

外匯交易模式大不同

作者 Cornelius Luca

2007年8月

摘要：外匯交易由來已久，外匯銀行間市場多年前就已對大型機構提供服務。外匯期貨則在35年前出現。場外外匯期貨商也在近年開始如雨後春筍般冒出來，以分散投資的口號吸引了許多散戶投資者。本文旨在比較此三種交易市場的不同，涵蓋成本、槓桿、管理監督與保護措施等部份，好讓投資人當個精明的消費者。

21世紀初，貨幣成了廣受歡迎的投資項目，因為它與傳統投資項目的聯動性較低，所以加入投資組合中可以有很好的分散投資效果。

但在布雷登森林體系瓦解之前，貨幣價值是被箝制不動的，所以外匯交易在此之前都是銀行機構的獨占領域。直到外匯期貨的誕生與電子交易的盛行才打破銀行對外匯交易的壟斷。從此之後，基金、法人、散戶都可以像銀行般迅速猛烈地交易。

外匯其實是最古老的投資項目之一，從貨幣成為有效交易媒介後就開始了外匯交易的歷史，而股票基金都要到數千年後才出現。

外匯有著傳奇性的獲利空間。索羅斯的量子基金在1992年9月狙擊英鎊，在數日內就賺進10億美元的故事，至今仍是教科書上的經典案例；知名投資人巴菲特則是在2004第四季看空美金賺進16.3億美元。

由於獲利空間大，交易限制少，全球投資者湧入外匯市場，每日交易量高達1.9兆美元。現在外匯市場已不存在空間與時間限制，24小時對全球投資者開放。

但對投資大眾來說，投資外匯的方式有點複雜，處理大宗外匯交易的銀行間市場實際上是不對散戶開放的。

CME Group*不只是最大的外匯交易市場，同時也有完整的制度。全球90%的外匯交易量都由我們經手。每日交易的契約背後蘊含了80億美元的價值。相較之下，銀行間市場與場外外匯期貨商與全球市場的關係就不那麼緊密了，他們的貨幣價格也彼此不同，完全取決於銀行、造市者、零售商不同時刻的不同報價。

過去五年來，CME Group在外匯期貨與選擇權產品上不斷有爆發性的成長，成為散戶投資者最大的流動性來源。這樣的成績也引來許多競爭者，一些未上市外匯零售商開始主打與CME Group外匯期貨性質相近的商品，但其中仍與許多重大的不同點。

* CME Group在2007年成立，合併了Chicago Mercantile Exchange以及Chicago Board of Trade。

外匯期貨：人人公平競爭

儘管交易所的外匯期貨交易僅有 35 年歷史，但近代外匯交易的概念已成形多年。一開始由銀行間市場組成的全球外匯交易組織，無論個別投資者的財力如何，都無法達到銀行所要求的國際商業標準。所以要透過銀行間市場投資外匯可以說是想都別想。

例如，1971年Nobel Laureate Milton Friedman試圖在銀行間市場作空英鎊，但卻沒有機會。因為他被判定未達參與外匯交易之最低商業利益要求。

與有超過百年歷史的農作物期貨相比，外匯期貨仍然相當年輕。直到1972年才在Chicago Mercantile Exchange (CME)的國際貨幣市場分部開張販賣。時機大致與布雷登森林體系瓦解一致。接著交易所採取了一系列的行動，那些被銀行間市場遺棄的投資人才有了外匯期貨這一項工具可用。

到1980年代中期，期貨選擇權加入了期貨商品的行列。1984年CME發行了德國馬克期貨，之後又不斷加入其他貨幣類別。1991年時交易所推出第一張非美金計價期貨及多張交叉匯率選擇權合約，包括德國馬克兌日元、英鎊兌德國馬克以及德國馬克兌瑞士法郎。再也不用獨獨依賴美金交易。時至今日，CME提供 41種獨立期貨與31項對應19種貨幣的選擇權(參見附錄A)，涵蓋主要貨幣以及許多新興市場貨幣。

在 2000 年 6 月，CME 從原本的會員制非營利組織，轉型為股東制營利組織。此舉掀起了外匯期貨的狂潮，傳統公開喊價的交易廳減少了一成，外匯期貨則隨著 24 小時運作的電子交易逐漸全球化。也因此，CME Group 的外匯期貨交易超過九成都是由 CME Globex 電子交易平台完成的。

