



期貨現貨化的新紀元 - 股指期貨ETF

◎元大投信期貨信託部

臺灣ETF市場近5年來陸續發展槓桿/反向型ETF、商品期貨ETF、商品與外匯期貨槓桿/反向型ETF、債券槓桿/反向型ETF等創新產品，已帶動臺灣ETF成長動能，同時透過期貨操作，若能連結股票、商品、外匯、債券等四大類別資產，則可多空雙向操作，達到期貨現貨化效益。

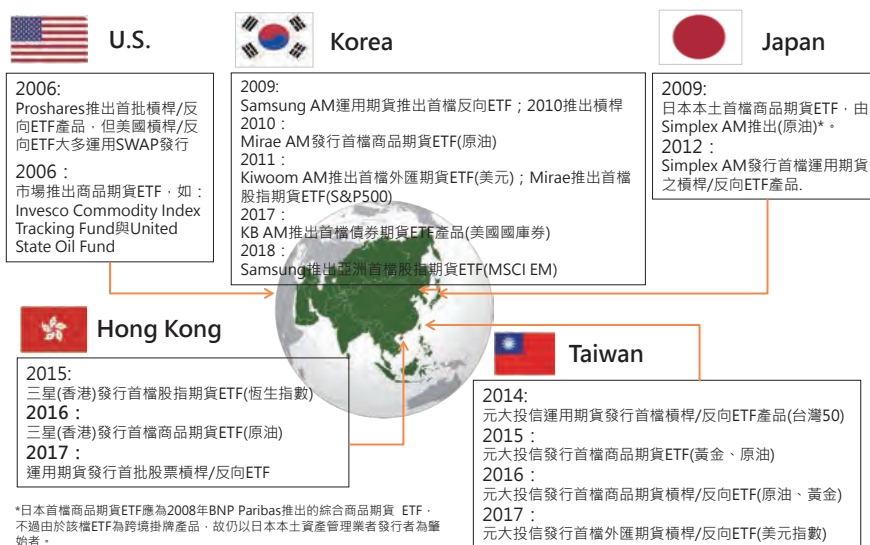
根據過去日本、韓國的發展經驗來看，期貨類別ETF目前分別占當地整體ETF成交量的90%、56%，其中韓國ETF市場更是百花齊放，涵蓋槓桿/反向型ETF、商品期貨ETF、外匯期貨ETF、股指期貨ETF、以及債券期貨ETF等各類產品，呈現多元發展。反觀，臺灣期貨信託基金發展，可以歸類成三個階段，第一階段為期貨信託基金發行，第二階段則是期貨現貨化，發行指數股票型期貨信託基金（簡稱期貨ETF），第三階段將可能有機會效師國際ETF發行機構，再朝向主動與自主操作等多面向性之趨勢發展。

當今期貨ETF追蹤標的從商品、外匯、農產品、另類…等類別資產，若能延伸跨入相關股票類別資產，並以大家最熟悉的股指期貨作為追蹤標的指數編製的元件，編製出股指期貨指數，讓投資人能透過單一期貨ETF操作，就可以同時面對多個國家組成的新興市場及跨時區市場之股指期貨變化，將使期貨ETF產品邁向區域多元化發展，更會是指數化產品發展上再創新紀元！

期貨元件運用在國際ETF資產管理上的發展軌跡

國際資產管理業積極將期貨導入ETF的產品發行與設計，2006年起由商品原物料ETF切入，後續切入槓桿/反向ETF設計，但性質均屬於高波動交易元件，自2009年起，韓國積極將期貨導入發行資產配置元件ETF，在期貨ETF產品設計的角色開始有所轉變。

