

# 物競天擇： 股票行業板塊的戰術 與戰略應用

## 作者

**Joseph Nelesen 博士**

專業團隊主管

指數投資策略

[joseph.nelesen@spglobal.com](mailto:joseph.nelesen@spglobal.com)

**Tim Edwards 博士**

董事總經理

指數投資策略

[tim.edwards@spglobal.com](mailto:tim.edwards@spglobal.com)

近年來，**標普 500 指數® 行業板塊**的兩極分化異常突出，2022 年表現最佳和最差的板塊更是天差地別，研究行業板塊選擇效應的機會也躍然而出 (參見圖 1) <sup>1</sup>。全球投資環境瞬息萬變，但標普 500 指數行業板塊始終是主動和被動投資組合構建的重要工具，其作用不容小覷。

本文將重點關注以下幾個方面：

- 盤點不同行業板塊的特徵、表現以及對股票投資收益的影響；
- 評估偏斜對主動型股票、板塊和行業選擇的影響；
- 介紹有關在戰略和戰術投資組合中應用行業指數的案例研究。

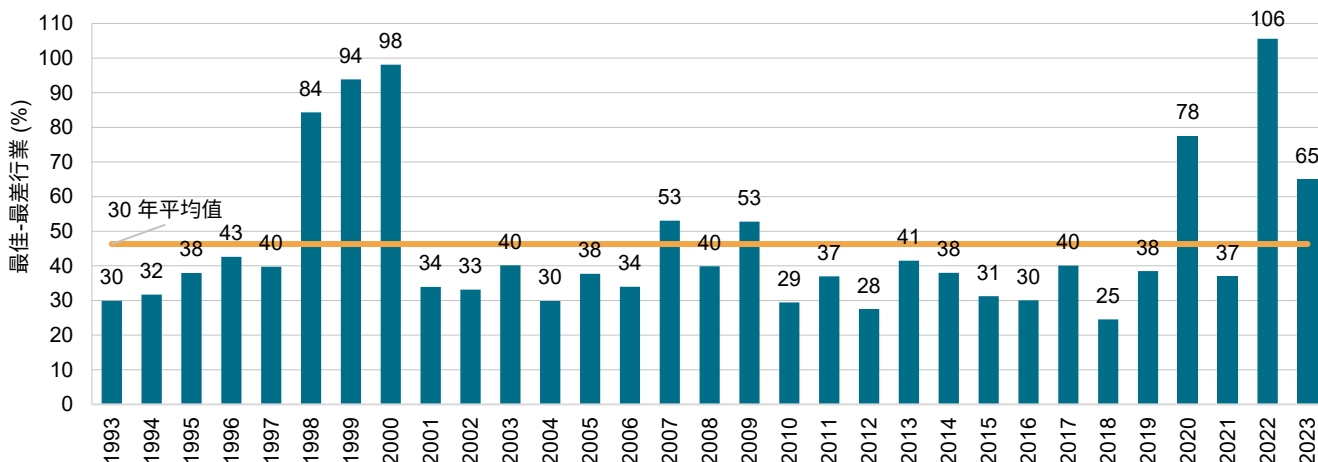
<sup>1</sup> GICS® (全球行業分類標準) 誕生於 1999 年，並隨著時間推移不斷發展。所有數據和分析均基於原始指數水準，包括 GICS 調整和指數成分的重新分類。有關 GICS 編製方法和分類的更多詳細信息，請參閱

[www.spglobal.com/spdji/tc/documents/methodologies/methodology-gics.pdf](http://www.spglobal.com/spdji/tc/documents/methodologies/methodology-gics.pdf)。

請註冊接收我們最新的研究報告、教育和評論文章：

[on.spdji.com/SignUpTC](https://on.spdji.com/SignUpTC)。

圖 1：標普 500 指數行業板塊表現最佳與最差總收益點差 (年度)



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2023 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 目錄

1.	引言 .....	3
2.	GICS®：全球行業分類方法 .....	4
3.	行業板塊的表現概覽 .....	6
4.	行業板塊對個股表現的影響 .....	7
5.	板塊內的個股偏斜度和分散度 .....	13
6.	調整後的等權重精選行業指數 .....	17
7.	行業板塊關係：風險、收益和相關性 .....	20
8.	結論 .....	29
9.	附錄 .....	30

# 1. 引言

「深入觀察自然，才能更好地認識萬事萬物。」

阿爾伯特·愛因斯坦

股票市場就好比一片茂密的雨林，歷經數個世紀的發展，各種新型投資方式不斷湧現又消失不見，但雨林始終枝繁葉茂。這種相互交織的複雜體系充滿生機、引人著迷，永遠吸引著勇敢的投資者不斷尋求以下問題的答案：決定個股行為的特徵是什麼？如何才能利用這些特徵協助我們感知世界？雨林在不斷進化，多彩紛呈的新奇物種吸引著探險家的嗅覺；而一棵枝繁葉茂、聳立於蒼穹之上的高大古樹更讓人無比嚮往，希望一探究竟。與行業板塊一樣，這棵樹不僅萬古長青，同時也與周圍的股票生態系統交織在一起，揭示了有關如何面對山河變遷巍然不動，永保生命力的祕訣。

本文將探討行業板塊因子經久不衰的力量在如何決定市場走向，成為各種投資策略的支柱框架。通過主動選股創造收益的誘惑經久不衰，但能否跑贏指數也始終飄忽不定。數十年的數據表明，有時**行業板塊**要比個股更能有效地分散風險，表達對全球市場和經濟狀況的看法。

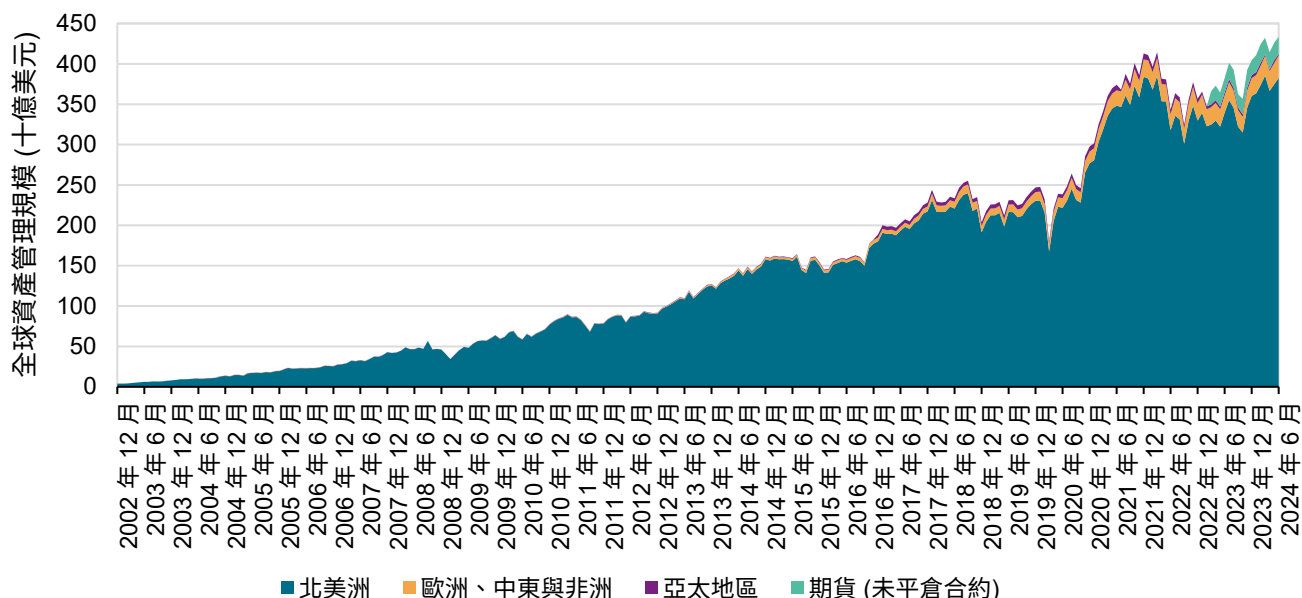
我們將分析各行業板塊在二十一世紀不同市場週期中的歷史表現，揭示行業板塊因子恒久不衰的規律，突出行業板塊因子在**提高全球投資組合多元化水準和業績表現**方面的潛力。

行業板塊是具有相似商業模式和風險因子的證券集合，相應類型的公司具有超越國界的共同特徵，因此對全球投資者具有十分重要的意義<sup>2</sup>。越來越多的投資者在不斷增長的高流動性指數化策略中運用行業板塊方法，持倉期也日漸多樣化，這從相關交易所交易基金 (ETF) 的資產規模可見一斑 (見圖 2)。本文分析了行業板塊指數的歷史表現，測試了通過**戰略性**長期配置一個或多個行業板塊來保證敞口穩定或糾正意外偏差，以及通過**戰術性**使用行業板塊方法，根據市

<sup>2</sup> 參見 Edwards、Tim、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Francesca Bruna Pipino 的文章 [〈標普 500 指數行業板塊的全球應用〉](#)，標普道瓊斯指數，2018 年。

場或經濟狀況變化調整配置。結果再次證實了行業板塊因子之所以能成為現代股票配置基石背後的力量。

圖 2：行業板塊相關 ETF 和期貨的管理資產規模



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。數據截至 2024 年 3 月 28 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。有關圖表 2 中計算所含 ETF 的完整列表，請參閱附錄 D。

## 2. GICS<sup>®</sup>：全球行業分類方法

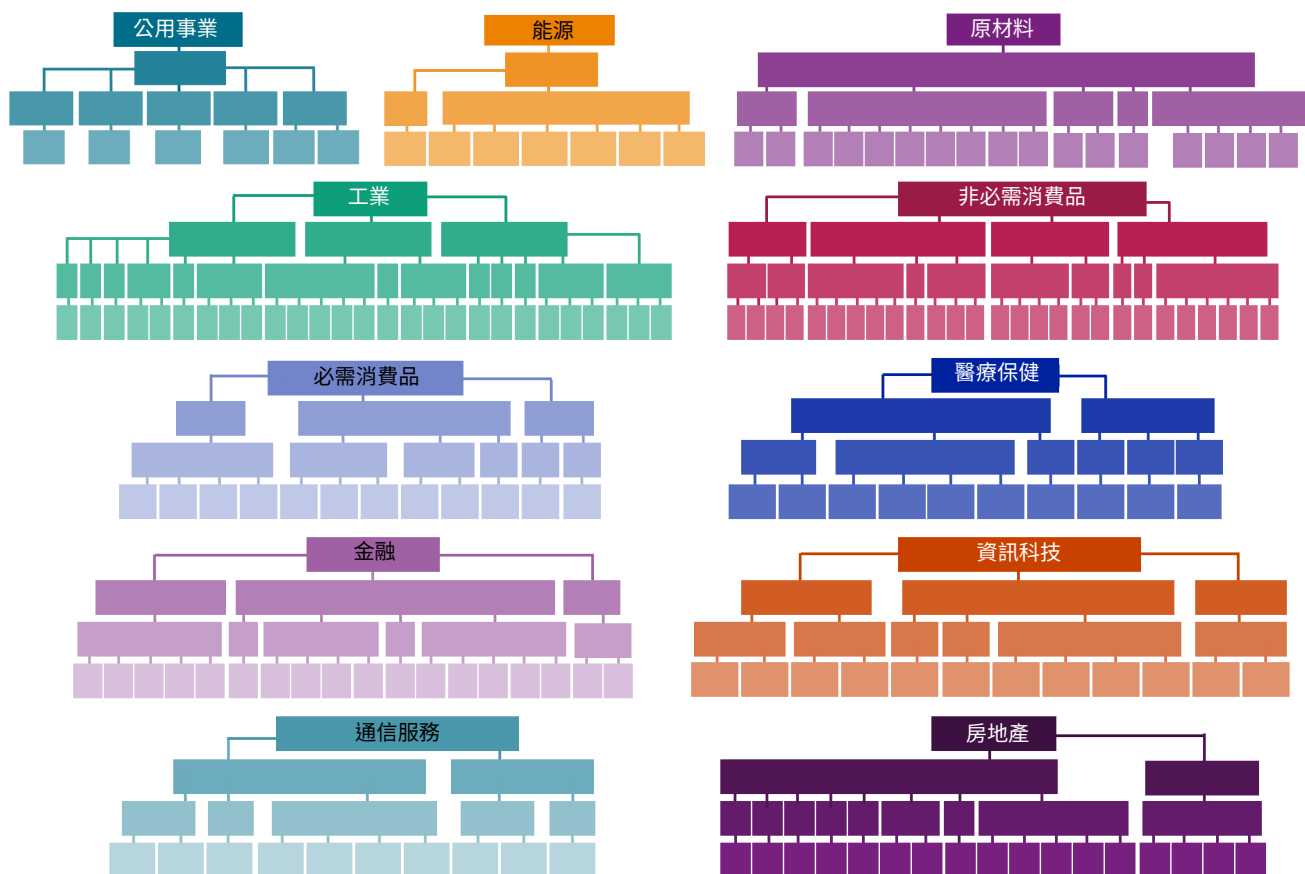
許多人也許都還記得，界、門、綱、目、科、屬、種，這是自十八世紀以來對 120 多萬種生物進行分類所遵循的層次結構，具有相似特徵的生物歸入相應的組別，層層遞進，形成整個紛繁複雜的體系。人們通常不會將家裡的狗叫做家犬亞種 (*canis lupus familiaris*)，但我們會下意識知道這些毛茸茸的小可愛與周圍的其他狗狗會有哪些共同之處。股票也不例外，綜合全面且不斷發展的全球行業分類標準 (GICS) 有助於對全球數以萬計的股票進行梳理，理解特定股票子集所共有的商業模式、經濟敏感性和其他特徵。

圖 3 顯示全球行業分類標準的層次結構從頂層向下分支，特異性也越來越強，使用定量和定性規則將股票歸為 163 個子行業、74 個行業、25 個行業組別和 11 個板塊<sup>3</sup>。例如，Harley

<sup>3</sup> 數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。GICS (全球行業分類標準) 匯總分類，截至 2023 年 3 月的分類調整。

Davidson 2023 年逾 80% 的收入來自摩托車及相關產品銷售，因此歸入 GICS 摩托車製造商子行業，再歸入汽車行業，然後再歸入汽車與零部件行業組別，最終歸入最頂層的可選消費品板塊<sup>4</sup>。

**圖 3：GICS (全球行業分類標準) 的層級結構——11 個板塊、25 個行業組別、74 個行業和 163 個子行業**



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。GICS (全球行業分類標準) 匯總分類，截至 2023 年 3 月的分類調整。圖表僅供說明。

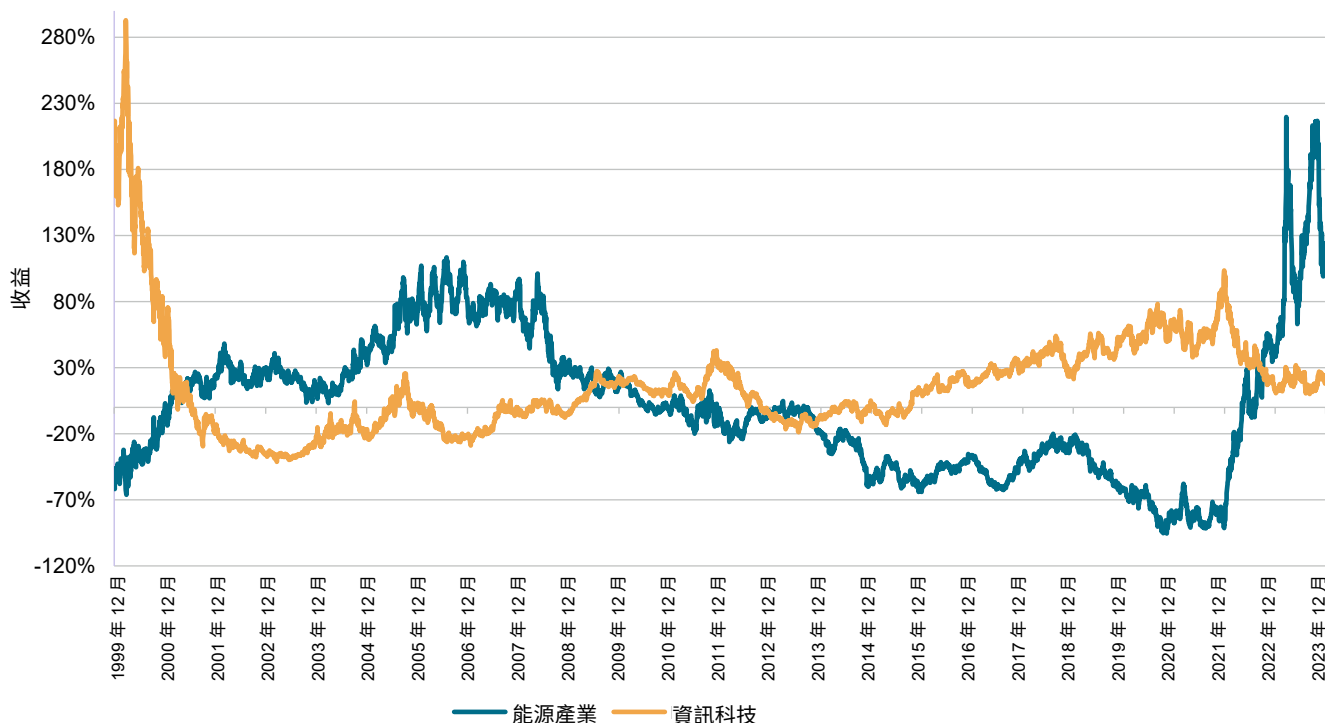
**GICS 的結構有助投資者首先進行無比重要的評估**，了解公司所從事的業務類型、與其他公司相比的表現情況對其影響最大的全球風險因素類型。此外還有利於創建行業板塊指數，支持 ETF 等基於公認類別的投資產品。

<sup>4</sup> 數據來源：Harley-Davidson 2023 年年度報告。

### 3. 行業板塊的表現概覽

GICS 經久不衰的一個重要特點是它遵循通用的命名規則，使用公認且與過去保持一致的分組來比較股票的長期表現。這些命名其實是投資者和研究人員慣用的一種簡寫。當與人討論「金融」板塊的表現時，雙方會立即知道所指的是哪類股票，而不必就具體的股票代碼開展辯論。為支持這種框架，GICS 將股票分為相互獨立的經濟分組，每個分組內部的表現以及回應風險因子的方式保持一致，分組之間的差異卻相當顯著。例如，資訊科技和能源產業板塊都具有相對較高的波動性，但相互之間呈負相關性，在不同市場週期中的表現也大相迥異（見圖 4）。

圖 4：精選標普 500 指數行業板塊的滾動三年超額收益



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據基於 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期間精選標普 500 行業指數相對於標普 500 指數的滾動三年超額收益。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 4. 行業板塊對個股表現的影響

行業板塊觀點在投資組合構建和分析中具有雙重作用：行業指數可以用於被動投資經濟的不同部門，當然也可以 (且經常) 在主動策略中使用。這兩類投資者對行業指數的總體興趣似乎進一步提升——至少追蹤標普道瓊斯指數的產品是如此 (見圖 2)。

豐富的行業板塊指數選擇讓被動型投資者能夠方便地構建針對性的多元化投資組合，而主動型投資者也可以在策略和策略配置中使用行業板塊產品 (如 ETF) 來表達投資觀點。之所以要在投資組合中主動使用行業板塊成分，主要基於以下兩個因素，其中第一個因素已廣為人知，但第二個因素不太為人所知：1) 個股表現與其分類相似的程度，這決定了行業板塊因子對收益的重要性<sup>5</sup>；2) 特定行業板塊內股票收益的偏斜度，與所有股票或所有行業板塊收益的偏斜度比較，這決定了選中「贏家」的機率高低。

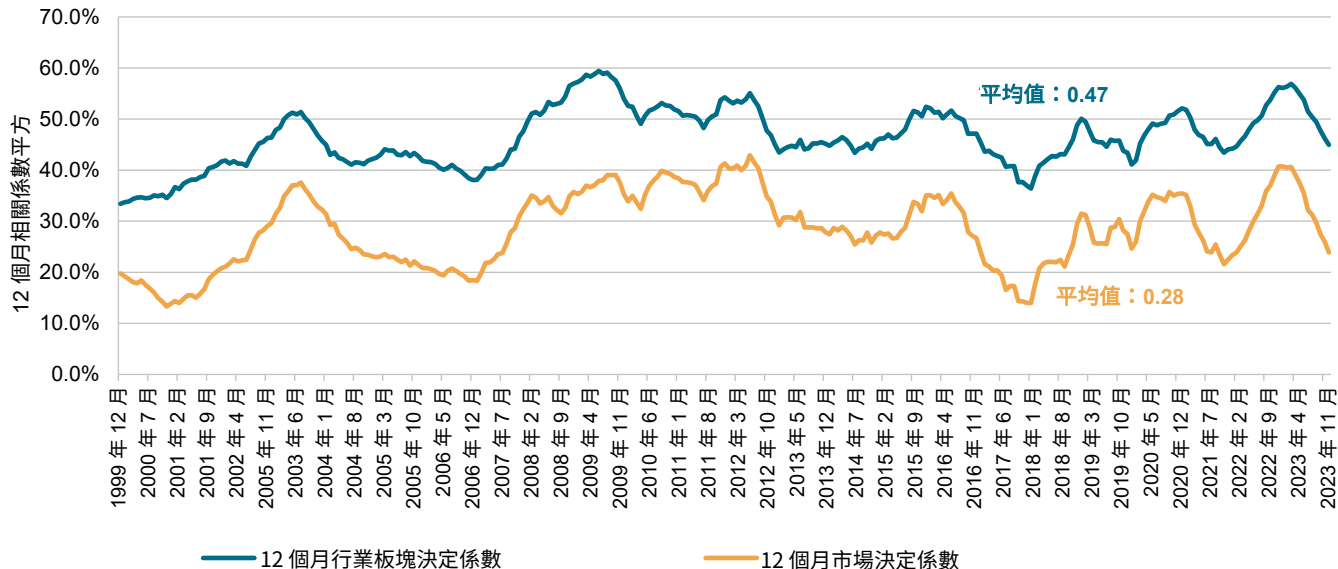
### 再探個股與行業板塊的相關性

行業板塊的整體命運決定了很大一部分成分股的表現。例如，從本世紀初至今，行業板塊成分股在統計上大約貢獻了標普 500 指數成分股平均日收益的一半 (見圖 5)<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 參見 Edwards、Tim、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Francesca Bruna Pipino 的文章〈[標普 500 指數行業板塊的全球應用](#)〉，標普道瓊斯指數，2018 年。

