

## 揭秘波動率控制指數

波動率控制指數 (Volatility-controlled indices) 常被用在那些與指數掛鉤的年金和壽險產品中，作為計算投資者可以拿到多少收益的一種指數標的。這一術語聽起來複雜，但是它想達到的目的卻並不難懂。

### 作者

Sara Pollock

總監

多元資產指數

[sara.pollock@spglobal.com](mailto:sara.pollock@spglobal.com)

本文將用通俗易懂的語言介紹波動率控制指數的本質、基本運作機制，以及可為保險產品帶來的潛在益處。

在探討波動率控制指數之前，首先要了解市場波動率。波動率也稱為標準差，用於衡量指數值偏離其平均值的整體幅度。

如果指數的標準差較小 (例如 5%)，則其指數值的變化幅度通常會小於標準差較大 (例如 15%) 的指數。在波動率控制框架下，波動率目標為 5% 的波動率控制指數相較於波動率目標為 15% 的指數呈現更小的波動幅度，在上行和下行兩個方向皆是如此。

在其他條件相同的情況下，波動率目標較高的指數對通常屬於風險較高資產類別 (例如股票) 的配置比重，可能會高於波動率目標較低的指數。因此，在上行市場環境中，波動率目標為 15% 的指數可能較波動率目標為 5% 的指數更多獲益於股票上漲。而在下行市場環境中，波動率目標較高的指數會在下跌中承受更大損失。

請註冊接收我們最新的研究報告、教育內容和評論文章：

[on.spdji.com/SignUpTC](https://on.spdji.com/SignUpTC)。

# 什麼是波動率控制指數？

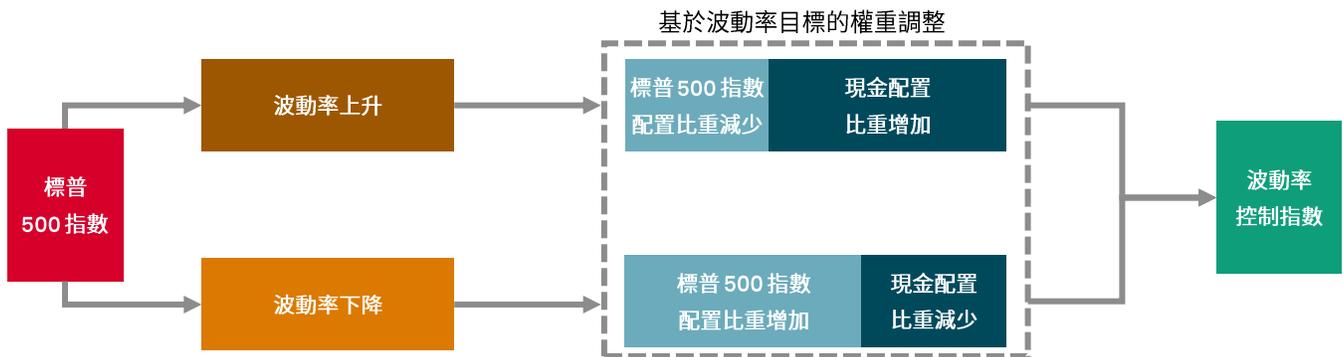
波動率控制指數 (Volatility-controlled indices) 旨在將波動度控制在目標水平，其通常以相關指數的實際波動率為衡量標準。

波動率控制指數最常見的成分包括股票和現金<sup>1</sup>。雖然保險行業中最为常用的是股票指數，但最近幾年，像**標普 MARC 5% 指數**這種多元資產指數也越來越流行。

一般而言，當市場波動率高於指數的目標波動度時，指數會減少股票配置並增加現金配置，從而平抑波動率。反之，當市場波動率低於目標時，指數對相關指數成分的配置可超過 100%。波動率控制指數中的配置是指指數中每一類資產類別 (如前所述，最常見的是股票和現金成分) 在指數中所歸屬的比重。

通過增加現金在指數成分中的配置比重，或者將配置比重提升至 100% 以上，有助於指數保持目標波動度。

圖 1：應用於標普 500 指數的波動率控制指數機制概覽



來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

<sup>1</sup> 理論上的現金成分可由多種現金利率代表，例如擔保隔夜融資利率 (SOFR)、SOFR 利差、3 個月美國短期國債和/或其他固定收益工具。

## 波動率控制指數有哪些潛在優勢？

- **增強穩定性**：當指數按波動率目標進行管理時，其波動度通常會比無波動率控制的指數更穩定。
- **簡單易用**：波動率控制指數採用簡單透明的編製方法，以相關指數的歷史波動率為基礎。
- **提升對沖效率**：更穩定的波動率表現可提升指數掛鉤保險產品的對沖效率，進而實現成本節約。

