

中華民國證券商業同業公會研究專題計畫
結案報告

差價合約於證交所掛牌之可行性研究

研究計畫主持人

周行一

國立政治大學財務管理系教授

共同主持人

徐政義

國立中央大學財務金融系教授

陳虹伶

實踐大學國際經營與貿易系助理教授

國立政治大學 商學院 投資人研究中心

中 華 民 國 一 〇 三 年 八 月

目錄

第一章	前言	1
第二章	差價合約簡介	3
2.1	簡介與特性	3
2.2	交易模型之種類	6
2.2.1	OTC 差價合約交易(OTC CFDs)	7
2.2.2	交易所差價合約交易(Exchange Traded CFDs)	13
2.3	類似商品比較	15
2.3.1	差價合約與現貨交易	15
2.3.2	CFDs 與傳統的融資融券比較	17
2.3.3	CFDs 和期貨交易的區別	18
2.3.4	CFDs 和選擇權交易的區別	20
2.3.5	CFDs 和認購(售)權證的區別	21
2.3.6	CFDs 與點差交易	23
第三章	差價合約在世界各國發展之現況	25
3.1	英國(LSE, FASE)	25
3.2	澳洲(ASX,OTC)	32
3.2.1	澳洲 OTC CFDs	34
3.2.2	澳洲 ASX CFDs	35
3.2.3	OTC CFDs 與 ASX CFDs 之比較	41
3.3	德國	45
3.4	新加坡	46
3.5	香港	49
3.6	日本	54
3.7	台灣金融市場的現況	58
第四章	差價合約在臺灣成功推行之策略	75
4.1	法規面分析與建議	75
4.2	交易機制之建議與交易成本分析	77
4.3	差價合約設計的建議	92
4.4	差價合約管理的其他建議	94
第五章	參考文獻與資料來源	97

表目錄

表 2-1 交易人交易差價合約的損益舉例.....	4
表 2-2 CFDs 與現貨以及類似之衍生性金融商品比較表	24
表 3-1 各國交易 CFD 的交易人統計	33
表 3-2 ASX 之 CFDs 的交易者與現金流量	40
表 3-3 交易所 ASX CFD、直接入市模式 CFD 與造市者模式的 CFD 的比較	44
表 3-4 新加坡之 CFDs 的交易者與現金流量	49
表 3-5 香港 2006 年至 2012 年牛熊證統計資料	50
表 3-6 牛熊證比較	53
表 3-7 日本之證券指數期貨 CFDs 的交易者與現金流量	56
表 3-8 日本之商品 CFDs 的交易者與現金流量	57
表 3-9 世界主要證券市場上市公司市值之比較	60
表 3-10 世界主要證券市場股票週轉率(以成交值衡量)	61
表 3-11 臺灣證券交易所各類別交易人成交比重 (以成交值衡量)	62
表 3-12 臺灣證券交易所信用交易統計資料	63
表 3-13 臺灣證券交易所證購(售)權證與牛熊證統計資料	64
表 3-14 各國 CFDs 之比較	66
表 4-1 交易人交易臺灣證券交易所掛牌的台積電差價合約的相關現金流量	81
表 4-2 經紀商於臺灣證券交易所掛牌之台積電差價合約交易的相關現金流量	83
表 4-3 交易人在直接入市模式下交易台積電差價合約的相關現金流量	86
表 4-4 交易商於直接入市模式下之台積電差價合約交易的相關現金流量	87
表 4-5 交易人在造市者模式下交易台積電差價合約的相關現金流量	90
表 4-6 交易商於造市者模式下之台積電差價合約交易的相關現金流量	91
表 4-7 不同模式下差價合約交易的相關現金流量分析	92

圖目錄

圖 2-1 CFD 之直接入市模式之交易流程.....	8
圖 2-2 MM 下單流程.....	11

差價合約於證交所掛牌之可行性研究

第一章 前言

自從差價合約(Contract for Difference, CFD)於1991年在英國首度推出後，已發展成為成長最快速的新金融商品之一，在英國、新加坡、德國以及澳洲受到機構投資人以及散戶的歡迎，成交量已佔有相當重要的比率。目前大多數國家的差價合約都在OTC市場交易，而澳洲是唯一具有交易所集中交易的差價合約。¹

差價合約屬於保證金交易的衍生性金融商品，交易人只需支付少許保證金便可以產生和交易標的資產交易相同的損益，因此廣受投資人的喜愛。差價合約非常類似於期貨契約，其買賣合約是釘住標的現貨資產的價格，當標的現貨價格變化時，差價合約的價值也隨之變化，但是差價合約的訂價簡單易懂，其理論價格扣除交易成本後應該會與標的物資產的價格相同，沒有基差變大或縮小的問題(避險比率為1)，且差價合約沒有到期日的問題，因此並有轉倉的問題。差價合約的價格計算是依據所屬標的物現貨市場價格來做每日結算，以現金結算，若不足則需補繳保證金。

交易差價合約所產生的損益，是以其買進和賣出之間的現金價差來結算。因此，差價合約的交易策略與買賣現股是一樣的，交易人預期某支股票價格會上漲時，可以買進該股票的差價合約；同樣地，當交易人預期某支股票價格會下跌時，可以賣空該股票的差價合約。差價合約可以允許交易人進行作多或作空的交易，相較於交易現貨股票，差價合約具有作多或作空之彈性、低保證金的特性。

差價合約在英國、歐洲與新加坡的主要交易者是機構投資人，而澳洲的交易者是以散戶為主。由於差價合約相當受到投資人的歡迎，為了與OTC市場業者(CFD的提供者)競爭，澳洲交易所(Australian Securities Exchanges; ASX)於2007

¹ 雖然澳洲具有交易所交易的差價合約，其OTC市場仍十分活絡，且大多數的交易者是散戶。

年 11 月在其期貨交易系統(即原有的 Sydney Futures Exchange; SFE) 推出了交易所交易的差價交易契約(以下簡稱 ASX CFD), 最大的特色是集中交易的標準化契約。差價契約如何在集中交易市場交易? 其交易與結算機制為何? 市場的主要參與者有誰? 差價契約在我國交易所掛牌的可行性為何? 此為本研究的主要目的。

另外, 雖然差價契約在全球主要金融市場的發展相當好, 但是美國的主管機關至今對於價差契約在美國境內交易仍然持保留的態度。差價契約的特性以及風險為何? 相關的市場管制為何, 這些議題值得進一步地深入探討。

本研究報告首先針對差價契約的特性與種類作簡介, 並且探討差價契約與類似商品在現金流量與風險的比較。在第三章, 本研究介紹差價契約在英國、澳洲、德國、新加坡、香港、日本的發展現況, 因為澳洲同時有 OTC 與交易所交易的差價契約, 本研究亦特別介紹澳洲交易所差價契約交易的機制與契約設計。最後, 本研究提出差價契約在臺灣成功推行之策略。

第二章 差價合約簡介

2.1 簡介與特性

差價合約(Contract for Difference; CFD)是一種非常類似於期貨契約的衍生性金融商品，其買賣合約是釘住標的現貨資產的價格，當標的現貨價格變化時，差價合約的價值也隨之變化，因此其理論價格扣除交易成本後應該會與標的物資產的價格相同。差價合約同樣也是屬於保證金交易，交易人只需支付少許保證金便可以產生和現貨市場交易相同的損益。差價合約的價格計算是依據所屬標的物現貨市場價格來做每日結算，以現金結算，若不足則需補繳保證金，不需像股票一樣有收據或實際交付。交易差價合約所產生的損益，是以其買進和賣出之間的現金價差來結算。此外，交易人預期標的現貨的價格會上漲時，可以買進該標的資產的差價合約；同樣地，當交易人預期標的現貨的價格會下跌時，可以賣空該標的資產的差價合約；因此，差價合約可以允許交易人進行作多或作空的交易，是相當具有彈性的衍生性金融商品。

我們舉一個交易人交易差價合約的例子來說明差價合約的特性。假設現在有一個代號為 X 的股票(假設每一張股票為 1,000 股)，目前的股價為 70 元。現在有兩位交易人分為是 A 與 B，A 預期 X 會上漲，而 B 預期 X 會下跌。差價合約的交易商(即差價合約的提供者)訂定了股票 X 的保證金為 10%，A 向股票 X 之差價合約交易商買入了 2 個單位(即相當於 2,000 股現股)的差價合約，而 B 向差價合約交易商賣出了 3 個單位的差價合約，A 支付了\$14,000 的保證金以及相關的手續費給交易商，而 B 支付了\$21,000 的保證金再加上相關的手續費。假設兩天後，股票 X 下跌至\$68，交易人 A 與 B 同時與差價合約交易商結清部位，A 產生了\$4,000 的損失(即 $(\$68-\$70)\times 2,000 = -\$4,000$)，而 B 產生了\$6,000 的利得，在各支付了相關的費用之後，交易商分別支付給交易人 A\$10,000 以及 B\$27,000。

表 2-1 交易人交易差價合約的損益舉例

	交易人 A	交易人 B
2/1 股票 X 股價\$70	買入 2 個單位 CFDs 保證金 10% $2 \times 1,000 \times \$70 \times 10\% = \$14,000$	賣出 3 個單位 CFDs 保證金 10% $3 \times 1,000 \times \$70 \times 10\% = \$21,000$
2/3 股票 X 股價\$68 結清部位	損失： $(\$68 - \$70) \times 2,000 = -\$4,000$ 交易商支付金額： $\$14,000 - \$4,000 = \$10,000$ 報酬率： $-\$4,000 / \$10,000 = -28.6\%$	獲利： $(\$70 - \$68) \times 3,000 = \$6,000$ 交易商支付金額： $\$21,000 + \$6,000 = \$27,000$ 報酬率： $\$6,000 / \$21,000 = 28.6\%$

資料來源：本研究整理

上述的例子說明了交易人如何利用差價合約來進行高槓桿的交易，雖然股票現貨產生了\$2的價格變動(約2.86%的價格變化)，而交易人卻可以產生28.6%的損益，更重要的是，交易人可以透過差價合約的多部位或是空部位，來進行相關的投資與交易策略。

交易人最常交易的差價合約是股票類型的差價合約(Equity CFDs or Share CFDs)。因為差價合約的交易相對於其他衍生性金融商品操作較為容易，使差價合約在金融市場快速成長，也促使越來越多交易商推出差價合約的相關商品，差價合約的標的物涵蓋範圍包含個股、全球市場指數、匯率指數及商品指數，以及各類可投資的商品，交易人可以藉由交易差價合約參與其有興趣的市場，而不需要真正的持有該商品。此特性對於交易人的交易會更加靈活，預期差價合約未來將繼續保持高度的成長²。

目前全世界差價合約的交易市場，除了澳洲在集中交易所交易之外，其餘的國家皆在OTC市場。事實上，倫敦證券交易所曾經在2008年6月宣佈計劃要將差價合約和標的物(股票)在交易所合併交易，但因為受到全球金融風暴的影響(有

² 英國交易CFDs的投資人數於2010年達到40%的成長高峰(從2009年的18,000人上升至2010年的25,000人)，2012年更上升至26,000人。資料來源：
<http://www.contracts-for-difference.com/contracts-for-differences.html>

人將金融風暴歸因於投資工具過於複雜化)，以及相關現金流量與所得稅分配相當複雜(尤其是當標的資產股票發放現金股利時所產生的現金流量以及可扣抵稅額的分配)，於 2009 年 4 月宣佈這計畫將被無限期的擱置。

大多數差價合約的交易商除了提供傳統的親臨櫃台交易方式外，也提供交易人可透過電話或網路上交易。交易商本身並非風險承擔者，他可以透過在標的物市場進行和差價合約交易反方向的操作來進行避險。實務上，大多數的交易商都會利用標的物現貨市場進行避險，即交易人向交易商買進 10,000 口的差價合約時，交易商也會進入標的物市場買進 10,000 張的股票來避險，且其價格和交易人買進差價合約的價格相同。

在英國與澳洲，一般股票差價合約之必要保證金比例約為 10%，所以交易人必須要支付其合約總價值的 10% 給交易商，另外的 90% 由交易商以 2%~3% 的利率借給交易人，所以差價合約之交易商必須有相當大的資金部位。另一方面，當交易人欲賣空某種標的物，在繳交必要保證金之後，交易人向交易商賣出差價合約，由交易商提供券源，在現貨市場賣出。因此，交易商必須保有一定數量之股票作為賣空之券源。上述之分析顯示，交易商必須同時持有現金以及股票券源以備交易人進行多頭或空頭之差價合約交易，因此有必要與大型金融機構(銀行)進行策略聯盟。

一般對差價合約的交易有一個普遍的誤解，認為差價合約的交易和選擇權市場一樣，為雙向市場，在交易之前，必須先找到對手來承接差價合約。但是事實上並非如此，只要標的物(現貨)市場的流動性存在，差價合約的交易就可以執行，差價合約的交易買方與賣方並不需要同時存在於差價合約市場，任何一方都可以透過具有流動性的現貨市場來完成交易。這個特點也是使差價合約相對於其他衍生性金融商品(例如期貨與選擇權等)較具彈性運作的主要原因。

關於差價合約的特性，可以摘要如下：

1. 交易人容易作多或作空：

其他的投資工具，投資人在放空時會面臨較多的限制及成本；而差價合約的空頭交易容易許多，相關成本也較低。

2. 高度槓桿：

差價合約的保證金大約只需要標的物資產價值的 5%~10%，意指交易人可以操作保證金價值 10 倍以上的標的資產，因此有擴大報酬率的效果。

3. 契約規格有彈性：

全世界大部分的差價合約交易都在 OTC 市場進行，契約規格具有高度彈性，交易人有較多的選擇。

4. 評價容易：

相對於期貨或選擇權，差價合約的 delta 值為一，差價合約的利潤計算相當於現貨的差價，沒有複雜的評價問題。

5. 交易簡單：

和其他的衍生性金融商品比較，差價合約的交易策略簡單易懂，交易人較容易了解。

6. 交易成本低，不需繳納印花稅：

在英國，交易人可以免除印花稅。以臺灣的情形來說，操作現股或進行融資交易都需支付千分之 3 的交易稅，若未來能比照證購(售)權證與牛熊證享有交易稅千分之 1 之優惠，差價合約應具有高度的競爭力。

2.2 交易模型之種類

差價合約使交易人可以依據自己的需求來交易不同標的物的商品，包括股票、

指數、貨幣、商品....等等，其合約規格具有彈性，並無制式的契約內容。差價合約要推行成功，必須具備的要件為流動性。本節將分別介紹 OTC 差價合約交易的類型，包括直接入市模式(Direct Market Access Model, DMA)和造市者模式(Market Maker Model, MM)，以及差價合約的集中交易的市場(Exchange Traded CFDs)。在 OTC 的市場，當交易人交易差價合約時，需要有一方提供合約，而提供的這一方稱為『差價合約的提供者(CFDs provider)』，是交易人在交易差價合約的交易對手，而交易對手風險是交易人在進入差價合約交易市場需注意的風險之一。在集中交易的市場，流動性由差價合約的委託買單與賣單所構成。

2.2.1 OTC 差價合約交易(OTC CFDs)

1. 直接入市模式(Direct Market Access Model, DMA)

在直接入市模式之下，CFD 的價格即為其標的資產所屬交易所的市場價格，交易商並不提供報價。直接入市模式的參與者包含了交易人、交易商、證券交易所三方。交易人進行 CFD 委託下單包含二筆交易，第一筆交易是交易人和交易商雙方，交易人觀察現貨市場實際成交的價格以及委託簿的資訊後，下了多部位或是空部位的 CFD 給交易商。另一筆交易則是交易商和交易所，當交易商收到交易人的 CFD 委託單後，至交易所完成該筆委託單中 CFD 的標的物的交易(相同的委託數量與委託價格)³。若該筆委託單成交，交易商向交易人回報完成交易，並進行後續的結算交割作業。在 DMA 交易模式下，一旦交易人的委託單順利成交，交易人之間或交易人與交易商之間的 CFD 交易便告完成。若未成交，該委託單將留在現貨市場的委託簿等待成交，或等待後續的修改或取消委託單。因此，在直接入市模式之下，CFD 的交易人面對的是公開的現貨市場，交易的對手可能是 CFD 的交易人，也有可能是現貨的交易人，交易人有交易對手違約的風險(counterparty risk)。有關 CFD 之直接入市模式的交易流程，請見圖 2-1。

³ 例如：在英國，DMA 連結 SETS 和 SETSmm 交易平台。目前提供 DMA 交易模式的有 GNI Touch, IG Markets 與 E*Trade。其中，E*Trade 同時擁有 DMA 和 MM 下單模式。

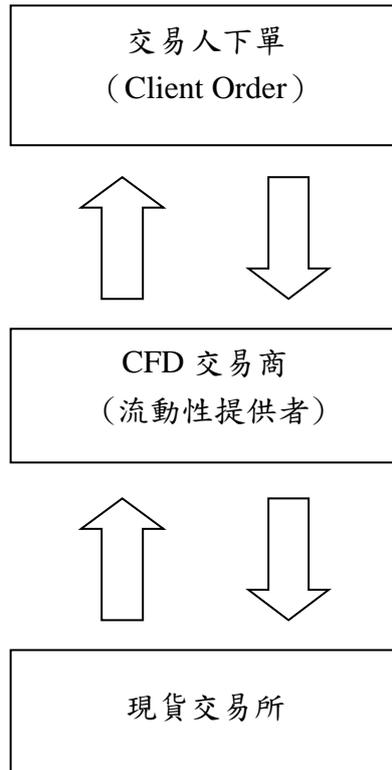


圖 2-1 CFD 之直接入市模式之交易流程

在 DMA 模式下，CFD 交易商會進行百分之百的避險動作，所以此時交易商會在現貨市場下相同的委託單。當交易商委託單成交時，交易商才會跟交易人回報成交的狀況；否則 CFD 交易人的委託單無法成交。相同的狀況也適用於交易人進行 CFD 的賣出或是放空交易上。對 CFD 交易商而言，交易人的買進交易相較於放空委託單純許多。因為當交易商接到交易人的放空委託時，交易商得事先在相關市場上借到 CFD 標的資產的券，才能到現貨市場上去放空。因此，券源是否充足以及取得成本的高低是影響 CFD 交易商能否順利營運的重要因素。由於 CFD 交易本身具有相當高的槓桿效果，其特性與臺灣股市的融資融券交易相當雷同。最後，由於交易商採取百分之百的避險策略，所以 CFD 的交易必然會對標的資產的交易量造成某種程度的影響。

由於交易人的委託單是依據現貨市場的即時報價系統來決定是否滿足成交的條件，以及決定其成交价格，因此交易人的 CFD 成交价格會與標的資產的實際交易價格一致，由於 DMA 模式提供交易人百分之百的下單透明度，使得交易

人可以清楚得看到他們下的 CFD 單可以在現貨市場成交，或是已掛在限買單或限賣單的限價單帳簿上，甚至是否已經參與現貨市場的開盤和收盤競價拍賣程序而成交。由於 DMA 模式的報價與標的資產的現貨市場報價是一致的，所以提供交易人較高的流動性，因而有機會降低其交易成本。

由上述的說明可知，DMA 模式的優勢在於提供交易人一個節省買賣價差(the bid-offer spread)成本的機會。例如，一家叫 Tanfield 的公司股票(在倫敦證券交易所的代碼為 TAN.L)目前在倫敦證券交易所的報價為 52-56 便士。假設交易人認為目前的最佳賣價(56 便士)過高，他可以選擇下一張優於目前最佳賣價的 54 便士限買單，如果順利成交，他就可以節省每股兩便士的買賣價差。

值得注意的一點是，DMA 模式是一種高度分散(highly decentralized)的交易模式。在這個模式下，每一位 CFD 交易人都有平等的機會觀察且影響到價格相關資訊。當交易人下委託單後，實際上已經在跟所有潛在的 CFD 交易人進行資訊的交流。所以，類似 DMA 模式的分散交易模式往往有較佳的市場定價效率性。

交易人欲結清 CFD 多頭或空頭部位時，因為其委託單會在現貨市場完成交易，因此不用擔心在造市者模式所面臨之交易對手會將買賣價差擴大的價格操弄問題。因此，相較於造市者模式，直接入市模式的即時性雖然比較差，但是市場的透明度比較高。

在直接入市模式下，因為 CFD 的交易商是將交易人的委託單轉至現貨市場交易，因此實際上對於交易商而言是完全避險的，當委託單在現貨市場成交之後，交易商才會向交易人回報成交情形，並且完成後續的交割與結算作業。然而，交易商仍然有客戶違約的風險：通常差價合約的保證金比率都很低(10%左右)，在 DMA 模式之下，當標的資產的市價變動不利於交易人時，若交易人沒有即時回補保證金，交易商會立刻至現貨市場執行斷頭交易，有時因為流動性的限制，當現貨市場處分的金額沒有辦法彌補差價合約的貸款金額時，會造成交易商的損失。

因此差價合約的交易商必須要謹慎評估交易人的信用狀況，以及參考標的資產的波動性與風險，設計差價合約的合理保證金的比率。

一般而言，直接入市模式有以下幾個特性：

- (1)DMA 的交易系統所呈現的成交價格會跟交易所標的資產的成交價格相同，且無額外的價差；
- (2)直通性作業，即委託、撮合、結算、交割一貫化作業(straight through processing)；
- (3)由於交易人的委託單是依據現貨市場的即時報價系統來決定是否滿足成交的條件，以及決定其成交價格，因此可能發生交易人的單量被部分滿足的情形；
- (4)在直接入市模式下，因為差價合約的委託單是直接轉到現貨市場交易撮合，因此差價合約的交易人可參與現貨市場的競價，並參與交易所的開盤與收盤競價拍賣。
- (5)交易商會在現貨市場進行全面避險，因此現貨市場的交易量會包括差價合約的交易。
- (6)交易商會向交易人收取佣金費用，作為其收入之一。

2.造市者模式(Market Maker Model, MM)

在造市者模式下，CFD 交易商為造市者，提供 CFD 流動性。交易商在觀察標的資產的現貨價格後，提供 CFD 買價和賣價，中間的價差即為投資者的交易成本，買價與賣價往往將標的資產的市價包含其中，亦即買價(賣價)低(高)於標的資產的市價。此模式為報價驅動(Quote-Driven)的市場，由造市者承擔主要的風險和提供流動性，交易人直接與造市者進行交易⁴。在 MM 交易模式下，CFD 的訂價會接近標的資產在現貨市場上的市價，但不必然要與之完全相同，這一點

