

## 市場推廣

## 認識多元指數化投資工具

◎杜贏之

## 全球ETP市場概況

近幾年來，被動式投資成為全球最夯的投資趨勢之一，依據BlackRock統計，截至2019年底，全球ETP資產規模約達6.3兆

美元，較2018年大幅成長32%。若以區域來看，美國ETP總資產規模為4.4兆美元為最大宗，歐洲也有約1兆美元的資產規模。



資料來源：BlackRock Global ETP Landscape - Industry Highlights | Q4 2019



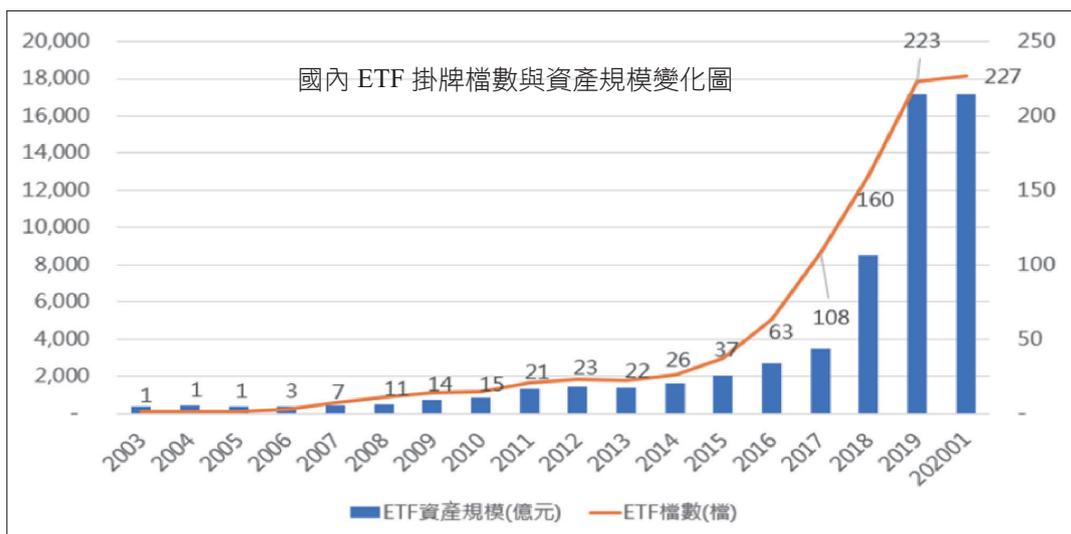
# Market information

所謂ETP即交易所交易產品，是在交易所全天進行交易的多種金融工具。其價格走勢基於其它金融工具，如股票、商品、利率或貨幣等，但並不實際擁有任何其它資產的所有權。ETP產品主要有三種：

1. 交易所交易基金（ETFs）：其價格走勢基於一種或一系列的金融資產，如指數。
2. 交易所交易票據（ETFs）：這是一種債券。
3. 交易所交易商品（ETCs）：與ETFs相似，但其追蹤的是特定的商品系列或商品指數。

## 國內ETF概況

目前國人最為耳熟能詳的便是ETF，截至2020年1月底止，國內ETF掛牌檔數來到227檔，總管理資產規模超越新臺幣1.7兆元。檔數最多的ETF為債券ETF，共有103檔，其次為原型ETF有65檔、槓反ETF 46檔。資產規模方面也是債券ETF最大，平均每檔資產規模為新臺幣130億元，原型ETF次之，平均每檔資產規模為新臺幣34億元。近兩年也是國內ETF商品成長最爆發的時期。



註1：2003-2017年係依據「證券暨期貨市場重要指標」（資料來源：證期局）；2018年起資料來源為CMoney、臺灣指數公司整理。

註2：2019~2020年掛牌檔數包含加掛外幣計價ETF（6檔）及境外ETF（1檔），資產規模未包含外幣ETF及境外ETF（資料來源：CMoney、臺灣指數公司整理）。

