

# 指數流動性概覽： 2024 年標普道瓊斯指數掛鉤交易 摘要

## 作者

**Anu R. Ganti**，CFA

美國指數投資策略主管

[anu.ganti@spglobal.com](mailto:anu.ganti@spglobal.com)

**Tim Edwards** 博士

指數投資策略

董事總經理

[tim.edwards@spglobal.com](mailto:tim.edwards@spglobal.com)

**Igor Zilberman**

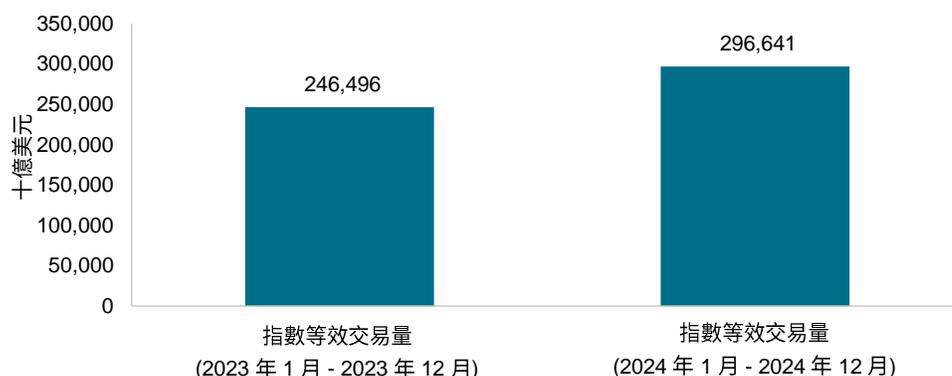
指數資本市場總監

[igor.zilberman@spglobal.com](mailto:igor.zilberman@spglobal.com)

健康的交易生態系統可以提高價格透明度和市場效率，讓不同節奏的市場參與者都能放心交易 - 從高度活躍的主動型戰術交易者，到買入並持有的被動型投資者皆然。本文在 [2023 年](#) 的分析基礎上更新，調查了與標普道瓊斯指數公司 (以下簡稱「標普道瓊斯指數」) 所編製指數掛鉤的上市產品交易量。調查結果涵蓋各資產類別和產品類型，有助於讀者深入洞悉指數掛鉤產品在全球資本市場中日益增長的影響力。

- 2024 年，標普道瓊斯指數掛鉤產品交易的經濟價值增長了 **50 萬** 億美元。
- 對指數掛鉤產品的使用越來越主動，標普道瓊斯指數產品的持有期中位數從 **222 天** 降至 **198 天**。
- 行業板塊產品對於表達市場觀點具有十分重要的作用，我們注意到與此類指數掛鉤的交易所交易期貨的使用量不斷上升。

圖 1：標普道瓊斯指數掛鉤產品交易量同比上升 20%



來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 12 月 31 日。更多詳細信息參見後文。圖表僅供說明之用。

請註冊接收我們最新的研究報告、教育和評論文章：

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

# 為何要選擇指數追蹤策略？

指數基金在 50 年前還難得一見，如今已是全球金融市場的重要力量<sup>1</sup>。在被动型投資增長的同時，可交易 (即上市) 指數化產品的供應和使用量也顯著上升<sup>2</sup>，讓主動型和被动型使用者都獲益匪淺。

其中一個益處是促進了價格發現機制。例如，現在追蹤標普 500® 指數的上市產品相互補充，基本上實現了全天 24 小時交易，包括在全球各地市場上市的期貨和交易所交易基金 (ETF)。投資者不再需要等到相關證券交易所開市後才能評估隔夜事件的影響，美國股市開盤價通常符合前一刻的美股期貨交易價格的事實就證明了這一點。

另一個益處是提高了市場效率。例如，與標普 500 (The 500™) 指數掛鉤的交易生態系統規模龐大、流動性極佳，為追蹤該指數的 ETF 提供了充分的報價支援，讓套利者和做市商可透過將一種產品的交易與另一種產品的交易 (通常包括與同一指數掛鉤的期貨和期權等衍生品) 進行組合，從而減少定價錯誤。

此外，由於能夠利用各種差異，經常使用指數化產品的使用者可透過仔細審查指數價格、成分或編製方法的每一次變動來提升透明度。

所有這些都有助於市場參與者保持信心，確信諸如標普 500 指數這樣的指數能夠忠實地複製目標市場，並且獲得許可的產品能夠緊密追蹤相關指數。

因此，除說明高頻市場參與者的影響力之外，交易量數據還表明更好的流動性帶來了潛在的網路效應：一個受套利者嚴密「巡查」的市場，或許正是讓指數與其目標之間、指數掛鉤產品與其要追蹤的指數之間聯絡更為緊密的地方。

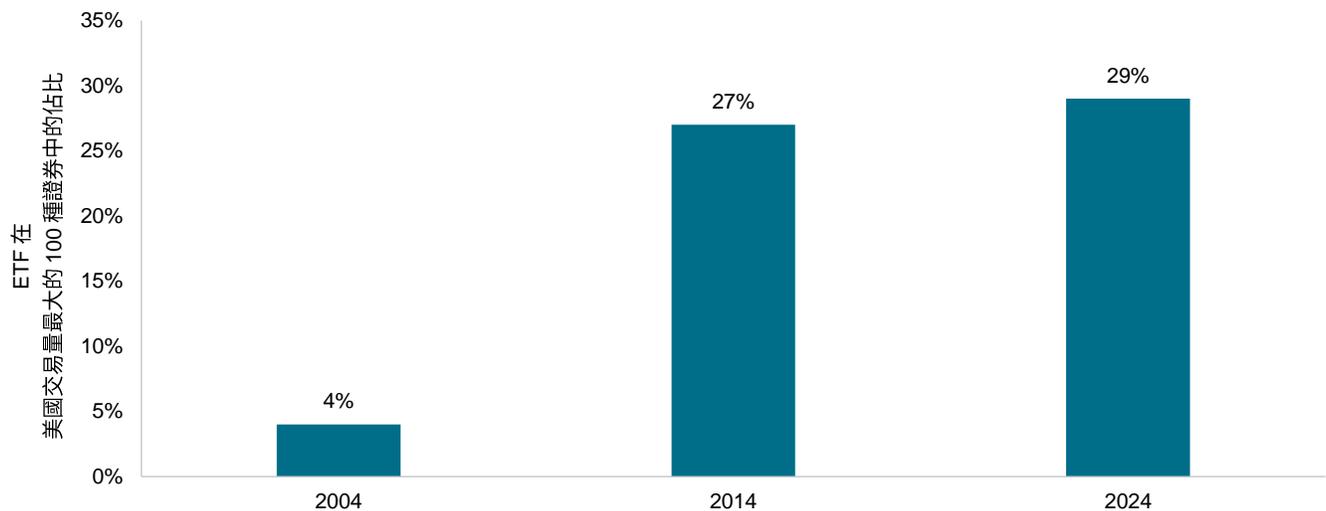
<sup>1</sup> Anu Ganti 和 Craig Lazzara，「[基金經理人之過](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2022 年 11 月 22 日。

