

重新審視大宗商品

撰稿人

Fiona Boal

大宗商品與實物資產主管
fiona.boal@spglobal.com

Jim Wiederhold

大宗商品與實物資產

副董事

jjim.wiederhold@spglobal.com

引言

長期以來，大宗商品一直被視為投資領域的「窮親戚」，而且理由往往很充分。與股票不同的是，大宗商品沒有提供所謂的市場貝塔系數，以跟隨經濟活動隨時間升值。相比之下，大宗商品呈現一系列獨特的價格回報，反映了作為全球經濟基石的實物資產的基本供需狀況。

在本文中，我們將重新審視大宗商品作為資產類別的表現以及其在投資組合內的用途，這些大宗商品過往一直是多元化且能抵禦通脹。我們亦會分析不同的大宗商品貝塔系數配置。最後，我們會識別大宗商品的其它投資用途，包括作為能表現特定投資主題的基石、作為策略性交易工具，以及作為多元資產風險溢價配置的組成部分。

大宗商品作為一種資產類別

如果說大宗商品是一個資產類別，這意味著什麼？它們究竟是什麼，以及它們作為投資工具的表現如何？對這些獨特資產有哪些常見的批評和誤解？

大宗商品具有以下獨一無二的特點：

- 存在市場需求的基本、標準化的實物資產，並可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商，但均可與同類大宗商品互換，或就交易而言被視為有同等價值；及
- 廣泛用作經濟生產材料。

雖然個別大宗商品均有這些關鍵特點，但大宗商品並非同屬一類。廣泛的大宗商品市場貝塔系數的概念很薄弱，

很可能是由 30 多年前那些支持大宗商品市場金融化的人一手構建。儘管屬於同一生產過程或可能互為替代品的大宗商品中存在重大例外情況，但大宗商品的內部低相關性是個別大宗商品市場之間的數個共同點之一。而玉米、銅、原油及咖啡這些商品，實在談不上甚麼市場「貝塔」系數。

與股票不同的是，大宗商品沒有提供所謂的市場貝塔系數，以跟隨經濟活動隨時間升值。

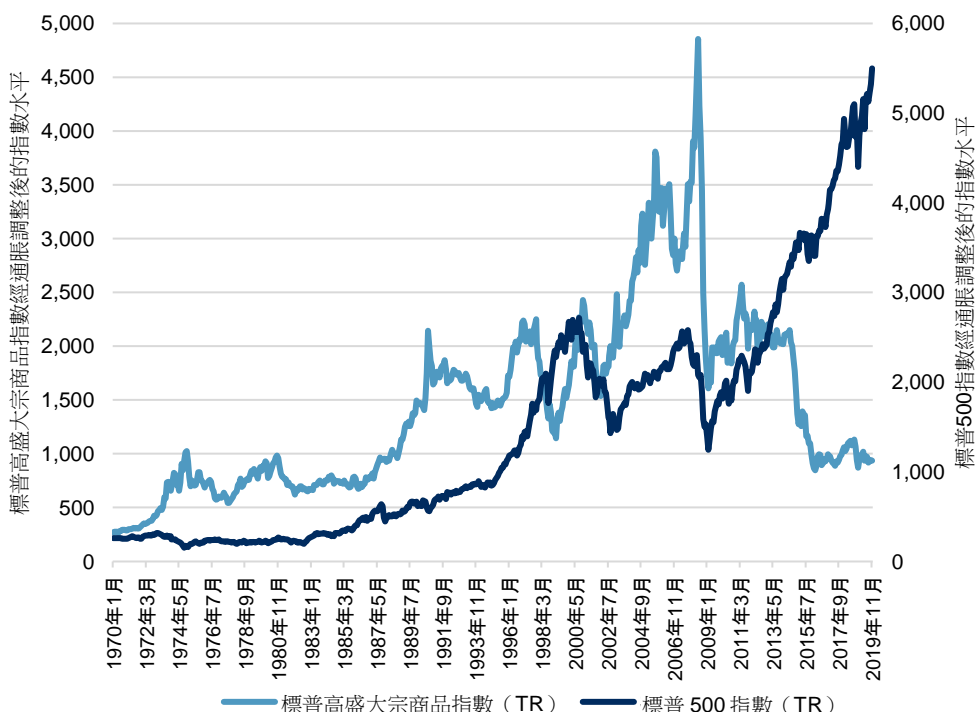
人類的創造力、生產力的不斷提高以及人類進行的高效經濟資源配置，與大宗商品價格會隨時間不受約束地增長的觀點完全不相符。

大宗商品不是預期性資產；它們反映目前現實世界的「現貨供需」狀況。大宗商品亦不會提供收入流，這令它們較股票及固定收益市場上的資產更難以估值。

千禧年代初葉發生的所謂大宗商品熱潮是基於以下兩大原則：非可再生自然資源是有限的，而對這些資源的消耗卻不是。人口增長和消費無疑對實物大宗商品的供應造成壓力。因此，大宗商品理應遵循長期上升的價格走勢，但事實並非如此，實際上，在 1970 年至 2019 年近 50 年間，儘管大宗商品曾經歷多次價格大幅飆升，但其價格只是略為上漲。

對於大宗商品價格會隨時間必然上漲的這一個觀點，許多市場參與者沒有意識到其中的不一致性。人類的創造力、生產力的不斷提高以及人類進行的高效經濟資源配置，與大宗商品價格會隨時間不受約束地增長的觀點完全不相符。表 1 說明標普高盛大宗商品指數長期實際價值與標普 500 指數®的比較。