在國內ETF發展日漸多元化下，ETF也出現價格偏高或偏低的不同走向。為了讓資產管理業者有靈活管理機制，市場已開始討論ETF分割及反分割可行方案。ETF分割及反分割其實是國際市場慣行已久的規則，從事複委託的投資人應不陌生，海外ETF價格

可能因分割比例而有不同程度的波動。具體而言，分割類似股票從事「增資」，原先一股變成二股以上，反之，反分割類似「減資」，主要目的是減少流通籌碼，兩者可分別使價格偏高的ETF降低投資成本，以及價格偏低的ETF有延續生命效益。

由於ETF本質仍有不同於股票的特性，因此國際市場普遍針對ETF另立分割及反分割規範；而隨著臺灣市場成熟，ETF產品愈多元，是否跟進國際採行分割及反分割，也越來越受到市場關注，如部分價格走低的ETF，有機會藉由機制改善表現。不過，台股礙於增減資制度，若ETF比照股票增減資（分割／反分割的原理類似），ETF於停牌時間無法交易，期間市場波動是最大變數，而法規更改也需要所有投信各家後台機制都準備好，因此距離機制上路可說還有一大段路要走。

## 國內ETN概況

2019年國內也出現所謂的指數投資證券（Exchange Traded Note, ETN），是指證券商發行於到期時支付與所追蹤標的指數表現連結之報酬，並在證券交易市場交易，且投資人之申購、賣回採現金交付之有價證券。

ETN特性在於ETN不持有任何資產，不

ETN與ETF之差異比較表

商品種類	ETN	ETF
發行商	券商	投信
上市與上櫃	是	是
投資費用	否	否
贖回機制	現金申贖	實物 / 現金申贖
到期期限	有	無
發行人信用風險	有	無
追蹤誤差	無	有
投資透明度	發行人操作無須公開	持股透明公開

資料來源：富邦證券網站

保本、無擔保且無第三方保證，目標為追蹤標的指數報酬，報酬取決於商品合約規定及發行證券商之信用。證券商發行於到期時支付與所追蹤標的指數表現連結之報酬，故無追蹤誤差、透明度高、交易便利、投資成本低，且投資領域具較大彈性的好處。

因為ETN和ETF前面兩個字都是Exchange Trade，以及ETN也會追蹤指數的關係，所以讓這兩個商品看起來很類似，雖然用ETF的概念去理解ETN會很好懂，但兩者本質完全不同。ETN和ETF最大的差異在於「風險」，ETF實際持有商品，而ETN並不實際持有指數成分資產，提供投資人等同於其追蹤指數之報酬收益，且ETN在存續期間可能不另支付息值。

此外，ETN投資風險除ETN追蹤標的指數特性及其漲跌之風險外，投資人尚需承擔發行機構之信用風險，投資人買賣ETN前，應先行瞭解與發行人履約能力有關之財務、信用狀況。