國際期貨ETF發展歷史軌跡

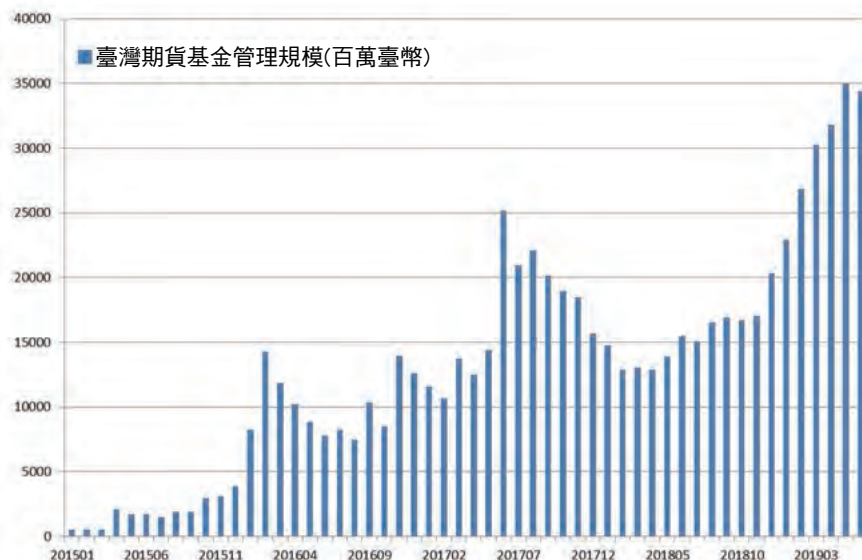


資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2006~2018。

以臺灣為例，臺灣期貨信託基金的發展是在期貨ETF正式發行後，啟動了規模快速成長的動能，管理總規模更是在2016年2月突破100億新臺幣，主要規模貢獻為石油系列的ETF；2017年6月突破200億新臺幣總規模，主要規模貢獻為原油槓桿系列ETF，期貨信託基金總規模200億新臺幣的突破，意味著期貨信託基金已由原型的ETF邁入槓桿及反向ETF的新紀元；接下來，在2019年3月期貨信託基金總規模突破了300億新臺幣規模，主要規模貢獻為商品型ETF及另類ETF。前述三個階段的里程碑都代

表著每階段產品創新的成功，更是代表著臺灣投資人藉由透過期貨信託ETF產品來間接操作期貨型商品，讓期貨ETF扮演著期貨現貨化的重要角色。

臺灣期貨基金管理規模



資料來源：期信公開資訊觀測站，元大投信整理，2019/06。

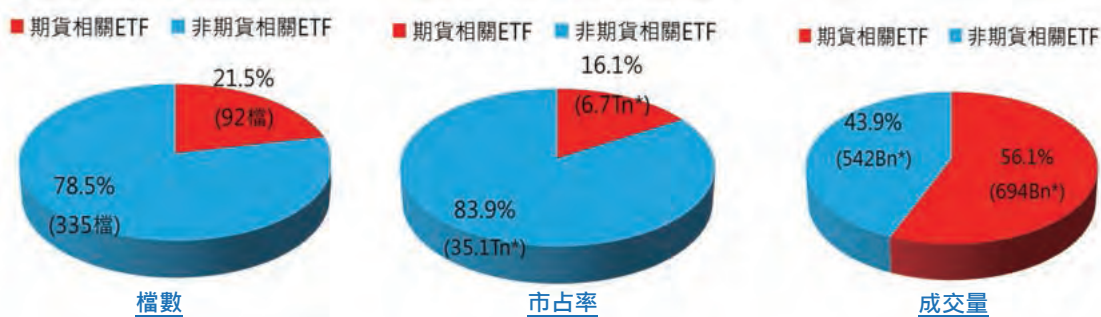


Market information

再以日本及韓國市場為例，韓國ETF市場自2009年導入期貨元素，先後發行槓桿／反向ETF、商品期貨ETF、外匯期貨ETF、股指期貨ETF與債券期貨ETF等產品，產品類別百花齊放。截至2019年5月7日為止，韓

