

市場推廣 Marketing

# 由主動式ETF的 全球發展看主動式 管理期貨ETF



統一投信 副總經理 章錦正

## 主動式ETF的基本概念

主動式ETF（Active ETF）是一種結合主動管理與交易所交易基金（ETF）特性的金融商品。與傳統被動式ETF不同，主動式ETF並非單純追蹤特定指數，而是由基金經理人根據市場狀況主動調整投資組合，目標是超越基準指標的績效表現。這種設計使得主動式ETF兼具共同基金的主動管理優勢與ETF的交易便利性，例如透明度高、流動性強、成本相對較低等特點。



主動式ETF的運作方式與傳統ETF類似，投資人可以在證券交易所進行買賣，價格隨市場波動即時變動。然而，其投資組合的調整頻率更高，且不受限於特定指數成分，這使得主動式ETF更具靈活性，能夠因應市場變化快速調整策略。此外，主動式ETF通常會設定績效指標（Benchmark），並在公開說明書中詳細揭露相關資訊，供投資人參考。

## 主動式ETF的國際發展歷程

主動式ETF的發展起源於美國，並在近年來迅速擴展至全球市場。2018年，全球主動式ETF的規模首次突破1,000億美元，而截至2024年8月，其規模已達到1兆美元，六年間成長了十倍，成為ETF市場中增長最快的類別。美國市場的主動式ETF尤其受到投資人青睞，過去兩年新發行的ETF中約有70%為主動式ETF，顯示其市場接受度極高。

除了美國，亞洲國家也積極推動主動式ETF的發展。韓國於2017年率先開放主動式ETF，香港則在2019年跟進，日本也在2023年加入這一趨勢。這些國家的經驗表明，主動式ETF不僅能滿足投資人對多元化投資工具的需求，還能提升資本市場的活力與競爭力。例如，韓國的主動式ETF市場在開放後迅速成長，吸引了大量國際資金流入，進一步鞏固了其作為亞洲金融中心的地位。

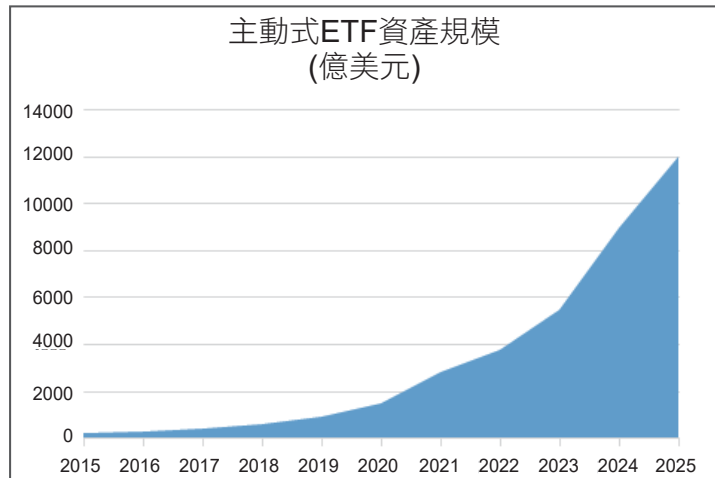


圖1、主動式ETF資產規模

## 主動式ETF的市場表現與投資人接受度

主動式ETF的市場表現與投資人接受度與其設計特點密切相關。由於主動式ETF由專業經理人操盤，其投資組合更具靈活性，能夠因應市場變化快速調整策略，這使得其在某些市場環境下表現優於被動式ETF。例如，在市場波動較大的時期，主動式ETF能夠通過靈活的資產配置降低風險，並捕捉潛在的投資機會。

然而，主動式ETF的表現也受到基金經理人能力的影響。根據統計，部分主動式ETF確實能夠超越基準指標，但也有部分表現不如預期。因此，投資人在選擇主動式ETF時，需仔細評估基金經理的過往績效與投資策略，並充分了解產品的風險特性。

總體而言，主動式ETF的國際發展趨勢顯示，這種新型投資工具具有巨大的市場潛力。其結合了主動管理與ETF的優勢，能夠滿足投資人對多元化、靈活性與透明度的需求，並在提升資本市場效率方面發揮重要作用。

