

【專題二】

公債期貨活絡方案之研議與實施

蘇詩雅（證期局 稽核）

一、前言

我國期貨市場自 87 年成立以來，陸續推出以股價指數為標的之期貨商品，歷年來該等商品之市場規模及成交量大幅成長，表現亮麗。為提高期貨市場避險功能，促成期貨商品多元化，並順應國際發展趨勢，臺灣期貨交易所於 93 年 1 月 2 日推出第一個非股價指數類之利率期貨商品——中華民國十年期政府債券期貨契約（以下簡稱公債期貨契約），為我國期貨市場開創新史。然公債期貨市場建立 2 年多來，交易量未見活絡，爰瞭解該商品未活絡之原因並研擬相關活絡措施以助市場發展，為主管機關及臺灣期貨交易所之重要任務與努力目標。

二、背景說明

- （一）93 年度公債期貨契約日均交易量僅 271 口，由於流動性不足，致公債期貨無法發揮其價格發現、風險移轉、增加資金運用效率及資產配置彈性等市場功能，亦無法達成其可增加債券市場效率、提供債券避險管道並增進期貨市場國際化程度等規劃目標。
- （二）為提升公債期貨交易量，主管機關及臺灣期貨交易所召集專家及業者積極研商改善措施，並陸續於 93 年 12 月及 94 年 5 月修正公債期貨之契約規格，包括將可交割債券到期年限由距交割日 7 年至 11 年縮短為 7 至 10 年、現金結算價加計百分比由 3%調降為 1%及交易標的票面利率由 5%調降為 3%，期

可縮小熱門債券與最便宜可交割債券之差異、強化債券現貨與期貨之關聯性、降低採現金結算之成本，以增加避險效果並提高交易意願。另一方面，亦積極推動期貨交易稅條例修正案，將公債期貨改課期貨交易稅，及協調相關主管機關開放銀行得兼營期貨自營業務，以降低交易成本，擴大市場參與者。

(三) 然前項契約規格修正後，公債期貨交易量並未提升，94 年公債期貨契約日均交易量僅 12 口。主管機關於 94 年底，考量訂於 95 年實施之修正後期貨交易稅條例及財務會計準則第 34 號公報有關金融商品會計處理準則等二項新規定，及銀行局於 94 年 12 月開放銀行得申請兼營期貨自營業務之政策，可為公債期貨市場創造利基及避險需求，實為活絡交易之適當時機，爰此，即與臺灣期貨交易所、證券櫃檯買賣中心等單位召開「活絡公債期貨市場方案會議」，積極研議相關措施並於 95 年度陸續實施。本文以下即就該活絡公債期貨契約之考量因素、措施內容及實施情形予以探討。

三、公債期貨交易不活絡之原因

為研擬活絡公債期貨相關措施，需先瞭解公債期貨契約上市後無法有效建立流動性之原因。各界就此議題之意見，可概述如下：

(一) 最便宜可交割債券流動性不足

國內債券市場有集中於當期債券交易之情形，非當期債券易被窖藏，其次級市場之流通性不高。此將使公債期貨到期時，空方產生無法取得最便宜可交割債券進行交割之疑慮，而多方因交割而取得之債券多為冷門債券，則亦面臨債券市場之流動性風險，嚴重影響公債期貨之交易意願。或有人提出流動性不足之問題，可藉由公債期貨得採現金結算之交割輔助制度，及向借券中心借券等作法予以解決，然以上二機制仍有下列問題：

