

## 低波動率與股息率相結合的策略在中國 A 股市場實踐

撰稿人

曲小雅

全球研究與設計

高級分析師

[xiaoya.qu@spglobal.com](mailto:xiaoya.qu@spglobal.com)

曾力宇

全球研究與設計

總監

[liyu.zeng@spglobal.com](mailto:liyu.zeng@spglobal.com)

陸巧兒

全球研究與設計

董事總經理

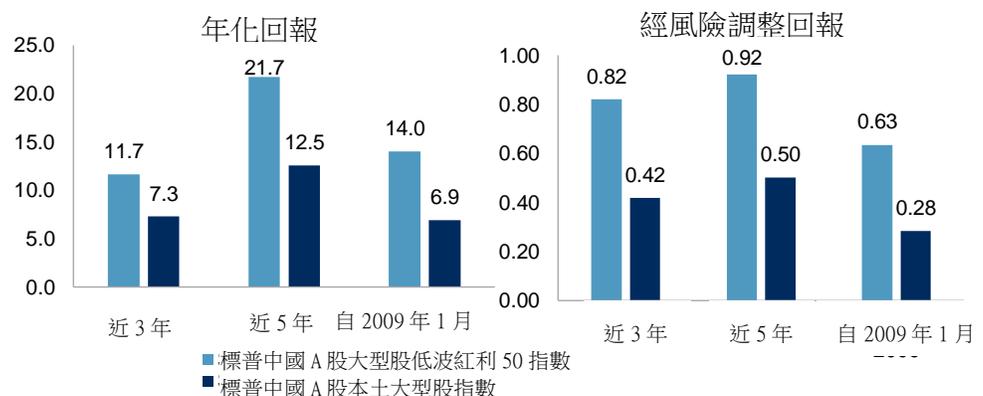
[priscilla.luk@spglobal.com](mailto:priscilla.luk@spglobal.com)

### 摘要

本文探討了在中國 A 股大型股市場將高股息與低波動策略相結合的潛在好處。

- 從高股息率投資組合中剔除高波動率股票，可降低投資組合波動率，提高投資組合的經風險調整回報。
- [標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數](#)對高股息股票疊加了低波動篩選。從 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日，該指數的絕對回報及經風險調整回報均產生了可觀的超額收益。
- 該指數提供了穩定的股息收入來源，並表現出防禦特性，在下行市場期間跌幅有限。
- 對股息率、低波動率及價值因子的主動配置對主動回報的貢獻最大，而行業配置偏差則是該指數大部分主動風險的來源。

表 1: 標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數及標普中國 A 股本土大型股指數的年化及經風險調整回報



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。指數表現以人民幣總回報計算。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

## 簡介

股息投資策略頗受追求收益的市場參與者的青睞。自 2003 年首次推出以來，在特點各異的各個地區具有不同設計的股息交易所買賣基金激增。

2012 年 9 月，標普道瓊斯指數發佈了[標普 500®低波紅利指數](#)。它使用基於規則的獨特股息策略，旨在將高股息率和低回報波動率結合在一個指數中。與單純的基於股息率的策略相比，該指數顯示出出色的經風險調整表現和較強的防禦能力，這對於保守型投資者尤其具有吸引力。<sup>1</sup>

股息投資策略頗受追求收益的市場參與者的青睞。

在下文中，我們將基於標普中國 A 股本土大型股指數中的公司，審視低波動率高股息率策略在中國 A 股大型股股市中的成效。我們還使用標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數來演示該策略的指數化實施。

## 對股息率策略的低波動率篩選

我們首先審視股息率策略在中國 A 股大型股中的成效；然後我們另外實施低波動率篩選，從而構建一個低波動率、高股息投資組合。

## 高波動率高股息率股票的表现

為了研究中國 A 股大型股股市的股息率策略，我們按照 12 個月歷史股息率將標普中國 A 股本土大型股指數的成分股分為四分位數投資組合（高股息率第一至第四四分位數）。股息最低或沒有股息的股票劃入收益率最低的投資組合（高股息率第四四分位數）。<sup>2</sup>所有四分位數投資組合權重相等，每半年重新調整一次。<sup>3</sup>