<sup>6</sup> 數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。基於標普道瓊斯指數從 1999 年 12 月到 2022 年 6 月的月度相關性統計數據。此處的相關性平方 (即「決定係數」) 統計數據是一種通過一個變數的變化來解釋另一個變數的方差比例。股票與行業的決定係數為 0.47，與市場的決定係數為 0.28。

**圖 5：標普 500 指數行業板塊在很大程度上決定了個股表現**

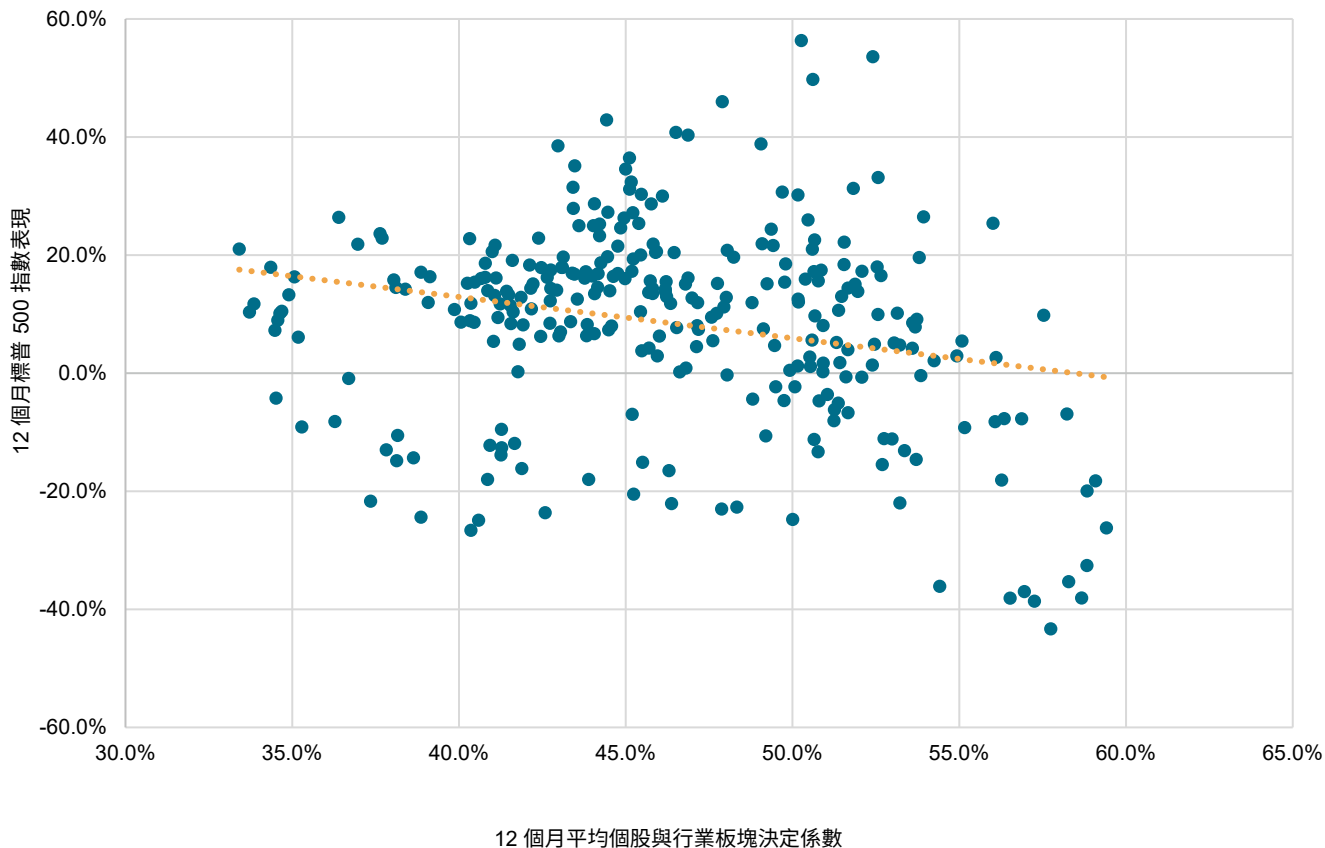


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。滾動 12 個月數據基於股票與行業板塊以及與標普 500 指數的相關性，每月計算一次。

事實證明，個股的行業分類對其收益更為重要，同期的決定係數平均值為 0.52，而整體市場 (此例中為標普 1500® 指數) 對個股價格變動的決定係數為 0.27。圖 6 進一步證明，個股與行業板塊的相關性在市場低迷時期尤其高，因為當投資者面臨極具挑戰的投資環境時，行業板塊趨勢通常比個股的具體情況更為重要。



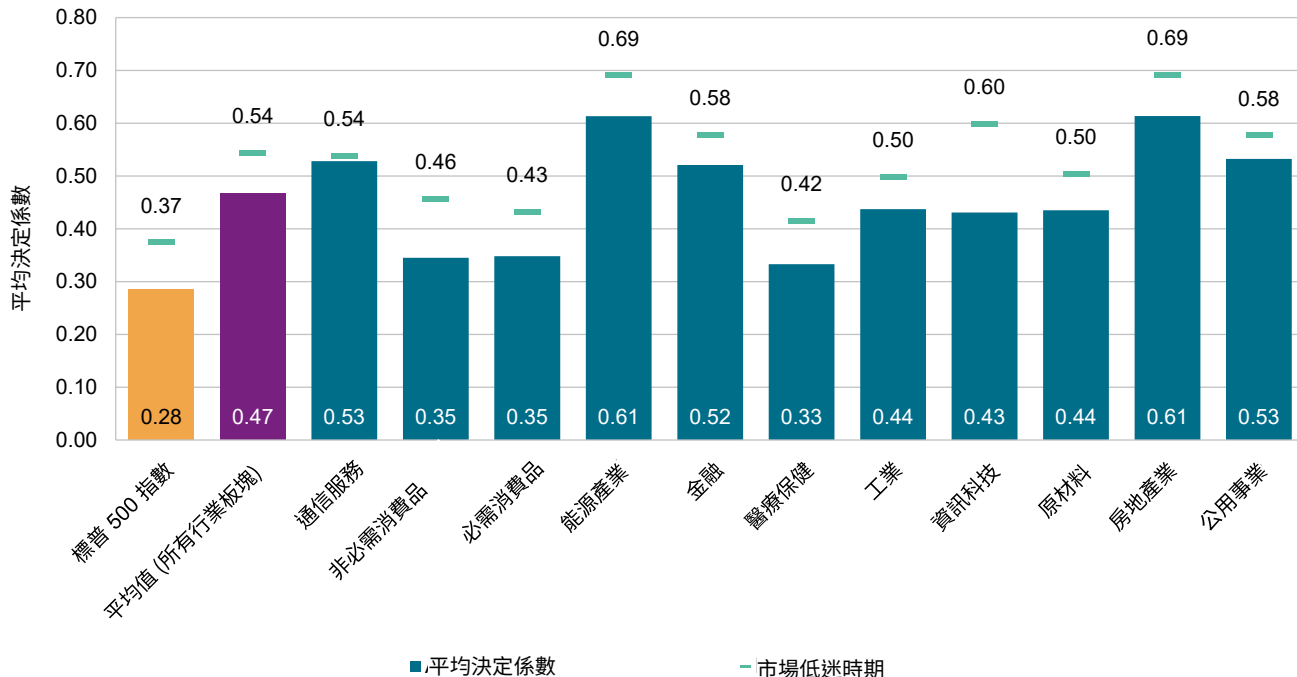
圖 6：標普 500 指數的表現以及個股與行業板塊的平均決定係數



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。滾動 12 個月數據基於股票與行業板塊以及與標普 500 指數的相關性，每月計算一次。過往表現並不能保證未來業績。

圖 7 從另一個角度按行業板塊逐一總結了成分股與各自行業板塊的平均相關性高低，並突出顯示了在精選市場危機時期達到的相關性水準。

圖 7：個股與行業板塊以及與整體市場的平均決定係數



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。數據基於個股與行業板塊以及與標普 500 指數的平均月度決定係數。自 1999 年以來市場低迷時期的平均值包括互聯網泡沫破滅、全球金融危機、新冠疫情爆發和 2022 年熊市期間的峰谷落差。日期詳情詳見附錄。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

據稱「選股」技巧的作用在股市承壓時期會更大。但正如前面的圖所示，行業板塊的命運在危機中更為重要。這由此帶來一個特別重要的問題：行業板塊選擇技巧是否更具價值？個股相對於業績比較基準的表現在理論上屬於零和遊戲，不過在權衡是關注選對個股還是選對行業時還有另一個維度。下一節將會指出，天平不會始終保持平衡；而將關注的重點放在行業板塊上，而不是個股時，結果也將截然不同。

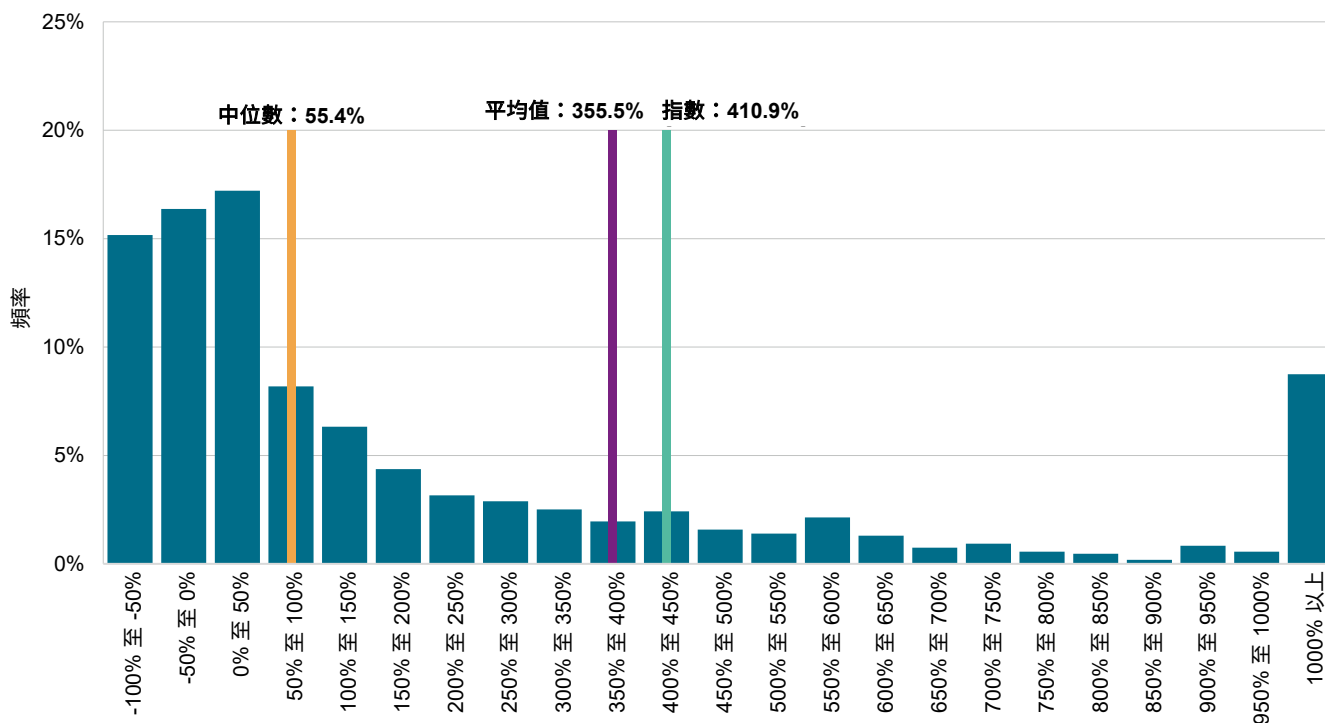
## 獵手還是獵物？

## 偏斜度在個股和行業板塊表現中的作用

主動策略要想獲得成功，不僅需要有跑贏業績基準的機會 (即取得差異化的表現)，同時也需要有選對優勝者的高機率。後者決定了行業板塊或個股選擇前景的重要區別，因為任何一個選擇可能跑贏基準的概率千差萬別。

區分這兩種方法 (個股與行業板塊) 的關鍵在於考慮可獲得收益的偏斜度。正偏斜收益對選對個股這一挑戰的影響在整體指數層面已廣為人知：如無相應的技巧或運氣，或既無技巧也無運氣，那麼在整體市場基準指數中選對個股的概率通常遠低於 50%，尤其是從較長投資期限來看<sup>7</sup>。圖 8 顯示，從 1999 年 12 月到 2023 年 12 月期間，標普 500 指數中 76% 的股票跑輸平均水準。由於只有極少的股票跑贏，選對贏家的機會自然也微乎其微。

圖 8：標普 500 指數個股收益分佈

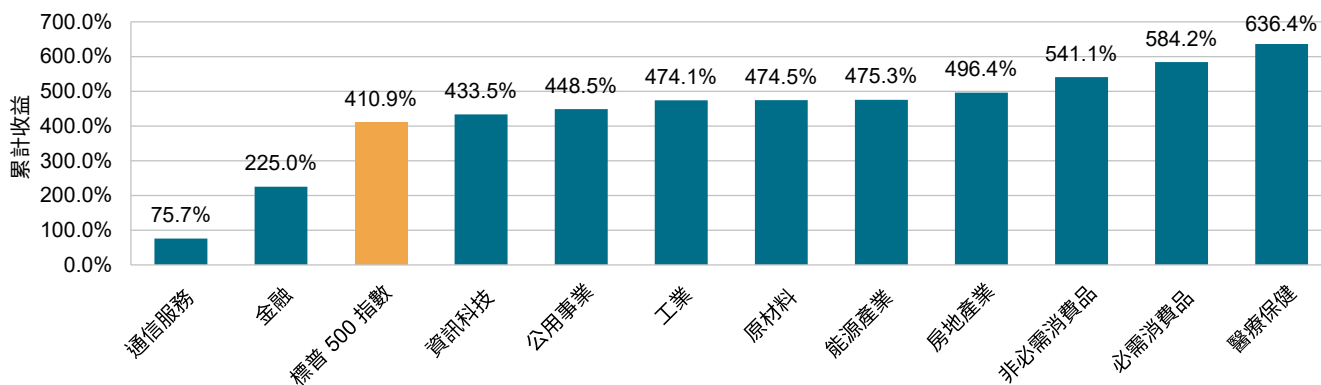


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

<sup>7</sup> 《信念的愚弄》(2015 年)、《痛苦與狂喜》(摩根大通)、Bessembinder 論文〈股票是否跑贏國債〉以及 Craig Lazzara 〈[偏斜不是新事物](#)〉，標普道瓊斯指數，2020 年。

圖 8 是整體基準指數成分股收益呈正偏斜的示例；目前尚不清楚每個行業板塊內部或者行業板塊之間是否也遵循同樣的規律。事實上，行業板塊的收益呈負偏斜之勢。圖 9 顯示，自 1999 年 12 月以來，標普 500 指數 11 個板塊中有 8 個跑贏標普 500 指數<sup>8</sup>。大多數部分 (板塊) 跑贏整體 (基準指數)，是選對板塊的難度要比選對個股更小的明證。

圖 9：標普 500 指數行業板塊的累計收益



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據，但房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。同期標普 500 指數總收益率為 595.2%。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 8 中觀察到成分股之間存在正偏斜，這必定有其根源；圖 10 表明這源於大多數板塊內更強烈的正偏斜。在每個板塊中，大多數成分股在 1999 年 12 月至 2023 年 12 月期間都跑輸該板塊的平均水準，並且大多數成分股也跑輸標普 500 指數成分股的平均水準。總體而言，所有板塊平均有 74% 的個股跑輸該板塊的平均水準。

圖 10：各板塊個股收益率的平均值和中位數

標普 500 指數板塊	板塊總收益 (%)	個股收益率 (%)		跑輸個股佔比	
		中位數	平均值	板塊平均水準	標普 500 指數平均水準
公用事業	449	132	325	62.9	64.5
必需消費品	584	199	332	67.2	70.1
金融	225	60	210	70.2	78.7
房地產業*	496	48	150	71.4	83.3
能源產業	475	36	189	72.3	78.5
工業	474	126	562	73.3	67.1

<sup>8</sup> 標普 500 房地產指數從 2001 年 10 月 9 日開始公佈指數水準，並與同期的標普 500 指數進行比較。

醫療保健	636	99	429	76.1	72.6
標普 500 指數	411	55	356	76.4	76.4
原材料	474	45	263	78.6	84.3
非必需消費品	541	24	403	80.5	79.3
通信服務	76	17	116	81.4	88.4
資訊科技	433	24	445	83.0	88.9

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據，但標普 500 指數房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。同期標普 500 指數的平均個股收益率為 420.0%。過往表現並不能保證未來業績。表格僅供說明。

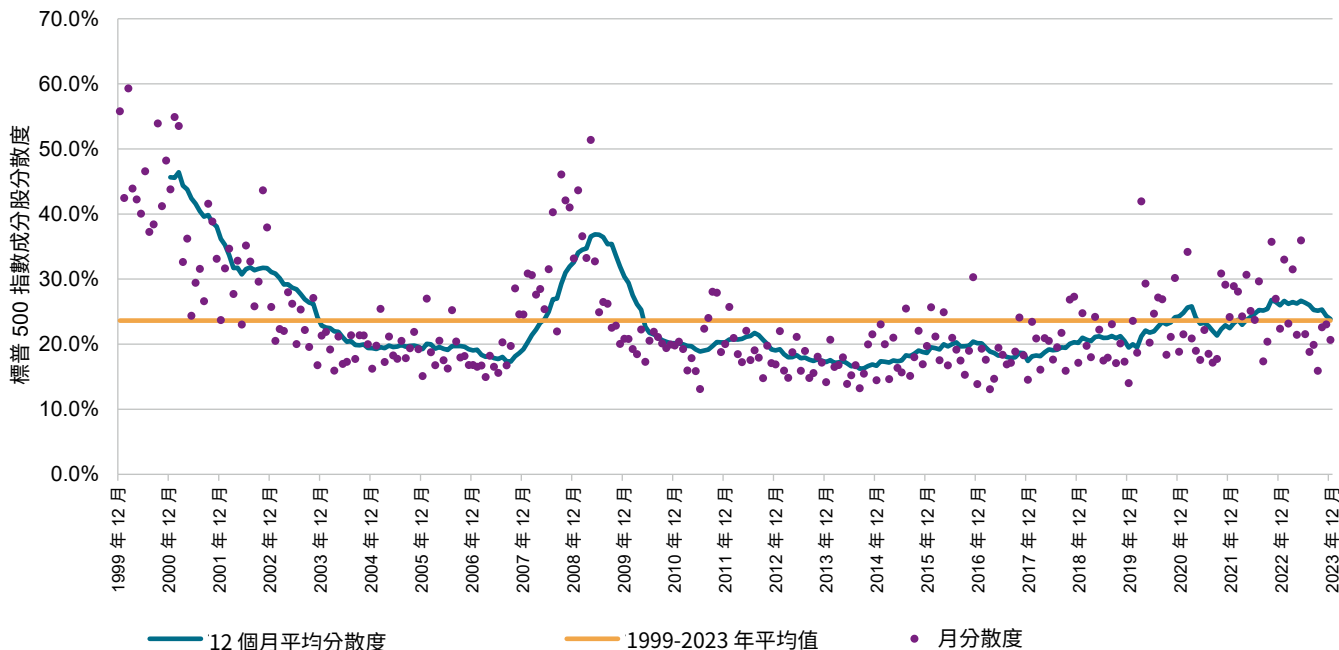
非必需消費品、通信服務和資訊科技等板塊的選股成績尤其慘不忍睹：超過 80% 的個股跑輸各自板塊的平均水準。

尋求跑贏大盤的基金管理人必須客觀評估自己不斷發現並重倉少數優勝個股的能力。多方證據表明，只要選對板塊，並且因此獲得回報，那麼持有某個板塊的所有股票在統計上取得成功的可能性更高，而押注少數股票的衝動可能適得其反。

## 5. 板塊內的個股偏斜度和分散度

偏斜度指標有助於說明在指數成分股中選對個股的隨機概率，而分散度對於主動策略的成功機會同樣重要。本質上，分散度用於衡量指數成分股之間的表現差異大小。分散度越高，意味著領先成分股與落後成分股之間的差距就越大。圖 11 顯示成分股的分散度在逐漸變化，並且在分散度較高時，選股技巧的潛在影響會上升，這是因為贏家和輸家之間的差距越大，主動選股對投資業績的影響就越大。

