

# 物竞天择： 股票行业板块的 战术与战略应用

## 作者

**Joseph Nelesen 博士**

专业团队主管

指数投资策略

[joseph.nelesen@spglobal.com](mailto:joseph.nelesen@spglobal.com)

**Tim Edwards 博士**

董事总经理

指数投资策略

[tim.edwards@spglobal.com](mailto:tim.edwards@spglobal.com)

近年来，**标普 500 指数®行业板块**的两极分化异常突出，2022 年表现最佳和最差的板块更是天差地别，研究行业板块选择效应的机会也跃然而出（见表 1）<sup>1</sup>。全球投资环境瞬息万变，但标普 500 指数行业板块始终是主动和被动投资组合构建的重要工具，其作用不容小觑。

本文将重点关注以下几个方面：

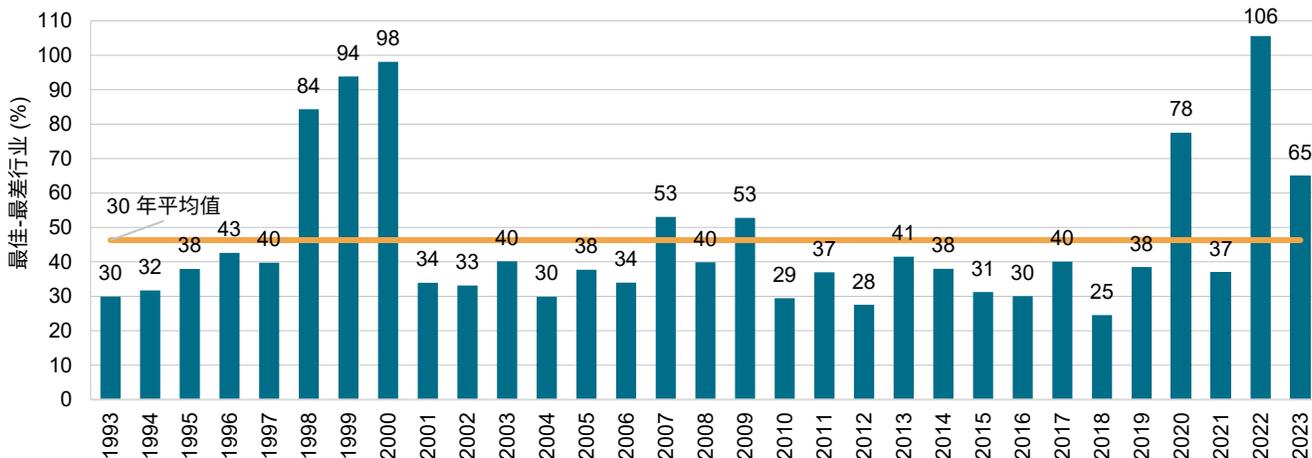
- 盘点不同行业板块的特征、表现以及对股票投资收益的影响；
- 评估偏斜对主动型股票、板块和行业选择的影响；
- 介绍有关在战略和战术投资组合中应用行业指数的案例研究。

<sup>1</sup> GICS®（全球行业分类标准）诞生于 1999 年，并随着时间推移不断发展。所有数据和分析均基于原始指数水平，包括 GICS 调整和指数成分股的重新分类。有关 GICS 编制方法和分类的更多详细信息，请参阅 [www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-gics.pdf](http://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-gics.pdf)。

请注册接收我们最新的研究报告、教育和评论文章：

[on.spdji.com/SignUpSC](https://on.spdji.com/SignUpSC)。

图 1：标普 500 指数行业板块表现最佳与最差总收益点差（年度）



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2023 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

# 目录

- 1. 引言 ..... 3
- 2. GICS®：全球行业分类方法 ..... 4
- 3. 行业板块的表现概览 ..... 5
- 4. 行业板块对个股表现的影响 ..... 6
- 5. 板块内的个股偏斜度和分散度 ..... 12
- 6. 调整后的等权重精选行业指数 ..... 15
- 7. 行业板块关系：风险、收益和相关性 ..... 18
- 8. 结论 ..... 27
- 9. 附录 ..... 28

# 1. 引言

“深入观察自然，才能更好地认识万事万物。”

阿尔伯特·爱因斯坦

股票市场就好比一片茂密的雨林，历经数个世纪的发展，各种新型投资方式不断涌现又消失不见，但雨林始终枝繁叶茂。这种相互交织的复杂体系充满生机、引人着迷，永远吸引着勇敢的投资者不断寻求以下问题的答案：决定个股行为的特征是什么？如何才能利用这些特征帮助我们感知世界？雨林在不断进化，精彩纷呈的新奇物种吸引着探险家的嗅觉；而一棵枝繁叶茂、耸立于苍穹之上的高大古树更让人无比向往，希望一探究竟。与行业板块一样，这棵树不仅万古长青，同时也与周围的股票生态系统交织在一起，揭示了有关如何面对山河变迁巍然不动，永葆生命力的秘诀。

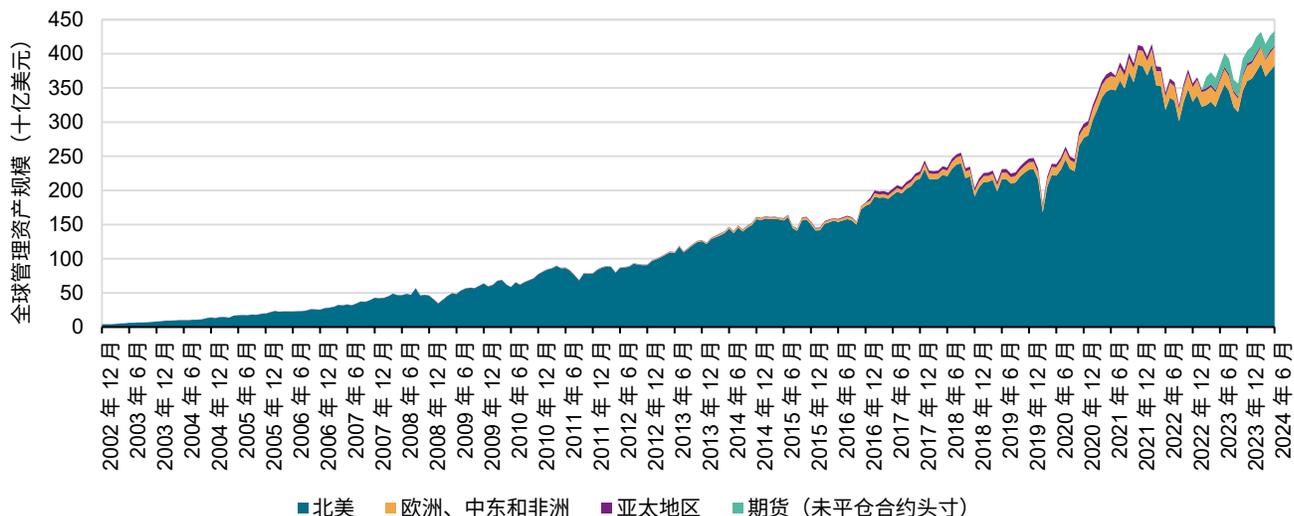
本文将探讨行业板块因子经久不衰的力量在如何决定市场走向，成为各种投资策略的支柱框架。通过主动选股创造收益的诱惑经久不衰，但能否跑赢指数也始终飘忽不定。数十年的数据表明，有时**行业板块**要比个股更能有效地分散风险，表达对全球市场和经济状况的看法。

我们将分析各行业板块在二十一世纪不同市场周期中的历史表现，揭示行业板块因子恒久不衰的规律，突出行业板块因子在**提高全球投资组合多元化水平和业绩表现**方面的潜力。

行业板块是具有相似商业模式和风险因子的证券集合，相应类型的公司具有超越国界的共同特征，因此对全球投资者具有十分重要的意义<sup>2</sup>。越来越多的投资者在不断增长的高流动性指数化策略中运用行业板块方法，持仓期也日渐多样化，这从相关交易所交易基金 (ETF) 的资产规模可见一斑（见图 2）。本文分析了行业板块指数的历史表现，测试了通过**战略性**长期配置一个或多个行业板块来保证敞口稳定或纠正意外偏差，以及通过**战术性**使用行业板块方法，根据市场或经济状况变化调整配置。结果再次证实了行业板块因子之所以能成为现代股票配置基石背后的力量。

<sup>2</sup> 参见 Edwards、Tim、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Francesca Bruna Pipino 的文章“[标普 500 指数行业板块的全球应用](#)”，标普道琼斯指数，2018 年。

图 2：行业板块相关 ETF 和期货的管理资产规模



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。数据截至 2024 年 3 月 28 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。有关图表 2 中计算所含 ETF 的完整列表，请参阅附录 D。

## 2. GICS®：全球行业分类方法

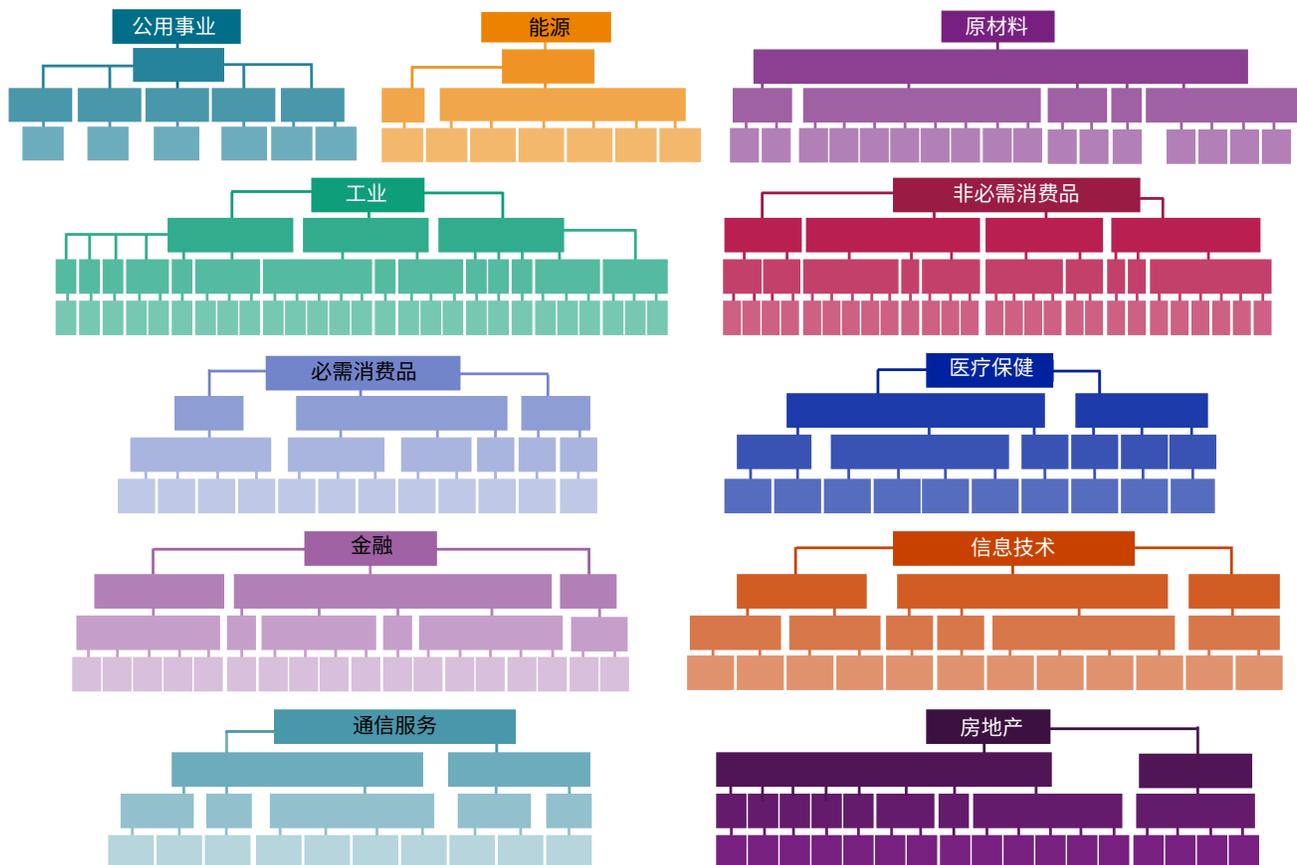
许多人也许都还记得，界、门、纲、目、科、属、种，这是自十八世纪以来对 120 多万种生物进行分类所遵循的层次结构，具有相似特征的生物归入相应的组别，层层递进，形成整个纷繁复杂的体系。人们通常不会将家里的狗叫做家犬亚种 (*canis lupus familiaris*)，但我们会下意识知道这些毛茸茸的小可爱与周围的其他狗狗会有哪些共同之处。股票也不例外，综合全面且不断发展的全球行业分类标准 (GICS) 有助于对全球数以万计的股票进行梳理，理解特定股票子集所共有的商业模式、经济敏感性和其他特征。

图 3 显示全球行业分类标准的层次结构从顶层向下分支，特异性也越来越强，使用定量和定性规则将股票归为 163 个子行业、74 个行业、25 个行业组别和 11 个板块<sup>3</sup>。例如，哈雷戴维森 (Harley Davidson) 2023 年逾 80% 的收入来自摩托车及相关产品销售，因此归入 GICS 摩托车制造商子行业，再归入汽车行业，然后再归入汽车与零部件行业组别，最终归入最顶层的非必需消费品板块<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 资料来源：标普道琼斯指数有限公司。GICS (全球行业分类标准) 汇总分类，截至 2023 年 3 月的分类调整。

<sup>4</sup> 资料来源：哈雷戴维森 2023 年年度报告。

**图 3：GICS（全球行业分类标准）的层级结构——11 个板块、25 个行业组别、74 个行业和 163 个子行业**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。GICS（全球行业分类标准）汇总分类，截至 2023 年 3 月的分类调整。图表仅供说明。

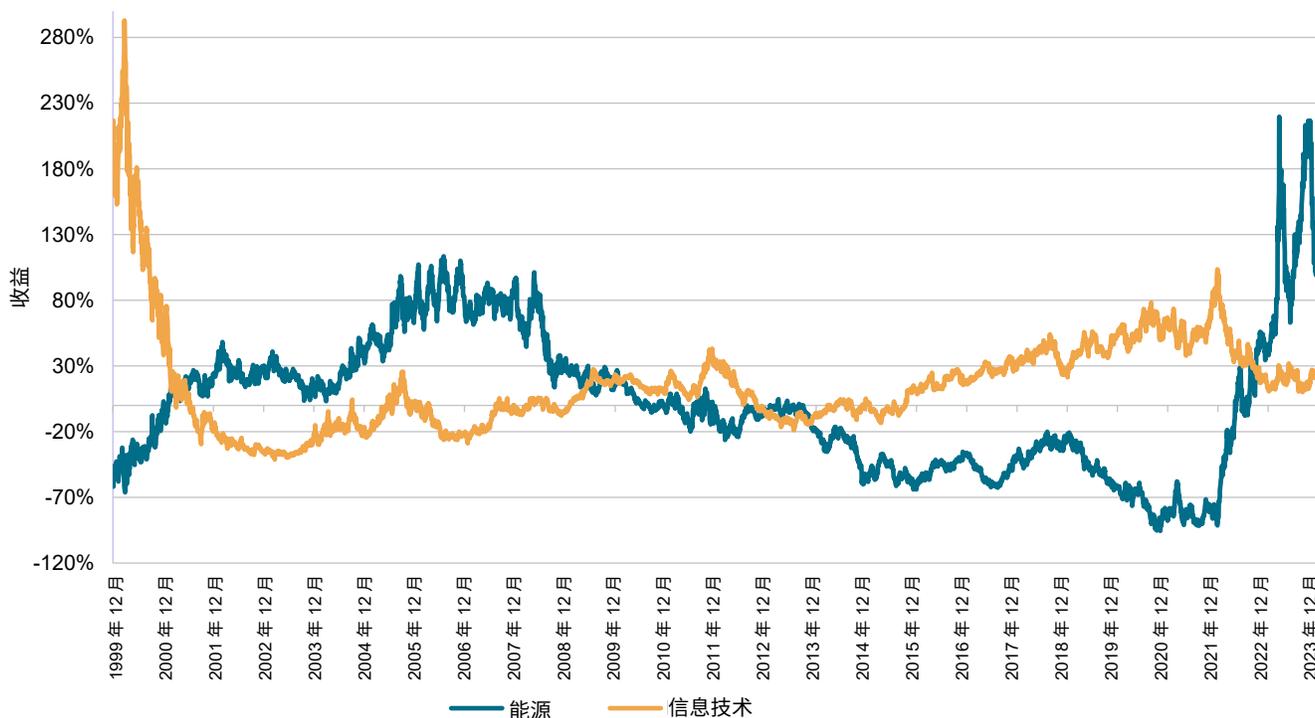
**GICS 的结构有助投资者首先进行无比重要的评估，了解公司所从事的业务类型、与其他公司相比的表现情况对其影响最大的全球风险因素类型。此外还有利于创建行业板块指数，支持 ETF 等基于公认类别的投资产品。**

### 3. 行业板块的表现概览

GICS 经久不衰的一个重要特点是它遵循通用的命名规则，使用公认且与过去保持一致的分组来比较股票的长期表现。这些命名其实是投资者和研究人员惯用的一种简写。当与人讨论“金融”板块的表现时，双方会立即知道所指的是哪类股票，而不必就具体的股票代码开展辩论。为支持

这种框架，GICS 将股票分为相互独立的经济分组，每个分组内部的表现以及响应风险因子的方式保持一致，分组之间的差异却相当显著。例如，信息技术和能源板块都具有相对较高的波动性，但相互之间呈负相关性，在不同市场周期中的表现也大相迥异（见图 4）。

图 4：精选标普 500 指数行业板块的滚动三年超额收益



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据基于 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期间精选标普 500 行业指数相对于标普 500 指数的滚动三年超额收益。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 4. 行业板块对个股表现的影响

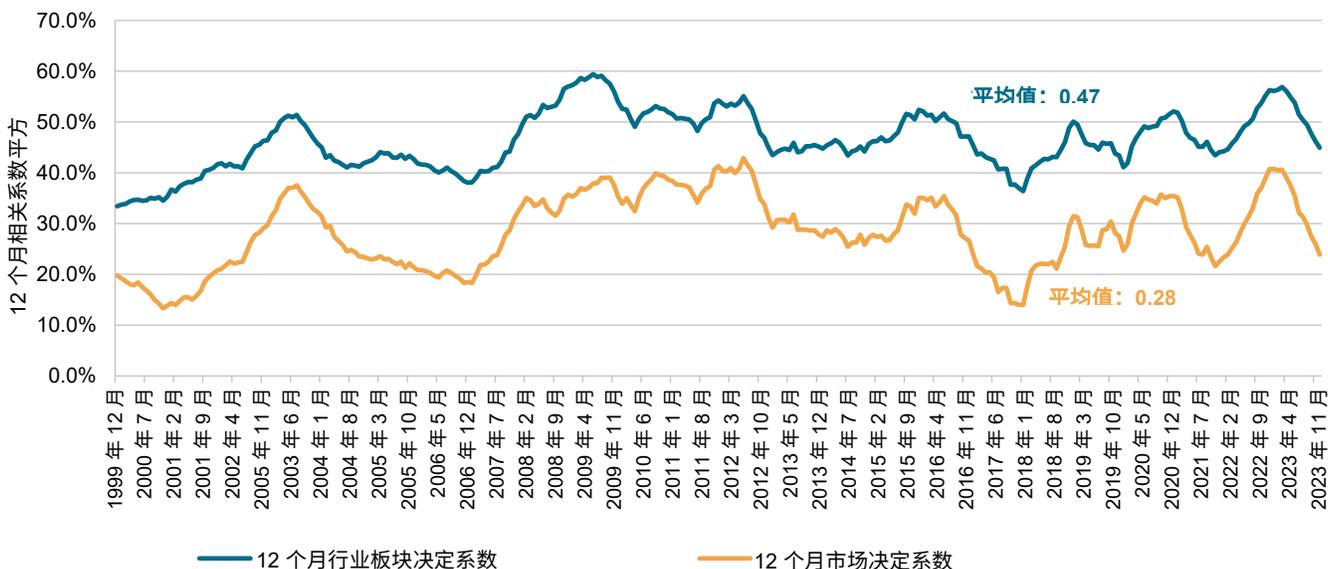
行业板块观点在投资组合构建和分析中具有双重作用：行业指数可以用于被动投资经济的不同部门，当然也可以（且经常）在主动策略中使用。这两类投资者对行业指数的总体兴趣似乎进一步提升——至少追踪标普道琼斯指数的产品是如此（见图 2）。

