

撰稿人

Utkarsh Agrawal

助理总监

全球研究与设计

utkarsh.agrawal@spglobal.com

陆巧儿

董事总经理

全球研究与设计

priscilla.luk@spglobal.com

在亚洲，盈利修正重要吗？

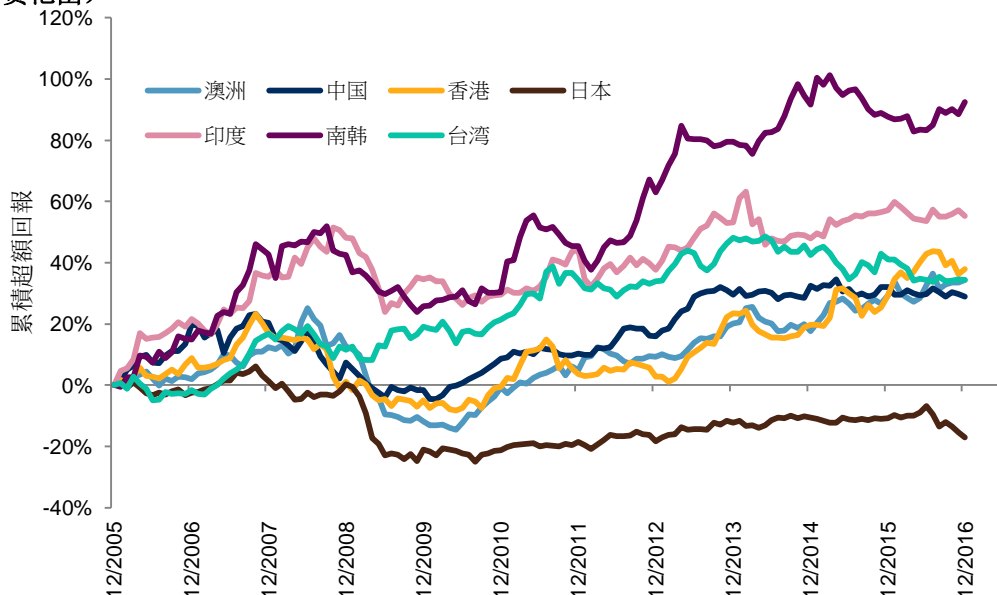
执行摘要

盈利修正策略经常被市场参与者用来预测股价回报或选股。在本研究文件中，我们研究了七个泛亚市场（澳大利亚、中国、香港、印度、日本、南韩和台湾）于 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日的盈利修正策略。

摘要

- 在大多数泛亚市场，股价走向往往与盈利修正方向相同。盈利修正策略在南韩、印度和台湾带来最为显著的超额回报，但在日本却起不到作用。
- 市场参与者通常对盈利预测向上及向下修正的净百分比反应较大，而非普遍预测数据的百分比变动。
- 盈利修正策略在小型股投资产生的阿尔法往往高于大中型股投资，但并无强烈的行业或规模偏向。

图 1：等权重最高五分位数每股盈利扩散投资组合的累积超额回报（相比等权重投资范围）



显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。表现乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。每股盈利扩散按每股盈利预测向上修正数减向下修正数，除以每股盈利预测总数计算。图表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

简介

关于替代因子策略的研究对于寻求替代回报动力来源以将现有因子投资组合分散的市场参与者来说依然重要。

基于因子的策略通常被市场参与者用于投资组合构建过程，基于因子的产品也在被动投资行业中出现巨大的资产增长。¹尽管大部分基于因子的产品追踪单因子或多因子指数且集中于数个常见股票因子（如价值、质量、股息、规模、波幅和动能），但关于替代因子的研究对于寻求替代回报动力来源以将现有因子投资组合分散的市场参与者来说依然重要。

盈利修正经常被市场参与者用来预测股价回报或选股。关于盈利修正策略的实证研究非常多，大部分研究关注市场对分析师所做盈利预测的变动或短期内预测升级或降级数目的反应。然而，关于盈利修正策略的结论却莫衷一是。

例如，Mixon发现美国的盈利修正令股价走向与预测走向相同。他还表示盈利修正与其他选股因子相结合能使盈利修正策略的成交量增加。²Hong和Lee发现盈利修正策略在某些国际市场带来显著的超额回报，该策略的成效与市场内信息传播机制有关。³

Xu发现从2002年到2003年盈利修正策略在美国未能带来超额回报，这似乎是由于市场参与者在较早期过度推断该策略的成功而作出过度反应所导致。然而，他也表示，盈利预测修正继续具有序列相关性，且依然是阿尔法的潜在来源。⁴Feldman、Livnat和Zhang研究了美国市场对分析师修正盈利预测、目标价和股票推荐所作出的反应，发现所有三种修正都与重大正超额回报相关。他们得出结论：市场对目标价和股票推荐修正的反应明显比盈利预测修正强烈；然而对目标价和股票推荐的修正远少于对盈利预测的修正。⁵

¹ 《A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products》，Morningstar Manager Research，2017年9月。

² Mixon, S., 《Earnings Revisions and Portfolio Returns》，The Journal of Investing, 2001年秋，第10卷，第3期：第33-42页。

³ Hong, D.和 Lee, Charles M.C.和 Swaminathan, B., 《Earnings Momentum in International Markets》，2003年2月。

⁴ Xu, P., 《Why Have Estimate Revision Measures Not Worked in Recent Years?》，The Journal of Portfolio Management, 2008年春，第34卷，第3期：第23-33页。

⁵ Feldman, R., Livnat, J.和 Zhang, Y., 《Analysts' Earnings Forecast, Recommendation and Target Price Revisions》，2011年7月11日。

在本研究文件中，我们旨在探索盈利修正策略在各泛亚股市（包括澳大利亚、中国、香港、印度、日本、南韩和台湾）的成效，以阐明盈利修正能否成为这些市场回报动力的替代来源。

