

撰稿人

Utkarsh Agrawal

助理總監

全球研究與設計

utkarsh.agrawal@spglobal.com

陸巧兒

董事總經理

全球研究與設計

priscilla.luk@spglobal.com

在亞洲，盈利修正重要嗎？

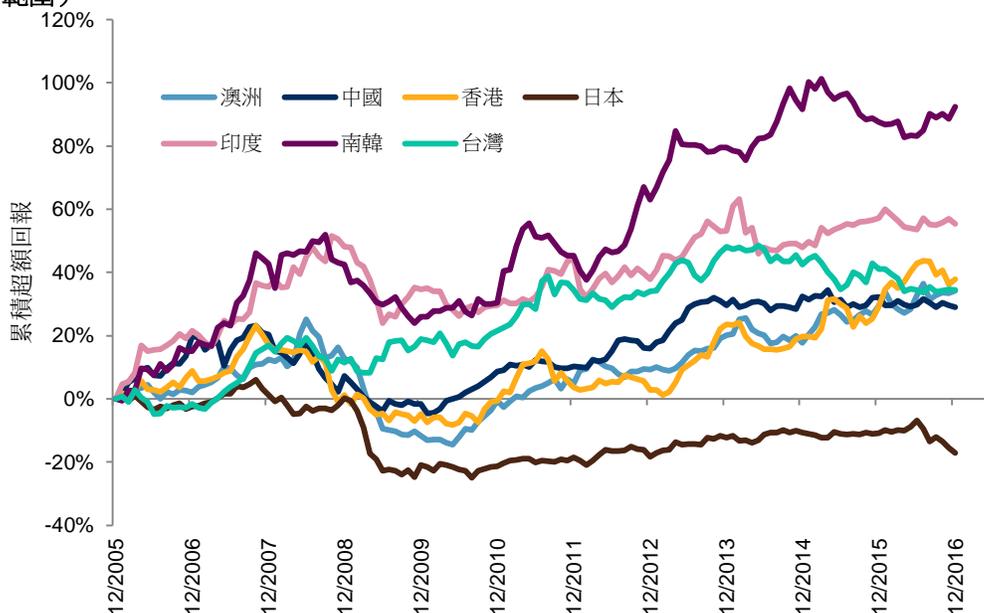
執行摘要

盈利修正策略經常被市場參與者用來預測股價回報或選股。在本研究文件中，我們研究了七個泛亞市場（澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓和台灣）於 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日的盈利修正策略。

摘要

- 在大多數泛亞市場，股價走向往往與盈利修正方向相同。盈利修正策略在南韓、印度和台灣帶來最為顯著的超額回報，但在日本卻不起作用。
- 市場參與者通常對盈利預測向上及向下修正的淨百分比反應較大，而非普遍預測數據的百分比變動。
- 盈利修正策略在小型股投資產生的 alpha 往往高於大中型股投資，但並無強烈的行業或規模偏向。

圖 1：等權重最高五分位數每股盈利擴散投資組合的累積超額回報（相比等權重投資範圍）



顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。表現乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。每股盈利擴散按每股盈利預測向上修正數減向下修正數，除以每股盈利預測總數計算。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

簡介

關於替代因素策略的研究對於尋求替代回報動力來源以將現有因素投資組合分散的市場參與者來說依然重要。

基於因子的策略通常被市場參與者用於投資組合構建過程，基於因子的產品也在被動投資行業中出現巨大的資產增長。¹儘管大部分基於因子的產品追蹤單因子或多因子指數且集中於數個常見股票因子（如價值、質量、股息、規模、波幅和動能），但關於替代因子的研究對於尋求替代回報動力來源以將現有因子投資組合分散的市場參與者來說依然重要。

盈利修正經常被市場參與者用來預測股價回報或選股。關於盈利修正策略的實證研究非常多，大部分研究關注市場對分析師所做盈利預測的變動或短期內預測升級或降級數目的反應。然而，關於盈利修正策略的結論卻莫衷一是。

例如，Mixon 發現美國的盈利修正令股價走向與預測走向相同。他亦表示盈利修正與其他選股因子相結合能使盈利修正策略的成交量增加。²Hong 和 Lee 發現盈利修正策略在某些國際市場帶來顯著的超額回報，該策略的成效與市場內信息傳播機制有關。³

Xu 發現從 2002 年到 2003 年盈利修正策略在美國未能帶來超額回報，這似乎是由於市場參與者在較早期過度推斷該策略的成功而作出過度反應所導致。然而，他也表示，盈利預測修正繼續具有序列相關性，且依然是 alpha 的潛在來源。⁴Feldman、Livnat 和 Zhang 研究了美國市場對分析師修正盈利預測、目標價和股票推薦所作出的反應，發現所有三種修正都與重大正超額回報相關。他們得出結論：市場對目標價和股票推薦修正的反應明顯比盈利預測修正強烈；然而對目標價和股票推薦的修正遠少於對盈利預測的修正。⁵

¹ 《A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products》，Morningstar Manager Research，2017年9月。

² Mixon, S., 《Earnings Revisions and Portfolio Returns》，The Journal of Investing，2001年秋，第10卷，第3期：第33-42頁。

³ Hong, D.和 Lee, Charles M.C.和 Swaminathan, B., 《Earnings Momentum in International Markets》，2003年2月。

⁴ Xu, P., 《Why Have Estimate Revision Measures Not Worked in Recent Years?》，The Journal of Portfolio Management，2008年春，第34卷，第3期：第23-33頁。

⁵ Feldman, R., Livnat, J.和 Zhang, Y., 《Analysts' Earnings Forecast, Recommendation and Target Price Revisions》，2011年7月11日。

在本研究文件中，我們旨在探索盈利修正策略在各泛亞股市（包括澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓和台灣）的成效，以闡明盈利修正能否成為這些市場回報動力的替代來源。