圖 11：標普 500 指數分散度的變化



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月至 2023 年 12 月的月度數據。分散度是指數成分股全月總收益的年化指數加權標準差。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

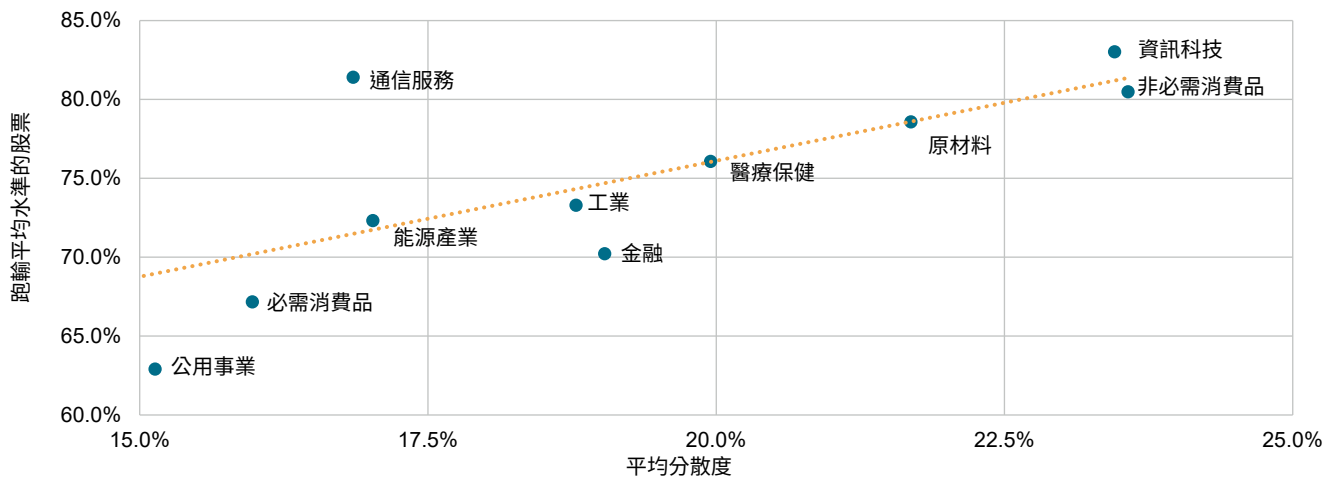
雖然對於善於選股的投資者而言，較高的分散度或能提供更高的潛在收益，但這未必會增加成功的概率，並且也可能證明了糟糕的選股將意味著更大的負面影響。

通過重新審視分散度並注意偏斜度，我們發現所謂跑贏指數的大道可能更多是雷區。更高的分散度並不一定意味著有更多的股票能跑贏指數。其實根據過往證據，整體上情況恰恰相反。行業板塊的分散度越高，跑輸平均水準的個股數量越多 (見圖 12)。換言之，當高分散度導致選對個股的前景特別誘人之時，恰恰是正偏斜導致優勝個股供給短缺之際。因此，使用指數化策略可以確保配置整個行業板塊 (包括表現領先的個股)，不僅有利於克服市場困難，同時還可避免因追求超額收益而集中押注少數個股，從而錯失良機<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 儘管這個比喻很恰當，但我還是要對荷馬表示歉意。有關投資組合集中度風險的討論已汗牛充棟。示例詳見

<https://www.indexologyblog.com/2023/04/10/unwisely-concentrated/>。

圖 12：各板塊的個股分散度及跑輸個股佔比



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

11 個 GICS 行業板塊又分為許多行業指數，對股票進行更狹義的分類，其中不乏正偏斜收益的例子。圖 13 列出了標普 1500 行業指數 (僅限至少包含 30 個成分股的行業) 的收益率平均值和中位數，以及各指數中跑輸行業平均水準的個股佔比。

圖 13：各行業個股收益率的平均值和中位數

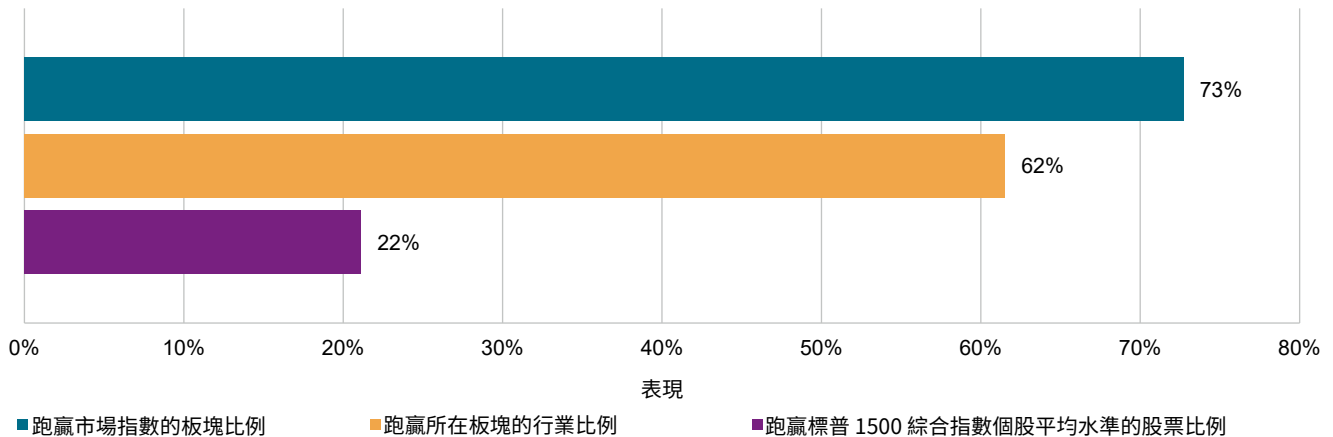
標普 1500 指數行業	行業總收益 (%)	個股收益率 (%)		跑輸個股
		中位數	平均值	行業個股平均收益 (%)
銀行	283	75	129	52.9
通信設備	-15	-17	67	54.0
生物技術	812	8	759	55.1
化學製品	738	144	423	56.6
軟件	764	33	534	57.1
保險	307	215	481	58.5
電力公用事業	669	262	372	59.2
食品	713	154	318	59.4
機械設備	1397	428	835	63.1
媒體	126	-6	60	63.2
專業零售	688	98	659	64.2
家庭耐用消費品	807	106	610	68.5
醫療保健提供商與服務	2164	186	663	73.8
商業服務與商業用品	626	56	422	74.3
醫療保健設備與用品	951	86	578	79.7

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。包括當前標普 1500 指數中成分股數量排名前 15 的行業，基於 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 30 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。表格僅供說明。

與相關板塊整體上跑贏對應的綜合基準指數一樣，超過一半 (62%) 行業跑贏對應的板塊 (見圖 14)。投資者的持倉選擇從行業板塊轉向個股時，將變得更加細緻，但跑贏指數的機會可能大幅降低。



圖 14：板塊、行業和個股跑贏基準指數的比例



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期間的可用數據。基於 1999 年 12 月至今的標普 500 指數板塊表現，房地產除外（視為跑輸指數的板塊）。個股表現基於納入指數期間以美元計算的總收益，與標普 1500 綜合指數的樣本平均值進行比較。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 6. 調整後的等權重精選行業指數

預期市場環境呈正偏斜時，市場指數受少數較大異常個股的優異表現推動，這時確保參與其中就變得非常重要。如果缺乏相關信息，不知道哪些成分股最終將跑贏基準指數，則沒有理由賦予某一成分股比其他成分股更高的權重。在事先不知道哪些個股將最終勝出時，也許只有等權重方法才能盡可能抓住最終優勝者。

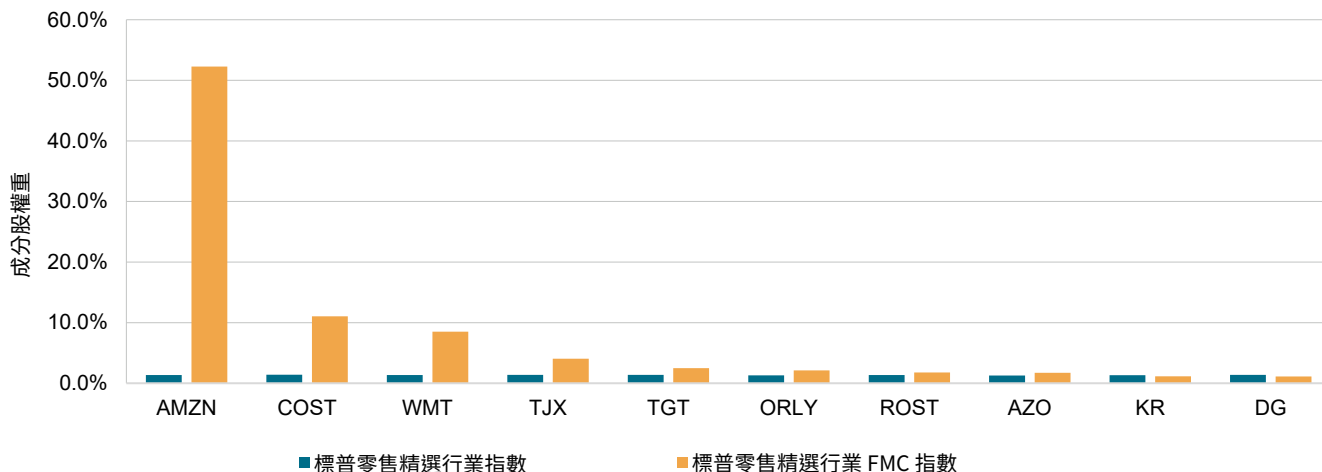
由於單個行業板塊內的個股收益偏斜，加上簡單市值加權方法可能引發的潛在集中度問題，進而可能導致某些投資者不時考慮使用其他加權方法，如使用等權重行業指數。

標普精選行業指數是標普道瓊斯指數針對美國股票推出的行業指數系列，受到投資者的青睞。該行業指數系列<sup>10</sup>使用等權重或上限加權方法來降低個股集中度，從而減輕正偏斜的影響。

<sup>10</sup> 有關詳細信息，請參閱指數編製方法。

通過比較每個指數系列的個股權重，這兩種加權方法的長期影響異常鮮明。圖 15 展示了市值加權型標普零售精選行業流通市值 (FMC) 指數十大成分股的權重，以及這些成分股在 (更接近於等權重型) 標普零售精選行業指數中的權重<sup>11</sup>。

**圖 15：零售精選行業指數與 FMC 指數十大成分股的權重**

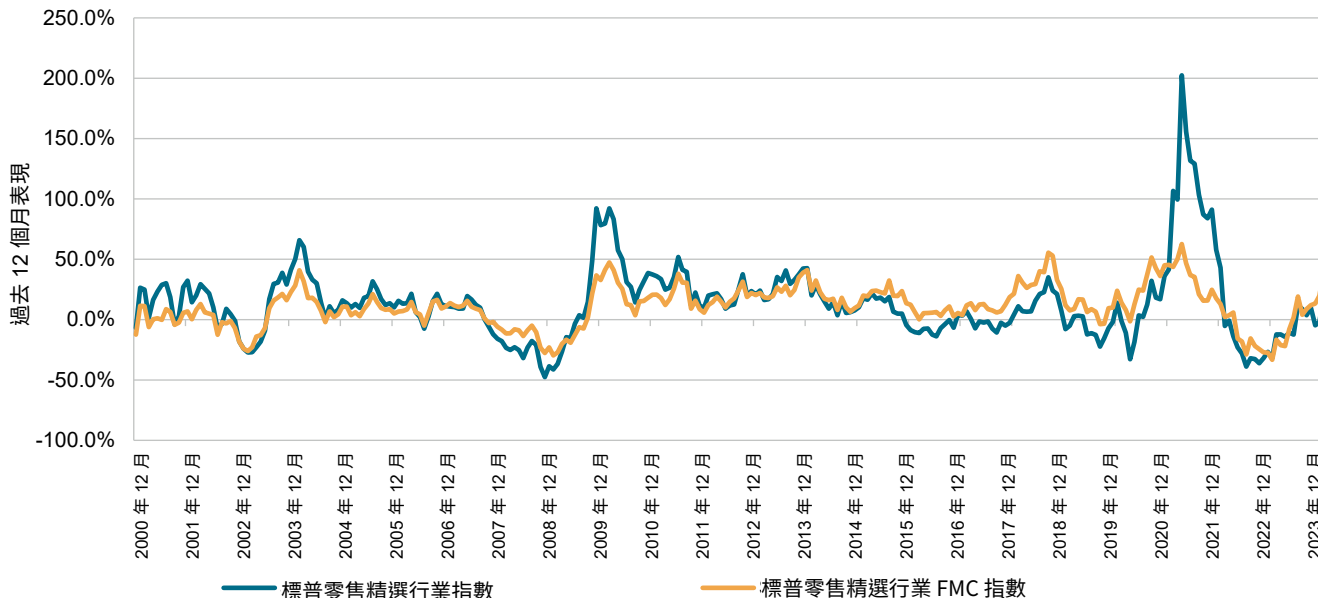


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2023 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 16 說明了在連續 12 個月期間，對同一組股票採用不同加權方法對其表現的影響，結果顯示等權重方法 (以標普零售精選行業指數為代表) 的表現優於市值加權方法 (以標普零售精選行業 FMC 指數為代表)。

<sup>11</sup> 此例中選擇零售業是因為該行業有一個成分股的權重超過 50%。

圖 16：標普零售精選行業指數和 FMC 指數的歷史 12 個月收益



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。標普零售精選行業指數於 2006 年 6 月 19 日推出。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。指數推出日期前的所有信息均為回測的假設性信息，而非實際表現，並且基於在指數推出日期生效的指數編製方法。回測表現反映了指數編製方法的應用和指數成分的選擇，基於事後經驗以及對可能正面影響業績的因素的了解，但不能解釋可能影響結果的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/展望未來的偏見。實際的收益可能與回測收益之間存在顯著差異，甚至低於回測收益。這些回測數據可能是使用「反向數據假設」創建的。有關「反向數據假設」和回測的更多一般信息，請參閱本文件末尾的「表現披露」。

從歷史上看，指數內部的集中度往往起伏不定，在某些時期上升，而在其他時期則回歸均值。當集中度上升時，市值加權指數往往跑贏等權重指數，而當集中度下降時，情況恰好相反。總之，這兩種加權方法有利於行業投資者根據自己對大盤股和小盤股的相對機會觀點，選擇適合的指數策略<sup>12</sup>。

為了檢查偏斜而收集的數據通常表明，大多數股票的表現經常（但並非總是）跑輸行業板塊的平均個股收益以及指數的總收益。當正偏斜持續存在且指數表現由少數大盤股左右時，市值加權法成為反映指數表現的最直接方法。相反，大盤績優股的回撤可能會消除正偏斜，成分股的表現分佈更加分散，這時將適合等權重方法。研究表明，這兩種方法的表現週期至少可以部分通過因子週期性來解釋：市值加權法涵蓋了大盤股和動量因子，而等權重方法固有的加權機制和定期平衡

<sup>12</sup> 在此方面，可以通過分析各個行業相比歷史水準的集中度來幫助理解。參見 Anu Ganti 和 Craig J. Lazzara，〈[行業內的集中度及其對等權重的影響](#)〉，標普道瓊斯指數，2022 年。

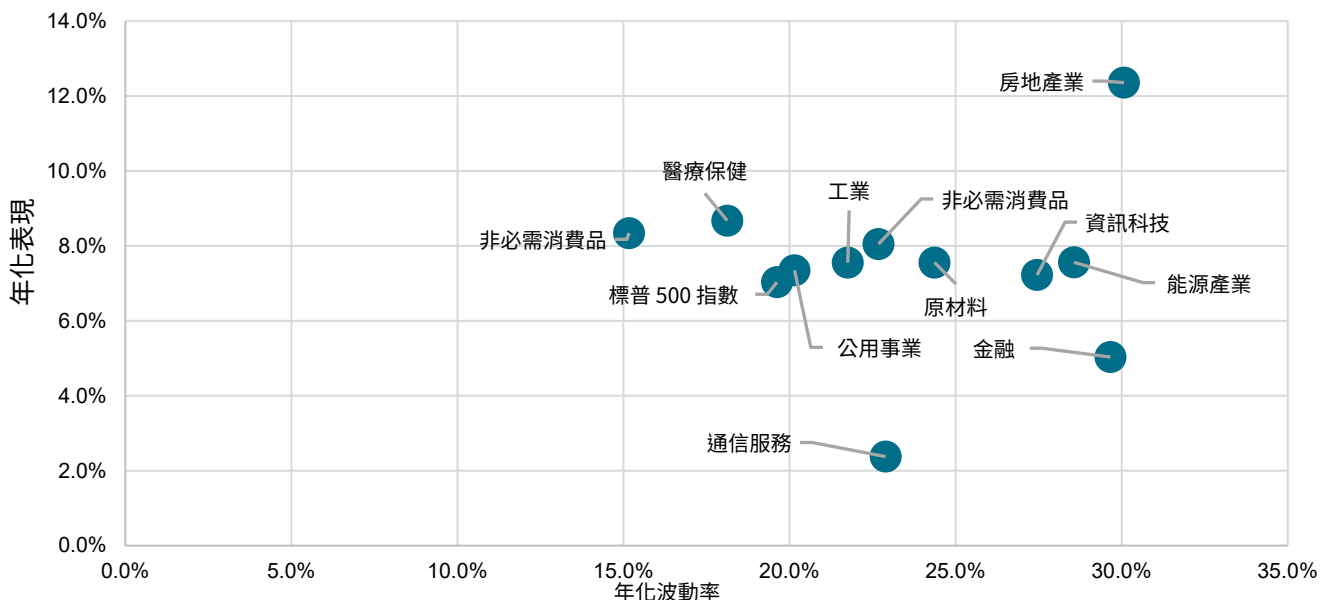
效應則會導致偏向於中小盤股和反動量傾斜<sup>13</sup>。因此，有關市值加權法和等權重法的選擇是一個強大且十分重要的決策。幸運的是，如前所述，等權重版和市值加權版行業板塊指數和 ETF 都已十分普遍。

## 7. 行業板塊關係：風險、收益和相關性

超過一半的板塊收益跑贏標普 500 指數這一事實（見圖 9），可能令希望跑贏市場指數的投資者出現新的樂觀情緒，尤其是與選對優勝個股的難度相比之時。不同行業板塊具有不同的市場敏感度、風險水準和潛在互補相關性，因此可能成為投資組合構建的有效工具，避免行業板塊選擇的集中。

由於各行業板塊的風險收益特徵大相迥異，因此演示了通過戰術性調整行業板塊權重實現潛在優勢的原理。圖 17 展示了不同行業板塊在 24 年期間的不同風險收益（波動率）水準，圖 18 比較了這種波動率與整體市場參與率（即貝塔值）。

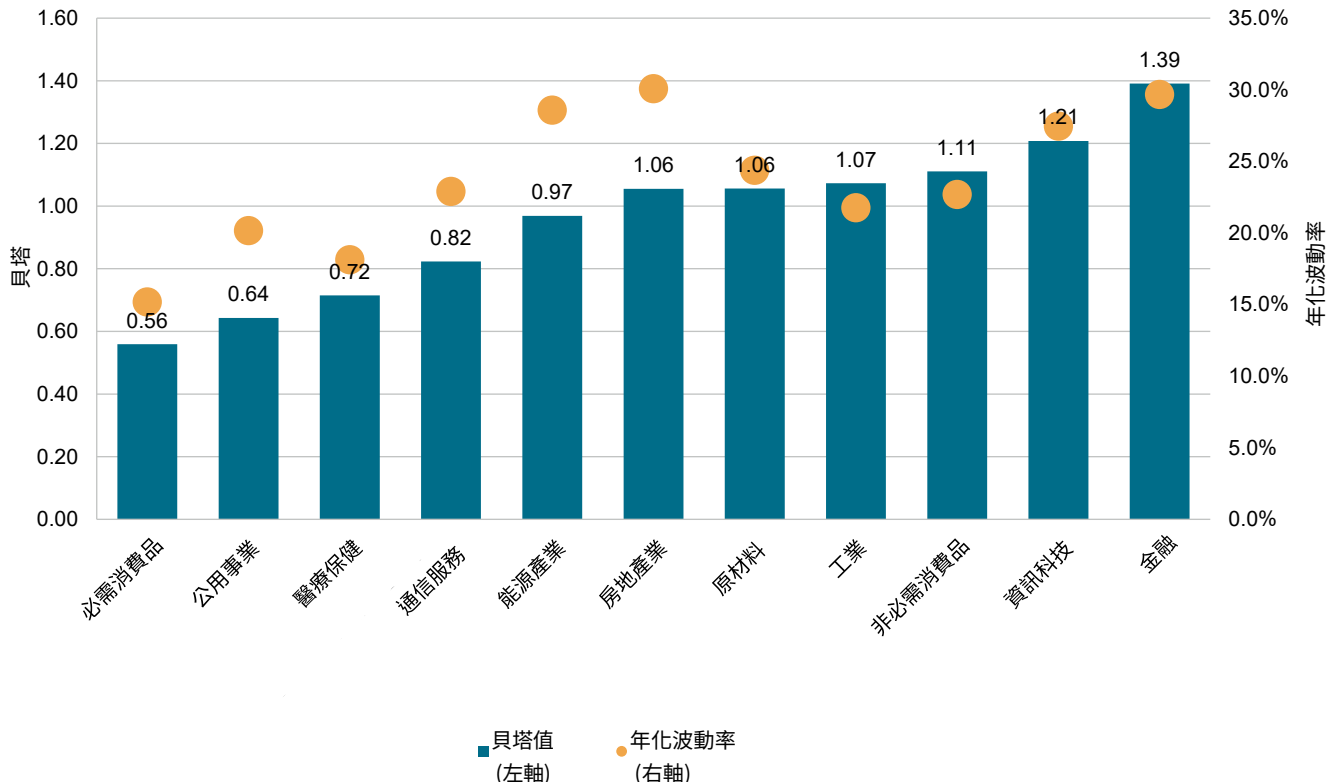
圖 17：標普 500 指數行業板塊的風險收益



<sup>13</sup> 參見 Tim Edwards、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Oliver Pestalozzi，〈在等權重指數中跑贏〉，標普道瓊斯指數，2018 年，第 14 頁。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據基於 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期間標普 500 指數行業板塊的年化風險和收益，但標普 500 指數房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日期間的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 18：標普 500 指數行業板塊的貝塔值排名



