

# 市場熱話：

## 標普滬港深中國增強價值指數



### 承天吟

標普道瓊斯指數公司策略及環境、  
社會和管治指數總監

標普滬港深中國增強價值指數旨在衡量滬港深三地上市、具有參與股市互聯互通計劃資格、且估值具吸引力的100家中國大陸公司的表現。對於兩地上市的公司，每家公司僅選擇一個股票類別。

### 1. 本指數構建背後的理由是什麼？

價值因子是金融市場中最古老和最成熟的風險溢價因子之一。以往，估值具有吸引力的股票在中長期內往往跑贏大市。中國A股市場<sup>1</sup>與香港市場之間存在價值溢價。<sup>2</sup>隨著股市互聯互通計劃推出，著眼於中國市場的價值投資者迎來新機遇。

中國A股市場估值偏高。截至2018年8月31日，標普中國A股BMI國內指數的歷史12個月市盈率為15.7倍，而標普新興市場BMI指數為13.7倍。不僅如此，當前H股相對A股仍存在較大幅度的整體折價。A股相對於H股的溢價或折價是由市場資金流動性條件及市場參與者結構與喜好等因素導致。普遍性的股票差價或會持續一段較長時間，而隨著未來A股市場的不斷開放，以及兩地市場投資者結構、制度的不斷完善，兩地的估值差異預計會長期收斂。

作為以滬港深三地為投資標的策略指數，標普滬港深中國增強價值指數的優勢在於三地市場間靈活配置，受惠於估值差異帶來的歷史性套利機會。

### 2. 本指數如何運作？

本指數以滬港通和深港通計劃的南向和北向標的作為選股池，其中包括中國創業板。

本指數根據以下三個基本因素指標選出100家估值具有吸引力的中國公司：市淨率、市盈率及市銷率。本指數按照市值和價值得分的乘積加權。

就在兩地上市的公司而言，將只考慮較便宜的股份類別。我們制定了一項緩衝規則，以減少現有成分股的轉換，除非在每六個月的定期調整時溢價超過5%，否則本指數不會替換股票類別。

<sup>1</sup> 《因子策略在中國A股市場的表現》（“Examining Factor Strategies in China’s A-Share Market”），2015年。

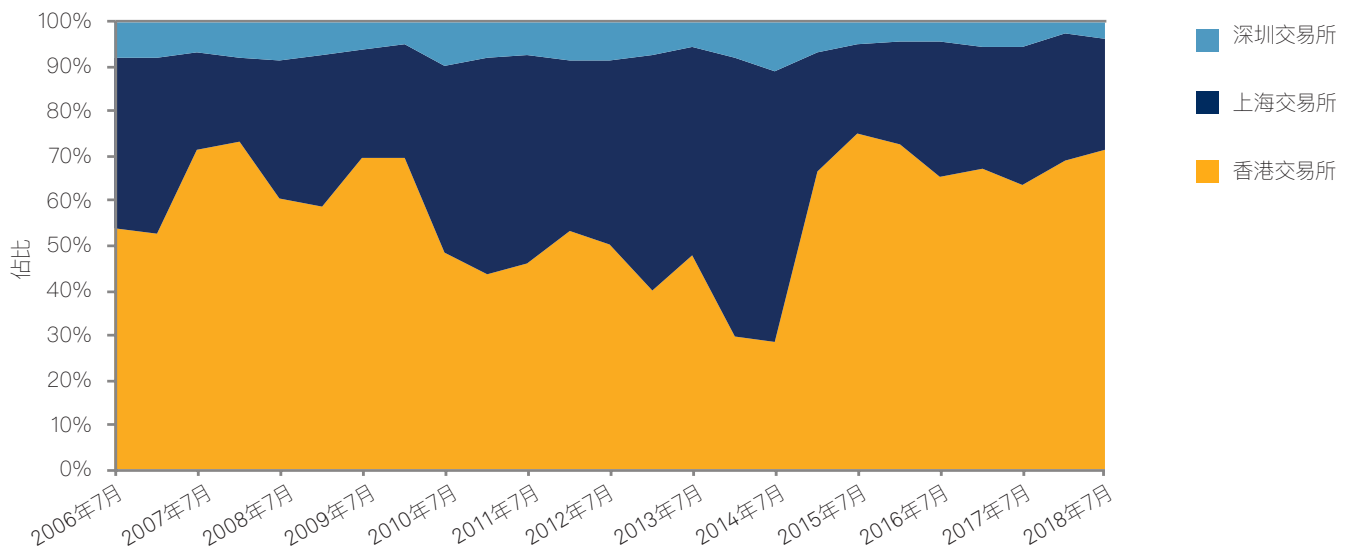
<sup>2</sup> 《Smart Beta 策略在香港市場的表現》（“How Smart Beta Strategies Work in the Hong Kong Market”），2017年。

