

市場推廣 Marketing

期貨助攻銀行業 資產管理之避險有效性

上海商銀 財務金融事業部 金融交易主管 黃意晴

前言

2024年已進入最後一季，回顧今年，金融市場持續被美國Fed的利率決策牽引著，因為美國Fed何時開始啟動降息周期，將攸關貨幣政策的鬆緊程度，2023年市場預期Fed利率在2024年會下調到3.50%（請見圖1），但因美國整體經濟表現佳、通膨的黏著度大於預期及中東地緣政治等因素，讓美國Fed的降息節奏整整延後一年，從圖2了解市場已將美國Fed利率的3.50%目標調整至2025年底，這樣大的轉變，當然會影響資產管理者的決策與避險方向，畢竟對以資金流做為交易量養分的股市而言，Fed利率政策偏鴿或偏鷹，都將牽動股市的敏感神經；利率的升降也影響到當地的貨幣價值，升貶趨勢自然被引導出來，而銀行業最大的資產部位通常以國內外債券為主，負債部位則來自浮動利率的存款或發債結構，因此利率波動的震盪起伏，也將直接影響銀行業資產價值與負債成本，另從圖3可以看出美元指數（藍色線圖）與美國2年公債（橘色線圖）亦步亦趨的走勢，因此銀行業交易室必須時時針對股市、債市及匯市進行三管齊下的盯梢，主動積極的運用相關避險工具，才能讓資產負債管理的避險效益有效的提升，而期貨在避險策略上就扮演著重要的角色。



