

期權型指數戰略的投資路徑

作者

Sue Lee, CFA

指數投資戰略

亞太區主管

sue.lee@spglobal.com

Tim Edwards 博士

指數投資戰略

董事總經理

tim.edwards@spglobal.com

Parth Shah

衍生指數

總監

parth.shah@spglobal.com

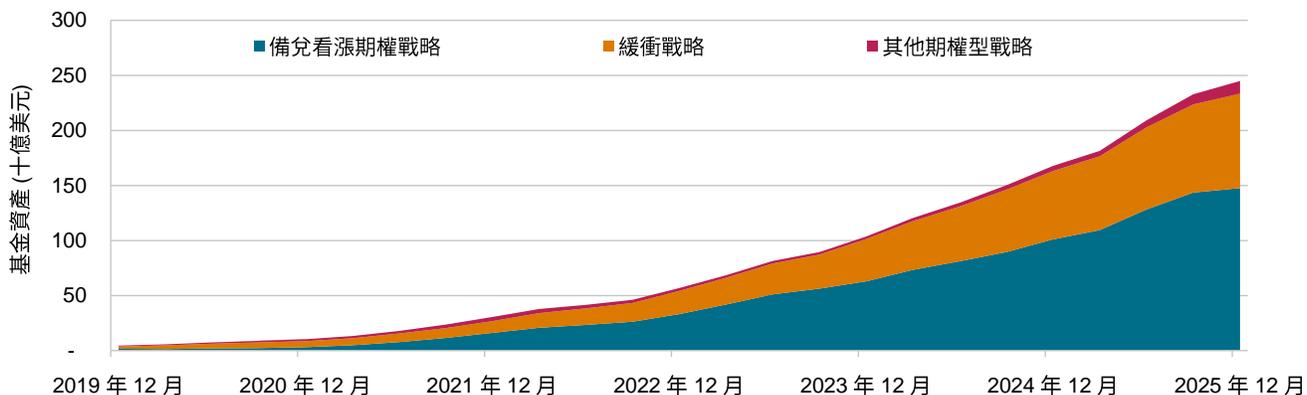
摘要

期權型交易所交易基金 (ETF) 在投資格局中具有越來越重要的作用，為投資者提供了便捷、創新的收益創造、風險管理和戰術資產配置工具。

本報告重點圍繞備兌看漲期權和緩衝戰略這兩種主流的期權型戰略，通過代表性指數來解析其結構框架、運作特徵和應用場景。

除分析這兩種期權型戰略的典型設計和特點外，本報告還探討了其在增強投資組合韌性、優化風險收益方面的潛力，旨在為市場參與者提供應對市場波動的投資路徑。

圖 1：美國期權型 ETF 資產規模的增長



來源：標普道瓊斯指數有限公司、彭博。截至 2025 年 12 月 31 日的管理資產規模數據。其他期權型戰略包括看跌立權、尾部風險對沖 (買入看跌期權) 以及結構性產品複製 (例如保本票據、反式可轉債和自動贖回型產品) 等。圖表僅供說明之用。

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。

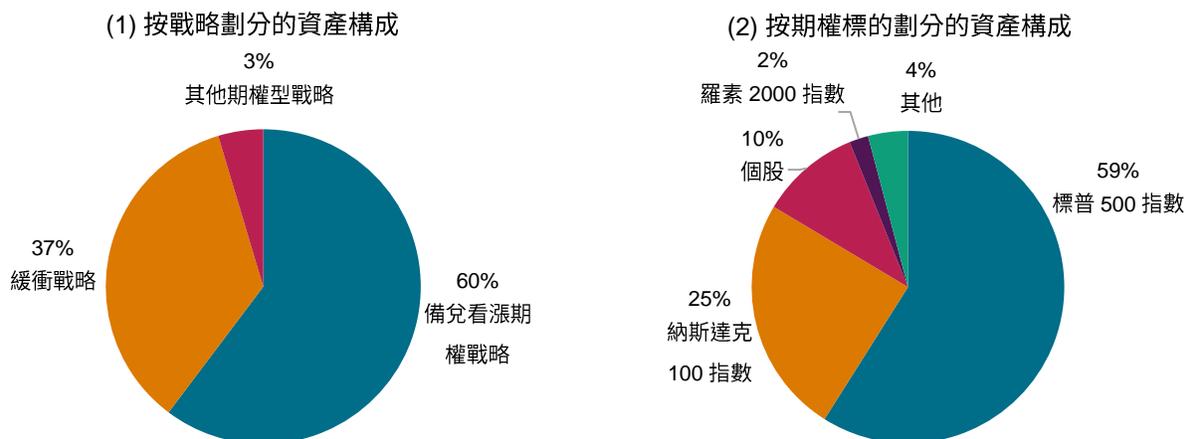
期權型 ETF 的發展

自上世紀 90 年代初誕生以來，ETF 已從單純匯聚資金投資寬基市場指數的渠道，發展為涵蓋多元化風險敞口和應用領域的金融工具。近期，美國的監管政策調整放寬了衍生工具的使用，為期權型 ETF 的蓬勃發展奠定了基礎¹，預計將帶來新一輪的發展。

長期以來，期權市場一直是市場參與者創造收益、管理風險和進行戰術資產配置的工具。期權型 ETF 通過單一工具實施這些戰略。對於某些投資者而言，這可能比傳統共同基金、結構性產品或自行交易等替代方案更容易參與、流動性更強、成本更低。美國上市期權型 ETF 的管理資產規模 (AUM) 已從 2019 年底的不到 50 億美元，穩步增長到 2025 年底的 2,450 億美元 (見圖 1)，很好地證明了市場參與者對此的集體判斷。

圖 2 顯示了此類 ETF 資產按戰略類型和期權標的的細分構成。戰略結構方面，備兌看漲期權和緩衝戰略佔總資產規模的 97%。儘管其中約 91% 的 ETF 自稱是主動管理型的²，但絕大多數仍使用指數化投資或指數掛鉤衍生工具來實現其投資目標。

圖 2：美國上市期權型 ETF 的戰略和期權標的組成



來源：標普道瓊斯指數有限公司、彭博。截至 2025 年 12 月 31 日的管理資產規模數據。其他期權型戰略包括看跌立權、尾部風險對沖 (買入看跌期權) 以及結構性產品複製 (例如保本票據、反式可轉債和自動贖回型產品) 等。圖表僅供說明之用。

¹ [美國證券交易委員會通過了有關註冊基金和商業發展公司使用衍生品的現代化監管框架](#)，2020 年 10 月。

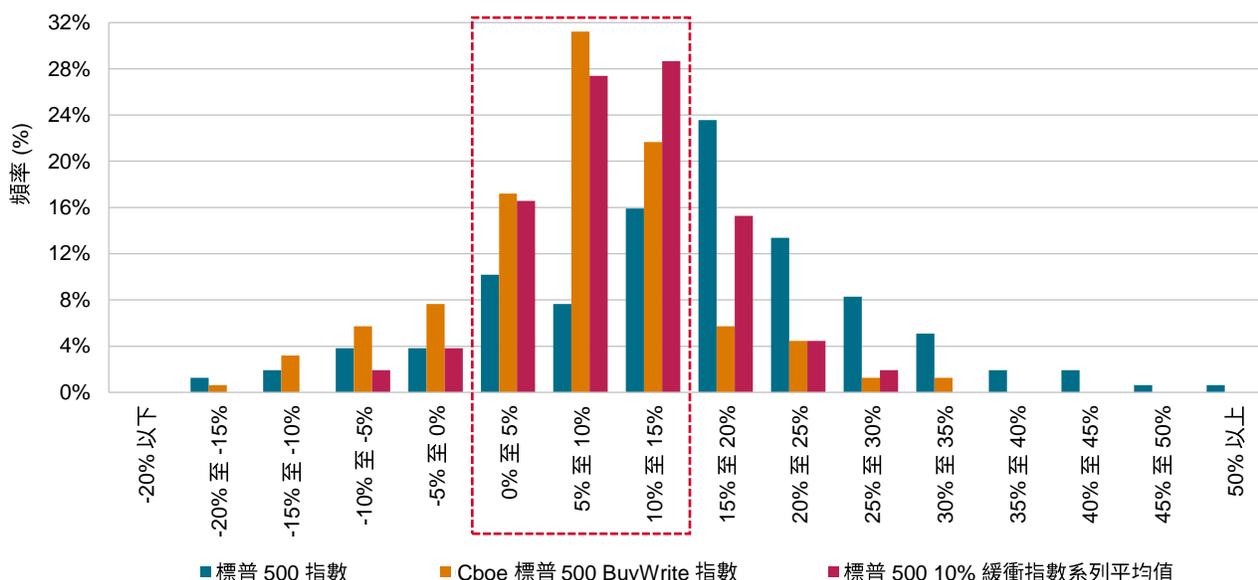
² 請注意，某些 ETF 的運作方式與傳統主動型管理有顯著不同。例如，某自稱主動型的基金可能只使用與標普 500 指數掛鉤的衍生品，且其業績表現與代表整體戰略的指數非常相似。

而在期權型 ETF 的生態系統中，指數發揮多個重要作用。首先，約 10% 的 ETF 總資產直接投資於以追蹤特定指數為目標的基金。其次，大多數自稱為主動管理型的 ETF 實際上將指數期權作為其戰略的核心組成部分 (見圖 2)。第三，無論是主動型戰略還是指數戰略，均可通過與所代表投資類型的適當業績比較基準進行比較，從而進行更嚴格的估值。因此，對於相關指數的應用，以及使用指數來設計、實施或評估常用期權型戰略的市場參與者而言，期權型 ETF 都提供了一個極具增長潛力的領域。

期權型戰略的關鍵要素

期權型戰略的一個根本吸引力在於，它們有潛力提高投資收益的可預測性和穩定性。以自有資產為標的賣出看漲期權或買入看跌期權，可以降低該資產價格變動所導致的風險敞口，從而有效地縮小可能收益結果的波動區間。圖 3 分析了 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期間標普 500® 指數及其代表性備兌看漲期權指數與緩衝指數的一年滾動表現，其中標普 500 指數的收益數據為報告數據，相關期權型指數的收益數據為回測數據。期權型指數有超過三分之二的 12 個月年度收益介於 0% 至 15% 之間。相比之下，標普 500 指數僅三分之一的時間介於類似區間。

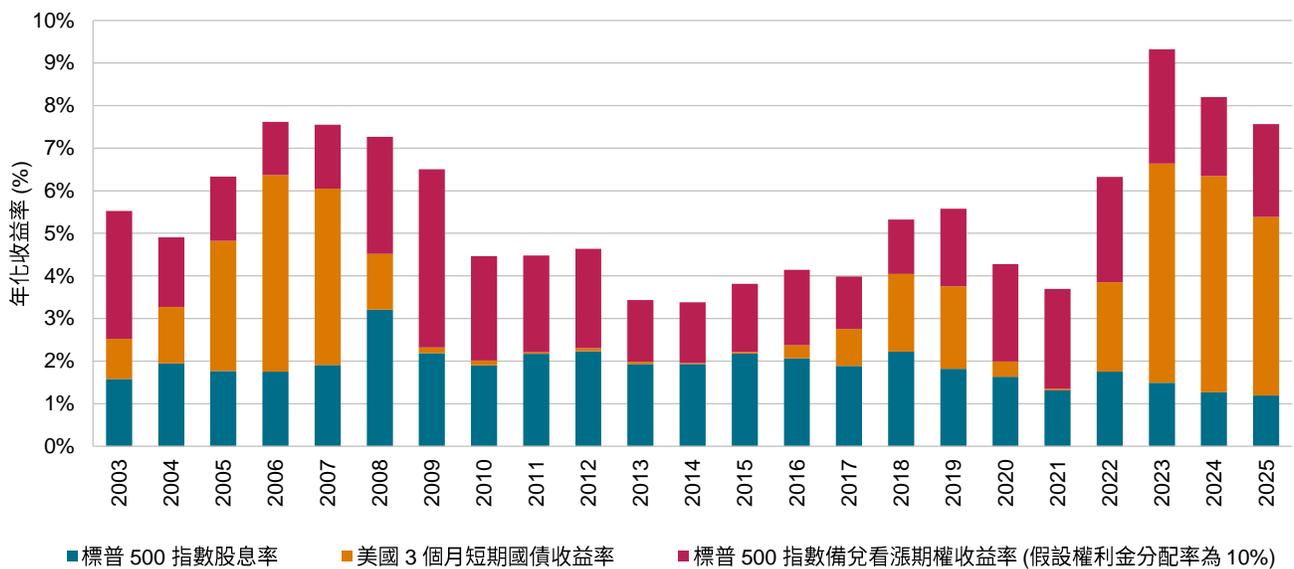
圖 3：標普 500 指數、備兌看漲期權和緩衝指數的回測年度表現分佈



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2011 年 12 月 31 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。指數表現基於使用月末數據的一年滾動總收益。分析範圍包括：1) 2024 年 9 月 6 日推出的標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列；以及 2) 估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略理論表現的 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

備兌買權策略還具有一項額外優勢，即可產生與傳統收益來源 (如債券或貨幣市場工具收益和股票紅利) 相關性較低的收益來源，因此可提供額外的優勢。此外還可以利用所謂的「波動率溢價」，即市場參與者往往願意為期權支付高於其預期經濟價值的溢價³。部分歸結於這一原因，備兌看漲期權戰略在歷史上證明了其具有提供多元化收益來源的潛力，在市場下行時期具有更強的韌性。圖 4 以備兌看漲期權指數為例展示了這一點，下一節將以此為重點。

圖 4：通過貨幣市場基金、股票紅利和股票期權權利金實現收益多元化 (回測數據)



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2003 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。期權收益率基於 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數在每個月度移倉日估算，假設所收到權利金的 10% 將分配給投資者，而剩餘權利金則用於再投資。標普 500 指數股息率是基於過去 12 個月的紅利。美國 3 個月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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

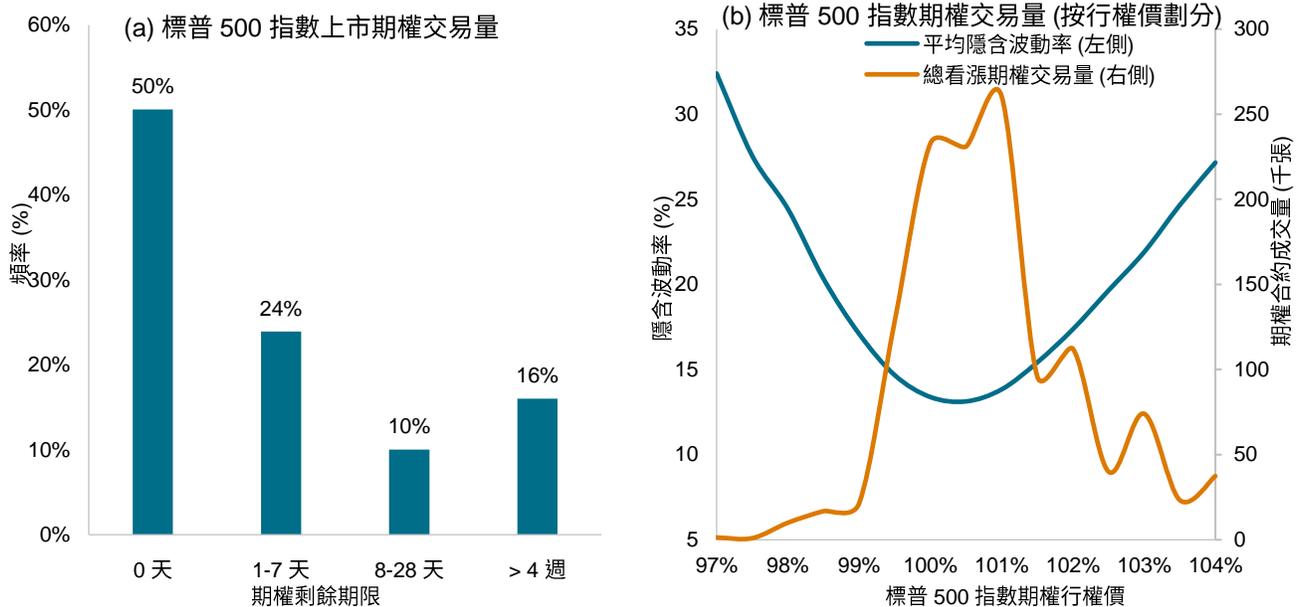
構建對所有投資戰略都很重要，而期權交易的複雜性則對期權型戰略尤為關鍵。標普 500 指數擁有健全的交易生態系統⁴，能夠有效支持各種戰略實施（利用不同期限和行權價的期權）。得益於這種靈活性，市場參與者可以實施從每日備兌看漲期權到一年期緩衝戰略的各種戰略，以滿足不同的投資期限、目標和偏好需求。

