

上证指数已演变为大盘股指数



专题·策略研究

2006年11月19日

投资要点

- ❖ 上证指数走势基本与中信大盘指数相吻合，与中信中盘和小盘股走势出现明显分歧，中小盘指数在今年10月中旬以后出现了明显下跌，而上证指数与大盘指数则在10月中旬以后加速强势上行。上证指数已基本上演变为大盘股指数，已不能真正反映市场的总体交易情况。
- ❖ 出现这种情况的原因主要是上证指数以总股本进行加权；新股在上市首日立即计入，且按发行价作基期调整；没有调整股改除权。以上缺陷在中标A股综合指数的计算中都得到了很好的修正，故从反映市场全貌这个角度来看，中标A股综合指数（816999）比上证指数更具优势。
- ❖ 回归大盘股是A股市场的发展方向。从全球范围来看，成熟市场都是以大盘股为主导的，随着我国经济实力的增强，一批大而强的企业步入A股市场，核心股票市值占比增大的趋势将表现得越来越明显。
- ❖ 目前，中信小盘指数平均市盈率已经超过了120倍，而大盘股的市盈率刚接近20倍，小盘股已成为牛市泡沫的导火索，向大盘股回归有利于促进市场估值趋向合理，是市场发展的必然趋势。
- ❖ 上证指数在2000点犹有上升空间。上证指数已从反映A股市场的综合指数演变为大盘股指数，这是两个完全不同的指数，历史上的2000点与现在的2000点已没有任何可比性。而中标A股综合指数相距2001年6月的高点还有近30%的差距。
- ❖ 鉴于回归大盘股是历史发展的必然趋势，大盘蓝筹公司股价和市值比重上升也是历史的必然。目前大盘蓝筹股仍被严重低估，还应得到更高的合理升幅。随着A股与H股联动性的增强，大盘蓝筹股将会在H股带动下继续提升整体估值。另外，股指期货的推出将使权重蓝筹股更受关注。

分析师

程伟庆

电话：010-84588671

邮件：cwq@citics.com

曲晓兴

电话：010-84588016

邮件：qxx@citics.com

一、上证指数已演变为大盘股指数

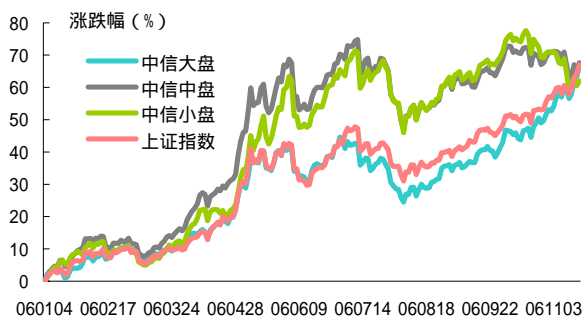
近一个月以来，上证指数走势出现明显分化，“赚指数不赚钱”成了投资者关注的焦点问题，大盘股已基本主导上证指数的走势，我们将针对这一问题作详细分析。

1、上证指数演变为大盘股指数的现象及原因

从图 1 看出，上证指数走势基本与中信大盘指数相吻合，与中信中盘和小盘股走势出现明显分歧，中小盘指数在今年 10 月中旬以后出现明显下跌，而上证指数与大盘指数则在 10 月中旬以后加速强势上行。

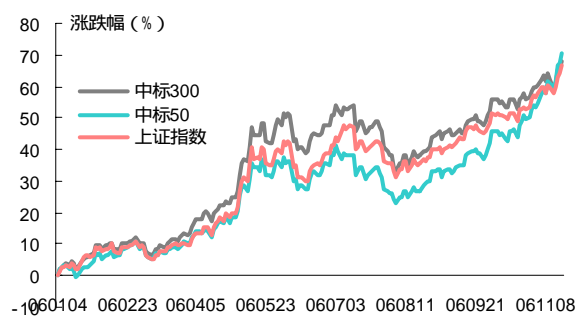
图 2 可见，上证指数涨跌幅基本居于中标 300 与中标 50 指数之间。中标 300 样本股是中国 A 股市场流通市值最大和最具流动性的 300 家公司，中标 50 样本股是中标 300 中的 50 家大盘蓝筹股公司。显然，上证指数已基本上演变为大盘股指数，已不能真正反映市场总体交易情况。

