

波動率控制指數中的 槓桿： 原理及優勢

作者

Sara Pollock, CFA

總監

多元資產指數

sara.pollock@spglobal.com

引言

波動率控制指數 (Volatility controlled indices) 又稱為風險控制指數，是指數掛鉤年金和人壽保險產品中經常使用的指數帳戶選項。此類指數旨在提供相關股票資產或多元資產組合的配置敞口，同時讓波動度維持在特定目標附近¹。

波動率控制指數如何實現目標 波動度？

提到波動率控制指數，大多數人首先會想到的，就是它會在高波動環境下使用現金成分，但這只說對了一半。另一關鍵層面是，此類指數在低波動期間的運作機制為何？

為解答這一問題，我們需了解此類指數採用的兩個基本概念及其適用場景。但在展開說明前，我們需要先闡明波動率控制指數如何衡量波動率。答案是，此類指數通常以相關指數的實際波動率做為衡量標準。

¹ 若要深入了解波動率控制指數，請參閱 Sara Pollock：《[揭秘波動率控制指數（最新版本）](#)》(Demystifying Volatility-Controlled Indices)，標普道瓊斯指數有限公司，2025年8月。

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。

市場波動率 > 指數目標波動率

如上文所述，波動率控制指數通常由股票成分和現金成分構成，或是由多個相關指數構建的指數。波動率控制指數中的配置是指各資產類別（在此例中為股票和現金）在指數中所佔權重。

當市場波動率急劇上升時，波動率控制指數會減少對相關指數成分的配置，轉而增加對風險平抑資產類別（通常是現金成分）的配置²。標普道瓊斯指數的風險控制指數系列包含多種編製框架，有些使用現金成分，有些則使用高流動性債券指數。

在此情形下，波動率控制指數會將相關指數的配置比重降至 100% 以下，因而沒有槓桿。

較低波動率資產類別會有效平抑波動率控制指數的整體波動度，使指數在市場波動率較高時能夠更接近目標波動率。

市場波動率 < 指數目標波動率

反之，當市場波動率低於目標水平時，波動率控制指數對相關股票指數的配置比重可能會超過 100%，以加大波動率。對相關指數成分的配置比重超過 100%，即為槓桿操作。

槓桿能使波動率控制指數在市場波動率較低時提高自身波動率，從而更接近目標波動率。

使用槓桿：示例

我們以標普 500[®] 動態日內 TCA 指數³為例，說明波動率控制指數中的槓桿操作如何影響指數表現。請注意，此結果並非保證，僅供一般說明之用。

在股票市場整體波動率較低時，為更接近其 15% 的波動率目標，標普 500 動態日內 TCA 指數可將對相關標普 500 指數的配置比重最高提升至 250%。這一最高配置比重稱為槓桿上限。

² 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。

³ 有關標普 500 動態日內 TCA 指數的更多信息，請參閱此處：[《methodology-sp-500-dynamic-intraday-TCA-index.pdf》](#)（只提供英文版本）。TCA 是指交易費用調整。

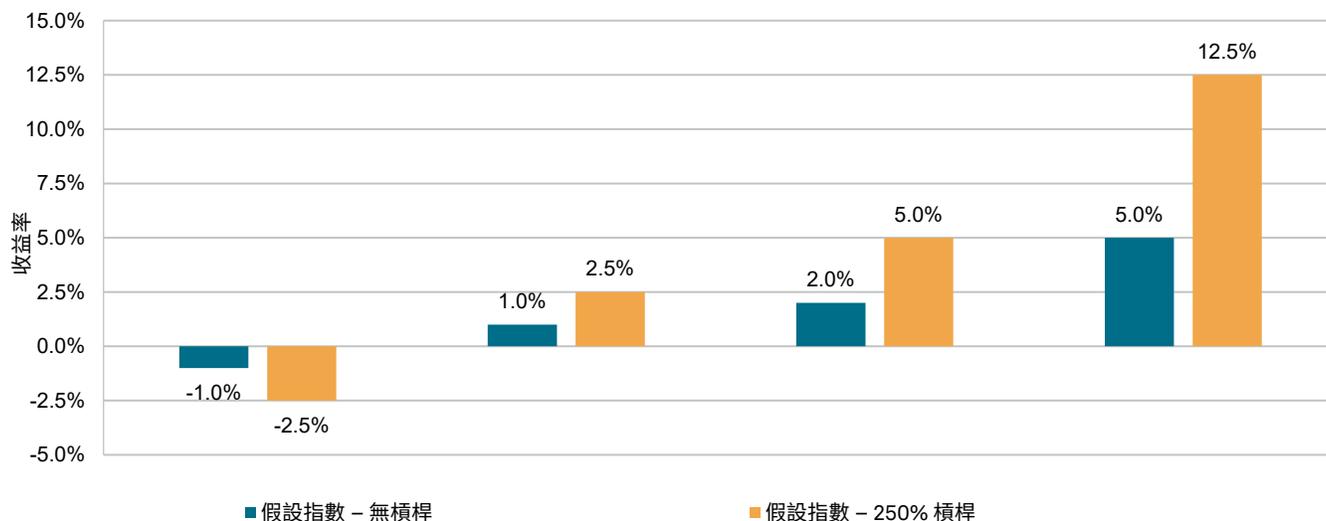
若標普 500 指數上漲 1%，則在達到槓桿上限且市場條件正常的情況下，標普 500 動態日內 TCA 指數的漲幅表現可能達到前者的 2.5 倍，即上漲 2.5%。

