

撰稿人

Utkarsh Agrawal

助理总监

全球研究与设计

utkarsh.agrawal@spglobal.com

应用盈利修正策略于亚洲基本面因子

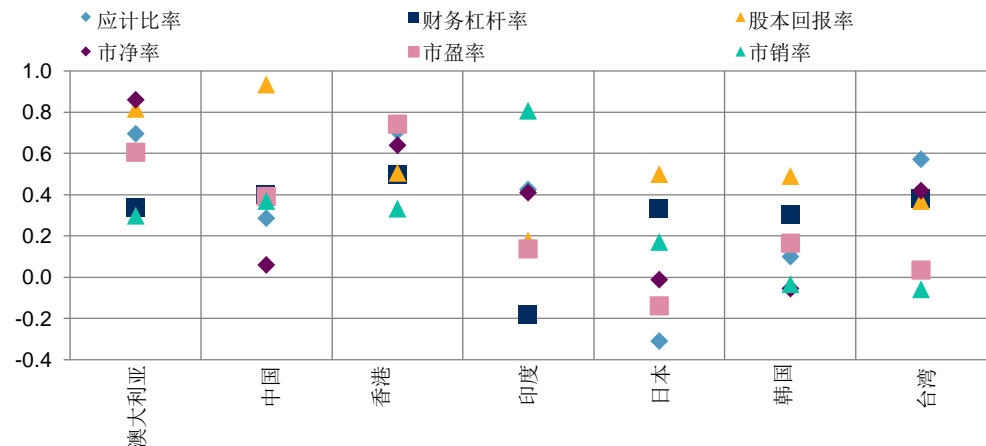
执行概要

在本研究文件中，我们探讨在 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间，在七个泛亚洲市场 — 澳大利亚、中国、香港、印度、日本、韩国及台湾，对传统的基本面价值和质量因子应用盈利修正策略的成效。

摘要

- 在大多数泛亚洲市场，价值和质量因子的盈利修正筛选后因子投资组合跑赢可比因子投资组合。
- 我们的筛选方法以往并未导致投资组合周转率显著提高，或造成基本面因子投资组合产生行业或市值偏重。
- 在各亚洲市场中，对澳大利亚和香港的大多数基本面因子应用盈利修正产生的超额回报最高。

表 1: 每股盈利扩散筛选后因子投资组合与其各自可比因子投资组合的信息比率对比



所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。表现按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。盈利扩散按每股盈利预测向上修正数减向下修正数，除以每股盈利预测总数计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

简介

我们通过从因子投资组合中过滤掉盈利修正相对不佳的股票，检验盈利修正策略过往是否有效使因子投资组合产生了更佳回报。

我们在此前的研究文件《在亚洲，盈利修正重要吗？》中得出的结论是，在大多数泛亚洲市场，股价的运行往往与股票的盈利修正同向，且盈利修正策略已在大多数市场取得超额回报。由于该策略的高周转率，对基本面因子应用盈利修正可能更加实用。

本研究旨在评估对基本面因子投资组合采用盈利修正策略的成效。我们分别对基本面价值和质量因子投资组合应用两项盈利修正筛选（每股盈利变动和每股盈利扩散）。具体而言，我们通过过滤掉因子投资组合中盈利修正相对不佳的股票，检验盈利修正筛选过往是否有效产生了更佳回报或降低了因子投资组合的风险。¹

方法

投资组合构建

在本研究文件中，我们采用汤森路透机构经纪人预测系统（I/B/E/S）数据库的每股盈利一致预测数据，以及 Thomson Reuters Worldscope 数据库中公司实际公布的基本面数据。

我们研究对价值和质量因子采用两项盈利修正筛选²—每股盈利预测六个月变动（每股盈利变动）和每股盈利预测六个月扩散（每股盈利扩散）的成效。价值因子³包括市净率、市盈率及市销率。质量因子⁴包括应计比率、财务杠杆率及股本回报率。我们研究对各价值和质量因子单独进行每股盈利变动和每股盈利扩散筛选的成效。

我们对价值和质量因子采用两项盈利修正策略—每股盈利预测六个月变动（每股盈利变动）和每股盈利预测六个月扩散（每股盈利扩散）。

每个因子的盈利修正筛选后因子投资组合分两步创建。首先，我们按照各基本面因子从基本投资范围中选出最高五分位股票。其次，我们按照盈利修正情况从在第一步选出的股票中剔除最低五分位股票。⁵我们的目标是仅剔除小部分盈利修正不佳的股票，以免投资组合周转率显著上升。⁶为了进行相同基准的对比，我们还按照相同的基本面因子从基本投资范围中选出最高五分位股票来构建可比因子投资组合。

¹ 有关可比因子投资组合在整个回溯测试期间的总回报，请参阅载于附录的表 21、22、23 及 24。

² 我们应用我们的研究文件《在亚洲，盈利修正重要吗？》所述的相同方法，用六个月的计量期计量每股盈利变化和每股盈利扩散。每股盈利变化和每股盈利扩散高的股票，排名高于其他股票。

³ 价值因子（市净率、市盈率及市销率）采用标普增强价值指数所使用的相同方法计量。比率高的股票排名高于其他股票。

⁴ 两个质量因子（应计比率及财务杠杆率）采用标普质量指数所使用的相同方法计量。股本回报率按公司过去 12 个月的盈利除以其过去两年的平均账面值计算。应计比率及财务杠杆率低，而股本回报率高的股票排名高于其他股票。

⁵ 在投资组合构建过程中的每个步骤，处于阈值的股票纳入相关投资组合。

⁶ 我们在此前发布的研究文件《在亚洲，盈利修正重要吗？》中论述了盈利修正策略的周转率较高。

我们对所有投资组合赋予同等权重，并于3月和9月第二个星期五收市后重新调整，数据参考日期分别截至2月和8月第三个星期五之后的星期三。

样本投资范围

我们的研究涵盖七个泛亚洲股市，包括澳大利亚、中国、香港、印度、日本、韩国和台湾。在每个市场注册且在重新调整时至少有三名分析师预测的[标普全球 BMI 指数](#)⁷成分公司构成各市场的基本投资范围。⁸我们的研究期自2006年3月31日起至2018年3月31日⁹，所有投资组合的表现均以其所在市场的当地货币计量。

我们的研究包括七个泛亚洲股市：澳大利亚、中国、香港、印度、日本、南韩和台湾。

对传统基本面因子应用盈利修正策略的成效

在本节，我们检验对各个泛亚洲市场的基本面因子投资组合应用盈利修正策略的成效。我们评估盈利修正筛选后因子投资组合相对于其各自可比因子投资组合的月均超额回报、贝塔及投资组合周转率，还检查了行业和市值偏重情况。

⁷ 标普全球 BMI 指数是一只基于规则编制的计量全球股市表现的综合性指数，自 1989 年设立以来已实施全流通调整。[标普中国 A 股 BMI 指数](#)的成份股用于分析中国市场。

