

没有简单的答案：行业和因子对美国加息的反应



Benedek Vörös
指数投资策略总监

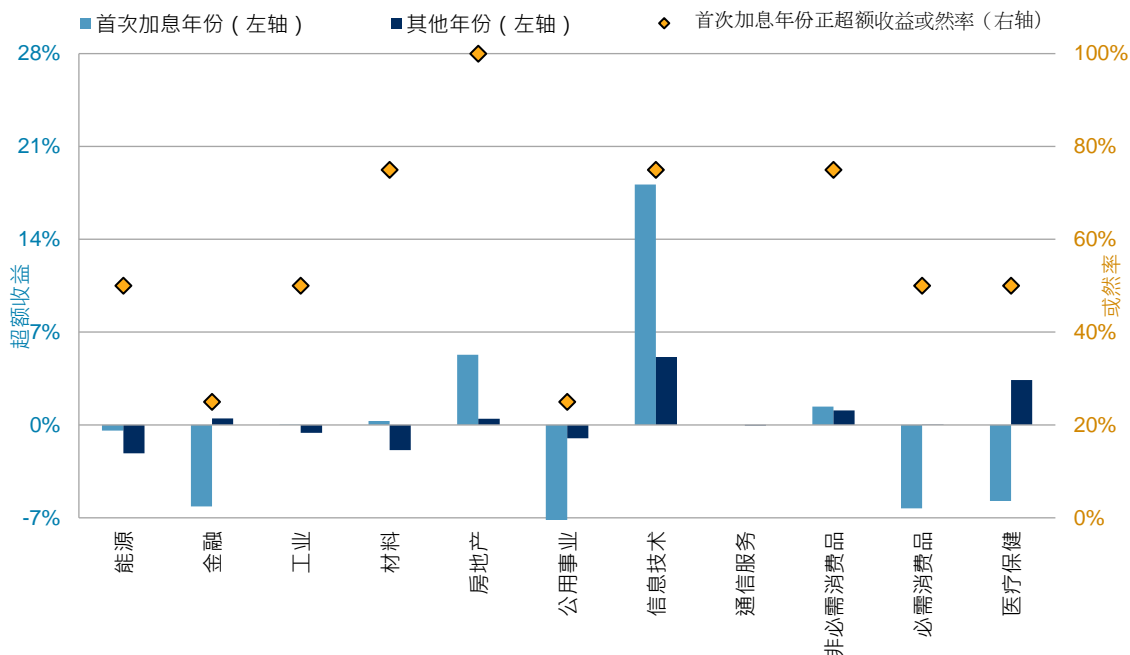
本文最初于 2022 年 3 月 8 日在 Indexology® 博客上发布。

虽然市场普遍认为利率上调不利风险资产，但从历史上看，货币紧缩周期的初始阶段对美国股市来说并不造成灾难性影响。然而，虽然整体市场可能会安然无恙，但对于构成标普 500® 指数等广泛基准的不同行业和因子来说，情况可能并非如此。

标普 500 指数各 GICS® 行业和因子指数拥有完整数据的历史，大概约为三十年左右。然而，利率周期进展缓慢，自 1994 年以来只有四次“腾飞”。我们没有一系列的案例研究可用作样本。然而，从历史之中，我们可找出几个有关按行业和因子股票投资的概括结论。

首先看行业，图 1 显示标普 500 指数行业在加息周期开始的年份和其他年份的平均超额收益。

图 1：加息开始时标普 500 行业指数超额收益



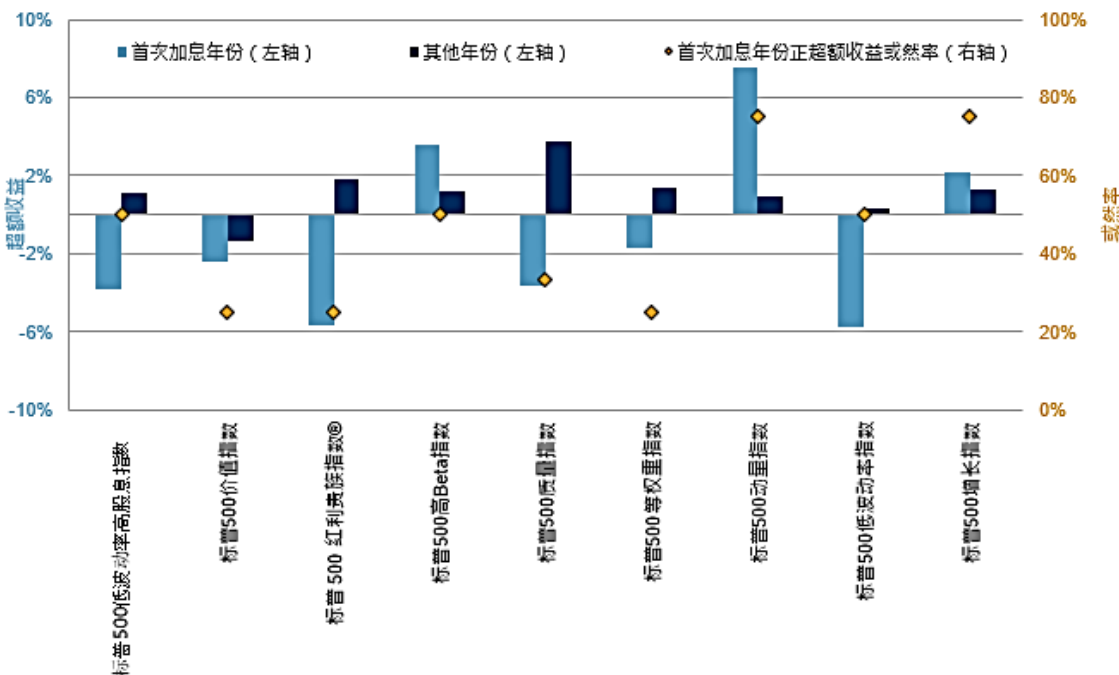
资料来源：标普道琼斯指数。数据截至 2022 年 2 月 14 日，涵盖 1994 至 2021 历年。房地产业自 2001 年 10 月起取得数据，通信服务业自 2018 年 9 月起取得数据。指数表现按美元总回报计。过往表现不保证日后表现。上图仅作说明，内含假设过往表现。标普 500 能源指数、标普 500 金融指数、标普 500 工业指数、标普 500 材料指数、标普 500 公用事业指数、标普 500 信息技术指数、标普 500 通信服务指数、标普 500 非必需消费品指数、标普 500 必需消费品指数及标普 500 医疗保健指数于 1996 年 6 月 28 日推出。标普 500 房地产指数于 2016 年 9 月 19 日推出。