期貨與場外期貨之比較

場外外匯期貨商試圖跟隨期貨的腳步，看似給外匯操作者更多機會。但兩者之間有幾項重大的不同，操作者可以根據自己的風險承受度和對安全體制的需求作判斷，所以在判斷前了解這兩者的不同會很有幫助。

集中市場:

外匯期貨集中在外匯交易所進行交易，銀行間市場與場外期貨市場則不然，所以外匯期貨市場的價格是透明的，這令交易者可以在真實市場中直接與買賣雙方交易。CME Globex的電子交易系統會依照先進先出原則將相同出價者依序撮合，這使得競爭更加公平。無論是商業銀行、投資銀行、避險基金、商品交易顧問、自營商或是貨幣管理公司，無論下單量的大小，都有機會接觸到相同價格。

場外外匯期貨商的每筆交易都因業者及個體不同也會有不同價格，這種不透明的價格，意味著場外外匯期貨商轉述匯率時，可能使客戶負擔價差成本。

信用風險:交易雙方間，如果沒有一個中立機構確保買賣雙方履行約定，那麼交易者就可能暴露在對方違約的風險中。外匯期貨市場就提供了長久的信用擔保。

期貨結算所也會每日追蹤交易者的利潤與損失，確保交易帳戶信用良好且帳目精確。如果交易帳戶因損失而達到一個既定水平，經紀商會要求交易者追繳保證金。交易者就必須入金，使帳戶的保證金水平回升。這項逐日結算系統提醒外匯期貨交易者仔細評估自己的帳戶金額，而非事後再處理風險，所以沒有餘地讓交易者累積損失。

一些場外外匯期貨商不需要維持保證金水平，雖然提供了操作者很高的槓桿，但一不小心，交易者的帳戶就可能迅速歸零。

管制:美國期貨市場接受商品期貨交易委員會 (CFTC) 的管制，而所有美國期貨經紀商都將在國家期貨公會 (NFA) 登記。雖然場外期貨經紀商也會受管制，但沒有登記的公司及個體仍可接觸到零散帳戶，並把這些帳戶給經紀商使用，而這些帳戶全都沒有規章管制。根據 NFA 的資料，有超過兩千家這樣的公司與個體。(參見附錄B)

槓桿:老練且自我導向的交易者在期貨市場可以獲得的最大優勢就是槓桿。但由於期貨市場的槓桿性高，價格波動的影響也因此被放大。現金的期貨市場，大約只需要合約價格 1 / 20 保證金就可以進行買賣。所以交易者有可能輸掉比他們所擁有的更多的錢。這個比率可以用另一種方式理解，也就是你用一塊錢交易有可能賠掉二十塊錢。

而在場外外匯期貨，保證金與契約價格的比率時常是 1 / 50 到 1 / 200，其分母還有可能更大，儘管乍看之下非常吸引人，老練的交易者用這種程度的槓桿交易也可能很有利，但遭逢巨額損失的風險也和獲利的可能一樣高，對投資人來說，僅為了能夠以少少的保證金玩以小博大，並不是個承擔巨大風險的好理由。

帳戶安全:交易期貨時，交易者的帳戶是獨立的。所以不會跟別人的錢混在一起。就算交易者的經紀商破產，也不會影響到交易者的帳戶。但在場外外匯期貨進行交易就不是這麼一回事了，根據《美國破產法》，您的交易帳戶得不到和期貨交易者相同的保障。當經紀商破產時，您並不在清償順序之中。要注意的是，即使經紀商將交易者的存款存於美國聯邦存款保險公司 (FDIC) 所保障的銀行，當經紀商破產，您一樣沒有任何保障。

外匯交易市場比較表

外匯期貨交易所	銀行間外匯市場	場外外匯期貨市場
市場參與者:從商業銀行、投資銀行、避險基金、商品交易顧問、自營商或是貨幣管理公司到散戶。無所不包。	大致上是商業銀行與投資銀行和一些大型機構；個人及小公司基本上無法參與。	散戶
市場環境:於集中市場交易，通常藉由電子交易公開喊價。	經由電子交易系統執行交易，但沒有集中市場。	經由電子交易系統執行交易，但沒有集中市場。

