

撰稿人

Phillip Brzenk，特許金融分析師

總監

全球研究與設計

[phillip.brzenk@spglobal.com](mailto:phillip.brzenk@spglobal.com)

## 全球經濟對標普 500®的影響

### 概覽

在本文中，我們研究標普 500 的地域收益分佈，亦探討海外經濟和地域驅動市場事件可能對整體指數表現產生什麼影響（如有）。

我們將一件近期市場事件——2016 年美國大選——作為案例研究。為方便分析，我們基於地域收益數據使用兩種風格的投資組合。所研究的時間段為選舉日（2016 年 11 月 8 日）至 2017 年底，期內標普 500 表現強勁，屢創新高。

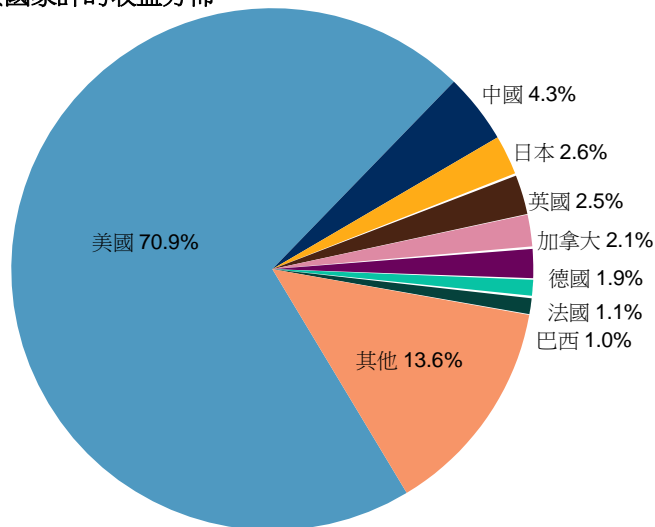
我們從地域收益資料的角度審視指數成份股公司的表現。為了分解表現，我們首先使用美元指數表現和 Northfield 美國宏觀經濟風險模型來研究貨幣走勢可能產生的影響。然後，我們仔細研究個別 GICS® 行業，並對風格化投資組合開展行業驅動表現歸因。

### 簡介——標普 500 覆蓋全球市場

標普 500 被公認為美國股市其中一個最好的單一指數。該指數由 500 家在美國註冊的公司組成，佔美國股市總值的 82%<sup>1</sup>。一個由美國公司組成的指數可能讓人誤以為完全依賴於美國的經濟情況。實際上，該指數比人們想像的更全球化。許多美國公司具有全球影響力，資產和收益位於或來自海外。因此，某些全球性事件會對標普 500 成份股公司和整體指數表現產生重大影響。

為了深入瞭解標普 500 成份股公司的收益來源，我們使用了輝盛 Geographic Revenue Exposure (GeoRev™)數據集。<sup>2</sup> 該數據集提供所有具有可用數據的公司的收益地域詳細分佈。該數據顯示，標普 500 收益中有近 71%<sup>3</sup> 來自美國，其餘來自海外市場。從國際而言，總收益百分比最高的國家包括中國（4.3%）、日本（2.6%）和英國（2.5%）。

表 1：標普 500 按國家計的收益分佈



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。數據截至 2017 年 12 月 29 日。沒有任何可用地域數據和部分收益分配給未知/無業務區域的公司不計入圖表。圖表僅作說明用途。

標普 500 的 71% 收益來自美國，其餘來自海外市場。

鑒於表 1 所示數據，海外經濟對標普 500 有重大影響。因此，改變美國與海外市場之間相互作用的國內和全球事件或政策均可能對標普 500 的表現產生影響。在下一節，我們將研究標普 500 的全球市場投資如何影響指數表現。

### 地域風險案例研究：2016 年美國選舉

近期一件具有重大市場影響的事件，是 2016 年美國總統大選的結果。特朗普的當選讓許多市場參與者相信，他提出的經濟政策，即所謂的 **Trumponomics**（特朗普經濟政策）將在他上任後旋即推行。在競選期間，特朗普呼籲對個人和企業減稅，減少企業法規，提高外貿關稅，以及增加國防和基建開支。<sup>4</sup> 這些提議使市場憧憬美國整體經濟短期內受惠，尤其是與美國經濟關係最密切的板塊和行業。<sup>5、6</sup>

擬定的政策可能對美國經濟和外貿協議產生的潛在影響，使該事件成為一個值得研究的典型案例。為了測試收益的地域分佈實際是否會影響指數表現，我們觀察了從選舉日（2016 年 11 月 8 日）至 2017 年底的這一時間段。除觀察標普 500 的表現外，我們還選取標普 500 中兩隻地域收益處於兩個極端的子指數作為附加例子。

