

# 新型冠状病毒爆发期间中国 A 股市场各因子表现有何不同

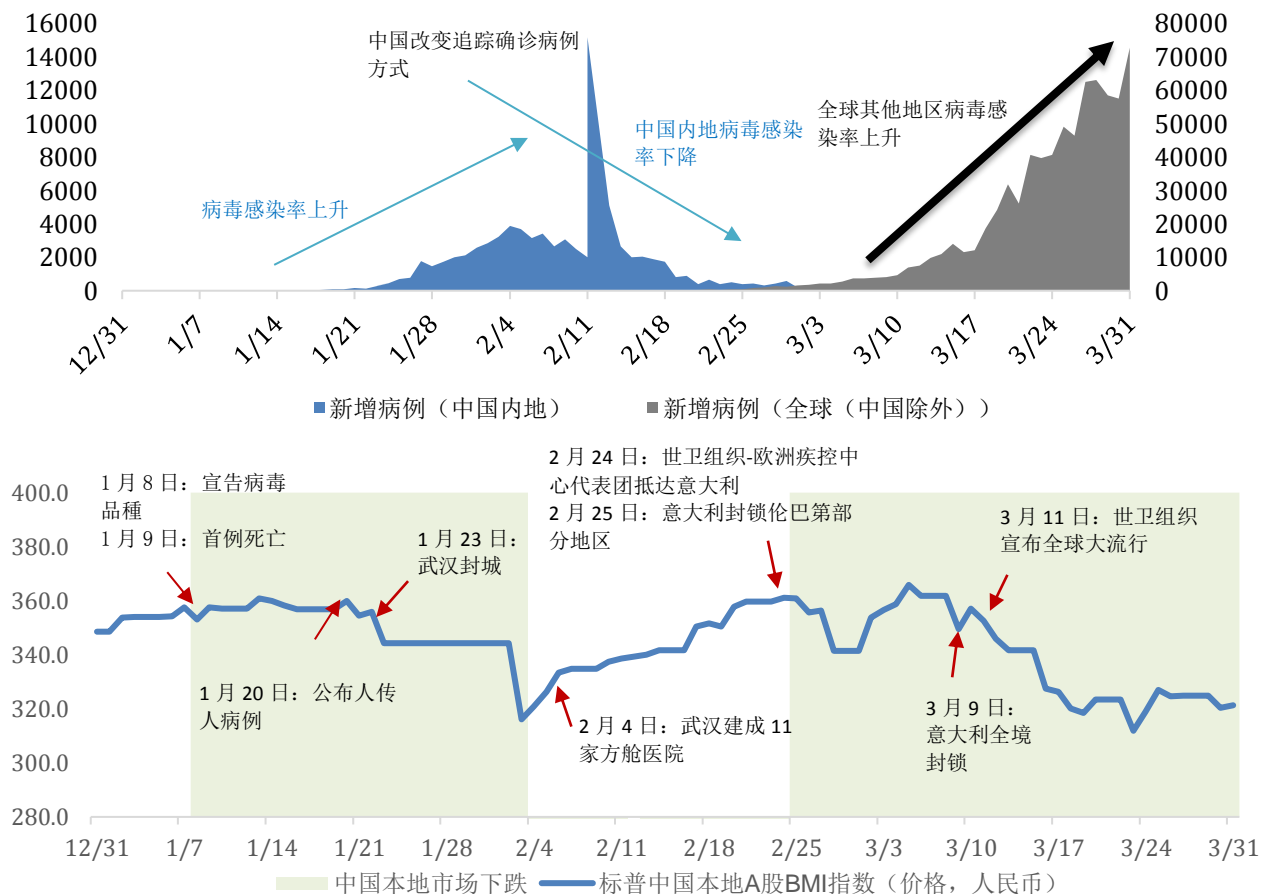


曾力宇  
全球研究与设计总监

本文最初于 2020 年 4 月 23 日在 Indexology® 博客上发布。

由于新型冠状病毒在国内爆发、并随后蔓延至全球其他地区，今年第一季度中国 A 股市场上演过山车走势。在我们上一篇博客“中国股市对国内及全球新型冠状病毒爆发作出的应对”中，我们讨论了在近期市场下跌和反弹期间各行业的不同反应。在本篇博客中，我们将分析标普中国 A 股因子指数在 2020 年第一季度的表现。

图表 1：中国 A 股市场对新型冠状病毒爆发作出的应对



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、世界卫生组织、中国国家卫生健康委员会。截至 2020 年 3 月 31 日数据。指数表现基于人民币价格回报。过往表现不代表未来投资结果。图表仅供参考。

