



期貨信託事業發展思維再進化， 點亮臺灣資產管理創新之路



元大投信期貨信託部

臺灣期貨信託資產管理發展演進

回顧我國期貨信託事業發展，在主管機關的規劃與建設下，我國開放業者進行期貨信託基金業務，自2009年第一檔期貨信託基金發行以來的近15個年頭，期貨信託事業扮演著臺灣資產管理業發展中新生代的角色，讓市場投資人可以透過期貨信託基金間接參與期貨市場脈動，近年來發展演進更是在市場上造成廣大迴響，交易量曾創下我國集中市場單日成交總數最高、規模曾創下單一類別全球第一，上述現象都說明著臺灣期貨信託事業的發展極具潛力及爆發力。時至今已取得重大成果，制度方面因相關單位的努力，現階段投資人保護及市場運作機制趨近成熟，無論是基礎建設或法規修訂均可說已臻完善。這也吸引著其他國家資產管理業者或交易所來向我國取經，可見臺灣期貨信託事業實已漸成為亞洲期貨信託基金交易中心。

回顧近15年發展演進，我們可以把臺灣期貨信託發展分成三個階段來探討：

一、『階段一』為2009~2014年的產品發行多元化階段。此階段為期貨信託事業產品發行的草創期，也是期貨信託產品發行的探索階段，當時共有4家期貨信託事業發行了5檔期貨信託基金，三檔為CTA（Commodity Trading Advisor）概念之基金，追求絕對報酬，二檔為商品市場多頭基金，屬相對報酬。

二、『階段二』受期貨ETF法規的逐步開放，2015~2020年期貨信託事業開始進入期貨現貨化的新紀元階段。在2015年4月業者獲准發行了臺灣第一檔期貨ETF，緊接著三年多時間一共發行17檔期貨ETF，其中有6檔原型ETF，11檔槓桿/反向ETF。管理總規模更是在2016年2月突破100億新臺幣，主要規模貢獻為原油系列的ETF；2017年6月突破200億新臺幣，主要規模貢獻為原油槓桿系列ETF，2019年3月期貨信託基金總規模突破了300億新臺幣，主要規模貢獻為商品型ETF及另類ETF，2020年時總體受益人數更是高達28萬人。第二階段為期貨信託事業重要的成長階段，為期貨信託資產管理創下許多里程碑，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，也奠定了臺灣期貨信託事業的基礎。

三、『階段三』為2021~2024年投資人保護及法規制度的完善階段。因2020年全球政經情勢受新冠疫情影響，當時造成全球國際金融市場劇烈波動，使得有兩檔期貨ETF觸碰到最近30個營業日之基金平均淨值，已較最初發行淨值累積跌幅達90%之下市門檻，這也讓大家開始思考如何透過完善的投資人保護制度及強化基金管理規範來更完善期貨信託事業發展。在主管機關、證交所及期貨公會之完善規畫下，2021年啟動一系列的制度修訂，主要可以分為「加強基金管理之控管」及「投資人保護機制」兩大類，透過兩大類制度的設計，讓投資人可以更了解期貨ETF產品特性及屬性，把適合的投資人留下，並強化受益人之產品認知。上述兩大類控管規範簡述如表1。

表1、近年來新增之期信相關控管規範

類別	規範簡述
強化基金管理之控管	期貨信託事業因應基金期貨信託契約所定特殊情形調整投資策略前，應於內部控制制度訂定相關啟動作業流程之要點。
	期貨信託契約範本第34條條文修正，應明定「重大差異」之衡量標準。
	期貨信託契約範本第27條條文修正，因應指數股票型基金分割反分割規劃案增修相關規範。
	期貨信託事業應配置適足、適任的風險管理人員，並增訂風險管理人員應具備的資格條件及應為專職等規定。
投資人保護	期貨ETF證券簡稱修正，為利投資人明確辨識區隔「期貨ETF」與「證券ETF」商品屬性，在期貨ETF證券簡稱加上期字。
	強化投資人風險認知，「槓桿反向指數股票型期貨信託基金受益憑證交易檢核表」供投資人檢核測驗。
	期貨信託事業應依公平、合理之原則於內部控制制度中訂定指數股票型期貨信託基金配售作業流程。
	應定期重新審查，以確認該基金之風險等級，是否反映實際產品風險。
	明顯弱勢族群投資人之控管，不主動介紹屬高波動度之基金產品，並應檢視客戶填寫內容之完整性。
	期貨ETF跌幅達一定條件之管控措施，如期貨ETF之最近十個營業日，平均NAV跌幅達65%、75%、85%之管控措施；或解除條件，如期貨ETF自上述措施實施日起之連續三十個營業日，每日回復65%、75%、85%。

