



# 多元商品與善用工具，完善保護你、我、他

凱基期貨◎郭子維

## 快速茁壯的期貨市場

臺灣期貨交易所成立於1998年7月21日至今已二十餘載，臺灣期貨市場僅二十餘載的光陰與國際期貨百年發展史相比，臺灣期貨就像是剛出生之嬰兒。雖然起步時間較晚但在期貨人不斷努力之下，臺灣期貨市場快速茁壯發展，從一開始臺指期貨到現今有外

匯、能源、貴金屬…等各面向期貨商品。值得留意的，為了讓避險效果達到最大化，期交所推出的商品大多以新臺幣計價為主，這對於在臺灣的交易人而言是一大福音。在這樣得天獨厚環境下酌以適當的工具做為輔助，期貨投機、避險與價格發現的三大功能將獲得更有效的發揮。本文將介紹外匯商品可利用的輔助工具有哪些，利用工具讓期貨功能發揮至最大。



圖 1、經過二十餘載的努力，期交所商品由最早臺指期貨逐漸擴增個股、商品與匯率期貨與選擇權。  
(資料來源：臺灣期貨交易所)



## Cover Story

### 多元商品必要性 – 外匯期貨

隨著科技發達，地球村順勢成形，企業收入或支出不再只是局限於單一貨幣，不同貨幣之間的匯率變化成為企業營收重要的影響因子。不只是國際貿易，小至個人國際旅遊也會有外幣需求。有需求自然會產生風

險，不考慮其他因素，貨幣貶值對以出口為導向的企業較有利，但對於進口導向的企業會造成負面影響。國際旅遊同樣也會面臨匯差變化所造成的匯差風險。為了避免匯差這個不確定因子，運用外匯期貨避險成為重要關鍵。

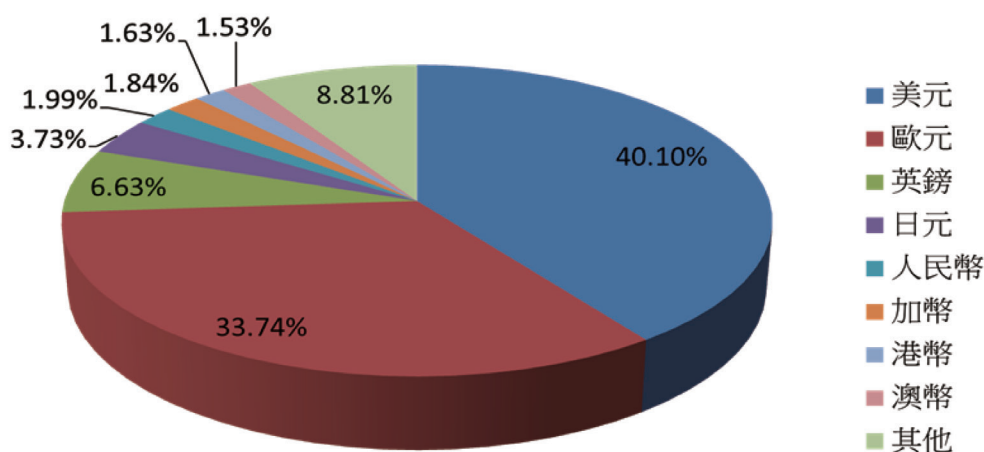


圖 2、2019 年國際支付排名，歐元排第二，占比 33.74%

臺灣期貨交易所提供的外匯商品有美元兌人民幣、小型美元兌人民幣、歐元兌美元、美元兌日圓、英鎊兌美元與澳幣兌美元。以全球市場的角度來看，歐元是僅次於美元的重要國際通貨，因此本文將以歐元兌美元做為樣本，介紹操作外匯時有哪些輔助工具可以利用。

提到歐元一定要從歐盟談起，歐盟1993年11月1日成立，以德、法兩國為核心共計28個成員國<sup>1</sup>。歐盟成立確立了會員國28國政經

同盟，歐盟一度成為世界第二大實體經濟。為了使這個多元一體的政經結盟更加牢靠，歐盟成員國奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、斯洛維尼亞、西班牙、馬爾他、賽普勒斯、斯洛伐克、愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛，這19個歐盟成員國於1999年推出共同貨幣「歐元」於2002年1月正式啟用，自此開始世界第二大使用貨幣誕生。

值得留意的，歐盟成員國有28國，但以

1 英國於 2017 年 3 月 29 日啟動脫歐程序。（取自 BBC ([bbc.com/zhongwen/trad/uk-30328026](http://bbc.com/zhongwen/trad/uk-30328026))）