⁸ 我们采用至少具有三名分析师预测的股票构建基本投资范围，以免单一分析师有失偏颇。该方法与我们的研究文件[《在亚洲，盈利修正重要吗？》](#)相一致。

⁹ 无法从汤森路透 I/B/E/S 数据库取得每股盈利预测每月的向上和向下修正数。因此，如果计量期以六个月计，可能进行的最早的重新调整仅可在 2006 年 3 月完成。

风险、回报及周转率

在大多数市场，价值和
质量因子的盈利修正筛
选后投资组合均跑赢其
各自可比因子投资组
合。

以往，大多数市场的价值和
质量因子的盈利修正筛选
后因子投资组合跑赢其
各自可比因子投资组合（参
见表 2 及表 3）。这表示，
以往盈利修正筛选能有效
产生相对于传统基本面因
子投资组合的更佳回报。尤
其是，对价值因子采用每
股盈利变化筛选的成效更
明显；这在大多数市场可
以产生较每股盈利扩散筛
选更高的超额回报。就质
量因子而言，应用每股盈
利扩散筛选的成效更明
显。

从统计数据来看，在各个
市场中，澳大利亚和香港
的大多数盈利修正筛选后
因子投资组合均取得显著
的超额回报，显示这些市
场的基本面因子的盈利修
正筛选存在较高的协同效
应。

表 2：盈利修正筛选后价值投资组合相对于各自可比价值投资组合的月均超额回报

市场	市净率		市盈率		市销率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.41**	0.26**	0.25*	0.18*	0.13	0.07
中国	0.03	0.02	0.05	0.09	0.12	0.11
香港	0.23*	0.21*	0.29**	0.25*	0.31**	0.10
印度	0.20	0.10	0.03	0.00	0.32**	0.24*
日本	0.01	-0.02	-0.04	-0.04	0.03	0.02
韩国	0.03	-0.03	-0.05	0.04	0.05	-0.02
台湾	0.04	0.12	0.15	-0.01	0.03	-0.03

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 3: 盈利修正筛选后质量投资组合相对于其各自可比质量投资组合的月均超额回报

市场	应计比率		财务杠杆率		股权回报率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.18	0.20*	0.13	0.10	0.11	0.25**
中国	0.11	0.05	0.07	0.09	0.13	0.21**
香港	0.29*	0.24*	0.12	0.18*	0.08	0.20
印度	0.03	0.08	0.01	-0.05	0.03	0.02
日本	-0.07	-0.07	0.03	0.06	0.08	0.10
韩国	0.02	0.03	-0.10	0.09	0.01	0.13
台湾	0.12	0.17*	0.12	0.11	0.16*	0.10

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

应用盈利修正显著降低了大多数市场的价值和
质量因子的风险。

我们还发现，对基本面因子应用盈利修正显著降低了大多数市场的价值和
质量因子的风险（参见表 4 及表 5）。尤其是，每股盈利变化筛选后因子
投资组合的贝塔值低于每股盈利扩散筛选后因子投资组合。因此，在降低
价值和质量因子的风险方面，过往每股盈利变化筛选的成效较每股盈利扩
散筛选更显著。

表 4: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值投资组合的贝塔值对比

市场	市净率		市盈率		市销率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.88**	0.91**	0.89**	0.91**	0.91**	0.93**
中国	0.98**	1.00	0.97**	0.98**	1.01	1.02**
香港	0.94**	0.97*	0.94**	0.97*	0.93**	0.92**
印度	0.93**	0.93**	0.93**	0.93**	0.93**	0.95**
日本	0.91**	0.94**	0.95**	0.97**	0.91**	0.94**
韩国	0.96**	0.97*	0.95**	0.97*	0.94**	0.98
台湾	0.96**	0.97*	0.94**	0.95**	0.94**	0.97*

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 5: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量投资组合的贝塔值对比

市场	应计比率		财务杠杆		股权回报	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.87**	0.92**	0.90**	0.95**	0.88**	0.93**
中国	0.98**	0.99	0.97**	0.99	0.96**	0.98*
香港	0.92**	0.95**	0.98	1.00	0.89**	0.93**
印度	0.91**	0.94**	0.91**	0.97*	0.85**	0.88**
日本	0.93**	0.97**	0.94**	0.96**	0.96**	0.99
韩国	0.99	1.00	0.91**	0.95**	0.90**	0.95**
台湾	0.97*	0.99	0.91**	0.95**	0.95**	0.99

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

应用盈利修正筛选的方法过往并未导致基本因素因子投资组合出现高周转率。

在对基本面因子应用盈利修正筛选后，我们发现投资组合周转率较其各自可比因子投资组合略微增加（表 6 及表 7）。在整个回溯测试期间，不同市场的年均（单向）周转率的最大增幅仅为 29%。

表 6: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值因子投资组合的年均周转率（单向）对比

市场	市净率			市盈率			市销率		
	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	80.57	87.21	92.14	104.59	103.48	107.17	63.67	70.20	80.23
中国	77.95	94.15	97.64	80.07	96.59	99.89	72.68	88.48	93.63
香港	69.28	75.05	80.54	86.22	92.59	97.05	62.82	74.36	77.28
印度	65.83	76.57	82.63	78.90	91.40	92.54	61.97	76.57	80.34
日本	72.80	86.81	88.75	98.81	101.52	105.26	57.08	72.00	74.60
韩国	77.96	85.79	91.85	100.83	105.41	109.54	64.51	77.26	80.26
台湾	85.97	97.36	100.76	110.59	115.55	127.33	65.76	78.63	90.20

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 7: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量投资组合的年均周转率（单向）对比

市场	应计比率			财务杠杆率			股权回报率		
	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	95.81	105.68	109.11	67.42	76.00	84.75	64.00	72.80	80.50
中国	105.77	116.60	118.18	71.35	89.31	92.23	83.19	95.62	96.61
香港	96.07	105.34	107.45	52.14	69.75	74.36	66.91	82.78	82.67
印度	92.06	103.63	107.00	40.13	61.36	66.93	61.31	76.88	79.85
日本	91.61	105.03	105.26	44.86	64.20	67.48	72.54	82.57	86.72
韩国	102.63	107.03	109.44	58.35	70.67	81.96	85.65	91.94	100.59
台湾	107.29	117.25	120.12	62.95	86.55	91.93	73.81	81.51	89.88

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

行业和市值构成

以往，盈利修正筛选后因子投资组合的行业成份与其各自可比因子投资组合高度相关（参见表 8 及表 9）。¹⁰该发现表明盈利修正策略并未导致基本面因子投资组合出现明显的行业偏重，而超额回报很可能并不受行业偏重影响。

