

撰稿人

**Fiona Boal**

大宗商品与实物资产主管

[fiona.boal@spglobal.com](mailto:fiona.boal@spglobal.com)

**Jim Wiederhold**

大宗商品与实物资产

副董事

[jim.wiederhold@spglobal.com](mailto:jim.wiederhold@spglobal.com)

## 重新审视大宗商品

### 引言

长期以来，大宗商品一直被视为投资领域的「穷亲戚」，这种观点往往不无道理。与股票不同的是，大宗商品没有提供所谓的市场贝塔系数，以追踪经济活动随时间升值。相比之下，大宗商品呈现一系列独特的价格回报，反映了作为全球经济基石的实物资产的基本供需状况。

在本文中，我们将重新审视大宗商品作为资产类别的表现以及其在投资组合内的用途，这些大宗商品过往始终保持多元化，并且能抵御通胀。我们还会分析不同的大宗商品贝塔系数配置。最后，我们会指明大宗商品的其它投资用途，包括作为能表现特定投资主题的基石、作为策略性交易工具，以及作为多元资产风险溢价配置的组成部分。

### 作为资产类别的大宗商品

说大宗商品是一个资产类别意味着什么？它们究竟是什么，以及它们作为投资工具的表现如何？对这些独特资产有哪些常见的批评和误解？

大宗商品具有以下独一无二的特点：

- 存在市场需求的基本、标准化的实物资产，并且可以在各市场上供应而不会有实质性的产品差异；
- 尽管来自不同的生产商，但均可与同类大宗商品互换，或就交易而言被视为有同等价值；及
- 广泛用作经济生产材料。

虽然个别大宗商品均有这些关键特点，但大宗商品并非同属一类。广泛的大宗商品市场贝塔系数的概念很薄弱，

很可能是由 30 多年前那些支持大宗商品市场金融化的人一手构建。尽管属于同一生产过程或可能互为替代品的大宗商品间存在重大例外情况，但大宗商品的内部低相关性是个别大宗商品市场之间的数个共同点之一。而玉米、铜、原油及咖啡这些商品，实在谈不上什么市场「贝塔」系数。

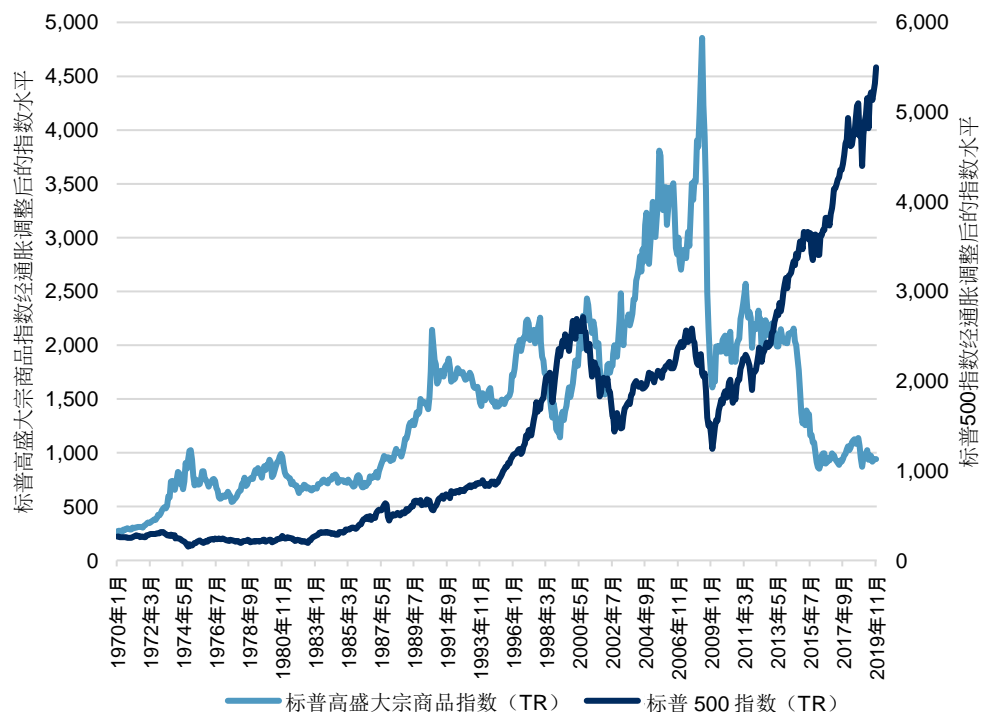
与股票不同的是，大宗商品没有提供所谓的市场贝塔系数，以跟随经济活动随时间升值。

大宗商品不是预期性资产；它们反映目前现实世界的「现货供需」状况。大宗商品也不会提供收入流，这令它们较股票及固定收益市场上的资产更难以估值。

千禧年代初期发生的所谓大宗商品热潮基于以下两大原则：非可再生自然资源是有限的，而对这些资源的消耗却永无止境。人口增长和消费无疑对实物大宗商品的供应造成压力。因此，大宗商品理应遵循长期上升的价格走势，但事实并非如此，实际上，在1970年至2019年近50年间，尽管大宗商品曾经历多次价格大幅飙升，但其价格只是略有上涨。

对于大宗商品价格会随时间必然上涨的这一个观点，许多市场参与者没有意识到其中隐含的矛盾。人类的创造力、生产力的不断提高以及人类进行的高效经济资源分配，与大宗商品价格会随时间不受约束地增长的观点完全不相符。表1说明**标普高盛大宗商品指数**长期实际价值与**标普500指数**®的比较。

表1：经通胀调整后的大宗商品及股票价格



数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1970年1月至2019年11月的数据。所有城市消费者的消费价格指数：美国城市平均数的全部项目，指数1982-1984=100，按每月、每季调整。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。

人类的创造力、生产力的不断提高以及人类进行的高效经济资源分配，与大宗商品价格会随时间不受约束地增长的观点完全不相符。

*特定大宗商品的短期供需失衡可能会导致现货价格大幅波动。*

特定大宗商品的短期供需失衡可能会导致现货价格大幅波动，并且改变远期曲线的坡度。然而，长远来看，随着市场参与者调整他们的期望和生产水平，供需曲线趋向更为平稳。例如，高需求导致的高昂价格将鼓励市场在短期内转向替代品，而长期而言，价格高企将推动新供应来源的开发、加快长远替代、或促使市场全面重新审视大宗商品的使用或消费模式。

