

# 期权型指数策略的投资路径

## 作者

**Sue Lee, CFA**

指数投资策略

亚太区主管

[sue.lee@spglobal.com](mailto:sue.lee@spglobal.com)

**Tim Edwards 博士**

指数投资策略

董事总经理

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

**Parth Shah**

衍生指数

总监

[parth.shah@spglobal.com](mailto:parth.shah@spglobal.com)

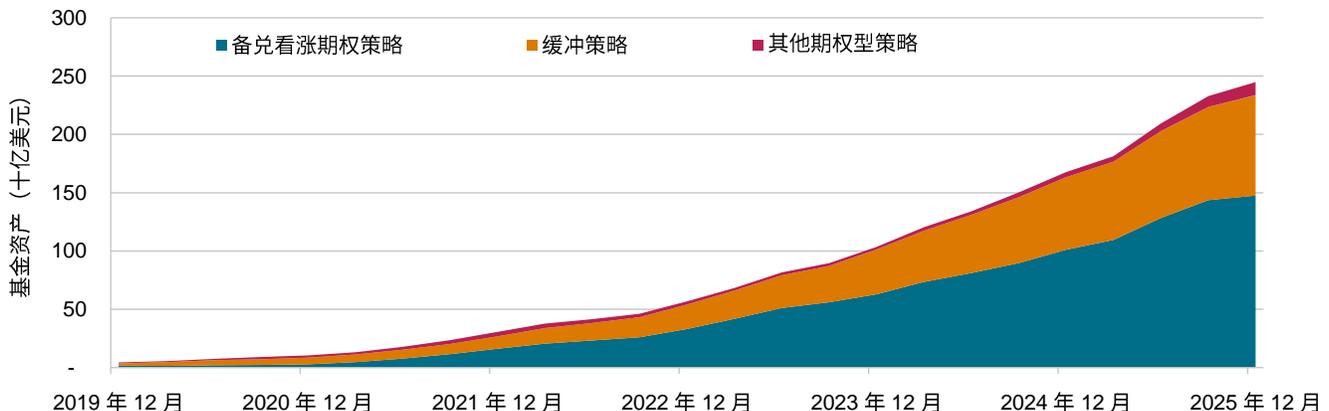
## 摘要

期权型交易所交易基金 (ETF) 为投资者提供了便捷且具创新性的收益生成、风险管理和战术性资产配置工具，因而正日益成为投资领域的重要组成部分。

本报告重点围绕备兑看涨期权和缓冲策略这两种主流的期权型策略，通过代表性指数来深入剖析其结构框架、运行特征和应用场景。

除分析这两种期权型策略的典型设计和特点外，本报告还探讨了其在增强投资组合韧性、优化风险收益方面的潜力，旨在为市场参与者提供应对市场波动的投资路径。

图 1：美国期权型 ETF 资产规模的增长



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、彭博。资产管理规模数据截至 2025 年 12 月 31 日。其他期权型策略包括看跌立权、尾部风险对冲（买入看跌期权）以及结构性产品复制（例如保本票据、反式可转债和自动赎回型产品）等。图表仅供说明。

请注册接收我们最新的研究报告、教育和评论文章：

[on.spdji.com/SignUpSC](https://on.spdji.com/SignUpSC)

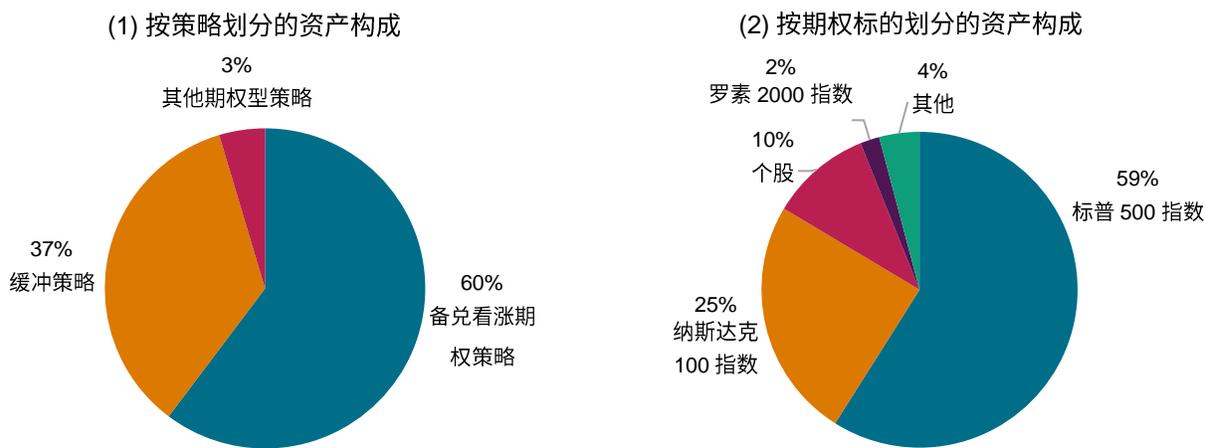
# 期权型 ETF 的发展

自 20 世纪 90 年代初诞生以来，ETF 已从单纯汇聚资金投资宽基市场指数的渠道，发展为涵盖多元化风险敞口和应用领域的综合性载体。近期，美国的监管政策调整放宽了衍生工具的使用限制，为期权型 ETF 的蓬勃发展奠定了基础<sup>1</sup>，料将驱动该领域实现新一轮演进。

长期以来，市场参与者一直利用期权市场来创造收益、管理风险和进行战术资产配置。期权型 ETF 将这些策略整合于单一投资工具之中。对于某些投资者而言，这可能比传统共同基金、结构性产品或自行交易等替代方案更容易参与、流动性更强、成本更低。美国上市期权型 ETF 的资产管理规模 (AUM) 已从 2019 年底的不足 50 亿美元，稳步增长到 2025 年底的 2,450 亿美元 (见图 1)，也反映了市场参与者在此方面的共识。

图 2 显示了此类 ETF 资产按策略类型和期权标的细分构成。按策略划分，备兑看涨期权和缓冲策略占总资产规模的 97%。尽管其中约 91% 的 ETF 自称为主动管理型产品<sup>2</sup>，但绝大多数仍通过指数化投资或指数挂钩衍生工具来实现其投资目标。

图 2：美国上市期权型 ETF 的策略和期权标的细分



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、彭博。资产管理规模数据截至 2025 年 12 月 31 日。其他期权型策略包括看跌立权、尾部风险对冲（买入看跌期权）以及结构性产品复制（例如保本票据、反式可转债和自动赎回型产品）等。图表仅供说明。

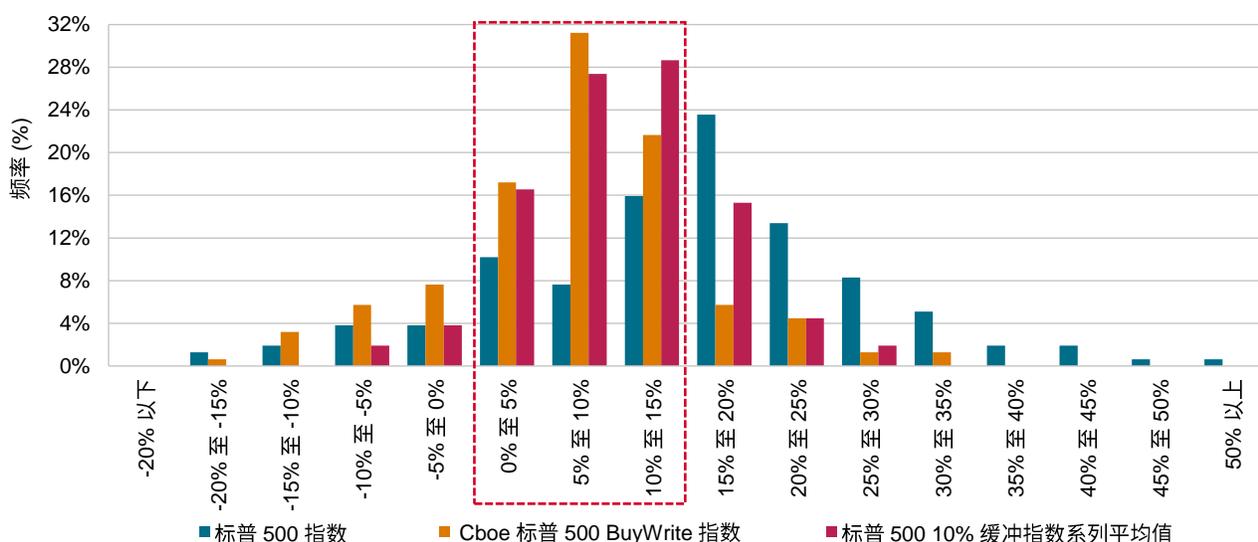
<sup>1</sup> 美国证券交易委员会通过了有关注册基金和商业发展公司使用衍生品的现代化监管框架，2020 年 10 月。  
<sup>2</sup> 请注意，某些 ETF 的运作方式与传统主动型管理有显著不同。例如，某自称主动型的基金可能只使用与标普 500 指数挂钩的衍生品，且其业绩表现与代表整体策略的指数非常相似。

而在期权型 ETF 的生态系统中，指数发挥着多个重要作用。首先，约 10% 的 ETF 总资产直接投资于以追踪特定指数为目标的基金。其次，大多数自称为主动管理型的 ETF 实际上将指数期权作为其策略的核心组成部分（见图 2）。第三，无论是主动型还是指数型策略，均可通过与所代表投资类型的适当基准进行比较，从而进行更严谨的估值。因此，对于相关指数的应用，以及使用指数来设计、实施或评估常用期权型策略的市场参与者而言，期权型 ETF 可谓一个极具增长潜力的领域。

## 期权型策略的关键要素

期权型策略的一个核心吸引力在于，它们有望提升投资收益的可预测性和稳定性。通过在持仓资产的基础上卖出看涨期权或买入看跌期权，可以降低该资产价格变动所带来的风险敞口，从而有效缩小预期收益结果的波动区间。图 3 分析了 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期间标普 500® 指数及其代表性备兑看涨期权指数与缓冲指数的一年滚动表现，其中标普 500 指数的收益数据为报告数据，相关期权型指数的收益数据为回测数据。在超过三分之二的统计周期内，期权型指数的 12 个月年度收益介于 0% 至 15% 之间。相比之下，标普 500 指数仅在三分之一的时间内处于该区间。

图 3：标普 500 指数、备兑看涨期权和缓冲指数的回测年度表现分布

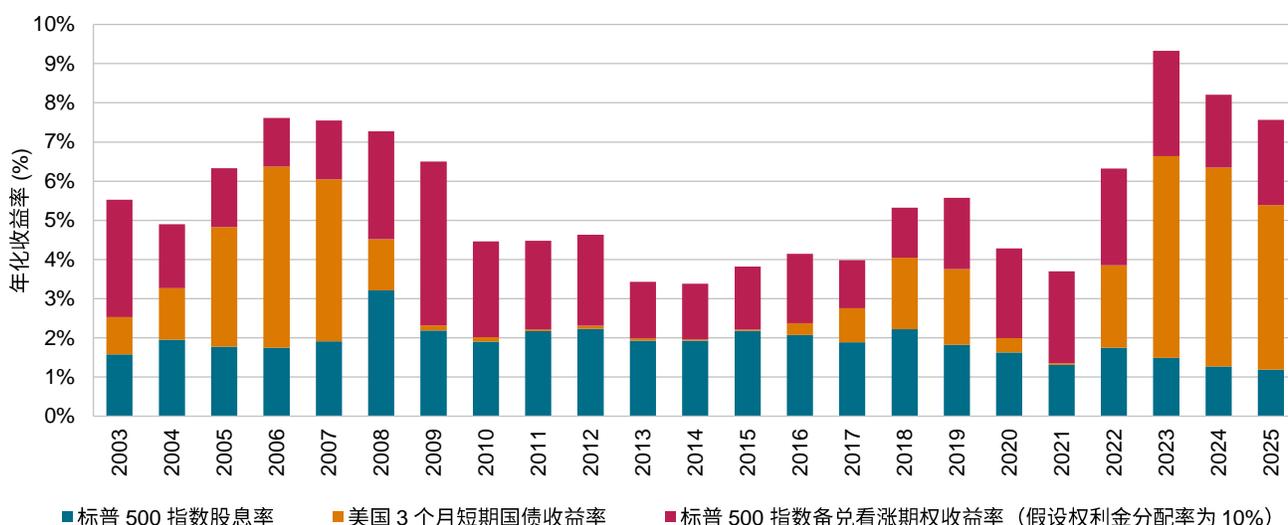


资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2011 年 12 月 31 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。指数表现基于使用月末数据的一年滚动总收益。分析范围包括：1) 2024 年 9 月 6 日推出的标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列；以及 2) 估计标普 500 月度到价备兑看涨期权策略理论表现的 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数)。该日期前的所有数据均为经过回测的假设性数

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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

备兑看涨期权策略还具有一项额外优势，即有望产生与传统收益来源（如债券或货币市场工具收益和股票红利）相关性较低的收益流。此外，该策略可以利用所谓的“波动率溢价”，即市场参与者通常愿意为期权支付高于其预期经济价值的溢价<sup>3</sup>。部分归结于这一原因，从历史上看，备兑看涨期权策略具有提供多元化收益来源的潜力，在市场下行时期具更强的韧性。图 4 以备兑看涨期权指数为例说明了这一点，此类指数也将是下一节的重点分析对象。

图 4：通过货币市场基金、股票红利和股票期权权利金实现收益多元化（回测数据）



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 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。期权收益率基于 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数在每个月度移仓日估算，假设所收到权利金的 10% 将分配给投资者，而剩余权利金则用于再投资。标普 500 指数股息率是基于过去 12 个月的红利。美国 3 个月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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

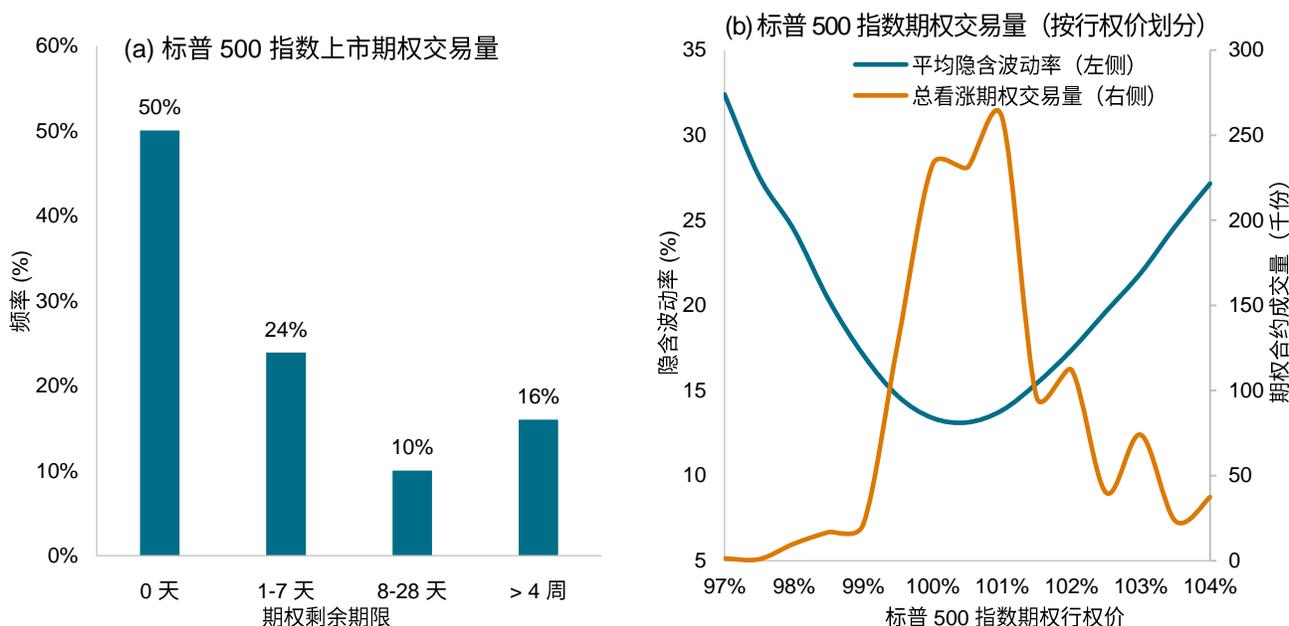
产品结构对所有投资策略都至关重要，而期权交易的复杂性则对期权型策略尤为关键。标普 500 指数拥有成熟完善的交易生态系统<sup>4</sup>，能够有效支持各种策略（运用不同到期日和执行价的期权）的实施。得益于这种灵活性，市场参与者可以实施从每日备兑看涨期权到一年期缓冲策略的一系列策略，以满足不同的投资期限、目标和偏好需求。

<sup>3</sup> 下一节将更详细地探讨标普 500 指数的“波动率溢价”。

<sup>4</sup> 有关标普 500 指数可交易衍生品生态系统规模和组成的概述，请参见附录 A。

图 5 进一步阐述了策略构建过程中需要考虑的动态因素及其潜在后果。图 5(a) 显示了按剩余期限划分的期权标普 500 指数期权的交易量：到期时间不足一日的期权交易最为频繁（因此流动性可能也最高），但其风险敞口非常短，需更频繁地进行调仓管理。图 5(b) 则显示了按行权价划分的标普 500 一个月指数期权的“隐含”波动率和交易量：行权价接近当前指数价格的期权交易更为频繁（流动性可能也最高），但获得的“波动率溢价”可能较低。

