

市场热话

石油效应



标普道琼斯指数公司商品及实物资产部门全球主管 **Jodie Gunzberg**（特许金融分析师）

与您深入探讨近期油价下滑对经济的影响及由此带来的潜在机遇。

1. 为何石油成为当前热话？

去年，标普高盛原油总回报指数下跌约 60%。油价急跌使石油成为宏观经济因素中最受关注的一环，因油价走势可能是唯一足以抵销市场波动、地缘政治风险、滞胀及投资减少等其他风险且可能带来正面影响的风险因素。近期全球国内生产总值预测数据异乎寻常，正是受到上述因素影响。倘油价于当前水平靠稳，信贷风险或会趋升，届时联储局政策势将导致资产转向，市场避险情绪势必起伏不定，重演环球金融危机后的情况。环球经济现仍处于后过渡期，因而极易受上述因素影响。

2. 面对油价下滑，在作出投资部署时有何考虑因素？

油价下跌是祸是福，视乎个别国家（石油进口国或出口国）而定，同时取决于产油国的平衡油价（即在油价跌至该水平后，产油国便无利可图），以及个别国家的财政盈亏水平及具体税务政策。若要评定某一证券的投资价值，可能只需分析相关企业的产量或消耗量，实现盈利的门坎及持有现金水平；但投资于企业时要考虑的因素则截然不同，因管理层可能因应油价波动进行对冲，并会为股东利益谋策。根据过往记录，油价与产油商业绩之间的关联系数约为 0.65，远低于现货油价回报与总回报之间的关联系数 0.99。

3. 现货油价回报与总回报之间的相关性偏高，两者到底有何差异？

在论述有关差异前，须了解总回报事实上是根据现货价回报计算，因此两者关系密切。商品期货总回报指数的计算方法分为三个部分。第一部分为现价回报，只反映最接近到期日或转仓期届满时（即转出到期合约至转入较后到期日合约之间的时段）的期货合约价格。利用指数法计算现价回报而非仅用合约本身来计算，好处在于可以用明确的方式连接到期合约与新合约的价格以免价值中断。第二部分为转仓回报或转仓收益，是计量接近交付时向前转仓所获得的溢价或折让。商品期货额外回报指数包括转仓收益及现价回报。因此，总回报指数包含现货回报、转仓收益以及第三部分的抵押品回报。抵押品回报为商品期货的任何完全抵押合约持仓所得利息。因此，总括而言，现货油价回报与总回报之间的差异来自转仓收益及抵押品所得利息。

4. 在目前几乎零利率的环境下，假设有关差异来自转仓收益的说法是否恰当？

尽管过去并非经常如此，但目前有关差异确实来自转仓收益。自 1987 年以来，每月转仓收益平均仅为负 2 个百分点，而平均抵押品回报为 29 个百分点。平均转仓收益通常贴近零水平，时正时负。一般来说，当出现短缺时，转仓收益为正数，平均增加 1.7%，当中约有 45% 的月份均出现此情况。相反，约有 55% 的月份出现负数转仓收益，平均缩减 1.4%，反映存货过剩。

5. 应关注何种回报更为合理：现价回报、额外回报或总回报？

于 92% 的月份里，现价回报与总回报的涨跌方向一致，而鉴于现价回报为最接近实际现金油价的指标，无疑最值得关注。然而，转仓收益（计算额外回报的另外一环）乃周期性因素，可提升持有即月合约的基本指数策略的回报。过早贮存存货的成本会略高，而增强型指数（即 smart beta）可持有较后到期的合约，减低存货过剩时期的负数转仓收益。抵押品收益提供预期通胀及实际回报率，所以对寻求可提供全面通胀保障（而非仅对抗非预期通胀）的资产类别回报的投资者而言相当重要。

