

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金 填表人：張祥麟

填表日期：114 年 11 月 28 日

會 114 年度研究報告提要表

研究題目	加密資產衍生性商品發展之研究		
研究單位及人員	研究處 張祥麟	研究時間	自 114 年 1 月 1 日 至 114 年 11 月 30 日

報 告 內 容 提 要

壹、 研究內容重點

一、 近年來，加密資產已成為投資市場熱門商品之一，其衍生性商品交易需求亦水漲船高，因此加密資產民間交易平台無論是現貨與各種衍生性商品交易金額皆持續成長。雖然加密資產現貨法規規範仍有疑義，但其衍生性商品則無此問題，在衍生性商品法規架構與交易規則完整情況下，歐美各主要集中交易所如 Cboe、CME，以及 Eurex 皆發行比特幣、乙太幣等相關期貨與選擇權，希望可以在加密資產衍生性市場占有一席之地。我國已躋身全球前二十大期貨市場之列，且向來以金融商品見長，未來加密資產相關衍生性商品對我國期貨市場發展，值得持續關注與深入了解。

二、 研究主軸：本研究由加密資產民間交易平台現況與 ETF 為出發點，聚焦於美國(Cboe、CME)、歐洲(Eurex)等發行加密資產衍生性商品之集中交易所，分析其發行之法源、商品種類、規格、交易結算價格來源與計算方式等內容，進一步比較民間交易平台與集中市場間之優劣勢，歸納出歐美加密資產衍生性商品集中市場發展利基點，提出結論與建議，作為我國集中市場未來發行加密資產衍生性商品之參考。

貳、 結論與建議事項

一、 結論

(一)歐美各大集中交易所結合監管與自身品牌優勢爭取市場

無論美國 Cboe、CME，還是歐洲 Eurex，皆強調是遵守 CFTC 監管或受 MiFID II 管轄之集中交易所，再結合自身品牌優勢，自行建制數據來源篩選原則並揭露計價方式，作為商品交易與結算標準，相繼推出標準及微型期貨及選擇權商品，企圖在加密資產交易熱潮下，拓展自身交易所商品線開創客源，故在 CME、Cboe 及 Eurex 網站中皆設置獨立的加密資產商品類別。由 CME 的持續成長，Cboe 的退出又重新加入，以及 Eurex 的後續跟進等趨勢，不難看出各集中交易所皆企圖在加密資產市場中爭得一席之地。

(二)政策及法規支持加密資產市場與實體金融連結

1. 2025 年 7 月美國連續推出《穩定幣法案》(Guiding and Establishing National

Innovation for U.S. Stablecoins Act, 簡稱 GENIUS)、《數位資產市場結構法案》(Digital Asset Market Clarity Act, 簡稱 Clarity)、《Anti-CBDC 法案》(Anti-CBDC Surveillance State Act, 簡稱 Anti-CBDC)三法案, GENIUS 已由參眾二院通過並由總統發布, 賦與穩定幣明確的發行法源, 由於目前各民間交易平台已採用穩定幣(U 本位)計價, GENIUS 將成為連結虛擬貨幣與實體金融的重要橋樑。

2. 歐盟已於 2023 年通過《加密資產市場監管法》(Markets in Cryptoassets, 簡稱 MiCA), MiCA 涵蓋所有形式的代幣發行、穩定幣發行、加密資產服務(如交易和託管), 以及加密貨幣領域新的市場濫用規則。
3. 我國金融監督管理委員會已於 2024 年 9 月 30 日開放專業投資人以複委託投資在外國交易所掛牌之加密資產現貨 ETF(但不包括期貨 ETF), 亦於 2025 年推出《虛擬資產服務法》(簡稱 VASP)草案, 健全虛擬資產業務於我國之經營與發展, 強化虛擬資產服務及市場之管理, 並保障我國虛擬資產交易人權益。

未來在加密資產監管架構與法源逐漸明確的環境下, 各類現貨加密資產將成為合法合規的交易與投資標的, 不僅將吸引更多投資人加入, 亦使加密資產相關之金融商品如 ETF 等成為投資人之合法標的, 加快實體與虛擬金融結合速度與深度。