國共有92檔ETF產品運用期貨作為主要交易元素，占韓國整體ETF數量的21.5%，其規模雖僅占韓國整體ETF的16.1%，但成交量已高達韓國ETF的56.1%。

韓國期貨相關ETF 與 非期貨ETF數量占比

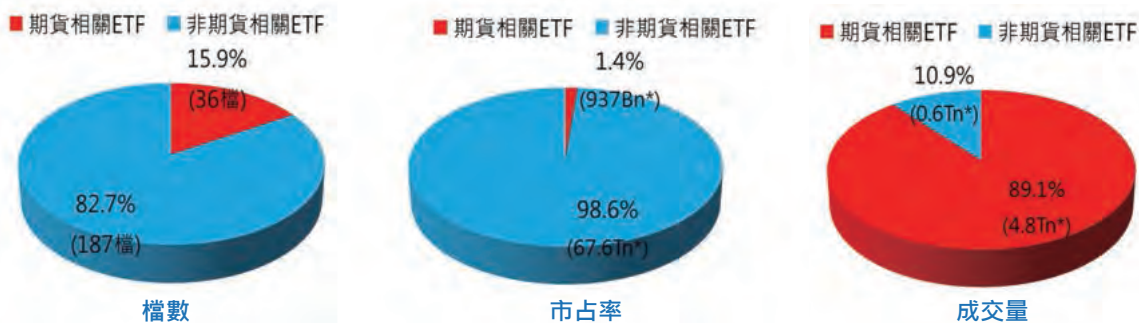


資料來源：韓國證券交易所；2019/5/7 數據（單位：韓圓）

日本ETF市場2009年推出首檔運用期貨元素的ETF產品，自2012年起，開始運用期貨發行槓桿／反向ETF產品，直到2018年年底為止，日本共有223檔ETF，其中36檔與期貨相關，比重為16%左右，資產管理規模比重甚至僅有1.4%。但日本期貨相關ETF交易

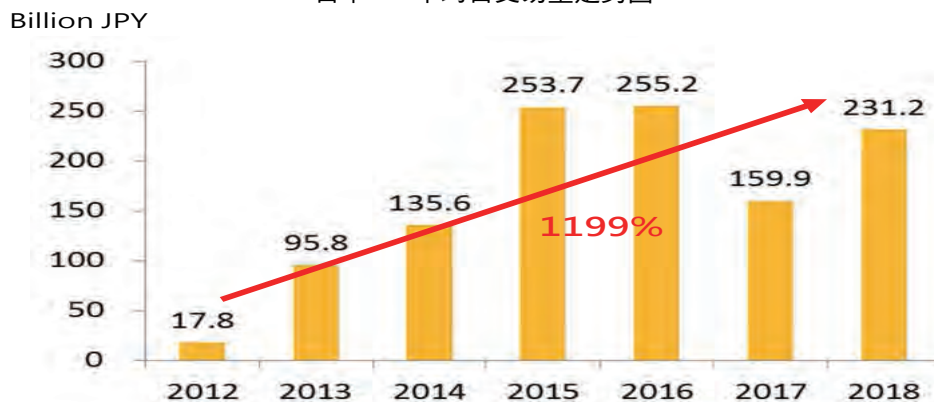
量極為驚人，2018年12月，日本期貨相關交易量占整體ETF交易量竟接近九成上下。日本導入期貨發展ETF產品後，成交量水漲船高，其中主要是槓桿／反向ETF的貢獻，自2012~2018年，日本ETF成交量暴增12倍。

