



# 全球 MSCI 期貨、選擇權 發展與摩臺期貨近期動向

# 全球 MSCI 期貨、選擇權發展與摩臺期貨近期動向

香港交易所與新加坡交易所於 2020 年 5 月 27 日同日分別發布訊息，其中新加坡交易所公告從 2021 年 2 月減少與 MSCI 的指數授權協議，除 MSCI Singapore Index 相關期權產品外，MSCI 將結束其他相關指數產品的授權。

同日香港交易所公告 MSCI 同意授權香港交易所使用 MSCI 亞洲及新興市場股票指數，計畫推出 37 個相關的指數期貨及選擇品產品，包括 MSCI Taiwan (USD) Index Futures、MSCI Taiwan Net Total Return (USD) Index Futures 及 MSCI Taiwan (USD) Index Options，授權期間達 10 年，形同 MSCI 的授權，整包由新交所轉往港交所。港交所於 2021 年 2 月後料將成為亞洲交易所中擁有最多 MSCI 產品的交易所，而港交所也已於 7 月 6 日掛牌第一批包括 MSCI Taiwan (USD) Index Futures 及 MSCI Taiwan Net Total Return (USD) Index Futures 在內的 10 檔 MSCI 期貨商品。

對新加坡來說，將面臨與 MSCI 合作 23 年以來的重要變化。摩根大通指出，MSCI 的相關產品佔新交所整體衍生品交易量的比重達到約 16%<sup>1</sup>，此次 MSCI 終止與新交所的合作，將會減少新交所的衍生品交易量

約 10%，導致利潤減少 10%，因此在此訊息發布後，新交所股價連兩日下跌，從 5 月 26 日收盤的 9.9 新幣跌至 5 月 28 日收盤的 8.15 新幣，跌幅超過 17%。其中摩台股更是新交所的重磅產品，新交所為因應此一變局，也與富時羅素指數公司合作，推出另一富時台灣指數 (FTSE Taiwan RIC Capped Index) 的期貨商品富台股，於 7 月 20 日開始交易。現有新交所摩台股超過 20 萬口未平倉合約或約當 100 億美金市值期貨的未來動向及替代選擇值得後續觀察<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 資料來源: <https://www.ettoday.net/news/20200528/1724704.htm>.  
資料來源: <https://frugallyouthinvests.com/2020/08/03/sgx-analysis>  
<sup>2</sup> 統計數據截至 2020 年 6 月

USD  
**10 bn** notional  
value

for the new FTSE Taiwan RIC Capped Index  
future which has started trading on July 20.

# 台股相關期貨產品

目前全球以 MSCI 股票指數作為投資組合績效追蹤的資產規模約 13 兆美元之多，台灣作為 MSCI 新興市場指數中權重第 2 大的市場，以及外資持有台灣股市比重約 39.01% (證期局，截至 2020 年 6 月)，因此投資人基於不同目的對台股相關期貨產品有實際上的需求。

台股期貨商品自從新加坡國際金融交易 (SIMEX) 於 1997 年 1 月掛牌摩台股期貨與台灣期貨交易所於 1998 年 7 月掛牌台灣加權股價指數期貨以來，交易量成長快速，提供投資人針對台股進行方向性及策略性交易，此兩產品也是台股相關期貨中最具流動性及知名度。以標的指數來看，目前在全球各交易所掛牌台股大盤相關期貨產品除了台灣加權股價指數外，尚有 MSCI 編製的台灣指數 (摩台股) 與富時羅素所編製的台灣 50 指數及 FTSE Taiwan RIC Capped Index (富台股)。

台灣加權股價指數為台灣集中交易市場所有股票全集合指數，最具代表性，完整呈現台灣整體股市樣貌，然指數成分股眾多、指數成分股數量不固定以及指數成分中小型股數量多較不利與現貨相關策略性交易策略的執行，唯如果僅牽涉指數期貨間或與指數選擇權間的策略性交易則沒有影響。摩台股及富台股以中大型股為主，成分股約 100 檔以內，目前約 88 檔，涵蓋台灣證券交易所公眾流通量調整後市值得 85% 以上，此兩指數與加權指數報酬相關性高，相關係數可達 95% 以上。富時羅素的台灣 50 指數為市值最大的 50 檔個股集合，成分股集中度相對較高。