⁴ 英國目前以 MM 交易的 CFD 交易商有 City Index、CMC Markets 和 E*Trade。以 CMC Markets 為例，投資人可以透過其專屬交易平台 Marketmaker® 與 CMC Markets 直接進行交易。其中，E*Trade 同時擁有 DMA 和 MM 下單模式。

與 DMA 交易模式形成強烈對比。交易商接受交易人的下單，然後與交易人確認該筆交易的完成。在 MM 交易模式下的交易過程如圖 2-2 所示：

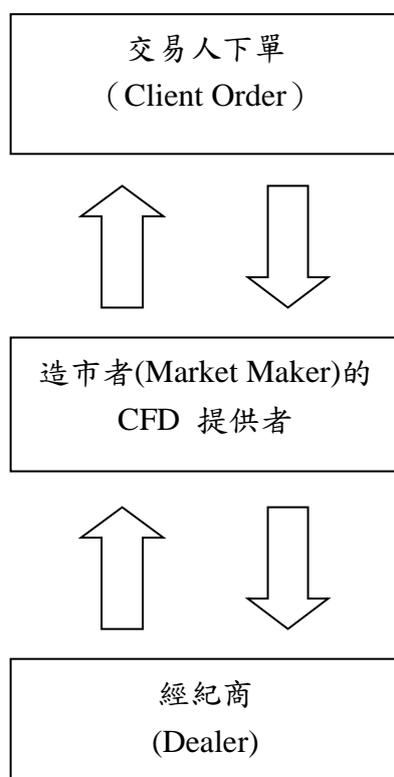


圖 2-2 MM 下單流程

一般而言，在交易完成後，交易商可以選擇透過許多不同的避險管道來規避該筆 CFD 交易的風險。例如，交易商可以直接與其他客戶進行 CFD 交易來沖銷該筆交易的部位，也可以買進股票現貨，選擇權，權證或是期貨來規避風險，以確認其整體部位的市場中立性(market-neutral position)。當然，CFD 交易商亦可選擇不採取任何的避險作為，而直接承擔與交易人間交易的損益。

由於 CFD 造市者可以決定要不要規避其部位的風險，他本身可能承擔相當大的市場風險。因為交易人的委託單並非直接下到標的資產的現貨市場，所以透過 MM 模式完成的 CFD 交易的交易量與其標的資產的現貨市場交易量間不必然存在因果關係。另外，MM 交易模式缺乏價格透明度，而且排單系統(the order queuing system)也是由 CFD 提供者所掌控，交易人完成與 CFD 提供者單方(建立

多頭或空頭部位)的交易後，當交易者要進行平倉交易時，若 CFD 提供者刻意地將買賣價差擴大，交易人將面臨不公平的交易。原則上，透過 MM 模式進行的 CFD 交易只牽涉到 CFD 交易商與交易人雙方而已，所以交易人也承擔了交易對手風險(counterparty risk)⁵。

此外，由於造市者控制了 CFD 的報價，雖然交易人透過 MM 交易模式所看到的價格與市場深度(market depth)往往與標的資產的現貨市場相仿(mirrors)，但卻不保證一直都是這樣的狀況。最後，在市場波動度很高時，CFD 交易人下的委託單可能無法順利成交，或是付出極高的交易成本而成交。

一般而言，造市者模式有以下幾個特性：

- (1)造市者之交易平台所呈現的 CFD 價格不一定會跟交易所的標的資產市價相同；
- (2)可能存在許多不同造市者的 CFD 報價，通常 CFD 報價的價差會比標的資產報價的價差來得大；
- (3)造市者會提供 CFD 的買賣價以及願意成交的數量，這些價格跟數量隨時可能被造市者更動。交易人下單時並不能直接影響 CFD 標的資產的報價，只能接受造市者本身的報價，因此交易人在此只扮演價格接受者(price takers)的角色；
- (4)當標的資產在現貨市場上可交易的數量低於 CFD 交易人所下的數量時，造市者不會選擇滿足該交易人的部分單量，而會重新報一個數量以百分之百滿足該交易人的需求，但價格往往會比之前的價格還要差；
- (5)一般而言，在這種模式下交易的單子不會參與交易所的開盤與收盤競價；
- (6)由於造市者可能有自行設計的避險策略，因此他們有可能直接透過客戶部位

⁵ 為了降低投資人承受 CFD 交易商的交易對手風險並增加 OTC CFD 清算比例，Cantor Fitzgerald Europe 和 LCH.Clearnet Limited (‘LCH.Clearnet’)於 2013 年 10 月 30 日宣告和 Commerzbank Corporate & Markets、ING、Citi 成立集中 OTC CFD 清算中心。
http://www.lchclearnet.com/media_centre/press_releases/2013-10-30.asp

的表現獲取利潤。

3. 直接入市模式與造市者模式之比較

在比較 DMA 與 MM 這兩個不同的交易模式時，最重要的考量因素之一為交易人在交易各式各樣的 CFD 產品時所可能承擔的交易成本以及等待的時間(流動性風險)。交易人若需要立刻成交，可以選擇造市者模式，但是必須承擔買賣價差。若交易人要規避買賣價差，可以選擇直接入市模式。但是直接入市模式的佣金比率(brokerage rates)較造市者模式高，而且需要等待較長的委託單成交時間。值得注意的是，最近直接入市模式的佣金已經降低了，因此兩個模式間的競爭態勢已逐漸起了變化。

造市者模式以及直接入市模式中的交易商扮演截然不同的角色。在造市者模式中，交易商是自己報價，交易人可決定是否交易，因此交易商扮演造市者的角色。而在直接入市模式中，交易商比較像一個代理人，自己不報價，而是交由現貨市場來決定價格。

造市者模式與直接入市模式兩種皆各有優缺點，重要的是交易人應選擇信譽良好的交易商，以及慎重考慮商品的流動性。根據投資者趨勢研究(investment trend)發現，較為積極的交易人會選擇直接入市模式，此可能因為直接入市模式透明度較高以及較能反映真實的市場價格有關。而選擇造市者模式的交易人則是基於操作上較為容易，且能夠提供即時(雖然數量可能不高)的流動性。

2.2.2 交易所差價合約交易(Exchange Traded CFDs)

交易人交易 OTC 的 CFDs，會有交易對手的信用風險，若交易人選擇 MM 模式的話，亦有可能面臨 CFD 提供者隨意擴大買賣價差的交易定價風險⁶。相較於 DMA 和 MM 的模式，澳洲 ASX 與模里西斯分別於 2007 年 9 月以及 2013 年

⁶ 當投資人經由 MM 模式與 CFD 的提供者建立部位後，此時若 CFD 的提供者刻意地將買賣價差擴大，投資人將會面臨很大的風險。

4 月推出集中交易的 CFDs⁷。集中交易的 CFDs，由於交易所的結算所成為所有交易者的交易對手，因此可以改善 OTC 交易之 CFD 的交易對手風險。

CFDs 的集中交易模式，類似於股票或期貨市場的集中交易模式，交易人透過經紀商將 CFD 的委託單輸入至委託簿，由交易系統自動撮合，若新抵達的委託單沒有滿足立刻成交的條件，將會進入委託簿，等待成交的機會。與 DMA 不同的是，CFDs 的集中交易系統是架構在期貨的交易系統上，CFDs 的交易系統與其標的現貨市場的交易系統是彼此獨立的。

為了提高集中交易 CFDs 的流動性，ASX 設計了指定造市者的制度，透過了提供誘因的制度(手續費的優惠、分享利息收入)以及價格的競爭，使 CFDs 的買賣價差縮小，而且透過實物交換的機制，使 CFDs 的價格與標的資產現貨市場的價格趨於一致。

雖然可以降低交易人的交易對手風險，然而，ASX 的 CFDs 推出之後，成交量相當低，Brown, Dark, and Davis (2010)的研究顯示，在 2008 年 ASX 的 CFDs 僅僅只佔了其標的資產現貨市場成交量的 0.5%。2009 年 11 月成交量也僅佔了 1%，遠低於 DMA 與 MM 的成交量佔其標的資產現貨市場成交量的 10%~15%⁸。Brown, Dark, and Davis (2010)歸納 ASX 集中交易 CFDs 的低成交量，主要原因在於 CFD 是在期貨的交易系統交易，指定造市者無法有效率地一邊在期貨市場報價與造市，另一邊在現貨市場進行避險。所以他們的研究結論建議，未來可以考慮設計一套新的交易系統，將標的資產現貨與集中交易的 CFD 結合在同一套交易系統，以有效地縮小 CFD 的買賣價差。

⁷ 非洲大陸東岸島國模里西斯(Mauritius)的 Bourse Africa Limited (Bourse Africa)於 2013 年 4 月推出集中交易的黃金 CFD 合約(另同時推出原油、歐元對美元、英鎊對美元 CFD)，為次於澳洲交易所、世界第二家集中交易市場 CFD。GBOT 為模里西斯與印度 Financial Technologies Group 合作的新興電子交易市場，於 2010 年 10 月成立，原名為 Global Board of Trade (GBOT)，自 2013 年 11 月 21 日起更名為 Bourse Africa Limited (Bourse Africa)。

⁸ “我國推出差價合約(CFDs)之可行性研究”，2010 年臺灣證券交易所委託計劃。

2.3 類似商品比較

差價合約交易提供交易人以高槓桿來對標的資產現貨市場之價格進行交易，當預期標的資產未來的現貨價格比現在價格高時，交易人可以買進該標的資產的 CFD，若預期標的資產未來的現貨價格比現在價格低時，交易人可以賣出該標的資產的 CFD，因此 CFD 的契約特性與其他的衍生性金融商品或是傳統的融資融券業務類似。

Brown, Dark, and Davis (2010)針對澳洲 CFD 的商品設計、訂價以及對市場的影響進行研究，他們的模型顯示，CFD 的評價與交易人從事融資融券的交易是一樣的，也就是說，CFD 提供給交易者的報酬與高槓桿的融資融券是一樣的，因此，當交易人進行融資融券交易的實務運作上有困難時，CFD 是一項很好的解決工具。此外，他們也發現，CFD 的避險比率為一，而且與標的資產的契約規格一樣，一般交易人相當習慣以及喜歡這些特質，CFD 的推出對於個股期貨的交易量可能會造成一些影響。本節就差價合約與其他類似的金融商品或是衍生性金融商品，進行比較分析，包括現貨、傳統的融資融券、期貨、選擇權、認股(售)權證、Spread bets 等。相關的比較分析如下：

2.3.1 差價合約與現貨交易

1. 契約內容與交易方式

CFDs 與現貨交易非常的類似，兩者價格變動都是以標的資產(現貨)為依據，而且證券類之 CFDs 亦有除息除權的調整，與現貨股票是一致的，交易人可在交易所集中交易或是 OTC 店頭市場交易。

CFDs 與現貨交易不同的是，CFDs 的交易人實際上並未持有標的資產，而是持有一種權利，故持有個股型差價合約的交易沒有投票權，對公司無決策的能力。CFDs 是一種高槓桿的商品，因此多頭(空頭)持有者必須支付(收取)利息，因

此較適合作為短天期的交易工具。現貨的標的資產沒有槓槓作用，因此也沒有支付或收取利息的問題，較適合作為長天期的投資標的。

2.交易場所與交易時間

CFDs 與股票融資融券契約一樣，都有交易所集中交易的市場，或是 OTC 店頭市場。交易所集中交易的 CFD 與交易所的股票一樣，具有標準化契約，交易時間固定。OTC 交易的 CFD，其契約與交易時間較有彈性。綜合言之，有些 CFDs 與股票的融資融券業務是相同的，都在集中交易的市場完成交易，而有些 CFDs 與股票的融資融券業務是在 OTC 市場交易。

3.到期日與結算

差價合約本身通常沒有到期日或是交割日(除非標的資產是期貨，或是當差價合約缺乏流動性)，現貨資產也沒有到期日。但差價合約的損益是每日結算，交易人可以知道其持有部位每天的損益狀況，若保證金不足則需進行回補，若是現貨交易則是當交易人結束其部位時才進行結算。

4.槓桿

CFDs 具有高度槓桿，交易人只需支付標的物資產價值的一定比例即可以交易，但現貨沒有槓桿。

5.融資費用

CFDs 的交易者，若持有多頭部位，必須要支付利息費用，若是空部位，則可以收取利息費用。現貨的持有者並沒有融資費用的問題。

6.多空部位

CFDs 的交易者可以選擇多部位與空部位，當交易者預期標的資產會上漲時，可以選擇持有 CFDs 的多部位，當交易者預期標的資產會下跌時，可以選擇持有

CFDs 的空部位，多空部位皆可以獲利。但是持有現貨則不同，當交易者預期標的資產會上漲時，可以買進現貨。但是當交易者預期標的資產會下跌時，若他持有現貨部位，可以賣出，減少損失，若他沒有現貨部位，則無法賣空，因此現貨只限於多部位。

2.3.2 CFDs 與傳統的融資融券比較

1. 契約內容與交易方式

CFDs 價格變動是以標的資產(現貨)為依據，融資融券的損益亦以標的資產(現貨)為依據。在標的物方面，差價合約涵蓋指數、個股、外匯、商品等多樣性標的，而融資(券)只包含上市櫃有價證券或股價指數。

2. 交易場所與交易時間

CFDs 與融資融券契約一樣，都有交易所集中交易的市場，或是 OTC 店頭市場。交易所集中交易的市場具有標準化契約，交易時間固定為營業時間，而 OTC 市場的契約與交易時間較有彈性。差價合約的價格變動是跟隨標的資產價值，而融資融券損益也是以標的物資產的價格為依據。

3. 到期日與結算

大多數的 CFDs 並沒有到期日，而融資(券)雖無特定到期日，但可能會因股東會以及除權息面臨停資(券)或強制回補等問題。CFDs 的損益是每日結算，交易人可以知道其持有部位每天的損益狀況，若保證金不足則需進行回補。提供融資、融券的機構為保障自身權益，當股價下跌使得『整戶維持擔保率』低於 120% 時，會通知交易人當天下午補繳差額，若投資人未能於兩日內補繳而股價續跌到維持率在 120% 以下，則會遭證券商強制賣出，也就是所謂的「斷頭」。

4. 槓桿

CFDs 和融資(券)都是保證金交易，但差價合約的保證金比例大約是佔標的物資產價值的 5%至 10%，而融資與融券所需保證金有所不同，融資的保證金比例約佔成交金額的 40%，融券則是佔成交金額的 90%，由交易人所需支付的保證金比率可發現差價合約進入市場的門檻低且多空操作所需繳納的費用比例相同。另外，差價合約的槓桿比率也高於融資(券)。

5. 融資費用

CFDs 的交易人，若持有多頭部位超過一天，就須支付利息費用，而空部位的持有者則可收取利息。進行融資操作的交易人需負擔利息費用，融券交易人可收到利息收入，但要支付借券費用。

6. 多空部位

交易人可透過 CFDs 選擇作多或作空，多空的限制相同。融資融券亦可多空操作，交易人看好市場後續發展，就選擇融資，若看淡市場，則選擇融券交易，但融券所面臨的限制較多。

2.3.3 CFDs 和期貨交易的區別

1. 契約內容與交易方式

期貨交易是透過期貨交易所買賣的標準化合約。CFDs 則有交易所集中交易以及 OTC 交易兩種，交易所集中交易的 CFDs 是標準化的契約，而 OTC 交易的 CFDs 沒有固定的交易場所，是交易者直接與交易對手進行交易的店頭交易。

另外，CFDs 的契約大小和現貨類似，通常一口差價合約契約等於一單位的現貨，交易人可自行決定需購買的契約大小。而期貨契約通常較大，且因屬標準化契約，交易人無法選擇契約大小或內容，CFDs 在契約的設計上相對於期貨較靈活，差價合約的交易商也較多，提供交易人多元的選擇。在訂價方面，差價合約的價格不會產生折價或溢價的現象，不會有類似期貨價差的問題，降低了操作

的複雜性。

2.交易場所與交易時間

由於期貨交易只能在期貨交易所進行，交易時間被限制在營業時間之內，交易所集中交易的 CFDs 亦相同。OTC 市場的 CFDs 則沒有定型化契約，也無交易時間限制，交易人可透過交易商的線上系統隨時交易，交易時間非常彈性。

3.到期日與結算

在期貨交易中，投資人持有的部位有到期日，在到期日必須進行結算，故到期前有時會出現價格扭曲情形。而 CFDs 一般來說無到期日，不會產生轉倉成本，或到期日逼近，形成的價格波動現象，只要投資人的保證金足夠，則可以永久的保有其部位，若要平倉其部位，只要建立反方向部位即可。差價合約和期貨都有每日結算的機制，交易人可以知道其持有部位每天的損益情況，若發生保證金不足時，則須進行回補的動作。

4.槓桿

CFDs 與期貨都是高槓桿的衍生性金融商品，且都屬保證金交易，交易人只需支付低比率的保證金(約 5% 至 10%)就可進入市場。

5.融資費用

在期貨交易中，買賣雙方均須繳交保證金，但不須額外支付相關利息費用，因期貨價格已隱含其他成本(持有成本)，但在 CFDs 交易(標的資產非期貨者)，除了繳交保證金以外，利息以及股利部份，依照交易者持有部位的不同，而有收取或必須要支付的情況，即 CFDs 的多部位持有者若持有超過一天，需負擔利息費用，而差價合約的空部位持有者則可收取利息。

6.多空部位

CFDs 與期貨合約一樣，都有多空部位，兩者建立多空部位是類似的。

2.3.4 CFDs 和選擇權交易的區別

CFDs 與選擇權的交易有兩個相似處：(1)都可做多或做空，(2)都屬於槓桿交易。而 CFDs 與選擇權的差異在於：

1.交易方式

選擇權交易依交易場所不同，可分成集中市場與店頭市場兩大類，契約型式也因交易場所不同而有不同，在集中市場的為標準化契約，店頭市場的為客製化契約。而 CFDs 交易大多沒有固定的交易場所(除澳洲外)，是交易者直接與交易對手進行交易的店頭交易。

2.交易時間

選擇權交易可分成集中市場與店頭市場兩大類。集中市場交易為一標準化契約，有固定的交易時間；若為店頭市場交易，為一客制化契約，交易時間通常可 24 小時進行。CFDs 交易通常為店頭市場交易，可 24 小時進行，使投資人交易更為彈性。

3.商品價格

選擇權價格，即履約價格由交易所訂定而影響選擇權價格有多個因素，包括標的資產價格、履約價格、價格波動性、到期期限、無風險利率及股利。故在選擇權定價上，其透明度較低。但 CFDs 價格是跟隨所屬標的資產，亦即其避險比率為 1:1，故交易者可以直接由市場報價獲得資訊，透明度高。

4.交易期限

在選擇權交易中，投資人持有的部位有到期日，買方有權利決定到期日前是否要履約，賣方則有履約的義務。而 CFDs 交易(指數期貨 CFDs 除外)，沒有固

定到期日，只要投資人的保證金足夠，則可以永久的保有其部位，若要平倉其部位，只要建立反方向部位即可。

5.流動性

選擇權交易中，要有買賣雙方達成協議，交易才能進行。且有時因為投資人對於價格的看法不一致，而有無法成交的可能性。在 CFDs 交易，不須實體交割，交易價格依據所屬標的資產價格，交易者直接可和券商進行交易。CFDs 交易時間幾乎是全天，也給投資人帶來交易上的便利。

6.融資成本

選擇權對買方而言，選擇權為一種權利而非義務，為取得此權利，自然必須付出費用，稱為權利金(Premium)。而賣方取得權利金之後，便背負履約義務，為保證到期能履行義務，賣方必須另外支付一定金額做為履約保證，稱為保證金(margin)。在 CFDs 交易(標的資產非期貨者)，除了繳交保證金以外，利息以及股利部份，依照交易者持有部位的不同，而有收取或必須要支付的情況。差價合約和選擇權交易都只需支付標的資產價值的小部份比例，交易人就可操作價值數十倍以上的資產。

2.3.5 CFDs 和認購(售)權證的區別

CFDs 與認購(售)權證有兩項相似之處：(1)都可做多(認購權證)及做空(認售權證)；(2)都屬於槓桿交易，差價合約交易人支付一定比例的保證金，而認購(售)權證是一種權利，所以交易人是支付權利金。

CFDs 與認購(售)權證相異之處有：

1.交易方式與交易時間

認購(售)權證大多數為標準化契約、在交易所集中交易，交易時間受營業時間

限制。CFDs 交易大多沒有固定的交易場所(除澳洲 ASX 提供集中交易)，是交易者直接與交易對手進行交易的店頭交易，交易人可選擇交易商並且交易時間可 24 小時進行，對交易人來說更為彈性且方便。

2. 商品價格

CFDs 通常為券商所發行，其價格是和現貨價格的變動一致的，亦即其避險比率為 1:1，反映市場真實狀況，非由券商訂定。認購(售)權證也是由券商發行，並由券商制定其價格，但認購權證的價格變化金額小於現貨的價格變化金額，且認售權證的價格變化和現貨的價格變化相反。最後，當市場變動急劇時，若 CFDs 交易人預期的市場方向和實際相反，交易人有可能遭受難以估計的損失，而認購(售)權證的交易人因為有停損價的機制，故蒙受的損失較小，對交易人而言有下檔風險的保護。

3. 交易期限

認購(售)權證契約期間通常為兩年以下，買方可以自由選擇是否履約，賣方(券商)只有接受履約的義務。CFDs 交易(指數期貨 CFDs 除外)，沒有固定到期日，只要交易者的保證金足夠，則可以永久的保有其部位，若要平倉其部位，只要建立反方向部位即可。

4. 交易成本

認購(售)權的買賣雙方都無須繳交保證金，認購(售)權證收付只有權利金部份，其權利金不能融資，也不能融券放空。CFDs 交易(標的資產非期貨者)，除了繳交保證金以外，利息以及股利部份，依照交易者持有部位的不同，而有收取或必須要支付的情況。