各地區的股息交易所買賣基金紛紛激增。

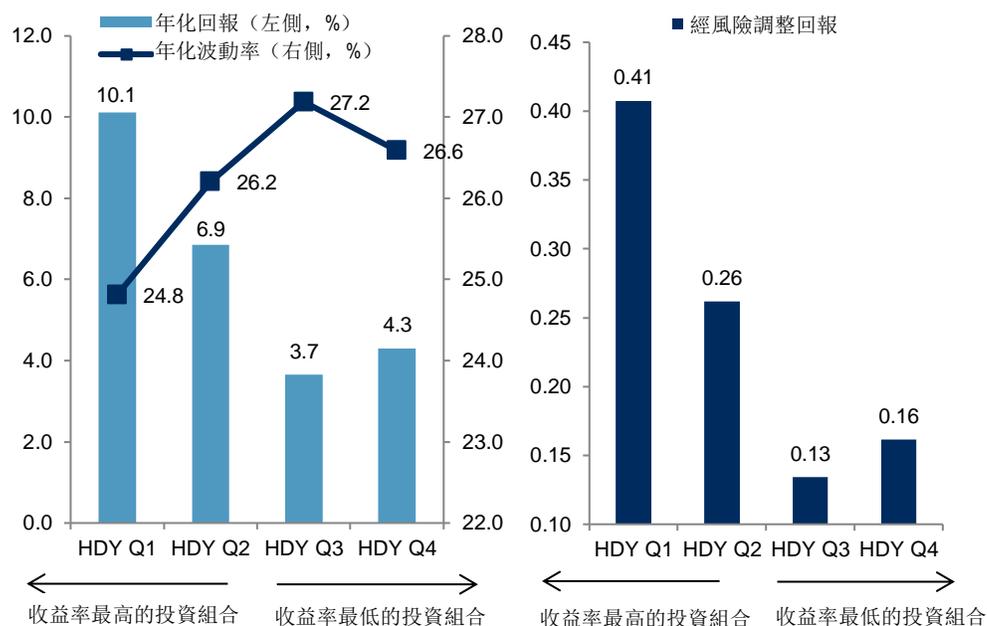
表 2 顯示，在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日期間，中國 A 股大型股票市場中股息率較高的股票表現更好。股息率最高的四分位數投資組合跑贏其他四分位數投資組合，其年化回報最高，回報波動率最低。但與收益率較低的投資組合相比，高股息率投資組合的波動率並無明顯降低，表明對收益率較高的股票進行低波動率篩選具有潛在的好處，有助於進一步降低波動率並提高經風險調整回報。

<sup>1</sup> 陸巧兒及 Qu, Xiaoya. “[The Beauty of Simplicity: The S&P 500 Low Volatility High Dividend Index](#)”（簡單之美：標普 500 低波紅利指數）。標普道瓊斯指數有限責任公司。2019 年 4 月。

<sup>2</sup> 如果高股息率第四四分位數股票的數量超過研究範圍股票數量的 25%，則其他股票將平均分入高股息率第一至第三四分位數投資組合。

<sup>3</sup> 每年 1 月和 7 月的最後一個交易日生效。

圖表 2：不同股息率之四分位數投資組合的表現



對高股息率股票進行低波動率篩選具有潛在的好處...

所有四分位數投資組合為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投資組合表現以人民幣總回報計算。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

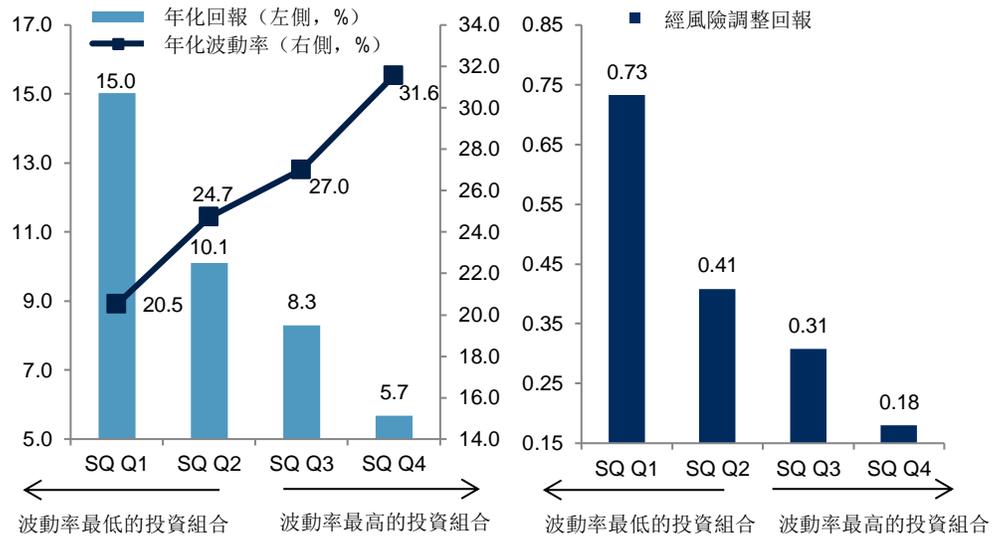
為了審視波動率篩選對高股息率股票的表現有何影響，我們將收益率最高的四分位數投資組合（高股息率第一四分位數）按波動率排序分為四個假設的四分位數子投資組合（第一至第四四分位數）<sup>4</sup>，衡量它們的同期表現。所有波動率子投資組合均基於 252 天歷史價格回報波動率進行了重新調整，採用與高股息率投資組合相同的重新調整時間表。所有波動率子投資組合的成分股均具有相等權重。

...包括進一步降低波動率及提高經風險調整回報。

在高股息率股票中，低波動率子投資組合表現始終優於高波動率子投資組合，呈現出回報線性上升、波動線性降低的趨勢（參見表 3）。由此可見，從高股息率投資組合中剔除高波動率股票，有助於進一步降低投資組合波動率，提高投資組合經風險調整回報。

<sup>4</sup>波動率最低的四分位數投資組合構成第一四分位數投資組合。

表 3: 不同波動率之高收益率子投資組合的表現



標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數將低波動率與高股息政策結合起來。

所有四分位數投資組合為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投資組合表現以因子四分位數投資組合的人民幣總回報計算。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

### 將低波動率篩選與股息率策略相結合

標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數透過先後進行股息率和波動率篩選，對中國 A 股大型股股市將低波動率和高股息策略相結合。

