

利率期貨之交易策略研討會

探討利率期貨諸多面向

◆撰文／董珮真 攝影／鄭人和

今年1月2日掛牌交易的「十年期公債期貨」，是國內第一檔利率期貨商品。這項金融商品的上市，對投資人提供了很好的避險管道。期貨公會特別邀請了台灣期交所企劃部經理邱文昌、如意期貨經紀業務部協理江士堅、大華期貨經紀業務部資深經理黃怡中、中信期貨顧問部協理許庭禎、元大京華期貨楊明樺、元富期貨王永慶、日盛期貨研究部經理吳佳鴻等業界資深人士，深入剖析利率期貨的市場面、操作面、投資與投機面、套利與避險面，以提供業界作為參考。

我國公債期貨制度

我國的債券市場，在八十年代整體買賣金額合計為3.7兆元，到了92年1至10月合計已達173.4兆元，成長超過36倍。其中買賣斷交易的比重逐年上升，87年之前比重多在10%以下，到了92年佔整體債券交易比重為62%，單月買賣斷金額達10.4兆元（中央登錄公債佔97.84%）。每日平均交易金額（買賣合計）截至92年10月，已超過5,000億元。

台灣期交所企劃部經理邱文昌指出，目前各年期公債的發行頻率是以二、五、十及

二十年期為主。在市場交易面上，從91年先開始實施指標公債的電腦議價制度，並推動「中央公債主要交易商」新制度，九家交易商已於92年上線，有助於債券報價機制更趨健全。櫃買中心並於91年實行債券融券制度，並規劃成立中央登錄公債債券中心。

發展利率期貨需要具備的條件，除了標的市場本身條件成熟外，市場規模足夠與價





◆理事長王中愷期許利率期貨有好發展。

格波動程度高也是要件。在相關配合上，還需要公債發行面逐漸規律化，其中包括定期適量發行、增額發行等機制運作，使交易籌碼相對穩定。至於交割券源的問題，由於債券中心即將上路，加上現貨市場流動性高，交易人有多種管道取得債券，交割券源應可無虞。

國外債券期貨市場

美國CBOT的公債期貨產品最為完整，包含二年期、五年期、十年期等美國中期債券期貨，以及最長的三十年期美國政府債券期貨。其中最活絡者，為三十年期美國政府債券期貨，日平均成交量超過二十萬口，其次為十年期中期債券期貨。

德國EUREX主要商品包括有長期歐元債券（Euro-BUND Futures）、中期歐元債券期貨（Euro-BOBL Futures）、以及短期歐元債券期貨（Euro-SCHATZ Futures），

成交量大幅領先CBOT債券期貨。

英國Euronext-LIFFE1988年即推出德國政府公債期貨，直到1998年被EUREX超越。目前主要之債券期貨為英國政府債券期貨，其交易量於2002年排名在第九位。

日本1985年推出之十年期政府債券期貨最為活絡，2002年名列全球第十大，1988及1996年分別推出二十年期及五年期的債券期貨。澳洲SFE在1984、1988年分別推出10年期、3年期之政府債券期貨，以3年期政府債券期貨最為活絡。雖採用現金交割，交易量仍頗為活絡，2002年居成交量第七位。

韓國在1999年9月甫推出3年期政府債券期貨，雖市場起步較晚，然近期成長迅速，2002年已直逼SFE之3年期公債期貨。

公債期貨提供風險轉移 增進市場效率，預測利率走勢

邱文昌指出，公債期貨之經濟效益，在於提供風險轉移（risk transfer）之功能。在利率下跌時以多頭避險，買進公債期貨避險，來鎖定投資報酬率。在利率上漲時以空頭避險，鎖定現貨價格波動之風險，避免利率上漲導致持有債券部位價值下跌。投資時還須注意，調整投資組合之存續期間（Duration），預期利率下跌時，應拉長投資組合之存續期間，以增加收益；反之，應縮短投資組合的存續期間，減低因利率上升所造成的損失。

公債期貨之公共利益，不只提供規避利率波動風險之管道，還可增進公債發行市場之效率，與公債次級市場之效率及參與層

面，並協助冷門債券之流通。同時還可吸引國外資金加入我國公債市場，協助建構有效殖利率曲線的預測利率走勢。透過期貨市場交易資訊之揭露，現貨市場的參與者能立即得知期貨市場交易資訊，作為於現貨市場進出之重要參考。

