



### 市場推廣

# 股票逐筆交易與股期交易策略

元大期貨 研究部協理 ◉ 陳昱宏

#### 國內外逐筆交易發展

臺灣證交所在2013年7月，將台股從20秒撮合，縮減至15秒，2014年再縮短至5秒，2010年於權證市場開始採用逐筆交易，事實上從國際市場中，不論是已開發國家的紐約、倫敦、東京或新加坡，抑或是開發中國家的香港、上海，或韓國等都採用逐筆交易機制，也因此國內證交所擬定推行台股現貨逐筆交易制度，於2020年3月23日正式上線，成為國內台股市場近年來的一大變革，等同未來國內股票、指數股票型基金（ETF）、指數投資證券（ETN）、臺灣存託憑證（TDR）等商品將同步納入逐筆交易後，有助與國內早已實行逐筆交易的衍生性市場同步結合，除了在開盤與收盤期間維持集合競價之外，其餘盤中期間將會採取逐筆交易，投資者也可以選用市價單進行多元下

單交易策略。

早在1998年臺灣期交所正式營運時，因資訊設備資源與技術經驗不足，委由證交所協助建置與維護期貨交易系統；即便當時國外主要的期貨市場多採用逐筆交易，但為配合證交所交易系統，因此國內期貨交易也使用集合競價方式，直到2001年期交所推出選擇權交易服務，開始自行開發選擇權交易系統，同時比照國外市場的逐筆交易設計，至2003年期交所進一步全面自行開發期貨交易系統，正式宣告國內期貨市場邁入逐筆交易的階段，與國際交易同步接軌。目前國外主要證券交易市場的交易方式主要可使用集合競價與逐筆交易併行，通常為盤前與收盤時間使用集合競價，而盤中時間採取逐筆交易，不過國內期交所在2004年通過期貨交易最後一盤從集合競價改成逐筆交易，是較為不同的設計。

依據期交所規畫，以最後一分鐘平均加權價格作為當日結算價，以防止結算價失真情況發生。由於2003年12月中在臺期指1月合約結算前二天，於下午1點40-45分最後一盤集合競價時，突然飆升300多點，造成500多口撮合在漲停價位，或是數次逢摩臺指結算，因市場成交量萎縮，導致市場有大單在尾盤作價，影響最後結算價格。期交所為了避免結算價出現異常，破壞市場機能決定價格功能，讓期交所決定提前更改臺指期尾盤為逐筆交易方式。

表1

委託單接收時間	盤前時間	盤中與尾盤時間
撮合方式	集合競價	逐筆交易

隨著國內期貨與選擇權市場的擴大，因資料庫無法負載逐漸成長交易單量，與成交量過多時，交易速度的延遲問題，對此期交所也進行委託交易與程式系統設計架構；當面對瞬間大量的出現反應速度，因此對於交易所或券商而言，系統容量與設備將更顯重要，且自動化交易的應用，會使得投資者刪單與改單的比例提高，考驗了券商系統處理速度與資訊成本控管，這些都是國內現貨市場逐筆交易實施後，必須要考量與面對的課題。因此國內期貨市場運行十餘年的逐筆交易，資訊系

統的改善優化，與券商因應的調整措施，皆可成為現貨市場逐筆交易的借鑑。

### 股票現貨與期貨交易策略

未來臺灣現股同步採取逐筆交易，對於投資者可更為順暢運用期現貨交易策略，對於執行避險價格鎖定、期現貨套利交易、強弱勢股配對交易、或除權息的期現貨策略交易等，提高交易執行率或靈活度，以吸引更多投資者參與市場行情。在現貨市場也加入IOC與FOC的委託單種類，讓投資者減少刪單後，再重新下單的動作，可提高下單效率，而逐筆交易也可使市場假掛單的情況有所改善，但也因隨到隨撻的交易機制，可能讓部分小型或流通性較低股票，在短期間股價幅度加快與加大，因此投資人除了避免使用市價單之外，若出現異常或偏離價格時，也可透過建立交易策略模型，掌握期現貨交易契機。

