

【專題三】

期貨 ETF 於臺灣上市之緣起 及相關規劃

林昱廷（證交所企劃研究部專員）

壹、前言

隨著新興市場崛起，推升全球對商品原物料的需求；商品原物料與股票及債券等主流產品相關性低，根據資產配置理論，投資組合增加商品原物料配置可有效分散風險，並合理增進收益。原物料的種類極廣，一般包含農產品、畜產品、能源礦產、工業礦產、貴金屬礦產等。這些標的多半不在證券交易所中交易，所以原物料指數的編製，可能取材自期貨市場、原物料現貨市場。投資原物料的管道有很多種，可以透過購買能源基金、原物料現貨或是買進原物料期貨。

貳、商品原物料投資工具

商品原物料之相關投資工具，一般可分為有商品現貨、商品期貨、商品公司股票、原物料基金與商品 ETF 五大類。

一、商品現貨

商品現貨的價格走勢，一般民眾最為熟悉，不過商品現貨市場之交易均為實體進行，僅有運輸與倉儲設備之業者才有辦法參加，並非一般投資人可以參與。對於一般投資人來說投資商品現貨僅貴金屬較為可行，臺灣民眾欲投資黃金現貨亦可透過黃金存摺進行。

二、商品期貨

商品期貨僅需投入小額保證金，即可操作相關契約，除了作多之外，亦可做空，交易具高度自由性；但是期貨操作需要高度專業，轉倉與保證金增補亦較為繁複，使用槓桿投資，須嚴格管理風險，較非一般投資人可以投資的工具。商品期貨合約是以保證金進行交易，國際商品期貨契約保證金多則 10%，少則 2%，槓桿倍數在 10 到 50 倍之間。若投資槓桿過大，導致無力補足保證金，投資人即使趨勢看對，卻仍可能在中間的價格震盪中被強迫平倉結清部位。

臺灣期交所目前推出之商品相關的金融商品僅有黃金期貨及黃金選擇權，其一口黃金期貨契約原始保證金約為美金 7,430 元，約為台幣 22 萬，以新臺幣計價黃金期貨契約原始保證金則約為台幣 2 萬 1 千元，惟交易量均不高，2013 年總成交量僅 7 口。投資人如欲買賣國外商品期貨必須透過複委託，由期貨商代為到東京、紐約、芝加哥等地下單。

三、商品公司股票

若要投資外國原物料概念股或是能源概念股，雖然目前許多台灣地區的銀行或券商均已提供下單的服務。但原物料概念股或能源概念股投資時仍須考慮系統風險及非系統風險，例如大盤指數、公司之經營、競爭情形、公司理財方式、會計原則、政府政策等變數。故原物料概念股與原物料商品本身之價格走勢或有連結，但相關性相對有限，不完全符合想要佈局原物料行情投資人之需求。

四、原物料基金

如同一般投資人所熟悉的共同基金，原物料基金所購買的投資標的是全球上市公司股票，而不是購買原物料本身或投資原物料期貨。原物料基金主要投資在原物料股票，或搭配一些衍生性商品。

雖然購買原物料基金可規避投資單一公司的個別風險，但購買原物料基金與實際投資原物料仍是有差別的，不僅無法真實反映原物料價格，亦會受到股市大盤的影響。

另外一種投資原物料的基金為期貨基金，亦即以期貨、選擇權為標的之共同基金，在歐美稱為「管理期貨基金」。

過去台灣沒有期貨基金，投資人若想要購買，必須前往海外開戶購買，單筆申購門檻動輒數十萬元。國內市場於 2007 年期貨基金立法完成，直至 2009 年 10 月底始有期貨基金申請募集，目前僅有 5 檔，標的選擇仍相當有限。

五、原物料指數基金及商品 ETF

1990 年代原物料指數型基金開始興起，2000 年後因原物料價格大漲而資產規模大幅成長，根據麥格里銀行統計，所有原物料指數型基金規模，從 2000 年不到 10 億美元成長至 2008 年 7 月中油價每桶 147 美元時，規模已突破 1,700 億美元。而在 2006 年以後，各類型的商品 ETF 開始在全球各交易所掛牌上市，根據 BlackRock 統計，商品 ETF 自 2006 年到 2013 年，規模由 34 億美元增加為 1146 億美元。成長幅度接近 34 倍，而與其他種類 ETF 相比，2013 年商品 ETF 1,146 億美元規模，占整體 ETF 規模 2 兆 4,012 億美元之比重已達 4.7%，僅次於股票 ETF 及固定收益 ETF。

