

以黃金期貨站上國際版

專訪淡大財務金融所 所長聶建中

提到黃金期貨，就不能不知道淡江大學財務金融學系系主任兼所長—聶建中教授，這一位帶領著研究團隊為黃金期貨催生的幕後推手。這一次，我們也特別邀請了聶所長，請他來談談對黃金期貨的看法。

◆撰文／王克庭 攝影／黃大川

時間回溯到二〇〇四年年中，臺灣期貨交易所正準備要策劃台灣第一檔商品期貨上市，並鎖定以大家都熟悉的黃金為標的物，希望藉由具保值性、不受通貨膨脹影響以及國人普遍喜愛等有利因素，打開黃金期貨的一片天空。當時為了要讓黃金期貨能夠有個更完整的商品架構，臺灣期貨交易所特地找上淡江大學財務金融學系系主任兼所長聶建中教授及兆豐金控副總經理謝劍平，希望借重他們兩位在實務以及學術領域的專才，為黃金期貨勾勒出完美的身形。

就是這樣，黃金期貨的研究團隊開始了連續九個月、夜以繼日地長期奮戰，其間除了蒐集無數份國內外參考文獻、研究資料外，更拜訪多位各領域專家蒐集情資，並且密集與臺灣期貨交易所的專案人員開會討論，目的就是要讓黃金期貨商品架構能夠規劃更為得宜。當時為了要更了解國內黃金市場的實際運作情形，在期交所的引薦下找到研究黃金超過二十多年、素有「黃金王子」的中央信託局貿易處襄理楊

天立，讓研究團隊能夠更貼近國內市場需求。

剔除實物交割方式 以現金結算黃金期貨

「黃金期貨的研究案，因為肩負站上國際版的重要任務，堪稱是臺灣期貨交易所二〇〇四年中最重要、最大的研究案。」聶建中教授說。他解釋，當時這項研究案有兩項重點，第一就是黃金期貨究竟符不符合國內市場的交易環境；第二就是商品契約規格及相關配套措施應該如何設計。

當時因考量到國內對於「黃金」的鑑定制度及方式，若運用在黃金期貨到期結算交割時，以實物交割會產生鑑定上的高難度，為避免商品交割上產生糾紛，因此便決定將實物交割的方式剔除，也讓我國成為全球第一檔以現金結算黃金期貨的國家。

而在與國際接軌的前提下，黃金期貨的契約規格也設計為與美國COMEX及CBOT相同的一百盎司，「在決定黃金期貨的大方向後，就

必須為黃金期貨找出最客觀、最公正的最後結算價。」聶建中教授說。而素有「世界黃金定價中心」的就是倫敦金市，為了找出最適合的最後結算價，聶建中教授的研究團隊還挑選出T日、T-1日的早盤價及午盤價，並利用許多計量方法加以重複模擬後發現，T日的早盤價不論是與官方的黃金價或是盤商的黃金價，其連動性都是最強，最後才決定以倫敦早盤定價作為標準。

黃金兵團大進擊 活絡黃金市場

在黃金期貨商品的「長相」底定後，終於在二〇〇六年三月二十七日正式掛牌交易，但上市後的市場反應並不如預期般熱烈，交易量反而逐漸萎縮，不僅外資及法人不捧場，市場更缺乏造市者，讓臺灣期貨交易所這位「母親」也忍不住緊張了起來，因此也將於第四季展開「黃金兵團大進擊」推廣活動，希望黃金期貨能夠重拾大家的關愛。

「我們在做研究報告時，不只是參考國外的一些期刊文獻而已，還調查過許多國家，也針對國內多家期貨業者對於黃金期貨商品的問卷調查，透過問卷才發現，當時有許多期貨業者對於黃金期貨商品能不能夠存活，持保留態度。」聶建中教授認為，黃金期貨要能夠存活要從兩個角度思考，首先是市場需求到底有多大，其次是這市場有沒有足夠的誘因吸引造市者進場，讓市場活絡。

基於與國際接軌的前提下，黃金期貨採用美元計價、存取保證金的設計，目的就是希望能夠吸引到外資及法人進場交易，因為同樣是美



元計價，便能夠讓走CBOT線的外資或法人，可以在兩商品間產生套利的機會，這種設計的好處是無庸置疑的；但事實上外資及法人似乎不太買帳，攤開交易明細表，幾乎都看不到外資及法人的影子。

「要吸引造市者，終究是要讓造市者感覺這

市場有利基或有套利的機會，否則他還是會跑到別的市場。」聶教授說。他舉例，同樣都是以一百盎司為重量單位，國內黃金期貨商品就可以跟CBOT的黃金期貨產生套利空間。那要如何吸引到外資及法人的目光呢？有國內期貨業者建議，若能將交易時間延長至下午五、六點左右，讓國內與國外盤時間能夠接軌，如此將讓外資及法人更有套利的時間與機會；對此，他表示可行且樂觀的看法。