圖1、2023年Bloomberg預期Fed Fund Rate 2024年底在3.50%

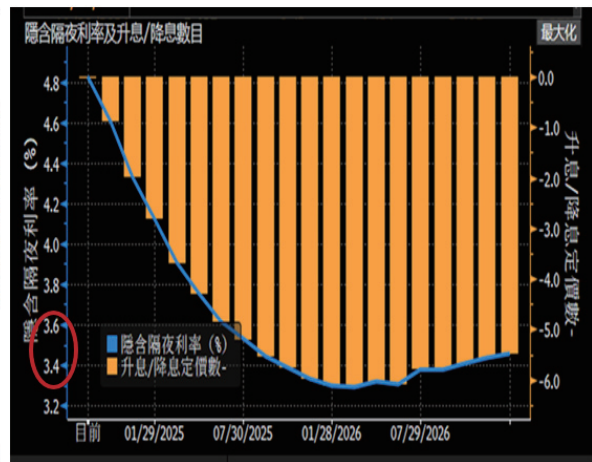


圖2、2024年Bloomberg預期Fed Fund Rate 2025年底也在3.50%

資料來源：Bloomberg

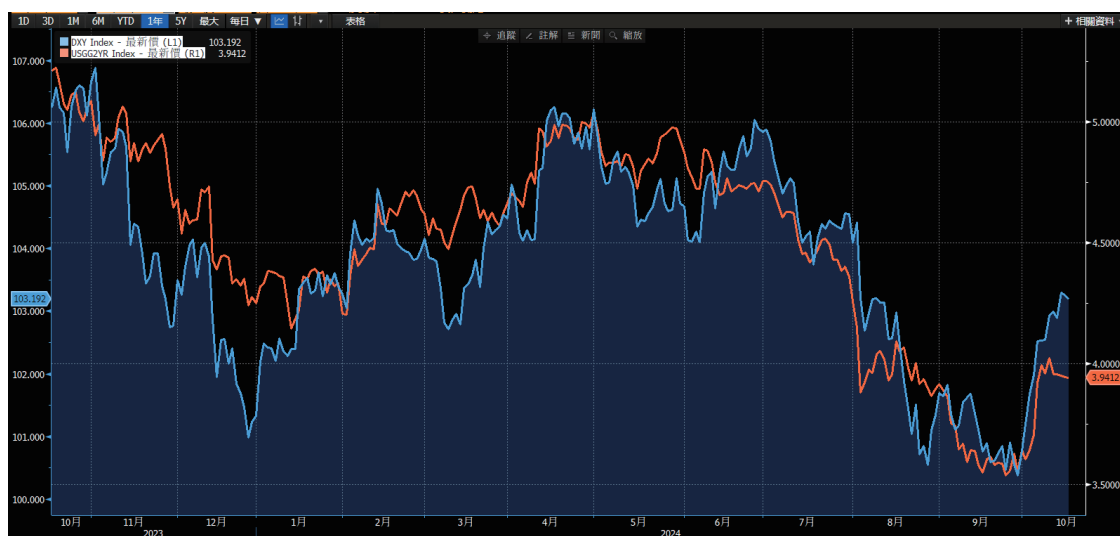


圖3、2024年美元指數（藍色線圖）與美國2年公債（橘色線圖）亦步亦趨的走勢
資料來源：Bloomberg

如何透過期貨來助攻銀行業資產負債的避險管理

一、銀行業資產負債的會計分類

銀行業的資產負債分別放在銀行簿（Banking Book）及交易簿（Trading Book）中，若是銀行簿，表示主要的相關會計科目會放在OCI（其他綜合損益）中，OCI科目產生的Mark to Market評價數，無論是放在股市、債市或匯市上，皆會影響銀行淨值數，牽動隔年的配股配息策略，另銀行簿及交易簿中需要入損益表的項目，則攸關損益預算的達成率KPI，因此能對當年整體（OCI+PL）的操作績效產生保護力的期貨避險策略，更顯重要，請見表1之分析。

表1、銀行簿/交易簿 資產部位對淨值及損益影響分析表

資產項目	銀行簿			交易簿
	股權	債券	外幣自有資金 ^[註]	股權/債券/外幣
MTM評價數	入OCI，影響淨值	入OCI，影響淨值	入OCI，影響淨值	皆入損益表
部位平倉	入OCI，影響淨值	入損益表	入損益表	
利息收入	入損益表	入損益表	入損益表	
期貨避險	無論被避險標的在銀行簿或交易簿，皆入損益表			

註：1.銀行簿的外幣自有資金，主要來自成立國外部時的外幣鋪底資金、對海外分行或子行的外幣長期投資等。

2.依2023.12.7金管會函令，銀行業對其他金融相關事業之重大投資（例如海外子行），依對應扣除法，可全額自資本項下扣除。代表外幣資產會影響淨值的評價數（MTM），可扣除重大投資，讓需要被避險的外幣資產部位大幅降低。以上海商銀為例，依新函令扣除對香港子行的投資數，歸入被避險需求的美元資產部位只剩原有3%，大幅降低匯率對淨值的影響數及避險成本。

二、哪些期貨工具可運用來提升銀行業損益表項下資產避險的有效性

(一) 股權類資產

由於過往股權類的操作績效，除了股息外，皆入OCI淨值數中，讓交易員無立即面對停損的壓力，造成在OCI的保護傘下，領取高股息成為交易唯一目標，交易的積極度與專業度，自然容易被模糊看待，因此近年來銀行交易室也傾向在銀行簿外，另外加開股權類的交易簿，以捕捉較短天期的市場變化，透過事件前後進場次數與交易積極度的提升，為股權類交易增闢一條損益來源。在此背景下，股權類的期貨避險工具，即有其存在的必要性，加上有特定分類族群的ETF，交易量已經不可同日而語，在臺灣上線的ETF就有264檔，其中國內股權占30%、國外股權占32%、債券類占34%及商品外匯類占4%，ETF百花齊放，已成為投資的主流之一，以相對應分類族群的期貨做為避險工具，必能受惠達到互相拉抬交易量與流動性的雙向目的。另期貨工具的選擇必須考量其每日交易量，因銀行業的資產部位大，避險工具是否具備流動性是考量的重點。

1、建議的期貨工具如下

表2、針對銀行業資產類中臺灣股市的期貨避險工具

臺灣股市		
資產類別	現貨	ETF
避險可採用之期貨工具	1. 臺指期貨(TX)/期權(TXO) 2. 個股期貨(STF) 3. 新加坡交易所-富時臺灣指數(TWN)	1. 電子期貨(TE)/期權(TEO) 2. 金融期(TF)/期權(TFO) 3. ETF期貨(ETF)/期權(ETC)