方法

投资组合构建

我们的研究以每股盈利预测的三个月变动和每股盈利预测的三个月扩散为基础。

在本研究文件中，我们使用了汤森路透机构经纪人预测系统(I/B/E/S)数据库的每股盈利普遍预测数据，⁶而我们的研究以每股盈利预测的三个月变动（每股盈利变动）和每股盈利预测的三个月扩散（每股盈利扩散）为基础。三个月每股盈利变动按当前每股盈利预测中值减之前三个月每股盈利预测中值，除以之前三个月每股盈利预测中值的绝对值计算。三个月每股盈利扩散按过去三个月的每股盈利扩散总和计算，其中每个月的每股盈利扩散按该月每股盈利预测向上修正数减向下修正数，除以每股盈利预测总数计算。所有每股盈利预测都以公司的报告货币计量。

由于不同公司的财政年度期间不同，仅基于当前财政年度(FY1)作出分析会导致预测水平不一致。⁷因此，我们在研究中使用时间加权平均每股盈利变动和每股盈利扩散，确保在我们分析中研究的各家公司之间的预测期间一致。⁸此外，当一家公司宣布其财政盈利并就每股盈利变动和每股盈利扩散计算于衡量期开始和结束之间改变财政年度时，我们会作出调整，以使计量当前和过去几个月的预测属于同一个财政年度。

⁶ 我们检索了来自 Factset 的 I/B/E/S 预测数据，其中历史预测根据股份分拆等企业行动作出调整。I/B/E/S 预测数据按合并和非合并基础提供，我们使用的是大多数分析师过去就每个期间在他们预测中报告的数据。

⁷ Baule, R. 和 Wilke, H., 《On the Profitability of Portfolio Strategies Based on Analyst Consensus EPS Forecasts》，2017年1月11日。

⁸ 我们首先分别计算当前财政年度(FY1)和下一个财政年度(FY2)的三个月每股盈利变动和三个月每股盈利扩散，然后再计算时间加权平均每股盈利变动和每股盈利扩散，而 FY1 和 FY2 的权重乃依据下一个 12 个月间隔与 FY1 和 FY2 期间的重叠比例确定。

就我们的分析而言，我们单独就每股盈利变动和每股盈利扩散在各个研究市场构建等权重最高五分位数(Q1)、最低五分位数(Q5)、最高中值(M1)和最低中值(M2)假设投资组合。Q1和M1投资组合分别由每股盈利变动和每股盈利扩散值较高的股票组成，而Q5和M2投资组合则相反。⁹我们在3月、6月、9月和12月第二个星期五收市后按季重新调整五分位数和中值投资组合，数据参考日期分别截至2月、5月、8月和11月第三个星期五之后的星期三。¹⁰

样本投资范围

于一个市场注册且在重新调整时至少有三个分析师预测的公司构成该市场的基本投资范围。

们的研究包括七个泛亚股市：澳大利亚、中国、香港、印度、日本、南韩和台湾。¹¹于一个市场注册且在重新调整时在其各自指数中至少有三个分析师预测的公司构成该市场的基本投资范围。分析师预测数量高令修正数量较高及单一分析师预测偏差较低。然而，随着所需的盈利预测数量增加，投资范围内的公司数量减少（见表2）。于整个回溯测试历史，所包含至少有三个分析师预测的公司基本投资范围中维持充足的股票数目。¹²

⁹ 于回溯测试期，有时候很多股票不对其每股盈利预测进行修正。如果大量股票同时没有进行预测修正，便不可能将投资范围分为不同的五分位数。因此，我们仅构建和研究 Q1、Q5、M1 和 M2 投资组合，而非我们五分位数分析中所有五个不同的五分位数投资组合。此外，当大量股票没有进行预测修正时，每股盈利变动和每股盈利扩散的五分位数和中位值临界值为零，导致相关期间五分位数和中位值投资组合中的股票数目增加。因此，在构建假设投资组合时，我们剔除了每股盈利变动和每股盈利扩散值等于其各自五分位数和中位值临界值的股票。

¹⁰ I/B/E/S 月度预测数据乃于每个月第三个星期五之前的星期四收市时衡量，并且最迟于随后的星期二收市前予以更新；因此我们在假设投资组合构建中使用的参考数据截至相关月份第三个星期五之后的星期三收市时。为了在数据参考日期和投资组合重新调整生效日期之间为实时指数或投资组合管理提供保守的滞后期，我们在预测数据发布后的随后月份第二个星期五收市后重新调整投资组合。

¹¹ 各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。标普全球 BMI 指数是综合性并以规则为基础(rules-based)的指数，用于衡量全球股票市场表现，自 1989 年推出以来一直采用自由流通量调整

¹² 请参阅附录表 14，了解截至 2005 年 12 月及 2016 年 12 月至少有三个可用分析师预测的股票数目。

表 2：在其各自指数中至少有三个、四个和五个分析师预测的股票平均百分比

市场	预测数目 ≥ 3	预测数目 ≥ 4	预测数目 ≥ 5
澳大利亚	77.42	70.31	63.17
中国	30.69	23.73	18.39
香港	47.12	41.67	37.86
印度	72.05	66.22	61.65
日本	43.29	36.03	30.68
南韩	53.43	48.26	44.20
台湾	38.82	31.53	26.22

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的的数据。列表仅作说明用途。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

我们的回溯测试期为 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日，¹³ 所有投资组合和基本投资范围的表现均以其各自市场的当地交易货币计量。于整个回溯测试期内，在除日本以外的所有市场上，等权重基本投资范围的贝塔均显著低于其各自的等权重指数（见表 3）。为消除这种偏向对我们分析的影响，我们在分析中比较了五分位数和中值投资组合与其各自基本投资范围的风险 / 回报特征，而没有与其各自的指数进行比较。所有投资组合和基本投资范围的权重相等，并且遵循同样的重新调整时间安排（在 3 月、6 月、9 月和 12 月的第二个星期五收市之后）。