图 5：期权流动性和交易考量



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)、彭博。图 (a) 中的标普 500 指数期权交易量分布根据 2024 年 1 月至 2025 年 12 月芝加哥期权交易所 (Cboe) 的期权交易量计算得出。图 (b) 中的数据为 2025 年 6 月至 2025 年 12 月期间 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数最近六个指数定期调整日的数据。隐含波动率是根据期权中间价，使用布莱克 - 斯科尔斯 (Black-Scholes) 公式计算得出。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 5 表明，在期权市场中，看似相似的策略可能存在多种实施方式，并且可能会产生截然不同的结果。因此，仔细评估期权策略的每个成分至关重要。接下来的章节将深入探讨备兑看涨期权指数（详见[第一部分](#)）和缓冲指数（详见[第二部分](#)），重点分析其结构、理论价格、特征和假设性投资组合应用。

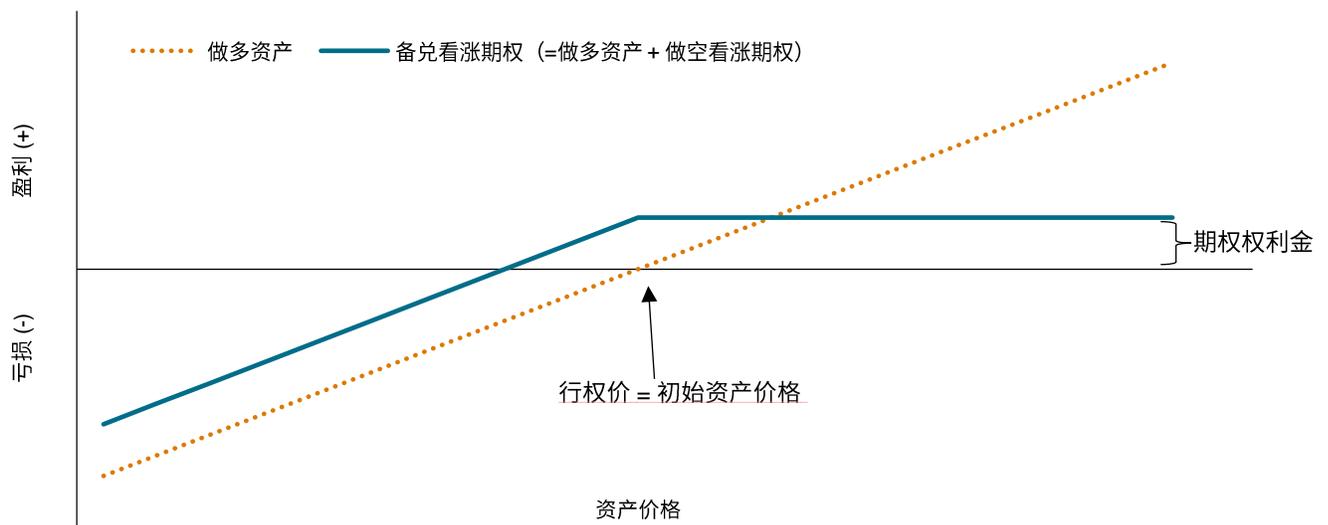
# 第一部分：备兑看涨期权指数

## 1-1. 策略概述

备兑看涨期权策略也称为“备兑开仓”或“看涨高卖”策略，一般是指在对特定资产（通常为个股或一篮子股票）进行投资的同时，卖出同一资产（或相关资产）挂钩的看涨期权。通常情况下，投资组合会在原有期权到期时或到期前卖出新期权来持续调整，由此产生丰富多样的变体形式，涵盖不同的调仓频率、期权行权价和剩余期限选择以及标的资产等。此外，部分策略还可能会结合其他的指标，用以指导交易对象、交易时间或交易金额等。

从广义上讲，备兑看涨期权策略实际上是让渡底层资产的部分潜在价格上涨收益，来换取权利金。虽然此类策略仍然存在资产价格下跌至行权价以下的风险，但所获权利金有助于缓冲这种影响。因此，策略的大幅收益与大幅亏损均被有效收敛。图 6 通过到期期权卖出策略从概念上说明了这一权衡关系，它展示了该策略在期权到期时的“收益”情况，并以期权开仓时为起点计算收益率<sup>5</sup>。

图 6：到期备兑看涨期权策略 – 到期收益



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。图表仅供说明。

<sup>5</sup> 请注意，我们将投资“策略”与衡量这些策略理论表现的“指数”进行了区分。

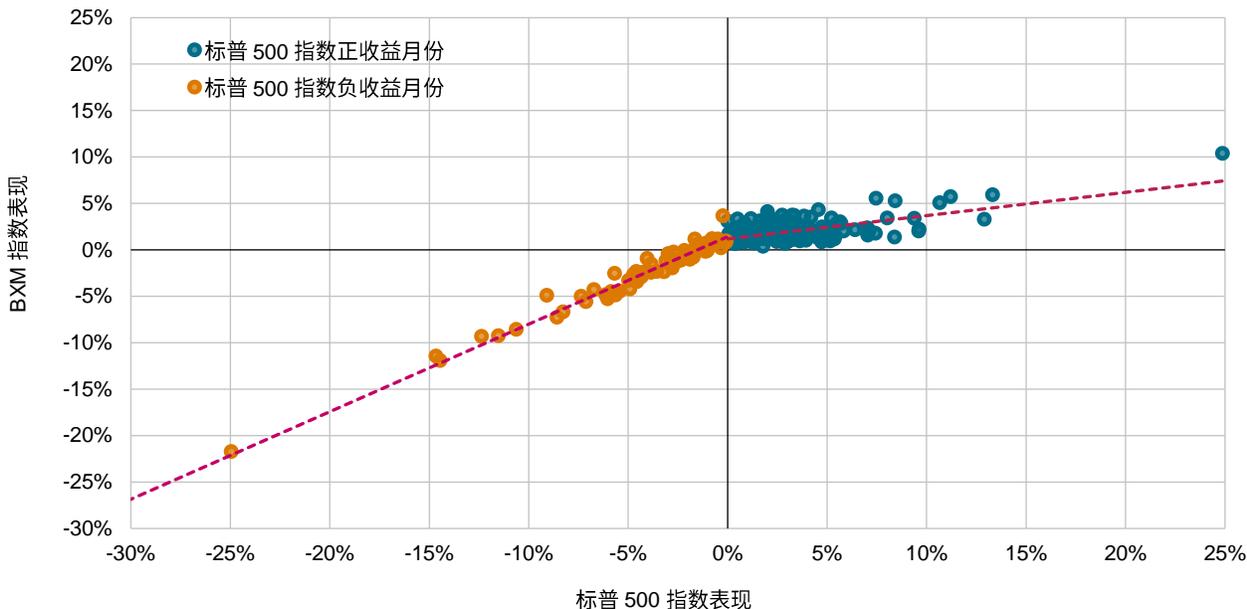
如果备兑看涨期权策略的设计和维持完全遵循预设规则，且其成分资产具备透明的市场定价，则该策略也可通过指数予以呈现。**Cboe 标普 500 BuyWrite 指数**或许是最著名的此类指数；它反映了一个由以下两部分组成的假设性投资组合：一是对标普 500 指数成分股进行名义按比例投资，二是每月以到价卖出一个月期的标普 500 指数期权<sup>6</sup>。该指数（在下文中以其彭博代码“BXM”来指代）是备兑看涨期权策略的一个典型例子，其期权头寸通常基于标普 500 指数等主流指数建立<sup>7</sup>，并按预设频率（例如每月）移仓。后文相关分析都以 BXM 为主要示例。

作为图 6 假设性示例的实证对比，图 7 根据每月期权开仓日的收盘价，来比较过去 20 年 BXM 指数与标普 500 指数的一个月涨跌历史数据。当标普 500 指数上涨时（如右侧蓝点所示），BXM 指数的收益主要来源于收取的假设性期权权利金。反之，在标普 500 指数下跌的月份（如左侧的金点所示），BXM 指数的跌幅通常较小。值得注意的是，两条趋势线的纵轴截距均为正值，表明从历史上看，备兑期权指数策略在标普 500 指数持平或波动微弱的月份，通常会实现正收益。

<sup>6</sup> Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM) 由芝加哥期权交易所 (Cboe) 与标普道琼斯指数于 2002 年 4 月 11 日合作推出。这是首个广泛应用的代表备兑看涨期权策略的指数，常被用作投资产品的业绩比较基准；基于回溯至 1986 年的“回测”历史数据，其在过去二十年间为众多学术和实践研究提供了支撑。

<sup>7</sup> 如图 2 中的美国上市 ETF 所证明。

图 7: Cboe 标普 500 BuyWrite 指数与标普 500 指数的月度表现对比



请注意，y 轴两侧的散点分布未如图 6 理论模型般严格呈直线排列，这主要是因在不同历史周期内，通过卖出标普 500 月度到价指数期权所收取的权利金存在波动，且受其他市场因素交织影响<sup>8</sup>。

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 月至 2025 年 12 月期间的数据。指数表现基于两个月度移仓日之间的总收益。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数) 旨在模拟标普 500 指数到价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。

## 1-2. 期权权利金收益与隐含波动率的关系

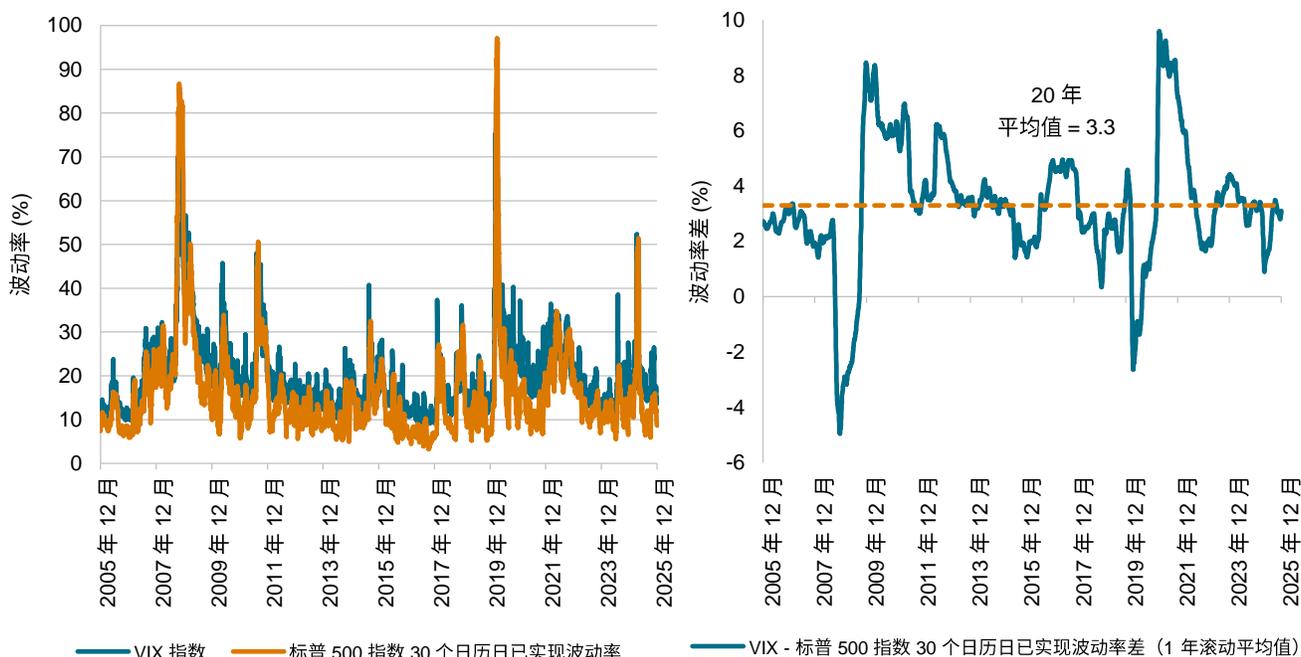
如图 6 和图 7 所示，通过放弃部分上行空间来换取更低的下行风险，是备兑看涨期权策略吸引投资者的原因之一，这些投资者希望在继续持有标的资产敞口的同时降低风险。除此之外，从历史回测来看，该策略还具有两项显著的优势：(1) 它提供了一种与债券票息或股票红利等传统收益来源相关性较低的潜在收益流；(2) 它能够通过所谓的“波动率溢价”，获取超越高效市场预期收益的系统性收益来源。

跨资产类别和历史时期的大量学术文献和实践记录都证明了期权中波动率溢价的存在。波动率溢价有时指期权价格中的溢价，但更多是用来衡量期权价格所“隐含”（即由期权价格推导出的）的波动率相对于观察到的底层资产价格波动率之间的差值。对此溢价最直观的解释是：用于

<sup>8</sup> 下一节将进一步介绍期权权利金的变化趋势。除其他差异来源外，图 7 展示了定期调整日期之间的每日收盘指数水平变化，而 BXM 指数中的期权交易名义上是在交易日收盘前的特定期间内执行的。更多详情请参阅 [BXM 指数编制方法](#)。

对冲目的的期权通常供不应求，从而推高了其价格。无论成因如何，通过比较标普 500 指数的已实现波动率与 Cboe 波动率指数 (VIX<sup>®</sup>)（衡量标普 500 指数期权价格所隐含的未来 30 天波动率的指标），就能简单直观地证明美国股指期货期权存在的这种现象<sup>9</sup>。如图 8 所示，VIX 指数在过去 20 年中持续高估未来的实际波动水平，年化偏差平均达 3.3 点。

图 8：标普 500 指数“波动率溢价”实证分析



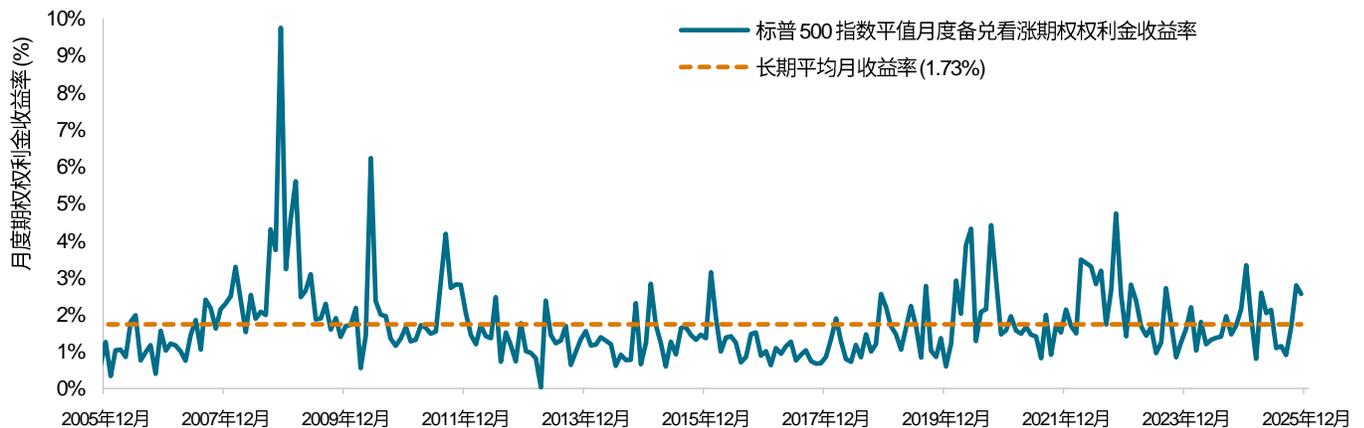
资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。数据截至 2025 年 12 月 31 日。波动率差是指 Cboe 波动率指数 (VIX) 减去随后 30 个日历日的标普 500 指数已实现波动率。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

这种波动率溢价的持续存在表明，通过期权策略系统性地“卖出”标普 500 指数的波动率，实际上是利用了某种市场结构性低效，进而转化为一种创造收益的有利方式。但期权权利金收益率与其他类型的收益率（如债券收益率或股息率）之间存在本质区别，尤其体现在预期或实际现金分配方面。不同于全额支付的债券票息和红利，备兑看涨期权策略的期权权利金通常不会全额分配，而且在某些情况下也不应全额分配。事实上，权利金的一部分往往会被再投资于该策略之中。这是因为，若不收取期权权利金，标准备兑看涨期权策略将丧失上行潜力，同时仍保留下行风险敞口。因此，即使标的资产价格仅偶尔下跌，全额分配期权权利金也可能导致价值减损（至少最终会如此）。

<sup>9</sup> 请参阅 [VIX 指数编制方法](#)和 [VIX 指数解读实务指南](#)。

综上所述，除非作出进一步假设，否则期权权利金收益率与债券票息率或股票股息率不能直接比较<sup>10</sup>。例如，在图 4 中演示不同的收益来源时，仅假设 BXM 指数的期权权利金中的 10% 可用于分配。尽管如此，若将其至于宏观视角下观察，图 9 则展示了该策略潜在的增收规模：过去二十年中，与 BXM 指数相关的月度滚动总期权权利金相当于平均月收益率 1.73%，年化收益率 20.8%。

**图 9：Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 – 看涨期权权利金收益率**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。基于 2006 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据，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。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

