

通过因子部署投资攻防策略



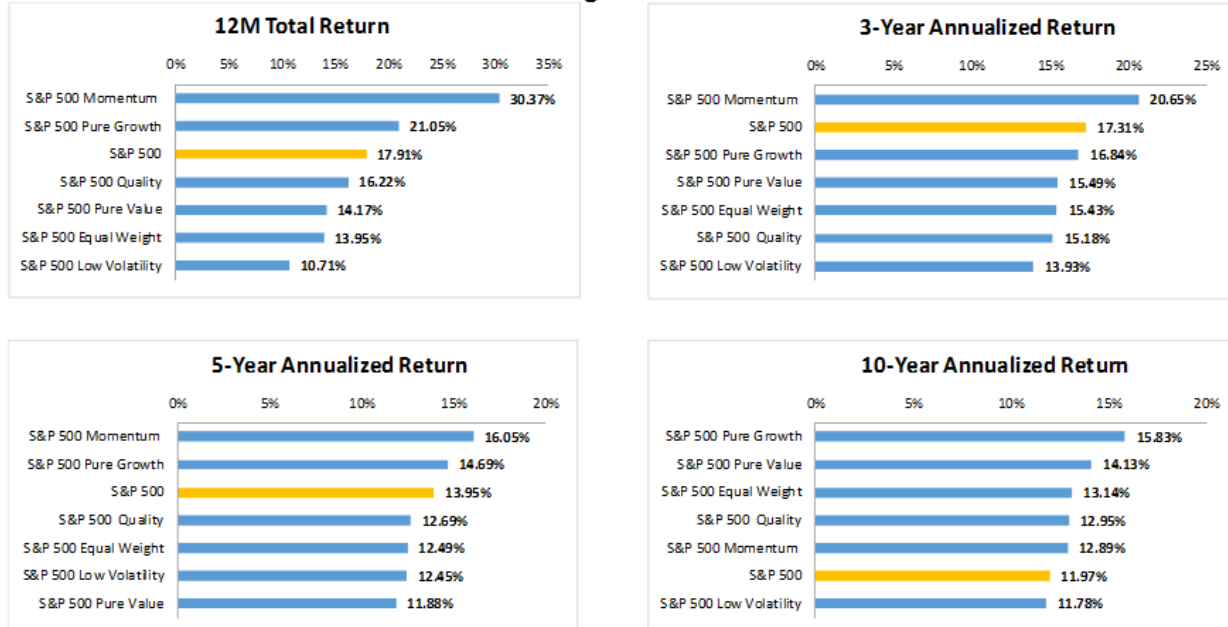
Aye Soe
董事总经理
全球研究与设计

本文最初于 2018 年 10 月 15 日在 Indexology® 博客上发布。

以标普综合 1500 指数衡量，美国国内股市在 2018 年第三季度结束时上涨了 10.47%。过去 10 年里，标普 500 指数的年化回报率为 12.05%，显示了自 2008 年全球金融危机以来令人印象深刻的牛市走势。过去 12 个月，以增长为导向的投资风格(如动量和增长)是表现最好的因子，这或许反映了市场环境。例如，标普 500 动量指数、标普 500 增长指数和标普 500 纯增长指数都超越了标普 500 指数（17.91%），额外收益分别为 12.46%、7.3% 和 3.14%。

实证表明，在长期投资范围内，风险调整后的回报率往往比大市更高；然而，在近期至中期，它们的回报可能具有周期性的特性。就像资产类别一样，根据市场环境的不同，一些因子在较长时期内表现强于大盘，而另一些则表现逊于大盘。通过使用年化 1、3、5 和 10 年各种因子策略的回报，图示 1 突显了因子回报的周期性特性。

Exhibit 1: Annualized Returns of Factor Strategies



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Sept. 30, 2018. Index performance based on total return in USD. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes and reflect hypothetical historical performance. The S&P 500 Momentum was launched on Nov. 18, 2014, the S&P 500 Quality Index was launched on July 8, 2014, and the S&P 500 Low Volatility Index was launched on April 4, 2011.

