

出國報告（出國類別：其他）

參加標普道瓊斯指數公司主辦之 第9屆ETF日本研討會報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：蔡伯陽 助理管理師

陳建禎 佐 理 員

派赴國家：日本（東京）

出國期間：106.4.4-106.4.6

報告日期：106.5.23

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加標普道瓊斯指數公司主辦之第9屆ETF日本研討會報告書

頁數 20 頁 含附件：☒無 ☐有

出國計畫主辦機關：中華郵政股份有限公司

聯絡人：柯裕銘

聯絡電話：(02) 23921310-2536

出國人姓名：蔡伯陽等 2 人 服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：助理管理師

電話：(02) 23931261-3893

出國類別：☐1.考察☐2.進修☐3.研究☐4.實習☐5.開會☒6.其他

出國期間：106 年 4 月 4 日至 106 年 4 月 6 日

出國地區：日本東京

報告日期：106 年 5 月 23 日

分類號 / 目：交通/郵局

關鍵詞：東京，標普道瓊斯，ETP，ETF

內容摘要

全球及地區性的ETF(Exchange Traded Funds指數股票型基金，以下簡稱ETF)/ETP(Exchange Traded Products交易所交易產品，以下簡稱ETP)市場在過去十幾年間規模大幅成長，截至2017年2月底止，全球ETF產業總共發行4,874檔ETF產品，資產總值達3兆6,800億美元，過去10年之年均成長率達19.4%。

ETF/ETP 市場之成長，反映出具低成本、高透明度及高流動性之被動型基金逐漸為市場投資人所接受，並由個人投資者進而擴及至機構投資者之參與，整個被動型基金之發展也走向零手續費及資產管理機構整併之趨勢，以應對日益激烈之競爭態勢。

除市場投資人對 ETF/ETP 需求與日俱增外，資產管理機構對產品設計亦不斷推陳出新，標的指數成分由股票擴展到固定收益、貨幣、商品等類別，指數類型及追蹤方式亦產生多種變化，產品面之發展諸如槓桿及反向 ETF、主動型 ETF、ESG 社會責任投資等主題產品，以滿足各類投資者之需求。在面對如此多樣化之產品下，如何有效地選擇並建構一個理想的 ETF 策略性投資組合以取得良好的長期投資表現就更顯重要。

就未來日本市場分析，發展之關鍵包括高資產客戶之開發、人工智慧(如理財機器人)等興起外，法規制度面之變革，如安倍內閣提出之NISA（日本個人儲蓄帳戶）計畫，亦提供ETF產品未來不小的擴展空間。

被動型投資的快速成長，國際投資界也已開始討論可能產生之負面影響，特別是隨著各國央行貨幣政策刺激下所營造的盛宴一旦結束，被動型投資的從眾效應所帶來擴大市場動盪之可能情形，更是投資者所應該關注的焦點。

目 次

頁次

壹、目的	1
貳、過程	1
一、全球及地區性 ETF/ETP 市場分析	1
二、日本個人儲蓄帳戶(NISA)資產新時代	4
三、ETF 的策略性投資組合	7
四、被動投資之擴張性角色	10
五、ETF 之交易透視	15
六、ETF 逐漸成為機構投資者倚賴的投資工具	17
參、心得與建議事項	19
一、心得	19
二、建議事項	19

壹、目的

應標普道瓊斯指數公司之邀，參與 2017 年 4 月 4 日至 4 月 6 日其於日本東京主辦之第 9 屆 ETF 日本研討會，透過全球及地區性的 ETF(Exchange Traded Funds 指數股票型基金，以下簡稱 ETF)/ETP(Exchange Traded Products 交易所交易產品，以下簡稱 ETP)市場分析等六大主題之研討，及亞洲各交易所、大型資產管理公司、保險公司、京都大學等與會產官學界之小組討論，藉以瞭解各交易所 ETF 市場的發展歷程與現況、ETF 產品未來的發展趨勢與挑戰，作為未來投資方向之參考。

貳、過程

本次研討會主題包括全球及地區性 ETF/ETP 市場分析、日本個人儲蓄帳戶(NISA)資產新時代、ETF 的策略性投資組合等六大主題，分述如下：

一、全球及地區性 ETF/ETP 市場分析

全球及地區性的 ETF/ETP 市場在過去十幾年間規模大幅成長，截至本(2017)年 2 月底止，全球 ETF 產業總共發行 4,874 檔 ETF 產品，分別由 263 家資產管理機構在 63 間交易所上市，資產總值達 3 兆 6,800 億美元，ETF/ETP 產業總共發行 6,699 檔 ETF/ETP 產品，分別由 299 家資產管理機構在 65 間交易所上市，資產總值達 3 兆 8,440 億美元，ETF/ETP 過去 10 年年均成長率 19.4%，本年以來年均成長率 8.3%，自 2003 年以來，除 2008 年因全球金融海嘯影響導致反向成長外，其餘幾年相關產品不論品項及規模皆逐年成長。

由地區性來看，同樣截至 2017 年 2 月底止，美國地區 ETF/ETP 資產總值達 2 兆 6,410 億美元，歐洲地區 ETF/ETP 資產總值達 5,990 億美元，歐美地區資產總值占比約 87.83%，為 ETF/ETP 產品主要產區。

