

# 什麼構成標普中國 A 股因子指數？風險因子有什麼影響？



**Liyu Zeng**  
全球研究與設計董事

本文最初於 2019 年 7 月 25 日在 **Indexology®** 博客上發佈。

如圖表 1 所示，在 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日期間，價值、小型和低波是中國 A 股市場中表現最佳的風險因子。因此，這些因子的風險敞口可能會對投資組合的回報產生重大影響。

不同的因子指數顯示出不同的風險因子敞口（有關風險因子定義，請參閱附錄）。所有標普中國 A 股指數都顯示出相對於合資格納入範圍有針對性的主動因子敞口（見圖表 1）。在各種指數中也觀察到非預期的活躍因子敞口。例如，標普中國 A 股短期動量指數表現出對高波動性、高估值和低股息收益率的主動敞口。標普中國 A 股增強價值指數對大型、低波動性和高股息收益率有顯著的主動敞口，而標普中國 A 股紅利機會指數對估值較低和盈利能力較高有顯著的主動敞口。標普中國 A 股質量指數呈現出向高估值、高股息收益率和低貝塔係數主動傾斜的趨勢，而標普中國 A 股低波動率指數則意外地表現出向高股息收益率和低估值的主動敞口。

STYLE RISK FACTOR	AVERAGE FACTOR EXPOSURE						COMPOUNDED FACTOR RETURN (%)
	SMALL CAP	MOMENTUM	VALUE	DIVIDEND	QUALITY	LOW VOLATILITY	
Market Sensitivity	-0.21	-0.15	-0.08	-0.22	-0.27	-0.77	2.2
Size	<b>-1.02</b>	-0.15	0.43	-0.15	0.00	-0.11	-74.3
Medium-Term Momentum	-0.03	<b>1.31</b>	-0.23	-0.18	0.14	-0.27	-21.8
Volatility	0.57	0.66	-0.56	-0.26	0.08	<b>-0.58</b>	-37.2
Liquidity	0.34	0.09	-0.06	-0.03	-0.06	-0.12	-30.0
Exchange Rate Sensitivity	0.06	0.00	0.05	0.02	-0.03	0.08	17.7
Growth	-0.31	0.18	-0.08	-0.10	0.20	-0.30	10.3
Value	-0.47	-0.60	<b>1.44</b>	0.66	-0.36	0.51	94.9
Dividend Yield	-0.60	-0.50	<b>1.11</b>	<b>2.16</b>	0.28	0.58	16.2
Profitability	-0.39	0.11	-0.04	0.37	<b>1.10</b>	0.08	14.4
Leverage	-0.17	-0.06	0.25	-0.14	<b>-0.71</b>	0.07	-1.4

The small cap portfolio is a hypothetical portfolio that includes the 100 stocks from the eligible universe with the lowest float-adjusted market capitalization, and stocks are float-adjusted market capitalization weighted.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma AXCN4-MH China equity factor risk model. Data from July 31, 2006, to April 30, 2019. Average active factor exposures of the S&P China A-Share Factor Indices were calculated relative to the eligible universe. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. The S&P China A-Share Dividend Opportunities Index was launched Sept. 11, 2008. The S&P China A-Share Enhanced Value Index, S&P China A-Share Short-Term Momentum Index, S&P China A-Share Quality Index, and S&P China A-Share Low Volatility Index were launched July 11, 2018. Dark blue numbers indicate intended factor exposure.

為了理解投資組合業績的主要驅動因素，我們將投資組合的主動回報分解為不同的風險因子、行業因素和特定股票風險。

如圖表 2 所示，同期標普中國 A 股短期動量指數表現不佳的主要原因是其高動量、高波動性和估值過高。小型是唯一對主動回報有顯著正面影響的風險因子。

**Exhibit 2: Source of Active Returns of the S&P China A-Share Factor Indices**

RISK FACTOR	SMALL CAP	MOMENTUM	VALUE	DIVIDEND	QUALITY	LOW VOLATILITY
Style Risk Factor	-405.0	-249.3	825.0	1101.2	113.0	891.8
Market Sensitivity	-14.7	16.4	55.9	36.2	6.7	53.5
Size	<b>729.6</b>	181.1	-97.7	186.2	51.9	178.8
Medium-Term Momentum	20.7	<b>-128.1</b>	23.3	-9.2	-1.4	-7.6
Volatility	-480.4	-175.8	139.5	150.4	-38.1	<b>318.8</b>
Liquidity	-100.3	-2.6	19.4	35.8	27.7	9.9
Exchange Rate Sensitivity	-21.5	-6.3	15.2	9.3	1.7	15.8
Growth	-31.0	2.8	13.8	-7.9	5.3	14.5
Value	-371.0	-127.2	<b>540.7</b>	383.0	-59.3	213.9
Dividend Yield	-87.5	-20.9	132.9	<b>248.9</b>	22.1	68.3
Profitability	-59.7	5.3	-10.8	46.4	<b>82.1</b>	24.6
Leverage	10.5	5.5	-6.2	21.6	<b>13.8</b>	1.1
Industry Factor	-10.1	98.6	-336.8	-243.3	137.7	-179.1
Stock-Specific Risk	1102.3	95.8	-109.1	-140.2	-83.4	-119.8
Total	687.2	-54.9	379.1	717.7	167.3	592.9

