

# 市場熱話：

## 標普滬港深中國增強價值指數

### 標普道瓊斯指數公司策略指數產品部

[標普滬港深中國增強價值指數](#)旨在衡量滬港深三地上市、具有參與股市互聯互通計劃資格、且估值具吸引力的 100 家中國公司的表現。對於兩地上市的公司，每家公司僅選擇一個股票類別。

### 1. 本指數構建背後的理由是什麼？

價值因子是金融市場中最古老和最成熟的風險溢價因子之一。從過去來看，估值具有吸引力的股票在中長期內往往跑贏大市。中國 A 股市場<sup>1</sup>與香港市場之間存在價值溢價。<sup>2</sup>隨著股市互聯互通計劃的推出，關注中國市場的價值投資者迎來新機遇。

中國 A 股市場估值偏高。截至 2023 年 4 月 30 日，[標普中國 A 股 BMI 指數](#)的歷史 12 個月市盈率為 18.3 倍，而[標普新興市場 BMI 指數](#)為 13.5 倍。不僅如此，當前 H 股相對 A 股仍存在較大幅度的整體折價。A 股相對於 H 股的溢價或折讓是由市場資金狀況及市場參與者結構與偏好等因素導致。普遍性的股票差價或會持續一段較長時間，而隨著未來 A 股市場的不斷開放，以及兩地市場投資者結構、制度的不斷完善，兩地的估值差異預計會長期收斂。

作為以滬港深三地為投資標的策略指數，標普滬港深中國增強價值指數的優勢在於三地市場間靈活配置，受惠於估值差異帶來的歷史性套利機會。

### 2. 本指數如何運作？

本指數從滬港通和深港通計劃的南向和北向交易中選股，其中包括中國創業板。

本指數根據以下三個基本因素指標選出 100 家估值具有吸引力的中國公司：市淨率、市盈率及市銷率。本指數按照市值和價值得分的乘積加權。

對於在兩地上市的公司，將只考慮較便宜的股份類別。我們制定了一項緩衝規則，以減少現有成分股的轉換，除非在每六個月的重新調整時溢價超過 5%，否則本指數不會改變股票類別。

<sup>1</sup> 《聰明貝塔策略在中國市場的表現》（[“How Smart Beta Strategies Work in the Chinese Market”](#)），2019 年。

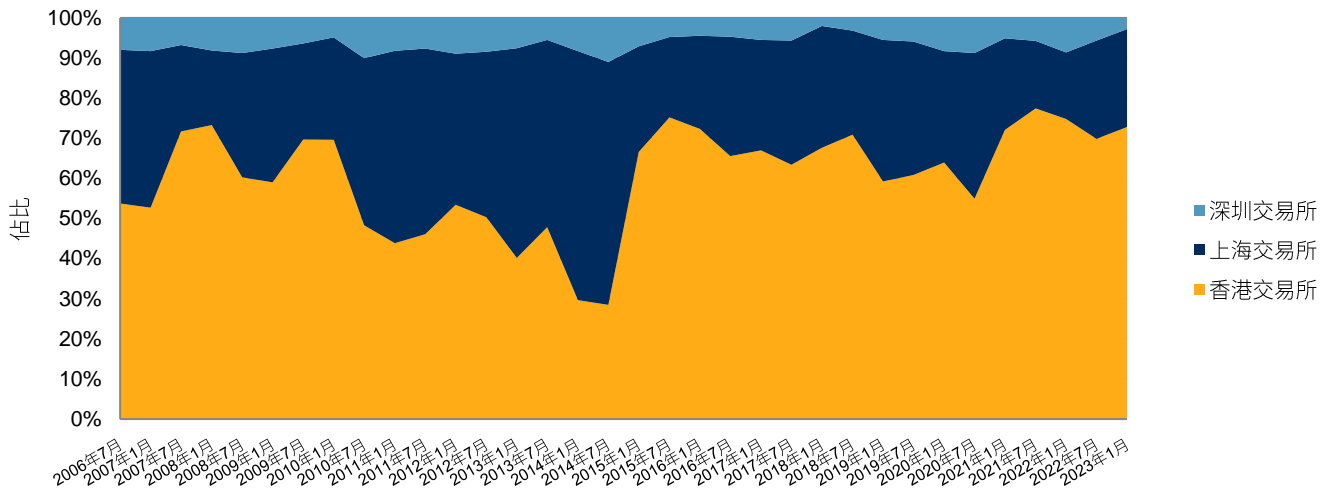
<sup>2</sup> 《Smart Beta 策略在香港市場的表現》（[“How Smart Beta Strategies Work in the Hong Kong Market”](#)），2017 年。

