



市場推廣

客製化期貨與選擇權商品介紹與發展

證基會研究處◎張祥麟

近幾年來，受到新冠疫情、地緣政治、美國快速升息等因素影響，金融市場不確定性大增，交易人無論是為投機或避險皆大量參與期貨市場交易，再加上全球股市波動性增加，因此全球個股及指數期貨與選擇權成交量持續成長。2022年全球期貨與選擇權成交量達2,278億口高峰，其中又以股價指數類（含個股股權類）為最大宗，占比高達66%，其次為外匯類商品，占比10%（詳圖一）。全球主要交易所為開拓新的交易市場及服務交易人，除推出符合交易人需求的標準化商品，也提供客製化期貨與選擇權商品，滿足交易人對特殊商品交易條件的需求。

臺灣期貨交易所將於今年（2023）底推出客製化商品服務，未來期貨商可評估市場狀況或依客戶需求，在T-1日向交易所提出申請，交易所即可於T日將客製化商品掛牌提供交易。為讓交易人對客製化商品有更進一步了解，本文特就客製化商品介紹、交易現況分析，以及我國未來發展方向加以研析，供各方市場參與者參考。

一、集中市場客製化商品介紹

（一）集中市場客製化商品起源

集中市場客製化商品最早由芝加哥選擇權交易所（Cboe）於1993年推出FLexible



圖 1、近四年全球期權成交量
資料來源：FIA ETD Tracker

EXchange (FLEX) options product開始，其目的主要是滿足交易人對特殊到期日、履約價格，或履約型態等需求，1993年以前，客製化商品皆是透過店頭市場交易，但店頭市場無論是流動性、透明度、成本等都無法與集中市場交易相提並論，故集中市場客製化商品即應運而生，目前全球各大型交易所大部分皆有客製化商品服務。

(二) 集中市場客製化商品特點

集中市場客製化商品不僅提供商品內容設計的彈性，也同時保有集中市場交易特點，說明如下：

THE OPTIONS CLEARING CORPORATION - CHICAGO, ILLINOIS							SYSTEM DATE 06/30/23	TIME 19:26:35	PAGE 1
INDEX FLEX OPEN INTEREST REPORT							ACTIVITY DATE 06/30/23	PROGRAM ID BV2C0210	V005
MARK PRICES NOTED ON THIS REPORT ARE DERIVED BY THE CORPORATION FROM FACTORS AND DATA DEEMED PERTINENT WHENEVER APPROPRIATE CLOSING PRICES IN FLEX OPTIONS ARE NOT AVAILABLE.									
SYMBOL	P/C	EXPIRATION MO DAY YR	STRIKE PRICE	MARK PRICE	OPEN INTEREST				
CBOE DOW JONES INDUSTRIAL (EUR)									
2DJX	C	09 15 2023	00341 000	9.2055	398				
2DJX	P	09 15 2023	00341 000	4.7938	398				
2DJX	C	09 15 2023	00341 230	9.0517	1475				
2DJX	P	09 15 2023	00341 230	4.8674	1475				
2DJX	C	09 15 2023	00341 640	8.7830	1327				
2DJX	P	09 15 2023	00341 640	5.0042	1327				
2DJX	C	09 15 2023	00343 000	7.8916	5				
2DJX	P	09 15 2023	00343 000	5.4579	5				
2DJX	C	09 15 2023	00344 570	6.8627	4431				
2DJX	P	09 15 2023	00344 570	5.9816	4431				
2DJX	C	09 15 2023	00345 570	6.2073	583				
2DJX	P	09 15 2023	00345 570	6.3151	583				
2DJX	C	09 15 2023	00346 200	5.7944	22185				
2DJX	P	09 15 2023	00346 200	6.5253	22185				
2DJX	C	09 15 2023	00347 530	4.9227	4421				
2DJX	P	09 15 2023	00347 530	6.9689	4421				
2DJX	C	09 15 2023	00347 610	4.8703	725				
2DJX	P	09 15 2023	00347 610	6.9956	725				
2DJX	C	09 15 2023	00350 010	3.3644	250				
2DJX	P	10 20 2023	00320 000	2.7534	500				
2DJX	C	10 20 2023	00350 000	6.6896	1000				
2DJX	P	10 20 2023	00350 000	9.6112	250				