### 3. 本指數的主要特徵是什麼？

#### 把握兩個市場之間的套戥機會

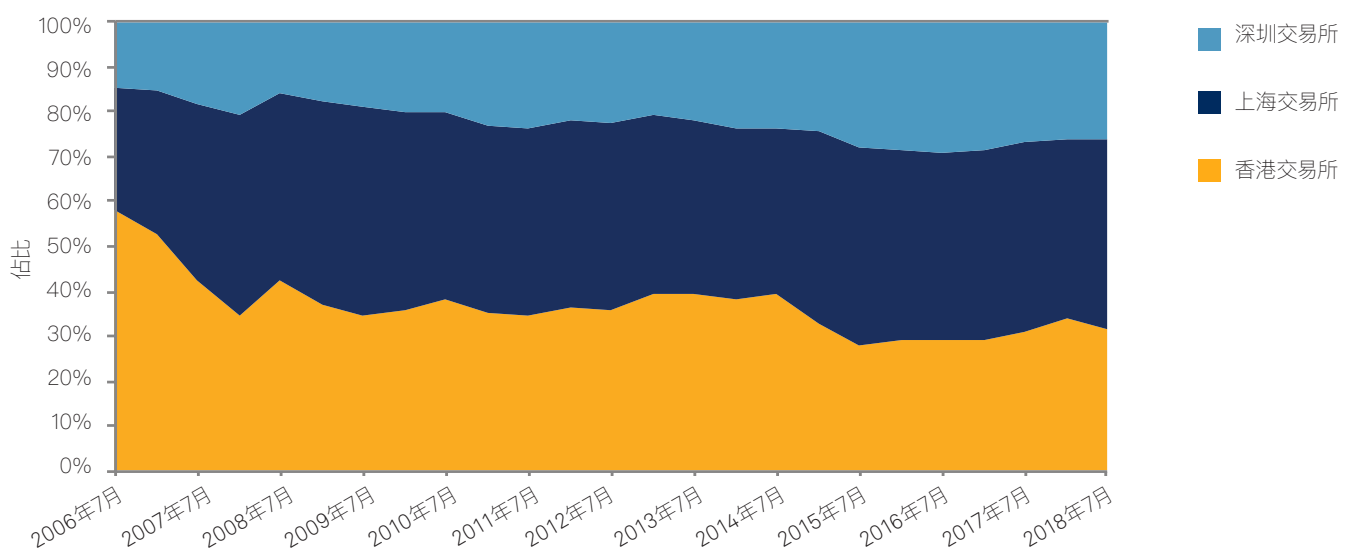
標普滬港深中國增強價值指數根據估值在A股和香港市場之間靈活配置。在2015年A股市場不斷創新高、估值明顯過高時，本策略迅速撤出A股市場而轉投香港市場（見圖1和圖2）。深圳上市股票長期處於低配，這些股票估值與波動率都偏高。

圖1：標普滬港深中國增強價值指數所佔的交易所比重



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006年7月24日至2018年7月23日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

圖2：標普中國A股BMI國內指數及標普香港上市中國指數(S&P Hong Kong-Listed China)共佔的交易所比重



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006年7月24日至2018年7月23日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

