

# Chapter 4 投機性期貨交易、價差交易

## 一 基差風險

### (一) 投機策略 (Speculative Strategy) 的意義

指沒有現貨部位，而只是買入或賣空期貨的策略，因此亦為單一部位 (Naked Position)。投機策略中，投機者為風險的承擔者，亦即避險者將風險移轉給投機者。

### (二) 投機策略分為多頭投機與空頭投機

1. 多頭投機 (Bull Speculation) 指看漲後市而買進期貨。
2. 空頭投機 (Bear Speculation) 指看空後市而賣空期貨。

## 二 價差交易 (Spread Trading)

### (一) 價差交易的意義

價差交易是性質相同或相關的商品間一買一賣以賺取其中的差價的行為，所謂性質相同的商品：如台股指數期貨與摩根台指期貨，歐元與日元 ..... 等，性質相關的商品：如黃豆與玉米，歐洲美元與國庫券 ..，若兩標的物的價格走勢相關性高，則多頭部位的損益與空頭部位的損益將會有互相抵銷的效果。

### (二) 價差交易的風險

價差交易基本上是同時進行買、賣，一方有獲利另一方有損失，因此風險較小，報酬也較小。保證金較投機交易為低。

## 三 市場內之價差交易 (Intramarket Spread)

(一) 定義：指分別買賣同樣標的資產而不同到期月份之期貨，因為一買一賣期貨的交割日不同，亦稱為交割日間的價差 (interdelivery spread)，是價差交易中最常見的一種。

(二) 例如買進到期日較遠的台指期貨，同時賣出較為近期的台指期貨。

(三) 在做相同市場價差交易時應當注意到持有成本與期貨價格間的關係及季節性對同市場價差的影響。

#### 四 市場間之價差交易 (Intermarket Spread)

- (一) 定義：指說二個相同標的物且交割月份相同的期貨合約，在不同的市場中一買一賣同一標的物期貨合約。
- (二) 例如當 CBOT 交易之七月份小麥期貨的價格，相對較 KCBT 交易之七月份小麥期貨低時，則可以在 CBOT 買進七月份小麥期貨、同時在 KCBT 賣出七月份小麥期貨。
- (三) 在操作市場價差交易應注意到運費成本及因不同交易所會有不同期貨合約品質規格，這些都會影響到契約價差。

#### 五 商品間之價差交易 (Intercommodity Spread)

- (一) 定義：是指不同標的物的兩個期貨契約，同時一買一賣，且數量相同之交易。二者之間的交割月份及交易所可以相同也可以不同期貨的操作策略。
- (二) 例如在新加坡期貨交易所買進七月份的黃豆合約，同時在芝加哥交易所賣出相同數量的七月份黃豆油合約。
- (三) 在進行商品價差交易時，如果合約標的屬於農產品間之價差交易就必須注意商品之替代性和互補性。那在金融期貨商品間價差交易時，惟在合約數量上應考慮到合約規格的不同，以及不同商品間對利率變動的敏感性不同。在加工產品間價差交易時，加工產品間的之價差交易大部分是在原料和副產品之間，在加工產品間價差間有一定的轉換價值在存在，因此，可以利用加工產品間的變動和總擠壓利潤變窄，來尋求擠壓價差獲利。相反的呢如果預測擠壓利率走勢變寬，則可實行反擠壓利率的操作。

#### 六 混合型價差交易

- (一) 蝶狀價差交易 (Butterfly Spread)：
  1. 定義：由三種不同到期月份之期貨契約，同時進行兩組價差交易，在兩組價差交易中，中間到期月份被同時使用。
  2. 多頭蝶狀價差交易 (Long Butterfly)：當投資人認為近月的相對價格較中間月份低，遠月的相度價格也較中間月份低，在這兩組價差交易，即各買進一單位之近月契約與遠月契約，而同時賣出 2 單位之中間月份契約。
  3. 空頭蝶狀價差交易 (Short Butterfly)：當投資人認為近月的相對價格較中間月份高，遠月的相度價格也較中間月份高，兩組價差交易的結果是各賣出一單位之近月契約與遠月契約，同時買進 2 單位之中間月份契約。

4. 假設目前3月份、6月份、9月份台指期貨分別為6,350、6,500、6,550，投資人認為3月份與6月份的價差太大(3月份被低估或6月份被高估)、6月份與9月份之價差太小(6月份被高估或9月份被低估)，則各買進一單位3月份、9月份台指期貨、同時賣出2單位6月份之台指期貨，形成多頭蝶狀價差。