另外，牛熊證也是一種差價合約的種類，臺灣、香港的牛熊證都在集中市場交易。目前全世界 CFDs 的交易市場，除了澳洲在集中交易所交易之外(自 2007

年 11 月開始)，與今年(2013 年 6 月)又有模里西斯的 GBOT 交易所交易，其餘的國家皆在 OTC 市場。

2.3.6 CFDs 與點差交易

CFDs 與點差交易(spread betting)有許多相似之處，他們都是保證金交易，具有高度的槓桿，交易人只需支付相當於標的資產價值的一小部份比例就可進入市場，故具有高度的槓桿作用；他們的價值都是由標的資產現在價格與未來價格的差，交易人可以持有多部位或是空部位。

另外，差價合約可在交易所交易(澳洲)以及 OTC 市場交易，而以 OTC 市場佔大部分比例，交易人可選擇交易商並且交易時間可 24 小時進行，對交易人來說更為彈性且方便。點差交易大部分也是在 OTC 市場交易，同樣給予交易人非常彈性的交易環境。

CFDs 與 Spread Bets 的主要差異在於，大多數的 CFDs 是沒有到期日的，且個股型的差價合約會隨標的物有股利支付以及調整的情況。而 Spread Bets 與期貨合約類似，是有到期日的，而利息費用與股利價值已經隱含在價格中，不需再做調整。此外，在 OTC 市場交易的差價合約有提供直接入市模式以及造市者模式，其中又以直接入市模式較受到交易人的青睞，因其透明度較高。點差交易的價格則是由交易商將相關成本計算後而決定，價格較不透明。

茲將差價合約與其他類似的金融商品或是衍生性金融商品之比較分析，請參考表 2-2。

表 2-2 CFDs 與現貨以及類似之衍生性金融商品比較表

	CFDs	現貨	傳統 融資融券	期貨	選擇權	認股(售) 權證	買賣價差 (spread bets)
契約內容與交易方式	有交易所集中交易 CFDs(標準化契約)與 OTC 交易 CFDs(非標準化契約)	大多數為標準化契約、交易所交易,亦有 OTC 交易的股票或現貨合約	證券的融資融券大多數是標準化契約	大多數是標準化契約、交易所集中交易	大多數是標準化契約、交易所集中交易	大多數是標準化契約、交易所集中交易	為非標準化契約
交易場所	交易所與 OTC 併存	大多數為交易所	大多數為交易所	大多數為交易所	大多數為交易所	大多數為交易所	大多數為 OTC 交易
槓桿	高度槓桿(10 倍至 20 倍)	無	有槓桿,約 1 至 2 倍。	高度槓桿,約 10 倍。	依執行價不同而有不同。基本上有中高度槓桿的作用	依執行價不同而有不同。基本上有中高度槓桿的作用	高度槓桿
避險比率	1	1	1	通常小於 1,有訂價誤差的風險	通常小於 1,有訂價誤差的風險	通常小於 1,有訂價誤差的風險	1
到期日	多數沒有到期日,但少數有到期日	沒有到期日	融資融券契約有到期日	有到期日	有到期日	有到期日	有到期日
融資費用	有	沒有	有	沒有	沒有	沒有	沒有
多空部位	多空皆可	只有多部 位	多空皆可;但空部位所受的 限制較多	多空皆可	多空皆可	認股(售) 權證為多 (空)部位	多空皆可

資料來源：本研究整理

第三章 差價合約在世界各國發展之現況

差價合約(CFDs)的商品設計起源於期貨及選擇權，1980 年代後期由英國交易商推出後深受歡迎。CFDs 自從 1990 年代後期被引入零售市場以來，交易量迅速成長，不論是機構交易人的避險需求或是避險基金和個別交易人的投機需求，都大大助長了 CFD 在全世界的發展。目前除英國之外，還有下列國家提供上市或場外交易形式的差價合約，在歐洲包括澳洲、德國、瑞士、義大利、比利時、丹麥、荷蘭、法國，亞洲的新加坡、泰國、香港，以及北美洲的加拿大或是非洲的南非等國家。然而，美國卻不允許差價合約交易，主要是因為證券交易委員會對場外 CFD 交易的透明度有疑慮，擔心會對個別交易人產生不公平，因此目前不開放 CFD 交易。值得特別注意的是，差價合約有時也被稱為 swaps、waves、turbo certificates，或是其衍生出類似的商品，如牛熊證(bull/bear contracts)。

在歐洲大陸，過去的五年間(2006-2012 年)差價合約漸漸受到歡迎，尤其德國以及比利時成長最為快速。機構交易人是差價合約主要的交易人，他們使用差價合約交易來做為避險的工具。然而，歐洲大陸之自然人較少利用差價合約來交易，主要是因為歐洲大陸的交易人對於新推出的金融商品持著懷疑觀望的態度，他們仍較喜歡傳統的投資工具，如認股權證。

本節將依序介紹以下各國差價合約的交易市場，包括英國、澳洲、德國、新加坡及日本，除此之外，我們也介紹香港與我國的牛熊證市場。

3.1 英國(LSE, FASE)

CFD 起源於 1980 年代後期英國，那時稱為權益交換(Equity Swap)，提供金融機構和銀行從事股票的避險，由於交易成本昂貴以及需要高度的管理，所以並未受到零售市場的青睞。直到 1990 年代初期，由於避險基金的需求，當時一家名為 Smith New Court 的經紀商推出 CFD 此種新的槓桿操作方式給予避險基金使

用，加上不用課徵印花稅，大幅降低相關的交易成本，CFD 很快便廣為避險基金所運用。後來因為網際網路盛行發展，交易人可以直接透過網路進行電子交易，使得交易人的交易不再受到地域以及時間的限制，促使具有 OTC 特性之差價合約交易有進一步發展空間。到了 1990 年代末期，科技股成為股票市場的潮流，其波動性高且不需要長期投資的特性，使得 CFD 符合交易人的操作方式，因此當時 GNI 公司(Gerrard & National Intercommodities)率先將 CFD 介紹給零售市場的交易人，並提供 GNI Touch 的電子交易平臺，讓交易人的交易變的更快更有效率。

零售市場的交易人大約在2000年才瞭解交易CFD的交易享有與機構交易人相同的交易便利性，不只是免課印花稅，同時交易人可以依自己的需求，透過差價合約交易來進行相關金融商品之投資。自此CFD的交易快速成長，經紀商將CFD交易內容包括倫敦交易所的股票、指數、國際股票、商品、債券、外匯。其交易指數包含Dow Jones、NASDAQ、S&P 500、FTSE、DAX、與CAC，很快就成為熱門的CFD。

差價合約交易在 2000~2002 年有了重大變化，該時期金融市場因為網路泡沫化引起全球經濟衰退，交易人需要更高的槓桿比例以及尋找更好的方法來放空股票，專業的機構交易人和一般的私有交易人，在觀察市場的景氣波動變化後，可以透過差價合約交易來進行多頭或空頭的布局。此時，市場上主要的差價合約提供者為 CMC Markets 和 IG Markets。

根據 FSA 在 2007 的報告指出，交易人透過差價合約交易來參與股票市場的比率，在 2001 年時約佔倫敦證券交易所成交值的 10%，而 2007 年已成長至 35% 左右。FSA 也指出英國的差價合約交易商的交易對手大多為大型的機構交易人，例如私募基金、避險基金、金融機構或公司，交易金額範圍從 3 萬英鎊至 130 萬英鎊之間，平均持有期間約為 3~6 個月。此外，差價合約的提供者會到各標的現貨市場進行反向操作以進行避險。

Tabb Group 在 2011 年一月發表一份報告指出，英國約有 1,300 億歐元的資產交易是和差價合約有關，佔整個市場約三成的比例。由上述的資料可知，差價合約在英國已經是一項很普及而且佔有重要地位的投資工具。雖然如此，由於衍生性金融商品設計的快速發展，差價合約在金融市場仍面臨其他新金融工具的競爭，例如倫敦國際金融期貨交易所推出的 Spread betting(價差交易)，也受到交易人的歡迎，在交換選擇權市場中佔有一席之地，此顯示交易人對於新金融商品的喜好以及需求。由於交易人對於新金融商品持有開放的態度，加上金融環境的開放與自由競爭，使倫敦的金融市場更趨成熟與朝向更多元化的發展。

外在的環境改變，亦提供差價合約交易更有利的發展條件，包括：(1) 1997 年 10 月，英國倫敦交易所推出了電腦交易系統 Stock Exchange Electronic Trading Service (SETs)，SETs 為一電腦訂單驅動的系統(computerized order-driven system)，取代以往傳統由交易商進行市場報價(market-making system)的交易系統，大幅提高價格發現的功能，交易人透過電腦使交易更有效率。(2) Level II 制度的建立，此制度要求交易所即時公布委託簿(order book)的資訊，使市場透明度更高，交易人可更瞭解市場的深度，交易人不僅可以確認整體市場的買價及賣價，也可以獲得在每個價格之下的委託單數量。交易人在下委託單之前，可以依據其對流動性需求的程度，並參考委託簿的資訊後，決定最適合的交易價格及下單數量。此外，市場的透明化使個人交易人和機構交易人擁有相同的資訊，使各類不同交易人之間的資訊程度具有相同的公平性。(3)網路的發展不僅提供交易人更詳細的交易資訊，也讓交易人交易更為便利。

結合上述的三個事件，使得使交易人在英國股市交易更便利，對於交易價格的掌握度也提高，這些條件都有利於差價合約的交易，例如：(1)當股票市場的交易系統改為委託單驅動的電腦化系統之後，對於流動性具有高度需求的交易人，可以利用市價單或是下較為積極的限價委託單來加速其完成交易，交易人亦可以透過差價合約快速地進行其交易。(2)當股票市場的委託簿資訊公開之後，交易

人在進行差價合約的交易時，可以更容易地判斷其下委託單的時間、價格以及數量，同時也可以觀察差價合約的提供者是否提供其合理的價格，此可以大幅降低爭議，提高交易人對於差價合約『公平合理價格』的信心。(3)透過網路，交易人可以更迅速且即時地掌握差價合約之標的市場的即時價格與市場深度，而且透過網路，交易人可以加快委託的速度，掌握先機，此將使高槓桿的差價合約交易更具有吸引力。

澳洲研究機構Investment Trends 2013年12月公布2013年英國信用交易報告，發現英國2013年有93,000人使用金融差價交易(financial spread betting)和差價合約(contracts for difference)，低於2012年的104,000人，主要是因為新交易者減少。差價合約活躍的交易者人數減少16%，從25,000減少到21,000人⁹。

CFD是一項OTC商品，其契約規格、交易時間等均具有彈性。CFD提供者可以隨時提供新商品，無須事先經過英國主管機關FSA的審核，但必須每日向主管機關申報所有交易的詳細情形。例如，FSA規定，客戶經由CFD交易所取得的股份在達到一定的股權程度後(5%、10%、15%等)，就必須向市場公告，讓外界瞭解買進CFD的交易人意圖取得標的公司控制權的可能性。

在英國的CFDs是在店頭市場進行交易，並無標準化的契約內容，主管機關為英國金融服務管理局(FSA)。英國境內在店頭市場提供CFD合約的交易商為數眾多，本文蒐集到七家主要交易商的合約內容。這七家交易商為CMC Markets、IG Markets、MF Global、Plus500、AVA Index、GNI Touch以及Blue Index。本文整合這七家交易商的合約內容，依照標的資產、交易制度以及價格的形成、商品流動性、實物交換、交易者的交易成本與現金流量以及風險控管機制等五項CFD合約特性進行探討。

標的資產

⁹ Investment Trends 2013 UK Leveraged Trading Report，
http://www.iggroup.com/corporate/investment_trends_uk_2013.html

英國 CFD 合約標的資產涵蓋的範圍相當廣泛，幾乎納入所有可交易的金融商品。大致上可分為四大類，(一)證券市場相關之標的資產，包含英國本土與全球的主要股價指數與其成分股票，甚至還納入指數期貨以及個別產業指數。例如，英國的 FTSE100、美國的 DJIA、NASDAQ100、S&P500、Russell2000、加拿大的 S&P/TSX、德國的 DAX、日本的 Nikke225 等主要國家的股價指數以及其成分股票。至於指數期貨標的資產部分，有韓國的 KOSPI200 期貨、新加坡的 Singapore Blue Chip 期貨、印度的 India50 期貨等，甚至還包括波動度指數期貨 (volatility index futures)。(二)商品(commodity)市場相關之標的資產，包括許多農產品、貴金屬、原油和黃金等。例如，玉米、棉花、咖啡、糖、黃金(期貨)、白銀(期貨)、銅、熱燃油、布倫特原油等。(三)債券相關之標的資產則涵蓋了美國、英國、日本、加拿大、澳洲等國的長短期國庫公債。(四)匯率相關之 CFDs 則有全球各主要貨幣的即期匯率、匯率期貨和匯率指數(currency indices)等 CFD 合約。

交易制度以及價格的形成

目前在英國 CFD 交易主要乃透過造市者模式(Market Maker Model, MM)與直接入市模式(Direct Market Access Model, DMA)等兩種交易制度來進行¹⁰。事實上，最原始的 CFD 交易機制為 MM 模式，最近才漸漸演變成 MM 模式與 DMA 模式兩者並行的方式進行交易。在最理想的情況下，英國的 CFD 交易商會同時提供兩種交易模式給顧客，並會於網頁上詳細臚列出這兩種交易機制下的個別佣金結構(commission structure)供交易人參考，交易人可藉此資訊充分瞭解其交易成本中佣金與價差所佔的相對比例。

在英國，CFD 提供者面臨彼此激烈的競爭態勢。當顧客上門時，若想以最

¹⁰事實上，不只英國的 CFD 交易是透過 MM 模式與 DMA 模式來進行，就連新加坡以及採用集中交易的澳洲與香港交易所也採用這兩種交易模式來撮合場外的 CFD 交易。因此，本小節會以較大的篇幅來詳細探討這兩種 CFD 交易制度的優劣勢。

快的速度完成 CFD 的交易，顧客通常會選擇 MM 模式，由 CFD 提供者提供其買賣報價。或者，顧客也可選擇以 DMA 模式進行交易，由 CFD 提供者將單子轉到倫敦證券交易所進行交易。此外，CFD 提供者也會跟一些仲介經紀商 (introducing brokers, IB) 合作，當其有客戶欲交易 CFD 時，仲介經紀商便將客戶轉介給 CFD 提供者，由後者替其客戶執行 CFD 交易。根據英國麥格理證券公司 (Macquaries Securities Group, UK) 受訪者的說法，目前(2010 年七月止)英國 CFD 提供者的市佔率應由瑞士信貸銀行(Credit Suisse)拔得頭籌，巴克萊銀行(Barclay Bank)第二，而第三名應是匯豐銀行(HSBC)或是摩根史坦利銀行(Morgan Stanley Bank)。

商品的流動性

由於 CFDs 是在店頭市場交易之商品，故取得交易量之相關訊息較為困難。可以想見 CFD 的流動性可能和標的資產本身的流動性有關，標的資產的流動性越高，CFD 的流動性也可能比較好。例如美國道瓊工業 30 股價指數期貨 CFD 為全球主要指數期貨 CFD，每天的交易時間基本都在 20 小時以上，通常長於期貨交易的時間，商品流動性較佳，可達到增加交易機會及規避風險的效果。

實物交換

一般而言，在店頭市場交易的 CFD 不進行商品、證券的實物交換，交易人的利益或損失是由買入以及賣出 CFD 產生的差價來進行現金結算。

交易者的交易成本與現金流量

在英國交易 CFDs 的交易人，可能需要支付以下的成本和現金流量：

- (1)開設帳戶所需的存入金額:交易人第一次匯款金額依各家交易商的規定而有所不同。以 GNI touch 為例，該交易商要求客戶在開戶後必須存入至少 £5,000，方能開始從事交易。

- (2)必要保證金：交易人所需支付的必要保證金也因各家交易商的要求而有所不同。一般而言，必要保證金也會因標的資產的不同而有變化。例如，CMC Markets 規定個股 CFD 的必要保證金低於標的資產價值的 10%，股價指數、商品與公債的 CFD 則只要求 1%的保證金。相對地，其他六家交易商往往只規定最低的保證金要求，通常介於 0.5%~15%之間。
- (3)手續費：CFD 的交易手續費因各家交易商的要求而有所不同。一般而言，各家交易商都會有最低手續費的要求。在英國交易 CFD 的話，上述七家交易商可能要求介於 £0~£25 的最低手續費。除此之外，一般手續費率皆介於合約價值的 0~0.25%之間。以 CMC Markets 為例，該交易商要求 £8 的最低手續費，而一般手續費則由 0.08%起跳。
- (4)帳戶管理費：一般而言，交易人無須繳納帳戶管理費用。
- (5)利息費用：由於 CFDs 是一種高槓桿的衍生性金融商品，因此當交易人決定持有部位過夜的話，將會承擔必要的利息費用。英國的 CFD 標的資產包含現貨市場的股票、債券和指數，以及衍生性市場的商品和期貨，因此在建立多頭部位的交易人則需支付利息費用，反之建立空頭部位的交易人可以收取利息。至於利率的高低則依照各交易商的規定而有所不同，但原則上都以 Libor rate 為基準利率，然後加減碼 2.5%~3%，利息的計算方式為每日計息。

風險控管機制

由於英國 CFDs 是在店頭市場交易，對於交易人的風險控管不似集中市場完善，故券商大多有“自動停損平倉(Stop-Loss)制度”以控制風險。交易人使用停損單，可以設定平倉的價位。如果市場走勢朝著交易人預測的反方向進行，停損單可以控制損失；如果市場走勢朝著交易人預測的方向進行，透過調整停損單可以鎖定獲利，以防市場突然反轉。

為了防止交易人違約，CFDs 的提供者會向交易者收取保證金。由於交易人

是直接和 CFD 提供者(交易對手)進行交易，故不需經過集中清算的程序，優點是效率較高，較不費時。但缺點是交易人須要承受較高的交易對手風險，故投資 CFD 時，要慎選名譽較好的券商作為交易對手。

斷頭

CFDs 交易的停損規則是當交易人的帳戶內有效保證金金額低於必要保證金金額的某特定比例時，券商會將交易人持有的未平倉部位一部份或全部，按照市價自動平倉。

3.2 澳洲(ASX,OTC)

2002 年 3 月，交易商 CMC Markets 首先將差價合約推行到澳洲，以 OTC 的方式交易，緊接著 2002 年 7 月另外一大交易商 IG Group 也進入澳洲市場，並且逐漸在澳洲的市場中受到交易人的歡迎。2007 年 11 月，澳洲交易所(Australian Securities Exchanges; ASX)在其期貨交易系統(即原有的 Sydney Futures Exchange; SFE)推出了交易所交易的差價交易契約(以下簡稱 ASX CFDs)，最大的特色是集中交易的標準化契約。由於 ASX CFDs 是交易所集中交易的商品，任何開戶的交易人可以直接在交易所進行交易，同時也受到政府法令的監督，就像是交易股票一般，透明度高，特別是採中央集中結算，交易人不須要再選擇交易對手，也沒有交易對手的風險存在。但缺點是澳洲的 CFDs 種類較少，交易人選擇性減少，而且因為需要時時關注 CFDs 以及其標的資產的價格變化，交易人需要付較高的成本費用。事實上，大部分 CFDs 是經由 OTC 市場交易完成，透過澳洲交易所交易的 CFDs 比率相當低(低於 1%)。

與英國發展的過程類似，澳洲 OTC 市場的差價合約發展非常快速，但是主要的交易人是個人交易人，而非避險基金或機構交易人。根據 Financial Standard(2008)報告指出，澳洲已有超過 35 家差價合約交易商，交易人每次交易金額平均約為澳幣\$30,000 到\$40,000，交易人的交易頻率約為一星期 2 次，平均

持有部位 3~5 天。在所有的交易商中，市場佔有率最大的還是首先將差價合約引進的交易商 IG Markets 和 CMC Markets。

值得一提的是，2008 年的金融風暴也衝擊了澳洲的差價合約交易市場，根據投資者趨勢 2008 年的研究報告指出，澳洲差價合約的交易人人數從 2007 年 4 月的 31,000 人，降低至 2008 年 8 月的 26,000 人，也發現差價合約平均交易金額從 \$55,000 降至 \$41,000。澳洲交易人最初視差價合約為一種多頭的投資工具，適合在市場多頭時進場買進以獲得報酬。但隨著市場的波動加劇，交易人逐漸將差價合約視為是風險控管的工具，在多頭與空頭皆適合交易。交易人在面對市場環境的劇烈變化時，會傾向交易指數型之差價合約，而非個股型差價合約。

Investment Trends(2013)訪問澳洲 CFD 交易者¹¹，發現澳洲顯著比英國、德國與法國有較高的 CFD 交易，在 2013 年 6 月前一年澳洲有 41,000 人交易 CFDs。若以交易 CFD 人口比例來看，澳洲佔 0.24%，較第一名的新加坡 0.55% 低，但比英國 spread betting(0.18%)、英國 CFDs(0.05%)、德國 CFDs(0.06%) 以及法國 CFDs(0.04%) 高。內容詳見表 3-1。

表 3-1 各國交易 CFD 的交易人統計

	Australia CFDs (Jun 2013)	UK FSB (Jul 2012)	UK CFDs (Jul 2012)	Germany CFDs (Apr 2013)	Singapore CFDs (Sep 2012)	France CFDs (Feb 2013)
Number of CFD traders	41,000	92,000	25,000	43,000	22,000	19,500
Number of adults (million)	17	50	50	68	4	51
Penetration (% of adult population)	0.24%	0.18%	0.05%	0.06%	0.55%	0.04%

資料來源：Investment Trends 2013 Australia CFD Report

Lee and Choy(2013)以 2007 年 11 月 5 日至 2010 年 6 月 30 日在澳洲交易所

¹¹ 根據 2013/5/1 至 2013/6/10 訪問 12,458 位投資人的問卷結果。
<http://www.iggroup.com/corporate/australia-it-report-2013.html>

交易的 71 檔 CFDs 交易與報價資料，研究 CFD 的績效，發現 ASX-listed CFD 市場買單較賣單有較高的日報酬，甚至在扣除融資成本後不管大單或小單仍有短期報酬，而且 CFD 交易較標的現貨交易績效較佳，且長達一週；另外，散戶在短期有正績效，與過去文獻上散戶會虧損的研究不一致。

