



策略交易的利器—槓桿反向ETF

◎杜贏之

自臺灣首檔ETF問世以來，已屆17年，相關的商品種類蓬勃發展，不僅成為投資人理財規劃或定期定額等儲蓄方法的中長期投資標的，近年來更隨著交易與避險需求的提升，槓桿型與反向ETF也隨之問世。

淺談槓桿反向ETF

簡單的說，槓桿型ETF為每日追蹤標的指數收益正向倍數的ETF，例如槓桿倍數為2倍時，標的指數上漲1%，2倍槓桿型ETF追蹤上漲2%；標的指數下跌1%，2倍槓桿型ETF也追蹤下跌2%。而反向型ETF則為每日追蹤標的指數報酬反向表現之ETF，如反向倍數為1倍時，標的指數上漲1%，反向ETF追蹤下跌1%；標的指數下跌1%，反向型

ETF也反向追蹤上漲1%。

臺灣市場的槓反型ETF的數量和種類，從2014年度首次推出槓反型的ETF，僅集中在臺股和上証180外，近年來檔數和種類也逐漸增加，除了原先投資人所熟知的臺股、陸股外，投資交易的市場也擴及全球，從美國、歐洲、亞洲、新興市場，到個別的國家，例如日本、印度…等，涵蓋的資產類別也從最早的股票，到債券、匯率、商品，且交易量及占總交易量中的比重也皆逐年迅速上升。

隨著各類槓反商品的陸續問世，部分投資人可能因為事前對於商品特性的了解不足，在投入後才發現，由於不熟識槓桿及反向產品的特點及風險，誤把交易型商品視為長遠投資的標的而蒙受損失。

槓桿反向ETF的特性

整體說來，槓桿及反向產品的設計是以交易需求出發，發行人是以期貨指數代替個股的槓桿和放空操作。然而，期貨與現貨間原本就有正逆價差變化，正逆價差長期而言會收斂，但是，單日追蹤誤差可能就會很大，原則上多數發行商會透過每日重新平衡機制（Daily Rebalancing），使整體基金投資組合之曝險，能更完全貼近槓反基金的槓桿和正向百分之百的設定，以實現基金投資組合收益率和標的指數收益率之追蹤差距和追蹤誤差的最小化。

以臺灣加權單日正向兩倍基金為例，經理人將考慮每日加權指數漲跌，並透過每日重新平衡機制（Daily Rebalancing），以使臺灣加權單日正向兩倍基金投資組合之整體曝險，能貼近本基金淨資產價值之200%。

例如：2020年6月15日當日加權指數下跌1.08%，將使基金曝險占淨資產比重升高至約203%，因此經理人將賣出期貨以降低總曝險，以縮小追蹤誤差。故賣出部分6月份臺指期貨，使基金曝險占淨資產比重降至200%。

另外，槓反型ETF與一般指數股票型基金不同的地方，在於目前槓反型ETF多以指數期貨追蹤現貨指數，並非指數本身，以滬深300指數為例，操作上應是融券放空300檔成分股，但礙於法規限制，基金無法融券放空個股，只能退而求其次，透過放空與原追蹤指數相關係數達約95%的A50期貨達到反向效果。

整體來說，槓桿及反向產品可從以下三個面來說明產品特點：

1. 單日投資目標：主要在提供相關指數單日表現的兩倍或反向一倍的投資回報（不計費用及開支）。
2. 單日回報的複利效應：若持有產品的時間超過一天，投資回報或會偏離相關指數累計表現的槓桿和反向倍數。
3. 使用衍生產品：將部分或全部資產淨值投資於衍生產品，主要為期貨合約。

槓桿反向ETF的風險

基於上述的三大特性，投資槓反ETF更有四大風險必須要留意，分別為：

1. 不適合長期持有的風險，其倍數報酬及反向報酬都是以單日為計算基準，超過一日會因複利的影響，投資報酬可能會偏離其倍數。
2. 投資工具轉倉，近月與遠月期貨價差風險。
3. 每日動態調整成本，每日對齊曝險，會衍生「買漲賣跌」交易及費用。
4. 折溢價風險，一般槓反ETF，盤中預估淨值與市價之差距可能會較高，應避免買入溢價過高ETF。