### 3. 本指數的主要特徵是什麼？

#### 捕捉兩個市場之間的套利機會

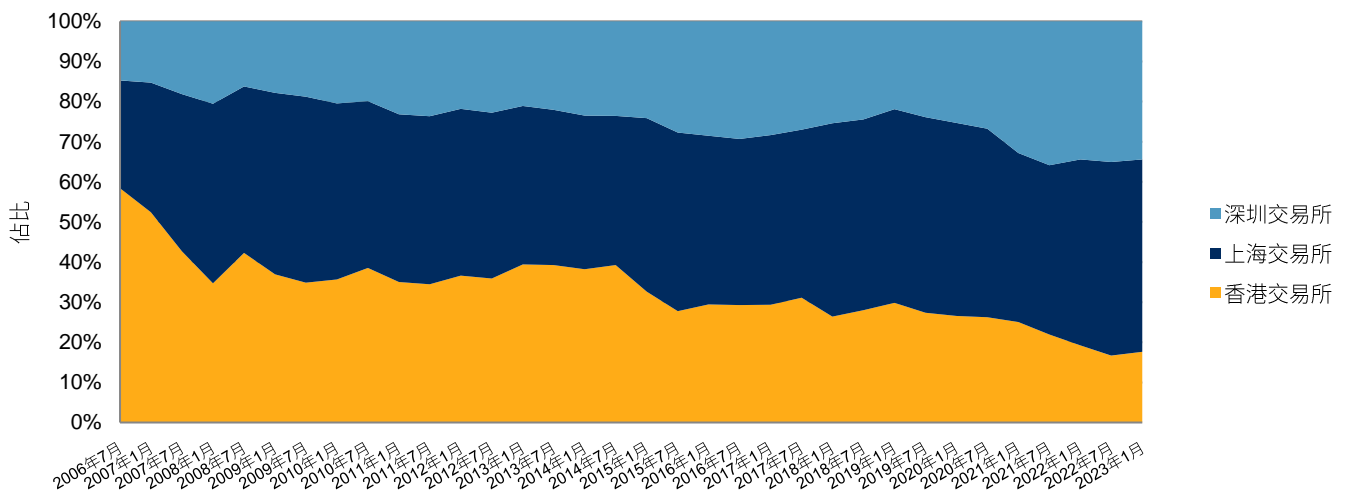
標普滬港深中國增強價值指數根據估值在 A 股和香港市場之間靈活配置。在 2015 年 A 股市場不斷創出新高、估值明顯過高時，本策略迅速退出 A 股市場而轉向香港市場（見圖 1 和圖 2）。而深圳上市股票由於高估值及高波動性，長期處於低配。

圖 1：標普滬港深中國增強價值指數所佔的交易所比重



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006 年 7 月 31 日至 2023 年 1 月 31 日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本檔末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的資訊。

圖 2：標普中國 A 股 BMI 指數及標普香港上市中概股 BMI 指數（S&P Hong Kong-Listed China）共佔的交易所比重



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006 年 7 月 31 日至 2023 年 1 月 31 日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本檔末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的資訊。