圖 2、Cboe 客製化道瓊工業指數選擇權每日電子報
資料來源：The Options Clearing Corporation(OCC)¹

3. 大幅減少交易對手風險

與店頭市場相比最顯著的特點就是集中結算，由結算所擔任買賣雙方的交易對手，大幅減少違約風險，讓交易人的交易部位更有保障。

4. 資金有效運用

1. 客製化的商品內容

無論是商品合約值、履約價、到期日、履約型態（歐式或美式）等交易內容皆可依照交易人需求設計，原則上只要符合各交易所規定，且未與已交易的標準商品合約完全相同即可。

2. 交易透明且操作簡便

客製化商品交易方式與交易所掛牌的標準商品類似，如2023年6月30日Cboe每日電子報所示（圖2），客製化商品交易和一般標準商品類似，但履約價更多，且透過交易所集中交易，交易商品價格透明，流動性也相對於店頭市場交易來得更好。

推出客製化商品的交易所，大部分都有SPAN制度（Standard Portfolio Analysis of Risk，標準投資組合風險分析）或是跨帳戶保證金制度²，以便有效運用資金。

針對客製化商品、標準化商品及店頭商品各項特點，茲彙列比較如表1。

¹ The Options Clearing Corporation (OCC)，選擇權結算公司成立於 1973 年，在美國 SEC、CFTC 及聯準會管轄下，提供期貨、選擇權及證券借貸的結算與交割服務。

² 跨帳戶保證金制度 (Cross Margining)：允許交易人不同帳戶間的保證金餘額可以相互運用，以滿足不同交易之保證金需求。



表 1、不同商品特點比較表

特點	標準化商品	客製化商品	店頭商品
1. 客製化彈性		V	V
2. 結構型商品			V
3. 價格透明度	V	V	
4. 交易便利性	V	V	
5. 交易風險	V	V	
6. 資金運用	V	V	
7. 交易成本 ³	V	V	

資料來源：本研究整理

(三) 集中市場客製化商品範例解析

以2022年6月27日Cboe推出的客製化微型S&P500指數選擇權合約（S&P500 FLEX Micro Options）為例，主要合約內容說明如下：

1. 合約規格：1美元 × S&P500指數
2. 最小跳動點：1美元
3. 合約到期日：最長可達15年
4. 履約方式：美式或歐式皆可

以上商品的合約值比CME的迷你標準商品更小（CME E-MINI S&P 500期貨商品合約值為50美元 × S&P500指數）。此客製化微型商品主要是針對：

1. 小資本交易人

舉例來說，買進一口迷你S&P500指數選擇權履約價4,500的買權，報價是50點，所須的權利金是50 × 50美元 = 2,500美元；但買進一口相同標的及履約價的客製化微型選擇權則只須50 × 1美元 = 50美元。

2. 避險或套利策略交易人

對於策略交易人來說，在進行避險或套利交易時，合約值越小在進行Delta值避險或

套利時就可更精準，以提高策略效果。

二、國際市場客製化商品發展現況

雖然目前全球集中市場仍以標準化期貨與選擇權商品為主流，但客製化商品發展已三十年，越來越多交易所為滿足不同客群需要，持續推出各式客製化商品，但主要仍以股權或股價指數類的商品為主，尤其近幾年來全球股市熱絡，而期貨與選擇權商品屬多空皆可的操作標的，又可搭配現貨進行避險或套利交易，再加上客製化商品可量身訂製合約規格的特點，可更精準地執行各項現貨與期貨策略交易。

為了解交易人在國際市場中的操作情況與客製化商品發展情形，以下就美國及歐洲⁴等主要期貨交易市場發展情形予以介紹：

(一) 美國

作為集中市場客製化商品的發源地，美國目前客製化商品仍是以股價指數類（含個股股權類）占最大宗，也最具發展性，再加上近幾年美股持續火熱，各大主要指數如道

³ 店頭市場不一定有手續費等交易成本，但會有買賣價差，即為隱含的交易成本。

⁴ 亞洲以香港、日本、新加坡等交易所所有推出客製化商品，惟交易量少且無法取得精確資訊故不在本文介紹範圍。

瓊、那斯達克、標準普爾等指數波動幅度增加，故在個股及股價指數等現貨的帶動下，期貨與選擇權商品也交投熱絡。為滿足不同客群需求，美國各交易所也推出各項客製化期貨與選擇權商品，提供有特殊需求的客群進行操作，例如：Cboe有S&P 500、羅素2000、道瓊、個股等客製化選擇權商品；CME有S&P 500、S&P MidCap 400、NASDAQ-100、日經225等客製化選擇權；ICE有FTSE 100指數週到期客製化選擇權。從近幾年美國客製化商品未平倉量來看，可以發現交易人持有客製化商品部位持續增加，並非只是單純當沖，可能還有其它策略交易的考量，詳圖3。