<p>交易雙方風險: CME Clearing 扮演中間人，消除違約風險。CME Clearing 是所有買方的賣方，反之亦然。維持交易雙方的匿名性。</p>	<p>透過網路平台及交易系統，買賣雙方交易前便會知道對方的身分。或透過撮合系統，在交易後知道對方身分。有些違約風險，但銀行間市場是透明的，銀行間經紀商也很了解他們的客戶。</p>	<p>體制上存在嚴重違約風險，沒有結算所提供交易者履約保障，經紀商破產時，客戶的資產也沒有保障。根據《美國破產法》交易者得不到期貨交易者相同的破產清償保護。</p>
<p>交易單位與槓桿:每一張期貨契約都有固定且標準化的規格，規模小於銀行間市場的期貨契約。保證金比率約是契約價值的 5-15%。</p>	<p>交易單位通常是百萬美元，但只要符合銀行間市場之習慣，其他幣種或其他金額也可以交易。</p>	<p>交易單位有大有小，共通點是極高的槓桿，且標榜成他們的優勢。最高可達 200 比 1。</p>
<p>外匯交易所受到CFTC的管制，經紀商則由NFA管制。</p>	<p>不受管制</p>	<p>不受管制，儘管有些公司有向NFA登記。</p>
<p>費用:交易費用公開，佣金則因經濟商不同而有更動。</p>	<p>費用根據協調結果制定，皆不相同。且通常包含在買賣價差中，不對外揭露。</p>	<p>過去強調不收佣金或管理費，現在則用微妙的措辭暗示會用買賣價差彌補這些收入。</p>
<p>報價方式:雙向報價與單邊報價並存，以美式用語報價。</p>	<p>雙向報價與單邊報價並存。以美式及歐式用語報價，也包含一些外匯操作者慣用的術語。</p>	<p>雙向報價與單邊報價並存。以美式及歐式用語報價。沒有其他偏好用語。</p>

我們可以看出外匯市場間有明顯的不同，也有了足夠的資訊挑選適合的外匯投資工具，但我們先解釋幾項期貨的基本元素。

契約大小:不同貨幣的外匯期貨契約大小不同，但本身大小不變。主要貨幣之特定數量可參見下表。

貨幣	代碼	契約大小
歐元	EC	125,000 歐元
瑞士法郎	SF	125,000 法郎
英鎊	BP	62,500 英鎊
日圓	JP	12,500,000 日圓
加拿大幣	CD	100,000 加拿大幣
澳幣	AD	100,000 澳幣
紐西蘭幣	NE	100,000 紐西蘭幣
巴西幣	BR	100,000 巴西幣
墨西哥披索	MP	500,000 披索
俄羅斯盧布	RU	2,500,000 盧布
人民幣	RMB	1,000,000 人民幣

期貨契約價值:每張期貨合約都有所謂的契約價值，這就是每張期貨的實際價格。例如歐元外匯期貨合約的契約價值，就是歐元外匯牌價乘上 125,000，也就是一張歐元外匯契約的實際歐元數。假設歐元牌價是 1.2950，合約價值就是 161,875 美元。但真的要買賣一張交易所建立的歐元期貨合約，還需要大約 2000 美元，而經紀商可能會再多收取一些費用。

最小升降單位:也稱為 pip 或 tick。意指期貨契約價格所能有的最小價格變動，多數外匯期貨契約價格一次只升降一個最小單位，除了一些東歐國家的貨幣期貨一次升降兩個最小單位，以及墨西哥披索期貨和南非幣期貨一次升降 2.5 個最小單位。每次升降都會產生與一最小單位相對應的利潤或損失。例如：

- 歐元、瑞士法郎、日幣的一個最小單位價值 12.5 美元。
- 英鎊的一個最小單位價值 6.25 美元。
- 加拿大幣與澳幣的一個最小單位價值 10 美元。

附錄C會舉例說明一個最小單位之跳動對損益的影響。

保證金:交易外匯期貨，您必須開立一個帳戶並向經紀商登記後存入保證金。這筆錢會存在外匯結算所。最低原始保證金通常是契約價格的 5 到 15%，這是由交易所根據該契約波動幅度決定的。波動越大，需要的保證金就越多。以防保證金不足彌補單日最大損失。

保證金有兩類，一類是原始保證金，另一類是維持保證金。原始保證金可以現金或公債形式存入，存入後方可開始交易外匯期貨。維持保證金在交易者欲留倉時，用於彌補未實現損益，所以必須以現金形式存入。除了幣種不同會使保證金不同，投機帳戶與避險帳戶所收取的保證金也不同。

