



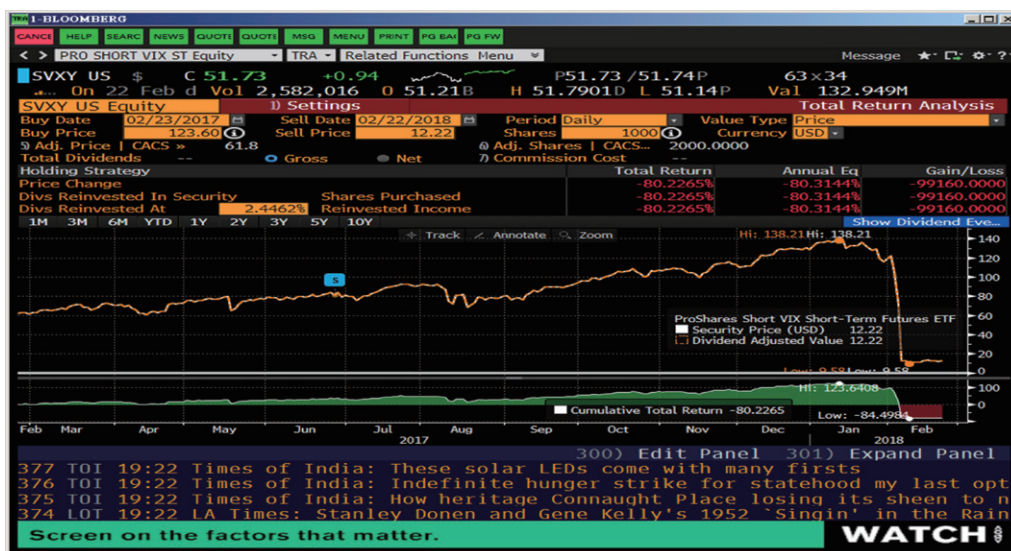
## 市場推廣

# 善用衍生品 強化管理績效

國泰投信◎章錦正協理

2018年對所有的投資人來說都是相當不容易操作的一年，與走勢平穩的2017年相當不同，2018年無論波動度的風險都相對的提昇了很多，從2018年一開始2月份就讓所有的投資人感受到一場震撼教育。持續不斷飆升的波動度，讓所有持有風險性資產的投資人們都感受到市場的震盪，與市場表現相當平順的2017年不同，許多投資人在2017年股市持續上漲的情況下，都對市場相對非常有信心，持有風險性資產的部位也因此加重了不少，而在2018年，市場赫赫有名的放空波

動度型ETF都遭遇到非常大的淨值減損，因為VIX持續不斷的飆升，代表市場的波動度與震盪性都持續增加，波動也一直延續到了2019年初。在期貨市場上也有許多的投資人曾在2018年遭到重大的虧損。據高盛估計，股市波動性會延續到2019年以後的二至三年；到底在這個波動度持續升高的一個時代之中，投資人應該可以使用什麼樣子的理財工具，讓長期理財的績效可以更平穩呢？其實衍生性商品就提供了投資人非常好的避險管道，但是投資人們一定要懂得如何善用。



圖、VIX 放空型 ETF 在 2018 年 2 月大跌

## 槓桿型及反向型ETF

除了期貨與選擇權之外，首先投資人可以充份使用的就是ETF。這裡所談的ETF並不是傳統的ETF，而是結合衍生性商品所組成的槓桿型及反向型ETF。目前在臺灣的集中市場之上，除了可以使用期貨避險之外，也有越來越多的投資人使用槓桿型及反向型ETF避險。

## 指數股票型ETF

我國的集中市場中槓桿型及反向型ETF的範圍其實越來越廣，包括加權指數ETF、道瓊工業指數ETF、標普500ETF以及納斯達克指數ETF等，都有其反向的版本。投資人除了投資現股與做多期貨之外，長期來說投資人也可以使用這類反向型的ETF來為其多頭部位避險。

舉例來說，持有臺股部位的投資人，他手上的投資組合就跟加權指數有一定的相關性，所以當投資人持有臺股部位的時候，就可以配合同時持有反向型的ETF為投資組合避險。同樣的道理，投資人若持有美國股市的指數部位或者是美國權值股的部位(例如蘋果(AAPL)、微軟(MSFT)等)，他就可以選擇道瓊工業指數這類反向型的ETF來為他的投資組合做適當的風險規避。

實務上使用的方式，需要看投資組合整體部位的資金規模來做相對應的避險。對於不知道如何使用期貨或者選擇權作風險規避的投資人來說，這種不需要換月轉倉，不需要時時擔心保證金水位的投資方式，就是一