丰富的行业板块指数选择让被动型投资者能够方便地构建针对性的多元化投资组合，而主动型投资者也可以在战略和战术配置中使用行业板块产品（如 ETF）来表达投资观点。之所以要在投资组合中主动使用行业板块成分，主要基于以下两个因素，其中第一个因素已广为人知，但第二个因素不太为人所知：1) 个股表现与其分类相似的程度，这决定了行业板块因子对收益的重要性<sup>5</sup>；2) 特定行业板块内股票收益的偏斜度，与所有股票或所有行业板块收益的偏斜度比较，这决定了选中“赢家”的几率高低。

## 再探个股与行业板块的相关性

行业板块的整体命运决定了很大一部分成分股的表现。例如，从本世纪初至今，行业板块成分股在统计上大约贡献了标普 500 指数成分股平均日收益的一半（见图 5）<sup>6</sup>。

图 5：标普 500 指数行业板块在很大程度上决定了个股表现



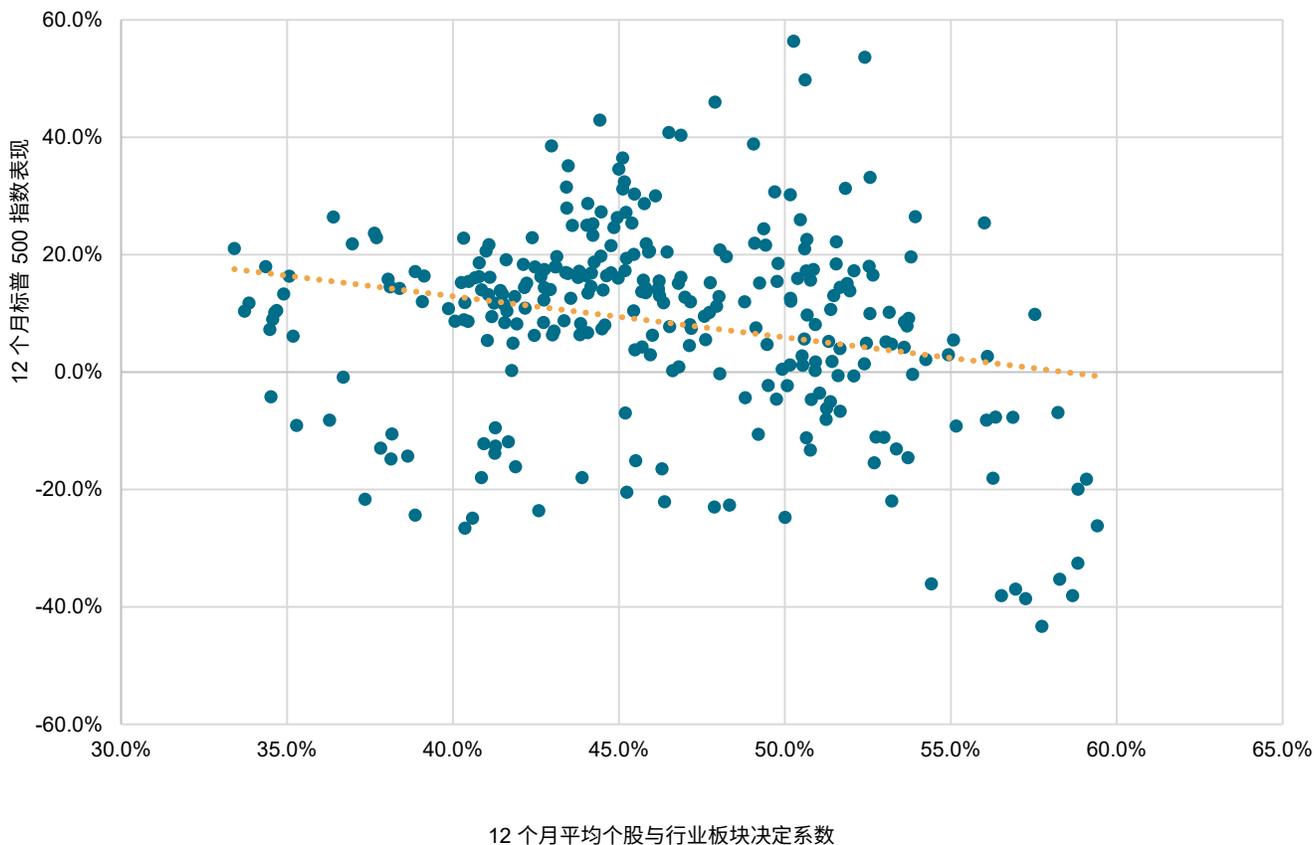
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。滚动 12 个月数据基于股票与行业板块以及与标普 500 指数的相关性，每月计算一次。

<sup>5</sup> 参见 Edwards、Tim、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Francesca Bruna Pipino 的文章“[标普 500 指数行业板块的全球应用](#)”，标普道琼斯指数，2018 年。

<sup>6</sup> 资料来源：标普道琼斯指数有限公司。基于标普道琼斯指数从 1999 年 12 月到 2022 年 6 月的月度相关性统计数据。此处的相关性平方（即“决定系数”）统计数据是一种通过一个变量的变化来解释另一个变量的方差比例。股票与行业的决定系数为 0.47，与市场的决定系数为 0.28。

事实证明，个股的**行业分类**对其收益更为重要，同期的决定系数平均值为 0.52，而整体市场（此例中为**标普 1500®** 指数）对个股价格变动的决定系数为 0.27。图 6 进一步证明，个股与行业板块的相关性在市场低迷时期尤其高，因为当投资者面临极具挑战的投资环境时，行业板块趋势通常比个股的具体情况更为重要。

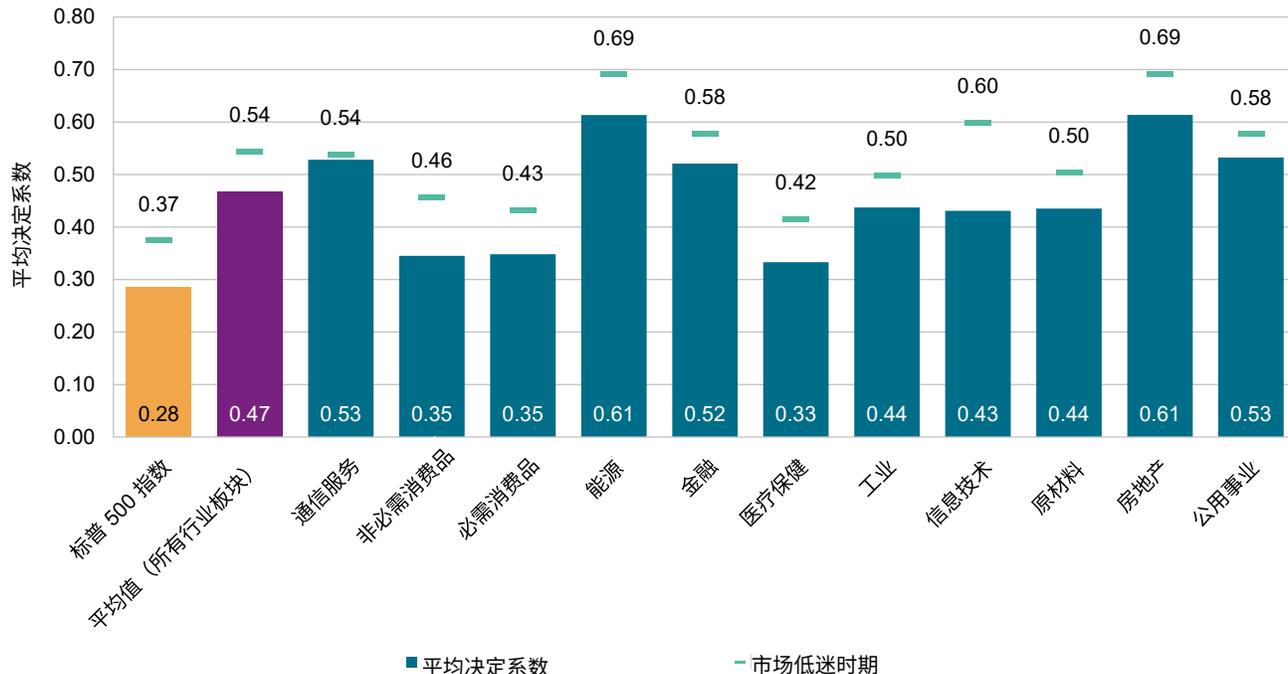
**图 6：标普 500 指数的表现以及个股与行业板块的平均决定系数**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。滚动 12 个月数据基于股票与行业板块以及与标普 500 指数的相关性，每月计算一次。过往表现并不能保证未来业绩。

图 7 从另一个角度按行业板块逐一总结了成分股与各自行业板块的平均相关性高低，并突出显示了在精选市场危机时期达到的相关性水平。

图 7：个股与行业板块以及与整体市场的平均决定系数



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。数据基于个股与行业板块以及与标普 500 指数的平均月度决定系数。自 1999 年以来市场低迷时期的平均值包括互联网泡沫破灭、全球金融危机、新冠疫情爆发和 2022 年熊市期间的峰谷落差。日期详情详见附录。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

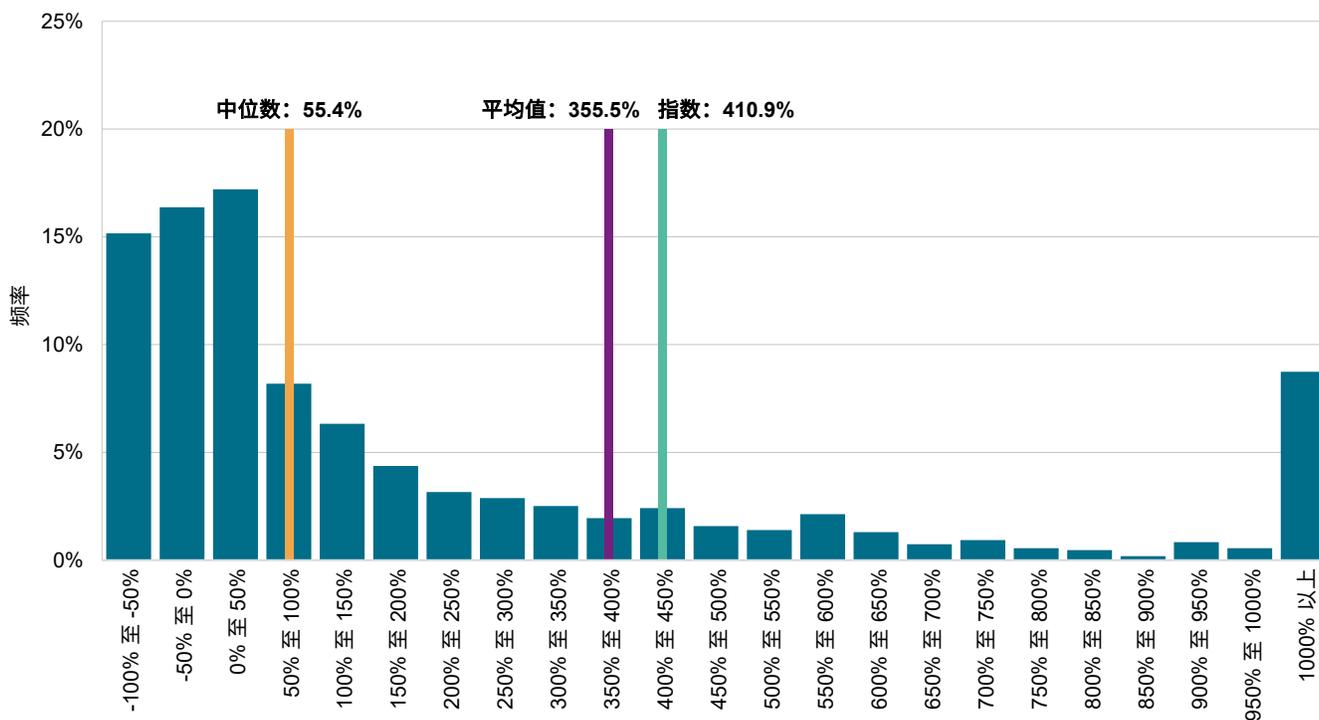
据称“选股”技巧的作用在股市承压时期会更大。但正如前面的图所示，行业板块的命运在危机中更为重要。这由此带来一个特别重要的问题：行业板块选择技巧是否更具价值？个股相对于业绩比较基准的表现在理论上属于零和游戏，不过在权衡是关注选对个股还是选对行业时还有另一个维度。下一节将会指出，天平不会始终保持平衡；而将关注的重点放在行业板块上，而不是个股时，结果也将截然不同。

## 猎手还是猎物？偏斜度在个股和行业板块表现中的作用

主动策略要想获得成功，不仅需要跑赢业绩基准的机会（即取得差异化的表现），同时也需要有选对优胜者的高几率。后者决定了行业板块或个股选择前景的重要区别，因为任何一个选择可能跑赢基准的概率千差万别。

区分这两种方法（个股与行业板块）的关键在于考虑可获得收益的偏斜度。正偏斜收益对选对个股这一挑战的影响在整体指数层面已广为人知：如无相应的技巧或运气，或既无技巧也无运气，那么在整体市场基准指数中选对个股的概率通常远低于 50%，尤其是从较长投资期限来看<sup>7</sup>。图 8 显示，从 1999 年 12 月到 2023 年 12 月期间，标普 500 指数中 76% 的股票跑输平均水平。由于只有极少的股票跑赢，选对赢家的机会自然也微乎其微。

图 8：标普 500 指数个股收益分布



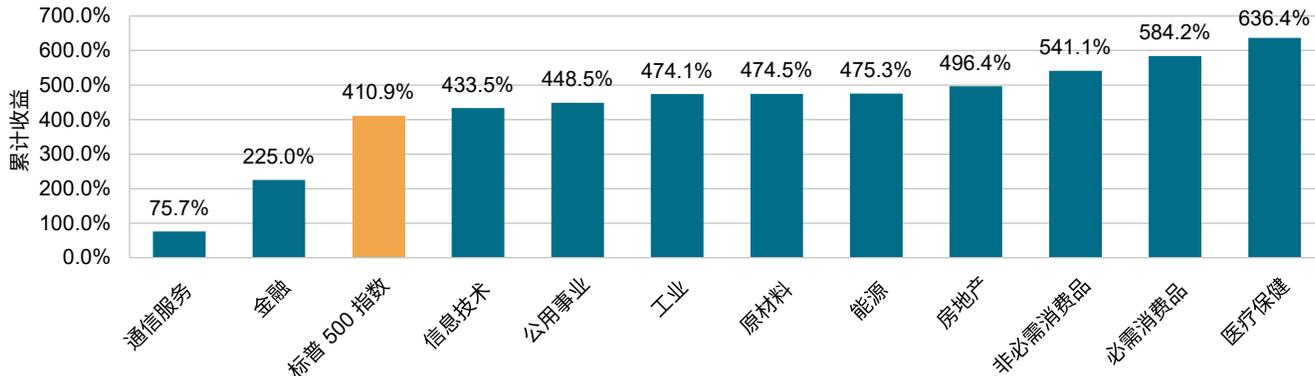
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 8 是整体基准指数成分股收益呈正偏斜的示例；目前尚不清楚每个行业板块内部或者行业板块之间是否也遵循同样的规律。事实上，行业板块的收益呈负偏斜之势。图 9 显示，自 1999 年 12 月以来，标普 500 指数 11 个板块中有 8 个跑赢标普 500 指数<sup>8</sup>。大多数部分（板块）跑赢整体（基准指数），是选对板块的难度要比选对个股更小的明证。

<sup>7</sup> 《信念的愚弄》（2015 年）、《痛苦与狂喜》（摩根大通）、Bessembinder 论文（“股票是否跑赢国债”）以及 Lazzara, Craig: “[偏斜不是新事物](#)”，标普道琼斯指数，2020 年。

<sup>8</sup> 标普 500 房地产指数从 2001 年 10 月 9 日开始公布指数水平，并与同期的标普 500 指数进行比较。

图 9：标普 500 指数行业板块的累计收益



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据，但房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。同期标普 500 指数总收益率为 595.2%。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 8 中观察到成分股之间存在正偏斜，这必定有其根源；图 10 表明这源于大多数板块内更强烈的正偏斜。在每个板块中，大多数成分股在 1999 年 12 月至 2023 年 12 月期间都跑输该板块的平均水平，并且大多数成分股也跑输标普 500 指数成分股的平均水平。总体而言，所有板块平均有 74% 的个股跑输该板块的平均水平。

图 10：各板块个股收益率的平均值和中位数

标普 500 指数板块	板块总收益 (%)	个股收益率 (%)		跑输个股占比	
		中位数	平均值	板块平均水平	标普 500 指数平均水平
公用事业	449	132	325	62.9	64.5
必需消费品	584	199	332	67.2	70.1
金融	225	60	210	70.2	78.7
房地产*	496	48	150	71.4	83.3
能源	475	36	189	72.3	78.5
工业	474	126	562	73.3	67.1
医疗保健	636	99	429	76.1	72.6
标普 500 指数	411	55	356	76.4	76.4
原材料	474	45	263	78.6	84.3
非必需消费品	541	24	403	80.5	79.3
通信服务	76	17	116	81.4	88.4
信息技术	433	24	445	83.0	88.9

资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据，但标普 500 指数房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。同期标普 500 指数的平均个股收益率为 420.0%。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明。

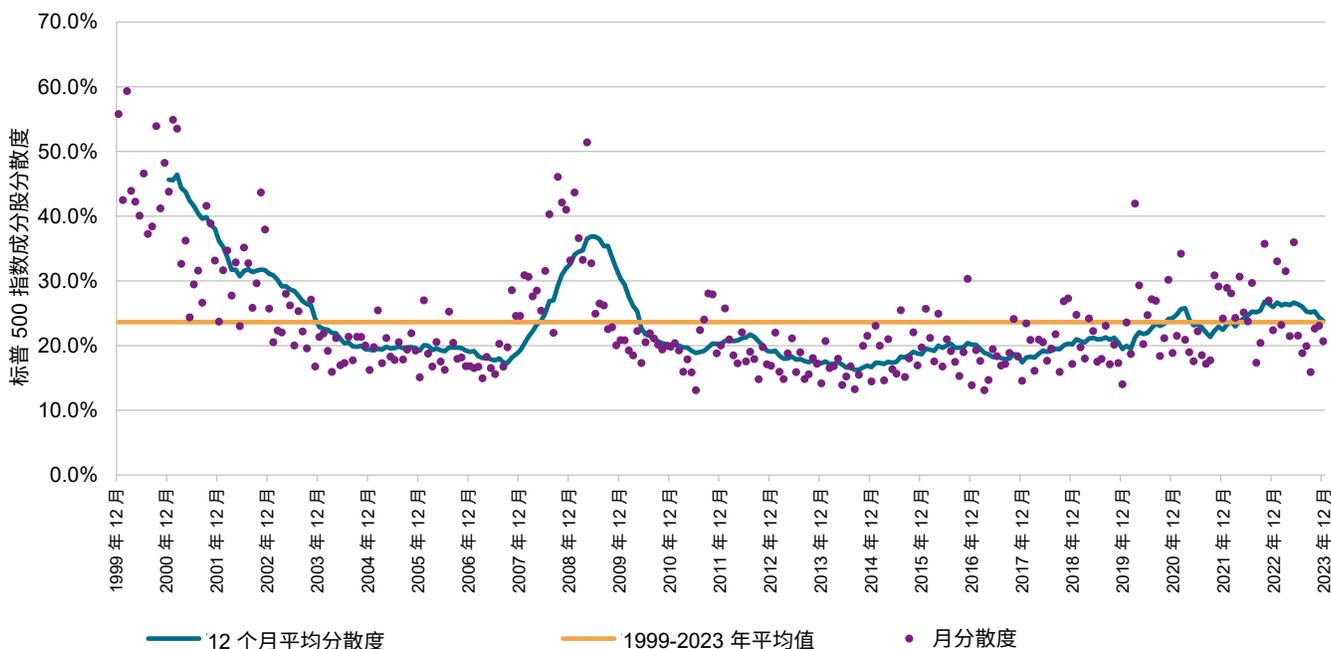
非必需消费品、通信服务和信息技术等板块的选股成绩尤其惨不忍睹：超过 80% 的个股跑输各自板块的平均水平。