資料來源：元大投信整理，2024/8

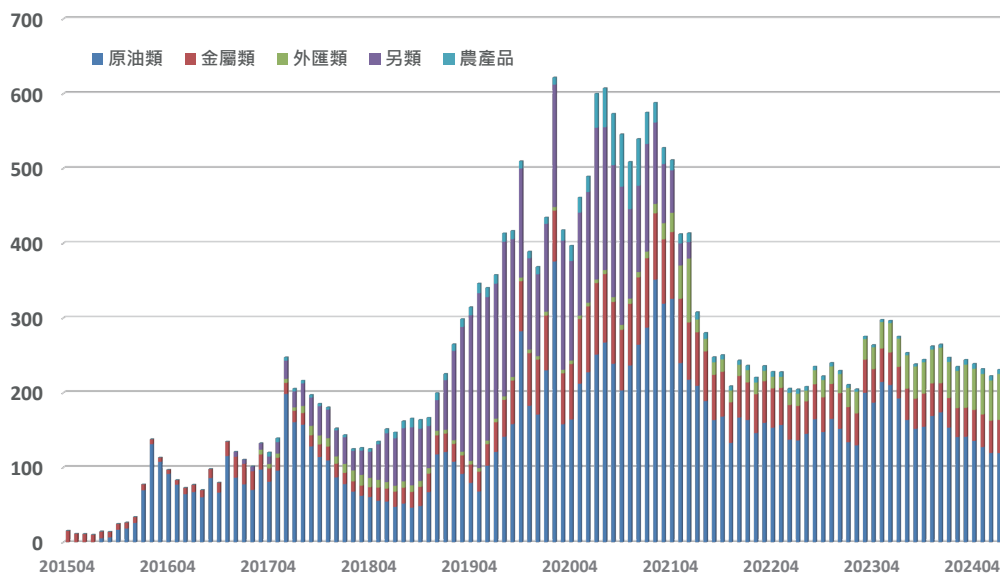


圖1、各類型期信ETF規模分布

接軌國際 打造亞洲期貨信託事業發展中心

依據期貨信託基金資訊觀測站最新資料顯示，目前臺灣公募期貨信託基金共有15檔，1檔為一般型基金、14檔期貨ETF，整體規模主要貢獻來至於期貨ETF，其規模及受益人數占比皆有高達99%，數據顯示臺灣投資人對期貨ETF接受程度相當高。臺灣期貨ETF發展至今追蹤標的分散至原油、工業金屬、貴金屬、外匯、農產品、波動率指數…等商品，投資人透過期貨ETF以賺取價差為主要交易目的，此情形也造成了現行臺灣期信商品屬性過於單一。

現階段要如何解決臺灣期信商品屬性過於單一問題，就成為一個重要課題。從前段所述之期貨信託事業三個階段，可以說已具備了主、被動基金的管理實務經驗，加上近年來的法規持續演進完善，讓我國期貨信託資產管理可以更有本錢跨出下一步來接軌國際的資產管理賽道，提升臺灣成為亞洲期貨信託事業發展中心。

要提升臺灣成為亞洲期貨信託事業發展中心，我們勢必先打開眼界和視野，借鑒國外產品發行經驗來做為我國期貨信託事業發展之藍圖參考，並且反觀在新產品的發行上是否須有相對應的法規及制度開放，讓期貨信託事業在新產品的創新及發行上可以如魚得水，駕輕就熟。

