

# 金融新知識：結構型商品(Structured Products)

王銘杰

國立暨南國際大學國際企業學系助理教授

[mcwang@ncnu.edu.tw](mailto:mcwang@ncnu.edu.tw)

## 壹、前言

「喂，林小姐您好，我是某銀行的理財專員，由於您是本行的優良客戶，現有一項優惠專案要推薦給妳，只要您購買我們所推出的美元連動式債券，每年都可以得到 7% 的報酬喔！」

「陳先生您好，由於現在股票市場是位於歷史低點，您要不要考慮本行所專為您設計的高收益票券，年平均報酬有 30% 喔！」。現在隨著金融控股公司的設立，銀行、証券與保險事業合為一體，各金融機構紛紛大舉招募理財專員，以擴展個人財富管理業務，上述場景相信在國內金融市場到處可見。但當相關商品熱烈銷售的同時，由於投資者缺乏此新金融商品的知識，未能實際了解組成結構和潛在的風險，因此亦產生許多的紛爭與投資損失。何謂連動式債券或結構型商品？如何正確地投資此類金融商品，以及背後所隱含的風險為何？均為本文期待介紹給各位讀者的金融知識。

結構型金融商品在海外行之有年，但過去僅服務擁有 100 萬美元以上的高淨資產客戶，國內投資者對此商品並不熟悉，真正大量推行是在 2000 年後，此時台灣的投資環境，股票市場因為美國高科技股的泡沫化，使得加權股價指數由萬點跌至三千點，同時為了提振景氣，各國央行紛紛開始降息，利率由 6% 跌至 1% 的歷史低點；換言之，市場處於「微利」時代，投資股票的風險大幅提高，科技產業不再像以往一樣高成長，但固定利率又僅有不到 1%，實在偏低。所以，如何能得到較市場利率為高的報酬，且風險低於股票市場，實為保守投資者殷切期望地，結構型商品即在此環境下推出，並立即吸引投資大眾的眼光。

最早引進國內的結構型商品是「保本型票券(Principal Guarantee Note, PGN)」，亦即強調投資的本金一定能回收，同時若連結的標的資產表現優良，能享有相對比例的投資收益，然而若市場價格不利時，則不會有所損失，屬於「進可攻、退可守」的防禦型投資工具，甫推出即深受投資人喜愛。此外尚有年報酬率達 20% 以上的連動式債券(Equity Link Note, ELN)，強調在市場盤整或微跌時仍有獲利。此類金融商品在國內並未有統一的名稱，通常若由證券公司發行者稱為結構型商品，如果係銀行推出則稱連動式債券或權益連結商品，但必須視合約內容。目前全球金融市場所開發的結構型商品達數萬種，包含國內常見的利率連動票券、匯率連動票券和股票高收益票券等，這些商品均已成為投資、避險和風險管理所不可或缺的金融工具。是故，結構型商品能滿足不同投資者的需求，增加財務操作的靈活度和提高投資收益，同時也為金融市場提供龐大的商機與流動性，但金融機構在發行的同時，往往基於銷售績效而僅強調其高額利潤，相對的風險和投資限制均避而不談，使投資人未蒙其利而先受其害。

