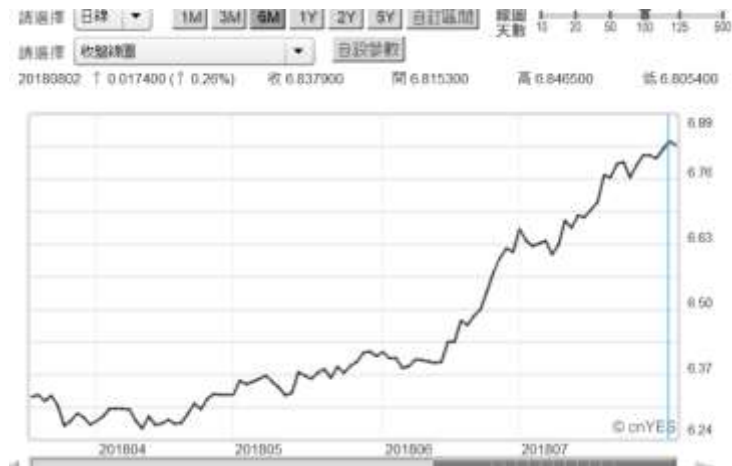


# 投資惡魔總藏在操作細節中！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：人行在 6.837 兌 1 美元時，調高遠期外匯準備金，鉅亨網)

2018 年 8 月 3 日，人民銀行針對持續大貶值的人民幣匯率，終於煩了、按耐不住；突然宣告對遠期外匯交易，加收 20% 的保證金。外匯遠期交易原本就採取保證金交易，進口廠商如果擔心未來進貨付款會受到貶值拖累，可以將貨款以當下幣值支付；或是以避險方式買進遠期外匯合約。這是對確實有產品財貨勞務、貿易交易的廠商，正常的期貨避險模式。但是所有的期貨合約，不管是農產品、貴重金屬、或是債券、外匯、股票期貨、選擇權等；多是由遠期合約演變成制式化合約。而這些制式化的期貨合約，它的價值也是需要流動性加持。因此期貨選擇權市場，不僅需要有現貨在手上的交易者，也要有適度的投機交易，才能夠使該項產品交易活絡。

## 貳、衍生性商品的交易細節是極端風險致命所在！



(圖二：期貨或是選擇權交易，應該注意上下波動劇烈，鉅亨網)

在正常交易情況與條件下，因為期貨的價格內含有貨品的「儲存成本」(Carrying Cost)，因此遠期價格多會大於現貨價格，呈現所謂「正價差」；而如果呈現遠期價格小於現貨，則是稱「逆價差」的異常。若將人民幣升值視為正價差，則目前大幅快速貶值的人民幣匯率，是為逆價差的擴散與嚴重偏離。以財務理論時間序列資料型態而言，這是常態分配下的極端不正常；隨時多會有「均數復歸」(Mean Reversion)反彈或是回升的機遇。以價差指標去判斷，隨時多有回復為「正價差」可能。但是對於只是做價差交易投機買盤，它們本身手上沒有現貨部位；投機者是依照電腦程式、或是技術分析做極短線交易。每一次的進出買賣，是有賺就趕快獲利了結；有賠就馬上停損出場，很少會長期持有多或空單。這些大多屬於套利交易，或是更精緻的電腦程式高頻交易。多數電腦程式、或是高頻交易，多是以技術分析為主要架構；在程式的參數中，只有以價格或是成交量，及這兩項指標所衍生出來的估計參數；以此做為買賣點的判斷；鮮少有程式會將相關價量序列的「事件」(Events)帶入。因此「極端風險」往往就出現在，多空大趨勢扭轉時候。例如 2018 年 2 月 6 日，由於美股前晚大跌因此台指期在 8 點 45 分現股市場開盤前，多頭部位倉位立刻被斷頭。即使現股開盤後，期指跌幅仍然收斂；但已經時不我予、於事無補，只要有「穿價」行

為就會將倉單處理。這使得對於只以靜態思考，從事交易的投資者感到錯愕。就投資或投機者認知，保證金的結算不應該如此任意，這一秒暴跌 200 點、但不到 5 分鐘又回到平盤、可能已經再往上揚 100 點；可是期貨商就是在 5 分鐘之前，把多單合約全部依照程序，到投資者的交割銀行戶頭裏面追加保證金，找不到錢的戶頭部位就被斷頭處理。多頭倉位遇上大利空，被斷頭後可能還會被要求補繳不足的保證金。這種因為指數期貨全面拋售的大幅上下「穿價」，讓做對多空方向的投資人慘賠。投資者做空了台指選擇權(Option)，期貨商卻因為交易人權益數值出現負值，將未沖銷的部位全部沖銷。這些同步動作，也使得選擇權價格出現大幅波動，而因為期貨商在執行斷頭砍單時，多是用市價、即漲停板價格出售空單；因此價格反而出現逆向上揚。

### 叁、客制化的商品交易規則事前應詳細模擬實境！



(圖三：對於所有客製化期匯交易規則要深入研究，鈺亨網)