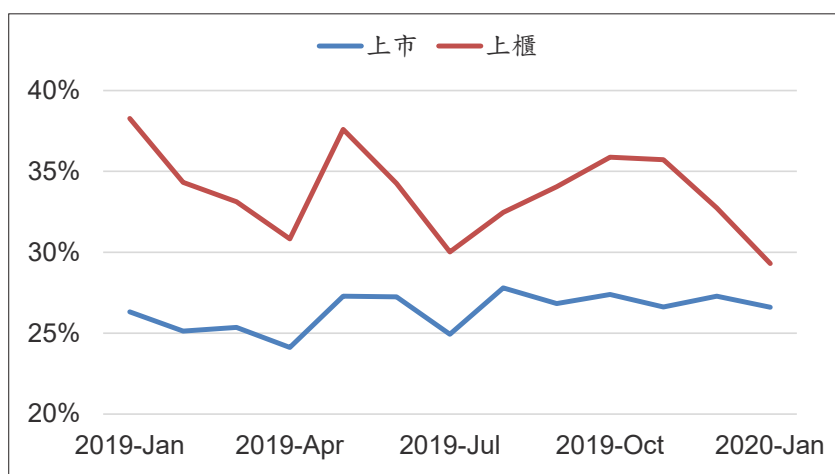


圖1、上市櫃當沖交易金額市場占比  
資料來源：證交所、期交所、YFRD；資料期間：2019-2020/01



# Market information

以自然人（一般散戶交易者）而言，常以趨勢行情、當沖交易為主，尤其國內上市櫃當沖占比約在25%-35%之間（見圖1），其中以玉晶光、穩懋、國巨為投資者當沖熱門標的（表2）；而事實上多數熱門當沖股，也有相對應的股票期貨，由於股票期貨具有低交易成本、低資金需求與低放空限制等優勢，實則為投資者值得伺機參與。另一

方面配對交易、價差交易、或智能交易系統等，多以機構法人為主，對於臺股逐筆交易制度上線後，相對看好法人市場成長空間，對於自然人來說，則可利用新增的五種委託單種類，並學習配合策略性發展，甚至可搭配股票期貨來提高投資效率，以下針對6種股票現貨與期貨交易策略分項說明。

表2、上市櫃當沖熱門標的（日均成交額排序）

排序	代號	名稱	日均當沖金額	日均當沖量	排序	代號	名稱	日均當沖金額	日均當沖量
1	3406	玉晶光	29.22	7,493	11	2454	聯發科	5.78	1,695
2	3105	穩懋	13.60	6,196	12	2337	旺宏	5.50	19,159
3	2327	國巨	12.93	4,143	13	2317	鴻海	4.89	5,987
4	2492	華新科	10.49	5,818	14	3338	泰碩	4.40	6,199
5	3008	大立光	10.36	251	15	4968	立積	4.37	3,242
6	6488	環球晶	10.27	3,222	16	6278	台表科	4.01	5,568
7	6462	神盾	9.12	3,907	17	3661	世芯	3.93	2,549
8	2330	台積電	8.72	3,359	18	3034	聯詠	3.81	2,027
9	3324	雙鴻	7.05	4,323	19	8086	宏捷科	3.81	4,840
10	3037	欣興	6.66	18,448	20	4943	康控	3.45	2,153

\* 橘紅底色為具有股票期貨標的 資料來源：Cmoney、YFRD；資料期間：2019

## 單方向趨勢型策略

具有現貨交易經驗的投資者，可透過判斷行情趨勢進行選股，由於單方向趨勢型策略通常以賺取波段行情為主，因此現股逐筆交易機制對於投資者影響較低，僅需留意委託單方式，避免錯價風險。由於股票期貨在交易費用上相對較有優勢，甚至在資金成本效益也較高（保證金槓桿作用），若投資者

採取當沖交易，或是較短線交易模式時，就可利用股票期貨來降低交易費用，甚至將既有的現貨股票部位，加入同標的股票期貨，讓投資組合的趨勢加成（同方向操作），降低資金與交易成本，提高投資效率；但股票期貨有每月結算機制，因此對於周期較長的投資者，就必須注意自動平倉或換月時的交易成本。