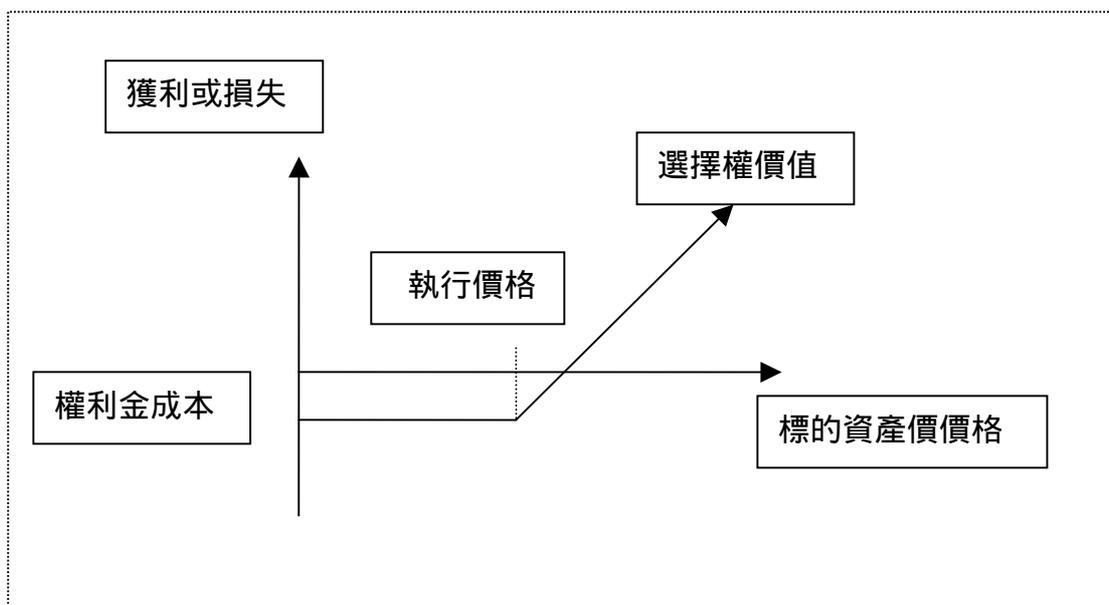
本文的目的在於介紹目前市場上常見的結構型商品，剖析其組成因素和報酬特性，使投資者在五花八門的類型中選擇符合所需的投資標的，來滿足個人的風險偏好和資金需求，「天下沒有白吃的午餐」，在強調高報酬的同時，投資大眾背後亦必須承擔更高的風險。所以任何金融商品並無好壞之分，唯有確實衡量所能的承擔風險能力，才能做出最適當的理財規劃。

## 貳、結構型金融商品的組成架構與商品介紹

結構型金融商品通常由二種基本證券組成：固定收益證券，再靈活地結合特定的衍生性金融商品，使現金流量得以符合投資人偏好的型態；換言之，利用所謂「財務工程」的技巧，將不同的金融商品經由「堆積木, building blocks」的觀念，重組得到新的商品。第一種證券即為傳統的直接債券(straight bond)，每期提供固定的利息收益，到期依面額支付本金，債券面額亦為整個結構型商品的合約總值。第二種衍生性金融證券則屬買進或賣出選擇權(call or put option)，選擇權擁有者支付權利金(premium)來購買權利(right)，得以在選擇權到期日或之前，有權以既定價格來買進或賣出特定的標的資產，所以當未來市場行情有利於執行權利時，即執行選擇權來獲利，反之當行情不佳時，則放棄執行，僅損失購買的權利金，故選擇權能用較少的投資金額以獲取未來可能的機會，是種高度槓桿的金融工具。

固定收益證券最大的優點即在於「固定收益」，不論未來市場的行情好壞，均能夠得到固定的配息，同時投資的本金亦能回收，價格的波動性相對較低。過去股票市場狂飆的時代，投資股票往往能夠輕鬆致富，如同早期的股票投資名言「隨便買、隨時買、不要賣」，但那是因為市場的證券數目有限，同時投資大眾的資金充沛，對於證券的需求大於供給，自然造就股票市場的多頭行情。然而隨著股票上市家數增加，選擇的難度亦提高，以及近來高科技股的泡沫化，投資人荷包大幅縮水，對未來景氣抱持著悲觀者愈來愈多，此時「配息收益穩定」與「反股票市場走勢」的固定收益證券，即獲得保守投資人的青睞，所以縱使目前年利率僅有一至二個百分點，投資人亦趨之若鶩，不願意再投資股票市場。

選擇權投資則是具有高風險與高收益的金融投資，一旦未來市場的走勢符合原先預期，獲利往往數以倍計，但若行情與預期相反，則原先投資金額即付諸流水。選擇權可分為買進選擇權與賣出選擇權二種，表示有權利來買進或賣出特定的資產，如果在到期日之前均可選擇執行者，稱美式選擇權(American option)，若僅能在到期日當天執行者，稱為歐式(European option)，所以選擇權投資可分為：買進買權、賣出買權、買進賣權、賣出賣權等四種型態。買進者付出權利金，取得買進或賣出某特定資產的權利，例如投資者付出五元的權利金，得以在一年內用 60 元的執行價格買進一單位的台積電股票；換言之，如果未來股價超過 60 元，投資者即可選擇在到期(歐式)或之前(美式)來執行權利，反之若價格不如預



圖一：購入買進選擇權的報酬型態

期，則損失原先的權利金，其報酬型態可由圖一表示。所以選擇權具有「以小博大」的特性，僅負擔少些的權利金成本，即可從事數十倍金額的交易，財務槓桿程度相當高。

雖然選擇權的報酬相當驚人，但亦具有相當的風險，血本無歸的機會很高，假設目前台積電的股價為 50 元，則在未來不同價格時，目前以 50 元現價買進一單位股票與與僅用 5 元購買執行價格 60 元的買進選擇權，下列為其可能的報酬比較：

