

現代收益的指數化：備兌看漲期權揭秘



Sue Lee

亞太區指數投資戰略主管

本文最初於 2026 年 4 月 16 日在 Indexology[®] 網誌上發佈。

資本市場為投資者提供了多種基礎收益來源，包括貨幣市場利息、債券票息和個股紅利等。其他替代性收益來源也不勝枚舉。近來，交易所交易基金 (ETF) 行業持續創新，將期權型收益戰略推向更廣泛的市場參與者。

在美國，無論是機構還是一般投資人，長期以來一直通過直接交易期權或持有結構化產品間接收益¹。近些年來，期權型 ETF 也備受青睞，投資者利用一系列統稱為「備兌看漲期權」(亦稱為「備兌開倉」) 的戰略，在特定市場條件下創造收益、降低波動率，並提高風險調整後收益。那麼，此類戰略的運作原理是什麼？在創造收益方面又發揮著怎樣的作用？

備兌看漲期權的實質作用是什麼？

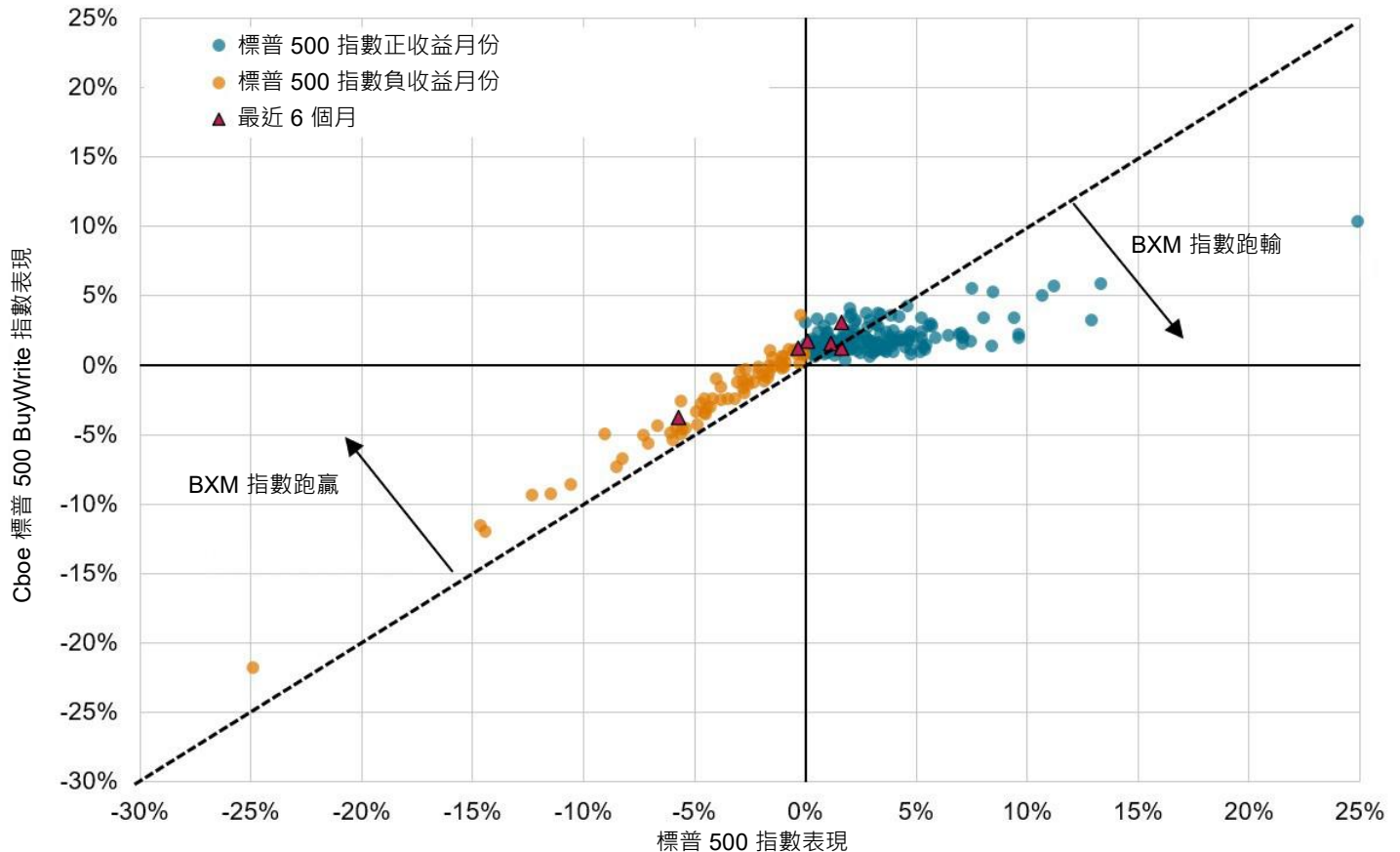
備兌看漲期權戰略由以下兩部分構成：

- 對某項資產的投資 (例如追蹤 [標普 500[®] 指數](#) 的投資組合)；以及
- 賣出 (開倉) 相同 (或相關) 資產的看漲期權。

通過賣出看漲期權，投資者可以預先收取權利金；若相關資產價格上漲至行權價以上，看漲期權的虧損可由原有持倉的收益進行「備兌」。定期重複此類賣出操作，可提供相對穩定的收益來源，但其弊端也顯而易見：投資者無法充分享有資產價格上漲帶來的全部收益，因為收益會被所賣出期權的虧損全部或部分抵銷。

簡而言之，備兌看漲期權戰略以部分上漲潛力來換取權利金收入，導致收益空間變窄。通過比較標普 500 指數平值月度備兌看漲期權戰略 (以 [Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 \(BXM 指數\)](#) 衡量) 與標普 500 指數在過去 20 年間的月度表現，可以很好地說明這一利弊 (見圖 1)²。以 2025 年 9 月 19 日至 2026 年 3 月 20 日的最近六次月度移倉為例，BXM 的月度漲跌幅介於 -3.8% 至 3.1% 之間，而標普 500 指數的月度漲跌幅介於 -5.0% 至 2.5% 之間，前者在六個月中有五個月跑贏後者。

圖 1：標普 500 指數與 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數的月度表現對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2005 年 12 月 16 日至 2026 年 3 月 20 日期間的數據。基於月度移倉日之間的總收益指數表現。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 指數) 旨在估計標普 500 指數平值月度備兌看漲期權策略的理論表現。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