图 1 显示，根据过往对加息的反应，行业可分为三个不同的群体。

1. “加息不相关者”--在首次加息的年份和其他年份，能源、工业、材料和必需消费品行业的表现相似。
2. “加息表现不佳者”--在美联储开始加息的那几年，必需消费品、医疗保健、金融和公用事业行业的表现逊于标普 500 指数。公用事业表现最差，证实了该行业“债券替代品”的特征。按照惯例，金融业被认为会从利率上调中受益，虽然其平均表现也不佳，但看看数据就会发现一个重大的特殊事件：1999 年，标普 500 指数被信息技术拉高，不合时宜的金融业表现逊于该指数 17%。
3. “加息受益者”--这个群体包含房地产（在 2016 年被确立为一个独立的行业，因此只经历了两个加息周期）和信息技术。与金融业一样，信息技术的超额收益受到 1999 年网络泡沫的极大影响，在这一年中，信息技术的表现比标普 500 指数高出 58%。如果我们剔除 1999 年，在加息周期开始的其他三个日历年，该行业的平均超额收益率下降至仅 5%。

转看因子，图 2 显示标普 500 指数因子在加息周期开始的年份和其他年份的平均超额收益。

图 2：加息开始时标普 500 因子指数超额收益



资料来源：标普道琼斯指数。数据截至 2022 年 2 月 14 日，涵盖 1994 至 2021 历年。标普 500 质量指数自 1994 年 12 月起取得数据。指数表现按美元总回报计。过往表现不保证日后表现。上图仅作参考，内含假设过往表现。标普 500 低波动率高股息指数于 2012 年 9 月 17 日推出。标普 500 红利贵族指数于 2005 年 5 月 2 日推出。标普 500 高 Beta 指数于 2011 年 4 月 4 日推出。标普 500 质量指数于 2014 年 7 月 8 日推出。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 日推出。标普 500 动量指数于 2014 年 11 月 18 日推出。标普 500 低波动率指数于 2011 年 4 月 4 日推出。

就因子而言，“加息不相关者”群体似乎缺乏代表性，所以我们将其分为两个群组。

- “加息赢家” --该群组包含动量、高贝塔和增长因子。这三个因子的升幅都可以归功于 1999 年，当时它们都主要持有信息技术业，因此，表现分别超过了基准 27%、32%和 7%。如果我们把 1999 年从样本中剔除，在第一次加息的年份，动量、高贝塔和增长因子的平均超额收益率分别下降到 1.1%、-5.8%和 0.5%。
- “加息表现不佳者” --正如 “赢家”群组一样，1999 年非常影响这一组的超额收益。平均落后最多的三个因子——低波动率、红利贵族®和质量，1999 年的表现落后于标普 500 指数 29%、26%和 14%。若不包括 1999 年，在加息周期开始的其他三个年份中，低波动率和红利贵族因子的表现都会超过标普 500 指数（分别超过 2%和 1%），而质量因子的表现则与基准收益相当。

从我们的分析中得出的总体结论是，对于行业和因子两者来说，加息的影响力往往不及外在因素，如网络股的投机泡沫。虽然联邦公开市场委员会的活动对因子和行业的相对收益无疑是重要的，但如果过度关注货币政策而忽视更广泛的经济和市场环境，可能会使市场参与者在评估未来一年的前景时误入歧途。

本博客中的文章仅为提供意见，并非建议。请阅读我们的[免责声明](#)。

如欲阅读更多博客文章，请於英文网站 www.indexologyblog.com 订阅我们最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2022，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（由其主要交易所厘订）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。