日本期貨相關ETF 與 非期貨ETF規模占比



資料來源：日本交易所集團，元大投信整理，統計到2018年年底（單位：日圓）
交易量比重為2018年12月ETF交易量統計

日本ETF平均日交易量走勢圖



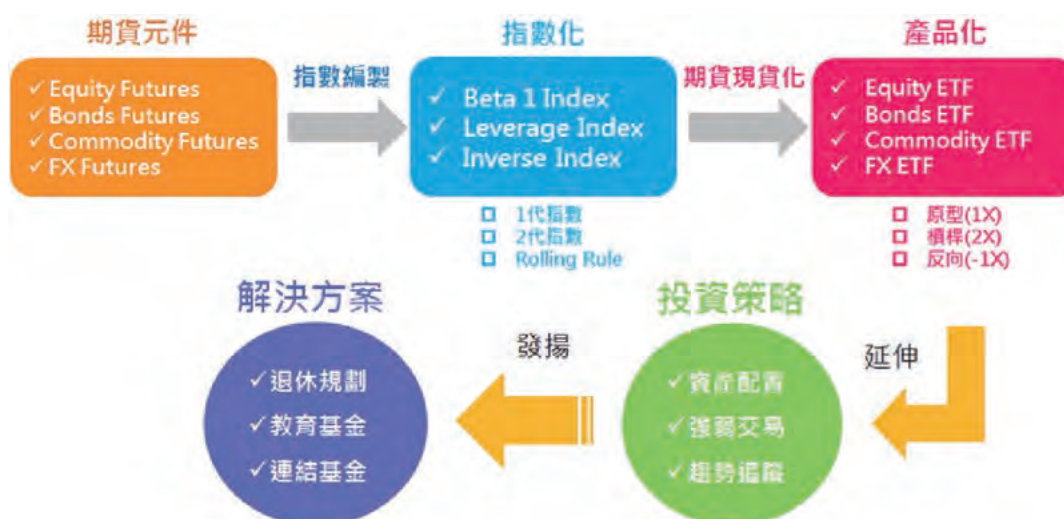
資料來源：日本交易所集團，元大投信整理，統計到 2018 年年底。

從亞洲各國發展可發現，期貨現貨化已經是國際發展主流趨勢，ETF市場導入期貨元素後可有效活絡ETF市場交易，可為資產管理業者延伸出最佳的解決方案，成為資產配置的重要元件，增添ETF市場活水。

另外，從指數編製的角度觀察，指數編製機構一開始運用期貨多元資產連結之特性，發行另類資產ETF（如：黃金、原油、白銀甚至VIX指數），以及槓桿反向期貨指

數（如：S&P槓桿/反向、滬深300槓桿/反向），但由於相關指數大多數均具高波動特性，因此其性質均接近交易工具；近年我們已發現期貨指數開始朝向資產配置元件的方向發展，例如美國國庫券期貨指數、或是美國S&P 500 期貨指數，而且均有相關ETF發行，顯見期貨ETF的角色已非單純波段交易的避險工具，更是已經朝向長期資產配置發展，其運用價值不斷地在提高。

期貨元件在指數型商品的運用演進圖



資料來源：元大投信



『股指期貨ETF』 成就期貨現貨化

期貨現貨化讓商品、原物料...等另類資產投資，變得更簡單。以日常大家生活最直接關係的咖啡豆來說，若是直接持有咖啡豆現貨，必須考慮到天災人禍，以及運輸、倉儲、庫存等成本；若是自行操作期貨則要考慮高額的保證金，以及到期的轉倉交易成本。不管哪種方式，對於一般投資人來說，困難度不小，但如果是投資咖啡豆ETF，就可以用最便利的證券交易模式布局咖啡豆行情走勢。

期貨現貨化不只僅可以連結運用在商品、原物料及另類資產上，若回歸到有關期貨的追蹤標的產品，目前最被投資人接受的是股指期貨，也可以設計成為股指期貨ETF。股指期貨ETF以簡單的方式解釋，就是投資股指期貨契約，並追蹤股指期貨指數的ETF產品。其特性是使用股指期貨編製為期貨指數，並透過期貨ETF的操作，達到同步、便利與準確之追蹤效果，不僅讓期貨現貨化，更增加了產品發展的多樣性。

