S&P Dow Jones Indices

A Division of S&P Global

研究報告

從基準指數到市場基礎設施：標準化、ETF 和信用債流動性

慶祝 iBoxx 指數 25 週年與 ETF 生態系統的演變

作者

Monika Arya
固定收益產品管理副總監
monika.arya@spglobal.com

Kunal Mehta，CFA
固定收益產品管理
全球主管
kunal.mehta2@spglobal.com

Nicholas Godec，CFA、CAIA、CIPM
高級總監、固定收益可交易產品及大宗商品主管
nicholas.godec@spglobal.com

引言：從小眾敞口到市場基礎設施

公司信用類債券市場不再是個別產品的簡單集合，而是已形成相互交織的生態鏈：通過高度透明的指數規則使分散的場外交易產品標準化； ETF 則將基準指數變為龐大的交易所交易資產敞口配置；通過 ETF 初級市場將基金份額與現貨債券籃子掛鉤；通過投資組合交易將這種需求傳遞到標的債券；再通過不斷壯大的衍生品體系來支持標準化敞口配置的對沖、融資和轉讓過戶。其中的每個環節都旨在使下一個環節更加高效。

這一框架適用於整個信用債體系：在投資級 (IG) 債券領域，規模和市場廣度優勢使得產品標準化成為核心資產配置、久期管理和過渡管理的工具；在個券交易更具偶發性的高收益債券 (HY) 領域，標準化實現了多元化敞口的可投資性。**過去 25 年來，iBoxx 指數不僅建成了一套基準指數系列，更構建了一個至關重要的市場基礎設施。**

第 10 頁和第 13 頁的行業觀點分別由貝萊德 (BlackRock, Inc.) 和簡街 (Jane Street Group, LLC) 提供。

請註冊接收我們最新的研究報告、評論文章和活動邀請：on.spdji.com/SignUpTC。

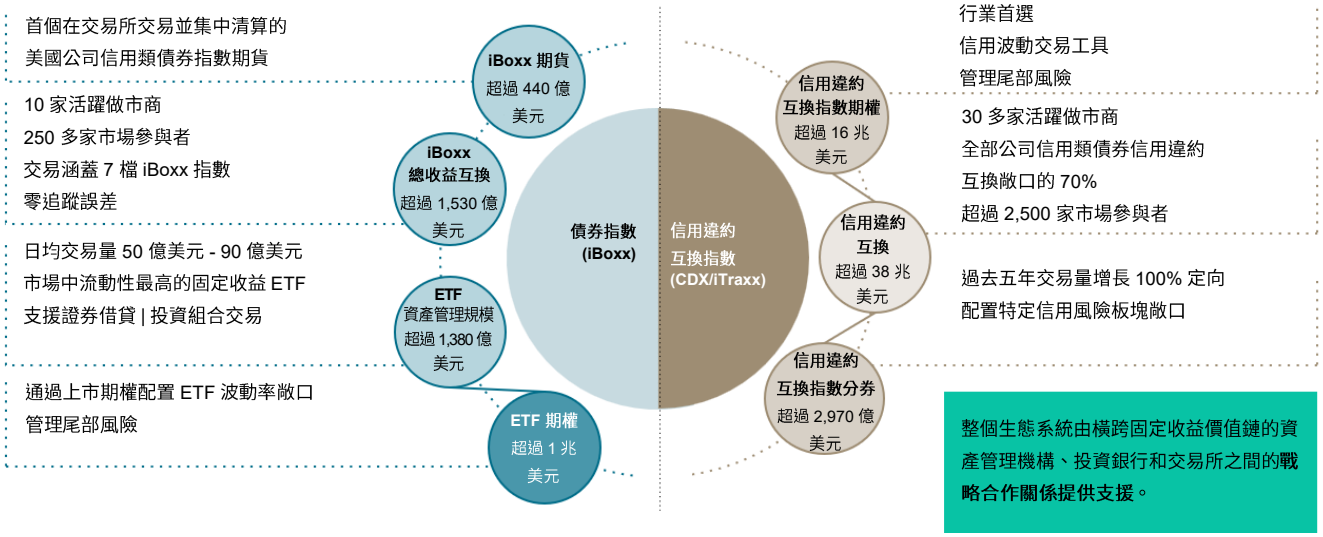
這種轉變在高收益債券領域尤為明顯。高收益債券曾被視為流動性相對較低且需要大量運營投入的資產類別，不過得益於 ETF 快速增長的支持，它已然成為許多投資人的核心配置要素。投資級債券市場也因同樣的力量重塑，得益於市場規模擴大、電子化交易普及和標準化指數敞口的成熟，指數化策略已成為核心配置、久期管理和過渡管理的核心工具。這兩類市場的起點雖有不同，但最終方向一致：高度透明的指數規則讓信用債實現規模化交易。

這一演變的核心，是**高度透明的指數設計、投資組合管理方法的進步以及穩健資本市場生態發展**之間的相互作用。這些因素共同促進了固定收益型 ETF 的規模化發展，讓投資人能夠通過一種高效率、高流動性和高成本效益的工具，參與在個券層面依然較為分散的市場。

同樣重要的是，ETF 的發展不僅在於資產規模的增長。同時也反映了信用債敞口定義、轉移和實施方式的更廣泛轉變。曾經以個券交易為主的市場，如今更多圍繞標準化、指數化敞口單位進行發展，從而可以在多種產品載體中運用。在此背景下，該指數的作用不僅在於衡量市場表現，它還為投資人、投資組合管理人、流動性提供者和衍生性商品市場創造了一個共同的參考點。這種共同的參考點有助於在整個生態中更高效地轉移信用風險。

標普道瓊斯指數在這一發展歷程中發揮了奠基性作用。過去 25 年來，我們的指數跟隨市場的發展不斷演變，持續支持創新、確保貼合市場需求並推動大規模應用。

圖 1：與標普道瓊斯指數所編製指數掛鉤的固定收益可交易生態



來源：標普道瓊斯指數有限公司、DTCC、芝加哥期權交易所、OSTTRA。數據截至 2025 年 12 月 31 日。除非另有說明，數據均指年度總名義交易量。圖表僅供說明之用。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