³ 下一節將更詳細地探討標普 500 指數的「波動率溢價」。

⁴ 有關標普 500 指數可交易衍生品生態系統規模和組成的概述，請參見[附錄 A](#)。

圖 5 進一步闡述了策略建構過程中需要考慮的動態因素及其潛在後果。圖 5(a) 分析了標普 500 指數期權依到期日劃分交易量：剩餘期限不足一日的期權交易最為頻繁 (因此流動性可能也最高)，但其敞口存在時間短暫，因此需要更頻繁地進行調倉管理。圖 5(b) 則展示了標普 500 指數一個月指數期權的「隱含」波動率和交易量：按行權價區間劃分，行權價接近當前指數價格的期權交易更為頻繁 (流動性可能也最高)，但獲得的「波動率溢價」可能較低。

圖 5：期權流動性和交易考量



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)、彭博。圖 (a) 中的標普 500 指數期權交易量分佈乃根據 2024 年 1 月至 2025 年 12 月芝加哥期權交易所 (Cboe) 的期權交易量計算。圖 (b) 中的數據為 2025 年 6 月至 2025 年 12 月期間 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數最近六種指數定期調整日的數據。隱含波動率乃根據期權中間價，使用布萊克 - 斯科爾斯 (Black-Scholes) 公式計算得出。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

圖 5 表明，在期權市場中可通過多種方法來實施相似的戰略，並且可能會產生截然不同的結果。因此，仔細評估期權戰略的每個成分至關重要。接下來的章節將深入探討備兌看漲期權指數 (詳見第 1 部分) 和緩衝指數 (詳見第 2 部分)，重點是其結構、理論價格、特徵和假設性投資組合應用。

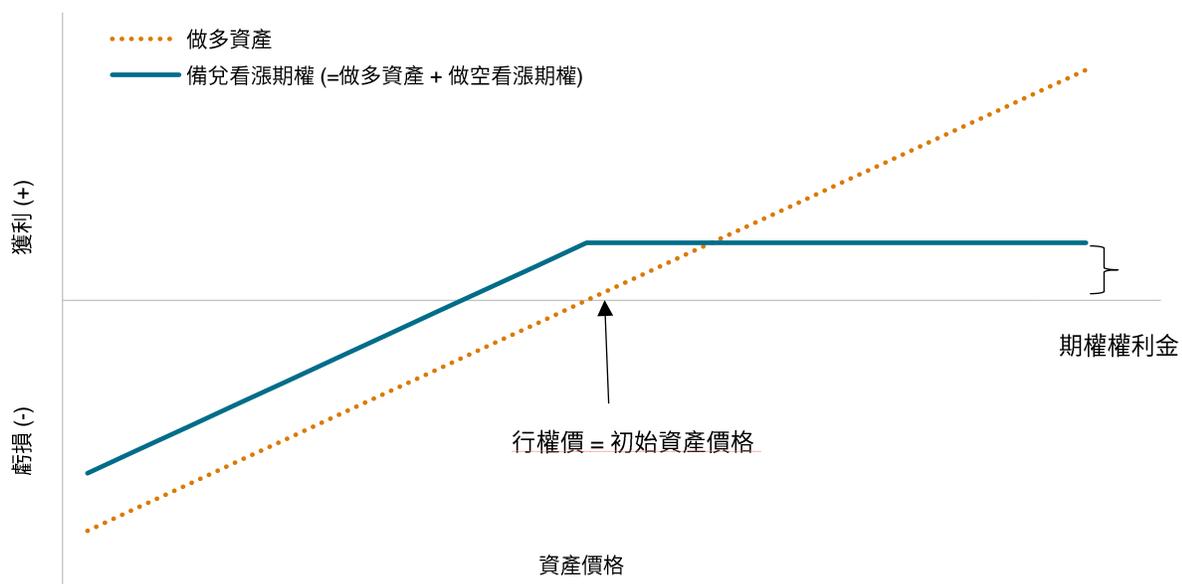
第 1 部分：備兌看漲期權指數

1-1. 戰略概述

備兌看漲期權戰略也稱為「備兌開倉」或「看漲高賣」戰略，通常是將對特定資產 (通常是個股或股票組合) 的投資與賣出同一資產 (或相關資產) 掛鈎的看漲期權進行組合。此策略在舊期權到期或臨近到期時，透過賣出新期權來持續調整，因此在實際操作中存在多種變化。投資組合會隨之不斷演進，可能出現各種不同的變形，包括不同的調倉頻率、期權行權價和剩餘期限選擇以及相關資產等。戰略還可能會包含其他的輸入，以指示交易物件、交易時間或交易金額等信息。

概括來說，備兌看漲期權戰略其實是通過放棄已持有相關資產的部分潛在價格上漲收益，來換取權利金。雖然此類戰略仍然存在資產價格下跌至行權價以下的風險，但收取的權利金有助於緩衝這種影響，因此可以減輕大額收益和損失的幅度。圖 6 通過一個賣出到價期權的戰略說明了這種權衡的概念，即展示該戰略在期權到期時的「收益」，以期權開倉以後取得的收益來表示。⁵

圖 6：到價備兌看漲期權戰略 - 到期收益



來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

⁵ 請注意，我們將投資「戰略」與衡量這些戰略理論表現的「指數」進行了區分。

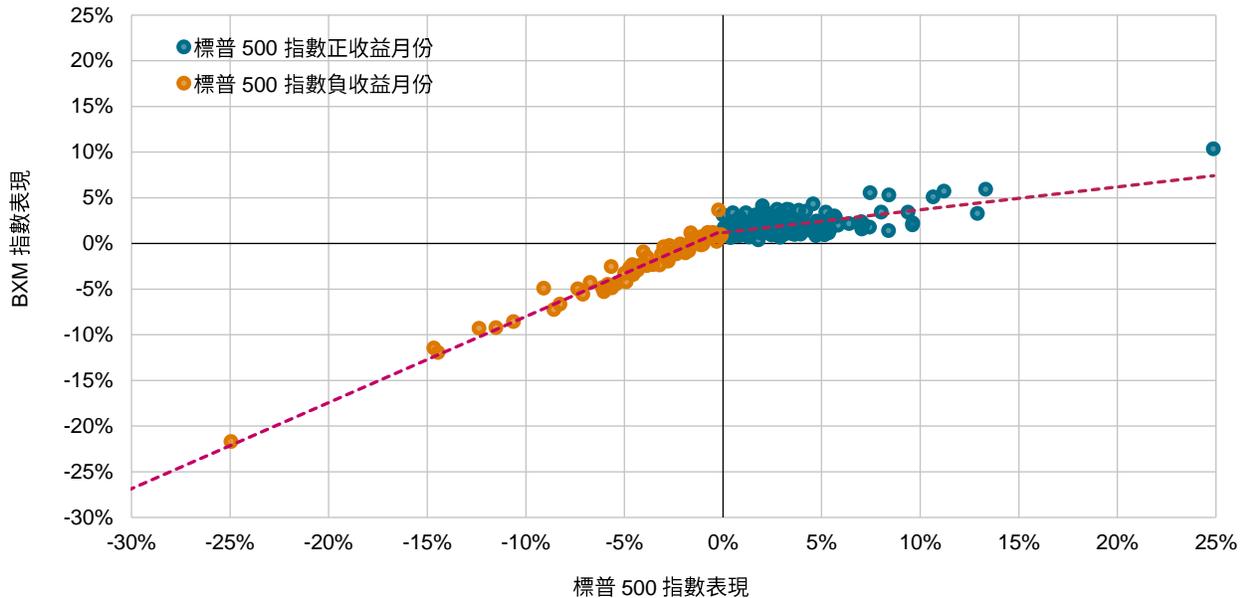
如果備兌看漲期權戰略的設計和維護完全基於預設的規則，且其成分資產具備透明的市場定價，則該戰略也可以用指數來表示。其中最著名的指數也許是 **Cboe 標普 500 BuyWrite 指數**；它反映了一個由以下兩個部分組成的假設性投資組合：首先是對標普 500 指數成分股的名義按比例投資，其次是每月以到價賣出一個月上市標普 500 指數期權⁶。該指數在下文中以其彭博代碼「BXM」來代表，是備兌看漲期權戰略的一個典型例子，其期權持倉通常基於某個知名指數 (例如標普 500 指數) 建立⁷，並按事先確定的頻率 (例如每月) 移倉。它也是後文相關圖表的主要示例。

圖 7 是圖 6 中假設性示例的真實對應案例，根據每月期權開倉日的收盤價，來比較過去 20 年 BXM 指數與標普 500 指數的一個月漲跌歷史數據。當標普 500 指數上漲時 (如右側藍點所示)，BXM 指數的收益主要來源於收取的假設性期權權利金。而在標普 500 指數下跌月份 (如左側的金點所示)，BXM 指數的跌幅通常較小。這兩條走勢線的 y 軸交點均為正值，表明從歷史上看，備兌期權指數在標普 500 指數保持不變或接近不變的月份通常會實現正收益。

⁶ Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM) 由芝加哥期權交易所 (Cboe) 與標普道瓊斯指數於 2002 年 4 月 11 日協作編製。這是首個廣泛可用的代表備兌看漲期權戰略的指數，經常用作投資產品的業績比較基準，加上回溯至 1986 年的「回測」歷史數據，在過去二十年中促進了各種學術和實踐研究。

⁷ 如圖 2 中的美國上市 ETF 所證明。

圖 7：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數與標普 500 指數的月度表現對比



y 軸兩側的點並沒有像圖 6 那樣嚴格成直線排列，這主要是因過去在不同時間通過賣出標普 500 指數月度到價指數期權收取的權利金高低不同，且受其他市場因素交織影響⁸。

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 月至 2025 年 12 月期間的數據。指數表現基於兩個月度移倉日之間的總收益。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 指數) 旨在模擬標普 500 指數到價月度備兌看漲期權戰略的理論表現。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

1-2. 期權權利金收益與隱含波動率的關係

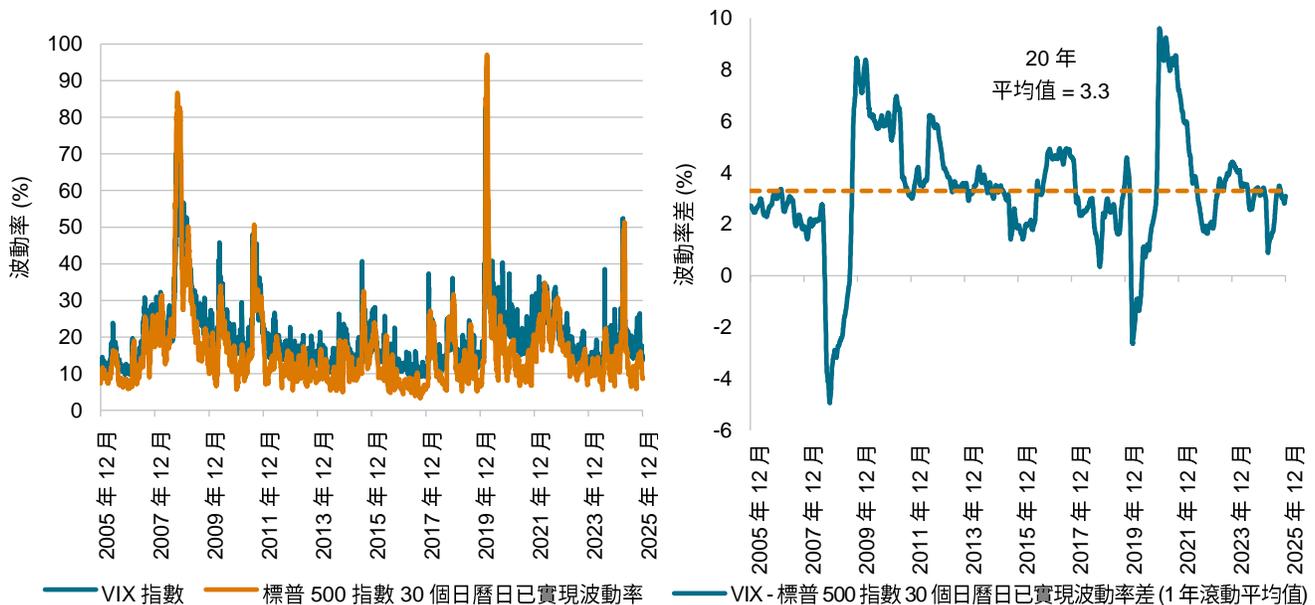
如圖 6 和圖 7 所示，通過放棄部分上漲收益來換取更低的下行風險，是備兌看漲期權戰略吸引希望在繼續持有相關資產敞口但同時降低風險的投資者關注的原因之一。除此之外，此類戰略還具有兩個重要的歷史優勢：(1) 它提供了一種與債券票息或股票紅利等傳統收益來源相關性較低的潛在收益流；(2) 它能夠通過所謂的「波動率溢價」，獲取一種超過高效市場的可能預期收益的系統性收益來源。

各資產類別和歷史時期的大量學術文獻和實踐記錄都證明了期權中波動率溢價的存在。波動率溢價有時指期權價格中的溢價，但更多是用來衡量期權價格所「隱含」(即派生)的波動率與觀察到的底層資產價格波動率相比的差值。對於這種溢價最簡單的解釋，是對沖所需的期權供不應求，

⁸ 下一節將進一步介紹期權權利金的變化趨勢。除其他變種來源外，圖 7 還描繪了定期調整日期之間的每日收盤指數水平變化，而 BXM 指數中的期權交易是在交易日收盤前的某個指定時間期間名義上執行的。更多詳情請參閱 [BXM 指數編製方法](#)。

從而推高了其價格。無論是哪種原因，通過比較標普 500 指數的已實現波動率與 Cboe 波動率指數 (VIX[®]) (衡量標普 500 指數期權價格所隱含的未來 30 天波動率的指標)，就能簡單直觀地說明美國股指期權的這種現象⁹。如圖 8 所示，VIX 指數在過去 20 年持續高估未來的實際波動水平，年化偏差平均達 3.3 點。

圖 8：標普 500 指數「波動率溢價」的實證分析



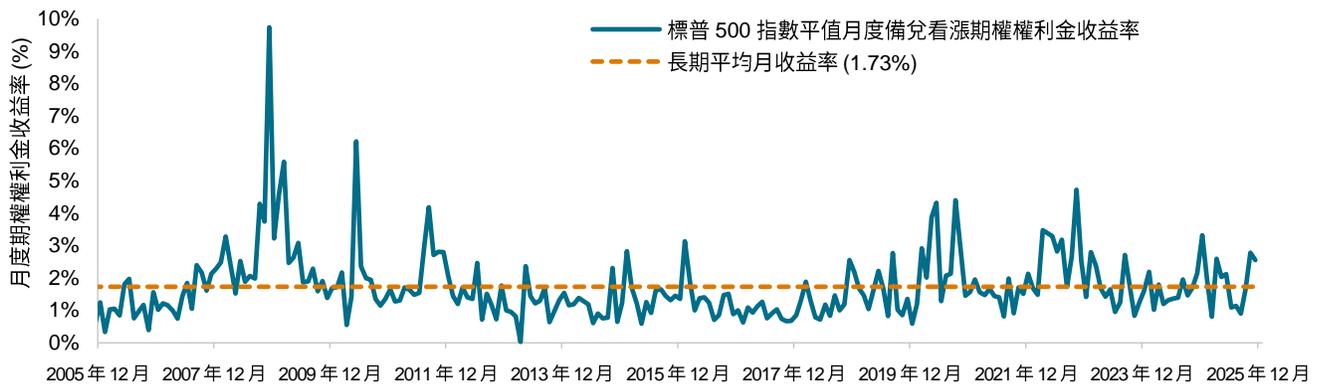
來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。數據截至 2025 年 12 月 31 日。波動率差是指 Cboe 波動率指數 (VIX) 減去隨後 30 個日曆日的標普 500 指數已實現波動率。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

這種波動率溢價的持續存在表明，通過期權戰略系統性「賣出」標普 500 指數的波動率可能是利用結構性市場低效性的一種方式，進而轉化為一種創造收益的有利方式。但期權權利金收益率與其他類型的收益率 (如債券收益率或股息率) 之間存在本質區別，尤其涉及預期或已實現的現金分配時。不同於全額支付的債券票息和紅利，備兌看漲期權戰略的期權權利金通常不會全額分配，而且在某些情況下可以說不應該全額分配。通常，部分權利金會再投資於該戰略。這是因為，如果沒有收取的期權權利金，則標準備兌看漲期權戰略實際上剔除了上行潛力，但保留了下行風險。因此，即使相關資產價格下跌次數很少，全額分配期權權利金也可能導致價值耗損 (至少最終會如此)。

⁹ 請參閱 [VIX 指數編製方法](#)和 [VIX 指數解讀實務指南](#)。

綜上所述，除非有進一步的假設，否則期權權利金收益率與債券票息率或股票股息率不能直接比較¹⁰。例如，在圖 4 中演示不同的收益來源時，僅假設 BXM 指數的期權權利金中 10% 可用於分配。儘管如此，若將其至於宏觀視角下觀察，圖 9 則展示了該策略潛在的增收規模：過去二十年中，與 BXM 指數相關的月度滾動總期權權利金相當於平均月收益率 1.73%，年化收益率 20.8%。

