

財務專欄

Financial

P R A C T I C E S

人民幣急貶重創 TRF

目標可贖回遠期契約(Target Redemption Forward, TRF)是一種結合選擇權的衍生性金融商品，由銀行與客戶對賭標的物價格（人民幣兌美元匯率）的未來走勢，契約上載明名目本金（如 100 萬元），並設定履約價格（如 RMB 6.5/\$）、上方保護價格（如 RMB 6.6/\$）及槓桿倍數（通常為 2 倍），每月結算一次。

當人民幣兌美元升值時（即美元貶值，如 RMB 6/\$），客戶即獲利匯差之一倍（ $= 100 \text{ 萬} \times (6.5 - 6)$ ），但人民幣若持續升值觸及中止價時，則契約提前終止，客戶最大獲利是有限的，相當於是買了一個觸及失效的美元賣權。相反地，當人民幣兌美元貶值（即美元升值，如 RMB 6.7/\$）超過上方保護價格時，客戶將損失匯差之二倍（ $= 100 \text{ 萬} \times (6.7 - 6.5) \times 2$ ），且最大損失是無限的，客戶相當於是賣了二個美元買權。

正因為客戶買了一個觸及失效的美元賣權（價值較低）、賣了二個美元買權（價值較高），故簽約時客戶才能一次收

取大筆權利金而樂此不疲。然而，TRF「獲利一倍且有限、損失二倍且無限」的設計，明顯有利銀行端。

2014 年之前，人民幣兌美元匯率一路升值，市場持續看升人民幣，許多企業便與銀行簽訂 TRF，希望能從人民幣的升值走勢中賺取投機收益。然事與願違，2014 年以後，人民幣兌美元匯率多次出現急貶走勢，如 2014 年第一季、2015 年 8 月、2015 年 11 月到 2016 年初等，都讓 TRF 產生嚴重的虧損，同時也引起金管會的注意。為避免企業投機並遭受嚴重匯損，除處罰不當銷售之銀行外，金管會也針對 TRF 訂定新的銷售規範，非避險性的 TRF 僅能銷售給專業投資人，並設停損點，明定最大損失金額不得超過名目本金一定比率，避險性 TRF 須提供實質避險需求文件，銷售過程中須全程錄音錄影。此外，金管會也會按風險承擔能力、外幣資金調度情況、專業能力、法令遵循及客訴情況等五項指標逐家審查，並限制個別銀行的 TRF 承作量上限。

4. 無風險利率

買權具有「遞延購買」標的物的功能，其應支付履約價格的現值與無風險利率成反比關係，即無風險利率愈高，未來購買標的物的成本現值也就愈低，因此買權的價