

市场热话：

标普沪港深中国增强价值指数



承天吟

策略及环境、社会和管治指数总监
标普道琼斯指数公司

标普沪港深中国增强价值指数旨在衡量沪港深三地上市、具有参与股市互联互通计划资格、且估值具吸引力的100家中国大陆公司的表现。对于两地上市的公司，每家公司仅选择一个股票类别。

1. 本指数构建背后的理由是什么？

价值因子是金融市场中最古老和最成熟的风险溢价因子之一。从过去来看，估值具有吸引力的股票在中长期内往往跑赢大市。中国A股市场¹与香港市场之间存在价值溢价。²随着股市互联互通计划的推出，关注中国市场的价值投资者迎来新机遇。

中国A股市场估值偏高。截至2018年8月31日，标普中国A股BMI国内指数的历史12个月市盈率为15.7倍，而标普新兴市场BMI指数为13.7倍。不仅如此，当前H股相对A股仍存在较大幅度的整体折价。A股相对于H股的溢价或折价是由市场资金状况及市场参与者结构与偏好等因素导致。普遍性的股票差价或会持续一段较长时间，而随着未来A股市场的不断开放，以及两地市场投资者结构、制度的不断完善，两地的估值差异预计会长期收敛。

作为以沪港深三地投资标的策略指数，标普沪港深中国增强价值指数的优势在于三地市场间灵活配置，受惠于估值差异带来的历史性套利机会。

2. 本指数如何运作？

本指数以沪港通和深港通计划的南向和北向标的作为选股池，其中包括中国创业板。

本指数根据以下三个基本因素指标选出100家估值具有吸引力的中国公司：市净率、市盈率和市销率。本指数按照市值和价值得分的乘积加权。

对于在两地上市的公司，将只考虑较便宜的股份类别。我们制定了一项缓冲规则，以减少现有成分股的转换，除非在每六个月的定期调整时溢价超过5%，否则本指数不会替换股票类别。

¹ 《因子策略在中国A股市场的表现》（“Examining Factor Strategies in China’s A-Share Market”），2015年。

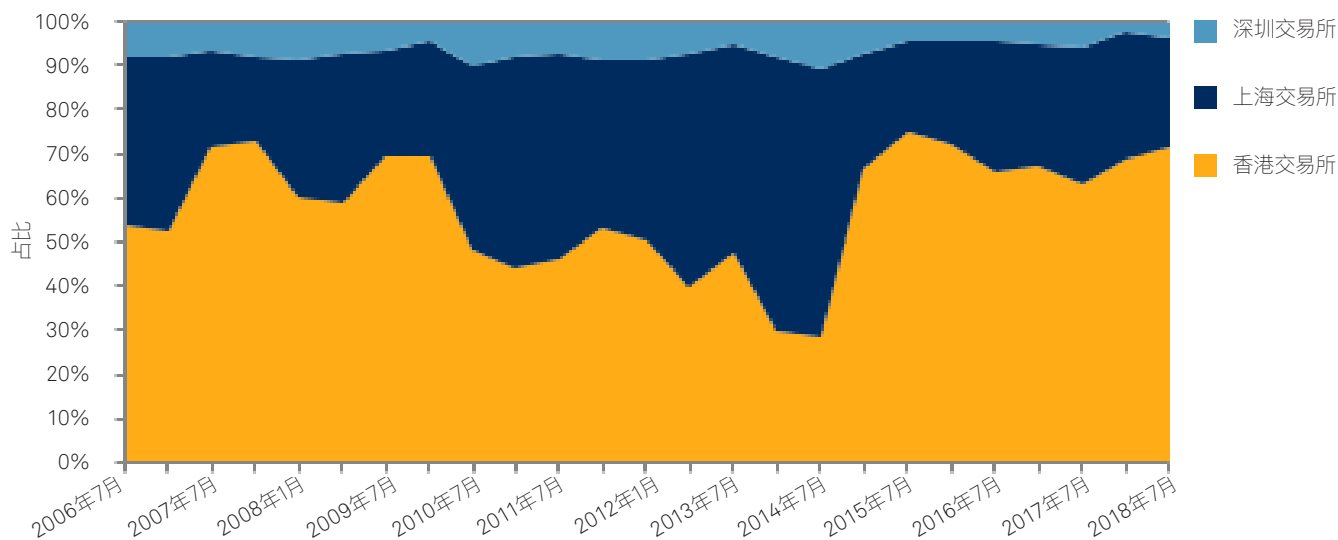
² 《聪明贝塔策略如何应用于香港市场》（“How Smart Beta Strategies Work in the Hong Kong Market”），2017年。

3. 本指数的主要特征是什么?