借鑒國外產品發行經驗 再次定位期貨信託資產管理藍圖

發展策略型ETF

科技日新月異，隨著電腦運算速度提升，使得投資方法也有所改變。量化技術日漸興

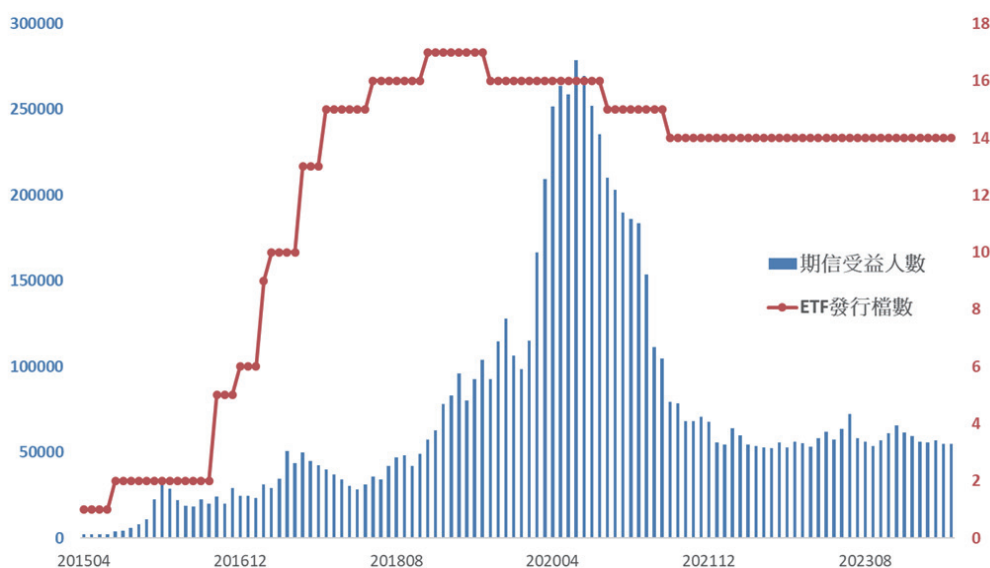


圖2、期信ETF受益人數及發行檔數

盛，國外新型態投資產品相繼問世，讓投資人有更加多元的投資選擇。研究國外目前現有的投資產品，發現新型態ETF將有機會解決目前我國期貨信託事業所遇之困境，此新型態ETF我們可稱為「策略型ETF」。

近年來國外期貨ETF發展從被動型ETF逐漸發展成主動型ETF，從過去以交易為導向的ETF交易元件轉換成資產配置的元件，以國外近期推出的新形態ETF—策略型資產配置ETF，倘若期貨ETF運用策略型資產配置ETF中的資產配置、期貨交易策略、量化方法等技術發行新型態基金，相信我國期貨信託市場將接軌國際、實現金融創新。透過期貨信託事業來發展策略型ETF，可運用期貨槓桿特性，透過資產配置模組的量化概念以求獲得長期穩定的報酬；此產品與資產管理業者所追求之投資目的相契合，並可對投資人或法人在資金運用上有資產分散並降低現有投資組合之投資風險的效果。

交易策略具有多樣性與創新性，倘若將策略之操作邏輯編製成指數並進行規律性操作，例如NXS MOXA Index或是Bloomberg GSAM Index，將使得交易策略透明，而ETF是以追蹤標的指數為操作邏輯，倘若將策略指數與ETF相互結合創造出新形態ETF，將為投資人提供多樣化選擇，亦可讓投資人享受到資產配置所帶來的效果。

透過期貨ETF持續扮演期貨現貨化重要角色

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，並非資產管理之主流。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，在主管機關法規開放



下，期貨信託事業以透過期貨現貨化的過程，反將期貨高槓桿及高風險的劣勢轉換為基金管理優勢，採取相對低的基金曝險來做為基金的管理。

我們可發現在國際上，自2006年開始，期貨開始被大量使用於指數編製來發行期貨ETF產品。在國內期貨信託事業透過期貨的專業操作，並善用期貨槓桿特性，使得期貨信託事業扮演期貨現貨化不可或缺的重要角色，透過發行期貨ETF，大大拉近投資人參與期貨市場的距離，近年來在國外業者以發行進入門檻較高或管理較不易的期貨商品之期貨ETF，例如：碳權ETF、比特幣ETF…等，透過期貨現貨化的過程，不僅可以減少投資人在期貨市場上因資金管理不當而造成超額損失（Over Loss），並以低槓桿的基金管理方式，讓期貨保證金專戶之維持率維持在安全的水位，不妨也是保護投資人的方式之一。

