



# 期貨信託基金發展之挑戰與機會

◎元大投信期貨信託部

我國期信基金產品線完善，橫跨貴金屬、基本金屬、能源、農產品與外匯，且單一期信基金即可表彰一項國際資產或一籃子股票，低相關性及交易便利性，更利於交易人進行多元資產配置。

我國期貨信託基金業務自2007年開放以來，已逾14寒暑，在主管機關的規劃與建設之下，已具良好成果。就產品線類別而言，橫跨貴金屬、基本金屬、能源、農產品與外匯，無論企業或個人均可運用相關產品進行資產配置。對於需要採購原物料以投入生產的廠商，可運用相關期貨ETF來規避原物料價格上漲風險；手上持有原物料的企業，也可運用反向型期貨ETF來管理物價下跌風險。且無論是原料進口或產品出口，都會有大量使用外匯，匯率變化也影響企業損益，此時正向及反向外匯ETF即可用來管理匯率風險。

另就基金存量與流量而言，我國單一檔基金規模曾拿下單一類別全球第一，在交易量方面亦曾為我國集中市場單日最大量。可惜的是規模與淨值變化劇烈，突顯了期信基金的交易屬性，而旗艦型基金的下市清算，雖然展露了投資人保護以及市場運作機制的

成熟，但也彰顯了現階段產品開發有失偏頗，以及市場參與者不夠多元的窘境。

## 我國期信基金發展的挑戰

### 一、初創時期，筆路藍縷

期貨信託基金發展的第一階段和第二階段可由2014年法規開放期信ETF作為分水嶺。自2009至2013年的初創時期，共有4家期信事業發行了5檔期信基金（表1）。

筆者以多種面向來對此五檔基金進行屬性分類：(1)主動操作有四檔，被動操作一檔；(2)一般型有四檔，組合型一檔；(3)有三檔投資操作權掌握在期信事業手中，國泰Man AHL組合期信基金是由子基金進行投資，元大多元策略期信基金則是委外操作；(4)三檔為CTA基金，追求絕對報酬，另二檔為商品市場多頭基金，屬相對報酬。



表1、期信基金發行基本資料表

| 2009                                                                                     | 2010                                                                            | 2013                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 國泰 Man AHL 組合期信基金<br>成立日期：2009/8/27<br>成立規模：56.67 億元<br>成立時受益人數：5,965<br>清算日期：2018/10/19 | 元大多元策略期信基金<br>成立日期：2010/9/7<br>成立規模：12.19 億元<br>成立時受益人數：2,350<br>清算日期：2017/4/11 | 康和多空成長期信基金<br>成立日期：2013/12/6<br>成立規模：20.93 億元<br>成立時受益人數：4,024<br>清算日期：2018/11/8 |
| 元大商品指數期信基金<br>成立日期：2009/12/10<br>成立規模：19.67 億元<br>成立時受益人數：2,359<br>清算日期：2020/6/29        | 元大黃金期信基金<br>成立日期：2010/11/4<br>成立規模：12.0 億元<br>成立時受益人數：1,607<br>存續中              |                                                                                  |

註：成立規模及成立時受益人數為基金成立當月之月底規模及受益人數

資料來源：基金資訊觀測站，元大投信整理

初創時期五檔期信基金之平均成立規模約新臺幣24.29億元，平均成立受益人數約3,261人，以此來看，期信基金開放初期是受到投資人期待的。不過，截至2016年底，這五檔基金的平均規模僅剩2.95億元，平均受益人數下滑至938人。概觀此一時期的期信基金主要面臨社會期待過高與投資人不易掌握基金績效兩項挑戰。

#### 1. 社會期待過高

在開放期信事業之前，CTA基金一直流傳於報章媒體中，神秘的操作方式、亮眼的績效、單筆申購需要高達數十萬美金的貴族基金，以成立於1996年的Man AHL Diversified為例，1997~2008年連續12年正報酬，平均年報酬率高達18.8%，最差的一年獲利仍有5.15%。在社會大眾期待中，CTA基金被重新打造成一般民眾可負擔的臺灣版期信基金上市，但2008年金融海嘯之後，量化寬鬆政策改變了市場結構，CTA基金慘遭滑鐵盧，2009~2016年間Man AHL