表 8: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值投资组合的平均行业权重相关性

市场	市净率		市盈率		市销率	
	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	93.52	94.57	97.51	93.98	96.49	97.15
中国	93.15	95.69	96.06	96.00	95.55	96.83
香港	97.25	97.74	97.09	97.47	96.54	96.20
印度	95.33	94.97	95.92	95.39	94.98	94.75
日本	96.54	97.11	97.26	97.77	98.28	98.38
韩国	93.71	94.94	94.14	93.91	95.67	96.43
台湾	97.17	97.93	97.62	97.47	98.94	98.86

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。列表仅作参考用途。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

盈利修正策略并未导致基本因素因子投资组合出现明显的行业偏重。

¹⁰ 平均行业权重相关性分两步计算。第一步，计算过往每个月盈利修正后投资组合与可比因子投资组合的行业权重相关性。其次，计算整个回溯测试期间过往月底相关性的平均值。

表 9: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量投资组合的平均行业权重相关性

市场	应计比率		财务杠杆率		股权回报率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	89.29	92.32	92.66	95.13	91.24	92.07
中国	96.36	96.64	95.83	96.31	94.23	94.93
香港	91.99	93.21	95.85	96.13	94.54	94.84
印度	88.07	88.92	91.38	91.12	91.13	91.97
日本	96.97	97.48	97.15	97.45	97.39	97.63
韩国	94.18	95.67	96.20	96.99	93.77	95.07
台湾	98.42	98.50	99.49	99.60	98.96	98.74

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。列表仅作说明用途。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

盈利修正筛选并未导致因子投资组合明显偏重于大中型股或小型股。

盈利修正筛选后因子投资组合的过往平均权重与其各自可比因子投资组合类似（参见表 10 及表 11）。因此，对基本面因子应用盈利修正筛选并未导致因子投资组合明显偏重于大中型股或小型股。为此，市值偏重也并非影响超额回报的主要因素。

表 10: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值投资组合中小型股平均权重的对比

市场	市净率			市盈率			市销率		
	可比因子	每股盈利变 化筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变 化筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变 化筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	85.50	82.33	84.71	79.55	75.86	77.38	81.24	77.25	79.33
中国	13.02	14.80	14.43	10.52	10.99	11.71	20.12	19.07	19.61
香港	57.53	48.44	51.47	49.79	45.74	46.65	62.36	60.68	62.25
印度	70.92	64.94	66.92	66.54	62.36	63.13	72.73	68.40	70.15
日本	58.66	56.66	57.41	54.98	53.66	54.77	55.05	54.05	54.67
韩国	61.37	59.77	62.12	64.96	60.53	64.13	59.59	57.78	60.64
台湾	37.93	33.83	35.08	48.05	40.01	43.42	37.91	34.21	35.61

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。列表仅作说明用途。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 11: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量投资组合中小型股平均权重的对比

市场	应计比率			财务杠杆率			股权回报率		
	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	75.11	71.94	75.10	92.05	90.22	91.92	77.00	75.38	77.40
中国	28.03	25.70	27.14	30.85	29.01	30.12	16.59	16.29	17.50
香港	63.67	55.32	57.79	72.68	66.23	67.79	51.97	50.25	51.90
印度	65.12	61.47	63.97	48.47	44.55	47.41	52.29	49.97	52.07
日本	53.02	49.07	50.06	63.32	60.63	61.66	56.94	53.77	54.87
韩国	67.05	65.90	67.21	79.05	75.20	78.12	67.01	64.78	67.59
台湾	41.36	36.63	40.48	56.31	51.25	54.68	46.99	45.24	47.59

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。列表仅作说明用途。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

在强市、弱市及中性市场中的表现

以往，大多数市场的盈利修正筛选后因子投资组合在弱市期间显著跑赢可比因子投资组合¹¹（表 12 及表 13）。在弱市期间，应用盈利修正可加强非防御性策略的防御性。这与我们在先前的研究文件中的论述一致，即市场参与者往往会在市场处于下行趋势时更为坚决地沽售盈利修正不佳的股票。¹²

在大多数市场，应用盈利修正的投资组合在弱市期间显著跑赢可比因子投资组合。

具体而言，大多数市场的每股盈利变化筛选后投资组合在市场处于下行趋势时跑赢每股盈利扩散筛选后投资组合。

¹¹ 我们根据每个市场的流通量加权综合市场指数界定该市场的趋势，月回报超过 1% 的期间为强市，月回报低于 -1% 的期间为弱市，剩余期间为中性市场。

¹² 详情请参阅《在亚洲，盈利修正重要吗？》。

市场参与者往往会在市场处于下行趋势时更为坚决地沽售盈利修正不佳的股票。

表 12: 盈利修正筛选后价值投资组合在不同市场趋势下相对于其各自可比价值投资组合的月均超额回报

市场	趋势	市净率		市盈率		市销率	
		每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	强市	0.27	0.14	0.02	-0.03	-0.04	-0.02
	中性	-0.01	-0.05	0.14	0.10	0.07	0.00
	弱市	0.83**	0.59**	0.64**	0.53**	0.41*	0.24
中国	强市	-0.05	0.07	-0.12	-0.03	0.08	0.17
	中性	0.26	0.12	0.35*	0.21	0.32*	0.19
	弱市	0.12	-0.09	0.25*	0.23*	0.15	0.01
香港	强市	0.29	0.26*	0.22	0.28*	0.24	-0.04
	中性	-0.10	-0.02	0.13	-0.10	0.16	-0.10
	弱市	0.35	0.25	0.52*	0.41*	0.55**	0.49*
印度	强市	-0.22	-0.17	-0.21	-0.20	-0.12	-0.03
	中性	0.63*	0.46*	0.55	0.47	0.68*	0.53
	弱市	0.70**	0.37*	0.18	0.10	0.85**	0.54**
日本	强市	-0.25	-0.18*	-0.13	-0.07	-0.13	-0.09
	中性	-0.02	-0.08	-0.15	-0.16	-0.09	-0.17
	弱市	0.38**	0.23*	0.18	0.09	0.34*	0.29**
韩国	强市	-0.28	-0.11	-0.21*	-0.06	-0.29	-0.09
	中性	0.30	0.07	-0.15	-0.03	0.47	0.05
	弱市	0.35*	0.05	0.25	0.22	0.34*	0.06
台湾	强市	-0.05	0.05	-0.07	-0.20	-0.09	-0.09
	中性	-0.15	0.06	0.28	0.12	0.11	0.19
	弱市	0.31	0.25	0.46**	0.26*	0.19	-0.04

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 13: 盈利修正筛选后质量投资组合在不同市场趋势下相对于其各自可比质量投资组合的月均超额回报

