

從資產管理避險策略角度， 談「衍生性商品避險策略」

永豐投信 陳鎮平

當我們從資產管理角度納入避險議題的時候，要先確認「避險策略的最終目標」是單純屬於「降低投資組合的損益波動」或是「隱含提升報酬率」。因此，不同出發點的避險策略思考角度，間接影響衍生性金融工具的選擇，更是對於最終的避險成效會有很大的差異。

波動性是金融市場從未消失的變量

不確定性、投資偏好、恐懼及貪婪，構成市場如大海一樣，浪花永不停止的波動性。其中常會使用「恐慌指數（VIX）」作為衡量當下市場氣氛的指標。VIX不僅反映S&P500選擇權隱含波動率，更捕捉市場投資情緒的劇烈變化，當不確定性攀升、投資偏好驟變或群眾不理性的恐懼時，VIX將呈現飆升的走勢（請參見圖1）。

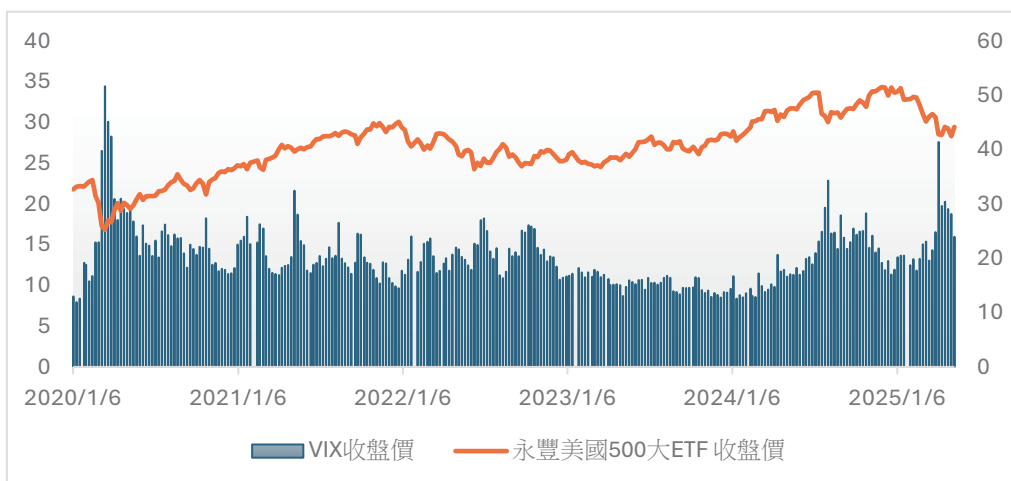


圖1、VIX走勢圖

資料來源：CBOE，XQ；期間2020/1~2025/5

川普上任後，美股成了不確定性高的市場

美國總統「川普」貫徹「美國優先」堅持的立場，為了達成「讓美國再次偉大」的理想，展現有別於美國傳統以政治出身的政治家。精明商人、不容易琢磨成了川普的形象標籤，特別是他很喜歡透過「X社群」發表言論，導致美股受到「事件驅動」已成為美股常態，關注「川普投顧X社群」都快成為市場新主流了。

在川普2.0的時代，推動「開源節流、刺激經濟」手段，包含多次關稅威脅達到讓其他國家重新談判、成立效率政府讓馬斯克的DOGE團隊優化政府流程、拉高對外關稅並補貼產業方式吸引製造業回來，放鬆金融監管、成立主權基金、讓加密貨幣成為戰略儲備..等等，以達到美國長期GDP成長3%、減少赤字至GDP3%，實現「讓美國再次偉大」的理想。

機構、散戶偏好用配置ETF，參與美國股市發展

美國市場機構投資者持有比重約有80%，再加上散戶對ETF型的金融產品具有高度的興趣，使得投資策略更偏愛用追蹤指數報酬為主要收益來源（例如：S&P500指數、美國投資等級債券指數、特定產業指數）通過被動投資購買一籃子股票標的。多數的情況之下，利用市值型（基本款）ETF間接持有一籃子股票在多頭市場是很有利於直接獲取大盤Beta的報酬，而且不需煩惱選股的問題，非常符合資產配置多元分散的概念。但是，為了滿足投資人不同需求，指數型產品發展，也朝向更多元、複雜、細產業的角度進行產品設計，主題型、主動式、特定產業、槓桿型...等。間接與市值型（基本款）追蹤大盤ETF獲取大盤Beta的概念出現了不同的收益模式。