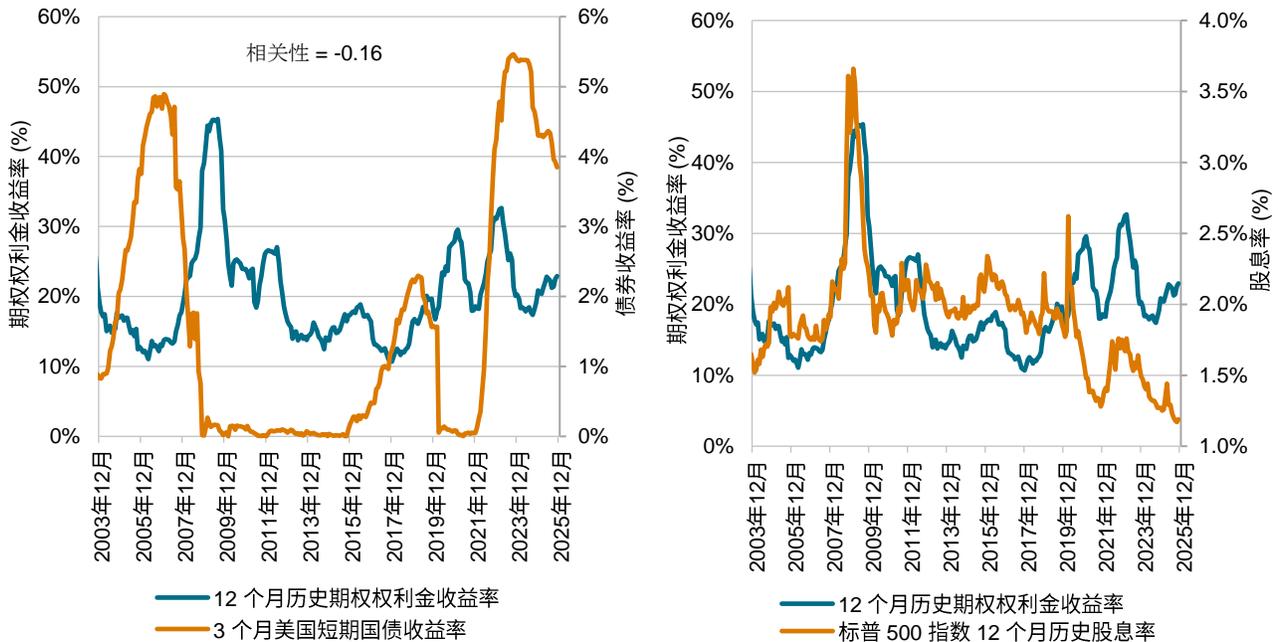
从统计学角度看，期权价格的表现与利率和股息率有显著差异。但由于三者都受宏观经济因素的影响，因此这些潜在收益来源并非彼此孤立。通常，当经济增长预期向好且通胀受压时，利率攀升常伴随股市走强，此时股票市场对风险对冲的需求下降，导致期权权利金水平走低。相反，经济增长放缓或周期逆转通常会诱发利率下行、股票价格下跌以及市场波动加剧，从而导致期权权利金价格上涨。这种动态关系的一个关键结论在于：从历史上看，期权权利金通常会在市场下行时期上涨，从而有助于减轻市场下跌和利息收入减少带来的负面影响。这种关联意味着，将备兑看涨期权策略与传统的股债组合构建多元化配置时，有望增强投资组合在市场波动期的防御属性与收入的稳定性。

<sup>10</sup> 有关备兑看涨期权策略中收益分配和再投资平衡的进一步讨论，请参阅[附录 B](#)。

此外，期权权利金收益率与股息率之间的关系还存在其他值得关注的微妙之处。短期内，股价上涨时股息率下降，股价下跌时股息率上升；而从中长期来看，股价涨跌的速度往往快于红利支付的变化。因此，股票市场上涨可能对应着红利收益的绝对水平提高，但由于股票估值和股价涨幅超过红利增幅，股息率往往会下降。

图 10 说明，从历史上看，标普 500 月度到价看涨期权权利金与 3 个月美国短期国债收益率（用于代表货币市场利率）通常呈轻微负相关的关系，而期权权利金与标普 500 指数的历史股息率之间通常呈轻微正相关的关系。最新数据表明，“通常”并不意味着“总是”：过去五年，尽管股息率下降，作为基准的 3 个月美国短期国债收益率却从接近零的水平一路飙升，一度超过 5%，但标普 500 指数看涨期权的权利金仍然保持在较高的水平。在整个观察期内，看涨期权权利金与作为基准的美国短期国债收益率之间的相关性为 -0.16，与标普 500 指数股息率的相关性为 0.41。

图 10：期权权利金有望提供收益多元化来源

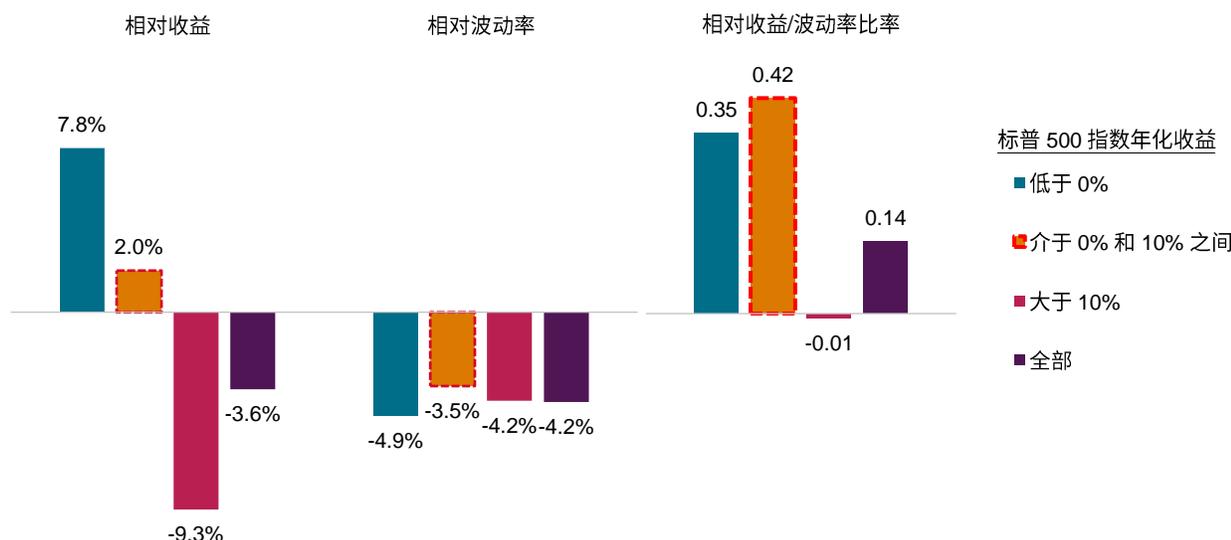


资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2004 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据，期权权利金收益率是基于 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数在每个月度移仓日估算的。3 个月美国短期国债收益率基于 2019 年 11 月 5 日推出的标普美国国库券近 3 个月指数。该日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

### 1-3. 历史表现

从历史上看，当底层资产处于中性至小幅上涨的市场环境中时，备兑看涨期权策略通常在相对和绝对层面均表现良好；在市场下跌时，其相对表现（非绝对表现）往往较好；在强牛市中，其绝对表现（非相对表现）尚可。例如，自 2000 年以来，在标普 500 指数涨幅介于 0% 至 10% 的日历年中，BXM 指数平均跑赢标普 500 指数 2.0%，且年化波动率降低 3.5%。在标普 500 指数下跌的年份，BXM 指数平均跑赢标普 500 指数 7.8%，波动率降幅为 4.9%。反之，在标普 500 指数上涨超过 10% 的年份，BXM 指数平均跑输标普 500 指数 9.3%（见图 11），但波动率却比后者低 4.2%。

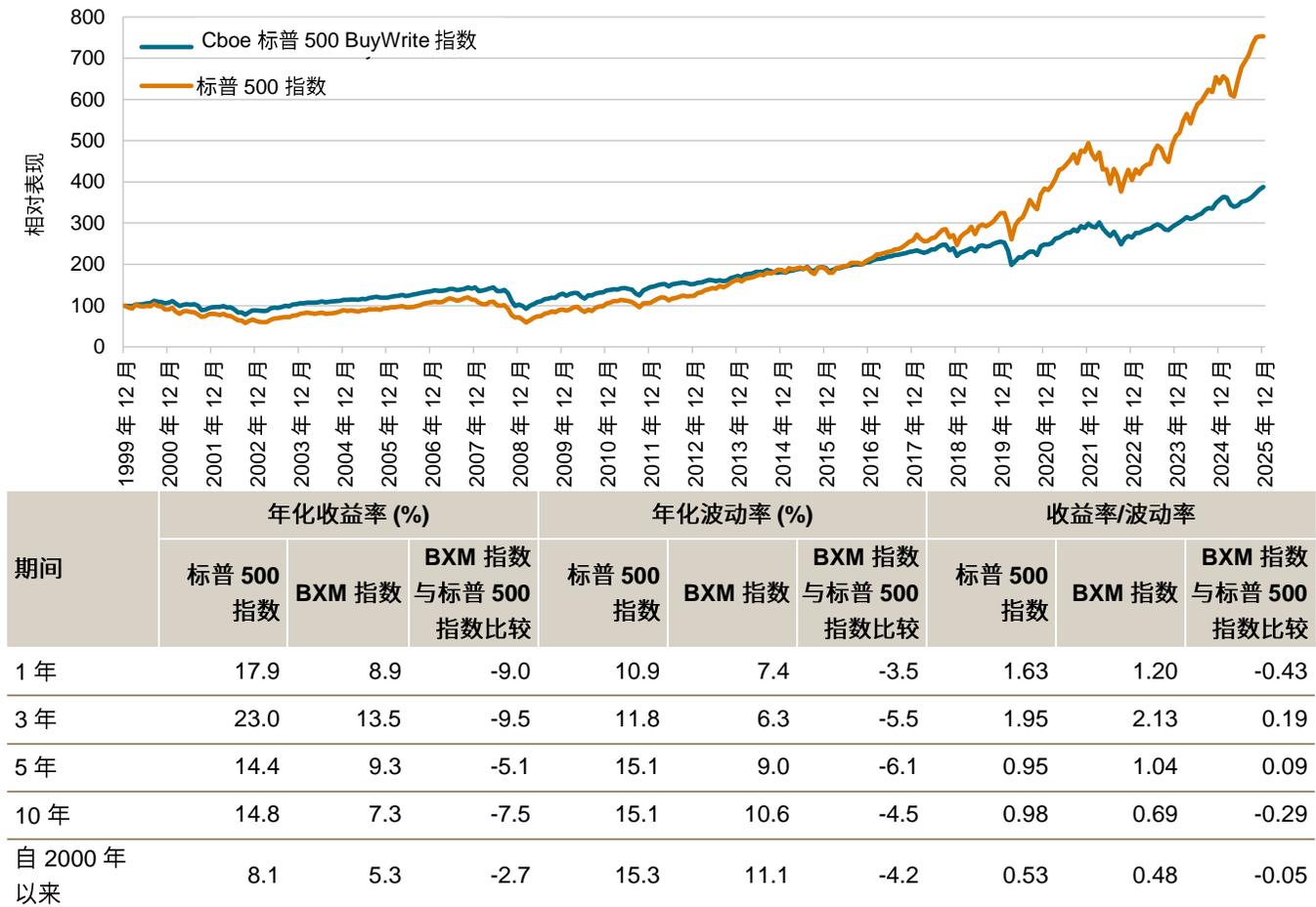
图 11: Cboe 标普 500 BuyWrite 指数在不同市场条件下的相对表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2000 年至 2025 年期间的数据。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数) 旨在估计标普 500 月度到价备兑看涨期权策略的理论表现。与标普 500 指数相比的相对表现。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 11 显示，备兑看涨期权策略在强牛市环境中可能表现不佳；实际上由于其本质上是“卖出”上行参与权，这种情况也并不令人意外。图 12 从更长期的累计收益角度，比较了过去 25 年 BXM 指数与标普 500 指数的历史表现。在比较期内，标普 500 指数累计增幅逾七倍，而 BXM 指数的涨幅相对较小，与预期相符。然而，由于 BXM 的波动率更低，因此其风险调整后的表现更加均衡：在整个比较期和多个历史子区间内，这两个指数的风险调整后表现相近。这凸显了备兑看涨期权策略的第三个重要优势：与标的资产相比，其风险收益比特征可能更具竞争力。

图 12: Cboe 标普 500 BuyWrite 指数的相对表现



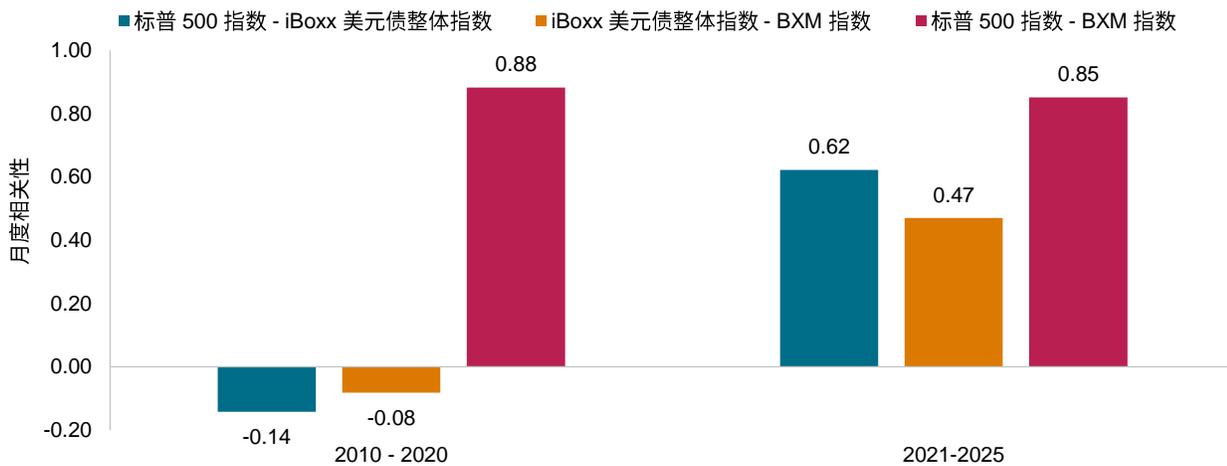
资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2000 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据。基于以美元计算的月度总收益。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数) 旨在估计标普 500 月度到价备兑看涨期权策略的理论表现。与标普 500 指数相比的相对表现。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 1-4. 假设性投资组合应用分析

备兑看涨期权策略与传统股债投资组合相结合，能够起到多元化作用，尤其是在这两种资产类别同时下跌之时。近年来，股债同时下跌的可能性引发关注——股债相关性上升并经常变为正相关，削弱了传统股债组合的风险分散能力。

图 13 使用标普 500 指数、BXM 指数和 [iBoxx 美元债整体指数](#) (iBoxx \$ Overall, 一种衡量美元计价投资级债券的宽基市值加权基准指数) 来说明近年来的相关性变化以及备兑看涨期权策略的多元化潜力。尽管平均而言，过去十年股票和债券指数呈负相关，但近五年来，标普 500 指数和 iBoxx 美元债整体指数呈显著正相关，平均值为 0.62。同期，BXM 指数和 iBoxx 美元债整体指数的相关性较低，仅为 0.47。

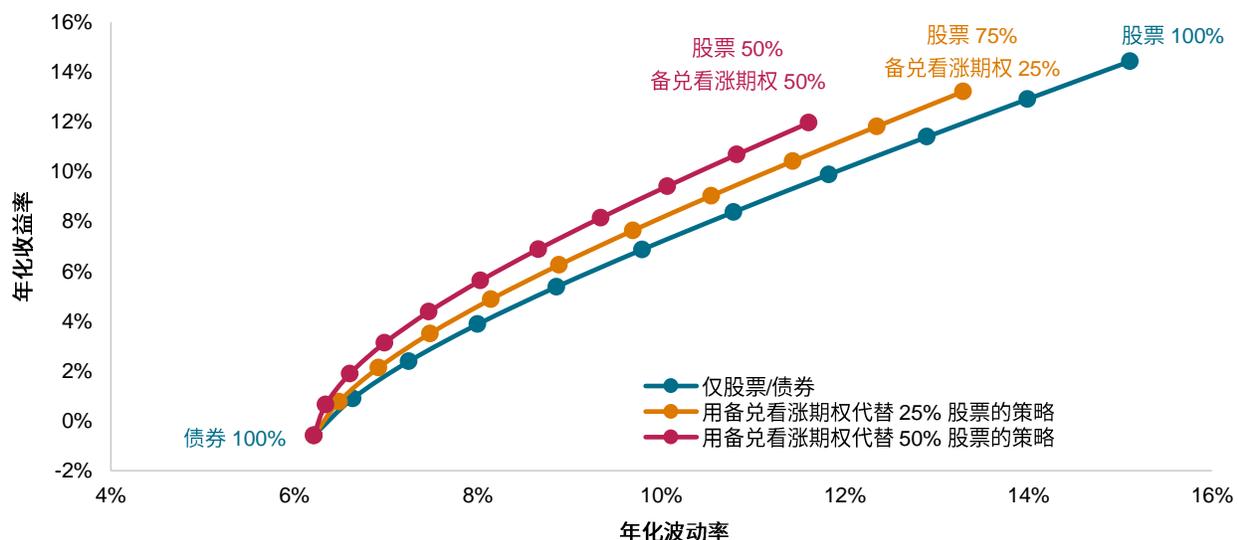
图 13: Cboe 标普 500 BuyWrite 指数的跨资产相关性



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2010 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据。基于以美元计算的月度总收益。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数 (BXM 指数) 旨在估计标普 500 月度到价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。

