

## 322事件之始末及引發之問題

◆ 政治大學金融系系主任

● 沈中華

◆ 政治大學金融所

● 張瀾文

● 林姿儀

### 壹、摘要

民國93年3月22日，我國期貨市場發生一開盤隨即跌停，而後無量下跌，引發我國期貨市場產生流動性風險及系統性風險的事件，此事件我們簡稱為「322事件」。我國期貨市場在順利度過322事件的危機後，期貨市場上大部份的參與者（包括期貨交易所、期貨商）均意識到如何做好期貨市場風險管理，以防止在下次發生類似事件時，我國期貨市場能夠不再發生流動性危機及系統性危機，使我國期貨市場的運作能更加穩健。

本文首先將透過時間的推進來說明引發322事件的原因，及322事件的經過。在說明完322事件的經過後，本文將接續說明在322事件中，為何會引發我國期貨市場流動性風險及系統性風險的主要原因。發現主要是3月20日總統大選前，大部份期貨交易人均預期未來股市會有一波不小的漲幅，建立過多的多頭部位，但經過319槍擊案及320的總統選舉爭議後，使得在3月22日一開盤委賣便遠大於委買，導致成交量萎縮，期貨交易人損失慘重、保證金嚴重不足，引發流動性風險及系統性風險。

最後，本文提出兩點建議，以期在未來發生類似於322事件時，能降低我國期貨市場所面臨的流動性危機及系統性危機。

一、我國期貨商品的漲跌幅限制應仿效新加坡摩根台指期貨，建立斷電措施（circuit breakers）機制。

二、應降低我國自然人的部位限制。

### 貳、前言

民國93年3月20日，我國舉行第11屆的總統選舉，在此日之前，期貨業者指出由於大多數期貨交易人在選前看好此次總統選舉將可能由國民黨及親民黨聯合推出的總統候選人獲勝，我國股市將有上漲的趨勢，這反映在期貨市場上，即在3月19日期貨市場收盤時期貨交易人的未平倉口數大多是多頭部位。但在民國93年3月19日下午總統候選人也同是現任總統陳水扁遭到槍擊的消息傳出，就有人預測我國股市將會有一波跌幅，因此，就有部份期貨交易人利用新加坡摩根台指的下午盤進場放空。而隔日也就是3月20日，進行我國第11屆的總統選舉，結果是由民進黨以不到3萬票微小的差距獲勝，引起部份民眾對此次選舉結果有疑慮，進而發生選舉上的爭議，政治上的不安定影響到金融市場，甚至造成整個股票市場及期貨市場逆轉，造成市場無量下跌，引發我國期貨市場嚴重的

系統性及流動性問題，而期貨商也面臨期貨交易人巨額違約的風險，3月23日投資人與期貨商之間也發生是否過於提早砍倉的糾紛及其他議題。

本文的主旨在說明322事件的來龍去脈及所引發的討論議題，最後再提出數點建議作為結論。

### 參、3月22日之前（3月19日、3月20日及3月21日）

我國期貨市場之所以會在3月22日發生無量下跌的情形，進而引發322事件，可以由3月19日、3月20日及3月21日三天所發生的事件來說明。民國93年3月20日為我國舉行第11屆總統選舉的日子。在總統選舉前，大多數民眾均認為此次總統選舉將會由國民黨及親民黨共同推出的候選人獲勝，同時，也看好選後我國股市的表現，認為將會出現一波不小的漲幅，因此，大多數的期貨交易人均在選前建立大量多頭部位，這可以由下列證據觀察出：一直到3月19日也就是選舉前的最後一個營業日下午1點45分收盤時，期貨交易人的未平倉口數大多是多頭部位。

但在民國93年3月19日下午我國卻發生一起令人震驚的事件。現任總統也同是總統候選人陳水扁在3月19日星期五於台南進行掃街拜票遊行時遭到槍擊。媒體在當日下午3點30分一公佈此項消息，部份期貨交易人認為台股期貨在下一個期貨營業日一開盤必定重挫，均欲進場放空台股期貨，但是礙於台灣現貨及期貨市場均已在下午1點30分及1點45分收盤，而且接下來又隔星期六、日兩日期貨市場休市，無法交易。一些投資策略較靈活的期貨交易人就利用新加坡衍生性商品交易所（SGX-DT）的摩根台指期貨於3月19日下午4點開盤交易的「盤後ETS電子交易盤」進場放空，使得新加坡摩根台指期貨當天大幅下跌。而其他的期貨交易人就只能等到3月22日我國期市開盤交易時，再進場放空。

