

撰稿人

Fiona Boal

高級董事

商品及實物資產

fiona.boal@spglobal.com

Jim Wiederhold

副董事

商品及實物資產

jim.wiederhold@spglobal.com

了解大宗商品及標普高盛商品指數

執行摘要

標普道瓊斯指數自 2007 年起提供以指數為基礎的實物資產表現指標。¹無論您是喜歡透過股票投資生產大宗商品的公司，或者透過期貨合約進行更直接的投資，標普道瓊斯指數提供多種工具，幫助您更好地了解 and 涉足商品市場。本文側重剖析作為一種資產類別的大宗商品，同時闡釋[標普高盛商品指數 \(S&P GSCI\)](#) 這個用於衡量一籃子常見交易商品期貨合約的卓越指標。

什麼是大宗商品？

黃金和石油等大宗商品經常引起媒體及投資者的關注。那麼什麼是商品，為什麼一些財務顧問會考慮在客戶的投資組合中配置一部分商品及其他實物資產？

大宗商品是指：

- 存在市場需求的基本、標準化的實物資產，並可以在各市場上供應而不會有實質性的產品差異；
- 儘管來自不同的生產者，但可以與同類商品互換，或就交易而言被視為有同等價值；及
- 在實物商品作為大宗商品交易的情況下，廣泛用作生產材料。

由於大宗商品可以在全球各地的交易所互換及交易，因此商品價格受全球供需情況驅動。這些表現特點使商品與股票或固定收益投資區分開來，商品的回報涉及更多市場基本因素。

某些大宗商品如貴金屬是因具有儲值²特性而被持有。然而，由於許多商品的存儲成本過高，一些投資者或會使用期貨合約來進行商品投資及避免實物交

¹ 標普於 2007 年 2 月 2 日從高盛購入高盛商品。

² 儲值：任何商品或資產只要可以存儲，並在經過一段時間後具有能夠收回的價值，均被視為符合儲值的定義，但對於在儲值方面和穩定貨幣（或不穩定貨幣的替代品）類似的商品，則必須具有極高的流通性。黃金是一種經常表現此特性的商品。

割或存儲成本。但這樣仍存在一個問題：以實物持有像黃金這樣的商品，或者分散投資於一籃子商品期貨，哪種方式更勝一籌？

確立及衡量具代表性的商品期貨「籃子」

期貨市場存在至今已歷數個世紀，供應商及用戶可以用期貨來「鎖定」價格，因而緩解這些市場固有的一些風險。透過期貨市場，投資者還可以從一種或多種商品的價格波動中獲取投資機遇，而無需面對持有實物商品相關的流通性和資源限制。

大宗商品價格受全球供需情況驅動。一些投資者或會使用期貨合約來獲取商品投資機會……

投資於追蹤標普高盛商品指數等商品指數的交易所買賣基金（ETF），有機會從中獲得商品期貨市場提供的總回報³。例如，以標普高盛商品指數為基礎的交易所買賣基金是追蹤已公佈的「一籃子」或加權持倉，當中包括 24 種商品期貨合約，涵蓋所有商品領域（六種能源產品、五種工業金屬、八種農產品、三種牲畜產品及兩種貴金屬）。

廣泛類別的成分商品，確保標普高盛商品指數保持高度多元化。此外，標普高盛商品指數在設計方式上採用流通性篩檢程序，只允許將交易最活躍的全球商品合約納入指數。換言之，雖然標普高盛商品指數具有廣泛的商品基礎，但其設計方式排除了一些交易頻率較低的商品，如鋼材。期貨商品指數（如標普高盛商品指數）旨在就廣泛的商品基礎提供一種可供投資的指標，在控制實物商品投資的細微風險差別的同時，更提供廣泛的商品市場投資機會。

……及避免實物交割或存儲成本。

³ 標普高盛商品指數 TR 旨在衡量從每月第五個滾計至第九個營業日的全抵押商品期貨投資。標普高盛商品指數包括基於 24 種商品的近期期貨合約。標普高盛商品指數 TR 的回報可能與投資實物商品的回報大相徑庭。