主題型ETF更要透過避險策略，達到更良好的資產配置效果

多數主題型的ETF多數包含特定的因子（Smart Beta）或是針對特定的產業族群進行指數編製。因此，同樣是投資美國市場但選擇不同的指數進行追蹤，報酬率差異也會呈現天翻地覆的結果，如下舉例的三檔ETF（請見表1及圖2）。

表1、三檔主題型ETF投資組合報酬

	1個月	3個月	年至今	1年
美股七雄ETF (MAGS)	23.4%	-5.6%	-5.6%	29.6%
永豐美國500大ETF (00858)	3.4%	-11.1%	-7.5%	3.4%
美國半導體ETF (SOXX)	28.0%	-4.3%	-4.1%	-6.0%

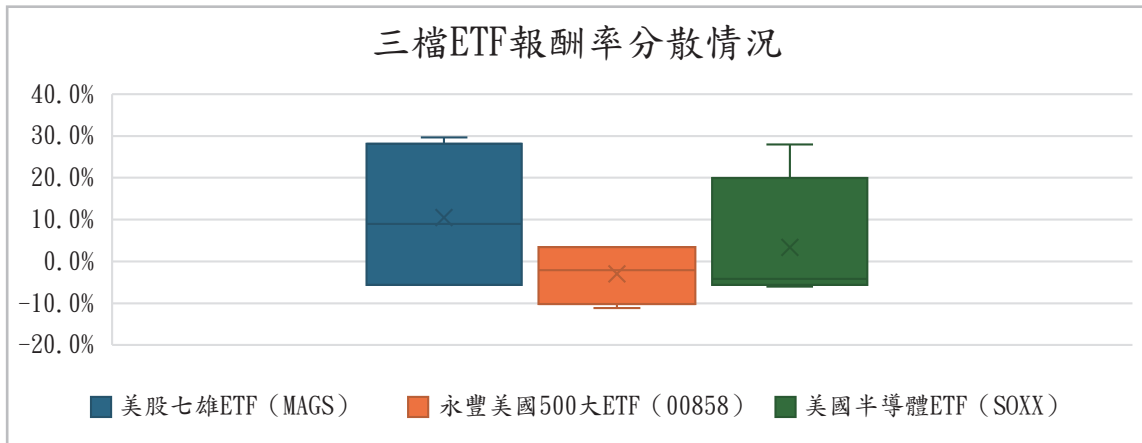


圖2、三檔主題型ETF報酬率分散情況圖

資料來源：Bloomberg，資料時間：2024/5/16~2025/5/16

1. 美股七雄ETF (MAGS)

美股七雄 (M7, Magnificent 7) 指美國七大科技巨頭，包括：蘋果 (Apple)、輝達 (Nvidia)、微軟 (Microsoft)、亞馬遜 (Amazon)、特斯拉 (Tesla)、谷歌母公司 Alphabet，以及臉書母公司 Meta Platforms。M7的市值總合約占S&P500指數30.5%的市值權重，具高度影響力。

2. 永豐美國500大ETF (00858)

以母指數STOXX® USA 900指數為基礎，選出自由流通市值前500檔股票，單一個股占指數權重最高上限10%，採用市值加權，可以反映出美國中大型股票的表現。

3. 美國半導體ETF (SOXX)

以追蹤NYSE Semiconductor Index的投資表現，表彰出美國半導體產業股票所投資組合報酬。

若從以上三檔ETF的1個月3個月及1年報酬率表現，不難發現主題型ETF、產業型ETF在報酬率的波動會較一般大盤市值型ETF來得大很多。若以資產配置的角度，僅買單一檔主題型、產業型ETF，實際對資產配置分散風險的效果並非較好，而僅是購買「表彰特定投資組合表現的追蹤工具」。(單一產業風險較購買大盤市值型ETF來得集中) 所以，針對持有單一主題型ETF更需要透過衍生性避險策略，來達到更良好的資產配置效果。