<sup>2</sup> 第一隻追蹤標普 500 指數的共同基金於 1976 年成立，第一隻追蹤同一指數的期貨於 1982 年上市，第一隻上市期權於 1983 年出現，第一隻 ETF 於 1993 年成立，全球產品種類不斷豐富。另見本文中「標普 500 指數交易生態系統」部分，以及 Tim Edwards 等人的「[主動與被動共鳴：指數掛鉤產品的交易頻率](#)」，《Beta 投資策略雜誌》，2024 年冬季刊。

## 標普道瓊斯指數的指數等效交易量

ETF 的增長尤其凸顯了指數化策略的增長，全球產品種類愈加豐富，資產規模也保持快速增長之勢<sup>3</sup>。圖 2 說明，ETF 在交易量最大的美國證券中佔比不斷上升。2024 年，按美元交易量計算，指數追蹤類 ETF 在交易量最大的美國上市權益類證券中佔比近三分之一（在前 100 種證券中佔 29 種），相比 2004 年增長了七倍。

圖 2：指數化產品在交易量最大證券中佔比近三分之一



來源：標普道瓊斯指數有限公司、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。圖表僅供說明之用。

指數化策略還包括期貨、期權和 ETF 期權等工具，產品種類已超越傳統 ETF 工具，包括槓桿和反向交易所交易產品 (ETP) 等<sup>4</sup>。要全面總覽與每個指數掛鉤的所有相關產品交易統計數據，我們必須指明如何處理不同類型產品 (包括期權) 的交易。

指數等效交易量 (IET)<sup>5</sup> 旨在反映所交易指數在交易發生時的經濟風險敞口，並根據金融工具相對於相關指數變動的短期響應來確定<sup>6</sup>。

<sup>3</sup> 「ETF 影響報告 2025-2026」，道富投資管理公司，2025 年 5 月。雖然一些 ETF 屬於主動管理型，因此未追蹤任何指數，但絕大多數產品和資產都與指數掛鉤。

<sup>4</sup> 「ETP」一詞通常是指 ETF 以及其他相關或相似但法律上不同的結構，包括交易所交易信託、槓桿和反向 ETF 以及交易所交易票據。

<sup>5</sup> 參見 Tim Edwards 等人的「流動性格局：標普道瓊斯指數掛鉤交易」，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 9 月 16 日。

<sup>6</sup> 有關如何計算各種產品類型的 IET 的詳細信息，參見附錄。

圖 3 詳細分析了與標普道瓊斯指數的所有指數相關的 IET。圖中的數據涵蓋追蹤 800 多個指數、並在近 30 個國家和地區上市的 1,614 種產品，為 12 個月交易期的數據。它涵蓋了股票和債券，不僅擁有強大的可交易股票指數生態系統，同時其固定收益指數生態系統也在不斷壯大<sup>7</sup>。

圖 3：標普道瓊斯指數的 IET

指數類別	IET (十億美元)			
	總計	期貨	期權	ETPs
<b>美國寬基股票市場指數</b>				
標普 500 指數	273,454	117,870	143,922	11,662
道瓊斯工業平均指數®	8,486	7,603	150	733
標普中型股 400 指數®	1,203	943	2	258
<b>國際股票市場指數</b>				
S&P/ASX 200 指數	1,933	1,843	80	10
S&P/TSX 60 指數	1,375	1,313	7	56
<b>股票行業板塊指數</b>				
標普 500 行業板塊指數	3,591	447	259	2,885
其他股票行業板塊指數	1,920	58	163	1,699
<b>固定收益指數</b>				
iBoxx 高收益債券指數系列	926	12	143	771
iBoxx 投資級債券指數系列	817	10	38	769
<b>其他</b>				
VIX®/期權策略	1,319	920	134	266
所有其他標普道瓊斯指數掛鉤產品	1,615	136	5	1,475

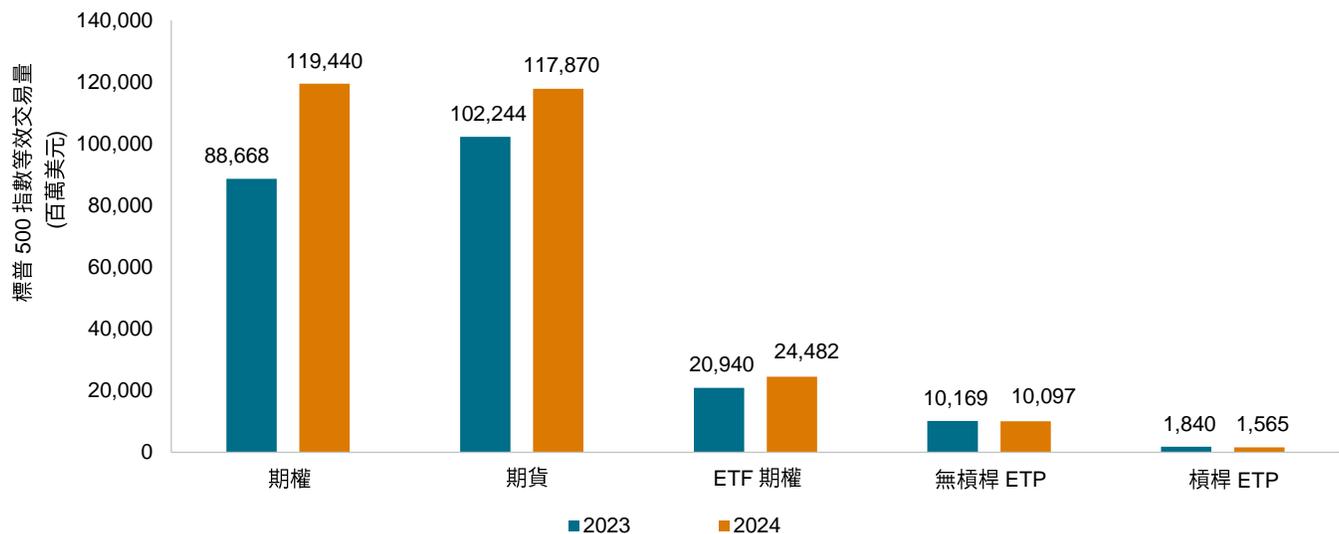
來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。共有三種產品類別，每種產品都歸入其中一種：期貨、期權和 ETP，後者包括「普通」ETF 以及不太常見的結構，如槓桿和反向 ETF 以及交易所交易票據 (ETN)。請注意，期權欄包括指數掛鉤期權和指數掛鉤 ETP 期權。更多詳細信息參見附錄。圖表僅供說明之用。

<sup>7</sup> Nicholas Godec 對固定收益指數市場的上市交易量進行了調查，詳見「[2024 年固定收益指數盤點](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2025 年 1 月 17 日。

## 標普 500 指數交易生態系統

圖 3 中總量的很大一部分由標普 500 指數貢獻，高達 273 萬億美元；圖 1 年度統計數據所示超過 50 萬億美元增長中的很大一部分也由該指數貢獻。圖 4 詳細分析了各類標普 500 指數掛鉤產品的增長情況。

