

## 市值佔比有理

### 作者

Tim Edwards 博士

指數投資策略主管

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

Anu R. Ganti, CFA

美國指數投資策略主管

[anu.ganti@spglobal.com](mailto:anu.ganti@spglobal.com)

Hamish Preston, CFA

美國股票主管

[hamish.preston@spglobal.com](mailto:hamish.preston@spglobal.com)

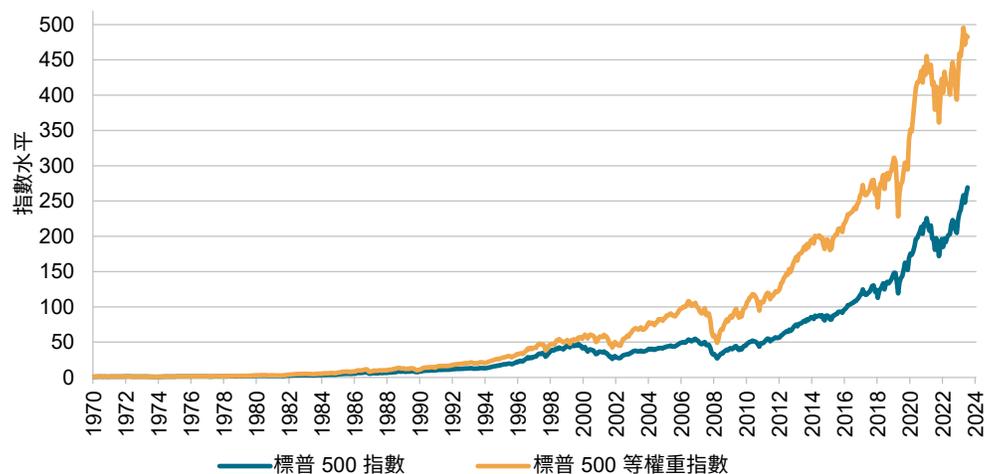
「一個好印象需要 500 個小細節。」

Cary Grant

**標普 500® 等權重指數**二十多年的歷史表現一直優於標普 500® 指數，而可追溯至 1970 年的假設性回測歷史表現也具有類似的長期超額收益（見圖 1）。這些結論並不是什麼新鮮事，但鑒於當前的市場集中度處於歷史高位，以等權重方法來研究美國大型股可能尤其具有意義。

本文結合當前市場動態，從市場集中度到行業板塊、因子和個股等角度，總結了標普 500 等權重指數相對表現的潛在來源和驅動因素的廣泛觀察。

圖 1：標普 500 等權重指數長期跑贏



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。指數表現基於以美元計算的總收益。指數於 1970 年 12 月 31 日重新定基為 1。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 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。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

請註冊接收我們最新的研究報告、教育資料和文章：

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

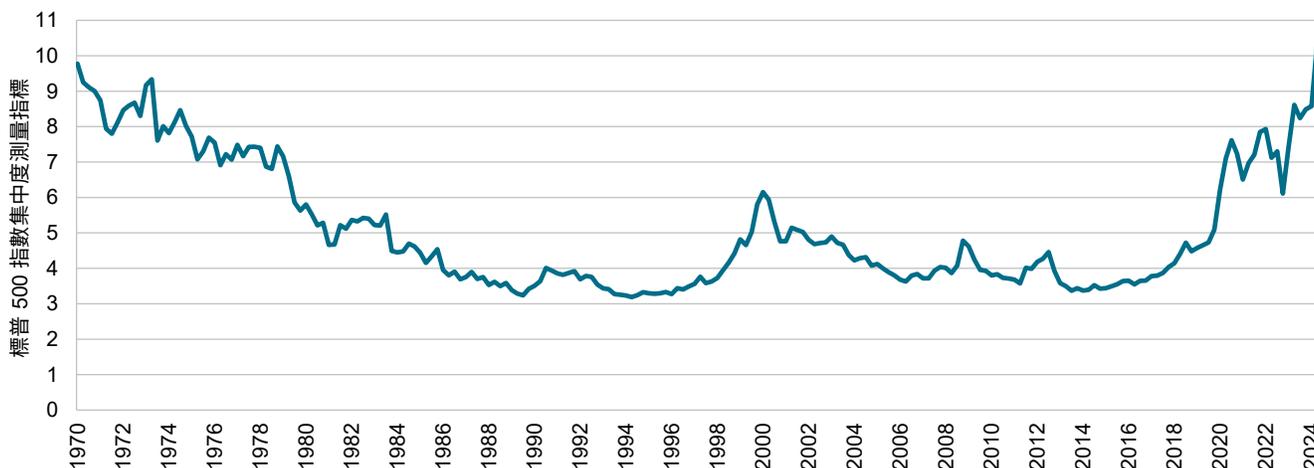
# 當前的市場環境

近期美國股票市場比較突出的特點，一是股價延續強勁走勢，二是少數超大型股佔據主導地位。等權重策略在這種環境下尤其值得關注，首先是因為集中度和動量趨勢往往會在某個時候逆轉 (即使難以確定何時會逆轉)，其次是因為在市場相對集中時，多元化策略可能更為重要。

多方面的指標都顯示目前美國股票市場的集中度異常高<sup>1</sup>。這尤其體現在等權重指數與市值加權指數的比較上：截至 2024 年 6 月 28 日，標普 500 指數成分股的未加權平均市值為 963 億美元，而其 *指數加權* 平均市值則高達 9,986 億美元。換言之，從投資組合加權角度看，追蹤標普 500 指數的策略平均市值將比等權重策略高出十倍以上<sup>2</sup>。

若以加權平均市值和非加權平均市值的比率來衡量「集中度」，則可以看出標普 500 指數的集中度在過去 10 年急劇上升，最近更達到半個多世紀未遇的極端水平 (見圖 2a)。