表3、針對銀行業資產類中外國股市的期貨避險工具

外國股市				
資產類別	國別	現貨		ETF
避險可採用之期貨工具		臺灣期交所	國外期交所	國內發行
	美國	1. 美國那斯達克100期貨(UNF) 2. 美國道瓊期貨(UDF)	1. 小道瓊指數期貨/期權(CME-YM) 2. 小S&P指數期貨/期權(CME-ES) 3. 小那斯達克期貨/期權(CME-NQ)	同左
	日本	3. 東證期貨(TJF)	4. 小日經指數期貨/期權(大阪-JMN) 5. 日經指數期貨(新加坡-SSI)	
	中國		6. 恆生指數期貨/期權(香港-HSI) 7. A50指數期貨(香港-MCA)	

2、善用臺指期貨的鉅額交易功能

臺指期貨最大的交易量都是落在近月中，流動性也最好，但銀行的資產管理上，並非只有單純的短天期進出的交易簿目的，也希望搭配有更長天期及單筆較大胃納量的避險工具，因此可利用臺灣期交所的鉅額交易相關規定，達到提升避險有效性目的。

(1) 鉅額交易相關規定

A.交易時間：同各期貨交易契約交易時間。盤前不接受鉅額交易之買賣申報。

B.適用商品各契約之最低買賣申報數量：

* 單式委託：臺股期貨同一契約為100口，或臺指選擇權同一契約為200口。

* 組合式委託

a.臺股期貨與臺指選擇權的組合式委託。

b.鉅額交易之契約若為同標的之選擇權及期貨組合，組合中僅要求每個選擇權契約皆滿足最低買賣委託口數即可。

c.舉例：交易人欲執行Delta Trading，該組合包括臺指期貨（TX）及臺指選擇權（TXO），兩者標的均為「臺灣證券交易所發行量加權股價指數」，則只要每個選擇權契約皆滿足最低買賣委託口數200口即可，期貨契約無需達100口。

(2) 交易概況

A.臺指期貨部分

平均每月鉅額交易口數為12,781口，鉅額遠月合約平均為5,220口，約略半數鉅額交易皆為遠月合約。

B.臺指選擇權部分

平均每月鉅額交易口數為17,284口，而遠月鉅額交易合約平均為9,350口，約占全月鉅額交易的54%以上，其中遠月賣權平均為4,349口，就數據來看，遠月賣權交易也大約占比遠月鉅額合約的一半左右。

C.依圖4與圖5的統計表可得知，以口數的市場胃納量來看，若銀行每月做一次200口的臺指期貨遠月買進賣權的鉅額交易，約略占市場4%的遠月鉅額交易量或是占市場1%的鉅額交易量，顯示鉅額交易的流動性並不差，是銀行業在做臺股資產部位避險時可納入考量的工具之一。

(二) 債券類資產

如前述內容，債券類一直是銀行業的重要資產類別，但回首過往在新冠疫情下，全球央行資金大寬鬆的後遺症發酵，讓全球通膨逐步飆升，美國10年公債一路從2020/3/31 0.35%，飆升至2023/10/31 5.015%（如圖6），債券市場走了近4年的空頭，也是銀行業資產管理單位近年最餘悸猶存的一段顛簸之路，因為債券資產部位在OCI的評價數，面臨巨額的淨值負數，也讓交易員上了寶貴一課，債券期貨的避險需求也就時勢造英雄的崛起。

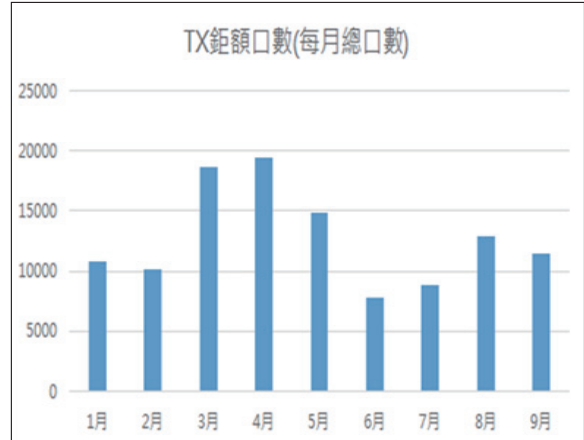
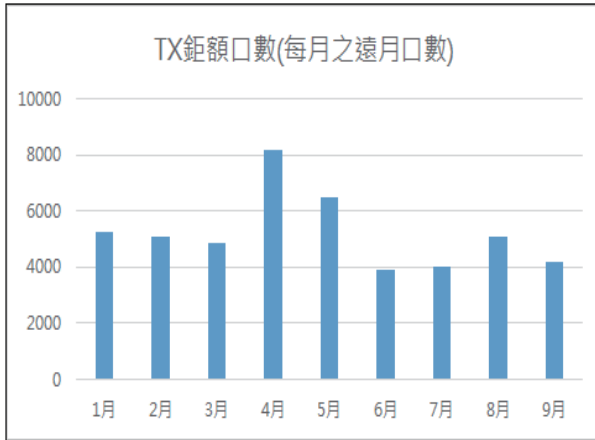


