

【專題二】



期貨市場多階段漲跌幅機制簡介

陳柏璋（期交所專員）

壹、前言

為兼顧價格反應效率及價格穩定，部分期貨交易所設有多階段漲跌幅機制，該機制設置目的在於盤中價格漲跌幅度過大時，能讓交易人再次思考價格合理性，其作法係交易所針對某一商品，於每日最大漲跌幅度內，再設置 1 至 2 階段漲跌幅限制，市場開盤時成交價格將受限於第一階段漲跌幅限制，若市場價格達到預設標準時，進入一段暫停交易或冷卻期（如 10 分鐘）讓市場思考價格合理性，冷卻期時段，市場價格僅可於原第一階段漲跌幅限制內交易，暫停交易或冷卻期過後，交易價格限制放寬至下一階段漲跌幅，此機制主要用於防範價格大幅波動所衍生之風險，現國際主要期貨市場中，美國、韓國、日本及新加坡等均設有類似機制¹，這些市場由於股價指數期貨商品每日最大漲跌幅均大於 15%，有較大空間可設計多階段漲跌幅，以下將就各國機制說明。

貳、國際主要期貨交易所多階段漲跌幅機制介紹

一、美國

芝加哥商業交易所 (CME) 著名的股價指數期貨商品分別有 E-Mini 標普 500 指數

1 德國歐洲期貨交易所、香港交易所及印度交易所期貨市場股價指數期貨商品無多階段漲跌幅機制。

期貨、E-Mini 那斯達克 100 指數期貨及 E-Mini 道瓊指數期貨，前述商品於日盤時段均設有 -7%、-13% 及 -20% 三階段跌幅機制（漲幅無限制），夜盤時段電子交易平台則採 ±5% 一階段漲跌幅機制，今 (109) 年 3 月美股大幅波動，新聞媒體報導「美國股價指數期貨盤前觸發熔断機制」，是指市場價格於夜盤時段觸及前述 ±5% 一階段漲跌幅，即國人所熟悉的交易價格達漲停或跌停。另新聞媒體報導「美股觸發熔断機制」則是指觸發美國跨市場斷路機制，該機制以美國證券市場標普 500 指數為觸發指標，兩機制有所不同，分別說明如下。

（一）美國跨市場斷路機制

美國跨市場斷路機制²(Market-Wide Circuit Breaker) 係採證券市場標普 500 股價指數作為觸發指標，當標普 500 股價指數盤中首次下跌達 -7% 或 -13% 時，紐約證交所及那斯達克交易所等股票將暫停交易 15 分鐘，而 CME 相關股權類期貨、選擇權商品亦會配合現貨市場暫停交易 15 分鐘，如下跌達 -20% 時，將暫停紐約證交所、那斯達克交易所等股票，以及 CME 相關股權類期貨、選擇權商品之交易至收盤，該機制設置目的為防範證券市場股票及相關期貨商品價格大幅波動所衍生之風險。

（二）CME 多階段漲跌幅機制

CME 交易量最大之股價指數期貨商品為 E-Mini 標普 500 指數期貨，該商品日盤設有 -7%、-13%、-20% 三階段跌幅限制³，跌幅放寬與否，取決於前段所述之跨市場斷路機制是否觸發，即日盤開盤後 E-Mini 標普 500 指數期貨交易價格會先限制於 -7% 跌幅內，若標普 500 股價指數盤中首次下跌達 -7%，啟動跨市場斷路機制，相關期貨商品暫停 15 分鐘，嗣後該商品跌幅放寬至 -13%，後續若標普 500 股價指數盤中再下跌達 -13%，啟動跨市場斷路機制，再暫停 15 分鐘，之後該商品跌幅將放寬至 -20%，-20% 為當日最大跌幅限制。

2 美國跨市場斷路機制最早於 1987 年 10 月 19 日黑色星期一之後所制訂，原本規定係採道瓊工業平均指數 (Dow Jones Industrial Average Index, DJIA) 下跌達一定標準作為機制觸發與否之指標，惟因該指數僅包含 30 檔股票，2012 年金融市場遭遇震盪後，市場批評該指數樣本數過少無法完全代表美國股票市場，後於 2013 年 2 月調整為以標普 500 股價指數作為機制觸發指標。