圖 9：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 – 看漲期權權利金收益率



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。基於 2006 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據，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。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

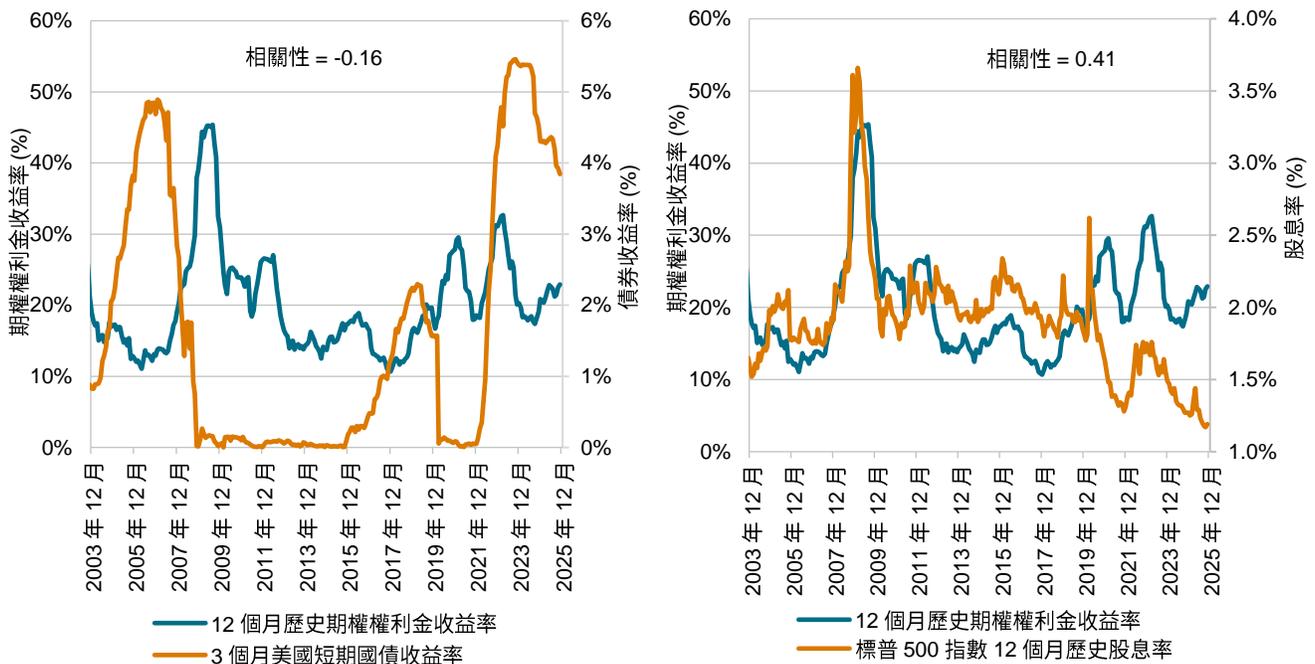
從統計學上看，期權價格的行為與利率和股息率有顯著差異。但由於三者都受宏觀經濟因素的影響，因此這些潛在收益來源相互之間並非完全孤立。通常，當經濟增長預期向好且通膨受壓時，利率攀升常伴隨股市走強，此時股票市場對風險對沖的需求下降，導致期權權利金水平走低。相反，經濟增長放緩或週期逆轉通常會導致利率下降、股票價格下跌以及市場波動加劇，從而導致期權權利金價格上漲。這種動態關係的一個關鍵結論在於：從歷史上看，期權權利金通常會在市場下行時期上漲，從而有助於減輕市場低迷時期和利息收入減少帶來的負面影響。這種關係意味著，如果將備兌看漲期權戰略與傳統的債券和股票投資組合進行組合，有望增強投資組合在市場波動期的防禦屬性與收入的穩定性。

¹⁰ 有關備兌看漲期權戰略中收益分配和再投資平衡的進一步討論，請參閱[附錄 B](#)。

另外，期權權利金收益率與股息率之間的關係還有其他值得關注的微妙之處。短期內，股價上漲時股息率下降，股價下跌時股息率上升；而從中長期來看，股價漲跌的速度往往快於紅利的增減。因此，股票市場上漲可能對應著絕對紅利收益增加，但由於股票估值和股價漲幅超過紅利增幅，股息率往往會下降。

圖 10 說明，標普 500 指數月度到價看漲期權權利金與 3 個月美國短期國債收益率 (用於代表貨幣市場利率) 之間通常呈輕微負相關的歷史關係，而期權權利金與標普 500 指數的歷史股息率之間通常呈輕微正相關的歷史關係。最新數據證明，「通常」並不意味著「總是」：過去五年，儘管股息率下降，作為基準的 3 個月美國短期國債收益率從接近零的水平一路飆升，一度超過 5%，但標普 500 指數看漲期權的權利金仍然保持在較高的水平。在整個觀察期內，看漲期權權利金與作為基準的美國短期國債收益率之間的相關性為 -0.16，與標普 500 指數股息率的相關性為 0.41。

圖 10：期權權利金可成為收益多元化的一種渠道

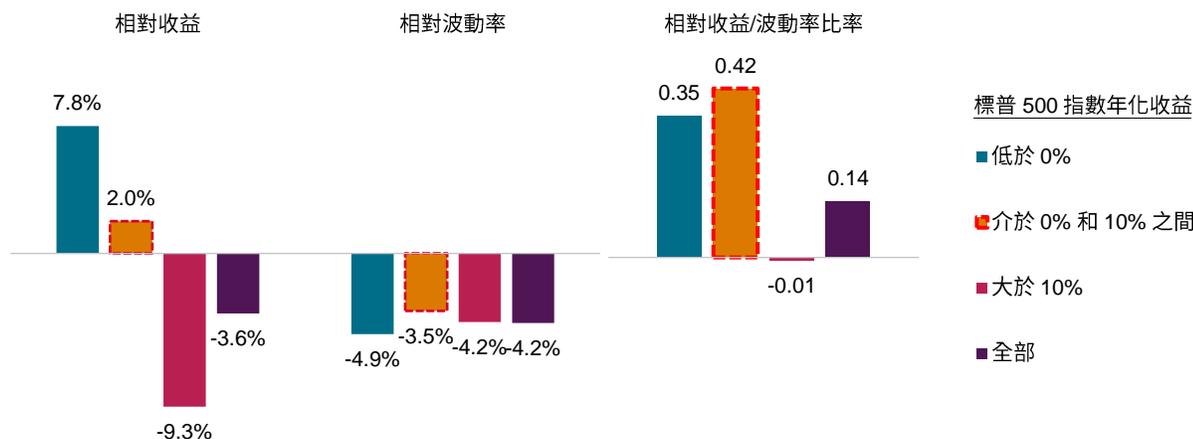


來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2004 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據，期權權利金收益率是基於 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數在每個月度移倉日估算的。3 個月美國短期國債收益率基於 2019 年 11 月 5 日推出的標普美國國庫券近 3 個月指數。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

1-3. 歷史表現

從歷史上看，當底層資產處於中性或小牛市環境中時，備兌看漲期權戰略的相對和絕對表現通常都較好，在市場下跌時的相對表現 (非絕對表現) 通常也較好，而在強牛市中的絕對表現 (非相對表現) 則略好。例如自 2000 年以來，在標普 500 指數上漲 0% 至 10% 的年度，BXM 指數平均跑贏標普 500 指數 2.0%，且年化波動率平均比後者低 3.5%。在標普 500 指數下跌的年份，BXM 指數平均跑贏標普 500 指數 7.8%，波動率平均比後者低 4.9%。反之，在標普 500 指數上漲超過 10% 的年份，BXM 指數平均跑輸標普 500 指數 9.3% (見圖 11)，但波動率卻比後者低 4.2%。

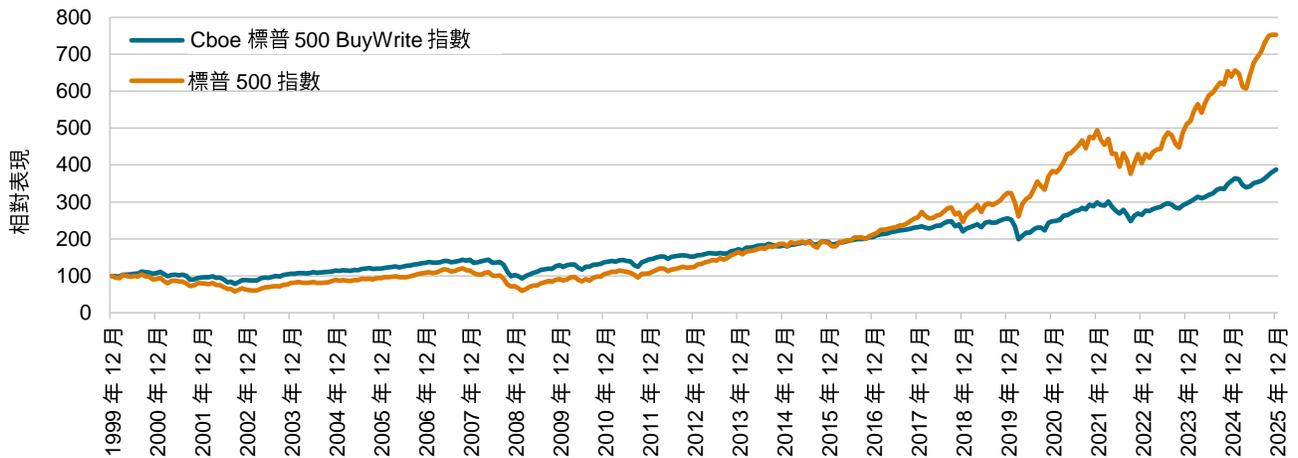
圖 11：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數在不同市場條件下的相對表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2000 年至 2025 年期間的數據。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 指數) 旨在估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略的理論表現。與標普 500 指數相比的相對表現。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

圖 11 說明備兌看漲期權戰略在強牛市環境中可能跑輸；實際上由於其概念就是「賣出」上行參與權，因此這是在預料之中。圖 12 從更長期累計角度，比較了過去 25 年 BXM 指數與標普 500 指數的歷史表現。在比較期內，標普 500 指數累計增幅上漲七倍多，而 BXM 指數的漲幅則較小，完全符合預期。當由於 BXM 的波動率更低，因此其風險調整後表現更加均衡：在整個比較期和多個歷史子區間內，這兩種指數的風險調整後表現均較為相似。這凸顯了備兌看漲期權戰略的第三個重要因素：與相關資產相比的潛在競爭風險/收益特徵。

圖 12：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數的相對表現



期間	年化收益率 (%)			年化波動率 (%)			收益率 / 波動率		
	標普 500 指數	BXM 指數	BXM 指數與標普 500 指數比較	標普 500 指數	BXM 指數	BXM 指數與標普 500 指數比較	標普 500 指數	BXM 指數	BXM 指數與標普 500 指數比較
1 年	17.9	8.9	-9.0	10.9	7.4	-3.5	1.63	1.20	-0.43
3 年	23.0	13.5	-9.5	11.8	6.3	-5.5	1.95	2.13	0.19
5 年	14.4	9.3	-5.1	15.1	9.0	-6.1	0.95	1.04	0.09
10 年	14.8	7.3	-7.5	15.1	10.6	-4.5	0.98	0.69	-0.29
自 2000 年以來	8.1	5.3	-2.7	15.3	11.1	-4.2	0.53	0.48	-0.05

來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2000 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據。基於以美元計算的月度總收益。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 指數) 旨在估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略的理論表現。與標普 500 指數相比的相對表現。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

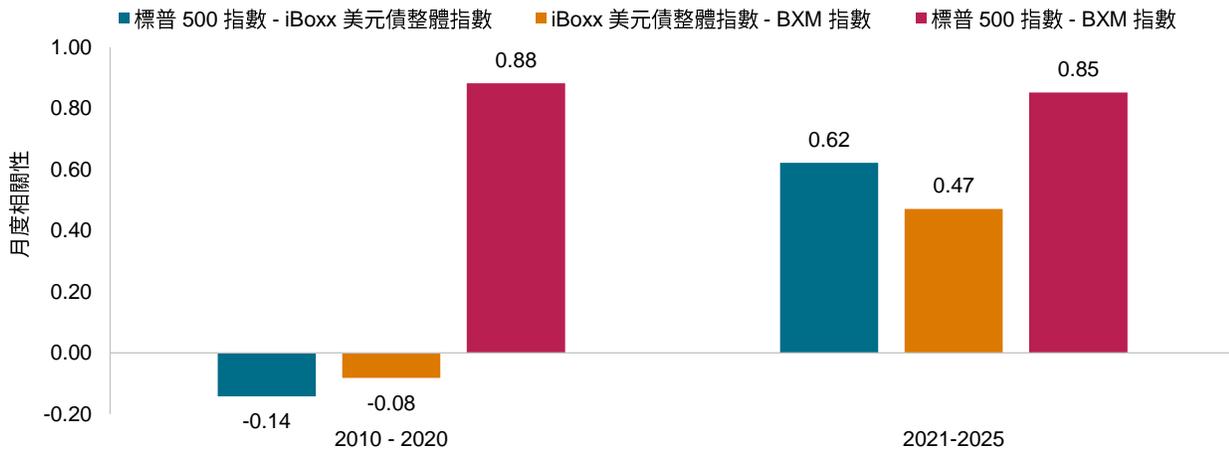
1-4. 假設性投資組合應用分析

備兌看漲期權戰略與傳統股票和債券投資組合相結合，可實現多元化的效果，尤其是在這兩種資產類別同時下跌時。近年來，股債相關性上升並經常變為正相關，降低了股債組合的多元化效用，市場也因此一直擔憂股債同時下跌的可能。

圖 13 使用標普 500 指數、BXM 指數和 [iBoxx 美元債整體指數](#) (iBoxx \$ Overall，一種衡量美元計價投資級債券的寬基市值加權基準指數) 來說明近年來的相關性變化以及備兌看漲期權戰略的潛在多元化效用。儘管之前十年股票和債券指數的平均相關性為負，但近五年來，標普 500 指

數和 iBoxx 美元債整體指數之間的平均相關性一直顯著正相關，平均相關性達 0.62。而同期 BXM 指數和 iBoxx 美元債整體指數的相關性則略低，僅為 0.47。

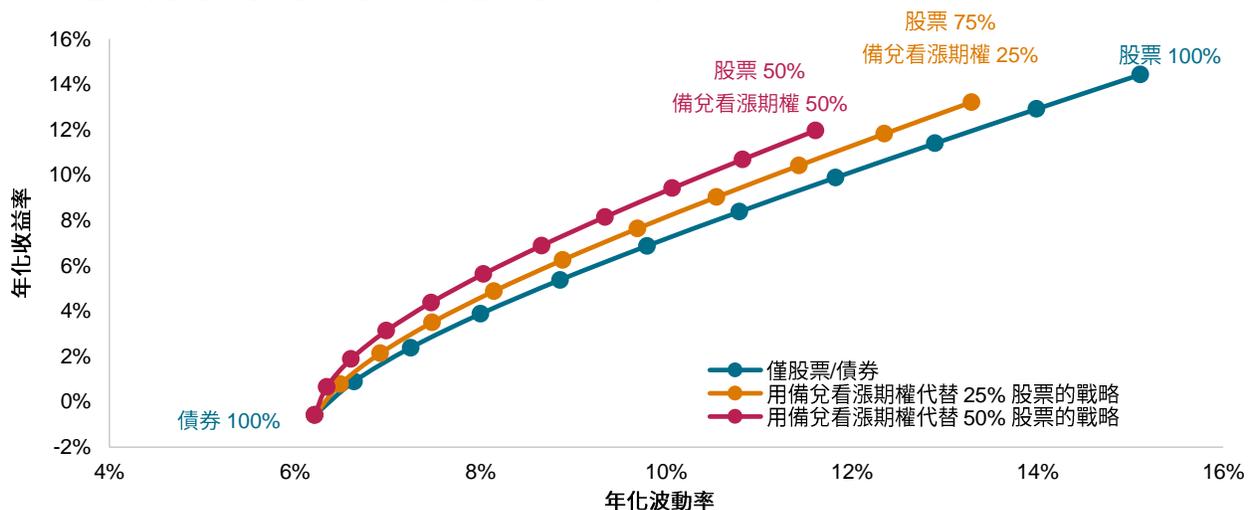
圖 13：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數的跨資產相關性



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2010 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據。基於以美元計算的月度總收益。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數 (BXM 指數) 旨在估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略的理論表現。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

圖 13 表明，在保證收益水準的前提下，引入備兌看漲期權戰略就有望改善傳統股債投資組合的風險/收益特徵。圖 14 進一步證實，對於過去五年追蹤標普 500 指數和 iBoxx 美元債整體指數的假設性股債投資組合而言，無論採用哪種債券/股票配置比例，用追蹤 BXM 指數的配置部分來代替股票配置都有可能實現更好的風險調整後表現。

