期合約。同時，外匯互換協議雖近 15 年來呈現逐漸下降的趨勢，市占比從 2001 年的 52.9% 下降到 2013 年的 41%，2016 年又回升至約 44.4%；而即期交易從 2001 年開始一直穩定成長至 2013 年 38.2%，的後下降至 2016 年的 30.84%。同時遠期合約從 2001 年的 10.5% 穩定增長到 13.07%，而占比較小的外匯選擇權則從 2001 年的 4.8% 緩慢上升到 2016 年的接近 5%。

## (二) 依幣種類別：傳統強勢幣種主導市場，亞太地區幣種交易活躍

若依幣種類別統計外匯交易日成交量（見表十一.6 及圖十一.1），本文列舉了 2001- 2016 年日交易量占全球前 20 名的交易幣種並發現：

(1)傳統強勢幣種仍主導市場，人民幣強勢上位。美元、歐元、日元、英鎊近 15 年來在槓桿式外匯交易中一直處在前四名的位置，2016 年分別占 43.8%，15.7%，10.8%和 6.4%。但相較 2001 年市場占有率均有小幅下滑。的後 5- 10 名依次為：澳元(3.45%)，加元(2.55%)，瑞士法郎(2.4%)，人民幣(2%)，瑞典克朗(1.1%)，以及紐幣(1.05%)。而人民幣從 2001 年的默默無聞到 2016 年成為亞太地區第四大交易活躍幣種，市占率達到 2%，近 15 年成長超過 40 倍。

(2)亞太地區幣種交易活躍。在 2016 年全球前 20 名交易活躍的槓桿式外匯交易貨種中，亞太地區幣種占了接近一半。目前亞太地區除日元外，全球前 20 最活躍的外匯交易幣種為澳元，其次為人民幣、紐幣、新幣、港幣，以及韓元。說明澳洲、中國大陸、紐西蘭、新加坡、香港以及韓國不僅較為積極參與槓桿式外匯交易，並在區域及全球金融體系中具有一定程度的影響。

表十一.6 全球 OTC 外匯日成交量統計表（按幣種分類，2001- 2016）

（單位：百萬美元）

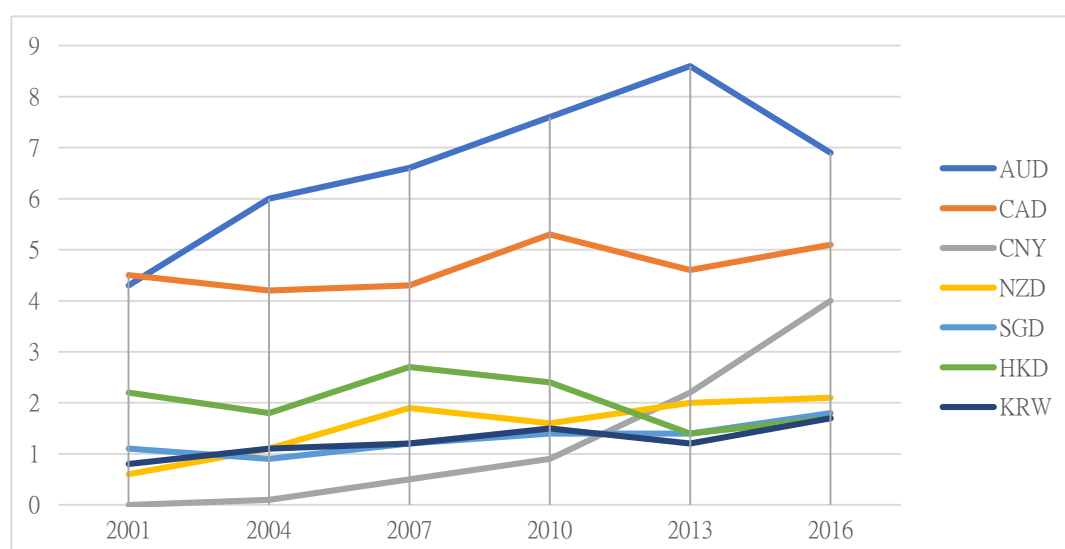
	2001		2004		2007		2010		2013		2016	
	Share <sup>19</sup>	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank
<b>USD</b>	89.9	1	88	1	85.6	1	84.9	1	87	1	87.6	1
<b>EUR</b>	37.9	2	37.4	2	37	2	39	2	33.4	2	31.4	2
<b>JPY</b>	23.5	3	20.8	3	17.2	3	19	3	23	3	21.6	3
<b>GBP</b>	13	4	16.5	4	14.9	4	12.9	4	11.8	4	12.8	4
<b>AUD</b>	4.3	7	6	6	6.6	6	7.6	5	8.6	5	6.9	5

<sup>19</sup> 因為貨幣交易是雙向的，所以市占率總合為 200%。

CAD	4.5	6	4.2	7	4.3	7	5.3	7	4.6	7	5.1	6
CHF	6	5	6	5	6.8	5	6.3	6	5.2	6	4.8	7
CNY	0	35	0.1	29	0.5	20	0.9	17	2.2	9	4	8
SEK	2.5	8	2.2	8	2.7	9	2.2	9	1.8	11	2.2	9
NZD	0.6	16	1.1	13	1.9	11	1.6	10	2	10	2.1	10
MXN	0.8	14	1.1	12	1.3	12	1.3	14	2.5	8	1.9	11
SGD	1.1	12	0.9	14	1.2	13	1.4	12	1.4	15	1.8	12
HKD	2.2	9	1.8	9	2.7	8	2.4	8	1.4	13	1.7	13
NOK	1.5	10	1.4	10	2.1	10	1.3	13	1.4	14	1.7	14
KRW	0.8	15	1.1	11	1.2	14	1.5	11	1.2	17	1.7	15
TRY	0	30	0.1	28	0.2	26	0.7	19	1.3	16	1.4	16
RUB	0.3	19	0.6	17	0.7	18	0.9	16	1.6	12	1.1	17
INR	0.2	21	0.3	20	0.7	19	0.9	15	1	20	1.1	18
BRL	0.5	17	0.3	21	0.4	21	0.7	21	1.1	19	1	19
ZAR	0.9	13	0.7	16	0.9	15	0.7	20	1.1	18	1	20

資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

圖十一.1 亞太地區主要幣種外匯交易佔比圖（2001-2016）



資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

（三）依國家和地區：美英主導，新港崛起，亞太新生

而若依國家來區分，統計了 2010- 2016 年全球 OTC 外匯日成交量前 30 的國家和地區，發現：

(1)英國和美國一直是槓桿式外匯交易的重要國家，2016 年市占率分別占 36.9%和 19.5%，日本從 2001 年的第三位滑落到第五位，市占率由 2001 年的 9%下滑至 6.1%；

(2)新加坡和香港快速崛起。新加坡和香港的槓桿式外匯交易市占率較 2001 年分別上漲了 29.5%和 67.5%，超過日本，分列全球第 3 和第 4 位。

(3)亞太和歐盟成為外匯式槓桿交易的主要參與者。全球槓桿式外匯交易前三十的國家/地區中，歐盟（不含英國、瑞士、挪威）占了 11 個，市占率總合達到 10.3%，顯示出歐盟內部活躍的外匯交易市場和較為分散的市場特徵；而除日本、新加坡、香港外，包括台灣在內的亞太地區另有 6 個國家進入前 30，但市占率總合僅占 4.8%，占亞太地區總體交易量不到兩成。這說明亞太地區外匯槓桿交易市場高度集中於新加坡、香港、日本這三個經濟體。

表十一.7 全球 OTC 外匯日成交量統計表（按國家/地區分類，2001- 2016）

Rank(2016)		2001	2004	2007	2010	2013	2016
1	United Kingdom	31.8	32	34.6	36.7	40.8	36.9
2	United States	16	19.1	17.4	17.9	18.9	19.5
3	Singapore	6.1	5.1	5.6	5.3	5.7	7.9
4	Hong Kong	4	4.1	4.2	4.7	4.1	6.7
5	Japan	9	8	5.8	6.2	5.6	6.1
6	France	2.9	2.6	3	3	2.8	2.8
7	Switzerland	4.5	3.3	5.9	4.9	3.2	2.4
8	Australia	3.2	4.1	4.1	3.8	2.7	1.9
9	Germany	5.4	4.6	2.4	2.2	1.7	1.8
10	Denmark	1.4	1.6	2.1	2.4	1.8	1.5
11	Canada	2.6	2.3	1.5	1.2	1	1.3
12	Netherlands	1.8	2	0.6	0.4	1.7	1.3
13	China		0	0.2	0.4	0.7	1.1
14	Korea	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7
15	Russia	0.6	1.1	1.2	0.8	0.9	0.7
16	Luxembourg	0.8	0.6	1	0.7	0.8	0.6
17	Norway	0.8	0.6	0.7	0.4	0.3	0.6

18	Sweden	1.5	1.2	1	0.9	0.7	0.6
19	India	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5	0.5
20	Spain	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
21	Belgium	0.6	0.8	1.2	0.6	0.3	0.4
22	Taiwan	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
23	Austria	0.5	0.6	0.4	0.4	0.2	0.3
24	Brazil	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
25	Italy	1	0.9	0.9	0.6	0.4	0.3
26	Mexico	0.5	0.6	0.4	0.3	0.5	0.3
27	SouthAfrica	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
28	Turkey	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3
29	Finland	0.1	0.1	0.2	0.6	0.2	0.2
30	NewZealand	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

#### (四) 依交易形式：逐步從大型金融機構和散戶向多元交易商集中

若依交易訂約方(Counterparty)審視全球交易情形，表十一.8 統計依(一)中的交易工具，並就交易訂約方和交易形式作了三種分類：(1) 申報交易商(reporting dealers)，係主要指大型金融機構(如銀行和交易所)之間的採取的交易方式；(2) 其他金融機構(other financial institutions)，係主要指除了大型金融機構的外的其他交易商；(3) 非金融機構客戶(non-financial customers)，主要是指散戶。而依不同的交易工具，其交易方式也呈現出不同的變化特徵。

1. 就現貨交易而言：由以申報交易商主，轉向以其他金融機構為主。通過申報交易商進行的交易項目金額市佔比，由 2001 年佔近 58% 下降到 2016 年的不到 42%；而其他金融機構市佔比則由 2001 年的約 28% 逐步上升到 50.6%。同時由非金融機構客戶的比重，由 2001 年的 15% 下降到 2016 年的 7.1%。

2. 就直接型遠期協定而言：由以申報交易商主，轉向以其他金融機構為主。通過申報交易商進行的交易項目金額市佔比，由 2001 年佔 40% 下降到 2016 年的 27%；而其他金融機構市佔比則由 2001 年的約 31.3% 逐步上升到 61.6%。同時由非金融機構客戶的比重，由 2001 年的 28.7% 下降到 2016 年的 11.4%。

3. 就外匯互換協定而言：仍以申報交易商主，但其他金融機構的比重顯著提高。通過申報交易商進行的交易項目金額市佔比，由 2001 年佔 63.9% 下降到 2016 年的 50.7%；而其他金融機構市佔比則由 2001 年的約 27% 逐步上升到 43.1%。同時由非金融機構客戶的比重，由 2001

年的 9.1% 下降到 2016 年的 6.2%。

4.就貨幣互相協定而言：仍以申報交易商主，但其他金融機構的比重顯著提高。通過申報交易商進行的交易項目金額市佔比，由 2001 年佔 53.5% 下降到 2016 年的 46.1%；而其他金融機構市佔比則由 2001 年的約 21.3% 逐步上升到 45.5%，同時由非金融機構客戶的比重，由 2001 年的 25.2% 下降到 2016 年的 8.5%。

4.就選擇權和其他產品而言：由以申報交易商主，轉向以其他金融機構為主。通過申報交易商進行的交易項目金額市佔比，由 2001 年佔 47.1% 下降到 2016 年的 32.8%；而其他金融機構市佔比則由 2001 年的約 26% 逐步上升到 55.3%，同時由非金融機構客戶的比重，由 2001 年的 26.8% 下降到 2016 年的 11.9%。

就交易工具變化而言，除外匯互換協議主要仍通過申報交易商的比重進行交易外，其他各種交易工具均呈現從 2001 年以大型金融機構互相交易的申報交易商為主，到 2016 年以各種交易商多元參與的其他金融機構為主的轉變。而對於所有交易工具，除大型金融機構外的其他金融機構的市佔比 15 年來均實現了一倍左右的擴張。這說明交易訂約方逐步多元化，市場競爭日趨激烈。

表十一.8 OTC 外匯日成交量（依交易方式和交易工具）<sup>20</sup>（2001– 2016）

	2001	Share	2004	Share	2007	Share	2010	Share	2013	Share	2016	Share
<b>Spot transactions</b>	386	31.2	631	32.6	1,005	30.2	1,489	37.5	2,047	38.2	1,652	32.6
<b>with reporting dealers</b>	216	56	310	49.2	426	42.4	518	34.8	676	33	605	36.6
<b>with other financial institutions</b>	111	28.9	212	33.7	394	39.3	755	50.7	1,183	57.8	930	56.3
<b>with non-financial customers</b>	58	15	108	17	184	18.3	217	14.6	188	9.2	117	7.1
<b>Outright forwards</b>	130	10.5	209	10.8	362	10.9	475	11.9	679	12.7	700	13.8
<b>with reporting dealers</b>	52	40	73	35.1	96	26.5	113	23.7	181	26.6	189	27
<b>with other financial</b>	41	31.3	80	38.3	159	43.9	254	53.5	402	59.2	431	61.6

20 申報交易商(Reporting dealer)主要有兩大類：(1)一類係指大型機構如銀行、投行、交易所之間的交易，亦或是大機構和大客戶（大型公司、政府）之間的交易；(2) 大量穩定頻繁地使用電子交易平臺的機構。而其他金融機構（Other Financial institutions）主要是指除(1)中的大機構外，進行外匯和利率衍生品交易的用戶，這部分主要包含：大量小型投行，銀行和各種共同基金。最後，非金融機構客戶（Non-financial customers）主要個人交易者。

<b>institutions</b>												
<b>with non-financial customers</b>	37	28.7	56	26.6	107	29.6	108	22.8	96	14.2	80	11.4
<b>Foreign exchange swaps</b>	656	52.9	954	49.3	1,714	51.6	1759	44	2240	41.8	2,368	46.9
<b>with reporting dealers</b>	419	63.9	573	60	796	46.4	834	47.4	1088	48.6	1205	50.7
<b>with other financial institutions</b>	177	27	293	30.7	683	39.8	755	42.9	1002	44.7	1026	43.1
<b>with non-financial customers</b>	60	9.1	89	9.3	236	13.8	170	9.7	150	6.7	147	6.2
<b>Currency swaps</b>	7	0.6	21	1.1	31	0.9	43	1.1	54	1	82	1.6
<b>with reporting dealers</b>	4	53.5	2	57.7	12	38.6	20	46.8	29	53.7	38	46.1
<b>with other financial institutions</b>	2	21.3	5	23.4	13	41.1	19	45	19	34.70	37	45.5
<b>with non-financial customers</b>	2	25.2	3	14.2	6	20.4	4	8.2	6	11.6	7	8.5
<b>FX options and other products</b>	60	4.8	119	6.2	212	6.4	207	5.2	337	6.3	254	5
<b>with reporting dealers</b>	28	47.1	49	41.4	62	29.2	60	29.1	99	29.4	84	32.8
<b>with other financial institutions</b>	15	26	44	36.6	91	42.8	113	54.70	207	61.3	141	55.3
<b>with non-financial customers</b>	16	26.8	21	17.9	59	28	33	16.1	31	9.3	30	11.9
<b>Total</b>	1239		1934		3324		3973		5357		5067	
<b>with reporting dealers</b>	719	58.1	1,018	52.6	1,392	41.9	1,545	38.9	2,072	38.7	2121	41.9
<b>with other financial institutions</b>	346	27.9	634	32.8	1,339	40.3	1,896	47.7	2,812	52.5	2564	50.6
<b>with non-financial customers</b>	173	14	276	14.3	593	17.8	532	13.4	472	8.8	382	7.5
<b>Local</b>	525	42.4	743	38.4	1,274	38.3	1,394	35.1	2,259	42.2	1798	35.5
<b>Cross-border</b>	713	57.5	1185	61.2	2051	61.7	2,579	64.9	3,097	57.8	3269	64.5

資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

## (五) 小結

而從臺、港、新、韓四個經濟體的外匯日均成交量市占率比較，表十一.9 發現：

(1) 就交易工具比較而言，外匯互換協議和選擇權的比重相對較低，有待開發。香港外匯互換協議占全球交易比重最高，平均達 2.21%，遠期合約方面香港和新加坡均未超過 1%，而南韓和台灣的比重低於 0.1%；同時選擇權方面香港和新加坡占全球交易比重不到 0.5%，而南韓和台灣則小於 0.1%。

