

# 期現貨逐筆交易同步上路，策略運用多元更順暢

國票期貨總經理◎李姿錡

## 現貨逐筆交易將於2020年3月隆重登場

為與國際市場接軌，臺灣證券交易所從2008年即開始分階段推動逐筆撮合機制，2010年始由權證擔任前鋒先行，盤中全面實施逐筆交易，2013年起分三個階段逐步漸進縮短集合競價時間，同年7月1日臺股盤中撮合秒數由20秒縮短至15秒、2014年2月24日由15秒縮短至10秒，再於12月29日進一步調整至現行的每5秒執行，經過多年努力，逐筆撮合正式進入最後一哩路，朝全面逐筆交易的階段進入倒數計時，投資人準備迎接臺股與國際接軌的嶄新時代。

隨著臺股新制度上線不僅增加了資訊透明度，也能提高交易效率。然而多數投資人仍不免憂心，撮合速度變快是否代表價格的波動更劇烈、而若吸引了高頻交易進入市場會造成甚麼樣的衝擊變化、後市到底對投資

人及交易行為有甚麼樣的影響，都是市場熱烈討論議題。

參考期貨衍生性商品歷程，實施逐筆撮合前，日均量為11,659口（2001年），臺灣期貨交易所於2002年7月施行盤中全時段採行逐筆撮合後日均量成長至26,163口（2003年），交易較先前更為熱絡，流動性大幅增加，對照期貨市場的成功經驗，對於證券新制上線，可預期將有助於現貨市場對個股未來價格發現、交易量提升與發展，且期現貨標的同步採用逐筆交易，可使投資人在運用期現貨交易策略時更加順暢，更靈活去執行避險價格的鎖定、期現貨的套利、強弱勢股的配對交易，以及除權息的策略性交易...等，創造更多的交易機會，提昇交易執行效率去吸引更多不同領域的投資族群，進而開拓市場的廣度、深度。

## 新制上路首要之務

投資人首先要認識的是：

- 1.新制上路後有哪些交易委託方式？
- 2.新制上路價格波動變大是否有穩定措施，期現貨間有何差異？
- 3.逐筆交易制度下，對不同交易屬性的投資人有甚麼影響？



## 交易委託方式

原現股市場集合競價僅有的一種委託單種類，限價-當日有效的委託單，或以漲跌停價格來進行市價單的委託方式，當成交量或五檔報價較少的冷門股票，可能會出現較大幅度偏離的情形。

逐筆交易上路之後，新制將增加多項交易時段內可使用之委託單，包括限價單、市價單，搭配ROD（當日有效）、IOC（立即成交否則取消）、FOK（立即全部成交否則取消）等條件委託單之組合共六種，對於長期投資者仍可比照使用現行限價（ROD）單進行委託，至於策略型投資人則可視需要選擇適合的委託種類，即可與期貨市場之單別同步配合。此外，為了減少刪單降低資訊處理量問題，證交所也提供限價單改價的功能，對投資人來說，可以減少刪單，再重新下單的動作，提高下單執行效率。

另依期貨經驗，逐筆交易將使掛假單的假動作難度增加，且隨到隨撮對行情反應快，將使短線的當沖風險成本增加。就一般投資人的角度，股價在短時間上沖下洗的幅

度更快更大之下，對於中小型股票，市價進出需更小心，要盡量避免下市價單，否則很容易追高、殺低。

## 穩定措施

為避免市場在流動性低時出現的價格瞬間異常，期貨市場對期貨商品採行動態價格穩定機制，隨後選擇權商品也在108年5月27日實施。且為了避免交易契約流動性較不足或買賣委託量瞬間失衡，產生成交價格大幅偏離原預期價格的現象，自5月27日起採行強化市價買賣之管理，執行調降每筆市價買賣數量，一般交易時段為10口、盤後交易時段為5口，並鼓勵交易人以一定範圍市價代替市價，對於價格的穩定性再進行交易規則的調整。