**圖 2a：美國股票市場集中度達到半個世紀以來的最高水平**



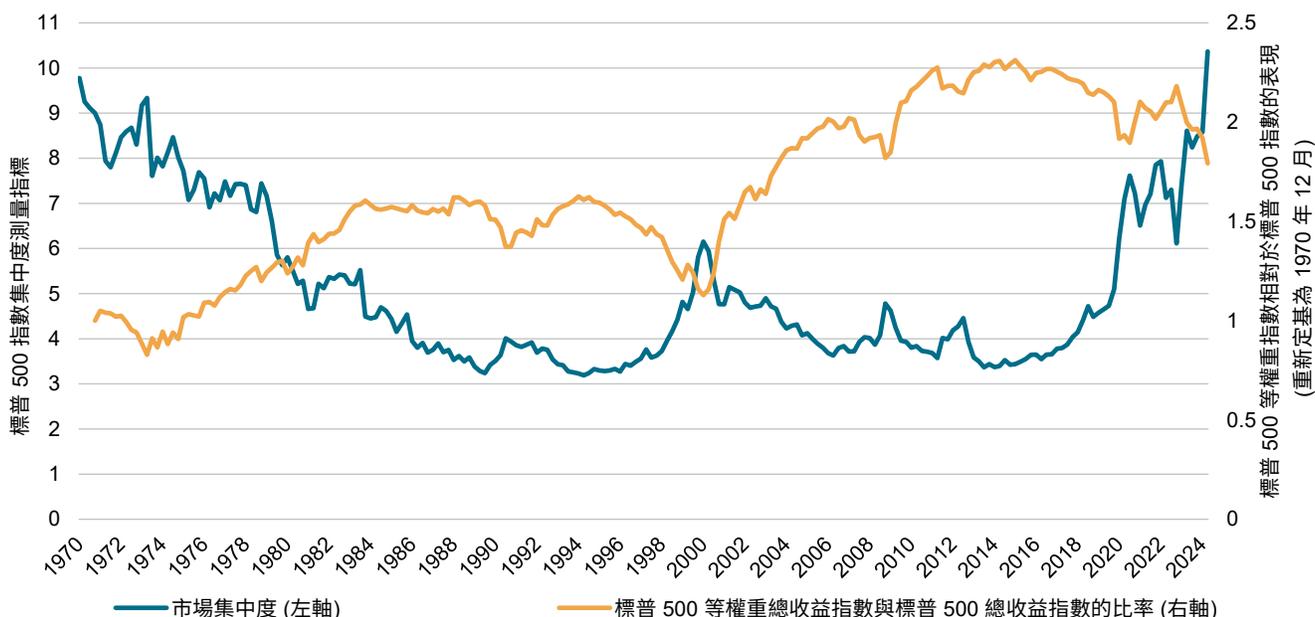
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。集中度以指數加權平均總市值與成分股未加權平均總市值的比率衡量。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

<sup>1</sup> 這並非美國獨有的現象，見 John Authers，「[市場羊群效應無處不在，非美國獨有](#)」，彭博《回報點》，2024 年 2 月。另見 Ben Inker 和 John Pease，「[高度集中](#)」，GMO，2024 年第一季度。

<sup>2</sup> 按照市值加權指數的定義，只需一些簡單的代數計算即可以看出，這一指標幾乎與 Anu Ganti 和 Craig J. Lazzara 在「[行業板塊的集中度及其對等權重指數的影響](#)」(2022 年 2 月，標普道瓊斯指數有限公司) 一文中所提出的「調整後 HHI」相同——不過圖 2 基於全市值 (而非流通市值)。

市場集中度的變化與等權重指數的表現之間存在天然的相關性，當大型股表現領先時，市場會進一步集中於這些股票，同時也意味著市值加權指數將跑贏等權重指數（假設其他條件相同）。相反，如果市場集中度下降，則等權重指數有望跑贏市值加權指數<sup>3</sup>。圖 2b 將標普 500 等權重總收益指數與標普 500 總收益指數之間的比率疊加到圖 2a 中顯示的市場集中度上，顯示兩者呈現十分明顯的負相關性。（註：當藍色線下降時，等權重指數表現優異。）

**圖 2b：等權重指數的相對表現與集中度趨勢**



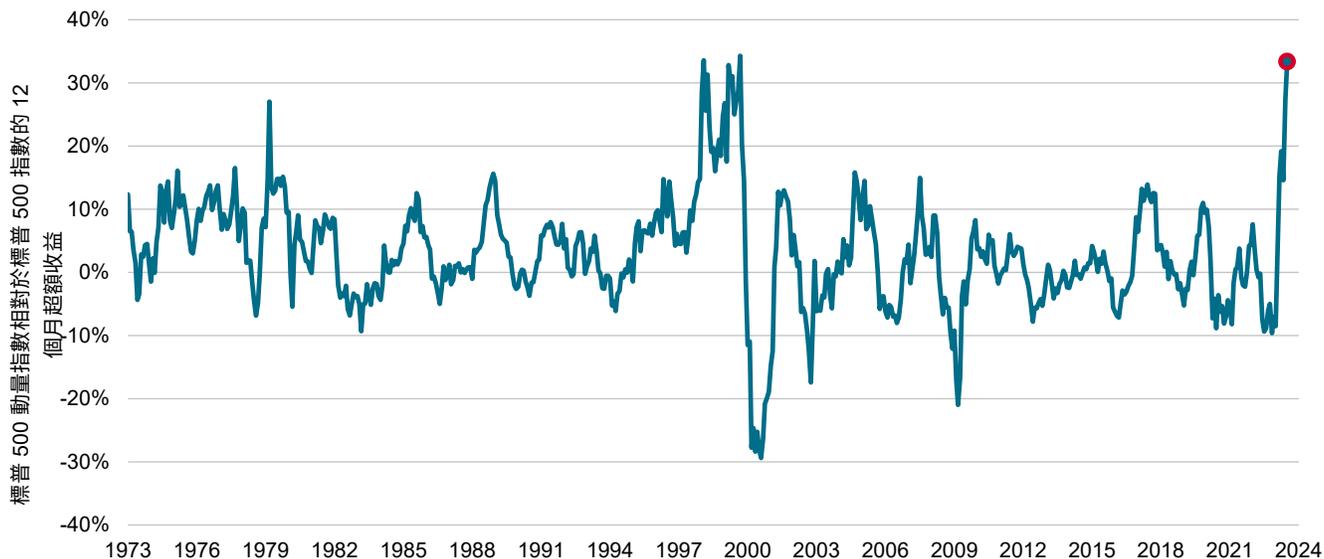
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。指數表現基於以美元計算的總收益指數。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 日推出。指數推出日期前的所有數據均為經過回測的假設性數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明，反映假設的歷史表現。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

這些趨勢是否會逆轉？何時逆轉？這些問題可能與美國股市的動量有關，後者是一個更廣泛的現象。更具體地說，近期超大型股的優異表現部分歸功於美國股市「動量」因子更全面走強，尤其是去年。圖 3 展示了標普 500 動量指數（由標普 500 指數成分股中正價格趨勢最強的前五分之一股票組成）相比標普 500 指數的 12 個月相對表現<sup>4</sup>。截至 2024 年 6 月 28 日，動量指數的總收益跑贏標普 500 指數 30% 以上。這種極端的相對表現，唯有上世紀末「互聯網泡沫」的過度爆炒才能與之匹敵，不過隨後很快急劇逆轉，這一現象值得重視。

<sup>3</sup> 參見 Tim Edwards，「[標普 500 指數集中度上升，可能使等權重指數跑贏](#)」，標普道瓊斯指數，2018 年 9 月。

<sup>4</sup> 標普動量指數的完整編製方法詳見[我們的網站](#)。

圖 3：標普 500 指數的動量處於歷史高位



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。指數表現基於以美元計算的總收益。標普 500 動量指數於 2014 年 11 月 18 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。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

後文我們將進一步分析動量因子與等權重指數的相對表現之間的關係；完全可以說兩者存在天然的反比關係，進一步突出了在評估等權重策略的優缺點時關注動量策略表現的潛在重要性。

對於等權重策略在當前環境下的潛在重要性還應注意一點，如果標普 500 指數繼續幾乎完全由少數幾家大公司主導，那麼其走勢可能開始更加由這些大公司最敏感的特異風險（而不是系統性風險）左右。對長期利率的敏感性已經體現了這一問題。《華爾街日報》最近指出<sup>5</sup>，正常情況下基準收益率（美國 10 年期美國國債收益率）與標普 500 指數或其等權重指數之間的日漲跌相關性接近，但近來卻出現了分化。圖 4 展示了 2001 年 6 月至 2024 年 6 月期間這兩個指數與該基準收益率的歷史 100 天相關性。