另外，有時您的經紀商也會要求提高保證金水平，下表為 2007 年 7 月 17 日一些幣種的原始保證金資料

	英鎊	加拿大幣	歐元	瑞士法郎	日元
投機帳戶	\$1485	\$1148	\$2025	\$1215	\$2430
避險帳戶	\$1100	\$850	\$1500	\$900	\$1800

逐日結算制:逐日結算是期貨的一大特徵，每天計算交易者的損益。利潤會在隔日早晨前匯入交易者的帳戶，損失則在隔日早晨前扣除。以下是逐日計算規則與計算過程：

每日損益= (平均賣價-平均買價) x 交易契約數 x 12.50美元*

(*為歐元、瑞士法郎、日幣合約最小單位價)

例：

假設您以 13,800 放空 10 張 九月歐元契約然後在 13,750 時又多空了 10 張。

等到價格來到 13,700 時 您將 20張 空單全數回補。

如此一來，您的利潤就是 $(13775 - 13700) \times 20 \times 12.50$ 美元 = 18,750 美元。

外匯期貨的樣貌

有些期貨匯率看起來跟報紙上刊載的即期匯率不太一樣。原因在於期貨匯率的顯示方式是美元/外幣(美式用法)，而許多報上刊載的即期匯率的顯示方式則是外幣/美元(歐式用法)，兩者互為倒數。但也有例外，歐元、英鎊、澳幣及紐幣的即期匯率和期貨匯率都是以美式用法顯示。

此外，在外匯期貨契約到期以前的任何時點，受到匯兌兩國利率差距的影響，即期匯率與期貨匯率之間也會出現正負價差，這樣的差距在外匯交易圈中被稱為遠期點數。所以把遠期點數加減到即期匯率後就等於期貨匯率。

張大雙眼看外匯

獲利空間、科技、分散投資哲學會在未來幾年持續擴大外匯交易市場，投資人會有許多機會參與這活絡的市場。關鍵在充分了解這些市場的優缺點、運作機制的差異，還有最關鍵的資本管理，因為投資人對於超預期報酬的重視，遠超過對風險的謹慎。現今以基本分析或技術分析觀點分析市場的學習資源數量，比起 25 年前，甚至是 5 年前都要多出許多。但要注意，有些不過是作者的宣傳工具，另一些則是在替公司當傳聲筒。剩下來的才是真材實料，雖然它們或許晦澀難懂又語焉不詳，但有些內容絕對會帶給你啟發。如果你發掘出其中真正的黃金，你將遠遠超越那些以為在外匯市場獲利是唾手可得的投資人。

像 CME Group 這樣的交易所是提供中立資訊的良好來源，畢竟交易所無法真的販賣任何東西給投資者，因為經紀商才是真正與投資者有互動關係的角色。交易所僅是進行期貨與選擇權交易的地方。有兩套線上課程能讓投資人好好認識外匯期貨市場，一套是《Dynamics of Foreign Exchange》，另一套更進階的課程是《Advanced Trading Strategies for Foreign Exchange Traders》。

一些經紀商也會提供有用的資訊，但不是每一家都會在提供資訊時保持中立。CFTC 和 NFA 也是很好的資料來源，尤其是 NFA 在場外外匯期貨交易方面的資料，具有很好的啟蒙效果。

最後一項關於外匯期貨的補充：過去幾年，任何觀察到外匯期貨交易量暴增的人，都應該曉得這不單是外匯市場造成的成長。幕後的功臣還有 CME Group。他們成功掌握了市場對於透明交易與中央結算機制的需求，補足了在傳統外匯市場雙邊交易模式所缺少的要素。交易所的創新能力將嶄新科技交到了全球避險者與交易者手中，讓傳統交易市場與其他電子交易市場望塵莫及。

作者簡介

對於Cornelius Luca 主導 FX Concepts 基金的研究與行銷，其基金規模為 125億美元。

自 1983 年開始，他職業生涯都專注於國際金融領域，同時也是國際主要貨幣的外匯交易人。操作商品涵蓋交叉貨幣與新奇貨幣。許多財星前 500 大企業聘請他為顧問。Luca 除了在即期貨幣市場進出活躍，也以外匯期貨、遠期契約及選擇權方式進出外匯市場。

著有《Technical Analysis Applications》(McGraw-Hill, 2004)

《Trading in the Global Currency Markets》(Penguin Books, second edition, 2000)