图 13 表明，在保证收益水平的前提下，引入备兑看涨期权策略有望改善传统股债投资组合的风险收益特征。图 14 进一步证实，对于过去五年追踪标普 500 指数和 iBoxx 美元债整体指数的假设性股债投资组合而言，无论采用哪种债券/股票配置比例，若用追踪 BXM 指数的配置部分来代替股票配置，均可能实现更好的风险调整后表现。

图 14: 包含备兑看涨期权的假设性股债投资组合



所示分析基于假设性投资组合。

来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2021 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据。基于以美元计算的月度总收益。每个点代表一个投资组合，其中债券比例以 10% 的幅度递增（或递减）。债券、股票和备兑看涨期权的表现分别由 iBoxx 美元债整体指数、标普 500 指数和 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数代表。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数旨在估计标普 500 月度到价备兑看涨期权策略的理论表现。投资组合于每月底按给定资产配置比例定期调整。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 1-5. 标普 500 指数备兑看涨期权的变体

最常见的备兑看涨期权策略变体源于所选择的标的资产，其中最常用的标的是标普 500 指数。正如前文图 2 所示，虽然美国知名股指仍是主流选择，但使用更广泛标的资产（包括个股和其他资产类别）的趋势日益明显。即使期权的标的资产相同，其实施方式也可能存在多种差异。本节将重点阐述几种最常见的策略变体，包括期权剩余期限、期权行权价的选择，以及以具有相关性的不同资产作为标的投资组合的情况。本报告的示例仍以标普 500 指数作为期权标的，因为这是现有基金中最普遍的选择，且能通过使用上市工具实现的变体也最为丰富。

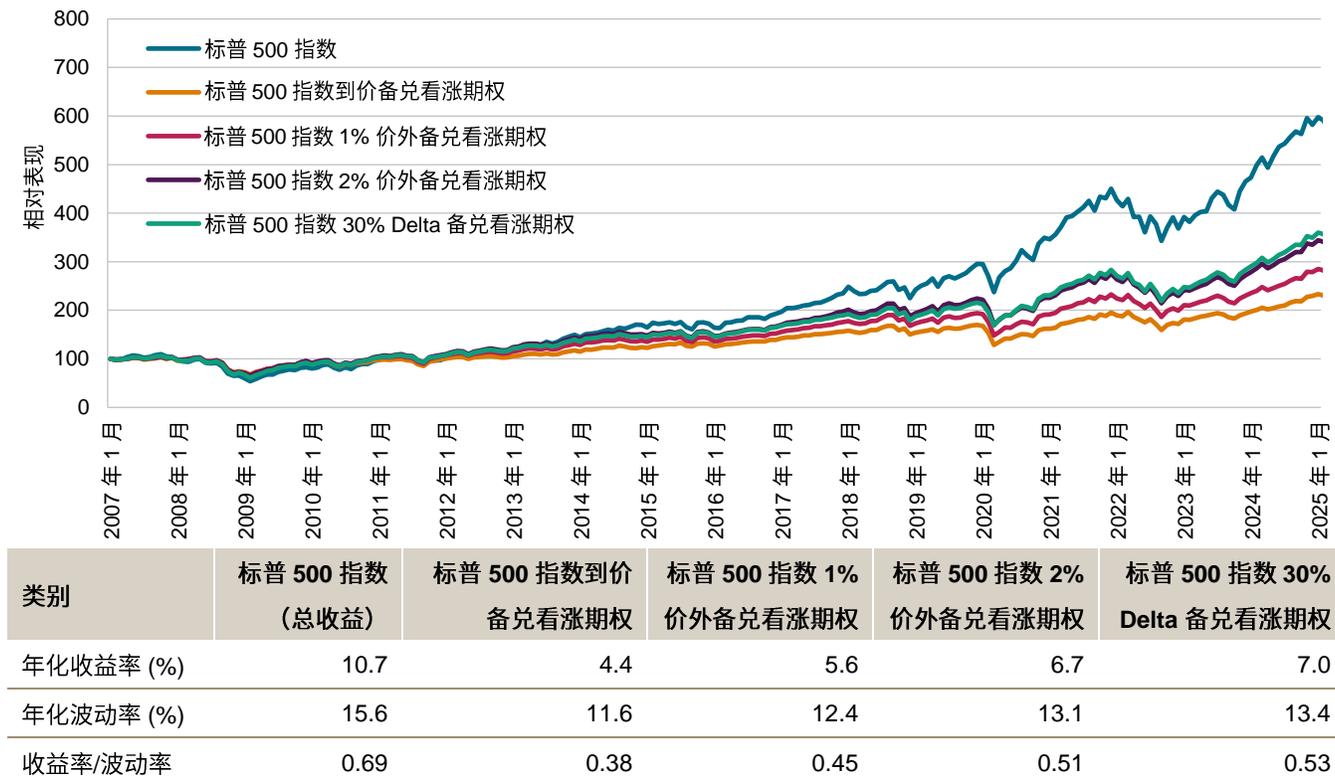
### (1) 期权行权价

备兑看涨期权策略最常见的变体之一，是使用具有不同行权价的看涨期权。使用价外 (OTM) 期权可以更好地参与市场上涨，但代价是期权权利金较低，且对组合波动率的压制效果有限<sup>11</sup>。替代行权价通常根据其相对于行权价的百分比差异（例如，2% 价外）或根据其标的“delta”值（即对标的资产的初始价格敏感度）来确定。

当标的资产表现良好时，价外备兑看涨期权可能比到价备兑看涨期权表现更佳。如图 15 所示，根据 2007 年以来标普 500 指数的回测数据，无论从绝对收益还是风险调整后收益来看，价外备兑看涨期权策略均优于到价备兑看涨期权策略。

<sup>11</sup> 虽然使用行权价低于当前资产价格的实值期权 (ITM) 是完全可行的，但目前将实值期权作为标准看涨期权高卖计划的一部分系统性卖出的策略仍然较为罕见。

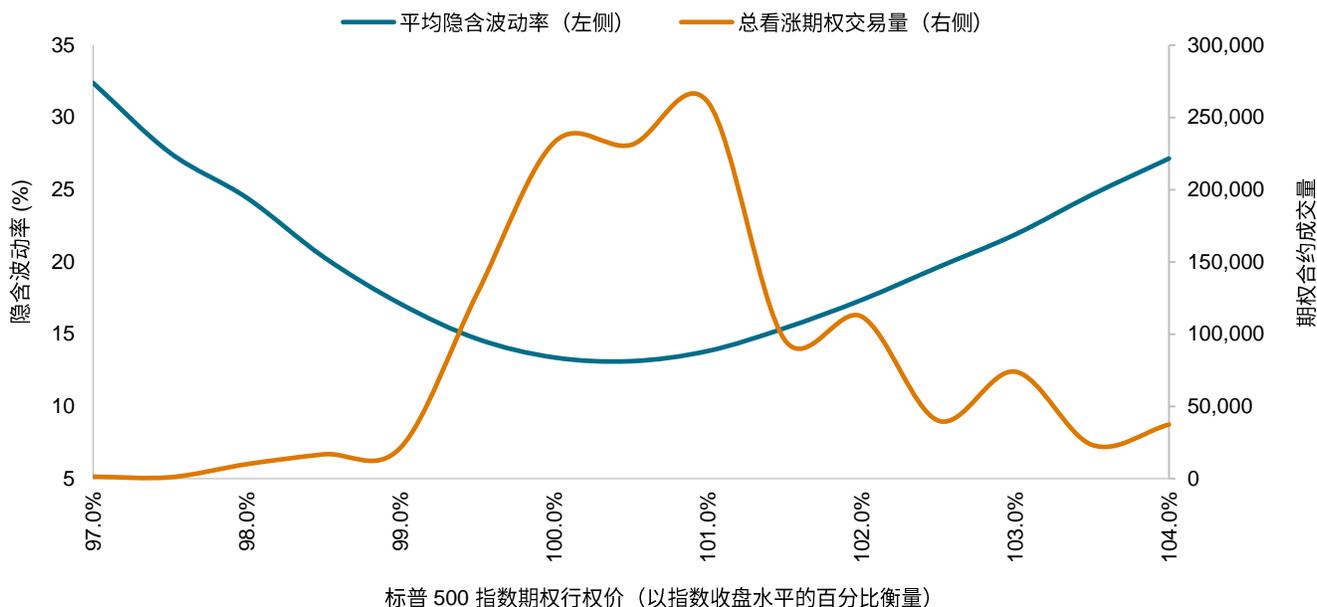
图 15: 不同行权价的标普 500 指数月度备兑看涨期权策略的相对回测表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2007 年 1 月至 2025 年 12 月期间的数据。基于以美元计算的月度总收益。分析所基于的假设性组合由一个标普 500 总收益指数多头头寸和一个标准标普 500 指数月度看涨选择权空头头寸组成，其中看涨期权空头头寸于每月第三个星期五 (t 日) 开仓，并持有至到期。次月合约的选择以标普 500 指数在 t-1 日的收盘价为参考。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映了假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

期权流动性是有效实施备兑看涨期权策略的另一个关键考量因素。图 16 (引用前文内容) 展示了 2025 年 7 月至 2025 年 12 月 BXM 指数定期调整期间，标普 500 指数看涨期权不同行权价的交易量和隐含波动率。看涨期权的交易量在到价行权价附近最高，并在超过价外 1% 后迅速下降。虽然具有合理期权流动性的行权价区间可能会因市场状况而异，不过随着行权价偏离当前指数水平，流动性会逐渐降低。因此，备兑看涨期权策略在实际操作中通常优先使用到价或轻度价外的期权。

图 16：标普 500 指数看涨期权不同行权价的交易量及隐含波动率



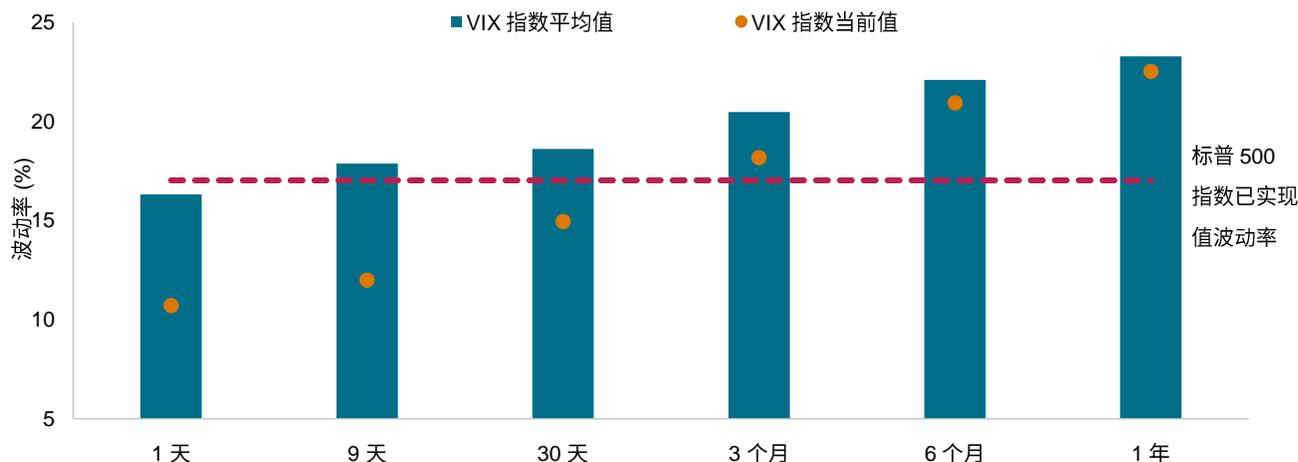
资料来源：标普道琼斯指数有限公司、彭博。基于 Cboe 标普 500 BuyWrite 指数从 2025 年 6 月到 2025 年 12 月的最近六个指数定期调整日的数据。隐含波动率是根据期权中间价，使用布莱克 - 斯科尔斯 (Black-Scholes) 公式计算得出。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## (2) 期权剩余期限

备兑看涨期权策略的另一种常见变体是使用不同剩余期限的期权。这在一定程度上可归结于投资者的个人偏好：备兑看涨期权策略旨在实现特定的回报并按特定的频率产生收益。部分投资者可能偏好一个月期限，而另一些投资者则可能偏好更长或更短的期限。此外，市场因素和动态也会影响这些决策，包括长期和短期期权的价格走势，以及与不同定期调整频率相关的预期交易成本等。

首先，如前所述，期权价格或波动率溢价的“丰厚”程度往往随着期限拉长而上升。图 17 通过比较以 30 日 VIX 为基准换算的 1 日、9 日、3 个月、6 个月和 1 年期等效值，说明了这一点。自 2022 年 5 月以来，这些隐含波动率的平均值在 1 日期的 16% 至 1 年期的 23% 之间波动。鉴于上述指标均代表同一标的（即标普 500 指数）的隐含年化波动率，这表明较长期限期权的隐含波动率溢价高于较短期限的期权。

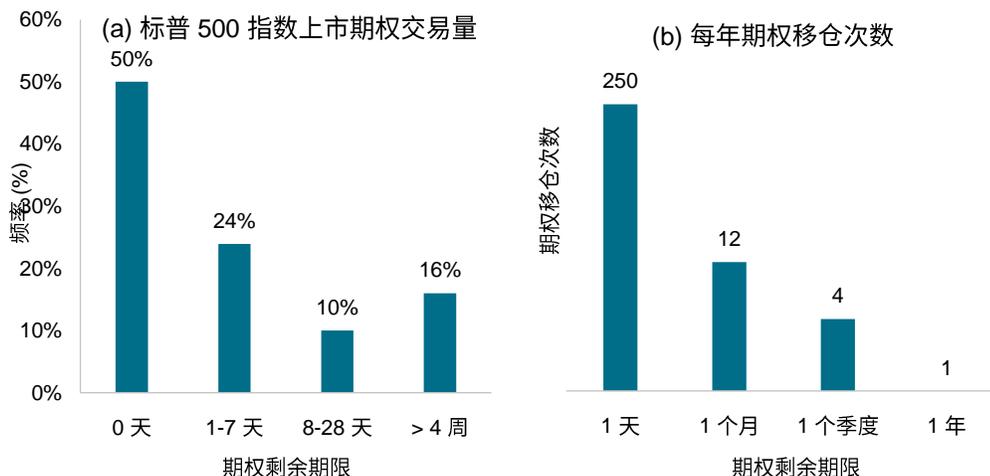
图 17: 不同期限下的波动率溢价



资料来源: 标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。截至 2025 年 12 月 31 日的当前 VIX 指数水平。VIX 指数平均值和标普 500 指数的已实现波动率根据芝加哥期权交易所 1 日波动率指数 (Cboe 1-Day Volatility Index) 的起始日 (2022 年 5 月 13 日) 至 2025 年 12 月 31 日期间的数据计算。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

其次, 从实施的角度看, 调仓和交易成本通常是市场参与者的考量因素。标普 500 指数上市期权交易往往集中于较短期限的期权, 这意味着较短期限期权的每份合约交易成本通常更具优势 (见图 18-a)。但如图 18-b 所示, 使用较短期限的期权需要更频繁地进行期权头寸移仓, 而高交易量可能会随时间推移提高策略的累计运作成本。为了在波动率溢价、交易成本和调仓率之间取得平衡, 许多备兑看涨期权策略倾向于使用剩余期限为一个月或更短的标普 500 指数期权。

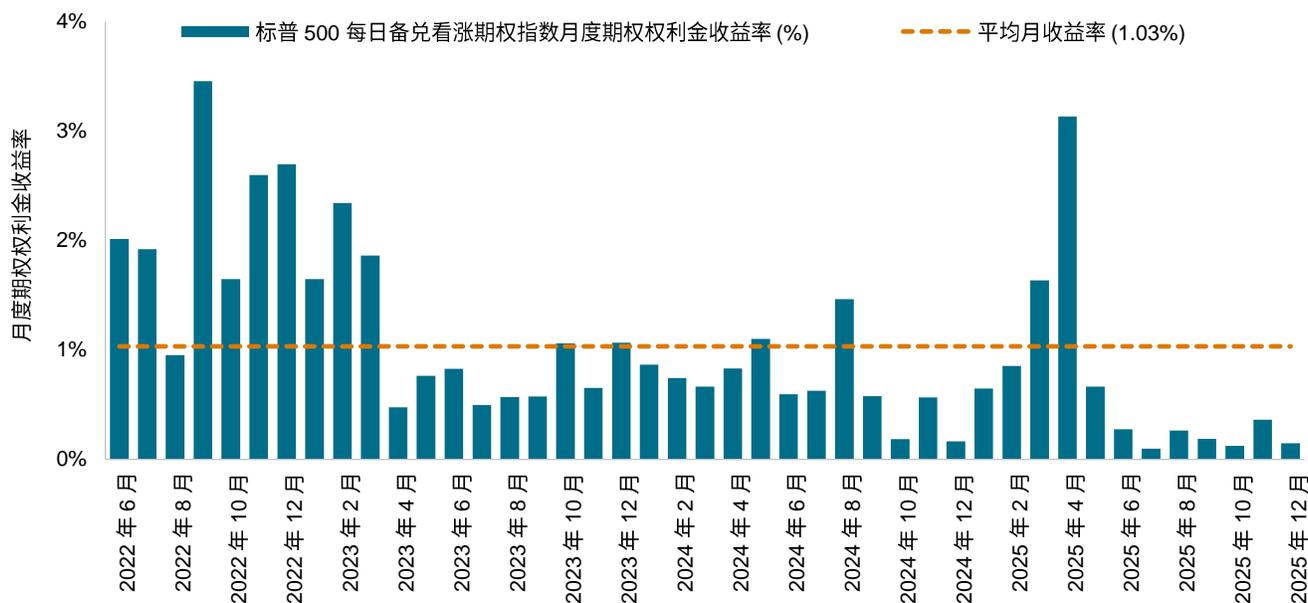
图 18: 备兑看涨期权策略的期权流动性和交易考量



资料来源: 标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)。2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。标普 500 指数期权交易量分布根据芝加哥期权交易所 (Cboe) 的期权交易量计算得出。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