為了確定這些措施對投資組合的影響，我們追蹤了每次篩選所選股票的表現。透過高股息篩選<sup>5</sup>選出的一百隻股票構成了這個假設的高股息 100 投資組合（高股息 100）。<sup>6</sup>隨後透過低波動率篩選<sup>7</sup>（從高股息 100 選出）選出的 50 隻股票構成了標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數。<sup>8</sup>高股息 100 中餘下的 50 隻高波動率股票構成了假設的高波動高股息 50 投資組合（高波動高股息 50）。所有三個投資組合每半年重新調整一次，時間在 1 月底和 7 月底，成分股按股票股息率加權，須遵守多元化限制。<sup>9</sup>

<sup>5</sup> 基於 12 個月歷史股息率。

<sup>6</sup> 為提高指數投資組合的可投資性，股票選自標普中國 A 股本土大型股指數成分股，剔除 ST 和 \*ST 股票以及經調整流通市值低於人民幣 10 億元且三個月日均成交額低於人民幣 2,000 萬元的股票。在此階段應用 50% 的重新調整緩衝。為了實現行業多元化，每個 GICS\* 行業選出的股票不超過 20 隻。

<sup>7</sup> 基於 252 天歷史價格回報波動率。

<sup>8</sup> 在此階段應用 20% 的重新調整緩衝。如果標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的當前成分股在反向波動率排名中躋身前 60，則在考慮新候選股之前會首選它們。

<sup>9</sup> 每個 GICS\* 行業的最大權重上限為 30%。股票權重上限為 5%，下限為 0.05%。

我們首先比較了高股息投資組合的風險/回報狀況。2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日期間，單純股息率篩選實現 3.1% 的年化超額回報，對投資組合波動率沒有影響（參見表 4）。疊加低波動率篩選，實現 4.0% 的年化回報，投資組合波動率由 24.3% 降至 22.1%。因此，經風險調整回報從 0.41 進一步提高至 0.63，令回報跌幅收窄。

單純股息率篩選實現 3.1% 的年化超額回報，對投資組合波動率沒有影響。

經過雙重篩選，在截至 2019 年 6 月 28 日止的一年、五年乃至更長的期限內，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的絕對回報及經風險調整回報持續跑贏基準。

表 4：假設高股息投資組合的風險/回報狀況

期間	標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數	高波動高股息 50	高股息 100	標普中國本土大型股指數
<b>年化回報(%)</b>				
1 年	14.5	-2.3	6.0	11.6
5 年	21.7	10.7	16.6	12.5
自 2009 年 1 月 31 日起	14.0	4.8	10.0	6.9
<b>年化波動率(%)</b>				
1 年	19.1	25.3	21.9	24.0
5 年	23.6	27.6	24.8	25.1
自 2009 年 1 月 31 日起	22.1	28.3	24.3	24.3
<b>經風險調整回報</b>				
1 年	0.8	-0.1	0.3	0.5
5 年	0.9	0.4	0.7	0.5
自 2009 年 1 月 31 日起	0.6	0.2	0.4	0.3
<b>滾動 252 天最大跌幅</b>				
自 2009 年 1 月 31 日起	-38.3	-49.4	-42.7	-47.5
<b>年度周轉率(%)</b>				
自 2009 年 1 月 31 日起	74.4	114.4	77.7	-

高波動高股息 50 及高股息 100 投資組合均為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表現以人民幣總回報計算。過往表現不保證未來投資結果。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

疊加低波動率篩選，實現 4.0% 的年化回報，波動率略有降低。

在表 5 中所示的 11 個年度期間，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數在七個期間內跑贏高股息 100 投資組合，在四個期間內跑輸，平均跑贏幅度 (7.0%) 明顯高於平均跑輸幅度 (-2.4%)。

表 5: 假設高股息投資組合的年度回報

期間	標普中國 A 股大型股 低波紅利 50 指數	高波動高股息 50	高股息 100	標普中國本土 大型股指數
2009 年 2 月至 12 月	85.8	90.7	89.2	71.6
2010	-15.9	-9.5	-12.5	-13.5
2011	-12.2	-29.2	-19.6	-24.3
2012	7.7	-2.6	3.1	10.8
2013	1.2	-10.7	-4.0	-5.3
2014	81.0	50.4	65.9	55.1
2015	11.9	16.0	13.5	5.5
2016	3.9	-10.9	-2.7	-10.9
2017	17.7	15.4	17.0	19.9
2018	-7.4	-28.0	-16.8	-24.2
2019 年 1 月至 6 月	14.3	19.0	15.5	28.3

高股息 100 及高波動高股息 50 投資組合均為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表現以人民幣總回報計算。過往表現不保證未來投資結果。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

該指數每年跑贏基準  
7.1%。

## 投資組合及回報特徵

在本節中，我們將透過總回報分解及其在不同市場條件下的行為，進一步研究標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的表現。然後我們將分析指數主動回報的來源。

股息和股息再投資產生的  
超額回報大多來自股息  
率篩選...

