

权重有理

作者

Tim Edwards 博士

指数投资策略主管

tim.edwards@spglobal.com

Anu R. Ganti, CFA

美国指数投资策略主管

anu.ganti@spglobal.com

Hamish Preston, CFA

美国股票主管

hamish.preston@spglobal.com

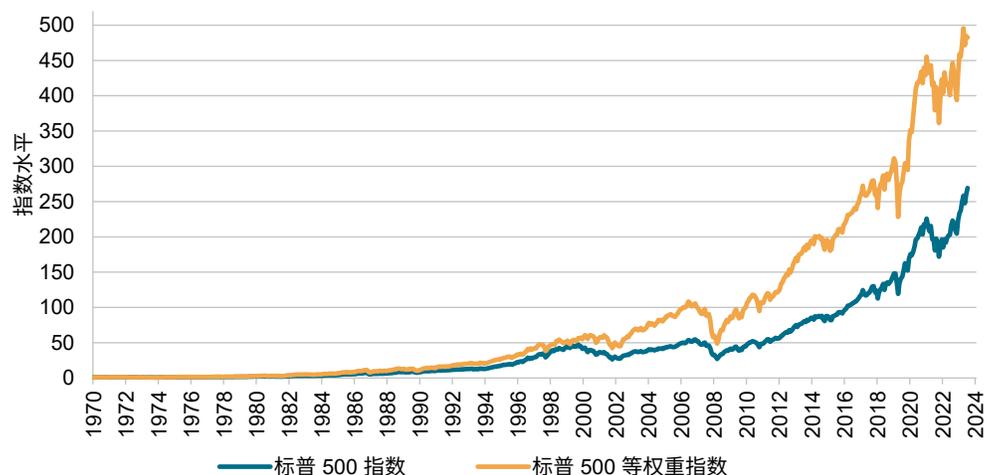
“一个好印象需要 500 个小细节。”

加里·格兰特

标普 500® 等权重指数二十多年的历史表现一直优于标普 500® 指数，而可追溯至 1970 年的假设性回测历史表现也具有类似的长期超额收益（见图 1）。这些结论并不是什么新鲜事，但鉴于当前的市场集中度处于历史高位，以等权重方法来研究美国大盘股可能尤其具有意义。

本文结合当前市场动态，从市场集中度到行业板块、因子和个股等角度，总结了标普 500 等权重指数相对表现的潜在来源和驱动因素的广泛观察。

图 1：标普 500 等权重指数长期跑赢



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。指数表现基于以美元计算的总收益。指数于 1970 年 12 月 31 日重新定基为 1。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 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。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

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。

当前的市场环境

近期美国股票市场比较突出的特点，一是股价延续强劲走势，二是少数超大盘股占据主导地位。等权重策略在这种环境下尤其值得关注，首先是因为集中度和动量趋势往往会在某个时候逆转（即使难以确定何时会逆转），其次是因为在市场相对集中时，多元化策略可能更为重要。

多方面的指标都显示目前美国股票市场的集中度异常高¹。这尤其体现在等权重指数与市值加权指数的比较上：截至 2024 年 6 月 28 日，标普 500 指数成分股的未加权平均市值为 963 亿美元，而其 *指数加权* 平均市值则高达 9,986 亿美元。换言之，从投资组合加权角度看，追踪标普 500 指数的策略平均市值将比等权重策略高出十倍以上²。

若以加权平均市值和非加权平均市值的比率来衡量“集中度”，则可以看出标普 500 指数的集中度在过去 10 年急剧上升，最近更达到半个多世纪未遇的极端水平（见图 2a）。

图 2a：美国股票市场集中度达到半个世纪以来的最高水平



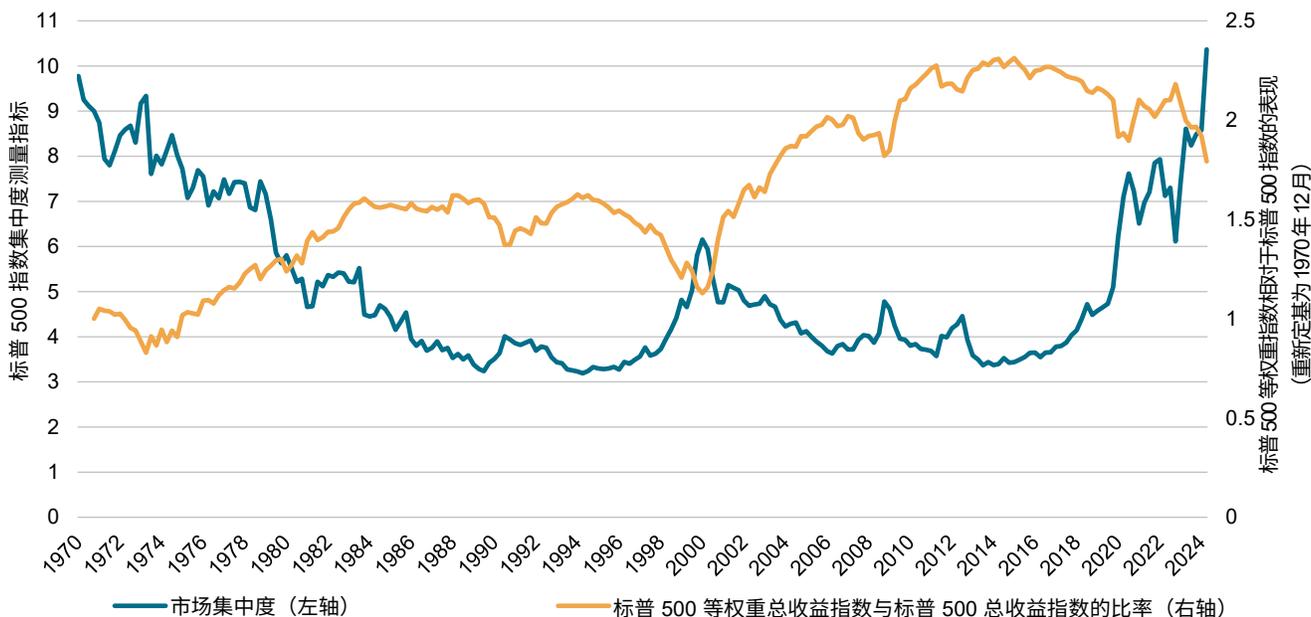
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。集中度以指数加权平均总市值与成分股未加权平均总市值的比率衡量。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

¹ 这并非美国独有的现象，见 Authers, John, “[市场羊群效应无处不在，非美国独有](#)”，彭博《回报点》，2024 年 2 月。另见 Inker, Ben 和 John Pease, “[高度集中](#)”，GMO，2024 年第一季度。

² 按照市值加权指数的定义，只需一些简单的代数计算即可以看出，这一指标几乎与 Anu Ganti 和 Craig J. Lazzara 在“[行业板块的集中度及其对等权重指数的影响](#)”（2022 年 2 月，标普道琼斯指数有限公司）一文中所提出的“调整后 HHI”相同——不过图 2 基于全市值（而非流通市值）。