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據，但房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 18 顯示必需消費品和公用事業等板塊的波動率通常低於其他板塊。因此這兩個板塊的表現更為平穩，在市場承壓時期更具吸引力。相反，資訊科技和金融等板塊往往在牛市中表現更強，但其波動率通常高於其他板塊。

## 行業板塊之間的相關性

有行業板塊跑贏大盤，則必然有行業板塊跑輸大盤。因此，標普 500 指數行業板塊的相對表現差異也十分明顯。圖 19 和圖 20 顯示，根據三個月滾動比較的結果，各行業板塊超額收益之間的相關性整體上相對較低。圖 17 顯示存在某些天然的同向和反向組合：必需消費品、公用事業和醫療保健往往同向漲跌，而資訊科技和必需消費品的相對表現通常相反。

圖 19：標普 500 指數行業板塊的超額收益相關性

行業板塊	通信服務	非必需消費品	必需消費品	能源產業	金融	醫療保健	工業	資訊科技	原材料	房地產業	公用事業
通信服務	1.00										
非必需消費品	-0.03	1.00									
必需消費品	0.07	-0.24	1.00								
能源產業	-0.07	-0.26	0.01	1.00							
金融	-0.26	0.02	-0.09	0.10	1.00						
醫療保健	0.00	-0.29	0.59	-0.02	-0.10	1.00					
工業	-0.24	0.03	-0.01	0.15	0.36	-0.11	1.00				
資訊科技	-0.01	0.10	-0.59	-0.34	-0.39	-0.54	-0.30	1.00			
原材料	-0.22	0.08	-0.02	0.25	0.18	-0.11	0.42	-0.25	1.00		
房地產業	-0.13	0.16	0.08	-0.15	0.24	-0.04	0.12	-0.21	0.09	1.00	
公用事業	0.09	-0.31	0.54	0.09	-0.14	0.40	-0.10	-0.42	-0.10	0.19	1.00

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據基於 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期間相比標普 500 指數的一個月超額收益相關性。過往表現並不能保證未來業績。表格僅供說明。

圖 20：標普精選行業的超額收益相關性

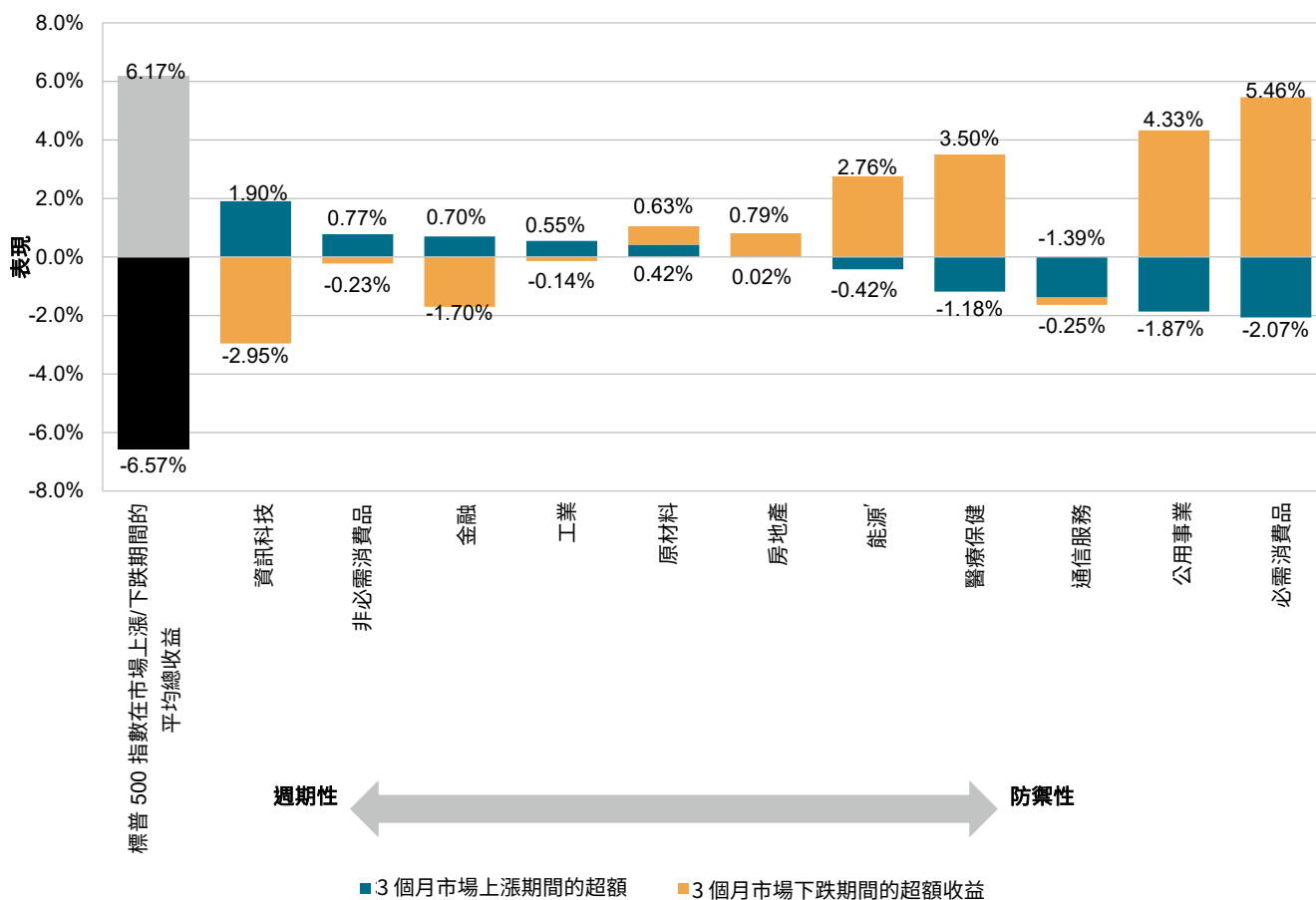
行業板塊	航空航太與國防	生物技術	科技硬件	醫療保健設備	房屋建築商	醫療保健服務	金屬與採礦	石油與天然氣的勘探與生產	石油天然氣設備	製藥	零售	半導體	電信	運輸	銀行	資本市場	保險	區域性銀行	軟件與服務	互聯網
航空航太與國防	1.00																			
生物技術	-0.01	1.00																		
科技硬件	-0.04	0.40	1.00																	
醫療保健設備	0.19	0.52	0.00	1.00																
房屋建築商	0.12	-0.03	0.12	0.03	1.00															
醫療保健服務	0.38	0.18	-0.17	0.53	0.19	1.00														
金屬與採礦	0.30	-0.07	0.14	0.00	0.09	0.14	1.00													
石油與天然氣的勘探與生產	0.18	-0.06	-0.01	0.01	0.03	0.10	0.49	1.00												
石油天然氣設備	0.26	0.04	0.19	0.00	0.03	0.06	0.53	0.82	1.00											
製藥	0.07	0.44	-0.17	0.47	-0.09	0.38	-0.14	0.04	-0.05	1.00										
零售	0.15	-0.02	0.24	0.04	0.47	0.17	0.16	0.10	0.16	-0.08	1.00									
半導體	-0.11	0.41	0.74	0.01	0.11	-0.18	0.10	-0.03	0.12	-0.15	0.16	1.00								
電信	-0.10	0.30	0.61	0.04	-0.12	-0.11	0.11	-0.06	0.14	-0.08	0.15	0.59	1.00							
運輸	0.37	-0.07	0.10	-0.05	0.37	0.14	0.25	0.02	0.05	-0.06	0.33	0.03	-0.10	1.00						
銀行	0.18	0.11	0.11	0.01	0.32	0.07	0.01	0.13	0.18	0.06	0.19	0.03	-0.04	0.42	1.00					
資本市場	0.18	0.18	0.37	0.06	0.33	0.14	0.22	0.12	0.18	0.01	0.27	0.26	0.25	0.35	0.51	1.00				
保險	0.25	-0.13	-0.10	-0.12	0.15	0.11	-0.02	0.01	0.12	0.00	0.00	-0.26	-0.12	0.20	0.44	0.31	1.00			
區域性銀行	0.19	0.16	0.11	0.06	0.32	0.13	-0.01	0.13	0.17	0.09	0.23	0.02	-0.06	0.45	0.95	0.46	0.42	1.00		
軟件與服務	0.20	0.38	0.62	0.32	0.15	0.24	0.10	0.02	0.08	0.09	0.25	0.46	0.42	0.15	0.03	0.31	-0.10	0.06	1.00	
互聯網	0.14	0.34	0.50	0.30	0.18	0.24	0.16	0.12	0.15	0.11	0.41	0.41	0.36	0.16	0.04	0.25	-0.14	0.06	0.78	1.00

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據基於 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期間相比標普 1500 指數的一個月超額收益相關性。本表中相關指數的推出日期介於 2006 年 1 月 27 日至 2016 年 2 月 1 日之間。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。指數推出日期前的所有信息均為回測的假設性信息，而非實際表現，並且基於在指數推出日期生效的指數編製方法。回測表現反映了指數編製方法的應用和指數成分的選擇，基於事後經驗以及對可能正面影響業績的因素的了解，但不能解釋可能影響結果的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/展望未來的偏見。實際的收益可能與回測收益之間存在顯著差異，甚至低於回測收益。這些回測數據可能是使用「反向數據假設」創建的。有關「反向數據假設」和回測的更多一般信息，請參閱本文件末尾的「表現披露」。

行業板塊的超額收益差異明顯且相關性較低，為投資者提供了跑贏指數的機會，並且有多種行業板塊傾斜或輪換方法可供選擇。不過我們的基本觀察也發現了一些規律，某些行業板塊的表現往往會在市場上漲或下跌時變好或變壞。通過了解歷史上每個階段都有哪些行業板塊跑贏市場，投資者或可預測經濟的走向並相應調整行業板塊配置。

例如，簡單的防禦性/週期性二元分類也可能十分有效。根據不同行業板塊的風險屬性以及在市場上漲或下跌期間的超額收益進行排序，可將各行業板塊歸入這兩類（見圖 21），從而實現合理的行業板塊傾斜，在不同環境下配置可提供更佳表現的行業板塊。

圖 21：3 個月上漲和下跌期間內的行業板塊超額收益



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據，但房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。標普 500 指數行業板塊相比標普 500 指數的滾動 63 個交易日 (三個月) 超額收益。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。



下一節將分析各行業板塊以及行業板塊組合在二十一世紀初以來的重大市場上漲和下跌行情中的表現，說明行業板塊策略在駕馭更整體市場週期方面的強大力量。我們將更深入分析不同市場環境下的七個週期 (見圖 22)<sup>14</sup>。

**圖 22：1999 年 12 月以來的主要市場週期**

市場週期	開始和結束日期	標普 500 指數總收益 (%)
2000 年互聯網泡沫破滅	2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日	-47.4
暴跌後反彈	2002 年 10 月 9 日至 2007 年 10 月 9 日	120.7
全球金融危機 (GFC)	2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日	-55.3
全球金融危機後牛市	2009 年 3 月 9 日至 2020 年 2 月 19 日	528.9
新冠疫情暴跌	2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日	-33.8
新冠疫情暴跌後反彈	2020 年 3 月 23 日至 2022 年 1 月 12 日	117.3
2022 年熊市	2022 年 1 月 12 日至 2022 年 10 月 12 日	-23.4
2022-2023 年反彈	2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月 31 日	36.1

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。表格僅供說明。

我們首先使用以下五個典型的防禦性和週期性行業板塊組合<sup>15</sup>。

**防禦性混合組合**，由必需消費品、醫療保健、能源產業、公用事業和通信服務這五個貝塔值較低的行業板塊組合而成，旨在利用這些行業板塊通常較低的風險屬性，同時分散單個行業板塊的某些風險。

**等權重防禦性混合組合**，同樣由以上五個防禦性行業板塊組合而成，但每個行業板塊本身均採用等權重加權方法。

**週期性混合組合**，由非必需消費品、工業、資訊科技、原材料和金融這五個貝塔值較高的行業板塊組合而成，這些行業板塊通常會在市場上漲時表現出色。

<sup>14</sup> 開始和結束日期是根據標普 500 指數從 1999 年 12 月 31 日至 2022 年 6 月 30 日期間指數峰谷水準選擇的。

<sup>15</sup> 在分析時將房地產排除在外，不僅是因為其表現通常介於其他明顯更具防禦性或週期性的行業板塊之間，同時也因為標普 500 房地產板塊是從金融行業分離出來的較新行業板塊 (2018 年)，其指數歷史不如其他行業板塊久遠。

**等權重週期性混合組合**，同樣由以上五個週期性行業板塊組合而成，但每個行業板塊本身均採用等權重加權方法。

最後是簡單的**等權重混合組合**，由所有標普 500 指數行業板塊組合而成 (2001 年增加房地產板塊之前為 10 個)，各行業板塊均採用市值加權法。

圖 23 中描述的行業板塊混合組合均未針對特定投資結果進行優化，因此不具有指導性。這些混合組合有意識採用簡單的設計，並未考慮任何個人投資者的目標。

### 圖 23：簡單行業板塊混合組合的構建

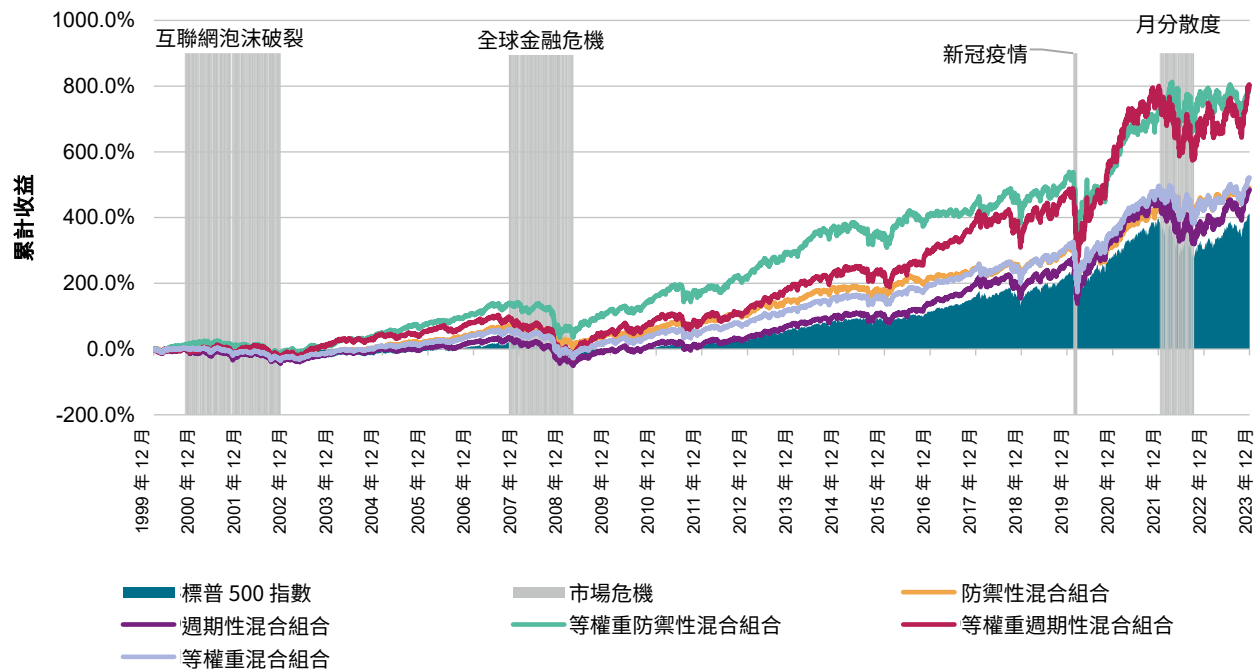
行業板塊組合	描述
防禦性混合組合	將五個市值加權防禦性板塊 (公用事業、能源產業、必需消費品、醫療保健和通信服務) 按等權重組合而成，每月定期調整。
等權重防禦性混合組合	將五個等權重防禦性板塊 (公用事業、能源產業、必需消費品、醫療保健和通信服務) 按等權重組合而成，每月定期調整。
週期性混合組合	將五個市值加權週期性板塊 (資訊科技、金融、原材料、非必需消費品和工業) 按等權重組合而成，每月定期調整。
等權重週期性混合組合	將五個等權重週期性板塊 (資訊科技、金融、原材料、非必需消費品和工業) 按等權重組合而成，每月定期調整。
等權重混合組合	將市值加權標普 500 指數行業板塊按等權重組合而成，每月定期調整*。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。\*在 2001 年 10 月開始提供房地產行業指數水準數據之前，為 10 個等權重行業板塊。此後所有期間均為 11 個等權重行業板塊，包括房地產。表格僅供說明。

## 全週期總結

圖 8 和圖 9 展示了二十一世紀不同危機和反彈期間的行業板塊累計表現，圖 24-25 展示了如何通過簡單而直觀的組合利用行業週期性，從而獲得不同的結果。

圖 24：不同行業板塊組合的累計表現



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。標普 500 等權重行業指數於 2006 年 6 月 20 日推出。指數推出日期前的所有數據均為經過回測的假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。與回測表現的更多信息，請參閱本報告末尾的表現披露連結。

圖 25：行業板塊與混合組合的期間表現和累計表現

類別	標普 500 指數板塊	互聯網 泡沫破裂 暴跌 (%)	互聯網 泡沫破裂 暴跌後 反彈 (%)	全球金融 危機 (%)	全球金融 危機後 反彈 (%)	2020 年 新冠疫情 暴跌 (%)	暴跌後 反彈 (%)	2022 年 熊市 (%)	2022- 2023 年 反彈 (%)	2000 年 1 月至 2023 年 12 月 累計收益* (%)	2000 年 1 月至 2023 年 12 月 年化 波動率* (%)
<b>總收益</b>	<b>標普 500 指數</b>	<b>-47.40</b>	<b>120.70</b>	<b>-55.30</b>	<b>528.90</b>	<b>-33.80</b>	<b>117.30</b>	<b>-23.40</b>	<b>36.10</b>	<b>410.90</b>	<b>19.60</b>
行業板塊 超額收益	能源產業	23.30	157.10	9.90	-451.30	-22.10	74.70	55.00	-27.40	475.30	28.60
	公用事業	-9.80	106.80	12.40	-151.70	-1.80	-52.80	13.80	-28.60	448.50	20.10
	原材料	37.10	73.80	-2.80	-188.30	-2.30	25.70	0.60	-7.70	474.50	24.40
	金融	16.30	-2.40	-26.40	124.40	-9.10	26.60	-2.40	-8.50	225.00	29.70
	資訊科技	-32.90	31.50	3.00	423.40	2.60	26.10	-7.20	32.20	433.50	27.50
	非必需消費品	13.80	-32.70	-1.50	355.30	2.10	7.50	-7.00	-5.20	541.10	22.70
	必需消費品	61.40	-64.00	26.60	-173.80	9.80	-49.40	13.10	-24.30	584.20	15.20
	醫療保健	27.60	-67.90	17.30	-40.80	5.90	-29.00	13.80	-21.80	636.40	18.10
	工業	7.20	27.80	-8.40	51.50	-7.90	7.10	4.20	1.50	474.10	21.80
	通信服務	-17.80	38.20	7.60	-264.20	5.20	-22.00	-15.20	18.20	75.70	22.90
房地產業	-	80.60	-17.80	205.80	-3.90	-13.50	-5.60	-12.60	496.40	30.10	
<b>總收益</b>	<b>標普 500 指數</b>	<b>-47.40</b>	<b>120.70</b>	<b>-55.30</b>	<b>528.90</b>	<b>-33.80</b>	<b>117.30</b>	<b>-23.40</b>	<b>36.10</b>	<b>410.90</b>	<b>19.60</b>
混合組合 超額收益	防禦性混合組合	12.90	23.50	15.20	-225.40	-0.90	-16.50	14.60	-17.00	489.70	16.70
	週期性混合組合	3.90	20.30	-8.50	137.70	-2.90	19.90	-2.30	2.70	482.80	22.40
	等權重防禦性混	16.50	87.20	11.70	-157.10	-3.60	-6.00	15.20	-20.90	793.60	17.90
	等權重週期性混	14.50	69.80	-9.50	209.30	-7.10	39.50	-0.20	-3.50	801.20	23.40
	等權重混合組合	9.60	29.00	0.20	-39.00	-2.10	0.00	4.80	-7.70	520.20	19.10

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的累計數據，但房地產板塊為 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的累計數據。2000 年 9 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日的期間數據。標普 500 等權重行業指數於 2006 年 6 月 20 日推出。指數推出日期前的所有數據均為經過回測的假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。表格僅供說明，反映假設的歷史表現。與回測表現的更多信息，請參閱本報告末尾的表現披露連結。