表 1：經通脹調整後的大宗商品及股票價格



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1970年1月至2019年11月的數據。所有城市消費者的消費物價指數：美國城市平均數的全部項目，指數 1982-1984=100，按每月、每季調整。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。

特定大宗商品的短期供需失衡可能會導致現貨價格大幅波動。

特定大宗商品的短期供需失衡可能會導致現貨價格大幅波動，並且改變遠期曲線的坡度。然而，長遠來看，隨著市場參與者調整他們的期望和生產水平，供需曲線趨向更為平穩。例如，高需求導致的高昂價格將鼓勵市場在短期內轉向替代品，而長期而言，價格高企將推動新供應來源的發展、加快長遠替代、或促使市場全面重新審視大宗商品的使用或消費模式。

拆解大宗商品回報

很難獲得大宗商品的現貨價，而且其通常會受大宗商品的持有地點而有所影響。

總體而言，大宗商品回報包括三個部分：現貨價變動（現貨收益）、滾動收益（利差）以及抵押收益。

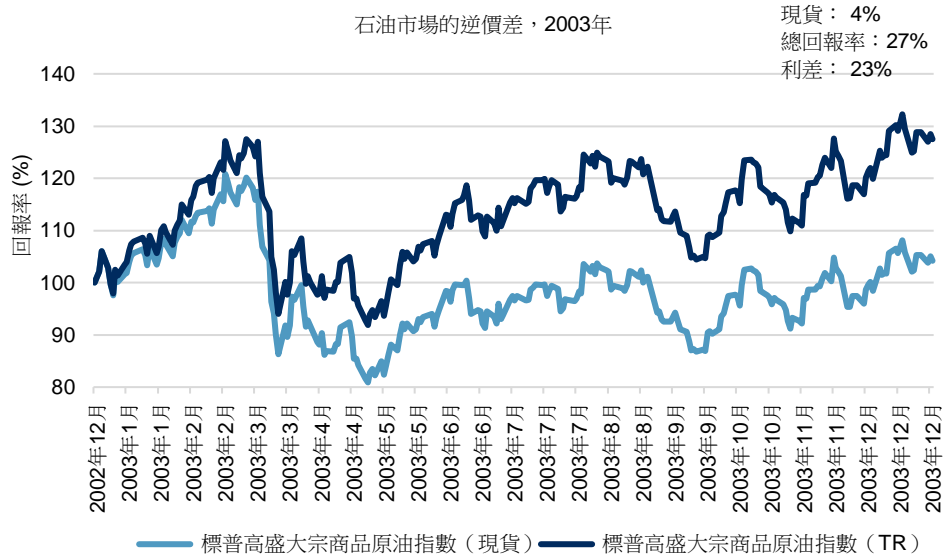
或許難以獲得大宗商品的現貨價，而且通常會受大宗商品的持有地點而有所影響。現貨市場涉及買方與賣方之間的實物大宗商品轉讓；這些市場上的價格反映目前（或近期）的供需狀況。大多數情況下，即月期貨合約會用以替代現貨價。

滾動收益或利差可增加或減少大宗商品的回報。

滾動收益或利差可增加或減少大宗商品的回報。任何以大宗商品期貨作為基礎工具的大宗商品投資產品，須不斷地將到期的較短期合約進行再投資或滾動為較長期合約，以維持對有關大宗商品連續投資。倘期貨曲線向上傾斜（正價差）時，滾動收益將為負數。倘期貨曲線向下傾斜（逆價差）時，滾動收益將為正數。表 2 說明正價差和逆價差可能對大宗商品回報的影響。

表 2：逆價差和正價差對大宗商品回報的影響

倘期貨曲線向下傾斜
(逆價差)時，滾動收
益將為正數。



倘期貨曲線向上傾斜
(正價差)時，滾動收
益將為負數。



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2002年12月31日至2003年12月31日以及2016年12月30日至2017年12月29日的數據。指數表現按美元計值的總回報計算。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途。

抵押收益是指抵押品投資於固定收益工具所產生的利息收入。大宗商品投資產品，不論是互惠基金、交易所買賣基金或簡單的期貨策略，均不會直接投資於基礎實物大宗商品。大宗商品投資策略主要投資於大宗商品期貨或大宗商品市場上的公司股份。以大宗商品期貨進行的大宗商品投資通常沒有充足的資金。基金經理將使用基金相對較大部分的資產購買國債，以為期貨合約提供擔保。因此，大部分回報或會來自投資於固定收益工具的抵押品，最常見的是美國國庫債券。

最初成立大宗商品期貨交易所是為了向實物大宗商品供應商和消費者提供一個能夠管理價格風險的市場。

對沖者與投資者

並非所有金融大宗商品市場上的參與者都追求利潤最大化。最初成立大宗商品期貨交易所是為了向實物大宗商品供應商和消費者提供一個能夠管理價格風險的市場。這些市場上的大多數參與者均為對沖者，他們利用大宗商品市場來管理價格風險，並且在很多時候，他們的首要目標並不是要從這些交易中獲取可衡量的金融回報。對沖者樂意支付溢價以穩定期貨收入及其基礎業務的成本。此舉可讓投資者有機會因承擔對沖者的價格風險而獲得賠償，但亦可能會阻礙價格發現機制。