方法

投資組合構建

我們的研究以每股盈利預測的三個月變動和每股盈利預測的三個月擴散為基礎。

在本研究文件中，我們使用了湯森路透機構經紀人預測系統(I/B/E/S)數據庫的每股盈利普遍預測數據，⁶而我們的研究以每股盈利預測的三個月變動（每股盈利變動）和每股盈利預測的三個月擴散（每股盈利擴散）為基礎。三個月每股盈利變動按當前每股盈利預測中位值減之前三個月每股盈利預測中位值，除以之前三個月每股盈利預測中位值的絕對值計算。三個月每股盈利擴散按過去三個月的每股盈利擴散總和計算，其中每個月的每股盈利擴散按該月每股盈利預測向上修正數減向下修正數，除以每股盈利預測總數計算。所有每股盈利預測都以公司的報告貨幣計量。

由於不同公司的財政年度期間不同，僅基於當前財政年度(FY1)作出分析會導致預測水平不一致。⁷因此，我們在研究中使用時間加權平均每股盈利變動和每股盈利擴散，確保在我們分析中研究的各家公司之間的預測期間一致。⁸此外，當一家公司宣布其財政盈利並就每股盈利變動和每股盈利擴散計算於衡量期開始和結束之間改變財政年度時，我們會作出調整，以使計量當前和過去幾個月的預測屬同一財政年度。

⁶ 我們檢索了來自 Factset 的 I/B/E/S 預測數據，其中歷史預測根據股份分拆等企業行動作出調整。I/B/E/S 預測數據按合併和非合併基礎提供，我們使用的是大多數分析師過去就每個期間在他們預測中報告的數據。

⁷ Baule, R. 和 Wilke, H., 《On the Profitability of Portfolio Strategies Based on Analyst Consensus EPS Forecasts》, 2017年1月11日。

⁸ 我們首先分別計算當前財政年度(FY1)和下一個財政年度(FY2)的三個月每股盈利變動和三個月每股盈利擴散，然後再計算時間加權平均每股盈利變動和每股盈利擴散，而 FY1 和 FY2 的權重乃依據下一個 12 個月間隔與 FY1 和 FY2 期間的重疊比例確定。

就我們的分析而言，我們單獨就每股盈利變動和每股盈利擴散在各個研究市場構建等權重最高五分位數(Q1)、最低五分位數(Q5)、最高中位值(M1)和最低中位值(M2)假設投資組合。Q1 和 M1 投資組合分別由每股盈利變動和每股盈利擴散值較高的股票組成，而 Q5 和 M2 投資組合則相反。⁹我們在 3 月、6 月、9 月和 12 月第二個星期五收市後按季重新調整五分位數和中位值投資組合，數據參考日期分別截至 2 月、5 月、8 月和 11 月第三個星期五之後的星期三。¹⁰

樣本投資範圍

於一個市場註冊且在重新調整時至少有三個分析師預測的公司構成該市場的基本投資範圍。

我們的研究包括七個泛亞股市：澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓和台灣。¹¹於一個市場註冊且在重新調整時在其各自指數中至少有三個分析師預測的公司構成該市場的基本投資範圍。分析師預測數量高會令修正數量較高及單一分析師預測偏差較低。然而，隨著所需的盈利預測數量增加，投資範圍內的公司數量減少（見表 2）。於整個回溯測試歷史，所包含至少有三個分析師預測的公司基本投資範圍中維持充足的股票數目。¹²

⁹ 於回溯測試期，有時候很多股票不對其每股盈利預測進行修正。如果大量股票同時沒有進行預測修正，便不可能將投資範圍分為不同的五分位數。因此，我們僅構建和研究 Q1、Q5、M1 和 M2 投資組合，而非我們五分位數分析中所有五個不同的五分位數投資組合。此外，當大量股票沒有進行預測修正時，每股盈利變動和每股盈利擴散的五分位數和中位值臨界值為零，導致相關期間五分位數和中位值投資組合中的股票數目增加。因此，在構建假設投資組合時，我們剔除了每股盈利變動和每股盈利擴散值等於其各自五分位數和中位值臨界值的股票。

¹⁰ I/B/E/S 月度預測數據乃於每個月第三個星期五之前的星期四收市時衡量，並且最遲於隨後的星期二收市前予以更新；因此我們在假設投資組合構建中使用的參考數據截至相關月份第三個星期五之後的星期三收市時。為了在數據參考日期和投資組合重新調整生效日期之間為實時指數或投資組合管理提供保守的滯後期，我們在預測數據發布後的隨後月份第二個星期五收市後重新調整投資組合。

¹¹ 各地區使用的指數如下：標普澳大利亞 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。標普全球 BMI 指數是綜合性並以規則為基礎(rules-based)的指數，用於衡量全球股票市場表現，自 1989 年推出以來一直採用自由流通量調整。

¹² 請參閱附錄表 14，瞭解截至 2005 年 12 月及 2016 年 12 月至少有三個可用分析師預測的股票數目。

表 2：在其各自指數中至少有三個、四個和五個分析師預測的股票平均百分比

市場	預測數目 ≥ 3	預測數目 ≥ 4	預測數目 ≥ 5
澳洲	77.42	70.31	63.17
中國	30.69	23.73	18.39
香港	47.12	41.67	37.86
印度	72.05	66.22	61.65
日本	43.29	36.03	30.68
南韓	53.43	48.26	44.20
台灣	38.82	31.53	26.22

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的數據。列表僅作說明用途。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

我們的回溯測試期為 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日，¹³ 所有投資組合和基本投資範圍的表現均以其各自市場的當地交易貨幣計量。於整個回溯測試期內，在除日本以外的所有市場上，等權重基本投資範圍的 beta 均顯著低於其各自的等權重指數（見表 3）。為消除這種偏向對我們分析的影響，我們在分析中比較了五分位數和中位值投資組合與其各自基本投資範圍的風險／回報特徵，而沒有與其各自的指數進行比較。所有投資組合和基本投資範圍的權重相等，並且遵循同樣的重新調整時間安排（在 3 月、6 月、9 月和 12 月的第二個星期五收市之後）。

