

期貨信託 ETF 實務運用與未來展望

國票華頓投信 ○ 翁維駿

期貨商品VS期貨信託ETF

一般投資人對「期貨」的既定印象多半為「高風險」與「高報酬」，部分積極的投資人被吸引進入期貨市場後，卻仍以交易證券商品的思維與策略進行操作，忽略期貨商品為保證金交易、到期結算等與證券商品不同的特性，導致能在期貨市場致富的投資人有如鳳毛麟角。不過，隨著ETF（Exchange Traded Funds, 指數股票型信託基金）開始在臺灣證券市場風行後，投信公司將該交易工具概念與期貨結合，創造出俗稱「期貨信託ETF」的指數股票型期貨信託基金商品。

如同混血兒一般，期貨信託ETF完全繼承期貨與ETF的特性：1.被動式管理讓投資人免為保證金不足與到期強迫結算等問題煩

心；2.ETF持有的部位多為單一期貨，幾乎完全複製期貨的波動程度，部分槓桿型ETF甚至可達二倍；3.交易方式如同股票，藉由價格漲跌獲取利益；4.因ETF追蹤指數的工具為期貨且有初級與次級交易市場，故交易策略的運用上更多元、更豐富。

鑒於投資人可能對期貨信託ETF這商品感到陌生，故隨後將針對一般實務上常見的期貨信託ETF交易策略進行簡述，期盼投資人可從中發掘交易契機。

季節性交易

部份原物料與外匯商品因生長週期、產業需求或國家制度而有規律的價格波動。簡單來說，就是商品價格在某個時點往往是年



內相對高點或低點，又或者是某幾個月份上漲或下跌的機率較大。以下將以原油與銅作為季節性交易策略的範例說明。

自前總統歐巴馬解除四十年原油出口禁令後，美國除成為原油淨出口國外，亦超越俄羅斯與沙烏地阿拉伯成為全球第一大產油國，使得西德州原油動向牽動著國際油市。由於美國地廣物博且四季分明，使得原油需求也有明顯的淡旺季之分，像是十二月至隔年三月因氣溫偏低而有取暖需求、六月至九月因暑假而有駕車出遊需求。因此，統計1995至2018年間的季度報酬並以正報酬機率高低進行排序，可發現前二名恰好就是第一季與第三季，分別為75%與58%，而第一季亦以平均6.72%的報酬率位居各季之冠。

銅價因與經濟成長具緊密關係而有「銅博士」的美名。就近五年、十年、甚至十五年的資料來看，銅在二月份的上漲機率皆高於其他月份，甚至在期望報酬上都呈現正值，分別為1.91%、1.76%與3.97%。至於表現次佳的月份則為七月，同樣期間的歷史資料顯示勝率都至少在六成以上。要解釋為什麼銅價在每年的二月有較高獲得超額報酬的機會，可以參考全球最大的銅消費國－中國的金融活動特性。中國股市投資人每年在二月份都有俗稱「春季躁動」的期待，意指中國A股在二月份收紅的機率遠高於其他月份，近十八年的機率高達77.8%。此外，主要帶動行情的板塊多為中上游產業，像是汽車、金屬、化工與鋼鐵等，故產業所需的原物料亦受投資人青睞。

跨商品交易－西德州與布蘭特原油價差交易

全球原油定價主要有三大體系：布蘭特原油（Brent Crude）、杜拜原油（Dubai Crude）與西德州原油（West Texas Intermediate Crude, WTI），其中布蘭特原油主要影響歐洲與非洲的供需，幾乎占了全球原油50%的交易量，而亞洲油價大多參考杜拜原油，至於西德州原油則直接影響美國油價。由於西德州原油所能影響的區域較窄，縱使其油品質量最有利於精煉，但價格卻為三大體系之末；至於品質略遜的布蘭特原油則因交易量最大，而導致其報價最貴。鑒於布蘭特原油與西德州原油其質量差不多，價格走勢幾乎100%同向，故在期貨交易實務上是常見的價差交易組合。