大宗商品的傳統用途—抵禦通脹和分散投資

抵禦通脹

隨著勞工成本、生產力水平以及顛覆性技術等因素日益推動通脹，大宗商品作為對沖通脹工具的作用可能正在減弱。

在多元化投資組合中，如果長期偏向投資於大宗商品，其中最普遍的一個理由是過去已證明大宗商品是對沖通脹的可靠工具。¹然而，將大宗商品視為對通脹敏感的工具或許更貼近現實。當遇到突如其來的通脹時，它們往往被吹捧為特別有效。這直覺上是合理的，因為往往是大宗商品供應的衝擊造成突如其來的通脹。儘管食品及能源仍繼續佔美國消費物價指數約四分之一，但全球經濟通脹的基本性質正在發生變化，即是說，隨著勞工成本、生產力水平以及顛覆性技術等因素日漸推動通脹，大宗商品作為對沖通脹工具的作用可能正在減弱。

當前的低通脹環境亦可能莫名地在懲罰大宗商品作為長期對沖通脹工具的作用。眾所周知，由於通脹難以預測，加上市場參與者可能會經歷突如其來的通脹衝擊，因此，我們值得總結過往的經驗觀察大宗商品在各通脹及通縮期間的表現。

在表 3 中，我們將各年的通脹水平及大宗商品同期回報每月的滾動變動歸為一類。我們可以看到，大宗商品的回報率在某程度上與通脹變化是呈線性關係。也就是說通脹率越高，標普高盛大宗商品指數的平均回報率則越高。

¹ Gorton, G.及 Rouwenhorst, K.G., 2004年。Facts and Fantasies about Commodity Futures、美國全國經濟研究所。

我們可以看到，大宗商品的回報率在某程度上與通脹變化是呈線性關係。

表 3：不同的通脹機制下大宗商品的平均年度表現

通脹率 (%)	標普高盛大宗商品指數平均回報率 (%)
<0	-46.1
0-2	-11.2
2-4	13.7
4-6	21.6
>6	19.6

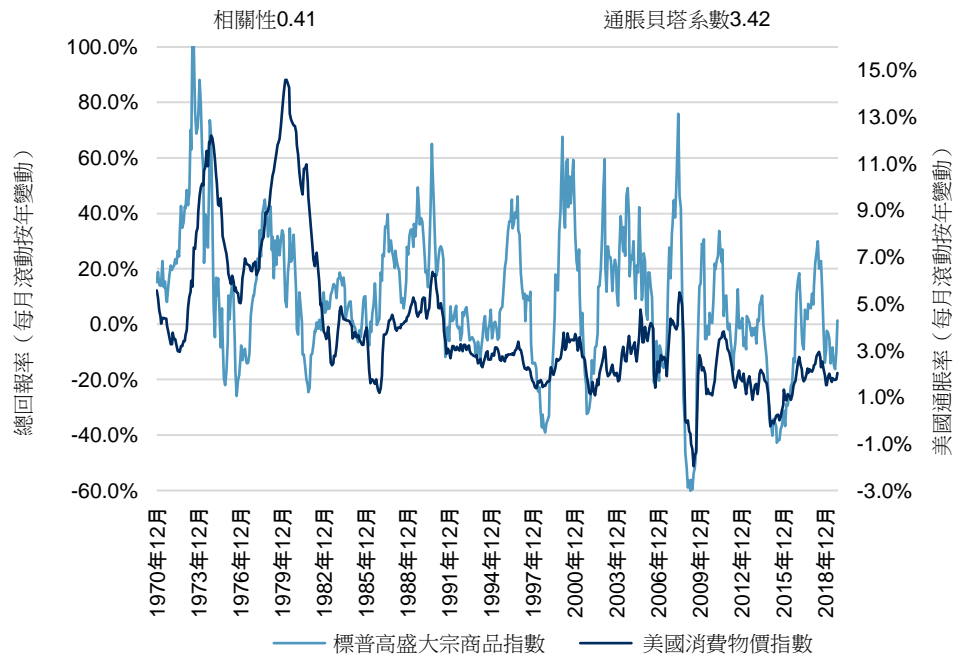
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、聖路易斯聯邦儲備銀行。1969年12月至2019年11月的數據。指數表現按美元計值的總回報計算。過往表現並不保證未來業績。表格僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。通脹率是指美國每月消費物價指數的按年百分比變化。標普高盛大宗商品指數自指數創立以來的平均按年回報率。

此外，我們將通脹過往每月的按年百分比變化與標普高盛大宗商品指數進行比較，並計算大宗商品的通脹貝塔系數（參見表 4）。通脹貝塔系數是衡量資產回報對觀察到的通脹變化的反應程度。

通脹貝塔系數是衡量資產回報對觀察到的通脹變化的反應程度。

過往經驗顯示，通脹水平與一大籃子大宗商品回報之間存在某種正向關係。除非持續持有投資，否則這種關係的同期性質可能會令這種關係難以捕捉，而這反過來或會不合理地拖累多元化的多元資產投資組合表現。

表 4：標普高盛大宗商品指數抵禦通脹



歷史表明，通脹水平與一大籃子大宗商品回報之間存在某種正向關係。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、聖路易斯聯邦儲備銀行。1969年12月至2019年11月的數據。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。通脹率是指美國每月消費物價指數的按年百分比變化。標普高盛大宗商品指數自指數創立以來的平均按年回報率。

分散投資

大宗商品可能會為投資者帶來寶貴的多元化收益。

分散投資往往被視為投資領域唯一的免費午餐。在投資組合中結合低相關性或反向相關性的資產類別，可降低投資組合的整體波幅，同時不會犧牲回報率（甚或提高經風險調整回報率）。大宗商品與傳統資產類別的相關性通常偏低，可能會為投資者帶來寶貴的多元化利益（參見表 5）。