圖4、臺指期貨鉅額口數之遠月交易統計圖

圖5、臺指期貨鉅額交易之每月口數統計圖

參考資料來源：臺灣期貨交易所



圖6、美國10年期公債月線走勢圖

資料來源：Bloomberg

1、利率升降對債券評價的影響

表4、利率波動對債券資產部位的影響數

債券種類	利率走勢	固定利率債券 (風險因子DV01)	浮動利率債券 (投資)
利率上揚	MTM評價	損失	-
	利息收入	-	增加
利率下滑	MTM評價	獲益	-
	利息收入	-	減少

* 債券MTM評價數還攸關長短期券種之間的利率變化，本表是單純假設持有之。

* 固定利率債券皆為5年以上的中長期債券的可能影響。

2、建議的期貨工具如下

由表4看來，利率上揚對持有大部位固定利率債券的資產配置，將帶來極大的負數影響，無論是在投資淨值或交易損益上，對管理者而言，也必須面對各式的風險管控壓力，另在利率下滑時，雖有利於固定利率債券的評價，但對銀行業持有的浮動利率債券而言，入損益表的利息收入也會有立即減少的隱憂在，因此善用期貨工具來進行利率風險的規避，才能在利率震盪的市場中，維持資產管理品質與操作績效的重要方式之一。表5為規避美元債券利率風險上，市場主要的期貨避險工具。

表5、針對銀行業資產類中美元債券的期貨避險工具

資產類別	美元債券	實際DV01年限
避險可採用之期貨工具	10Y美國中期債券期貨/期權 (CME-TY)	6.5年~10年
	5Y美國中期債券期貨/期權 (CME-FV)	4.25年~5.25年
	2Y美國中期債券期貨 (CME-TU)	1.75年~2年
	長期美國10Y債券期貨 (CME-UN)	9.5年~10年

由於美元債券期貨都有部位池，造成實際DV01<期貨名稱年限之交易現況，所以想進行債券部位完全避險時，必須精算實際的DV01，才能達到預定之效果，以10Y美債為例，UN對10Y美債現貨的避險效果一定會優於TY。

3、美債期貨之價差交易

另債券資產管理者，如果對利率曲線的陡峭（steepen）或平坦（flatten），有想法時，也可利用ICS價差交易所，進行相關債券期貨的價差，如圖7。

代號	名稱	買進	賣出	成交價	漲跌	成交量
TFY2412	+1TU/-1FV2412	0'00.250	0'00.375	0'00.250	▲0'00.250	654
TUF2412	+5TU/-4FV2412	-0'00.125	0'00.000	0'00.000		375
TAF2412	+3TU/-2FV2412	-0'00.250	-0'00.125	0'00.000		1
TUT2412	+2TU/-1TY2412	-0'00.125	0'00.000	-0'00.125	▼0'00.125	485
TUX2412	+3TU/-1TN2412	-0'00.250	0'00.125			
TUB2412	+4TU/-1US2412	-0'00.125	0'00.250			
TUL2412	+6TU/-1UB2412	-0'00.375	0'00.000			
FIT2412	+2FV/-1TV2412	-0'01.00	-0'00.50	-0'00.75	▼0'00.75	209