#### (二) 兀鷹價差交易 (Condor Spread)

1. 定義：由四種不同到期月份之期貨契約，同時進行兩組價差交易，兩組價差交易所使用的到期月份均不相同，而且近月契約與遠月契約的買賣方向相反。所謂兩組價差交易係指一組是買進近月份、賣出次近月份，另一組則是買進次遠月份、賣出最遠月份。
2. 多頭兀鷹價差交易 (Long Condor)：當投資人將不同到期月份區分為最近月份、次近月份、次遠月份、最遠月份，由兩組價差交易，是各買進最近月份與最遠月份，同時賣出次近月份與次遠月份之交易。
3. 空頭兀鷹價差交易 (Short Condor)：當投資人將不同到期月份區分為最近月份、次近月份、次遠月份、最遠月份，由兩組價差交易，是賣出最近月份與最遠月份，同時買進次近月份與次遠月份之交易。
4. 假設目前3月份、6月份、9月份、12月份台指期貨分別為6,350、6,500、6,650、6,680，投資人認為3月份被低估或6月份被高估、9月份被高估或12月份被低估，則會買進一單位3月份、12月份台指期貨、同時賣出一單位6月份、9月份之台指期貨，形成多頭兀鷹價差交易。

#### (三) 縱列價差交易 (Tandem Spread)

1. 定義：由兩組價差交易所形成的策略，而這兩組價差交易係分別，在不同標的物、但有一定相關性之期貨商品上操作，且兩組價差交易之近月份與遠月份期貨的買賣方向恰為相反。
2. 縱列價差交易與蝶狀價差、兀鷹價差最大的差別，在於兩組價差交易所使用之期貨商品有所不同。
3. 例如一價差交易係買進3月份之台指期貨、並賣出6月份之台指期貨；而另一價差交易則是賣出3月份之摩根台指期貨、買進6月份之摩根台指期貨。即形成所謂之縱列價差交易。

#### (四) 加工產品間之價差交易 (Commodity-product Spread)

1. 定義：某些商品間具有加工關係，而利用原料與加工後產品間之關係變化，從事一買一賣之價差交易。
2. 加工毛利：一般而言，原料產品(如黃豆)與加工品(如黃豆油)之間，應有業者普遍認定之合理加工毛利(GPM)存在。若投資人預期未來加

工毛利會產生變化，則利用加工產品間之價差交易，來鎖定加工毛利。

3. 擠壓式價差交易 (Crushing Spread)：若投資人或廠商預期加工毛利會縮小，可買進以原料為標的物的期貨契約、同時賣出以加工後產品為標的物的期貨契約，來鎖定加工毛利。例如買黃豆期貨，賣黃豆油期貨。
4. 反擠壓式價差交易 (Reverse Crush Spread) 若投資人或廠商預期加工毛利會增加，可賣出以原料為標的物的期貨契約、同時買進以加工後產品為標的物的期貨契約。例如賣黃豆期貨，買黃豆油期貨。
5. 裂解價差交易 (Crack Spread)：此種價差交易一般是指石油煉油廠一方面買入原油期貨合約，以固定原料成本，同時賣出汽油期貨合約，以鎖住售價。

(五) 泰德價差交易 (Ted Spread)：

1. 定義：是指利用 T-Bill 和歐洲美元 (ED) 之間的價差交易。
2. 買進 TED 買進美國國庫券期貨 (T-Bill) 賣出歐洲美元期貨 (ED)  
賣出 TED 賣出美國國庫券期貨 (T-Bill) 買入歐洲美元期貨 (ED)
3. 操作策略：
  - (1) 預期景氣蕭條：  
歐洲美元違約風險增加→歐洲美元期貨↓→價差擴大→預期價差會擴大，買強空弱→買進美國國庫券期貨 (T-Bill) 賣出歐洲美元期貨 (ED) →買進 TED
  - (2) 預期景氣好轉：  
歐洲美元違約風險減少→歐洲美元期貨↑→價差縮小→預期價差會縮小，空強買弱→賣出美國國庫券期貨 (T-Bill) 買入歐洲美元期貨 (ED) →賣出 TED

(六) NOB 價差交易：

1. 定義：美國長期、中期債券間之價差交易。
2. 買進美國長期債券期貨 (T-Bond) 同時賣出中期債券 (TNote) →賣出 NOB  
賣出美國長期債券期貨 (T-Bond) 同時買進中期債券 (TNote) →買進 NOB
3. 預期景氣上升  
利率上升→債券下跌→T-Bond 跌幅大於 TNote →賣出 T-Bond 期貨  
同時買進 T-Note 期貨 (買進 NOB)
4. 預期景氣下降  
利率下降→債券上漲→T-Bond 漲幅大於 TNote →買進 T-Bond 期貨