市场集中度的变化与等权重指数的表现之间存在天然的相关性，当大盘股表现领先时，市场会进一步集中于这些股票，同时也意味着市值加权指数将跑赢等权重指数（假设其他条件相同）。相反，如果市场集中度下降，则等权重指数有望跑赢市值加权指数³。图 2b 将标普 500 等权重总收益指数与标普 500 总收益指数之间的比率叠加到图 2a 中显示的市场集中度上，显示两者呈现十分明显的负相关性。（注：当蓝色线下降时，等权重指数表现优异。）

图 2b：等权重指数的相对表现与集中度趋势



资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。指数表现基于以美元计算的总收益指数。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 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。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

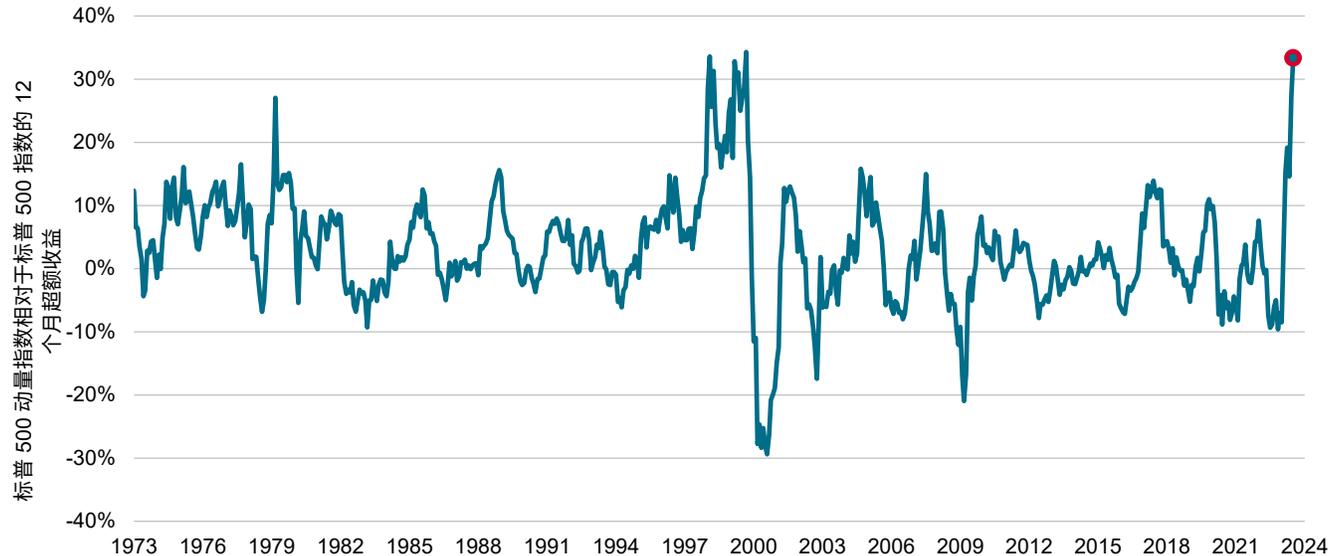
这些趋势是否会逆转？何时逆转？这些问题可能与美国股市的动量有关，后者是一个更广泛的现象。更具体地说，近期超大盘股的优异表现部分归功于美国股市“动量”因子更全面走强，尤其是去年。图 3 展示了标普 500 动量指数（由标普 500 指数成分股中正价格趋势最强的前五分之一股票组成）相比标普 500 指数的 12 个月相对表现⁴。截至 2024 年 6 月 28 日，动量指数的总

³ 参见 Edwards, Tim, “[标普 500 指数集中度上升，可能使等权重指数跑赢](#)”，标普道琼斯指数，2018 年 9 月。

⁴ 标普动量指数的完整编制方法详见[我们的网站](#)。

收益跑赢标普 500 指数 30% 以上。这种极端的相对表现，唯有上世纪末“互联网泡沫”的过度爆炒才能与之匹敌，不过随后很快急剧逆转，这一现象值得重视。

图 3：标普 500 指数的动量处于历史高位



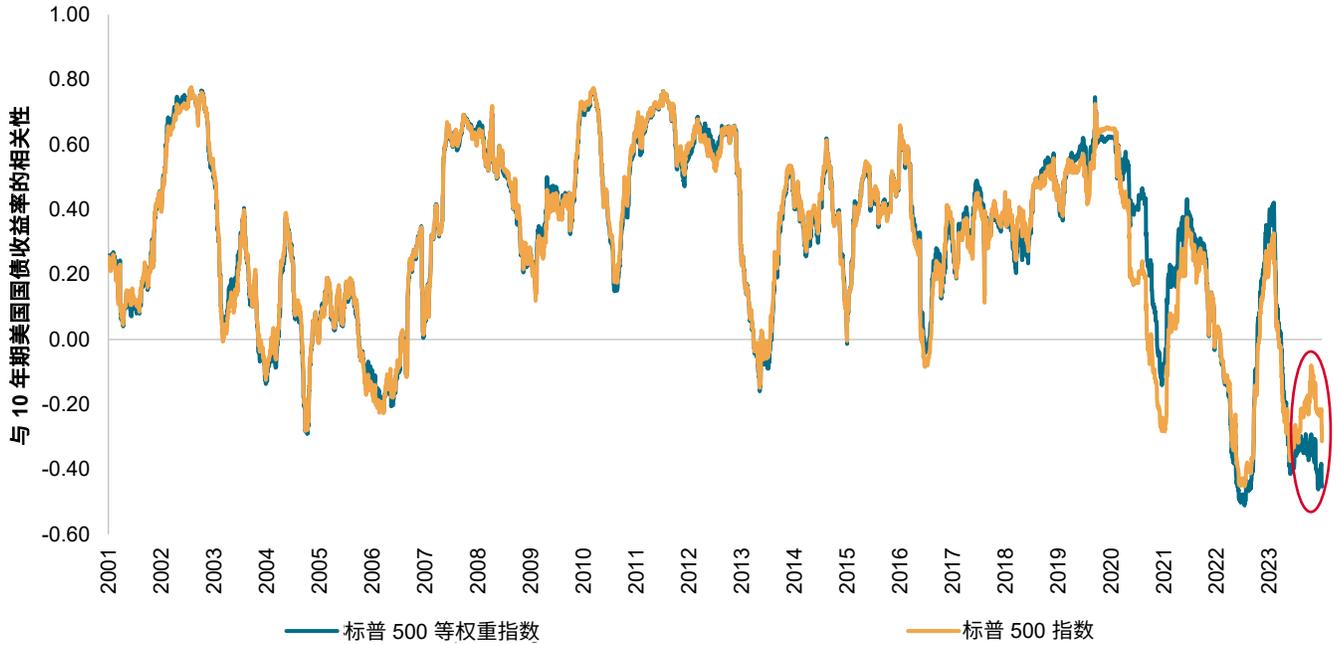
资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。指数表现基于以美元计算的总收益。标普 500 动量指数于 2014 年 11 月 18 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明，反映假设的历史表现。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