3 日盤為 -7%、-13%、-20% 三階段跌幅，夜盤為 ±5% 一階段漲跌幅，漲跌幅計算上，係採美中時間下午 2:59:30 至 3:00:00 期間之成交量加權平均價作為計算基準，乘上百分比算出漲跌幅度，再以每日結算價加減前述漲跌幅度，由於計算基準與每日結算價可能有落差，故有時夜盤漲跌停時，其幅度與 ±5% 有所差異。

其他主要股價指數期貨如 E-Mini 那斯達克 100 指數期貨及 E-Mini 道瓊指數期貨等，亦設有 -7%、-13%、-20% 三階段跌幅限制，惟其跌幅是否放寬，僅以該商品最近月契約之價格作為觸發標準，作法如下：

1. 最近月契約賣價達 -7%(或 -13%)：
 - (1) 美中時間 14：25 前：進入 10 分鐘之冷卻期，供市場可再次審視價格是否合理之機會，冷卻期不會暫停交易，交易人仍可於原 -7%(或 -13%) 價格限制內交易，冷卻期結束視以下兩種狀況採取不同作法：
 - I. 如冷卻期過後，最近月契約賣價仍位於 -7%(或 -13%)：暫停該商品所有月份契約交易 2 分鐘，以集合競價收單後開盤，並放寬跌幅至 -13%(或 -20%)。
 - II. 如冷卻期過後，如果最近月契約賣價非位於 -7%(或 -13%)：直接放寬跌幅至 -13%(或 -20%)。
 - (2) 美中時間 14：25 後：僅有 -20% 價格限制。
2. 最近月契約賣價達 -20%：已達當日最大跌幅，不會進入冷卻期亦不會放寬跌幅。

另選擇權方面，CME 掛牌之美股相關期貨選擇權，如 E-Mini 標普 500 期貨選擇權及 E-Mini 那斯達克 100 期貨選擇權等，無漲跌幅限制，惟兩種狀況發生時需暫停交易，首先為跨市場斷路機制觸發，15 分鐘暫停交易期間 E-Mini 標普 500 期貨選擇權及 E-Mini 那斯達克 100 期貨選擇權將同步暫停交易。

其次，E-Mini 那斯達克 100 期貨三階段漲跌幅機制運作上有 10 分鐘及 2 分鐘冷卻期，冷卻期 E-Mini 那斯達克 100 期貨選擇權需同步暫停交易，作法如下：

1. E-Mini 那斯達克 100 期貨賣價達 -7%(或 -13%)，進入 10 分鐘冷卻期：10 分鐘冷卻期 E-Mini 那斯達克 100 期貨選擇權同步暫停交易。
2. E-Mini 那斯達克 100 期貨賣價達 -7%(或 -13%)10 分鐘冷卻期後，若因賣價仍位於 -7%(或 -13%) 須暫停交易 2 分鐘：E-Mini 那斯達克 100 期貨選擇權同步暫停交易 2 分鐘。

股價指數類以外之商品，CME 亦設有多階段漲跌幅機制，例如利率

商品中，10年期美國公債期貨(10-Year U.S. Treasury Note Futures)採五階段漲跌幅機制，第一至五階段漲跌幅度分別為 $\pm 6,000$ BP⁴、 $\pm 8,000$ BP、 $\pm 10,000$ BP、 $\pm 12,000$ BP、無漲跌幅；匯率商品中，歐元兌美元期貨採五階段漲跌幅機制，第一至五階段漲跌幅度分別為 ± 0.004 、 ± 0.008 、 ± 0.012 、 ± 0.016 、無漲跌幅，設置五階段漲跌幅機制，第五階段採取無漲跌幅，目的係當重大事件發生時，價格仍可充分反應，不至於因漲跌幅機制而受限。

二、韓國

(一) 跨市場斷路機制

韓國在跨市場斷路機制及多階段漲跌幅設計上與美國類似，惟於參數細節稍有不同，韓國跨市場斷路機制採 KOSPI 股價指數作為該機制觸發指標，當 KOSPI 股價指數首次下跌達 -8% 且持續 1 分鐘，暫停股票及期貨交易 30 分鐘，首次下跌達 -15%，且於 1 分鐘維持在下跌 9% ~ 15% 間，暫停股票及期貨交易 30 分鐘，下跌達 -20%，且於 1 分鐘維持在下跌 16% ~ 20% 間，暫停股票及期貨交易至收盤。

