

## 【專題三】

# 期貨信託基金業務發展概況介紹



程國榮 (證期局)  
稽核

## 壹、前言

期貨信託基金業務自 97 年開放以來，目前已有多家金融機構申請經營該項業務並從事期貨信託基金之操作，為國內投資人增加一項多元投資及理財之管道。長久以來，國內投資人之商品操作，主要仍以較為熟悉之股票、證券投資信託基金及期貨與選擇權等商品為主，對於期貨信託基金較為陌生。但目前國際上管理期貨基金 (Managed Futures) 之投資已蔚為風潮，成為高淨值者投資組合中一項不可或缺之資產配置工具。主管機關亦希望藉由期貨信託基金業務之開放，為國內資本市場導入新產品，提升國內資產管理事業之效能，並促進國內金融市場之健全發展。

本篇文章將就目前國內期貨信託基金業務發展狀況做一介紹，包括期貨信託基金業務之申請及基金之募集與銷售情形，再就國內期貨信託基金之屬性，以及與國際上常見之對沖基金 (Hedge Fund) 與國內投資人較為熟悉之證券投資信託基金做一比較，並分析國際管理期貨基金業務發展趨勢。

## 貳、期貨信託基金業務發展概況

### 一、期貨信託業務申請狀況

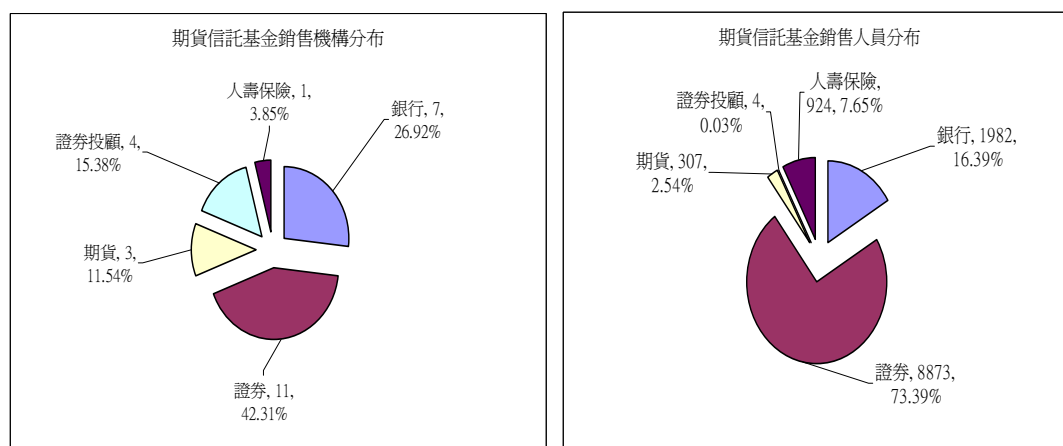
期貨信託事業自 97 年開放設立以來，截至 98 年 12 月 31 日止，國內已有十一家機構申請經營期貨信託業務，其中九家已取得許可證照，七家已申報開業。在十一家獲得主管機關許可經營之期貨信託事業中，有十家由證券投資信託事業兼營，一家為專營。登記有案之期貨信託事業從業人員計三百四十七人。

## 二、期貨信託基金募集情形

至 98 年 12 月 31 日止，國內計有兩家期貨信託事業申請募集期貨信託基金，募集上均採取對不特定人方式募集，其中第一檔為國泰投信所募集之「國泰 Man AHL 組合期貨信託基金」，成立日期為 98 年 8 月 27 日，截至 98 年 12 月 31 日止，淨值為新臺幣 48 億 4 千 5 百餘萬元。第二檔為寶來投信募集之「寶來商品指數期貨信託基金」，成立日期為 98 年 12 月 9 日，截至 98 年 12 月 31 日止，淨值為新臺幣 19 億 6 千 6 百餘萬元，國內期貨信託基金整體規模合計為新台幣 68 億 1 千 2 百餘萬元。

