

放下電話筒— 鉅額交易新時代



歐洲期貨交易所股權及指數銷售部副總裁 趙沛宇

前言

自2000年代全球期貨市場走向電子化以來，不少曾經以市場喊價（**floor outcry**）交易為主的期貨逐漸從市場引退。取而代之的，是被各大交易所轉為主力的中小型期貨合約，吸引以電子交易為主的散戶交易人參與，增加市場深度與普及程度。故此，最近十年才加入期貨業界的新秀夥伴們，有不少是純粹電子交易的專員，日常工作內容裡並沒有接觸過鉅額交易（**block trade**）。

事實上，除了散戶熱衷的、一天幾十萬口的旗艦股指期貨外，期貨業界仍然存在另一面，以買方（**buy side**）交易人進行鉅額交易為主力的衍生品。本文將解說鉅額交易發生的原因、常見種類、如何進行、並於最後為大家帶出鉅額交易在新時代的演進方向。

交易人為何進行鉅額交易？

以投信為例，他們受到客戶的委託管理（**investment mandate**）時一般都會把組合表現比對某支指數（參考指標），以求彰顯基金經理的眼光與功力。由於每一檔基金的種類、目標地區及主題也不盡相同，基金很多時候不會以耳熟能詳的旗艦股指作為參考指標。這些特製的指數，其衍生品就比較不會受到散戶交易人的注意，並且成為了以買方與銀行主導的市場。

下圖為歐交所Eurex的MSCI中國淨收益指數期貨（交易所產品號**FMCH**、彭博產品號**MURA**）在2月6日早上某一時刻的電子訂單截屏。圖中所見，當月合約買賣差價為兩檔（即**0.2**指數點），惟買方口數分別只有**19**口與**6**口，按照每點**50**美金的合約乘數，名義金額約莫在七千多跟兩千多美金。這種金額對於管理著動輒數十億計的投信來說，並不足以有效交易。故此，得以透過場外協定價格進行的鉅額交易，變得相當重要。

	MC	CPhase	Contract	TrdUnit	CPrevSetlPrc	CVol	CBQty	CBid	CAsk	CAQty	CLst
+		Cont	FMCH Mar24	1.0000	381.80000	225	19	391.400	391.600	6	392.000
+		Cont	FMCH Jun24	1.0000	387.50000		1	320.000	570.000	1	
+		Cont	FMCH Sep24	1.0000	392.70000						
+		Cont	FMCH Dec24	1.0000	397.40000						

鉅額交易是如何發生的？

一般而言，這發生在某些巨額交易人（比方說投信或者法人）對於某權衍生品有著遠超電子訂單簿的流動性需求時。交易人聯繫期貨商代為尋找鉅額交易對手，期貨商在市場上找到對手以後，透過自身的會員身分，以交易所終端機與對手方輸入鉅額交易。最後，市場大眾在交易系統上看到已經上板的鉅額交易，一如下圖彭博終端機上顯示的TES（T7 Entry Service）交易，意指買賣雙方透過歐交所Eurex介面T7登錄鉅額交易。

