

期貨市場的新價值，期貨如何從避險走向增益管理

元大投信 期貨信託部

期貨在資產管理中的定位與價值

隨著全球財富快速累積，各國莫不積極爭取成為區域資產管理中心，以掌握未來資本流動與財富配置的主導權。面對這股趨勢，臺灣正透過「亞洲資產管理中心」政策，從資金留臺、引導資本投入實體經濟到強化金融創新，多面向提升資產管理產業競爭力。在這場轉型過程中，除了銀行、證券與投信產業之外，能夠有效提升資本效率與風險控管能力的衍生性金融商品，也將扮演關鍵角色，而期貨市場正是其中不可或缺的一環。

一個成熟的資產管理中心，其競爭力的關鍵從來不僅在於股票市場的規模，更取決於整體金融生態系的完整性與成熟度。其中，衍生性金融商品市場，特別是期貨與選擇權，正是支撐資產管理產業發展的核心基礎設施。它不僅提供投資人完善的價格發現機制與防禦配置，更能滿足資產配置、策略交易與產品創新的多元需求，進而提升市場的深度、效率與國際競爭力。

事實上，對全球頂級資產管理機構而言，衍生性商品早已超越單純的風險對沖功能，而是投資組合管理的重要核心元件。從風險控管、資產配置、現金管理，到槓桿運用與收益增強，期貨與選擇權的應用貫穿了整個投資決策流程。它不僅協助管理下檔風險，更成為提升資本效率與創造超額報酬的重要工具。特別是對投信基金、ETF及機構法人而言，期貨已是投資組合管理不可或缺的運用工具。

期貨功能從風險轉移演進到價值創造

要理解期貨的新價值，必須回到其本質來探討。期貨市場的存在，最初源於實體經濟對價格確定性的需求：農民希望在播種之際鎖定未來收成的售價，航空公司需要提前管理燃油成本的不確定性，出口企業則必須降低匯率波動對營運造成的衝擊。因此，「避險」就成為期貨市場最原始、也最廣為人知的核心功能。透過將未來價格風險轉移至市場，期貨得以降低經濟活動的不確定性，成為現代金融體系不可或缺的防護網。

然而，期貨市場的價值絕非僅止於風險防範，更具有強大的價格發現特性。期貨價格來自全球投資人、法人機構與產業參與者對未來供需變化的即時預期。無論是原油期貨作為全球能源的定價基準，或是美國公債期貨反映市場對未來利率路徑的展望，期貨市場所傳遞的價格變化與轉倉價差改變，皆是機構法人進行決策的重要依據。對資產管理機構而言，掌握期貨市場的價格發現功能，不僅能解析市場預期，更是洞察風險與潛在機會的關鍵指標。

隨著資產管理產業的演進，期貨功能已進一步延伸至增益管理領域。透過合約的靈活運用，資產管理業者可在不大幅調整現有現貨部位的情況下，動態管理投資組合的市場曝險並提升資金使用效率，甚至建構創造超額報酬的策略架構。從現金部位的效率管理、投資組合增益、風險溢價擷取，到主動式期貨ETF與CTA策略的發展，期貨已擺脫單一防禦工具的刻板印象，轉變為創造資產管理部位價值的動力來源。從風險轉移走向價值創造的角色演進，正是衍生性商品在全球資產管理產業中日益受重視的根本原因，表1說明了期貨與現貨的差異比較，突顯期貨作為動態配置與快速調整部位的優勢。

表1、期貨與現貨的差異比較

特性	期貨市場	現貨市場
交易機制	買賣未來特定日期交割的標準化契約，不必持有標的資產	投資人直接買賣標的資產
方向性	可自由做多或做空，雙向交易機制完整	多數投資人以做多為主，放空通常受借券或融券限制
資金效率	僅需繳納保證金即可建立部位	須支付全額資金購買標的
槓桿效果	具備槓桿效果	幾乎無槓桿（除融資交易）
流動性	指數期貨、利率期貨等主流商品通常具高度流動性	取決於個別股票或資產成交量
交易成本	僅交易手續費與保證金成本	手續費、證交稅
到期機制	有到期日，到期前轉倉	無到期限制
透明度	集中交易所，高度透明	部分市場為OTC，透明度較低
收益來源	價差收益	價差收益+股息

資料來源：元大投信整理。

借鑒國外期貨指數設計新思維，從被動追蹤到投資策略建構

回顧全球指數產業的發展，早期指數設計的核心精神在於忠實反映市場價格變化。這樣的建構邏輯後來延伸至期貨指數，透過「期貨現貨化」的概念，讓指數忠實呈現單一期貨合約的走勢。換言之，標的契約漲跌多少，期貨ETF所追蹤的指數就漲跌多少，且計算方式隱含了轉倉期間的價差變化，例如臺灣業者發行黃金ETF所追蹤的「標普高盛黃金超額回報指數」。

