

我們可從 TRF 學到什麼？

What Can We Learn from the TRF ?

康榮寶 (Kang, Jung-Pao)

新加坡管理大學李光前商學院客座教授

王睦舜 (Wang, Mu-Shung)

開南大學財務金融系副教授兼主任

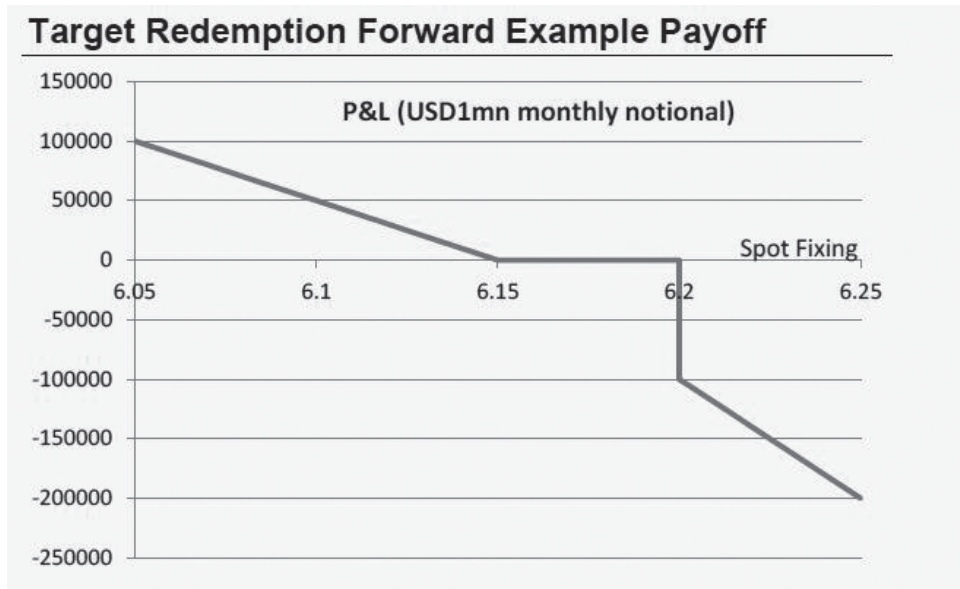
壹、目標可贖回遠期契約 (Target Redemption Forward ; TRF)

目標可贖回遠期契約 (Target Redemption Forward ; TRF) 是一種衍生性金融商品，中央銀行將其分類為選擇權類的商品。交易方式為由銀行與客戶對「未來匯率走勢」進行對賭式押注。

主要是客戶和銀行買一個選擇權、賣一個選擇權，國內銀行盛行銷售以人民幣為標的之 TRF 商品。當客戶進行匯率單邊走勢的押注，押對方向，獲利為「本金 X 匯差」；猜錯方向，虧損除了價差乘上本金外，還須乘上槓桿倍數，也就是「本金 X 匯差 X 槓桿倍數」。TRF 設計為客戶的累積獲利達一定條件，銀行不玩時，就可以出場，但是當客戶賠錢時，必須等到合約到期才能結束。

TRF 合約期通常分為 12 個月或 24 個月，每月進行一次結算作業，交易門檻多在 100 萬美元 (亦為投資人的本金)，同時會約定一個比現貨價格低的執行價 (如下圖人民幣 6.15 的匯價)、距離現價格更遠的上方保護價 (如下圖人民幣 6.2 的匯價)，以及虧損時須乘上的槓桿倍數 (目前市場最常見的為 2 倍槓桿倍數)，有些銀行會再加設一個中止價 (如下圖人民幣

6.05 的匯價，是用以保護莊家，只要匯率觸及此價位，契約自動終止)，其損益變化圖如下。



資料來源：摩根士丹利

說明：當人民幣貶介於 6.15 至 6.2 兌 1 美元，投資者損益兩平，當人民幣貶破 6.2 投資人將認賠。TRF 因為合約有保護價 (EKI)，假設跌到此 6.2 價位，需賠的金額差價的 2 倍，因此 TRF 是一種獲利有限，虧損無窮的衍生性金融商品。

假設結算當日人民幣匯率持續走升來到 6.05 的匯價，高於執行價的 6.15 匯價，投資者將有權按低於現價的 6.15 執行價匯價買入人民幣，賺取 10 萬美元匯兌收益 (本金 X 匯差 = 100 萬美元 X (6.15 - 6.05))；反之，於交易的任何時間點，人民幣匯率走貶低於上方保護價，投資者將面臨被補繳保證金或增加擔保品的命運，若結算當日人民幣匯率走貶來到 6.25 匯價，低於上方保護價 6.2 的匯價，投資人將有 20 萬美元的虧損 (本金 X 匯差 X 槓桿倍數 = 100 萬美元 X (6.15 - 6.25) X 2)。