1. 指數構建：iBoxx 指數系列的價值主張

即使由同一發行人發行，不同債券也可能在幣別、清償順序、票息結構、到期日、含權條款、發行規模和流動性等方面存在差異。基準指數供應商的第一個貢獻，這些異質性轉化為透明、以規則為基礎的可投資空間，讓價值鏈中的所有參與者都能對其進行一致的衡量、複製和引用。iBoxx 指數系列的獨特之處，在於將獨立的治理結構、公開的編製方法、一致的分類系統、基於多來源數據的估值定價、嚴謹的定期調整相結合，並遵循一種旨在確保指數規則符合市場交易實際方式的研究過程。此外，標普道瓊斯指數還可利用來自標普全球其他部門的市場洞察和數據資源進一步增強這些優勢，包括來自標普全球市場財智 (S&P Global Market Intelligence) 的估值定價數據和標普全球評級 (S&P Global Ratings) 的信用評級數據。這為 iBoxx 指數系列提供了其他指數供應商難以複製的定價及參考數據深度。

ETF 生態的發展得益於指數設計的持續優化。早在固定收益市場缺乏標準化之時，iBoxx 指數系列就開始提供透明、基於規則的基準指數。這些指數跟隨投資級債券和高收益債券市場的發展而不斷擴展，持續納入新發行債券、提升市場代表性，並適應不斷演變的市場結構。

從「基準指數」到「可交易指數」的轉變，是經過深思熟慮的。流動性指數執行更高的最低發行規模、發行人規模要求、發行人權重上限、最短存續期、鎖定期和剩餘期限規則。這有利於降低換手率、限制特異性集中風險，並減少指數本身所隱含的交易摩擦，同時又能保持目標市場的收益率、久期、利差和行業特徵。這種代表性和可實施性之間的平衡，正是流動性指數能夠同時支撐 ETF、總收益互換、期貨合約和信用違約互換 (CDS) 指數的原因。

這反映了一項貫穿始終的原則：指數不僅要能夠衡量市場表現，還要提供一種能夠**在真實市場環境下**複製的高度透明、基於規則的參考基準。可實施性需要恰當平衡代表性和可交易性。寬基指數可能代表了整個投資機會集，而可交易基準指數必須確保能夠在實際市場環境下進行複製、定期調整和規模化應用。因此，流動性篩選、發行人規模要求、發行人權重上限、最短存續期規則和鎖定期在指數編製方法中均為核心要素。這有助於將分散的現貨債券市場轉化為可以多次複製的基準指數，同時避免不必要的成分券更替或集中度風險。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

圖 2：指數規則 - iBoxx 美元高流動性高收益債券指數與 iBoxx 美元高收益債券指數

指標	iBoxx 美元高流動性高收益債券指數	iBoxx 美元高收益債券指數
債券餘額	4 億美元	2 億美元
發行人規模	10 億美元	不適用
發行人權重上限	3%	不適用
鎖定期	3 個月	不適用
最短存續期	6 個月	不適用
債券剩餘期限	12 個月，新納入標的為 18 個月	12 個月

來源：標普道瓊斯指數有限公司，入選標準截至 2026 年 9 月 30 日。圖表僅供說明之用。

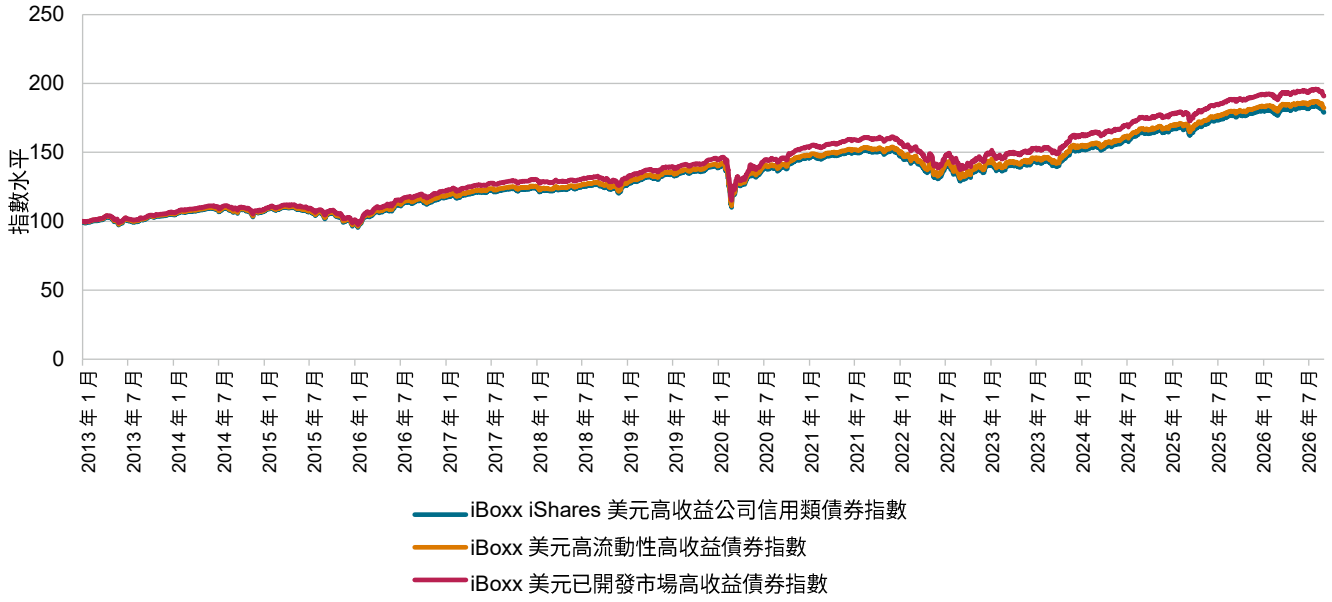
這一規則體系在高收益債券領域尤為重要。底層債券市場仍然**分散、透明度較低且具有較強的異質性**，證券結構、流動性和定價透明度千差萬別。在此背景下，iBoxx 美元、歐元和全球高流動性高收益債券指數等指數將流動性和可交易性標準直接納入指數構建，讓市場參與者能夠一致地進行業績基準比較和實施策略，在界定透明、標準化的高流動性高收益債券市場發揮了重要作用。