由資產類別來看，同樣截至 2017 年 2 月底止，ETF/ETP 主要以股票型產品

為主，占比達 75.93%，固定收益產品次之，占比約 16.54%，商品類產品僅占 4.04%，股票型產品最受投資人青睞。

從本年全球 ETF/ETP 淨流量來看，2 月份 ETF/ETP 產品淨流入 682.92 億美元，其中股票型 ETF/ETP 淨流入 445.92 億美元，固定收益型 ETF/ETP 淨流入 143.81 億美元，商品型 ETF/ETP 淨流入 60.11 億美元，槓桿 ETF/ETP 則是淨流出 6,000 萬美元。若是以本年以來至 2 月底止，ETF/ETP 產品淨流入金額為 1,309.94 億美元，股票型、固定收益型及商品型 ETF/ETP 分別淨流入 906.21 億美元、275.14 億美元及 75.71 億美元，槓桿 ETF/ETP 淨流出則擴大至 9.73 億美元，本年以來股票型 ETF/ETP 商品仍是投資人資金投入最為積極的標的。

若從年成長率的角度來看，本年以來至 2 月底止，ETF/ETP 產品淨流入金額為 1,309.94 億美元，相較於去(2016)年同期的 245.57 億美元，金額大幅增加，股票型 ETF/ETP 淨流入 906.21 億美元亦優於去年同期的 214.19 億美元，固定收益型 ETF/ETP 淨流入 275.14 億美元亦小幅優於去年同期的 267.79 億美元，商品型 ETF/ETP 淨流入 75.71 億美元，劣於去年同期的 122.08 億美元，本年以來股票型 ETF/ETP 資金投入成長幅度最大。

從全球前 20 大資產管理機構來看，iShare 資產總值 1 兆 4,001.40 億美元(市占 36.4%)，位居第一，第二為 Vanguard，資產總值 7,070.16 億美元(市占 18.4%)，第三為 SPDR ETFs，資產總值 5,781.73 億美元(市占 15.0%)，全球 299 家資產管理機構前三大囊括 69.9%的市占，其餘 296 家，每一資產管理機構市占皆小於 4%，資產管理機構大者恆大。

從全球前 20 大 ETF 資產總值來看，前 20 大 ETF 占全球 ETF 資產總值 29.9%，前 10 大及 5 大則分別占全球 ETF 資產總值 20.6%及 14.6%，SPDR S&P 500 ETF Trust(SPY US)市占 6.5%全球最大，前 20 大 ETF 產品中 17 檔屬股票型，3 檔為固定收益型。

從全球前 20 大指數供應商來看，追蹤 S&P Dow Jones 指數之 ETF/ETP 資產總值 1 兆 1,227.05 億美元(市占 29.2%)，位居全球第一大指數供應商，追蹤 MSCI 指數之 ETF/ETP 資產總值 5,435.42 億美元(市占 14.1%)，追蹤 FTSE Russell 指數之 ETF/ETP 資產總值 4,785.92 億美元(市占 12.5%)，分別位居第二大及第三大，追蹤前三大指數供應商之 ETF/ETP 資產總值市占約 55.8%。

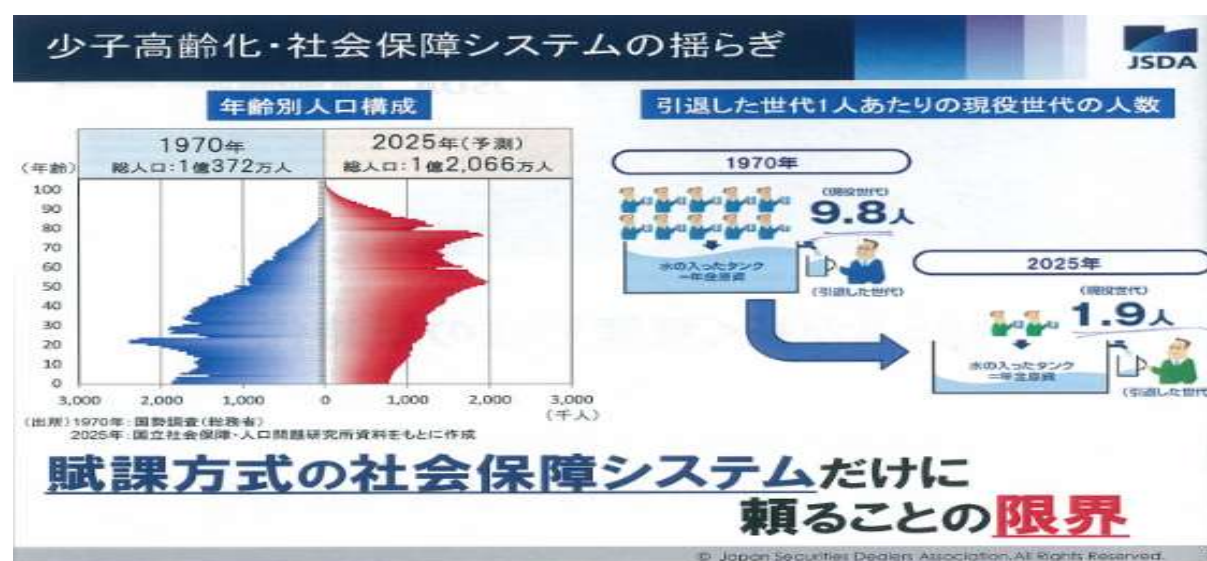
截至本年 2 月底止，109 家資產管理機構在 18 間交易所發行 845 檔 Asia Pacific(ex-Japan) ETF 產品，資產總值達 1,330 億美元；118 家資產管理機構在 18 間交易所發行 986 檔 Asia Pacific(ex-Japan) ETF/ETP 產品，資產總值達 1,370 億美元，過去 10 年 ETF/ETP 產品年均成長率 22.0%，本年以來年均成長率 5.3%。