(三)國際政經情勢加劇加密資產波動, 有利衍生性商品交易

戰爭、關稅、匯率等因素致使國際政經情勢不明, 進而使得避險需求大增, 美國 CME 各類商品交易量連年創高, 此情境有利於衍生性商品避險、投機等交易, 而加密資產又是國際市場新興之熱門投資商品, 除比特幣、乙太幣等個別商品外, 與之連結的 ETF 商品亦持續推出, 亦增加未來衍生性商品發行之標的。

(四)加密資產科技或將改變衍生性商品交易模式

民間交易平台中, 加密資產全年全天不間斷交易已是常態, 區塊鏈與分散式帳簿技術亦使即時結算交割成為可能, 以上簡言之即為代幣化。代幣化具備以下優勢:

1. 提升資產(擔保品)轉移的速度, 代幣化資產轉移幾乎可即時進行, 將結算時間從幾天縮短到幾分鐘。
2. 結算與傳統銀行支付系統的營運時間脫鉤, 實現全天候交易, 解決假日和週末出現的資金問題, 降低跨時區跨市場衍生性商品市場結算風險。
3. 分散式帳簿技術交易並保存所有記錄, 交易各方依賴相同資料來源, 可減少各機構在各自系統上保存交易記錄時產生的錯誤, 以及機構之間流程重複導致的無效率。
4. 代幣化可結合「智能合約」(smart contract)實現自動化交易, 智能合約指可利用程式編碼至代幣化資產中, 當滿足程式設定條件時即自動執行交易指令, 例如, 智能合約可使代幣化債券自動支付利息, 或是當市場價格達預設條件即可自動平倉持有之衍生性商品部位並釋放保證金。

雖然代幣化具備以上優勢, 但在實務應用上還有以下重大挑戰待克服:

1. 互通性: 除目前比特幣、乙太幣等現有區塊鏈外, 國際間各大型投資銀行

或交易所都各自建構區塊鏈或分散式帳簿平台，例如：高盛、匯豐等數家大型投資銀行的 Canton Network 區塊鏈、Eurex 與 HQLAx 合作開發的 Corda 分散式帳簿技術、CME 與 Google Cloud Universal Ledger 亦有類似合作案。未來不同區塊鏈間如何互通以免影響流動性，將是決定代幣化發展的關鍵。

2. 現有結算交割系統與區塊鏈整合：在滿足可靠性、流動性與營運韌性的前提下，區塊鏈須與現有結算交割系統整合，確保擔保品順利移轉。
3. 隱私保障：原本區塊鏈是以分散式帳簿確保資料透明、不可竄改且安全，但若因此而使擔保品變動情形公布於區塊鏈網路，進而曝光某些策略或持有部位，恐不利交易人隱私保障。

除以上挑戰外，還有網路安全、跨國法規差異等問題待克服，但目前國際各金融機構著眼於代幣化優勢的試驗與案例仍持續進行，若代幣化技術有突破性發展，未來或將改變衍生性商品交易模式。

二、建議

(一)各國法規走向逐漸明確，加密資產衍生性商品宜盡早就位

2017 年日本將加密資產納入《支付服務法》(Payment Services Act)賦予其合法地位並要求交易所註冊；2020 年新加坡《支付服務法》(Payment Services Regulations)實施，建立加密貨幣及數位支付代幣服務的全面監管架構；2023 年英國通過《金融服務與市場法案》(Financial Services and Markets Bill)，賦予財政局等監管單位能依法監管加密資產；有鑑於以上各國及前述歐美各項監管法案通過，我國亦於 2025 年推動 VASP 立法進程。加密資產現貨在各國監管架構逐漸明確之下，更有利於投資人參與，未來現貨加密資產在市場地位更加穩固，可能推升衍生性商品避險及交易需求。因此，集中市場宜盡早推出相關商品，以利搶占先機。