图 1：上证指数演变为大盘股指数（1）



资料来源：中信证券量化投资分析系统，中信证券研究部

图 2：上证指数演变为大盘股指数（2）



资料来源：中信证券量化投资分析系统，中信证券研究部

出现这种情况的原因主要有以下几点：

首先将上证指数计算公式详列如下：

$$\text{本日股价指数} = \frac{\text{本日股票市价总值}}{\text{基期股票市价总值}} \times 100$$

其中：本日股票市价总值 = $\sum_{i=1}^n$ 本日收盘价 × 发行股数

遇新股上市、退市或上市公司增资扩股时，须作相应修正。修正公式为：

$$\text{新基期市价总值} = \text{修正前基期市价总值} \times \frac{\text{修正前基期市价总值} + \text{市价总值变动额}}{\text{修正前市价总值}}$$

$$\text{修正后本日股价指数} = \frac{\text{本日股票市价总值}}{\text{新基期股票市价总值}} \times 100$$

(1) 上证指数以总股本进行加权。对很多超级大盘股来说，其流通股本占总股本的比例一般都偏低，比如工商银行、中国银行、中国石化这 3 支股票的总股本占全部 A 股市场 1386 支股票股本总和的 47%，而这 3 支股票的流通股本只占总股本的 27% 左右，远低于 48% 这个市场平均水平。上证指数以总股本进行加权，会放大大盘股对指数的影响。

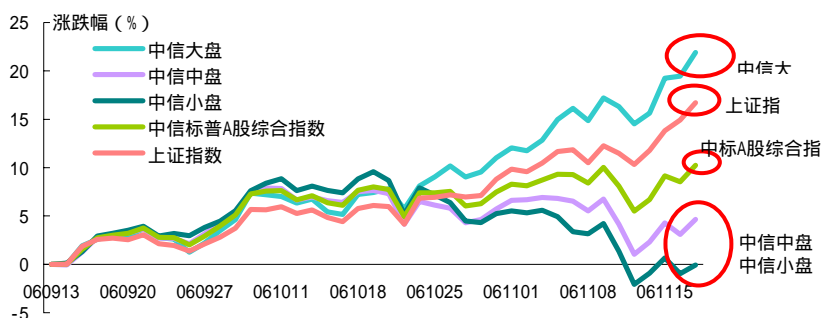
(2) 新股在上市首日立即计入上证指数，且按发行价作基期调整。我国曾以新股上市首日收盘价为基准来调整基期市值，新股上市次日才纳入指数计算。自 2002 年 9 月 23 日起，为了提振急转直下的行情，我国规定新股上市当日即纳入指数计算，且按发行价作基期调整。新股上市首日巨大涨幅必然带来指数虚增，超级大盘股的上市甚至会给指数带来惊人的跳空。经测算，自 2002 年 9 月 23 日以来，新股首日涨幅造成上证指数虚高 50% 左右。

(3) 上证指数不反映股改除权后股价的变动。按照《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》第十六条的规定，上交所关于综合指数修正的方法是将股权分置改革试点公司在第一个交易日剔除出指数样本，并在第二个交易日作为新加入指数的样本股计算指数。股改首日的股价大多相对除权价有上涨，故上证指数股改不除权导致其落后 15% 左右。

2、中信标普 A 股综合指数更能反映市场总体情况

上证指数的主要缺陷在中标 A 股综合指数（代码 816999）的计算中都得到了很好的修正，故从反映市场全貌这个角度来看，中标 A 股综合指数比上证指数更具优势。从图 3 可见，今年 9 月份以来，中标 A 股综合指数涨幅比上证指数更加贴进中小盘股票，更能真实地反映全市场波动。

图 3：中标 A 股综合指数较之上证指数更能反映全市场真实情况



资料来源：中信证券量化投资分析系统，中信证券研究部

中标 A 股综合指数与上证指数的不同之处主要有以下几点：中标 A 股综合指数以在沪深两市上市交易的全部 A 股为样本，采用自由流通股本的派氏加权计算，新股上市第二日开始计入指数，股改首日即除权计入指数。这样去除了新股上市首日带来的虚涨，避免了大盘股对指数的放大效应，同时及时反映出股改除权对市场的影响。

二、回归大盘股是 A 股市场的发展方向

1、全球范围来看，成熟市场是以大盘股为主导的

从全球范围来看，大盘股市值占比上升是一个必然趋势。美国标普 500 支股票占据了全美 74.4% 的市值；日经指数 225 支股票占据日本 62.5% 的市值；英国富时 100 支股票占据英国全市场 80.3% 的市值；香港恒生 33 支股票占据全港 52.1% 的市值。