The small cap portfolio is a hypothetical portfolio that includes the 100 stocks from the eligible universe with the lowest float-adjusted market capitalization, and stocks are float-adjusted market capitalization weighted.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma AXCN4-MH China equity factor risk model. Data from July 31, 2006, to April 30, 2019. Active returns of the S&P China A-Share Factor Indices were calculated relative to the eligible universe. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. The S&P China A-Share Dividend Opportunities Index was launched Sept. 11, 2008. The S&P China A-Share Enhanced Value Index, S&P China A-Share Short-Term Momentum Index, S&P China A-Share Quality Index, and S&P China A-Share Low Volatility Index were launched July 11, 2018. Dark blue numbers indicate the contribution to portfolio active returns from intended factor exposures.

不出所料，價值因子是標普中國 A 股增強價值指數跑贏大型的主要驅動因素。其對低波動性和高股息收益率的非預期敞口，也對其主動回報產生了積極影響。

標普中國 A 股紅利機會指數的超額回報主要是由於其有針對性的高股息收益率以及較低估值，低波動性和小型的相關風險敞口所致。

與質量指數的設計一致，盈利能力和低杠杆率對其主動回報都有正面影響。然而，從歷史上看，高波動性和高估值的非預期敞口會產生負面影響。

不出所料，低波動率是標普中國 A 股低波動率指數主動回報的主要來源。它對估值較低和小型的非預期偏重，也對其出色表現做出了重要貢獻。

從這個風險歸因分析中我們可以看出，不同的因子組合有不同的因子敞口，這可能會對業績產生不同的驅動作用。對主動收益的來源進行分解，有助於投資者理解不同市場環境下因子組合的行為。

**Exhibit 3: Definition of Risk Factors in the Axioma AXCN4-MH China Equity Factor Risk Model**

RISK FACTOR	FACTOR DEFINITION
Market Sensitivity	Two-year weekly beta versus the emerging market
Size	Natural logarithm of market capitalization
Medium-Term Momentum	Cumulative return over past year, excluding the most recent month
Volatility	Six-month average of absolute returns over cross-sectional standard deviation, fully orthogonalized to market sensitivity
Liquidity	Natural logarithm of the ratio of the three-month average daily volume and one-month average market capitalization, inverse of six-month Amihud illiquidity ratio, and proportion of returns traded over the past calendar year
Exchange Rate Sensitivity	Two-year weekly beta to returns of a basket of major currencies
Growth	Realized sales growth, forecast sales growth, realized earnings growth, forecast earnings growth
Value	Book-to-price, earnings-to-price, and estimated earnings-to-price
Dividend Yield	Ratio of the sum of the dividends paid (excluding non-recurring, special dividends) over the most recent year to average market capitalization
Profitability	Return-on-equity, return-on-assets, cash flow to assets, cash flow to income, gross margin, and sales-to-assets
Leverage	Total debt (current and long-term liabilities) to total assets and total debt to equity

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma. Table is provided for illustrative purposes.

〔1〕除標普中國 A 股紅利機會指數外，所有投資組合的股票均來自標普中國 A 股 BMI 指數及標普中國 A 股創業板指數的成份股。為確保可投資性，合格股票的自由流通市值必須不少於人民幣 10 億元，而三個月日均交易額不得低於人民幣 2,000 萬元。標普中國 A 股增強價值指數、標普中國 A 股短期動量指數及標普中國 A 股質量指數包括 100 只因子評分最高的股票，而股票以偏向於因子評分的市值加權計算，設有證券或行業權重限制。標普中國 A 股低波動率指數包括 100 只實際收益波動率最低的股票，而股票以波動率倒數加權計算。標普中國 A 股紅利機會指數包括標普中國 A 股綜合指數中股息率最高且符合每股盈利增長標準的 100 檔股票，而所有股票均以股息率加權計算。標普中國 A 股小型投資組合為假想投資組合，包括自由流通市值最低的 100 檔股票，而股票採用自由流通市值加權計算。除標普中國 A 股低波動率指數採用季度調整外，所有指數均採用半年調整。

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。