於整個回溯測試期內，在除日本以外的所有市場上，等權重基本投資範圍的 beta 均低於其各自的等權重指數。

表 3：基本投資範圍相較於其各自指數的歷史超額回報及 beta

市場	平均月度超額回報(%)	beta
澳洲	0.08	0.96**
中國	-0.42*	0.88**
香港	0.22	0.86**
印度	0.01	0.96**
日本	0.04	0.99
南韓	0.05	0.95**
台灣	-0.08	0.93**

顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

¹³ 湯森路透 I/B/E/S 數據庫未提供 2005 年之前每股盈利預測向上及向下修正的月度數據。

盈利修正策略在各泛亞市場中的成效

在本節中，我們通過分析盈利修正策略、三個月每股盈利變動和三個月每股盈利擴散的最高及最低五分位數和中位值投資組合的歷史回報，研究它們在各泛亞市場中的成效。我們評估了五分位數和中位值投資組合相較於其各自基本投資範圍的平均月度超額回報及 β ，並審查了投資組合中的行業和規模集中度偏向。

風險與回報

從歷史上看，在除日本以外的所有市場上，兩種盈利修正策略的最高五分位數及中位值投資組合均跑贏其各自的投資範圍，而最低五分位數及中位值投資組合則相反（見表4）。這表明在大多數泛亞市場，股價走勢往往與盈利修正方向相同。相比最高五分位數每股盈利變動投資組合，在大多數市場上，最高五分位數每股盈利擴散投資組合實現的平均月度超額回報遠高於其各自的投資範圍。這表明市場參與者對每股盈利預測向上及向下的淨百分比修正反應較大，而非普遍盈利預測數據的百分比變動。

在日本，由於所有投資組合均微不足道，兩種盈利修正策略的最高五分位數和中位值投資組合跑輸投資範圍及超額回報。這顯示從歷史上看，單純的盈利修正策略並無於日本市場產生任何 α 回報。相比之下，兩種盈利修正策略的最高五分位數和中位值投資組合過往於南韓錄得顯著超額回報，顯示市場參與者對每股盈利預測向上及向下的淨百分比修正以及普遍盈利預測數據的百分比變動均反應強烈。

……而最低五分位數及中位值投資組合則相反。

表 4：盈利修正投資組合相較於其各自投資範圍的平均月度超額回報

市場	每股盈利變動(%)				每股盈利擴散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	0.23	-0.69*	0.32**	-0.31**	0.37*	-0.52**	0.23*	-0.22*
中國	0.23	-0.20	0.14	-0.10	0.47**	-0.22	0.23*	-0.17
香港	0.31	-0.65**	0.21*	-0.19*	0.47**	-0.75**	0.31**	-0.29**
印度	0.31	-0.42	0.28*	-0.29*	0.52*	-0.40*	0.22*	-0.22*
日本	-0.12	0.12	-0.07	0.06	-0.16	0.15	-0.05	0.06
南韓	0.56**	-0.41*	0.24*	-0.24*	0.70**	-0.35*	0.35**	-0.34**
台灣	0.26	-0.76**	0.30**	-0.32**	0.57**	-0.82**	0.36**	-0.35**

顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

我們根據 beta 回報分析得出的另一個結論是，於整個回溯測試期內，兩種盈利修正策略的最低五分位數和中位值投資組合在大部分泛亞市場上往往比其各自投資範圍的回報波動性大（見表 5）。這主要由於市場參與者對預測向下修正的公司作出負面反應。在澳洲、日本和印度，兩種盈利修正策略的最低五分位數和中位值投資組合錄得的 beta 回報遠高於其投資範圍的 beta 回報，顯示市場參與者傾向於對上述市場中預測下調作出較強烈的反應。

表 5：盈利修正投資組合相較於其各自投資範圍的 beta

市場	每股盈利變動				每股盈利擴散			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	0.95	1.32**	0.90**	1.10**	0.95	1.18**	0.94**	1.07**
中國	1.02	1.07**	0.98	1.03**	1.00	1.03	0.99	1.00
香港	1.07**	1.13**	0.99	1.00	0.95*	0.99	0.99	1.01
印度	0.92**	1.26**	0.89**	1.11**	0.83**	1.16**	0.90**	1.09**
日本	1.01	1.15**	0.95**	1.05**	0.94*	1.08**	0.96**	1.04*
南韓	1.08*	1.07*	0.97	1.03	1.01	0.94	1.02	0.98
台灣	1.05*	1.05*	0.99	1.00	1.04	0.97	1.01	0.98

顯示的所有投資組合屬假設性顯示的所有投資組合屬假設性。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

行業和規模構成

在某些因子策略（比如價值和低波動性）中，可以觀察到明顯的規模和行業偏向，並且可能是影響因子表現的主要驅動因子。通過對盈利修正策略的研究，我們發現最高及最低中位值投資組合在大部分泛亞市場上的歷史行業構成與其各自投資範圍的歷史行業構成高度相關（見表 6）。¹⁴ 即使就最高及最低五分位數投資組合而言，在除印度以外的所有市場上，歷史行業權重與其各自投資範圍的平均相關性也高於 70%。這些觀察結果表明，通過盈利修正策略來選股並沒有產生強烈的行業偏向，而且在大部分泛亞市場上，超額回報不太可能受行業配置偏向所主導。