在股票現貨部份，則是推動「瞬間價格穩定措施」進行配套，个股可能成交價在超過前5分鐘加權平均價之上下3.5%時，暫緩撮合2分鐘，並刪除留存之市價委託進入集合競價模式，以每5秒模擬成交價、成交量及5檔買賣報價，提供投資人合理之價格。

## 期貨/證券逐筆交易之比較

	期貨	證券
逐筆交易	1. 隨到隨撮 2. 價格優先、時間優先	
委託單種類	1. 委託單種類：市價、限價、一定範圍市價單 2. 存續種類：ROD、IOC、FOC	1. 委託單種類：市價、限價 2. 存續種類：ROD、新增 (IOC、FOC)
穩定措施	動態價格穩定措施	瞬間價格穩定措施

## 不同交易屬性投資人影響

依自營/外資、造市者及自然人等不同的交易人結構觀察，證券市場散戶與法人比重約為六四比，期貨市場散戶與法人的比重則是五五比。期貨法人交易占比相對證券高，因此預估未來證券逐筆交易上線後，法人市場的成長空間也會較大。探討各不同投資族群策略屬性、策略型態、風險承受度以及避險需求..等，因其成本結構的不同，亦將使得運用策略朝不同方向發展。

就自營商/外資而言，機構法人之策略屬性大多為主動性交易，包括套利、流動性價差、搶帽、波動率套利...等，使用快速的電子下單設備，以及程式化的自動下單機，再配合證券新制撮合效率與頻率的提升，預估將有助於成交量及市占的增加。隨證券逐筆交易上線若再加上高頻交易的參與，瞬間大量或以一連串的快速下單交易進出，皆能有效提高現貨市場的流動性、效率和波動性。

以造市者的角度來看，造市交易之風險內涵，成交前-包括理論價格的計算，下單連線失敗、行情解析錯誤等，成交後-包括避險不及、無法避險、流動性風險、部位曝險過大...等。因其承受風險的程度低、避險的需求高，在逐筆交易上市後，有助於造市商品風險轉嫁到其他相關性高、流動性好之其他參考避險商品、提高交易機會、降低成本，增加流動性，並將風險轉嫁至最低程度，以賺取長期的流動性報酬。

依自然人來說，交易策略多以趨勢波段、當沖為主，由於無法建置高成本的交易系統，下單速度也比不上前者，因應五檔價量瞬息萬變、機構投資人頻繁下單、改單、刪單等，一般投資人就需要多多利用新增的五種委託單種類，並增加配合策略性的發展，或利用限價委託更改價格，以節省時間並增加效率。

	自營/外資	造市者	自然人
策略屬性	主動	被動	主動
風險承受度	高	低	依投資人之偏好
避險需求	高	更高	低
策略類型	套利、多空價差、強弱勢價差、時間價差、趨勢波段、當沖、波動率多空、其他	套利、流動性價差、搶帽、波動率套利、其他	趨勢波段、當沖為主、其他

## 策略應用

簡單認識了委託方式、穩定措施及影響後，我們再從兩方面來談談策略應用：(1)面對國際金融震盪，如何利用新增夜盤交易時段，運用期貨指數進行避險即時保護手中的

現貨部位；(2)股票現貨與股票期貨之間有哪些可應用的投資策略，透過策略的發展增加收益同時因應市場的變動。

## 利用期貨指數及夜間交易時段進行避險

中美貿易戰進入長期的持久戰，歐洲政



# Market information

治動盪及經濟衰退，全球資本市場面臨劇幅波動，對於所持現貨部位在許許多多不確定的風險下，能在關鍵時刻進行即時的避險及策略的布局，就顯得相當重要。

投資人可針對以下幾個時機，運用期貨商品與現貨之同質性關係來規避系統性風險，並藉此提升投資績效。

- (1) 對於手中持有較大部位的投資人，或者是持股受限制的大股東，無法及時調整手中部位者。
- (2) 當有重要經濟數字公布前夕或選舉等事件前，為先保護手中持有的部位，利用  $\beta$  避險策略者。
- (3) 一籃子的股票股利於除權息後一個月後才會拿到，先行鎖定獲利者。
- (4) 因應國際市場不同時區行情波動風

