

期貨專業資產管理新角色， CTA與CPO在強勢匯率 時代的應用

■ 群益期貨研究部副總經理 許績慶

前言

近年臺股的劇烈波動，常常不是基本面立刻惡化，而是美國政策變化影響美元走勢導致新臺幣快速的升貶值。匯率是上游的開關，一旦切換，外資部位、企業匯兌損益、保證金與流動性會先受其影響，臺股隨之放大波動。

本文以匯率做為起頭，從 2022-2024年與2013-2014年的經驗以及川普大打關稅戰，對金融市場的影響不同以往，尤其是2022年股債雙殺的背景，增加了資產配置的困難度，我們試圖藉由歷史經驗來談 CTA/CPO 的角色與優勢，最後回到臺灣在地化的專業資產管理做法，有別於國際市場資產配置的作法，利用期貨與選擇權降低波動、控制回檔、減少風險、增加報酬，讓資產可以長期穩定並藉由複利效果而放大。

在美國的大而美法案中，川普帳戶是由美國政府為新生兒出生時所建立的帳戶，政府撥入1,000美元，往後每一年父母幫孩子存入的金額最高5,000美元，本金取出免稅，投資收益則採稅延課稅，而臺灣相應的政策是TISA個人投資儲蓄帳戶，鼓勵全民長期理財，自主打理退休金，世銀建議民眾退休三大支柱，社會保險、職業年金及自己理財，所以打造符合風險指標規範，夏普值、索提諾比率三年期皆高於0.2%的標準，商品的設計開發更形重要。

匯率是波動的根源，從現代貨幣理論崛起看金融市場

匯率貶值但股市卻上漲的環境，唯一能解釋這種情境的因素就是貨幣，惟有超發貨幣既會造成本國貨幣貶值又會帶動股市的上漲，這就不得不談到現代貨幣理論了。

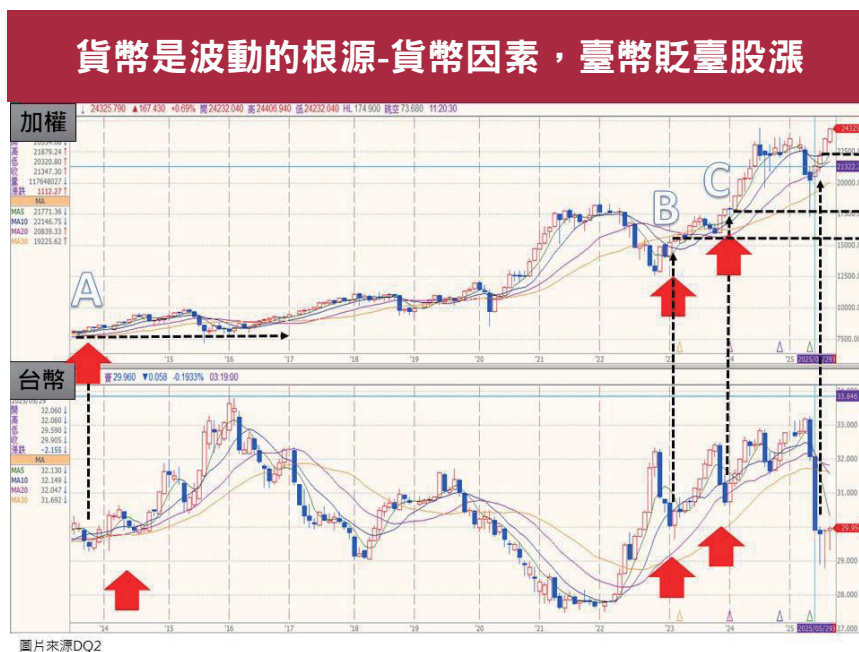
現代貨幣理論（MMT）的框架，政府發行債券的主要目的並非為政府支出提供資金，而是作為一種貨幣政策工具，用於維持目標利率，MMT認為財政赤字可以壓低利率，鼓勵投資，從而“擠入”經濟活動，這與傳統的主流經濟學所強調的政府支出會產生擠出效應是完

全不一樣的，傳統經濟學，當政府舉債增加政府支出，會與私人部門供貸競爭有限的資金，造成利率上升，企業投資成本上升，造成私人投資減少，這就是所謂的擠出效應。

當政府發債有央行做背書，印鈔支應財政支出會造成貨幣貶值，而大量資金追逐有限的資產，股市會上漲，從外資的投資角度來看，當一國的貨幣貶值、股市上漲，會造成投資收益增加，但同時會承擔匯兌損失，因此資金就會選擇流向既有資本收益又可能有匯兌收益的市場，所以匯率的變化也是投資必要的考量因素之一，匯率決定資金的流動，也成為波動的根源，如何管理好波動的風險，就成為投資重要的課題。

