

新型冠狀病毒爆發期間中國 A 股市場各因子表現有何不同

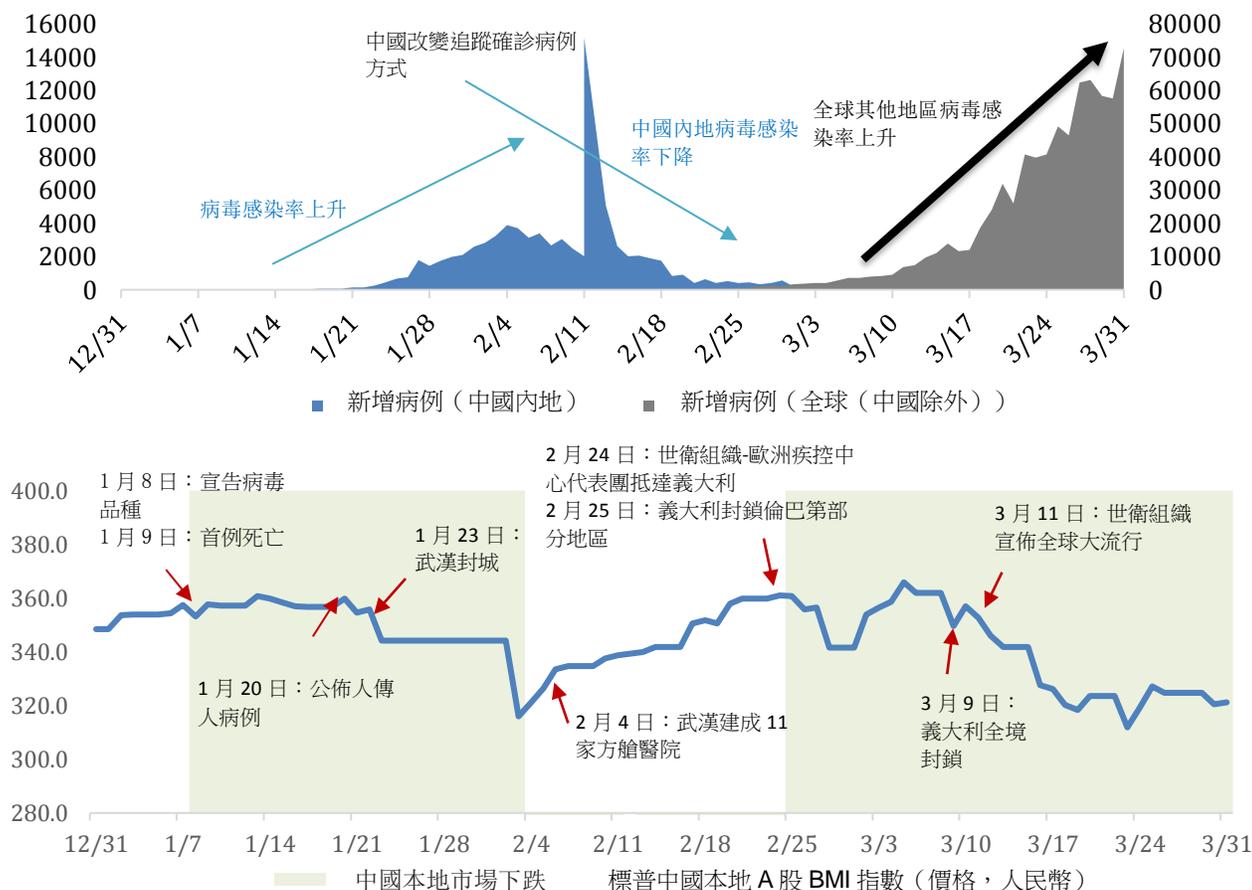


曾力宇
全球研究與設計總監

本文最初於 2020 年 4 月 23 日在 Indexology® 博客上發佈。

由於新型冠狀病毒在國內爆發、並隨後蔓延至全球其他地區，今年第一季度中國 A 股市場上演過山車走勢。在我們上一篇博客“中國股市對國內及全球新型冠狀病毒爆發作出的應對”中，我們討論了在近期市場下跌和反彈期間各行業的不同反應。在本篇博客中，我們將分析標普中國 A 股因子指數在 2020 年第一季度的表現。