### 更高的風險調整後回報

在觀察的十二年時間裡，標普滬港深中國增強價值指數每年跑贏A股市場（以標普中國A股BMI國內指數代表）4.28%，每年跑贏香港中國企業（以標普香港上市中國指數代表）7.27%。其風險調整後回報也分別超過兩指數0.20和0.24（見圖3）。

圖3：標普滬港深中國增強價值指數、標普中國A股BMI國內指數及標普香港上市中國指數的風險/回報

統計數據	標普滬港深中國增強價值指數	標普中國A股BMI國內指數	標普香港上市中國指數
2018年8月回報 (%)	-2.41	-5.93	-2.64
今年以來回報 (%)	1.32	-19.82	-3.28
<b>年度回報(%)</b>			
過去1年	1.07	-20.10	5.37
過去3年	12.79	-3.84	14.16
過去5年	18.67	8.20	10.70
過去10年	11.44	6.45	5.91
從2006年7月31日– 2018年8月31日	15.31	11.02	8.04
<b>年度波幅(%)</b>			
過去1年	17.64	11.80	13.54
過去3年	16.65	21.74	14.72
過去5年	23.05	24.70	17.32
過去10年	25.06	27.77	22.87
從2006年7月31日– 2017年9月30日	27.78	31.57	25.81
<b>風險調整後回報</b>			
過去1年	0.06	-1.70	0.40
過去3年	0.77	-0.18	0.96
過去5年	0.81	0.33	0.62
過去10年	0.46	0.23	0.26
從2006年7月31日– 2018年8月31日	0.55	0.35	0.31

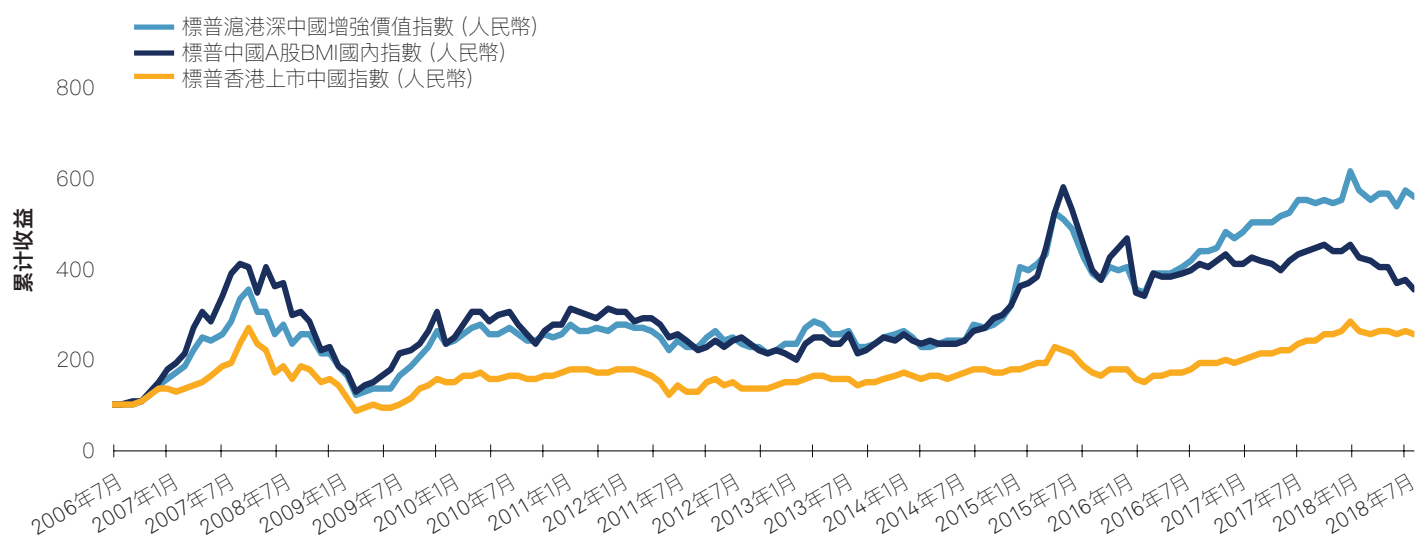
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006年7月31日至2018年8月31日的數據。指數表現以每月人民幣總回報為依據的。過往表現不代表未來投資結果。列表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

