

什么构成标普中国 A 股因子指数？风险因子有什么影响？



Liyu Zeng
全球研究与设计董事

本文最初于 2019 年 7 月 25 日在 Indexology® 博客上发布。

如图表 1 所示，在 2006 年 7 月 31 日至 2019 年 4 月 30 日期间，价值、小盘和低波是中国 A 股市场中表现最佳的风险因子。因此，这些因子的风险敞口可能会对投资组合的回报产生重大影响。

不同的因子指数显示出不同的风险因子敞口（有关风险因子定义，请参阅附录）。所有标普中国 A 股指数都显示出相对于合格纳入范围有针对性的主动因子敞口（见图表 1）。在各种指数中也观察到非预期的活跃因子敞口。例如，标普中国 A 股短期动量指数表现出对高波动性、高估值和低股息收益率的主动敞口。标普中国 A 股增强价值指数对大盘、低波动性和高股息收益率有显著的主动敞口，而标普中国 A 股红利机会指数对估值较低和盈利能力较高有显著的主动敞口。标普中国 A 股质量指数呈现出向高估值、高股息收益率和低贝塔系数主动倾斜的趋势，而标普中国 A 股低波动率指数则意外地表现出向高股息收益率和低估值的主动敞口。

Exhibit 1: Average Active Factor Exposures of the S&P China A-Share Factor Indices							
STYLE RISK FACTOR	AVERAGE FACTOR EXPOSURE						COMPOUNDED FACTOR RETURN (%)
	SMALL CAP	MOMENTUM	VALUE	DIVIDEND	QUALITY	LOW VOLATILITY	
Market Sensitivity	-0.21	-0.15	-0.08	-0.22	-0.27	-0.77	2.2
Size	-1.02	-0.15	0.43	-0.15	0.00	-0.11	-74.3
Medium-Term Momentum	-0.03	1.31	-0.23	-0.18	0.14	-0.27	-21.8
Volatility	0.57	0.66	-0.56	-0.26	0.08	-0.58	-37.2
Liquidity	0.34	0.09	-0.06	-0.03	-0.06	-0.12	-30.0
Exchange Rate Sensitivity	0.06	0.00	0.05	0.02	-0.03	0.08	17.7
Growth	-0.31	0.18	-0.08	-0.10	0.20	-0.30	10.3
Value	-0.47	-0.60	1.44	0.66	-0.36	0.51	94.9
Dividend Yield	-0.60	-0.50	1.11	2.16	0.28	0.58	16.2
Profitability	-0.39	0.11	-0.04	0.37	1.10	0.08	14.4
Leverage	-0.17	-0.06	0.25	-0.14	-0.71	0.07	-1.4

The small cap portfolio is a hypothetical portfolio that includes the 100 stocks from the eligible universe with the lowest float-adjusted market capitalization, and stocks are float-adjusted market capitalization weighted.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma AXCN4-MH China equity factor risk model. Data from July 31, 2006, to April 30, 2019. Average active factor exposures of the S&P China A-Share Factor Indices were calculated relative to the eligible universe. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. The S&P China A-Share Dividend Opportunities Index was launched Sept. 11, 2008. The S&P China A-Share Enhanced Value Index, S&P China A-Share Short-Term Momentum Index, S&P China A-Share Quality Index, and S&P China A-Share Low Volatility Index were launched July 11, 2018. Dark blue numbers indicate intended factor exposure.

为了理解投资组合业绩的主要驱动因素，我们将投资组合的主动回报分解为不同的风险因子、行业因素和特定股票风险。

如图表 2 所示，同期标普中国 A 股短期动量指数表现不佳的主要原因是其高动量、高波动性和估值过高。小盘是唯一对主动回报有显著正面影响的风险因子。

Exhibit 2: Source of Active Returns of the S&P China A-Share Factor Indices

RISK FACTOR	SMALL CAP	MOMENTUM	VALUE	DIVIDEND	QUALITY	LOW VOLATILITY
Style Risk Factor	-405.0	-249.3	825.0	1101.2	113.0	891.8
Market Sensitivity	-14.7	16.4	55.9	36.2	6.7	53.5
Size	729.6	181.1	-97.7	186.2	51.9	178.8
Medium-Term Momentum	20.7	-128.1	23.3	-9.2	-1.4	-7.6
Volatility	-480.4	-175.8	139.5	150.4	-38.1	318.8
Liquidity	-100.3	-2.6	19.4	35.8	27.7	9.9
Exchange Rate Sensitivity	-21.5	-6.3	15.2	9.3	1.7	15.8
Growth	-31.0	2.8	13.8	-7.9	5.3	14.5
Value	-371.0	-127.2	540.7	383.0	-59.3	213.9
Dividend Yield	-87.5	-20.9	132.9	248.9	22.1	68.3
Profitability	-59.7	5.3	-10.8	46.4	82.1	24.6
Leverage	10.5	5.5	-6.2	21.6	13.8	1.1
Industry Factor	-10.1	98.6	-336.8	-243.3	137.7	-179.1
Stock-Specific Risk	1102.3	95.8	-109.1	-140.2	-83.4	-119.8
Total	687.2	-54.9	379.1	717.7	167.3	592.9