對於現股當沖投資者，現股當沖的費用與一般現股買賣相同，須買入或賣出時皆須支付0.1425%手續費，再加上0.3%證交稅，整體交易成本約為0.585%，（尚未考慮證券經紀商提供的手續費折扣優惠），而當沖交易講求進、出場時間點與速度，因此逐筆交易機制將對於當沖投資者有顯著差異。另一方面現股在融券回補日或特殊市況時，在現股放空有所限制，而股票期貨多空皆宜與當日買賣不設限的特色，但股票期貨須留意標的的成交量活絡性問題。因此當面對高股價的股票，或者放空限制時，可適時搭配股票期貨增添投資組合的靈活性。

### 避險操作交易策略

期貨的避險特色也是市場廣為熟知，多頭避險主要針對預期未來價格上漲時，卻因手上資金有限或持有空頭現貨部位時，買進期貨進行鎖價避險；反之，空頭避險則是擔憂未來價格下跌，針對手中持有的多頭現貨部位，賣出相對應的期貨進行避險。通常避險策略較適合對於持股較多元或資金部位較高的投資者，對一般小額投資者的效益有限，且通常個股操作多以空頭避險為主，主要正因應大額與長期投資者避免股價下跌時，投資損失過多而影響交易操作。

在現股逐筆交易機制實施後，預期現股與股票期貨價格會趨近，基差風險會因此降低，有助於投資者避險交易策略的實行。假設以330元價位買進10張台積電現股，當市場傳出系統性風險，或產業利空訊息時，擔憂短線台積電股價下跌，但身為長期投資者

的你，仍看好長線台積電發展，此時就可以用期貨來進行短波段避險；可選擇以放空（小型）臺指期或台積電股票期貨進行避險，這樣即使手上股票價值下跌後，還有放空期貨的部位來填補那些股價下跌的損失。

假設持有台積電股票市值為330元×1,000股×10張=330萬元。而小型臺指期今日一口假設為11,700點，一點50元，則持有的股票市值約等於5.6口小型臺指期；然而只須放空6口小型臺指期，未來再反向買回來平倉，就可達到賣出10張台積電股票然後再買回來的效果，不只同樣實現避險的目的，更可以省下大筆手續費，在此假設以同價位買進賣出。

#### 1. 假設以小型臺指進行避險

I. 買賣手續費：1口小型臺指期手續費用約為100元（舉例，各券商不同），買賣都計的話，6口小型臺指期所需的手續費用為 $6 \times 2 \times 100 = 1,200$ 元。

II. 買賣交易稅：現在小型臺指期交易稅為買賣金額的十萬分之二，也就是說， $6 \times 11,700 \times 50 \times 2 \times 2 / 100,000 = 140$ 元。

III. 總成本：1,200+140=1,340元。

#### 2. 假設以台積電股票期貨避險

一口股票期貨表示2,000股，等於兩張股票，也就是說，必須放空5口台積電股票期貨進行避險。一口股票期貨手續費為100元（舉例，各家不同）。

I. 買賣手續費：5×100×2=1,000元。

II. 買賣交易稅：

$3,300,000 \times 2 \times 2 / 100,000 = 132$ 元。

III. 總成本：1,000+132=1,132元。

#### 3. 若選擇暫時賣出台積電持股，後續再重新



## Market information

以同等價格買進布局

I. 買賣手續費：買、賣時各支付0.1425%的手續費。

II. 買賣交易稅：賣出時需支付的證交稅0.3%。

III. 總成本：總成本率0.585%，總交易成本： $3,300,000 \times 0.585\% = 19,305$ 元。

因此無論選用小型臺指期貨或者台積電股票期貨進行避險，整體手續費及交易稅都比直接賣出股票享有較低交易成本。

### 配對交易策略

在配對交易操作上，常常會選擇買進較強（弱）的股票，同時賣出較弱（強）的股票，即是買強（弱）空弱（強）的配對交易策略，例如傳產股強但電子股弱，就可買傳產類股，同時賣超電子類股，甚至進一步細分至各相關產業或上下游產業個股。至於判斷強弱的方法，可以利用技術面、基本面或是籌碼面等常見的指標，甚至統計兩檔股票之間的價格比率來研判進場機會。針對現股