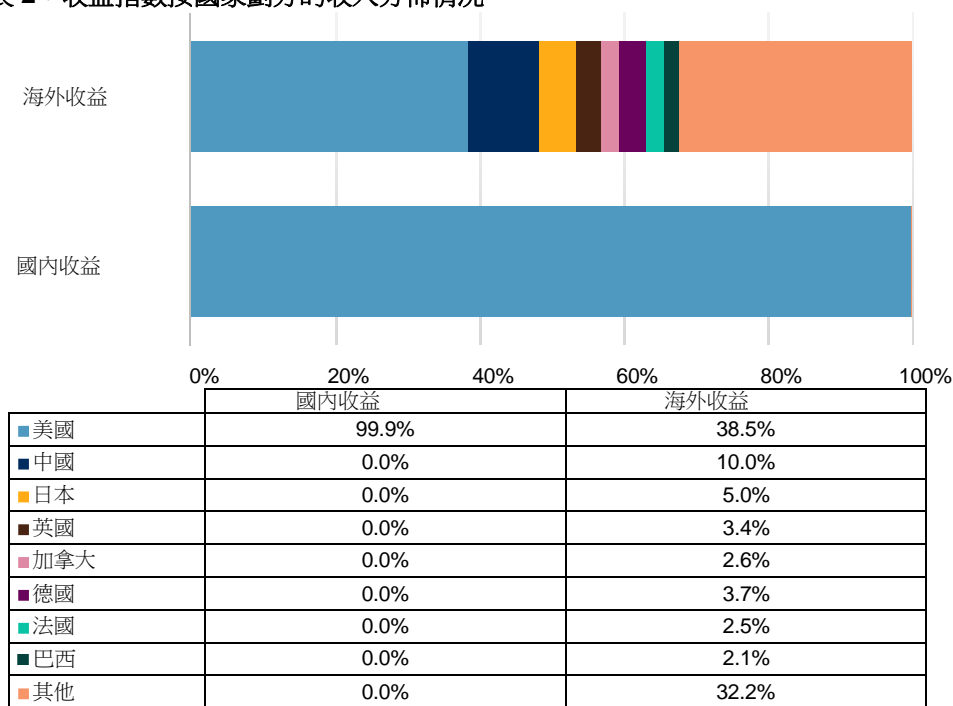
第一隻是指標普 500 焦點海外收益分佈指數 ([S&P 500 Focused Foreign Revenue Exposure Index](#)) (簡稱「海外收益指數」和「海外指數」)，旨在以總收益中所佔百分比衡量最受海外市場影響的最高四分位公司。第二隻是指標普 500 焦點美國收益分佈指數 ([S&P 500 Focused U.S. Revenue Exposure Index](#)) (簡稱「國內收益」和「國內」)，旨在追蹤最受美國影響的最高四分位公司。

與跨國公司相比，收益全部源自國內的公司受國際貿易協定和外國經濟的影響較小。如執行擬定的政策，國內企業將成為最大的受益者，因此國內指數預計將跑贏海外指數。

與跨國公司相比，收益全部源自國內的公司受國際貿易協定和外國經濟的影響較小。

雖然表 1 顯示了標普 500 按國家劃分的總收益，但個別公司的收入分佈情況差異很大。為說明這一點，我們釐定了兩隻收益指數在國家層面的收益分佈情況。由此得出的每隻指數的國家分佈情況顯示了位於地域收益範圍兩端的公司的差距究竟有多大 (參見表 2)。在海外指數中，雖然美國仍是最大的收益來源國(38%)，但已不再佔據絕大多數優勢。總收益中約 62% 來自海外，來自中國(10%)的部分顯著增長。相反，國內指數猶如其名，幾乎所有收益均來自美國(99.9%)。

表 2：收益指數按國家劃分的收入分佈情況



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。數據截至 2017 年 12 月 29 日。無法獲取可用地域數據和部分收益源自未知/無業務區域的公司不計入圖表。圖表僅作說明用途。

為瞭解這兩隻指數相比標普 500 的表現如何，我們獲取了兩隻指數於研究期間的累計相對表現。國內指數在緊隨選舉後的幾個月如期地顯著跑贏海外指數及標普 500。然而，隨著 2017 年春季臨近，情況出現逆轉，海外指數開始跑贏國內指數，且該趨勢一直持續至 2017 年底。國內指數也落後於標普 500，跑輸該基準指數 7.53%。<sup>7</sup> 國內指數雖在 2017 年 11 月底輕微反彈，但 2017 年底的累計表現仍較標普 500 低 5.47%。相反，海外投資組合回報較標普 500 高 4.98%，在整體表現方面與國內指數的差距達 10.45%（見表 3）。

表 3：自美國大選以來相對於標普 500 的超額表現



在標普 500 上升 27.9% 的情況下，大部分收益來自海外的指數跑贏業務集中在美國的指數。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。指數表現按美元總回報計。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。

結果可能出乎意料，在標普 500 上升 27.9%<sup>8</sup> 的情況下，大部分收益來自海外的指數跑贏業務集中在美國的指數。

為了基於公司分佈在美國的收益細分標普 500 的回報，我們按照收益在美國的分佈情況將標普 500 成份公司分為五組，進行回報貢獻分析。研究範圍僅限於在整個研究期間一直是標普 500 成份股並可獲得地域數據的公司；因上述限制條件而被剔除的公司納入「其他」組別進行單獨報告。第一五分位數為美國收益最高的公司，第五五分位數為美國收益最低的公司。

劃分五分位數，是為了使合資格研究範圍內各組別截至期間起始日期的總相對市值權重盡可能接近 20%。在劃分組別後各組別於期初的總市值權重大致相等，因此各組別的證券數量各不相同。