主動式ETF（Active Exchange-Traded Funds）近年來成為資產管理領域的革新焦點。與傳統被動式ETF追蹤指數不同，主動式ETF由基金經理團隊根據市場趨勢、產業分析或量化模型主動選股，目標在於創造超額報酬（Alpha）。這種新型態的投資工具結合了ETF的流動性、透明度優勢，以及主動管理的靈活性，成為投資人尋求更高收益的新選擇。

主動式ETF的核心特性在於其「每日持股透明度」。早期的主動式ETF須每日公開持倉，這可能導致投資策略被競爭對手複製，限制了其發展。然而，2020年美國證券交易委員會（SEC）通過了「半透明ETF」框架，例如富達（Fidelity）的Active Shares模型，允許基金經理延遲揭露持股細節，從而解決了策略外流的顧慮。此外，主動式ETF的費用結構通常介於傳統共同基金（約1%）與被動ETF（0.1%~0.5%）之間，平均約0.75%，這種性價比優

勢吸引了許多尋求平衡收益與成本的投資人。

在全球市場中，美國因法規彈性與投資人接受度高，成為主動式ETF的主要戰場。截至2023年底，美國主動式ETF資產規模突破5,000億美元，占整體ETF市場約6%，年成長率達30%。相較之下，歐洲與亞洲因監管限制較多，發展相對緩慢，但近年也逐步鬆綁。例如，香港證監會於2022年開放半透明主動式ETF上市，顯示出亞洲市場對這一新興產品的興趣與潛力。

美國無疑是主動式ETF的領頭羊，其市場由多家資產管理巨頭主導。例如，ARK Invest的顛覆性創新基金（ARKK）曾創下單年150%的驚人報酬率，帶動了市場對主動式ETF的熱潮。BlackRock、Fidelity等傳統資管公司也紛紛推出固定收益、ESG主題的主動策略，進一步擴大了市場規模。根據晨星數據，2023年美國新發行的ETF中，主動式占比達45%，顯示其已成為主流產品之一。

歐洲市場則在監管鬆綁後開始追趕。2021年，歐盟通過《歐洲ETF監管框架修正案》，允許基金經理隱藏即時持倉，這為主動式ETF的發展提供了更多空間。法商Amundi、德銀DWS等機構紛紛擴大布局，推出以債券與另類資產策略為主的產品。然而，歐洲投資人長期以來偏好低費率的被動產品，這使得主動式ETF的市占率僅約3%，未來仍需克服投資文化的轉變。

亞洲市場則展現出散戶驅動的潛力。日本與香港是亞洲主動式ETF的先行者。日本央行透過購買ETF支撐股市，間接推升了主動策略的需求；香港則以中國科技股、A股主題基金為主，吸引了大量投資人關注。中國大陸因法規限制，主動式ETF仍處於試點階段，但滬深交易所已啟動「主動管理型ETF」的審批實驗，顯示出未來發展的可能性。

總體而言，全球主動式ETF的發展呈現出明顯的區域差異。美國市場因創新與規模並進而領先，歐洲在監管鬆綁後逐步追趕，而亞洲則憑藉散戶市場的活力展現出巨大潛力。

### 主動式ETF的優勢與挑戰

主動式ETF的優勢在於其策略靈活性與稅務效率。與傳統共同基金相比，主動式ETF能夠快速調整持股以因應市場波動。例如，在2022年聯準會升息期間，PIMCO的主動債券ETF透過縮短存續期，有效降低了利率風險。此外，ETF的實物申贖機制減少了資本利得分配，使其在稅務效率上優於共同基金。半透明結構的引入則進一步平衡了透明度與策略保密的需求，降低了策略被抄襲的風險，同時維持了二級市場的交易便利性。

然而，主動式ETF也面臨諸多挑戰。首先，績效不確定性是其最大的隱憂。根據S&P的報告，僅約25%的主動式ETF能夠長期擊敗基準指數，這意味著投資人可能承擔「付費卻無超額報酬」的風險。其次，儘管費用率低於傳統共同基金，但與被動ETF相比仍顯偏高，這