以史為鏡：貨幣的兩大功能主導貨幣的升貶值與波動

現代貨幣政策框架下，政府支出的借貸需求，央行成為最終的資金買受人，央行無限量供應資金下，造成貨幣貶值但股市卻上漲的環境，在2012年底到2014年中安倍經濟學「安倍三箭」、2023年4月在後疫情時代植田和男接替黑田東彥作為日本央行總裁，植田和男雖然結束長達17年的負利率政策，但他承襲前任黑田東彥的基礎，雖然他帶領日本央行逐步退出量化寬鬆（QE），但仍維持寬鬆的立場，不論是安倍三箭或植田和男兩段時期，臺股和臺幣都是處於少見的“貨幣貶、股市漲”的環境，背後主要的推動力就是“鈔能力”，透過印鈔壓低貨幣價值，進一步創造出口的競爭力。



而多數時候貨幣最主要的功能是控通脹，彭淮南所稱的“柳樹理論”講的就是控通脹的概念，臺灣是屬於資源稀缺的國家，當原物料上漲可能帶來外部性通脹，透過引導新臺幣升值，可以直接減少或消除外部性通脹，因此金融市場尤其是原物料的波動愈大的時候，匯率

市場也會有相應的波動，面對通脹怪獸，貨幣升值是絕佳的應對方式，但當通脹不存在問題或威脅相對變小時，貨幣的第二大功能「創造競爭力」，也就是競貶才有空間發揮。

而如今，在川普時代是個不固守傳統框架，保護主義當道的時代，關稅作為談判手段，美國總統川普力求達到縮減貿易逆差、引導製造業回流美國以及改善財政等目的，操刀海湖山莊協議的新任美國聯準會理事史蒂芬·米蘭，米蘭認為美元被高估導致貿易逆差擴大¹，他要求其他國家推升本國貨幣，間接讓美元貶值，以提升美國出口競爭力，將關稅做為談判籌碼，迫使貿易伙伴國接受貨幣協議，否則美國將撤回對其的安全保障承諾，因此匯兌衍生出來的金融市場風險又更加突顯。

CTA/CPO：特色與優勢

大家對期貨的認知普遍存在誤區，把期貨和高風險畫上等號，但其實期貨最核心的功能包括價格發現、風險規避或管理、投機功能等，善用期貨的避險功能可以運用少量的資金為金融資產去槓桿，降低波動，CTA與CPO扮演的角色就格外重要。對於風險管理與其「事後解釋波動」，不如「事前設好護欄」，CTA（Commodity Trading Advisor）、CPO（Commodity Pool Operator）進行衍生性商品風險管理、選股配置、多個策略打包成資金池、股債再平衡或多重資產配置，把「穩定」變成一種可交付的產品力，提供波動更小、回檔更可控、風險報酬比更高的商品。

以下簡述什麼是CTA與CPO：

CTA：負責「策略與交易」的人或機構。

用期貨、選擇權、外匯、利率、商品等衍生性商品做多空操作。

透過「專戶專款」的方式提供交易策略或是訊號。

採系統化、規則化流程：風險控制、波動幅度、停損機制、程式下單。

報酬結構常見：管理費 + 績效費。

¹ 美國是長期經常帳逆差國，理論上，經常帳逆差會造成貨幣貶值，但因為長期對稱性的資本帳順差，資金回流美國，使得美元並未因經常逆差而貶值，美元該貶未貶出現競爭力的流失，這是造成美國製造業崩落的重要原因之一。



CPO：負責「募集資金與資金池治理」的人或機構。

把多位投資人的錢集成成「期貨資金池、基金」。

挑選與配置多位 CTA 或多個策略，做風險控制、再平衡與流動性管理。

提供投資人報告與揭露（績效、風險、成本），處理託管、對帳、合規與外部稽核。

CPO 的價值在「拼裝+治理」。它把多個 CTA、策略按風險組成資金池，固定頻率做再平衡，並把流動性、申贖、對帳、外部稽核與揭露標準化。投資人因此能一口氣拿到低相關的多策略組合，同時省去營運與合規的細節成本；若需要客製，就走 CTA 的專戶、客製化操作；需要一站式產品，就走 CPO 的基金。

以美國CTA來說，是專門用期貨、選擇權、外匯、利率、商品等衍生性金融品來執行投資策略的專業投資機構；多半採量化、規則化、系統化流程，並受美國主管機關的監管與登記要求。CTA 可以透過專款專戶或以基金、產品形式提供策略與服務。

