

## 沒有簡單的答案：行業和因子對美國加息的反應



Benedek Vörös  
指數投資策略總監

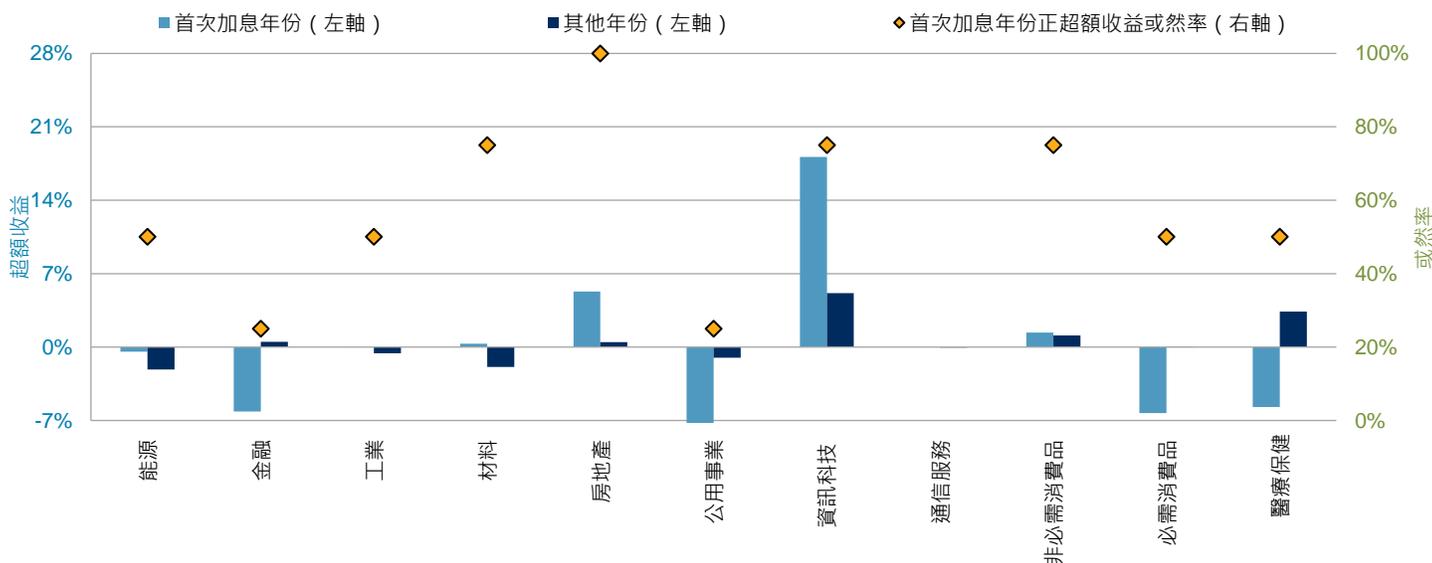
本文最初於 2022 年 3 月 8 日在 Indexology® 網誌上發佈。

雖然市場普遍認為利率上調不利風險資產，但從歷史上看，貨幣緊縮週期的初始階段對美國股市來說並不造成災難性影響。然而，雖然整體市場可能會安然無恙，但對於構成標普 500® 指數等廣泛基準的不同行業和因子來說，情況可能並非如此。

標普 500 指數各 GICS® 行業和因數指數擁有完整數據的歷史，大概約為三十年左右。然而，利率週期進展緩慢，自 1994 年以來只有四次"驕飛"。我們沒有一系列的案例研究可用作樣本。然而，從歷史之中，我們可找出幾個有關按行業和因子股票投資的概括結論。

