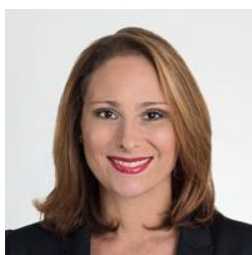


市场热话： 商品投资博弈，跟随趋势为上策



标普道琼斯指数公司产品管理部董事总经理兼**特许金融分析师Jodie Gunzberg**

商品价格在全球金融危机的波及下不断下跌，反向指数越发受到期望从负回报中获取利润的市场参与者所青睐。石油战争揭幕促使商品价格继续下跌，市场参与者将关注点再次投向利用反向指数与市场对赌。虽然商品在去年有所反弹，但市场参与者仍伺机而动，要求运用杠杆投资指数，期望通过加倍下注在翻盘时赢得额外利润。但是随着反向指数以及杠杆指数越来越受到关注，它们的表现带来一些疑问与议论。

1. 为何反向指数的表现并非完全相对于标准的纯长仓指数？

反向表现完全相对于标准的纯长仓指数，但仅限于所指的期间内。例如，多数反向指数都设有每日调整机制，这意味着反向超额回报指数的每日回报将对立于标准超额回报。但在复合计算这些回报后，会产生在有相关趋势的市场中受益的表现差异。表 1 中载有两起每日连续正增长以及两起每日连续负增长的表现影响的简单例子。请注意，如果市场参与者在趋势中同时采纳两种策略，则有套利机会；若有两起连续负增长，则反向指数的收益高于标准指数的亏损，而若有两起连续正增长，则标准指数的收益高于反向指数的亏损。连续亏损和收益的规模并不影响两者间的关系。

表 1：趋势回报在标准与反向指数对中创造正收益

衡量标准	连续负每日回报		连续正每日回报	
	指数	反向指数	指数	反向指数
初始值	100	100	100	100
第 1 日超额回报(%)	-10	10	10	-10
第 1 日的期末价值	90	110	110	90
第 1 日的价值收益或亏损	-10	10	10	-10
第 2 日的超额回报(%)	-10	10	10	-10
第 2 日的期末价值	81	121	121	81
第 2 日的价值收益或亏损	-9	11	11	-9
累计收益或亏损	-19	21	21	-19

数据来源：标普道琼斯指数公司。图表仅供参考。

2. 若每日回报以相反方向移动，会对累计回报产生何种影响？

在此情况下，产生作用的将是回报的规模，而不是顺序。若市场参与者同时采纳两种策略，则很可能在波动的市场中录得亏损。唯一的盈利办法是先确定一个更大绝对回报的正负走向，然后利用更大绝对正回报的标准长仓指数和反向指数（就如短仓一样）来取得更大的绝对负回报。若相反连续回报的规模相同，则方向顺序没有影响（如表 2 第一列所示），而且标准与反向指数肯定会遭受亏损。但是如果只选择一种策略，而且押对了较大的绝对回报（不论顺序），则可能有机会获利。

表 2：相反的每日回报预期会产生亏损，但如果选择得当，也可能获得收益

衡量标准	连续相反每日回报		连续相反每日回报		连续相反每日回报	
	指数	反向指数	指数	反向指数	指数	反向指数
先负后正						
初始值	100	100	100	100	100	100
第 1 日超额回报(%)	-10	10	-5	5	-10	10
第 1 日的期末价值	90	110	95	105	90	110
第 1 日的价值收益或亏损	-10	10	-5	5	-10	10
第 2 日的超额回报(%)	10	-10	10	-10	5	-5
第 2 日的期末价值	99	99	104.5	94.5	94.5	104.5
第 2 日的价值收益或亏损	9	-11	9.5	-10.5	4.5	-5.5
累计收益或亏损	-1	-1	4.5	-5.5	-5.5	4.5
先正后负						
初始值	100	100	100	100	100	100
第 1 日超额回报(%)	10	-10	5	-5	10	-10
第 1 日的期末价值	110	90	105	95	110	90
第 1 日的价值收益或亏损	10	-10	5	-5	10	-10
第 2 日的超额回报(%)	-10	10	-10	10	-5	5
第 2 日的期末价值	99	99	94.5	104.5	104.5	94.5
第 2 日的价值收益或亏损	-11	9	-10.5	9.5	-5.5	4.5
累计收益或亏损	-1	-1	-5.5	4.5	4.5	-5.5

数据源：标普道琼斯指数公司。图表仅供参考。

3. 复合计算每日回报时，可以为两倍杠杆指数得出什么结论？

对比标准指数与两倍杠杆指数（即每日回报加倍）可以得出类似的结果。若有两天的连续亏损或收益，则复合回报计算表明两倍杠杆指数的回报更好，原因是其亏损比双倍标准指数的回报要低，而收益又比双倍要高。若市场参与者对商品在一段时间内的趋势较为确定，则即便方向不明确，两倍杠杆指数仍可能会获利。