圖 14：包含備兌看漲期權的假設性股債投資組合



所示分析基於假設性投資組合。

來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2021 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據。基於以美元計算的月度總收益。每個

點代表一個投資組合，其中債券比例以 10% 的幅度遞增 (或遞減)。債券、股票和備兌看漲期權的表現分別由 iBoxx 美元債整體指數、標普 500 指數和 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數代表。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數旨在估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略的理論表現。投資組合於每月底按給定資產配置比例調整。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

1-5. 標普 500 指數備兌看漲期權的變體

最常用的備兌看漲期權戰略變種取決於所選擇的相關資產，其中最常用的是標普 500 指數。如圖 2 所示，選擇最多的還是知名的美國股市指數，當然選用更廣泛相關資產 (包括個股和其他資產類別) 的趨勢也越來越明顯。即使期權的相關資產相同，其實施方式也可能多樣。本節將重點闡述幾種最常見的策略變體，包括期權剩餘期限、期權行權價格的選擇，以及以具有相關性的不同資產為相關投資組合的情況。本報告的示例繼續以標普 500 指數為期權標的，因為這是現有基金中最常見的選擇，並且使用上市工具的可能變種最為豐富。

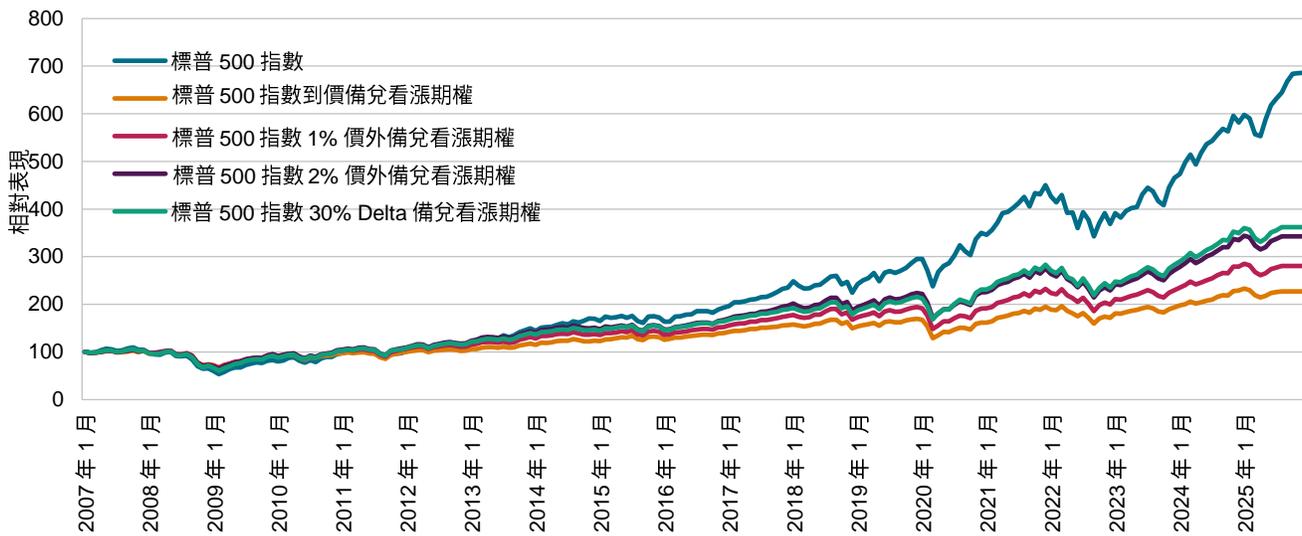
(1) 期權行權價

最常用的備兌看漲期權戰略變種之一，是使用具有不同行權價的看漲期權。使用價外 (OTM) 期權可以更好地參與市場收益，但代價是期權權利金更低，波動率降低幅度更小。¹¹替代行權價通常根據其與到價行權價的百分比差額 (例如，2% 價外) 或根據其相關「delta」(即對相關資產的初始價格敏感度) 值來選擇。

當相關資產表現良好時，價外備兌看漲期權可能比到價備兌看漲期權表現更好。如圖 15 所示，根據 2007 年以來標普 500 指數的回測數據，價外備兌看漲期權戰略的絕對收益和風險調整後收益均跑贏到價備兌看漲期權戰略。

¹¹ 雖然使用行權價低於當前資產價格的實值期權 (ITM) 是完全可行的，但目前將實值期權作為標準看漲期權高賣計劃的一部分系統性賣出的戰略仍然較為罕見。

圖 15：不同行權價的標普 500 指數月度備兌看漲期權戰略的相對回測表現

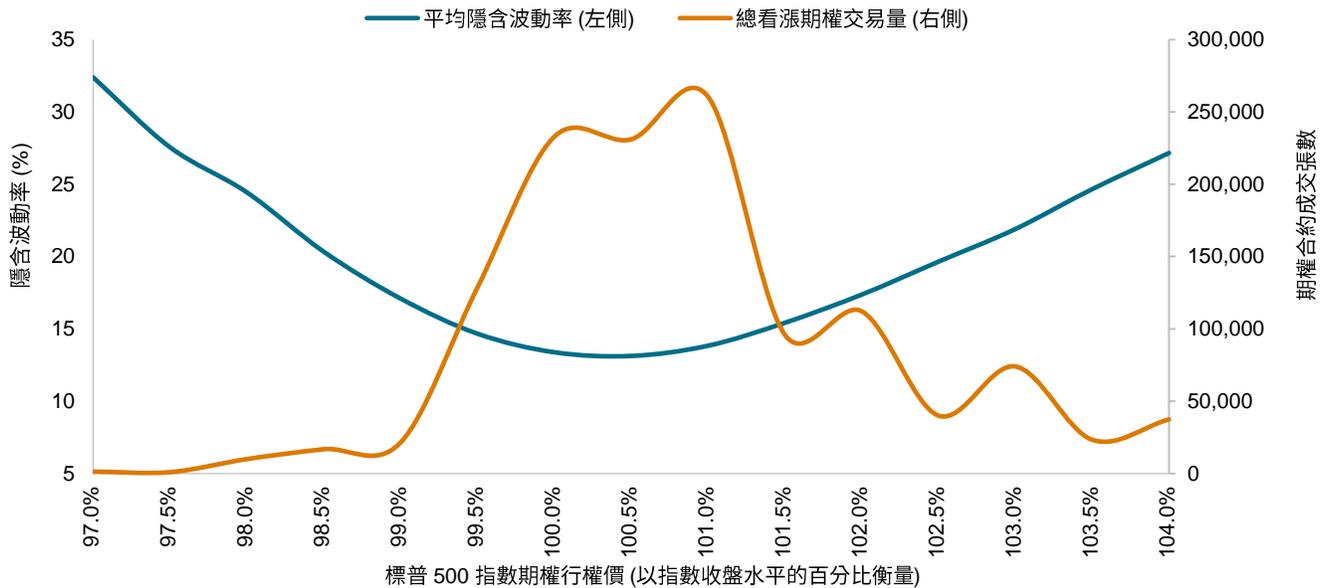


類別	標普 500 指數 (總收益)	標普 500 指數到 價備兌看漲期權	標普 500 指數 1% 價外備兌 看漲期權	標普 500 指數 2% 價外備兌 看漲期權	標普 500 指數 30% Delta 備兌 看漲期權
年化收益率 (%)	10.7	4.4	5.6	6.7	7.0
年化波動率 (%)	15.6	11.6	12.4	13.1	13.4
收益率 / 波動率	0.69	0.38	0.45	0.51	0.53

來源：標普道瓊斯指數有限公司。2007 年 1 月至 2025 年 12 月期間的數據。基於以美元計算的月度總收益。分析所基於的假設性組合由一個標普 500 指數總收益指數多頭頭寸和一個標普 500 指數月度看漲期權空頭頭寸組成，其中看漲期權空頭頭寸於每月第三個星期五 (t 日) 開倉，並持有至到期。次月合約的選擇以標普 500 指數在 t-1 日的收盤價為參考。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

期權流動性是有效實施備兌看漲期權戰略需要考慮的另一個關鍵因素。圖 16 係從上一節複製，展示了 2025 年 7 月至 2025 年 12 月 BXM 指數調整期間，標普 500 指數看漲期權不同行權價的交易量和隱含波動率。看漲期權的交易量在到價行權價附近最高，並在超過 1% 價外後迅速下降。雖然具有合理期權流動性的行權價區間可能會因市場條件而異，不過隨著行權價偏離當前指數水平，流動性將會降低。因此，備兌看漲期權戰略在實際操作中通常優先使用到價或略高於價外的期權。

圖 16：標普 500 指數看漲期權不同行權價的交易量及隱含波動率



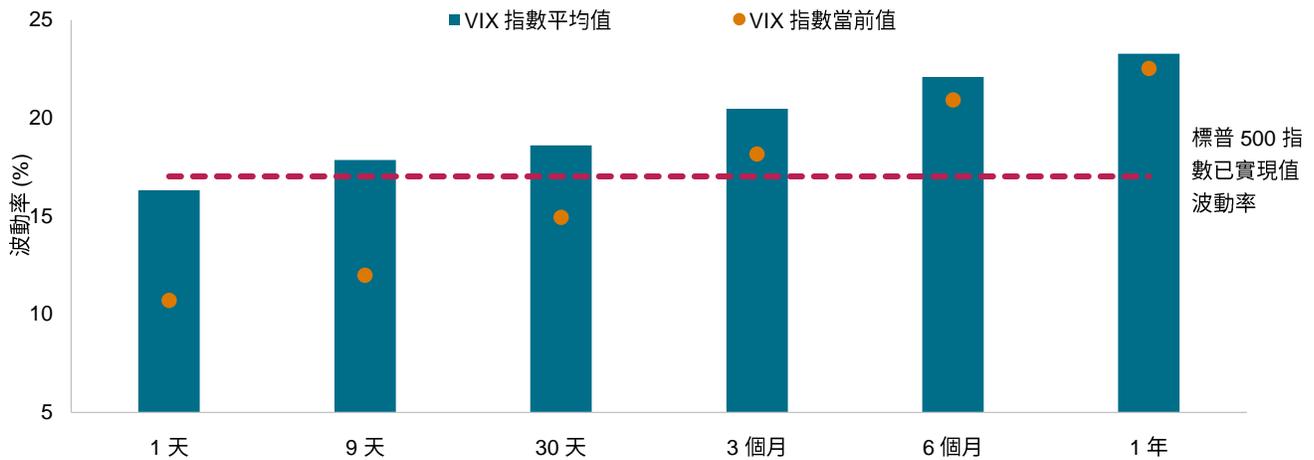
來源：標普道瓊斯指數有限公司、彭博。基於 Cboe 標普 500 BuyWrite 指數從 2025 年 6 月到 2025 年 12 月的最近六種指數定期調整日的數據。隱含波動率乃根據期權中間價，使用布萊克 - 斯科爾斯 (Black-Scholes) 公式計算得出。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

(2) 期權剩餘期限

備兌看漲期權戰略的另一種常用變種是使用不同剩餘期限的期權。這部分可歸結於投資者的個人偏好：備兌看漲期權戰略旨在實現特定的回報並按特定的頻率創造收入。一些人可能喜歡一個月的時間跨度，而另一些人則可能更喜歡更長或更短的時間跨度。此外，市場因素和動態也會影響這些決策，包括長期和短期期權的價格走勢，以及與不同調整頻率相關的預期交易成本等。

首先，如前所述，期權價格或波動率溢價的「豐厚度」往往傾向於隨著時間跨度的增加而上升。圖 17 通過比較 30 天 VIX 的一天、九天、三個月、六個月和一年等效值說明了這一原理。自 2022 年 5 月以來，跨度一日時這些隱含波動率的平均值為 16%，跨度一年時為 23%。鑑於上述指標均代表同一指數 (即標普 500 指數) 的隱含年化波動率，這表明較長期限期權的隱含波動率溢價高於較短期限的期權。

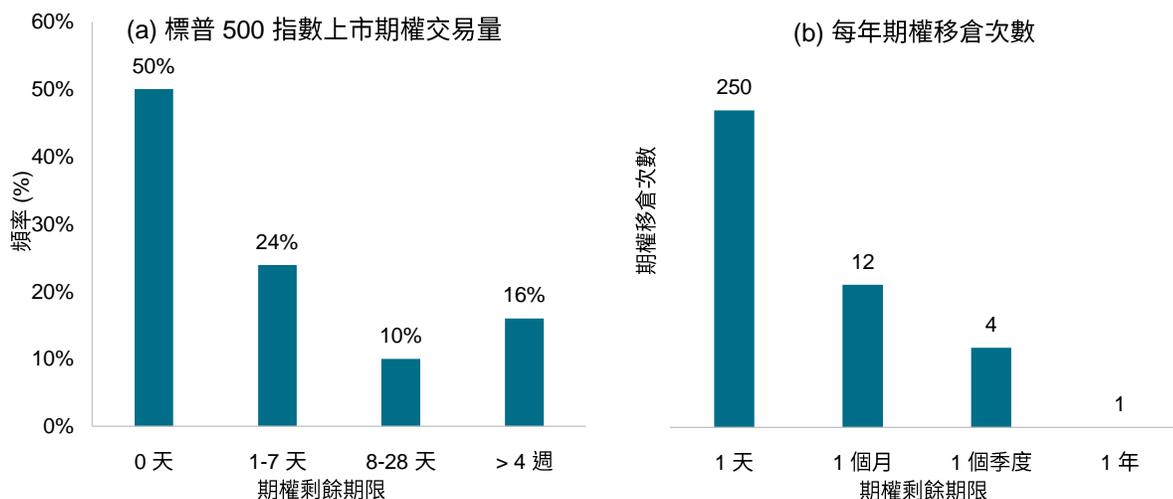
圖 17：不同時間跨度下的波動率溢價



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。截至 2025 年 12 月 31 日的當前 VIX 指數水平。VIX 指數平均值和標普 500 指數的已實現波動率乃根據芝加哥期權交易所 1 日波動率指數 (Cboe 1-Day Volatility Index) 的起始日 (2022 年 5 月 13 日) 至 2025 年 12 月 31 日期間的數據計算。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

其次從實施的角度看，換手率和交易成本通常也是市場參與者需要考慮的重要因素。標普 500 指數上市期權交易往往集中於較短期限的期權，這意味著較短期限期權每合約交易成本通常更具優勢 (見圖 18-a)。但如圖 18-b 所示，使用較短期限的期權需要更頻繁地將期權頭寸移倉，而高交易量可能會逐漸推高戰略的累計運作成本。為恰當平衡波動率溢價、交易成本和換手率，許多備兌看漲期權戰略傾向於使用剩餘期限一個月或更短的標普 500 指數期權。

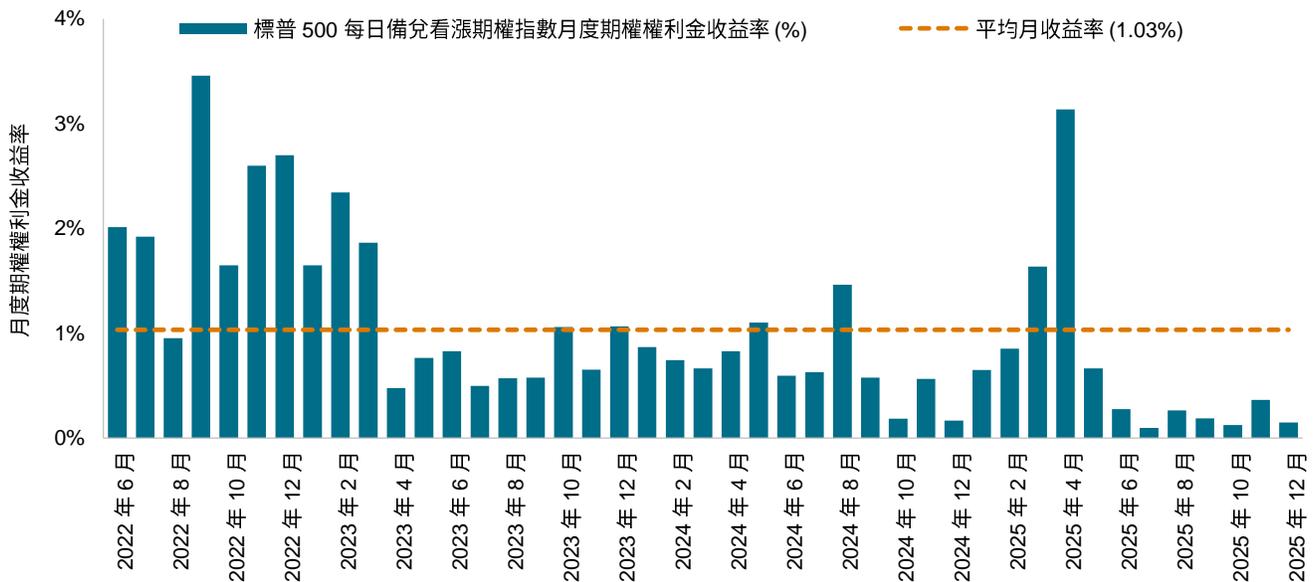
圖 18：備兌看漲期權戰略的期權流動性和交易考量



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)。2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。標普 500 指數期權交易量分佈乃根據芝加哥期權交易所 (Cboe) 的期權交易量計算得出。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