商品 ETF 是近年新興的原物料投資管道，該類產品在證券交易市場掛牌，投資人透過券商下單，即可進行買賣，深具操作便利性；且商品 ETF 採指數操作，會追蹤商品現貨價格或是商品期貨指數等特定標的之表現，產品高度透明，因此近年來受到全球投資人的高度肯定，不論在產品數量與規模上，均呈現爆發性的成長。

商品原物料之相關投資工具

| 投資標的 | 績效表現 | 參與主體 | 交易目的 | 特性說明 | |
|--------|--------------------------------|---------------------|----------------------------------|------------------------------|--|
| 商品現貨 | 商品現貨表現 | 原物料需求者 加工業者 | 實體原料需求 | 優勢 | 問題 |
| | | | | 商品現貨價格直接反應市場供需。 | 只有擁有商品運輸與倉儲的業者，方能參加市場交易。 |
| 商品期貨 | 商品期貨成交價 | 投資人 金融機構 相關業者 | 投機、 避險 | 優勢 | 問題 |
| | | | | 與商品現貨價格相關性高 | 商品期貨交易可能有換匯、時差、轉倉與追繳保證金等問題；期貨槓桿有額外風險 |
| 商品公司股票 | 原物料 公司股價 | 投資人 金融機構 | 投資 分享 原物料公司 配息與 資本利得 | 優勢 | 問題 |
| | | | | 商品股票間接受惠商品現貨表現，易於投資。 | 商品公司股票與商品價格相關性較低，且有擇股風險。 |
| 原物料基金 | 原物料 公司股價 或 商品期貨 表現 | 投資人 金融機構 相關業者 | 投機、 避險 | 優勢 | 問題 |
| | | | | 海外原物料基金有分散風險優勢、投資國內期貨基金則具便利性 | 無法真實反映原物料價格，亦會受到股市大盤的影響。投資期貨基金則選擇有限，透明度不若 ETF。 |

| 原物料指數基金 商品 ETF | 商品現貨 或商品期貨 指數報酬 | 投資人 金融機構 相關業者 | 投資、 避險 套利、價 差 | 優勢 | 問題 |
|-------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|--|----------------------------|
| | | | | 1. 與商品現貨相關性高 2. 交易便利具效率性 3. 追蹤指數表現，透明度高，投資門檻低。 | 如投資標的為商品期貨，期貨走勢與商品現貨表現或有落差 |

資料來源：臺灣證券交易所整理

對一般投資人而言，不論直接持有現貨或自行操作期貨，都有其困難度。直接投資原物料現貨，必須考量採購成本、運輸成本、倉儲成本、庫存成本及天災人禍；至於直接投資原物料期貨，又必須考量到高額的期貨保證金，和期貨到期的轉倉交易等成本。若是投資商品 ETF，則可以用最便利且有效率的方式布局原物料市場。

自美國於 1993 年發行了第一檔 ETF 以來，ETF 的發展相當迅速，即便於 2008 年金融海嘯，ETF 的檔數依然持續成長，截至 2013 年全球發行的 ETF 達 5,090 檔，總資產規模達 2.4 兆美金。在國外 ETF 投資標的多元，可以投資一籃子原物料、一籃子債券或一籃子貨幣的基金，甚至投資單一原物料或單一貨幣；臺灣過往受限於法規，僅有投資標的為股票之 ETF 發行上市。

基於投資人對於投資原物料之需求日益升高，且拓展本國之上市商品種類，證券市場市場具完整之商品線，不僅可大幅提昇操作工具運用上之彈性，且可有效增進交易效益及市場福祉。臺灣證券交易所自民國 102 年起，即積極規劃商品 ETF 於臺灣證券市場上市交易乙案。臺灣商品期貨 ETF 之相關法規已完成修訂，未來如有業者發行，該類產品即可在臺灣證券交易市場掛牌。

