

市場熱話

在不確定環境中尋求穩定： 中國 A 股市場的低波紅利策略



王子

策略及波動率指數 分析師
標普道瓊斯指數

在中國 A 股市場，紅利和低波動長期有效地提供因數溢價。標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數旨在為投資者提供流動性和交易性兼備的紅利和低波動因數暴露。

兩個因數通過先後篩選的方式結合。如果高股息來自股價下跌而不是紅利增長，公司很有可能陷入「紅利陷阱」。因此在高股息篩選的基礎上再剔除波動率高的股票，可能有效地避免「紅利陷阱」，從而提升絕對收益和風險調整後收益¹。



承天吟

策略及波動率指數 總監
標普道瓊斯指數

從超過十年的回測歷史來看，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數有高收益，低波動，少回撤，和低估值的特點。對希望保持權益類配比同時降低風險的投資者，或者有興趣上調權益類配比但不想增加風險的投資者，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數是極具吸引力的選擇。

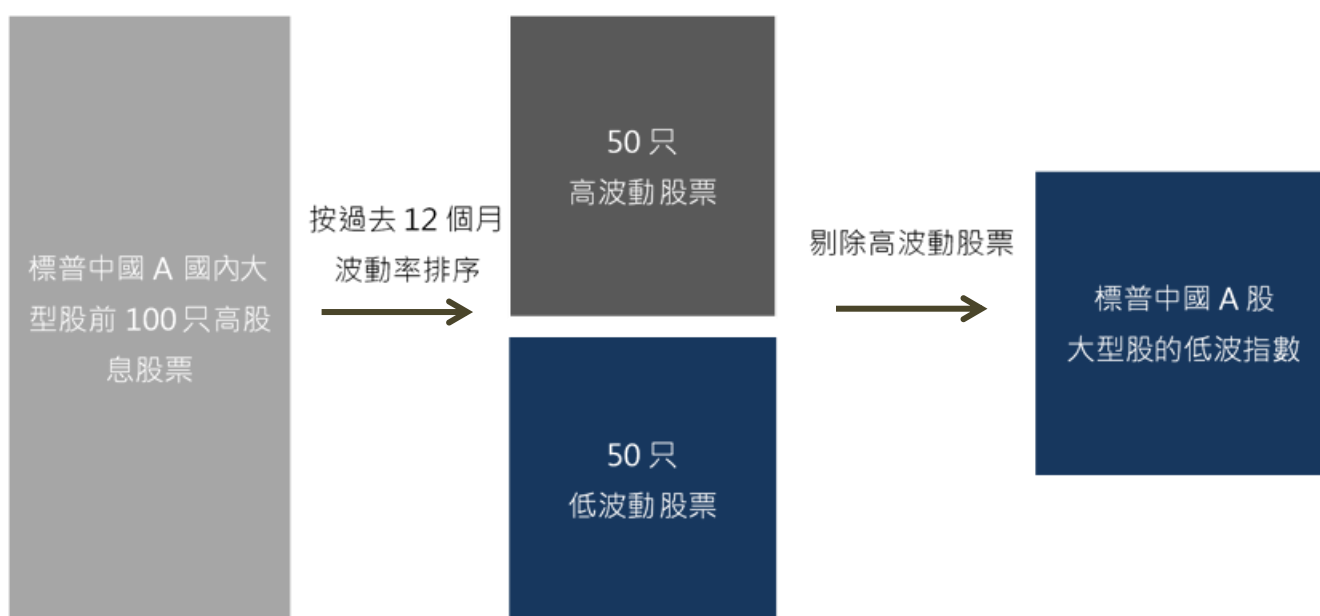
不確定性始終充斥著 2019，並且在新冠疫情的推動下一直延續到了 2020。在諸多不確定性中，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數憑藉其穩定性或許可以為投資者提供一個度過難關的可能。

¹ 曲小雅及研究團隊 - 低波動率與股息率相結合的策略在中國 A 股市場的實踐

1. 指數是如何構建的？

標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數在構建上強調大盤風格和紅利因數暴露，同時限制波動率。指數以標普中國 A 國內大型股指數為樣本空間。標普中國 A 國內大型股指數由 A 股市場中市值最大、流動性最高的股票組成，總體佔 A 股前 70% 流通市值。截至 2019 年底，標普中國 A 國內大型股指數一共有 291 只股票。從樣本空間中選取 100 只股息率最高的股票，再從中剔除波動率最高的 50 只。最終得到 50 只高股息低波動的成分股，並且使用股息率加權來加強紅利因數暴露。指數在每年一月和七月定期調整。