表1、主動式ETF與被動式ETF比較表

	主動式ETF	被動式ETF
投資策略	由基金經理人主動選股，追求超額報酬。	追蹤特定指數，目標是複製指數表現。
費用率	略高（約0.5%~1.5%）。	較低（約0.1%~0.5%）。
透明度	全透明或半透明（如延遲揭露部位）。	高度透明，每日公開部位。
風險與波動	較高，因策略靈活且可能偏離指數。	較低，因緊貼指數表現，波動相對穩定。
適合投資人	適合追求超額報酬且能承受可能較高風險者。	適合追求穩定收益、低成本的長期投資者。
市場反應速度	可快速調整部位以因應市場變化。	部位調整較慢，需跟隨指數變動。
稅務效率（美國）	較高，因ETF結構減少資本利得分配。	較高，同樣受益於ETF的稅務優勢。
主要優勢	靈活性高，有機會創造超額報酬。	費用低，透明度高，適合長期持有。
主要劣勢	費用較高，績效不確定性大。	無法創造超額報酬，僅能跟隨市場表現。

要求主動式ETF必須證明其附加價值。最後，市場教育門檻也是一大障礙。許多散戶對主動策略的理解有限，容易受到短期績效影響而做出非理性的申購決策。

監管機構在這一過程中扮演了關鍵角色。例如，美國SEC要求主動式ETF須明確揭露風險指標，而歐洲ESMA則強化了流動性管理規範，以避免2008年金融危機期間的流動性問題重演。這些監管措施有助於保護投資人權益，同時促進市場的健康發展。

### 技術驅動下的革新

主動式ETF的競爭已進入「科技軍備競賽」階段。AI選股模型成為許多基金公司的核心工具。例如，J. P. Morgan的AI增強型ETF（JEPI）運用機器學習分析財報與市場情緒，2023年報酬率超越標普500指數8%。此外，即時數據整合也成為策略創新的重要方向。氣候變遷主題基金（如BNP Paribas的CLIM）整合衛星監測數據，動態調整碳排放曝險，展現了科技與投資策略的深度融合。

散戶參與的平台化趨勢也為主動式ETF帶來新機遇。Robinhood、eToro等零佣金平台推出「策略複製」功能，讓散戶能夠跟隨明星經理人的ETF操作，這不僅降低了投資門檻，也提高了市場參與度。

另類資產的納入則進一步擴大了主動式ETF的策略邊界。例如，Goldman Sachs的私募信貸主動ETF（PCLU）將非流動性信貸資產透過ETF結構證券化，解決了傳統私募基金贖回限制的問題。然而，技術應用也衍生出新的爭議。2023年，SEC對AI模型的黑箱風險提出警告，要求基金公司加強演算法的可解釋性，避免「過度擬合」歷史數據導致策略失效。

### 類管理期貨ETF—由JEPI談起

2025年將會是臺灣的主動式ETF元年，在這個ETF爆發性成長的時代，期貨與選擇權又將扮演什麼樣的角色呢？是否存在主動式管理期貨ETF的機會？不妨看看美國最大的主動式ETF-JEPI。

JEPI（JP Morgan Equity Premium Income ETF）是由摩根大通（JP Morgan Chase）管理的一檔主動式ETF，旨在為投資者提供穩定的收入流和一定程度的資本增長，它在2024年11月的規模超過360億美元，超過一兆新臺幣以上的規模。這檔基金的設計目的是將股息收益與期權策略相結合，從而提供比傳統股票基金更高的收入。JEPI的投資策略包括選擇穩定的藍籌股，並運用期權策略來提升收益，這使得它特別適合那些尋求穩定現金流和較低波動性的投資者。

這檔ETF（JEPI）主要的投資策略是以低波動高股息的選股，基金採月配息，年化配息率約7.2%；同時它配置挑選較低波動的大型股票加上賣出S&P500指數的買權（call option）以領取權利金作為主要配息來源。