對於本身高度分散、透明度較低且往往由交易商主導的市場，穩健的基準體系對於改善價格發現、提升可比性和增強投資人信心至關重要。基準指數以明確、基於規則的方法反映投資機會集，為市場參與者提供統一的參照架構，從而支持更準確的風險評估、表現歸因和相對價值分析。

關鍵在於，流動性的提升並不需要以犧牲投資人所尋求的配置敞口為代價。與寬基指數相比，流動性指數可能更注重精選，同時仍保持該資產類別的核心收益率、久期和利差特徵。這就是流動性指數框架的重要實踐意義：它將指數範圍聚焦於更易於投資和交易的證券，同時又保留了使該資產類別在投資組合構建中具有實際作用的整體經濟特徵。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

圖 3：累計表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2013 年 1 月 31 日至 2026 年 9 月 30 日期間的數據。指數表現基於以美元計算的總收益。指數於 2013 年 1 月 31 日重定基期，基值為 100。iBoxx 美元已開發市場高收益債券指數於 2018 年 4 月 30 日推出。iBoxx iShares 美元高收益公司信用類債券指數於 2018 年 4 月 30 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，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」部分，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

這種標準化是高效投資的基礎：更完善的基準有利於實現更精準的複製，從而支持更高效、成本更低廉的指數化策略和 ETF。除提供適當的市場表現衡量基準外，高品質的指數還能有效地將複雜的市場結構轉化為可投資架構，並使其能夠切實應用於 ETF 產品，為投資人提供流動性、以及與目標資產類別維持一致的市場敞口。

投資級債券領域也遵循同樣的設計原理，所面臨挑戰的差異在於程度，而非性質。投資級債券市場規模更大、多樣性更高、電子化交易程度也更高，有利於核心資產配置、久期和收益率曲線定位以及行業輪動。但範圍過廣可能導致數千種成分券的可交易性不均，而 iBoxx 美元、歐元和英鎊高流動性投資級債券指數採用相同的規模、集中度控制和成分券穩定性原則，創建 ETF、標準化總收益互換和公司信用類債券指數期貨均可使用的參考點。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

圖 4：投資級債券和高收益債券的代表性與可實施性比較

市場	指數市值 (十億美元)	成分券數量	發行人數量	平均發行規模 (百萬美元)
美元投資級債券	8,330 → 3,874	9,090 → 3,162	1,285 → 430	1,006 → 1,394
歐元投資級債券	3,521 → 3,416	4,333 → 4,168	787 → 623	850 → 858
美元高收益債券	1,439 → 1,165	1,923 → 1,311	873 → 452	786 → 929
歐元高收益債券	503 → 398	803 → 645	400 → 341	647 → 632
市場	**最差收益率 (%)**	**久期 (年)**	**期權調整後利差 (基點)**	**更高評級佔比 (iBoxx 評級)**
美元投資級債券	6.4 → 6.5	5.8 → 7.4	97 → 99	A 級或以上：57% → 60%
歐元投資級債券	4.4 → 4.4	4.3 → 4.3	102 → 101	A 級或以上：53% → 54%
美元高收益債券	8.4 → 8.3	3.2 → 3.2	323 → 313	BB 級或以上：59% → 63%
歐元高收益債券	6.7 → 6.9	2.9 → 2.8	338 → 359	BB 級或以上：65% → 57%

來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2026 年 9 月 30 日。圖表僅供說明之用。

寬基指數如下：美元投資級債券為 iBoxx 美元公司信用類債券指數；歐元投資級債券為 iBoxx 歐元公司信用類債券指數；美元高收益債券為 iBoxx 美元已開發市場高收益債券指數；歐元高收益債券為 iBoxx 歐元跨界 (cum-crossover) 高收益債券指數。

高流動性指數如下：美元投資級債券為 iBoxx 美元高流動性投資級債券指數；歐元投資級債券為 iBoxx 歐元高流動性大型公司信用類債券指數；美元高收益債券為 iBoxx 美元高流動性高收益債券指數；歐元高收益債券為 iBoxx 歐元高流動性高收益債券指數。

2. 通過 ETF 實現投資落地

指數建構參考框架；ETF 負責將這種框架轉化為可投資的工具。通過將多元分散的債券組合打包成單一的交易所交易份額，ETF 讓投資人無需逐一買入每檔底層證券，即可實施戰略配置、進行盤中調整風險、將現金權益化、執行投資組合過渡和管理流動性。基準指數的質量決定了 ETF 份額代表預期配置敞口的精準程度；而 ETF 生態的深度決定了投資人買賣 ETF 的成本和可靠性。

ETF 打包結構的興起是信用債投資發展歷程中的一項關鍵創新，它將曾經分散且營運較為複雜的市場變為能夠規模化投資、且更易參與的資產類別。通過將數百檔底層債券打包成單一交易所交易工具，ETF 能夠為機構和一般投資人提供分散化投資、持續的流動性和更簡便的投資方式。此外，ETF 還顯著提高了規模和效率，使投資人不再需要交易通常流動性較差的個券，並使資本能夠更順暢地在市場中流動。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

ETF 打包結構還可以作為信用債配置的流動性工具。投資人可以快速配置資金，在甄別個券和調整配置的同時保持市場敞口，而無需立即在現貨債券市場執行每項投資決策。這對於資產配置者和主動型管理人都極具價值：與投資組合決策相比，通過個券增倉或減倉是一個速度更慢、更依賴雙邊協商的過程，而 ETF 可以彌補這一時間差。

ETF 是高收益債券作為一種可投資資產類別快速增長和機構化的關鍵推手，挑戰了市場長期以來對其流動性和韌性的懷疑。市場承壓時期 (尤其是新冠疫情引發的市場動盪，以及貿易衝突時期與關稅相關的市場波動) 成為實際市場環境下的試驗場：即使同期底層債券流動性惡化，高收益債 ETF 仍能繼續保證可交易性，促進價格發現，並讓投資人能夠透明地了解市場清算水平。這種價格透明度 (尤其是在市場承壓時期) 已經成為 ETF 結構的顯著特徵，同時相較於透明度較低的其他基金形式，ETF 的總成本也更為明確。這樣，ETF 通過跨市場週期提供一致的投資便利性、執行和業績結果，進一步增強了投資人的信心。