Date	Price	Time	Size	Cond	Date	Price	Time	Size	Cond	Date	Price	Time	Size	Cond
02/...	381.30	19:18:30	1		02/...	381.00	18:01:06	2		02/...	382.40	15:00:03	1	
02/...	381.30	19:18:21	1		02/...	381.00	18:00:44	1		02/...	383.10	14:50:28	1	
02/...	381.30	19:18:01	1		02/...	381.10	17:51:03	1		02/...	382.90	14:49:10	1	
02/...	381.20	19:14:46	2		02/...	381.00	17:38:01	1		02/...	382.70	14:48:41	1	
02/...	381.20	19:14:46	2		02/...	381.00	17:32:59	1		02/...	384.00	14:37:12	1	
02/...	381.30	19:14:38	2		02/...	381.10	17:29:30	1		02/...	383.50	14:31:33	3	
02/...	381.20	19:14:38	2		02/...	382.56	16:27:40	1448	TES	02/...	383.40	14:31:12	1	
02/...	381.20	19:14:38	1		02/...	382.00	15:58:51	1		02/...	383.40	14:27:45	1	
02/...	381.20	19:14:38	7		02/...	382.00	15:58:02	1		02/...	385.80	14:13:56	5	
02/...	381.40	19:14:12	1		02/...	382.10	15:56:35	1		02/...	385.80	14:13:42	5	
02/...	381.40	19:14:12	1		02/...	382.50	15:37:40	1		02/...	386.00	14:13:29	1	
02/...	381.40	19:13:39	1		02/...	382.50	15:37:40	4		02/...	385.70	14:00:11	2	
02/...	381.40	19:13:09	5		02/...	382.50	15:37:40	1		02/...	386.10	13:59:03	1	
02/...	381.70	18:51:48	1		02/...	382.30	15:36:28	1		02/...	385.80	13:50:15	1	
02/...	381.40	18:38:39	2		02/...	382.20	15:35:50	1		02/...	385.30	13:47:13	1	
02/...	381.10	18:13:24	2		02/...	382.10	15:35:00	5		02/...	385.20	13:43:39	1	
02/...	381.00	18:08:20	2		02/...	382.10	15:34:59	1		02/...	384.70	13:43:01	1	
02/...	380.90	18:05:11	1		02/...	382.10	15:02:41	1		02/...	384.40	13:41:05	1	
02/...	380.80	18:04:00	1		02/...	382.40	15:02:00	1		02/...	384.50	13:40:39	1	

那麼，期貨商的對手是從哪裡找來的？

一般而言，收到鉅額交易委託以後，期貨商多從兩個方向尋找對手：內部跟外部。內部意指期貨商自身的內部客戶，舉例說一些剛好有在做相反方向的客戶。外部

的話，期貨商可能會透過自身業界網絡，以電話／彭博通訊等工具聯繫一些自營造市商或者某些國際性投行的造市部門，要求為鉅額交易提供報價。這種聯繫流水源遠流長，閉上眼想像的話，您會發現跟從前市場喊價（outcry）交易只差了物理上的距離。

可是，假如您是期貨商的話，您一天到底要打幾次電話呢？

期貨商打的每一通電話，都是為了RFQ（request for quote 要求報價）。可是，為了替客戶找到最佳價格，舉例：期貨商向6家造市商詢價，他們需要先後打6通電話，這就是操作上的運營時間成本了。

Enlight：鉅額RFQ的未來，就是現在！

從單點詢價進化成為多點詢價！自2023年初開始，歐交所Eurex的T7終端介面已經新增加入了Enlight分頁以支持RFQ功能，用來為鉅額交易的詢價者提供便利。透過Enlight，詢價者得到兩種群發RFQ的方法，省卻重複的電話或即時通訊軟件對話。

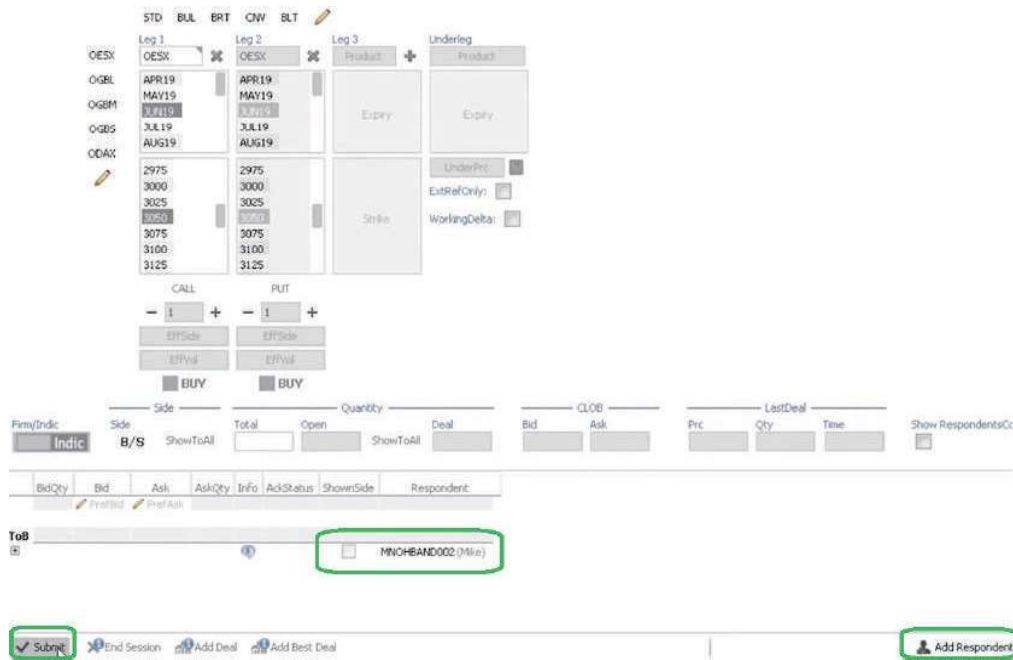
第一種方法，交易會員可在事前已自訂的造市商名單內勾選發送對象，一次過發出RFQ要求。這邊指的自訂名單，意指期貨商已認知具備鉅額開價能力的造市商。期貨商可將之加入到自訂名單（Enlight支持多張自訂名單），以便為不同產品詢價時能夠發送到適當的造市商群組。補充一點，每次群發RFQ時，也可以在自訂名單內更仔細地勾選對象，而並非強制全數發送（如下圖示）。