## 拆解大宗商品回报

总体而言，大宗商品回报包括三个部分：现货价变动（现货收益）、滚动收益（利差）以及抵押收益。

*很难获得大宗商品的现货价，而且其通常会受大宗商品的持有地点而有所影响。*

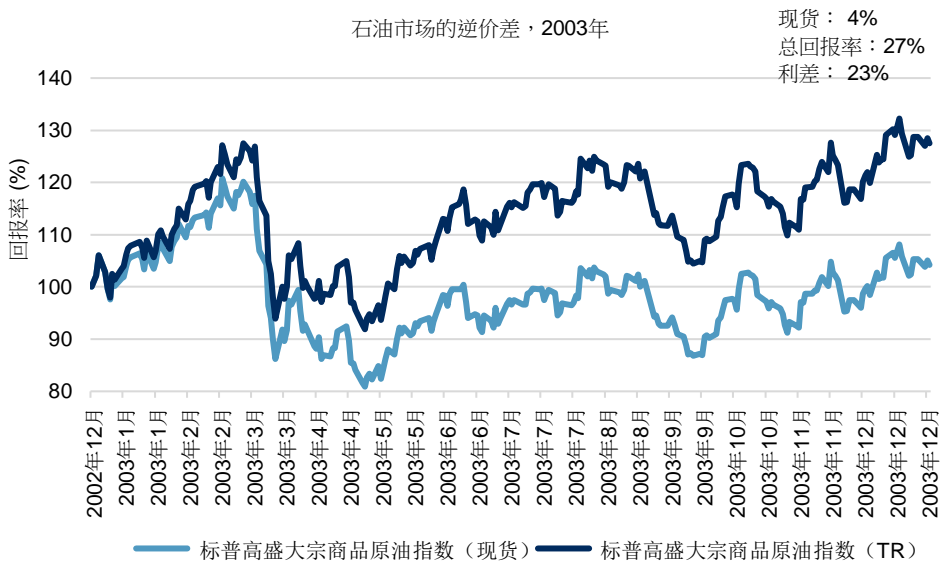
或许难以获得大宗商品的现货价，而且其通常会受大宗商品的持有地点而有所影响。现货市场涉及买方与卖方之间的实物大宗商品转让；这些市场上的价格反映目前（或近期）的供需状况。大多数情况下，即月期货合约会用以替代现货价。

滚动收益或利差可增加或减少大宗商品的回报。任何以大宗商品期货作为基础工具的大宗商品投资产品，须不断地将到期的较短期合约进行再投资或滚动为较长期合约，以维持对有关大宗商品连续投资。倘期货曲线向上倾斜（正价差）时，滚动收益将为负数。倘期货曲线向下倾斜（逆价差）时，滚动收益将为正数。表 2 说明正价差和逆价差可能对大宗商品回报的影响。

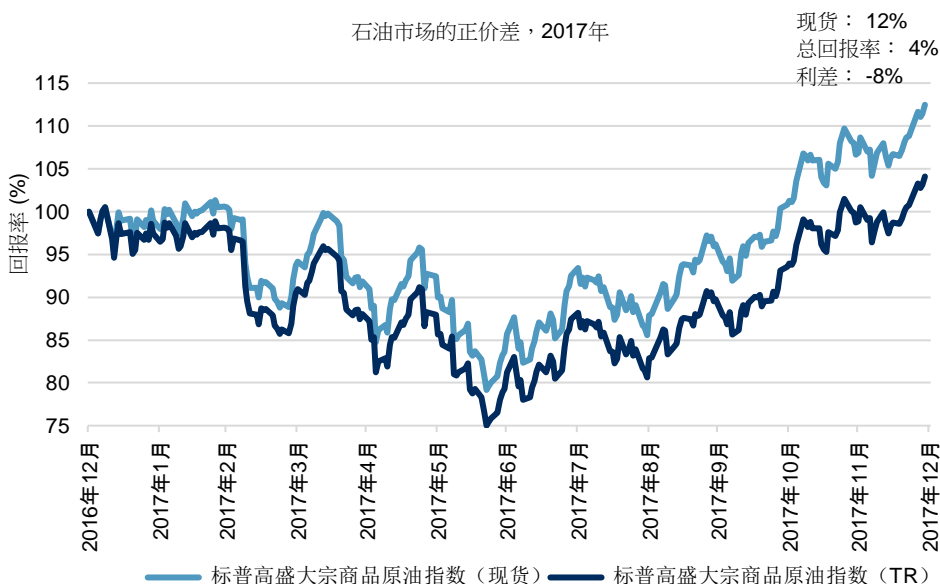
*滚动收益或利差可增加或减少大宗商品的回报。*

表 2: 逆价差和正价差对大宗商品回报的影响

倘期货曲线向下倾斜  
(逆价差)时,滚动收  
益将为正数。



倘期货曲线向上倾斜  
(正价差)时,滚动收  
益将为负数。



数据源: 标普道琼斯指数有限责任公司。2002年12月31日至2003年12月31日以及2016年12月30日至2017年12月29日的日期。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途。

抵押收益是指抵押品投资于固定收益工具所产生的利息收入。大宗商品投资产品,不论是互惠基金、交易所买卖基金或简单的期货策略,均不会直接投资于基础实物大宗商品。大宗商品投资策略主要投资于大宗商品期货或大宗商品市场上的公司股份。以大宗商品期货进行的大宗商品投资通常没有充足的资金。基金经理将使用基金相对较大部分的资产购买国债,以为期货合约提供担保。因此,大部分回报或会来自投资于固定收益工具的抵押品,最常见的是美国国库债券。

最初成立大宗商品期货交易所以是为了向实物大宗商品供货商和消费者提供一个能够管理价格风险的市场。

## 对冲者与投资者

并非所有金融大宗商品市场上的参与者都追求利润最大化。大宗商品期货交易所成立的初衷是向实物大宗商品供货商和消费者提供一个能够管理价格风险的市场。这些市场上的大多数参与者均为对冲者，他们利用大宗商品市场来管理价格风险，并且在很多时候，他们的首要目标并不是要从这些交易中获取可衡量的金融回报。对冲者乐意支付溢价，换取稳定的期货收入及其基础业务的成本。此举可让投资者有机会因承担对冲者的价格风险而获得赔偿，但也可能会阻碍价格发现机制。