公債期貨交易以保證金交易，且由結算機構保證交割，無違約風險，可使市場資金之配置與流動更有效率。運用現貨與期貨之適當組合，可以創造出各式各樣的合成工具，以滿足投資者所需之現金流量效果與存續期間。投資人可以透過公債期貨之買賣，改變投資組合的存續期間，提高操作的績效。透過各項投資組合比例之調整，可提高資產配置(Asset Allocation)效率與操作績效。

影響短期利率變動之因素

影響短期利率的變動因素很多，日盛期貨研究部經理吳佳鴻指出，先看市場資金的供需狀況：其中包括了銀行體系準備部位、股票市場與外匯市場、通貨發行餘額、每月例行性資金需求（如支付薪資）、公營事業盈餘及稅款繳庫與獎金發放、連續假期資金需求（如假期前資金提現需求）。還有政策面因素：包括了中央銀行貨幣政策、貨幣供

給額、物價水準、與國內外經濟金融情勢的變化，相關經濟指標也要留意。

國內貨幣市場短期利率的參考指標，以三十天期內利率水準來說，拆款市場的隔夜拆款平均利率與票券市場三十天期商業本票，次級市場成交利率都是觀察重點。

至於影響長期利率波動之主要因素，像是貨幣供給不足利率則上升；貨幣供給過剩則利率下跌。當經濟發展速度較快，貸款需求旺盛時，利率會升高；經濟發展速度放慢，貨幣需求減少，利率下跌。當政府出現財政赤字時，利率也會受到一定的影響。國際間資本流動十分頻繁，美國的利率對其他國家利率的影響就很大。

債券市場的套利與避險

「套利」是指利用兩個市場衍生出的不合理價差，進行閉鎖風險（risk-closed）以獲取利潤的交易。如意期貨經紀業務部協理江士堅指出，債券套利的要訣，在於利用基差（持有成本）在現貨與期貨市場之變化作交易。簡單來說，操作策略是在正向市場中，買進現貨（債券），賣出期貨（利率）；而在逆向市場中，是賣出現貨，買進期貨。理論上的期貨價格 \times 轉換因子 $+$ 實際利潤 $=$ 初始價格 $+$ 資金成本（至到期日）。





◆研討會現場觀眾專注聽講

大華期貨經紀業務部資深經理黃怡中進一步指出，債券市場的避險法包括有：現貨相對期貨面值法、現貨相對期貨BP變動法、迴歸模型法（面值與CTD相對波動）、轉換因子法（CF法）、與期間調整法（Duration法）。

其中，前兩者容易造成計算上的不夠嚴謹。迴歸模型法雖然結合了面值法與期間調整法的優點，但資料取得與計算複雜，對持有少量部位者較不實用。而「期間調整法」是台灣期貨交易所推薦的方法，特點是消除了時間風險與面值比例的誤差風險，但仍然缺乏計算市場波動，在實用上有待驗證。

中信期貨顧問部協理許庭禎認為，債券期貨的多頭避險優點，是可以消弭殖利率若是下跌時，未來計劃投資債券的成本可能提高的負面影響。而且可以快速建立部位，操作簡單且成本低廉。而預期利率將向下調整，是採用期貨多頭避險的重要關鍵。反

之，當預期利率可能走揚而侵蝕資產市值時，公債期貨的空頭避險策略，可以確保債券資產價值穩定不受利率走勢波動影響。

利率期貨投機交易

何時應該作多利率期貨呢？元大京華期貨楊明樺認為，利率期貨具備價格發現功能，而債券價格往往與利率走勢呈反向。當景氣不佳、通貨緊縮、預期FED會調降利率、或是當政府發公債量較往年少時（籌碼面利多）、股市呈現空頭格局甚至出現重大突發利空時（例如911恐怖攻擊），就應該採取看多策略（Bullish Strategies）。

元富期貨王永慶則提出投機「心」法，投機交易其實就是要預測利率走勢。當預期利率上漲時，可賣出10年期公債期貨，賺取利率上漲，債券價格下跌之差價。當預期利率下跌時，則買進10年期公債期貨，賺取利率下跌，債券價格上漲之差價。

從基本分析看，要看景氣面與資金需求面；從技術分析看，要看是否歷史重演？從籌碼分析看，則是市場氣氛與心理面之掌握。從指數期貨，則可觀察現貨籌碼（資、券變化）、與期貨籌碼（未平倉量OI）及市場預期。現貨籌碼包括可交割債、公債發行、法人及散戶之區分。期貨籌碼則看未平倉量OI（多空優勢之判斷）。

今年一月份才掛牌的「十年期公債期貨」，目前成交量並不如預期，僅一兩百口的成交量。不過，相信透過政令的修改與企業的戮力宣導，利率期貨在台灣的後續發展，仍然前途可期。 □