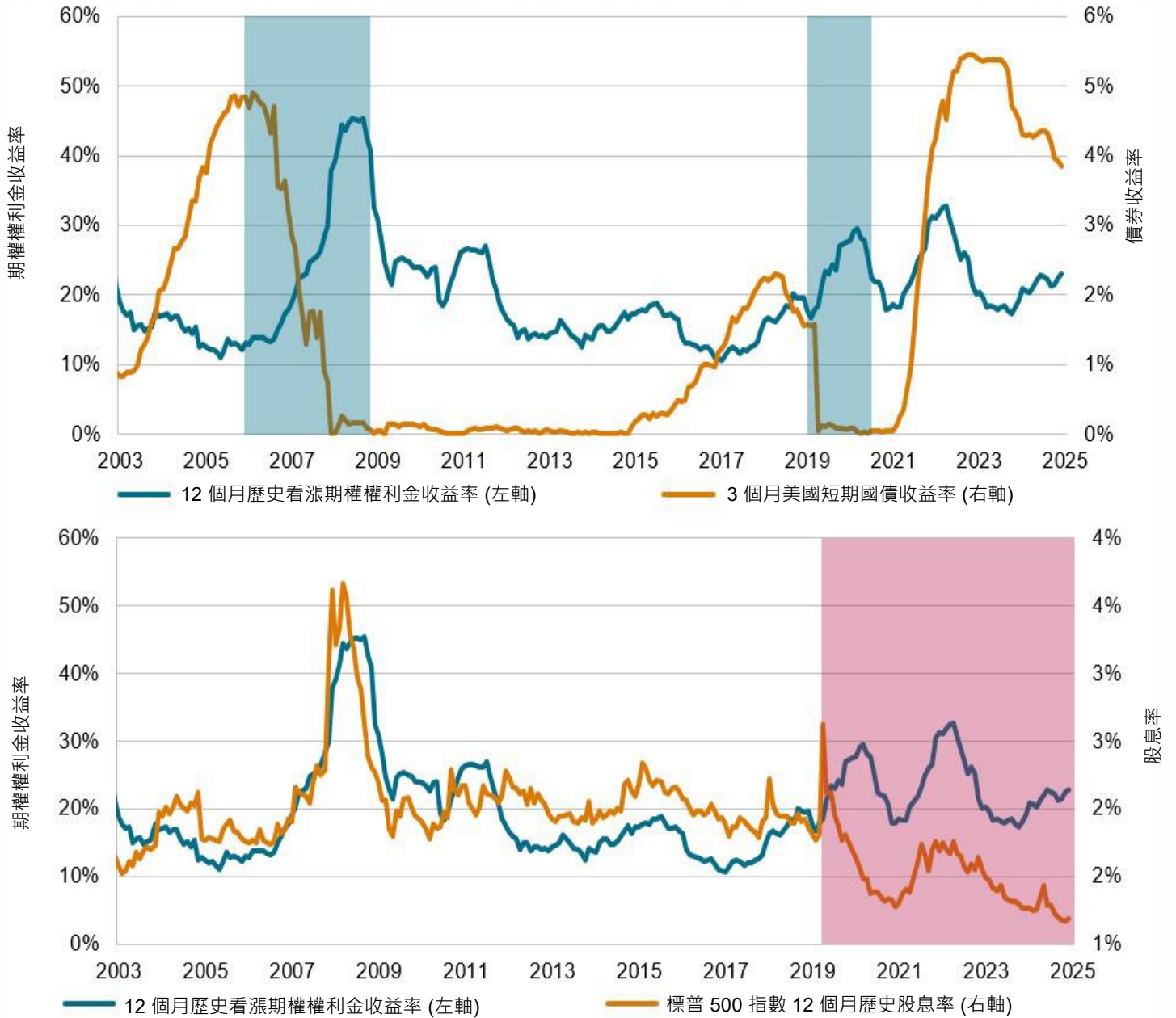
為何要選擇備兌看漲期權？

備兌看漲期權的優勢不止於創造收益和降低波動率。期權權利金還可以提供一種獨立的收益來源，其與債券和紅利等傳統收益來源的相關性較低。債券收益對利率政策較為敏感，而紅利收益在經濟低迷時期可能會減少 (且股息率受價格因素的影響往往更多)。

相比之下，期權權利金主要受市場波動率驅動³。當市場下跌時，波動率通常會上升，進而推高期權權利金。這一點在 2008 年全球金融危機和 2020 年新冠疫情期間 (圖 2 中的藍色陰影部分) 尤為明顯：儘管利率降至接近零的水平，但波動率攀升推動期權收益走高。值得注意的是，儘管近幾年股息率降至十年低點 (圖 2 中的紅色陰影部分所示期間)，但期權權利金一直維持在較高水平。

歷史經驗顯示，備兌看漲期權可在其他收益來源承壓時有效支撐投資組合收益，是提升收益韌性的重要工具。

圖 2：備兌看漲期權權利金可成為收益多元化的來源



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2003 年 12 月 31 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。美國短期利率在 2008 年全球金融危機和 2020 年新冠疫情期間大幅下降的時期用藍色陰影標出，美國股票收益率跌至十年低點的時期用紅色陰影標出。期權權利金收益率是基於 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數在每個月度移倉日估算的。