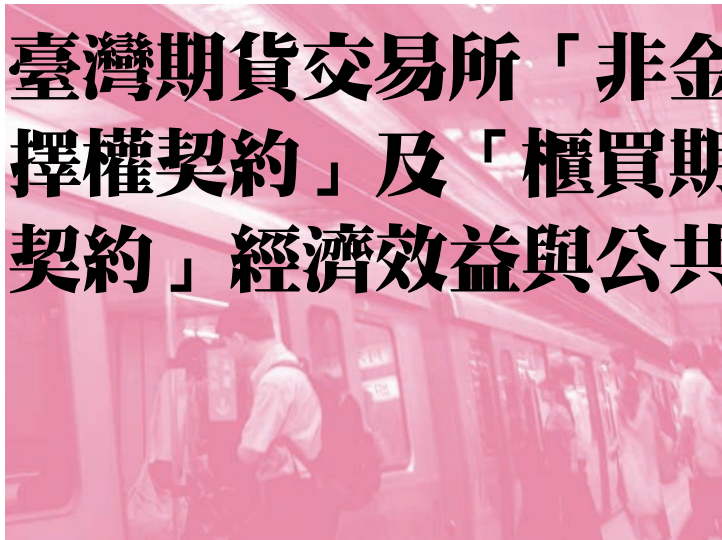


【專題二】

臺灣期貨交易所「非金電期貨暨選擇權契約」及「櫃買期貨暨選擇權契約」經濟效益與公共利益之論述



謝侑樺（期交所專員）

壹、前言

由於國際金融交流日益頻繁，國內的金融環境也朝向自由化與國際化發展，資金流動的速度與規模日益成長，使各種金融商品的價格波動程度與日俱增，市場參與者所面臨的風險愈來愈明顯，因此，提供各種金融商品之避險管道，不僅成為金融市場升級的必備工作，也是建設國際金融中心之重要關鍵。

就資本市場而言，主要工具為股票與債券，而股票市場向來最為大眾熟悉，參與者最多，市場最為活絡，因此，為迎合股票市場之避險需求，臺灣期貨交易所乃於民國 1998 年 7 月 21 日推出第一項本土期貨商品「臺灣證券交易所股價指數期貨」，開啟本土衍生性商品市場的大門，1999 年 7 月 21 日再推出電子類及金融保險類等兩大主流類股指數期貨，2001 年 4 月 9 日及 12 月 24 日又分別推出小型臺指期貨及臺指選擇權，為國內股票市場建立良好的避險管道。而其中臺指選擇權不僅開啟了我國選擇權市場之大門，更帶領我國期貨市場創造新的高峰。依據 2007 年 9/10 月期貨業雜誌（Futures Industry Magazine）之統計，2007 年 1 至 5 月臺指選擇權之成交量高達約 3 千 7 百萬口，居全球股價指數選擇權契約之第 4 名，全球期貨交易所之排名亦達第 19 名。之後，臺灣期貨交易所又於 2005 年 3 月 28 日推出電子類及金融保險類等股價指數選擇權，2006 年 3 月 27 日更推出美元計價之摩根臺指期貨暨選擇權契約，以吸引外資進入我國期貨市場，進而提升臺灣期貨市場之國際化程度，有效強化市場之國際競爭力。

綜觀我國股票市場實際上可區分為上市及上櫃股票兩大市場，首先，在上市股

票方面，如前所述，臺灣期貨交易所目前已推出臺灣證券交易所加權指數、電子及金融指數等期貨暨選擇權契約，惟在未含金融電子類股部分，並未提供市場上相對之避險工具。由於完整之期貨、選擇權商品線不僅可大幅提昇操作工具運用上之彈性，亦可有效增進交易效益及市場福祉，且實務上交易人或法人機構更可經由不同指數間之關係，進行套利、價差之操作策略。此外，根據臺灣證券交易所「產業別股票交易統計表」之統計，2007 年前 6 月整體市場月成交值平均約為 2 兆 2 千億元，其中未含金融電子類股平均約為 4 千 7 百億元，占大盤成交比重約介於 18%至 28%，平均約 22%，其中又以 4 月之 28%為最高。其次，在上櫃股票方面，依據櫃買中心「歷年上櫃股票統計表」資料，2007 年前 6 月之月成交值平均約為 6 千 8 百億元，近 3 年成交值之年平均成長率更高達約 42%。若將上櫃股票市場與上市股票市場成交值相互比較，兩者間之比例則持續攀升，由 2004 年的 13%成長至 2007 年 6 月的 31%。由於市場規模持續成長，且成交值大幅上揚，顯示其市場應具有避險之需求，故亦將櫃買指數期貨暨選擇權商品列為本次新商品推動之重點。基於前揭考量，臺灣期貨交易所乃於 2007 年 10 月 8 日推出「非金電期貨暨選擇權」、「櫃買期貨暨選擇權」等四項新商品。