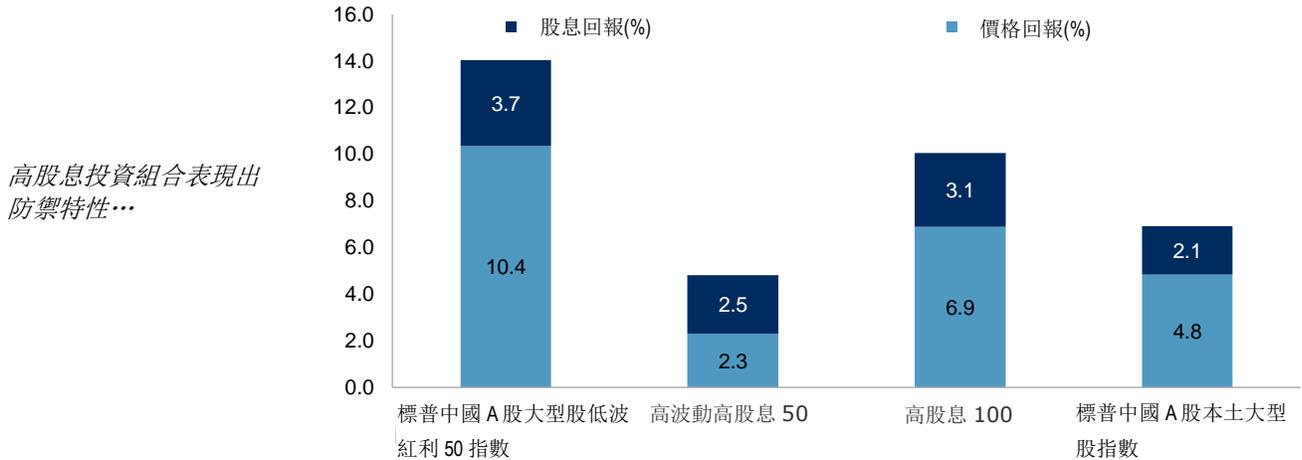
## 資本增益與股息貢獻

在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日的回溯測試期間，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數每年跑贏基準 7.1%，其中 5.5% 來自資本增益，1.6% 來自股息收入（參見表 6）。

來自股息及股息再投資的超額回報大多得益於股息率篩選，但低波動率篩選則使其進一步提高。股息率和低波動率篩選都為該指數獲得超額價格回報作出貢獻。

...但因低波動率篩選而  
進一步提高。

表 6a: 股息投資組合的年化回報



高股息投資組合表現出防禦特性...

高股息 100 及高波動高股息 50 投資組合均為假設投資組合。  
 資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表現以人民幣總回報計算。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

表 6b: 超額價格回報及股息超額回報的分解

超額回報構成	股息率篩選	低波動率篩選	總計
超額價格回報 (%)	2.1	3.5	5.5
股息超額回報 (%)	1.1	0.5	1.6
超額總回報 (%)	3.1	4.0	7.1

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投資組合表現以人民幣總回報計算。高股息 100 與標普中國 A 股本土大型股指數之間的年化回報差額即為股息率篩選的超額回報。標普中國 A 股大盤股低波紅利 50 指數與高股息 100 之間的年化回報差額即為低波動率篩選的超額回報。過往表現不保證未來投資結果。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

...與在上行市場相比，其在下行市場中的贏率更高，平均每月超額回報更高，捕獲率更低。

### 上行及下行市場表現

為了更好地了解該指數的行為，我們按照標普中國 A 股本土大型股指數的表現將 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日之間的每個月份分為上行月份及下行月份。然後，我們分析了標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數及其兩個屬性投資組合（高股息 100 及高波動高股息 50）在兩種不同市場條件下的表現。

與穩定的股息收入可以在市場下跌期間提供下行緩衝的投資原理一致，高股息 100 表現出防禦特性，與在上行市場相比，其在下行市場中贏率更高，平均每月超額回報更高，捕獲率更低。

低波動率篩選的疊加進一步提高了標普中國 A 股大盤股低波紅利 50 指數的防禦能力，但上行回報略顯失色。如表 7 所示，在下行市場中，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數有八成時間跑贏基準，平均每月超額回報為

1.6%，下行捕獲率為 70%。由於在上行市場中的跑輸幅度(0.4%)遠低於在下行市場中的跑輸幅度(1.6%)，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的長期表現優於基準及其兩個屬性投資組合。

在上行市場中的跑輸幅度遠低於在下行市場中的跑贏幅度。

相比之下，高股息投資組合中的高波動率股票具有周期性，在上行市場中升幅更大、在下行市場中跌幅更大。這為從高股息投資組合中剔除高波動率股票提供進一步支持。

表 7：股息投資組合在上行及下行市場中的表現

特性	市場	高股息 100	高波動高股息 50	標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數
勝率(%)	上行市場	55.7	58.6	45.7
	下行市場	63.6	41.8	80.0
平均每月超額回報(%)	上行市場	0.0	0.4	-0.4
	下行市場	0.6	-0.7	1.6
捕獲率(%)	上行市場	99.5	107.3	92.8
	下行市場	89.5	112.9	69.6

高股息 100 及高波動高股息 50 投資組合均為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表現以人民幣每月總回報計算。以標普中國 A 股本土大型股指數為表現基準。過往表現不保證未來投資結果。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