當西德州原油與布蘭特原油間的價差（西德州－布蘭特）出現收斂（例：從-10變為-8），代表西德州原油走勢強於布蘭特原油（漲幅較大或跌幅較小），故可採取買進西德州原油期貨，並同時賣出布蘭特原油期貨；如該價差呈現發散狀態（例：從-8變為-10），意指西德州原油走勢弱於布蘭特原油（漲幅較小或跌幅較大），則可買進布蘭特原油期貨，並同時賣出西德州原油期貨。

跨市場交易－初級與次級市場間價差交易

期貨信託ETF與一般基金相同皆具資產，而每日資產會因操作標的的漲跌有上下變化，經計算後可得到每受益單位的價值，

即為「淨值」。另外，因期貨信託ETF受益單位可在交易所內公開交易，投資人基於自身看法對該商品決定出一個價格，這是所謂的「市價」。有趣的是，明明都是一樣的產品，卻有兩種不同的價格，故「淨值」與「市價」間若有足夠的差異，就將出現套利的機會。由於投資界會把受益憑證發行公司定義為「初級市場」，而公開的交易所則視為「次級市場」，因此上述的交易又稱為初級與次級市場間價差交易。

在跨市場交易的模型中，交易成本是主要決定能否套利的重要因素，若交易成本越少，則「淨值」與「市價」間只需要一點差異就能進行。因此，僅能向經紀商爭取較低的手續費率的大額投資人或法人才能取得此類型交易的門票。不過，實務上能參與初級市場交易僅限與受益憑證發行公司簽訂參與證券商（Participate Dealer, PD）或流動量提供者（Liquidity Provider, LP），並且以500張受益憑證為一個基本單位，故如有大額投資人想從事跨市場交易，就必須透過參與證券商來向受益憑證發行公司進行申購或贖回動作。

跨市場交易策略按該ETF的「淨值」與「市價」間關係變化而有不同的交易方向，但都遵循「買低賣高」四字箴言來執行。當ETF的「淨值」小於「市價」，代表投資人在次級市場積極追捧，認為ETF淨值在未來有機會來到市價的水準，此時可在初級市場申購受益憑證，取得後再到次級市場賣出；同理，當ETF的「淨值」大於「市價」，則

代表投資人對該ETF連動的商品前景悲觀，操作方法則是在次級市場上收購，之後再向受益憑證發行公司請求贖回。

跨產業交易－高低相關係數商品間價差交易

部份產業或商品彼此間具有「同質性」或「互補性」，像是黃金與白銀同樣被歸類為貴重金屬，故它們具備「同質性」的概念，而同屬於農產品行列的黃豆與玉米則有「互補性」關係。於是，當市場上發生同樣的利多或利空消息，常造成相關係數高或低的商品價格出現同向或反向的變動；不過無論是同向或反向變動，其商品價格的變化幅度通常不一致，該現象也就是俗稱的「相對強弱度」。在實務上，價格走勢越強的商品，很少只會出現一日行情，故投資人可利用這樣的特性，同時持有強勢商品的多單與弱勢商品的空單，直到此慣性被改變，以獲取強弱幅度間差距的利潤。

以黃金與白銀為例，如預期當某一事件發生，黃金價格的反應將強於白銀（漲多跌少），故事先各自買進同金額的黃金ETF與白銀反向ETF。當該事件確實發生，黃金ETF價格強彈3%，而白銀反向ETF則因白銀上漲1%而有1%左右的跌幅，其損益為單筆交易金額 $\times (3\% - 1\%)$ ，也就是2%的獲利。再來一個商品間具「互補性」的例子來說明。近期黃豆因產量不足而其價格飆漲，投資人預期農戶將把原玉米田改種黃豆，故採取買進同金額的黃豆反向ETF與玉米ETF