## 大宗商品的传统用途—抵御通胀和分散投资

### 抵御通胀

在多元化投资组合中，如果长期偏向投资于大宗商品，其中最普遍的一个理由是过去已证明大宗商品是对冲通胀的可靠工具。<sup>1</sup>然而，将大宗商品视为对通胀敏感的工具或许更贴近现实。当遇到突如其来的通胀时，它们往往会被吹捧为特别有效。这直觉上是合理的，因为往往是大宗商品供应的冲击造成突如其来的通胀。尽管食品及能源仍继续占美国消费物价指数约四分之一，但全球经济通胀的基本性质正在发生变化，即是说，随着劳工成本、生产力水平以及颠覆性技术等因素日渐推动通胀，大宗商品作为对冲通胀工具的作用可能正在减弱。

随着劳工成本、生产力水平以及颠覆性技术等因素日益推动通胀，大宗商品作为对冲通胀工具的作用可能正在减弱。

当前的低通胀环境亦可能莫名地在惩罚大宗商品作为长期对冲通胀工具的作用。众所周知，由于通胀难以预测，加上市场参与者可能会经历突如其来的通胀冲击，因此，我们值得总结过往的经验观察大宗商品在各通胀及通缩期间的表现。

在表 3 中，我们将各年的通胀水平及大宗商品同期回报每月的滚动变动归为一类。我们可以看到，大宗商品的回报率在某程度上与通胀变化是呈线性关系。换言之，通胀率越高，标普高盛大宗商品指数的平均回报率则越高。

<sup>1</sup> Gorton, G.及 Rouwenhorst, K.G., 2004年。Facts and Fantasies about Commodity Futures、美国全国经济研究所。

我们可以看到，大宗商品的回报率在某程度上与通胀变化是呈线性关系。

表 3: 不同的通胀机制下大宗商品的平均年度表现

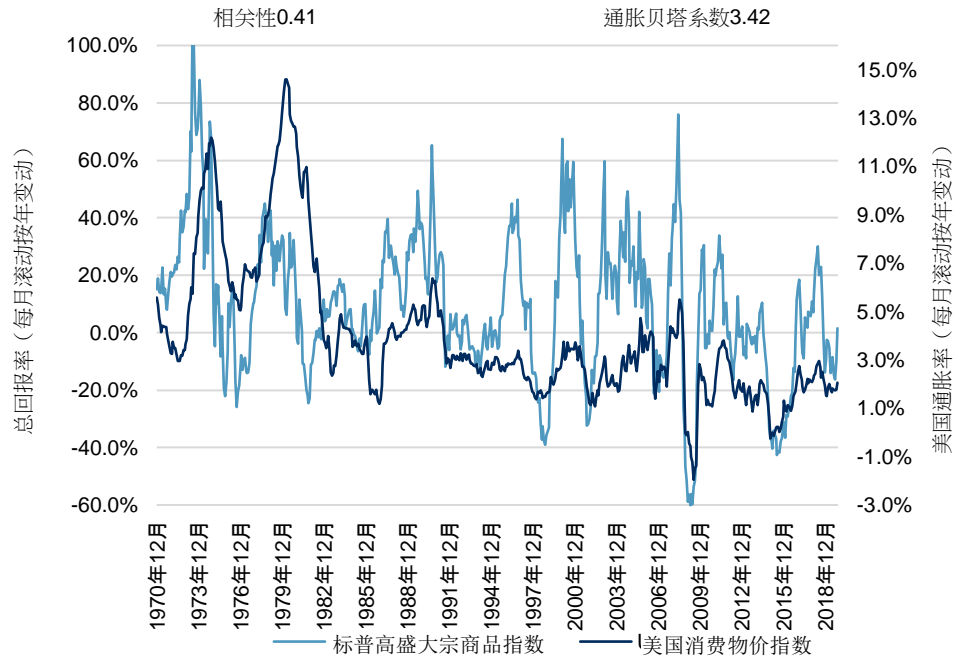
通胀率 (%)	标普高盛大宗商品指数平均回报率 (%)
<0	-46.1
0-2	-11.2
2-4	13.7
4-6	21.6
>6	19.6

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、圣路易斯联邦储备银行。1969年12月至2019年11月的数据。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。通胀率是指美国每月消费物价指数的按年百分比变化。标普高盛大宗商品指数自指数创立以来的平均按年回报率。

此外，我们将通胀过往每月的按年百分比变化与标普高盛大宗商品指数进行比较，并计算大宗商品的通胀贝塔系数（参见表 4）。通胀贝塔系数是衡量资产回报对观察到的通胀变化的反应程度。

过往经验显示，通胀水平与一大篮子大宗商品回报之间存在某种正向关系。除非持续持有投资，否则这种关系的同期性质可能会令其难以捕捉，而这反过来或许会不合理地拖累多元化的多元资产投资组合的表现。

表 4: 标普高盛大宗商品指数抵御通胀



通胀贝塔系数是衡量资产回报对观察到的通胀变化的反应程度。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、圣路易斯联邦储备银行。1969年12月至2019年11月的数据。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。通胀率是指美国每月消费物价指数的按年百分比变化。标普高盛大宗商品指数自指数创立以来的平均年回报率。

大宗商品可能会为投资者带来宝贵的多元化收益。

## 分散投资

分散投资往往被视为投资领域唯一的免费午餐。在投资组合中结合低相关性或反向相关性的资产类别，可降低投资组合的整体波幅，同时不会牺牲回报率（甚或提高经风险调整回报率）。大宗商品与传统资产类别的相关性通常偏低，可能会为投资者带来宝贵的多元化利益（参见表 5）。