隔天3月20日，我國並沒有因為前一日總統遭到槍擊的事件影響，依舊進行第11屆的總統選舉。當天下午4點選舉結束，開始進行開票，多家電視台由於民眾在選前均預測會由國民黨及親民黨共推的候選人獲勝，且在收視率的考量下，開票結果一直領先中央選舉委員會（後簡稱中選會）所開出的結果，且一路開出的票數均是由國民黨及親民黨共推的候選人領先民進黨推出的候選人，到了最後中選會開出的結果，卻是由民進黨以不到3萬票極微小的差距，贏得中華民國第11屆總統選舉。部份民眾無法接受此項事實，

認為此次選舉有做票的嫌疑，而且同時也認為總統陳水扁先生前一日的槍擊案件有自導自演的嫌疑，為的就是贏得此次總統選舉，而要求政府重新驗票、總統陳水扁先生重新驗傷，並要求盡速公佈槍擊案的真相。最後，許多民眾未經申請而走上街頭抗議，重申其要求驗票、驗傷的訴求。到了3月21日，上街頭抗議的民眾愈來愈多，引起社會秩序的不安，一直到3月22日的凌晨，街頭抗議的民眾仍然沒有散去。政治上的不安定很快地傳到金融市場。

## 肆、322事件之後(322, 323)

在此節中，首先將先對322事件的發生經過作一時間序列的描述，後再對322事件所引發的問題作一說明。

### 一、322事件發生經過

由於3月20日總統選舉結果的爭議實在太大，許多民眾走上街頭抗議要求重新驗票、驗傷，引起社會秩序的不安，造成台灣股市空頭機率大增，未來不確定性增加，因此期貨交易人在3月22日開盤後，亦即選舉後第一個營業日，大多不敢買進台股期貨，反而對總統大選之前建立的多頭部位進行平倉，造成賣單不斷湧進，而買單完全縮手，台指及期指同時跌停，形成有價無市。

圖一表示在3月22日上午8點45分一開盤，台股期貨的指數隨即由3月19日收盤的6,830點跌停到6,352點，共跌了478點，跌幅為7%，而成交量也只出現在開盤後的前30分鐘，有約9000口的成交量，但在9點10分以後，幾乎沒有買盤進場，每五分鐘的成交量也萎縮到不到100口，只有零星的幾口而已，到了最後收盤時，3月22日當天的總成交量只有9280口，而台股期貨指數一直到下午1點45分收盤，都沒有回升，均處於跌停價6,352點。投資人每持有一口台股期貨的損失為95,600元，台指期貨因此產生流動性的危機，隨後更加引發了系統性的風險，此點將在隨後作詳細的說明。

反觀和台指期貨相關性高的摩根台指期貨在3月22日卻沒有發生流動性風險及系統性風險的問題。摩根台指期貨有所謂的斷電措施(circuit breakers)，指的是當摩根台指期貨的成交價格波動若達到前一營業日結算價(收盤價)的正負7%，亦即達漲跌停板，此時新加坡期貨交易所會限制在接下來10分鐘內的期貨交易價格波動只能在7%內，假如成交價維持在漲跌停板價格持續達10分鐘，則漲跌幅進一步放寬至10%，若當天漲跌幅又達到前一營業日結算價的10%時，新加坡期貨交易所將再次限制下10分鐘內其期貨交易價格波動只能在10%內，假如成交價維持在漲跌停板價格持續達10分鐘，則再放寬到15%，此即當日