表 4：標普 500 成份股的回報貢獻

五分位數	證券數量	在美國的收益分佈範圍 (%)	起始權重 (%)	總回報 (%)	回報貢獻 (%)
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
合計	474	-	100	27.90	27.41
其他	71	-	-	-	0.49
綜合總計	545	-	-	-	27.90

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。指數表現按美元總回報計。過往表現並不能保證未來業績。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。

國內收益較低的公司表現優於國內收益較高的公司。

如表 4 所示，在近 14 個月內，第一五分位的回報率為 23.4%，在所有組別中墊底。同期表現最好的組別是證券最受海外市場影響的第五五分位。因此，該組別對標普 500 總回報的貢獻也最大(6.65%)。從結果來看，國內收益分佈較低的公司表現優於國內收益分佈較高的公司。鑒於研究所涵蓋期間的意義重大，研究結果有待進一步探討。在接下來的章節，我們將探討在此期間最受國際市場影響公司表現最佳的幾個潛在原因。

## 美國公司的貨幣分佈情況

鑒於表 1 和表 2 中的國家分佈情況，有海外收益的公司絕大多數使用美元以外的貨幣，他們會以外幣買賣商品和服務。相反，收益全部源自國內的公司幾乎沒有外匯。

開展海外銷售的公司自然面臨外匯風險。由於公司在財務報告時需要將外匯收益兌換回美元，因此面臨外幣對美元匯率變動的風險，即匯兌風險。如美元對外幣升值，則在兌換回美元時外幣收益將會減少。

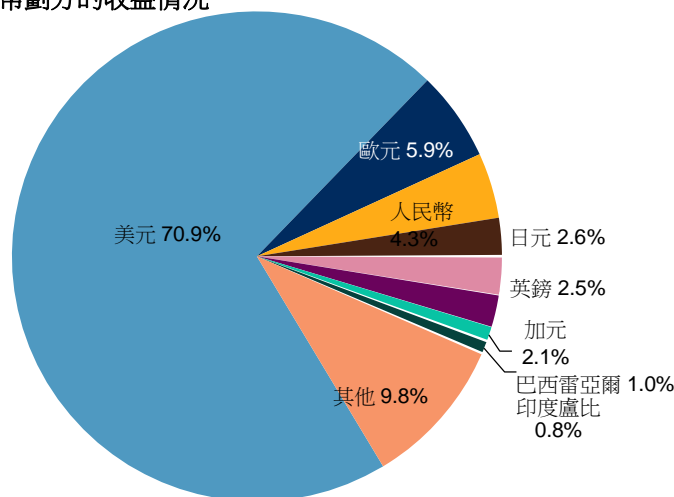
這可能會導致總銷售額低於預期。另一方面，如美元兌外幣貶值，則可兌換的美元將會增多，從而可能對公司以美元計算的總銷售額有利。

公司可以嘗試通過貨幣對沖來降低外匯風險，但對沖並非萬試萬靈。對沖通常存在交易成本，具體取決於對貨幣走勢的預測以及可能出現的預測錯誤，公司的全球化程度愈高，情況愈複雜。2012 年對美國非金融類上市公司的一項研究顯示，約半數的公司對貨幣風險進行對沖。<sup>9</sup> 有些公司可能會因為偏好或無法有效對沖某種貨幣而僅對沖部分海外收益。

有些公司可能因為偏好或無法有效對沖某種貨幣而僅對沖部分海外收益。

鑒於所涉國家眾多，觀察標普 500 的潛在外幣分佈情況顯得十分重要，我們通過對各國所使用的貨幣製表來確定分佈情況（參見表 5）。從基於貨幣的收益圖表可以得出一些其他觀察結果。首先，圖表顯示歐元是對標普 500 影響最大的外幣，達 6%。其次，圖表顯示了標普 500 覆蓋的貨幣數量和組合——有 6 種外幣佔 1%或以上，有 19 種貨幣至少佔 0.25%。

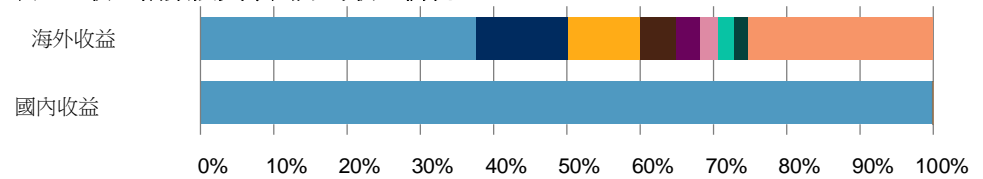
表 5：標普 500 按貨幣劃分的收益情況



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。數據截至 2017 年 12 月 29 日。無法獲取地域數據和部分收益源自未知/無業務區域的公司不計入圖表。圖表僅作說明用途。

收益指數也進行了同樣的細分（見表 6）。結果顯示海外指數所涵蓋的外幣顯著增加，總收益中實際僅有三分之一來自使用美元的國家，其餘部分則來自使用其他貨幣的市場。

表 6：收益指數按貨幣劃分的收益情況



	國內收益	海外收益
■ 美元	99.9%	38.5%
■ 歐元	0.0%	12.7%
■ 人民幣	0.0%	10.0%
■ 日元	0.0%	5.0%
■ 英鎊	0.0%	3.4%
■ 加元	0.0%	2.6%
■ 巴西雷亞爾	0.0%	2.1%
■ 印度盧比	0.0%	2.0%
■ 其他	0.0%	25.7%