例如，**标普 500 每日备兑看涨期权指数**作为使用不同期权剩余期限和行权价的指数，所衡量的假设性投资将标普 500 指数与每日卖出 1 日期标普 500 看涨期权相结合，其价外行权价根据 VIX 指数水平动态选择<sup>12</sup>。通过每日而非每月卖出期权，该指数可提高收取权利金的潜力，但由于所使用的看涨期权通常为 1% 到 2% 价外期权，上述潜力会被抵消<sup>13</sup>。图 19 显示从 2022 年 6 月至 2025 年 12 月期间，标普 500 每日备兑看涨期权指数平均每年收取 12.4% 的假设性期权权利金，其平均期权行权价设定为比标普 500 指数水平高 1.2%。

**图 19：标普 500 每日备兑看涨期权指数的假设性期权权利金收取**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2022 年 6 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。月度期权权利金收益率等于当月所收取期权权利金总额除以初始指数水平。标普 500 每日备兑看涨期权指数于 2023 年 10 月 5 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

使用较短期限期权的策略还有另外一个潜在优势，即期权的行权价会更频繁地根据标的资产的变动而重新调整。与每月卖出期权相比，这种方法可有效降低择时风险，并在市场上涨期间更大限度地参与上行收益。从过往来看，这种将更频繁定期调整和价外期权相结合的策略，使得标普 500 每日备兑看涨期权指数的表现更贴近标普 500 指数（见图 20）。

<sup>12</sup> 大致而言，看涨期权的行权价随当前 VIX 指数水平的升高而线性上升。由于 VIX 指数接近其中位数 15，该期权的行权价为大约 1% 价外。VIX 指数为 30 时，约为 2% 价外。有关更多详细信息，请参阅[指数编制方法](#)。

<sup>13</sup> 为了说明相对权利金的获得情况，假设期权定价遵循布莱克 - 斯科尔斯 (Black-Scholes) 模型，波动率保持恒定，那么一年内卖出 252 份到价每日期权所获得的期权权利金，约为卖出 12 份到价月度期权所获得期权权利金的 4.6 倍。

图 20: 标普 500 每日备兑看涨期权指数的回测历史表现



指标	标普 500 指数 (总收益)	标普 500 每日备兑看涨期权指数	Cboe 标普 500 BuyWrite 指数
年化收益率 (%)	17.1	15.0	9.8
年化波动率 (%)	16.9	15.1	11.1
收益率/波动率	1.01	0.99	0.89

资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2022 年 6 月 1 日（标普 500 每日备兑看涨期权指数的起始日）至 2025 年 12 月 31 日期间的每日数据。Cboe 标普 500 BuyWrite 指数旨在估计标普 500 月度到价备兑看涨期权策略的理论表现。标普 500 每日备兑看涨期权指数于 2023 年 10 月 5 日推出。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，反映了假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

### (3) 股票多头敞口

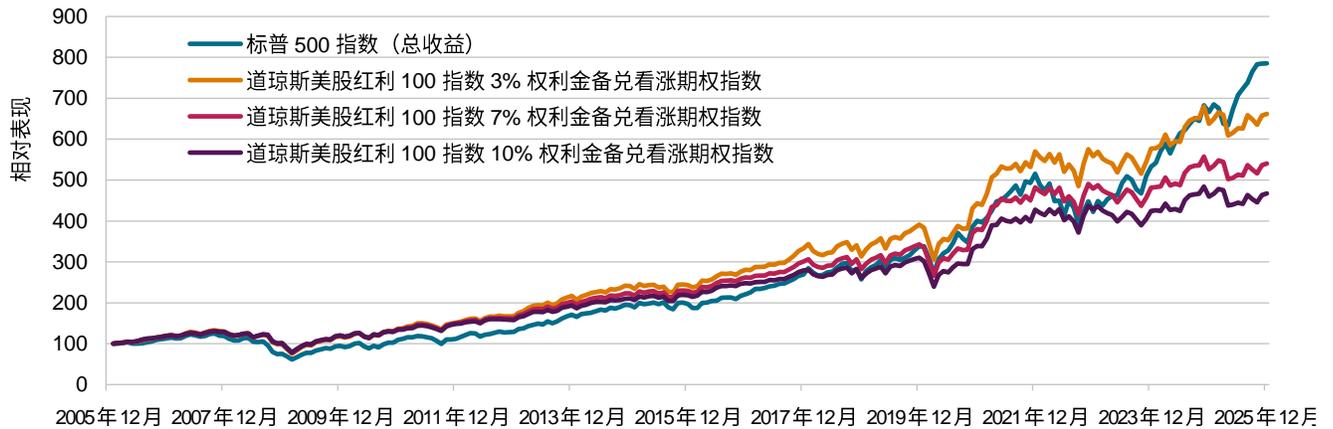
此外，可通过调整标的股票敞口以实现特定投资目标。例如，投资者可持有高股息股票组合以侧重收益，同时使用高流动性的宽基股票指数期权作为备兑开仓的标的资产。道琼斯美股红利 100 备兑看涨期权指数系列就采用这种方法，假设性地将[道琼斯美股红利 100 指数](#)（一种追踪持续分红且基本面强劲的美国股票的指数）与每月卖出标普 500 指数到价 1 个月期期权叠加。

该系列中不同指数的主要区别在于其设定的目标年收益率不同。在三个指数中，期权名义价值均按股票多头头寸名义价值的 0% 到 100% 动态调整，以实现每年 [3%](#)、[7%](#) 或 [10%](#) 的期权权利金收益率目标<sup>14</sup>。叠加股票头寸 3.95%<sup>15</sup> 的预期股息率后，该指数系列旨在实现每年 7%、11% 和 14% 左右的假设性收益分配。

<sup>14</sup> 2020 年 1 月至 2025 年 12 月期间，目标权利金收益分别为 3%、7% 和 10% 的看涨选择权，其平均售价分别为名义价值的 13%、31% 和 48%。

<sup>15</sup> 道琼斯美股红利 100 指数截至 2025 年 12 月 31 日的预期股息率。相比之下，标准普尔 500 指数的预期股息率为 1.18%。

图 21：道琼斯美股红利 100 备兑看涨期权指数系列的回测历史表现



指标	标普 500 指数 (总收益)	道琼斯美股红利 100 指数 3% 权利金备兑看涨期权	道琼斯美股红利 100 指数 7% 权利金备兑看涨期权	道琼斯美股红利 100 指数 10% 权利金备兑看涨期权
年化收益率 (%)	10.9	9.9	8.8	8.0
年化波动率 (%)	15.2	13.9	13.3	12.8
收益率/波动率	0.72	0.71	0.67	0.63

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2006 年 1 月至 2025 年 12 月期间的月末数据。道琼斯美股红利 100 指数备兑看涨期权指数系列于 2023 年 4 月 14 日推出。道琼斯美股红利 100 指数于 2011 年 8 月 31 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

图 22 总结了前文探讨的各类备兑看涨期权变体策略的潜在优缺点。

图 22：备兑看涨期权指数变体概览

考量因素	选择	潜在优点	其他考量因素
(1) 期权价内/价外 状况	到价	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 期权权利金较高，可在市场下行时期提供较大的缓冲，并能更有效降低投资组合的波动</li> <li>- 受益于较高的流动性，交易成本通常较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 需完全放弃股票多头头寸的上行潜力，在强牛市中可能表现逊于预期</li> </ul>
	价外	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 可更好地参与资产增值，改善在牛市中表现</li> <li>- 在特定市场条件下，受益于较高的隐含波动率溢价</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 期权绝对权利金较低；在市场下行时期的缓冲作用减弱，且波动率降低幅度较小</li> <li>- 由于期权流动性较低（价外程度越高的期权越显著），交易成本可能较高</li> </ul>
(2) 期权 剩余期限	每日	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 有望收取较高的期权权利金</li> <li>- 期权行权价调整频率较高，可降低择时风险</li> <li>- 对短期市场波动更敏感；可降低在强牛市中的跑输幅度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 相比标的资产的贝塔较高，波动率降低幅度较小</li> <li>- 期权交易频繁，导致整体交易成本增加</li> <li>- 从历史上看，较短期限期权的波动率溢价通常较低</li> </ul>
	每月	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 在期权流动性、波动率溢价和交易频率之间取得平衡</li> <li>- 期权交易频次适中</li> <li>- 与每日期权相比，波动率溢价更高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 收取的年度期权权利金较低</li> <li>- 期权行权价每月调整一次，因此择时风险较大</li> <li>- 在强牛市中可能显著跑输股票多头头寸</li> </ul>
(3) 股票多头敞口	与期权 标的资 产相同	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 基差风险有限<sup>16</sup>，策略收益符合预期，股票多头头寸和看涨期权空头头寸实现精准对冲</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 标准化的股票投资组合，无法定制</li> </ul>
	与期权 标的资 产不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 可根据特定投资目标（例如侧重于收益）定制股票投资组合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 可能存在基差风险，例如股票投资组合下跌而期权标的资产上涨，将导致股票多头头寸和看涨期权空头头寸双双亏损</li> <li>- 潜在结果范围的不确定性较低</li> </ul>

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。表格仅供说明。

<sup>16</sup> 基差风险是指由于相似但不完全相同的投资表现差异而产生的财务风险。当针对某项资产的投资，采用流动性更强、相关性更高的另一资产进行反向敞口对冲时，通常会出现基差风险。

## 第二部分：缓冲指数

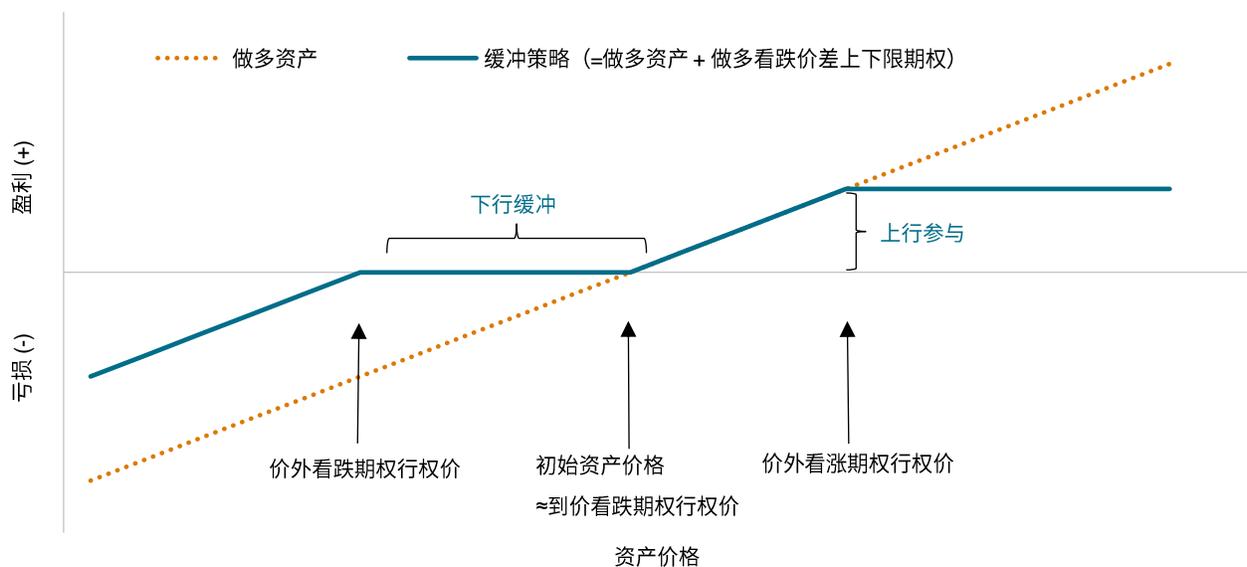
### 2-1. 策略概述

缓冲策略有时也被称为“确定收益”策略，旨在为投资者提供针对市场下行风险的特定水平的保护。同时，此类策略也寻求参与市场上涨收益，但收益会被限定在预设的最高值（即“上限”）。缓冲策略通常涵盖标的资产（例如追踪标普 500 指数的投资组合）以及三个与标的资产挂钩的期权头寸，且这些期权通常具有相同的到期日。这三项期权头寸分别为：

1. 买入到价看跌期权（做多到价看跌期权）
2. 卖出价外看跌期权（做空价外看跌期权）
3. 卖出价外看涨期权（做空价外看涨期权）

通常情况下，上述两种看跌期权（1 和 2）的组合旨在提供固定水平的下行保护，例如，相当于初始资产价格 10% 或 20% 的“缓冲”水平。然后，一般会利用价外看涨期权行权价来抵消看跌期权头寸的净开仓成本，从而使所有期权头寸的总体开仓成本为零<sup>17</sup>。如图 23 所示，该结构以市场小幅下行时的资本保值为首要目标，同时允许投资者分享市场温和上涨带来的收益。

图 23：缓冲策略的到期收益



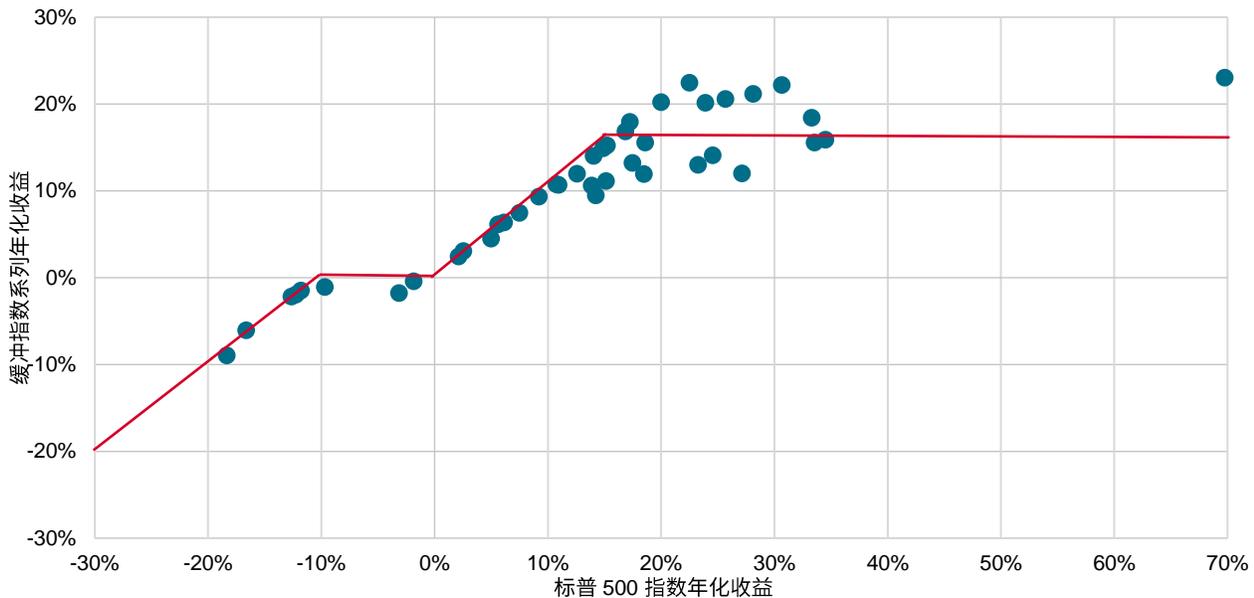
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。图表仅供说明。

<sup>17</sup> 净成本计算还可能包括预期将从标的资产获取的任何收益，例如预计将在期权到期日之前派付的红利。

本报告采用标普 500 10% 缓冲指数系列（以下简称“缓冲系列”或“缓冲指数系列”）来探究缓冲策略的运行特征。该系列由四个指数组成，每个指数每年于不同的日历季度进行定期调整。在 3 月、6 月、9 月和 12 月标普 500 指数期权的每季度常规到期日，相关指数将按假设构建如下头寸：首先配置于一个追踪标普 500 指数的投资组合，其次建立三个为期一年期标普 500 指数期权头寸，即买入一份做多到价看跌期权，卖出一份 10% 价外看跌期权以及卖出一份价外看涨期权。看涨期权的最终行权价设定，会确保所有三个期权头寸的净成本与一年期标普 500 指数预期红利<sup>18</sup>之和为零。

图 24 展示了从 2011 年 6 月至 2025 年 12 月期间，缓冲指数系列相对于标普 500 指数的历史年度表现，所有数据点均以一年期期权头寸开仓之日的市场收盘价为衡量基准进行测算。数据点总体上与图 23 中所示的缓冲策略预期收益一致，但应注意不同时期具有不同的缓冲“上限”水平（即卖出看涨期权的行权价不同），而额外偏差主要归因于“最近期”标普 500 指数期权的行权价以时间加权平均价格 (TWAP) 而非单一收盘价为依据。

