

撰稿人

Utkarsh Agrawal

助理總監

全球研究與設計

utkarsh.agrawal@spglobal.com

應用盈利修正策略於亞洲基本面因子

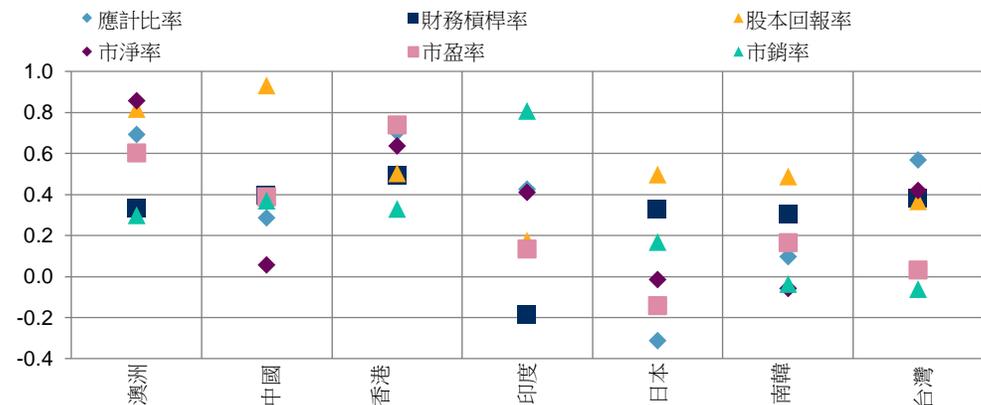
執行概要

在本研究文件中，我們探討在 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間，在七個泛亞洲市場 — 澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓及台灣，對傳統的基本面價值和質量因子應用盈利修正策略的成效。

摘要

- 在大多數泛亞洲市場，價值和質量因子的盈利修正篩選後因子投資組合跑贏可比因子投資組合。
- 我們的篩選方法以往並未導致投資組合周轉率顯著提高，或造成基本面因子投資組合產生行業或市值偏重。
- 在各亞洲市場中，對澳洲和香港的大多數基本面因子應用盈利修正產生的超額回報最高。

表 1：每股盈利擴散篩選後因子投資組合與其各自可比因子投資組合的信息比率對比



所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。表現按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

簡介

我們通過從因子投資組合中過濾掉盈利修正相對不佳的股票，檢驗盈利修正策略過往是否有效使因子投資組合產生了更佳回報。

我們在此前的研究文件《在亞洲，盈利修正重要嗎？》中得出的結論是，在大多數泛亞洲市場，股價的運行往往與股票的盈利修正同向，且盈利修正策略已在大多數市場取得超額回報。鑒於該策略的高周轉率，對基本面因子應用盈利修正可能更加實用。

本研究旨在評估對基本面因子投資組合採用盈利修正策略的成效。我們分別對基本面價值和質量因子投資組合應用兩項盈利修正篩選（每股盈利變動和每股盈利擴散）。具體而言，我們通過過濾掉因子投資組合中盈利修正相對不佳的股票，檢驗盈利修正篩選過往是否有效產生了更佳回報或降低了因子投資組合的風險。¹

方法

投資組合構建

在本研究文件中，我們採用湯森路透機構經紀人預測系統（I/B/E/S）數據庫的每股盈利一致預測數據，以及 Thomson Reuters Worldscope 數據庫中公司實際公佈的基本面數據。

我們研究對價值和質量因子採用兩項盈利修正篩選²—每股盈利預測六個月變動（每股盈利變動）和每股盈利預測六個月擴散（每股盈利擴散）的成效。價值因子³包括市淨率、市盈率及市銷率。質量因子⁴包括應計比率、財務槓桿率及股本回報率。我們研究對各價值和質量因子單獨進行每股盈利變動和每股盈利擴散篩選的成效。

我們對價值和質量因子採用兩項盈利修正策略—每股盈利預測六個月變動（每股盈利變動）和每股盈利預測六個月擴散（每股盈利擴散）。

每個因子的盈利修正篩選後因子投資組合分兩步創建。首先，我們按照各基本面因子從基本投資範圍中選出最高五分位股票。其次，我們按照盈利修正情況從在第一步選出的股票中剔除最低五分位股票。⁵我們的目標是僅剔除小部分盈利修正不佳的股票，以免投資組合周轉率顯著上升。⁶為了進行相同基準的對比，我們亦按照相同的基本面因子從基本投資範圍中選出最高五分位元股票來構建可比因子投資組合。

¹ 有關可比因子投資組合在整個回溯測試期間的總回報，請參閱載於附錄的表 21、22、23 及 24。

² 我們應用我們的研究文件《在亞洲，盈利修正重要嗎？》所述的相同方法，用六個月的計量期計量每股盈利變化和每股盈利擴散。每股盈利變化和每股盈利擴散高的股票，排名高於其他股票。

³ 價值因子（市淨率、市盈率及市銷率）採用標普增強價值指數所使用的相同方法計量。比率高的股票排名高於其他股票。

⁴ 兩個質量因子（應計比率及財務槓桿率）採用標普質量指數所使用的相同方法計量。股本回報率按公司過去 12 個月的盈利除以其過去兩年的平均賬面值計算。應計比率及財務槓桿率低，而股本回報率高的股票排名高於其他股票。

⁵ 在投資組合構建過程中的每個步驟，處於閾值的股票納入相關投資組合。

⁶ 我們在此前發佈的研究文件《在亞洲，盈利修正重要嗎？》中論述了盈利修正策略的周轉率較高。

我們對所有投資組合賦予同等權重，並於3月和9月第二個星期五收市後重新調整，資料參考日期分別截至2月和8月第三個星期五之後的星期三。

樣本投資範圍

我們的研究涵蓋七個泛亞洲股市，包括澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓和台灣。在每個市場註冊且在重新調整時至少有三名分析師預測的**標普全球 BMI 指數**⁷成分公司構成各市場的基本投資範圍。⁸我們的研究期自2006年3月31日起至2018年3月31日⁹，所有投資組合的表現均以其所在市場的當地貨幣計量。