## 三、期貨信託基金銷售機構狀況

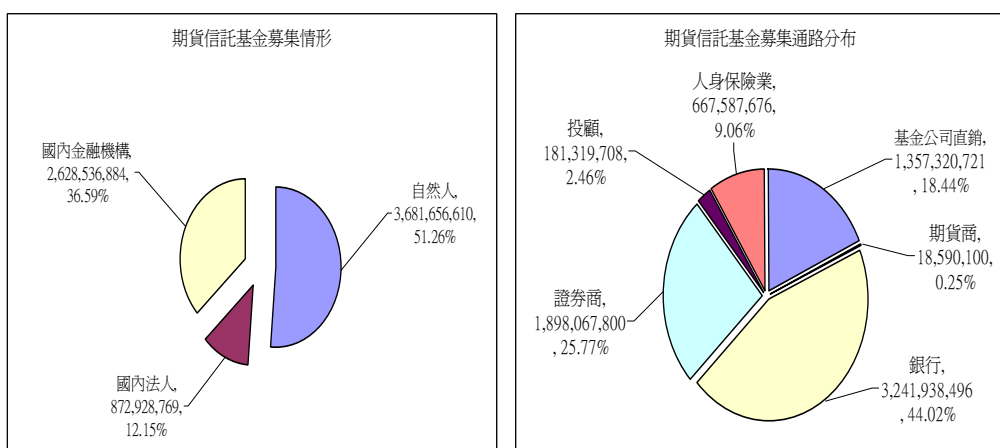
截至 98 年 12 月 31 日止，國內已有 26 家金融機構申請成為期貨信託基金之銷售機構，其中銀行 7 家，證券商 11 家，期貨商 3 家，證券投資顧問 4 家，壽險公司 1 家。登錄之銷售人員共計 12,090 人，其中 1,982 人為銀行從業人員，8,873 人為證券商從業人員，307 人為期貨商從業人員，4 人為證券投資顧問從業人員，924 人為壽險業從業人員。就銷售機構分析，銀行業占 26.92%，證券商占 42.31%，期貨商占 11.54%，證券投資顧問業占 15.38%，壽險業占 3.85%，惟就銷售人員分析，銀行從業人員占 16.39%，證券商占 73.39%，期貨業占 2.54%，證券投資顧問業占 0.03%，壽險業占 7.65%。分析如下圖：



是以就目前在期貨公會登記有案之期貨信託基金銷售機構而言，仍以證券商為主，銀行居次，兩者合計達 69%。就期貨信託基金之銷售人員人數而言，證券商領先，其次為銀行，兩者合計將近九成。此顯示國內期貨信託基金在銷售通路上的發展，現階段仍以對投資商品較為熟悉之證券商為主軸。

## 四、國內期貨信託基金主要募集對象及通路狀況

就國內目前期貨信託基金募集之情形分析，其主要對象包括自然人，金額 3,681,656,610 元，占 51.26%；國內法人，金額 872,928,769 元，占 12.15%；國內金融機構（以特定金錢信託），金額 2,628,536,884 元，占 36.59%。就銷售通路分析，其中期貨信託事業直接銷售部分，金額 1,357,320,721 元，占 18.44%；期貨商銷售部分，金額 18,590,100 元，占 0.25%；銀行銷售部分，金額 3,241,938,496 元，占 44.02%；證券商銷售部分，金額 1,898,067,800 元，占 25.77%；證券投資顧問業銷售部分，金額 181,319,708 元，占 2.46%；人身保險業銷售部分，金額 667,587,676 元，占 9.06%。分析如下圖：



是以就參與期貨信託基金募集之投資人分析，自然人與法人約各佔一半，其中法人部分有約七成五為國內金融機構，顯示此類業務之參與者在零售通路上仍有發揮之空間。就各通路之銷售金額分析，銀行通路最高，證券商居次，基金公司直銷第三，其中銀行及證券通路合計將近七成。

## 參、期貨信託基金屬性以及與其他類型基金之比較

### 一、國內期貨信託基金之屬性

國內期貨信託基金以操作各類期貨交易契約為主，包括集中市場交易之期貨交易契約及店頭衍生性商品，並以投資有價證券為輔。為界定期貨信託基金之屬性，並與國內其他類型之基金區隔，主管機關針對期貨信託基金之運用訂有下列限制：

