

撰稿人

陸巧兒

董事總經理

全球研究與設計

priscilla.luk@spglobal.com

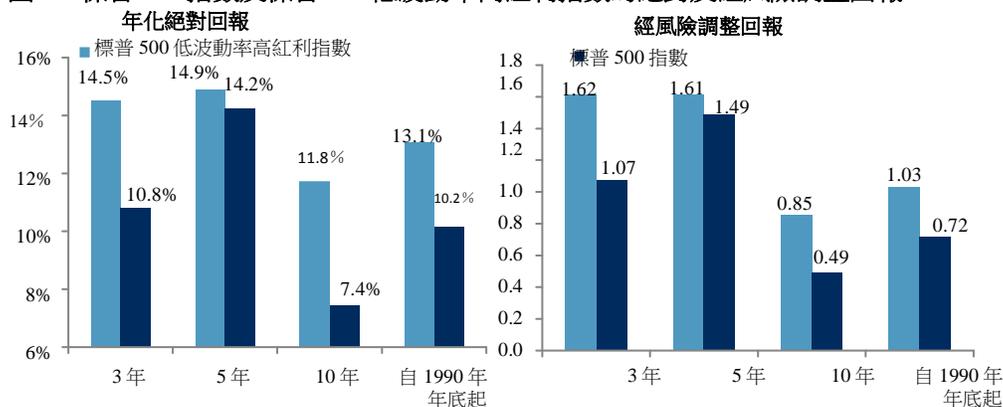
簡單就是美： 標普 500[®] 低波動率高紅利指數

執行摘要

標普 500 低波動率高紅利指數自 2012 年 9 月成立以來已有五年，我們重新審視在高股息率投資組合中加入低波幅篩選作為質量衡量指標的優點，並將其與美國市場上的其他標普道瓊斯紅利指數進行各方面的比較。

- 低波幅篩選作為質量衡量指標，可避免股價大幅下跌的高收益股票，並可捕捉標普 500 低波動率高紅利指數的低波幅因素。
- 標普 500 低波動率高紅利指數於回溯測試期（1990 年 12 月至 2012 年 9 月）及過去五年（2012 年 9 月至 2017 年 9 月）錄得的絕對及經風險調整回報高於標普 500 指數。
- 該指數於 73% 的跌市中領先標普 500 指數，於 61% 的升市中落後標普 500 指數。然而，在跌市時的表現較佳程度，明顯高於升市時的表現欠佳程度。
- 相對於美國其他標普道瓊斯紅利指數，標普 500 低波動率高紅利指數於過去錄得較高的股息率及經風險調整回報。

圖 1：標普 500 指數及標普 500 低波動率高紅利指數的絕對及經風險調整回報



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據根據截至 2017 年 9 月 30 日以美元計算的總回報。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

1. 簡介

股息投資策略啟發了廣泛的學術研究，並獲市場參與者廣泛採用。為回應此投資領域對參考基準的需求，標普道瓊斯指數提供一系列滿足特定需要的股息策略指數。

[道瓊斯美國精選紅利指數](#)旨在衡量派發高息且股息及派息率持續增長的美國公司。[標普高收益紅利貴族指數](#)[®]及[標普 500 紅利貴族指數](#)旨在衡量標普綜合 1500 指數[®]及標普 500 指數內分別於過去 20 年及 25 年保持股息持續增長的公司的表現。[道瓊斯美國紅利 100 指數](#)衡量收益率最高的美國公司的表現。在財務實力穩健支持下，有關公司過去一直派發穩定股息。[標普 500 高紅利指數](#)旨在追蹤提供高股息率的標普 500 指數成員。

標普 500 低波動率高紅利指數不僅包含高股息率策略，還包括著名的低波動率策略。

2012 年 9 月，標普道瓊斯指數推出[標普 500 低波動率高紅利指數](#)，該指數為獨一無二、遵守規則的股息策略指數，旨在於單一指數內提供高股息率及低回報波幅。該指數採用簡單的兩步篩選程序，不僅包含高息策略，還包括著名的低波幅策略。

我們於 2013 年 10 月初次發表本文，分享我們對在單一指數中結合低波幅及高息策略的好處的分析。我們認為，簡單地將高波幅股票從高股息率投資組合中剔除，有助提高投資組合的經風險調整回報，而且與採用過往股息基準及多個基本因素質素篩選的其他標普道瓊斯紅利指數相比，標普 500 低波動率高紅利指數已錄得較高的股息率及經風險調整回報。

標普 500 低波動率高紅利指數自 2012 年 9 月成立以來已有五年，我們重新審視在高股息率投資組合中加入低波幅篩選作為質量衡量指標的優點，並將標普 500 低波動率高紅利指數與美國市場上的其他標普道瓊斯紅利指數進行各方面的比較，例如行業成分、股息率、歷史回報等。

相較於其他標普道瓊斯紅利指數，標普 500 低波動率高紅利指數已錄得較高的股息率及經風險調整回報。

2. 結合低波幅及高息收益策略的標普 500 低波動率高紅利指數

2.1. 波幅各異的高股息率股票的表現

為研究美國高股息率股票的回報特徵，我們將標普綜合 1500 指數內的派息公司按股息率分類為假設五分位數投資組合，並衡量其歷史回報及波幅。我們於每年 12 月根據歷史股息率重新調整所有五分位數投資組合，並對投資組合股票等量加權。根據 1994 年年底與 2016 年年底之間的每月總回報計算，最高收益率的五分位數投資組合(Q1)錄得最高的年化回報，但波幅比收益率較低的五分位數投資組合(Q2、Q3、Q4 及 Q5)大得多。因此，最高收益率的五分位數投資組合並未錄得經風險調整後的較佳回報(見圖 2)。

圖 2：標普綜合 1500 指數內的派息公司按股息率分類的五分位數投資組合的歷史平均年度回報、年度波幅及經風險調整回報



最高收益率的五分位數投資組合錄得最高的年化回報，但波幅比收益率較低的五分位數投資組合大得多。

所示投資組合均為假設。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據根據五分位數投資組合於 1994 年年底至 2016 年年底的假設性回報。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

最高收益率的五分位數投資組合的高波動率是由於加入了股價低迷的高收益股票。

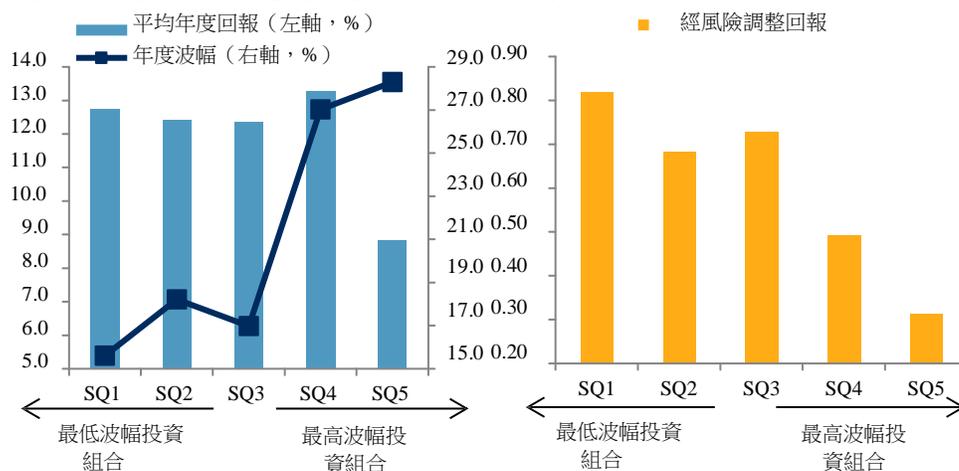
最高收益率的五分位數投資組合(Q1)的高波幅是由於加入了股價受壓的高收益股票。由於股息率於股價下跌時上升，因此任何導致股價顯著下跌的負面公司或行業事件均會推高股票的股息率。這些股票往往對新聞公告較為敏感，且股價波幅較大，導致最高收益率五分位數投資組合(Q1)的波幅處於高水平。