图 1: 標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的構建



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。圖表僅作說明用途。

2. 指數有哪些特點？

優異的歷史表現

從 2009 年 1 月到 2019 年 12 月的歷史看來，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數相比滬深 300 有更優異的歷史表現。該指數以年化 13.7% 的收益跑贏滬深 300，實現 5.2% 年化超額收益（圖 2）。同時，該指數三年、五年、十年、和全歷史區間的波動率遠低於滬深 300，這意味著更高的風險調整後收益。

圖 2: 歷史表現



動盪市的下行保護

中國正處於金融市場改革進程中。因此相較於很多發達市場，它顯得更加動蕩。對很多 A 股投資者來說，2015 年股災仍歷歷在目。在動蕩市中，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數憑藉其低波動和大盤風格，可一定程度上提供下行保護。在 2015 年股災和 2018 年熊市時，該指數的回撤相較滬深 300 分別減少了 12.3% 和 15.3% (圖 3)。

圖 3：熊市時的表現

指數	2015 年股災 (2015 五月-2016 七月)	2018 年熊市 (2018 一月-2018 十二月)
標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數 (%)	-27.50	-12.73
滬深 300 (%)	-39.78	-28.04
超額收益 (%)	12.27	15.30

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，FactSet。數據截至 2019 年 12 月 31 日。表現以人民幣全收益計算。過往表現不保證未來投資結果。清單僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，瞭解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

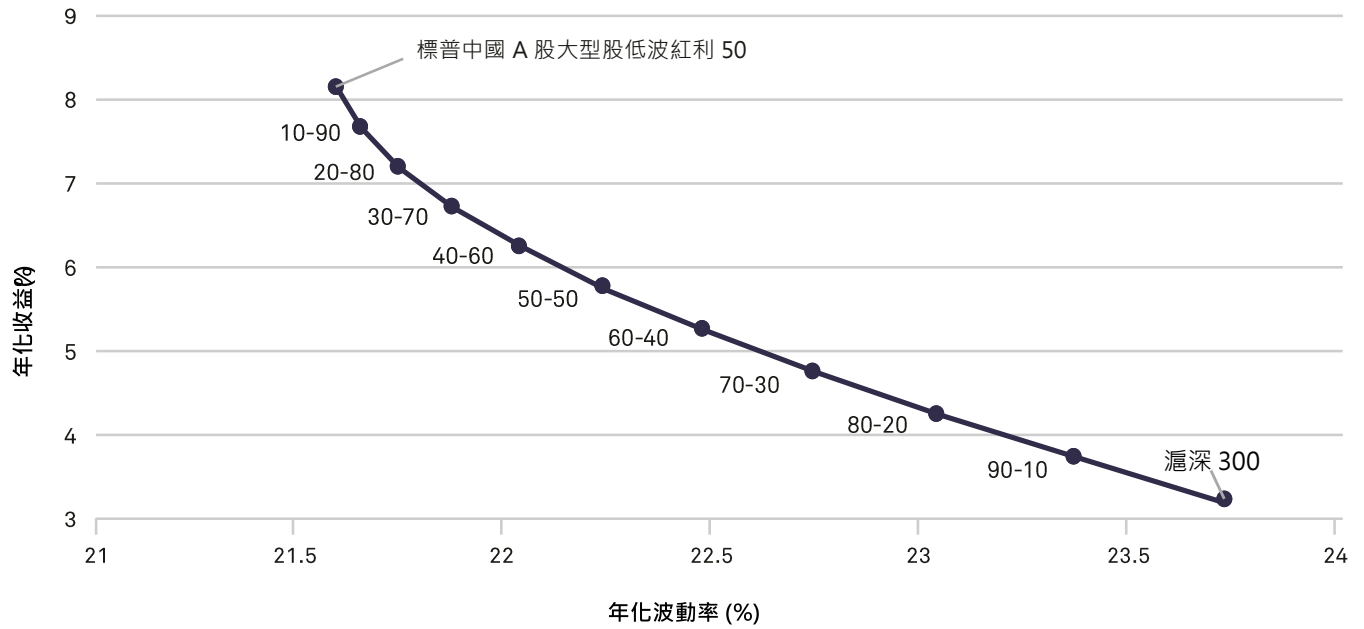
優化資產配置

多數投資者選擇全市場作為權益類投資的第一步，並且作為核心資產長期持有。但是健康的飲食不能只包含核心的主食，仍需要從「配菜」中獲得「營養」。資產設定也一樣。標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數和全市場類基準顯著不同。根據 2020 年一月底的成分股計算主動投資比率，該指數的成分股配比²有 82% 不同於滬深 300。因此，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數可能優化投資者的核心資產配置，為投資組合提供「營養」。