Japanese ETF 產品部分，17 家資產管理機構在 2 間交易所發行 150 檔 ETF 產品，資產總值達 1,940 億美元；20 家資產管理機構在 2 間交易所發行 180 檔 ETF/ETP 產品，資產總值達 1,980 億美元，過去 10 年 ETF/ETP 產品年均成長率 17.4%，本年以來年均成長率 14.3%。不論是 Asia Pacific(ex-Japan) ETF/ETP 或 Japanese ETF/ETP 等產品，近幾年在檔數及規模方面都呈現遞增，亞洲市場仍具發展潛力。

近年來全球 ETF/ETP 市場規模不斷成長，速度也大幅加快，ETP 資產規模第 1 個 1 兆美元花費 19 年，第二個 1 兆美元只花 3.5 年，第 3 個 1 兆美元更是縮短至 2.5 年就達到，除市場投資人對 ETP 需求與日俱增外，產品設計不斷推陳出新，標的指數成分由初期的股票擴展到固定收益、貨幣、商品、避險等也是原因之一，指數類型由傳統大盤指數發展到產業分類指數、主題指數、模型化策略指數等。指數追蹤方式由單純以現貨進行完全複製到抽樣複製，再演變到以衍生性工具做合成複製，近幾年甚至出現主動管理的 ETF，Smart Beta ETF 及機器人顧問等，雖然 ETF/ETP 主要訴求仍是低成本、高透明度及高流動性，但產品架構及設計複雜度已不可同日而語，投資人可使用或投資的方式也越來越有彈性，預期相關產品在未來仍將持續成長。

二、日本個人儲蓄帳戶(NISA)資產新時代

1970 年，日本總人口 1 億 372 萬人，人口結構年輕，1997 年開始進入少子化社會，截至 2016 年 9 月，日本總人口數為 1 億 2,690 萬人，預估到 2025 年，人口將減少至 1 億 2,066 萬人，且人口老化程度加劇，少子高齡化社會形成，然在退休狀況方面，1970 年 9.8 人僅 1 人退休，預估至 2025 年，1.9 人就有 1 人處於退休狀態。

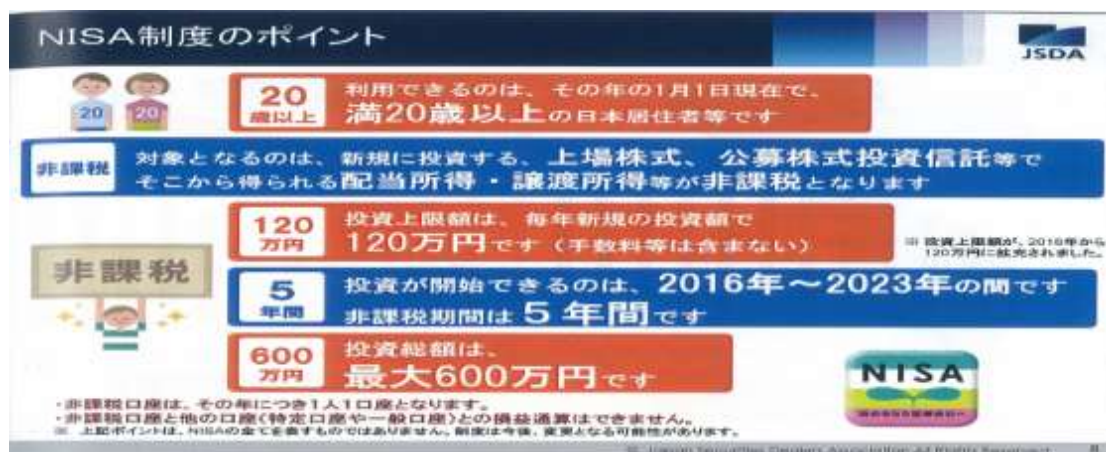


資料來源：日本證券業協會

利率方面，1970~1994 年利率維持相對高檔，其間平均利率仍有 5.28%，不過自 1995~2016 年後，日本長期處於低利率狀態，其間平均利率只剩 0.16%，對於半數金融資產皆置於現金或預備金的日本社會來說，除少子高齡化的隱憂外，退休年金的維持亦面臨嚴峻考驗，如何透過自我努力籌措退休金等議題的重要性在近幾年逐年提高。

由於人口老化嚴重、平均退休餘命逐年上升、退休金明顯不足已是不爭的事實，2013 年 9 月日本安倍內閣提出 NISA（日本個人儲蓄帳戶，又稱少額投資非課稅制度）計畫，自 2016 年開始至 2023 年間，年滿 20 歲以上且居住於日本者(2016 年擴大至 20 歲以下)，每人每年可享有 100 萬日圓(2016 年改為 20 歲以上 120 萬