后文我们将进一步分析动量因子与等权重指数的相对表现之间的关系；完全可以说两者存在天然的反比关系，进一步突出了在评估等权重策略的优缺点时关注动量策略表现的潜在重要性。

对于等权重策略在当前环境下的潜在重要性还应注意一点，如果标普 500 指数继续几乎完全由少数几家大公司主导，那么其走势可能开始更加由这些大公司最敏感的特异风险（而不是系统性风险）左右。对长期利率的敏感性已经体现了这一问题。《华尔街日报》最近指出⁵，正常情况下基准收益率（美国 10 年期美国国债收益率）与标普 500 指数或其等权重指数之间的日涨跌相关性接近，但近来却出现了分化。图 4 展示了 2001 年 6 月至 2024 年 6 月期间这两个指数与该基准收益率的历史 100 天相关性。

⁵ Mackintosh, James, “[大型科技公司让股票市场脱离现实](#)”，《华尔街日报》，2024 年 6 月 4 日。

图 4：与 10 年期美国国债收益率的相关性近期出现分化



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、圣路易斯联邦储备银行。数据截至 2024 年 6 月 28 日。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 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。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

总体而言，美国股市的集中度处于异常高位，个股表现呈现多个异常强劲的趋势，标普 500 等权重指数和市值加权指数的风险特征也出现可能开始分化的早期迹象。面对市场高度集中于少数几个超大盘股的局面，一种风险管理方法是通过定期调整减少表现异常突出个股的敞口，并通过等权重方法获取潜在的多元化优势。因此，对标普 500 等权重指数进行审查可谓非常及时。下一节将分析长期历史趋势，从中获得的进一步证据可为分析当前环境提供支持。

等权重指数的优异历史表现

图 1 说明标普 500 等权重指数的长期绝对表现和相对表现都十分出色。自 2003 年 1 月推出至 2024 年 6 月底，该指数的年化收益率达 11.58%⁶，在整个期间不仅跑赢了标普 500 市值加权指数，同时也还跑赢了标普中盘 400[®] 指数和标普小盘 600[®] 指数。图 5 详细展示了等权重指数相比其他指数的长期跑赢幅度以及最新统计数据。

图 5：标普 500 等权重指数总收益及相关比较

指数	完整期间	5 年	10 年	15 年	20 年
年化总收益 (%)					
标普 500 等权重指数	11.58	11.57	10.92	14.23	10.25
年化相对总收益 (%)					
相比标普 500 指数	0.39	-3.19	-2.04	-0.38	0.05
相比标普小盘 600 指数	0.77	3.85	2.12	1.56	0.74
相比标普中盘 400 指数	0.42	1.20	0.94	1.01	0.22

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。2003 年 1 月 31 日至 2024 年 6 月 28 日的数据。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

标普 500 等权重指数在短期跑输标普 500 指数的情况与之前提及的几个主题有关。从长期看，等权重指数在过去持续跑赢市值加权指数，促进了对等权重指数相对表现来源和驱动因素的各种分析，这将在接下来的几个章节概括介绍。我们的分析将考虑以下因素，按顺序排列如下：

- 行业板块权重的作用；
- 规模和动量因子视角；
- 个股选择和横截面偏斜的作用；
- 与主动型管理美国股票共同基金的比较。

⁶ 资料来源：标普道琼斯指数有限公司，截至 2024 年 6 月 28 日，基于 2003 年 1 月 31 日以来的总收益。见 Preston, Hamish, “[庆祝标普 500 等权重指数推出 20 周年](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2023 年 1 月。

等权重指数与行业板块

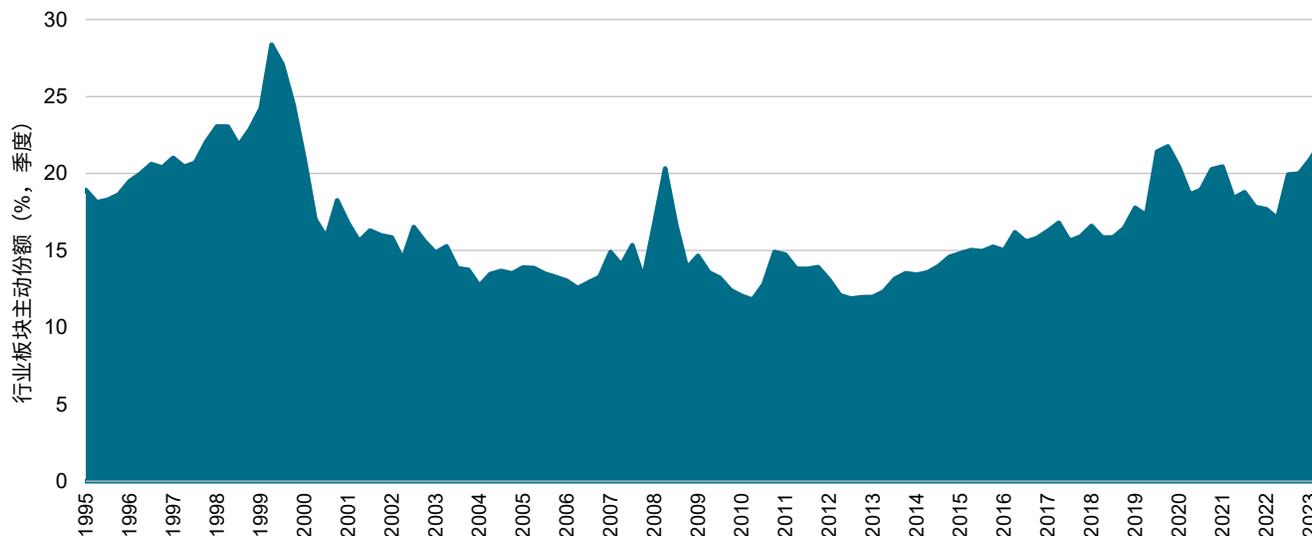
股票指数的行业板块权重对其绝对表现和相对表现有十分重要的影响，尤其在行业板块的表现明显分化时。标普 500 等权重指数与标普 500 指数的行业板块相同，成分股也相同，但由于前者不按市值加权，因此其行业板块权重可能与后者存在明显的差异。

图 6 总结了标普 500 等权重指数与标普 500 市值加权指数的当前行业板块权重以及历史行业板块“主动份额”⁷。根据实时指数历史，等权重指数的平均行业板块主动份额为 17%，其中权重上调幅度最大的是工业，平均比基准指数高出 7%；而权重下调幅度最大的是信息技术，平均比基准指数低 6%。当前行业板块主动份额（截至 2024 年第二季度）为 25%，其中一半以上是因信息技术板块的权重下调 19% 和工业板块的权重上调 7% 所致。

