



市場變局下的波動管理金融工具 ——從 VIX 的國際發展談不確定時代的風險治理

杜瀛之

前言：當不確定性成為常態，投資管理的核心正在改變

過去金融市場的投資討論，多半圍繞在成長趨勢、產業前景與價格方向判斷，風險管理往往被視為輔助性功能。然而，隨著全球金融環境進入高度複雜且不連續的階段，風險的樣貌與傳遞方式已出現結構性變化。

近十多年來，全球市場先後歷經金融危機、超寬鬆貨幣政策、疫情衝擊、通膨回升與升息循環交錯，以及地緣政治風險升溫等多重事件。這些風險並非依序發生，而是經常同時存在，導致市場價格呈現「快速反應、急遽修正、情緒化波動」的特性。

在此環境下，單純以報酬最大化為目標的投資策略，愈發難以承受突發性的市場衝擊。投資管理的關注焦點，逐漸由「能否抓住行情」轉向「如何在劇烈波動中維持投資組合的穩定與韌性」。也正是在這樣的背景下，波動率重新成為市場高度關注的核心變數。

VIX指數作為全球最具代表性的波動率指標，其國際發展歷程，不僅反映金融商品的創新軌跡，更揭示市場對風險治理思維的轉變。本文將從制度演進、商品架構與實務應用三個層面，探討波動管理工具在當前市場變局下所扮演的角色與限制，並說明其對投資教育與市場成熟度的意義。

在進一步討論相關金融商品與實務應用之前，有必要先回到源頭，說明 VIX 指數的制度背景，以及其在國際金融市場中角色演變的脈絡。

一、VIX 的全球發展脈絡：從情緒指標到風險管理工具

VIX 指數全名為「CBOE Volatility Index」，於 1993 年由芝加哥期權交易所推出，其計算基礎為標普 500 指數選擇權的隱含波動率，反映市場對未來 30 天股市波動程度的預期。

與歷史波動率不同，VIX 的資訊來源並非過去價格表現，而是市場參與者透過期權價格所隱含的「未來不確定性預期」。也因此，VIX 常在重大市場事件發生前後出現快速變化，成為觀察市場風險情緒的重要窗口。

隨著金融市場成熟，VIX 的角色逐漸出現三個明顯轉變：

第一，由觀察指標走向可交易標的。2000 年代中期起，VIX 期貨與選擇權商品陸續推出，使波動率本身成為可直接交易與避險的金融變數。

第二，由單純交易工具走向資產配置工具。在多次市場風暴中，國際機構投資人逐步將波動率納入投資組合風險控管框架，而非僅用於短線操作。

第三，由專業市場延伸至投資教育層面。隨著 ETF、ETN 等商品出現，波動率概念被引介給更多投資人，促使市場重新思考風險與報酬的關係。

這些轉變，使VIX不再只是市場恐慌的後設描述，而是成為「市場不確定性本身的價格」。若要進一步理解VIX如何在制度上承擔上述功能，仍須從其所採用的隱含波動率概念談起。

從制度角度觀察，VIX的價值並不在於是否能準確預測市場漲跌，而在於它成功將原本難以量化的「不確定性」轉化為可被觀察、比較與討論的市場指標。這使得投資人、研究機構與監理單位得以在同一語言基礎上，討論風險水位的變化，而不再僅依賴價格漲跌或事件本身的衝擊程度。

也正因如此，即便不同市場對於 VIX 相關商品的接受程度各異，國際上多數成熟市場，仍選擇持續維持波動率指數的編制與揭露。這類指數本身，已逐漸成為金融市場風險治理的一部分，而非僅為單一商品服務的附屬工具。對投資人而言，理解 VIX 的制度角色，有助於建立對市場風險更為立體且前瞻的認知。

（一）從歷史波動到隱含波動的轉變

傳統上，投資人對風險的理解，往往來自歷史價格的波動幅度。然而，僅依賴歷史資料，無法充分反映即將到來的重大變化。隱含波動率的概念，正是為了解決這一問題而產生。

VIX指數所採用的隱含波動率，是市場參與者透過選擇權交易，對未來一段時間價格變動幅度所做出的集體預期。換言之，VIX並非描述風險已經發生，而是反映市場對「不確定性大小」的即時共識。

（二）重大市場事件對 VIX 功能的再定義

從歷史經驗來看，VIX 在每一次重大市場衝擊後，其角色都被進一步強化。金融海嘯使市場重新認識系統性風險的存在；歐債危機拉長高波動的時間維度；疫情衝擊則凸顯傳統模型對非經濟型事件的侷限。

這些事件迫使市場正視，風險並非偶發，而是金融體系的一部分。隨著市場對極端風險的認知提升，波動率逐漸從輔助指標，轉變為制度化風險管理的重要輸入變數。

（三）VIX 作為現代風險治理工具的意義

在國際資產管理實務中，VIX 不僅用於觀察市場情緒，更被納入風險預警、資本配置與槓桿調整的決策架構。這代表市場已從「如何預測市場走勢」，轉向「如何在不确定情境中保持可控性」。