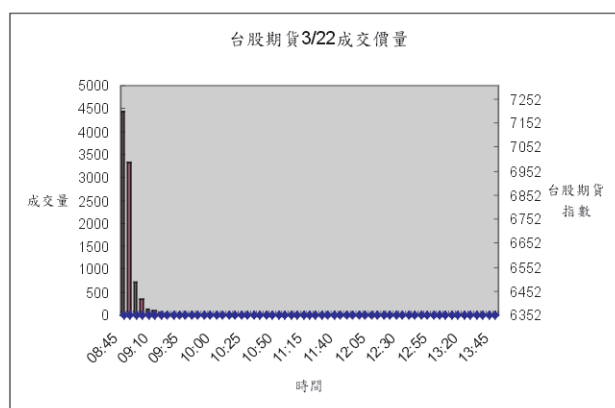


圖1 台股期貨3月22日每五分鐘成交量及指數走勢

資料來源：台灣期貨交易所

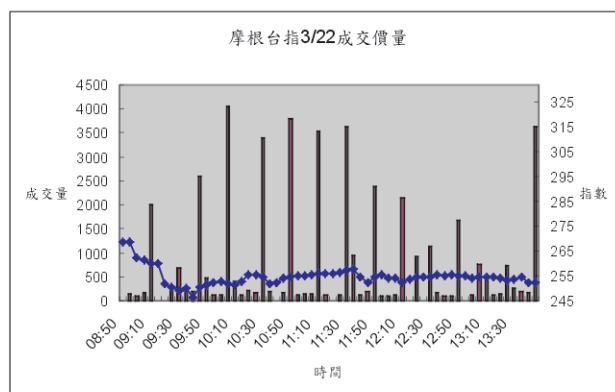


圖2 摩根台指期貨3月22日每五分鐘成交量及指數走勢

資料來源：台灣期貨交易所

最大漲跌幅。圖二表示摩根台指期貨在3月22日的情況。摩根台指期貨在上午8點45分開盤後，就從288.8點跌到268.6點，跌幅達7% ( $\frac{268.6-288.8}{288.8} \approx -7\%$ )，後持續漲跌幅限制為7%交易十分鐘後，便打開漲跌幅限制至10%，而在9點10分時摩根台指期貨指數再向下跌到260點，跌幅為10% ( $\frac{260-288.8}{288.8} \approx -10\%$ )，最後摩根台指期貨的漲跌幅限制放大到15%，而當日摩根台指期貨指數的最大跌幅在上午9點30分時發生，指數跌到249點，跌幅達14% ( $\frac{249-288.8}{288.8} \approx -14\%$ )，隨後止跌，摩根台指期貨的指數回升，在3月22日當天收盤時只有跌到252.2點，跌幅為12.7% ( $\frac{252.2-288.8}{288.8} \approx -12.7\%$ )，而總成交量也高達44,154口。

### 二、323

到了3月23日，因為於新加坡衍生性商品交易所(SGX-DT)掛牌的摩根台指期貨在3月22日收盤時的跌幅多達12%，因此當台股期貨一開盤隨即跌停時，台股期貨的累積跌幅達13% ( $\frac{5908-6830}{6830} \approx -13\%$ )，已超過摩根台指期貨在3月22日收盤時的跌幅，大部份期貨交易人得到台股期貨跌幅已超過新加坡摩根台指期貨在3月22日跌幅的消息，均認為台股期貨不會再下跌，



所以大部份在總統大選前作空的期貨交易人紛紛進場平倉，此時始有多單進場，我國期貨市場的流動性風險及系統性風險才宣告解除。

圖三說明台股期貨在上午8點45分一開盤，指數隨即跌停到5,908點，跌幅為7%，而綜觀兩天，3月22日及3月23日的累積跌幅達13% ( $\frac{5908-6830}{6830} \approx 13\%$ )，已經超過摩根台指期貨在3月22日收盤時的跌幅，因此開始有多單進場，在開盤後十分鐘，亦即上午8點45分到8點50分即有近30,000口成交量是以跌停價5,908點做為成交價，而後在8點45分時也有以非跌停