參、臺灣 ETF 市場現況及法規概述

臺灣證券交易所自民國 92 年 6 月 30 日推出首檔 ETF 迄今已滿十年，共有 21 檔 ETF 上市掛牌交易。其中 14 檔為臺股 ETF，3 檔為中國大陸 QFII A 股 ETF，3 檔跨境上市的 ETF，以及 1 檔連結式 ETF。截至 102 年底止，市場總資產規模約達 1,380 億新台幣，成交值占集中市場達 1.44%。

臺灣目前上市的 ETF 乃架構於「證券投資信託基金管理辦法」下，對於證券相關商品之投資有一定之比例限制。目前之 ETF 僅侷限在股票型，追蹤標的指數亦僅有臺股、中國大陸 A 股及港股等兩岸三地股市相關的指數，為發展以商品為追蹤標的之 ETF，

勢必須調整相關法規以及思考相關配套措施。

依我國證券投資信託基金管理辦法第三十七條第一項及第二項規定，「指數股票型基金」指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金。「指數股票型基金」所追蹤、模擬或複製之標的指數其成分證券係包括股票、債券及其他經金管會核准之有價證券，故標的指數之成分證券以「有價證券」為限，不包括商品現貨。因此，國內投信業者尚難發行直接投資於商品現貨之一般指數股票型基金商品。

在引進境外商品 ETF 方面，依據境外基金管理辦法第二十六條規定境外指數股票型基金須符合條件為：一、基金註冊地與基金管理機構所在地為我國承認且公告。但因金融主管機關雙邊或多邊合作下所募集發行，其基金註冊地，不在此限。二、符合第二十三條第一項第二款「境外基金不得投資於黃金、商品現貨及不動產」、第五款「境外基金之投資組合不得以中華民國證券市場為主要的投資地區，該投資比率由本會（即金管會）定之。」、第六款「該境外基金不得以新臺幣或人民幣計價。」、第八款「境外基金已經基金註冊地主管機關核准向不特定人募集者」及第九款「其他經本會規定之事項」。由於境外指數股票型基金不得投資於商品現貨，境外基金機構無法將投資於商品現貨之國外商品 ETF 直接跨境來臺上市交易。

在發行連結式黃金 ETF 方面，依據證券投資信託基金管理辦法第三十七條第四項，指數股票型基金得以單一連結符合境外基金管理辦法第二十六條規定條件之境外指數股票型基金為之。因此國內業者欲發行連結式商品 ETF，與引進境外商品 ETF 相同，同樣受限於境外基金管理辦法第二十六條第二款的規定。為發行追蹤商品為標的之 ETF，勢必需要修改證券投資信託管理辦法亦或尋求適用其餘可能之法規架構，以下篇幅亦將詳述採各種架構發行商品 ETF 之相關考量。

肆、我國發行商品 ETF 之法規限制 - 以黃金 ETF 為先行產品

由於追蹤黃金之 ETF 為全球最早開始推出也發展最為快速的商品 ETF，其資產規模亦占了全球商品 ETF 總資產規模一半以上。我國投信業者最感興趣發行之商品 ETF 亦為黃金 ETF，故其後法規之規劃，亦以發行黃金 ETF 為先行產品為考量。茲歸納於以各類行法規架構發行黃金 ETF 之限制及需修訂之法規如下：

一、實體黃金架構

（一）國外之信託架構發行實體黃金 ETF

國外以信託架構發行實體黃金 ETF，乃以實體黃金為資產基礎發行信託之受益憑證，再於證券交易所掛牌交易，僅是實體黃金與表彰該黃金之

有價證券的互相轉換而已。此類信託之性質較近似於將實體黃金轉換為有價證券，與證券化之過程較為接近，而與我國以證券投資信託辦法所發行之 ETF，法規架構並不相同。

(二) 以投資信託架構發行實體黃金 ETF

1. 限制

我國目前的 ETF 規範於證券投資信託業務當中，投資標的須為有價證券，並不包括實體黃金。再者，依據證券投資信託基金管理辦法第 37 條，ETF 乃「追蹤、模擬或複製標的指數表現」，而實體黃金並無指數表現可供追蹤模擬。

2. 須修訂之法規

須於「證券投資信託基金管理辦法」第 23 條增列實物商品之基金，並增訂相關基金規範，包括實物信託基金之定義、實物之範圍及相關信託基金應載明事項等。而公開說明書應行記載事項準則亦應配合修訂，敘明商品指標價格訂價方式。

