

低波动率与股息率相结合的策略在中国 A 股市场的实践

摘要

撰稿人

曲小雅

全球研究与设计

高级分析师

xiaoya.qu@spglobal.com

曾力宇

全球研究与设计

总监

liyu.zeng@spglobal.com

陆巧儿

全球研究与设计

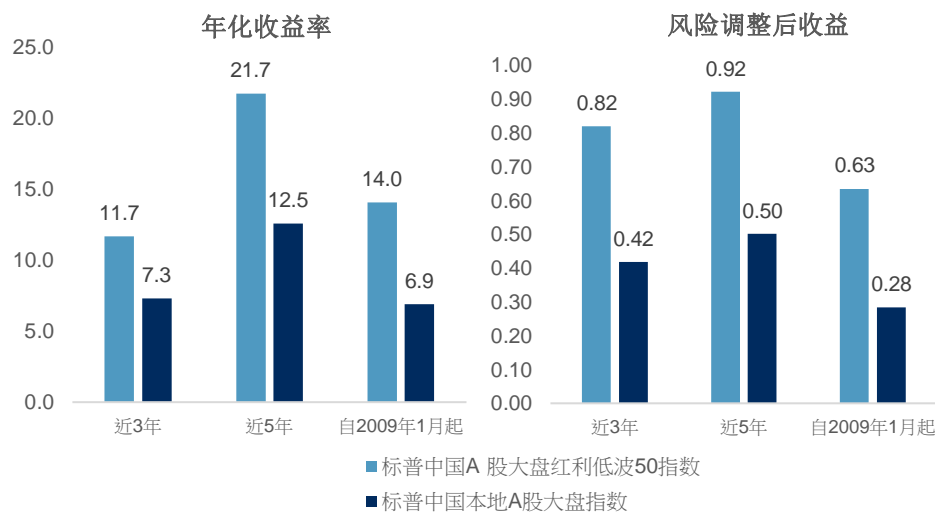
董事总经理

priscilla.luk@spglobal.com

本文探讨了在中国 A 股大盘股市场将高股息与低波动策略相结合的潜在好处。

- 从高股息率投资组合中剔除高波动率股票，可降低投资组合波动率，提高投资组合的风险调整后收益。
- [标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数](#) 对高股息股票叠加了低波动筛选。从 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日，该指数的绝对收益及风险调整后收益均产生了可观的超额收益。
- 该指数提供了稳定的股息收入来源；并在下行市场期间跌幅有限，表现出防御特性。
- 对股息率、低波动率及价值因子的主动暴露对主动收益的贡献最大，而行业配置差异则是该指数大部分主动风险的来源。

表 1: 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数及标普中国本地 A 股大盘指数的年化收益及风险调整后收益



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。指数表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作参考用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

简介

红利投资策略颇受追求收益的市场参与者青睐。自 2003 年首次推出以来，在特点各异各个地区都涌现出设计不同的红利类 ETF。

红利投资策略颇受追求收益的市场参与者青睐。

2012 年 9 月，标普道琼斯指数发布了[标普 500®低波红利指数](#)，旨在将高股息率和低波动率结合在一个指数策略中。与单纯基于股息率策略相比，该指数显示出出色的风险调整后收益和较强的防御能力，这对于保守型投资者尤其具有吸引力。¹

在下文中，我们将基于标普中国本地 A 股大盘指数中的公司，审视高股息低波动策略在中国 A 股大型股市中的成效。我们还使用标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数来展示该策略的指数化实施。

对股息率策略叠加低波动率筛选

我们首先审视股息率策略在中国 A 股大型股中的成效；然后我们另外实施低波动率筛选，从而构建一个高股息、低波动率的投资组合。

高股息率股票的表现

为了研究中国 A 股大盘股市场的股息率策略，我们按照过往 12 个月股息率将标普中国本地 A 股大盘指数的成分股分为四等分投资组合（高股息 Q1 至高股息 Q4）。股息最低或没有股息的股票划入收益率最低的投资组合（至高股息 Q4）。²所有四等分投资组合采用等权重，每半年定期调整一次。³

在中国 A 股大盘股票市场，高股息率股票表现更胜一筹。

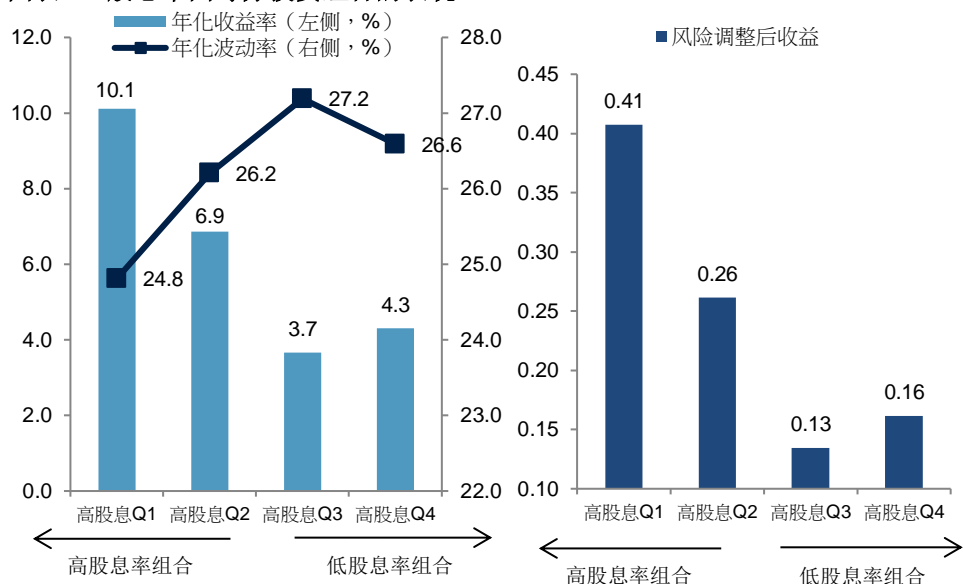
图表 2 显示，在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日期间，中国 A 股大盘股票市场中股息率较高的股票表现更好。高股息 Q1 跑赢其他四分位投资组合，其年化收益最高，收益波动率最低。但与低股息投资组合相比，高股息投资组合的波动率并无明显降低，表明对高股息股票进行低波动率筛选具有潜在的好处，有助于进一步降低波动率并提高风险调整后收益。