表 5: 每月资产回报率的相关性

相关性	标普 500 指数	标普高盛大宗商品黄金指数	标普高盛大宗商品指数	标普实物资产指数	标普美国综合债券指数
标普 500 指数	1.0000	-	-	-	-
标普高盛大宗商品黄金指数	0.0226	1.0000	-	-	-
标普高盛大宗商品指数	0.4884	0.2934	1.0000	-	-
标普实物资产指数	0.8084	0.3490	0.6464	1.0000	-
标普美国综合债券指数	-0.0641	0.3812	-0.1236	0.2271	1.0000

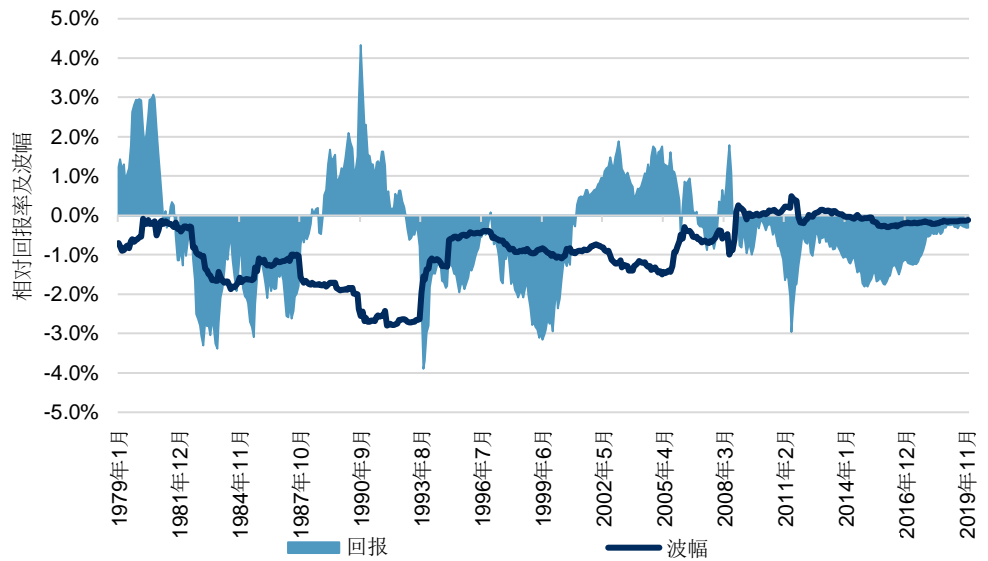
数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。2005 年 4 月至 2019 年 12 月的数据。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。

拥有少量大宗商品配置的投资组合表现欠佳，但平均波幅略低。

从长远的角度来看大宗商品的表现十分重要。表 6 比较了 55%股票 / 40%债券 / 5%大宗商品投资组合和典型 60%股票 / 40%债券投资组合的三年期相对滚动表现。含有大宗商品的投资组合的相对表现会随时间而变动。自 2008 年全球金融危机以来，拥有少量大宗商品配置的投资组合表现欠佳，但平均波幅略低。从风险调整回报的角度来看，波幅较低仍不足以弥补偏低的回报率。值得注意的是，股票在此期间格外强劲的表现，无疑主导了多元化投资组合的回报率。

从经风险调整回报的角

表 6a: 含有大宗商品及不含大宗商品投资组合的相对回报情况



股票在此期间格外强劲的表现，无疑推动了多元化投资组合的回报率。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1976年1月至2019年12月的数据。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。相对表现是按各投资组合的三年期滚动年化回报率计算。波幅差异是按三年期内每月回报率的滚动波幅计算。

表 6b: 含有大宗商品及不含大宗商品投资组合的回报情况

年化回报率 (%)	60/40 投资组合	55/40/5 投资组合
1 年	29.00	28.62
3 年	14.02	13.72
5 年	10.70	10.29
10 年	12.13	11.33
20 年	5.95	5.77
<b>年化波幅 (%)</b>		
1 年	14.68	14.57
3 年	10.69	10.57
5 年	10.49	10.35
10 年	10.38	10.31
20 年	12.00	11.63
<b>夏普比率</b>		
1 年	1.97	1.96
3 年	1.31	1.30
5 年	1.02	0.99
10 年	1.17	1.10



---

20年	0.50	0.50
-----	------	------

---

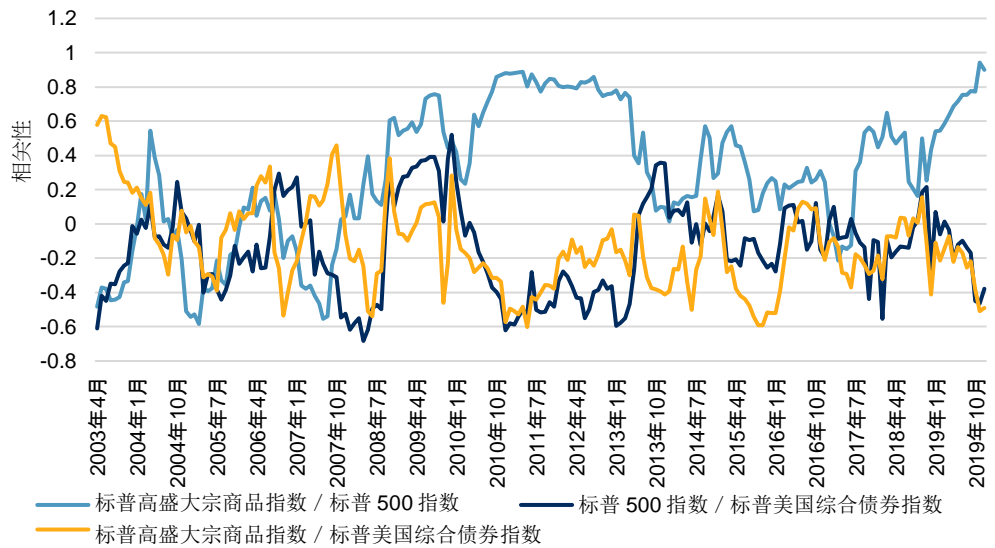
60/40 和 55/40/5 投资组合均为假设的投资组合。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1999年12月至2019年12月的数据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格现的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。

