

《ETF 系列專題報導—期貨 ETF 特性及風險（下）》

期貨 ETF 追蹤期貨非現貨

日期：2020-06-24 媒體：報紙 媒體名稱：工商時報(Commercial Times) 版位：第 B05 版集中市場

上篇介紹期貨 ETF 的架構、投資標的及基金操作原理，本篇從實務角度來說明投資期貨 ETF 必須注意的重點，不過，各種期貨商品的市場差異仍大，投資人應對個別市場有深入瞭解再投資。

交易期貨 ETF 該注意的事

1. 追蹤期貨而非現貨

證交所掛牌 16 檔期貨 ETF 皆追蹤期貨指數，期貨價格與現貨價格雖然通常連動性高，但兩者表現仍可能有差異。一般來說，商品期貨多為實物交割，由於在到期前賣方承擔了倉儲、運輸等持有成本 (COST OF CARRY)，通常期貨價格高於現貨價格，而遠月期貨價格又高於近月期貨，但此，價差情形也會受到市場供需、市場參與者對價格的預期等因素影響而產生變化。

總之，由於期貨與現貨的漲跌幅度或走勢未必同步，不宜直接拿期貨 ETF 與相關現貨價格表現做比較。

2. 定期轉倉的影響

上篇提到，期貨契約會到期，故期貨 ETF 發行人必須依據標的指數規則定期轉倉，也就是賣出即將到期的近月合約，買進次近月或遠月合約。由於轉換期貨合約時會有價差，當遠月期貨比近月期貨貴 (正價差) 時，基金經理人會賣出手中便宜的近月期貨合約，買進比較貴的遠月期貨合約，也就產生所謂的轉倉成本。

舉例來說，假設投資人 2020 年 3 月 27 日，以收盤價 1,654.1 美元/盎司買進 6 月份黃金期貨契約，實務上最晚在 2020 年 5 月 27 日要平倉賣出 6 月期貨並改持 8 月期貨，故當天以 6 月期貨收盤價 1,710.7 美元/盎司賣出 6 月期貨，同時以 8 月期貨收盤價 1,726.8 美元/盎司買進 8 月期貨。

持有到 6 月 8 日時，8 月期貨收盤價為 1,705.1 美元/盎司，結算此期間分段持有兩期貨契約的獲利：6 月契約 3 月 27 日~5 月 27 日報酬 $1,710.7 - 1,654.1 = 56.6$ ，8 月契約 5 月 27 日~6 月 8 日報酬 $1,705.1 - 1,726.8 = -21.7$ ，二者相加為 34.9 美元/盎司。

若單獨觀察這段期間期貨價格，由 3 月 27 日的 1,654.1 美元/盎司漲至 6 月 8 日的 1,705.1 美元/盎司，投資人似乎可獲利 51 美元/盎司，但因為中間轉倉時以低價賣出（1,710.7 美元/盎司）、高價買進（1,726.8 美元/盎司），相當於多出 16.1 美元/盎司的成本，因此實際上轉倉操作獲得的報酬僅 34.9 美元/盎司。再者，轉倉操作也會有交易成本，使 ETF 淨值因轉倉而耗損，長期累積下來，ETF 績效可能與標的指數有所偏離。

3.買賣價格的合理性

ETF 不但像股票一樣在次級市場買賣，還結合了開放型基金擁有初級市場申購回機制的特質。次級市場買賣的價格是由市場供需雙方所決定的市價，在供需平衡時，ETF 市價理論上會貼近淨值。但期貨 ETF 多投資於國外期貨，有發行受益權單位數的額度限制，過去 VIXETF 就曾遇到市場過熱、供不應求，但發行額度又達上限，使初級市場申購機制無法正常運作，而持續有市值高於淨值的溢價現象。

另外，今年 3 月以來，國內原油相關 ETF 也因淨值大幅下滑，但次級市場投資人逢低買進意願強烈，而連續出現 50% 以上、甚至兩、三倍的溢價幅度。

過高的溢價就代表投資人買貴了，當溢價收斂時，買在高溢價的人很可能會遭受損失。投資人買賣期貨 ETF 時要特別留意折溢價狀況，謹慎評估買賣價格的合理性，如折溢價有異常，在市場供需恢復正常、折溢價幅度縮小至合理範圍之前，應格外小心評估風險，避免貿然進場。

4.期貨 ETF 連結國外期貨標的之風險

期貨 ETF 所交易的期貨契約如無漲跌幅限制，則期貨 ETF 亦無漲跌幅度限制，投資人可能因價格大幅波動而在短時間內產生極大利潤或極大損失。以追蹤原油的原型期貨 ETF 為例，觀察今年 3~4 月收盤價的變化，單日漲跌幅度在 10% 以上的就有四次。

期貨 ETF 若交易國外的期貨契約，可能因時差關係，而出現標的期貨在台股盤中與當地市場主要交易時段的漲跌不同調情況。另外，期貨 ETF 雖以新台幣計價，但如交易的期貨契約是以外幣計價，則投資人實質上也承擔了匯率風險。

5.留意終止上市條件

ETF 在公開說明書及信託契約中，列有契約終止條件，簡單來說，期貨 ETF 可能因整體資產規模太小、單位淨值持續過低或其他原因，致使基金繼續經營困難而依規定申請下市清算。證交所今年 5 月也修正營業細則等相關規章，規範各類型 ETF 最近營業日每單位淨值為零或負數者，將停止買賣並公告終止上市。

雖然目前有兩檔槓桿型期貨 ETF 獲准暫免清算，但此暫時性豁免條款將在今年 9 月底到期，投資人仍應隨時注意期貨 ETF 的規模及淨值等變化。

結語

交易期貨 ETF 可能面臨許多風險，投資人初次委託證券商買賣原型期貨 ETF 前，應依規定詳閱並簽署風險預告書，如果是槓桿反向型期貨 ETF，還要符合投資人適格性條件。期貨 ETF 屬短期交易型商品，不適合長期持有，建議仔細閱讀 ETF 公開說明書，確實做好財務規畫與風險評估再進場。

