

專欄3：國內ETF大幅成長對金融市場之影響

指數股票型基金(Exchange Traded Fund, ETF)具有成本低、分散風險、投資組合透明度高及採用被動式管理等特性，近十餘年廣受國內外投資人之青睞，全球ETF規模大幅成長，國內ETF規模、投資人數及交易量亦數倍擴增，惟ETF市場對投資人及整體金融體系仍潛在一些風險，值得關注。

一、ETF商品簡介及全球發展情形

(一) ETF之商品特色

ETF係在交易所買賣之基金，通常屬於被動式管理基金，主要特色包括：(1)操作策略為買進指數成分股複製指數，以追求指數報酬率為目標；(2)投資人持有ETF即間接投資一籃子股票，達到分散投資之目的；(3)相較於主動式基金，ETF無須研究分析且交易相對較不頻繁，故費用較低；(4)訂有實物申購/贖回機制，使ETF市價貼近淨值。

(二) 全球ETF規模快速成長，且商品種類日趨多元化

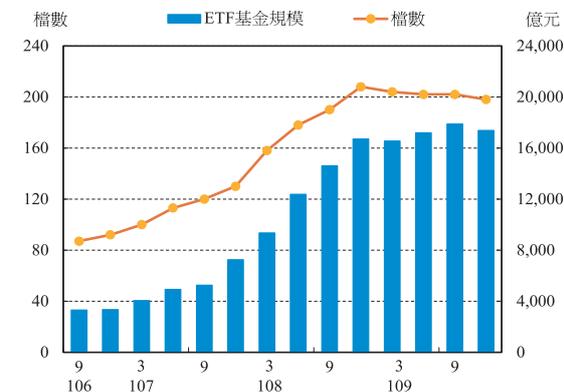
自全球首檔ETF「SPDR S&P 500 ETF」¹於1993年在美國證券交易所掛牌以來，ETF因交易便利及成本低廉，逐漸受投資人歡迎，近十餘年全球ETF規模快速成長，依據研究顧問公司ETFGI統計，2021年3月已達8.33兆美元，較2010年之1.31兆元成長5.35倍。早期ETF主要複製股價指數，其後隨著ETF市場快速成長，其商品種類日趨多元，追蹤標的指數擴及債券、商品、匯率及其他指數(如VIX)，槓桿型、反向型或Smart Beta等複雜型ETF亦陸續出現。

二、國內ETF市場發展情形

(一) 近年ETF規模且交易量均大幅攀升

我國首檔ETF係92年6月掛牌上市之「寶來台灣卓越50證券投資信託基金」，其後在金管會一連串法規鬆綁下，ETF市場逐漸開展，產業型、傘型架構、連結境外指數之ETF陸續推出，103年起槓桿型、反向型、期貨等多種ETF商品亦逐漸開放，加上ETF投資成本低廉及分散投資之優點日益受投資人青睞，基金規模因而大幅增加，109年底達1.74兆元，較100年底1,319億元大

圖A3-1 我國ETF基金規模及檔數



資料來源：投信投顧公會。

幅增加12倍，ETF基金數量亦由106年9月底之87檔驟增至109年底之198檔(圖A3-1)，投資ETF基金受益人數則由106年底之40萬人大增至109年底152萬人，增加3.8倍，成為國內普及性相當高之投資商品。

109年國內上市ETF成交金額2.84兆元，較100年之0.36兆元大幅增加7.9倍，占股市成交量之比重亦由100年之1.3%驟升至5.8%，且109年ETF年週轉率達163.36%，高於上市股票週轉率123.34%，顯見ETF市場交易相當熱絡。

(二) 投資海外標的之ETF蔚為主流

為追求較高投報率，跨國投資海外標的之ETF逐漸蔚為主流，109年底規模達1.38兆元，較100年底之160億元大幅增加85倍，且遠高於投資國內標之ETF規模3,574億元(圖A3-2)。

(三) 債券型ETF因壽險業大幅投資而快速竄升

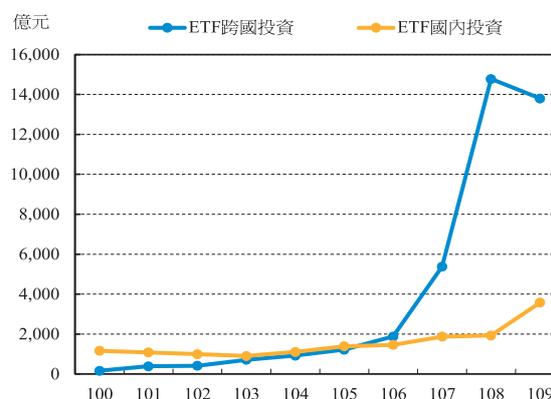
近年來債券型ETF規模快速擴增，108年底最高達1.34兆元，較106年底成長36倍，並大幅超越股票型ETF(圖A3-3)，主要因保險業依保險法規定投資於國內上市櫃之外幣計價股權或債券憑證投資金額不計入國外投資限額，因此壽險業將大額資金投資以新臺幣計價但投資國外之跨國債券型ETF²。自108年10月金管會陸續採取措施控管壽險公司投資跨國型ETF風險³後，109年債券型ETF規模已見縮減，股票型ETF則受股市持續創新高激勵而規模擴增。