<sup>5</sup> James Mackintosh，「[大型科技公司讓股票市場脫離現實](#)」，《華爾街日報》，2024 年 6 月 4 日。

圖 4：與 10 年期美國國債收益率的相關性近期出現分化



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、聖路易斯聯邦儲備銀行。數據截至 2024 年 6 月 28 日。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 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。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

總體而言，美國股市的集中度處於異常高位，個股表現呈現多個異常強勁的趨勢，標普 500 等權重指數和市值加權指數的風險特徵也出現可能開始分化的早期跡象。面對市場高度集中於少數幾個超大型股的局面，一種風險管理方法是通過定期調整減少表現異常突出個股的敞口，並通過等權重方法獲取潛在的多元化優勢。因此，對標普 500 等權重指數進行審查可謂非常及時。下一節將分析長期歷史趨勢，從中獲得的進一步證據可為分析當前環境提供支持。

## 等權重指數的優異歷史表現

圖 1 說明標普 500 等權重指數的長期絕對表現和相對表現都十分出色。自 2003 年 1 月推出至 2024 年 6 月底，該指數的年化收益率達 11.58%，在整個期間<sup>6</sup>不僅跑贏了標普 500 市值加權指數，同時也跑贏了標普中型股 400<sup>®</sup> 指數和標普小型股 600<sup>®</sup> 指數。圖 5 詳細展示了等權重指數相比其他指數的長期跑贏幅度以及最新統計數據。

<sup>6</sup> 數據來源：標普道瓊斯指數有限公司，截至 2024 年 6 月 28 日，基於 2003 年 1 月 31 日以後的總收益。見 Hamish Preston，「慶祝標普 500 等權重指數推出 20 周年」，標普道瓊斯指數有限公司，2023 年 1 月。

**圖 5：標普 500 等權重指數總收益及相關比較**

指數	完整期間	5 年	10 年	15 年	20 年
<b>年化總收益 (%)</b>					
標普 500 等權重指數	11.58	11.57	10.92	14.23	10.25
<b>年化相對總收益 (%)</b>					
相比標普 500 指數	0.39	-3.19	-2.04	-0.38	0.05
相比標普小型股 600 指數	0.77	3.85	2.12	1.56	0.74
相比標普中型股 400 指數	0.42	1.20	0.94	1.01	0.22

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。2003 年 1 月 31 日至 2024 年 6 月 28 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

標普 500 等權重指數在短期跑輸標普 500 指數的情況與之前提及的幾個主題有關。從長期看，等權重指數在過去持續跑贏市值加權指數，促進了對等權重指數相對表現來源和驅動因素的各種分析，這將在接下來的幾個章節概括介紹。我們的分析將考慮以下因素，按順序排列如下：

- 行業板塊市值佔比的作用；
- 規模和動量因子視角；
- 個股選擇和橫截面偏斜的作用；
- 與主動型管理美國股票共同基金的比較。

## 等權重指數與行業板塊

股票指數的行業板塊市值佔比對其絕對表現和相對表現有十分重要的影響，尤其實在行業板塊的表現明顯分化時。標普 500 等權重指數與標普 500 指數的行業板塊相同，成分股也相同，但由於前者不按市值加權，因此其行業板塊權重可能與後者存在明顯的差異。

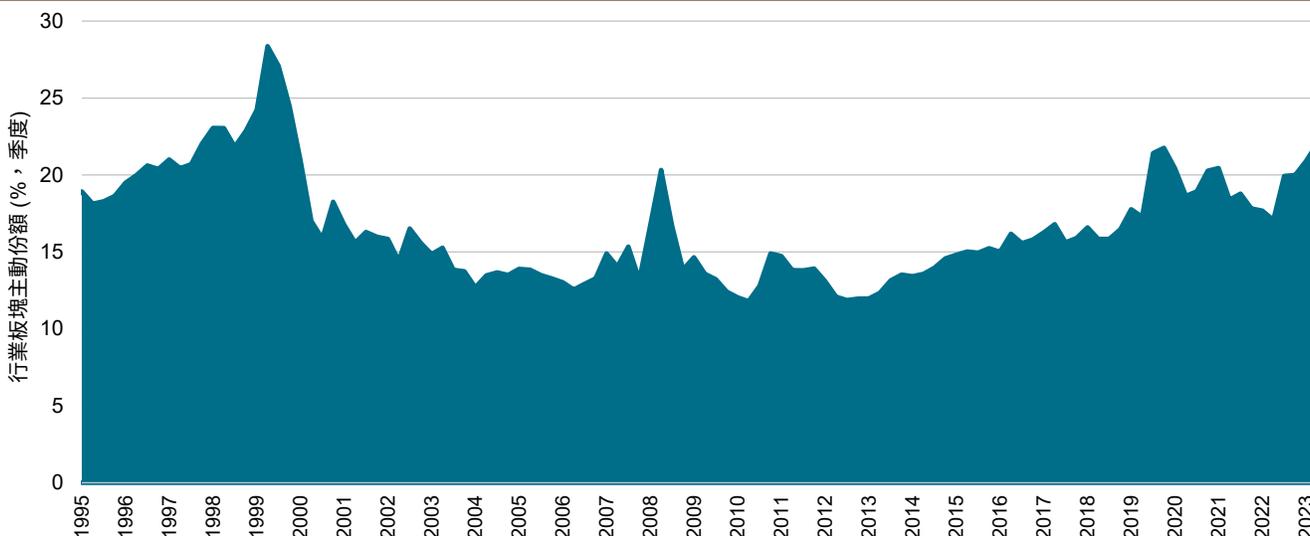
圖 6 總結了標普 500 等權重指數與標普 500 市值加權指數的當前行業板塊權重以及歷史行業板塊「主動份額」<sup>7</sup>。根據實時指數歷史，等權重指數的平均行業板塊主動份額為 17%，其中權重

<sup>7</sup> 在每個時間點的行業板塊「主動份額」等於兩個指數的行業板塊市值佔比絕對差額之和除以二的商。如果兩個指數沒有行業板塊重疊，則其行業板塊主動份額為 100%；如果兩個指數的行業板塊市值佔比相同，則其行業板塊主動份額為 0%。

上調幅度最大的是工業，平均比基準指數高出 7%；而權重下調幅度最大的是資訊科技，平均比基準指數低 6%。當前行業板塊主動份額 (截至 2024 年第二季度) 為 25%，其中一半以上是因資訊科技板塊的市值佔比下調 19% 和工業板塊的市值佔比上調 7% 所致。