綜上，雖然「非金電期貨暨選擇權」、「櫃買期貨暨選擇權」等四項新商品有相當之市場交易需求，已具備商品成功之特性，惟一個交易所在推出商品前，尚需考量其所能提供之經濟效益與公共利益等要件。以下茲就該四項商品之經濟效益與公共利益，分述如下：

貳、經濟效益與公共利益

一、經濟效益分析

（一）規避現貨市場之風險

期貨及選擇權皆具有規避現貨市場風險之功能。首先，在期貨契約方面，期貨之避險係屬對沖觀念，將相對風險予以鎖住，以追求利潤。而選擇權則是提供避險者另一種管道，藉由支付部分代價（權利金），以取得未來買進（買權）或賣出（賣權）的權利，且不需承擔任何義務。如此一來，既可鎖定持股之風險，又可於市場相對有利時獲取利潤，提供風險規避者更具彈性的選擇。

目前「非金電期貨暨選擇權」之標的指數--「臺灣證券交易所未含金融電子股發行量加權股價指數」，是由臺灣證券交易所自行編製，具有相當公信力及不被操縱性。由於其指數採樣係上市股票中扣除金融保險類及電子類外之股票，故目前係臺灣證券交易所自行編製之指數中，一般普遍用來衡量傳統產業類股表現之參考指標，可提供投資標的偏向傳統產業類股之投資者，更精確之規避持股風險的工具。

「櫃買期貨暨選擇權」之標的指數--「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心發行量加權股價指數」，是由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱「櫃買中心

」)自行編製,亦同樣具有相當公信力及不被操縱性。而其指數採樣公司全部來自於臺灣上櫃股票公司,截至 2007 年 7 月共計 537 家,為一般交易人用來衡量上櫃股票市場表現之參考指標。

雖然本公司目前已推出臺指期貨暨選擇權、電子期貨暨選擇權及金融期貨暨選擇權契約,但若未來能同時推出「非金電期貨暨選擇權」及「櫃買期貨暨選擇權」,由於該等期貨及選擇權標的指數相同,且選擇權商品特性有所長,將可強化期貨市場所能提供之避險效率,並使得兩項商品在避險操作上達到最小化基差風險(minimum basis risk)之效果,提昇交易人避險意願,從而增加流動性。

再者,由於期貨及選擇權標的指數相同,兩契約間具備高度之相關性,當交易人於期貨市場買進該指數期貨時,可於相同標的之指數選擇權市場買進賣權以鎖定期貨下跌之風險,賣出期貨亦可以買進買權作為避險,且選擇權的交易人亦可以相同標的之期貨進行避險,二者乃相輔相成之關係,股票相關衍生性商品也可因而更加完整、健全。

(二) 創造多樣性交易策略組合

如前所述,目前我國期貨市場指數類商品中,上市股票部分獨缺未含金融電子類股之商品,而上櫃股票,則並未提供市場上任何相對之避險工具。由於現貨市場各指數間輪動頻繁,強弱勢表現不一,故交易人可藉由該指數期貨商品與其他商品之關聯性,制訂各種跨商品之套利、避險策略,以達到其獲取報酬或進行風險管理之目的。

此外,因選擇權之交易策略多元且富變化,除單一部位之買、賣外,還有價差交易策略(spread)、組合交易策略(combination)、避險交易策略(hedge)、合成交易策略(synthetic)及防禦策略(fence)等,交易人可以設計各式各樣之獲利模式,以因應不同市場狀況。此外,交易人可搭配現貨、期貨或其他選擇權契約進行交易,利用選擇權來實現投資獲利創造現金流量,或利用其鎖住市場變動之風險,以確保尚未實現之利潤。藉由選擇權多元化之操作策略,使其經濟功能得以充分發揮,為現貨市場提供另一避險管道,亦可為期貨市場帶來更多可以運用之操作策略。

這種效益在我國股票市場所有重要指數為標的之期貨及選擇權商品皆到位後,搭配期貨業者開發電子交易平台的情況下,跨商品價差與套利交易之效益將更為顯著。

(三) 價格發現功能

依據持有成本理論(cost of carry),期貨價格應為現貨價格加上持有現貨至期貨到期日的淨成本,然而實務上,由於期貨交易者係根據目前市況及資訊,對未來之現貨價格進行判斷而做出買、賣的決策,因此,除持有成本外,期貨價格亦可反映在到期日之前影響現貨價格的各種因素。諸如市場本身供需之變化、政治面的改變、經濟發展的趨勢,乃至於可能影響市場之各種環境的變遷,均可於期貨價格中

