

川普重返白宮， 期貨ETF之功能 及未來展望



元大投信期貨信託部

全球金融市場，從2022年的股市空頭行情，走向2023、2024年的大多頭，來到了2025年，金融市場的走勢與輪廓會如何演繹呢？

2022年3月，聯準會暴力升息的起點，加上烏俄戰爭地緣政治風險，全球股市面臨壓力，雖然偶有反彈，但全年呈現空頭走勢。2023年升息放緩與終止，最後在2024年9月啟動降息循環，不只是聯準會，全球主要國家的央行，除了日本以外，包含歐元區、英國、加拿大、瑞士等，先後啟動降息循環，全球央行從升息到降息，貨幣政策拐點已到，整個金融市場的行情路徑也產生了質變與量變，股市重拾多頭動能，在2023及2024連續兩年走勢強勁。

從2022至2024年，全球金融市場漲跌的軌跡，不難看出波動的關鍵是「Fed Dependent」，聯準會的一言一行，一舉一動，都深深對金融市場產生話題及波動，然而再更細緻的探究，聯準會在貨幣政策的調整，乃至於言行舉止，如他們在FOMC會議紀要所提到的，是「Data Dependent」，其中聯準會貨幣政策的調整，基本上是基於泰勒法則，泰勒法則中的兩個變數分別是通膨（PCE）及就業（失業率），故金融市場過去三年主要就是受到通膨為主，失業率為輔的波動。

那麼來到了2025年，依舊是「Fed Dependent」或是「Data Dependent」嗎？聯準會2024年12月的季度經濟預測，利率點陣圖看到2025年降息的碼數，可能會落在2碼左右，然而今年以來，通膨看似止跌回升，而就業數據依舊一片樂觀，以至市場普遍預期2025年降息的碼數可能落在1~2碼，並且大致反映在股匯債市的價格上，所以「Fed Dependent」或是「Data Dependent」的時代已逐漸過去，2025年需要觀察什麼指標來判斷行情走勢，答案應該不難猜，就是「Trump Dependent」。

川普2.0來臨 全球金融市場波動加劇

美國第45、47任總統川普，不論是在此次的選舉前後、就任前後，甚至是過去四年民主黨拜登的任期中，他的言行舉止都引發全球金融市場的關注，並且在一定程度上，也引起了行情的漣漪。一直以來川普在社群媒體上都相當活躍，在前身為推特的X上發文，時常成為媒體的焦點頭條，被人稱之為「川普投顧」。

然而他2021年2月成立的川普媒體與技術公司（Trump Media & Technology Group, TMTG），在2022年2月時發行了自家的社群平台Truth Social，川普在Truth Social上的發文頻率更高，幾個小時就有一篇新的發文，許多政策、法案或行政命令，都會在Truth Social上率先釋出消息，例如2025年2月1日表示要向加拿大、墨西哥及中國課徵關稅，3天後又宣布已先後與墨西哥及加拿大達成共識，關稅將視他們調整的狀況，延後一個月才課徵，這些足以撼動金融市場，甚至壓垮一個國家經濟的訊息，川普的Truth Social發文都比白宮官網還要更早釋出，不論是發文速度及內容廣度，都更甚過去川普投顧1.0的推特，川普投顧也邁向2.0，將加劇金融市場的波動。

觀察自川普上任後，各個資產的漲跌幅表現（2025/1/20~2025/2/14），美股及台股表現震盪盤整，微幅上漲，而歐元因烏俄有望談和，並結束長達3年戰爭，表現相對較為強勁。

反倒是商品市場表現較為活躍，受到川普政策影響的層面更高，漲跌幅度較股票市場來的顯著。由於川普競選口號之一就是「鑽吧，寶貝，鑽吧（Drill, Baby, Drill）」，希望透過美國強大的頁岩油產業，深化美國能源領域的領導地位，在供給可能增加，需求偏向於中性偏弱的情況下，原油價格跌幅超過7%。

貴金屬市場，包含黃金及白銀，由於川普當選後，地緣政治及不確定因素提高，避險情緒明顯升溫，使得黃金創下歷史新高，強勢問鼎3,000美元大關，而白銀也隨著黃金的強勢，有望挑戰近十年新高。