**圖 6：標普 500 等權重指數和標普 500 指數的當前行業板塊權重和歷史行業板塊主動份額**

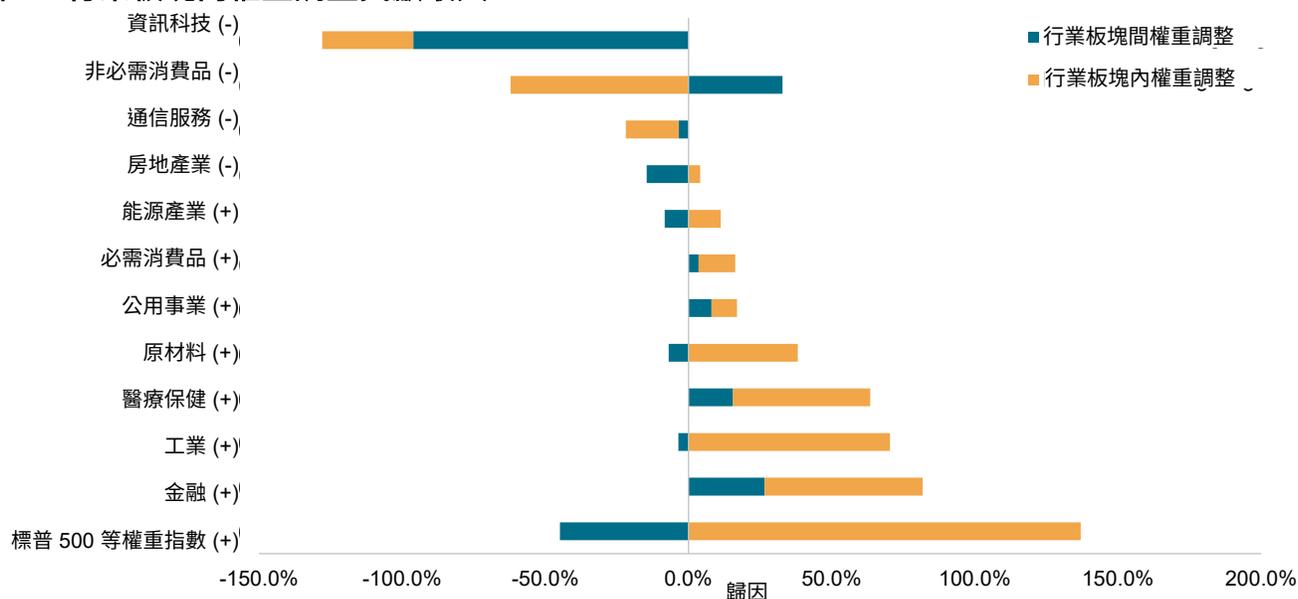
行業板塊	當前市值佔比 (截至 2024 年第二季度，%)			
	標普 500 等權重指數	標普 500 指數	差異	絕對差異
通信服務	3.9	9.3	-5.5	5.5
非必需消費品	10.4	10.0	0.5	0.5
必需消費品	7.5	5.8	1.8	1.8
能源產業	4.6	3.6	0.9	0.9
金融	14.4	12.4	2.0	2.0
醫療保健	12.4	11.7	0.7	0.7
工業	15.6	8.1	7.4	7.4
資訊科技	13.4	32.4	-19.0	19.0
原材料	5.5	2.2	3.4	3.4
房地產業	6.2	2.2	4.0	4.0
公用事業	6.1	2.3	3.8	3.8
<b>總計</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>49</b>



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 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。圖表僅供說明，反映假設性的歷史指數市值佔比。請參閱文末的表現披露，了解與經過回測的數據有關的固有限制的更多相關信息。

由於行業權重的差異十分明顯，人們很容易認為這是標普 500 等權重指數長期跑贏的重要原因。令人驚訝的是，雖然行業板塊市值佔比確實是短期相對表現的重要驅動因素，但對長期表現的影響幾乎可以忽略不計。相反，通過對標普 500 等權重指數累計 92% 的歷史超額收益進行收益歸因分析發現，*所有* 跑贏都源於每個行業板塊內的同等加權 (行業板塊內權重調整)<sup>8</sup>。事實上，可以說「不只所有」超額收益，因為同期累計 45% 的跑輸預計都將歸咎於行業板塊加權 (行業板塊間權重調整) 的影響。圖 7 總結了行業板塊間權重調整和行業板塊內權重調整對跑贏的貢獻。

圖 7：行業板塊內權重調整貢獻最大



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。2003 年 3 月 31 日至 2024 年 6 月 28 日的數據。指數表現基於以美元計算的總收益指數。房地產業和通信服務板塊分別於 2016 年 8 月和 2018 年 9 月進行了 GICS® (全球行業分類標準) 調整。金融板塊的數據點包含截至 2016 年 8 月 31 日的房地產業公司數據，不含該日期之後的房地產業公司數據。非必需消費品和資訊科技板塊受到影響，因為其中的部分股票調整到通信服務板塊。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

<sup>8</sup> 另見 Hamish Preston，「[行業板塊等權重的影響和潛在應用](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2023 年 4 月。

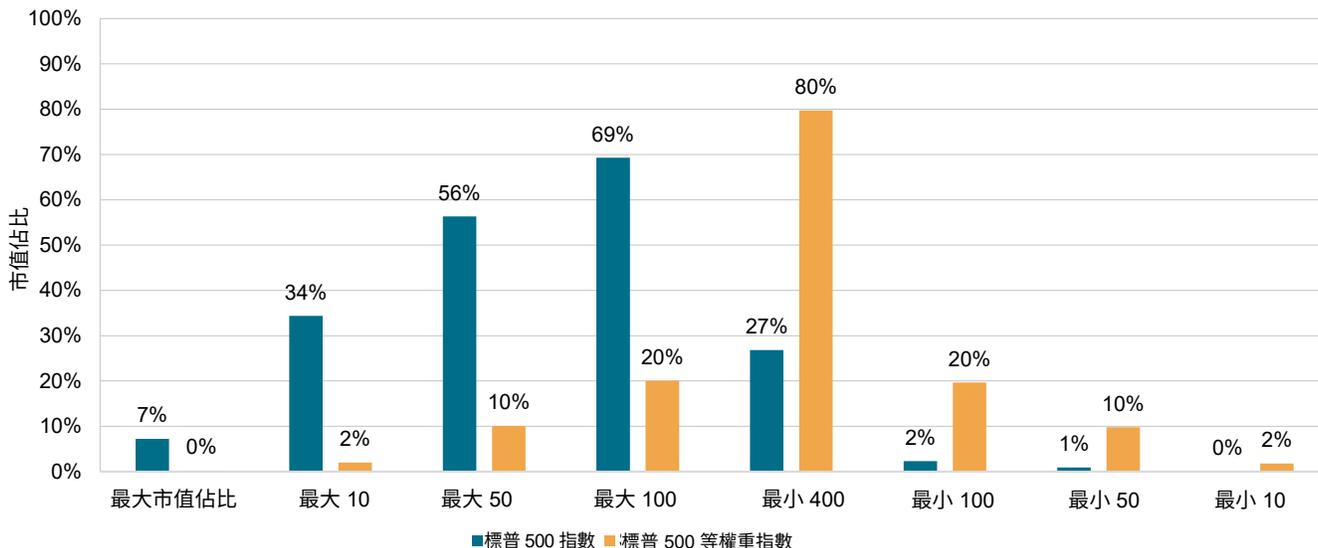
在 11 個板塊中，同等加權令 7 個板塊的權重提高，明顯的例外是資訊科技板塊，等權重指數下調了該板塊以及板塊內最大市值成分股的權重，影響了指數的表現。此外，等權重指數對金融、工業和醫療保健板塊的等權重調整，是其歷史跑贏的主要原因<sup>9</sup>。