在大部分亞洲市場上，通過盈利修正策略選股並沒有產生強烈的行業偏向。

與其他市場相比，盈利修正策略在印度造成更大的行業偏向。在大部分研究期間，最高及最低五分位數投資組合與投資範圍的行業構成相關性低於 70%。¹⁵

表 6：盈利修正投資組合與其各自投資範圍之間的平均行業權重相關性

市場	每股盈利變動(%)				每股盈利擴散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	74.26	72.41	88.40	91.68	74.44	77.43	88.61	90.62
中國	86.02	83.94	93.50	95.48	85.01	85.17	93.86	93.13
香港	81.43	85.00	92.51	94.14	80.33	85.43	92.13	93.58
印度	59.28	67.96	84.19	86.08	62.73	71.06	84.55	86.17
日本	90.77	89.61	96.50	96.77	90.32	91.09	96.33	96.46
南韓	79.94	79.97	92.70	93.46	81.65	82.05	93.71	93.98
台灣	95.98	96.69	98.30	98.77	95.38	96.85	98.10	98.67

顯示的所有投資組合屬假設性顯示的所有投資組合屬假設性。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的數據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

一般而言，回溯測試的投資範圍中超過一半股票是小型股票，而五分位數和中位值盈利修正投資組合中的小型股權重，與其各自投資範圍的小型股權重大體一致（見表 7）。我們並未發現基於盈利修正策略的選股導致對大中型股或小型股的強烈偏向，因此規模偏向並非盈利修正策略超額回報的重要驅動因子。

¹⁴ 平均行業權重的相關性通過兩個步驟計算。首先，計算歷史上每個月投資組合與其各自基本投資範圍的行業權重相關性。然後，計算在整個回溯試算期內歷史月末相關性的平均值。

¹⁵ 請參見附錄中的表 15 瞭解於回溯試算期內相關性高於 70%之月份的百分比。

表 7：盈利修正投資組合及其各自投資範圍內小型股的平均權重

市場	投資範圍	每股盈利變動(%)				每股盈利擴散(%)			
		Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	74.54	79.45	81.56	74.11	74.76	75.90	71.41	76.05	72.69
中國	26.34	28.03	26.54	25.25	25.28	25.69	24.15	24.94	24.06
香港	54.15	56.48	65.63	50.53	57.45	50.73	59.48	50.36	56.91
印度	58.63	60.38	69.61	55.53	61.35	55.82	60.01	57.26	59.60
日本	51.79	54.57	55.70	51.05	51.94	50.92	53.60	51.06	51.71
南韓	65.28	68.17	69.32	64.35	65.79	65.85	62.05	65.96	64.15
台灣	44.12	44.09	39.52	42.38	39.41	41.99	35.82	43.64	37.91

顯示的所有投資組合屬假設性。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的數據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

整體而言，在大部分泛亞市場上，盈利修正策略在最高及最低五分位數和中位值投資組合之間產生正數回報差，並在最低五分位數和中位值投資組合中產生更高的 beta 回報。這表明大部分泛亞市場的參與者之前一直看好盈利修正表現強勁的股票，而看淡盈利修正表現欠佳的股票。此外，行業和規模的配置偏向不太可能成為盈利修正策略超額回報的主導因子。

盈利修正策略於上行、下行及中性市場的表現

於不同市況中展現不同表現特徵的單因子策略一般存在周期性。為了調查盈利修正策略於不同市場趨勢期間的表現，我們研究了市場的價格趨勢為上行、下行及中性時，最高及最低五分位數每股盈利變動及每股盈利擴散投資組合的表現。我們基於相應流通加權指數界定各市場的市場趨勢，月度回報率大於1%的期間代表上行市場，月度回報率小於-1%的期間代表下行市場，其餘期間代表中性市場（見表8）。

在下行趨勢中，市場參與者往往更為看淡盈利修正欠佳的股票。

從歷史上看，最高五分位數每股盈利擴散投資組合在大部分亞洲市場於不同市場趨勢時跑贏各自投資範圍，最低五分位數投資組合的情況則相反。我們觀察到，每股盈利變動對五分位數投資組合的影響亦相似。我們注意到，由於市場在下行趨勢時最低五分位數投資組合顯著跑輸有關投資範圍，因此在下行趨勢中，市場參與者往往更為看淡盈利修正欠佳的股票。

在日本及印度，在上行市場趨勢時，最低五分位數每股盈利變動投資組合跑贏各自投資範圍，帶來顯著額外回報。這表明該等市場的市場參與者往往在牛市時忽略盈利下調。

表 8：不同市場趨勢時盈利修正投資組合相較於其各自投資範圍的平均月度超額回報

市場	趨勢	月數	每股盈利變動(%)		每股盈利擴散(%)	
			Q1	Q5	Q1	Q5
澳洲	上行	69	0.34	-0.06	0.42	-0.13
	中性	17	-0.07	-1.16*	0.42	-0.37
	下行	46	0.19	-1.47**	0.27	-1.17**
中國	上行	78	0.34	0.26	0.38	-0.10
	中性	7	-0.40	-0.51	0.02	0.28
	下行	47	0.15	-0.91**	0.69**	-0.50*
香港	上行	69	0.78**	-0.36	0.51*	-1.01**
	中性	25	0.45	-0.60*	0.52*	-0.13
	下行	38	-0.62	-1.21**	0.35	-0.68*
印度	上行	70	0.11	0.75*	-0.09	0.24
	中性	18	0.19	-0.96*	0.63*	-0.69
	下行	44	0.67**	-2.07**	1.44**	-1.30**
日本	上行	58	0.04	0.76*	-0.27	0.45
	中性	28	-0.33	0.03	-0.42	0.24
	下行	46	-0.19	-0.62*	0.15	-0.28
南韓	上行	64	0.81*	0.31	0.54	-0.46
	中性	23	0.63*	-1.16*	1.03*	-0.07
	下行	45	0.17	-1.06**	0.76**	-0.35
台灣	上行	68	0.55*	-0.57*	0.88**	-0.99**
	中性	23	0.44	-0.79*	0.51	-0.69*
	下行	41	-0.32	-1.05**	0.08	-0.62*