種非常好的理想投資組合管理方式。

投資槓桿型及反向型ETF的投資人需要另外注意的事情是槓桿型及反向型ETF，往往追蹤的是該指數的單日正向或者是單日反向。並非一段時間的報酬率，同時因為目前法規的限制，槓桿型及反向型的ETF，能夠使用的實際投資工具其實就是期貨交易所掛牌的期貨。所以要注意的就是，期貨與現貨之間的相對價差，還有該期貨是否與指數所聲稱追蹤的指數是完全相同的工具。此外ETF也會有追蹤誤差的問題。在有相對應期貨工具的ETF，追蹤誤差的問題應該相對來說比較小。不過期貨跟現貨之間仍然存在著基差(basis)的問題，基差就是期貨跟現貨之間的價差，每天現貨的漲跌並不一定等於期貨的漲跌，因為期貨市場是獨立於現貨之外的市場，雖然在到期日的時候，期貨與現貨的價格必然相同，但是在到期日之前每日的漲跌仍然存在著一定的差異。這些都是投資人需要格外注意的風險。



圖、投資理財新平衡主張



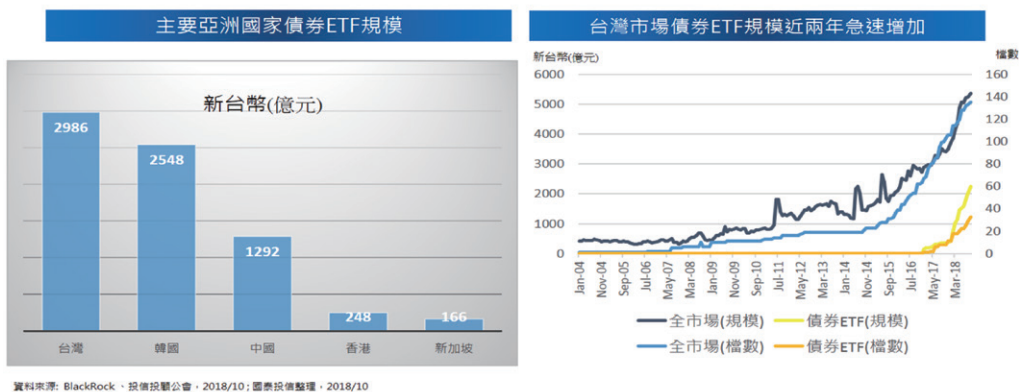
除了反向型的ETF，投資人也可以使用放空槓桿型的ETF來去作為避險的手段，使用這種方式的好處是槓桿型的ETF有兩倍的效果，所以放空也會有兩倍的效果。對於熟悉融資與融券操作的投資人來說，放空槓桿型的ETF也是一種不錯的避險方法。

## 債券型ETF

除了指數股票型的ETF以外，其實公債型的ETF或是債券型的ETF，也可以拿來作為避險的工具。目前臺灣市場上，債券型的ETF蓬勃發展，已經超越南韓，成為最大的債券型ETF市場。如果觀察過去二十幾年來的市場走勢。往往股市與債市會呈現反向的關係，當股市上漲的時候，債券往往傾向下跌，而當債券上漲的時候，股市往往表現不佳。所以我們常常說股市跟債市之間常常有呈現反向的關係，原因是當股市呈現恐慌的時候，投資人往往會尋求理想的避險工具，最理想的避險工具就是安全的公債，所以在

這個時候往往呈現上漲。以2008年金融海嘯為例，在金融海嘯發生的時候，股市呈現大幅的重挫，全球的股市許多的指數都下跌50%~80%。而同期間美國公債期貨或是美國公債現貨，都呈現大漲。所以投資人可以透過同時持有股市工具與債市工具來達到避險的效果。同樣的除了公債期貨外，投資人也可以選擇公債ETF。目前市場上的公債ETF以美國公債20年期ETF為主。美國公債20年期的ETF，其存續期間大約15~20年所以當投資人對市場的利率有一定的看法的時候，可以利用公債ETF的正向兩倍或是反向一倍ETF為其投資的工具。當然，也可以使用正向兩倍的ETF作為為其現貨部位避險的方法。除了可以達到避險的效果之外，一般債券型或是公債型的ETF都會有配息的機制，投資人還可以領取ETF所派發的股息。以目前美國國債為例，股息率大約3%以上。對投資人來說其實也是一筆不錯的收入。