台積電股價	45	50	55	60	65	70	75	80
現股報酬率	-10%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
選擇權報酬率	-100%	-100%	-100%	-100%	0%	100%	200%	300%

所以當未來價格走勢符合投資者預期時，其獲利是投資直接投資股票的數倍，反之由於選擇權如果到期時未能執行權利，其價值會自動消失，因此若市場表現不佳時，損失亦超過現股投資者，「高風險、高收益」的特徵相當顯著。

選擇權的買方最大損失為權利金成本，但未來若行情符合期望時，則有無限的獲利機會，可能的收益與損失並不對稱。但選擇權的賣方則是事先收取權利金，若買方要求履行時，有義務以特定的價格交易，所以賣方最大的收益為權利金，同時有相當高的潛在可能損失，如上例縱使價格已達 80 元，賣方仍有義務以 60 元出售。表面上看來是買方較為有利，但因選擇權的執行價格通常與現在的價格有一段距離，例如台積電股價必須在一年內漲幅達 30%，使得價格超過執行價格加上權利金成本的 65 元，賣方才會有損失，事實上大部份的選擇權交易市場，賣方獲利者居多。

為使讀者更加了解相關四種選擇權交易的報酬，圖二至圖四描述另外三種交易的報酬型態，同時由下列表一可得選擇權的交易是種「零和遊戲」，亦即買賣雙方的總利益

加總為零，純粹為市場的財富重分配。賣權買方的最大獲利是執行價格，表示當資產價格最低跌為零時，仍可用事先約定的價格出售。

縱上所言，固定收益證券因有「收益穩定」和「低投資風險」的特性，深受保守型投資者喜愛，但由於市場利率相當低，恐因通貨膨脹之影響而使得資金縮水，不過若投資高風險的股票市場，又擔心因跌價損失而再一次受到傷害，如何能夠保有投資的本金，同時若證券行情多頭時，也能享有投資的收益，使得原先的固定收益隨之提高，結構型金融商品即在此時空背景下乘勢而起，並迅速擷獲投資者的芳心，其商品設計的關鍵因素，在於加入選擇權「以小博大」的特性。

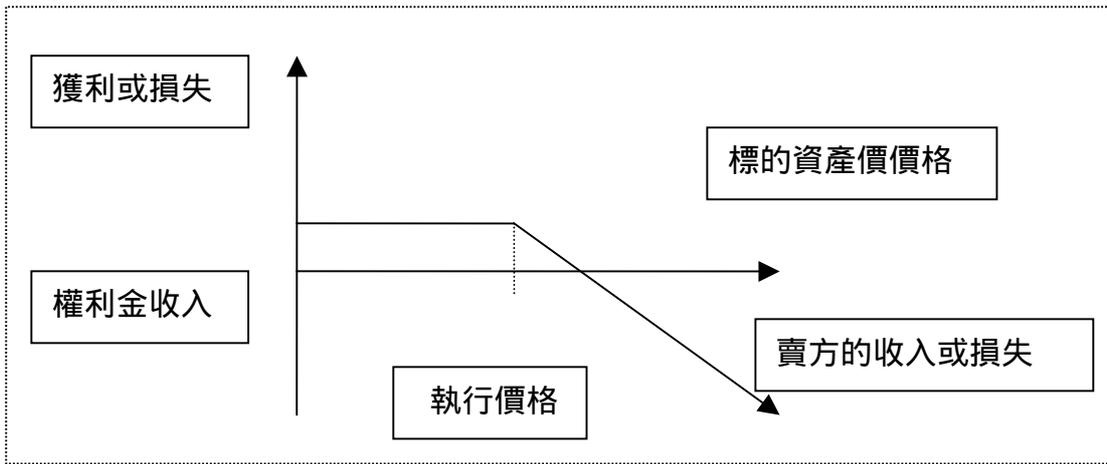
### 結構型商品介紹(I)：保本型商品(PGN)

保本型商品是一種根據所連結的「標的資產」(如股價、利率和商品價格)來決定投資績效的金融工具，如果標的資產的走勢與投資人預期相符，往往可以得到數倍於定期存款的收益，反之若市場不如預期，則至少本金能獲得保全；換言之，最大可能損失在事先即確定，屬於低風險且能獲取高報酬的「進可攻、退可守」金融工具，提供靈活的防禦型投資策略。