所有所示投資組合均為假設投資組合。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

日本及印度市場的參與者往往在牛市時忽略盈利下調。

盈利修正策略在行業中性、大中型及小型股投資上的成效

行業中性投資組合的表現

行業中性股票的盈利修正策略在大部分亞洲市場依然奏效。

為了進一步調查盈利修正策略所產生的回報是否免受任何行業影響，我們研究了行業中性股票兩種盈利修正策略的表現。我們基於每股盈利變動及每股盈利擴散於相應全球行業分類標準（GICS）行業中排名選股以分別構成行業中性每股盈利變動及每股盈利變動擴散五分位數及中位值投資組合。所有投資組合及投資範圍於分析中的權重相等。

從歷史來看，於日本以外的所有市場中，兩種盈利修正策略的行業中性最高五分位數及中位值投資組合相對於各自投資範圍錄得正平均月度超額回報（見表9），而行業中性最低五分位數及中位值投資組合的情況則相反。我們還注意到，於大部分市場中，行業中性最高五分位數及中位值每股盈利擴散投資組合所產生的超額回報顯著高於每股盈利變動投資組合所產生的超額回報。這些觀察結果與先前章節的觀察一致，進一步證明了該等市場中盈利修正策略的成效不受行業配置偏向的影響。

雖然在先前章節中，觀察到印度的盈利修正投資組合存在若干行業偏向，但是行業中性投資組合所產生的顯著超額回報顯示行業配置偏向並非先前章節中所示非行業中性投資組合產生 alpha 的主要驅動因子。然而，在日本，兩種盈利修正策略相比各自投資範圍均無錄得超額回報。

表9：行業中性盈利修正投資組合相較於其各自投資範圍的平均月度超額回報

市場	每股盈利變動(%)				每股盈利擴散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	0.33**	-0.62**	0.30**	-0.26**	0.35**	-0.51**	0.28**	-0.25**
中國	0.37**	-0.05	0.11	-0.10	0.55**	-0.21	0.22**	-0.19*
香港	0.24	-0.58**	0.15	-0.19*	0.49**	-0.53**	0.28**	-0.25**
印度	0.30*	-0.38*	0.21*	-0.19*	0.47**	-0.24	0.26**	-0.23**
日本	-0.12	0.18	-0.05	0.04	-0.10	0.12	-0.05	0.06
南韓	0.36*	-0.29	0.17*	-0.18*	0.61**	-0.20	0.18*	-0.19*
台灣	0.29*	-0.62**	0.26**	-0.28**	0.55**	-0.73**	0.30**	-0.29**

所有所示投資組合均為假設投資組合。*表示統計顯著性為5%，採用單側T檢驗。**表示統計顯著性為1%，採用單側T檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以2005年12月31日至2016年12月31日月度本地貨幣總回報為依據。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

大中型股和小型股投資組合的表現

在本節中，我們研究了盈利修正策略分別在大中型股及小型股投資上的表現。由於各細分市場相關投資範圍的股票較少，因此我們僅遵循方法章節所述投資組合構建流程建立了各盈利修正策略的最高及最低中位值投資組合。

從歷史上看，除日本以外，兩種盈利修正策略的最高中位值投資組合均跑贏各自大中型股和小型股投資，而其各自最低中位值投資組合的情況則相反（見表 10）。然而，在除台灣以外的大部分市場中，大中型股投資的最高及最低中位值投資組合錄得的超額回報顯著低於小型股投資，而台灣的情況相反。

盈利修正策略在小型股投資中往往產生高於在大中型股投資中所產生的 alpha。

結果顯示，盈利修正策略在小型股投資中往往產生高於大中型股投資所產生的 alpha，即使如前所述，並未在盈利修正投資組合中觀察到小型股偏向情況。

表 10：大中型股和小型股盈利修正投資組合相較於其各自投資範圍的平均月度超額回報

市場	大中型股投資				小型股投資			
	每股盈利變動(%)		每股盈利擴散(%)		每股盈利變動(%)		每股盈利擴散(%)	
	M1	M2	M1	M2	M1	M2	M1	M2
澳洲	0.08	-0.07	0.00	0.00	0.37**	-0.35**	0.30**	-0.29*
中國 ¹⁶	0.12	-0.09	0.29**	-0.16	0.08	-0.26	0.18	-0.35*
香港	0.18	-0.17	0.25*	-0.27*	0.31*	-0.33*	0.38**	-0.37**
印度	0.25*	-0.26*	0.11	-0.11	0.32*	-0.32*	0.36*	-0.36**
日本	-0.13	0.14	-0.14	0.14	-0.05	0.02	-0.03	0.02
南韓	0.11	-0.13	0.20	-0.18	0.22	-0.24*	0.37**	-0.34**
台灣	0.37**	-0.34**	0.45**	-0.40**	0.23*	-0.23*	0.26*	-0.33**

所有所示投資組合均為假設投資組合。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

¹⁶ 2006 年中國市場中，於小型股投資範圍內可用預測多於或等於三個的股數不到 10 隻。

運用盈利修正策略的潛在挑戰

周轉率

與動能策略相似，每股盈利擴散及每股盈利變動的信號迅速從一個再平衡期切換到另一個再平衡期，因此五分位數投資組合具有較高周轉率。於整個回溯測試期內，每季度重新調整的最高五分位數每股盈利擴散投資組合於不同市場中錄得 257% 至 290% 的平均年化周轉率，而每季度重新調整的最高五分位數每股盈利變動於不同市場中錄得 263% 至 308% 的平均年化周轉率。高周轉率為實施盈利修正策略帶來挑戰。