于整个回溯测试期内，在除日本以外的所有市场上，等权重基本投资范围的贝塔均低于其各自的等权重指数。

表 3：基本投资范围相较于其各自指数的历史超额回报及贝塔

市场	平均月度超额回报(%)	贝塔
澳大利亚	0.08	0.96**
中国	-0.42*	0.88**
香港	0.22	0.86**
印度	0.01	0.96**
日本	0.04	0.99
南韩	0.05	0.95**
台湾	-0.08	0.93**

显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

¹³ 汤森路透 I/B/E/S 数据库未提供 2005 年之前每股盈利预测的向上及向下修正的月度数据。

盈利修正策略在各泛亚市场中的成效

在本节中，我们通过分析盈利修正策略、三个月每股盈利变动和三个月每股盈利扩散的最高及最低五分位数和中值投资组合的历史回报，研究它们在各泛亚市场中的成效。我们评估了五分位数和中值投资组合相较于其各自基本投资范围的平均月度超额回报及贝塔，并审查了投资组合中的行业和规模集中度偏向。

风险与回报

从历史上看，在除日本以外的所有市场上，两种盈利修正策略的最高五分位数及中值投资组合均跑赢其各自的投资范围，而最低五分位数及中值投资组合则相反（见表4）。这表明在大多数泛亚市场，股价走势往往与盈利修正方向相同。相比最高五分位数每股盈利变动投资组合，在大多数市场上，最高五分位数每股盈利扩散投资组合实现的平均月度超额回报远高于其各自的投资范围。这表明市场参与者对每股盈利预测向上及向下的净百分比修正反应较大，而非普遍盈利预测数据的百分比变动。

在日本，由于所有投资组合均微不足道，两种盈利修正策略的最高五分位数和中值投资组合跑输投资范围及超额回报。这表明，从历史上看，单纯的盈利修正策略并没有在日本市场产生任何阿尔法回报。相比之下，两种盈利修正策略的最高五分位数和中值投资组合过往于南韩录得显著超额回报，表明市场参与者对每股盈利预测向上及向下的净百分比修正以及普遍盈利预测数据的百分比变动均反应强烈。

……而最低五分位数及中值投资组合则相反。

表 4：盈利修正投资组合相较于其各自投资范围的平均月度超额回报

市场	每股盈利变动(%)				每股盈利扩散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	0.23	-0.69*	0.32**	-0.31**	0.37*	-0.52**	0.23*	-0.22*
中国	0.23	-0.20	0.14	-0.10	0.47**	-0.22	0.23*	-0.17
香港	0.31	-0.65**	0.21*	-0.19*	0.47**	-0.75**	0.31**	-0.29**
印度	0.31	-0.42	0.28*	-0.29*	0.52*	-0.40*	0.22*	-0.22*
日本	-0.12	0.12	-0.07	0.06	-0.16	0.15	-0.05	0.06
南韩	0.56**	-0.41*	0.24*	-0.24*	0.70**	-0.35*	0.35**	-0.34**
台湾	0.26	-0.76**	0.30**	-0.32**	0.57**	-0.82**	0.36**	-0.35**

显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。列表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

我们根据贝塔回报分析得出的另一个结论是，于整个回溯测试期内，两种盈利修正策略的最低五分位数和中值投资组合在大部分泛亚市场上往往比其各自投资范围的回报波动性大（见表 5）。这主要由于市场参与者对预测向下修正的公司作出负面反应。在澳大利亚、日本和印度，两种盈利修正策略的最低五分位数和中值投资组合录得的贝塔回报远高于其投资范围的贝塔回报，表明市场参与者倾向于对上述市场中预测下调作出较强烈的反应。

表 5：盈利修正投资组合相较于其各自投资范围的贝塔

市场	每股盈利变动				每股盈利扩散			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	0.95	1.32**	0.90**	1.10**	0.95	1.18**	0.94**	1.07**
中国	1.02	1.07**	0.98	1.03**	1.00	1.03	0.99	1.00
香港	1.07**	1.13**	0.99	1.00	0.95*	0.99	0.99	1.01
印度	0.92**	1.26**	0.89**	1.11**	0.83**	1.16**	0.90**	1.09**
日本	1.01	1.15**	0.95**	1.05**	0.94*	1.08**	0.96**	1.04*
南韩	1.08*	1.07*	0.97	1.03	1.01	0.94	1.02	0.98
台湾	1.05*	1.05*	0.99	1.00	1.04	0.97	1.01	0.98

显示的所有投资组合属假设性显示的所有投资组合属假设性。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。列表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

行业和规模构成

在某些因素策略（比如价值和低波动性）中，可以观察到明显的规模和行业偏向，并且可能是影响因素表现的主要驱动因素。通过对盈利修正策略的研究，我们发现最高及最低中值投资组合在大部分泛亚市场上的历史行业构成与其各自投资范围的历史行业构成高度相关（见表6）。¹⁴ 即使就最高及最低五分位数投资组合而言，在除印度以外的所有市场上，历史行业权重与其各自投资范围的平均相关性也高于70%。这些观察结果表明，通过盈利修正策略来选股并没有产生强烈的行业偏向，而且在大部分泛亚市场上，超额回报不太可能受行业配置偏向所主导。