图表 2: 标普中国 A 股因子指数于不同市场时期的表现

指数	1月8日至 2月3日	2月3日至 2月24日	2月24日至 3月31日
标普中国 A 股增强价值指数	-13.2%	9.0%	<b>-4.9%</b>
标普中国 A 股短期动量指数	<b>-2.2%</b>	<b>23.5%</b>	-13.6%
标普中国 A 股低波动率指数	-11.8%	6.5%	<b>-5.2%</b>
标普中国 A 股质量指数	<b>-7.5%</b>	<b>16.7%</b>	-11.3%
标普中国 A 股红利机会指数	-12.2%	10.3%	<b>-8.0%</b>
标普中国本地 A 股 BMI 指数	-10.5%	14.2%	-11.0%

资料来源: 标普道琼斯指数有限责任公司。截至 2020 年 3 月 31 日数据。指数表现基于人民币总回报。过往表现不代表未来投资结果。图表仅供参考。

自 2020 年 1 月 8 日发现该病毒至 2020 年 2 月 3 日期间, 中国股市急跌 10.5%。标普中国 A 股增强价值指数、标普中国 A 股红利机会指数和标普中国 A 股低波动率指数分别下跌 13.2%、12.2% 和 11.8%, 而标普中国 A 股短期动量指数和标普中国 A 股质量指数仅分别下跌 2.2% 和 7.5%。

动量和价值分别是这一时期表现最佳和最差的因子, 这解释了标普中国 A 股短期动量指数跑赢大市、标普中国 A 股增强价值指数跑输大市的原因。标普中国 A 股质量指数实现超额回报, 主要得益于该指数对盈利能力、高动量和高增长的主动敞口, 及对价值的负面敞口。标普中国 A 股低波动率指数意外地表现出向价值和低动量偏重, 完全抵消了低贝塔值和低波动率的正面影响, 使得该指数跑输大市。同样, 对价值、小盘和低动量的非预期敞口导致标普中国 A 股红利机会指数表现落后。

图表 3: 标普中国 A 股因子指数跌市期间表现归因

因子归因 (1月8日至2月3日)		增强价值		动量		低波动性		质量		红利	
风格 / 行业因子	因子总回报	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响
<b>投资组合实际回报(%)</b>		<b>-2.63</b>		<b>8.31</b>		<b>-1.25</b>		<b>3.05</b>		<b>-1.66</b>	
市场敏感性	<b>-0.79</b>	-0.03	0.02	-0.32	0.24	<b>-0.60</b>	<b>0.42</b>	0.07	-0.05	-0.16	0.11
规模	<b>1.29</b>	-0.12	-0.15	-0.03	-0.02	-0.16	-0.18	-0.18	-0.21	<b>-0.54</b>	<b>-0.63</b>
短期动量	<b>1.25</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.37</b>	<b>0.30</b>	<b>1.54</b>	<b>-0.36</b>	<b>-0.42</b>	<b>0.15</b>	<b>0.25</b>	0.04	-0.05
中期动量	<b>1.47</b>	<b>-0.63</b>	<b>-0.81</b>	<b>1.77</b>	<b>2.39</b>	<b>-0.52</b>	<b>-0.67</b>	<b>0.29</b>	<b>0.38</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.36</b>
波动性	-0.34	-0.45	0.15	<b>1.10</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.71</b>	<b>0.23</b>	0.40	-0.13	-0.08	0.02
流动性	-0.54	-0.18	0.08	0.36	-0.19	-0.36	0.17	0.21	-0.10	-0.01	0.01
汇率敏感性	<b>0.82</b>	-0.09	-0.05	0.28	0.17	-0.14	-0.08	-0.05	-0.04	0.02	0.02
成长性	<b>1.10</b>	0.02	0.02	<b>0.71</b>	<b>0.71</b>	<b>-0.33</b>	<b>-0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.33</b>	0.14	0.14
价值	<b>-1.59</b>	<b>1.62</b>	<b>-2.30</b>	<b>-1.02</b>	<b>1.56</b>	<b>1.15</b>	<b>-1.64</b>	<b>-0.66</b>	<b>0.96</b>	<b>0.71</b>	<b>-1.02</b>
股息收益率	0.08	<b>1.02</b>	0.07	-1.02	-0.07	1.09	0.07	-0.31	-0.02	<b>2.48</b>	<b>0.18</b>
盈利能力	<b>0.71</b>	-0.18	-0.11	0.36	0.23	-0.07	-0.04	<b>0.64</b>	<b>0.40</b>	<b>0.43</b>	<b>0.27</b>
杠杆	0.31	0.42	0.12	-0.53	-0.15	0.34	0.09	<b>-1.01</b>	<b>-0.28</b>	-0.41	-0.11
<b>风格因子</b>			-3.31		5.97		-2.36		1.49		-1.44
<b>行业因子</b>			-0.93		<b>2.48</b>		-1.01		-0.47		-1.29
<b>股票特定风险</b>			1.61		-0.15		2.12		2.03		1.07