由於股價顯著下跌亦會推高股票的歷史波幅，將高波幅股票從高收益率投資組合中剔除，亦可避免受到股價衝擊的影響。

為進一步研究波幅各異的高股息率股票的表現，我們將最高收益率的五分位數投資組合(Q1)劃分為五個按波幅分類的假設性五分位數子投資組合，並衡量其回報。我們於每年 12 月根據過去 252 天的回報波幅重新調整所有出現波幅的子投資組合，並對所有投資組合股票等量加權。結果顯示，在投資組合成立的一年後，波幅處於歷史高位的投資組合 (SQ4 及 SQ5) 的回報波幅較大。從歷史上看，波幅較高、高收益率的投資組合 (SQ4 及 SQ5) 的經風險調整表現遜於波幅較低、高收益率的投資組合 (SQ1、SQ2 及 SQ3) (見圖 3)。上述結果與證據充分的「低波幅」異常情況保持一致，即高波幅股票的經風險調整表現往往遜於低波幅股票。此結果亦表明，簡單地將高波幅股票從高股息率投資組合中剔除，是有助提高投資組合的經風險調整回報。

圖 3：標普綜合 1500 指數內的派息公司按波幅分類的高收益率五分位數子投資組合的歷史平均年度回報、年度波幅及經風險調整回報率

簡單地將高波幅股票從高股息率投資組合中剔除，是有助提高投資組合的經風險調整回報



所示投資組合均為假設。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據根據五分位數子投資組合於 1994 年年底至 2016 年年底的假設回報。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

2.2. 在高股息率投資組合中採用低波幅策略

[標普 500 低波動率高紅利指數](#)利用從高股息率投資組合中剔除高波幅股票的優勢，而非使用公司盈利或股息增長等基本衡量標準來篩選高息股票。標普 500 低波動率高紅利指數基於兩項簡單篩選（波幅及股息率）來選擇其成份股。指數的構建首先透過在標普 500 指數內選擇歷來股息率最高的 75

標普 500 低波動率高紅利指數利用從高股息率投資組合中剔除高波幅股票的優勢。

間公司，然後為指數加入 50 隻收益率最高而歷史波幅最低的股票。

為了說明結合過往的低波幅及高股息率篩選所帶來的增值作用，我們建立了三個假設性的高息投資組合，並衡量其自 1990 年 1 月至 2017 年 9 月的歷史回報。

1. 高收益投資組合：從標普 500 指數選出股息率最高的 75 隻股票。
2. 低波幅／高收益投資組合：從高收益投資組合中選出 50 隻波幅最低的股票。
3. 高波幅／高收益投資組合：從高收益投資組合中選出 25 隻波幅最高的股票。

所有投資組合均於 1 月及 7 月每半年重新調整一次，且所有投資組成份股的權重相等（見圖 4）。

表 4：假設性高息投資組合的風險／回報摘要

期間	75 隻股票／高收益投資組合	50 隻股票／低波幅／高收益投資組合	25 隻股票／高波幅／高收益投資組合	標普 500 指數
年化回報(%)				
三年	10.8	14.0	3.5	10.8
五年	14.7	15.2	12.6	14.2
十年	10.5	11.6	7.4	7.4
自 1990 年 1 月以來	12.3	12.4	11.6	10.0
年化波動率(%)				
三年	9.9	8.8	18.9	10.1
五年	9.5	9.0	16.3	9.5
十年	17.1	13.5	28.9	15.1
自 1990 年 1 月以來	15.0	12.6	23.2	14.2
經風險調整回報				
三年	1.09	1.59	0.19	1.07
五年	1.54	1.69	0.78	1.49
十年	0.61	0.86	0.25	0.49
自 1990 年 1 月以來	0.82	0.99	0.50	0.70
12 個月最大跌幅(%)				
自 1990 年 1 月以來	-48.8	-39.3	-68.8	-46.4

所示投資組合均為假設性投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據根據假設性投資組合於 1990 年 1 月至 2017 年 9 月的回報。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映標普 500 低波動率高紅利指數的假設性歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

於整個研究期間，75 隻股票／高收益投資組合每年領先標普 500 指數 2.3%，但回報波幅較高，12 個月最大跌幅較大。鑒於新加入的低波幅篩選，50 隻股票／低波幅／高收益投資組合錄得幾乎與 75 隻股票／高收益投資組合相同的年化回報，但波幅卻低 16%，12 個月最大跌幅較小。相反，較之 50 隻股票／低波幅／高收益投資組合，25 隻股票／高波幅／高收益投資組合的波幅要高 84%，12 個月最大跌幅較大，但較高的風險並未有較高的絕對回報作為補償。三種假設投資組合中，相比標普 500 指數，50 隻股票／低波幅／高收益投資組合的經風險調整回報最高，並且較最大跌幅的減幅最為顯著。上述結果顯示在建立高紅利指數時結合低波幅及高股息率篩選的潛在優點。

簡單的低波幅篩選不僅發揮質量衡量指標的作用，避免納入股價大幅下跌的高收益股票；亦能捕捉低波幅因素。

簡單的低波幅篩選不僅發揮質量衡量指標的作用，避免納入股價大幅下跌的高收益股票；亦能捕捉低波幅因素，有關因素過去一直締造出色的經風險調整表現。

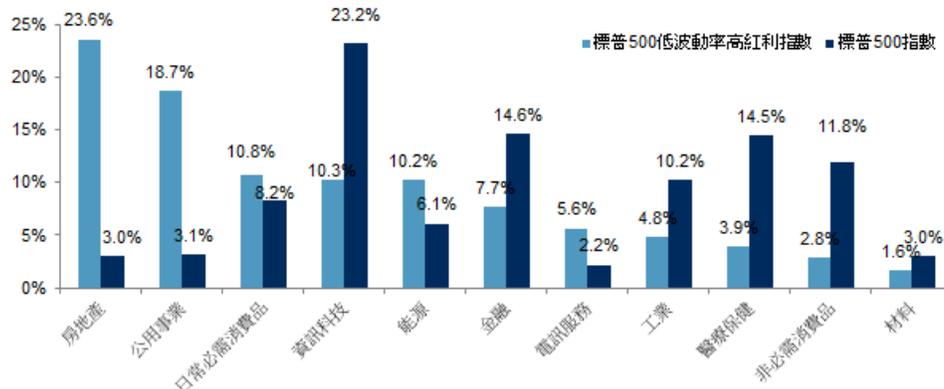
3. 標普 500 低波動率高紅利指數的投資組合及回報特色

3.1. 行業分佈

標普 500 低波動率高紅利指數涵蓋不同行業，但由於集中投資不同行業的高息股票，相對於標普 500 指數，存在行業偏好。截至 2017 年 9 月底，按絕對權重而言，相對於標普 500 指數，標普 500 低波動率高紅利指數高度集中於房地產和公用事業行業，原因是該等行業的公司過往派發較高股息。相反，相對於標普 500 指數，該指數對資訊科技、醫療保健及非必需消費品行業的權重要低得多（見圖 5）。