同時賣出 T-Note 期貨 (賣出 NOB)

### 相關名詞

- ◎ 買進價差 (Long Spread)：買進近月期約，同時賣出遠月期約。
- ◎ 賣出價差 (Short Spread)：賣出近月期約，同時買進遠月期約。
- ◎ 人氣指標 (OBV)：為葛蘭碧所提出，依目前的成交量來判斷是否能夠繼續推動股價上漲，若股價較前一日收盤價高，則將成交量相加，下跌時則相減。OBV 線由正數變成負數時，為賣出時機。反之，若是從負數變成正數，為買進時機。
- ◎ 相對強弱指標 (RSI)：是利用股價資料計算買賣雙方力道之強弱，以判定買賣時機及未來的趨向。
- ◎ 時間差交易 (Time Spread)：指兩個期權為同樣的執行價格，但權利期間不同，又稱為曆差交易 (calendar spread)。

## 必讀重點提示

1. 賣出3月和12月的期貨契約各1口，同時買進6月和9月的期貨契約各1口，此種交易策略稱爲：兀鷹價差交易 (Condor Spread)。
2. 當持有成本爲正時，若現貨價格高於期貨價格，則最佳的套利策略爲：賣空現貨並買進期貨。
3. 目前現貨價格\$100，一年期期貨價格\$108，無風險利率6%，持有此現貨每年可產生3%的固定收益，此時交易人採取下面的投資策略：賣出期貨，買入現貨，並以無風險利率借入買現貨所需之款項。在無交易成本的情況下，一年後期貨契約到期時，可獲得的無風險套利利潤爲：5。  
【說明】投資策略：賣出期貨 + 買入現貨 + 以無風險利率借錢。  
無風險套利利潤 =  $105 - 100 = 5$ 。
4. 投機策略與避險策略之主要差異在於：是否持有現貨部位。
5. 某期貨交易人於1月5日時，買入3月份小麥期貨10,000英斗，每英斗\$4.5，若2月5日3月份小麥期貨上漲至\$4.58，則該期貨於2月5日平倉的損益應爲：獲利\$800。  
【說明】 $(4.58 - 4.5) \times 10,000$  英斗 = \$800(損益爲正)。
6. 當交易人認爲期貨契約價格偏低時，如何進行套利：同時買進期貨合約，賣出現貨。
7. 認爲日本經濟體質即將好轉，而美國已無法持續維持經濟的繁榮，有向下修正的可能，應如何建立投機部位：買進日圓期貨。
8. 假設9月份遠期契約的英鎊定價爲\$1.3927/£，同時，IMM9月份英鎊期貨的報價爲\$1.3916/£，則應如何操作以獲取利潤：買入期貨契約，賣出遠期契約。
9. 6月10日，賣出一張歐洲美元期貨，成交價爲\$97.7，6月20日以\$97.4平倉，若手續費每張合約爲\$70，則其損益爲：獲利\$680。  
【說明】 $(97.7 - 97.4) \% \times 3/12 \times 100$  萬 = 750， $750 - 70 = \$680$ 。
10. 以0.7500買進CME歐元期貨契約1口，後以0.7550平倉，則其盈虧爲：(一口歐元期貨契約爲125,000歐元) 獲利625美元。
11. 當德國物價上漲率提高時是賣出歐元期貨之時機。
12. 從事期貨交易買賣，若現在英國在北海發現新油田，則應：賣出原油期貨。
13. 以價位96.91賣出二口9月份三個月的T-Bill期貨，於96.38時平倉，若不計手續費，則：獲利\$2,650。