#### (一) 從事期貨交易部分：

##### 1. 從事期貨交易設有下列限，以確保基金符合以操作期貨商品為主之屬性：

依據期貨信託基金管理辦法第四十九條第一項第二款及 97 年 1 月 17 日金管證七字第 09600711934 號令之規定，除保本型及組合型基金外，對不特定人募集之期貨信託基金從事集中市場期貨商品及非在期貨交易所交易之期貨商品（即店頭衍生

性商品) 契約所收取與支付之保證金及權利金合計不得低於期貨信託基金淨資產之百分之五。

2. 從事期貨交易設有上限，以有效控管期貨信託基金之整體風險：

A. 集中市場期貨交易部分：

依據期貨信託基金管理辦法第三十九條之規定，期貨信託事業運用對不特定人所募集之期貨信託基金從事期貨交易，持有期貨契約、期貨選擇權（以下簡稱期權）契約及選擇權契約未平倉部位所需原始保證金，加計從事期權與選擇權契約交易所支付與收取權利金淨額之合計數，不得超過本期貨信託基金淨資產價值之百分之七十。

B. 店頭衍生性商品交易部分：

依據期貨信託基金管理辦法第四十條之規定，期貨信託事業運用對不特定人所募集之期貨信託基金從事店頭衍生性商品交易，其交易之總風險暴露，除主管機關核准外，不得超過本期貨信託基金淨資產價值之百分之十。

(二) 從事有價證券不得超過一定比率，以確保期貨信託基金符合以操作有價證券為輔之屬性，並與證券投資信託基金區隔：

依據期貨信託基金管理辦法第四十二條及 97 年 1 月 17 日金管證七字第 09600711933 號令之規定，期貨信託事業運用期貨信託基金持有有價證券，其總市值占本期貨信託基金淨資產價值不得超過百分之四十。但募集發行組合型及保本型期貨信託基金者，不在此限。

## 二、國外對沖基金之特性與分類

目前國際市場上常見之對沖基金具有三種基本特性，一是進行多空（Long/Short）交易，二是運用槓桿（Leverage）操作，三是收取績效報酬（Performance Fee）。因此對沖基金在投資標的之選擇上，涵蓋現貨（股票、政府公債、公司債與轉換公司債等）與衍生性商品（期貨、選擇權、遠期及交換等），策略上結合多（買進）、空（放空）交易與槓桿操作，並以追求絕對報酬為目標，於是形成各種運用特性上之差異。

對沖基金歷經多年發展後，已逐漸衍生出數種交易策略，實務上常見之分類包括：

股權多空策略（Equity Long/short）、合併套利策略（Merger Arbitrage）、固定收益套利策略（Fixed Income Arbitrage）、全球總體策略（Global Macro）、投機主義策略（Opportunistic）、股權市場中性策略（Equity Market Neutral）、賤售/重整策略（Distressed/Restructuring）、轉換策略（Convertible Arbitrage）、管理期貨（Managed Futures）、股權放空（Equity Short）、行動主義/特殊狀況策略（Activist/Special Situations）、固定收益資產基礎借出策略（Fixed Income Asset

Based Lending)、多重策略(Multi-Strategy)等。

### 三、國外對沖基金與國內期貨信託基金之主要差異比較

#### (一) 就投資標的部分而言：

在各種對沖基金之操作策略中，除管理期貨策略之外，其他交易策略大多並非以操作期貨商品為主，與國內以操作期貨商品為主之期貨信託基金有異。此外，國內期貨信託基金允許在基金淨資產價值百分之四十之額度內從事有價證券之投資，似與對沖基金中純粹以期貨商品為主之管理期貨策略稍有差異。