市场	趋势	应计比率		财务杠杆		股权回报	
		每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	强市	-0.04	0.15	-0.13	-0.02	-0.17	0.16
	中性	0.05	0.09	0.44	0.13	-0.06	-0.01
	弱市	0.59**	0.34*	0.39*	0.28	0.62**	0.51*
中国	强市	-0.03	0.01	-0.10	0.03	-0.13	0.10
	中性	0.13	-0.04	0.40*	0.52**	0.01	-0.05
	弱市	0.33*	0.13	0.26*	0.11	0.57**	0.42**
香港	强市	0.07	0.05	0.09	0.23*	-0.19	0.00
	中性	0.38	0.35	0.28	0.17	0.08	0.15
	弱市	0.65**	0.54**	0.05	0.08	0.61*	0.62*
印度	强市	-0.43**	-0.18	-0.16	0.04	-0.25	-0.17
	中性	-0.06	0.02	0.14	-0.06	0.26	0.28
	弱市	0.82**	0.54**	0.23	-0.18	0.38*	0.22
日本	强市	-0.25*	-0.13	-0.13	-0.02	0.01	0.13
	中性	-0.12	-0.19	-0.09	-0.13	0.00	-0.06
	弱市	0.21	0.09	0.32**	0.29**	0.21*	0.18*
韩国	强市	-0.06	0.10	-0.16	0.14	-0.28*	-0.14
	中性	0.30	0.03	-0.34	-0.26	-0.02	0.26
	弱市	-0.04	-0.07	0.13	0.20	0.47**	0.47**
台湾	强市	0.05	0.10	-0.19	-0.07	0.13	0.20
	中性	0.23	0.34*	0.42*	0.34	-0.04	-0.22
	弱市	0.17	0.19	0.48**	0.29	0.31*	0.11

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

一般而言，在我们研究的大多数市场，盈利修正筛选后因子投资组合可提供更佳回报，且风险低于其各自可比因子投资组合。此外，盈利修正筛选并未导致因子投资组合出现明显的行业或市值偏重。在弱市期间，大多数市场的盈利修正筛选后因子投资组合显著跑赢可比因子投资组合。这表示盈利修正策略有效提高了传统基本面因子投资组合的回报。

在我们研究的大多数市场，应用盈利修正提供更佳回报并降低因子投资组合的风险。

将盈利修正策略应用于利用行业中性的大中市值及小市值投资范围组建的基本面因子投资组合的成效

诚如上一节所述，应用盈利修正策略的方法并未导致因子投资组合出现明显的行业或市值偏重。在本节，我们进一步探索对因子投资组合应用盈利修正筛选，来构建行业中性的大中市值及小市值因子投资组合的成效。

对行业中性因子投资组合的成效

行业中性盈利修正筛选后因子投资组合及其各自行业中性可比因子投资组合采用“方法”一节所述的相同方法构建，但股票均从 GICS® 行业中选出，再将从每个行业选出的股票汇总成最终的投资组合。

以往，在我们研究的大多数市场，除市销率外，行业中性盈利修正筛选后因子投资组合跑赢其各自行业中性可比因子投资组合（表 14 及表 15）。

此外，在澳大利亚和香港，所有基本面因子的行业中性盈利修正筛选后因子投资组合均取得超额正回报，这与上一节的结果相一致。

表 14：行业中性盈利修正筛选后价值投资组合相对于其各自行业中性可比价值投资组合的月均超额回报

市场	市净率		市盈率		市销率	
	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	0.17	0.10	0.07	0.04	0.30**	0.13
中国	0.00	0.03	0.08	0.10	0.01	-0.02
香港	0.03	0.00	0.18	0.21*	0.23*	0.20*
印度	0.00	-0.04	0.13	0.15	-0.11	-0.08
日本	-0.04	-0.04	-0.01	0.00	-0.04	-0.02
韩国	-0.06	-0.09	-0.04	0.07	-0.05	-0.06
台湾	0.05	0.10	0.24**	0.09	-0.03	-0.07

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

在澳大利亚和香港，所有基本因素因子的行业中性盈利修正筛选后投资组合均取得超额正回报。

表 15：行业中性盈利修正筛选后质量投资组合相对于其各自行业中性可比质量投资组合的月均超额回报

市场	应计比率		财务杠杆率		股权回报率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变 化筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.03	0.07	0.19*	0.20*	0.07	0.14*
中国	-0.05	-0.06	0.12	0.09	0.15*	0.20**
香港	0.11	0.10	0.18*	0.15*	0.06	0.05
印度	-0.03	0.05	-0.05	0.03	-0.02	0.02
日本	-0.10	-0.07	0.00	0.05	0.04	0.03
韩国	0.10	0.10	0.12	0.23**	0.02	0.05
台湾	0.11	0.23**	0.18*	0.09	0.11	0.02

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

对大中市值因子投资组合的成效

在澳大利亚，所有基本面因子的大中市值盈利修正筛选后投资组合均取得超额正回报。

大中市值盈利修正筛选后因子投资组合及其各自大中市值可比因子投资组合采用“方法”一节所述的相同方法构建，但股票均从大中市值投资范围内选出。

在我们研究的大多数市场，除市净率外，以往大中市值盈利修正筛选后因子投资组合跑赢其各自可比大中市值因子投资组合（表 16 及表 17）。澳大利亚是所有基本面因子的大中市值盈利修正筛选后因子投资组合均取得超额正回报的唯一市场。

表 16：大中市值盈利修正筛选后价值投资组合相对于其各自大中市值可比价值投资组合的月均超额回报

市场	市净率		市盈率		市销率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.26	0.19	0.27*	0.11	0.11	0.10
中国	-0.04	-0.03	0.17*	0.22**	0.16	0.17
香港	-0.02	-0.06	0.08	0.07	0.03	0.07
印度	0.01	0.05	-0.01	-0.02	-0.06	0.01
日本	0.05	-0.05	0.04	0.05	0.01	-0.07
韩国	-0.17	-0.15	-0.10	-0.19	0.14	0.08
台湾	0.04	0.07	0.24*	0.07	-0.16	-0.24*

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 17：大中市值盈利修正筛选后质量投资组合相对于其各自大中市值可比质量投资组合的月均超额回报

市场	应计比率		财务杠杆率		股权回报率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.14	0.09	0.14	0.15	0.12	0.17
中国	0.07	0.08	0.17	0.12	0.14	0.17*
香港	0.28*	0.12	0.11	0.21	-0.01	0.09
印度	-0.02	-0.09	0.07	0.03	-0.09	-0.11
日本	-0.02	-0.02	0.02	-0.01	0.00	0.00
韩国	-0.06	0.02	-0.11	0.04	0.11	0.05
台湾	0.20	0.25**	0.16	0.05	0.26*	0.13

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

在澳大利亚和印度，所有基本因素因子的小市值盈利修正筛选后投资组合均取得超额正回报。

对小市值因子投资组合的成效

小市值盈利修正筛选后因子投资组合及其各自小市值可比因子投资组合采用“方法”一节所述的相同方法构建，但股票均从小市值投资范围内选出。

在我们研究的大多数市场，以往小市值盈利修正筛选后因子投资组合跑赢其各自小市值可比因子投资组合（参见表 18 及表 19）。在澳大利亚和印度，所有基本面因子的小市值盈利修正筛选后因子投资组合均取得超额正回报。