¹ 陆巧儿及曲小雅。“[The Beauty of Simplicity: The S&P 500 Low Volatility High Dividend Index](#)”（简单之美：标普 500 低波红利指数）。标普道琼斯指数有限责任公司。2019 年 4 月。

² 如果高股息 Q4 股票的数量超过研究范围股票数量的 25%，则其他股票将平均分入高股息 Q1 至高股息 Q3 投资组合。

³ 每年 1 月和 7 月的最后一个交易日生效。

图表 2: 股息率四等分投资组合的表现



对高股息率股票进行低波动率筛选具有潜在的好处...

所有四等分投资组合为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投资组合表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

...包括进一步降低波动率及提高经风险调整后收益。

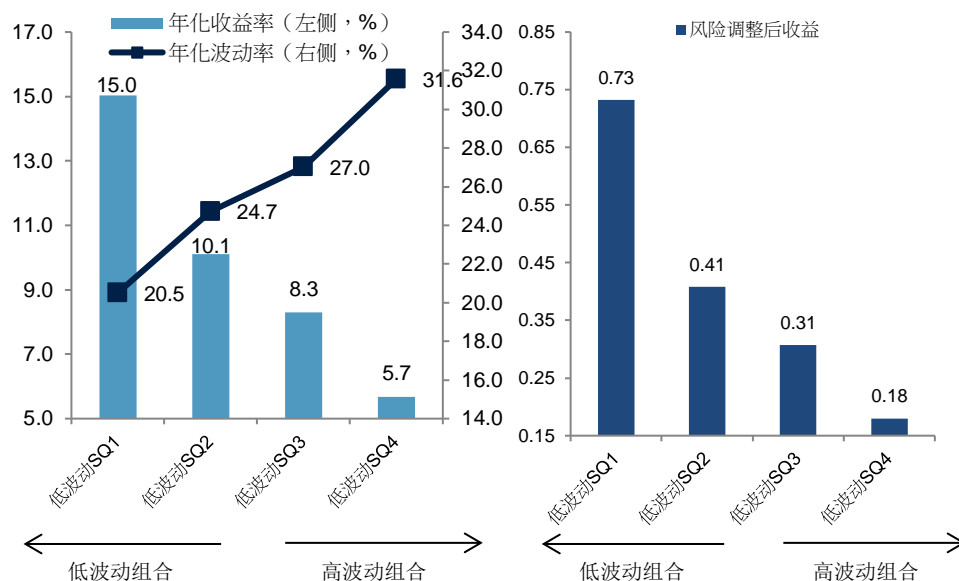
为了观察波动率筛选对高股息率股票的表现有何影响，我们将收益率最高的四等分投资组合（高股息 Q1）按波动率排序分为四个假设的四等分子投资组合（低波动 SQ1 至低波动 SQ4）⁴，衡量它们的同期表现。所有波动率子投资组合均基于 252 天价格收益波动率进行了重新调整，采用与高股息率投资组合相同的定期调整时间表。所有波动率子投资组合的成分股以等权重加权。

低波动率子投资组合表现始终优于高波动率子投资组合。

在高股息率股票中，低波动率子投资组合表现始终优于高波动率子投资组合，呈现出收益线性上升、波动率线性降低的趋势（参见图表 3）。由此可见，从高股息率投资组合中剔除高波动率股票，有助于进一步降低投资组合波动率，提高投资组合风险调整后收益。

⁴波动率最低的四分位数投资组合构成第一子四分位数投资组合。

图表 3：波动率子投资组合的表现



标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数将高股息与低波动率策略结合起来。

所有四等分投资组合为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投资组合表现以因子四等分投资组合的人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

将低波动率筛选与股息率策略相结合

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数通过先后进行股息率和波动率筛选，对中国 A 股大盘股市场将高股息和低波动策略相结合。

为了确定它们对投资组合的影响，我们追踪了每层筛选所组成的投资组合的表现。通过高股息筛选⁵选出的一百只股票构成了这个假设的高股息 100 投资组合（高股息 100）。⁶随后通过低波动率筛选⁷（从高股息 100 选出）选出的 50 只股票构成了标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数。⁸高股息 100 中余下的 50 只高波动率股票构成了假设的高波动高股息 50 投资组合（高波动高股息 50）。所有三个投资组合每半年定期调整，时间在 1 月底和 7 月底，成分股按股票股息率加权，且须遵守分散投资限制。⁹

我们首先比较了高股息投资组合的风险/收益状况。2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日期间，单纯股息率筛选实现 3.1% 的年化超额收益，对投资组合波动率没有影响（参见图表 4）。叠加低波动率筛选后，额外增加了 4.0% 的