## 最大跌幅更低

在我們研究的十二年多時間裡，標普滬港深中國增強價值指數的最大跌幅為66.2%，略低於A股市場及香港中國企業市場。而在A股市場自2015第二季度開始的下行中，標普滬港深中國增強價值指數的回撤也保持低於兩市場（見圖3-4）。作為價值策略實屬不易。可行的解釋有二，一是指數低配波動較大的在深圳上市股票，二是自2015年以來重心明顯轉向香港市場，此舉減輕了2015至2016年中國股市動盪造成的損失。

值得注意的是，在最近的A股市場自2018年1月底以來的拋售中，標普滬港深中國增強價值指數的下跌幅度為12.6%，低於A股市場的17.6%。很明显，這受益於在香港上市的中国股票的配置，因為這些股票的波動性往往低於A股。

圖4：標普滬港深中國增強價值指數、標普中國A股BMI國內指數及標普香港上市中國指數的財富曲線



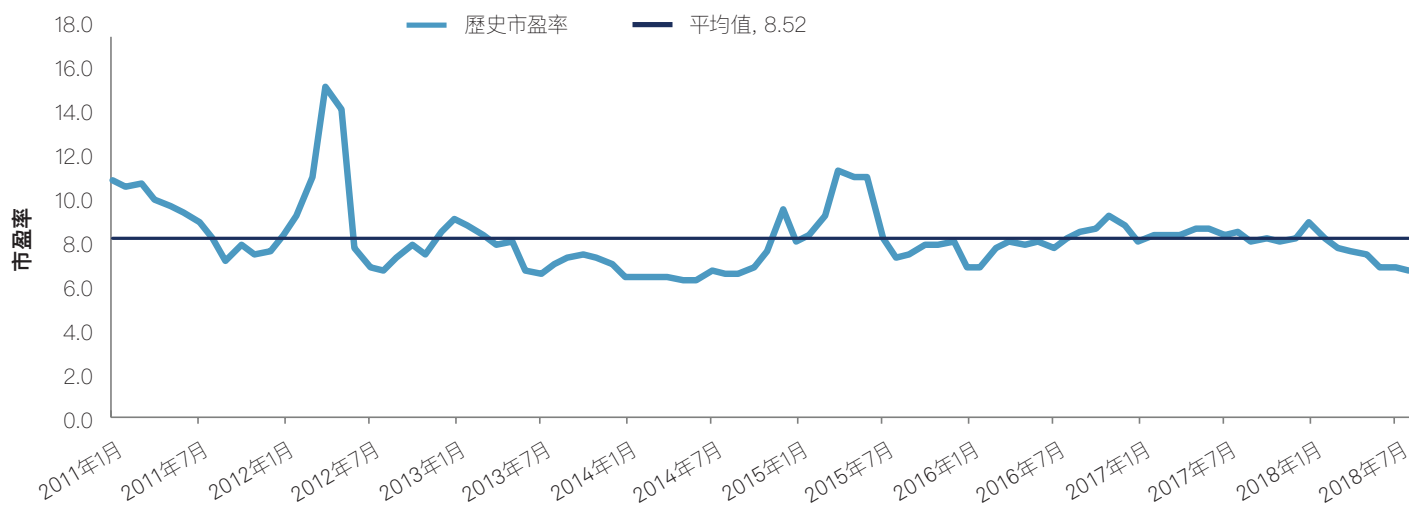
	最大回撤 (2007年10月-2008年10月)	第二大回撤 (2015年4月-2016年2月)	第三大回撤 (2018年1月-2018年6月)
標普滬港深中國增強價值指數 (人民幣)	-66.2%	-33.5%	-12.6%
標普中國A股BMI國內指數 (人民幣)	-67.9%	-34.7%	-17.6%
標普香港上市中國指數 (人民幣)	-67.8%	-34.0%	-9.2%

