



# 運用期貨強化資產配置

元大期貨資深協理◎陳昱宏

## 前言

過去市場所熟悉的資產配置大多侷限於股票或債券，且僅能偏多布局（針對放空部份討論甚少），故而本篇文章將部分資金配置延伸於期貨部位上，然這個配置不僅可創造避險效果，更能加大商品原有特性與彈性方面的選擇。

期貨市場含括商品非常多元（包括指數、外匯等金融商品，及金屬、農產品等大宗原物料），可直接提供給投資人進行資產配置的功能，同時進一步擴大商品布局上的彈性，為投資人不同的需求提供多樣性的選擇。此外，期貨商品在操作方面，多、空雙向皆可布局，且交易成本相對低，也能搭配不同交易策略進行不同市場的操作；投資人若善用期貨市場上的投資工具，搭配嚴格的風險控管，更能進一步參與多元的行情，這其中包括強調永續投資的臺灣永續期貨、提供彈性且多元的外幣保證金商品、低利寬鬆

環境支撐的黃金期貨與天候異常推升的農產品期貨等，這皆為投資人於配置可多著墨的重點，故而接下來將依序從這些商品的特點深入說明。

## 一、指數期貨資產配置

### 布局臺灣永續期貨，參與永續投資潮流

#### ESG投資浪潮方興未艾

近年來全球興起企業社會責任的投資浪潮，ESG為Environmental（環境）、Social（社會）與Governance（公司治理）的縮寫，為一個兼顧商業利益、社會、環境關懷的衡量原則。在環境保護議題上，包括空氣污染、工業廢水、綠色能源，皆是衡量企業的標準；社會責任則包括勞工照顧、工作安全、偏鄉回饋等；公司治理則強調財務透明、董事會結構、股東權益等。



ESG投資的篩選流程，不僅協助投資決策更具有長遠宏觀的角度，更可藉由投資改善社會與環境，促進永續發展。根據Bloomberg截至今年10月的統計（圖1），2020年流入全球ESG ETF的資金激增超過250億美元，推升ESG ETF資產規模較2019年倍增至450億美元；目前全球約有450檔ESG或與ESG相關的ETF，近5年複合成長率達到43%。

各國政府的退休基金亦陸續將ESG列入其投資的原則或標準，全球估計已有超過9兆美元的退休基金納入ESG相關標的，藉由政府政策推動的力道，奠定ESG的地位與發展；臺灣勞動部所屬的勞動基金運用局，2018年指定臺灣永續指數為投資標的，預計投資420億元予投信公司代操，目前釋出逾百億元。

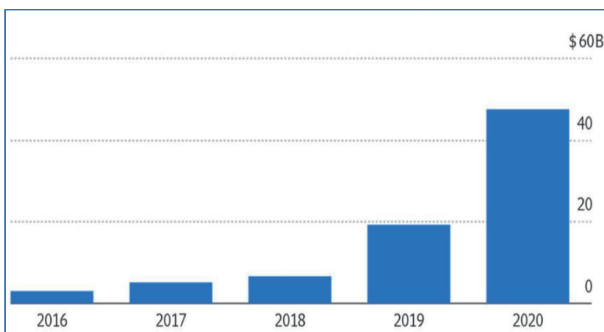


圖1、全球ESG ETF資產規模變化  
資料來源：Bloomberg；資料期間：2016-2020/10

### 提交永續報告公司EPS、ROE明顯勝出

ESG的推動可為企業經營之穩定度與聲譽帶來一定程度影響，除塑造企業的正向形象，穩定員工的向心力，並可增強股東的持股信心，進一步提升企業的競爭力，故愈來愈

愈多的臺灣公司重視永續治理的經營理念。根據CSRone統計，2019年臺灣共出版556本企業永續報告書，較2018年的528家成長了5.3%，其中上市櫃公司占了92.3%，2019年臺灣營收百大企業中，僅有9家企業未出版永續報告。此外，出版永續報告的上市櫃公司（圖2），2018年EPS為3.69元、股東權益報酬率（ROE）為8.66%，未出版上市櫃公司的EPS為2.14元、ROE為4.50%，出版永續報告的公司明顯較優，且過去5年皆是明顯勝出。

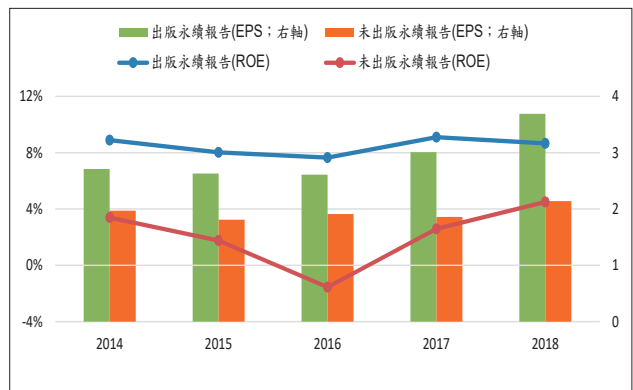


圖2、出版 / 未出版永續報告上市櫃公司之EPS、ROE比較圖  
資料來源：CSRone、YFRD；資料期間：2014-2018

### 臺灣永續指數追蹤符合ESG評鑑之中大型股

臺灣指數公司與富時羅素（FTSE Russell）合編的臺灣永續指數（表1），於2017/12/18推出，以富時全球指數系列之中大型股為編製基礎，進行ESG評鑑，並依自由流通市值加權，剔除最近12個月ROE為負的公司後。臺灣永續指數目前成份股共66檔，以2017/6/16為基期，基期指數為5,000，