捕捉两个市场之间的套利机会

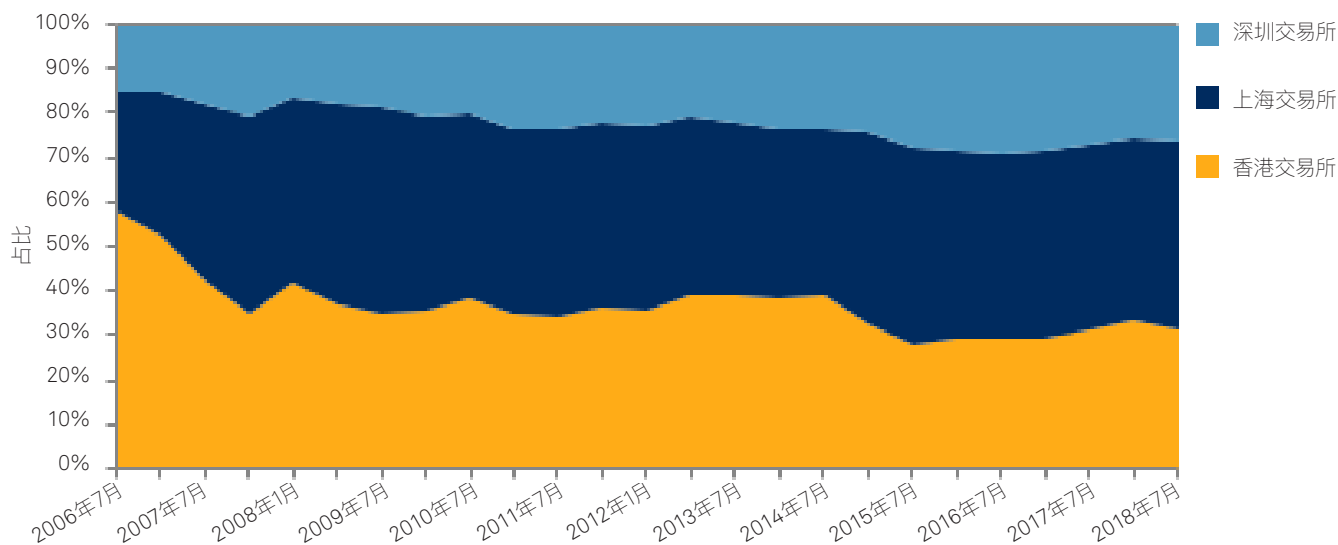
标普沪港深中国增强价值指数根据估值在A股和香港市场之间灵活配置。在2015年A股市场不断创出新高、估值明显过高时，本策略迅速退出A股市场而转向香港市场（见图1和图2）。深圳上市股票长期处于低配，这些股票估值与波动率都偏高。

图1: 标普沪港深中国增强价值指数所占的交易所比重



资料来源: 标普道琼斯指数有限责任公司。2006年7月24日至2018年7月23日的数据。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途, 并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”, 了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

图2: 标普中国A股BMI国内指数及标普香港上市中国指数(S&P Hong Kong-Listed China)共占的交易所比重



资料来源: 标普道琼斯指数有限责任公司。2006年7月24日至2018年7月23日的数据。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途, 并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”, 了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

更好的风险调整后收益

在观察的十二年的时间里，标普沪港深中国增强价值指数每年跑赢A股市场（以标普中国A股BMI国内指数代表）4.28%，每年跑赢香港中国企业（以标普香港上市中国指数代表）7.27%。在风险调整后收益上也分别超过两指数0.20和0.24（见图3）。

图3: 标普沪港深中国增强价值指数、标普中国A股BMI国内指数及标普香港上市中国指数的风险/收益

统计数据	标普沪港深中国增强价值指数	标普中国A股BMI国内指数	标普香港上市中国指数
2018年8月收益	-2.41	-5.93	-2.64
今年以来收益(%)	1.32	-19.82	-3.28
年化收益(%)			
过去1年	1.07	-20.10	5.37
过去3年	12.79	-3.84	14.16
过去5年	18.67	8.20	10.70
过去10年	11.44	6.45	5.91
2006年7月31日– 2018年8月31日	15.31	11.02	8.04
年化波动率(%)			
过去1年	17.64	11.80	13.54
过去3年	16.65	21.74	14.72
过去5年	23.05	24.70	17.32
过去10年	25.06	27.77	22.87
2006年7月31日– 2018年8月31日	27.78	31.57	25.81
风险调整后收益			
过去1年	0.06	-1.70	0.40
过去3年	0.77	-0.18	0.96
过去5年	0.81	0.33	0.62
过去10年	0.46	0.23	0.26
2006年7月31日– 2018年8月31日	0.55	0.35	0.31