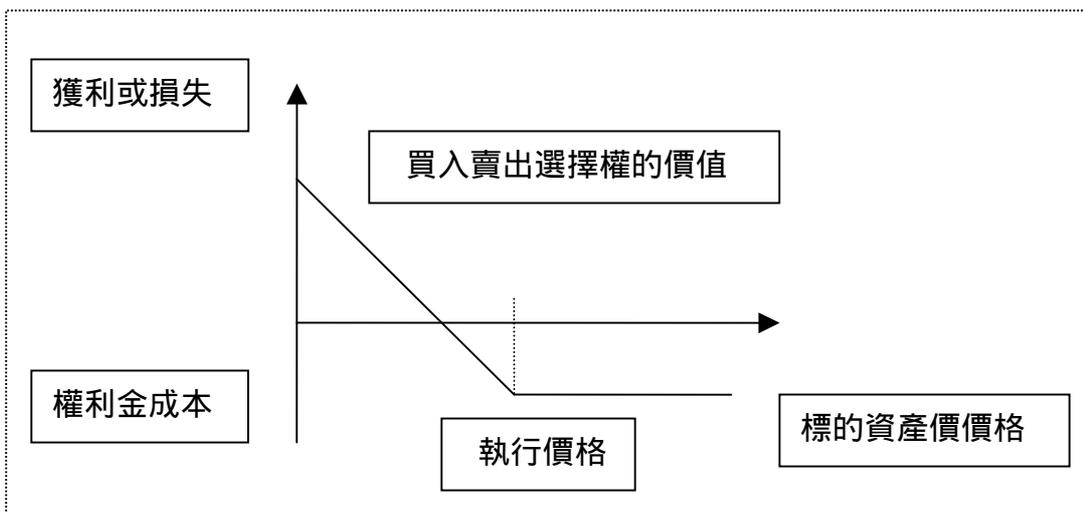
保本型商品的設計原理，在於將大部份的資金投資在固定收益商品，使得到期的總收益與保證支付的本金金額相同，並將剩餘小部份資金從事高風險的投資，通常為選擇權等，如果預期正確時，能獲得相當的報酬，若預期不正確，則至多沒有任何收入，仍保有原始的本金。

	買權買方	買權賣方	賣權買方	賣權賣方
合約條件	有權利以特定的執行價格買入標的資產	有義務以特定的執行價格出售標的資產	有權利以特定的執行價格出售標的資產	有義務以特定的執行價格購買標的資產
最大獲利	無限	權利金	執行價格	權利金
最大損失	權利金	無限	權利金	執行價格
行情預期	看漲	看跌	看跌	看漲