《Technical Analysis Applications in the Global Currency Markets》(Penguin Books, second edition, 2000)

《Introduction to Technical Analysis》(Euromoney, 1997)

附錄A: CME Group 外匯期貨及外匯商品合約

<p>兌美元商品</p> <ul style="list-style-type: none"> • 澳幣期貨及選擇權 • 巴西幣期貨及選擇權 • 英鎊期貨及選擇權 • 加拿大幣期貨及選擇權 • 人民幣期貨及選擇權 • 捷克克朗期貨及選擇權 • 歐元期貨及選擇權 • 小型歐元期貨及選擇權 • 匈牙利幣期貨及選擇權 • 以色列幣期貨及選擇權 • 日元期貨及選擇權 • 小型日元期貨及選擇權 • 韓元期貨及選擇權 • 墨西哥披索期貨及選擇權 • 紐西蘭幣期貨及選擇權 • 挪威克朗期貨 • 波蘭幣期貨及選擇權 • 俄羅斯盧布期貨及選擇權 • 瑞典幣期貨 • 南非幣期貨及選擇權 • 瑞士法郎期貨及選擇權 	<p>交叉匯率商品</p> <ul style="list-style-type: none"> • 澳幣兌加拿大幣期貨 • 澳幣兌日圓期貨 • 澳幣隊紐幣期貨 • 英鎊兌日圓期貨 • 英鎊兌瑞士法郎期貨 • 加拿大幣兌日圓期貨 • 人民幣兌日圓期貨及選擇權 • 人民幣兌歐元 • 歐元兌澳幣期貨 • 歐元兌英鎊 • 歐元兌加拿大幣期貨 • 歐元兌捷克克朗期貨及選擇權 • 歐元兌匈牙利幣期貨及選擇權 • 歐元兌日圓期貨及選擇權 • 歐元兌挪威克朗期貨 • 歐元兌波蘭幣期貨及選擇權 • 歐元兌瑞典幣期貨 • 歐元兌瑞士法郎期貨及選擇權 • 瑞士法郎兌日圓期貨 <p>外匯指數商品</p> <ul style="list-style-type: none"> • CME 指數期貨及選擇權
---	--

附錄 B:外匯學習資源**CME Group 資源**

- 外匯知識中心 (www.cme.com/tradefx)
- 外匯商品 (www.cmegroup.com/fx)
- CME Group 官方網站 (www.cmegroup.com)
- CME Group.com 教育中心 (www.cme.com/education)

National Futures Association 資源

- 《Forex investor alert, February 2007》
(http://www.nfa.futures.org/compliance/forexInvestorAlert_020107.asp)
- 《An Educational Guide to Trading Futures and Options on Futures》
(<http://www.nfa.futures.org/investor/OppRisk/OppRisk.pdf>)
- 《Trading in the Retail Off-Exchange Foreign Currency Market – What Investors Need to Know》
(<http://www.nfa.futures.org/investor/forex/forex.pdf>)

Commodity Futures Trading Commission 資源

- 《Beware of Foreign Currency Trading Frauds》 (<http://www.cftc.gov/enf/enfforex.htm>)
- 外匯資訊 (<http://www.cftc.gov/enf/enfforex.htm>)

附錄 C: 最小跳動單位如何影響利潤

為了說明一個最小跳動單位如何影響CME 歐元外匯期貨契約的價格，我們假設您在 1.2960時買入一張契約。而一最小跳動單位是 0.0001，也就是 12.5 美元。以下是一最小單位向上或向下跳動時，對契約造成的影響。