配對交易策略，其實也可利用交易成本較低、資金需求較低、多空皆宜（較無融券問題）的股票期貨與現貨進行配對交易。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。

例如屬同集團的台塑與台塑化，實際上具有上、下游產業關係，台塑化主要生產乙烯（原料），而台塑則以PVC、PE等五大泛用塑酯為主，除了產業關聯性之外，台塑集團內也具有高度的交叉持股，因此台塑與台塑化股價存在高度的價格相關性，對此配對交易使用價差收斂策略，並且運用台塑化現股與台塑期貨相互配對。在此不考慮股票配股配息及漲跌停之流動性問題下，根據2010年至2020年的資料統計，依照台塑化/台塑股價比率走勢（台塑化除以台塑），可發現價格趨勢線（圖2紅線）大致在1-1.1區間波動；若此比率偏高至1.2以上時，代表台塑化股價偏高、台塑股價偏低，則可擇機買進台塑股票期貨、放空台塑化現股；相對地，若股價比率偏低至0.9時，代表台塑股價偏高、台塑化股價偏低，則可伺機買進台塑化現股、放空台塑股票期貨，屬於買弱空強看收斂的交易方式。

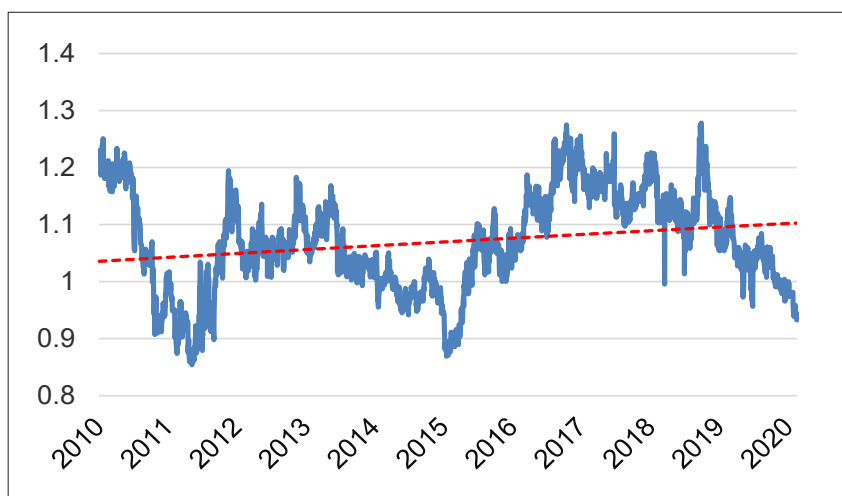


圖 2、台塑與台塑化價格比  
資料來源：Cmoney、期交所、YFRD；資料期間：2010-2020/01

由於此配對交易策略須具備方向性（收斂或發散），若實際期現貨出現價差時，有可能與當初預設策略出現反方向，因此投資者仍需設定停損停利，以控制部位風險。未來現貨逐筆交易機制上路後，在期現貨市場同步採取逐筆交易，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，可降低交易的時間差問題，而且使用股票期貨的基差風險也能改善，有助於期現貨配對交易策略操作。

### 期現貨價差交易策略

由於期貨是來自現貨的衍生性商品，因此期貨價格是緊跟著現貨價格，兩者價格走勢具有高度的相關性，根據理論期貨的合理價格=現貨×(1+利率)T，所以一般期貨價格會較現貨市場來得高，當出現不合理價差擴大時，就可以進行期現貨價差交易，或稱基差交易。另一方面也可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價格的邏輯（如圖3），進行期現貨多空價差交易，策略應用上買進價格低的商品，並賣出價格高的商品，隨著時間越接近股票期貨結算日，期現貨價格通常趨近於收斂時，就可同時反向出場，屬於價差收斂策略。