⁵ 基于过往 12 个月股息率。

⁶ 为提高指数投资组合的可投资性，股票选自标普中国本地 A 股大盘指数成分股，剔除 ST 和 *ST 股票以及流通市值低于人民币 10 亿元且三个月日均成交额低于人民币 2,000 万元的股票。在此阶段应用 50% 的重新调整缓冲。为了实现行业多元化，每个 GICS* 行业选出的股票不超过 20 只。

⁷ 基于 252 天历史价格收益波动率。

⁸ 在此阶段应用 20% 的缓冲期。如果标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的当前成分股在低波动率排名中跻身前 60，则在考虑新候选股之前会以它们为首选。

⁹ 每个 GICS* 行业的最大权重上限为 30%。股票权重上限为 5%，下限为 0.05%。

年化超额收益，投资组合波动率由 24.3% 降至 22.1%。因此，风险调整后收益从 0.41 进一步提高至 0.63，且减小收益回撤。

单纯股息率筛选实现 3.1% 的年化超额收益，对投资组合波动率没有影响。

经过双重筛选，在截至 2019 年 6 月 28 日止的一年、五年乃至更长的期限内，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的绝对收益及风险调整后收益持续跑赢基准。

图表 4: 假设高股息投资组合的风险/收益

期间	标普中国 A 股大盘 红利低波 50 指数	高股息 高波动 50	高股息 100	标普中国本地 A 股大盘指数
年化收益率(%)				
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
年化波动率(%)				
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
风险调整后收益				
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
滚动 252 天最大回撤				
自 2009 年 1 月 31 日起	-38.3	-49.4	-42.7	-47.5
年度换手率(%)				
自 2009 年 1 月 31 日起	74.4	114.4	77.7	-

高股息高波动 50 及高股息 100 投资组合均为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。列表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

叠加低波动率筛选，额外增加了 4.0% 的年化超额收益，波动率略有降低。

经过双重筛选，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的绝对收益及风险调整后收益持续跑赢大盘股。

在图表 5 中所示的 11 个年度期间，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在七个期间内跑赢高股息 100 投资组合，在四个期间内跑输，平均跑赢幅度 (7.0%) 明显高于平均跑输幅度 (-2.4%)。

图表 5：假设高股息投资组合的年度收益

期间	标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数	高波动高股息 50	高股息 100	标普中国本地 A 股大盘指数
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 及高波动高股息 50 投资组合均为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。列表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

该指数每年跑赢基准 7.1%...

投资组合及收益特征

在本节中，我们将通过全收益分解及其在不同市场条件下的行为，进一步研究标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的表现。然后我们将分析指数主动收益的来源。

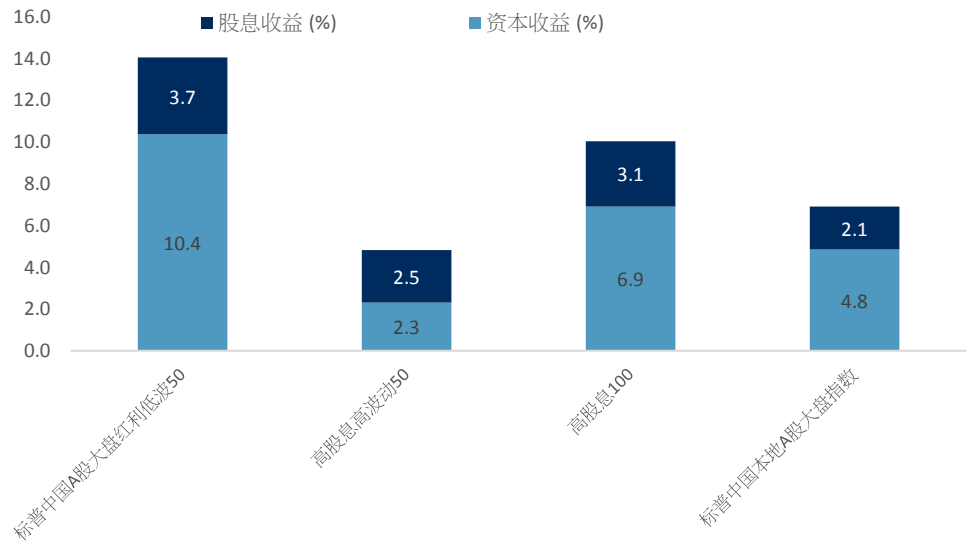
资本收益与股息贡献

在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日的回溯测试期间，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数每年跑赢基准 7.1%，其中 5.5%来自资本收益，1.6%来自股息收益（参见图表 6）。

... 其中 5.5%来自资本收益，1.6%来自股息收益。

来自股息及股息再投资的超额收益大多得益于股息率筛选，低波动率筛选也会使其进一步提高。股息率和低波动率筛选都为该指数获得超额价格收益作出贡献。

图表 6a: 股息投资组合的年化收益



高股息投资组合表现出防御特性...