在 VIX 指數逐步被市場接受為風險觀察指標後，相關金融工具也隨之發展，形成由指數、衍生性商品到投資工具的多層次架構。以下將從商品設計與市場功能角度，說明波動率相關金融商品的發展脈絡。



波動率金融商品的發展：從專業工具到制度基礎

過去金融市場的投資討論，多半圍繞在成長趨勢、產業前景與價格方向判斷，風險管理往往被視為輔助性功能。然而，隨著全球金融環境進入高度複雜且不連續的階段，風險的樣貌與傳遞方式已出現結構性變化。



圖1、波動率金融商品生態系統示意圖

從國際經驗來看，波動率商品並非單一產品，而是一個由指數延伸而來的多層次金融工具體系。

(一) VIX 期貨與選擇權：波動管理的核心工具

VIX 期貨與選擇權，是波動率商品體系的核心，主要用於風險轉移與對沖需求。其參與者多為機構法人，目的並非追逐單一商品報酬，而是調整整體投資組合在特殊情境下的表現。在制度層面，這類商品的意義在於，市場得以將「不確定性本身」納入交易與價格機制，進而提高金融體系對衝擊的吸收能力。

VIX 期貨是波動率交易最直接的形式，其價格反映市場對未來某一時間點波動水準的預期。這類商品主要參與者為：

- 避險基金
- 投資銀行與造市商
- 大型資產管理機構

在實務上，VIX 期貨常被用於對沖股票部位的系統性風險，或作為市場急遽變化時的保護性部位。

(二) 波動率 ETF / ETN：波動概念的商品化

隨著波動管理概念普及，市場進一步將 VIX 期貨策略包裝成 ETF 或 ETN，使更多投資人能透過證券市場參與。這類商品的出現，不僅是投資工具的擴充，也反映投資人開始關注「風險來源」本身。

包含美國、歐洲及亞洲市場在內，都曾推出不同形式、不同期限結構的波動率連結商品。臺灣市場過去亦曾引入相關商品（期富邦VIX ETF），雖未能長期存續，但其經驗顯示，波動商品在投資教育、商品設計與市場理解上，仍需充分配套。

需要特別強調的是，此類商品多數連結期貨，存在轉倉與期限結構等特性，並不同於「買進指數本身」。也因此，國際市場近年對波動率的應用，逐漸不再侷限於單一商品配置，而是轉向更為策略性、制度化的運用方式。

若從市場發展歷程回顧，波動率 ETF 或 ETN 在不同國家所面臨的挑戰，往往高度相似，包括投資人對商品結構理解不足、對短期價格波動過度解讀，以及將避險型工具誤認為長期投資標的等情況。這些問題本身，並非來自商品概念錯誤，而是反映市場在風險教育與資訊揭露上的落差。

對金融產業而言，這類經驗具有重要的制度啟示意義。波動率商品的引入，若缺乏配套說明與風險揭露，反而可能使投資人對波動管理產生誤解。因此，國際市場近年更傾向將波動率視為「策略輔助因子」，而非獨立投資目標，並加強其在資產配置與風險控管層面的角色。

（三）隱性波動管理在多資產策略中的應用

值得注意的是，愈來愈多國際資產管理機構，並未以波動商品作為銷售主軸，而是將波動率指標內建於風險模型與資產配置機制中。波動管理因此由單一商品操作，轉化為整體投資流程的一部分。國際資產管理實務中，愈來愈多策略並非直接配置波動商品，而是將 VIX 作為：

- 股票曝險調整的參考指標
- 投資組合風險目標控制的輸入變數
- 多資產配置中的防火牆機制

這類「波動控制策略」並不追求波動率本身的報酬，而是藉此降低整體投資組合的波動幅度與極端風險。整體而言，無論商品形式如何演變，其核心皆指向同一問題：波動率工具在實際投資與風險管理中，究竟能發揮何種作用，又存在哪些限制。以下將從市場實務角度，進一步探討波動管理在投資應用上的角色。

市場變局下的實際應用：波動管理的角色與限制

（一）風險對沖與投資組合穩定器

波動管理工具的主要目的，是在市場急速修正時，降低投資組合的損失幅度，而非用來追求高報酬。國際實務顯示，適度納入與股市低相關或反向特性的工具，有助於改善風險結構。

回顧歷史，多次全球市場修正期間，波動率與股市呈現顯著反向關係。在適當比例下配置波動工具，有機會在市場急跌時：

- 提供部分風險抵銷效果
- 降低投資組合最大回檔
- 爭取調整資產配置的緩衝時間



圖2、近十年股市指數 vs. VIX 指數走勢（紅框處為重大修正期間）
資料來源：CMONEY；資料期間：2016/5/1~2026/5/8

這也是國際長期資金關注波動管理的核心原因。從資產管理實務角度來看，風險對沖並非為了完全消除波動，而是避免風險在短時間內過度集中。尤其在市場快速修正期間，價格變動的相關性往往同步提高，傳統分散配置的效果可能暫時失靈，此時具備不同風險來源的工具，便顯得格外重要。