主題型ETF更要透過避險策略，達到更良好的資產配置效果

從ETF產品設計的角度來看，都會有投資組合再平衡的環節，短則1個月長則半年。不

過，ETF的設計目的是追蹤指數，所以再平衡的過程是根據樣本池的股票是否能夠反映指數應有的特色。再者，若投資組合的ETF的追蹤差距（TRACKING DIFFERENCE, TD），或稱追蹤偏離度（就是指一段時間內，ETF報酬率與其追蹤的指數報酬率之間的差額。）、追蹤誤差（TRACKING ERROR, TE）則是拿追蹤差距來計算標準差（反映的是一段期間內，ETF報酬率與所追蹤指數報酬率差距的波動或變異程度。）可能受到操作策略、匯率變動、配息、現金申購贖回等等因素使得ETF偏離指數，也會啟動再平衡的機制。

有些投資人會誤認為ETF再平衡過程會讓基金績效表現得更好。實際上，ETF並非是針對追蹤指數的「績效」再度平衡，而是針對「ETF和指數之間的差異進行重新校正的過程」，所以ETF更僅像是一個金融工具。（為了方便敘述，扣除複雜型的主動式ETF、特定型態的ETF，有包含交易策略概念。）

選擇適合的衍生性工具，有效降低避險成本及提高避險效益

金融衍生性商品，具備靈活動的交易方向（多空方）甚至能夠進行非線性報酬及客製化條件，以下常見的可以用來進行股票投資組合避險的衍生性工具（參見表2）：

1. 期貨／遠期合約（Futures & Forwards）

線性對沖特性：可以與現貨部位反向操作，實現1：1風險抵銷，適用於方向性明確的價格波動。

基差風險控管：基差寬度會導致避險成本增減，期貨現貨屬於亦步亦趨的關係，而到了結算日價差收斂的特性。

期現貨相關性：因為期貨為「標準化」合約，所以針對基本款的現貨標的（例如：S&P500、臺灣加權指數）都會有相符合的期貨商品，但是對於主題型ETF、產業型ETF就會發生無高度相關的期貨進行同步避險。因此，要留意期現之間的相關性，才能匹配投資組合。

2. 選擇權（Options）

非線性損益曲線：支付固定權利金（Premium）換取特定價格區間的保護，以保護性買權（Protective Put）為最基本常見的模式，目的是避免黑天鵝事件導致市場意外性大幅下跌。

動態希臘字母管理：其中常見的避險策略，像是Delta中立的避險策略。它利用選擇權價格對標的資產價格變化的敏感度（Delta）來建立一個Delta值為零的投資組合，進而減少對標的資產價格波動的敏感性。

3. 交換合約（Swaps）

存續期間避險：一般來說像是壽險公司、商業銀行、退休基金，因為持有較長期的債券部位，所以價格對利率的敏感度就更高。

交換匯率避險：同時操作即期外匯買賣與反向遠期合約，消除持有外幣資產期間的雙向波動風險。

報酬率避險：時間到期時，約定某一標的進行浮動/固定的報酬率交換，雖然為不同的部位，但能獲得最初約定的報酬率表現。

表2、常見的避險衍生性工具

工具類型	風險覆蓋維度	時間週期	常見運用情境
期貨／遠期	線性價格風險	短中期	投資組合空方避險
選擇權	非對稱尾部風險	高波動期	投資組合黑天鵝避險
交換合約	現金流不確定性	長期	利率/匯率風險管理