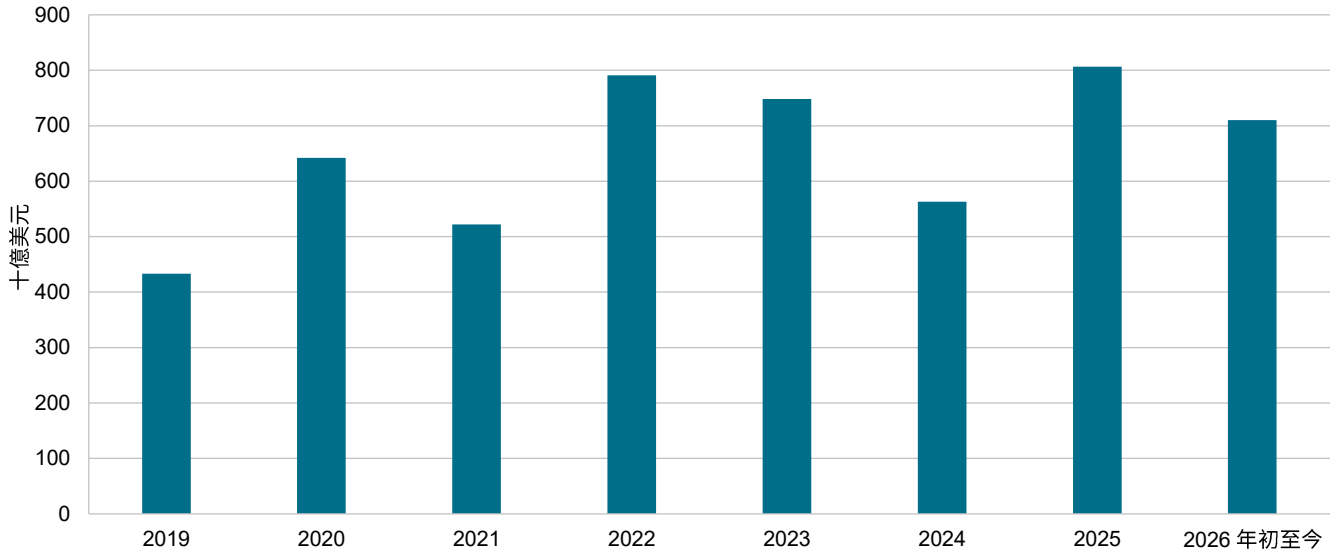
高收益債 ETF：從市場參與工具到市場基礎設施

追蹤 iBoxx 高流動性高收益債券指數的高收益債 ETF ，是這一主題的最典型代表。該類 ETF 最初只是一種便利工具，協助投資人參與個券買賣較為困難的市場，現已成為高收益債券市場本身的參考工具 - 用於戰略配置、戰術調倉、貝塔管理、投資組合轉換、對沖、相對價值表達以及作為抵押品和證券借貸庫存等。資產規模的增長只是一方面；更值得關注的是應用場景的擴展，以及現在越來越多的參與者開始以這些工具作為高收益信用風險的定價參考。

從三個指標可以說明這一點。一是**交易量**。2025 年，追蹤 iBoxx 美元高流動性高收益債券指數和美元高流動性投資級債券指數的 ETF 交易量約為 1.6 兆美元；而截至 2026 年 10 月 28 日，僅高收益債 ETF 的年初至今交易量就已達約 7,090 億美元。在實際交易中，在投資人之間活躍的次級市場交易、對初級市場債券交易的依賴降低，以及 ETF 生態內流動性的持續循環利用推動下，ETF 交易量往往可以超過底層債券。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

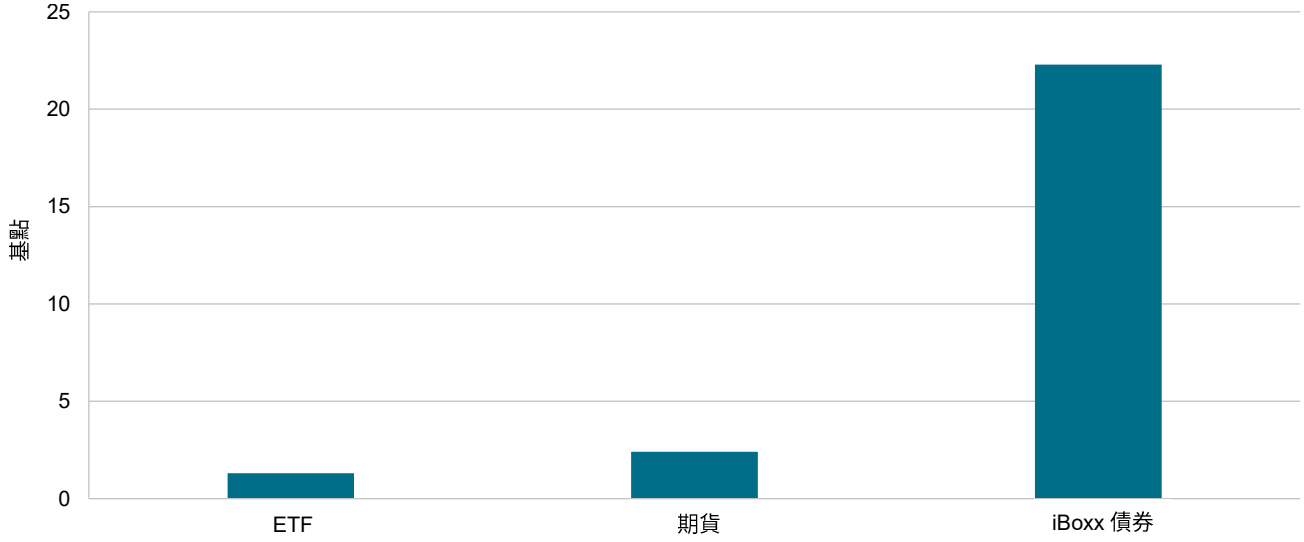
圖 5：追蹤 iBoxx 美元高流動性高收益債券指數的 ETF 交易量



來源：貝萊德。2019 年 1 月 1 日至 2026 年 10 月 28 日期間的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

二是**執行成本**。追蹤 iBoxx 指數的 ETF 報價價差約為 1.5-2.3 個基點，而基礎債券的加權平均價差高達 25-33 個基點。這種流動性優勢表明，ETF 打包結構並非簡單地一對一傳遞債券流動性，而是將分散的信用債敞口集中到一個標準化的工具中，讓多方市場參與者可以更高效進行定價、對沖和轉移 (與分散的現貨債券籃子相比)。