歐元為主要交易貨幣僅19國，為了區隔兩者之間的差異，歐盟成員國且以歐元為主要交易貨幣者被稱「歐元區」。經濟數據公布同

樣也會分歐盟與歐元區，然而歐元區是歐盟的蛋黃，因此市場焦點大多集中在歐元區，歐盟的影響力相對較低。

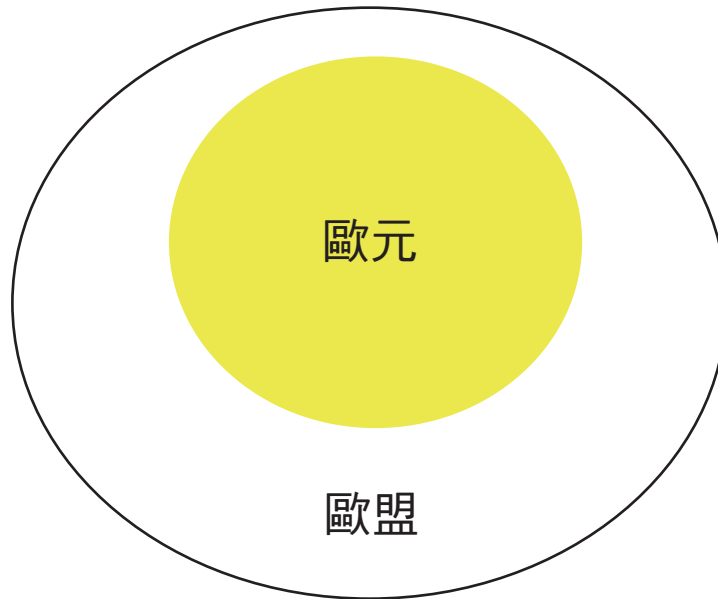


圖 3.、歐盟與歐元區關係圖

### 熟悉特性，操作有依據

操作匯率制勝三要素，1.貨幣屬性、2.央行動態、3.經濟數據變化。使用歐元的國家集中在歐洲大陸，其不具海島型國家獨善其身的優勢、政治上也無法像瑞士一樣中立，因而容易受到國際情勢的影響，在屬性上為風險貨幣，也就是當國際金融面臨系統性風險時，歐元將會受其影響而走貶。

瞭解歐元的貨幣屬性後，接下來要掌握央行動態。歐洲中央銀行 簡稱：歐洲央行（European Central Bank 簡稱 ECB）成立於1998年6月1日，負責歐盟歐元區的金融及貨幣政策，為歐元區的中央銀行。歐洲中央銀

行由其董事會負責管理，設有董事會主席，並設有理事會，理事會每隔一段時間會開會一次，每年多次會議但每次會議的市場關注程度不盡相同，市場焦點會落在會議有利率決策及會後發布會這幾次會議。

央行可以藉由貨幣政策調控地區或國家經濟，因此2008金融海嘯歐洲央行為了挽救歐元區衰退經濟展開一連串寬鬆貨幣政策。由次級房屋信貸風暴引發的流動性危機終於在2008年9月失控，歐洲央行為了抵抗此一波海嘯，歐洲央行在2008年10月會議降息兩碼（1碼 = 0.25%）隨後7次會議歐洲央行不斷降息，從2008年9月4.25%一路下調至1%。雖然在2011年4月歐洲央行會議決議升



## Cover Story

息，但經濟成長依然不如預期，因此2011年11月重新進入降息循環，最終央行基準利率降至0%，存款利率甚至降到負利率，2019年9月歐元區存款利率調降至-0.5%。除此之外，當央行基準利率降至0%仍無法挽救經濟，歐洲央行祭出公開市場操作。歐洲央行（ECB）於2015年1月22日宣布總金額達1.1兆歐元的購債計劃，自2015年3月開始，每月收購600億歐元資產，購買的資產包括各成員國公債、資產擔保證券（ABS）及擔保債券（Covered Bond）。在一連串貨幣政策

加溫下，歐元區度過了金融海嘯與接下來的歐債危機，並且創造了2017與2018連續兩年爆發性的經濟成長。相對的，歐洲央行實施降息與QE為市場注入大量歐元，挽救了經濟同時造成歐元波段貶值。2008年降息歐元半年內從1歐元兌1.5988美元高點迅速1歐元兌1.2326美元，貶值幅度高達23%。2008年至2015年年底歐元兌美元從1歐元兌1.5988美元下跌至1歐元兌1.0886美元，貶值幅度高達32.5%。