首先看行業，圖 1 顯示標普 500 指數行業在加息周期開始的年份和其他年份的平均超額收益。

圖 1：加息開始時標普 500 行業指數超額收益



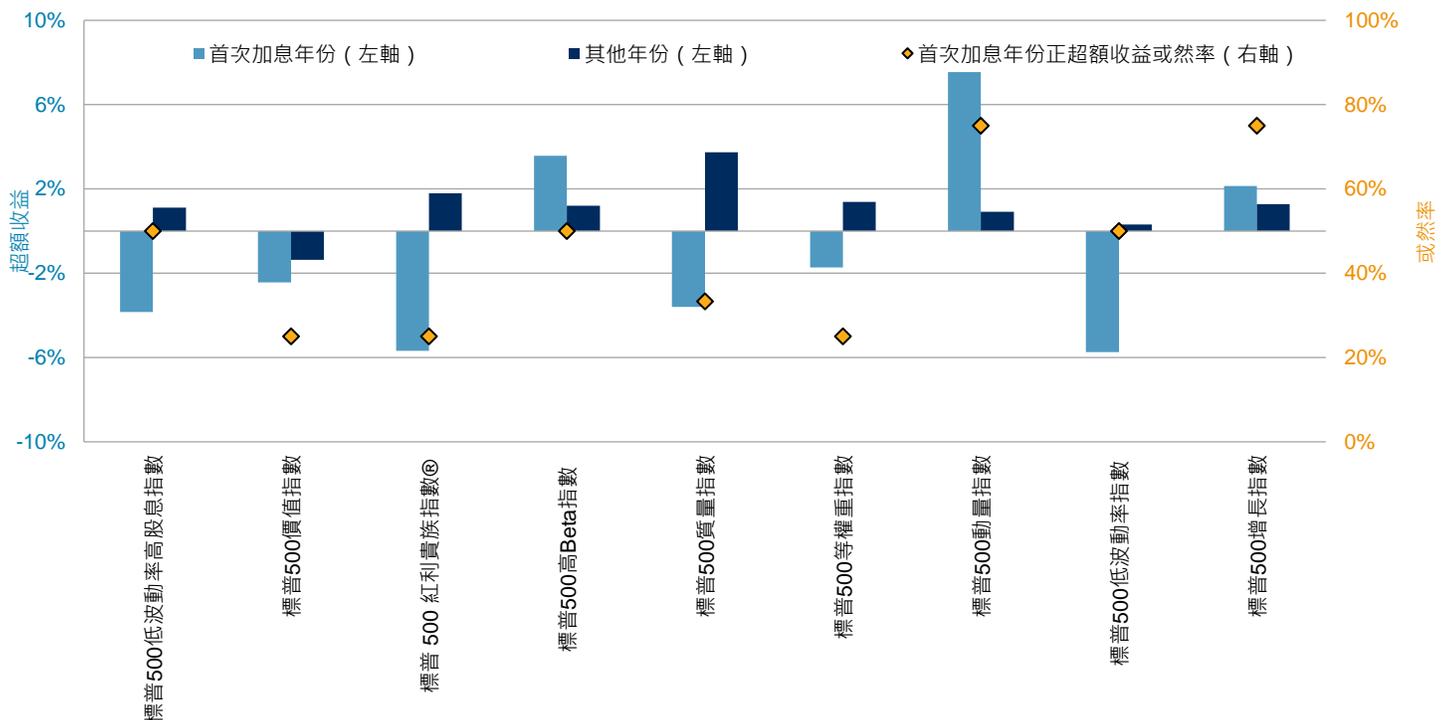
資料來源：標普道瓊斯指數。數據截至 2022 年 2 月 14 日，涵蓋 1994 至 2021 曆年。房地產業自 2001 年 10 月起取得數據，通信服務業自 2018 年 9 月起取得數據。指數表現按美元總回報計。過往表現不保證日後表現。上圖僅作說明，內含假設過往表現。標普 500 能源指數、標普 500 金融指數、標普 500 工業指數、標普 500 材料指數、標普 500 公用事業指數、標普 500 資訊技術指數、標普 500 通訊服務指數、標普 500 非必需消費品指數、標普 500 必需消費品指數及標普 500 醫療保健指數於 1996 年 6 月 28 日推出。標普 500 房地產指數於 2016 年 9 月 19 日推出。