# Market information

目前掛牌的 15 檔 ETN 列表如下，包含上市（9 檔）與上櫃（6 檔）商品，發行總額新臺幣 3~30 億元，發行價格區間為 5~20 元。

截至 1 月底，日平均成交金額以富邦行動通訊 ETN（27,612 千元）最高，其次為富邦存股雙十 ETN（6,154 千元）。

國內ETN一覽表

股票代碼	ETN 名稱	追蹤指數名稱	到期日	市場別	發行價
020000	富邦特選蘋果 N	臺灣指數公司特選大蘋果報酬指數	118/4/29	上市	5 元
020001	富邦存股雙十 N	臺灣指數公司存股雙十等權重報酬指數	118/4/29	上櫃	5 元
020002	元富新中國 N	標普新中國行業指數	113/4/29	上市	15 元
020003	統一漲升股利 150N	臺灣指數公司漲升股利 150 報酬指數	111/4/29	上櫃	10 元
020004	兆豐電菁英 30N	臺灣指數公司電子菁英 30 報酬指數	111/4/29	上市	20 元
020005	永豐外資 50N	臺灣指數公司特選外資豐擁 50 報酬指數	109/4/29	上市	20 元
020006	永昌中小 300N	臺灣指數公司上市中小型代表 300 報酬指數	111/4/29	上市	20 元
020007	凱基臺灣 500N	臺灣指數公司臺灣上市 500 大報酬指數	113/4/29	上市	20 元
020008	元大特股高息 N	臺灣指數公司特別股混合高股息 20 報酬指數	111/4/29	上市	10 元
020009	群益中國 A50N	富時中國 A50 綠色除碳報酬指數	111/5/2	上櫃	20 元
020010	永昌富櫃 200N	櫃買富櫃 200 報酬指數	111/9/29	上櫃	10 元
020011	統一微波高息 20N	臺灣指數公司微波高息精選 20 報酬指數	118/12/2	上市	5 元
020012	富邦行動通訊 N	臺灣指數公司特選世代行動通訊報酬指數	118/12/19	上市	5 元
020013	元富亞洲高股息 N	那斯達克亞洲（日本除外）高息股票淨報酬指數	111/12/26	上櫃	15 元
020014	元大富櫃 200N	櫃買富櫃 200 報酬指數	111/12/29	上櫃	5 元

資料來源：臺灣證券交易所 - 基本市況報導網站；臺灣指數公司整理

## ETF連結基金（Feeder Fund）

2019年國內也首度有ETF連結基金（Feeder Fund）發行，ETF連結基金投資標的為基金淨資產90%以上投資於一檔ETF作為主要投資標的，意思就是說，這檔基金就是投資某一檔特定的ETF，其特色在於不需

要再多開立證券帳戶，就可直接買與主基金高度相關的基金。

這類基金誕生的緣由，主要就是並不是所有投資人都了解ETF的投資原理，或是願意涉足股票市場，在券商開戶買賣ETF。有些投資人就完全透過銀行買基金，ETF連結基金讓ETF可以以基金的形式去接觸到更多

的投資人，而不想碰股票市場但又想要投資ETF的投資人，ETF連結基金就多了一個可行的選擇。

不過，ETF連結基金跟它所連結的ETF，當然還是有很多不同之處，包括投資管道不同、內扣費用成本不同、交易費率不同，以及配息設計不同。

ETF總費用除了經理費、保管費，再加計如交易費等其他費用之總和，而ETF連結

基金雖然不收經理費，但會有保管銀行的保管費；此外，ETF連結基金是90%以上投資於目標ETF，因此最高可能有10%的基金資產不是投資在目標ETF，可能是因為要保留現金部位以應付投資人買進及贖回，也因此會造成ETF連結基金與ETF間的績效有所差異。而ETF連結基金的投資人在買賣基金的同時，可能造成基金需要大量或頻繁買賣ETF，都將產生相關交易成本。

ETF與ETF連結基金差異表

	ETF	ETF 連結基金
投資管道	券商	銀行等基金銷售通路
內扣費用	ETF 總費用 (經理費、保管費、交易費、其他等)	ETF 總費用 (經理費、保管費、交易費、其他等) 銀行保管費 現金部位 ETF 買賣費用
交易費率	股票買賣費率	基金買賣費率
配息	符合配息標準就可配息	可如同基金分為配息與不配息兩種級別

總結來說，ETF連結基金是可以透過基金銷售管道投資，而直接投資ETF的好處則是比較直接持有這檔ETF，不會有投資不到100%的問題，也不用負擔其他投資人買賣的成本，所以若有成本考量，直接投資ETF會比較好的選擇。但若不了解ETF、不想在券商開戶、或是在配息上希望能自主決定的投資人來說，ETF連結基金可能較為適合。

## ETF投資與交易策略

一般而言，投資人做ETF投資主要可分成部位管理及策略交易兩大類。從部位管理

來說，投資人可採取的投資策略大致可分為核心/衛星資產配置策略、投資組合避險、投資組合重新平衡等。從策略交易角度來說，大致可分為指數波段交易策略（趨勢投資法）、ETF折溢價申贖套利、期現貨價差交易策略、相對強弱勢交易策略、選擇權與ETF組合交易等。