將投資組合納入門檻從最高五分位數放寬至最高中位值是降低盈利修正策略的投資組合周轉率的潛在方式。最高中位值盈利修正投資組合仍錄得大幅超額回報，雖然較其各自最高五分位投資組合而言不那麼顯著（見表 4）。通過將投資組合的納入門檻從最高五分位數擴大至最高中位值，投資組合周轉率溫和下滑至 172% 至 244% 的範圍。該周轉率範圍依然非常高，並將導致複製成本較高（見表 11）。因此，配合價值或質量等其他基本面因子實施盈利修正策略以降低投資組合周轉率可能比作為單因子策略加以實施更為實際。

結合其他基本因素實施盈利修正策略以降低投資組合周轉率可能比作為單因素策略加以實施更為實際。

表 11：盈利修正投資組合的平均年周轉率（單向）

市場	每股盈利變動		每股盈利擴散	
	Q1	M1	Q1	M1
澳洲	276.43	179.90	266.50	180.34
中國	307.79	240.51	290.40	243.61
香港	284.66	188.93	274.72	183.50
印度	263.17	173.85	256.90	173.69
日本	269.26	176.31	261.24	171.97
南韓	266.48	177.35	260.89	185.12
台灣	280.30	199.68	274.49	202.39

顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的數據。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

流動性

在等權重投資組合中，小型股票的整體集中度往往高於市值加權投資組合中小型股票的整體集中度。一般而言，在回溯測試的投資中，一半以上的股票是小型股票（見表 7）。由於小型股票流動性往往較低，故完成等權重投資組合交易比完成市值加權投資組合交易所花時間較長。因此，與市值權重偏差小的加權方法對管理大型資產的投資組合經理而言可能更可取。

為了改善盈利修正投資組合的流動性，我們對大型股票給予的權重高於流動性較低的小型股票。我們按照早前所述的方法構建兩種盈利修正策略的最高及最低五分位數及中位值投資組合，但是根據股票經流通量調整市值加權而非均等加權的方法對所有投資組合及投資範圍進行加權。

當根據流通市值對盈利修正投資組合加權時，對大部分市場（日本除外）而言，僅每股盈利變動五分位數投資組合錄得的超額回報與盈利修正信號所指示的方向一致。這種關係並不適用於許多市場的其餘投資組合（見表 12）。而且，投資組合的超額回報變得不那麼顯著，甚至微不足道。

這表明當投資組合經市值加權時，市值影響擾亂了來自盈利修正的信號。為了獲得盈利修正策略的 alpha，強化盈利修正信號的替代加權方法不可缺少。基於股票流動性、複製成本和大中型股相較於小型股中的表現偏差，盈利修正策略的替代加權法是一個須就具體市場和投資組合資產規模進一步研究的話題。

表 12：流通市值加權盈利修正投資組合相較於其各流通市值加權投資範圍的平均月度超額回報

市場	每股盈利變動(%)				每股盈利擴散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	0.10	-0.62	0.10	-0.19	0.14	-0.23	-0.01	-0.07
中國	0.07	-0.09	0.01	0.05	0.32	-0.27	0.25*	-0.25
香港	0.08	-0.60*	0.00	-0.03	0.16	-0.67**	0.14	-0.19
印度	0.49*	-0.30	0.16	-0.16	0.26	0.29	-0.06	0.08
日本	-0.29	0.13	-0.14	0.09	-0.23	0.08	-0.14	0.08
南韓	0.24	-0.17	-0.10	0.04	0.06	0.06	-0.03	-0.06
台灣	0.24	-1.07**	0.26**	-0.36**	0.46*	-0.66**	0.27**	-0.31**

所有所示投資組合為假設的投資組合。*表示統計顯著性為 5%，採用單側 T 檢驗。**表示統計顯著性為 1%，採用單側 T 檢驗。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。數據乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

結論

盈利修正策略經常被市場參與者用來預測股價回報或選股。在本研究文件中，我們研究了七個泛亞市場的盈利修正策略：澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓及台灣。我們的研究基於各公司於2005年12月31日至2016年12月31日期間每股盈利預測三個月變動和每股盈利預測三個月擴散信號。

盈利修正策略在南韓、印度和台灣帶來最為顯著和重大的超額回報……

結果顯示，在大多數泛亞市場，股價走向往往與盈利修正方向相同。盈利修正策略在南韓、印度和台灣帶來最為顯著和重大的超額回報，但在日本卻不起作用。市場參與者通常對盈利預測向上及向下修正的淨百分比反應較大，而非普遍預測數據的百分比變動。因市場參與者對預測向下修正的公司作出負面反應，盈利修正表現欠佳的公司往往回報波動性較大。我們亦注意到，當市場處於下行趨勢時，市場參與者往往更為看淡盈利修正表現欠佳的股票。