高股息 100 及高波动高股息 50 投资组合均为假设投资组合。
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作参考用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

图表 6b: 超额价格收益及超额股息收益的分解

超额收益构成	股息率筛选	低波动率筛选	总计
超额价格收益(%)	2.1	3.5	5.5
超额股息收益(%)	1.1	0.5	1.6
超额全收益(%)	3.1	4.0	7.1

信息来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。投资组合表现以人民币全收益计算。高股息 100 与标普中国本地 A 股大盘指数之间的年化收益差额即为股息率筛选的超额收益。标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数与高股息 100 之间的年化收益差额即为低波动率筛选的超额收益。过往表现不保证未来投资结果。列表仅作参考用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

...与在上行市场相比，其在下行市场中的赢率更高，平均每月超额收益更高，捕获率更低。

上行及下行市场表现

为了更好地了解该指数的行为，我们按照标普中国本地 A 股大盘指数的表现将 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日之间的每个月份分为上行月份及下行月份。然后，我们分析了标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数、高股息 100 及高波动高股息 50 在两种不同市场条件下的表现。

与稳定的股息收入可以在市场下跌期间提供下行缓冲的投资原理一致，高股息 100 表现出防御特性，与在上行市场相比，其在下行市场中胜率更高，平均每月超额收益更高，捕获率更低。

低波动率筛选的叠加进一步提高了防御能力，但上行收益略显失色。

低波动率筛选的叠加进一步提高了标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的防御能力，但上行收益略显失色。如表 7 所示，在下行市场中，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数有八成时间跑赢基准，平均每月超额收益为 1.6%，下行捕获率为 70%。由于在上行市场中的跑输幅度(0.4%)远低于在下行市场中

的跑输幅度(1.6%)，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的长期表现优于基准及其两个属性投资组合。

在上行市场中的跑输幅度远低于在下行市场中的跑赢幅度。

相比之下，高股息投资组合中的高波动率股票具有周期性，在上行市场中涨幅更大、在下行市场中跌幅更大。这为从高股息投资组合中剔除高波动率股票提供进一步支持。

图表 7：股息投资组合在上行及下行市场中的表现

特性	市场	高股息 100	高波动高股息 50	标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数
胜率(%)	上行市场	55.7	58.6	45.7
	下行市场	63.6	41.8	80.0
平均每月超额收益(%)	上行市场	0.0	0.4	-0.4
	下行市场	0.6	-0.7	1.6
捕获率(%)	上行市场	99.5	107.3	92.8
	下行市场	89.5	112.9	69.6

高股息 100 及高波动高股息 50 投资组合均为假设投资组合。

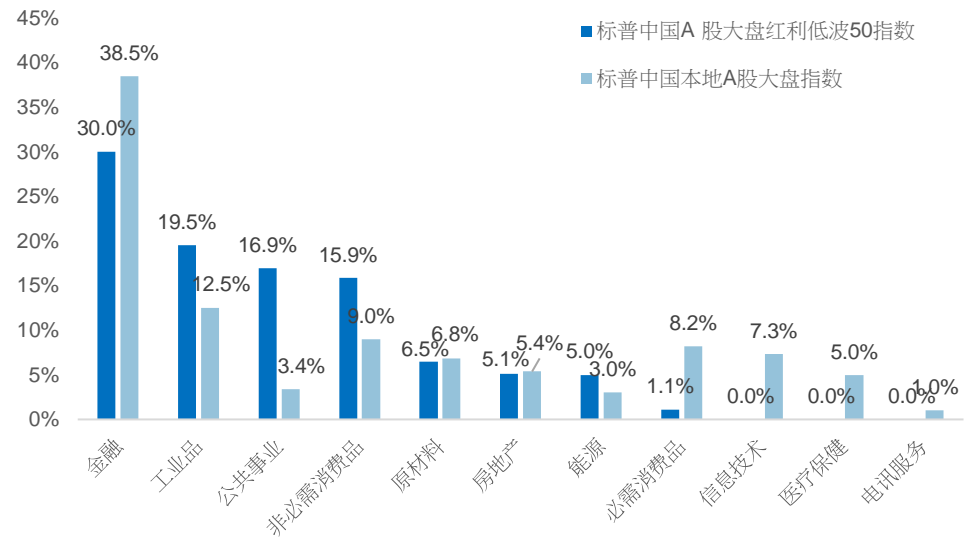
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表现以人民币每月全收益计算。以标普中国本地 A 股大盘指数为表现基准。过往表现不保证未来投资结果。列表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

行业分布情况

该指数中金融、工业及公用事业行业的权重最大。

截至 2019 年 1 月底，该指数中金融、工业和公共事业行业的权重最大。与标普中国本地 A 股大盘指数相比，权重超配幅度最大的行业是公共事业(13.6%)、工业(7.0%)及非必需消费品(6.9%)。权重减配幅度最大的行业是金融(-8.5%)，这是由于实施 30%的行业权重限制以降低行业集中风险。信息技术(-7.3%)及必需消费品(-7.1%)的权重亦低于基准。