圖表 1：標普高盛商品指數的成分商品

商品	代碼	2019年參考 權重(%)	2019年總成交額 ⁴ (10億美元)
芝加哥小麥(芝加哥)	W	2.77	892.1
小麥(堪薩斯城)	KW	1.15	369.5
玉米	C	4.36	1776.7
大豆	S	3.14	2950.7
咖啡	KC	0.72	550.6
糖#11	SB	1.54	508.1
可可	CC	0.32	274.8
棉花#2	CT	1.41	359.9
瘦肉豬	LH	1.27	268.3
活牛	LC	3.48	736.1
育肥牛	FC	1.27	268.3
原油	CL	26.42	23306.8
燃料油	HO	4.24	3924.5
RBOB 汽油	RB	4.48	3954.8
布倫特原油	LCO	18.61	16416.4
柴油	LGO	5.56	4900.4
天然氣	NG	3.11	3900.1
鋁	MAL	3.89	3376.5
銅	MCU	4.45	6324.9
鉛	MPB	0.78	805.2
鎳	MNI	0.76	1899.2
鋅	MZN	1.28	2679.1
金	GC	3.72	11008.5
銀	SI	0.42	1995.9

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2019 年 6 月 28 日數據。列表僅作說明用途。

圖表 1 列出了標普高盛商品指數成分商品及由全球產量數據確定的各自指數權重。按交易額計算，原油是世界上生產最廣泛的商品，構成了交易最活躍的期貨合約，因此也是標普高盛商品指數中權重最大的商品。

為什麼使用全球產量加權？在衡量一籃子全球交易商品時，特定成分商品對全球經濟相對的重要性，是衡量其相對影響力的最佳指標。

在衡量一籃子全球交易
商品時...

...特定成分商品對全球
經濟相對的重要性，是
衡量其相對影響力的最
佳指標

⁴ 2017 年 9 月至 2018 年 8 月總成交額。

標普高盛商品指數過往表現數據： 回報及相關性

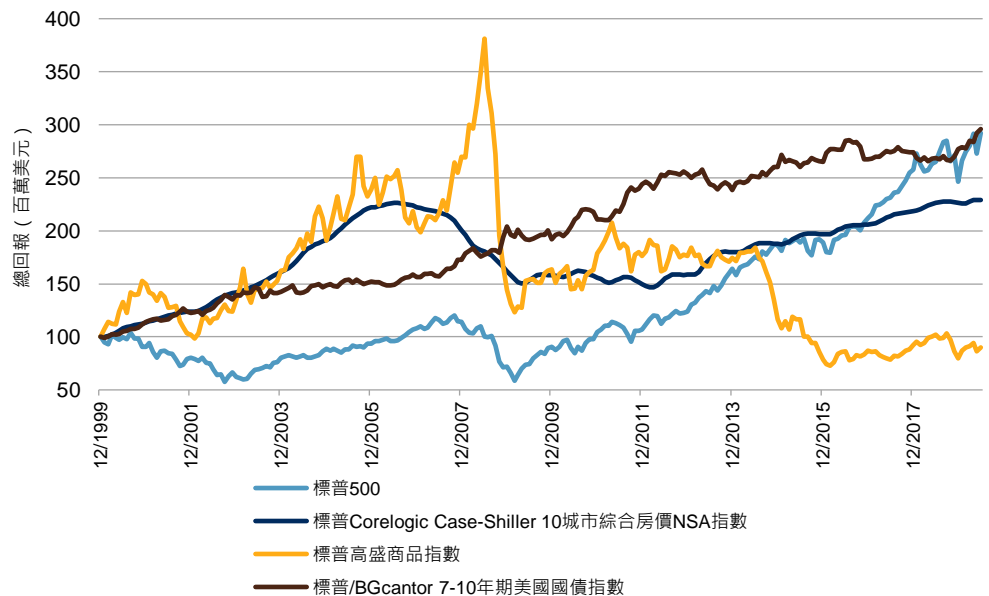
商品指數的總回報通常與股票相似.....