圖 6：iBoxx 美元高流動性高收益債券投資工具的交易效率 (按平均買賣價差)



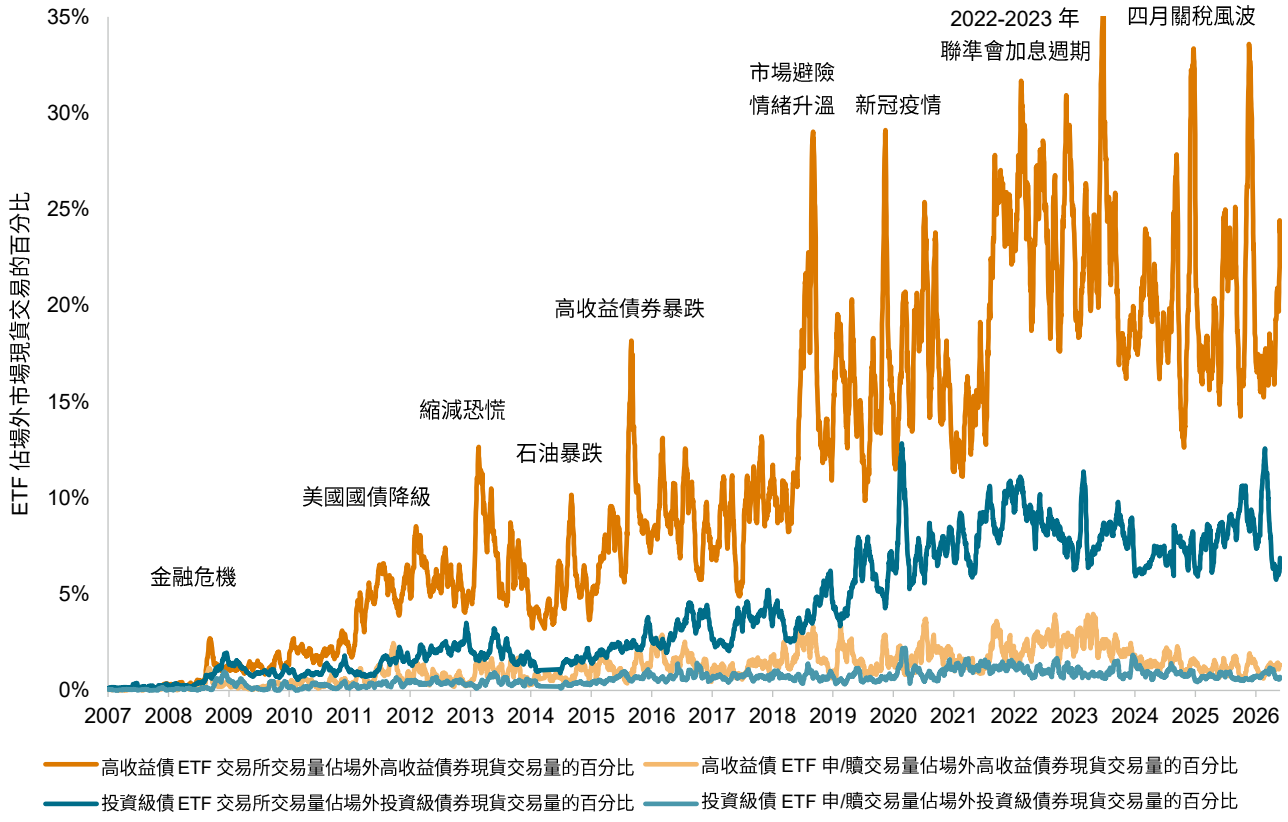
來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所、FactSet。數據截至 2026 年 10 月 28 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

三是**證券借貸**。深入、標準化的 ETF 庫存不僅可讓持有者賺取額外收入，同時也有利於賣空者、套期保值者和做市商建立敞口配置。這種活動有助於形成雙邊報價市場、縮小價差，並深化長期持有者所依賴的流動性，讓出借方和整個市場都能同時受益。除通過借出證券獲得的收入外，隨著規模的擴大和追蹤精確性的提升，持有這些敞口的總擁有成本也呈下降趨勢。

這一發展的重要意義在於指數設計與 ETF 專業知識的結合。iBoxx 指數清晰地定義了高流動性高收益債券敞口；貝萊德的 ETF 業務則將這一敞口與投資人、交易所、授權參與人、做市商和證券借貸市場對接起來。隨著使用量增加，交易量深化，價差收窄，圍繞同一標準化敞口的更多融資和對沖應用也發展起來。這就是追蹤指數的基金成為市場基礎設施的原因所在。

圖 7：二十年成長史 - ETF 對於信用債市場流動性的重要性不斷提升



來源：貝萊德。數據截至 2026 年 9 月 30 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

行業觀點：貝萊德（BlackRock）

在固定收益型 ETF 市場整體增長的背景下，投資等級債和高收益債 ETF 已成為固定收益市場全面現代化的關鍵推動力量。這些基金最初是為了更高效地多元化配置信用債敞口，如今已成為整個市場結構的重要組成部分，為投資人及其交易對手提供了透明、高流動性的信用風險配置、轉移和管理工具。

這種演變不僅體現在資產規模的增長上，也體現在這類基金在機構投資組合中越來越重要的作用。如今，投資人使用投資等級債和高收益債 ETF 進行戰略配置、戰術調倉、投資組合轉換、現金管理、對沖以及抵押品管理等。隨著應用範圍不斷擴大，流動性也愈加集中於這些工具。2025 年，貝萊德旗下追蹤 iBoxx 美元高流動性高收益債券和投資級債券指數的美國 ETF 交易額約為 1.6 兆美元，較本十年初增長 43%。

這一特點在市場承壓時期更為明顯。例如，由於關稅公告相關擔憂在市場彌漫，美國全行業固定收益型 ETF 在 2025 年 4 月 7 日的總交易量達 990 億美元，創下單日交易量新記錄。這相當於 2025 年全年美國固定收益型 ETF 日均交易量的 3.4 倍。高波動率時期的交易量激增表明，市場參與者在市場承壓時期利用了 ETF 的流動性優勢。ETF 結構就好比債券市場的「洩壓閥」，提供額外的流動性緩衝，使投資人能夠高效地配置信用債敞口，而無需每筆交易都在底層債券市場進行操作。