即使在美國期貨市場，客製化商品和標準化商品相比仍是小眾市場，但是其兼具店頭市場靈活性和集中市場透明度等特點，使得未來具有高度成長空間。且對於整體交易市場來說，客製化商品也可視為標準化商品的互補，如前述範例所示，Cboe推出的微型S&P500指數選擇權合約就可吸引原本無法交易迷你S&P500指數選擇權的小資族群，因此只要找出符合市場區隔的交易內容，就

可設計出符合特殊市場需求的客製化商品。由圖4可看出近年來美國客製化商品的快速發展。

（二）歐洲

與上述修改標準化交易內容發行客製化商品不同，歐洲交易所開發各式客製化商品方式，是將原本店頭市場商品直接移入集中市場為主，尤其是占店頭交易最大量的個股與利率交換合約（SWAP），其標的可為歐元計價的EURO STOXX股價指數、個股、一籃子股票，或歐元短期利率等共計超過280種交易商品，合約最長到期日可達24個月。與傳統標準化期貨相較，個股與一籃子股票總收益期貨（ETRF/BTRF）⁵的定價方式，完全複製場外交換合約，故主要交易參與者在移入集中市場交易過程中，可無縫銜接地熟悉交易方式；同時，ETRF/BTRF兼具集中市場標準化特色，例如：有固定的到期日與集中結算制度等。自2019年推出此類商品後，2022年其成交金額已突破138億歐元，其成交量及未平倉量，詳圖5。

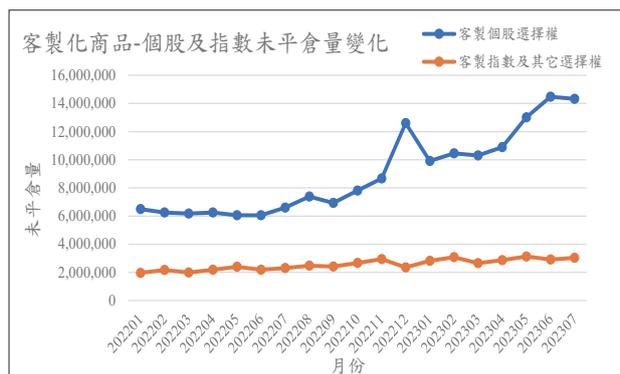


圖 3 - 2022~2023.7 客製化產品未平倉量變化
資料來源：The Options Clearing Corporation (OCC)

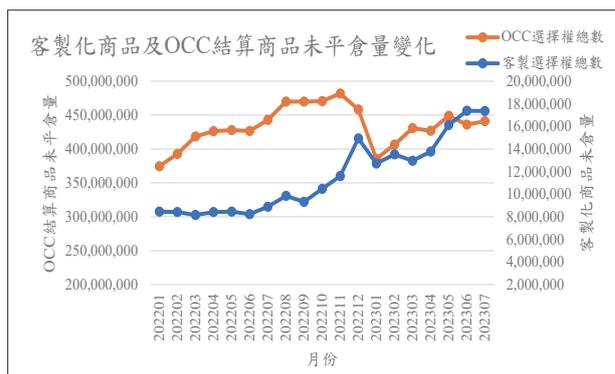


圖 4 - 客製化商品與標準化商品月未平倉量變化
資料來源：The Options Clearing Corporation (OCC) 歐洲

⁵ ETRF, Equity Total Return Futures, 個股總收益期貨，是由店頭市場的總收益交換合約 (Total Return Swap, TRS) 演變而來，以集中市場結算的一種合成現金工具，其概念類似包含股息的個股期貨合約；BTRF, Basket Total Return Futures, 組合式總收益期貨，是由多個相同到期日的 ETRF 所組成，其概念類似我國 ETF 期貨的概念。



Market information

此外，歐洲交易所客製化選擇權具備不同於一般選擇權商品的特色，與「商品」概念不同，其客製化選擇權是以「交易單選項」的方式進行，交易人只要在系統介面輸入客製化內容（如履約價、到期日等）即可進行交易，並非真實創造出一個商品；簡言之，其客製化選擇權僅係个股、指數或其它商品之下，以客製化「功能」選項存在於歐洲交易市場。因此，歐洲交易所系統將客製化規畫為交易單功能，交易量、未平倉量等統計數據並無個別獨立，而是與一般个股或指數類選擇權一併計算。