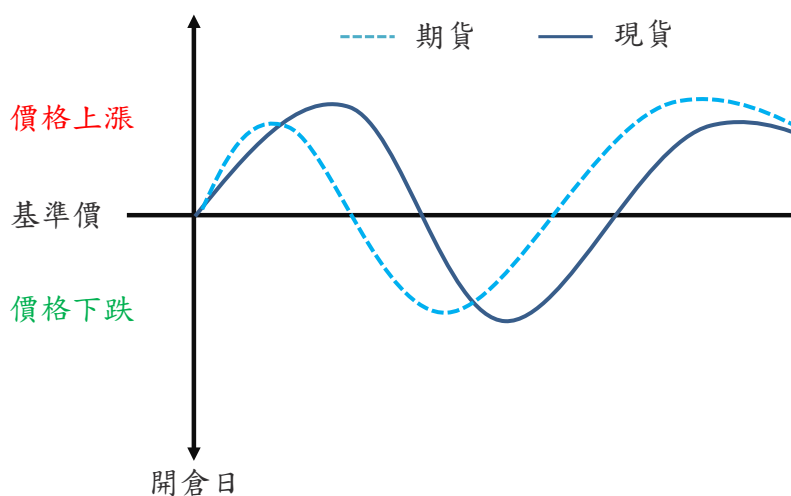


圖3、期貨與現貨價格連動關係

資料來源：YFRD

期現貨價差策略仍存在風險與限制，風險在於股票期貨契約最後結算價，係以到期日證券市場當日交易時間收盤前60分鐘內標的證券之算術平均價，倘若在最後1小時內現股價格出現大幅波動，恐怕將影響股票期貨結算價與交易策略；若當現股的已融券使用率高到券商限券時，可能也難以操作。另一方面交易時也應考量股票期貨的流動性（可參考表3），與注意每年6-8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，投資者在策略上要留意錯誤定價的風險，避免交易策略的錯誤使用。預期當現股逐筆交易機制實施後，實際現股與股票期貨的價格差異可能縮減，尤其在程式交易更容易操作的情況下，讓期現貨價差交易策略實行的難度提升，不過投資者仍可將每日平均成交量較高的股票期貨列入追蹤名單，留意價差交易策略的契機。



# Market information

表3、股票期貨日均成交量排行（2019年）

排名	期貨代號	名稱	日均量	排名	期貨代號	名稱	日均量
1	CDF	台積電	4,026	11	OLF	小型大立光	1,601
2	LEF	玉晶光	3,861	12	DIF	旺宏	1,539
3	DHF	鴻海	3,164	13	NOF	中美晶	1,510
4	IRF	欣興	2,915	14	DUF	晶電	1,509
5	NAF	穩懋	2,396	15	OWF	環球晶	1,362
6	CXF	大同	1,825	16	DVF	聯發科	1,101
7	HBF	華新科	1,728	17	DQF	群創	1,099
8	LXF	國巨	1,676	18	CCF	聯電	1,031
9	JZF	嘉聯益	1,649	19	IMF	亞光	1,003
10	FTF	華通	1,601	20	GUF	全新	966

資料來源：Cmoney、YFRD；資料期間：2019

## 除權息交易策略

每年在6-8月進入臺股的除權息旺季，可善用股票期貨稅賦優勢，投資者在個股除權息前夕，將持有的股票轉換為持有股票期貨（賣出持有現貨，同時買進股票期貨），改由股票期貨的權益數與契約調整來獲得股利，因為持有股票期貨等同於持有現貨，並不會影響既有的投資規畫；由於現貨逐筆交易機制，有利於期現貨轉換時間縮短，降低期現貨基差風險，也可減少除權息交易策略

衍生成本。

透過股票期貨進行除權息交易策略有幾個原則，首先因策略會衍生相關的交易成本，因此交易策略必須具有成本效益，即成本必須小於現金股利的所得稅；其次是具有相對應或相似的股票期貨標的，且具有一定流通性，降低期現貨基差與買賣滑價風險。因此在現金殖利率×股息稅率>交易成本（0.685%）時，且具有活絡性的股票期貨時，就可考慮使用除權息交易策略。