## 台股相關期貨標的指數

	台灣加權股價指數	摩台股 (MSCI Taiwan NTR/ Price Index)	台灣 50 指數 (FTSE TWSE Taiwan 50 Index)	富台股 (FTSE Taiwan RIC Capped Index)
加權方式	市值加權	市值加權	市值加權	市值加權
涵蓋台灣整體股市市值	100%	85%	70%	75%
成分股數量	921	88	50	95
成分股分散限制	無	無	無	單一個股不超過 20%， 權重超過 4.5% 的個 股合計不超過 48%
台積電權重	23.16%	36.77%	40.25%	19.45%
前 10 大個股權重	41.67%	58.28%	64.98%	47.02%

資料來源: MSCI 網站、FTSE Russel 網站、台灣證券交易所網站，截至 2020 年 6 月 30 日

以交易所來看，目前台灣期貨交易所針對加權股價指數期貨有大台期及合約較小的小台期以及配合台灣50ETF所推出的台灣50期。新交所及港交所針對摩台股則有價格指數的MSCI Taiwan (USD) Index Futures以及將股利股息扣除預扣稅款後還原計算的淨總報酬指數 MSCI Taiwan Net Total Return (USD) Index Futures。歐洲期貨交易所 Eurex 及洲際交易所 ICE 亦有摩台股價格指數產品掛牌交易。

以投資人來看，台灣自然人投資人以本地的台灣加權股價指數期貨為主，海外掛牌標的受限期交法第5條期貨商得受託從事期貨交易之國外期貨交易契約，由於需6個月觀察期同時月均成交量須達2萬口的規定，目前僅新交所MSCI Taiwan (USD) Index Futures位於可複委託交易的名單內。台灣法人則依自身交易需求於境內開戶交易台灣期貨交易所期貨或於境外開戶交易其他國外交易所掛牌期貨。外國機構投資人如欲交易台灣交易所商品需先至臺灣證券交易所取得FINI ID後方得開戶交易，或因需辦理身分登記或因資金結匯或因交易費用或因標的指數考量，許多中小型外資以海外掛牌的摩台股為主要交易標的。

依證期局今年以來截至6月底數據來看，國內期貨商品交易來源中，自然人比重達5成，外資機構投資人

亦超過4成，以6月30日為例，各月份大台期合約交易量共123,392口，未平倉合約共96,963口，各月份小台期合約交易量共158,486口，未平倉合約共39,144口，交易量較未平倉合約高反應出短線交易目的與自然人參與程度較高。而新交所摩台股的部分，摩台股價格指數期貨於6月30日各月份交易量共47,364口，未平倉合約共163,319口，淨總報酬指數期貨NTW交易量則為4口，未平倉合約為80,502口，可看出相對於台股期，新交所摩台股未平倉合約明顯較多，流動性充足但交易量相對較小，反應出法人參與比重較高。而從台灣國內期貨商受託從事國外期貨交易統計中可看出，新加坡約占3成比重，估計以摩台股及FTSE China A50期貨為主，可看出摩台股除國際投資人外，亦有台灣投資人參與。

其他交易所的部分，截至6月30日歐洲期貨交易所Eurex摩台股各月份未平倉合約1,416口，交易量4口，洲際交易所ICE摩台股則沒有成交及未平倉數據，而港交所摩台股及新交所富台股則剛剛掛牌交易。雖然目前新交所摩台股為除了台股期之外的投資人主要交易標的，但隨著摩台股由新轉港，投資人未來動向有待觀察。根據FIA (Futures Industry Association) 2019年度期貨統計指出，前述幾大交易所的整體期貨交易量在全球均名列前茅，交易平台完善。

## 台股相關期貨產品一覽

	台指期 (大台)	台指期 (小台)	富時台灣50期	富台期
<b>交易所</b>	台灣期貨交易所			新加坡交易所
<b>幣別</b>	台幣			美金
<b>保證金 (原始/維持)</b>	148,000/11,300	37,000/28250	60,000/46000	2310/2100
<b>合約大小</b>	指數*200 (約台幣 2,400K)	指數*50 (約台幣 600K)	指數*100 (約台幣 900K)	指數*40 (約美金 40K)
<b>交易時間 (一般/盤後)</b>	0845-1345 / 1500-0500			0845-1345 / 1415-0515
<b>掛牌合約月份</b>	3 個連續近月以及之後 3 個季月份合約			2 個連續近月合約及後續 12 個季月份合約 (3、6、9、12 的循環)
<b>最後結算日</b>	合約月份第三個星期三			合約月份倒數第 2 個營業日
<b>成交量 (6/30)</b>	123,392	158,486	14	NA
<b>未平倉合約 (6/30)</b>	96,963	39,144	111	NA