例如，標普 500 指數每日備兌看漲期權指數作為一個使用不同期權剩餘期限和行權價的指數，所衡量的假設性投資將標普 500 指數與每日賣出一日標普 500 指數看漲期權進行組合，其價外行權價格根據 VIX 指數水平動態選擇¹²。該指數每日而非每月賣出期權，提高了收取權利金的潛力，但由於所使用的看漲期權通常是 1% 到 2% 價外期權，這種潛力又被抵消了¹³。圖 19 顯示從 2022 年 6 月至 2025 年 12 月期間，標普 500 指數每日備兌看漲期權指數平均每年收取 12.4% 的假設性期權權利金，平均期權行權價設定為比標普 500 指數水平高 1.2%。

圖 19：標普 500 指數每日備兌看漲期權指數的假設性期權權利金收取



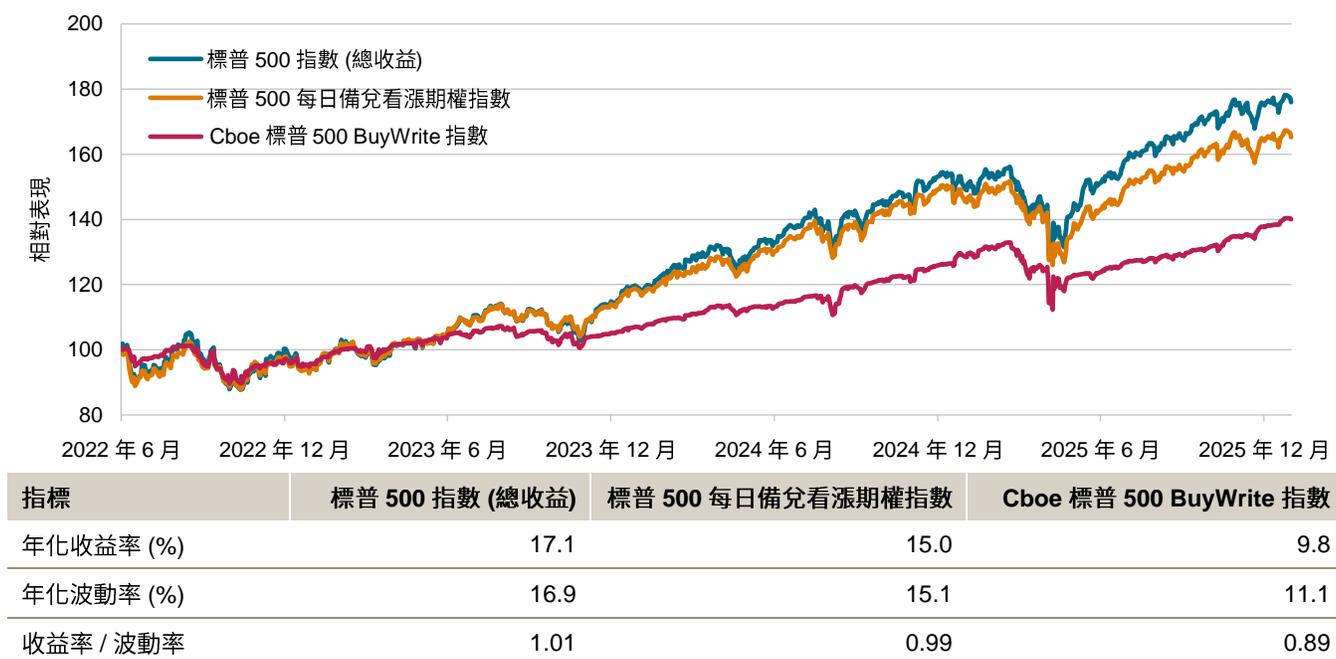
來源：標普道瓊斯指數有限公司。2022 年 6 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。月度期權權利金收益率等於當月所收取期權權利金總額除以初始指數水平。標普 500 指數每日備兌看漲期權指數於 2023 年 10 月 5 日推出。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

使用較短期限期權的戰略還有另外一個潛在優勢，即期權的行權價會更頻繁地根據相關資產的變動重新調整。與每月賣出期權相比，這種方法可有效降低擇時風險，並在市場上漲期間更大限度地參與上行收益。從歷史上看，通過更頻繁的調整並使用價外期權，使得標普 500 指數每日備兌看漲期權指數的表現與標普 500 指數的表現更加接近（見圖 20）。

¹² 大致而言，看漲期權的行權價隨當前 VIX 指數水平的升高而線性上升。由於 VIX 指數接近其中位數 15，該期權的行權價為大約 1% 價外。VIX 指數為 30 時，約為 2% 價外。有關更多詳細信息，請參閱[指數編製方法](#)。

¹³ 為了說明相對權利金的獲得情況，假定期權定價遵循布萊克 - 斯科爾斯 (Black-Scholes) 模型，波動率保持恆定，那麼一年內賣出 252 份到價每日期權所獲得的期權權利金，約為賣出 12 份到價月度期權所獲得期權權利金的 4.6 倍。

圖 20：標普 500 指數每日備兌看漲期權指數的回測歷史表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2022 年 6 月 1 日 (標普 500 指數每日備兌看漲期權指數的起始日) 至 2025 年 12 月 31 日期間的每日數據。Cboe 標普 500 BuyWrite 指數旨在估計標普 500 指數月度到價備兌看漲期權戰略的理論表現。標普 500 指數每日備兌看漲期權指數於 2023 年 10 月 5 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

(3) 股票多頭敞口

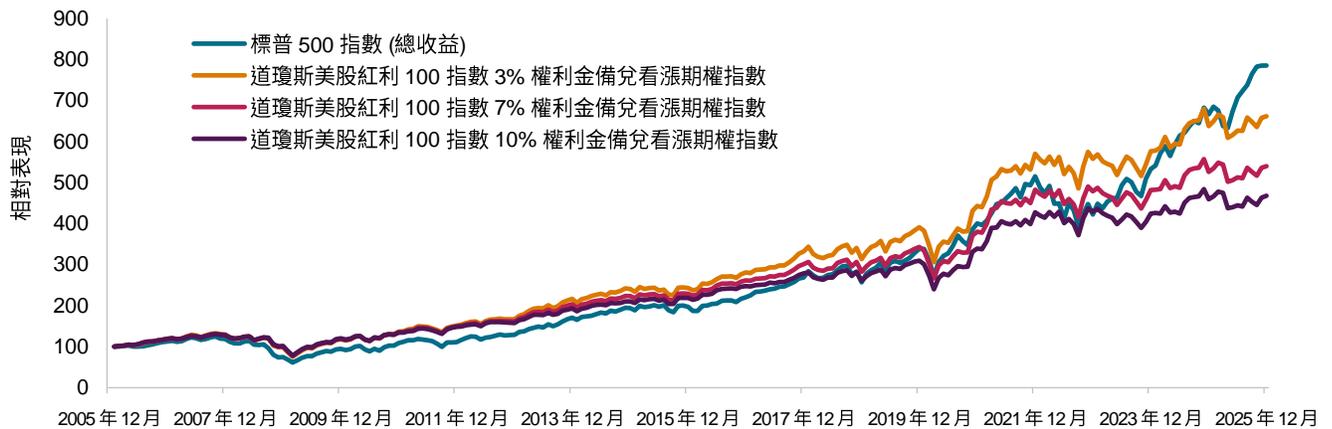
此外還可以根據特定的投資目標，調整相關股票敞口。例如，可以持有高股息率股票組合來優先創造收益，同時使用高流動性的寬基股票指數期權來「高賣」資產。道瓊斯美股紅利 100 備兌看漲期權指數系列就採用這種方法，假設性地將道瓊斯美股紅利 100 指數 (一種追蹤持續分紅並且基本面強勁的美國股票的指數) 與每月賣出標普 500 指數到價 1 個月期權疊加。

該系列中不同指數的區別在於其設定的目標年收益率不同。這三種指數中的期權名義價值均按股票多頭頭寸名義價值的 0% 到 100% 動態調整，以實現每年 3%、7% 或 10% 的期權權利金收益率為目標¹⁴。再加上股票頭寸 3.95%¹⁵ 的預期股息率，該指數系列旨在提供每年 7%、11% 和 14% 左右的假設性收益分配。

¹⁴ 2020 年 1 月至 2025 年 12 月期間，目標權利金收益分別為 3%、7% 和 10% 的看漲期權，其平均售價分別為名義價值的 13%、31% 和 48%。

¹⁵ 道瓊斯美股紅利 100 指數截至 2025 年 12 月 31 日的預期股息率。相比之下，標普 500 指數的預期股息率為 1.18%。

圖 21：道瓊斯美股紅利 100 備兌看漲期權指數系列的回測歷史表現



指標	標普 500 指數 (總收益)	道瓊斯美股紅利 100 指數 3% 權利金備兌看漲期權	道瓊斯美股紅利 100 指數 7% 權利金備兌看漲期權	道瓊斯美股紅利 100 指數 10% 權利金備兌看漲期權
年化收益率 (%)	10.9	9.9	8.8	8.0
年化波動率 (%)	15.2	13.9	13.3	12.8
收益率 / 波動率	0.72	0.71	0.67	0.63

來源：標普道瓊斯指數有限公司。2006 年 1 月至 2025 年 12 月期間的月末數據。道瓊斯美股紅利 100 指數備兌看漲期權指數系列於 2023 年 4 月 14 日推出。道瓊斯美股紅利 100 指數於 2011 年 8 月 31 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 22 總結了前文探討的各類備兌看漲期權變體的潛在優缺點。

圖 22：備兌看漲期權指數變體概覽

考量因素	選擇	潛在優點	其他考量因素
(1) 期權價內/價外 狀況	到價	<ul style="list-style-type: none"> - 期權權利金較高，可在市場低迷時期提供較大的緩衝，並能更有效地降低投資組合的波動。 - 受益於較高的流動性，交易成本通常較低 	<ul style="list-style-type: none"> - 需完全放棄股票多頭頭寸的上行潛力，在強牛市中可能表現遠遜於預期
	價外	<ul style="list-style-type: none"> - 可更好地參與資產增值，改善在牛市中的表現 - 在特定市場條件下，受益於較高的隱含波動率溢價 	<ul style="list-style-type: none"> - 期權絕對權利金較低；減少在市場低迷時期的緩衝空間；波動率降低幅度較小 - 由於期權流動性較低 (價外程度越高的期權越是如此)，交易成本可能較高
(2) 期權 剩餘期限	每日	<ul style="list-style-type: none"> - 潛在可收取較高的期權權利金 - 期權行權價調整頻率較高，可減輕擇時風險 - 對短期市場波動的響應更靈敏；可降低在強牛市中的跑輸幅度 	<ul style="list-style-type: none"> - 相比相關資產的貝塔值較高，波動率降低幅度較小 - 期權交易頻繁，會增加整體交易成本 - 從歷史上看，較短期限期權的波動率溢價通常較低
	每月	<ul style="list-style-type: none"> - 平衡期權流動性、波動率溢價和交易頻率 - 期權交易次數適中 - 與每日期權相比，波動率溢價更高 	<ul style="list-style-type: none"> - 收取的年度期權權利金較低 - 期權行權價每月調整一次，因此擇時風險較大 - 在強牛市中可能跑輸股票多頭頭寸
(3) 股票多頭敞口	與期權相關 資產相同	<ul style="list-style-type: none"> - 基差風險有限¹⁶，戰略收益符合預期，股票多頭頭寸和看漲期權空頭頭寸實現精準對沖 	<ul style="list-style-type: none"> - 標準化的股票投資組合，無任何定製
	與期權相關 資產不同	<ul style="list-style-type: none"> - 可根據特定投資目標 (例如側重於創造收益) 定製股票投資組合 	<ul style="list-style-type: none"> - 可能存在基差風險，例如股票投資組合下跌而期權相關資產上漲，將導致股票多頭頭寸和看漲期權空頭頭寸雙虧 - 可能結果範圍的確定性較低

來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

¹⁶ 基差風險是指由於相似但不完全相同的投資表現差異而產生的財務風險。出現基差風險的情況通常是：對特定資產的投資通過反向配置流動性更強、相關性更高的資產來「對沖」時。

第 2 部分：緩衝指數

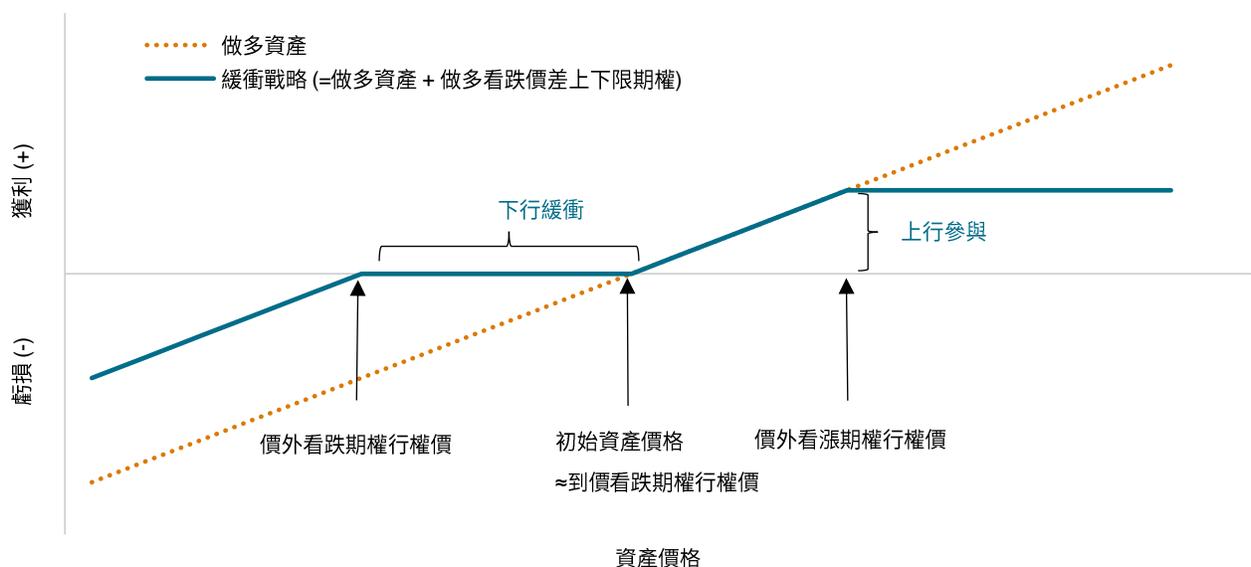
2-1. 戰略概述

緩衝戰略有時也被稱為「指定結果」戰略，旨在為投資者提供針對市場低迷時期的指定程度的保護。此類戰略亦旨在繼續參與市場收益，但以預先設定的最高限額 (或「上限」) 為限。緩衝戰略通常涵蓋底層資產 (例如追蹤標普 500 指數的投資組合) 以及三個與標的資產掛鉤的選擇權頭寸，而這些期權通常具有相同的到期日。這些期權頭寸分別為：

1. 買入到價看跌期權 (做多到價看跌期權)
2. 賣出價外看跌期權 (做空價外看跌期權)
3. 賣出價外看漲期權 (做空價外看漲期權)

通常，看跌期權 (上述 1 和 2) 的組合旨在實現固定水平的下行保護，例如相比初始資產價格的 10% 或 20%「緩衝」。然後，通常會選擇價外看漲期權行權價來抵消看跌期權頭寸的淨開倉成本，從而使所有期權頭寸的總體開倉成本為零¹⁷。如圖 23 所示，這種結構以市場小幅下行時的資本保值為優先目標同時可潛在參與溫和的市場上漲。

