

期貨人

2002年三月創刊 《總號第060期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures **2016**

第四季



詹益青攝影

封面故事

2017 全球經濟與投資展望

市場訊息

期市脈動 給您報報

專題報導

2016 台北國際期貨論壇



總編輯的話

產業升級 創新局

/ 盧廷劼

封面故事

2017全球經濟與投資展望

2 2017年全球經濟展望
專訪富邦金控首席經濟學家羅璋博士
/ 黎衍君

7 2017年宏觀經濟與投資展望
專訪香港交易所首席經濟學家巴曙松教授
/ 廖玉完

12 2017年國際原油市場供需之剖析
/ 廖惠珠

20 川普新局下，農糧商品行情展望
/ 統一期貨

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 糜以雍

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
臺北市安和路一段27號12樓

電話 / 02-87737303

傳真 / 02-27728378

網址 / www.futures.org.tw

電子信箱 / cnfa@futures.org.tw

總編輯 / 盧廷劼

執行編輯 / 莫璧君

編審委員 / 詹益青·范加麟

設計印刷 / 震大打字印刷有限公司

定價 / 每本200元

傳真訂購 / 02-27728378

匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會

匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行

匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明

訂購者姓名、電話、寄送地址。

中華郵政台北誌字第793號執照登記為

雜誌交寄

CONTENTS

市場訊息

期市脈動 給您報報

市場推廣

27 下一個投資新契機 原油期貨ETF

/方雅婷

35 神奇黃金豆 農金投資新選擇

/華頓投信

43 槓桿交易之外匯保證金契約

/林昌興

國際脈動

51 人民幣兌美元匯率破7？

/吳吉雄

56 全球債券泡沫盡頭？殖利率長期下跌週期將逆轉

/邱翊展

專題報導

2016台北國際期貨論壇

62 探討黃金現貨及衍生品市場之現況與展望

/游大慶

71 黃金投資工具與趨勢分析

/潘昶安

74 國內外黃金期貨商品之運用

/范炳杰



美元		USD
歐元		EUR
英鎊		GBP
瑞士法郎		CHF
日元		JPY
澳元		AUD
加拿大元		CAD
紐西蘭元		NZD





產業升級 創新局

◎盧廷劼

「期貨」孕育自規避實物交易風險，是為服務實體經濟而誕生的產品。

隨著經濟結構的改變，從農業經濟時期到工業經濟時期到現代服務業經濟，期貨契約的演進過程也從最早推出的農產品期貨，到金屬、能源期貨問世，再推出服務業衍生期貨契約，如金融產品、環境議題等期貨契約。也由於這樣，「期貨」和我們的生活息息相關，食衣住行全涵括在內，24小時生活所需全都觸及期貨契約，適可印證「期貨」的被需要性。

期貨的功能也隨著交易人及金融市場的發展，從最早期的避險功能，到價格發現，再到投機賺取利潤的功能，現在更被廣泛運用到資產管理，成為金融市場不可獲缺的一項工具，擔任著詮釋金融服務與實體經濟之間的要角。特別是近期交易熱絡的指數股票型基金（ETF），紛相連結期貨契約（如黃金、石油）可探一二，期貨ETF的推出，更將「期貨」在資本市場的地位向上推升一個層級。

2016，全球政經紛擾的一年。難民潮、恐怖攻擊事件、油價的屢創新低、重要利率會議、英國脫歐公投、美國大選…等，罕見和不可能的事件，在2016年出現的次數令人

咋舌，也令實物供需者與投資人對「未來的不確定性」大增，鑑此，本期「期貨人」雜誌邀請產學專家，從總經面向、全球政經關注焦點，串接股匯債、原物料市場，提出對2017年經濟與投資展望之看法，並就近期較受關注的期貨相關產品，邀請業者分享看法與經驗，以實踐服務實體經濟之目的，提供讀者做為投資計劃、資產配置與風險管理之參考。

期貨公會主辦之「台北國際期貨論壇」每年度均會針對國際關注議題，邀請國內外專家學者，分享實務運作模式與經驗。2016年最熱話題莫過於排排站的黑天鵝！而戰爭貨幣又是抗通膨的黃金，成為今年度論壇主題。論壇內容涵蓋期貨、現貨交易之範圍，包括黃金條塊、金幣、黃金存摺、黃金ETF及黃金期貨選擇權等各種面向，探討更多元的黃金投資管道與其在金融市場之發展。在此特別一提：今年6月開始，交易人可透過集保帳戶，將臺灣期貨交易所新臺幣計價之黃金期貨及選擇權契約，經由轉換機制，登錄於櫃檯買賣之黃金現貨平台，使黃金期貨與現貨交易得以更緊密結合，充分發揮其保值、投資及避險之功能。

CNFA

封面故事



為能服務實體經濟，邀請專家由產學角度，從總經面向、全球政經關注焦點，提出對2017年經濟與投資展望之看法，並剖析國際原油市場供需與農糧商品行情之展望，提供讀者做為投資計劃、資產配置與風險管理之參考。



2017年全球經濟展望

專訪富邦金控首席經濟學家羅璋博士

◎ 黎衍君

前言

「2016」資本市場劇烈震盪的一年，從德國科隆難民事件、中國股市觸及熔断機制、國際油價跌破30美元、BOJ宣布實施負利率，一路到英國脫歐公投議題發酵、土耳其政變、人民幣納入SDR、泰王逝世、美國總統及國會選舉...，在在都令全球資本市場驚心動魄，面對即將到來的「2017」，更加令人充滿期待。

展望新的一年全球經濟走勢，我們特別專訪富邦金融控股股份有限公司首席經濟學家羅璋博士。羅博士現任富邦金控首席經濟學家，1996年於美國匹茲堡大學取得經濟學博士學位，專長領域為中國經濟及實驗經濟學。2005年加入富邦金控前，先後任教於國立東華大學大陸研究所及經濟學系，並曾擔任經濟學系系主任暨國際經濟研究所所長，是目前國內少數集經濟學理論與實務於一身之翹楚。



羅璋小檔案

現職

富邦金控首席經濟學家

學歷

美國匹茲堡大學經濟學博士

經歷

國立東華大學經濟學系系主任

國立東華大學國際經濟研究所所長

美國大選結果之影響

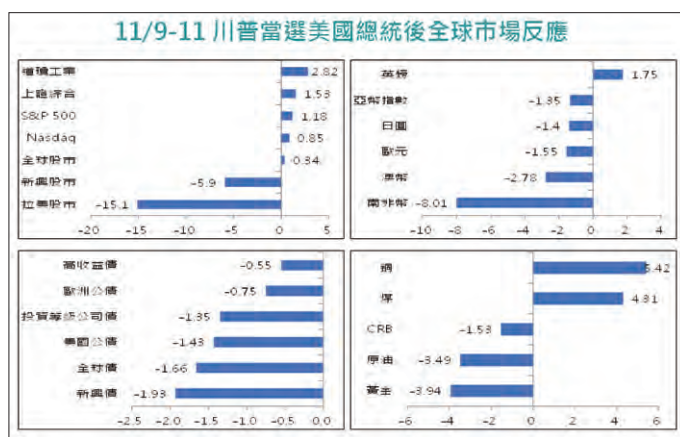
首先，羅博士談到近期的熱門話題，也就是川普當選美國總統，產業界以及學者均認為川普是2017年的變數，未來川普就任後，其競選政見是否全面落實，美國貿易是否實施保護主義都是觀察的重點。

羅博士認為川普有可能打破「低成長、低通膨、低利率」的三低惡性循環，川普會考慮減稅、增加政府支出，美國財政赤字因此會上升，通貨膨脹可能開始加速。另一方面，FED主席葉倫任期屆滿後有可能不再續任，因此，川普有機會可以任命二至四位聯準會理事，未來聯準會將可能變得更加鷹派。

寬鬆的貨幣政策恐怕無法繼續下去，整個低利率的環境也將被打破，同時川普還要考慮基礎建設，鼓勵美國製造業回國生產，回溫以前被忽略的產業，推基礎政策減稅，以重振整個產業環境。羅博士說，雖然同樣的主張希拉蕊也曾經提過，但是當川普當選時，大家普遍覺得川普有可能是說到做到的一個人，不像希拉蕊當選，最多也只是歐巴馬政局的延續，大格局不會因此而改變。但是川普當選卻可能徹底的顛覆美國現行的政治思維；而且，共和黨繼續控制美國國會，不管人事調整或者政策推動應該更容易達成。原先大家都以為川普當選，市場會動盪得很厲害，且因為這隻黑天鵝的出現，聯準會十二月應該不敢升息，結果出乎意料地反向演出。

據說，川普一當選，他的幾位億萬富翁

好朋友立刻覺得美國股市有機會，並於隔日迅速投注十幾億美金在美國股票市場，帶動美國股市大漲的樂觀情緒，同時也影響到聯準會十二月升息氣氛，美元因此自低檔翻升，連帶影響全球資金對新興市場的布局。羅博士提醒我們留意另一個面向，根據Bloomberg統計，近期內全世界債券市場損失近一兆美金，目前的氛圍顯現出股債價格走勢可能開始分道揚鑣。



市場資金及原物料走勢

羅博士解析，未來聯準會升息的速度及幅度都可能比想像中來得大，美元一枝獨秀，而反觀人民幣近期卻創下八年來新低紀錄，主要因為中國經濟數據並沒有那麼好，在中國未來經濟前景不是那麼明確的情況下，資金不斷外移，外匯存底一路下降，而且中國人民銀行對這波人民幣迅速貶值並沒有太多干預。

整體而言，明年的原物料走勢應該不錯，因為主要國家都覺得寬鬆的貨幣政策已經無效，接下來必須要採用擴張性財政政



策，因此美國不管誰當選總統，都會有類似的財政政策，而川普當選可能會推動得更直接與更積極。德國明年要舉行國會選舉，梅克爾也考慮要減稅六百億歐元，此外，日本、中國亦可能推動基礎建設，取代寬鬆貨幣政策，所以原物料價格應該有機會上漲。同時，中國在經濟施政方針上也做了一些調整，應可望解決原物料過去幾年因供過於求造成低迷不振的問題，惟現階段亦有一些不確定的變數，例如：美元若繼續上漲，相對也會可能壓抑到原物料的價格。

政治不確定因素衝擊2017

羅博士認為，英國脫歐事件在英國法院判定脫歐要經過國會表決同意後才可以提出，而英國高等法院明年一月才會做出裁決，英國脫歐時程勢必延後，所以，英鎊價格也就有上漲的空間。

2017關注焦點

國際政治

- 美國內政及外交政策之轉變
- 歐洲各國選舉
- 英國脫歐後續發展
- 中共19大人事佈局

國際經濟

- 美國經貿政策動向及對新興市場所造成之影響
- 中國信貸及房市調控
- 各國擴張性財政政策

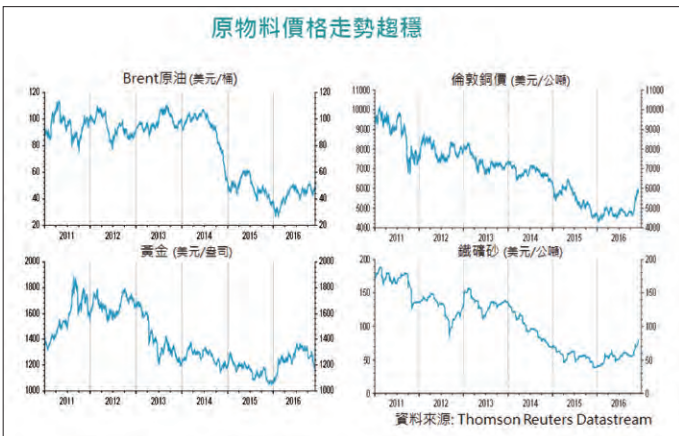
市場動向

- OPEC限產協議與國際油價走勢
- 市場對通膨加速之反應
- Fed人事異動、升息時間點及頻率、經濟展望預測
- ECB及BOJ動向

羅博士進一步分析，即使明年三月英國提出脫歐申請，但是，因為法國五月就要舉行總統及國會選舉，緊接著，德國在九月也會舉行國會選舉，所以，真正實質性的談判，應該會等德國選舉後才開始。惟考量現行歐盟規定，英國提出申請後，兩年之內須達成協議，否則英國就會被強制脫離歐盟，因此，時間壓力屆時會落在英國身上。而對於歐洲其他國家而言，現階段應該會以「冷處理」的姿態因應，未來再由選出來的新領袖做最後的決定，也就是說，英國脫歐所造成的衝擊應可暫告一段落。

羅博士語重心長的說，其實2017年最大的一隻黑天鵝，應該是德國國會的選舉，梅

原物料價格走勢趨程



至於大宗物資，例如：小麥、玉米的可能走勢研判，因為在中國方面，玉米的產量不如預期，加上美國今年降雨少，冬麥收成受到影響，因此，目前整個大宗物資市場應不致於立刻出現大跌，同時，考量新興市場的成長，大宗物資的需求也會增加，惟現在新興市場成長力道亦可能會受到其他變數影響，而產生壓抑限縮的結果。整體而言，原物料價格明年走勢，應該會受到「美元」、「新興市場的需求」及「其他市場的波動」等三項因素所左右。

克爾因歐洲難民的處理方式導致國內支持度下滑，連續幾個地方性選舉執政黨都輸掉，若九月國會選舉也失敗，接下來，誰來帶領整個歐元區及歐盟的方向？以及如何面對俄羅斯的節節進逼？特別是在川普考慮降低對北約的支持，一旦俄羅斯再進逼到中東或波羅的海三小國，美國就可能袖手旁觀，此時歐洲要如何面對？將會是一個很重大的議題。

如果再加上希臘、葡萄牙及義大利若出現經濟或銀行壞帳問題，屆時又沒有一個以德國為核心的領導者，歐洲震盪幅度肯定會相當可觀。另外，因為川普的當選，法國極右派聲勢大漲，如果順勢贏得法國的選舉，雖不會即刻退出歐盟，但在政策配合的態度上應會出現非常大的轉變；至於談到義大利的公投事件，目前義大利最大的五星運動是反歐元的政黨，他們的訴求雖不至於立刻退出歐元區，但希望至少義大利里拉與歐元並行，並減少歐元區的限制，以及財政赤字比

例需求有較為寬鬆的調整空間。但因為五星運動政黨堅持不與其他政黨聯盟，所以無法過半數執政。因此，即使最後義大利公投沒過，現任總理倫齊被迫下台，只要執政聯盟再推舉一個人選出來，就跟英國麥克隆下台一樣換一個人而已。所以，羅博士說，對於有些人解讀義大利公投沒過，歐元區會瓦解疑慮，應是過度擔心了。

2017年主要國家經濟預測及匯利率展望

羅博士也歸納了全球經濟將有三種不同的情境走向，有發生機率60%的「基礎情境」、發生機率30%的「較差情境」及發生機率10%的「較佳情況」，但無論是哪種情境發生，整體而言，2017年全球經濟前景有機會較2016年好，主因為諸多先進國家以更直接提振經濟的擴張性財政政策取代寬鬆貨幣政策，加上新興市場國家受益於原物料價格回穩，全球經濟將緩步復甦！

基礎情境（60%）

羅博士表示，「基礎情境」分析先決條件是預測：「各政府推動擴張性財政政策帶動成長」、「國際貿易回溫帶動新興市場國家緩步成長」、「Fed升息2~3次，ECB及BOJ持續推動寬鬆貨幣政策」。

	美國	歐元區	日本	中國	臺灣
經濟成長率(%)	1.8	1.2	0.5	6.5	1.5
CPI年增率(%)	2.1	1.2	0.3	1.8	1.2
央行基準利率(%) 2017年年底	1.0~1.25	0.0	-0.1	4.35	1.375
2017全年均價		1.09	104	6.9	32.3
上半年波動區間		1.04~1.11	103~107	6.75~6.9	31.5~32.5
下半年波動區間		1.05~1.15	100~105	6.9~7.1	31.8~33.0



Market information

較差情境 (30%)

「較差情境」分析先決條件是預測：「國內政治紛擾與貿易衝突導致美國經濟成長動能下滑」、「貿易糾紛及資金移轉使新興市場成長趨緩」、「Fed升息1次後停止升息，ECB及BOJ擴大寬鬆」。

	美國	歐元區	日本	中國	臺灣
經濟成長率 (%)	1.3	0.5	0.0	6.0	1.0
CPI 年增率 (%)	1.8	0.8	-0.2	1.5	0.8
央行基準利率 (%) 2017 年年底	0.75~1.0	0.0	-0.2	4.1	1.25
2017 全年均價		1.02	100	7.1	33.0
上半年波動區間		1.03~1.11	100~107	6.85~7.1	31.5~32.8
下半年波動區間		0.95~1.05	94~101	7.0~7.3	32.5~34.0

較佳情境 (10%)

「較佳情境」分析先決條件是預測：「美國新政府及國會充分合作，有效推動各項政策」、「在先進國家需求帶動下，新興市場國家加速成長」、「Fed升息3~4次，ECB及BOJ調整資產購買規模」。

	美國	歐元區	日本	中國	臺灣
經濟成長率 (%)	2.3	1.5	0.8	6.7	1.8
CPI 年增率 (%)	2.4	1.4	0.5	2.3	1.5
央行基準利率 (%) 2017 年年底	1.25~1.5	0.0	-0.1	4.35	1.375
2017 全年均價		1.10	102	6.95	32.0
上半年波動區間		1.04~1.11	100~107	6.75~6.9	31.5~32.5
下半年波動區間		1.05~1.18	98~105	6.9~7.1	31.8~32.8

結語

最後，羅博士再提醒投資人，2017年仍有四大變數，影響全球經濟及資本市場。首先是美國新政府政策調整及人事布局會產生何種變化，是否會引發國際間貿易大戰；其次是德國、法國將進行選舉，義大利也可能提早舉行國會改選，加上英國脫歐申請及談判，明年歐洲的政治風險不容忽視。第三項變數是中國房貸、信貸的問題，若未調控得宜恐將造成市場動盪，並對亞洲周邊國家造成影響。最後一項則是北韓、敘利亞、烏克蘭地緣政治衝突升溫將拖累全球資本市場。

羅博士再次強調，2017年在投資策略布

局上股票優於債券，由於全球經濟基本面不錯，各國推動財政政策會產生實質性需求，不管是基礎建設或減稅，效果應該都比過去的寬鬆貨幣政策好。主要國家央行貨幣政策效果已到極限，所以明年將不再推動大規模QE，加上各國物價增長加速不利於債券市場，而抗通膨債券的重要性將大幅上升。匯市方面，在主要國家央行不以貨幣政策干擾匯率的默契下，需留意政治風險導致的資金移轉。原物料價格則在需求獲得改善情況下逐漸回穩，貴金屬表現機會也將再出現。

(本文圖表由羅博士提供)





2017年宏觀經濟與投資展望

專訪香港交易所首席經濟學家巴曙松教授

（僅代表個人研究觀點，不代表任何機構意見，也不構成任何投資建議）

◎ 廖玉完

2016年是詭譎多變的一年，從中國人民幣的階段性急貶揭開序幕，接著國際油價一度下探2字頭的13年低點，而6月底的英國脫歐公投成真帶來全球股匯市震撼教育，接下來重磅登場的是11月8日美國總統大選川普當選跌破所有人的眼鏡。儘管如此，黑天鵝卻是演出快閃行動，金融市場猶如洗三溫暖一般急速吸納利空後快速V型反轉，尤其是美國大選後川普政見的利多解讀，美股氣勢如虹再創歷史高點，美元指數一舉突破20個月盤整區間，創下近14年來的新高。較為特別的是，國際債券價格急速向下修正，尤其是美國債券殖利率已從7月初的歷史低點明顯翻揚，十年債殖利率甚至在11月初的兩週內飆升至2.36%一年四個月新高。美債殖利率底部已然成形，這次美國儲聯局可能真的啟動睽違將近12年的升息循環。美元指數已突破整理強勢站上100大關，即將到來的2017年除了匯率持續大幅波動外，全球利率也將走出不同以往的格局，股債資金可能分家，原物料伺機而動，預期全球金融市場又是紛擾與黑天鵝群聚的一年。



巴曙松小檔案

現職

香港交易所首席中國經濟學家
董事總經理

學歷

中央財經大學博士、
北京大學博士後研究員（Postdoctoral Researcher）、
哥倫比亞大學高級訪問學者

本刊非常榮幸邀請到香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授接受專訪談論2017年全球利率、貨幣與經濟局勢的發展。巴教授



Cover Story

是中國著名的經濟學家，對於經濟、金融、貨幣的著作頗豐，尤其對銀行、證券、基金業都有很深的研究與專業上顯赫成就，巴教授曾在中國國務院發展研究中心與中國證監會、中國銀行業協會擔任要職，目前是港交所的首席中國經濟學家。以下是對巴教授專訪的重點整理，文中觀點僅代表個人作為研究人員和專家的看法，不代表任何機構的意見，也不構成任何投資建議：

全球金融市場現階段存在三種不同的現象

第一是全球經濟分化明顯，導致各國施政目標與重點差異大：不像2008、09年全球受到的相同危機的衝擊各國政策很容易形成共識，現階段各經濟體很明顯出現不同的循環，例如：美國進入升息循環，相對地很多新興市場經濟進入調整的下行階段，甚至可能還要實施降息的週期，這種經濟發展的背離很容易導致全球資金大幅從新興國家回流到先進國家。

第二是全球利率處於歷史低位，匯率波動成為經濟壓力的釋放口：全球利率在歷史低點，很多經濟體是零利率甚至負利率，當利率已無調整空間時，很多經濟體調整的壓力往往會反應在匯率上，所以這段時間匯率的波動非常劇烈，匯率波動成為釋放經濟調整壓力很重要的一種出口。香港交易所的人民幣期貨最近交易量大幅上升，全市場未平倉量已達四萬多口的歷史新高，反映了對人民幣匯率風險的關切。但若以全球匯率來作對比，其實人民幣表現算是很好的，人民幣和英鎊、新臺幣兌美元的貶值幅度算小，相

對歐元與日圓的貶值幅度就更大。人民幣波動加大對臺灣企業也有影響，從不同數據上看到臺灣企業在人民幣產品上的損失，巴教授歸咎有兩個原因：第一個是對匯率雙向的大幅波動準備不足，第二個可能就是把人民幣當成單向的套利投機產品，而不是對沖風險的產品。

第三是全球主要經濟體的政策基調開始更加強調內部事務優先，參與全球化的積極性大幅降低：這種現象以美國與英國為代表，表現在全球的經濟指標上就是全球貿易的成長速度持續低於GDP的增速，以前全球化快速推進時期貿易增速一直都比GDP增速要高很多，而這種改變對於一些高度依賴國際市場的經濟體形成壓力，也包括亞洲四小龍都面臨這樣嚴峻的問題考驗。

另外，巴教授個人不認為川普聲稱的希望把人民幣定為受到操縱貨幣，或是對中國徵收45%的懲罰性關稅是合理的，因為從美國財政部先前一直沿用的定義貨幣操縱標準是：該國貿易持續大幅順差、經常帳盈餘占國際收支平衡比例（Current Account / BOP）大於3%、對貨幣有持續單向干預。實際上從這三個條件看人民幣都不可能視為被操縱貨幣，因為中國的經常帳 / 國際收支占比一直低於3%，對人民幣的干預也是雙向的，對美國的貿易盈餘也大幅縮減，所以都不滿足美國財政部現有的標準。而以徵收特別關稅來說，中美都是WTO的會員國都得遵行WTO的法令框架，如果一個成員逕行向另外一個成員增收特別關稅，這是不符合WTO慣例的。雖然這兩條短期內並非那麼可行，但是也意味著全球範圍內、當然也包括中美之



間的貿易摩擦會比原來增加，實際上這個趨勢在川普上任前已經很明顯，因為全球經濟在調整期都很希望去找到外部的需求來支持內部的經濟增長，此時貿易摩擦就會增多，過去這一兩年全球貿易摩擦約有兩千起，其中有600起左右是美國發起的，而相當一部份是針對中國。貿易摩擦一直存在，不要過分放大它的影響力，這是一個經濟循環的現象，如果經濟回暖則這種現象就會大幅縮減。從另一個角度看，這對中國經濟很大的一個好處是倒逼中國更著重內需成長，這點也是目前大陸政策希望達到的目標，因中國是個很大的市場，與其希望大量的出口，倒不如關注內需這一塊。雖然全球貿易活動減緩，但是大陸的出口商品占全球市場的份額是緩慢上升的，目前這個現象也是倒逼和推動大陸經濟更多的轉向內需，以及倒逼中國的出口轉型升級。

2016年是香港交易所的產品年，因應市場需求2016年和2017年會有一系列產品的推出，例如：人民幣波動加大所以推出人民幣對十幾種貨幣的衍生風險管理的交易產品，另外也陸續將推出人民幣與美元兩種實物交割的黃金契約，還推出以鐵礦石為代表的商品期貨。香港交易所是複合式、多產品系列的交易所集團，包括全資控股擁有百年歷史的LME交易所，LME與臺灣有緊密的連繫，有不少交易商在LME非常活躍，同時大中華區唯一的LME認證倉庫在高雄，倉庫在當地是可以帶動物流、倉儲與當地企業參與市場的便利性，相較大陸沒有LME交割倉庫，業者若在市場上面臨逼倉只能拿實物來交割的被動劣勢，若有交割倉庫可運用則會變得很主動。港交所集團的香港聯交所股票交易

一直以國際高水準提供IPO、再融資的投資機會，多年來其IPO融資額高居全球領先地位，臺商進入大陸、擴展東南亞市場很重要的Gate Market。而港交所擁有多樣化的衍生性金融商品，是人民幣各種資產的訂價與風險管理中心，而Mini LME基本金屬產品也提供在亞洲交易時段的小額交易便利性。其次，深港通12月5日啟動，若是聯合上海、香港、深圳這三個股票市場的交易量將達70兆人民幣，此規模於紐約證券交易所也不相上下。

川普上任美國將退出TPP，中國主導的RCEP是否在貿易上有更大發揮空間

從2016年9月初在杭州召開的G20領袖會議上看，中國在國際經濟政策的導向上非常支持全球化，大陸和周邊的經濟體如臺灣、香港、韓國、新加坡都自全球化獲益良多，所以這些大的經濟體要完全逆全球化而動是不切實際的。在這些主要發達國家參與全球化程度降低時，確實給中國對國際市場的影響力提供更大的空間，在此之前亞太地區事實上形成兩個明顯的貿易規則競爭，就是TPP與RCEP，TPP若美國如川普聲稱的那樣退出後，自然就是大陸主導的RCEP發展空間大。巴教授認為這兩者代表不同的趨勢，TPP強調的是較為發達國家的訴求，更多關注的是服務貿易與投資的便利化，而RCEP強調的是更多的包容性與多元性，不是刻意訂一個很高的標準，如果美國放棄TPP的話，意味著全球貿易強調更多的包容與多元的雙贏策略（Win-Win Game），因為若是訂一個很高的標準推行下去只有部分受益，很容易導致全球市場的分裂，而RCEP多元化



Cover Story

包含發達經濟體、發展中的經濟體與資源經濟體都能從中獲得好處，這將體現出中國更多包容、多元、共贏的傳統智慧。

最近大陸黑色與基本金屬價格明顯上揚，是去庫存成功？還是階段性反彈？

2016年在大宗商品上有趣的現象是--產能過剩依舊存在，但是短期去庫存有進展導致價格大幅上揚。大陸決策者積極推動去庫存，短期來看煤炭價格因為庫存壓得很低而上揚，從2015年底至2016年初煤炭有色金屬庫存開始明顯下降，但從整個經濟體的產能來看還是過剩，所以近期價格上漲是反應去庫存進展，但是中期來看還是要受制於產能過剩。基本金屬的價格也和美國、日本、英國一直困擾的通縮預期有關，現在是否能藉由川普的大規模基礎建設、擴大財政支出而一下能給全球帶來通膨的預期是值得關注的關鍵。

債券市場殖利率大漲，是否利率低點已到底

這還是要持續觀察，因為利率低主要是因為實體經濟回報率下降不可能承擔很高的利率，在產能過剩的全球環境中通縮預期導致低利率和零利率現象，所以這要觀察實際環境有無變化才是關鍵。另一個是川普的宏觀政策有一些內在的矛盾，例如：擴大公共開支、加大債務，又要減稅，那錢從哪裡來？他不斷加大開支與共和黨所提倡的小政府定位也是不一致的，所以最終實際決策選擇哪一邊未定，還需要繼續觀察。且加大基礎建設設施給誰用？肯定是要用在促進貿易發展、經濟繁榮、人流與商品物流上才會帶