The small cap portfolio is a hypothetical portfolio that includes the 100 stocks from the eligible universe with the lowest float-adjusted market capitalization, and stocks are float-adjusted market capitalization weighted.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma AXCN4-MH China equity factor risk model. Data from July 31, 2006, to April 30, 2019. Active returns of the S&P China A-Share Factor Indices were calculated relative to the eligible universe. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. The S&P China A-Share Dividend Opportunities Index was launched Sept. 11, 2008. The S&P China A-Share Enhanced Value Index, S&P China A-Share Short-Term Momentum Index, S&P China A-Share Quality Index, and S&P China A-Share Low Volatility Index were launched July 11, 2018. Dark blue numbers indicate the contribution to portfolio active returns from intended factor exposures.

不出所料，价值因子是标普中国 A 股增强价值指数跑赢大盘的主要驱动因素。其对低波动性和高股息收益率的非预期敞口，也对其主动回报产生了积极影响。

标普中国 A 股红利机会指数的超额回报主要是由于其有针对性的高股息收益率以及较低估值，低波动性和小盘的相关风险敞口所致。

与质量指数的设计一致，盈利能力和低杠杆率对其主动回报都有正面影响。然而，从历史上看，高波动性和高估值的非预期敞口会产生负面影响。

不出所料，低波动率是标普中国 A 股低波动率指数主动回报的主要来源。它对估值较低和小盘的非预期偏重，也对其出色表现做出了重要贡献。

从这个风险归因分析中我们可以看出，不同的因子组合有不同的因子敞口，这可能会对业绩产生不同的驱动作用。对主动收益的来源进行分解，有助于投资者理解不同市场环境下因子组合的行为。

Exhibit 3: Definition of Risk Factors in the Axioma AXCN4-MH China Equity Factor Risk Model

RISK FACTOR	FACTOR DEFINITION
Market Sensitivity	Two-year weekly beta versus the emerging market
Size	Natural logarithm of market capitalization
Medium-Term Momentum	Cumulative return over past year, excluding the most recent month
Volatility	Six-month average of absolute returns over cross-sectional standard deviation, fully orthogonalized to market sensitivity
Liquidity	Natural logarithm of the ratio of the three-month average daily volume and one-month average market capitalization, inverse of six-month Amihud illiquidity ratio, and proportion of returns traded over the past calendar year
Exchange Rate Sensitivity	Two-year weekly beta to returns of a basket of major currencies
Growth	Realized sales growth, forecast sales growth, realized earnings growth, forecast earnings growth
Value	Book-to-price, earnings-to-price, and estimated earnings-to-price
Dividend Yield	Ratio of the sum of the dividends paid (excluding non-recurring, special dividends) over the most recent year to average market capitalization
Profitability	Return-on-equity, return-on-assets, cash flow to assets, cash flow to income, gross margin, and sales-to-assets
Leverage	Total debt (current and long-term liabilities) to total assets and total debt to equity

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Axioma. Table is provided for illustrative purposes.

(1) 除标普中国 A 股红利机会指数外，所有投资组合的股票均来自标普中国 A 股 BMI 指数及标普中国 A 股创业板指数的成份股。为确保可投资性，合格股票的自由流通市值必须不少于人民币 10 亿元，而三个月日均交易额不得低于人民币 2,000 万元。标普中国 A 股增强价值指数、标普中国 A 股短期动量指数及标普中国 A 股质量指数包括 100 只因子评分最高的股票，而股票以偏向于因子评分的市值加权计算，设有证券或行业权重限制。标普中国 A 股低波动率指数包括 100 只实际收益波动率最低的股票，而股票以波动率倒数加权计算。标普中国 A 股红利机会指数包括标普中国 A 股综合指数中股息率最高且符合每股盈利增长标准的 100 只股票，而所有股票均以股息率加权计算。标普中国 A 股小盘投资组合为假想投资组合，包括自由流通市值最低的 100 只股票，而股票采用自由流通市值加权计算。除标普中国 A 股低波动率指数采用季度调整外，所有指数均采用半年调整。

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©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。