如圖 4 所示，當部分資產從滬深 300 逐步轉移到標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數時，例如轉移 10%、20%、30% 等等，風險/收益點也慢慢向收益更高、風險更低的左上角移動。例如，在滬深 300 和標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數各投 50% 時，相較於 100% 投資滬深 300，收益提升了 250 個基點，至 5.7%。而風險從 23.7% 降至 22.2%。

²主動投資比率 Active share = $1/2 \sum_{i=1}^n |\text{weight}_{\text{portfolio},i} - \text{weight}_{\text{benchmark},i}|$ ，基準為滬深 300。

圖 4：歷史風險/收益曲線

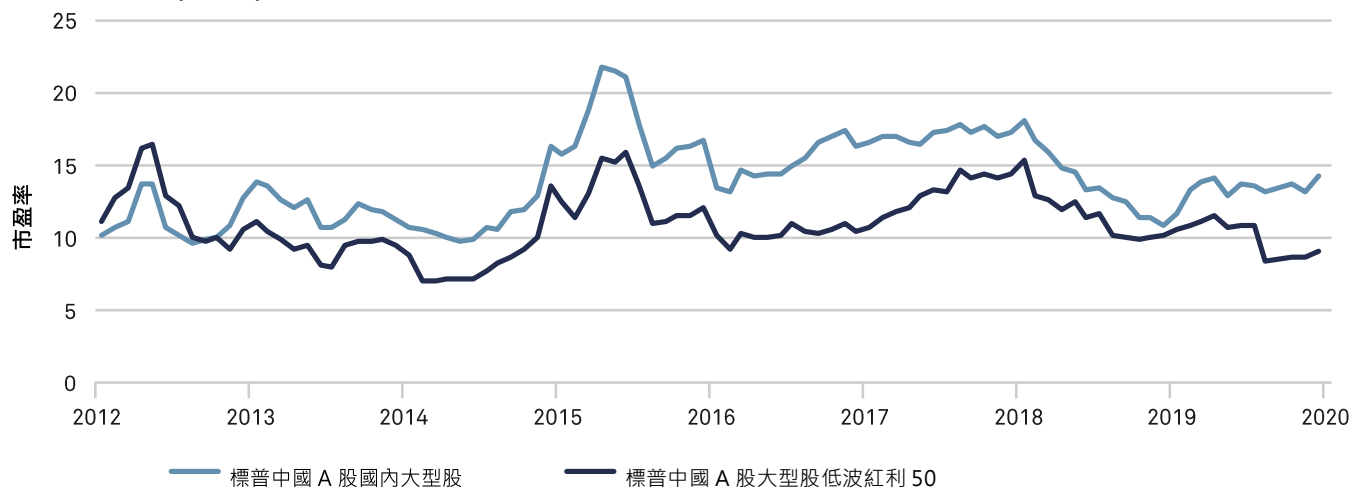


資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，FactSet。數據取自 2010 年 12 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日。表現以人民幣全收益計算。過往表現不保證未來投資結果。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，瞭解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