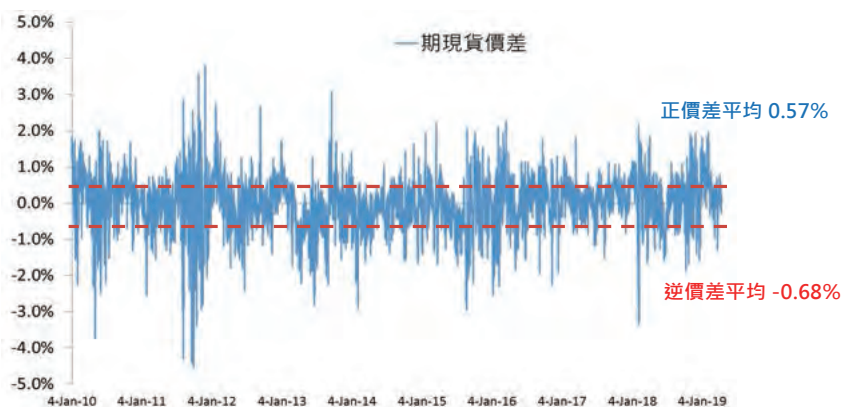
股指「期貨指數」與「現貨指數」有何差異？

過去大家對現貨指數的ETF並不陌生，以國內第一檔ETF元大臺灣50 ETF (0050) 為例，其基金管理操作方式主要以追蹤臺灣證券交易所

與富時指數公司合作編製的臺灣50指數，指數編製規則是選取台股市值前五十大公司，經理人定期依照指數規則檢視調整持股，與時俱進的作法，讓投資人買進一個籃子受益權單位的元大臺灣50 ETF，等同一次買進臺灣市值最大的50家公司成分股的投資機會。

而「期貨指數」與「現貨指數」到底有什麼差異呢？我們可以下圖MSCI新興市場期現貨日價差為例，2010年1月至2019年4月份期現貨正價差平均在0.57%，逆價差平均在0.68%，從圖中觀察可以分析出兩個面向，首先，從追蹤誤差的角度，期貨與現貨之間本有價差存在，股票槓桿/反向ETF，交易期貨以追蹤現貨指數，不免會受到基差影響。但運用股指期貨槓桿/反向ETF，交易期貨追蹤期貨槓桿/反向指數，將藉此免除基差衝擊達一定程度，或可提升追蹤效率。其二，從期貨指數授權的角度來分析，股指期貨指數編製及授權有別傳統的現貨指數，需整合期貨資訊公司與指數編製機構方能共同完成股指期貨指數之編製。

MSCI新興市場期現貨日價差



資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2010/01~2019/04。

股指期貨ETF 與 商品期貨ETF轉倉差異

傳統的商品期貨指數轉倉，大多為近月期貨轉次近月期貨，但由於許多商品及原物料期貨契約轉倉為正價差（Contango），若期貨指數單純只由近月期貨轉次近月期貨，其轉倉成本往往會大幅影響相關商品期貨ETF績效；最明顯的例子就是全球首檔原油期貨ETF - USO，該檔ETF在2009年原油現貨大舉反彈77.94%的時候，僅交出18.67%的

成績，落差高達59.27%，最主要的原因即在於原油期貨轉倉成本之衝擊。

然而股指期貨指數的近遠月轉倉特性，與商品期貨指數有太大的不同，以美國國際交易所（ICE）MSCI新興市場期貨為例，依照2009/9~2019/1時間區間之每月轉倉日價差計算，每次轉倉平均為 -0.23%（逆價差）。2010~2018年每年平均轉倉價差為-1.05%（請參考下圖）。

ICE MSCI新興市場期貨指數每年轉倉價差情形



資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2010/01~2019/04。

正因為股指期貨指數所連結商品本質為一籃子股票的概念，所以長期轉倉處於逆價差（Backwardation），也就是遠月價格較近月價格來的低，雖然股指期貨沒有持有股票的配股及配息，但因為轉倉的逆價差就會隱含著股利、股息的概念，而且不僅在股指期貨ETF會有此差異現象，倘若運用在債券型的期貨商品上以連結具有領息特性的債券者，也會有此類似之差異現象。

『股指期貨ETF』開創期貨ETF新紀元

股指期貨ETF的三大優勢

股指期貨ETF產品的3大優勢可分為「即時性」、「忠實性」及「效率性」。首先，即時性優勢來說，目前許多跨時區市場，比如說：歐洲與美洲的市場與臺灣股市的交易時間並未重疊，因此發行跨時區市場之ETF產品，相關ETF產品在臺灣交易時間內，其價格跳動是相對有限的，但由於期貨市場是