寻求跑赢大市的基金管理人必须客观评估自己不断发现并重仓少数优胜个股的能力。多方证据表明，只要选对板块，并且因此获得回报，那么持有某个板块的所有股票在统计上取得成功的可能性更高，而押注少数股票的冲动可能适得其反。

## 5. 板块内的个股偏斜度和分散度

偏斜度指标有助于说明在指数成分股中选对个股的随机概率，而分散度对于主动策略的成功机会同样重要。本质上，分散度用于衡量指数成分股之间的表现差异大小。分散度越高，意味着领先成分股与落后成分股之间的差距就越大。图 11 显示成分股的分散度在逐渐变化，并且在分散度较高时，选股技巧的潜在影响会上升，这是因为赢家和输家之间的差距越大，主动选股对投资业绩的影响就越大。

图 11：标普 500 指数分散度的变化

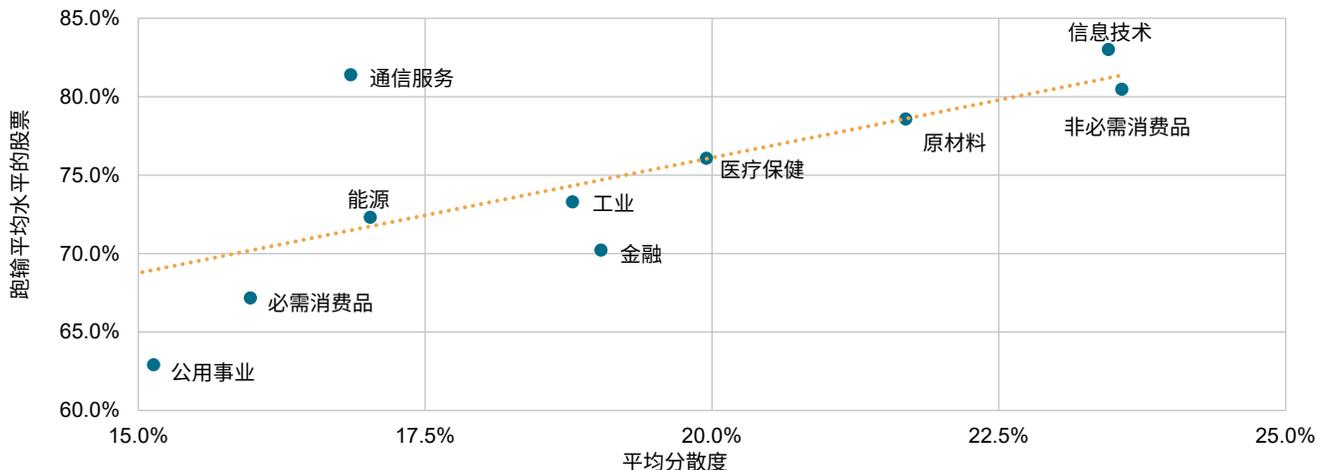


资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月至 2023 年 12 月的月度数据。分散度是指数成分股全月总收益的年化指数加权标准差。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

虽然对于善于选股的投资者而言，较高的分散度或能提供更高的潜在收益，但这未必会增加成功的概率，并且也可能证明了糟糕的选股将意味着更大的负面影响。

通过重新审视分散度并注意偏斜度，我们发现所谓跑赢指数的大道可能更多是雷区。更高的分散度并不一定意味着有更多的股票能跑赢指数。其实根据过往证据，整体上情况恰恰相反。**行业板块的分散度越高，跑输平均水平的个股数量越多**（见图 12）。换言之，当高分散度导致选对个股的前景特别诱人之时，恰恰是正偏斜导致优胜个股供给短缺之际。因此，使用指数化策略可以确保配置整个行业板块（包括表现领先的个股），不仅有利于克服市场困难，同时还可避免因追求超额收益而集中押注少数个股，从而错失良机<sup>9</sup>。

图 12：各板块的个股分散度及跑输个股占比



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

11 个 GICS 行业板块又分为许多行业指数，对股票进行更狭义的分类，其中不乏正偏斜收益的例子。图 13 列出了标普 1500 行业指数（仅限至少包含 30 个成分股的行业）的收益率平均值和中位数，以及各指数中跑输行业平均水平的个股占比。

<sup>9</sup> 尽管这个比喻很恰当，但我还是要对荷马表示歉意。有关投资组合集中度风险的讨论已汗牛充栋。示例详见

<https://www.indexologyblog.com/2023/04/10/unwisely-concentrated/>。

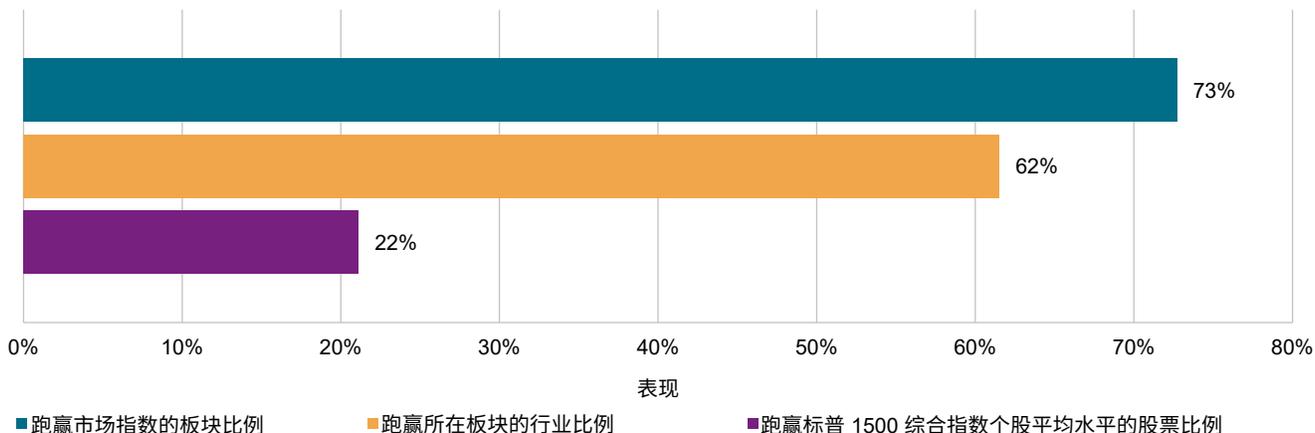
图 13：各行业个股收益率的平均值和中位数

标普 1500 指数行业	行业总收益 (%)	个股收益率 (%)		跑输个股
		中位数	平均值	行业个股平均收益 (%)
银行	283	75	129	52.9
通信设备	-15	-17	67	54.0
生物技术	812	8	759	55.1
化学制品	738	144	423	56.6
软件	764	33	534	57.1
保险	307	215	481	58.5
电力公用事业	669	262	372	59.2
食品	713	154	318	59.4
机械设备	1397	428	835	63.1
媒体	126	-6	60	63.2
专业零售	688	98	659	64.2
家庭耐用消费品	807	106	610	68.5
医疗保健提供商与服务	2164	186	663	73.8
商业服务与商业用品	626	56	422	74.3
医疗保健设备与用品	951	86	578	79.7

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。包括当前标普 1500 指数中成分股数量排名前 15 的行业，基于 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 30 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明。

与相关板块整体上跑赢对应的综合基准指数一样，超过一半 (62%) 行业跑赢对应的板块（见图 14）。投资者的持仓选择从行业板块转向个股时，将变得更加细致，但跑赢指数的机会可能大幅降低。

图 14：板块、行业和个股跑赢基准指数的比例



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期间的可用数据。基于 1999 年 12 月至今的标普 500 指数板块表现，房地产除外（视为跑输指数的板块）。个股表现基于纳入指数期间以美元计算的总收益，与标普 1500 综合指数的样本平均值进行比较。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 6. 调整后的等权重精选行业指数

预期市场环境呈正偏斜时，市场指数受少数较大异常个股的优异表现推动，这时确保参与其中就变得非常重要。如果缺乏相关信息，不知道哪些成分股最终将跑赢基准指数，则没有理由赋予某一成分股比其他成分股更高的权重。在事先不知道哪些个股将最终胜出时，也许只有等权重方法才能尽可能抓住最终优胜者。

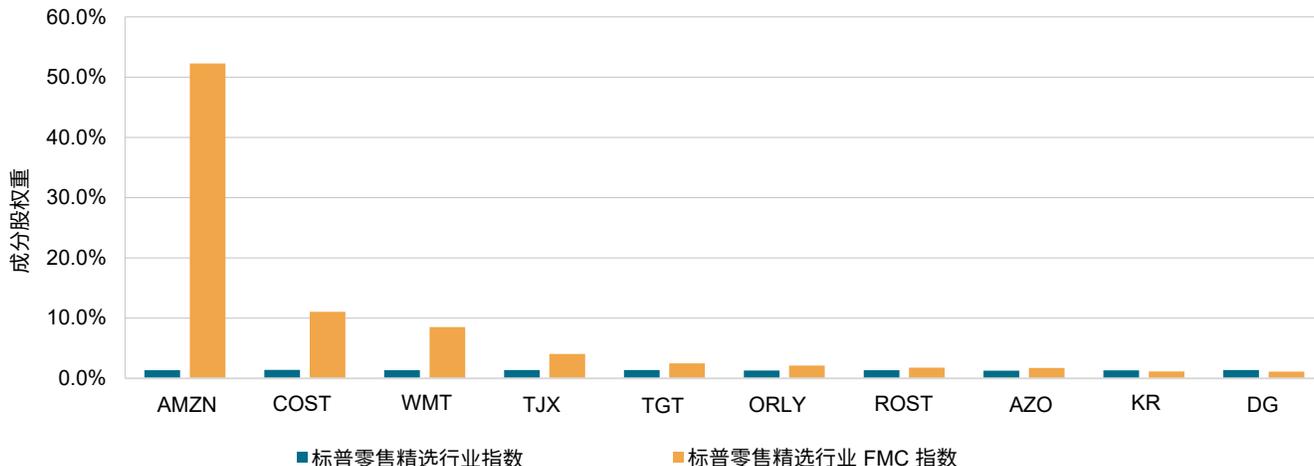
由于单个行业板块内的个股收益偏斜，加上简单市值加权方法可能引发的潜在集中度问题，进而可能导致某些投资者不时考虑使用其他加权方法，如使用等权重行业指数。

标普精选行业指数是标普道琼斯指数针对美国股票推出的行业指数系列，受到投资者的青睐。该行业指数系列<sup>10</sup>使用等权重或上限加权方法来降低个股集中度，从而减轻正偏斜的影响。

<sup>10</sup> 有关详细信息，请参阅指数[编制方法](#)。

通过比较每个指数系列的个股权重，这两种加权方法的长期影响异常鲜明。图 15 展示了市值加权型标普零售精选行业流通市值 (FMC) 指数十大成分股的权重，以及这些成分股在（更接近于等权重型）[标普零售精选行业指数中的权重](#)<sup>11</sup>。

**图 15：零售精选行业指数与 FMC 指数十大成分股的权重**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2023 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 16 说明了在连续 12 个月期间，对同一组股票采用不同加权方法对其表现的影响，结果显示等权重方法（以标普零售精选行业指数为代表）的表现优于市值加权方法（以标普零售精选行业 FMC 指数为代表）。

<sup>11</sup> 此例中选择零售业是因为该行业有一个成分股的权重超过 50%。

图 16：标普零售精选行业指数和 FMC 指数的历史 12 个月收益



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的的数据。标普零售精选行业指数于 2006 年 6 月 19 日推出。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。指数推出日期前的所有信息均为回测的假设性信息，而非实际表现，并且基于在指数推出日期生效的指数编制方法。回测表现反映了指数编制方法的应用和指数成分的选择，基于事后经验以及对可能正面影响业绩的因素的了解，但不能解释可能影响结果的所有财务风险，可能被认为反映了幸存者/展望未来的偏见。实际的收益可能与回测收益之间存在显著差异，甚至低于回测收益。这些回测数据可能是使用“反向数据假设”创建的。有关“反向数据假设”和回测的更多一般信息，请参阅本文件末尾的“表现披露”。

从历史上看，指数内部的集中度往往起伏不定，在某些时期上升，而在其他时期则回归均值。当集中度上升时，市值加权指数往往跑赢等权重指数，而当集中度下降时，情况恰好相反。总之，这两种加权方法有利于行业投资者根据自己对大盘股和小盘股的相对机会观点，选择适合的指数策略<sup>12</sup>。

为了检查偏斜而收集的数据通常表明，大多数股票的表现经常（但并非总是）跑输行业板块的平均个股收益以及指数的总收益。当正偏斜持续存在且指数表现由少数大盘股左右时，市值加权法成为反映指数表现的最直接方法。相反，大盘绩优股的回撤可能会消除正偏斜，成分股的表现分布更加分散，这时将适合等权重方法。研究表明，这两种方法的表现周期至少可以部分通过因子周期性来解释：市值加权法涵盖了大盘股和动量因子，而等权重方法固有的加权机制和定期平衡

<sup>12</sup> 在此方面，可以通过分析各个行业相比历史水平的集中度来帮助理解。参见 Ganti, Anu 和 Craig J. Lazzara, “[行业内的集中度及其对等权重的影响](#)”，标普道琼斯指数，2022 年。

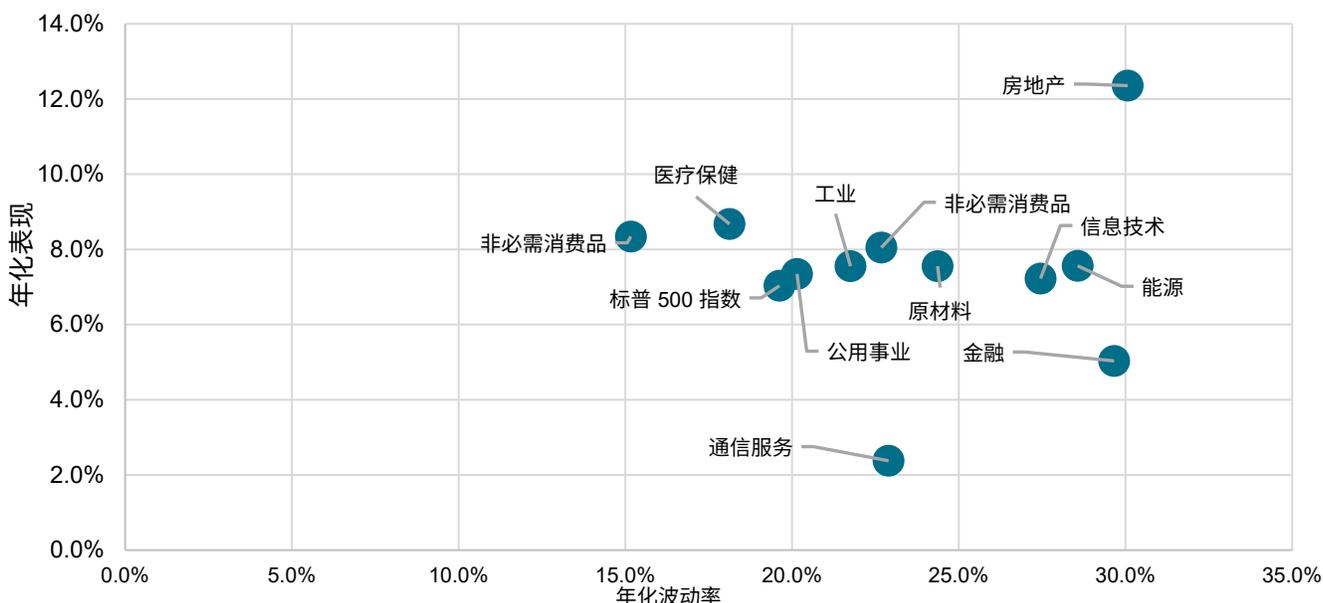
效应则会导致偏向于中小盘股和反动量倾斜<sup>13</sup>因此，有关市值加权法和等权重法的选择是一个强大且十分重要的决策。幸运的是，如前所述，等权重版和市值加权版行业板块指数和 ETF 都已十分普遍。

## 7. 行业板块关系：风险、收益和相关性

超过一半的板块收益跑赢标普 500 指数这一事实（见图 9），可能令希望跑赢市场指数的投资者出现新的乐观情绪，尤其是与选对优胜个股的难度相比之时。不同行业板块具有不同的市场敏感度、风险水平和潜在互补相关性，因此可能成为投资组合构建的有效工具，避免行业板块选择的集中。

由于各行业板块的风险收益特征大相迥异，因此演示了通过战术性调整行业板块权重实现潜在优势的原理。图 17 展示了不同行业板块在 24 年期间的不同风险收益（波动率）水平，图 18 比较了这种波动率与整体市场参与率（即贝塔值）。

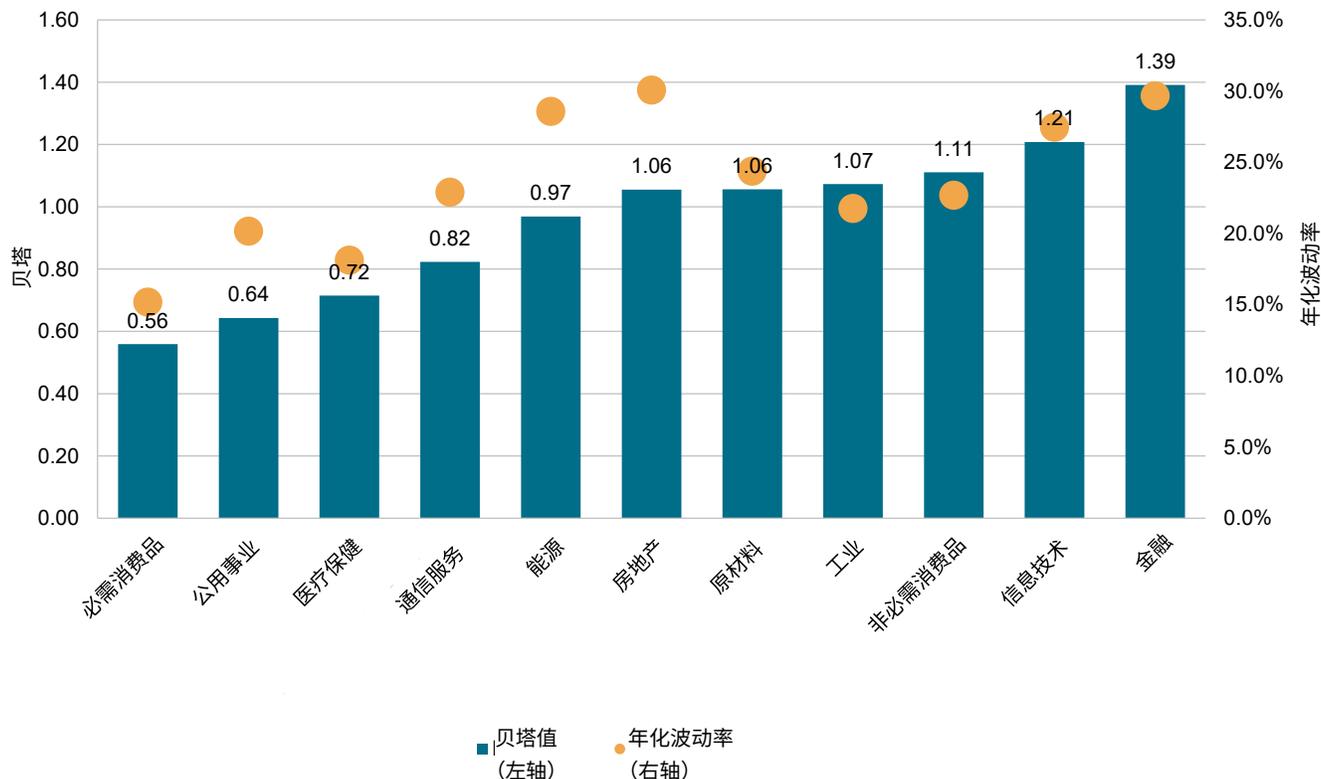
图 17：标普 500 指数行业板块的风险收益



<sup>13</sup> 参见 Edwards, Tim、Craig Lazzara、Hamish Preston 和 Oliver Pestalozzi；“[在等权重指数中跑赢](#)”，标普道琼斯指数，2018 年，第 14 页。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据基于 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期间标普 500 指数行业板块的年化风险和收益，但标普 500 指数房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日期间的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