Market information

的交易策略。結果政府機構預估因黃豆種植面積大增而提高豐收機率，導致黃豆ETF大跌3%而玉米ETF價格則因未來供應吃緊而上揚1%，而投資人此次策略的損益為單筆交易金額 × (3%+1%)，約獲利4%。

近年期貨信託ETF基金發展狀況

自元大投信在2015年推出第一檔期貨信託ETF基金－元大標普高盛黃金ER指數股票型期貨信託基金（元大S&P黃金）後至今已滿五個年頭，其產業於期間內的發展狀況

頗值得去觀察分析，或許能夠發掘出一些問題並對症下藥，以利產業未來的健康發展。統計2015年至2018年於國內發行的期貨信託ETF基金的年平均日交易量與當年底規模後，可以發現許多有趣的現象，主要有四點：1.投信業者切入期貨信託ETF產業僅三家；2.當原型與槓桿型的期貨信託ETF基金為同一標的時，大多數槓桿型規模是原型的數倍之多；3.槓桿型期貨信託ETF基金中的反向商品明顯不受投資人青睞；4.除VIX、原油原型與正2期貨信託ETF基金外，其餘規模皆不到20億新臺幣。

2018年臺灣期貨信託ETF狀況一覽表

股票代號	股票名稱	年平均日交易量(張) 當年底規模(億)		當年底收益人數(位)		
		2018年	2018年	自然人	法人	總收益人
00635U	元大 S&P 黃金	589	13.02	5412	64	5476
00642U	元大 S&P 石油	1914	25.94	13488	86	13574
00672L	元大 S&P 原油正 2	10536	84.74	20161	99	20260
00673R	元大 S&P 原油反 1	3050	8.22	976	38	1014
00674R	元大 S&P 黃金反 1	65	1.01	53	14	67
00677U	富邦 VIX	49654	48.63	8662	73	8735
00682U	元大美元指數	81	0.99	577	14	591
00683L	元大美元指數正 2	928	2.35	660	25	685
00684R	元大美元指數反 1	13	0.63	55	14	69
00693U	華頓 S&P 黃豆	818	9.49	2870	47	2917
00706L	元大 S&P 日圓正 2	128	1.37	7	7	14
00707R	元大 S&P 日圓反 1	22	0.89	185	20	205
00708L	元大 S&P 黃金正 2	1181	8.00	2024	48	2072
00715L	華頓 S&P 布蘭特正 2	163	0.68	258	24	282
00716R	華頓 S&P 布蘭特反 1	75	0.72	13	7	20
00738U	元大道瓊白銀	182	2.10	766	25	791
00763U	國票道瓊銅	624	1.68	472	13	485

資料來源：CMONEY

各家投信發展重心不同

身為業界龍頭的元大投信，其產品分布相當完整，無論是以區域、類型或性質來篩選，都可看見其在臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心上架的ETF基金。不過，元大投資在ETF領域的主要營收來自於「元大臺灣50反1」、「元大滬深300正2」與「元大臺灣50」這三檔基金，前兩檔基金在2018年即提供元大投信超過10億的收入，幾乎是該公司50%的資本額。相較其在期貨信託ETF的管理費收入僅0.85億，難以讓元大投信有足夠動力放在推展和擴大經營期貨信託ETF基金事業上。

富邦投信雖僅有一檔「富邦標普500波動率短期期貨ER指數股票型基金」（富邦VIX）在期貨信託ETF基金名單中，但其在2018年的平均淨資產高達53億；以管理費0.99%計算，當年帶給富邦投信的收入近0.53億，僅次於「富邦上証正2」與「富邦上証」的3.15億與1.46億，成為期貨信託ETF基金中最賺錢的金雞母。然而，礙於期貨信託ETF這塊餅的發展有限，該公司亦未有積極開發新商品的動作。