圖 5：標普 500 指數及標普 500 低波動率高紅利指數的行業權重

標普 500 低波動率高紅利指數高度集中於房地產和公用事業行業。

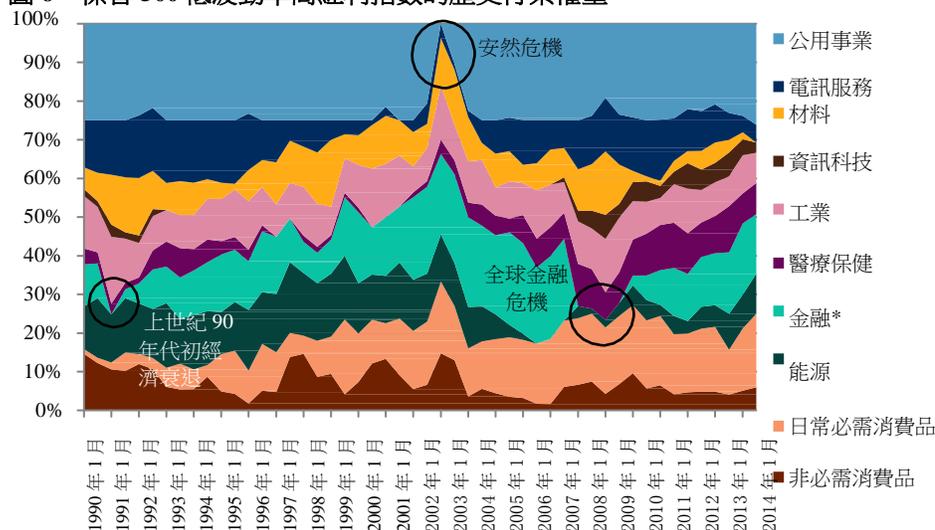


資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。圖表僅作說明用途。

由於採用低波幅篩選，標普 500 低波動率高紅利指數的行業配置較一般的高息策略更變化多端。金融行業的權重於 1990 年代初經濟衰退及 2008 至 2009 年全球金融危機期間均降至零，原因是該等期間金融股經歷了高波幅及股價暴跌。公用事業股於 2003 年初的安然危機期間亦從指數中被完全剔除，當時大部分公用事業股表現均異常波動（見圖 6）。

圖 6：標普 500 低波動率高紅利指數的歷史行業權重

由於採用低波幅篩選，標普 500 低波動率高紅利指數的行業配置較一般的高息策略更多變化。



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。圖表僅作說明用途。金融表示金融及房地產全球行業分類標準（GICS）[®] 行業權重的總和，以進行一致的歷史比較

3.2. 股息率

[標普 500 低波動率高紅利指數](#)過去一直提供高股息率。由 1990 年 12 月至 2017 年 9 月，該指數的長期中位股息率為 4.4%，且維持在 3.5% 以上，遠高於[標普 500 指數](#)，標普 500 指數的長期中位股息率為 1.9%，且同期最大股息率為 3.8%。兩項指數的股息率差距過去維持在 1.6% 與 4.6% 之間，中位數為 2.4%（見圖 7）。

圖 7：標普 500 指數和標普 500 低波動率高紅利指數的歷史股息率



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

3.3. 歷史表現

根據 1990 年年底至 2017 年 9 月月底的總回報表現，[標普 500 低波動率高紅利指數](#)的年度表現領先[標普 500 指數](#)達 2.9%，波幅低 9.9%，且總回報的最大跌幅較低。在整個回溯測試期間以及過去 5 年的實際情況中，該指數錄得高於標普 500 指數的經風險調整回報。即使根據剔除股息收益的複合效應而計算的價格回報，標普 500 低波動率高紅利指數在整個回溯測試期間錄得的絕對及經風險調整回報亦略高於標普 500 指數，而波幅及最大跌幅則較低（見圖 8）。

表 8：標普 500 指數和標普 500 低波動率高紅利指數的回報／風險概覽

期間	價格回報		總回報	
	標普 500 低波動 率高紅利指數	標普 500 指數	標普 500 低波 動率高紅利指數	標普 500 指數
年化回報 (%)				
3 年期	9.9	8.5	14.5	10.8
5 年期	10.2	11.8	14.9	14.2
10 年期	6.8	5.1	11.8	7.4
自 1990 年年末	8.0	7.9	13.1	10.2
年化波幅 (%)				
3 年期	9.0	10.0	9.0	10.1
5 年期	9.3	9.5	9.2	9.5
10 年期	13.8	15.1	13.8	15.1
自 1990 年年末	12.6	14.1	12.7	14.1
經風險調整回報 (%)				
3 年期	1.10	0.85	1.62	1.07
5 年期	1.10	1.24	1.61	1.49
10 年期	0.49	0.34	0.85	0.49
自 1990 年年末	0.63	0.56	1.03	0.72
12 個月最大跌幅 (%)				
自 1990 年年末	-41.4	-47.5	-38.8	-46.4

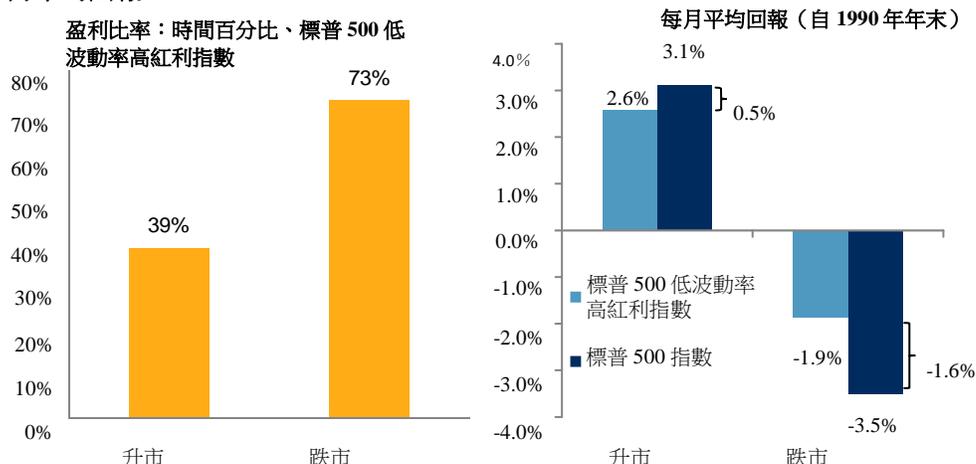
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。過往表現不能保證未來業績。表格僅供說明，且反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

由於標普 500 低波動率高紅利指數的波幅表現低於標普 500 指數，因此預期將在熊市時提供下行保護，而代價是牛市時表現欠佳。根據 1990 年年底的每月總回報，標普 500 低波動率高紅利指數於 73% 的跌市中領先標普 500 指數，於 61% 的升市中落後標普 500 指數。由於標普 500 低波動率高紅利指數在升市時的表現遜於標普 500 指數的程度(0.5%)遠遠低於在跌市時的表現(1.6%)，因此該指數長遠領先標普 500 指數（見圖 9）。