Diversified高達六年出現虧損。

#### 2. 投資人不易掌握基金績效

例如以元大商品指數期信基金來看，其採被動式操作，追蹤標普高盛綜合商品指數含括能源、工業金屬、貴金屬、農產品、軟性商品及牲畜等類別，指數成分共24種期貨商品，由於係追求絕對報酬之表現，組合的商品類別差異大、走勢自然也不同，而且是在全球不同區域、不同交易所進行一百餘個期貨商品多空交易，並非直接與單一市場連動，投資人不易掌握績效脈動。

## 二、期信ETF規模爆發性成長

考量另類資產在國際市場佔有一定份額，主管機關在2014年期貨信託基金管理辦法增修條文開放了期信ETF的發行，並於2016年增列槓桿反向型期信ETF。業者緊跟法規，於2015年發行情元大S&P黃金ETF及期元大S&P石油ETF，並於2016年發行原油槓桿反向ETF及波動率ETF、2017年發行外



## Cover Story

匯類ETF。期信ETF在第二檔發行後取得重大成果，期元大S&P石油ETF於2015/9/7以新臺幣5億餘元的規模掛牌上市，恰逢原油價格由52美元/桶下跌至40元以下，交易人此時大量搶進石油ETF，半年的時間石油ETF規模上升至新臺幣144億元，

規模成長幅度高達26倍。此外，期富邦VIX ETF於2016年底以市值6億餘元上市交易，上市後規模持續擴大，最高曾一度逼近500億元，成交量更是屢創證券市場第一。

原油期貨及VIX期貨均是高波動性產品，一旦價位下跌到相對低檔，交易人就會逢低搶進，期望能夠獲取反彈價差，因此往往可以見到標的物價格下跌一段空間後，對應的期信ETF的規模卻反向成長的特殊現象，筆者將此狀況歸類為期信ETF的「交易屬性」。期信ETF交易屬性不僅彰顯在高波動性產品，即使波動性較低的外匯類產品，亦呈現這種特性。2020年3月，新冠肺炎疫情全球爆發，眾多產業鏈受到衝擊，投資人瘋搶美元，反應美元對一籃子貨幣匯率強弱的美元指數一度上漲至102.817，然為挽救經濟頹勢，美國聯準會緊急宣布降息及無限量寬鬆政策，美元匯率隨即轉弱、一路下跌，2020年12月美元指數跌破90後於低檔盤整至2021年6月，而這段期間期元大美元指數ETF及期元大美元指正2 ETF的規模則是顯著成

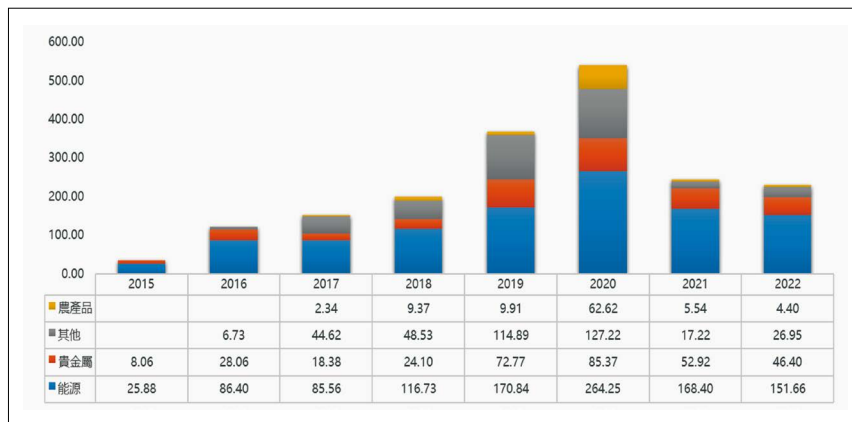


圖 1、各類期信 ETF 規模變化

資料來源：CMoney，2015~2022，元大投信整理

長，皆由新臺幣8千餘萬元分別成長至38.3億元及44.9億元。

觀察此一階段期信基金風風火火，但是投資人瘋狂搶進行為，卻也為市場發展帶來警訊，風險管理機制成為另一項挑戰。

### 三、風險意識及投資人保護抬頭的強化監理時期

在「交易屬性」的帶動下，期信ETF蓬勃發展，但是只要價位跌到相對低點就大舉入市的操作邏輯是否正確？是否忽略了相關風險？

以能源市場為例：2020年初原油價格從60美元/桶以上一路下跌至50美元/桶以下，交易人此時認為原油具有剛性需求，因此大舉布局原油ETF，期元大S&P原油正2 ETF之基金規模一度高達新臺幣388.7億元，成為全球最大之原油槓桿ETF，然而原油需求受到疫情影響一路下探，甚至在2020/4/21出現史無前例的負油價，此事件最終導致期元大



