

# 標普中國 A 股因子指數績效歸因分析：行業配置與股票選擇效應



曾力宇  
全球研究與設計董事

本文最初於 2019 年 9 月 4 日在 Indexology® 博客上發佈。

在之前的博客中，我們研究了標普中國 A 股因子指數的風險敞口，本文將進一步探討各因子指數的行業偏好及其對業績的影響。

除標普中國 A 股增強價值指數外，所有標普中國 A 股因子指數均傾向於低配金融行業，不過不同的因子指數也呈現其它獨特的行業偏好。儘管標普中國 A 股增強價值指數歷來高配金融和原材料，標普中國 A 股短期動量指數更傾向於高配資訊技術和醫療保健。標普中國 A 股低波動率指數偏好公用事業和工業品，而標普中國 A 股質量指數則傾向於配置消費品和醫療保健。標普中國 A 股紅利機會指數則高配非必需消費品和工業品（見表 1）。

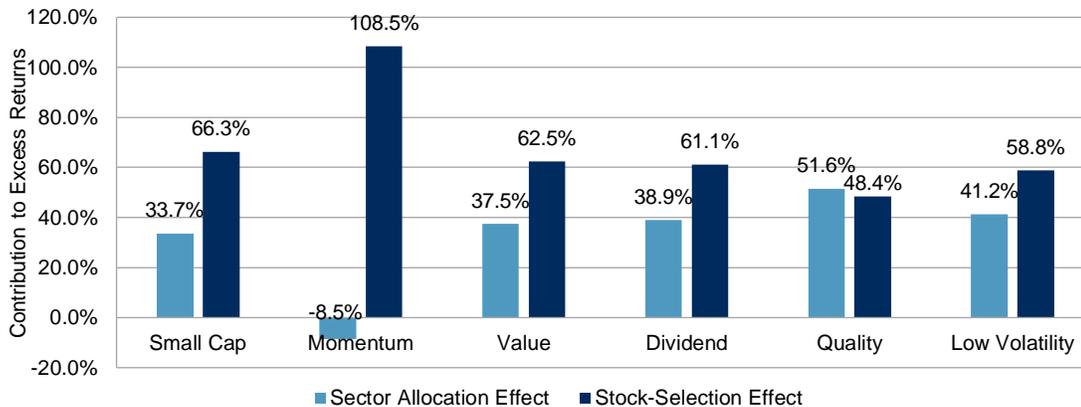
Exhibit 1: Sector Bias of the S&P China A-Share Factor Indices

AVERAGE SECTOR BIAS (%)	SMALL CAP	MOMENTUM	VALUE	DIVIDEND	QUALITY	LOW VOLATILITY
Energy	-2.6	-0.6	-0.5	2.3	0.6	-0.5
Materials	<b>6.5</b>	2.6	<b>6.8</b>	1.3	<b>-4.8</b>	-2.3
Industrials	<b>6.9</b>	0.7	-0.3	<b>4.3</b>	-2.5	<b>5.0</b>
Consumer Discretionary	<b>7.2</b>	1.7	-1.2	<b>5.9</b>	<b>5.0</b>	1.2
Consumer Staples	0.8	3.2	<b>-5.7</b>	-1.5	<b>15.3</b>	0.7
Health Care	-0.1	<b>4.1</b>	<b>-5.6</b>	-1.7	<b>6.4</b>	2.8
Financials	<b>-19.8</b>	<b>-14.4</b>	<b>15.1</b>	<b>-8.2</b>	<b>-14.4</b>	<b>-7.2</b>
Information Technology	3.9	<b>4.6</b>	<b>-7.1</b>	<b>-5.4</b>	0.8	<b>-5.1</b>
Communication Services	-0.5	-0.5	1.5	-0.9	-0.5	-0.2
Utilities	-1.5	-1.0	-0.6	3.6	-2.8	<b>8.7</b>
Real Estate	-1.0	-0.4	-2.4	0.4	-3.0	-3.0

小型股投資組合是一個假設投資組合，包含合格備選集中自由流通市值最低的 100 檔股票，股票按自由流通市值加權。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據區間為 2006 年 6 月至 2019 年 1 月。平均行業偏差根據標普中國 A 股因子指數相對於合格備選集的半年調整資料計算。本表僅供說明：深藍色數字表示因子指數最高配的行业，淺藍色數字表示因子指數最低配的行业。

儘管在標普中國 A 股因子指數中觀察到顯著的行業配置偏向，2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日期間的業績歸因分析表明，除標普中國 A 股質量指數外，大部分因子指數的主動收益歸因於股票選擇效應（見表 2）。