通過觀察各行業板塊和假設性混合組合的累計表現，可以得出以下幾點。在 2000 年到 2023 年的整個危機和反彈過程中：

- 共出現八次危機和反彈，11 個板塊中平均有 6 個行業板塊跑贏大盤。
- 11 個行業板塊中有 8 個行業板塊的累計表現跑贏標普 500 指數。
- 所有五個行業板塊混合組合的累計表現都跑贏大盤。
- 行業板塊混合組合的表現波動率小於單獨的行業板塊，凸顯在投資組合中混合配置行業板塊具有良好的多元化優勢。
- 從 2000 年 9 月到 2023 年 12 月的八個週期中，防禦性行業板塊平均 75% 的時間在市場下跌時跑贏大盤，而週期性行業板塊平均 70% 的時間在市場上漲時跑贏大盤。

## 8. 結論

行業板塊經久不衰，具有多方面的優點，例如能夠精準配置敞口、相互之間的相關性低、能夠用於表達對市場和經濟狀況的主動觀點等，因此一直是深受投資者青睞的工具。

借助 GICS (全球行業分類標準) 可以方便地創建各種新指數，進而促進投資產品以及基於行業板塊的投資策略創新。對於全球投資者來說，標普 500 指數行業板塊仍然是強大且有效的工具，有助於從戰略上調整本土偏向、執行戰術傾斜以及利用多元化優勢，通過簡單的行業板塊混合組合跑贏大多數個股和寬基指數。

從長期來看，領先行業板塊的變化並不是隨機的，而是具有與不同市場體制相一致的明確規律。把握這些規律和關係一直是數十年來行業板塊投資的基石，形成了持久有效的投資框架。

如同時間長河中的物種演變一樣，成千上萬的股票來來去去，適者生存並繁榮發展，不適者滅絕消亡。個股的發展軌跡可能無法預測，唯行業板塊能夠保持長青，因為它們可以帶來秩序，可完善決策，提高全球投資者對股票生態系統的認識和了解。

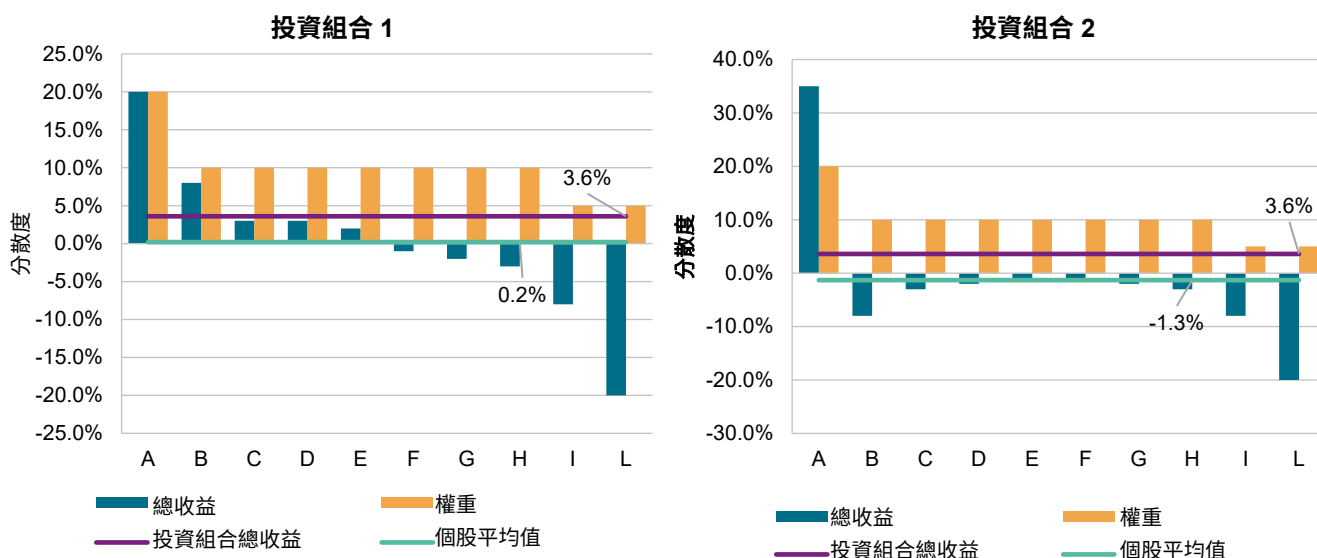
## 9. 附錄

### 附錄 A——分散度和偏斜度演示

圖 26 通過以下簡單的演示說明了為何分散度較高的投資組合實際上帶來的選股成功機會更少。

假設有兩個包含 10 檔股票的投資組合，分別命名為投資組合 1 和投資組合 2，其權重和個股總收益如下：

圖 26：兩個演示投資組合的分散度



這兩個投資組合均為假設性投資組合。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。圖表僅供說明。

這兩個投資組合的總收益率相同，均為 3.6%。兩者的區別在於，投資組合 2 中股票 A 的收益更高，而股票 B、C、D 和 E 的收益為負。

圖 27 中的結果說明，投資組合 2 的分散度 (16%) 高於投資組合 1 (10%)。那麼是否可以說由於分散度更高，投資組合 2 最適合選股策略發揮用武之地？但收益的正偏斜說明並非如此。投資組合 1 的平均個股收益為 0.20%，50% 的股票跑贏這一水準；投資組合 2 的平均個股收益為 -1.4%，但僅 10% 的股票高於該水準。除非有能力從投資組合 2 中選中唯一的贏家，否則投資者在進入高分散度水域時應尤其謹慎，以免成為水下獵手的獵物。

圖 27：示意性投資組合比較

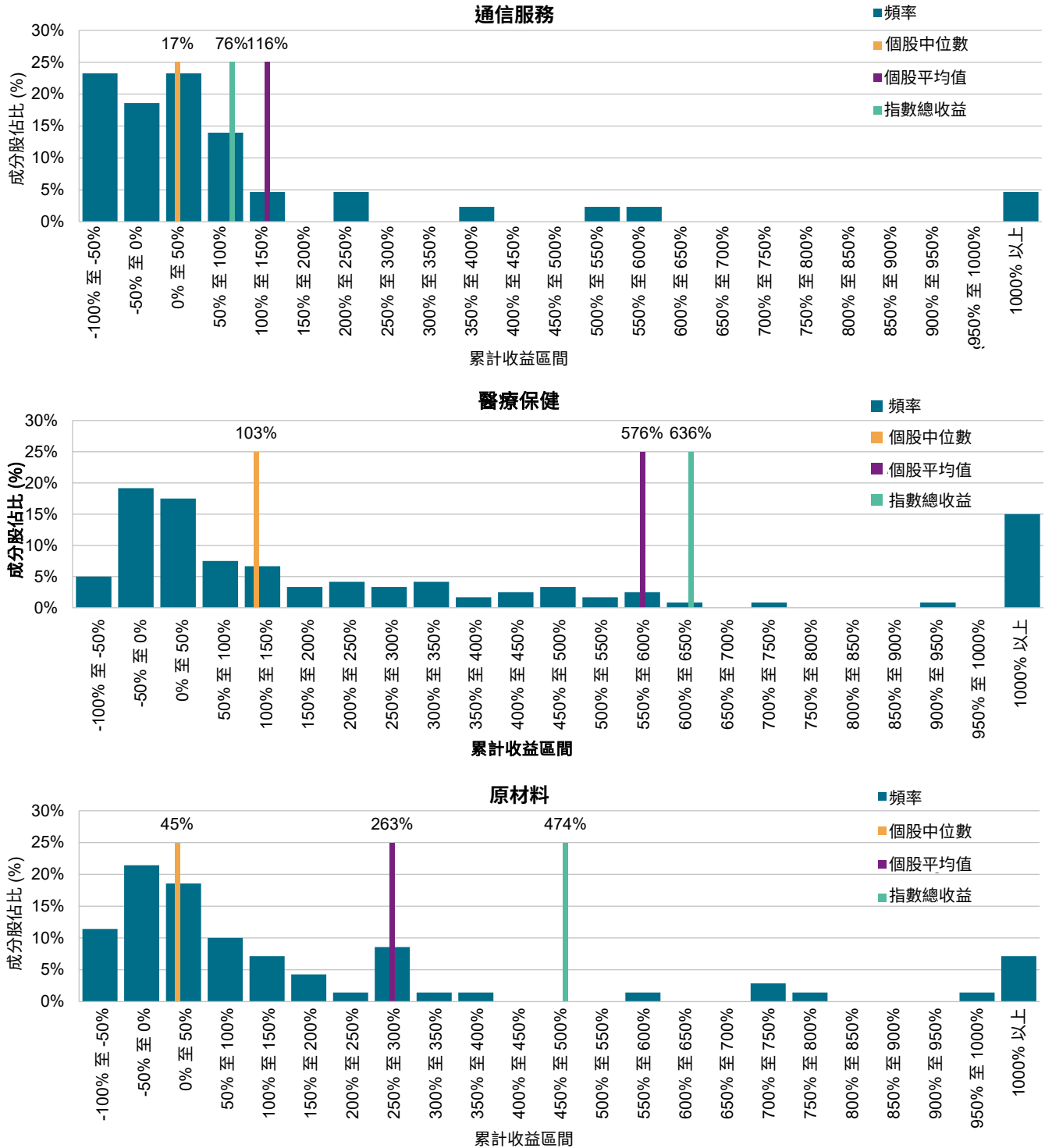
股票	投資組合 1		投資組合 2	
	總收益 (%)	權重 (%)	總收益 (%)	權重 (%)
A	20.0	20.0	35.0	20.0
B	8.0	10.0	-8.0	10.0
C	3.0	10.0	-3.0	10.0
D	3.0	10.0	-2.0	10.0
E	2.0	10.0	-1.0	10.0
F	-1.0	10.0	-1.0	10.0
G	-2.0	10.0	-2.0	10.0
H	-3.0	10.0	-3.0	10.0
I	-8.0	5.0	-8.0	5.0
J	-20.0	5.0	-20.0	5.0
總收益		3.6		3.6
個股平均值		0.2		-1.3
分散度		10.0		16.3
高於平均值的個股佔比		50.0		10.0

所有的投資組合均為假設性的投資組合。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。表格僅供說明。

## 附錄 B：標普 500 指數行業板塊成分股之間的偏斜度

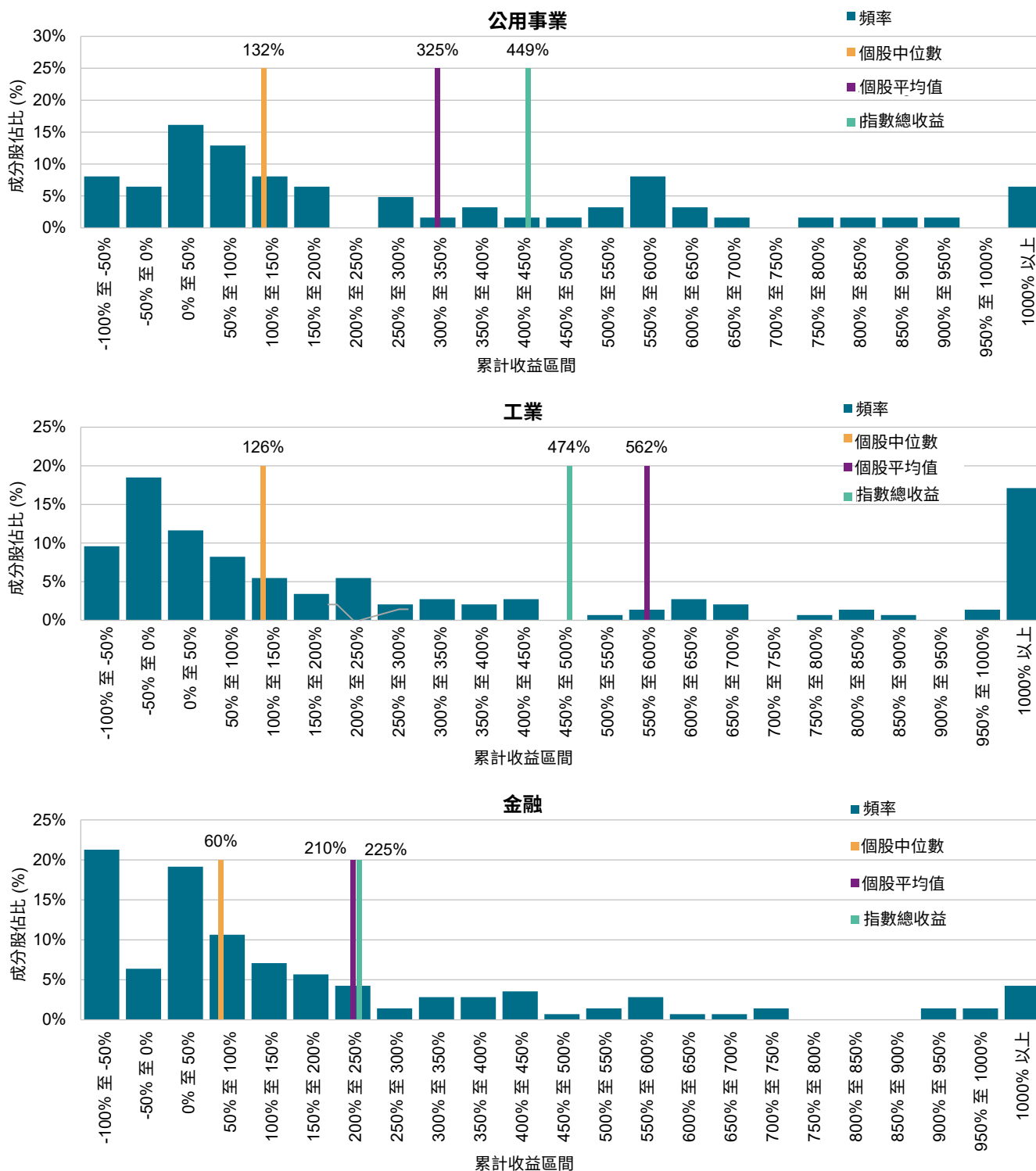
圖 28：各行業板塊的表現偏斜度



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

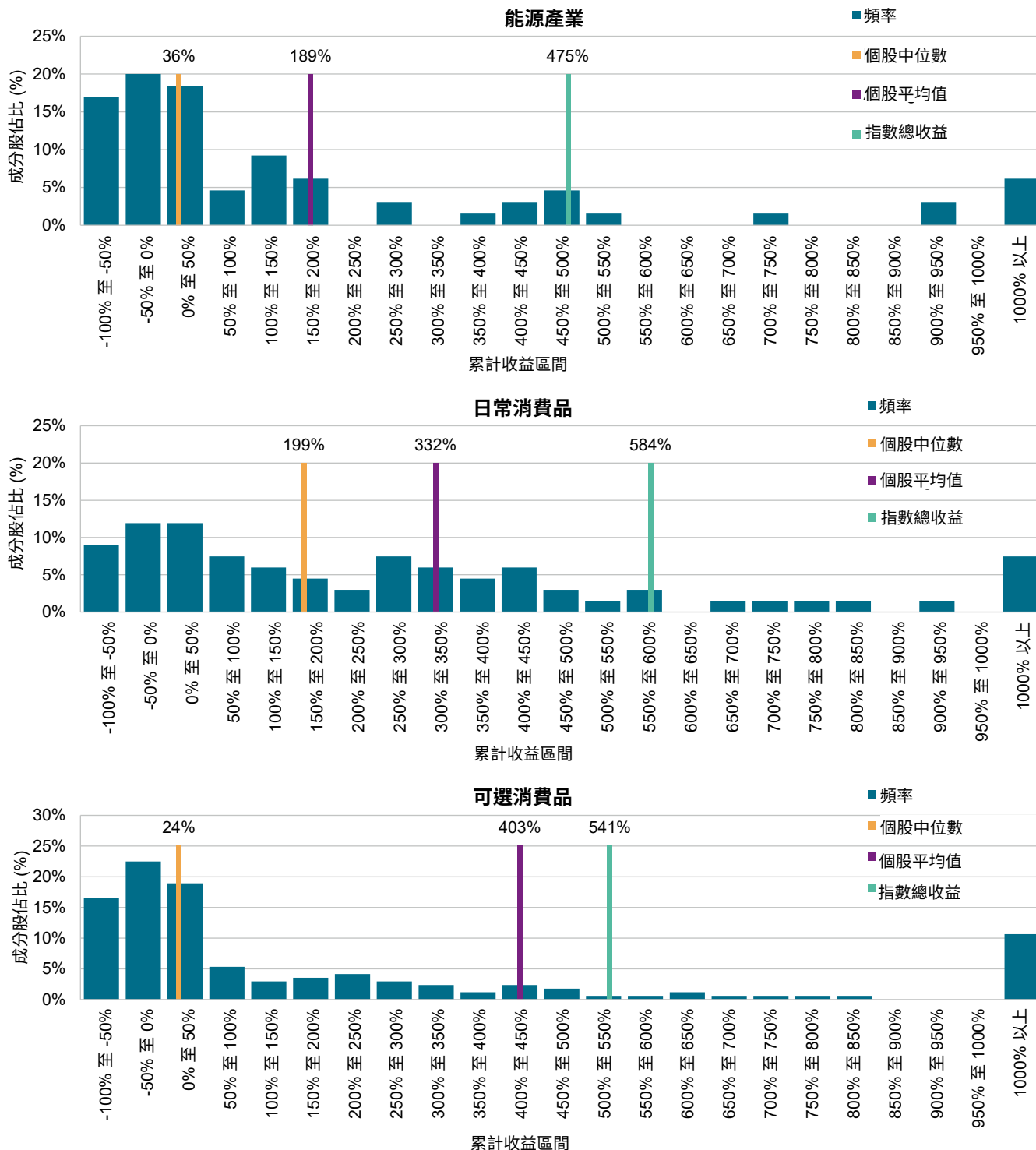


圖 28：各行業板塊的表現偏斜度 (續)



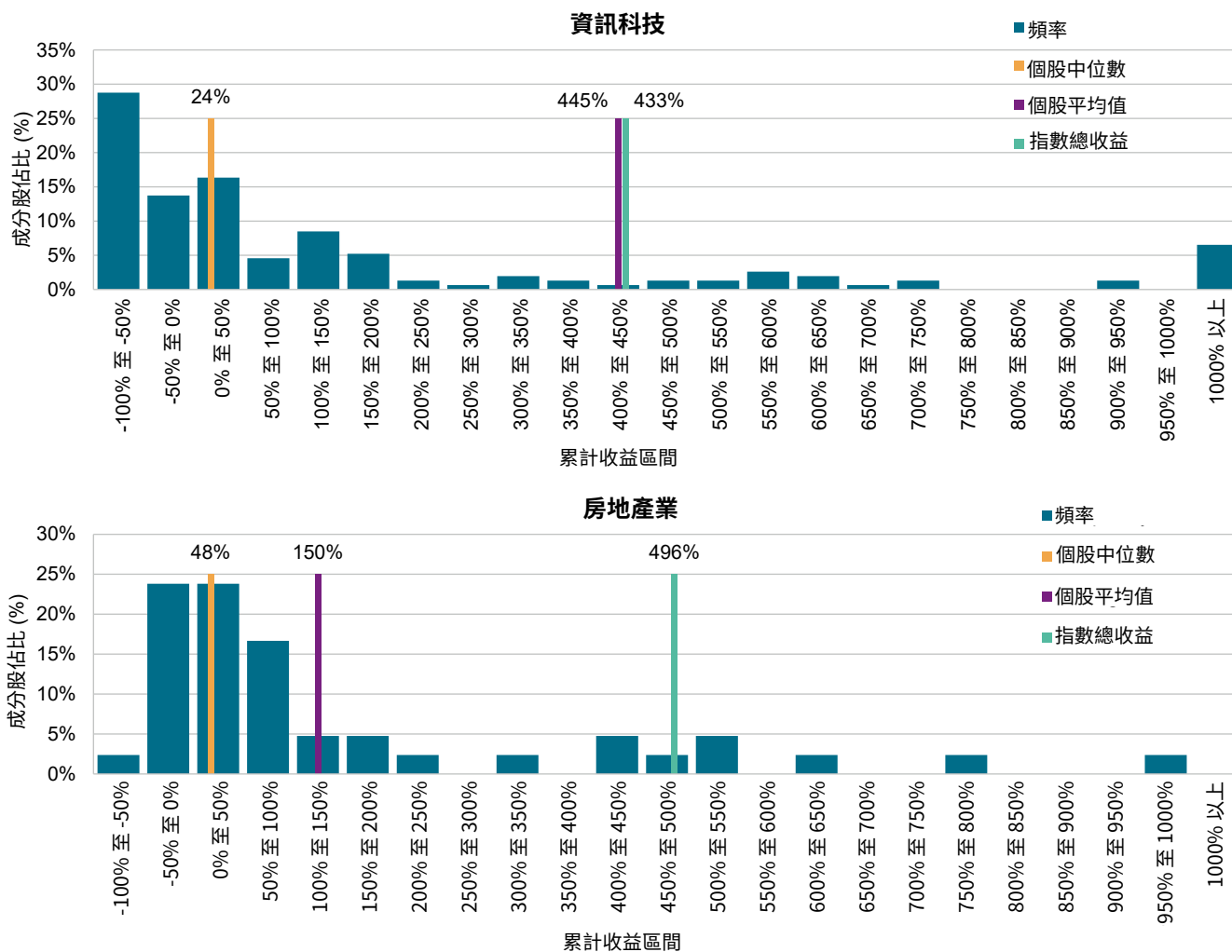
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999年12月31日到2023年12月31日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 28：各行業板塊的表現偏斜度 (續)



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999年12月31日到2023年12月31日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

圖 28：各行業板塊的表現偏斜度 (續)