標普道瓊斯指數構建高流動性、可投資的高收益債券基準指數的方法，有助於建立透明的參考投資組合，並為大規模的次級市場流動性提供支持。憑藉貝萊德在投資組合管理、交易和 ETF 市場結構方面的專業知識，投資人能夠通過提供深入流動性、具競爭力的買賣價差和高效資產類別敞口配置的工具來使用這些基準指數。

其效益並不限於投資組合敞口。ETF 份額交易活躍，使得流動性能夠在市場參與者之間循環利用，從而減少對基礎債券交易的依賴，同時還可通過交易提高流動性。ETF 的結構促進了「投資組合交易」的發展，允許投資人在一次交易中買賣多元化的債券組合，從而提高執行效率和流動性。標普道瓊斯指數和貝萊德共同幫助定義了配置投資級和高收益信用債的現代框架。通過高度重視流動性和可投資性的基準指數設計，以及通過 ETF 實施來實現規模、透明度和交易效率

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

優勢，雙方共同推動建立了一個投資人在投資組合構建、流動性管理以及信用債市場風險轉移方面越來越依賴的生態系統。

平衡收益率曲線：投資級債策略的實施

投資等級債券也遵循相同的架構，iBoxx 美元高流動性投資級債券指數和 iBoxx 歐元高流動性大型公司信用類債券指數為大型 ETF 平台、標準化總收益互換 (TRS) 以及 (近期推出) 公司信用類債券指數期貨提供了支持。其應用場景側重點不同 (核心資產配置、久期和收益率曲線定位、負債導向型投資組合，以及保險公司和企業財資部門的現金管理)，底層現貨市場深度和電子化程度更高，目前美國公司信用類債券交易量約有一半是通過電子方式進行的，過去十年的日均交易量增長一倍以上。將投資級債券和高收益債券並列比較可以更好地說明其結構特點：指數標準化有助於提高信用債市場的投資便利性、可比性和實施。

投資等級債券市場的經驗也表明，ETF 的普及並非流動性不足的徵兆。投資級債 ETF 隨著現貨市場的日益深化和電子化同步增長：ETF 打包結構提供多元化且透明的敞口單位，可以大規模交易，持續定價，並使用相關工具進行對沖。因此，將投資級債券和高收益債券並列比較可以更全面展現固定收益市場的格局，表明這一基礎設施普遍適用，而非局限於特定的信用債板塊。

圖 8：投資級債和高收益債 ETF 的實施

工具	敞口	基礎指數	2026 年初至今交易量 (美元)	2026 年初至今日均交易量 (美元)
ETF	歐元投資級債券	iBoxx 歐元高流動性大型公司信用類債券指數	20 億	1,000 萬
	歐元高收益債券	iBoxx 歐元高流動性高收益債券指數	380 億	2.1 億
	美元投資級債券	iBoxx 美元高流動性投資級債券指數	7,330 億	36 億
	美元高收益債券	iBoxx 美元高流動性高收益債券指數	7,090 億	35 億

來源：貝萊德。數據截至 2026 年 10 月 28 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

3. 生態系統擴張：初級市場、投資組合交易和衍生品

流動性轉型：從債券到 ETF 生態

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

信用債 ETF 的一個顯著特點是能夠轉化流動性，通過提供持續的次級市場流動性、由做市商支持的更窄價差以及集中式流動性聚合工具，彌補底層債券市場的結構性低效 (通常表現為交易不規律、買賣價差大以及依賴交易商資產負債表等)。至關重要的是，這種流動性不受基礎債券換手率的限制，從而讓投資人能夠更穩定、更可規模化地配置敞口。

因此，ETF 應被視為市場結構的產物，而非底層債券籃子的靜態屬性。次級市場 ETF 交易可讓投資人移轉敞口，而無需每筆交易都立即觸發底層證券交易，從而形成「流動性乘數」效應，使這一打包結構提供的可交易流動性比底層市場本身更深入、更具規模化。當需要初級市場活動時，份額申贖過程以更系統的方式將 ETF 需求與債券市場連結起來，並日益得到投資組合交易和更複雜籃子執行的支持。由此形成了一個反饋循環，其中 ETF 交易、初級市場活動和個券執行都為整個市場提供信息。

初級市場：透明度和流動性的形成機制

大多數 ETF 活動並不會直接觸及債券市場：投資人之間只是買賣現有的份額。當淨需求需要進行調整時，授權參與者將根據已公布的籃子申贖份額，而這正是該生態系統創造獨特公共產品的所在。每日籃子透明度、授權參與者和做市商之間的競爭，以及 ETF、籃子和相關衍生品之間的套利，共同為市場創造了一個持續可執行的參考價格。若沒有這一生態，市場將僅在債券實際交易時才會定價。在市場壓力條件下，該參考價格將成為市場的清算水平。高收益債 ETF 在 2020 年 3 月以及後來的關稅風波時期均證明了這一作用。

這種流動性轉變的基礎是成熟資本市場生態的出現，做市商和授權參與者在提供持續流動性、促進高效申贖活動以及確保 ETF 價格與基礎資產價值保持緊密關聯方面發揮著關鍵作用。實際上，內部資本市場團隊往往會進一步強化這一點，他們積極協調流動性的提供、優化交易效率，並在各種市場條件下支持 ETF 功能，從而增強 ETF 結構的穩健性和可擴展性。

因此，資本市場基礎設施並非 ETF 發展的附屬品；而是連 ETF 份額、現貨債券籃子和相關對沖工具的紐帶。授權參與者和做市商持續比較 ETF 價格與底層債券、申贖籃子以及反映類似敞口的替代工具。由此圍繞一個在個券交易方面仍無規律可循的市場形成了可執行價格網絡。隨著該網絡的不斷深化，ETF 不僅成為持有債券的載體，它還成為市場觀察、檢驗和轉移信用風險的平台。信用債 ETF 市場的成長得到授權參與者的大力支持，他們在提供流動性和提高市場效率方面發揮著關鍵作用。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

行業觀點：簡街(Jane Street)