險變化者。

將持有現貨的部位，配合賣出臺指期貨進行指數期貨避險，避險口數之計算：

期貨口數 (口) =  $\beta \times$  現貨市值 / (期貨指數  $\times$  每點價值)

利用臺灣期貨交易所推行的商品及夜間交易時段優勢來涵蓋全球交易時區的風險變化，臺灣期貨交易所自2017年5月所推出的盤後交易迄今已2年餘，市場參與者不斷的增加，目前夜間交易比重約為日盤交易量25%，與國際市場的連動性甚深，夜間交易時間延伸至隔日凌晨五點鐘，可交易的商品種類逐步增加包括股價指數類、匯率類、商品類..等。投資人所持有的期現貨部位，透過夜盤交易時段進行避險操作，相當的便利。

目前夜盤可交易的商品及時段：

商品類別	交易商品	日盤	盤後
股價指數	臺股期貨 TXF 小型臺指期貨 MXF 電子期貨 EXF 臺指選擇權 TXO 美國道瓊期貨 UDF 美國標普 500 期貨 SPF	交易：08:45~13:45 收單：08:30~08:45 (15 分鐘) 禁刪：08:43~08:45 (2 分鐘)	交易：15:00~ 次日 05:00(T+1) 收單：14:50~15:00 (10 分鐘) 禁刪：14:58~15:00 (2 分鐘)
(3) 匯率類	小型美元兌人民幣期貨 RTF 小型美元兌人民幣選擇權 RTO 美元兌人民幣選擇權 RHO 美元兌人民幣期貨 RHF 歐元兌美元期貨 XEF 美元兌日圓期貨 XJF 英鎊兌美元匯率 XBF 澳幣兌美元匯率 XAF	交易：08:45~16:15 收單：08:30~08:45 (15 分鐘)	交易：17:25~ 次日 05:00(T+1) 收單：17:15~17:25 (10 分鐘)
(3) 商品類	黃金期貨 GDF 臺幣黃金期貨 TGF  布蘭特原油期貨 BRF	交易：08:45~16:15 收單：08:30~08:45 (15 分鐘)  * 原油期貨時間同股價指數	交易：17:25~ 次日 05:00(T+1) 收單：17:15~17:25 (10 分鐘)  * 原油期貨時間同股價指數

## 股期交易策略

對於期現貨市場未來逐筆交易同步上線，有利股票與期貨的套利、避險成本降低增加交易的機會，以下就股票期貨的成本及策略運用做簡單說明。

### 1. 股票期貨交易之成本分析

股票期貨就資金成本及交易費用，相較於股票現貨交易以及股票融資券交易來說相對有利，交易稅僅0.002%，手續費則介於0.01%~1%之間。相較於現股的交易稅0.3%以及手續費0.1425%，尤其適合短線交易的投資人，特別注意的是股票期貨結算到期，部位就會被自動平倉，若交易周期較長的話，則需要自行換月。

### 2. 運用常見股票期貨策略，提高交易效率的方法

從事現貨交易的投資人，大部份的時間交易委託是沒有受到限制，平盤以下可放空的股票也相當多，然而在融券回補日，或是特殊市況時，對於現貨放空則有諸多限制。目前臺灣期貨交易所推出的股票期貨標的約有200檔，若能將投資組合加入股票期貨，可擴大更多的策略並使得投資更加靈活。常見的策略，包括短線交易、股票與股期的套利價差交易，一籃子股票進行指數期貨避險...等，提供現貨投資人除了波段及當沖交易之外的新思維。

#### ● 短線交易

股票期貨是更適合有現貨交易經驗的投資人，其具有衍生性商品的槓桿特性又保有股票特質，尤其適合短線交易的股票投資人。

(1) 首先，利用股票的篩選方式，使用

包括技術面、基本面，籌碼面、消息面...等方式，來判斷該檔股票的多空，找出與標的相同的股票期貨名單。

(2) 接下來，從第一步精選的口袋名單中，找出具成交量及股價波動性的股票期貨做為短線操作標的。

#### ● 避險交易

相較於投資人所持有一籃子股票進行指數期貨避險的方式，所使用的避險標的包括臺指期、電子期、金融期或是臺指選擇權等標的，因需考量相關係數、避險口數及避險比例等，因此在計算上會比較複雜，畢竟實際上個股與大盤、類股指數的漲跌不一定同步。