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 附錄 C：危機與反彈案例研究

利用各行業板塊以及行業板塊混合組合的每日指數水準，可以更深入地分析自 1999 年 12 月以來四次重大危機和三次反彈時期的相應表現。

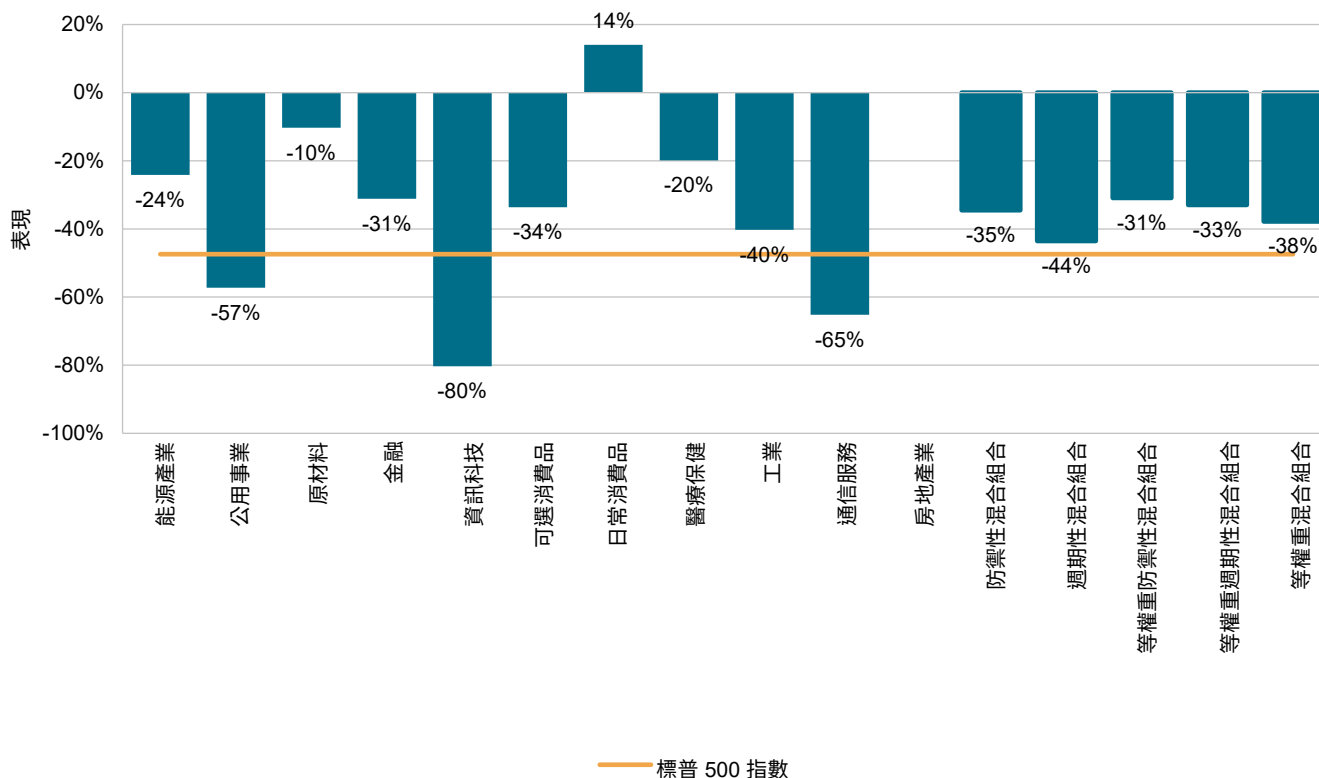
### 穿越荒野：二十年的危機與反彈

#### 2000 年互聯網泡沫破滅

標普 500 指數在 2000 年 9 月 1 日見頂，並在隨後的 25 個月內重挫 47%，主要是因為資訊科技板塊同期斷崖式暴跌 80%，同時又在該基準指數中佔據最高的權重。

圖 29 詳細說明了同期 10 個行業板塊中 9 個行業板塊的下跌程度，僅日常消費品板塊仍保持正增長，錄得 14% 的收益。不過從相對 (超額收益) 角度看，這 10 個行業板塊中有 7 個跑贏了標普 500 指數。五個行業板塊混合組合也都跑贏標普 500 指數，其中同等權重防禦性混合組合以 24% 的超額收益遙遙領先。

圖 29：互聯網泡沫破裂期間行業板塊與混合組合的表現



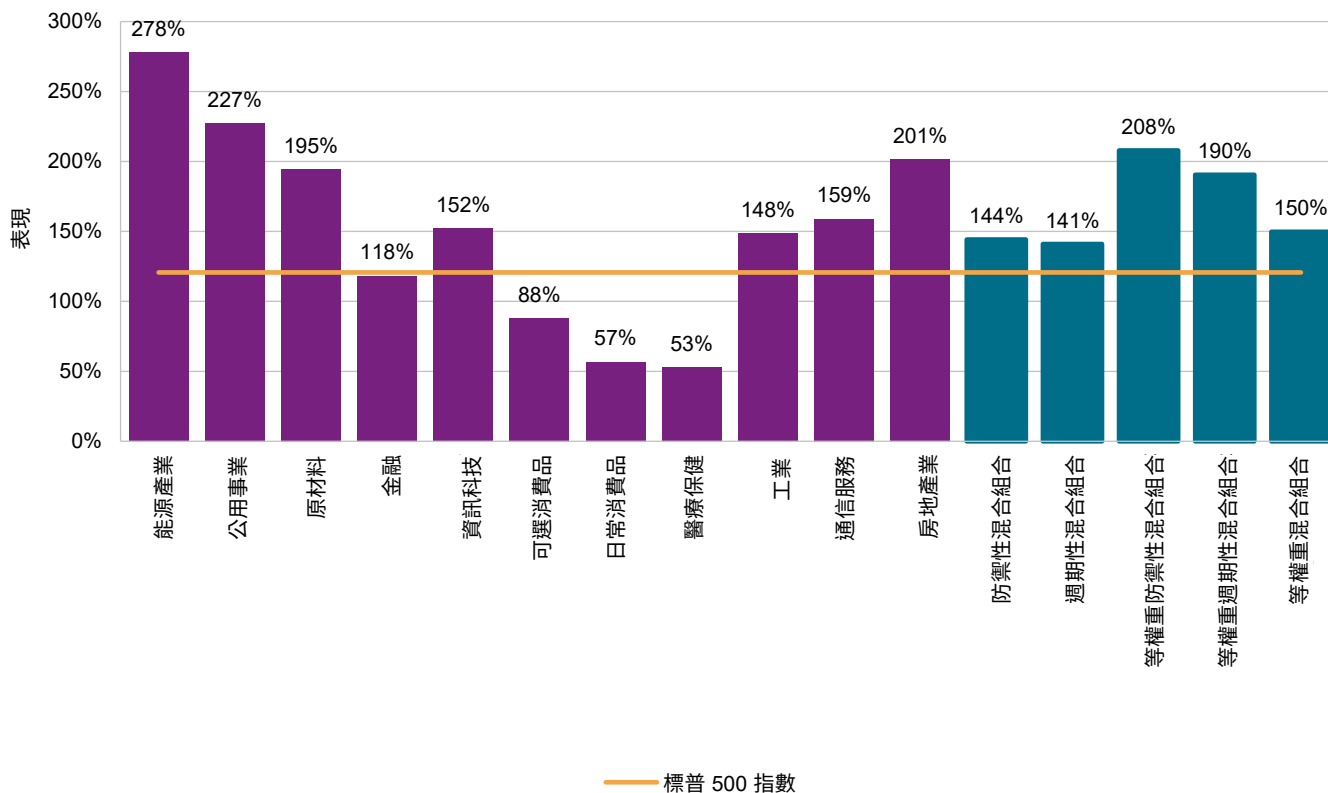
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日的數據。由於分析日期早於指數推出日期，因此不包括房地產板塊的數據。標普 500 等權重行業指數於 2006 年 6 月 20 日推出。指數推出日期前的所有數據均為經過回測的假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。與回測表現的更多信息，請參閱本文件末尾的表現披露連結。

## 暴跌後反彈

2002 年 10 月 9 日標普 500 指數跌至最低點後，市場開始長達五年的反彈，整個期間的收益達 121%。10 個標普 500 行業板塊中有 6 個跑贏標普 500 指數，而 2001 年推出的房地產板塊成為第七個跑贏大盤的板塊<sup>16</sup>。能源和公用事業板塊表現最佳，分別跑贏標普 500 指數 157% 和 107%，凸顯了如何滿足適當條件，典型防禦性或週期性板塊在經濟週期的相反階段風生水起的潛力 (見圖 30)。所有五種板塊混合組合在反彈期間均表現優異，並產生超額收益，其中等權重防禦性混合組合跑贏標普 500 指數 87%。

<sup>16</sup> 儘管房地產在 2018 年成為第 11 個 GICS 行業板塊，不過本次分析時使用了從 2001 年 10 月開始的最早可用指數水準數據。

圖 30：危機後反彈期間各行業板塊和混合組合的表現

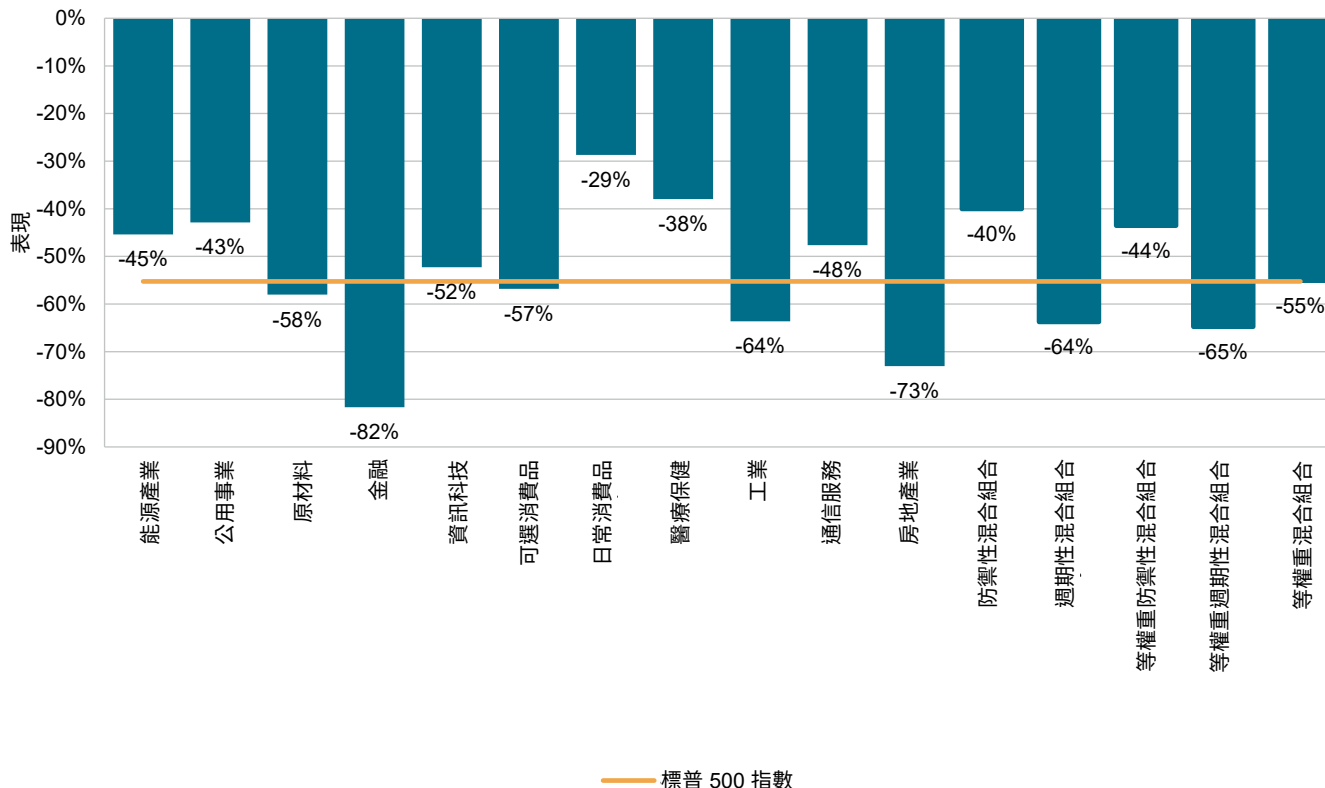


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2002 年 10 月 9 日至 2007 年 10 月 9 日的數據。標普 500 等權重行業指數於 2006 年 6 月 20 日推出。指數推出日期前的所有數據均為經過回測的假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。與回測表現的更多信息，請參閱本文件末尾的表現披露連結。

## 全球金融危機

儘管 2007 年中期已經出現一些預警信號，但標普 500 指數直到當年 10 月才見頂，並在全球金融危機 (GFC) 期間下跌。在接近兩年的下跌行情中，標普 500 指數重挫 55%，而由於大中小型銀行和其他金融機構都遭受災難性的損失，金融板塊在此基礎上進一步下挫 26%。在全球金融危機期間，五個防禦性板塊均跑贏大盤，資訊科技板塊是五個週期性板塊中唯一跑贏大盤的板塊 (見圖 31)。在五個行業板塊混合組合中，由於對金融板塊的配置較高，週期性混合組合和等權重週期性混合組合均跑輸大盤。

圖 31：全球金融危機期間各行業板塊和混合組合的表現



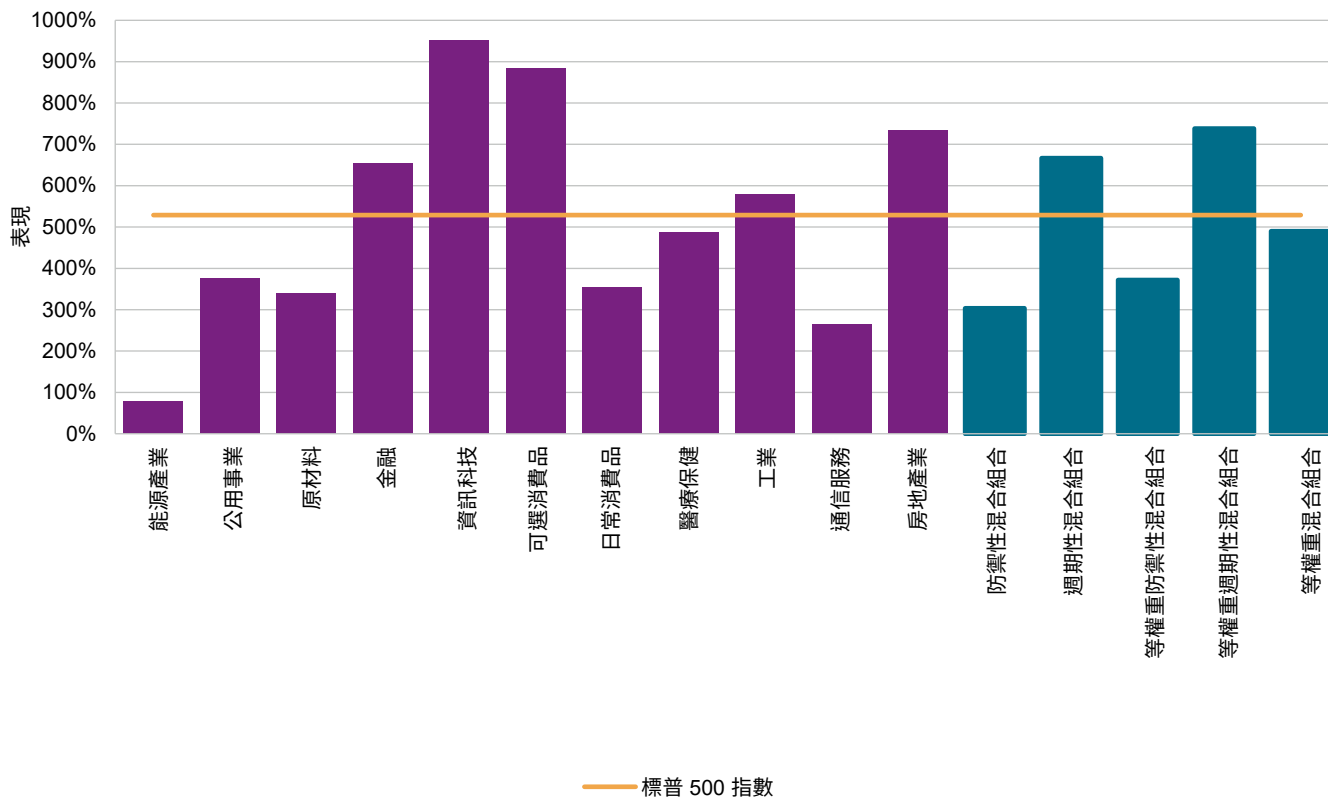
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 全球金融危機後牛市

儘管標普 500 指數從 2009 年 3 月開始反彈，並在接下來的 11 年裡錄得 529% 的收益，但全球金融危機的後遺症以及同時引發的經濟衰退對某些行業板塊造成沉重打擊，影響超過其他行業板塊。尤其是由於石油和天然氣價格暴跌，加上信貸緊縮，能源公司收入驟減，能源板塊跑輸標普 500 指數 450% 以上。所有其他四個傳統防禦性板塊也同樣跑輸標普 500 指數。不過週期性板塊中僅原材料跑輸，而資訊科技板塊以 124% 的超額收益領先於其他跑贏大盤的板塊 (見圖 32)。

資訊科技的優異表現主要集中在反彈的後五年，帶動週期性混合組合和等權重週期性混合組合取得出色表現，而由於對大型資訊科技公司的配置較低，另外三個混合組合跑輸標普 500 指數。

圖 32：全球金融危機後反彈期間各行業板塊和混合組合的表現



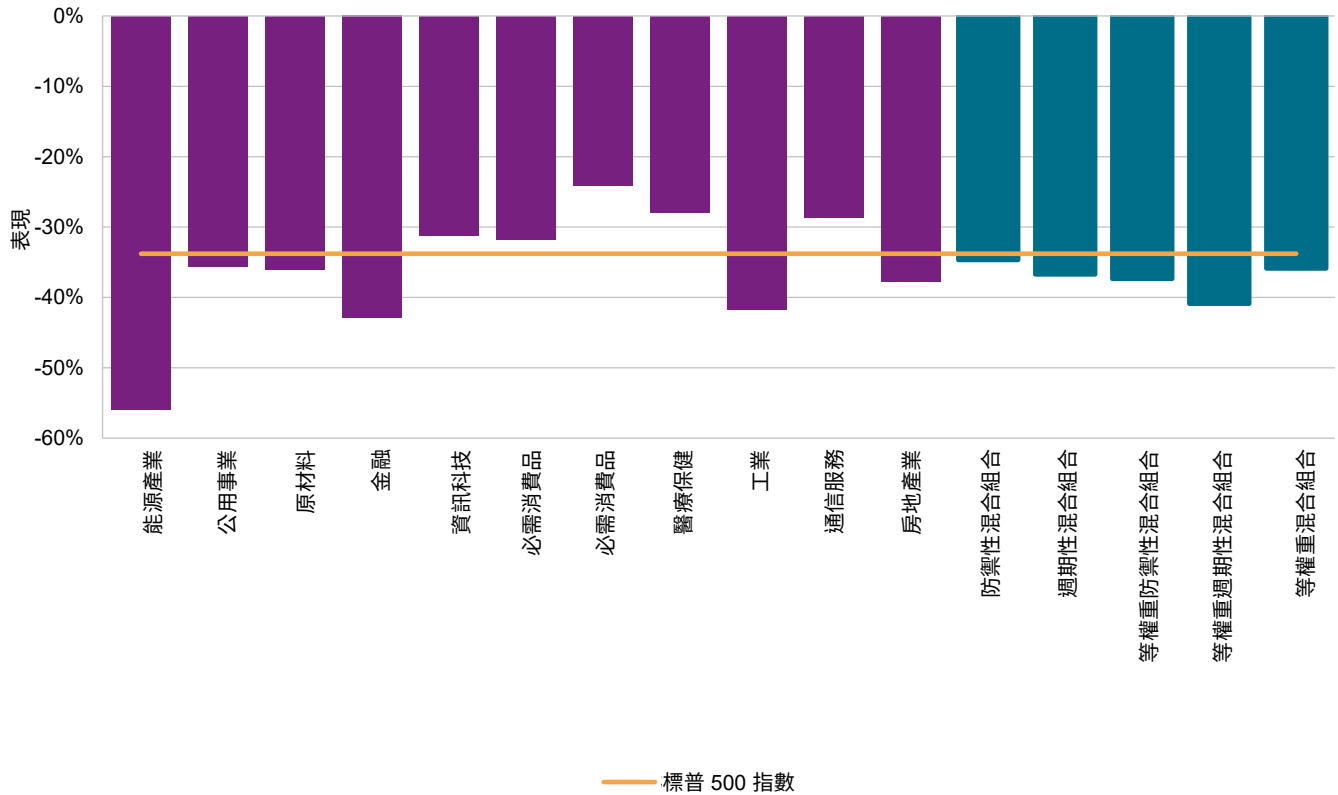
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2009 年 3 月 9 日至 2020 年 2 月 19 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 2020 年新冠疫情暴跌

經過近 11 年的上漲行情之後，一場全球疫情的爆發引發了近百年來最嚴重的暴跌之一。相比 2020 年 2 月 19 日的高點，標普 500 指數在短短 23 個交易日內暴跌 34%。投資者奪路而逃，所有行業板塊都未能倖免，整個市場的相關性猛然飆升。由於正常的經濟活動戛然而止，嚴重改變了對燃料和能源的需求，能源板塊表現最差，相比基準指數進一步下探 22%。而由於虛擬連接在日常生活中的重要性提升，資訊科技板塊輕微跑贏大盤，日常消費品和醫療保健板塊也表現不俗（見圖 33）。所有五個行業板塊混合組合均跑輸大盤，落後 1% 到 7% 不等。