為考量更動指數股票型基金名稱可能造成之影響及相關成本，或亦可修訂證券投資信託管理辦法第 37 條中所描述之指數股票型基金定義，以放寬 ETF 之種類限制，讓 ETF 除可追蹤標的指數外，亦可追蹤商品指標價格；證券投資信託公司也因而得募集或私募更多型態及種類之證券投資信託基金。

(三) 以信託業法之信託架構發行實體黃金 ETF

1. 限制

共同信託基金投資運用範圍除了有價證券之外，尚包括期貨及衍生性金融商品、黃金、各項動產及不動產等等標的，惟我國現行法令對於共同信託基金募集之方法，尚僅能以金錢募集，尚欠缺以金錢以外一定規格之實物作為募集方法。

2. 須修訂之法規

修訂共同信託基金管理辦法第 3 條第 1 項及第 33 條，開放以金錢以外之方式募集共同信託基金，讓共同基金得以收受實物（如黃金）為募集或申購信託單位之方式。

(四) 以證券化架構發行實體黃金 ETF

1. 限制

我國目前證券化之標的僅有「金融資產」與「不動產」。而依據「金融資產證券化條例」規定，所謂資產僅限於汽車貸款、房屋貸款、信用卡債權或其他符合規定之債權等，並不包括實體商品。

2. 須修訂之法規

雖然國外信託架構之黃金 ETF 較類似於我國證券化信託架構，惟目前黃金資產證券化並無法源，須特別制訂一部黃金資產證券化相關條例。

(五) 以債權架構發行實體黃金 ETF

另一種 ETF 的型態為債券架構，在美國為無擔保債權，通稱為 ETN，在歐洲則為擔保債權，均以追求原物料現貨價格、或是原物料指數報酬為目標。從其基本定義來看，債權架構 ETF 類似於臺灣廣為盛行之結構債，又稱連動債，只是其連動的標的為原物料指數或原物料現貨價格。

全球市場上以債權發行之 ETF 數目最多，且運作方式較彈性，不受限於基金須將標的資產分散之規定，是以歐美地區廣為發行。

1. 限制

依據現行證券交易法之規定，債券架構之上市有價證券，其範圍僅限定於公司債券及金融債券，所以目前債權架構 ETF 並無法源依據，亦非屬證券交易法第 6 條所定義之有價證券。

2. 須修訂之法規

若要於台灣推行債券結構 ETF，首先必須建立法源基礎。債權架構 ETF 其本身設計即賦予發行人較大的彈性，可自由運用資金，可使用交換契約（swap）或其他衍生性商品追蹤原物料指數，所追蹤之標的亦較為多元，可追蹤任何指數或是任何商品之現貨價格。依據國外債權架構 ETF 之設計，美國 ETP 之期限為 30 年，歐洲 ETP 則為無限期，對於投資人而言，必須承擔發行人之信用風險，且考量台灣市場之散戶比例高達七成，一般散戶投資人不容易瞭解資金運用的複雜策略，並輕忽該原物料背後所代表的風險，為保護投資人，因此債權架構 ETP 對於投資人保護之機制，例如限定發行人資格、強制提存擔保、甚至發行年限等，均需完整考量，以制訂完善之法規制度。

二、黃金期貨 ETF

由於證券投資信託基金主要係針對投資有價證券而規範，對於投資商品及期貨限制較多。依據臺灣期貨信託基金現行之規範，期貨信託基金性質應較類似國外之「商品 ETF」，主要透過期貨等衍生性工具追蹤指數之 ETF。

期貨信託基金管理辦法對於公開募集期信基金的風控機制，主要限制為訂定有關期貨、選擇權契約未平倉部分所需之原始保證金及從事期權與選擇權契約交易時，所支付與收取的權利金淨額，不得超過該期信基金淨資產價值一定比例及投資標分散之限制與投資於店頭衍生性商品之限制。為以期貨信託架構發行商品期貨 ETF，投資標的是運用期貨等金融衍生性商品為主，主管機關調整「期貨信託基金管理辦法」第 39 條第 1 項第 2 款對於單一期貨契約所需原始保證金，不得超過該期貨信託基金淨資產價值之比例限制；以及同項第 4 款規定，投資同一種原物料之期貨、選擇權及期貨選擇權合計不得超過該期貨信託基金淨資產價值之 20% 等規範，賦與發行期貨 ETF 之法源，並配合調整其餘相關法規及配套措施。