3 個月美國短期國債收益率基於 2019 年 11 月 5 日推出的標普美國國庫券近 3 個月指數。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」鏈接，瞭解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

戰略設計：變種與實施

在不同到期日與行權價組合下，備兌看漲期權戰略具備豐富的變體，其最終表現會因戰略設計的不同而出現顯著差異。標普 500 指數擁有成熟且完善的[衍生品生態系統](#)，能夠有效實施各種戰略，以滿足不斷變化的市場環境和投資者需求。無論是產品發行人還是投資者，都需審慎評估戰略的各組成要素，以找到有助於實現預期目標的最優方案。

要深入了解指數化備兌看漲期權戰略框架，請參閱「[期權型指數戰略的投資路徑](#)」。

- 1 根據 [SRP](#) 的數據，美國結構性票據市場的規模在 2024 年達到 1,500 億美元，較前一年增長 46%。
- 2 有關指數構建的詳細信息，請參閱 [BXM 指數編製方法](#)。
- 3 期權市場通常會出現「波動率風險溢價」，即隱含波動率 (期權價格反映的波動率水平) 往往高於實際波動率。這一現象主要是由期權市場供需失衡造成的 (更多詳情請參閱「[期權型指數戰略的投資路徑](#)」)。備兌看漲期權戰略旨在通過定期賣出看漲期權來獲取這種波動率風險溢價，從而利用市場預期與實際結果之間持續存在的差距獲利。