圖 33：2020 年新冠疫情暴跌期間各行業板塊和混合組合的表現



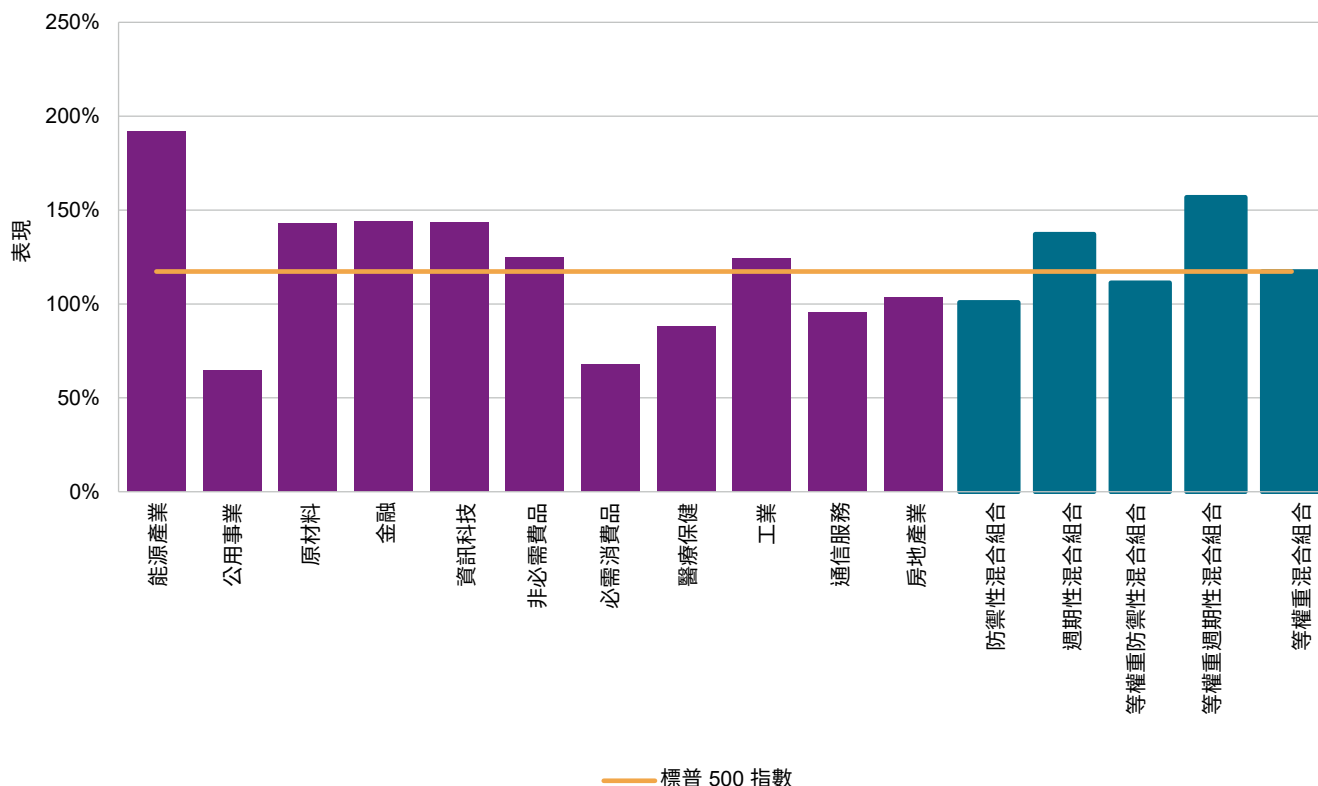
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 新冠疫情反彈行情

儘管恢復「正常」的時間表尚不明確，但市場在 2020 年 3 月 23 日見底並啟動兩階段的反彈行情。最初，由於居家生活方式的影響加上投資者渴求能夠實現盈利增長的公司，資訊科技板塊繼續引領觸底反彈。同樣，由於運輸和製造業需求大幅放緩，能源板塊表現落後。不過 2020 年底有關病毒防治成功的消息發佈，恢復正常生活的希望點燃了「重新開放」行情。能源股迅速飆升，很快成為自 2020 年 3 月觸底以來表現最好的板塊，截至 2022 年 1 月 12 日，該板塊跑贏標普 500 指數 77% (見圖 34)。

等權重週期性混合組合在反彈期間表現最佳，跑贏標普 500 指數 40%，而週期性混合組合也同樣跑贏。防禦性混合組合跑輸大盤，等權重混合組合與大盤持平。

圖 34：新冠疫情反彈期間各行業板塊和混合組合的表現

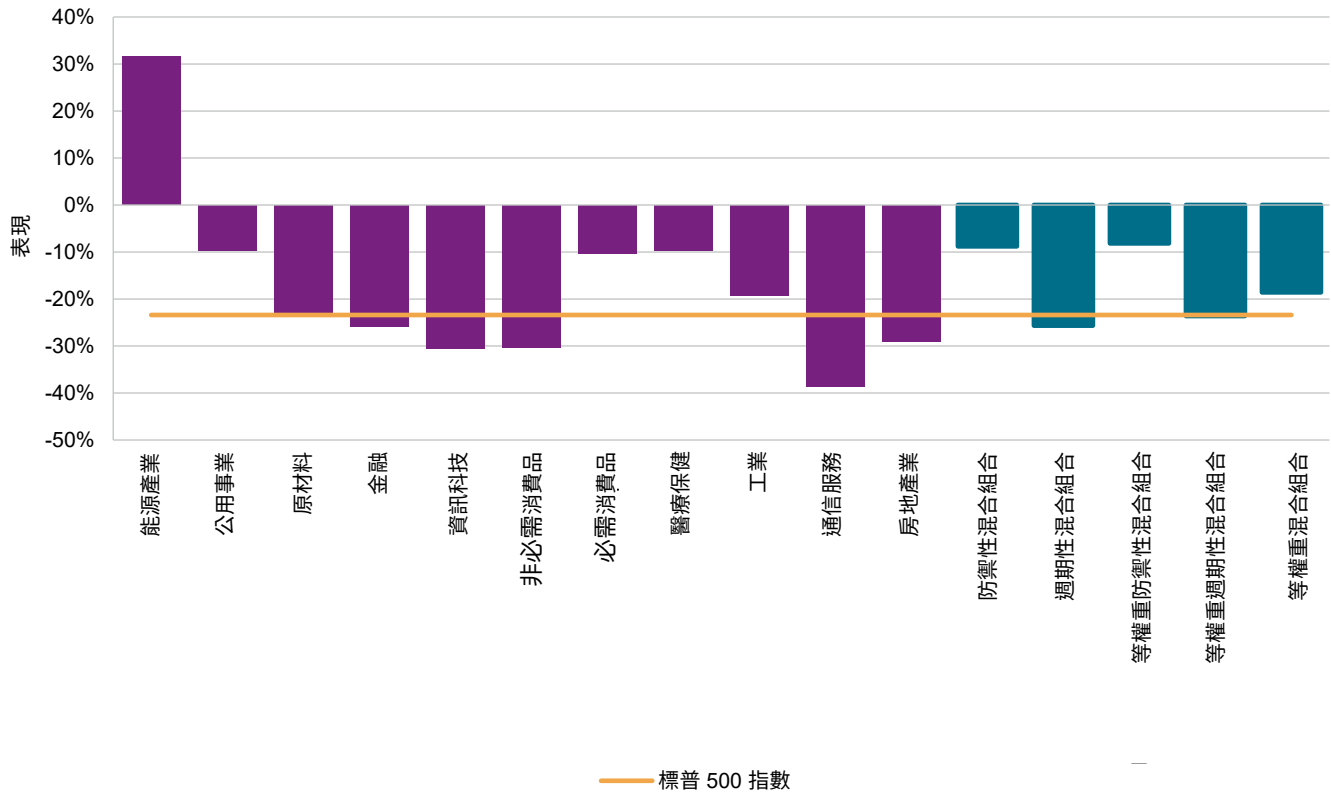


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2020 年 3 月 23 日至 2022 年 1 月 12 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 2022 年熊市

圖 35 分析並展示了從 2022 年 1 月開始的熊市。從 2022 年 1 月 12 日的高點到 2022 年 10 月 12 日的低點，標普 500 指數下跌了 23%。儘管資訊科技板塊此前引領反彈行情，但作為標普 500 指數中權重最高的板塊，它下跌了 31%，在所有行業板塊中跌幅第二。能源板塊在 11 個標普 500 行業板塊中唯一錄得正收益，上漲 32% 並跑贏標普 500 指數 55%。防禦性混合組合和等權重防禦性混合組合均跑贏標普 500 指數 15%，等權重混合組合跑贏標普 500 指數 5%。

圖 35：2022 年熊市期間各行業板塊和混合組合的表現

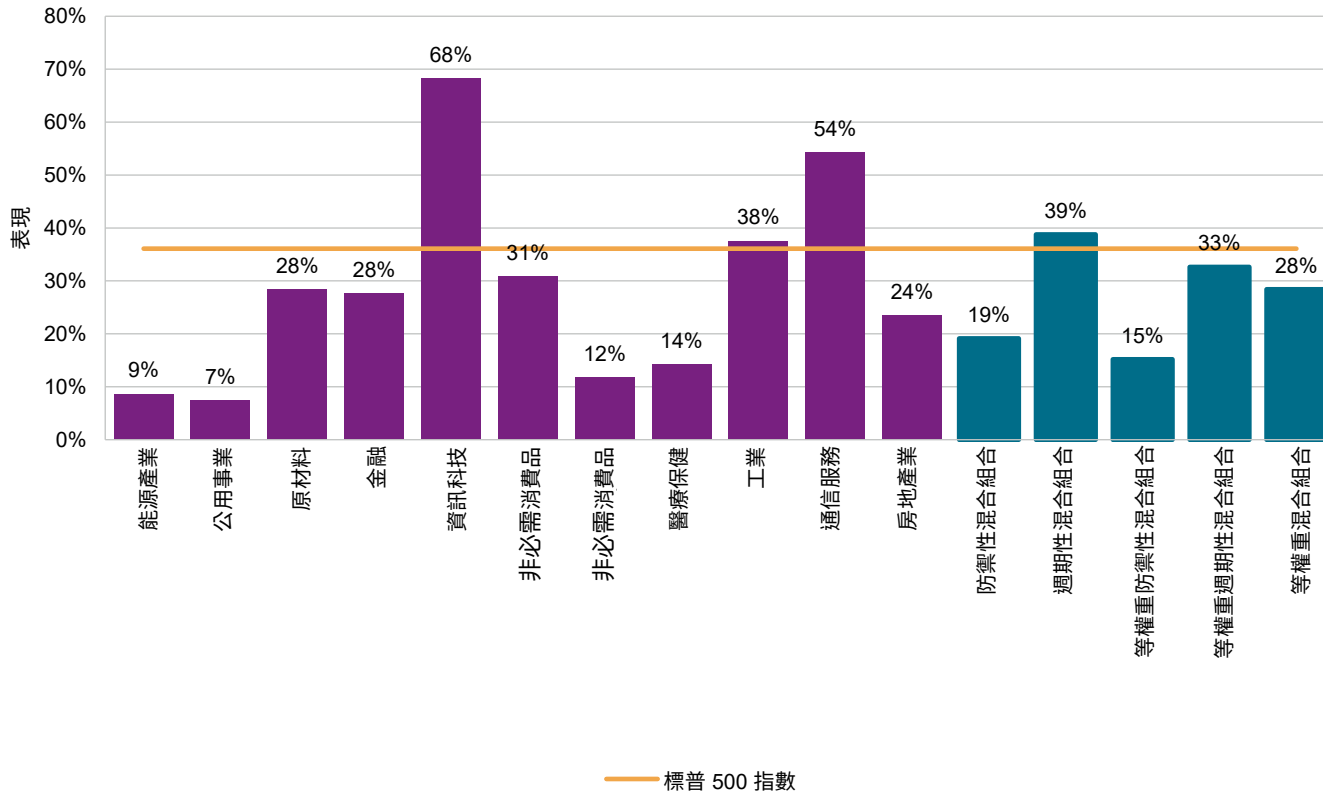


數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2022 年 1 月 12 日至 2022 年 10 月 12 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 2022—2023 年反彈

圖 36 分析並展示了從 2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月的市場反彈，同期標普 500 指數上漲超過 50%。資訊科技和通信服務板塊表現領先，一改之前下跌行情期間的低迷表現。事實上，這兩個板塊的超強主導地位，加上在標普 500 指數中的較大權重，意味著大多數其他行業板塊和混合組合都表現落後。其他板塊中僅工業跑贏大盤，混合組合中僅週期性混合組合跑贏大盤，兩者分別跑贏標普 500 指數 1.5% 和 2.7%。

圖 36：2022-2023 反彈期間各行業板塊和混合組合的表現



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 附錄 D：行業板塊與主題期貨和 ETF

圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF

名稱	指數
Amundi PEA S&P US Consumer Staples ESG UCITS ETF	S&P 500 Plus Sustainability Enhanced Consumer Staples Index (USD) NTR
Amundi S&P Global Industrials ESG UCITS ETF -DR- EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Industrials Index - Benchmark TR Net
Amundi S&P Global Information Technology ESG UCITS ETF -DR- EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Information Technology Index - EUR - Benchmark TR Net
Amundi S&P Global Materials ESG UCITS ETF EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Industrials Index - Benchmark TR Net
BetaPro S&P/TSX Capped Energy -2x Daily Bear ETF	S&P/TSX Capped / Energy
BetaPro S&P/TSX Capped Energy 2x Daily Bull ETF	S&P/TSX Capped / Energy
BetaPro S&P/TSX Capped Financials -2x Daily Bear ETF	S&P/TSX Capped / Financial
BetaPro S&P/TSX Capped Financials 2x Daily Bull ETF	S&P/TSX Capped / Financial
BMO Junior Gold Index ETF	Dow Jones North America Select Junior Gold Index - CAD
Capital Dow Jones U.S. Real Estate Index ETF	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
Comm.Services Select Sector SPDR Fund	S&P Communication Services Select Sector Index
Cons.Discretionary Select Sector SPDR Fund	Consumer Discretionary Select Sector
Cons.Staples Select Sector SPDR Fund	Consumer Staples Select Sector
Credit Suisse S&P MLP Index ETN	S&P MLP
Direxion Daily Aerospace & Defense Bull 3X Shares	DJ US Select / Aerospace & Defense
Direxion Daily Cons.Discretionary Bull 3x Shares	Consumer Discretionary Select Sector
Direxion Daily Energy Bear 2X Shares	Energy Select Sector
Direxion Daily Energy Bull 2x Shares	Energy Select Sector
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	Financial Select Sector
Direxion Daily Financial Bull 3x Shares	Financial Select Sector
Direxion Daily Healthcare Bull 3x Shares	Health Care Select Sector
Direxion Daily Industrials Bull 3X Shares	S&P Industrial Select Sector
Direxion Daily Metal Miners Bull 2X Shares	S&P TMI
Direxion Daily Pharmaceutical & Medical Bull 3X Shares	S&P Pharmaceuticals Select Industry
Direxion Daily Real Estate Bear 3X Shares	S&P Real Estate Select Sector
Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares	S&P Real Estate Select Sector

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
Direxion Daily Regional Banks Bull 3X Shares	S&P Regional Banks Select Industry
Direxion Daily S&P Biotech Bear 3X Shares	S&P Biotechnology Select Industry
Direxion Daily S&P Biotech Bull 3X Shares	S&P Biotechnology Select Industry
Direxion Daily S&P Oil & Gas Exp.& Prod.Bear 2X Shares	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
Direxion Daily S&P Oil & Gas Exp.& Prod.Bull 2X Shares	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
Direxion Daily Software Bull 2X Shares	S&P North American Expanded Technology Software Index
Direxion Daily Technology Bear 3X Shares	Technology Select Sector
Direxion Daily Technology Bull 3x Shares	Technology Select Sector
Direxion Daily Transportation Bull 3X Shares	S&P Transportation Select Industry FMC Capped Index - Benchmark TR Net
Direxion Daily Utilities Bull 3X Shares	Utilities Select Sector
Energy Select Sector SPDR Fund	Energy Select Sector
Financial Select Sector SPDR Fund	Financial Select Sector
First Trust S&P REIT Index Fund	S&P United States REIT
Fullgoal S and P Oil and Gas Exploration and Production Select Industry ETF QDII	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry Total Return Index
Global X S&P Biotech ETF	S&P Biotechnology Select Industry
Health Care Select Sector SPDR Fund	Health Care Select Sector
Horizons S&P/TSX Capped Energy Index ETF	S&P/TSX Capped / Energy
Horizons S&P/TSX Capped Financials Index ETF	S&P/TSX Capped / Financial
HSBC S&P INDIA TECH UCITS ETF	S&P India Tech Index (EUR) NTR
Industrial Select Sector SPDR Fund	S&P Industrial Select Sector
Invesco Dow Jones US Insurance UCITS ETF	Dow Jones U.S. Select Insurance Index NTR
Invesco Communications S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Communication Services Index
Invesco Consumer Discretionary S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Consumer Discretionary Index
Invesco Consumer Staples S&P US Select Sector UCITS ETF Accum USD	S&P Select Sector Capped 20% Consumer Staples Index
Invesco Energy S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Energy Index
Invesco Financials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Financial Services Index- TR Net
Invesco Health Care S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Health Care Index
Invesco Industrials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Industrials Net Total Return Index - USD

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
Invesco Materials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Materials Index
Invesco Real Estate S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Real Estate Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Communication Services ETF	S&P 500 Equal Weight Communication Services Plus Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Consumer Discretionary ETF	S&P 500 Equal Weighted / Consumer Discretionary -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Consumer Staples ETF	S&P 500 Equal Weighted / Consumer Staples -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Energy ETF	S&P 500 Equal Weight Energy Plus Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Financials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Financials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Health Care ETF	S&P 500 Equal Weighted / Health Care -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Industrials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Industrials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Materials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Materials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Real Estate ETF	S&P 500 Equal Weighted / Real Estate - SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Technology ETF	S&P 500 Equal Weighted / Information Technology -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Utilities ETF	S&P 500 Equal Weighted / Utilities Plus
Invesco S&P SmallCap Cons.Discretionary ETF	S&P Small Cap 600 / Consumer Discretionary -SEC
Invesco S&P SmallCap Consumer Staples ETF	S&P Small Cap 600 Capped Consumer Staples
Invesco S&P SmallCap Energy ETF	S&P Small Cap 600 / Energy -SEC
Invesco S&P SmallCap Financials ETF	S&P SmallCap 600 Capped Financials & Real Estate Index
Invesco S&P SmallCap Health Care ETF	S&P Small Cap 600 / Health Care -SEC
Invesco S&P SmallCap Industrials ETF	S&P Small Cap 600 / Industrials -SEC
Invesco S&P SmallCap Information Tech. ETF	S&P Small Cap 600 / Information Technology -SEC
Invesco S&P SmallCap Materials ETF	S&P Small Cap 600 / Materials -SEC
Invesco S&P SmallCap Utilities & Communication Services ETF	S&P SmallCap 600 Capped Utilities & Telecommunication Services
Invesco S&P/TSX REIT Income Index ETF	S&P/TSX Capped REIT Income Index - CAD
Invesco Tech. S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Technology Index
Invesco Utilities S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Utilities Index
Invesco S&P World Energy ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Energy Index (USD) NTR
Invesco S&P World Financials ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Financials Index (USD) NTR
Invesco S&P World Health Care ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Health Care Index (USD) NTR
Invesco S&P World Info.Tech. ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Info.Tech. Index (USD) NTR

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖表 37：圖表 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
iPath S&P MLP ETN	S&P MLP
iShares Cohen & Steers REIT ETF	S&P Cohen & Steers US Realty Majors Portfolio
iShares Essential Metals Producers UCITS ETF	S&P Global Essential Metals Producers Index (USD) NTR
iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	S&P North American Expanded Technology Software Index
iShares Global Comm Services ETF	S&P Global 1200 Comm.Services 4.5/22.5/45 Capped
iShares Global Consumer Discretionary ETF	S&P Global 1200 Consumer Discretionary (Sector) Capped Index (USD)
iShares Global Consumer Staples ETF	S&P Global 1200 Consumer Staples (Sector) Capped Index
iShares Global Consumer Staples ETF Cert.	S&P Global 1200 / Consumer Staples -SEC
iShares Global Energy ETF	S&P Global 1200 / Energy -SEC
iShares Global Financials ETF	S&P Global 1200 / Financials -SEC
iShares Global Healthcare ETF	S&P Global 1200 / Health Care -SEC
iShares Global Healthcare ETF CDI	S&P Global 1200 Healthcare Sector Index - AUD
iShares Global Industrials ETF	S&P Global 1200 / Industrials -SEC
iShares Global Materials ETF	S&P Global 1200 / Materials -SEC
iShares Global Tech ETF	S&P Global 1200 / Information Technology -SEC
iShares Global Utilities ETF	S&P Global 1200 Utilities (Sector) Capped Index
iShares Gold Producers UCITS ETF USD	S&P Commodity Producers Gold Index - USD
iShares International Dev.Property ETF	S&P Developed x United States Property
iShares Listed Private Equity UCITS ETF	S&P Listed Private Equity Index
iShares Listed Private Equity UCITS ETF USD	S&P Listed Private Equity Index
iShares North American Tech-Multimedia Networking ETF	S&P North American Technology Sector Multimedia Networking
iShares Oil & Gas Exploration & Production UCITS ETF USD	S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production Index - USD
iShares S&P 500 Communication Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Communication Services Sector Index
iShares S&P 500 Consumer Discretionary Sector UCITS ETF	S&P 500 Consumer Discretionary Index - USD
iShares S&P 500 Consumer Staples Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Consumer Staples Index - USD
iShares S&P 500 Energy Sector UCITS ETF	S&P 500 Energy Index - USD