表 5: 每月資產回報率的相關性

相關性	標普 500 指數	標普高盛大宗商品黃金指數	標普高盛大宗商品指數	標普實物資產指數	標普美國綜合債券指數
標普 500 指數	1.0000	-	-	-	-
標普高盛大宗商品黃金指數	0.0226	1.0000	-	-	-
標普高盛大宗商品指數	0.4884	0.2934	1.0000	-	-
標普實物資產指數	0.8084	0.3490	0.6464	1.0000	-
標普美國綜合債券指數	-0.0641	0.3812	-0.1236	0.2271	1.0000

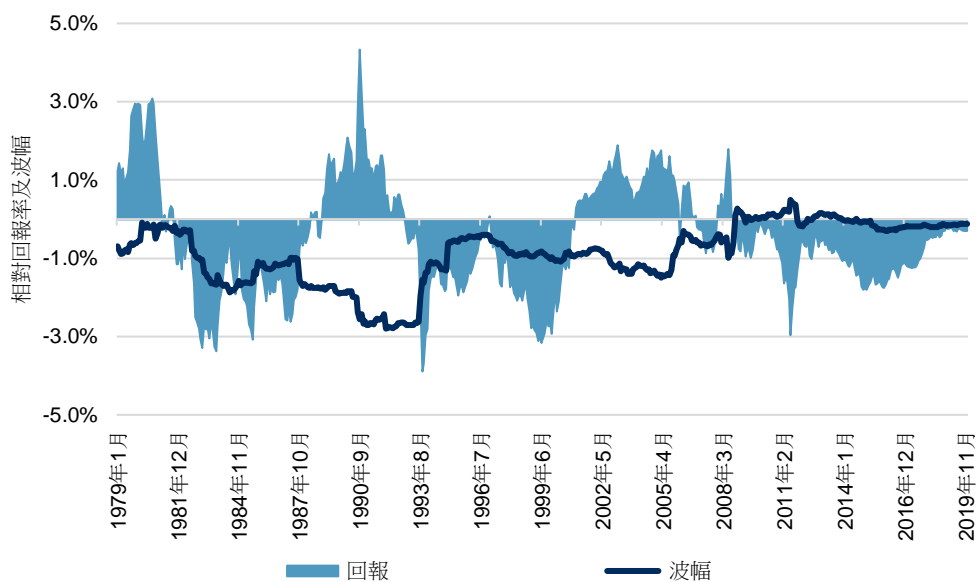
擁有少量大宗商品配置的投資組合表現欠佳，但平均波幅略低。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2005 年 4 月至 2019 年 12 月的數據。指數表現按美元計值的總回報計算。過往表現並不保證未來業績。表格僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。

從經風險調整回報的角度來看，波幅較低仍不足以彌補偏低的回報率。

從長遠的角度看待大宗商品的表現十分重要。表 6 比較了 55%股票／40%債券／5%大宗商品投資組合和典型 60%股票／40%債券投資組合的三年期相對滾動表現。持有大宗商品的投資組合相對表現會隨時間而變動。自 2008 年全球金融危機以來，擁有少量大宗商品配置的投資組合表現欠佳，但平均波幅略低。從經風險調整回報的角度來看，波幅較低仍不足以彌補偏低的回報率。值得注意的是，股票在此期間格外強勁的表現，無疑主導了多元化投資組合的回報率。

表 6a: 持有大宗商品及不持有大宗商品投資組合的相對回報情況



股票在此期間格外強勁的表現，無疑推動了多元化投資組合的回報率。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1976年1月至2019年12月的數據。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。相對表現是按各投資組合的三年期滾動年化回報率計算。波幅差異是按三年期內每月回報率的滾動波幅計算。

表 6b: 持有大宗商品及不持有大宗商品投資組合的回報情況

年化回報率 (%)	60/40 投資組合	55/40/5 投資組合
1年	29.00	28.62
3年	14.02	13.72
5年	10.70	10.29
10年	12.13	11.33
20年	5.95	5.77
年化波幅 (%)		
1年	14.68	14.57
3年	10.69	10.57
5年	10.49	10.35
10年	10.38	10.31
20年	12.00	11.63
夏普比率		
1年	1.97	1.96
3年	1.31	1.30
5年	1.02	0.99
10年	1.17	1.10
20年	0.50	0.50

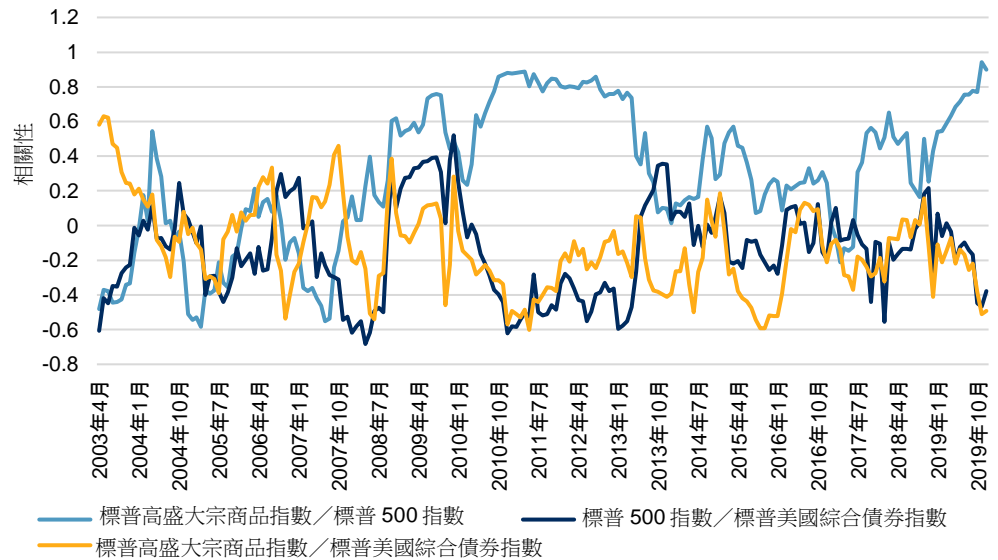
60/40 和 55/40/5 投資組合均為假設的投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1999年12月至2019年12月的數據。過往表現並不保證未來業績。表格僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。