图表 8：标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的行业分布情况



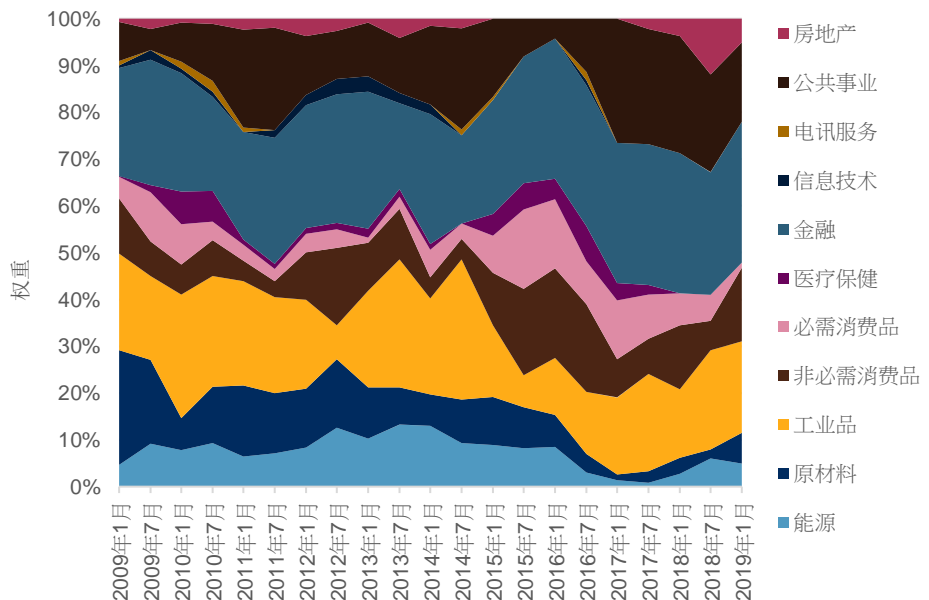
从历史上看，该指数对高股息率行业的平均权重较高。

但是行业权重可能会在短时间内突然发生变化…

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据截至 2019 年 1 月。图表仅作说明用途。

从历史上看，该指数对高股息率行业的平均权重较高，这与其寻求高收益的特征相符。但是行业权重可能会在短时间内突然发生变化，主要是股市动荡期间股票波动率的异常变化所致。2015 年 7 月，由于波动率相对较低，工业及公共事业行业的权重分别下调 8.4%和 8.7%，而非必需消费品及必需消费品的权重分别急升 7.1%和 9.1%（参见图表 9）。

图表 9：标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的历史行业分布



…主要是股市动荡期间股票波动率的异常变化所致。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据截至 2009 年 1 月至 2019 年 1 月期间的半年度调整。图表仅作说明用途。

主动收益及主动风险的因子归因

为了探索风险及收益的来源，我们进行了因子归因分析，将总体主动风险及收益分解为风格、行业和特定股票因子（参见图表 10 及附录）。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在股息率(1.14)及波动率(-0.34)这两个目标因子都有显著的主动配置。指数也无意中捕获到价值敞口和负向成长敞口。主动收益大多是由风格因子驱动，而主动风险则大多来自行业配置差异。在整个研究期间内，股息率、价值及低波动率因子成为该指数主动收益的主要贡献来源。

该指数高比例主动配置两个目标因子：股息率及波动率。

图表 10：标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数归因分析

因子	因子收益(%)	平均主动配置	主动收益贡献(%)	主动收益贡献占比(%)	主动风险(%)
风格因子	-	-	222.6	121.3	28.3
市场因子					
市场敏感性	-3.3	-0.61	27.6	15.0	3.7
规模	-62.6	-0.07	4.9	2.7	12.1
中期动量	-13.7	-0.10	-2.5	-1.4	0.6
波动率	-36.1	-0.34	53.2	29.0	5.6
流动性	-19.4	-0.17	12.5	6.8	-0.3
汇率敏感性	15.3	0.09	4.0	2.2	0.5
基本面因子					
成长	3.3	-0.25	3.0	1.6	0.8
价值	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
财务杠杆	-7.2	0.1	1.3	0.7	0.3
行业因子	-	-	-100.1	-54.5	50.8
风格+行业因子	-	-	122.5	66.7	79.2
股票特定因子	-	-	61.1	33.3	20.8
总计			183.6	100	100

指数亦无意中捕获到价值和负向成长敞口。

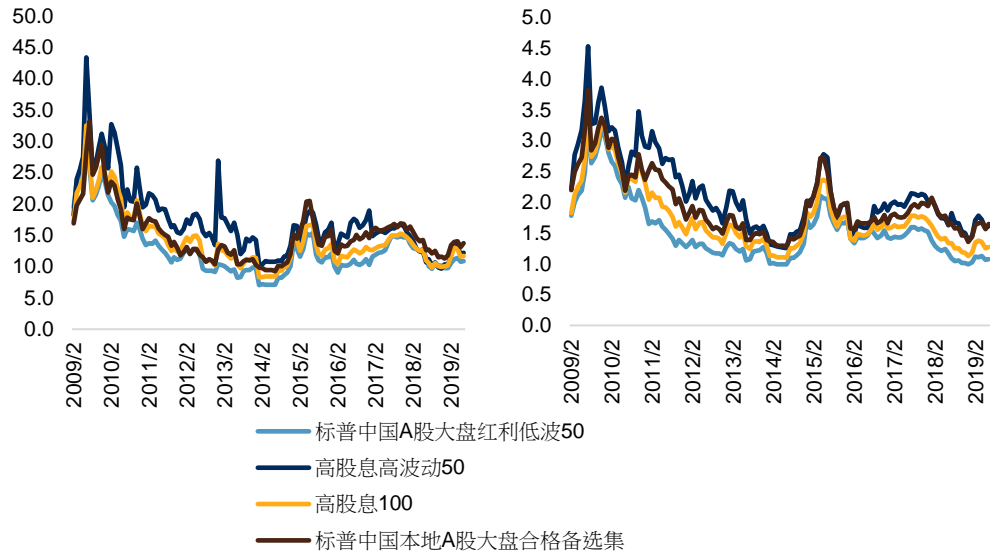
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及 Axioma AXCN4-MH 中国股市因子风险模型。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。对照合格备选集计算平均主动因子配置、主动收益及主动风险。过往表现不保证未来投资结果。列表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