圖 23：緩衝戰略的到期收益



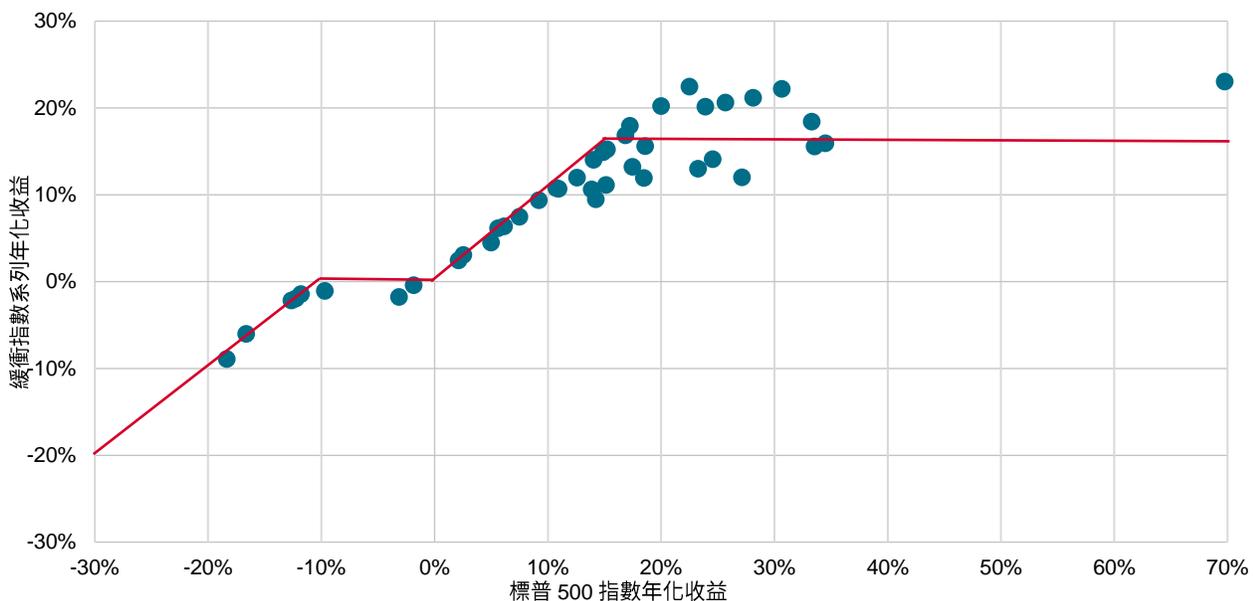
來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明之用。

¹⁷ 淨成本計算還可能包括預期將從相關資產獲取的任何收益，例如預計將在期權到期日之前派付的紅利。

本報告以標普 500 10% 緩衝指數系列 (以下簡稱「緩衝系列」或「緩衝指數系列」) 來探索緩衝戰略的運行特徵。該系列指數由四個指數組成，每個指數每年在不同的日曆季度進行定期調整。在 3 月、6 月、9 月和 12 月的每個季度標準標普 500 指數期權到期日，相關指數會假設性先投資一個追蹤標普 500 指數的投資組合，然後配置三個一年期的標普 500 指數期權頭寸：做多一份到價看跌期權，做空一份 10% 價外看跌期權，並做空一份價外看漲期權。看漲期權的最終行權價會確保所有三個期權頭寸的淨成本與預期的一年期標普 500 指數紅利¹⁸相抵後等於零。

圖 24 展示了從 2011 年 6 月到 2025 年 12 月期間，緩衝系列指數相對於標普 500 指數的歷史年度表現，以一年期期權頭寸開倉之日的市場收盤價衡量。數據點總體上與圖 23 中所示的緩衝戰略預期收益一致，但應注意不同時間期間有不同的緩衝「上限」水平 (即所賣出看漲期權的不同行權價格)，而額外的偏差主要是因為「最近期」標普 500 指數期權的行權價格是根據時間加權平均價格 (TWAP)，而不是根據單一收盤價選擇的。

圖 24：標普 500 10% 緩衝指數系列與標普 500 指數的年度表現比較



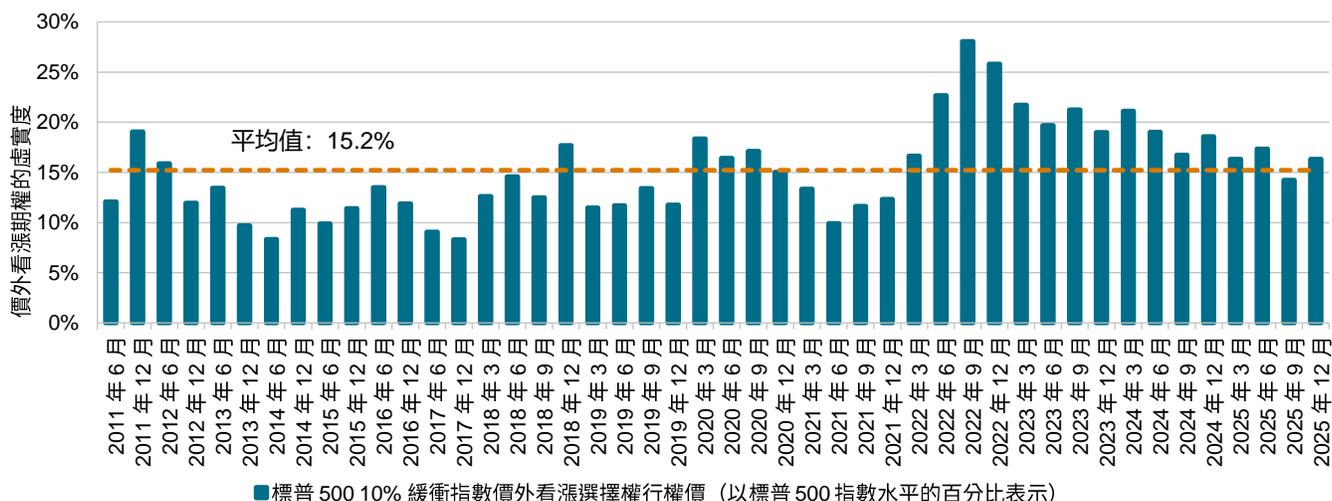
來源：標普道瓊斯指數有限公司。基於 2011 年 6 月 17 日至 2025 年 12 月 19 日期間的移倉日數據。分析基於標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列。6 月和 12 月系列的回測數據為 2011 年以來的數據，3 月和 9 月系列的回測數據為 2018 年以來的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

¹⁸ 用最近的每股紅利派付金額乘以年度派息次數計算的前瞻性指標。更多信息請參閱[指數編製方法](#)。

2-2. 期權定價

對於每次緩衝指數定期調整時賣出的假設性看漲期權，其行權水平（以及相應的緩衝「上限」）受多個因素影響，包括標普 500 指數的隱含波動率和預期紅利水平，以及現行利率等。一般而言，隨著標普 500 指數隱含波動率、股息率或利率的上升，看漲期權的行權水平也會相應抬升。圖 25 展示了各季度定期調整日根據歷史計算得出的看漲期權行權水平。看漲期權行權價介於 8.3% 到 28.1% 之間，平均比標普 500 指數水平高 15.2%。近年的行權價一直高於過去十年的平均水平，部分是因利率上升和預期波動率水平更高所致。

圖 25：標普 500 10% 緩衝指數系列中賣出的假設性看漲期權的歷史期權虛實度

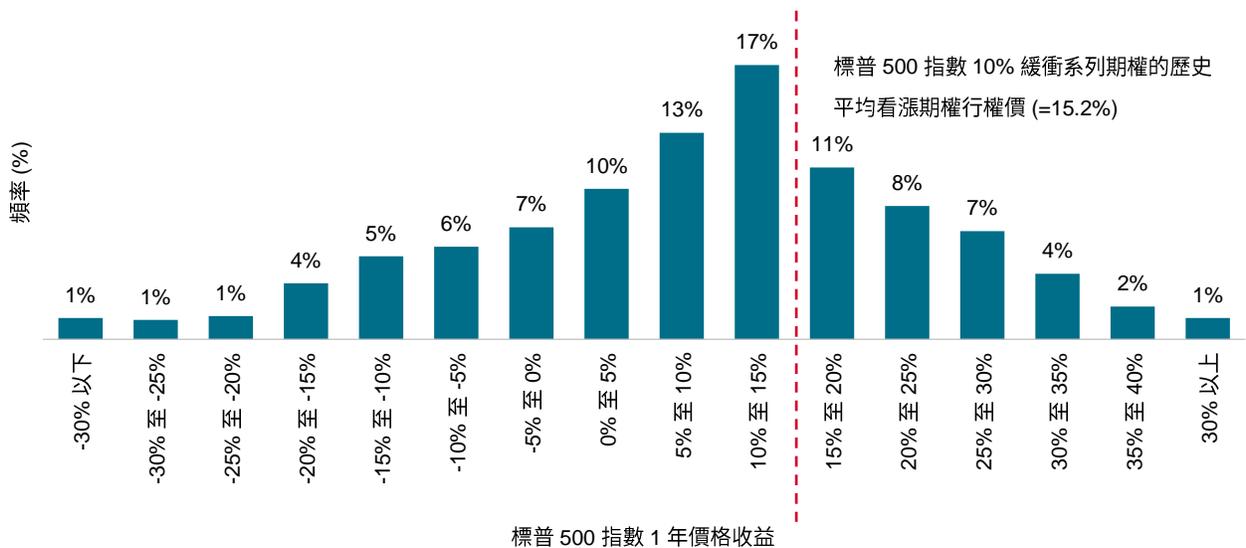


來源：標普道瓊斯指數有限公司。2011 年 6 月 17 日至 2025 年 12 月 19 日期間的數據。分析基於標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列。6 月和 12 月系列的回測數據為 2011 年以來的數據，3 月和 9 月系列的回測數據為 2018 年以來的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

按照其設計原理，對於市場溫和上漲或小幅下跌的年份，緩衝指數在標普 500 指數上漲時的表現應會與後者一致，或理論上在標普 500 指數下跌時實現資本保值。得益於下行保護機制，緩衝指數旨在於市場極端下跌時跑贏相關指數，當然也可能出現負收益。而在市場大幅上漲期間，緩衝指數的絕對收益也許尚可，但相對表現可能欠佳，這是因為該戰略的收益上限由看漲期權的行權價決定。

圖 26 展示了標普 500 指數自 1957 年推出以來的一年期滾動表現的歷史分佈，說明了此類市場環境出現的頻率。在此期間，標普 500 指數的一年期價格收益平均值為 8.8%，中位數為 10.5%。將其與圖 25 中 15.2% 的平均歷史看漲期權行權價進行比較，說明若戰略的指數定期調整日與期權到日採用同樣的一年時間框架，則在超過一半的一年期間，緩衝指數的絕對收益與標普 500 指數持平或跑贏後者。這一觀察雖基於存在期權數據的較短時間期間，但上文圖 24 所示的緩衝指數回測數據支援了這一結論，證實從 2011 年 6 月到 2025 年 12 月，緩衝指數在 52% 的一年期間表現與標普 500 指數持平或跑贏後者¹⁹。

圖 26：1957 年以來標普 500 指數的一年期滾動收益分佈



來源：標普道瓊斯指數有限公司。基於 1957 年 3 月至 2025 年 12 月期間的 12 個月滾動收益。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。指數表現並不同於投資產品的收益。指數表現並未反映交易成本、管理費和支出。

2-3. 戰略表現：時間差異的影響

如圖 23 所示，典型緩衝戰略 (以及緩衝指數系列) 在連續兩個定期調整日之間的表現，完全取決於相關資產的表現以及相關期權行權價和初始價格。但對於所有與連續定期調整日不吻合的時間期間，緩衝戰略中不同頭寸的市場價值可能受多種其他因素的影響。換言之，對於定期調整日框架以外的期間，緩衝戰略的表現可能不會得到類似的「緩衝」效果。

¹⁹ 請注意，此期間的特點是市場整體表現強勁：平均一年滾動收益率為 13.3%，42 個一年期中只有 8 個期間出現負收益。

標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列的歷史表現就說明了這一點。本報告首先分析了兩個不同的一年期間，每個期間均從指數調倉之日開始計算。這兩個例子說明了此類指數的表現如何「符合預期」。然後本報告分析了另外兩個不同的一年期間，特別選擇從非定期調整日的日期開始，來說明緩衝指數的實際表現與簡單預期的結果之間可能存在的差異。

圖 27 和 28 展示了第一種案例，即定期調整日之間的兩個一年表現：標普 500 指數在其中一個期間上漲，在另一個期間下跌。在 2024 年 3 月 15 日的定期調整日，到價看跌期權的行權價設為 5,100，價外看跌期權的行權價設為 4,600 (大約低 10%)，價外看漲期權的行權價設為 6,200 (大約高 21%)。儘管緩衝指數在到期前的表現遜於標普 500 指數，但這兩種指數在到期時的表現趨於一致，在此一年期間均上漲了 11.7% (見圖 27)。

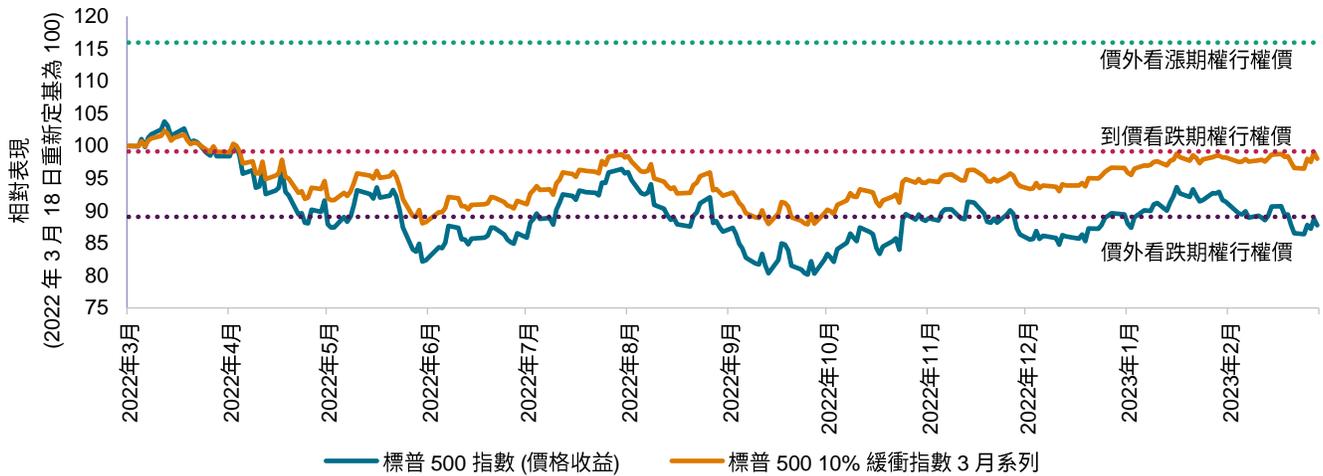
圖 27：標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列在 2024 年 3 月和 2025 年 3 月定期調整日之間市場上漲期間的回測表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2024 年 3 月 15 日至 2025 年 3 月 21 日期間的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 28 則展示了看跌期權的「保護」作用生效時的情況。2022 年 3 月 18 日，標普 500 指數處於 4,436 點時，到價看跌期權的行權價為 4,425 點，價外看跌期權的行權價為 4,975 點 (低 10%)，價外看漲期權的行權價為 5,175 點 (高 17%)。儘管緩衝指數和標普 500 指數在此期間均出現下跌，但於 2023 年 3 月 17 日到期日，緩衝指數僅下跌 2.0%，而標普 500 指數下跌了 12.2%，提供了高達 10% 的有效下行保護。

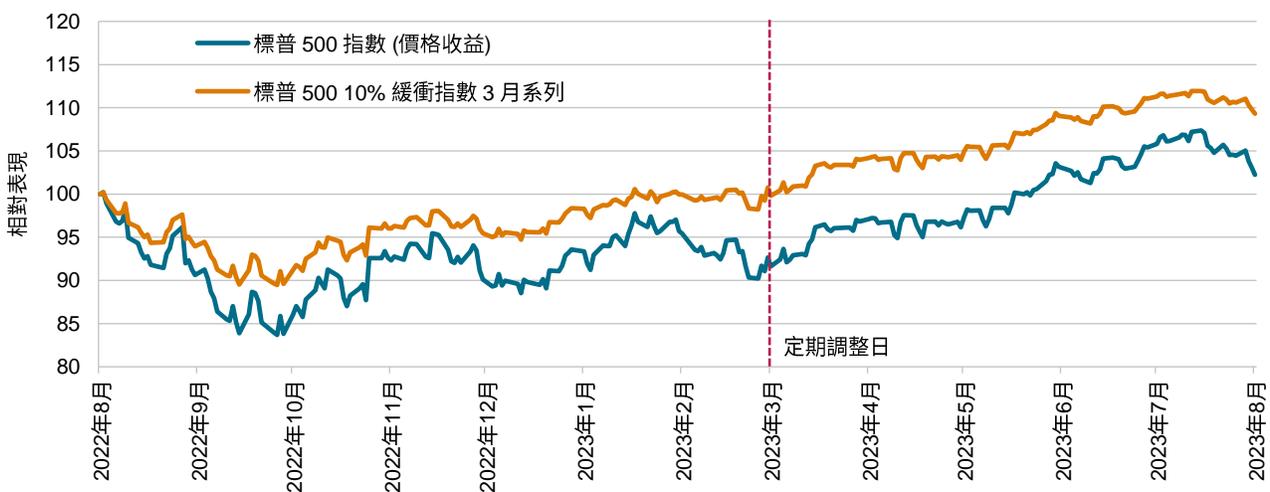
圖 28：標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列在 2022 年 3 月和 2023 年 3 月定期調整日之間市場低迷時期的回測表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2022 年 3 月 18 日至 2023 年 3 月 17 日期間的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 29 和 30 展示了基於兩個基於不同一年期間的截然不同示例，這兩個期間的起止日期在定期調整日之間。如圖 29 所示，在 2022 年 8 月至 2023 年 8 月這一年期間，標普 500 指數上漲了 2.3%，而緩衝指數上漲了 9.3%。如圖 28 所示，這主要歸功於緩衝指數在 2023 年 3 月 17 日的定期調整日之前提供的下行風險保護。