(2) 就交易渠道比較而言，四個經濟體透對非大型機構進行外匯槓桿交易的比重。均在各自國家/地區中為最高，顯示出四個經濟體槓桿交易商高度的活躍度和參與度。

(3) 就產品期限比較而言，新加坡槓桿交易商較偏好中短期外匯交易產品（一周到一年期），而香港、台灣及南韓則較偏好一周內的短期產品。

(4) 就跨境交易量比較而言，新加坡跨境交易比重接近本地交易比重的 2.8 倍，而其他三個經濟體則不到兩倍。同時新加坡跨境交易量總體市占比，約為香港、南韓及台灣市占比總和的兩倍。說明在跨境交易方面，台灣的槓桿交易機制還尚待開發。

表十一.9 臺港新韓 OTC 外匯日成交量統計表<sup>21</sup> (2001- 2016)

(單位：百分比)

	Singapore	Hong Kong	Korea	Taiwan
<b>By Instruments</b>				
Spot transactions	2.00	1.56	0.25	0.13
Outright forwards	0.78	0.55	0.09	0.05
Currency swaps	0.06	0.05	0.01	0.00
Foreign exchange swaps	2.77	2.21	0.36	0.18
FX options and other products	0.39	0.26	0.04	0.02
<b>By Counterparty</b>				
with reporting dealers	25.80	11.65	1.89	0.96
with non-financial customers	9.86	4.03	0.68	0.34
with other financial institutions	31.25	12.06	1.92	0.99
<b>By Settlements</b>				
Up to 7 days	7.41	5.25	0.86	0.44
Over 7 days and 1 year	10.84	3.81	0.61	0.31

<sup>21</sup> 本表計算方法：主要依國際清算銀行 (Foreign exchange turnover in April 2016) 2010- 2016 年每日外匯交易量全球市占比，取平均值得到。

<b>Over 1 year</b>	0.77	0.20	0.03	0.02
<b>By Local &amp; Cross-border</b>				
<b>Local</b>	2.51	1.77	0.29	0.15
<b>Cross-border</b>	7.17	2.86	0.46	0.24

資料來源：國際清算銀行，Foreign exchange turnover in April 2016

## 二、全球店頭市場交易及網路交易服務平台

由於槓桿式外匯保證金交易的模式多為店頭市場交易(OTC)，故大多數的槓桿式外匯保證金交易商皆提供有網路交易服務平台以便客戶隨時進行交易。而目前全球主要的外匯槓桿交易平臺如下表十一.10所示。該表顯示，前5大使用評分最高的槓桿式外匯交易商為HotForex, XM, IC Markets，FXTM 以及 Exness（以上這五個平臺皆有中文界面）。除 IC Markets 外，其他各個交易平臺的知曉度根據調查資料均達到 20%以上。而其交易平臺所在國則分別為毛裏求斯，塞浦路斯，澳洲悉尼，以及伯利茲，並非傳統的金融中心，主要係考慮稅費及本地較為寬鬆的金融監管政策。

表十一.10 全球主要槓桿式外匯交易平臺排名表(前 20)<sup>22</sup>

(詳見附錄三)

另外，若統計全球前 50 槓桿式外匯交易平臺所在國，表十一.11 發現前 10 的國家依次為：英國（15）、塞浦路斯（14）、澳洲（11），伯利茲（6），日本（6），聖文森(5)，美國（5），俄羅斯（3），以英屬維京群島、愛沙尼亞、香港、馬耳他、毛裏求斯，以及瑞士（2）<sup>23</sup>。而亞太地區僅有日本和香港成為主要外匯槓桿交易平臺的聚集地。說明亞太地區在開放槓桿交易商及平臺方面亟待開發。

表十一.11 全球前 50 槓桿式外匯交易平臺所在國家分布表

Country	Popularity	Average Rating	Brokers Number	Rank Range
<b>UK</b>	0.12	6.96	15	7-48
<b>Cyprus</b>	0.13	6.72	14	2-49
<b>Australia</b>	0.14	7.00	11	3-37

<sup>22</sup> 其排名的依據主要係各個平臺客戶的使用評分(Rating)，10 分為滿分，0 分為最低分。而知名度(Popularity)則是機構針對每千名槓桿交易參與者對於此平臺的知曉度統計而來。

<sup>23</sup> 並列第十名。

<b>Belize</b>	0.10	6.40	6	4-50
<b>Japan</b>	0.19	6.44	6	10-48
<b>St Vincent</b>	0.24	6.92	5	12-38
<b>US</b>	0.19	6.33	5	20-48
<b>Russia</b>	0.04	7.25	3	8-26
<b>BVI</b>	0.04	7.13	2	8-29
<b>Canada</b>	0.20	6.20	2	20-48
<b>Estonia</b>	0.04	7.29	2	13
<b>Hong Kong</b>	0.12	5.99	2	30-48
<b>Malta</b>	0.16	5.46	2	44-45
<b>Mauritius</b>	0.23	7.67	2	1-15
<b>Switzerland</b>	0.10	7.06	2	10-30
<b>Chile</b>	0.26	6.75	1	27
<b>China</b>	0.03	7.62	1	8
<b>France</b>	0.26	6.75	1	27
<b>Germany</b>	0.26	6.75	1	27
<b>Greece</b>	0.26	6.75	1	27
<b>India</b>	0.12	5.37	1	48
<b>Israel</b>	0.26	6.75	1	27
<b>Italy</b>	0.26	6.75	1	27
<b>Latvia</b>	0.10	7.51	1	10
<b>Luxembourg</b>		5.99	1	40
<b>Seychelles</b>	0.03	6.03	1	39
<b>Singapore</b>	0.27	7.02	1	20
<b>Spain</b>	0.03	7.62	1	8
<b>StKitts</b>	0.24	7.16	1	16
<b>UAE</b>	0.05	7.01	1	21
<b>Uruguay</b>	0.04	7.29	1	13

資料來源：整理自 BEST ONLINE FOREX BROKERS

### 三、開放連結新台幣匯率之槓桿保證金契約的建議

我國是以貿易為主的國家，2007-2017 年外貿依存度平均值達 111%，企業因在貿易活動中而有匯率避險需求。然而，目前沒有連結新台幣匯率的商品，導致企業無法在國內進行匯率避險交易。由於近來新台幣相對其他貨幣波動相當大，影響我國產業的國際競爭力。

新台幣匯率之槓桿保證金契約具有以下特點：（1）以美元清算，對新台幣供需的衝擊較小；（2）強化臺幣的匯率主導權。參照莫斯科交易所經驗，通過開放俄國盧布相關的衍生性商品，使得俄國逐漸從西方國家奪回本幣的匯率主導權。

根據櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第 5 條對槓桿保證金契約標的負面表列情形，目前槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，不得連結涉及新臺幣匯率之標的。若涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。經許可後就其辦理本項業務有違反中央銀行相關規範，經中央銀行限期改正，屆期仍未改正，或其情節重大者，中央銀行得廢止該許可或為適當之處置。

為使外匯保證金交易具避險功能，本研究建議：央行應開放槓桿交易商可以承做連結新台幣匯率之槓桿保證金契約。

#### 四、開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務建議

通過上述槓桿交易機制跨國比較及全球外匯市場情況可知，我國目前僅占全球外匯市場比重不到 0.5%，因而金融市場的開放程度遠不如其他國家。這顯示國內期貨商(槓桿交易商)多面臨市場狹小及業務難以擴展的困境。由於我國與東南亞，及印太地區各國貿易往來密切，因此，開放僑外資提供槓桿保證金契約交易服務，可進一步擴大我國槓桿交易市場的範圍，這有利於提振我國國際空間及增強區域及國際影響力。

因此，本研究建議修改華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項第 4 條，未來可朝向開放對僑外資提供槓桿保證金契約的交易服務，以使槓桿交易商能針對僑外資進行商品開發。

## 第十二章 台灣槓桿交易產品開發及未來創新方向

本章簡介台灣槓桿交易商品的開發情形，並對台灣未來可開發槓桿交易產品提出了三個方向：以新加坡為例的槓桿產品開發；以中國大陸為例的不動產租賃槓桿交易產品，以及商品期貨類的可能開發方向。

### 第一節 台灣槓桿交易商品創新簡介

除了外匯保證金交易外，目前台灣槓桿交易商產品创新的主要方向為鎖定投資市場的特定主題概念股或熱門投資標的物的股權選擇權。由於商品具有選擇權的槓桿特性，只要投資一檔商品猶如交易一籃子股票。槓桿交易商鎖定主題概念股或熱門個股標的，發行深度價內股權選擇權商品，具有買權/賣權的價格變動槓桿性。投資人可專注一檔投資標的，便可參與一籃子股票的行情波動，超越傳統股票投資與選擇權操作的波動性，適合少量資金投資者欲投資多檔投資標的。

目前台灣已經有上市的股權選擇權的商品，如蘋果牛熊及特斯拉相關概念股的選擇權。未來新產品開發方向可依未來產經及科技熱點（如比特幣），設計股權選擇權。

#### 一、目前既有商品說明

##### （一）外匯保證金交易<sup>24</sup>

外匯保證金交易係利用財務槓桿原理，以小搏大將資金倍數操作。客戶於本行存入一筆保證金(Margin)，以核可之倍數在外匯市場中，利用匯率升貶的波動從事外匯買賣，賺取其中的價差利潤。目前台灣承作外匯保證金交易的主要為銀行及槓桿交易商，而槓桿交易相較銀行的優勢在於：(1) 外匯保證金交易為非標準化合約，最低交易限額為 0.01 手，門檻較銀行低。外幣保證金交易的非標準化合約之特性適合作為小資族與投資新手的入門投資標的；(2) 交易費用較銀行低。目前我國外匯保證金交易較大的兩個槓桿交易商平臺，為群益期貨外匯保證金交易，以及元大期貨的外匯保證金交易。

##### （二）蘋果牛熊股權選擇權

---

<sup>24</sup> 槓桿式外匯保證金交易在第二章第一節有詳細介紹。

元大期貨股權選擇權——蘋果牛熊係基於蘋果概念股的股價選擇權商品設計緣起於針對蘋果供應鏈涉及的數十檔股票，對交叉配對歷史股價分析精選出 7 檔股票，合成為正 3 倍槓桿的「股權選擇權」商品，亦為首檔以蘋果概念股為投資標的的「股權選擇權」。

投資方法：投資人可一次完成一籃子蘋果概念股的多空操作，並參與 3 倍的買權/賣權價格波動，適合偏好高波動性投資的投資人。看好蘋果股票未來上漲趨勢，投資人即可買入「蘋果牛」，亦即作多一籃子的蘋果概念股，並獲得 3 倍買權漲跌幅；反的，買入「蘋果熊」，亦即做空一籃子的蘋果概念股，並獲得 3 倍的賣權漲跌幅。

選擇股票	權重
鴻準	15%
正崴	15%
台積電	10%
業成	20%
大立光	10%
可成	15%
美律	15%

#### 合約規格

合約單位	以口為單位
契約乘數	每 1 點為新台幣 100 元
交易價金	蘋果牛/蘋果熊市價 * 新台幣 100 元 * 口數
交易單位	1 口
升降單位	0.1 點
最後結算價	蘋果牛/蘋果熊到期日的收盤賣價 (13:30)
槓桿倍數	3 倍 (不同標的將依個別契約訂定)
損益計算	(賣出價 - 買入價) × 新台幣 100 × 交易單位

「蘋果牛」、「蘋果熊」的走勢趨近於蘋果個股，運用槓桿倍數，投資人可簡單參與蘋果股票的漲跌幅加乘效果。市場優勢有：(1) 雙向交易：傳統股票放空不易，然而股權選擇權多空皆宜；(2) 交易門檻低：僅需付小額權利金，即可參與一籃子股票漲跌，放大波動度。

### (三) 特斯拉(Tesla)概念股權選擇權

推行背景：看好電動車的發展熱潮和話題性，易帶動股價波動性。這 10 檔特斯拉概念股：

包括致茂(2360)、和大(1536)、美磊(3068)、健和興(3003)、康普(4639)、美琪瑪(4721)、宸鴻(3673)、貿聯(3665)、亞光(3019)、建準(2421)，比重介於 9%到 12%。

表十二.1 特斯拉概念股

股票	比重	股票	比重
致茂	9%	美琪瑪	10%
和大	9%	宸鴻	10%
美磊	9%	貿聯	11%
健和興	10%	亞光	12%
康普	10%	建準	10%

資料來源：元大期貨股權選擇權-特斯拉牛熊

## 第二節 未來可開發槓桿產品方向

### 一、新加坡的產品創新經驗

#### (一)新加坡本地交易商的產品創新

新加坡本地交易商的經驗主要有二：

- 1.交易費用及佣金：無法與外商在交易費用和交易佣金上做直接競爭，如表十二.1 所示，因此，新加坡本地交易商需要去作產品創新。
- 2.產品創新：外商主營業務為標準化較強產品（如外匯）；本國企業需避重就輕，提供更客制化產品。

表十二.1 新加坡槓桿交易商相關費率及保證金比重

服務區域	槓桿交易商	最低費用 (S\$)	交易佣金 (Trading Commissions)		
			≤ S\$50K	> S\$50K-100K	> S\$100K
<b>全球化企業</b>					
	Citibank Brokerage	28	0.25%	0.20%	0.10%
	Phillip Securities	25	0.28%	0.22%	0.18%
	SAXO Capital Markets	15	0.12%	0.12%	0.12%
	Standard Chartered	10	0.20%	0.20%	0.20%
	Maybank Kim Eng Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
<b>區域企業</b>					
新/泰/馬/印尼	CIMB Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
新/港/泰	DBS Vickers	25	0.28%	0.22%	0.18%
新/中/港/馬/印 度	iFAST Financial	10	0.12%	0.12%	0.12%
新/港/馬/泰/印 尼	UOB Kay Hian	25	0.275%	0.22%	0.20%

港/新/泰	KGI Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
本土企業					
新加坡	Lim & Tan Securities	25	0.28%	0.22%	0.18%
新加坡	OCBC Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%
新加坡	RHB Securities	25	0.275%	0.22%	0.18%

資料來源：新加坡交易所 (SGX)

### 1. 單日槓桿證 (DLC)

表十二.2 顯示 2017 年新加坡股市出現新型交易產品「單日槓桿證 (Daily Leverage Certificates, 簡稱 DLC)」。7 月 17 日起, 合格的特定投資產品 (Specified Investment Products, 簡稱 SIP) 投資者可購買這些產品。

DLC 是 2012 年以來歐洲市場增長最快的上市結構性產品之一。這類交易工具為區域投資者提供機會, 從每日市場走勢中獲取槓桿回報。而新加坡交易所成為亞洲首個提供 DLC 交易的交易所。由法國興業銀行 (Societe Generale) 發行的首批 DLC 共有 10 款產品, 涵蓋指數包括 MSCI 新加坡指數、恒生指數 (HSI) 和恒生中國企業指數 (HSCEI)。多數產品提供三倍或五倍固定槓桿, 投資者可選擇看漲或看跌。

性質: 與槓桿掛牌基金 (ETF) 類似, 透過槓桿投資工具放大所追蹤指數的收益回報。以 MSCI 新加坡指數的五倍槓桿為例, 如果該指數當天上漲 5%, 投資者將獲得 25% 的收益。

DLC 每天都會重新調整, 如果投資者持有某只 DLC 五天, 所追蹤指數在此期間累計上漲 10%, 投資者不一定會獲得 50% 的收益。由於市場週期短暫, 發行方建議投資者在一天內完成交易。這類產品通常被認為風險較高, 適合有一定投資知識和經驗的投資者。

表十二.2 DLC 與其他金融產品區別一覽表

項目	槓反 ETF	一般權證	單日槓桿證
交易型態	本金交易	權利金交易	
存續時間	無	6 個月—2 年	3 個月—2 年
標的	指數	個股, 指數	
到期履約	無	以收盤前特定時間段內標成交價的均價作為結算基礎	
槓桿倍數	正向 2 倍/反向 1 倍	平均 8—10 倍	倍數固定 多為 3—5 倍

停損停利	無	無	有
觸及后重新設定報價範圍			

資料來源：工商時報

## 2. 透過設立現金抵押交易 (CCT)

Lim & Tan Securities CCT 透過設立現金抵押交易，交易限額是基於客戶在 Lim & Tan 證券 (LTS) 的 SGD 信託帳戶中的現金金額。客戶可以享受較低的經紀佣金，並且賺取利息。