(二)集中市場發行衍生性商品兼具保障與彈性，但需考量設計與交易技術成本

集中市場已累積超過百年衍生性商品發行歷史，無論是商品設計、風險及資安控管等皆有完整的架構與規範，並具備各種特殊事件的系統性風險應變經驗，金融指數為集中市場衍生性商品之強項，加密資產本質即為虛擬性質，其價格來源亦僅為各大民間交易平台交易之結果，因此集中市場可依其法規規定、市場規範自行設定規則計算現貨價格，作為發行相關衍生性商品交易依據。但因加密資產(如比特幣)的價格形成、成交量與波動特性與傳統集中市場大相逕庭，價格變化大且撮合機制複雜，如何在編製指數時排除價格操縱與異常成交，需要高度專業與經驗；此外，自行編製指數尚需接收多個資訊來源並持續監控特殊狀況，投入人力與成本相當可觀，且須建立透明可信的價格機制與採樣標準，否則指數的公信力將受到質疑。

(三)善用集中市場利基建立市場區隔打擊違法行為

民間交易平台雖已具規模與流動性優勢，但集中市場仍具以下競爭利基：

1. 成本優勢與交易保障

集中市場交易成本僅約為民間交易平台 10%，且受惠於完整的監管架構，交易人可以低廉成本受到集中市場保障。

2. 商品接受與數位落差障礙

民間交易平台強調以網路與通訊科技之便利性作為吸引交易人的優勢之一，但亦因此產生數位落差，對部分不善完全使用網路的交易人造成進入障礙，部分交易人亦對其可信度產生疑慮，故無法接受民間平台商品。以臺灣為例，僅約 5%人口參與虛擬資產市場，期貨市場交易人約為 10%人口，故仍有機會吸引不同屬性交易人。

3. 建立合法交易管道，減少不法人士可趁之機

根據 CFTC 執法部門統計，2023 年與加密資產相關的執法行動共 47 起追回及罰款金額高達 43 億美元，2024 年為 10 起，追回及罰款金額達 17.1 億美元，2025 年 1-6 月有 5 起，涉及金額達 4,020 萬美元。由以上可看出，在 2024 年美國現貨 ETF 核准交易與各項集中市場衍生性商品逐漸完整後，違法案件有逐漸下降的趨勢；我國近年來加密資產違法案例亦時有所聞，2025 年爆發「幣想科技」詐欺、洗錢案所涉金額高達新臺幣 23 億元。集中市場衍生性商品具備完整監管架構，在我國現貨交易尚無完整監管法源之下，加密資產衍生性商品可作為投資與交易替代品，讓交易人透過合法管道參與加密資產交易，減少不法人士可趁之機。

(四)加密資產衍生性商品可作為未來代幣化交易試金石

全球各金融機構已著手進行區塊鏈與分散式帳簿技術實驗，例如：2025 年 7 月 Eurex 下之歐洲期貨交易所結算公司(Eurex Clearing)是歐洲最大的衍生性商品結算所，已與歐洲擔保品管理公司 HQLAx 合作，使客戶得以透過保管機構在 HQLAx 數位帳簿移轉擔保品；美國證券集中保管結算公司(Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC) 於 2025 年 4 月與投資銀行、保管機構及其它結算機構合作，進行資產代幣化作為擔保品的試驗，其內容包括在滿足保證金要求的前提下，以區塊鏈上的擔保品，在跨時區與不同市場參與者間進行移轉；CME 與 Google 雲端合作開發資產代幣化與批量支付方案，預計 2026 年推出；2025 年 3 月 ICE 與穩定幣發行商 Circle 合作，針對穩定幣應用於衍生性商品交易、結算、數據等服務開發新商品或方案。

在區塊鏈與分散式帳簿技術應用下，未來代幣化交易或將成為衍生性商品交易與結算的主流，我國 VASP 草案亦有穩定幣之規範條文，未來我國發行新臺幣穩定幣，交易人若以穩定幣作為集中市場衍生性商品保證金，屆時整體衍生性商品市場亦需面對代幣化結算交易之挑戰，故集中市場宜及早推出加密資產衍生性商品，不僅可作為代幣化結算交易的試金石，亦可作為了解加密資產發展與衍生性商品實施代幣化交易之參考。

附註：一、報告內容提要應包括下列二部分：

(一) 研究內容重點

(二) 結論與建議事項

二、本提要表須附電子檔