**图 18：标普 500 指数行业板块的贝塔值排名**



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的的数据，但房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 18 显示必需消费品和公用事业等板块的波动率通常低于其他板块。因此这两个板块的表现更为平稳，在市场承压时期更具吸引力。相反，信息技术和金融等板块往往在牛市中表现更强，但其波动率通常高于其他板块。

## 行业板块之间的相关性

有行业板块跑赢大市，则必然有行业板块跑输大市。因此，标普 500 指数行业板块的相对表现差异也十分明显。图 19 和图 20 显示，根据三个月滚动比较的结果，各行业板块超额收益之间的相关性整体上相对较低。图 17 显示存在某些天然的同向和反向组合：必需消费品、公用事业和医疗保健往往同向涨跌，而信息技术和必需消费品的相对表现通常相反。

图 19：标普 500 指数行业板块的超额收益相关性

行业板块	通信服务	非必需消费品	必需消费品	能源	金融	医疗保健	工业	信息技术	原材料	房地产	公用事业
通信服务	1.00										
非必需消费品	-0.03	1.00									
必需消费品	0.07	-0.24	1.00								
能源	-0.07	-0.26	0.01	1.00							
金融	-0.26	0.02	-0.09	0.10	1.00						
医疗保健	0.00	-0.29	0.59	-0.02	-0.10	1.00					
工业	-0.24	0.03	-0.01	0.15	0.36	-0.11	1.00				
信息技术	-0.01	0.10	-0.59	-0.34	-0.39	-0.54	-0.30	1.00			
原材料	-0.22	0.08	-0.02	0.25	0.18	-0.11	0.42	-0.25	1.00		
房地产	-0.13	0.16	0.08	-0.15	0.24	-0.04	0.12	-0.21	0.09	1.00	
公用事业	0.09	-0.31	0.54	0.09	-0.14	0.40	-0.10	-0.42	-0.10	0.19	1.00

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据基于 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期间相比标普 500 指数的一个月超额收益相关性。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明。

图 20：标普精选行业的超额收益相关性

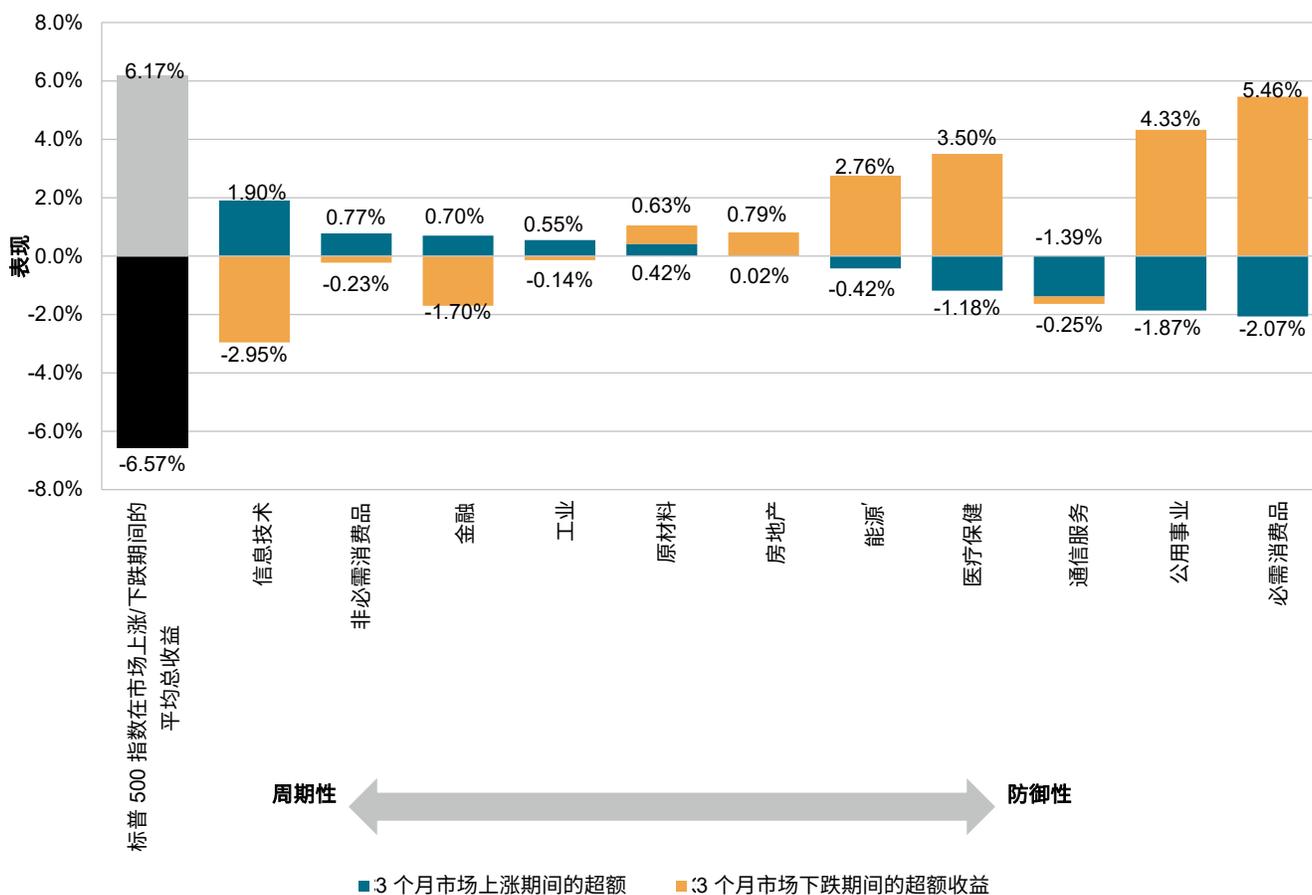
行业板块	航空航天与国防	生物技术	科技硬件	医疗保健设备	房屋建筑商	医疗保健服务	金属与采矿	石油与天然气的勘探与生产	石油天然气设备	制药	零售	半导体	电信	运输	银行	资本市场	保险	区域性银行	软件与服务	互联网
航空航天与国防	1.00																			
生物技术	-0.01	1.00																		
科技硬件	-0.04	0.40	1.00																	
医疗保健设备	0.19	0.52	0.00	1.00																
房屋建筑商	0.12	-0.03	0.12	0.03	1.00															
医疗保健服务	0.38	0.18	-0.17	0.53	0.19	1.00														
金属与采矿	0.30	-0.07	0.14	0.00	0.09	0.14	1.00													
石油与天然气的勘探与生产	0.18	-0.06	-0.01	0.01	0.03	0.10	0.49	1.00												
石油天然气设备	0.26	0.04	0.19	0.00	0.03	0.06	0.53	0.82	1.00											
制药	0.07	0.44	-0.17	0.47	-0.09	0.38	-0.14	0.04	-0.05	1.00										
零售	0.15	-0.02	0.24	0.04	0.47	0.17	0.16	0.10	0.16	-0.08	1.00									
半导体	-0.11	0.41	0.74	0.01	0.11	-0.18	0.10	-0.03	0.12	-0.15	0.16	1.00								
电信	-0.10	0.30	0.61	0.04	-0.12	-0.11	0.11	-0.06	0.14	-0.08	0.15	0.59	1.00							
运输	0.37	-0.07	0.10	-0.05	0.37	0.14	0.25	0.02	0.05	-0.06	0.33	0.03	-0.10	1.00						
银行	0.18	0.11	0.11	0.01	0.32	0.07	0.01	0.13	0.18	0.06	0.19	0.03	-0.04	0.42	1.00					
资本市场	0.18	0.18	0.37	0.06	0.33	0.14	0.22	0.12	0.18	0.01	0.27	0.26	0.25	0.35	0.51	1.00				
保险	0.25	-0.13	-0.10	-0.12	0.15	0.11	-0.02	0.01	0.12	0.00	0.00	-0.26	-0.12	0.20	0.44	0.31	1.00			
区域性银行	0.19	0.16	0.11	0.06	0.32	0.13	-0.01	0.13	0.17	0.09	0.23	0.02	-0.06	0.45	0.95	0.46	0.42	1.00		
软件与服务	0.20	0.38	0.62	0.32	0.15	0.24	0.10	0.02	0.08	0.09	0.25	0.46	0.42	0.15	0.03	0.31	-0.10	0.06	1.00	
互联网	0.14	0.34	0.50	0.30	0.18	0.24	0.16	0.12	0.15	0.11	0.41	0.41	0.36	0.16	0.04	0.25	-0.14	0.06	0.78	1.00

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据基于 1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日期间相比标普 1500 指数的一个月超额收益相关性。本表中相关指数的推出日期介于 2006 年 1 月 27 日至 2016 年 2 月 1 日之间。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。指数推出日期前的所有信息均为回测的假设性信息，而非实际表现，并且基于在指数推出日期生效的指数编制方法。回测表现反映了指数编制方法的应用和指数成分的选择，基于事后经验以及对可能正面影响业绩的因素的了解，但不能解释可能影响结果的所有财务风险，可能被认为反映了幸存者/展望未来的偏见。实际的收益可能与回测收益之间存在显著差异，甚至低于回测收益。这些回测数据可能是使用“反向数据假设”创建的。有关“反向数据假设”和回测的更多一般信息，请参阅本文件末尾的“表现披露”。

行业板块的超额收益差异明显且相关性较低，为投资者提供了跑赢指数的机会，并且有多种行业板块倾斜或轮换方法可供选择。不过我们的基本观察也发现了一些规律，某些行业板块的表现往往会在市场上涨或下跌时变好或变坏。通过了解历史上每个阶段都有哪些行业板块跑赢市场，投资者或可预测经济的走向并相应调整行业板块配置。

例如，简单的防御性/周期性二元分类也可能十分有效。根据不同行业板块的风险属性以及在上市场上涨或下跌期间的超额收益进行排序，可将各行业板块归入这两类（见图 21），从而实现合理的行业板块倾斜，在不同环境下配置可提供更佳表现的行业板块。

图 21：3 个月上涨和下跌期间内的行业板块超额收益



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的数据，但房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。标普 500 指数行业板块相比标普 500 指数的滚动 63 个交易日（三个月）超额收益。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

下一节将分析各行业板块以及行业板块组合在二十一世纪初以来的重大市场上涨和下跌行情中的表现，说明行业板块策略在驾驭更整体市场周期方面的强大力量。我们将更深入分析不同市场环境下的七个周期（见图 22）<sup>14</sup>。

**图 22：1999 年 12 月以来的主要市场周期**

市场周期	开始和结束日期	标普 500 指数总收益 (%)
2000 年互联网泡沫破灭	2000 年 9 月 1 日至 10 月 9, 2002	-47.4
暴跌后反弹	2002 年 10 月 9 日至 2007 年 10 月 9 日	120.7
全球金融危机 (GFC)	2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日	-55.3
全球金融危机后牛市	2009 年 3 月 9 日至 2020 年 2 月 19 日	528.9
新冠疫情暴跌	2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日	-33.8
新冠疫情暴跌后反弹	2020 年 3 月 23 日至 2022 年 1 月 12 日	117.3
2022 年熊市	2022 年 1 月 12 日至 2022 年 10 月 12 日	-23.4
2022-2023 年反弹	2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月 31 日	36.1

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明。

我们首先使用以下五个典型的防御性和周期性行业板块组合<sup>15</sup>。

**防御性混合组合**，由必需消费品、医疗保健、能源、公用事业和通信服务这五个贝塔值较低的行业板块组合而成，旨在利用这些行业板块通常较低的风险属性，同时分散单个行业板块的某些风险。

**等权重防御性混合组合**，同样由以上五个防御性行业板块组合而成，但每个行业板块本身均采用等权重加权方法。

**周期性混合组合**，由非必需消费品、工业、信息技术、原材料和金融这五个贝塔值较高的行业板块组合而成，这些行业板块通常会在市场上涨时表现出色。

<sup>14</sup> 开始和结束日期是根据标普 500 指数从 1999 年 12 月 31 日至 2022 年 6 月 30 日期间指数峰谷水平选择的。

<sup>15</sup> 在分析时将房地产排除在外，不仅是因为其表现通常介于其他明显更具防御性或周期性的行业板块之间，同时也因为标普 500 房地产板块是从金融行业分离出来的较新行业板块（2018 年），其指数历史不如其他行业板块久远。

**等权重周期性混合组合**，同样由以上五个周期性行业板块组合而成，但每个行业板块本身均采用等权重加权方法。

最后是简单的**等权重混合组合**，由所有标普 500 指数行业板块组合而成（2001 年增加房地产板块之前为 10 个），各行业板块均采用市值加权法。

图 23 中描述的行业板块混合组合均未针对特定投资结果进行优化，因此不具有指导性。这些混合组合有意识采用简单的设计，并未考虑任何个人投资者的目标。

### 图 23：简单行业板块混合组合的构建

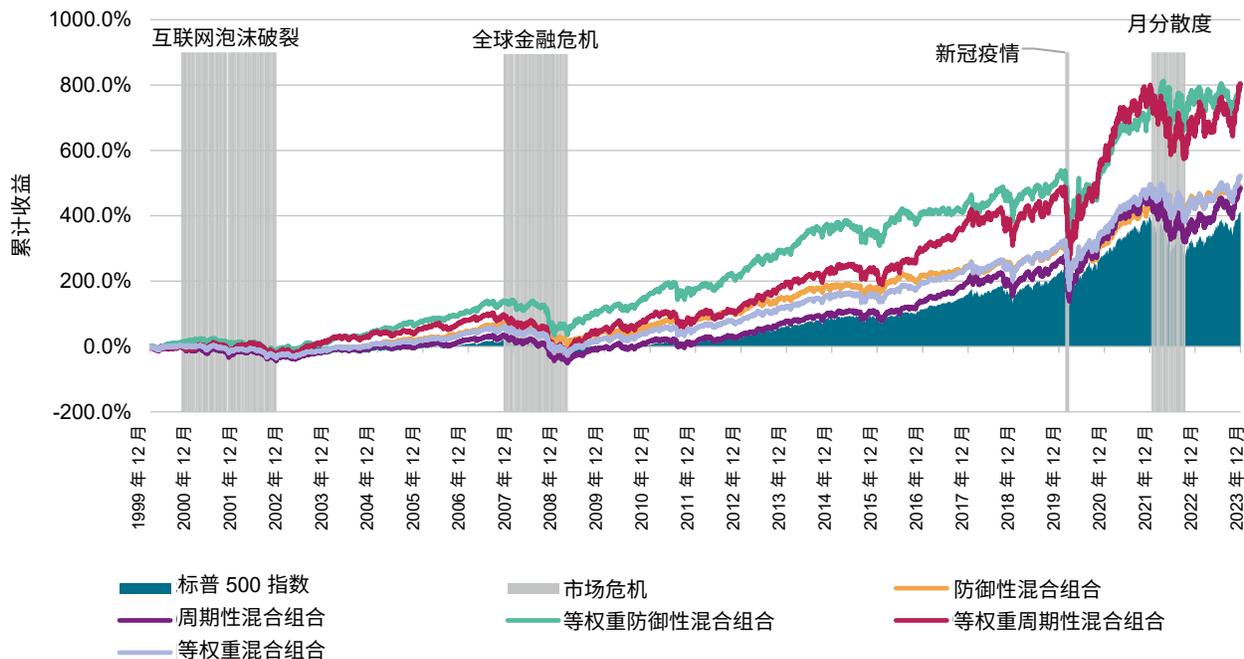
行业板块组合	描述
防御性混合组合	将五个市值加权防御性板块（公用事业、能源、必需消费品、医疗保健和通信服务）按等权重组合而成，每月定期调整。
等权重防御性混合组合	将五个等权重防御性板块（公用事业、能源、必需消费品、医疗保健和通信服务）按等权重组合而成，每月定期调整。
周期性混合组合	将五个市值加权周期性板块（信息技术、金融、原材料、非必需消费品和工业）按等权重组合而成，每月定期调整。
等权重周期性混合组合	将五个等权重周期性板块（信息技术、金融、原材料、非必需消费品和工业）按等权重组合而成，每月定期调整。
等权重混合组合	将市值加权标普 500 指数行业板块按等权重组合而成，每月定期调整*。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。\*在 2001 年 10 月开始提供房地产行业指数水平数据之前，为 10 个等权重行业板块。此后所有期间均为 11 个等权重行业板块，包括房地产。表格仅供说明。

## 全周期总结

图 8 和图 9 展示了二十一世纪不同危机和反弹期间的行业板块累计表现，图 24-25 展示了如何通过简单而直观的组合利用行业周期性，从而获得不同的结果。

图 24：不同行业板块组合的累计表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的日期。标普 500 等权重行业指数于 2006 年 6 月 20 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。与回测表现的更多信息，请参阅本报告末尾的表现披露链接。

图 25：行业板块与混合组合的期间表现和累计表现

类别	标普 500 指数板块	互联网泡沫破裂暴跌 (%)	互联网泡沫破裂暴跌后反弹 (%)	全球金融危机 (%)	全球金融危机后反弹 (%)	2020 年新冠疫情暴跌 (%)	暴跌后反弹 (%)	2022 年熊市 (%)	2022-2023 年反弹 (%)	2000 年 1 月至 2023 年 12 月 累计收益* (%)	2000 年 1 月至 2023 年 12 月年化波动率* (%)
<b>总收益</b>	<b>标普 500 指数</b>	<b>-47.40</b>	<b>120.70</b>	<b>-55.30</b>	<b>528.90</b>	<b>-33.80</b>	<b>117.30</b>	<b>-23.40</b>	<b>36.10</b>	<b>410.90</b>	<b>19.60</b>
行业板块 超额收益	能源	23.30	157.10	9.90	-451.30	-22.10	74.70	55.00	-27.40	475.30	28.60
	公用事业	-9.80	106.80	12.40	-151.70	-1.80	-52.80	13.80	-28.60	448.50	20.10
	原材料	37.10	73.80	-2.80	-188.30	-2.30	25.70	0.60	-7.70	474.50	24.40
	金融	16.30	-2.40	-26.40	124.40	-9.10	26.60	-2.40	-8.50	225.00	29.70
	信息技术	-32.90	31.50	3.00	423.40	2.60	26.10	-7.20	32.20	433.50	27.50
	非必需消费品	13.80	-32.70	-1.50	355.30	2.10	7.50	-7.00	-5.20	541.10	22.70
	必需消费品	61.40	-64.00	26.60	-173.80	9.80	-49.40	13.10	-24.30	584.20	15.20
	医疗保健	27.60	-67.90	17.30	-40.80	5.90	-29.00	13.80	-21.80	636.40	18.10
	工业	7.20	27.80	-8.40	51.50	-7.90	7.10	4.20	1.50	474.10	21.80
	通信服务	-17.80	38.20	7.60	-264.20	5.20	-22.00	-15.20	18.20	75.70	22.90
房地产*	-	80.60	-17.80	205.80	-3.90	-13.50	-5.60	-12.60	496.40	30.10	
<b>总收益</b>	<b>标普 500 指数</b>	<b>-47.40</b>	<b>120.70</b>	<b>-55.30</b>	<b>528.90</b>	<b>-33.80</b>	<b>117.30</b>	<b>-23.40</b>	<b>36.10</b>	<b>410.90</b>	<b>19.60</b>
混合组合 超额收益	防御性混合组合	12.90	23.50	15.20	-225.40	-0.90	-16.50	14.60	-17.00	489.70	16.70
	周期性混合组合	3.90	20.30	-8.50	137.70	-2.90	19.90	-2.30	2.70	482.80	22.40
	等权重防御性混	16.50	87.20	11.70	-157.10	-3.60	-6.00	15.20	-20.90	793.60	17.90
	等权重周期性混	14.50	69.80	-9.50	209.30	-7.10	39.50	-0.20	-3.50	801.20	23.40
	等权重混合组合	9.60	29.00	0.20	-39.00	-2.10	0.00	4.80	-7.70	520.20	19.10