(二) 韓國交易所(KRX)多階段漲跌幅機制

KRX 主要股價指數期貨為 KOSPI 200 期貨，設有 $\pm 8\%$ 、 $\pm 15\%$ 、 $\pm 20\%$ 三階段漲跌幅，做法為當 KOSPI 200 期貨最近月份契約漲跌達 $\pm 8\%$ (或 $\pm 15\%$)時，KOSPI 200 期貨所有月份契約將進入 5 分鐘冷卻期，該期間仍可於 $\pm 8\%$ (或 $\pm 15\%$)內交易，冷卻期結束則放寬漲跌幅至 $\pm 15\%$ (或 $\pm 20\%$)；如最近月份契約漲跌達 $\pm 20\%$ 時，因已達當日最大漲跌幅，不會放寬漲跌幅。

KRX 主要指數選擇權商品為 KOSPI 200 選擇權，設有三階段漲跌幅，比較特別的是漲跌幅採理論價格模型計算(採標的指數漲跌 $\pm 8\%$ 、 $\pm 15\%$ 、 $\pm 20\%$)，該漲跌幅度符合財務理論中選擇權價格變動非線性之特性。在漲跌幅放寬上，選擇權自身價格變化並不會觸發放寬，只有當 KOSPI 200 期貨最近月份契約漲跌達 $\pm 8\%$ (或 $\pm 15\%$)，於 5 分鐘冷卻期後，隨著 KOSPI 200 期貨放寬漲跌幅至 $\pm 15\%$ (或 $\pm 20\%$)，KOSPI 200 選擇權同步放寬至下一階段漲跌幅。

4 BP=Base Points 基點。

此外，KRX 股票期貨採 $\pm 10\%$ 、 $\pm 20\%$ 、 $\pm 30\%$ 三階段漲跌幅機制，第三階段 $\pm 30\%$ 漲跌幅與韓國股票市場漲跌幅機制相同，由於 $\pm 30\%$ 漲跌幅實屬蠻大範圍，與無漲跌幅類似，若標的股票發生特殊事件或訊息，大多可於當日反應於價格，設計上兼具價格反應及穩定，可供我國期貨市場未來制度設計參考。

三、日本

日本沒有類似美國、韓國跨市場斷路機制，僅期貨市場設有多階段漲跌幅機制，日本交易所 (JPX) 股價指數期貨商品如東證期貨、日經 225 期貨等，採 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 、 $\pm 16\%$ 三階段漲跌幅⁵，其作法為如東證期貨最近月份契約漲跌達 $\pm 8\%$ (或 $\pm 12\%$)，且 1 分鐘內成交價格未反向變化超過漲跌停價格之 10% 時，東證期貨所有月份契約將進入 10 分鐘暫停交易，暫停交易結束則放寬漲跌幅至 $\pm 12\%$ (或 $\pm 16\%$)⁶；如最近月份契約漲跌達 $\pm 16\%$ 時，因已達當日最大漲跌幅，不會放寬漲跌幅。

JPX 指數選擇權商品如東證選擇權、日經 225 選擇權等，設有 $\pm 11\%$ 、 $\pm 14\%$ 、 $\pm 17\%$ 三階段漲跌幅 (幅度大於同標的期貨 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 、 $\pm 16\%$)，惟其自身價格變化不會觸發放寬漲跌幅，只有當東證期貨 (或日經 225 期貨) 最近月份契約漲跌達 $\pm 8\%$ (或 $\pm 12\%$) 進入 10 分鐘暫停交易時，東證選擇權 (或日經 225 選擇權) 會同步暫停交易，冷卻期後放寬至下一階段漲跌幅。

四、新加坡

新加坡交易所 (SGX) 掛牌之 MSCI 摩根臺指期貨，設有二階段漲跌幅機制，其作法為若 MSCI 摩根臺指期貨所有月份契約中有任一月份契約漲跌達 $\pm 10\%$ 時，所有月份契約將進入 10 分鐘冷卻期，該期間仍可於 $\pm 10\%$ 內交易，冷卻期結束則放寬漲跌幅至 $\pm 15\%$ ；惟最後交易日當天，為了使到期契約價格可與標的指數收斂，到期之契約無漲跌幅。

另 MSCI 摩根臺指選擇權無漲跌幅，惟若 MSCI 摩根臺指期貨所有月份契約中有任一月份契約漲跌達 $\pm 10\%$ 時，10 分鐘冷卻期 MSCI 摩根臺指選擇權將暫停交易，但於

5 三階段跌點數計算，係採每季季初計算該季適用之漲跌點數，作法為每季月 (3、6、9、12) 之第 1 天，往前推算 25 個營業日，再由該日往後取接續 20 個營業日之最近月份契約每日結算價，計算出算術平均價，再乘以三階段漲跌幅 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 、 $\pm 16\%$ ，得出三階段漲跌點數。