來需求，若是貿易保護把門關起來那對基礎建設的需求從何而來？所以說，這些都需要再觀察，川普的選舉語言有多少可以確實轉化為施政，這中間還有很長的過程。

2017年全球資金流向

很大程度上要看幾個因素，一個是美元的加息節奏與美元可能升值的幅度，巴教授看到國際投資者預期這一波美元指數在目前水平上可能還有10%以上的升幅，目前價位已經攻上102，美元指數成功突破100以上往往都有一段多頭可走。歷史上美元指數最高來到160，2001年也達120以上，所以美元指數應該還有走強空間。美元走強可能會持續吸引資金從新興市場流向發達經濟體，新興經濟體將面臨政策上的挑戰，因為處於不同的經濟循環，經濟結構也不同，以前美元走強有一些小的經濟體很容易受到壓力，甚至出現金融危機。這些小經濟體通常是貨幣錯配顯著，即利用美元便宜時大量借美元再用於本地的貨幣需求上，另外一個是到期日的錯置，借短期的債來用在長期的項目上，可能是用在當地的基礎設施，現在債券殖利率慢慢上升就出現壓力。再一個是本國經濟希望寬鬆貨幣，但維持本國匯率水準又想要加息，像11月24日土耳其已經宣布加息來對抗美元升值。預料這一次資金大幅流出壓力最大的新興經濟體可能不是亞洲國家，因為亞洲從1997年後各經濟體大體上較為謹慎，但是世界上任何一個經濟體發生問題都會引起全球市場的波動，所以2017年將是一個很波動的一年。以前遇到很意外的事件叫作黑天鵝，現在我們好像是在黑天鵝湖裡游泳一樣，看到黑天鵝反而是非常常見的事情。



2017年人民幣展望

可以看到港交所人民幣兌美元期貨成交量與未平倉量已經反應市場預期，目前2017年12月期約成交價約在7.20，如此與離岸人民幣現貨相比就有3.68%的貶幅。現在市場已經有足夠的工具去管理匯率風險，與其猜測匯率水平高低，還不如去管理好風險。其次是看人民幣匯率也不能僅僅只看人民幣兌美元，因為從2015年811匯改至今，人民幣兌美元已有明顯貶值，而人民幣兌一籃子貨幣實際上是較穩定的，特別是2016年9月至11月，人民幣兌美元貶破6.70後貶速加快，但兌一籃子貨幣大致上波動幅度很穩定，這有點像新臺幣波動匯率，新臺幣實質有效匯率指數36個月的移動平均值對新臺幣匯率市場操作很有參考價值，而人民幣的匯率體制目前也在逐步呈現類似的特點，特別是近幾個月觀察到人民幣慢慢放開兌美元的波動限制，而更在意兌一籃子的大致穩定性。當美元大幅波動時人民幣就會迅速作出反應，只要人民幣兌其他貨幣的貶值幅度小，兌這一籃子貨幣就穩定。若人民幣與自己過去的歷史比貶值幅度大，事實上和其他貨幣比，人民幣算是一個很穩定的貨幣。

對臺灣投資人的市場配置與風險管理建議

第一個是在此顛簸的國際市場中繫好安全帶最重要，第二個是在動盪的投資環境中，資產組合操作比單一博取特定收益要更加可靠，藉由不同的資產類別進行組合使得很多波動可經由組合來控制風險。例如：前陣子所有人都推薦黃金，結果黃金現在向下

波動幅度很大，其實巴教授也跟很多全球大的黃金基金經理人交流過，結果他們都表示連他們做那麼多年都不能掌握黃金波動，所得到的教訓是要把黃金當作常態的配置品而不要單向的博它漲或跌。例如：把黃金作為總資產5%的必要配置，黃金若是漲了就部份獲利了結，若是跌了就加碼維持在5%配置，這也就是在動盪的市場中作一個資產配置的概念。

總結

巴教授認為2017年是個經濟體分化政策差異的一年，美元升值空間仍存在，資金由新興國家流向發達國家趨勢持續。而全球利率處於歷史低點，在利率幾無向下調整空間時，匯率成為釋放經濟壓力的重要出口，匯率波動將是非常劇烈，而全球主要經濟體的政策基調轉向內部事務優先，全球化積極性降低，也使得高度依賴國際市場的經濟體受到壓力。

另外，川普上任是否能夠實踐他的政見仍然有待長時間的印證，貿易摩擦是經濟循環中的現象，中美貿易摩擦加大使得中國更加重視內需市場，這實際上與中國當前的政策導向是一致的，中國主導的RCEP貿易組織強調多元與包容，將是符合全球化的趨勢。人民幣對美元雖然出現明顯貶值，但兌一籃子貨幣是相當穩定的，與其猜測人民幣升貶，倒不如利用衍生性工具做好風險管理。面對動盪的2017年，巴教授的投資建議是資產組合分散、風險管理並扣好安全帶。





2017 年國際原油市場供需之剖析

淡江大學經濟系◎廖惠珠教授

一、前言

國際原油價格經歷了兩三年的低迷行情後，最近又蠢蠢異動，諸多看漲跡象，頗有山雨欲來風滿樓之勢。不少關心人士想知道，究竟2017年國際原油價格是否會大漲，是否會再漲至每桶百元以上¹。本文剖析2017國際原油市場供需，以利了解國際油價可能走勢。

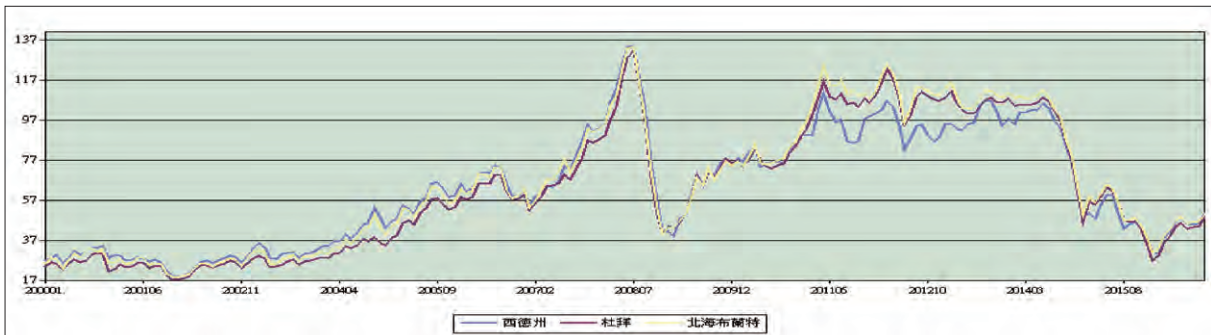
圖一是國際三大指標油價（WTI、BRENT與DUBAI）²從2000年1月至2016年10月的月平均價格走勢圖。此圖指出2014年中期後，國際原油價格從每桶上百美元大跌至\$60美元上下。2016年1月21日，杜拜原油

價格甚至跌至多年來之新低，而為\$22.49每桶美元。此一超低價格的原因頗多。除國際經濟景氣欠佳而使原油需求不振外，主因應是石油輸出國家組織（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）會員國彼此間一直談不攏，而造成伊朗在2016年1月16日正式解禁下，將其囤積數量傾巢而出。圖二乃2010年起伊朗每月石油之平均日出口量³，此圖顯示2016年起伊朗的石油總出口量明顯增加許多，逐漸恢復解禁前每日約200萬桶之出口數量。此圖後段漸趨平穩數據也透露了伊朗已後繼無力，其每日出口量短期內已無力再衝高，此現象其實也是最近OPEC日漸達成減產共識之要因。

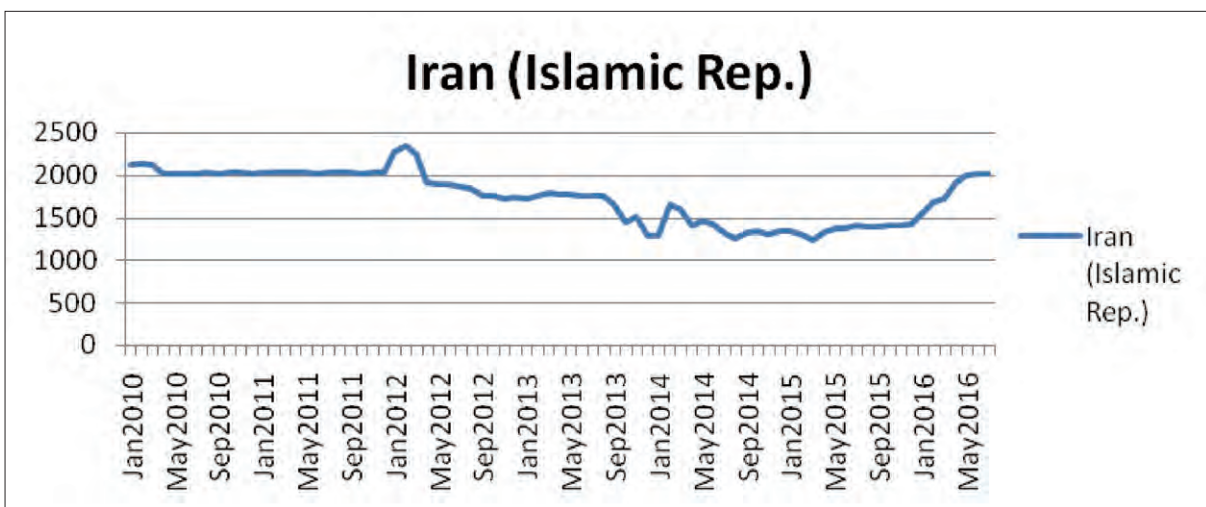
1 注意此處原油價格是指直接由地底開採出來之原油的價格，一般人常見之汽、柴油等價格則通稱為油品價格。本文分析範疇僅侷限於原油市場，不探討各項油品之供需狀況。

2 三大國際指標油價為代表美洲市場之西德州中級原油（West Texas Intermediate Crude Oil, WTI）、代表歐洲市場之布蘭特原油（BRENT），代表亞洲市場之杜拜原油（DUBAI）。

3 依 JODI 資料庫之定義，此數據除原油外亦包括 natural gas liquid 與其他各項石油產品。



圖一：2000年起三大國際指標油價月均價走勢圖（單位：美元／桶）
資料來源：<http://web3.moeaboe.gov.tw/oil102/>，擷取日期：2016年10月28日



圖二：2010年起伊朗每月石油之出口量（單位：千桶／日）
資料來源：<https://www.jodidata.org/oil>，擷取日期：2016年10月28日

二、一些迷思的破解

國際油價攸關許多產業與民生發展，因此各種報導與網路資訊特別多。唯，不少資訊多所謬誤，故也引發許多迷思。以下先破解常見迷思，以利後續分析。

(一)、原油與液態燃料

國際原油市場詭譎多變，各項開採工程與化工技術的突破，也使得傳統所認知之原油慢慢模糊化。早年想推測國際原油價格走勢只需了解原油供需。現在各種技術提升，原油的

內涵已有所改變。除了需考量開採技術提升而造成頁岩油氣及其所伴生之油品的增加以外，也需注意，替代產品生產技術提高而多出了許多酒精汽油與生質柴油等各種液態能源。近年來，國際知名單位推估原油供需數量，都不再以傳統地底下開採之原油來討論，而多以較廣義之液態燃料（liquid fuels）來論述。本文也以液態燃料為討論範疇。

(二)、供需資料的解讀與使用

國際原油供需資料，近年來的可信度已大幅提升，但仍有一些疑義。例如，許多重



Cover Story

要資訊來自於開發中或落後國家，問題較多。為求資料完整性與一致性，不同資料蒐集者常需進行一些假設並自行推估，而造成數據差異。因此解讀不同來源之歷史數據時，不需過度強調其數據差異。另外，使用國際原油供需資料時，亦應考量資料來源的一致性，以免因來源差異而造成分析偏誤。

(三)、區域與全球數據之應用

以全球供需差額推估三大國際油價走勢，常會造成偏誤現象。考諸國際油市，經常出現區域油價明顯有別於全球油價之狀況。最典型之實例為2010年中期後，美國因中西部頁岩油的大量生產與輸儲設備的不足，而使WTI價格大幅滑落偏離國際行情。WTI甚至因而失去其一直以來之國際原油價格領導地位，連美國能源部自2013年起都改用BRENT為國際原油價格之預測標的。因此本文所提供之全球供需資訊，不宜拿來分析較區域性之油價走勢變化。

三、2017年國際原油市場供給

國際能源總署（International Energy Agency, IEA）網站⁴之石油主題每月出版石油市場報告（Oil Market Report, OMR）。進去該網頁，只要不奢求最即時資訊，就可

獲取許多免費資料。另外，美國能源部的資訊署（Energy Information Agency, EIA）也提供許多有用資訊。當然，若想尋求更進階版、更專業且細緻之各國各項油品的生產、消費與進出口等數據，就必須辛苦一點到JODI網站去查詢或花錢購買更專業報導²。以下分析主要來自於上述三個網站。下小節先列出IEA與EIA所提供資料，另一小節再進行分析。

(一)、2017年國際原油供給概況

圖三依IEA與EIA之資料繪製而得。本文取用IEA最新出版OMR表1之數據⁶。唯，該表格只公布2016與2017年Non-OPEC之原油供給推估值，並未公布這兩年OPEC之數據。為求圖三之完整性，筆者以2015年OPEC產量數據（39百萬桶/日）⁷替代之，而求得如圖三之IEA資料趨勢線。相較於IEA之保守，EIA則慷慨許多，直接在其所公告之短期能源預測報告（Short-term Energy Outlook, STEO）揭露相關資訊，本文採用2016年10月13日數據⁸。由圖三趨勢線可觀得，無論是IEA或EIA均顯示2017年全球原油供給將增加。

(二)、2017年國際原油供給分析

影響全球原油每年供給量之因素，主

4 詳 <https://www.iea.org>。

5 較便宜專業報導如 IEA 出版之 Medium Term Oil Market Report (MTOMR)，此報告提供許多細節。

6 取自 2016 年 10 月 11 日出版 OMR 的 Table 1。

7 採用此數據的理由詳見下節說明。

8 由於國際油市變化多端，故每期出版之數據總是多少有別。一般而言，若無重大社經變革，數據差異不大，反之，則修正數據明顯不同。



要有OPEC、Non-OPEC（例如美國或俄羅斯）、非預期供應中斷數量、區域政治安全、原油蘊藏量、儲存量、油價高低、生產成本，以及氣候變化等各種變因。就此一時點（2016年11月中旬），多數變因已大致底定。目前主要影響2017年國際原油供給之因素，除了OPEC生產量外，美國與非預期供應中斷數量也扮演著非常重要的角色。想清楚推估2017年國際原油供給量，可藉由表一之說明。

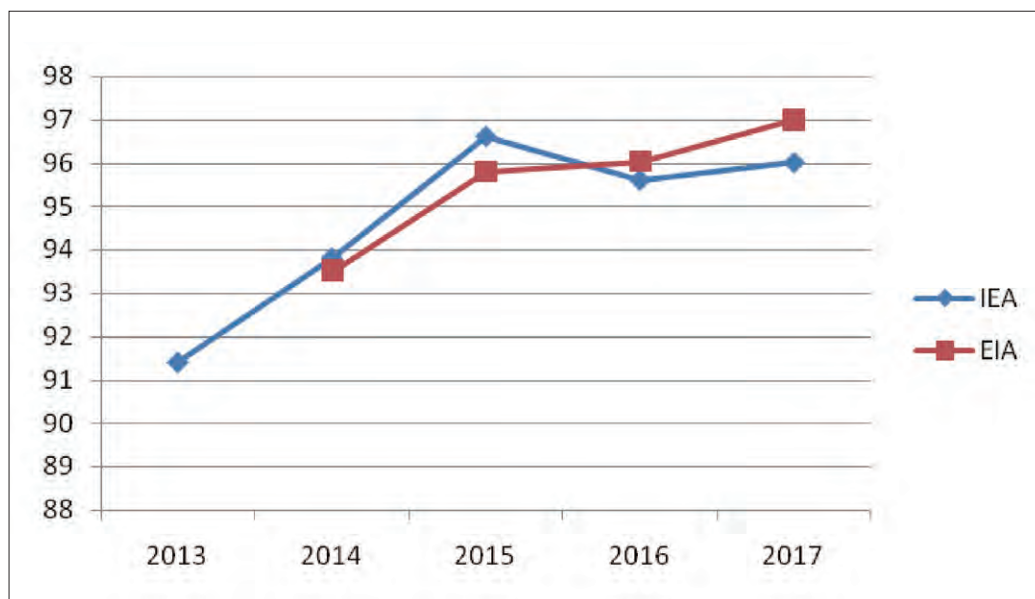
1. 確定性數據與不確定性數據之釐清

表一乃筆者依據多年經驗所製作表格。表一目的是盡可能的把國際原油供給數量中比較確定數據與不確定數據區分出來。值得注意的是，依筆者近三十年之經驗，幾乎可以斷定沒有百分之百確定之數據，例如本文第二節迷思破解文中，已指出國際知名機構所出版之供需歷史資料仍需仰賴一些推估數

據，故絕非百分之百反映真實狀況的確定數據，因此表一第一列資料可蒐集程度的最佳狀況，也僅僅是「絕大部分」而非「百分之百」。其意義代表，可絕大部分蒐集來之資訊是相當可確定之數據，但非百分之百確定的數據。不過，「絕大部分」蒐集來之資訊，已足供我們進行許多分析，仍具高度參考價值。比較難處理的是表一中只能部分蒐集，以及只能極少部分或無法蒐集之資訊。針對不易蒐集之資訊，通常可透過專家訪談或田野調查來補足。筆者每年參與一些國際會議，如國際能源經濟協會（International Energy Economics Association, IAEE）或其旗下分會，常可蒐集到這類資訊。藉由這些資訊，可補充表一中只能部分、少部分或無法蒐集資訊之不足。

2. 主要不確定性數據之判定

雖然不確定數據會影響未來數據之精準



圖三：2013年起 IEA 與 EIA 所公布之原油供給量（單位：百萬桶/日）
資料來源：IEA 與 EIA（詳內文說明）



Cover Story

表一：推估2017年各種石油供給資訊可蒐集之程度分類與主要資訊來源

主要資料來源	事件分類 可蒐集程度	事件分類		
		絕大部分	部分	極少部分或無法
1. 最新蒐集到之原油供給量		IEA/EIA/JODI		
2. 之後漸減少或不再生產數量			IEA/ 其他 ¹	
3. 之後新設備完工投產數量		IEA/ 其他		
4. 之後因事件而停產數量				其他/ 無法 ²
5. 之後將恢復生產數量			EIA/ 其他	
6. 由既有存量釋出之供給量				其他/ 無法
7. 2017年推估數量(1-2+3+-4+5+6)		IEA/EIA/ 其他		

註1：其他是一些國際石油專業分析機構，及 OGJ、Wall Street 等各式各樣專業與非專業刊物或其他媒體資訊。

註2：有些可從其他資訊得知訊息，有些則完全無資訊。

註3：上述新投入或減少數量的時間點皆限縮於2017年年底以前。

度，但只要把不確定數據之比例盡可能限縮與釐清，就可以提高推估之精準度。2017年國際原油供給較不確定部分來自於OPEC。其中最受關注的是於11月30日召開之OPEC部長會議是否可如期達成減產協議。依目前沙國部長到處拜會各會員國首長之積極態度，以及伊朗已態度放軟之情勢⁹，OPEC達成減產之協議機率相當高。目前OPEC擬將傳統原油凍結於32.5至33.5百萬桶/日。將此一數據加上OPEC所生產約6.7百萬桶/日之NGLs液態燃料¹⁰，則可得取OPEC在2017年之產出量為39.2至40.2百萬桶/日。假設考量油氣產量減少所伴生之NGLs也稍減少，則可推定2017年OPEC的產量約為39百萬桶/日，等同於2015年IEA所公布之OPEC產量。

3. 其他不確定性數據之判定

另外，大家也應注意美國頁岩油的開發彈性特高，只要國際油價稍漲，其產量就冒出來。2016年中期以後，國際油價稍稍回升

後，許多頁岩油井又陸陸續續冒出來，EIA雖早已預知此效應，但此效應力道超強，而使EIA最近仍上修美國2017年之生產量。至於非預期中斷數量所引發之增、減產或存量釋出的不確定性更高，可蒐集之相關資訊更少。礙於篇幅限制，本文不再論述，有興趣讀者可依圖四與圖五資料，上網自行分析判斷。

四、2017年國際原油市場需求

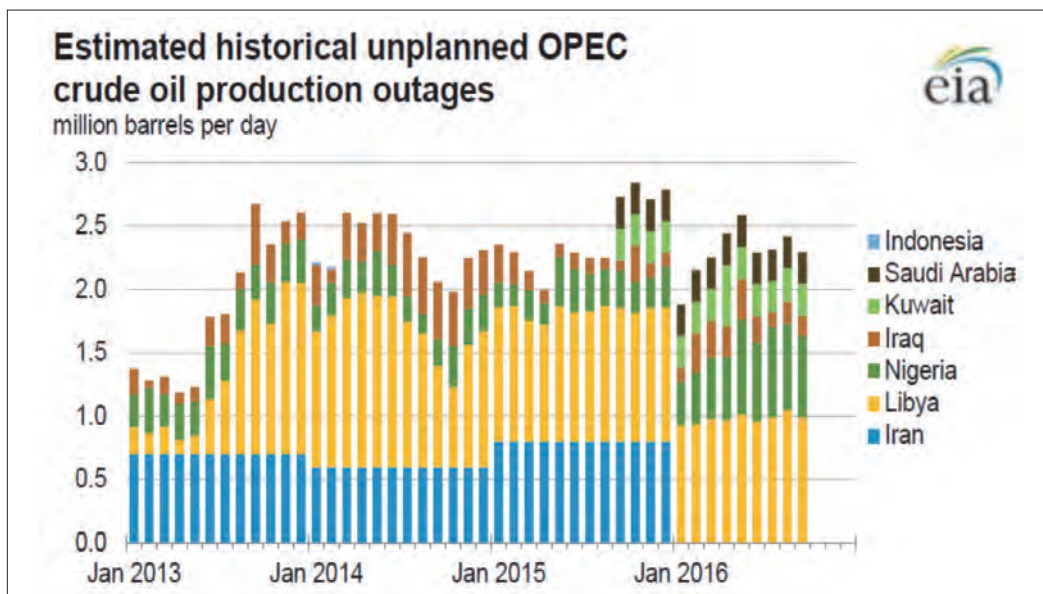
相較於原油供給之高度不確定性，2017年原油需求不確定因素顯得單純許多，故本節僅簡易分析。本小節仿照上節作法，仍先列出IEA與EIA所提供之數據後，再分析說明。

(一) 2017年國際原油需求概況

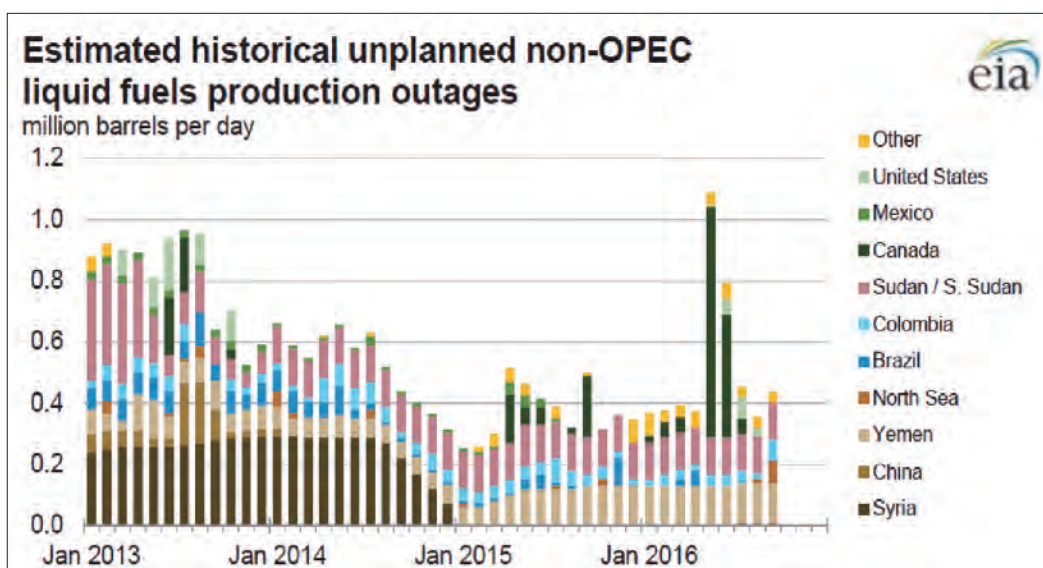
圖六乃依IEA與EIA所提供近年國際原油需求資料繪製而得。資料來源與上節相同，故不再贅述。所有數據均直接由上述報

9 IEA2016年之MTMOR詳細剖析伊朗個別油田狀況，顯示近年內增產有限。

10 NGLs為Natural Gas Liquids之縮寫，為開採油氣田所伴生之液態燃料。



圖四：OPEC 非預期原油供應中斷數量（單位：百萬桶／日）
資料來源：Short-term Energy Outlook, Oct, 2016, EIA。



圖五：Non-OPEC 非預期原油供應中斷數量（單位：百萬桶／日）
資料來源：Short-term Energy Outlook, Oct, 2016, EIA。

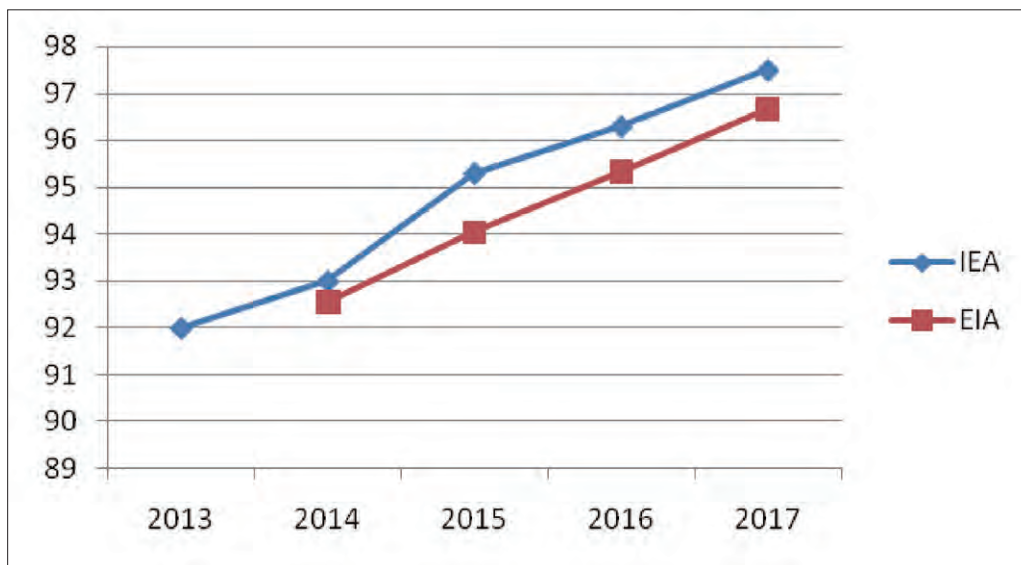
告取得，沒有額外推估數據。由圖六趨勢線可觀得，無論是IEA或EIA均顯示2017年全球原油需求將增加。圖中IEA與EIA由2016年至2017年之成長幅度相近，顯示兩機構看法一致。

（二）2017年國際原油需求分析

影響國際原油需求變動的因素包括有全球經濟榮枯、區域經濟消長、替代能源變化、氣候及季節性因素、油價高低、消費模式改變，以及一些非預期事件等因素。就此一時間而言，全球經濟榮枯、區域經濟消