但是如果每日回报以相反方向发展，则规模将起作用。对于以相反方向发展的相同规模的回报，两倍杠杆指数的亏损可不只是两倍（如表 3 所示）。此外，若正回报的规模大于负回报的规模，则两倍杠杆指数的收益也不到两倍，但是若负回报的规模大于正回报的规模，则亏损会超过两倍。需要再次说明的是，除非市场参与者猜对了大行情的方向，否则在波动市场中，标准指数可能是更好的选择。

表 3：两倍杠杆指数可能最适合趋势市场，而不是波动市场

天数和衡量标准	连续方向性每日回报		连续反向每日回报		连续反向每日回报		连续反向每日回报	
	指数	两倍杠杆指数	指数	两倍杠杆指数	指数	两倍杠杆指数	指示	两倍杠杆指数
方向	先负后负		先负后正					
初始值	100	100	100	100	100	100	100	100
第 1 日超额回报(%)	-10	-20	-10	-20	-5	-10	-10	-20
第 1 日的期末价值	90	80	90	80	95	90	90	80
第 1 日的价值收益或亏损	-10	-20	-10	-20	-5	-10	-10	-20
第 2 日的超额回报(%)	-10	-20	10	20	10	20	5	10
第 2 日的期末价值	81	64	99	96	104.5	108	94.5	88
第 2 日的价值收益或亏损	-9	-16	9	16	9.5	18	4.5	8
累计收益或亏损	-19	-36	-1	-4	4.5	8	-5.5	-12
方向	先正后正		先正后负					
初始值	100	100	100	100	100	100	100	100
第 1 日超额回报(%)	10	20	10	20	5	10	10	20
第 1 日的期末价值	110	120	110	120	105	110	110	120
第 1 日的价值收益或亏损	10	20	10	20	5	10	10	20
第 2 日的超额回报(%)	10	20	-10	-20	-10	-20	-5	-10
第 2 日的期末价值	121	144	99	96	94.5	88	104.5	108
第 2 日的价值收益或亏损	11	24	-11	-24	-10.5	-22	-5.5	-12
累计收益或亏损	21	44	-1	-4	-5.5	-12	4.5	8

数据来源：标普道琼斯指数公司。图表仅供参考。

4. 是否有一些商品的趋势性比其他商品更强，而且在两倍杠杆或反向杠杆指数中更加有利？

在产品的两倍杠杆和反向指数中最受欢迎的商品包括布伦特原油、铜、玉米、WTI 原油、黄金、天然气、白银以及大豆。

从 2007 年 1 月 2 日到 2017 年 3 月 24 日，这些商品在接近 50% 的时间段内呈现趋势。其中玉米的趋势性最强，在足足 50% 的时段内均有呈现趋势，而铜和白银的趋势性最弱，大约只在 46% 的时段内呈现趋势。在出现趋势的天数内，白银和黄金录得最高比例的连续正回报，分别达 55% 和 53%，而天然气录得最高比例的连续负回报，在其呈现趋势的时段内，有 54% 的时间都是连续亏损。

在相反连续天数内，多数商品的正回报大于负回报，而黄金和大豆分别录得 54% 的收益大于亏损的连续相反方向天数。玉米是趋势性最强的商品，在其 52% 的无趋势天数内录得收益大于亏损。而作为趋势性最弱的商品之一的铜，在其 51% 的无趋势连续天数内录得亏损大于收益，而天然气的表现也是如此。

考虑到玉米的趋势性最强且在研究期间的相反天数内其收益相对大于亏损，它可能是最适合两倍杠杆和反向指数的总体商品选择。而由于天然气的连续负回报以及亏损在相反连续每日回报中较高，因此它可能非常适合应用于反向指数。铜在相反天数内的亏损也较大，因此可能会从其反向指数中受益。最后，黄金和白银可能比较适合应用于两倍杠杆指数，原因是它们的正连续回报率较高，不过白银的波动性更强，趋势性更低。

一般免责声明

版权©2017，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global 的分支机构）。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支机构）（「标普」）的注册商标。Dow Jones ©是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道琼斯」）的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可，不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息，未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

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可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据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。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容，作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士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的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成份股（由其主要交易所厘订）之收市价，计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源，仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容）或其任何部分（「内容」），未经标普道琼斯指数的事先书面许可，不得以任何方式予以修改、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。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人（统称「标普道琼斯指数相关方」）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、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、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程，确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外，标普道琼斯指数向或就众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构）提供广泛务，并向上述机构收取相应费用或其他经济利益，包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。