# Cover Story

每年6月及12月進行成份股定期審核，並於審核月份第3個星期五收盤後生效。

根據富時羅素於10/30出刊的月報，成份股權重以台積電最高，達到37.81%，前十大成份股權重合計占63.35%；相對台積電在加權指數的權重為30.31%、前十大成份股權重合計46.34%，臺灣永續指數的權重分配更為

集中。此外，觀察2017/12/18臺灣永續指數推出後與加權指數的報酬表現（圖3），截至2020/11/25，分別為36.72%與30.76%，臺灣永續指數略勝一籌；就60日年化波動率，臺灣永續指數為16.19%，高於加權指數的15.41%。

表1、臺灣永續指數與加權指數比較表

項目	臺灣永續指數	加權指數
股票檔數	66	943
創立時間	2017年12月18日	1971年1月5日
基期	2017年6月16日 (基期 5,000)	1966年平均數
市值	20.21 兆元	40.42 兆元
計算方式	自由流通市值加權	總市值加權
指數編製公司	臺灣指數公司與富時羅素合編	臺灣證券交易所
特色	以富時全球指數系列之中大型股為編製基礎，進行 ESG 評鑑，並剔除最近 12 個月 ROE 為負的公司	反映臺灣證券交易所掛牌股票整體表現，為臺灣經濟櫥窗
台積電權重	37.81%	30.31%
前十大合計	63.35%	46.34%

資料來源：YFRD；資料期間：2020/11/25  
(註) 臺灣永續指數權重為截至 10/30 資料；加權指數則截至 11/25 資料



圖3、臺灣永續指數推出以來與加權指數走勢  
資料來源：CMoney、YFRD；資料期間：2017/12/27-2020/11/25  
(註) 以 2017/12/27 基期為 100



## 臺灣永續期貨提供交易與避險需求

考量永續（ESG）的資產管理規模不斷攀升，國人對於永續投資的概念與需求亦持續增加，臺灣期貨交易所於2020/6/8推出臺灣永續期貨（代碼：E4F）；其合約規格為指數×100元（表2），合約月份為3個連續月+3個季月，最小跳動點為1點=100新臺幣，漲跌幅與臺指期相同為10%，原始保證金與維持保證金分別為34,000新臺幣與26,000新臺幣，與小臺指期貨相當，故對於

資金有限的小資族而言，亦相對容易入手。

另外在多元投資的策略上，如果投資人擁有永續投資ETF的部位，則更可以利用臺灣永續期貨進行避險，或是利用價差交易策略，採用買賣不同月份的臺灣永續期貨契約進行跨月份價差交易，以及考慮買進（賣出）臺灣永續期貨，賣出（買進）小臺指期貨，或搭配其他商品，進行跨商品價差交易可能。

表2、臺灣永續期貨與小臺指期貨合約規格表

商品名稱	臺灣永續期貨（E4F）	小臺指期貨（MTX）
交易所	臺灣期貨交易所（TAIFEX）	
合約規格	指數 × 100 元	指數 × 50 元
合約月份	3 個連續月 + 3 個季月（3.6.9.12）	
最小跳動點	1 點 = 100 新臺幣	1 點 = 50 新臺幣
交易時間	08:45-13:45	08:45-13:45 15:00- 次日 05:00（T+1）
漲跌幅	10%	10%
最後交易日	合約月份第三個星期三	合約月份第三個星期三
原始保證金	34,000 新臺幣	33,250 新臺幣
維持保證金	26,000 新臺幣	25,500 新臺幣

資料來源：YFRD；資料期間：2020/11/26

## 案例：臺灣永續期貨突破盤整區間，偏多操作

7月3日，臺灣永續期貨近月突破盤整區間（圖4）；肇因時空背景是Fed延續寬鬆，市場期待美國新一輪疫情紓困，美股陸續反彈，故偏多布局永續指數期貨。假設7/3新倉作多1口8月份永續指數期貨（成交價5,740點）；8/12，永續指數期貨跌破十日均線，

先行獲利出場，平倉作空1口8月份永續指數期貨（成交價6,381點）；並假設手續費100新臺幣，不需期交稅，需準備1口保證金34,000新臺幣，則總計獲利63,900新臺幣，報酬率187.94%。

損益計算：

$$(6,381 - 5,740) \times 100 \times 1 - 100 - 100 = 63,900$$

$$\text{報酬率} = 63,900 / 34,000 = 187.94\%$$



# Cover Story



圖 4、永續指數期貨近月 K 線圖  
資料來源：CMoney、YFRD；資料期間：2020/6-2020/9

## 二、外匯期貨資產配置

### 美元貶值浪潮，匯率避險需求增

#### 新臺幣升值影響出口競爭力

2020年3月，新冠肺炎在歐洲與美國快速擴散，美國聯準會（Fed）繼3/3無預警調降利率2碼後，3/15再度無預警降息4碼至0-0.25%，儘管在降息當下，美元是不貶反升，但主要是受到市場恐慌情緒的帶動，隨後3/22聯準會祭出無限寬鬆，直接緩解市場美元的流動性緊張，避險買盤無法再對美元指數帶來顯著的支撐力道；後續美國也成為疫情最嚴重的國家後，資金便有部分由美國轉移到其他相對安定的市場（比如中國），造成美元逐漸滑落，2020年美元成為相對弱勢的貨幣。

然而，由於臺灣主要是出口導向，而新

臺幣在美元貶值之下而節節攀升，臺灣央行雖然力求匯率穩定，但為了避免被美國貼上匯率操縱國的標籤，也無法過度干涉匯率市場；截至11月底，美元兌新臺幣匯價在2020年累計約升值近4.3%，和其他亞洲貨幣相比，升值幅