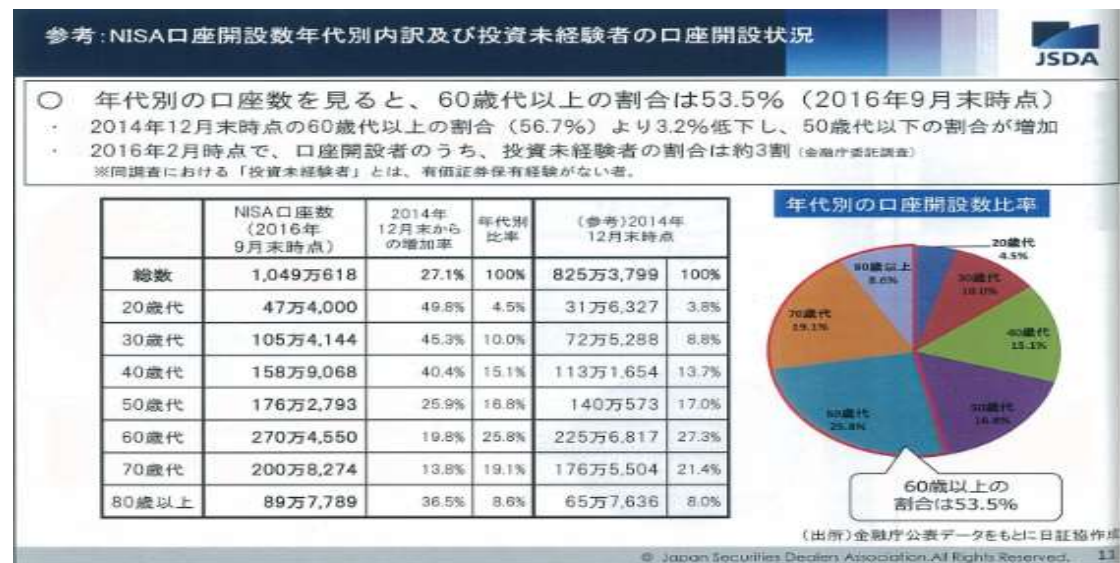
日圓，20 歲以下 80 萬日圓)的金融資產投資免稅額，每戶上限 500 萬日圓(2016 年改為 600 萬日圓)，免稅期間 5 年，免稅產品為上市股票、公募股票型基金，免稅收益為股利、息票、資本利得等，2014 年底，NISA 總戶數約 825 萬戶，2016 年 9 月止，總戶數約 1,049 萬戶，2016 年 12 月止，總戶數持續增加至 1,069 萬戶，金額約 9 兆 4,756 億日圓，無論在戶數及金額皆逐年遞增；另 60 歲以上之開戶數占總開戶數比重達 53.5%，顯見在日本深具投資能力的老年人占比極高。NISA 計畫內的投資商品最大宗為投資信託，占比 61.7%，股票 35.8%排名第二，ETF 金額約 1,473 億日圓占比僅 1.7%，由於老年人口比重提高，追求穩定、低風險的退休理財長期投資需求逐年增加，ETF 占比未來仍具擴展空間。



資料來源：日本證券業協會

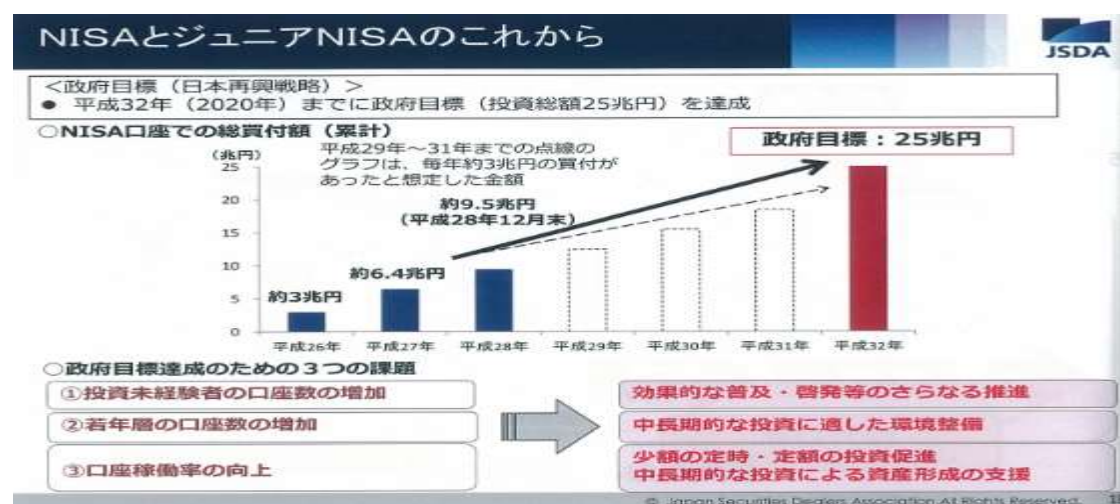
NISA 計畫實施效果良好，不過由於最初參與者約 53.5%的投資年齡超過 60 歲，年齡相對偏高，20 多歲的投資者僅占 4.5%，日本政府希望這項計畫能鼓勵更多年輕人進行投資。為此，日本國會 2015 年度通過稅制修正相關法案，擴大少額投資非課稅制度(NISA)，以活絡中長期資金供給，並新設兒童版小額投資非課稅制度(Junior NISA)，將現行投入股市之小額投資非課稅制度(NISA)，自 2016 年 4 月起適用對象擴及未成年者，父母或祖父母為未成年子孫開設專用帳戶進行投資時，每年投資在 80 萬以內之收益可免稅。由於目前 20~30 歲年齡層的投資金額僅占全體投資總額的 10%，為促進有子女的家庭進行投資，因此需要向此族