1. 94 年 5 月修正後之現金結算方式，係以公債期貨契約最後交易日當日債券市場成交量前三大可交割債券之成交量加權平均殖利率，換算為百元報價並加計 1% 後，作為現金結算價。按現金結算方式之規劃意旨，係作為實物交割之輔助，爰空方交易人於到期時，可以最便宜可交割債券進行交割，否則即以次便宜或再次便宜可交割債券交割，均無券時，方採現金結算方式，以落實實物交割原則。然此亦使現金結算成為最貴之交割方式，即使 94 年 5 月間將加計百分比由 3% 降為 1%，然現金結算之成本仍較實物交割高出許多，無法有效解決空方交易人調券不易之疑慮，爰亦未曾有交易人採用現金結算方式。
2. 公債期貨交割所需之券源供給不足問題，或可透過借券中心來取得債券，然市場上大部分之最便宜可交割債券多為金融機構持有，出借意願不高。另借券者尚需考量借券成本與還券壓力，此亦為公債期貨參與者無法有效利用借券中心解決公債期貨到期交割需求之原因。

（二）公債主要持有者未建立避險操作之習慣與觀念

依據調查，銀行、保險業等公債主要持有者，持有公債之目的多作為流動準備或為長期固定收益之投資工具，顯少於次級市場交易。即使市場利率波動，造成所持有之債券部位有未實現帳面損失，然對長期持有公債者而言，影響並不大；復以國內利率長期走低，持有公債部位多為獲利狀態，更降低公債持有者之避險意願。

（三）債券市場交易集中於當期債券，增加期貨避險與套利操作之難度

我國債券市場主要交易集中於當期公債，由於交易過度集中，致當期公債與其他非當期公債之殖利率產生明顯差異，亦即公債期貨市場係反應最便宜可交割債券之價格，其與債券市場主要交易標的之價格關聯性低，造成公債期貨無法有效反應市場殖利率，增加期貨避險與套利操作之難度，亦降低從事公債期貨之交易意願。

（四）債券市場交易成本低，影響公債期貨之交易意願

目前債券市場主要交易者為證券業及票券業，渠等持有公債之比率並不高，亦即該等業者於債券現貨市場從事交易之目的在投機而非避險，爰債券市場交易平台效率高、成本低且以淨額交割之特性，符合渠等之交易需求。相較之下，公債期貨市場手續費較高且需以保證金進行交易，交易成本相對較高，自難吸引渠等至期貨市場從事交易。

（五）債券市場新種交易工具問市，排擠公債期貨之使用需求

債券市場近年來陸續推出包括公債發行前交易、公債遠期交易、債券選擇權等多元工具，對公債期貨之交易具有排擠效果，市場發展亦受到影響。

（六）公債期貨市場參與者層面窄，期貨商推廣意願低

國內債券市場係以法人為主，不似股票市場有自然人之積極參與，爰公債期貨參與者之層面顯較股價指數類期貨商品窄，且於法人對利率看法較為一致之情況下，從事公債期貨交易之投機獲利空間小，不易創造市場流動性，亦無法吸引避險者進入，另一般而言，期貨商對法人客戶有較大的手續費折讓空間。爰此，期貨商基於公債期貨交易量低推廣不易且獲利有限之考量，致推廣意願偏低。

四、活絡公債期貨措施內容

國內公債期貨之交割方式究應採實物交割或現金結算，爭論已久，尤其公債期貨不活絡之表現，使得在研議活絡措施之過程中，即有人提出將我國公債期貨改採與澳洲、韓國相同之現金結算之意見。回顧公債期貨規劃之初，採行以實物交割為原則，現金結算為輔助之交割方式，主要理由係實物交割具有提高債券市場冷門債券流動性之功能，且透過現貨與期貨之聯結可加強避險效果，而現金結算雖具有結算交割作業較為便利及較無違約交割之疑慮等優點，然具備價格不被操縱性及價格

連續性之現金結算價卻不易選定，爰為提高公債期貨之經濟效益且消除無法調券之疑慮，而有現制之規劃。考量公債期貨與債券市場應相輔相成健全發展，實物交割之原則暫不宜改變，爰活絡公債期貨措施仍於現行交割方式下予以研議。在前述公債期貨交割方式維持現制之前提下，針對前項公債期貨市場不活絡之原因，95 年度研擬之相關活絡措施內容如下：