**图 24：标普 500 10% 缓冲指数系列与标普 500 指数的年度表现比较**



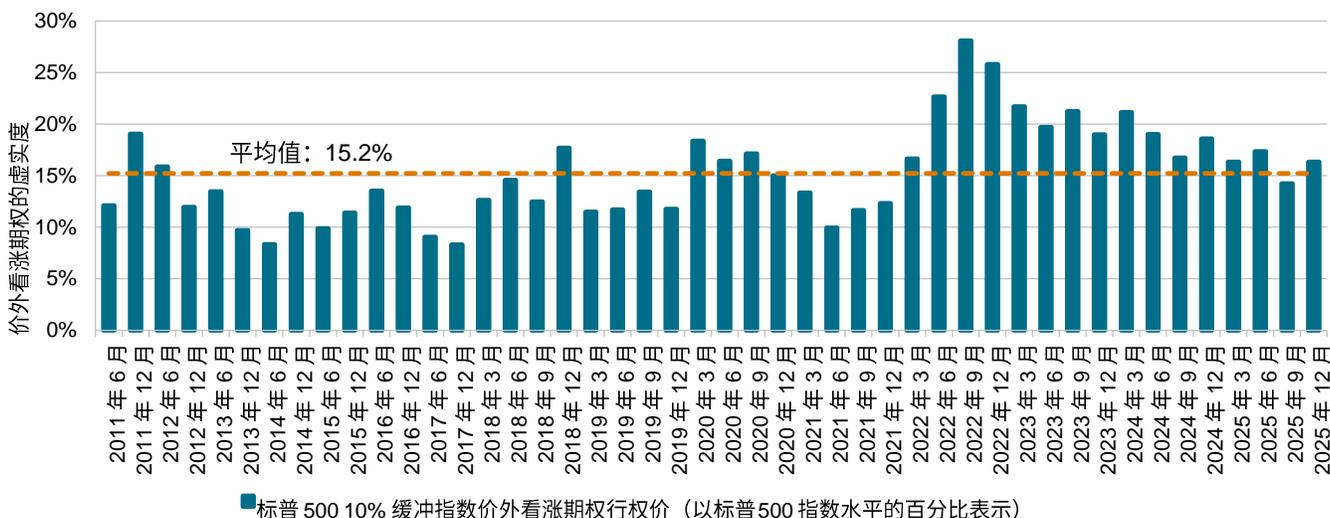
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。基于 2011 年 6 月 17 日至 2025 年 12 月 19 日期间的移仓日数据。分析基于标普 500 10% 缓冲型指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列。6 月和 12 月系列的回测数据为 2011 年以来的数据，3 月和 9 月系列的回测数据为 2018 年以来的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。该日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

<sup>18</sup> 用最近的每股红利派付金额乘以年度派息次数计算的前瞻性指标。更多信息请参阅[指数编制方法](#)。

## 2-2. 期权定价

对于每次缓冲指数定期调整时卖出的假设性看涨期权，其行权水平（以及相应的缓冲“上限”）受多重因素影响，包括标普 500 指数的隐含波动率、预期红利水平以及现行利率等。一般而言，随着标普 500 指数隐含波动率、股息率或利率的上升，看涨期权的行权水平也会相应抬升。图 25 显示了根据历史数据计算得出的各季度定期调整日的看涨期权行权水平。该行权价较标普 500 指数水平的溢价区间为 8.3% 至 28.1%，平均溢价水平为 15.2%。近年的行权价一直高于过去十年平均水平，部分原因在于利率上升以及预期波动率水平提升。

图 25：标普 500 10% 缓冲指数系列中卖出的假设性看涨期权的历史期权虚实度



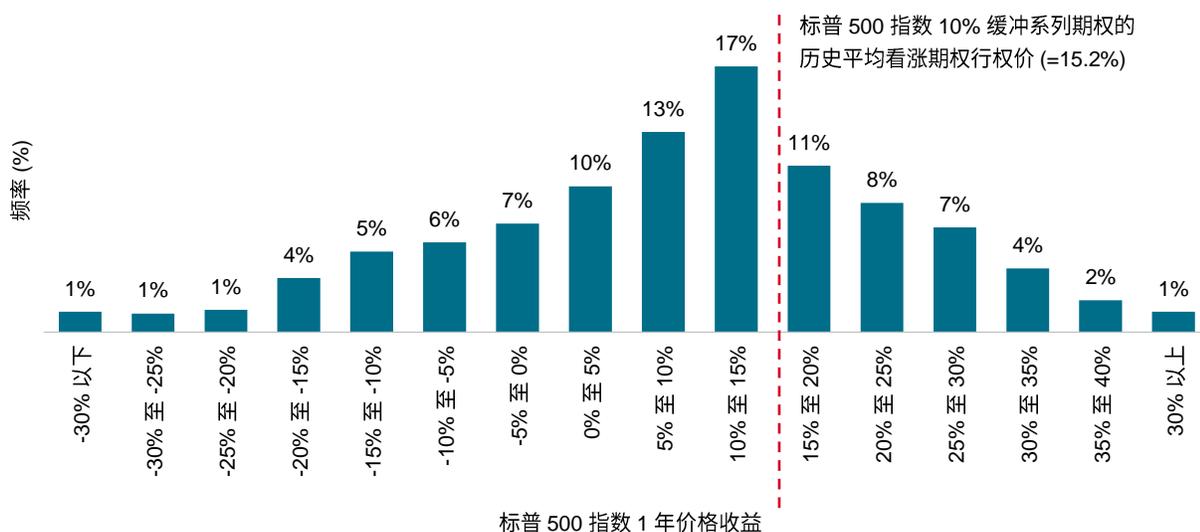
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2011 年 6 月 17 日至 2025 年 12 月 19 日期间的数据。分析基于标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列。6 月和 12 月系列的回测数据为 2011 年以来的数据，3 月和 9 月系列的回测数据为 2018 年以来的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。该日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

从设计机制来看，在市场温和上涨或小幅下跌的年份，若标普 500 指数上涨，缓冲指数的表现将与其基本同步；若标普 500 指数下跌，缓冲指数理论上可实现资本保值。得益于下行保护机制，缓冲指数在市场大幅下跌时通常表现优于基准指数，不过也可能出现负收益。反之，在市场大幅上涨时，缓冲指数在绝对收益上可能表现尚可，但相对收益可能欠佳，原因在于该策略的收益受制于看涨期权行权价所确定的上限。

为说明此类市场环境出现的频率，图 26 展示了标普 500 指数自 1957 年推出以来一年期滚动收益的历史分布情况。在此期间，标普 500 指数的一年期价格收益平均值为 8.8%，中位数为

10.5%。将此数据与图 25 中 15.2% 的历史平均看涨期权行权价进行比较，可推断出若策略的指数定期调整日与期权到日采用同样的一年期时间框架，则在超过一半的时间内，缓冲指数的绝对收益与标普 500 指数相当或更优。这一观察虽基于存在期权数据的较短时间期间，但上文图 24 所示的缓冲指数回测数据也支持了这一结论，证实从 2011 年 6 月至 2025 年 12 月，缓冲指数在 52% 的一年期内表现与标普 500 指数相当或优于后者<sup>19</sup>。

图 26：1957 年以来标普 500 指数的一年期滚动收益分布



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。基于 1957 年 3 月至 2025 年 12 月期间的 12 个月滚动收益。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。指数表现并不等同于投资产品的收益。指数表现并未反映交易成本、管理费和支出。

## 2-3. 策略表现：时间差异的影响

如图 23 所示，典型缓冲策略（以及缓冲指数系列）在连续两个定期调整日之间的表现，完全取决于标的资产的表现、相关期权行权价和初始价格。但在起止日期不落在连续定期调整日的任意期间内，缓冲策略中不同头寸的市值可能受多种其他因素的影响。换言之，对于并非位于两个定期调整日之间的期间，缓冲策略的表现可能不会呈现类似的“缓冲”效果。

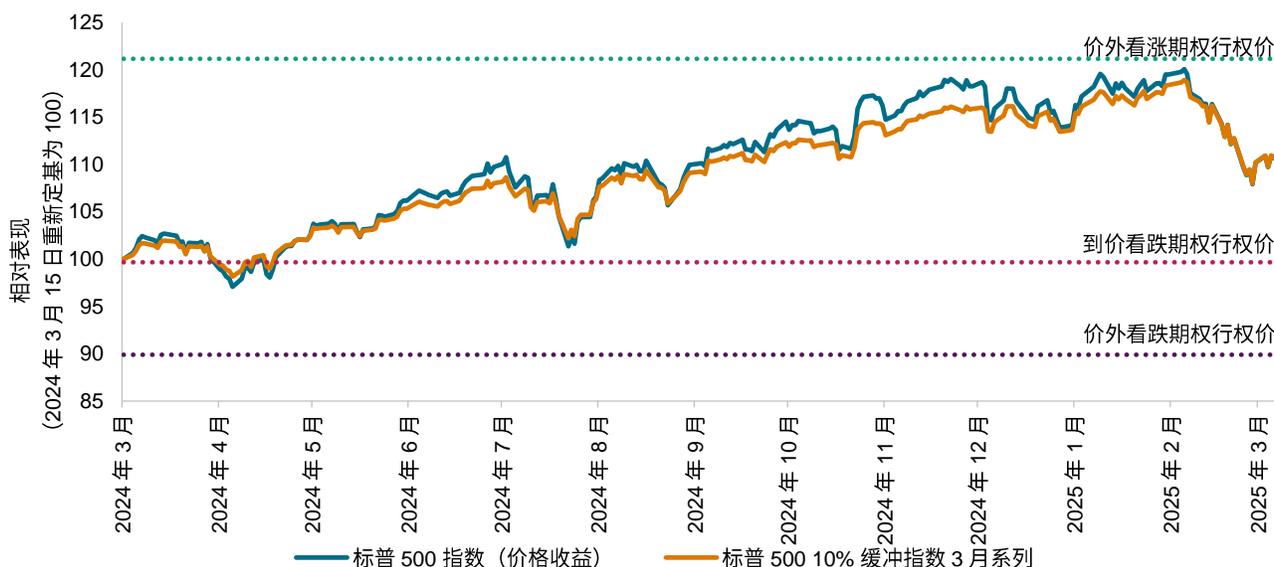
本报告以标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列的历史表现为例进行说明。首先，我们审视了两个不同的、起始点为指数定期调整日的一年期间，用于说明此类指数如何实现“预期表现”。然后，

<sup>19</sup> 请注意，此期间的特点是市场整体表现强劲：平均一年滚动收益率为 13.3%。在 42 个一年期中，只有 8 个出现负收益。

我们分析了另外两个不同的、起始点不为定期调整日的一年期间，用于说明缓冲指数的实际表现与简单预期之间可能存在的差异。

图 27 和 28 展示了第一类示例，即在定期调整日之间的两个一年期表现：标普 500 指数在其中一个期间上涨，在另一个期间下跌。在 2024 年 3 月 15 日的定期调整日，到价看跌期权的行权价设为 5,100，价外看跌期权的行权价设为 4,600（约低 10%），价外看涨期权的行权价设为 6,200（约高 21%）。尽管缓冲指数在到期前的表现逊于标普 500 指数，但两者在到期时的表现趋于一致，在此一年期间均上涨了 11.7%（见图 27）。

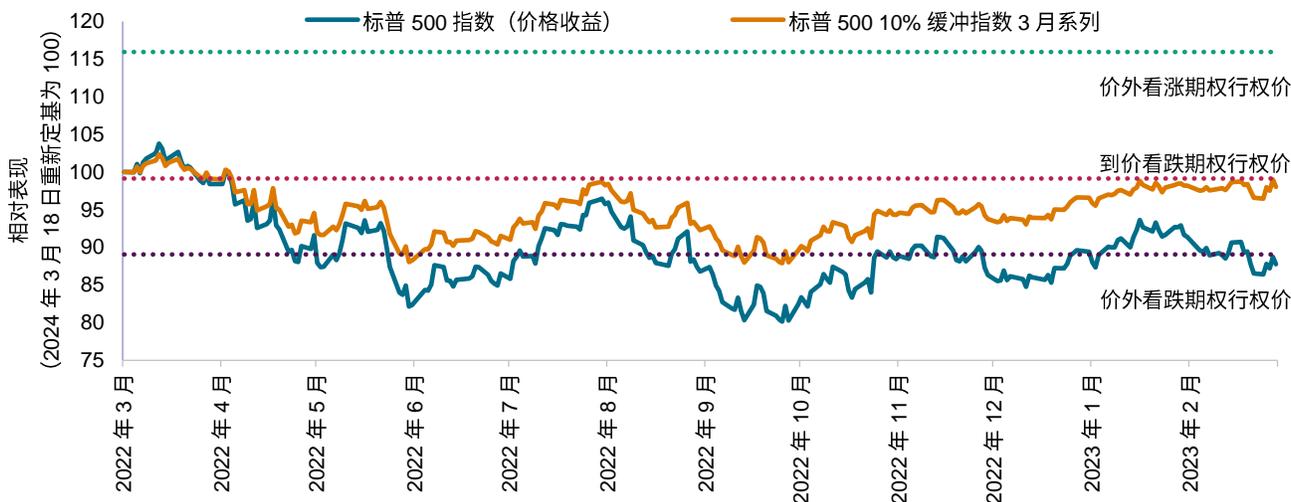
**图 27：标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列在 2024 年 3 月至 2025 年 3 月定期调整日之间市场上涨期间的回测表现**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2024 年 3 月 15 日至 2025 年 3 月 21 日期间的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

图 28 则展示了看跌期权的“保护”作用生效的情形。2022 年 3 月 18 日，当标普 500 指数处于 4,436 点时，到价看跌期权的行权价为 4,425 点，价外看跌期权的行权价为 4,975 点（低 10%），价外看涨期权的行权价为 5,175 点（高 17%）。尽管缓冲指数和标普 500 指数在此期间均出现下跌，但截至 2023 年 3 月 17 日到期日，缓冲指数仅下跌 2.0%，而标普 500 指数下跌 12.2%，这表明该策略提供了高达 10% 的有效下行保护。

**图 28：标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列在 2022 年 3 月至 2023 年 3 月定期调整日之前市场下行期间的回测表现**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2022 年 3 月 18 日至 2023 年 3 月 17 日期间的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

图 29 和 30 展示了两个截然不同的示例，各自基于两个不同的一年期间，这两个期间的起止日期均落在定期调整日上。如图 29 所示，在 2022 年 8 月至 2023 年 8 月这一年期间，标普 500 指数上涨 2.3%，而缓冲指数上涨 9.3%。如图 28 所示，缓冲指数的更优表现主要归因于其在 2023 年 3 月 17 日的定期调整日之前受到下行风险保护。

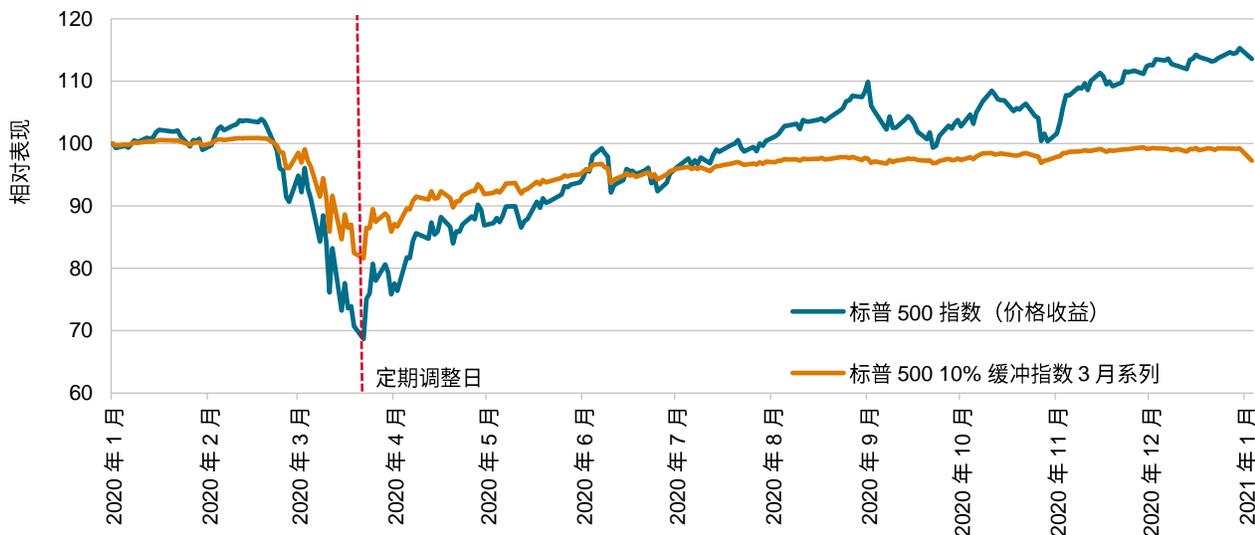
**图 29：标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列在 2022 年 8 月至 2023 年 8 月期间的回测表现**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2022 年 8 月 24 日至 2023 年 8 月 24 日期间的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

图 30 展示了 2020 年 1 月至 2021 年 1 月的另一个一年期表现。在此期间，标普 500 指数在新冠疫情爆发初期急剧下跌，但随后迅速反弹，最终收涨 13.6%。缓冲指数最初虽获得一定程度的保护，但随后表现落后，在一年结束时下跌 2.7%。该实例表明，在短暂暴跌期间定期调整虽有助于限制进一步的损失，但也限制了在市场快速反弹时参与获利的机会。