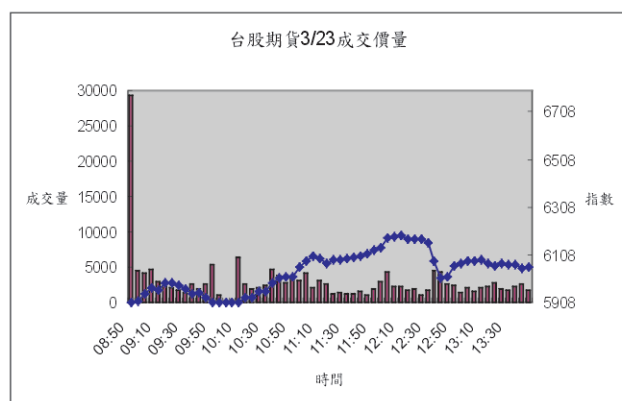


圖3 台股期貨3月23日每五分鐘成交量及指數走勢  
資料來源：台灣期貨交易所

價的5,911點為成交價，成交約4,500口。但在9點50分時，台股期貨又跌回到跌停價5,908點，這段又重回跌停時間（9點50分～10點10分）是期貨商與期貨交易人發生爭議的轉換點。由一方面言，許多期貨商擔心之後的盤勢會如同昨日3月22日一樣，指數一路跌停到收盤，不會回升，而買單又開始不肯進場，成交量開始萎縮，因此，許多期貨商紛紛將保證金不足而未補足的期貨交易人之部位平倉，以降低信用（違約）風險。但由另一方面言，如果台股期貨指數回升，期貨商如此做，會有過早砍倉的疑慮。結果是台股期貨指數隨後在10點15分又開始回升，在下午12點10分時，最高曾爬升到6,190點，因此引發遭期貨商平倉的期貨交易人不滿，期貨交易人認為期貨商過早將其部位平倉，使期貨交易人每持有一口台股期貨就多損失56,400元（＝期貨價格×台股期貨每點價值200元＝（6190－5908）×200＝56,400元），因此，在3月23日期貨交易人和期貨商之間也發生了是否過於提早砍倉的糾紛。

## 伍、引發問題

由於台股期貨在3月22日一開盤隨即跌停，一直到當天收盤台股期貨指數都沒有回升，而又沒有買單進場，使得台股期貨的成交量在3月22日萎縮到只有9,280口，因此，引發了期貨交易人保證金不足的問題，隨後更引起台灣期貨市場的流動性風險及系統性風險。以下將逐一地詳細說明。

## 一、期貨交易人的損失及保證金不足

大多數期貨交易人在選前因看好選後的期貨市場，所以在選前大量建立多頭部位，因此在3月22日時損失慘重，而其保證金帳戶也面臨須補繳的情況。這是因為台股期貨四月份的契約在3月22日一開盤時隨即跌停478點（從6,830點跌到6,352點），期貨交易人原先持有一口台股期貨的原始保證金立即損失95,600元，

$$\begin{aligned} &= \text{期貨價格} \times \text{每點價值} 200 \text{元} \\ &= 478 \text{點} \times 200 \text{元} \\ &= 95,600 \text{元} \end{aligned}$$

假設期貨交易人的保證金帳戶只有在建立部位前所需繳納的原始保證金90,000元，並沒有提列超額保證金，則期貨交易人的保證金帳戶在3月22日時損失了95,600元後，將產生超額損失（over loss）5,600元，此時期貨商必須先行吸收此筆損失，再向期貨交易人追討。同時，期貨交易人的保證金帳戶也達到補繳保證金的門檻：依期貨商管理規則第四十八條第三款，期貨商在客戶保證金專戶存款餘額低於維持保證金之數額時，應即通知其繳交追加保證金至原始保證金額度。根據此項規定，期貨交易人必須再繳95,600元（須歸還期貨商的超額損失5,600元＋原始保證金水準90,000元＝95,600元）至期貨交易人的保證金專戶，使期貨交易人的保證金專戶餘額達到原始保證金90,000元的水準。

## 二、期貨商砍倉

但若期貨交易人無法及時繳納保證金到原始保證金的水準，期貨商便可對期貨交易人所建立的部位進行砍倉的動作。大多數期貨交易人在總統大選前均預期選後股市會有一波漲幅，因此建立的部位大部分為多頭部位，但是在經過319槍擊案及320總統大選爭議後，期貨交易人均不看好後市，不敢買進台股期貨，委賣口數大於委買口數，導致期貨價格下跌，期貨交易人開始產生損失，當期貨價格不斷下跌，也使得期貨交易人的損失愈來愈加劇。期貨商第一為了避免因客戶可能的超額損失（over loss）導致期貨商必須先墊付保證金再向客戶追討，進而讓期貨商的信用（違約）風險大增；第二，期貨商也可根據期貨交易人在開戶時簽訂的期貨受託契約中的規定：當客戶的保證金帳戶餘額低於原始保證金的25%或30%便可對客戶的部位砍倉，而當台股期貨四月份契約在3月22日一開盤隨即跌停478點，期貨交易人的保證金專戶餘額產生超額損失5,600元。因此，期貨商基於上述兩點理由，在3月22日上午8點45分一開盤時就可對客戶的多頭部位砍倉來降低風險，更使得台股期貨交易的委賣口數遠大於委買口數，在3月22日收盤時仍有以跌停價6,352點為賣價的委賣單14,462口。