我們的研究包括七個泛亞洲股市：澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓和台灣。

對傳統基本面因子應用盈利修正策略的成效

在本節，我們檢驗對各個泛亞洲市場的基本面因子投資組合應用盈利修正策略的成效。我們評估盈利修正篩選後因子投資組合相對於其各自可比因子投資組合的月均超額回報、貝塔及投資組合周轉率，亦檢查了行業和市值偏重情況。

⁷ 標普全球 BMI 指數是一隻基於規則編製的計量全球股市表現的綜合性指數，自1989年設立以來已實施全流通調整。[標普中國 A 股 BMI 指數](#)的成份股用於分析中國市場。

⁸ 我們採用至少具有三名分析師預測的股票構建基本投資範圍，以免單一分析師有失偏頗。該方法與我們的研究文件[《在亞洲，盈利修正重要嗎？》](#)相一致。

⁹ 無法從湯森路透 I/B/E/S 數據庫取得每股盈利預測每月的向上和向下修正數。因此，若計量期以六個月計，可能進行的最早的重新調整僅可在2006年3月完成。

風險、回報及周轉率

在大多數市場，價值和質量因子的盈利修正篩選後投資組合均跑贏其各自可比因子投資組合。

以往，大多數市場的價值和質量因子的盈利修正篩選後因子投資組合跑贏其各自可比因子投資組合（參見表 2 及表 3）。這表示，以往盈利修正篩選能有效產生相對於傳統基本面因子投資組合的更佳回報。尤其是，對價值因子採用每股盈利變化篩選的成效更明顯；這在大多數市場可以產生較每股盈利擴散篩選更高的超額回報。就質量因子而言，應用每股盈利擴散篩選的成效更明顯。

從統計數據來看，在各個市場中，澳洲和香港的大多數盈利修正篩選後因子投資組合均取得顯著的超額回報，顯示這些市場的基本面因子的盈利修正篩選存在較高的協同效應。

表 2：盈利修正篩選後價值投資組合相對於其各自可比價值投資組合的月均超額回報

市場	市淨率		市盈率		市銷率	
	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	0.41**	0.26**	0.25*	0.18*	0.13	0.07
中國	0.03	0.02	0.05	0.09	0.12	0.11
香港	0.23*	0.21*	0.29**	0.25*	0.31**	0.10
印度	0.20	0.10	0.03	0.00	0.32**	0.24*
日本	0.01	-0.02	-0.04	-0.04	0.03	0.02
南韓	0.03	-0.03	-0.05	0.04	0.05	-0.02
台灣	0.04	0.12	0.15	-0.01	0.03	-0.03

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 3：盈利修正篩選後質量投資組合相對於其各自可比質量投資組合的月均超額回報

市場	應計比率		財務槓桿率		股權回報率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.18	0.20*	0.13	0.10	0.11	0.25**
中國	0.11	0.05	0.07	0.09	0.13	0.21**
香港	0.29*	0.24*	0.12	0.18*	0.08	0.20
印度	0.03	0.08	0.01	-0.05	0.03	0.02
日本	-0.07	-0.07	0.03	0.06	0.08	0.10
南韓	0.02	0.03	-0.10	0.09	0.01	0.13
台灣	0.12	0.17*	0.12	0.11	0.16*	0.10

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

應用盈利修正顯著降低了大多數市場的價值和質量因子的風險。

我們亦發現，對基本面因子應用盈利修正顯著降低了大多數市場的價值和質量因子的風險（參見表 4 及表 5）。尤其是，每股盈利變化篩選後因子投資組合的貝塔值低於每股盈利擴散篩選後因子投資組合。因此，在降低價值和質量因子的風險方面，過往每股盈利變化篩選的成效較每股盈利擴散篩選更顯著。

表 4：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值投資組合的貝塔值對比

市場	市淨率		市盈率		市銷率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.88**	0.91**	0.89**	0.91**	0.91**	0.93**
中國	0.98**	1.00	0.97**	0.98**	1.01	1.02**
香港	0.94**	0.97*	0.94**	0.97*	0.93**	0.92**
印度	0.93**	0.93**	0.93**	0.93**	0.93**	0.95**
日本	0.91**	0.94**	0.95**	0.97**	0.91**	0.94**
南韓	0.96**	0.97*	0.95**	0.97*	0.94**	0.98
台灣	0.96**	0.97*	0.94**	0.95**	0.94**	0.97*

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 5：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量投資組合的貝塔值對比

市場	應計比率		財務槓桿		股權回報	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.87**	0.92**	0.90**	0.95**	0.88**	0.93**
中國	0.98**	0.99	0.97**	0.99	0.96**	0.98*
香港	0.92**	0.95**	0.98	1.00	0.89**	0.93**
印度	0.91**	0.94**	0.91**	0.97*	0.85**	0.88**
日本	0.93**	0.97**	0.94**	0.96**	0.96**	0.99
南韓	0.99	1.00	0.91**	0.95**	0.90**	0.95**
台灣	0.97*	0.99	0.91**	0.95**	0.95**	0.99

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

應用盈利修正篩選的方法過往並未導致基本因素因子投資組合出現高周轉率。

在對基本面因子應用盈利修正篩選後，我們發現投資組合周轉率較其各自可比因子投資組合略微增加（表 6 及表 7）。在整個回溯測試期間，不同市場的年均（單向）周轉率的最大增幅僅為 29%。

表 6：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值因子投資組合的年均周轉率（單向）對比

市場	市淨率			市盈率			市銷率		
	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	80.57	87.21	92.14	104.59	103.48	107.17	63.67	70.20	80.23
中國	77.95	94.15	97.64	80.07	96.59	99.89	72.68	88.48	93.63
香港	69.28	75.05	80.54	86.22	92.59	97.05	62.82	74.36	77.28
印度	65.83	76.57	82.63	78.90	91.40	92.54	61.97	76.57	80.34
日本	72.80	86.81	88.75	98.81	101.52	105.26	57.08	72.00	74.60
南韓	77.96	85.79	91.85	100.83	105.41	109.54	64.51	77.26	80.26
台灣	85.97	97.36	100.76	110.59	115.55	127.33	65.76	78.63	90.20