Cover Story



圖六：2013年起 IEA 與 EIA 所公布之原油需求量（單位：百萬桶/日）
資料來源：IEA 與 EIA（詳內文說明）

長、替代能源變化應是考量重點。不過，就替代能源這一變因而言，由於原油仍是目前全球最主要能源，只要全球經濟沒有重大變化，在其他能源尚無法大量取代油品之前，通常原油需求只會增加不會減少。2017年明顯成長之替代能源有全球風力與太陽光電，但這兩項能源總量仍很低，成長率再高，所提升數量仍相當有限。二來，風力與太陽光電多以電力呈現，很難替代目前運輸部門大量使用之各種油品¹¹。因此，影響2017年原油需求變化之主因為經濟榮枯與區域經濟消長。考諸明年全球景氣概況，多數權威機構

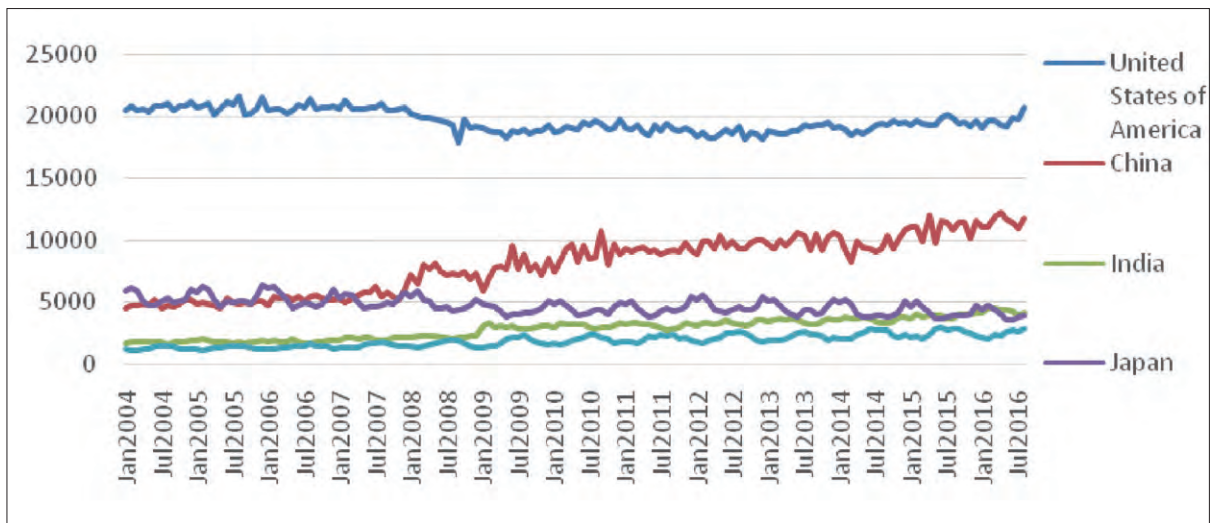
均預估小幅成長，因此原油需求量也將呈小幅成長趨勢如圖六所示。

再就區域經濟消長而論。全球不同地區經濟發展模式有別，較先進已開發國家能源效率高、環保意識強，因此經濟成長所帶動能源消費的增加有限；反觀開發中國家，其經濟發展所帶動之能源消費量較多。其中，尤以地大物博之中國最為明顯。IEA 與EIA推估2017年國際原油需求時，皆特別探討中國情勢發展。圖七乃近年五大石油¹²消費國之石油消費走勢¹³。仔細判讀，可發現，這些年來成長最快的國家是中國，其次

11 IEA 出版 Key World Energy Statistics, 2016 顯示，2014 年全球初級能源供應占比，油占 31.3%，而風力發電與太陽光電等新興能源占比則不到 1.4%。2014 年全球各部門別最終油品消費，交通部門占比高達 64.5%。

12 就個別國家而言，有些國家原油煉製能力有限，多進口成品油（如汽、柴油），因此石油消費量高，但原油消費量低。此處以石油替代原油來論述，可避免此部分之疑義。

13 五大乃依 2016 年 8 月石油消費量大小次序排列，若考量早年之排列則非此五國。



圖七：2004年起五大石油消費國之消費趨勢（單位：千桶/日）
資料來源：<https://www.jodidata.org/oil>，擷取日期：2016年11月17日

是印度。美國2008年後衰退，近年又略為回升¹⁴。檢視其他報導，可了解2017年絕大多數國家石油需求變化有限，稍有明顯成長之地區來自中國與印度，除這兩國有明顯之運輸用油需求外，兩國仍有石油戰略性儲備之需求，因此常在油價相對低廉時不斷買入大量原油儲存起來，以備不時之需。圖六所顯示2017年原油成長部分多數來自於這兩國之增量。

五、結語

影響國際原油供需之因素相當多。礙於篇幅限制，本文僅論述影響2017年國際原油供需之要因。綜整而言，2017年國際原油供

給量約在96至97百萬桶/日之間。全球石油供給充裕。OPEC減產協議是否可達成及其後續執行成效將明顯左右國際原油實質供給量。至於2017年國際原油需求量約為97百萬桶/日。需求稍多於供給，因此，若OPEC達成並落實減量協議，則國際油價確實有上漲空間。不過，圖四與圖五仍顯示有不少非預期供應中斷之數量。這些供給量若恢復生產，再加上北美的頁岩油商隨時可因較高價格而增產。凡此因素，都將促使2017年全球原油供需之平衡。因此，只要不發生全球需求大幅成長或重大區域事件，2017年油價上漲空間仍相當有限。

CNFA

14 最近川普當選美國新任總統，部分專家學者認為川普偏向鎖國政策不利國際貿易發展，故會降低國際石油需求，但也有人認為川普生意人本色，不會打壓經濟發展。



川普新局下，農糧商品行情展望

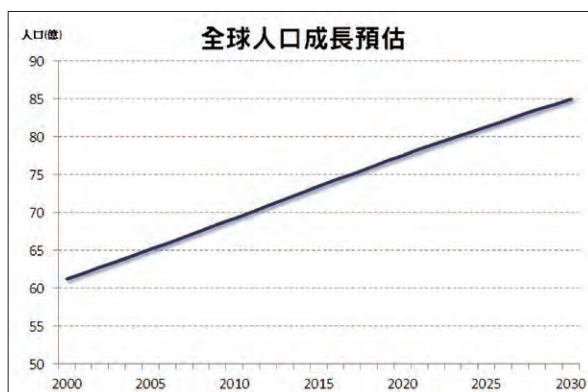
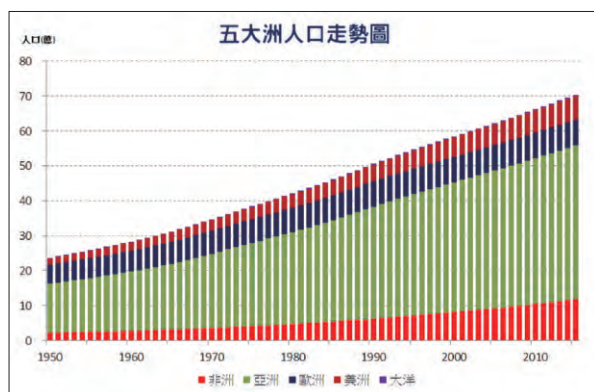
◎統一期貨投資顧問部

世界人口成長與消耗糧食現況

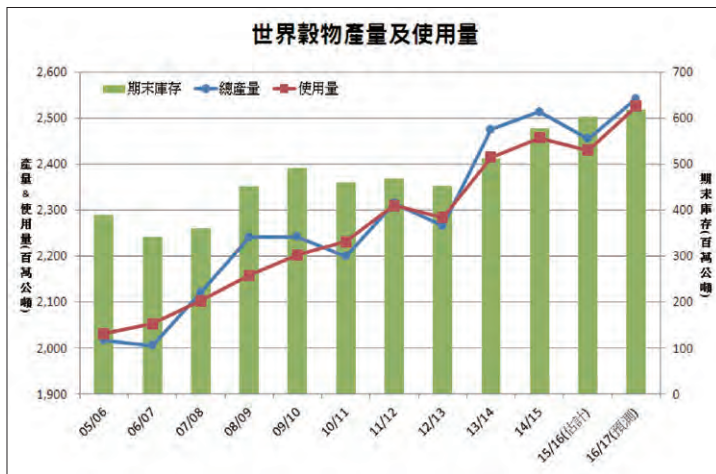
根據聯合國經濟和社會事務部（UN DESA）統計，截至2015年底，全球總人口數約73億，過去十年期間，約增加了8.3億人。而到了2030年，全球總人口數將會增加到85億人。主要人口的成長來自於開發中國家，尤其以中國及印度增長較多。伴隨著中國及印度經濟的高度成長，對於糧食的需求出現較大的增幅，反觀糧食的供給，卻是個沉重的負擔。除此之外，近年生質能源需求增加，更助長穀物需求之成長趨勢，而穀物生產受水、土資源的限制及氣候的影響，成長相對緩慢。從消耗量觀察，今年起，穀物

使用率再度攀高，來到98.99%，明年預估會成長至99.34%，如果再出現較大的氣候變化，使用量將可能超越生產量，屆時糧食價格的波動將會再度擴大。

根據聯合國在2015年的報告指出，到了2050年全球人口將增至97億人，而糧食需求將會增加70%，為了滿足巨大的需求，作物生產系統必須要能適應日益劇烈的氣候變遷，並提高單位生產效率以因應可能的糧食缺口。而人口的成長是呈現「幾何級數」，但糧食的產量卻是「線性增長」，若生產技術無法獲得突破性的成果，則未來糧食危機將可能時時圍繞在生活中。



資料來源：美國經濟社會局（UN DESA）；統一期貨整理繪圖



資料來源：美國農業部（USDA）；統一期貨整理繪圖

主要農產品供需狀況

目前世界上主要的食用作物依序為小麥、稻米及玉米，三者合計約占總穀物生產量的80%。此外黃豆作為家畜飼料及榨油也有很高的經濟價值。小麥的主要生產國家為俄羅斯、美國、中國、印度。水稻主要分布於熱帶和亞熱帶季風區，產地多在亞洲南部和東部。其次是美國東南部和巴西的東南沿海。玉米則多分布在夏季高溫多雨生長季較長的，如美洲、亞洲、非洲、歐洲。其中美國產量最大，約占世界總產量的一半。如果以區域來排名的話，世界糧食產量依序為亞洲、歐洲、北美洲。

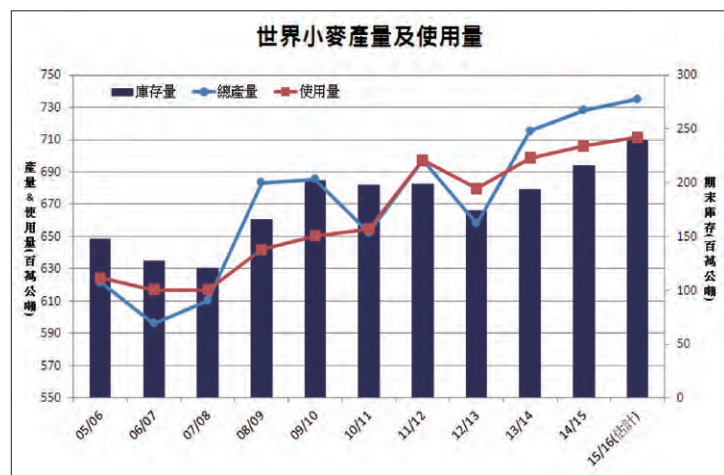
根據美國農業部（USDA）統計，小麥2015/16年產量達到7.35億噸，庫存量為2.4億噸，創近年新高。2016年小麥收穫面積相對種植面積的比例略低於去年的水準。美國大平原地區持續多年的旱情已經結束，西北地區的乾旱也得到緩解。中西部、南部以及俄亥俄河谷

的軟紅冬小麥種植帶降雨過多，不過近期情況已經有所改善。總體而言，2016年小麥作物的生長條件大體良好。

而玉米在年初時產能一度受到質疑，市場擔憂產量將不足支應需求的增長。但在上個月美國及阿根廷相繼傳出上調今年度的預估產量，緩解了供給面的不足。雖然產量較去年下降550萬噸，來到9.59億

噸，庫存量為2.1億噸。但整體而言仍維持庫存的年度正增長。

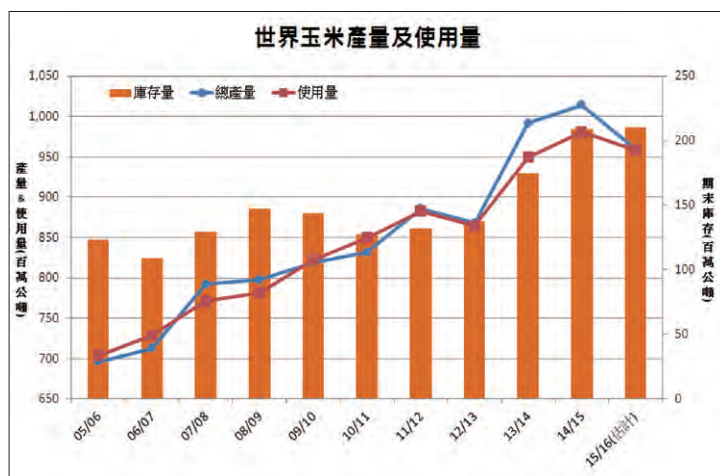
相較於小麥及玉米，黃豆收成進度明顯欠佳，截至今年10月為止產量不及去年同期的56%以及同期五年平均值的47%。根據美國農業部（USDA）統計，世界黃豆的產量及庫存量均較去年下降680萬噸及300萬噸，來到3.13億噸及7500萬噸。甚至已經出現了年度產量小於使用量的現象，且庫存比率相對偏低。今年如欲維持供需平衡，仍須仰賴南美洲尤其是巴西的產能，如能順利收穫，方能填補供需缺口。



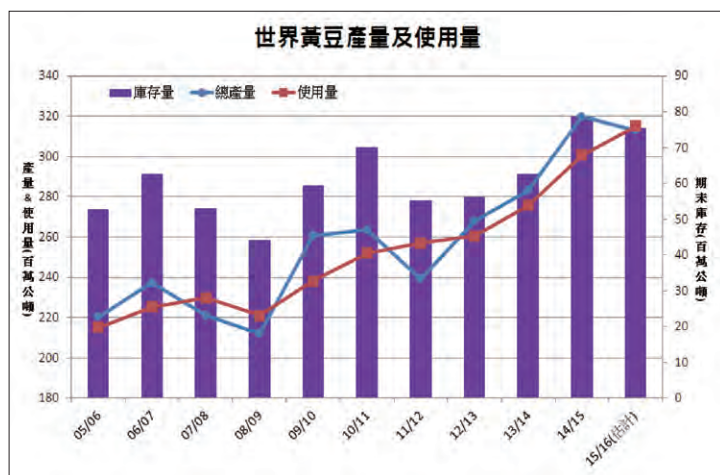
資料來源：美國農業部（USDA）；統一期貨整理繪圖



Cover Story



資料來源：美國農業部 (USDA)；統一期貨整理繪圖



資料來源：美國農業部 (USDA)；統一期貨整理繪圖



資料來源：精誠資訊；統一期貨整理繪圖

近期農產品期貨走勢現況

小麥受到今年度產能充足影響，今年以來小麥期貨價格持續走低，雖然9月以來略有反彈，但美國農業部預估今年產量優於去年，且庫存量也再創新高，在供給充足的狀況下，報價較難有表現空間。

玉米年初一度傳出產能下滑導致價格快速走升，但隨著各地傳出上調產能的消息導致價格又再度回落跌破年初價格。雖然於9月時一度因為傳出產量低於預期而再次上漲，但隨著各國收穫進度順利的消息影響漲勢趨緩。截至11月初玉米期貨的報價走勢與年初基本持平，並無太大的表現空間。總體而言，雖然今年產能增幅較去年減緩，但仍維持庫存正增長。

黃豆因受到今年產能低於使用量的影響，且庫存開始下滑，今年以來大多呈現上漲走勢，雖然年中一度因結莢期豆莢數量高於預期價格回落，但目前較年初報價仍有10%以上的漲幅，且明年度庫存將進一步下滑至7200萬噸，短期內價格仍將受到供給不足的影響。

農糧商品除了長線受到供需失衡影響，導致長期緩升趨勢，短線上也常常受到預期心理、貨幣因素及投機交易影響而產生較大的波



資料來源：精誠資訊；統一期貨整理繪圖



資料來源：精誠資訊；統一期貨整理繪圖

動，對期貨投機交易人而言，短期震盪趨勢的掌握甚至更為重要。國際原物料大多以美元計價，當美元走升原物料行情相對走弱，反之，當美元走貶，原物料行情往往有大幅彈升的行情出現。今年以來，美國聯準會（FED）頻頻釋出升息的言論，導致市場對於美元升息預期升溫。而利率走升又將帶動美元走強，故今年5月以來美元指數從91.9截至11/14日已經來到了99.5漲幅高達8.27%。

也因為美元強勢走升導致原物料價格受到壓抑。

除了升息預期之外，美國總統大選結果揭曉，川普以「黑天鵝」之姿勝選，也對市場帶來衝擊。川普的主要政治主張為「美國優先」，以擴大內需為主，並抱持濃厚的貿易保護主義色彩，同時強調減稅及增加公共建設等擴張性財政政策，這些舉措都將促進通貨膨脹升溫，同時也營造了升息的空間。所以在川普勝選後，美元指數僅做了一天的回檔，隨即向上展開強攻。在美元指數走漲的同時，農產品價格也隨之回跌。另外川普在選舉期間也曾公開表示不滿長期低利率，將撤換聯準會委員，雖然選後川普的經濟顧問表示將不會敦促葉倫下台，但在葉倫於2018年2月任期期滿後，將不會提名葉倫續任，這篇聲明也引發了市場對於川普對於低利率政策態度的想像空間。

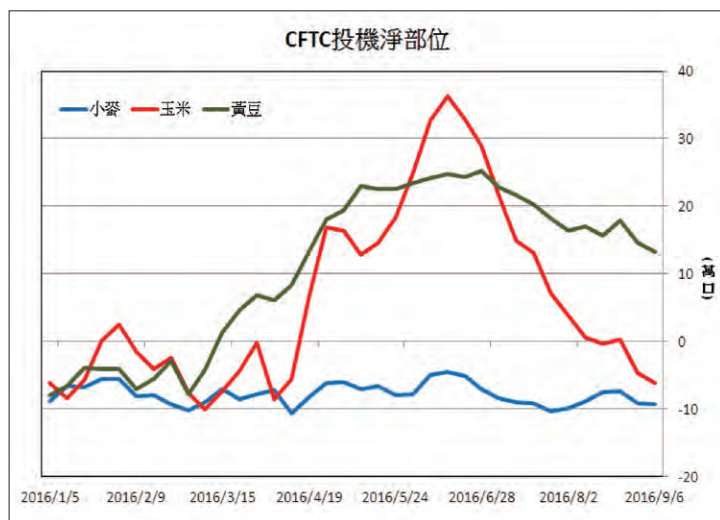
再者，觀察美國商品期貨交易委員會統計，今年以來CFTC投機者淨部位小麥期貨維持淨空單；而玉米則是在8月由淨多單轉為淨空單；黃豆自3月以來均保持淨多單部位。以投機淨部位觀察，剛好與今年度的價格走勢大致相符，小麥持續偏弱勢整理，玉米較年初小幅下跌，只有黃豆仍維持上漲。統計至11月1日，黃豆淨多單仍持有10萬口以上，仍保持在今年以來的高點水位，顯示



Cover Story



資料來源：精誠資訊；統一期貨整理繪圖



資料來源：美國商品期貨交易委員會（CFTC）；統一期貨整理繪圖

投機者仍看好黃豆後續的走勢，再考量到今年度黃豆的產能低於使用量，對於報價較有支撐效果。

旱災導致咖啡今年度供不應求

除了食用作物外，今年軟性商品價格也有較大的波動，其中又以咖啡為最，值得

留意。近年來，全世界飲用咖啡的風潮逐漸盛行，對於咖啡的接受度有顯著的增長。而第一批開始大量接受咖啡作為飲品的則以「千禧世代」為代表，隨著「千禧世代」逐漸年長消費能力驟增，對於咖啡的需求也出現快速的成長。

除了已開發國家對於咖啡普遍具有高接受度外。近年來開發中國家也逐漸出現了以咖啡取代茶作為主要休閒飲品的現象。而其中以中國成長最為快速，中國沿海城市的年輕人，均逐漸偏愛飲用咖啡，在超市架上隨處可見到各式各樣的咖啡飲品。根據「天下雜誌」報導預計到了2017年，中國的咖啡需求量將會突破30萬噸，較2015年出現超過7成的成長幅度。

國際咖啡組織（IGO）統計顯示，自從去年起，全球的咖啡總產量已經低於了消耗量，而今年度供需缺口再度擴大，也帶動了咖啡價格的上揚。造成今年度咖啡產能缺

口擴大的主因，除了需求量不斷攀升外，多數主要咖啡生產國遇到近百年來少見的乾旱也導致產量下降。受到聖嬰現象的影響，今年入夏以來就出現了雨水不足的現象，整個第二季都面臨缺水的困境，導致主要咖啡產地諸如巴西、越南、印尼等國家都出現了大量咖啡樹枯死的狀況。

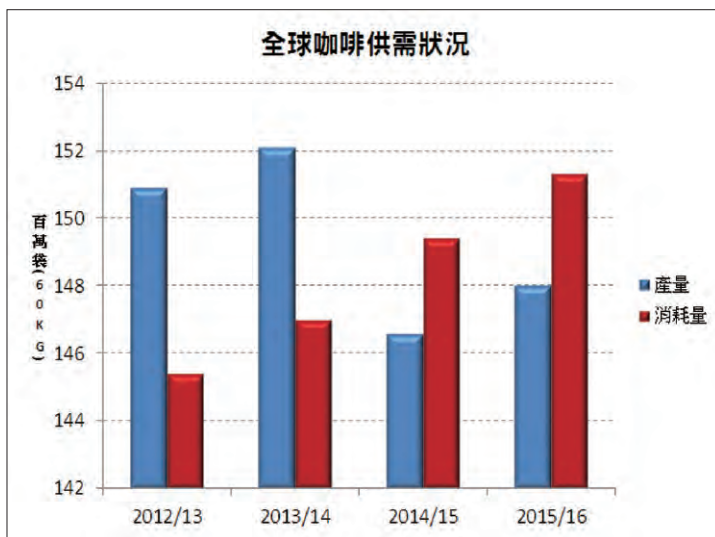
據統計第三季咖啡豆產量約萎縮30%。



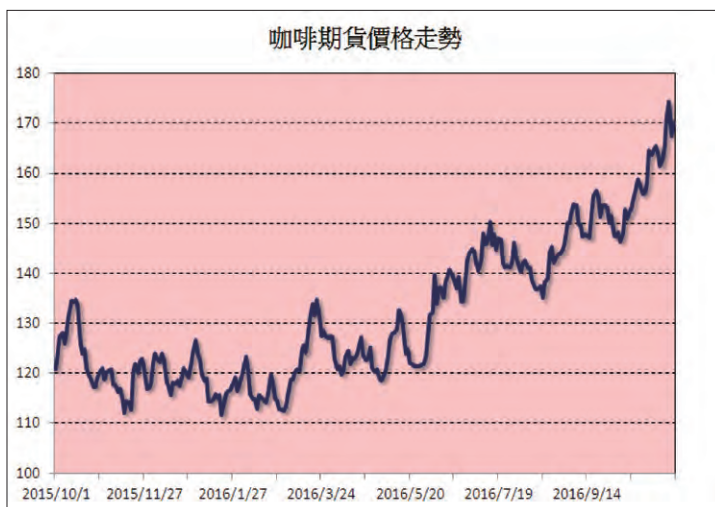
作為目前市場上主要消費咖啡品種「羅伯斯塔」與「阿拉比卡」價格不斷飆升屢創今年以來新高。在交易市場推波助瀾下，美國CSCE交易所咖啡期貨今年度漲幅達到32.2%，短線上多方氣勢強勁。在乾旱的影響下，想要達到供需平衡仍需仰賴降雨量回升，以緩解這次大旱所帶來的影響。

未來的展望

以長期趨勢而言，受限於閒置可耕作面積不斷縮減，而全球人口呈現幾何式攀升，在可預見的將來，糧食危機將會是人類必須面臨的嚴肅課題。如果在短期內人類無法開發突破性的耕作技術，則糧食的供需將可能出現失衡的危機。



資料來源：國際咖啡組織（ICO）；統一期貨整理繪圖



資料來源：精誠資訊；統一期貨整理繪圖

今年度以來主要作物大致上產能足以供應所需，故小麥、玉米等報價有回落的跡象。但黃豆受到收穫狀況不佳影響，價格走勢相對強勁。今年度將可能出現供給不足的現象，短線上淨投機部位仍偏多，對價格具有一定的支撐效果。

而今年農產品期貨報價最為強勁的當屬咖啡期貨，受到需求快速增長，以及東南亞嚴重旱災的影響，導致今年以來咖啡價格居高不下，以近期走勢而言尚無反轉跡象，在乾旱出現顯著緩解之前，咖啡期貨的走勢仍可期待。

最後，川普新政與美國進入升息循環為整體投資市場投下難以預測的影響，同樣值得投資人關注，應持續觀察後續實質的施政舉措作為投資組合調整的依據。



市場訊息



為推廣期貨市場，並配合近期政經焦點引發的熱門話題，本單元先聊聊投資新選擇-原油及黃豆商品期貨ETF期信基金，及居全球金融市場交易之冠的外匯交易商品，再來分享全球關注的匯債市議題，人民幣匯率及債券表現，和讀者一起掌握市場脈動。

市場推廣 多元創新

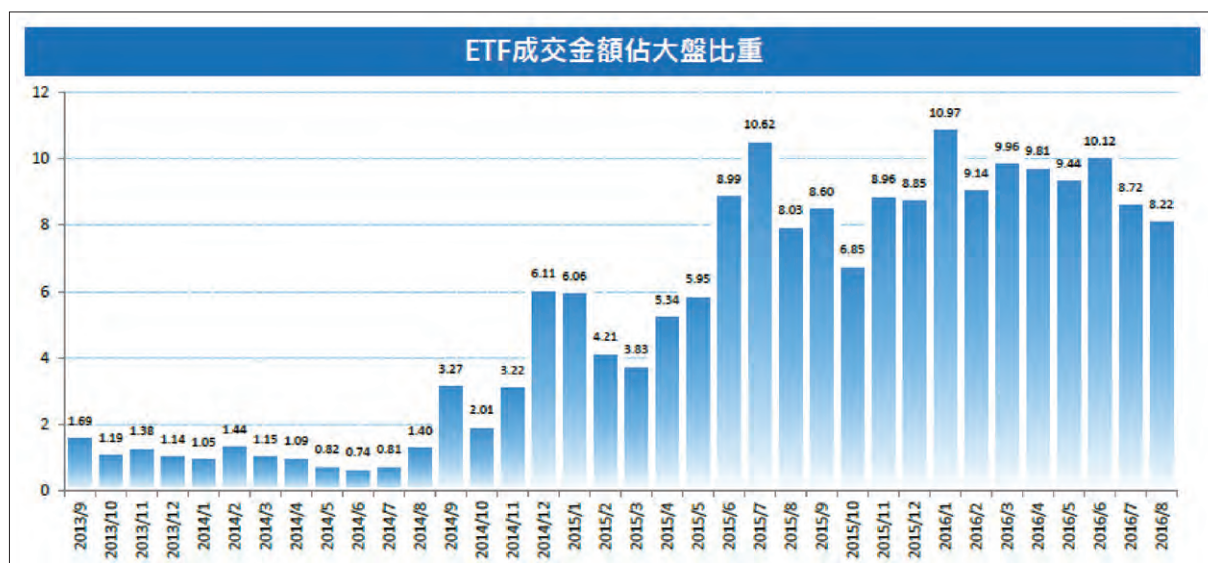
下一個投資新契機 -- 原油期貨 ETF

元大投信◎方雅婷

元大標普高盛原油ER單日反向1倍期貨基金經理人

2016年將近尾聲，回顧全球金融市場今年發生了不少讓一堆專家看走眼、動盪股匯市的突發性黑天鵝事件，而市場動盪雖劇烈，但對臺灣股票市場而言，成交量年年萎縮，今年可能更創下近八年新低的慘況，國內券商無不慘澹經營哀鴻遍野，臺灣股市的發展似乎到了一個瓶頸。不過對國內ETF市場的進程來說卻是達到另一個高峰，整體