在單日回報的複利效應方面，隨著複利效果，投資回報會偏離相關指數累計表現的槓桿/反向倍數。舉例來說，假設指數從100漲到121的累積漲幅為21%，槓桿ETF累積報酬率的投資直覺容易以為是21%的2倍為42%，實際上因為有複利效果，結果會來到



Market information

44%；而反向ETF累積報酬率的投資直覺容易為負21%，但同樣因複利效果，因此累積跌幅為負19%。

至於近月與遠月期貨的價差風險問題，就可以就4月以來市場焦點的原油ETF為例做說明。由於不同月份的原油期貨合約價格不同，轉倉時，一買一賣之間就會產生價差，遠月合約價格高於近月稱為「正價差」，反之為「逆價差」。考量倉儲、運輸等持有成

本，通常原油遠月期貨合約價格會比近月高，產生「正價差」，轉倉時將便宜的近月合約，換到較貴的遠月合約，等於「低賣高買」，以相同市值轉倉後，持倉口數將下滑，但因大幅正價差通常出現於大幅供過於求期間，行情容易下跌。所以，在長期且大幅的正價差情況之下，持有時間越長越不利，這也是原油ETF甚至是一般型期貨ETF不適合長期投資的原因。

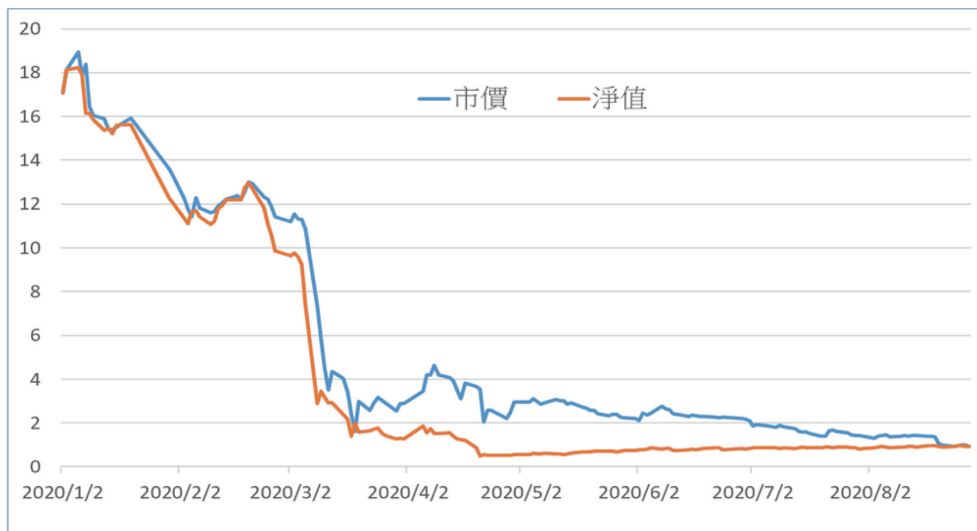


圖 1、元大原油正 2 ETF 市價與淨值走勢變化圖

資料來源：Bloomberg；資料日期：2020.01.02~2020.08.28

而在折溢價風險方面，也會因為市場供需與行情的波動加劇，會形成折溢價幅度過大的風險。以今年的油價波動來說，因為新冠肺炎疫情蔓延，造成原油需求下滑，油價也因而持續探底，創下 2000 年以來新低，加上投資人積極逢低搶進原油相關ETF，需求明顯大於供給，致使原油相關期貨ETF出現市價明顯高於基金淨值的大幅溢價風險。投資人對此一風險，除了留意市場的情緒氛圍外，對於油價、黃金等這類期貨商品指數，也可從期貨未平倉的水位觀測可能隱含的折

溢價風險，若相關基金持有次月期貨部位占比過高，逼近10日或20日的平均未平倉量的20%或30%時，即代表市場需求熱度偏高，若伴隨交易口數攀高，溢價風險預料將會被同步推升，投資人追價投資的風險極大，且若基金公司一時無法追加募集額度，在次級市場溢價過高的情況下，也容易導致ETF基金有下市的風險。

總結來說，有別於原型的ETF追求長期貼近指數的報酬表現，操作槓反商品更需要清楚理解槓桿及反向產品追求單日投資回報

的性質及風險，因此相關商品適合能做到每日定期監控投資組合，並能即時回應市況變化，且也對期貨、選擇權等衍生性商品的交易很熟悉、經驗豐富的專業投資者；對於一些不熟悉產品風險和特性，無法頻繁密切監控投資組合的長期投資者而言，並不適合。