亞洲 TRF 相關商品規模約在 1,000 億元至 2,000 億元人民幣，包含香港、新加坡、臺灣等地，若以臺灣來看，整體規模約在 300 億元至 500 億元人民幣之間。據悉，國內中小企業買進時點大多落在 2014 年年初，當時人民幣匯價在 6.05，而 TRF 契約的上方保護價集中在 6.2 ~ 6.25 人民

幣，以近期人民幣走貶的態勢來看，若這些客戶口袋不夠深，將無力補繳保證金，就可能被斷頭提前認賠殺出。國際機構預警，人民幣的貶值初期雖是由人民銀行主導，但後續已引發生性金融商品的「多殺多」情況，這應該也是人民幣對美元貶破 6.2 的原因之一。

貳、在資訊不對稱下的 TRF 悲歌

《商業週刊》曾製作一個專刊，統計 TRF 造成臺灣 3,700 家中小企業破產。

根據 TRF 的設計，產品基本上分成買賣權兩部分。銀行向投資人買進賣空選擇權，付出權利金。銀行要求投資人於取得權利金後，再向銀行本身買進看多選擇權，而所收取的權利金恰好轉為看多選擇權買進所需支付的權利金。所以，往往 TRF 主要提供予投資人看多時購買的選擇權。買進看多選擇權，當匯率真正走向升值時，投資人可以藉此賺取升值，後透過選擇權原理所可賺取的報酬。這種設計等於是完全不需要支付任何 1 塊錢，就可以在買賣權之間得到平衡，若所收取的權利金，恰可用來支付買進選擇權的權利金，投資人等於是無本套利。這麼好的套利機會，銀行為何要承擔相反方向的損失呢？顯見，TRF 的設計與銀行的推銷，代表一個實質資訊不對稱環境。

亦即，銀行根據專業研究結果看跌人民幣下，由於過去人民幣匯價的歷史，已歷經一段很長的穩定走多升值期間。所以，即使一般民眾閱讀報載時，有專家警示中國大陸經濟成長可能無法像從前，或甚至會走疲態，民眾仍會普遍預期人民幣至少不會跌。在這種預期環境下，銀行的行銷部門是行銷 TRF 這種衍生性金融商品的機會。若投資者看多人民幣，至少預期不會走跌，TRF 可提供信用擴張，讓風險偏好者，或風險中立者產生過度預期。

無知的投資者 (uninformed investor，在學術上是指價格追隨者，不會深入研究人民幣走勢的投資者)，通常是價格追隨者，或在熱哄環境下失去判斷或理智的一批人。這種不知情投資者，在資訊不稱環境下，肯定會

創造類似 3,700 家中小企業中標 TRF，致面臨破產的窘狀。

理論上，銀行屬知情投資者或資訊優越知情方 (informed investor)，銀行對人民幣走勢的資訊掌握度，至少遠優於一般無知投資者。這種資訊不對稱提供銀行一個透過 TRF 獲利的機會。假設某一銀行非常專精人民幣匯價的走勢，也非常擁有行業道德，這家銀行在預期人民幣中長期走跌下，不會向投資者推薦 TRF，因此這種銷售可能會引導投資者虧損，銀行所賺屬不義之財。

相對的，某知情銀行專業預期人民幣匯價走跌，在可以充分掌握民眾普遍仍沉浸在人民幣匯價普遍走升的歷史性情境下，該銀行可以在人民幣尚未真正持續走跌時或之前出售 TRF。之後，當人民幣匯價開始波動，或真正持續性走跌時，銀行可以從這些無知投資者所投資的 TRF 及 TRF 的不對稱設計，賺到報酬。從上述分析中可知，這種銀行賺得的 TRF 報酬，屬資訊不對稱或道德瑕疵所創造的結果。

其實，這是經濟學中標準的相反選擇原理 (adverse selection) 現象。好的知情銀行不會占資訊不對稱的便宜，不會在市場上出售 TRF，或出售 TRF 時會相當保守，甚至提出必要的風險警示資訊。可是不道德的知情銀行會趁勢推銷，似是而非的告知投資者，過去人民幣匯價長期走升。投資者買進 TRF 等於不花費任何成本，就有從人民幣的匯價走勢大賺錢的機會，銀行願意與投資者對賭，在國際間為臺灣投資者賺這種廉價的獲利。