投资组合多元化理论很大程度上取决于大宗商品与其他资产类别之间的低相关性。

投资组合多元化理论很大程度上取决于大宗商品与其他资产类别之间的低相关性。2008 年全球金融危机后，由于货币政策普遍持续宽松，资产类别的相关性明显增强。

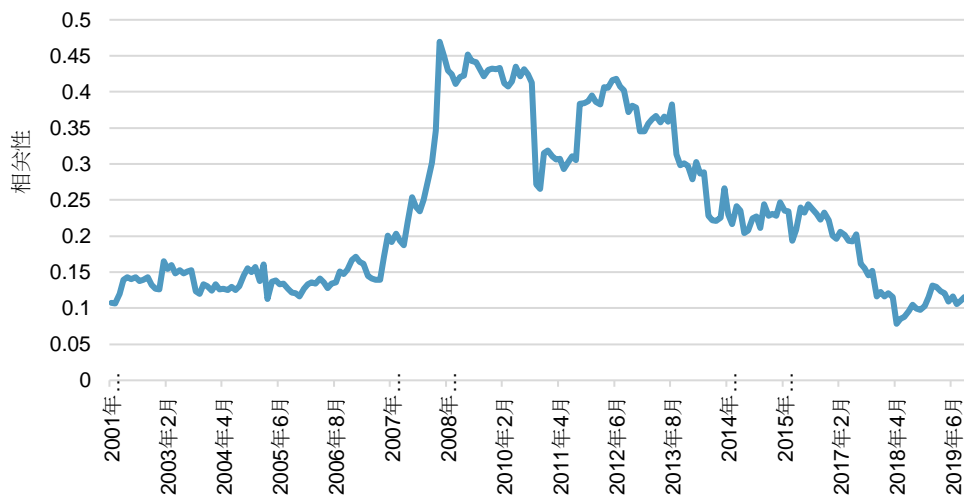
**表 7：每月回报的滚动 1 年相关性—股票、债券及大宗商品**



数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。2002 年 5 月至 2019 年 12 月的数据。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。

大宗商品的内部相关性同样遵循类似走势，于 2008 年全球金融危机期间上升。此后，其回落至历史低位，这可能会让投资者感到些许安慰，即广泛的跨资产相关性亦将恢复原状。

表 8: 大宗商品间的交叉相关性



数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。2001 年 12 月至 2019 年 10 月的数据。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途。交叉相关性是指 24 个月、未加权的平均对对相关性。

*投资者无法知道未来的市场表现或资产类别将如何互相影响对方。*

没有人能预知未来；在过去大约十年间，大宗商品的多元化利益好坏参半，但投资者无法知道未来的市场表现或资产类别将如何互相影响对方。长久以来的历史表明，在多元资产投资组合中，大宗商品仍能提供一些多元化的利益。就通胀而言，在通胀高于预期的情况下，大宗商品配置或许仍能提供一些保护作用，但这种保护可能仅限于供应冲击带动通胀的情况下。这些大宗商品的供应冲击显然难以预测。

## 换个角度思考多元化投资组合中的大宗商品

虽然在过去十年，大宗商品的长期倡导者已不再大肆吹捧大宗商品能分散投资及抵御通胀的观点，但我们发现广泛的大宗商品指数、单一大宗商品及大宗商品绝对回报策略提供了额外的投资机遇。

**广泛大宗商品贝塔系数的其他方法：**虽然大宗商品贝塔系数的前提可能很薄弱，但还是有必要重新思考被动型大宗商品配置的构建。

对标普高盛大宗商品指数等第一代广泛的大宗商品贝塔系数指数的批判，主要集中在加权机制<sup>2</sup>的选择上。有人认为，使用全球生产水平及 / 或市场流通性来厘定个别大宗商品的权重，会导致最大型及通常波幅最大的大宗商品的权重偏高。这进而夸大了实际波幅的变化和广泛大宗商品贝塔指数的大幅下降。

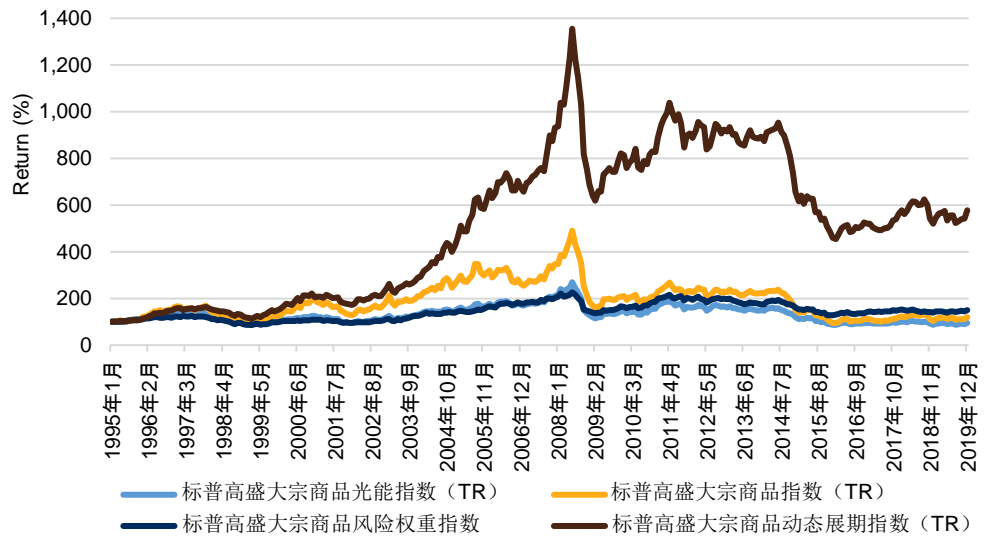
如采取更多元化的方法构建投资组合，例如，旨在将各个基础组成部分的风险贡献达致均等水平，可更好地捕捉到上文所述的低大宗商品内部相关性，并提供更强劲的潜在多元化利益。

其他提高风险调整回报的方法可能是，对基础大宗商品贝塔投资实施一定程度的风险管理，例如设定特定的年化波幅水平，或根据跌幅控制机制有系统地调整名义风险。

在表 9 中，我们展示了第一代大宗商品指数（如标普高盛大宗商品指数）相对于其部分第二代同类指数（旨在提供另类大宗商品贝塔系数）的表现。

<sup>2</sup> Sakkas, A., 及 Tessaromatis, N., 2018 年。Factor-Based Commodity Investing。北方高等商学院。