## 臺灣債券ETF發展快速，已成為亞州最大市場



槓桿型與反向型ETF到底是如何操作的呢？基金經理人在每天管理基金部位的時候會首先查看其最新的資產規模狀況，也就是該基金整體的淨資產價值。同時計算所需相對應的期貨工具口數。每天收盤的時候都會使用期貨工具來為最新的淨資產價值去做相對應的投資配置。基金經理人的目標是讓基金的績效表現可以完整反應隔日相對應指數的績效表現，所以必須要每天調整部位。

### 商品期貨ETF

除了股票型與債券型的ETF之外，商品期貨ETF也是投資人可能可以用來避險的工具。舉例來說，黃金、白銀等貴金屬的長期趨勢與股市能夠呈現互補的效果。因為投資人在面對市場恐慌的情況下，除美國公債外，往往黃金跟白銀這種貴金屬的產品也是所謂的避險天堂或是避險的管道。所以當市場價格發生劇烈下跌的時候，往往黃金能夠呈現保值的效果，所以黃金期貨或者黃金期貨ETF也能夠為需要避險的投資人，提供一定的避險效果。

### 期貨信託基金

談完了ETF之後，其實投資人可以使用的另外一種以衍生性商品為主的配置工具就是「期貨信託基金」，簡稱期信基金。我國自2009年推出第一檔期貨信託基金以來，市場也有多檔期貨信託基金的產品問世，此類型基金多半採取順勢操作的策略。所謂順勢操作的策略就是當市場在長期上漲的時候會持續做多當市場反向下跌的時候就會反手做

空，針對個別的商品、個別的市場做必要的分散。所以期貨信託基金的策略可以讓投資人在市場大幅下跌的時候，透過其順勢做空的特性，反而能夠有所獲利，例如2008年金融海嘯時期，期貨信託基金多半能有20~30%的報酬率。如果配置適當比例的期貨信託基金，投資人也可以達到非常好的風險，平衡的效果。

雖然目前市場上的期貨信託基金並不多，但是我們仍然相信期貨信託基金這種與現貨呈現低度相關的投資工具，仍然在未來市場上有存在的必要，同時在國外它們也是大型的避險基金或是退休基金所必備的投資配置工具。相信以後投資人逐漸熟悉此類投資商品之後，市場能夠有更多的期貨信託基金順勢推出，讓更多人可以有更完整的資產配置。

### 保本型基金

除了前述的產品之外，其實另外值得一提的新種類避險性資產，就是比較少見的保本型基金。保本型基金的架構比較特殊，它結合了固定收益商品以及衍生性金融商品。通過固定收益商品的配置，讓保本型基金可以達到保本的效果，而配置在衍生性金融工具之上可以讓保本型基金擁有與現股投資不一樣的績效。同時還能夠參與市場上漲或是下跌的效果。假設有一檔基金，聲稱110%保本，加上50%的市場走勢參與，對您而言會不會有吸引力呢？此類就是保本型基金常見的架構。投資人在投資一定的期間之後，就可以取回所宣稱的保本率。無論市場的上



## Market information

漲或下跌，只要固定收益的工具沒有發生違約的情況，保本型基金往往能夠保證或是保護投資人一定的本金領回，或者是必要的利息收入。在2019年市場的風險增加的情況下，我們相信保本型基金這種新形態的基金產品，它的保本特色結合了衍生性商品的優勢，能夠為投資人提供不一樣的選擇。

保本型基金由來已久，早期國內的保本型基金多為臺幣保本，保本率介於90%~100%之間，年期較短，重視的是保本以外的參與率，由於早期保本型基金的表現普遍不是太好，結果多半只能保本，不受投資人特別關注。在2013年，國內開始出現外幣高保本率的證投信基金，其保本比率超過100%，結合固定收益、衍生性外匯避險與期貨操作，如道瓊工業指數期貨等，當時也受到壽險的青睞。

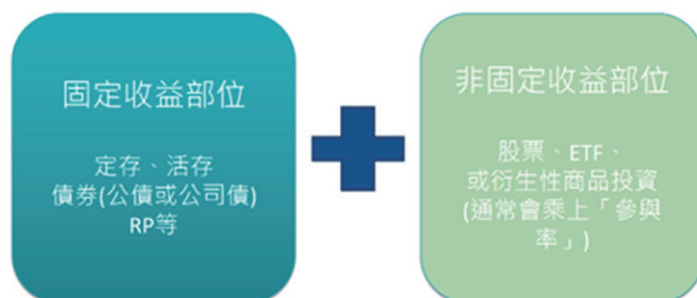
近來，因為美元升息且市場動盪開始加劇，投資人也再度重燃對此類產品的關注，因為衍生性商品可以千變萬化，但美元保本保息的特點也讓投資人至少有基本的保障。