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日的累计数据，但房地产板块为 2001 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日的累计数据。2000 年 9 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日的期间数据。标普 500 等权重行业指数于 2006 年 6 月 20 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明，反映假设的历史表现。与回测表现的更多信息，请参阅本报告末尾的表现披露链接。

通过观察各行业板块和假设性混合组合的累计表现，可以得出以下几点。在 2000 年到 2023 年的整个危机和反弹过程中：

- 共出现八次危机和反弹，11 个板块中平均有 6 个行业板块跑赢大市。
- 11 个行业板块中有 8 个行业板块的累计表现跑赢标普 500 指数。
- 所有五个行业板块混合组合的累计表现都跑赢大市。
- 行业板块混合组合的表现波动率小于单独的行业板块，凸显在投资组合中混合配置行业板块具有良好的多元化优势。
- 从 2000 年 9 月到 2023 年 12 月的八个周期中，防御性行业板块平均 75% 的时间在市场下跌时跑赢大市，而周期性行业板块平均 70% 的时间在市场上涨时跑赢大市。

## 8. 结论

行业板块经久不衰，具有多方面的优点，例如能够精准配置敞口、相互之间的相关性低、能够用于表达对市场和经济状况的主动观点等，因此一直是深受投资者青睐的工具。

借助 GICS（全球行业分类标准）可以方便地创建各种新指数，进而促进投资产品以及基于行业板块的投资策略创新。对于全球投资者来说，标普 500 指数行业板块仍然是强大且有效的工具，有助于从战略上调整本土偏向、执行战术倾斜以及利用多元化优势，通过简单的行业板块混合组合跑赢大多数个股和宽基指数。

从长期来看，领先行业板块的变化并不是随机的，而是具有与不同市场体制相一致的明确规律。把握这些规律和关系一直是数十年来行业板块投资的基石，形成了持久有效的投资框架。

如同时间长河中的物种演变一样，成千上万的股票来来去去，适者生存并繁荣发展，不适者灭绝消亡。个股的发展轨迹可能无法预测，唯行业板块能够保持长青，因为它们可以带来秩序，可完善决策，提高全球投资者对股票生态系统的认识 and 了解。

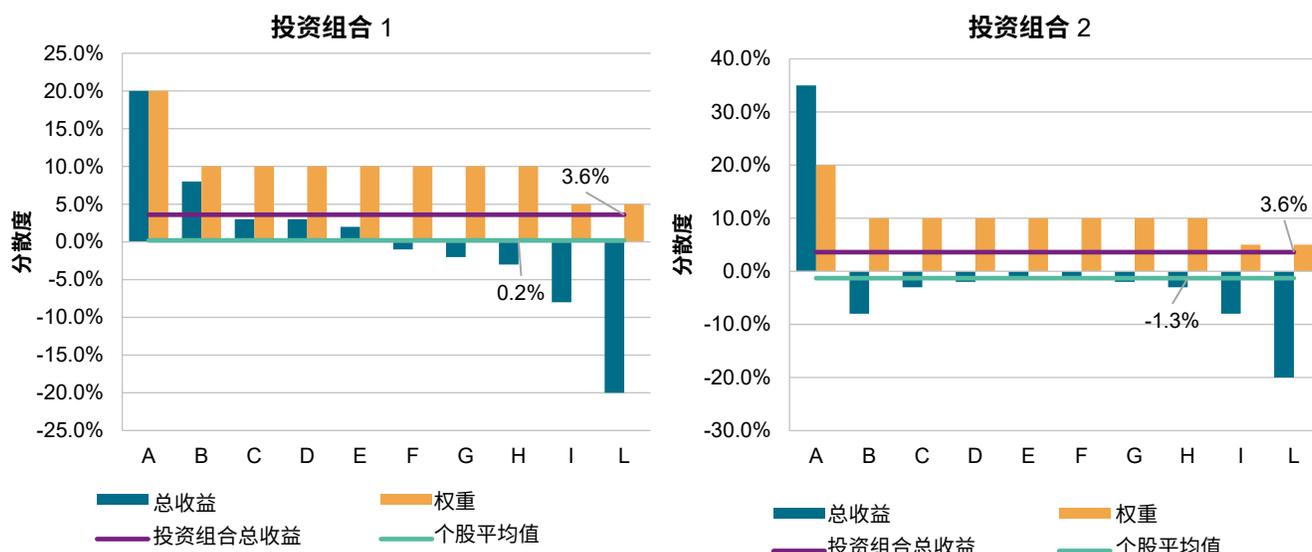
# 9. 附录

## 附录 A——分散度和偏斜度演示

图 26 通过以下简单的演示说明了为何分散度较高的投资组合实际上带来的选股成功机会更少。

假设有两个包含 10 只股票的投资组合，分别命名为投资组合 1 和投资组合 2，其权重和个股总收益如下：

**图 26：两个演示投资组合的分散度**



这两个投资组合均为假设性投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。图表仅供说明。

这两个投资组合的总收益率相同，均为 3.6%。两者的区别在于，投资组合 2 中股票 A 的收益更高，而股票 B、C、D 和 E 的收益为负。

图 27 中的结果说明，投资组合 2 的分散度（16%）高于投资组合 1（10%）。那么是否可以说由于分散度更高，投资组合 2 最适合选股策略发挥用武之地？但收益的正偏斜说明并非如此。投资组合 1 的平均个股收益为 0.20%，50% 的股票跑赢这一水平；投资组合 2 的平均个股收益为 -1.4%，但仅 10% 的股票高于该水平。除非有能力从投资组合 2 中选中唯一的赢家，否则投资者在进入高分散度水域时应尤其谨慎，以免成为水下猎手的猎物。

图 27：示意性投资组合比较

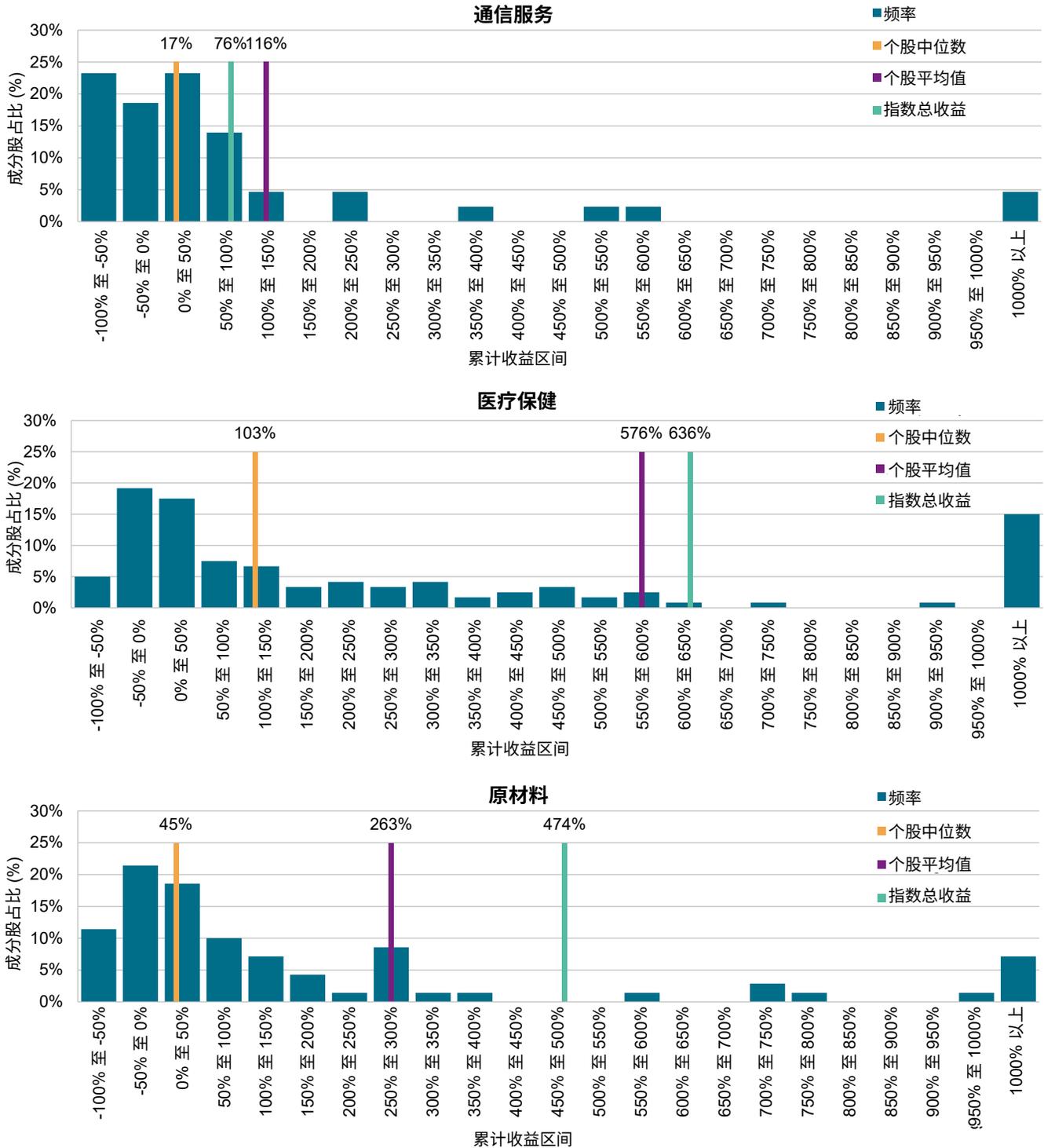
股票	投资组合 1		投资组合 2	
	总收益 (%)	权重 (%)	总收益 (%)	权重 (%)
A	20.0	20.0	35.0	20.0
B	8.0	10.0	-8.0	10.0
C	3.0	10.0	-3.0	10.0
D	3.0	10.0	-2.0	10.0
E	2.0	10.0	-1.0	10.0
F	-1.0	10.0	-1.0	10.0
G	-2.0	10.0	-2.0	10.0
H	-3.0	10.0	-3.0	10.0
I	-8.0	5.0	-8.0	5.0
J	-20.0	5.0	-20.0	5.0
总收益		3.6		3.6
个股平均值		0.2		-1.3
分散度		10.0		16.3
高于平均值的个股占比		50.0		10.0

所有的投资组合均为假设性的投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。表格仅供说明。

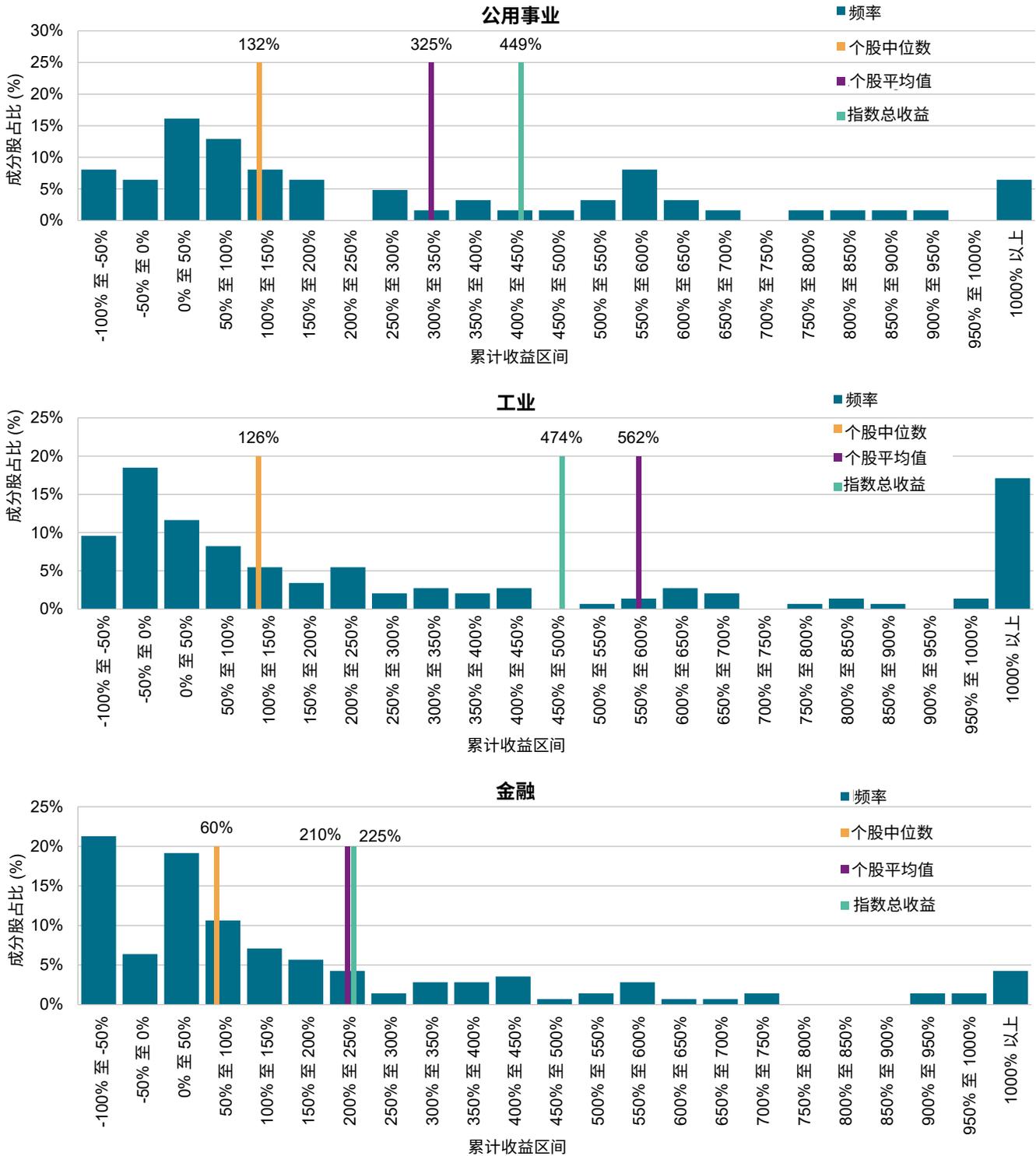
## 附录 B：标普 500 指数行业板块成分股之间的偏斜度

图 28：各行业板块的表现偏斜度



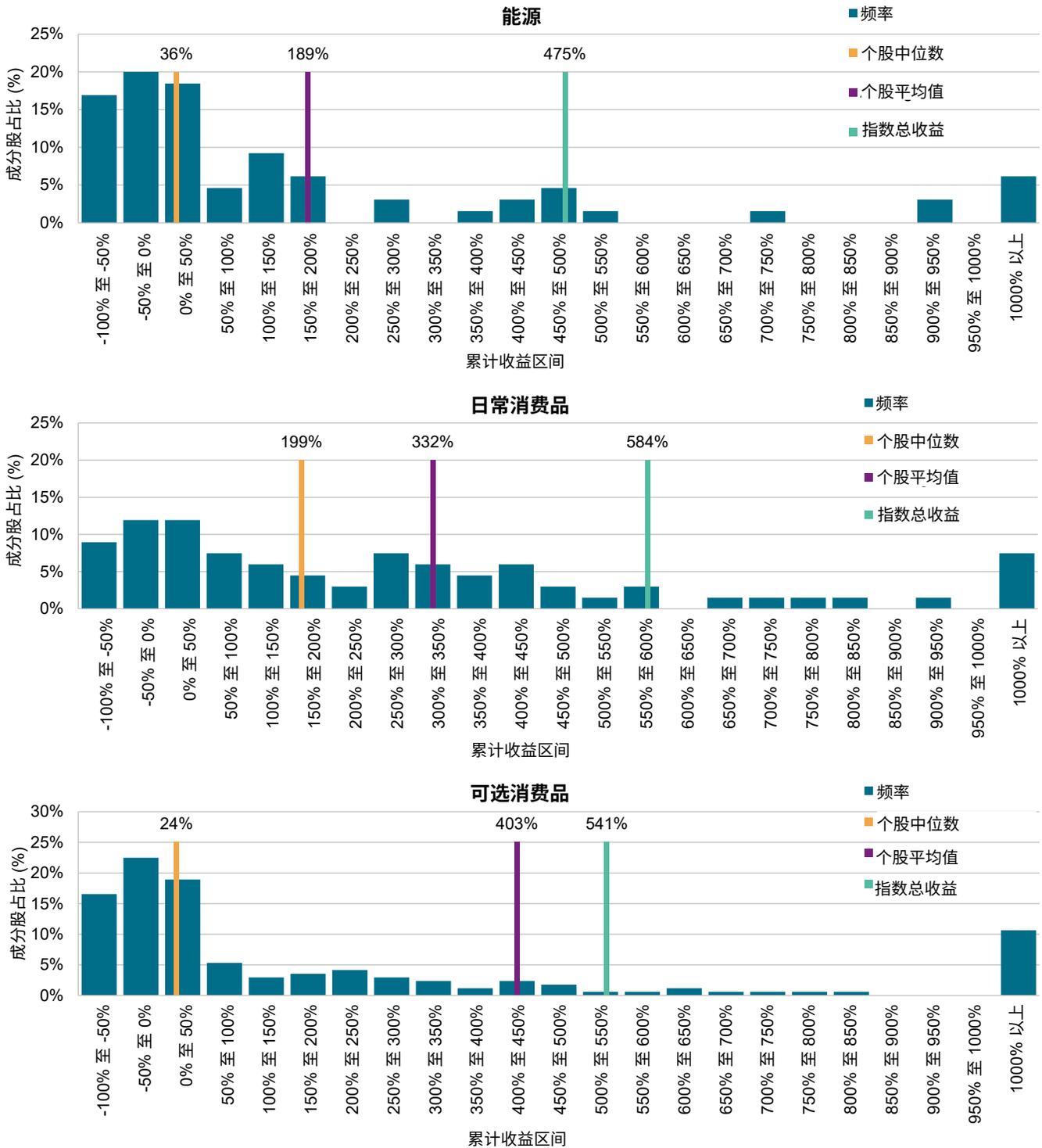
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 28：各行业板块的表现偏斜度（续）