表 9： 另类大宗商品贝塔系数的表现



指数	年化回报率 (%)			年化波幅 (%)			夏普比率		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
标普高盛大宗商品指数	17.6	2.4	-4.3	16.6	15.3	18.3	1.06	0.15	-0.24
标普高盛大宗商品光能指数	8.6	0.4	-4.4	10.4	9.0	11.5	0.82	0.04	-0.38
标普高盛大宗商品风险权重指数	7.9	2.9	-1.3	7.3	6.6	8.4	1.09	0.44	-0.16
标普高盛大宗商品动态展期指数	11.5	3.4	-2.4	14.0	13.4	13.4	0.82	0.27	-0.18

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1995年1月至2019年12月的数据。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现并不保证未来业绩。图表及表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。有关回溯电子表格的固有限制的详情，请参阅本文件末的「表现披露」。

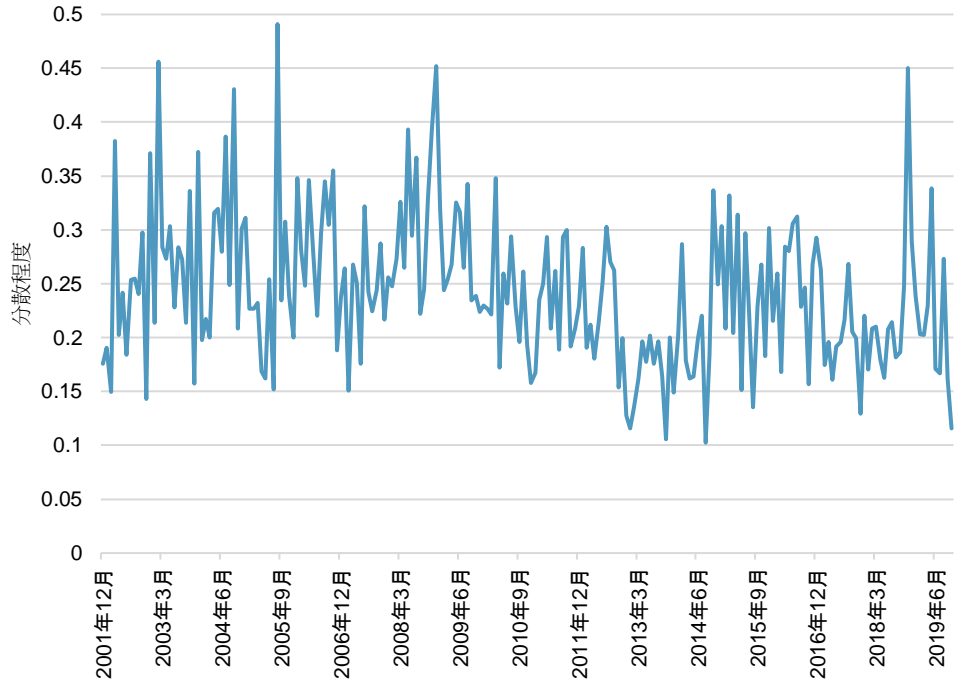
单一大宗商品，无论是原油、黄金或大豆，对于希望表达投资主题的投资者而言可能很有用，而这些投资主题则是取决于独特的地缘政治、人口、结构、气候，甚至健康及疾病因素。

**大宗商品作为基石以表现特定的投资主题：**投资者越来越有机会利用其投资组合内的大宗商品作为基石，来表达对某一市场、事件或风险因素的具体看法。单一大宗商品，无论是原油、黄金或大豆，对于希望表达投资主题的投资者而言可能很有用，而这些投资主题取决于独特的地缘政治、人口、结构、气候，甚至健康及疾病因素。

简单来说，大宗商品市场的分散程度说明了基于特定投资主题的单一大宗商品投资机会，或更广泛地基于积极管理概念的单一大宗商品投资机会（参见表 10）。分散程度是通过比较个别资产表现与平均水平的差异，来直接衡量多样性，其经常被视为是衡量市场机遇的方法。分散程度高说明，具备识别单一资产投资机会的知识和技能的投资者可获得回报。

分散程度高说明，具备识别单一资产投资机会的知识和技能的投资者可捕获回报。

表 10：单一大宗商品分散程度



数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1999年12月至2019年10月的数据。过往表现并不保证未来业绩。图表仅供说明用途，并反映假设的历史表现。分散程度是按于相关时期内资产表现的截面标准偏差衡量，本示例的分散程度为每月数据，年率化及未加权。

大宗商品价格有快速上涨的趋势，而其涨幅之大，以致投资者没有足够时间「追随反弹」。

大宗商品回报的另一个重要特征是，其呈现的正向不对称性，证明是极具价值的投资工具。大宗商品价格有快速上涨的趋势，而其涨幅之大，导致投资者没有足够的时间「追随反弹」。回顾 2000 年以来前 20 种个别大宗商品的一年期回报率，就会发现价格收益往往比价格跌幅更大（参见表 11）。

不对称性还表明，过去 20 年间，对天然气持有淡仓或许是一项有利的策略。前 20 种大宗商品中没有农产品，可能是由于这些资产固有的季节性使然。事实上，在相对较短的时间里，农产品往往是价格涨幅最大的大宗商品。理论上来说，经历自然灾害或重大天气事件后，面包师或牧民等终端用户能获得最后一蒲式耳小麦，可能具有几乎无限的价值。