反映出來。加上期貨交易乃於集中交易市場透過公正的競價撮合程序進行，所有交易資訊均透過各種媒體、資訊廠商，對投資大眾公佈，一般而言，對訊息的反應較現貨市場快，故期貨價格往往成為現貨市場價格之重要指標。此外，套利者於現貨與期貨市場的套利行為，使期貨價格與現貨價格間維持合理之關係，更促進期貨之價格發現功能。

（四）提高資源配置及資金運用之效率

投資組合之管理者，常為了因應市場環境的變遷而調整其投資組合中各種資產，諸如現金、票券、債券、股票等的分配比例，以提高資產配置效率與操作績效。這些調整的動作，除了透過現貨交易外，亦可藉期貨市場的交易來替代，達到同樣之目的。由於股價指數期貨及選擇權皆採保證金方式交易，具有以小博大的高財務槓桿特性，故其資金運用的效率均較買賣現貨更高，交易人可依其資金狀況及所能承擔之風險，選擇適當之期貨及選擇權契約從事各種交易策略。

此外，標準化契約亦有助於加速交易進行，提昇市場效率；另結算作業採現金交割，可避免指數期貨及選擇權契約實物交割所帶來之額外成本；至於市場高流動性，則有利為資產組合管理的工具。

二、公共利益之分析

股票市場是企業籌措資金最重要的管道，企業擴廠、購買機器設備等皆可透過股票市場募集所需之資金，故股票市場對資本形成、公司發展及經濟成長等皆有極大之助益。

從供給面之影響效果來看，因期貨及選擇權契約提供承銷商避險工具，可降低其承銷風險，進而降低承銷費用，提高公司透過股票市場集資之意願，使企業可以較快速，且低成本之方式募集所需資金。

就需求面之影響效果來看，市場若能提供避險管道，則對股票價格具有穩定作用，降低持有股票之風險；而期貨及選擇權市場因採保證金方式交易，資金運用的效率均較買賣現貨更高，加上價格反應迅速，可提供股票市場更多訊息，進而提高投資人對股票市場之投資意願。

對於期貨市場之發展而言，「非金電期貨暨選擇權」及「櫃買期貨暨選擇權」等四項商品同時推出，將形成較為完整之衍生性商品線，交易人運用指數相關商品之彈性更大，策略運用更多元，除可增進整體期貨市場之規模外，對於提昇我國期貨市場之成熟度亦有助益。

再者，新商品可望為期貨業者創造更多商機，拓展我國期貨業之發展空間，其交易稅收亦可望帶來更多的稅源，對充實國庫蔚為國用亦有助益。

除上述對經濟效益與公共利益之促進外，新商品之價格機制與相關監視、風險控管均已相當成熟，亦可有效保障交易人權益。此外，當遇到除權息、新增或剔除

採樣股票異動日等特殊狀況時，臺灣證券交易所及櫃買中心亦會調整基值，來維持指數的連續性。因此，在此嚴謹編製方式下，遭人為操縱之可能性極低，而契約到期之最後結算價，則比照目前臺灣期貨交易所股價指數類商品之計算，係依到期日臺灣證券交易所所提供依標的指數各成分股當日交易時間開始後 15 分鐘內之平均價計算之指數訂之，換言之，最後結算價除依發行量加權外，亦加入成交量加權之元素，依成分股之市場總值及成交量之規模分析，故最後結算價受操縱之機率應微乎其微。此外，臺灣期貨交易所分別與臺灣證券交易所及櫃買中心，針對股價指數類商品尚建有跨市場通報機制，一旦發現股價指數期貨及選擇權契約或其標的證券之交易情形，達跨市場通報標準者，即通報相關資料，有效掌握並防制任何可能對市場價格操縱之情事，充分保障交易人之權益。

在風險控管方面，臺灣期貨交易所之各項商品均採保證金交易，除固定之盤中定時洗價與每日收盤進行結算外，遇市場行情較大時，亦將機動執行洗價功能，以有效降低並掌控市場之違約風險。另針對可能之違約情事，臺灣期貨交易所亦訂有結算會員違約之分擔比例及處理程序之財務安全防衛體系，由結算會員與臺灣期貨交易所擔負交割履約之責任，其中結算會員係依結算數量及未沖銷部位數量日平均量之比例共同分攤不足之差額，而資金來源的部分，則包括結算保證金，臺灣期貨交易所提存之賠償準備金，每一家結算會員繳存之交割結算基金，最後為結算會員之共同分擔。在完善之財務防衛體系下，交易人之權益更加確保。