在整個回溯測試期間以及過去 5 年的實際情況中，標普 500 低波動率高紅利指數錄得高於標普 500 指數的經風險調整回報。

圖 9：自 1990 年以來標普 500 指數及標普 500 低波動率高紅利指數的捕捉比率及每月平均回報

升市時的落後表現，明顯遜於跌市時的領先表現。



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，且反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

4. 與其他標普道瓊斯紅利指數進行比較

質量衡量指標有助對股息策略感興趣的市場參與者避免股息率陷阱。

最後，我們將標普 500 低波動率高紅利指數與其他聚焦美國的標普道瓊斯紅利指數進行比較。而有興趣了解標普 500 低波動率高紅利指數與標普 500 低波動指數有何分別的讀者，請參閱附錄。

4.1. 指數目標及股票甄選機制

除了篩選高息股票外，質量衡量指標有助對股息策略感興趣的市場參與者避免股息率陷阱。¹ 股息策略一般都會採用歷史股息政策、股息增長、派息率及其他衡量公司盈利和財務實力的基本因素比率。

例如，標普 500 紅利貴族指數與標普高收益紅利貴族指數在選股準則方面會著眼於股息歷史而非高股息率。該等指數分別僅涵蓋在過去 25 或 20 年間一直採取增派股息政策的公司。股息率並非選股準則的一部分。道瓊斯美國紅利 100 指數與道瓊斯美國精選紅利指數旨在提供可持續股息及高股息率。有關公司分別須已派發 10 或 5 年股息，才符合獲納入有關指數的資格。該等指數在甄選成份股時亦會考慮其他基本因素。

¹ 股息率陷阱指承諾派發高息或過去派發高息但目前並沒有充裕的現金流量以配合派息的公司。這些公司過去維持偏高的股息率，但現在無法維持下去。

另一方面，[標普 500 高紅利指數](#)旨在純粹納入高股息率的標普 500 成份股，而不考慮任何其他基本因素或質素篩選。

[標普 500 低波動率高紅利指數](#)的納入規定著眼於高股息率，而不重視過去一直以來的派息情況。該指數採用簡單的兩步甄選程序來甄選成份股，並計入波幅和股息率，而道瓊斯紅利指數則參考過往的股息增長情況及多項基本因素比率。如第 2 節所說明，標普 500 低波動率高紅利指數所採用的低波幅篩選除了可發揮作為質素標準的作用，確保股價顯著下跌的股票可從指數中剔除外，亦同時可捕捉低波幅的異常現象。

雖然其他設有基本因素篩選機制的標普道瓊斯紅利指數大多每年重新調整一次，但標普 500 低波動率高紅利指數則會每半年重新調整一次，以捕捉變化更頻密的股價波幅。為提高指數的股息率，標普 500 低波動率高紅利指數的成份股按其股息率作出權重（見表 10）。

標普 500 低波動率高紅利指數採用簡單的兩步甄選程序，並計入波幅及股息率。

表 10：美國標普道瓊斯紅利指數的指數構建

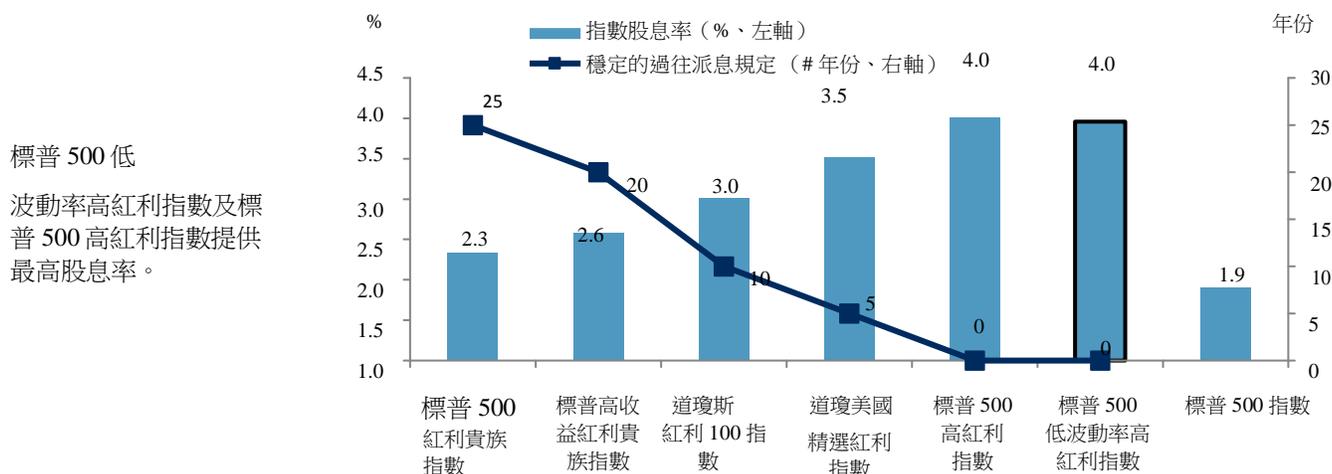
類別	標普 500 紅利貴族指數	標普高收益紅利貴族指數	道瓊斯美國紅利 100 指數	道瓊斯美國精選紅利指數	標普 500 高紅利指數	標普 500 低波動率高紅利指數
參考基準指數	標普 500 指數	標普綜合 1500 指數	DJ 美國股票市場指數	DJ 美國指數（不包括房地產投資信託）	標普 500 指數	標普 500 指數
指數成份股數目	浮動	浮動	100	100	80	50
規模準則	浮動，市值高於 30 億美元	浮動，市值高於 20 億美元	浮動，市值高於 5 億美元	不適用	不適用	不適用
流動性準則	3 個月日均交易額高於 5 百萬美元	3 個月日均交易額高於 5 百萬美元	3 個月日均交易額高於 2 百萬美元	3 個月日均交易額高於 20 萬股股份	不適用	不適用
合資格標準	每股股息至少連續增長 25 年	每股股息至少連續增長 20 年	至少連續 10 年派息	至少連續 5 年派息；5 年每股股息增長率無負數；5 年股息支付率不超過 60%	80 隻股息率最高的股票	75 隻股息率最高且最低交易日高於 252 天的股票
其他成份篩選因素	不適用	不適用	最高的現金流量負債總額比率、股本回報率、股息率及 5 年股息增長率	最高股息率	不適用	最低歷史回報波幅
加權法	均等	股息率	市值	股息率	均等	股息率
行業多元化準則	各 GICS® 行業權重限制在 30%	不適用	各 ICB 行業權重限制在 25%	不適用	不適用	各 GICS 行業的股票數目限制在 10 個，不適用各 GICS 行業權重限制在 25%
調整頻率	每年	每年	每年	每年	每半年	每半年

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。上表僅供說明之用。數據截至 2017 年 9 月 30 日。

4.2. 股息率

由於選股準則和成份股加權法的差異，標普道瓊斯紅利指數提供不同區間的股息率。過往派息規定及品質準則愈嚴謹，符合甄選資格的高收益股票便愈少。一直著眼於過往持續派息情況的**標普 500 紅利貴族指數**，截至 2017 年 9 月底錄得 2.3% 的股息率，為各標普道瓊斯紅利指數中最低。相比之下，相較於其他標普道瓊斯紅利指數，以低波幅來甄選成份股的**標普 500 低波動率高紅利指數**及僅包括高股息率股票的**標普 500 高紅利指數**則提供最高的股息收益。截至 2017 年 9 月底，該指數提供 4% 的股息率——較**標普 500 指數**高 2.1%（見圖 11）。