## 經風險調整後的回報更高

在我們研究的十六年多時間裡，[標普滬港深中國增強價值指數](#)跑贏 A 股市場（以[標普中國 A 股 BMI 指數](#)計算）及香港中國企業市場（以[標普香港上市中概股 BMI 指數](#)計算），分別高出 1.39%和 6.01%。在經風險調整後的回報率方面，同期也較兩項大市指數高 0.1 和 0.23（見圖 3）。

**圖 3：標普滬港深中國增強價值指數、標普中國 A 股 BMI 指數及標普香港上市中國指數的風險/回報**

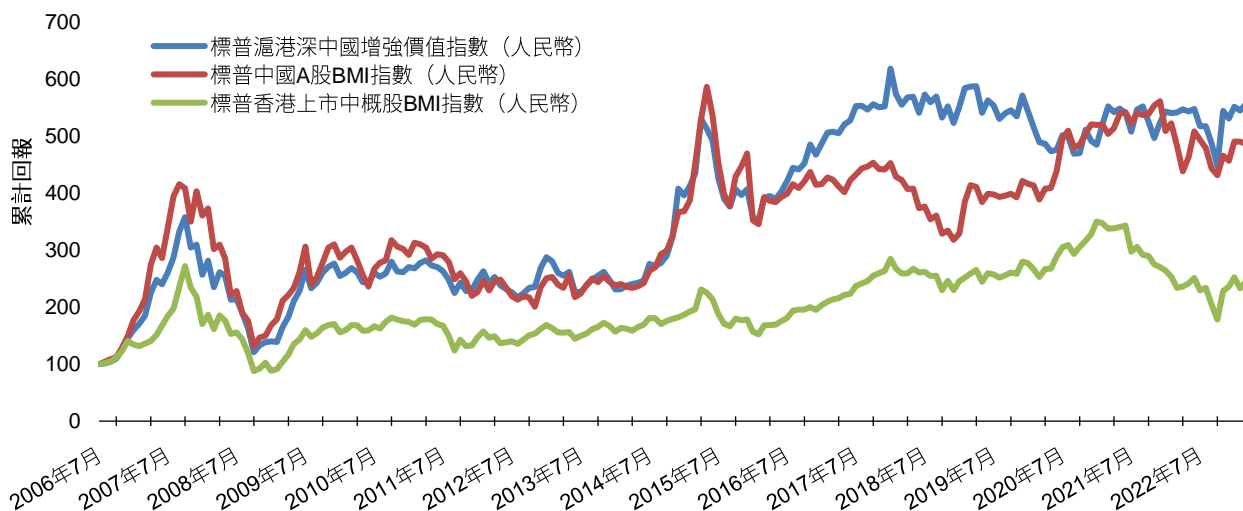
統計數據	標普滬港深中國增強價值指數	標普中國 A 股 BMI 指數	標普香港上市中概股 BMI 指數
<b>年回報 (%)</b>			
過去 1 年	8.22	9.43	-1.22
過去 3 年	6.77	5.56	-4.38
過去 5 年	0.84	3.33	-2.06
過去 10 年	8.78	7.45	4.17
2006 年 7 月 31 日-2023 年 4 月 30 日	11.20	9.81	5.19
<b>年波動率 (%)</b>			
過去 1 年	26.71	18.69	38.36
過去 3 年	19.46	17.83	25.52
過去 5 年	17.85	18.46	22.26
過去 10 年	21.05	22.26	19.99
2006 年 7 月 31 日-2023 年 4 月 30 日	25.49	28.49	25.00
<b>經風險調整後的回報</b>			
過去 1 年	0.31	0.50	-0.03
過去 3 年	0.35	0.31	-0.17
過去 5 年	0.05	0.18	-0.09
過去 10 年	0.42	0.33	0.21
2006 年 7 月 31 日-2023 年 4 月 30 日	0.44	0.34	0.21
<b>最大跌幅 (%)</b>			
2006 年 7 月 31 日-2023 年 4 月 30 日	-66.16	-68.47	-67.76