至於外匯市場方面，原本預期川普上任後，可能會祭出多項關稅政策，進而帶動美元指數走強，雖然在2月初川普宣布要對加拿大、墨西哥及中國課徵關稅，且劍指歐元區及英國等，當時美元指數曾達一日漲幅超過1%的行情。不過旋即又宣布延後對加拿大及墨西哥的關稅，且之後提出的對等關稅，也有所延宕，使得市場認為川普關稅政策實施的力度與廣度，在基於現實及美國利益等，可能不若過去所預期的那麼大，擔憂也有所放緩，使美元指數隨之走跌，非美國家的貨幣反之走強。

川普在2月10日宣布對進口至美國的鋼鐵及鋁祭出25%的關稅，且無豁免及延後，將會疊加在既有的關稅基礎上，並在3月12日正式生效。使市場開始揣測川普下一波課徵關稅的產品或產業對象，其中，銅就是被視為可能的下一個目標。觀察在美國的CME及英國的LME兩大期貨交易所，都有銅期貨，但約有800~1,000美元左右的價差，反映了市場預期會有10%左右的

關稅，故CME銅期貨在川普勝選後，持續強勁。此外，由於銅是AI、數據中心等新興科技的關鍵材料，在DeepSeek橫空問世，掀起美中之間的AI大戰，使銅供不應求的現象更加明顯，帶動了銅價拉升。

表1、各個資產於川普就任後之漲跌幅表現（2025/1/20~2025/2/14）

標的指數	漲跌幅
S&P 500	+1.97%
歐洲道瓊50	+5.15%
臺灣加權股價指數	+0.02%
CME西德州輕原油四月份期貨	-7.16%
CME黃金四月份期貨	+4.53%
CME白銀三月份期貨	+5.50%
ICE美元指數三月份期貨	-2.41%
CME日圓三月份期貨	+2.26%
CME銅三月份期貨	+6.78%
CME比特幣二月份期貨	-3.74%

資料來源：Bloomberg，本文整理。

面對川普2.0 期信ETF的功能與配置

從川普上任前後，對於全球金融市場帶來動盪，不過股市並沒有太大的多頭或空頭行情，反倒是商品市場反映相當活躍，各商品表現、波動乃至於多空頭較為明顯。以交易的角度來說，商品市場充滿了許多的波段、消息面的交易機會，投資人可以透過對應的期貨交易來進行操作，不過由於期貨具有槓桿特性，且商品市場本身波動相對於股價來的更大，故須嚴設停利停損機制。

除了期貨外，我國投信業者也發行了數檔的期貨ETF，若不擅長交易期貨，則可選擇股票帳戶即可交易的期貨ETF，不僅是現款現貨無須透過保證金交易，在月份合約到期時，亦無需自己轉倉。

不僅如此，期貨ETF不僅有原型，亦有槓桿2倍及反向1倍，投資人可透過期貨ETF進行兩種型態的避險，第一種避險，是針對金融市場的行情波動，透過投資如黃金、美元指數或日圓等避險資產進行自身投資組合的避險。第二種避險，是透過反向ETF針對該商品標的進行避險，例如川普若要持續擴大原油開採，引發OPEC等國跟進，且全球需求量維持不變或下降，出現比現階段更大個供過於求缺口，則可以透過原油反向1倍的ETF，針對原油市場進行避險。

不過仍須留意，期貨ETF持有的是期貨契約，到期前會將部位轉至其他月份，而不同月份的期貨價格可能不同，因此期信ETF的績效表現可能與現貨有所差異，投資人操作時應謹慎評估自身風險屬性與商品適合度，嚴設停損規劃。

臺灣基金／ETF發展下一哩路

金管會欲推動臺灣成為「亞洲資產管理中心」，依照金管會的政策路徑來看，臺灣需要發展更多元的金融商品，以對私人銀行、高階財富管理、家族辦公室等，投信業作為產品發展及創新的角色，在此政策中扮演核心角色，如何構建更完備的投資環境，是業者必須共同努力的方向。