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 7：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量投資組合的年均周轉率（單向）對比

市場	應計比率			財務槓桿率			股權回報率		
	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	95.81	105.68	109.11	67.42	76.00	84.75	64.00	72.80	80.50
中國	105.77	116.60	118.18	71.35	89.31	92.23	83.19	95.62	96.61
香港	96.07	105.34	107.45	52.14	69.75	74.36	66.91	82.78	82.67
印度	92.06	103.63	107.00	40.13	61.36	66.93	61.31	76.88	79.85
日本	91.61	105.03	105.26	44.86	64.20	67.48	72.54	82.57	86.72
南韓	102.63	107.03	109.44	58.35	70.67	81.96	85.65	91.94	100.59
台灣	107.29	117.25	120.12	62.95	86.55	91.93	73.81	81.51	89.88

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

行業和市值構成

以往，盈利修正篩選後因子投資組合的行業成份與其各自可比因子投資組合高度相關（參見表 8 及表 9）。¹⁰該發現表明盈利修正策略並未導致基本面因子投資組合出現明顯的行業偏重，而超額回報很可能並不受行業偏重影響。

表 8：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值投資組合的平均行業權重相關性

市場	市淨率		市盈率		市銷率	
	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	93.52	94.57	97.51	93.98	96.49	97.15
中國	93.15	95.69	96.06	96.00	95.55	96.83
香港	97.25	97.74	97.09	97.47	96.54	96.20
印度	95.33	94.97	95.92	95.39	94.98	94.75
日本	96.54	97.11	97.26	97.77	98.28	98.38
南韓	93.71	94.94	94.14	93.91	95.67	96.43
台灣	97.17	97.93	97.62	97.47	98.94	98.86

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

盈利修正策略並未導致基本因素因子投資組合出現明顯的行業偏重。

¹⁰ 平均行業權重相關性分兩步計算。第一步，計算過往每個月盈利修正後投資組合與可比因子投資組合的行業權重相關性。其次，計算整個回溯測試期間過往月底相關性的平均值。

表 9：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量投資組合的平均行業權重相關性

市場	應計比率		財務槓桿率		股權回報率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	89.29	92.32	92.66	95.13	91.24	92.07
中國	96.36	96.64	95.83	96.31	94.23	94.93
香港	91.99	93.21	95.85	96.13	94.54	94.84
印度	88.07	88.92	91.38	91.12	91.13	91.97
日本	96.97	97.48	97.15	97.45	97.39	97.63
南韓	94.18	95.67	96.20	96.99	93.77	95.07
台灣	98.42	98.50	99.49	99.60	98.96	98.74

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

盈利修正篩選並未導致
因子投資組合明顯偏重
於大中型股或小型股。

盈利修正篩選後因子投資組合的過往平均權重與其各自可比因子投資組合類似（參見表 10 及表 11）。因此，對基本面因子應用盈利修正篩選並未導致因子投資組合明顯偏重於大中型股或小型股。為此，市值偏重亦非影響超額回報的主要因素。

表 10：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值投資組合中小型股平均權重的對比

市場	市淨率			市盈率			市銷率		
	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	85.50	82.33	84.71	79.55	75.86	77.38	81.24	77.25	79.33
中國	13.02	14.80	14.43	10.52	10.99	11.71	20.12	19.07	19.61
香港	57.53	48.44	51.47	49.79	45.74	46.65	62.36	60.68	62.25
印度	70.92	64.94	66.92	66.54	62.36	63.13	72.73	68.40	70.15
日本	58.66	56.66	57.41	54.98	53.66	54.77	55.05	54.05	54.67
南韓	61.37	59.77	62.12	64.96	60.53	64.13	59.59	57.78	60.64
台灣	37.93	33.83	35.08	48.05	40.01	43.42	37.91	34.21	35.61

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 11：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量投資組合中小型股平均權重的對比

市場	應計比率			財務槓桿率			股權回報率		
	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	75.11	71.94	75.10	92.05	90.22	91.92	77.00	75.38	77.40
中國	28.03	25.70	27.14	30.85	29.01	30.12	16.59	16.29	17.50
香港	63.67	55.32	57.79	72.68	66.23	67.79	51.97	50.25	51.90
印度	65.12	61.47	63.97	48.47	44.55	47.41	52.29	49.97	52.07
日本	53.02	49.07	50.06	63.32	60.63	61.66	56.94	53.77	54.87
南韓	67.05	65.90	67.21	79.05	75.20	78.12	67.01	64.78	67.59
台灣	41.36	36.63	40.48	56.31	51.25	54.68	46.99	45.24	47.59

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

在強市、弱市及中性市場中的表現

以往，大多數市場的盈利修正篩選後因子投資組合在弱市期間顯著跑贏可比因子投資組合¹¹（表 12 及表 13）。在弱市期間，應用盈利修正可加強非防禦性策略的防禦性。這與我們在先前的研究文件中的論述一致，即市場參與者往往會在市場處於下行趨勢時更為堅決地沽售盈利修正不佳的股票。¹²

