證基會 111 年自提研究案：

COVID-19 引發市場壓力期間之臺灣 ETF 行為之研究

研究期間：111 年 1 月 1 日至 111 年 12 月 31 日

專題研究	
研究名稱	COVID-19 引發市場壓力期間之臺灣 ETF 行為之研究
研究性質	☑自提研究案 □ 委託研究案 □ 受託研究案
研究單位	財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
研究人員	戴允強
研究期間	2022 年 1 月 1 日 至 2022 年 12 月 31 日

摘要

壹、研究內容重點

一、議題重點：參酌 IOSCO2021 年報告，關注 Covid-19 對全球 ETF 市場帶來的影響，本計畫涵蓋國內外超過六千多檔的股票型 ETF 及兩千多檔債券型 ETF，從每檔 ETF 的淨資產價格、買賣價差、周轉率及基金流量(初級市場[1]交易量淨額)研議 Covid-19 對我國 ETF 市場的衝擊與影響，探討在 Covid-19 疫情下，評估 Covid-19 所帶來的金融風險，及這些金融風險如何藉由上述指標產生衝擊。本研究先以全球 ETF 交易為探討，之後才再聚焦在臺灣 ETF 交易行為受 Covid-19 事件的影響。

二、研究主軸：藉由 IOSCO 在 2021 年報告啟發，本研究期望了解臺灣債券型 ETF 因 Covid-19 事件帶來的特殊系統性風險，

[1] 初級市場(First Market or Initial Market)指的是 ETF 股數的新創造或贖回，證券商從市場中買進對應特定 ETF 內涵的諸多股票，再以這些股票和此檔 ETF 發行者兌換 ETF 數量，此為新創造 ETF 股數；同樣的，當 ETF 持有者要求證券商協助，將持有 ETF 和 ETF 發行者兌換現金或等值 ETF 所對應在市場流通的諸多股票，此為贖回 ETF。次級市場(Secondary Market)指的則是既有市場流通 ETF 股數的買賣交易行為。

嘗試從淨資產價格、買賣價差、周轉率及基金流量，檢視臺灣股票型與債券型 ETF 的市場交易，研議其在 COVID-19 壓力事件下的交易行為；同時也將債券型基金分類為政府公債 ETF、投資等級債 ETF、非投資等級債 ETF 及 Hybrid 債 ETF，並以了解 Covid-19 所帶來的衝擊，在 IOSCO 報告中所強調的變動，在本研究中也有相同的觀察，但對於非投資等級債和 Hybrid 債的相關議題，相較於 IOSCO 報告，本研究有更深入的分析。本研究期望從各地區股票型與債券型 ETF 彼此買賣價差的相互變動，了解高度整合的金融世界中，其相關 ETF 在 Covid-19 下如何互動，同時探討各類 ETF 彼此間變動是否具備顯著 Granger 因果關係，惟統計顯著性不一定具有經濟意義，數據的展現，有時還是需要判斷其因果與相關性。

貳、結論與建議事項

一、結論

(一)本研究就下列面向進行研析及發現；

1.淨資產價格

股票型 ETF，不論是全世界、美洲、歐洲、亞太區及臺灣，都受到 Covid-19 疫情短期衝擊，出現 ETF 淨資產價值下跌，隨後除歐洲股票型 ETF 外，其淨資產價值都有顯著回升。從全球型、美洲、歐洲、亞太區及臺灣的債券型 ETF，都顯示 Covid-19 事件帶來一定程度的下跌。

2.買賣價差

從 Covid-19 疫情對 ETF 買賣價差影響來看，原來價差較高者，相對回復到疫情前情境所需時間較長，反觀美洲 ETF 的買賣價差較小，受到 Covid-19 疫情影響造成價差擴大的時間大約是 2020 年 3 月和 4 月兩個月，但臺灣的買賣價差從擴大到回復大約是 2020 年 3 月至 6 月四個月，歐洲和亞太區類似臺灣，不論是股票型還是債券型 ETF，買賣價差需要四個月左右才能從擴大到回復。

3.周轉率

股票型 ETF 周轉率比債券型 ETF 周轉率易受 Covid-19 事件影響，在 Covid-19 疫情爆發初期，單一市場股票型 ETF 周轉率明顯增加，特別是 2020 年 3 月至 2020 年 6 月格外明顯，有些市場每日股票型 ETF 周轉率 90 分位數的明顯變動是從 2020 年 3 月至 2020 年 9 月，而不只是 2020 年 3 月至 6 月。對臺灣來說，在 2020 年 3 月至 6 月的第一波周轉率大幅震盪其延續時間高於 7 月至 8 月的第二波周轉率震盪。亞太區和臺灣債券型 ETF 周轉率變動，明顯與美洲、歐洲或全球有所不同。美洲和全球債券

型 ETF 周轉率中位數在 2020 年 3 月至 6 月期間有顯著明顯增加與震盪。

4.基金流量

初級市場交易量淨額，在債券型 ETF 部分，美洲在 4 月中有數天出現大幅度淨贖回，歐洲和亞太區則是沒有明顯淨買入/淨贖回趨勢。臺灣在 2020 年 2 月至 4 月有數天出現明顯淨贖回，但期間也有幾天幅度小但明顯淨買入，顯示臺灣債券型 ETF 雖受 Covid-19 影響，但影響不大。

(二)在 2019 至 2021 年三年的研究期間發現

1.Covid-19 疫情爆發確實影響買賣價差，但四到六個月後就恢復到之前；Covid-19 疫情爆發確實對淨資產價值產生衝擊，但經四到六個月後即恢復到之前；在 Covid-19 疫情爆發時，交易量有短暫擴大，但幾個月後即恢復平靜。

2.初級市場交易量淨額並未展現特定趨勢，總體交易量應為初級市場與次級市場加總，次級市場交易中的價格，是目前市場揭露的資訊。

3. Covid-19 爆發時，交易周轉率有相當提升，但之後恢復平靜，ETF 市場價格恢復力高，ETF 市場韌性十足。

二、建議

(一)增進造市參與機制:我國 ETF 交易市場量雖不小，但從買賣價差與初級市場來看仍有相當發展空間，參考國外發展經驗，ETF 發行者有較多元的市場造市者與參與者，或可讓更多證券商對同一檔 ETF 進行初級市場的股數創造/贖回或次級市場的交易融通，也能帶動我國 ETF 市場交易更具效率。

(二)加強資訊彙總申報:我國針對同一檔 ETF 持有者須分散已有規定，惟針對業者是否分散投資類似 ETF 商品，或可要求業者將交易資訊於一定時間後彙總申報或公開，藉由資訊揭露協助監理。