對比2008年至2019年歐洲央行動態與歐



圖 4、2008 年 10 月降息，歐元半年內貶值 23%（資料來源：DQ2）



圖 5、2008 年至 2015 年年底，歐元貶值 32.5%（資料來源：DQ2）



元走勢，歐元走勢確實受到歐洲央行政策影響。由於歐洲央行動態對歐元走勢具有顯著的影響力，因此掌握歐洲央行動態不應只是狹義鎖定歐洲央行利率變化。歐洲央行一年召開多次會議，雖然不是每次會議都會有利率決策及會後發布會，但只要有，就一定會成為市場焦點。這類會議通常會公布：1.是否調整利率與QE計畫、2.前瞻指引、3.預期經濟成長與通膨變化。歐洲央行會議調整利率與QE計畫對歐元的影響前已說明，接下來僅探討前瞻指引、預期經濟成長與通膨變化對歐元走勢造成的影響。

「前瞻指引」非常規貨幣政策，央行藉由對外說明、央行官員講話…等方式引導市場對未來利率的預期，使市場預期與央行目標預期靠攏。舉例來說，歐洲央行2019年7月會議，該次會議並未調整利率，但會後的前瞻指引將前一次會議的前瞻指引「至2020年上半年都維持基準利率於當前水準」改為「至2020年上半年都維持基準利率於當前或更低水準」，前瞻指引加入「更低」，市場隨即嗅出歐洲央行即將降息的可能性，而歐洲央行如市場預期的2019年9月會議決議降息。歐洲央行於7月會議修改前瞻指引，市場預期降息，歐元15天內從1歐元兌1.17465美元下跌至1歐元兌1.13725美元，貶值幅度達3.3%。

除了是否調整利率與前瞻指引外，會後央行會公布經濟成長與通膨預期，公布內容通常以年為單位，分別預估當年與接續兩年度經濟成長與通膨預期。貨幣政策動態由央

行掌控，因此央行對經濟前景的預期可以解讀央行貨幣政策調整方向，對於匯率趨勢變化具有一定程度的影響力。

歐洲央行（ECB）2019年3月會議將2019年年度經濟成長率從1.6%下調至1.2%，同時將2020及2021年預測亦各由原先預期1.7%及1.8%分別下調至1.5%及1.6%。2019年9月會議，歐洲央行維持2019年度經濟成長率1.2%不變，卻持續下調2020年及2021年經濟成長率，將2020年及2021年兩度經濟成長率下調至1.4%。歐洲央行（ECB）下調兩次經濟成長預期後，在9月會議宣告歐元區存款利率由-0.4%調降至-0.5%。

調整利率、實施QE這兩項政策會直接干預流通在市面上的貨幣數量，前瞻指引、經濟成長與通膨預期，引導市場風向進而造成匯率波動，歐洲央行調控經濟政策對歐元造成直接或間接影響。

### 善用工具與大數據，發現重要契機

受歷史演變的影響，美元與其他貨幣不同，美元以指數型態呈現，因此不算外匯商品。既然美元以指數型態呈現，只要是指數就一定會有組成成分，美元指數由6種貨幣組成，其成分為歐元57.6%、日元13.6%、英鎊11.9%、加元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。值得留意的，美元指數看似及常見指數商品相同，但美元指數成分貨幣走勢與美元指數漲跌連動關係，與常見指數商品完全相反，一般情況下，指數走高對應



## Cover Story

的指數成分會因此走揚，然而美元指數走勢與成分貨幣表現呈現反向變動，當美元指數走漲時，成分貨幣反而會弱勢走跌，相反的，美元指數走弱，成分貨幣會震盪走高，且比重越高負相關表現越顯著。因此美國聯準會 (FED) 對美元指數造成的影響同樣也會影響歐元表現。從2007年開始回測一直測到

2017年，這十年間美元指數與歐元相關性為-0.98，這回測結果說明，當美元指數上漲，歐元有98 % 的機會走弱下跌。反之，美元指數走弱，歐元有98% 的機率向上走揚。由於美元指數與歐元有顯著負相關，利用美元指數操作歐元成為布局歐元重要技巧。