度高於日圓、韓圓、新加坡幣、港幣、印尼盾和泰銖，低於人民幣的5.6%（圖5），這恐影響後續臺灣廠商的出口競爭力。

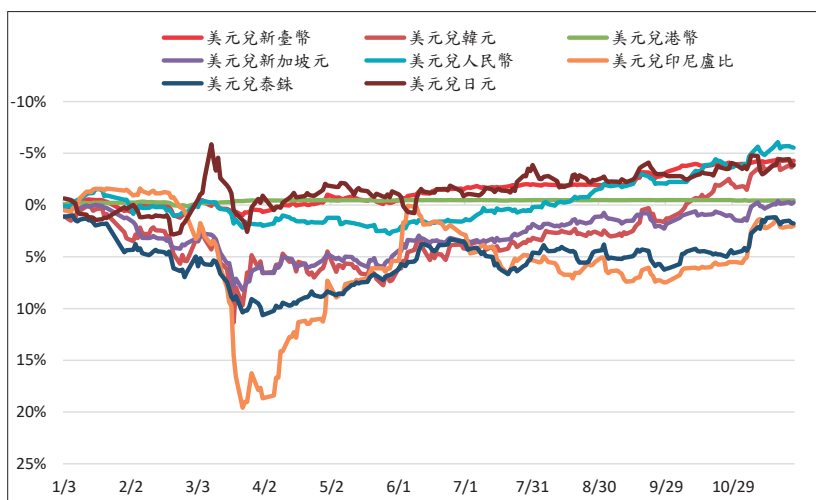


圖 5、2020 年美元兌各亞洲貨幣的累計升貶值幅度（Y 軸倒序）  
資料來源：Reuters；資料期間：2020/1~2020/11

在美元疲弱、新臺幣偏向升值下，對企業而言找到合適的避險工具便相當重要。一般而言，傳統匯率避險的方式幾乎都是採用銀行的遠期契約、換匯交易，以及換匯換利



等模式進行，不過上述的作法幾乎都是屬於店頭市場（OTC）的範圍，企業和投資人其實也可以利用公開市場發行的期貨合約進行避險，特別是近年臺灣期交所已經推出大量外匯期貨合約，包含美元兌人民幣、歐元兌美元、美元兌日圓等商品；除此之外，近年槓桿交易商興起，價差合約中的外幣保證金也提供各項貨幣兌商品，亦為可介入的選項之一。

### CME外匯期貨量能充分，為便利的避險工具

外匯期貨（Currency Futures）以外幣為交易標的，較活絡的商品為美元、歐元、英鎊、日圓和澳幣等，相對於傳統OTC避險商品，外匯期貨具有高槓桿、低交易成本、標準化合約規格以及高流動性優勢。

外匯期貨以外幣為交易標的，較活絡的商品為美元、歐元、英鎊、日圓和澳幣等，

相對於傳統OTC避險商品，外匯期貨具有高槓桿、低交易成本、標準化合約規格以及高流動性優勢。

美國CME集團為最具代表性的外匯期貨交易所，目前CME推出的外匯期貨商品超過60種，以歐元等主要貨幣兌美元期貨最具代表性；根據FIA統計的2019年全球外匯期貨合約交易量排名，歐元兌美元期貨（簡稱歐元期貨）交易量為CME外匯期貨中最高，全球排名則位居11名，其次為日圓、英鎊、澳幣、加幣、墨西哥披索、紐幣和瑞郎，全球排名位於10至40名之間，成交口數最低仍有數百萬口，最高的歐元期貨則超過5,000萬口，量能可謂相當充足；2019年全球外匯期貨總交易量高達25.97億口，占2019年整體期貨交易量的13.5%（圖6），僅次於指數和利率期貨，反映外匯期貨在期貨市場上具有重要地位。

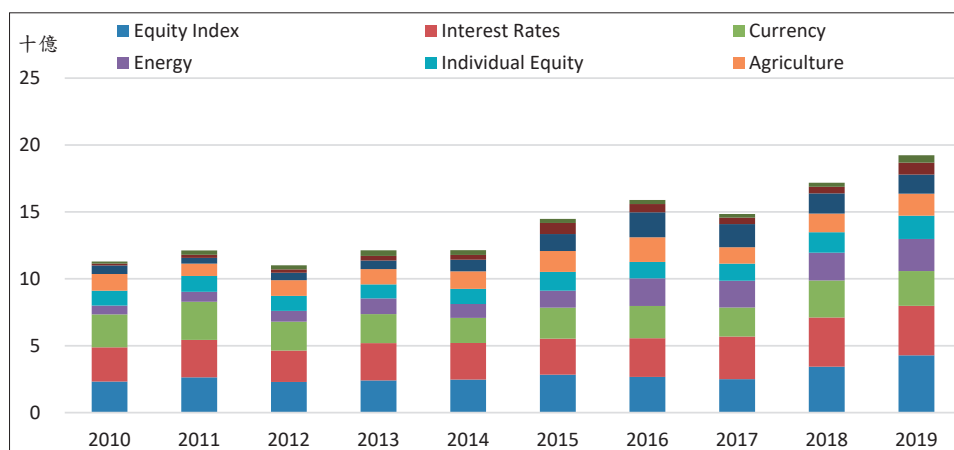


圖 6、2010~2019 年全球期貨成交量比較  
資料來源：FIA、YFRD；資料期間：2010~2019



## Cover Story

臺灣期貨交易所 (TAIFEX) 也發覺到國內對於外匯期貨的需求，因此積極設計新的相關商品，自2015年以來陸續推出大小美元兌人民幣期貨、歐元兌美元、美元兌日圓、英鎊兌美元和澳幣兌美元等商品，提供臺灣進出口貿易者和外幣資產持有者與交易人其他避險管道；根據臺灣央行於2020年9月統計 (表3)，在臺灣外匯市場