图 30：标普 500 指数 10% 缓冲指数 3 月系列在 2020 年 1 月至 2021 年 1 月期间的回测表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2020 年 1 月 2 日至 2021 年 1 月 4 日期间的数据。标普 500 10% 缓冲指数 3 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

## 2-4. 历史回测表现

图 31 总结了缓冲指数系列的历史回测表现。需要注意的是，由于第一季度和第三季度到期的一年期期权推出时间较晚、流动性发展相对滞后，缓冲指数 6 月和 12 月系列相比 3 月和 9 月系列具有更长的历史“回测”期。

图 31：标普 500 10% 缓冲指数系列的历史表现

指标	标普 500 指数 (总收益)	缓冲指数 3 月系列	缓冲指数 6 月系列	缓冲指数 9 月系列	缓冲指数 12 月系列	标普 500 指数 (总收益)	缓冲指数 6 月系列	缓冲指数 12 月系列
	(1) 基于 2018 年 9 月以来的数据					(2) 基于 2011 年 12 月以来的数据		
年化收益率 (%)	14.31	9.03	10.96	11.12	11.62	14.95	10.44	10.72
年化波动率 (%)	17.06	9.83	10.73	11.10	11.02	13.92	8.62	8.80
收益率/波动率	0.84	0.92	1.02	1.00	1.05	1.07	1.21	1.22

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。基于 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期间的月末数据。6 月和 12 月系列的回测数据为 2011 年以来的数据，3 月和 9 月系列的回测数据为 2018 年以来的数据。分析基于 2024 年 9 月 6 日推出的标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列。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。表格仅供说明，反映了假设的历史表现。请参阅文末的“表现披露”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

根据 2011 年 12 月至 2025 年 12 月期间的（较长时间）回测数据，标普 500 10% 缓冲指数 6 月和 12 月系列的年度总收益率分别为 10.4% 和 10.7%，而标普 500 指数的年度总收益为 15.0%。缓冲指数的波动率仅为 8.6% 至 8.8%，远低于标普 500 指数 13.9% 的波动率，从而实现了更优的风险调整后收益。如图 30 所示，在自 2018 年 9 月起的较短观测期内，3 月、6 月、9 月和 12 月系列的回测表现也呈现类似的结果，不过 3 月系列的表现明显逊于其他系列，这主要是因 2020 年 3 月移仓的影响所致。

## 2-5. 缓冲指数与其他防御型策略的比较

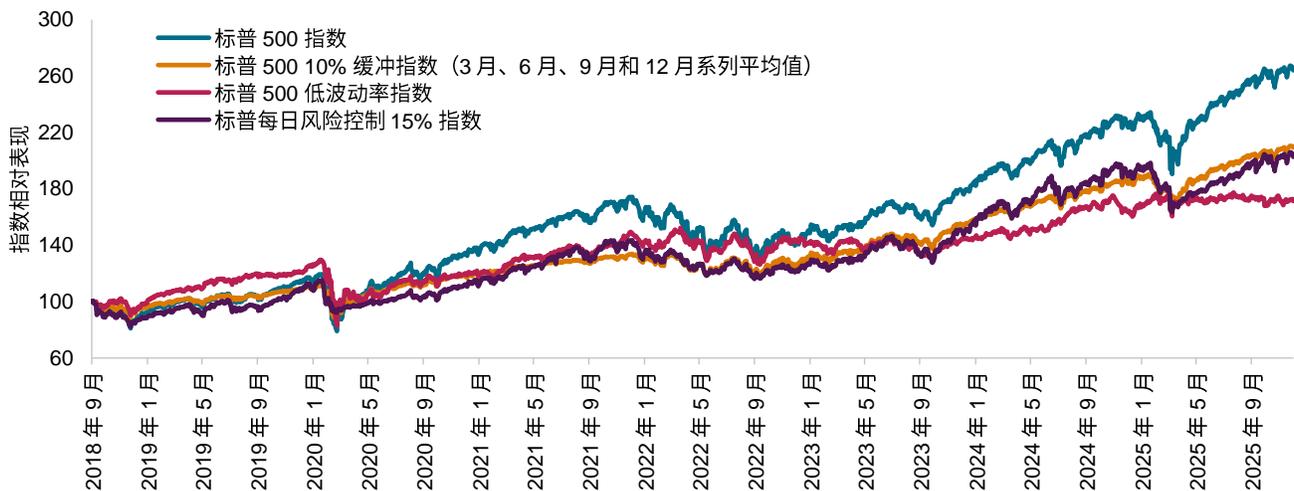
鉴于缓冲指数侧重于限制潜在收益的区间，因此可以将其与其他旨在降低波动率的防御型指数策略进行比较。本报告以标普 500 低波动率指数和标普 500 每日风险控制指数为例。

- **标普 500 低波动率指数**（“低波动率指数”）：该指数旨在衡量标普 500 指数中波动率最低 100 只成分股的表现。权重分配与其一年期已实现波动率的倒数成正比，即波动率最低的股票获得最高权重。
- **标普 500 每日风险控制指数**（“风险控制”）：该系列指数运用数学算法叠加来维持特定的目标波动率。将此风险控制框架应用于标普 500 指数，根据市场波动率调整标的指数与现金配置权重，从而帮助降低波动率，使其达到 5%、10%、12%、15% 和 18% 的目标水平。

这两个指数之间的一个重要概念性差异在于：缓冲指数意图在定期调整日之间，对前 10% 的跌幅提供下行保护，而低波动率指数和风险控制指数致力于降低波动率和回撤幅度，但不提供明确的下行保护，也没有特定的时间范围。

图 32 中的回测数据分析显示，缓冲指数相较于低波率指数和风险控制 15% 指数展现出更佳的表现和更低的波动率，并且在三个指数的最长可比较期间，缓冲指数的风险调整后收益最高。回顾过去的市场下行时期，在 2020 年和 2022 年，标普 500 指数分别大跌 33.8% 和 24.5%，而缓冲指数系列则提供了高达 10% 的下行保护，其回撤抑制效果与其他策略相当或更优。在 2025 年 2 月至 4 月的一波急剧而短暂的下跌中，缓冲指数系列平均下跌 13.8%，标普 500 指数下跌 18.7%，低波率指数的跌幅则控制在 9.1%。

图 32：标普 500 指数 10% 缓冲策略与其他防御型策略的回测历史表现



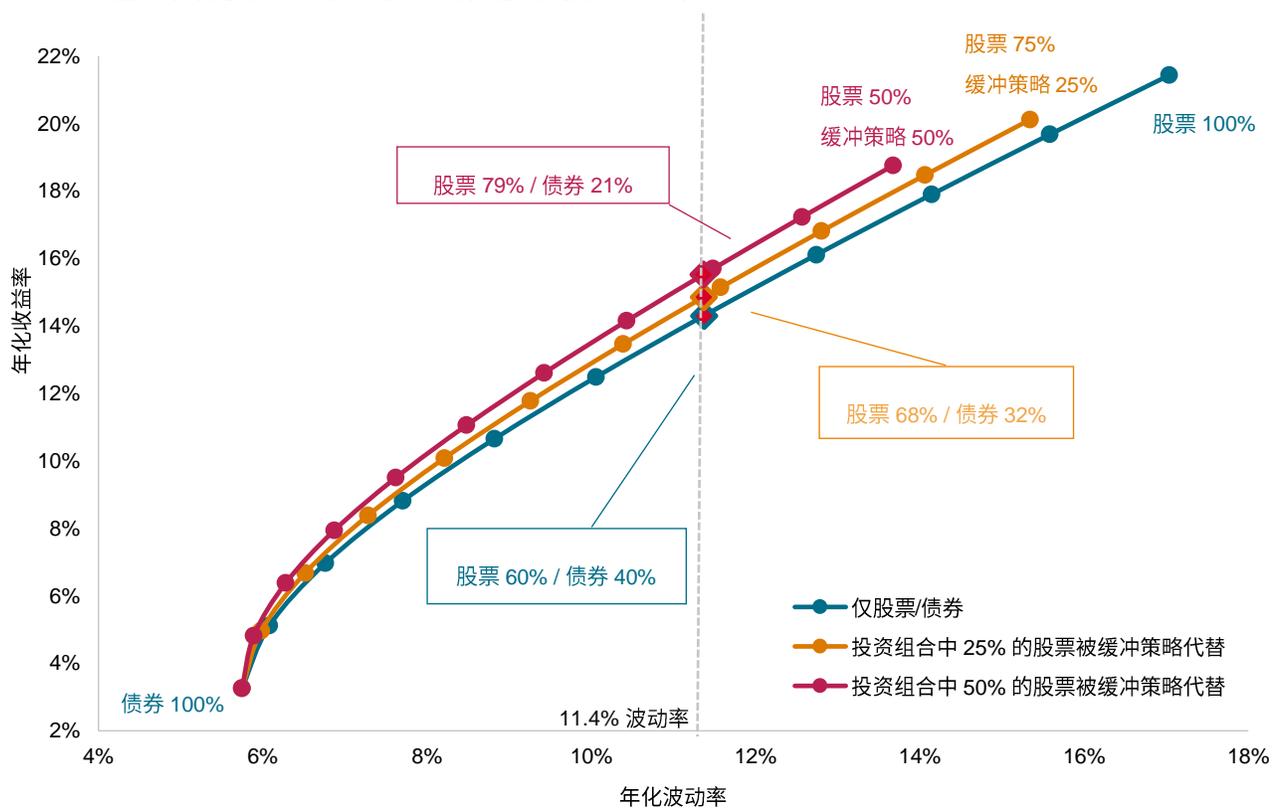
指标	标普 500 指数 (总收益)	标普 500 指数 10% 缓冲 (平均值)	标普 500 每日风险 控制 15% 指数	标普 500 低波动率 指数
年化收益率 (%)	14.3	10.7	10.2	7.7
年化波动率 (%)	17.1	10.5	14.8	14.1
收益率/波动率	0.84	1.02	0.69	0.55
表现/下行波动率	1.30	1.47	1.15	0.77
贝塔	1.00	0.60	0.79	0.65
<b>重大回撤 (%)</b>				
2020 年 2 月至 2020 年 3 月	-33.8	-22.4	-20.1	-36.1
2022 年 1 月至 10 月	-24.5	-12.2	-19.2	-17.2
2025 年 2 月至 4 月	-18.7	-13.8	-17.6	-9.1
上述三个期间的平均值	-25.7	-16.1	-19.0	-20.8

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2018 年 9 月 28 日至 2025 年 12 月 31 日期间的数据。年化收益率、波动率和贝塔数据基于月度数据计算，最大回撤基于每日数据计算。标普 500 10% 缓冲指数（3 月、6 月、9 月和 12 月系列平均值）代表由标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列组成的假设性投资组合，于 2018 年 9 月 28 日以等权重开仓。标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

## 2-6. 假设性投资组合应用

在假设性股债投资组合中纳入缓冲策略，有望提升整体风险收益特征。使用与上述假设性分析相同的指数成分，对 2018 年 9 月以来的回测数据进行分析后可以看出，若将部分股票权重替换为追踪缓冲指数的成分，可较传统股债组合实现更优的风险调整后收益（见图 33）。

图 33：包含回测缓冲指数的假设性股债投资组合



所示分析基于假设性投资组合。

来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)。2018 年 9 月至 2025 年 12 月期间的数据。每个点代表一个投资组合，其中债券比例以 10% 的幅度递增（或递减）。债券和股票的表现分别由 iBoxx 美元债整体指数和标普 500 指数代表，缓冲策略的表现由标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列所组成的、于 2018 年 9 月 28 日以等权重开仓的投资组合代表。投资组合于每月底按给定资产配置比例定期调整。标普 500 10% 缓冲指数 3 月、6 月、9 月和 12 月系列于 2024 年 9 月 6 日推出。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”部分，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

由于其独特的风险、收益和相关性特征，缓冲指数可在维持投资组合风险水平不变的同时，增加股票市场敞口。例如，在特定时期内，假设性 60/40 组合（60% 投资于标普 500 指数，40% 投资于 iBoxx 美元债整体指数）的年化收益率为 14.3%，对应波动率为 11.4%。若假设性投资组合中 68% 配置股票相关成分（51% 为标普 500 指数，17% 为标普 500 10% 缓冲指数系列），32% 配置债券，则其在相同波动率水平下的假设收益率升至 14.9%。若假设性投资组合中 79% 配置股票（标普 500 指数和标普 500 10% 缓冲指数系列各占 39.5%），21% 配置债券，其收益率可能进一步提升至 15.5%。

# 结论

美国期权型 ETF 实现快速增长，规模从 2019 年的不到 50 亿美元增至 2025 年的 2,450 亿美元，彰显其日益主流化的趋势。这一趋势契合 ETF 行业日趋成熟的发展进程，该行业持续降低成本、简化投资渠道、提升流动性，并覆盖了更广泛的市场和风险敞口。与此同时，规则化、透明化的期权型策略的出现促进了产品创新，降低了投资门槛，提升了市场认知，并为投资组合构建树立了新标准。

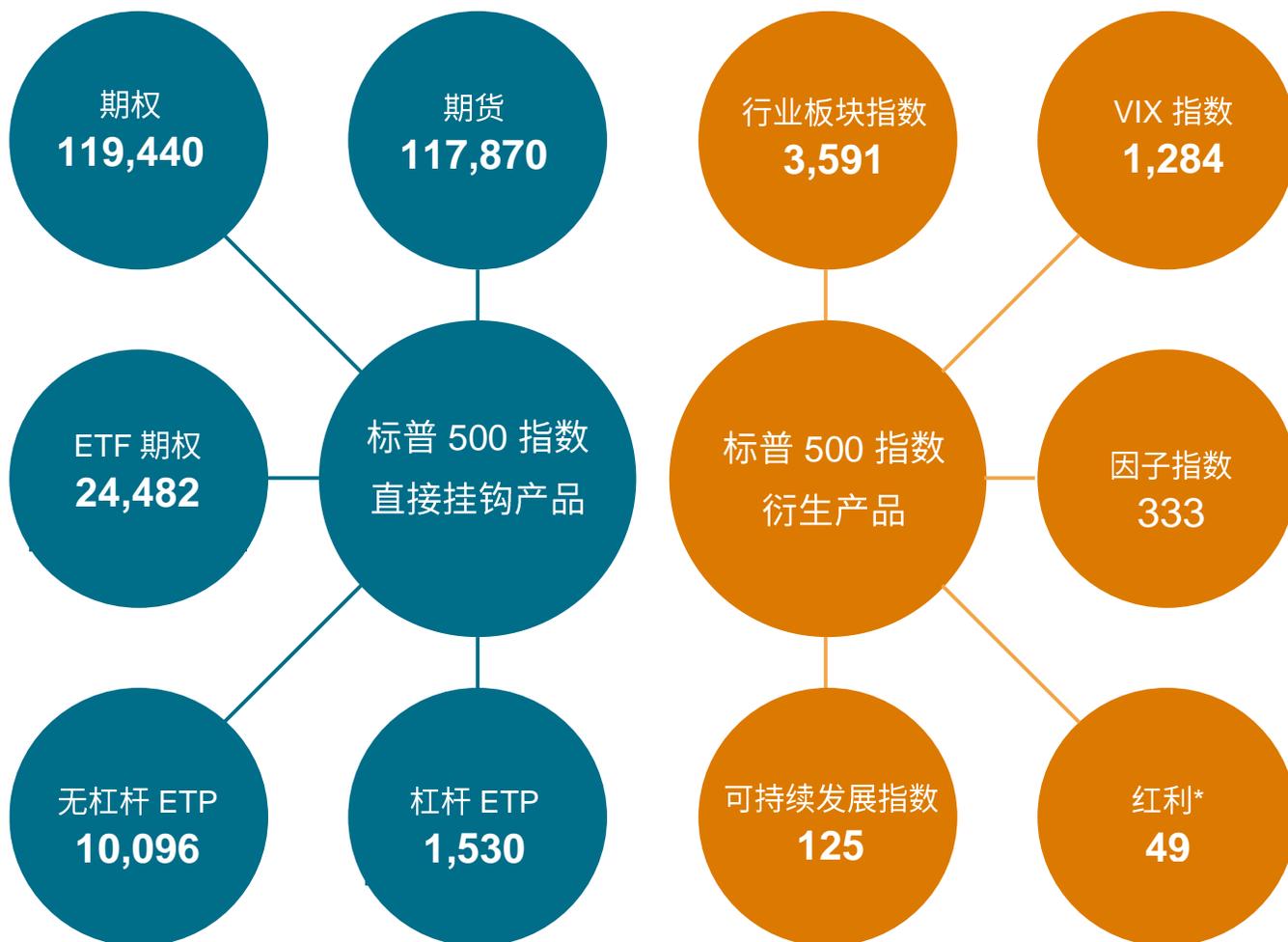
这些趋势有助于更广泛的市场参与者以独立投资方案或纳入整体投资组合的方式，增加或分散收益来源、管理风险，或以更系统性的方法管理股票市场敞口和下跌风险保护。基于备兑看涨期权和缓冲策略这两种最常见策略建立的指数，为主动型和被动型期权策略提供了可靠的业绩比较基准；与此同时，主流股市基准指数仍是此类投资所用期权的首选标的资产。因此，备兑看涨期权和缓冲指数（尤其是基于标普 500 指数交易生态系统的策略）在此发展进程中发挥了十分重要的作用。