### 三、引發流動性風險及系統性風險

我國期貨市場因保證金可能過低、漲跌幅限制嚴格及期貨商資本額可能不足，導致我國期貨市場在3月22日時發生系統性風險及流動性風險。由圖四可以看出，台股期貨近月份契約的價格走勢從民國92年5月開始就已經有一波很大的漲幅，依據台灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準第五條規定，保證金應該隨著期貨價格的波動度作調整，因此，台股期貨的保證金應該要提高，來避免因期貨價格日後有大幅波動而導致期貨交易人產生超額損失，但是在這一波的漲幅中，保證金只有在民國92年10月9日調整過一次，結算保證金由50,000元調高至60,000元；原始保證金由75,000元調高至90,000元；維持保證金由58,000元調高至69,000元，但是此次調漲，只是將早先於同年5月9日降低的保證金額度調回到原本的水準，從該次10月的調漲一直到民國93年的3月22日保證金均沒有再調高。

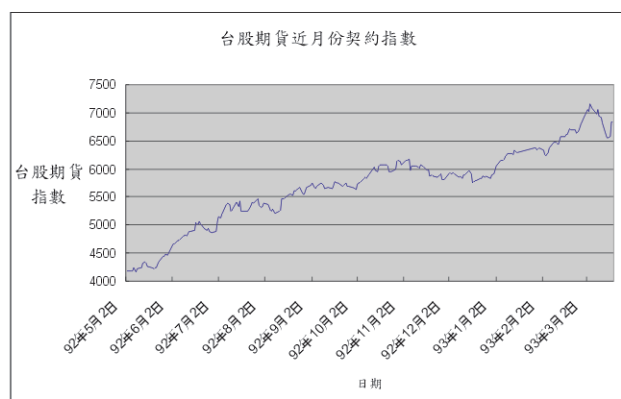


圖4 台指期貨近月份價格走勢圖

資料來源：台灣期貨交易所

表1 美國、英國、日本、新加坡及我國期貨市場之漲跌幅限制

美國	英國	日本
依各交易所及期貨契約的不同，有不同的漲跌幅限制	除了日本公債外均沒有漲跌幅限制	依各交易所及期貨契約的不同，有不同的漲跌幅限制
新加坡摩根台指期貨		台灣台股期貨
當價格變動較前一日結算價向上或向下7%時，接下來10分鐘的交易價格只可在7%或7%以內，之後漲跌停限制擴大為10%。若再達10%限制時，仍需10分鐘才將漲跌停限制改為15%，而且15%為最大之限制，但最後交易日時到期月份合約則無漲跌停限制。		7%

而且表一也說明了台股期貨的漲跌幅限制較其他國家的漲跌幅限制相對嚴格，因此導致台股期貨在3月22日一開盤隨即以跌停價成交，委賣口數遠大於委買口數，但期貨交易人卻無法以低於跌停價的價格平掉總統大選前的多頭部位，白話地說，期貨交易人就是想用更低的價格賣掉也賣不掉，若是期貨價格在之後的交易日不斷下跌，持續地以跌停價作收，將使得期貨交易人產生鉅額的超額損失（over loss），期貨商就必須先用其資本額幫客戶（亦即期貨交易人）代墊保證金，再向客戶追討，此時期貨商的信用（違約）風險大增，況且期貨商底下的客戶數以萬計，期貨商的資本額可以幫一、兩個客戶代墊，但是在322事件中，期貨商必須幫其幾乎所有的客戶代墊保證金，此時，就產生了期貨商的資本額是否足夠幫其客戶代墊的問題，假如期貨商的資本額不足以幫其客戶代墊保證金，而發生倒閉的危機，那麼我國的期貨市場上就必須幫其代墊其不足額的部份。我國期貨市場尚可因應一家期貨商發生資本額不足的危機，但在322事件中，我國期貨市場中的全體期貨商幾乎均幫其客戶代墊保證金，全體期貨商都可能資本額不足而倒閉的風險。經由這一連串的事件，引發了我國期貨市場上全體期貨商因賣不出去而面臨虧損的流動性風險及系統性風險。

雖然摩根台指期貨和台股期貨一樣受到重挫，但是因為摩根台指期貨有「斷電措施（circuit breaker）」的機制，使得期貨商在摩根台指期貨市場並不若台股期貨市場一般遭受到劇烈地系統性風險和流動性風險。