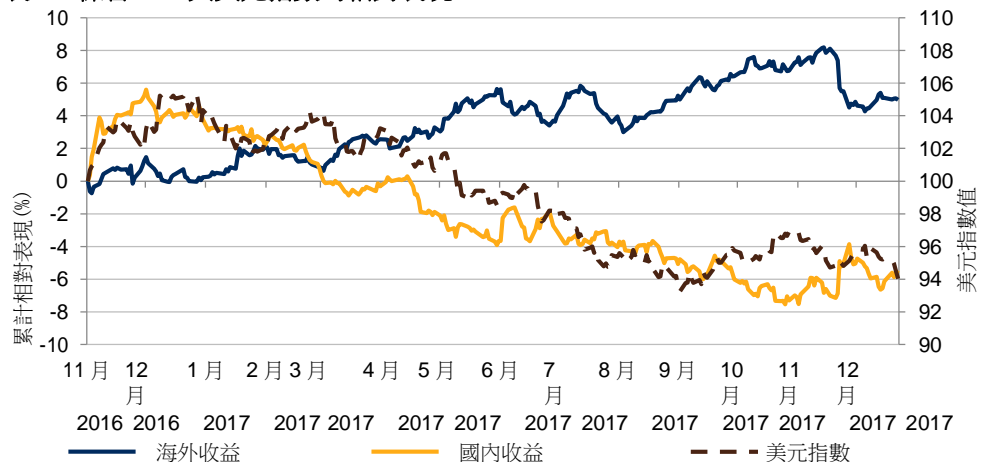
資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。數據截至 2017 年 12 月 29 日。無法獲取地域數據和部分收益源自未知/無業務區域的公司不計入圖表。圖表僅作說明用途。

我們觀察了收益指數較美元指數的相對表現。

為了明確貨幣差異是否影響期內表現，我們進行了進一步分析。首先，我們觀察了收益指數對美元指數的相對表現。其次，我們使用宏觀經濟風險模型來觀察指數的宏觀因子，其中一個因子是美元對其他主要貨幣的相對價值。

我們在表 3 的相對表現圖表中疊加用以追蹤美元對一籃子世界其他主要貨幣的相對價值的美元指數（繪製在次垂直軸上）（見表 7）。指數數值上升表示美元對其他主要貨幣的相對價值上升，而反之則表示美元下跌。

表 7：標普 500 與美元指數的相對表現



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。指數表現按美元總回報計。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。



或許反映市場看好美國經濟的未來增長，美元指數在選舉日至 2016 年底不到兩個月的時間內上升 4%，但自 2017 年初開始下跌，跌勢一直持續至 2017 年底。2017 年的先升後跌走勢實際與國內指數相對表現的變化幅度和方向類似。不過，因美元貶值，海外指數對標普 500 的相對表現增加。因此，結果可能表明國內收益指數與美元指數正相關，而海外收益指數與美元指數負相關。

結果可能表明國內收益指數與美元指數正相關，而海外收益指數與美元指數負相關。

為了深入瞭解指數的貨幣風險，除追蹤指數的相對表現和貨幣變動外，我們亦使用 Northfield 美國宏觀經濟股票特定風險模型來分析投資組合整體風險。該模型有助我們瞭解投資組合的宏觀經濟風險變量，包括基於美元價值變動的貨幣因子。表 8 以標普 500 為基準，細分了兩隻收益指數的股票特定風險與系統性（因子）風險。對 2016 年 11 月到 2017 年 12 月進行月度風險分解，月度風險統計的平均值如圖所示。

表 8：收益指數與標普 500 風險概要<sup>10</sup>

風險因子	海外收益	本土收益
股票特定風險均值(%)	39.96	25.80
因子風險均值(%)	60.04	74.20
<b>因子風險對整體風險的貢獻均值(%)</b>		
信用風險溢價	0.90	-0.03
<b>美元匯率</b>	<b>9.32</b>	<b>1.52</b>
新屋動工	0.46	0.45
工業產出	0.04	0.91
油價	4.61	-0.82
剩餘市場	1.46	-0.24
斜坡期限結構	4.28	19.33
非預期通脹	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

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司和 Northfield Information Services。2016 年 10 月 31 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。過往表現並不能保證未來業績。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。



海外指數的股票特定風險明顯高於國內指數，表明模型中美國宏觀經濟因子可以解釋的總風險的百分比降低。表 8 中標示的因子——美元匯率，顯示了投資組合總風險中預計有多少是因美元相對於世界其他主要貿易貨幣的價值變化引起的。

結果顯示，海外指數的貨幣風險(9.32%)遠高於國內指數(1.52%)。因此，美元變動對海外指數的影響高於國內指數。換言之，海外指數對美元強弱的敏感度高於國內指數。

海外指數對美元強弱的敏感度高於國內指數。

接下來，我們審視了各投資組合的風險因子系數。表 9 在月因子回報均值、月活躍因子均值以及對活躍總回報的貢獻方面將收益指數與標普 500 進行了對比。

表 9：所涉及因子和因子影響 11<sup>i</sup>

因子	因子回報均值 (%)	海外收益投資組合		國內收益投資組合	
		活躍因子均值	複合因子影響(%)	活躍因子均值	複合因子影響(%)
信用風險溢價	0.00	-0.35	0.10	-0.40	-0.04
<b>美元匯率</b>	<b>-0.42</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.30</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.23</b>
新屋動工	2.09	0.01	0.36	-0.02	-0.54
工業產出	0.14	0.09	0.11	0.27	0.60
油價	1.99	0.03	0.91	0.00	0.12
剩餘市場	0.54	0.10	0.86	-0.08	-0.63
斜坡期限結構	-0.06	1.27	-1.12	-2.90	3.18
非預期通脹	-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