低估值

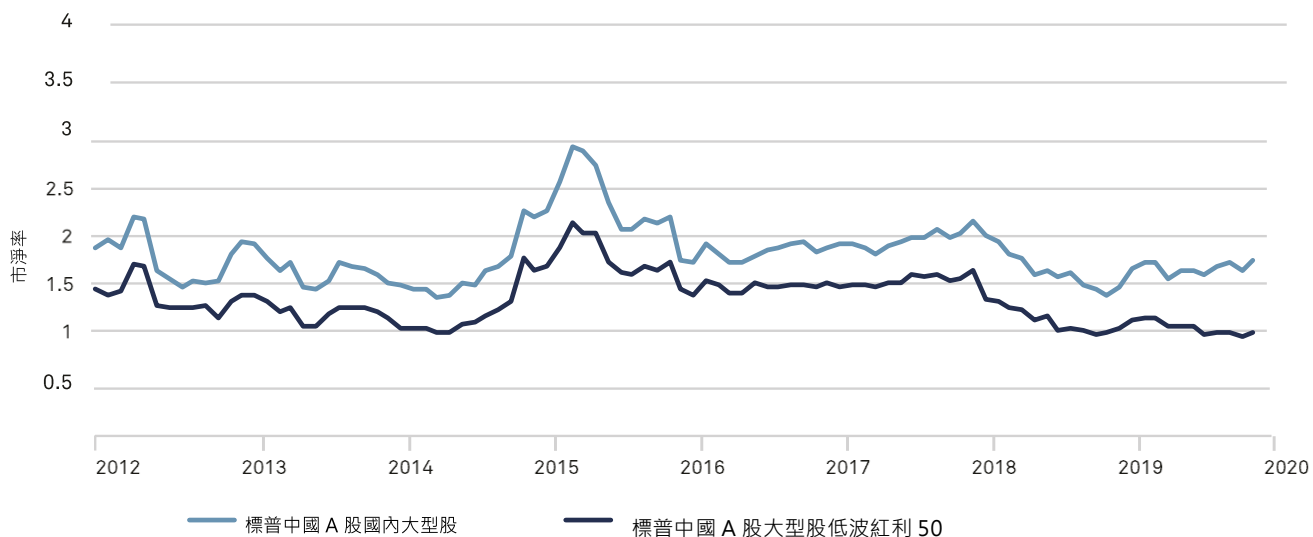
股息率篩選使得標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數相較其基準估值更低。過去 7 年間，其市盈率和市淨率均持續低於標普中國 A 國內大型股指數（見圖 5 和圖 6）。截至 2020 年一月底，該指數的預期股息率為 5.02%，比基準指數的 2.34% 高出一倍多。

圖 5：市盈率 (TTM)



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，FactSet。數據取自 2012 年 1 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日。表現以人民幣全收益計算。過往表現不保證未來投資結果。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，瞭解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

圖 6：市淨率 (LTM)



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，FactSet。數據取自 2012 年 1 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日。表現以人民幣全收益計算。過往表現不保證未來投資結果。圖表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，瞭解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

業績披露

標普中國國內 A 股大型股指數於 2018 年 7 月 30 日推出。標普中國 A 股大型股低波的 50 指數 2019 年 4 月 1 日推出。指數成立日期前呈列的所有數據均屬假設性質（經回溯測試），並非實際表現。回溯試算的計算基準與指數成立日生效的計算方法一致。有關完整指數計算方法的詳情，請瀏覽 www.spdji.com。

標普道瓊斯指數對不同的日期加以定義，協助客戶清楚瞭解自己的產品。起價日是特定指數設定計算價值（當前價值或回溯試算價值）的首日。基準日是為計算目的而設立特定指數固定價值的日期。成立日是特定指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數成立日前任何日期或時期提供的指數價值將視為回溯試算價值。標普道瓊斯指數界定了成立日，即知曉已向公眾發佈（例如通過標普道瓊斯指數的公共網站或其向外部的數據傳送途徑發佈）指數價值的日期。對於 2013 年 5 月 31 日前推出的道瓊斯品牌指數，成立日（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為「推出日」）定為禁止對指數計算方法作出進一步變更的日期，而該日期可能早於指數的公開發佈日期。指數的過往表現並非未來投資結果的指標。構建指數時前瞻性應用的計算方法，可能會導致表現與所示回溯試算的回報不相符。回溯試算期未必對應指數的整個可查閱歷史。更多有關指數的詳情（包括重新調整方法、重新調整時間、成分股增減準則及所有指數的計算），請瀏覽 www.spdji.com 有關指數的計算方法檔。回溯試算資料的另一個局限，是通常在作出回溯試算時已知悉以往事件。回溯試算數據反映在知悉以往事件的情形下應用指數計算方法和挑選成分股的選擇。任何假設的記錄都不能完全反映實際交易時金融風險的影響。例如，與股票、固定收益或商品市場相關的眾多因素在製作所列指數資訊時通常不能及從未納入考慮，但所有這些因素都會影響實際表現。列示的指數回報並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數有限責任公司維護指數，並計算所列示或討論的指數的點位及表現，但並不管理實際資產。指數回報並不反映所支付的任何銷售費用，或投資者為購買指數相關證券或旨在跟蹤指數表現的投資基金時可能支付的費用。徵收這些費用及收費，會造成證券/基金的實際和回溯電子表格現遜於所示指數表現。舉一個簡單的例子，如果 100,000 美元的投資在 12 個月內錄得 10% 的指數回報率（或 10,000 美元），且除應計利息外，在期末還對投資徵收了 1.5% 的實際資產費用（或 1,650 美元），則當年淨回報率為 8.35%（或 8,350 美元）。在三年期內，假設年回報率為 10%，年末徵收 1.5% 的年費，則累積總回報為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累積淨回報率為 27.2%（或 27,200 美元）。