指数估值及股息率

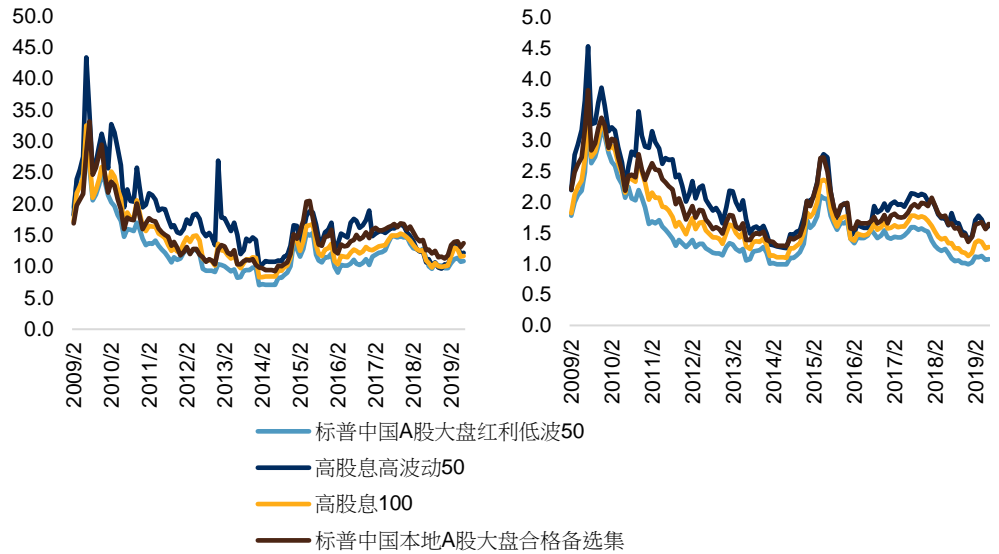
与其他高股息投资组合及其基准相比，在回溯历史的大部分时期，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的市盈率及市净率偏低（参见图表 11）。尽管剔除了一半的具有高波动率的高股息率股票，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的历史平均指数股息率仍为 3.4%。在大多数回溯期间内均高于高股息 100 投资组合的股息率，这意味着因叠加低波动率筛选而导致的投资组合股息率损失很小（参见图表 12）。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的历史平均指数股息率为 3.4%

图表 11：高股息投资组合的指数估值
指数市盈率



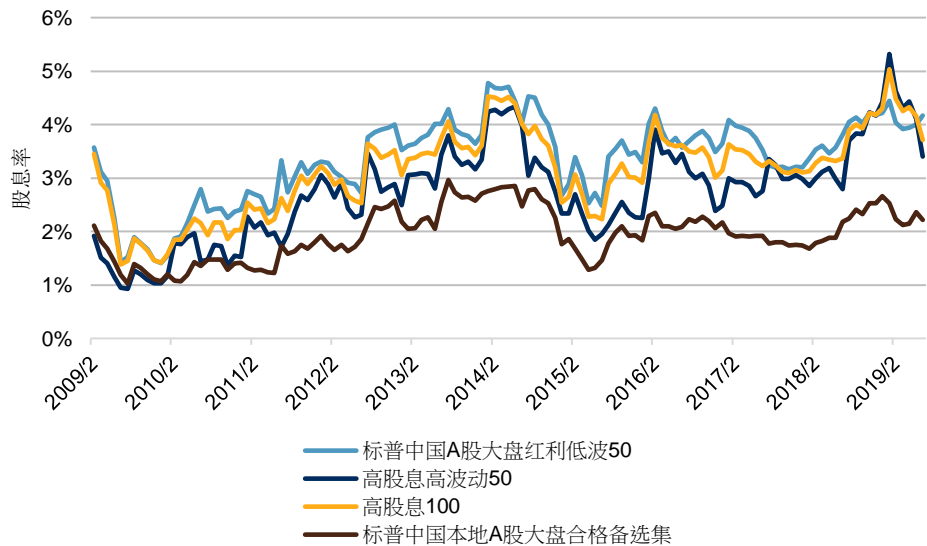
指数市净率



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。表现以人民币全收益计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

图表 12：指数股息率

在大多数审视期间均高于高股息 100 投资组合的股息率。



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。数据截至 2009 年 1 月至 2019 年 6 月期间的半年度调整。图表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

结语

我们的四分位数分析表明，从高股息率投资组合中剔除高波动率股票，可降低投资组合波动率，提高经风险调整后收益。

股息率及低波动是两个众所周知的风险因子，在中国 A 股大盘具有因子风险溢价。我们对具有不同波动率的高股息投资组合的四等分分析表明，从高股息率投资组合中剔除高波动率股票可进一步降低投资组合波动率，提高投资组合的风险调整后收益。对股息投资组合（高股息 100、低波动高股息 50 及高波动高股息 50）的分析进一步证实，对高股息投资组合叠加低波动率筛选可以提高绝对收益及风险调整后收益。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数将高股息与低波动率因子结合起来。在 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日的回溯测试期间，该指数持续跑赢基准，不仅波动率更低，并且股息收入稳定。该指数表现出防御特性，在下行市场中表现更胜一筹。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的主动收益大多受风格因子驱动...