### 伍、結論

民國93年3月22日因國內的政治不安因素，導致我國期貨市場價格發生巨幅波動，引發了期貨市場的流動性風險及系統性風險。雖然我國的期貨市場安然度過這次事件，但是也不可輕忽會再有下一次的322事件。在這次322事件中，我國期貨價格只跌停一天，在第二個營業日就有買單進場，解除了流動性風險及系統性風險，但是假如下一次的價格波動跌停不只一天，而是長達3天或是一個星期，再加上我國期貨市場日益蓬勃發展，參與的投資人數日漸增加，一旦期貨市場有巨幅波動的情形發生，市場上違約交割的金額將比322事件中的違約交割金額更加大，那麼期貨市場就有可能會面臨重整或是倒閉的危機。

而本文也就這次322事件所引發的討論，作出下列幾點建議。

一、我國期貨商品的漲跌幅限制應仿效新加坡摩根台指期貨，建立斷電措施（circuit breakers）機制

自從1987年10月19日股價大跌後，Brady調查委員會對股市及指數期貨市場實施斷電措施（circuit breakers），以防止迅速大幅度的股價下跌，而造成整



體市場恐慌。根據Brady調查報告，實施斷電措施有三種好處。第一，斷電措施可降低信用風險（或違約風險）：它允許期貨交易人有充分的時間準備保證金的追繳。第二，斷電措施提供期貨交易人有更充分的時間去分析市場的訊息與資料，且能以較冷靜的態度去分析，如此一來，對市場價格也較有合理的判斷。第三，斷電措施能提供市場更多的時間去消化過度的賣壓，不致造成市場流動性的劇降（亦即大量賣盤無法獲得買盤的接應成交）。雖然斷電措施有穩定市場的功能，但也帶有成本，例如，期貨交易人不能如期出售或購買所要的商品，可能造成價格上的損失，但在股市大跌後（1987年10月19日），實施至今的斷電措施確實得到功效，防止股市危機的再度重演。

我國期貨市場目前的漲跌幅限制為7%，而在民國93年3月22日，我國現貨及期貨市場也發生價格大跌的狀況，使得我國期貨市場的流動性遽失，反觀標的物與台指期貨相同的新加坡摩根台指期貨，因在3月22日當天其斷電措施發揮功用，所以新加坡摩根台指期貨市場並沒有發生如台灣期貨市場一般的流動性問題。故本文建議我國期貨市場應仿效新加坡摩根台指期貨建立一斷電措施機制，以期在下次發生類似事件時，能夠順利地解除流動性危機。

## 二、應降低我國自然人的部位限制

本文建議期交所應降低自然人最大可承作之部位口數，並同步施行「部位口數限制」與「部位金額限制」，當自然人下單的口數或契約市值達到限制門檻時，該自然人將無法再下單建立部位。亦即建議採「部位口數限制與部位金額限制孰低法」。而長期應研議將自然人區分為避險者、投資者或是價差交易者，而後依據該自然人的身分訂定該自然人最多可承作口數的最低下限，並開放期貨商有依個別客戶的徵信及財務狀況適度開放該客戶可承作口數的上限。

當股市熱絡時，以目前2000口部位限制所換算出的期貨契約市值，對自然人而言會是一筆相當大的數目，如以民國93年3月19日為例，若自然人完全建立2000口部位，當天期貨契約市值高達新台幣27億，一般自然人應無法承擔如此大額的市場風險，因此，本研究建議，短期內期交所應降低自然人的部位口數。而美國交易所會區分投資人為避險者或是投機者，而給予不同的部位限制。若該投資人有現貨部位，則該投資人為了避險而建立期貨部位，就不應該給予太多的限制，應放寬該投資人最大可承作口數；但若該自然人為投機者，則應給予較多的限制，以降低該投資人違約的風險。

雖然本文提出以上的兩點建議來降低我國期貨市場在未來發生類似322事件時，可能面臨重整或倒閉的危機。但在根本上我國主管機關應加強期貨商及所有期貨市場參與者風險控管的意識，唯有全體參與者均有風險控管的意識，才能使我國的期貨市場更加健全，以確保我國期貨市場在未來面對期貨價格巨幅波動時，能順利解除危機。

## 參考文獻

1. 沈中華、王儷容合譯，《金融期貨與選擇權市場》，五南出版社，民國87年初版。
2. 陳松男，《選擇權與期貨》，新陸書局，民國85年5月初版。
3. 台灣期貨交易所 [www.taifex.com.tw](http://www.taifex.com.tw)