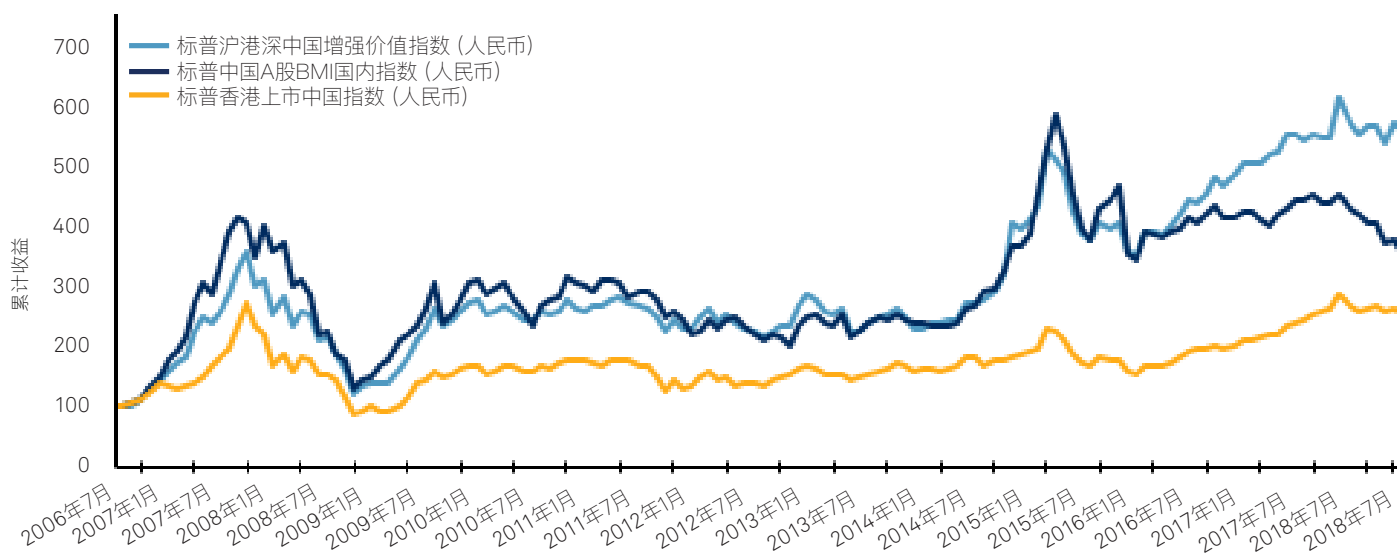
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2006年7月31日至2018年8月31日的数据。指数表现乃以每月人民币全收益为依据的。过往表现不代表未来投资结果。列表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

最大回撤更低

在我们研究的十二年多时间里，标普沪港深中国增强价值指数的最大回撤为66.2%，略低于A股市场及香港中国企业市场。而在A股市场自2015第二季度开始的下行中，标普沪港深中国增强价值指数的回撤也保持低于两市场（见图3-4）。作为价值策略实属不易。对此有两个可行的解释，一是指数低配波动较大的在深圳上市股票，二是自2015年以来转向高配香港市场，此举减轻了2015至2016年中国股市动荡造成的损失。

值得注意的是，在最近的A股市场自2018年1月底以来的抛售中，标普沪港深中国增强价值指数的下跌幅度为12.6%，远低于A股市场的17.6%。很明显，这受益与在香港上市的中国股票的配置，因为这些股票的波动性往往远低于A股。

图4: 标普沪港深中国增强价值指数、标普中国A股BMI国内指数及标普香港上市中国指数的财富曲线



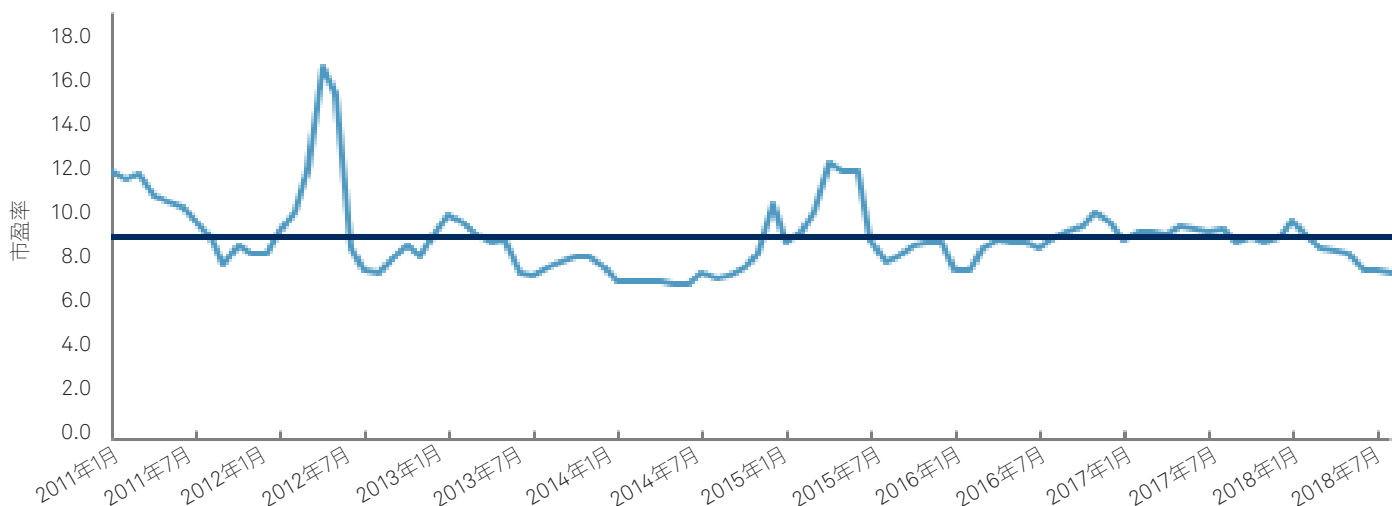
	最大回撤 (07年10月-08年10月)	第二大回撤 (15年4月-16年2月)	第三大回撤 (18年1月-18年6月)
标普沪港深中国增强价值指数 (人民币)	-66.2%	-33.5%	-12.6%
标普中国A股BMI国内指数 (人民币)	-67.9%	-34.7%	-17.6%
标普香港上市中国指数 (人民币)	-67.8%	-34.0%	-9.2%