6 國際上如 KRX、SGX 觸發斷路機制放寬漲跌幅採一次放寬雙向漲跌幅，JPX 指數期貨作法則為視上漲或下跌觸及斷路機制，單向放寬漲幅或跌幅，指數選擇權因同時有買權及賣權，故採一次放寬雙向漲跌幅。

最後交易日時，到期契約則不適用前述暫停交易規定。

五、小結

國際上美國、韓國及日本等股市通常無漲跌幅或漲跌幅較大，為使股價指數期貨能兼具價格反應效率及價格穩定，國際主要期貨交易所設有多階段漲跌幅機制，有關股價指數期貨多階段漲跌幅標準，第一階段大多介於 7% ~ 10%、第二階段大多介於 12% ~ 15%、第三階段標準大多介於 16% ~ 20%，同標的選擇權則給予更大漲跌幅度或無漲跌幅；暫停交易或冷卻期長短，國際大多採 10 分鐘，另為避免暫停交易影響市場，大多採用冷卻期而不暫停交易作法，相關比較表如下。

表 1 國際主要期貨交易所多階段漲跌幅機制比較

比較項目		美國 CME	韓國 KRX	新加坡 SGX(摩根 臺指期貨)	日本 JPX
現貨(股票) 最大漲跌幅		無	±30%	±10%	±20 ~ 30%(依股 價高低採級距式)
主要股價指數 期貨		E-mini 標普 500 期貨	KOSPI 200 期貨	摩根臺 指期貨	東證期貨、 日經 225 期貨
多階段漲跌幅		-7%、-13%、 -20%	±8%、±15%、 ±20%	±10%、 ±15%	±8%、±12%、 ±16%
暫停交易/ 冷卻期		10 分鐘 (不暫停)	5 分鐘 (不暫停)	10 分鐘 (不暫停)	10 分鐘 (暫停)
選擇 權	主要 選擇權	E-mini 標普 500 期貨選擇權	KOSPI 200 選擇權	摩根臺指 選擇權	東證選擇權、日經 225 選擇權
	漲跌幅	無	標的漲跌 ±8%、 ±15%、±20% 帶入理 論價格模型計算漲跌幅	無	±11%、±14%、 ±17%
	冷卻期 配合暫停	是	否	是	是

註：德國歐洲期貨交易所 (Eurex)、香港交易所 (HKEx) 及印度交易所 (NSE) 股價指數期貨無多階段漲跌幅機制。資料來源：各交易所網站。

參、我國期貨市場多階段漲跌幅機制介紹

期交所主力商品如臺股期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權等，基於漲跌幅宜與現貨市場一致之考量，目前採 ±10% 一階段式漲跌幅機制。其他如國外股價指數期貨、匯

率期貨及選擇權、黃金期貨及選擇權、原油期貨等商品，由於國外相同商品每日漲跌幅遠大於 $\pm 10\%$ ，期交所均參採國外交易所設置多階段式漲跌幅概念，並考量商品實際波動狀況，設計適當之三階段漲跌幅限制標準。

期交所最早建置多階段式漲跌幅機制之商品為日本東證期貨，由於指數授權公司日本交易所，要求日本東證期貨須採 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 、 $\pm 16\%$ 三階段漲跌幅機制，以防範日本市場漲跌幅未放寬前，交易人提早於臺灣市場交易之情事。此後期交所掛牌之美股股價指數期貨、匯率期貨及布蘭特原油期貨等，均採三階段漲跌幅機制，相關商品及三階段漲跌幅如表 2。

表 2 期交所採三階段漲跌幅機制之商品比較

適用商品		三階段漲跌幅
國外 股價 指數 期貨	日本東證期貨	$\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 、 $\pm 16\%$
	美國道瓊期貨、 美國標普 500 期貨、 美國那斯達克 100 期貨	$\pm 7\%$ 、 $\pm 13\%$ 、 $\pm 20\%$
匯率 期貨	美元兌人民幣期貨、小型美元兌 人民幣期貨、歐元兌美元期貨、 美元兌日圓期貨、英鎊兌美元期 貨、澳幣兌美元期貨	$\pm 3\%$ 、 $\pm 5\%$ 、 $\pm 7\%$
商品 期貨	黃金期貨	$\pm 5\%$ 、 $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$
	臺幣黃金期貨	
	布蘭特原油期貨	$\pm 5\%$ 、 $\pm 10\%$ 、 $\pm 20\%$

