

市場推廣

ETF 期貨納入夜盤交易 多元避險管道再升級

統一期貨投顧部 專業協理◎廖恩平

2017年5月15日，臺灣期貨市場揭開了夜盤交易制度的序幕，為期交所近十年內最重要的變革之一。僅有日盤交易的時代正式畫下休止符，準備迎接一個更加健全、完善，與國際市場接軌的期貨交易市場。

隨著全球經濟成長快速的國際化時代，科技的日新月異也使資訊傳播阻力近乎為零，各國關係之間的緊密程度更勝以往，促使全球股市的連動性日漸上升。臺灣因外貿依存度高，且外資對台股介入甚深，長久以來與國際主要股市具有高度連動。若於台股盤後時段，歐美股市有重大事件發生，將使隔日台股走勢出現劇烈波動，一旦投資人避險不及，往往將造成鉅額虧損。而臺灣期貨交易所開放的夜盤交易制度正好填補了這個缺口，提供了面對國際股市波動的良好避險平台，使投資人在享受投資帶來利益的同時，也能有效控管風險，逐步實現財富累積的目標。

據統計（如圖1）夜盤的交易比重呈現穩定上升，顯示此制度確實滿足了投資人近乎全天的交易需求，成交量放大所帶來的上

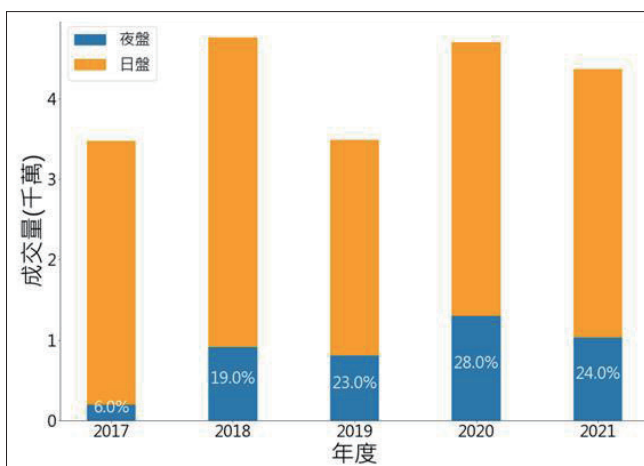


圖 1、夜盤占年總成交量之比重

漲動能也提升了資金的使用效率，為資本市場補了上重要的一塊拼圖，使市場機制更加成熟。

善用夜盤交易制度 有效控管系統風險

期貨的三大功能分別為「避險」、「投機」及「價格發現」，其中「避險」和「價格發現」這兩項功能在夜盤交易中有著舉足輕重的地位。避險顧名思義為「規避價格波動的風險」，若是交易人未來對現貨商品有需求，為了規避未來現貨上漲的風險，需要建立期貨之多頭部位；反之，則需要建立期



Market information



圖 2、臺指夜盤與 NASDAQ 30 分鐘 k 線走勢比較圖

貨之空頭部位。無論是採取何種避險方向，核心概念便是建立與現貨相反方向的位置以達到風險對沖的效果，商品期貨或是金融期貨皆適用此原則。

2022年初至今，全球因面臨許多系統性的事件，例如：烏俄戰爭、中國封城及停滯性通膨疑慮等等，各國股市的波動幅度加劇，美股三大指數也自高點回落了至少15%，投資人普遍對於後勢有著極度悲觀的態度。今年6月10日周五晚間美國勞動部公布5月份的CPI數據為8.6%，超出市場預期的8.3%，使通膨即將觸頂的希望破滅，也暗示聯準會將採用更加鷹派的貨幣政策，道瓊當晚即狂瀉880點反應利空，臺指夜盤（如圖2）也在美股的影響下一瀉千里。隔週一台股延續周五晚間恐慌氛圍跳空開低，當日跌幅更直逼400點。此時，手上持有現貨部位的投資人若能在利空消息發布後，利用夜盤期貨進行避險，當能及時控制損失，避免直接面對隔周開盤跌幅的不確定性。

具體的避險口數可依投資人持有部位計算，考慮相對於大盤波動程度的Beta值，使加入避險部位後之總投資組合達到Beta中立（意即0）的狀態，在避險得當的情況下，投資人便能大幅度的減少所需承擔的系統性風險。