（一）縮小公債期貨可交割債券範圍

為進一步縮小各可交割債券之差異，主管機關督導臺灣期貨交易所於 95 年 6 月公告修正「中華民國十年期政府債券期貨契約交易規則」第 5 條條文及契約規格，將可交割債券到期日距交割日由 7 年至 10 年縮短為 8.5 年至 10 年，並自 95 年 9 月(含)以後到期之交割月份契約適用，修正後可交割債券由現行 6 期減少為 2 至 4 期。

（二）變更現金結算價決定方式

1. 由於前述 94 年 5 月修正之現金結算價與實物交割二方式之成本差異過大，致現金結算並無輔助或替代實物交割之實際功能，亦無法消除期貨市場參與者對最便宜可交割債券券源不足之疑慮，為解決上開問題，主管機關督導臺灣期貨交易所於 95 年 9 月公告修正「期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點」第 6 條條文，將現金結算價決定方式修正為「以最後交易日之最便宜可交割債券價格計算之期貨理論價格，與十年期公債期貨契約之最後結算價相比後，取其價格較高者，為其現金結算價」，並自 95 年 12 月公債期貨契約到期日起適用。
2. 修正後現金結算價決定方式，採行以最便宜可交割債券價格計算之期貨理論價格與公債期貨最後結算價相較後取高者之設計，係為保障買方於被指派採現金結算時不會遭致額外之損失，以維持實物交割之實際運作。亦即，若以最便宜可交割債券價格計算之期貨理論價格低於公債期貨最後結算價，則以期貨最後結算價作為現金結算價，賣方無額外獲利，買方亦無需再支付結算差額；反之，則以期貨理論價格作為現金結算價，則賣方須支付結算差額予買方。
3. 經以歷史資料進行實際計算，採修正後現金結算價或以最便宜可交割債券進行實物交割之成本，差異不大，惟於多數情況下，實物交割仍略優於現金結算，此已符合維持實物交割運作機制且大幅降低現金結算成本之目標。惟當次便宜可交割債券價格與最便宜可交割債券價格差異較大時，賣方以最便宜可交割債券進行交割之次一選擇，應係採現金結算，而非以次便宜可交割債券進行交割，此將使公債期貨活絡各期冷門可交割債券之功能略為降低。

（三）強化公債主要交易商對可交割債券之報價

1. 前開修正後現金結算價決定方式中，以最便宜可交割債券價格計算之期貨理論價格之計算公式為：

* 期貨理論價格=(債券除息價格-持有成本(Carry))/轉換因子

** 債券除息價：若證券櫃檯買賣中心之公開報價系統於最後交易日中午 12 時前 15 分鐘內成交筆數達 15 筆以上，採該時段之最便宜可交割債券成交量加權平均價；若上開時段無成交或成交筆數未達 15 筆，則以公債主要交易商對最便宜可交割債券 11 時 50 分、11 時 55 分及 12 時三個時點之合格報價，各刪除 10% 之最高及最低價後之簡單平均價。

** 持有成本 (Carry)：債券票面利率*100*計算日至交割日天數/365-債券含息市價*REPO Rate*計算日至交割日天數/365

2. 由上開計算公式可知，以期貨理論價格作為現金結算價時，該價格之公正性與最便宜可交割債券價格(債券除息價格)是否合理密切相關。為增進最便宜可交割債券價格之合理性，有必要請公債主要交易商對可交割債券進行活絡報價。爰主管機關督導證券櫃檯買賣中心經中央銀行同意於 95 年 7 月公告修正「中央公債主要交易商應配合辦理事項」部分修正條文，規範公債主要交易商對全部十年期指標公債（可交割債券）進行雙向報價，且最近期十年期指標公債報價利差不超過萬分之三，其餘十年期指標公債之報價利差不超過萬分之四。另規範公債主要交易商僅於中午 12 時前需符合上開報價規定，係考量債券市場交易集中於 12 時以前，而 12 時以後交易量減少，報價風險較高，爰未強制要求公債主要交易商 12 時以後之報價義務。
3. 前述第 1 項可交割債券之債券除息價格，以接近中午 12 時之時段計算，主要係配合公債主要交易商對可交割債券提供有效雙向報價之時間，此可避免現金結算價格於債券市場交易較為冷清時段產生，而有影響該價格之公平、公正及代表性之疑慮。