圖 4：標普 500 指數掛鉤產品的交易量增長了 50 萬億美元



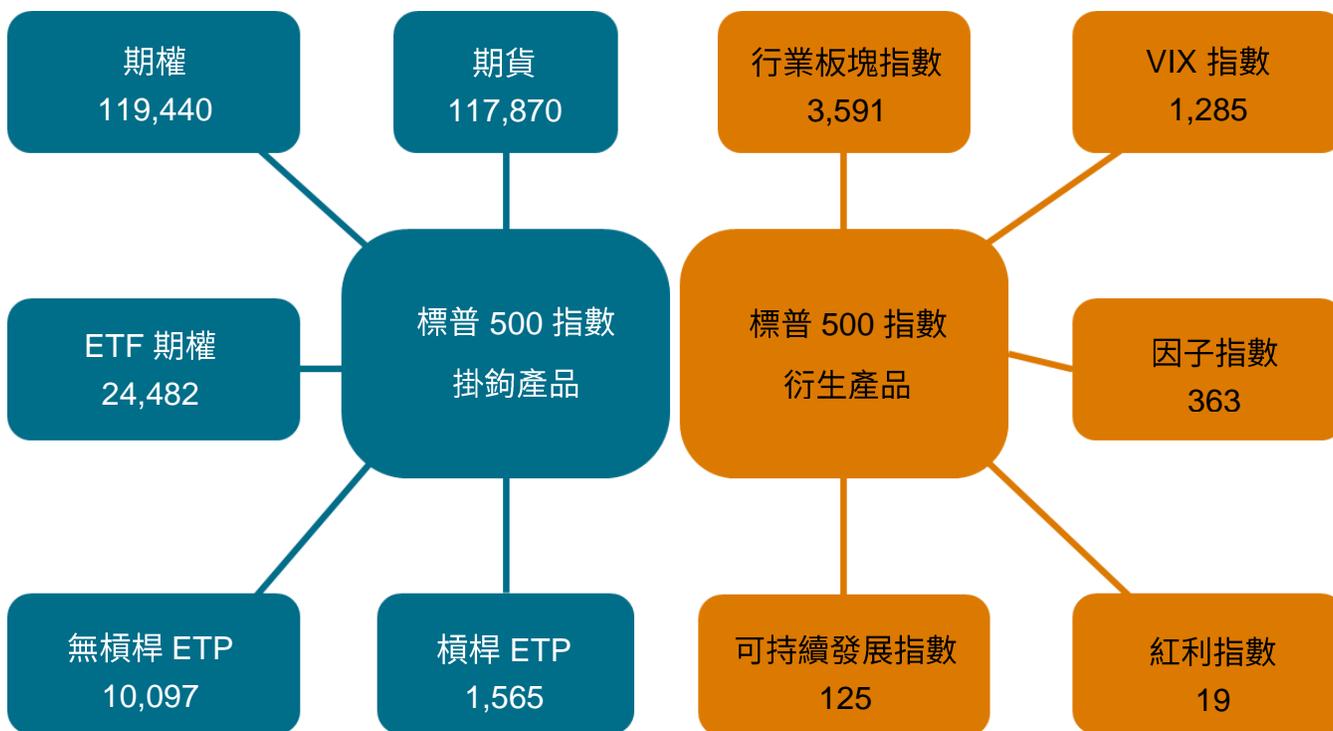
來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。截至 2024 年 12 月 31 日止 12 個月期間和截至 2023 年 12 月 31 日止 12 個月期間的數據。圖表僅供說明之用。2024 年期權 IET 使用的乘數為 0.23，與 2024 年的平均值一致。更多詳細信息參見附錄。

每種產品都有自己的市場，使參與者能夠對沖頭寸或表達方向性觀點。這些產品相互結合，透過實現在不同的市場之間轉移風險，因此形成的聯繫有助於提高市場效率。特別是這一生態系統不僅囊括了各種不同的產品類型，還涵蓋了相關的指數和產品。圖 5 左側的節點展示了這種聯繫的最簡單形式，其中僅說明了與標普 500 指數相關的交易生態系統。圖 5 右側的元素展示了標普 500 衍生指數 (例如行業、因子和紅利指數) 掛鉤產品的 IET。這些產品另外貢獻了 5 萬億美元的交易額，使標普 500 指數生態系統的總 IET 達到 279 萬億美元。

價格和交易量的聯繫出現在圖 5 的左側，透過套利環節和風險轉移，從而使一種產品的流動市場可用於支援另一種產品的定價。例如，標普 500 指數期權的做市商可以利用期貨來對沖 Delta 風險敞口，標普 500 指數 ETF 的賣家可以使用看漲期權來管理持倉風險，機構投資者可以在盤中

使用 ETF，而在盤後使用非美國上市 ETF 或期貨來應對收盤後發生的宏觀事件<sup>8</sup>。圖 5 右側元素之間的聯繫依賴於各元素與中心的聯繫。例如，可以使用標普 500 行業板塊指數按適當比例加權來複製標普 500 指數，從而實現套利。整個生態系統中的相互關係不僅有利於價格發現，也有助於提高市場效率，這些效益可理解為流動性的網路效應。

圖 5：標普 500 指數生態系統 - 總 IET (十億美元)



來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。截至 2024 年 12 月 31 日止 12 個月期間的數據。圖表僅供說明之用。更多詳細信息參見附錄。

## 被動型產品的主動使用

威廉·夏普 (William Sharpe) 在著名的《主動管理的算術》(The Arithmetic of Active Management) 一書中將投資者分為主動型和被動型兩類。他的結論認為，在假設性的程式化市場中，普通主動型投資者扣除成本後的業績必定跑輸大市。不過現實會更為複雜：若按夏普的定義，真正長期買入並持有一組證券而不做任何調整的被動型市場參與者極為稀少。此外，也有主

<sup>8</sup> 參見「流動性格局：標普道瓊斯指數掛鉤交易」(同上)，其中介紹了全球標普 500 指數流動性生態系統的增長情況。

動型投資者持有和買賣指數掛鉤產品。圖 2 顯示，ETF 在交易量最大證券中的佔比不斷上升，而圖 3、4 和 5 則顯示，對被動型產品的主動使用證據十分明顯且不斷增加<sup>9</sup>。

有多主動？為了衡量使用指數掛鉤產品的市場參與者行為，我們將交易量與投資資產規模 (或期貨和期權的未平倉頭寸) 進行比較，從而估計市場參與者的平均持有期。例如，假設某基金的穩定資產規模為 1 億美元，一年期間的總交易量為 2 億美元。用第一個數字除以第二個數字，即可得出隱含平均持有期為六個月。當然，任何證券的投資者結構都會較為複雜，不同投資者有不同的交易頻率；「平均」很可能並非典型<sup>10</sup>。