ETF的成交熱度在2016年甚至創下單月占比10.97%的高峰，ETF儼然已成為台股投資新焦點。且自2014年法規開放期貨ETF與接下來2016年5月開放期貨槓桿反向ETF的上市申請後，目前在臺灣可投資的ETF商品領域已向外擴及到原物料標的如黃金、原油、甚至農產品等，跨出股債之外的投資新腳步，你準備好了嗎？



圖一：ETF 成交金額占大盤比重

資料來源：證交所、元大投信整理



豐富大眾可有效參與原油行情的投資工具

過往臺灣投資人若想投資原油這項商品，主要管道有二個：投資相關能源基金或是投資原油期貨。以投資能源基金來說，其實投資標的是原油相關公司產業的股票，但公司是否獲利除了油價變動還包含公司治理、財務狀況等，因此能源基金的績效表現與原油價格的連動度較低。而投資原油期貨則是最直接與原油價格連動的工具，但由於是透過期貨操作以獲得報酬效果，投資人必須要先了解期貨市場的運作，如期貨保證金的管理、槓桿比例的控管，以及期貨換月轉倉與實物交割等規則，需要較為熟悉期貨交易流程。

不過物換星移投資工具也會更新，現在臺灣市場進入門檻最低、最方便投資原油的管道首選非原油期貨ETF莫屬。原油期貨ETF是將原油期貨現貨化，透過專業的期信基金經理人管理相關的保證金、轉倉等作業的期貨交易，簡單來說，就是將募集的信託基金幫投資人直接投資在原油期貨上，因此與原油期貨的連動度極高。另一個好處是同時降低投資門檻。原油期貨一口表彰的是1,000桶原油，假設原油期貨價格50美元/桶，一口原油期貨的契約價值就等於5萬美金，以1美元兌32元新臺幣計算，約當160萬臺幣，若你是單一投資人欲投資原油期貨這項商品，參考目前保證金水準，一口需準備約14萬臺幣的資金，但若是用期貨ETF工具的話，以國內首檔原油期貨ETF-元石油

(00642U) 為例，掛牌價格20元，一張約當2萬新臺幣，投資門檻較直接投資原油期貨為低。

以ETF形式呈現的「全期貨」操作內涵，成功的讓原本具有高槓桿特性以及具有到期性的期貨契約，轉換成無槓桿且無到期日的ETF商品，讓原物料投資更親近大眾實際投資需求。

國內期貨ETF市場介紹

一、原油期貨ETF的運作方式

基本上原油期貨ETF是透過投資原油期貨追求貼近原油指數報酬表現，由於原油期貨具有槓桿，因此原油期貨ETF僅需要動用一部份的基金資產來當作操作原油期貨的保證金，即可達成創造基金資產趨近100%追蹤標的指數的效果。同時為了因應行情波動，必須使用部份資金當作超額保證金，除了保證金以外的現金部位則可以透過交易定存、RP及活存等現金管理工具以增加基金收益。

二、原油期貨ETF與追蹤標的指數的連動關鍵

另外要注意的一個重點，以ETF〈Exchange Traded Fund〉指數股票型基金來說，顧名思義，就是可在證券交易所掛牌買賣，以「追蹤特定指數」表現為目標的基金，因此，基本上原油期貨ETF同樣也以追蹤「特定」原油指數為產品設計的核心之一，而這



圖二：期貨 ETF 資產管理示意圖

個「特定」的指數，根據持有不同月份的原油期貨合約與轉倉規則，衍生出至少四種以上的不同指數編製方式，讓採取這些指數追蹤方式的期貨ETF有不一樣的報酬表現，進而能創造出具獲利機會的多樣化交易策略，提供投資人不同的報酬取向工具。以下介紹幾種最常被追蹤的原油期貨指數編製方式：

(一) 持有近月期貨，每個月進行轉倉

這是最常見的編製方式，每月持有近月西德州輕原油期貨，到期前進行轉倉至次近月份。全球規模最大的美國United States Oil Fund LP，簡稱USO，規模約近1,100億臺幣，即採用此一追蹤方式，另外如其他國內外槓桿型期貨ETF：正向2倍、正向3倍、反向1倍、反向2倍等產品多半都是使用此方式追蹤原油期貨短期價格報酬表現。

優點：因持有最近月期貨合約，短線價格波動與原油現貨價格最為貼近。

缺點：在原油正價差（遠月期貨價格>近月期貨價格）期間，轉倉成本較高，因為轉倉期間需平倉賣出價格較低的近月期貨，同時買進價格較高的遠月期貨，因此受到正價差的衝擊較大。

全球追蹤該指數編製方式的ETF：美國USO、香港三星原油ETF（3175.HK）、日本Simplex WTI Crude Oil Price Linked ETF（1671JP）、韓國Mirae Asset TIGER WTI Inverse ETF（217770KS）、臺灣元大S&P原油正2（00672L）、臺灣元大S&P原油反1（00673R）。

(二) 持有連續12個月的原油期貨合約，每個月轉倉1/12

同時持有連續12個月份的西德州輕原油期貨合約，當最近月合約將到期時進行平倉，再買進第13個合約月份補齊連續12個合約月份。



Market information

優點：平均持有12個合約，受到正價差衝擊的幅度較低，績效長期將優於每個月全數轉倉至次近月份的追蹤方法。

缺點：短線恐與原油現貨價格連動性不高。

全球追該指數編製方式的ETF：美國USL。

（三）固定持有12月份的期貨合約，一年轉倉一次

為了降低頻繁轉倉所增加的交易成本，選擇除了近月期貨合約外，相對其他月份交易量較大的12月份合約固定持有，且一年僅進行一次轉倉。

優點：正價差期間，節省許多轉倉成本，受正價差衝擊較小。

缺點：在逆價差期間，即無法取得轉倉期間降低成本的好處且短線同樣有與原油現貨價格連動性不高的問題。

全球追蹤該指數編製方式的ETF：香港南方東英WTI原油ETF（3135.HK）。

（四）透過計算正價差幅度決定持有近月期貨或是12月期貨

如國內的元石油及韓國未來資產所發行的Mirae Asset TIGER WTI Futures ETF皆是使用透過計算西德州輕原油期貨近遠月份的正價差幅度來決定持有月份，當正價差大於0.5%時，轉倉到12月份合約（上半年發生則轉當年度12月份，下半年發生則轉倉至次年12月份合約），否則轉倉至當時次近月合約，因此基金持倉月份合約不定，完全視當時正價差幅度而定。

優點：在正價差過大期間，降低正價差的衝

擊，但在逆價差期間可獲取轉倉時降低成本的效果。因為逆價差期間，遠月期貨價格低於近月期貨，若持續轉倉至次近月期貨，則將平倉賣出價格較高的近月期貨，同時買進價格較低的次近月期貨，成本可以持續下降，長期績效將優於其他固定轉倉至次近月期貨、持有連續12個月份、固定持有12月期貨合約這幾種方式。

缺點：因為不一定持有近月期貨合約，短線也會有與原油現貨漲跌幅連動性不高的問題。

全球追蹤該指數編製方式的ETF：臺灣元大S&P石油（00642U）、香港未來原油ETF（3097.HK）、韓國Mirae Asset TIGER WTI Futures（13060KS）。

三、進階型交易商品—槓桿、反向型期貨ETF

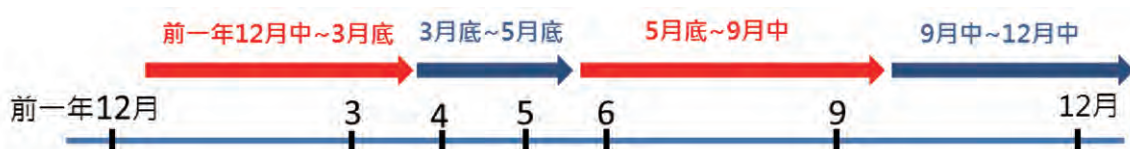
（一）槓桿、反向型ETF報酬表現

如果說原型ETF是資產配置中可作為中長期投資元件的一環，那槓桿型ETF則是一種用來短線交易的交易型產品。為什麼會這樣區別這兩樣產品？因為傳統原型ETF以追求貼近追蹤指數的績效為投資目的，基金經理人的工作就是降低追蹤誤差，當標的指數上漲多少，ETF的報酬即上漲多少，讓投資人藉由投資ETF可獲得與該投資標的期貨漲幅相貼近的報酬回報。相較於原型ETF之操作，槓桿型ETF的操作模式是將原始指數的短期行情放大（槓桿ETF）或是逆轉（反向

ETF)，讓投資人能夠創造更佳的獲利空間或取得避險需求的可能。以2倍槓桿型ETF為例，如果當日指數報酬率為1%，2倍槓桿型ETF當日報酬率就是乘上兩倍得到2%報酬率；但如遇指數績效下跌時，損失同樣也是兩倍。

（二）槓桿型、反向型ETF特性

槓桿型和反向型ETF提供投資人更多樣性的投資策略，但由於其報酬追蹤有效性僅限於單日，持有時間一旦拉長後，投資報酬可能會偏離投資目標，也就是槓桿/反向型ETF的表現與追蹤標的間累積報酬恐怕有一定程度之落差，簡單的說，就是不適合長期持有，僅適合短線交易的商品，換言之，此商品的槓反效果僅於短期之內有效，長期不打包票，投資人進場前宜對該商品特性充分認知。



從長達近33年的歷史資料中可以發現，原油的季節性效應十分明顯。（如表一）

透過統計數據，我們可以再將原油的季節性大致區分成兩大階段：

- 較易上漲期間→落在每年的12月中到次年的9月中，此期間上漲的機率高達68.75%，平均漲幅可以達到13.05%
- 較易下跌期間→落在每年的9月中到12月中的傳統淡季期間，下跌的機率高達

四、期貨ETF市場的的交易機會

（一）季節性策略

1. 行情波動的循環慣性

大宗商品原物料的行情波動皆有其季節性循環，被全世界高度需求的原油當然也不例外，加上原油其實是一個震盪幅度大、高度波動的商品，在實際投資前如果能先了解原油的季節性循環，再搭配基本面及技術面分析，在投資效益上將可達到事半功倍的效果。

原油一年當中有兩個旺季，分別是每年12月中旬至次年3月底的受天氣影響所帶來的冬季用油旺季，以及每年5月底到9月中的傳統夏季出遊用油旺季。另外，3月底到5月底則為兩個旺季間的小淡季，傳統淡季則是在每年的9月中到12月中。（如下圖所示）

63.64%，平均跌幅高達6.39%

2. 策略歷史回測表現

由於一般人其實無法以原油現貨的方式進行投資，而國內首檔元石油於2015/9/7掛牌，時間尚短，因此我們改以元石油所追蹤之標普高盛原油ER指數（Bloomberg Ticker為SGESCLP Index）之歷史資料就上述的季節性投資策略進行回測統計，統計期間1995/1~2016/11，結果與西德州輕原油現貨



Market information

表一、西德州輕原油現貨季節性漲跌統計

期 間	平均報酬率	上漲機率	最佳年度表現	最差年度表現
冬季用油旺季 (12月中~次年3月底)	5.39%	75.76%	44.61%	-62.00%
小淡季 (3月底~5月底)	3.77%	53.13%	37.02%	-16.01%
夏季用油旺季 (5月底~9月中)	4.64%	60.61%	82.76%	-24.84%
傳統淡季 (9月中~12月中)	-6.39%	36.36%	17.91%	-53.49%
12月中~次年9月中	13.05%	68.75%	108.20%	-47.68%

資料來源：彭博資訊、元大投信整理，統計期間：1983/5~2016/3

註：本文使用的西德州輕原油現貨歷史資料之彭博資訊代碼為 USCRWTIC Index。

的統計數據相當一致，都是每年的12月中至次年的9月中中的上漲機率最高，正報酬機率高達82%，這結果也顯示若使用追蹤這指數編製方式的原油期貨ETF如元石油，或是韓國未來資產所發行的Mirae Asset TIGER WTI Futures ETF來操作原油季節性策略，即有機會可達到如上述的報酬效果。

另外必須注意的是，雖然長期的統計結果證明原油的季節性循環明顯，但並非絕對，尤其在基本供需面結構產生變化時，因此在投資前必須審慎評估，不能因為統計勝率高就單純的以季節性循環為單一依據進行交易，因為以回測數據來看，雖然普遍勝率

高，但在最差的年份，亦可能發生近50%的虧損，尤其原油價格常因戰爭、動亂等地緣政治因素以及全球原油供給與需求的變化而大幅波動，因此季節性的統計僅能做為操作上的參考，一定要加上其他的分析工具來輔助判斷。

(二) 正逆價差背後隱含的獲利機會

1. 原油市場的正逆價差變化

所謂的正價差，指的就是遠月期貨價格高於近月期貨價格，稱之為正價差，反之稱為逆價差。不過在原物料市場，正逆價差隱含的意義與一般臺灣市場投資人常接觸到指數期貨的正逆價差略有不同。當指數期貨市

表二、標普高盛原油ER指數回測數據

	平均報酬率	正報酬機率	best	Worst
12/15 至次年 3/31	9.18%	76%	29.43%	-15.55%
3/31~5/31	2.94%	62%	26.55%	-17.24%
5/31~9/15	6.17%	67%	42.74%	-25.75%
9/15~12/15	-5.83%	43%	19.97%	-47.86%
12/15 至次年 9/15	19.27%	82%	81.68%	27.19%

資料來源：彭博資訊、元大投信整理



圖三：2000-2016 年原油期貨價差變化與近月價格走勢

資料來源：彭博資訊

場出現逆價差，亦即遠月價格低於近月價格時，通常代表市場對未來股市走勢不樂觀，積極避險的操作讓遠月價格相對較低。但在原物料市場，正價差反而是最常出現的情況，因為原物料市場包括原油、農產品與軟性穀物等商品，通常採實物交割，因此不管買賣雙方都會負擔一定的持有成本，所以理論上來說，正常市場下通常多呈正價差情況。

而在原油市場，如果開始出現正價差情況且維持一段時間呈現，多半顯示此時原油市場為供過於求的階段，油價容易下跌，反之，當逆價差出現時則是反應原油市場多呈現供不應求的局面，此時油價容易上漲。為什麼會有這樣的差異？主因是原油主要的需求者為煉油廠，當市場處於供不應求階段時，煉油廠會急於盡快取得原油現貨以提煉出如無鉛汽油及熱燃油等下游產品出售獲

利，因此會持續地買進近月期貨，取得實物交割的原油現貨，確保原油現貨來源無虞，所以近月期貨價格在這樣的買盤推升下不斷往上，形成逆價差的現象。描述了這麼多原油市場的價差變化，這又為投資人帶來怎樣的獲利機會？

前面我們已提過，由於不同的原油期貨ETF所使用的追蹤方法皆不同，因此可利用搭配不同的原油期貨ETF組合來萃取風險較低的 α 報酬，即同時持有原油多頭部位及空頭部位來達成此種獲利效果。

2. 策略歷史回測表現

舉例來說，買進元大S & P石油(00642U)並同時買進元大S&P原油反向一倍期貨ETF(00673R)來組合 α 策略，由於元石油會考量西德州輕原油期貨間的正逆價差來決定持倉期貨的合約月份，而反向一倍原油期貨ETF會固定持有西德州輕原油期貨



Market information

近月空單部位，因此同時買進元石油及反向一倍原油期貨ETF，建立部位初期對於原油的曝險程度大致上趨近於零，雖然隨著行情波動後仍有部分曝險，但基本上仍為一個中立的部位。

這種策略主要的獲利來源是在於當在正價差過大的期間，元石油會持有12月份合約，短線價格敏感度較低，而反向一倍原油期貨ETF會放空近月期貨，價格敏感度較高，而正價差期間如前面所述，往往原油走跌機會較大，使得做多部位的元石油跌幅較小，而做空部位的反向一倍原油期貨ETF跌幅較大，合成出了 α 報酬效果，其效果等於去買進較遠12月份期貨同時放空近月期貨的報酬。但需留意一點，因為在期貨逆價差或正價差小於0.5%期間，元石油根據指數追蹤方式也會是持有近月期貨的多單，此期間就不適合操作 α 策略，因為元石油與反向一倍原油期貨ETF所持有的原油期貨合約月份皆是近月期貨，因此將純粹只是多空互抵而已，並無意義，因此在操作 α 策略前，仍需先行考量正逆價差情況。

表四為不考慮正逆價差的情況下，單純以同時持有元石油及反向一倍原油期貨ETF所追蹤的指數進行回測（由於00642U與00673R上市時間未達兩年，所以以各自追蹤之指數試算），可以發現在扣除成本後，近十年中有6年呈現正報酬，4年呈現負報酬，但負報酬的幅度皆不大，複利年化報酬率約3.12%，在不承擔過多的原油曝險情況下，此報酬率已經是目前低利水準下，一年期定

存利率的數倍多，更是負利率時代下尋求資產能有效配置的有利選項之一。

表四：歷史回測數據統計

年度	原油正向指數報酬	原油反向指數報酬	年度報酬率
2006	-458%	17.55%	6.49%
2007	48.15%	-35.18%	6.49%
2008	-48.74%	65.83%	8.55%
2009	6.99%	-26.84%	2.26%
2010	6.99%	-7.40%	-0.21%
2011	2.21%	-10.05%	-3.92%
2012	-12.98%	5.36%	-3.81%
2013	5.88%	-9.03%	-1.57%
2014	-42.73%	63.94%	10.60%
2015	-32.08%	47.31%	7.61%

這一年攪動金融市場的黑天鵝不少，六月英國脫歐公投成真、十一月房產大亨川普登堂入主白宮，接下來可能還有十二月美國聯準會的升息決議與歐洲地區的政局演變，如果你的眼光還只專注在國內股市，你就會忽略掉脫歐公投時一度大漲近8.5%的黃金避險行情，看不到因川普政見關連而衝出十年波段新高的美元指數，或是錯失參與和生活息息相關又震盪多變的全球油價走勢，而這些投資工具都已經或即將可在臺灣市場看到，在這個詭譎多變但又充滿機會的金融市場，多了解期貨ETF這項投資新工具，將為你打開另一扇投資大門，更有效的做好資產配置、帶來新的獲利契機。



神奇黃金豆 農金投資新選擇

淺談黃豆期貨指數股票型基金發展潛力

華頓投信◎投資研究部

歐洲人曾把黃豆稱為「Soya」，源自於日本

歐本的「Shoyu」（醬油），黃豆發酵後做成的鹹味醬汁。當時歐洲人是以黃豆的加工產品來命名，根本無法想像它跟許多不同的食品有關，例如豆腐、豆漿、醬油、味噌等，現在一般大眾對於黃豆的認知，已能辨知它是許多食品的成分之一。黃豆之所以能在食品體系占有一席之地，並不是因為口感或味道不錯，而是在於方便。黃豆除了是巧克力中神祕的成分（幫助脂肪與水混合且讓牛奶巧克力變得乳白濃稠的卵磷脂就是從黃豆提取），超市架上大約有四分之三的商品，以及幾乎所有的速食產品，都含有這項成分。黃豆同時也是重要的動物飼料，它可提供許多蛋白質。它還是植物油與人造奶油的主要成分，也因此，大部分食品的加工過程都會用到黃豆。如果我們想要過上一天不吃黃豆的日子，恐怕得費上一番工夫

才有可能。

黃豆本身看起來很不起眼，它的豆莢裡面並不是像豆腐一樣的泥狀果肉。他就跟一般豆類一樣，矮小的莖幹上長著一條條豆莢，豆莢裡面包了幾顆豆子。雖然黃豆外表不起眼，但卻是一種相當神奇的植物。黃豆的根上有根瘤菌，能夠將空氣中的氮轉化為增加土壤沃度的化合物，因此經濟價值很高。黃豆的營養價值非常受到重視，因為含有豐富的蛋白質以及各種氨基酸，更是少數能提供完整蛋白質的植物之一。黃豆能為人體帶來許多好處，不僅能降低心臟病的發生率，同時也能減少呼吸系統的問題。黃豆可說是一種功能保健食品，但是它必須經過加工才能發揮保健的功能。雖然人類的消化系統無法消化未經處理的黃豆，但是動物卻能在生食黃豆的情況下充分吸收其中的營養



Market information

素。因此，在黃豆尚未被大量製成人類的食品之前，它主要是給動物吃的，全世界有百分之八十的黃豆都銷往家畜養殖業。1996年起，人類開始種植基因改良黃豆，栽種範圍開始快速擴增。近幾年來，黃豆的消費穩定增加，部份原因在於黃豆油作為生質柴油的需求上升。

在介紹黃豆指數型期貨信託基金發展之前，先從建立投資人對於黃豆的基本知識開始，畢竟擁有充分的知識再搭配正確的觀念，是長期投資能夠常勝的不二法則。

黃豆的市場

芝加哥期貨市場是觀察黃豆價格變化的主要指標，黃豆也在南非、中國、日本、印度和阿根廷等國的交易所交易。貿易商和買家在琢磨黃豆價格是否合理時，通常會連同其他油籽或食用油的價格一併列入考慮。以下為讀者歸納幾個影響黃豆價格的重要因素：

需求面一：全球人口增 糧食需求持續增長

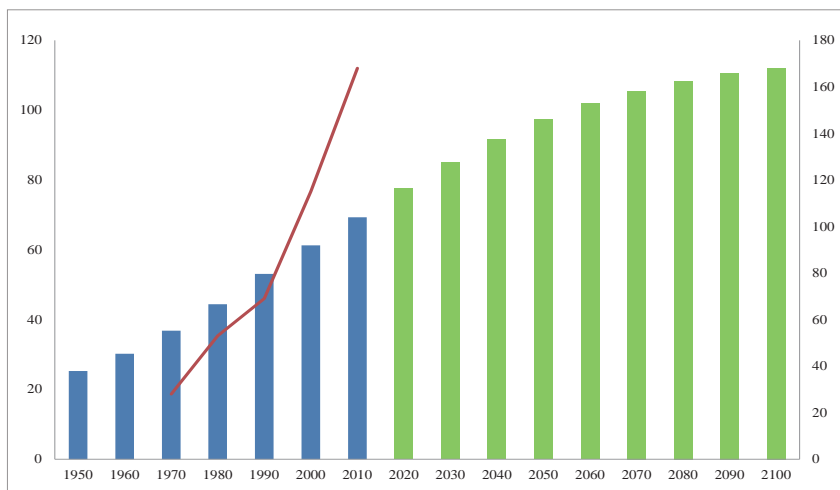
過去數十年來，由於工業化和糧食生產技術進步，促使全球多數地方的出生率上升，加上醫學科技發達讓死亡率大幅下降。根據世界人口時鐘統計，世界總人口即將突破75億，中國與印度為全世界人口最多的兩個國家，占全球37%的人口。研究預測，全球人口將在2050年達到97億，2100年時高達112億，而印度和中國仍會是全球人口最多

的國家。鑑於全球人口持續增長，除了對糧食需求增加外，亦將帶動糧食產量的提升。

自1992年以來，全球大豆需求穩步提升，主要為美國農業政策限制小麥及玉米的生產、美國國內對肉品需求逐年遞增以及國際黃豆需求大增等因素。亦由於黃豆營養價值高，高蛋白質成分對於治療和預防癌症、骨質疏鬆，對於更年期婦女補充天然荷爾蒙也具成效，其經榨壓後可產出黃豆粉和黃豆油，可製成飼料或其他廣泛用途，因此全球對黃豆的需求也快速增長。

為避免人口老化，中國自2016年全面開放二胎，隨著計劃生育的政策展開，將可帶動黃豆食用直接需求，尤其黃豆富含高蛋白質相對其他飼料較為便宜，因此人口增長加上營養成分及成本考量更推升牲畜飼料需求（圖一）。在歐洲，目前生產每公斤的豬肉需要半公斤的黃豆，每公斤的雞肉更需要一公斤的黃豆，整個畜牧業對飼料需求相當龐大，2010年黃豆用於飼料就超過1.6億噸以上。

當前，中國為黃豆需求最大的國家，預估今年中國輸入黃豆就高達8,600萬噸以上（臺灣名列全球第五）。其也是黃豆相關製品最早創始和流傳最久的國家，黃豆相關副食品豐富且多元，由於中國國內需求量也遠大於自身的生產量，預期在中國景氣回穩與內需消費動能的持續提升下，將會同步帶動全球黃豆需求量的提升，因此，在人口增長以及中國經濟成長穩定下，將支撐全球整體黃豆需求。



圖一：全球人口持續增加，黃豆需求同步提升

說明：全球人口增長（億人 - 左軸）及每年黃豆飼料需求（百萬噸 - 右軸），藍柱為過去人口數，綠柱為預測未來人口數，紅線為每年黃豆飼料需求。

資料來源：聯合國糧農組織數據資料庫（FAOSTAT）及美國農業部（United States Department of Agriculture, USDA）；華頓投信整理

需求面二：綠色能源夯 生質燃料需求旺盛

近十年環保意識抬頭，石油必有枯竭殆盡之時，因此全世界致力於新能源開發，包含自然力能源、生質能源等等，黃豆正是生產生質柴油重要原料之一，生質柴油的生產原料有65%來自黃豆油，假設1公噸黃豆可榨油200公斤黃豆油，約為216公升（比重0.928），可供柴油小客車跑3,448公里（每公升跑16公里）；1公噸黃豆糧食含熱值3,590,000千卡，可供1,710人日之需（1人日需2,100千卡）。因此，1人日所需糧食585公克黃豆，可化製0.125公升的生質柴油，可供柴油小客車跑2公里，現今不僅國外政府將生質汽柴油加入一般汽柴油中，我國也積極投入生質能源研發，例如在少數加油站進行生質能源示範點等，以減少對石油和煤炭的依賴，國外專家預測2020年產能將

接近60億加侖（約2,200億公升）、需求將接近70億加侖（約2,500億公升），並且國際能源署（IEA）報告表示全球生質燃料產量預估每年將增長2.7%，更設下2050年用生物能源滿足超過全球需求運輸燃料四分之一的目標，若未來真的實現該項目標，黃豆需求量勢必扶搖直上。

供給面：季節性因素與氣候異常（聖嬰與反聖嬰）

黃豆的栽種高度集中在四個國家，包括美國、巴西、中國及阿根廷，占了全世界多數產出（逾80%），從播種到收成期間的氣候條件對黃豆的生產量有決定性的關係，尤其是美國第二季發芽期的溫度及第三季開花結莢期的溼度更為重要。正常來說黃豆是一年一耕，一般而言因為第三季的採收期使得供給增加，所以第三季通常是價格最低的時候，之後逐步走升至次年的第二季。

此外，全球暖化導致氣候變遷異常，使得聖嬰現象及反聖嬰現象頻繁發生，極端氣候直接衝擊黃豆產量，根據芝加哥商品交易所（CME Group）報告指出，聖嬰現象會帶來農作物價格上漲，例如過去歷史資料顯示聖嬰期間黃豆現貨價格平均漲幅達17.4%，另外，反聖嬰現象期間價格波動率比正常

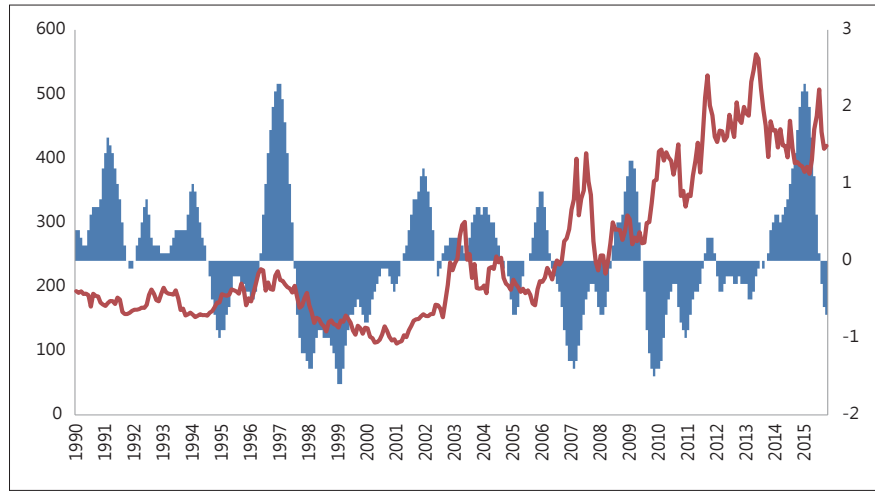


時期和聖嬰現象期間的波動率平均高1.5倍，並且說明反聖嬰現象越強烈，農產品價格波動也越劇烈，專家指出出現聖嬰現象的第二年，一般都會出現反聖嬰現象，反聖嬰現象有時會持續兩、三年之久，2015年已經出現史上最強的聖嬰現象，因而預期2017年和2018年反聖嬰現象發生的機率大幅