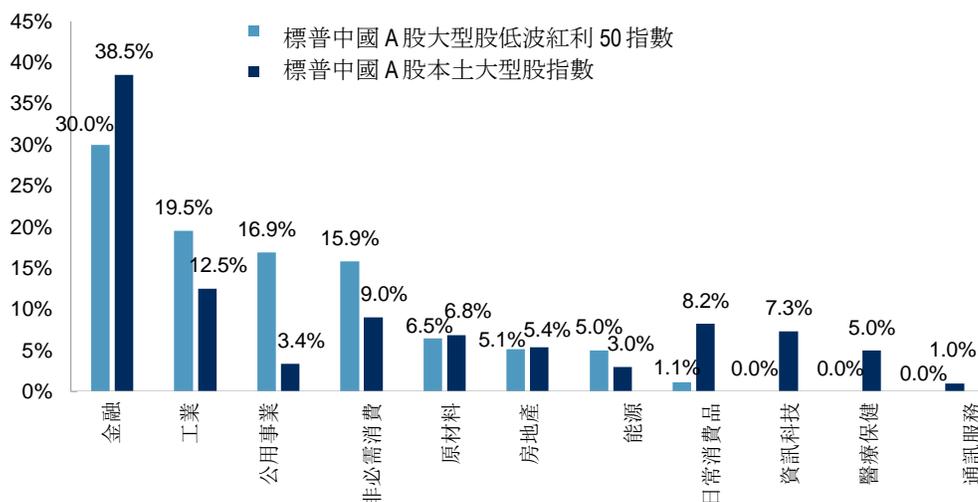
## 行業分佈情況

截至 2019 年 1 月底，該指數中金融、工業和公用事業行業的權重最大。與標普中國 A 股本土大型股指數相比，權重上調幅度最大的行業是公用事業(13.6%)、工業(7.0%)及非必需消費品(6.9%)。權重下調幅度最大的行業是金融股(-8.5%)，這是由於實施 30% 的行業權重限制以降低行業集中風險。資訊科技(-7.3%)及日常消費品(-7.1%)的權重亦低於基準。

該指數中金融、工業及

表 8：標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的行業分佈情況

從歷史上看，該指數對高股息率行業的平均權重較高。

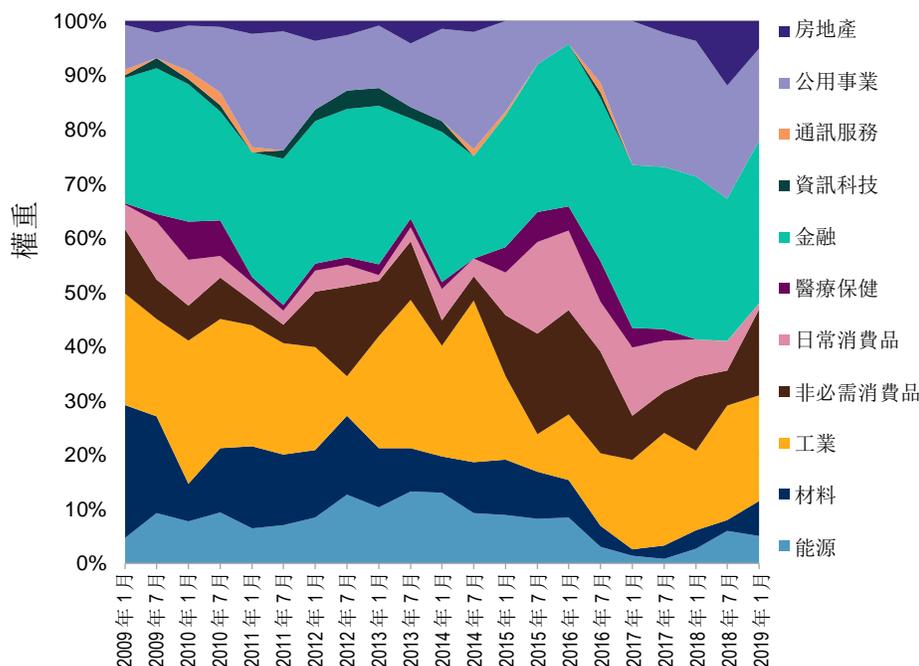


資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2019 年 1 月。圖表僅作說明用途。

從歷史上看，該指數對高股息率行業的平均權重較高，這與其尋求高收益的特徵相符。但是行業權重可能會在短時間內突然發生變化，主要是因股市動盪期間股票波動率的異常變化所致。2015 年 7 月，由於波動率相對較低，工業及公用事業行業的權重分別下調 8.4% 和 8.7%，而非必需消費品及日常消費品的權重分別急升 7.1% 和 9.1%（參見表 9）。

但是行業權重可能會在短時間內突然發生變化...

表 9：標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的歷史行業分佈情況



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2009 年 1 月至 2019 年 1 月期間的半年度調整。圖表僅作說明用途。

## 主動回報及主動風險的因子歸因

為了探索風險及回報的來源，我們進行了因子歸因分析，將總體主動風險及回報分解為特定風格、特定行業和特定股票因子（參見表 10 及附錄）。

標普中國 A 股低波動高股息 50 指數高比例主動配置兩個目標因子：股息率 (1.14) 及波動率 (-0.34)。指數亦無意中捕獲到正值和負增長敞口。主動回報大多是由風格因子驅動，而主動風險則大多來自行業配置偏差。在整個研究期間內，股息率、價值及低波動率因子成為該指數主動回報的主要貢獻來源。

