

# 标普中国 A 股因子指数绩效归因分析：行业配置与股票选择效应



曾力宇  
全球研究与设计董事

本文最初于 2019 年 9 月 4 日在 Indexology® 博客上发布。

在之前的博客中，我们研究了标普中国 A 股因子指数的风险敞口，本文将进一步探讨各因子指数的行业偏好及其对业绩的影响。

除标普中国 A 股增强价值指数外，所有标普中国 A 股因子指数均倾向于低配金融行业，不过不同的因子指数也呈现其它独特的行业偏好。尽管标普中国 A 股增强价值指数历来高配金融和原材料，标普中国 A 股短期动量指数更倾向于高配信息技术和医疗保健。标普中国 A 股低波动率指数偏好公用事业和工业品，而标普中国 A 股质量指数则倾向于配置消费品和医疗保健。标普中国 A 股红利机会指数则高配非必需消费品和工业品（见表 1）。

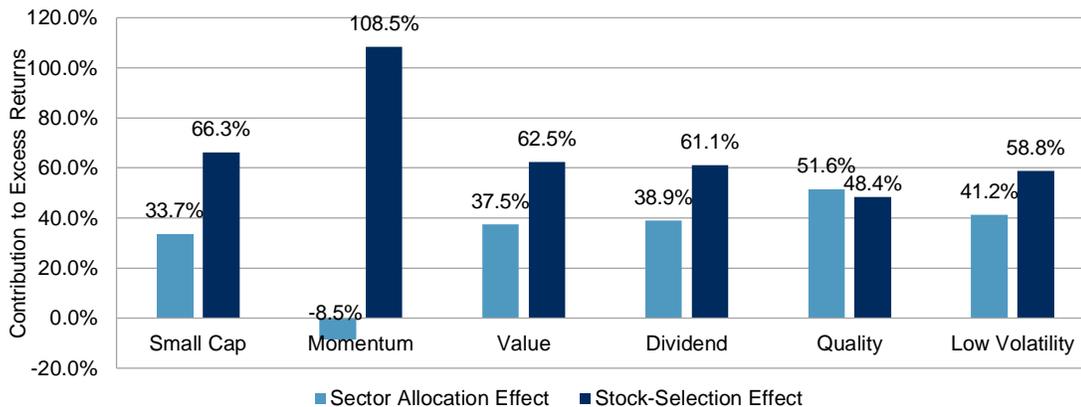
Exhibit 1: Sector Bias of the S&P China A-Share Factor Indices

| AVERAGE SECTOR BIAS (%) | SMALL CAP | MOMENTUM | VALUE | DIVIDEND | QUALITY | LOW VOLATILITY |
|-------------------------|-----------|----------|-------|----------|---------|----------------|
| Energy                  | -2.6      | -0.6     | -0.5  | 2.3      | 0.6     | -0.5           |
| Materials               | 6.5       | 2.6      | 6.8   | 1.3      | -4.8    | -2.3           |
| Industrials             | 6.9       | 0.7      | -0.3  | 4.3      | -2.5    | 5.0            |
| Consumer Discretionary  | 7.2       | 1.7      | -1.2  | 5.9      | 5.0     | 1.2            |
| Consumer Staples        | 0.8       | 3.2      | -5.7  | -1.5     | 15.3    | 0.7            |
| Health Care             | -0.1      | 4.1      | -5.6  | -1.7     | 6.4     | 2.8            |
| Financials              | -19.8     | -14.4    | 15.1  | -8.2     | -14.4   | -7.2           |
| Information Technology  | 3.9       | 4.6      | -7.1  | -5.4     | 0.8     | -5.1           |
| Communication Services  | -0.5      | -0.5     | 1.5   | -0.9     | -0.5    | -0.2           |
| Utilities               | -1.5      | -1.0     | -0.6  | 3.6      | -2.8    | 8.7            |
| Real Estate             | -1.0      | -0.4     | -2.4  | 0.4      | -3.0    | -3.0           |

小盘股投资组合是一个假设投资组合，包含合格备选集中自由流通市值最低的 100 只股票，股票按自由流通市值加权。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据区间为 2006 年 6 月至 2019 年 1 月。平均行业偏差根据标普中国 A 股因子指数相对于合格备选集的半年调整数据计算。本表仅供说明：深蓝色数字表示因子指数最高配的行业，浅蓝色数字表示因子指数最低配的行业。

尽管在标普中国 A 股因子指数中观察到显著的行业配置偏向，2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日期间的业绩归因分析表明，除标普中国 A 股质量指数外，大部分因子指数的主动收益归因于股票选择效应（见表 2）。



小盘股投资组合是一个假设投资组合，包括合格备选集中自由流通市值最低的 100 只股票，股票按其自由流通市值加权。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据区间为 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日。数据基于标普中国 A 股因子指数相对于合格备选集的累计超额收益并以人民币计算。过去的表现并不能保证将来的结果。图表仅供说明之用，反映的是假设的历史表现。标普中国 A 股红利机会指数于 2008 年 9 月 11 日推出；标普中国 A 股增值价值指数、标普中国 A 股短期动量指数、标普中国 A 股质量指数和标普中国 A 股低波动率指数于 2018 年 7 月 11 日推出。

除标普中国 A 股短期动量指数外，股票选择效应在所有因子指数的大部分行业中都产生了正的超额收益，这意味着这些因子策略在不同行业的有效性。相比之下，除了标普中国 A 股短期动量指数，归因于行业配置效应的正向主动收益在各个行业中缺乏一致性（见表 3）。比如，低配在研究区间表现优异的金融股，导致小盘组合、标普中国 A 股红利机会指数和标普中国 A 股质量指数在该行业的行业配置效应为负。

