



服務實體經濟 期現共榮共好

元大期貨研究部◎陳昱宏

前言

近年臺灣期貨交易所（TAIFEX，以下簡稱期交所）持續推出國際且多元化、符合國人需求的期貨商品，如2017年美國道瓊期貨及美國標普500期貨、2018年英鎊兌美元期貨、澳幣兌美元期貨及布蘭特原油期貨，並於今年9月再推出那斯達克100指數期貨及富櫃200指數期貨並陸續增加夜盤交易商品，目前可交易商品已有18項，為臺灣期貨市場注入新量能。

另一方面臺股現貨逐筆交易制度亦將於2020年上線，期現交易制度趨於一致，有利現貨與期貨的套利、避險成本降低，增加交易的機會。而動態價格穩定機制與期貨商造市功能，更是穩定期貨市場的重要關鍵。

對於現行的臺灣期貨市場，普遍以金融相關衍生性商品為主流，這點對實體產業避險功能性的服務上相對單純，因此如何滿足國內企業的實體避險需求，成為期貨業發展方向之一。

活絡期市 提升價值

以下將從夜盤交易制度發展、臺股逐筆交易契機、動態價格穩定機制與造市功能、滿足國內企業實體避險與保險業避險需求等五大面向，就現有制度的說明，以及未來期貨制度可延伸的發展方向，期許透過制度面的放寬與調整層面，有利進一步拓展期貨市場，與異業合作模式，發揮更多期貨交易功能與價值。



一、強化推廣夜盤交易活絡市場動能

(一) 夜盤交易持續提升期市熱度

現行國際主流期貨市場交易時間通常比現貨時間更長，以滿足投資人可因應國際金融市場波動，達到避險或投機需求，如芝商所（CME）的股價指數期貨等商品幾乎達24小時交易，而日本交易所（JPX），新加坡交易所（SGX）或香港交易所（HKEx）也陸續建立盤後交易機制。由於歐美經濟數據與重大訊息常常在臺灣晚間發布，全球金融

市場突如其來劇烈波動，在過去國內投資者並無法及時反應，或者能夠避險的方式與工具有限；因此在2017年期交所為完善期貨的交易功能，並與國際市場接軌，推出盤後交易制度，並且逐步將各商品納入盤後交易，目前可交易的期貨與選擇權商品達18項，請參表1。隨著更多商品納入夜盤交易，投資者對持有的期現貨部位，可更多元運用避險操作，或參與國外的波動行情契機。

表1、臺灣期貨與選擇權一般與盤後交易時段

商品類別	交易商品	日盤時段	夜盤時段
股價指數	臺股期貨 (TX) 小型臺指期貨 (MTF) 電子期貨 (TE) 臺指選擇權 (TXO) 美國道瓊期貨 (UDF) 美國標普 500 期貨 (SPF)	08:45-13:45	15:00-05:00
匯率類	小型 / 美元兌人民幣期貨 (RTF/RHF) 小型 / 美元兌人民幣選擇權 (RTO/RHO) 歐元兌美元期貨 (XEF) 美元兌日圓期貨 (XJF) 英鎊兌美元期貨 (XBF) 澳幣兌美元期貨 (XAF)	08:45-16:15	17:25-05:00
商品類	布蘭特原油期貨 (BRF)	08:45-13:45	15:00-05:00
	黃金期貨 (GDF) 臺幣黃金期貨 (TGF) 黃金選擇權 (TGO)	08:45-16:15	17:25-05:00

