



從全球通膨與升息談期貨業的挑戰與機會

兆豐期貨總經理◎凌壩宏

近年，全球經濟的熱門話題持續圍繞在通貨膨脹和升息這兩件事情，在此環境中期貨業應當仔細思考在經營上可能的發展機會，以及如何因應面臨的挑戰，讓期貨業者不管是從現在還是未來，能為金融市場做出實質貢獻。

回顧2008年，金融危機席捲全球，美國作為世界領先的經濟體也深受其害。在經濟衰退加劇、失業率上升、股市暴跌讓美國經濟陷入嚴重的危機。為了有效處理前述問題，美國聯邦準備理事會（Federal Reserve System，簡稱Fed）採行了量化寬鬆貨幣政策（Quantitative Easing，簡稱QE），透過大量購買政府債券和其他資產（如房地產證券和企業債券）的方式，向金融體系注入大量資金，從而增加銀行體系的流動準備以降低短期利率、刺激貸款和消費支出促使經濟成長。Fed在量化寬鬆貨幣措施奏效後，分別在2010至2011年再度執行量化寬鬆貨幣措施QE2，2012年至2014年執行QE3，2020年至2021年執行QE4。Fed持續印鈔票提供貨幣流動性的政策下，供給與需求兩方面漸

漸產生變化，低利率的資金大量流入金融市場，股票與債券價格隨著水漲船高。在美國貨幣政策的引領下，全球的股票市場與債券市場如獲甘霖，一路多頭上衝。機構投資人和一般投資人雨露均霑，賺得鉢滿盆滿。（某種程度上高漲的價格應該可以算是股票/債券的通膨(或是泡沫)---過多的金錢追逐有限的商品或勞務）。

在全球資本市場一片榮景下，通貨膨脹的隱憂開始從隱蔽處竄出，終至蔓延全球。

2018年美國認為中國在貿易上存在著不公平行為，特別是中國政府在知識產權保護、市場進入障礙、支持國有企業和外資需轉移技術等方面存在問題，這些不公平行為有損美國企業的利益。因此，美國政府透過



圖 1、長榮海運股價走勢圖

加徵關稅方式企圖迫使中國改變貿易政策。中國方面則認為美國的關稅措施是保護主義，對中國出口產品和全球貿易體系造成嚴重傷害，中國跟著出手對美國進口的部分產品徵收報復性關稅，緊接著引發美、中雙方更多關稅貿易衝突，這場貿易戰爭加劇了兩國間政治緊張局勢。始料未及，美國關稅報復行為意在懲罰中國，然而在加徵關稅後卻提高了世界工廠（中國）進口到美國商品的價格，變相懲罰了美國家庭。

2019年底Covid-19新冠病毒疫情開始，次年疫情延燒全球，世界衛生組織發布多項規範和指南，指導各國政府和衛生機構控制疫情傳播，其中為了避免醫療資源的浪費在個人防護和保持社交距離等控制措施上，減少了人群與工作活動。特別是世界工廠的中國以清零作為疫情管控原則，封城防疫措施限制人群活動，同時也大幅度限制了經濟活動，尤其是港口運輸量能大幅下降。在供給

速度大幅低於需求的情況下，2021年上半年線上貨運平台Freightos的即期價格數據顯示，從中國到美國西岸的貨運價格飛漲，每FEU（40英尺集裝箱）價格落在1萬5000美元左右，是疫情前的10倍。貨運費用增加則反應在運輸業的收益上，國際航運股票也因而出現暴漲，我們以長榮海運為例2019年底每股12.4元到2021年7月最高價233元，足足漲了17-18倍。運輸費用與人力成本的遽增最終還是會反應在商品價格上，價格因素終究會轉嫁到需求者身上，所以後續物價上揚是明顯可期的。

緊接著2022年2月24日，因地緣關係爆發了俄羅斯與烏克蘭之間的戰事，其中俄羅斯是歐洲主要能源供應國，供應的天然氣占歐洲進口的40%、原油占進口的24%，戰爭因素推升天然氣和能源價格，進一步加大歐洲整體的通貨膨脹，對消費者及企業造成壓力。此外，戰事爆發後，俄羅斯海軍對黑海港口



Cover Story

實施封鎖，由於烏克蘭是世界最大的糧食出口國之一，該封鎖動作也導致全球糧食價格飆升；西方國家為了協助烏克蘭抵抗俄羅斯軍事行動，以美國為首的聯盟提供物資與軍備給烏克蘭，也直接影響到避險資產貴金屬如黃金、能源與食物等原物料價格的變動。