除被动跟踪基金表现外，指数还可以作为业绩评估、风险归因和产品研发的客观基准。其透明度、可靠性和详实的历史数据，有助于投资者理解、监控和比较投资结果，从而在行业持续发展的过程中增强市场信任，并支持理性决策。指数编制方法在行权价、剩余期限和标的敞口方面具有灵活性，确保可根据多元化且不断变化的投资者需求、市场环境和监管框架定制解决方案。

## 附录 A：标普 500 指数交易生态系统

**标普 500** 指数是期权型 ETF 的主要期权标的资产，占此类资产总规模的 59%（见图 2）。该指数依托强大的交易生态系统，2024 年的预估总交易经济价值高达 279 万亿美元（见图 34）。这一庞大且活跃的指数交易生态系统，为期权型 ETF 的高速增长提供了关键支撑。

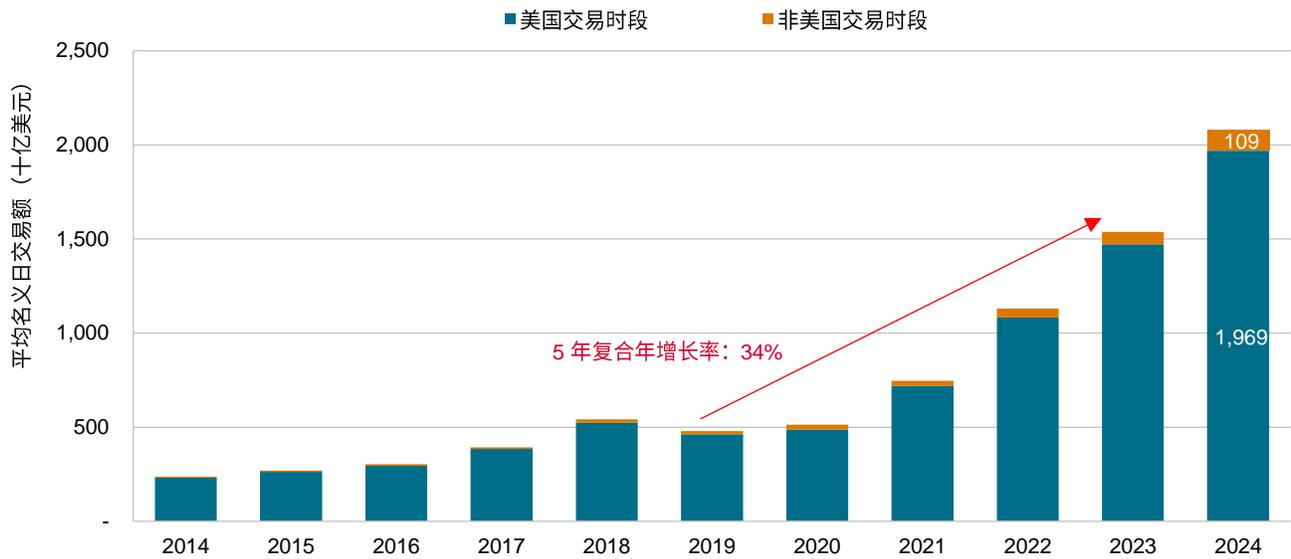
图 34：标普 500 指数生态系统——综合指数等效交易量（十亿美元）



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FIA、彭博。数据截至 2024 年 12 月 31 日。基于标普道琼斯指数 2025 年 9 月发布的《[指数流动性概览](#)》研究报告中定义的“指数等效交易量”。交易量已根据短期指数灵敏度进行调整，包括对期权交易量平均 delta 的估计。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

值得注意的是，标普 500 指数期权的流动性在近年显著提升，五年复合年增长率 (CAGR) 整体达到 34%，而在非美国交易时段更是高达 47%（见图 35）。这种全天候的流动性优势，使得基于标普 500 指数期权的多种期权型策略得以在美国以外的各大市场推出。

图 35：标普 500 指数上市期权交易量的增长



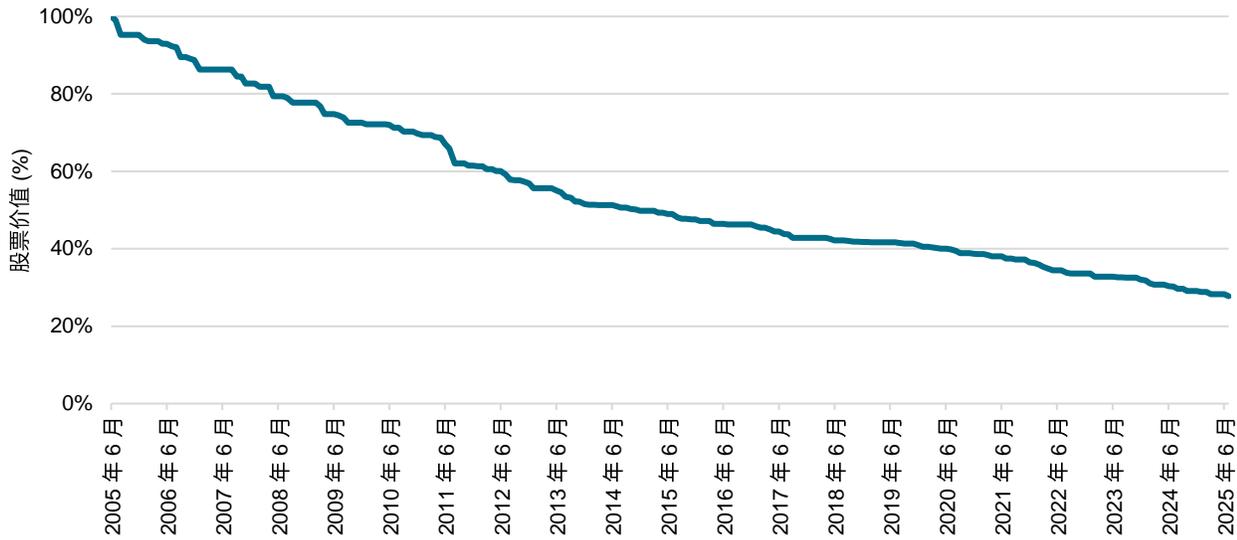
资料来源：标普道琼斯指数有限公司、芝加哥期权交易所 (Cboe)、芝商所 (CME)、彭博。数据截止 2024 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 附录 B：备兑看涨期权的收益分配和再投资

本报告主要探讨了备兑看涨期权策略的构建逻辑、运行特征和潜在应用场景，并在假设期权权利金全额再投资的前提下，基于备兑看涨期权指数的总收益版本进行所有分析。然而，在实际操作中，有关期权权利金分配的决定（即选择现金分红还是滚动再投资）至关重要，因为这会显著影响投资组合权益的增长（或减少）。

我们可以用 BXM 对此进行阐释。由于标普 500 指数在过去数十年表现强劲，BXM 指数中的标普 500 指数看涨期权空头头寸经常处于实值状态并被行权。这意味着，在标普 500 指数上涨的月份，投资组合的收益往往会被看涨期权空头头寸的现金结算所抵消；而在其他月份，标普 500 指数的表现则为下跌或持平。这也意味着 BXM 指数的增长主要源于看涨期权权利金和股票红利的再投资。换言之，如图 36 所示，如果将看涨期权权利金全额分配，则假设性投资组合的价值将随时间推移逐渐耗尽。

**图 36：假设期权权利金全额分配的情况下，Cboe 标普 500 BuyWrite 指数的假设性股票头寸**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。基于 2005 年 6 月至 2025 年 6 月期间月度移仓日之间的标普 500 指数价格收益。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

如需进一步了解此主题，请参阅我们之前的文章 [“寻找收益：标普 500 指数备兑开仓策略的现金流分配分析”](#)。

## 表现披露/回测数据

标普美国国库券近3个月指数于2019年11月5日推出。标普500每日备兑看涨期权指数于2023年10月5日推出。道琼斯美股红利100指数于2011年8月31日推出。道琼斯美股红利100备兑看涨期权指数系列于2023年4月14日推出。标普500 10%缓冲指数3月、6月、9月和12月系列于2024年9月6日推出。指数推出日期前的所有信息均为回测的假设性信息，而非实际表现。回测计算基于与指数推出日期相同的方法。不过，当为市场异常时期或其他不能反映当前市场环境的时期创建回测历史时，指数编制方法规则可能会放宽，以捕获足够大的证券范围，进而用于模拟该指数旨在衡量的目标市场或该指数旨在捕获的策略。例如，可能会降低市值和流动性门槛。完整的指数编制方法详情请参见 [www.spglobal.com/spdijzh](http://www.spglobal.com/spdijzh)。指数的过往业绩并不预示未来表现。回测的业绩反映了指数编制方法的应用和指数成分的选择，基于事后经验以及对可能正面影响业绩的因素的了解，但不能解释可能影响结果的所有财务风险，可能被认为反映了幸存者/展望未来的偏见。实际的收益可能与回测收益之间存在显著差异，甚至低于回测收益。过往业绩并不预示或保证未来表现。有关指数的更多详细信息，请参阅指数编制方法，包括指数定期调整的方式、定期调整的时间、增加和剔除成分股的规则，以及所有的指数计算。回测表现仅供机构使用，不供零售投资者使用。

标普道琼斯指数设定多个日期，为客户提供更大透明度。指数起始日是给定指数有计算值（实时或回测）的第一天。基准日期是将指数设置为固定值以进行计算的日期。推出日期是指首次将指数值视为实时的日期：指数推出日期之前任何日期或时间段的指数值都属于回测性质。标普道琼斯指数将“推出日期”定义为已知指数值已向公众发布的日期，例如通过公司的公开网站发布或其向外部提供的数据。对于2013年5月31日之前推出的道琼斯品牌指数，“推出日期”（2013年5月31日之前称为“引入日期”）定为不允许对指数编制方法进行进一步更改的日期，但这可能早于该指数的公开发布日期。

通常，当标普道琼斯指数创建回测的指数数据时，该指数在计算中会使用实际的历史成分股层面数据（例如，历史价格、市值和公司行为数据）。由于ESG投资仍处于发展初期，用于计算标普道琼斯指数公司的ESG指数的某些数据点可能无法在整个回测历史时期内获得。同样的数据可用性问题也可能存在于其他指数中。在无法获得所有相关历史时期的实际数据的情况下，标普道琼斯指数可能会使用ESG数据的“反向数据假设”（或反向提取）流程来计算回测的历史业绩。“反向数据假设”是一个将指数成分股公司可用的最早实际实时数据点应用于指数表现中所有先前历史实例的过程。例如，反向数据假设固有地假设目前没有参与特定业务活动（也称为“产品参与”）的公司在历史上从未参与过，同样地，也假设目前参与特定业务活动的公司在历史上也参与过。反向数据假设允许将假设的回测扩展到使用实际数据无法进行回测的历史年份。有关“反向数据假设”的更多资料，请参阅[常见问题解答](#)。任何在回测的历史中采用反向假设的指数的编制方法和事实说明都将明确说明这一点。该编制方法将包括一份附录，其中列出使用反向预测数据的具体数据点和有关时间段的表格。

所显示的指数收益并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。标普道琼斯指数负责维护该指数，计算指数水平和所显示或讨论的表现，但不管理实际资产。指数收益不反映投资者为购买指数标的证券或旨在追踪指数表现的投资基金而支付的任何销售费用或其他费用。征收这些费用和收费会导致证券/基金的实际业绩和经回测的业绩低于指数所显示的业绩。举个简单的例子，如果一笔10万美元的投资在12个月内获得10%的收益率（即1万美元），并且在投资期限结束时对该投资加上应计利息收取1.5%的基于实际资产管理费（即1,650美元），那么该年度的净收益率将为8.35%（即8,350美元）。在三年期间，如果在年底收取1.5%的年度管理费，假定每年的收益率为10%，则累计总收益率为33.10%，总费用为5,375美元，累计净收益率为27.2%（即27,200美元）。

# 一般免责声明

©2026 标普道琼斯指数。保留所有权利。S&P (标普)、S&P 500 (标普 500 指数)、SPX、SPY、标普 500 指数 (The 500™)、US500、US 30、S&P 100 (标普 100 指数)、S&P COMPOSITE 1500 (标普综合 1500 指数)、S&P 400 (标普 400 指数)、S&P MIDCAP 400 (标普中盘 400 指数)、S&P 600 (标普 600 指数)、S&P SMALLCAP 600 (标普小盘 600 指数)、S&P GIVI (标普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指数)、DIVIDEND ARISTOCRATS (红利优选指数)、DIVIDEND MONARCHS (红利特选指数)、BUYBACK ARISTOCRATS (回购优选指数)、SELECT SECTOR (精选行业指数)、S&P MAESTRO (标普 MAESTRO 指数)、S&P PRISM (标普 PRISM 指数)、S&P STRIDE (标普 STRIDE 指数)、GICS (全球行业分类标准)、SPIVA (标普指数与主动投资)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS 和 CRITR 均为标普全球有限公司 (“标普全球”) 或其关联公司的注册商标。DOW JONES (道琼斯)、DJIA (道琼斯工业指数)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道琼斯工业平均指数) 均为道琼斯商标控股有限责任公司 (“道琼斯”) 的商标。这些商标连同其他商标已被授权给标普道琼斯指数有限公司。未经标普道琼斯指数有限公司书面许可, 禁止全部或部分重新分发或复制。在标普道琼斯指数有限公司、标普全球、道琼斯或其各自的关联公司 (合称 “标普道琼斯指数”) 没有必要牌照的司法管辖区, 本报告件不构成服务要约。除某些定制指数计算服务外, 标普道琼斯指数提供的信息均非个性化, 并非针对任何个人、实体或群体的需求量身定制。标普道琼斯指数通过将其指数许可给第三方和提供定制计算服务而获得报酬。指数的过往业绩并不能预示或保证未来表现。

投资者不能直接投资于指数。指数所代表的资产类别可通过基于该指数的可投资工具进行投资。标普道琼斯指数未发起、认可、出售、推广或管理由第三方提供的任何投资基金或其他投资工具, 这些基金或其他投资工具旨在根据任何指数的表现提供投资收益。标普道琼斯指数不保证基于该指数的投资产品能准确追踪指数表现或提供正投资收益。指数表现并未反映交易成本、管理费或开支。标普道琼斯指数对投资于任何此类投资基金或其他投资产品或工具的可取性不作任何陈述。对任何此类投资基金或其他投资工具的投资决定不应依赖本报告件所列的任何陈述。标普道琼斯指数并非经修正的《1940 年投资公司法》定义的 “投资顾问、商品交易顾问、商品池经营者、经纪交易商、受托人、发起人”, 亦非《美国联邦法典》第 15 编第 77k 条第 (a) 款所阐述的 “专家” 或税务顾问。将证券、大宗商品、加密货币或其他资产纳入指数并不代表标普道琼斯指数建议买入、出售或持有此类证券、大宗商品、加密货币或其他资产, 也不应被视为投资建议或大宗商品交易建议。

标普道琼斯指数的美国基准指数收盘价由标普道琼斯指数根据其交易所设定的相关指数成分股的收盘价计算得出。标普道琼斯指数使用的收盘价数据来自其使用的第三方供应商, 并通过与备选供应商提供的数据进行比较来验证收盘价。供应商的收盘价数据来自主要交易所。实时盘中价格的计算方式类似, 但不会进行二次验证

这些材料完全根据一般公众可获得的资料和据信可靠的来源编写, 仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面许可, 不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、复制或分发这些材料中包含的任何内容 (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从其输出的内容) 或其任何部分 (“内容”)。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商和许可方 (合称 “标普道琼斯指数方”) 不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普道琼斯指数方不对因使用内容而产生的任何错误或遗漏 (无论原因为何) 负责。内容按 “原样” 提供。标普道琼斯指数方排除任何及所有明示或默示的保证, 包括但不限于有关适销性或特定目的或用途的适用性、无错误、软件错误或缺陷、内容的功能将不间断或内容将在任何软件或硬件配置下运行的任何保证。在任何情况下, 标普道琼斯指数方均不对任何一方遭受的与内容使用有关的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害、成本、费用、法律费用或损失 (包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本) 负责, 即使已被告知可能发生此类损害。

标普全球将其各个部门和业务单位的某些活动彼此分开, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普全球的某些部门和业务单位可能掌握其他业务单位无法获得的信息。标普全球已制定相关政策和程序, 以对分析过程中收到的某些非公开信息进行保密。

此外, 标普道琼斯指数向许多组织提供广泛的服务或与之相关的服务, 包括证券发行人、投资顾问、经纪交易商、投资银行、其他金融机构和金融中介机构, 因此可能会从这些组织收取费用或其他经济利益, 包括他们可能推荐、评级、纳入模型投资组合、评估或以其他方式接触的证券或服务的组织。

全球行业分类标准 (GICS®) 由标普和 MSCI 开发，是标普和 MSCI 的专有财产和商标。MSCI、标普或参与制定或编撰任何 GICS 分类的任何其他方均未就此类标准或分类（或使用其获得的结果）做出任何明示或默示的保证或陈述，所有前述各方特此明确排除与任何此类标准或分类有关的所有原创性、准确性、完整性、适销性或特定用途适用性保证。在不限制前述任何规定效力的前提下，在任何情况下，MSCI、标普或其任何关联公司或参与制定或编撰任何 GICS 分类的任何第三方均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或任何其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已被告知发生此类损害的可能性亦不例外。