三、ETF對投資人及金融體系之潛在風險

(一) 對投資人之潛在風險

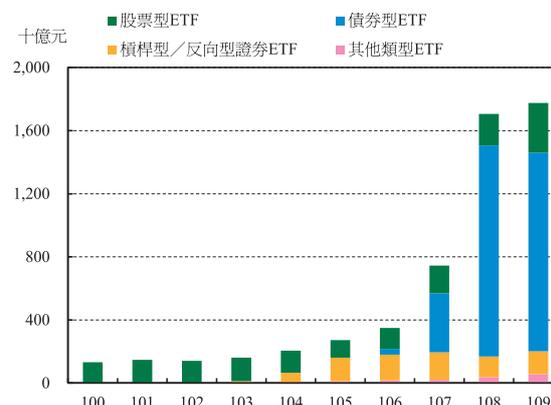
BIS (2020)⁴分析，ETF之市價較淨值更能反應市場資訊，當市場震盪劇烈時，折溢價幅度變化快速，投資人在次級市場買入市價偏離淨值之ETF將承受較高價格波動風險。另ETF雖以追蹤特定指數表現為目標，但可能因多項因素(例如部位調整之交易成本、部分特殊主題式ETF的成分證券較缺乏流動性等)而無法完全複製指數，存在追

圖A3-2 我國ETF投資跨國及國內標的



資料來源：投信投顧公會。

圖A3-3 我國ETF類型



資料來源：金管會證期局。

蹤誤差風險，且ETF商品種類日益複雜，投資人是否充分瞭解商品(尤其複雜型或特殊主題型ETF)背後之潛在風險，亦值得關注。

此外，投資人買賣股權類ETF，相當於買賣一籃子股票，當齊買齊賣一籃子股票之交易模式占整體股市比重偏高時，易導致ETF追蹤之大盤指數所涵蓋個股交易數量與交易價格等行為越來越相近，在市場ETF投資標的趨同下，將提高該等標的價格之連動性，恐降低原本持有多檔股票可達成之風險分散效果。另ETF若經主管機關核准下市，可能使溢價購入之投資人承受基金清算風險。

(二) 對金融體系之潛在風險

1. 股權類ETF的股市影響力大增，且放大資產價格連動性

股權類ETF週轉率高於一般普通股，且交易金額占股市總成交值比重高，尤其市場波動大時，其交易量更大幅攀升，對市場影響力大增。ESRB (2019)⁵指出，ETF導致資產價格之連動程度放大，可能發生許多投資人同時面臨損失之情況，進而引發破產潮及資產同步賣壓，帶來系統性風險問題，不利於金融市場穩定。

2. 短期性大量投資ETF可能引發傳染風險

ESRB (2019)亦指出，ETF之高度流動性且交易熱絡，讓投資人能持有大量且單向之短期ETF部位，一旦投資人反向大額拋售將導致ETF盤勢動盪⁶，並可能透過套利交易而蔓延至指數本身，導致指數震盪加劇及指數背後個股之相關性提高。此外，若某些類型ETF僅有少數機構擔任交易對手，當金融壓力驟增對手無法履行合約時，可能推升交易對手違約風險，致系統性風險升高。

四、結語

ETF原為被動式投資商品，隨國內ETF發行類型多元化，使商品複雜性及潛在風險上升。由於國內部分投資人將ETF視為短期交易工具，除須加強投資人教育外，亦須關注發行商品類型及資訊公開揭露程度，以降低金融消費爭議。此外，近年全球ETF市場規模擴大，監理機關宜持續監控ETF可能引發之系統風險，並及早採取因應措施，以維持金融穩定。

註：1. SPDR S&P 500 ETF係美國道富環球投資顧問(State Street Global Advisors, SSgA)發行，追蹤美國S&P 500股價指數報酬。
2. 107年底壽險公司投資債券型ETF金額僅0.37兆元，108年底成長至1.3兆元，增加2.5倍。
3. 金管會於108年10月規定壽險公司投資以新臺幣計價但投資國外之跨國債券型ETF應納入整體國外資產暴險部位計算匯率風險，風險係數為6.61%，同年12月要求保險業投資之債券型ETF，基金實際持有的債券信評不得低於BBB-。
4. BIS (2020), "The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs," *BIS Bulletin*, April.
5. ESRB (2019), "Can ETFs contribute to systemic risk?" *Reports of the Advisory Scientific Committee*, June.
6. 2015年8月24日美國ETF市場因交易程式問題遭大量暫停交易，疑似加劇美股下挫，美國證管會(SEC)因而啟動一連串調查，也促使更多監理機關關注ETF之發展。