根據具人民幣專業知識與經驗的銀行願意發行、出售 TRF，甚至熱銷現象，銀行不會作虧本生意，代表銀行已預期人民幣走貶，也可見這些銀行的道德瑕疵。

從過去的歷史紀錄中可知，臺灣投資者在臺灣成為人民幣離岸中心之後，曾在很短的時間內就累積超過 3,000 億元人民幣存款。這種現象與 TRF 相當類似，只是人民幣存款屬現貨產品無擴張信用，它的風險遠低於 TRF。從人民幣存款與 TRF 的現象，可見臺灣無知投資者人數眾多，且相對臺灣投資環境與產品對一般民眾的吸引力缺缺。

參、大陸悲情經濟是投資 TRF 虧損的元凶

本節主要說明評估大陸經濟的現況與未來可能走勢，大陸經濟的預期走勢與人民幣是否預期走跌的主要基礎。

人民幣的匯價與大陸經濟息息相關。從習近平、李克強接手治理中國大陸之後，以「打貪反腐」為主要政策訴求。在這個訴求下，中國大陸經濟會如何發展？茲以下列的彙總式資訊說明之。

- 一、中國大陸的經濟長期以來，以世界工廠自居，亦即以製造加工見長。這個現象相對也代表中國大陸經濟以出口經濟作為主要支撐。
- 二、若以出口、內需、投資三枝經濟支柱來分析中國大陸經濟可知：習李體制之前，中國大陸經濟採擴張經濟，整個中國大陸在缺乏各種基礎建設下，房地產開發也屬稀少，房地產價格甚至相對低廉。
- 三、若從房地產價值相對遠低於全球其他地區可知，中國大陸房地產在漲價過程中，房地產開發會有效誘導中國大陸經濟擴張，特別是中國大陸在投資性金融商品缺乏，且房地產屬所有金融商品中信用擴張比例最高的產品。因此，只要房地產交易熱絡，所有投資者會熱中房地產的投資買賣，直到房地產價格相對與國際水準相近時，才會開始波動，從深北上廣主要城市的房地產走勢可以觀察這個現象。
- 四、在中國大陸投資者熱中房地產投資的期間，由於中國大陸需要大量基礎建設，政府每年投入大量資金建設基礎建設，也是中國大陸創造擴張經濟的主要來源之一。
- 五、當房地產價格接近國際平均水準，基礎建設的投資也臻一定水準，經濟邊際擴張力量變小。在房地產信用擴張下，創造了中國大陸經濟的資產泡沫。此時，中國大陸經濟是否會硬著陸，中國大陸經濟的資產泡沫是否會破滅？在各種國際財經媒體間，不乏

與這個經濟問題相關的質疑。

- 六、2008 年全球金融海嘯與房地產，或與次級房貸有關，加深全球經濟學家對中國大陸資產泡沫，或硬著陸的疑慮。
- 七、2008 年以來，迄今全球經濟仍然依賴 QE 寬鬆貨幣環境的奶水，歐美地區仍未恢復全球金融海嘯前的水準。此種現象代表中國大陸的出口經濟仍是受到壓抑的。
- 八、在中國大陸經濟擴張與泡沫的形成過程，與全球各國泡沫經濟過程類似，奢侈消費主導國內消費市場，在在顯示國內消費，甚至在國際間奢侈消費的大爆發。
- 九、當習李體制開始「打貪反腐」之後，當然是以奢侈消費作為主要打擊的目標。據此可推論，習李體制後境內消費肯定會消退。中國大陸「十二五計劃」中，擬以國內消費取代因國際金融海嘯所帶來出口不振的經濟，根本不會產生抵消效果，反而會對中國大陸經濟產生打落水狗的負面後果。
- 十、上述各項的分析指出，中國大陸的基礎建設逐漸飽和，邊際經濟擴張效果在減弱時，政府支出對中國大陸經濟貢獻也會弱化，甚至只會產生短期性的刺激效果。所以，在 2009 年時，大陸政府的統計數據顯示，雖然中國大陸當時經濟成長率仍屬二位數，但政府支出對中國大陸經濟成長率的貢獻占到九成之多，之後，政府支出對經濟成長率的邊際貢獻逐步降低，甚至最近二、三年邊際效果幾近零。
- 十一、如果歐美經濟尚未復甦，代表中國大陸以出口為主的經濟體制無法取代其他弱化效果的國內消費與政府支出與投資。所以，中國大陸經濟在習李體制後，從未產生正面的績效。亦指，中國大陸經濟在近期的走向，多數呈弱勢趨勢。