的交易中，新臺幣對美元交易金額約占整體的48.7%，其他第三方貨幣交易占比合計49.9%，其中美元對人民幣最高 (13.5%)、歐元對美元居次 (13.4%)、澳幣對美元、美元對日圓、英鎊對美元分別占比為6%、4.7%和3.2%，突顯臺灣期交所發行的外匯期貨商品，可以在對服務實體經濟上發揮一定效用。

表3、臺灣外匯市場成交金額與占比

新臺幣對外幣交易			第三貨幣交易		
	金額 (億美元)	百分比 (%)		金額 (億美元)	百分比 (%)
新臺幣對美元	3,478.2	48.7	美元對人民幣	963.0	13.5
			歐元對美元	954.5	13.4
			澳幣對美元	430.5	6.0
新臺幣對其他外幣	97.8	1.4	美元對日圓	322.7	4.7
			英鎊對美元	227.2	3.2
			其他外幣	660.9	9.1
合計	3,576.0	50.1	合計	3,558.8	49.9

資料來源：中央銀行；資料期間：2020/9

### 外匯期貨避險範例

假設一間臺灣企業於海外的分公司以美元為單位編列財務報表，預期在1個月後在收到5,000萬歐元的款項後交付客戶需要的貨物，對於這間企業而言，最大的風險便是歐元兌美元在1個月後貶值，導致自身出現匯損，在這樣的情況下可利用CME發行的歐元期貨避險。

首先要確立避險所需要的期貨部位口數，目前這筆5,000萬歐元的交易，其曝險的額度便為5,000萬歐元，此時利用曝險額度除以歐元期貨的合約規模便可計算出完全避險 (避險比率100%) 所需的避險口數：5,000

萬歐元/歐元期貨合約規模125,000歐元=400口

再假設2020/9/1歐元兌美元匯率為1.1916，代表5,000萬歐元貨款在9/1等同於5,958萬美元，為了保護自身收到的貨款金額，公司在9/1賣空CME的歐元期貨400口，合約到期月份為2020/12，期貨在9/1的價格為1.1936。

至10/1時，歐元兌美元匯率貶值至1.1746，5,000萬歐元的貨款價值由原本的5,958萬美元下降至5,873萬美元，出現85萬美元的損失，但此時放空的歐元期貨將出現獲利，10/1期貨價格為1.1763，期貨部位的



獲利為：

$$(1.1936-1.1763) \times 125,000 \times 400 = 86.5 \text{ 萬美元}$$

整體來看，在不考慮交易稅、期貨商手續費和可能的滑價成本下，利用歐元期貨避

險確實可以消除可能的匯損；如果情境更改為公司未來將付出5,000萬歐元的貨款，公司將面臨的是未來歐元兌美元匯率升值的風險，此時便改以偏多操作歐元期貨，同樣能達到避險的作用。

表4、運用歐元期貨避險案例（未考量交易稅、手續費、滑價）

日期	歐元兌美元匯率	5,000 萬歐元 換算美元價值	2020 年 12 月 歐元期貨
2020/9/1	1.1916	5,958 萬美元	Short 400 口 @1.1936
2020/10/1	1.1746	5,873 萬美元	Long 400 口 @1.1763
損益	-	-85 萬美元	86.5 萬美元

資料來源：YFRD；資料期間：2020/9-2020/10

### 外幣保證金可提供更彈性貨幣對交易

「外幣保證金交易」是利用財務槓桿原理，將資金放大倍數操作。客戶可於槓桿交易商的外幣保證金交易專戶存入一筆保證金

（Margin），以放大之額度在外匯市場中，利用匯率升貶的波動從事外匯買賣，賺取其中的差價利潤。

表5、外幣存款、外匯期貨和外幣保證金交易比較表

	外幣存款	外匯期貨	外幣保證金交易
多空限制	只能做多	多空皆可	多空皆可
結算周期	依存款約定	三個月	無結算日
手續費	無	有	依業者自訂
交易時間	依銀行規定	近 24 小時	近 24 小時
槓桿比例	01:01	1:1~20-50	1:1~100
資金門檻	中	中	低

資料來源：YFRD；資料期間：2020/11/26

外幣保證金合約由兩種外幣組成，分為商品貨幣及計價貨幣，合約金額根據貨幣對（Currency Pair）的商品貨幣來設定，每一手合約為10萬元商品貨幣（例如EUR/USD商品貨幣/計價貨幣），最小交易單位為0.01手。

雖然外匯期貨的交易受到市場歡迎，但

目前可供交易的外匯期貨商品類別相對受到侷限，不論是在CME或是臺灣期交所，都是以歐元、日圓、英鎊、澳幣等已開發國家和美元之間的貨幣對為主，但缺乏一般非美貨幣之間的貨幣對商品，而外匯保證金契約則提供較多樣化的貨幣對供投資人選擇，例如



## Cover Story

英鎊對美元或澳幣兌美元，甚至可以有歐元兌日圓、英鎊兌加幣和瑞郎兌日圓等沒有美元的貨幣對，相對較有彈性。

外匯保證金商品身為衍生性商品中的一員，具備低交易成本和高槓桿等交易特性，整理如下：

1. 進場門檻低：僅需準備少量保證金即可進場交易，當維持率低於100%時，仍具備平倉功能，低於75%會進行風險警示通知，低於50%才會進行強制沖銷。
2. 槓桿倍數高：依客戶屬性，可提供20~30倍槓桿倍數，專業投資人則無限制，讓投資人可以小搏大。
3. 流動性佳：近30家國際大型銀行提供流動性，不需擔心交易量過低使買賣價差過大，增添多餘交易成本。
4. 近24小時交易：外匯保證金全球24小時可交易，因此能在夜盤國際市場發生重大訊息時及時應對，避免在隔日開盤時出現價格跳空風險。