表 18：小市值盈利修正筛选后价值投资组合相对于其各自小市值可比价值投资组合的月均超额回报

市场	市净率	市盈率	市销率
----	-----	-----	-----

	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.41**	0.22	0.24	0.23*	0.24*	0.16
中国	0.00	-0.02	-0.14	0.00	0.17	0.02
香港	0.23	0.17	0.19	0.14	0.28	0.00
印度	0.24*	0.10	0.20	0.12	0.13	0.12
日本	-0.02	0.00	-0.12	-0.05	-0.08	-0.02
韩国	0.15	-0.04	-0.02	0.12	0.07	-0.04
台湾	0.14	0.10	0.06	0.03	0.38*	0.40**

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为5%，采用单侧T检验。**表示统计显著性为1%，采用单侧T检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset及汤森路透。资料按2006年3月31日至2018年3月31日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚BMI指数、标普中国A股BMI指数、标普香港BMI指数、标普印度BMI指数、标普日本BMI指数、标普韩国BMI指数和标普台湾BMI指数。

表 19：小市值盈利修正筛选后质量投资组合相对于其各自小市值可比质量因子投资组合的月均超额回报

市场	应计比率		财务杠杆率		股权回报率	
	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	0.18	0.10	0.35**	0.27*	0.11	0.28*
中国	0.12	-0.06	0.27	0.04	0.04	0.17
香港	0.23	0.16	0.25	0.20	-0.02	0.21
印度	0.14	0.19	0.09	0.04	0.08	0.16
日本	-0.10	-0.14	-0.05	0.07	0.04	-0.01
韩国	0.24*	0.15	-0.14	0.12	0.10	0.35**
台湾	0.21	0.12	0.26*	0.13	-0.01	-0.02

所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。*表示统计显著性为5%，采用单侧T检验。**表示统计显著性为1%，采用单侧T检验。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset及汤森路透。资料按2006年3月31日至2018年3月31日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚BMI指数、标普中国A股BMI指数、标普香港BMI指数、标普印度BMI指数、标普日本BMI指数、标普韩国BMI指数和标普台湾BMI指数。

结果显示，就大多数质量基本面因子而言，盈利修正筛选后因子投资组合对于行业中性的大中市值和小市值投资范围仍然有效。就价值基本面因子而言，盈利修正筛选的成效会大打折扣。

就大多数质量基本因素因子而言，盈利修正筛选后投资组合对于行业中性的大中市值和小市值投资范围仍然有效。

结论

在本研究文件中，我们对价值因子（市净率、市盈率及市销率）和质量因子（应计比率、财务杠杆率及股本回报率）应用两项盈利修正策略（每股盈利变化和每股盈利扩散），以评估盈利修正策略能否使基本面因子投资组合产生更佳回报。我们检验了2006年3月31日至2018年3月31日期间的七个泛亚洲市场——澳大利亚、中国、香港、印度、日本、韩国及台湾。

结果显示，在我们研究的大多数市场，对基本面价值和质量因子应用盈利修正筛选产生更佳回报。从统计数据来看，在各个市场中，澳大利亚和香港的大多数基本面因子的盈利修正筛选后因子投资组合均取得相对于其各自可比因子投资组合的显著超额正回报。