此外，期貨的價格發現功能也體現在夜盤上，若有細心的投資人仔細觀

察每天加權指數開盤的位置幾乎不會偏離期貨夜盤的收盤位置太多，根據自夜盤實施以來至2021年的統計資料顯示（如圖3），有大約73%的樣本落在正負0.5%的偏差內，具有較高的參考價值。每日開盤前稍加注意夜盤的走勢及收盤位置，對於昨日台股收盤後國際市場變化與當日即將開盤的台股趨勢，能夠有更加明確的看法。

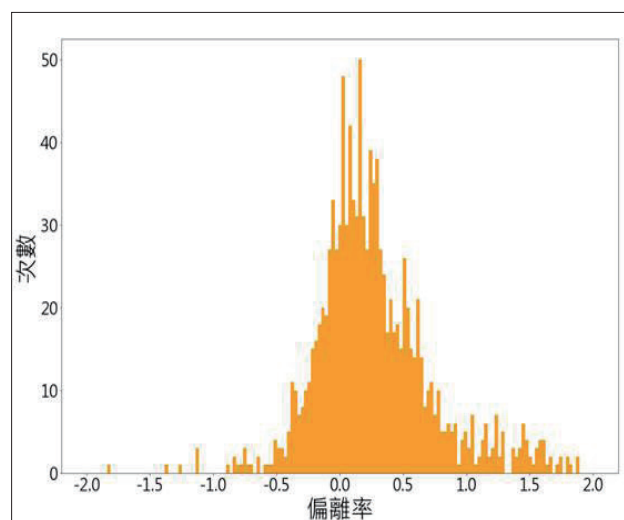


圖 3、隔日開盤偏離率次數統計

ETF期貨開放夜盤交易 避險效率顯著提升

在資訊量爆炸的時代，網際網路的普及使得人們接觸投資理財的時間提早許多，交易現股甚至是衍生性商品已不再是專業金融人士的特權，臺灣投資人越發多元的情況下也間接彰顯了臺灣股市的活絡與健康，而這一切仰賴於臺灣金融業界先進致力於完善各項法規、商品，以創造一個更友善的投資環境。然而，豐沛的資訊量雖提供投資新人們不同的學習管道，卻因為緊湊的生活步調使人們在未做足準備的情況下不敢輕易選擇較主動的操作方式，故通常都選擇以被動投資，也就是所謂的「指數型投資」為入門的不二首選。

提到指數型投資，多數投資人想到的是代碼0050的「元大台灣卓越50基金」，同時也是市面上市值最大的基金。其以完全複製法追蹤臺灣50指數，也就是按照該指數的權重比例建立基金基本持股，持股的範圍涵蓋臺灣股市中市值前50大的公司，以電子工業占69.28%和金融14.14%為主，其中的40檔標的便佔據了加權指數前40的權重比例，以達成「追蹤指數」之目的。若是仔細比較其與加權指數之走勢（如圖4）可以發現幾乎相同，且以2010年至今的樣本所計算兩者的相關係數也高達0.9364，呈現高度的正相關。此基金的優勢在於能夠使用較低的資金投資50檔績優藍籌股，並有效分散個股的非系統性風險，在每年配息兩次的情況下

