

红利指数为何在新型冠状病毒抛售期间表现失色？



Tianyin Cheng
策略与波动性指数高级总监

本文最初于 2020 年 5 月 15 日在 Indexology® 博客上发布。

在过去 20 年，[标普 500®](#) 经历了三次跌幅超过 30% 的熊市——2000-2001 年的科技股泡沫破灭、2008 年的全球金融危机以及目前正在经历的新型冠状病毒抛售。

在科技股泡沫破灭和全球金融危机期间，以美国为关注重点的多只红利指数均跑赢标普 500。但在新型冠状病毒抛售期间，大多数红利指数的表现均不及标普 500（图 1）。

本文旨在探究有关红利指数和导致此番普遍表现不佳的因子的特点。

图 1：红利指数在不同市场周期相较于标普 500 指数的累计超额回报

下跌市总回报	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波幅高红利指数	标普 500 高红利指数	标普 500 指数
2000 年 9 月 1 日 - 2002 年 10 月 9 日	4.70	15.53	7.82	6.83	0.87	-5.56	-47.41
2007 年 10 月 9 日 - 2009 年 3 月 9 日	-47.15	-52.89	-48.63	-60.32	-49.05	-70.13	-55.25
2020 年 2 月 19 日 - 2020 年 3 月 23 日	-35.15	-36.23	-32.64	-40.64	-39.68	-45.62	-33.79

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司。1999 年 12 月 31 日至 2020 年 4 月 30 日的数据。数字以每日美元回报为依据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。标普 500 红利贵族指数于 2005 年 5 月 2 日推出。标普高收益红利贵族指数于 2005 年 11 月 9 日推出。道琼斯美国红利 100 指数于 2011 年 8 月 31 日推出。道琼斯美国精选红利指数于 2003 年 11 月 3 日推出。标普 500 低波幅高红利指数于 2012 年 9 月 17 日推出。标普 500 高红利指数于 2015 年 9 月 21 日推出。

1) 并非所有红利指数表现均等

每个红利指数系列都有其独特的特征，投资目标各不相同。¹ 这些指数将[不同程度的品质纳入方法论](#)，可以分为三大类：红利成长股、收益 / 品质混合股及高收益股。

图 2：红利指数类别

红利成长股		收益 / 品质混合股			高收益股
标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波幅高红利指数	标普 500 高红利指数

数据来源：标普道琼斯指数。表格仅供说明用途。

¹ <https://www.indexologyblog.com/2020/05/12/sp-djis-dividend-indices-the-importance-of-incorporating-quality-screens/>

尽管预计这些指数将承受重大股息率风险，但这些指数之间的结构差异可能会导致不同的主次风险承担。我们使用风险模型，对照标普 500，考查了多只美国红利指数在 1999 年 12 月 31 日至 2020 年 4 月 30 日这 20 年中的基本风险承担。

由于需要在收益与品质之间进行权衡，选择高收益成分股的指数的盈利能力相对较差，债务较高，陷入“红利陷阱”²的风险较高。侧重于红利成长股或将收益与品质指标相结合的指数的股息率往往较低，但由于债务较少和盈利能力较强，红利往往更具可持续性。

图 3：红利指数相较于标普 500 的平均活跃因子风险承担

风险因子	红利成长股		收益 / 品质混合股			高收益股	
	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波动高红利指数	标普 500 高红利指数	
市场截距	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
价值 ¹	0.01	0.20	0.04	0.40	0.45	0.50	
股息收益率	0.33	0.54	0.72	1.11	1.42	1.53	
品质 ²	-0.10	-0.10	-0.15	-0.41	-0.57	-0.56	
成长性	-0.28	-0.29	-0.35	-0.39	-0.39	-0.42	
波动性 ³	-0.19	-0.12	-0.08	-0.16	-0.31	0.19	
规模	-0.27	-0.45	-0.10	-0.38	-0.33	-0.40	
动量	-0.22	-0.32	-0.14	-0.22	-0.47	-0.48	

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Axioma 美国基本股票风险模型 MH 4。1999 年 12 月 31 日至 2020 年 4 月 30 日的数据。数字以每日美元回报为依据。表格仅供说明用途。1. 市净率和市盈率；2. 盈利能力和低财务杠杆；3. 波动率和贝塔。

图 3 显示，所有红利指数的波动性风险均低于基准。此外，在考查规模因子风险后，我们发现这些指数明显青睐小盘股。这并不奇怪，因为这些指数无不经市值加权、均等加权或收益加权调整。最后要注意的一点是，所有指数都面临低增长股票的风险。

从历史上看，在熊市中，波动性较低、品质较高的股票往往能够跑赢大市以及波动性较高、品质较低的股票 (Ung & Luk, 2016)。考虑到这些因子风险，预计红利成长股和收益 / 品质混合股类别指数在熊市期间的表现将优于高收益类别指数。这与科技股泡沫破灭和全球金融危机期间观察到的情况基本一致。