资料来源: 标普道琼斯指数有限责任公司。2006年7月31日至2018年8月31日的数据。指数表现以每月人民币全收益为依据。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途, 并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”, 了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

市盈率处于历史均值以下

截至2018年8月31日，标普沪港深中国增强价值指数的历史12个月市盈率为7.1倍，对比标普中国A股BMI国内指数为15.7倍，标普香港上市中国指数为11.3倍。自2016年2月以来股价上涨约58.6%，但指数估值仍非常合理，市盈率低于历史平均水平17%。在研究期间，标普沪港深中国增强价值指数的平均历史市盈率为8.52（见图5）。

图5: 标普沪港深中国增强价值指数的历史市盈率



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。2011年1月31日至2018年8月31日的数据。过往表现不代表未来投资结果。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。

表现披露

标普中国A股红利机会指数的发布日期为2008年9月11日，标普中国A股BMI国内指数的发布日期为2013年11月27日。发布日前呈报的所有资料均为回溯测试。回溯测试的表现并非实际表现，而是假设表现。回溯测试所根据的方法论与发布日期生效的方法论相同。完整的指数方法论详情请浏览www.spdji.com。

标普道琼斯指数对不同的日期做出区分，以便协助我们的客户清楚了解自己的产品。起值日是规定指数设定计算价值（当前价值或回溯测试价值）的首日。基准日是计算目的而设定指数固定价值的日期。发布日是指数价值首次被视为生效的日期；凡在指数发布日前的任何日期或时期提供的指数价值将视为回溯测试价值。标普道琼斯指数界定了发布日期，即知晓已向公众发布（例如通过公司的公共网站或其向外部的资料传送途径发布）指数价值的日期。对于2013年5月31日前推出的道琼斯品牌指数，将把发布日期（在2013年5月31日前，称为“推出日”）定为禁止对指数方法论做出进一步变更的日期，而该日期可能先于指数的公开发布日期。

指数的过往表现不代表将来的业绩。前瞻性应用构建指数所采用的方法论可能会导致表现与所示回溯测试的回报不相符。回溯测试时期不一定对应指数的整个可查阅历史。有关指数的详情（包括调整方法、调整时间、成分股增减准则以及所有的指数计算），请浏览www.spdji.com，参阅指数的方法论部分。

回溯测试假设资料还有另一个局限性，即通常在做出回溯测试时已获知以往事件。回溯测试资料反映了在获知以往事件的情形下对指数方法论的运用和对成分股的挑选。任何假设的计算都不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票（或固定收益或商品）市场相关的众多因素在编写所列指数资料时通常不能、也从未被纳入考虑，但这些因素都会影响实际表现。

此外，不可能直接投资于指数。列示的指数回报并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。标普道琼斯指数有限责任公司负责维护指数，并计算所列示或讨论的指数的点位及表现，但并不管理实际资产。指数回报并不反映所付的任何销售费用，或投资者为购买指数相关证券或旨在跟踪指数表现的投资基金时可能支付的费用。征收这些费用及收费，会造成证券/基金的实际和回溯测试表现逊于所示指数表现。举个例子，如果100,000美元的投资在12个月期间获得10%的指数回报（或10,000美元），且除应计利息外，在期末还对投资征收了1.5%的实际资产费用（或1,650美元），则当年净回报将是8.35%（或8,350美元）。在三年期内，假设年回报为10%，年末征收1.5%的年费，则累积总回报为33.10%，总费用为5,375美元，累积净回报为27.2%（或27,200美元）。

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、复制或/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。