图 6：标普 500 等权重指数和标普 500 指数的当前行业板块权重和历史行业板块主动份额

行业板块	当前权重（截至 2024 年第二季度，%）			
	标普 500 等权重指数	标普 500 指数	差异	绝对差异
通信服务	3.9	9.3	-5.5	5.5
非必需消费品	10.4	10.0	0.5	0.5
必需消费品	7.5	5.8	1.8	1.8
能源	4.6	3.6	0.9	0.9
金融	14.4	12.4	2.0	2.0
医疗保健	12.4	11.7	0.7	0.7
工业	15.6	8.1	7.4	7.4
信息技术	13.4	32.4	-19.0	19.0
原材料	5.5	2.2	3.4	3.4
房地产	6.2	2.2	4.0	4.0
公用事业	6.1	2.3	3.8	3.8
总计	100	100	0	49

⁷ 在每个时间点的行业板块“主动份额”等于两个指数的行业板块权重绝对差额之和除以二的商。如果两个指数没有行业板块重叠，则其行业板块主动份额为 100%；如果两个指数的行业板块权重相同，则其行业板块主动份额为 0%。

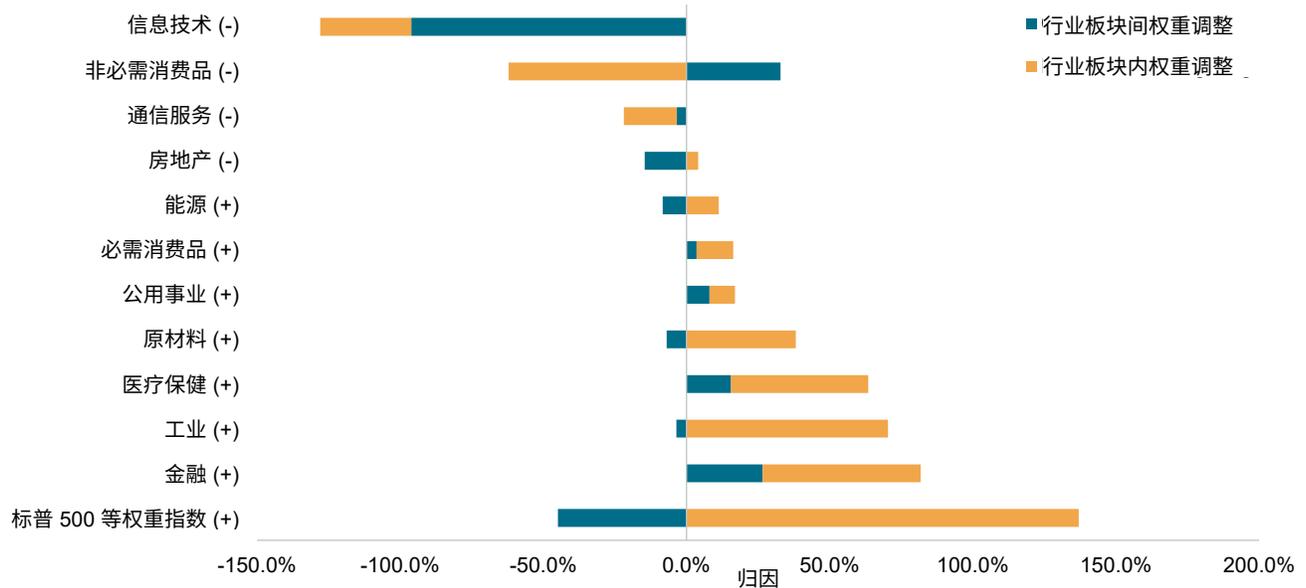


资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 日推出。指数推出日期前的所有数据均为经过回测的假设性数据。图表仅供说明，反映假设性的历史指数权重。请参阅文末的表现披露，了解与经过回测的数据有关的固有限制的更多相关信息。

由于行业板块权重的差异十分明显，人们很容易认为这是标普 500 等权重指数长期跑赢的重要原因。令人惊讶的是，虽然行业板块权重确实是短期相对表现的重要驱动因素，但对长期表现的影响几乎可以忽略不计。相反，通过对标普 500 等权重指数累计 92% 的历史超额收益进行收益归因分析发现，*所有* 跑赢都源于每个行业板块内的同等加权（行业板块内权重调整）⁸。事实上，可以说“不止所有”超额收益，因为同期累计 45% 的跑输预计都将归咎于行业板块加权（行业板块间权重调整）的影响。图 7 总结了行业板块间权重调整和行业板块内权重调整对跑赢的贡献。

⁸ 另见 Preston, Hamish, [“行业板块等权重的影响和潜在应用”](#)，标普道琼斯指数有限公司，2023 年 4 月。

图 7：行业板块内权重调整贡献最大



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。2003 年 3 月 31 日至 2024 年 6 月 28 日的的数据。指数表现基于以美元计算的总收益指数。房地产和通信服务板块分别于 2016 年 8 月和 2018 年 9 月进行了 GICS® 调整。金融板块的数据点包含截至 2016 年 8 月 31 日的房地产公司数据，不含该日期之后的房地产公司数据。非必需消费品和信息技术板块受到影响，因为其中的部分股票调整到通信服务板块。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

在 11 个板块中，同等加权令 7 个板块的权重提高，明显的例外是信息技术板块，等权重指数下调了该板块以及板块内最大市值成分股的权重，影响了指数的表现。此外，等权重指数对金融、工业和医疗保健板块的等权重调整，是其历史跑赢的主要原因⁹。

推动等权重指数跑赢的因素

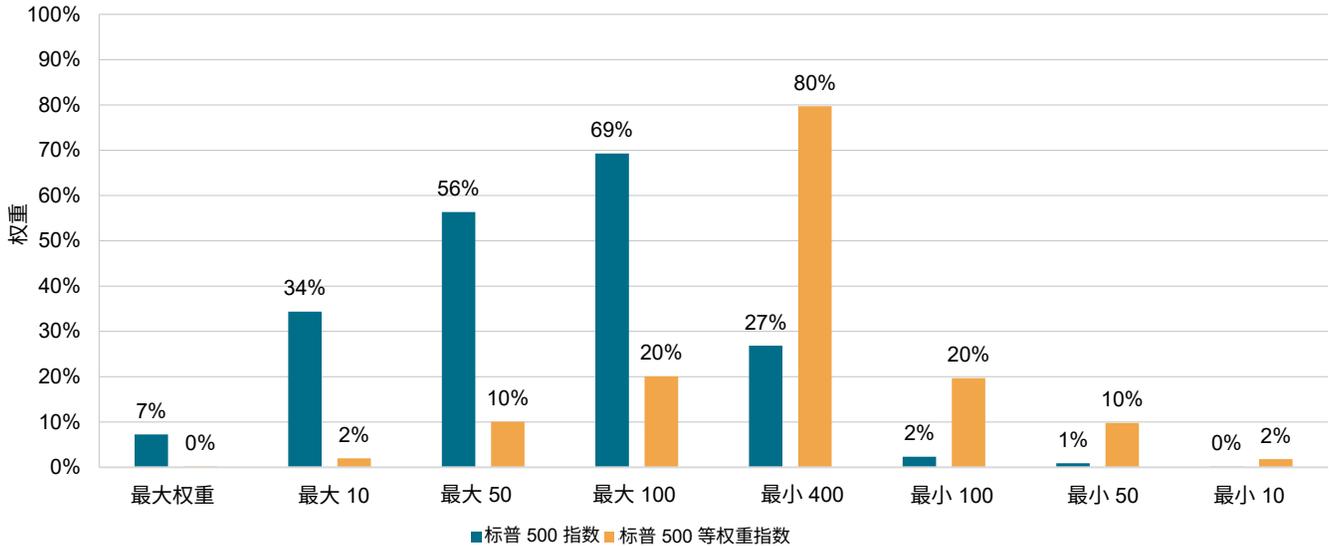
等权重指数实质上是由其定期调整计划决定的，即将成分股的权重调整为相同权重的频率¹⁰。因此等权重指数预期会有两个因子敞口：一是增加中小市值个股敞口（“规模”因子），二是在时间上与定期调整频率相同的反动量因子敞口。

