

现代收益的指数化：备兑看涨期权揭秘



Sue Lee

亚太区指数投资策略主管

本文最初于 2026 年 4 月 16 日在 Indexology[®] 博客上发布。

资本市场为投资者提供了包括货币市场利息、债券票息和股票红利在内的多种基础收益来源，同时也存在大量替代性收益渠道。近来，交易所交易基金 (ETF) 行业持续创新，将期权型收益策略推向更广泛的市场参与者。

在美国，无论是机构投资者还是高净值个人，长期以来一直通过直接交易期权或持有结构化产品间接获取收益。¹近些年来，期权型 ETF 也[备受青睐](#)，投资者利用一系列统称为“**备兑看涨期权**”（亦称为“**备兑开仓**”）的策略，在特定市场条件下创造收益、平抑组合波动以及提高风险调整后收益。那么，此类策略的运作原理是什么？在创造收益方面又发挥着怎样的作用？

备兑看涨期权的实质作用是什么？

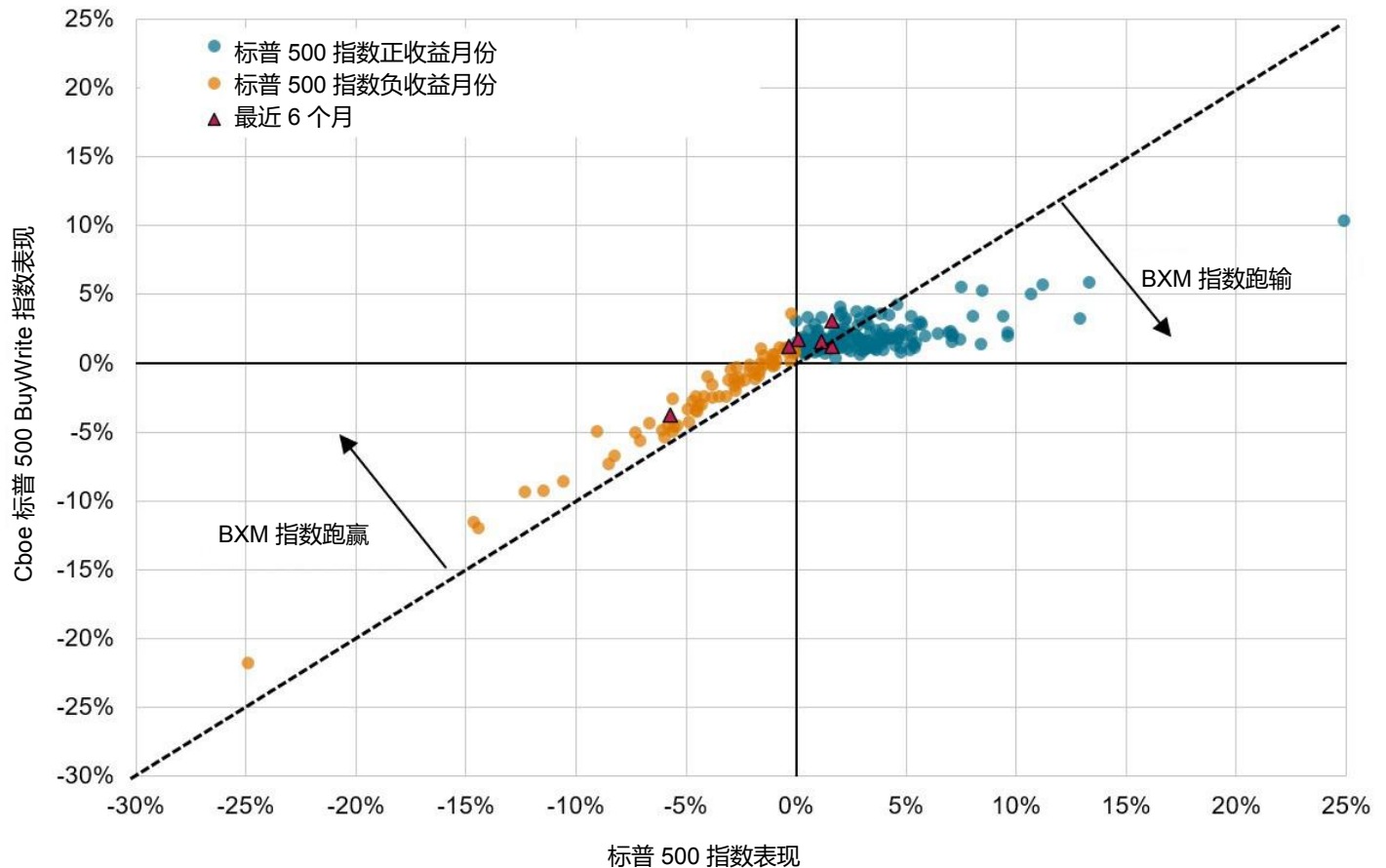
备兑看涨期权策略由以下两部分构成：

- 对某项资产的投资（例如，追踪[标普 500 指数](#)的投资组合）；以及
- 卖出（开仓）同一（或相关）标的资产的看涨期权。

通过卖出看涨期权，投资者可以预先收取权利金；若标的资产价格上涨至行权价以上，看涨期权的亏蚀可由原有持仓的收益进行“备兑”。定期重复此类卖出操作可提供相对稳定的收益来源，但其弊端也显而易见：投资者无法充分享有资产价格上涨带来的全部收益，因为收益会被所卖出期权的亏蚀全部或部分抵销。

简而言之，**备兑看涨期权策略以部分上涨潜力来换取权利金收入，导致收益空间变窄**。通过比较标普 500 指数平值月度备兑看涨期权策略（以 [Cboe 标普 500 BuyWrite 指数](#) (BXM 指数) 衡量）与标普 500 指数在过去 20 年间的月度表现，可以很好地说明这一利弊（见图 1）²。以 2025 年 9 月 19 日至 2026 年 3 月 20 日的最近六次月度移仓为例，BXM 的月度涨跌幅介于 -3.8% 至 3.1% 之间，而标普 500 指数的月度涨跌幅介于 -5.0% 至 2.5% 之间，前者在六个月中有五个月跑赢后者。

图 1：标普 500 指数与 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数的月度表现对比



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2005 年 12 月 16 日至 2026 年 3 月 20 日期间的数据。基于月度移仓日之间的总收益指数表现。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数) 旨在估计标普 500 指数平值月度备兑看涨期权策略的理论表现。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

