

## 《ETF 系列專題報導 - ETF 申購買回套利機制》

### ETF 套利 折溢價是指標

日期：2020-08-05 媒體名稱：工商時報(Commercial Times) 版位：第 B05 版上市櫃 3 / 集中市場

ETF 掛牌後，同時存在初級市場和次級市場兩種交易管道。投資人不但可以像買賣股票一樣，利用既有的證券交易帳戶下單，在次級市場以市價自由買賣 ETF，還能透過初級市場，依 ETF 的真實價值，也就是淨值，向發行公司大額申購或買回 ETF。

### ETF 申購買回機制

ETF 初級市場申購買回方式，分為實物與現金兩種。所謂 ETF 實物申購，就是投資人把 ETF 所表彰的一籃子股票交給發行公司，發行公司用收到的股票創造新的 ETF 單位然後交給投資人。

相反的，ETF 實物買回，則是投資人拿手中持有的 ETF，向發行公司換回一籃子股票，而這一籃子股票的價值總和就是 ETF 的淨值。

現行只有一些追蹤台股的 ETF 可以實物申購買回，其他大多數的 ETF 都採現金申購買回：投資人申購時，以現金方式交付對價給發行公司並取得新創造的 ETF 單位；買回時，發行公司也以現金支付給投資人。

投資人要進行 ETF 初級市場申購買回，必須透過經授權的證券商，也就是參與證券商 (PARTICIPATING DEALER, PD)。參與證券商與 ETF 發行人簽訂參與契約，可自行或受託辦理 ETF 申購買回業務。通常發行人官網的 ETF 專區在各檔 ETF 產品資訊項下都會列出參與證券商的名單。

另外，ETF 發行人對於初級市場交易訂有最低數量的限制，稱為「申購買回基數」，也就是每次申購買回至少要以一定數量為基本單位。

之所以要訂定最低申贖數量，是由於 ETF 追蹤指數，當有申購時，ETF 必須增持相應的成分證券，如果申購張數太少金額太小，實務上要調整配置於部分成分證券可能有困難，使得 ETF 資產組合與所追蹤的指數產生較大落差。

目前上市櫃 ETF 多以 50 萬個受益權單位 (即 500 張) 為 1 基數，投資人可透過參與證券商，以申購買回基數的整倍數單位，向 ETF 發行人申請申購或買回 ETF。

至於實物申購要準備那些股票，而現金申購又要交付多少金額，就要看「申購買回清單」（一般稱為 PCF）。

ETF 發行人每日會參考 ETF 標的指數資料公布 PCF，內容包括：次一營業日實物申購 1 個基數 ETF 所需的股票組合及預估現金差額，或者現金申購 1 個基數 ETF 所需的預收申購總價金，以及 ETF 的淨資產價值、已發行單位數、每單位淨值、申購買回基數、約當市值等。

投資人可以從證交所與櫃買中心 ETF 專區連結至發行人官網查詢各檔 ETF 的 PCF。

## 申購買回套利原理

當一個資產在兩個市場有不同的價格時，就可能產生一買一賣的套利機會。如果 ETF 在次級市場交易的市價，高於初級市場的基金淨值，也就是溢價發生的時候，理論上可以在初級市場用比較低的淨值或相應的一籃子股票，向發行公司申購 ETF，再去次級市場用較高的市價將 ETF 賣出，賺取其中的價差。

反之，ETF 折價時（市價低於淨值），就在次級市場上用較低的市價買入 ETF，再透過初級市場將 ETF 贖回較高的淨值，或換回一籃子股票並到股票市場賣出。

如同前面所說，ETF 申購買回大多以 50 萬受益單位數為 1 基數，往往需要千萬元以上的資金，所以實務上法人或資金龐大的投資人才有辦法進行申購買回套利。

此外，執行套利策略須考量股票交易稅、股票交易手續費、申購買回手續費及市場衝擊成本等交易成本，過程中也可能面臨無法同步操作，使得成交價格與預期有落差而產生交易風險，因此一般投資人很難參與套利機制。

ETF 獨特的申購買回套利機制，通常有助於調節市場供需，讓 ETF 的市價與淨值收斂在一定的幅度內，使投資人在次級市場能夠以較合理而貼近淨值的價格來交易 ETF，但有些情況下仍可能受流動性不佳、發行額度達上限等因素影響，而無法進行申購買回套利，造成折溢價持續難以收斂。