資料來源：期交所、元大期貨研究部（YFRD）

根據期交所統計，2019年整體夜盤占全日交易比重約在16%-30%（圖1），遠高於2017年設置當時的比重，隨著國際金融市場波動加劇，與國內投資者逐漸習慣夜盤交

易，顯現投資者適時在歐美時段參與行情交易，形成國內期貨與國際接軌，也降低國內市場一般交易時段開盤時的波動風險，進而提供期現風險控管的管道。



Cover Story

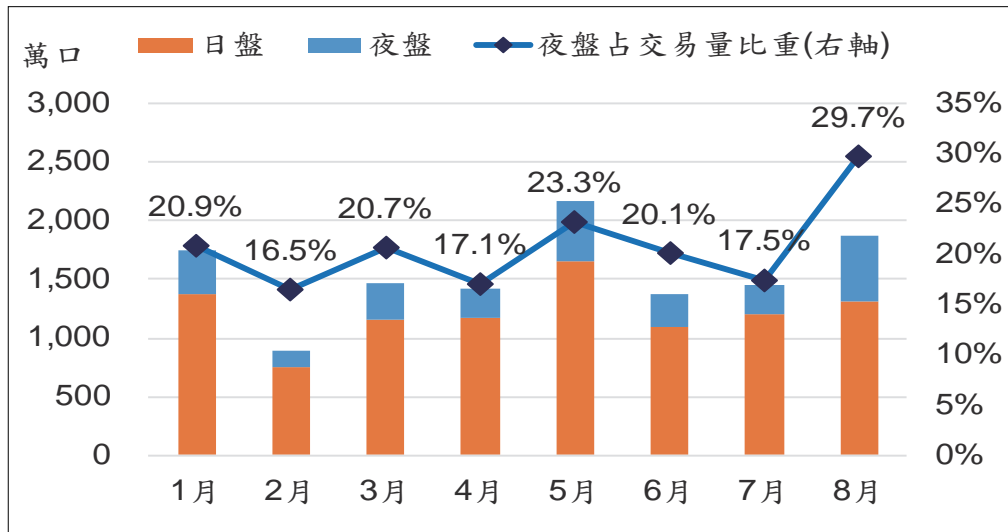


圖 1、臺灣期貨日盤與夜盤交易口數與比重
資料來源：期交所、YFRD；資料期間：2019/01-08

(二) 強化夜盤交易制度內容

期交所參考國際主要市場作法，規劃國內期貨市場在一般交易時段結束後，進行盤後交易，將國內期貨市場股價指數類商品之交易時間從現行5小時延長至19小時（見圖2），而匯率類商品之交易時間則從原本的7.5小時延長至19小時。相關盤後交易制度設計原則上延續一般交易時段，透過現有之國內期貨交易帳戶即可參與盤後交易。此外臺

股指數類與人民幣匯率類商品可於盤後時段豁免代沖銷，但若為美國道瓊與S&P 500指數期貨，或歐兌美、美兌日等匯率期貨，基於風險控管原則，期貨商對於高風險帳戶通知與代沖銷作業，需格外留意相關規定。未來期交所若能規劃更多商品加入盤後交易，如金融期與非金電期等，並加強盤後交易時段與國外主流商品搭配，將更能縮小國內投資者操作時間落差的空間。

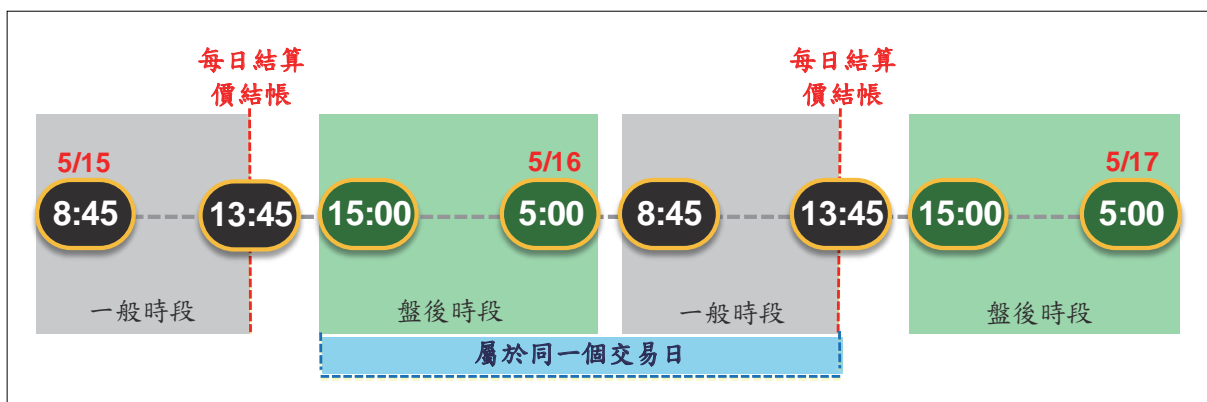


圖 2：臺灣期貨一般與盤後交易時段範例（以臺指期為例）
資料來源：期交所、YFRD



二、現貨逐筆交易制度與股票期貨契機

(一) 現貨逐筆交易制度介紹與說明

1. 現貨逐筆即將上線

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，而權證市場在2010年開始採用逐筆交易，而國際主流市場，如紐約、倫敦、香港、上海、或韓國等都採用逐筆交易，因此證交所擬定推行的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；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，有助與衍生性市場同步結合，未來除了在開盤與收盤期間維持集合競價之外，其餘盤中期間就會採取逐筆交易，讓投資人可以選用市價單進行下單交易。