群進行投資教育並大力推廣，父母及祖父母可從小幫下一代累積資產外，透過子女板 NISA 制度促使金融資產在世代間進行移轉。



資料來源：日本證券業協會

依據目前 NISA 制度，投資人在免課稅期間結束前，必須處分股票以確保投資收益免稅，由於日本社會長期處於低利率及通縮狀態，為誘導資金由現金部位轉移至長期投資，日本政府研擬未來將非課稅期間延長到 20 年，並於 2020 年將金額擴大至 25 兆日圓，希望利用優惠稅制鼓勵個人將儲蓄轉為投資，若成功引導，此也可能成為日本脫離通貨緊縮之關鍵。



資料來源：日本證券業協會

三、ETF 的策略性投資組合

投資要取得成功，取決於多方面的條件配合，但有些因素無法被投資人所控制，例如市場風險，但投資人可以聚焦在自己可以掌握的因素，從而更有效地取得良好的長期投資表現，Vanguard 認為投資成功的基本原則有下列 4 點：

(一)、建立清晰且恰當的投資目標

建立成功投資策略的第一步，是要建立清晰且恰當的投資目標，並考慮可承擔的風險及合理回報。投資人應設定可衡量及可實現的投資目標，並制定實現這些目標的可行計畫。有多項目標的投資人應為每個目標制訂單獨計畫，並定期、持續地進行評估。若無既定計劃，投資人多會採用由下而上的方式建構投資組合，偏重挑選和買入的投資產品，而不是聚焦達到整體投資目標的過程，在建構投資組合時，往往只會個別評估每項投資產品的優劣，若評估結果正面便將它加入投資組合，但卻經常忽略考慮其適合性。此一方法會導致投資組合與投資目標錯配，常見的錯誤包括追逐表現與嘗試捕捉市場時機，而這兩種錯誤都是可以避免的。

有些投資人很容易受到市場表現的影響，在股市上漲時增加投資，下跌時立即降低持股量，這種行為從成交量清楚可見，這行為傾向屬於情緒反應而非出於理性做法。一個周全的投資計畫能夠協助投資人避免出現這種行為，正確地把重點放在資產配置、分散風險、重新調整投資組合等議題上，投資人應花更多時間在制定投資計畫上，而不應糾結於考量各種媒體提出的新投資建議。

(二)、使用廣泛且多元化的 ETF 商品配置適當的資產組合

建立投資組合時，多元化投資有助於避免不必要的風險，投資人應混合配置股票、債券及其他類型的投資產品，以獲取成功投資的最佳契機，這種由上而下的資產配置策略，是決定投資人能否達成投資目標的最重要因素之一。分散投資

是用於控制傳統風險的有效策略，在單一資產類別（例如股票或債券）中，分散投資能降低投資組合對單一公司或產業風險，若將分散投資策略套用於多個資產類別，則能降低投資組合對任何單一資產類別承擔的風險。此一策略雖無法完全避免虧損，但卻能有效避免投資組合單一成分表現不佳而造成嚴重虧損的風險，在沒有分散投資的投資組合裡，出現嚴重虧損的潛在可能性較高。

(三)、降低投資成本

投資人不能控制市場，但能控制他們願意支付的投資費用，投資人每多付 1 元管理費用或交易佣金，潛在回報就減少 1 元，由過往經驗得知，較低成本投資產品的表現往往優於較高者，故投資人要提升投資回報有兩種方法，一是投資於表現出眾的基金或投資策略，但這方法知易行難，其二就是投資人可以控制投資成本，低成本的投資組合較高成本的投資組合蠶蝕較少投資回報，而 ETF 商品讓投資人有機會獲得較高成本的主動管理式投資產品為佳的投資回報。

(四)、秉持長遠目光，嚴守投資紀律

即使是最精明的投資人，也可能因一時的決定打亂既定投資計畫，或因市場波動而做出草率決定，投資人可透過恪守紀律和堅持長遠投資視野，從而排除情緒的干擾，採取系統性投資方法，運用資產配置及分散投資原則，堅定地執行投資計畫。

Vanguard 建議投資人應每年檢視資產配置 1~2 次，重新調整投資組合，恢復既定資產配置比例，使之符合投資人當初追求的目標。例如，當股市表現欠佳時，通常債市表現較佳，但投資人的自然反應多是捨不得賣出表現較佳的債券而將資金轉移至當時處於低檔的股票市場，雖人棄我取，人取我予的道理眾所皆知，但能做到的少之又少，若在股市低迷時不重新調整投資組合，則可能對長期投資目標造成不利影響。

4. Maintain long-term discipline: Stay the course



資料來源：Vanguard Investments Hong Kong Limited

舉例，上圖為投資人在金融海嘯期間，投資組合是否進行調整的比較圖。橘色為金融海嘯期間，投資組合完全不做重新調整，而在 2009 年 1 月因市場恐慌而出清股票，紅色為每半年重新調整投資組合一次的損益狀況，從圖中可看出投資組合在股市熊市期間不恪守資產配置策略所造成的差異。投資人在 2009 年 1 月將股票從組合中剔除，雖避過 2009 年 1 月及 2 月的大跌（股市隨後兩個月再跌 17%），但同時也錯過 3 月開始的強勁牛市反彈，以 2003 年 1 月至 2013 年 12 月整個時期來看，有調整投資組合的報酬率 106% 優於未做調整的 90%，雖然這個例子偏向極端，但也反映出投資人一旦退出一個資產類別（例如股票），由於慣性使然，很容易便會耽擱或延遲重新投入市場的決定，故要達到任何投資目標，投資者必須恪守紀律和堅持長遠投資視野，採取系統性的投資方法，堅定地執行投資計畫，由於未來市場回報不可預知，也無法控制，故投資者更應集中心力於自己所能掌握的因素。