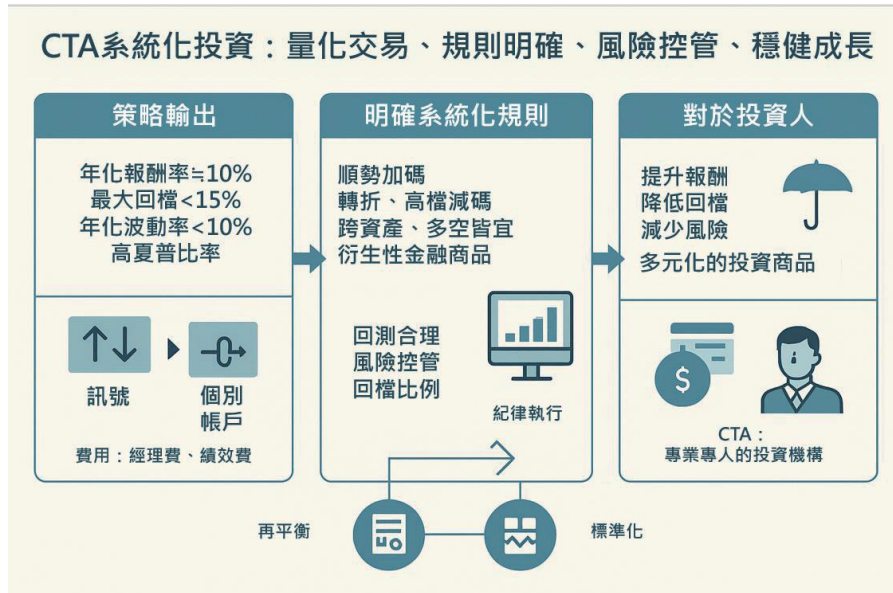
CTA 的核心工作，是把潛在風險量化並以系統化規則管理「持有方向」與「部位規模」。優勢在於跨資產、多空雙向；只要市場具備足夠流動性且符合法規，涵蓋的工具可包括股票指數期貨、公債期貨、利率期貨或遠期合約、外匯與大宗商品等。目標不是依賴單一情境下注，而是在不同景氣循環下控制風險、提升資產投資報酬率，追求長期穩健且可複利的資產增值。

舉例來說：CTA業者會提供一個年化報酬率10%、最大回檔15%、年化波動率10%、具有高夏普比率的策略給客戶，提供進出場的建議；抑或直接協助客戶進行全權委託、代客操作，向客戶收取經理費、績效費等，在協助客戶資產穩健成長的前提下，創造與客戶共榮的機會。

其次，CTA以系統化的進出場為主，最常見的核心是量化交易，當價格展現方向性時加

碼、轉折或雜訊升高時減碼。這類規則歷經了完整的回測，能在多數時間達到降低風險、增加報酬的功效。

最後，CTA 通常以模型把控風險，並以紀律且量化的方式去執行，有利於整體資產的穩健增值。



CTA 的本質不是「猜測市場」；它是把「怎麼進出場、怎麼控風險」先寫成規則，用跨資產、可多可空的衍生性金融商品把波動拆解、把回檔降低，並在危機期提供低相關的保險功能—這就是它在專業資產管理的定位。

臺灣的資產管理：在地工具

在臺灣，全權委託是指投資人（委任人）將一筆資產交由受主管機關認可的合格機構，依合約內容自主決策與下單；這與僅提供投資意見的顧問服務不同，屬於合法的代客操作。其中的主體是期貨經理事業，可接受特定人委任，從事全權委託的期貨交易（含期貨、期貨相關現貨與主管機關核准項目），但資產必須由保管機構保管、投資與保管分離，流程與揭露均有明確監理規範。

策略方法論上，參考橋水基金（Bridgewater）的精神：追求絕對報酬與高夏普比率，用規則化的風險分散與波動管理，讓投資在不同景氣情境下都具有有效性。把這套框架在地化到臺灣市場，符合臺灣交易時段與投資法規。

在臺灣資料優勢是期貨經理事業的第一步，臺灣市場每日公開透明的籌碼資訊包括三大法人買賣超、期貨／選擇權未平倉、Put／Call 留倉數據、期現價差、ETF規模、借券／融資

變化等，能轉化成可量化的依據，結合專業投資顧問的市場觀點與嚴謹回測、走勢驗證，用科學化流程把想法變成具體的因子與規則，而不是直覺性的交易，更容易被投資人接受。

期貨是效率工具：多空對稱、放空不受現券限制、可以精準管理風險、流動性集中、成本透明（手續費、期交稅）、結算與對帳標準化，調整速度快、執行風險可控。這些特性，正好符合全權委託「依風險目標動態調整」的需求。

策略上，可以藉由臺灣獨有的籌碼資訊，學習橋水基金的全天候策略，進而創造出比大盤更低的風險與比大盤更高的報酬的投資策略。藉由臺指期貨承接市場曝險，同時透過籌碼資訊、多商品資訊來進行避險部位的計算，進而有利於經理事業創造出一個低風險高報酬的投資策略，再來協助客戶達到資產穩健增值。

投資最痛的，常是兩種後悔：跌深時後悔沒撤、反彈時後悔撤太快。經理事業透過量化交易、程式回測，把投資策略的最好與最壞都會告知給客戶知道，藉由策略把極端行情的震盪自動變小，不追求每一刻的最高報酬，但追求更穩的路徑，讓客戶敢長期持有、讓複利有時間發生。

經理事業、CTA/CPO的工作，不是替客戶押方向，而是替客戶管理不確定性、把風險變成可接受邊界。近年來ETF的盛行，所代表的意義是投資法人化，透過期貨經理事業模組化操作管理風險，讓專業經理人的專業取代盲目無序的投資，可以真正達到資金複利化的效果，結合期貨的避險功能，讓每一分風險創造出更有價值的收益。讓投資可以被理解、被堅持，讓客戶在重要的人生選擇裡，少一點焦慮、多一份把握。

CNFA