需特別指出的是，波動率控制指數的某些潛在優勢與保險產品的特定特徵協同互補，而這些保險產品的特性完全由保險公司自主決定。

保險公司可考慮將波動率控制指數與保險產品相結合，從而為客戶帶來更優的產品方案。

## 波動率控制指數的實際運作

波動率控制指數的執行機制可通過比較以下四種不同的波動率和市場行情組合來說明：上行市場中的高波動率、下行市場中的高波動率、上行市場中的低波動率和下行市場中的低波動率（見圖 2）。

**高波動率**：對於波動率目標為 5% 的波動率控制指數，當波動率超過 5% 時，其會減少相關指數的配置比重，增加現金成分的配置比重。當相關指數處於上行市場且波動率較高時，此風險受控的波動率控制指數將參與部分上漲行情，但非全部。當相關指數的市場呈現下跌趨勢時，波動率控制指數的現金配置比重旨在提供一定程度的下行保護。

**低波動率**：對於波動率目標為 5% 的波動率控制指數，當波動率低於 5% 時，其將通過使用槓桿，使其對相關指數的配置比重超過 100%。將風險敞口提高至槓桿上限，有助於提高參與度，以達到目標波動度。當相關指數處於上行市場且波動率較低時，此風險受控的波動率控制指數將參與相關指數超過 100% 的上漲幅度。當市場呈下跌趨勢時，其同樣會有更強的市場參與度，對下跌市場的較大敞口導致預期表現將不及相關指數。

圖 2：波動率控制指數的行為

市場環境	高波動率	低波動率
上行市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 波動率控制指數部分配置於現金。</li> <li>- 現金配置將參與部分但並非全部上漲行情。</li> <li>- 波動率控制指數通常預計會跑輸相關指數。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 波動率控制指數至少會 100% 投資於相關指數。</li> <li>- 可能會更多參與相關指數的上漲行情。</li> <li>- 波動率控制指數通常預計會跑贏相關指數。</li> </ul>
下行市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 波動率控制指數部分配置於現金。</li> <li>- 波動率控制疊加應會提供一定的下行保護。</li> <li>- 波動率控制指數通常預計會跑贏相關指數。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 波動率控制指數至少會 100% 投資於相關指數。</li> <li>- 可能會更多參與相關指數的下跌行情。</li> <li>- 波動率控制指數通常預計會跑輸相關指數。</li> </ul>

來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

總體而言，波動率控制指數可以提供上行參與機會。不過，由於此類指數同時旨在提供下行保護，這可能導致無法捕捉部分潛在的市場上漲收益。

## 波動率控制指數的變體

標普道瓊斯指數是波動率控制指數的先行者，早在 2009 年就推出了名為「風險控制」(Risk Control) 的初始框架，如今更已推出多種風險控制指數的變體。

第一層靈活性體現在於風險控制框架所依託的相關指數。例如，當前產品組合中的風險控制指數包括標普 500® 低波動率每日風險控制 5% 指數、標普 500 紅利貴族® 每日風險控制 5% 指數、標普 500 因子輪動每日 RC2 7% 指數和標普 PRISM 指數。

第二層靈活性體現在風險控制框架本身。雖然現金通常被用作平抑波動率的機制，但我們在標普風險控制 2.0 指數編製方法中，採用高流動性的債券指數來平抑潛在波動率。當債券波動率過高導致無法將波動率降至風險控制指數的目標水平時，現金就成為首選的指數配置比重調整工具。

第三層靈活性體現在數據類型選擇上。指數可以使用日終數據進行定期調整，也可以使用盤中數據實現每日多次調整。

## 總結

波動率控制指數旨在維持目標波動度，作法是根據市場情況，將權重配置於相關指數與平抑波動的資產類別（最常見的是現金）。這種更平穩的波動率表現旨在提供對沖效率，這些對沖效率可與保險產品的獨有特徵相結合，從而潛在地使保險公司的終端客戶（即保單持有人）受益。