事實上，臺灣在ETF的發展上，已具備亞洲ETF資產管理中心的條件，臺灣ETF為僅次於日本及中國，亞洲第三大，債券ETF則為亞洲第一，全球第五大，ETF受益人數滲透率為亞洲第一等等，顯示臺灣要走向國際，ETF絕對是重要的敲門磚。

不過臺灣ETF雖然已有超過200檔（產品流）、超過1,400萬的受益人（人流）、多空雙向及Smart Beta的報酬型態（交易流）、前中後台的串接（資訊流），橫跨證券、銀行、期貨業及指數公司等產業（生態系），但要邁向國際（引資），又或吸引更多國人的投資，甚至是將國人的海外投資引流回臺（留財），仍是需要更多元完善以及具有特色的產品。

金管會已開放業者發行主動型ETF及被動型多重資產ETF，讓臺灣ETF在近幾年發行多檔高股息及債券型ETF等，產品同質性較高的情況下，可以有更不一樣的面貌，並在現有的基礎下，擴大投資群眾，將國人資金根留臺灣，既有的投資人則可以檢視現有的投資標的，將較為同質的產品進行調整，讓投資組合能夠有效的分散風險。

觀察私人銀行及高階財富管理，銷售的商品許多都是期貨選擇權相關的另類投資，然而證信主要是投資股票及債券，在期權方面的另類投資，則可透過期貨基金/ETF來發展，達到與證信基金互補的綜效。

借鏡國際ETF經驗發展具特色的投資工具

論國際發展趨勢，許多國家發行以期權為基礎的ETF，最顯著的案例莫過於導入Covered-Call，「持有現貨」並同時「賣出買權」的交易策略，藉由收取權利金增加收益，雖然市場呈現多頭走勢時，Covered-Call績效將會落後大盤，不過像川普就任後，股票市場受到消息面影響，上下來回震盪，此時Covered-Call在「賣出買權」的部分，就有機會獲取權利金收入挹注績效，且權利金可作為基金收益分配之來源，可望提供比單純持有股票的ETF更高的配息率。在近幾年臺灣ETF市場吹起一陣高股息旋風，或許這種稍稍有別於純股ETF且高配息的產品，亦能成為投資人退休規劃，投組多元配置的環節之一。

過去四年，美國以選擇權為輔助增益之ETF規模增長超過10倍，從2020年約100億美元大增至1,100億美元，也帶動了美國日選擇權交易量比重大幅提升，占所有到期天期選擇權比重超過的40%，是非常典型，以ETF的知名度及人氣，進一步活絡期權市場的發展，互利共生良性循環的案例。

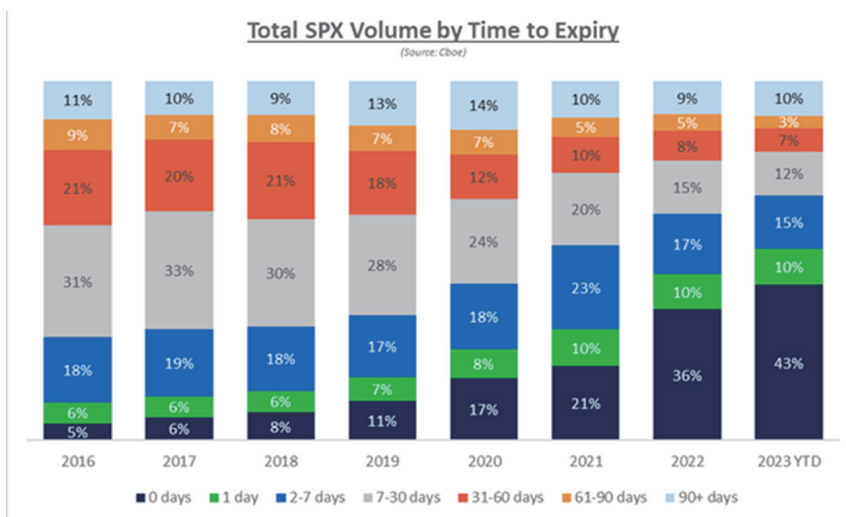


圖1、S&P 500不同到期日之選擇權交易量占比
資料來源：Cboe Global Markets data

目前全球Covered Call ETF產品高過140檔，除了美國以外，在南韓市場同樣獲得投資人的喜愛及大筆的資金流入，其中，南韓Covered-Call ETF更是直接在產品名稱中強調Target Premium及目標息率，為全球首見。