6. 投资者应如何评估指数策略是否适合作石油投资？

大多数投资者在投资组合中利用石油作分散投资、通胀保障以及作为地缘政治风险的对冲工具。然而，单以石油计，其过往年化波动率约 33%，这对某些投资者而言可能过高。因此，该等投资者可能将石油与其他商品混合一起投资，以降低多元化投资组合内的波动性。譬如，标普高盛商品指数为全球产量加权的旗舰商品指数，目前以石油比重最高，约占 60%，年化波动率仅为 19%，远较单以石油计的年化波动率 33% 为低，仅略高于过往波动率为 15% 的标普 500 指数[®]。一向以来，投资组合内持有越多石油，越可受惠于多元化投资，投资者可享有越多通胀保障。投资于石油的指数可能带有上述的吸引特质，然而最接近到期合约的负数转仓收益则令人忧虑。事实上，近日油价下滑迫使现价指数跌至自 2009 年以来的低位，但负数转仓收益令投资者损失额外 10 年的回报，总回报指数下挫至自 1999 年以来的新低。对此有所忧虑的投资者，可选择市场上一些经改进的策略，长期或于某些时段根据转仓收益持有远期合约。最精密的策略可每月灵活转换合约，到期日可长达 48 个月；但为取得额外转仓收益，可能须付上流动性降低的代价。大部分投资者可以接受流动性降低，但对部分极大型计划或对流动性极敏感的计划而言，持有较快到期的合约比取得额外转仓收益更为吸引。

一般免责声明

版权©2016，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global 的分支机构）。版权所有。标准普尔、标普、SPDR、标普 500、标普欧洲 350、标普 100、标普 1000、标普综合 1500、标普中盘 400、标普小盘 600、GIVI、GLOBAL TITANS、标普风险控制指数、S&P GLOBAL THEMATIC INDICES、标普目标日期指数、标普目标风险指数、红利贵族指数、STARS、GICS、HOUSINGVIEWS、INDEX ALERT、INDEXOLOGY、MARKET ATTRIBUTES、PRACTICE ESSENTIALS、S&P HEALTHCARE MONITOR、SPICE 及 SPIVA 是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支机构）（「标普」）的注册商标。道琼斯、DJ、DJIA 及道琼斯工业平均指数是 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。本文件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。标普道琼斯指数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。S&P Dow Jones Indices LLC 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。投资者不应根据本文件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文件）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。S&P Dow Jones Indices LLC 并非税务顾问。投资者应咨询税务顾问，以评估投资组合中包含任何免税证券的影响，以及任何特定投资决策导致的税务后果。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。标普道琼斯指数从其中一家第三方服务商获得收市价，与另一家服务商的收市价比较，以作核实。有关服务商从主要交易所获取收市价。实时的当日价格按相似方式计算，但不作第二次核实。

以上数据根据一般公众可用信息及被认为是可靠的来源，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、信贷相关分析及资料、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、及时性或是否可供取阅。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所得出结果的任何错误或遗漏负责，不论原因为何。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方概不就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作出任何明示或暗示的保证，包括但不限于适销性、特定目的或用途的合适性、无缺陷、无软件错误或瑕疵的任何保证。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。

信贷相关资料及其他分析，包括评级、研究及估值通常由标普道琼斯指数之授权人及 / 或附属公司提供，包括但不限于 S&P Global 的其他分支机构，如 Standard & Poor's Financial Services LLC 及 S&P Capital IQ LLC。本内容的任何信贷相关数据及其他相关分析及陈述均为截至发表日期之意见陈述，而非事实陈述。任何意见、分析及评级承认决定并非购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决定

的建议，亦不涉及任何证券是否合适的问题。标普道琼斯指数以任何形式或格式发布内容后，概不承担任何更新义务。作出投资或业务决策时，用户、其管理层、雇员、顾问及 / 或客户不应依赖有关内容以代替其技术、判断及经验。标普道琼斯指数有限公司不担任受信人或投资顾问角色。尽管标普道琼斯指数从其认为可靠的来源取得资料，但标普道琼斯指数不会就收取的任何数据进行审核或承担任何尽职审查或独立验证责任。

在监管当局基于某些监管目的，让评级机构在一个司法管辖区承认在另一个司法管辖区发布的评级的情况下，标普评级服务公司保留随时全权酌情决定授予、撤销或中止上述承认的权利。标普道琼斯指数（包括标普评级服务公司）并不承担因评级承认之授予、撤销或中止产生的任何责任，对声称因此而蒙受之任何损失亦不承担任何法律责任。