年份	歐元期	黃金期	原油期
2007	-0.9953	-0.9247	-0.9718
2008	-0.9917	-0.8327	-0.8573
2009	-0.9930	-0.7510	-0.9302
2010	-0.9418	-0.2139	-0.5530
2011	-0.9831	-0.1504	-0.3000
2012	-0.9646	-0.7268	-0.5637
2013	-0.8815	-0.0773	-0.0707
2014	-0.9888	-0.8504	-0.9343
2015	-0.9734	-0.6383	-0.3759
2016	-0.9845	-0.6200	0.0725
2017	-0.9961	-0.7441	0.2269
總共	-0.9818	-0.5888	-0.8296

圖 6、非美貨幣，貴金屬、能源與美元之間的相关性

央行利用對外說明、央行官員講話…等方式引導市場對未來利率的預期，使市場預期與央行目標預期靠攏，進而增加貨幣政策功效，此調控方法市場稱之前瞻指引是各國央行，包括美國聯準會 (FED) 普遍使用的非常規貨幣政策。對於前瞻指引，聯準會採用聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 為FED 未來可能動態做說明。

美國聯準會每隔六週召開一次會議、每逢季月（三、六、九、十二月）召集公開市場理事會 (FOMC) 以擬定貨幣政策。為降低不確定性、提高政策透明度並與金融市場充分溝通，自2012年起提供官員政策利率預

估中位數，2013年起更於每季彙整統計7位正副主席及理事、12位各地區聯準會分行總裁，共計19位與會者於當次會議對經濟成長、通膨展望，及後續短中長期政策利率預估點陣圖，形塑了利率前瞻指引的框架，更成為金融市場解讀揣測聯準會貨幣政策動向的重要依據。

解讀分析聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 必須先了解下列重點，一、利率點陣圖僅是聯準會19位與會官員對於未來經濟情勢評估，並依此各自作出預估未來合理的利率水平。既為預估就有修正調整的可能，第14任美國聯準會理事會主席 - 柏南奇曾為聯準會



點陣圖 (FED Dot Plot) 做註解，柏南奇表示所謂聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 非預設政策絕對路徑更非官員對市場的升降息承諾。

舉例說明，2018年年底聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 顯示聯準會19位與會官員預期2019年應該會升息2次，然而隨著中美貿易戰不斷升溫，全球經濟景氣也因此出現衰退危機。美國聯準會意識到事態嚴重性，不僅未依計畫實施升息，甚至實施預防式降息避免經濟情勢更加惡化。由此可見央行貨幣政策的因時因勢制宜，若僅恪守利率前瞻而忽略實際總體經濟及金融市場變化推移，分析結果恐出現嚴重錯誤。二、聯準會每次的貨幣政策制定，均由上述含正副主席在內的7位永久投票權理事加上1位紐約聯準會分行總裁，另11位地區聯準會分行總裁中則每年取4位輪值投票委員，意味利率點陣圖的19個點實際上僅有12個係屬該年度貨幣政策擬定者，是故判讀點陣圖中各點可能代表的官員、及其所屬鷹派鴿派政策立場、與是否具貨幣政策擬定權，方能對利率短中期輪廓有更準確深入的認知。

聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 公布時，關注焦點在於各利率預估點的集中或發散、分布區間及政策轉換時機。由於利率預估點來自於聯準會 (FED) 各官員對經濟通膨情勢判讀觀點差異，各點分布越集中代表官員對政策利率動向較具共識且較為明朗；反之，各利率預估點發散將增添鷹鴿兩派官員間的決策難度、也增添政策的模糊不確定性。再者，由分布區間、政策轉換時機可以觀察此

輪升、降息的快慢步調、最終利率水準及可能的升、降息循環結束時點。

以2018年12月的利率點陣圖為例（請參圖7、圖8），聯準會官員認為2019年可能的政策利率預估分布區間為2.6%至3.1%、預估利率中位數為2.9%意味將再升息兩碼，相較去年9月時預估利率區間2.9%至3.4%、預估利率中位數3.1%再升息三碼均有所下調，顯示升息更為謹慎、步調放緩更具耐心，亦呼應上述政策利率的因時因勢制宜靈活性而非預設。最後，聯準會官員的利率預估中位數仍高於2019年隱含或再次升息，但2021年將維持於2020年利率水準，預估路徑顯示聯準會這一輪升息循環可能在2020年畫下休止符。

實務上，聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 對美元指數走勢影響分兩階段，第一階段為圖表公布當下，由於聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 揭露聯準會官員最新想法，對於美元指數短線走勢造成具衝擊，尤其是出現利率政策出現轉折時，盤勢波動會更加劇烈。接下來進入第二階段，新公布的聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 會持續帶給美元指數壓力或支撐，一直到下次公布才有機會出現轉變。利用美元指數與歐元高度負相關，再加上聯準會點陣圖 (FED Dot Plot) 就能掌握歐元未來走勢變化。