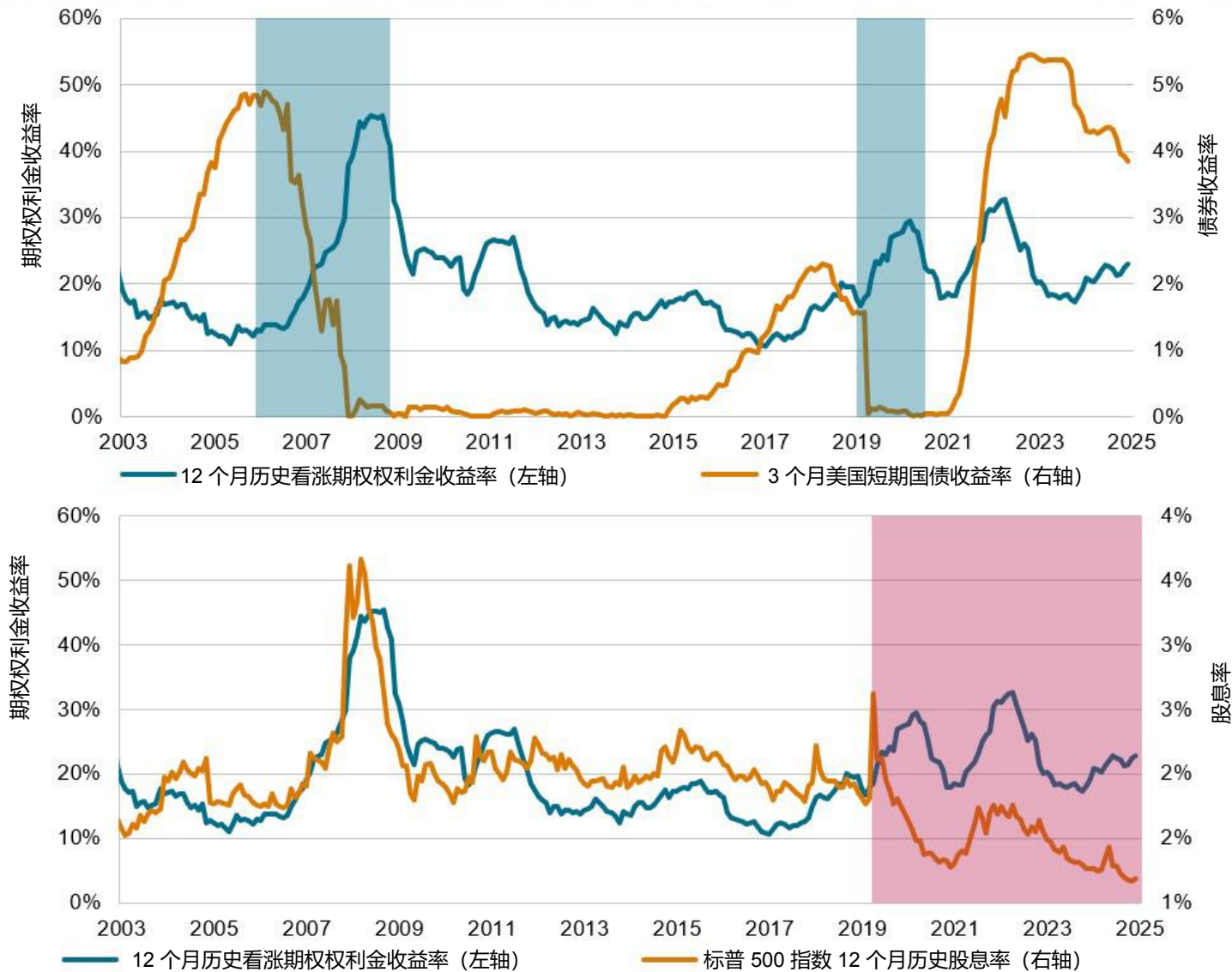
为何要选择备兑看涨期权？

备兑看涨期权的优势不止于创造收益和降低波动率。期权权利金还可以提供一种独立的收益来源，其与债券和红利等传统收益来源的相关性较低。债券收益对利率政策较为敏感，而红利收益在经济下行期间可能会减少（且股息率受价格因素的影响往往更多）。

相比之下，期权权利金主要受市场波动率驱动³。当市场下跌时，波动率通常会上升，进而推高期权权利金。这一点在 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情期间（图 2 中的蓝色阴影部分）尤为明显：尽管利率降至接近零的水平，但波动率攀升推动期权收益走高。值得注意的是，尽管最近几年股息率降至十年低点（图 2 中的红色阴影部分所示期间），但期权权利金一直维持在较高水平。

历史经验表明，备兑看涨期权可在其他收益来源承压时有效支撑投资组合收益，是提升收益韧性的关键工具。

图 2：备兑看涨期权权利金可提供分散化收益来源



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2003 年 12 月 31 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。美国短期利率在 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情期间大幅下降的时期用蓝色阴影标出，美国股票股息率跌至十年低点的时期用红色阴影标出。期权权利金收益率是基于 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数在每个月度移仓日估算的。3 个月美国短期国债收益率基于 2019 年 11 月 5 日推出的标普美国国库券近 3 个月指数。该日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”链接，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

策略设计：变种与实施

在不同到期日与行权价组合下，备兑看涨期权策略具备丰富的变体，其最终表现会因策略设计的不同而存在显著差异。标普 500 指数拥有成熟且完善的[衍生品生态系统](#)，能够有效实施各种策略，以满足不断变化的市场环境和投资者需求。无论是产品发行人还是投资者，都需审慎评估策略的各组成要素，以找到有助于实现预期目标的最优方案。

要深入了解指数化备兑看涨期权策略框架，请参阅[“期权型指数策略的投资路径”](#)。

- 1 根据 [SRP](#) 的数据，美国结构性票据市场的规模在 2024 年达到 1,500 亿美元，较上年增长 46%。
- 2 有关指数构建的详细信息，请参阅 [BXM 指数编制方法](#)。
- 3 期权市场通常会出现“波动率风险溢价”，即隐含波动率（期权价格反映的波动率水平）往往高于实际波动率。这一现象主要是由期权市场供需失衡造成的（更多详情请参阅[“期权型指数策略的投资路径”](#)）。备兑看涨期权策略旨在通过定期卖出看涨期权来获取这种波动率风险溢价，从而利用市场预期与实际结果之间持续存在的差距获利。