在大部分亚洲市场上，通过盈利修正策略选股并没有产生强烈的行业偏向。

与其他市场相比，盈利修正策略在印度造成更大的行业偏向。在大部分研究期间，最高及最低五分位数投资组合与投资范围的行业构成相关性低于70%。¹⁵

表6：盈利修正投资组合与其各自投资范围之间的平均行业权重相关性

市场	每股盈利变动(%)				每股盈利扩散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	74.26	72.41	88.40	91.68	74.44	77.43	88.61	90.62
中国	86.02	83.94	93.50	95.48	85.01	85.17	93.86	93.13
香港	81.43	85.00	92.51	94.14	80.33	85.43	92.13	93.58
印度	59.28	67.96	84.19	86.08	62.73	71.06	84.55	86.17
日本	90.77	89.61	96.50	96.77	90.32	91.09	96.33	96.46
南韩	79.94	79.97	92.70	93.46	81.65	82.05	93.71	93.98
台湾	95.98	96.69	98.30	98.77	95.38	96.85	98.10	98.67

显示的所有投资组合属假设性显示的所有投资组合属假设性。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的的数据。列表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

一般而言，回溯测试的投资范围中超过一半股票是小型股票，而五分位数和中值盈利修正投资组合中的小型股权重，与其各自投资范围的小型股权重大体一致（见表7）。我们并未发现基于盈利修正策略的选股导致对大中型股或小型股的强烈偏向，因此规模偏向并非盈利修正策略超额回报的重要驱动因素。

¹⁴ 平均行业权重的相关性通过两个步骤计算。首先，计算历史上每个月投资组合与其各自基本投资范围的行业权重相关性。然后，计算在整个回溯测算期内历史月末相关性的平均值。

¹⁵ 请参见附录中的表15了解於回溯测算期内相关性高於70%之月份的百分比。

表 7：盈利修正投资组合及其各自投资范围内小型股的平均权重

市场	投资范围	每股盈利变动(%)				每股盈利扩散(%)			
		Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	74.54	79.45	81.56	74.11	74.76	75.90	71.41	76.05	72.69
中国	26.34	28.03	26.54	25.25	25.28	25.69	24.15	24.94	24.06
香港	54.15	56.48	65.63	50.53	57.45	50.73	59.48	50.36	56.91
印度	58.63	60.38	69.61	55.53	61.35	55.82	60.01	57.26	59.60
日本	51.79	54.57	55.70	51.05	51.94	50.92	53.60	51.06	51.71
南韩	65.28	68.17	69.32	64.35	65.79	65.85	62.05	65.96	64.15
台湾	44.12	44.09	39.52	42.38	39.41	41.99	35.82	43.64	37.91

显示的所有投资组合属假设性。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的的数据。列表仅作参考用途，并且反映假设的历史表现。请参阅本文件末的“表现披露”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

总体而言，在大部分泛亚市场上，盈利修正策略在最高及最低五分位数和中值投资组合之间产生正数回报差，并在最低五分位数和中值投资组合中产生更高的贝塔回报。这表明，大部分泛亚市场的参与者之前一直看好盈利修正表现强劲的股票，而看空盈利修正表现不佳的股票。此外，行业和规模的配置偏向不太可能成为盈利修正策略超额回报的主导因素。

盈利修正策略于上行、下行及中性市场的表现

于不同市况中展现不同表现特征的单因子策略一般存在周期性。为了调查盈利修正策略于不同市场趋势期间的表现，我们研究了市场的价格趋势为上行、下行及中性时，最高及最低五分位数每股盈利变动及每股盈利扩散投资组合的表现。我们基于相应流通加权指数界定各市场的市场趋势，月度回报率大于1%的期间代表上行市场，月度回报率小于-1%的期间代表下行市场，其余期间代表中性市场（见表8）。

在下行趋势中，市场参与者往往更为看空盈利修正不佳的股票。

从历史上看，最高五分位数每股盈利扩散投资组合在大部分亚洲市场于不同市场趋势时跑赢各自投资范围，最低五分位数投资组合的情况则相反。我们观察到，每股盈利变动对五分位数投资组合的影响亦相似。我们注意到，由于市场在下行趋势时最低五分位数投资组合显着跑输有关投资范围，因此在下行趋势中，市场参与者往往更为看空盈利修正不佳的股票。

在日本及印度，在上行市场趋势时，最低五分位数每股盈利变动投资组合跑赢各自投资范围，带来显著额外回报。这表明该等市场的市场参与者往往在牛市时忽略盈利下调。

表 8：不同市场趋势时盈利修正投资组合相较于其各自投资范围的平均月度超额回报

市场	趋势	月数	每股盈利变动(%)		每股盈利扩散(%)	
			Q1	Q5	Q1	Q5
澳大利亚	上行	69	0.34	-0.06	0.42	-0.13
	中性	17	-0.07	-1.16*	0.42	-0.37
	下行	46	0.19	-1.47**	0.27	-1.17**
中国	上行	78	0.34	0.26	0.38	-0.10
	中性	7	-0.40	-0.51	0.02	0.28
	下行	47	0.15	-0.91**	0.69**	-0.50*
香港	上行	69	0.78**	-0.36	0.51*	-1.01**
	中性	25	0.45	-0.60*	0.52*	-0.13
	下行	38	-0.62	-1.21**	0.35	-0.68*
印度	上行	70	0.11	0.75*	-0.09	0.24
	中性	18	0.19	-0.96*	0.63*	-0.69
	下行	44	0.67**	-2.07**	1.44**	-1.30**
日本	上行	58	0.04	0.76*	-0.27	0.45
	中性	28	-0.33	0.03	-0.42	0.24
	下行	46	-0.19	-0.62*	0.15	-0.28
南韓	上行	64	0.81*	0.31	0.54	-0.46
	中性	23	0.63*	-1.16*	1.03*	-0.07
	下行	45	0.17	-1.06**	0.76**	-0.35
台湾	上行	68	0.55*	-0.57*	0.88**	-0.99**
	中性	23	0.44	-0.79*	0.51	-0.69*
	下行	41	-0.32	-1.05**	0.08	-0.62*

所有所示投资组合均为假设投资组合。*表示统计显著性为 5%，采用单侧 T 检验。**表示统计显著性为 1%，采用单侧 T 检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