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司和 Northfield Information Services。2016 年 10 月 31 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。過往表現並不能保證未來業績。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。因子回報均值和活躍因子均值為月度數據，而複合因子影響為每月因子回報與所涉及因子相乘的複合效應。

在這 14 個月期間，美元匯率因子的月回報均值為-0.42%，即相較於持有其他貨幣，持有美元會導致負回報。相對於標普 500，海外指數對貨幣因子的活

躍風險為負，而國內收益指數的活躍風險為正。

加上美元因子在分析期內的負回報，這些指數的活躍風險意味著海外指數一般會有正回報，而國內指數則相反。各指數的複合因子影響顯示了因子對總回報的累計影響。海外指數對美元匯率因子的負風險如期帶來對超額回報的正面貢獻，而國內指數的正風險導致對超額回報的負面貢獻。

## 標普 500 行業分析

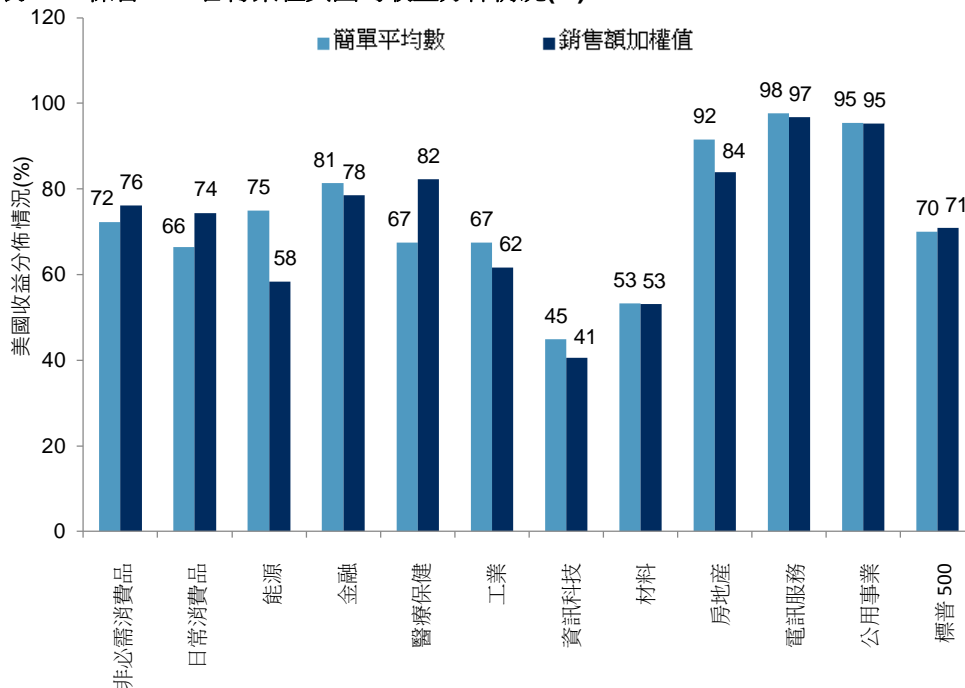
### ENDNOTES

海外指數對美元匯率因子的負風險帶來對超額回報的正面貢獻。

如前所述，與美國經濟關係最密切的行業和部門預計將成為擬定的經濟政策的最大受益者。鑒於各行業涉及美國不同的經濟領域，因此瞭解各行業的地域收益分佈的差異意義重大。在本節中，我們首先審視[標普 500](#) 各行業的收益分佈情況和它們在此期間的表現，之後再研究行業對收益指數表現的影響。

受美國影響較大的行業包括房地產、電訊服務和公用事業，而資訊科技和材料業則最受全球市場影響。表 10 顯示了以兩種方法計算的美國各行業的收益分佈情況；第一種方法是按該行業各股票的簡單平均數計算，而第二種方法按銷售額加權平均數計算。第二種方法遵循表 1 所用的計算方法。

表 10：標普 500 各行業在美國的收益分佈情況(%)



三大能源公司貢獻了該行業總銷售額的一大部分。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司及輝盛。數據截至 2017 年 12 月 29 日。無法獲取地域數據和部分收益源自未知／無業務區域的公司不計入圖表。圖表僅作說明用途。

大多數情況下，兩種方法的計算結果相似，結果區別最大行業是能源業；三大能源公司貢獻了該行業總銷售額的一大部分<sup>12</sup>，而在美國的分佈相對較低，因此與簡單平均數相比，按銷售額加權值計算的結果較低。按簡單平均數計算，能源行業在美國的分佈數據高於均值（在 11 個行業中排名第 5），但按銷售額加權值計算則低於均值（在 11 個行業中排名第 9）。與各行業一般公司在各地域所獲收益相比（簡單平均值的關聯度更高），這兩個數字的區別對於理解不同行業對投資組合表現的影響（銷售額加權值的關聯度更高）有重要意義。