⁹ 如需深入了解美国股市行业板块内部和跨行业板块等权重的影响，详见 Ganti, Anu R. 和 Craig J. Lazzara, “[行业板块集中度及其对同等权重的影响](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2022 年 2 月 7 日。

¹⁰ 标普 500 等权重指数每季度调整一次。更多详情见指数编制方法，网址：<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-sp-us-indices.pdf>

图 8 说明了不同规模的公司 在等权重指数与市值加权指数中的权重。例如，等权重指数的权重接近 80% 来自标普 500 指数中市值最小的 400 家公司，而后者在市值加权指数中仅占 27%。

图 8：标普 500 等权重指数的规模敞口较小

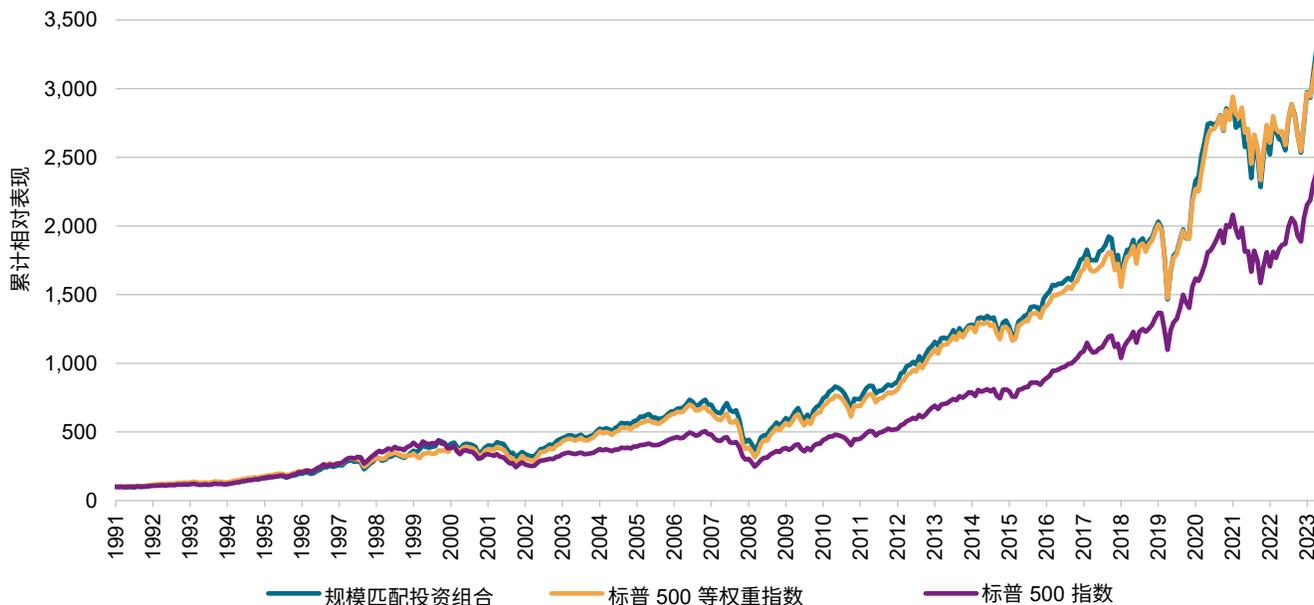


资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。图表仅供说明。

与行业板块加权相比，事实证明规模敞口较小是等权重指数长期跑赢的主要原因。通过将等权重指数的收益率与假设性的规模匹配投资组合的收益率行比较可以证明这一点。规模匹配投资组合由标普 500 指数和标普中盘 400 指数独特组合构成，其指数加权平均市值与标普 500 等权重指数相同¹¹。

¹¹ 基于“规模匹配”投资组合的年度定期调整。计算详情见 Edwards, Tim、Craig J. Lazzara 和 Hamish Preston, [“等权重指数的优异表现”](#)，标普道琼斯指数有限公司，2018 年 1 月 5 日。

图 9：规模因子是长期收益的重要贡献因素



规模匹配投资组合是一个假设性的投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。假设性规模匹配投资组合由标普 500 指数和标普中盘 400 指数组合而成，其指数加权平均成分股规模与标普 500 等权重指数一致。假设性投资组合每年年底进行调整。更多信息详见“[等权重指数的优异表现](#)”，标普道琼斯指数有限公司。指数于 1991 年 12 月 31 日重新定基为 100。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 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。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