若要深入了解標普道瓊斯指數的風險控制指數，請造訪[保險資源中心](#)。

# 一般免責聲明

© 2025 標普道瓊斯指數公司。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、標普 500 指數 (The 500™)、US 500、US 30、S&P 100 (標普 100 指數)、S&P COMPOSITE 1500 (標普綜合 1500 指數)、S&P 400 (標普 400 指數)、S&P MIDCAP 400 (標普中型股 400 指數)、S&P 600 (標普 600 指數)、S&P SMALLCAP 600 (標普小型股 600 指數)、S&P GIVI (標普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指數)、DIVIDEND ARISTOCRATS (紅利貴族指數)、DIVIDEND MONARCHS (紅利特選指數)、BUYBACK ARISTOCRATS (回購貴族指數)、SELECT SECTOR (精選行業指數)、S&P MAESTRO (標普 MAESTRO)、S&P PRISM (標普 PRISM)、GICS (全球行業分類標準)、SPIVA (標普指數與主動基金表現)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的商標。DOW JONES (道瓊斯)、DJIA (道瓊斯工業平均指數)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道瓊斯工業平均指數) 均為道瓊斯商標控股有限公司 (「道瓊斯」) 的商標。這些商標已連同其他商標授權給標普道瓊斯指數有限公司。未經標普道瓊斯指數有限公司書面許可，禁止全部或部分重新分發或複製。在標普道瓊斯指數有限公司、標普全球、道瓊斯或其各自的關聯公司 (合稱「標普道瓊斯指數」) 沒有必要牌照的司法管轄區，本文件不構成服務要約。除某些定製指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有信息均非個人化，且並非針對任何個人、實體或群體的需求量身定製。標普道瓊斯指數通過將其指數授權給第三方和提供定製指數計算服務而獲得收益。指數的過往表現不代表或保證未來業績。

投資者不能直接投資指數。指數所代表的資產類別可通過基於該指數的可投資性工具進行投資。標普道瓊斯指數未發起、認可、出售、推廣或管理由第三方提供的任何投資基金或其他投資工具，這些基金或其他投資工具旨在根據任何指數的表現提供投資回報。標普道瓊斯指數不保證基於該指數的投資產品能準確追蹤指數表現或提供正投資回報。指數表現並未反映交易成本、管理費或開支。標普道瓊斯指數對投資於任何此類投資基金或其他投資產品或工具的可取性不作任何陳述。對任何此類投資基金或其他投資工具的投資決定，不應依賴本文件所列的任何陳述。標普道瓊斯指數並非經修正的《1940 年投資公司法》定義的「投資顧問、商品交易顧問、商品池經營者、經紀交易商、受託人、發起人」，亦非《美國聯邦法典》第 15 篇第 77k 條第 (a) 款所闡述的「專家」或稅務顧問。將證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應視為投資建議或大宗商品交易建議。

這些材料完全根據一般公眾可獲得的資料和據信可靠的來源編寫，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、複製或分發這些材料中包含的任何內容 (包括指數數據、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟件或其他應用程式或從其輸出的內容) 或其任何部分 (「內容」)，亦不得儲存在數據庫或檢索系統中。內容不得用於任何非法或未經授權的目的。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商和許可方 (合稱「標普道瓊斯指數方」) 不保證內容的準確性、完整性、及時性或可用性。標普道瓊斯指數方不對因使用內容而產生的任何錯誤或遺漏 (無論原因為何) 負責。內容按「原樣」提供。標普道瓊斯指數方排除任何及所有明示或默示的保證，包括但不限於有關適銷性或特定目的或用途的適用性、無錯誤、軟件錯誤或缺陷、內容的功能將不間斷或內容將在任何軟件或硬體配置下運行的任何保證。在任何情況下，標普道瓊斯指數方均不對任何一方遭受的與內容使用有關的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或後果性損害、成本、費用、法律費用或損失 (包括但不限於收入損失或利潤損失和機會成本) 負責，即使已被告知可能發生此類損害。

標普全球將其各個部門和業務單位的某些活動彼此分開，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普全球的某些部門和業務單位可能掌握其他業務單位無法取得的信息。標普全球已制定政策及程序，確保每次分析流程中獲得之非公開信息的保密性。

此外，標普道瓊斯指數向許多組織提供廣泛的服務或與之相關的服務，包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構和金融中介機構，因此可能會從這些組織收取費用或其他經濟利益，包括他們可能推薦、評級、納入模型投資組合、評估或以其他方式接觸的證券或服務的組織。