該指數高比例主動配置兩個目標因子：股息率及波動率。

表 10：標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的因子歸因分析

因子	複合因子回報(%)	平均主動配置	對主動回報的貢獻(回報%)	對主動回報的貢獻(%)	主動風險(%)
風格因子	-	-	222.6	121.3	28.3
<b>市場因子</b>					
市場敏感性	-3.3	-0.61	27.6	15.0	3.7
規模	-62.6	-0.07	4.9	2.7	12.1
中期動量	-13.7	-0.10	-2.5	-1.4	0.6
波動率	-36.1	-0.34	53.2	29.0	5.6
流動性	-19.4	-0.17	12.5	6.8	-0.3
匯率敏感性	15.3	0.09	4.0	2.2	0.5
<b>基本因素因子</b>					
增幅	3.3	-0.25	3.0	1.6	0.8
價值	59.6	0.56	69.7	38.0	0.4
股息率	9.9	1.14	41.9	22.8	4.3
盈利能力	15.3	0.06	7.0	3.8	0.3
槓桿	-7.2	0.1	1.3	0.7	0.3
行業因子	-	-	-100.1	-54.5	50.8
風險因子	-	-	122.5	66.7	79.2
股票特定因子	-	-	61.1	33.3	20.8
總計			183.6	100	100

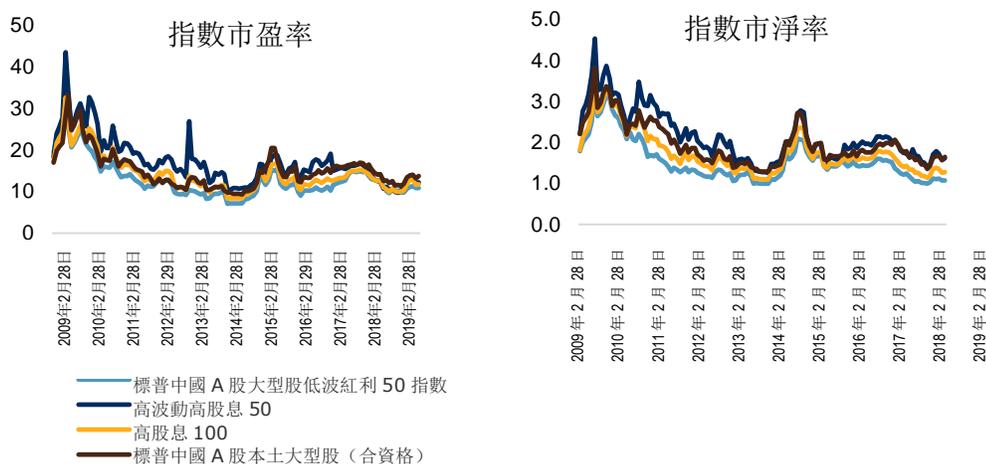
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及 Axioma AXCN4-MH 中國股市因子風險模型。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。對照合資格研究範圍計算平均主動因子配置、主動回報及主動風險。過往表現不保證未來投資結果。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

## 指數估值及股息率

標普中國 A 股低波紅利 50 指數的歷史平均指數股息率為 3.4%

與其他高股息投資組合及其基準相比，在回溯測試歷史的大部分時期，標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的市盈率及市淨率偏低（參見表 11）。儘管剔除了具有高波動率的高股息率股票，但標普中國 A 股大盤股低波紅利 50 指數的歷史平均指數股息率為 3.4%。在大多數審視期間內均高於高股息 100 投資組合的股息率，這意味著因疊加低波動率篩選而導致的投資組合股息率損失很小（如有）（參見表 12）。

表 11: 高股息投資組合的指數估值

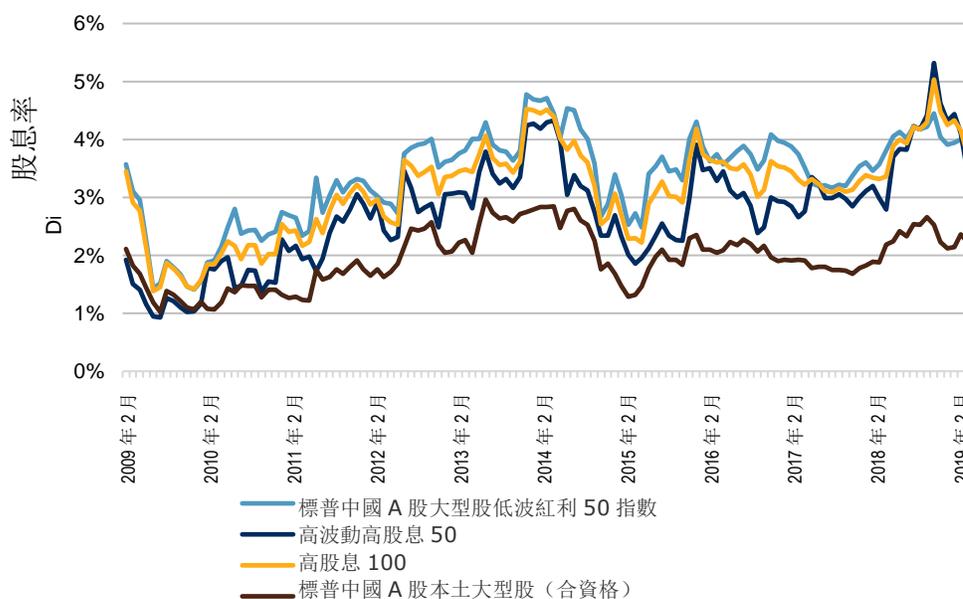


在大多數審視期間均高

我們的四分位數分析表明，從高股息率投資組合中剔除高波動率股票，可降低投資組合波動率，提高經風險調整回報。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表現以人民幣總回報計算。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

表 12: 指數股息率



標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的主動回報大多受風格因子驅動...