日本及印度市场的参与者往往在牛市时忽略盈利下调。

盈利修正策略在行业中性、大中型及小型股投资上的成效

行业中性投资组合的表现

行业中性股票的盈利修正策略在大部分亚洲市场依然奏效。

为了进一步调查盈利修正策略所产生的回报是否免受任何行业影响，我们研究了行业中性股票两种盈利修正策略的表现。我们基于每股盈利变动及每股盈利扩散于相应全球行业分类标准（GICS）行业中排名选股以分别构成行业中性每股盈利变动及每股盈利变动扩散五分位数及中值投资组合。所有投资组合及投资范围于分析中的权重相等。

从历史来看，于日本以外的所有市场中，两种盈利修正策略的行业中性最高五分位数及中值投资组合相对于各自投资范围录得正平均月度超额回报（见表9），而行业中性最低五分位数及中值投资组合的情况则相反。我们还注意到，于大部分市场中，行业中性最高五分位数及中值每股盈利扩散投资组合所产生的超额回报显著高于每股盈利变动投资组合所产生的超额回报。这些观察结果与先前章节的观察一致，进一步证明了该等市场中盈利修正策略的成效不受行业配置偏向的影响。

虽然在先前章节中，观察到印度的盈利修正投资组合存在若干行业偏向，但是行业中性投资组合所产生的显著超额回报表明行业配置偏向并非先前章节中所示非行业中性投资组合产生阿尔法的主要驱动因素。然而，在日本，两种盈利修正策略相比各自投资范围均无录得超额回报。

表 9：行业中性盈利修正投资组合相较于其各自投资范围的平均月度超额回报

市场	每股盈利变动(%)				每股盈利扩散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	0.33**	-0.62**	0.30**	-0.26**	0.35**	-0.51**	0.28**	-0.25**
中国	0.37**	-0.05	0.11	-0.10	0.55**	-0.21	0.22**	-0.19*
香港	0.24	-0.58**	0.15	-0.19*	0.49**	-0.53**	0.28**	-0.25**
印度	0.30*	-0.38*	0.21*	-0.19*	0.47**	-0.24	0.26**	-0.23**
日本	-0.12	0.18	-0.05	0.04	-0.10	0.12	-0.05	0.06
南韩	0.36*	-0.29	0.17*	-0.18*	0.61**	-0.20	0.18*	-0.19*
台湾	0.29*	-0.62**	0.26**	-0.28**	0.55**	-0.73**	0.30**	-0.29**

所有所示投资组合均为假设投资组合。*表示统计显著性为5%，采用单侧T检验。**表示统计显著性为1%，采用单侧T检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以2005年12月31日至2016年12月31日月度本地货币总回报为依据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

大中型股和小型股投资组合的表现

在本节中，我们研究了盈利修正策略分别在大中型股及小型股投资上的表现。由于各细分市场相关投资范围的股票较少，因此我们仅遵循方法章节所述投资组合构建流程建立了各盈利修正策略的最高及最低中值投资组合。

从历史上看，除日本以外，两种盈利修正策略的最高中值投资组合均跑赢各自大中型股和小型股投资，而其各自最低中值投资组合的情况则相反（见表10）。然而，在除台湾以外的大部分市场中，大中型股投资的最高及最低中值投资组合录得的超额回报显著低于小型股投资，而台湾的情况相反。

结果显示，盈利修正策略在小型股投资中往往产生高于大中型股投资所产生的阿尔法，即便如前所述，并未在盈利修正投资组合中观察到小型股偏向情况。

盈利修正策略在小型股投资中往往产生高于在大中型股投资中所产生的阿尔法。

表 10：大中型股和小型股盈利修正投资组合相较于其各自投资范围的平均月度超额回报

市场	大中型股投资				小型股投资			
	每股盈利变动(%)		每股盈利扩散(%)		每股盈利变动(%)		每股盈利扩散(%)	
	M1	M2	M1	M2	M1	M2	M1	M2
澳大利亚	0.08	-0.07	0.00	0.00	0.37**	-0.35**	0.30**	-0.29*
中国 ¹⁶	0.12	-0.09	0.29**	-0.16	0.08	-0.26	0.18	-0.35*
香港	0.18	-0.17	0.25*	-0.27*	0.31*	-0.33*	0.38**	-0.37**
印度	0.25*	-0.26*	0.11	-0.11	0.32*	-0.32*	0.36*	-0.36**
日本	-0.13	0.14	-0.14	0.14	-0.05	0.02	-0.03	0.02
南韩	0.11	-0.13	0.20	-0.18	0.22	-0.24*	0.37**	-0.34**
台湾	0.37**	-0.34**	0.45**	-0.40**	0.23*	-0.23*	0.26*	-0.33**

所有所示投资组合均为假设投资组合。*表示统计显著性为5%，采用单侧T检验。**表示统计显著性为1%，采用单侧T检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以2005年12月31日至2016年12月31日月度本地货币总回报为依据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

¹⁶ 2006年中国市场中，于小型股投资范围内可用预测多于或等于三个的股数不到10只。

运用盈利修正策略的潜在挑战

周转率

与动能策略相似，每股盈利扩散及每股盈利变动的信号迅速从一个再平衡期切换到另一个再平衡期，因此五分位数投资组合具有较高周转率。于整个回溯测试期内，每季度重新调整的最高五分位数每股盈利扩散投资组合于不同市场中录得 257% 至 290% 的平均年化周转率，而每季度重新调整的最高五分位数每股盈利变动于不同市场中录得 263% 至 308% 的平均年化周转率。高周转率为实施盈利修正策略带来挑战。