本網誌文章僅為意見，並非建議。請閱讀我們的[免責聲明](#)。

如欲閱讀更多網誌文章，請於英文網站 www.indexologyblog.com 訂閱我們最新發佈的文章。

一般免責聲明

© 2026 年標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P、S&P 500、S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX、S&P 100、S&P COMPOSITE 1500、S&P 400、S&P MIDCAP 400、S&P 600、S&P SMALLCAP 600、S&P GIVI、GLOBAL TITANS、DIVIDEND ARISTOCRATS、S&P TARGET DATE INDICES、S&P PRISM、S&P STRIDE、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均為標普全球股份有限公司（「標普全球」）或其關聯公司註冊商標。DOW JONES、DJ、DJIA、THE DOW 及 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE 均為道瓊斯商標控股有限責任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，「道瓊斯」）註冊商標。此等商標連同其他商標已授予標普道瓊斯指數有限責任公司。未經標普道瓊斯指數有限責任公司書面許可，禁止全部或部分重新分發或複製有關內容。本文件不構成標普道瓊斯指數有限責任公司、標普全球、道瓊斯或其各自關聯公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲得所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。除非用於特定自定指數計算服務，否則標普道瓊斯指數提供的所有資料屬非私人用途，不用於滿足任何人士、實體或個人組織的需求。標普道瓊斯指數就向第三方提供指數授權及提供自定計算服務收取報酬。指數的過往表現不能指示或保證將來的業績。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可透過基於該指數的可投資工具來進行。標普道瓊斯指數並未發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並試圖憑藉任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正向投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數概不對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性做出任何陳述。不得根據本文件所載聲明的任何內容，做出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意向投資者僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具發行人或其代表編製的發行備忘錄或類似文件）之後，方才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數有限責任公司並非稅務顧問。投資者應諮詢稅務顧問，以評估任何免稅證券對投資組合的影響以及做出任何特定投資決策的稅務後果。將證券納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數美國基準指數的收盤價，由標普道瓊斯指數基於指數各成分由其交易所設定的收盤價計算。標普道瓊斯指數從其一個第三方提供商獲得收盤價，並於替代提供商提供的價格進行比較以進行驗證。提供商則從主要交易所獲得收盤價。實時當日價格採用類似方法計算，不經二次驗證。

此等材料僅供獲取資訊，並依據公眾一般可獲得及據信屬可靠來源的資料編製。未經標普道瓊斯指數事先書面許可此等資料所載任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或依據其產生的輸出資料）或其任何部份（「內容」）概不可以任何形式或採用任何手段進行修改、反編譯、轉載或分發，或存儲在資料庫或檢索系統中。內容概不得用於非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其第三方資料提供商與許可人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）並不保證內容的準確性、完整性、時效性或可用性。標普道瓊斯指數各方概不對因任何理由造成的任何錯誤或遺漏負責，或對使用內容的結果負責。內容乃按「現狀」基準提供。標普道瓊斯指數各方否認任何及所有明示或默示保證，包括但不限於就適銷性或適合做特定目的或用途做出的保證，免予安全漏洞、軟體錯誤或缺陷、內容將能不停運行或內容將能使用任何軟體或硬體配置進行操作。標普道瓊斯指數各方不因使用內容引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特定或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於損失收益或損失利益和機會成本）承擔任何責任，即使告知有關損害的可能性。

標準普爾評級服務公司各分支機構及業務單位的若干活動相互獨立，以保持各項活動的獨立性及客觀性。因此，標準普爾評級服務公司的若干分支機構及業務單位可能擁有其他業務單位不可用的資料。標準普爾評級服務公司已制定政策及程序，確保每次分析過程中所獲非公開資料的保密性。

此外，標普道瓊斯指數提供涉及或有關眾多組織（包括證券發行人、投資顧問、經紀自營商、投資銀行、其他金融機構及金融中介）的廣泛服務，因此可能會向該等組織（包括可能會對其證券或服務做出推薦、進行評級、納入模型投資組合、進行評估或以其他方式涉及的組織）收取費用或其他經濟利益。