期貨ETF的誕生讓過去未接觸過期貨或對其陌生的投資人也可以透過期貨ETF來間接參與期貨市場商品，也因此，期貨ETF也為期貨市場帶來前所未有的影響，期貨ETF更強化了期貨市場的交易結構，不僅在成交量及未平倉量的增加，也間接代表著參與者結構的多元拓展。

支持國內業者自主研發絕對報酬基金

在期貨信託事業發展第一個階段，投信業者以國泰投信在2009年發行Man AHL組合期貨信託基金，是由子基金進行投資。隔年，元大投信在2010年發行多元策略期貨信託基金，是採取委外操作，兩者所發行之基金皆屬於國外CTA基金，以追求絕對報酬績效為目標。不過，兩檔基金皆由國外資產管理業者操作，基金管理及操作的關鍵技術皆掌握在國外資產管理業者手中。

過去投資人要在期貨市場、選擇權市場去尋求操作賺錢，需要花許多時間研究，若操作不慎還會被追繳保證金或有斷頭風險，如支持國內投信業者以自主研發並發行期貨信託絕對報酬基金，由國內專業法人團隊來幫客戶管理及操作，更是投資人一大福音，投信業者也可以從過去的黑盒子合作模式晉升至自主操作，同時可以扶植及培養期貨信託自主操作之資產管理專業人才，朝國際大型投資機構管理技術邁進。

從以期貨信託事業發展獨特性角度分析，期貨由於具有連結能源、貴金屬、民生金屬、農產品、股票、債券、利率和外匯八大類資產多元性，是主動式產品策略設計時的重要交易元件，透過均衡的管理期貨投資組合為投資人提供多元化的全球投資機會，透過多元策略資產配置達到低波動、穩定報酬之穩定投資收益，讓投資人資產配置達到1+1>2的效果。

期貨信託與證交所發行的主動型基金最大的不同在於期貨信託主動型基金可以多空雙向操作，跳脫傳統資產配置局限於股債配置之投資組合，並追求絕對報酬績效，使得期貨信託事業可在資產管理上獨樹一格。不僅如此，絕對報酬基金除了跟一般型基金收取合理管理費外，當績效創新高時，還可以對基金受益人收取績效費，是期貨信託事業除了管理費收入外之另一項營收來源。依據國外資產管理業者發行CTA之經驗，如絕對報酬基金有穩定的獲利報

酬，將有機會帶來穩定的規模成長，更是機構法人或市場投資人在資產配置上的重要元件。

萬事俱備 只欠東風—法規開放之建言

開放策略型ETF及其曝險限制

比對「證券商發行指數投資證券處理準則」第2條、第3條與「期貨信託基金管理辦法」第10-1條、第10-2條、第10-4條，ETN與ETF具有類似的法規條文，但再比對「臺灣證券交易所股份有限公司指數投資證券買賣辦法」中，ETN種類的定義卻與「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」的ETF種類定義有所差異，目前臺灣已開放策略型ETN的上市，而策略型ETF並未有相關定義，如期貨信託業者要發行策略型ETF必須有在法規上進一步開放。故期望於「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」增列策略型ETF相關規範，為我國投資市場增添多元樣貌。

除此之外，依據現行「期貨信託基金管理辦法」並未規定基金曝險區間，不過依據中華民國期貨業商業同業公會中期商字第1100001605號函，新增「基金部位曝險比率與所追蹤指數所定比率有重大差異者」項目，並依各檔期貨ETF之投資風險及特性，明定「重大差異」之衡量標準。檢視現有期貨ETF基金公開說明書所示，重大差異的衡量標準以基金整體曝險比率低於標的指數成分期貨契約及有價證券部位之00%或超過00%作為設計概念，考量策略型ETF在公開說明書上所設計之操作限額可能會因策略型ETF之策略設計概念而與一般型ETF有所不同，故建議對於策略型ETF之重大差異規範進行放寬，以達到策略設計之綜效，並符合實務操作之需要。

