

撰稿人

Phillip Brzenk, 特许金融分析师

总监

全球研究与设计

phillip.brzenk@spglobal.com

全球经济对标普 500®的影响

概览

在本文中，我们研究**标普 500**的地域营收分布，也探讨海外经济和地域驱动市场事件可能对整体指数表现产生什么影响（如有）。

我们将一件近期市场事件——**2016 年美国大选**——作为案例研究。为便于分析，我们基于地域营收数据使用两种风格的投资组合。所研究的时间段为选举日（**2016 年 11 月 8 日**）至 **2017 年底**，期内标普 500 表现强劲、屡创新高。

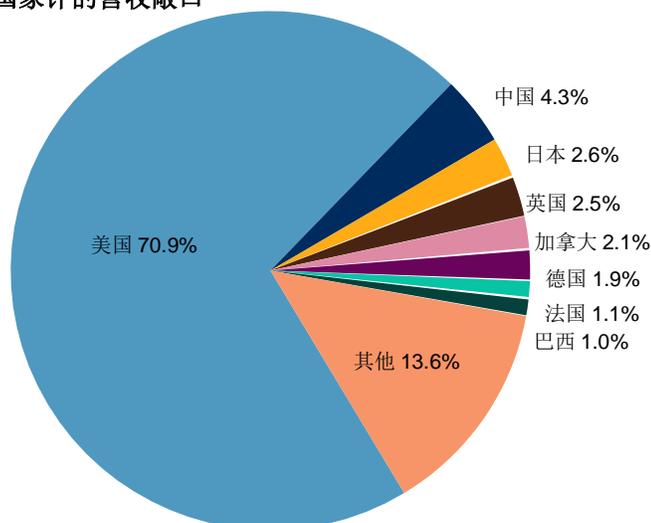
我们从地域营收信息的角度回顾指数成份股公司的表现。为了分解表现，我们首先使用美元指数表现和 **Northfield 美国宏观经济风险模型**来研究货币走势可能产生的影响。然后，我们仔细研究个别 **GICS®** 行业，并对风格化投资组合开展行业驱动表现归因。

简介——标普 500 覆盖全球市场

标普 500 被公认为美国股市其中一个最好的单一指数。该指数由 **500 家**在美国注册的公司组成，占美国股市总值的 **82%¹**。一个由美国公司组成的指数可能让人误以为完全依赖于美国的经济情况。实际上，该指数比人们想象的更全球化。许多美国公司具有全球影响力，资产和营收位于或来自海外。因此，某些全球性事件会对标普 500 成份股公司和整体指数表现产生重大影响。

为了深入了解标普 500 成份股公司的营收来源，我们使用了辉盛 **Geographic Revenue Exposure (GeoRev™)**数据集。² 该数据集提供所有具有可用数据的公司的营收地域详细分布。该数据显示，标普 500 营收中有近 **71%³**来自美国，其余来自海外市场。从国际而言，总营收百分比最高的国家包括中国（**4.3%**）、日本（**2.6%**）和英国（**2.5%**）。

表 1: 标普 500 按国家计的营收敞口



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。数据截至 2017 年 12 月 29 日。没有任何可用地域数据和部分营收分配给未知 / 无业务区域的公司不计入图表。图表仅作说明用途。

标普 500 的 71% 营收来自美国，其余来自海外市场。

鉴于表 1 所示数据，海外经济对**标普 500**有重大影响。因此，改变美国与海外市场之间相互作用的国内和全球事件或政策均可能对标普 500 的表现产生影响。在下一节，我们将研究标普 500 的全球市场敞口如何影响指数表现。

地域敞口案例研究：2016 年美国选举

近期一件具有重大市场影响的事件是 2016 年美国总统大选的结果。唐纳德·特朗普的当选让许多市场参与者相信，他提出的经济政策，即所谓的 **Trumponomics**（特朗普经济政策）将在他上任后旋即推行。在竞选期间，特朗普呼吁对个人和企业减税，减少企业法规，提高外贸关税，以及增加国防和基建开支。⁴ 这些提案使市场憧憬美国整体经济短期内将得以提振，尤其是与美国经济关系最密切的部门和行业。^{5、6}

拟定的政策可能对美国经济和外贸协议产生的潜在影响，使该事件成为一个值得研究的典型案例。为了检验营收的地域分布实际是否会影响指数表现，我们观察了从选举日（2016 年 11 月 8 日）至 2017 年底的这一时间段。除观察标普 500 的表现外，我们还选取标普 500 中地域营收处于两个极端的两支子指数作为附加示例。