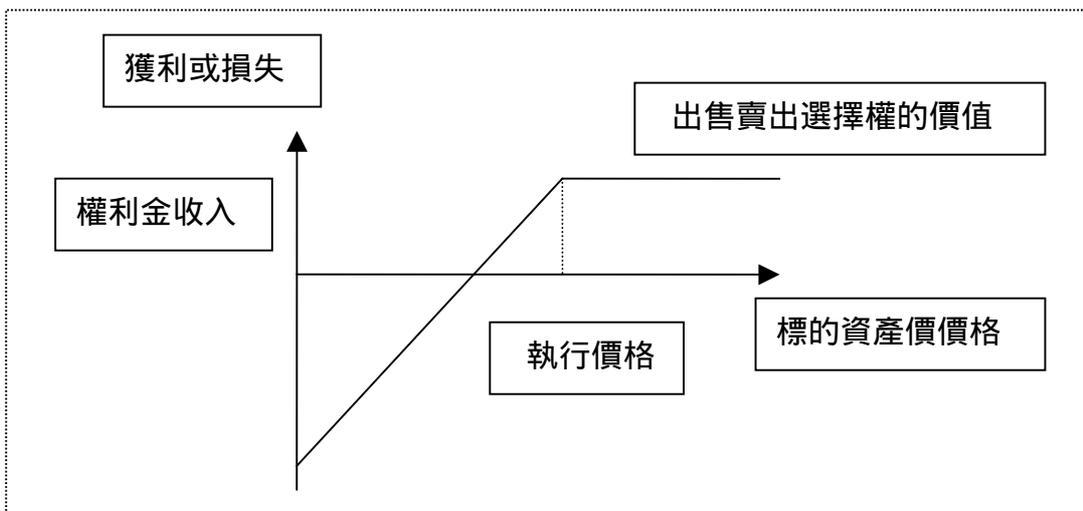
表一：四種選擇權交易的比較



圖二：出售買進選擇權的報酬型態



圖三：購入賣出選擇權的報酬型態



圖四：出售賣出選擇權的報酬型態

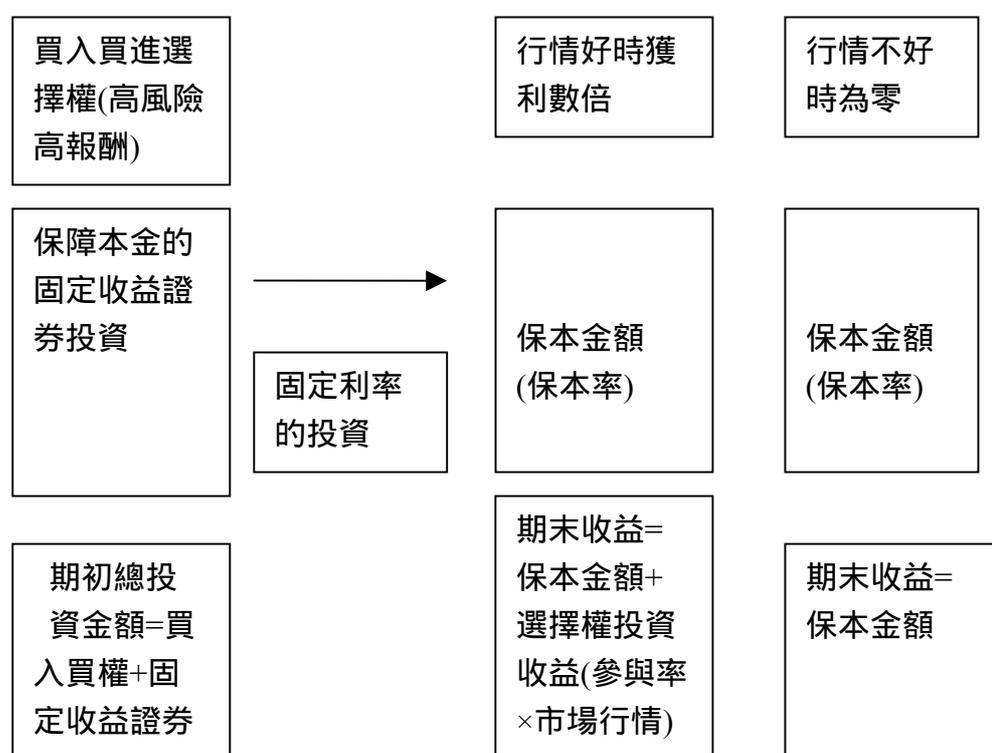
所以保本型商品具有以下特色：

1. 強調保本：當標的資產的走勢不如預期時，仍然具有一定的保本率，確保本金能夠回收，且事先即能確定最大可能的損失。

2. 提供市場參與機會：除了原始投資金額可以確保外，提供未來參與市場行情的機會，投資人可依參與率的不同(一般為 60%~100%)，得到部份的利益。

因此，當投資人對未來市場行情有相當的信心，但又擔心判斷錯誤時，保本型商品即提供良好的選擇方式，表二即為保本型商品的組成結構：固定收益證券再加上購入買進選擇權。

茲以中信證券所發行的台灣股價指數保本型商品為例，並由表三說明商品設計原則，其中契約名目本金表示購買一單位商品的金額，在國內通常為台幣十萬元或其倍數，保本率係指到期時至少能回收的本金，此商品為 95%表示每十萬元本金至少能回收 9 萬 5 千元。參與率表示享受到標的資產收益的比例，若評價日當天加權指數收盤高於履約價，則投資人將可取得名目本金乘上(1)保本率與(2)參與率乘上標的資產報酬率之合計數，上例 50%即代表若期間價格上漲 20%，則每單位可得到 1 萬元(十萬元×20%×50%)的額外收益。



