

冠状病毒与市场动态的相关性



Craig Lazzara

董事总经理兼指数投资策略全球主管

本文最初于 2020 年 3 月 25 日在 Indexology® 博客上发布。

致歉：大约一个月前，我使用了分散性与相关性的图示来说明指数动态如何反映市场走势。尤其是，我声称由于高分散性似乎是熊市的必要条件，而标准普尔 500 指数在 2 月底的分散度远远低于过去衰退时期的分散水平，因此 *当时* 的情况看来与以往的熊市态势有较大出入。由于我们采用 21 个交易日的回溯期来进行分析，我据此指出：“再过多 21 天，我们便会获得全新的观察结果。”

现在 21 天已经过去，我们也看到了 **截然不同的** 观察结果。如今人人都看到，**市场动态已经以惊人速度发生了变化**。图 1 显示标普 500 指数自 2 月 19 日攀上高位以来的跌势与 2007 至 2009 年金融危机期间的可比数据的对照结果。从高位到 2020 年 3 月 20 日收市时，指数从最高点下跌 32%。但在上次金融危机中，该指数经过整整一年才达到同等的跌幅。

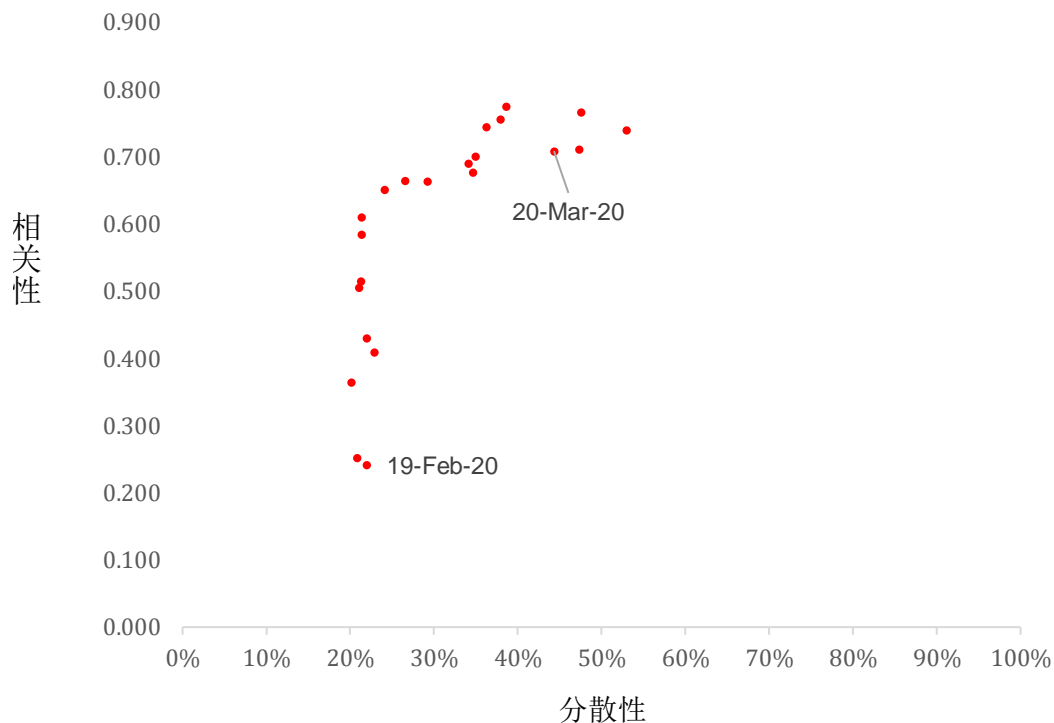
图 1. 当前跌势与上次金融危机的比较



资料来源：标普道琼斯指数。2007 年 10 月 9 日的数据（蓝色）与 2020 年 2 月 19 日的数据（橙色）。
图表仅供参考。过往表现并非未来投资成绩的保证。

在价值暴跌的同时，分散性与相关性也急速转变。图2追踪2月19日至3月20日期间的21天滞后分散性和相关性。向更高分散性和更高相关性（向上和向右）移动的趋势极为明显。作为衡量熊市的一个条件，分散性的作用似乎高于相关性，而分散性已急剧上升。但尤其引人注目的是，今天的相关性已处于较高水平。

图2. 自市场见顶以来分散性和相关性的演变



资料来源：标普道琼斯指数。2020年2月19日至2020年3月20日的数据。图表仅供参考。

在基本经济学的角度来看这是合理的，因为**相关性衡量的是指数各成份股同步升跌的程度**。一场持续时间和严重程度仍未知的流行病，无疑会对所有行业造成不利影响。当然，各行业面临的困难程度会有不同，其中某些行业（如航空公司和酒店）遭受的冲击大于其他行业（这解释了分散性上升的原因）。但是几乎所有行业都会难逃一劫，因此**推高相关性**。

图3清晰显示，此次相关性上升的程度史无前例，标普500指数的内部相关性在截至3月20日的一个月内达到了创纪录水平。学过指数动力学的人不会吃惊：当分散性与相关性同时居于高位，高波动性是预料中事。实际上，我们很难找到其他可以与这一个月相比较的月份。图3右上角标明与目前情况最为相似的月份。

图 3. 按月的分散性和相关性



资料来源：标普道琼斯指数。1971年1月31日至2020年3月20日的数据。图表仅供参考。

图 4 列出分散性高于平均水平且具有较高相关性（高于 0.45）的所有月份，以观察市场达到该等水平之后的情况。自 1971 年以来，共出现过 11 个这样的月份；在所有情况下，一年后市场都有见上涨，平均涨幅为 24%。

图 4. 高波动的后续情况

| 截至下列日期 的月份 | 回报 (翌月) | 回报 (翌年) |
|---------------|------------|------------|
| 30-Oct-87 | -8.2% | 14.8% |
| 29-Jan-88 | 4.7% | 20.1% |
| 31-Oct-97 | 4.6% | 22.0% |
| 31-Aug-98 | 6.4% | 39.8% |
| 30-Aug-02 | -10.9% | 12.1% |
| 31-Oct-08 | -7.2% | 9.8% |
| 28-Nov-08 | 1.1% | 25.4% |
| 31-Dec-08 | -8.4% | 26.5% |
| 31-Mar-09 | 9.6% | 49.8% |
| 30-Sep-11 | 10.9% | 30.2% |
| 31-Oct-11 | -0.2% | 15.2% |

资料来源：标普道琼斯指数。图表仅供参考。过往表现并非未来投资成绩的保证。

众所周知，过往表现无法用以预测未来回报，而今天的相关性水平表明未来市场加剧波动的情况很可能增加。但历史见证，在目前这样的环境中出售股票，意味着会错过市场复苏带来的获利机会。

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 www.indexologyblog.com，或
订阅 **Indexology®** 以获取最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2020，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global 的分支机构）。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支机构）（「标普」）的注册商标。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道琼斯」）的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可，不得转发、复制或 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息，未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容，作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股（由其交易所厘订）之收市价，计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源，仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容）或其任何部分（「内容」），未经标普道琼斯指数的事先书面许可，不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发，或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人（统称「标普道琼斯指数相关方」）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程，确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外，标普道琼斯指数向或就众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构）提供广泛服务，并向上述机构收取相应费用或其他经济利益，包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。