至於國票華頓投信則是較晚切入ETF領域的業者，而其處女作選擇與黃豆作連結，在2017年成立和上市，是當年唯一連結農產品的期貨信託ETF。「華頓S&P黃豆」期貨信託ETF基金在2017年剛上架時市場反應並不熱烈，當年底的規模僅2.35億，不過它在

2018年中因搭上中美貿易戰的順風車，規模開始呈倍數放大，目前站穩10億大關，一年管理費約有670萬。雖然金額較元大投信與富邦投信發行的期貨信託基金有著將近十倍的落差，但對中小型投信業來說已是一筆不小的收入，故國票華頓投信隨後又接續發行「華頓S&P布蘭特正2」、「華頓S&P布蘭特反1」與「國票華頓道瓊銅」等以能源和基本金屬為連結標的的期貨信託ETF。

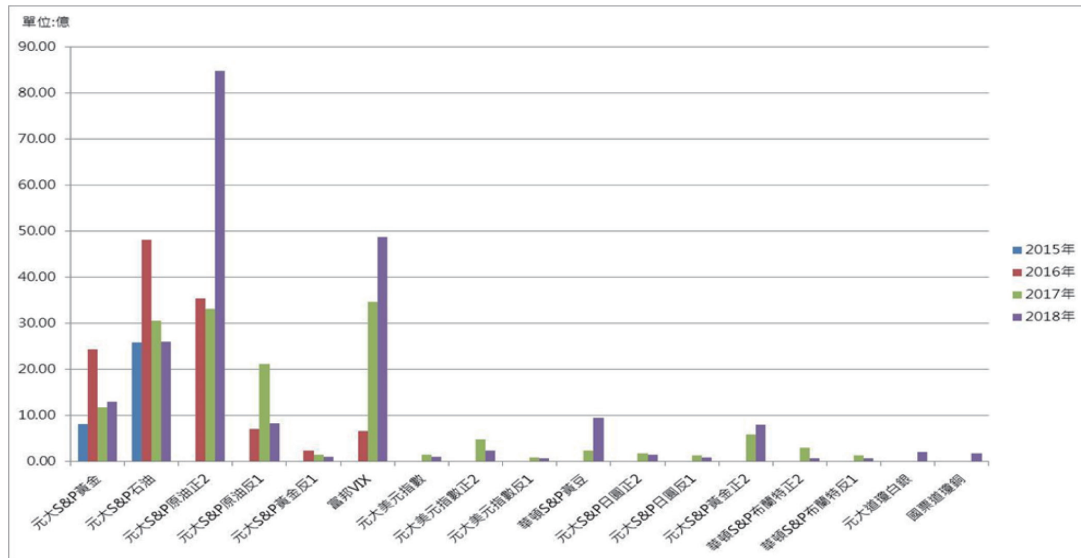
其他未參與期貨信託市場的投信業者亦有其指標或是具主要營收貢獻基金，但大多為投資標的在中國或是債券，像是國泰投信的「國泰中國A50正2」與「國泰中國A50」、群益投信的「群益10年IG金融債」與「群益15年IG科技債」和復華投信的「FH彭博高收益債」與「FH中國政策債」等。

因此，從以上各家投信的發展重心，可發現期貨信託ETF發展的主要困難之處在於臺灣投資人對ETF標的的喜好仍以最熟悉的臺股、陸股與可提供穩定配息的債券為主，對於原物料與匯率等較多期貨契約連結的標的則興趣缺缺。就2018年ETF平均淨資產的資料來看，期貨信託ETF中規模最大的「元大S&P原油正2」的平均淨資產僅25億左右，與證券投資信託ETF與債券ETF中最大的基金「元大台灣50反1」與「元大美債20年」相比，各差了24.4倍與12倍。在『淺灘無大魚』的狀況下，期貨信託ETF基金要有蓬勃發展實有難度。