尽管因子的回报是周期性的，但在不同的市场环境中仍可能建立普遍的收益模式。利用 1995 年 6 月 30 日至 2018 年 9 月 30 日的月度收益，我们比较了大市值、质量、动量、低波和规模(以标普 500 等权重指数为代表)与标普 500 指数(见图示 2)的策略。我们计算出了他们在上涨、下跌和所有市场周期的命中率(百分比) [1]。此外，我们计算了这三个时期的因子策略的平均每月的超额回报。

Exhibit 2: Hit Rate and Monthly Average Excess Returns of Factor Strategies

Hit Rate: Percentage of Months Factor Strategies Outperformed the Market					
Market	Value	Momentum	Quality	Size	Low Volatility
All Months	48.21%	54.64%	59.29%	49.29%	49.29%
Up Months	49.46%	55.91%	51.08%	53.76%	31.72%
Down Months	45.74%	52.13%	75.53%	40.43%	84.04%

Average Monthly Excess Return of Factor Strategies Over the Market					
Market	Value	Momentum	Quality	Size	Low Volatility
All Months	-0.061%	0.175%	0.249%	0.133%	0.056%
Up Months	-0.080%	0.217%	-0.080%	0.218%	-0.948%
Down Months	-0.023%	0.091%	0.901%	-0.035%	2.043%

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data is from June 30, 1995, to Sept. 30, 2018. Returns are in USD. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. The S&P 500 Momentum was launched on Nov. 18, 2014, the S&P 500 Quality Index was launched on July 8, 2014, and the S&P 500 Low Volatility Index was launched on April 4, 2011.

我们可以看到，总体而言，在所有市场时期，动量和质量因子都比基准指数好。在上涨的市场中，质量、动量和规模因子的命中率高于平均水平(> 50%)。在下跌的市场中，质量和低波等因子明显突出，命中率超过 75%。换句话说，在我们研究的 280 个月里，标普 500 指数在 94 个月的回报率为负。在那段时间中，标普 500 低波动率指数和标普 500 质量指数的表现在超过 75%的时间跑赢大市。

此外，平均每月的超额回报数据展示了不同市场环境因子跑赢及跑输大市的程度。一般而言，在市场上涨期间，低波、质量和价值等因子的月超额回报往往为负。然而，当市场下跌时，情况就不一样了，低波和高质量因子的月平均超额回报率分别为 2.04%和 0.91%。因此，质量和低波等因子通常具有不对称回报的防御性特性，尤其是对后者而言。

因此，我们可以将因子归为两类——提高收益和降低风险——从长远来看，两者都提供了比市场更高的风险调整后的回报。在上升趋势的市场中，动量因子可能比市场提供更高的回报。相反，低波和质量提供更高程度的下行保护，同时提供有限的上行参与。

(1) 我们将上涨市场定义为标普 500 指数正收益的月份。同样，我们把下跌市场定义为标普 500 指数负收益的月份。

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 www.indexologyblog.com，或订阅 **Indexology®** 以获取最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2018, 标普道琼斯指数有限公司 (S&P Global 的分支机构)。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P Global 的分支机构) (「标普」) 的注册商标。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC (「道琼斯」) 的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可, 不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司 (统称「标普道琼斯指数」) 在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息, 未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资, 可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问, 标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容, 作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险 (详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档) 后, 才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券, 并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券, 也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股 (由其交易所厘订) 之收市价, 计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源, 仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容 (包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容) 或其任何部分 (「内容」), 未经标普道琼斯指数的事先书面许可, 不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发, 或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人 (统称「标普道琼斯指数相关方」) 概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证, 包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失 (包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本) 承担法律责任, 即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程, 确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外, 标普道琼斯指数向或就众多机构 (包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构) 提供广泛服务, 并向上述机构收取相应费用或其他经济利益, 包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。