攀升。當反聖嬰現象一旦出現，在北大西洋的颶風 (hurricane) 也會異常活絡，也會在美國造成更多的颶風，颶風侵襲的地點必然會造成更多的損失。但有時也會反促成西北太平洋颱風數目偏少，威力卻是超強的特殊情形發生。若反聖嬰現象出現在夏季之初，也有可能在全球黃豆主要產區造成炎熱而乾旱的天候，進而衝擊農作物收成。在反聖嬰現象出現機率極高的2017年，預期黃豆主要生產國的美國將受嚴峻的衝擊，價格會因為產量因素產生大幅波動，但極端氣候價格影響還是得視當時市場氛圍而定，例如2010年反聖嬰現象發生時，美國正處於量化寬鬆政策，帶動農產品價格上漲 (圖二)。

其他影響價格因素

美元匯率：美國芝加哥期貨交易所 (CBOT) 之黃豆期貨是全球公認最具代表



圖二：1990-2016年黃豆期貨走勢與聖嬰 - 反聖嬰現象週期 (海平面溫差)
說明：紅線 (左軸) 為黃豆價格走勢，藍柱 (右軸) 為聖嬰 - 反聖嬰現象週期 (海平面溫差)

資料來源：Bloomberg 及 National Weather Service；華頓投信整理

性之黃豆期貨，採用美元計價，又因美國為主要出口國，因此美元匯率變動會影響進口國之成本，也將影響黃豆價格，由圖三看出近年美元走勢與黃豆價格走勢呈現反向關係。

替代商品：因為黃豆產地、生長氣候及用途上與玉米極為相似，例如玉米作為生質汽油原料、黃豆作為生質柴油原料，使得黃豆玉米成為互相代替之商品，而黃豆/玉米價格比約介於2至3之間。

壓榨利潤：壓榨利潤公式為「單位產出的副產品價格扣除原料成本」，如果壓榨利潤過高，推升生產廠商增加壓榨副產品之意願，進而買進原料進行壓榨，因此會造成黃豆價格因需求增加上漲，而副產品價格則因產出增加而下滑，縮小壓榨的利潤。

最後，黃豆因其油脂含量而被稱為油籽的一種，黃豆油的價格除了反映本身的市場

動態外，也會隨著其他農作物（如葵花籽、油菜籽和油棕）油脂的價格波動。

臺灣ETF創新且多元 黃豆期貨ETF具發展潛力

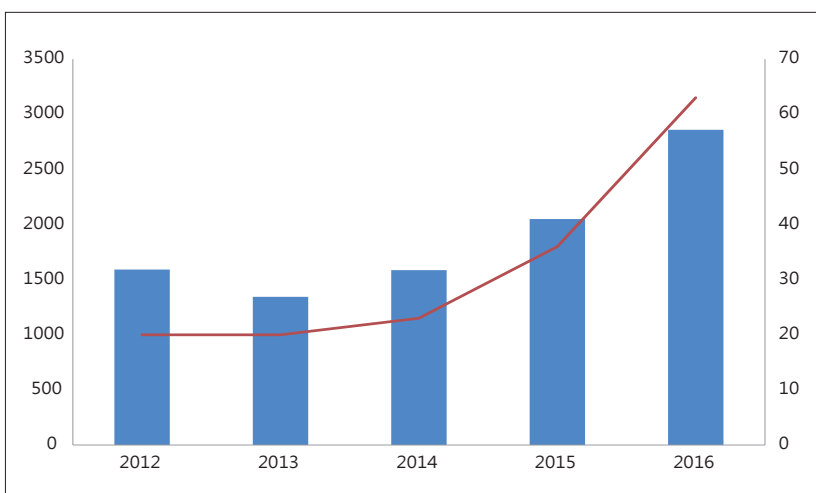
國內近年投信商積極布局指數股票型基金（ETF），標的指數觸及各方位市場，包

括歐美亞等股票市場，石油、黃金等商品期貨市場，未來還會有債券市場以及美元指數等投入，除了擴展標的指數廣度外，也朝深度發展槓桿性質的正向兩倍型及反向一倍型ETF，在發行具有深度與廣度的商品下，不但增加國內一般投資人更容易接觸國際市場的機會，並且有效創造市場間價差交易，另



圖三：黃豆價格與美元匯價走勢圖
說明：藍線為黃豆期貨價格（美元／噸，左軸）及紅線為美元指數（右軸）。
資料來源：Bloomberg；華頓投信整理

一方面，主管機關也不遺餘力開放ETF相關政策，例如最近正在研擬放寬保險業RBC，鼓勵投資ETF，以及免除債券型基金中的利息所得稅等，在主管機關以及業者的配合下，近五年國內ETF檔數由20檔快速攀升至63檔，ETF規模也由1,600億成長至快3,000億的水準（圖四），ETF儼然成為業者角逐及投資人熱情參與的標的之一。



圖四：臺灣ETF市場發展（2012年-2016年10月）
說明：藍柱為ETF規模（億）（左軸）及紅線為ETF檔數（右軸）。
資料來源：CMoney, 2016/10/31, 華頓投信整理

目前國內商品期貨市場相關標的僅有西德州原油以及黃金等兩種商品期貨指數，相較國際交易熱絡的商品期貨而言，國內僅兩檔商品期貨指數略顯不足，因此筆者認為適時推出黃豆期貨ETF，將可滿足投資人多元的商品投資需求並和國際趨勢接軌。



CRB指數重要成分且臺灣需求龐大

美國商品研究局在1957年編製擁有17種能源、金屬、農產品、畜產品和軟性產品的商品期貨指數，稱之為CRB指數，隨後該項指數便成為國際參考商品價格的重要指標，並反應利率政策以及物價高低狀況，其中黃豆便是CRB指數重要成分之一，專家認為藉由黃豆價格可提供物價相關資訊，另外，黃豆深入國人生活之中，在任何一餐皆有黃豆的蹤跡，食正是人民四大需求「食衣住行」之首。

臺灣對於黃豆需求相當龐大，國內產量不足以應付內部需求，因此絕大部分黃豆皆為國外進口，進口量可排名全球第五名，每年進口量幾乎超過200萬噸以上，龐大的黃豆需求，可望成為商品投資的新選擇。

黃豆納入投資組合，優化整體表現

相較商品期貨，目前股、債市較為被國內投資人所接受，假設一投資人分別配置百分之六十與百分之四十的資產比例在S&P500指數、美國兩年期公債，近十年總報酬為64.68%，投資組合波動度為11.23%，如果該投資人加入黃豆（以標普高盛黃豆ER指數為例），股債權重各40%，黃豆指數權重20%，則總報酬率可上升至68.04%，投資組合波動度則降至9.16%（表一），顯示若投資組合中若適當納入黃豆組成之多元投資組合，有提升獲利並降低整體風險效果。

商品期貨波動度一般而言常大於股市波動度，例如近幾年台股波動約為10%左右，但黃豆期貨價格波動則大於20%以上，投資人若能了解黃豆特性，掌握明確趨勢，亦能締造獲利機會，筆者分享3個在投資實務上提高勝算的經驗法則：

表一：顯示配置二報酬大幅成長且有效降低投資組合損益波動度

	2011~2016	
	配置一	配置二
總報酬	64.68%	68.04%
年平均報酬	5.77%	6.07%
年波動度	11.23%	9.16%
夏普值	0.38	0.50

配置一：美股 60%+ 美債 40%；配置二：美股 40%+ 美債 40%+ 黃豆 20%

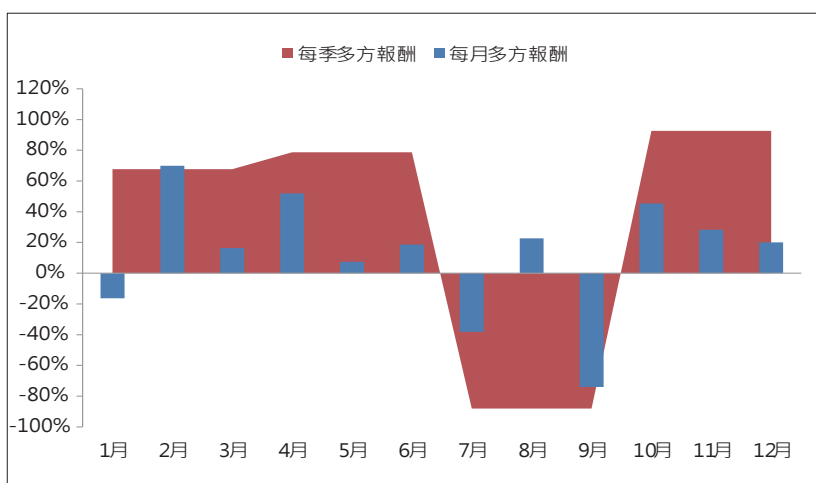
指數說明：美股：S&P500 指數；美債：美國兩年期公債；黃豆：標普高盛黃豆 ER 指數

資料來源：Bloomberg, 2016/10/31；華頓投信整理



圖五：2011 至今黃豆期貨近月與次近月價差，紅框顯示第二、三季常呈現逆價差。

資料來源：Bloomberg；華頓投信整理



圖六：1991 年自今黃豆期貨指數每月及每季總報酬

資料來源：Bloomberg；華頓投信整理

一、利用期貨近、遠月契約時常維持逆價差特性創造收益

通常因為倉儲成本的考量，使得商品期貨遠月契約價格大於近月契約價格，這種現象在商品期貨價格大幅走跌時更容易發生，例如2015至2016年石油期貨即呈現大幅正價差，而這種正價差的現象會造成具有正向性

質的ETF在轉倉後價格向現貨靠攏而形成損失，但農產品期貨較為特殊，有時第二、三季時段反而會呈現大幅的逆價差（圖五），也就是近月契約價格大於遠月契約價格，主因是因為第三季末農產品剛好進入採收期，市場正逢新豆的投入，出現短暫的供過於求，造成期貨價格逆價差的現象，因此黃豆期貨ETF在轉倉後期貨價格向現貨靠攏反而有可能帶來獲利，現在黃豆期貨價格正處於近十年的低點，單就期貨價格而言，報酬率約為-1%，但計算黃豆期貨ETF採用的標的指數近十年總報酬即超過60%，顯示在黃豆價格位於低點時，透過逆價差仍能創造收益。

二、黃豆價格的季節循環特性

因為農產品有耕種週期，因此價格有時也隨著季節性的供給及需求上下擺盪，統計自1991年以來黃豆期貨ETF之標的指數每月及每季多方報酬，過去歷史數據顯示第三季時總報酬為-88%，第四季總報酬轉為92%（圖六），投資人可搭配季節特性進行操作。



圖七：1996年自今黃豆壓榨價差走勢圖，顯示價差皆在區間內震盪。
資料來源：國票期貨

壓榨價差及黃豆玉米價差

進行黃豆期貨ETF的操作，亦可執行價差策略交易，第一種是壓榨價差交易，每蒲式耳的黃豆重約60磅，可壓榨出48磅含有44%蛋白質的黃豆粉與11磅的黃豆油，而壓榨價差亦指11口黃豆粉期貨加上9口黃豆油期貨減10口黃豆期貨價格的差，2008年之後該價差在10至20元間震盪（圖七），若價差過高時，放空豆油粉期貨加上手中持有多方的黃豆期貨ETF，賺取價差收斂的報酬；第二種是黃豆與玉米價差交易，因為該兩項農產品常出現排擠效應，農夫會種植對自己有利的農作物，因此達到長期平衡的效果，通常黃豆玉米比約介於2至3之間，所以當價格比過低時可放空玉米期貨，加上手中握有黃豆

期貨ETF部位，價差收斂時就有獲利機會。

隨著臺灣ETF市場的蓬勃發展，發行新穎且更多元的產品將是必然的趨勢。黃豆期貨ETF因全包式管理期貨契約到期轉倉問題，並以靈活的保證金與現金管理免於期貨保證金追繳問題，將是期貨現貨化的最佳呈現。此外，透過期貨取得與黃豆現貨高度連動的價格報酬，追蹤效果佳，總結來說，黃豆期貨ETF可提供多元資產配置並優化投資，相信在不久的未來，臺灣的ETF市場將發行更多的商品期貨ETF，成為亞洲具指標性的ETF市場。



槓桿交易之外匯保證金契約

群益期貨◎林昌興協理
期貨分析師

前言

在日新月異的金融產業中，外匯市場是影響全球資金流向最具代表性的主戰場，雖然主流媒體討論焦點多放在股票市場及其投資方向，但真正代表國家政策和貨幣強弱度的，還是非外匯市場莫屬。一般來說外匯市場屬於金融交易中的特殊類別，市場只能透過銀行這個管道進行購買或交易，加上新臺幣非屬國際流通貨幣，因此在中央銀行外匯管制下，許多和外匯相關的交易，就須透過嚴謹的制度和規範來執行，也因此多數人對於外匯投資的認知，仍停留在銀行買賣的即期貨幣或是現鈔交易，殊不知透過一些衍生品的操作，將更多元與便利。

由於槓桿保證金契約已成為各區域金融中心集中交易市場及OTC交易環節之一，因

此，為滿足不同風險偏好投資人之需求、增加投資效益商品市場的競爭力及順應國際上商品多元化趨勢，槓桿保證金契約應勢開放。

槓桿保證金契約，係指雙方當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與相當的信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約，此交易模式和定型化的期貨契約不同，保有彈性但買賣雙方需透過店頭市場進行交易。參考新加坡、香港與澳洲之實務運作，目前槓桿保證金契約型態有外匯保證金、能源、貴金屬及差價合約等，其中以外匯保證金契約較常見，並也是全球行之有年且相當蓬勃快速發展的商品，故臺灣期貨商在發展槓桿保證金契約市場初期，以外匯保證金契約為首發產品。



Market information



圖一、國際外匯市場瞬息萬變

有鑑於此，本文將透過非銀行機構的金融業期貨衍生性商品的角度，介紹單純換匯之外的匯率產品-外匯保證金交易，包括國內外市場概況、店頭市場與集中市場交易的差別、法令開放後投資人和機構必須接受的風險控管、和程式交易對此項新種業務的影響性，提供投資人與金融機構參考。

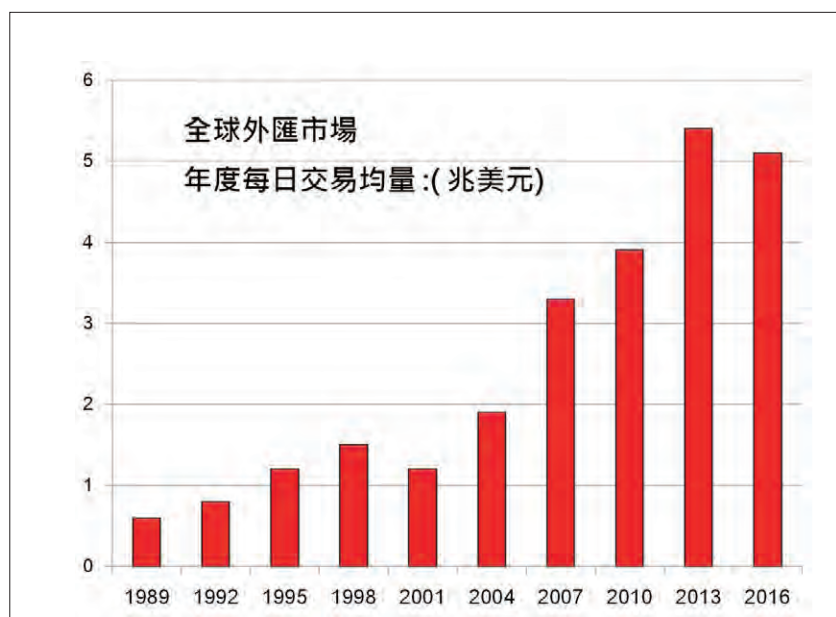
外匯市場概況

一、國際外匯市場概況

外匯，是中央銀行以各銀行存款及政府債券等所持有的國際收支逆差時可以使用的債權。國際間即期外匯交易沒有固定場所，交易是由各地區之銀行透過國際貨幣經紀商撮合、電話或網際網路等方式相互報價，直

接進行交易。因此只要在銀行正常運作的工作天，全球各城市都會發生外匯交易，國與國之間貿易、個人用途，都與外匯交易息息相關，這是無可避免的市場。通常外匯市場參與者為各國中央銀行、商業銀行及進出口商，一般投資人則經由銀行從事外匯交易進行投資。

外匯交易市場是世界上最大的金融市場，每天成交額，是美國股票和債券市場交易額總和的倍數之多。全球外匯市場每日成交量已超過5兆美元，交易量最大的主要貨幣是美元（USD）、日圓（JPY）、歐元（EUR）、英鎊（GBP）、瑞士法郎（CHF）、澳幣（AUD）、紐西蘭幣（NZD）、人民幣（CNY）、加拿大幣（CAD）…等。由於是全球化的相對交易，



圖二、全球外匯市場每日成交量

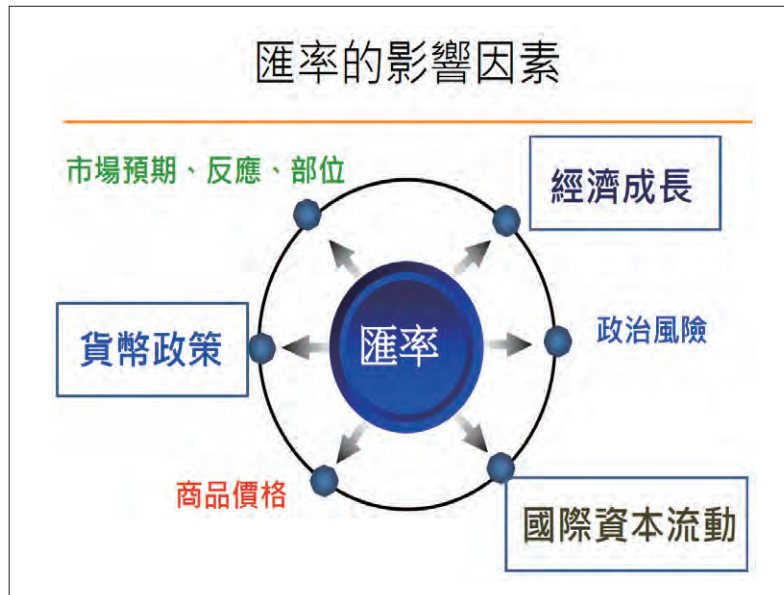
並無特定的交易所，從雪梨開始，然後轉移到東京、香港、倫敦、紐約以及世界各個主要金融中心，經由時差關係，銜接澳洲、亞洲、歐洲及美洲等四大區域市場，全球24小時不間斷交易。

基於外匯市場24小時的交易特性，無地域性、漲跌停限制，資訊公開透明，而貿易順差、利率高低、物價水準、經濟景氣、政治情勢、央行的貨幣政策、國際熱錢的流向及市場預期心理等均為影響其變動之因素，故人為炒作及內線交易的疑慮甚低，使得外匯市場參與者廣泛，不再只侷限於實質需求者，希望賺取價差的投機者亦樂於投身其中。

二、臺灣外匯市場概況

目前各國的匯率制度分成浮動式匯率與

管理式浮動匯率，簡單來說，前者就是讓市場自由決定匯率，後者則是政府會出手干預匯市漲跌。自由貿易市場如英、美、日係採浮動式匯率，主因是市場太過龐大，就算政府想透過手段來干預也不容易，因此一般我們所熟知的英鎊、美元、日圓等都是依照市場供給和需求來決定價格，也代表了升值和貶值並不是央行控管，取決於市場供需的狀況。但亞洲國家則採行管理式浮動匯率，如同臺灣從1978年開始，新臺幣的匯率即由央行主導，加上新臺幣非國際市場流通貨幣，因此央行能夠利用公開市場操作的動作來調節價格波動，當一個國家擁有的外匯存底越多，所能控制匯率的力量就越大，對採行管理式浮動匯率的國家越有利，因此全世界的外匯存底排行中，前10名中就有6個是亞洲國家。



圖三、外匯的影響因素量

以臺灣來說，我們的電子業仰賴大量的出口貿易，所以匯率相當重要，早期電子業在薄利的刻苦經營下，若遇到臺幣大幅升值，就可能將年度的獲利全數吐光；也因此，產業逐漸運用相關的金融衍生性商品以規避匯率風險；然而當出口競爭對手匯率比我們低，就會對我們不利，這就是為什麼我們常要跟人民幣、日本或南韓比匯率、比外匯存底的原因，因為亞洲普遍都是出口導向國家，一但商品出口至別國，就會跟匯率扯上關係，匯率不但影響企業的營收，同時也連帶影響國家經濟，這也就是為什麼亞洲國家多採行管理式浮動匯率的原因。

外匯保證金交易介紹

一、外匯保證金交易基本認識

由於近年來市場上對於外匯交易的需求

越來越大，除了傳統的買賣外匯外，也衍生出多樣化的外匯相關產品，因此除了外幣存款外，外匯保證金成為投資者的另一選擇。而外匯保證金交易是金融機構讓投資者用一定比例的自有資金作為擔保（俗稱保證金），將所提供的融資透過財務槓桿原理放大來進行交易，在交易中，投資者只需支付一定的保證金就可以進行100%額度的交易，使得擁有少額資金的投資者也能到金融市場上進行外匯交易。

例如，投資者進行外匯保證金交易，保證金比例為1%，如果投資者預期日元將上漲，那麼其實際投入10萬美元（1000X1%）的保證金，就可以買入合同價值為1000萬美元的日元。如果日元兌美元的匯率上漲1%，那麼投資者就能夠獲利10萬美元，實際的收益率可達到100%；但是如果日元下跌了1%，那麼投資者將血本無歸，其投入

的本金將全部虧光。一般當投資者的損失超過了一定額度後，交易商就有權為停止損失而強制平倉。

因此槓桿式外匯保證金交易模式，就交易人而言，係透過交易商開立個人保證金專戶，並存入外幣保證金（如美元）做為擔保品後，由槓桿交易商提供設定槓桿額度（一般約為保證金之40倍~100倍），進行外匯保證金之槓桿交易，交易操作之損益，將自動由保證金帳戶提撥與扣存，交易人可以依據需求進行長、短期匯率交易，毋需另行簽訂合約，可以自由出入使用資金，是相當便利的一種交易形式。

對交易商而言，在槓桿式外匯保證金交易，當交易人買入一種貨幣和賣出另一種貨幣時，槓桿交易商有兩種動作可以執行，第一種就是和客戶成交部位後，依市場行情狀況在市場進行調節，降低槓桿交易上的方向性風險；或交易商評估自身風險承受度後，也可以自行承接而不調節。因此短線來說買

賣交易的雙方是同時進行的。基本上貨幣以一對組合進行交易，例如買入歐元/美元（EUR/USD）即買入歐元的同時賣出美元，就是按市場的歐元匯率對美元匯率來報價，決定交易後開始計算價差；同理，買入美元/日元（USD/JPY）則是買入美元賣出日元，因此在外匯保證金交易的市場裡，交易商會選出熱門的相關匯率報價，投資人可選擇想交易的商品來決定進出場的動作。

在交易人帳務計算方面，可交易餘額是帳戶內可供交易之餘額，計算公式為：帳戶期初資金+已實現盈虧資產淨值-原始保證金。若帳戶總額不足以達到保證金之要求時，為了風險控管，交易商將追收保證金，因此交易人需要立即存入款項以維持帳戶合約原始保證金總額，否則槓桿交易商得予以平倉其部位。而且交易商為避免客戶承擔過高的投資風險，亦可對客戶設定持有部位上限。

此外，由於槓桿外匯保證金交易之模式

外匯商品比較表

種類	現貨交易	外匯期貨	外匯 ETF	外匯保證金
交易平台	銀行	期貨商	證券市場	銀行、經紀商
做多做空	多	多、空	多、空 (必須有券)	多、空
手續費	有	有	有	無
交易時間	銀行規定	周一~周五 24小時	開盤時間	周一~周五 24小時
槓桿比例	1:1	1:1~1:30	融資、融券	1:20~1:50



為店頭市場交易（OTC），故大多數的槓桿外匯保證金交易商皆提供網路交易服務平台以便投資者隨時進行交易。槓桿式外匯保證金交易服務平台所提供的買賣價格只是參考價，如想要進行交易，系統會提供可交易買賣價格。交易後若想要結算盈虧，交易人得以在網路交易服務平台內選擇指定的部位進行反向交易。若客戶沒有選擇指定部位進行反向交易，系統在一般情形下會依照完成交易部位的先後順序來進行反向交易。

二、槓桿交易-外匯保證金契約特色

（一）多空雙向，無漲跌幅限制

外匯市場龐大，除了各國央行政策外，市場機制較為平衡透明，交易人隨時皆可多空雙向操作，且外匯市場不像股票市場容易受到個別公司影響與制度上的漲跌停限制，全球交易的外匯取決於市場供需，在全球貨幣快速流動的國際性市場上，外匯參與者多，不易被人操縱，能夠迅速的在市場上多空交易。

（二）交易時間長，流動性高

外匯市場交易時間涵蓋於全球4大時區，在不同時區24小時不間斷地交易，沒有開收盤限制，因此不會有股票市場因為重大消息產生的跳空區間出現，從周一到周五（當地時間）皆可以隨時交易，免除了單一區域的系統性風險。而且因為全球交易，市場胃納量夠大，加上參與者多因此成交速度快，實務上，交易方式已由人工接單轉為國際網路電子化交易迅速完成。

（三）提高交易倍數，提升獲利機會

因為是保證金槓桿交易，所以不需要大量的資金，只需要1/20~1/40的款項存入當作保證金後就可以放大倍數交易，故善於抓取短線高低或者中線布局的交易人可運用當沖增加獲利機會，或者運用槓桿提高獲利品質，對於習慣速度交易的投資人來說是提升報酬率的最佳利器。

（四）風險可靈活控制

因為外匯市場的日平均波幅在1%左右，交易商提供的槓桿比例通常在100倍，這樣日平均風險收益在1%~100%，風險高低自己可靈活掌握。

外匯保證金風險與策略交易

一、外匯保證金交易之風險

（一）若虧損超過原始保證金額度，產生保證金追繳風險

當部位方向不利而產生虧損時，交易人將被要求存入更多的資金以符合保證金之最低要求，此被稱之為保證金追繳（Margin Call）。投資人必須立刻補足此額外之保證金，否則將產生以下結果：

1. 保證金交易部位將被交易商在市場依照目前價格強制進行反向交易。
2. 交易人將無法進行新的交易或再增加原有的合約部位交易。
3. 快市（Fast Market）時容易造成委託執行困難、穿價不成交、無法取消原來委託、成交回報遞延、成交價位與設立差距過大

等狀況，造成原始保證金以外的超額損失。

(二) 因為高槓桿之倍數，盈利或虧損之風險將被同步放大的損失風險

雖然交易人僅須以低成數的保證金之資金成本即可進場投資，然而當交易標的匯率不如預期而往反向移動時，浮動虧損之成數將以40~100倍數來計算，加上外匯速度極快且容易產生劇烈的價格波動，因此如何控制方向錯誤時所產生之虧損，是重要的風險考量課題。

(三) 因具衍生性金融商品特性而生之投資風險

衍生性金融商品之市場價格變動非常急遽且敏感的。外匯保證金放大交易倍數後，合約價格之變動可能導因於供需關係改變、各種政策變動、國際政治經濟事件與投資人心理因素等短期間內大幅變動，交易人在短期間會面臨交易決定的重大投資風險。

(四) 非活絡市場的流動性風險

當某些外匯國家基礎市場因流動性不足，或者對同一方向的合約需求量大量推升大於市場的供需報價時，都可能導致外匯保證金交易者面臨流動性風險；也就是說雖然交易者欲成交在某特定價位，但市場提供者不願意讓差價縮小，反而報價的點差擴大，造成一買一賣的交易成本變高，而使市場的流動性大幅降低，因此交易者若選擇非主流外匯產品交易，必須面臨市場的流動性風險。