在行业风险方面，图 4 显示在分析中的所有红利指数中，信息技术行业仓位均极低。与其他策略相比，红利成长股的行业部署更为平衡，而其他策略往往重仓部署公用事业和房地产。由于防御性行业在熊市中的表现往往好于周期性行业，因此可以从基于因子风险的分析中得出类似结论。

²当投资者因高股息率而投资一家可能陷入困境的公司时，就会发生红利陷阱。

图 4：红利指数相较于标普 500 的平均行业风险

行业权重偏高 / 偏低 (%)	红利成长股		收益 / 品质混合股		高收益股	
	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波动高红利指数	标普 500 高红利指数
电讯服务*	-1.54	-1.52	-0.33	-1.08	3.44	0.93
非必需消费品	4.87	-2.03	-2.41	-2.50	-4.96	-1.53
日常消费品	13.26	6.05	12.32	-0.32	5.27	-1.29
能源	-6.80	-7.09	1.31	-3.09	-1.35	-2.66
金融	-1.42	5.75	-5.47	6.90	-2.50	4.04
医疗保健	-1.24	-6.34	-3.34	-10.17	-7.43	-9.78
工业	4.62	2.71	2.34	-0.39	-1.22	-4.04
信息技术	-17.52	-16.92	-10.32	-17.60	-15.84	-16.14
材料	6.32	5.45	1.88	5.54	3.29	3.75
房地产^	-0.93	4.29	-2.93	-2.93	17.05	17.95
公用事业	-0.37	13.18	4.54	23.24	18.24	23.51

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司。1999 年 12 月 31 日至 2020 年 4 月 30 日的数据。数字以月底行业构成为依据。表格仅供说明用途。* 2018 年 9 月之前的电讯服务^房地产数据从 2016 年 7 月起。

2) 这次有何不同？

尽管每种情境都有不同的情况和原因，但新型冠状病毒抛售是由大流行和原油市场崩盘同时引起的外来冲击所致。全球经济被迫停顿，加上油价震荡的溢出效应，致使全球许多公司宣布[对股息计划作出多项更改](#)，以保留现金。

从因子表现的角度来看，新型冠状病毒抛售导致许多因素表现异常。例如，通常具有防御性的低波动性和低贝塔因子并未表现出明显优势，而成长性却跑赢价值（参见图 5）。这些因子表现出的异常行为导致红利指数在 2020 年 2 月 19 日（峰值）至 2020 年 3 月 23 日（低谷）期间的相对表现不佳。

图 5：熊市中的美国市场因子表现

类别	风险因子	如何解释正面积极因子风险承担	科技股泡沫破灭	全球金融危机	新型冠状病毒抛售
			2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日	2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日	2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日
价值	市盈率	价值更高	27.70	5.07	-3.62
	市净率	价值更高	8.01	-8.92	-2.60
股息收益率	股息收益率	收益更高	3.15	-5.58	-1.78
品质	金融杠杆	杠杆更高	-1.16	-11.55	-3.46
	盈利能力	盈利能力更高	28.17	9.15	5.97
成长性	成长性	成长性更高	-3.39	-2.16	-0.90
波动性	贝塔	贝塔更高	-43.59	-17.46	-6.19
	波动性	波动性更高	-25.66	-20.45	-1.84
规模	规模	市值更高	-34.81	-11.83	2.81
动量	动量	高动量	5.39	5.88	-0.24

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Axioma 美国基本股票风险模型 MH 4。1999 年 12 月 31 日至 2020 年 4 月 30 日的数据。数字以每日美元回报为依据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。

此外，从行业角度看，典型的防御型行业公用事业下跌，而信息技术行业上涨。这些进一步加剧了红利指数普遍欠佳的情况。图 6-8 显示了在三个熊市期间每个熊市的因子和行业回报归因分析。

在科技股泡沫破灭和全球金融危机期间，侧重于红利成长股或收益与品质混合股的指数曾帮助投资者逃过一劫，但在近期的新型冠状病毒抛售中却未发挥作用。从某种程度而言，表现的反转可以用某些因子（波动性和成长性）和行业（公用事业和信息技术）的非常规行为来解释。

图 6：全球金融危机 – 红利指数的风险回报归因

风险因子	红利成长股		收益 / 品质混合股		高收益股	
	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波幅高红利指数	标普 500 高红利指数
市场截距	0.00	9.19	8.12	3.92	6.44	4.16
价值 ¹	3.58	5.22	5.87	6.49	7.15	5.48
股息收益率	1.28	2.06	2.48	3.17	2.85	2.25
品质 ²	0.28	-2.41	-1.96	-5.44	-1.20	-3.91
成长性	0.91	0.87	1.14	1.64	1.13	1.32
波动性 ³	24.35	24.59	26.41	19.07	26.72	20.08
规模	11.05	16.82	15.30	20.81	15.50	16.99
动量	1.03	1.23	0.88	1.27	0.55	-0.49
其他	-2.73	-4.09	-2.66	-3.17	-2.42	-1.79
行业	7.69	1.98	-0.89	3.07	-0.65	-2.61
风险股票特定效应	4.78	6.61	2.77	1.66	-2.01	3.65
风险总效应	52.22	62.06	57.47	52.50	54.06	45.13