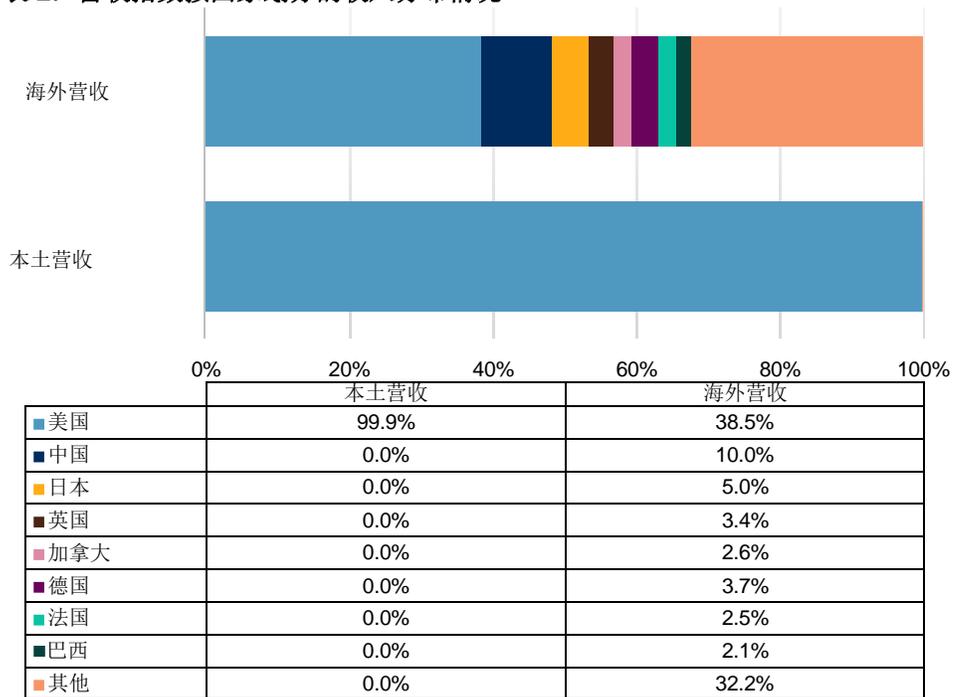
第一支是标普 500 焦点海外营收敞口指数 ([S&P 500 Focused Foreign Revenue Exposure Index](#)) (简称“海外营收指数”和“海外指数”), 旨在以总营收中所占百分比衡量最受海外市场影响的最高四分位公司。第二支是标普 500 焦点美国营收分布指数 ([S&P 500 Focused U.S. Revenue Exposure Index](#)) (简称“本土营收”和“本土”), 旨在追踪最受美国影响的最高四分位公司。

与跨国公司相比, 营收全部源自本土的公司受国际贸易协定和外国经济的影响较小。如执行拟定的政策, 本土企业将成为最大的受益者, 因此本土指数预计将跑赢海外指数。

虽然表 1 显示了[标普 500](#)按国家划分的总营收, 但个别公司的收入分布情况差异很大。为说明这一点, 我们厘定了两支营收指数在国家层面的营收分布情况。由此得出的每支指数的国家分布情况显示了位于地域营收范围两端的公司的差距究竟有多大(参见表 2)。在海外指数中, 虽然美国仍是最大的营收来源国(38%), 但已不再占据绝大多数优势。总营收中约 62%来自海外, 来自中国(10%)的部分显着增长。相反, 本土指数犹如其名, 几乎所有营收均来自美国(99.9%)。

与跨国公司相比, 营收全部源自本土的公司受国际贸易协定和外国经济的影响较小。

表 2: 营收指数按国家划分的收入分布情况



资料来源: 标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。数据截至 2017 年 12 月 29 日。无法获取可用地域数据和部分营收源自未知 / 无业务区域的公司不计入图表。图表仅作说明用途。

为了解这两支指数相比**标普 500**的表现如何，我们获取了两支指数于研究期间的累计相对表现。本土指数在紧接选举后的几个月如期地显着跑赢海外指数及标普 500。然而，随着 2017 年春季临近，情况发生逆转，海外指数开始跑赢本土指数，且该趋势一直持续至 2017 年底。本土指数也落后于标普 500，跑输该基准指数 7.53%。⁷本土指数虽在 2017 年 11 月底小幅反弹，但 2017 年底的累计表现仍较标普 500 低 5.47%。相反，海外投资组合回报较标普 500 高 4.98%，在总体表现方面与本土指数的差距达 10.45%（见表 3）。

表 3: 自美国大选以来相对于标普 500 的超额表现



在标普 500 上升 27.9% 的情况下，大部分营收来自海外的指数跑赢业务集中在美国的指数。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。指数表现按美元总回报计。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅作参考用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