美國Fed面對不斷升高的通貨膨脹壓力，不得不採行購債縮表以及快速升息的動作對抗通膨，這些舉動則讓全球資本市場出現巨大變動。

前述過程中，美國直接或間接受到：①量化寬鬆貨幣政策QE，②美、中相互進行關稅報復行動，③Covid-19新冠病毒全球防疫，④俄、烏戰爭影響，美國的國內物價一路攀高引發通貨膨脹疑慮，美國2021年1月消費者物價指數年增率為1.39，核心消費者物價指數為1.41，到了2022年1月消費者物價指數年增率為7.60，核心消費者物價指數為6.07，分別成長了5.4倍和4.9倍。促使以控制通貨膨脹為目的聯邦準備理事會不得不採取行動，快速反轉寬鬆貨幣政策，於2021年11月3日正式啟動購債縮表動作；並且進一步於2022年3月起強勢升息（升息日期如後，2022年：3/17、4/4、6/16、7/28、9/22、11/3、12/15；2023年：2/2、3/23、5/4），連串收縮銀根的操作下，一年期美國公債殖利率由2022年3月17日1.230%走高到2022年12月30日的4.722%，加速升息讓美元強勢升值（美元指數從2022年3月17日98.016，上揚到2022年8月28日112.711漲幅15%），參

圖2。然而Fed的縮表與加速升息對資本市場而言不啻是從爐灶抽出柴火，緊接著往火裡澆水一般，急速冷卻市場熱度，造成美國股票市場（2022年道瓊跌幅22.4%、標普500跌27.5%、那斯達克跌幅36.3%）與債券市場（2022年十年期債券跌16.5%、30年期長債跌26.5%）出現崩潰情況，短短兩年之間市場多、空交替一片哀嚎。國際金融市場在美國馬首是瞻的引領下，面對升息與強勢美元，全球絕大多數國家的匯市、股市、債市也出現了同病相憐的窘境。觀察2021年與2022年金融市場變化，大部分金融業者與投資人確實會有從雲端跌落谷底的感覺。

期貨業面對國際間通貨膨脹與升息兩大問題，衍生的機會何在？答案是在具備流動性的期貨交易中，進一步擴大避險需求者參與期貨市場，架構一個現貨市場的避險防護體系，有效服務實體經濟。

反觀，同樣面對通貨膨脹與升息兩大變數，國內期貨業的情況又是如何呢？回答這個問題前需要了解期貨的本質，以及期貨交易的特性。具體而言，期貨是從現貨衍生出來的金融工具，本質上：一、是用來預購、預售未來到期的現貨標的；二、是用來規避現貨標的價格風險的工具。期貨主要的交易特性包含：1.可以做多、做空雙向操作（看漲做多買進，看跌做空賣出，靈活操作）、2.保證金交易（可以運用財務槓桿，提高操作效率）、3.集中市場交易（買賣雙方集中在期貨交易所進行買賣，成交價格透明）、4.結算機構每日結算損益（每日結算持倉部