## 推動等權重指數跑贏的因素

等權重指數實質上是由其定期調整計劃決定的，即將成分股的權重調整為相同權重的頻率<sup>10</sup>。因此等權重指數預期會有兩個因子敞口：一是增加中小市值個股敞口（「規模」因子），二是在時間上與定期調整頻率相同的反動量因子敞口。

圖 8 說明了不同規模的公司等在等權重指數與市值加權指數中的權重。例如，等權重指數的權重接近 80% 來自標普 500 指數中市值最小的 400 家公司，而後者在市值加權指數中僅佔 27%。

圖 8：標普 500 等權重指數的規模敞口較小



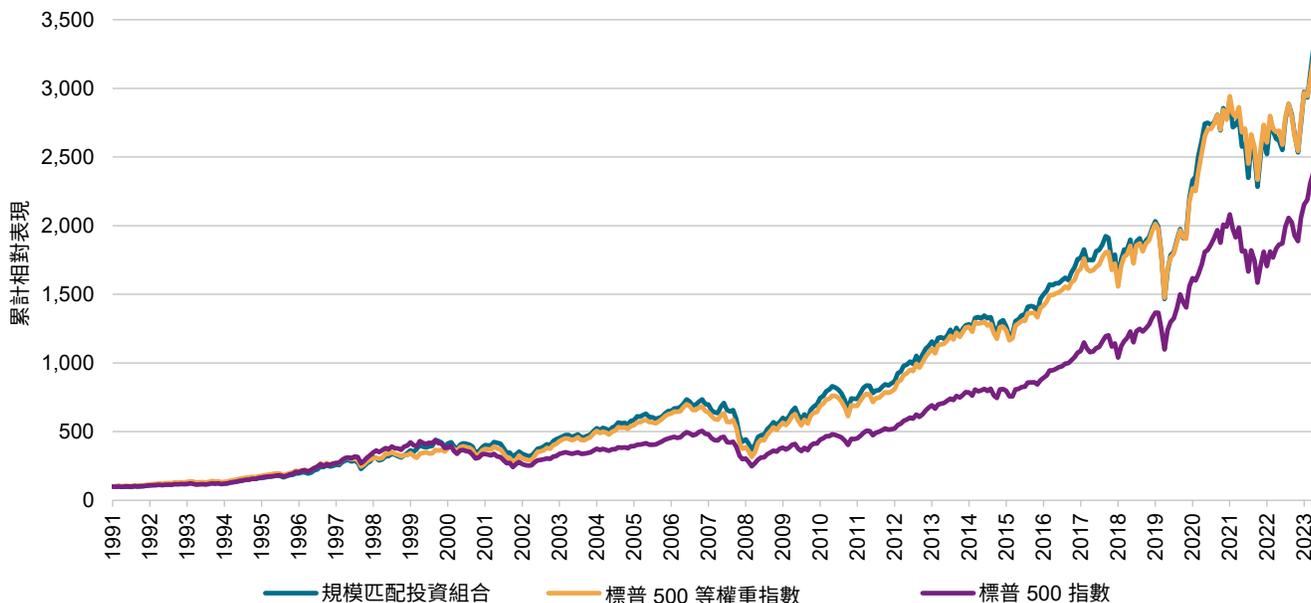
數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。圖表僅供說明。

<sup>9</sup> 如需深入了解美國股市行業板塊內部和跨行業板塊等權重的影響，詳見 Anu R. Ganti 和 Craig J. Lazzara，「[行業板塊集中度及其對同等權重的影響](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2022 年 2 月 7 日。

<sup>10</sup> 標普 500 等權重指數每季度調整一次。更多詳情見指數編製方法，網址：<https://www.spglobal.com/spdji/tc/documents/methodologies/methodology-sp-us-indices.pdf>

與行業板塊加權相比，事實證明規模敞口較小是等權重指數長期跑贏的主要原因。通過將等權重指數的收益率與假設性的規模匹配投資組合的收益率進行比較可以證明這一點。規模匹配投資組合由標普 500 指數和標普中型股 400 指數獨特組合構成，其指數加權平均市值與標普 500 等權重指數相同<sup>11</sup>。

**圖 9：規模因子是長期收益的重要貢獻因素**



規模匹配投資組合是一個假設性的投資組合。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。假設性規模匹配投資組合由標普 500 指數和標普中型股 400 指數組合而成，其指數加權平均成分股規模與標普 500 等權重指數一致。假設性投資組合每年年底進行調整。更多信息詳見「[等權重指數的優異表現](#)」，標普道瓊斯指數有限公司。指數於 1991 年 12 月 31 日重新定基為 100。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 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。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

除上文所述的類似長期表現外，等權重指數和假設性規模匹配投資組合之間的歷史 12 個月超額收益  $R^2$  值高達 0.58。因此，「規模」因子同樣可能是相當一部分短期收益的貢獻因素。

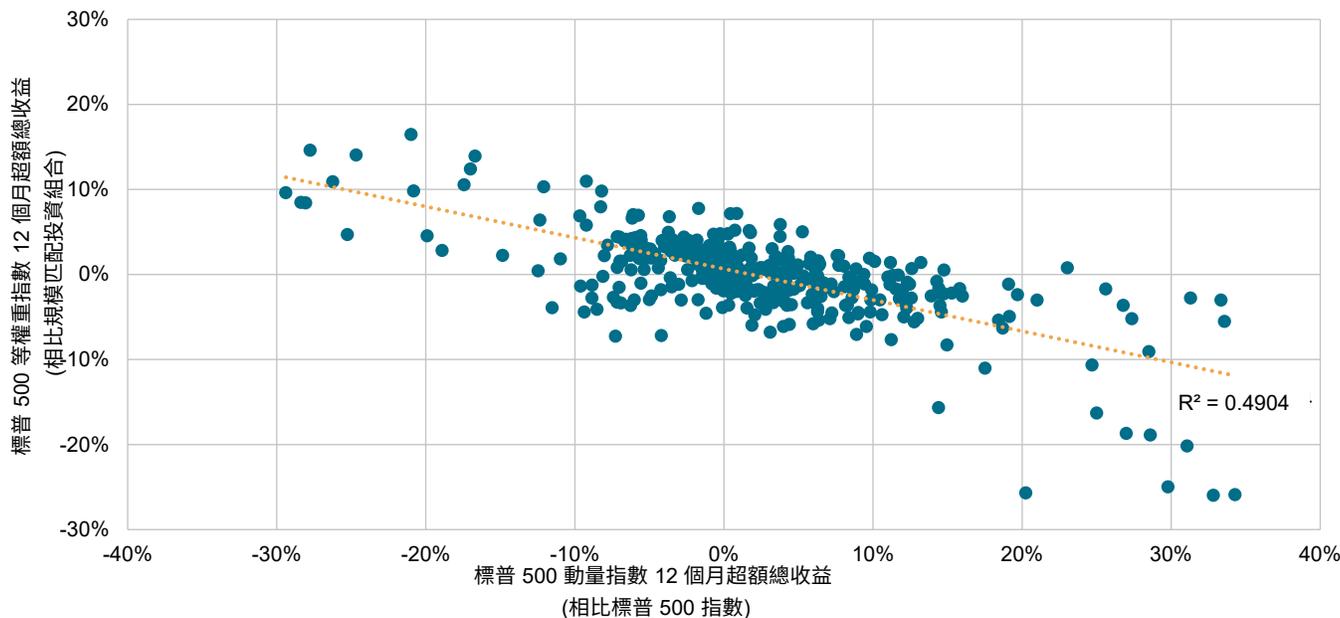
當然，規模因子並不是等權重指數跑贏的唯一原因；上圖的時間跨度較長，加上兩個系列的結束點非常相似，有可能掩蓋了真正的短期和中期收益差異。例如，等權重指數相對於規模匹配投資組合的 12 個月總收益率介於 -26% 至 16% 之間。換言之，即使規模因子可以解釋大約一半的超