考慮到行業分佈情況，我們用標普 500 行業指數來確定整個研究期間各行業的累計表現。這些指數將標普 500 劃分為不同的行業指數，維持市值加權機制。如擬定的經濟政策能夠實現，或者市場高度相信未來將得以實施，那麼可以合理預期房地產、電訊服務和公用事業行業將獲得較佳表現。

然而，各行業在此期間的實際表現（見表 11）表明整體情況恰好相反。國內收益最高的三個行業（標示者）均明顯遜於標普 500 指數。另一方面，國際市場收益最高的兩個行業——資訊科技和材料——分別名列第二和第三。因此，擬定的經濟政策並無直接轉化為與美國經濟關係最為密切行業的上升。

擬定的經濟政策並無直接轉化為與美國經濟關係最為密切行業的上升。

表 11：標普 500 行業表現

行業	總回報率 (%)	美國收益 分佈排名 (銷售額加)	美國收益 分佈排名 (簡單平均)
金融	42.70	5	4
<b>標普 500</b>	<b>40.53</b>	11	11
資訊科技	31.10	10	10
材料	30.09	8	7
工業	27.90	—	—
必需消費品	27.70	6	6
醫療保健	23.59	4	8
房地產	13.07	3	3
日常消費品	12.16	7	9
公用事業	11.86	2	2
電訊服務	11.49	1	1
能源	7.88	9	5

有限責任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。指數表現按美元總回報計。過往表現並不能保證未來業績。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。

現在再來看看海外和國內收益指數——由於以美國收益分佈情況作為挑選成份股的標準，可以預期各收益指數的活躍行業權重將與表 10 中的平均行業收益一致。觀察選舉日海外收益和國內收益指數相較於標普 500 行業的權重證實了這一點（見表 12）。例如，資訊科技行業在美國的分佈為 42%，遠低於標普 500 整體水平(63%)。一如意料，該行業在海外指數中的比重較高（較活躍權重高 15.12%），而國內指數在該行業的分佈最低（較活躍權重低 19.76%）。

表 12：選舉日收益指數的行業權重

行業	海外收益			本土收益		
	投資組合 權重 (%)	標普 500 權重 (%)	差額 (%)	投資組合 權重 (%)	標普 500 權重 (%)	差額 (%)
非必需消費品	11.2	12.22	-1.02	14.58	12.22	2.36
日常消費品	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
醫療保健	8.24	14.09	-5.85	7.19	14.09	-6.9
工業	8.83	10.07	-1.24	5.36	10.07	-4.71
資訊科技	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
房地產	0	2.89	-2.89	13.99	2.89	11.1
電訊服務	0	2.46	-2.46	2.03	2.46	-0.43
公用事業	0.99	3.34	-2.35	19.06	3.34	15.72

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。數據截至 2016 年 11 月 8 日。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。

配置效應顯示了各投資組合中活躍行業偏向的影響，而選擇效應則顯示了各行業內選股的影響。

考慮到它們在行業權重上的明顯差異，我們研究了兩隻收益指數之間的表現差異是否僅僅是行業偏向所致。為了測試這一點，我們對研究期間進行了一項按行業分組的 Brinson 表現歸因。表現歸因是一個強大的工具，將投資組合與標普 500 之間的表現差異細分為配置效應和選擇效應。配置效應顯示了各投資組合中活躍行業偏向的影響，而選擇效應則顯示了各行業內選股的影響。

表 13：與標普 500 對比的行業歸因

行業	海外收益				本土收益			
	平均權重差額 (%)	配置效應 (%)	選擇效應 (%)	總效應 (%)	平均權重差額 (%)	配置效應 (%)	選擇效應 (%)	總效應 (%)
非必需消費品	-0.54	0	1.21	1.21	2.43	-0.02	-0.77	-0.79
日常消費品	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
醫療保健	-2.44	0.11	0.57	0.68	-6.38	0.2	0.49	0.68
工業	-1.61	-0.03	0.36	0.33	-5.7	-0.18	0.45	0.28
資訊科技	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
房地產	-2.53	0.38	0.02	0.41	12.61	-1.77	-1.06	-2.83
電訊服務	-2.25	0.37	0	0.37	-0.44	0.04	-0.65	-0.61
公用事業	-2.26	0.35	-0.2	0.15	16.87	-2.22	0.73	-1.49
<b>總計</b>	<b>-</b>	<b>1.38</b>	<b>3.7</b>	<b>5.08<sup>ii</sup></b>	<b>-</b>	<b>-4.36</b>	<b>-1.17</b>	<b>-5.52<sup>15</sup></b>

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。表格僅作說明用途，反映推定的歷史表現。請參閱本文件末的「表現披露」部分，瞭解更多有關回溯測試表現固有限制的資料。

我們可以從行業表現歸因中得出幾條結論。首先，海外收益指數受益於行業偏向和選股。然而，相比標普 500，其大部分超額回報來自選擇效應。其次，國內收益指數由於歸因和選擇效應導致表現久佳的比例幾乎相等。結果清楚地表明，表現差異不僅僅是因為標普 500 中行業比重的偏高和偏低，基於收益分佈數據的活躍行業權重和選股促成最終結果。