对基本面因子应用盈利修正显著降低了价值和质量因子的风险。此外，对基本面因子采用盈利修正筛选的方法并未导致投资组合周转率显著上升，或出现明显的行业或市值偏重。

我们还发现，在大多数市场，盈利修正筛选后因子投资组合在弱市期间显著跑赢可比因子投资组合。

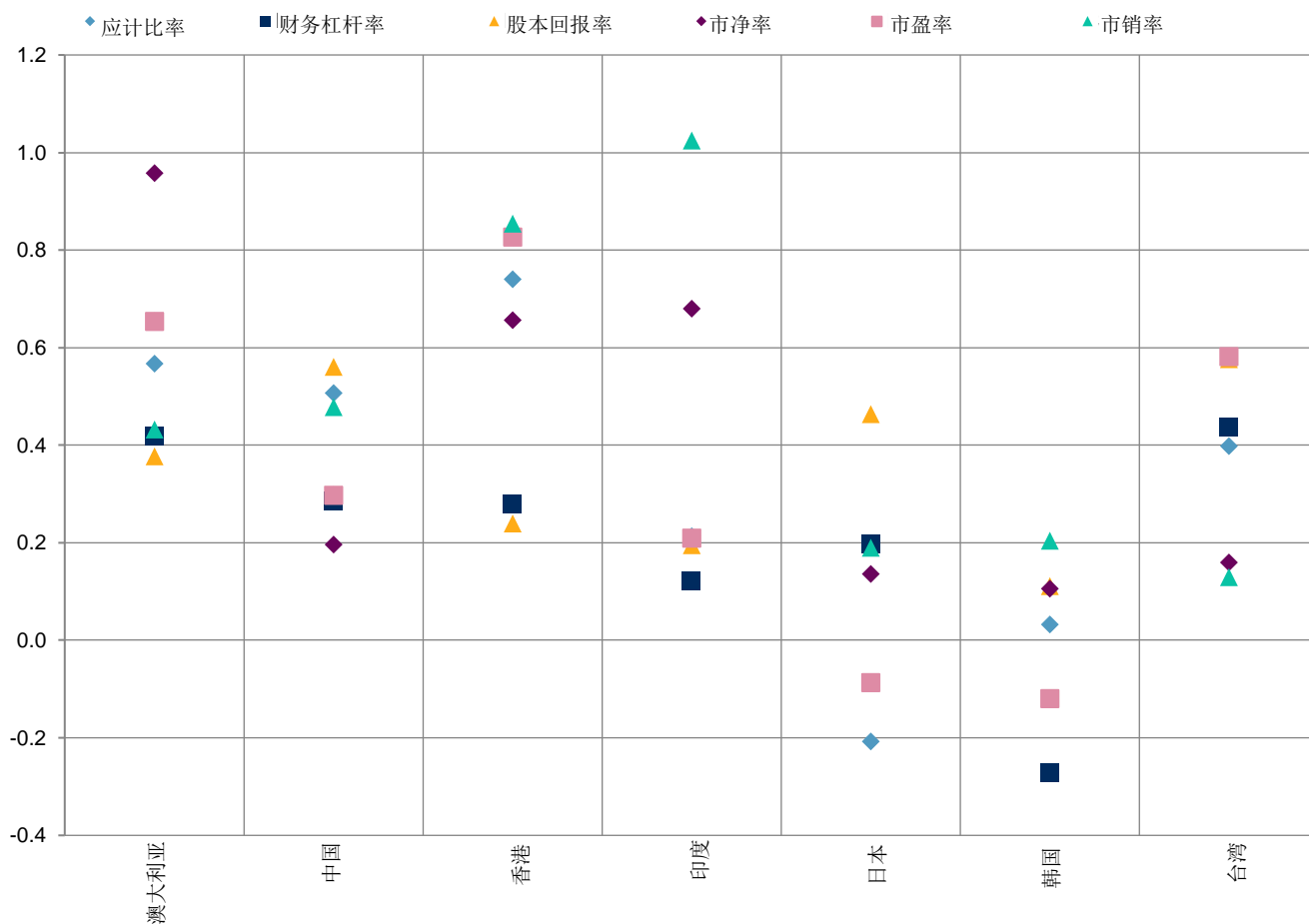
盈利修正释放的信号即使对基本因素因子策略也很重要。

就大多数质量因子而言，对基本面因子应用盈利修正对行业中性的大中市值及小市值投资范围仍然有效。就价值因子而言，盈利修正筛选的成效会大打折扣。

研究结果显示，盈利修正释放的信号即使对基本面因子策略也很重要，因为以往在大多数市场，盈利修正筛选后因子投资组合在降低风险的同时，提高了可比因子投资组合的回报。

附录

表 20: 每股盈利变化筛选后因子投资组合与其各自可比因子投资组合的信息比率对比



所示的所有投资组合均为假设并已作回溯测试。

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。表现按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。盈利变化按每股盈利预测的变动除以前一项每股盈利预测的绝对值计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。有关与回溯测试表现相关的内在限制的详情，请参阅本文件末的“表现披露”部分。

表 21: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值因子投资组合的等权重表现对比

市场	指标	市净率			市盈率			市销率		
		可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	年化回报 (%)	-2.22	3.37	1.43	-1.31	2.30	1.36	2.85	4.84	4.07
	年化波幅 (%)	25.60	23.17	23.56	25.77	23.29	23.71	23.28	21.48	21.85
	风险调整回报	-0.09	0.15	0.06	-0.05	0.10	0.06	0.12	0.23	0.19
中国	年化回报 (%)	19.76	20.46	19.95	18.44	19.51	19.91	21.16	22.75	22.43
	年化波幅 (%)	33.77	33.20	33.84	35.91	34.96	35.23	34.14	34.52	34.97
	风险调整回报	0.58	0.62	0.59	0.51	0.56	0.57	0.62	0.66	0.64
香港	年化回报 (%)	9.04	12.53	11.96	9.15	13.22	12.50	6.09	10.54	7.87
	年化波幅 (%)	29.18	27.86	28.80	25.95	24.81	25.52	26.69	25.28	24.92
	风险调整回报	0.31	0.45	0.42	0.35	0.53	0.49	0.23	0.42	0.32
印度	年化回报 (%)	7.58	11.21	9.71	14.66	15.76	15.32	11.21	16.39	15.11
	年化波幅 (%)	39.60	37.06	37.19	34.65	32.66	32.51	37.24	35.05	35.59
	风险调整回报	0.19	0.30	0.26	0.42	0.48	0.47	0.30	0.47	0.42
日本	年化回报 (%)	7.03	7.56	6.99	5.03	4.75	4.66	7.38	8.12	7.83
	年化波幅 (%)	22.46	20.71	21.30	21.96	21.18	21.53	21.35	19.82	20.26
	风险调整回报	0.31	0.36	0.33	0.23	0.22	0.22	0.35	0.41	0.39
韩国	年化回报 (%)	9.40	9.91	9.16	6.67	6.21	7.25	7.82	8.80	7.66
	年化波幅 (%)	23.87	23.39	23.46	22.83	22.05	22.48	25.80	24.66	25.69
	风险调整回报	0.39	0.42	0.39	0.29	0.28	0.32	0.30	0.36	0.30
台湾	年化回报 (%)	8.07	8.83	9.71	7.99	10.23	8.12	7.54	8.13	7.30
	年化波幅 (%)	24.26	23.68	23.85	23.32	22.21	22.48	22.32	21.40	21.95
	风险调整回报	0.33	0.37	0.41	0.34	0.46	0.36	0.34	0.38	0.33

数据源: 标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途, 并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分, 了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下: 标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 22: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量因子投资组合的等权重表现对比

市场	指标	应计比率			财务杠杆率			股权回报率		
		可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选	可比因子	每股盈利变化筛选	每股盈利扩散筛选
澳大利亚	年化回报 (%)	5.12	7.81	7.92	2.09	4.05	3.48	8.18	10.04	11.73
	年化波幅 (%)	18.40	16.45	17.34	20.51	18.91	19.81	20.19	18.21	19.15
	风险调整回报	0.28	0.47	0.46	0.10	0.21	0.18	0.41	0.55	0.61
中国	年化回报 (%)	19.38	21.17	20.22	20.87	22.11	22.29	18.07	20.34	21.15
	年化波幅 (%)	30.67	30.16	30.42	31.91	31.27	31.70	32.07	31.00	31.70
	风险调整回报	0.63	0.70	0.66	0.65	0.71	0.70	0.56	0.66	0.67
香港	年化回报 (%)	7.13	11.13	10.35	4.71	6.10	6.86	7.83	9.40	10.78
	年化波幅 (%)	20.99	19.93	20.50	22.33	22.54	22.71	25.60	23.67	24.39
	风险调整回报	0.34	0.56	0.50	0.21	0.27	0.30	0.31	0.40	0.44
印度	年化回报 (%)	17.06	18.04	18.62	14.77	15.27	14.21	16.07	17.18	16.95
	年化波幅 (%)	26.60	24.45	25.27	21.13	19.63	20.80	22.95	20.11	20.64
	风险调整回报	0.64	0.74	0.74	0.70	0.78	0.68	0.70	0.85	0.82
日本	年化回报 (%)	6.30	5.60	5.46	6.80	7.29	7.59	2.05	3.13	3.33
	年化波幅 (%)	19.12	18.00	18.67	15.94	15.22	15.46	19.37	18.79	19.27
	风险调整回报	0.33	0.31	0.29	0.43	0.48	0.49	0.11	0.17	0.17
韩国	年化回报 (%)	9.02	9.14	9.37	7.59	6.52	8.80	5.89	6.41	7.79
	年化波幅 (%)	20.34	20.60	20.74	18.55	17.28	18.05	21.86	20.08	21.03
	风险调整回报	0.44	0.44	0.45	0.41	0.38	0.49	0.27	0.32	0.37
台湾	年化回报 (%)	8.57	10.15	10.70	7.09	9.01	8.73	5.43	7.68	6.77
	年化波幅 (%)	21.67	21.46	21.84	23.21	21.49	22.43	23.57	22.79	23.66
	风险调整回报	0.40	0.47	0.49	0.31	0.42	0.39	0.23	0.34	0.29