2. 現貨逐筆更具優勢

在逐筆交易上路後，未來行情傳送會提供即時交易資訊與5秒行情快照，這相較於集合競價，讓逐筆交易的資訊透明度提高，且由於交易速度增加，讓投資者下單買賣時，價格方向要更為確定，也讓委託掛假單的情況會減少，同時個股揭示次數增加，價格波動度降低，對於未成交委託價量資訊更具有即時性與參考性，讓逐筆交易相較集合競價更具優勢。

3. 多種委託可供選擇

以目前國內現貨市場的集合競價模式中，委託種類僅限當日有效的限價委

託，而市場中投資者慣稱的市價單，其實僅是以漲、跌停價買進或賣出的限價委託單。未來採用逐筆交易後，該交易期間將納入市價委託方式，同時委託單有效期間涵蓋了立即成交否則取消（IOC）與立即全部成交否則取消（FOK）等兩種，因此在價格與有效期間搭配之下，共衍生出六種委託單方式。

(二) 現貨逐筆拉高股票期貨交易空間

期待隨國內現貨市場改為逐筆交易後，可提升股票與股票期貨間的套利、避險成本降低與增加交易機會；當然投資者在選股過程中，更須考慮到股票的流動性，買賣小型股時盡量以限價單，或是避免市價單委託，防止漲停價買進或跌停價賣出；此外每年除權息旺季的點數轉換，與公司進行現金增資股份轉換時，要留意期貨價格先行反應時的訂價差異。對於現貨市場逐筆交易新制度上線，可讓國內制度與國際接軌、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，套利交易人可利用股票期貨與現貨之間的套利機會，可在期現貨市場之間進行避險與達到風險控管的目的。

三、完善動態價格穩定與造市制度防範異常價格

(一) 動態價格穩定措施

由於臺灣期貨市場早於2003年全面採用逐筆交易，依據期交所系統訊息，每秒可處理4.8萬筆交易，等同每1/8秒就可完成一次



Cover Story

交易資訊，也因此當價格過度偏離與流動性不足時，很容易出現價格極度異常的交易發生，造成市場所稱的閃崩事件，對市場帶來不理性的恐慌情緒；期交所為防範異常價格頻繁發生，在2018年推出動態價格穩定措施制度，強化期貨市場價格穩定，對造成價格異常波動之新進委託單予以退單，藉以降低

市場流動性瞬間失衡等事件發生，與減緩價格異常波動並保護投資者。目前所有國內股價指數期貨與臺指選擇權已納入適用商品，但仍要留意到穩定措施在部分時段並不適用（表2），因此須防範這些時段委託單量不足時，仍有價格異常發生的風險。

表2、動態價格穩定措施適用時段

交易時段	交易撮合類別	是否適用
日盤	集合競價 (8:30 ~ 8:45)	不適用
	逐筆撮合 (8:45 ~ 13:45)	適用
夜盤	集合競價 (14:50 ~ 15:00)	不適用
	逐筆撮合 (15:00 ~ 次日 5:00)	適用

資料來源：期交所、YFRD

（二）異常價格發生的可能條件

1. 期貨市場於現貨開盤前或現貨收盤後，委託簿普遍相對較薄，對於價格變動更為敏感，使用市價單很容易造成瞬間穿價風險。
2. 近年法人高頻交易與散戶的程式交易逐漸普及，當程式邏輯設計不良，或價格觸發停損點時，可能發生價格連鎖效應（如多殺多或空殺空等情況）。
3. 動態價格穩定措施不適用的時段，若價格異常時，可能無法立即發揮退單機制，價格不理性波動行為就可能發生。
4. 市場投資者使用過度偏離市價的委託單，等待烏龍單或斷頭單的出現。
5. 當國外市場突如其來的劇烈波動，造

成國內市場不理性的價格波動。

（三）市場應注意事項與制度改善方向

1. 由於動態價格穩定措施僅提供一定範圍的價格穩定，投資者應注意使用各類委託單時，對於其功能與委託價格的合理性，同時盤中亦可能因市況放寬退單點數或資訊異常暫停退單，交易人應留意委託價格合理性，不應完全依賴穩定價格措施的功能。
2. 在期貨開盤初（現貨開盤前）的掛單量通常偏少，期交所或可放寬掛價檔數的揭露，或鼓勵造市商積極造市，如讓造市商享有較高交易折扣與權利，適時提供額外獎勵等，讓國內造市商得以發揮市場流動性與有效運用資金等，於國內造市制度也可以有更明確規定與發展方向。