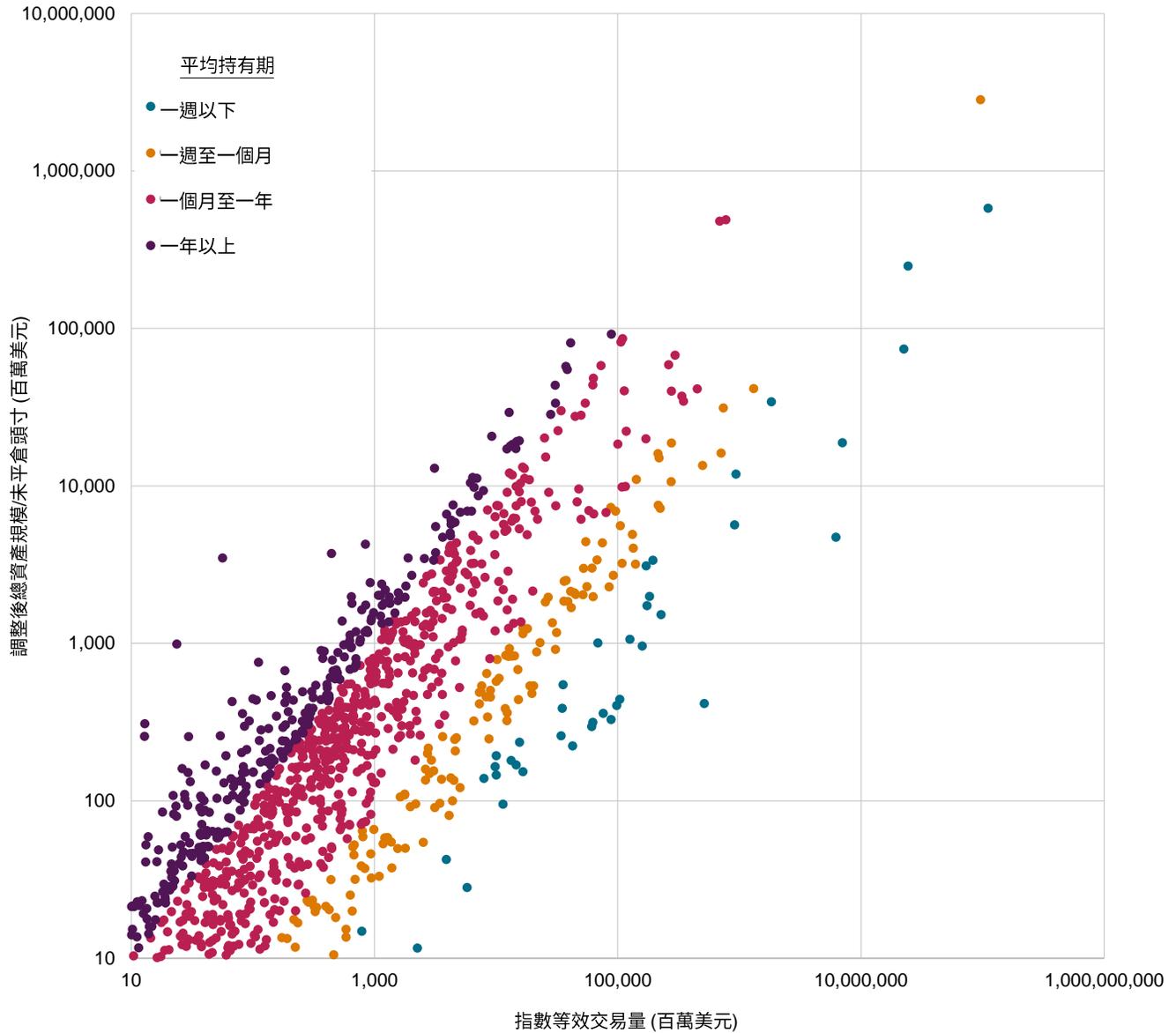
圖 6 直觀地展示了標普道瓊斯指數掛鉤產品的交易量和資產規模範圍。散點圖中的每個數據點代表一種許可產品，顏色代表每種產品的資產規模與交易量之比 (即代表隱含的平均持有期)。為了估計所持有或交易的相關指數的經濟風險敞口，資產和交易量數據都經過調整<sup>11</sup>。為確保聚焦投資者和交易者關注較多的產品，我們的樣本僅限於 ETP、期貨、ETP 期權以及平均資產和年交易量至少 1,000 萬美元的期權 (按照與 IET 相同的方式進行調整)。

<sup>9</sup> 參見「[主動和被動共鳴：指數掛鉤產品的交易頻率](#)」(同上)。

<sup>10</sup> 如果一個投資者每天交易 100 次，而另外 99 個投資者持有且從不賣出，那麼會觀察到這些交易者平均每天交易一次，雖然在數學上是正確的，但其實很有誤導性。由於做市商和其他高頻參與者的存在，我們懷疑對於許多指數化產品，不同所有者的持有期分佈會存在偏斜。

<sup>11</sup> 每種產品的交易量和資產規模都按照附錄中詳述的 IET 編製方法，根據相同的因子進行了調整。

圖 6：標普道瓊斯指數相關產品的資產規模和交易量



來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。調整後資產規模/未平倉頭寸為平均值，IET 交易量為全年加總值。調整後資產規模或 IET 交易量不足 1,000 萬美元的樣本已被截斷。每種產品的平均持有期天數 = (資產規模/IET) x 365。數據截至 2024 年 12 月 31 日。圖表僅供說明之用。注意：橫縱兩軸均使用對數刻度。

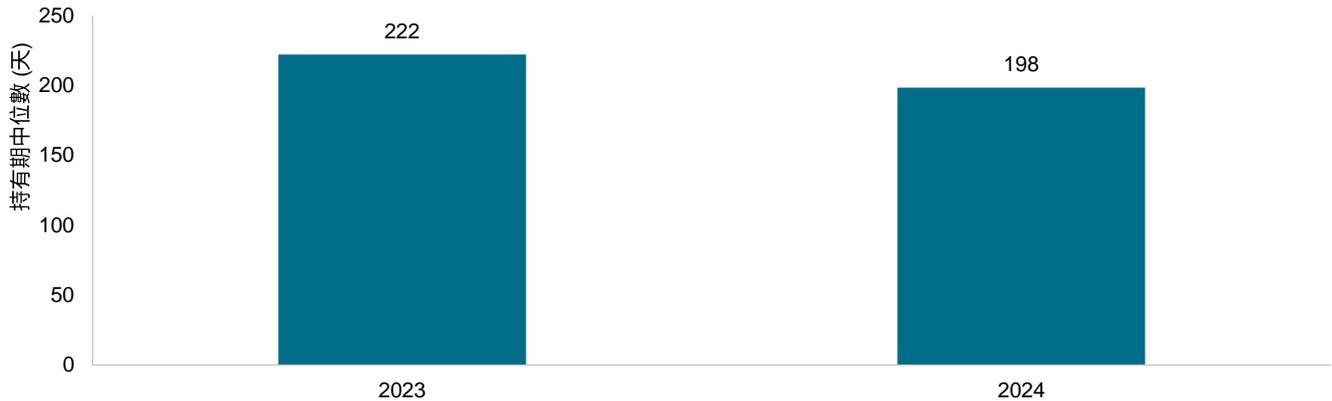
圖 6 顯示，多種產品都涉及與其資產餘額相比較高的平均交易頻率，證實至少某些指數掛鉤產品與部分高度活躍的主動型投資者有關。