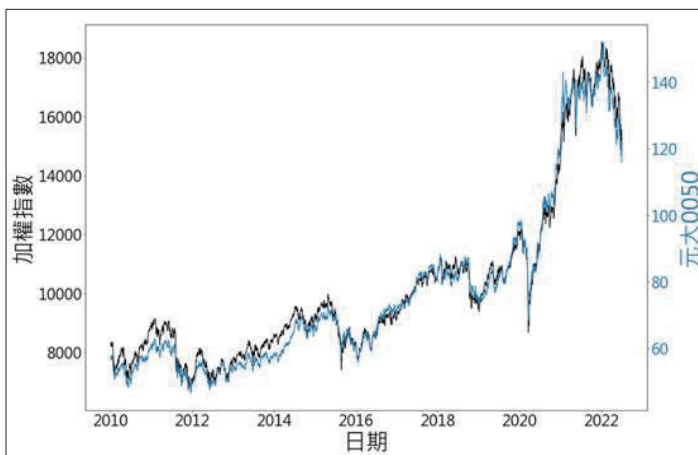


圖 4、0050ETF 與加權指數走勢圖比較

同時能夠賺取長期的資本利得，此外，在臺灣基金中較為低廉的成本也是吸引人的地方之一。

以資產管理規模和總受益人數的角度來看（如圖5），近幾年內幾乎呈現指數型成長的趨勢，今年初的總受益人數，也就是總持有人數為2018年時的8倍。由此可知國人對於指數化投資的接受度有跳躍式的提升。其中，0050 ETF在指數化投資市場更是受到投資人普遍的喜愛，儼然是國民之首選。

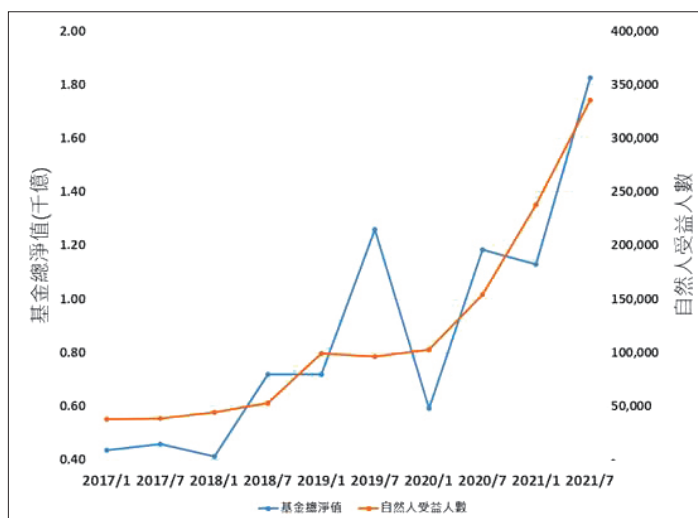


圖 5、2017 年至今 0050 基金淨值與總受益自然人數



Market information

然而，在0050ETF期貨尚未納入夜盤交易前，在臺股遇到恐慌性殺盤或是歐美股市遭遇較大型的系統性事件時，被動型投資人為了避免隔日開盤跳空的風險，只能利用相關性較高的臺指期貨避險。此舉看似合理，但若是以較精確的方式計算避險後的投資組合總淨值，則會發現時常出現「超額避險」，或是「避險不足」的問題。為利投資人參考，以下使用小型臺指期貨來說明。

舉例來說2021年5月11日，由於前一天美國科技股震盪，加上盤中本土疫情驟然升溫，兩重大利空的因素下引發臺股當日恐慌性殺盤，指數最終跌幅652.48點。假設某被動型投資人目前持有20張0050ETF的現貨，為了避免隔日多殺多的情形持續發生，其於夜盤開盤時立刻進行「完全避險」。具體避險口數依前文所述可將整體投資組合部位的Beta降至0，以規避系統性風險，故投資人需要放空與現貨部位相同價值乘上現貨Beta值的期貨部位。以當日價格為例，0050ETF報價133.25元；Beta值為0.9999、小型臺指期貨日盤收盤價為16,968點，故可得小台避險口數為3口。

小台避險口數：

$$\frac{133.25 \times 20 \times 1,000}{16,968 \times 50} \times (0 - 0.999) = -3.14$$

若於夜盤開盤價17,214時做空，於早盤開盤價16,525平倉，避險損益為103,350元。

避險損益：

$$(17,214 - 16,515) \times 50 \times 3 = 103,350$$

0050ETF現貨部位淨值於隔天開盤時則僅減少7,000元。在忽略手續費與交易稅的情況下，雖然整體投資組合的淨值增加了96,350元，但就純粹避險角度而言為「超額

避險」，無法滿足「完全避險」的需求。

亦或是在2022年6月10日晚間8點30分公布5月份CPI指數時，此投資人認為超出市場共識的消息將引發臺股的跳空下跌，根據降低曝險部位的原則及時在消息公布後於夜盤開盤價16,464時做空3口小型臺指並於下周一早盤開盤價16,115平倉，避險的損益為52,350元，然而0050ETF現貨部位淨值卻減少了60,000元，在忽略手續費與交易稅的情況下整體投資組合的淨值仍減少了7,650元，出現了「避險不足」的狀況，亦非理想的避險交易。