- 【說明】 $(96.91 - 96.38) \% \times (3/12) \times 100 \text{ 萬} \times 2 \text{ 口} = \$2,650$ 。
14. 買進黃豆期貨 \$7.0/ 英斗，保證金 \$0.4/ 英斗，若隨後於 \$7.2/ 英斗價格賣出，不考慮手續費，則其報酬率為：**50%**。
- 【說明】報酬率 =  $[(7.2 - 7) / 0.4] \times 100\% = 50\%$ 。
15. 預期央行調降重貼現率時應買入利率期貨合約。
16. 賣空長期公債期貨契約 3 口，價格 97-16，之後以 95-24 平倉，此交易損益為：**獲利 \$5,250**。
- 【說明】 $(97 \text{ 16}/32 - 95 \text{ 24}/32) \% \times 10 \text{ 萬} \times 3 \text{ 口} = \$5,250$ 。
17. 假設買 1 口玉米契約之佣金是 25，保證金 0.15/ 英斗。若買一口契約，價格為 1.35/ 英斗，當價格上漲至 1.45 時獲利平倉，則利潤約是保證金之（玉米期貨 1 口 = 5,000 英斗）：**63%**。
- 【說明】 $[-1.35 + 1.45 - (25/5,000 \text{ 英斗})] / 0.15 \times 100\% = 63\%$
18. 若預期未來日圓會較歐元強勢，則他會：**買入日圓期貨，賣出歐元期貨**。
19. 預期下半年小麥欠收，將導致小麥期貨價格上漲，爲了賺利潤，則不應該：**買入小麥現貨，賣出小麥期貨**。
20. 目前歐元的即期匯率爲 \$1.3442/ 歐元，90 天期歐元的遠期匯率爲 \$1.3498/ 歐元，此時買進 90 天期歐元期貨契約，次日，想結清期貨部位，當遠期匯率爲 **1.35** 時，他會有獲利。
21. 若預期未來現貨價格上漲，則最佳的操作策略爲：**在期貨市場上先買期貨，後再賣期貨軋多頭部位**。
22. 英鎊期貨契約，當價位為 \$1.4530 時，買入三口，而後於 \$1.4876 時平倉，每口佣金爲 \$75，則損益爲：**獲利 \$6,262.5**。
- 【說明】 $[(1.4876 - 1.4530) \times 62,500 \text{ 英鎊} - 75] \times 3 \text{ 口} = 6,262.5 \text{ (獲利)}$ 。
23. 買 5 口 9 月份 CBOT 國庫券期貨合約，價格爲 \$95.6，後來於 \$96.05 平倉，每口佣金爲 \$75，則損益爲：**賺 5,250**。
- 【說明】 $[(96.05 - 95.6) \% \times 3/12 \times 100 \text{ 萬} - 75] \times 5 \text{ 口} = 5,250 \text{ (獲利)}$ 。
24. 以 98.2 買進 3 口歐洲美元期貨，後來以 96.56 平倉，每口的佣金爲 50，則結果爲：**損失 \$12,450**。
- 【說明】 $[(96.56 - 98.2) \% \times 3/12 \times 100 \text{ 萬}] \times 3 \text{ 口} = -12,300 \text{ (虧損)}$   
 $- 50 \times 3 \text{ 口} = -150 \text{ (佣金負擔)}$   
 總損失爲  $-12,300 + (-150) = -12,450$
25. 賣 2 口瑞郎期貨，價格爲 1.0255，後來價格下跌至 1.0135 時回補，則其損益爲：**賺 3,000**。

- 【說明】 $(1.0255 - 1.0135) \times 125,000 \text{ 瑞郎} \times 2 \text{ 口} = 3,000$ (獲利)。
26. 何種狀況下，投機客會賣出期貨：預期標的物跌價。
27. 期貨投機交易策略的敘述：預期未來台股上漲，買進台指期貨，屬於投機交易、投機交易風險較避險交易來的高、投機交易者在現貨市場上未持有部位。
28. 操控期貨價格不是期貨投機活動的功能。
29. 目前瑞郎即期市場價格為 CHF1=USD1.6，美元及瑞郎一年期利率分別為 10% 及 5%，一年期遠期匯率為 CHF1=USD1.70，則交易人應：賣瑞郎期貨。
- 【說明】一年期瑞郎遠期匯率的理論價格： $\text{CHF1} = 1.6 \times \left[ \frac{(1+10\%)}{(1+5\%)} \right]$   
=USD1.676。
30. 以 98.1 賣出一口 6 月份美國 CBOT 國庫券期貨，以 97.6 平倉，交易盈虧為：獲利 50 點，\$1,250。
- 【說明】 $(98.1 - 97.6) \% \times 3/12 \times 100 \text{ 萬} = \$1,250$ (獲利)  
 $98.1 - 97.6 = 0.5$ ， $0.5 \times 100 = 50$  點。
31. 若 12 月時之英鎊即期匯率為 1.5800，美金和英鎊之 3 個月即期利率分別為 4% 及 8%，6 個月即期利率分別為 4.5% 及 8.5%，則合理之 3 個月期貨價格應為：1.5642。
- 【說明】 $1.58 \times (1 + 4\% \times 3/12 - 8\% \times 3/12) = 1.5642$ 。
32. 同上題，合理之 6 月期貨價格為多少：1.5484。
- 【說明】 $1.58 \times (1 + 4.5\% \times 6/12 - 8.5\% \times 6/12) = 1.5484$ 。
33. 在現貨市場不虞匱乏，倉儲之供給量夠大，則不同交割月份之同一商品期貨價格之間的差距，在理論上應反應：兩個交割月份間的持有成本。
34. 一般而言，投機策略對期貨價格的影響：具穩定作用。
35. 預期美國聯準會即將調降存款準備率，以營造寬鬆貨幣的環境，此時期可採取：買進國庫券期貨。
36. 有關期貨投機策略的敘述：屬買低賣高之操作策略、承受期貨避險者之風險、根據預期賺取價差利潤。
37. 認為標的物之市價下跌機會較大，則應：買入期貨賣權。
38. 上星期買進 2 口歐洲美元期貨，買進價格為 98.56，若現在以 97.47 平倉，其損益為：損失 5,450。
- 【說明】 $(97.47 - 98.56) \div 0.01 \times 2 \times \$25 = - \$5,450$ 。
39. 買入 2 口 CBOT 之 6 月 T-Bond 期貨，價格為 102-02，於價格 102-22 時平倉，若不計手續費，則：獲利 \$1,250。