### 美元展望仍弱勢，留意以期貨避險機會

2020年在新冠肺炎的肆虐下，全球央行都以寬鬆政策應對疫情衝擊，且病毒進入第4季之後擴散速度加快，美國感染人數迅速上升，雖然輝瑞等生技公司在疫苗的研發上出現進展，但要大量接種疫苗依舊需要時間；即便疫情終結，在市場結構的改變下，部分工作職位將永久失去，因此短期內聯準會的寬鬆政策沒有退場跡象。目前名目利率受到聯準會壓制保持在接近0%的水位，寬鬆的金融環境、以及未來疫情結束後可能出現報復性消費，將使通膨預期逐漸提高，進而讓實質利率走低，甚至降到負值（圖7）；在這樣的情況下，美元便較無吸引投資人的誘因。

整體來看，美國實質利率偏低，美歐利差也保持低檔（圖8），加上2021年預期美國新政府將進一步擴大支出來因應疫情衝擊，多重利空導致美元不易打破弱勢格局，臺灣出口廠商依舊有匯損壓力，可多思考以外匯期貨或相關衍生性商品避險的機會。

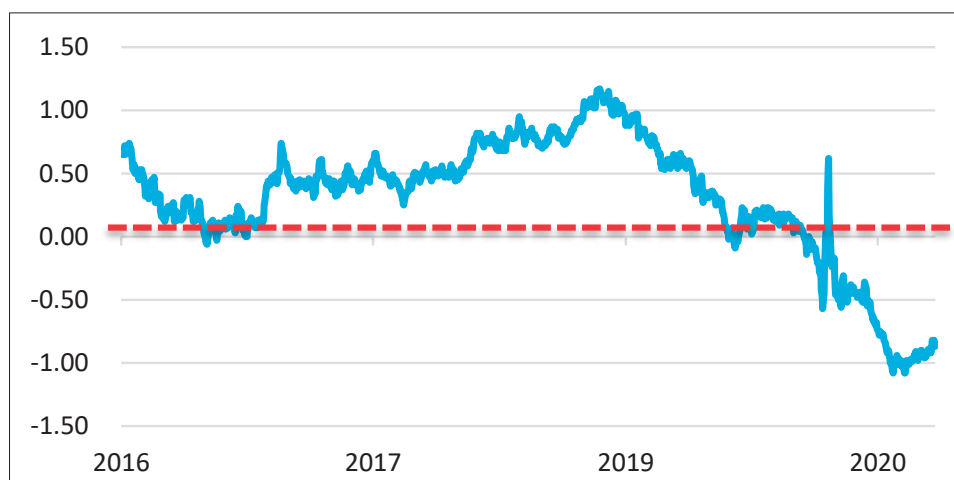


圖7、美國10年期公債實質利率(%)  
資料來源：Reuters；資料期間：2016/1~2020/11



圖 8、美歐 10 年期公債殖利率差和美元指數 (%)  
資料來源：Reuters；資料期間：2018/12~2020/11

### 三、黃金期貨資產配置

#### 金市風起雲湧，配置長短皆宜

#### 黃金烏雲下的曙光

2020年新冠肺炎促進全球寬鬆刺激政策，帶動黃金一度站上歷史新高，雖然11月美國新一輪刺激法案遲遲無法推出，同時疫苗希望逐漸成形，加上美國總務署告知拜登可開始交接程序，跟道瓊指數首次突破30,000點里程碑，均直接推動投資人蜂擁入手風險更高的資產，以及拖累黃金回調，不過低利環境以及通膨預期仍將持續提供黃金支撐，中長線展望依舊偏正面看待。接下來同步檢視影響金價的四大因素，分述如下：

##### 1. 寬鬆低利帶動避險保值買氣

一般來說，黃金的驅動因素主要可分為經濟擴張、市場風險、機會成本，以及趨勢動能；經濟成長期有利於金飾消費、科技用金和長期儲蓄需求，而市場風險往往會提振作為安全避風港-黃金的投資需求，在歐美

疫情持續發燒的情況下，經濟展望難言樂觀，就給予投資人利用黃金避險的理由。

與此同時，避險替代品，如債券和美元的價格也會影響投資人對黃金的態度，因此在市場利率偏低的時候，黃金持有的機會成本相對下滑，便容易吸引投資人目光，根據美國國會預算辦公室（CBO）報告顯示，未來數年美國公債殖利率將處於非常低的水準；投行-高盛也指出，金價將持續走高的一個原因是預期美國公債計入通膨的實質殖利率將繼續下滑，預期未來5年美國公債的實質殖利率平均將為-2.1%，相比當下水準還有進一步下滑的空間；加上Fed至2023年將維持低利環境，這對於黃金來說不啻是一大利基。

##### 2. 正面情緒穩住陣腳

另一方面，資本流動、投資部位和價格趨勢也可以提振或抑制黃金的表現，根據世界黃金協會（WGC）數據顯示，10月全球黃金交易所交易基金（ETF）持倉增加20.3噸至創新高的3,898.6噸，這已經連續



## Cover Story

第十一個月增加（圖9）；1-10月全球黃金ETF持倉累計增加1,022噸，已經創下歷年的最大成長，此前紀錄為2009全年增加646公噸。除此之外，美國商品期貨交易委員會（CFTC）數據顯示，截至11/17當周，黃金淨多單增加11,534口（4.8%）至25.13萬口，