资料来源: 标普道琼斯指数、Axioma。2020 年 1 月 8 日至 2020 年 2 月 3 日数据。基于标普中国本地 A 股 BMI 指数人民币总回报。过往表现不代表未来投资结果。表格仅供参考。

在 2020 年 2 月 3 日至 2020 年 2 月 24 日市场回升期间，中国新增感染病例人数开始出现下降趋势，整体市场相应攀升 14.2%。在五个标普中国 A 股因子指数中，标普中国 A 股短期动量指数和标普中国 A 股质量指数领先，分别上涨 23.5% 和 16.7%，其他三个因子指数则跑输大市。

在此期间，流动性、高波动性和中期动量是表现最佳的因子，股息收益率表现最差。这解释了标普中国 A 股短期动量指数和标普中国 A 股质量指数跑赢的原因，因为这两个指数对这四个因子的策略得宜。相反，因对这四个因子的策略不当导致标普中国 A 股增强价值指数和标普中国 A 股低波动率指数表现不佳。尽管对小盘和价值呈现出的非预期敞口对标普中国 A 股红利机会指数的表现产生了积极影响，但不足以抵消其向股息收益率和低动量因子倾斜的负面影响。

图表 4: 标普中国 A 股因子指数升市期间表现归因

因子归因 (2 月 3 日至 2 月 24 日)											
风格 / 行业因子	因子总回报	增强价值		动量		低波动性		质量		红利	
		实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响
投资组合实际回报(%)			-5.18		9.31		-7.71		2.42		-3.98
市场敏感性	0.09	0.00	0.00	-0.28	-0.04	-0.59	-0.03	0.00	-0.03	-0.07	0.04
规模	-1.21	-0.15	0.21	0.02	-0.19	-0.17	0.22	-0.13	0.08	-0.53	0.45
短期动量	0.35	-0.28	-0.36	0.57	1.38	-0.28	-0.04	0.40	-0.11	-0.20	-0.09
中期动量	1.83	-0.60	-1.14	1.72	3.65	-0.45	-0.76	0.32	0.76	-0.28	-0.84
波动性	2.13	-0.35	-0.89	0.91	2.56	-0.58	-1.44	0.37	1.00	-0.10	0.13
流动性	2.87	-0.10	-0.30	0.36	1.20	-0.33	-1.00	0.28	0.87	0.03	0.13
汇率敏感性	0.33	-0.15	-0.06	0.38	0.16	-0.17	-0.10	-0.09	-0.03	-0.01	0.01
成长性	0.07	0.01	0.01	0.72	0.04	-0.35	-0.03	0.37	0.04	0.15	-0.04
价值	0.13	1.62	0.24	-1.02	-0.19	1.18	0.17	-0.68	-0.11	0.90	0.53
股息收益率	-0.67	1.02	-0.76	-1.03	0.82	1.13	-0.82	-0.36	0.28	2.50	-2.04
盈利能力	-0.12	-0.19	0.03	0.37	-0.05	-0.09	0.02	0.66	-0.09	0.39	-0.04
杠杆	-0.44	0.44	-0.20	-0.51	0.26	0.35	-0.16	-0.99	0.50	-0.29	0.06
风格因子			-3.23		9.59		-3.96		3.17		-1.69
行业因子			-2.90		0.94		-3.57		1.46		-2.96
股票特定风险			0.95		-1.23		-0.18		-2.21		0.68

资料来源：标普道琼斯指数、Axioma。2020 年 2 月 3 日至 2020 年 2 月 24 日数据。基于标普中国本地 A 股 BMI 指数人民币总回报。过往表现不代表未来投资结果。表格仅供参考。