免責聲明

版權所有 © 2020 年標普道瓊斯指數有限責任公司。保留所有權利。標準普爾（標普）、標普 500 指數、標普 500 低波動指數、標普 100 指數、標普綜合 1500 指數、標普中型股 400 指數、標普小型股 600 指數、標普 GIVI 指數、GLOBAL TITANS 指數、股息貴族指數、標普目標日期指數、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均為標準普爾金融服務有限責任公司（標普全球「標普」的分支機構）的註冊商標。道瓊斯、DJ、DJIA 及道瓊斯工業平均指數為道瓊斯商標標普有限責任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，簡稱「道瓊斯」）的註冊商標。這些商標及其他商標已授權標普道瓊斯指數有限責任公司使用。未經標普道瓊斯指數有限責任公司書面許可，不得轉發或複製全部或部分內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限責任公司、標普、道瓊斯或其各自關聯公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲得必要許可的司法管轄區內提供服務的要約。除若干定製的指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有數據均屬客觀數據，亦非專為滿足任何人士、實體或群體的需求而設。標普道瓊斯指數就授權第三方使用其指數及提供定製計算服務收取報酬。指數的過往表現並非未來業績的指標或保證。投資者不可直接投資指數。指數所代表的資產類別，可通過基於該指數的可投資工具來投資。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並尋求提供基於任何指數表現之投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數概不保證基於指數的投資產品將會準確追蹤指數表現或提供的正向投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，且標普道瓊斯指數概不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。決定投資任何此類投資基金或其他投資工具時，不應依賴本檔所載的任何陳述。建議有意投資者僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具發行人或其代表編製的發行備忘錄或類似檔）之後，方投資於任何此類投資基金或其他工具。標普道瓊斯指數有限責任公司並非稅務顧問。投資者應諮詢稅務顧問，以評估任何免稅證券對投資組合的影響，以及作出任何相關投資決定的稅務後果。將某隻證券納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買賣或持有該證券，亦不應視為投資意見。此等材料乃基於公眾一般可獲得且相信屬可靠來源的數據編製，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，概不得以任何手段採用任何形式修改、反編譯、轉載或分發此等數據所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或其輸出結果）或其任何組成部分（統稱「有關內容」），亦不得將有關內容存儲在資料庫或檢索系統中。有關內容概不得用於任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其第三方數據供應商與授權人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）並不保證有關內容的準確性、完整性、適時性或可用性。標普道瓊斯指數各方概不對因使用有關內容而引致的任何錯誤或遺漏負責，不論原因為何。有關內容乃「按現狀」基準提供。標普道瓊斯指數各方概不作出任何及所有明示或暗示的保證，包括（但不限於）保證用於特定目的或用途的適銷性或合適性、保證不存在病毒、軟體錯誤或缺陷；令有關內容的運行不會中斷或有關內容將與任何軟體或硬體配置一併運行。標普道瓊斯指數各方概不就使用有關內容而引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或利潤和機會成本損失）向任何人士承擔任何責任，即使在已獲知可能會發生該等損害的情況下亦然。標普全球分開經營其不同分部及業務單位的若干活動，以保持其各自活動的獨立性及客觀性。因此，標普全球的若干分部及業務單位可能擁有其他業務單位所未掌握的數據。標普全球已制定政策和流程，對所獲取與各項分析流程相關的若干非公開資料加以保密。此外，標普道瓊斯指數向眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構及金融中介）提供廣泛服務或提供與之相關的廣泛服務，因此可能會向該等機構（包括標普道瓊斯指數可能會對其證券或服務作出推薦、評級、納入投資組合模型、評估或以其他方式介紹的機構）收取費用或其他經濟利益。全球行業分類標準（GICS®）由標普和 MSCI 制定，是標普和 MSCI 的專有財產和商標。MSCI、標普和參與製作或編撰任何 GICS 分類的任何其他方概不對相關標準或分類（或使用相關標準或分類獲得之結果）作出任何明示或隱含的保證或聲明，所有相關方特此明確表示概不就上述標準或分類的獨創性、準確性、完整性、適銷性或特定目的適宜性作出保證。在不限制前述任何規定的原則下，MSCI、標普、彼等任何關聯公司或任何參與製作或編撰 GICS 分類的第三方，在任何情況下概不對任何直接、間接、特別、懲罰性、相應而生的損害或任何其他損害（包括利潤損失）承擔任何法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損害的情況下亦然。