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数具有正向股息率及价值因子敞口，负向波动率与成长因子敞口。与标普中国本地 A 股大盘指数相比，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在公共事业、工业及非必需消费品行业有权重超配，由于 30% 的行业权重限制，金融行业权重减配幅度最大。

...而主动风险则大多源于行业配置偏差。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的主动收益大多受风格因子驱动，而主动风险则大多源于行业配置差异。在整个研究期间内，股息率、价值及低波动率因子成为该指数主动收益的最大贡献来源。

附录

图表 13：高股息 100 归因分析

因子	因子收益(%)	平均主动配置	主动收益贡献(%)	主动收益贡献占比(%)	主动风险(%)
风格因子	-	-	145.3	218.5	27.2
市场因子					
市场敏感性	-3.3	-0.17	11.5	17.3	1.2
规模	-62.6	-0.23	47.9	72.1	18.1
中期动量	-13.7	-0.15	-2.4	-3.7	2.9
波动率	-36.1	-0.08	14.9	22.5	-1.8
流动性	-19.4	-0.02	2.6	3.9	0.2
汇率敏感性	15.3	0.02	1.2	1.9	-0.1
基本面因子					
成长	3.3	-0.13	-3.1	-4.7	0.0
价值	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
财务杠杆	-7.2	0.0	2.4	3.6	0.4
行业因子	-	-	-51.5	-77.4	57.1
风格+行业因子	-	-	93.8	141.1	84.3
股票特定因子	-	-	-27.3	-41.1	15.7
总计			66.50	100	100

高股息 100 投资组合为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及 Axioma AXCN4-MH 中国股市因子风险模型。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。对照合格备选集计算平均主动因子配置、主动收益及主动风险。列表仅作参考用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

图表 14：高波动高股息 50 归因分析

因子	因子收益(%)	平均主动配置	主动收益贡献(%)	主动收益贡献占比(%)	主动风险(%)
风格因子	-	-	65.7	-160.2	52.6
市场因子					
市场敏感性	-3.3	0.38	-7.5	18.4	20.2
规模	-62.6	-0.44	89.8	-218.9	14.9
中期动量	-13.7	-0.19	-4.5	10.9	3.1
波动率	-36.1	0.23	-16.4	40.0	9.1
流动性	-19.4	0.15	-8.7	21.3	4.0
汇率敏感性	15.3	-0.10	0.0	0.1	1.2
基本因素因子					
增幅	3.3	0.03	-6.0	14.6	0.2
价值	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
杠杆	-7.2	0.0	2.0	-4.8	-0.1
行业因子	-	-	-14.9	36.4	28.6
风险因子	-	-	50.8	-123.8	81.3
股票特定因子	-	-	-91.8	223.8	18.7
总计	-	-	-41.03	100	100

高波动高股息 50 投资组合为假设投资组合。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司及 Axioma AXCN4-MH 中国股市因子风险模型。数据取自 2009 年 1 月 31 日至 2019 年 6 月 28 日。对照合格备选集计算平均主动因子配置、主动收益及主动风险。列表仅作说明用途，反映假设的历史表现。请参阅本文末表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。

标普道琼斯指数研究撰稿人		
Sunjiv Mainie (特许金融分析师、 定量金融学证书)	全球主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Jake Vukelic	业务经理	jake.vukelic@spglobal.com
全球研究与设计		
美洲		
Sunjiv Mainie (特许金融分析师、 定量金融学证书)	美洲主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Laura Assis	分析师	laura.assis@spglobal.com
Cristopher Anguiano, FRM	分析师	cristopher.anguiano@spglobal.com
Phillip Brzenk (特许金融分析师)	高级总监	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	总监	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	高级分析师	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	总监	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	总监	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu (特许金融分析师)	总监	berlinda.liu@spglobal.com
Maria Sanchez	联席董事	maria.sanchez@spglobal.com
Kunal Sharma	高级分析师	kunal.sharma@spglobal.com
Hong Xie (特许金融分析师)	高级总监	hong.xie@spglobal.com
亚太地区		
陆巧儿	亚太地区主管	priscilla.luk@spglobal.com
Arpit Gupta	高级分析师	arpit.gupta1@spglobal.com
Akash Jain	联席董事	akash.jain@spglobal.com
Anurag Kumar	高级分析师	anurag.kumar@spglobal.com
曲小雅	高级分析师	xiaoya.qu@spglobal.com
孙艳	高级分析师	yan.sun@spglobal.com
王天蒙	高级分析师	tim.wang@spglobal.com
曾力宇 (特许金融分析师)	总监	liyuzeng@spglobal.com
欧洲、中东和非洲		
Andrew Innes	欧洲、中东和非洲 主管	andrew.innes@spglobal.com
Leonardo Cabrer 博士	高级分析师	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Cairns	高级分析师	andrew.cairns@spglobal.com
Jingwen Shi	分析师	jingwen.shi@spglobal.com
指数投资策略		
Craig J. Lazzara (特许金融分析师)	全球主管	craig.lazzara@spglobal.com
Chris Bennett (特许金融分析师)	总监	chris.bennett@spglobal.com
Fei Mei Chan	总监	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, PhD	董事总经理	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti (特许金融分析师)	总监	anu.ganti@spglobal.com
Sherifa Issifu	分析师	sherifa.issifu@spglobal.com

业绩披露

标普中国本地 A 股大型股指数于 2018 年 7 月 30 日推出。标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数于 2019 年 4 月 1 日推出。指数成立日期前呈列的所有数据均属假设性质（经回溯测试），并非实际表现。回溯测算的计算基准与指数成立当日生效的计算方法一致。有关完整指数计算方法的详情，请浏览 www.spdji.com。

标普道琼斯指数对不同的日期加以定义，协助客户清楚了解自己的产品。起值日是特定指数设定计算价值（当前价值或回溯测算价值）的首日。基准日是为计算目的而设立特定指数固定价值的日期。成立日是特定指数价值首次被视为生效的日期：凡在指数成立日前任何日期或时期提供的指数价值将视为回溯测算价值。标普道琼斯指数界定了成立日，即知晓已向公众发布（例如通过标普道琼斯指数的公共网站或其向外部的数据传送途径发布）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，成立日（在 2013 年 5 月 31 日前，称为「推出日」）定为禁止对指数计算方法作出进一步变更的日期，而该日期可能早于指数的公开发布日期。