小型股投資組合是一個假設投資組合，包括合格備選集中自由流通市值最低的 100 檔股票，股票按其自由流通市值加權。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據區間為 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日。資料基於標普中國 A 股因子指數相對於合格備選集的累計超額收益並以人民幣計算。過去的表现並不能保證將來的結果。圖表僅供說明之用，反映的是假設的歷史表現。標普中國 A 股紅利機會指數於 2008 年 9 月 11 日推出；標普中國 A 股增值價值指數、標普中國 A 股短期動量指數、標普中國 A 股質量指數和標普中國 A 股低波動率指數於 2018 年 7 月 11 日推出。

除標普中國 A 股短期動量指數外，股票選擇效應在所有因子指數的大部分行業中都產生了正的超額收益，這意味著這些因子策略在不同行業的有效性。相比之下，除了標普中國 A 股短期動量指數，歸因於行業配置效應的正向主動收益在各個行業中缺乏一致性（見表 3）。比如，低配在研究區間表現優異的金融股，導致小型組合、標普中國 A 股紅利機會指數和標普中國 A 股質量指數在該行業的行業配置效應為負。

Exhibit 3: Performance Attribution of the S&P China A-Share Factor Indices (%)

SECTOR	SMALL CAP			MOMENTUM			VALUE		
	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL
Energy	26.0	26.9	52.8	0.3	-2.6	-2.4	10.5	15.0	25.5
Materials	22.3	32.3	54.6	-7.1	-24.2	-31.3	16.6	25.6	42.2
Industrials	11.8	71.4	83.2	0.9	-9.1	-8.2	13.3	46.5	59.8
Consumer Discretionary	36.4	52.2	88.6	-1.4	-7.1	-8.4	12.9	32.1	45.1
Consumer Staples	17.6	61.3	78.9	2.5	-1.1	1.3	13.9	10.4	24.3
Health Care	18.8	40.5	59.3	9.2	0.8	10.1	5.3	10.2	15.5
Financials	-5.1	30.8	25.7	1.7	2.6	4.3	13.0	40.7	53.7
Information Technology	15.9	43.6	59.6	7.1	-7.6	-0.4	9.2	15.2	24.4

A Division of **S&P Global**

Communication Services	18.4	31.3	49.8	-0.3	-2.6	-2.9	15.4	6.4	21.8
Utilities	26.8	23.7	50.5	-4.4	-8.0	-12.3	12.2	14.8	27.0
Real Estate	21.7	20.1	41.8	-1.8	-1.4	-3.2	9.5	9.6	19.1
<b>Total</b>	<b>231.4</b>	<b>454.8</b>	<b>686.3</b>	<b>4.7</b>	<b>-60.3</b>	<b>-55.5</b>	<b>142.0</b>	<b>236.4</b>	<b>378.5</b>

SECTOR	DIVIDEND			QUALITY			LOW VOLATILITY		
	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL	ALLOCATION	SELECTION	TOTAL
Energy	28.1	40.1	68.2	14.6	9.7	24.3	25.5	27.9	53.4
Materials	25.9	35.6	61.5	9.0	15.0	24.0	25.5	20.7	46.2
Industrials	27.5	96.8	124.3	11.8	4.5	16.4	18.6	51.6	70.2
Consumer Discretionary	23.1	71.3	94.4	8.3	16.7	24.9	23.5	48.9	72.3
Consumer Staples	29.3	21.1	50.4	17.1	12.0	29.1	29.8	27.6	57.4
Health Care	33.6	23.3	56.9	10.0	-8.3	1.7	39.2	36.2	75.4
Financials	-13.8	32.4	18.6	-17.9	2.4	-15.5	1.9	21.3	23.2
Information Technology	30.1	21.8	51.9	6.5	4.3	10.7	19.6	23.9	43.5
Communication Services	19.6	21.6	41.1	3.3	7.8	11.1	18.6	18.1	36.7
Utilities	32.9	32.5	65.4	8.6	9.1	17.7	5.0	36.1	41.1
Real Estate	21.6	20.7	42.3	7.7	7.6	15.3	19.4	19.5	38.9
<b>Total</b>	<b>278.9</b>	<b>438.2</b>	<b>717.1</b>	<b>85.9</b>	<b>80.7</b>	<b>166.7</b>	<b>245.7</b>	<b>350.9</b>	<b>596.6</b>

小型股投資組合是一個假設投資組合，包括合格備選集中自由流通市值最低的 100 檔股票，股票按其自由流通市值加權。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，Factset 雙因子 Brinson 歸因模型。數據區間為 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日。資料基於標普中國 A 股因子指數相對於合格備選集的累計超額收益並以人民幣計算。過去表現並不能保證將來的結果。圖表僅供說明之用，反映的是假設的歷史表現。標普中國 A 股紅利機會指數於 2008 年 9 月 11 日推出；標普中國 A 股增值指數、標普中國 A 股短期動量指數、標普中國 A 股質量指數和標普中國 A 股低波動率指數於 2018 年 7 月 11 日推出。

如欲閱讀更多博客文章，請流覽我們的英文網站 [www.indexologyblog.com](http://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©2019，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。