投資銀行所熟悉的經驗，就好是依照法令保守執行多頭部位避險；對於短線交易的投資或投機缺乏實戰。這讓我們想起之前，也是紛擾一時的人民幣無本金遠期外匯交易，即人民幣外匯「目標可贖回遠期契約」(TRF, Target Redemption Forward)，它也是讓很多投資人血本無歸。因為它是投資人與銀行對做的一種外匯合約，前一個月雙方一個買進買權、銀行賣出買權，每個月結算一次。由

於投資人是以前保證金交易，且賣方設定保護終止價格，因此出現賺賠不對稱現象。賺錢時投資人賺到了價差乘上本金；但賠錢時則是本金乘以價差，再乘以槓桿倍數。由於多數人是在 2014 年初看好人民幣升值，因此在 2015 年初爆發很多糾紛，因為這樣的選擇權合約分為兩年或是一年期；看多人民幣的投資人，在 2014 年 3 月之後，每個月多輸到做不過銀行的外匯專家，但卻無法終止合約停損退場。即使這個月斷頭，下個月也要憑本事繼續玩下去；這讓很多人最後精神崩潰。這會讓我們想到，即使像期貨這種制式化合約多已出現，押對了未來多空方向。但是卻因為波動幅度太大，價格穿來穿去；明明是穩贏的賽局，最後卻搞到血本無歸。何況是客制化的人民幣 TRF 選擇權合約。對於金融衍生性商品的避險、或是投資與套利，在事前不僅要非常清楚它的遊戲規則，而且可能還要以虛擬、最悲觀趨勢去預估最不可能的情況下若發生損失，最大可能會出現損失是多少？像是人民幣目前的貶值走勢，如果投資人看好 A 股啟動行情，在外匯投資中以定時定額方式投資，雖然也會發生損失；但只要不斷以此方式繼續下去，就會有獲利機會。但是如果是整批進場方式，買在 6.24 兌換 1 美元價位，那目前的帳面損失將非常顯著。但若是又操作 TRF 選擇權，那必然又是呼天搶地了。由上述兩項其實我們也很陌生的衍生性商品，糾紛事件比較分析多清晰可見，難怪效率前緣(Efficiency Frontier)，將期貨與客制化選擇權合約，視為是預期報酬非常高、但是風險也相當高的有價證券。

可是回到單純的外匯市場中，我們卻發現要預測美元、與新台幣匯率的短與中期趨勢並不困難。正常的外匯存款投資，可以運用利率評價，以兩個國家的相對預期貨幣市場利率變化，預判本國與目標國家匯率的變化，然後承做短期外幣存款。然後再以事件、循環起承轉合等多空循環，判斷高低點是否已經出現；有能力買進外匯固然重要，但是如何選擇一個適當的點獲利了結，才是價差投資高手。至於長期的外匯存款投資，則考慮的因素會變得很多。像是我們所思考的中美貿易戰爭，美國要求的 25% 關稅，用價格競爭力轉念去衡量，則人民幣即有可能是升值趨勢，但實際市場現象卻像下大雨一般，好像天空從未放過晴天一樣。因此即使眼光準備，但選取時間點比預測準確與否要重要多多。在外匯存款投資中，中期投資應

該是最容易操作的，因為一方面可以從容地觀察與預測未來行情，然後靜候實際投入時機到來，而且也可以避免長期所必需擔負的時間風險。

#### 肆、結論：處理多元商品證券投資：專注與深入且單一！



(圖四：怎麼會這樣？我不是多做對了方向？還是賠錢？AFP)

外匯與股價最大不同是，股價是獨立與絕對性；取決於公司的未來現金流量。如台積電與聯電的股價循環必然有所差異，雖然產業相同、但是產品不同，現金流量的時程也不一樣，多取決於自己公司與的經營模式。而外匯則是相對性的，至少與美元就呈現逆向關係，可是若是新台幣與人民幣，加上人民幣與美元；這種關係就複雜了。如果再把美元跟日圓連結起來，那會是怎樣的組合？四種貨幣雖然多以美元為最後兌換，但以一對一與交叉兌換方式，則至少有 12 種以上組合。例如近期單就人民幣兌換美元，或是新台幣兌換人民幣價位，以最不用大腦的目視，也可判斷即將逆轉的徵兆。可是我們如果單看美元指數卻是出現盤整之後即將上揚態勢，那這樣會是買美元較佳？還是回到新台幣？或許未來事實演變多不是這樣？那又是怎樣？可能是人民幣強力反彈？對於外匯預測最大的難題，是資訊不對稱；因為我們對於美元，不熟悉美國企業資金文化。人民幣那更不用講，像是這次人民銀行反世界潮流，獨樹一格大撒鈔票就

讓投資機構傻眼。這也之為何短與中期容易預測，長期則須仰賴投資銀行、擁有完整研究團隊機構投資者，因為資金較充沛到可做投資組合。

**(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)**