綜上所述，主管機關綜合評估國人需求、商品 ETF 之特性及修法之快捷性等等，開放以期貨信託架構發行期貨 ETF，目前法規已修訂完成，第一檔商品期貨 ETF 上市交易指日可待。

伍、商品期貨 ETF 介紹

各國已上市之商品 ETF 可概分為三大類：分別藉由投資於「商品現貨」、「商品期貨」或「交換契約」等追蹤工具，以追蹤商品價格或商品指數。以下針對商品期貨 ETF 介紹

(一) 美國、歐洲皆有多種商品期貨 ETF，亞洲仍不多見。

亞洲目前僅有日本及韓國有商品期貨 ETF 的發行，如：黃金期貨 ETF、石油期貨 ETP 等。

1. 該類 ETF 主要係透過持有單一或多種商品期貨，或指數期貨，以追蹤單一商品價格或商品指數表現。
2. 美國發行之商品期貨 ETF 的操作方式，係購買一籃子商品期貨，除期貨保證金外，其他現金被規範須放置於無風險或風險極低之投資工具內，因此實務上多購買國庫券或短期公債，避免基金暴露其他的投資風險內，而期貨保證金加上前述之其他現金，可視為 100% 期貨合約價值的本金擔保 (Fully Collateralized)，藉以排除期貨用保證金交易的槓桿效

果，亦稱為「去槓桿化」。

(二) 發行架構：不論美國、歐洲所發行之商品期貨 ETF 皆非基金架構，係以信託 (Trust)、有限合夥及債權 (ETN 及 ETC/ETV) 等商品投資組合 (Commodity Pool) 架構發行。例如：iPATH Dow Jones-UBS Commodity Index Total Return ETN (債權架構)、US Natural Gas Fund LP (有限合夥)，以及 PowerShare DB Oil (信託架構)。

(三) 商品特性：

1. 商品價格上揚時，商品期貨 ETF 可能因為期現貨之正價差而產生極大轉倉損失

ETF 若以商品期貨追蹤指數，並不會持有至到期，亦不進行實物交割，多於到期前作轉倉，買進新一期的合約，並同時出售原持有將到期的合約。由於定期 (每月或每季) 都需要轉倉，使得基金內含的轉倉成本極高，且期貨與現貨間存在正價差時，會產生無可避免的轉倉損失。由於期現貨呈現正價差時，到期時間越長的期貨價格越高，不斷轉倉意味著不斷以較現貨高的價格買進期貨，並賣出貼近現貨價格之期貨合約，一來一往將不斷侵蝕資本造成轉倉損失。然而，投資人一般在預期商品價格上揚時，才會投資商品 ETF，此時期現貨多為正價差。商品價格越飆漲，正價差可能越大，轉倉損失越高。

以商品期貨為追蹤工具，因期現貨之正價差造成轉倉損失，雖然並非資產管理業者的管理技術問題，但是係商品期貨 ETF 之架構本質問題，只要使用期貨作為追蹤工具，投資人就須負擔該風險。故為追蹤商品報酬，美國業者亦有選擇發行以商品相關產業股票為標的之 ETFs (Commodity Equity ETFs)，藉由持有開採、生產或經手商品之企業的股票，追蹤商品產業指數，在商品價格上揚時，商品產業 ETF 之報酬表現與商品現貨之價格表現亦有相當程度之正相關。

2. 與傳統 ETF 之差異

(1) 所揭露風險內容的差異

商品期貨 ETF 最主要風險揭露內容，概為其所操作的衍生性金融商品，受標的商品風險型態之影響性。由於商品的風險型態與有價證券截然不同，因此於公開說明書揭露內容會大篇幅討論影響商品價格的風險因子 (例如政治、社會、天然災害等層面)，以及不同商品近

期、遠期期貨契約間的正逆價差對指數變動的有利或不利的影響，及對追蹤現貨價格變動者追蹤誤差的影響。

商品期貨 ETF 因是被動追蹤指數，故美國商品期貨交易委員會 CFTC 係給予部位限制之豁免，但未來政策上是否持續則不一定。凡此政策上的重大變革均有可能對基金的基本功能產生極大影響，而這些也是國外規範公開說明書中須特別揭露的事項。