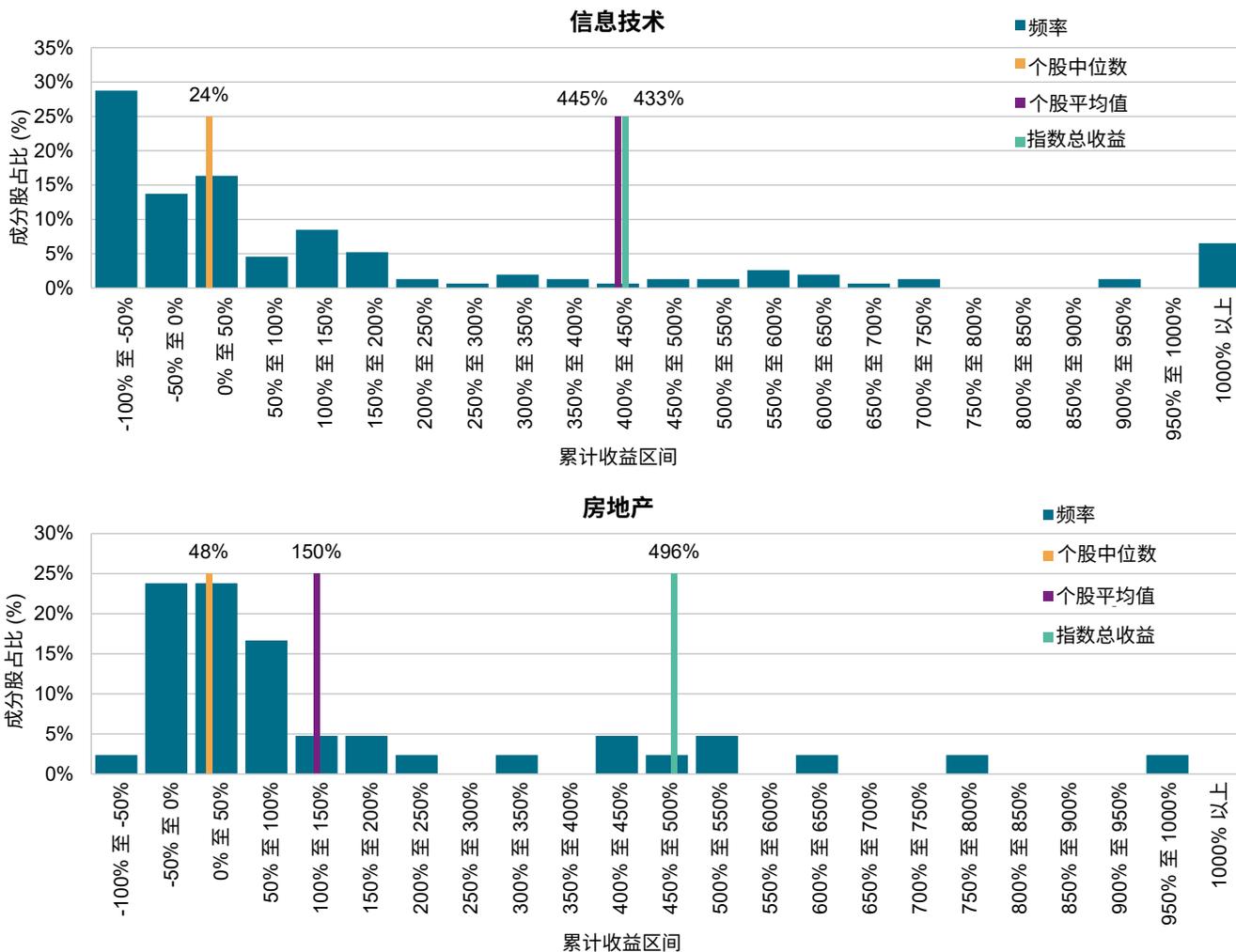
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999年12月31日到2023年12月31日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 28：各行业板块的表现偏斜度（续）



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999年12月31日到2023年12月31日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 28：各行业板块的表现偏斜度（续）



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。1999 年 12 月 31 日到 2023 年 12 月 31 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 附录 C：危机与反弹案例研究

利用各行业板块以及行业板块混合组合的每日指数水平，可以更深入地分析自 1999 年 12 月以来四次重大危机和三次反弹时期的相应表现。

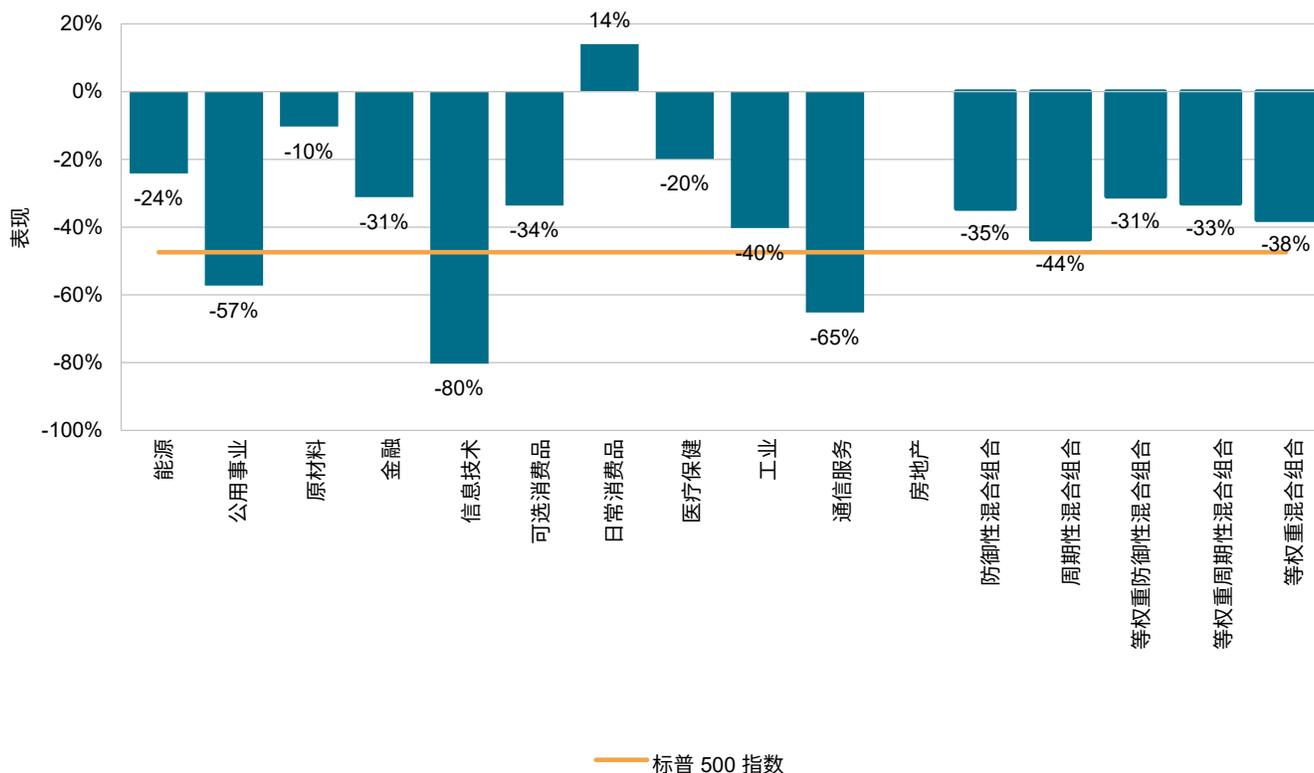
### 穿越荒野：二十年的危机与反弹

#### 2000 年互联网泡沫破灭

标普 500 指数在 2000 年 9 月 1 日见顶，并在随后的 25 个月内重挫 47%，主要是因为信息技术板块同期断崖式暴跌 80%，同时又在该基准指数中占据最高的权重。

图 29 详细说明了同期 10 个行业板块中 9 个行业板块的下跌程度，仅日常消费品板块仍保持正增长，录得 14% 的收益。不过从相对（超额收益）角度看，这 10 个行业板块中有 7 个跑赢了标普 500 指数。五个行业板块混合组合也都跑赢标普 500 指数，其中同等权重防御性混合组合以 24% 的超额收益遥遥领先。

图 29：互联网泡沫破裂期间行业板块与混合组合的表现



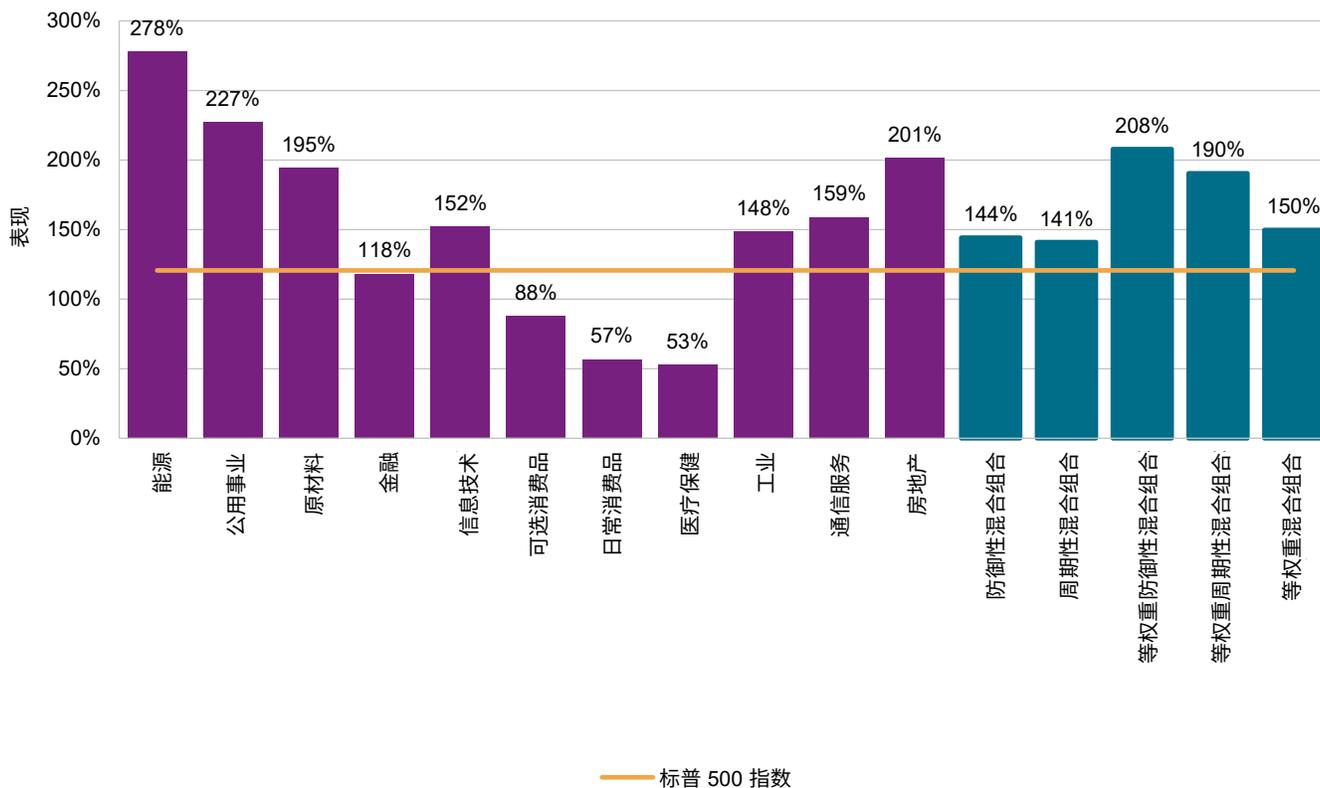
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日的数据。由于分析日期早于指数推出日期，因此不包括房地产板块的数据。标普 500 等权重行业指数于 2006 年 6 月 20 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。与回测表现的更多信息，请参阅本文件末尾的表现披露链接。

## 暴跌后反弹

2002 年 10 月 9 日标普 500 指数跌至最低点后，市场开始长达五年的反弹，整个期间的收益达 121%。10 个标普 500 行业板块中有 6 个跑赢标普 500 指数，而 2001 年推出的房地产板块成为第七个跑赢大市的板块<sup>16</sup>。能源和公用事业板块表现最佳，分别跑赢标普 500 指数 157% 和 107%，凸显了如何满足适当条件，典型防御性或周期性板块在经济周期的相反阶段风生水起的潜力（见图 30）。所有五种板块混合组合在反弹期间均表现优异，并产生超额收益，其中等权重防御性混合组合跑赢标普 500 指数 87%。

<sup>16</sup> 尽管房地产在 2018 年成为第 11 个 GICS 行业板块，不过本次分析时使用了从 2001 年 10 月开始的最早可用指数水平数据。

图 30：危机后反弹期间各行业板块和混合组合的表现

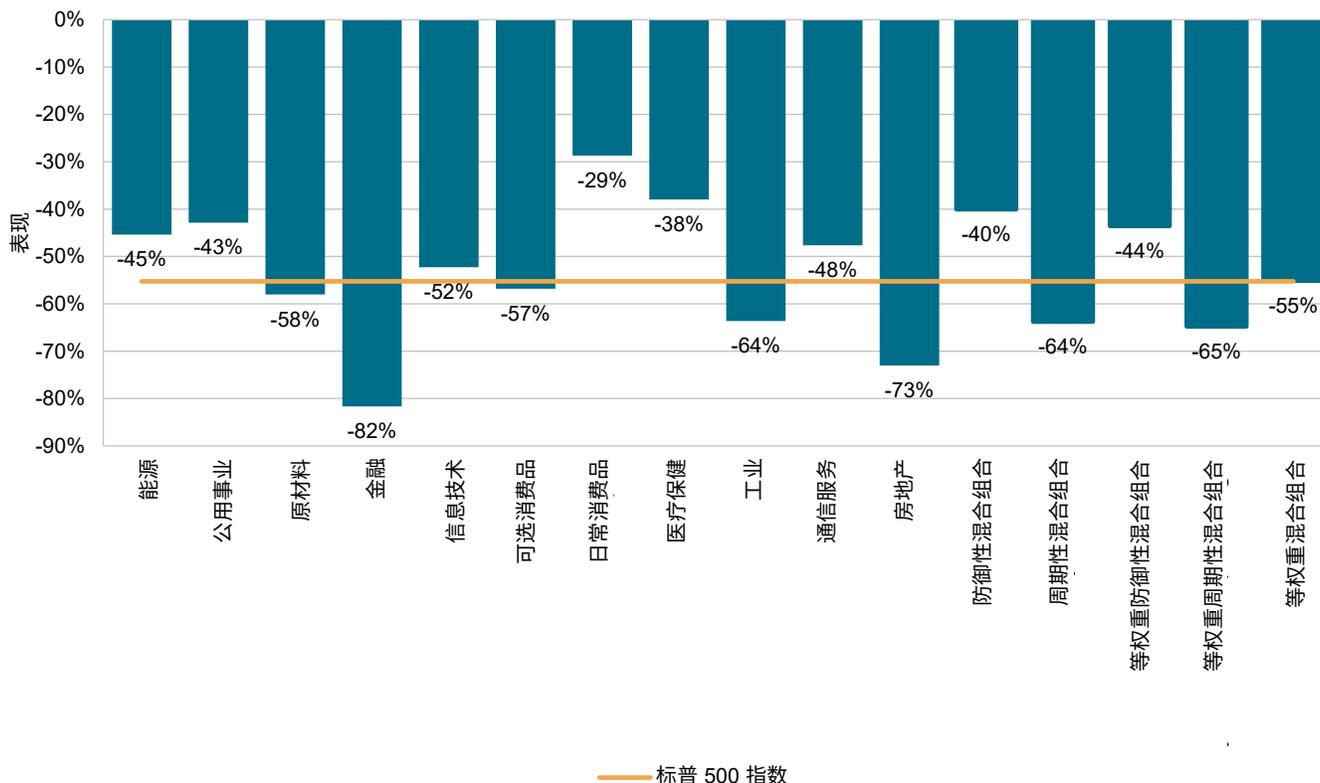


资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2002 年 10 月 9 日至 2007 年 10 月 9 日的数据。标普 500 等权重行业指数于 2006 年 6 月 20 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。与回测表现的更多信息，请参阅本文件末尾的表现披露链接。

## 全球金融危机

尽管 2007 年中期已经出现一些预警信号，但标普 500 指数直到当年 10 月才见顶，并在全球金融危机 (GFC) 期间下跌。在接近两年的下跌行情中，标普 500 指数重挫 55%，而由于大中小型银行和其他金融机构都遭受灾难性的损失，金融板块在此基础上进一步下挫 26%。在全球金融危机期间，五个防御性板块均跑赢大市，信息技术板块是五个周期性板块中唯一跑赢大市的板块（见图 31）。在五个行业板块混合组合中，由于对金融板块的配置较高，周期性混合组合和等权重周期性混合组合均跑输大市。

图 31：全球金融危机期间各行业板块和混合组合的表现



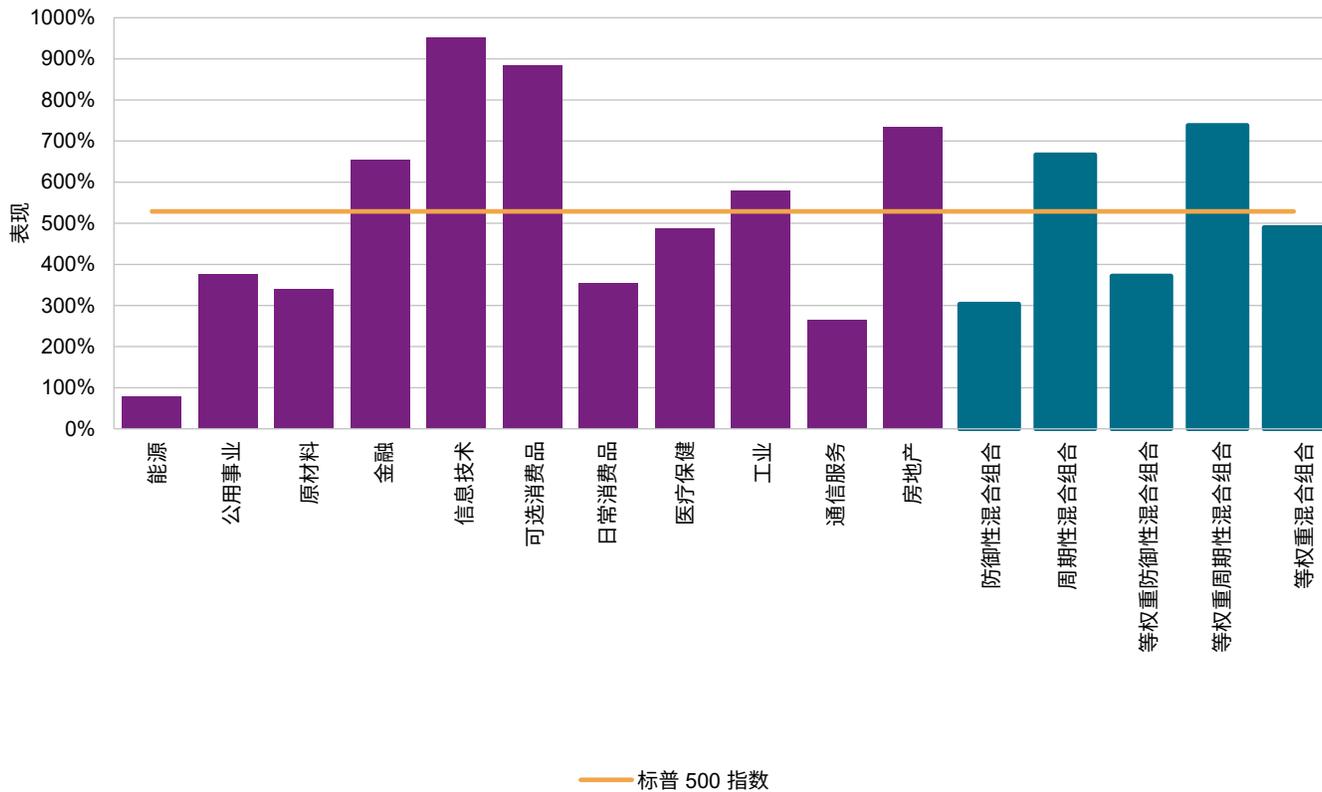
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2007 年 10 月 9 日至 2009 年 3 月 9 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 全球金融危机后牛市

尽管标普 500 指数从 2009 年 3 月开始反弹，并在接下来的 11 年里录得 529% 的收益，但全球金融危机的后遗症以及同时引发的经济衰退对某些行业板块造成沉重打击，影响超过其他行业板块。尤其是由于石油和天然气价格暴跌，加上信贷紧缩，能源公司收入骤减，能源板块跑输标普 500 指数 450% 以上。所有其他四个传统防御性板块也同样跑输标普 500 指数。不过周期性板块中仅原材料跑输，而信息技术板块以 124% 的超额收益领先于其他跑赢大市的板块（见图 32）。

信息技术的优异表现主要集中在反弹的后五年，带动周期性混合组合和等权重周期性混合组合取得出色表现，而由于对大型信息技术公司的配置较低，另外三个混合组合跑输标普 500 指数。

图 32：全球金融危机后反弹期间各行业板块和混合组合的表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2009 年 3 月 9 日至 2020 年 2 月 19 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

### 2020 年新冠疫情暴跌

经过近 11 年的上涨行情之后，一场全球疫情的爆发引发了近百年来最严重的暴跌之一。相比 2020 年 2 月 19 日的高点，标普 500 指数在短短 23 个交易日内暴跌 34%。投资者夺路而逃，所有行业板块都未能幸免，整个市场的相关性猛然飙升。由于正常的经济活动戛然而止，严重改变了对燃料和能源的需求，能源板块表现最差，相比基准指数进一步下探 22%。而由于虚拟连接在日常生活中的重要性提升，信息技术板块轻微跑赢大市，日常消费品和医疗保健板块也表现不俗（见图 33）。所有五个行业板块混合组合均跑输大市，落后 1% 到 7% 不等。