(四) 調整公債期貨到期契約於最後交易日之交易時間及其收盤時段之撮合方式

1. 配合公債期貨之現金結算價於最後交易日中午 12 時產出，主管機關督導臺灣期貨交易所於 95 年 10 月公告修正「中華民國十年期政府債券期貨契約交易規則」第 8 條、第 10 條條文及契約規格，將公債期貨到期契約最後交易日之交易時間由下午 1 時 45 分提前至中午 12 時；另為簡化作業架構，將該到期契約於最後交易日收盤時段之撮合方式由集合競價改為逐筆撮合。至到期契約最後交易日當日之非到期契約及其他各交易日之所有契約，則仍維持下午 1 時 45 分收盤及收盤時段採集合競價之撮合方式。
2. 前項收盤時段撮合方式之變更，尚不影響公債期貨最後結算價之公正性，此係因公債期貨之最後結算價為最後交易日收盤前 15 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，該計算方式已具相當代表性，爰最後一筆成交价格係以逐筆撮合或集合競價決定，影響並不大。

(五) 加強市場宣導

財務會計準則第 34 號公報施行後，部分列為交易目的或備供出售之公債部位需以公平市價進行評價，爰市場利率之波動，可能影響業者之財務表現，此亦提高利用公債期貨進行避險之需求。因此，為加強推廣公債期貨以建立業者之避險觀念，主管機關督導臺灣期貨交易所配合前揭公債期貨契約之修正，對公債大量持有者，例如銀行、票券商等加強市場宣導。

（六）獎勵措施

1. 主管機關督導臺灣期貨交易所訂定「公債期貨可交割債券報價交易獎勵方案」，以鼓勵中央公債主要交易商及公債交易員於櫃買中心電腦議價系統積極報價。另亦訂定「公債期貨登峰造市利上加利交易獎勵活動方案」，以鼓勵期貨自營商或法人機構積極於期貨市場進行造市，並鼓勵一般交易人從事公債期貨交易。
2. 前項獎勵措施於 95 年 10 月 1 日至 95 年 12 月 31 日實施後，繼續於 96 年 1 月 1 日至 96 年 3 月 31 日實施第二階段。

五、交易情形

前述活絡公債期貨措施，包括修正公債期貨契約、舉辦市場宣導及獎勵措施等，係於 95 年 10 月後陸續實施並以活絡 95 年 12 月到期公債期貨契約為初期目標。觀察 95 年公債期貨之交易情況，1 月至 9 月日均交易量僅 30 口，10 月至 12 月日均交易量增加為 556 口，全年日均交易量為 164 口，較 94 年之日均交易量 12 口增加 152 口，另 96 年 1 月（截至 11 日止）日均量略降為 483 口。顯示公債期貨相關活絡措施之實行，確實有提升交易量之效果，然市場是否能持續創造流動性，以吸引更多交易人進入，仍值得觀察。

六、結論

健全債券市場為發展我國成為亞洲金融中心重要之一環，而公債期貨市場可提供債券市場一交易透明且便利之避險管道，透過債券市場與公債期貨市場相互成長，提高市場利用率與國際能見度，實有助於我國建立優質之金融環境。雖公債期貨市場初期發展狀況不如預期，然其對金融市場之經濟功能，卻不容忽視，因此，瞭解 95 年度公債期貨活絡措施之實施內容並加強宣導，以持續創造市場流動性，實為關心公債期貨市場發展者之重要課題。