澳洲的 CFD 交易，因其 OTC 的 CFD 與 ASX CFD 併存，相當具有特色。本節將分別介紹澳洲的 OTC CFD 以及 ASX CFD。

3.2.1 澳洲 OTC CFDs

澳洲的 OTC CFD 交易，與英國相同，採用了造市者模式(Market Maker Model; MM 模式)與直接入市模式(Direct Market Access Model; DMA 模式)兩類。相關的運作，請參考英國的 MM 模式與 DMA 模式。然而，與英國差異之處，在於澳洲 CFD 交易的主要參與者是散戶，而澳洲的散戶要透過融資融券交易具有相當的困難度，因此 CFD 的交易能夠在澳洲取的高度的成長，可能與此因素有關。

澳洲 CFD 的提供者，必須要向澳洲證券暨投資委員會(Australian Securities & Investments Commission; ASIC)申請執照。目前提供 MM 模式之 CFD 交易的有 CMC Markets，而提供 DMA 模式之 CFD 交易的有 IG Markets, E-trade CFDs, Macquarie CFDs, Man Financial CFDs, Marketech CFDs, GFT CFDs 等。

由於 OTC CFD 的交易者的交易對手是 CFD 的提供者，因此交易者會有交易對手的信用風險。DMA 模式的 CFD 交易量相當大，特別是個股的 CFD 以及指數 CFD，其成交有時候可以佔其標的現貨 10%-15% 的交易量，此交易量遠高於 ASX 的 CFD(約佔其標的現貨交易量的 1%)。而 MM 模式的交易並不需要向外界揭示，因此實際的成交量外界很難猜測，此容易引發兩個衍生的問題：(1) 由於交易量的不透明，市場管制者可能不清楚 CFD 提供者的風險部位，使市場不穩定的因素增加。(2) 由於交易者持有 CFD 部位之資訊不透明，亦會增加對市場監視的困難度。

3.2.2 澳洲 ASX CFDs

2007 年 11 月，澳洲交易所(Australian Securities Exchanges; ASX)在期貨交易系統(即原有的 Sydney Futures Exchange; SFE)推出了交易所集中交易的差價合約(簡稱 ASX CFD)，最大的特色是集中交易的標準化契約。

ASX 的差價合約是標準化的契約，其標的資產包括澳洲 50 指數成份股的個別股票、指數、指數 ETF、全球主要股價指數、世界主要貨幣、貴金屬……等等。以股票類的差價合約的成交量最大，佔總成交量的 99%，其它商品、指數、與貨幣差價合約之成交量相對較小。ASX 的差價合約沒有到期日，但是有下列三種例外的情況：(1)當該契約缺乏流動性時，(2)該契約的標的資產下市時，或是(3)該契約之標的資產資料取得困難(例如某指數類不再編製，或是資訊廠商不願意再提供報價資訊)。當上述三種情境發生時，ASX 會討論將該差價合約自交易所下市。

由於 ASX 的差價合約採取交易所集中交易的方式，所有的交易人(包括造市者)將委託單集中於 ASX 的集中交易市場(SYCOM® 交易系統)進行撮合，亦即採取委託單驅動的方式來進行價格發現的功能。然而，ASX 差價合約集中交易的方式，與英國的直接入市模式並不一樣。在直接入市的模式下，差價合約的委託單透過差價合約的交易商，會下到現貨市場直接與現貨的股票一起參與撮合，但是在 ASX 之差價合約的集中交易市場，差價合約的買賣價格是由差價合約的買單與賣單所決定的，並不參與股票的現貨市場交易。因此差價合約的交易價格會與現貨的價格有不一致的現象。為了確保差價合約的價格與標的資產價格一致性，ASX 有下列的三項措施：

(1)採取每日結算，結算的價格依據標的資產的當日收盤價格作為結算價格，使每日收盤時差價合約的價格與其標的資產的價格能夠一致。

(2)允許套利活動，並且 ASX 有指定的造市者(designated price makers; DPMs)來提

供差價合約的報價。指定造市者以及其他的市場參與者會經由套利的交易使得差價合約以及其標的資產價格維持一致。此外，交易人可以透過 Exchange for Physical (EFP) 機制，將股票類差價合約的部位轉換成股票，如此可以增加套利的彈性。

(3) 價格的競爭：指定的造市者(DPMs)的參與交易，大幅地提高市場的流動性，縮小差價合約的買賣價差。為了提供鼓勵指定造市者能積極參與造市，ASX 提供了手續費的折扣以及部份的利息收入給造市者。

差價合約的交易採取價格/時間優先，為匿名交易，使得交易雙方的身份不至於外洩。在交易的資訊上面，ASX 揭示差價合約之成交價格、最佳買賣價及其數量，以及差價合約之未平倉部位，因此整體而言，在交易所交易的差價合約其交易資訊透明度較高。

ASX 推出差價合約之後，雖然交易量有高度的成長，但是相對於其標的資產以及直接入市模式(DMA)的差價合約而言，ASX 差價合約的交易量仍然偏低，而且買賣的價差會較現貨市場大。由於 ASX 的股票現貨市場與差價合約是在不同的交易系統交易，指定造市者必須透過兩套不同的系統與介面來進行報價、避險與套利等交易活動，因此無法揭示較窄的買賣價差，此可能也是造成 ASX 差價合約流動性較差的原因。Brown, Dark, and Davis (2010) 歸納 ASX 集中交易 CFDs 的低成交量，主要原因在於 CFDs 是在期貨的交易系統交易，指定造市者無法有效率地一邊在期貨市場報價與造市，另一邊在現貨市場進行避險，此問題值得我國在進行 CFDs 交易制度規畫時的重要參考依據。

在風險控管機制方面，由於 ASX 的差價合約是交易所集中交易的金融商品，因此比起其他的 OTC 商品，ASX 的差價合約在風險控管機制上有更多的安排，對交易人提供較多的保障。風險控管的第一道機制是交易人繳交的保證金，保證金可以分為原始保證金(initial margins)與變動保證金(variation margins)兩類，ASX

的差價合約的原始保證金依標的資產的波動性、流動性以及市場的環境而有不同，約佔標的資產價格的 5% 至 10%。而差價合約在逐日清算或是盤中，若原始保證金在扣除損益之後無法滿足最低的保證金要求，交易人必須要補足變動保證金，否則交易所會將該部位斷頭。

ASX 之差價合約風險控管的第二道機制為集中清算，由 SFE Clearing Corporation (SFECC) 之結算中心提供 ASX 之差價合約市場集中清算，優點是由 SFECC 來作為所有交易人的清算對手，可以降低交易對手的違約風險；此外，也可以避免交易人隱藏其巨額的交易損失，以致於影響整體市場的穩定性。最後，結算保證基金(Clearing Guarantee Funds)作為 ASX 之差價合約風險控管的最後一道機制。

標的資產

在 ASX 的 CFDs 是標準化的契約，其標的資產包括澳洲 50 指數成份股的個別股票、指數、指數 ETF、全球主要股價指數、世界主要貨幣、貴金屬……等等。以股票類 CFDs 成交量最大，佔總成交量的 99%，其它商品、指數、與貨幣 CFDs 之成交量相對較小。ASX 的 CFDs 沒有到期日，但是有下列三種例外的情況：(1) 當該契約缺乏流動性時，(2) 該契約的標的資產下市時，或是(3) 該契約之標的資產資料取得困難(例如某指數類不再編製，或是資訊廠商不願意再提供報價資訊)。

交易制度以及價格的形成

由於 ASX 的 CFDs 採交易所集中交易的方式，所有的交易者(包括造市者)將委託單集中於 ASX 的集中交易市場(SYCOM® 交易系統)進行市場撮合，採取價格/時間優先。採取匿名交易，使得交易雙方的身份不至於外洩。在交易的資訊上面，ASX 揭示 CFDs 之成交價格、最佳買賣價及其數量，以及 CFDs 之未平倉部位，因此整體而言，在交易所交易的 CFDs 其交易資訊透明度較高。

由於 CFDs 的交易採取集中交易的方式，其交易的價格可能會與其標的資產的價格有所差距，為了確保 CFDs 的價格與標的資產價格一致性，ASX 有下列的三項措施：

- (1)採取每日結算，結算的價格依據標的資產的當日收盤價格作為結算價格，使每日收盤時 CFDs 的價格與其標的資產的價格能夠一致。¹²
- (2)允許套利活動，並且 ASX 有指定的造市者(designated price makers; DPMs)來提供 CFDs 的報價。DPMs 以及其他的市場參與者會經由套利的交易使得 CFDs 以及其標的資產價格維持一致。此外，交易者可以透過 Exchange for Physical(EFP)機制，將股票類 CFDs 的部位轉換成股票，如此可以增加套利的彈性。
- (3)價格的競爭：指定造市者(DPMs)的參與交易，大幅地提高市場的流動性，縮小 CFDs 的買賣價差。為了提供鼓勵指定造市者能積極參與造市，ASX 提供了手續費的折扣以及部份的利息收入給造市者。

根據 ASX 所公告的新聞稿，目前取得指定造市者資格的金融機構與業者有 Commonwealth Bank of Australia, Credit Suisse, IMC Pacific, Optiver Australia Pty Ltd, Susquehanna Pacific Pty Ltd, UBS Australia, Merrill Lynch Australia, Timber Hill Australia Pty Ltd 等八家。

商品的流動性

ASX 同時有股票、CFDs、權證及結構商品、選擇權、期貨、利率以及混合證券等交易，CFDs 與其他商品的交易量可以從 ASX 取得。

ASX 推出 CFDs 之後，雖然其交易量有高度的成長，但是相對於其標的資產

¹²每日結算價格(Daily Settlement Price; DSP)的決定，在 ASX 交易之股票與股價指數之 CFDs 由 ASX 所揭示的收盤價作為 DSP，而其他的商品(如黃金以及貨幣)依獨立公正之資訊廠商(如 Reuters)之報價作為結算價格。

以及 DMA 模式的 CFD 而言，ASX CFD 的交易量仍然偏低。本研究稍候會比較澳洲各種不同 CFD 的交易成本，根據我們的觀察，ASX CFD 具有較大的買賣價差，是成交量較低的主要原因。由於 ASX 的股票現貨市場與 CFD 是在不同的交易系統交易，指定造市者(DPMs)必須透過兩套不同的系統與介面來進行報價、避險與套利等交易活動，因此無法揭示較窄的買賣價差，此可能也是造成 ASX CFD 流動性較差的原因。

實物交換

ASX 的 CFDs 除了可以採取一般的現金交割之外，交易者可以透過實物交換 Exchange for Physical (EFP) 機制，將股票類 CFDs 的部位轉換成股票。此類似於融資融券之現金或是現券償還。

交易者的交易成本與現金流量

ASX 之 CFDs 的交易者，在交易時可能面臨以下的交易成本與現金流量：

- (1) 經紀商的手續費：因為交易者透過經紀商，將委託單輸入至 ASX 的委託簿集中交易，所以雙方交易者(無論是多部位與空部位)均需支付經紀商的手續費。
- (2) 持有部位的費用(Open Interest Charge; OIC)：無論是多部位或是空部位的交易者，只有持有部位，ASX 都會收取 OIC。
- (3) 利息費用(Contract Interest)：由於 CFDs 是採取高槓桿的交易，交易者利用少許的資金交易 CFDs 就可以買進或賣出數倍或數十倍價值的標的資產，因此中間必須支付利息費用¹³。CFDs 的交易由多頭部位持有者補貼利息給空頭部位的持有者，利率採浮動利率，大多依照隔夜拆款利率來訂定。
- (4) 股利(Dividend Cashflow)：證券在支付股利時，除息日當天股價會下跌來反應股利的金額，因此，股票類以及股價指數類之 CFDs，其空部位的持有者會將

¹³ 事實上，CFDs 與期貨交易非常類似，而期貨契約已經將利息隱函於價格上，而 CFDs 的交易由多頭部位持有者補貼利息給空頭部位的持有者。

股利金額支付給多部位的持有者，以補償多部位持有者在 CFDs 價格下跌的損失。CFDs 之股利支付是發生在除息日當天，因此會比標的資產證券實際股利支付日早數週。

(5)股利抵稅的額度：由於股利可以產生抵稅(Franking Credit)，因此 CFDs 的空部位的持有者會將股利抵稅的額度支付給多部位的持有者。

(6)收益率的現金流(Yield Cashflow)：由於匯率的 CFDs 是兩個貨幣之間的交換比率，因此兩貨幣之間的利率是匯率 CFDs 的隱含持有成本，多部位的持有者與空部位的持有者會依據兩者的差距來支付收益率的現金流量。

茲將交易成本以及現金流量，依據多部位持有者或是空部位持有者，整理如表 3-2，請參見。

表 3-2 ASX 之 CFDs 的交易者與現金流量

交易成本與現金流量	多部位持有者	空部位持有者
經紀商的手續費	支付	支付
持有部位的費用	支付	支付
利息費用	支付	收取
股利	收取	支付
股利抵稅的額度	收取	支付
收益率的現金流(僅適用匯率 CFDs)	依利率差決定	依利率差決定

資料來源：Understanding ASX Listed CFDs, Australia Securities Exchange.

風險控管機制

在風險控管機制方面，由於 ASX 的 CFDs 是交易所的集中交易商品，因此比起其他的 OTC 商品，ASX 的 CFDs 在風險控管機制上有更多的安排，對交易者提供較多的保障。

風險控管的第一道機制是交易者繳交的保證金，保證金可以分為原始保證金(Initial Margins)與變動保證金(Variation Margins)兩類，ASX 的 CFDs 的原始保證

金依標的資產的波動性、流動性以及市場的環境而有不同的幅度，約佔標的資產價格的 5% 至 10%。¹⁴而 CFDs 在逐日清算或是盤中，原始保證金在扣除損益之後無法滿足最低的保證金要求，交易者必須要補足變動保證金，否則交易所會將該部位斷頭。

ASX 之 CFDs 的風險控管第二道機制為集中清算，由 SFE Clearing Corporation(SFECC)之結算中心提供 ASX 之 CFDs 市場集中清算，優點是由 SFECC 來作為所有交易者的清算對手，可以降低交易對手的違約風險；此外，也可以避免交易者隱藏其交易巨額的損失，以致於影響整體市場的穩定性。最後，結算保證基金(Clearing Guarantee Funds)作為 ASX 之 CFDs 風險控管的最後一道機制。

3.2.3 OTC CFDs 與 ASX CFDs 之比較

如前所討論的，澳洲的經驗顯示，OTC 之 CFD 的成交量較 ASX CFD 的成交量高。Brown, Dark, and Davis (2010)歸納 ASX 集中交易 CFDs 的低成交量，主要原因在於 CFD 是在期貨的交易系統交易，指定造市者無法有效率地一邊在期貨市場報價與造市，另一邊在現貨市場進行避險。此問題值得我國在未來進行差價合約交易制度規畫時的重要參考依據。

根據 2009 年 MF Global 對於 1,998 位 CFD 的交易者所作的調查，在偏好的交易模式選擇上，有 59% 的交易者偏好 DMA 模式，17% 的交易者偏好 MM 模式，僅有 5% 的交易者偏好 ASX 的 CFDs。此份調查亦發現，當每月交易小於 11 次的交易人而言，他們偏好 MM 交易模式的比率僅僅 11%，而每月交易 11-30 次的交易人，偏好 MM 交易模式的比率上升至 15%，對 30 次以上的交易人，此比率更上升至 24%。亦調查結果顯示，雖然平均而言偏好 MM 模式的交易者僅佔 17%，

¹⁴ 原始保證金的高低，主要是考慮標的資產隔夜(收盤至隔一日開盤之間)價格變動的可能範圍來訂定。

但交易頻率較高的交易者，較偏好 MM 的交易模式¹⁵。

此外，該份的調查也顯示，澳洲的交易者視 CFD 的主要功能為『提供融券交易』的有 50%，『投機交易』的佔有 40%，『替代融資融券交易』的佔有 38%。

接下來，我們分別從商品種類、交易方式、交易成本、流動性、風險管理等不同構面，來探討澳洲 OTC CFD 與 ASX CFD 之間的差異。

1. 商品種類

ASX CFD 的標的資產包括澳洲 50 指數成份股的個別股票、指數、指數 ETF、全球主要股價指數、世界主要貨幣、貴金屬等，為標準化的契約。而 OTC CFD 的標的資產除了包括上述項目外，亦包括許多的中小型個股、匯率等資的資產，且契約規格較有彈性。

2. 交易方式

ASX CFD 由交易所 CFD 平台集中交易，有 CFD 商品的限價委託簿。每一個 CFD 有 3 個以上的指定造市者提供造市。直接入市模式之 CFD，由提供者將客戶的委託單傳送到現貨市場參與現貨市場的交易，而造市者模式之 CFD，由提供者提供買賣的報價，是報價驅動的市場。

3. 交易成本

交易成本包括經紀商手續費、持有部位費用、利息費用、資訊費用、額外的買賣價差等。

經紀商手續費方面，ASX CFD 收取交易本金的 0.1%，每筆至少 \$10，大量者有額外折扣。DMA 收取交易本金的 0.1%，每筆至少 \$10~\$12。MM 亦收取

¹⁵ 此份調查發現，當每月交易小於 11 次的投資人而言，他們偏好 MM 交易模式的比率僅僅 11%，而每月交易 11-30 次的投資人，偏好 MM 交易模式的比率上升至 15%，對 30 次以上的投資人，此比率更上升至 24%。

交易本金的 0.1%，每筆至少 \$10，但有些 MM 模式的業者不收手續費。

持有部位費用方面，僅有 ASX 向買賣雙方收取持有部位費用，按日收取，目前的費用為交易本金的 1.5%(年化利率)。

利息費用，ASX CFD 向多頭部位的交易者收取 RBA + 2% 的利息費用，向空部位支付 RBA - 2% 的利息費用。而 DMA 以及 MM 則向多頭部位的交易者收取 RBA + 3% 的利息費用，向空部位支付 RBA - 3% 的利息費用。

資訊費用方面，透過 ASX CFD 以及 DMA CFD 交易的交易者，每月將支付 \$41.25 的資訊費，以取得即時的委託簿資訊。

額外的買賣價差，使得 ASX CFD 的買賣價差較標的資產大，雖然 ASX 有指定的 CFD 造市者，但是由於 CFD 與標的資產是在不同的交易平台交易，因此會增加其造市的難度。由於 DMA CFD 的提供者是直接將客戶的委託轉至現貨市場進行避險，因此買賣價差與現貨市場是一致的。MM CFD 的買賣價差是其提供者的收入之一，因此其買賣價差較大。

4. 流動性

雖然 ASX 的 CFD 成交量成長幅度相當高，但是每天的成交量仍相當低，在 2009 年 10 月至 11 月時，最熱門的個股 CFD 亦僅佔其現貨交易的 1%。而澳洲 DMA 交易模式之下，CFD 提供者將交易人的委託轉到現貨市場進行避險，根據業者表示，約有現貨市場 20% 的成交量是由 CFD 所創造的。此外，DMA 模式下的 CFD，其流動性相當於現貨市場，因此 DMA 模式的 CFD，其流動性遠高於 ASX 的 CFD。

在 MM 模式之下，雖然有額外的買賣價差，但是 CFD 的造市者提供的買賣報價以及其所願意承擔的最大數量，只要交易人所下之委託單低於該最大數量，即可立刻進行交易，因此流動性相當高。

5. 風險管理

ASX 的 CFD 由於採取集中交易，市場整體的透明度較高，而且 CFD 交易者的交易對手是交易所，有較嚴格的財務安全機制，因此交易者的信用風險較低。而 DMA 與 MM 模式的 CFD，交易者的交易對手是 CFD 的提供者，因為是 OTC 的商品，因此會有較高的交易對手信用風險。DMA 模式下，業者將客戶的委託轉至現貨市場進行避險，資訊較為透明，而 MM 模式下，由於資訊透明度不高，交易者的風險最高。

有關於 ASX CFD 以及直接入市或是造市者模式的 CFD 的比較，請參見表 3-3。

表 3-3 交易所 ASX CFD、直接入市模式 CFD 與造市者模式的 CFD 的比較

	交易所 CFD (ASX CFD)	直接入市 CFD (DMA CFD)	造市者 CFD (MM CFD)
商品種類	標準化契約，種類較少	非標準化契約，種類較多	非標準化契約，種類較多
交易方式	由交易所 CFD 平台集中交易，有 CFD 商品的限價委託簿。每一個 CFD 有 3 個以上的指定造市者提供造市。	CFD 提供者將客戶的委託單傳送到現貨市場參與現貨市場的交易。	由 CFD 的提供者提供報價
經紀商的手續費	0.1%；至少 \$10 大量者有額外折扣	0.1%；至少 \$10~12	0.1%；至少 \$10 有些 CFD Providers 不收取
持有部位的費用	1.5%	不收取	不收取
利息費用	RBA±2%	RBA±3%	RBA±3%
資訊費用	\$41.25	\$41.25	N/A
額外的買賣價差	有	無	有
成交量	低	高	高
市場透明度	高	中	低
原始保證金	約 10%	約 5%~15%	約 3%~10%
交易對手	交易所	CFD 的提供者	CFD 的提供者
交易對手的信用風險	低	中	高

資料來源：本研究計畫整理。

註： RBA: Reserve Bank Australia

額外買賣價差：指 CFD 的買賣價差是否較標的資產買賣價差大。

3.3 德國

德國境內直到 2006 年才允許 CFDs 交易，德國的交易人似乎對 CFDs 的接受度相當高，德國的差價合約交易快速成長，為成長最快速的市場之一，在 2011 年時德國市場在全世界的排名為第三，原因可能是歐盟的 MiFID(Markets in Financial Instrument Directive)為了增加資訊透明度以及對交易人的保護而對 OTC 衍生性金融商品要求更多的規範，因此，吸引越來越多的交易人參與差價合約之 OTC 市場交易，也造成越來越多的交易商開始在德國設有據點。由於差價合約受到交易人的熱烈歡迎，使得原本在德國非常受歡迎的權證 zertificaten(certificates)交易量減少許多；當差價合約交易在 2008 年成長快速時，權證的交易量下降了高達 40%，這可能歸因於差價合約比權證有較好的流動性，此為二者競爭與替代關係。