(2) 使用金融工具的差異

商品期貨 ETF 所追蹤的指數，成分內容乃是由期貨契約所構成；此點猶如有價證券指數的成分是股票一樣。為減少追蹤成本，基金在複製時，也會如傳統 ETF 可採選樣 (Sampling) 方式進行之。另一方面此類基金係大量使用衍生性金融商品，如期貨、選擇權、遠期契約、交換契約等，其間比例調配變動，會因客觀市況、及商品屬性而有不同。

除衍生性金融商品的投資外，商品期貨 ETF 其餘資產則保留現金部位或投資貨幣市場及美國國債。其最主要作用係作為期貨及選擇權的保證金，及店頭商品如交換契約的擔保品，目的則是希望基金能充份履行對外的清償義務。一旦資產被納入此一專管帳戶，基金經理人即不可隨意動用，且必須隨這些衍生性金融商品的每日評價，於不足時要立即補足所需差額。

(四) 申贖方式：

國外此類 ETF 的申贖皆是以現金為之，因其追蹤之指數為期貨契約之集合而非現貨商品，故只得以現金進行申贖。這與計算實體商品 ETF 一籃子內容及其價值時，簡單許多。保管銀行所保管者，除衍生金融商品契約外，即為現金，及其它為利基金剩餘資金利用之有價證券，資產等之保管、評價均與一般基金相同。

陸、商品期貨 ETF 相關規劃

現有於臺灣市場上市的 ETF 是表彰其所追蹤標的指數一籃子成分證券的投資組合，同時存在初級發行及次級交易市場，兼具開放式基金及股票的特色，以特殊的申贖機制，提供投資人交易即時性，投資透明度，成本低廉等好處。

為讓投資人得以利用此類被動式投資工具，增加投資配置之選擇，主管機關也規劃讓期貨信託事業得以期貨信託基金架構發行 ETF。仿照證券投資信託基金架構之 ETF，

期貨信託事業得募集發行指數股票型期貨信託基金；指數股票型期貨信託基金指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採現金或依據期貨信託契約規定方式交付之。

期貨 ETF 之運作架構多數均仿照國內現有之證券投資信託架構之 ETF（下簡稱證信託 ETF），包括 IPO 申購及初級市場之申贖流程等。惟期貨 ETF 乃採現金申購贖回，其申贖流程與證信託 ETF 中，含國外成分股之 ETF 及連結式 ETF 相同（諸如：恆香港、寶滬深、FB 上証等 ETF）。

在交易方面，由於期貨 ETF 追蹤商品期貨指數，並無漲跌幅度，故亦同於證信託 ETF 中，含國外成分股之 ETF 及連結式 ETF 者。

惟因商品期貨 ETF 追蹤的是商品期貨指數，期貨轉倉成本及期、現貨正價差可能產生之損失無法避免，可能與預期投資目標產生重大落差，無法滿足投資人投資商品價格走勢之需求。因此教育投資人商品期貨指數、商品現貨指數，以及各指數間編製上的差異及影響，避免可能的投資糾紛，為一重點。在交易此類商品之前，務求投資人應了解商品特性，除希冀能加強投資人教育訓練外，亦強制規範投資人與交易此類商品前，均須簽署風險預告書。

再者由於國內於期交所上市之商品期貨僅限黃金期貨，而黃金期貨活絡性目前尚不足，初期業者欲發行商品期貨 ETF，勢必將以國外商品期貨指數為標的。如追蹤者為歐美市場產品，由於歐美市場與本國市場之時差，本國市場開市往往為歐美市場休市之時，以歐美市場之商品為標的計算所得之淨值，存在因時間差造成之風險。業者應適當揭露相關資訊並加註警語，投資人於交易商品期貨 ETF 之前，亦應妥善了解商品特性，並詳閱公開說明書。