一向以來，透過配置部分實物資產及實物資產期貨基金來提升回報潛力的股票、債券及現金投資組合，其整體表現一般較佳，且波動性更低。商品指數的總回報通常與股票相似，但與大多數其他資產類別的回報相關性通常較低。此外，實物資產投資在一定程度上有助緩解事件風險，以及通脹及能源對大部分投資組合產生的震盪。

圖表 2 顯示 1999 年 12 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日期間標普高盛商品指數以及各指數的總回報。標普高盛商品指數在 2019 年第二季較上季度跌 1.42%，但 2019 年 6 月則上升 4.43%。同期，[標普 500](#)[®]在 2019 年第二季上升 3.79%，2019 年 6 月上升 6.89%。於截至 2019 年 6 月止 12 個月期間，標普 500 與標普高盛商品指數的相關性處於 0.43 的低水平。⁵

圖表 2：標普高盛商品指數 TR 表現

.....但與大多數其他資產類別的回報相關性通常較低。



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2019 年 6 月 28 日數據。指數表現基於美元總回報。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，以了解與回溯測試表現相關的固有限制的更多資料。

⁵ 回報相關性存在差異，過往表現不能預測未來相關性。在極端的全球市場震盪期間，實物資產的回報相關性可能無法反映歷史平均值。

了解標普高盛商品指數如何衡量期貨合約

商品期貨具有週期性期限...

由於商品期貨具有週期性期限，標普高盛商品指數旨在透過定期從到期合約轉移或「滾動」至下一個最活躍的可用期貨合約，來衡量一籃子相關商品期貨的價格變動。在這個滾動過程中測量的成本可以被視作「持有成本」，通常反映存儲這些商品的成本。這個滾動過程在[標普高盛商品指數設計方式](#)中有更詳細的描述。

溢價及倒價對總回報有何影響

長期維持一籃子期貨合約，意味著必須由指數來衡量從到期合約轉至下一個活躍交易合約的交易。交易有時虧損有時獲利。當近期期貨合約以更高的價格交易時，該指數將交易計作成本——這種現象稱為溢價。因此，當存在溢價條件時，由於滾動至價格更高的期貨合約，總指數回報將會收窄。或者，當近期期貨合約以較低價格交易時，會出現倒價現象。當發生倒價時，滾動至較低價期貨合約將提高指數總回報。個別商品的期貨曲線中的溢價及倒價水平通常反映了商品的存儲成本。存儲成本最低的商品，如黃金，其期貨曲線通常平順穩定。而天然氣是最難以存儲的商品之一，因此，其期貨曲線通常反映陡峭的溢價。

.....從到期合約滾動至
下一個最活躍的可用期貨合約。

就商品的相對存儲成本而言，應緊記一個經驗法則——「能否將商品存儲在地下室？」。存儲特性與黃金相似的商品通常不會出現溢價。另一方面，大多數商品具有較高的存儲成本，而對於天然氣等存儲成本高昂的商品而言，溢價被視為「正常」。倒價情況通常在商品供不應求時出現，導致期貨曲線前端顯示價格已經上漲，而曲線的遠端部分反映了庫存回歸正常化的預期。在供應充足的市場中，由於期貨市場對存儲成本的反映，大多數期貨通常都有溢價。

這方面的認識可能對財務顧問很有幫助，由於商品的存儲成本，投資者無法實現現貨價格回報。無論存儲成本是由實物商品持有人承擔，還是商品期貨溢價的結果，都必須確認成本。因此，如果客戶在投資組合中持有商品，財務顧問必須將客戶的期望設定為淨總回報，而不是現貨回報，這一點十分重要，因為現貨回報沒有考慮商品投資的真實成本。

投資者可以將交易所買賣基金作為實物資產的
替代品...