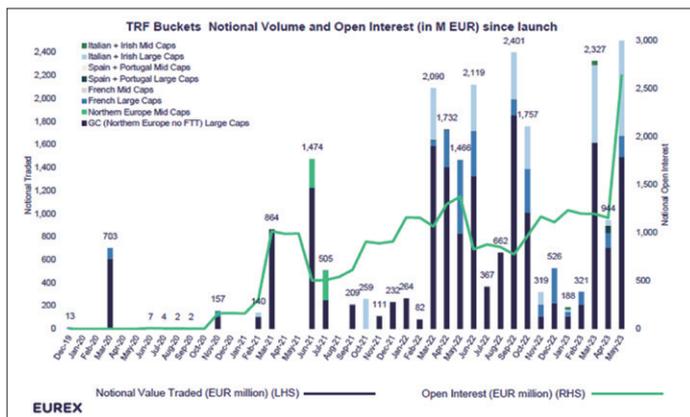


圖 5、2019 年 12 月 ~2023 年 5 月 ETRF/BTRF 成交量及未平倉量
資料來源：<https://www.eurex.com/ex-en/markets/equ/equity-trf>

三、臺灣客製化商品介紹

在全球期貨市場交易蓬勃之際，我國作為亞太區主要期貨交易市場之一，對於全球客製化商品市場發展方向也始終保持高度關注，臺灣期貨交易所規畫多時，也將於今（2023）年底推出客製化商品，以下就我國客製化商品推出進程說明。

（一）股價指數類商品先行

就全球交易市場來看，个股及股價指數類期貨與選擇權始終為客製化商品最大宗，我國標準化商品中也以股價指數類期貨及選擇權商品為發展主力，詳表2。因此臺灣期貨交易所預計在2023年12月31日前先推出客製化股價指數類期貨與選擇權商品，客製化內容則先以到期日及履約價⁶為主。舉例來說，若交易人認為未來一年內在T日重大資訊公布後將造成股市波動，即可向交易所申請T+1後到期之客製化指數期貨或選擇權商品掛牌交易，以滿足交易人之避險或投機需求。

（二）个股類商品其次

臺灣期貨交易所針對个股期貨及選擇權客製化商品已在規畫中，尚未提出商品推出時程，客製化內容則比照上述指數類商品，先以到期日及履約價為主。以2022年金管會統計資料來看，共有971家上市公司，808家上櫃公司，共計近二千個標的可成為未來潛在的客製化商品，再加上不同到期日或不同履約價格等客製化條件，應可滿足我國交易人對於个股類客製化商品的需求。例如，每年臺股除權息，期貨商或資產管理業者即可以除權息日前後的日期或股價設計不同到期日、不同履約價的客製化个股期貨及其對應的選擇權商品，以配合因个股現貨除權息而有特殊需要的交易人。

⁶ 目前臺灣期貨交易所客製化商品規畫：到期日以掛牌交易當日起1年內任一交易日皆可；選擇權履約價以10點之倍數且應介於申請日前1交易日標的指數收盤價上下30%為限。

表2、112年1-7月我國期貨及選擇權成交量

單位：口

日期	臺股期貨	小型臺指期貨	股票期貨	臺指選擇權
112/01	141,271	256,486	163,982	706,261
112/02	135,081	257,249	166,186	665,129
112/03	150,941	285,451	162,967	727,472
112/04	128,831	227,996	168,029	620,787
112/05	129,542	221,887	174,697	748,914
112/06	128,638	224,136	237,319	721,066
112/07	147,256	257,681	329,340	853,888
年度日均量	137,648	247,624	203,237	725,881

資料來源：臺灣期貨交易所

四、結論與建議

(一) 結論

客製化商品的推出，不只是交易商品種類的增加，也代表著對不同市場區隔者的重視，對廣大的投資市場參與者來說，客製化的機制可以快速反應市場需求，進而創造出更貼近市場的交易工具，無論對避險、投機，乃至於價格發現功能來說都將更有助益。另一方面，客製化機制的出現也代表市場進入更成熟多元的發展階段，交易所、期貨商、交易者等各類市場參與者對商品的需求、發行、交易等判斷更快速精準，並藉由交易所集中結算，大幅減少價格不透明與流