在大多數市場，應用盈利修正的投資組合在弱市期間顯著跑贏可比因子投資組合。

具體而言，大多數市場的每股盈利變化篩選後投資組合在市場處於下行趨勢時跑贏每股盈利擴散篩選後投資組合。

¹¹ 我們根據每個市場的流通量加權綜合市場指數界定該市場的趨勢，月回報超過 1% 的期間為強勢，月回報低於 -1% 的期間為弱市，剩餘期間為中性市場。

¹² 詳情請參閱《在亞洲，盈利修正重要嗎？》。

表 12：盈利修正篩選後價值投資組合在不同市場趨勢下相對於其各自可比價值投資組合的月均超額回報

市場	趨勢	市淨率		市盈率		市銷率	
		每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	強市	0.27	0.14	0.02	-0.03	-0.04	-0.02
	中性	-0.01	-0.05	0.14	0.10	0.07	0.00
	弱市	0.83**	0.59**	0.64**	0.53**	0.41*	0.24
中國	強市	-0.05	0.07	-0.12	-0.03	0.08	0.17
	中性	0.26	0.12	0.35*	0.21	0.32*	0.19
	弱市	0.12	-0.09	0.25*	0.23*	0.15	0.01
香港	強市	0.29	0.26*	0.22	0.28*	0.24	-0.04
	中性	-0.10	-0.02	0.13	-0.10	0.16	-0.10
	弱市	0.35	0.25	0.52*	0.41*	0.55**	0.49*
印度	強市	-0.22	-0.17	-0.21	-0.20	-0.12	-0.03
	中性	0.63*	0.46*	0.55	0.47	0.68*	0.53
	弱市	0.70**	0.37*	0.18	0.10	0.85**	0.54**
日本	強市	-0.25	-0.18*	-0.13	-0.07	-0.13	-0.09
	中性	-0.02	-0.08	-0.15	-0.16	-0.09	-0.17
	弱市	0.38**	0.23*	0.18	0.09	0.34*	0.29**
南韓	強市	-0.28	-0.11	-0.21*	-0.06	-0.29	-0.09
	中性	0.30	0.07	-0.15	-0.03	0.47	0.05
	弱市	0.35*	0.05	0.25	0.22	0.34*	0.06
台灣	強市	-0.05	0.05	-0.07	-0.20	-0.09	-0.09
	中性	-0.15	0.06	0.28	0.12	0.11	0.19
	弱市	0.31	0.25	0.46**	0.26*	0.19	-0.04

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

市場參與者往往會在市場處於下行趨勢時更為堅決地沽售盈利修正不佳的股票。

表 13：盈利修正篩選後質量投資組合在不同市場趨勢下相對於其各自可比質量投資組合的月均超額回報

市場	趨勢	應計比率		財務槓桿		股權回報	
		每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	強市	-0.04	0.15	-0.13	-0.02	-0.17	0.16
	中性	0.05	0.09	0.44	0.13	-0.06	-0.01
	弱市	0.59**	0.34*	0.39*	0.28	0.62**	0.51*
中國	強市	-0.03	0.01	-0.10	0.03	-0.13	0.10
	中性	0.13	-0.04	0.40*	0.52**	0.01	-0.05
	弱市	0.33*	0.13	0.26*	0.11	0.57**	0.42**
香港	強市	0.07	0.05	0.09	0.23*	-0.19	0.00
	中性	0.38	0.35	0.28	0.17	0.08	0.15
	弱市	0.65**	0.54**	0.05	0.08	0.61*	0.62*
印度	強市	-0.43**	-0.18	-0.16	0.04	-0.25	-0.17
	中性	-0.06	0.02	0.14	-0.06	0.26	0.28
	弱市	0.82**	0.54**	0.23	-0.18	0.38*	0.22
日本	強市	-0.25*	-0.13	-0.13	-0.02	0.01	0.13
	中性	-0.12	-0.19	-0.09	-0.13	0.00	-0.06
	弱市	0.21	0.09	0.32**	0.29**	0.21*	0.18*
南韓	強市	-0.06	0.10	-0.16	0.14	-0.28*	-0.14
	中性	0.30	0.03	-0.34	-0.26	-0.02	0.26
	弱市	-0.04	-0.07	0.13	0.20	0.47**	0.47**
台灣	強市	0.05	0.10	-0.19	-0.07	0.13	0.20
	中性	0.23	0.34*	0.42*	0.34	-0.04	-0.22
	弱市	0.17	0.19	0.48**	0.29	0.31*	0.11

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

一般而言，在所研究的大多數市場，盈利修正篩選後因子投資組合可提供更佳回報，且風險低於其各自可比因子投資組合。此外，盈利修正篩選並未導致因子投資組合出現明顯的行業或市值偏重。在弱市期間，大多數市場的盈利修正篩選後因子投資組合顯著跑贏可比因子投資組合。這表示盈利修正策略有效提高了傳統基本面因子投資組合的回報。

在所研究的大多數市場，應用盈利修正提供更佳回報並降低因子投資組合的風險。

將盈利修正策略應用於利用行業中性的大中市值及小市值投資範圍組建的基本面因子投資組合的成效

誠如上一節所論述，應用盈利修正策略的方法並未導致因子投資組合出現明顯的行業或市值偏重。在本節，我們進一步探索對因子投資組合應用盈利修正篩選，來構建行業中性的大中市值及小市值因子投資組合的成效。

對行業中性因子投資組合的成效

行業中性盈利修正篩選後因子投資組合及其各自行業中性可比因子投資組合採用「方法」一節所述的相同方法構建，但股票均從 GICS®行業中選出，再將從每個行業選出的股票匯總成最終的投資組合。

以往，在所研究的大多數市場，除市銷率外，行業中性盈利修正篩選後因子投資組合跑贏其各自行業中性可比因子投資組合（表 14 及表 15）。

此外，在澳洲和香港，所有基本面因子的行業中性盈利修正篩選後因子投資組合均取得超額正回報，這與上一節的結果相一致。

表 14：行業中性盈利修正篩選後價值投資組合相對於其各自行業中性可比價值投資組合的月均超額回報

市場	市淨率		市盈率		市銷率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.17	0.10	0.07	0.04	0.30**	0.13
中國	0.00	0.03	0.08	0.10	0.01	-0.02
香港	0.03	0.00	0.18	0.21*	0.23*	0.20*
印度	0.00	-0.04	0.13	0.15	-0.11	-0.08
日本	-0.04	-0.04	-0.01	0.00	-0.04	-0.02
南韓	-0.06	-0.09	-0.04	0.07	-0.05	-0.06
台灣	0.05	0.10	0.24**	0.09	-0.03	-0.07