(五) 因基礎匯率波動產生之風險

匯率產生之風險，來自於存入帳戶之貨

幣與交易貨幣之匯差。由於部分交易中，合約部位運算所使用之貨幣將隨其基礎資產交易所指定之貨幣而定，故與投資者所投入市場之貨幣可能不相同，進而交易時合約部位開始及結算時匯率之不同，皆可能導致投資者匯率上的風險。

二、金融科技與策略交易

有鑑於此，一般外幣保證金交易商都會提供快速的交易系統，加上客戶可以自行設定指標及策略協助判斷進行程式交易，避免人為心理層面所造成的重大風險損失，近年來雖然外匯保證金的交易平台林林總總，但交易者必須先了解槓桿交易外匯的風險，勿將程式策略當作市場不敗的萬靈丹。

透過金融科技的快速演進，外匯平台中除了報價與下單的介面外，還提供系統分析和交易流程由電腦判斷的交易策略。通常在擁有一套交易策略系統後，只要透過程式碼的安裝和報價的匯入，軟體的指標就會出現訊號，告訴你什麼時候買入較佳、什麼時候賣出最好。而外匯程式化交易最吸引人的地方，是節省了交易人很多的分析時間，甚至可以設置要交易的口數和停損停利的自訂規則，儘管可以臨時改變這些設置，但是程式化策略確實避免了很多人為失誤或情緒問題，這也是風險控管的重要性之一。

簡單來說，策略交易機器人能夠避免人類情緒、減少人為失誤。但也有其盲點存在，雖然在外匯交易世界，交易系統和策略是容易入門的產品，也能夠幫助某些交易者



圖四、外匯交易策略演進圖

盈利，但程式交易並不是萬靈丹，某個時間點會出現非常棒的交易紀錄，但並不代表所有的交易行為都會如此完美。因此交易系統並不能預測未來，只能夠克服人性的弱點幫助投資人進出場，還有避免過度交易而導致的資金快速流失。

總之，透過正當的教育訓練，配合一些適合自己的交易策略，找到具方向性的外匯市場，只要波動夠大而且連續方向性夠，就有機會在市場上產生盈利，切記先追蹤自己的交易風險，再來追求獲利的強度，才不會落入因小失大的困境當中。想要盈利，最直接的途徑是掌握解讀市場的方法、確保良好的交易心理，加上合理的資金管理才是不二法門。

結論

鑒於槓桿保證金契約交易於各國際及區域金融中心所在地國已成為集中交易市場及 OTC 交易之環節之一，為滿足不同風險胃口投資人之投資需求，增益我國商品市場之競爭力，並因應國際上商品多元之現狀及趨勢，主管機關與期交所、中華民國期貨業商業同業公會及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心歷經數年之研議，於2012年7月12日發布訂定「槓桿交易商管理規則」，開放槓桿交易商有助於對外匯保證金交易有需求的投資人將海外的資金回流臺灣，並且透過槓桿交易商參與提供期貨交易多元化商品，提昇我國金融市場之國際地位，並導入金融科技先進技術，滿足交易人之交易需求及健全期貨市場之完整性。



國際脈動 熱門話題

人民幣兌美元匯率破 7 ？

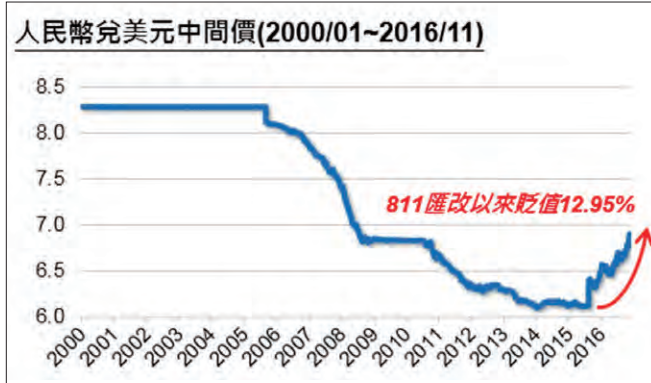
永豐期貨分析師◎吳吉雄

前言

最近，人民幣貶值速度超出市場預期，從6.6、6.7、6.8到6.9等重要關口跌破時間，一舉從五個半月縮短到兩個半月，再縮短到一個月，最近更是只花了半個月就跌至6.9，幾近瘋狂的模式讓人民幣一路跌個不停。今年十月黃金週過後首日，人民幣跌破6.7，為2010年9月底以來首見，相隔一個月後繼續攢破6.8，接連失守兩個重要關口後，跌勢並未見有止緩跡象，11月24日人民幣中間價貶至6.9085元兌換1美元，刷新2008年金融海嘯後近8年多以來的紀錄，且還在續貶，顯示人行默許人民幣加速貶值，監管層對於匯率波動的容忍度也相對提高。

統計今（2016）年年初至今，人民幣貶

值達6.39%，若從去年8月11日匯改起算則貶值12.95%，再往前看，從2014年1月14日人民幣兌美元中間價由長期升值趨勢反轉走貶的拐點來算，至今三年不到，但人民幣兌美元卻已大幅貶值13.38%，幣值不斷下滑的情緒蔓延，已讓市場對於人民幣後市的貶值預期與日俱增。



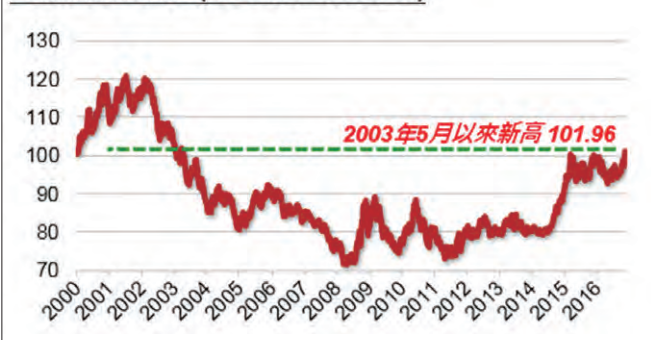


人民幣貶值的原因

一、川普政策推升強勢美元

11月9日上午，美國大選投票結束後進行開票，原本選前民調領先的希拉蕊，所拿下的選舉人票數卻一路落後川普，此番場景如同今年6月英國脫歐公投意外過關的戲碼再次上演，市場擔憂美國政策的不確定性，讓當下美元對全球大部分國家貨幣呈現大幅走貶狀態，美元指數盤中一度下跌近2%至95.905價位；不過中午過後，川普勝選局面大致底定，美元指數展開急升走勢，不到幾個小時便收復全部失土，當日收盤更突破98整數關卡，以98.529作收，往後數日更一路飆漲突破100大關，全球市場一夕間進入強勢美元時代。

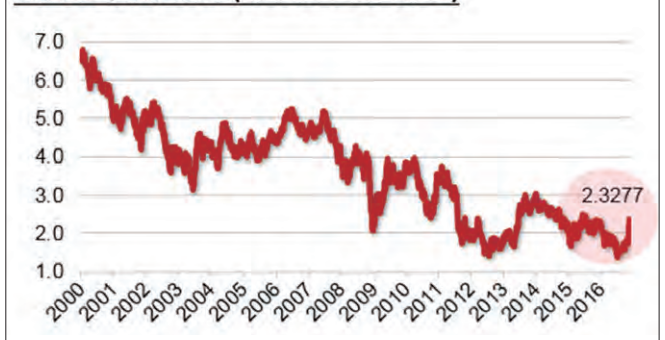
美元指數日線圖(2000/01~2016/11)



美元在川普當選後的強勢表現，讓金融市場始料未及，原本看空的外匯市場預測專家們也紛紛被打臉，而美元短期之所以如此強勢，皆因川普的經濟及貿易保護政策。川普主張以減稅及擴大基礎建設支出來促進總體需求，其中降低企業稅賦有助提高美國企業把滯留在國外的獲利匯回意願，讓企業得

以增加美國的資本支出，全面性減稅及擴大基礎建設支出將使預算赤字增加，有助支撐長期公債殖利率上升；另一方面，川普選前主張對墨西哥、中國提高關稅，並揚言退出WTO，實施貿易保護政策不僅可能引發全球貿易戰，也會推升美國進口品價格上漲，加速通膨升溫，而通膨升溫將進一步讓聯準會更偏向鷹派，加速美元升息循環腳步，進一步推升美元走強。而美元持續走強，中國將面臨資本外流壓力，也會給人民幣帶來貶值壓力。

美國10年債殖利率(2000/01~2016/11)



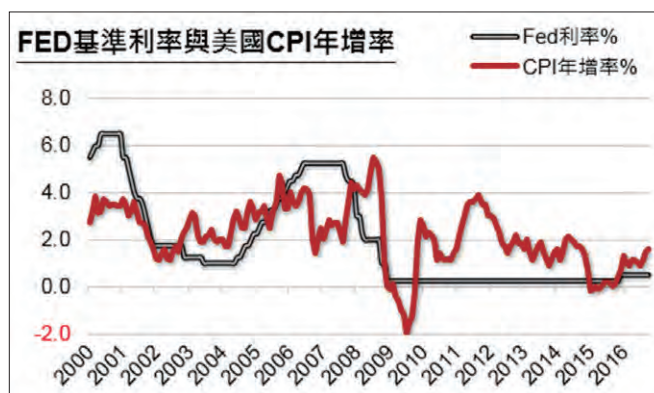
二、聯準會升息時程近了

11月17日晚間，聯準會主席葉倫出席國會聽證會，這是她在美國總統大選後首度公開露面，不僅如此，去年12月FOMC會議前一個月左右時間，葉倫同樣在國會聽證會發表證詞，隨後聯準會便升息1碼，此番聽證自然引發市場高度關注。葉倫表示，若經濟指標提供更多證據佐證美國經濟持續朝向目標邁進，則升息的適當時機點可能相對較早來臨。

由最新經濟數據顯示，美國第三季GDP

達2.9%，相對第二季1.4%及第一季0.8%大幅增速，不僅優於市場預期的2.5%，亦為近兩年來最佳表現，顯示美國經濟歷經上半年的疲態後重返復甦軌道。10月份CPI年增率1.6%，連續第三個月上升，創2014年10月以來最大增幅，顯示通膨壓力持續增加中。此外美國過去3個月平均新增17.6萬就業人口，失業率下降至近8年低位4.9%，勞動薪資年增2.8%，創下7年多來最大增幅；截至12日當週的首次申領失業救濟金的人數也降至23.5萬人，為40年來新低，持續申請失業金人數也減至16年來低點，顯示美國就業市場邁入第4季後仍持續改善。不論從經濟成長率、通膨或是就業市場的數據來看，目前美國經濟情況已達升息基本要求。

葉倫也警告，若Fed一直延後升息腳步，則未來可能必須以較倉促的步調緊縮貨幣政策，才能避免經濟不致超出Fed長期以來在通膨與就業方面的政策目標；此外聯邦利率若維持當前水準太久，可能鼓勵市場過度承擔風險，最終將傷害整體金融市場的穩定性。聯準會11月政策會議紀錄指出，許多官員認為如果經濟數據許可，快一點升息是合適的，也有人主張，為維持公信力，應在下一次會議上升息。由聯邦基金利率期貨價格顯示，目前市場預期聯準會12月升息1碼的機率已超過9成，除非出現意外的重大不利情勢，否則12月FOMC會議後升息幾乎已成定局，若Fed啟動升息，將引發全球資金進一步湧向美元資產，把美元指數推向更高點，人民幣貶值壓力有增無減。



三、房市泡沫增添中國經濟硬著陸風險

雖然川普的經貿政策以及聯準會升息預期皆會讓人民幣承壓，但追根究底，中國經濟增長速度持續放緩才是人民幣長期趨貶的主因。中國第三季GDP成長率6.7%，與第一季和第二季增速持平，雖符合中國政府政策目標與市場預期，但這個結果卻是依靠大量投資支撐成長所達成的，投資成長速度加快的背後，是銀行信貸大量增加。而這些投資和信貸，大部分流向了效率比較低的國有企業和正在泡沫化的房地產業，這不僅讓中國的債務問題進一步惡化，也讓中國經濟在結構調整中硬著陸的風險大增。

中國國家統計局11月14日公布今年1至10月商品房銷售面積達12億338萬平方米，年增26.8%，其中住宅銷售面積增長27.0%，辦公樓銷售面積增長36.1%，商業營業用房銷售面積增長19.3%。1至10月商品房銷售額達9兆1482億元人民幣，年增41.2%，其中住宅銷售額增長42.6%，辦公樓銷售額增長56.5%，商業營業用房銷售額增長23.2%。商品房銷售額增長率遠超過銷售面積增長率，



Market information

反應中國房市幾近以瘋狂的態勢狂漲，許多光怪陸離的現象，令人瞠目結舌，例如許多人為了買房而假離婚；為了排隊買房，一群人硬是把建商銷售中心大門擠爆；還有半夜排隊等待過戶的景象不勝枚舉。

2016年1-10月商品房銷售面積與銷售額年增率

	全部	住宅	辦公樓	商業用房
銷售面積	26.8%	27.0%	36.1%	19.3
銷售金額	41.2%	42.6%	56.5%	23.2%

根據人行統計，截至今年9月個人購房貸款餘額為17.93兆元人民幣，年增33.4%，大陸民眾購房貸款增速之快，住房信貸寬鬆絕對是重要原因之一。但更需警惕的是房企的高槓桿操作，截至第3季末136家上市房企的合計負債達到4.52兆元人民幣，同比增長超過20%，一些債臺高築的中小型房企為取得現金流，加快了股權質押的速度和頻率，甚至直接出售股權獲取資金，無上限的槓桿操作。大陸官媒新華社自9月起連環發文對此砲轟大陸房市，直指民眾以財務槓桿購房和房企以財務槓桿融資購地是當前房市過熱的主要原因。

今年從十一長假開始，中國各地一、二線城市實施房市調控新政，不論是大幅提高首購頭期款比率不低逾35%，第二套房不少於50%，還是實施區域化在籍與非在籍限購令，一時之間房市降溫成為全中國運動，新一輪調控緊縮大潮襲向房市，目的是為了讓失控的房市泡沫降溫。中國國家統計局11月18日公布10月份70個城市的住宅銷售價格，

價格年增率仍大幅上漲12.3%，高於9月的增長11.2%，但從統計資料中可以觀察到一、二線城市的房地產市場受到調控新政影響已有略微降溫跡象，不過打房效果能持續多久仍有待進一步觀察。中國經濟體如此龐大，房市泡沫恐成經濟衰退的導火線，一旦房市泡沫破滅，所帶來的衝擊難以想像，也增添市場對人民幣前景的擔憂。

人民幣兌美元匯率破7？

川普當選美國總統推升了市場對美國通膨和Fed升息的預期，令美元指數近期飆升至101.96，創下2003年5月以來的最高點，而人民幣最大貶值壓力便是來自美元走強。12月國際焦點事件相繼而來，12月4日義大利修憲公投已經成為義大利人對於總理施政表現、歐元區的公投，12月13、14日FOMC會議後聯準會宣布升息的機率很高，這兩件事對於美元都有提振作用，人民幣貶值的外部壓力將再次強化，預計美元指數在100價位短暫調整後將會再迎來一波上攻。

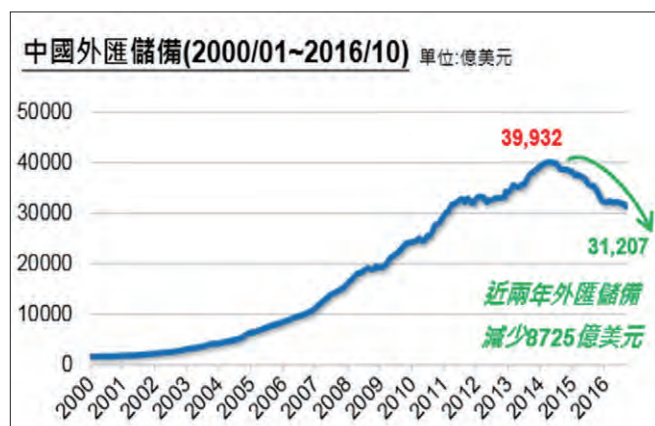
瑞銀在2017-18年中國經濟展望報告中指出，2017年中國GDP增速會從今年的6.7%下滑至6.4%，2018年進一步放緩至6%，經濟增長持續下行將導致市場信心減弱，未見反彈跡象前，人民幣貶值壓力將持續。而Fed與人行貨幣政策未來持續分化，資本外流壓力有增無減，也增添人民幣貶值壓力，瑞銀預計2016年底人民幣兌美元匯率為6.9左右，未來兩年將進一步走貶，2017年底達7.2，2018年底達7.5。

目前全球各大機構紛紛調降人民幣兌美元匯價的預期，瑞銀、滙豐與澳新都將他們對人民幣兌美元匯率的2016年底目標價下調至6.9，惠譽旗下BMI Research則把今年底預測由6.8下調至6.85，至於2017年底的預測，澳新和BMI Research均料雙邊匯率將進一步跌至7.1，而滙豐和瑞銀則看跌至7.2，高盛對人民幣後勢展望更為悲觀，預估人民幣2017年底將跌至7.3，貶幅高達5.8%。

各機構對2017年底人民幣兌美元匯率預測

	2016	2017	預期貶幅
渣打	6.9	7.06	-2.32%
澳新	6.9	7.1	-2.90%
澳盛	6.9	7.1	-2.90%
法興	6.9	7.1	-2.90%
惠譽	6.85	7.1	-3.65%
滙豐	6.9	7.2	-4.35%
瑞銀	6.9	7.2	-3.35%
高盛	6.9	7.3	-5.80%

2016年初人民幣急貶，中國當局為支撐人民幣匯率，曾在人民幣離岸市場擴大干預力度並嚴格限制資本外流，但自10月以來人民幣連續貶破多個整數關卡過程中，皆未見到人行進行強力干預的跡象，且中國當局在面對川普明年1月20日上任之後的中美貿易不確定性，極有可能藉機提前釋放人民幣貶值壓力，允許人民幣隨著美元走強而適當貶值，這也讓2017年人民幣兌美元匯率進一步跌破7的機率極高。



不過川普上任後可能將中國列為匯率操縱國，指控中國過去10多年來刻意壓低人民幣匯率取得貿易出口優勢，幫助中國晉升為全球第二大經濟體，卻因此讓美國付出了沉重代價。但今年10月人民幣正式納入SDR，過程中中國不僅進一步深化金融改革開放，也大幅鬆綁對人民幣匯率市場的管制，即便近年來中國經濟成長急速下降，資金外流嚴重拖累人民幣走貶，也未見官方大動作出手干預，長期倡導對中國人民幣匯率政策應施以更嚴厲貿易制裁的華府智庫學者認為，事實上中國近2年多來已經沒有操縱匯率了，此時給中國貼上匯率操縱國標籤的實際影響不大，但這卻會使中美兩國之間的貿易戰一觸即發，加劇明年人民幣兌美元匯率的波動。

CNFA



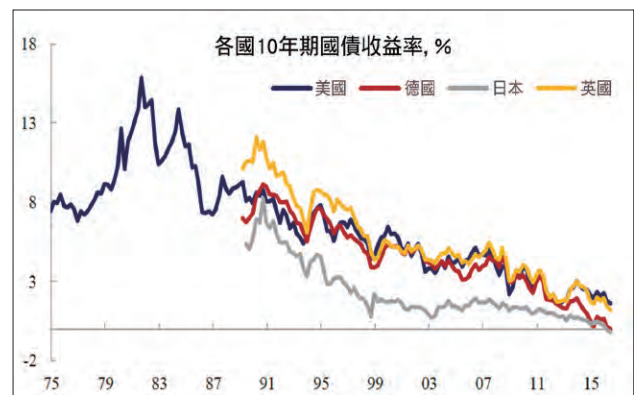
全球債券泡沫盡頭？ 殖利率長期下跌週期將逆轉

永豐期貨顧問研調科◎邱翊展

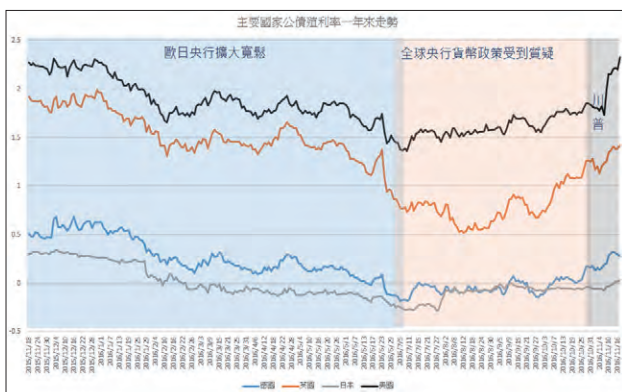
全球市場在各國央行大量的貨幣政策操縱下，世界似乎已經習慣了低利率的時代。金融市場的扭曲，股債雙牛的異相，疲軟不堪的通膨，都是投資人所熟知的現象，然而市場卻在無聲無息中出現了改變。

川普當選後，金融市場出現巨幅的震盪，而且震盪的方向與市場預期大不相同，殖利率出現了飆漲的走勢，金價跌破1200大關，美股也出現強勢的大漲，黑天鵝瞬間翻身為白天鵝。有人說川普因為將大幅推動財政政策致使美債殖利率大幅走高，但如果真是這樣，怎麼會連日本、歐洲、中國及新興市場的殖利率，都出現大幅度的反彈呢？其實在川普當選前的七月開始，殖利率就有一波中期反彈的走勢。市場對歐日央行的負利率政策投下不信任票，即便持續寬鬆下也難以繼續維持低利率水準，殖利率走勢悄悄預告低利率的時代或將告終。

其實整個殖利率長期的下跌週期是從1980年代就開始了，持續到現在已經將近40年之久，近年歐洲日本更在央行無限制的貨幣政策下加速落底，殖利率紛紛摔落至負值利率的水位，通縮的恐慌沒有極限，債券的泡沫達到歷史高點。但將近40年的泡沫終將有一天會結束，喪失固定收益價值的債券終將被市場所唾棄，而今市場似已悄悄兌現。



圖二、殖利率歷經近 40 年的下跌週期
(資料來源：Bloomberg)



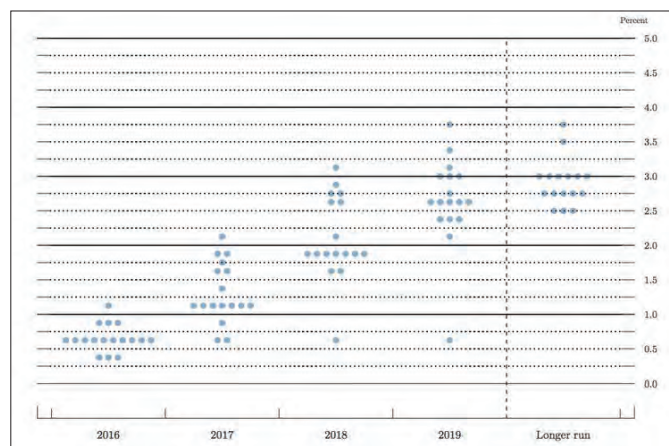
圖一、七月以後在央行政策受質疑下殖利率開始中期的反彈

通膨回溫，聯準會政策再無模糊地帶， 殖利率上漲成勢

自從2015年末升息後以來，聯準會總是有各式各樣的理由來拖延升息的時程，但川普就任後表明升息的立場，以及預期未來美國的通膨將持續且以較快的速度走高，聯準會漸進式的升息可說勢在必行。仔細探究通

膨的部分可以發現，由於2014年以來的油價大跌使得美國CPI數據在2015年表現差勁，然而油價在2015年已經跌到相當低的水位，在2016年初更是跌到26元的誇張水準。但在原油需求升溫，OPEC也有各種供給面限制的聲浪下，油價目前在一持穩的水位。油價只要持穩對通膨負面影響力就下降，近期更因為低基期有正向的幫助。且占比逾三成，影響美國CPI最大的房價指數成長率更是居高不下，加上全球物價指數仍然在低基期的情況，未來美國面對的通貨膨脹壓力將持續升溫。美國10月CPI年增1.6%持續逼近聯準會目標2%的水準，聯準會將再無政策的模糊空間可以欺騙市場。

經一波修正，殖利率的漲勢將會勢不可擋，市場需要嚴陣以待。

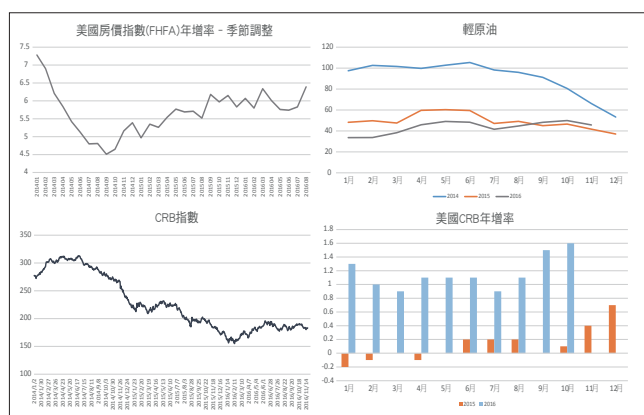


圖四、九月聯邦基金利率點陣圖

日本央行政策多元，長期低檔殖利率未來上漲空間大

日本央行對市場利率控制的決心可說是世界最強。九月時宣布新版QQE，意圖使日本十年期公債維持在零利率的水準。川普上任後的公債殖利率暴漲，又再次激發黑田的決心，要「無限制」購買短期債以固定短期債的利率水準，並藉此達到穩定殖利率曲線的效果。此般強大的「寬鬆訊號」又刺激日股飆漲到18,000以上的高位。

其實自從新版QQE之後，日本短長期的利差確實是有改善，目前兩年期與十年期的利差約在0.2%的水準（離10年的平均利差0.69%仍有一段距離），金融業長期的壓力，短期也獲得緩解。債券畢竟主要是固定收益商品不是賺取價差的商品，殖利率不可能長期維持在低檔（甚至負值），喪失固定收益的債券商品將被拋售，日本債券的殖利率未來仍然有很大的表現空間。

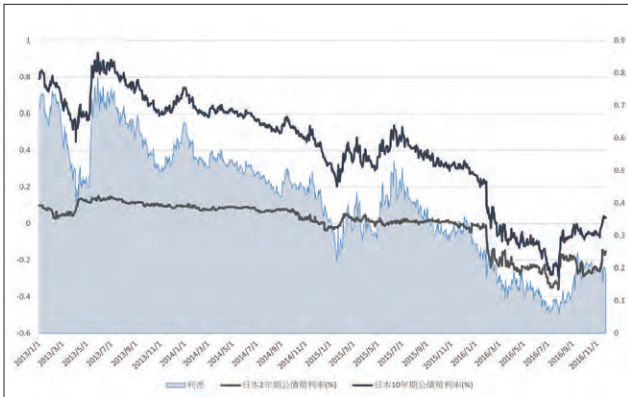


圖三、物價油價低基期、房價居高不下，美國通膨將快速升高

由美國聯邦儲備局9月發布的利率預測點陣圖看起來，2017年預期將升息2次（由0.625%至1.125%）。但若美國CPI如預期難以控制，且全球資產泡沫仍在高水位不斷擴大，12月或明年的FOMC會議對升息的預期次數是很可能繼續調升的，加息的步調將會變得越來越緊湊，屆時全球股債市都可能歷



Market information



圖五、日本短長期公債殖利率與利差

使得日本央行鏗而不捨的主要原因不外乎是日本近期慘淡的通膨，不論日本央行如何努力，通膨仍舊面臨連六黑的窘境。不過如果仔細去探究日本的CPI數據就會發現，市場或許對日本通膨的展望過度悲觀，而且在最新的數據中，日本的10月CPI竟意外的成長0.1%翻正，日央新版的QQE似乎也在通膨上數據上見了效，食品部門的CPI表現最亮眼。

從表一的日本各商品CPI年增率中可以看到，日本CPI的數據會如此差勁除了占比約兩成的房價的凍漲，原因不外乎是因為能源的關係。與油價相關且比重超過兩成的「光熱、水道」和「交通、通信」部門顯然是造成通膨數據不佳的重要觀察指標。但與美國的理由相同，油價目前的低基期效應，甚至因為各項經濟數據轉好，全球需求緩步回升下，油價長期還是看漲，對於未來日本通縮的壓力將會大幅度減輕。