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。



**圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
iShares S&P 500 Financials Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 FINANCIALS NTR
iShares S&P 500 Health Care Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 HEALTH CARE NTR
iShares S&P 500 Health Care Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 HEALTH CARE NTR
iShares S&P 500 Industrials Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Industrials Sector Index
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 INFORMATION TECHNOLOGY NTR
iShares S&P 500 Materials Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Materials Sector Index - USD
iShares S&P 500 Utilities Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Utilities Sector Index - USD
iShares S&P Global Consumer Discretionary Index ETF (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Consumer Discretionary Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P Global Healthcare Index Fund (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Health Care Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P Global Industrials Index ETF (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Industrials Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P U.S. Banks UCITS ETF USD	S&P 900 Banks (Industry) 7/4 Capped Index
iShares S&P US Banks UCITS ETF	S&P 900 Banks (Industry) 7/4 Capped Index
iShares S&P US Financials Index ETF	Financial Select Sector Index (CAD) TR
iShares S&P/TSX Capped Consumer Staples Index Fund	S&P/TSX Capped Consumer Staples Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Energy Index ETF	S&P/TSX Capped / Energy
iShares S&P/TSX Capped Financials Index ETF	S&P/TSX Capped / Financial
iShares S&P/TSX Capped Information Technology Index ETF	S&P/TSX Capped Information Technology Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Materials Index ETF	S&P/TSX Capped Materials Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped REIT Index ETF	S&P/TSX Capped REIT Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Utilities Index Fund	S&P/TSX Capped Utilities Index - CAD
iShares S&P/TSX Energy Transition Materials Index ETF	S&P/TSX Energy Transition Materials Index (CAD) TR
iShares S&P/TSX Global Base Metals Index Fund	S&P/TSX Global Base Metals Index - CAD
iShares S&P/TSX Global Gold Index ETF	S&P/TSX Global Gold
iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	DJ US Select / Aerospace & Defense
iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	DJ US Select / Investment Services
iShares U.S. Healthcare Providers ETF	DJ US Select / Health Care Providers
iShares U.S. Insurance ETF	DJ US Select / Insurance

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)

ETF	指數
iShares U.S. Medical Devices ETF	DJ US Select / Medical Equipment
iShares U.S. Oil & Gas Exploration & Production ETF	DJ US Select / Oil & Gas Exploration & Production
iShares U.S. Oil Equipment & Services ETF	DJ US Select / Oil Equipment & Services
iShares U.S. Pharmaceuticals ETF	DJ US Select / Pharmaceutical
iShares U.S. Real Estate ETF	Dow Jones U.S. Real Estate Capped Index
iShares U.S. Regional Banks ETF	DJ US Select / Regional Banks
iShares US Financial Services ETF	Dow Jones U.S. Financial Services Index
iShares US Medical Devices UCITS ETF USD	Dow Jones U.S. Select Medical Equipment Capped 35/20 Index
iShares US Transportation ETF	S&P Transportation Select Industry FMC Capped Index - Benchmark TR Gross
KB KBSTAR Global 4th Industry Revolution IT ETF(SYNTH H)	S&P Global 1200 / Information Technology -SEC
KB KBSTAR SYNTH-US Oil&Gas E&P Company ETF(H)	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
KIM KINDEX SYNTH-Dow Jones US Real Estate ETF	Dow Jones U.S. Real Estate Index
Kiwoom HEROES Global REITs IGIS Active ETF Units	S&P Global REIT Index
Leverage Shares 3x Long Financials ETP Securities	Financial Select Sector
Leverage Shares 3x Long Oil & Gas ETP Securities	Energy Select Sector
Leverage Shares -3x Short Oil & Gas ETP Securities	Energy Select Sector
Listed Index Fund Australian REIT (S&P/ASX200 A-REIT)	S&P/ASX 200 A-REIT Index - AUD
Materials Select Sector SPDR Fund	Materials Select Sector
MTF Sal 4D S&P Semiconductors Select Industry	S&P Semiconductors Select Industry Index Net TR
NH-Amundi HANARO Global Luxury S&P ETF (Synth)	S&P Global Luxury Index
Nuveen Short-Term REIT ETF	Dow Jones U.S. Select Short-Term REIT Index
ProShares S&P Kensho Smart Factories ETF	S&P Kensho Smart Factories Index
ProShares S&P Technology Dividend Aristocrats ETF	S&P Technology Dividend Aristocrats
ProShares Short Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares Short Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultra Basic Materials	DJ Global United States (All) / Basic Materials -IND

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)

ETF	指數
ProShares Ultra Consumer Goods	DJ Global United States (All) / Consumer Goods -IND
ProShares Ultra Consumer Services	DJ Global United States (All) / Consumer Services -IND
ProShares Ultra Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares Ultra Health Care	DJ Global United States (All) / Health Care -IND
ProShares Ultra Industrials	Dow Jones U.S. Industrials Index
ProShares Ultra Oil & Gas	DJ Global United States (All) / Oil & Gas -IND
ProShares Ultra Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultra Semiconductors	DJ Global United States (All) / Semiconductors -SUB
ProShares Ultra Technology	Dow Jones U.S. Technology Index
ProShares Ultra Utilities	DJ Global United States (All) / Utilities -IND
ProShares UltraShort Basic Materials	DJ Global United States (All) / Basic Materials -IND
ProShares UltraShort Consumer Goods	DJ Global United States (All) / Consumer Goods -IND
ProShares UltraShort Consumer Services	DJ Global United States (All) / Consumer Services -IND
ProShares UltraShort Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares UltraShort Health Care	DJ Global United States (All) / Health Care -IND
ProShares UltraShort Industrials	DJ Global United States (All) / Industrials -IND
ProShares UltraShort Oil & Gas	DJ Global United States (All) / Oil & Gas -IND
ProShares UltraShort Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultrashort Semiconductors	DJ Global United States (All) / Semiconductors -SUB
ProShares UltraShort Technology	DJ Global United States (All) / Technology -IND
ProShares UltraShort Utilities	DJ Global United States (All) / Utilities -IND
Real Estate Select Sector SPDR Fund	S&P Real Estate Select Sector
Roundhill S&P Global Luxury Etf	S&P Global Luxury Net Total Return Index
SAMSUNG KODEX DJI US REITs ETF(H) Units	Dow Jones U.S. Real Estate Index
Samsung KODEX SYNTH-US Biotech ETF	S&P Biotechnology Select Industry
Samsung KODEX SYNTH-US Energy ETF	Energy Select Sector
Samsung KODEX SYNTH-US Industrial ETF	S&P Industrial Select Sector
SAMSUNG KODEX WTI Crude Oil Futures Inverse ETF(H)	S&P GSCI Crude Oil
Schwab U.S. REIT ETF	Dow Jones Equity All REIT Capped
Shin Kong S&P Electric Vehicles ETF	S&P Kensho Capped Electric Vehicles Index (USD) TR
Smartshares Australian Financials ETF	S&P/ASX 200 Financials Ex-A-REIT - AUD
Smartshares Australian Property ETF	S&P/ASX 200 A-REIT Equal Weight Index - AUD
Smartshares NZ Property ETF	S&P/NZX Real Estate Select Index - NZD

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
SP Funds S&P Global REIT Shariah ETF	S&P Global All Equity REIT Shariah Capped Index
SP Funds S&P Global Technology ETF	S&P Global 1200 Shariah Information Technology (Sector) Capped (USD)
SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF Exchange Traded Fund Units	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate UCITS ETF	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate UCITS ETF Accum Unhedged USD	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones International Real Estate ETF	DJ Global x US Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones REIT ETF	Dow Jones US Select REIT
SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	S&P Aerospace & Defense Select Industry
SPDR S&P ASX 200 Financials EX A-REIT Fund	S&P/ASX 200 Financials Ex-A-REIT - AUD
SPDR S&P Bank ETF	S&P Banks Select Industry
SPDR S&P BIOTECH ETF	S&P Biotechnology Select Industry
SPDR S&P Capital Markets ETF	S&P Capital Markets Select Industry
SPDR S&P Health Care Equipment ETF	S&P Healthcare Equipment Select Industry
SPDR S&P Health Care Services ETF	S&P Health Care Services Select Industry
SPDR S&P Insurance ETF	S&P Insurance Select Industry
SPDR S&P Metals & Mining ETF	S&P Metals and Mining Select Industry
SPDR S&P Oil & Gas Equip. & Services ETF	S&P Oil & Gas Equipment Select Industry Index
SPDR S&P Oil & Gas Exp.& Prod.ETF	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
SPDR S&P Pharmaceuticals ETF	S&P Pharmaceuticals Select Industry
SPDR S&P Regional Banking ETF	S&P Regional Banks Select Industry
SPDR S&P Semiconductor ETF	S&P Semiconductors Select Industry
SPDR S&P Software & Services ETF	S&P Software & Services Select Industry
SPDR S&P Transportation ETF	S&P Transportation Select Industry
SPDR S&P US Communication Services Select Sector UCITS ETF	S&P Communication Services Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Consumer Discretionary Select Sector UCITS ETF	S&P Consumer Discretionary Select Sector Index
SPDR S&P US Consumer Staples Select Sector UCITS ETF	S&P Consumer Staples Select Sector Daily Capped 25/20 Index - Benchmark TR Net
SPDR S&P US Energy Select Sector UCITS ETF	S&P Energy Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Financials Select Sector UCITS ETF	S&P Financials Select Sector Daily Capped 25/20 Index

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖 37：圖 2 中包含的上市行業板塊和主題 ETF (續)**

ETF	指數
SPDR S&P US Health Care Select Sector UCITS ETF	S&P Health Care Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Industrials Select Sector UCITS ETF	S&P 500 Index - EUR
SPDR S&P US Materials Select Sector UCITS ETF	S&P Materials Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Technology Select Sector UCITS ETF	S&P TECHNOLOGY SELECT SECTOR DAILY CAPPED 25/20 NTR
SPDR S&P US Utilities Select Sector UCITS ETF	S&P Utilities Select Sector Daily Capped 25/20 Index - USD
SPDR S&P/ASX 200 Listed Property Fund	S&P/ASX 200 A-REIT Index - AUD
Technology Select Sector SPDR Fund	Technology Select Sector
Utilities Select Sector SPDR Fund	Utilities Select Sector
Vanguard Australian Property Securities Index ETF	S&P ASX 300 / A-REIT -SEC
Vanguard Global ex-U.S.Real Estate ETF	S&P Global x United States Property
WOORI US SP AerospaceDefense ETF Units	S&P Aerospace & Defense Select Industry

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

**圖 38：指數期貨**

名稱	交易所
S&P E-mini Financial Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Energy Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Utilities Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Consumer Staples Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Real Estate Select Sector Stock Index Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Health Care Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Materials Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Technology Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Industrial Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
E-mini Communication Services Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Consumer Discretionary Select Sector Future	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Regional Banks Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Biotechnology Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Insurance Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Retail Select Industry Futures	芝加哥商品交易所

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 3 月 28 日。表格僅供說明。

## 表現披露/回測數據

標普 500 等權重行業指數於 2006 年 6 月 20 日推出。標普生物科技精選行業指數、標普房屋建築商精選行業指數和標普半導體精選行業指數於 2006 年 1 月 27 日推出。標普航空航太和國防精選行業指數、標普科技硬件精選行業指數、標普醫療保健設備精選行業指數、標普醫療保健服務精選行業指數、標普金屬和礦產精選行業指數、標普石油天然氣勘探及生產精選行業指數、標普石油和天然氣設備精選行業指數、標普藥物精選行業指數、標普零售精選行業指數、標普電信精選行業指數和標普交通運輸精選行業指數於 2006 年 6 月 19 日推出。標普銀行精選行業指數、標普資本市場精選行業指數、標普保險精選行業指數和標普地區銀行精選行業指數於 2011 年 9 月 9 日推出。標普軟件和服務精選行業指數於 2011 年 9 月 19 日推出。標普互聯網精選行業指數於 2016 年 2 月 1 日推出。指數推出日期前的所有信息均為回測的假設性信息，而非實際表現。回測計算基於與指數推出日期相同的方法。不過，當為市場異常時期或其他不能反映當前市場環境的時期創建回測歷史時，指數編製方法規則可能會放寬，以捕獲足夠大的證券範圍，進而用於模擬該指數旨在衡量的目標市場或該指數旨在捕獲的策略。例如，可能會降低市值和流動性門檻。完整的指數編製方法詳情參見 [www.spglobal.com/spdji/tc](http://www.spglobal.com/spdji/tc)。指數的過往業績並不預示未來表現。回測表現反映了指數編製方法的應用和指數成分的選擇，基於事後經驗以及對可能正面影響業績的因素的了解，但不能解釋可能影響結果的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/展望未來的偏見。實際的收益可能與回測收益之間存在顯著差異，甚至低於回測收益。過往業績並不預示或保證未來表現。有關指數的更多詳細信息，請參閱指數編製方法，包括指數定期調整的方式、定期調整的時間、增加和剔除成分股的規則，以及所有的指數計算。回測表現僅供機構使用，不供零售投資者使用。

標普道瓊斯指數指定了若干日期，以協助我們的客戶提供透明度。指數起始日是給定指數有計算值（即時或回測）的第一天。基準日期是將指數設置為固定值以進行計算的日期。推出日期是指首次將指數值視為即時的日期：指數推出日期之前任何日期或時間段的指數值都屬於回測性質。標普道瓊斯指數將「推出日期」定義為已知指數值已向公眾發佈的日期，例如通過公司的公開網站或其向外部提供的數據。對於 2013 年 5 月 31 日之前推出的道瓊斯品牌指數，「推出日期」（2013 年 5 月 31 日之前稱為「引入日期」）定為不允許對指數編製方法進行進一步更改的日期，但這可能早於該指數的公開發佈日期。

通常，當標普道瓊斯指數創建回測的指數數據時，該指數在計算中會使用實際的歷史成分股層面數據（例如，歷史價格、市值和公司行為數據）。由於 ESG 投資仍處於發展的早期階段，用於計算標普道瓊斯指數公司的 ESG 指數的某些數據點可能無法在整個回測歷史時期內獲得。同樣的數據可用性問題也可能存在於其他指數中。在無法獲得所有相關歷史時期的實際數據的情況下，標普道瓊斯指數可能會使用 ESG 數據的「反向數據假設」（或反向提取）流程來計算回測的歷史業績。「反向數據假設」是一個將指數成分股公司可用的最早實際即時數據點應用於指數表現中所有先前歷史實例的過程。例如，反向數據固有地假設目前沒有參與特定業務活動（也稱為「產品參與」）的公司在歷史上從未參與過，同樣地，也假設目前參與特定業務活動的公司在歷史上也參與過。利用反向數據假設，可以將假設的回測擴展到使用實際數據無法進行回測的歷史年份。有關「反向數據假設」的更多數據，請參閱[常見問題解答](#)。任何在回測的歷史中採用反向假設的指數的編製方法和事實說明都將明確說明這一點。該編製方法將包括一份附錄，其中列出使用反向預測數據的具體數據點和有關時間段的表格。

所顯示的指數收益並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數負責維護該指數，計算指數水準和所顯示或討論的表現，但不管理實際資產。指數收益不反映投資者為購買指數標的證券或旨在追蹤指數表現的投資基金而支付的任何銷售費用或其他費用。徵收這些費用和收費會導致證券/基金的實際業績和經回測的業績低於指數所顯示的業績。舉個簡單的例子，如果一筆 10 萬美元的投資在 12 個月內獲得 10% 的收益率（即 1 萬美元），並且在投資期限結束時對該投資加上應計利息收取 1.5% 的基於實際資產管理費（即 1,650 美元），那麼該年度的淨收益率將為 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期間，如果在年底收取 1.5% 的年度管理費，假定每年的收益率為 10%，則累計總收益率為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累計淨收益率為 27.2%（即 27,200 美元）。



# 一般免責聲明

©2024 標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、The 500、US500、US 30、S&P 100 (標普 100 指數)、S&P COMPOSITE 1500 (標普綜合 1500 指數)、S&P 400 (標普 400 指數)、S&P MIDCAP 400 (標普中盤 400 指數)、S&P 600 (標普 600 指數)、S&P SMALLCAP 600 (標普小盤 600 指數)、S&P GIVI (標普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指數)、DIVIDEND ARISTOCRATS (紅利優選指數)、DIVIDEND MONARCHS (紅利特選指數)、BUYBACK ARISTOCRATS (回購優選指數)、SELECT SECTOR (精選行業指數)、S&P MAESTRO (標普 MAESTRO)、S&P PRISM (標普 PRISM)、S&P STRIDE (標普 STRIDE)、GICS (全球行業分類標準)、SPIVA (標普指數與主動投資)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS 和 CRITR 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的註冊商標。DOW JONES (道瓊斯)、DJIA (道瓊斯工業指數)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道瓊斯工業平均指數) 均為道瓊斯商標控股有限責任公司 (「道瓊斯」) 的商標。這些商標連同其他商標已被授權給標普道瓊斯指數有限公司。未經標普道瓊斯指數有限公司書面許可，禁止全部或部分重新分發或複製。在標普道瓊斯指數有限公司、標普全球、道瓊斯或其各自的關聯公司 (合稱「標普道瓊斯指數」) 沒有必要牌照的司法管轄區，本文件不構成服務要約。除某些定制指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有信息均非個性化，並非針對任何個人、實體或群體的需求量身定制。標普道瓊斯指數通過將其指數許可給協力廠商和提供定制計算服務而獲得報酬。指數的過往業績並不能預示或保證未來表現。

無法直接投資於指數。指數所代表的資產類別可通過基於該指數的可投資工具進行投資。標普道瓊斯指數未發起、認可、出售、推廣或管理由協力廠商提供的任何投資基金或其他投資工具，這些基金或其他投資工具旨在根據任何指數的表現提供投資回報。標普道瓊斯指數不保證基於該指數的投資產品能準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。指數表現並未反映交易成本、管理費或開支。標普道瓊斯指數對投資於任何此類投資基金或其他投資產品或工具的取用性不作任何陳述。對任何此類投資基金或其他投資工具的投資決定不應依賴本文件所列的任何陳述。標普道瓊斯指數並非經修正的《1940 年投資公司法》定義的「投資顧問、商品交易顧問、商品池經營者、經紀交易商、受託人、發起人」，亦非《美國聯邦法典》第 15 編第 77k 條第 (a) 款所闡述的「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並不代表標普道瓊斯指數建議買入、出售或持有此類證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應被視為投資建議或大宗商品交易建議。

標普道瓊斯指數的美國基準指數收盤價由標普道瓊斯指數根據其主要交易所設定的相關指數成分股的收盤價計算得出。標普道瓊斯指數使用的收盤價數據來自其使用的協力廠商供應商，並通過與備選供應商提供的數據進行比較來驗證收盤價。供應商的收盤價數據來自主要交易所。即時盤中價格的計算方式類似，但不會進行二次驗證

這些材料完全根據一般公眾可獲得的數據和據信可靠的來源編寫，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、複製或分發這些材料中包含的任何內容 (包括指數數據、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟件或其他應用程式或從其輸出的內容) 或其任何部分 (「內容」)。內容不得用於任何非法或未經授權的目的。標普道瓊斯指數及其協力廠商數據提供商和許可方 (合稱「標普道瓊斯指數方」) 不保證內容的準確性、完整性、及時性或可用性。標普道瓊斯指數方不對因使用內容而產生的任何錯誤或遺漏 (無論原因為何) 負責。內容按「原樣」提供。標普道瓊斯指數方排除任何及所有明示或默示的保證，包括但不限於有關適銷性或特定目的或用途的適用性、無錯誤、軟件錯誤或缺陷、內容的功能將不間斷或內容將在任何軟件或硬件設定下運行的任何保證。在任何情況下，標普道瓊斯指數方均不對任何一方遭受的與內容使用有關的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或後果性損害、成本、費用、法律費用或損失 (包括但不限於收入損失或利潤損失和機會成本) 負責，即使已被告知可能發生此類損害。

標普全球將其各個部門和業務單位的某些活動彼此分開，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普全球的某些部門和業務單位可能掌握其他業務單位無法獲得的信息。標普全球已制定相關政策和程式，以對分析過程中收到的某些非公開信息進行保密。

此外，標普道瓊斯指數向許多組織提供廣泛的服務或與之相關的服務，包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構和金融仲介機構，因此可能會從這些組織收取費用或其他經濟利益，包括他們可能推薦、評級、納入模型投資組合、評估或以其他方式接觸的證券或服務的組織。

全球行業分類標準 (GICS®) 由標普和 MSCI 開發，是標普和 MSCI 的專有財產和商標。MSCI、標普或參與制定或編撰任何 GICS 分類的任何其他方均未就此類標準或分類 (或使用其獲得的結果) 做出任何明示或默示的保證或陳述，所有前述各方特此明確排除與任何此類標準或分類有關的所有原創性、準確性、完整性、適銷性或特定用途適用性保證。在不限制前述任何規定效力的前提下，在任何情況下，MSCI、標普或其任何關聯公司或參與制定或編撰任何 GICS 分類的任何協力廠商均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或任何其他損害 (包括利潤損失) 承擔任何責任，即使已被告知發生此類損害的可能性亦不例外。