德國的差價合約交易，大多數集中在股票市場指數(德國市場指數 DAX)的差價合約，即交易人視差價合約為股票市場指數的交易工具，在 2008 年時，交易股票市場指數的差價合約就佔了整體差價合約交易量的 82%，而第二高的商品則是外匯相關的差價合約，佔了 11%左右。令人驚訝的是外匯市場已提供不錯的交易機制讓交易人可槓桿操作(例如外匯期貨與選擇權)，但還是有許多交易人選擇利用外匯型的 CFDs 來交易外匯，這可能是因為 CFDs 較簡單。

商品或個股型股票的 CFDs 大概各只佔了 3%左右。雖然目前的交易量仍然很低，個股型股票的 CFDs 確實提供交易人一個非常好的方式可以擁有現貨，只須少許保證金就可進場，相對於直接在現貨市場買進股票容易多了，而且進入門檻很低，因擁有此項優勢，預期未來個股型股票的 CFDs 交易量應該會大幅增加。而在商品類型的 CFDs 方面，德國交易人目前大多仍選擇以期貨來操作，因為期

貨也提供了高槓桿的特性，因此預期未來商品類型的 CFDs 交易要取代商品期貨合約的交易，可能會面臨很大的挑戰。

根據研究指出，CFDs 在德國的開戶數目從 2008 年底的 36,000 個到 2011 年 3 月已有 70,000 個，短短的 3 年多時間，交易帳戶就增加了快一倍。德國整個 OTC 市場的衍生性金融商品部門因為權證以及 CFDs 的交易盛行，從 2008 到 2009 年價值就增加 49%，交易量增加 116%。

Investment Trends(2013)¹⁶針對 2013 年 3 月至 4 月德國 14343 位散戶進行 CFDs 與 FX 交易問卷，發現：(1)德國 CFD 交易者有 43000 位，較去年成長 34%。(2)新的客戶在意造市者的財務強度與安全性。過去一年，交易者對價格很敏感，並且尋求低價差與低佣金(願意在未來 12 開 CFD 帳戶的交易者有 47%認為造市者的財務強度與安全性是重要的考量因素)。(3)60%的 CFDs 使用智慧型手機進行交易，較去年的 40%提升。

3.4 新加坡

在眾多國家已發展 CFDs 交易的當下，新加坡目前是全球排名第四大的市場，第一到第三分別是英國、德國、澳洲。差價合約和新加坡交易所(SGX)於 2009 年 2 月提供的延期結算合約 extended settlement(ES)非常相似，而延期結算合約有固定的到期日(約在上市日開始 35 天)，但因為延期結算合約流動性低，CFDs 受到交易人的歡迎，因此成交量急速成長。隨著 CFDs 交易量的大幅上升，權證在新加坡的 OTC 市場交易量從 2007 年起即大幅衰退。

新加坡主要的 CFDs 交易商為經紀商，例如 CIBC-GK、Phillio 以及 Kim Eng，少數為國外交易商，例如 IG Group、CMC Markets。投資者趨勢研究指出到 2012 年 11 月為止，在新加坡市場已有 22,000 CFDs 的交易人，約佔全體人口 0.55%，

¹⁶ <http://www.iggroup.com/corporate/germany-it-report.html>

其中多數在不同的交易商開有戶頭，顯見 CFDs 在新加坡受到交易人的喜愛，CMC Markets 的市佔率目前居於第二位，而 IG Group 則是第四位。

與英國相同的是，新加坡的 CFDs 是在 OTC 市場交易，交易商提供造市者模式以及直接入市模式兩者。大多數的交易商是提供直接入市模式，在直接入市模式下，若是股票型的 CFDs，其價格是和現貨市場價格一樣，價格全然的透明化。

大部分交易人持有 CFDs 的天數是 25 天到 55 天，並且大約有 40% 的交易人進行外匯相關的差價合約交易，35% 的交易人進行個股的差價合約交易。

標的資產

由於新加坡的 CFDs 為店頭市場交易，標的資產會隨著券商主要發行商品而有所不同。產品涉及範圍廣泛：包含外匯、股價指數、成分股股票、商品期貨。而標的資產包含許多國家例如：新加坡、香港、歐洲、日本、澳洲、紐西蘭等等。商品到期日依所屬標的資產而有不同，一般來說，CFDs 大多沒有到期日，只要交易人帳戶內的保證金足夠支應其和市場的變化，就可以一直擁有該帳戶。但若所連結標的為商品期貨，期貨 CFD 和交易所的期貨交易一樣，都有到期日。

交易制度以及價格的形成

新加坡的 CFDs 是在場外交易，因此 CFDs 交易沒有固定的交易場所。交易人直接與券商透過網路或電話進行交易。在價格資訊揭露方面，券商會直接向交易人揭露各個 CFDs 相對應的標的資產市場價格。參考英國的 CFD 定價模式，新加坡也採用直接入市模式與造市者模式兩種 CFDs 定價方法。

商品的流動性

由於 CFDs 是在店頭市場交易之商品，故取得交易量之相關訊息較為困難。但透過 CFDs 可交易時間，可看出其產品之流動性強度。新加坡券商提供的 CFDs

幾乎可以 24 小時進行交易，另外也提供交易人主要股價指數正常交易時間之外的報價，使交易人能夠根據最新資訊隨時交易，即使相關交易所已經關閉。由此可見，CFDs 不似實體商品，有固定交易時段。

實物交換

交易人的利益或損失直接由買入以及賣出 CFDs 產生的差價來進行現金結算，不可以進行實物交換。

交易者的交易成本與現金流量

新加坡 CFDs 之交易者，可能需要支付的費用如下。相關的現金流量，請見表 3-4。

- (1)保證金：股票指數 CFDs 的保證金以交易者建立部位時，其價值的百分比計算，通常大約為標的資產價值的 10%，保證金多寡取決於市場條件和商品波動性。
- (2)佣金(手續費)：交易者建立部位及平倉部位，分別收取佣金。
- (3)利息費用：持有多頭部位的交易者必須支付利息，而持空頭部位交易者可收取利息。
- (4)股利：股票指數 CFDs 股息調整在標的資產除息日當天進行。持有多頭部位交易者可得到股利，而持空頭部位交易者須支付股利。
- (5)融資費用：持有多頭部位若經隔夜，券商會根據契約的價值收取融資費用，但如果持有部位是一個固定到期的期貨合約，則融資費用將會算入該產品的報價。

風險控管機制

新加坡 CFDs 為店頭市場交易，對於交易人的風險控管不似集中市場完善。因此券商提供交易人“保證停損”服務，若市場劇烈波動的情況下，保證停損會對

交易人的風險責任作出絕對限制，但不會影響交易人部位的獲利能力。交易人可行使保證停損機制並設定一個最高或最低的退出交易價位，若市場向不利的方向移動，交易人的部位將於設定的停損價位平倉。但使用這種有限風險保護，交易人需要支付一次性的額外費用，類似一種保險費。

為了防止交易人違約，CFDs 的提供者會向交易者收取保證金。由於交易人是直接和券商進行交易，故不需經過集中清算的程序，優點是效率較高，較不費時。但缺點是交易人的風險較高，故投資 CFDs 時，要慎選名譽較好的券商作為交易對手。目前新加坡金融管理局(MAS)將考慮限制散戶交易如此複雜商品的槓桿程度，並評估 CFD 轉移至透明交易系統和結算公司的可能性，另外，由於海外經紀商不受 MAS 規則的規範，容易產生客戶款項與追索權的風險，未來 MAS 計劃將嚴格規定 CFD 的交易規範¹⁷。

表 3-4 新加坡之 CFDs 的交易者與現金流量

交易成本與現金流量	多部位持有者	空部位持有者
必要保證金	支付	支付
手續費	支付	支付
利息費用	支付	收取
股利	收取	支付
融資費用	支付	無

資料來源：MF Global Singapore 網頁

3.5 香港

香港的牛熊證為一種組合式的歐式標準化 CFDs，反映標的物資產價格的結構性產品，與標的資產的價格變動比例為一比一，即 Delta 值等於一，它是一種類似於權證的金融衍生工具，在香港還沒有牛熊證買賣時，德國已有發行商推出恆生指數牛熊證，而新加坡的場外市場亦有與恆生指數連結的牛熊證。牛熊證分

¹⁷ “Singapore, MAS to Tighten CFD Rules”, 2012/05/14 CFD News, <http://www.contracts-for-difference.com/news/industry-news/8001-singapore-mas-to-tighten-cfd-rules/>

成牛證和熊證兩種契約，看好標的資產的價格可投資牛證，看淡標的資產的價格可購入熊證，在市場上流通的市價稱為行使價。此種權證不同於傳統 CFD 的特點在於嵌入了保證停損價格(Guaranteed Stop-loss)和到期日的設計，在發行時有附帶的條件，在牛熊證的有效期間內，也就是當標的資產價格觸及停損價格(收回價)時，發行商會及時收回有關牛熊證，雙方的契約將會中止，最大的特色是並無保證金的設計。若相關資產價格是在到期日前觸及停損價格，則牛熊證將會提早到期，原上市規定的到期日即不再生效。

香港交易所自 2006 年 6 月推出 11 支牛熊證上市，2009 年牛熊證上市達到高峰，累積至 2012 年已有 31,038 支牛熊證發行，每年數據詳見下表 3-5。

表 3-5 香港 2006 年至 2012 年牛熊證統計資料

	新上市牛熊證	成交金額(百萬港元)	佔市場總額(%)
2006	89	11,335	0.14
2007	403	71,380	0.33
2008	4,294	1,039,557	5.91
2009	8,129	1,676,065	10.86
2010	6,636	1,455,404	8.52
2011	5,396	1,852,136	10.84
2012	6,091	1,533,155	11.56
小計	31,038		

資料來源：香港交易所

註：香港牛熊證由 2006 年 6 月 12 日起買賣。

交易人可以對照標的資產(比如股票、指數或者商品)的價格，利用小額資金來交易牛熊證，可以得到與持有現貨資產相同損益的結果。以和股票連結的牛證為例，某公司股票 100 元，發行商發行牛證，行使價定為 80 元，那麼發行價將會是股價 100 元減行使價 80 元，即 20 元，若交易人購買牛證，交易人就可獲得在到期日前以 80 元的價格購買該股票的權利。透過牛熊證的高槓桿特性，交易人進入市場更加容易。和其他衍生性商品相似，牛熊證的收益會隨標的物價格改

變而變動，當投資人預估方向錯誤時，會損失所有投資金額。和普通權證不同的地方在於牛熊證設有停損，當股價觸及限制價，牛熊證便會提早到期。

香港牛熊證可分為 N 型和 R 型，R 類被強制收回時可能有剩餘價值，N 類則沒有。香港牛熊證的交易單位為 100 股。此外，當香港牛熊證觸及限制價時，標的證券次一營業日最低成交價即為結算價格。因香港為國際金融交易中心，除了發行以港幣計價的牛熊證之外，也提供交易人美元計價的牛熊證，因此除了一般的投資風險外，香港牛熊證的交易人還需注意匯率風險。

標的資產

牛熊證投資標的根據香港聯交所的規定可分成五個主要類別(1)個股的牛熊證發放以流通性(Turnover)作為標準，以在交易所上市的高流通量港股為主要個股標的：滙豐控股、和黃、中石油、中移動及長實五檔大型股，但可發行標的名單每季更新一次，於香港交易所網站內登載(2)兩支港股指數，恒生指數及恒生中國企業指數(H 股指數)(3)海外股份及海外股份指數(4)貨幣(5)商品。

交易制度以及價格的形成

牛熊證與澳洲證交所同樣的採用集中交易的方式，個別權證發行商可透過香港交易所現貨市場的第三代自動撮合及成交系統(AMS/3)掛牌，讓投資人公開買賣牛熊證，交易時間跟股票買賣一樣，為連續競價的形式運作。AMS/3 會將買賣單持續按價格及時間優先次序進行配對，在 AMS/3 達成的交易及買賣單名單的資料均會發放到經紀專用的交易終端機及發放給資訊供貨商，經由資訊供貨商的系統公佈交易資訊給大眾，其中資訊會揭露(1)AMS/3 股證價格和成交量(2)行使價(3)收回價(4)到期日(5)相關資產價格的訊息。

除了交易所的集中交易制度外，在香港的牛熊證交易也有 OTC 場外市場。這個場外市場也是採用英國的直接入市模式與造市者模式來進行交易。

商品的流動性

牛熊證是由第三者發行，與交易所和相關資產(股票上市公司等)皆沒有任何關係，發行商通常為投資銀行，其必須為所發行的牛熊證擔任流通性提供者的角色，縮小權證的買賣價差，讓投資人可以較低的成本買賣牛熊證。

牛熊證於 2006 年 6 月 12 日開始在香港交易所交易，在 2007 年牛熊證更從 391 支增至 2008 年 4231 支，每日平均成交佔現貨比例由 2007 年的 0.33% 狂飆至 2009 年初的 16%，每月成交金額也從約 10 億港元增加至 60 億港元，其成交量目前已經超過香港其他的衍生性權證，為香港投資人普遍接受的新金融商品。

實物交換

牛熊證主要以一般的現金交割為主，投資人不能夠進行實物交換的請求。投資人可在到期日前平倉交割，若是觸及停損價格致使牛熊證被強迫收回，將無法獲得任何現金款項。

交易者的交易成本和現金流量

牛熊證的投資者在進出牛熊證買賣時，其交易費用適用香港證券交易及相關法規，相關之費用如下。茲將交易成本與現金流量，依據牛證(多部位持有者)和熊證(空部位持有者)，整理如表 3-6。

- (1)佣金：佣金為各經紀商和投資人購買牛熊證時在上市文件所載定的手續費，根據每一家的發行商所訂定。
- (2)財務費用：財務費用則包括在發行價中，發行商在推出牛熊證時會在上市文件內訂明計算財務費用的程式。每支牛熊證的財務費用均不同，其中包括發行商的借貸成本、預期正股普通股息的調整及發行商的溢利，因此不同發行商發行相關資產和特色都相似的牛熊證，其財務費用可能由於發行商的不同而有差異。一般來說，牛熊證的年期越長，財務費用便越高。財務費用會隨着牛熊證買賣及趨近到期而減少。牛熊證在發行時已把整個年期的財務費用計算在發行價內，若牛熊證被收回，持有人將會損失整筆財務費用。

- (3)投資者賠償徵費：買賣雙方各付每筆交易金額的0.002%(計至最接近的仙位數¹⁸)。但由於香港賠償基金的淨資產值已經超過14億港幣，香港證券及期貨事務監察委員會於2005年12月19日起暫停投資者賠償徵費。
- (4)香港證監會交易徵費：買賣雙方須分別繳納每筆交易金額0.004%的交易徵費(計至最接近的港幣仙位數)給予香港證券及期貨事務監察委員會。
- (5)香港交易所交易徵費：買賣雙方須各付每筆交易金額0.005%的交易費(計至最接近的港幣仙位數)予交易所。
- (6)交易系統使用費：由於使用集中交易的第三代自動對盤及成交系統，買賣雙方須各付每筆交易港幣0.50元的交易系統使用費。
- (7)香港印花稅：牛熊證為衍生性金融商品，不同於現貨市場的交易，不須繳納印花稅。
- (8)除權息的調整：除權息的方式依各家發行商而有所不同，在其上市文件中皆會載明。股票發放現金股利除息時，普通股息一般不會作調整，但其他現金分派，如特別股息其價值等於或多於普通股的公佈日收市價的百分之二，將會作調整。除權時，一般會根據股利比率，按除權日前一日收盤價調整行使價和收回價。

表 3-6 牛熊證比較

交易成本與現金流量	牛證	熊證
佣金	支付	支付
財務費用	支付	支付
投資者賠償徵費	停付	停付
香港證監會交易徵費	支付	支付
香港交易所交易徵費	支付	支付
交易系統使用費	支付	支付
印花稅	免付	免付
除權息	個別發行商調整	個別發行商調整

風險控管機制

香港與澳洲同樣為集中交易的市場，因此在風險管控方面同樣有結算所和保證基金的設計，大幅降低違約的風險，但不同的地方在於牛熊證並無保證金的設計，取而代之的是強迫收回的機制，其對投資人的保障如下所示。

- (1)牛熊證設有收回價及強制收回機制，也就是牛證的收回價必定等同或高於行使價，熊證的收回價則必定等同或低於行使價。若相關資產價格在到期前任何時候觸及收回價，牛熊證即提早到期，必須由發行商收回，其買賣亦會即時終止。整個過程為強制收回事務。這樣的設計免除了交易商每日結算保證金帳戶的傳統交易方式，而不必逐一核對投資人的帳戶，若發行的牛熊證觸及收回價，可針對分批的持有人強制收回，是一種停損點的機制。
- (2)牛熊證統一由中央結算系統(CCASS/3)提供集中結算，發行商和投資人的單一合約，經變更成為兩份合約，由香港結算所分別和投資人及發行商個別簽約，擔任雙方的交易對手，此舉吸收雙方的違約風險，穩定牛熊證的交割清算過程。
- (3)另一方面也成立了保證基金，其中會扣除「持續淨額交收」制度下的買賣所構成的損失金額，且也用作填補香港結算所本身存放有問題的牛熊證所引致的損失。

3.6 日本

標的資產

在日本的 CFDs 是在店頭市場交易，標的資產會隨著券商主要發行商品而有所不同。本文以日本的東岳株式會社為例，其推出的 CFDs 分為兩種，(一)證券指數期貨 CFDs:以各國代表性股價指數期貨為投資標的並進行交易的方式，標的資產包括美國的道瓊工業股價指數期貨 CFD、E-mini SPX 500 股價指數期貨 CFD、

NASDAQ100 股價指數期貨 CFD、SGX 的日經 225 股價指數期貨 CFD、英國的富時 100 股價指數期貨 CFD、香港的恒生股價指數期貨 CFD 等。(二)商品 CFDs：透過交易商品，例如：金、銀、銅、原油、大豆、小麥為原資產的差價合約(CFD)，交易人在建立部位或平倉時以不同的價格來完成投資的行為。以上皆反映原資產的價格動向，具有與原資產相同投資效果的金融商品。證券指數期貨 CFD 和交易所的期貨交易一樣，都有到期日，而商品 CFDs 則如同一般的差價交易沒有到期日。相同處在於都屬於有價證券的店頭衍生性商品、使用保證金制度、只用差額進行結算，都以相對應交易所指定的貨幣為標價，並同時以日圓的即時價格來兌換，以及全部使用日圓結算。

交易制度以及價格的形成

CFD 交易沒有固定的交易場所，是交易人直接與交易對手進行交易的 OTC(店頭)交易。CFDs 價格是以各個相對應的交易所價格為基礎，由券商作為交易對手，直接向交易人交易。只要交易人同意，隨時可以成交，無需像期貨交易需要等待撮合，有難以成交的可能性。在商品資訊揭示方面，同時提供交易的買價及賣價(雙向報價系統)，使商品訊息更透明，交易人也可以參與國際金融市場的即時報價交易。

商品的流動性

由於 CFDs 是在店頭市場交易之商品，故取得交易量之相關訊息較為困難。但由 CFDs 之交易時間，大致可看出其產品之流動性強度。例如美國道瓊工業股價指數期貨 CFD 為全球主要指數期貨 CFD，每天的交易時間基本都在 20 小時以上，通常長於期貨交易的時間，商品流動性較佳，可達到增加交易機會及規避風險的效果。

實物交換

一般而言，在店頭市場交易的 CFD 不進行商品、證券的實物交換，交易人

的利益或損失是由買入以及賣出 CFD 產生的差價來進行結算。

交易者的交易成本與現金流量

在日本交易 CFDs 的交易人，需要支付以下的成本和現金流量：

- (1)開設帳戶所需存入金額：交易人第一次開戶金額標準帳戶需要 50 萬日元，迷你帳戶需要 5 萬日圓以上。¹⁹
- (2)必要保證金：證券指數期貨 CFDs 必要保證金標準帳戶一律 40 萬日元，迷你帳戶 4 萬日元。商品 CFDs 則因交易商品不同，交易人所需支付的必要保證金也有所不同，通常標準帳戶大約介於 10 萬~20 萬日圓，迷你帳戶介於 1 萬日圓~2 萬日圓。
- (3)手續費：證券指數期貨 CFDs 交易手續費免費，商品 CFDs 則因交易商品不同，手續費額度也不同，大致分為 0 日圓、100 日圓、1000 日圓。
- (4)帳戶管理費：交易人無須繳納帳戶管理費用，交易人持有一個保證金帳戶，就可以交易東岳株式會社的產品。²⁰
- (5)利息費用：當交易商品 CFDs，建立空頭部位的交易人可以收取利息，反之建立多頭部位的交易人則需支付利息費用。但交易證券指數期貨 CFDs 不產生利息費用。

上述的現金流量，請參見表 3-7 與表 3-8。

表 3-7 日本之證券指數期貨 CFDs 的交易者與現金流量

¹⁹標準帳戶與迷你帳戶之區別在於契約的價值，一般而言，標準帳戶一口契約的價值大約是迷你帳戶的 10 倍。以美國 E-mini SPX 500 股價指數期貨 CFD 為例，標準帳戶的每一點數價值為 50 美元，而迷你帳戶每一點數的價值為 5 美元。

²⁰東岳株式會社推出綜合保證金交易帳戶，是指一個交易帳戶中容納了證券指數期貨 CFDs，商品 CFDs 等衍生性金融商品，各商品的交易和商品之間的資金轉移都在這個帳戶中進行。綜合保證金交易帳戶的出現使得以前交易不同金融商品需要分別開設不同的帳戶，使得過去較為繁雜流程得以簡化。利用綜合交易帳戶的轉帳功能可以做到即時在不同商品帳戶間轉帳，同時大幅提高資金的利用效率。

交易成本與現金流量	多部位持有者	空部位持有者
開設帳戶存入金	支付	支付
必要保證金	支付	支付
手續費	免費	免費
帳戶管理費	免費	免費
利息費用	無	無

資料來源:東岳證券株式會社網頁

表 3-8 日本之商品 CFDs 的交易者與現金流量

交易成本與現金流量	多部位持有者	空部位持有者
開設帳戶存入金	支付	支付
必要保證金	支付	支付
手續費	支付	支付
帳戶管理費	免費	免費
利息費用	支付	收取