数据源: 标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途, 并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分, 了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下: 标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 23: 盈利修正筛选后价值投资组合与其各自可比价值因子投资组合的流通市值加权表现对比

市场	指标	BMI	市净率			市盈率			市销率		
			可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	年化回报 (%)	5.35	3.40	6.23	7.77	2.76	6.18	2.83	8.27	8.19	9.65
	年化波幅 (%)	13.85	22.30	19.18	19.84	21.75	18.39	20.64	17.19	15.01	15.28
	风险调整 回报	0.39	0.15	0.33	0.39	0.13	0.34	0.14	0.48	0.55	0.63
中国	年化回报 (%)	14.99	19.27	19.01	18.93	18.21	19.27	20.40	18.30	19.86	19.33
	年化波幅 (%)	31.98	33.26	32.94	33.46	35.34	34.83	34.95	33.14	33.08	33.33
	风险调整 回报	0.47	0.58	0.58	0.57	0.52	0.55	0.58	0.55	0.60	0.58
香港	年化回报 (%)	8.29	10.51	11.14	10.76	10.24	11.55	10.63	8.53	9.57	8.52
	年化波幅 (%)	20.79	27.32	26.95	27.16	22.85	22.29	22.47	22.07	21.72	21.21
	风险调整 回报	0.40	0.38	0.41	0.40	0.45	0.52	0.47	0.39	0.44	0.40
印度	年化回报 (%)	11.53	8.61	10.77	9.14	15.30	15.67	14.59	12.29	17.07	16.04
	年化波幅 (%)	23.12	39.35	36.65	36.87	34.03	32.28	31.61	34.22	31.61	31.74
	风险调整 回报	0.50	0.22	0.29	0.25	0.45	0.49	0.46	0.36	0.54	0.51
日本	年化回报 (%)	1.78	5.47	6.45	5.52	3.48	3.09	2.56	2.84	3.56	2.77
	年化波幅 (%)	18.15	22.75	21.66	22.18	21.72	21.19	21.71	22.93	21.88	22.10
	风险调整 回报	0.10	0.24	0.30	0.25	0.16	0.15	0.12	0.12	0.16	0.13
韩国	年化回报 (%)	7.41	8.85	8.40	8.27	11.61	8.63	5.42	8.25	9.67	11.26
	年化波幅 (%)	17.36	20.97	22.59	21.96	23.63	21.81	22.67	24.39	22.96	24.33
	风险调整 回报	0.43	0.42	0.37	0.38	0.49	0.40	0.24	0.34	0.42	0.46
台湾	年化回报 (%)	6.98	4.64	5.93	5.78	11.58	12.72	10.72	5.38	6.97	4.29
	年化波幅 (%)	19.05	22.87	22.83	22.68	20.16	19.16	19.36	21.58	21.38	21.30
	风险调整 回报	0.37	0.20	0.26	0.25	0.57	0.66	0.55	0.25	0.33	0.20

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 24: 盈利修正筛选后质量投资组合与其各自可比质量因子投资组合的流通市值加权表现对比

市场	指标	BMI	应计比率			财务杠杆			股权回报		
			可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选	可比因子	每股盈利变化 筛选	每股盈利扩散 筛选
澳大利亚	年化回报 (%)	5.35	6.71	8.30	10.15	3.54	5.85	7.74	6.06	6.37	7.14
	年化波幅 (%)	13.85	13.61	13.72	14.04	17.83	17.26	17.54	16.86	15.85	15.83
	风险调整回报	0.39	0.49	0.60	0.72	0.20	0.34	0.44	0.36	0.40	0.45
中国	年化回报 (%)	14.99	17.15	18.09	18.32	17.96	19.79	19.56	17.96	18.50	19.17
	年化波幅 (%)	31.98	29.78	29.81	29.84	30.20	29.55	30.33	30.80	30.87	30.80
	风险调整回报	0.47	0.58	0.61	0.61	0.59	0.67	0.64	0.58	0.60	0.62
香港	年化回报 (%)	8.29	3.98	5.71	5.21	6.32	6.65	6.90	10.34	10.86	11.62
	年化波幅 (%)	20.79	20.78	20.61	20.81	26.91	25.46	25.90	24.38	24.06	24.68
	风险调整回报	0.40	0.19	0.28	0.25	0.23	0.26	0.27	0.42	0.45	0.47
印度	年化回报 (%)	11.53	13.26	14.17	13.88	12.78	12.42	11.75	10.98	12.43	11.07
	年化波幅 (%)	23.12	21.82	20.61	20.79	17.80	17.52	17.84	19.63	18.17	18.35
	风险调整回报	0.50	0.61	0.69	0.67	0.72	0.71	0.66	0.56	0.68	0.60
日本	年化回报 (%)	1.78	2.88	1.42	1.37	6.42	6.69	6.68	0.79	1.21	1.42
	年化波幅 (%)	18.15	19.94	19.48	19.41	16.34	16.13	16.17	20.08	19.10	19.05
	风险调整回报	0.10	0.14	0.07	0.07	0.39	0.41	0.41	0.04	0.06	0.07
韩国	年化回报 (%)	7.41	9.86	9.97	10.08	6.83	10.16	6.67	4.20	3.55	2.21
	年化波幅 (%)	17.36	19.07	19.05	19.36	15.39	15.96	15.68	21.51	19.37	19.66
	风险调整回报	0.43	0.52	0.52	0.52	0.44	0.64	0.43	0.20	0.18	0.11
台湾	年化回报 (%)	6.98	3.64	6.92	9.96	6.99	9.11	10.27	9.37	12.90	11.34
	年化波幅 (%)	19.05	19.03	18.80	19.03	17.64	16.58	17.29	22.64	20.17	20.64
	风险调整回报	0.37	0.19	0.37	0.52	0.40	0.55	0.59	0.41	0.64	0.55

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 及汤森路透。资料按 2006 年 3 月 31 日至 2018 年 3 月 31 日期间以当地货币计量的月度总回报计算。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

标普道琼斯指数研究撰稿人		
Sunjiv Mainie, 特许金融分析师、 国际数量金融工程证书	全球主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Jake Vukelic	业务经理	jake.vukelic@spglobal.com
全球研究与设计		
美洲		
Aye M. Soe, 特许金融分析师	美洲主管	aye.soe@spglobal.com
Phillip Brzenk, 特许金融分析师	总监	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	总监	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	高级分析师	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	总监	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	总监	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu, 特许金融分析师	总监	berlinda.liu@spglobal.com
Maria Sanchez	助理总监	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang, 特许金融分析师	总监	kelly.tang@spglobal.com
Hong Xie, 特许金融分析师	总监	hong.xie@spglobal.com
亚太地区		
Priscilla Luk	亚太地区主管	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal, 特许金融分析师	助理总监	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Akash Jain	助理总监	akash.jain@spglobal.com
Liyu Zeng, 特许金融分析师	总监	liyu.zeng@spglobal.com
欧洲、中东和非洲		
Sunjiv Mainie, 特许金融分析师、 国际数量金融工程证书	欧洲、中东和非洲主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer, 博士	高级分析师	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Cairns	高级分析师	andrew.cairns@spglobal.com
Andrew Innes	助理总监	andrew.innes@spglobal.com
指数投资策略		
Craig J. Lazzara, 特许金融分析师	全球主管	craig.lazzara@spglobal.com
Fei Mei Chan	总监	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, 博士	董事总经理	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti, 特许金融分析师	总监	anu.ganti@spglobal.com
Hamish Preston	高级助理	hamish.preston@spglobal.com
Howard Silverblatt	高级指数分析师	howard.silverblatt@spglobal.com