創下4個月來新高。黃金投機者在過去7周時間，多數時間均加碼多頭部位，黃金押注已經連75周保持在20萬口之上，時間可追溯至2019年6月，或可說明市場對於黃金價格看好的正面心態。

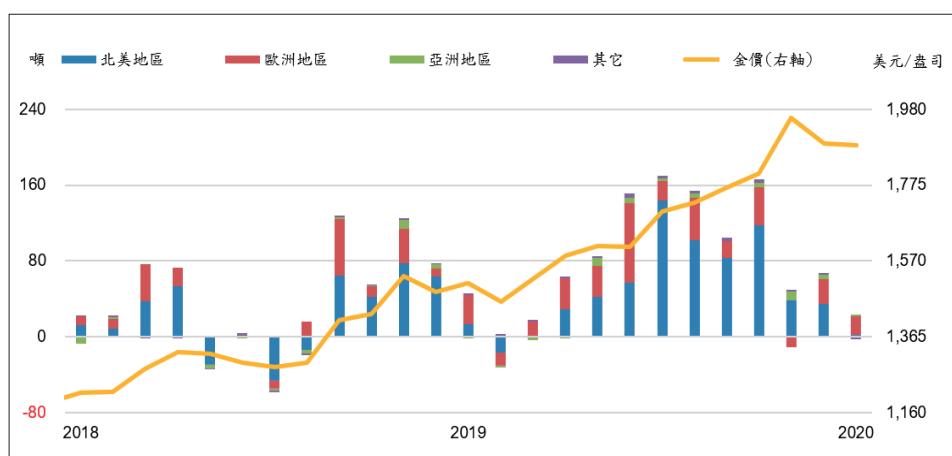


圖9、全球黃金ETF持有量變動  
資料來源：WGC；資料期間：2018/10~2020/10

新冠肺炎疫情對經濟造成嚴重衝擊，最初市場預期經濟會迎來快速的「V型」復甦，但目前市場預期正轉化成更緩慢的「U型」復甦，甚至更有可能是「W型」復甦，由於不確定性仍高，有可能會對投資組合產生持久的影響，因此黃金投資需求得到4大驅動因素中的3個支撐，即高風險和不確定性、機會成本較低，以及積極的價格動能。

### 3. 供給面利基提供支撐

從更長遠的角度觀察，黃金產量下滑以及生產成本提高也是推升金價的主因，目前金礦商必須耗費更多資金才能發現新的金礦，並且金礦的含金量也在下滑，預計10年後全球的黃金產量將只有目前的一半。全球

數據公司（GlobalData Plc）表示，由於2020年第二季全球疫情導致礦業生產中斷的影響，2020年全球黃金產量預估將年減1.7%，其中全球最大黃金開採國-中國2020年前三季黃金產量為262.93噸，年減4.51%，2020-2029年的金礦產量成長更將幾乎停滯，預期年均成長率僅有0.1%，相比過去10年的年均成長率則高達2.7%。中國的黃金產量成長受限，主要由於政府的環保查核更趨嚴格，導致小型礦場關閉，以及中國國內金礦的含金量下滑的影響。

### 4. 黃金的戰略性價值

黃金作為一種戰略性資產也是資產配置優選，其長期報酬率、流動性和低相關性都



有利於整個投資組合的表現，簡而言之~透過添加黃金可以提高投資組合的風險調整後收益。黃金不論經濟好壞皆有其投資價值（圖10），過去於風險事件發生期間，加入黃金避險與大盤相比都能使報酬變高，以及最大回檔縮小。除此之外，黃金還受益於其

龐大的全球市場，據統計投資人和各國央行持有的實物黃金價值約3.7兆美元，此外透過交易所或場外交易的衍生品還有9千億美元的規模；金市的龐大規模和深度意味即使在嚴重的金融壓力時期，黃金的流動性也不會枯竭，意即黃金常用在長期資產配置。

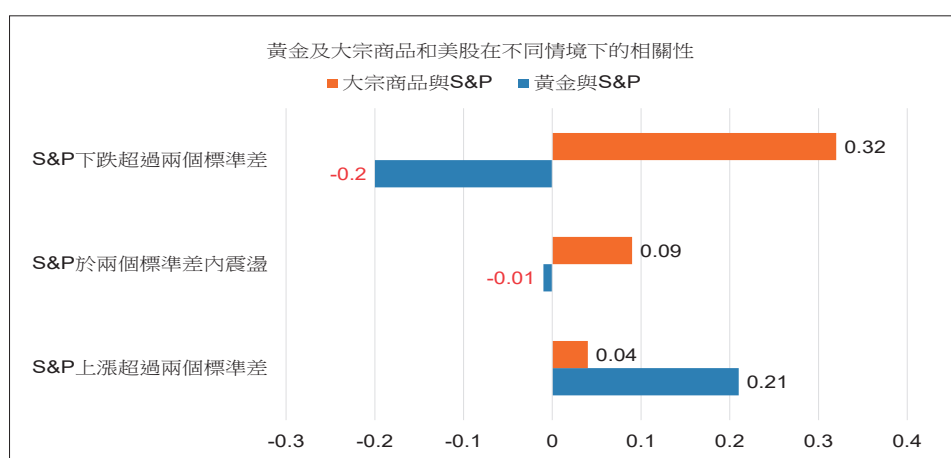


圖 10、黃金及大宗商品和美股在不同情境下的相關性  
資料來源：Bloomberg；資料期間：1971~2019

### 黃金在多元化投資組合的重要地位

目前全球疫情以及政治與經濟的不確定性形成一個有利於金價的環境，而長期來說，全球繼續維持在一個低利率的環境，也就意味著持有黃金的機會成本降低，同樣亦有利於黃金投資需求的增加。與此同時，拜登預計將祭出大規模刺激措施，以緩解疫情大流行的經濟影響，黃金被認為是對付通膨和貨幣貶值的工具，可能因大規模刺激措施受益。

