

諾亞研究

2020 年 8 月 28 日

主題 | 道指換血，「後浪」終將取代「前浪」？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

早前恆指季度檢視大換血，本周再有百年歷史的道瓊斯工業平均指數，一次過更換 3 只成分股，用新經濟股取代舊經濟股，加入雲計算公司 Salesforce，生物科技公司安進 (Amgen)，以及霍尼韋爾，分別取代埃克森美孚、輝瑞製藥、以及雷神 (Raytheon)，從 8 月 31 日生效。

今天我們會講一下道指為什麼做這次大幅調整、老牌藍籌股是如何退場的、新加入的新經濟股為什麼脫穎而出，以及對於道指未來可能的調整方向。

那道指上一次同時調整 3 只成分股，要追溯到 2013 年，當時高盛、耐克和 Visa 公司取代了美國鋁業、美國銀行和惠普，而成立以來一共就 56 次更換，平均每 2 年有一檔新股票代替舊成分股。

這次大幅調整主要是抵消蘋果股票「一拆四」的拆股計畫影響，因為道指的編制方法基於成份股的價格平均，並不反映成分股市值大小，蘋果分拆後會降低科技股在指數中的權重從約 28% 降至 20%，所以加入另一隻科技股維持平衡。另外兩個調整主要是通過消除規模相似的公司之間的重疊，以反映美國經濟的新型業務及增加指數多樣化。

本次最受到關注的莫過於老牌石油公司埃克森美孚被踢出，這只在道指 1928 年擴容以新澤西標準石油身份被納入的藍籌股，歷經 92 年最終退場。這裡簡單介紹一下，埃克森美孚是埃克森和美孚在 1999 年合併重組，美孚來自 1911 年從洛克菲勒的標準石油分拆出來的紐約標準石油，埃克森則來自分拆出來的新澤西標準石油，當時就是道指成分股之一。

曾經的全球市值一哥美孚，隨著油價的起起落落，從 2013 年的市值最高峰差不多 4000 億美元，到現在僅約 1700 億美元。當然美孚的離開，不僅僅是舊經濟被取代的浪潮，也是因為能源行業在全球範圍內的影響力在過去十年逐漸減弱，按照標普 11 個行業分類，能源行業在標普 500 中的權重也僅占到 2.5%。剔除美孚後，道指成分股將只剩下一隻能源股雪佛龍公司，權重僅佔約 2%。

諾亞研究在今年上半年的宏觀與投資策略報告中，給大家講過，從 1926 年到 2017 年，美孚曾經是給美國股市創造財富最多的公司，而蘋果用了 38 年時間超過美孚，成為第一。

不過截至 2018 年，美孚也仍然是為美股創造財富第五的公司，僅在四大科技公司之後。而蘋果是在 2015 年才被道指納入，到如今五年時間漲了大約 4 倍，是道指上漲的主要動力之一。而如今舊經濟的代表美孚被踢出道指，但新經濟的代表蘋果卻在今年五個月的時間裡市值就翻了一番，這樣的對比確實是值得思考。

另外一個關注點是此次被新納入的雲計算公司 Salesforce，本周股價暴漲 30%。但推動其上漲的可能並不主要是道指納入的消息，道瓊斯是在週一發佈的消息，公佈之後其股價都比較平靜，而股價大漲是在週三開盤，因為週二盤後公佈的強勁財報。

受疫情期間市場對雲計算服務的穩定需求，二季度銷售額創紀錄，營收和利潤均同比增長接近 30%，分項指標亦非常優秀，同時公司還給出了超過預期的全年營收指引。

雖然 Salesforce 並不算是一個特別年輕的公司，但旗下主要業務是科技板塊中增長最快且吸金能力最強的幾個方向之一，Salesforce 是基於雲平台提供可按需求定制的客戶關係管理(CRM)軟體服務。雲服務行業是疫情以來最為受益的板塊之一，也是過去幾年科技巨頭最賺錢的業務。

其中市佔率最大的亞馬遜，其實最賺錢的是雲服務業務，而並不是大家熟悉的電商業務，旗下 AWS 雲服務連續幾個季度貢獻超過 100 億美元的營收，微軟旗下雲服務也在迅速趕超。值得注意的是 Salesforce 與亞馬遜在雲服務方面是深度合作而非競爭關係，這也是第一個僅提供雲計算業務而被納入的藍籌股。

但是比較戲劇的是，在 Salesforce 股價大漲之後，如果按現在的價格，下週一納入道指，將是道指第四大權重股。標普道瓊斯公司恐怕還沒有面對過個股在納入前就對指數影響力這麼大的情況。

此外，這次調整被剔除的還有擁有廣泛藥物生產線和研發的輝瑞製藥，相對應的替換的是從事創新藥研發的生物科技公司安進；剔除工業股雷神，與此同時，重新加入多元化業務的航空航太股霍尼韋爾，霍尼韋爾前身最早於 1925 年加入道指，2008 年曾被剔除。

從資金流的層面，道瓊斯指數的納入對於公司股價的影響相對較小，因為追蹤道指的 ETF 等指數產品相對有限，大多數追蹤美股大盤走勢的 ETF 對標標普指數或羅素指數，截至 2019 年底，與道指相關的規模只有 315 億美元，而標準普爾 500 指數掛鈎的有超過 10 萬億美元。因此道指納入新貴更多的是在情緒層面提振投資者對於新加入成分股的信心。

道瓊斯工業平均指數是從 1896 年由道瓊斯公司創始人和旗下《華爾街日報》編制發佈，以測量當時美國股票市場上工業發展，見證了美國乃至世界資本市場的過去近一百年進程，雖然名稱叫做「工業」，但時至今日大部分都已與重工業不再相關，最初的 12 個代表美國工業最重要的股票，在各種兼併收購後，已經很難說最初被納入的哪些公司還在指數中。2018 年道指中元老級別的老牌藍籌股通用電氣被剔除。

目前道指大約在年初至今的位置，而近期標普 500 指數連續四個交易日刷新收盤紀錄，年初至今上升約 8%，兩者表現繼續分化。除了因為其編制方法，受限於成份股數量僅包含 30 只，也被批評不能反映股市表現。

同樣是面對這個問題，恆指也是在 2006 年作出改革，逐步將成份股由 33 只增加到現在的 50 只，且納入 H 股。但是隨著更多市值較大的新經濟股納入，對業務及財務均穩健的本地股比重的擠出效應也需要考慮，恆指公司表示將進行檢討，擴大成份股數目是方案之一，以避免市場代表性偏差。

而對於道瓊斯工業指數來說，如果仍然希望跟隨市場的步伐，維持其歷史地位，恐怕要做的也不僅僅是對股份換血這樣的改變。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。