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006 年 7 月 31 日至 2023 年 4 月 30 日的數據。指數表現乃以每月人民幣總回報為依據的。過往表現不代表未來投資結果。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本檔末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的資訊。

### 最大回撤更低

在我們研究的十六年多時間裡，標普滬港深中國增強價值指數的最大回撤為 66.2%，與標普香港上市中概股 BMI 指數的 68.5 %相當，低於標普中國 A 股 BMI 指數的 67.8%。而在 A 股市場自 2015 第二季股開始的下行中，標普滬港深中國增強價值指數的回撤也保持低於標普香港上市中概股 BMI 指數和標普中國（見圖 3-4）。作為價值策略實屬不易。對此有兩個可行的解釋，一是減持波動較大的在深圳上市股票，二是自 2015 年以來轉向高配香港市場，此舉減輕了 2015 至 2016 年中國股市動蕩造成的損失（見圖 4）。

**圖 4：標普滬港深中國增強價值指數、標普中國 A 股 BMI 指數及標普香港上市中概股 BMI 指數的財富曲線**



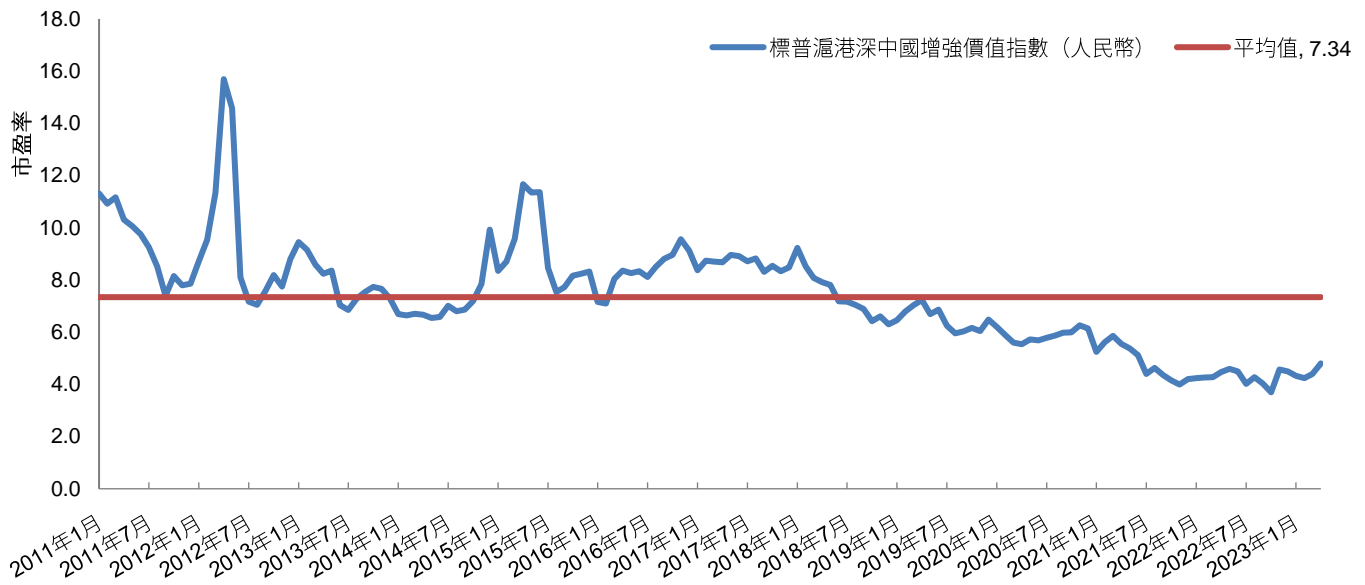
	最大回撤 (2007年10月-2008年10月)	第二大回撤 (2015年4月-2016年2月)
標普滬港深中國增強價值指數 (人民幣)	-66.2%	-33.5%
標普中國 A 股 BMI 指數 (人民幣)	-67.9%	-34.7%
標普香港上市中概股 BMI 指數 (人民幣)	-67.8%	-34.0%