表4、除權息交易方式比較

	參加除權息	不參加除權息	除權息交易策略
交易操作	維持現股部位	除權或除息日前一天賣出，未來再買回	除權或除息日前一天賣出現股，同時買進同標的股票期貨，未來再反向操作
領到配息	有	無	有（透過股票期貨權益數與契約調整來獲得）
配息所得稅	有（根據稅率級距）	-	-
交易成本	-	現股前賣後買成本約 0.585%	現股前賣後買成本約 0.585%
其他成本	股利超過 2 萬需二代健保補充費 1.91%	-	股票期貨交易成本約 0.1%
優點	不須交易	稅賦優勢	稅賦優勢，與掌握除權息後股價
缺點	要被課稅	可能錯失短期內填權息利益	需要做避險操作

資料來源：Mr.Market、YFRD

現股逐筆交易機制可降低部份期現貨基差風險，逐筆交易除了價格發現即時性外，在最佳5檔委買委賣價量及成交價量的資訊揭露上沒有集合競價5秒不透明空窗期的時間差，亦不會僅揭露前一盤撮合交易資訊，而是提供撮合前後的交易資訊，資訊揭露更加透明，投資者可充分了解並做為買賣依據，應更有助益；但最好仍在除權息日提前分日分批操作，進而降低交易操作時面臨價格波動的風險。所以在6-8月除權息旺季期間，投資者不妨設算是否有除權息交易機會，作為財務規畫的方式。

### 高頻與程式交易

實施現股逐筆交易機制後，對於專業投資機構法人可有效利用其快速的電子下單設備與程式化自動下單機制，對於現貨市場可提高流動性，具有造市正面功能，交易所的

撮合效率與頻率得以提升，讓報價資訊也更多元化。根據TABB Group統計（圖4），美國利用電腦程式下單的高頻交易者（High Frequency Traders）的成交量，在2009年達到61%市場占比高峰，雖後續幾年有所下滑，但基本上仍在50%上下，以2018年來看約占52%。雖然美國各主要交易所陸續修正市場結構的漏洞，減少高頻交易透過資訊不對稱獲取利潤的機會，進而影響市場或損害一般投資者，導致高頻交易者的獲利受到侷限，高頻交易的占比逐漸下降，不過反而提供投資者更迅速、透明、效率的友善交易環境。此外根據國外實證研究，以美、英、日等成熟市場中，高頻交易提供流動性、效率、波動正向效果；因此在現股逐筆交易機制下，提升市場流動性與透明度，且配合高頻與程式交易，帶來交易造市功能，反而可穩定市場價格功能，有利於一般投資者。

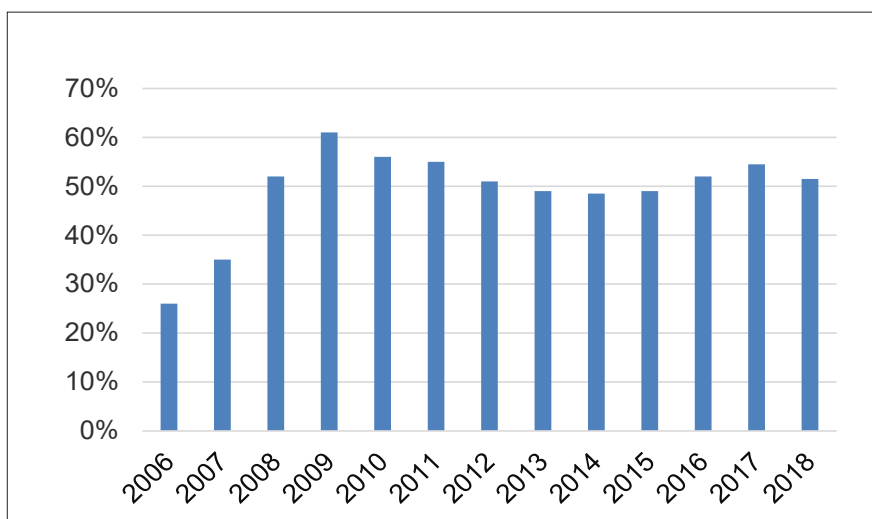


圖 4、美國高頻交易占市場成交量比重  
資料來源：TABB Group、YFRD；資料期間：2006-2018



由於國內期貨市場早已實施逐筆交易機制，且多數交易來自電子下單，透過逐筆交易行情價格的反應快速，因此在未來現貨市場實施後，投資者的交易習慣將會改變，如轉往電子下單系統；對於證券商而言，則可以更多元提供客戶理財規畫、客製資訊需求差異