由于全球其他地区新型冠状病毒疫情加速恶化，投资者对全球经济衰退的担忧加剧，近期市场遭遇下挫，2020 年 2 月 24 日至 2020 年 3 月 31 日间中国 A 股市场整体下跌 11.0%。在此期间，标普中国 A 股增强价值指数、标普中国 A 股低波动率指数和标普中国 A 股红利机会指数发挥防守力，分别实现超额回报 6.1%、5.8% 和 3.0%。相比之下，标普中国 A 股短期动量指数和标普中国 A 股质量指数则跑输大市，分别下跌 13.6% 和 11.3%。

在本轮跌市中，低波动性、低贝塔系数和低杠杆因子如预期般表现出防守性，价值和低盘因子也产生了可观回报。相反，汇率敏感性是表现最差的因子，这表明在这波跌势中离岸市场收入占比较高的公司容易受到影响。尽管在此期间股息收益率因子产生负回报，但对价值、低波动性和低盘的非预期敞口却提振了标普中国 A 股红利机会指数的表现。标普中国 A 股短期动量指数和标普中国 A 股质量指数表现不佳的主要原因是高波动性和高估值的非预期敞口。

图表 5: 标普中国 A 股因子指数于第二次跌市期间表现归因

因子归因 (2月24日至3月31日)		增强价值		动量		低波动性		质量		红利	
风格 / 行业因子	因子总回报	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响	实际敞口	表现影响
投资组合实际回报 (%)			<b>6.15</b>		<b>-2.57</b>		<b>5.80</b>		<b>-0.32</b>		<b>3.04</b>
市场敏感性	<b>-4.06</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.48</b>	-0.19	<b>0.68</b>	<b>-0.57</b>	<b>2.28</b>	-0.01	-0.03	-0.05	0.23
规模	<b>-1.19</b>	-0.14	0.17	0.06	-0.08	-0.18	0.21	-0.14	0.15	<b>-0.50</b>	<b>0.55</b>
短期动量	-0.07	0.13	-0.38	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	-0.05	-0.32	-0.12	0.14	-0.10	-0.26
中期动量	-0.30	-0.49	0.23	<b>1.58</b>	<b>-0.57</b>	-0.39	0.12	0.33	-0.16	-0.41	0.13
波动性	<b>-5.12</b>	<b>-0.23</b>	<b>1.20</b>	<b>0.68</b>	<b>-3.17</b>	<b>-0.52</b>	<b>2.63</b>	<b>0.29</b>	<b>-1.28</b>	<b>-0.30</b>	<b>1.56</b>
流动性	<b>-1.94</b>	-0.03	0.07	<b>0.26</b>	<b>-0.46</b>	<b>-0.34</b>	<b>0.62</b>	0.22	-0.38	0.00	0.01
汇率敏感性	<b>-2.35</b>	0.00	-0.05	0.08	-0.05	-0.09	0.18	-0.13	0.23	0.00	-0.02
成长性	<b>0.44</b>	-0.01	-0.01	<b>0.82</b>	<b>0.29</b>	-0.33	-0.14	0.30	0.12	0.21	0.08
价值	<b>1.93</b>	<b>1.61</b>	<b>2.99</b>	<b>-1.03</b>	<b>-1.78</b>	<b>1.22</b>	<b>2.24</b>	<b>-0.68</b>	<b>-1.18</b>	<b>1.24</b>	<b>2.24</b>
股息收益率	<b>-0.51</b>	<b>0.98</b>	<b>-0.50</b>	<b>-1.04</b>	<b>0.47</b>	<b>1.16</b>	<b>-0.56</b>	-0.37	0.16	<b>2.59</b>	<b>-1.25</b>
盈利能力	-0.28	-0.18	0.04	0.58	-0.06	-0.09	0.02	<b>0.68</b>	-0.18	0.29	-0.11
杠杆	<b>-0.53</b>	<b>0.47</b>	<b>-0.28</b>	-0.55	0.29	0.34	-0.19	<b>-0.99</b>	<b>0.42</b>	-0.12	0.04
风格因子			<b>3.95</b>		<b>-4.25</b>		<b>7.10</b>		<b>-1.98</b>		<b>3.21</b>
行业因子			<b>3.01</b>		<b>1.84</b>		-0.80		<b>1.40</b>		0.11
股票特定风险			-0.81		-0.16		-0.50		0.27		-0.29

资料来源：标普道琼斯指数、Axioma。2020年2月24日至2020年3月31日数据。基于标普中国本地 A 股 BMI 指数人民币总回报。过往表现不代表未来投资结果。表格仅供参考。

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 [www.indexologyblog.com](http://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、复制及 / 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。