綜合以上，全球利率降低、地緣政治風險仍高，以及國際貿易緊張局勢使得投資人希望為其投資組合進行避險，在股市價格波動太劇烈之際，投資人還能用黃金來適當降

低風險。高風險和持有黃金的機會成本低，這兩點一直是整體上重要因素，2020年迄今美國公債殖利率交易大幅下降，降低了持有黃金的相對機會成本，都使黃金成為更具吸引力的投資。

### 四、農產期貨資產配置

天災人禍皆連引爆，農產期價直接吸金

#### 農產品期貨多樣性

常聽見的農產品期貨有黃豆、小麥及玉米期貨（黃小玉），不過農產品的品種不僅如此，其還包含身上衣服需要的棉花、飲食



## Cover Story

中添加的糖以及具有提神功能的咖啡等，可交易的產品十分多元化，因此除芝加哥商品交易所（CME）的黃豆、小麥與玉米外，洲際交易所（ICE）的棉花、11號糖、咖啡期貨都是市場矚目的商品。

另一方面，中國三家期貨交易所中，大連商品交易所與鄭州商品交易所皆以農產品期貨交易為主，大連商品交易所交易的品種有黃豆、大麥、玉米等期貨；鄭州商品交易所商品品種有小麥、綠豆、紅小豆、花生等。大商所交易商品廣泛，為中國最大的農產品期貨交易所，全球各地交易的農產品期貨品種相當多元，也吸引相當多的參與者投資。

### 天氣激發農產品期貨動能

2016年，南美洲黃豆產區降雨量偏低，而當時為黃豆作物水分需求敏感時間帶，因降雨延遲可能會損害黃豆生長，而推升黃豆期價，短短兩個月內，讓黃豆期貨飆漲近30%。2018年，美國最大棉花產區-德州發生乾旱，中國新疆地區天氣不穩定，以及印度的棉鈴蟲及雨量偏低的影響，都大幅縮減全球棉花供應量，美國棉花期貨價格也在兩個月上漲近20%。

大多作物從播種到收成皆會受到天氣影響而牽連價格波動。就美國冬麥看來，冬麥於秋天播種，深冬中成長，因此種子必須在嚴冬大雪的保護下生長，若出現暖冬的現象將使蟲類得以滋生並吃掉種子，影響隔年的收成；此外，冬天若過短對冬麥的生長也是

一種傷害，因為過早的融雪將導致冬麥根部在春天的發芽期受到霜害，亦會影響收成量；最後冬麥的收成期，則需為乾熱天氣，過多的雨量和低於一般的氣溫都不利於冬麥的收割。

全球天氣皆可能放大農產品價格波動，尤其對農作物的供應面造成威脅時，有機會為農產品期貨價格帶來相當大的行情，因此在參與天氣異常的行情上，也能布局於符合氣候異常條件的農產品期貨上，更能利用下述天氣的相關議題來進行配置的擇時。

### 反聖嬰現象蠢蠢欲動

發生聖嬰或反聖嬰現象皆有機會對農產品價格造成劇烈波動，各地漁獲、肥料、穀物及畜產等產量也可能發生變化，將直接影響到世界各地各種期貨市場的價格。聖嬰與反聖嬰現象是來自美國的氣候預報中心（CPC）的定義，假設ONI（Oceanic Nino Index，即3個月的平均指標，簡稱Nino3.4指標，為赤道中太平洋部分區域的平均海面溫度和氣候平均值的差），數值連續5個月高於（低於）攝氏+0.5（-0.5）度，定義該段時期為聖嬰（反聖嬰）事件（圖11）。ONI指數持續往-1靠近，顯示2020下半年可能發展為反聖嬰現象，此外，美國國家海洋暨大氣管理局（NOAA）表示，第四季反聖嬰現象將逐漸形成，可留意各地氣候概況對農產品價格帶來的行情。