表 11：大宗商品回报率的正向不对称

排名	最大收益			最大跌幅		
	大宗商品	截至 12 个月	12 个月回报率 (%)	大宗商品	截至 12 个月	12 个月回报率 (%)
1	天然气	2000 年 12 月 29 日	301	天然气	2001 年 12 月 31 日	-82
2	镍	2007 年 3 月 30 日	245	天然气	2009 年 6 月 30 日	-78
3	镍	2007 年 2 月 28 日	222	天然气	2006 年 9 月 29 日	-78
4	铅	2007 年 7 月 31 日	197	天然气	2002 年 1 月 31 日	-76
5	铜	2006 年 5 月 31 日	193	天然气	2009 年 4 月 30 日	-75
6	镍	2007 年 4 月 30 日	192	天然气	2006 年 12 月 29 日	-75
7	镍	2006 年 11 月 30 日	185	天然气	2009 年 8 月 31 日	-74
8	镍	2006 年 10 月 31 日	182	天然气	2009 年 5 月 29 日	-74
9	锌	2006 年 5 月 31 日	180	天然气	2002 年 2 月 28 日	-72
10	镍	2007 年 1 月 31 日	175	天然气	2006 年 10 月 31 日	-72
11	天然气	2003 年 2 月 28 日	174	原油	2009 年 4 月 30 日	-72
12	锌	2006 年 10 月 31 日	174	天然气	2009 年 7 月 31 日	-71
13	铅	2007 年 6 月 29 日	174	天然气	2001 年 11 月 30 日	-70
14	铅	2007 年 8 月 31 日	171	原油	2009 年 6 月 30 日	-70
15	镍	2006 年 12 月 29 日	170	原油	2009 年 2 月 27 日	-69
16	锌	2006 年 7 月 31 日	167	铅	2009 年 2 月 27 日	-69
17	银	2011 年 4 月 29 日	158	镍	2009 年 2 月 27 日	-69
18	锌	2006 年 6 月 30 日	158	天然气	2009 年 3 月 31 日	-69
19	锌	2006 年 11 月 30 日	157	天然气	2006 年 11 月 30 日	-68

20	铅	2007年9月 28日	155	镍	2009年3月 31日	-68
----	---	----------------	-----	---	----------------	-----

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司。1999年12月至2019年10月的数据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途。

战术性投资的概念关乎于将个别大宗商品用作基石的理念。

**大宗商品作为策略性的交易工具：**市场参与者还可能会将大宗商品用于短期战术目的。正如前文所述，战术性投资的概念关乎于将个别大宗商品用作基石的理念。战术性资产配置或会基于大宗商品基本因素、宏观经济数据及价格趋势，并以基本或系统的方式实行。当涉及对长期股票债券组合作出临时调整，以响应广泛宏观经济状况或基于估值指针的股票配置中的行业偏向时，不少多元资产投资者均能充分利用战术性偏向的概念。而在调整大宗商品等传统上规模较小的另类资产配置时，投资者通常会变得更加谨慎。而某些犹豫是因为专业知识、成本及后勤交易限制所致。

从环境、社会及管治（ESG）角度来看，个别大宗商品可被用作在战术上表达该等主题。

大宗商品并不像股票和债券那样能产生收益的资产。价格变动取决于特定大宗商品或特定组别大宗商品供需的基本变化。因此，或许大宗商品更应该被视为一种投机或交易资产。

最后，从环境、社会及管治（ESG）角度来看，个别大宗商品可被用作在战术上表达该等主题。投资者对大宗商品市场的参与度可能与ESG整合在投资过程中日渐受到的关注并不完全矛盾。事实上，大型机构投资者可能希望利用其对资产价格的影响力，挑选出个别大宗商品中的赢家和输家，从而改变大宗商品市场的结构。大宗商品确实能轻易地进行多头和空头交易，使得这种方法既可行，又具有成本效益。这种方法涉及到投资者参与度的概念，而不仅是保留一席之地来影响公司行为和推动特定的行业变化和结构性调整。这是标普道琼斯指数计划在后续研究中所要审视的主题。

**利用大宗商品风险溢价：**基于因子的投资是指对持续风险溢价的识别，而这种风险溢价能以基于规则的方式有系统地衡量及有利地获取。其假设系统性风险因素能解释大部分长期资产回报。

基于因子的投资是指对持续风险溢价的识别，而这种风险溢价能以基于规则的方式有系统地衡量及有利地获取。

风险溢价的基本理念是，投资者实际上可通过向其他投资者销售保险，及（就大宗商品而言）向对冲者销售保险，来实现可重复的回报。如果大宗商品市场上普遍存在非寻求盈利的参与者，可能会使大宗商品风险溢价因素变得更为吸引。

为了让风险溢价策略变得稳健和持久，投资者应考虑到，个别策略是具有经济学的理据支持，而不是建立在过度的数据挖掘和回溯试算上。在大宗商品市场，利差等概念具有很强的经济学原理。

大宗商品市场十分适合风险溢价策略。在这个独特的市场里，目标不同的参与者能在期货曲线上进行互动，从而创造持续有收获的风险溢价。这个过程亦相对较为新颖，而与其他主要资产类别不同的是，目前几乎没有证据证明，市场上的大宗商品风险溢价正被套利出去。现在大量的学术研究和从业员



均认为，要将风险溢价策略应用至大宗商品以及对大宗商品特定风险因素的识别方面。<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Miffre, J., 2016年。Long-Short Commodity Investing: A Review of the Literature、Journal of Commodity Markets 1。

## 结论

*应鼓励市场参与者重新审视其大宗商品配置。*

大宗商品是一种独特的资产类别。过去十年，大宗商品在多元化投资组合内所产生的利益，理所当然地受到了投资者的质疑。对于长期支持大宗商品的人所吹捧的分散投资和抵御通胀观点，这或许在某程度上仍然有效。不过，亦有必要考虑采纳新的策略，以便从大宗商品独有的特性中获得更多收益。这些并非没有风险，还可能需只有规模最大、经验最丰富的市场参与者才具备的专业知识水平。尽管如此，仍应鼓励市场参与者重新审视其大宗商品配置。如果重新审视多元化投资组合能如何更有策略地并合个别大宗商品工具，以及考虑大宗商品是否获纳入早已流行的基于因子的投资领域，事实或许会证明，这样做是有好处的。

## 表现披露

标普高盛大宗商品指数于1991年4月11日推出。标普高盛大宗商品光能指数于1991年5月1日推出。标普高盛大宗商品风险权重指数于2013年4月11日推出。标普高盛大宗商品动态展期指数于2011年1月26日推出。标普实物资产股票指数于2016年3月18日推出。标普美国综合债券指数于2014年7月15日推出。指数发布日期之前呈报的所有数据均为假设（回溯试算），并非实际表现。回溯试算的计算基准与指数发布日生效的计算方法一致。然而，当为市场异常期间或其他未能反映目前一般市况期间的回溯试算历史时，可放宽指数编制方法规则，以获取足够数量的证券，来仿真指数所衡量的目标市场或所采用的策略。例如，可降低市值和流动性门坎。有关完整的指数编制方法详情，请浏览[www.spdji.com](http://www.spdji.com)。指数的过往表现并非未来投资结果的指标。构建指数时前瞻性应用的计算方法，可能会导致表现与所示回溯试算的回报不相符。