将投资组合纳入门槛从最高五分位数放宽至最高中值是降低盈利修正策略的投资组合周转率的潜在方式。最高中值盈利修正投资组合仍录得大幅超额回报，虽然较其各自最高五分位投资组合而言不那么显著（见表 4）。通过将投资组合的纳入门槛从最高五分位数扩大至最高中值，投资组合周转率温和下滑至 172% 至 244% 的范围。该周转率范围依然非常高，并将导致复制成本较高（见表 11）。因此，配合价值或质量等其他基本面因子实施盈利修正策略以降低投资组合周转率可能比作为单因子策略加以实施更为实际。

结合其他基本面因子实施盈利修正策略以降低投资组合周转率可能比作为单因子策略加以实施更为实际。

表 11：盈利修正投资组合的平均年周转率（单向）

市场	每股盈利变动		每股盈利扩散	
	Q1	M1	Q1	M1
澳大利亚	276.43	179.90	266.50	180.34
中国	307.79	240.51	290.40	243.61
香港	284.66	188.93	274.72	183.50
印度	263.17	173.85	256.90	173.69
日本	269.26	176.31	261.24	171.97
南韓	266.48	177.35	260.89	185.12
台湾	280.30	199.68	274.49	202.39

显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日的的数据。图表仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

流动性

在等权重投资组合中，小型股票的整体集中度往往高于市值加权投资组合中小型股票的整体集中度。一般而言，在回溯测试的投资中，一半以上的股票是小型股票（见表 7）。由于小型股票流动性往往较低，故完成等权重投资组合交易比完成市值加权投资组合交易所花时间较长。因此，与市值权重偏差小的加权方法对管理大型资产的投资组合经理而言可能更可取。

为了改善盈利修正投资组合的流动性，我们对大型股票给予的权重高于流动性较低的小型股票。我们按照早前所述的方法构建两种盈利修正策略的最高及最低五分位数及中值投资组合，但是根据股票经流通量调整市值加权而非均等加权的方法对所有投资组合及投资范围进行加权。

当根据流通市值对盈利修正投资组合加权时，对大部分市场（日本除外）而言，仅每股盈利变动五分位数投资组合录得的超额回报与盈利修正信号所指示的方向一致。这种关系并不适用于许多市场的其余投资组合（见表12）。而且，投资组合的超额回报变得不那么显著，甚至微不足道。

这表明，当投资组合经市值加权时，市值影响扰乱了来自盈利修正的信号。为了获得盈利修正策略的阿尔法，强化盈利修正信号的替代加权方法必不可少。基于股票流动性、复制成本和大中型股相较于小型股中的表现偏差，盈利修正策略的替代加权法是一个须就具体市场和投资组合资产规模进一步研究的话题。

表 12：流通市值加权盈利修正投资组合相较于其各流通市值加权投资范围的平均月度超额回报

市场	每股盈利变动(%)				每股盈利扩散(%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	0.10	-0.62	0.10	-0.19	0.14	-0.23	-0.01	-0.07
中国	0.07	-0.09	0.01	0.05	0.32	-0.27	0.25*	-0.25
香港	0.08	-0.60*	0.00	-0.03	0.16	-0.67**	0.14	-0.19
印度	0.49*	-0.30	0.16	-0.16	0.26	0.29	-0.06	0.08
日本	-0.29	0.13	-0.14	0.09	-0.23	0.08	-0.14	0.08
南韩	0.24	-0.17	-0.10	0.04	0.06	0.06	-0.03	-0.06
台湾	0.24	-1.07**	0.26**	-0.36**	0.46*	-0.66**	0.27**	-0.31**

所有所示投资组合为假设的投资组合。*表示统计显著性为5%，采用单侧T检验。**表示统计显著性为1%，采用单侧T检验。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。数据乃以2005年12月31日至2016年12月31日月度本地货币总回报为依据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

结论

盈利修正策略经常被市场参与者用来预测股价回报或选股。在本研究文件中，我们研究了七个泛亚市场的盈利修正策略：澳大利亚、中国、香港、印度、日本、南韩及台湾。我们的研究基于各公司于2005年12月31日至2016年12月31日期间每股盈利预测三个月变动和每股盈利预测三个月扩散信号。

结果表明，在大多数泛亚市场，股价走向往往与盈利修正方向相同。盈利修正策略在南韩、印度和台湾带来最为显著和重大的超额回报，但在日本却起不到作用。市场参与者通常对盈利预测向上及向下修正的净百分比反应较大，而非普遍预测数据的百分比变动。因市场参与者对预测向下修正的公司作出消极反应，盈利修正表现不佳的公司往往回报波动性较大。我们还注意到，当市场处于下行趋势时，市场参与者往往更为看空盈利修正表现不佳的股票。