Market information

臺灣期貨信託ETF規模年變化（2015年-2018年）



資料來源：CMONEY；國票華頓投信整理

振興期貨信託基金市場需要新藍海

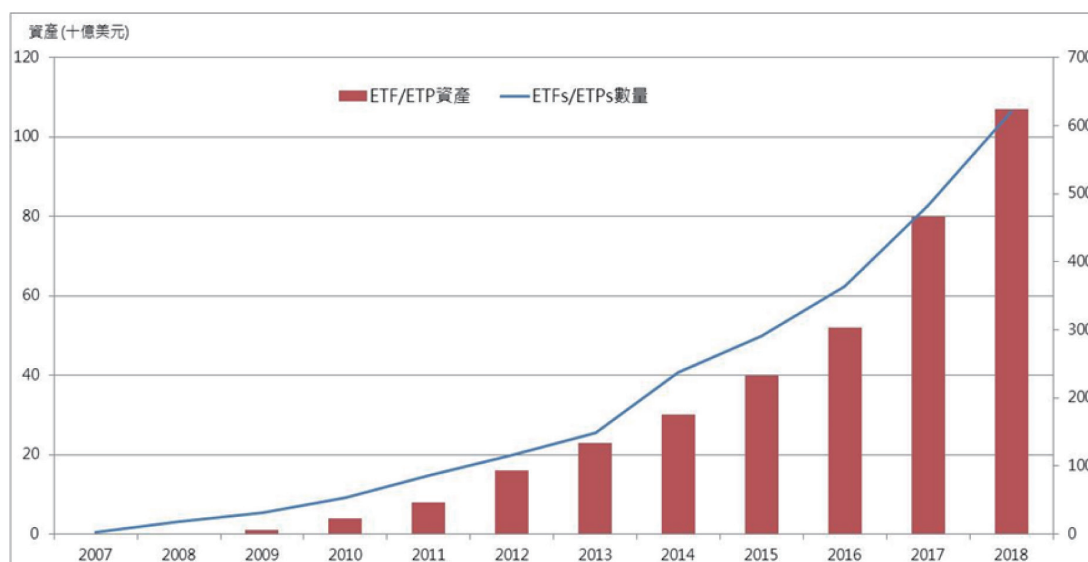
『規模太小』是發展期貨信託市場的最大瓶頸，但要把餅做大則需要兩大面向的配合—完整的商品鏈結與熱絡的市場交易。

傳統式的期貨信託ETF屬被動式ETF，其連結標的皆為單一商品期貨。然而環顧全球期貨市場內主管機關核准得交易之商品期貨，並綜合考量其市場波動度、流動性、交易話題與部位管理後，卻發現能成為期貨信託ETF的連結標的並不多。在被動式ETF的產品選擇性不夠多的情況下，業者勢必得另拓產品線，才能夠吸引更多的投資人進入該市場。

美國ETF市場在近二十年蓬勃發展，市場總資產幾乎是逐年增加，僅2008年因金融

海嘯而萎縮至五千多億美元，但隔年即激增至近八千億美元。不過，歷年基金數目卻是呈正斜率向上攀升，特別的是2008年卻出現二成以上的增加，顯示該年有新血入市才有如此特殊的變化，而該新血即是主動式ETF（Actively Managed ETF）。目前在美國上市的主動式ETF有276檔（截至2019年5月），總管理資產達七百多億美元，其中規模最大的基金為PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF（MINT），達118億美元。從美國的例子來看，主動式ETF或許有機會成為繼2009年跨境ETF、2014年的槓桿/反向ETF與2017年債券ETF刺激國內ETF市場的大補藥。

全球主動型ETF資產與數量概況（2007年-2018年）



資料來源：ETFGI；國票華頓投信整理

主動式ETF的優缺點

主動式ETF的主要優點有三：1.其績效有機會能打敗所追蹤的指標指數；2.其管理費雖較於被動式ETF高，但與同樣以經理人觀點操作的共同基金來相比則明顯低廉；3.投資人可於次級市場直接拋售所持有的主動式ETF受益憑證，而不須在初級市場向發行公司申請買回。對投資人來說，主動式ETF確實完整地吸取了ETF與主動式共同基金的優點，但對基金經理人來說在管理上則更複雜且更有挑戰性。