<sup>11</sup> 基於「規模匹配」投資組合的年度定期調整。計算詳情見 Tim Edwards、Craig J. Lazzara 和 Hamish Preston，「[等權重指數的優異表現](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2018 年 1 月 5 日。

額收益，但仍有許多難以解釋的地方。另一個因子的影響在數據中尤為明顯。這是通過定期調整行為產生的，因為等權重指數需要在每次定期調整時賣出相對贏家 (其權重在定期調整前會增加) 並買入相對輸家 (其權重在定期調整前會下降)。這與基於動量的策略相反，後者會買入贏家而賣出輸家<sup>12</sup>。

圖 10 表明很大一部分無法解釋的表現可能來自於與動量的負相關性，標普 500 等權重指數相對於規模匹配投資組合的超額收益與標普 500 動量指數相對於標普 500 的超額收益之間的統計 R<sup>2</sup> 值為 0.5。換言之，動量效應可能解釋了等權重指數相對表現中規模效應無法解釋的大約一半差異。

**圖 10：動量對等權重指數表現的剩餘影響**



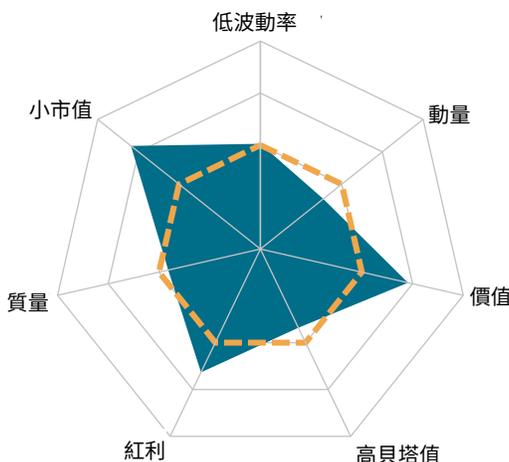
規模匹配投資組合是一個假設性的投資組合。

數據來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據截至 2024 年 6 月 28 日。指數表現基於以美元計算的總收益。標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 日推出。標普 500 動量指數於 2014 年 11 月 18 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。請參閱文末的表現披露，了解與回測表現相關的內在限制的更多信息。

<sup>12</sup> 見 Anu R. Ganti，「[均值回歸與動量](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2021 年 5 月 11 日。

除了預期的規模和反動量特徵之外，等權重指數還存在可能隨時間推移而變化的其他因子傾斜。與標普 500 指數相比，該指數從歷史上看 (以及目前，見圖 11) 也傾向於價值股，並且相應傾向於股息率較高的股票。

**圖 11：標普 500 等權重指數相對於標普 500 指數的因子傾斜**



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。圖表從 2024 年 6 月版標普 500 等權重指數行業板塊概覽中複製。數據截至 2024 年 6 月 28 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

## 選股與等權重

「見微知著。」

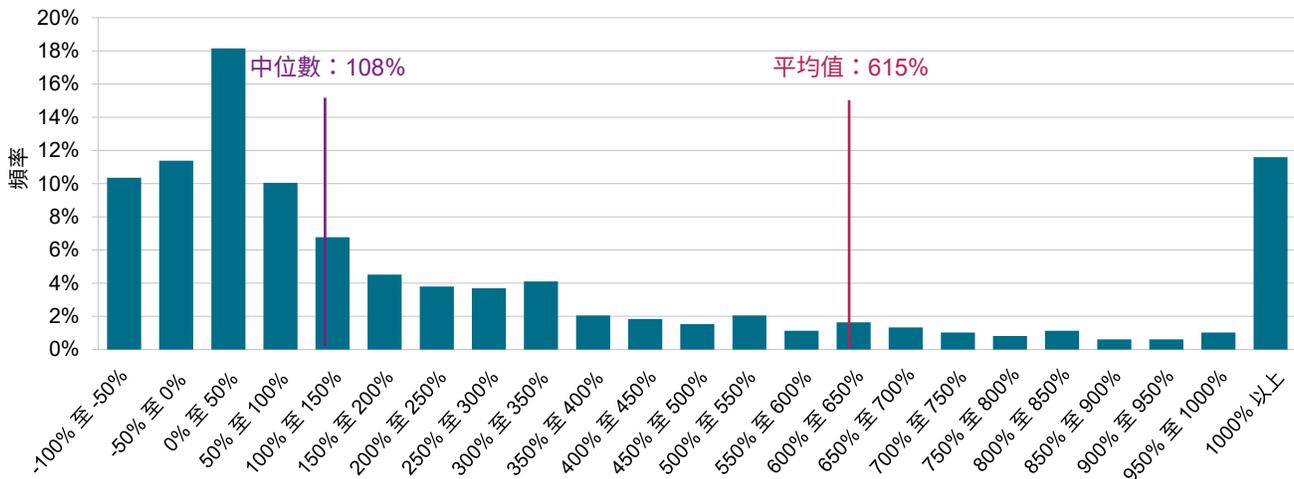
T.E.Lawrence

直覺告訴我們，個股下跌不可能超過 100%，但上漲空間卻是無限，因此個股表現或許也能深刻反映等權重指數的長期表現。此外，股市歷史表明，數以萬計的上市公司只有極少數能夠持續帶來豐厚收益<sup>13</sup>。除非能夠以超乎尋常的遠見從千千萬萬家公司中發現這樣優秀的個股，否則偏向等權重至少可以確保等比例參與在市值加權指數中可能被低估的優秀個股。

<sup>13</sup> 一項著名的研究發現，4% 的公司創造了美國股票市場的全部財富，超過了投資美國國債可獲得的收益。見 Hendrik Bessembinder，「[股票跑贏美國國債？](#)」，《金融經濟學雜誌》第 129 卷，第 3 期，2018 年 9 月。

圖 12 展示了標普 500 指數所有成分股 20 多年的總收益頻率分佈 (以各成分股在納入期間的表現衡量)。該分佈呈明顯的正偏斜，例如平均收益率為 615%，而收益率中位數僅為 108%。這並不是個例；在 1991 年至 2023 年的 33 年中，有 29 年標普 500 指數成分股的平均收益率超過了收益率中位數<sup>14</sup>。