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006年7月31日至2023年4月30日的數據。指數表現乃以每月人民幣總回報為依據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本檔末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的資訊。

## 市盈率低於歷史均值

截至 2023 年 4 月 30 日，標普滬港深中國增強價值指數的歷史 12 個月市盈率為 4.8 倍，對比標普中國 A 股 BMI 指數為 18.3 倍，標普香港上市中概股 BMI 指數為 13.4 倍。自 2016 年 2 月以來股價上漲約 68%，但指數估值仍低於歷史平均水準。在研究期間，標普滬港深中國增強價值指數的平均歷史市盈率為 7.34（見圖 5）。

圖 5：標普滬港深中國增強價值指數的歷史市盈率



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2011年1月31日至2023年4月30日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本檔末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的資訊。

## 表現披露

標普滬港深中國增強價值指數的發佈日為 2017 年 4 月 3 日。發佈日前呈報的所有資料均為回溯測試。回溯測試的表現並非實際表現，而是假設表現。回溯測試所根據的方法論與發佈日生效的方法論相同。完整的指數方法論詳情請流覽 [www.spdji.com](http://www.spdji.com)。

標普道瓊斯指數對不同的日期做出區分，以便協助我們的客戶清楚瞭解自己的產品。起值日是規定指數設定計算價值（當前價值或回溯測試價值）的首日。基準日是為計算目的而設定指數固定價值的日期。發佈日是指數價值首次被視為生效的日期；凡在指數發佈日前的任何日期或時期提供的指數價值將視為回溯測試價值。標普道瓊斯指數界定了發佈日，即知曉已向公眾發佈（例如通過公司的公共網站或其向外部的資料傳送途徑發佈）指數價值的日期。對於 2013 年 5 月 31 日前推出的道瓊斯品牌指數，將把發佈日（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為“推出日”）定為禁止對指數方法論做出進一步變更的日期，而該日期可能先於指數的公開發佈日期。

指數的過往表現不代表將來的業績。前瞻性應用構建指數所採用的方法論可能會導致表現與所示回溯測試的回報不相符。回溯測試時期不一定對應指數的整個可查閱歷史。有關指數的詳情（包括調整方法、調整時間、成分股增減準則以及所有的指數計算），請流覽 [www.spdji.com](http://www.spdji.com)，參閱指數的方法論部分。

回溯測試假設資料還有另一個局限性，即通常在做出回溯測試時已獲知以往事件。回溯測試資料反映了在獲知以往事件的情形下對指數方法論的運用和對成分股的挑選。任何假設的計算都不能完全反映實際交易時金融風險的影響。例如，與股票（或固定收益或商品）市場相關的眾多因素在編寫所列指數資料時通常不能、也從未被納入考慮，但這些因素都會影響實際表現。

此外，不可能直接投資於指數。列示的指數回報並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數有限責任公司負責維護指數，並計算所列示或討論的指數的點位及表現，但並不管理實際資產。指數回報並不反映所付的任何銷售費用，或投資者為購買指數相關證券或旨在跟蹤指數表現的投資基金時可能支付的費用。徵收這些費用及收費，會造成證券/基金的實際和回溯測試表現遜於所示指數表現。舉個例子，如果 100,000 美元的投資在 12 個月期間獲得 10% 的指數回報（或 10,000 美元），且除應計利息外，在期末還對投資徵收了 1.5% 的實際資產費用（或 1,650 美元），則當年淨回報將是 8.35%（或 8,350 美元）。在三年期內，假設年回報為 10%，年末徵收 1.5% 的年費，則累積總回報為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累積淨回報為 27.2%（或 27,200 美元）。