表二：保本型商品的投資策略

為了要達到到期時 95%的保本率，假設年利率為 2%，目前應投資\$93,137 (\$100,00/1.02)於固定收益證券上，使得到期的本利和為\$95,000，同時將剩餘的\$6,863 押寶於買進選擇權，所以保本率愈高，必須有更多的資金投入在低風險的證券中，能做為投資的比例即愈低，因此保本率和參與率是互相取捨的，投資人若要求較高的保本率，必須放棄未來更多參與市場的機會，故並非保本率愈高即表示愈好，需視相對的參與率而定。如果比較純粹投資於固定利息，每 10 萬元的本金到期得到 10 萬 2 千元；換言之，放棄 7 仟元的固定收入來賭注未來 50%的市場參與率。綜上所言，保本型商品是種防禦型工具，其風險是介於完全投資股票市

場或是完全投入固定利息存款之間，但並不表示完全穩賺不賠，因至少利息收入不一定能得到。

交易型態	
契約名目本金 (N)	NTD 100,000
交易價格	契約名目本金之 100%
保本率 (G)	95%
參與率 (P)	50%
選擇權型態	歐式買權
標的資產	台灣加權指數(TWSE)
現貨參考價 (St)	交易日標的資產收盤價 (6200 點)
履約價 (K)	交易日標的資產收盤價 (6200 點)
現貨結算價 (Sr)	評價日標的資產收盤價
到期日	交易日後一年
評價日	到期日
結算方式	(1). 若評價日標的資產收盤價(ST) $\geq$ 履約價(K)，則證券商將契約名目本金(N) $\times$ (保本率(G)+參與率(P) $\times$ (ST - K)/K)之金額支付投資人。 (2). 若評價日標的資產收盤價(ST) $<$ 履約價(K)，則證券商將契約名目本金(N) $\times$ 保本率(G)之金額支付給投資人。

表三：保本型商品合約設計：中信證券台灣加權股價指數保本型票券

在到期時的投資人損益，將隨股價指數的變化有所不同，茲分析如下：

到期日大盤指數		期末可能損益
大於或等於 6200 點	7200 點	投資人取回 $\$100,000 \times (95\% + 50\% \times (7200/6200 - 1)) = \$111,129$ 元 投資利得= $\$111,129 - \$100,000 = \$11,129$ 元
	6820 點	投資人取回 $\$100,000 \times (95\% + 50\% \times (6820/6200 - 1)) = \$100,000$ 元 投資利得= $\$100,000 - \$100,000 = 0$ 元 此時投資人損益兩平
	6400 點	投資人取回 $\$100,000 \times (95\% + 50\% \times (6400/6200 - 1)) = \$98,225$ 元，投資利得= $\$98,225 - \$100,000 = -\$1,775$ 元
小於 6200 點		投資人取回 $95\% \times \$100,000 = \$95,000$ 元 投資利得 = $\$95,000 - \$100,000 = -\$5,000$ 元 此時投資人損失 \$5,000 元

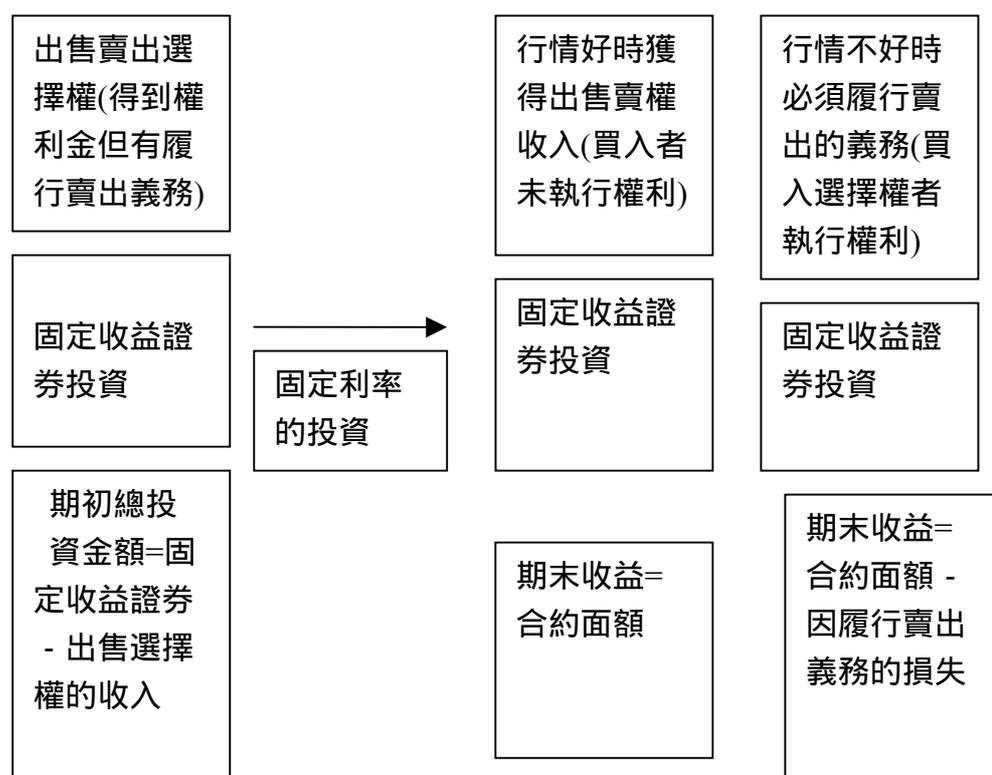
## 結構型商品(II)：權益連結商品(ELN, 又稱高收益商品, High Yield Note, HYN)