上述資訊的實際應用

雖然投資者不能直接投資於指數，但標普道瓊斯指數已在多個國家授權交易所買賣基金供應商為投資者打造指數產品。財務顧問可將這些產品視為一個更加廣泛，可代替實物持有個別商品的方案，並可藉此輕易涉足一籃子全球產量加權計算的實物資產期貨合約，有助客戶達致投資組合多元化。

...並藉此涉足一籃子全球產量加權計算的實物
資產期貨合約。

表現披露

標普/BGcantor 7-10年期美國國債指數於 2009年12月7日發佈。標普 Corelogic Case-Shiller 10城市綜合房價 NSA 指數於 2006年12月18日發佈。指數成立日前列示的所有資料均屬假設性質（回溯試算），並非實際表現。回溯試算的計算基準與指數成立日生效的計算方法一致。有關完整指數計算方法的詳情，請瀏覽 www.spdji.com。

標普道瓊斯指數對不同的日期加以定義，協助客戶清楚了解自己的產品。起值日是特定指數設定計算價值（當前價值或回溯試算價值）的首日。基準日是為計算目的而設立特定指數固定價值的日期。成立日是特定指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數成立日前任何日期或時期提供的指數價值將視為回溯試算價值。標普道瓊斯指數界定了成立日，即知曉已向公眾發佈（例如通過標普道瓊斯指數的公共網站或其向外部的資料傳送途徑發佈）指數價值的日期。對於在 2013年5月31日前推出的道瓊斯品牌指數，成立日（在 2013年5月31日前，稱為「推出日」）定為禁止對指數計算方法作出進一步變更的日期，而該日期可能早於指數的公開發佈日期。

指數的過往表現並非未來投資結果的指標。構建指數時前瞻性應用的計算方法，可能會導致表現與所示回溯試算的回報不相符。回溯試算期未必對應指數的整個可查閱歷史。更多有關指數的詳情（包括重新調整方法、重新調整時間、成份股增減準則及所有指數的計算），請瀏覽 www.spdji.com 有關指數的計算方法文件。

回溯試算資料的另一個局限，是通常在作出回溯試算時已知悉以往事件。回溯試算資料反映在知悉以往事件的情形下應用指數計算方法和挑選成分股的選擇。任何假設的記錄都不能完全反映實際交易時金融風險的影響。例如，與股票、固定收益或商品市場相關的眾多因素在製作所列指數資訊時通常不能及從未被納入考慮，但所有這些因素都會影響實際表現。

列示的指數回報並不代表可投資資產／證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數有限責任公司維護指數，並計算所列示或討論的指數的點位及表現，但並不管理實際資產。指數回報並不反映所支付的任何銷售費用，或投資者為購買指數相關證券或旨在跟蹤指數表現的投資基金時可能支付的費用。徵收這些費用及收費，會造成證券／基金的實際和回溯試算表現遜於所示指數表現。舉一個簡單的例子，如果 100,000 美元的投資在 12 個月內錄得 10% 的指數回報率（或 10,000 美元），且除應計利息外，在期末還對投資徵收了 1.5% 的實際資產費用（或 1,650 美元），則當年淨回報率為 8.35%（或 8,350 美元）。在三年期內，假設年回報率為 10%，年末徵收 1.5% 的年費，則累積總回報率為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累積淨回報率為 27.2%（或 27,200 美元）。

一般免責聲明

2019年標普道瓊斯指數有限責任公司版權所有，保留一切權利。標準普爾、標普、標普 500、標普 500 低波指數、標普 100、標普 1500 綜合、標普 400 中型股、標普 600 小型股、標普全球內在價值、全球泰坦、紅利貴族、標普目標日期指數、全球行業分類標準、標準普爾指數投資與主動投資業績對比、標準普爾存托憑證及 INDEXOLOGY 為標普全球分部標準普爾金融服務有限責任公司（「標普」）的註冊商標。道瓊斯、DJ、DJIA 及道瓊斯工業平均指數為道瓊斯商標控股有限責任公司（「道瓊斯」）的註冊商標。這些及其他商標已授權標普道瓊斯指數有限責任公司使用。未經標普道瓊斯指數有限責任公司書面同意，不得分發或複製本檔全部或部分內容。本文件不構成在標普道瓊斯指數有限責任公司、標普、道瓊斯或其各自的聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）未獲得必要許可的司法管轄區內提供服務之要約。除了若干定制指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有資料並非面向個人，亦非專為滿足任何人士、實體或人群的需求而定制。標普道瓊斯指數收取授權第三方使用其指數及提供定制計算服務之報酬。指數的過往表現並非對未來業績的指標或保證。