另一方面，其實日本房價自從下跌到2013年後幾乎沒有波動，但也未有大幅走低，似有築底之勢。在日本極低利率的背景之下，未來市場上大量的資金遲早會回流到房地產上，加上油價若走揚也會刺激通膨的提振，此時對於房產的需求會再進一步提高，進而使日本通縮壓力持續減緩，改變慘淡的物價環境。因此黑田預估的2018年回到2%

表一、日本不同商品之CPI年增率(%) (資料來源：日本總務省統計局)

	總合	食品	住宅	光熱、水道	家具、家事	衣物	保健醫療	交通、通信	教育	教養、娛樂	雜費
201601	(0.1)	1.5	0.0	(6.7)	0.8	1.5	0.8	(1.9)	1.5	1.1	0.7
201602	0.2	2.5	0.0	(7.3)	0.3	2.3	0.8	(1.7)	1.8	1.4	0.7
201603	0.0	2.5	0.0	(8.5)	0.1	2.1	0.9	(2.4)	1.8	1.1	0.8
201604	(0.3)	1.3	(0.1)	(9.1)	0.1	2.3	0.9	(2.1)	1.5	1.3	0.9
201605	(0.5)	0.7	(0.1)	(9.0)	0.2	2.2	0.8	(2.4)	1.5	1.6	0.8
201606	(0.4)	1.1	(0.1)	(8.7)	(0.1)	2.0	1.0	(2.1)	1.5	1.3	0.8
201607	(0.4)	1.1	(0.1)	(7.7)	(0.5)	2.4	0.9	(2.6)	1.6	0.8	0.7
201608	(0.5)	0.65	(0.1)	(7.2)	(1.2)	2.4	0.9	(2.3)	1.6	0.4	0.6
201609	(0.5)	0.6	(0.1)	(6.2)	(1.5)	1.5	1.0	(2.1)	1.5	0.3	0.6
201610	0.1	2.3	(0.2)	(6.0)	(1.0)	1.2	1.0	(1.7)	1.5	1.0	0.7
權重	100%	26.23%	20.87%	7.45%	3.48%	4.12%	4.30%	14.76%	3.16%	9.89%	5.74%

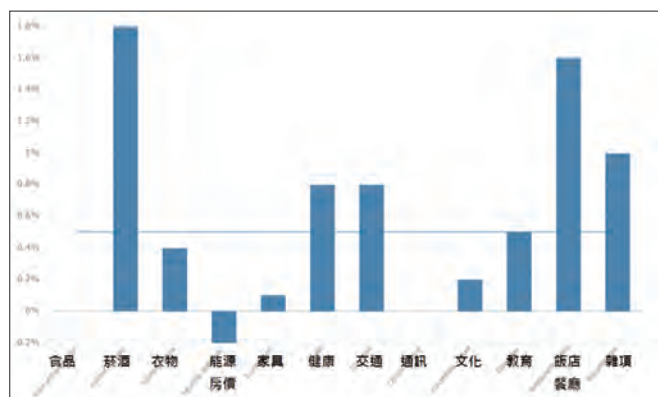
通膨目標，並非市場所認為的天方夜譚。而在預期通膨走揚下，也將刺激未來的殖利率持續向上走高，公債市場也會漸漸修正到市場合理的水準。

歐元區政治風險重重，通膨回溫下殖利率展望正面

歐洲央行對市場下的猛藥更甚日本。除了央行存款利率-0.4%遠低於僅新增超額準備存款利率-0.1%的日本央行，購債規模也是大過於日本。雖然歐洲通膨仍在1%以下未回到目標的2%水準，但其實相較於上半年的通縮近期也有顯著的改善。10月通膨數據年增率0.5%更是創了2014年6月以來的最大增幅。日前有歐央可能會減少購債規模的風聲，但歐央行長德拉吉之後不斷對市場重申，歐洲央行將持續推行「超寬鬆政策」，持續往通膨的目標邁進。

不過仔細探究後會發現，歐元區通膨問題其實並不嚴重，關鍵的理由和日本、美國都一樣 – 油價。從圖六可以看到通膨上唯一的通縮品項就是能源跟房價的欄位，其他都是呈現通膨的，其中以菸酒、飯店餐飲等偏向娛樂商品的漲幅為最大。若是在未來油價基期效應低率且通膨增溫的環境下持續衝擊房市，以致歐元區的CPI在短時間內快速走高。因此未來歐央的寬鬆力道是否仍舊強勁，仍然有待關注。若是央行政策上出現轉彎，債市可能在短線出現較大的波動。

除了通膨的預期回穩外，歐元區可說是政治風險重重。除了6月時的英國脫歐公



圖六、歐元區通膨細項（資料來源：ECB）

投，12/4的義大利修憲公投也可能因為雪球效應演變成義大利的脫歐公投。目前全世界民粹主義抬頭，從英國脫歐、川普當選等本來預期不會發生的「黑天鵝」都發生後，我們也能觀察到全世界的政治動向正在改變。而緊接而來的歐洲各國大選，還有義大利及德意志銀行的壞帳問題，都可能是歐元區潛在的風險。因此歐元區的債券殖利率目前水位還這麼低，其實一點都不合理，是筆者覺得市場上最荒謬的部分，理由不外乎是央行的超寬鬆政策以及市場上過多資金炒作的泡沫。綜合通膨以及各種風險因素，歐債殖利率長期看漲也將成為必然。

債券泡沫破裂，禍恐殃及股市

綜前，我們可以看到，殖利率的中長期上漲將成為趨勢，意謂著在央行肆無忌憚的寬鬆政策下造成的債券市場的泡沫即將破裂。本波的全全球資產泡沫大反彈，造成「股債雙牛」的異相，主要即是來自過低的資金成本以及過多的資金推升資產上揚的力道。

專題報導



本次國際論壇於105年9月21日假台北喜來登大飯店祿廳登場，共吸引約200位來自銀行、投信、資產管理、證券、保險.....的貴賓與會，足見黃金議題廣受各界重視。為了發揮服務實體經濟之功能，協助黃金供需兩端充分掌握黃金市場的動態及瞭解相關交易實務，本刊特別摘錄精華宴享讀者。



2016 台北國際期貨論壇 探討黃金現貨及衍生品市場之現 況與展望

期貨公會◎游大慶

延續石油論壇 油金系列話題延燒

去（2015）年期貨公會邀請兩岸及新加坡的石油專家共同針對原油議題進行介紹與深入討論，引起廣大迴響。而今（2016）年特別持續原物料的議題，選定最受民眾關注的貴金屬-黃金作為本次論壇主題，從黃金條塊、金幣、黃金存摺、黃金ETF及黃金期貨選擇權等各種現貨及衍生品面向，探討黃金在我國金融市場之發展。

黃金專家齊聚交流

本次國際論壇獲邀主講嘉賓可謂是黃金陣容，計有香港交易所高級副總裁林琦女士分享黃金進口量占全球四分之一的香港金市現況、我國黃金現貨交易量最大及首創黃金存摺的臺灣銀行貴金屬部楊天立副理介紹黃金市場基本面及相關投資工具、ETF成交量快速成長的臺灣證交所黃乃寬副總分析臺灣發展黃金ETF之契機、臺灣期貨交易所蔡蒔銓副總則闡述臺灣黃金衍生品市場之挑戰。

綜合座談部分，除全體主講人之外，另請到櫃買中心黃炳鈞副總及元大投信基金經理人潘昶安經理，共同分享寶貴意見。

黃金市場基本面剖析及相關投資工具介紹

全球黃金供給面受金礦產出與回流金影響

臺灣銀行貴金屬部楊天立副理表示，許多國人喜愛投資外匯，也有民眾將黃金當成準外匯、準貨幣看待。黃金今年前八個月的表現還算不錯，若以過往歷史來看，從2001年至2011年，黃金漲幅達600%多，但從2011年9月6日開始修正，2013年第二季則大跌30%。

楊副理表示，影響黃金的供給面因素較為簡單，每年全球黃金總供給量，主要受金礦產出（Mine Production）、回流金（Gold Scrap）及生產者避險買回（Net Producer Hedging）三項因素影響。金礦產出約占整體黃金供給量70%，而回流金占全球黃金供給量



30%，中間生產者避險買回之比例極低。

觀察過去十年黃金的總供給量，回流金快速減少。2013年回流金較2012年大減398公噸，減量近23%，主要原因為金價下挫；2014年回流金持續減少至1,158公噸；2015年回流金數量小幅上升至1,173公噸。

金礦開採面臨之挑戰

金礦是天然資源，以目前的科技發展，地底4,000公尺以內黃金礦藏，人類有能力探測出來，但是金礦是否開採，取決於金價高低與技術。一般而言，地底500公尺以內之金礦，較具開採的經濟效益。

金融危機後，大量避險資金湧入黃金市場，金價飆升刺激金礦產量提升，近10年金礦每年平均產出約2,700公噸，最低為2008年的2,427公噸，全球金礦產量連續7年增加，2015年生產3,158公噸創下歷史新高。

然而，工安成本與環保意識抬頭，使得金礦開採面臨諸多問題，例如礦坑因安全考量而關閉、工人長期罷工、礦產漸枯及生產成本逐漸上揚等，使得產量逐漸下降。2013年開採成本一盎司高達1,620美元，比目前金價1,315美元還高。近2年金價走弱，金礦公司致力削減成本，開始關閉成本較高礦區，預期2016年後金礦產量將出現下滑，金價雖然可能持續下跌，但長期仍有基本需求支撐。

全球黃金需求疲弱

今年黃金的需求呈現拔河狀態，雖然強大的避險需求推升金價，但黃金的基本需求疲弱拖累金價，而且主要是受美國、歐元區

與中國大陸的經濟成長所影響。總體經濟預測美國未來經濟雖然會有所成長，但歐元區及日本、中國大陸經濟成長趨緩。而亞洲區是現階段全球經濟成長的重鎮，所以將影響資金面行情。

金價與美國QE是否有必然關係？就觀察而言，金價在美國QE2時已達到高點，2012年美國推出QE3後金價反而開始走跌，因此，美國QE政策與國際金價走勢並未呈現反向的狀態。

金價短中期仍是投資需求撐盤

低利率或負利率時代反而是黃金的機會。低利率時，基金經理人及投資人可以選擇的資產類別有限，且整體市場環境對貨幣信心降低，黃金的機會就隨之而來。今年以來，SPDR這檔黃金ETF的黃金持有數量持續增加，即使金價近期有微幅的整理，期貨市場上美國黃金期貨的淨多單也沒有減少，這是黃金市場投資、資金需求的看法。大多數人買黃金都是在看投資獲利，但以全球角度看黃金則主要是避險與分散風險，中長期主導金價，主要仍是將黃金用來作為資產防禦與保障用途。

金價長期依然是基本面主導

黃金價格短期在資金面與市場心理影響下趨向盤整，但楊天立副理認為，金價長期將獲基本面支撐，呈現溫和向多走勢。短中期內，金價仍然受到美國貨幣政策、全球經濟與金融不穩定及地緣等因素所帶動的資金面影響，下有避險資金支撐，上有美國升



息議題的抑制，加上2016上半年約30%的漲幅，使得大盤趨向區間整理。若美國提前升息，則將下探支撐，惟黑天鵝事件的心理隱憂，可保護下檔不致太深，甚至有拉抬金價可能。但因供給面的產能受限以及生產成本逐漸升高，提供長期價格支撐，若全球經濟轉向復甦，則需求面將增加，因此金價長期來說有機會緩步溫和向上。

從完全市場看黃金商品設計及發展

證交所黃乃寬副總選擇以完全市場的角度來談黃金商品的設計及發展。商品期貨ETF是期貨現貨化的概念，黃金期貨ETF係以布局黃金期貨契約來追蹤、模擬或複製指數表現，交易方式與一般股票ETF相同，同樣得於初級市場進行申購贖回。我國ETF市場蓬勃發展，不僅持續增進金融產品創新並可滿足國內證券市場多元投資需求，槓桿型及反向型期貨ETF則是未來期貨ETF的發展方向。

投資市場有九成交易都屬於投機交易，為了實際需求而產生的交易其實只占一成。就全球的黃金需求而言，主要來自飾金、工業、投資及官方儲備，但飾金占了整體需求的六成左右，其次為投資需求，工業需求並未如想像大。

商品設計能成功往往取決於熟悉的交易方式

黃乃寬副總長年觀察發現一個現象，年齡差異與商品選擇、交易方式存在關聯性。

期貨交易人的年齡，約落在30~40歲左右，證券投資人則年齡落在40~60歲；期貨市場上網路交易占90%以上，股票市場則尚未到如此高比率，故年齡的差異對於商品與交易方式有極大影響。年齡較大的投資人或許不熟悉衍生性商品的操作方式，故較少從事黃金期貨、選擇權交易，但黃金ETF交易則貼近其熟悉的股票交易方式，對黃金ETF的接受度會提高。年輕人或許不會投資黃金現貨，但黃金ETF則成為其投資的一種選擇。

在黃金類商品的生態鏈上，投資人若能搭配其他黃金類證券金融商品如黃金權證、黃金期貨、黃金現貨交易平台等進行多種策略及避險操作，與其他商品相輔相成、共同發展，有助於國內黃金市場之活絡。前述各種黃金商品構成了黃金交易的完全市場，可充分協助投資人達成投資、避險之多樣需求。

黃金期貨ETF投資需要注意的事項

黃乃寬副總也提醒投資人，投資黃金期貨ETF時要注意幾點。首先，黃金期貨ETF存在轉倉及正價差風險。由於期貨ETF交易的標的是黃金期貨契約，而黃金期貨契約大部分呈現正價差，故基金定期轉倉時，將承受正價差的轉倉風險。另外，黃金期貨ETF存在時間差風險：國內掛牌的黃金期貨ETF所連結的指數為國外期貨指數，因此黃金期貨ETF從事的交易投資為海外交易所的期貨契約。因國內證券交易所交易時間與國外期貨市場交易時間不同，故可能造成相關資訊時間上落差之情形，投資人必須要留意。



臺灣黃金期貨交易新契機

新臺幣計價的黃金期貨及選擇權得轉換為黃金現貨

臺灣期貨交易所蔡蒔銓副總說，該公司推出的黃金期貨契約，有兩種契約規格：美元計價的黃金期貨契約，交易標的成色為995‰的黃金；新臺幣計價的黃金期貨契約，交易標的成色為999‰的黃金。交易時間都是上午8:45至下午4:15。原則上兩種黃金期貨契約都是以現金結算，但是新臺幣計價的黃金期貨，除了現金結算以外，投資人得申請將未了結部位交付或收取證券櫃檯買賣中心黃金現貨登錄及買賣辦法所定之黃金現貨。

新臺幣計價黃金期貨最後結算價的計算方式

新臺幣計價的黃金期貨，以最後交易日（ICE Benchmark Administration Limited, IBA）同一曆日所公布之LBMA黃金早盤價，以及台北外匯經紀股份有限公司公布之上午11時新臺幣對美元成交即期匯率為基礎，經過重量與成色之轉換，計算最後結算價。因為LBMA黃金早盤價是以盎司為單位，重量與成色的轉換邏輯，就是將LBMA黃金早盤價的盎司轉換為公克，再轉換為臺錢，然後再進行成色的轉換，計算公式如下： $(LBMA黃金早盤價 \div 31.1035 \times 3.75 \times 0.9999 \div 0.995) \times$ 上午11時新臺幣對美元成交即期匯率，得出新臺幣計價黃金期貨的最後結算價。

至於臺灣期貨交易所的黃金選擇權交易

時間與黃金期貨契約一致，只是契約價值為5臺兩。最後結算價的計算方式則與前述新臺幣黃金期貨契約的轉換邏輯相同。

黃金期貨與選擇權之優勢

蔡蒔銓副總表示，過去黃金期貨造市者效率不佳，流動性提供確實不足。但今年六月底改造黃金期貨契約後，不論是美元或新臺幣計價黃金期貨，造市者提供的流動性大幅改善，買賣價差相較於其他投資工具，或相較其他國際交易所，非常具有競爭性。

選擇權則讓交易策略呈現出多樣化的選擇，例如碰到美國總統大選，擁有的資訊得知，未來市場不是大漲就是大跌，此時利用黃金ETF或黃金現貨，可能無法操作，可以利用選擇權，達成所要的效果。

蔡副總將黃金期貨與選擇權之優勢歸納如下：

1. 資金需求低，可隨交易人風險偏好調整槓桿倍數。
2. 交易方式靈活，可組合成各式策略且可隨時反向沖銷，看升、看貶、盤整、大幅波動均有對應之策略可運用。
3. 集中市場交易，交易效率高，成交價格公開透明，揭示每筆成交價量資訊，委託簿揭示委買及委賣最佳5檔價量資訊。
4. 交易時間自上午8:45至下午4:15，涵蓋國內黃金現貨交易平台及黃金存摺等現貨交易時間，提供交易人充足的避險管道及投機與套利機會。
5. 提供到期轉為現貨機制，增加取得或處分黃金現貨的彈性。



黃金期貨、選擇權的多樣策略

蔡副總也提出了黃金期貨與選擇權的數種交易策略，可與現貨相輔相成或形成風險管理。

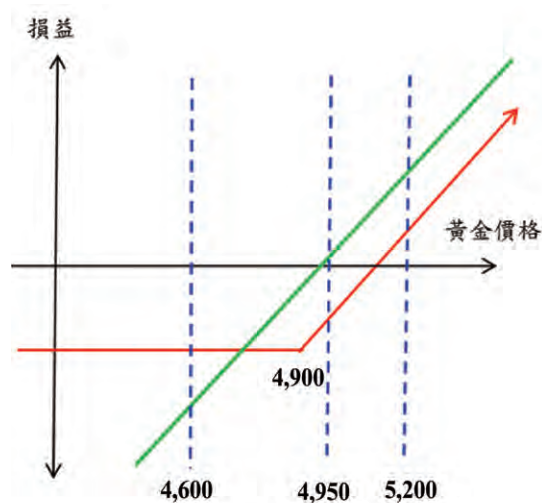
例一：交易策略-現貨進期貨出（鎖定出場價位）

1. 預期黃金上漲，於5/30透過櫃買黃金現貨交易平台買進10臺兩臺銀金（AU9901），成交價為4,730.0元/臺錢，投資成本為473,000元。
2. 7/7期交所8月臺幣黃金期貨價格最高來到5,382，高於臺銀金最高價5,354.9，故賣出8月臺幣黃金期貨1口（10臺兩），成交價為5,382，所需原始保證金為29,000元。
3. 8月臺幣黃金期貨於8/31到期結算，此時申請用臺銀金現貨結算交割。
4. 損益： $(5,382-4,730) \times 100$ （臺錢）
=65,200元（未計手續費及稅）

例二：交易策略-保護下方風險

1. 預期黃金將大幅上漲，可選擇買進臺幣黃金期貨或黃金買權（右圖紅線是選擇權損益，綠線為期貨損益）。

2. 買進2口黃金買權履約價格@4,900，權利金為124，與買進1口臺幣黃金期貨價格為4,928之損益比較得知，當黃金價格漲到5,200，2口黃金買權獲利17,600元，1口黃金期貨則是獲利27,200元，期貨獲利較高。
3. 若黃金價格跌到4,600，1口期貨虧損32,800元，2口買權虧損12,400元，選擇權虧損有下限。使用時機上，若對黃金價格大漲有90%的把握，應選黃金期貨；若沒有90%的把握，覺得可能會看錯，則使用黃金選擇權，就像買保險，黃金價格上漲雖獲利可能不及期貨，但黃金價格下跌時卻有保護，不會產生太大損失。



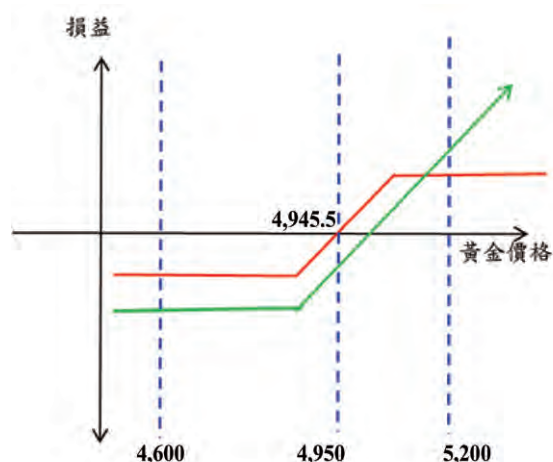
買進 2 口黃金買權履約價格 @4,900，權利金為 124，與買進 1 口臺幣黃金期貨價格為 4,928 之損益比較

黃金價格	買進買權損益（新臺幣）	買進期貨損益（新臺幣）
5,200(符合預期)	$[(5,200-4,900)-124] \times 2 \times 50 = 17,600$	$(5,200-4,928) \times 100 = 27,200$
4,950(未符合預期)	$[(4,950-4,900)-124] \times 2 \times 50 = -7,400$	$(4,950-4,928) \times 100 = 2,200$
4,600(未符合預期)	$-124 \times 2 \times 50 = -12,400$	$(4,600-4,928) \times 100 = -32,800$



例三：組合策略-犧牲獲利保護下方風險

預期黃金將上漲惟上漲幅度不大，可買進低履約價之買權及賣出高履約價之買權，組成多頭價差，比純粹買進買權佳。原理是犧牲大漲時可能的獲利，但提供虧損時的保護。右圖紅線是策略損益，綠線為期貨損益。當黃金價格未符合預期跌到4,600，2口買權虧損12,400元，但多頭價差只虧損4,550元。

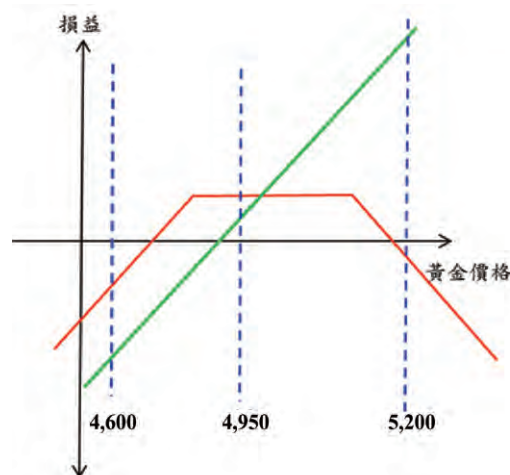


買進 2 口黃金買權履約價格 @4,900，權利金為 124，賣出 2 口黃金買權履約價格 @5,000，權利金為 78.5。與買進 2 口黃金買權履約價格 @4,900，權利金為 124 損益比較

黃金價格	買權多頭價差損益 (新臺幣)	買進買權損益 (新臺幣)
5,200(未符合預期)	$[(5,000-4,900)-(124-78.5)] \times 2 \times 50 = 5,450$	$[(5,200-4,900)-124] \times 2 \times 50 = 17,600$
4,950(符合預期)	$[(5,000-4,950)-(124-78.5)] \times 2 \times 50 = 450$	$[(4,950-4,900)-124] \times 2 \times 50 = -7,400$
4,600(未符合預期)	$-(124-78.5) \times 2 \times 50 = -4,550$	$-124 \times 2 \times 50 = -12,400$

例四：組合策略-區間獲利

預期黃金會呈現盤整狀態，想要在盤整時獲利，此時可同時賣出買權及賣權，組成賣出跨式或賣出勒式。



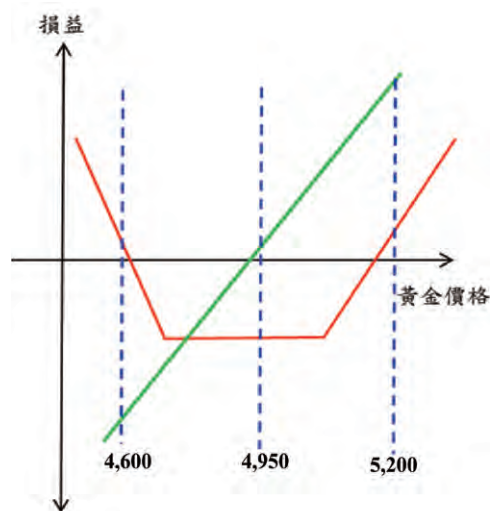
賣出 2 口黃金買權履約價格 @5,000，權利金為 78.5，賣出 2 口黃金賣權履約價格 @4,800，權利金為 54.5。與買進 1 口臺幣黃金期貨價格為 4,928 損益比較

黃金價格	賣出勒式損益 (新臺幣)	買進期貨損益 (新臺幣)
5,200(未符合預期)	$[(5,000-5,200) + (78.5+54.5)] \times 2 \times 50 = -6,700$	$(5,200-4,928) \times 100 = 27,200$
4,950(符合預期)	$(78.5+54.5) \times 2 \times 50 = 13,300$	$(4,950-4,928) \times 100 = 2,200$
4,600(未符合預期)	$[(4,600-4,800) + (78.5+54.5)] \times 2 \times 50 = -6,700$	$(4,600-4,928) \times 100 = -32,800$



例五：組合策略-波動幅度大

預期黃金會呈現大升或大貶但不確定方向為何，可同時買進買權及賣權，組成買進跨式或買進勒式。



買進 2 口黃金買權履約價格 @5,000，權利金為 78.5，買進 2 口黃金賣權履約價格 @4,800，權利金為 54.5。與買進 1 口臺幣黃金期貨價格為 4,928 損益比較

黃金價格	買進勒式損益 (新臺幣)	買進期貨損益 (新臺幣)
5,200(符合預期)	$[(5,200-5,000) - (78.5+54.5)] \times 2 \times 50 = 6,700$	$(5,200-4,928) \times 100 = 27,200$
4,950(未符合預期)	$-(78.5+54.5) \times 2 \times 50 = -13,300$	$(4,950-4,928) \times 100 = 2,200$
4,600(符合預期)	$[(4,800-4,600) - (78.5+54.5)] \times 2 \times 50 = 6,700$	$(4,600-4,928) \times 100 = -32,800$

何去何從-香港黃金市場

林琦副總裁表示，大眾對於香港交易所集團的印象應該都是從聯交所（香港聯合交易所）開始。聯交所主要是以證券股票及股票衍生品如槓桿反向ETF、權證、股票期權為主的交易平台。香港交易所集團在2012年收購了LME，LME是個歷史悠久的會員制交易所，全球有色金屬的訂價權幾乎都是在LME的平台上進行，將來也希望將LME優良的倉儲制度規則引入亞洲、香港與內地市場。

香港作為內地對外最大的離岸人民幣發展中心，所以也大力發展人民幣外匯市場，港交所是全球第一家推出人民幣兌美元外匯

期貨的交易所。關心人民幣匯率的投資人會發現，自從811匯改之後，人民幣的走勢從單向升值已轉為雙向波動發展，今年加入SDR後預計人民幣波動會加劇，港交所在此基礎上也推出一系列人民幣兌其他貨幣期貨，未來會增加更多品種。再者，人民幣不再只是緊盯美元，而是盯一籃子貨幣，港交所也與路透社合作編製人民幣指數，未來也可能開發類似美元指數的衍生品。

香港交易所目前尚未上市貴金屬與黃金商品，但新的衍生品黃金期貨合約已經送審批，大約在明年年初會推出。香港交易所三至五年的戰略方向，是作為連結內地與世界資本的橋樑，在股票領域上已經實現滬港通、深港通。



全球主要黃金市場格局

香港交易所林琦副總裁表示，人類認識黃金的歷史可以追溯到西元前三千年以前的古埃及時代，黃金同時具備貨幣、商品、地緣政治的特性，是最活躍、最有代表性、歷史也最悠久的貴金屬交易品種；銀行間交易頻繁的貴金屬大多加工成“條”或“錠”。

以當前全球主要黃金交易市場格局而言，大致如下：

1. 芝加哥商業交易所集團（CME Group）旗下的紐約金屬交易所（COMEX），是全球最大的黃金期貨交易中心。
2. 世界上最大的黃金與白銀現貨交易市場則是倫敦金銀市場協會LBMA，其性質類似店頭市場（OTC），定價也廣泛為各交易所或貿易商作為基準，價格影響著紐約和香港地區的金價走勢。
3. 蘇黎世則是世界上三大私人銀行瑞士銀行、瑞士信貸銀行及瑞士聯合銀行的黃金存儲中心。
4. 香港黃金現貨市場主要是在金銀業貿易場，金銀貿易場歷史超過百年，故香港是連接亞洲、歐洲、美洲交易時間的重要黃金投資交易市場，定價標準主要參考倫敦金的定價。
5. 中國大陸的黃金交易，黃金現貨以上海黃金交易所為主，在上海期貨交易所進行黃金期貨交易。上海黃金交易所在今年四月也發布全球首個以人民幣計價的黃金基準價格，由12家銀行共同報價所制定。