本博客所载文章仅为提供意见，并非建议。请阅读我们的[免责声明](#)。

如欲阅读更多博客文章，请于英文网站 www.indexologyblog.com 订阅我们最新发布的文章。

一般免责声明

© 2026 年 S&P Dow Jones Indices 版权所有。保留所有权利。S&P、S&P 500、S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX、S&P 100、S&P COMPOSITE 1500、S&P 400、S&P MIDCAP 400、S&P 600、S&P SMALLCAP 600、S&P GIVI、GLOBAL TITANS、DIVIDEND ARISTOCRATS、S&P TARGET DATE INDICES、S&P PRISM、S&P STRIDE、GICS、SPIVA、SPDR 和 INDEXOLOGY 是 S&P Global, Inc. (“S&P Global”) 或其附属公司的注册商标。DOW JONES、DJ、DJIA、THE DOW 和道琼斯工业股票平均价格指数是 Dow Jones Trademark Holdings LLC (“Dow Jones”) 的注册商标。这些商标连同其他商标已授予 S&P Dow Jones Indices LLC。未经 S&P Dow Jones Indices LLC 书面许可，禁止全部或部分重新分发或影印有关内容。本文件不构成 S&P Dow Jones Indices LLC、S&P Global、Dow Jones 或其各自附属公司（统称“S&P Dow Jones Indices”）在未获得所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。除某些定制指数计算服务外，S&P Dow Jones Indices 提供的所有信息均属非私人用途，不用于满足任何人士、实体或个人团体的需求。S&P Dow Jones Indices 就向第三方提供指数授权及提供定制计算服务收取报酬。指数过去的表现不能表明或保证未来的业绩。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的投资工具来进行。S&P Dow Jones Indices 没有保荐、担保、销售、推广或管理由第三方提供并试图凭借任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。S&P Dow Jones Indices 概不保证基于指数的投资产品能够准确追踪指数表现或提供正投资回报。S&P Dow Jones Indices LLC 并非投资顾问，S&P Dow Jones Indices 不对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性做出任何陈述。不得根据本文件所载声明的任何内容，做出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意向投资者仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他投资产品或工具发行人或其代表编制的发行备忘录或类似文件）之后，才投资于任何此类基金或其他工具。S&P Dow Jones Indices LLC 并非税务顾问。应咨询税务顾问，以评估任何免税证券对投资组合的影响和做出任何特定投资决策的税务后果。将某个证券纳入指数并非 S&P Dow Jones Indices 关于购买、销售或持有该证券的建议，亦不能被视作投资建议。S&P Dow Jones Indices 的美国基准指数的收盘价，由 S&P Dow Jones Indices 根据各指数成分股的收盘价（由其主要交易所设定）计算。S&P Dow Jones Indices 从其一个第三方供应商取得收盘价，并通过将这些收盘价与从替代供应商取得的价格进行比较来予以核实。供应商从主要交易所取得收盘价。实时日内价格的计算方法类似，未进行再次核实。

这些资料依据来自据信可靠来源的一般公众可用信息，仅为提供资料而编制。这些资料所载的任何内容（包括指数数据、评级、信用相关分析和数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的结果）或其任何部分（“有关内容”），未经 S&P Dow Jones Indices 的事先书面许可，不得以任何方式或通过任何途径予以修改、反向工程、复制或分发，或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。S&P Dow Jones Indices 及其第三方数据提供商和许可人（统称“S&P Dow Jones Indices 相关方”）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。不论任何原因，S&P Dow Jones Indices 相关方概不对使用有关内容获得之结果的任何错误或遗漏负责。有关内容“按原状”提供。S&P DOW JONES INDICES 相关方卸弃涉及有关内容的运作不受中断，或有关内容可与任何软件或硬件配置兼容方面的任何及所有明示或隐含的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无故障、无软件错误或无瑕疵的保证。S&P Dow Jones Indices 相关方概不对任何一方使用有关内容招致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、讼费、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润和机会成本损失）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损害的情况下亦然。

S&P Global 将其各个分部和业务部门的活动相互隔离，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此 S&P Global 的某些分部和业务部门也许拥有其他业务部门没有的信息。S&P Global 已制定政策和流程，确保就每个分析流程获取的非公开信息的保密性。

此外，S&P Dow Jones Indices 向众多组织（包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构和金融中介）提供广泛的服务或提供与这些组织相关的服务，并可能因此向这些组织收取费用或其他经济利益，这些组织包括 S&P Dow Jones Indices 推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理的证券或服务所属的组织。