何謂ETF追蹤差距

前面提到，槓桿及反向產品單日追蹤誤差可能會很大，這邊針對ETF追蹤差距再補充說明。

ETF追蹤差距（Tracking Difference）指的是在相同的投資期間內，ETF報酬與其追蹤指標報酬的差異，也就是計算標的指數報酬與ETF報酬之間的差額。追蹤差距越小代表該ETF長線愈貼近指數的表現；而ETF追蹤誤差（Tracking Error）則是反映在投資期間，一檔ETF走勢與其基準指數的相近程度，即相對報酬的標準差概念，前提是先試算出追蹤差距，再利用標準差計算追蹤誤差。

造成ETF追蹤差距及ETF追蹤誤差的原因很多，比如：當ETF需要按指數變化重組，股份重整所牽涉買賣交易費用，都有可能增加營運成本；另外，當ETF投資組合內，現金持有比重增加，收到投資組成分股之股息時，若現金未能即時投放於組合內進行再投資，皆有可能影響整體的追蹤效果；其他因素如不同複製策略，亦會造成追蹤差距及追蹤誤差的情況發生。

除了透過追蹤誤差及追蹤差距的變化，

可讓投資人對ETF表現作進一步的評估外，仍有些特殊情形，比如：槓反ETF以期貨追蹤現貨指數，亦可能因期貨正逆價差（期貨具備價格發現的特性）導致追蹤差距，簡要說明如下：

1. 複利效果：槓桿型或反向型期貨ETF係追蹤單日指數之正向倍數或反向倍數為目標，而非一段期間內指數累積報酬率。有此差異主要是受累積計算之複利效果影響，故同一期間的「2倍槓桿（反向1倍）指數」之報酬與「指數」之2倍（反向1倍）報酬不會相同。在盤勢震盪時將可能導致「2倍槓桿（反向1倍）指數」之累計報酬明顯落後於「指數」之2倍（反向1倍）報酬。
2. 期現貨正逆價差：槓桿型或反向型指數股票型基金在模擬指數報酬時，多以指數期貨近月期貨契約為主要交易標的，因此，當期貨價格呈現正價差時（即遠月期貨價格高於近月期貨價格），因期貨交易需承受較高的轉倉成本，而使得期貨報酬會低於指數報酬，若期貨價格呈現逆價差時（即遠月期貨價格低於近月期貨價格），期貨報酬則會高於指數報酬。因此，當期貨價格呈現正價差時，因期貨報酬低於現貨報酬，若基金操作為正向2倍做多期貨者，基金報酬將落後於現貨價格之2倍報酬；反之，當期貨價格呈現逆價差時，若基金操作為反向1倍做空期貨者，基金報酬將落後於現貨價格之反向1倍報酬。
3. 滑價等交易成本：基金因滑價所造成價格差異等因素，可能造成基金績效無法完全



Market information

緊貼標的指數表現。

- 營業日風險：指數提供者在任何時候可能變更指數的編製方式、或發生指數值計算錯誤致使指數失真、或受限跨市場交易之營業日不同，產生各基金可能無法依指數的編製方式進行交易等情形，即使基金已做好嚴謹控管各項投資組合或作業流程，惟仍無法避免基金績效與標的指數績效產生偏離。
- 匯率風險：海外基金交易以外幣計價，而基金淨資產則以新臺幣計價，且基金原則上將不進行匯率避險，因此，各資產幣別之匯率產生變化，將會影響各基金之淨資產價值，而可能使基金績效與標的指數績效產生偏離情形，故各基金操作需承擔匯率風險。

對於投資人可能造成的影響及風險，誠如上述所列之五大風險前提下，均可能使基金績效與標的指數績效產生偏離，影響投資人最終預期的報酬，故投資人於現金申購、買回或於證券交易市場買賣前，應審慎評估價格之合理性，並詳閱基金公開說明書。

針對上述所提及之前四大風險，發行機構雖可藉由基金之現金部位進行增益投資（如交易RP或定存等）、或投資其他有價證券、或藉由投資組合調整時，所產生的正報酬等收入與之互抵，惟仍無法全然避免基金績效與標的指數績效產生偏離。