## 部位管理

1. 核心/衛星資產配置策略：主要是著重風險控制，由一個核心資產加上多個衛星資產組成，一般來說核心資產的波動率較低，屬於保守型資產，而衛星資產的波動



率則較高，由穩健型或積極型資產組成。核心與衛星的比例由投資人的風險忍受程度而定，保守型投資人的核心部位比率較大，可能占總資產的80%以上，而積極型投資人的核心配置可能僅有50%左右，通過提高衛星配置的比重來提高潛在的報酬率。

2. 投資組合避險：除了可善用反向ETF之外，ETF期貨也是一個管道。目前市場上的ETF期貨主要多為與陸股連結有關的，其次為臺股。所以對於參與大陸股市投資人來說，利用ETF期貨便利又輕鬆，且ETF期貨以新臺幣計價，沒有其他陸股指數期貨可能產生之匯率風險。

和一般ETF相較，如果使用反向ETF進行放空，必須注意不宜長期投資，否則容易發生折價損失侵蝕獲利。

3. 投資組合重新平衡：正如一般傳統的資產配置會運用再平衡來調節資產配置比重，核心衛星配置在市場發生漲跌後，也需要進行再平衡，舉例來說，假設一個由70%的核心基金與三個各占10%的衛星基金組成的組合，當股市上漲後，核衛比例變為核心60%、衛星分別為15%、13%、12%，此時為了維持合理的風險，投資人須將已上漲的衛星資產賣出並買入核心資產，讓比率回到原先規畫的比重，並達到低買高賣的效果。

### 策略交易

1. 技術指標投資法

分為移動平均線（均線）、KD兩類技術指標操作策略：

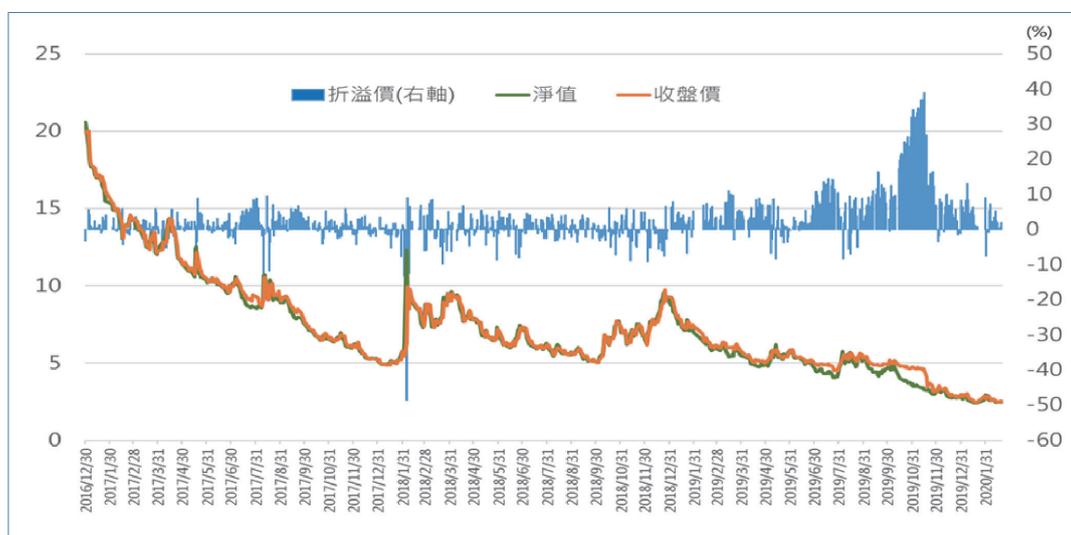
- 做多指數指標可參考，當短日均線（10D）由下向上穿透長日均線（30D）時，相反地，做空指標可參考當短日均線（10D）由上向下穿透長日均線（30D）。

- 指數進場指標則可參考，當K值<20時，部位加碼15%，當K值向上穿越D值時，部位加碼15%，指數出場指標則可參考，當K值>80時，部位減碼15%，當K值向下穿越D值時，部位減碼15%。