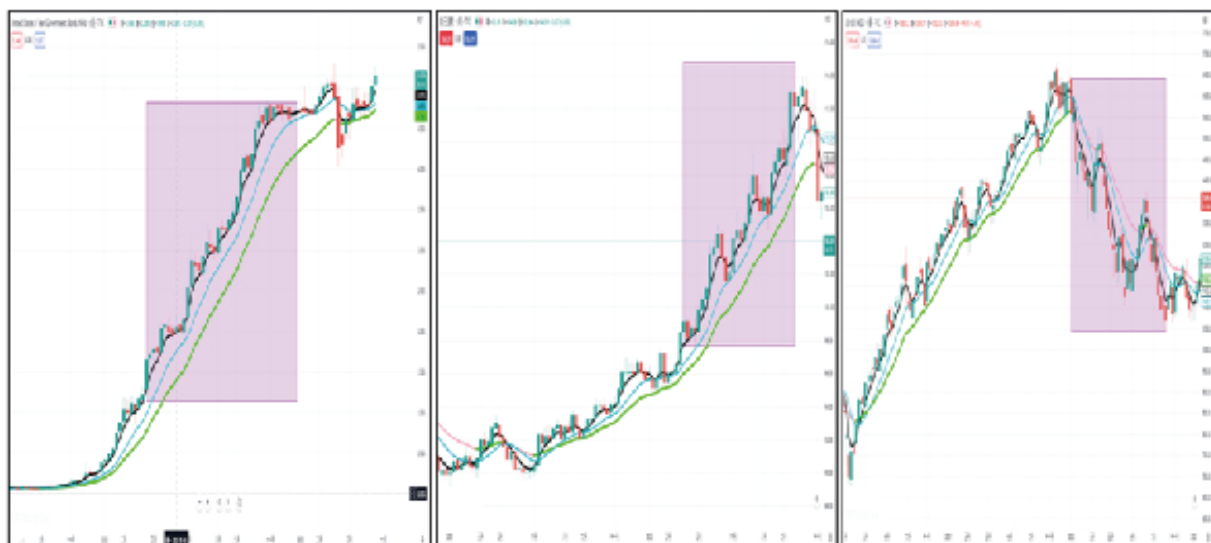


圖 2、一年期美國公債殖利率、美元指數、美國那斯達克指數走勢圖

位損益情況，便於掌控資金變化）。

綜合前述期貨的本質與交易特性，可以知道期貨市場的功能之一是用來輔助現貨市場，但是現貨市場體量與金額龐大，期貨市場要去對應龐大的現貨體系自然需要運用財務槓桿，擴大資金使用效率，否則現貨需求與供給者很難以有限的資金利用期貨交易來進行現貨避險等操作。此外，現貨需求者與供給者到期貨市場進行避險操作時，若期貨市場交易量不足則運用期貨反而會是另一個風險。所以，期貨保證金交易制度有效提供期貨參與者自行考量財力，運用財務槓桿以小博大著手期貨投機交易，在企圖賺取價差

利益的同時也承擔了價格變動的風險。在投機交易人士持續的參與下，期貨市場交易量擴大，才能讓現貨供給者/需求者放心利用期貨市場來進行預購、預售或是避險操作，如此一來期貨與現貨市場才能串連成一個完整的防護體系。2022年國內股票市場對應2021年的日均量(成交金額)大幅減少36.13%，但是國內期貨市場2022年日均量1,562,880口較2021年僅減少2.77%，如同前述所言期貨市場的交易量已擴大到一個規模，提供期貨業另一個有利的機會，這個機會就是進入到「執行引導現貨市場的避險需求者，投入期貨市場串聯成一個完整的防護體系的階段」。

項 目	量	2021 年	2022 年	差異
國內證券市場	日均量（億元）	4,778	3,052	-36.13%
國內期貨市場	日均量（口）	1,607,386	1,562,880	-2.77%



Cover Story

通貨膨脹與升息提供金融市場關注的焦點，讓現貨避險的議題再次浮現，期貨業者如何進一步推廣這項業務服務，後續仍舊是一項大挑戰！

2022年因應通膨所衍生的升息動作，過程中並非突發的意外狀況而是有跡可循的。整個過程美國聯邦準備理事會在相關會議上持續強調通貨膨脹的風險太高，購債縮表與加速升息勢在必行，所以這次股票市場與債券市場的多空轉折位置，相信市場中絕大部分的人都看得出來，可以預先做好避險準備，可是最後為何又一一中招呢？簡言之，金融市場還是對期貨避險功能與期貨操作存在著三種情況：即「不知（不知道期貨可避險）、不懂（知道期貨可避險，但是沒弄懂）、不用（知道期貨也懂期貨避險，卻不使用）」，到目前為止如何進一步去改善這些情況依然是期貨業的共同挑戰。期貨業一路筆路藍縷希望能將前三者轉化為「知道、懂了、會用」，讓期貨業能夠實實在在地去服務現貨市場，到目前依舊是業務推廣的挑戰重點所在。至於如何引領避險需求者投入期貨市場？可考量幾個方法：1.從學校金融相關系所的教育養成著手，提供市場的學習案例和演練，讓企業未來的財務人員或是領導人能夠具備規避風險的知識和能力。2.辦理法人機構財務人員講習，進行步驟式實務演練駕馭期貨避險操作。3.期貨業者強化交易與避險操作系統，便利交易人與機構法人使用。

其實不管有沒有通膨？有沒有升息？這次的通膨與升息過程，只是再一次突顯多數人對於期貨仍存在著「不知、不懂、不用」的問題而已。市場風險一直存在，以臺灣股市為例，過去2000年網路泡沫跌67%、2008年金融海嘯約跌60%、2011年歐債危機跌28%、2015年跌28%、2020年Covid-19疫情發生跌30%、2022年通膨與升息跌了32%。相較現貨買進持有策略，期貨可以雙向操作（做多買進，做空賣出），因此期貨就像是一劑止痛藥，當現貨市場出現買進持有策略下不了車的痛苦情況時，期貨交易可以協助下車（放空賣出規避風險），然而這個有效的避險管道，目前絕大部分的參與者還是不太會使用。簡單來講，當現貨市場出現風險時，不有效去運用期貨這顆止痛藥，現貨市場就只好一路痛到底了！

對於未來而言，金融市場除了黑天鵝、灰犀牛外，或許還會有其他顏色的動物跑出來，所以如何讓投資人「知道、懂了、會用」期貨這項金融工具，是極其重要的課題。期待未來當金融市場再次出現洪水猛獸時，市場上的參與者可以藉由期貨操作規避價格變動風險，減少損失或是確保利益，讓期貨業好好發揮期貨交易、避險與價格發現的三大功能，進一步對現貨市場以及實體經濟作出實質的貢獻。

CNFA