化、甚至智慧金融機器人理財。整體而言，在現貨逐筆交易機制上路後，對於高頻交易者可以滿足交易延遲需求；程式交易主要能夠有效利用應用程式介面（API）下單；策略交易者則可運用跨市場策略選股或觸發價量條件等交易策略；一般投資者則是善用電子交易平台交易；券商則能開發智能化機器人理財，提供客製化投資服務。

由於臺灣現貨與期貨市場中，自然人（亦稱散戶）交易比重分別約5成與6成（如圖5），因此市場擔憂逐筆交易新制，是否相對有利於外資大戶或程式交易者，讓散戶交易受到影響。事實上逐筆交易早已成為國際主流的撮合方式，如散戶比重與臺灣相似的韓國或泰國，甚至國內的期貨市場並未因逐筆交易，造成散戶受到權益損失；預計逐筆交易機制實行後，讓整體市場流動性增加，避免成交價格過度跳動風險，尤其投資者可獲得交易前與交易後的資訊，讓市場透

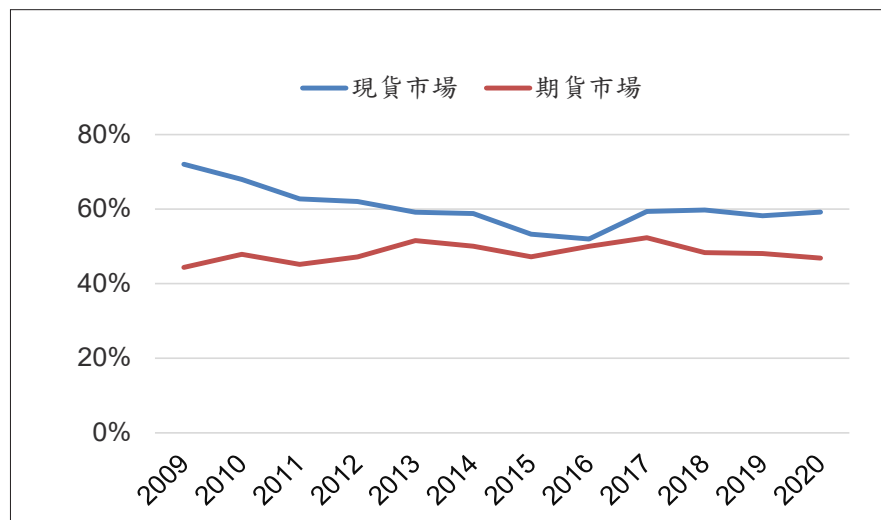


圖 5、國內現貨與期貨市場自然人交易比重  
資料來源：證交所、期交所、YFRD；資料期間：2009-2020/01

明度增加，相對是有利於交易投資判斷，反倒是相對較為公平的交易制度。

## 善用委託方式 進行風險管理

逐筆交易制度實施後，交易人在選股過程中，更須考慮到股票的流動性，尤其買賣小型股時盡量避免市價委託，以限價單交易可防止漲停價買進或跌停價賣出之情況；另一方面因逐筆交易撮合效率提高，或將影響散戶、當沖交易者，但可利用IOC與FOK等委託方式，採取不同的投資策略因應之。

逐筆交易首要目的係為與國際接軌、提高交易資訊透明度、增加交易效率，也可整合現貨與衍生性商品策略運用，達成期現市場合一，交易人可運用股票期貨與現貨之間的各種交易機會與策略，在期現貨市場之間進行避險以達風險控管之目的。