期貨ETF追蹤期貨非現貨

上篇介紹期貨ETF的架構、投資標的及基金操作原理，本篇從實務角度來說明投資期貨ETF必須注意的重點，不過，各種期貨商品的市場差異仍大，投資人應對個別市場有深入瞭解再投資。

交易期貨ETF該注意的事

1. 追蹤期貨而非現貨

證交所掛牌16檔期貨ETF皆追蹤期貨指數，期貨價格與現貨價格雖然通常連動性高，但兩者表現仍可能有差異。一般來說，商品期貨多為實物交割，由於在到期前賣方承擔了倉儲、運輸等持有成本（Cost of Carry），通常期貨價格高於現貨價格，而遠月期貨價格又高於近月期貨，但此，價差情形也會受到市場供需、市場參與者對價格的預期等因素影響而產生變化。

總之，由於期貨與現貨的漲跌幅度或走勢未必同步，不宜直接拿期貨ETF與相關現貨價格表現做比較。

2. 定期轉倉的影響

上篇提到，期貨契約會到期，故期貨ETF發行人必須依據標的指數規則定期轉倉，也就是賣出即將到期的近月合約，買進次近月或遠月合約。由於轉換期貨合約時會有價差，當遠月期貨比近月期貨貴（正價差）時，基金經理人會賣出手中便宜的近月期貨合約，買進比較貴的遠月期貨合約，也就產生所謂的轉倉成本。

舉例來說，假設投資人2020

年3月27日，以收盤價1,654.1美元/盎司買進6月份黃金期貨契約，實務上最晚在2020年5月27日要平倉賣出6月期貨並改持8月期貨，故當天以6月期貨收盤價1,710.7美元/盎司賣出6月期貨，同時以8月期貨收盤價1,726.8美元/盎司買進8月期貨。

持有到6月8日時，8月期貨收盤價為1,705.1美元/盎司，結算此期間分段持有兩期貨契約的獲利：6月契約3月27日~5月27日報酬1,710.7-1,654.1=56.6，8月契約5月27日~6月8日報酬1,705.1-1,726.8=-21.7，二者相加為34.9美元/盎司。

若單獨觀察這段期間期貨價格，由3月27日的1,654.1美元/盎司漲至6月8日的1,705.1美元/盎司，投資人似乎可獲利51美元/盎司，但因為中間轉倉時以低價賣出（1,710.7美元/盎司）、高價買進（1,726.8美元/盎司），相當於多出16.1美元/盎司的成本，因此實際上轉倉操作獲得的報酬僅34.9美元/盎司。再者，轉倉操作也會有交易成本，使ETF淨值因轉倉而耗損，長期累積下來，ETF績效可能與標的指數有所偏離。

3. 買賣價格的合理性

ETF不但像股票一樣在次級市場買賣，還結合了開放型基金擁有初級市場申購回機制的特質。次級市場買賣的價格是由市場供需雙方所決定的市價，在供需平衡時，ETF市價理論上會貼近淨值。但期貨ETF多投資於國外期貨，有發行受益權單位數的額度限制，過去VIX ETF就曾遇到市場過熱、供不應求，但發行額度又達上限，使初級市場申購機制無法正常運作，而持續有市價高於淨值的溢價現象。

另外，今年3月以來，國內原油相關ETF也因淨值大幅下滑，但次級市場投資人逢低買進意願強烈，而連續出現50%以上、甚至兩、三倍的溢價幅度。

過高的溢價就代表投資人買貴了，當溢價收斂時，買在高溢價的人很可能會遭受損失。投資人買賣期貨ETF時要特別留意折溢價狀況，謹慎評估買賣價格的合理性，如折溢價有異常，在市場供需恢復正常、折溢價幅度縮小至合理範圍之前，應格外小心評估風險，避免貿然進場。

4. 期貨ETF連結國外期貨標的之風險

期貨ETF所交易的期貨契約如無漲跌幅限制，則期貨ETF亦無漲跌幅限制，投資人可能因價格大幅波動而在短時間內產生極大利潤或極大損失。以追蹤原油的原型期貨ETF為

例，觀察今年3~4月收盤價的變化，單日漲跌幅度在10%以上的就有四次。

期貨ETF若交易國外的期貨契約，可能因時差關係，而出現標的期貨在台股盤中與當地市場主要交易時段的漲跌不同調情況。另外，期貨ETF雖以新台幣計價，但如交易的期貨契約是以外幣計價，則投資人實質上也承擔了匯率風險。

5. 留意終止上市條件

ETF在公開說明書及信託契約中，列有契約終止條件，簡單來說，期貨ETF可能因整體資產規模太小、單位淨值持續經營困難而依規定申請下市。證交所今年5月也修正營業規則等相關規章，規範各類型ETF最近營業日每單位淨

值為零或負數者，將停止買賣並公告終止上市。

雖然目前有兩檔槓桿型期貨ETF獲准暫免清算，但此暫時性豁免條款將在今年9月底到期，投資人仍應隨時注意期貨ETF的規模及淨值等變化。

結語

交易期貨ETF可能面臨許多風險，投資人初次委託證券商買賣原型期貨ETF前，應依規定詳閱並簽署風險預告書，如果是槓桿反向型期貨ETF，還要符合投資人適格性條件。期貨ETF屬短期交易型商品，不適合長期持有，建議仔細閱讀ETF公開說明書，確實做好財務規畫與風險評估再進場。（台灣證券交易所提供，呂淑美整理）