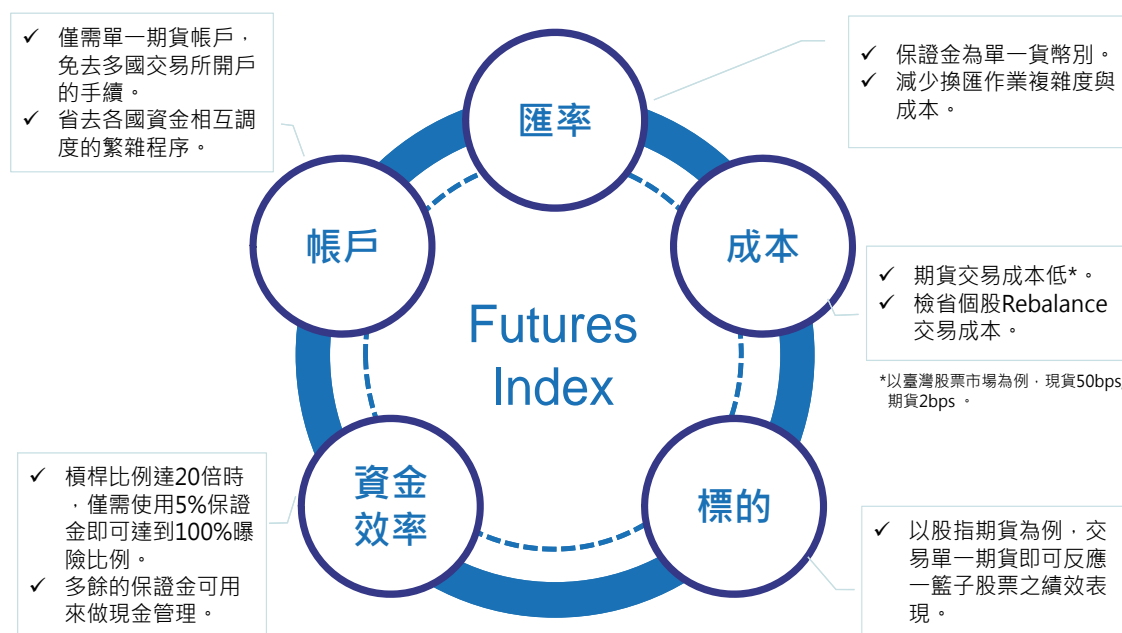
Market information

接近24小時跳動，因此即使在臺灣交易時間內，期貨ETF還是可以讓行情維持一定程度的波動，即時反映行情波動。境外ETF之投資標的，其交易時間若與臺灣交易時間未重疊，在臺灣交易時段內，其ETF價格波動將極為有限，無法有效反應市場供需，由於期貨接近24小時交易，運用股指期貨發行ETF產品，追蹤股指期貨指數，將可即時反應全球行情波動。

在忠實性優勢部分，跨國ETF常常因為外匯升貶影響報酬，股指期貨僅需要10%~20%的保證金即可創造100%的曝險，因此如果發行股指期貨ETF產品，只有少部分的保證金部位會有外匯曝險，以原型或反向ETF來說，大概只有原始保證金加計超額

保證金約20%的部位會被匯率升貶影響，而若以槓桿ETF來說，其原始與超額保證金合計最多也只有40%會受到匯率衝擊，因此相比傳統ETF產品，可以更忠實的反應指數績效。

效率性的部分，過往發行海外ETF商品，開戶、換匯、資金調度等作業都非常繁瑣，如果投資的市場橫跨不同區域甚至延伸全球，相關作業的複雜度更是呈現倍數成長，但若運用期貨布局跨國市場，只要交易單一標的即可達到布局特定區域國家的效果，相關前置作業極為精簡，而且僅需使用單一幣別之保證金，資金調度也換匯作業也相對單純，在操作上之難度與複雜度相對簡單很多。