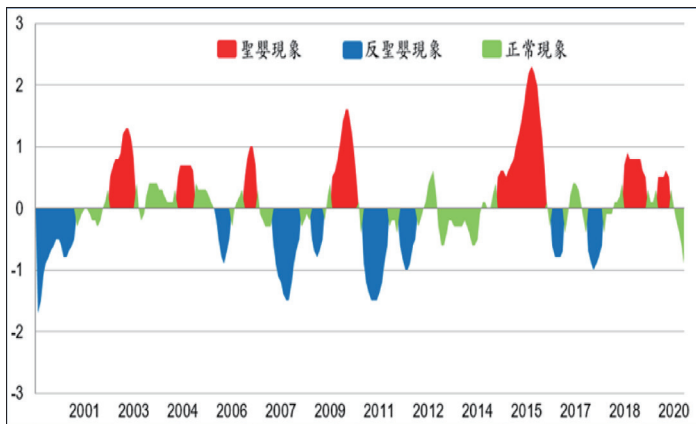


圖 11、ONI 指數  
資料來源：CPC、YFRD；資料期間：2001-2020

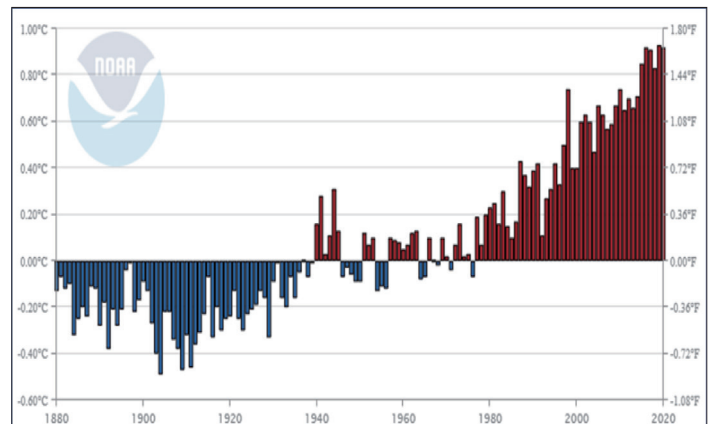


圖 12、7 月均溫與基期（1901-2000 年）均溫之差  
資料來源：NOAA、YFRD；資料期間：1880-2020

### 全球暖化加劇供應風險

極端天氣影響全球帶來影響甚大，包含天然災害、飢荒與糧食短缺、森林大火與霾害、農業損失、漁場改變等，尤其全球氣溫逐年升高，可能對美國、巴西、阿根廷、澳洲、中國與印度等為重要農產品國家帶來嚴重影響，導致價格上漲，如2019年澳洲森林大火導致當地肉類、水果和蔬菜以及牛奶的價格上漲，因此可留意各地氣候概況對農產品價格帶來的行情。

2019年，全球各地出現高溫，大部分地區的氣溫皆高於一般水準，顯示暖化正持續發酵，並對全球帶來影響。根據NOAA數據顯示~近年7月氣溫較長期7月的均溫有逐步墊高的趨勢（圖12），突顯全球均溫上升的速率相當快，若加上聖嬰或反聖嬰現象，可能會加劇農產品產量前景下滑的風險。

### 美國穀物產區乾旱

美國三大重要穀物分別為黃豆、小麥與玉米，下半年為美國黃豆與玉米的重要生長階段，然而美國黃豆與玉米產區8月開始面臨天氣高溫及降雨偏低的情況，導致作物良率持續下滑。根據美國農業部（USDA）數據顯示，10月中下旬，美國黃豆良率僅為63%，低於8月中旬的74%，玉米良率也僅為61%，低於8月中旬的71%。USDA連續兩個月調降2020/21年度美國黃豆與玉米產量預估（圖13），美國黃豆產量預估值為1.13億噸，低於10月預估值1.16億噸與9月預估值1.17億噸，美國玉米產量預估值則為3.68億噸，低於10月預估值3.73億噸與9月預估值3.78億噸，黃豆與玉米的產量風險升溫，激勵穀物價格大幅上升，開啟2020年下半年農產品市場的想像空間。



## Cover Story

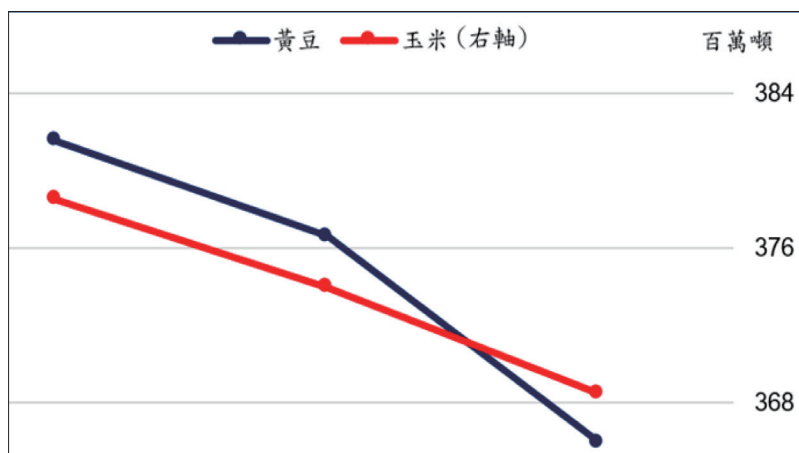


圖 13、美國黃豆、玉米產量預估  
資料來源：USDA、YFRD；資料期間：2020-2021  
(註)11F 表示 11 月預估值

### 供需市場穩健推動

除美國產區乾旱之外，南美洲主要產國-巴西與阿根廷黃豆、玉米播種初期也因降雨不足，土壤缺乏水分，不利黃豆、玉米作物播種進展，市場對於南美洲黃豆產量前景有所擔憂，更激勵農產品價格進一步的攀高。需求方面，中國生豬存欄量自2019年底開始走上復甦之路，對於穀物飼料需求大幅提振，刺激進口需求，激勵美國穀物出口量能進一步攀升。因此在市場推動之下，有利農產品價格向上發展，且2020年下半反聖嬰現象逐漸形成，增加對南美洲穀物產量的威脅，布局上也能加以配置農產品期貨，參與天氣變異帶來的行情。

### 結語

『期貨』本身就是靈活性相當高的商品，且市場與商品的多樣性能夠符合不同投

資人的需求，這點除了能與世界接軌外，更是建構投資組合的利器，配合期貨商品幾乎涵蓋全球金融與原物料，利用相關的期貨工具，能夠讓整體部位配置上更具彈性，也可提供不同市場偏好的投資人在部位上做到多種配對，伴隨著多空雙向的操作，將更能因應變化快速的金融/商品市場。

將期貨配置於資產建構已逐漸成為一種趨勢，如本文提到的指數/外匯期貨、外幣保證金商品、黃金期貨與農產品期貨等，均可為投資人進行策略布局的標的選擇；期貨市場在未來也會有更多元的商品推出，發展可以更有想像空間，搭配傳統的投資組合，有利投資人資產價值長期獲得更穩定的成長。