保證金制度才是問題癥結之所在

不過魚與熊掌總是難以兼得，將黃金期貨的市場對象區分來看，主要分為散戶投資人、法人機構、外資等三種，但黃金期貨決定以美元計價為主體設計時，就注定要損失掉多數散戶投資人這群市場。國內交易人主要還是習慣以新台幣計價，要進行美元計價商品的交易，必須另行開立銀行美元帳戶，在交易過程中還要考慮換匯的問題，雖然目前已同意期貨商可以代為結匯，但是在時間上還是有落差。「黃金期貨身負國際版前鋒的重要任務，若為了國內散戶市場改採新台幣計價，反而讓法人機構及外資無法在國外交易所的商品互相套利，而喪失這塊利基，等於是放棄與國際接軌的機會。」聶教授認為，維持以美元計價還是較佳的選擇。

「問題出在保證金制度，」聶教授精確地指出問題所在。以美元計價的商品是否一定要以美元存入保證金？聶建中教授建議，若央行能夠開放外匯管制，讓交易人能夠更直接的以台幣存入保證金，再以美元作為交割計算基礎，

如此應該還是可以吸引到國內交易人的參與興趣。

寶來曼氏期貨自營事業總經理高子鈞在二〇〇六第三季期貨人的專訪中曾提到，要讓黃金期貨的火苗持續燃燒，除了開放台幣保證金、造市者避險管道之外，保證金應該要更具有國際競爭力。以目前國際黃金市場價格飆高的程度來算，國內黃金期貨的保證金價格已來到每口4,590美元的水準（以九月二十日價格做為參考），若交易人成交一口，絕對不會只存入一口保證金，至少會放個3~4口，但四口保證金加總高達18,360美元，相當於新台幣604,154元，這是個相當高的保證金水準，但CBOT同樣是以一百盎司為計算單位，其每口原始保證金也不過3,038美元，兩邊保證金相差1,552美元，對於要與國際接軌的黃金期貨而言，無疑是潑了一身冷水。

的確，若能將原始保證金調降至有助於引進外資的水準是很好，不過聶建中教授還是謹慎的建議，調降保證金雖然是一項很好的建議，但保證金的計算價格關係到交易風險的係數，若調降保證金後，風險係數仍要能維持一定的水準，對於交易人與期貨商雙方才會較有保障，否則若只為了增加國際競爭力而調降保證金，無形中卻可能增加了違約的風險。

衍生性金融商品對金融業發展有助益

為了要讓黃金期貨市場更為廣闊，許多期貨業者也建議將現金交割制度開放加入實物交割，此舉可以讓國內銀樓業者、黃金盤商與黃金使用者這類的潛在投資人浮出檯面，利用黃

金期貨避險。不過聶建中教授說，其實兩種制度他都有模擬過，實際上國內要進行實物交割有幾項難處，第一：在台灣地區要鑑定黃金純度實在不容易，雖然中央信託局有許多套鑑定的方法，但每一套的方法都不盡相同，對於鑑定精準度上將增加許多困難。第二：真正需要用到實物交割的人，例如進出口黃金的盤商，雖然有，但畢竟是少數，且這些盤商通常也不太願意讓黃金曝光，對於黃金期貨的量能貢獻還是有限，雖然設計時也有考慮納入黃金存摺的方式變通，不過在多次會議後，還是決定採取現金交割最為妥當。

「我非常樂見臺灣期貨交易所推出黃金期貨商品，這些衍生性金融商品對我國金融業發展的進程來說，有相當大的幫助。」聶建中教授說。他特別強調：「目前臺灣推出的黃金期貨有多項第一：國內第一檔商品期貨、亞洲第一檔美元計價的黃金期貨以及全世界第一檔現金結算的黃金期貨。」也因為這些條件，有期貨業者就喊出了希望臺灣成為「亞洲的黃金定價中心」。不過當聶建中教授聽到這個新名詞時，反而使他回想起當初臺灣喊出要成為亞太金融營運中心的口號。

金融環境無國界

「以地理運輸條件上看來，臺灣能成為亞洲營運中心是毫無疑問的，但我認為，金融環境卻是無國界的，端看與國際接軌的程度而言。」聶建中教授認為。尤其是經濟條件更要與政治環境互相配合。當一個國家的國際評價不高、國家風險相對較高時，如何能讓人信服



你的黃金定價。

「以亞洲地區國家的金融進程而言，臺灣的確是最有機會成為亞太金融中心的國家。」聶教授舉例，以東南亞區域的國家而言，多數金融進程都較落後，甚至還需要臺灣輸出金融技術；韓國雖然自亞太金融風暴後復甦得很快，但畢竟還是重傷過；而製造業相當強的日本，有一項最大的缺點就是過於本土化（localize），且與國際金融體系接軌程度並不多、自身的金融條件並不佳；而新加坡金融進程雖然不錯，但是地小、人少卻是其一大缺點。「因此我認為，只要台灣金融體系努力發展，再加上政治局勢的穩定，臺灣一定有機會成為亞洲金融中心，自然成為亞洲黃金定價中心的機會就大增。」聶教授這樣期許著。