S&P原油正2 ETF因淨值過低而遭到下市清算。

此外，期富邦VIX ETF則是另一例子。VIX指數常被稱為恐慌指數，是由S&P 500選擇權價格計算而得，可視為選擇權市場整體隱含波動率。承平時，隱含波動率會有緩慢走低的現象，但當風險事件發生時，因為避險需求，市場波動率將會向上飆升，VIX指數隨即跟著上升。而交易人正是將此特性映射到VIX期貨ETF上，當期富邦VIX ETF淨值下跌時，交易人逢低買入，期待風險事件的到來，屆時可依此事件獲取豐厚的報酬，但卻未理解VIX期貨與VIX指數本質的差異，終因基金淨值持續下跌而遭到下市清算。

這二個事件也突顯投資人可能對於期信ETF產品本質及交易策略存在混淆不清：

#### 1. 錯估情勢，而且還加槓桿

投資界有一句俗諺「不要用手去接正向下掉落的刀子」，但若觀察期信ETF的規模變化可以發現，通常是在基金淨值下跌時規模卻反向成長，此現象顯示期信ETF的交易人會依自己過去的「經驗」猜測標的資產價格是否趨近底部進而提前布局。不過經濟結構時有調整，金融市場的表現亦非一成不變。

#### 2. 漲幅跟跌幅並非對稱

舉個例子，當市價從10元下跌至1元，跌幅是90%，但是價格要再從1元漲回10元，漲幅需要高達900%，一旦投資人持有的資產出現巨幅損失，要再回本的難度偏高。

#### 3. 產品特性認識不清

期信ETF是以持有期貨契約來複製期貨指數之報酬，期貨契約的價格並不完全等同於現貨價格。以VIX指數為例，隱含波動率不會無止盡下跌，因此VIX指數下檔有撐，但是VIX期貨因為賣方需承擔風險事件發生時的高額損失風險，就如賣保險一樣會收取風險溢酬，因此VIX期貨價格往往高於VIX指數，且在到期前逐漸收斂，當轉倉到下個月時，又繼續向下收斂，因此以VIX期貨報酬率編制的VIX期貨指數就呈現長期下滑現象，且年化負報酬高達近40%，不適宜長期持有。

如上所述，我國期信ETF發展至今，其交易屬性彰顯無疑，然交易人對產品本質並未深入了解，有過於投機之虞，而連續二檔規模較高但淨值偏低的基金遭到清算，可謂當頭棒喝，提醒投資人風險管理的重要性不可忽視。有鑑於市場亂象層出不窮，金管會攜手投信投顧公會、期貨公會及交易所研擬規劃一系列的制度改革，期能加強投資人保護。增修規範可分為以下幾個面向：

#### 1. 加強產品識別與認知

期信ETF於證券簡稱前加入「期」字，使期信ETF與證券ETF可明確識別。此外，為強化投資人風險認知，2023年起，交易人須通過「槓桿反向指數股票型期貨信託基金受益憑證交易檢核表」之測驗，始能交易槓桿/反向型期信ETF。



## Cover Story

### 2. 基金管理規範

明定基金因應極端行情而啟動特殊作業應有之流程，期信ETF績效偏離追蹤指數之衡量標準與公告義務，以及期貨信託事業應配置適足適任的風險管理人員等。

### 3. 接軌國際

期元大S&P原油正2 ETF及期富邦VIX ETF皆是因為淨值過低而下市清算，然而國外市場當基金淨值過高或過低通常會採用分割或反分割機制來使淨值維持在適切範圍內。因我國體制與歐美有所差異，相關單位歷經多次協商、排除萬難，終可於國內實現分割/反分割作業。

### 4. 追加募集配售作業

當ETF可募集額度告罄時，市場缺乏新增供給，往往造成市價高於淨值的溢價現象，此時業者通常會申請追加募集，若交易人可於第一時間取得追加額度，可望賺取溢價套利。不過，業者對於追加額度的分配流程往往未能做到完全透明，常引來「圖利特定人」之耳語。因此公會要求業者應建立公平、合理之追加募集配售作業規範，期能達到公平公正公開。