#### (二) 就多空操作部分而言：

國內期貨信託基金在期貨商品交易之操作上，並未針對多空部位另規範限制(例如依據買進期貨或賣出期貨之部位分別訂定上限)，亦即在現行規範下，期貨信託基金可以在規定之額度(依據期貨信託基金管理辦法第三十九條之規定額度)內買進或賣出期貨，與國外對沖基金之操作相同。惟就有價證券之多空操作部分，依據期貨信託基金管理辦法第四十九條第一項第四款之規定，期貨信託事業對不特定人募集期貨信託基金，**不得從事證券信用交易**。是以國內期貨信託基金無法透過國內信用交易等管道在現貨(有價證券)市場上放空，相比之下，國內期貨信託基金在放空之機制上較國外對沖基金略有限制。

#### (三) 就基金之監理部分而言：

從國外對沖基金之監理模式分析，國外對沖基金除透過衍生性商品槓桿操作外，亦利用放空操作或參與私募股權基金之運作提高絕對報酬，因此為降低監理之限制，國外對沖基金多以**私募型態方式進行**，且多數不經主管機關監理。國內期貨信託基金則無論採對不特定人方式募集或對特定人方式募集，均須依規定向主管機關申請，並受主管機關之監理。

#### (四) 就績效費(Performance Fee)之收取部分而言：

國外對沖基金在操作上以追求絕對報酬為主，因此實務上基金資產管理業者主要之收入包括固定之經理費及績效報酬(Performance Fee)。國內期貨信託基金依據 97 年 7 月 18 日金管證七字第 0970026507 號令之規定，允許期貨信託事業得於經理費項下收取期貨信託基金績效報酬，是以國內期貨信託基金在該基金符合前開函令規定之條件下，向基金受益人收取績效費，此與國外對沖基金之實務運作結果一致。

### 四、證券投資信託基金與期貨信託基金之主要差異分析

國內除期貨信託基金之外，證券投資信託基金之發展亦相當成熟，市場規模亦較大。期貨信託基金與證券投資信託基金之資金運用範圍雖均涵蓋期貨集中市場契



約、店頭衍生性商品、國內外各類型基金及有價證券等，惟其投資範圍及交易策略仍有極大不同，相關規範亦存有多項差異，彙整如下：

項目		期貨信託基金	證券投資信託基金
對特定人募集	核准方式	可對符合一定資格條件之人募集，但仍須先經主管機關核准。	私募型可對符合一定資格條件之人私募，採事後申報制。
	人數限制	對符合一定資格條件之人募集，如為一般法人、自然人或基金者，應募人數上限為 99 人，且申購金額至少新臺幣 250 萬元。	私募對象須符合主管機關所定資格條件，如為一般法人、自然人或基金者，應募人數上限為 35 人。
交易或投資範圍	標的項目	集中市場期貨交易、店頭衍生性商品、有價證券、商品現貨。	有價證券及證券相關商品交易（含集中市場期貨交易及店頭衍生性商品等）。
	比率限制 註 1、註 2	基金投資有價證券比率不得超過基金淨資產價值（NAV）之 40 %。	基金從事證券相關商品交易，為增加投資效率之部位風險暴露值不得超過基金淨資產價值(NAV)之 40%。但為避險需求，所從事之證券相關商品交易，持有部位不得超過基金持有之相對應有價證券總市值。
首次募集規定		1. 不限對不特定人或對符合一定資格條件之人募集。 2. 如係對不特定人募集，最低成立金額為新台幣 5 億元。	1. 限定對不特定人募集。 2. 投資於國內之股票型或平衡型基金，最低成立金額為新台幣 30 億元（開放式）或 20 億元（封閉式）。
基金分類		未依投資或交易標的、區域等區分種類，並以風險分散為目標。	區分為股票型、債券型、平衡型、指數型、指數股票型、貨幣市場等基金
組合型基金		組合型基金至少應投資 5 個以上子基金，且可投資證券投資信託基金。	組合型基金至少應投資 5 個以上子基金，且不得投資國內外期貨信託基金。
禁止投資範圍		不得投資本事業發行之其他基金。	得投資本事業發行之其他基金。
基金委外代操		期貨信託事業得依規定全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資。	證券投資信託事業運用基金資產，得依規定將基金投資於亞洲及大洋州以外之海外投資業務複委任第三人處理。
基金受益憑證		一律採無實體發行。	可採有實體或無實體發行
預警通報		為避免基金發生超額損失影響受益人權益，法規中訂有預警通報規範	尚無預警通報規範。