與被動管理的指數型ETF不同，JEPI是一檔「主動管理ETF」，其投資組合由經驗豐富的基金經理根據市場情況進行調整。基金經理的任務是選擇高股息的股票，通常選擇那些財務狀況穩定、現金流良好的大型企業，如科技、消費品和醫療保健領域的領先公司。這些股票不僅能夠提供穩定的股息收入，也有助於基金長期的資本增長。除了股票投資，JEPI的另一個關鍵策略是使用掩護性買權策略（Covered Calls）。這是一種選擇權交易策略，基金會在其持有的股票上賣出看漲期權，通過賣出期權合約來獲得期權費，這些費用成為基金的額外收入來源。這種策略可以為基金提供額外的收益，尤其在市場波動較大時，期權費用可以顯著增加基金的現金流。掩護性買權策略的最大優勢是它能夠提高收益，然而，也存在一個缺點，即它會限制基金的上行潛力。如果股票市場大幅上漲，基金因為期權合約的限制，可能無法享有完全的股價增長潛力。



圖2、JEPI ETF與S&P500 ETF增長比較圖

該主動式ETF的最大吸引力之一是其穩定的股息收益，以2024年11月為例，其配息率超過7%。在當前開始降息的利率環境下，許多投資者對穩定的現金流需求較高，JEPI提供的高收益正是其主要賣點之一。由於期權策略的加持，基金能夠在股息收入上取得比傳統股息型基金更高的回報。對於尋求被動收入、特別是退休人士或希望進一步增加收入來源的投資者來說，JEPI是一個具有吸引力的選擇。

雖然JEPI的收益相對穩定，但也有一定的風險。期權策略限制了基金的向上的空間。如果市場表現強勁，基金的表現可能會落後於其他純粹持有股票的ETF。其次，使用期權交易可能帶來額外的風險，尤其在市場波動劇烈或期權市場不利時，這可能會對基金的收益產生負面影響。因此，投資JEPI的投資者需要理解期權策略的風險，並且要能夠接受在極端市場情況下可能出現的回報波動。總體來說，JEPI是一檔針對尋求穩定收入的投資者而設計的ETF，特別適合那些希望在低波動市場中穩定獲得收益的人。其主動管理的特性使得基金經理能夠根據市場變化靈活調整投資組合，而掩護性買權策略則提供了額外的收益來源。然而，對於那些期望基金能夠無限制地分享市場上漲潛力的投資者來說，JEPI可能不是最佳選擇。總結來說，JEPI在提供穩定收益和較低風險方面具有很大的吸引力，但投資者需要權衡其報酬率限制與所帶來的穩定性和收益優勢。

我國新臺幣計價的債券標的較少，但投資人尋求穩定收益的需求與日俱增，在我國在即將發展主動式ETF的時刻，不妨可以借鑑美國在運用期貨與選擇權操作的這類型ETF的成功發展經驗，在法規制定時多開放期貨與選擇權的使用並降低相關限制，相信我們也一定能夠發展出屬於我們的高配息型ETF，並以更穩定的績效滿足投資人資產配置的需求。

## 2025年—臺灣主動式ETF發展元年

臺灣主動式ETF（Exchange-Traded Fund）的相關規定主要涵蓋發行、資訊揭露、交易方式及監管等方面。

我國的主動式ETF由基金經理人根據特定投資目標與策略主動建構投資組合，並進行動態調整，這與傳統被動式ETF追蹤指數的方式有顯著不同。初期開放的主動式ETF包括股票型與債券型，其投資組合採取「全透明揭露」原則，即每日開盤前需公告前一天的實際投資組合，確保投資人能夠掌握最新持倉資訊。

在資訊揭露方面，主動式ETF需每日公開投資組合內容，並在基金名稱中標註「主動式」字樣，以便投資人辨識。證券簡稱的前四位為「主動」，股票型ETF的證券編碼第6碼為「A」，債券型則為「D」。此外，若實際績效與目標差異過大，基金公司需向投資人說明原因，以確保透明度與投資人權益。