投資組合交易：執行方式的躍遷

投資組合交易是固定收益市場的一項重要創新，改變了機構投資人管理大規模債券交易的方式。投資組合交易可以在單次交易中同時執行大量債券籃子，無需在數天甚至數週內執行成百上千筆單獨的交易。這可以減輕執行風險：整個債券籃子統一定價並同步交易，這在個券流動性狀況差異較大，以及個券買賣報價的獲取難度更大時尤有價值。

投資組合交易還可以減少信息洩露和擇時風險，同時為組合中難以取得單個買賣報價的組成部分提供流動性。相較於逐檔交易個別債券，多元分散的債券籃子可能獲得更具競爭力的定價，因為分散化有利於流動性提供者更容易管理風險和對沖敞口。這些效率提升有助於機構投資人大規模地重新平衡投資組合、管理資金流動，並在不同投資策略之間進行轉換。

對於固定收益型 ETF (尤其是高收益債 ETF) 而言，投資組合交易一直是一項重要工具。投資組合交易通過提升底層債券籃子的執行效率，形成對申贖過程的有效補充。授權參與者可以通過實物申購方式將債券兌換成 ETF 份額，並通過贖回獲得債券。做市商將既有的庫存債券與從市場中取得的債券進行組合來建立申購籃子，有助於在促成大規模 ETF 交易時減少對市場的衝擊。機構投資人還可通過配對交易在債券和 ETF 之間進行轉換，同時執行買賣交易，而毋須先賣出個券再購買 ETF 份額 (反之亦然)。通過將客戶投資組合與自營債券和 ETF 交易進行組合，做市商可以將重疊風險敞口帶來的成本節省惠及客戶。

隨著市場不斷發展，Jane Street 持續投資建設其交易能力和運營系統，提高固定收益產品的流動性供應。憑藉資本投入能力和廣泛的債券庫存，Jane Street 的綜合固定收益交易台能夠為個券、投資組合交易、債券型 ETF 和信用期貨提供定價。除這些內部能力外，Jane Street 還與機構投資人和 ETF 資本市場團隊合作，了解交易目標、共享執行專業知識，並協助其執行完成申贖流程。這種持續溝通有助於 Jane Street 靈活調整其流動性供給，適應不斷增長且日益複雜的市場需求。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

衍生性商品：ETF 衍生性商品、CDX 與 TRS

信用衍生性商品市場已遠遠超出了信用違約互換 (CDS) 的範疇。標準化總收益互換以無需預先出資的方式提供現貨指數收益；CDX 和 iTraxx 仍是違約風險轉移和宏觀對沖的主要工具；基於這些指數的期權讓投資人能夠交易信用波動；快速壯大的 ETF 及指數相關衍生性商品 (包括基於高收益債 ETF 的上市期權，以及連結高度透明、基於規則的信用債基準指數的信用債指數期貨) 現在已成為整個投資工具中的重要組成部分。至關重要的是，這些工具互為補充，而不是互為替代：每種工具都有不同的資金特徵、流動性池、基差和運營要求，但都參考相同的標準化敞口單位。

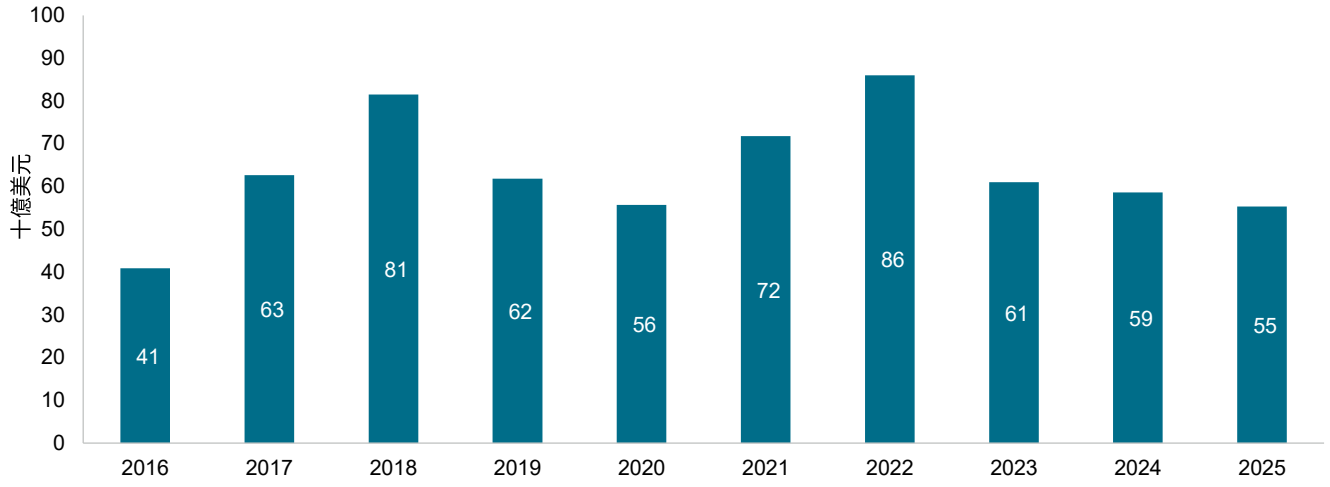
ETF 生態已經遠遠超越了現貨工具的範疇，延伸至日益豐富的衍生性商品領域，進一步提升投資實施的彈性和效率。諸如 iBoxx 指數總收益互換以及公司信用類債券指數期貨之類的工具，旨在使投資人能夠在無需買賣底層債券的情況下快速轉移風險、實施疊加策略並更精準地管理流動性。高收益債 ETF 期權增加了管理交易所交易底層資產的方向性風險、波動性和尾部風險的途徑，並且與 CDX 和 TRS 等更傳統的工具形成互補，在高收益債券領域變得越來越重要。**iBoxx 信用債指數期貨於 2018 年與芝加哥期權交易所合作推出，此後與更多交易所不斷擴大指數合作。**

重要的區別在於，這些工具並不是彼此的替代品。它們代表了不同的投資實施方式。ETF 為投資人提供需要投入資金、可在交易所交易的分散化的債券敞口。總收益互換和期貨則以無需預先出資或保證金交易的方式配置指數敞口，可用於疊加策略、投資組合轉換和資本高效調倉。信用違約互換指數及相關期權提供了表達信用風險或信用波動觀點的渠道。每種工具都有不同的資金特徵、流動性渠道和風險表達方式，但都受益於相同的基本原則：標準化指數為市場提供了共同的計量單位，使流動性能夠圍繞這一共同單位形成。