至於匯率風險，資產管理公司與發行機構為規避整體資產組合中，外幣兌新臺幣之曝險，可透過承作外匯避險工具來降低相關

風險，惟採用匯率避險工具所衍生的成本，也會因各類外幣利率差異、匯率避險工具商品報價等因素影響，而有所不同，對於降低基金與標的指數之誤差效果程度，也將有所差異。原則上，資產管理公司與發行機構本於盡善良管理人之注意義務的精神，在遵循原始產品設計時，申報主管機關可採用的工具，與合乎法令的規範下，評估各種方式與工具的優劣，做合適之判斷操作以符合投資人利益為優先，來降低可能的匯兌風險，但不表示該風險得以全然規避。

綜觀上述，ETF基金商品原始的設計精神在於盡可能的貼近所追蹤的指數，但可能因產品特性、時間、交易成本、投資地點……等等的不同而產生追蹤差距與誤差，發行機構將會透過合規合法的方式與工具，配合每日監控，將相關的誤差值控制在風控警戒水位之下。投資人除可透過各資產管理公司與發行機構的官方網站取得相關訊息外，也可透過『臺灣證券交易所』（<https://www.twse.com.tw/zh/>）查詢得知相關資訊。

槓反ETF 6大交易策略 面面俱到

槓桿反向ETF由於具有多空操作之特性，搭配現貨與期貨、權證等衍生性商品，可構建多元之投資與交易策略，提供投資人全方位的投資機會。

【策略一】事件投資法（以陸股為例）

情境：預期重大政策或是經濟數據將對股市產生明顯趨勢，快速調整投資部位。

投資策略：

- 預期陸股看漲：買進A股ETF或A股正2

ETF

- 預期陸股看跌：買進A股反向ETF

表1、各重大事件發生後中國A股、槓桿反向指數報酬率

重大事件期間	A 股指數	上証 180 槓桿 / 反向指數	
	上証 180 指數	上証 180 兩倍槓桿	上証 180 反向
歐債危機 (2011.08-2011.12)	-19.3%	-38.0%	23.0%
習李上台 (2012.11.30-2013.01.31)	26.7%	57.3%	-21.5%
錢荒 (2013.05.31-2013.06.30)	-15.2%	-29.0%	17.4%