## (二)新加坡交易所(SGX)產品設計及開發經驗

新加坡交易所的業務主要分為以下五個方面：衍生品、證券、存託服務、市場數據提供、發行服務。衍生品則主要有三個部分：商品期貨市場、金融期貨/期權市場、以及亞洲結算行，如表十二.3 所示。

表十二.3 新加坡交易所產品種類一覽表

類型	產品種類
商品期貨	LME-SGX 有色金屬：銅、鋁、鋅 橡膠 能源
金融期貨 選擇權	股指期貨/選擇權 利率期貨/選擇權 股息期貨/選擇權
亞洲結算行	橡膠 鐵礦石 Swap，動態煤 石油、石化衍生品 貨運：干散貨/貨運集裝箱 外匯遠期合約 利率掉期

資料來源：SGX

## 1. SGX 黑色金屬系列產品

SGX 黑色金融系列產品很重要的特徵，係強化針對中國市場，聯合芝加哥商品期貨交易所，與開發出包括航運在內整個黑色金屬價值鏈對價格風險管理的工具。只要有合適的平台，可以方便各個交易主體實現各相應合約之間的跨市、跨期、跨品種交易套保。

#### (1)新交所鐵礦石 Swap/期貨合約

新交所是全球鐵礦石衍生品的主要發源地，針對全球最大的鐵礦石消費地中國，新交所發行了比較多的鐵礦石合約：含 62%鐵粉的鐵礦石掉期，以及 TSI 發佈的運往中國地區加上成本、運費的鐵礦石指數掉期。除此的外，新交所還推出了把運往中國的塊礦按照 62%的鐵份折算形成的普氏塊礦溢價掉期合約和指數期貨合約。表十二.4 列舉了新交所鐵礦石期貨及掉期合約。

表十二.4 新交所鐵礦石期貨及掉期合約

	新交所鐵礦石 CFR 中國(62%鐵粉)Swap	新交所 TSI 鐵礦石 CFR 中國(62%鐵粉)期貨
報價代號	FE	FEF
合約規模	500 公噸	100 公噸
最小波動價	US0.01/公噸	
合約月份	從現月開始，最多連續 48 個月；12 個月到期後可再追加 12 月份	
交易日	除聖誕節前夜（半天交易），任何交易時間	
價格限幅	無價格限制	
頭寸限制	在單邊市場以及合計的全部合約月份內，投資者持有或控制我交易所交易和/或清算所接受清算的相同標的鐵礦石期貨、Swap、選擇權及任何其他產品，總計不得超過相當於 3000 手的普通規模鐵礦石 Swap	
最後結算日	合約月份內鋼鐵指數（TSI）	
最終結算價	按合約到期月份內所有鋼鐵指數（TSI）鐵礦石參考價格簡單平均值進行計算	

保留至小數點後兩位數，以現金結算		
議定大宗 交易	無	5 手

資料來源：SGX

## (2) 焦煤合約

中國、印度和東盟等新興經濟體經濟成長，推動能源、鋼材、水泥及其他工業材料的需求日益增大。動力煤和焦煤主要從印尼、澳洲和南非進口到中國，與鐵礦石混合便可生產鋼材。SGX 將焦煤 Swap/期貨合約，與其主打鐵礦石衍生產品和熱軋鋼卷衍生產品相輔相成，有利於整個鋼材價值鏈的風險管理，可實現：

1. 有效對衝現貨焦煤/動力煤價格風險；
2. 跨商品交易節省保證金：在 SGX 同時清算這些互補產品可大幅節省保證金。
3. Swap/期貨互換性：每份新交所亞洲結算行的期貨/swap 均可完全由其相對應（具有相同的每日/最終結算價，及到期日）的店頭市場商品 Swap 所替代。

## (4) 熱軋卷板合約

SGX 推出熱軋卷板合約，係因為中國、印度和東協(ASEAN)目前佔全球鋼鐵生產和消耗總量的 70% 以上，同時包括台灣在內的亞洲熱軋卷板(HRC)市場是全球最大的地區性 HRC 市場。

HRC 的價格不僅與自身有關，而且與密切關注 HRC 價格的下游產品有關。生產出的大多數 HRC 有兩種用途：以冷軋卷板(CRC)的形式軋製成薄片；鍍鋅後製成鍍鋅鋼。因此新交所推出了第一個海運鋼鐵衍生品，旨在滿足亞洲扁鋼市場的價格風險管理需求，載體就是熱卷掉期合約與熱卷指數期貨合約。

## (5).SGX 運費協議，及集裝箱場外掉期

對於原料及產品進出口運輸，新交所也配套的推出了運費協議，來管理運費價格風險。在合約設計上，一方面是用船型來區分，包含若干條路線的平均租期，以波羅的海每日現貨估價的算術平均值結算。或者還有在特定船型下，按照路線劃分的單一路線運費協議。SGX 推出了與中國有關的 C5 合約標的的西澳大利亞-青島的好望角船型 C5 路線遠期運費協議。

除了乾散貨運輸，還有集裝箱運輸，針對中國進出口活動的發展，新交所也提供設計上海出口集裝箱的場外掉期合約。包括上海-歐洲、上海-地中海，上海-美國東西海岸這四個主要的進出口地區。

## 2. 橡膠行業

天然橡膠在國際期貨市場已經成為一個成熟品種，在東南亞各國的期貨交易所佔有一定的市場份額。目前亞洲重要的橡膠交易平臺有日本的 TOCOM、中國的 SHFE、新加坡的 SGX 三家，客戶會在這三個市場之間，進行套期保值操作。

而 SGX 提供 2 種 SICOM 橡膠期貨合約—3 號煙片膠 (RSS3) 和 20 號標準膠 (TSR20)，從而為市場參與者提供一個可以信賴的基準價格作為現貨交易參考價，以管理價格風險。煙片膠用於生產抗裂製品，標膠主要用於輪胎製造業。同時，新交所也推出了橡膠品種間的跨期和跨品種套利合約。作為規避風險的有效手段之一。而且，在相應的 OTC 市場，新交所也有標膠的掉期合約。

## 3. 石油化工行業

石化行業在亞洲的第一大合約分類是輕餾分油合約，包括汽油和石腦油合約。輕餾分油包括汽油和石腦油等產品。石腦油可用作塗料溶劑、清洗液及汽油和石化產品的生產原料，視其質量而定。汽油主要用作內燃機的燃料。利用石油期貨、掉期，石油終端用戶可以鎖定未來石油消費的購買價，將價格波動帶來的風險降至最低。通過鎖定價格，對沖者能夠更有效地控制現金流，同時改善業務固有成本的管理。

第二大合約分類是重餾分油合約，即燃油合約。燃油主要用作發電站、工業和電站鍋爐的燃料，此外也被廣泛用作船用燃料—船舶消耗的燃料。燃油根據其粘度和硫含量分為不同的等級。燃油和燃油掉期剩餘月份還有相應的迷你合約，以方便客戶更為快捷的交易，提高市場參與度和加強流動性。

第三塊合約分類就是從石油中提取的相關化工品合約。在過去十年中，石油化工產品的全球消費量穩步增加。這些需求也是由主要的終端使用者行業和來自中東和亞太地區的生產者良好的經營狀況所驅動的。石油化工產品是提取自原油和液化天然氣中的乙烷，丙烷，丁烷等其它碳氫化合物產品。最廣泛生產的兩種石化類種類為烯烴和芳烴。在烯烴類系中，聚乙烯和聚丙烯在數量上形成最大的市場，並主要用於製造工業化學品和塑料製品。至於芳烴，苯類主要用於製作染料原料，清潔劑和殺蟲劑；而對二甲苯的市場日益活躍，主要用於生產塑料容器和其它家庭用品。

對於中國大陸的石化行業，燃料油是除石油以外進口量最大的石油產品，且主要集中在 180 號與 380 號低硫燃料油的進口，這兩種類型是中國燃料油進口商想要套期保值的必選。而新交所 2014 年 12 月 2 日啓動的 PX 合約，係專門針對中國大陸市場需求設計。新交所本身可以對 PX 和 LLDPE 跨品種套利提供保證金優惠，同時也可以用中國大陸大商所和新交所的線性低密度聚乙烯做跨市。又由於新交所二甲苯 PX 標的物是幾乎全部用於生產精對苯二甲酸 PTA，兩者相關性極強，因此客戶也可以做 PX 和 PTA 的跨品種套利。

### (三)台灣可參考方向

#### 1. 黑色系列產品：螺絲螺帽等螺絲扣件產業相關產品開發

2016年台灣螺絲扣件業產值1,359億元、出口值1,265億元，為全球第3大出口國，出口比例達93%，每年螺絲外銷總額約40億美元，其中美國約占40%，歐洲占40%。目前政府積極輔導廠商，開發智慧化生產設備加速產業導入智慧機械，朝高值化發展。所以可開發和螺絲扣件相關的期貨/槓桿交易商品。

#### 2. 石化相關產品：綠能相關產品

響應台灣社會現在對綠能的需求，開發與綠色能源相關的槓桿交易產品。如綠能股相關的股指選擇權。可參考股票如表十二.5所示：

表十二.5 綠能股相關的股指選擇權可參考股票

產業鏈	股票代號 /名稱	總市值(億)	近 12 月 營收合併 成長(%)	近 12 月 累計合 併 營 收 (百萬)	本益比	股價 淨值 比
矽晶圓	2406 國碩	106.2	41.33	18839	37.9	1.9
	3519 綠能	89.9	1.45	15505		1.45
	5483 中美晶	244.5	1.42	28282	15.9	1.07
	3686 達能	33.5	-15.03	1575		0.73
太陽能電池	6244 茂迪	195.2	23.90	24754	20.5	1.41
	3561 昇陽科	68.5	8.25	10483		0.94
	3452 益通	87.3	1.70	4527		1.25
	3514 昱晶	143.2	1.16	15747	14.2	1.12
	3576 新日光	184.9	-19.45	22215		0.94
太陽能模組	6443 元晶	49.4	13.80	7133	17.8	1.23
	3562 頂晶科	1.5	-52.54	962	30	1.85
太陽能系統	2308 台達電	3623.5	6.72	203440	17.9	3.03
	6803 崑鼎	104	3.92	4078	13.7	2.42

	2409	友達	825.8	-11.72	360346	29.2	0.43
切削油	1717	長興	330.2	-4.60	38486	11.3	1.51
導電漿	3691	碩禾	408.7	62.81	15847	15.5	7.13
EVA 膜	4720	德淵	13	6.12	2452	11.4	1.19
	1304	台聚	146.8	-12.37	52390	12.7	0.87
焊接材料	3305	昇貿	30.3	-18.60	4694	24.8	0.75
模組背板	8039	台虹	73.5	1.38	10267	9.2	1.11

資料來源：台灣證券交易所

### 3. 比特幣相關股指選擇權

比特幣 (BitCoin) 風險巨大，目前根據台灣監理法規雖無法直接從事比特幣交易。但可針對比特幣「挖礦」供應鏈作產品開發。比特幣供應鏈包含晶圓代工廠、IC 設計廠、封測廠及顯卡廠等，相關股票為：

晶圓代工廠台積電 (2330)，IC 設計廠創意 (3443)，封測廠世芯 (3661)、日月光 (2311)、矽品 (2325)，顯卡廠技嘉 (2376)，微星 (2377)，華碩 (2357) 撼訊 (6150) 等。主板廠華擎 (3515)。

## 二、不動產租賃的相關槓桿交易產品：以中國大陸為例

### (一) 中國大陸不動產租賃槓桿交易產品簡介

目前中國大陸針對不動產租賃開發了一系列產品，如建設銀行(2017.11)：(1)個人租房貸款「按居貸」；(2)機構房東推出「CCB 建融家園」融資租賃模式。互聯網企業如阿里的信用租房以及京東金融白條租房；央企地產如保利長租公寓類 REITs。如表十二.6 所示。

而中國大陸未來方向是銀期合作：期貨商可針對銀行租賃運營中的風險設計相應產品進行避險；對個人，可針對租金波動開發相關槓桿交易商品（比如租金指數，租房貸款證券化）。

表十二.6 中國大陸不動產租賃槓桿交易產品及項目

相關企業	產品
中央企業	保利長租公寓類 REITs：聯合中聯前源不動產基金管理有限公司合作發行。產品總規模 50 億元人民幣，以保利地產自持租賃住房作為底層物業資產，採取儲架、分期發行機制，優先順序、次級占比為 9：1，優先順序證券評級 AAA，次級證券不評級
國有銀行	建設銀行：針對個人推出“按居貸”，申請條件為：（1）個人月收入在 5 千元人民幣以上；（2）有連續 3 年繳交社保或公積金記錄；（3）個人信用記

錄良好者；

最高信用貸款額度:(1)不超過個人年收入的 2 倍或 100 萬元,(2)貸款期限最長可達 10 年。

針對企業：(1)銀行—承租單位—地產公司合作，建行將房子的所有權和居住權分開；(2)開發商保留所有權，以貸款形式向建行出讓房屋的長期居住權，獲得用於支持運營的現金流；(3)建行獲得房源後置入自己的租賃平臺進行長租。

**互聯網巨頭** (1)阿裡信用租房：芝麻信用分達到 650 分以上，可免租房押金。  
(2)京東金融白條租房：京東金融與線下租房商家合作租房分期，對用戶進行一次性授信，額度不迴圈，分期還款，屬個人信用消費貸款

## (二) 台灣可開發方向：T-REITs 以及和不動產相關概念股選擇權

台灣可進行開發的契機在於，2018 年 03 月金管會研議修正不動產證券化條例考慮擴大不動產的定義，將公共建設納入不動產證券化基金可投資標的，例如太陽能電廠、離岸風電、高速公路等，希望進一步吸引壽險資金或其他機構法人投資。

台灣雖然有 T-REITS，但主要有存在如下問題：(1)針對商辦、廠辦大樓，租金不透明。(2)人民通常傾向直接買房，對 T-REITS 興趣不大；(3)台灣房價雖高，但租金報酬率低。而台灣可開發方向：T-REITs 以及和不動產相關概念股選擇權。相關上市上櫃企業整理如下的所示。

商用不動產			都更		
代號	名稱	市場	代號	名稱	市場
2520	冠德	市	1437	勤益控	市
2534	宏盛	市	1504	東元	市
2536	宏普	市	1614	三洋電	市
2547	日勝 生	市	2520	冠德	市
2548	華固	市	2547	日勝生	市
2841	台開	市	2832	台產	市
5512	力麒	櫃	2841	台開	市
5522	遠雄	市	4416	三圓	櫃
5523	豐謙	櫃	5512	力麒	櫃

5530	龍巖 櫃	5522	遠雄 市
5533	皇鼎 市		
5534	長虹 市		
豪宅		公共工程	
代號	名稱 市場	代號	名稱 市場
2505	國揚 市	1101	台泥 市
2515	中工 市	1102	亞泥 市
2520	冠德 市	2504	國產 市
2524	京城 市	2515	中工 市
2538	基泰 市	3703	欣陸 市
2545	皇翔 市	5521	工信 市
5519	隆大 市		
5522	遠雄 市		
5531	鄉林 市		

### 三、商品期貨類的開發方向

#### (一) 中國大陸大商所 2016 年場外期權試點項目簡介

各國商品期貨新產品的開發方向，主要受兩個因素影響：一是本國的金融政策，二是針對本國企業的產品需求進行客制化設計。在綜合考慮各國監理制度和產業結構的情形下，各國針對商品期貨進行的槓桿交易品創新呈現高度在地化和客制化特徵。在客制化開發中，目前中國大陸金融創新項目種類繁多，可供參考借鑑。以下羅列中國大陸大商所 2016 年場外期權試點項目。

- (1) 銀河期貨+兗礦集團：鐵礦石場外期權避險。
- (2) 魯證期貨+晉泰鋼鐵+萊商銀行：利用場外期權實現「融資+擔保」。
- (3) 申銀萬國期貨+國豐鋼鐵：實現穩健經營。
- (4) 銀河期貨+旭陽宏業：利用場外期權對衝市場風險（降低成本，庫存保值）。
- (5) 海通期貨：為中小企業量身打造場外期權策略。
- (6) 國泰君安期貨：「基差採購+場外期權」模式。
- (7) 金瑞期貨：場外期權服務油脂壓榨企業。
- (8) 國元期貨+農業合作社：定制場外期權產品。

- (9) 國海良時期貨：引導地方國企運用場外期權工具。
- (10) 國海良時期貨：多模式組合鎖定採購成本。
- (11) 魯證期貨：貫穿產業鏈上下游服務龍頭企業。
- (12) 海通期貨：針對礦業企業的定制化預銷定價服務。
- (13) 海通期貨：聚丙烯「連續行權價格選擇權」試點項目。
- (14) 海通期貨：雞蛋「利潤套保指數場外選擇權」試點項目。