**圖 12：偏斜的影響——標普 500 指數成分股的收益分佈**



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。2003 年 3 月至 2024 年 6 月 28 日的數據。指數表現基於以美元計的總收益率。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

這種正偏斜對市值加權策略與等權重策略的相對表現十分重要，因為在市值加權指數中往往是極少數股票的市值佔比高於平均水平，而多數成分股的市值佔比低於平均水平。<sup>15</sup>如果大多數股票的收益率低於平均水平，但極少數股票的收益率極高，那麼在其他條件相同的情況下，市值加權指數中這些極少數優異個股的權重可能會低於等權重指數。而在等權重指數中，少數收益率高於平均水平的股票可能會獲得更高的權重，從而受益於這種正偏斜。

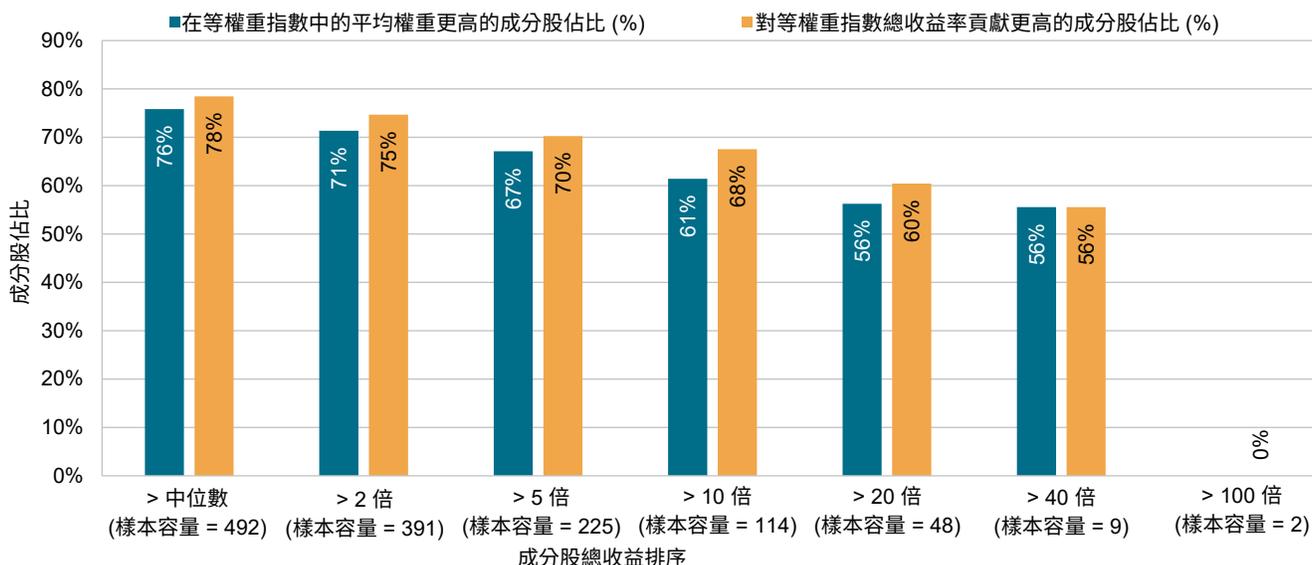
圖 13 展示了圖 12 中總收益率高於中位數 (即大於 2 倍、大於 5 倍等) 的成分股比例，即與標普 500 指數相比，在等權重指數中的平均權重更高的成分股佔比、以及在圖 12 所示同一時期對等權重指數的總收益率貢獻更大的成分股佔比。我們之所以要展示這兩個系列，是因為一只股票有

<sup>14</sup> 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。

<sup>15</sup> 圖 8 已經證明標普 500 指數符合這一規律，更明確地說，截至 2024 年 6 月 28 日，標普 500 指數 500 家成分股公司中 99 家的市值佔比高於平均水平，401 家的市值佔比低於平均水平。

可能在標普 500 等權重指數中具有更高的平均權重，但對標普 500 市值加權指數的貢獻更大——例如，假設該股票以中等速度上漲，直到成為市值最大的股票之一，隨後以更快的速度上漲。

**圖 13：成分股的貢獻和平均市值佔比**



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、FactSet。2003 年 3 月至 2024 年 6 月 28 日的數據。指數表現基於以美元計算的總收益指數。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明。

分析結果基本上印證了直覺，即等權重指數成分股的平均權重較高，能夠更好地反映大多數收益率高於中位數的成分股的表現，以及少部分收益率超過 2 倍、5 倍、10 倍或 20 倍的成分股的表現。在收益超過 40 倍的 9 只股票中，等權重指數與市值加權指數對半開。不過總收益率超過 10,000% 的兩只股票在等權重指數中的權重低於標普 500 指數。同期這兩只股票 (Apple 和 NVIDIA) 的完整期間收益接近 1,000 倍，在標普 500 指數中的權重分別從 2003 年 3 月的 0.07% 和 0.03% 上升至 2024 年 6 月的 6.6%。

顯而易見，這兩只股票很難在未來 20 年內再度取得類似的相對優異表現——它們已經是全球市值最高的兩家公司，如果再度複製類似的表現，則很可能讓整個美國經濟都相形見绌。因此建議採取均衡的觀點：每項分析都局限於所研究的特定時間段，而我們數據系列的後半部分又恰逢超大市值股票的異常相對優異表現。正如我們在第一部分所強調，正是由於這些情況，當前的市場環境尤其適合研究等權重方法。

# 主動型基金與等權重指數

等權重指數的股票收益正偏斜敞口或許能讓我們深入洞察跑贏基準指數所面臨的挑戰<sup>16</sup>。然而，這也引發了另一個問題。如果假定等權重策略的主要優勢在於能夠更好地反映個股表現、避開超大市值個股並嚴格執行定期調整，並且假定都是以實現長期跑贏為目標，難道這不正是支持主動型管理基金的理由？

當然，至少與市值加權基準指數相比，主動型管理基金低配超大市值股票的情況並不罕見，儘管這些基金並不一定會這樣做。此外，選股水平「普通」的投資者在特定時期內的表現，可以通過所選股票的「平均」收益率（即等權重指數的收益率）來衡量<sup>17</sup>。由於這兩個原因，加上主動型管理策略通常會像等權重指數一樣定期調整，因此後者有時也可成為判斷主動和「選股」策略表現的實用基準<sup>18</sup>。

因此，預計等權重指數的相對表現可能會與主動型管理共同基金的相對表現類似。事實上，總體上至少在短期內也確實如此。但長期統計數據卻截然不同<sup>19</sup>。實際上，儘管等權重指數長期跑贏並且與主動型基金的表現具有相似性，令人驚訝的是過去 20 年超過 90% 的大型主動型基金跑輸標普 500 指數<sup>20</sup>。如果主動型基金將標普 500 等權重指數作為業績比較基準，結果顯示在大多數年份，很少有主動型基金能夠跑贏等權重指數（見圖 14）。