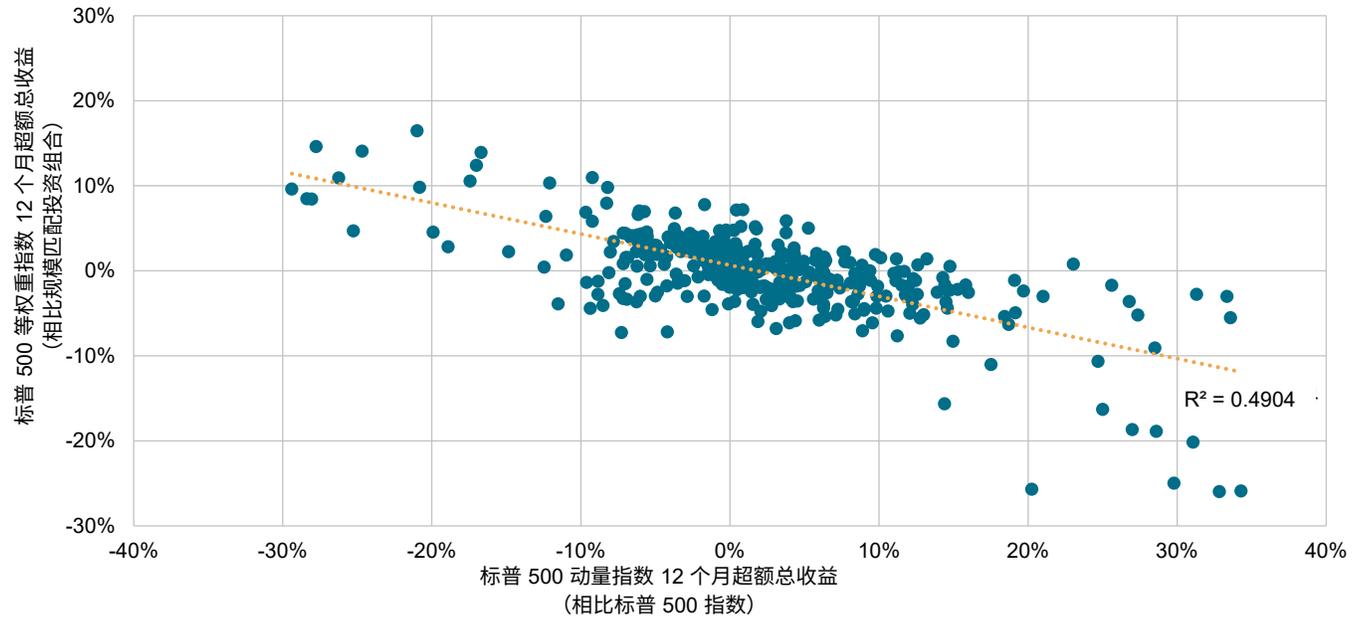
除上文所述的类似长期表现外，等权重指数和假设性规模匹配投资组合之间的历史 12 个月超额收益 R^2 值高达 0.58。因此，“规模”因子同样可能是相当一部分短期收益的贡献因素。

当然，规模因子并不是等权重指数跑赢的唯一原因；上图的时间跨度较长，加上两个系列的结束点非常相似，有可能掩盖了真正的短期和中期收益差异。例如，等权重指数相对于规模匹配投资组合的 12 个月总收益率介于 -26% 至 16% 之间。换言之，即使规模因子可以解释大约一半的超额收益，但仍有许多难以解释的地方。另一个因子的影响在数据中尤为明显。这是通过定期调整行为产生的，因为等权重指数需要在每次定期调整时卖出相对赢家（其权重在定期调整前会增加）并买入相对输家（其权重在定期调整前会下降）。这与基于动量的策略相反，后者会买入赢家而卖出输家¹²。

¹² 见 Ganti, Anu R., “[均值回归与动量](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2021 年 5 月 11 日。

图 10 表明很大一部分无法解释的表现可能来自于与动量的负相关性，标普 500 等权重指数相对于规模匹配投资组合的超额收益与标普 500 动量指数相对于标普 500 的超额收益之间的统计 R^2 值为 0.5。换言之，动量效应可能解释了等权重指数相对表现中规模效应无法解释的大约一半差异。

图 10：动量对等权重指数表现的剩余影响

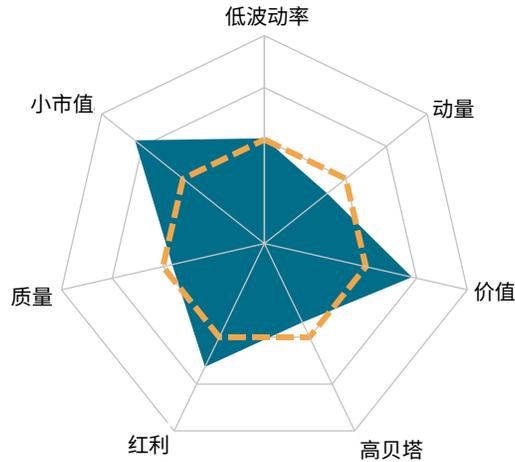


规模匹配投资组合是一个假设性的投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限公司。数据截至 2024 年 6 月 28 日。指数表现基于以美元计算的总收益。标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 日推出。标普 500 动量指数于 2014 年 11 月 18 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。请参阅文末的表现披露，了解与回测表现相关的内在限制的更多信息。

除了预期的规模和反动量特征之外，等权重指数还存在可能随时间推移而变化的其他因子倾斜。与标普 500 指数相比，该指数在历史上（以及目前，见图 11）也倾向于价值股，并且相应倾向于股息率较高的股票。

图 11：标普 500 等权重指数相对于标普 500 指数的因子倾斜



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。图表从 2024 年 6 月版标普 500 等权重指数行业板块概览中复制。数据截至 2024 年 6 月 28 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

选股与同等加权

“见微知著。”

T.E.Lawrence

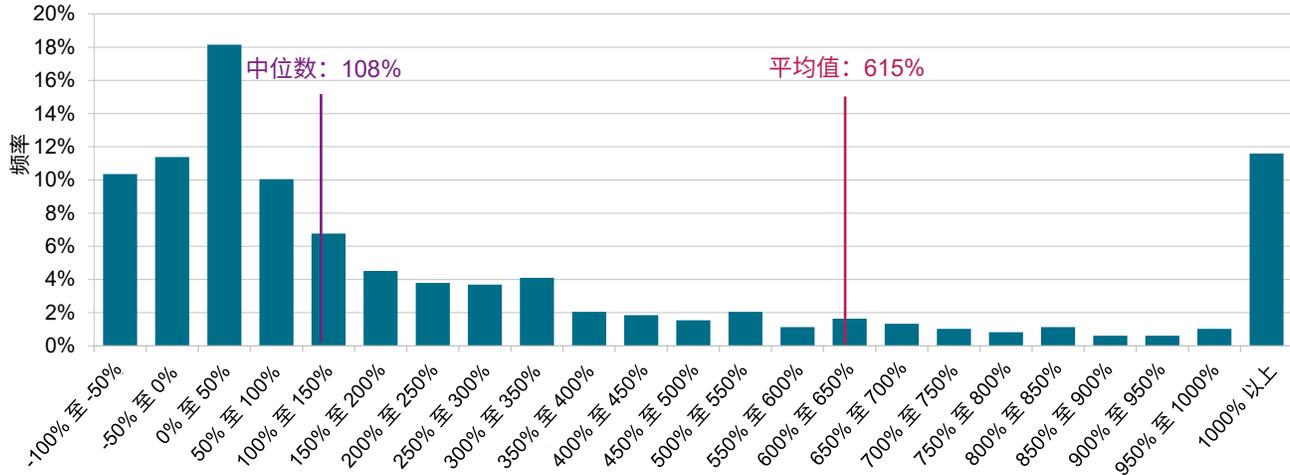
直觉告诉我们，个股下跌不可能超过 100%，但上涨空间却是无限，因此个股表现或许也能深刻反映等权重指数的长期表现。此外，股市历史表明，数以万计的上市公司只有极少数能够持续带来丰厚收益¹³。除非能够以超乎寻常的远见从千千万万家公司中发现这样优秀的个股，否则偏向等权重至少可以确保但比例参与在市值加权指数中可能被低估的优秀个股。