四、被動投資之擴張性角色

(一)、被動投資之成長

1. 被動投資之崛起

根據 S&P Global 過去之報告表示，2009 至 2015 年的 6 年裡，被動投資上漲了 73%。被動型基金的資產管理規模占比從 2009 年的 11%上升到了 2015 年的 19%。

追蹤共同基金資金流向的 Emerging Portfolio Fund Research 發現，在去年 4 月至本年 3 月的 12 個月裡流出主動投資型基金的資金約 5,230 億美元，而同一期間注入被動型基金則約 4,340 億美元。

以 ETF 為例，2016 年流入 ETF 的資金達 3,904 億美元。2017 年第 1 季，高達 1,973 億美元的資金流入 ETF 基金，創下自 1993 年之新高。

根據研究機構 XTF 的統計，單就美國地區之 ETF 市場而言，截至 2016 年年底，已有逾 2,000 個 ETF 在市場上交易，其市場規模達 2 兆 5,500 億美元，較 2015 年成長約 20%，至 2017 年 3 月，ETF 市場規模更達 2 兆 8,000 億美元。

以亞洲地區為例，過去 3 年上市之 ETF 數量成長 1 倍，資產規模成長達 33%(單就 2016 年即成長 20%)至 1,300 億美元。

2. 負面影響

快速成長的被動投資市場亦造成若干負面影響，如以交易手續費為生的證券商來說，隨著主動交易量的下滑，證券商的交易手續費收入減少，利潤也跟著減少，另一方面，由於避險基金以及共同基金等買方機構係通過購買證券商的報告來補充自己的分析，主動交易的減少，也會造成市場研究報告需求下滑的窘境。

此外，根據 Omega Advisors 總體研究負責人 Steve Einhorn 所稱，被動投資從主動投資搶走的市場占比越多，那麼作為市場研究報告的賣方所能用於投資研究的資金就會越少，這對於市場研究報告的買方而言，因為他們能獲得的研究報告會減少，也因此產生不利之影響。

美銀美林 Andrew Stimpson 也提及：被動投資的流行，除了導致交易收入持續面臨下降之壓力，也因為分析師不再有必要性去聯絡被動基金，關係維繫不易，此將導致投資銀行的傳統客戶流失。

高盛合夥人同時也是投資管理部門全球聯合主管 Tim O'Neill 在 2015 年曾警告稱，如果被動投資的規模變得太大，市場就會無法運作。因此他稱被動投資為潛在的“泡沫機器”。

事實上，近年被動型投資的快速成長，有部分原因亦是因為股市指數本身上漲，水漲船高下的結果。隨著各國央行貨幣政策刺激下所營造的盛宴一旦結束，投資者此時就需要懂得如何做空的主動型專家，來協助應對屆時將面臨的危機。

(二)、被動投資之發展

1. 零手續費的趨勢

許多人認為主動基金與被動基金的二分法並不合適，他們認為事實上更明確的分野在於高成本基金與低成本基金。特別是在現今財務顧問已多由 commission-based (按金融產品銷售的單次佣金形式收費)的報酬收取形式轉為 fee-only(顧問服務形式收費)的報酬收取形式。根據 CLS Investments 在 2016 年之報告顯示，財務顧問的報酬有 46%來自於手續費，已超過佣金之 45%的貢獻。而 Cerulli Associates 的研究報告亦表示，以手續費為報酬收取形式之資產規模從 2003 年的 9,870 億美金，增加 2 倍至 2013 年的 2 兆 7,000 億美金。

因此，不僅僅是投資人追求低成本的金融商品如 ETF，財務顧問產業收取報

酬的趨勢演變，也進一步促進了低成本金融商品的高速發展。

此外，2016 年金融業共投注了高達 170 億美元於金融科技(Fintech)之發展上，各種人工智慧之應用諸如機器人理財顧問的崛起，也將徹底顛覆投資者取得資產組合之方式及投資者與理財顧問間之互動關係，進一步衝擊理財顧問之報酬，而影響主動與被動金融產品之發展。

2. 資產管理機構之整併

根據研究機構 XTF 的統計，單就美國地區之 ETF 市場而言，截至 2017 年 3 月，ETF 市場規模達 2 兆 8,000 億美元，其中五分之四是屬於整體市場(broad-market)且為市值加權之 ETF。此外，將近 70%的市場份額由 Vanguard, BlackRock 及 State Street 等前三大資產管理機構所持有，由此可知市場集中度相當高。

鑒於 ETF 的產業新進入者會面臨規模、配銷及知名度等三個面向的挑戰，可看出 ETF 的產業特性是進入門檻低，但成功門檻卻相當高，一般預計，未來仍將陸續有許多小型的新 ETF 資產管理機構進入此產業，其中最快速成長的區域在於美國以外的 ETF 市場，但在如此激烈競爭的情況下，一方面，將加速資產管理機構間之整併，為求在不增加(甚至降低)手續費等費用下，擴大資產規模以增加獲利，另一方面，大型資產管理機構亦將限縮產品線之發展，裁撤不具經濟規模之產品，以降低成本，惟大者恆大的產業現況可望因大型資產管理機構既有之優勢而持續。