資料來源: 各交易所網站, 截至 2020 年 6 月 30 日

## 台股相關期貨產品一覽 (續)

	摩台期 Price	摩台期 NTR*	摩台期 Price	摩台期 NTR	摩台期 NTR	摩台期 NTR
<b>交易所</b>	新交所		港交所		Eurex	ICE
<b>幣別</b>	美金	美金	美金	美金	美金	美金
<b>幣別</b>	美金					
<b>保證金計算</b>	SPAN				PRISMA	
<b>合約大小</b>	指數 × 100 (約美金 40K)					
<b>交易時間</b>	一般: 0845-1345 盤後: 1415-0515		一般: 0900-1630 盤後: 1715-0300		日光節約: 0700-0400(+1)	日光節約: 0800-0400
<b>最後結算日</b>	合約月份倒數第 2 個營業日		合約月份倒數第 2 個營業日		合約月份第三個星期五	合約月份第三個星期五
<b>成交量 (6/30)</b>	47,364	4	NA	NA	4	0
<b>未平倉合約 (6/30)</b>	163,319	80,502	NA	NA	1,416	0

資料來源: 各交易所網站, 截至 2020 年 6 月 30 日

\*NTR: Net Total Return Index



## 全球期交所2019年成交量排名

RANK	EXCHANGE	Volume	Change from 2018
1	NATIONAL STOCK EXCHANGE OF INDIA	5,960,653,879	57.27%
2	CME GROUP	4,830,045,369	-0.31%
3	B3	3,880,624,283	50.76%
4	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	2,256,762,531	-8.79%
5	EUREX	1,947,144,196	-0.24%
6	CBOE HOLDINGS	1,912,075,382	-6.77%
7	NASDAQ	1,785,341,204	-5.77%
8	KOREA EXCHANGE	1,546,717,194	9.83%
9	MOSCOW EXCHANGE	1,455,043,932	-3.02%
10	SHANGHAI FUTURES EXCHANGE *	1,447,597,054	20.44%
11	DALIAN COMMODITY EXCHANGE	1,355,584,225	38.05%
12	ZHENGZHOU COMMODITY EXCHANGE	1,092,703,580	33.59%
13	BSE *	1,026,425,811	-0.61%
14	MIAMI INTERNATIONAL HOLDINGS	440,049,131	4.45%
15	HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING	438,690,021	-8.79%
16	BORSA ISTANBUL	387,996,034	64.13%
17	JAPAN EXCHANGE GROUP *	361,063,321	-12.35%
18	MULTI COMMODITY EXCHANGE OF INDIA	306,592,744	33.10%
19	TAIWAN FUTURES EXCHANGE	260,765,482	-15.36%
20	ASX	260,478,736	5.03%
21	SINGAPORE EXCHANGE	239,867,892	10.34%
22	TMX GROUP	228,766,070	4.47%
23	MATBA ROFEX *	210,135,523	8.85%
24	JSE SECURITIES EXCHANGE	156,862,691	-17.74%
25	EURONEXT	144,081,157	-3.47%

資料來源: FIA · 截至2019年12月31日

# 價格指數與淨總報酬指數比較

MSCI針對所編纂的指數，以市值加權方式反應成分股表現，一般會有3種指數值，分別為價格指數 (Price index)，總報酬指數 (Gross total return index) 及淨總報酬指數 (Net total return index)。價格指數為一般投資人最熟悉的指數，該指數計算成分股每日價格變化，不考慮現金股息所帶來的收益；總報酬指數則除了成分股價格變化外，另外將可能的現金收益 (成分股在除息日所收到的現金股息或減資所收到的現金退回) 進行再投資加入報酬計算，因此價格指數和總報酬指數的報酬率差距反應該指數的現金股利率；NTR 則會將所收到的現金股息扣除預扣稅款 (目前台灣針對外資的預扣稅率為 21%) 後進行再投資，因此指數報酬表現會比不考慮現金股利的價格指數為高，但比總報酬指數為低。由此可見，淨報酬指數相對較貼近投資人依該指數成分進行投資所得到的實際報酬表現，而實務上部分國家與台灣簽有租稅協定以避免雙重課稅，該國投資人或機構可再享有部分預扣稅款的退回，例如日英法等 19 國外資實際股利扣繳稅率為 10%，馬來西亞和印度為 12.5%，越南和紐西蘭為 15%。根據 MSCI 研究，截至 2020 年 6 月 20 日，MSCI Taiwan index 的現金股利率 3.67%。

目前在各交易所交易的摩台期貨指數可分為價格指數 (Price Index) 的及淨總報酬指數 (Net Total Return Index, NTR)，觀察前述目前各交易所交易狀況，或許是交易習慣考量，似乎投資人交易以價格指數的摩台期貨為主。事實上不管哪一指數的期貨其成分股及權重均相同，因此不會影響對指數走勢的預測判斷，也不會影響交易策略的執行效果。NTR 指數由於已反應