為幫助農戶和企業更加有效地規避市場風險，實現增收和穩健經營，從而服務「三農」和實體經濟發展，自 2013 年始，大商所積極支持期貨公司開展利用場外期權的創新業務。2016 年，大商所支持場外期權試點項目 14 個，為合作社和實體企業量身定制了避險模式，降低套保成本，提供人才支持，積極探索利用場外期權為「三農」和實體企業發展提供助力、保駕護航。

大商所「2016 年場外期權試點項目」中有三家期貨公司的風險管理公司為鋼鐵企業、貿易企業量身打造場外期權，這些項目綜合運用美式、歐式、亞式、價差期權等多種組合，產品設計靈活多樣，同時大膽創新，將場外期權與企業基差貿易等現貨經營模式進一步結合，嘗試透過「融資+期權」等模式充分滿足企業的個性化需求，幫助企業通過場外期權的「精確」套保規避價格波動的風險。

#### (1) 銀河期貨+兗礦集團：鐵礦石場外期權避險

兗礦集團是以煤炭、煤化工等為主業的中國山東省省屬國有獨資企業。在過去幾年煤焦礦價格大幅下跌過程中，企業運營困難重重，生產經營面臨困局。青島世紀瑞豐集團有限公司成立於 2003 年，是一家以鐵礦石進口貿易為核心業務的多元化企業集團。世紀瑞豐是首批參與鐵礦石期貨的貿易商，雙方於 2015 年底成立合資公司，共同面臨市場困局。

世紀瑞豐公司對期貨的套期保值效果十分認可，也正是因為公司在在大商所鐵礦石期貨上市後積極參與，成功規避了價格連續兩年的大跌風險，同時擴大了貿易量。世紀瑞豐與兗礦集團成立合資公司後，企業表示願積極參與大商所後續的試點工作，並透過現貨、期貨、期權共同組合的形式，探索出符合國有鐵礦石現貨貿易商的套期保值模式。銀河期貨及其風險管理公司德睿資本全程為企業提供「貼身式」服務，針對企業提出的多樣化需求。

#### (2) 魯證期貨+晉泰鋼鐵+萊商銀行：利用場外期權實現「融資+擔保」

該項目場外產品配合授信融資，企業買入貨值 85% 的看跌期權，銀行與企業簽署為其提供貨值 80% 的貸款契約，企業同時賣出看漲期權組成領子組合降低融資擔保成本。

晉泰鋼鐵是以鐵礦石進口貿易為主的貿易企業，由於近幾年來鐵礦石價格波動劇烈，傳統

礦石貿易模式受到重大衝擊。在銀行不斷收緊對鋼鐵行業信貸額度的大背景下，晉泰鋼鐵積極探索運用場外期權等金融衍生品工具增強自身風險管理能力，從而在融資方面增加籌碼，謀求與銀行的可持續合作，解決行業整體性融資難問題。

晉泰鋼鐵與魯證期貨簽署合作協議。魯證期貨為晉泰鋼鐵提供創新的場外期權進行風險管理，協助企業與銀行進行可持續融資合作。魯證期貨透過與企業溝通，設計了 2 萬噸鐵礦石 1705 合約執行價格 514 元/噸和 714 元/噸的看跌領子組合（企業買看跌期權，賣看漲期權），組合權利金為 1.53 元/噸。當時銀行對於礦貿行業貸款把控嚴格，鐵礦石貿易信用證保證金比例大幅提高。晉泰鋼鐵透過傳統質押方式利用 4 萬噸鐵礦石融資難度增加，貸款額度較低，有迫切融資需求。銀行方面擔心礦價暴跌，企業抵押給銀行的鐵礦石價值迅速縮水，需要科學金融工具對衝價格及信用風險。

晉泰鋼鐵、魯證期貨和萊商銀行簽署單一場外看跌期權的三方協議，保護價位設定為質押鐵礦石貨值的 85%（514 元/噸）。同時萊商銀行與晉泰鋼鐵簽署為其提供貨值 80% 的貸款契約。晉泰鋼鐵未違約的情況下，享有期權受益權，違約情況下，萊商銀行享有受益權，以此保證企業獲得較高的融資比例。

同時為降低融資擔保成本，魯證與晉泰簽署另一腿看漲期權賣出契約，執行價位 714 元/噸為企業選擇的鐵礦石上方較難突破的壓力位。最終組合權利金縮小至 1.53 元/噸。2017 年 2 月 17 日至 2017 年 3 月 30 日，雙方就剩餘 2 萬噸以鐵礦石 1705 合約 597 元/噸和 822 元/噸價格結構看跌領子組合進行了交易。組合權利金為 1.01 元/噸。

2017 年 3 月晉泰鋼鐵將 2 萬噸鐵礦石庫存進行質押融資，需利用場外期權對衝價格下跌風險，以提高萊商銀行的貸款額度。於是晉泰鋼鐵、魯證期貨和萊商銀行簽署單一場外看跌期權的三方協議，保護價位設定為質押鐵礦石貨值的 85%（597 元/噸）。同時萊商銀行與晉泰鋼鐵簽署為其提供貨值 80% 的貸款契約。同時賣出執行價位 822 元/噸看漲期權，組合權利金為 1.01 元/噸。該模式滿足了礦貿商的資金需求。供給側改革下促使黑色產業鏈轉型升級，而愈加收緊的銀行借貸審核，使得眾多依靠貸款資金流週轉的礦貿商難以為繼；其次，該模式與傳統模式相比存在一定優勢。

對於礦貿商涉及的兩方面費用，分別是期權費支出和融資費用支出。該模式透過組合產品設計，期權費可降至年化 2% 左右；在貨物質押的情況下，結合期權的擔保，質押率可大幅提高；最後，該模式具有推廣性和持續性。礦貿商的融資和避險需求非常強烈，銀行也願意積極參與到該模式中來，共同促進黑色產業鏈的穩定發展。

### (3) 申銀萬國期貨+國豐鋼鐵：實現穩健經營

利用期權幫助企業鎖定原材料價格上漲風險。國豐鋼鐵為大型國有鋼廠，透過場外期權試點項目實現了利用價差產品鎖定規避原料上漲的風險的目的。國豐鋼鐵作為生產企業，對於鐵

礦石、焦炭、焦煤等原材料，鋼廠在現貨端是希望價格下跌的。如果原材料價格出現上漲，鋼廠利潤將會受到壓縮。因此推薦鋼廠買入一個看漲期權。另外由於鐵礦石的波動率較高，權利金較貴，推薦企業買入一個價差看漲期權。

產品經營過程：公司完成與國豐鋼鐵的 SAC 場外主協議及補充協議的簽署工作，雙方確認產品為鐵礦石期貨的歐式看漲價差期權。2016 年 11 月 30 日，國豐鋼鐵正式進行場外期權下單確認。入場時標的物合約 I1705 價格為 556 元/噸，看漲期權執行價格的價差範圍確定為 572.68 到 611.6 元/噸。客戶合計支付權利金總額 43.37 萬元。在項目運行 4 個月時間內，公司相關部門每日按照模型定價進行動態對衝。標的物 I1705 整體呈上漲趨勢，客戶進行保值效果明顯。

2017 年 3 月 29 日，客戶選擇在標的物價格為 637 元/噸時平倉操作。根據雙方交易要素，風險管理子公司賠付客戶總額為 150.59 萬元，扣掉權利金後客戶淨利潤為 107.22 萬元。折合每噸淨利潤約 26.8 元，達到了良好的套期保值效果。

#### (4)銀河期貨+旭陽宏業：利用場外期權對衝市場風險（降低成本，庫存保值）

項目背景：2015 年隨著國家供給側改革的深入，煤礦生產執行 276 個工作日制度，煤炭產量和去年同期相比持續下滑，而鋼鐵產量和去年同期相比小幅增加，供需錯配矛盾在 9 月底爆發。2017 年年初，焦化廠利潤仍處於高位，其生產積極性較高，焦炭供應穩中有升。而受國家加大對鋼鐵過剩產能調控力度影響，鋼廠產能進一步壓縮，對焦炭需求和去年同期相比下滑，焦炭上下游的供需缺口被逐漸填平，煤焦價格展開寬幅振蕩。

產品設計思路：該項目基於企業對現貨行情和自身經營的判斷與把握，結合企業實際需求，嘗試了多種期權策略組合，不僅為現貨套保，也為期貨頭寸套保，並且兼顧了採購端與庫存端的保值，同時透過採用價差期權降低權利金的佔用，探索企業利用場外期權管理風險的有效途徑。

產品運營思路：北京旭陽宏業化工有限公司（下稱旭陽宏業）是旭陽煤化工集團的全資子公司，擔負著集團四大業務板塊中的貿易任務。銀河期貨與其風險管理公司銀河德睿，共同服務旭陽宏業完成 6 筆交易，合計交易量 2 萬噸，產品週期累計近 5 個月，實現了為企業降低採購成本，為庫存保值增值等效果。

旭陽宏業的第一筆場外期權交易為例：在焦炭現貨庫存偏緊的情況下，企業擔心未來採購成本增加，希望透過場外期權降低採購成本。經與企業多次商討，銀河期貨決定採用牛市價差策略為旭陽宏業降低採購成本。

在期貨頭寸套保方面，試點中的第三筆交易為賣出看漲期權 3000 噸。企業獲得賣出看漲期權最大收益，為企業現貨增加 26.4 元/噸的利潤。旭陽宏業參與此次場外期權業務試點不僅做期權買方，而且還多次作為期權賣方參與交易。據介紹，旭陽宏業參與此次場外期權業務試

點共支付 79.224 萬元權利金，因有賣方策略，權利金淨支出為 68.758 萬元。整個項目運行結束，旭陽宏業獲得銀河德睿 87.1 萬元的賠付，淨盈利 18.342 萬元，盈利以投資收益形式入賬。2016 年年底至今，焦炭期貨波動較大，旭陽宏業透過場外期權實現了對部分風險的有效轉移，並探索出風險規避的新途徑。

此次試點中，為了便於旭陽宏業快速、全面掌握期權知識及策略運用，銀河期貨和銀河德睿多次到企業開展交流培訓活動，根據企業需求商討、制定期權方案。透過此次試點，旭陽宏業對場外期權工具的運用有了更為深入的瞭解與掌握。試點結束後，旭陽宏業根據企業生產經營情況，運用期權工具累計完成 12000 噸焦炭的保值操作。

#### (5)海通期貨：為中小企業量身打造場外期權策略

背景：中國聚丙烯生產企業主要分布在華東、華南、東北和西北等地區，消費主要集中在華東、華南和華北，進口聚丙烯主要流入華東和華南。廣東是聚丙烯集中流入的地區。成立於 1984 年的廣東中興塑料紙類印刷有限公司（下稱中興塑料）年產塑料製品約 3500 噸，在行業中排名前列，屬於龍頭企業。中興塑料常年採購聚丙烯用於生產包裝袋，基本庫存量可維持一個月用量，原料成本約佔總成本的 78%，因此聚丙烯原料上漲對企業利潤影響較大。長期以來，該企業飽受原料價格波動的困擾，無法專注於生產經營。

海通期貨經過多次調研溝通，根據企業的經營特點與實際需求，為其量身定制了場外期權操作策略。經測算，聚丙烯期貨主力合約價格與現貨價格相關係數可達 0.96，能夠有效反映企業現貨採購價格走勢，因此這次試點選擇以聚丙烯期貨主力合約作為期權標的。

在現貨端，中興塑料月度均勻採購。在試點項目初始階段，企業認為聚丙烯期貨價格已經盤整一段時間，但未來趨勢不好掌握，有可能持續盤整，也有可能出現較大的漲幅。為了更加貼近企業的風險管理需求，同時從節約成本的角度考慮，海通期貨為其設計了基於亞式期權的操作方案。亞式期權是在到期日確定期權收益時，不採用標的資產當時的市場價格，而是採用期權契約期內某段時間標的資產價格的平均值。相較於標準期權，亞式期權能降低極端價格波動帶來的不利影響。鑒於企業的日常經營需要持續購買原料及出售產品，期貨公司在亞式期權的基礎上設計了多週期、多行權價，最終確定了連續行權價格亞式看漲期權的操作策略。

產品定價方面，期貨公司透過對歷史波動率的計算、隱含波動率的預測與調整、各定價參數的選取等方式，綜合考慮了整個週期內各個合約的風險情況，並根據選取的隱含波動率水平，最終將場外期權的權利金定為每噸 53 元，費率水平約為 0.61%。該價格相對於聚丙烯產品價格較為低廉，得到了企業的認可。最終結算後，中興塑料作為期權買方獲得總計 71085 元的權利金賠付。透過測算，在使用場外期權進行套保後，聚丙烯的原料價格維持在 8000 元每噸的水平，有效規避了原料價格持續上漲帶來的風險，取得了較好的保值效果。

#### (6)國泰君安期貨:「基差採購+場外期權」模式

項目背景:對於大型油脂壓榨企業來說,在國際市場採購大豆後,透過基差向下游需求企業提供豆油、豆粕報價,並透過大商所期貨市場進行風險控制已經成為業界多年來的成熟的操作模式。但對於大量的豆油需求方尤其是一些中小企業來說,儘管透過簽訂基差契約,下游企業可以鎖定基差,在終端產品價格相對穩定的情況下,利潤比較穩定,但另一方面,基差契約簽訂後,企業如果點價時機不當,可能會面臨高位點價風險,原料成本的上升會侵蝕利潤。所以,豆油下游需求企業並不能透過市場完全消化上游油脂壓榨企業轉化過來的市場價格風險,迫切需要一種新型的金融工具規避市場波動風險。

國泰君安風險管理有限公司在本次場外期權項目試點中的合作對象為西安海大油脂有限公司。該公司成立於 2004 年,主要從事食用植物油(全精煉、半精煉)的分裝、銷售,月銷售量約為 4000 噸。公司的經營模式是透過簽訂點價採購契約從大豆壓榨工廠購進豆油,然後經過精煉分裝,銷售給廣大消費者。在生產經營過程中,公司面臨豆油採購價格的大幅波動,需承擔較大的市場風險。公司缺乏專業的套保團隊,資金規模有限,點價採購的保證金佔用過高,不利於公司穩定盈利,擴大經營規模。

運營思路:針對西安海大在生產經營活動中面臨的採購或銷售價格波動風險及資金量有限的實際情況,公司為其設計了「基差採購+場外期權」策略幫助客戶管理大宗商品價格風險。顯然,「基差採購+場外期權」模式能在風險可控的基礎上,幫助企業降低套保成本,實現管理價格風險,增強盈利能力的目標,也得到了實體企業的認可和支持。並且該模式結構簡單,易於操作,無需企業配備專業人員,可以大力複製推廣。

運營過程:11 月 24 日,西安海大在豆油 1705 合約的價格處於 6920 元/噸時進行了點價,鎖定了現貨採購價格,隨後面臨銷售價格下跌風險。為此公司推薦其買入看跌領子期權,交易量對應 1000 噸庫存,無需支付期權費。領子期權的特點是便於結合現貨貿易進行配合操作。操作模式為買入一個看漲期權的同時賣出一個看跌期權。買入看漲期權的作用是,企業可以不急於點價,等待一個價格低點。但如果在沒有點價時價格已經上漲,就相當於錯失了低點,這時買入看漲期權可以使企業得到賠付。賣出看跌期權的主要作用是降低權利金。

2017 年 2 月,西安海大先後與上游壓榨工廠簽訂了三筆各 1000 噸的豆油基差採購契約。當時,受南美大豆上市壓力的影響,豆油期貨合約價格振蕩下行,為了降低採購成本,西安海大推遲點價,但又擔心行情反轉,於是在 2 月 6 日、10 日和 15 日先後向國泰君安風險管理有限公司買入了看漲領子期權組合進行套保,操作量對應其採購量,均為 1000 噸,期權費均為 10 元/噸,期限兩個月。以 2 月 15 日的操作為例,西安海大先後與上游壓榨工廠簽訂了 1000 噸的豆油基差採購契約,當時現貨價格在 7120 元/噸,升水較大,西安海大預期價格會下跌,希望盡快出清庫存,延遲點價,但又擔心價格止跌反彈,高位補庫,故在 6860 元/噸的價位處買入了看漲領子期權套保,共 1000 噸,組合成本 10000 元,初始保證金佔用 31 萬(310 元/

噸)，約 4.5%。3 月 24 日，豆油現貨價格 6375 元/噸，與期貨價格幾乎持平，企業現貨庫存不多，在 6330 元/噸的價格處進行了點價，同時將期權平倉，釋放保證金。經測算，透過場外期權操作，現貨低位點價盈利 530000 元，期權套保損失 374640 元，總盈虧為 155360 元，保留了低位點價帶來的部分收益。而如果單純選用期貨套保，初始保證金佔用為 7%，最終套保損失為 530000 元，完全抵消了低位點價帶來的收益。