圖表 1：中國 A 股市場對新型冠狀病毒爆發作出的應對



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、世界衛生組織、中國國家衛生健康委員會。截至 2020 年 3 月 31 日資料。指數表現基於人民幣價格回報。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅供參考。

圖表 2：標普中國 A 股因子指數於不同市場時期的表現

指數	1月8日至 2月3日	2月3日至 2月24日	2月24日至 3月31日
標普中國 A 股增強價值指數	-13.2%	9.0%	-4.9%
標普中國 A 股短期動量指數	-2.2%	23.5%	-13.6%
標普中國 A 股低波動率指數	-11.8%	6.5%	-5.2%
標普中國 A 股質量指數	-7.5%	16.7%	-11.3%
標普中國 A 股紅利機會指數	-12.2%	10.3%	-8.0%
標普中國本地 A 股 BMI 指數	-10.5%	14.2%	-11.0%

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2020 年 3 月 31 日資料。指數表現基於人民幣總回報。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅供參考。

自 2020 年 1 月 8 日發現該病毒至 2020 年 2 月 3 日期間，中國股市急跌 10.5%。標普中國 A 股增強價值指數、標普中國 A 股紅利機會指數和標普中國 A 股低波動率指數分別下跌 13.2%、12.2% 和 11.8%，而標普中國 A 股短期動量指數和標普中國 A 股質量指數僅分別下跌 2.2% 和 7.5%。

動量和價值分別是這一時期表現最佳和最差的因子，這解釋了標普中國 A 股短期動量指數跑贏大市、標普中國 A 股增強價值指數跑輸大市的原因。標普中國 A 股質量指數實現超額回報，主要得益於該指數對盈利能力、高動量和高增長的主動敞口，及對價值的負面敞口。標普中國 A 股低波動率指數意外地表現出向價值和低動量偏重，完全抵消了低貝塔值和低波動率的正面影響，使得該指數跑輸大市。同樣，對價值、小盤和低動量的非預期敞口導致標普中國 A 股紅利機會指數表現落後。

圖表 3：標普中國 A 股因子指數跌市期間表現歸因

因子歸因 (1月8日 至2月3日)		增強價值		動量		低波動性		質量		紅利	
風格/行業因子	因子 總回 報	實際 敞口	表現 影響								
投資組合實際回報(%)			-2.63		8.31		-1.25		3.05		-1.66
市場敏感性	-0.79	-0.03	0.02	-0.32	0.24	-0.60	0.42	0.07	-0.05	-0.16	0.11
規模	1.29	-0.12	-0.15	-0.03	-0.02	-0.16	-0.18	-0.18	-0.21	-0.54	-0.63
短期動量	1.25	-0.25	-0.37	0.30	1.54	-0.36	-0.42	0.15	0.25	0.04	-0.05
中期動量	1.47	-0.63	-0.81	1.77	2.39	-0.52	-0.67	0.29	0.38	-0.28	-0.36
波動性	-0.34	-0.45	0.15	1.10	-0.44	-0.71	0.23	0.40	-0.13	-0.08	0.02
流動性	-0.54	-0.18	0.08	0.36	-0.19	-0.36	0.17	0.21	-0.10	-0.01	0.01
匯率敏感性	0.82	-0.09	-0.05	0.28	0.17	-0.14	-0.08	-0.05	-0.04	0.02	0.02
成長性	1.10	0.02	0.02	0.71	0.71	-0.33	-0.31	0.34	0.33	0.14	0.14
價值	-1.59	1.62	-2.30	-1.02	1.56	1.15	-1.64	-0.66	0.96	0.71	-1.02
股息收益率	0.08	1.02	0.07	-1.02	-0.07	1.09	0.07	-0.31	-0.02	2.48	0.18
盈利能力	0.71	-0.18	-0.11	0.36	0.23	-0.07	-0.04	0.64	0.40	0.43	0.27
杠杆	0.31	0.42	0.12	-0.53	-0.15	0.34	0.09	-1.01	-0.28	-0.41	-0.11
風格因子			-3.31		5.97		-2.36		1.49		-1.44
行業因子			-0.93		2.48		-1.01		-0.47		-1.29
股票特定風險			1.61		-0.15		2.12		2.03		1.07