圖7、ICS價差交易所的公債價差交易價格

資料來源：群益期貨

（三）外幣類資產

銀行業常因籌設海外分行或子行而必須保有外幣的自有資金，再加上外幣債券投資與

外幣資金調度產生的息收，都會逐步累積成可觀的外幣部位，因此當USD/TWD匯率發生變化時，就會影響到外幣部位的評價，及兌換成新臺幣的價值，進而對淨值或損益表產生負面的影響，但因規避匯率風險的外匯期貨工具，常面臨交易量不足的問題，主要的原因是外匯現貨市場太成熟，或是外匯期貨習慣用美元做為清算貨幣的緣故，匯率交易價格常面臨需要用現貨匯率的倒數，如大家最熟悉的日圓匯率就是一例（ $USD/JPY = 150$ ，外匯期貨報價 $= 1/150 = 0.006667$ ，報價以6667呈現），因此降低了投資人的參與意願，也拉高交易門檻。接下來將介紹二項交易流動性還不錯的匯率期貨工具，以期協助外幣類資產能有間接或部分避險的效果。

1、建議的期貨工具如下：

(1)美元指數期貨（ICE-DX）

美元指數包含了6種貨幣，如圖8，一次避險就可以規避6種貨幣的匯率風險，降低了匯率的避險成本，且其將美元視為商品，買賣方向很直觀，不會讓使用者陷入是否需要採用匯率倒數的焦慮中，是使用美元指數來直接規避美元風險的優勢。

但其EUR的占比達57.6%，對美元指數的影響過大，且包含臺灣所處亞洲地區之相關貨幣只有日圓，所以對USD/TWD部位的避險屬於間接效益，一年內USD/TWD1個月期NDF（白色線）與美元指數DXY（橘色線）相關係數日線圖（如圖9），平均落在65%左右，今年最高還來到75%，相關係數意外的高，也獲得不錯的避險效果。

指數	名稱	價格
1) DXY	DXY美元指數現貨	103.204

DXY驅動者	名稱	權重(%) ↓
2) EUR	歐元	57.6
2) JPY	日圓	13.6
2) GBP	英鎊	11.9
2) CAD	加幣	9.1
2) SEK	瑞典克朗	4.2
2) CHF	瑞士法郎	3.6

圖8、美元指數的組成貨幣



圖9、USD/TWD 1個月期NDF與美元指數相關係數日線圖

資料來源：Bloomberg

(2)印度盧比期貨（新加坡交易所-IU）

關於亞洲幣別相關的外匯期貨，基本交易量都不大，流動性欠佳，但新加坡交易所的印度盧比期貨，異軍突起，逐步獲得了極佳的交易量與流動性，成為USD/TWD部位可間接避險的另一個選擇，雖然印度盧比處在東南亞，與東北亞貨幣的相關性稍有落差，但依過往經驗，外資在亞洲區的投資動向與時機，不會差異太大，都著眼在區域的整體獲益。如圖10過去一年USD/TWD1個月期NDF（白色線）與印度盧比1個月期NDF（橘色線）相關係數平均落在35%左右，最高也來到47%，有不錯的避險效果。



圖10、USD/TWD1個月期NDF與印度盧比相關係數日線圖
資料來源：Bloomberg

結語

綜觀以上分析，銀行業資產負債管理的先行要素，就是先做好金融環境的總經面基本分析，搭配技術面的解讀，以尋求金融資訊判讀的正確性，才能進一步搭配流動性充足的期貨避險工具來助攻管理績效，必能在每年復始的金融震盪中，獲取優於預期的操作表現，無論是對銀行簿（Banking Book）的淨值貢獻，或者是交易簿（Trading Book）的損益挹注。

本篇以過去交易經驗為基礎，分享如何將股權、債券及外幣等三大類資產，透過尋求適合搭配的期貨工具，來提升資產管理的避險有效性，雖然在會計上會有淨值正負數與期貨避險損益無法互抵的狀況（已被指定為可使用會計師認可的避險會計除外），但就銀行資產管理的制高點上，也有達到降低銀行整體部位市場風險的效果，並非因避險結果無法互抵就忽視避險的必要性，也是筆者想表達更為積極的資產風險管理概念。

希望本篇文章能提供金融先進或同業，腦力激盪的機會，共同為健全目前金融市場的交易環境戮力前行，以達到現貨與期貨雙贏的管理目標。