结果可能出人意料，在标普 500 上升 27.9%⁸ 的情况下，大部分营收来自海外的指数跑赢业务集中在美国的指数。

为了基于公司分布在美国的营收细分标普 500 的回报，我们按照营收在美国的分布情况将标普 500 成份公司分为五组，进行回报贡献分析。研究范围仅限于在整个研究期间始终是标普 500 成份股并可获得地域数据的公司；因上述限制条件而被剔除的公司纳入“其他”组别进行单独报告。第一五分位数为美国营收最高的公司，第五五分位数为美国营收最低的公司。

划分五分位数，是为了使合格研究范围内各组别截至期间起始日期的总相对市值权重尽可能接近 20%。在划分组别后各组别于期初的总市值权重大致相等，因此各组别的证券数量各不相同。

表 4：标普 500 成份股的回报贡献

五分位数	证券数量	在美国的营收分布范围(%)	起始权重(%)	总回报 (%)	回报贡献(%)
第一五分位	139	93.7-100.0	20.00	23.40	4.67
第二五分位	108	70.1-93.5	19.96	31.18	6.15
第三五分位	103	50.9-70.0	20.10	27.58	5.34
第四五分位	52	41.1-50.7	19.49	23.99	4.61
第五五分位	72	0.0-41.0	20.45	33.29	6.65
合计	474	-	100	27.90	27.41
其他	71	-	-	-	0.49
综合总计	545	-	-	-	27.90

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。指数表现按美元总回报计。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅作说明用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

本土营收分布较低的公司表现优于本土营收分布较高的公司。

如表 4 所示，在近 14 个月内，第一五分位的回报率为 23.4%，在所有组别中垫底。同期表现最好的组别是证券最受海外市场影响的第五五分位。因此，该组别对标普 500 总回报的贡献也最大(6.65%)。从结果来看，本土营收分布较低的公司表现优于本土营收分布较高的公司。鉴于研究所涵盖期间的意义非比寻常，研究结果有待进一步探讨。在接下来的章节，我们将探讨在此期间最受国际市场影响公司表现最佳的几个潜在原因。

美国公司的货币分布情况

考虑到表 1 和表 2 中的国家分布情况，有海外营收的公司绝大多数使用非美货币，他们会以外币买卖商品和服务。相反，营收全部源自本土的公司几乎没有外汇。

开展海外销售的公司自然面临外汇风险。由于公司在财务报告时需要将外汇营收兑换回美元，因此面临外币对美元汇率变动的风险，即汇兑风险。如美元对外币升值，则在兑换回美元时外币营收将会缩水。

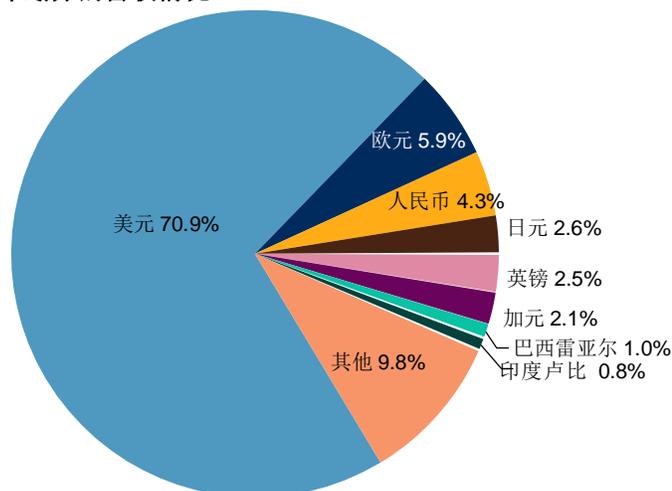
这可能会导致总销售额低于预期。另一方面，如美元兑外币贬值，那么可兑换的美元将会增多，从而可能对公司以美元计算的总销售额有利。

公司可以尝试通过货币对冲来降低外汇风险，但对冲并非万金油。对冲通常存在交易成本，具体取决于对货币走势的预测以及可能出现的预测错误，公司的全球化程度越高，情况越复杂。2012 年对美国非金融类上市公司的一项研究显示，约半数的公司对货币风险进行对冲。⁹ 有些公司可能会因为偏好或无法有效对冲某个币种而仅对冲部分海外营收。

鉴于所涉国家众多，观察**标普 500**的潜在外币分布情况显得十分重要，我们通过对各国所使用的货币制表来确定分布情况（参见表 5）。从基于货币的营收图表可以得出一些其他观察结果。首先，图表显示欧元是对标普 500 影响最大的外币，达 6%。其次，图表显示了标普 500 覆盖的货币数量和组合——有 6 种外币占比达 1%或以上，有 19 种货币至少占 0.25%。