<sup>16</sup> 見 Anu R. Ganti 和 Craig J. Lazzara，「[基金經理人之過](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2022 年 11 月 22 日。

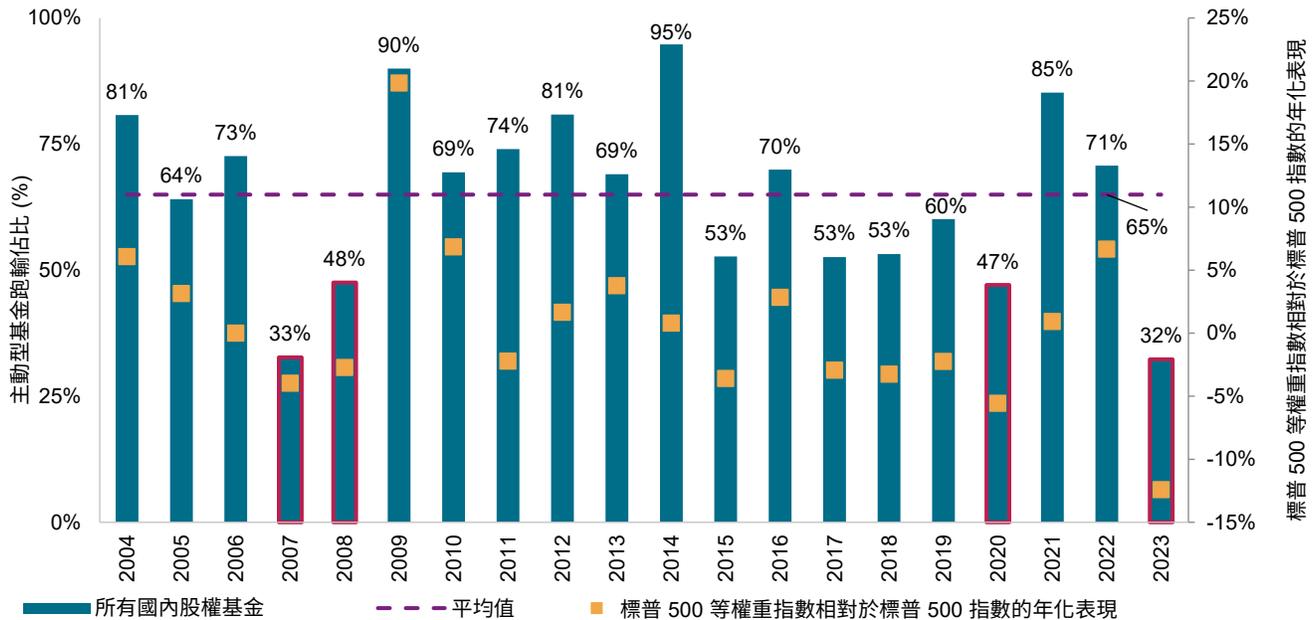
<sup>17</sup> 本文忽略了定期調整的影響，或者說我們假設「選股」能夠複製這些影響。

<sup>18</sup> 此概念的更多詳情見：Tim Edwards 和 Craig J. Lazzara，「[等權重基準指數：提升標尺](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2014 年 5 月。另見 Fei Mei Chan 和 Craig J. Lazzara，「[難度高低：主動策略成功的指標](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2022 年 1 月 24 日。

<sup>19</sup> 見 Tim Edwards、Grace Stoddart 和 Davide Di Gioia，「[比其他方法更公平：標普 500 等權重指數的 20 年](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2023 年 6 月 14 日。在 Anu Ganti，「[多元化、股票與指數](#)」中，結果擴展到涵蓋 2023 年的表現，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 5 月 20 日。

<sup>20</sup> 見 Anu Ganti、Davide Di Gioia、Tim Edwards、Sabatino Longo 和 Joseph Nelesen，「[SPIVA \(標普指數與主動投資\) 美國 2023 年年終報告](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2024 年 3 月 6 日。

圖 14：所有主動型管理美國國內股權基金中年度跑輸標普 500 等權重指數的比例



數據來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。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 14 說明在過去 20 年中，超過 50% 的主動型管理美國國內股權基金有 16 年跑輸等權重指數。長期統計數據更具說服力。根據最近紀念標普 500 等權重指數推出 20 周年的一項研究，幾乎所有 (99%) 的主動型管理基金在過去 20 年跑輸指數<sup>21</sup>。

<sup>21</sup> 「[比其他方法更公平：標普 500 等權重指數的 20 年](#)」，同上

## 結論

標普 500 等權重指數近期表現遜於標普 500 指數，主要歸因於超大市值股票的歷史極端表現。此外，美國股票市場的集中度已升至多年來的最高水平，個股動量趨勢也出現不同尋常的長期延續跡象。從歷史上看，這樣的時期最終還是會回歸歷史均值，並伴隨著等權重指數更為強勁的相對表現。

雖然無法預測等權重指數相對表現的拐點何時會出現，但從歷史上看，重大拐點往往會在超大市值股票和動量股的表現達到極端水平之後<sup>22</sup>。市場隨時可能會出現這種轉變，並成為整體風險的重要驅動因素，這表明對美國大型股進行等權重調整可能非常及時。此外，根據標普 500 等權重指數的長期收益記錄和來源，這種研究的效益可能遠不只短期或戰術性調整。

這種研究並非純粹是理論上的考量，在實踐應用中也同樣有效。除直接監測並潛在複製標普 500 等權重指數外，目前在美國、歐洲、澳大利亞、英國、加拿大和以色列等多個市場，已有許多交易所交易基金 (ETF) 和指數基金追蹤該指數。最近，與標普 500 等權重指數相關的上市期貨也開始在芝加哥商品交易所 (CME) 交易<sup>23</sup>。這些產品有望為希望將本文所提及的理論付諸實踐，用好等權重指數的市場參與者提供切實的環境。

<sup>22</sup> 見 Anu R. Ganti，「[等權重的提升效應？](#)」，標普道瓊斯指數有限公司，2023 年 11 月 20 日；另見圖 2b 和 3。

<sup>23</sup> 完整的許可產品列表會在[標普道瓊斯指數網站](#)上定期更新。

## 表現披露/回溯數據

標普 500 等權重指數於 2003 年 1 月 8 日推出。標普 500 動量指數於 2014 年 11 月 18 日推出。標普中型股 400 指數於 1991 年 6 月 19 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。過往表現並不預示或保證未來業績。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，不適合零售投資者使用。

標普道瓊斯指數指定了若干日期，以幫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（實時或回測）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實時的日期：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實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，反向數據假設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」的更多資料，詳見 [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，計算指數水平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、US 500、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 (標普中型股 400 指數)、S&P 600 (標普 600 指數)、S&P SMALLCAP 600 (標普小型股 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)、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、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的商標。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第三方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、推廣或管理由第三方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追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可行性不作任何陳述。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第三方供應商，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。實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資料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、軟件或其他應用程序或從其輸出的內容) 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第三方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配置下運行的任何保證。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序，以對分析過程中收到的某些非公開信息進行保密。

此外，標普道瓊斯指數向各類組織提供廣泛的服務或相關服務，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中介機構，因此可能會向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。