第二種方法，除了事前經由期貨商自行定義的造市商名單外，歐交所也設立了4大排名榜，利用造市商會員在個別種類的過往報價表現，為每一檔衍生品定義了智慧造市商會員名單，稱為Smart Respondents List。此名單的最大意義在於，為期貨商節省了詢價時需要思考「這檔期貨找A家、那檔選擇權找B家」的困擾，而且更能夠觸及到一些他們並未親身認識的造市商。

Smart Respondents List所觀察的4大排名如下：

1. 鉅額交易量排名
2. 接收RFQ後，作出報價的平均時長
3. 接收RFQ後，有作出回應的比率
4. 接收RFQ後，有真正成交的比率

歐交所Eurex將根據上述4大排名，篩選出適合的造市商會員予每檔衍生品，以方便期貨商會員不必再每家跑關係、打電話，並有利於終端交易者儘速得到最佳價格。



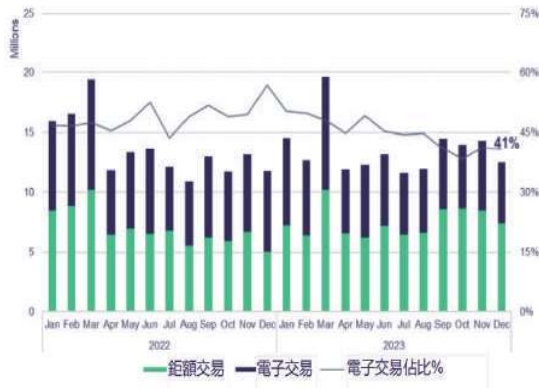
有哪些是臺灣期貨商較常接觸的鉅額交易產品？

下圖分別是歐交所Eurex的摩根中國指數期貨，與及在去年11月底剛剛獲得證期局根據期貨交易法第五條公告期貨商得受託從事之期貨交易的摩根臺灣指數期貨。圖中可見，此兩檔期貨的交易量很大程度透過鉅額成交而來。追加一點，隨著中國與香港股市徘徊低位，部署此兩地市場的槓反ETF投信或許將增加部署，各大在台期貨商同業接觸到歐交所鉅額交易的可能性或將提高。



除了上述的摩根中國與及臺灣指數以外，歐洲個股選擇權是另外一個鉅額交易佔比不少的產品。特別是不設隨時行權的歐式個股選擇權，在各大投資銀行發行結構性票據時也是常常會用到鉅額交易。按照2023年12月底歐交所Eurex的數據顯示，歐式個股選擇權的鉅額比率高達87%（見下圖右則，電子交易比率13%）

美式個股選擇權交易分佈



歐式個股選擇權交易分佈



隨著結構性票據在高淨值投資人間的普及化，相信日後各位同業、特別是自營部門的同仁將會更多機會接觸到RFQ以及鉅額交易。如果在交易歐交所Eurex鉅額產品時有疑問，歡迎透過neo.chiu@eurex.com聯繫筆者。最後並敬祝各位臺灣期貨同業們，龍年騰飛、身體健康、萬事如意！