- 以上証180指數為例，從2011年9月至2014年2月為止，買入持有的策略累積報酬-12.41%。但使用移動平均線的進出場策略能獲得18.43%的報酬，年化報酬率為7.61%；此外，若同期間買進上証180指數，搭配KD技術指標進行加減碼策略，可以獲得4.83%總報酬率，相較於指數的績效，可獲得17.24%的累積主動報酬。

2. ETF折溢價申贖套利

利用ETF獨有的特性，同時具有兩種價格報價：市價（次級市場交易）以及淨值（初級市場申贖）。當市價與淨值不同時，即產生折溢價，即會帶動買賣盤進場進行價差套利，即買低賣高，進而達到市淨值價差收斂效果，故當產生溢價時，賣盤進場，將導致短暫之價格修正；反之亦然。



【範例】富邦 VIX ETF 淨值、收盤價及折溢價走勢  
資料來源：Cmoney；資料日期：2016.12.30~2020.02.20

### 期現貨價差交易策略

在期貨與現貨產生正逆價差時，利用與現貨相關性較高的ETF，進行期貨與ETF（現貨）的價差交易，賺取價差。一口ETF期貨就等同於10張現股ETF，等於有10倍的槓桿，因此，即便ETF本身的波動性不大，但可藉由較高的槓桿來放大波動程度，進而得到較大的可操作空間，對於短線投資人來說是一大好處。

而ETF期貨由於槓桿倍數高，對於大額投資人來說，較可發揮避險效果。在期貨與ETF（現貨）產生正逆價差時，利用與現貨相關性較高的ETF，進行期貨與ETF（現貨）的價差交易。惟目前市場上的ETF期貨主要多為與陸股連結有關的，其次為臺股，因此對於非陸股或臺股的海外市場，就比較缺乏短線槓桿倍數更高的避險工具。

所以對於參與大陸股市投資人來說，利用ETF期貨便利又輕鬆，且ETF期貨以新臺幣計價，沒有其他陸股指數期貨可能產生之匯率風險，舉例來說，當FB上證ETF期貨與現貨產生正價差時，可採取放空FB上證ETF期貨、同時作多富邦上證ETF的交易策略，賺取價差。

### 相對強弱勢交易策略

臺股類股輪動明顯，觀察電子類股與金融類股的相對強弱勢，買進強勢產業，同步賣出弱勢產業。利用ETF作為買進指數的代替商品，可專注於市場走勢，排除挑選個股的問題，電子類股代替商品可選擇科技類ETF，金融類股代替商品可選擇金融類ETF。



## 選擇權與ETF組合交易

- 選擇權操作策略-Covered Call：預期指數穩定上漲，買進指數並賣出買權

說明：Covered Call部位可在多頭與盤整格局中，透過定期收取權利金的方式，持續對多頭部位產生增益的效果。若預期盤勢仍為多頭趨勢，賣出買權收到的權利金，可以在指數回檔修正時，進一步往下加碼指數ETF。

- 選擇權操作策略-Protective Put：預期指數持續上漲，投資人可買進現貨，並搭配買進賣權以控制投資的最大損失，進行投資組合保險

說明：Protective Put 雖然會損失賣權成本，但並不限制其可能的最大利益。保護性賣權策略給投資者提供了一個方便且有效的方法控制投資組合風險，確保投資組合符合原先設定之保險金額。

- 選擇權組合策略-Covered Call + Protective Put：

組合策略1：買進現貨（ETF），當指數

跌破20日低點買進價平賣權（Protective Put策略）。

組合策略2：買進現貨（ETF），每月重新賣出價平買權（Covered Call策略），當指數跌破20日低點買進價平賣權（Protective Put策略）。

說明：Protective Put 雖然會損失賣權成本，但並不限制其可能的最大利益。保護性賣權策略給投資者提供了一個方便且有效的方法控制投資組合風險，確保投資組合符合原先設定之保險金額。

## 結論

在指數化投資趨勢持續發燒下，ETP商品種類及規模也持續大幅成長，如何多元運用也會是投資人的新課題，不管是長線投資人的部位管理，還是短線投資人策略交易，只要運用得當，都有機會在波瀾不斷的股市震盪中，為自己創造一份不錯的收益。

CNFA