綜上，推出「非金電期貨暨選擇權」及「櫃買期貨暨選擇權」等四項商品，不僅可增進資本市場之穩定發展，提昇資源配置效率，開創期貨市場之多元性，拓展期貨業者之業務範圍，更可为國庫帶來稅收。此外，在完善之監視與風險控管機制下，更可有效防制價格操縱及市場違約風險。故該四項新商品之推出，當可在不損及任何交易人之權益下，為社會整體創造更多之公共利益。

參、全球股價指數期貨暨選擇權契約交易概述

在介紹「非金電期貨暨選擇權」及「櫃買期貨暨選擇權」等四項商品之經濟效益及公共利益後，接著我們回顧 2006 年全球交易所衍生性商品之交易概況，並就其中交易最活絡之股價指數期貨暨選擇權契約進行介紹。

根據 IOMA Derivatives Market Survey 2006 統計資料顯示，2006 年全球衍生性商品之成交量約 116 億口，其中期貨契約約 50 億口、成交比重約 43%，選擇權契約約 66 億口、成交比重約 57%，成交量再創新高，且其幾乎為 2002 年之 2 倍；年平均成長率部分，期貨為 22%，選擇權為 14%。（詳一覽表）

【2006 年全球衍生性商品成交量一覽表】

商品類別	2006 年	2005 年	變化率
個股選擇權	2,653,601,416	2,311,714,514	14.79%
個股期貨	279,730,018	140,736,581	98.76%
股價指數選擇權	3,282,262,294	3,202,635,723	2.49%
股價指數期貨	1,166,606,884	881,260,593	32.38%
利率選擇權	564,064,165	430,341,166	31.07%
利率期貨	2,621,111,150	2,102,097,741	24.69%
外匯選擇權	23,225,941	17,835,080	30.23%
外匯期貨	158,359,064	113,926,650	39.00%
商品選擇權	102,858,516	75,536,786	36.17%
商品期貨	794,164,463	637,958,959	24.49%
總成交量	11,645,983,911	9,914,043,793	17.47%

資料來源：IOMA 統計資料/ ANNUAL/2006/DERIVATIVE MARKETS

若僅就股價指數類商品進行分析，首先在股價指數期貨部分，2006 年成長率高達 32%，優於整體期貨市場之表現，其中又以奧斯陸交易所（Oslo Børs）之成長率最高，約達 300% 左右，其次為布達佩斯證券交易所（Budapest SE），約達 250%。另在地區別部分，美洲地區之美國芝加哥商業交易所（CME）之成交量仍佔有主導之地位，其成交比重便高達 90% 之水準；歐洲地區方面，EUREX 則拜 Dow Jones EURO STOXX 50 指數期貨之賜，成交比重約高達 80%。其次，在股價指數選擇權部分，2006 年成長率僅為 2.5%，較整體選擇權市場表現為差，主要原因為韓國交易所之 KOSPI 200 指數選擇權成長趨緩所致，若將其交易量扣除，則 2006 年股價指數選擇權成長率便高達 30% 左右。若就交易所成長率觀之，則以墨西哥衍生性商品交易所（MexDer）之成長率最高，約達 200% 左右，其次為奧斯陸交易所（Oslo Børs），約達 150%；地區別部分，首先在美洲地區，除美國芝加哥期貨交易所（CBOT）、紐約期貨交易所（NYBOT）及巴西聖保羅交易所（Sao Paulo Exchange）外，所有交易所皆呈現成長之勢，其中又以巴西衍生性商品交易所（BM&F）之 126% 為最高；歐洲地區方面，Dow Jones EURO STOXX 50 指數選擇權仍居有領導之地位；亞太地區部分，則因印度國家證券交易所（NSE）之快速成長，加速了整個地區的發展。

肆、結論

綜上，目前全球交易所衍生性商品之發展，股價指數期貨及選擇權商品不僅為歷史最短、發展最快的金融商品，更已成為各交易所中最重要之明星，此現象在新興市場國家更趨明顯。由於我國期貨市場發展歷程及金融環境之相關條件，係以股價指數類商品最具發展優勢，因此，臺灣期貨交易所乃於 96 年 10 月 8 日推出「非金電期貨暨選擇權」及「櫃買期貨暨選擇權」等商品，以使股價指數類期貨、選擇權商品線更加完整，提供交易人或法人機構更多套利、價差操作策略之工具。未來，臺灣期貨交易所除當致力於現有各項商品之市場推廣外，仍將配合整體經濟環境及各類現貨市場之需，持續研議推出各項新種商品，以使商品線更趨完善，提供市場更多元之選擇。