有些公司可能会因为偏好或无法有效对冲某个币种而仅对冲部分海外营收。

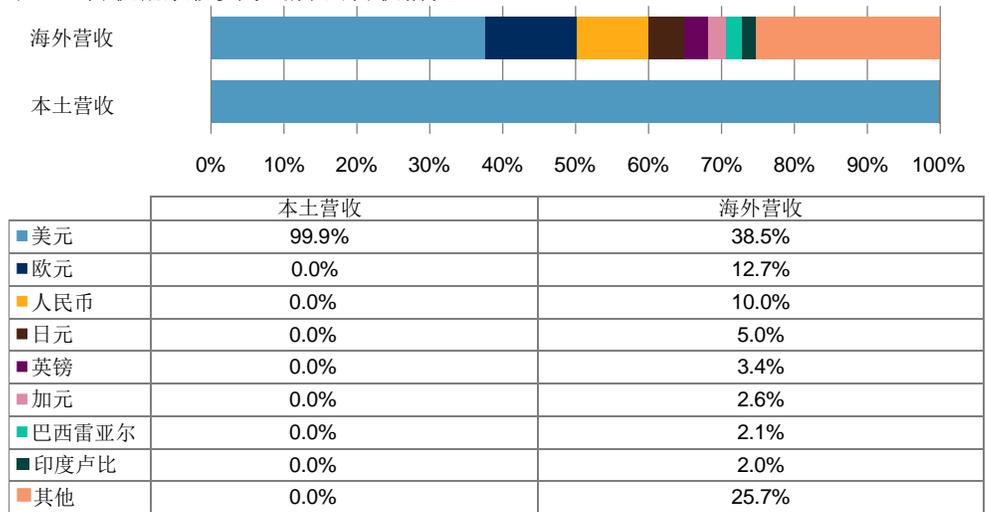
表 5: 标普 500 按货币划分的营收情况



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。数据截至 2017 年 12 月 29 日。无法获取地域数据和部分营收源自未知 / 无业务区域的公司不计入图表。图表仅作说明用途。

营收指数也进行了同样的细分（见表 6）。结果显示海外指数所涵盖的外币显著增加，总营收中实际仅有三分之一来自使用美元的国家，其余部分则来自使用其他货币的市场。

表 6: 营收指数按货币划分的营收情况



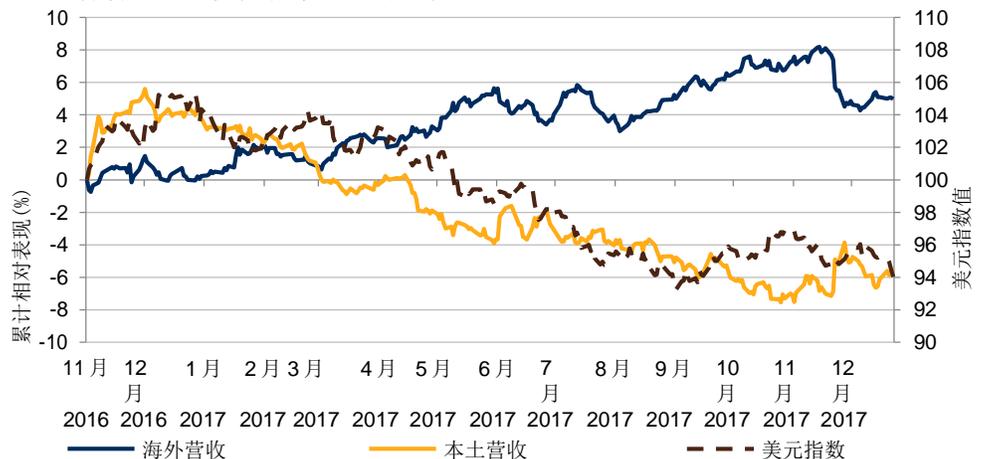
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。数据截至 2017 年 12 月 29 日。无法获取地域数据和部分营收源自未知 / 无业务区域的公司不计入图表。图表仅作说明用途。

我们观察了营收指数较美元指数的相对表现。

为了明确货币差异是否影响期内表现，我们进行了进一步分析。首先，我们观察了营收指数对美元指数的相对表现。其次，我们使用宏观经济风险模型来观察指数的宏观因子敞口，其中一个因子是美元对其他主要货币的相对价值。

我们在表 3 的相对表现图表中叠加用以追踪美元对一篮子世界其他主要货币的相对价值的美元指数（绘制在次垂直轴上）（见表 7）。指数数值上升表示美元对其他主要货币的相对价值上升，而反之则表示美元下跌。