此次豆油場外期權市場項目貼合現貨貿易需求，創新了企業風控服務模式。本項目在大商所豆油期貨合約基礎上，結合上下游的實際經營情況，充分考慮了相對應的上游壓榨廠的基差銷售模式，構建符合現貨貿易需求的豆油場外期權產品，幫助下游企業有效化解豆油價格大幅波動風險，鎖定生產成本，穩定生產和貿易利潤，充分發揮期貨的價格發現功能和場外衍生品的風險管理功能。

透過定制風險收益結構，緩解企業了資金壓力。場外期權作為套保工具，與場內期貨是相互補充的，在豆油價格波動較大的情況下，採用場外期權套保更有優勢。做多期貨套保只能鎖定買入價格，在不考慮基差變動的情況下，現貨和期貨的漲跌相互抵消，預期套保收益為零。但採用場外期權套保，既可以享受價格上漲的收益，又能將價格下跌時的損失控制在一定範圍內，可以同時實現套保收益和現貨加工收益。

#### (7)金瑞期貨：場外期權服務油脂壓榨企業

蒙佳糧油試點項目最大特點為根據企業經營模式量身打造，按企業的壓榨比例進行套保，即豆油 18.5%，豆粕 79%，依據兩個品種的相對強弱，制定套保策略，充分體現了場外期權的靈活性以及定制化的特點。公司結合蒙佳糧油的生產實際，創新地將兩種相關的農產品豆粕和豆油透過不同種衍生品有機結合起來，對蒙佳糧油的生產從品種角度做到全面的風險管理。

設計思路：在大豆壓榨企業已經完成 CBOT 點價的情況下，考慮透過利用期貨以及期權等金融衍生品工具對豆油、豆粕進行保值來鎖定壓榨利潤，從而保證大豆加工企業在價格變動頻繁的情況下不受到大的價格衝擊。

背景簡介：在進口大豆依賴度逐年增加、壓榨產能過剩、國際大豆定價權喪失以及原料和產品價格劇烈波動的背景下，中國大豆壓榨企業的生存發展受到嚴峻的挑戰，能否規避市場價格波動風險，保障生產經營工作的穩定，進而在同外資壓榨企業競爭中獲得一席之地，成為困擾大豆壓榨企業的主要問題。豆粕、豆油是大豆的產成品，通常豆油、豆粕壓榨量與需求量決定了壓榨企業的整個銷售計劃與貿易決策。

金瑞期貨風險管理公司金瑞資本的場外期權試點項目合作對象為國內油脂壓榨企業內蒙古蒙佳糧油工業集團有限公司（下稱「蒙佳糧油」），該公司於 2000 年 9 月成立，註冊資本 1.5

億，是農業產業化國家級重點龍頭企業。該公司具有豐富的期貨交易經驗，自 2004 年起就開始將期貨交易運用到生產經營中，當前套期保值的主要品種為豆粕、豆油等。

運營過程：2016 年 8 月，蒙佳糧油與金瑞資本完成場外衍生品主協議、補充協議的簽署，為場外期權交易做好了準備。按項目籌備時的計劃，在完成場外衍生品協議的簽署後，蒙佳糧油將根據大豆進口計劃和行情擇機下單交易。在設計期權產品時，公司從蒙佳糧油生產經營中的實際需求出發，以解決企業流動資金管理、套期保值的需求為目標，綜合利用場外期權、質押融資等工具，為蒙佳糧油提供整體打包的風險管理方案。

在設計期權產品時，考慮到蒙佳糧油的大豆採取在外盤點價的方式，因此若大豆保持上漲趨勢，那麼對於蒙佳糧油來說點價是一種經濟可行的模式。因此，在場外期權策略設計方面，確定採用買入豆油看跌期權、賣出豆粕看漲期權對產成品進行組合保值。11 月 10 日，蒙佳糧油對 475 噸豆油和 2026 噸豆粕按期權交易策略進行了下單交易。兩筆期權都於 2017 年 2 月 10 日到期，到期時未行權。2017 年 3 月 20 日，蒙佳糧油採用同樣策略對 6525 噸豆油和 27974 噸豆粕進行下單交易，兩筆期權到期日為 2017 年 4 月 20 日，豆粕期權未行權，豆油期權行權，獲得賠付 741.24 萬，該策略組合盈利 465.46 萬元。

#### (8)國元期貨+農業合作社：定制場外期權產品

克東縣大海現代農機合作社（下稱大海農機）是黑龍江省齊齊哈爾市克東縣最大的農業合作社。2016 年下半年，玉米現貨價格大幅下降，玉米期貨價格同步走低，玉米期貨主力合約於 9 月底最低跌至 1382 元/噸，黑龍江產區現貨價格一度跌破 1200 元/噸。大海農機 2016 年自主經營土地 2.5 萬畝，共種植玉米 1 萬畝，產量 4000 餘噸，有較強的避險需求。而玉米場外期權可謂「雪中送炭」，有效解決了該合作社種糧農戶缺乏專業知識、無法利用金融工具規避風險的問題。2016 年 4 月中旬，國元期貨開始在黑龍江省齊齊哈爾地區進行前期調研和場外期權項目推廣工作，與大海農機達成玉米場外期權合作協議，並於 2016 年 10 月 10 日正式實施。

該場外期權產品採用熊市價差組合，標的為玉米期貨 1705 合約，有效期 4 個月，行權價分別為 1480 元/噸和 1250 元/噸，最終在 2016 年 10 月 17 日下單，權利金為 25 元/噸。熊市價差組合期權透過買入一個高價期權的同時賣出一個低價期權，在一定程度降低權利金成本。與此同時，為與大海農機對後市玉米價格可能會下探至 1250 元/噸的判斷相匹配，國元期貨將買入、賣出的期權進行了 2:1 的配置，滿足了農戶的避險需求。項目運行 4 個月後於 2017 年 2 月 10 日到期，期貨合約最終結算價約 1560 元/噸，大於執行價格 1480 元/噸，大海農機雖未獲賠付，但其玉米庫存實現了保值。

「該項目創新了玉米套保方式，豐富了金融支農服務的手段和措施，儘管大海農機最後未

獲得賠付，但場外期權對生產利潤的保障作用已經得到了他們的認可。」付繼東對期貨日報記者說。

#### (9)國海良時期貨：引導地方國企運用場外期權工具

浙江糧食集團有限公司(下稱浙糧集團)是浙江省最大的糧食綜合性企業，每年新產玉米、貿易、加工和後端消費量 30 萬噸左右，玉米貿易額 5 億元左右。同時，浙糧集團還承擔著省級儲備糧、「北糧南調」及建立東北穩定糧源基地的任務。由於庫存方面的硬性指標，該公司無法靈活地調整玉米庫存，一旦玉米市場價格大幅下跌，將面臨較大的庫存減值風險。考慮到潛在的庫存減值風險，浙糧集團最終選擇投入 14.6 萬元試水場外期權組合套保，為 4000 噸玉米庫存進行保值。國海良時期貨與浙糧集團初次溝通後，考慮採用歐式看漲期權為其進行套保，並使用單個期限的歐式看跌期權，來匹配他們的大額銷售訂單。

在總結上述方案不足的後，國海良時期貨對浙糧集團的套保需求進行了分析，並針對浙糧集團不同需求的具體特徵優化了方案，設計出了由 3 個不同的期權構成的期權組合方案：一是買入平值看跌期權；二是賣出等量的 102%行權價虛值看漲期權；三是買入等量的 108%行權價虛值看漲期權。首先，透過買入平值看跌期權來完全規避玉米價格下跌風險。接著，賣出一份看漲期權以降低期權套保成本，與此同時，買入一份較便宜的看漲期權以保證市場好轉的時候，企業能夠在一定程度上分享玉米價格上漲所帶來的收益。

#### (10)國海良時期貨：多模式組合鎖定採購成本

商丘市佳禾粉業有限公司(下稱佳禾粉業)是河南省農副產品深加工小型企業，主要為大牌食品廠貼牌生產，年銷售額接近 1 億元，澱粉年消費量約 8000 噸。據公司相關負責人介紹，公司原料透過向本地澱粉貿易商購入，價格參考市場行情。由於玉米澱粉保質時間較短，常備庫存可在滿負荷生產狀態下維持 10 天左右。庫存採購時間根據庫存和訂單情況可隨時補充，通常間隔一周。原料採購現款現貨，而銷售端通常在訂單全部交付後才能獲得貨款，企業現金流壓力較大。最終，佳禾粉業拿出 25 萬元進行成本管理，其中 50%支付場外期權權利金，作為澱粉價格大幅上漲的保障，另外的 50%作為澱粉價格小幅上漲時的緩衝墊。

在與企業的初步溝通過程中，首先考慮了使用多個不同期限的歐式看漲期權，匹配企業玉米澱粉的採購時點為企業進行套保。後來發現企業單次採購數量較少，進行動態對衝的過程中會產生較大的截斷誤差。總結上述方案的經驗的後，國海良時期貨決定以算術平均亞式看漲期權作為套保工具。亞式期權的結算價格基於標的算術平均價，可與企業的採購模式基本匹配。考慮企業可承受一定成本上漲的壓力，透過虛值期權降低權利金支出。

2016 年 10 月 28 日佳禾粉業交納權利金，買入固定行權價亞式看漲期權，同時國海良時期貨開始動態對衝交易。2017 年 2 月 28 日，期權到期，按照合約規定對結算價格進行計算，

確定期權狀態為價內，佳禾粉業獲得賠付。

在本項目中，玉米澱粉價格如當初預料的發生了階段性的上漲，佳禾粉業透過本項目獲得了十餘萬元的賠付，基本平衡了近期澱粉價格上漲帶來的損失。企業利潤率雖然受到其他原料成本上漲的影響有所下滑，但仍好於往年，現金流穩健。

#### (11)魯證期貨：貫穿產業鏈上下游服務龍頭企業

保齡寶生物股份有限公司（下稱保齡寶）年加工玉米 50 萬噸，澱粉產能 35 萬噸。玉米收購覆蓋山東、河北、河南等地區，對當地農戶玉米的種植和收購影響較大。據瞭解，保齡寶主要透過與農戶簽訂保底收購協議來保障農戶種植收益，由此建立起大量玉米庫存，實際承接了種植戶面臨的價格下跌風險。

此外，保齡寶的玉米澱粉大部分用於生產澱粉糖等玉米深加工產品，剩餘澱粉對外銷售，為保證持續的生產、銷售，長期保有一定量的澱粉庫存，也需要進行價格風險對衝。保齡寶與魯證期貨在投資分析、套期保值等方面有過良好的合作，在此基礎上，魯證期貨為其提供了創新的場外衍生品工具進行風險管理。

第一期項目開始前，2016、2017 年度國內玉米臨儲收購正式結束，秋收的前市場對國內玉米價格不看好。加上新糧上市之初，國內澱粉加工企業開機率預期將大幅上升，且東北加工企業在補貼政策支持下的生產成本較低。因此，市場總體對後市玉米和澱粉價格預期比較悲觀。

企業經營情況方面，保齡寶前期以較高的價格建立起的大量玉米庫存，在偏空行情下將面臨較大虧損。且在生產環節存有的大量玉米澱粉庫存也面臨價格下跌的風險，直接影響澱粉糖銷售收入。

根據企業盡量降低產品費用要求，且企業認為此時玉米、玉米澱粉價格下方有較強的支撐，僅保護一個區間價值即可，魯證期貨提供了保護區間的熊市價差組合的設計。並在與企業溝通後，於 2016 年 10 月 19 日入場交易 2000 噸玉米 1701 合約 1420 到 1300 元/噸價格區間、2000 噸玉米澱粉 1701 合約 1700 到 1520 元/噸價格區間的看跌熊市價差組合，期權產品期限兩個月，與庫存存續週期相匹配，企業持有到期。

因此，在產品設計第二期，魯證期貨根據企業的避險需求和用較低的費用保護一個價格區間的要求，設計了針對 1000 噸玉米澱粉 1709 合約 2018 至 2168 元/噸價格區間的看漲牛市價差組合，2017 年 4 月 14 日入場交易，期權產品期限依然為兩個月，企業持有到期。與第一期情況相同，到期時期權到期價值為 0，企業未得到賠付，但玉米、玉米澱粉行情也均未超過保護價位。

#### (12)海通期貨：針對礦業企業的定制化預銷定價服務。

海通期貨風險管理公司上海海通資源管理有限公司（下稱海通資源）與中國黃金內蒙古礦業有限公司（下稱中金蒙礦）的預銷售定價服務合作。海通資源與中金蒙礦的預銷售定價服務合作，靈活運用期貨及其他衍生品金融工具為行業上下游「打理」銷售、定價、風險規避等問題，取得了良好的經濟和社會效益。

在這種模式下，2017 年已實現預銷售銅精粉近萬噸，為中金蒙礦創造出近千萬元的超額利潤。7 月 10 日，期貨日報曾以「產業鏈風險管家服務實體顯活力」為題，對海通資源服務實體經濟的創新案例進行了整版報導。

#### (13)海通期貨：聚丙烯「連續行權價格選擇權」試點項目。

聚丙烯作為主要塑料品種之一，對於塑料印刷企業而言，主要的價格風險來自上游大型企業具有定價權導致的原料價格風險。當原料價格平均波動超過 10%時，塑料印刷企業的利潤可能就會由盈轉虧。

海通期貨與塑料印刷企業進行了深入交流，分析企業經營風險和聚丙烯價格風險，設計出「連續行權價格選擇權」模式：將場外選擇權的費用大幅降低，使企業有能力透過場外選擇權進行套期保值。

這種模式能為企業提供最低保護購貨價格，穩定企業生產成本，提高其淨利潤。透過為大型企業服務，不僅可以使場外選擇權的套期保值模式傳遞到更多的中小型企業，而且使大型企業固定了購貨成本，在價格上漲時，還能讓利給中小型企業，即使在整個產業鏈的外部環境不利時，也能穩定自身的發展，並帶動相關企業的發展。

#### (14)海通期貨：雞蛋「利潤套保指數場外選擇權」試點項目

雞蛋期貨是中國第一個生鮮期貨品種，產業鏈涉及上游的養雞場、中游的貿易公司和大型超市，以及下游的蛋品加工、食品加工企業。在中游開展綜合業務的貿易公司有非常迫切的套期保值需求。

「利潤套保指數場外選擇權」進行跨市場服務，能夠幫助貿易公司規避潛在風險，保持原料價格或雞蛋銷售價格的穩定，平穩或平滑企業經營利潤。當貿易公司能夠有效地規避自身風險，便能將經營或採購上的利潤讓利給上游養雞場，使貿易公司與養雞場關係更為緊密，同時增強雙方的競爭力。海通期貨透過雞蛋利潤套保指數有效地將雞蛋、玉米及豆粕等相關品種聯繫起來，創新出「飼料原料+最終產品」的養殖套利模式，更有效地服務「三農」。

### (二) 我國的開發方向：推動期貨商(槓桿交易商)企業避險業務

中國大陸以政府的力量推動產業透過期貨商進行避險服務，自 2014 年以來，避險業務的營收與獲利都已超過期貨商所有業務的 30%以上，這顯見企業避險需求以及期貨商的避險服務

能創造雙贏，值得我國參考。

然而，目前我國期貨商(槓桿交易商)在此項業務開展上，存在如下問題：首先，是期貨商(槓桿交易商)與銀行在業務上有競爭關係。其次，期貨行業市場認可程度較銀行業低，因而在業務擴展上處於劣勢。由於我國期貨商與銀行交易商多為金控下游公司，因此，可開展“銀—企—期”合作，共同擴展業務，以開拓新的市場。

因此，建議金管會可會同中央銀行與經濟部共同推動期貨商(槓桿交易商)企業避險業務，並促成銀行交易商與期貨商採“銀—期—企”合作。此方面中國大陸期貨商具有較豐富的實務經驗(如本研究所例舉 14 個試點項目)，可借鏡學習。

## 第十三章 結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究係在期貨公會過去委託研究案—《開放槓桿交易商之研究》(2009)的基礎上，進一步探討下述三個議題：

#### (一) 槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗介紹

本研究介紹新加坡、香港、美國、英國、澳洲、韓國，俄羅斯以及中國大陸在使用槓桿交易產品服務實體經濟上的創新經驗。討論範圍包括：

1.各主要經濟體的槓桿交易商的產品創新和業務發展情形。例如，

(1)新加坡本地交易商的單日槓桿證(DLC)及現金抵押交易(CCT)設計，及其通過新產品開發以避開和大型跨國外商直接競爭的經驗；

(2)香港可收回牛熊權證產品；

(3)英國組合式差價契約產品；

(4)韓國如何開發槓桿/反向ETF產品，使其成為全球重要的短期ETF交易市場；

(5)台灣所推出的股指選擇權(蘋果牛熊/特斯拉牛熊)；

(6)中國大陸商品期貨場外期權的試點項目。

2.各主要經濟體交易所或監理當局，如何通過制度創新來開拓新業務，以及服務實體經濟，從而規避市場風險的經驗。例如，

(1)新加坡交易所在黑色金屬槓桿交易契約上與中國大陸三大交易所及美國芝加哥商品交易所合作，並針對原物料採購/生產/運輸進行的聯合避險交易提供費用優惠，成為亞洲最重要的黑色金融店頭衍生性商品交易基地；