图 33：2020 年新冠疫情暴跌期间各行业板块和混合组合的表现



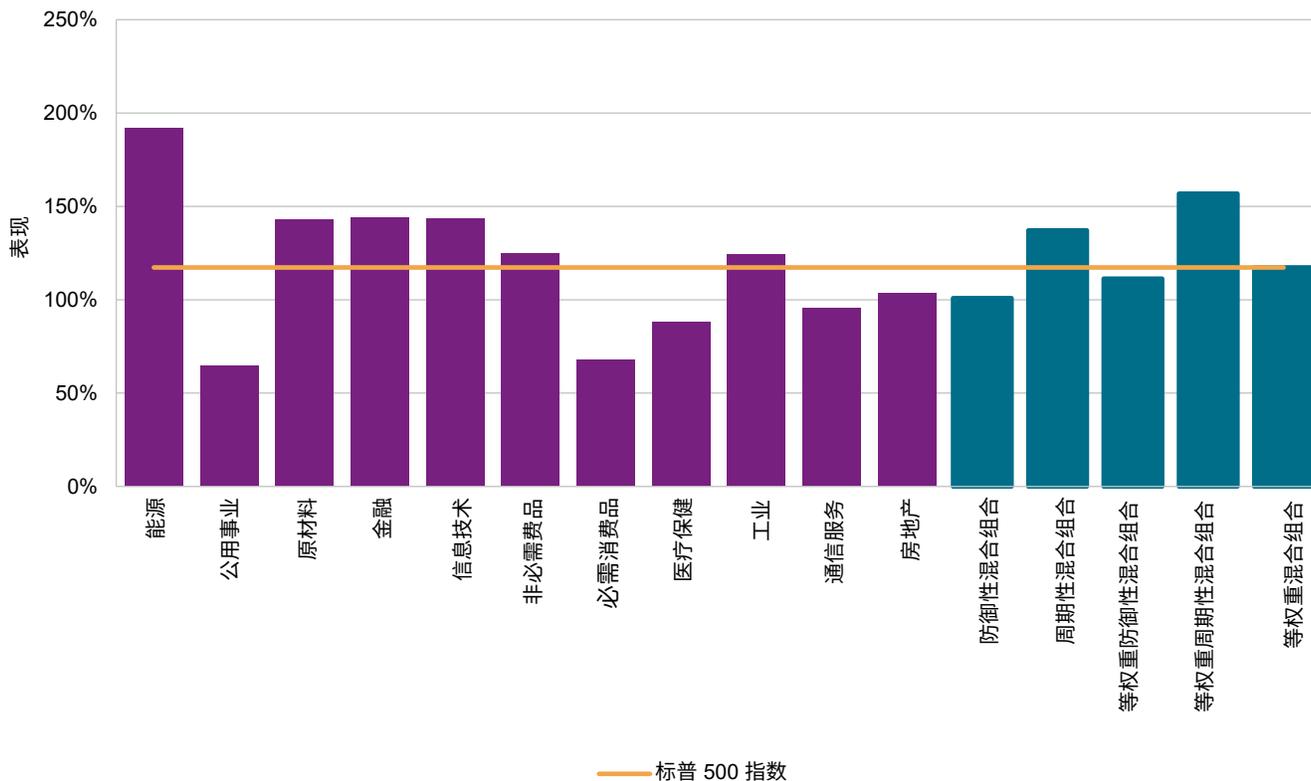
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 23 日的的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 新冠疫情反弹行情

尽管恢复“正常”的时间表尚不明确，但市场在 2020 年 3 月 23 日见底并启动两阶段的反弹行情。最初，由于居家生活方式的影响加上投资者渴求能够实现盈利增长的公司，信息技术板块继续引领触底反弹。同样，由于运输和制造业需求大幅放缓，能源板块表现落后。不过 2020 年底有关病毒防治成功的消息发布，恢复正常生活的希望点燃了“重新开放”行情。能源股迅速飙升，很快成为自 2020 年 3 月触底以来表现最好的板块，截至 2022 年 1 月 12 日，该板块跑赢标普 500 指数 77%（见图 34）。

等权重周期性混合组合在反弹期间表现最佳，跑赢标普 500 指数 40%，而周期性混合组合也同样跑赢。防御性混合组合跑输大市，等权重混合组合与大市持平。

图 34：新冠疫情反弹期间各行业板块和混合组合的表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2020 年 3 月 23 日至 2022 年 1 月 12 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 2022 年熊市

图 35 分析并展示了从 2022 年 1 月开始的熊市。从 2022 年 1 月 12 日的高点到 2022 年 10 月 12 日的低点，标普 500 指数下跌了 23%。尽管信息技术板块此前引领反弹行情，但作为标普 500 指数中权重最高的板块，它下跌了 31%，在所有行业板块中跌幅第二。能源板块在 11 个标普 500 行业板块中唯一录得正收益，上涨 32% 并跑赢标普 500 指数 55%。防御性混合组合和等权重防御性混合组合均跑赢标普 500 指数 15%，等权重混合组合跑赢标普 500 指数 5%。

图 35：2022 年熊市期间各行业板块和混合组合的表现

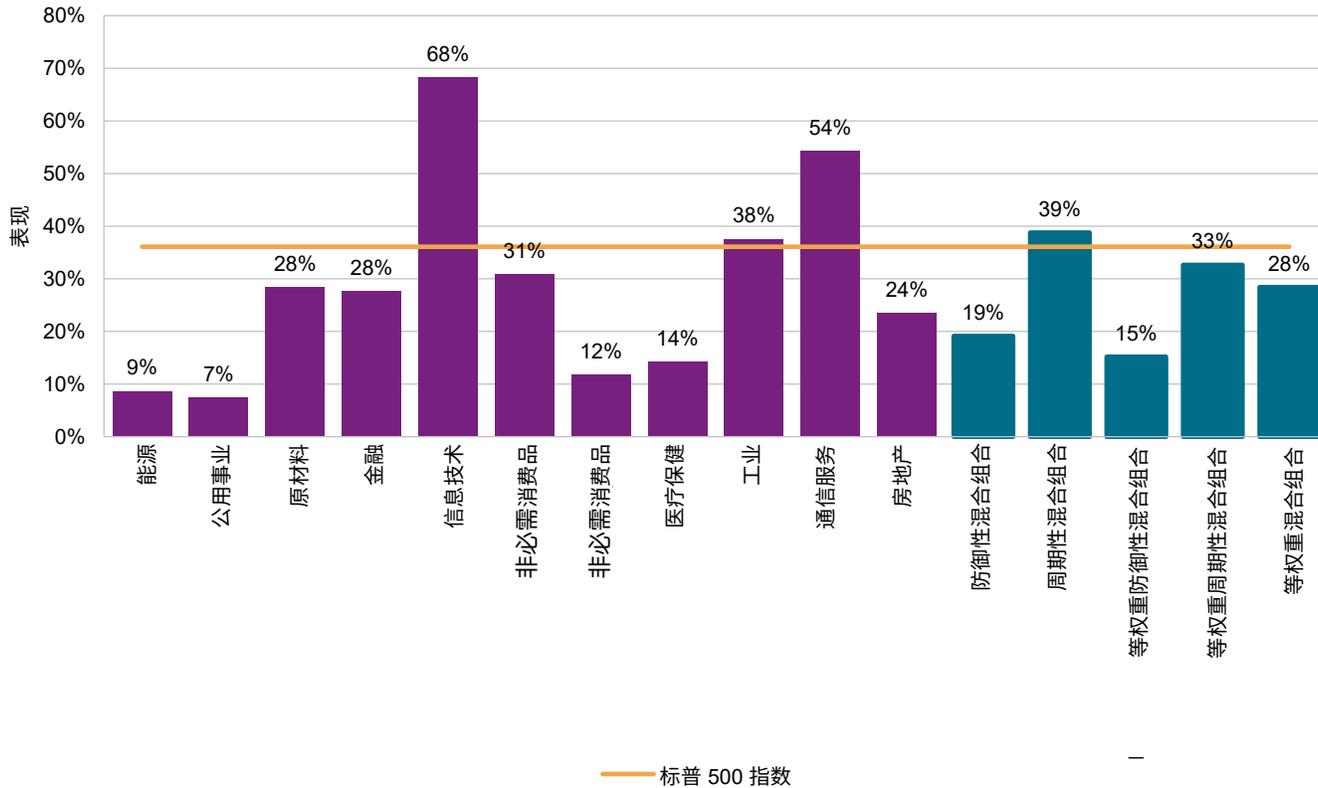


资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2022 年 1 月 12 日至 2022 年 10 月 12 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 2022—2023 年反弹

图 36 分析并展示了从 2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月的市场反弹，同期标普 500 指数上涨超过 50%。信息技术和通信服务板块表现领先，一改之前下跌行情期间的低迷表现。事实上，这两个板块的超强主导地位，加上在标普 500 指数中的较大权重，意味着大多数其他行业板块和混合组合都表现落后。其他板块中仅工业跑赢大市，混合组合中仅周期性混合组合跑赢大市，两者分别跑赢标普 500 指数 1.5% 和 2.7%。

图 36：2022-2023 反弹期间各行业板块和混合组合的表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2022 年 10 月 12 日至 2023 年 12 月 31 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

## 附录 D：行业板块与主题期货和 ETF

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF

名称	指数
Amundi PEA S&P US Consumer Staples ESG UCITS ETF	S&P 500 Plus Sustainability Enhanced Consumer Staples Index (USD) NTR
Amundi S&P Global Industrials ESG UCITS ETF -DR- EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Industrials Index - Benchmark TR Net
Amundi S&P Global Information Technology ESG UCITS ETF -DR- EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Information Technology Index - EUR - Benchmark TR Net
Amundi S&P Global Materials ESG UCITS ETF EUR	S&P Developed Ex-Korea LargeMidCap Sustainability Enhanced Industrials Index - Benchmark TR Net
BetaPro S&P/TSX Capped Energy -2x Daily Bear ETF	S&P/TSX Capped / Energy
BetaPro S&P/TSX Capped Energy 2x Daily Bull ETF	S&P/TSX Capped / Energy
BetaPro S&P/TSX Capped Financials -2x Daily Bear ETF	S&P/TSX Capped / Financial
BetaPro S&P/TSX Capped Financials 2x Daily Bull ETF	S&P/TSX Capped / Financial
BMO Junior Gold Index ETF	Dow Jones North America Select Junior Gold Index - CAD
Capital Dow Jones U.S. Real Estate Index ETF	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
Comm.Services Select Sector SPDR Fund	S&P Communication Services Select Sector Index
Cons.Discretionary Select Sector SPDR Fund	Consumer Discretionary Select Sector
Cons.Staples Select Sector SPDR Fund	Consumer Staples Select Sector
Credit Suisse S&P MLP Index ETN	S&P MLP
Direxion Daily Aerospace & Defense Bull 3X Shares	DJ US Select / Aerospace & Defense
Direxion Daily Cons.Discretionary Bull 3x Shares	Consumer Discretionary Select Sector
Direxion Daily Energy Bear 2X Shares	Energy Select Sector
Direxion Daily Energy Bull 2x Shares	Energy Select Sector
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	Financial Select Sector
Direxion Daily Financial Bull 3x Shares	Financial Select Sector
Direxion Daily Healthcare Bull 3x Shares	Health Care Select Sector
Direxion Daily Industrials Bull 3X Shares	S&P Industrial Select Sector
Direxion Daily Metal Miners Bull 2X Shares	S&P TMI
Direxion Daily Pharmaceutical & Medical Bull 3X Shares	S&P Pharmaceuticals Select Industry
Direxion Daily Real Estate Bear 3X Shares	S&P Real Estate Select Sector
Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares	S&P Real Estate Select Sector

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
Direxion Daily Regional Banks Bull 3X Shares	S&P Regional Banks Select Industry
Direxion Daily S&P Biotech Bear 3X Shares	S&P Biotechnology Select Industry
Direxion Daily S&P Biotech Bull 3X Shares	S&P Biotechnology Select Industry
Direxion Daily S&P Oil & Gas Exp.& Prod.Bear 2X Shares	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
Direxion Daily S&P Oil & Gas Exp.& Prod.Bull 2X Shares	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
Direxion Daily Software Bull 2X Shares	S&P North American Expanded Technology Software Index
Direxion Daily Technology Bear 3X Shares	Technology Select Sector
Direxion Daily Technology Bull 3x Shares	Technology Select Sector
Direxion Daily Transportation Bull 3X Shares	S&P Transportation Select Industry FMC Capped Index - Benchmark TR Net
Direxion Daily Utilities Bull 3X Shares	Utilities Select Sector
Energy Select Sector SPDR Fund	Energy Select Sector
Financial Select Sector SPDR Fund	Financial Select Sector
First Trust S&P REIT Index Fund	S&P United States REIT
Fullgoal S and P Oil and Gas Exploration and Production Select Industry ETF QDII	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry Total Return Index
Global X S&P Biotech ETF	S&P Biotechnology Select Industry
Health Care Select Sector SPDR Fund	Health Care Select Sector
Horizons S&P/TSX Capped Energy Index ETF	S&P/TSX Capped / Energy
Horizons S&P/TSX Capped Financials Index ETF	S&P/TSX Capped / Financial
HSBC S&P INDIA TECH UCITS ETF	S&P India Tech Index (EUR) NTR
Industrial Select Sector SPDR Fund	S&P Industrial Select Sector
Invesco Dow Jones US Insurance UCITS ETF	Dow Jones U.S. Select Insurance Index NTR
Invesco Communications S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Communication Services Index
Invesco Consumer Discretionary S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Consumer Discretionary Index
Invesco Consumer Staples S&P US Select Sector UCITS ETF Accum USD	S&P Select Sector Capped 20% Consumer Staples Index
Invesco Energy S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Energy Index
Invesco Financials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Financial Services Index- TR Net
Invesco Health Care S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Health Care Index
Invesco Industrials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Industrials Net Total Return Index - USD

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
Invesco Materials S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Materials Index
Invesco Real Estate S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Real Estate Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Communication Services ETF	S&P 500 Equal Weight Communication Services Plus Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Consumer Discretionary ETF	S&P 500 Equal Weighted / Consumer Discretionary -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Consumer Staples ETF	S&P 500 Equal Weighted / Consumer Staples -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Energy ETF	S&P 500 Equal Weight Energy Plus Index
Invesco S&P 500 Equal Weight Financials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Financials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Health Care ETF	S&P 500 Equal Weighted / Health Care -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Industrials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Industrials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Materials ETF	S&P 500 Equal Weighted / Materials -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Real Estate ETF	S&P 500 Equal Weighted / Real Estate - SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Technology ETF	S&P 500 Equal Weighted / Information Technology -SEC
Invesco S&P 500 Equal Weight Utilities ETF	S&P 500 Equal Weighted / Utilities Plus
Invesco S&P SmallCap Cons.Discretionary ETF	S&P Small Cap 600 / Consumer Discretionary -SEC
Invesco S&P SmallCap Consumer Staples ETF	S&P Small Cap 600 Capped Consumer Staples
Invesco S&P SmallCap Energy ETF	S&P Small Cap 600 / Energy -SEC
Invesco S&P SmallCap Financials ETF	S&P SmallCap 600 Capped Financials & Real Estate Index
Invesco S&P SmallCap Health Care ETF	S&P Small Cap 600 / Health Care -SEC
Invesco S&P SmallCap Industrials ETF	S&P Small Cap 600 / Industrials -SEC
Invesco S&P SmallCap Information Tech. ETF	S&P Small Cap 600 / Information Technology -SEC
Invesco S&P SmallCap Materials ETF	S&P Small Cap 600 / Materials -SEC
Invesco S&P SmallCap Utilities & Communication Services ETF	S&P SmallCap 600 Capped Utilities & Telecommunication Services
Invesco S&P/TSX REIT Income Index ETF	S&P/TSX Capped REIT Income Index - CAD
Invesco Tech. S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Technology Index
Invesco Utilities S&P US Select Sector UCITS ETF	S&P Select Sector Capped 20% Utilities Index
Invesco S&P World Energy ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Energy Index (USD) NTR
Invesco S&P World Financials ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Financials Index (USD) NTR
Invesco S&P World Health Care ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Health Care Index (USD) NTR
Invesco S&P World Info.Tech. ESG UCITS ETF	S&P World ESG Enhanced Info.Tech. Index (USD) NTR

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

**图表 37：图表 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）**

ETF	指数
iPath S&P MLP ETN	S&P MLP
iShares Cohen & Steers REIT ETF	S&P Cohen & Steers US Realty Majors Portfolio
iShares Essential Metals Producers UCITS ETF	S&P Global Essential Metals Producers Index (USD) NTR
iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	S&P North American Expanded Technology Software Index
iShares Global Comm Services ETF	S&P Global 1200 Comm.Services 4.5/22.5/45 Capped
iShares Global Consumer Discretionary ETF	S&P Global 1200 Consumer Discretionary (Sector) Capped Index (USD)
iShares Global Consumer Staples ETF	S&P Global 1200 Consumer Staples (Sector) Capped Index
iShares Global Consumer Staples ETF Cert.	S&P Global 1200 / Consumer Staples -SEC
iShares Global Energy ETF	S&P Global 1200 / Energy -SEC
iShares Global Financials ETF	S&P Global 1200 / Financials -SEC
iShares Global Healthcare ETF	S&P Global 1200 / Health Care -SEC
iShares Global Healthcare ETF CDI	S&P Global 1200 Healthcare Sector Index - AUD
iShares Global Industrials ETF	S&P Global 1200 / Industrials -SEC
iShares Global Materials ETF	S&P Global 1200 / Materials -SEC
iShares Global Tech ETF	S&P Global 1200 / Information Technology -SEC
iShares Global Utilities ETF	S&P Global 1200 Utilities (Sector) Capped Index
iShares Gold Producers UCITS ETF USD	S&P Commodity Producers Gold Index - USD
iShares International Dev.Property ETF	S&P Developed x United States Property
iShares Listed Private Equity UCITS ETF	S&P Listed Private Equity Index
iShares Listed Private Equity UCITS ETF USD	S&P Listed Private Equity Index
iShares North American Tech-Multimedia Networking ETF	S&P North American Technology Sector Multimedia Networking
iShares Oil & Gas Exploration & Production UCITS ETF USD	S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production Index - USD
iShares S&P 500 Communication Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Communication Services Sector Index
iShares S&P 500 Consumer Discretionary Sector UCITS ETF	S&P 500 Consumer Discretionary Index - USD
iShares S&P 500 Consumer Staples Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Consumer Staples Index - USD
iShares S&P 500 Energy Sector UCITS ETF	S&P 500 Energy Index - USD

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
iShares S&P 500 Financials Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 FINANCIALS NTR
iShares S&P 500 Health Care Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 HEALTH CARE NTR
iShares S&P 500 Health Care Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 HEALTH CARE NTR
iShares S&P 500 Industrials Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Industrials Sector Index
iShares S&P 500 Information Technology Sector UCITS ETF	S&P 500 CAPPED 35/20 INFORMATION TECHNOLOGY NTR
iShares S&P 500 Materials Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Materials Sector Index - USD
iShares S&P 500 Utilities Sector UCITS ETF	S&P 500 Capped 35/20 Utilities Sector Index - USD
iShares S&P Global Consumer Discretionary Index ETF (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Consumer Discretionary Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P Global Healthcare Index Fund (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Health Care Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P Global Industrials Index ETF (CAD-Hedged)	S&P Global 1200 Industrials Hedged to CAD Index - CAD
iShares S&P U.S. Banks UCITS ETF USD	S&P 900 Banks (Industry) 7/4 Capped Index
iShares S&P US Banks UCITS ETF	S&P 900 Banks (Industry) 7/4 Capped Index
iShares S&P US Financials Index ETF	Financial Select Sector Index (CAD) TR
iShares S&P/TSX Capped Consumer Staples Index Fund	S&P/TSX Capped Consumer Staples Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Energy Index ETF	S&P/TSX Capped / Energy
iShares S&P/TSX Capped Financials Index ETF	S&P/TSX Capped / Financial
iShares S&P/TSX Capped Information Technology Index ETF	S&P/TSX Capped Information Technology Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Materials Index ETF	S&P/TSX Capped Materials Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped REIT Index ETF	S&P/TSX Capped REIT Index - CAD
iShares S&P/TSX Capped Utilities Index Fund	S&P/TSX Capped Utilities Index - CAD
iShares S&P/TSX Energy Transition Materials Index ETF	S&P/TSX Energy Transition Materials Index (CAD) TR
iShares S&P/TSX Global Base Metals Index Fund	S&P/TSX Global Base Metals Index - CAD
iShares S&P/TSX Global Gold Index ETF	S&P/TSX Global Gold
iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	DJ US Select / Aerospace & Defense
iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	DJ US Select / Investment Services
iShares U.S. Healthcare Providers ETF	DJ US Select / Health Care Providers
iShares U.S. Insurance ETF	DJ US Select / Insurance