1.2960 原始價格

+0.0001 向上跳動—最小單位

1.2961 = 歐元外匯期貨契約的新價格

1.2960 原始價格

-0.0001 向下跳動—最小單位

1.2959 = 歐元外匯期貨契約的新價格

計算損益

依照上述假設，如果您在 1.2960 買入一張契約隨後在 1.2961 賣出契約，您的利潤就是 0.0001 也就是 12.50美元。

$$1.2961 - 1.2960 = 0.0001 = \text{一個最小跳動單位} = 12.50 \text{ 美元}$$

如果您是在 1.2960 買入五張契約隨後在 1.2965 賣出五張契約呢？計算如下

- 買賣契約的價差是 5 點。
- 點數乘上五張契約等於 25 點。
- 25 點乘上 12.5 美元得到 312.5 美元，這就是您的獲利。

同樣的道理，如果您在較低的價位賣出契約，而在較高的價位買入契約回補，您就損失了312.5 美元。

附錄 D: 計算外匯期貨等值價格

外匯期貨價格美式報價 = $1 / (\text{即期歐式報價} \pm \text{遠期點數})$

例如即期美金/瑞士法郎報價為 1.1900，而遠期點數為 0.0050。則報價為 $1.1900 - 0.0050 = 1.1850$ 。

外匯期貨價格即為 1.1850 之倒數，也就是 $1/1.1850 = 0.8439$ 。

由於期貨是遠期買斷契約，而遠期價格的變動速度通常比即期價格來的慢，所以將遠期價格減去遠期點數就可以得到即期價格。貨幣市場中的交易人，無論是套利者或是投機者都需要比較期貨價格與即期價格。

計算遠期買斷價格

遠期買斷價格 = 即期價格 \times (歐元利率 - 歐洲美元利率) \times (履約天數/360)

例如:

美元/加拿大幣即期匯率為 1.0500

2 月期歐洲美元利率 = 5.20%

2 月期歐洲加拿大幣利率 = 4.60%

履約天數 = 60 days

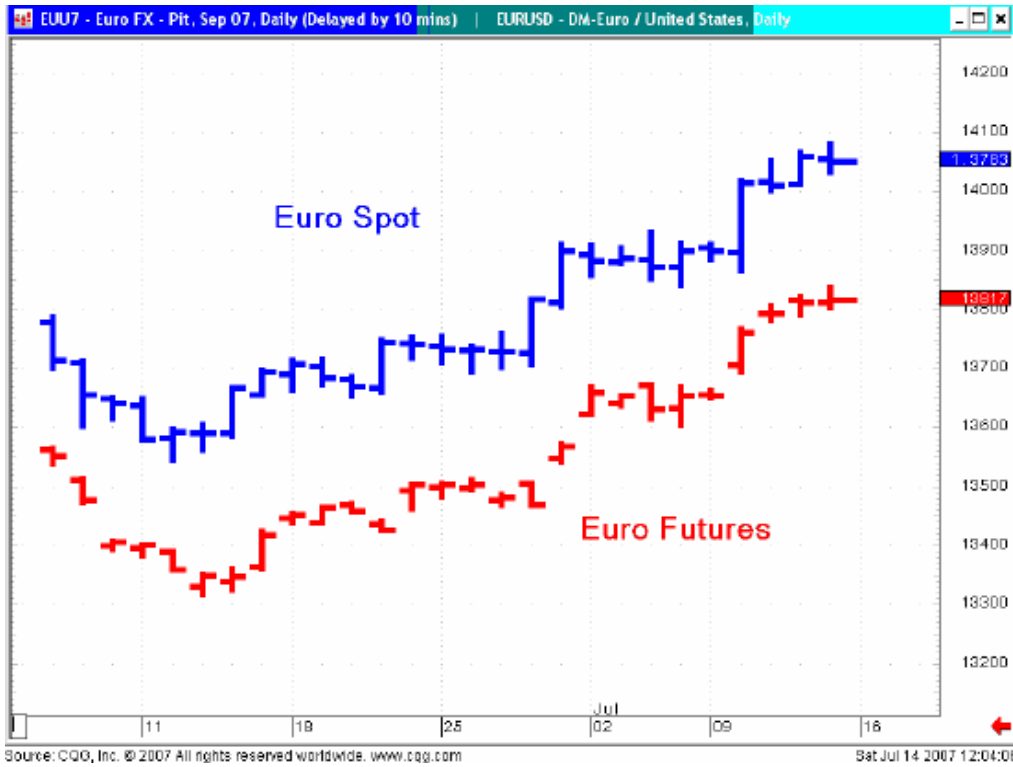
遠期點數 = $1.0500 \times (0.046 - 0.052) \times (60/360) = -0.00105$

遠期外匯價格 = $1.0500 - 0.00105 = 1.04895$ (歐式用法)

則外匯期貨價格美式報價為

$1/1.04895 = 0.9533$

美式即期報價與期貨報價基本上是沒有差異的，兩者的線圖在發展上也是一致的。下面兩張線圖描繪了歐元外匯即期報價與歐元外匯期貨報價的關係。



比較美元/日圓即期與期貨報價的線圖時，我們也可以發現同樣的走勢。