指数的过往表现并非未来投资结果的指标。构建指数时前瞻性应用的计算方法，可能会导致表现与所示回溯测算的回报不相符。回溯测算期未必对应指数的整个可查阅历史。更多有关指数的详情（包括重新调整方法、重新调整时间、成分股增减准则及所有指数的计算），请浏览 www.spdji.com 有关指数的计算方法文件。

回溯测算资料的另一个局限，是通常在作出回溯测算时已知悉以往事件。回溯测算数据反映在知悉以往事件的情形下应用指数计算方法和挑选成分股的选择。任何假设的记录都不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票、固定收益或商品市场相关的众多因素在制作所列指数信息时通常不能及从未被纳入考虑，但所有这些因素都会影响实际表现。

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支付的任何销售费用，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 / 基金的实际和回溯电子表格现逊于所示指数表现。举一个简单的例子，如果 100,000 美元的投资在 12 个月内录得 10% 的指数回报率（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），则当年净回报率为 8.35%（或 8,350 美元）。在三年期内，假设年回报率为 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，累积净回报率为 27.2%（或 27,200 美元）。

免责声明

版权所有 © 2019 年标普道琼斯指数有限责任公司。保留所有权利。标准普尔（标普）、标普 500 指数、标普 500 低波动指数、标普 100 指数、标普综合 1500 指数、标普中型股 400 指数、标普小型股 600 指数、标普 GIVI 指数、GLOBAL TITANS 指数、股息贵族指数、标普目标日期指数、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均为标准普尔金融服务有限责任公司（标普全球「标普」的分支机构）的注册商标。道琼斯、DJ、DJIA 及道琼斯工业平均指数为道琼斯商标控股有限责任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，简称「道琼斯」）的注册商标。这些商标及其他商标已授权标普道琼斯指数有限责任公司使用。未经标普道琼斯指数有限责任公司书面许可，不得转发或复制全部或部分内容。本文件不构成标普道琼斯指数有限责任公司、标普、道琼斯或其各自关联公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获得必要许可的司法管辖区内提供服务的要约。除若干定制的指数计算服务外，标普道琼斯指数提供的所有数据均属客观数据，亦非专为满足任何人士、实体或群体的需求而设。标普道琼斯指数就授权第三方使用其指数及提供定制计算服务收取报酬。指数的过往表现并非未来业绩的指标或保证。

投资者不可直接投资指数。指数所代表的资产类别，可通过基于该指数的可投资工具来投资。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寻求提供基于任何指数表现之投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数概不保证基于指数的投资产品将会准确追踪指数表现或提供的正向投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，且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。决定投资任何此类投资基金或其他投资工具时，不应依赖本文件所载的任何陈述。建议有意投资者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发行人或其代表编制的发行备忘录或类似文件）之后，方投资于任何此类投资基金或其他工具。标普道琼斯指数有限责任公司并非税务顾问。投资者应咨询税务顾问，以评估任何免税证券对投资组合的影响，以及作出任何相关投资决定的税务后果。将某只证券纳入指数中，并不表示标普道琼斯指数建议买卖或持有该证券，亦不应视为投资意见。

此等材料乃基于公众一般可获得且相信属可靠来源的数据编制，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面许可，概不得以任何手段采用任何形式修改、反编译、转载或分发此等数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出结果）或其任何组成部分（统称「有关内容」），亦不得将有关内容存储在数据库或检索系统中。有关内容概不得用于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供货商与授权人（统称「标普道琼斯指数各方」）并不保证有关内容的准确性、完整性、适时性或可用性。标普道琼斯指数各方概不对因使用有关内容而引致的任何错误或遗漏负责，不论原因为何。有关内容乃「按现状」基准提供。**标普道琼斯指数各方概不作出任何及所有明示或暗示的保证，包括（但不限于）保证用于特定目的或用途的适销性或合适性、保证不存在病毒、软件错误或缺陷；令有关内容的运行不会中断或有关内容将与任何软件或硬件配置一并运行。**标普道琼斯指数各方概不就使用有关内容而引致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或利润和机会成本损失）向任何人士承担任何责任，即使在已获知可能会发生该等损害的情况下亦然。

标普全球分开经营其不同分部及业务单位的若干活动，以保持其各自活动的独立性及其客观性。因此，标普全球的若干分部及业务单位可能拥有其他业务单位所未掌握的数据。标普全球已制定政策和流程，对所获取与各项分析流程相关的若干非公开资料加以保密。

此外，标普道琼斯指数向众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪交易商、投资银行、其他金融机构及金融中介）提供广泛服务或提供与之相关的广泛服务，因此可能会向该等机构（包括标普道琼斯指数可能会对其证券或服务作出推荐、评级、纳入投资组合模型、评估或以其他方式介绍的机构）收取费用或其他经济利益。

全球行业分类标准（GICS®）由标普和 MSCI 制定，是标普和 MSCI 的专有财产和商标。MSCI、标普和参与制作或编撰任何 GICS 分类的任何其他方概不对相关标准或分类（或使用相关标准或分类获得之结果）作出任何明示或隐含的保证或声明，所有相关方特此明确表示概不就上述标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的适合性作出保证。在不限制前述任何规定的原则下，MSCI、标普、彼等任何附属公司或任何参与制作或编撰 GICS 分类的第三方，在任何情况下概不对任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的损害或任何其他损害（包括利润损失）承担任何法律责任，即使在已获悉可能发生该等损害的情况下亦然。]