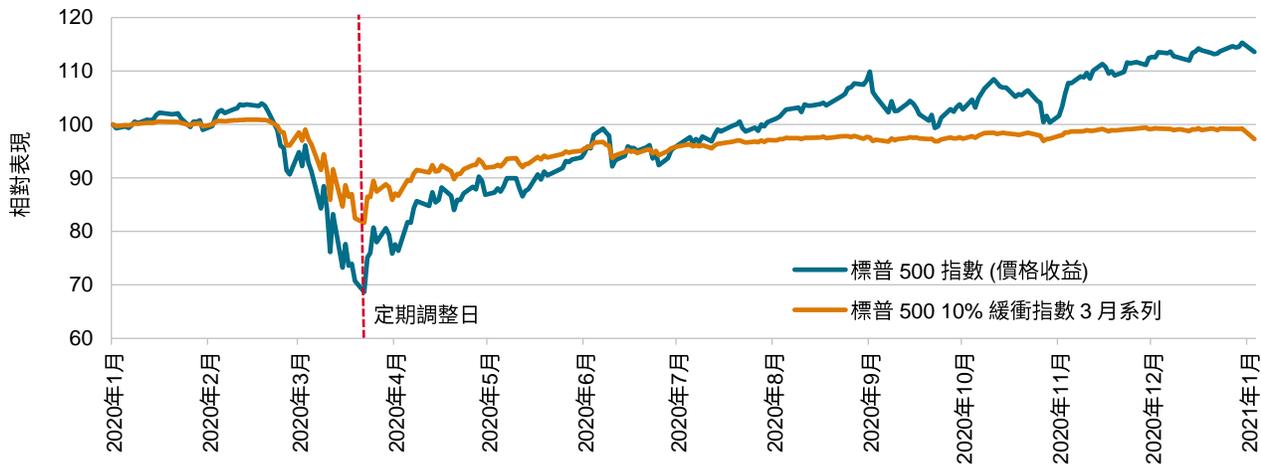
圖 29：標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列在 2022 年 8 月至 2023 年 8 月期間的回測表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2022 年 8 月 24 日至 2023 年 8 月 24 日期間的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 30 展示了從 2020 年 1 月到 2021 年 1 月的另一個一年期間。在此期間，標普 500 指數在新冠疫情爆發初期急劇下跌，但隨後迅速反彈，最終收漲 13.6%。緩衝指數最初受益於一定程度的保護，但隨後表現落後，全年最終下跌 2.7%。這表明，在短暫暴跌期間調整有助於限制進一步的損失，但也限制了在市場快速反彈時參與獲利的機會。

圖 30：標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列在 2020 年 1 月至 2021 年 1 月期間的回測表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2020 年 1 月 2 日至 2021 年 1 月 4 日期間的數據。標普 500 10% 緩衝指數 3 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

2-4. 歷史回測表現

圖 31 總結了緩衝指數系列的歷史回測表現。應注意，由於第一季度和第三季度到期的一年期權推出時間較晚、流動性發展相對落後，緩衝指數 6 月和 12 月系列的歷史「回測」期比 3 月和 9 月系列更長。

圖 31：標普 500 10% 緩衝指數系列的歷史表現

指標	標普 500 指數 (總收益)	緩衝指數 3 月系列	緩衝指數 6 月系列	緩衝指數 9 月系列	緩衝指數 12 月系列	標普 500 指數 (總收益)	緩衝指數 6 月系列	緩衝指數 12 月系列
	(1) 基於 2018 年 9 月以來的數據					(2) 基於 2011 年 12 月以來的數據		
年化收益率 (%)	14.31	9.03	10.96	11.12	11.62	14.95	10.44	10.72
年化波動率 (%)	17.06	9.83	10.73	11.10	11.02	13.92	8.62	8.80
收益率 / 波動率	0.84	0.92	1.02	1.00	1.05	1.07	1.21	1.22

來源：標普道瓊斯指數有限公司。基於 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期間的月末數據。6 月和 12 月系列的回測數據為 2011 年以來的數據，3 月和 9 月系列的回測數據為 2018 年以來的數據。分析基於 2024 年 9 月 6 日推出的標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月

12 月系列。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。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

根據 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期間的 (較長時間) 回測數據，標普 500 10% 緩衝指數 6 月和 12 月系列的年度總收益率分別為 10.4% 和 10.7%，而標普 500 指數的年度總收益為 15.0%。緩衝指數的波動率僅為 8.6% 至 8.8%，遠低於標普 500 指數 13.9% 的波動率，從而提高了風險調整後收益。如圖 30 所示，按照從 2018 年 9 月以來的較短期間觀察，3 月、6 月、9 月和 12 月系列的回測表現也反映了類似的結果，不過 3 月系列的表現明顯遜於其他系列，這主要是因 2020 年 3 月移倉的影響所致。

2-5. 緩衝指數與其他防禦型戰略的比較

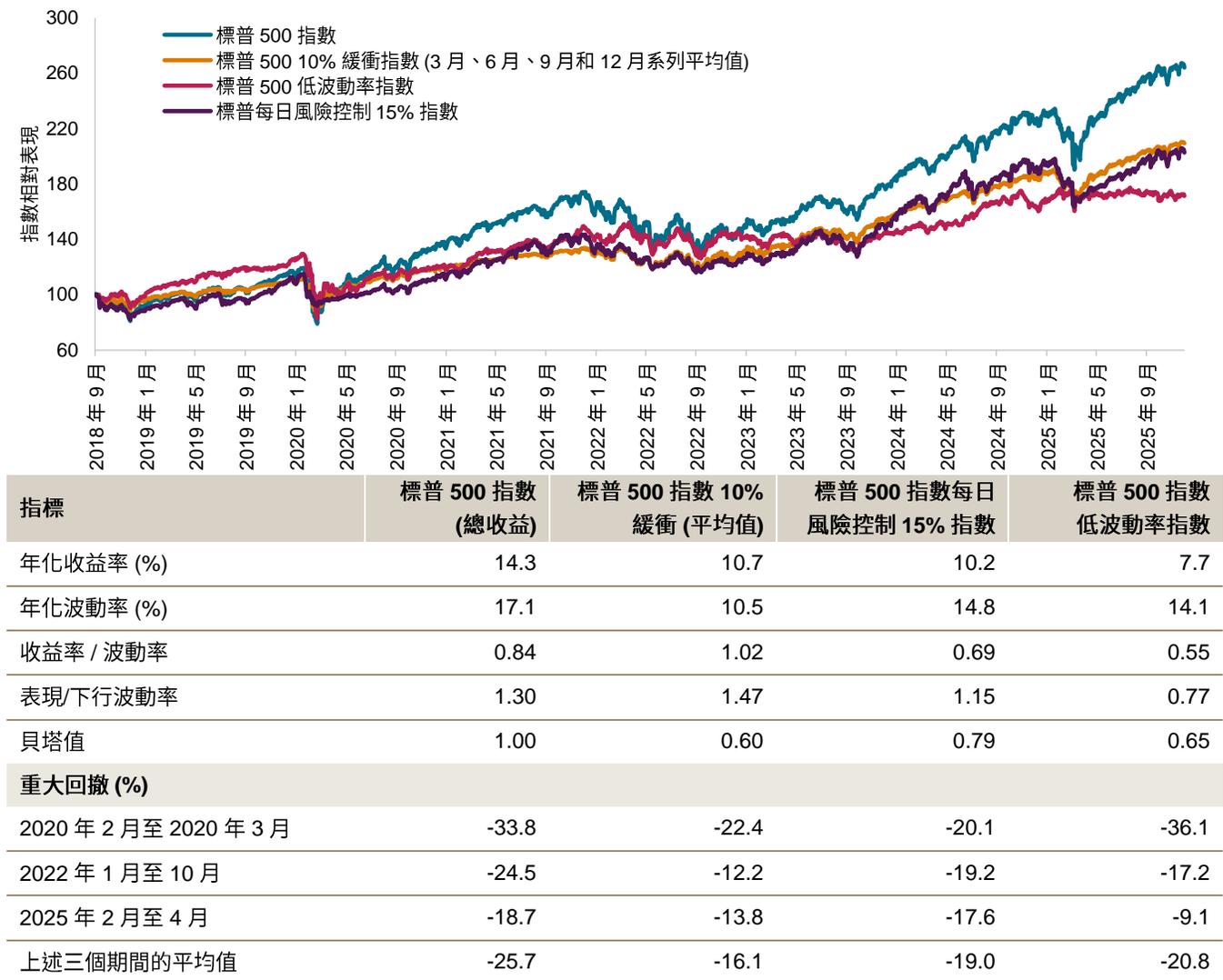
鑑於緩衝指數側重於限制可能的結果區間，因此可以將其與其他旨在降低波動率的防禦型指數戰略進行比較。本報告以標普 500 指數低波動率指數和標普 500 指數每日風險控制指數為例。

- **標普 500 指數低波動率指數** (「低波指數」)：該指數旨在衡量標普 500 指數中波動率最低 100 只成分股的表現。權重分配與其一年期已實現波動率的倒數成正比，即波動率最低的股票權重最高。
- **標普 500 指數每日風險控制指數** (「風險控制」)：該系列運用數學演算法疊加來保持特定的目標波動率。將此風險控制框架應用於標普 500 指數，根據市場波動率調整相關指數與現金配置權重，從而幫助降低波動率，達到 5%、10%、12%、15% 和 18% 的目標。

這些指數之間的一個重要概念區別，在於緩衝指數旨在提供下行保護，抵禦定期調整日之間的首次 10% 損失，而低波動率指數和風險控制指數旨在降低波動率和回撤，但沒有明確的下行保護或特定的時間期限。

分析圖 32 中的回測數據後顯示，緩衝指數的表現優於低波指數和風險控制 15% 指數，波動率更低，並且在所有三種指數的最長可比較期間，緩衝指數的風險調整後收益最高。回顧過去的市場低迷時期，標普 500 指數在 2020 年和 2022 年分別下跌 33.8% 和 24.5%，緩衝指數系列則提供了高達 10% 的下行保護，降低回撤幅度的效果與其他戰略不相上下，甚至更好。而在 2025 年 2 月至 4 月期間的急速短暫下跌中，緩衝指數系列平均下跌 13.8%，標普 500 指數下跌 18.7%，低波指數的損失被控制在 9.1%。

圖 32：標普 500 指數 10% 緩衝戰略與其他防禦型戰略的回測歷史表現

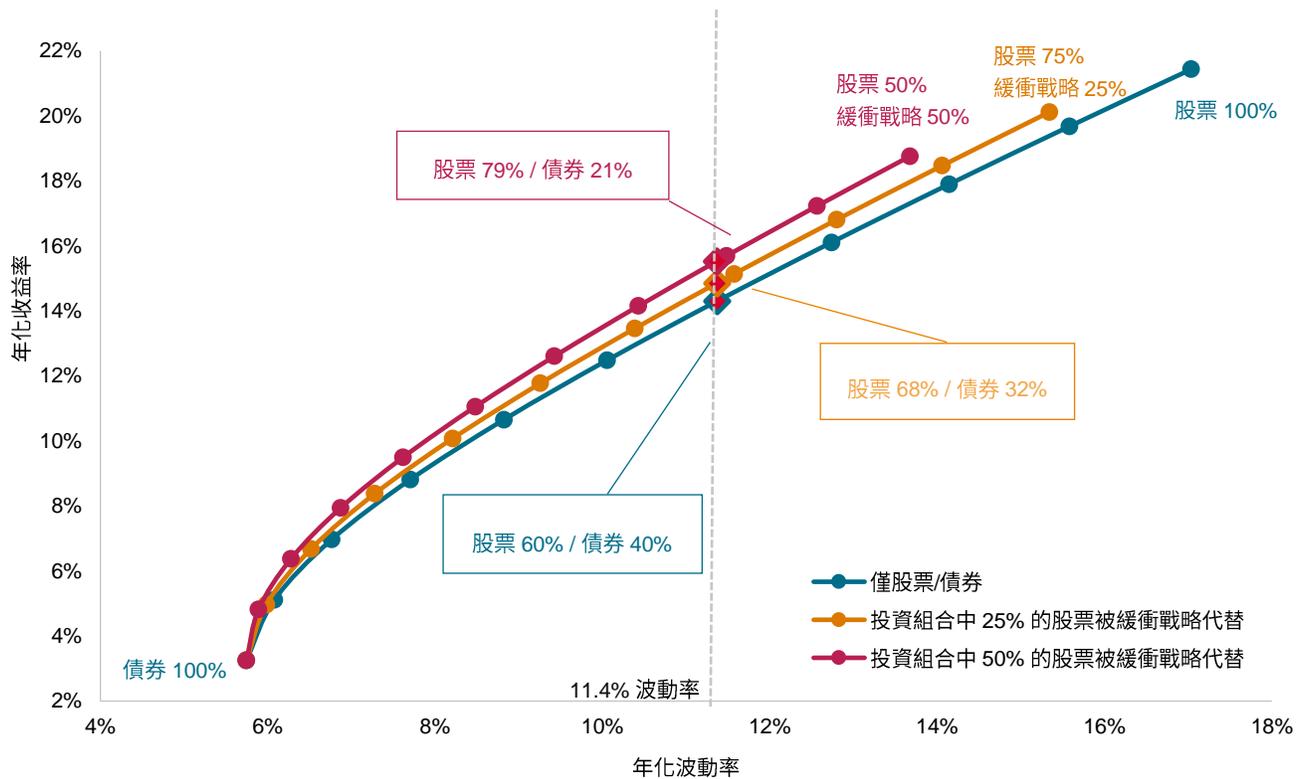


來源：標普道瓊斯指數有限公司。2018 年 9 月 28 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。年化收益率、波動率和貝塔值數據基於月度數據計算，最大回撤基於每日數據計算。標普 500 10% 緩衝指數 (3 月、6 月、9 月和 12 月系列平均值) 代表由標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列組成的假設性投資組合，於 2018 年 9 月 28 日以等權重開倉。標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。該日期前的所有數據均為回測假設數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

2-6. 假設性投資組合應用

將緩衝戰略納入假設性股債投資組合，有可能提高整體風險/收益特徵。使用與上述假設性分析相同的指數成分，對 2018 年 9 月以來的回測數據進行分析後顯示，用追蹤緩衝指數的成分替換部分股票權重後，所獲得的風險調整後收益高於傳統的股債投資組合 (見圖 33)。

圖 33：包含回測緩衝指數的假設性股債投資組合



所示分析基於假設性投資組合。

來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。2018 年 9 月到 2025 年 12 月期間的數據。每個點代表一個投資組合，其中債券比例以 10% 的幅度遞增 (或遞減)。債券和股票的表現分別由 iBoxx 美元債整體指數和標普 500 指數代表，緩衝戰略的表現由標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列所組成的，於 2018 年 9 月 28 日以等權重開倉的投資組合代表。投資組合於每月底按給定資產配置比例調整。標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。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。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

由於其獨特的風險、收益和相關性特徵，緩衝指數可以在增加股票市場敞口的同時，保持相同投資組合風險水平。例如，假設性 60/40 組合 (60% 投資於標普 500 指數，40% 投資於 iBoxx 美元債整體指數) 在給定期間的年化收益率為 14.3%，對應波動率為 11.4%。若假設性投資組合 68% 配置股票相關成分 (51% 為標普 500 指數，17% 為標普 500 10% 緩衝指數系列)，32% 配置債券，則其在相同波動率下的假設收益率升至 14.9%。若假設性投資組合 79% 配置股票 (標普 500 指數和標普 500 10% 緩衝指數系列各佔 39.5%)，21% 配置債券，其收益率可能更高，達到 15.5%。

結論

美國期權型 ETF 的發展十分迅速，從 2019 年的不到 50 億美元增長到 2025 年的 2,450 億美元，凸顯其日益主流化的趨勢。這一趨勢順應了 ETF 行業日益成熟，在越來越多的市場和投資領域不斷降低成本、簡化渠道並提高流動性的大背景。與此同時，隨著基於規則的透明期權型戰略出現，促進了產品創新，降低了投資門檻，擴大了認知，並樹立了投資組合構建的新標準。