圖 11：美國標普道瓊斯紅利指數的過往派息規定及股息率



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

4.3. 歷史表現

由 1999 年年底至 2017 年 9 月，標普 500 低波動率高紅利指數提供的股息率高於大部分其他標普道瓊斯紅利指數，並捕捉低波幅策略的好處。然而，這種簡單的低波幅、高息方法，如何在不採用過往派息準則或基本因素質素篩選的情況下，產生較其他股息指數更高的回報及更低的風險？

根據由 1999 年 12 月至 2017 年 9 月的每月價格回報，在未計股息再投資收入前，標普 500 低波動率高紅利指數

與其他標普道瓊斯紅利指數相比，並非錄得表現突出的歷史絕對或經風險調整回報（見圖 12）。然而，在計及股息收入再投資回報時，標普 500 低波動率高紅利指數則是所有標普道瓊斯紅利指數中錄得最佳歷史絕對和經風險調整回報的指數（見圖 14）。根據由 1999 年 12 月至 2017 年 9 月的每月總回報，[標普 500 低波動率高紅利指數](#)在所有標普道瓊斯紅利指數中錄得最高的絕對和經風險調整回報。其歷史波幅低於其他三個標普道瓊斯紅利指數，其歷史最大跌幅（12 個月）亦低於其他四個標普道瓊斯紅利指數。

表 12：美國標普道瓊斯紅利指數風險／回報摘要（未計股息再投資收入前）

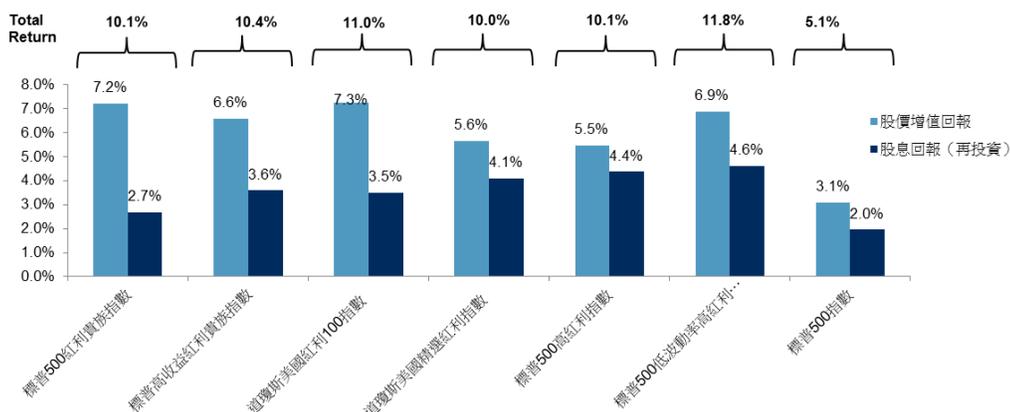
期間	標普 500 紅利貴族指數	標普高收益紅利貴族指數	道瓊斯美國紅利 100 指數	道瓊斯美國精選紅利指數	標普 500 高紅利指數	標普 500 低波動率高紅利指數	標普 500 指數
年化回報 (%)							
3 年	8.6	9.3	6.5	8.2	7.9	9.9	8.5
5 年	11.8	11.4	10.1	10.1	10.5	10.2	11.8
10 年	7.6	5.3	5.8	3.2	3.3	6.8	5.1
自 1999	7.2	6.6	7.3	5.6	5.5	6.9	3.1
年化波動率 (%)							
3 年	9.6	9.7	9.3	8.2	9.4	9.0	10.0
5 年	9.5	9.7	9.2	8.9	9.6	9.3	9.5
10 年	14.1	15.3	14.1	15.2	18.6	13.8	15.1
自 1999	13.2	13.9	13.3	14.8	16.8	13.4	14.6
經風險調整回報							
3 年	0.89	0.96	0.70	1.01	0.84	1.10	0.85
5 年	1.23	1.18	1.10	1.14	1.09	1.10	1.24
10 年	0.54	0.34	0.41	0.21	0.18	0.49	0.34
自 1999	0.55	0.47	0.55	0.38	0.33	0.51	0.21
12 個月最大跌幅 (%)							
自 1999	-39.4	-43.2	-42.5	-49.6	-60.4	-41.4	-47.5

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 1999 年 12 月至 2017 年 9 月。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

未計及股息再投資收益前 ...

... 標普 500 低波動率高紅利指數在歷史絕對或經風險調整回報方面，並非表現最突出的指數。

圖 13:美國標普道瓊斯紅利指數的年化價格回報及股息收益。



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 1999 年 12 月至 2017 年 9 月。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

表 14：美國標普道瓊斯紅利指數的風險／回報摘要（計入股息再投資收入之後）

期間	標普 500 紅利貴族	標普高收益紅利貴族	道瓊斯美國紅利 100 指數	道瓊斯美國精選紅利指數	標普 500 高紅利指數	標普 500 低波紅利指數	標普 500
年化回報(%)							
3 年	11.3	12.4	10.0	12.3	12.5	14.5	10.8
5 年	14.5	14.6	13.6	14.3	15.2	14.9	14.2
10 年	10.6	9.0	9.4	7.5	8.0	11.8	7.4
自 1999 年底起	10.1	10.4	11.0	10.0	10.1	11.8	5.1
年化波動率(%)							
3 年	9.6	9.7	9.4	8.1	9.4	9.0	10.1
5 年	9.5	9.7	9.2	8.9	9.6	9.2	9.5
10 年	14.1	15.2	14.1	15.2	18.6	13.8	15.1
自 1999 年年底起	13.2	13.9	13.3	14.8	16.8	13.5	14.6
經風險調整回報							
3 年	1.18	1.28	1.07	1.51	1.32	1.62	1.07
5 年	1.52	1.50	1.48	1.61	1.58	1.61	1.49
10 年	0.75	0.59	0.67	0.49	0.43	0.85	0.49
自 1999 年年底起	0.77	0.75	0.83	0.67	0.60	0.88	0.35
12 個月最大跌幅(%)							
自 1999 年年底	-37.7	-40.6	-40.5	-47.4	-58.4	-38.8	-46.4

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據自 1999 年 12 月至 2017 年 9 月。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