有關三階段漲跌幅機制之運作，以日本東證期貨為例，主要採最近月到期契約成交價⁷是否觸及 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 漲跌幅度作為觸發標準，每天開盤時，東證期貨各月份契約漲跌幅度限制為前一交易日每日結算價 $\pm 8\%$ ，開盤後如果最近月到期契約成交價觸及 $\pm 8\%$ 漲跌幅度限制，10 分鐘冷卻期後，所有到期月份漲跌幅度放寬至 $\pm 12\%$ ，後續若最近月到期契約成交價再觸及 $\pm 12\%$ ，10 分鐘冷卻期後，所有到期月份漲跌幅度再放寬至 $\pm 16\%$ ，若成交價再觸及 $\pm 16\%$ ，因已達當日最大漲跌幅度，不會再放寬。另收盤前 10 分鐘 (16:05 ~ 16:15) 期間，若東證期貨達前述觸發標準，因距離收盤不足 10 分鐘，不放寬漲跌幅度。

其他商品三階段漲跌幅機制運作上與日本東證期貨大致相同，惟漲跌幅設計上有所

7 若無成交價，以最近月份契約委託簿中最佳 1 檔買進價格是否觸及 $+8\%$ (或 $+12\%$) 漲幅限制，或最近月份契約委託簿中最佳 1 檔賣出價格是否觸及 -8% (或 -12%) 跌幅限制，決定是否放寬。

不同，美股股價指數期貨採美國 CME 相同之 $\pm 7\%$ 、 $\pm 13\%$ 、 $\pm 20\%$ 標準，匯率期貨考量商品波動較低，主要採 $\pm 3\%$ 、 $\pm 5\%$ 、 $\pm 7\%$ ，另對於匯率商品中波動較大之美元兌日圓期貨、英鎊兌美元期貨及澳幣兌日圓期貨等，增加到期月份契約自最後交易日前一盤後交易時段起，第三階段漲跌幅限制放大為 $\pm 12\%$ 規定，以增加價格反應彈性。

布蘭特原油期貨考量商品波動較大，歷史上曾有單日下跌逾 20% 紀錄，採 $\pm 5\%$ 、 $\pm 10\%$ 、 $\pm 20\%$ 標準，並增加最後交易日盤後交易時段 (15:00 至次日 3:30 期間)，到期月份契約之第三階段漲跌幅限制放大為 $\pm 30\%$ 規定，以增加價格反應彈性。布蘭特原油期貨第一階段漲跌幅設為 $\pm 5\%$ ，可避免大多數低波動期間，價格異常成交於 $\pm 5\%$ 漲跌幅以外事件發生，當波動放大時，最大漲跌幅可至 $\pm 20\%$ ，價格仍有足夠反應空間。

黃金期貨及臺幣黃金期貨漲跌幅原採一階段式 $\pm 15\%$ ，同樣調整為 $\pm 5\%$ 、 $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$ 標準。另美股股價指數期貨、匯率期貨、黃金期貨及布蘭特原油期貨均適用夜盤交易，若夜盤時段漲跌幅限制放寬至第二或第三階段，接下來的日盤一開盤即適用夜盤放寬後之漲跌幅限制，無需再等 10 分鐘冷卻期，俾利開盤後市場價格可立即反應。

肆、結語

國際主要期貨交易所為兼顧價格反應效率及價格穩定，大多設有多階段漲跌幅機制，該制度已由期交所引進我國期貨市場，於美股指數期貨、匯率期貨、黃金期貨及布蘭特原油期貨等商品，設置三階段漲跌幅機制，惟我國期貨市場主要商品如台股期貨及臺指選擇權等，現行漲跌幅均比照現貨市場設為 $\pm 10\%$ ，相對新加坡交易所摩根臺指期貨 $\pm 10\%$ 、 $\pm 15\%$ 二階段漲跌幅度小，未來如市場參與者希望進一步放寬現貨及期貨市場漲跌幅，或可參採美國、韓國漲跌幅機制設計，配合建置適當之多階段漲跌幅機制，以接軌國際、強化價格穩定。

~ 期貨交易提醒 ~

期貨交易具保證金或權利金交易之槓桿特性，風險較高，開戶前應審慎考慮本身的財務能力及經濟狀況是否適合從事，並應詳讀相關風險預告書。