- 註 1：**依據金管會 97 年 1 月 17 日金管證七字第 09600711933 號令規定，期貨信託基金持有有價證券總市值占基金淨值不得超過 40%。另依證券投資信託事業設置標準第 29 條之規定，期貨信託事業運用期貨信託基金持有有價證券總市值占該期貨信託基金淨資產價值 40% 以上者，應依金管會規定先申請兼營證券投資信託業務。但募集發行組合型及保本型期貨信託基金，不在此限。
- 註 2：**依據證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項第五點規定，證券投資信託基金以增進投資效率為目的者，從事證券相關商品交易風險暴露值不得超過基金淨值之 40%。另依證券投資信託基金管理辦法第 9 條之規定，證券投資信託事業經金管會核准兼營期貨信託事業者，其運用基金從事證券相關商品交易之比率，得向金管會申請核准不受前揭比率限制，其風險暴露不得超過本基金淨資產價值之百分之一百。

## 五、國內目前尚未核准境外期貨信託基金於國內募集或銷售

目前國內已訂有境外基金管理辦法，規範境外基金於國內募集及銷售等事宜，考量目前國內期貨信託事業頃開放設立，期貨信託基金截至 98 年底僅核准 2 檔，基於期貨信託基金業務目前仍處初期發展階段，是以比照國內證券投資信託基金之發展及開放過程，先以扶植國內期貨信託事業，培養國內專業經理人及商品操作經驗為主，暫未開放境外之期貨信託基金於國內募集及銷售。未來期貨信託基金市場發展較為成熟，投資人對於期貨信託基金較為熟悉之後，主管機關才可能考慮研議開放之可行性。

## 六、國內目前尚未核准 Feeder Fund 架構之期貨信託基金

依據期貨信託基金管理辦法第十條之規定，期貨信託事業對不特定人募集發行組合型期貨信託基金，除主管機關核准外，應至少投資五檔以上子基金。但子基金不得為向特定人募集之期貨信託基金、私募之證券投資信託基金或私募之外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位，並不得為組合型基金。是以目前 Feeder Fund 架構下，採取對不特定人募集之期貨信託基金而言，須經主管機關之核准，但現階段考量期貨信託市場發展初期，為使組合型期貨信託基金達成分散之目標，主管機關目前仍僅開放投資五檔以上子基金之組合型基金。

## 肆、國際管理期貨基金業務發展趨勢

在 2008 年金融海嘯發生後，國際市場上金融機構乃至一般投資人對於金融商品投資之風險意識抬頭，對於商品流動性及資訊揭露透明度之要求加深，高淨值者對於個人資產配置及投資組合管理態度上日益積極，國際管理期貨基金與一般證券投資信託基金及國外對沖基金在風險及報酬等特性上有明顯之區隔，應能滿足投資人多元理財需求。惟目前國內期貨信託基金與國外管理期貨之操作仍存有部分差異，未來似可進一步研議調整國內期貨信託基金業務制度，以與國際市場接軌。

**國際管理期貨基金之重要發展特性如下：**

## 一、基金資產運用範圍彈性化

國際管理期貨基金對於資產運用以集中市場期貨交易為主，在操作期貨商品之額度上及範圍上較具有彈性，對於絕對報酬之追求及風險控管均具有相當之助益。

## 二、基金發行架構多元化

按目前國外管理期貨之操作模式，基金之募集、銷售及經營管理分屬**商品基金經理**（CPO；Commodity Pool Operators）、**商品交易顧問**（CTA；Commodity Trading Advisers）、**交易經理**（TM；Trading Managers）及**保管機構**。商品基金經理為基金主要管理機構，負責基金運作架構設計、募集與銷售，及挑選商品交易顧問等。商品交易顧問接受商品基金經理之委任對基金資產之實際投資及運作進行具體操作。交易經理受雇於商品基金經理，負責挑選與監控商品交易顧問，並在不同之商品交易顧問之間決定資金配置比重。保管機構主要負責保管基金資產、記錄交易及提交報告等。