投資組合多元化理論很大程度上取決於大宗商品與其他資產類別之間的低相關性。

投資組合多元化理論很大程度上取決於大宗商品與其他資產類別之間的低相關性。2008 年全球金融危機後，由於貨幣政策普遍持續寬鬆，資產類別的相關性明顯增強。

表 7：每月回報的滾動 1 年相關性—股票、債券及大宗商品



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2002 年 5 月至 2019 年 12 月的數據。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。

大宗商品的內部相關性亦遵循類似走勢，於 2008 年全球金融危機期間上升。此後，其回落至歷史低位，這可能會讓投資者感到些許安慰，即廣泛的跨資產相關性亦將恢復原狀。

大宗商品的內部相關性於 2008 年全球金融危機期間上升。

表 8: 大宗商品間的交叉相關性



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2001 年 12 月至 2019 年 10 月的數據。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途。交叉相關性是指 24 個月、未加權的平均對對相關性。

投資者無法知道未來市場的表現或資產類別將如何互相影響對方。

沒有人能預知未來；在過去大約十年間，大宗商品的多元化利益好壞參半，但投資者無法知道未來市場的表現或資產類別將如何互相影響對方。長久的歷史表明，在多元資產投資組合中，大宗商品仍有一些多元化的利益。就通脹而言，在通脹高於預期的情況下，大宗商品配置或許仍能提供一些保護作用，但這種保護可能僅限於供應衝擊帶動通脹的情況下。這些大宗商品的供應衝擊顯然難以預測。

換個角度思考多元化投資組合中的大宗商品

雖然在過去十年，大宗商品的長期倡導者已減少吹捧大宗商品能分散投資及抵禦通脹的觀點，但我們發現廣泛的大宗商品指數、單一大宗商品及大宗商品絕對回報策略提供了額外的投資機遇。

廣泛大宗商品貝塔系數的其他方法：雖然大宗商品貝塔系數的前提可能很薄弱，但仍有必要重新思考被動型大宗商品配置的構建。

對標普高盛大宗商品指數等第一代廣泛的大宗商品貝塔系數指數的批判，主要集中在加權機制²的選擇上。有人認為，使用全球生產水平及／或市場流通性來釐定個別大宗商品的權重，會導致最大型及通常波幅最大的大宗商品的權重偏高。這進而誇大了實際波幅的變化和廣泛大宗商品貝塔指數的大幅下降。

仍有必要重新思考被動型大宗商品配置的構建。

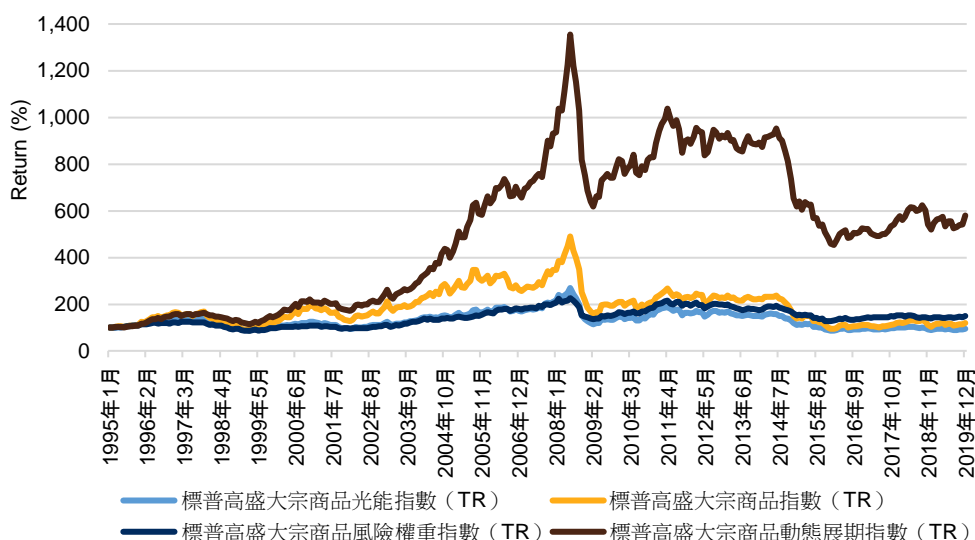
如採取更多元化的方法構建投資組合，例如，旨在將各個基礎組成部分的風險貢獻達致均等水平，可更好地捕捉到上文所述的低大宗商品內部相關性，並提供更強勁的潛在多元化利益。

其他提高風險調整回報的方法可能是，對基礎大宗商品貝塔投資實施一定程度的風險管理，例如設定特定的年化波幅水平，或根據跌幅控制機制有系統地調整名義風險。

在表 9 中，我們展示了第一代大宗商品指數（如標普高盛大宗商品指數）相對於其部分第二代同類指數（旨在提供另類大宗商品貝塔系數）的表現。

² Sakkas, A., 及 Tessaromatis, N., 2018 年。Factor-Based Commodity Investing。北方高等商學院。