放寬壽險法人10%期貨信託基金投資限制

如期貨信託事業發行策略型ETF或絕對報酬基金有提升投資組合或策略之期望報酬特性，較適合長期資金投資，然以國內現況，較要求長期穩定報酬的保險業資金卻對於投資期貨信託基金有窒礙難行之處。依據金管保財字第10602505041號令，保險業資金對每檔期貨信託基金或期貨ETF之投資總額不得超過該基金已發行之受益憑證總額百分之十。同時，期貨信託基金並不屬於投資型保險契約可投資之標的，使保險業無法有效透過投資期貨信託所發行之基金來分散投資組合風險。

現行臺灣所發行的股票ETF及債券ETF屬於「其他經主管機關核准保險業購買之有價證券」，依「保險法」第146條之一第一項第六款規定，投資上限為保險業資金的10%。至於期貨信託基金及期貨ETF，同樣屬於「其他經主管機關核准保險業購買之有價證券」，但投資限額除了保險業資金10%之外，還加上「不得超過該基金已發行受益憑證總額百分之十」限制，造成保險業投資期貨基金之意願薄弱。



而投資型保單及類全委投資型保單可投資標的依「投資型保險投資管理辦法」第10條，採正面表列，但列表中並未包含期貨信託基金，使得投資型保單完全無法連結或投資於期貨信託基金，因此如可適時放寬壽險法人對期貨信託基金10%之投資限制，並將此類型之期貨信託基金納入投資型保單可投資之標的列表。

基金投資四大流程再簡化 縮短經理人決策及執行之時間

在國際上絕對報酬基金尤以CTA（Commodity Trading Advisor）聞名，在訊息萬變的金融市場中及隨著電腦運算速度的提升，期貨策略交易大多以量化交易為主體來做為基金主要操作模式，然而如果在臺灣期貨信託要發展主動型操作概念之絕對報酬基金，勢必將再簡化現行之基金投資四大流程來兼顧量化投資決策之執行品質，大大提升基金經理人操盤效益，使基金投資人間接受益。

主被動發展共榮 為期貨信託事業再創高峰

現階段期貨信託資產管理規模以期貨ETF為主，屬於被動型基金，基於投資人偏好分析亦可發現，在相同投資標的的選擇下，國內投資人偏好透明度較高且費用率較低之ETF作為投資元件，期貨ETF的發行奠定了現階段期貨信託事業良好的基礎。如可以善用期貨信託事業在期貨被動型基金管理之能力，讓產品延伸至期貨或選擇權進入門檻較高的商品來進行產品設計及創新，運用期貨信託資產管理人員之期權專業，間接強化國內期貨資產管理人才量能。

然而，如果從主動型基金角度解析，現行國內期貨信託基金產品仍有許多發展以及待努力的空間，以目前我國投資人若欲購買期貨策略基金僅能選擇國外避險基金、CTA（Commodity Trading Advisor）或私募基金，一般投資人較難接觸到，部分境外基金甚至可能還需要專業投資者（PI）資格才可以購買，且境外量化基金往往都是以績效為主要行銷方式來吸引投資人購買，但對於基金投資策略及監管規範則多不公開，投資人要理解其基金操作概念或有難度，甚至有些境外基金並未透過國內合法投信投顧業者來進行銷售，對投資人更是一大風險。以近期基金詐騙新聞案件可以得知，兆富非法販售境外基金，其販售違法金融商品超過20年的澳豐基金，使得國內超過萬人受害，吸金金額上看二千億元。如果可以開放策略型ETF或鼓勵國內業者自主研發絕對報酬基金，把有此需求之客戶留在國內投資，這不僅可以避免投資人購買到非法的境外基金，也可間接扶植國內期貨信託業者在主動型基金的研究及發展。

綜合上述，現行期貨信託事業在被動型ETF基礎下來發展主動型基金，期貨信託事業主、被動基金發展相互共榮，培育臺灣期貨資產管理人才，為期貨信託事業再創高峰。 