表现披露

标普中国 A 股 BMI 指数于 2013 年 11 月 27 日发布。指数发布日期前呈列的所有资料均属假设（回溯测试），而非实际表现。回溯测试计算所根据的编制方法与发布日期生效的编制方法一致。完整的指数编制方法详情载于 www.spdji.com。

标普道琼斯指数对各种日期加以定义，以便协助客户清楚了解自己的产品。起值日是特定指数设定计算价值（当前价值或回溯测试价值）的首日。基准日是计算目的而设立指数固定价值的日期。发布日期是指数价值首次被视为生效的日期：凡在指数发布日期前的任何日期或时期提供的指数价值将视为回溯测试价值。标普道琼斯指数将发布日期定义为已知已向公众发布（例如通过公司的公开网站或其向外部的资料传送途径发布）指数价值的日期。对于 2013 年 5 月 31 日前介绍的道琼斯品牌指数，发布日期（在 2013 年 5 月 31 日前，称为“介绍日”）设定为禁止对指数编制方法作出进一步变更的日期，而该日期可能早过指数的公开发布日期。

指数的过往表现不代表未来投资结果。建构指数所采用编制方法的前瞻性应用，未必会带来与所示回溯测试回报相符的表现。回溯测试时期不一定对应指数的整个可查阅历史。更多有关指数的详情（包括调整方法、调整时间、成分股增减准则以及所有的指数计算），请到 www.spdji.com 参阅指数的编制方法。

回溯测试资料的另一局限在于通常在进行回溯测试计算时收益为已知。回溯测试资料反映了在获知以往事件的情况下对指数编制方法的运用和对指数成分股的选择。任何假设的计算均不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票、固定收益或商品市场相关的众多因子在编写所列指数资料时通常无法、也从未被纳入考虑，但这些因子都会影响实际表现。

列示的指数回报并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。标普道琼斯指数有限责任公司维持有关指数，并计算所列示或讨论的指数的点位及表现，但并不管理实际资产。指数回报并不反映所付的任何销售费用，或投资者为购买指数相关证券或旨在追踪指数表现的投资基金时可能支付的费用。征收这些费用及收费，会造成证券/基金的实际和回溯测试表现逊于所示指数表现。举一个简单例子，如果 100,000 美元的投资在 12 个月内获得 10% 的指数回报（即 10,000 美元），且除应计利息外，在期末还按资产对投资征收 1.5% 的实际费用（即 1,650 美元），则当年净回报将是 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期内，假设年回报为 10%，年末征收 1.5% 的年费，则累积总回报为 33.10%，总费用为 5,375 美元，累积净回报为 27.2%（即 27,200 美元）。

一般免责声明

© 2018 年标普道琼斯指数有限责任公司版权所有，保留所有权利。标准普尔®、标普 500®及标普®为标普全球子公司标准普尔金融服务有限责任公司（“标普”）的注册商标。道琼斯®为道琼斯商标控股有限责任公司（“道琼斯”）的注册商标。有关商标已授权标普道琼斯指数有限责任公司使用。未经书面同意，不得分发、复制及 / 或影印本文件全部或部分内容。本文件不构成在标普道琼斯指数有限责任公司、道琼斯、标普或其各自的联属公司（统称“标普道琼斯指数”）未获得必要许可的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的资料并非面向个人，亦非专为满足任何人士、实体或人群的需求而定制。标普道琼斯指数就授权第三方使用其指数收取报酬。指数的过往表现不代表未来投资结果。

指数不可直接投资，但可根据指数透过可投资工具投资于该指数所代表的资产类别。标普道琼斯指数概不发起、认可、出售、推广或管理任何由第三方提供并力求基于任何指数的表现提供投资回报的投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数概不保证基于指数的投资产品将可准确追踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，而标普道琼斯指数概不就投资于任何投资基金或其他投资工具是否适宜作出任何声明。决定投资于任何该等投资基金或其他投资工具时，不应依赖本文件所载的任何陈述。建议有意投资者仅在谨慎考虑投资于该等基金的相关风险后，方投资于任何该等基金或其他工具。相关风险之详情载于投资基金或其他工具的发行人或其代表编制的发售备忘录或类似文件。指数所载证券并非标普道琼斯指数对买卖或持有该证券的建议，亦不得视为投资意见。

本材料基于公开资料及从被视为可靠的来源获得的资料编制，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、复制或分发本材料所载内容（包括指数数据、评级、信用相关分析及数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出结果）或其任何部分（“有关内容”），亦不得将有关内容储存于资料库或检索系统。有关内容不得用于任何非法或未经授权的用途。标普道琼斯指数及其第三方数据供应商及授权人（统称“标普道琼斯指数各方”）概不保证有关内容的准确性、完整性、适时性或可用性。标普道琼斯指数各方概不对因使用有关内容而导致的过失或疏忽负责，而不论原因为何。有关内容按“现状”基准提供。标普道琼斯指数各方概不作出任何及所有明示或暗示的保证，包括但不限于保证用作任何特定目的或用途的适销性或合适性；保证不存在程式缺陷、软件故障或瑕疵；保证有关内容的运行不会中断；或保证有关内容可在任何软件或硬件配置下运行。标普道琼斯指数各方概不就因使用有关内容而导致的任何直接、间接、附带、警戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、费用、支出、法律费用或损失（包括但不限于收入或利润损失及机会成本）向任何一方负责，即使已获悉有可能发生该等损害亦然。

标普道琼斯指数分开经营其业务单位的若干活动，以保持其相关业务活动的独立性及客观性。因此，标普道琼斯指数的若干业务单位可能拥有其他业务单位无法取得的资料。标普道琼斯指数已制定相关政策及程式，对所获取的与各项分析流程相关的若干非公开资料保密。

此外，标普道琼斯指数向证券发行人、投资顾问、证券经纪、投资银行、其他金融机构及金融中介等众多机构提供或提供有关该等机构的一系列广泛服务，因此会向该等机构（包括证券或服务获其推荐、评级、纳入投资组合模型、估值或以其他方式介绍的机构）收取费用或其他经济利益。