表 9：另類大宗商品貝塔系數的表現



指數	年化回報率 (%)			年化波幅 (%)			夏普比率		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
標普高盛大宗商品指數	17.6	2.4	-4.3	16.6	15.3	18.3	1.06	0.15	-0.24
標普高盛大宗商品光能指數	8.6	0.4	-4.4	10.4	9.0	11.5	0.82	0.04	-0.38
標普高盛大宗商品風險權重指數	7.9	2.9	-1.3	7.3	6.6	8.4	1.09	0.44	-0.16
標普高盛大宗商品動態展期指數	11.5	3.4	-2.4	14.0	13.4	13.4	0.82	0.27	-0.18

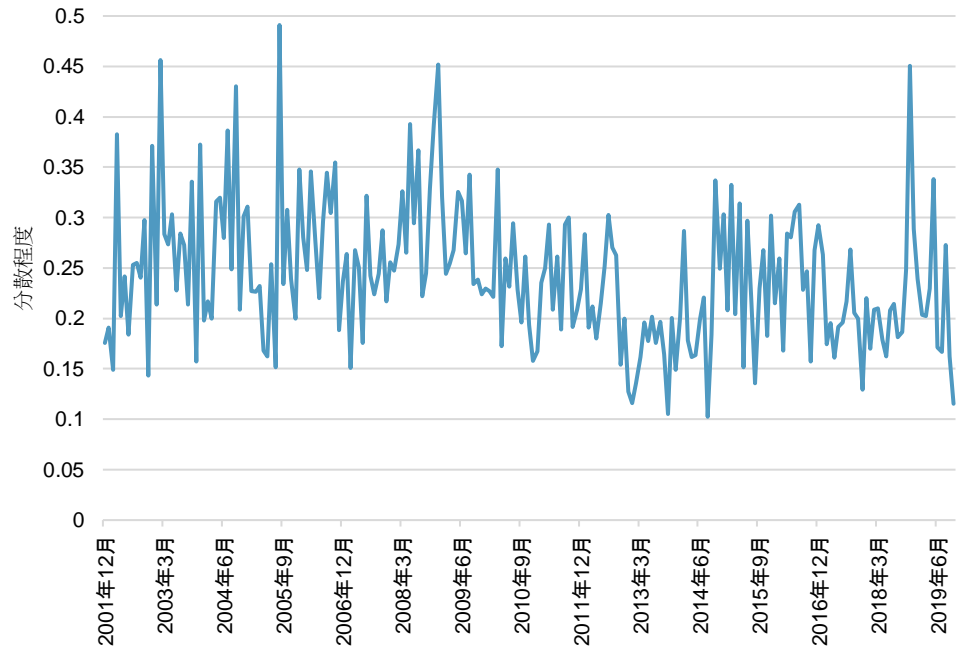
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1995年1月至2019年12月的數據。指數表現按美元計值的總回報計算。過往表現並不保證未來業績。圖表及表格僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。有關回溯試算表現的固有限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」。

單一大宗商品，無論是原油、黃金或大豆，對於希望表達投資主題的投資者而言可能很有用，而這些投資主題則是取決於獨特的地緣政治、人口、結構、氣候，甚至健康及疾病因素。

大宗商品作為基石以表現特定的投資主題：投資者越來越有機會利用其投資組合內的大宗商品作為基石，來表達對某一市場、事件或風險因素的具體看法。單一大宗商品，無論是原油、黃金或大豆，對於希望表達投資主題的投資者而言可能很有用，而這些投資主題則是取決於獨特的地緣政治、人口、結構、氣候，甚至健康及疾病因素。

簡單來說，大宗商品市場的分散程度說明了基於特定投資主題的單一大宗商品投資機會，或更廣泛地基於積極管理概念的單一大宗商品投資機會（參見表 10）。分散程度是透過比較個別資產表現與平均水平的差異，來直接衡量多樣性，其經常被視為是衡量市場機遇的方法。分散程度高說明，具備識別單一資產投資機會的知識和技能的投資者可獲得回報。

表 10：單一大宗商品分散程度



分散程度高說明，具備識別單一資產投資機會的知識和技能的投資者可捕獲回報。

大宗商品價格有快速上漲的趨勢，而其漲幅之大，以致投資者沒有足夠時間「追隨反彈」。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1999年12月至2019年10月的數據。過往表現並不保證未來業績。圖表僅供說明用途，並反映假設的歷史表現。分散程度是按於相關時期內資產表現的截面標準偏差衡量，本示例的分散程度為每月數據，年率化及未加權。

大宗商品回報的另一個重要特徵是，其呈現的正向不對稱性，證明是極具價值的投資工具。大宗商品價格有快速上漲的趨勢，而其漲幅之大，導致投資者沒有足夠的時間「追隨反彈」。回顧2000年以來前20種個別大宗商品的一年期回報率，就會發現價格收益往往比價格跌幅更大（參見表11）。

在相對較短的時間裡，農產品往往是價格漲幅最大的大宗商品。

不對稱性亦表明，過去20年間，對天然氣持有淡倉或許是一項有利的策略。前20種大宗商品中沒有農產品，可能是由於這些資產固有的季節性使然。事實上，在相對較短的時間裡，農產品往往是價格漲幅最大的大宗商品。理論上來說，經歷自然災害或重大天氣事件後，麵包師或牧民等終端用戶能獲得的最後一蒲式耳小麥，可能具有幾乎無限的價值。