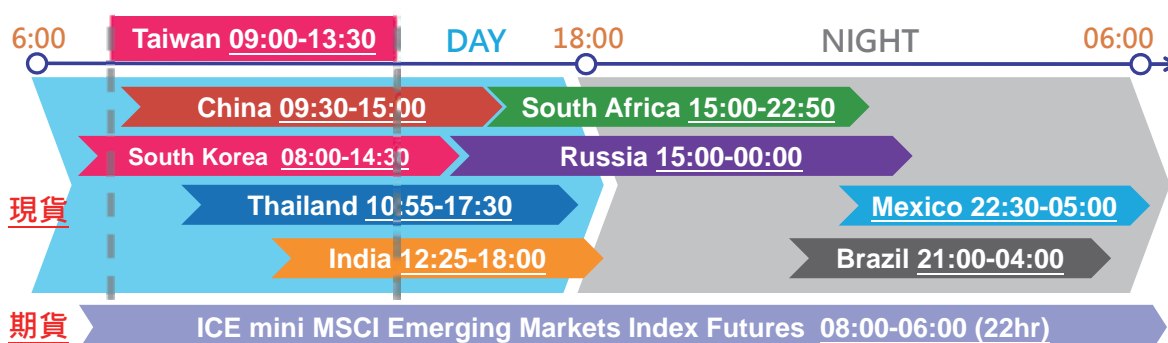
資料來源：元大投信

亞洲具代表性的股指期貨ETF

股指期貨ETF已於亞洲市場開始萌芽，2018年3月23日亞洲首檔MSCI新興市場指數期貨ETF在韓國發行，基金的曝險部位主要以MSCI新興市場期貨為主，有別於傳統的股票型的ETF。該基金運用美國ICE交易所發行的MSCI EM期貨指數來作為ETF指數主要追蹤工具，其主要是善用其該期貨的交易優勢，該期貨交易時間長達22小時，可即時反映新興市場國家股市的漲跌，因為

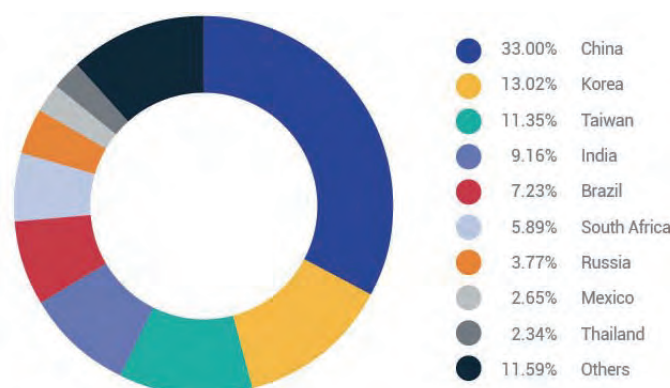
MSCI新興市場指數總共涵蓋26個國家，屬於區域型的期貨商品，其個別國家交易幣別均有差異，且其中有接近五成權重的市場，其大部分交易時間與韓國未重疊，韓國三星所發行的MSCI新興市場期貨指數ETF，可以創造一個可以忠實反映MSCI新興市場指數即時價格波動的交易元件，而且這個追蹤期貨指數的ETF產品，其所受到匯率波動的衝擊，遠較追蹤現貨指數的ETF產品要來得小。