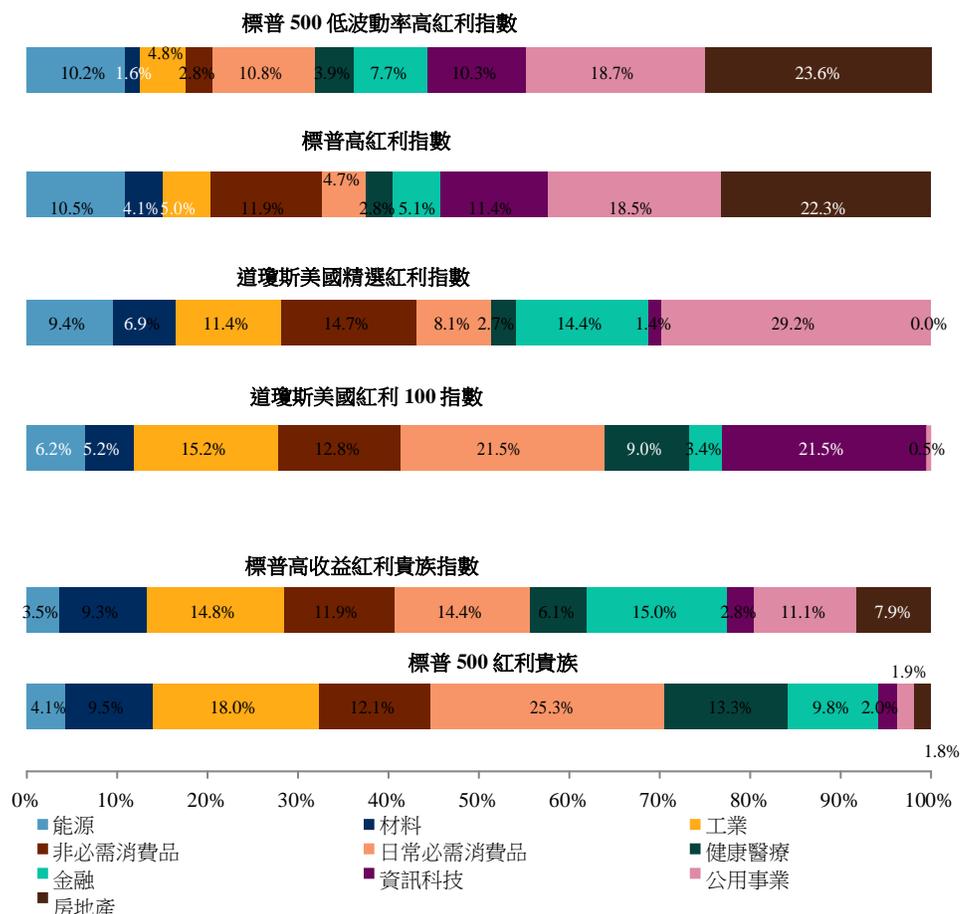
然而，在計及股息
收益再投資回報
時.....

.....標普 500 低波動率高紅
利指數錄得最佳的歷史絕對
及經風險調整回報。

4.4. 行業分佈

圖 15 顯示截至 2017 年 9 月標普 500 低波動率高紅利指數與其他標普道瓊斯紅利指數行業加權的不同之處。與標普 500 高紅利指數（該指數不作任何形式的額外篩選，但包括高股息率股票）相比，標普 500 低波動率高紅利指數已提高客戶必需消費品股的比重，並降低非必需消費品股的比重，但二者在其他行業中的權重差異不大。與其他對質素重疊有不同計算方法的股息指數相比，標普 500 低波動率高紅利指數在房地產及公用事業股的投資相對較高，而對工業及客戶選擇性消費品股的投資較少。由於標普 500 低波動率高紅利指數主要著眼於高息收益股，其行業分佈較取決於行業間的高息股票集中度梯度。因此，其行業權重與標普紅利貴族指數（該指數的選股準則並不考慮股息率）大相逕庭。

圖 15：美國標普道瓊斯紅利指數的行業成份股



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2017 年 9 月 30 日。本圖表僅供說明用途。

標普 500 低波動率高紅利指數在房地產及公用事業股的投資相對較高

而對工業及非必需消費品股的投資較少

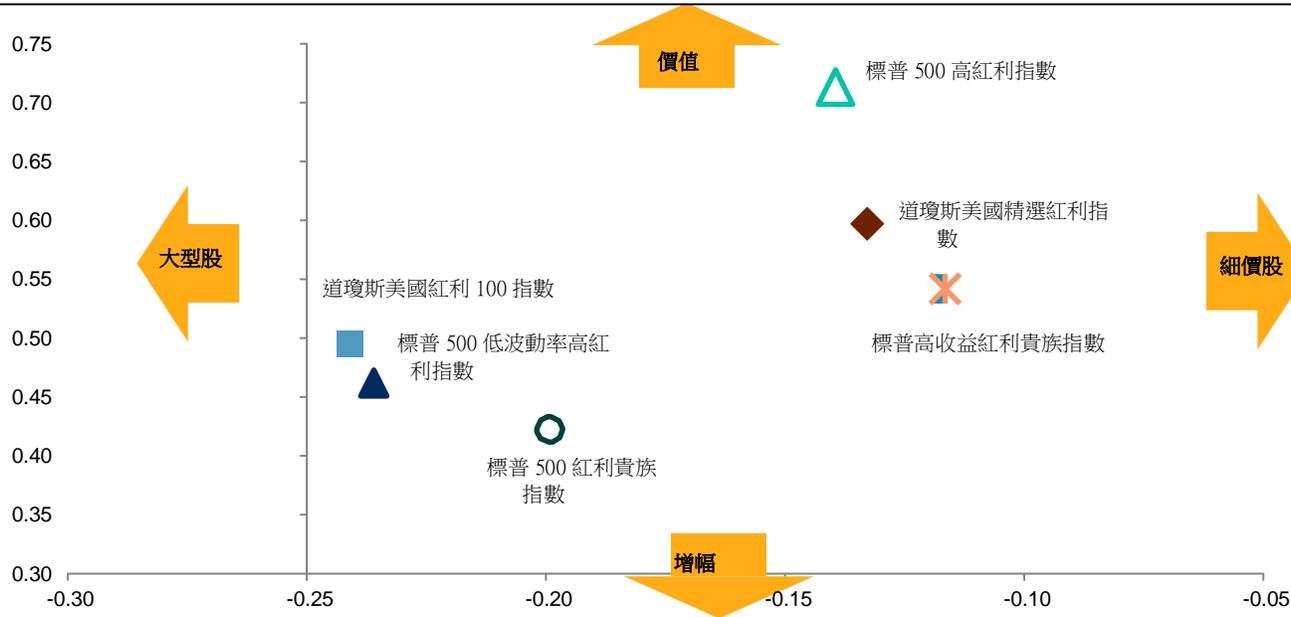
4.5. 因數風險

標普 500 低波動率高紅利指數比其他標普道瓊斯紅利指數的市場貝塔值低。

根據 Fama-French 三因數模型的結果，標普 500 低波動率高紅利指數於 1999 年 12 月至 2017 年 8 月期間承受明顯的市場、大型股和價值風險。由於高回報波幅股隻被剔除在指數之外，故其市場貝塔值低於其他標普道瓊斯紅利指數。標普 500 低波動高紅利指數也是所有標普道瓊斯紅利指數中價值偏好最低的指數，原因是低波幅篩選剔除了指數顯著下跌產生深度價值股的可能性（見表 17）。

表 17：標普道瓊斯紅利指數的因數風險

因子	標普 500 紅利貴族指數	標普高收益紅利貴族指數	道瓊斯美國紅利 100 指數	道瓊斯美國精選紅利指數	標普 500 高紅利指數	標普 500 低波動高紅利指數
市場	0.77	0.74	0.75	0.78	0.90	0.72
T 統計量	28.55	22.57	27.87	22.06	23.99	21.68
規模	-0.20	-0.12	-0.24	-0.13	-0.14	-0.24
T 統計量	-5.48	-2.63	-6.61	-2.79	-2.76	-5.24
價值	0.42	0.54	0.50	0.60	0.71	0.46
T 統計量	11.58	12.19	13.53	12.50	14.08	10.23
R 平方值	0.82	0.76	0.82	0.75	0.78	0.73



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 1999 年 12 月至 2017 年 8 月 31 日。過往表現不能保證未來業績。圖表和表格僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