表 11：大宗商品回報率的正向不對稱

排名	最大收益			最大跌幅		
	大宗商品	截至 12 個月	12 個月回報率 (%)	大宗商品	截至 12 個月	12 個月回報率 (%)
1	天然氣	2000 年 12 月 29 日	301	天然氣	2001 年 12 月 31 日	-82
2	鎳	2007 年 3 月 30 日	245	天然氣	2009 年 6 月 30 日	-78
3	鎳	2007 年 2 月 28 日	222	天然氣	2006 年 9 月 29 日	-78
4	鉛	2007 年 7 月 31 日	197	天然氣	2002 年 1 月 31 日	-76
5	銅	2006 年 5 月 31 日	193	天然氣	2009 年 4 月 30 日	-75
6	鎳	2007 年 4 月 30 日	192	天然氣	2006 年 12 月 29 日	-75
7	鎳	2006 年 11 月 30 日	185	天然氣	2009 年 8 月 31 日	-74
8	鎳	2006 年 10 月 31 日	182	天然氣	2009 年 5 月 29 日	-74
9	鋅	2006 年 5 月 31 日	180	天然氣	2002 年 2 月 28 日	-72
10	鎳	2007 年 1 月 31 日	175	天然氣	2006 年 10 月 31 日	-72
11	天然氣	2003 年 2 月 28 日	174	原油	2009 年 4 月 30 日	-72
12	鋅	2006 年 10 月 31 日	174	天然氣	2009 年 7 月 31 日	-71
13	鉛	2007 年 6 月 29 日	174	天然氣	2001 年 11 月 30 日	-70
14	鉛	2007 年 8 月 31 日	171	原油	2009 年 6 月 30 日	-70
15	鎳	2006 年 12 月 29 日	170	原油	2009 年 2 月 27 日	-69
16	鋅	2006 年 7 月 31 日	167	鉛	2009 年 2 月 27 日	-69
17	銀	2011 年 4 月 29 日	158	鎳	2009 年 2 月 27 日	-69
18	鋅	2006 年 6 月 30 日	158	天然氣	2009 年 3 月 31 日	-69
19	鋅	2006 年 11 月 30 日	157	天然氣	2006 年 11 月 30 日	-68
20	鉛	2007 年 9 月 28 日	155	鎳	2009 年 3 月 31 日	-68

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1999 年 12 月至 2019 年 10 月的數據。過往表現並不保證未來業績。表格僅供說明用途。

戰術性投資的概念關乎於將個別大宗商品用作基石的理念。

大宗商品作為策略性的交易工具：市場參與者亦可能會將大宗商品用於短期戰術目的。正如前文所述，戰術性投資的概念關乎於將個別大宗商品用作基石的理念。戰術性資產配置或會基於大宗商品基本因素、宏觀經濟數據及價格趨勢，並以基本或系統的方式實行。當涉及對長期股票債券組合作出臨時調整，以回應廣泛宏觀經濟狀況或基於估值指標的股票配置中的行業偏向時，不少多元資產投資者均能充分利用戰術性偏向的概念。而在調整大宗商品等傳統上規模較小的另類資產配置時，投資者通常會變得更加謹慎。而某些猶豫是因為專業知識、成本及後勤交易限制所致。

從環境、社會及管治 (ESG) 角度來看，個別大宗商品可被用作在戰術上表達該等主題。

基於因子的投資是指對持續風險溢價的識別，而這種風險溢價能以基於規則的方式有系統地衡量及有利地獲取。

大宗商品是一個獨特的市場，在這個市場裡，目標不同的參與者能在期貨曲線上進行互動，從而創造持續有收獲的風險溢價。

大宗商品並不像股票和債券那樣能產生收益的資產。價格變動取決於特定大宗商品或特定組別大宗商品供需的基本變化。因此，或許大宗商品更應被視為一種投機或交易資產。

最後，從環境、社會及管治 (ESG) 角度來看，個別大宗商品可被用作在戰術上表達該等主題。投資者對大宗商品市場的參與度可能與 ESG 整合在投資過程中日漸受到的關注並不完全矛盾。事實上，大型機構投資者可能希望利用其對資產價格的影響力，挑選出個別大宗商品中的贏家和輸家，從而改變大宗商品市場的結構。大宗商品確實能輕易地進行多頭和空頭交易，使得這種方法既可行，又具有成本效益。這種方法涉及到投資者參與度的概念，而不僅是保留一席之地來影響公司行為和推動特定的行業變化和結構性調整。這是標普道瓊斯指數計劃在後續研究中所要審視的主題。

利用大宗商品風險溢價：基於因子的投資是指對持續風險溢價的識別，而這種風險溢價能以基於規則的方式有系統地衡量及有利地獲取。其假設系統性風險因素能解釋大部分長期資產回報。

風險溢價的基本理念是，投資者實際上可透過向其他投資者銷售保險，及（就大宗商品而言）向對沖者銷售保險，來實現可重覆的回報。如果大宗商品市場上普遍存在非尋求盈利的參與者，可能會使大宗商品風險溢價因素變得更加吸引。

為了讓風險溢價策略變得穩健和持久，投資者應考慮到，個別策略是具有經濟學的理據支持，而不是建立在過度的數據挖掘和回溯試算上。在大宗商品市場，利差等概念具有很強的經濟學原理。