## 一般免責聲明

© 2023年標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P、S&P 500、SPX、SPY、The 500、US500、US 30、S&P 100、S&P COMPOSITE 1500、S&P 400、S&P MIDCAP 400、S&P 600、S&P SMALLCAP 600、S&P GIVI、GLOBAL TITANS、DIVIDEND ARISTOCRATS、Select Sector、S&P MAESTRO、S&P PRISM、S&P STRIDE、GICS、SPIVA、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS及CRITR均為標普全球股份有限公司(「標普全球」)或其關係企業的註冊商標。DOW JONES、DJIA、THE DOW及DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE均為道瓊斯商標控股有限責任公司(「道瓊斯」)的註冊商標。以上商標連同其他商標均已授權給標普道瓊斯指數有限責任公司。未經標普道瓊斯指數有限責任公司書面許可，禁止再散布或重製全部或部分內容。本文件不構成標普道瓊斯指數有限責任公司、標普全球、道瓊斯或其各自關係企業(統稱「標普道瓊斯指數」)在未獲得必要執照之司法管轄區內提供服務的要約。除非用於特定自訂指數計算服務，否則標普道瓊斯指數提供的所有資料均屬非私人用途，不用於滿足任何個人、實體或團體的需求。標普道瓊斯指數就向第三方提供指數授權及提供自訂計算服務收取報酬。指數的過往表現概不代表或保證未來業績。

投資者不能直接投資指數。對指數所代表之資產類別的投資，可透過基於該指數的可投資工具來進行。標普道瓊斯指數並未出資、背書、銷售、推廣或管理由第三方提供，並試圖憑藉任何指數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追蹤指數表現或提供正值投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數概不對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性做出任何陳述。不應根據載於本文件的任何內容，做出投資任何此類投資基金或其他投資工具的決策。標普道瓊斯指數並非投資顧問、大宗商品交易顧問、大宗商品基金經營商、經紀自營商、受託人、發起人(定義請見經修訂之1940年《投資公司法》)、《美國法典》第15章第77k(a)條列舉的「專家」或稅務顧問。將證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應視為投資建議或商品交易建議。

此等材料僅供獲取資訊，並依據公眾一般可獲得及據信屬可靠來源的資料編製。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，此等材料所含內容(包括指數數據、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或從中產生的輸出)或其任何部分(「內容」)概不得以任何形式或採用任何手段進行修改、逆向工程、重製或散布，或儲存在資料庫或檢索系統中。內容概不得用於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者與授權者(統稱「標普道瓊斯指數各方」)並不保證內容的準確性、完整性、時效性或可用性。標普道瓊斯指數各方概不對任何因由造成的任何錯誤或遺漏負責，或對使用內容的結果負責。內容依「現狀」提供。標普道瓊斯指數各方否認任何及所有明示或默示擔保，包括但不限於適銷性或特定目的或用途的適用性；不含安全漏洞、軟體錯誤或缺陷；內容供應不中斷；或內容能在任何軟體或硬體設定下運作之任何擔保。標普道瓊斯指數各方不因使用內容引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特定或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失(包括但不限於損失收益或損失利益和機會成本)承擔任何責任，即使已告知可能發生此類損害。

標普全球各分支機構和業務單位的若干活動相互獨立，以保持各項活動的獨立性及客觀性。因此，標普全球的若干分支機構及業務單位可能擁有其他業務單位無法取得的資訊。標普全球已制定政策及程序，確保每次分析流程中獲得之非公開資訊的保密性。

此外，標普道瓊斯指數提供涉及或有關眾多組織(包括證券發行人、投資顧問、經紀自營商、投資銀行、其他金融機構和金融中介)的廣泛服務，因此可能會向該等組織(包括可能會對其證券或服務做出推薦、進行評級、納入模型投資組合、進行評估或以其他方式涉及的組織)收取費用或其他經濟利益。