資料來源：標普道瓊斯指數、Axioma。2020 年 1 月 8 日至 2020 年 2 月 3 日數據。基於標普中國本地 A 股 BMI 指數人民幣總回報。過往表現不代表未來投資結果。表格僅供參考。

在 2020 年 2 月 3 日至 2020 年 2 月 24 日市場回升期間，中國新增感染病例人數開始出現下降趨勢，整體市場相應攀升 14.2%。在五個標普中國 A 股因子指數中，標普中國 A 股短期動量指數和標普中國 A 股質量指數領先，分別上漲 23.5% 和 16.7%，其他三個因子指數則跑輸大市。

在此期間，流動性、高波動性和中期動量是表現最佳的因子，股息收益率表現最差。這解釋了標普中國 A 股短期動量指數和標普中國 A 股質量指數跑贏的原因，因為這兩個指數對這四個因子的策略得宜。相反，因對這四個因子的策略不當導致標普中國 A 股增強價值指數和標普中國 A 股低波動率指數表現不佳。儘管對小盤和價值呈現出的非預期敞口對標普中國 A 股紅利機會指數的表現產生了積極影響，但不足以抵消其向股息收益率和低動量因子傾斜的負面影響。

圖表 4：標普中國 A 股因子指數升市期間表現歸因

因子歸因 (2月3日至2月24日)		增強價值		動量		低波動性		質量		紅利	
風格/行業因子	因子總回報	實際敞口	表現影響								
投資組合實際回報(%)			-5.18		9.31		-7.71		2.42		-3.98
市場敏感性	0.09	0.00	0.00	-0.28	-0.04	-0.59	-0.03	0.00	-0.03	-0.07	0.04
規模	-1.21	-0.15	0.21	0.02	-0.19	-0.17	0.22	-0.13	0.08	-0.53	0.45
短期動量	0.35	-0.28	-0.36	0.57	1.38	-0.28	-0.04	0.40	-0.11	-0.20	-0.09
中期動量	1.83	-0.60	-1.14	1.72	3.65	-0.45	-0.76	0.32	0.76	-0.28	-0.84
波動性	2.13	-0.35	-0.89	0.91	2.56	-0.58	-1.44	0.37	1.00	-0.10	0.13
流動性	2.87	-0.10	-0.30	0.36	1.20	-0.33	-1.00	0.28	0.87	0.03	0.13
匯率敏感性	0.33	-0.15	-0.06	0.38	0.16	-0.17	-0.10	-0.09	-0.03	-0.01	0.01
成長性	0.07	0.01	0.01	0.72	0.04	-0.35	-0.03	0.37	0.04	0.15	-0.04
價值	0.13	1.62	0.24	-1.02	-0.19	1.18	0.17	-0.68	-0.11	0.90	0.53
股息收益率	-0.67	1.02	-0.76	-1.03	0.82	1.13	-0.82	-0.36	0.28	2.50	-2.04
盈利能力	-0.12	-0.19	0.03	0.37	-0.05	-0.09	0.02	0.66	-0.09	0.39	-0.04
杠杆	-0.44	0.44	-0.20	-0.51	0.26	0.35	-0.16	-0.99	0.50	-0.29	0.06
風格因子			-3.23		9.59		-3.96		3.17		-1.69
行業因子			-2.90		0.94		-3.57		1.46		-2.96
股票特定風險			0.95		-1.23		-0.18		-2.21		0.68

資料來源：標普道瓊斯指數、Axioma。2020 年 2 月 3 日至 2020 年 2 月 24 日數據。基於標普中國本地 A 股 BMI 指數人民幣總回報。過往表現不代表未來投資結果。表格僅供參考。