股權連結商品是由固定收益商品再加上股權標的選擇權所組合而成之衍生性金融商品，投資人購買 ELN 即相當於購買一固定收益商品並同時出售該股權標的選擇權。若期末該選擇權無履約價值，則投資人便能賺得選擇權權利金價值，此亦為 ELN 投資人可取得高報酬之原因。

高收益票券的投資優點，主要有：

1. 提供高額報酬：年平均報酬可高於 20%
2. 多元化的投資選擇：投資人可選擇單一個股，一籃子股票組合或股價指數做為標的資產，同時當價格小跌時仍可獲利。

以表四來表示投資人持有的 ELN 結構，並由中信證券所發行的台灣股價指數連動式債券，來說明其商品設計原則與未來可能的收益，由其組成結構可得 ELN 交易，即為投資人購買固定收益產品並同時出售一單位的歐式賣權，若評價日當天加權指數收盤並未低於履約價，則投資人將可取得 100% 之名目本金。至於 ELN 的到期收益，則與保本型大不相同，屬報酬有限但風險極大的積極型投資工具。



表四：權益連結票券的組成結構

契約名目本金 (N)	NTD 100,000
交易價格	契約名目本金之 98%
選擇權型態	歐式賣權
標的資產	台灣加權指數(TWSE)
現貨參考價 (S)	交易日標的資產收盤價 (6200 點)
履約價 (K)	交易日標的資產收盤價 (6200 點)
現貨結算價 (St)	評價日標的資產收盤價
到期日	交易日後六十日
評價日	到期日
結算方式	(1). 若評價日標的資產收盤價(ST) ≥ 履約價(K), 則證券商將契約名目本金 (N) 支付給投資人。 (2). 若評價日標的資產收盤價(ST) < 履約價(K), 則證券商將契約名目本金(N) (ST /K) 之金額支付給投資人。

表五：權益連結商品合約設計：中信證券台灣加權股價指數高收益票券

茲考慮未來不同的股價指數下，投資者可能的報酬型態：

到期日大盤指數		期末可能損益
大於或等於 6200 點		投資人取回全部名目本金\$100,000 元 投資利得 = \$100,000 - \$98,000 = \$2,000 元。
小於 6200 點	6076 點	投資人取回 $6076/6200 \times \$100,000 = \$98,000$ 元, 投資利得 = $\$98,000 - \$98,000 = 0$ 元, 此時投資人損益兩平。
	5400 點	投資人取回 $5400/6200 \times \$100,000 = \$87,096$ 元, 投資利得 = $\$87,096 - \$98,000 = -\$1,904$ 元, 此時投資人損失 \$1904 元。
	4000 點	投資人取回 $4000/6200 \times \$100,000 = \$64,516$ 元, 投資利得 = $\$64,516 - \$98,000 = -\$33,484$ 元, 此時投資人損失 \$33,484 元(-34%)

所以投資人最大的收益為每十萬元得到 2 仟元的收益，請別小看這 2 仟元，因僅在 60 天即可得到，年化報酬率達到  $12.4\%[(2/98) \times (365/60)]$ ，遠高於目前的市場利率水準，能得到較高報酬的原因在於出售賣出選擇權，倘使到期持有者未行使賣權，則能賺得權利金收入，但如果對方執行權利，則有相當金額的損失，且遠大於保本型商品。

通常投資 ELN 的時機為希望購入某資產，但覺得目前價位過高，期待價格下跌時再購買，此時即可利用此商品來投資，如果未來價格並非如預期下跌，至少仍有出售賣權的收入，反之若預期下跌，則可用低於原先時點的價格來購買。