盈利修正策略在南韩、印度和台湾带来最为显著和重大的超额回报……

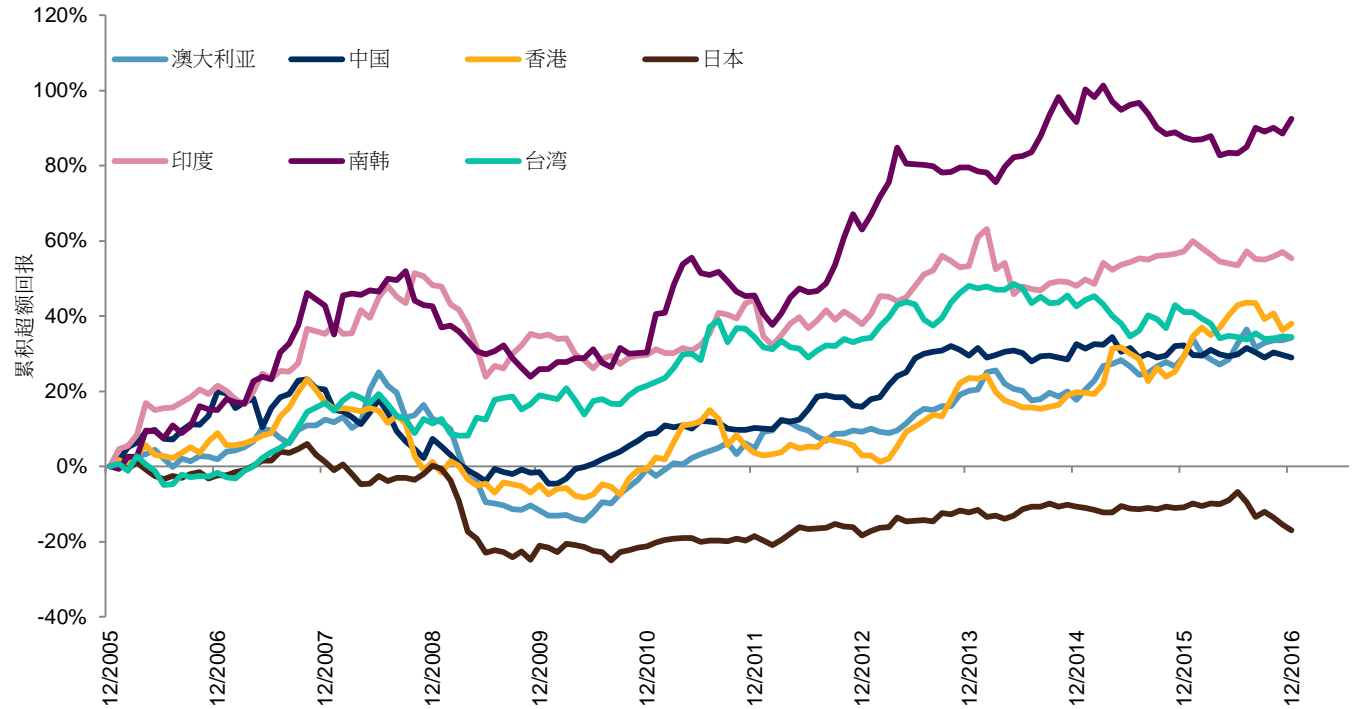
根据我们的盈利修正五分位数投资组合，通过盈利修正策略在泛亚市场中选股并不会导致投资组合中强烈的行业或规模偏向；因此，来自盈利修正策略的超额回报不太可能受行业或规模配置偏向的主导。我们对行业中性最高五分位数和中值盈利修正投资组合的进一步分析证实，盈利修正策略在泛亚市场中的有效性不受行业配置偏向的影响。然而，大中型股和小型股中值盈利修正投资组合的超额回报表明，盈利修正策略在小型股投资产生的阿尔法往往高于大中型股投资。

……但在日本却起不到作用。

与动能策略类似，盈利修正策略投资组合的周转率较高。结合其他基本面因子实施盈利修正策略以降低周转率可能比作为单因子策略加以实施更为实际。我们还发现，当投资组合经市值加权后，来自投资组合的超额回报变得不那么显著，甚至意义不大。为了获得盈利修正策略的阿尔法，强化盈利修正信号的替代加权方法必不可少。

附录

图 13: 等权重前五分位数每股盈利变动投资组合的累积超额回报（相比等权重投资范围）



显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。表现乃以 2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日月度本地货币总回报为依据。每股盈利变动按每股盈利预测变动除之前每股盈利预测的绝对值计算。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 14: 其各自指数中至少有三个分析师预测的股票数目

市场	2005 年 12 月		2016 年 12 月	
	指数	预测数目 ≥ 3	指数	预测数目 ≥ 3
澳大利亚	293	175	343	276
中国	348	62	2347	888
香港	164	104	301	103
印度	148	98	429	338
日本	1705	621	1653	674
南韩	286	178	779	338
台湾	384	139	585	255

显示的所有投资组合属假设性及经回溯测试。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、Factset 和汤森路透。2005 年 12 月 31 日至 2016 年 12 月 31 日的的数据。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”部分，了解更多有关回溯测试表现相关固有限制的信息。各地区使用的指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

表 15: 盈利修正投资组合及其各自投资范围之间的行业比重相关系数大于 70%时的月度百分比

市场	每股盈利变化 (%)				每股盈利扩散 (%)			
	Q1	Q5	M1	M2	Q1	Q5	M1	M2
澳大利亚	67.36	65.28	97.92	100.00	65.97	74.31	98.61	100.00
中国	92.36	89.58	93.75	100.00	92.36	86.81	97.92	97.92
香港	83.33	93.75	98.61	100.00	80.56	97.92	97.92	100.00
印度	43.06	50.00	90.28	95.83	46.53	56.25	91.67	93.06
日本	97.92	97.92	100.00	100.00	95.83	99.31	100.00	100.00
南韩	82.64	90.28	100.00	100.00	88.19	86.11	100.00	100.00
台湾	97.92	100.00	100.00	100.00	97.92	100.00	100.00	100.00

显示的所有投资组合属假设性。

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、辉盛及汤森路透。2005年12月31日至2016年12月31日的的数据。表格仅作说明用途，并且反映假设的历史表现。请参阅文末的表现披露，了解更多有关回溯测试表现内在局限性的信息。各地区所使用指数如下：标普澳大利亚 BMI 指数、标普中国 A 股 BMI 指数、标普香港 BMI 指数、标普印度 BMI 指数、标普日本 BMI 指数、标普韩国 BMI 指数和标普台湾 BMI 指数。