由於全球其他地區新型冠狀病毒疫情加速惡化，投資者對全球經濟衰退的擔憂加劇，近期市場遭遇下挫，2020 年 2 月 24 日至 2020 年 3 月 31 日間中國 A 股市場整體下跌 11.0%。在此期間，標普中國 A 股增強價值指數、標普中國 A 股低波動率指數和標普中國 A 股紅利機會指數發揮防守力，分別實現超額回報 6.1%、5.8% 和 3.0%。相比之下，標普中國 A 股短期動量指數和標普中國 A 股質量指數則跑輸大市，分別下跌 13.6% 和 11.3%。

在本輪跌市中，低波動性、低貝塔係數和低杠杆因子如預期般表現出防守性，價值和小盤因子也產生了可觀回報。相反，匯率敏感性是表現最差的因子，這表明在這波跌勢中離岸市場收入占比較高的公司容易受到影響。儘管在此期間股息收益率因子產生負回報，但對價值、低波動性和小盤的非預期敞口卻提振了標普中國 A 股紅利機會指數的表現。標普中國 A 股短期動量指數和標普中國 A 股質量指數表現不佳的主要原因是對高波動性和高估值的非預期敞口。

圖表 5：標普中國 A 股因子指數於第二次跌市期間表現歸因

因子歸因 (2月24日至3月31日)		增強價值		動量		低波動性		質量		紅利	
風格/行業因子	因子總回報	實際敞口	表現影響								
S 投資組合實際回報(%)			6.15		-2.57		5.80		-0.32		3.04
市場敏感性	-4.06	-0.09	0.48	-0.19	0.68	-0.57	2.28	-0.01	-0.03	-0.05	0.23
規模	-1.19	-0.14	0.17	0.06	-0.08	-0.18	0.21	-0.14	0.15	-0.50	0.55
短期動量	-0.07	0.13	-0.38	0.13	0.21	-0.05	-0.32	-0.12	0.14	-0.10	-0.26
中期動量	-0.30	-0.49	0.23	1.58	-0.57	-0.39	0.12	0.33	-0.16	-0.41	0.13
波動性	-5.12	-0.23	1.20	0.68	-3.17	-0.52	2.63	0.29	-1.28	-0.30	1.56
流動性	-1.94	-0.03	0.07	0.26	-0.46	-0.34	0.62	0.22	-0.38	0.00	0.01
匯率敏感性	-2.35	0.00	-0.05	0.08	-0.05	-0.09	0.18	-0.13	0.23	0.00	-0.02
成長性	0.44	-0.01	-0.01	0.82	0.29	-0.33	-0.14	0.30	0.12	0.21	0.08
價值	1.93	1.61	2.99	-1.03	-1.78	1.22	2.24	-0.68	-1.18	1.24	2.24
股息收益率	-0.51	0.98	-0.50	-1.04	0.47	1.16	-0.56	-0.37	0.16	2.59	-1.25
盈利能力	-0.28	-0.18	0.04	0.58	-0.06	-0.09	0.02	0.68	-0.18	0.29	-0.11
杠杆	-0.53	0.47	-0.28	-0.55	0.29	0.34	-0.19	-0.99	0.42	-0.12	0.04
風格因子			3.95		-4.25		7.10		-1.98		3.21
行業因子			3.01		1.84		-0.80		1.40		0.11
股票特定風險			-0.81		-0.16		-0.50		0.27		-0.29

資料來源：標普道瓊斯指數、Axioma。2020年2月24日至2020年3月31日數據。基於標普中國本地A股BMI指數人民幣總回報。過往表現不代表未來投資結果。表格僅供參考。

如欲閱讀更多博客文章，請流覽我們的英文網站 www.indexologyblog.com，或訂閱 **Indexology®** 以獲取最新發佈的文章。

一般免責聲明

版權©2020，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global 的分支機構）。版權所有。標普®及標普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及／或影印全部或部分有關內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有資料均為通用資訊，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯會就向協力廠商提供指數授權收取報酬。指數的過往資料並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由協力廠商提供並旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。投資者不應根據本檔所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其主要交易所厘訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上資料根據一般公眾可用資訊及可靠來源，僅為提供資料而編制。以上資料所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於資料庫或檢索系統中。有關內容不得用作任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其協力廠商資料提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的資訊。標普道瓊斯指數已制訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開信息維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融仲介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。