### 參、結構型商品的投資觀念

經由上述的介紹，結構型金融商品可區分為保本型(完全保本高保息、保本不保息、部份保本保息)連動債券以及完全不保本的高收益票券，投資人宜檢視自己的投資性格和未來可能的資金需求，選擇最適合自己的理財方式，不應任意聽信他人的投資建議。觀察國內金融機構銷售的相關結構型商品，投資人容易忽略的陷阱如下：

1. 統計的迷思：大部份金融機構均會選擇對自己最有利的統計方式，來計算相關的投資報酬並誇大吹噓。舉例而言，假設某資產在期初購買的價值為 100 萬元，第一年因績效不佳降為 30 萬元，第二年再降為 20 萬，第三年再降為 10 萬，第四年則回升為 30 萬，銀行會宣稱四年的年平均報酬為 12.5% (-70%, -33%, -50%, +200%除以四)，同時最近三年的平均報酬更高達 40% (-33%, -50%, +200%除以三)，但猜想沒有人會認為該資產的表現是優良的。此外，如果以高收益票券而言，如果半個月可得到 1%的報酬，所以年化平均報酬為 24%，但必須假設一年內均可依此方式獲利，亦重覆操作 24 次皆達到獲利條件，然而在現實社會有其操作難度，所以當銀行指出投資報酬是如何的誘人時，宜審慎檢驗。
2. 不保本且不保息：多數結構型商品均有規定投資年限，有些長達七至十年，若要求提前贖回必須支付高額的違約金，如面額的 10%，所以若期間有資金需求，往往回收的金額不及原始本金。此外，通常合約有規定提前贖回條件，亦即當期間累積報酬達到一定幅度時(如 6%~10%)，銀行即會贖回此商品，投資人並無法每年持續獲得高報酬。
3. 資訊未充分揭露：國內金融機構的理財專員素質參差不齊，專業能力有待提升，以因應日益複雜的金融環境，例如以本文所舉例的兩種結構型商品，其適用的對象、投資時點與風險並不相同，必須考慮投資人的需求才能做出適合的相關建議。但由於目前銀行計算績效的標準，是以提供多少手續費收入為主，同時商品的設計是以銷售為導向，未從客戶需求來設計，且銀行通常會在某期間內主推特定商品，然後要求旗下理財專員必須達到多少業績，所以縱使明白此商品並不適合客戶，理專仍會憑著三寸不爛之舌，誘使客戶投資，雖然將來可能會虧損，那也是以後的事。

最後，本文討論在投資結構型金融商品時，所應具有的基本觀念和態度，惟有具備正確的投資心態，才能依據自己的需求選擇最適當的商品，享受投資的樂趣。

1. 詳讀「風險預告書」：天下沒有白吃的午餐，沒有絕對「低風險高報酬」的金融商品，許多必要的風險資訊，往往被銷售人員隱藏起來，僅強調高獲利的部份。因此在購買商品的同時，宜先詳細閱讀「風險預告書」，在預告書中會詳細告知投資期間的長短、商品的計

價幣別、手續費和提前解約的費用，以及未來可能面對的風險等。如果看不懂應詳細詢問，不宜聽任銷售人員的一面之詞，沒有自己的判斷能力，同時也避免未來可能的紛爭。

2. 認清自己的投資期限：結構型商品往往需要時間的累積，才能得到不錯的長期收益，同時相關的手續費亦相當可觀，屬於三年以上的中長期資產配置，如同保本型商品通常係指「到期保本」，而非「期間內均保本」，所以並不適合習於短期操作的投資人，因此在投資此類商品時，宜先確認本身的投資期限，減少未來因要求提前贖回所承受的額外損失。
3. 確認本身能承受的風險：市場上並無好與壞的金融商品，僅能依個人的風險偏好來決定較為適宜的投資標的，如較年輕且投資期間較長者，即可選擇長期收益不錯的高風險商品，但若屬短期投資且無法忍受損失者，則應以低風險的保本商品為主要考量。
4. 閒錢才能投資：先累積一筆資金做為不時之需，從固定利息的投資做起，若有剩餘再逐漸朝往高風險的投資，先保守再進取，「借錢投資」為投資大忌。

投資是一門藝術，投資的目的是在於追求富裕的生活，但富裕的生活並非來自於擁有的金錢高低，而係詳細的規劃未來，讓自己過喜愛的生活方式，快樂是來自於滿足，而非表面的物質享受，最後若實在找不出好的投資標的，就請投資於最珍貴的資產，那就是投資自己。