圖 7 透過更廣泛的彙總統計數據，展示了圖 6 中所代表全部產品的未加權持有期中位數，以及上年的同口徑數據<sup>12</sup>。2024 年所有產品的持有期中位數為 198 個日曆日 (即近 7 個月)，相比上

<sup>12</sup> 為避免疑問：中位數是根據不同產品的平均持有期分佈計算得出，而非根據不同市場參與者的平均持有期分佈計算得出。

年報告的 222 天下降了近 10%。按資產加權平均值計算，由於對流動性最高的產品興趣較大，平均持有期大幅縮短（僅為 9 天），與 2023 年報告的情況一致<sup>13</sup>。

**圖 7：產品持有期中位數下降**



來源：標普道瓊斯指數有限公司、FIA、彭博。調整後資產規模或 IET 交易量不足 1,000 萬美元的樣本已被截斷。數據截至 2024 年 12 月 31 日，基於 2024 日曆年的數據。圖表僅供說明之用。

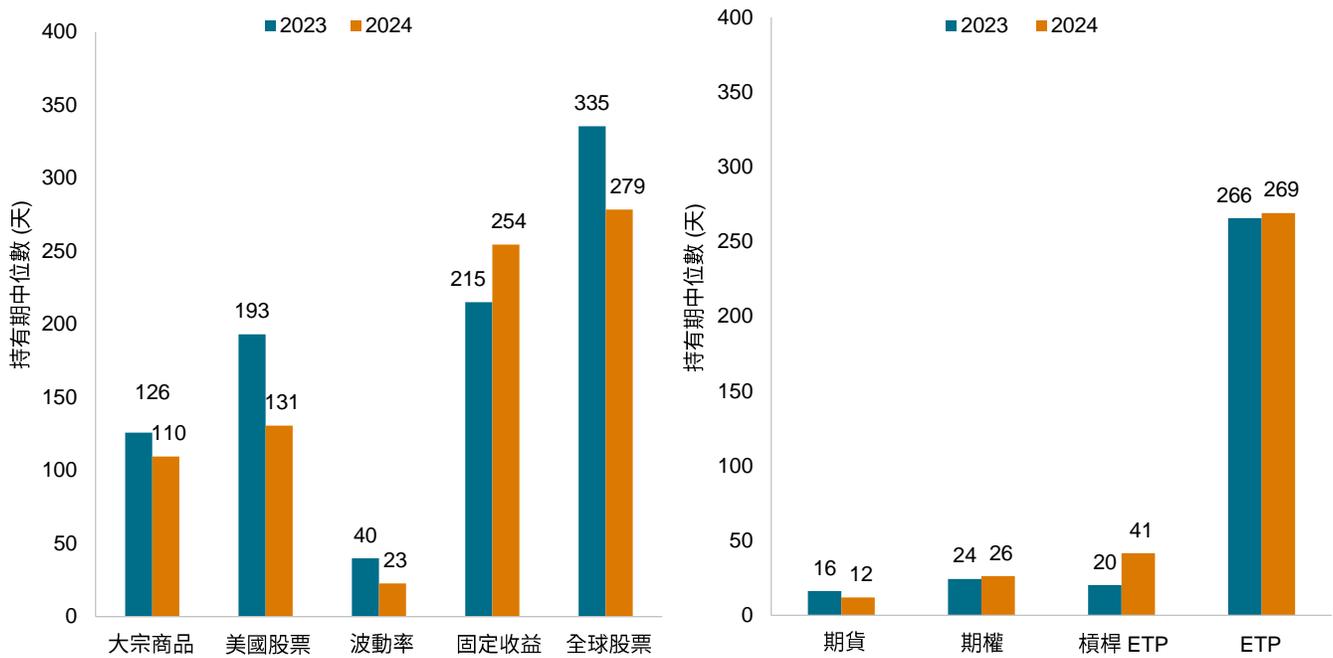
通過比較資產規模（或未平倉頭寸）和交易量，以及由此得出的平均持有期，就可以了解各種產品的主動程度。圖 8 按資產類別和產品類型彙總了整個樣本的數據。這使我們能夠證實多項結論。例如，期貨、槓桿 ETP 和期權的整體持有期中位數明顯更短，這與短線市場參與者更大量使用前者的預期吻合。

圖 8 還展示了與上年相比的變化。但應注意，這種變化或與市場參與者的構成以及現有參與者的行為變化有關（或許是兩者變化的相互矛盾或相互強化組合所致）。例如，固定收益產品持有期中位數上升可能是因為投資者延長了債券產品的持有期，也可能是因為被動傾向的市場參與者更多接納固定收益指數產品所致<sup>14</sup>。值得注意的是，圖 8 顯示固定收益指數產品的持有期上升，而美國和全球股票產品的持有期總體下降，儘管速度有快有慢。

<sup>13</sup> 參見「[流動性格局：標普道瓊斯指數掛鉤交易](#)」（同上）。

<sup>14</sup> 對於被動型投資在固定收益指數市場中變得更加重要的可能性，詳見 Tim Edwards、Anu R. Ganti 和 Agatha Malinowski 的「[龜兔賽跑：被動型策略的債券投資潛力評估](#)」一文，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 2 月。