### 期望商品更多元，市場更健全

雖然臺灣期貨市場僅短短二十年餘載，



# Cover Story

但臺灣期交所努力迎頭追趕，不斷推出符合交易人需求的新商品，不僅提供更完整的避險及增益工具，對於本國期貨市場之健全更具有正面助益，同時也讓全世界看見臺灣，

提昇國際市場能見度。展望未來，期交所持續研發多元化商品及接軌國際交易結算制度，以提供交易人全方位的優質交易環境。

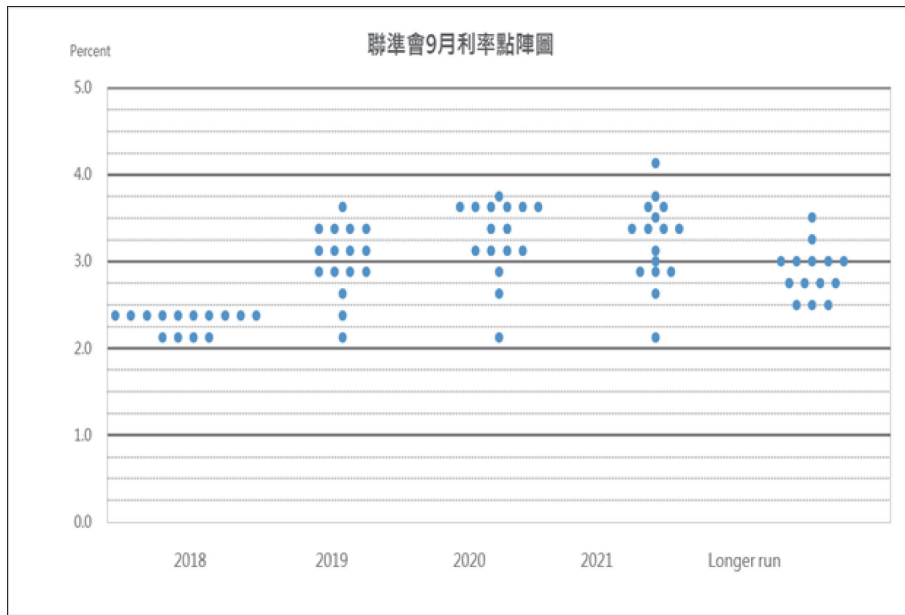


圖 7、2018 年聯準會 9 月利率點陣圖

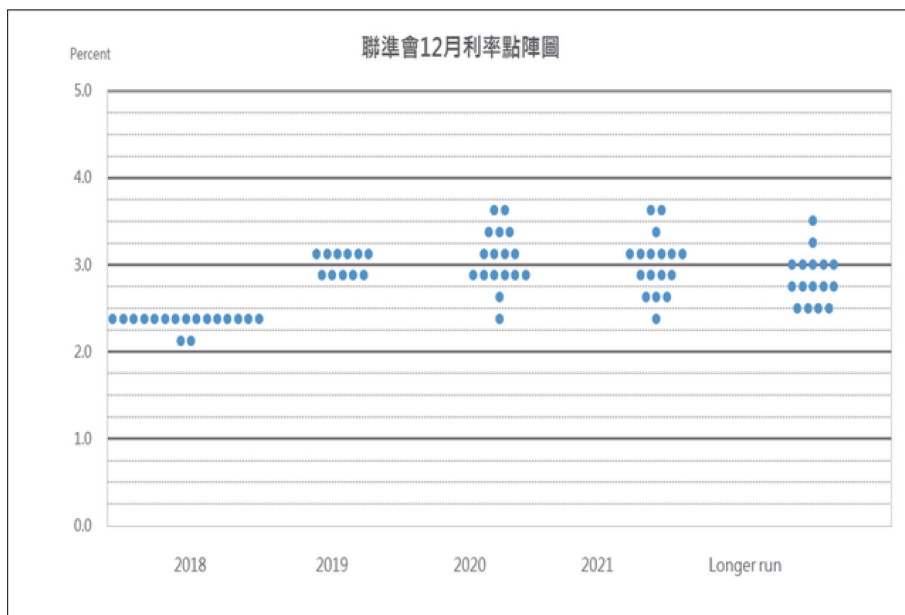


圖 8、2018 年聯準會 12 月利率點陣圖