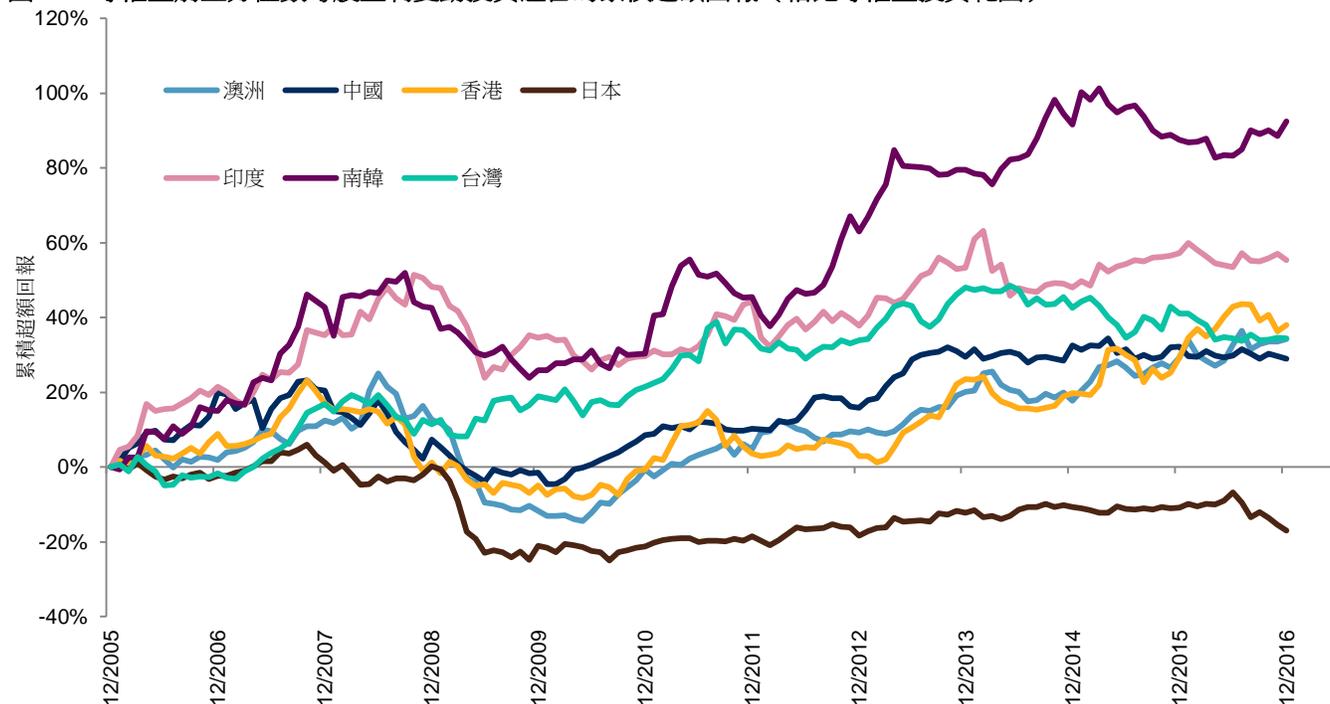
……但在日本卻不起作用。

根據我們的盈利修正五分位數投資組合，通過盈利修正策略在泛亞市場中選股並不會導致投資組合中強烈的行業或規模偏向；因此，來自盈利修正策略的超額回報不太可能受行業或規模配置偏向的主導。我們對行業中性最高五分位數和中位值盈利修正投資組合的進一步分析證實，盈利修正策略在泛亞市場中的有效性不受行業配置偏向的影響。然而，大中型股和小型股中位值盈利修正投資組合的超額回報顯示，盈利修正策略在小型股投資產生的 alpha 往往高於大中型股投資。

與動能策略類似，盈利修正策略投資組合的周轉率較高。結合其他基本因子實施盈利修正策略以降低周轉率可能比作為單因子策略加以實施更為實際。我們還發現，當投資組合經市值加權後，來自投資組合的超額回報變得不那麼顯著，甚至意義不大。為了獲得盈利修正策略的 alpha，強化盈利修正信號的替代加權方法不可缺少。

附錄

圖 13：等權重前五分位數每股盈利變動投資組合的累積超額回報（相比等權重投資範圍）



顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。表現乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地貨幣總回報為依據。每股盈利變動按每股盈利預測變動除以前每股盈利預測的絕對值計算。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 14：其各自指數中至少有三個分析師預測的股票數目

市場	2005 年 12 月		2016 年 12 月	
	指數	預測數目 ≥ 3	指數	預測數目 ≥ 3
澳洲	293	175	343	276
中國	348	62	2347	888
香港	164	104	301	103
印度	148	98	429	338
日本	1705	621	1653	674
南韓	286	178	779	338
台灣	384	139	585	255

顯示的所有投資組合屬假設性及經回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 和湯森路透。2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日的數據。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。各地區使用的指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 15：盈利修正投資組合及其各自投資範圍之間的行業比重相關係數大於 70%時的月度百分比

市場	每股盈利變化 (%)				每股盈利擴散 (%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳洲	67.36	65.28	97.92	100.00	65.97	74.31	98.61	100.00
中國	92.36	89.58	93.75	100.00	92.36	86.81	97.92	97.92
香港	83.33	93.75	98.61	100.00	80.56	97.92	97.92	100.00
印度	43.06	50.00	90.28	95.83	46.53	56.25	91.67	93.06
日本	97.92	97.92	100.00	100.00	95.83	99.31	100.00	100.00
南韓	82.64	90.28	100.00	100.00	88.19	86.11	100.00	100.00
台灣	97.92	100.00	100.00	100.00	97.92	100.00	100.00	100.00

顯示的所有投資組合屬假設性。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、輝盛及湯森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的數據。表格僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱文末的表現披露，瞭解更多有關回溯測試表現內在局限性的信息。各地區所使用指數如下：標普澳洲 BMI 指數、標普中國 A 股 BMI 指數、標普香港 BMI 指數、標普印度 BMI 指數、標普日本 BMI 指數、標普韓國 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

標普道瓊斯指數研究撰稿人		
Charles Mounts	全球主管	charles.mounts@spglobal.com
Jake Vukelic	業務經理	jake.vukelic@spglobal.com
全球研究與設計		
美洲		
Aye M. Soe，特許金融分析師	美洲主管	aye.soe@spglobal.com
Dennis Badlyans	助理總監	dennis.badlyans@spglobal.com
Phillip Brzenk，特許金融分析師	總監	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	總監	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	高級分析師	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	總監	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	總監	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu，特許金融分析師	總監	berlinda.liu@spglobal.com
Ryan Poirier，金融風險管理師	高級分析師	ryan.poirier@spglobal.com
Maria Sanchez	助理總監	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang，特許金融分析師	總監	kelly.tang@spglobal.com
Peter Tsui	總監	peter.tsui@spglobal.com
Hong Xie，特許金融分析師	總監	hong.xie@spglobal.com
亞太地區		
Priscilla Luk	亞太地區主管	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal，特許金融分析師	助理總監	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Liyu Zeng，特許金融分析師	總監	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	助理總監	akash.jain@spglobal.com
歐洲、中東和非洲		
Sunjiv Mainie，特許金融分析師、國際數量金融工程證書	歐洲、中東和非洲主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer，博士	高級分析師	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Innes	助理總監	andrew.innes@spglobal.com
指數投資策略		
Craig J. Lazzara，特許金融分析師	全球主管	craig.lazzara@spglobal.com
Fei Mei Chan	總監	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards，博士	高級總監	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti，特許金融分析師	總監	anu.ganti@spglobal.com
Hamish Preston	高級助理	hamish.preston@spglobal.com
Howard Silverblatt	高級指數分析師	howard.silverblatt@spglobal.com