指數不可直接投資，但可根據指數通過可投資工具投資於該指數所代表的資產類別。標普道瓊斯指數概不發起、認可、出售、推廣或管理任何由第三方提供並力求基於任何指數的表現提供投資回報的投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數概不保證基於指數的投資產品將可準確追蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，而標普道瓊斯指數概不就投資於任何投資基金或其他投資工具是否適宜作出任何聲明。決定投資於任何該等投資基金或其他投資工具時，不應依賴本文件所載的任何陳述。建議有意投資者僅在謹慎考慮投資於該等基金的相關風險後，方投資於任何該等基金或其他工具。相關風險之詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編製的發售備忘錄或類似文件。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，以及任何具體投資決策所導致的稅務後果。指數所載證券並非標普道瓊斯指數對買賣或持有該證券的建議，亦不得視為投資意見。

本材料基於公開資料及從被視為可靠的來源獲得的資料編製，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、複製或分發本材料所載內容（包括指數資料、評級、信用相關分析及資料、研究、估值、模型、軟件或其他應用程式或其輸出結果）或其任何部分（「有關內容」），亦不得將有關內容儲存於資料庫或檢索系統。有關內容不得用於任何非法或未經授權的用途。標普道瓊斯指數及其第三方資料提供商及授權人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）概不保證有關內容準確、完整、適時或可用。標普道瓊斯指數各方概不對因使用有關內容而導致的過失或疏忽負責，而不論原因為何。有關內容按「現狀」基準提供。標普道瓊斯指數各方概不作出任何及所有明示或暗示的保證，包括但不限於保證用作任何特定目的或用途的適銷性或合適性；保證不存在程式缺陷、軟件故障或瑕疵；保證有關內容的運行不會中斷；或保證有關內容可在任何軟件或硬件設定下運行。標普道瓊斯指數各方概不就因使用有關內容而導致的任何直接、間接、附帶、警戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害、費用、支出、法律費用或損失（包括但不限於收入或利潤損失及機會成本）向任何一方負責，即使已獲悉有可能發生該等損害亦然。

標普全球分開經營其各分部及業務單位的若干活動，以保持相關業務活動獨立及客觀。因此，標普全球的若干分部及業務單位可能擁有其他業務單位無法取得的資料。標普全球已制定相關政策及程式，對所獲取與各項分析流程相關的若干非公開資料保密。

此外，標普道瓊斯指數向證券發行人、投資顧問、證券經紀、投資銀行、其他金融機構及金融中介等眾多機構提供或提供有關該等機構的一系列廣泛服務，因此會向該等機構（包括證券或服務獲其推薦、給予評級、納入投資組合模型、估值或以其他方式介紹的機構）收取費用或其他經濟利益。

全球行業分類標準 (GICS®) 由標普和 MSCI 制定，是標普和 MSCI 的專有財產和商標。MSCI、標普和參與制作或編撰任何 GICS 分類的任何其他方概不對相關標準或分類（或使用相關標準或分類獲得之結果）作出任何明示或隱含的保證或聲明，所有相關方特此明確卸棄所有涉及上述任何標準或分類的獨創性、準確性、完整性、適銷性或特定目的合適性方面的保證。在不限制前述任何規定的原則下，MSCI、標普、彼等任何聯屬公司或任何參與制作或編撰 GICS 分類的第三方，在任何情況下均不對任何直接、間接、特別、懲罰性、相應而生的損害或任何其他損害（包括利潤損失）承擔任何法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損害的情況下亦然。]