表 7: 标普 500 与美元指数的相对表现



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。指数表现按美元总回报计。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅作说明用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

或许反映市场看好美国经济的未来增长，美元指数在选举日至 2016 年底不到两个月的时间内上涨 4%，但自 2017 年初开始下跌，跌势一直持续至 2017 年底。2017 年的先升后跌走势实际与本土指数相对表现的变化幅度和方向类似。不过，因美元贬值，海外指数对**标普 500**的相对表现增加。因此，结果可能表明本土营收指数与美元指数正相关，而海外营收指数与美元指数负相关。

结果可能表明本土营收指数与美元指数正相关，而海外营收指数与美元指数负相关。

为了更好地了解指数的货币风险，除追踪指数的相对表现和货币变动外，我们还使用 Northfield 美国宏观经济股票特定风险模型来分析投资组合整体风险。该模型可以帮助我们理解投资组合的宏观经济风险变量敞口，包括基于美元价值变动的货币因子。表 8 以标普 500 为基准，细分了两支营收指数的股票特定风险与系统性（因子）风险。对 2016 年 11 月到 2017 年 12 月进行月度风险分解，月度风险统计的平均值如图所示。

表 8：营收指数与标普 500 风险概要¹⁰

风险因子	海外营收	本土营收
股票特定风险均值(%)	39.96	25.80
因子风险均值(%)	60.04	74.20
因子风险对总体风险的贡献均值(%)		
信用风险溢价	0.90	-0.03
美元汇率	9.32	1.52
新屋动工	0.46	0.45
工业产出	0.04	0.91
油价	4.61	-0.82
剩余市场	1.46	-0.24
斜坡期限结构	4.28	19.33
非预期通胀	3.59	2.25
盲性因子 2	20.70	5.57
盲性因子 3	3.02	1.10
盲性因子 4	7.05	35.34
盲性因子 5	4.62	8.81

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Northfield Information Services。2016 年 10 月 31 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅作说明用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

海外指数的股票特定风险明显高于本土指数，表明模型中美国宏观经济因子可以解释的总风险的百分比降低。表 8 中高亮显示的因子——美元汇率，显示了投资组合总风险中预计有多少是因美元相对于世界其他主要贸易货币的价值变化引起的。

结果显示，海外指数的货币风险(9.32%)远高于本土指数(1.52%)。因此，美元变动对海外指数的影响高于本土指数。换言之，海外指数对美元强弱的敏感度高于本土指数。

海外指数对美元强弱的敏感度高于本土指数。

接下来，我们回顾了各投资组合的风险因子系数。表 9 在月因子回报均值、月活跃因子敞口均值以及对活跃总回报的贡献方面将营收指数与[标普 500](#)进行了对比。

表 9：因子敞口和因子影响¹¹

因子	因子回报均值(%)	海外营收投资组合		本土营收投资组合	
		活跃因子敞口均值	复合因子影响(%)	活跃因子敞口均值	复合因子影响(%)
信用风险溢价	0.00	-0.35	0.10	-0.40	-0.04
美元汇率	-0.42	-0.09	0.30	0.05	-0.23
新屋动工	2.09	0.01	0.36	-0.02	-0.54
工业产出	0.14	0.09	0.11	0.27	0.60
油价	1.99	0.03	0.91	0.00	0.12
剩余市场	0.54	0.10	0.86	-0.08	-0.63
斜坡期限结构	-0.06	1.27	-1.12	-2.90	3.18
非预期通胀	-0.18	0.01	-0.12	0.05	-0.30
盲性因子 2	0.44	0.16	3.27	-0.17	-3.02
盲性因子 3	0.04	0.39	0.05	-0.18	-0.05
盲性因子 4	-0.18	0.17	0.69	-0.76	2.16
盲性因子 5	-0.04	0.00	0.22	0.23	-0.84

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Northfield Information Services。2016 年 10 月 31 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅作参考用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。因子回报均值和活跃因子敞口均值为月度数据，而复合因子影响为每月因子回报与因子敞口相乘的复合效应。

在这 14 个月期间，美元汇率因子的月回报均值为-0.42%，即相较于持有其他货币，持有美元会导致负回报。相对于标普 500，海外指数对货币因子的活

跃敞口为负，而本土营收指数的活跃敞口为正。

加上美元因子在分析期内的负回报，这些指数的活跃敞口意味着海外指数一般会有正回报，而本土指数则相反。各指数的复合因子影响显示了因子敞口对总回报的累计影响。海外指数对美元汇率因子的负敞口如期带来对超额回报的正面贡献，而本土指数的正敞口导致对超额回报的负面贡献。