綜合以上三項衍生性金融工具的特點及常用應用的情境，交換合約（**Swaps**）屬於客製化的商品通常流動性較差，適合大型機構法人操作；期貨適合運用在ETF相關投資組合的配置，因為傳統市值加權型ETF所追蹤的指數，都包含有相對應的期貨商品，除主題型、主動式ETF就必須留意期現貨及現貨兩者的相關性；使用選擇權（**Options**）進行避險有機會建立出Delta值為零的投資組合，進而減少對標的資產價格波動的敏感性。另外，僅以支付固定權利金，採保護性買權（**Protective Put**），也能夠避免黑天鵝事件讓投資組合大幅跌價。

靜態避險VS.動態避險 投資人期許的是動態避險

若從資產管理的角度談看待避險策略的規劃，先行理解「靜態避險機制」、「動態避險機制」差異：

1. 靜態避險機制（Static Hedging）

透過一次性建立固定比例的避險部位，在特定期間內維持對沖比率不變，主要應用情境在較為確定的線性風險（例如：企業的庫存避險）。一般來說，避險比率不會高於100%，10%~30%為常見的固定比率，70%以上屬於較高避險比率。

固定避險比率的好處在「減少開發避險策略成本」、「降低衍生性商品交易成本」及「避險操作較單純」所以大多數的避險策略會考慮以靜態的避險作為考量，若進一步優化僅是調整避險比率的多寡（例如：由避險比率20%提高到40%）加入投資人對行情的看法。

2. 動態避險機制（Dynamic Hedging）

根據市場現況即時變化，並持續調整避險部位，主要用於非線性風險管理（如選擇權Gamma風險）或是期貨避險納入更多市場分析因素，作為多空判斷的依據條件動態調整避險比率。

一般來說，動態避險優勢能更即時、符合市場真實需要避險的比率，但難點在如何開發出一個恰當的避險策略。再者，動態避險對於交易成本也會比較高，因為需要不停的進行部位調整以符合所需的避險比率。

起心動念的差異：單純現貨避險目標VS.採避險達絕對報酬目標

在風險管理的領域，基於相同資產下看待避險策略目的，會探討「策略本質」的差異：

表3、單純現貨避險與絕對報酬目標策略比較表

	單純現貨避險	避險達絕對報酬
風險偏好	風險厭惡 (Risk Aversion)	風險中性 (Risk Neutrality)
避險目標	使投資組合損益降低	經風險調整後報酬最大化
市場觀點	無方向性判斷	隱含相對價值交易觀點
操作風格	被動匹配資產曝險部位	主動捕捉市場隱含機會

上表主要將策略本質分為「單純現貨避險」與「避險達絕對報酬」兩類。這兩者的核心差異不僅體現在風險偏好，更反映在其目標、操作風格及市場觀點上（參見表3）。

1. 避險策略本質

- A. 單純現貨避險：以降低投資組合損益波動為主要目標，適合風險厭惡型投資者。此策略旨在穩健地管理資產曝險，減少市場波動所帶來的損失。
- B. 避險達絕對報酬：著眼於經風險調整後的報酬最大化，更符合風險中性或風險偏好型投資者的需求。此策略不僅關注避險功能，還強調收益提升的可能性。

2. 市場觀點

- A. 單純現貨避險：此策略通常不涉及市場方向性判斷，更多基於資產配置的被動需求。其交易行為隱含了相對價值的觀點，而非主動挖掘市場機會。
- B. 避險達絕對報酬：對市場的動態存在更強的敏感性，能夠主動捕捉市場中隱藏的價值機會。這類策略通常需要更高的市場分析能力及操作靈活性。

3. 操作風格

- A. 單純現貨避險：採取被動匹配資產曝險部位的方式，其目的是透過穩健操作來實現資產的風險對沖，避免因市場波動而產生的負面影響。
- B. 避險達絕對報酬：以主動操作為核心，透過深入分析市場動態，尋找隱含的交易機會，以提高投資組合的整體回報率。

從上文的敘述可以看出來「單純現貨避險」和「避險達絕對報酬」代表了兩種截然不同的避險哲學。一者以穩健防禦為主，另一者則以主動進攻為導向。因此，選擇適合的策略需根據投資者的風險偏好及收益目標進行綜合評估，同時也需考量市場分析能力及操作資源的匹配度。

CNFA