動性風險，對期貨商和交易人來說在增加交易彈性之外也更有保障。由國際期貨市場客製化商品發展來看，可以預見未來臺灣期貨市場在新制度、新商品的引領下，臺灣期貨市場將邁向一個更活潑自由的發展階段。

(二) 建議

今年7月31日開始，臺灣期貨交易所已開始進行無本金交割遠期外匯契約（NDF）集中結算，不只是持續將店頭市場商品⁷走向集中結算（去年7月25日開辦結算會員間自營交易之新臺幣利率交換契約（Interest Rate Swap, IRS）），更是我國外匯商品集中結算的里程碑；另一方面，我國一直以來為亞

表3、我國歷年進出口貿易值

年別	我國進出口貿易 (億美元；%)							
	貿易總額 (值)		出口總值 (出口 + 復出口)		進口總值 (進口 + 復進口)		出 (入) 超總值	
	金額	年增率	金額	年增率	金額	年增率	金額	年增率
108	6,148	-0.64	3,292	-1.45	2,857	0.30	435	-11.60
109	6,313	2.68	3,451	4.85	2,861	0.17	590	35.56
110	8,283	31.22	4,464	29.34	3,820	33.48	644	9.22
111	9,075	9.55	4,794	7.41	4,280	12.06	514	-20.15

資料來源：貿易局統計室

⁷ 外匯衍生性商品為店頭市場主要交易商品之一。



Market information

表4、我國歷年銀行相關外匯交易

單位：百萬美元

年別	銀行對顧客交易			銀行間交易			總計
	遠期	換匯	選擇權	遠期	換匯	選擇權	
108	1,032	3,811	105	1,648	12,412	760	19,768
109	890	3,575	111	1,125	12,869	712	19,282
110	950	3,346	111	1,097	12,136	787	18,427
111	1,021	3,143	84	1,076	13,620	743	19,687

資料來源：中央銀行

太區貿易大國，進出口貿易興盛，遠期外匯的避險需求更是進出口商、金融業者、資產管理業者等的重中之重。表3為我國歷年進出口貿易值統計，111年進出口皆超過4,000億美元，就貿易端估計，即使僅以進出口淨額的10%的避險需求也超過每年50億美元；表4為我國銀行業相關的外匯避險交易值統計，111年就銀行端估計，避險需求超過190億美元。

若我國期貨市場未來可以朝向新臺幣發展，讓客製化商品的優勢未來有機會可以充

分發揮於外匯市場，以上述龐大的進出口貿易額及避險需求，再搭配完整的期貨交易制度，將有助於拓展我國期貨市場不同的發展面向。況且自2018年後，新加坡交易所（SGX）已有新臺幣期貨商品，不只標準化合約、迷你合約，也有客製化合約可以供交易人選擇，詳表5。我國為新臺幣的「獨家發行商」，未來或可利用此獨一無二的優勢配合客製化機制，為我國期貨交易開創新的藍海市場。



表5、新加坡交易所新臺幣兌美元期貨合約種類

產品型態	標準合約	客製化合約	迷你合約
契約價值	300 萬新臺幣	300 萬新臺幣	100 萬新臺幣
最小跳動點	每 1000 元新臺幣 0.0005 美元	每 1000 元新臺幣 0.0001 美元	每 10 元新臺幣 0.0001 美元
最小跳動值	1.5 美元	0.3 美元	10 美元
可交易月份	12 個月	100 個曆日以內	12 個月
交易時間 (新加坡)	7:25AM~5:55PM	7:10AM~6:00PM	7:25AM~5:55PM
每日漲跌幅限制	無	無	無
結算方式	現金 (美元)	現金 (美元)	現金 (美元)
部位限制 ⁸	無	無	無
鉅額交易	10 口以上	10 口以上	30 口以上
最後結算價格	台北外匯經紀股份有限公司於台北時間上午 11 點公布的新臺幣 / 美元即期匯率的倒數乘以 1,000，取小數點後 4 位。	同左	台北外匯經紀股份有限公司於台北時間上午 11 點公布的新臺幣 / 美元即期匯率的倒數乘以 10，取小數點後 4 位。

資料來源：新加坡交易所

⁸ 原則上無部位限制，但若交易人持有各月份合約（含標準、迷你、客製化合計）淨多方或空方超過 5,000 口者，交易所可不定期要求提供持有目的、交易策略等資訊。