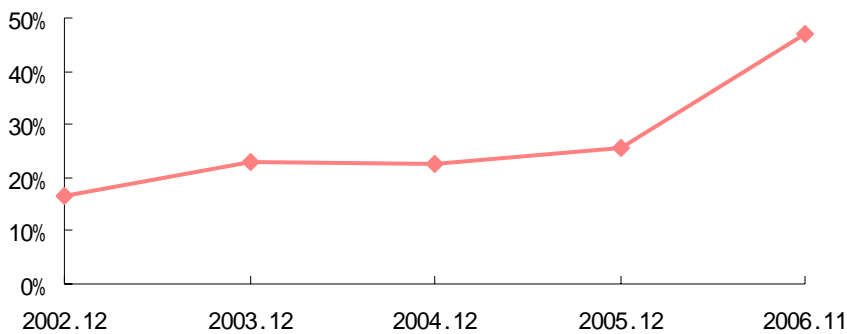
表 1：全球主要大盘股指数总市值占该国全市场总市值的比例

	指数总市值（百万美元）	该国全市场总市值（百万美元）	指数总市值占全市场总市值的比例
美国道琼斯 30 指数	451846	701561	23.8%
美国标普 500 指数	4110000	17294428	74.4%
日经 225 指数	12870000	17294428	62.5%
英国富时 100 指数	28834726	4612496	80.3%
香港恒生指数	2920918	3637343	52.1%
印度 sensex 30 指数	940089	1806049	49.3%

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2、我国股市回归大盘脚步渐紧

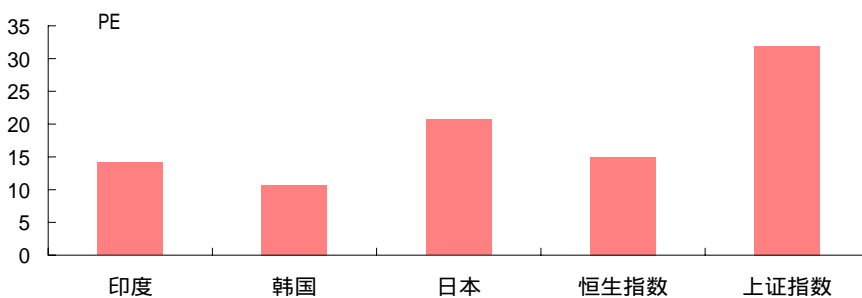
我国股市还很年轻，随着国家经济实力增强，一批大而强的企业步入 A 股市场，核心股票市值占比增大的趋势表现得越来越明显。图 4 可见，从 2002 年到现在，我国 A 股市场总市值排名前 10 名的股票，其市值加总占全部 A 股总市值的比例逐年攀升，尤其是 2006 年 6 月以后，国家再次启动新股发行工作，工商银行、中国银行、大秦铁路、上港集团等一系列航母级公司登陆 A 股市场，这个占比一跃至 47%。

图 4：总市值前十名股票的市值总和占全部 A 股总市值的比例


资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

3、回归大盘促进估值合理

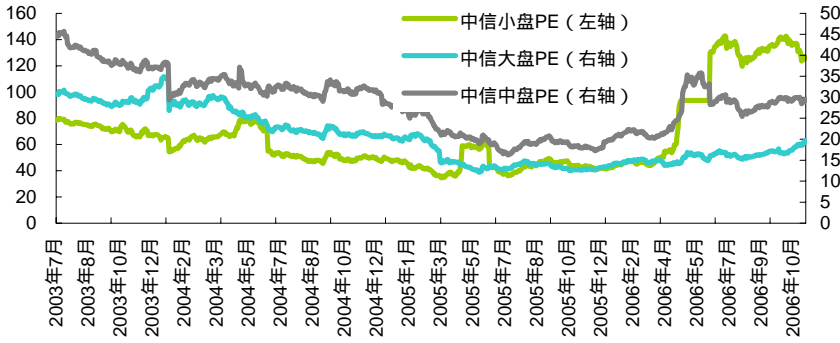
图 5 可见，我国 A 股市场市盈率在亚洲处于偏高水平，估值偏高的原因在图 6 中可以找到答案。

图 5：亚洲市场主要市场市盈率


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6 显示，中信小盘指数平均市盈率已经超过了 120 倍，而大盘股的市盈率刚接近 20 倍，小盘股已成为牛市泡沫的导火索，成为 A 股市场总体估值偏高的根源，而向大盘股的回归有利于促进市场估值趋向合理，是市场发展的必然趋势。