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

在澳大利亞和香港，所有基本因素因子的行業中性盈利修正篩選後投資組合均取得超額正回報。

表 15：行業中性盈利修正篩選後質量投資組合相對於其各自行業中性可比質量投資組合的月均超額回報

市場	應計比率		財務槓桿率		股權回報率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變 化篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.03	0.07	0.19*	0.20*	0.07	0.14*
中國	-0.05	-0.06	0.12	0.09	0.15*	0.20**
香港	0.11	0.10	0.18*	0.15*	0.06	0.05
印度	-0.03	0.05	-0.05	0.03	-0.02	0.02
日本	-0.10	-0.07	0.00	0.05	0.04	0.03
南韓	0.10	0.10	0.12	0.23**	0.02	0.05
台灣	0.11	0.23**	0.18*	0.09	0.11	0.02

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

對大中市值因子投資組合的成效

在澳大利亞，所有基本因素因子的大中市值盈利修正篩選後投資組合均取得超額正回報。

大中市值盈利修正篩選後因子投資組合及其各自大中市值可比因子投資組合採用「方法」一節所述的相同方法構建，但股票均從大中市值投資範圍內選出。

在所研究的大多數市場，除市淨率外，以往大中市值盈利修正篩選後因子投資組合跑贏其各自可比大中市值因子投資組合（表 16 及表 17）。澳洲是所有基本面因子的大中市值盈利修正篩選後因子投資組合均取得超額正回報的唯一市場。

表 16：大中市值盈利修正篩選後價值投資組合相對於其各自大中市值可比價值投資組合的月均超額回報

市場	市淨率		市盈率		市銷率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.26	0.19	0.27*	0.11	0.11	0.10
中國	-0.04	-0.03	0.17*	0.22**	0.16	0.17
香港	-0.02	-0.06	0.08	0.07	0.03	0.07
印度	0.01	0.05	-0.01	-0.02	-0.06	0.01
日本	0.05	-0.05	0.04	0.05	0.01	-0.07
南韓	-0.17	-0.15	-0.10	-0.19	0.14	0.08
台灣	0.04	0.07	0.24*	0.07	-0.16	-0.24*

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 17：大中市值盈利修正篩選後質量投資組合相對於其各自大中市值可比質量投資組合的月均超額回報

市場	應計比率		財務槓桿率		股權回報率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.14	0.09	0.14	0.15	0.12	0.17
中國	0.07	0.08	0.17	0.12	0.14	0.17*
香港	0.28*	0.12	0.11	0.21	-0.01	0.09
印度	-0.02	-0.09	0.07	0.03	-0.09	-0.11
日本	-0.02	-0.02	0.02	-0.01	0.00	0.00
南韓	-0.06	0.02	-0.11	0.04	0.11	0.05
台灣	0.20	0.25**	0.16	0.05	0.26*	0.13

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

在澳洲和印度，所有基本因素因子的小市值盈利修正篩選後投資組合均取得超額正回報。

對小市值因子投資組合的成效

小市值盈利修正篩選後因子投資組合及其各自小市值可比因子投資組合採用「方法」一節所述的相同方法構建，但股票均從小市值投資範圍內選出。

在所研究的大多數市場，以往小市值盈利修正篩選後因子投資組合跑贏其各自小市值可比因子投資組合（參見表 18 及表 19）。在澳洲和印度，所有基本面因子的小市值盈利修正篩選後因子投資組合均取得超額正回報。

表 18：小市值盈利修正篩選後價值投資組合相對於其各自小市值可比價值投資組合的月均超額回報

市場	市淨率	市盈率	市銷率
----	-----	-----	-----

	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.41**	0.22	0.24	0.23*	0.24*	0.16
中國	0.00	-0.02	-0.14	0.00	0.17	0.02
香港	0.23	0.17	0.19	0.14	0.28	0.00
印度	0.24*	0.10	0.20	0.12	0.13	0.12
日本	-0.02	0.00	-0.12	-0.05	-0.08	-0.02
南韓	0.15	-0.04	-0.02	0.12	0.07	-0.04
台灣	0.14	0.10	0.06	0.03	0.38*	0.40**

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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及湯森路透。資料按2006年3月31日至2018年3月31日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓BMI指數和標普台灣BMI指數。

表 19：小市值盈利修正篩選後質量投資組合相對於其各自小市值可比質量因子投資組合的月均超額回報

市場	應計比率		財務槓桿率		股權回報率	
	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	0.18	0.10	0.35**	0.27*	0.11	0.28*
中國	0.12	-0.06	0.27	0.04	0.04	0.17
香港	0.23	0.16	0.25	0.20	-0.02	0.21
印度	0.14	0.19	0.09	0.04	0.08	0.16
日本	-0.10	-0.14	-0.05	0.07	0.04	-0.01
南韓	0.24*	0.15	-0.14	0.12	0.10	0.35**
台灣	0.21	0.12	0.26*	0.13	-0.01	-0.02

所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。*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及湯森路透。資料按2006年3月31日至2018年3月31日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓BMI指數和標普台灣BMI指數。

結果顯示，就大多數質量基本面因子而言，盈利修正篩選後因子投資組合對於行業中性的大中市值和小市值投資範圍仍然有效。就價值基本面因子而言，盈利修正篩選的成效會大打折扣。

就大多數質量基本因素因子而言，盈利修正篩選後投資組合對於行業中性的大中市值和小市值投資範圍仍然有效。

結論

在本研究文件中，我們對價值因子（市淨率、市盈率及市銷率）和質量因子（應計比率、財務槓桿率及股本回報率）應用兩項盈利修正策略（每股盈利變化和每股盈利擴散），以評估盈利修正策略能否使基本面因子投資組合產生更佳回報。我們檢驗了2006年3月31日至2018年3月31日期間的七個泛亞洲市場——澳洲、中國、香港、印度、日本、南韓及台灣。

結果顯示，在所研究的大多數市場，對基本面價值和質量因子應用盈利修正篩選產生更佳回報。從統計數據來看，在各個市場中，澳洲和香港的大多數基本面因子的盈利修正篩選後因子投資組合均取得相對於其各自可比因子投資組合的顯著超額正回報。