圖 1 顯示，根據過往對加息的反應，行業可分為三個不同的群體。

1. "加息不相關者" -- 在首次加息的年份和其他年份，能源、工業、材料和必需消費品行業的表現相似。
2. "加息表現不佳者" -- 在美聯儲開始加息的那幾年，必需消費品、醫療保健、金融和公用事業行業的表現遜於標普 500 指數。公用事業表現最差，證實了該行業"債券替代品"的特徵。按照慣例，金融業被認為會從利率上調中受益，雖然其平均表現也不佳，但看看數據就會發現一個重大的特殊事件：1999 年，標普 500 指數被資訊科技拉高，不合時宜的金融業表現遜於該指數 17%。
3. "加息受益者" -- 這個群體包含房地產（在 2016 年被確立為一個獨立的行業，因此只經歷了兩個加息週期）和資訊科技。與金融業一樣，資訊科技的超額收益受到 1999 年網路泡沫的極大影響，在這一年中，資訊科技的表現比標普 500 指數高出 58%。如果我們剔除 1999 年，在加息周期開始的其他三個日曆年，該行業的平均超額收益率下降至僅 5%。

轉看因子圖 2 顯示標普 500 指數因數在加息周期開始的年份和其他年份的平均超額收益。

圖 2：加息開始時標普 500 因子指數超額收益



資料來源：標普道瓊斯指數。數據截至 2022 年 2 月 14 日，涵蓋 1994 至 2021 曆年。標普 500 質量指數自 1994 年 12 月起取得數據。指數表現按美元總回報計。過往表現不保證日後表現。上圖僅作說明，內含假設過往表現。標普 500 低波動率高股息指數於 2012 年 9 月 17 日推出。標普 500 紅利貴族指數於 2005 年 5 月 2 日推出。標普 500 高 Beta 指數於 2011 年 4 月 4 日推出。標普 500 質量指數於 2014 年 7 月 8 日推出。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 日推出。標普 500 動量指數於 2014 年 11 月 18 日推出。標普 500 低波動率指數於 2011 年 4 月 4 日推出。

就因子而言，"加息不相關者" 群體似乎缺乏代表性，所以我們將其分為兩個群組。

- "加息贏家" -- 該群組包含動量、高貝塔和增長因數。這三個因子的升幅都可以歸功於 1999 年，當時它們都主要持有資訊科技業，因此，表現分別超過了基準 27%、32%和 7%。如果我們把 1999 年從樣本中剔除，在第一次加息的年份，動量、高貝塔和增長因數的平均超額收益率分別下降到 1.1%、-5.8%和 0.5%。
- "加息表現不佳者" -- 正如 "贏家"群組一樣，1999 年非常影響這一組的超額收益。平均落後最多的三個因子——低波動率、紅利貴族®和品質，1999 年的表現落後於標普 500 指數 29%、26%和 14%。若不包括 1999 年，在加息周期開始的其他三個年份中，低波動率和紅利貴族因數的表現都會超過標普 500 指數（分別超過 2%和 1%），而品質因數的表現則與基準收益相當。

從我們的分析中得出的總體結論是，對於行業和因數兩者來說，加息的影響力往往不及外在因素，如網路股的投機泡沫。雖然聯邦公開市場委員會的活動對因子和行業的相對收益無疑是重要的，但如果過度關注貨幣政策而忽視更廣泛的經濟和市場環境，可能會使市場參與者在評估未來一年的前景時誤入歧途。

本網誌中的文章僅為提供意見，並非建議。請閱讀我們的[免責聲明](#)。

如欲閱讀更多網誌文章，請於英文網站 [www.indexologyblog.com](http://www.indexologyblog.com) 訂閱我們最新發布的文章。

## 一般免責聲明

版權©2022，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數據均為通用信息，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯會就向第三方提供指數授權收取報酬。指數的過往數據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、推廣或管理由第三方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踪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（由其主要交易所釐訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上數據根據一般公眾可用信息及可靠來源，僅為提供數據而編制。以上數據所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或由此得出的內容）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，或儲存於數據庫或檢索系統中。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第三方數據提供商及許可人（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信息。標普道瓊斯指數已製訂政策及流程，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中介機構）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。