3. 產品發展趨勢

(1) 趨勢

對於產品的發展有兩派說法，一派認為 smart beta 等 ETF 產品仍將持續並為成長的主力，另一派則引用數據表示，鑒於 2014 年及 2015 年各有將近 700 億美元流入 smart beta ETF，但 2016 年降至僅 400 億美元的資金流入，因此認為未來

的發展並不在新產品本身，而在於或利用人工智慧如機器人，或藉由專精之 ETF 策略專家，將 ETF 應用於主動策略上，透過再平衡的方式以求取較佳之績效。

特別是債券領域之相關指數化產品，長期以來付之闕如，債券領域之指數化產品應是未來發展之趨勢。以資金規模第一大的 Blackrock 而言，在 2017 年第 1 季 822 億美元的資產淨流入規模中，有 646 億美元流向了 iShares 指數型基金 ETF。其中流入股票型 ETF 的資產金額高達 446 億美元，另有 200 億美元流入了 Blackrock 的固定收益債券型 ETF，此類固定收益債券類 ETF 係用以追蹤投資級公司債、新興市場債券和美國國債等資產類別的表現，這反映出被動投資的熱潮也由股市逐漸延伸到債市。

另一個值得注意的焦點是跨資產之 ETF，鑒於全球普遍的低利率環境，為追求更好的報酬率，資產配置及跨資產類別之金融產品的重要性將因此更被凸顯出來。

(2) 槓桿及反向 ETF

歸功於市場波動的狀況，2016 年槓桿及反向產品在歐洲及亞洲都獲得相當大的進展，目前亞洲地區包括香港、日本、台灣及韓國等地都有推出相關的槓桿及反向 ETF。亞洲地區相較美國地區對槓桿及反向 ETF 接受度高，主因在於散戶投資者在亞洲市場中所占比重遠高於美國，例如，約 25% 的韓國股票仍直接由散戶投資者所持有，而在香港，散戶交易占全部交易量的 20%，但在紐約散戶交易量比重僅為 2%，而大多數的散戶投資者往往都是短線的方式來進行投資，因此對槓桿及反向產品較有興趣。

(3) 主動型 ETF

第一支主動型 ETF 於 2008 年問世，如今有 169 支主動型 ETF 在美國市場交易，累積資產規模達 300 億美元，雖然主動型 ETF 目前只占全體 ETF 資產的 1% 左右，且這些主動型 ETF 大多為固定收益類基金，但隨著監管強度的可能放寬

與主動型基金(包括避險基金)的高度參與意願，主動型 ETF 仍被視為 ETF 產業未來發展的關鍵產品之一。主動型基金經理人特別偏好在如美國、加拿大及澳洲地區發行他們的第一支主動型 ETF，但相對地，鑒於主管機構對資訊透明的要求，及造市者的資訊需求等因素，目前主動型 ETF 在歐洲地區及亞洲地區等地之發展仍遇到諸多障礙待克服。

(4) ESG(Environment, Social and Governance)ETF/社會責任投資(Socially Responsible Investing(SRI) ETF)

鑒於對地球暖化等環境議題的注重，越來越多個人投資者(特別是在美國地區)對此類產品感到興趣。為遵守 2015 年 12 月之巴黎協定，機構投資者(特別是退休基金)開始將 ETF 視為低成本之替代方案來管理相關之社會責任投資基金。

五、ETF 之交易透視

(一)、評估構面

事實上並沒有真正的被動管理，因為真正意義上的被動管理是指擁有市場但是不做交易。實際上，市場是一個持續不斷變化的資產組合，被動基金(如 ETF) 管理則是需要通過再平衡交易來達到希望複製的目標(指數)。

據 Bloomberg 的數據顯示，2015 年投資者交易 18 兆 2,000 億美元的 ETF，較前一年同期增加了 17%，較 10 年前的水準成長了 3 倍。以美國 2015 年當時的 ETF 資產規模約 2 兆 1,000 億美元來計算，ETF 的周轉率高達 870%，相當於美國股票週轉率（200%）的 4 倍以上。

此外，以能帶來絕大部分收益的資產配置決策而言，這部分事實上是投資者最有主動權的決策，即便是在資產層面，諸如在被動管理和指標表現(如 ETF 所追蹤的指數)的選擇中仍有很多主動決策的過程。

以所追蹤指數的選擇來看，現實裡並沒有任何兩個指數是完全相同的，以基金分別追蹤 MSCI World index 及 FTSE All-World 為例，即使同樣冠上”世界(World)”字眼，但 MSCI World index 沒有任何部位配置於新興市場，FTSE All-World 卻有 8%之資金部位配置於新興市場，也因此造成追蹤此二指數之 ETF 配置與績效差異。

因此在做 ETF 的投資決策上更應該進行審慎的查核，Vanguard 及 Blackrock 建議的評估構面應包括成本、流動性、部位、ETF 基金公司及 ETF 架構等。

(二)、風險

波動率、項下資產的流動性以及槓桿和衍生性商品是 ETF 三大風險主題，分述如下：

1. 因為個人投資者(散戶)對流動性較高的 ETF 參與度較高，在大量專業知識

力較差的個人投資者參與下，波動率會加大，價格也可能出現偏離，因此流動性較高的 ETF 可能會引發更大的波動性。

2. 由於 ETF 價格不可能完全同步於其所追蹤之資產，從眾的結果將使得 ETF 會加大市場的動盪。這種情況若發生在流動性較差的標的上會更為明顯，特別是某類資產遭致熔斷(Circuit breaker)的話，則可能引發更嚴重的影響。