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2009 年 1 月至 2019 年 1 月期間的半年度調整。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，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

## 結語

股息及低波動是兩個眾所周知的風險因子，在中國 A 股大型股股市具有因子風險溢價。我們對具有不同波動率的高股息投資組合的四分位數分析表明，從高股息率投資組合中剔除高波動率股票可進一步降低投資組合波動率，提高投資組合的經風險調整回報。對股息投資組合（高股息、低波動率高股息及高波動率高股息）的分析進一步證實，對高股息投資組合疊加低波動率篩選可以提高絕對回報及經風險調整回報。

標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數將高股息與低波動率因子結合起來。在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日的回溯測試期間，該指數持續跑贏基準，不僅波動率更低，並且股息收入穩定。該指數表現出防禦特性，在下行市場中表現更勝一籌。

標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數積極配置股息率及價值因子，遠離波動率及增幅因子。與標普中國 A 股本土大型股指數相比，標普中國 A 股大盤股低波紅利 50 指數中公用事業、工業及非必需消費品類股的權重上調幅度最大，由於 30% 的行業權重限制，金融股權重下調幅度最大。

標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數的主動回報大多受風格因子驅動，而主動風險則大多源於行業配置偏差。在整個研究期間內，股息率、價值及低波動率因子成為該指數主動回報的最大貢獻來源。

## 附錄

表 13: 高股息 100 的因子歸因分析

因子	複合因子回報(%)	平均主動配置	對主動回報的貢獻 (回報%)	對主動回報的貢獻(%)	主動風險(%)
風格因子	-	-	145.3	218.5	27.2
<b>市場因子</b>					
市場敏感性	-3.3	-0.17	11.5	17.3	1.2
規模	-62.6	-0.23	47.9	72.1	18.1
中期動量	-13.7	-0.15	-2.4	-3.7	2.9
波動率	-36.1	-0.08	14.9	22.5	-1.8
流動性	-19.4	-0.02	2.6	3.9	0.2
匯率敏感性	15.3	0.02	1.2	1.9	-0.1
<b>基本因素因子</b>					
增幅	3.3	-0.13	-3.1	-4.7	0.0
價值	59.6	0.31	38.1	57.3	2.3
股息率	9.9	1.04	26.9	40.5	4.3
盈利能力	15.3	0.12	5.2	7.9	-0.3
槓桿	-7.2	0.0	2.4	3.6	0.4
行業因子	-	-	-51.5	-77.4	57.1
風險因子	-	-	93.8	141.1	84.3
股票特定因子	-	-	-27.3	-41.1	15.7
總計			66.50	100	100

高股息 100 投資組合為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及 Axioma AXCN4-MH 中國股市因子風險模型。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。對照合資格研究範圍計算平均主動因子配置、主動回報及主動風險。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末的表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

表 14：高波動高股息 50 的因子歸因分析

因子	複合因子回報(%)	平均主動配置	對主動回報的貢獻(回報%)	對主動回報的貢獻(%)	主動風險(%)
風格因子	-	-	65.7	-160.2	52.6
<b>市場因子</b>					
市場敏感性	-3.3	0.38	-7.5	18.4	20.2
規模	-62.6	-0.44	89.8	-218.9	14.9
中期動量	-13.7	-0.19	-4.5	10.9	3.1
波動率	-36.1	0.23	-16.4	40.0	9.1
流動性	-19.4	0.15	-8.7	21.3	4.0
匯率敏感性	15.3	-0.10	0.0	0.1	1.2
<b>基本因素因子</b>					
增幅	3.3	0.03	-6.0	14.6	0.2
價值	59.6	-0.04	0.5	-1.2	0.4
股息率	9.9	0.84	12.0	-29.2	0.0
盈利能力	15.3	0.19	4.7	-11.5	-0.5
槓桿	-7.2	0.0	2.0	-4.8	-0.1
行業因子	-	-	-14.9	36.4	28.6
風險因子	-	-	50.8	-123.8	81.3
股票特定因子	-	-	-91.8	223.8	18.7
總計	-	-	-41.03	100	100

高波動高股息 50 投資組合為假設投資組合。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及 Axioma AXCN4-MH 中國股市因子風險模型。數據取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。對照合資格研究範圍計算平均主動因子配置、主動回報及主動風險。列表僅作說明用途，反映假設的歷史表現。請參閱本文末表現披露，了解更多有關回溯測試表現內在局限性的資訊。