标普道琼斯指数研究撰稿人		
Charles Mounts	全球主管	charles.mounts@spglobal.com
Jake Vukelic	业务经理	jake.vukelic@spglobal.com
全球研究与设计		
美洲		
Aye M. Soe, 特许金融分析师	美洲主管	aye.soe@spglobal.com
Dennis Badlyans	助理总监	dennis.badlyans@spglobal.com
Phillip Brzenk, 特许金融分析师	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
Ryan Poirier, 金融风险管理师	高级分析师	ryan.poirier@spglobal.com
Maria Sanchez	助理总监	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang, 特许金融分析师	总监	kelly.tang@spglobal.com
Peter Tsui	总监	peter.tsui@spglobal.com
Hong Xie, 特许金融分析师	总监	hong.xie@spglobal.com
亚太地区		
Priscilla Luk	亚太地区主管	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal, 特许金融分析师	助理总监	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Liyu Zeng, 特许金融分析师	总监	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	助理总监	akash.jain@spglobal.com
欧洲、中东和非洲		
Sunjiv Mainie, 特许金融分析师、国际数量金融工程证书	欧洲、中东和非洲主管	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer, 博士	高级分析师	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Innes	助理总监	andrew.innes@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
Fei Mei Chan	总监	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, 博士	高级总监	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti, 特许金融分析师	总监	anu.ganti@spglobal.com
Hamish Preston	高级助理	hamish.preston@spglobal.com
Howard Silverblatt	高级指数分析师	howard.silverblatt@spglobal.com

表现披露

标普中国 A 股 BMI 指数于 2013 年 11 月 27 日发布。指数发布日期前呈列的所有资料均属假设（回溯测试），而非实际表现。回溯测试计算所根据的方法与发布日期生效的方法一致。完整的指数方法详情载于 www.spdji.com。

标普道琼斯指数对各种日期加以定义，以便协助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。基准日是为计算目的而设立指数固定价值的日期。发布日期是指数价值首次被视为生效的日期：凡在指数发布日期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。标普道琼斯指数将发布日期定义为知晓已向公众发布（例如通过公司的公共网站或其向外部方的资料传送途径发布）指数价值的日期。对于 2013 年 5 月 31 日前介绍的道琼斯品牌指数，将把发布日期（在 2013 年 5 月 31 日前，称为“介绍日”）设定为禁止对指数方法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未来投资结果。构建指数所采用方法的前瞻性应用可能会导致表现与所示回溯测试回报不相符。回溯测试时期不一定对应指数的整个可查阅历史。更多有关指数的详情（包括调整方法、调整时间、成份股增减准则以及所有的指数计算），请登录 www.spdji.com 参阅指数的“方法”部分。

回溯测试资料的另一局限性在于通常在进行回溯测试计算时收益为已知。回溯测试资料反映了在获知以往事件的情况下对指数方法的运用和对指数组成的选择。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、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无法、也从未被纳入考虑，但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有关指数，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。举一个简单的示例，如果 100,000 美元的投资在 12 个月内获得 10% 的指数回报（即 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（即 1,650 美元），则当年净回报将是 8.35%（即 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%（即 27,200 美元）。

一般免责声明

© 2017年标普全球旗下的标普道琼斯指数有限责任公司版权所有，保留所有权利。标准普尔®、标普500®及标普®为标普全球子公司标准普尔金融服务有限责任公司（“标普”）的注册商标。道琼斯®为道琼斯商标控股有限责任公司（“道琼斯”）的注册商标。有关商标已授权标普道琼斯指数有限责任公司使用。未经书面同意，不得分发、复制或/或影印本文件全部或部分內容。本文件不构成在标普道琼斯指数有限责任公司、道琼斯、标普或其各自的联属公司（统称“标普道琼斯指数”）未获得必要许可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资料并非面向个人，亦非专为满足任何人士、实体或人群的需求而定制。标普道琼斯指数就授权第三方使用其指数收取报酬。指数的过往表现不代表未来投资结果。

指数不可直接投资，但可根据指数通过可投资工具投资于该指数所代表的资产类别。标普道琼斯指数概不发起、认可、出售、推广或管理任何由第三方提供并力求基于任何指数的表现提供投资回报的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可准确追踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，而标普道琼斯指数概不就投资于任何投资基金或其他投资工具是否适宜作出任何声明。决定投资于任何该等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谨慎考虑投资于该等基金的相关风险后，方投资于任何该等基金或其他工具。相关风险之详情载于投资基金或其他工具的发行人或其代表编制的发售备忘录或类似文件。指数所载证券并非标普道琼斯指数对买卖或持有该证券的建议，亦不得视为投资意见。

本材料基于公开资料及从被视为可靠的来源获得的资料编制，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、复制或分发本材料所载内容（包括指数数据、评级、信用相关分析及数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出结果）或其任何部分（有关内容），亦不得将有关内容储存于数据库或检索系统。有关内容不得用于任何非法或未经授权的用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及授权人（统称“标普道琼斯指数各方”）概不保证有关内容的准确性、完整性、适时性或可用性。不论任何原因，标普道琼斯指数各方概不对因使用有关内容而导致的过失或疏忽负责。有关内容按“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作任何特定目的或用途的适销性或合适性；保证不存在程序缺陷、软件故障或瑕疵；保证有关内容的运行不会中断；或保证有关内容可在任何软件或硬件配置下运行。标普道琼斯指数各方概不就因使用有关内容而导致的任何直接、间接、附带、警戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、费用、支出、法律费用或损失（包括但不限于收入或利润损失及机会成本）向任何一方负责，即使已获悉有可能发生该等损害亦然。

标普道琼斯指数分开经营其业务单位的若干活动，以保持其相关业务活动的独立性及客观性。因此，标普道琼斯指数的若干业务单位可能拥有其他业务单位无法取得的资料。标普道琼斯指数已制定相关政策及程序，对所获取的与各项分析过程相关的若干非公开资料保密。

此外，标普道琼斯指数向证券发行人、投资顾问、证券经纪、投资银行、其他金融机构及金融中介等众多机构提供或提供有关该等机构的一系列广泛服务，因此会向该等机构（包括证券或服务获其推荐、评级、纳入投资组合模型、估值或以其他方式介绍的机构）收取费用或其他经济利益。