ETF最為人讚揚的就是其資產透明度高，基金公司必須每日揭露其部位狀況，故用來評價傳統ETF（被動式ETF）的工具主

要是用追蹤差距（Tracking Difference）與追蹤誤差（Tracking Error），兩者的值越低表示經理人所管理的ETF走勢越貼近所追蹤的指標指數，而不是以報酬率（Return）來決定ETF的好壞。然而，一旦ETF採主動式管理，報酬率就成為同類型基金的勝負關鍵，要是強迫經理人公布基金管理細節，將降低主動式ETF在市場上的競爭優勢。此外，若主動式ETF資產龐大，在經理人得自由交易的狀況下，如選擇低成交量或接近收盤時刻調整部位，恐將加大市場價格波動，嚴重影響其他投資人的交易權益。



Market information

2018年12月全球主動型ETF當月淨流入金額前二十大

基金名稱	代號	當月底資產 (百萬美元)	12月當月淨資產 增加(百萬美元)
JPMorgan Ultra-Short Income ETF	JPST US	5,129	719
First Trust Enhanced Short Maturity Fund	FTSM US	4,062	571
iShares Short Maturity Bond ETF	NEAR US	5,897	269
Invesco Ultra Short Duration ETF	GSY US	2,048	246
iShares Liquidity Income ETF	ICSH US	878	190
First Trust Low Duration Mortgage Opportunities ETF	LMBS US	2,041	132
SPDR DoubleLine Total Return Tactical ETF	TOTL US	2,968	115
PIMCO Enhanced Short Maturity Strategy Fund	MINT US	12,194	99
PGIM Ultra Short Bond ETF	PULS US	180	61
First Trust TCW Opportunistic Fixed Income ETF	FIXD US	415	54
Hartford Total Return Bond ETF	HTRB US	503	54
First Trust North American Energy Infrastructure Fund	EMLP US	2,099	52
SPDR SSGA Ultra Short Term Bond ETF	ULST US	156	48
Janus Short Duration Income ETF	VNLA US	844	47
iShares Premium Money Market Fund	CMR CN	252	46
WisdomTree Managed Futures Strategy Fund	WTMF US	258	46
PIMCO Total Return Active Exchange-Traded Fund	BOND US	1,989	41
Innovator S&P 500 Ultra Buffer ETF	UJUL US	44	39
PIMCO Monthly Income Fund	PMIF CN	585	39
Aberdeen Standard Bloomberg All Commodity Strategy K-1 Free ETF	BCI US	196	39

資料來源：ETFGI；國票華頓投信整理（※ 紅底色的基金為期貨信託ETF）

結語

期貨信託ETF提供證券市場投資人，在不需要重新學習交易流程與規則下交易期貨相關商品的機會，並且其結合證券與期貨商品的特性更能符合各種投資人的交易週期—短期賺取價差或長期價格風險。惟目前期貨商得受託從事國外期貨交易的期貨商品中能作為期貨信託ETF追蹤工具者不多，導致投資人的商品選擇性與策略運用性受限，進而壓抑整體期貨信託ETF的規模。

當市場因規模過小而開始飽和，就很難

再藉原有的需求來擴大規模，必須尋求新的需求才能找到施力點。然而，要讓投資人產生新的需求就必須要有新的刺激。縱使投資人的口味善變，以致於主動式期貨信託ETF可能不是拓展期貨信託市場的唯一答案，但憑藉美國的成功經驗，不啻為一個值得嘗試的方案。要是投資人願意買單，相信未來的期貨信託市場必能出現「貨（期貨信託ETF）出的去，人（專業經理人）進的來，投資發大財」榮景。