波動率之所以被納入風險管理討論，正是因其反映的是市場對未來不確定性的評價，而非單一資產的價格表現。這使其在投資組合中，具備不同於股票或債券的風險屬性，也成為國際長期資金在面對極端市場情境時，所考量的配置因子之一。除了直接作為風險緩衝工具外，波動率在投資決策中，亦常扮演輔助判斷市場風險狀態的角色。

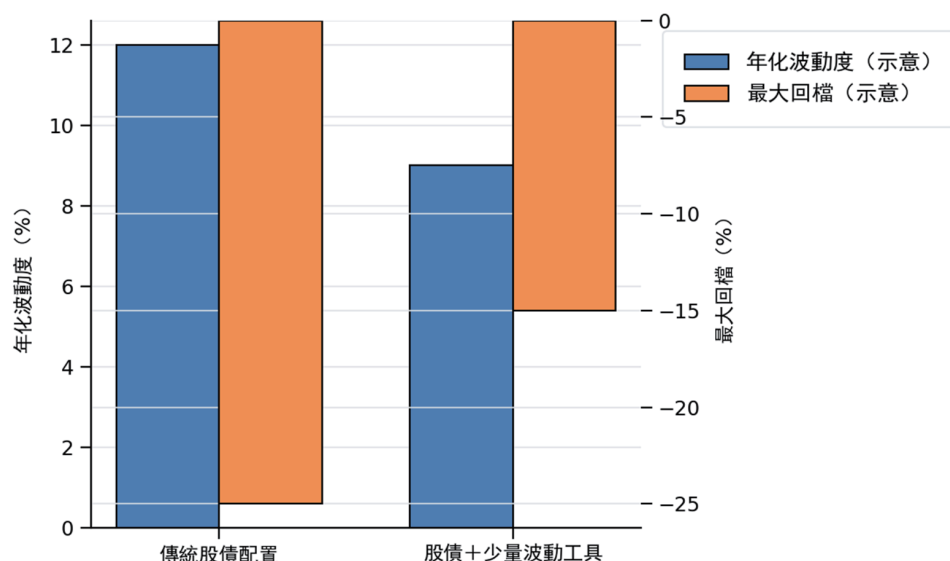


圖3、投資組合加入波動管理工具前後之風險比較（假設性示意）

（二）作為市場風險訊號，而非預測工具

除了數值層面的風險改善，波動管理也有助於降低投資人因恐慌而做出極端決策的機率。當市場波動放大時，若投資人理解投資組合已有風險緩衝設計，較能維持長期策略紀律。

需要注意的是，VIX 並非預測市場漲跌的工具，而是反映市場對未來不確定性的定價。在實務上，較為成熟的應用方式，是將其視為風險訊號，輔助判斷投資組合曝險水位是否過高或過低。

（三）結構性限制與投資人教育的重要性

波動率相關商品具有下列結構特性：

- 多數產品涉及期貨轉倉成本
- 長期持有可能產生價值耗損
- 不適合作為長期單一核心投資

波動率商品多與期貨結構連動，長期持有可能出現結構性耗損，且價格變化不一定符合直覺。若未充分理解商品特性，反而可能放大整體投資風險。因此，市場在討論波動管理概念時，必須同時強調投資教育與工具理解的重要性，而非僅關注商品形式本身。

（四）波動管理與金融市場成熟度的關係

從國際金融市場發展經驗來看，波動率工具的存在與否，往往反映一個市場對風險議題的開放程度與成熟度。當市場僅聚焦於報酬表現時，風險往往被忽略；但當市場開始正視不確定性本身，並試圖建立可管理、可討論的機制，波動率相關指標與工具便具有其存在的合理性。

因此，無論特定商品是否持續存在，波動管理概念本身，都值得被視為金融教育與制度發展的一環。透過持續的研究、溝通與教育，讓投資人理解風險並非單一事件，而是一種市場常態，將有助於整體金融環境朝向更穩健的方向發展。

綜合以上討論，可以看出波動管理工具具備一定實務價值，但同時也伴隨結構性限制，如何正確理解與運用，成為市場教育的重要課題。

結語：在高度不確定時代，風險治理成為投資核心能力

金融市場的歷史一再證明，最大的風險往往並非來自已知事件，而是來自低估「不確定性本身」。VIX 及其延伸的金融工具，正是將這種不確定性具體化、價格化的嘗試。

即便特定商品形式會隨著市場環境而更替，波動率作為風險衡量指標與管理工具，其國際發展經驗仍具高度參考價值。在市場變局成為常態的時代，重新理解波動並建立正確的風險治理觀念，將有助於金融市場持續朝向更成熟、穩健的方向發展。 