图 6：小盘股市盈率超过 120 倍，大盘股被严重低估



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

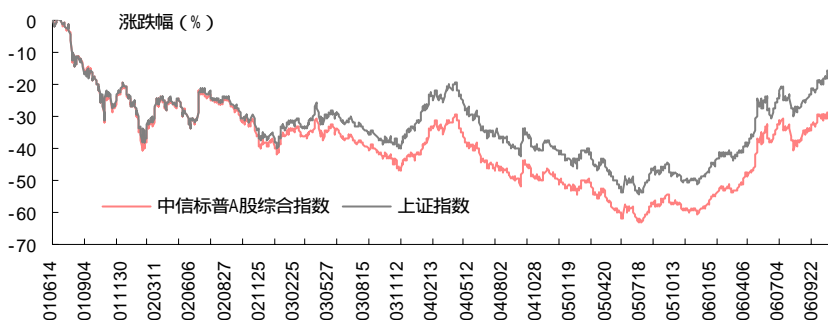
三、2000 点犹有上升空间

上证指数达到 2000 点，部分投资者开始感觉到压力，其实 2000 点并不可怕，犹有上升空间。

1、上证指数已今非昔比

上证指数已经从反映 A 股市场的综合指数演变为大盘股指数，这是两个完全不同的指数，历史上的 2000 点与现在的 2000 点已没有任何可比性。这里我们可以用中标 A 股综合指数与上证指数作一个比较。

图 7：2001 年高点至今的中标 A 股综合指数与上证指数涨跌幅比较



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

从上图可以看到，中标 A 股综合指数相距 2001 年 6 月的高点还有近 30% 的差距。

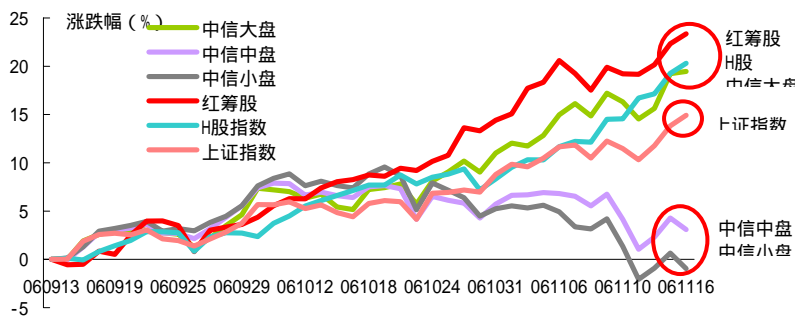
2、合理估值促进大盘蓝筹股继续攀升

鉴于回归大盘股是历史发展的必然趋势，大盘蓝筹公司股价和市值比重上升也是历史的必然。目前大盘蓝筹股仍然被严重低估，还应得到更高的合理升幅。

(1) H 股带动大盘蓝筹股稳定上行

下图可见，今年 9 月以来，A 股市场大盘股走势与香港 H 股和红筹股走势非常吻合。由于香港地区资本市场发展状况较为成熟，香港投资者比国内投资者更倾向于长线投资，所以也更偏爱大盘蓝筹股。随着大陆与香港经济和金融联系进一步增强，A 股与 H 股的联动性也会日趋明显，大盘蓝筹股将会在 H 股带动下提升整体估值。

图 8：H 股带动大盘蓝筹股稳定上行



资料来源：中信证券量化投资分析系统，中信证券研究部

(2) 股指期货推出将增加权重蓝筹股关注度

股指期货将于明年初正式推出，随着股指期货的推出并持续，股市的规模和流动性都将有很大的提高，随着大批套利与套期保值投资者加入，股指期货标的指数中的权重蓝筹股将更受关注，表现出更高的流动性和配比价值，而非成份股公司中尤其是绩差公司的流动性将更趋减弱，逐渐边缘化。

综上，随着 A 股市场结构变化，上证指数也发生了明显变化，如今的 2000 点和当年的 2000 点相去甚远。在目前的全球局势和经济发展状况下，大盘蓝筹股必将摆脱长期被低估的现状，从而带动上证指数继续上行。2000 点如果存在压力，那一定是纯粹的心理压力。站在理性分析的阵营里，无论从哪个角度，我们都无法说服自己在这个时刻看空。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法规或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2006 版权所有。保留一切权利。

评级说明

- 投资建议的比较标准
投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅;

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5% ~ 20% 之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 5% 之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;

	北京	上海	深圳	中信证券(香港)有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市笋岗路 12 号中民时代广场 B 座 33 层(518029)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)82485094	(852) 2237 6409
传真:	(010)84865894	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			