【說明】 $(-102\frac{2}{32}+102\frac{22}{32})\% \times 10\text{萬} \times 2\text{口} = \$1,250$ (獲利)。

40. 預期銅價上漲，一投機客以 65.0 美分 / 磅買進 6 口 7 月銅期貨合約；且以 65.3 美分 / 磅賣出 6 口 9 月銅期貨(每合約 25,000 磅)，幾天後，客戶平倉期貨價差交易，7 月 64.6 美分 / 磅，9 月 64.7 美分 / 磅，此時價差的改變，交易產生：**獲利 \$300**。

【說明】 $[( - 65.0+65.3) + (64.6 - 64.7)] \times 1/100 \times 25,000\text{磅} \times 6\text{口} = \$300$ 。

41. 投機者進行多頭投機是因為認為：**現在期貨價格偏低**。  
42. 買入長期公債期貨契約(T-Bond Futures)5 口，價格 98-24，之後以 97-08 平倉，其損失為：**7,500**。

【說明】 $(-98\frac{24}{32}+97\frac{8}{32})\% \times 10\text{萬} \times 5\text{口} = -7,500$ 。

43. 未來的英鎊相對於美元將升值，則其可採取哪種策略：**買進英鎊期貨**。  
44. 同上題，若認為未來的英鎊相對於美元將貶值，則可採取哪種策略：**賣出英鎊期貨**。  
45. 預期標的物跌價，則策略中，哪些可獲利：**賣出期貨；買入期貨賣權；賣出期貨買權；賣出現貨**。  
46. 美國的通貨膨脹率低於日本，如果預期此差距將縮小，則應：**買日幣期貨**。  
47. 日本的通貨膨脹率高於美國，如果預期此差距將擴大，則應：**賣日幣期貨**。  
48. 3 月玉米期貨和 6 月玉米期貨價格的差異稱為：**價差**。  
49. 在台灣市場中利用歐元和日圓期貨價差而進行的期貨交易稱為：**交叉匯率價差交易(Cross Rate Spread)**。

50. 1 月 10 日時，3 月份小麥期貨每英斗為 \$3.5，同時 7 月份小麥期貨為每英斗 \$3.92。若至 2 月 10 日，3 月份小麥期貨上漲至 \$3.58，7 月份小麥期貨上漲至 \$3.94。則由 1 月 10 日至 2 月 10 日，其 3 月份與 7 月份的價差之絕對值是：**變小**。

【說明】1 月 10 日： $|3.5 - 3.92|=0.42$ ，2 月 10 日： $|3.58 - 3.94|=0.36$ ，價差之絕對值變小。

51. 期貨價差交易之保證金會較一般投機策略低，其原因為：**風險較低**。  
52. 預期標的物價格上漲時，應選擇**價格波動性大者**來建立價差策略中之多頭部位。  
53. 在 3 月玉米期貨對 6 月玉米期貨有 \$0.03 升水時，買進 3 月玉米期貨，賣出同量的 6 月玉米期貨，幾天後有再 3 月期貨價格對 6 月期貨價格有 \$0.07 貼水時，結清部位，不考慮手續費，每單位之損益為：**損失 \$0.1**。

【說明】已知 3 月玉米期貨 - 6 月玉米期貨 = +\$0.03，幾天後 3 月玉米期貨 -