由此可知，即便相關性與波動程度極為相近的兩標的，仍存在難以「完全避險」的問題。原因在於，非0050ETF成分股可能受其他因素影響使加權指數走勢與基金脫鉤，如特定個股財報效應；又或部分事件衝擊對特定產業影響差異，如針對特定產業的政府禁令，均可能使加權指數與基金走勢有不同步的現象。雖然相比於不避險的情況已有顯著的改善。但對於目的為鎖住即時損益的被動型投資人來說，仍有些許美中不足。在投資人的殷切期盼中，期交所也回應了被動型投資人及時避險的需求，於今年6月27日將0050ETF期貨納入夜盤交易。

在ETF期貨開放夜盤交易後，投資人若欲規避盤後時段波動風險可直接利用0050ETF期貨於夜盤進行避險，除了省去繁瑣的計算過程，亦可更加貼合0050 ETF現貨走勢，以達到良好的避險效果。

日盤與夜盤差異比較與注意事項提醒

夜盤交易提供了投資人許多的便利，但有部分規定與日盤有異，投資人於夜盤交易

時應充分了解規則，以避免因不瞭解交易制度影響交易結果。

首先，夜盤交易最不同的是砍倉規定，通常於日盤交易時，低於維持保證金或是帳戶風險指標低於25%時，也就是權益數低於規定最低清算價值時，期貨商有代為沖銷交易人留倉部位的權力。而夜盤交易則有些屬於豁免商品，其優勢在於，若夜盤行情不利

於持有部分，在倉部位有較高的未實現損失，使夜盤交易時段權益數低於維持保證金，仍不需面臨強制平倉的問題。例如：臺指期、電子期和美元兌人民幣期貨等等，而0050ETF期貨也同屬此列。但若是「隔天開盤風險指標仍低於25%」，則還是可能面臨砍倉風險，交易人須特別注意。

表1、日夜盤交易規定差異

	期貨日盤	期貨夜盤
期貨交易時間	8:45-13:45	15:00- 次日 5:00
期貨結算日	每月第三個周三	當月已與日盤同步結算
期貨砍倉規定	低於維持保證金	屬豁免商品，低於維持保證金不會被砍倉但隔天開盤低於維持保證金仍有砍倉風險
期貨平倉規定	可相互平倉	可相互平倉
期貨保證金	相同	相同
期貨手續費稅金	相同	相同
期貨當沖	盤中當沖保證金減半	無當沖保證金減半
市價委託口數限制	10 口	5 口

再者，考量到0050ETF之商品特性，須配合受益憑證分配收益進行契約調整等工作，故開盤時間略晚於正常時間，為每日的下午5時25分，與指數期貨下午3點即開市略有差異。此外，在ETF甫開放夜盤交易之際，仍需留意流動性風險，盡量勿以「市價」委託，以避免因委託簿掛單量不足，形成大幅滑價偏離了合理價格區間。宜以「限價」進行委託，以管理價格風險。

衍生性商品多元化 投資環境趨於完善

自1997年期交所成立後，仰賴於業內先進們一路筆路藍縷，不僅完善了日、夜盤的交易制度，適用商品更是越發多元化。從一開始僅有國內股價指數類的商品，直至今日

有超過20種商品，其中甚至包含國外股價指數類及各類商品期貨等等，如今更是因應臺灣多數投資人之需求開放了0050ETF期貨夜盤交易，以增加被動型投資人風險調控之新工具。近期在面對經濟前景看法分歧與市場波動放大的狀況下，避險的重要性將會愈發體現在如今的投資環境中，而0050ETF期貨夜盤交易的優點也勢必會被更多的投資人看見，並被廣泛應用，成為建構投資組合中的重要一環。展望未來，筆者相信0050ETF夜盤交易僅僅是個開端，在業內先進的戮力合作下，未來勢必有更多元的衍生性商品以及更加完善的交易制度推出，以提供更完善、更便利的交易環境給臺灣投資人們，共創一個更加熱絡、有活力的期貨市場。