資料來源:東岳證券株式會社網頁

風險控管機制

由於日本 CFDs 是在店頭市場交易，對於交易人的風險控管不似集中市場完善，故券商大多有“自動停損平倉(Stop-Loss)制度”以控制風險。交易人使用停損單，可以設定平倉的價位。如果市場走勢朝著交易人預測的反方向進行，停損單可以控制損失；如果市場走勢朝著交易人預測的方向進行，透過調整停損單可以鎖定獲利，以防市場突然反轉。

為了防止交易人違約，CFDs 的提供者會向交易者收取保證金。由於交易者是和直接和券商(交易對手)進行交易，故不需經過集中清算的程序，優點是效率較高，較不費時。但缺點是交易人須要承受較高的交易對手風險，故投資 CFD 時，要慎選名譽較好的券商作為交易對手。

斷頭

CFDs 交易的停損規則是當交易人的帳戶內有效保證金金額低於必要保證金金額的 25%(交易時段外時間為 50%)時，券商會將交易人持有的未平倉部位一部份或全部，按照市價自動平倉。²¹

3.7 台灣金融市場的現況

我國股票市場具有以下的特性

1. 市場規模不大，且成長有限

表 3-9 為世界主要證券市場之上市公司市值之比較，證券市場包括美國的紐約證券交易所以及 NASDAQ，歐洲的倫敦與德國，亞洲的新加坡、香港、韓國、上海、深圳以及臺灣證券交易所。

在 2002 年底時，臺灣證券交易所的上市公司總市值約為美金 2,610 億美元，比起歐洲與美國的證券市場，臺灣證券交易所的規模不大，且在 11 個市場中名列第 8，高於韓國(2,160 億美元)、深圳(1,570 億美元)，以及新加坡(1,020 億美元)的證券交易所。然而，至 2013 年年底時，雖然臺灣證券交易所的上市公司總市值成長至 8,230 億美元，但其他(尤其是亞洲的新興體)市場的成長更為快速，臺灣證券交易所 11 個市場中名列由第 8 名降至 11 名，上市公司總市值僅略高於新加坡的 7,440 億美元。

上述的統計資料顯示，與先進國家相比較，臺灣證券市場的規模不大，而且與亞洲鄰近的證券市場相比較，我國的證券市場總市值的成長速度似乎相對有限。

2. 週轉率雖高，但市場動能不足

²¹ 交易時間內:有效保證金維持率不得低於必要保證金的 25%，非交易時間:有效保證金維持率不得低於必要保證金 50%。

表 3-10 為世界主要證券市場之上市公司股票成交值週轉率，期間為 2002 年至 2013 年。在 2002 年時，臺灣證券交易所的市值週轉率為 217%，僅次於 NASDAQ 的 320%，以及韓國的 254%。然而，相對於其他的證券市場，臺灣證券交易所的市值週轉率在這 10 年內降低不少，在 2012 年以及 2013 年市值週轉率分別為 97% 與 83%，顯示臺灣證券市場的整體交易動能在長期而言是降低的，背後的原因值得進一步探討。

3. 機構投資人的交易比重上升，散戶交易量仍然超過半數

表 3-11 為臺灣證券交易所各類別投資人之交易比重。由長期的趨勢來看，機構投資人的交易比重是大幅上升的，例如在 2002 年時，本國法人的成交金額佔市場整體成交金額的 10.05%，而外國法人佔了 6.68%。到了 2013 年時，本國法人與外國法人之成交金額分別佔市場整體成交金額的 16.17% 與 24.64%，以外國法人的成長速度最快。雖然散戶佔整體市場成交比重有下降的趨勢，但是散戶的交易金額仍然是臺灣證券交易所所有類別投資人中最高的，在 2013 年時散戶的交易佔了市場整體的 59.16%。

表 3-9 世界主要證券市場上市公司市值之比較

單位：十億美元

交易所 年	紐約	NASDAQ	倫敦	德國	東京	韓國	香港	新加坡	上海	深圳	台灣
2002	9,015	1,994	1,856	686	2,069	216	463	102	306	157	261
2003	11,329	2,844	2,460	1,079	2,953	298	715	149	360	153	379
2004	12,708	3,533	2,865	1,195	3,558	389	861	218	314	133	441
2005	13,632	3,604	3,058	1,221	4,573	718	1,055	257	286	116	476
2006	15,421	3,865	3,781	1,638	4,614	834	1,715	384	918	228	595
2007	15,651	4,014	3,846	2,105	4,331	1,123	2,654	539	3,694	785	664
2008	9,209	2,249	1,868	1,111	3,116	471	1,329	265	1,425	353	357
2009	11,838	3,239	3,454	1,292	3,306	835	2,305	481	2,705	868	659
2010	13,394	3,889	3,613	1,430	3,828	1,092	2,711	647	2,716	1,311	818
2011	11,796	3,845	3,266	1,185	3,325	996	2,258	598	2,357	1,055	636
2012	14,086	4,582	3,397	1,486	1,486	1,486	1,486	1,486	2,547	1,150	735
2013	17,950	6,085	4,429	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936	2,497	1,452	823

資料來源：臺灣證券交易所

表 3-10 世界主要證券市場股票週轉率(以成交值衡量)

單位：百分比

交易所 年	紐約	NASDAQ	倫敦	德國	東京	韓國	香港	新加坡	上海	深圳	台灣
2002	94.80	319.50	97.30	125.10	67.90	254.40	39.70	53.80	60.33	72.07	217.41
2003	89.50	280.70	106.60	148.10	82.60	193.10	51.70	74.40	118.00	125.80	190.82
2004	89.80	249.50	116.60	133.70	97.10	147.20	57.70	60.80	87.00	108.19	177.46
2005	99.10	250.40	110.10	149.40	115.30	206.90	50.30	48.40	82.10	116.09	131.36
2006	134.30	269.90	124.80	173.70	125.80	171.40	62.10	58.20	153.80	192.66	142.19
2007	167.10	303.60	154.20	208.40	138.40	192.60	94.10	77.60	211.00	389.20	153.28
2008	240.16	743.86	152.73	193.66	151.20	196.27	86.04	63.67	118.01	235.87	145.44
2009	158.72	492.32	91.14	123.09	119.65	241.58	78.95	67.30	228.78	445.48	178.27
2010	130.19	340.40	76.13	119.29	109.64	176.31	62.17	53.30	178.47	344.27	136.74
2011	138.46	293.63	69.22	119.60	123.74	194.19	63.64	45.91	159.51	224.47	119.87
2012	93.43	200.85	55.74	92.02	101.48	138.09	42.33	48.69	106.56	212.53	97.33
2013	83.89	179.19	50.61	77.09	152.89	112.28	43.56	48.48	148.43	290.84	82.64

資料來源：臺灣證券交易所

表 3-11 臺灣證券交易所各類別交易人成交比重 (以成交值衡量)

單位：百分比

年	本國自然人			本國法人			僑外自然人			僑外法人		
	買進	賣出	合計	買進	賣出	合計	買進	賣出	合計	買進	賣出	合計
2002	41.20	41.10	82.30	4.95	5.10	10.05	0.52	0.45	0.97	3.34	3.34	6.68
2003	38.62	39.22	77.84	5.39	6.12	11.51	0.74	0.50	1.24	5.25	4.16	9.41
2004	37.82	38.12	75.94	5.63	5.93	11.56	0.92	0.71	1.63	5.62	5.25	10.87
2005	34.02	34.82	68.84	6.10	7.19	13.29	1.36	1.05	2.41	8.52	6.94	15.46
2006	34.87	35.69	70.56	5.36	5.68	11.04	1.21	1.04	2.25	8.57	7.58	16.15
2007	33.51	33.75	67.26	6.57	6.44	13.01	1.07	1.04	2.11	8.85	8.77	17.62
2008	31.10	30.56	61.66	7.18	6.79	13.97	1.05	1.21	2.26	10.67	11.45	22.12
2009	35.67	36.38	72.05	5.75	5.84	11.59	0.02	0.02	0.04	8.56	7.76	16.32
2010	33.83	34.12	67.95	6.69	6.89	13.58	0.02	0.02	0.04	9.46	8.97	18.43
2011	31.48	31.26	62.74	7.87	7.58	15.45	0.02	0.02	0.04	10.63	11.15	21.78
2012	30.72	31.32	62.04	7.80	7.55	15.35	0.01	0.04	0.05	11.47	11.10	22.57
2013	29.24	29.92	59.16	8.12	8.05	16.17	0.01	0.02	0.03	12.63	12.01	24.64

資料來源：臺灣證券交易所

1.信用交易

信用交易可視為差價合約同性質且具有彼此替代關係的金融商品之一，表 3-12 為 2002 年至 2013 年台灣證券交易所信用交易的統計資料，由統計資料可知，信用交易由 2002 年佔我國股票市場交易金額的 47.45% 大幅下降至 2013 年的 26.4%，顯示信用交易在我國金融市場的重要性逐漸下降。此外，法人與外資亦可以參與市場的借券。表 3-12 亦提供一項有趣的數據資訊：投資人比較偏好於融資交易，平均而言融券交易的比重僅為融資交易的一半。其中的原因，有可能是與交易人較習慣於作多交易，另一個可能的原因是實務上融券放空的操作較為困難，而且與融券的成本較高有關。

表 3-12 臺灣證券交易所信用交易統計資料

單位：新台幣億元

年度	融資	還款	融券	還券	合計	信用交易占交易值比率(%) ^註
2002	96,851	66,708	35,217	6,047	204,823	47.45
2003	81,978	57,523	28,751	4,868	173,121	43.38
2004	88,338	63,707	29,461	4,919	186,425	39.74
2005	64,919	44,367	25,096	4,459	138,841	37.07
2006	82,116	56,051	30,002	4,488	172,658	36.30
2007	107,009	75,660	34,706	4,455	221,830	33.80
2008	75,928	49,074	31,949	5,346	162,298	30.92
2009	98,089	62,610	40,199	5,723	206,622	34.68
2010	82,936	55,022	31,969	4,974	174,901	30.99
2011	72,707	44,086	35,019	6,067	157,878	29.76
2012	56,331	32,904	28,576	5,479	123,291	30.16
2013	46,692	28,978	21,131	3,924	100,724	26.40

資料來源：台灣證券交易所

註：「交易值」為得融資融券股票買賣雙方成交量值

2.權證交易

臺灣從 1997 年 6 月開始推出權證商品，1997 年只有 7 檔權證交易，2006 年權證交易增加至 1,447 檔，近幾年我國的權證發行數量相當多，以 2013 年為例，

國內的證券商發行上市交易的權證共計有 22,548 檔權證，其中認購權證有 17,447 檔(佔 77.4%)，認售權證有 5,101 檔。然而，權證的交易金額並不高，大約佔市場交易比率 0.01% 至 1.73%，而且權證的價格變化與其標的股票的变化是不一樣的(有評價的困難)，以及權證有到期日的問題。另外，證券交易所自 2011 年 7 月推出牛熊證，每年交易檔數為 55 檔至 61 檔，成交金額只有 2012 年較高，約 100.23 億元，2013 年更下降至 59.51 億元，顯示臺灣投資人對於認購(售)權證或牛熊證的接受度不如香港高。

表 3-13 臺灣證券交易所認購(售)權證與牛熊證統計資料

年度	認購(售)權證 ^{註1}				牛熊證 ^{註2}		
	交易 檔數	成交單位 (百萬)	成交金額 (百萬元)	成交金額佔市場 交易比率(%)	交易 檔數	成交單位 (百萬)	成交金額 (百萬元)
1997	7	165	1,960	0.01			
1998	21	1,492	13,069	0.04			
1999	65	3,807	64,782	0.22			
2000	104	11,588	162,262	0.53			
2001	110	7,784	28,440	0.15			
2002	159	19,115	74,469	0.34			
2003	409	48,845	118,341	0.58			
2004	482	108,549	207,750	0.86			
2005	985	122,657	142,366	0.75			
2006	1,447	149,122	175,070	0.72			
2007	3,337	259,796	253,178	0.76			
2008	5,732	300,078	275,816	1.03			
2009	7,093	93,590	106,425	0.35			
2010	13,322	204,090	204,945	0.71			
2011	18,871	296,822	284,679	1.05	55	764	5,668
2012	20,158	246,201	231,314	1.11	61	2,181	10,023
2013	22,548	349,623	340,013	1.73	58	2,371	5,951

資料來源：台灣證券交易所

註 1：認購(售)權證交易始自 1997 年 8 月 20 日

註 2：牛熊證交易始自 2011 年 7 月 8 日

臺灣期貨交易所目前有台指、小台指、電子、金融、臺灣 50 等指數期貨，個股期貨，指數選擇權，以及個股選擇權等商品。以 2012 年上半年的成交量來觀察，交易人偏好於指數的期貨與指數選擇權，個股期貨與個股選擇權的成交量仍然相當低。值得一提的是，雖然與差價合約類似都具有高度的槓桿，但期貨與選擇權有訂價的問題，而且亦有到期日的考量。

小結

茲將各國 CFDs 的比較表，列於表 3-14，請參見。

表 3-14 各國 CFDs 之比較

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
定義	<p>差價交易(CFD, Contract for Difference) 是一種買賣雙方以現貨價格變動作為標的資產的契約。</p>	<p>商品、金融證券以及它們的金融衍生商品在交易時產生的差額結算。因為金融衍生商品可以反映原資產的價格動向，是具有與持有原資產相同投資效果的金融商品。</p>	<p>CFDs 是簡單且彈性高的商品。 CFDs 給交易人有機會得到標的資產帶來的經濟利益，但不需實際交易現貨，只需支付保證金就可以交易 CFDs。</p>	<p>牛熊證自二〇〇六年六月十二日推出，是一種追蹤相關資產價格表現的結構性產品，有牛證和熊證之分，以看好或看淡相關資產的表現而選擇買入類型。</p>	<p>CFD 為衍生性金融商品，其交易的價格是根據標的資產的價格而變動，可以以較大的槓桿選擇股票、商品、外匯甚至是其他的標的資產來操作，利用 CFD 買入和賣出價格來達到避險和投機的功能。</p>
交易的標的資產	<p>澳洲交易所前五十個大個股、全球主要股價指數、世界主要貨幣、其它商品等等。以股票類 CFDs 成交量最大，佔總成交量的 99%，其它商品、指數、與貨幣 CFDs 之成交量相對較小。</p>	<p>進行股價指數期貨交易。包括美國道瓊工業股價指數期貨 CFD、美國 E-mini SPX 500 股價指數期貨 CFD、美國 NASDAQ100 股價指數期貨 CFD、SGX 日經 225 股價指數期貨 CFD、英國富時 100 股價指數期貨 CFD、香港恒生股價指數期貨</p>	<p>涉及範圍廣泛:包含外匯、股價指數、成分股股票、商品期貨。例如:新加坡、香港、歐洲、日本、澳洲、紐西蘭。</p>	<p>牛熊證投資標的分成五類，包括在交易所上市的高流通量港股：滙豐控股、和黃、中石油、中移動及長實五檔大型股，可發行標的名單每季更新一次，於香港交易所網站內登載，加上兩支港股指數：恒生指數及恒生中國企業指數</p>	<p>由於英國 CFD 發行商眾多，因此提供的商品連結投資標的相當多元，包含英國和全球的個別股票、股市指數、債券和商品期貨。</p>

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
		CFD。		(H 股指數)，其他則有海外股份及海外股份指數、貨幣和商品。	
交易平台與價格的形成	<p>在 ASX 的 CFDs，是標準化的契約，所有的交易者(包括造市者)將委託單集中於 ASX 的集中交易市場(SYCOM®交易系統)進行市場撮合，採取嚴格的價格/時間優先。採取匿名交易，使得交易雙方的身份不至於外洩。</p> <p>為了確保 CFDs 的價格與標的資產價格一致性，ASX 有下列的三項措施：</p> <p>(1)採取每日結算</p> <p>(2)允許套利活動，並且 ASX 有指定的造市者 (designated price makers; DPMs)來提供 CFDs 的報價。DPMs 以</p>	<p>CFD 交易沒有固定的交易場所，是交易人直接與交易對手進行交易的 OTC(店頭)交易。</p> <p>市場價格是以各個相對應的交易所價格為基礎，由券商作為交易對手，直接向交易人交易。</p> <p>股價指數期貨 CFD 交易按照市場價格成交：只要交易人同意，隨時可以成交，無需像期貨交易所需要等待撮合，有無人承接的可能性。</p>	<p>採用店頭交易</p> <p>以下是新加坡主要交易平台：</p> <p>1.IG market</p> <p>2.Phillip securities</p> <p>3.MF Global</p> <p>◎交易人的交易對手為交易平台</p> <p>價格形成：新加坡有兩種決定 CFDs 價格的方法：</p> <p>(1)the Direct Market Access (DMA) model：類似 ASX 的 CFDs 由交易者下委託單在集中市場撮合，是一種由委託單驅動的市場。</p> <p>(2)the Market Maker model：由造市者提供報</p>	<p>可透過香港交易所現貨市場的第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)買賣牛熊證，交易時間跟股票買賣一樣，為集中市場連續競價。AMS/3 會將買賣單持續按價格及時間優先次序進行配對，在 AMS/3 達成的交易及買賣單名單的資料均會發放到經紀專用的交易終端機及發放給資訊供貨商，經由資訊供貨商的系統公佈交易資訊。</p> <p>牛熊證的發行價一般是以相關資產現貨價與牛</p>	<p>在集中市場外交易，以店頭市場(OTC)為主，有多家 CFD 的發行商建立市場，且也沒有標準化的 CFD 契約內容，例如產品、手續費等</p> <p>交易商間的定價模式分為造市者(Market Maker)和直接入市 (Direct Market)兩種：</p> <p>(1)Market Maker:由無數個 CFD 造市者提供買價和賣價讓投資者進出，中間的價差即為投資者的交易成本，此模式為報價驅動</p>

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
	<p>及其他的市場參與者會經由套利的交易使得 CFDs 以及其標的資產價格維持一致。</p> <p>(3)價格的競爭：指定的造市者(DPMs)的參與交易，大幅地提高市場的流動性，縮小 CFDs 的買賣價差。</p>		<p>價，屬於報價驅動的市場。</p> <p>新加坡大多使用 Direct Market Access model(DMA)，因為這個 model 機制較為透明，以市場價格進行交易，提供交易人最好且最公平的价格。</p>	<p>熊證本身行使價兩者之間的差價，再加計財務費用計算。發行商發行的牛熊證可分兩類：(一)行使價等於收回價(即N類牛熊證)(二)行使價低於收回價的牛證或行使價高於收回價的熊證(即R類牛熊證)。另一方面，牛熊證設有收回價及強制收回機制。就相關資產為香港股份的牛熊證而言，若牛熊證在最後交易日到期前的任何交易日的交易時段內，其相關資產的現貨價觸及或超越牛熊證的收回價，發行商須即時收回牛熊證(這事件稱為強制收回事件)。</p>	<p>(Quote-Driven)的市場，由造市者承擔主要的風險和提供流動性。</p> <p>(2)Direct Market：由交易商根據標的資產的價格，直接定出 CFD 的價格，譬如說倫敦股票指數的 CFD 即是根據倫敦交易所的股票集中市場的買賣撮合來決定。報酬的波動是由標的市場決定，因此風險主要是由投資者吸收。</p>
資訊	ASX 揭示 CFDs 之成交	按照國際慣例同時提供	直接向交易人揭露各個	港交所會揭露牛熊證的	各個交易商個別揭露

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
的揭示	價格、最佳買賣價及其數量，以及 CFDs 之未平倉部位。	交易的賣價、買價的雙向報價，交易人可以享受國際銀行間的即時報價進行交易。	CFDs 相對應的標的資產市場價格。	AMS/3 股證價格和成交量，以及行使價、收回價、到期日和相關資產價格。	CFD 商品的雙向報價和標的物價格。
商品的流動性	以 2009 年 6 月為例，CFDs 的交易量為 12,621,363 口契約，是同期證券交易量 (10,233,698 單位) 的 1.23 倍，選擇權交易量 (1,559,617) 的 8.09 倍，期貨契約交易量 (88,988) 的 141.8 倍。2009 年 6 月以前的各月份，其交易量的結構均類似。(ASX 同時有股票、CFDs、權證及結構商品、選擇權、期貨、利率以及混合證券等交易)。	以美國工業 30 股指期貨 CFD 為代表的世界上主要指數期貨 CFD，每天的交易時間基本都在 20 小時以上。通過大大長於期貨交易的時間，商品流動性較佳，可達到增加交易機會及回避風險的效果。 另外 CFD 市場規模大，因此即使是下大單也對價格沒有很大影響。	幾乎可以 24 小時進行交易，另外也提供交易人主要股價指數正常交易時間之外的報價，使交易人能夠根據最新資訊隨時交易，即使相關交易所已經關閉。	牛熊證自 2006 年 6 月 12 日開始在港買賣後，發行量由 2007 年 391 支增至 2008 年 4231 支，每日平均成交佔現貨比例，由 2007 年的 0.33% 狂飆至 2009 年初的 16%，每月成交金額也從約 10 億港元增加至 60 億港元。	過去五年間，因差價合約商品所產生之避險需求，帶動了整體現貨市場的成長，據部份論者稱，目前差價合約佔該交易所交易總量的 45%~30%，每日平均交易值達到 40 億英鎊。估計約有 30% 的倫敦交易所集中交易的權益證券由標地資產的 CFD 所推動。
多空部位	可以作空與作多。	可以作空與作多。	可以作空與作多。	牛證做多和熊證做空	可以做空和作多