5. 結語

用一個由兩個簡單步驟組成的成份股篩選方法來考量價格波幅和股息率……

……標普 500 低波動率高紅利指數旨在捕捉高息和低波幅策略的好處。

「投資人必須謹記，他們的投資成績並非以奧運跳水比賽的方式評分，因此難度高低並不重要，假如你對一間公司的看法正確，而公司價值主要取決於簡單易明而持續的單一關鍵因素，則有關的回報與你正確分析其他不斷轉變且複雜難懂的投资因素所得的回報可以說是不相上下。」（沃倫·巴菲特，給股東的信，1994 年）。

每個標普道瓊斯紅利指數都有不同的特點和屬性，而[標普 500 低波動率高紅利指數](#)則採用一個由兩個簡單步驟組成的成份股篩選方法來考量價格波幅和股息率，以捕捉高息和低波幅策略的好處。這些策略較其他採用過往股息準則和多項基本因素質素篩選條件的標普道瓊斯紅利指數，可錄得較高的股息率和更佳的經風險調整回報。標普 500 低波動率高紅利指數為簡單而有效的指數創新樹立了楷模。

附錄

與標普 500 低波動率指數進行比較

[標普 500 低波動率高紅利指數](#)是美國市場紅利策略指數，採用低波幅篩選條件作為質量衡量指標。另一方面，[標普 500 低波動率指數](#)是美國市場低波幅策略的參考基準。雖然兩項指數均加入了低波幅策略，但其最終目標卻不盡相同。標普 500 低波動率高紅利指數的選股及成份股權重準則旨在盡量提高指數的股息率，而標普 500 低波動率指數則希望盡量降低指數的波動性。請參閱表 18，了解指數構建機制分別的清單。

表 18：標普 500 低波動率高紅利指數和標普 500 低波動率指數的指數構建機制

機制	標普 500 低波動率指數	標普 500 低波動率高紅利指數
參考基準指數	標普 500	標普 500
指數成份股數目	100	50
入選準則	最低交易日數 252 日以上	75 隻最低交易日數為 252 日以上、派息最高的股票
成份股選擇因數	歷史回報波幅最低的 100 隻股票	歷史回報波幅最低的 50 隻股票
權重法	波動率的倒數	股息率
行業分散投資準則	不適用	每個 GICS 行業的個股數量限制在 10 以內，每個 GICS 行業權重限制在 25%以內
重新調整頻率	每季一次	半年一次

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。表格僅作說明用途。

截至 2017 年 9 月，標普 500 低波動率高紅利指數和標普 500 低波動率指數成份股廣泛分佈於 11 個行業中。與[標普 500 指數](#)相比，標普 500 低波動率高紅利指數對房地產和公用事業行業持有較高權重，更集中於高息股；而標普 500 低波動率指數對公用事業和工業股持有較高權重，因為這些行業的公司近期的回報波動性低於其他行業。

表 19：標普 500 低波動率高紅利指數、標普 500 低波動率指數和標普 500 指數的行業組成

行業	標普 500	標普 500 低波動指數		標普 500 低波動高紅利指數	
	行業權重 (%)	行業權重 (%)	與標普 500 指數相比的權重偏好 (%)	行業權重 (%)	與標普 500 指數相比的權重偏好 (%)
能源	6.1	1.9	-4.2	10.2	4.1
材料	3.0	4.2	1.3	1.6	-1.4
工業	10.2	18.1	7.9	4.8	-5.5
非必需消費品	11.8	6.0	-5.9	2.8	-9.0
日常消費品	8.2	12.5	4.3	10.8	2.5
醫療保健	14.5	4.9	-9.6	3.9	-10.6
金融	14.6	21.1	6.5	7.7	-6.9
資訊技術	23.2	11.5	-11.8	10.3	-13.0
公用事業	2.2	0.9	-1.3	5.6	3.5
公用事業	3.1	16.4	13.3	18.7	15.6
房地產	3.0	2.6	-0.4	23.6	20.6

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2017 年 9 月數據。表格僅作說明用途。

雖然標普 500 低波動率指數並非旨在捕捉高息股票，但其對公用事業股的偏好使股息率高於標普 500 指數。不過，標普 500 低波動率高紅利指數旨在量度股息率最高的股票，過往的股息率遠高於標普 500 低波動率指數（見表 20）。

正如你所預期的那樣，標普 500 低波動率指數旨在追蹤標普 500 指數波幅最低的股票，過往的貝塔值遠低於標普 500 低波動率高紅利指數。根據 Fama-French 三因數模型，相較於標普 500 低波動率指數，標普 500 低波動率高紅利指數過往更明顯著眼於價值偏好，而對大型股的偏好則較輕（見表 20）。

表 20：標普 500 低波動率高紅利指數與標普 500 低波動率指數的股息率和因數風險進行比較

股息率		因數	標普 500 低波動率指數	標普 500 低波動率高紅利 指數
標普 500 低波動率 指數	2.3	市場	0.57	0.72
標普 500 低波動率 高紅利指數	4.0	T 統計量	18.86	21.68
標普 500 指數	1.9	規模 0.24	-0.25	-
		T 統計量 5.24	-6.21	-
		價值	0.29	0.46
		T 統計量	7.08	10.23
		R 平方值	0.66	0.73

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2017 年 9 月 30 日股息率數據。根據 1999 年 12 月至 2017 年 8 月的數據進行因數風險分析。過往表現不能保證未來業績。圖表和表格僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

歷史表現

根據 1990 年 12 月至 2017 年 9 月的每月價格回報，在計入股息收入前，標普 500 低波動率高紅利指數的絕對回報與標普 500 低波動率指數相若，但經風險調整回報則較低。然而，若計入股息收益再投資回報後，標普 500 低波動率高紅利指數的絕對回報和經風險調整回報，則高於標普 500 低波動率指數。標普 500 低波動率指數的回報波動較小，過往最大跌幅較小。在升市時，標普 500 低波動率高紅利指數的盈利比率和每月平均回報均高於標普 500 低波動率指數，在跌市時則相反。經風險調整後，標普 500 低波動率高紅利指數的回報略高於標普 500 低波動率指數（見表 21 和 22）。

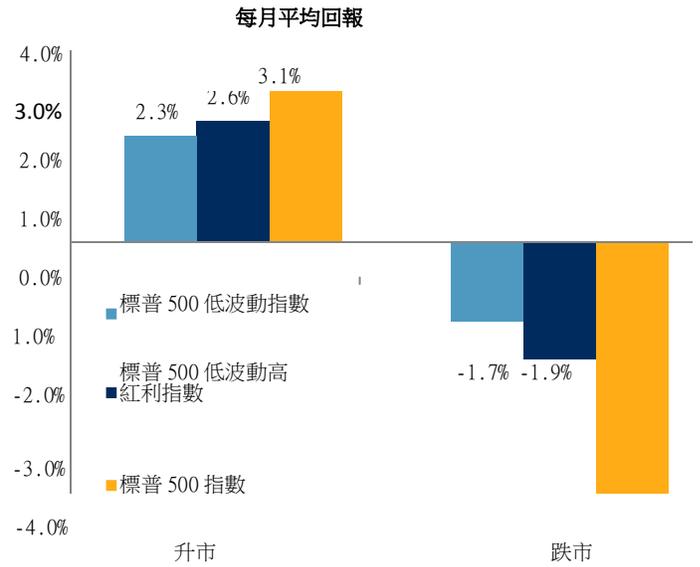
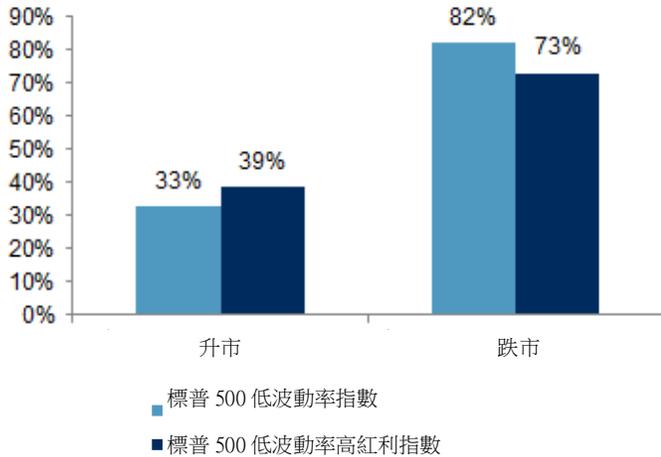
表 21：標普 500 指數、標普 500 低波動率指數和標普 500 低波動率高紅利指數的風險/回報概述