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2006年7月31日至2018年8月31日的數據。指數表現以每月人民幣總回報為依據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

### 市盈率處於歷史均值以下

截至2018年8月31日，標普滬港深中國增強價值指數的歷史12個月市盈率为7.1倍，對比標普中國A股BMI國內指數為15.7倍，標普香港上市中國指數為11.3倍。自2016年2月以來股價上升約58.6%，但指數估值仍非常合理，市盈率低於歷史平均水平17%。在研究期間，標普滬港深中國增強價值指數的平均歷史市盈率为8.52（見圖5）。

圖5：標普滬港深中國增強價值指數的歷史市盈率



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2011年1月31日至2018年8月31日的數據。過往表現不代表未來投資結果。圖表僅作說明用途，並且反映假設的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」，了解更多有關回溯測試表現相關固有限制的信息。

## 表現披露

標普中國A股紅利機會指數的發布日為2008年9月11日，標普中國A股BMI國內指數的發布日為2013年11月27日。發布日前呈報的所有資料均為回溯測試。回溯測試的表現並非實際表現，而是假設表現。回溯測試所根據的方法論與發布日生效的方法論相同。完整的指數方法論詳情請瀏覽[www.spdji.com](http://www.spdji.com)。

標普道瓊斯指數對不同的日期做出區分，以便協助我們的客戶清楚了解自己的產品。起值日是規定指數設定計算價值（當前價值或回溯測試價值）的首日。基準日是為計算目的而設定指數固定價值的日期。發布日是指數價值首次被視為生效的日期；凡在指數發布日前的任何日期或時期提供的指數價值將視為回溯測試價值。標普道瓊斯指數界定了發布日，即知曉已向公眾發布（例如通過公司的公共網站或其向外部的資料傳送途徑發布）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，將把發布日（在2013年5月31日前，稱為「推出日」）定為禁止對指數方法論做出進一步變更的日期，而該日期可能先於指數的公開發布日期。

指數的過往表現不代表將來的業績。前瞻性應用構建指數所採用的方法論可能會導致表現與所示回溯測試的回報不相符。回溯測試時期不一定對應指數的整個可查閱歷史。有關指數的詳情（包括調整方法、調整時間、成分股增減準則以及所有的指數計算），請瀏覽[www.spdji.com](http://www.spdji.com)，參閱指數的方法論部分。

回溯測試假設資料還有另一個局限性，即通常在做出回溯測試時已獲知以往事件。回溯測試資料反映了在獲知以往事件的情形下對指數方法論的運用和對成分股的挑選。任何假設的計算都不能完全反映實際交易時金融風險的影響。例如，與股票（或固定收益或商品）市場相關的眾多因素在編寫所列指數資料時通常不能、也從未被納入考慮，但這些因素都會影響實際表現。

此外，不可能直接投資於指數。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負責維護指數，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 / 基金的實際和回溯測試表現遜於所示指數表現。舉個例子，如果100,000美元的投資在12個月期間獲得10%的指數回報（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），則當年淨回報將是8.35%（或8,350美元）。在三年期內，假設年度回報為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，累積淨回報為27.2%（或27,200美元）。

## 一般免責聲明

版權©2018，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global的分支機構）。版權所有。標普®及標普500®是Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones®是Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及 / 或影印全部或部分有關內容。本文件不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有數據均為通用信息，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯指數會就向第三方提供指數授權收取報酬。指數的過往數據並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。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旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數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。投資者不應根據本文件所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士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的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其主要交易所釐訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上數據根據一般公眾可用信息及可靠來源，僅為提供數據而編制。以上數據所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於數據庫或檢索系統中。有關內容不得用作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提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的信息。標普道瓊斯指數已制訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開信息維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融中介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。