3. 國外也常出現錯單或因程式設計所衍生的閃崩事件，因此並不容易事前防範，僅能針對程式設計反覆模擬測試，盡可能避免發生交易失效或連鎖反應。
4. 動態穩定價格制度只能盡可能防範錯價單，但仍會有疏漏發生，因此可仿效國外期交所，如採取多樣防範措施並行，與優化退單機制。
5. 期交所負責維護市場交易秩序，或者可仿效國際作法，針對價格極端偏離的買賣雙方進行協商，取得可接受的價格再進行交割。

如異常價格過度頻繁發生，可能導致投資者對於市場的恐慌與不信任感，因此建立完善的穩定價格市場，與健全的造市制度，對於主管機關而言極為重要，可多方考量防範異常價格的選項，並且需適時配合風險宣導，讓投資人理解市場風險的存在，與制度改善雙軌並行，以達到穩定市場投資情緒，方能有利於期貨市場活絡的發展前景。

四、借鏡國外經驗拓展實體避險商機

（一）臺灣期貨市場甚為偏重指數期貨/選擇權商品

臺灣的期貨市場發展迄今，以金融相關商品為主流，其衍生性商品對於實體避險的功能性相對單純，長期以來，臺灣期貨發展對於有現貨需求的實體產業在避險或風險管理服務上相對乏力；國內以中游的原料使用者為主，因此面對原物料價格波動，卻無法將成本轉嫁至下游時，若能透過相關商品期

貨進行避險，或事先鎖定價格（未來實物交割）來維持利潤。另一方面隨著中美貿易戰過後，配合臺灣政府鼓勵臺商回流投資方案，2019年累計回流投資金額在7月份突破4,500億元，讓國內有更多廠商對國際原物料需求增加，例如銅、鋁、鋅、鉛及鎳等商品，若是期貨商能發展中間多項業務的傳遞角色，將可望開展國內期貨市場在實體經濟服務的新藍海。

（二）LME與高雄港奠定交易利基

倫敦金屬交易所（LME）是全球規模最大非鐵有色金屬交易中心，其中高雄港早於2013年就已成為LME的遞交港口之一，是亞洲區第9個，全球第37個遞交港，涵蓋鋁合金、鋁、銅、鉛、鎳、錫及鋅等7種基本金屬商品期貨可提供實物交割；目前在高雄港已有21座倉庫獲得LME認證，在2015年期間，高雄的LME庫存快速增加，迄今已達到13萬噸的庫存量（2019年8月中旬），註冊倉單則約11萬噸。從圖3可發現，LME銅期貨是交易最廣泛且庫存最高的商品，而高雄港庫存占比高達20-25%，其次在鎳也有20-25%占比，鉛雖然整體庫存較低，但高雄港占比達到30%，顯現高雄港在LME庫存占有一席之地，也讓國內期貨業服務實體經濟奠定利基。

（三）善用國內倉儲及銀行拓展實物

國內對於金屬需求的廠商在交易、交割、倉儲與融資層面上，期貨商可扮演接單與實物交割的窗口，但對於實物交割與倉儲流程，以及融資層面仍需要更多經驗與多方合作；以目前現在國內銀行而言，尚未願意接受LME倉



Cover Story

單作為融資擔保品，因此對於業者來說，銀行可能接受LME認證的倉單進行擔保融資，是交易環節的關鍵，也是LME在國內業務突破的要素。除了期貨商交易流程與倉儲交割流程，對於銀行的法令遵循、人才配置、與權責歸屬