圖 8：持有期中位數因資產類別和產品而異



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 2024 日曆年的數據。圖表僅供說明之用。

## 行業板塊聚焦

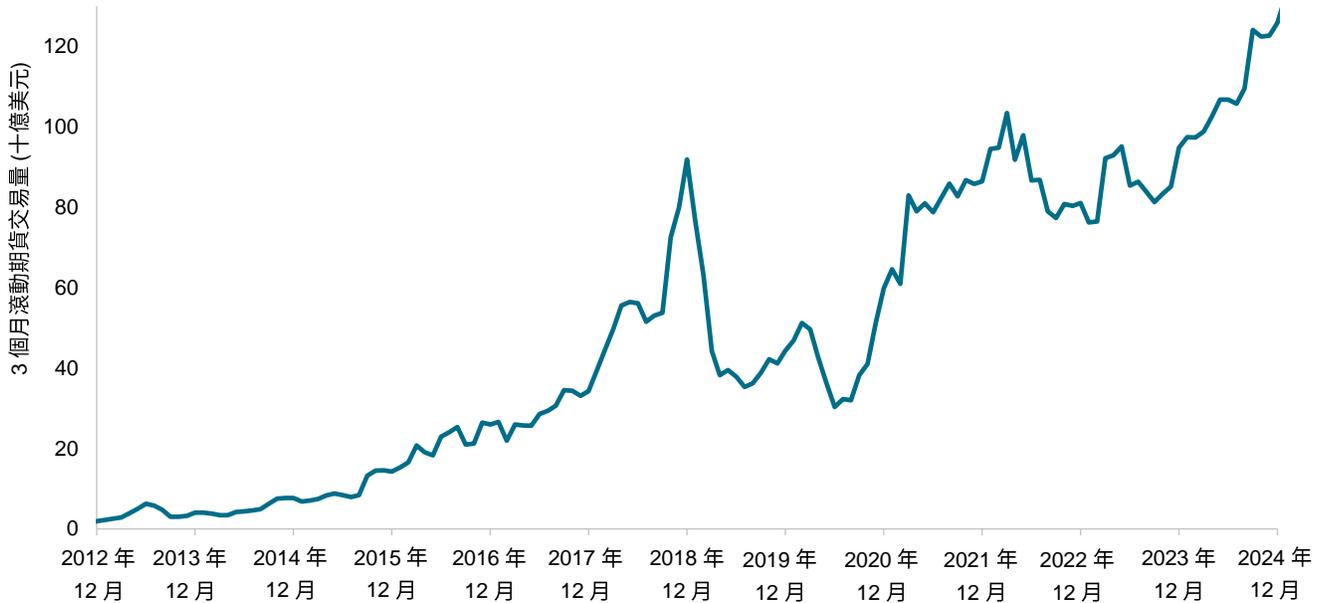
基於行業板塊的投資工具並非新事物。例如，基於美國主要行業板塊的 ETF 早在 1990 年代末就已出現<sup>15</sup>，與標普道瓊斯指數的行業板塊指數掛鉤的 ETF 和期貨相關資產在十年內增長了近三倍，到 2024 年 6 月達到 4,000 億美元以上<sup>16</sup>。標普道瓊斯指數行業板塊 ETP 交易量增長至該水平的近 10 倍，截至 2024 年底達到 4 萬億美元，其中約四分之三由標普 500 行業板塊指數貢獻。這相當於上文所述 2024 年美國交易量最大的 100 種上市證券中每種證券平均交易額的五倍。

<sup>15</sup> Tim Edwards 和 Craig J. Lazzara，「[標普 500 指數的行業板塊效應](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2019 年 3 月。

<sup>16</sup> Joe Nelesen 和 Tim Edwards，「[物競天擇：股票行業板塊的戰略與戰術](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 7 月。

對於基於行業板塊的產品，另一個值得注意的變化是近年來對追蹤美國股市行業板塊的期貨使用量上升<sup>17</sup>。標普 500 行業板塊指數期貨一直是標普 500 指數流動性生態系統不可或缺的一部分。圖 9 顯示，到 2024 年底，其三個月累計交易量已超過 1,000 億美元，幾乎是五年前的三倍。

圖 9：標普 500 行業板塊指數期貨交易量持續增長



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CME、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。圖表僅供說明之用。

基於行業板塊的交易策略，不僅可讓採用自上而下資產配置方式的主動型投資者輕鬆表達自己的觀點，同時也可以讓採用自下而上方式的主動型投資者表達對行業板塊相關股票的觀點<sup>18</sup>。與個券相比，行業板塊龐大的市值和迥異的表現，也有助於主動型參與者最佳化其需求，以機動靈活的方式進行不同「押注」<sup>19</sup>。無論出於戰術、戰略還是多元分散之目的，行業板塊指數流動性的不斷壯大，都有利於提高效率，相比整體市場基準指數更精細地實現價格發現。

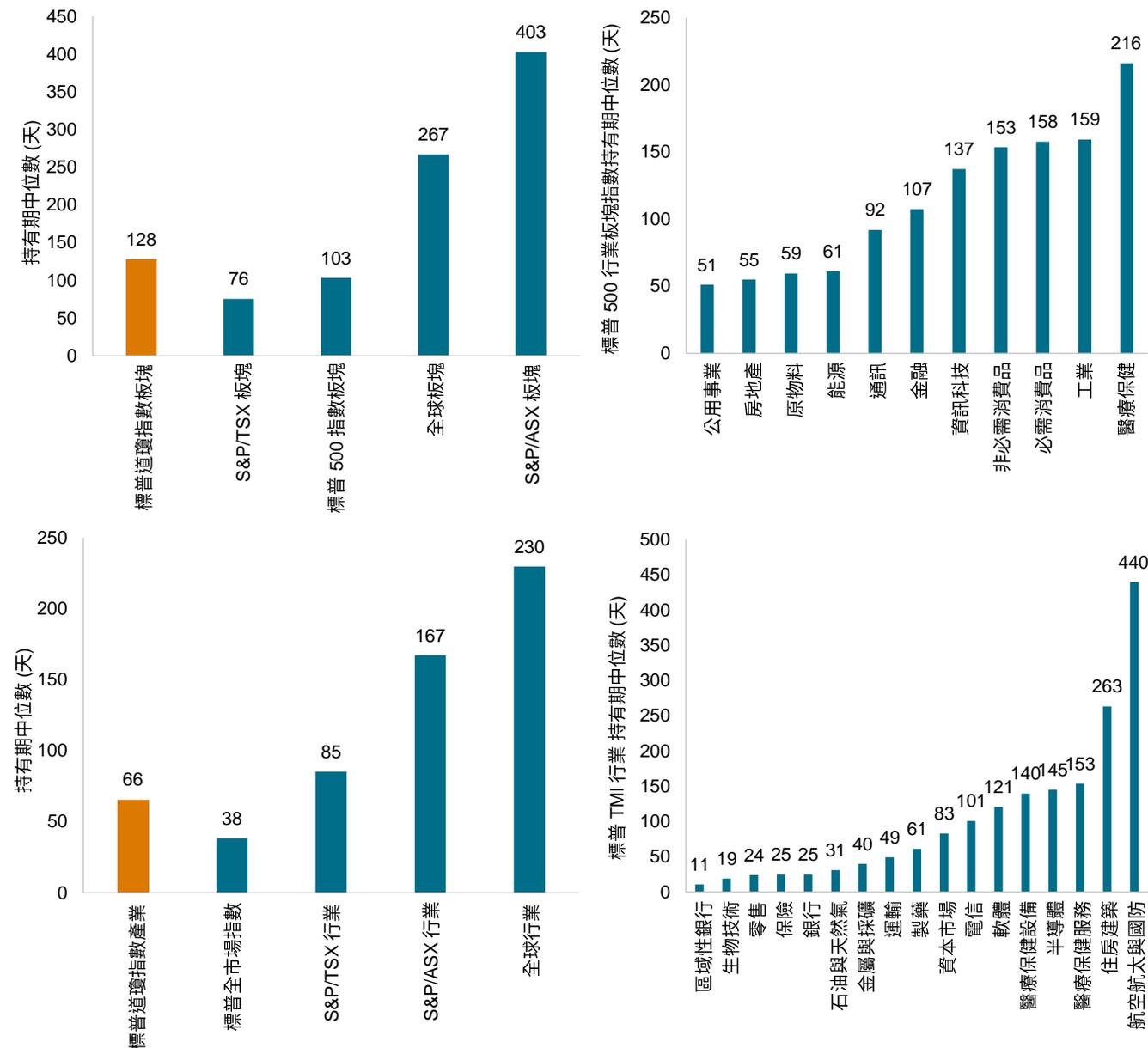
與整體市場指數一樣，追蹤行業板塊指數的產品適合不同種類、不同交易頻率的投資者，無論是追蹤行業板塊基準指數的長期投資者、行業板塊輪動策略，還是通過短線操作表達高度戰術性的觀點或進行對沖。圖 10 展示了各種標普道瓊斯指數掛鉤投資工具的平均持有期 (按之前計算) 的彙總統計數據。