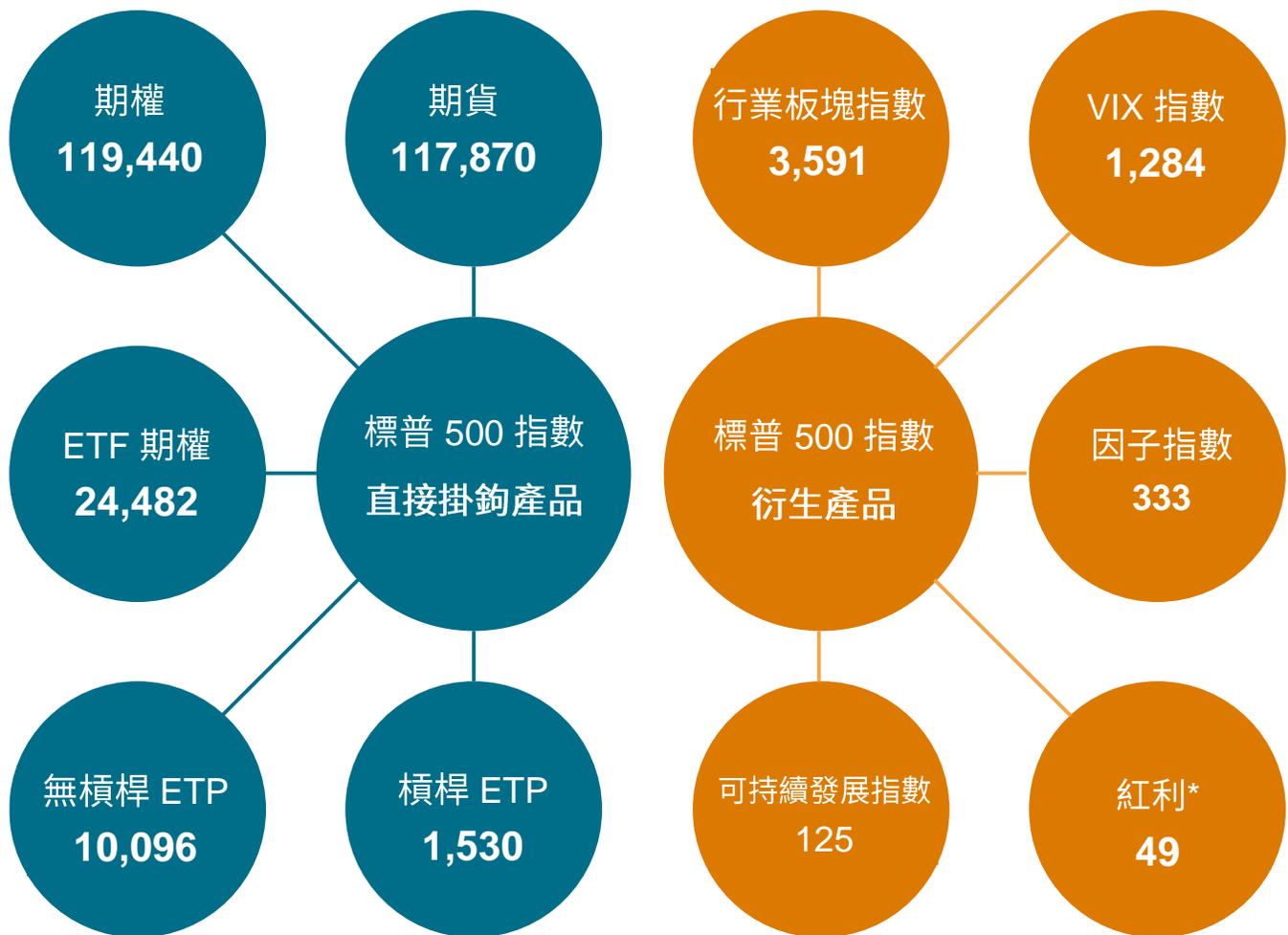
這些趨勢均有助於更廣泛的市場參與者通過獨立的投資方案或作為更廣泛投資組合的一部分，增加或分散收益、管理風險，或通過更系統性的方法來管理股票市場參與和損失保護。基於備兌看漲期權和緩衝戰略這兩種最常用戰略形式建立的指數，為主動型和被動型期權戰略提供了可靠的業績比較基準，而知名的股市基準指數仍是這些投資所用期權最受歡迎的相關資產。因此，備兌看漲期權和緩衝指數為這一發展發揮了十分重要的作用，尤其是基於標普 500 指數交易生態系統的戰略。

除被動追蹤基金表現外，指數還可以作為業績評估、風險歸因和產品研發的客觀基準。指數的透明度、可靠性和詳實的歷史數據，有利於投資者理解、監控和比較投資結果，從而在行業的不斷發展過程中增進信任，支援明智的決策。指數編製方法在行權價、剩餘期限和相關敞口方面十分靈活，確保可根據多元化且不斷變化的投資者需求、市場環境和監管框架定製解決方案。

附錄 A：標普 500 指數交易生態系統

標普 500 指數是期權型 ETF 的主要期權標的，在其總資產中佔 59% (見圖 2)。該指數擁有強大的交易生態系統，2024 年的估計總交易經濟價值高達 279 萬億美元 (見圖 34)。這一龐大且活躍的指數交易生態系統，對於期權型 ETF 的快速發展至關重要。

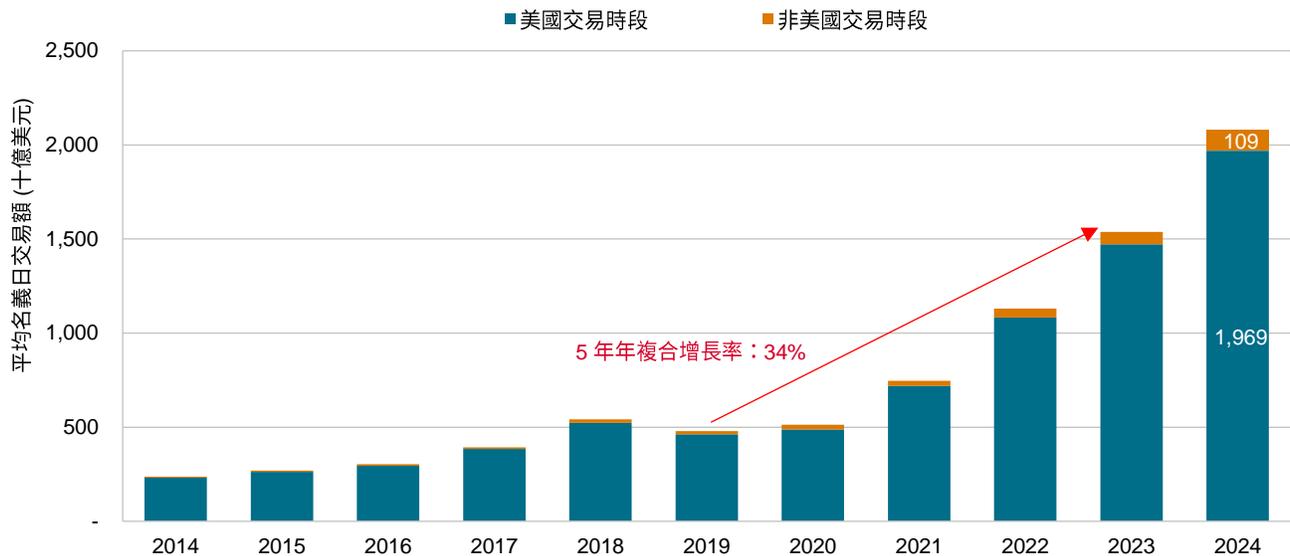
圖 34：標普 500 指數生態系統 – 綜合指數等效交易量 (十億美元)



來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。基於標普道瓊斯指數 2025 年 9 月釋出的《[指數流動性概覽](#)》研究報告中定義的「指數等效交易量」。交易量已根據短期指數靈敏度進行調整，包括對期權交易量平均 delta 的估計。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

特別是標普 500 指數期權的流動性在近年提高，五年年複合增長率 (CAGR) 總體達到 34%，非美國交易時段達到 47% (見圖 35)。這種全天候流動性優勢，使得基於標普 500 指數期權的多種期權型戰略得以在美國以外的各大市場推出。

圖 35：標普 500 指數上市期權交易量的增長



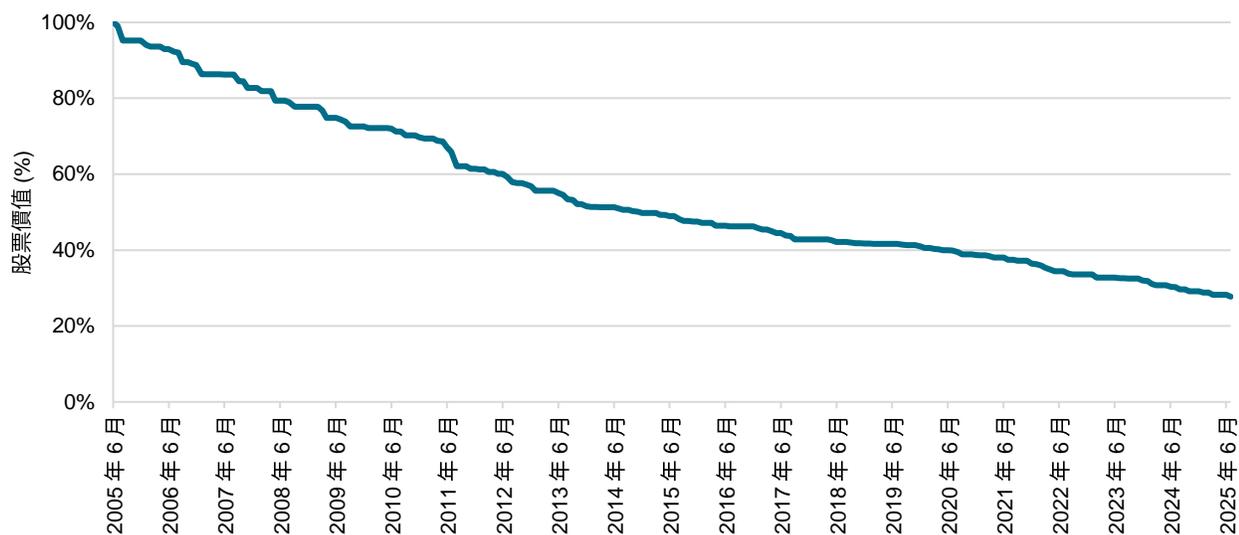
來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

附錄 B：備兌看漲期權的收益分配和再投資

本報告主要關注備兌看漲期權戰略的構建邏輯、運行特徵和潛在應用場景，並在假設期權權利金完全再投資的前提下，基於備兌看漲期權指數的總收益版本進行所有分析。但在戰略執行時，有關期權權利金分配的決定 (即選擇現金分紅或滾動再投資) 至關重要，因為這會顯著影響投資組合權益的增長 (或減少)。

我們可以用 BXM 來說明其概念。由於標普 500 指數在過去數十年表現強勁，BXM 指數中的標普 500 指數看漲期權空頭頭寸經常變為實值期權並被行權。這意味著，在標普 500 指數上漲月份，投資組合的收益往往會被看漲期權空頭頭寸的現金結算所抵消；而在其他月份，標普 500 指數的表現則為下跌或持平。這也意味著 BXM 指數的增長，主要源於看漲期權權利金和個股紅利的再投資。換言之，如圖 36 所示，如果將看漲期權權利金全部分配，則假設性投資組合的價值會逐漸耗散掉。

圖 36：Cboe 標普 500 BuyWrite 指數的假設性股票頭寸，假設期權權利金全部分配



來源：標普道瓊斯指數有限公司。基於 2005 年 6 月至 2025 年 6 月期間月度移倉日之間的標普 500 指數價格收益。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

如需進一步了解此主題，請參閱我們之前的文章「[尋找收益：標普 500 指數備兌開倉戰略的現金流分配分析](#)」。

表現披露/回測數據

標普美國國庫券近 3 個月指數於 2019 年 11 月 5 日推出。標普 500 指數每日備兌看漲期權指數於 2023 年 10 月 5 日推出。道瓊斯美股紅利 100 指數於 2011 年 8 月 31 日推出。道瓊斯美股紅利 100 備兌看漲期權指數系列於 2023 年 4 月 14 日推出。標普 500 10% 緩衝指數 3 月、6 月、9 月和 12 月系列於 2024 年 9 月 6 日推出。指數推出日期前的所有信息均為回測的假設性信息，而非實際表現。回測計算基於與指數推出日期相同的方法。不過，當為市場異常時期或其他不能反映當前市場環境的時期創建回測歷史時，指數編製方法規則可能會放寬，以捕獲足夠大的證券範圍，進而用於模擬該指數旨在衡量的目標市場或該指數旨在捕獲的戰略。例如，可能會降低市值和流動性門檻。完整的指數編製方法詳情請參見 www.spglobal.com/spdji/tc。指數的過往表現並不預示未來業績。回測的表現反映了指數編製方法的應用和指數成分的選擇，基於事後經驗以及對可能正面影響業績的因素的了解，但不能解釋可能影響結果的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/展望未來的偏見。實際的收益可能與回測收益之間存在顯著差異，甚至低於回測收益。過往表現並不預示或保證未來業績。有關指數的更多詳細信息，請參閱指數編製方法，包括指數定期調整的方式、定期調整的時間、增加和剔除成分股的規則，以及所有的指數計算。回測表現僅供機構使用，不供散戶投資者使用。

標普道瓊斯指數設定多個日期，為客戶提供更大透明度。指數起始日是給定指數有計算值（實時或回測）的第一天。基準日期是將指數設定為固定值以進行計算的日期。推出日期是指首次將指數值視為實時的日期；指數推出日期之前任何日期或時間段的指數值都屬於回測性質。標普道瓊斯指數將「推出日期」定義為已知指數值已向公眾釋出的日期，例如通過公司的公開網站或向外部提供的數據釋出。對於 2013 年 5 月 31 日之前推出的道瓊斯品牌指數，「推出日期」（2013 年 5 月 31 日之前稱為「引入日期」）定為不允許對指數編製方法進行進一步更改的日期，但這可能早於該指數的公開發布日期。

通常，當標普道瓊斯指數創建回測指數數據時，該指數在計算中會使用實際的歷史成分股層面數據（例如：歷史價格、市值和公司行為數據）。由於 ESG 投資仍處於發展初期，用於計算標普道瓊斯指數公司的 ESG 指數的某些數據點可能無法在整個回測歷史時期內獲得。同樣的數據可用性問題也可能存在於其他指數中。在無法獲得所有相關歷史時期的實際數據的情況下，標普道瓊斯指數可能會使用 ESG 數據的「反向數據假設」（或反向提取）流程來計算回測的歷史表現。「反向數據假設」是一個將指數成分股公司可用的最早實際實時數據點應用於指數表現中所有先前歷史實例的過程。例如，反向數據假設在本質上假設目前沒有參與特定業務活動（也稱為「產品參與」）的公司在歷史上從未參與過，同樣地，也假設目前參與特定業務活動的公司在歷史上也參與過該業務。反向數據假設允許將假設的回測擴展到使用實際數據無法進行回測的歷史年份。有關「反向數據假設」的詳細信息，請參閱[常見問題](#)。任何在回測的歷史中採用反向假設的指數的編製方法和事實說明都將明確說明這一點。該編製方法將包括一份附錄，當中的圖表會列出使用反向預測數據的具體數據點和相關時間段。

所顯示的指數收益並不代表可投資性資產/證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數負責維護該指數，計算指數水平和所顯示或討論的表現，但不管理實際資產。指數收益不反映投資者為購買指數相關證券或旨在追蹤指數表現的投資基金而支付的任何銷售費用或其他費用。收取此類費用，會導致證券/基金的實際表現和回測表現低於指數所顯示的表現。舉個簡單的例子，如果一筆 10 萬美元的投資在 12 個月內獲得 10% 的收益率（即 1 萬美元），並且在投資期限結束時對該投資加上應計利息收取 1.5% 的基於實際資產管理費（即 1,650 美元），那麼該年度的淨收益率將為 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期間，如果在年底收取 1.5% 的年度管理費，假定每年的收益率為 10%，則累計總收益率為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累計淨收益率為 27.2%（即 27,200 美元）。

一般免責聲明

©2026 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 指數)、S&P PRISM (標普 PRISM 指數)、S&P STRIDE (標普 STRIDE 指數)、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報酬。指數的過往表現並不能預示或保證未來業績。

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 編第 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仲介機構，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。

全球行業分類標準 (GICS®) 由標普和 MSCI 開發，是標普和 MSCI 的專有財產和商標。MSCI、標普或參與制定或編撰任何 GICS (全球行業分類標準) 分類的任何其他方均未就此類標準或分類 (或使用其獲得的結果) 做出任何明示或默示的保證或陳述，所有前述各方特此明確排除與任何此類標準或分類有關的所有原創性、準確性、完整性、適銷性或特定用途適用性保證。在不限制前述任何規定效力的前提下，在任何情況下，MSCI、標普或其任何關聯公司或參與制定或編撰任何 GICS 分類的任何第三方，均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或任何其他損害 (包括利潤損失) 承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。