傳統「一代期貨指數」的編製方法，是以挑選流動性最佳的近月合約為追蹤標的，並在到期前按規則轉倉至下一期合約，能有效反映商品價格的代表性。然而，若轉倉期間遇上市場大幅波動或正價差（Contango），轉倉成本便會侵蝕報酬。為此，近年國際指數公司推出智慧型展期（Smart Roll）或最適化展期（Optimized Roll）等創新設計，以降低展期損耗、提升長期總報酬為目標，我們稱為「二代指數」，如臺灣業者發行原油ETF所追蹤的「標普高盛原油增強超額回報指數」。隨著指數設計從「價格反映」走向「策略組合」，新一代期貨策略指數應運而生。其打破了僅追蹤單一市場或商品的局限，改透過規則設計，為投資人打造更具效率的風險報酬結構，讓期貨的定位提升為「策略建構工具」。

策略指數設計利用期貨與選擇權的非線性損益特性，創造傳統股票無法提供的風險收益結構。在此架構下，衍生性商品不再只是風險對沖的工具，而是策略本身的核心元件。國際知名指數公司已將過往僅限於專業交易室的期權操作策略標準化成可追蹤、可商品化的策略指數。我們大致上可以用幾個簡單的分類來說明策略指數設計概念：

一、「權利金收取」策略指數

最廣為投資人熟悉的策略指數是掩護性買權 (Covered Call) 概念指數，該指數是歷史最悠久且發展最成熟，也是最容易讓投資人理解的類型。例如CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM) 被視為全球掩護性買權 (Covered Call) 策略最具代表性的指數之一，也是許多現今國外高配息 ETF 與選擇權收益型 ETF 的理論基礎。投資人完全持有一個與S&P 500指數相同的股票組合，因此可以完整參與美國大型股市的漲跌。同時，指數每個月都會針對這個股票部位賣出一個月期的S&P 500指數買權 (SPX Call)，藉此取得權利金收入。由於投資人本身已持有對應的股票部位，因此這種賣出買權的方式被稱為「Covered Call」，亦投資人願意放棄部分未來上漲空間，以換取立即取得的權利金收入，這種指數設計方式被稱為「BuyWrite指數」。

而與BuyWrite指數報酬曲線相近的是PutWrite指數，舉例CBOE S&P 500 PutWrite Index (PUT) 說明，該策略透過定期賣出S&P 500價平賣權 (Sell Put)，並以現金或短期國庫券作為擔保。投資人承諾在市場下跌時接手現貨部位，藉由承擔下檔風險換取穩定的權利金收入。其核心概念並非直接持有 S&P 500 股票，而是利用現金擔保賣出賣權的方式，系統化收取選擇權賣權權利金，藉此獲取長期收益。這項策略建立在投資人願意承擔市場下跌風險，以換取穩定權利金收入，因此被視為一種「賣保險」的投資模式。

雖然BuyWrite指數與PutWrite指數兩者的風險與報酬型態在理論上近乎完全相同，但在實際操作機制、資金運用效率、稅務與現金流來源上存在顯著差異，詳如表2比較表說明。

表2、BuyWrite指數與PutWrite指數比較表

策略指數	Buy-Write (掩護性買權)	Put-Write (現金擔保賣權)
代表性指數	CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM)	CBOE S&P 500 PutWrite Index (PUT)
部位組合	買進現貨 + 賣出 買權	持有現金/短債 + 賣出 賣權
適用市場環境	震盪盤整、緩步上漲	平靜或緩步上漲
主要風險	市場上漲時績效落後	市場急跌時損失顯著
主要收益來源	現貨股息 + 交易價差 + 買權權利金	無風險利息 (短債/貨幣基金) + 賣權權利金
資金與槓桿需求	需準備100%現金購買現貨及選擇權賣方保證金	選擇權賣方保證金
資金效率	較低，資金幾乎全部被使用	較高，擔保金可獲得額外無風險利息收入

資料來源：元大投信整理。

二、「規避市場風險」策略指數

在現今高波動的金融市場環境下，緩衝與保護型的策略指數逐漸受到市場關注。舉例CBOE S&P 500 5% Put Protection Index (PPUT) 是美國股票市場中最具代表性的「保護型投資策略 (Protective Put) 」，PPUT指數選擇定期支付權利金概念來建構市場下跌保護部位。其核心目標不是提高收益，而是在保有大部分股票上漲潛力的同時，降低市場大幅下跌時對投資組合造成的衝擊。

PPUT指數設計架構為投資人持有完整的S&P 500股票投資組合，因此能夠參與美國大型股市場的成長。與單純持有S&P 500不同的是，PPUT 每個月還會額外買進一個月到期、履約價位於現貨指數約5%價外的SPX賣權。這個買進賣權部位就像替股票部位購買保險，當市場只是小幅波動時，這份保險可能派不上用場；但當市場出現劇烈下跌時，賣權的價值將快速上升，進而抵銷股票部位的部分損失，這種策略早已廣泛應用於退休基金及大型機構投資人。