資料來源：中証指數公司、Bloomberg

* 以上僅為歷史資料模擬之結果，不代表實際報酬率及未來績效保證。

【策略二】趨勢投資法（以陸股為例）

情境：分析歷史資料，利用指標或模組判斷股市可能產生明顯趨勢，快速調整投資部位。

投資策略：

- 預期陸股看漲：買進A股ETF或A股正2 ETF
- 預期陸股看跌：買進A股反向ETF

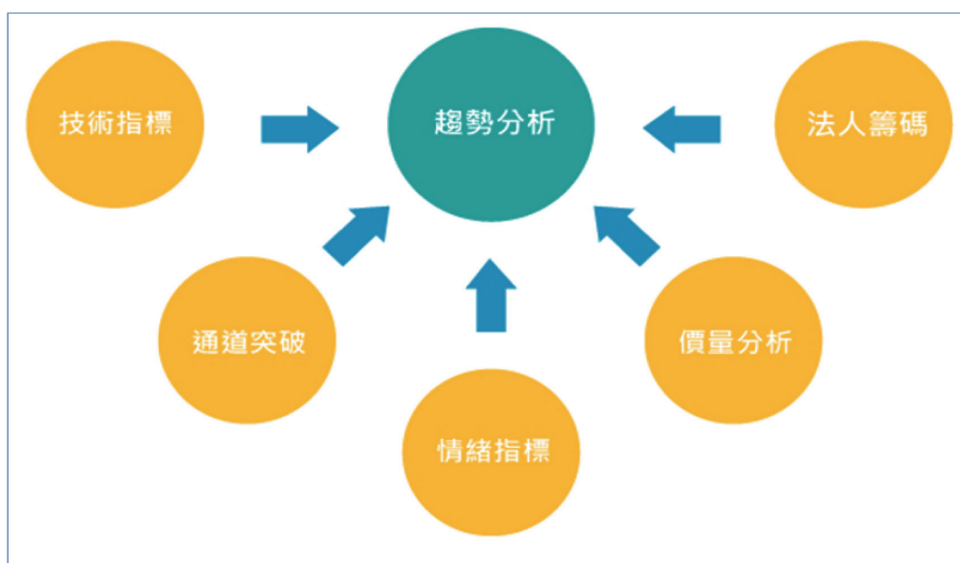


圖 2、常用趨勢分類指標圖



Market information

【策略三】期現貨價差交易（以陸股為例）

情境：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的價差交易，賺取價差。

投資策略：

- 期貨與現貨產生正價差：同時放空期貨、買進A股ETF或A股正2 ETF
- 期貨與現貨產生逆價差：同時買進期貨、買進A股反向ETF

【策略四】相對強弱勢交易（以陸股為例）

情境：買進強勢市場，同步賣出弱勢市場，利用槓桿或反向ETF作為指數相對應的投資工具，專注市場走勢，排除選股的問題。

投資策略：

- 看好台股相對強勢：同時買進台股ETF，買進A股反向ETF
- 看好陸股相對強勢：同時買進A股ETF或A股正2 ETF，放空台股ETF



圖3、spread_index (long 臺灣加權指數 /short 上証 180)

資料來源：CMoney、Bloomberg；資料期間：2012.01~2014.08

* 以上僅為歷史資料模擬之結果，不代表實際報酬率及未來績效保證。

【策略五】週期性強弱投資（以陸股為例）

情境：指數歷史資料，分析中國股市年內的上漲下跌週期性進行投資。

投資策略：

- 強勢月份：買進A股ETF或A股正2 ETF
- 弱勢月份：買進A股反向ETF

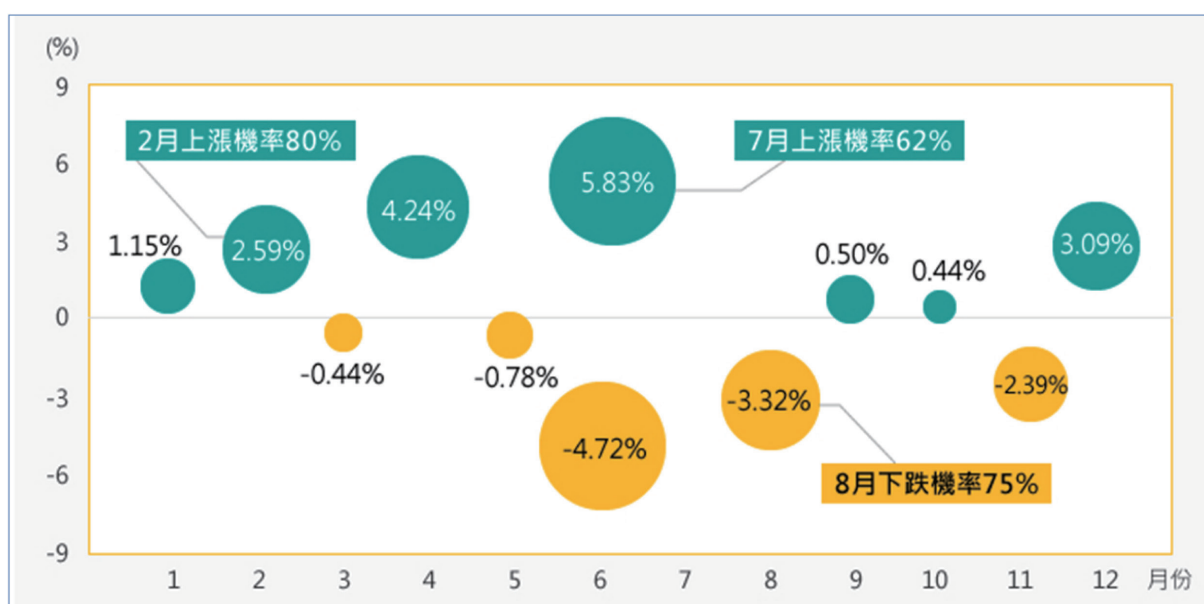


圖 4、上証指數每月平均報酬率圖 資料來源：Bloomberg
 * 以上僅為歷史資料模擬之結果，不代表實際報酬率及未來績效保證。

【策略六】投資組合保險（以陸股為例）

情境：投資人已持有中國或大中華股票基金，想繼續持有，但亦想降低大盤下跌之衝擊。

投資策略：

- 繼續持有中國或大中華股票基金，同時買入A股反向ETF。
- 利用主動經理人選股能力，加入A股反向ETF降低市場下跌之衝擊，讓投資人在市場上漲或下跌時，仍能取得較穩定的投資報酬，賺取alpha (α)。



