

期貨及選擇權未平倉量解讀

研究員 劉信良

前言

在技術分析的領域中，價格與量能向來是一體之兩面，價格引動情緒，情緒引動決策，決策再催化量能。在期貨與選擇權市場中，除了價格與成交量的變化外，到期結算的特性，亦衍生出了另一個極為重要的量能指標——未平倉量（Open Interest；簡稱OI）。

未平倉量即為作多或作空期貨契約到期前尚未平倉的水位口數總和，代表了多空單邊力量的強弱，對於不同月份的合約而言，由於各合約均將於到期日結算，因此在加入到期日的時間變數後，多空在到期日以前的拉距，將更顯著地表現在未平倉量的變化上。

未平倉量之計算

期貨市場為一「零合」市場，換言之，任何一口成交之多頭倉位，必定有一口空頭倉位與之對應，而總和之多頭倉位，勢必亦等同於所有的空頭倉位，該值即是所謂的「未平倉量」。一般而言，未平倉量的計算方式如下：

買方	賣方	多倉變化	空倉變化	未平倉變化	成交量
新進買單	新進賣單	+1	+1	+1	+1
新進買單	舊賣單平倉	+1	-1	不變	+1
舊買單平倉	新進賣單	-1	+1	不變	+1
舊買單平倉	舊賣單平倉	-1	-1	-1	+1

表一 新舊多空單進場對應之未平倉變化情形

由於未平倉部位在到期日前需完成平倉，在不考慮轉倉情況下，多空部位的損益將在到期日前實現。因此，未平倉量的多寡，代表市場潛在動能的強弱，口數越多，則一旦趨勢啟動，強者越強、弱者越弱。因此，在觀察一段走勢之強度與頻率是否改變時，未平倉量之解讀，為行情研判上之重要參考。

期貨未平倉解讀要點

在期貨市場中，多空買賣的絕對力道，決定了市場行進的方向，倘若以物理

的觀念來解釋，每日之成交量，可以解釋為當天市場的動能強度，而未平倉量則可解釋成市場的位能強度，換言之，未平倉量的持續性堆積，具有強化行情的效果。在解讀方式上，未平倉量的研判，與一般成交量的研判大致雷同，即(1)價漲，未平倉量增、(2)價跌，未平倉量縮均屬於多方格局，(3)價跌，未平倉量增(4)價漲，未平倉量縮均屬於空方格局。

此外，以本土市場熱門的台指期貨而言，由於其與摩台指市場連動性甚高，因此一般在台期指換月時，由於當週近月(當月第三個星期)的未平倉量將因市場換月效應，導致 OI 的持續性遞減，一般解決的方式有二。一是加總次月份的未平倉量同參(例如當月合約為三月，則接近換月當週，則合併計入四月合約的未平倉值，作為研判之參考)，另一個方式是參照摩指市場的當月合約未平倉變化，由於摩台指的結算日在當月月底，因此在月中時間，其換月效應對於 OI 之影響較小，因此便成為行情研判的重要參考(摩台指的未平倉數據在交易日隔日才公佈)。相反地，當摩台指市場瀕臨換月時，則反向用台指市場 OI 值作研判。

選擇權未平倉解讀

對於選擇權而言，由於買權與賣權又分別具有買方與賣方，故在行情研判上將再衍生出更複雜之交易邏輯，就買權市場而言，買方預期行情將於短時間內大幅度上漲，而賣方則是預期「不漲」，因此對於買權市場而言，行情的主軸在於上檔「支撐」的突破與否。舉例而言，對於買進 6500 點買權的交易者而言，押注的是行情必定會跨越 6500 點，而對於賣方而言，則是認定了 6500 點的壓力不易越過。

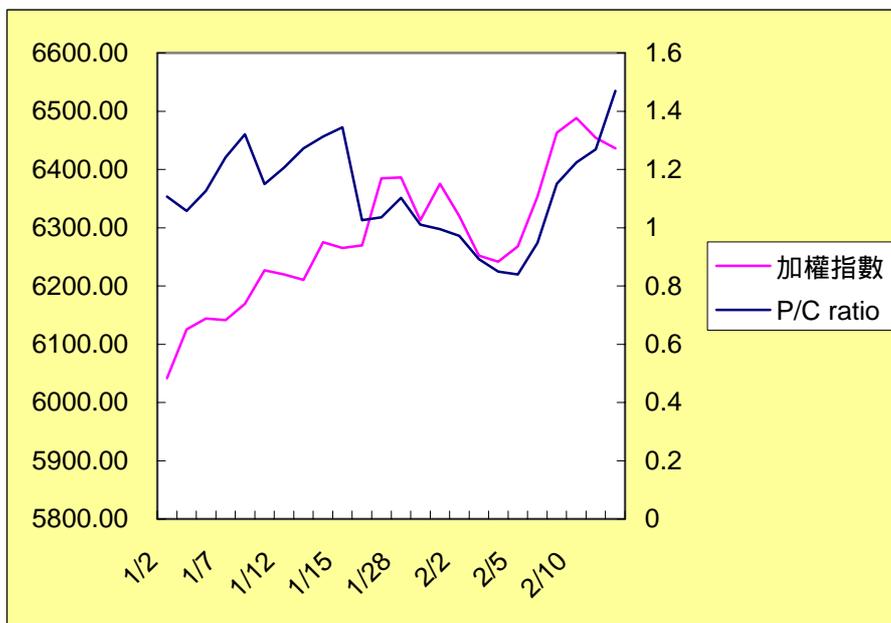
另外，由於選擇權與期貨同樣具有到期結算的特性，因此，在市場開始建立新月份合約的初期，未平倉量的解讀要更為謹慎，由於多空雙方此時可能仍舊以前一合約月份為主要的交易標的，一直要到結算日的前兩天，換倉的動作才會較為明顯。