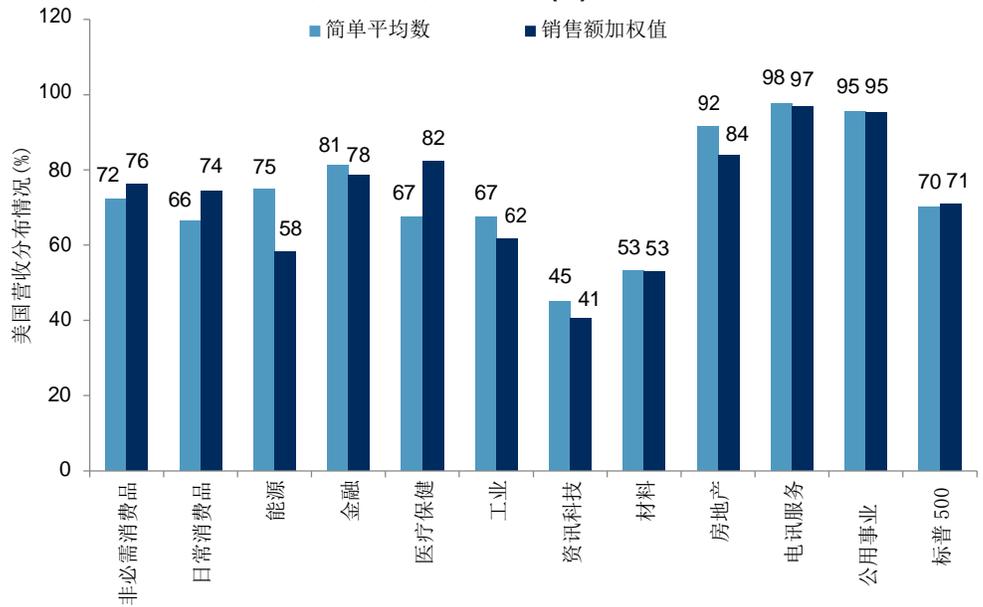
标普 500 行业分析

如前所述，与美国经济关系最密切的行业和部门预计将成为拟定的经济政策的最大受益者。鉴于各行业涉及美国不同的经济领域，因此了解各行业的地域营收分布的差异意义重大。在本节中，我们首先回顾[标普 500](#)各行业的营收分布情况和它们在此期间的表现，之后再研究行业对营收指数表现的影响。

海外指数对美元汇率因子的负敞口带来对超额回报的正面贡献。

受美国影响较大的行业包括房地产、电讯服务和公用事业，而资讯科技和材料业则最受全球市场影响。表 10 显示了以两种方法计算的美国各行业的营收分布情况；第一种方法是按该行业各股票的简单平均数计算，而第二种方法按销售额加权平均数计算。第二种方法遵循表 1 所用的计算方法。

表 10: 标普 500 各行业在美国的营收分布情况(%)



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及辉盛。数据截至 2017 年 12 月 29 日。无法获取地域数据和部分营收源自未知 / 无业务区域的公司不计入图表。图表仅作说明用途。

前三大能源公司贡献了该行业总销售额的一大部分。

大多数情况下，两种方法的计算结果相似，结果区别最大行业是能源业；前三大能源公司贡献了该行业总销售额的一大部分¹²，而在美国的分布相对较低，因此与简单平均数相比，按销售额加权值计算的结果较低。按简单平均数计算，能源行业在美国的分布数据高于均值（在 11 个行业中排名第 5），但按销售额加权值计算则低于均值（在 11 个行业中排名第 9）。与各行业一般公司在各地域所获营收相比（简单平均值的关联度更高），这两个数字的区别对于理解不同行业对投资组合表现的影响（销售额加权值的关联度更高）有着重要意义。

考虑到行业分布情况，我们用标普 500 行业指数来确定整个研究期间各行业的累计表现。这些指数将标普 500 划分为不同的行业指数，维持市值加权机制。如拟定的经济政策能够实现，或者市场高度相信未来将得以实施，那么可以合理预期房地产、电讯服务和公用事业行业将获得相对较好的表现。

然而，各行业在此期间的实际表现（见表 11）表明总体情况恰好相反。本土营收最高的三个行业（突出显示）均明显逊于**标普 500 指数**。另一方面，国际市场收益最高的两个行业——资讯科技和材料，分别名列第二和第三。因此，拟定的经济政策并未直接转化为与美国经济关系最为密切的行业上涨。