以下僅針對期貨信託架構之 ETF 與證券投資信託架構下 ETF 之相異處再詳加說明：

（一）盤中盤後淨值揭露方式

參酌香港、新加坡及韓國所掛牌之追蹤跨時區（美國）投資標的 ETF 之盤中、盤後淨值揭露方式可歸納，目前亞洲國家對於跨時區 ETF 於 T 日盤中揭露 T-2 日淨值；即時估計淨值之處理原則為：(1) 於兩地證券交易時間重疊之時段始提供即時估計淨值；或 (2) 兩地證券交易時間均無重疊時，於 ETF 開盤交易時間內，仍以 ETF 交易標的最新的收盤價計算估計淨值，但該估計淨值於 ETF 盤中不會異動。

以黃金期貨 ETF 為例，在美國市場無交易之時段，由於該黃金期貨商品並無交易，故僅能於每日上午八點四十五分之前提供前一日 (T-1) 美國收

盤結果所算出的最新即時估計淨值。惟由於黃金及商品與股市指數不同，各類商品在全球均有不同交易所報價及交易，例如：倫敦及紐約均有黃金交易，因此其商品型的期貨 ETF 其淨值雖然因美國市場未開盤而不變動，但該期貨之標的商品的價格卻仍有變動，故對於該期貨 ETF 之折溢價將可能有影響。

1. 投資人無法判斷商品期貨 ETF 折溢價情況

由於商品期貨 ETF 與商品現貨間之關係，一般小額投資人可能無從判斷，亦無法評估計算合理之折溢價差，當商品現貨即時出現較大變動時，該商品期貨 ETF 在發行網站揭露之淨值因美國商品期貨市場未開盤而無變動，但可合理預期在美國商品期貨開盤交易後，亦立即會隨之出現變動，因此小額投資人缺乏對商品期貨 ETF 折溢價情況判斷的直接依據，最多僅能依靠商品現貨的價格漲跌，推測該商品期貨 ETF 之走勢及方向。

2. 商品價格套利機會僅專業法人能較為精確判斷

專業機構投資者對商品期貨 ETF 與商品現貨間之關係，無論是資訊或是評價，均較一般投資人清楚，故有可能會發生投資人無法判斷商品現貨價格與商品期貨 ETF 相關連動關係，而成交在有可能出現較大折溢價差之價位，此類資訊上的可能不對稱，將導致專業法人有更大的套利的機會。

(二) 申購及買賣前，均須簽署風險預告書

所有投資人（包括專業機構投資人）於交易商品期貨 ETF 前均須簽署風險預告書，折溢價風險及資訊不對稱風險均清楚說明於風險預告書。

(三) 揭露約當商品現貨換算情況

商品期貨 ETF 發行人於宣傳品及公司網站，應充分說明商品現貨漲跌與商品期貨 ETF 間價格關連性，建議可列出該 ETF 標的商品期貨，與商品現貨歷史報酬率之數據分析說明，並教導投資人如何取得相關商品現貨及期貨之報價，俾利其交易商品期貨 ETF 時據以判斷折溢價情況。

柒、結論與建議

我國發展商品期貨 ETF 採期貨信託基金架構發行，其交易模式與規則皆與股票市場十分類似。商品期貨 ETF 追蹤期貨指數，於證券交易所上市，交易方便，價格透明

度高如同一般 ETF，商品期貨 ETF 亦分為初級市場與次級市場，初級市場交易發生於參與證券商創造與贖回之過程；次級市場則為 ETF 掛牌上市後，經由集中公開市場撮合交易，價格遂由市場決定之，而藉由參與證券商創造贖回的過程，可消弭 ETF 交易價格與淨值之價差。

商品期貨指數雖與商品現貨表現有其落差，但一般投資人由於並無儲存與運送相關設備，無法交易現貨，追蹤商品期貨指數的期貨 ETF，與商品價格連動性高，交易具效率性，可為無法買賣商品現貨的投資人最佳替代選擇。臺灣投資人一向缺乏原物料避險工具，由於 ETF 可進行融資融券交易，期貨 ETF 除為新種投資商品外，亦可作為策略交易之重要元件，可用以發展多種操作策略。

惟以商品期貨為追蹤工具之 ETF，因須定期轉倉所造成之成本及可能的轉倉損失，將可能使投資人無法達到投資商品價格走勢之投資目的，未來對於投資人教育宣導，以及參與機構之配套措施皆須完善控管。

~ 信用交易應循合法管道 ~

投資人從事信用交易應透過主管機關許可之合法業者，避免與非法從事兩種墊款之不法業者往來，以免損及自身權益。