<sup>17</sup> 總體而言，追蹤標普道瓊斯指數行業板塊指數的產品是指根據全球行業分類標準 (GICS®) 編製方法進行分類的產品。該方法將個股由小到大歸入不同子行業、行業、行業組和板塊，形成相互排斥、全面覆蓋的巢狀層次結構。

<sup>18</sup> Tim Edwards 和 Craig J. Lazzara，「[標普 500 指數的行業板塊效應](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2019 年 3 月。

<sup>19</sup> Tim Edwards 等，「[研究的價值：技能、能力與機遇](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2018 年 10 月。

圖 10：持有期中位數因地區和行業板塊而異



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 2024 日曆年的數據。美國以外的地區行業板塊產品包括在加拿大和澳洲提供的產品。圖表僅供說明之用。

標普道瓊斯指數板塊產品的整體持有期中位數為 128 天，但不同地區存在差異，且與美國以外地區和全球相比，美國產品的持有期明顯較短。這可能是因為大多數資產和流動性集中在標普 500 行業板塊指數，而不是代表產品生態系統不太發達地區的板塊指數<sup>20</sup>。

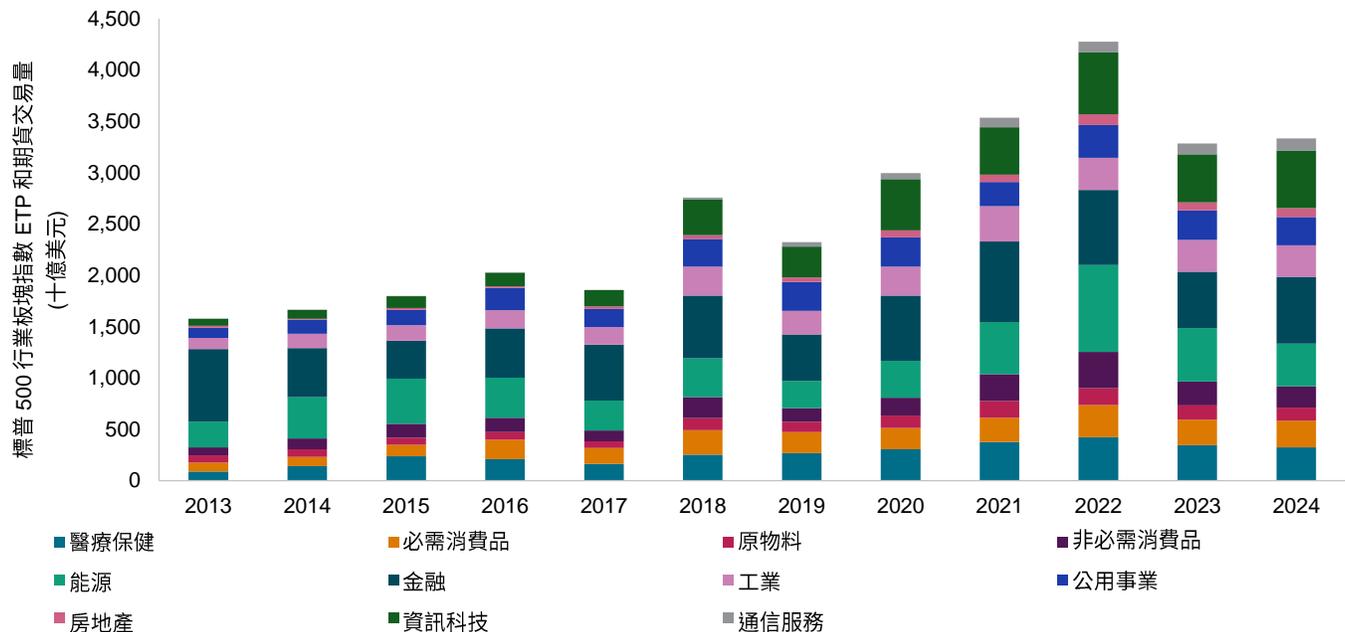
<sup>20</sup> Tim Edwards 等，「[標普 500 行業板塊指數的全球應用](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2018 年 3 月。

行業指數也呈類似的趨勢，不過範圍更窄的標普道瓊斯指數行業指數的總體持有期中位數為 66 天，大約是板塊指數的一半。這些趨勢可能表明投資者對行業指數的使用更加主動，也許是因為投資者將行業指數產品用於戰術目的，以作為其板塊分佈的補充或根據市場或宏觀條件進行更精細的調整。

標普 500 行業板塊指數的持有期中位數各不相同，從公用事業的 51 天到醫療保健的 216 天不等。綜觀各個行業，區域性銀行和生物技術行業的持有期相對較短，表明這些行業的交易更為主動，而住房建築和航空航天與國防行業的持有期較長，分別為 263 天和 440 天。

包括 ETP 和 ETD (特別是期貨) 在內，截至 2024 年，標普 500 板塊指數產品的交易量已增長至超過 3 萬億美元，相比 2019 年增長了近 1 萬億美元<sup>21</sup>。圖 11 詳細分析了各板塊的增長情況。儘管橫跨多個行業板塊，金融和科技產業板塊近年來的交易量大幅增長。

圖 11：標普 500 行業板塊指數 ETP 和期貨交易量增長



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CME、彭博。數據截至 2024 年 12 月 31 日。圖表僅供說明之用。

市場對行業板塊指數衍生產品的日益青睞，只是整體宏觀大勢的一個微觀縮影。產品選擇豐富性和流動性的上升，讓市場參與者可以更高效地配置行業板塊風險敞口；而隨著產品範圍的日益全

<sup>21</sup> Tim Edwards 等，「[指數流動性一瞥：標普道瓊斯指數掛鉤產品的交易量](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2019 年 8 月。

球化，全球市場參與者幾乎可以全天隨時表達有關行業板塊的觀點，從而進一步提升價格發現能力。

## 總結

標普道瓊斯指數生態系統的流動性不斷提升，標普 500 指數產品相關交易量已達 **273** 萬億美元，相比 2023 年增長了超過 50 萬億美元。相比之下，截至 2024 年底，追蹤標普 500 指數的產品或投資組合的管理資產規模或未平倉頭寸增加了約 13 萬億美元<sup>22</sup>。由此我們可以得出以下結論。

- 對被動型產品的使用已變得**越來越主動**，所有產品的持有期中位數在 2024 年下降 24 天，降至 198 天。
- 指數掛鉤產品的流動性上升，有利於提高價格發現能力和市場效率，這不僅對主動型交易者有益，同時也可讓長期被動型投資者對觀察到的價格保持信心。
- 標普 500 行業板塊指數是標普 500 指數流動性生態系統的重要組成部分，其 ETP 和 ETD 交易量已超過 **3** 萬億美元。將行業板塊指數作為戰略或戰術股票配置的工具，是指數掛鉤產品受參與者青睞的典型案列，尤其是對於主動型投資者。