MSCI新興市場國家TOP 9交易時間分布



備註：交易所交易時間統一為台北時間。(GMT+8)
資料來源：Bloomberg，元大投信整理，2019/08。

MSCI新興市場國家權重分布



資料來源：MSCI，2019/3/29。



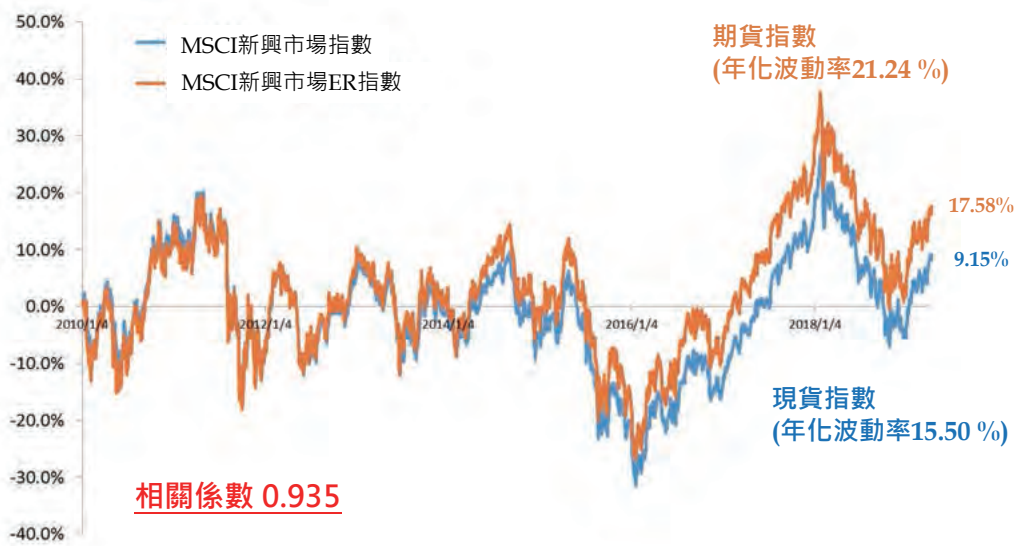
Market information

股指期貨ETF，具股息再投資（Dividend reinvestment）的概念

在上述我們曾提到股指期貨轉倉價差有別於傳統的商品轉倉，在股指期貨指數的轉倉機制中，也隱含了投資理論中的股息或股利再投資計畫（Dividend Reinvestment Programs, DRIP），亦即以簡單的方式做到投資的複利效果，將其發揮極大化。以MSCI新興市場期貨為例，MSCI新興市場期貨長期轉倉

呈現逆價差，有股利、股息隱含於轉倉價差內效果，歷史資料顯示，該期貨長期表現略優於MSCI新興市場價格現貨指數表現。股指期貨ETF打破傳統期貨ETF僅適合策略型的印象，股指期貨ETF將帶領期貨ETF走向資產配置，投資人更可以選擇其用來作為定期定額的投資標的。以美國洲際交易所（ICE）MSCI新興市場期貨為例，MSCI新興市場期貨指數長期下來優於MSCI新興市場現貨指數。

MSCI新興市場現貨指數 與 期貨指數累計報酬（美元計價）



資料來源：SGX, Bloomberg, 元大投信整理，2010/01~2019/04。

股指期貨ETF搭配選擇權，將創造股指期貨指數未來無限可能

除了單純的股指期貨指數外，國外交易所及指數編製機構在期貨指數的設計上，進一步加入了選擇權的搭配元素，例如保護性買權（Cover Call）策略的Buy Write指數及保護性賣權（Protective Put）策略的Put Pro-

tection指數，這些都是運用傳統期貨元件加上選擇權的避險元件混和搭配的期貨策略指數，目的為了降低傳統期貨指數設計上的波動率，在期貨指數的設計上運用期貨及選擇權的特性來加以變化，讓期貨指數的相關產品未來發展有無限的想像可能。

以國際上最具規模的前4大股指期貨策略指數ETF來看，有保護性買權（Cover Call）策略的Buy Write指數ETF就占了三檔，其中

最大的是以Nasdaq-100期貨指數的ETF，顯現期貨工具的運用在資產管理業者已變成一門顯學。

國際上TOP 4股指期貨、選擇權策略指數ETF

Symbol	ETF Name	AUM (\$ 百萬美元)
QYLD	Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF	\$624.98
追蹤指數	CBOE NASDAQ-100 BuyWrite V2 Index (BXN)	
PBP	Invesco S&P 500 BuyWrite ETF	\$325.46
追蹤指數	CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM)	
PUTW	WisdomTree CBOE S&P 500 PutWrite Strategy Fund	\$222.13
追蹤指數	CBOE S&P 500 PutWrite Index (PUT)	
HSPX	Global X S&P 500 Covered Call ETF	\$112.64
追蹤指數	S&P 500 Stock Covered Call Index	

資料來源：ETFdb.com，元大投信整理，2019/7/25。

股指期貨ETF，對國內資產管理業之價值所在

過往國內資產管理業對於期貨的定位，多半將其單純視為衍生性金融商品，其運用大多偏重於短期槓桿交易與避險，且其角色較近似為輔助元件，而非資產管理之主流。而在一般投資人的過往印象中，期貨高槓桿的特性也同時伴隨著高風險，如今，資產管理業者透過期貨現貨化的過程，反將其高槓桿及高風險的劣勢轉換為基金管理優勢，可

發現自2006年開始，期貨開始被大量使用於指數編製，發行期貨ETF產品，期貨指數涵蓋之資產類別也日益增加，其性質亦開始由交易工具走向資產配置元件，因此間接創造出資產管理業者產品設計的無限可能，相信未來如發行股指期貨ETF，將創造出期貨現貨化的新紀元。