表現披露

標普中國 A 股 BMI 指數於 2013 年 11 月 27 日發布。指數發布日期前呈列的所有資料均屬假設（回溯測試），而非實際表現。回溯測試計算所根據的方法與發布日期生效的方法一致。完整的指數方法詳情載於 www.spdji.com。

標普道瓊斯指數對各種日期加以定義，以便協助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立指數固定價值的日期。發布日期是指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數發布日期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。標普道瓊斯指數將發布日期定義為知曉已向公眾發布（例如通過公司的公共網站或其向外部方的資料傳送途徑發布）指數價值的日期。對於 2013 年 5 月 31 日前介紹的道瓊斯品牌指數，將把發布日期（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為「介紹日」）設定為禁止對指數方法作出進一步變更的日期，而該日期可能先於指數的公開發布日期。指數的過往表現不代表未來投資結果。構建指數所採用方法的前瞻性應用可能會導致表現與所示回溯測試回報不相符。回溯測試時期不一定對應指數的整個可查閱歷史。更多有關指數的詳情（包括調整方法、調整時間、成份股增減準則以及所有的指數計算），請登錄 www.spdji.com 參閱指數的「方法」部分。

回溯測試資料的另一局限性在於通常在進行回溯測試計算時收益為已知。回溯測試資料反映了在獲知以往事件的情況下對指數方法的運用和對指數組成的選擇。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、固定收益或商品市場相關的眾多因子在編寫所列指數資料時通常無法也從未被納入考慮，但這些因子都會影響實際表現。

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維護有關指數，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踪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。舉一個簡單的例子，如果 100,000 美元的投資在 12 個月內獲得 10% 的指數回報（即 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（即 1,650 美元），則當年淨回報將是 8.35%（即 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%（即 27,200 美元）。

一般免責聲明

© 2017年標普全球旗下的標普道瓊斯指數有限責任公司版權所有，保留所有權利。標準普爾®、標普500®及標普®為標普全球子公司標準普爾金融服務有限責任公司（「標普」）的註冊商標。道瓊斯®為道瓊斯商標控股有限責任公司（「道瓊斯」）的註冊商標。有關商標已授權標普道瓊斯指數有限責任公司使用。未經書面同意，不得分發、複製及／或影印本文件全部或部分內容。本文件不構成在標普道瓊斯指數有限責任公司、道瓊斯、標普或其各自的聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）未獲得必要許可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並非面向個人，亦非專為滿足任何人士、實體或人群的需求而定制。標普道瓊斯指數就授權第三方使用其指數收取報酬。指數的過往表現不代表未來投資結果。

指數不可直接投資，但可根據指數通過可投資工具投資於該指數所代表的資產類別。標普道瓊斯指數概不發起、認可、出售、推廣或管理任何由第三方提供並力求基於任何指數的表現提供投資回報的投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數概不保證基於指數的投資產品將可準確追蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，而標普道瓊斯指數概不就投資於任何投資基金或其他投資工具是否適宜作出任何聲明。決定投資於任何該等投資基金或其他投資工具時，不應依賴本文件所載的任何陳述。建議有意投資者僅在謹慎考慮投資於該等基金的相關風險後，方投資於任何該等基金或其他工具。相關風險之詳情載於投資基金或其他工具的發行人或其代表編制的發售備忘錄或類似文件。指數所載證券並非標普道瓊斯指數對買賣或持有該證券的建議，亦不得視為投資意見。

本材料基於公開資料及從被視為可靠的來源獲得的資料編制，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、複製或分發本材料所載內容（包括指數數據、評級、信用相關分析及數據、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或其輸出結果）或其任何部分（有關內容），亦不得將有關內容儲存於數據庫或檢索系統。有關內容不得用於任何非法或未經授權的用途。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商及授權人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、適時性或可用性。不論任何原因，標普道瓊斯指數各方概不對因使用有關內容而導致的過失或疏忽負責。有關內容按「現狀」基準提供。標普道瓊斯指數各方概不作出任何及所有明示或暗示的保證，包括但不限於保證用作任何特定目的或用途的適銷性或合適性；保證不存在程序缺陷、軟件故障或瑕疵；保證有關內容的運行不會中斷；或保證有關內容可在任何軟件或硬件配置下運行。標普道瓊斯指數各方概不就因使用有關內容而導致的任何直接、間接、附帶、警戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害、費用、支出、法律費用或損失（包括但不限於收入或利潤損失及機會成本）向任何一方負責，即使已獲悉有可能發生該等損害亦然。

標普道瓊斯指數分開經營其業務單位的若干活動，以保持其相關業務活動的獨立性及客觀性。因此，標普道瓊斯指數的若干業務單位可能擁有其他業務單位無法取得的資料。標普道瓊斯指數已制定相關政策及程序，對所獲取的與各項分析過程相關的若干非公開資料保密。

此外，標普道瓊斯指數向證券發行人、投資顧問、證券經紀、投資銀行、其他金融機構及金融中介等眾多機構提供或提供有關該等機構的一系列廣泛服務，因此會向該等機構（包括證券或服務獲其推薦、評級、納入投資組合模型、估值或以其他方式介紹的機構）收取費用或其他經濟利益。