(2)美國在金融危機後的《多德-弗蘭克法案》針對槓桿式交易合約所進行的相關監理變革；

(3)澳洲如何對槓桿交易產品的監理創新，以及澳洲外匯經紀商如何通過更自由的交易環境和服務品質，以吸引因美國監管收緊而離開美國市場的客戶；

(4)韓國交易所如何在金融危機後，修正金融監理規範，以鞏固其東北亞重要金融交易中心的地位；

(5)俄羅斯莫斯科交易所如何通過開放盧布相關外匯產品，逐步奪回盧布外匯定價權，並成為歐洲重要的能源及金屬期貨交易所的發展經驗。

(6)中國大陸期貨交易所推行的“銀—企—期”合作經驗，亦即通過銀行、期貨公司以及企業三方合作，發揮銀行的資金和渠道優勢，以及期貨公司如何為企業提供更豐富的避險和套利產品。

## (二) 槓桿交易商交易機制的跨國比較

由於較難取得各國非標準化衍生品金融產品的交易資料，因此，本研究收集並整理國際清算銀行全球 OTC 市場 2001-2016 年交易的統計資料，並針對不同產品和交易商類型進行如下的國際比較：

(1)各國保證金的比較：參考全球最大外匯交易平臺 OANDA 的資料，比較美國、英國、新加坡、澳洲和加拿大五個國家的外匯交易保證金、貴金屬合約保證金，以及差價合約保證金的差異。本研究發現，在保證金門檻設計上，各國依該國產品的優勢及監理政策，採取不同的策略。例如，新加坡提供外匯交易產品相對優惠，而澳洲和加拿大的大宗農業期貨交易的保證金門檻相對較低。而在監理政策上，如美國因受金融危機打擊，其槓桿交易的保證金門檻相對較高；反觀亞太地區則以較低的保證金來吸引投資。

(2)跨國稅費比較：本研究匯整了台灣、香港、澳洲、新加坡、英國、美國、俄羅斯，以及韓國交易所的交易稅費的情況，並發現各國差異頗大。例如，香港和新加坡為鼓勵進行槓桿交易，針對投資規模和收益給予一定的稅收優惠和減免。

(3)全球外匯市場交易的差異性比較。本研究匯整了全球店頭交易市場 2001-2016 年交易資料，並依交易工具、幣種、交易國家/地區，以及交易方式進行比較。本研究比較臺、港、新、韓四個經濟體的情況，並發現亞太地區槓桿式交易產品上的有如下趨勢：

(a) 香港外匯互換協議占全球交易比重最高，平均達 2.21%，而其他三個經濟體在外匯互換協議和選擇權的比重相對較低；

(b) 新加坡槓桿交易商較偏好中短期外匯交易產品（一周到一年期），而其他三個經濟體則較偏好一周內的短期產品。

(c) 新加坡跨境交易比重和跨境交易量總體市占比均遠高於其他三個經濟體。

(4) 全球店頭市場交易及網路交易服務平台情況。本研究整理了 2017 年全球主要槓桿式外匯交易平臺的情況，並發現網路交易平臺通常將地址設置於監理制度寬鬆的離岸金融中心。

## (三) 我國槓桿交易產品的開發及創新方向。

本研究討論了我國槓桿交易產品目前的開發情形，以及未來可開發的四個重點方向：

(1) 股指選擇權：參考新加坡交易所的產品創新經驗，設計以貴金屬產品為標的物的螺絲扣件槓桿交易產品，以及以能源產品為標的物的綠能槓桿交易產品；

(2) 參考美國芝加哥商品交易所及中國大陸經驗，設計比特幣礦機相關的選擇權，以及公共建設概念相關的槓桿式交易產品；

(3) 商品期貨類：參考中國大陸大商所 2016 年所提供的 14 個店頭市場選擇權試點項目，其所涉及農業、工礦、化工以及供應鏈等行業的客制化槓桿交易產品或方案。

(4) 其他：參考新加坡本地交易商經驗，開發單日槓桿證(DLC)相關產品，以及針對結算優惠的現金抵押交易 (CCT) 產品。

#### (四) 對期貨公會及各期貨交易商在期中報告所提出問題的回應

附錄部分針對下列三個問題進行的回應：

(1) 我國槓桿交易商與銀行業的合作競爭問題：台灣市場規模較小，期貨商經營槓桿交易商擴展業務的最好方式，並不是直接與銀行搶奪優勢客戶，而是採「銀期合作」形式。銀期合作的具體案例詳見大商所 2016 年場外期權試點項目。

(2) 缺乏服務實體經濟的產品實例：詳見本章節 (三)。

(3) 槓桿交易商公布資訊有限：公開統計資料較難取得；詳見第十一章槓桿交易商的跨國比較。

## 第二節 建議

為進一步促進我國槓桿交易商擴展業務以服務實體經濟，本研究首先回顧槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗以及進行跨國比較，接著討論我國槓桿交易產品開發及創新方向。最后，再參酌國內業界的實務經驗，本研究提出如下建議。

### 一、開放連結新台幣匯率之槓桿保證金契約

我國是以貿易為主的國家，2007-2017 年外貿依存度平均值達 111%，企業因而在貿易活動中有匯率避險需求。然而，國內目前沒有連結新台幣匯率的商品，導致企業無法進行匯率避險。近來新台幣相對其他貨幣波動相當大，更影響我國產業未來的國際競爭力。

新台幣匯率的槓桿保證金契約具有以下特點：(1) 以美元清算，對新台幣供需的衝擊較小；(2) 強化新臺幣的匯率主導權。參照莫斯科交易所經驗，通過開放俄國盧布相關的衍生性商品，使得俄國逐漸從西方國家奪回本幣的匯率主導權。

根據櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第 5 條對槓桿保證金契約標的負面表列情形，目前槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務，不得連結涉及新臺幣匯率之標的。若涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。經許可後就其辦

理本項業務有違反中央銀行相關規範，經中央銀行限期改正，屆期仍未改正，或其情節重大者，中央銀行得廢止該許可或為適當之處置。

為使外匯保證金交易具避險功能，本研究建議：央行應開放槓桿交易商可以承做連結新台幣匯率之槓桿保證金契約。

在實務操作上，根據(1)銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項第 28 點，及(2)期貨商代委託人辦理從事國外期貨交易之結匯事宜，本研究建議：

槓桿交易商從事外匯保證金業務比照期貨商經營海外期貨業務，可幫客戶進行換匯。

同時，根據期貨顧問事業管理規則第 2 條，建議：

開放期貨顧問可針對外幣保證金業務提供服務，使投資大眾有更多管道可取得外幣保證金交易相關投資知識及操作程式策略運用。

## 二、推動期貨商(槓桿交易商)企業避險業務

中國大陸以政府的力量推動產業透過期貨商進行避險服務，自 2014 年以來，避險業務的營收與獲利都已超過期貨商所有業務的 30% 以上。這顯示企業避險需求以及期貨商的避險服務能創造雙贏，值得我國參考。

然而，目前我國期貨商(槓桿交易商)在開展此項業務上，存在如下問題：首先，期貨商(槓桿交易商)與銀行在業務上有競爭關係。其次，市場認同期貨行業的程度較銀行業低，因而在業務擴展上處於劣勢。由於我國期貨商與銀行交易商多為金控下游公司，因此，可開展“銀—企—期”合作，共同擴展業務，以開拓新的市場。

因此，建議金管會可會同中央銀行與經濟部共同推動期貨商(槓桿交易商)企業避險業務，並促成銀行交易商與期貨商採“銀—期—企”合作。此方面中國大陸期貨商具有較豐富的實務經驗(如本研究所例舉 14 個試點項目)，值得借鏡學習。

## 三、開放持受託買賣牌照從業人員從事槓桿交易業務

由於櫃買中心「槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」第 55 條，及櫃買中心「期貨商受託買賣執行業務員轉介槓桿保證金契約業務規範」第 3 條的規定，我國期貨商的業務團隊目前多將人力配置於經紀業務單位。這是因持受託買賣牌照的業務員，不能直接承作或轉介外匯保證金業務，因而預期未來這類服務實體經濟的人力將大幅縮減。有鑒於此，本研究建議：

(1)持受託買賣牌照的從業人員，透過嚴謹訓練及通過考試，可兼持槓桿交易業務(含外匯保證金業務)牌照，或

(2)開放持受託買賣牌照的從業人員可轉介外匯保證金業務。

#### 四、開放差價契約或以差額交割槓桿交易產品

差價契約在國際上是相當流行的槓桿交易產品，而我國目前僅開放以差額交割的外匯衍生性商品市場交易契約，同時契約本金需達到 1,500 萬臺幣以上的高門檻，針對櫃買中心「槓桿交易者辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第 21 條，本研究建議：

(1) 為擴大槓桿交易者服務範圍，建議對自然人之一般客戶所提供的交易服務新增「差價契約」。

(2) 降低差額交割遠期契約類產品交易門檻由 1,500 萬新臺幣以上，降至 1,000 萬以下。

#### 五、開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務

通過上述槓桿交易機制跨國比較及全球外匯市場情況可知，目前我國僅占全球外匯市場交易比重不到 0.5%。這顯示國內期貨商(槓桿交易者)多面臨市場狹小及業務難以擴展的困境。由於我國與新南向地區各國貿易往來密切，因此，開放僑外資提供槓桿保證金契約交易服務，可進一步擴大我國槓桿交易市場的範圍，並有利於提振我國國際空間及增強區域及國際影響力。

因此，本研究建議修改華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項第 4 條，未來可朝向開放對僑外資提供槓桿保證金契約的交易服務，以使槓桿交易者能針對僑外資進行商品的開發。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 中華民國期貨業商業同業公會（2009），〈開放槓桿交易商之研究〉，台灣期貨研究叢書 020，2009 年 10 月。
2. 陳秋月，美國「兩千年商品期貨現代化法」管理思維變革的研究，行政院金融監督管理委員會證券期貨局，2004 年 10 月 4 日。
3. 吳阿秋，我國槓桿交易商管理的研究，台灣期貨交易所，1999 年 10 月。
4. 上海期貨交易所境外期貨法制研究(主編楊邁君)，中國金融出版社，新加坡期貨市場法律規範研究，2007 年 2 月。
5. 香港證券及期貨事務監察委員會，證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則，2006 年 5 月。
6. 香港證券及期貨事務監察委員會，發牌資料冊，2003 年 8 月。
7. 香港證券及期貨事務監察委員會，適當人選的指引，2006 年 9 月。
8. 香港金融管理局，監管政策手冊 SB-1「對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管」，2003 年 3 月 28 日。
9. 香港金融管理局，監管政策手冊 SB-2「槓桿式外匯交易— 進行未獲邀約的造訪」，2003 年 3 月 28 日。
10. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(槓桿式外匯交易—豁免規則)」所發佈的「立法會參考資料摘要」，2002 年 11 月 11. 29 日。
12. 香港證券及期貨事務監察委員會財經事務局擬稿小組委員會，就「證券及期貨(專業投資者)規則」所發佈的討論文件第 10/02 號文 13. 件，2002 年 6 月 6 日。
14. 香港立法會秘書處資料研究及圖書館服務部，專業投資者資料摘要，2008 年 7 月 3 日。
15. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則」所發佈的「立法會參考資料摘要」，2002 年 12 月 13 日。
16. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(證券及期貨(備存紀錄)規則)」所發佈的「立法會參考資料摘要」，2002 年 12 月 13 日。

17. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁)規則」所發佈的「立法會參考資料摘要」，2002年11月29日。
18. 楊偉文，英國金融服務及市場法簡介(上)，金管法令第8期，2005年3月。
19. 年3月。
20. 王雅婷，從英國監理制度論我國金融監理一元化法制，國立台灣大學法學系94年度碩士論文。
21. 路透社(Reuters Limited)(許誠洲譯)，衍生性金融商品入門，財訊出版，2000年。
22. 中華民國證券商業同業公會委託專題研究，「開發新金融商品研究報告」，民國97年7月。
23. 賴英照，股市遊戲規則 最新證券交易法解析，作者自版(2006年2月初版)。
24. 澤平宏觀：美國、香港、台灣的槓桿交易和監管財新宏觀，2015/7/14.
25. 各國監理沙盒的現狀制度，  
<http://www.thinkfintech.tw/Article?q=773894679336054688>
26. 巴曙松，馮超：韓國槓桿及反向ETF的發展經驗，中國金融雜誌，2016(06)。
27. 金融監督管理委員會.(2016). 金融科技發展策略白皮書. 台北: 金融監督管理委員會.
28. 孫中英.(2016年4月29日). 金管會賞P2P網路借貸平台4耳光. 2016年6月30日 擷取自 聯合新聞網:  
<http://udn.com/news/story/7239/1660977-%E9%87%91%E7%AE%A1%E6%9C%83-%E8%B3%9EP2P%E7%B6%B2%E8%B7%AF%E5%80%9F%E8%B2%B8%E5%B9%B3%E5%8F%B04%E8%80%B3%E5%85%89>
29. 楊勝剛，汪琛德(2009)。〈期貨保證金的設置原則及方式研究文獻綜述〉。《生產力研究》(2009) 8: 173-176。
30. 詹志紅，吳桂平(2003)。〈國內外期貨交易保證金制度的比較研究〉。《成都行政學院學報》(2003) 12: 39-40。
31. 鮑建平(2004)。〈國內外期貨市場保證金制度比較研究及其啟示〉。《世界經濟》(2004) 12: 1。
32. 鮑建平、王乃生、吳衝鋒(2005)。〈上海期銅保證金水平設計的實證研究〉。《系統工程理論方法應用》1: 1-。

33. 遲國泰、劉軼芳、馮敬海 (2005) 。<基於牛頓插值原理的期貨價格波動函數及保證金隨動模型>，《數量經濟技術經濟研究》，3:18-24。
34. 龐曉波、呂繼宏(1999) 。<商品期貨交易中保證金制度改革的設想>，《數量經濟技術經濟研究》2:1-10。
35. 徐國祥(1999) 。<期貨市場保證金和漲跌停板數量界限及實證研究>，《統計研究》第5期: 34- 40。
36. 徐國祥、吳澤智 (2004) 。<我國指數期貨保證金水平設定方法及其實證研究——極值理論的應用>，《財經研究》11：19- 26。
37. 袁麗勝、朱世武 (2002) 。<事後檢驗在市場風險管理中的應用>，《金融研究》10: 53-60。
38. 郭炳伸，盧秋玲 (2012) 。《我國證券商從事差價合約交易的商業模式分析》，中華民國證券商業同業公會委託研究。

## 二、英文部分

39. PricewaterhouseCoopers Singapore, Memorandum on Singapore OTC Derivatives Regulations, manuscript on file with the author, 2008
40. PricewaterhouseCoopers Singapore, Supplementary Memorandum on
41. Singapore OTC Derivatives Regulations, manuscript on file with the
42. author, 2008
43. Commodity Future Trading Commission , Trading in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC's Oversight (October 2007).
44. Susan C. Ervin Dechert , CFTC Regulation of Energy Derivatives: An Overview, 8, American Bar Association (August 13, 2002).
45. National Future Association, Forex Transaction A regulatory Guide(February 2008).
46. Philip McBride Johnson and Thomas Lee Hazen, Derivatives Regulation (V. 1), 2004, Published by Aspen.
47. Wolter Kluwer, Commodity Exchange Act Regulations & Forms (March 2007).
48. Bank for International Settlements, Foreign Exchange and Derivatives Market Activities in 2007 (December, 2007)