這些工具與 ETF 和投資組合交易共同構成了一個多層次的流動性框架，重塑了投資人配置信用債的方式：ETF 提供可規模化、高度透明的敞口；投資組合交易實現高效的大規模執行；衍生性商品則有助於靈活調倉和風險管理。借助這種一體化的生態系統，投資人能夠將高收益債券和投資級債券作為一種高流動性、高度靈活的機構級資產類別，而不是由交易商主導的分散市場，從而滿足廣泛的投資目標。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

圖 9：與 iBoxx 美元高流動性高收益債券指數掛鉤的標準化總收益互換交易量



來源：標普道瓊斯指數有限公司。2016 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期間的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

總結：標準化是規模化的前提

指數構建界定敞口，ETF 使該敞口具有可投資性。指數提供框架；ETF 使該框架在市場中易於使用。初級市場將指數與債券掛鉤，投資組合交易傳導流動性。衍生性商品則豐富了對沖和融資的途徑。無論是在投資級債券還是在高收益債券領域，這一鏈條都改變了投資人的投資實施方式：以統一標準比較敞口，實現規模化交易執行，並通過最適合當日要求的工具來管理風險。追蹤 iBoxx 指數的高收益債 ETF 是這一模式的最典型範例，不過這一模式本身具有通用性。

固定收益型 ETF 生態的成功並非源於某一項單獨的創新，而是指數、投資組合管理和市場結構持續、協調發展的結果。過去 25 年來，iBoxx 指數系列始終處於這一發展歷程的中心位置，不斷適應市場變化，反映客戶意見，並持續完善編製方法，確保基準指數始終保持透明、相關且具備充分的可實施性。

這一進步不僅得益於創新，也得益於合作夥伴關係。**與貝萊德** (高收益債 ETF 投資的先驅之一)**合作**，推動塑造了指數敞口的打包與交付方式；而**與 Jane Street 等流動性供應商**的合作，則推動塑造了指數敞口的定價和規模化交易方式。總之，這些合作彌補了基準指數理論與與實際投資實施之間的差距，加速了這一可規模化、可投資的生態系統的發展。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

通過與資產管理公司、做市商和更廣泛交易商群體的合作， iBoxx 指數已從一套基準指數轉變為核心市場基礎設施，支撐 ETF 和不斷發展壯大的衍生性商品生態體系。如今，投資等級債券和高收益債券市場都已得到可交易指數、綜合信用衍生性商品和 ETF 主導流動性的支持，標誌著市場從碎片化邁向互聯互通的關鍵轉變。

展望未來，在投資組合交易、ETF 與衍生性商品進一步整合，以及流動性持續擴展的推動下，下一階段的發展將進一步深化這一生態系統。發展道路十分明確：從分散孤立的個券發展成為一種完全成熟、相互關聯的市場體系。

經過 25 年的發展，iBoxx 指數系列帶來的長期貢獻不僅僅是衡量債券市場的表現。而是通過創建透明、可適應的參考點，讓資產管理公司、授權參與者、做市商、證券借貸部門和衍生性商品用戶都可以圍繞這些參考點開展業務，用這種共同的語言讓原本分散的場外交易市場日益呈現出一體化的運作特徵。

經過 25 年的創新與合作，iBoxx 指數系列不僅見證了這一轉變，也正在推動並引領這一進程。

僅供機構客戶使用，不適用於一般投資人。

第三方免責聲明

標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不就投資於任何此類投資基金或其他投資工具的可取性做出任何陳述。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收益。任何第三方的觀點和意見僅代表其自身，並不一定代表標普道瓊斯指數或其任何關聯公司的觀點或意見。

表現披露/回測數據

iBoxx 美元已開發市場高收益債券指數於 2018 年 4 月 30 日推出。iBoxx iShares 美元高收益公司信用類債券指數於 2018 年 4 月 30 日推出。指數推出日期前的所有信息均為回測的假設信息，而非實際表現，並且基於在指數推出日期生效的指數編製方法。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策略。例如，可能會降低市值和流動性門檻。此外，對於標普加密貨幣指數的回測數據還沒有考慮分叉因素。對於標普加密貨幣前 5 名和前 10 名等權重指數，編製方法沒有考慮託管元素；回測歷史是基於在指數推出日期時滿足託管元素的指數成分。此外，由於複製指數管理決策的限制，回測表現中的公司行為處理方式可能與即時指數的處理方式不同。完整的指數編製方法詳情請參見 www.spglobal.com/spdji/tc。回測的表現反映了對指數編製方法的應用和指數成分的選擇，其受益於事後經驗和對可能對表現產生正面影響的因素的了解，但不能解釋可能影響業績的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/前瞻偏誤。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，不適用於一般投資人。

標普道瓊斯指數指定了若干日期，以幫助我們的客戶提供透明度。指數起始日是給定指數有計算值 (即時或回測) 的第一天。基準日期是將指數設置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即時的日期：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發布的日期，例如通過公司的公開網站或其向外部提供的數據。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的指數數據時，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即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。利用反向數據假設，可以將假設的回測擴展到使用實際數據無法覆蓋的歷史年份。有關「反向數據假設」的詳細信息，請參閱常見問題解答。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，其中列出使用反向預測數據的具體數據點和有關時間段的圖表。

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人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 年標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、標普 500 指數 (The 500™)、US 500、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)、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、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的商標。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向第三方提供指數授權和提供定製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。

投資人不能直接投資於指數，但可通過基於該指數的可投資性工具，實現對該指數所代表資產類別的敞口配置。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收益。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收益。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、大宗商品交易顧問、大宗商品池經營者、經紀交易商、受託人、發起人」，亦非《美國聯邦法典》第 15 篇第 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中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應視為投資建議或大宗商品交易建議。

這些材料完全根據一般公眾可獲得的信息和據信可靠的來源編寫，僅供參考。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、軟體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供應商和許可方 (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、軟體錯誤或缺陷、內容的功能將不間斷，或內容將在任何軟體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和程序，確保每次分析流程中獲得之非公開信息的保密性。

此外，標普道瓊斯指數向各類組織提供廣泛的服務或相關服務，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中介機構，因此可能會向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。