**Exhibit 3: Performance Attribution of the S&P China A-Share Factor Indices (%)**

| SECTOR                 | SMALL CAP  |           |       | MOMENTUM   |           |       | VALUE      |           |       |
|------------------------|------------|-----------|-------|------------|-----------|-------|------------|-----------|-------|
|                        | ALLOCATION | SELECTION | TOTAL | ALLOCATION | SELECTION | TOTAL | ALLOCATION | SELECTION | TOTAL |
| Energy                 | 26.0       | 26.9      | 52.8  | 0.3        | -2.6      | -2.4  | 10.5       | 15.0      | 25.5  |
| Materials              | 22.3       | 32.3      | 54.6  | -7.1       | -24.2     | -31.3 | 16.6       | 25.6      | 42.2  |
| Industrials            | 11.8       | 71.4      | 83.2  | 0.9        | -9.1      | -8.2  | 13.3       | 46.5      | 59.8  |
| Consumer Discretionary | 36.4       | 52.2      | 88.6  | -1.4       | -7.1      | -8.4  | 12.9       | 32.1      | 45.1  |
| Consumer Staples       | 17.6       | 61.3      | 78.9  | 2.5        | -1.1      | 1.3   | 13.9       | 10.4      | 24.3  |
| Health Care            | 18.8       | 40.5      | 59.3  | 9.2        | 0.8       | 10.1  | 5.3        | 10.2      | 15.5  |
| Financials             | -5.1       | 30.8      | 25.7  | 1.7        | 2.6       | 4.3   | 13.0       | 40.7      | 53.7  |
| Information Technology | 15.9       | 43.6      | 59.6  | 7.1        | -7.6      | -0.4  | 9.2        | 15.2      | 24.4  |
| Communication Services | 18.4       | 31.3      | 49.8  | -0.3       | -2.6      | -2.9  | 15.4       | 6.4       | 21.8  |

A Division of **S&P Global**

|              |              |              |              |            |              |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Utilities    | 26.8         | 23.7         | 50.5         | -4.4       | -8.0         | -12.3        | 12.2         | 14.8         | 27.0         |
| Real Estate  | 21.7         | 20.1         | 41.8         | -1.8       | -1.4         | -3.2         | 9.5          | 9.6          | 19.1         |
| <b>Total</b> | <b>231.4</b> | <b>454.8</b> | <b>686.3</b> | <b>4.7</b> | <b>-60.3</b> | <b>-55.5</b> | <b>142.0</b> | <b>236.4</b> | <b>378.5</b> |

| SECTOR                 | DIVIDEND     |              |              | QUALITY     |             |              | LOW VOLATILITY |              |              |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|                        | ALLOCATION   | SELECTION    | TOTAL        | ALLOCATION  | SELECTION   | TOTAL        | ALLOCATION     | SELECTION    | TOTAL        |
| Energy                 | 28.1         | 40.1         | 68.2         | 14.6        | 9.7         | 24.3         | 25.5           | 27.9         | 53.4         |
| Materials              | 25.9         | 35.6         | 61.5         | 9.0         | 15.0        | 24.0         | 25.5           | 20.7         | 46.2         |
| Industrials            | 27.5         | 96.8         | 124.3        | 11.8        | 4.5         | 16.4         | 18.6           | 51.6         | 70.2         |
| Consumer Discretionary | 23.1         | 71.3         | 94.4         | 8.3         | 16.7        | 24.9         | 23.5           | 48.9         | 72.3         |
| Consumer Staples       | 29.3         | 21.1         | 50.4         | 17.1        | 12.0        | 29.1         | 29.8           | 27.6         | 57.4         |
| Health Care            | 33.6         | 23.3         | 56.9         | 10.0        | -8.3        | 1.7          | 39.2           | 36.2         | 75.4         |
| Financials             | -13.8        | 32.4         | 18.6         | -17.9       | 2.4         | -15.5        | 1.9            | 21.3         | 23.2         |
| Information Technology | 30.1         | 21.8         | 51.9         | 6.5         | 4.3         | 10.7         | 19.6           | 23.9         | 43.5         |
| Communication Services | 19.6         | 21.6         | 41.1         | 3.3         | 7.8         | 11.1         | 18.6           | 18.1         | 36.7         |
| Utilities              | 32.9         | 32.5         | 65.4         | 8.6         | 9.1         | 17.7         | 5.0            | 36.1         | 41.1         |
| Real Estate            | 21.6         | 20.7         | 42.3         | 7.7         | 7.6         | 15.3         | 19.4           | 19.5         | 38.9         |
| <b>Total</b>           | <b>278.9</b> | <b>438.2</b> | <b>717.1</b> | <b>85.9</b> | <b>80.7</b> | <b>166.7</b> | <b>245.7</b>   | <b>350.9</b> | <b>596.6</b> |

小盘股投资组合是一个假设投资组合，包括合格备选集中自由流通市值最低的 100 只股票，股票按其自由流通市值加权。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司，Factset 双因子 Brinson 归因模型。数据区间为 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日。数据基于标普中国 A 股因子指数相对于合格备选集的累计超额收益并以人民币计算。过去的表现并不能保证将来的结果。图表仅供说明之用，反映的是假设的历史表现。标普中国 A 股红利机会指数于 2008 年 9 月 11 日推出；标普中国 A 股增值指数、标普中国 A 股短期动量指数、标普中国 A 股质量指数和标普中国 A 股低波动率指数于 2018 年 7 月 11 日推出。

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©2019, 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。

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。