臺灣與南韓在產業結構、資本市場、投資人屬性等，有多處相似之處，雖然臺灣ETF整體市場規模高於南韓，但在一些另類資產的產品發展上，仍有臺灣業者可以借鏡取經之處。

儘管全球大部分Covered-Call ETF多數是採用股票現貨+賣出買權，但或許透過股指期貨+賣出買權，亦能是一種選項，雖然期貨交易相對於現貨，多了轉倉的動作，且會有正逆價差，不過根據研究顯示，臺指期貨長期處於逆價差，因此長期持有臺指期貨並固定於到期前轉倉，將會創造出逆價差收斂的收益，統計2013~2024，持有臺指期貨年化報酬率，優於臺灣加權報酬指數。顯是透過臺指期貨+臺指選擇權包裝成期貨ETF，不僅有機會獲取逆價差收斂的收益，亦能透過ETF的人氣，活絡臺灣期貨市場。

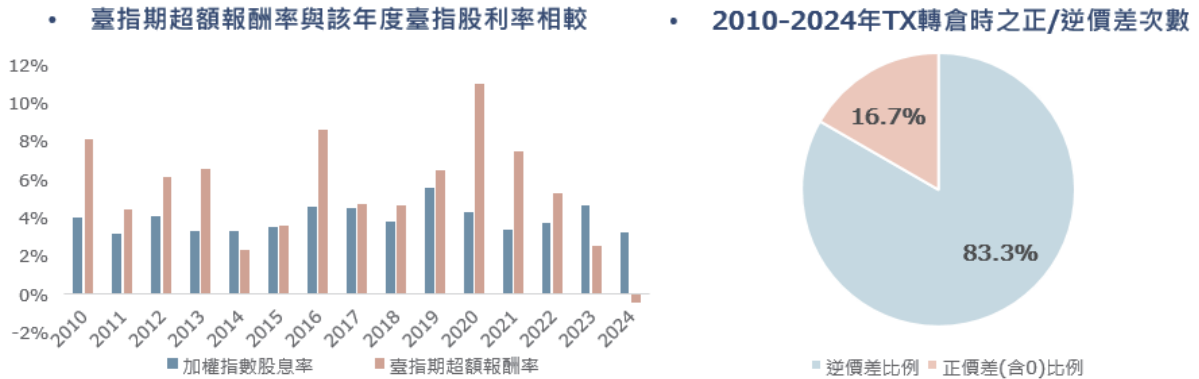


圖2、臺指期貨超額報酬率與該年度臺指股票利率相較及正/逆價差次數

資料來源：Bloomberg，本文整理。

臺灣政府有意打造具有臺灣特色的亞洲資產管理中心，臺灣在全球AI發展中，扮演至關重要的角色，也帶動臺灣近幾年經濟成長表現亮眼，民間資金動能充沛，進而使臺灣基金、ETF規模倍增，在亞洲ETF市場名列前茅。

不過臺灣ETF市場主要還是以股票及債券雙引擎驅動，若要成為亞洲資產管理中心，吸引包含家族辦公室、私募基金、高階財富管理等的目光及資金，仍有待發展更多元，更具特色的金融商品。

今年將陸續看到投信業者發行主動式ETF及被動式多重資產，擘劃嶄新的ETF市場面貌，我們也期待國際盛行，導入期權策略的產品，也能夠在臺灣問世，不僅能為臺灣ETF市場注入一股新的量能，也能使投資人多了一種不同類型的投資選擇，更能夠為臺灣期貨市場挹注新的量能及動能。

臺灣ETF已逐漸成為亞洲甚至全球業者借鏡的對象，透過ETF為核心，發展臺灣特色的亞洲資產管理中心，並外溢其他金融產業，打造更多元完善的金融環境，讓臺灣金融業能夠在國際舞台上發光發熱。

CNFA