對基本面因子應用盈利修正顯著降低了價值和質量因子的風險。此外，對基本面因子採用盈利修正篩選的方法並未導致投資組合周轉率顯著上升，或出現明顯的行業或市值偏重。

我們還發現，在大多數市場，盈利修正篩選後因子投資組合在弱市期間顯著跑贏可比因子投資組合。

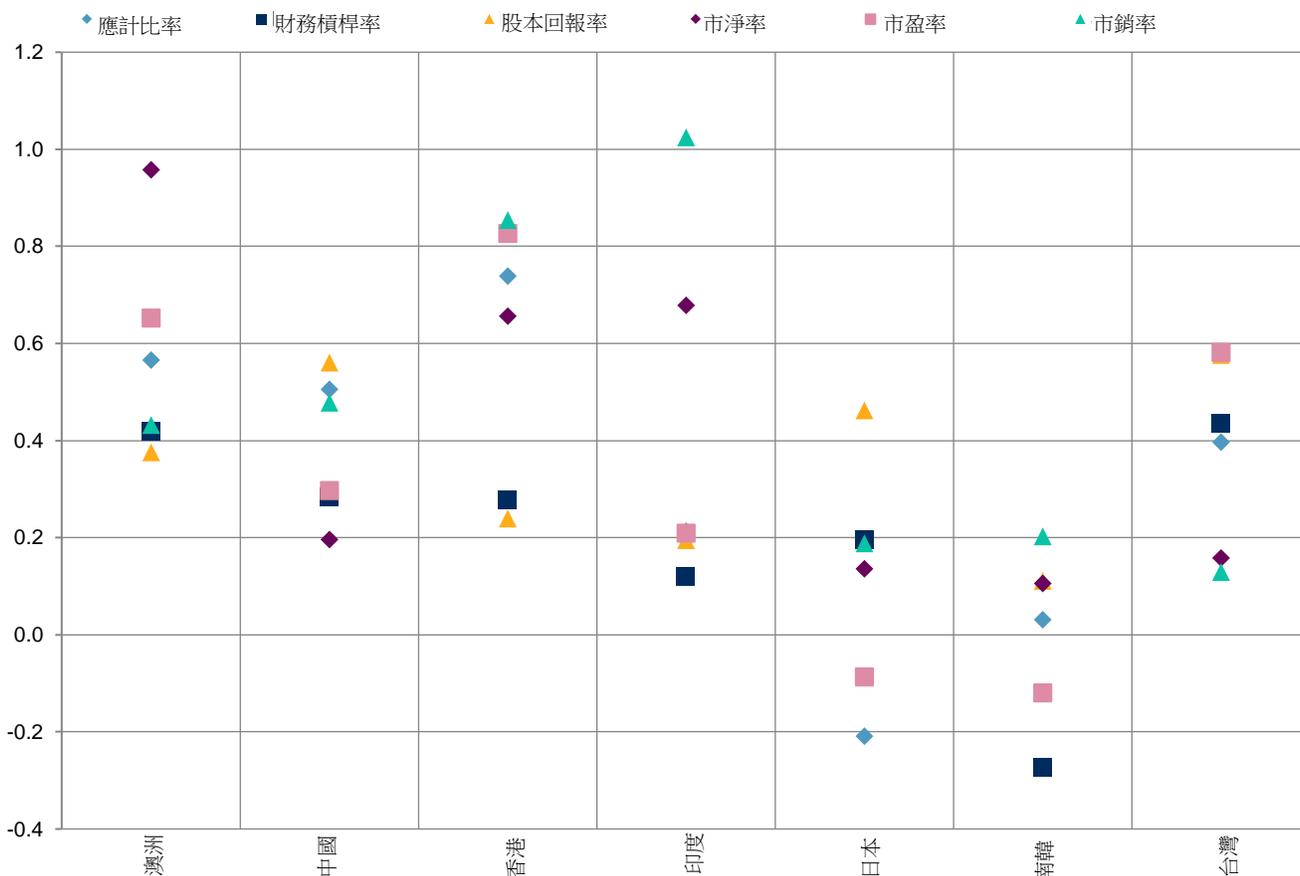
就大多數質量因子而言，對基本面因子應用盈利修正對行業中性的大中市值及小市值投資範圍仍然有效。就價值因子而言，盈利修正篩選的成效會大打折扣。

研究結果顯示，盈利修正釋放的信號即使對基本面因子策略亦很重要，因為以往在大多數市場，盈利修正篩選後因子投資組合在降低風險的同時，提高了可比因子投資組合的回報。

盈利修正釋放的信號即使對基本因素因子策略亦很重要。

附錄

表 20：每股盈利變化篩選後因子投資組合與其各自可比因子投資組合的信息比率對比



所示的所有投資組合均為假設並已作回溯測試。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。表現按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。盈利變化按每股盈利預測的變動除以前一項每股盈利預測的絕對值計算。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。有關與回溯測試表現相關的內在限制的詳情，請參閱本文件末的「表現披露」部分。