## 期信基金未來發展商機

期信基金歷經潮起潮落，在主管機關一再夯實的基礎上，未來發展商機有二，一者為現有產品的進口替代，擴大客源；一者為完善產品線，發展可長抱久安的期信基金。

## 一、現有產品進口替代，擴大客源

美國國稅局要求中介機構，自2023年1月1日起，針對「非美國籍」投資人只要賣出公開交易合夥企業（Public Traded Partnership，PTP）股權，將依交易總金額的10%扣繳稅額。臺灣投資人喜歡透過國內券商複委託或是海外券商交易的商品或外匯期貨ETF，絕大多數都是採PTP架構發行，投資人不可不慎。

美國主要的證券ETF通常是以受監管的投資公司（Regulated Investment Companies，RICs）來發行，而直接投資黃金、白銀的實體貴金屬ETF，例如SPDR黃金ETF（美股代碼GLD）及iShares白銀信託ETF（美股代碼SLV），則是採用公開交易信託（Publicly Traded Trust，PTT）結構，但是交易商品期貨或是外匯期貨的商品ETF，既無法採上述二種結構發行，又想獲得稅賦優惠，因此多是以公開交易合夥企業（PTP）來做發行，例如全球規模最大的原油ETF-美國石油基金（美股代碼USO）、ProShares二倍做多黃金ETF（美股代碼UGL）、ProShares波動率指數短期期貨ETF（美股代碼VIXY）、Invesco德銀做多美元指數基金（美股代碼UUP）以及ProShares二倍做多日圓ETF（美股代碼YCL）等著名商品ETF都是。

對比於美國課徵名目本金10%的重稅，許多主流產品，在臺灣證交所同樣有掛牌由國內業者發行的期信ETF，包括原油、金屬、農產品以及外匯，這些ETF是採取直接交易商品期貨的方式來追蹤指數，因此不受美國新稅制的影響，除了券商手續費外，投



表2、美國PTP代表性基金及國內替代品

| 類別   | PTP 代表性基金       | 國內現有替代品       |        |
|------|-----------------|---------------|--------|
|      |                 | 證券簡稱          | 代碼     |
| 能源   | USO (WTI 原油)    | 期元大 S&P 石油    | 00642U |
|      | SCO (WTI 原油反 2) | 期元大 S&P 原油反 1 | 00673R |
| 貴金屬  | DGL (黃金)        | 期元大 S&P 黃金    | 00635U |
|      | UGL (黃金正 2)     | 期元大 S&P 黃金正 2 | 00708L |
|      | GLL (黃金反 2)     | 期元大 S&P 黃金反 1 | 00674R |
|      | DBS (白銀)        | 期元大道瓊白銀       | 00738U |
| 工業金屬 | CPER (銅)        | 期街口道瓊銅        | 00763U |
| 農產品  | SOYB (黃豆)       | 期街口 S&P 黃豆    | 00693U |
| 外匯   | UUP (美元指數)      | 期元大美元指數       | 00682U |
|      | UDN (美元反 1)     | 期元大美元指反 1     | 00684R |
|      | YCL (日圓正 2)     | 期元大 S&P 日圓正 2 | 00706L |
|      | YCS (日圓反 2)     | 期元大 S&P 日圓反 1 | 00707R |

資料來源：中華民國證券商業同業公會，元大投信整理

資人賣出時只需要課徵千分之1的證交稅，將是強而有力的替代產品。

## 二、完善產品線，發展可長抱久安的期信基金

自期信ETF發行以來，產品線橫跨能源、貴金屬、基本金屬、農產品及外匯，以大項種類而言已屬齊全，但細究各ETF追蹤之標的指數，多數績效缺乏長期增長性，因此投資人以賺差價為目的交易期信ETF，與股債低相關性之另類資產的多元資產配置特性未能彰顯。筆者認為，欲改善期信基金生態環境，除了制度結構的強化，另一方面在於開發投資人願意長期持有的產品。可能的方向有二，一者為著眼於具有未來性的標

的，例如碳權、新能源或ESG概念，另一則是運用期貨交易特色，結合多元標的發展具有長期增長潛力的產品。

期貨交易具有多樣特色，例如保證金交易，可以在適當的時間以適當的槓桿擴大報酬；一個期貨帳戶可以交易全球期貨標的，沒有交割及國際匯兌的時間差；股、債、匯、商品及另類標的均有其對應之期貨契約，且單一期貨契約即可表彰一項國際資產或一籃子證券，低相關性及交易便利性會比傳統證券市場更易於多元資產配置。筆者認為，善用上述期貨交易特性，搭配量化策略發展新型態之期信ETF將可讓市場更加完整，配合風險控制等技術將有利保險資金及其他長投資金進駐。