若您的現貨標的有列入股票期貨的名單，則可利用股票期貨將所持有的個股風險完全鎖定，每一口股票期貨的合約為2張現貨，操作上就會更簡便，計算上也更準確，投資人得以針對手中擁有的個股部位分別進行避險。

尤其是在證券市場逐筆交易上路之後，將使期現貨的價格更加貼近，一旦出現不合理的價格，也有助於吸引套利者進入市場，並降低避險的成本，將有助於股票期貨市場的熱絡。

使用股票期貨進行避險，適用的時機如下：

(1) 當市場劇烈震盪以及不確定性風險升高之際，若大量出脫所持有的股票現貨部位，恐將對市場造成更大的波動，若能搭配股票期貨做為個



## Market information

股的保護，那麼將可以有效規避個股或市場風險，並精準的鎖住部位風險。

- (2) 每年適逢個股除權息時，對於無法賣股的大股東，則可賣出股票期貨鎖定價格。
- (3) 對於已經參與除權息的個股，其所配發股利的部份，因為需經過一個月後才能拿到，當有避險性需求時，則可利用股票期貨進行對等部位賣出，先行鎖定價格。

### ● 股期與股票現貨搭配，掌握套利&價差

通常期貨價格是緊跟著現貨價格，兩者之間的價格走勢具有高度的相關性，期貨的合理價格=現貨x(1+利率)，所以期貨價格會較現貨市場來得高，一旦出現不合理的擴大時，就可以進行期現貨套利。

同一標的之期現貨即時價格產生偏離時，便出現套利交易機會。藉由期貨每個月到期結算機制，到期時期現貨價格會收斂至相同之邏輯，進行多空套利，策略應用上買進價格低的商品，並賣出價格高的商品，價格出現收斂時就可同時反向出場。

套利交易時主要考量股票期貨的流動性風險，亦要注意每年6-10月除息行情時，當月期貨報價會直接扣除息點數，因此需知期貨報價會較低，形成逆價差的情況。另外，現金增資、股份轉換等事件，期貨價格也會先行反應，需要特別留意錯誤訂價的風險，才可在正確的基礎上進行套利。

在價差交易方面，則可利用交易成本較低、多空皆宜的股票期貨與現貨進行配對交

易，即在同一產業或族群中，利用基本面及技術面等選股方式，找出相關強、弱勢股各一檔，進行配對交易。配對交易主要有2大策略如下：

- (1) 發散策略：多空趨勢延續，買強空弱。買進強勢股票，放空弱勢的股票期貨。
- (2) 收斂策略：多空趨勢反轉，空強買弱。買進弱勢股票，放空強勢的股票期貨。

由於此操作模式必需加入方向性的看法，因此風險相對較大，實際上當期現貨有價差時，有可能收斂也可能發散，投資人仍需嚴設停損停利，以控制部位風險。

由於目前現貨的集合競價模式，成交價是以能滿足最大成交量的價位成交，僅一個成交價位，資訊揭露上出現5秒的時間差，資訊的透明度不足。未來兩者同步採行逐筆交易，撮合制度委託簿均為先以價格優先其次時間優先的相同原則。對於新制的上線，兩者價格一旦出現獲利的機會，而在沒有時間差的情況下，將有助於期現貨的價差及套利交易策略操作。

市場效率性的增加，有助於吸引國際資金的投入，發展更多樣化的股期策略。隨現貨市場成交量的提升，將更助於共創現貨與期貨市場的雙贏，唯對於大多數的投資人面臨制度的改變，思維也需要同步的增長。改變及挑戰是進步的開始，期待金融市場股期逐筆交易的同步上市，為證券與期貨市場開創出另一番新頁。