## 結語

儘管標普 500 能夠反映國內股市，但受全球經濟影響的程度卻超出預期。因此，國內和國外的市場事件都會對指數成份公司產生影響。

我們用 2016 年美國大選及之後幾個月來證明收益分佈對銷售額源自海外的公司的影響。本文研究的市場事件表明，基於從特朗普所提出的經濟政策中受益最大的預期來進行部門或行業配置，其相對表現並不可觀。事實上，情況正好相反。在標普 500 回報強勁且屢創新高的一段期間內，部分功臣為最受外國經濟影響的公司及行業。

儘管標普 500 能夠反映國內股市，但受全球經濟影響的程度卻超出預期。

因此，地域收益數據有助於瞭解投資組合未涵蓋國家或貨幣可能造成的風險。海外和國內收益指數的表現差異表明，將地域收益數據納入投資過程會產生重大影響。此外，從投資組合構建的角度來看，如果投資者對經濟有特定的看法並希望將該觀點轉化為投資組合，則可以通過在配置或選股中使用收益數據來構建「更純粹」的市場投資組合。

地域收益數據有助於瞭解投資組合未涵蓋國家或貨幣可能造成的風險。



## 尾註

- 1 資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。計算截至 2017 年 12 月 29 日。
- 2 更多有關數據集的資料，請瀏覽 [https://www.factset.com/data/company\\_data/geo\\_revenue](https://www.factset.com/data/company_data/geo_revenue)。
- 3 資料來源：輝盛，截至 2017 年 12 月 29 日。以簡單平均數計算，另一種常見方法是計算投資組合的地域收益分佈情況，美國的總分佈約為 70%。
- 4 資料來源：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 資料來源：“[A Shifting Global Economic Landscape.](#)”《世界經濟展望更新》。2017 年 1 月。
- 6 資料來源：Thomas Jr., Landon。“[Why Stock Markets, Initially Shaken, Went Up After Trump's Victory.](#)” 2016 年 11 月 8 日。
- 7 資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。差距最大的日期為 2017 年 11 月 1 日。
- 8 資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。2016 年 11 月 8 日至 2017 年 12 月 29 日期間的數據。表現按美元總回報計。
- 9 資料來源：Ryan, Vincent。“[Only Half of Companies Hedging Currency and Other Risks.](#)” 2013 年 10 月 17 日。
- 10 該模型提供每月分析；因此起始日期為 2016 年 10 月 31 日，而不是 2016 年 11 月 8 日。
- 11 該模型提供每月分析；因此起始日期為 2016 年 10 月 31 日，而不是 2016 年 11 月 8 日。
- 12 截至 2017 年 12 月 29 日，能源行業三大公司約佔該行業全球總銷售額的 47%，在美國的收益平均為 32%。
- 13 由於計算機制的細微差異，整體效應（即各投資組合相對於基準的超額回報）與表 13 所示回報並不完全吻合。

<b>標普道瓊斯指數研究撰稿人</b>		
Charles Mounts	全球主管	<a href="mailto:charles.mounts@spglobal.com">charles.mounts@spglobal.com</a>
Jake Vukelic	業務經理	<a href="mailto:jake.vukelic@spglobal.com">jake.vukelic@spglobal.com</a>
<b>全球研究與設計</b>		
<b>美洲</b>		
Aye M. Soe, 特許金融分析師	美洲主管	<a href="mailto:aye.soe@spglobal.com">aye.soe@spglobal.com</a>
Dennis Badlyans	助理總監	<a href="mailto:dennis.badlyans@spglobal.com">dennis.badlyans@spglobal.com</a>
Phillip Brzenk, 特許金融分析師	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>
Ryan Poirier, 金融風險管理師	高級分析師	<a href="mailto:ryan.poirier@spglobal.com">ryan.poirier@spglobal.com</a>
Maria Sanchez	助理總監	<a href="mailto:maria.sanchez@spglobal.com">maria.sanchez@spglobal.com</a>
Kelly Tang, 特許金融分析師	總監	<a href="mailto:kelly.tang@spglobal.com">kelly.tang@spglobal.com</a>
Peter Tsui	總監	<a href="mailto:peter.tsui@spglobal.com">peter.tsui@spglobal.com</a>
Hong Xie, 特許金融分析師	總監	<a href="mailto:hong.xie@spglobal.com">hong.xie@spglobal.com</a>
<b>亞太地區</b>		
Priscilla Luk	亞太地區主管	<a href="mailto:priscilla.luk@spglobal.com">priscilla.luk@spglobal.com</a>
Utkarsh Agrawal, 特許金融分析師	助理總監	<a href="mailto:utkarsh.agrawal@spglobal.com">utkarsh.agrawal@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>
Akash Jain	助理總監	<a href="mailto:akash.jain@spglobal.com">akash.jain@spglobal.com</a>
<b>歐洲、中東和非洲</b>		
Sunjiv Mainie, 特許金融分析師, 國際數量金融證書	歐洲、中東和非洲主管	<a href="mailto:sunjiv.mainie@spglobal.com">sunjiv.mainie@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 Innes	助理總監	<a href="mailto:andrew.innes@spglobal.com">andrew.innes@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>
Fei Mei Chan	總監	<a href="mailto:feimei.chan@spglobal.com">feimei.chan@spglobal.com</a>
Tim Edwards, 博士	高級總監	<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>
Hamish Preston	高級助理	<a href="mailto:hamish.preston@spglobal.com">hamish.preston@spglobal.com</a>
Howard Silverblatt	高級指數分析師	<a href="mailto:howard.silverblatt@spglobal.com">howard.silverblatt@spglobal.com</a>