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Axioma 美国基本股票风险模型 MH 4。2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日的数据。数字以每日美元回报为依据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。标普 500 红利贵族指数于 2005 年 5 月 2 日推出。标普高收益红利贵族指数于 2005 年 11 月 9 日推出。道琼斯美国红利 100 指数于 2011 年 8 月 31 日推出。道琼斯美国精选红利指数于 2003 年 11 月 3 日推出。标普 500 低波幅高红利指数于 2012 年 9 月 17 日推出。标普 500 高红利指数于 2015 年 9 月 21 日推出。1.市净率和市盈率；2.盈利能力和低财务杠杆；3.波动率和贝塔。

图 7：科技股泡沫破灭 – 红利指数的风险回报归因

风险因子	红利成长股		收益 / 品质混合股		高收益股	
	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波幅高红利指数	标普 500 高红利指数
市场截距	0.81	0.00	3.80	0.00	0.00	0.00
价值 ¹	-0.18	-1.33	0.14	-1.19	-0.68	-2.16
股息收益率	-0.74	-2.00	-1.76	-2.00	-3.32	-2.95
品质 ²	-0.66	-2.84	-0.32	-3.02	-3.01	-4.61
成长性	0.27	0.38	0.28	0.50	0.22	0.43
波动性 ³	2.22	-0.80	3.56	-3.06	6.66	-6.47
规模	1.50	2.72	-0.33	3.01	1.82	2.25
动量	-0.24	-0.46	-0.13	-0.35	-0.60	-0.84
其他	0.53	1.13	0.39	0.71	0.94	0.67
行业	0.75	4.37	3.74	3.69	4.99	1.83
风险股票特定效应	4.69	0.81	-0.63	-3.26	-1.31	-3.28
风险总效应	8.97	1.97	8.75	-4.96	5.70	-15.12

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Axioma 美国基本股票风险模型 MH 4。2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日的数据。数字以每日美元回报为依据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。标普 500 红利贵族指数于 2005 年 5 月 2 日推出。标普高收益红利贵族指数于 2005 年 11 月 9 日推出。道琼斯美国红利 100 指数于 2011 年 8 月 31 日推出。道琼斯美国精选红利指数于 2003 年 11 月 3 日推出。标普 500 低波幅高红利指数于 2012 年 9 月 17 日推出。标普 500 高红利指数于 2015 年 9 月 21 日推出。1.市净率和市盈率；2.盈利能力和低财务杠杆；3.波动率和贝塔。

图 8：新型冠状病毒抛售 – 红利指数的风险回报归因

风险因子	红利成长股		收益 / 品质混合股		高收益股	
	标普 500 红利贵族指数	标普高收益红利贵族指数	道琼斯美国红利 100 指数	道琼斯美国精选红利指数	标普 500 低波动高红利指数	标普 500 高红利指数
市场截距	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
价值 ¹	-0.01	-0.39	-0.11	-0.78	-0.89	-0.92
股息收益率	-0.43	-0.67	-0.92	-1.32	-1.73	-1.74
品质 ²	-0.34	-0.43	-0.15	-1.26	-1.75	-1.66
成长性	0.18	0.18	0.21	0.24	0.24	0.26
波动性 ³	0.90	0.67	0.20	1.28	2.23	-0.34
规模	-0.61	-0.97	-0.20	-0.83	-0.75	-0.86
动量	0.07	0.08	0.04	0.05	0.12	0.09
其他	0.05	-0.67	0.18	-0.57	-0.55	-0.84
行业	-1.02	-1.17	0.36	-2.10	-2.42	-3.55
风险股票特定效应	-0.15	0.94	1.54	-1.55	-0.40	-2.27
风险总效应	-1.36	-2.44	1.15	-6.85	-5.89	-11.83

数据来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Axioma 美国基本股票风险模型 MH 4。2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日的的数据。数字以每日美元回报为依据。过往表现并不保证未来业绩。表格仅供说明用途，并反映假设的历史表现。标普 500 红利贵族指数于 2005 年 5 月 2 日推出。标普高收益红利贵族指数于 2005 年 11 月 9 日推出。道琼斯美国红利 100 指数于 2011 年 8 月 31 日推出。道琼斯美国精选红利指数于 2003 年 11 月 3 日推出。标普 500 低波动高红利指数于 2012 年 9 月 17 日推出。标普 500 高红利指数于 2015 年 9 月 21 日推出。1.市净率和市盈率；2.盈利能力和低财务杠杆；3.波动率和贝塔。

参考

UngDaniel, & LukPriscilla. (2016). What's in Your Smart Beta Portfolio? A Fundamental and Macroeconomic Analysis. The Journal of Index Investing, 49-77.

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。