等，進一步衍生到倉單擔保品認可、授信額度設定、倉單所有權移轉等作業系統，是銀行與期貨結合的努力方向，更需仰賴主管機關的協助與制度的改善。

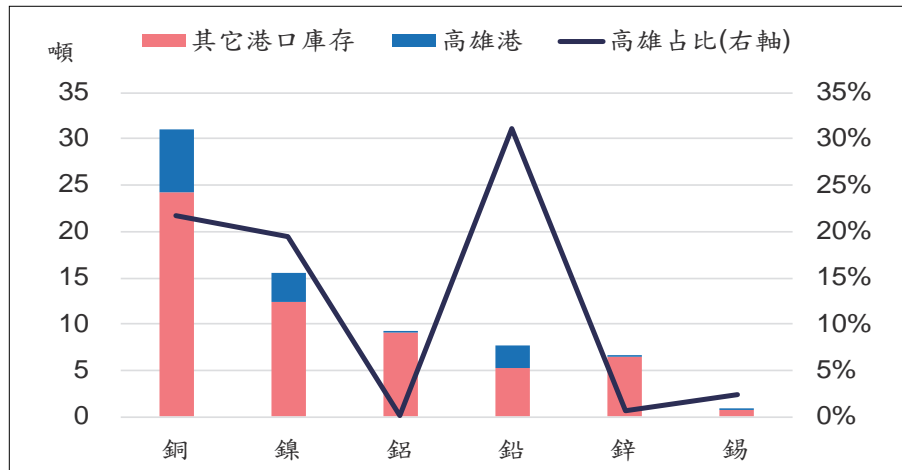


圖 3、LME 各金屬整體與高雄港庫存
資料來源：全球金屬網、YFRD；資料期間：2019/9/9

五、鼓勵保險業對臺灣期貨市場熱情參與

(一) 保險業海外投資年年攀升

臺灣保險業在海外投資金額逐年攀高，根據表3所示，在2014年保險業海外投資金額約8.24兆元（海外比重49.19%），至2019年6月已攀升至17.39兆元（海外比重68.26%），即便金管會在2018年已對國際板投資設上限（65.25%），與儲蓄險保單降溫，但整體保費收入持續成長，為追求投資收益與國內可投資工具較少的情況，導致保險業投資資金不斷流向海外；甚至從2017年以來，臺灣保險業飽受匯兌風險所苦，突顯保險投資結構性問題，未來IFRS 17會計公報將上路，保險業勢必因會計準則的改變受到影響，因此保險業需及早因應與防範。

(二) 保險業需多元避險管道

根據臺灣央行表示，國內保險資金不斷增加海外投資，反應國內民眾理財多元化與金融資產配置所需求，再加上保險業對長期投資需求大，導致保險業長期存在資產負債期限錯配問題。匯率避險成本除反應兩貨幣間利率差異因素外，市場對外匯供需消長亦是重要因素。2019年美元利率上揚與美元需求增加，均導致主要貨幣對美元避險成本同步走高，因此對保險業造成匯率避險成本提高。目前國內保險業因應美國與臺灣央行貨幣政策，多採用換匯交易或無本金交割遠期外匯等，也會使用國外信用違約交換交易來規避信用風險，在規避國內外現貨部位價格



表3、國內保險業海外投資情況

兆元	海外投資總額	整體資金規模	海外比重
2014年	8.24	16.75	49.19%
2015年	10.18	18.02	56.49%
2016年	12.63	20.38	61.97%
2017年	14.46	22.47	64.35%
2018年	16.37	24.17	67.72%
2019年6月	17.39	25.48	68.26%

資料來源：金管會、保發中心、YFRD；資料期間：2014-2019/06

風險，會適時透過相關股票類期貨與選擇權進行避險，但實際承作比重相對偏低；以歐美法人機構而言，會經常使用衍生性市場進行交易與避險，可適時提高投資組合收益與有效規避市場性風險，值得鼓勵保險業者伺機參與期市。

（三）鼓勵保險業擴大參與期貨市場

目前保險業從事衍生性金融商品，如以避險為目的者，可運用期貨工具從事相關策略；如以增加投資效益為目的者，一般期貨工具尚未核准，僅能投資期貨信託基金，係因其認定上為有價證券。然另一方面，投資型保險契約所連結之投資標的卻未包含期貨信託基金，既認其為有價證券，建議適度開放投資型保單連結期貨信託基金，提供更多元之標的供保戶分散風險並創造更穩健之績效。同時亦可透過期貨業設計適合的商品與交易制度，及強化保險從業人員與期貨業之相關交流活動，加強保險業者對期貨商品操作與風險管理的熟悉度，以利保險業投資增

益與避險效益之目的，期待主管機關放寬保險業從事衍生性商品相關法令，讓更多資金可以投入國內期貨市場，共創保險業與期貨業的繁榮發展。

結語

期交所的夜盤交易制度提供國內期貨交易夜間不打烊，已經有效提升投資者交易熱度，同時在2020年臺股逐筆交易制度即將上線，可牽動投資者搭配相關股票期貨，直接有利於期貨市場投資量能。另外在風險控管層面，如何讓既有的動態價格穩定措施、期貨商造市制度更加完善，將大大助益於期貨集中市場之深度、廣度及流動性，成為期貨市場發展的重要關鍵，加大實體產業運用期貨市場避險增益的動機，以利期貨業拓展異業合作模式，發揮更多服務實體經濟之功能，提升期貨為資產管理工具之價值。