49. International Financial Service London, IFSL Research on Foreign Exchange 2007 (December, 2007)
50. International Financial Services London, Commodity Trading 2008, (June 2008)
51. Orice M. Williams, Energy Derivatives-Preliminary Views on Energy Derivatives Trading and CFTC Oversight (July 12, 2007)
52. United States Government Accountability Office, Report to Congressional Addressees, “Commodity Futures Trading Commission – Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC’s Oversight” (October 2007)
53. Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and Draft Handbook Text 2007.
54. Mikael Persson, Contract for Difference -The Works, C-thesis, Malardalen School of Business Financial Product Analysis, Spring Term 2007.
55. Transfer of Regulatory Oversight of Commodity Derivatives From IE to MAS, IE Singapore, Feb.2012.
56. Arner, D. W. (2015, 10 1). The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm? Retrieved 6 20, 2016, from Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=2676553>
57. Douglas, J. L. (2016, 3). New Wine into Old Bottles: Fintech Meets the Bank Regulatory World. North Carolina Banking Institute , pp. 17-64.
58. Financial Conduct Authority . (2015). Regulatory Sandbox. London: Financial Conduct Authority.
59. Popper, N. (2015, 5 19). COINDESK. Retrieved 6 26, 2016, from <http://www.coindesk.com/charlie-shrem-and-the-ups-and-downs-of-bitinstant/>
60. PWC. (2016). ACCELERATING CHANGE: LONDON FINTECH 2015-2016. London: PWC.
61. UK Government Chief Science Adviser. (2015). FinTech Futures : The UK as a Wrold Leader in Financial Technologies. London: Government Office for Science.UK Trade & Investment. (2014). Landscaping UK Fintech. London: Ernst & Young LLP .
62. WoolardChristopher. (2016 年 2 月 26 日). UK FinTech: Regulating for innovation. 2016 年 6 月 29 日 擷取自 Financial Conduct Authority: <https://www.fca.org.uk/news/uk-fintech-regulating-for-innovation>

63. Ackert and Hunt (1990). A sequential test methodology for detecting futures markets disruptions with applications to futures margin management[J]. *Review of Futures Markets*, 1990, 9(2):318-341.
64. Chiu, C.L., Chiang, S.M., Hung, J.C., Chen, Y.L.(2006), Clearing margin system in the futures markets - Applying the value-at-risk model to Taiwanese data. *Physica A*, 2006, 367:353-374.
65. Cotter John (2001). Margin Exceedences for European Stock Index Futures using Extreme Value Theory. *Journal of Banking & Finance*, 25(8): 1475-1502.
66. Kupiec Paul(1995). Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Measurement Models. *Journal of Derivatives*. 3(winter): 73-84.
67. Lam Kin, Chor-Yiu Sin, Rico Leung (2004). A Theoretical Framework to Evaluate Different Margin-Setting Methodologies. *Journal of Futures Market*, 24(2): 117-145.
68. Longin Francois M(1999). Optimal Margin Levels in Futures Markets: Extreme Price Movements. *Journal of Futures Market*, 19: 127-152.
69. Chng, M.T.(2004). The trading dynamics of close-substitute futures markets: evidence of margin policy spillover effects[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2004(14): 463-483.
70. Fenn, G.W., Kupiec, P.(1993). Prudential margin policy in a futures-style settlement system. *Journal of Futures Markets*, 1993, 13(4):389-408.
71. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2016, TCB.

附錄

附錄一：表九.1 俄羅斯期貨交易產品保證金一覽表

symbol	code	delivery date	initial margin	price limits	margin(%)
<b>AFZ7</b>	AFLT-12.17	20171221	2314	1157	14.01
<b>AFH8</b>	AFLT-3.18	20180315	2366	1183	14.01
<b>ALZ7</b>	ALRS-12.17	20171221	1084	542	14.01
<b>ALH8</b>	ALRS-3.18	20180315	1100	550	14.01
<b>AUZ7</b>	AUDU-12.17	20171221	2045.73	0.0154	4.02
<b>AUH8</b>	AUDU-3.18	20180315	3692.95	0.0278	7.25
<b>BRF8</b>	BR-1.18	20180101	6057.49	4.56	14.38
<b>BRV8</b>	BR-10.18	20181001	5937.94	4.47	14.42
<b>BRX8</b>	BR-11.18	20181101	5964.51	4.49	14.46
<b>BRZ7</b>	BR-12.17	20171201	6057.49	4.56	14.33
<b>BRG8</b>	BR-2.18	20180201	6017.64	4.53	14.35
<b>BRH8</b>	BR-3.18	20180301	5977.79	4.5	14.29
<b>BRJ8</b>	BR-4.18	20180402	5977.79	4.5	14.57
<b>BRK8</b>	BR-5.18	20180502	5977.79	4.5	14.4
<b>BRM8</b>	BR-6.18	20180601	5964.51	4.49	14.42
<b>BRN8</b>	BR-7.18	20180702	6017.64	4.53	14.57
<b>BRQ8</b>	BR-8.18	20180801	5898.09	4.44	14.52
<b>BRU8</b>	BR-9.18	20180903	5937.94	4.47	14.71
<b>CHZ7</b>	CHMF-12.17	20171221	13500	6750	15
<b>CHH8</b>	CHMF-3.18	20180315	13488	6744	15
<b>CUZ7</b>	CU-12.17	20171221	3140	15700	8.01
<b>CUH8</b>	CU-3.18	20180315	3200	16000	8
<b>CYZ7</b>	CY-12.17	20171221	5330	0.2665	6
<b>CYH8</b>	CY-3.18	20180315	5380	0.269	6
<b>EDZ7</b>	ED-12.17	20171221	2709.93	0.0204	3.51
<b>EDH8</b>	ED-3.18	20180315	2723.22	0.0205	3.51
<b>EDM8</b>	ED-6.18	20180621	2723.22	0.0205	3.51
<b>EuZ7</b>	Eu-12.17	20171221	4172	2086	6

<b>EuZ8</b>	Eu-12.18	20181220	4464	2232	6.01
<b>EuH8</b>	Eu-3.18	20180315	6258	3129	8.86
<b>EuH9</b>	Eu-3.19	20190321	4560	2280	6
<b>EuM8</b>	Eu-6.18	20180621	7510	3755	10.56
<b>EuU8</b>	Eu-9.18	20180920	7510	3755	10.14
<b>FSZ7</b>	FEES-12.17	20171221	3472	1736	21
<b>FSH8</b>	FEES-3.18	20180315	3566	1783	21
<b>GZZ7</b>	GAZR-12.17	20171221	1890	945	14.01
<b>GZH8</b>	GAZR-3.18	20180315	2268	1134	16.55
<b>GZM8</b>	GAZR-6.18	20180621	1960	980	14.02
<b>GZU8</b>	GAZR-9.18	20180920	1996	998	14.01
<b>BWZ7</b>	GBMW-12.17	20171215	7487.09	5.04	12
<b>GUZ7</b>	GBPU-12.17	20171221	4370.43	0.0329	5.01
<b>GUH8</b>	GBPU-3.18	20180315	6562.28	0.0494	7.53
<b>DMZ7</b>	GDAI-12.17	20171215	5838.16	3.93	12
<b>DBZ7</b>	GDBK-12.17	20171215	1596.95	1.075	15.03
<b>GMZ7</b>	GMKR-12.17	20171221	16192	8096	14
<b>GMH8</b>	GMKR-3.18	20180315	16424	8212	14
<b>GMM8</b>	GMKR-6.18	20180621	16442	8221	14
<b>GDZ7</b>	GOLD-12.17	20171221	5127.62	38.6	6.01
<b>GDH8</b>	GOLD-3.18	20180315	5140.9	38.7	6
<b>GDM8</b>	GOLD-6.18	20180621	5154.18	38.8	6.01
<b>GDU8</b>	GOLD-9.18	20180920	5194.03	39.1	6.01
<b>SMZ7</b>	GSIE-12.17	20171215	10324.46	6.95	12
<b>VMZ7</b>	GVW3-12.17	20171215	20351.81	13.7	20.06
<b>HYZ7</b>	HYDR-12.17	20171221	1286	643	15.01
<b>HYH8</b>	HYDR-3.18	20180315	1306	653	15.01
<b>LKZ7</b>	LKOH-12.17	20171221	4666	2333	14
<b>LKH8</b>	LKOH-3.18	20180315	5600	2800	16.54
<b>LKM8</b>	LKOH-6.18	20180621	4750	2375	14
<b>LKU8</b>	LKOH-9.18	20180920	4762	2381	14
<b>MNZ7</b>	MGNT-12.17	20171221	1052	526	14.02

<b>MNH8</b>	MGNT-3.18	20180315	1048	524	14.02
<b>MNM8</b>	MGNT-6.18	20180621	1102	551	14.02
<b>MXZ7</b>	MIX-12.17	20171221	19700	9850	9.01
<b>MXH8</b>	MIX-3.18	20180315	23650	11825	10.69
<b>MXM8</b>	MIX-6.18	20180621	19900	9950	9.01
<b>MXU8</b>	MIX-9.18	20180920	20150	10075	9.15
<b>MEZ7</b>	MOEX-12.17	20171221	1788	894	14.01
<b>MEH8</b>	MOEX-3.18	20180315	1834	917	14
<b>MPZ7</b>	MOPR-12.17	20171215	3500	0.7	15.05
<b>MPH8</b>	MOPR-3.18	20180315	3500	0.7	15.05
<b>MTZ7</b>	MTSI-12.17	20171221	4094	2047	14
<b>MTH8</b>	MTSI-3.18	20180315	4128	2064	14
<b>MMZ7</b>	MXI-12.17	20171221	1968	98.4	9
<b>MMH8</b>	MXI-3.18	20180315	2362	118.1	10.71
<b>MMM8</b>	MXI-6.18	20180621	1977	98.85	9
<b>MMU8</b>	MXI-9.18	20180920	1998	99.9	9
<b>NMZ7</b>	NLMK-12.17	20171221	2268	1134	17.01
<b>NMH8</b>	NLMK-3.18	20180315	2246	1123	17.01
<b>NKZ7</b>	NOTK-12.17	20171221	9612	4806	14
<b>NKH8</b>	NOTK-3.18	20180315	9668	4834	14
<b>OXZ7</b>	OF10-12.17	20171204	692	346	7.01
<b>OVZ7</b>	OF15-12.17	20171204	1068	534	10.01
<b>OZ7</b>	OFZ2-12.17	20171204	406	203	4.01
<b>O4Z7</b>	OFZ4-12.17	20171204	508	254	5.01
<b>O6Z7</b>	OFZ6-12.17	20171204	608	304	6.01
<b>PDZ7</b>	PLD-12.17	20171221	6642.01	50	10
<b>PDH8</b>	PLD-3.18	20180315	6676.55	50.26	10
<b>PDM8</b>	PLD-6.18	20180621	6510.5	49.01	10
<b>PTZ7</b>	PLT-12.17	20171221	4981.49	37.5	8.01
<b>PTH8</b>	PLT-3.18	20180315	5021.34	37.8	8.02
<b>PTM8</b>	PLT-6.18	20180621	5074.48	38.2	8.01
<b>RNZ7</b>	ROSN-12.17	20171221	4716	2358	14

<b>RNH8</b>	ROSN-3.18	20180315	5660	2830	16.59
<b>RNM8</b>	ROSN-6.18	20180621	4830	2415	14
<b>RNU8</b>	ROSN-9.18	20180920	4926	2463	14
<b>RTZ7</b>	RTKM-12.17	20171221	1636	818	23
<b>RTH8</b>	RTKM-3.18	20180315	1656	828	23
<b>RIZ7</b>	RTS-12.17	20171221	13788.77	5190	9
<b>RIZ8</b>	RTS-12.18	20181220	13576.22	5110	9.01
<b>RIH8</b>	RTS-3.18	20180315	13841.9	5210	9.02
<b>RIH9</b>	RTS-3.19	20190321	13363.68	5030	9
<b>RIM8</b>	RTS-6.18	20180621	13788.77	5190	9.01
<b>RIM9</b>	RTS-6.19	20190620	13549.66	5100	9.01
<b>RIU8</b>	RTS-9.18	20180920	13788.77	5190	9.13
<b>RIU9</b>	RTS-9.19	20190919	13469.95	5070	9
<b>RSZ7</b>	RTSS-12.17	20171221	16200	810	12
<b>RSH8</b>	RTSS-3.18	20180315	16200	810	12
<b>RRF8</b>	RUON-1.18	20180131	1645.48	0.91	1.97
<b>RRV8</b>	RUON-10.18	20181031	1645.48	0.91	1.96
<b>RRX7</b>	RUON-11.17	20171130	1216.44	0.74	1.61
<b>RRZ7</b>	RUON-12.17	20171229	1652.6	1.04	2.26
<b>RRG8</b>	RUON-2.18	20180228	1656.99	1.08	2.34
<b>RRH8</b>	RUON-3.18	20180330	1643.84	1	2.17
<b>RRJ8</b>	RUON-4.18	20180427	1656.99	1.08	2.34
<b>RRK8</b>	RUON-5.18	20180531	1658.08	0.89	1.92
<b>RRM8</b>	RUON-6.18	20180629	1652.6	1.04	2.25
<b>RRN8</b>	RUON-7.18	20180731	1648.22	0.94	2.03
<b>RRQ8</b>	RUON-8.18	20180831	1647.67	0.97	2.09
<b>RRU8</b>	RUON-9.18	20180928	1656.99	1.08	2.33
<b>VIF8</b>	RVI-1.18	20180118	1022.87	3.85	35.08
<b>VIX7</b>	RVI-11.17	20171116	836.89	3.15	35
<b>VIZ7</b>	RVI-12.17	20171221	983.01	3.7	35.32
<b>SPZ7</b>	SBPR-12.17	20171221	2686	1343	15.01
<b>SPH8</b>	SBPR-3.18	20180315	2722	1361	15

<b>SPM8</b>	SBPR-6.18	20180621	2748	1374	15.01
<b>SRZ7</b>	SBRF-12.17	20171221	2976	1488	14
<b>SRH8</b>	SBRF-3.18	20180315	3572	1786	16.55
<b>SRM8</b>	SBRF-6.18	20180621	2982	1491	14.01
<b>SRU8</b>	SBRF-9.18	20180920	3026	1513	14.01
<b>SVZ7</b>	SILV-12.17	20171221	1142.42	0.86	10.03
<b>SVH8</b>	SILV-3.18	20180315	1142.42	0.86	10
<b>SVM8</b>	SILV-6.18	20180621	1155.71	0.87	10.07
<b>SVU8</b>	SILV-9.18	20180920	1155.71	0.87	10.01
<b>SGZ7</b>	SNGP-12.17	20171221	4382	2191	14
<b>SGH8</b>	SNGP-3.18	20180315	4466	2233	14
<b>SNZ7</b>	SNGR-12.17	20171221	4280	2140	14
<b>SNH8</b>	SNGR-3.18	20180315	4350	2175	14
<b>SAH8</b>	SUGR-3.18	20180228	2865.12	1.41	15.06
<b>SAK8</b>	SUGR-5.18	20180430	2966.72	1.46	15.01
<b>SiZ7</b>	Si-12.17	20171221	3588	1794	6
<b>SiZ8</b>	Si-12.18	20181220	7176	3588	11.39
<b>SiH8</b>	Si-3.18	20180315	3632	1816	6
<b>SiH9</b>	Si-3.19	20190321	7176	3588	11.23
<b>SiM8</b>	Si-6.18	20180621	4306	2153	7.02
<b>SiM9</b>	Si-6.19	20190620	7176	3588	11.22
<b>SiU8</b>	Si-9.18	20180920	4306	2153	6.94
<b>SiU9</b>	Si-9.19	20190919	7176	3588	10.89
<b>TTZ7</b>	TATN-12.17	20171221	7520	3760	16
<b>TTH8</b>	TATN-3.18	20180315	7586	3793	16
<b>TNZ7</b>	TRNF-12.17	20171221	28290	14145	15
<b>TNH8</b>	TRNF-3.18	20180315	28308	14154	15
<b>CAZ7</b>	UCAD-12.17	20171221	3083.64	0.0255	4
<b>CAH8</b>	UCAD-3.18	20180315	3047.36	0.0252	4.01
<b>CFZ7</b>	UCHF-12.17	20171221	2564.72	0.02	4.02
<b>CFH8</b>	UCHF-3.18	20180315	2500.6	0.0195	4.02
<b>JPZ7</b>	UJPY-12.17	20171221	3200.13	2.84	5.01

<b>JPH8</b>	UJPY-3.18	20180315	4800.2	4.26	7.51
<b>TRZ7</b>	UTRY-12.17	20171221	5455.52	0.1376	7
<b>TRH8</b>	UTRY-3.18	20180315	5419.84	0.1367	7
<b>UUZ7</b>	UUAH-12.17	20171221	14889.19	2.835	21.02
<b>UUH8</b>	UUAH-3.18	20180315	16438.51	3.13	21
<b>VBZ7</b>	VTBR-12.17	20171221	860	430	14.02
<b>VBH8</b>	VTBR-3.18	20180315	1032	516	16.48
<b>VBM8</b>	VTBR-6.18	20180621	892	446	14.01