同理，在市場條件正常的情況下，若標普 500 指數上漲 2%，則該風險控制指數的漲幅表現可能達到前者的 2.5 倍，即上漲 5%。

這種關係在市場下跌時同樣適用。在達到槓桿上限的情況下，若標普 500 指數下跌 1%，標普 500 動態日內 TCA 指數可能會下跌 2.5%。

下面的示例直觀地展示了假設槓桿率為 250% 的波動率控制指數與無槓桿指數的表現對比 (見圖 1)。

圖 1：有槓桿和無槓桿情況下的假設指數收益對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 8 月 9 日。所有數據均為假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

槓桿在不同市場環境下的作用

如前例所示，無論市場上漲還是下跌，槓桿均會放大收益。

也就是說，在市場上漲時，有槓桿指數的表現會優於無槓桿指數；而在市場下跌時，有槓桿指數的表現會遜於無槓桿指數。

圖 2：槓桿在不同市場環境下的作用

市場環境	波動率高於目標	波動率低於目標
上行市場	波動率控制指數部分配置於現金。	波動率控制指數對相關指數的配置比重至少為 100%，因此使用了槓桿。
	將參與部分但並非全部上漲行情。	可能會更多參與相關指數的上漲行情。
	波動率控制指數通常預計會跑輸相關指數。	波動率控制指數通常預計會跑贏相關指數。
下行市場	波動率控制指數部分配置於現金。	波動率控制指數對相關指數的配置比重至少為 100%，因此使用了槓桿。
	波動率控制疊加應會提供一定的下行保護。	可能會更多參與相關指數的下跌行情。
	波動率控制指數通常預計會跑贏相關指數。	波動率控制指數通常預計會跑輸相關指數。

來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

總結

波動率控制指數需藉助兩大工具，才能最有效地實現目標波動率：

- **低風險資產類別**：能夠在市場波動率高於目標時配置理論現金成分，以平抑實際波動率，使該風險控制指數更接近目標波動率。
- **槓桿**：能夠在市場波動率較低時，利用槓桿增加對相關指數的配置，以提高指數的整體實際波動率，使其更接近目標波動率。

在瞬息萬變的市場中，這兩大工具使波動率控制指數能夠更精準地達成其目標。

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

©2024 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™)、US500、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)、S&P STRIDE (標普 STRIDE)、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、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS 和 CRITR 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的註冊商標。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於指數。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並不代表標普道瓊斯指數建議買入、出售或持有此類證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應被視為投資建議或大宗商品交易建議。

標普道瓊斯指數的美國基準指數收盤價，由標普道瓊斯指數根據其主要交易所設定的相關指數成分股的收盤價計算得出。標普道瓊斯指數使用的收盤價數據來自其使用的第三方供應商，並通過與備選供應商提供的數據進行比較來驗證收盤價。供應商的收盤價數據來自主要交易所。實時盤中價格的計算方式類似，但不會進行二次驗證。

此等材料僅供獲取信息，並依據公眾一般可獲得及據信屬可靠來源的信息編製。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，標普道瓊斯指數向各類組織提供廣泛的服務或相關服務，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，因此可能會向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。