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
結算	<p>採每日結算一次，每日結算價格(Daily Settlement Price; DSP)由：</p> <p>(1)在 ASX 交易之股票與股價指數之 CFDs: 依 ASX 所揭示的收盤價作為 DSP。</p> <p>(2)其他的商品(如黃金以及貨幣)依獨立公正之資訊廠商(如 Reuters)之報價作為結算價格。</p>	<p>每日結算，結算價格根據相反買賣產生的價差決定。</p>	<p>每個交易日都進行結算。</p>	<p>交易日價格:每交易日結算。</p> <p>到期日結算:香港股票發行的牛證，若沒有被強制收回，正常到期時牛證的結算金額一般為標的股票於牛證最後交易日的收盤價與其行使價的正數相差，再按權益比率調整後的數目。而香港股票發行的熊證，正常到期時的結算金額則為行使價與標的股票於熊證最後交易日的收市價的正數相差，再按權益比率調整後的數目。</p>	<p>每個交易日都進行結算。</p>
到期日	<p>沒有到期日，但是有下列三種例外的情況：</p> <p>(1)該契約缺乏流動性</p> <p>(2)該契約的標的資產下</p>	<p>股價指數期貨 CFD 和交易所的期貨交易一樣，都有到期日。</p>	<p>沒有到期日，只要交易人帳戶內的保證金足夠支應其和市場的變化，就可以一直擁有該帳</p>	<p>每支牛熊證在發行時均有一個指定的到期日。若在到期日前牛熊證被收回的話，被收回當天</p>	<p>股票和指數的 CFD 皆沒有到期日的規定，而商品的期貨 CFD 雖有標的資產期貨到期日的</p>

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
	市 (3)該契約之標的資產資料取得困難(例如某指數類不再編製，或是資訊廠商不願意再提供報價資訊)。		戶。	(即強制收回事件發生當天)便是該支牛熊證的最後交易日；若一直沒有被收回，最後交易日為到期日前的一天。	限制，但投資者可以根據契約將 CFD 延展到下一期期貨的到期日。
實物交換	交易者可以透過實物交換機制，將股票類 CFDs 的部位轉換成股票。	不進行商品、證券的實物交換，交易人的利益或損失是由買入賣出 CFD 產生的差價來進行結算。	不進行商品、證券的實物交換，交易人的交易損益以現金結算。	不進行商品、證券的實物交換，交易人的交易損益以現金結算。	不進行商品、證券的實物交換，交易人的交易損益以現金結算。
抵押品	繳交保證金作為抵押品，保證金可以分為原始保證金(Initial Margins)5~10%與變動保證金(Variation Margins)兩類。	採取保證金交易制度，使交易人可以更有效的利用投資資金。必要保證金部分依照標準帳戶和迷你帳戶而有所不同。開設帳戶的首次入金需 50 萬日圓以上(迷你帳戶為 5 萬日圓以上)。	採取保證金交易制度，交易人只需支付標的資產價格的 10% 左右，就可以進場交易 CFDs。每個商品所需繳納的期初保證金不盡相同。最低保證金 10% 到最高保證金 100%。	無保證金制度	採取保證金交易制度，每個交易商要求的保證金大概是標的資產的 10%，大部分介於 5% 到 20% 間。但一些股票 CFD 要求的保證金較高，介於 20% 到 70% 之間。
集中清算	由 SFE Clearing Corporation(SFECC)之結算中心提供 ASX 之 CFDs 市場集中清算，優	由於交易人是直接和券商(交易對手)進行交易，故不需經過集中清算的程序，優點是效率	由於交易人是直接和券商(交易對手)進行交易，故不需經過集中清算的程序，優點是效率	在第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)之交易平台下，中央結算系統	CFD 的交易市場是以 OTC 店頭市場為主，所以沒有集中的清算制

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
	點是由 SFECC 來作為所有交易者的清算對手，可以降低交易對手的違約風險；此外，也可以避免交易者隱藏其交易巨額的損失，以致於影響整體市場的穩定性。	較高，較不費時。但缺點是交易人的風險較高，故投資 CFD 時，要慎選名譽較好的券商作為交易對手。	較高，較不費時。但缺點是交易人的風險較高，故投資 CFD 時，要慎選名譽較好的券商作為交易對手。	(CCASS/3)提供結算服務，以決定參與者在證券交易後的股份與款項責任，應付或應收的現金或證券。結算服務是以「持續淨額交收」制度處理，香港結算所透過債務變更成為買、賣雙方經紀的交易對手。兩名結算參與者的單一合約，經債務變更成為兩份合約，即賣方結算參與者與香港結算所之間的合約，以及買方結算參與者與香港結算所之間的另一份合約。透過成為雙方交易的對手，香港結算所便能夠提供交易的保證。	度，必須依賴投資者和券商個別的清算交割，優點是清算速度較快，節省時間，但缺點是違約的風險相對由投資者承擔，故須慎選交易的券商。
風險控管	透過保證金、集中清算以及結算保證基金	交易人的預存保證金存放於信託帳戶內進行分	保證停損服務：市場劇烈波動的情況下，保證	強制收回：若在最後交易日到期前的任何交易	英國 FSA 當局對於 CFD 的 OTC 市場並沒

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
	(Clearing Guarantee Funds)來作為 CFDs 的風險控管機制。	<p>離保管。</p> <p>商品市場變化快速，為了規避不可預見的風險，提供自動停損平倉制度，以備不時之需。</p>	<p>停損會對交易人的風險責任作出絕對限制，但不會影響倉位的盈利能力。當交易人下達一個保證停損單時並設定一個最高/最低退出交易價位。如果市場向不利的方向移動，交易人的倉位將於選擇的特定停損價位平倉。使用這種有限風險保護，交易人需要支付一次性的額外費用，類似一種保險費。在大多數情況下該費用為相關交易價值的0.3%。(以 IG market 為例)</p>	<p>日的交易時段內，標的資產的現貨價格觸及或超越牛熊證的收回價即提早到期，發行商必須即時收回牛熊證，買賣亦會終止。</p> <p>投資者賠償徵費：買賣雙方各付每筆交易金額的0.002%(計至最接近的仙位數)。由於香港賠償基金的淨資產值已經超過14億港幣，香港證券及期貨事務監察委員會根據香港2005年證券及期貨(投資者賠償徵費)(修訂)規則，於2005年12月19日起暫停投資者賠償徵費。</p> <p>中央結算所：香港結算所會成為所有聯交所買賣的交易對手，集中承</p>	<p>有太多具體的規定，大多以各交易商本身的自律規範來管理，也要求遵守一些原則性的規定。根據2007年頒布的歐盟金融工具市場指引(MiFID)，交易商有義務提供良好的報價，維持交易前和交易後(pre-trade, post-trade)價格的透明度，並能代替客戶在市場上爭取到最好的執行價格(Best Execution)。另外由於交易商在從事股票 CFD 等避險需求而去現貨市場買入的時候，持有過多的股份會影響標的企業的治理，因此 FSA 最新規定當投資者的 CFD 長部位持有股份超過標</p>

	ASX (Australian Securities Exchange)	日本(以東岳證券為例)	新加坡	香港	英國
				擔交收上的風險。另外成立保證基金，其總額由結算參與者的備款和二億元香港結算所的儲備撥款組成，保證基金中會扣除違約結算參與者在「持續淨額交收」制度下的買賣所構成的損失金額，且保證基金亦會用作填補香港結算所因保證違約結算參與者所引致的損失。	的企業的 3%時，必須予以揭露持股狀況。

資料來源：本研究整理

第四章 差價合約在臺灣成功推行之策略

4.1 法規面分析與建議

差價合約屬於保證金交易的金融創新產品，交易人只需支付少許保證金便可以產生和交易標的資產交易相同的損益。差價交易合約的定義類似於期貨交易法第3條第一項第四款所定的期貨交易

期貨交易法

第3條 本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易：

- 一、期貨契約：指當事人約定，於未來特定期間，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的資產，或於到期前或到期時結算差價之契約。
- 二、選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的資產；選擇權賣方於買方要求履約時，有依約履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。
- 三、期貨選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格數量等交易條件買賣期貨契約；選擇權賣方，於買方要求履約時，有依選擇權約定履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。
- 四、槓桿保證金契約：指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。

非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。

從上述期貨交易法第3條的規定，差價合約雖然非為期貨交易法下明確定義，但『槓桿保證金契約』在文字述敘上與差價合約的性質相似，差價合約是交易者和他的交易對手的契約，對某約訂之標的資產未來的價格和當前價格的價差進行

支付。

目前世界各國除了新加坡將 CFD 商品視為現貨商品之外，在英國、日本、澳洲與香港等國家的金融市場，CFD 都被視為是衍生性金融商品。例如在香港的牛熊證，在法律定位是結構性產品，受「證券及期貨條例」管轄，並且依據聯交所訂定的『上市規則』15A 章的規範。²²

然而，若 CFD 被視為是期貨或衍生性商品，且要在集中交易市場掛牌交易，會面臨交易量不高、缺乏流動性的窘境，主要原因在於造市意願不足以及造市的困難度。例如，澳洲 ASX 集中交易的 CFD，其交易系統是架構在原來的期貨交易系統中，與股票現貨交易的系統是不同的，雖然 ASX 的 CFD 有指定造市者制度，但是由於不同的交易系統造成造市的困難，造成 ASX 的 CFD 之流動性遠低於 OTC 交易的 CFD。Brown, Dark, and Davis(2010)也歸納 ASX 集中交易 CFDs 的低成交量，主要原因在於 CFDs 是在期貨的交易系統交易，指定造市者無法有效率地一邊在期貨市場報價與造市，另一邊在現貨市場進行避險，此問題值得我國在進行 CFDs 交易制度規畫時的重要參考依據。

根據前文所述若將差價合約與現貨商品置於同一處交易將最有利彼此間的套利與避險交易，亦有利於對同一客戶群但不同商品間(現貨與差價合約)的風險控管與監視，建議將差價合約交易置於證券交易所下交易，在現行證券交易法與期貨交易法下尚留部分空間可權宜解釋。

首先主管機關可依期貨交易法第 12 條核准差價合約可不在期貨交易所進行交易。再依證交法第 98 條核准證券交易所得經營其他業務，即與證券相關的差價合約交易。雖說期貨交易法第 12 條後段在當時的立意，可能為豁免某些可場外交易

²²『上市規則』15A 章主要包括了結構性產品的性質、發行商的資格和規範以及上市的規定。結構性產品分為衍生權證和股票掛鈎票據(已停止流通)，雖未明文羅列入牛熊證，但其涵蓋的產品並不在此限，且細觀牛熊證以相關資產為標的以及結算價格機制等等，符合結構性產品的性質，因此根據聯交所的規定，牛熊證的直接法源為『上市規則』15A 章。

的商品，或豁免某些已在其他市場交易多年的商品得不在期交所交易，然法律條文既無明文納入，則解釋與核准便是主管機關所保留的權限。

期貨交易法

第 12 條 期貨交易應在期貨交易所進行。但本法或其他法律另有規定或經主管機關核准者，不在此限。

證券交易法

第 98 條 (業務之限制)

證券交易所經營供給有價證券集中交易市場為其業務，非經主管機關核准，不得經營其他業務或對其他事業投資。

由上述的法規解釋與分析，差價合約可以於證券交易所或期貨交易所交易，並無適法性的問題。然而在流動性與交易成本(避險成本)之考慮下，建議將差價合約於證券交易所集中交易，或是採取 OTC 市場交易模式，以利提高流動性、降低交易成本。

4.2 交易機制之建議與交易成本分析

本節就臺灣推行差價合約交易的可能交易機制以及其交易成本與現金流量進行分析。

1. 由臺灣證券交易所集中交易差價合約

交易機制與價格發現

若差價合約採取交易所集中交易的方式，由臺灣證券交易所將个股或是指數的差價合約(差價合約的標的物稍後討論)於集中交易市場掛牌。舉例來說，若臺灣證券交易所的个股差價合約的標的物包括台積電，交易人在集中市場可以交易『台積電』的股票(代號：2330)，也可以交易『台積電 CFD』。

交易所集中交易的差價合約，其委託單會獨立於現貨市場之外，單獨地交易。亦即在交易『台積電 CFD』時，所有的交易人(包括造市者)將委託單下至臺灣證券交易所的集中交易市場進行撮合，採取委託單驅動的方式來進行價格發現的功能，未成交的委託單也會在差價合約的委託簿中等待成交，與現貨股票沒有關聯。此點與現行的牛熊證或是權證類似，但與直接入市模式並不一樣。在直接入市的模式下，差價合約的委託單透過差價合約的交易商，會下到現貨市場直接與現貨的股票一起參與撮合，但是在集中交易市場交易，差價合約成交價格是由差價合約的買單與賣單所決定的，並不參與股票的現貨市場交易。在上例中，『台積電 CFD』的成交價格是由『台積電 CFD』的委託買單與賣單所決定的，與『台積電』的股票交易沒有直接關係，『台積電 CFD』亦有單獨的委託簿，交易人也可以在公開市場中觀察到委託簿的資訊(例如：最佳五檔的委託價格與數量)。因此，預期在交易所掛牌的 CFD，可以吸引一些注重交易對手風險以及高市場透明度的散戶於此交易。

本研究建議，集中交易的差價合約，交易採取價格/時間優先，採匿名交易，使得交易雙方的身份不至於洩露。在所揭示的交易資訊方面，可以與目前股票一樣，揭示差價合約之成交價格、最佳五檔買賣價及其數量，以及差價合約之未平倉部位。

在上述的交易架構下，差價合約的交易價格會與現貨的價格有不一致的現象。本研究建議，為了確保差價合約的價格與標的資產價格一致性，可以參考 ASX 的三項措施：

- (1)採取每日結算，差價合約的每日結算價格依據標的資產的當日收盤價格作為結算價格，使每日收盤時差價合約的價格與其標的資產的價格能夠一致。
- (2)指定的造市者(designated price makers; DPMS)來提供差價合約的報價，並且允許造市者進行套利。指定造市者以及其他的市場參與者會經由套利的交易使得差

價合約以及其標的資產價格維持一致。為了提高差價合約市場的流動性，縮小買賣價差，應鼓勵指定造市者積極參與造市。本研究建議，臺灣證券交易所將差價合約所收取的利息收入的一定比例，依造市金額的多寡，分配給造市者，以提供指定造市者的誘因。此外，亦可以考慮提供造市者手續費的折扣。

(3)設計實務交割的機制，交易人透過此機制，可將個股的差價合約部位轉換成股票，以利增加套利的彈性。

最後，為了降低造市者的造市或是套利交易的價格變動風險，個股現貨與差價合約的最適交易機制應該是採取連續競價的方式，但是目前臺灣證券交易所的現貨交易仍採分盤集合競價的方式²³，可能會影響到差價合約的造市者進行避險或套利的活動，影響差價合約的流動性。

交易人的現金流量

以下說明參與集中交易的差價合約交易人的相關現金流量。值得注意的是，差價合約的多部位與空部位交易人的現金流量是不同的。

- (1)經紀商的手續費：交易人將差價合約的委託單透過經紀商，傳到臺灣證券交易所參與集中交易，因此多部位差價合約的交易人與空部位交易人都必須支付經紀商手續費。
- (2)持有部位的費用：無論是多部位或是空部位的交易人，只要有行使差價合約交易，臺灣證券交易所都可以收取持有部位的費用。本研究建議，在交易的初期，先不向交易人收取持有部位的費用。
- (3)利息費用：因差價合約為一高槓桿的投資工具，交易人只需支付少許的保證金就可以買進或賣出數倍或數十倍價值的標的資產，因此必須支付利息費用(墊款費用)。本研究建議，多部位的差價合約交易人必須支付利息費用給交易所，利率為浮動利率加計一定的基準點(basis points; bps)，例如採取浮動利率加上 400

²³ 自 2014 年 2 月 24 日起調整為 10 秒，預計 2014 年下半年調整為 5 秒。

bps。另一方面，空部位的差價合約交易人可以收取利息費用，利率為浮動利率減去一定的基準點(basis points; bps)，例如採取浮動利率減去 25 bps。

(4)借券的費用：交易人若欲賣空差價合約，造市者或是臺灣證券交易所必須先持有券源。本研究建議，空部位的交易人必須支付借券費用給交易所或是造市者，借券費用可依市場借券費率加碼來計算。

(5)股利與可扣抵稅額：由於上市公司支付投資人股利時，除息日當天股價會下跌來反應股利的金額，此外，兩稅合一之後的可扣抵稅額亦伴隨著股利支付給股東。為了補償多部位的差價合約持有人，本研究建議，在公司股利支付的事件上，空部位的差價合約持有人將股利金額以及股利抵稅的額度支付給多部位的持有人。

(6)稅賦：交易人在賣出差價合約時，必須支付證券交易稅(比照權證收取 0.1%)，由交易人負擔。

舉例來說明交易人可能面臨的費用與現金流量。假設有一位交易人 A 看多台積電股票，交易人 B 看空。台積電的差價合約的原始保證金比例為 10%，浮動利率指標為 0.388%，差價合約的利息費用為 $0.388\%+4\%=4.388\%$ ，空部位的利息補貼費用為 $0.388\%-0.25\%=0.138\%$ 。台積電的借券費率為 4%。假設在 4/10 台積電股票的成交價在 NT\$119 時，交易人 A 買進 1 張台積電差價合約，交易人 B 賣空 1 張。4/15 台積電股票的成交價在 NT\$122 時，交易人 A 與 B 同時結清部位。茲將交易人 A 與 B 的交易損益以及現金流量，整理如表 4-1，請參見。

由表 4-1 的現金流量分析，相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，然而，由於是權證的商品，交易人的證券交易稅比較低，也因為高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

表 4-1 交易人交易臺灣證券交易所掛牌的台積電差價合約的相關現金流量

交易成本與現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
建立部位的原始保證金	支付 $-\$11.9 \times 1,000 =$ \$-11,900	支付 $-\$11.9 \times 1,000 =$ \$-11,900
經紀商的手續費	支付 \$17	支付 \$17
持有部位的費用	免收	免收
利息費用	支付 $\$(119-11.9) \times 1,000$ $\times 4.388\% \times 5/365$ =\$64	收取 $\$(119-11.9) \times 1,000$ $\times 0.138\% \times 5/365$ =\$2
借券費用		支付 $\$119 \times 1,000$ $\times 4\% \times 5/365$ =\$65
資本利得(損失)	收取 $\$(122-119) \times 1,000$ =\$3,000	支付 $\$(119-122) \times 1,000$ =\$-3,000
取回保證金	\$11,900	\$11,900
結清部位之淨現金流量	=\$14,900	=\$8,900
證券交易稅(0.1%)	支付 $\$12.2 \times 1,000 \times 0.1\%$ =\$12	支付 $\$11.9 \times 1,000 \times 0.1\%$ =\$12
總損益	\$2,907	-\$3,092
投資報酬率	24.4%	-26.0%

資料來源：本研究整理

造市者的現金流量

造市者在交易所集中交易的差價合約交易中扮演流動性提供的角色，若在交易所交易的差價合約具有高度流動性，不但可以提高市場整體的效率性，也可以

帶動現貨市場的交易量。因此，提供適當的誘因以鼓勵造市者積極造市是集中交易差價合約的成功關鍵因素之一。

因為臺灣證券交易所為委託單驅動的交易機制，因此造市者必須將其造市的部位透過委託單輸入至交易系統參與交易，未成交的差價合約將停留在委託簿，等待相反部位的委託單到達。

當造市者在進行差價合約造市時，很短的時間內若同時有買單與賣單的到達，造市者可以賺取買賣的價差，對於造市者的收入而言，這是最理想的情況。另一方面，當差價合約的委託單為單方抵達，造市者在進行差價合約的造市者，若差價合約的多部位或空部位的存貨過多時，造市者必須至現貨市場進行反向的避險交易。

當交易所交易的差價合約市價與標的資產現貨市場的成交價格不一致時，造市者可以透過套利交易來使價格趨於一致。因此差價合約與現貨市場的價差套利亦提供造市者另一項獲利的來源。

整體而言，造市者在進行交易所交易之差價合約造市活動時，其獲利的來源包括差價合約的買賣價差、差價合約與現貨市場的價差套利，另外，交易所依其造市金額的高低提供部份的利息收入，造市者的成本包括資金以及證券的成本、造市交易的交易手續費，以及避險交易的手續費用等。

以上例為例，由於差價合約是在交易所集中交易，除了經紀商的手續費是由經手的經紀商所收取之外，利息費用與借券費用都是由證券交易所收取。假設證券交易所將利息費用與借券費用的半數支付給造市者來作為鼓勵造市，交易商相關的現金流量如表 4-2：

表 4-2 經紀商於臺灣證券交易所掛牌之台積電差價合約交易的相關現金流量

經紀商相關的現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
經紀商的手續費	收取 \$17	收取 \$17
利息費用	收取 $\$64 \times \frac{1}{2}$ =\$32	支付 $\$2 \times \frac{1}{2}$ =\$1
借券費用		收取 $\$65 \times \frac{1}{2}$ =\$32.5
經紀商的收入合計	\$49	\$48.5

資料來源：本研究整理

2.店頭市場 CFD-直接入市模式(DMA)

交易機制與價格發現

若差價合約採取店頭市場直接入市模式進行交易，交易人必須在股票現貨市場的交易時間內才得以進行 CFD 交易。舉例而言，若交易人想要交易『台積電 CFD』，交易人進行『台積電 CFD』委託下單包含下列二筆交易，第一筆交易是交易人和交易商雙方，交易人觀察台積電股票市場實際成交的價格以及委託簿的資訊後，下了多部位或是空部位的『台積電 CFD』給交易商。另一筆交易則是交易商和臺灣證券交易所，當交易商收到交易人的『台積電 CFD』委託單後，會至交易所完成該筆委託單中『台積電』股票的交易(相同的委託數量與委託價格)。若該筆委託單成交，交易商向交易人回報完成交易，並進行後續的結算交割作業。在直接入市模式下，一旦交易人的委託單順利成交，交易人之間或交易人與交易商之間的『台積電 CFD』交易便告完成。若未成交，該委託單將留在現貨市場的委託簿等待成交，或等待後續的修改或取消委託單。

在直接入市模式下，『台積電 CFD』類似臺灣目前的融資與融券交易，即『台積電 CFD』的交易會透過 CFD 交易商下到股票現貨市場與現貨市場的股票一起參與撮合，交易商並不提供報價，成交價格是由『台積電』的股票交易撮合所決定，即交易人的『台積電 CFD』成交價格會與『台積電』股票的實際交易價格一致，因此『台積電 CFD』的價格是具有公平性，並提供交易人較高的流動性，以及有機會降低其交易成本。