Market information

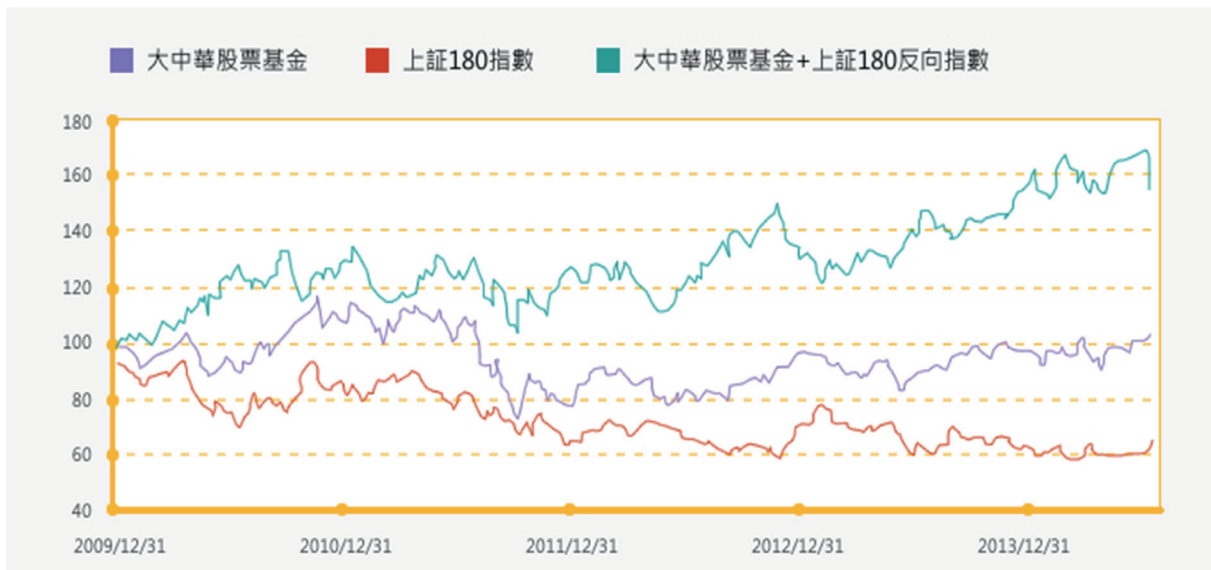


圖 5、各類投資組合報酬走勢與報酬率分析圖

資料來源：Lipper、中証指數公司；資料日期：2010.01~2014.09

註：1. 本統計乃以上証 180 指數及上証 180 反向指數價格做為計算基礎。大中華股票基金績效計算基準：以 Lipper 分類大中華股票基金之日平均報酬進行績效計算，報酬率均以人民幣為計算基準。2. 各投資組合同步標準化，以為起始值。3. 以上僅為歷史資料模擬之結果，不代表實際報酬率及未來績效保證。

槓桿反向ETF的投資人適格性

由於槓桿及反向ETF的投資，並不適合不具某些專業判斷的一般長期投資者，因此，主管機關在投資人適格性的規範與要求，必須具備以下四種條件之一才可申購：

1. 已開立信用交易帳戶。
2. 最近一年內委託買賣認購（售）權證成交達10筆（含）以上。
3. 最近一年內委託買賣臺灣期貨交易所上市之期貨交易契約成交達10筆（含）以上。
4. 有槓桿反向指數股票型證券投資信託基金受益憑證或槓桿反向指數股票型期貨信託基金受益憑證買進成交紀錄，並簽具風險預告書。

結論

如果投資人已經可以理解期貨與槓桿對於槓反ETF所產生的投資收益效果與風險，且能夠每日監控檢查投資部位，便可以先從已熟悉的市場介入，累積心得與經驗，再擴大操作範圍。相反的，如果連期貨是什麼都不知道、或是槓桿交易可能產生什麼樣的效果與風險也不清楚，且總是採取買進後長線持有投資策略，亦未經常做交易的投資人，請不要輕易從事槓桿與槓桿反向ETF交易。

CNFA