主動式ETF的交易方式與傳統ETF相同，投資人可透過證券帳戶進行買賣，交易時間為上午9:00至下午1:30，並可進行融資融券及當日沖銷交易。交易手續費由證券商訂定，不得超過0.1425%，證券交易稅則為0.1%。這種靈活的交易機制有助於提升市場流動性，吸引更多投資人參與。

在監管與規範方面，金管會要求主動式ETF發行人需遵守相關法規，包括每日揭露投資組合、不強制設定績效參考指標（Benchmark），並排除申請指數資格同意的規定。此外，金管會也推動投信事業導入「責任地圖」，以強化內部控管，防止不當操作，確保市場秩序與投資人信心。

## 管理期貨主動式ETF的可能性

主動式ETF的快速發展為投資市場帶來了新的動能與活力，這種產品結合了主動管理的彈性和ETF的流動性與透明度優勢，吸引了越來越多投資人的目光。在這樣的背景下，「管理期貨」型主動式ETF的發展機會逐漸浮現。管理期貨策略（CTA）透過期貨合約在多種資產類別中進行多空操作，包括商品、貨幣、股價指數和債券等，具有分散風險、有效管理風險以及靈活調整持倉的特性，特別適合在市場波動加劇時提供避險和獲利的機會。隨著全球市場不確定性升高，臺灣投資人對於風險控管和資產配置多元化的需求也日益增加，管理期貨策略的低相關性特質使其成為投資組合中不可或缺的一環。

此外，科技的進步也為管理期貨型主動式ETF的發展提供了強力支持。大數據分析和人工智慧的應用讓策略執行更加精準，提升了主動管理的能力。同時，臺灣監管環境的逐步開放與對主動式ETF的支持，也為這類產品的推出和普及創造了有利條件。與傳統的避險基金相比，管理期貨型主動式ETF通常具有更低的管理費用，這讓它在市場競爭中更具吸引力。

國際上管理期貨型的ETF主要透過期貨合約在多種資產類別中進行多空操作，包括商品、貨幣、股指和債券等，以實現風險分散和收益最大化。這類ETF通常採用管理期貨策略（CTA），由專業基金管理團隊根據市場趨勢和量化模型動態調整持倉，適合在市場波動時提供避險和獲利機會。知名產品如ProShares Managed Futures Strategy ETF（FUT）和iMGP DBi Managed Futures Strategy ETF（DBMF），透過追蹤期貨指數或主動管理策略，為投資者提供低相關性的資產配置工具。這類ETF的優勢在於其能夠在多空市場中靈活操作，並透過期貨市場的槓桿效應提升潛在收益，但也面臨期貨市場高波動性和流動性風險等挑戰。隨著投資者對風險管理和多元化需求增加，管理期貨型ETF在國際市場上的重要性逐漸提升。

不過，管理期貨型主動式ETF的發展也面臨一些挑戰。首先，期貨策略的複雜性可能讓部分投資人感到不易理解，影響其接受度。其次，期貨市場的高波動性可能帶來較大的風險，尤其是在市場劇烈震盪時。此外，某些期貨合約的流動性不足也可能對策略執行造成影響。儘管如此，隨著市場對風險管理工具需求的增加，以及科技和監管環境的不斷改善，管理期貨型主動式ETF的發展前景依然相當看好。在風險控制的前提下，相信是大有可為。

無論是JEPI這種使用期權操作占相當部位的產品，或是管理期貨型主動式ETF，在當前市場環境下具有顯著的發展潛力，特別適合那些希望透過多元化配置來降低風險的投資人。未來，隨著產品設計的創新以及投資人教育的深化，這類ETF有機會在投資組合中扮演更重要的角色，為臺灣投資人提供更多的選擇與機會。

金管會預計主動式ETF將在三年內達到2,000億元的市場規模，並希望透過此舉平衡國內主動與被動基金市場的發展，提升資產管理業者的業務動能。整體而言，臺灣主動式ETF的開放旨在提供投資人更多元的金融商品選擇，並透過透明化與靈活操作吸引更多資金投入市場，進一步推動臺灣成為亞洲資產管理中心。在此同時，我們期待未來能進一步開放管理期貨型ETF，為投資市場進一步注入新活力。