## 表現披露

S&P 500 Focused Foreign Revenue Exposure Index 及 S&P 500 Focused U.S. Revenue Exposure Index 於 2017 年 8 月 31 日發佈。指數發佈日期前呈列的所有資料均屬假設（回溯測試），而非實際表現。回溯測試計算所根據的方法與發佈日期生效的方法一致。完整的指數方法詳情載於 [www.spdji.com](http://www.spdji.com)。

標普道瓊斯指數對各種日期加以定義，以便協助客戶清楚瞭解自己的產品。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立指數固定價值的日期。發佈日期是指數價值首次被視為生效的日期：凡在指數發佈日期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。標普道瓊斯指數將發佈日期定義為知曉已向公眾發佈（例如通過公司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 日前介紹的道瓊斯品牌指數，將把發佈日期（在 2013 年 5 月 31 日前，稱為「介紹日」）設定為禁止對指數方法做出進一步變更的日期，而該日期可能先於指數的公開發佈日期。

指數的過往表現不代表未來投資結果。構建指數所採用方法的前瞻性應用可能會導致表現與所示回溯測試回報不相符。回溯測試時期未必對應指數的整個可查閱歷史。更多有關指數的詳情（包括調整方法、調整時間、成份股增減準則以及所有的指數計算），請登錄 [www.spdji.com](http://www.spdji.com) 參閱指數的「方法」部分。

回溯測試資料的另一局限性在於通常在進行回溯測試計算時收益為已知。回溯測試資料反映了在獲知以往事件的情況下對指數方法的運用和對指數組成的選擇。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、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無法、也從未被納入考慮，但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有關指數，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踪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。舉一個簡單的例子，如果 100,000 美元的投資在 12 個月內獲得 10% 的指數回報（即 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（即 1,650 美元），則當年淨回報將是 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期內，假設年回報為 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%（即 27,200 美元）。

## 一般免責聲明

© 2018 年標普全球旗下的標普道瓊斯指數有限責任公司版權所有，保留所有權利。標準普爾®、標普 500®及標普®為標普全球子公司標準普爾金融服務有限責任公司（「標普」）的註冊商標。道瓊斯®為道瓊斯商標控股有限責任公司（「道瓊斯」）的註冊商標。有關商標已授權標普道瓊斯指數有限責任公司使用。未經書面同意，不得分發、複製及／或影印本文件全部或部分內容。本文件不構成在標普道瓊斯指數有限責任公司、道瓊斯、標普或其各自的聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）未獲得必要許可的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的資料並非面向個人，亦非專為滿足任何人士、實體或人群的需求而定制。標普道瓊斯指數就授權第三方使用其指數收取報酬。指數的過往表現不代表未來投資結果。

指數不可直接投資，但可根據指數通過可投資工具投資於該指數所代表的資產類別。標普道瓊斯指數概不發起、認可、出售、推廣或管理任何由第三方提供並力求基於任何指數的表現提供投資回報的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可準確追蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，而標普道瓊斯指數概不就投資於任何投資基金或其他投資工具是否適宜作出任何聲明。決定投資於任何該等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謹慎考慮投資於該等基金的相關風險後，方投資於任何該等基金或其他工具。相關風險之詳情載於投資基金或其他工具的發行人或其代表編制的發售備忘錄或類似文件。指數所載證券並非標普道瓊斯指數對買賣或持有該證券的建議，亦不得視為投資意見。

本材料基於公開資料及從被視為可靠的來源獲得的資料編制，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、複製或分發本材料所載內容（包括指數數據、評級、信用相關分析及數據、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或其輸出結果）或其任何部分（有關內容），亦不得將有關內容儲存於數據庫或檢索系統。有關內容不得用於任何非法或未經授權的用途。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商及授權人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、適時性或可用性。不論任何原因，標普道瓊斯指數各方概不對因使用有關內容而導致的過失或疏忽負責。有關內容按「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作任何特定目的或用途的適銷性或合適性；保證不存在程序缺陷、軟件故障或瑕疵；保證有關內容的運行不會中斷；或保證有關內容可在任何軟件或硬件配置下運行。標普道瓊斯指數各方概不就因使用有關內容而導致的任何直接、間接、附帶、警戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害、費用、支出、法律費用或損失（包括但不限於收入或利潤損失及機會成本）向任何一方負責，即使已獲悉有可能發生該等損害亦然。

標普道瓊斯指數分開經營其業務單位的若干活動，以保持其相關業務活動的獨立性及客觀性。因此，標普道瓊斯指數的若干業務單位可能擁有其他業務單位無法取得的資料。標普道瓊斯指數已制定相關政策及程序，對所獲取的與各項分析過程相關的若干非公開資料保密。

此外，標普道瓊斯指數向證券發行人、投資顧問、證券經紀、投資銀行、其他金融機構及金融中介等眾多機構提供或提供有關該等機構的一系列廣泛服務，因此會向該等機構（包括證券或服務獲其推薦、評級、納入投資組合模型、估值或以其他方式介紹的機構）收取費用或其他經濟利益。