图 12 展示了标普 500 指数所有成分股 20 多年的总收益频率分布（以各成分股在纳入期间的表现衡量）。该分布呈明显的正偏斜，例如平均收益率为 615%，而收益率中位数仅为 108%。这并不是个例；在 1991 年至 2023 年的 33 年中，有 29 年标普 500 指数成分股的平均收益率超过了收益率中位数¹⁴。

¹³ 一项著名的研究发现，4% 的公司创造了美国股票市场的全部财富，超过了投资美国国债可获得的收益。见 Bessembinder, Hendrik, “[股票跑赢美国国债？](#)”，《金融经济学杂志》第 129 卷，第 3 期，2018 年 9 月。

¹⁴ 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。

图 12：偏斜的影响——标普 500 指数成分股的收益分布



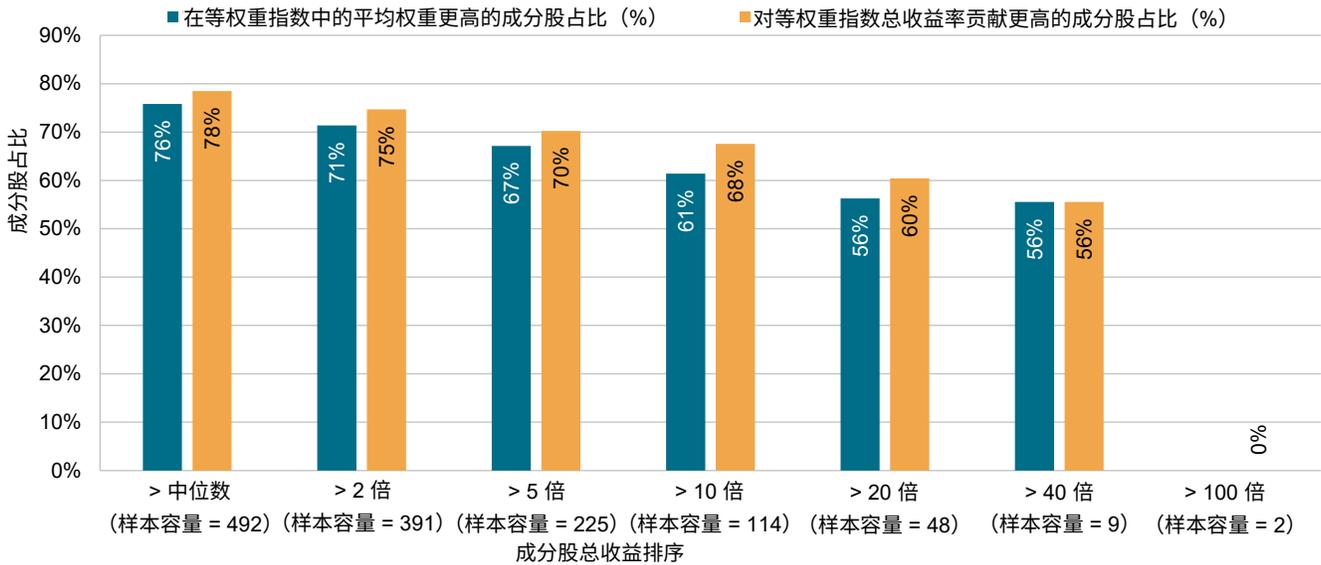
资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。2003 年 3 月至 2024 年 6 月 28 日的数据。指数表现基于以美元计的总收益率。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

这种正偏斜对市值加权策略与等权重策略的相对表现十分重要，因为在市值加权指数中往往是极少数股票的权重高于平均水平，而大多数股票的权重低于平均水平¹⁵。如果大多数股票的收益率低于平均水平，但极少数股票的收益率极高，那么在其他条件相同的情况下，市值加权指数中这些极少数优异个股的权重可能会低于等权重指数。而在等权重指数中，少数收益率高于平均水平的股票可能会获得更高的权重，从而受益于这种正偏斜。

图 13 展示了图 12 中总收益率高于中位数（即大于 2 倍、大于 5 倍等）的成分股占比，即与标普 500 指数相比，在等权重指数中的平均权重更高的成分股占比、以及在图 12 所示同一时期对等权重指数的总收益率贡献更大的成分股占比。我们之所以要展示这两个系列，是因为一只股票有可能在标普 500 等权重指数中具有更高的平均权重，但对标普 500 市值加权指数的贡献更大——例如，假设该股票以中等速度上涨，直到成为市值最大的股票之一，随后以更快的速度上涨。

¹⁵ 图 8 已经证明标普 500 指数符合这一规律，更明确地说，截至 2024 年 6 月 28 日，标普 500 指数 500 家成分股公司中 99 家的权重高于平均水平，401 家的权重低于平均水平。

图 13：成分股的贡献和平均权重



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、FactSet。2003 年 3 月至 2024 年 6 月 28 日的数。指数表现基于以美元计算的总收益指数。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

分析结果基本上印证了直觉，即等权重指数成分股的平均权重较高，能够更好地反映大多数收益率高于中位数的成分股的表现，以及少部分收益率超过 2 倍、5 倍、10 倍或 20 倍的成分股的表现。在收益超过 40 倍的 9 只股票中，等权重指数与市值加权指数对半开。不过总收益率超过 10,000% 的两只股票在等权重指数中的权重低于标普 500 指数。同期这两只股票（苹果和英伟达）的完整期间收益接近 1,000 倍，在标普 500 指数中的权重分别从 2003 年 3 月的 0.07% 和 0.03% 上升至 2024 年 6 月的 6.6%。

显而易见，这两只股票很难在未来 20 年内再度取得类似的相对优异表现——它们已经是全球市值最高的两家公司，如果再度复制类似的表现，则很可能让整个美国经济都相形见绌。因此建议采取均衡的观点：每项分析都局限于所研究的特定时间段，而我们数据系列的后半部分又恰逢超大市值股票的异常相对优异表现。正如我们在第一部分所强调，正是由于这些情况，当前的市场环境尤其适合研究等权重方法。

主动型基金与等权重指数

等权重指数的股票收益正偏斜敞口或许能让我们深入洞察跑赢基准指数所面临的挑战¹⁶。然而，这也引发了另一个问题。如果假定等权重策略的主要优势在于能够更好地反映个股表现、避开超大市值个股并严格执行定期调整，并且假定都是以实现长期跑赢为目标，难道这不正是支持主动型管理基金的理由？

当然，至少与市值加权基准指数相比，主动型管理基金低配超大市值股票的情况并不罕见，尽管这些基金并不一定会这样做。此外，选股水平“普通”的投资者在特定期限内的表现，可以通过所选股票的“平均”收益率（即等权重指数的收益率）来衡量¹⁷。由于这两个原因，加上主动型管理策略通常会像等权重指数一样定期调整，因此后者有时也可成为判断主动和“选股”策略表现的实用基准¹⁸。