表 21：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值因子投資組合的等權重表現對比

市場	指標	市淨率			市盈率			市銷率		
		可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴 散篩選	可比因子	每股盈利變 化篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	年化回報 (%)	-2.22	3.37	1.43	-1.31	2.30	1.36	2.85	4.84	4.07
	年化波幅 (%)	25.60	23.17	23.56	25.77	23.29	23.71	23.28	21.48	21.85
	風險調整回 報	-0.09	0.15	0.06	-0.05	0.10	0.06	0.12	0.23	0.19
中國	年化回報 (%)	19.76	20.46	19.95	18.44	19.51	19.91	21.16	22.75	22.43
	年化波幅 (%)	33.77	33.20	33.84	35.91	34.96	35.23	34.14	34.52	34.97
	風險調整回 報	0.58	0.62	0.59	0.51	0.56	0.57	0.62	0.66	0.64
香港	年化回報 (%)	9.04	12.53	11.96	9.15	13.22	12.50	6.09	10.54	7.87
	年化波幅 (%)	29.18	27.86	28.80	25.95	24.81	25.52	26.69	25.28	24.92
	風險調整回 報	0.31	0.45	0.42	0.35	0.53	0.49	0.23	0.42	0.32
印度	年化回報 (%)	7.58	11.21	9.71	14.66	15.76	15.32	11.21	16.39	15.11
	年化波幅 (%)	39.60	37.06	37.19	34.65	32.66	32.51	37.24	35.05	35.59
	風險調整回 報	0.19	0.30	0.26	0.42	0.48	0.47	0.30	0.47	0.42
日本	年化回報 (%)	7.03	7.56	6.99	5.03	4.75	4.66	7.38	8.12	7.83
	年化波幅 (%)	22.46	20.71	21.30	21.96	21.18	21.53	21.35	19.82	20.26
	風險調整回 報	0.31	0.36	0.33	0.23	0.22	0.22	0.35	0.41	0.39
南韓	年化回報 (%)	9.40	9.91	9.16	6.67	6.21	7.25	7.82	8.80	7.66
	年化波幅 (%)	23.87	23.39	23.46	22.83	22.05	22.48	25.80	24.66	25.69
	風險調整回 報	0.39	0.42	0.39	0.29	0.28	0.32	0.30	0.36	0.30
台灣	年化回報 (%)	8.07	8.83	9.71	7.99	10.23	8.12	7.54	8.13	7.30
	年化波幅 (%)	24.26	23.68	23.85	23.32	22.21	22.48	22.32	21.40	21.95
	風險調整回 報	0.33	0.37	0.41	0.34	0.46	0.36	0.34	0.38	0.33

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 22：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量因子投資組合的等權重表現對比

市場	指標	應計比率			財務槓桿率			股權回報率		
		可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選	可比因子	每股盈利變化篩選	每股盈利擴散篩選
澳洲	年化回報 (%)	5.12	7.81	7.92	2.09	4.05	3.48	8.18	10.04	11.73
	年化波幅 (%)	18.40	16.45	17.34	20.51	18.91	19.81	20.19	18.21	19.15
	風險調整回報	0.28	0.47	0.46	0.10	0.21	0.18	0.41	0.55	0.61
中國	年化回報 (%)	19.38	21.17	20.22	20.87	22.11	22.29	18.07	20.34	21.15
	年化波幅 (%)	30.67	30.16	30.42	31.91	31.27	31.70	32.07	31.00	31.70
	風險調整回報	0.63	0.70	0.66	0.65	0.71	0.70	0.56	0.66	0.67
香港	年化回報 (%)	7.13	11.13	10.35	4.71	6.10	6.86	7.83	9.40	10.78
	年化波幅 (%)	20.99	19.93	20.50	22.33	22.54	22.71	25.60	23.67	24.39
	風險調整回報	0.34	0.56	0.50	0.21	0.27	0.30	0.31	0.40	0.44
印度	年化回報 (%)	17.06	18.04	18.62	14.77	15.27	14.21	16.07	17.18	16.95
	年化波幅 (%)	26.60	24.45	25.27	21.13	19.63	20.80	22.95	20.11	20.64
	風險調整回報	0.64	0.74	0.74	0.70	0.78	0.68	0.70	0.85	0.82
日本	年化回報 (%)	6.30	5.60	5.46	6.80	7.29	7.59	2.05	3.13	3.33
	年化波幅 (%)	19.12	18.00	18.67	15.94	15.22	15.46	19.37	18.79	19.27
	風險調整回報	0.33	0.31	0.29	0.43	0.48	0.49	0.11	0.17	0.17
南韓	年化回報 (%)	9.02	9.14	9.37	7.59	6.52	8.80	5.89	6.41	7.79
	年化波幅 (%)	20.34	20.60	20.74	18.55	17.28	18.05	21.86	20.08	21.03
	風險調整回報	0.44	0.44	0.45	0.41	0.38	0.49	0.27	0.32	0.37
台灣	年化回報 (%)	8.57	10.15	10.70	7.09	9.01	8.73	5.43	7.68	6.77
	年化波幅 (%)	21.67	21.46	21.84	23.21	21.49	22.43	23.57	22.79	23.66
	風險調整回報	0.40	0.47	0.49	0.31	0.42	0.39	0.23	0.34	0.29

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 23：盈利修正篩選後價值投資組合與其各自可比價值因子投資組合的流通市值加權表現對比

市場	指標	BMI	市淨率			市盈率			市銷率		
			可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	年化回報 (%)	5.35	3.40	6.23	7.77	2.76	6.18	2.83	8.27	8.19	9.65
	年化波幅 (%)	13.85	22.30	19.18	19.84	21.75	18.39	20.64	17.19	15.01	15.28
	風險調整回報	0.39	0.15	0.33	0.39	0.13	0.34	0.14	0.48	0.55	0.63
中國	年化回報 (%)	14.99	19.27	19.01	18.93	18.21	19.27	20.40	18.30	19.86	19.33
	年化波幅 (%)	31.98	33.26	32.94	33.46	35.34	34.83	34.95	33.14	33.08	33.33
	風險調整回報	0.47	0.58	0.58	0.57	0.52	0.55	0.58	0.55	0.60	0.58
香港	年化回報 (%)	8.29	10.51	11.14	10.76	10.24	11.55	10.63	8.53	9.57	8.52
	年化波幅 (%)	20.79	27.32	26.95	27.16	22.85	22.29	22.47	22.07	21.72	21.21
	風險調整回報	0.40	0.38	0.41	0.40	0.45	0.52	0.47	0.39	0.44	0.40
印度	年化回報 (%)	11.53	8.61	10.77	9.14	15.30	15.67	14.59	12.29	17.07	16.04
	年化波幅 (%)	23.12	39.35	36.65	36.87	34.03	32.28	31.61	34.22	31.61	31.74
	風險調整回報	0.50	0.22	0.29	0.25	0.45	0.49	0.46	0.36	0.54	0.51
日本	年化回報 (%)	1.78	5.47	6.45	5.52	3.48	3.09	2.56	2.84	3.56	2.77
	年化波幅 (%)	18.15	22.75	21.66	22.18	21.72	21.19	21.71	22.93	21.88	22.10
	風險調整回報	0.10	0.24	0.30	0.25	0.16	0.15	0.12	0.12	0.16	0.13
南韓	年化回報 (%)	7.41	8.85	8.40	8.27	11.61	8.63	5.42	8.25	9.67	11.26
	年化波幅 (%)	17.36	20.97	22.59	21.96	23.63	21.81	22.67	24.39	22.96	24.33
	風險調整回報	0.43	0.42	0.37	0.38	0.49	0.40	0.24	0.34	0.42	0.46
台灣	年化回報 (%)	6.98	4.64	5.93	5.78	11.58	12.72	10.72	5.38	6.97	4.29
	年化波幅 (%)	19.05	22.87	22.83	22.68	20.16	19.16	19.36	21.58	21.38	21.30
	風險調整回報	0.37	0.20	0.26	0.25	0.57	0.66	0.55	0.25	0.33	0.20