另外也有指數是以透過波動率指數 (VIX) 作為避險工具為出發點的設計，例如CBOE VIX Tail Hedge Index (VXTH) 是一個專門為「極端市場風險」而設計的指數。若把前面提到的PPUT指數視為幫投資組合購買一般保險，那麼VXTH指數則更像是購買重大災難保險。它的目標並非降低日常市場波動，而是在股票市場出現極端系統性風險時，提供強大的保護效果。

VXTH指數的核心架構建立在兩個部位之上。第一個部位是完整持有S&P 500指數，因此投資組合仍保有美國大型股市場的長期成長潛力。第二個部位則是持有一個月期到期的0.3 Delta VIX買權。由於VIX指數通常被稱為市場恐慌指數，因此當市場發生劇烈下跌時，VIX往往會出現大幅飆升，而這些VIX買權可能產生數倍甚至數十倍的漲幅。

從投資組合管理角度來看，VXTH指數的經濟意義非常清楚。它接受在正常年份略微落後S&P 500的結果，換取金融海嘯、疫情崩跌或其他黑天鵝事件來臨時的大幅保護。因此該策略最大的價值來自其運用選擇權凸性 (Convexity) 特性，策略在平時付出很小的避險成本以規避極端市場事件發生時的衝擊，詳如表3比較表說明。

表3、Protective Put指數與Tail Hedge指數比較表

策略指數類型	下檔保護型 (Protective Put)	尾部避險型 (Tail Hedge)
代表性指數	CBOE S&P 500 5% Put Protection Index (PPUT)	CBOE VIX Tail Hedge Index (VXTH)
部位組合	買進股票現貨 + 買入S&P 500價外賣權	買進股票現貨 + 買入VIX價外買權
防禦機制	直接對標的指數避險	凸性對沖(Convexity)，利用波動率指數(VIX)在大盤崩盤時暴漲的特性獲利來補貼現貨虧損。
防護標的	S&P 500股票指數本身	VIX波動率指數
適用市場環境	日常修正與顯著下跌之保護	黑天鵝與極端崩盤之保護
權利金支付	每月需持續支付購買賣權的權利金	每月依據VIX算出的配比支付購買買權權利金

資料來源：元大投信整理。

三、「複合選擇權」策略指數

複合選擇權策略指數顛覆一般傳統選擇權策略指數設計，讓策略指數已經不再是一個股票部位加上單一選擇權買權(Call)或賣權(Put)部位，而是開始利用多個履約價或不同方向的選擇權，同時塑造特定的損益曲線，這也是目前最接近機構投資人與專業交易室操作的策略指數設計邏輯。例如CBOE S&P 500 Zero-Cost Put Spread Collar Index (CLLZ)，利用股票曝險、賣出Call以及Put Spread等部位，希望利用賣出買權取得的權利金，降低建立下檔保護的成本，因此形成所謂「Zero-Cost」或接近零成本的避險架構。

另外，在眾多選擇權交易策略中，「鐵兀鷹 (Iron Condor)」是一種非常受歡迎且廣泛使用的選擇權策略。它特別適用於預期市場波動性較低或處於盤整階段的情況，能幫助交易者在相對穩定的市場中尋求穩健獲利的機會。CBOE S&P 500 Iron Condor Index (CNDR) 則把市場盤整也變成一種可以指數化的投資策略。透過Call Spread與Put Spread的組合，投資人可以在特定市場區間中收取時間價值，同時利用買進更價外的選擇權來規避極端行情造成的部分風險。

CBOE S&P 500 Covered Combo Index (CMBO)，其策略則是同時賣出S&P 500賣權與價外買權，打造出一個兼具下檔緩衝加上收取權利金，且在特定區間內提高資本效率的複合型策略 (Covered Combo)，形成比單純Covered Call更加複雜的非線性收益結構。

衍生性金融商品的再定位，打造亞洲資產管理中心的關鍵競爭力

縱觀全球產品發行趨勢與期現貨市場的本質價值，衍生性商品早已跨越了傳統避險工具的範疇。透過策略指數結合期權特性，其核心價值不在於增加投資複雜度，而是將不同投資人的風險偏好，轉化為客製化的報酬結構。指數設計不再只是衡量單一市場，更是描述一套完整、透明且可重複執行的投資解決方案。過去僅限於大型機構或避險基金運用的複雜策略，如今皆可透過策略指數邁向大眾化與商品化。未來ETF的發展方向，勢將從「追蹤單一市場」逐步轉向「為投資人量身打造多元報酬曲線」。

借鑑國際經驗，結合現貨、期貨與選擇權的策略指數設計，為臺灣亞洲資產管理中心政策提供了全新的戰略視角。隨著主管機關放寬主動式ETF與多重資產ETF的發展，未來若進一步開放期信主動式ETF發行，臺灣將有機會從傳統追蹤單一指數的框架，跨足至以策略管理與投資解決方案為核心的新世代模式。這將推動期貨與選擇權市場從金融體系的輔助角色，蛻變為驅動臺灣資產管理產業升級的重要戰略引擎。 