因此，预计等权重指数的相对表现可能会与主动型管理共同基金的相对表现类似。事实上，总体上至少在短期内也确实如此。但长期统计数据却截然不同¹⁹。实际上，尽管等权重指数长期跑赢并且与主动型基金的表现具有相似性，令人惊讶的是过去 20 年超过 90% 的大型主动型基金跑输标普 500 指数²⁰。如果主动型基金将标普 500 等权重指数作为业绩比较基准，结果显示在大多数年份，很少有主动型基金能够跑赢等权重指数（见图 14）。

¹⁶ 见 Ganti, Anu R. 和 Craig J. Lazzara, “[Shooting the Messenger](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2022 年 11 月 22 日。

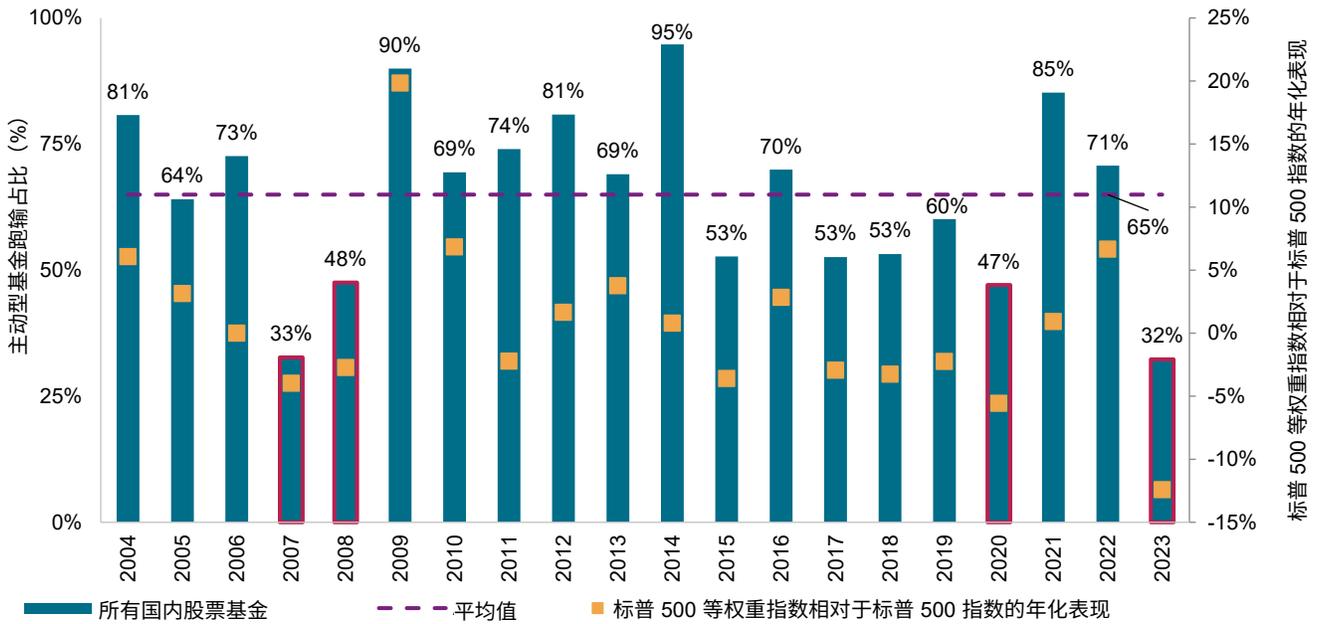
¹⁷ 本文忽略了定期调整的影响，或者说我们假设“选股”能够复制这些影响。

¹⁸ 此概念的更多详情见：Edwards, Tim 和 Craig J. Lazzara, “[等权重基准指数：提升标尺](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2014 年 5 月。另见 Chan, Fei Mei 和 Craig J. Lazzara, “[难度高低：主动策略成功的指标](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2022 年 1 月 24 日。

¹⁹ 见 Edwards, Tim、Grace Stoddart 和 Davide Di Gioia, “[比其他方法更公平：标普 500 等权重指数的 20 年](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2023 年 6 月 14 日。在 Ganti, Anu, “[多元化、股票与指数](#)”中，结果扩展到涵盖 2023 年的表现，标普道琼斯指数有限公司，2024 年 5 月 20 日。

²⁰ 见 Ganti, Anu、Davide Di Gioia、Tim Edwards、Sabatino Longo 和 Joseph Nelesen, “[SPIVA（标普指数与主动投资）美国 2023 年年终报告](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2024 年 3 月 6 日。

图 14：所有主动型管理美国国内股票基金中年度跑输标普 500 等权重指数的百分比



资料来源：标普道琼斯指数有限公司、CRSP。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 14 说明在过去 20 年中，超过 50% 的主动型管理美国国内股票基金有 16 年跑输等权重指数。长期统计数据更具说服力。根据最近纪念标普 500 等权重指数推出 20 周年的一项研究，几乎所有（99%）的主动型管理基金在过去 20 年跑输指数²¹。

²¹ [“比其他方法更公平：标普 500 等权重指数的 20 年”](#)，同上

结论

标普 500 等权重指数近期表现逊于标普 500 指数，主要归因于超大市值股票的历史极端表现。此外，美国股票市场的集中度已升至多年来的最高水平，个股动量趋势也出现不同寻常的长期延续迹象。从历史上看，这样的时期最终还是会回归历史均值，并伴随着等权重指数更为强劲的相对表现。

虽然无法预测等权重指数相对表现的拐点何时会出现，但从历史上看，重大拐点往往会在超大市值股票和动量股的表现达到极端水平之后²²。市场随时可能会出现这种转变，并成为整体风险的重要驱动因素，这表明对美国大盘股进行等权重调整可能非常及时。此外，根据标普 500 等权重指数的长期收益记录和来源，这种研究的效益可能远不止短期或战术性调整。

这种研究并非纯粹是理论上的考量，在实践应用中也同样有效。除直接监测并潜在复制标普 500 等权重指数外，目前在美国、欧洲、澳大利亚、英国、加拿大和以色列等多个市场，已有许多交易所交易基金 (ETF) 和指数基金追踪该指数。最近，与标普 500 等权重指数相关的上市期货也开始在芝加哥商品交易所 (CME) 交易²³。这些产品有望为希望将本文所提及的理论付诸实践，用好等权重指数的市场参与者提供切实的环境。

²² 见 Ganti, Anu R., “[等权重的提升效应?](#)”，标普道琼斯指数有限公司，2023 年 11 月 20 日；另见图 2b 和 3。

²³ 完整的许可产品列表会在[标普道琼斯指数网站](#)上定期更新。

表现披露/回测数据

标普 500 等权重指数于 2003 年 1 月 8 日推出。标普 500 动量指数于 2014 年 11 月 18 日推出。标普中盘 400 指数于 1991 年 6 月 19 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见 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，不适合零售投资者使用。

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，反向数据假设固有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，详见[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、US 500、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）、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、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均为标普全球有限公司（“标普全球”）或其关联公司的商标。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从其输出的内容）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，标普道琼斯指数向各类组织提供广泛的服务或相关服务，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，因此可能会向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。