在中國大陸近期弱勢走勢下，人民幣一定會失掉過去走升的動力。相對的，在全球金融風暴期間，貨幣戰爭是一個重要且基本的議題。美元

在這個金融風暴期間的走向或政策指引，仍屬最穩健與最具引導效果的貨幣。美元過去幾年間中長走升，也有弱化人民幣匯價走勢的相對意涵。

中國大陸過去在人民幣匯價升值環境中，累積了高利率水準、高存款準備率的政策彈性空間，因此在人民幣匯率自由化的訴求下，大陸政府為解決經濟的困境，降息、降存款準備率、引導人民幣走貶，都是可預期的政策方向。這些政策方向，不但短期內無法透過出口經濟解決中國大陸經濟問題，反而創造中國大陸經濟環境的惡性循環。這種惡性循環環境，就是導致投資者投資以信用擴張為主的 TRF 開始虧損的期間。

以衍生性金融商品的信用擴張特性，確會創造不夠專業或不知情或無知投資者的不可彌補虧損，最終產生《商業週刊》的統計數字顯示，至少讓 3,700 家中小企業的財務狀況陷入困境。如果臺灣再將人民幣離岸中心的逾三千億人民幣存款計入，其實受虧損困擾的投資者與中小企業，就會遠遠超過 3,700 家中小企業。

肆、為什麼主管機關未察覺？

銀行熱銷 TRF 的期間，通常只要銀行能夠遵守所有銀行相關法令之必要條件，主管機關無法對銀行銷售 TRF 產生任何監督功能。

當然，過程仍可見報載，曾有某中小企業的女主人因 TRF 自殺，或銀行為推銷售 TRF，採低道德水準的行銷產品慣用手法：遊艇團體外海遊來誘導無知的中小企業主，或中小企業女主人，或無知的投資者民眾，在哄抬環境中購買 TRF。也見過報載：銀行運用證照不足員工推銷 TRF 而受金融監督管理委員會的罰金。

TRF 對臺灣中小企業、一般投資者民眾的最大問題，應不在主管機關、法規制度…上述已說明，關鍵在於：雖然中國大陸經濟在習李體制之後，已現疲態，為何銀行體系在銷售 TRD 時未提供足夠的風險警示？或在這種 TRF 熱銷產品下，無主管機關或專業機構的風險警示資訊，致銀行在銷售 TRF 時，資訊透明度產生嚴重不足的現象。

上述問題的答案之一，在於：購買 TRF 的投資者，多數屬類似中小企

業主、一般民眾的無知投資者，鮮少專業投資者。因此，市場 TRF 的專業資訊缺乏，遑論風險警示資訊。

臺灣經濟普遍缺乏解決資訊不對稱、資訊具效率性，引導投資者不會產生反選擇（adverse selection）的經濟學基本結果。股市如此、菜市場如此、毒油事件如此……，所以，散戶一再被坑殺，消費者被毒食用油毒害而不自知，消費者在菜市場被滿口仁義道德的賣方欺騙，卻喜孜孜幫賣方數錢。其實，反選擇是市場機制中，弱勢消費者或投資者成為優勢資訊者俎中肉的主要理論基礎。

主管機關的研究機構或根據類似中華經濟研究院的報告，或臺灣經濟研究院之研究報告，應早就瞭解中國大陸在習李體制後，經濟正步入疲態，在歐美未正式復甦前，中國大陸出口經濟撐不起中國大陸經濟的高成長。所以，主管機關要負起類似 TRF 風險警示的角色。

經濟學中解決反選擇的主要方法，稱作訊息均衡（signal equilibrium），也就希望市場機制能夠創造一個方法，讓所有投資者都能有效辨識 TRF 的風險，或市場存在一些 TRF 的專業研究成果，可以引導市場在機制競爭下，產生有效率的資訊，導致公平的結果。這種有效率的市場，實有賴專業投資者之參與。

所以，簡言之，我國主管機關對於任何熱銷金融商品，應主動或誘導市場能夠提供足夠的風險警示資訊，讓市場的投資者可以充分瞭解所購買的商品風險，並將這種機制作為金融監督的一部分。

特別是，我國金融帳淨流出已連續 23 季，總金額超過 8 兆新臺幣為然。這些金融帳淨流出的資金，不乏在境外購買各種金融商品，臺灣主管機關若不正視與 TRF 類似的金融商品風險問題。未來淨流出資金所購買海外金融商品之創造的問題，將如 TRF 一般，會一再爆發。