現金股利的收益，因此對投資人而言在判斷上較為直覺，在做相關交易策略的歷史回測時比較不會出現資料因除息而產生的連續性問題。一般在做交易策略回測時，最難處理的就是歷史數據正確性的問題，歷史數據的不當使用，很容易陷入 Data Mining 的困境，使得歷史回測有效的交易策略在實際執行應用時產生偏差，台股由於現金股利率相對較高，特別是在高權值股除息日開盤時容易產生指數跳空的不連續問題，誤導了交易策略的有效性。而價格指數雖然沒有反應現金股息的收益，但期貨價格會領先反應未來可能的現金股利變化，唯在做相關交易策略的歷史回測時，可能須考慮是否以還息後的數據進行研究。

綜合來看，如果以投資組合績效參考指標的角度衡量，NTR 指數應為較合理的指標，雖然報酬標準較價格指數為高，但可更客觀衡量投資組合經理人的相對績效表現，當投資組合經理人做方向性交易時，選擇與參考指標相同的 NTR 指數期貨也較為直接。但對其他策略交易目的的投資人來說，不管是哪一個價格指數或 NTR 指數的期貨產品差異並不大，更重要的考量反而應該是該期貨產品的流動性及不同月份產品的完整性。

## 各摩台指數 (MSCI Taiwan Index) 歷史年度報酬率

	Price	Net Total Return	Gross Total Return
2019	31.5%	36.4%	37.7%
2018	-11.8%	-8.9%	-8.2%
2017	23.8%	27.5%	28.5%
2016	14.8%	18.5%	19.6%
2015	-14.4%	-11.7%	-11.0%
2014	6.9%	9.4%	10.1%

資料來源: 依據 MSCI Taiwan Index 指數計算，截至 2019 年 12 月 31 日

# 應用摩台期的 交易人類型及交易策略

摩台期為全球第一個以台灣股市大盤的期貨商品，成立後成長相當快速，吸引各種方向性及策略性的國際投資人及台灣投資人進行交易，由於許多資產管理人均已 MSCI 指數作為投資組合參考指標，包括基金公司、銀行、自營交易機構、避險基金及一般散戶投資人等，目前日成交量約五萬口 20 億美元，未平倉量約 25 萬口 100 億美金

## 1

### 方向性交易策略

以絕對報酬為目標，針對台股後市看法透過期貨多空操作，除了人為判斷之外，亦有透過程式交易觸發訊號進出，主要交易人包括自營投資機構、避險基金或一般散戶投資人，此類型交易非常重視期貨產品的流動性及交易費用。台灣為全球少數徵收交易稅的國家，雖然過去 20 年來股價類期貨交易稅歷經 4 次調降，稅率從最初的千分之 0.5，降至目前的 10 萬分之 2，此稅率看似相當低，但相對於多數國外摩台期多無課徵交易稅，對於短線交易者或高頻策略交易者來說，以交易基礎的交易費用仍較為不利。以新加坡摩台期為例，無交易稅，僅針對新加坡當地投資人課徵所得稅。如果是高頻交易的方向性交易投資人，相對於台指期，摩台期可能可享有更大的低費用優勢。

## 2

### 避險策略

針對長期持有一籃子台股現貨的投資人，例如基金公司，遇到短期大盤不確定性增加時，會放空期貨針對一籃子投資組合進行全部或部分避險。針對國外成立的台股基金或全球/區域股票基金的台股部位，由於基金基礎幣別多為美金且相當比例的基金多以 MSCI 指數為參考指標，透過摩台期進行避險為較適當的選擇。

## 3

### 現金替代策略

主要為基金經理人所使用的操作策略。一般基金具參考指標，因此投資組合中的現金部位會對基金績效產生影響。然基金常會出現小額現金部位，例如每天可能的申購金額、因除息增加的現金或為因應交割持有的現金等，這些現金部位相對於整體投資組合規模比例不高，難以一籃子投入現股部位，或短期可能無法找到適當個股進行配置，此時透過保證金交易的摩台期貨部位不但可輕易獲得市場曝險部位，投資工具使用上也較具投資效率性。