資料來源：莫斯科交易所

附錄二：表十一.1 全球主要經濟外匯保證金比例一覽表

Base		美國	英國	新加坡	澳洲	加拿大
<b>AUD</b>	AUD/C	3.00	1.00	3.00	1.00	3.00
	AD					
	AUD/C	3.00	1.00	5.00	1.00	6.00
	HF					
	AUD/H	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	KD					
	AUD/JP	4.00	1.00	2.00	1.00	7.00
	Y					
	AUD/N	3.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	ZD					
AUD/S	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00	
GD						
AUD/U	3.00	1.00	3.00	1.00	5.20	
SD						
	Average	3.71	1.29	3.71	1.29	7.60
<b>CAD</b>	CAD/C	3.00	1.00	5.00	1.00	3.00
	HF					
	CAD/H	5.00	2.00	5.00	2.00	10.00
	KD					
	CAD/JP	4.00	1.00	4.00	1.00	4.00
	Y					
CAD/S	5.00	2.00	5.00	2.00	10.00	
GD						
	Average	4.25	1.50	4.75	1.50	6.75
<b>CHF</b>	CHF/H	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	KD					
	CHF/JP	4.00	1.00	5.00	1.00	7.00
	Y					
	CHF/Z	5.00	5.00	5.00	5.00	28.00

	AR					
	Average	4.67	2.67	5.00	2.67	16.00
<b>EUR</b>	EUR/A	3.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	UD					
	EUR/C	2.00	1.00	2.00	1.00	3.00
	AD					
	EUR/C	3.00	1.00	5.00	1.00	6.00
	HF					
	EUR/C	5.00	5.00	5.00	5.00	13.00
	ZK					
	EUR/D	2.00	1.00	2.00	1.00	13.00
	KK					
	EUR/G	5.00	1.00	2.00	1.00	6.00
	BP					
	EUR/H	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	KD					
	EUR/H	5.00	5.00	5.00	5.00	13.00
	UF					
	EUR/JP	4.00	1.00	2.00	1.00	7.00
	Y					
	EUR/N	3.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	OK					
	EUR/N	3.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	ZD					
	EUR/P	5.00	5.00	5.00	5.00	13.00
	LN					
	EUR/S	3.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	EK					
	EUR/S	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	GD					
	EUR/T	5.00	5.00	5.00	5.00	28.00
	RY					

	EUR/U	2.00	1.00	2.00	1.00	5.20
	SD					
	EUR/Z	5.00	5.00	5.00	5.00	28.00
	AR					
	Average	3.82	2.29	3.65	2.29	10.89
<b>GBP</b>	GBP/A	5.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	UD					
	GBP/C	5.00	1.00	2.00	1.00	5.00
	AD					
	GBP/C	5.00	1.00	5.00	1.00	6.00
	HF					
	GBP/H	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	KD					
	GBP/JP	5.00	1.00	2.00	1.00	7.00
	Y					
	GBP/N	5.00	1.00	3.00	1.00	6.00
	ZD					
	GBP/PL	5.00	5.00	5.00	5.00	13.00
	N					
	GBP/S	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	GD					
	GBP/U	5.00	1.00	2.00	1.00	5.20
	SD					
	GBP/Z	5.00	5.00	5.00	5.00	28.00
	AR					
	Average	5.00	2.00	3.70	2.00	10.22
<b>HKD</b>	HKD/JP	5.00	2.00	5.00	2.00	14.00
	Y					
<b>NZD</b>	NZD/C	3.00	1.00	3.00	1.00	3.00
	AD					
	NZD/C	3.00	1.00	5.00	1.00	6.00
	HF					

	NZD/H	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	KD					
	NZD/JP	4.00	1.00	4.00	1.00	7.00
	Y					
	NZD/S	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	GD					
	NZD/U	3.00	1.00	2.00	1.00	5.20
	SD					
	Average	3.83	1.33	4.00	1.33	7.87
<b>SGD</b>	SGD/C	5.00	2.00	5.00	2.00	13.00
	HF					
	SGD/H	5.00	2.00	5.00	2.00	20.00
	KD					
	SGD/JP	5.00	2.00	5.00	2.00	14.00
	Y					
	Average	5.00	2.00	5.00	2.00	15.67
<b>TRY</b>	TRY/JP	5.00	5.00	5.00	5.00	29.00
	Y					
<b>USD</b>	USD/C	2.00	1.00	2.00	1.00	2.20
	AD					
	USD/C	3.00	1.00	5.00	1.00	5.20
	HF					
	USD/C	5.00	5.00	5.00	5.00	27.20
	NH					
	USD/C	5.00	5.00	5.00	5.00	12.20
	ZK					
	USD/D	2.00	1.00	2.00	1.00	12.20
	KK					
	USD/H	5.00	2.00	5.00	2.00	12.20
	KD					
	USD/H	5.00	5.00	5.00	5.00	12.20
	UF					

	USD/IN		5.00	5.00	5.00	27.20
R						
	USD/JP	4.00	1.00	2.00	1.00	6.20
Y						
	USD/M	8.00	5.00	8.00	5.00	8.00
XN						
	USD/N	3.00	1.00	3.00	1.00	5.20
OK						
	USD/P	5.00	5.00	5.00	5.00	12.20
LN						
	USD/S	5.00	5.00	5.00	5.00	12.20
AR						
	USD/S	3.00	1.00	3.00	1.00	5.20
EK						
	USD/S	5.00	2.00	2.00	2.00	12.20
GD						
	USD/T	5.00	5.00	5.00	5.00	27.20
HB						
	USD/T	5.00	5.00	5.00	5.00	27.20
RY						
	USD/Z	5.00	5.00	5.00	5.00	27.20
AR						
	Average	4.41	3.33	4.28	3.33	14.08
<b>ZAR</b>	ZAR/JP	5.00	5.00	5.00	2.00	29.00
Y						
	<b>Averag</b>	4.29	2.33	4.10	2.30	11.70
<b>e</b>						

資料來源：OANDA.com

附錄三：表十一.10 全球主要槓桿式外匯交易平臺排名表(前 20)

Rank	Broker Name	Rating	Location	Country	Regulatory Authority	Popularity
1	HotForex (HF Markets Ltd.)	8.15	Ebene	Mauritius	FSCM	0.232
2	XM (XE Markets)	8.05	Limassol	Cyprus	CySEC	0.291
3	IC Markets (International Capital Markets Pty Ltd)	8.01	Sydney	Australia	ASIC	0.078
4	FXTM Europe (ForexTime Ltd)	7.99	Limassol	Cyprus	CySEC	0.198
	FXTM Global (FT Global Ltd)	7.99	Belize City	Belize	IFSC	0.198
5	Exness (Cy) Ltd.	7.82	Limassol	Cyprus	CySEC	0.242
6	Global Prime Pty Ltd	7.77	Sydney	Australia	ASIC	
7	FxPro Financial Services Ltd (FxPro UK Limited)	7.67	London	UK	FCA	0.183
8	GKFX Financial Services Ltd	7.62	London	UK	FCA	0.034
	Charles FX Financial Ltd.	7.62	London	UK	FCA	0.034
	GKFX Jie Kai Financial (GKFX China)	7.62	Shanghai	China	FCA	0.034
	GKFX Prime (GKFX Investment Group Limited)	7.62	Road Town	BVI	FSC	0.034
	GKFX Russia	7.62	Moscow	Russia	None	0.034
	GKFX Trading Services Spain SL (GKFX Spain / Latin America)	7.62	Madrid	Spain	CNMV	0.034
9	Pepperstone Financial Party Ltd (CDM Pacific)	7.62	Melbourne	Australia	ASIC	0.034
10	Dukascopy Bank SA	7.51	Geneva	Switzerland	FINMA	0.103
	Dukascopy Europe IBS AS	7.51	Riga	Latvia	FCMC	0.103
	Dukascopy Japan Co.	7.51	Tokyo	Japan	JFSA	0.103
11	ActivTrades PLC	7.44	London	UK	FCA	0.089
12	FreshForex (Riston Capital Limited)	7.37	Villa	StVincent	KROUFR	
13	Admiral Markets Group [Holding	7.29	Tallinn	Estonia	None	0.044

Company]						
	Admiral Markets Chile SpA	7.29	Montevideo	Uruguay	None	0.044
			o			
	Admiral Markets Cyprus (Admiralex Ltd)	7.29	Limassol	Cyprus	CySEC	0.044
	Admiral Markets Estonia (Admiral Markets AS)	7.29	Tallinn	Estonia	EFSA	0.044
	Admiral Markets Pty Ltd (Australia)	7.29	Sidney	Australia	ASIC	0.044
	Admiral Markets Russia (Admiral Markets LLC)	7.29	St. Petersburg	Russia	NAFD	0.044
	Admiral Markets UK Ltd	7.29	London	UK	FCA	0.044
	MTrading (ServiceCom Ltd.)	7.29	Belmopan	Belize	IFSC	0.044
<b>14</b>	Tickmill (Tmill UK Limited)	7.22	London	UK	FCA	
<b>15</b>	Alpari Limited (Russia)	7.19	Kingstown	StVincent	CBR	0.237
	Alpari International Limited	7.19	Ebene	Mauritius	FSCM	0.237
<b>16</b>	FXOpen Markets Limited	7.16	Charlestow n	StKitts	FC	0.239
	FXOpen AU Pty Ltd (FXOpen Australia)	7.16	Sydney	Australia	ASIC	0.239
	FXOpen UK (FXOpen Ltd.)	7.16	London	UK	FCA	0.239
<b>17</b>	Orbex Limited (formerly AFB FX Ltd)	7.1	Limassol	Cyprus	CySEC	0.078
<b>18</b>	Alfa-Forex (Alfa Capital Holdings (Cyprus))	7.06	Nicosia	Cyprus	CySEC	
<b>19</b>	HYCM (Henyep Capital Markets (UK) Limited)	7.04	London	UK	FCA	0.031
<b>20</b>	OANDA Corporation	7.02	New York	US	NFA	0.273
	OANDA Australia Pty Ltd	7.02	Sydney	Australia	ASIC	0.273
	OANDA (Canada) Corporation ULC	7.02	Toronto	Canada	IIROC	0.273

OANDA Europe Limited (OANDA UK)	7.02	London	UK	FCA	0.273
OANDA Japan Inc.	7.02	Tokyo	Japan	JFSA	0.273
OANDA Singapore (OANDA Asia Pacific Pte Ltd)	7.02	Singapore	Singapore	MAS	0.273

資料來源：整理自 BEST ONLINE FOREX BROKERS

## 附錄四：對於期貨公會及各交易商期中報告所提問題之回應

### 一、槓桿交易商與銀行業的合作競爭

Q1. 台灣期貨商在服務實體經濟方面，期待能夠扮演和銀行交易商類似，但又有自己差異化特徵的角色。銀行優勢客戶如何將其引流到期貨商中？

台灣市場規模較小，期貨商經營槓桿交易商擴展業務的最好方式，並不是直接與銀行搶奪優勢客戶，而是採「銀期合作」形式，以避免與銀行惡性競爭。

銀期合作係指商業銀行與期貨行業（包括期貨公司及期貨投資者、期貨交易所）開展資產、負債、中間業務等方面的合作。目前「銀期合作」主要推廣國家為中國大陸，主要方式如下：

1. 期貨公會可與多家銀行簽署戰略合作協定，在（1）期貨市場業務培訓、（2）合作培育產業客戶、（3）倉單質押融資、（4）「保險+期貨」、（5）國際化等方面進行了廣泛和深入的合作；
2. 期貨公會積極支援期貨公會會員與銀行互動，鼓勵期貨商借助銀行既有的平臺與渠道，開展風險管理及資產配置相關業務；
3. 推動銀行認識並探索透過期貨市場提高自身信貸資金安全性。

銀期合作的具體案例詳見大商所 2016 年場外期權試點項目。

### 二、服務實體經濟的產品實例缺乏

Q2. 服務實體經濟，以進行避險的現成產品實例是什麼？在產品設計上如何進行論述，以說服政府部分開放此類/公司開放此類產品？實際案例是怎樣的？

服務實體經濟的現成產品實例多為客制化產品。本文例舉了中國大陸 14 個金融創新項目供參考，涉及協助企業進行避險、風控、融資、穩定成本，以及兩種選擇權產品創新（聚丙烯及雞蛋）。

- (1) 銀河期貨+兗礦集團：鐵礦石場外期權避險
- (2) 魯證期貨+晉泰鋼鐵+萊商銀行：利用場外選擇權實現「融資+擔保」
- (3) 申銀萬國期貨+國豐鋼鐵：實現穩健經營
- (4) 銀河期貨+旭陽宏業：利用場外期權對衝市場風險（降低成本，庫存保值）
- (5) 海通期貨：為中小企業量身打造場外期權策略

- (6) 國泰君安期貨:「基差採購+場外期權」模式
- (7) 金瑞期貨:場外期權服務油脂壓榨企業
- (8) 國元期貨+農業合作社:定制場外期權產品
- (9) 國海良時期貨:引導地方國企運用場外期權工具
- (10)國海良時期貨:多模式組合鎖定採購成本
- (11)魯證期貨:貫穿產業鏈上下游服務龍頭企業
- (12)海通期貨:針對礦業企業的定制化預銷定價服務。
- (13)海通期貨:聚丙烯「連續行權價格選擇權」試點項目。
- (14)海通期貨:雞蛋「利潤套保指數場外選擇權」試點項目。

Q3 期待了解各國交易商在發展槓桿交易上的業務思維，以及各國的槓桿交易市場和用戶畫像是怎樣的形式。

建議台灣槓桿交易商的主要參考對象為新加坡，係因為：(1)新加坡是目前亞洲最成功的金融中心之一；(2)新加坡本地交易商資產規模較小，因而有動機與外國交易商競爭開發和創新槓桿交易品。而次要參考對象為美國及中國大陸的期貨商，原因係美國及中國大陸屬於大經濟體，金融市場活躍；同時中國大陸期貨商在金融創新中較為活躍。而各國市場用戶的相關資訊如下：

- 1.外匯市場：來自國際清算銀行 2016 年 4 月份報告；
- 2.商品及期貨市場：市場及用戶相關資訊較難取得。

### 三、槓桿交易商公布資訊有限

Q4.期貨公會意見：除與會代表所提意見外，另建議增加各國店頭衍生性商品的發行種類，及實體經濟利用店頭衍生性商品進行增益或避險交易的狀況的統計資料。

具有獨立槓桿交易商(Leveraged Transaction Merchant)概念的國家：台灣和美國。美國槓桿交易商的概念係圍繞槓桿合約進行規定，而美式槓桿合約則比較接近期貨和金融衍生品。美國對槓桿交易商的定義：

- 1.槓桿交易商係指從事槓桿交易的個人/企業；
- 2.槓桿交易(Leveraged Transaction) 係指針對任一槓桿合約的購買或出售，回購或轉售，交付，清算或撤銷的行為。

- 3.槓桿合約(Leveraged Contract) 是指為槓桿交易所設計，十年或更長時間、

或短期槓桿合約的條款和條件的合同，該類合同規定如下內容：

(1) 槓桿交易商作為每次槓桿交易的委託人；(2) 槓桿客戶需支付初始和維持保證金；(3) 定期付款規定；(4) 以正常商業或零售渠道購買和銷售的數量和形式的商品交付；(5) 滿足合同到期餘額後交付槓桿商品；(6) 槓桿交易商確定合約的購買、回購、銷售和轉售價格；和(7) 槓桿合約的購買或出售，回購或轉售，交付，清算或撤銷。

而不具有獨立槓桿交易商概念的國家/地區為香港和新加坡。港新兩地并無獨立槓桿交易商的概念，而是將槓桿交易合約打散在不同的分類方式的下。香港和新加坡槓桿交易類商品發行種類及其差異性：

(1) 整體分類方式差異性：香港係將 (A) 一般證券；(B) 衍生產品 (期貨/選擇權)；以及(C) 店頭市場分列作分類，新加坡是將 (A) 和(B) 聚合在一起，依可標準化集中交易/結算的，以及非可標準化集中交易/結算進行分類。

(2) 對產品「槓桿性」的處理：香港和新加坡均把槓桿/反槓桿產品放在 ETF 下；而店頭類產品則放在衍生產品的下，衍生產品的下的品類並沒有強調槓桿交易。

(3) 業務上的差異性：

香港的槓桿交易商主要從事外匯產品方面的開發，商品類的做得非常少，也很少服務於本港實體業，重點開發為外匯，以及和中國內地市場相關的產品；

而新加坡的槓桿交易商主要是各大銀行在新加坡的分支機構，多達 57 家，他們幾乎不會針對新加坡本地去開發特別的店頭產品，都是標準類的交易產品；而新加坡對於自己的定位係強調貿易和結算功能上的優化，而非產品方面的開發。