拟定的经济政策并未直接转化为与美国经济关系最为密切的行业上涨。

表 11: 标普 500 行业表现

行业	总回报率 (%)	美国收益分布排名 (销售额加权值)	美国收益分布排名 (简单平均)
金融	42.70	5	4
资讯科技	40.53	11	11
材料	31.10	10	10
工业	30.09	8	7
标普 500	27.90	--	--
非必需消费品	27.70	6	6
医疗保健	23.59	4	8
房地产	13.07	3	3
日常消费品	12.16	7	9
公用事业	11.86	2	2
电讯服务	11.49	1	1
能源	7.88	9	5

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。指数表现按美元总回报计。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅作说明用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

现在再来看看海外和本土营收指数——由于以美国营收分布情况作为挑选成份股的标准，可以预期各营收指数的活跃行业权重将与表 10 中的平均行业营收一致。观察选举日海外营收和本土营收指数相较于标普 500 行业的权重证实了这一点（见表 12）。例如，资讯科技行业在美国的分布为 42%，远低于标普 500 整体水平(63%)。不出意料，该行业在海外指数中的比重较高（较活跃权重高 15.12%），而本土指数在该行业的分布最低（较活跃权重低 19.76%）。

表 12：选举日营收指数的行业权重

行业	海外营收			本土营收		
	投资组合 权重(%)	标普 500 权重(%)	差額 (%)	投资组合 权重(%)	标普 500 权重(%)	差額 (%)
非必需消费品	11.2	12.22	-1.02	14.58	12.22	2.36
日常消费品	8.88	9.98	-1.1	2.19	9.98	-7.79
能源	9.41	7.24	2.17	9.42	7.24	2.18
金融	5.29	13.4	-8.11	22.75	13.4	9.35
医疗保健	8.24	14.09	-5.85	7.19	14.09	-6.9
工业	8.83	10.07	-1.24	5.36	10.07	-4.71
资讯科技	36.6	21.48	15.12	1.71	21.48	-19.76
材料	10.56	2.83	7.73	1.71	2.83	-1.12
房地产	0	2.89	-2.89	13.99	2.89	11.1
电讯服务	0	2.46	-2.46	2.03	2.46	-0.43
公用事业	0.99	3.34	-2.35	19.06	3.34	15.72

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据截至 2016 年 11 月 8 日。表格仅作参考用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

配置效应显示了各投资组合中活跃行业偏向的影响，而选择效应则显示了各行业证券选择的影响。

考虑到它们在行业权重上的明显差异，我们研究了两支营收指数之间的表现差异是否仅仅是行业偏向所致。为了检验这一点，我们对研究期间进行了一项按行业分组的布林森表现归因。表现归因是一个强大的工具，将投资组合与标普 500 之间的表现差异细分为配置效应和选择效应。配置效应显示了各投资组合中活跃行业偏向的影响，而选择效应则显示了各行业证券选择的影响。

表 13：与标普 500 对比的行业归因

行业	海外营收				本土营收				总计效应 (%)
	平均权重差额 (%)	配置效应 (%)	选择效应 (%)	总效应 (%)	平均权重差异 (%)	配置效应 (%)	选择效应 (%)		
非必需消费品	-0.54	0	1.21	1.21	2.43	-0.02	-0.77	-0.79	
日常消费品	0.51	0.13	-0.09	0.04	-6.6	1.03	-0.26	0.77	
能源	0.49	-0.12	-0.26	-0.38	1.62	-0.26	-0.21	-0.47	
金融	-10	-1.26	-0.56	-1.82	7.89	1.16	0.67	1.83	
医疗保健	-2.44	0.11	0.57	0.68	-6.38	0.2	0.49	0.68	
工业	-1.61	-0.03	0.36	0.33	-5.7	-0.18	0.45	0.28	
资讯科技	11.34	1.11	2.07	3.18	-20.93	-2.24	-0.25	-2.49	
材料	9.28	0.34	0.57	0.91	-1.38	-0.09	-0.31	-0.4	
房地产	-2.53	0.38	0.02	0.41	12.61	-1.77	-1.06	-2.83	
电讯服务	-2.25	0.37	0	0.37	-0.44	0.04	-0.65	-0.61	
公用事业	-2.26	0.35	-0.2	0.15	16.87	-2.22	0.73	-1.49	
总计	-	1.38	3.7	5.08 ¹	-	-4.36	-1.17	-5.52 ¹⁵	

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。表格仅作参考用途，反映推定的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解回溯测试表现的固有限制的更多信息。

我们可以从行业表现归因中得出几条结论。首先，海外营收指数受益于行业偏向和证券选择。然而，相比标普 500，其大部分超额回报来自选择效应。其次，本土营收指数因归因和选择效应导致表现不佳的比例几乎相等。结果清楚地表明，表现差异不仅仅是因为标普 500 中行业比重的偏高和偏低，基于营收分布数据的活跃行业权重和证券选择均是原因。