大宗商品市場十分適合風險溢價策略。在這個獨特的市場裡，目標不同的參與者能在期貨曲線上進行互動，從而創造持續有收獲的風險溢價。這個過程亦相對較為新穎，而與其他主要資產類別不同的是，目前幾乎沒有證據證明，市場上的大宗商品風險溢價正被套利出去。現在有大量的學術研究和從業員均認為，要將風險溢價策略應用至大宗商品以及對大宗商品特定風險因素的識別方面。³

³ Miffre, J., 2016年。Long-Short Commodity Investing: A Review of the Literature、Journal of Commodity Markets 1。

結論

應鼓勵市場參與者重新審視其大宗商品配置。

大宗商品是一種獨特的資產類別。過去十年，大宗商品在多元化投資組合內所產生的利益，理所當然地受到了投資者的質疑。對於長期支持大宗商品的人所吹捧的分散投資和抵禦通脹觀點，或許在某程度上仍然有效。不過，亦有必要考慮採納新的策略，以便從大宗商品獨有的特性中獲得更多收益。這些並非沒有風險，還可能需要只有規模最大、經驗最豐富的市場參與者才具備的專業知識水平。儘管如此，亦應鼓勵市場參與者重新審視其大宗商品配置。如果重新審視多元化投資組合能如何更有策略地併合個別大宗商品工具，以及考慮大宗商品是否獲納入早已流行的基於因子的投資領域，事實或許會證明，這樣做是有好處的。

表現披露

標普高盛大宗商品指數於 1991 年 4 月 11 日推出。標普高盛大宗商品光能指數於 1991 年 5 月 1 日推出。標普高盛大宗商品風險權重指數於 2013 年 4 月 11 日推出。標普高盛大宗商品動態展期指數於 2011 年 1 月 26 日推出。標普實物資產股票指數於 2016 年 3 月 18 日推出。標普美國綜合債券指數於 2014 年 7 月 15 日推出。指數發佈日期之前呈報的所有資料均為假設（回溯試算），並非實際表現。回溯試算的計算基準與指數發佈日生效的計算方法一致。然而，當為市場異常期間或其他未能反映目前一般市況期間的回溯試算歷史時，可放寬指數編製方法規則，以獲取足夠數量的證券，來模擬指數所衡量的目標市場或所採用的策略。例如，可降低市值和流動性門檻。有關完整的指數編製方法詳情，請瀏覽 www.spdji.com。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。

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方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。

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、成分股增減準則及所有指數的計算），請瀏覽 www.spdji.com 有關指數計算方法文件。

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、固定收益或大宗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水平及表現，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追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／基金的實際及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%（即 27,200 美元）。

一般免責聲明

版權所有© 2020 標普道瓊斯指數有限責任公司。保留所有權利。標準普爾（標普）、標普 500 指數、標普 500 低波動指數、標普 100 指數、標普綜合 1500 指數、標普中型股 400 指數、標普小型股 600 指數、標普 GIVI 指數、GLOBAL TITANS 指數、股息貴族指數、標普目標日期指數、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均為標準普爾金融服務有限責任公司（標普全球「標普」的分支機構）的註冊商標。道瓊斯、DJ、DJIA 及道瓊斯工業平均指數均為道瓊斯商標控股有限責任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，簡稱「道瓊斯」）的註冊商標。這些商標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許可，不得轉發或複製全部或部分內容。本文件不構成標普道瓊斯指數有限責任公司、標普、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。除若干定制的指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有資料均屬客觀資料，並非專為滿足任何人士、實體或群體的需求而設。標普道瓊斯指數就授權第三方使用其指數及提供定制計算服務收取報酬。指數的過往表現並非對未來業績的指示或保證。

投資者不可直接投資指數。指數所代表的資產類別，可透過基於該指數的可投資工具進行投資。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並尋求提供基於任何指數表現之投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數概不保證基於指數的投資產品將會準確追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，且標普道瓊斯指數概不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。決定投資任何此類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，方投資於任何此類投資基金或其他工具。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，以及作出任何相關投資決定的稅務後果。將某隻證券納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買賣或持有該證券，亦不應視為投資意見。

此等材料乃基於公眾一般可獲得且相信屬可靠來源的資料編製，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，概不得以任何手段採用任何形式修改、反編譯、轉載或分發此等資料所載的任何內容（包括指數資料、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其輸出結果）或其任何組成部分（統稱「有關內容」），亦不得將有關內容存儲在資料庫或檢索系統中。有關內容概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數據供應商與授權人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）並不保證有關內容的準確性、完整性、適時性或可用性。標普道瓊斯指數各方概不對因使用有關內容而引致的任何錯誤或遺漏負責，不論原因為何。有關內容乃「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）保證有關內容用於特定目的或用途的適銷性或合適性、保證不存在安全漏洞、軟件錯誤或缺陷，令有關內容的運行不會中斷或有關內容將與任何軟件或硬件配置一併運行。標普道瓊斯指數各方在任何情況下概不就使用有關內容而引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或利潤及機會成本損失）向任何人士承擔任何責任，即使在已獲知可能會發生該等損害的情況下亦然。

標普全球分開經營其不同分部及業務單位的若干活動，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。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所未掌握的資料。標普全球已制定政策和流程，對所獲取與各項分析流程相關的若干非公開資料加以保密。

此外，標普道瓊斯指數向眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構及金融中介）提供廣泛服務或提供與之相關的廣泛服務，因此可能會向該等機構（包括標普道瓊斯指數可能會對其證券或服務作出推薦、評級、納入投資組合模型、評估或以其他方式介紹的機構）收取費用或其他經濟利益。