交易過程的現金流量

以下說明參與直接入市模式的差價合約交易人的相關現金流量。值得注意的是，差價合約的多部位與空部位交易人的現金流量是不同的。

- (1)交易商的手續費：交易人將差價合約的委託單透過交易商，傳到臺灣證券交易所參與集中交易，因此多部位差價合約的交易人與空部位交易人都必須支付交易商手續費。
- (2)利息費用：因差價合約為一高槓桿的投資工具，交易人只需支付少許的保證金就可以買進或賣出數倍或數十倍價值的標的資產，因此必須支付利息費用(墊款費用)。本研究建議，多部位的差價合約交易人必須支付利息費用給交易商，利率為浮動利率加計一定的基準點(basis points; bps)，例如採取浮動利率加上 400 bps。另一方面，空部位的差價合約交易人可以收取利息費用，利率為浮動利率減去一定的基準點(basis points; bps)，例如採取浮動利率減去 25 bps。
- (3)借券的費用：交易人若欲賣空差價合約，交易商必須先持有券源。本研究建議，空部位的交易人必須支付借券費用給交易商，借券費用可依市場借券費率加碼來計算。
- (4)股利與可扣抵稅額：由於上市公司支付投資人股利時，除息日當天股價會下跌來反應股利的金額，此外，兩稅合一之後的可扣抵稅額亦伴隨著股利支付給股東。為了補償多部位的差價合約持有人，本研究建議，在公司股利支付的事件上，空部位的差價合約持有人將股利金額以及股利抵稅的額度支付給多部位的

持有人。

(5)稅賦：交易商在替客戶下單給交易所時，支付證券交易稅(比照權證收取 0.1%)，由交易人負擔。交易人下單時與交易商簽訂委託合約，視 CFD 的商品定義必須支付財產交易所得稅(證券化商品)或分離課稅(結構型商品)。

舉例說明交易人可能面臨的費用與現金流量。假設有一位交易人 A 看多台積電股票，交易人 B 看空。台積電的差價合約的原始保證金比例為 10%，浮動利率為 0.388%，差價合約的利息費用為 $0.388\%+4\%=4.388\%$ ，空部位的利息補貼費用為 $0.388\%-0.25\%=0.138\%$ 。台積電的借券費率為 4%。假設在 4/10 台積電股票的成交價在 NT\$119 時，交易人 A 買進 1 張台積電差價合約，交易人 B 賣空 1 張。4/15 台積電股票的成交價在 NT\$122 時，交易人 A 與 B 同時結清部位。假設採取分離課稅，交易人 A 因為交易差價合約而產生利潤，支付 10% 的資本利得稅，而交易人 B 有虧損，不需繳交資本利得稅。茲將交易人 A 與 B 的交易損益以及現金流量，整理如表 4-3，請參見。

由表 4-3 直接入市模式的現金流量分析，相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，資本利得的部分亦需另外課稅，若將差價合約交易比照權證的商品，交易人的證券交易稅比較低，也因為高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

表 4-3 交易人在直接入市模式下交易臺積電差價合約的相關現金流量

交易成本與現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
建立部位的原始保證金	支付 $-\$119 \times 1,000 \times 10\% =$ $\$-11,900$	支付 $-\$119 \times 1,000 \times 10\% =$ $\$-11,900$
交易商的手續費	支付 $-\$11,900 \times 0.1425\%$ $=\$17$	支付 $-\$11,900 \times 0.1425\%$ $=\$17$
利息費用	支付 $\$(119-11.9) \times 1,000$ $\times 4.388\% \times 5/365$ $=\$64$	收取 $\$(119-11.9) \times 1,000$ $\times 0.138\% \times 5/365$ $=\$2$
借券費用		支付 $\$119 \times 1,000$ $\times 4\% \times 5/365$ $=\$65$
資本利得(損失)	收取 $\$(122-119) \times 1,000$ $=\$3,000$	支付 $\$(119-122) \times 1,000$ $=-\$3,000$
取回保證金	$\$11,900$	$\$11,900$
結清部位之淨現金流量	$=\$14,900$	$=\$8,900$
證券交易稅(0.1%)	支付 $\$122 \times 1,000 \times 10\% \times 0.1\%$ $=\$12$	支付 $\$119 \times 1,000 \times 10\% \times 0.1\%$ $=\$12$
資本利得稅(分離課稅 10%)	支付 $\$3,000 \times 10\% = \300	支付 0
總損益	$\$2,607$	$-\$3,092$
投資報酬率	21.9%	-26.0%

資料來源：本研究整理

造市者的現金流量

在直接入市模式下，『台積電 CFD』的交易會透過 CFD 交易商下到股票現貨市場與現貨市場的股票一起參與撮合，交易商不提供報價，無須提供報價與進行

避險。假設在直接入市模式下，交易人的借款與借券皆透過交易商進行，在交易人繳付的相關費用方面，交易商的手續費、利息費用與借券費用皆由經手的交易商所收取。交易商相關的現金流量如下：

表 4-4 交易商於直接入市模式下之台積電差價合約交易的相關現金流量

交易商相關的現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
交易商的手續費	收取 \$17	收取 \$17
利息費用	收取 \$64	支付 \$2
借券費用		收取 \$65
交易商的收入合計	\$81	\$80

資料來源：本研究整理

3.店頭市場 CFD-造市者模式

交易機制與價格發現

在造市者模式下，CFD 交易商為造市者，提供 CFD 的雙向報價，以及有效最大的合約數量。若交易人欲向 CFD 交易商交易，在交易人願意承接的最大數量以下，交易人以 CFD 交易商的賣價買進 CFD，以 CFD 交易商的買價將 CFD 賣回給交易商，當交易商接受交易人的下單，然後與交易人確認該筆交易的完成。舉例而言，在交易『台積電 CFD』時，交易人將委託單下至交易商，交易商在觀察『台積電』股票價格後，提供『台積電 CFD』買價和賣價，中間的價差即為投資者的交易成本，買價與賣價往往將標的資產的市價包含其中，亦即買價(賣價)低(高)於標的資產的市價。在造市者模式下，『台積電 CFD』的訂價會接近『台積電』在現貨市場上的市價，但不必然要與之完全相同，這一點與 DMA 交易模式形成強烈對比。

交易過程的現金流量

以下說明參與造市者模式的差價合約交易人的相關現金流量。值得注意的是，差價合約的多部位與空部位交易人的現金流量是不同的。

- (1)交易商的手續費：交易人在觀察造市者的報價後，將差價合約的委託單下到交易商進行交易，因為不透過經紀商而與交易商直接交易，無須支付經紀商手續費，但需支付交易商手續費，此部分在市場競爭情況下各家交易商幾乎不收。
- (2)利息費用：因差價合約為一高槓桿的投資工具，交易人只需支付少許的保證金就可以買進或賣出數倍或數十倍價值的標的資產，因此必須支付利息費用(墊款費用)。本研究建議，多部位的差價合約交易人必須支付利息費用給交易商，利率為浮動利率加計一定的基準點(basis points; bps)，例如採取金融業浮動利率加上 400 bps。另一方面，空部位的差價合約交易人可以收取利息費用，利率為浮動利率減去一定的基準點(basis points; bps)，例如採取浮動利率減去 25 bps。
- (3)借券的費用：交易人若欲賣空差價合約，交易商必須先持有券源。本研究建議，空部位的交易人必須支付借券費用給交易商，借券費用可依市場借券費率加碼來計算。
- (4)股利與可扣抵稅額：由於上市公司支付投資人股利時，除息日當天股價會下跌來反應股利的金額，此外，兩稅合一之後的可扣抵稅額亦伴隨著股利支付給股東。為了補償多部位的差價合約持有人，本研究建議，在公司股利支付的事件上，空部位的差價合約持有人將股利金額以及股利抵稅的額度支付給多部位的持有人。
- (5)稅賦：交易人下單時與交易商簽訂委託合約，視 CFD 的商品定義必須支付財產交易所得稅(證券化商品)或分離課稅(結構型商品，10%)。

舉例說明交易人可能面臨的費用與現金流量。假設有一位交易人 A 看多台積電股票，交易人 B 看空。台積電的差價合約的原始保證金比例為 10%，浮動利率

為 0.388%，差價合約的利息費用為 $0.388\%+4\%=4.388\%$ ，空部位的利息補貼費用為 $0.388\%-0.25\%=0.138\%$ 。台積電的借券費率為 4%。

假設在 4/10 台積電股票的成交價在 NT\$119 時，CFD 的交易商觀察當時現股的買賣委託之後，對『台積電差價合約』的報價為買進價格『118.80』，賣出價格『119.20』，交易人 A 買進 1 張台積電差價合約，買進價格為 \$119.20，交易人 B 賣空 1 張，賣出價格為 \$118.80。4/15 台積電股票的成交價在 NT\$122 時，交易人 A 與 B 同時結清部位，當時 CFD 的交易商觀察對『台積電差價合約』的報價為買進價格『121.80』，賣出價格『122.20』。茲將交易人 A 與 B 的交易損益以及現金流量，整理如表 4-5，請參見。

由表 4-5 造市者模式的現金流量分析，相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，資本利得的部分亦需另外課稅，但因為差價合約具有高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

表 4-5 交易人在造市者模式下交易臺積電差價合約的相關現金流量

交易成本與現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
建立部位的原始保證金	支付 $-\$119.2 \times 1,000 \times 10\% =$ \$-11,920	支付 $-\$118.8 \times 1,000 \times 10\% =$ \$-11,880
交易商的手續費	無須支付	無須支付
利息費用	支付 $\$(119.2 - 11.92) \times 1,000$ $\times 4.388\% \times 5/365$ =\$64	收取 $\$(118.8 - 11.88) \times 1,000$ $\times 0.138\% \times 5/365$ =\$2
借券費用		支付 $\$118.8 \times 1,000$ $\times 4\% \times 5/365$ =\$65
資本利得(損失)	收取 $\$(121.8 - 119.2) \times 1,000$ =\$2,600	收取 $\$(118.8 - 122.2) \times 1,000$ =\$-3,400
取回保證金	\$11,920	\$11,880
結清部位之淨現金流量	=\$14,520	=\$8,480
證券交易稅	支付 $\$121.8 \times 1,000 \times 10\% \times 0.1\%$ =\$12	支付 $\$118.8 \times 1,000 \times 10\% \times 0.1\%$ =\$12
資本利得稅(分離課稅)	支付 $\$2,600 \times 10\% = \260	支付 0
總損益	\$2,264	-\$3,475
投資報酬率	18.99%	-29.25%

資料來源：本研究整理

造市者的現金流量

在造市者模式下，造市商扮演流動性提供的角色，當造市者在進行差價合約造市時，很短的時間內若同時有買單與賣單的到達，造市者可以賺取買賣的價差，對於造市者的收入而言，這是最理想的情況。另一方面，當差價合約的委託單為

單方抵達，造市者必須進行差價合約的造市，若差價合約的多部位或空部位的存貨過多時，造市者必須至現貨市場進行反向的避險交易。

整體而言，造市者在進行差價合約造市活動時，其獲利的來源為差價合約的買賣價差，以及差價合約的利息收入，造市者的成本包括資金成本，以及避險交易的手續費用與交易等。

表 4-6 交易商於造市者模式下之台積電差價合約交易的相關現金流量

交易商相關的現金流量	交易人 A (多部位持有者)	交易人 B (空部位持有者)
交易商的手續費	收取 \$17	收取 \$17
利息費用	收取 \$64	支付 \$2
借券費用		收取 \$65
新增部位價差收入	收取 $$(119.2-119) \times 1,000$ =\$200	收取 $$(119-118.8) \times 1,000$ =\$200
結清部位價差收入	收取 $$(122-121.80) \times 1,000$ =\$200	收取 $$(122.2-122) \times 1,000$ =\$200
交易商的收入合計	\$481	\$480

資料來源：本研究整理

4.小結

根據上述三種差價合約交易模式的交易成本分析，總結如表 4-7。對交易人而言，三種模式皆需支付手續費與證券交易稅，多部位的交易人需支付利息費用，空部位的交易人需支付借券費用，但有利息收入；直接入市模式與造市者模式的差價合約交易屬於結構型商品，必須多支付分離課稅；在造市者模式下交易人需承擔買賣價差的成本，因此報酬率最低。此時，集中交易市場的交易人報酬率最

高，但必須面臨期初交易量不大的流動性風險，因此，證券交易所必須建立制度鼓勵造市者進行造市。

對交易商而言，差價合約可以為交易商帶來手續費、利息、與借券的收入。差價合約若在臺灣證券交易所掛牌交易，交易商無法取得全部的利息與借券收入，因此收入最低，造市者模式則因為有價差收入，所以交易商的收入最高，但會有額外的避險成本。

表 4-7 不同模式下差價合約交易的相關現金流量分析

相關的現金流量	臺灣證券交易所		直接入市模式		造市者模式	
	多部位	空部位	多部位	空部位	多部位	空部位
交易人						
手續費	✓	✓	✓	✓	✓	✓
利息費用	✓		✓		✓	
利息收入		✓		✓		✓
借券費用		✓		✓		✓
證券交易稅	✓	✓	✓	✓	✓	✓
分離課稅			✓	✓	✓	✓
報酬率	高	高	中	中	低	低
交易商(造市者)						
手續費收入	✓	✓	✓	✓	✓	✓
利息費用		✓		✓		✓
利息收入	✓		✓		✓	
借券收入		✓		✓		✓
價差收入					✓	✓
交易商收入	低	低	中	中	高 ^註	高 ^註

註：此處尚未考量交易商的避險成本。

4.3 差價合約設計的建議

本節就我國的證券業進行差價合約的設計時，應考慮的因素提出具體建議。

1. 差價合約標的資產的選擇

依目前投資人的偏愛來分析，股票個股、指數股票型基金(ETF)以及外國股市

的指數股票型基金是差價合約的理想標的資產。個股標的選擇的標準，可以考慮高成交量或週轉率、高波動性、高融資融券等特性的個股，例如現有之股票期貨標的物或是認購或認售權證的標的物。

由於高透明、多元性特色以及低的基金管理費，指數股票型基金在全球的規模不斷快速地增加，雖然我國的 ETF 規模相較於美、日、韓等國家的比例仍低，但藉著推行 ETF 的差價合約，應該可以有效地帶動整體 ETF 的成交量。除了我國市場的 ETF 之外，跨境的投資愈來愈受到重視，因此將外國股市的 ETF 作為我國差價合約交易的標的物亦是不錯的選擇。

2. 契約規模的大小

因為投資人在交易股票的習慣上是以『張』作為最小交易單位，1 張普通股為 1,000 股，因此建議差價合約在契約設計上最小單位亦配合現貨市場的交易習慣，以 1 個契約單位為 1 張普通股或是 1 張受益憑證。

3. 浮動利率的決定

由於融資費用或利息費用的計算必須由浮動利率來計算，因此必須選擇一種浮動利率的指標。本研究建議選取櫃檯買賣中心交易的公債之殖利率作為浮動利率指標，而現行的證券商融資利率亦是適合的浮動利率指標。

4. 保證金比率

根據之前的分析，國外差價合約的保證金比率約為契約價值的 5% 至 10%。由於我國股票市場有 7% 漲跌停限制，加上過去當有系統性風險發生時，市場容易出現恐慌性地賣壓而使市場缺乏流動性。建議差價合約在制定保證金比率時應參考國外差價合約的保證金比率之外，同時要謹慎考量我國的市場狀況加以制定，以避免過低的保證金比率，因為一旦差價合約缺乏流動性，且交易人違約交割，將使差價合約的交易商產生鉅額的損失，甚至會危害金融市場的穩定。

在交易所集中交易之差價合約，建議參考臺灣期貨交易所訂定之結算保證金的方式來計算。而在 OTC 的直接入式模式與造市者模式之下的差價合約，本研究建議由差價合約的提供者(證券商)自行訂定合理的保證金比率。

如果制定太高的保證金比率，將使差價合約喪失了高槓桿的優勢，也無法吸引本國交易人或是外國交易人進行交易。但另一方面，如前所言，過低的保證金比率，因為一旦差價合約缺乏流動性，且交易人違約交割，將使差價合約的交易商產生鉅額的損失，甚至會危害金融市場的穩定。

此外，本研究建議針對不同的股票，依其波動性的高低來進行分類，波動性愈高的股票可以訂定比較高的保證金比率，相反地，低波動性的標的資產(例如 ETF)，可以訂定比較低的保證金比率。除了在標的資產的波動性之外，交易商也必須針對其客戶作好徵信的工作，依客戶不同的信用狀況作好分級，依據不同的信用狀況給予交易人差別的保證金比率。因為作好風險管理，差價合約的交易商才能將自身的風險曝露控制在合理的範圍。

4.4 差價合約管理的其他建議

本節就我國的證券業在進行差價合約的業務時，應考慮的規範提出建議。

1.交易人持有部位的資訊揭示

在 2008 年全球金融風暴之後，由於市場管制的需求，愈來愈多的學者與市場管理機關都主張要提高市場的透明度，其中衍生性金融商品的持有部位資訊亦是主要的議題之一。由於 CFD 持有者要轉換成現貨部位是相當容易的，本研究建議，持有 CFD 部位應與現貨合併計算，進行必要的資訊揭示，以利市場的公平性與透明度。

2.交易商避險策略資訊之揭露

證券商在與交易人交易 CFD 時，會因為不同的交易模式而有不一樣的避險部

位。在直接入市模式中，由於證券商是將交易人的 CFD 委託單轉至集中交易市場參與現貨的交易，因此證券商並沒有存貨，不會持有 CFD 的部位，因此並不會有交易商避險策略的問題。然而，在造市者模式下，證券商與交易人直接交易，交易人面臨較高的交易對手問題，而證券商有可能為了賺取更高的買賣價差收入，而錯失了至市場避險的時間，以至於不當累積 CFD 單方面(空頭或多頭)的部位。在交易所集中交易的 CFD，指定造市者亦有類似的問題。若累積過高的 CFD 未平倉部位，有可能對交易人的權益以及市場的穩定度構成挑戰。

為了市場的透明度以及管理需要，本研究建議 CFD 的提供者必須揭示其所持有未平倉的 CFD 合約，以利市場管理以及公平性。

3.對其他類似金融商品與金融交易的排擠效果

根據國外的發展經驗，CFD 推出之後，由於 1:1 以及簡單易懂、高度彈性的契約設計等特性，對於權證、個股期貨以及融資融券的業務會造成排擠的效果。

事實上，以我國現行的金融市場發展現況，雖然近來每年認購與認售權證的發行檔數高達一萬支以上，但實際的交易量並沒有很高。交易所交易的牛熊證，因為到期日短以及執行價的問題，造成投資人瞭解的困難，在臺灣的交易量遠低於香港。此外，我國的個股期貨交易量一直偏低，期貨合約之基差變大或縮小可能是交易人無法適應的可能性。CFD 與前述金融商品比較，具有相對的優勢。

然而，融資融券的業務是目前許多證券商重要的收入之一，因此在推行 CFD 時，必須要考慮對於證券商營業收入的影響。本研究建議，為了避免影響證券商的收入，應該優先選擇直接入市模式或是造市者模式，而應該避免選擇交易所集中交易的模式。

在直接入市模式或是造市者模式下的 CFD，由於其具有高槓桿的特性，會對目前證券商融資融券的業務造成排擠。本研究分析，推出 CFD 的交易，將有利於市場整體的流動性，倫敦與澳洲的經驗顯示市場的交易量會提升，此將會帶給證

券額外的收入，此外，由於 CFD 是高槓桿的商品，證券商將可以收入更多的利息收入或是借券費用，因此整體而言，CFD 的推出應該可以提升證券商整體的收入。

第五章 參考文獻與資料來源

1. Investment Trends 2013 UK Leveraged Trading Report,
http://www.iggroup.com/corporate/investment_trends_uk_2013.html
2. Investment Trends 2013 Australia CFD Report
<http://www.iggroup.com/corporate/australia-it-report-2013.html>
3. Investment Trends Germany CFD and FX Report
<http://www.iggroup.com/corporate/germany-it-report.html>
4. “Cantor Fitzgerald and Lch.Clearnet Launch First Centrally Cleared OTC CFD In Europe”, 30 October 2013,
http://www.lchclearnet.com/media_centre/press_releases/2013-10-30.asp
5. “Singapore, MAS to Tighten CFD Rules”, 2012/05/14 CFD News,
<http://www.contracts-for-difference.com/news/industry-news/8001-singapore-mas-to-tighten-cfd-rules/>
6. Brown, Christine, Jonathan Dark, and Kevin Davis, 2010, Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing, and Effects, *The Journal of Futures Markets*, Vol. 30, No. 12, 1108–1149.
7. Lee, Adrian D. and Shan Choy, 2013, Contracts for dummies? The performance of investors in contracts for difference. *Accounting and Finance*, Vol. 53, No. 04, 1–33.
8. “GBOT has successfully launched exchange traded CFDs”, 2013.05.07,
<http://www.bourseafrica.com/Uploads/PressReleases/2013/May/English/2013-BD-PressRelease-CFDLaunch-07MAY-2013.pdf>
9. “The Global Board of Trade (GBOT) is now BOURSE AFRICA”, 2013.11.21,
<http://www.african-markets.com/en/news/indian-ocean/mauritius/1239-the-global-board-of-trade-gbot-is-now-bourse-africa>
10. Understanding ASX Listed CFDs, Australia Securities Exchange, please link:
http://www.asx.com.au/products/pdf/understanding_asx_listed_cfds.pdf

11. Understanding Japan CFDs in this study, please link:
<http://www.easthillfx.co.jp/scfd/cn/>
12. Understanding CFDs in MF Global Singapore, please link:
<http://www.mfglobal.com.sg/en/index.html>
13. Understanding London CFDs in this study, please link:
<http://www.londonstockexchange.com/prices-and-markets/stocks/tools-and-services/direct-market-access/dma-providers/dmaproviders.htm>
14. Understanding CFDs news in this study, please link: <http://www.igmarkets.co.uk/>
15. History and the CFD revolution
<http://www.contracts-for-difference.com/contracts-for-differences.html>
<http://www.cityindex.co.uk/>
16. Open an CFD account , <http://www.learnmoney.co.uk/cfd/accounts.html>
17. 牛熊證介紹及市場資訊
http://warrants.ubs.com/home/html/cbbc_c.html