## 4

### 相對強弱勢價差交易策略

相對強弱勢交易策略不涉及單一產品的多空方向進行判斷，而是對兩組產品間未來的相對走勢進行預判，此策略主要是自營機構投資人或避險基金所採用。例如對大盤未來看法中性，但預估某一檔個股或一籃子個股未來因業績表現佳，表現將優於大盤走勢，此時可買進該檔或一籃子個股，同時放空相對應市值摩台期貨部位，未來即使該檔或一籃子個股受整體市場氛圍影響下跌，只要表現優於大盤，則整體部位仍可獲利。又例如判斷未來市場風險意識增加，但不確定是否大盤是否走空，看法上認為大型股走勢較強，此時可做多代表市場中大型股的摩台期，同時放空相對應市值可代表整體市場的台指期來進行操作。



# 5

## 套利策略

針對價格具相關性的不同組合商品，當短期出現市場價格錯置時，可進行兩組商品買低賣高的套利策略鎖住價差，靜待未來價格回歸正常時即可獲利，此策略一般是自營機構投資人或避險基金所採用。例如當摩台期或因市場對後市看法樂觀而相對摩台指現貨部位出現大幅正價差，在考量交易成本（例如買賣一籃子股票及期貨的交易稅費及執行交易的滑價成本）後仍具價差空間時，可買進一籃子摩台指現股部位同時放空相對應市值的摩台期貨部位，等未來期貨正價差收斂至價平附近即可反向平倉出場。近年由於台股相關期貨及ETF產品越來越多，創造許多不同產品排列組合的價差空間，使套利策略更多樣化，不限於傳統期現貨間單純的套利方式，也可在不同ETF、期貨、現貨間搭配，此策略也可搭配指數選擇權進行交易，更有機會出現套利機會。

# 結論

台股期貨產品在近20年快速成長，目前已形成境內與境外產品各據一方的狀況，近期MSCI在亞洲交易所的授權改變料將終結新加坡交易所過去20年在台股期貨境外市場的獨大局面，現有新加坡摩台期投資人也須開始尋找替代產品。除了歐洲期貨交易所及洲際交易所的摩台期貨外，近期港交所將摩台期貨列為第一批掛牌交易的MSCI期貨及新交所新掛牌富台期貨提供投資人更多的選擇，由於這些交易所交易平台均具相當水準，每天交易時間也都達約20小時，交易費用差距也不大，流動性的良窳將會是這些產品勝出的關鍵。

在價格指數及總報酬指數方面，研究顯示，兩者對交易策略的執行效果差異不大，投資人僅需留意其特性，在準備投資策略時進行參數調整即可。隨著越來越多台股相關投資工具的發行，創造出更多交易策略的可能性及投資獲利的機會，機構投資人能將越多相關產品納入投資策略中，將可為自己保留更多的交易彈性及可能的獲利機會。

## 作者介紹

羅介嶸為資產管理專家，擁有將近 20 年投信業的工作經驗。他歷練不同部門，曾經擔任投資、研究、產品發展、產品管理、行銷、通路業務、法人業務等不同角色，主要任職資歷包括富達國際通路業務主管、道富環球投資管理台北代表處首席代表、瑞銀投信投資部主管、寶來投信基金經理人等。

他持有 CFA 證照，為美國 Drexel 大學財務金融及企管雙碩士，畢業於國立交通大學運輸管理學系。

## 聯繫方式

### EUREX 業務代表

Chih-Chao Feng  
T +852 25 30- 78 02  
chih-chao.feng@eurex.com

Sonia Hung  
T +852 25 30- 78 01  
sonia.hung@eurex.com

Stefan Morgenstern  
T +852 25 30- 78 08  
stefan.morgenstern@eurex.com

### 股權產品研發

Ralf Huesmann  
T +49-69-211-1 54 43  
ralf.huesmann@eurex.com

## 詳細信息請參考產品網頁

[www.eurex.com/msci](http://www.eurex.com/msci)

© 2020 by Deutsche Börse AG. Eurex®, the EX® and EC®-Logo are registered trademarks of Deutsche Börse AG. This publication is published for information purposes only and does not constitute investment advice or an offer, solicitation or recommendation to acquire or dispose of any investment or to engage in any other transaction. While reasonable care has been taken in the preparation of this publication neither Eurex Frankfurt AG, nor any of its affiliates make any representation or warranty regarding the information contained herein. Customers should consider the legal and regulatory requirements in the jurisdictions relevant to them before using Eurex® products or services.

© Eurex, October 2020

**Published by**

Eurex Frankfurt AG  
Mergenthalerallee 61  
65760 Eschborn  
Germany

Eurex Zürich AG  
Manessestrasse 85  
8045 Zurich  
Switzerland

[www.eurex.com](http://www.eurex.com)

**ARBN Number**

Eurex Frankfurt AG ARBN 100 999 764