多半的保本型基金採「固定收益」部位加上「衍生性商品」部位來設計，通常固定收益的占比非常高，接近或超過九成。這個固定收益的部位可能包括「定存」、「公債」或「公司債」（包括金融債）等。而衍生性商品的部位，除了國內外的期貨與選擇權之外，亦可從事店頭議價方式（簡稱OTC）的商品，只要不違反到期保本的原則，設計上有一定的彈性。

許多人說2019年的市場風險上升，會是一個不確定性更高的變局，這時候保本型基金或許可以成為投資人的定心丸，在投資保本並收取利息的同時，也可以部份參與市場的變動所帶來的額外獲利，例如指數連結型保本基金，就可以參與期間內或是到期時，參考指數的變動幅度，作為額外的獲利機會，可以說是兩全其美的產品。當然，不同的保本型基金也有相對應的潛在風險，例如以定期存款為主的保本型基金就要注意定存銀行的財務狀況，以免在極端風險下，發生銀行倒閉的情況；而投資債券組合的保本型基金，投資人則要注意所投資的債券信用評等如何，是否有較高的違約風險等。

期貨信託基金的法規架構之中也有「保本型基金」的類型，或可稱為「保本型期貨信託基金」。目前國內期信基金多以ETF為主，或許期貨信託業者亦可考慮「保本」類型的產品，讓投資人可以在保本的同時，額外參與期貨市場變動所帶來的額外收益，相信也會是市場風險上升的環境之中另一個不錯的選擇。

### 保本型基金架構



## 掩護性買權策略

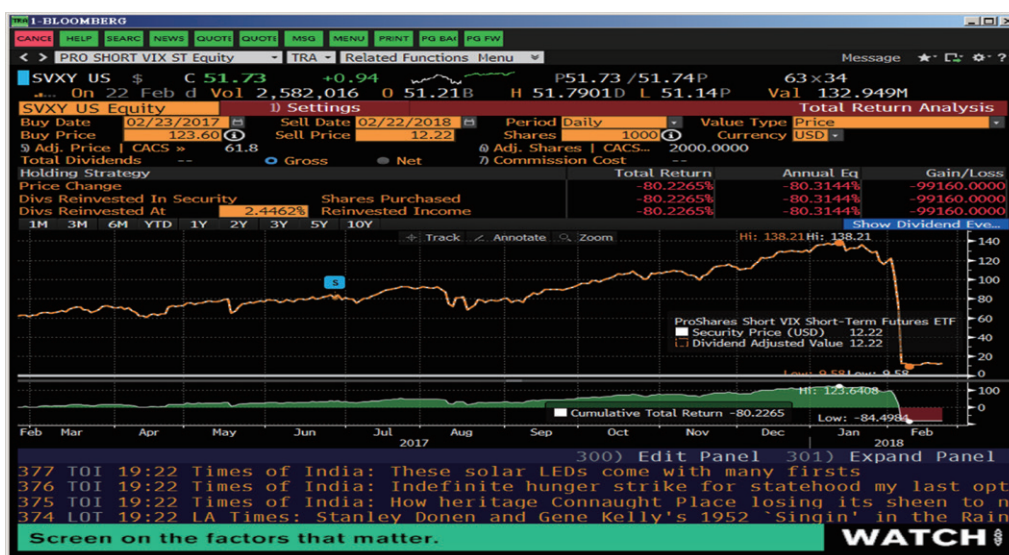
另外我們也可以談一談另外一種避險的策略，就是掩護性買權策略。掩護性模型策略又稱之為 Covered call option strategy。在某些國家稱之為 Buy Write Strategy。這種類型的策略是指投資人可以於一段時間之內，持有或者是投資現貨的同時，搭配上賣出價平或是價外的選擇權，收取一定的權利金。

因為有現貨部位的保護，所以投資人不需要擔心賣出買權的潛在損失，除了可以參與現貨的走勢之外，仍然會有另外一筆權利金的收入。所以執行這種投資策略，在市場微幅上漲或是盤整、震盪或甚至大幅下跌時，都可以有相較於單純買進持有策略來說更好的績效。

舉例來說，投資人如果持有股市多頭部位，例如加權指數期貨或是台股ETF，它可以同時放空一個月後到期的價平選擇權買權。當選擇權買權到期時，無論市場的上漲或下跌，他都會有確定的權利金收入，如果市場的漲幅大於執行的履約價，那麼現貨的