结语

尽管标普 500 是国内股市的晴雨表，但受全球经济影响的程度却超出预期。因此，国内和国外的市场事件都会对指数成份公司产生影响。

我们用 2016 年美国大选及之后几个月来证明营收分布对销售额源自海外的公司的影响。本文研究的市场事件表明，基于从特朗普所提出的经济政策中受益最大的预期来进行部门或行业配置，其相对表现并不可观。事实上，情况正好相反。在标普 500 回报强劲且屡创新高的一段期间内，部分功臣为最受海外经济影响的公司及行业。

尽管标普 500 是国内股市的晴雨表，但受全球经济影响的程度却超出预期。

因此，地域营收数据有助于了解投资组合未涵盖国家或货币可能造成的风险。海外和本土营收指数的表现差异表明，将地域营收数据纳入投资过程会产生重大影响。此外，从投资组合构建的角度来看，如果投资者对经济有特定的看法并希望将该观点转化为投资组合，则可以通过在配置或证券选择中使用营收数据来构建“更纯粹”的市场投资组合。

地域营收数据有助于了解投资组合未涵盖国家或货币可能造成的风险。

尾注

- 1 资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。计算截至 2017 年 12 月 29 日。
- 2 关于数据集的更多信息请浏览 https://www.factset.com/data/company_data/geo_revenue。
- 3 资料来源：辉盛，截至 2017 年 12 月 29 日。以简单平均数计算，另一种常见方法是计算投资组合的地域营收分布情况，美国的总分布约为 70%。
- 4 资料来源：Irwin、Neil and Rappeport、Alan。“[Donald Trump Adopts G.O.P. Tax Cuts, but Balks at Trade Pacts](#).” 2016 年 8 月 8 日。
- 5 资料来源：“[A Shifting Global Economic Landscape](#).” 《世界经济展望更新》。2017 年 1 月。
- 6 资料来源：Thomas Jr., Landon。“[Why Stock Markets, Initially Shaken, Went Up After Trump's Victory](#).” 2016 年 11 月 8 日。
- 7 资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。差距最大的日期为 2017 年 11 月 1 日。
- 8 资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期间的数据。表现按美元总回报计。
- 9 资料来源：Ryan, Vincent。“[Only Half of Companies Hedging Currency and Other Risks](#).” 2013 年 10 月 17 日。
- 10 该模型提供每月分析；因此起始日期为 2016 年 10 月 31 日，而不是 2016 年 11 月 8 日。
- 11 该模型提供每月分析；因此起始日期为 2016 年 10 月 31 日，而不是 2016 年 11 月 8 日。
- 12 截至 2017 年 12 月 29 日，能源行业前三大公司约占该行业全球总销售额的 47%，在美国的营收平均为 32%。
- 13 由于计算机制的细微差异，总体效应（即各投资组合相对于基准的超额回报）与表 13 所示回报并不完全吻合。

标普道琼斯指数研究撰稿人

Charles Mounts	全球主管	charles.mounts@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
Dennis Badlyans	助理总监	dennis.badlyans@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
Ryan Poirier, 金融风险管理人员	高级分析师	ryan.poirier@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
Peter Tsui	总监	peter.tsui@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
Liyu Zeng, 特许金融分析师	总监	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	助理总监	akash.jain@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 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	高级总监	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

S&P 500 Focused Foreign Revenue Exposure Index 及 S&P 500 Focused U.S. Revenue Exposure Index 于 2017 年 8 月 31 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方法与发布日期生效的方法一致。完整的指数方法详情载于 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。起值日是规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知晓已向公众发布（例如通过公司的公共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，将把发布日期（在 2013 年 5 月 31 日前，称为“介绍日”）设定为禁止对指数方法做出进一步变更的日期，而该日期可能先于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。构建指数所采用方法的前瞻性应用可能会导致表现与所示回溯测试回报不相符。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、成份股增减准则以及所有的指数计算），请登录 www.spdji.com 参阅指数的“方法”部分。

回溯测试资料的另一局限性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方法的运用和对指数组成的选择。任何假设的计算都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素在编写所列指数资料时通常无法、也从未被纳入考虑，但这些因素都会影响实际表现。

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护有关指数，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跟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。举一个简单的示例，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，在期末还对投资征收了 1.5% 的实际资产费用（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 年标普全球旗下的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內容。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所有资料并非面向个人，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，但可根据指数通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数据库或检索系统。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提供商及授权人（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。不论任何原因，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。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；保证不存在程序缺陷、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序，对所获取的与各项分析过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。