當前全球黃金現貨的流動狀況，以主要黃金進出口國家為對象進行統計，香港為全球黃金現貨交易量四分之一的市場。正因為香港黃金現貨流通非常蓬勃，若未開發黃金

衍生品將是一種浪費或遺憾。

黃金市場主要演變歷程

兩百年前（1804）倫敦形成黃金交易中心，一百年後（1901）香港金銀貿易場設置，金銀貿易場並非交易所，只是提供黃金合約交易的場所，當時歐洲五大金商都在香港設立據點，所以香港金銀貿易場也是經過一段蓬勃發展的時期。倫敦金在1919年首次定盤，後來外資進入香港，逐漸帶入倫敦金的報價，香港金銀貿易場在制度上並未提供集中市場的黃金合約，而倫敦金的定盤價影響力卻逐漸在全球顯現。1971年美國放棄金本位後，COMEX於1974年推出了黃金期貨合約，而且是現金交割，但卻發展得非常成功，因為美國有許多大型對沖基金與銀行，COMEX擁有先發的優勢，到目前為止仍然是最好的黃金期貨市場。

香港與內地黃金市場的發展

2002年上海黃金交易所成立，2008年上海期貨交易所推出黃金期貨合約，香港這幾年也努力發展黃金期貨，2011年香港商品交易所推出黃金期貨合約，制度與合約的設計上都很好，也是現金交割，以港幣計價。但當時COMEX在香港已經有相當大的成交量，作為一個沒有先發優勢的市場，又無法於短時間在流通性取得成功，同時香港商品交易所的股東ICBC在管理運營上出了問題，故2013年香港商品交易所停止營運後，這項黃金期貨合約也就隨之停止了。

港交所集團2008年也推出過港幣計價現金交割的黃金期貨合約，但面臨幾項問題，港幣計價的合約對於歐美與內地的投資者並



Feature Report

不便利，現金交割的方式無法滿足貿易商對沖套保的需求，港交所當時市場推廣銷售的部門人力並不充足，所以對市場銷售推廣的教育宣導未臻完善，故於2015年將黃金期貨下架，未來重新檢討後，會有新的實物交割黃金期貨上線。

證券帳戶可直接從事黃金現貨交易

證券櫃檯買賣中心黃炳鈞副總表示，目前櫃檯買賣中心的黃金線上交易平台已經登錄了臺銀金與一銀金兩項黃金現貨，黃金成色皆為千分之九九九。黃金線上交易平台104年（首年）日平均交易金額為新臺幣1,000萬元，約當是243臺兩，而105年截至9月的日平均交易金額新臺幣2,900萬元，日交易量已增至585臺兩，交易轉趨熱絡。

投資人於簽署風險預告書後，可用現有的證券集保帳戶直接從事黃金現貨交易，交易相當便利，買賣成本也相當低。臺灣銀行與第一銀行是造市商，每日從事黃金現貨平台進行買賣報價，由於臺銀與一銀造市積極，因此買賣報價的價差很小。黃金現貨交易平台交易比照興櫃股票交易方式，交易時間為早上9:00至下午3:00點。雖然交易後是由集保結算所進行保管，但是也允許交易人可以向臺銀或一銀申請提領黃金現貨。

近期亦將推出黃金現貨權證，滿足市場交易多元管道之需求，也期望投資人能踴躍參與交易，共同提升市場流動性。

黃金期貨ETF可免除保證金追繳斷頭風險

元大投信經理潘昶安指出，元大投信作為ETF的領導品牌，致力於期貨信託基金的發行與管理。黃金一直是公司最感興趣的商

品之一，因此早在2010年便在國內發行黃金期貨信託基金，2015年又發行黃金期貨ETF，期貨ETF是將期貨現貨化，投資人在集中市場透過證券帳戶買賣期貨ETF，便可以參與商品期貨市場的漲跌。眾所周知期貨市場是多空雙向，若只有黃金期貨ETF時，操作會有些不足，因為黃金期貨ETF是做多的工具，在黃金反向ETF也掛牌後，才算真正完成期貨現貨化的目標。

歐洲及日本皆已受到負利率之影響，基於風險事件頻繁導致黃金投資需求大幅成長，部分資金將從股債市場流動至黃金市場。在期貨市場中，交易人要將投資槓桿放大至多少倍數是可以調整，但若看錯方向，仍會面臨保證金管理的問題。投資人若欲免除期貨保證金之追繳與斷頭風險，又想參與黃金市場之漲跌波動，可透過黃金期貨ETF與黃金反向ETF，從事最簡單的黃金投資。

結語

本次國際論壇共吸引來自銀行、證券、期貨、產壽險、投信投顧、政府機關及其他行業機構、企業200多位來賓，足見黃金議題廣受各界重視。臺灣證券交易所、臺灣期貨交易所及證券櫃檯買賣中心皆有黃金系列產品，今年也很榮幸首度邀請到三大交易所共襄盛舉，共同擔任協辦單位。期貨公會日後將秉持服務實體經濟之初衷，持續尋找適合的主題，邀請實務專家共同分享現貨與衍生品市場之動態。





黃金投資工具與趨勢分析

元大投信基金經理人◎潘昶安

黃金是一種貴金屬，也是人類社會使用最久的貨幣，在1971年布雷頓森林制度（Bretton Woods Agreements）終結之前的數千年時間，全球各個國家一直使用黃金作為單一或其中一種貨幣。時至今日，黃金已不扮演貨幣支付身分，但在許多投資人心目中仍具備「準貨幣」的特色。

黃金在現代金融市場的角色中，在工業和高科技領域方面的應用逐漸擴大，其貨幣職能下降，但仍屬於最重要的貨幣儲備之一。近年來，全球爭相成立黃金交易所和交易平台，推出眾多黃金的投資衍生工具和理財產品，黃金的趨勢分析與投資策略也愈形重要。

臺灣黃金相關投資工具

黃金投資工具可由其連結標的分為二大類，一者以實體黃金為基礎，另一建構於黃金期貨。早年要投資黃金，多只能透過銀樓買賣黃金條塊及金飾，由於是店頭買賣，其議價空間較大，牌告價格買賣價差高達10%，非有特殊需求者，其實已不需要透過

銀樓交易。取而代之者，乃由臺銀率先推出的黃金存摺，由於銀行通路較多、民眾信任感較強、且買賣價差較為合理，因此一躍成為黃金投資的主流工具。櫃買中心推出的黃金交易平台以實體黃金為連結標的，仿興櫃規則採造市商報價制度，目前有臺銀及一銀二家造市商。如同黃金存摺，投資人可申請提領實體黃金，惟提領後即無法再存回黃金存摺或黃金交易平台。由於黃金交易平台具有類集中交易市場的特色，因此是三者中買賣價差最小者。投資實體黃金須注意二點：（一）黃金是相當國際化的商品，而臺灣市場以臺幣報價，因此報價中心點通常為國際金價乘上新臺幣匯率，匯率波動將完全反應在臺幣黃金報價上；（二）實體黃金的投資損益屬於財產交易所得，若有獲利須納入個人綜合所得稅申報，若有損失，可保留三年內與財產交易所得互抵（只能同類所得互抵）。

以黃金期貨為基礎者，可以分為直接投資及間接投資。臺灣期貨交易所所有二種黃金期貨契約掛牌供交易人直接投資，一為美元計價黃金期貨，標的純度採國際標準的千分



Feature Report

之995，報價與國際市場完全連動；另一為臺幣計價黃金期貨，純度則是臺灣慣用的千分之999.9，報價如同實體黃金將完全反應新臺幣匯率波動。至於黃金期信基金及黃金期貨ETF等，運用受益人投資本金交易黃金期貨，基金績效與黃金期貨高度連動。由於基金受眾者廣、申贖也很便利，為維持投資標的良好流動性，因此往往以紐約商業交易所（NYMEX）100盎司黃金期貨為主要交易標的。由於期貨採保證金交易，期貨基金僅需將部分資產兌換為美元存入保證金專戶，因此基金績效受匯率影響較小（約25%），報酬率將相對貼近國際市場。此外，由於證所稅停徵，因此買賣價差免納所得稅。

影響金價的主要因素

價格由供給和需求決定。黃金的供給面

相對單純，僅分為金礦和再生金二種，其中金礦產量穩定，再生金供給量則由金價決定，金價高則黃金賣回者多、金價低則賣回者少，再生金供給量約占總供給的30%上下。

真正影響金價的主要還是需求面。在世界黃金協會的統計資料中，將需求分為金飾、科技、投資（又分為黃金ETFs及金條金幣二類）及央行等四者，其中又以投資需求之變動最為劇烈，例如2013年黃金走跌，投資需求僅占總需求的21.8%，而2016年第二季，金價自谷底攀升的過程中，投資需求占比高達42.7%，顯然黃金價格的波動主要由投資需求造成。影響投資需求對黃金的評價來自四大主軸：美元強弱、通膨風險、金融危機及財富效果。

國際黃金以美元計價，長期來看美元指數走勢與金價呈明顯負相關。美元指數由美

表：臺灣主要黃金投資工具比較

種類 / 項目	實體黃金 (條塊、金飾)	黃金存摺	櫃買黃金現貨 交易平台	黃金期貨 ETF	黃金期貨
組成方式	實體黃金	實體黃金	實體黃金	黃金期貨	黃金期貨
金價連結	高	高	高	高	高
投資方向	正向	正向	正向	正 / 反皆可	正 / 反皆可
交易管道	銀樓	銀行	證券商	證券商	期貨商
買賣報價 價差 (註)	約 10%	約 1.2%	視市場狀況為主	視市場狀況為主	視市場狀況為主
報價方式與頻率	公會牌價為基礎	銀行牌告	銀行造市商	證交所集中報價	期交所集中報價
相關稅賦	綜合所得稅	綜合所得稅	綜合所得稅	證交稅 (1%)	期交稅 (0.0025%)

註：實體黃金係以臺灣銀樓 2014/12/12-2015/1/15 買賣參考報價平均統計數據；黃金存摺係以臺灣銀行、兆豐銀行、華南銀行、第一銀行 2014/1/1-2014/12/31 買賣報價平均統計數據；櫃買黃金現貨交易平台採用 2015/1/5 開辦以來數據。



元兌歐元、日圓、英鎊、加幣、瑞士法郎及瑞典克朗等六種匯率組成，因此美元指數可說是美國經濟相對強弱及利差變化之體現。川普當選美國總統後，可能以財政政策取代貨幣政策，貨幣正常化將引領利率走升，有利美元指數上揚，但財政政策的財源籌措又可能為美元帶來壓力，因此美元指數可能先升後貶，反應在金價上，則可望呈先蹲後跳格局。

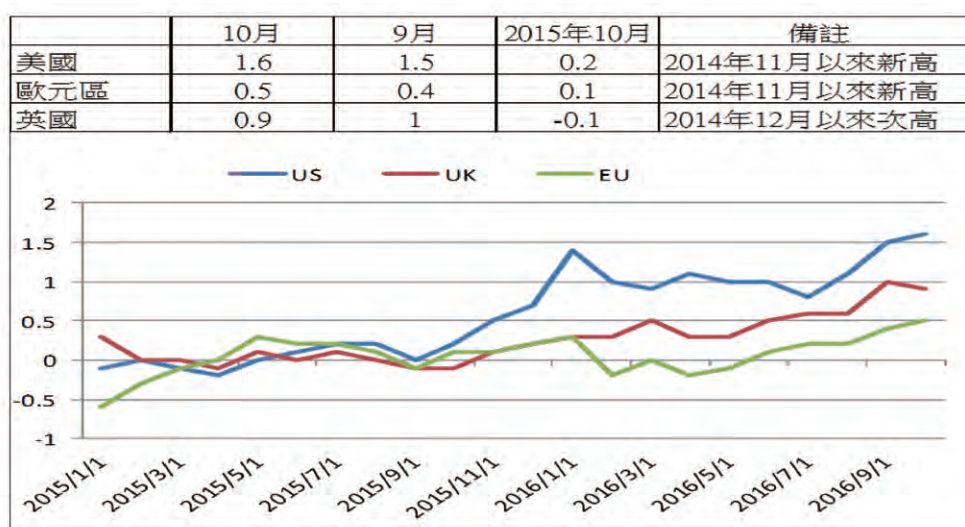
在通膨風險方面，過去黃金的大多頭都是出現在高通膨環境下，目前全球主要國家CPI年增率由低檔漸漸上揚，有助於提升黃金中長期評價，惟目前通膨率絕對水平仍然偏低，因此對金價直接助益不大。

金融風險事件可能是2017年黃金投資的主軸題材。美國總統須待明年元月才正式就職，在主要施政政策塵埃落定之前，恐怕還難斷定川普究竟是白天鵝還是黑天鵝。而在美國大選後的下一步，又要將目光焦點移回

歐洲，英國脫歐程序能否順利啟動，義大利憲改公投命運難測，明年還有荷蘭、法國及德國大選，目前民調皆顯示脫歐派領先，若未來投票結果回歸符合民調的正軌，則歐元區的解體恐將排上日程。

最後則是資產配置的財富效果。全球投資的主流一直都是傳統股、債，惟在經濟復甦疲弱的背景下，資金寬鬆盛宴卻帶動股債同步大漲，美股較金融海嘯前的高點高出約40%，債券殖利率甚至出現負利率的空前景象。在美國開啟升息的第一槍後，其他國家必將陸續加入資金緊縮的行列，債券殖利率率先彈升，股市亦難獨善其身，一旦金融資產的通膨泡沫化，價位仍在半山腰的黃金必能重獲青睞。

綜而言之，我們對明年的黃金市場謹慎中帶著樂觀，若將時間拉長來看，金融資產通膨泡沫可望為黃金帶來下一個春天。



圖：美、英及歐元區 CPI YOY 走勢
資料來源：Bloomberg，2015/1-2016/10



國內外黃金期貨商品之運用

富邦期貨顧問業務科協理◎范炳杰

所謂黃金期貨就是以國際黃金市場未來某個時點的價格，作為交易標的的期貨契約，和一般的期貨商品一樣，採取保證金交易制度，期貨帳戶內需具備足夠的原始保證金才可進行下單。由於期貨具有高槓桿、低交易成本及多空皆可操作的特性，提供了黃金現貨擁有者一個最佳的投資及避險管道。目前交易量最大的就屬紐約商品交易所（COMEX）的黃金期貨（GC）（表1），最可代表黃金期貨脈動及走勢，為投資人提供了投機、套利及避險等各種交易目的之管道。

除此之外，芝加哥商業交易所（CME）則提供了微型黃金期貨（MGC），合約規格及原始保證金僅COMEX黃金期貨的十分之一，使得小額資金的投資人，亦能參與

黃金期貨交易，對提升黃金期貨交易市場的熱絡，助益頗大。紐約期貨交易所（NYBOT）則推出了大黃金期貨（ZG）及Mini黃金期貨（YG），讓投資人可根據個人資金狀況，選擇最適合約規格的黃金期貨進行投資，以上四種黃金期貨都是美國的交易所發行，因此都是以美元做為計價的單位，而且交割方式都是實物交割。

東京商品交易所（TOCOM）是日本唯一一家綜合商品交易所，有多種貴金屬期貨在此交易，光黃金期貨就有兩種合約規格，包括黃金期貨（JAU）及小黃金期貨（JAM），小黃金期貨目前原始保證金僅九千日圓，換算成臺幣不到三千元，進入門檻低，幾乎所有人都有投資參與的能力。TOCOM的黃金期貨，除了幣別是以日圓計



價之外，交割方式則和美國的交易所一樣，都是採取實物交割。

臺灣期貨交易所為了增加商品豐富性，並提供國內期貨投資人參與黃金期貨交易的管道，先是在2006年發行了以美元計價的黃金期貨（GDF），但交易量卻始終無法提升，發現原因在於國人對黃金價格多習慣以『臺兩』作為衡量單位，為了符合國人的交易習慣，於是在2008年發行了以新臺幣計價的黃金期貨（TGF），一口期貨的合約規格是10臺兩，終於見到黃金期貨成交量明顯放大，更曾在2009年初創下單日兩萬餘口的成交量，為臺灣期交所發行的新臺幣計價黃金期貨寫下新頁。

最後，為了增加國人參與黃金期貨的意願，在2009年發行了新臺幣計價的黃金選擇權（TGO），搭配黃金選擇權之後，讓黃金期貨的交易策略變得更加豐富，而且黃金選擇權的合約規格為5臺兩，剛好是黃金期貨合約規格的一半，在計算黃金期貨及黃金選擇權總部位的Delta更加簡便，進而增加投資人的交易意願。另外，臺灣期貨交易所發行的黃金期貨商品，除了結算方便及滿足國人交易習慣之外，結算方式比較特別，是以『現金交割』方式進行結算，這是最大的不同點，須特別留意。

上述各交易所的黃金期貨商品，雖然合約規格、交割方式、計價幣別及原始保證金

表1、黃金期貨及選擇權商品

交易所	商品名稱 / 代號	合約規格	交割方式	幣別	原始保證金	本地交易時間
COMEX	黃金 /GC	100 盎司	實物交割	USD	6,600	06:00~05:00 (次日)
CME	微型黃金 /MGC	10 盎司	實物交割	USD	660	06:00~05:00 (次日)
NYBOT	大黃金 /ZG	100 盎司	實物交割	USD	6,600	週一 06:00-06:00 (次日) 夏令週二 - 週五 08:00~06:00 (次日)
NYBOT	Mini 黃金 /YG	32.15 盎司	實物交割	USD	2,122	週一 06:00-06:00 (次日) 夏令週二 - 週五 08:00~06:00 (次日)
TOCOM	黃金 /JAU	1,000 公克	實物交割	JPY	90,000	早盤 07:45-14:15 晚盤 15:30-04:30 (次日)
TOCOM	小黃金 /JAM	100 公克	實物交割	JPY	9,000	早盤 07:45-14:15 晚盤 15:30-04:30 (次日)
TIFAX	黃金期貨 /GDF	10 金衡制盎司	現金交割	USD	750	08:45-16:15
TIFAX	臺幣黃金期貨 / TGF	10 臺兩 (100 臺錢、375 公克)	現金交割	NTD	29,000	08:45-16:15
TIFAX	黃金選擇權 / TGO	5 臺兩 (50 臺錢、187.5 公克)	現金交割	NTD	15,000 (A 值) 8,000 (B 值)	08:45-16:15



Feature Report

多所不同，但都有一個共同點，就是交易合約都是連續六個偶數月份，和一般期貨商品多為季月合約的交易模式有所不同，在交易黃金期貨商品時須多加注意。

影響黃金價格的因素

在經濟學裡價格是由供給和需求所決定的，在黃金供給面來看，影響因素包括黃金的存量、年產出量、新金礦開採成本、黃金

生產國的政經變化及央行的黃金拋售。隨著開採技術進步，黃金存量每年持續成長，開採成本則持續下跌。目前黃金主要開採國有中國、澳洲、美國、南非及俄羅斯，黃金價格和原油一樣，常會受到生產國政經動盪所影響，進而影響黃金供給。黃金是各國央行重要的外匯儲備工具，目前是繼美元、歐元、人民幣、日圓及英鎊之後的第六大硬通貨，重要性不言可喻，若美元走強，黃金避險需求下滑，就容易引動央行拋售潮，進而



圖 1、黃金期貨與美元指數走勢圖

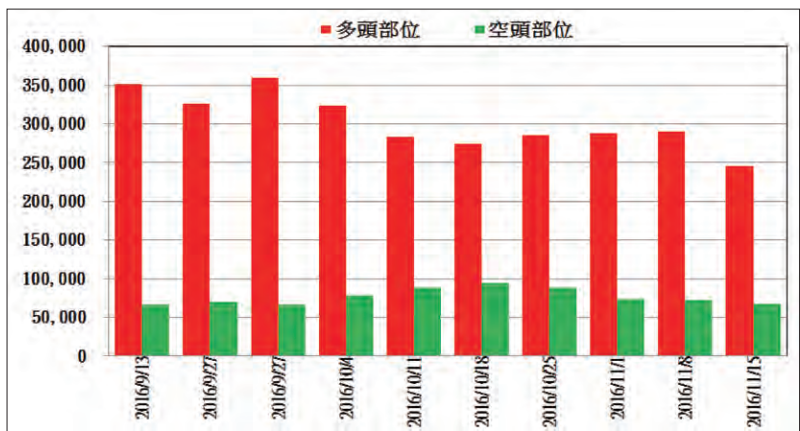


圖 2、CFTC 持倉比例



使得黃金價格走跌，這一點可從黃金與美元指數近一年多為反向變動可看出端倪（圖1）。

在需求面來看，包括了黃金實際需求量的變化、保值的需求及投機性的需求。實際需求量除了首飾外，在電子業也廣泛運用，在首飾方面，目前以中國及印度最具消費潛力。在景氣下滑及國際政治情勢緊張時，央行買進黃金的避險需求增加，也會帶動金價走漲。美國商品期貨交易委員會（CFTC）會固定在美東時間每週五下午三點半，公布期貨交易所在週二時非商業交易商的黃金期貨多空部位，這些非商業交易商的交易目的是『投機』，他們的部位調整會影響黃金期貨走勢，只是通常是黃金行情走勢的反指標，從圖2中可看出，自2016年9月中以來，非商業交易商黃金期貨部位以多頭居多，對應出近期黃金期貨大幅走跌。

其它影響因素包括了原油價格及其它貴

金屬價格走勢的影響，在高通膨的時代，黃金是最佳的保值資產，一旦原油價格高漲，將牽動物價上漲，保值的黃金價格亦將隨之走揚。另外，貴金屬走勢常呈現同向變動，若白金價格走漲，亦會引動黃金價格上揚。

黃金期貨的交易策略

在任何的金融商品交易裡，『投機者』的存在對交易量提升有功不可沒之影響力，黃金期貨投機者看多就買進，看空則賣出，然後操作的邏輯是什麼？卻攸關交易的成敗，其中有一個重要的關鍵，就在『籌碼』，SPDR ETF黃金持倉量（圖3）就是一種重要的籌碼指標，黃金ETF基金是指以黃金為基礎資產，進而追縱黃金現貨價格波動的金融商品，黃金期貨價格與SPDR ETF黃金持倉量呈高度正相關，可作為黃金期貨投機者重要的指標依據。

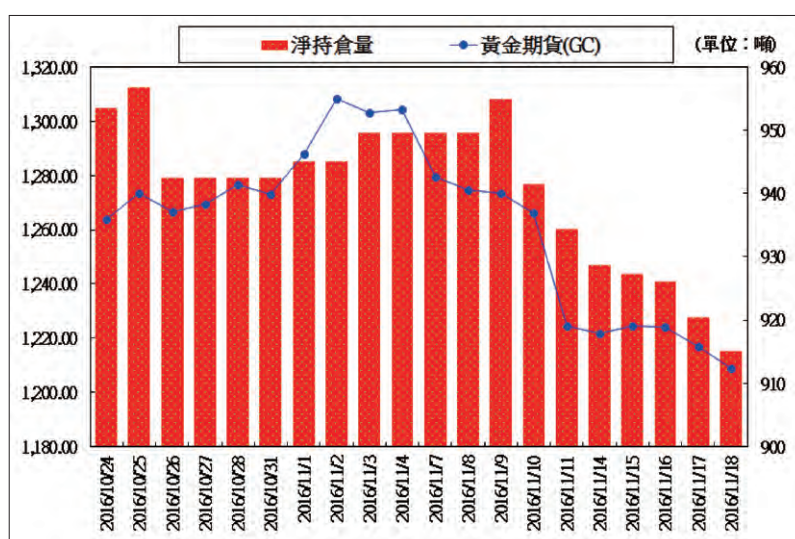


圖 3、SPDR ETF 黃金持倉量走勢圖



Feature Report

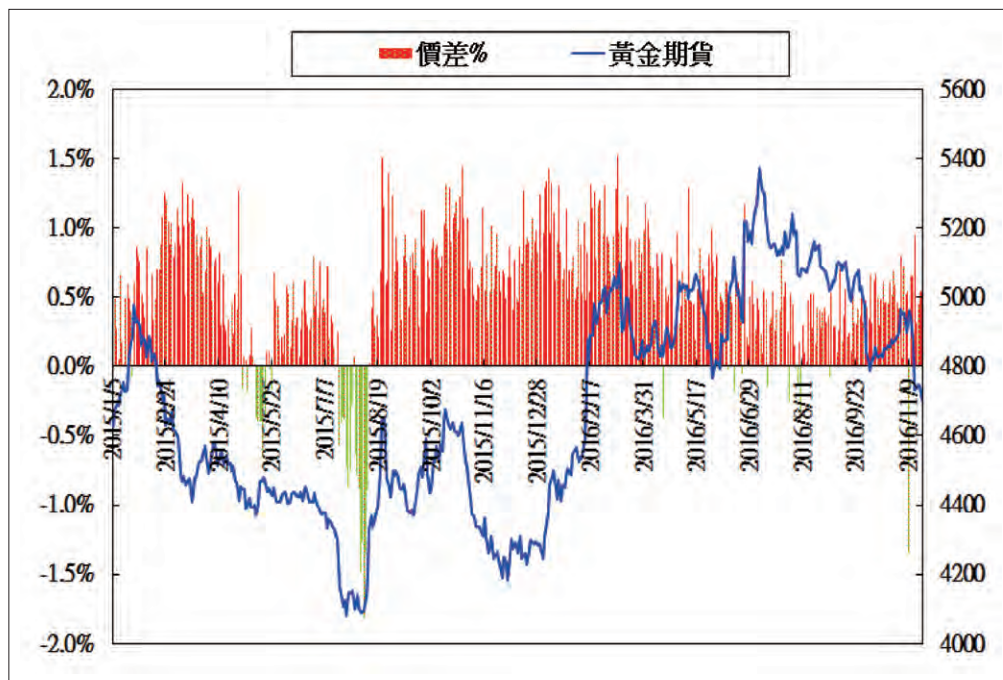


圖 4、新臺幣黃金期貨價差 % 走勢圖

套利交易是利用衍生性金融商品到期前與標的資產價格乖離過大時，進行買低賣高的穩賺不賠交易。東京商品交易所（TOCOM）的小黃金期貨（JAM）合約規格是黃金期貨（JAU）的十分之一，當兩種期貨商品價格產生差距過大時，可以一口黃金期貨（JAU）對十口小黃金期貨（JAM）的方式進行買低賣高套利。另外，近幾年黃金存摺頗為盛行，一般分成美元、人民幣或新臺幣作為計價單位，若是新臺幣計價的黃金存摺，則可利用新臺幣黃金期貨（TGF）多為正價差的特性（圖4），賣出高估的新臺幣黃金期貨，進行黃金期現貨套利交易。

紐約商品交易所（COMEX）的黃金期貨（GC）和紐約期貨交易所（NYBOT）的大黃金期貨（ZG），合約規格皆為100

盎司，當兩個市場的黃金期貨價格乖離過大時，則可買低賣高進行『跨市場商品交易』。

臺灣期貨交易所在2009年發行了黃金選擇權（TGO）之後，使得黃金期貨交易變得多樣且有趣，增加許多交易策略可供運用。較常見的有掩護性買權（Covered Call）及掩護性賣權（Covered Put），所謂掩護性買權就是買進一口新臺幣計價的黃金期貨，但認為漲勢有限，上檔有壓，則可在相對壓力區，賣出對應的履約價買權兩口（因新臺幣黃金期貨合約規格為10臺兩，黃金選擇權合約規格為5臺兩）。所謂掩護性賣權就是賣出一口新臺幣計價的黃金期貨，但認為跌勢有限，下檔有撐，則可在相對支撐區，賣出對應的履約價賣權兩口。



合法期貨商，讓您交易有保障；

杜絕非法期貨交易，打造投資好環境。



請認明

<http://www.futures.org.tw>



中華民國期貨業商業同業公會