部分收入就可以去償還到期履約時的損失。而權利金的收入是不變的。所以這種類型的策略非常適合市場的波動度略高的時候。

另外掩護性賣權在海外也有執行這種策略的ETF，這種類型的ETF在波動率升高的市場狀況下，權利金收入會更可觀，所以是非常好的選擇。美國道瓊工業指數有執行掩護性買權策略的ETF、也有標普500指數與NASDAQ 指數等的BUY WRITE ETF。所以其實掩護性賣權策略的ETF，在國外已經是非常普遍的了，值得一提的是，這種掩護性買權ETF在市場上往往能夠有不錯的收益分配，ETF的股利率往往可以高達5%甚至10%，透過權利金的收入以及現貨的配股配息部位來達成收益分配的效果就總報酬來說，投資人可以持有一個更穩定的股票股息，對於希望可以持有穩定配息的投資人來說，其實也是一種非常不錯的選擇。我們也期待國內有朝一日能夠開放掩護性賣權策略的ETF，例如加權指數搭配上賣出買權。透過更平穩的績效表現，讓投資人可以有更多元化的選擇。



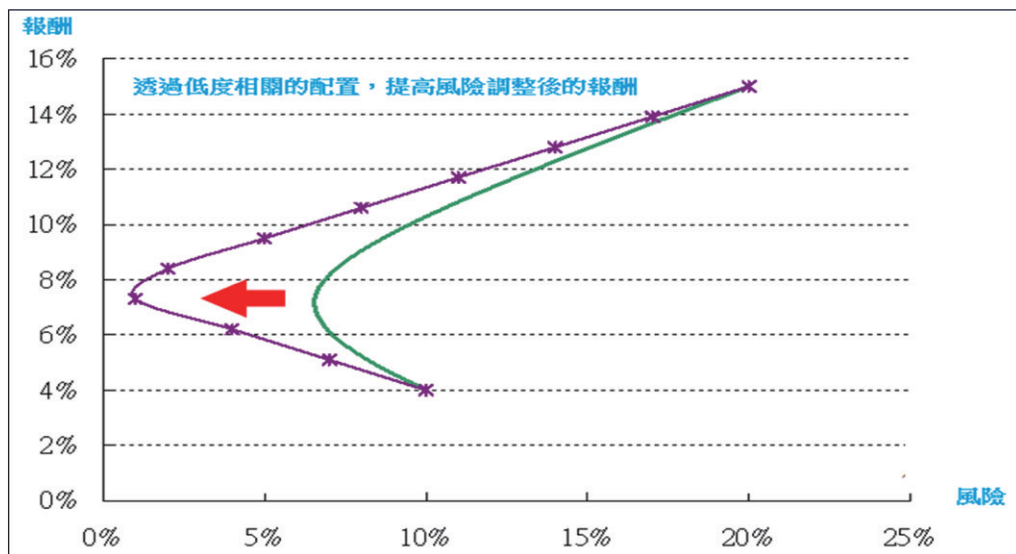
圖、Covered Call 策略在過去一年的績效



## Market information

其實對多數的投資人來說，最重要的其實正是資產配置，或者用更簡單的話來說就是「分散投資」。1952年，現代投資學理論大師Harry Markowitz曾說” Diversity is the only free lunch in investment”，雖然股神巴菲特曾經說過天下沒有白吃的午餐，但是他自己也建議一般人可以使用指數化的分散投資。如果真的有最接近的應該就是所謂的分散投資。資產跟資產之間的相關性不同，而風險性也不同，所以持有不同的資產，更多元的資產原本就可以達成分散投資的效果，

正所謂雞蛋不要放在同一個籃子裡，所以分散投資可以讓投資人不會面臨當市場風險發生時重大的資產減損，因為透過多元化的投資可以讓股市大跌的同時，有債權部位或是黃金、貴金屬等不一樣的資產的保護，甚至可以有做空型的ETF，透過做空策略達成正向報酬的期貨信託基金等等部位。所以持有多元的資產的投資人不需要擔心他在市場發生重大危機的時候的資產損失，反而或許可以進一步獲利或是危機入市。



圖、資產配置效果

我們很高興看到市場上有越來越多元的產品可以供投資人投資，也有越來越多具備衍生性商品特性的資產，包括ETF、槓桿及反向型ETF、債券型ETF、多元資產ETF，甚至掩護性賣權ETF等等的投資工具。相信

投資人如果能夠搭配資產配置策略善用這些投資工具一定可以讓投資人在波動度持續增加的2019年，能夠有一個更理想的理財績效。