就日線上的波動而言，當日多空的勝負往往於未平倉量的變化上可以看出端倪，由於選擇權具有以小博大的性質，而以小博大的最大效應又以買方策略居多，因此在研判一段多頭或空頭行情是否步入尾聲，就單邊(買權或賣權)的未平倉量增減情況，將有助於後市發展之研判。

以多頭行情而言，一段理想的嘎空走勢中，買權的未平倉量應呈現遞減，而賣權反向持續遞增，轉換成市場心理即是越逼近高檔，則先前買入買權的交易者紛紛見高而獲利了結，買進賣權看跌的交易者則因面臨套牢困境而不願意殺出，

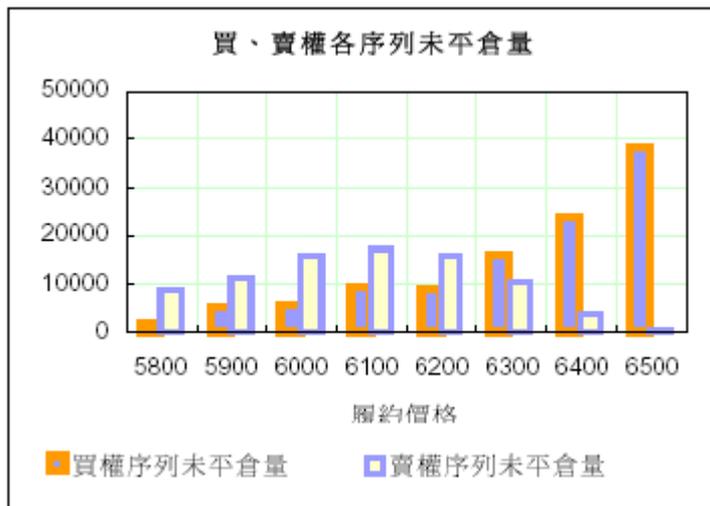
在這樣的多頭行情中，由於市場居高思危的氣氛仍舊相當濃厚，在反市場的心理操作上，行情越是容易向高檔靠攏。反之，在漲勢的末端，由於市場追價的氣氛濃厚，因此買權往往容易於高檔持續的遞增，而先前套牢的賣權買方，則因權利金的大幅度虧損而紛紛認賠出場，在買權增、賣權減的情況下，市場一片看好之際，行情反而容易出現反轉。

上述的變化關係，可以透過 P/C OI ratio 的方式來加以闡明，『P/C OI ratio』即為『每日各序列賣權未平倉量/每日各序列買權未平倉量』，因此當買權增、賣權減時，該值將出現下跌，反之則出現上揚。因此，往往行情與 P/C ratio 值亦步亦趨，舉例而言，以元月份至今的加權指數與 P/C ratio 的情況來看，在二月四號加權指數見低點後，於隔日後 P/C ratio 亦出現反轉作確認，漲勢沿途中，兩者間之連動關係之密切可見一般，即便於一月底至二月初的指數拉回階段，P/C ratio 亦同步處於回檔修正的階段。



圖一 2004 年以來加權指數與選擇權 P/C ratio 之連續圖

此外，在當月合約距離到期日尚有一至二週時，就未平倉量的縱向分布情況，更可以有效掌握指數的高點或低點，以元月 28 號當日指數仍舊維持近 6400 點之高檔水位，然就當天盤後之選擇權市場未平倉分布情況來看，上檔 6500 點買權近四萬口的未平倉水準，實已預告上檔壓力之沉重，同時就下檔賣權的未平倉分布來看，亦可發現 6100 點及 6200 點附近均為主要的賣權籌碼堆積區塊所在，在後續幾個交易日量能潮步入萎縮下，行情陷入區間盤整的可能性大幅提高，因此交易者即可藉由選擇權的未平倉分布斷定指數在無量盤整下的波動區間將位於 6150-6500 點之間。



圖二 元月 28 號盤後之台指選擇權未平倉量序列分布

結論

未平倉量是行情維持持續性的重要燃料，單邊行情的未平倉量持續遞增，反映了強者恆強、弱者更弱的零合市場邏輯，日間的未平倉量變化，提供了交易者確認行情是否反轉的工具，而選擇權多各序列的未平倉分布，則提供了交易者在行情回檔修正時，支撐壓力的研判與參考，兩者交叉運用，將有助於提高行情研判的準確性。