标普道琼斯指数有限公司附属公司一般可向证券发行人或承销商或义务人收取评级及某些信贷相关分析的报酬。相关标普道琼斯指数有限公司附属公司（包括标普评级服务公司）保留发布其意见及分析的权利。标普评级服务公司提供的公开评级及分析可于其网站 www.standardandpoors.com（免费）以及 www.ratingsdirect.com 及 www.globalcreditportal.com（订阅）取得，并可透过其他方式分发，包括透过标普评级服务公司刊物及第三方转发商分发。有关我们评级费用的其他资料，请参阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

S&P Global 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，S&P Global 的部分分支机构与业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。S&P Global 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，标普道琼斯指数向众多机构或就与其相关的事宜提供广泛服务，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商；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。

全球行业分类标准(GICS[®])由标准普尔及摩根士丹利资本国际公司(MSCI)制定，是标准普尔及 MSCI 的专有财产及商标。MSCI、标准普尔或任何参与制作或编撰任何 GICS 分类的其他方概不对相关标准或分类（或使用相关标准或分类获得之结果）作出任何明示或暗示的保证或声明，所有相关方特此明确表示，不会就上述任何标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的合适性作任何保证。在不限前述任何规定的原则下，MSCI、标准普尔及其任何附属公司或参与制作或编撰 GICS 分类的任何第三方，在任何情况下均不就任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的或任何其他损害（包括利润损失）承担任何法律责任，即使在已获悉可能发生该等损害的情况下亦然。

TSX 是多伦多证券交易所的商标，并授予标普道琼斯指数公司使用。RAFI 是锐联资产管理有限公司的商标，并授予标普道琼斯指数使用。CASE-SHILLER 是 CoreLogic Case-Shiller, LLC 的注册商标，并授予标普道琼斯指数使用。LSTA 是 Loan Syndications and Trading Association, Inc.的商标，并授予标普道琼斯指数使用。VIX 为芝加哥期权交易所有限公司的商标，并授予标普道琼斯指数使用。BVL 是 Bolsa de Valores de Lima S.A.的商标，并授予标普道琼斯指数使用。VALMER 是墨西哥证券交易所的商标，并授予标普道琼斯指数使用。NZX 是 NZX Limited 的商标，并授予标普道琼斯指数使用。ISDA 是国际掉期及衍生工具协会的商标，并授予标普道琼斯指数使用。GSCI 是高盛集团（「高盛」）的注册商标，并授予标普道琼斯指数使用。标普高盛商品指数并非由高盛或其附属公司创设、拥有、认许、保荐、出售或推销，高盛就相关指数或其有关数据并不承担责任。高盛概不保证标普高盛商品指数或其有关数据的准确性及 / 或完整性。

所有现时由 Citigroup Index LLC 或其任何附属公司拥有，且用于与 S&P/Citigroup International Treasury Bond (Ex-US) 相关指数的商号名称、商标、服务商标及所附商誉，各自属 Citigroup Index LLC 或其附属公司之专有财产，使用所产生之所有权利均纳入 Citigroup Index LLC 及其附属公司专属利益。

Citigroup Index LLC 及其附属公司在任何情况下，均无须就任何直接、间接、特别、附带、惩罚性或相应而生的损害赔偿负责，包括但不限于利润损失、时间或商誉损失，即使其已获知可能发生上述损害赔偿，不论是何种形式的法律诉讼，亦不论是根据合约、侵权行为（包括疏忽）、严格责任或其他原因。

Brookfield Redding, Inc. 及 / 或其附属公司（包括但不限于布鲁克菲尔德资产管理公司，统称「联合发布商」）就道琼斯布鲁克菲尔德基础设施指数拥有若干知识产权，标准普尔已获授权使用该等知识产权。

SAM Indexes GmbH 及 / 或其承继人或附属公司（统称「SAM」）就道琼斯可持续发展指数拥有若干知识产权，标准普尔已获授权使用该等知识产权。