投資人在瞭解 ETF 初級市場與次級市場的運作機制後，買賣 ETF 時，還是要注意是否有折溢價幅度過高的情形，審慎評估價格的合理性再做交易。

# ETF套利 折溢價是指標

ETF掛牌後，同時存在初級市場和次級市場兩種交易管道。投資人不但可以像買賣股票一樣，利用既有的證券交易帳戶下單，在次級市場以市價自由買賣ETF，還能透過初級市場，依ETF的真實價值，也就是淨值，向發行公司大額申購或買回ETF。

## ETF申購買回機制

ETF初級市場申購買回方式，分為實物與現金兩種。所謂ETF實物申購，就是投資人把ETF所表彰的一籃子股票交給發行公司，發行公司用收到的股票創造新的ETF單位然後交給投資人。

相反的，ETF實物買回，則是投資人拿手中持有的ETF，向發行公司換回一籃子股票，而這一籃子股票的價值總和就是ETF的淨值。

現行只有一些追蹤台股的ETF可以實物申購買回，其他大多數的ETF都採現金申購買回：投資人申購時，以現金方式交付對價給發行公司並取得

新創造的ETF單位；買回時，發行公司也以現金支付給投資人。

投資人要進行ETF初級市場申購買回，必須透過經授權的證券商，也就是參與證券商（Participating Dealer, PD）。參與證券商與ETF發行人簽訂參與契約，可自行或受託辦理ETF申購買回業務。通常發行人官網的ETF專區在各檔ETF產品資訊項下都會列出參與證券商的名單。

另外，ETF發行人對於初級市場交易訂有最低數量的限制，稱為「申購買回基數」，也就是每次申購買回至少要以一定數量為基本單位。

之所以要訂定最低申購數量

，是由於ETF追蹤指數，當有申購時，ETF必須增持相應的成分證券，如果申購張數太少金額太小，實務上要調整配置於部分成分證券可能有困難，使得ETF資產組合與所追蹤的指數產生較大落差。

目前上市櫃ETF多以50萬個受益權單位（即500張）為1基數，投資人可透過參與證券商，以申購買回基數的整倍數單位，向ETF發行人申請申購或買回ETF。

至於實物申購要準備那些股票，而現金申購又要交付多少金額，就要看「申購買回清單」（一般稱為PCF）。

ETF發行人每日會參考ETF標的指數資料公布PCF，內容包括：次一營業日實物申購1個基數ETF所需的股票組合及預估現金差額，或者現金申購1個基數ETF所需的預收申購總價金，以及ETF的淨資產價值、已發行單位數、每單位淨值、申購買回基數、約當市值等。

投資人可以從證交所與櫃買中心ETF專區連結至發行人官網查詢各檔ETF的PCF。

## 申購買回套利原理

當一個資產在兩個市場有不同的價格時，就可能產生一買一賣的套利機會。如果ETF在次級市場交易的市價，高於初級市場的基金淨值，也就是溢價發生的時候，理論上可以在初級市場用比較低的淨值或相應的一籃子股票，向發行公司申購ETF，再去次級市場用較高的市價將ETF賣出，賺取其中的價差。

反之，ETF折價時（市價低於淨值），就在次級市場上用較低的市價買入ETF，再透過初級市場將ETF贖回較高的淨值，或換回一籃子股票並到股票市場賣出。

如同前面所說，ETF申購買回大多以50萬受益單位數為1基數，往往需要千萬元以上的資金，所以實務上法人或資金龐大的投資人才有辦法進行申

購買回套利。

此外，執行套利策略須考量股票交易稅、股票交易手續費、申購買回手續費及市場衝擊成本等交易成本，過程中也可能面臨無法同步操作，使得成交價格與預期有落差而產生交易風險，因此一般投資人很難參與套利機制。

ETF獨特的申購買回套利機制，通常有助於調節市場供需，讓ETF的市價與淨值收斂在一定的幅度內，使投資人在次級市場能夠以較合理而貼近淨值的價格來交易ETF，但有些情況下仍可能受流動性不佳、發行額度達上限等因素影響，而無法進行申購買回套利，造成折溢價持續難以收斂。

投資人在瞭解ETF初級市場與次級市場的運作機制後，買賣ETF時，還是要注意是否有折溢價幅度過高的情形，審慎評估價格的合理性再做交易。（台灣證券交易所提供，呂淑美整理）