指數化工具種類眾多，包括 ETP、期貨、期權和 ETP 期權等等，有的涵蓋整體市場，有的針對某個細分領域，例如行業板塊或因子，讓各種交易頻率的投資者都能輕鬆表達自己的觀點<sup>23</sup>。指數化產品的市場參與者類型眾多，既有爭分奪秒的高度主動型投資者，也有秉持被動型理念的傳統買入並持有型投資者。但這兩個群體有一個越來越大的共同點，那就是為強大而多樣化的交易生態系統以及相應的網路效應積極做出貢獻。

<sup>22</sup> 「[標普道瓊斯指數年度資產調查](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2025 年 7 月。

<sup>23</sup> Anu Ganti，「[創造力的不和諧音](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 10 月。

## 附錄：計算方法

本附錄詳細說明了指數等效交易量 (IET) 的定義，概括介紹了所使用的數據來源，此外還提供了計算細節。我們還說明了相關產品是如何納入或從總交易量中排除的，並指出了潛在估計誤差的主要來源。總體而言，我們可能低估了指數掛鉤產品的交易規模，因為並非所有潛在相關的產品都納入了分析範圍，也並非所有交易都得到捕獲。本報告的重點是二級市場交易；總交易量數據不包括一級市場交易。

### 指數等效交易量 (IET)

IET 旨在衡量指數相關產品的總體交易經濟價值。關鍵概念是做市商如何在短時間內對沖每筆交易的風險敞口。在計算 IET 時，我們假設產品「按宣傳」那樣追蹤相關指數，並忽略指數掛鉤產品或潛在對沖工具的追蹤誤差的潛在影響。

例如，假設某 ETF 100 份份額的交易價格為每份額 200 美元，則相關 IET 的價值為 20,000 美元。同樣，與每筆期貨交易相關的 IET 由交易合約數量乘以期貨價格再乘以合約交易單位得出。

對於槓桿和反向 ETF，IET 等於相關產品的交易價值乘以相應槓桿倍數的絕對值。因此，200 美元的價格交易 100 份雙重反向槓桿 ETF 份額，對應的 IET 為 40,000 美元。

為了計算期權的估計 IET，我們將每份合約的每月總期權名義交易金額乘以一個旨在估計對相關指數的平均「Delta」(即敏感度) 的乘數。儘管基於不同標的指數的期權所適用的「正確」Delta 值應有所不同，但我們每月對所有期權均採用統一的 Delta 估算值，而無論其掛鉤的是哪個指數。該 Delta 等於當月標普 500 指數期權交易的成交量加權平均 Delta，由芝加哥期權交易所 (Cboe) 根據自己的專有期權定價模型提供。使用的平均乘數為 0.23，並且在 2024 年的 12 個月內介於 0.22 至 0.24 之間。例如，在標普 500 指數期權平均 Delta 為 0.23 的一個月內，有一手 ETF 期權交易的價格為每份額 200 美元，名義期權數為 100 份，則 IET 為 4,600 美元 =  $0.23 \times 100 \times 200$  美元。

## 數據來源及計算

每種產品的交易量和產品特徵等公開數據來自美國期貨業協會 (FIA)、彭博 (Bloomberg LLC) 和若干上市交易所及產品發行人的網站等來源。我們使用這些公開數據來創建 2024 年全年每種產品的美元總交易量。此外還包括並匯總了在其他司法管轄區跨市場上市的交易量 (如可獲得)。此外，期權和槓桿 ETP (包括基金、信託和票據) 的交易金額根據所交易相關指數的「經濟風險敞口」大小進行調整：對於槓桿和反向 ETP，觀察的交易金額會乘以產品槓桿倍數的絕對值 (例如，三倍槓桿反向 ETP 的交易量會乘以三倍，從而代表交易的指數風險敞口價值)。

除交易量之外，我們還獲得了每種產品的全年平均管理資產規模或未平倉頭寸數據 (以美元計算)，對槓桿或 Delta 的調整與上文所述類似。ETP 資產規模根據全年每日數據點的平均值計算，期貨和指數期權是通過月平均值計算的。

## 各指數的產品納入和加總

本次分析共包含 1,614 種不同的產品，其中許多產品涉及多種交易策略。初始產品範圍由標普道瓊斯指數確定，代表截至 2024 年 12 月 31 日的許可產品範圍。

產品列表中包含了少數自稱主動管理但實際上依據許可以標普道瓊斯指數公司的指數為業績比較基準的產品，並且本文作者判斷其主動策略相當於其他地方包含的指數掛鉤產品的組合，不過這些產品的數量不多。其中尤其包括基於標普 500 指數的超賣看漲期權和上下限期權策略等 ETP。該列表不包括下列衍生工具：(1) 彈性交換期權 (「彈性」期權) 和上市憑證，(2) 互換等場外交易 (即使已報告並集中清算)，以及 (3) 與標普道瓊斯指數代表第三方計算的「定制」指數掛鉤的產品。

對於某些基準指數而言，廣泛的相關指數可表達同一基準指數收益的不同方面。例如，標普道瓊斯指數會發佈不同幣種的標普 500 指數水平 (或對沖口徑)，潛在包含或排除紅利，或僅包含扣除預扣稅後的紅利。圖 3 將每個指數的不同幣種、貨幣對沖、價格、淨收益和總收益版本加總到同一指數中。

相關成分股或權重不同的指數將分別計算。例如，[標普 500 等權重指數](#)掛鉤產品的交易量未包含在標普 500 指數相關產品的總交易量中 (儘管這些產品在圖 5 右側的「因子」下有一定貢獻)。

## 偏向

本次研究受倖存者偏向和報告偏差的影響。這兩者對總體數據而言可能為次要或次次要，不過對於具體的細分市場板塊可能有較為顯著的影響，與前幾年相比可能更為顯著。

之前與標普道瓊斯指數公司的指數掛鉤，但在 2024 年 12 月之前退市或改變業績比較基準的產品，並未包括在總交易量數據內。總交易量數據僅包含在 2024 年 12 月與標普道瓊斯指數公司的指數掛鉤，但之前追蹤其他指數的產品。

應注意的是，以本文採用的方式計算「平均」持有期可能會導致結果具有誤導性：可能有些市場參與者長期持有其股票，而其他參與者則通過頻繁交易來抬高平均值，也許很少有市場參與者的持有期剛好為「平均」。

# 一般免責聲明

©2025 標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、標普 500 (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。除某些訂製指數計算服務外，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訂製。標普道瓊斯指數通過將其指數授權給第三方和提供訂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 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。標普道瓊斯指數各方不因使用內容引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特定或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失 (包括但不限於損失收益或損失利益和機會成本) 承擔任何責任，即使已告知可能發生此類損害。

標普全球各分支機構和業務單位的若干活動相互獨立，以保持各項活動的獨立性及客觀性。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 (全球行業分類標準) 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，即使已被告知發生此類損害的可能性亦不例外。