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
iShares U.S. Medical Devices ETF	DJ US Select / Medical Equipment
iShares U.S. Oil & Gas Exploration & Production ETF	DJ US Select / Oil & Gas Exploration & Production
iShares U.S. Oil Equipment & Services ETF	DJ US Select / Oil Equipment & Services
iShares U.S. Pharmaceuticals ETF	DJ US Select / Pharmaceutical
iShares U.S. Real Estate ETF	Dow Jones U.S. Real Estate Capped Index
iShares U.S. Regional Banks ETF	DJ US Select / Regional Banks
iShares US Financial Services ETF	Dow Jones U.S. Financial Services Index
iShares US Medical Devices UCITS ETF USD	Dow Jones U.S. Select Medical Equipment Capped 35/20 Index
iShares US Transportation ETF	S&P Transportation Select Industry FMC Capped Index - Benchmark TR Gross
KB KBSTAR Global 4th Industry Revolution IT ETF(SYNTH H)	S&P Global 1200 / Information Technology -SEC
KB KBSTAR SYNTH-US Oil&Gas E&P Company ETF(H)	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
KIM KINDEX SYNTH-Dow Jones US Real Estate ETF	Dow Jones U.S. Real Estate Index
Kiwoom HEROES Global REITs IGIS Active ETF Units	S&P Global REIT Index
Leverage Shares 3x Long Financials ETP Securities	Financial Select Sector
Leverage Shares 3x Long Oil & Gas ETP Securities	Energy Select Sector
Leverage Shares -3x Short Oil & Gas ETP Securities	Energy Select Sector
Listed Index Fund Australian REIT (S&P/ASX200 A-REIT)	S&P/ASX 200 A-REIT Index - AUD
Materials Select Sector SPDR Fund	Materials Select Sector
MTF Sal 4D S&P Semiconductors Select Industry	S&P Semiconductors Select Industry Index Net TR
NH-Amundi HANARO Global Luxury S&P ETF (Synth)	S&P Global Luxury Index
Nuveen Short-Term REIT ETF	Dow Jones U.S. Select Short-Term REIT Index
ProShares S&P Kensho Smart Factories ETF	S&P Kensho Smart Factories Index
ProShares S&P Technology Dividend Aristocrats ETF	S&P Technology Dividend Aristocrats
ProShares Short Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares Short Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultra Basic Materials	DJ Global United States (All) / Basic Materials -IND

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
ProShares Ultra Consumer Goods	DJ Global United States (All) / Consumer Goods -IND
ProShares Ultra Consumer Services	DJ Global United States (All) / Consumer Services -IND
ProShares Ultra Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares Ultra Health Care	DJ Global United States (All) / Health Care -IND
ProShares Ultra Industrials	Dow Jones U.S. Industrials Index
ProShares Ultra Oil & Gas	DJ Global United States (All) / Oil & Gas -IND
ProShares Ultra Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultra Semiconductors	DJ Global United States (All) / Semiconductors -SUB
ProShares Ultra Technology	Dow Jones U.S. Technology Index
ProShares Ultra Utilities	DJ Global United States (All) / Utilities -IND
ProShares UltraShort Basic Materials	DJ Global United States (All) / Basic Materials -IND
ProShares UltraShort Consumer Goods	DJ Global United States (All) / Consumer Goods -IND
ProShares UltraShort Consumer Services	DJ Global United States (All) / Consumer Services -IND
ProShares UltraShort Financials	DJ Global United States (All) / Financials -IND
ProShares UltraShort Health Care	DJ Global United States (All) / Health Care -IND
ProShares UltraShort Industrials	DJ Global United States (All) / Industrials -IND
ProShares UltraShort Oil & Gas	DJ Global United States (All) / Oil & Gas -IND
ProShares UltraShort Real Estate	DJ Global United States (All) / Real Estate -SS
ProShares Ultrashort Semiconductors	DJ Global United States (All) / Semiconductors -SUB
ProShares UltraShort Technology	DJ Global United States (All) / Technology -IND
ProShares UltraShort Utilities	DJ Global United States (All) / Utilities -IND
Real Estate Select Sector SPDR Fund	S&P Real Estate Select Sector
Roundhill S&P Global Luxury Etf	S&P Global Luxury Net Total Return Index
SAMSUNG KODEX DJI US REITs ETF(H) Units	Dow Jones U.S. Real Estate Index
Samsung KODEX SYNTH-US Biotech ETF	S&P Biotechnology Select Industry
Samsung KODEX SYNTH-US Energy ETF	Energy Select Sector
Samsung KODEX SYNTH-US Industrial ETF	S&P Industrial Select Sector
SAMSUNG KODEX WTI Crude Oil Futures Inverse ETF(H)	S&P GSCI Crude Oil
Schwab U.S. REIT ETF	Dow Jones Equity All REIT Capped
Shin Kong S&P Electric Vehicles ETF	S&P Kensho Capped Electric Vehicles Index (USD) TR
Smartshares Australian Financials ETF	S&P/ASX 200 Financials Ex-A-REIT - AUD
Smartshares Australian Property ETF	S&P/ASX 200 A-REIT Equal Weight Index - AUD
Smartshares NZ Property ETF	S&P/NZX Real Estate Select Index - NZD

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
SP Funds S&P Global REIT Shariah ETF	S&P Global All Equity REIT Shariah Capped Index
SP Funds S&P Global Technology ETF	S&P Global 1200 Shariah Information Technology (Sector) Capped (USD)
SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF Exchange Traded Fund Units	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate UCITS ETF	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones Global Real Estate UCITS ETF Accum Unhedged USD	DJ Global Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones International Real Estate ETF	DJ Global x US Select Real Estate Securities Index (RESI)
SPDR Dow Jones REIT ETF	Dow Jones US Select REIT
SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	S&P Aerospace & Defense Select Industry
SPDR S&P ASX 200 Financials EX A-REIT Fund	S&P/ASX 200 Financials Ex-A-REIT - AUD
SPDR S&P Bank ETF	S&P Banks Select Industry
SPDR S&P BIOTECH ETF	S&P Biotechnology Select Industry
SPDR S&P Capital Markets ETF	S&P Capital Markets Select Industry
SPDR S&P Health Care Equipment ETF	S&P Healthcare Equipment Select Industry
SPDR S&P Health Care Services ETF	S&P Health Care Services Select Industry
SPDR S&P Insurance ETF	S&P Insurance Select Industry
SPDR S&P Metals & Mining ETF	S&P Metals and Mining Select Industry
SPDR S&P Oil & Gas Equip. & Services ETF	S&P Oil & Gas Equipment Select Industry Index
SPDR S&P Oil & Gas Exp.& Prod.ETF	S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry
SPDR S&P Pharmaceuticals ETF	S&P Pharmaceuticals Select Industry
SPDR S&P Regional Banking ETF	S&P Regional Banks Select Industry
SPDR S&P Semiconductor ETF	S&P Semiconductors Select Industry
SPDR S&P Software & Services ETF	S&P Software & Services Select Industry
SPDR S&P Transportation ETF	S&P Transportation Select Industry
SPDR S&P US Communication Services Select Sector UCITS ETF	S&P Communication Services Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Consumer Discretionary Select Sector UCITS ETF	S&P Consumer Discretionary Select Sector Index
SPDR S&P US Consumer Staples Select Sector UCITS ETF	S&P Consumer Staples Select Sector Daily Capped 25/20 Index - Benchmark TR Net
SPDR S&P US Energy Select Sector UCITS ETF	S&P Energy Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Financials Select Sector UCITS ETF	S&P Financials Select Sector Daily Capped 25/20 Index

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 37：图 2 中包含的上市行业板块和主题 ETF（续）

ETF	指数
SPDR S&P US Health Care Select Sector UCITS ETF	S&P Health Care Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Industrials Select Sector UCITS ETF	S&P 500 Index - EUR
SPDR S&P US Materials Select Sector UCITS ETF	S&P Materials Select Sector Daily Capped 25/20 Index
SPDR S&P US Technology Select Sector UCITS ETF	S&P TECHNOLOGY SELECT SECTOR DAILY CAPPED 25/20 NTR
SPDR S&P US Utilities Select Sector UCITS ETF	S&P Utilities Select Sector Daily Capped 25/20 Index - USD
SPDR S&P/ASX 200 Listed Property Fund	S&P/ASX 200 A-REIT Index - AUD
Technology Select Sector SPDR Fund	Technology Select Sector
Utilities Select Sector SPDR Fund	Utilities Select Sector
Vanguard Australian Property Securities Index ETF	S&P ASX 300 / A-REIT -SEC
Vanguard Global ex-U.S.Real Estate ETF	S&P Global x United States Property
WOORI US SP AerospaceDefense ETF Units	S&P Aerospace & Defense Select Industry

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

图 38：指数期货

名称	交易所
S&P E-mini Financial Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Energy Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Utilities Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Consumer Staples Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Real Estate Select Sector Stock Index Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Health Care Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Materials Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Technology Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Industrial Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
E-mini Communication Services Select Sector Futures	芝加哥商品交易所
S&P E-mini Consumer Discretionary Select Sector Future	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Regional Banks Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Biotechnology Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Insurance Select Industry Futures	芝加哥商品交易所
E-mini S&P Retail Select Industry Futures	芝加哥商品交易所

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 3 月 28 日。表格仅供说明。

## 表现披露/回测数据

标普 500 等权重行业指数于 2006 年 6 月 20 日推出。标普生物科技精选行业指数、标普房屋建筑商精选行业指数和标普半导体精选行业指数于 2006 年 1 月 27 日推出。标普航空航天和国防精选行业指数、标普科技硬件精选行业指数、标普医疗保健设备精选行业指数、标普医疗保健服务精选行业指数、标普金属和矿产精选行业指数、标普石油天然气勘探及生产精选行业指数、标普石油和天然气设备精选行业指数、标普药物精选行业指数、标普零售精选行业指数、标普电信精选行业指数和标普交通运输精选行业指数于 2006 年 6 月 19 日推出。标普银行精选行业指数、标普资本市场精选行业指数、标普保险精选行业指数和标普地区银行精选行业指数于 2011 年 9 月 9 日推出。标普软件和服务精选行业指数于 2011 年 9 月 19 日推出。标普互联网精选行业指数于 2016 年 2 月 1 日推出。指数推出日期前的所有信息均为回测的假设性信息，而非实际表现。回测计算基于与指数推出日期相同的方法。不过，当为市场异常时期或其他不能反映当前市场环境的时期创建回测历史时，指数编制方法规则可能会放宽，以捕获足够大的证券范围，进而用于模拟该指数旨在衡量的目标市场或该指数旨在捕获的策略。例如，可能会降低市值和流动性门槛。完整的指数编制方法详情参见 [www.spglobal.com/spdji/zh/](http://www.spglobal.com/spdji/zh/)。指数的过往业绩并不预示未来表现。回测表现反映了指数编制方法的应用和指数成分的选择，基于事后经验以及对可能正面影响业绩的因素的了解，但不能解释可能影响结果的所有财务风险，可能被认为反映了幸存者/展望未来的偏见。实际的收益可能与回测收益之间存在显著差异，甚至低于回测收益。过往业绩并不预示或保证未来表现。有关指数的更多详细信息，请参阅指数编制方法，包括指数定期调整的方式、定期调整的时间、增加和剔除成分股的规则，以及所有的指数计算。回测表现仅供机构使用，不供零售投资者使用。

标普道琼斯指数指定了若干日期，以帮助我们的客户提供透明度。指数起始日是给定指数有计算值（实时或回测）的第一天。基准日期是将指数设置为固定值以进行计算的日期。推出日期是指首次将指数值视为实时的日期：指数推出日期之前任何日期或时间段的指数值都属于回测性质。标普道琼斯指数将“推出日期”定义为已知指数值已向公众发布的日期，例如通过公司的公开网站或其向外部提供的数据。对于 2013 年 5 月 31 日之前推出的道琼斯品牌指数，“推出日期”（2013 年 5 月 31 日之前称为“引入日期”）定为不允许对指数编制方法进行进一步更改的日期，但这可能早于该指数的公开发布日期。

通常，当标普道琼斯指数创建回测的指数数据时，该指数在计算中会使用实际的历史成分股层面数据（例如，历史价格、市值和公司行为数据）。由于 ESG 投资仍处于发展的早期阶段，用于计算标普道琼斯指数公司的 ESG 指数的某些数据点可能无法在整个回测历史时期内获得。同样的数据可用性问题也可能存在于其他指数中。在无法获得所有相关历史时期的实际数据的情况下，标普道琼斯指数可能会使用 ESG 数据的“反向数据假设”（或反向提取）流程来计算回测的历史业绩。“反向数据假设”是一个将指数成分股公司可用的最早实际实时数据点应用于指数表现中所有先前历史实例的过程。例如，反向数据假设固地假设目前没有参与特定业务活动（也称为“产品参与”）的公司在历史上从未参与过，同样地，也假设目前参与特定业务活动的公司在历史上也参与过。利用反向数据假设，可以将假设的回测扩展到使用实际数据无法进行回测的历史年份。有关“反向数据假设”的更多资料，请参阅[常见问题解答](#)。任何在回测的历史中采用反向假设的指数的编制方法和事实说明都将明确说明这一点。该编制方法将包括一份附录，其中列出使用反向预测数据的具体数据点和有关时间段的表格。

所显示的指数收益并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。标普道琼斯指数负责维护该指数，计算指数水平和所显示或讨论的表现，但不管理实际资产。指数收益不反映投资者为购买指数标的证券或旨在追踪指数表现的投资基金而支付的任何销售费用或其他费用。征收这些费用和收费会导致证券/基金的实际业绩和经回测的业绩低于指数所显示的业绩。举个简单的例子，如果一笔 10 万美元的投资在 12 个月内获得 10% 的收益率（即 1 万美元），并且在投资期限结束时对该投资加上应计利息收取 1.5% 的基于实际资产管理费（即 1,650 美元），那么该年度的净收益率将为 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期间，如果在年底收取 1.5% 的年度管理费，假定每年的收益率为 10%，则累计总收益率为 33.10%，总费用为 5,375 美元，累计净收益率为 27.2%（即 27,200 美元）。

# 一般免责声明

©2024 标普道琼斯指数。保留所有权利。S&P (标普)、S&P 500 (标普 500 指数)、SPX、SPY、The 500、US500、US 30、S&P 100 (标普 100 指数)、S&P COMPOSITE 1500 (标普综合 1500 指数)、S&P 400 (标普 400 指数)、S&P MIDCAP 400 (标普中盘 400 指数)、S&P 600 (标普 600 指数)、S&P SMALLCAP 600 (标普小盘 600 指数)、S&P GIVI (标普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指数)、DIVIDEND ARISTOCRATS (红利优选指数)、DIVIDEND MONARCHS (红利特选指数)、BUYBACK ARISTOCRATS (回购优选指数)、SELECT SECTOR (精选行业指数)、S&P MAESTRO (标普 MAESTRO)、S&P PRISM (标普 PRISM)、S&P STRIDE (标普 STRIDE)、GICS (全球行业分类标准)、SPIVA (标普指数与主动投资)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS 和 CRITR 均为标普全球有限公司 (“标普全球”) 或其关联公司的注册商标。DOW JONES (道琼斯)、DJIA (道琼斯工业指数)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道琼斯工业平均指数) 均为道琼斯商标控股有限责任公司 (“道琼斯”) 的商标。这些商标连同其他商标已被授权给标普道琼斯指数有限公司。未经标普道琼斯指数有限公司书面许可, 禁止全部或部分重新分发或复制。在标普道琼斯指数有限公司、标普全球、道琼斯或其各自的关联公司 (合称 “标普道琼斯指数”) 没有必要牌照的司法管辖区, 本文件不构成服务要约。除某些定制指数计算服务外, 标普道琼斯指数提供的所有信息均非个性化, 并非针对任何个人、实体或群体的需求量身定制。标普道琼斯指数通过将其指数许可给第三方和提供定制计算服务而获得报酬。指数的过往业绩并不能预示或保证未来表现。

无法直接投资于指数。指数所代表的资产类别可通过基于该指数的可投资工具进行投资。标普道琼斯指数未发起、认可、出售、推广或管理由第三方提供的任何投资基金或其他投资工具, 这些基金或其他投资工具旨在根据任何指数的表现提供投资回报。标普道琼斯指数不保证基于该指数的投资产品能准确追踪指数表现或提供正投资回报。指数表现并未反映交易成本、管理费或开支。标普道琼斯指数对投资于任何此类投资基金或其他投资产品或工具的可行性不作任何陈述。对任何此类投资基金或其他投资工具的投资决定不应依赖本文件所列的任何陈述。标普道琼斯指数并非经修正的《1940 年投资公司法》定义的 “投资顾问、商品交易顾问、商品池经营者、经纪交易商、受托人、发起人”, 亦非《美国联邦法典》第 15 编第 77k 条第 (a) 款所阐述的 “专家” 或税务顾问。将证券、大宗商品、加密货币或其他资产纳入指数并不代表标普道琼斯指数建议买入、出售或持有此类证券、大宗商品、加密货币或其他资产, 也不应被视为投资建议或大宗商品交易建议。

标普道琼斯指数的美国基准指数收盘价由标普道琼斯指数根据其交易所设定的相关指数成分股的收盘价计算得出。标普道琼斯指数使用的收盘价数据来自其使用的第三方供应商, 并通过与备选供应商提供的数据进行比较来验证收盘价。供应商的收盘价数据来自主要交易所。实时盘中价格的计算方式类似, 但不会进行二次验证

这些材料完全根据一般公众可获得的资料和据信可靠的来源编写, 仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面许可, 不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、复制或分发这些材料中包含的任何内容 (包括指数数据、评级、信用相关分析和数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出的内容) 或其任何部分 (“内容”)。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商和许可方 (合称 “标普道琼斯指数方”) 不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普道琼斯指数方不对因使用内容而产生的任何错误或遗漏 (无论原因为何) 负责。内容按 “原样” 提供。标普道琼斯指数方排除任何及所有明示或默示的保证, 包括但不限于有关适销性或特定目的或用途的适用性、无错误、软件错误或缺陷、内容的功能将不间断或内容将在任何软件或硬件配置下运行的任何保证。在任何情况下, 标普道琼斯指数方均不对任何一方遭受的与内容使用有关的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害、成本、费用、法律费用或损失 (包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本) 负责, 即使已被告知可能发生此类损害。

标普全球将其各个部门和业务单位的某些活动彼此分开, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普全球的某些部门和业务单位可能掌握其他业务单位无法获得的信息。标普全球已制定相关政策和程序, 以对分析过程中收到的某些非公开信息进行保密。

此外, 标普道琼斯指数向许多组织提供广泛的服务或与之相关的服务, 包括证券发行人、投资顾问、经纪交易商、投资银行、其他金融机构和金融中介机构, 因此可能会从这些组织收取费用或其他经济利益, 包括他们可能推荐、评级、纳入模型投资组合、评估或以其他方式接触的证券或服务的组织。

全球行业分类标准 (GICS®) 由标普和 MSCI 开发, 是标普和 MSCI 的专有财产和商标。MSCI、标普或参与制定或编撰任何 GICS 分类的任何其他方均未就此类标准或分类 (或使用其获得的结果) 做出任何明示或默示的保证或陈述, 所有前述各方特此明确排除与任何此类标准或分类有关的所有原创性、准确性、完整性、适销性或特定用途适用性保证。在不限制前述任何规定效力的前提下, 在任何情况下, MSCI、标普或其任何关联公司或参与制定或编撰任何 GICS 分类的任何第三方均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或任何其他损害 (包括利润损失) 承担任何责任, 即使已被告知发生此类损害的可能性亦不例外。