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

表 24：盈利修正篩選後質量投資組合與其各自可比質量因子投資組合的流通市值加權表現對比

市場	指標	BMI	應計比率			財務槓桿			股權回報		
			可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選	可比因子	每股盈利變化 篩選	每股盈利擴散 篩選
澳洲	年化回報 (%)	5.35	6.71	8.30	10.15	3.54	5.85	7.74	6.06	6.37	7.14
	年化波幅 (%)	13.85	13.61	13.72	14.04	17.83	17.26	17.54	16.86	15.85	15.83
	風險調整回報	0.39	0.49	0.60	0.72	0.20	0.34	0.44	0.36	0.40	0.45
中國	年化回報 (%)	14.99	17.15	18.09	18.32	17.96	19.79	19.56	17.96	18.50	19.17
	年化波幅 (%)	31.98	29.78	29.81	29.84	30.20	29.55	30.33	30.80	30.87	30.80
	風險調整回報	0.47	0.58	0.61	0.61	0.59	0.67	0.64	0.58	0.60	0.62
香港	年化回報 (%)	8.29	3.98	5.71	5.21	6.32	6.65	6.90	10.34	10.86	11.62
	年化波幅 (%)	20.79	20.78	20.61	20.81	26.91	25.46	25.90	24.38	24.06	24.68
	風險調整回報	0.40	0.19	0.28	0.25	0.23	0.26	0.27	0.42	0.45	0.47
印度	年化回報 (%)	11.53	13.26	14.17	13.88	12.78	12.42	11.75	10.98	12.43	11.07
	年化波幅 (%)	23.12	21.82	20.61	20.79	17.80	17.52	17.84	19.63	18.17	18.35
	風險調整回報	0.50	0.61	0.69	0.67	0.72	0.71	0.66	0.56	0.68	0.60
日本	年化回報 (%)	1.78	2.88	1.42	1.37	6.42	6.69	6.68	0.79	1.21	1.42
	年化波幅 (%)	18.15	19.94	19.48	19.41	16.34	16.13	16.17	20.08	19.10	19.05
	風險調整回報	0.10	0.14	0.07	0.07	0.39	0.41	0.41	0.04	0.06	0.07
南韓	年化回報 (%)	7.41	9.86	9.97	10.08	6.83	10.16	6.67	4.20	3.55	2.21
	年化波幅 (%)	17.36	19.07	19.05	19.36	15.39	15.96	15.68	21.51	19.37	19.66
	風險調整回報	0.43	0.52	0.52	0.52	0.44	0.64	0.43	0.20	0.18	0.11
台灣	年化回報 (%)	6.98	3.64	6.92	9.96	6.99	9.11	10.27	9.37	12.90	11.34
	年化波幅 (%)	19.05	19.03	18.80	19.03	17.64	16.58	17.29	22.64	20.17	20.64
	風險調整回報	0.37	0.19	0.37	0.52	0.40	0.55	0.59	0.41	0.64	0.55

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司、Factset 及湯森路透。資料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期間以當地貨幣計量的月度總回報計算。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。請參閱本文件末的「表現披露」部分，了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、標普南韓 BMI 指數和標普台灣 BMI 指數。

標普道瓊斯指數研究撰稿人		
Sunjiv Mainie, 特許金融分析師、 國際數量金融工程證書	全球主管	sunjiv.mainie@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
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
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
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
Akash Jain	助理總監	akash.jain@spglobal.com
Liyu Zeng, 特許金融分析師	總監	liyu.zeng@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 Cairns	高級分析師	andrew.cairns@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	董事總經理	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 日發佈。指數發佈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編制方法與發佈日期生效的編制方法一致。完整的指數編制方法詳情載於 www.spdji.com。

標普道瓊斯指數對各種日期加以定義，以便協助客戶清楚了解自己的產品。起值日是特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。發佈日期是指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數發佈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佈日期定義為已知已向公眾發佈（例如通過公司的公開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 日前介紹的道瓊斯品牌指數，發佈日期（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為「介紹日」）設定為禁止對指數編制方法作出進一步變更的日期，而該日期可能早過指數的公開發佈日期。

指數的過往表現不代表未來投資結果。建構指數所採用編制方法的前瞻性應用，未必會帶來與所示回溯測試回報相符的表現。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、成分股增減準則以及所有的指數計算），請到 www.spdji.com 參閱指數的編制方法。

回溯測試資料的另一局限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編制方法的運用和對指數成分股的選擇。任何假設的計算均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素在編寫所列指數資料時通常無法、也從未被納入考慮，但這些因素都會影響實際表現。

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持有關指數，並計算所列表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追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。舉一個簡單例子，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，在期末還按資產對投資徵收 1.5% 的實際費用（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

© 2018 年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，但可根據指數透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、軟件或其他應用程式或其輸出結果）或其任何部分（「有關內容」），亦不得將有關內容儲存於資料庫或檢索系統。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供應商及授權人（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。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，而不論原因為何。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；保證不存在程式缺陷、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式，對所獲取的與各項分析流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。