年化價格回報(%)				年化價格回報(%)			
期間	標普 500 低波動指數	標普 500 低波動率高紅利 指數	標普 500 指數	期間	標普 500 低波動率指數	標普 500 低波動率高紅利 指數	標普 500 指數
3 年	9.4	9.9	8.5	3 年	12.2	14.5	10.8
5 年	10.2	10.2	11.8	5 年	13.2	14.9	14.2
10 年	6.3	6.8	5.1	10 年	9.4	11.8	7.4
自 1990 年底起	7.6	8.0	7.9	自 1990 年底起	11.0	13.1	10.2
年化波動率(%)							
3 年	8.7	9.0	10.0	3 年	8.8	9.0	10.1
5 年	9.1	9.3	9.5	5 年	9.1	9.2	9.5
10 年	11.0	13.8	15.1	10 年	11.1	13.8	15.1
自 1990 年底起	10.8	12.6	14.1	自 1990 年底起	10.9	12.7	14.1
經風險調整回報							
3 年	1.08	1.10	0.85	3 年	1.39	1.62	1.07
5 年	1.13	1.10	1.24	5 年	1.45	1.61	1.49
10 年	0.57	0.49	0.34	10 年	0.85	0.85	0.49
自 1990 年底起	0.70	0.63	0.56	自 1990 年底起	1.02	1.03	0.72
12 個月最大跌幅(%)							
自 1990 年底起	-30.6	-41.4	-47.5	自 1990 年底起	-29.0	-38.8	-46.4

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據自 1990 年 12 月至 2017 年 9 月。過往表現不能保證未來業績。
表格僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

表 22：標普 500 指數、標普 500 低波動率指數和標普 500 低波動率高紅利指數過去 20 年的捕捉率及每月平均回報

盈利率：標普 500 低波動率指數和標普 500 低波動率高紅利指數的時間百分比



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 1990 年 12 月至 2017 年 9 月。過往表現不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映假設性的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資料。

標普道瓊斯指數研究撰稿人		
Charles Mounts	全球總監	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(CFA)	美洲總監	aye.soe@spglobal.com
Dennis Badlyans	助理總監	dennis.badlyans@spglobal.com
Phillip Brzenk(CFA)	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(CFA)	總監	berlinda.liu@spglobal.com
Ryan Poirier(FRM)	高級分析師	ryan.poirier@spglobal.com
Maria Sanchez	助理總監	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang(CFA)	總監	kelly.tang@spglobal.com
Peter Tsui	總監	peter.tsui@spglobal.com
Hong Xie(CFA)	總監	hong.xie@spglobal.com
亞太地區		
Priscilla Luk	亞太地區	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal(CFA)	助理總監	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Liyu Zeng(CFA)	總監	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	助理總監	akash.jain@spglobal.com
歐非中東		
Sunjiv Mainie(CFA)	歐非中東總監	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer(PhD)	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(CFA)	全球總監	craig.lazzara@spglobal.com
Fei Mei Chan	總監	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards(PhD)	高級總監	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti(CFA)	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 500 紅利貴族指數於 2005 年 5 月 2 日推出。標普高收益紅利貴族指數於 2005 年 11 月 9 日推出。道瓊斯美國紅利 100 指數於 2011 年 8 月 31 日推出。道瓊斯美國精選紅利指數於 2003 年 11 月 3 日推出。標普 500 低波動高股息指數於 2012 年 9 月 17 日推出。標普高收益指數於 2015 年 9 月 21 日推出。標普綜合 1500 指數於 1995 年 5 月 18 日推出。標普 500 低波動率指數於 2011 年 4 月 4 日推出。發佈日前列示的所有資料均屬回溯試算數據。回溯試算的結果並非實際表現，僅屬假設特性。回溯試算的計算基準與指數正式推出時所採用的計算方法一致。但應注意，由於計算指數時使用的相關經濟資料會有所調整，過往經濟指數表現或會按月有所變動。有關完整指數構建方法的詳情，請流覽 www.spdji.com。投資者不能直接投資於指數。

標普道瓊斯指數對不同的日期加以定義，以便協助我們的客戶清楚瞭解自己的產品。起值日是規定指數設定計算價值（當前價值或回溯試算價值）的首日。基準日是為計算目的而設立特定指數固定價值的日期。成立日是特定指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數成立日前的任何日期或時期提供的指數價值將視為回溯試算價值。標普道瓊斯指數界定了成立日，即知曉已向公眾發佈（例如通過標普道瓊斯指數的公共網站或其向外部的資料傳送途徑發佈）指數價值的日期。對於在 2013 年 5 月 31 日前推出的道瓊斯品牌指數，成立日（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為「推出日」）定為禁止對指數計算方法做出進一步變更的日期，而該日期可能早於指數的公開發佈日期。

構建指數時前瞻性應用的計算方法以及修訂經濟資料可能會導致表現與所示回溯試算的結果不相符。回溯試算期不一定對應指數的整個可查閱歷史。有關指數的更多詳情（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），請流覽 www.spdji.com 有關特定指數的「計算方法」部分。

回溯試算資料還有另一個局限性，即通常在做出回溯試算時已知悉以往事件。回溯試算數據及／或資料反映在知悉以往事件的情形下應用指數計算方法和挑選成分股的選擇。任何假設的記錄都不能完全反映實際交易時金融風險的影響。例如，與股票、債券或商品市場相關的眾多因子在製作所列指數資訊時通常不能、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支付的任何銷售費用，或投資者為購買指數相關證券或旨在跟蹤指數表現的投資基金時可能支付的費用。徵收這些費用及收費，會造成證券／基金的實際和回溯試算表現遜於所示指數表現。舉一個簡單的示例，如果 100,000 美元的投資在 12 個月內錄得 10% 的指數回報率（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），則當年淨回報率為 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期內，假設年回報率為 10%，年末徵收 1.5% 的年費，則累積總回報率為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累積淨回報率為 27.2%（即 27,200 美元）。

一般免責聲明

標普全球旗下的標普道瓊斯指數有限責任公司版權所有，保留一切權利。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之要約。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。標普道瓊斯指數收取授權第三方使用其指數之報酬。指數的過往表現並非對未來業績的保證。

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製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製，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。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。