标普道琼斯指数对不同的日期加以定义，协助客户清楚了解自己的产品。起值日是特定指数设定计算价值（当前价值或回溯试算价值）的首日。基准日是为计算目的而设立特定指数固定价值的日期。成立日是特定指数价值首次被视为生效的日期：凡在指数成立日前任何日期或时期提供的指数价值将视为回溯试算价值。标普道琼斯指数界定了成立日，即知晓已向公众发布（例如通过标普道琼斯指数的公共网站或其向外部方的数据传送途径发布）指数价值的日期。对于在2013年5月31日前推出的道琼斯品牌指数，成立日（在2013年5月31日前，称为「推出日」）定为禁止对指数计算方法作出进一步变更的日期，而该日期可能早于指数的公开发布日期。

回溯试算期未必对应指数的整个可查阅历史。更多有关指数的详情（包括重新调整方法、重新调整时间、成分股增减准则及所有指数的计算），请浏览[www.spdji.com](http://www.spdji.com)有关指数计算方法文件。

回溯试算资料的另一个局限，是通常在作出回溯试算时已知悉以往事件。回溯试算数据反映在知悉以往事件的情形下应用指数计算方法和挑选成分股的选择。任何假设的记录都不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票、固定收益或大宗商品市场相关的众多因素在制作所列指数信息时通常不能及从未被纳入考虑，但所有这些因素都会影响实际表现。

列示的指数回报并不代表可投资资产 / 证券的实际交易结果。标普道琼斯指数有限责任公司维护指数，并计算所列示或讨论的指数水平及表现，但并不管理实际资产。指数回报并不反映所支付的任何销售费用，或投资者为购买指数相关证券或旨在追踪指数表现的投资基金时可能支付的费用。征收这些费用及收费，会造成证券 / 基金的实际及回溯电子表格表现逊于所示指数表现。举一个简单的例子，如果100,000美元的投资在12个月内录得10%的指数回报率（或10,000美元），且除应计利息外，在期末还对投资征收了1.5%的实际资产费用（或1,650美元），则当年净回报率为8.35%（或8,350美元）。在三年期内，假设年回报率为10%，年末征收1.5%的年费，则累积总回报率为33.10%，总费用为5,375美元，累积净回报率为27.2%（即27,200美元）。

## 一般免责声明

版权所有© 2020 标普道琼斯指数有限责任公司。保留所有权利。标准普尔（标普）、标普 500 指数、标普 500 低波动指数、标普 100 指数、标普综合 1500 指数、标普中型股 400 指数、标普小型股 600 指数、标普 GIVI 指数、GLOBAL TITANS 指数、股息贵族指数、标普目标日期指数、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均为标准普尔金融服务有限责任公司（标普全球「标普」的分支机构）的注册商标。道琼斯、DJ、DJIA 及道琼斯工业平均指数均为道琼斯商标控股有限责任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，简称「道琼斯」）的注册商标。这些商标及其他商标已授权标普道琼斯指数有限责任公司使用。未经标普道琼斯指数有限责任公司书面许可，不得转发或复制全部或部分内容。本文件不构成标普道琼斯指数有限责任公司、标普、道琼斯或其各自关联公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获得所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。除若干定制的指数计算服务外，标普道琼斯指数提供的所有数据均属客观数据，并非专为满足任何人士、实体或群体的需求而设。标普道琼斯指数就授权第三方使用其指数及提供定制计算服务收取报酬。指数的过往表现并非对未来业绩的指示或保证。

投资者不可直接投资指数。指数所代表的资产类别，可透过基于该指数的可投资工具进行投资。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寻求提供基于任何指数表现之投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数概不保证基于指数的投资产品将会准确追踪指数表现或提供正向投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，且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。决定投资任何此类投资基金或其他投资工具时，不应依赖本文件所载的任何陈述。建议有意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，方投资于任何此类投资基金或其他工具。标普道琼斯指数有限责任公司并非税务顾问。投资者应咨询税务顾问，以评估任何免税证券对投资组合的影响，以及作出任何相关投资决定的税务后果。将某只证券纳入指数中，并不表示标普道琼斯指数建议买卖或持有该证券，亦不应视为投资意见。

此等材料乃基于公众一般可获得且相信属可靠来源的数据编制，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面许可，概不得以任何手段采用任何形式修改、反编译、转载或分发此等数据所载的任何内容（包括指数资料、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其输出结果）或其任何组成部分（统称「有关内容」），亦不得将有关内容存储在数据库或检索系统中。有关内容概不得用于任何非法或未经授权的用途。标普道琼斯指数及其第三方数据供货商与授权人（统称「标普道琼斯指数各方」）并不保证有关内容的准确性、完整性、适时性或可用性。标普道琼斯指数各方概不对因使用有关内容而引致的任何错误或遗漏负责，不论原因为何。有关内容乃「按现状」基准提供。标普道琼斯指数各方概不作出任何及所有明示或暗示的保证，包括（但不限于）保证有关内容用于特定目的或用途的适销性或合适性、保证不存在安全漏洞、软件错误或缺陷，令有关内容的运行不会中断或有关内容将与任何软件或硬件配置一并运行。标普道琼斯指数各方在任何情况下概不就使用有关内容而引致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或利润及机会成本损失）向任何人士承担任何责任，即使在已获知可能会发生该等损害的情况下亦然。

标普全球分开经营其不同分部及业务单位的若干活动，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普全球的若干分部及业务单位可能拥有其他业务单位所未掌握的数据。标普全球已制定政策和流程，对所获取与各项分析流程相关的若干非公开资料加以保密。

此外，标普道琼斯指数向众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪交易商、投资银行、其他金融机构及金融中介）提供广泛服务或提供与之相关的广泛服务，因此可能会向该等机构（包括标普道琼斯指数可能会对其证券或服务作出推荐、评级、纳入投资组合模型、评估或以其他方式介绍的机构）收取费用或其他经济利益。