以歷史經驗來看，在 2015 年 8 月 24 日股市突然重挫的環境下，包括 ETF 在內的交易所產品波動率都極度放大。其中有 19.2% 的 ETF 基金出現了 20% 以上的跌幅，遠高於當日標普 500 指數 5% 的跌幅。

3. 在槓桿和衍生性商品問題上，和傳統金融機構相比，ETF 的槓桿率並不高。而對於 ETF 衍生性商品風險，監管單位如 SEC 亦正在考慮將槓桿率下調，以降低風險。

六、ETF 逐漸成為機構投資者倚賴的投資工具

(一)、法人的參與

根據 Greenwich Associates 對 187 個機構投資人的問卷調查顯示，ETF 占其投資部位平均為 21.2%，此一數字較 2015 年之 18.9% 為高。而其中有 47% 的權益 ETF 機構投資人及 38% 的債券 ETF 機構投資人願意增加他們在 ETF 上之投資，因此，一般預料在 2017 年機構投資人將進一步增加 ETF 之投資比重。此外，調查亦顯示對 50% 受訪之機構投資人而言，ETF 也在流動性管理及風險管理上扮演了關鍵的角色。

尤其是在固定收益 ETF 上，鑒於流動性限制、法規上的要求及市場結構之改變，機構投資人特別偏好投資於固定收益之 ETF 上。

(二)、未來日本市場發展之關鍵

預估日本 ETF 市場將從 2016 年 1,820 億美元增長至 2020 年之 3,800 億美元，平均成長率達 16%。未來日本市場發展之關鍵構面在於

1. 變化的產品創新

ETF 產品之創新持續以不同的方式進行，且機構投資者將因為 ETF 提供之可及性與流動性等特性所吸引，加上其低交易對手風險之特質，有望進一步取代 OTC 產品之投資。

2. 法規形塑產業

機構投資者對法規的看法並不一致，有的機構投資者認為監管法規會扼殺產品之創新，因此持負面看法。但有的機構投資者卻認為可透過監管法規來促成與共同基金之公平競爭，進而提高競爭力，因此持正面的看法。

3. 高資產客戶之開發

藉由與私人銀行之合作，將可進一步開發高資產客戶的需求，以擴大資產規模提高獲利。

4. 產業新進入者與競爭挑戰

低手續費之競爭將持續，新進入者將面臨產業既有領導者之強大競爭，諸如成本較高而無法壓低手續費，配銷體系與通路之缺乏，與知名度及信賴度不及既有領導業者等影響。

5. 人工智慧的崛起

除了有助於減少基金公司對銀行及中間通路之依賴外，主要之影響在於個人投資者，藉由人工智慧的發展(如機器人理財顧問等)，利用演算法逕行提供投資組合及理財建議，因其精密繁複的程式技術及低成本特性，並因應當地的金融環境和投資人習性，發展出以國際型基金投資組合為主，降低使用日圓單一貨幣所造成之資產集中於日本市場的風險。

參、心得與建議事項

一、心得

此次研討會的統計數據可以看出兩個趨勢，一是全球 ETF/ETP 的發展極為迅速，資產規模也日益擴大，雖然目前主要市場集中於美國，但亞太地區未來極具發展空間。二是隨著投資商品日益多元，ETF/ETP 商品種類也與日俱增，未來不論是法人機構或個別投資人的投資組合，相關商品比重必將逐年增加。ETF 商品發展之初，為降低投資風險，投資人所投資的產品主要多為追蹤與大型股有關的指數，收益來源為獲取市場的 Beta 報酬，最大優點是能夠較為精準地複製市場情況，最大缺點就是難以實現超額收益。2008 年金融危機以來，隨著市場對分散投資、降低波動和控制風險等訴求不斷增強，市場從選股和權重等方面進一步改良，期望獲得優於傳統 Beta 報酬的超額收益，此即所謂 Smart Beta，相關策略被認為是介於主動投資與被動投資之間，以獲取相對市值加權組合更低風險、更高收益的投資策略，相關產品近幾年廣受市場追捧。

時至今日，國際投資界已開始討論後 Smart Beta 時代的來臨，指的是進一步將主動型投資模式包裝成 ETF，此概念在美國已有相關產品，被稱為 Active ETF。由於 ETF 持續發展，預期在可預見的未來，隨著越來越多量化策略和多因素投資策略陸續推出，主動與被動型投資管理之間的區別將逐漸減少，投資人可選擇之商品日益多元。

二、建議事項

(一) 隨著美國 FED 開始升息循環，全球貨幣政策 2016 年下半年以來變得趨於保守，雖然 2017 年不至導致全球貨幣政策全面收緊，但美國升息循環使市場預期資金或許會由新興市場回流至成熟市場，若一如預期，勢必對全球金融市場產生不小的波瀾；此外，國外 ETF 相關商品日趨多元，產品種類亦變化增多，故建

議以分散時點及標的之方式投入，隨時觀察市場狀況，擇優布局及適度獲利調節以增裕營收，並隨時充實 ETF 組合知識與專業。

(二) 由於本公司國內股票投資以中長期持有為主，短期調節為輔，以安全性、流動性及收益性為原則，除主動型的個股操作外，未來也將持續找尋適當時點加碼買進現有之國內 ETF 商品，並隨時關注追蹤市場新推出之 ETF，評估並擇優投入資金。