標普道瓊斯指數研究撰稿人		
Sunjiv Mainie (特許金融分析師、定量金融學證書)	全球主管	<a href="mailto:sunjiv.mainie@spglobal.com">sunjiv.mainie@spglobal.com</a>
Jake Vukelic	業務經理	<a href="mailto:jake.vukelic@spglobal.com">jake.vukelic@spglobal.com</a>
全球研究與設計		
美洲		
Sunjiv Mainie (特許金融分析師、定量金融學證書)	美洲主管	<a href="mailto:sunjiv.mainie@spglobal.com">sunjiv.mainie@spglobal.com</a>
Laura Assis	分析師	<a href="mailto:laura.assis@spglobal.com">laura.assis@spglobal.com</a>
Cristopher Anguiano, FRM	分析師	<a href="mailto:cristopher.anguiano@spglobal.com">cristopher.anguiano@spglobal.com</a>
Phillip Brzenk (特許金融分析師)	高級總監	<a href="mailto:phillip.brzenk@spglobal.com">phillip.brzenk@spglobal.com</a>
Smita Chirputkar	總監	<a href="mailto:smita.chirputkar@spglobal.com">smita.chirputkar@spglobal.com</a>
Rachel Du	高級分析師	<a href="mailto:rachel.du@spglobal.com">rachel.du@spglobal.com</a>
Bill Hao	總監	<a href="mailto:wenli.hao@spglobal.com">wenli.hao@spglobal.com</a>
Qing Li	總監	<a href="mailto:qing.li@spglobal.com">qing.li@spglobal.com</a>
Berlinda Liu (特許金融分析師)	總監	<a href="mailto:berlinda.liu@spglobal.com">berlinda.liu@spglobal.com</a>
Maria Sanchez	聯席董事	<a href="mailto:maria.sanchez@spglobal.com">maria.sanchez@spglobal.com</a>
Kunal Sharma	高級分析師	<a href="mailto:kunal.sharma@spglobal.com">kunal.sharma@spglobal.com</a>
Hong Xie (特許金融分析師)	高級總監	<a href="mailto:hong.xie@spglobal.com">hong.xie@spglobal.com</a>
亞太地區		
陸巧兒	亞太地區主管	<a href="mailto:priscilla.luk@spglobal.com">priscilla.luk@spglobal.com</a>
Arpit Gupta	高級分析師	<a href="mailto:arpit.gupta1@spglobal.com">arpit.gupta1@spglobal.com</a>
Akash Jain	聯席董事	<a href="mailto:akash.jain@spglobal.com">akash.jain@spglobal.com</a>
Anurag Kumar	高級分析師	<a href="mailto:anurag.kumar@spglobal.com">anurag.kumar@spglobal.com</a>
Xiaoya Qu	高級分析師	<a href="mailto:xiaoya.qu@spglobal.com">xiaoya.qu@spglobal.com</a>
Yan Sun	高級分析師	<a href="mailto:yan.sun@spglobal.com">yan.sun@spglobal.com</a>
Tim Wang	高級分析師	<a href="mailto:tim.wang@spglobal.com">tim.wang@spglobal.com</a>
Liyu Zeng (特許金融分析師)	總監	<a href="mailto:liyu.zeng@spglobal.com">liyu.zeng@spglobal.com</a>
歐洲、中東和非洲		

Andrew Innes	歐洲、中東和非洲主管	<a href="mailto:andrew.innes@spglobal.com">andrew.innes@spglobal.com</a>
Leonardo Cabrer 博士	高級分析師	<a href="mailto:leonardo.cabrer@spglobal.com">leonardo.cabrer@spglobal.com</a>
Andrew Cairns	高級分析師	<a href="mailto:andrew.cairns@spglobal.com">andrew.cairns@spglobal.com</a>
Jingwen Shi	分析師	<a href="mailto:jingwen.shi@spglobal.com">jingwen.shi@spglobal.com</a>
<b>指數投資策略</b>		
Craig J. Lazzara (特許金融分析師)	全球主管	<a href="mailto:craig.lazzara@spglobal.com">craig.lazzara@spglobal.com</a>
Chris Bennett (特許金融分析師)	總監	<a href="mailto:chris.bennett@spglobal.com">chris.bennett@spglobal.com</a>
Fei Mei Chan	總監	<a href="mailto:feimei.chan@spglobal.com">feimei.chan@spglobal.com</a>
Tim Edwards, PhD	董事總經理	<a href="mailto:tim.edwards@spglobal.com">tim.edwards@spglobal.com</a>
Anu R. Ganti (特許金融分析師)	總監	<a href="mailto:anu.ganti@spglobal.com">anu.ganti@spglobal.com</a>
Sherifa Issifu	分析師	<a href="mailto:sherifa.issifu@spglobal.com">sherifa.issifu@spglobal.com</a>

## 業績披露

標普中國 A 股本土大型股指數於 2018 年 7 月 30 日推出。標普中國 A 股大型股低波紅利 50 指數於 2019 年 4 月 1 日推出。指數成立日期前呈列的所有資料均屬假設性質（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](http://www.spdji.com)。

標普道瓊斯指數對不同的日期加以定義，協助客戶清楚了解自己的產品。起值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資料傳送途徑發佈）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](http://www.spdji.com) 有關指數的計算方法文件。

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。回溯試算資料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被納入考慮，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 / 基金的實際和回溯試算表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 © 2019 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控股有限責任公司（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。本文件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。除若干定制的指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有資料均屬客觀資料，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制計算服務收取報酬。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，不應依賴本文件所載的任何陳述。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文件）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資料編製，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、轉載或分發此等資料所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟件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、軟件錯誤或缺陷；令有關內容的運行不會中斷或有關內容將與任何軟件或硬件配置一併運行。**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資料。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、標普和參與制作或編撰任何 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合性作出保證。在不限制前述任何規定的原則下，MSCI、標普、彼等任何聯屬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。]