中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
研究助理　方堃
证券执业证书号：S0640118070026
电话：010-59562524
邮箱：fangk@avicsec.com

上证综指修订助于提升指数的新经济属性

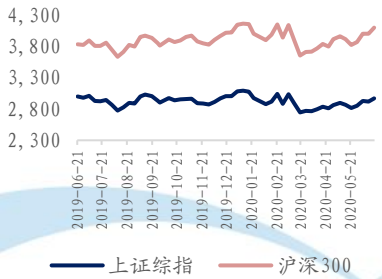
主题策略　　2020 年 6 月 21 日

核心观点：

6 月 19 日，上交所和中证指数公司公告对指数编制方法进行了部分有针对性的修订，主要包括指数成分股新增纳入科创板与红筹企业 CDR 以及对新股与 ST 股进行特殊调整两方面。

在科创板纳入后，上证综指中科技、医药等代表“新经济”的比重将会得到提高，上证综指整体行业构成也将更加均衡，更加充分反映市场结构变化。对指数成分中的新股与 ST 股纳入规则进行调整，借鉴了国际综合指数经验，有助于降低指数的波动。因此，我们认为本次指数编制修订方案的实施将进一步提升上证综指的市场代表性与稳定性。

市场走势



近期报告

中航证券策略周报：《国内疫情存在于次爆发风险，短期市场或以震荡为主》

中航证券策略周报：《全球新增病例呈上行趋势，短期维持谨慎》

中航证券策略周报：《市场短期或以震荡为主》

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

6 月 19 日，上交所和中证指数公司公告称，将于 7 月 22 日修订上证综合指数的编制方案，并在 7 月 23 日正式发布实时行情。具体而言，增量改革方面，上交所上市的红筹企业发行的存托凭证、科创板上市证券将依据修订后的编制方案计入上证综合指数；存量改革方面，日均总市值排名在沪市前 10 位的新上市证券，于上市满三个月后计入指数，其他新上市证券于上市满一年后计入指数；指数样本被实施风险警示的，从被实施风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其从指数样本中剔除。

上证综指作为 A 股市场第一只股票指数，核心编制方法沿用至今已经接近三十年。近年来，社会各界对上证综指编制方案修订多有呼声，类似“上证综指失真”、“未能充分反映市场结构变化”等意见频出。今年两会期间，两会代表委员也提议对上证指数的编制方案进行适当完善，以更好表征上海市场整体表现，为投资者提供更合适的市场基准。

我们认为本次指数编制修订方案的实施将进一步提升上证综指的市场代表性与稳定性。

首先，科创板的纳入不仅可提高上证综指的市场代表性，也将进一步提升上证综指中科创型新兴产业上市公司的占比，使上证综指更好反映我国经济结构变化。

将科创板股票纳入上证综指样本空间，是对现有上证综指的重要补充。作为上海证券市场的综合股票指数，上证综指样本空间涵盖上交所内所有上市公司。从上证综指目前行业构成来看，金融、交运、化工、采掘、地产等传统周期性行业占比较高，而消费、医药、科技等代表中国经济结构转型方向的新经济行业占比则相对较低，尤其是以半导体、科技硬件、互联网、软件、高端制造等为代表的科技行业，占比明显低于这些行业在国民经济中的比重和地位。据万得 6 月 19 日的数据统计，上证综指权重前 10 的行业依次为银行（19.3%）、非银金融（11.0%）、食品饮料（9.1%）、医药生物（6.1%）、交通运输（4.9%）、化工（4.7%）、采掘（4.6%）、电子（4.3%）、公共事业（4.1%）、房地产（3.2%）。个股权重前 10 中 8 家为金融、石化传统行业企业。在上交所推出科创板之前，众多新经济的代表性公司难以登陆沪市，很多科技企业多选择在香港或海外上市，这使上证综指在过去十年的表现未能充分反映中国经济增长红利以及经济结构转型的趋势特征。科创板推出后，诸多科技创新型企业在上交所上市，丰富了沪市可投资标的，将科创板股票纳入上证综指则将直接提高指数中科技类新兴产业上市公司的占比，有望逐步改变沪市传统行业上市公司主导的现有格局。

对比美国市场，标普 500 指数与上证综指行业分布与龙头公司存在显著差异，标普 500 指数市值权重三分之一都集中在信息技术行业，科技龙头股引领美股市场表现。据万得 6 月 19 日统计，标普 500 指数总市值权重前 10 的行业依次为软件(21.2%)、零售(8.9%)、技术硬件设备(7.9%)、医疗保健设备(7.1%)、制药(6.1%)、资本货物（5.4%）、多元金融（4.3%）、半导体（4.1%）、食品饮料（3.9%）、银行（3.8%）。美国标普 500 指数成分股中市值龙头多数都属于科技、制药行业，前 5 家龙头 FAAMG 市值均在 6000 亿美元以上，市值权重合计超过 22%。近年来科技股投资受到美股市场追捧，中长线资金倾向于选择配置大市值、成长性好、业绩具有持续性的公司，推动龙头公司不断做大做强，高科技产业和美股市场之间实现了相辅相成、共同发展的良性循环。未来随着我国科创板注册制的稳健运行，上海市场结构将进一步优化，

助力经济转型升级，上证综指的科技特征将更加鲜明，一方面能够为我国发展高科技产业，实现经济转型升级提供助力，落实金融服务实体，另一方面，未来沪市有望涌现众多优质科技龙头，相应提升指数的长期表现。

其次，指数成分内上市公司的基本面是影响指数长期表现的关键因素，调整新股纳入规则能够减少新股上市初期对指数带来的波动，而剔除被实施风险警示股票则有利于上市公司的优胜劣汰。

当前 A 股市场新股上市初期存在“连续涨停”及高波动现象，根据上交所统计，2014 年至 2019 年，沪市共上市新股 563 只，上市后平均连续涨停天数为 9 天，而有相当一部分股票在上市满一年后的股价出现大幅回落，部分股票甚至跌破发行价。目前沪指执行的是新股第 11 个交易日开始计入指数的规则，往往导致新股在连续涨停后的股价高位计入指数，而随后股价一旦波动回落将对指数产生负面影响，拖累指数表现。修改新股上市后纳入上证综指的规则，将纳入时间延后将有助于规避新股上市初期波动的风险。根据国际经验，新股通常需经历充分的市场定价博弈之后才被赋予计入指数的资格，如新股上市满 12 个月才具备资格计入标普 500 指数，新股上市满 3 个月才具备资格计入 STOXX 欧洲全市场指数。同时，为保持指数的市场代表性，考虑到大市值新股价格稳定所需时间总体短于小市值新股，恒生综合指数对市值排名前 10%的大盘新股设定了上市第 11 个交易日快速计入机制。可见，上交所对新股计入指数规定的修订充分借鉴了成熟市场的经验，将新股计入上证综指的时间延迟至上市 1 年后，有助于平抑新股炒作带来的指数波动，同时设定大市值新股的快速计入机制，保持了上证综指的市场稳定性与代表性。

此外，随着 A 股退市制度的优化和完善，市场优胜劣汰的功能将进一步强化，为更好发挥投资功能，及时剔除被实施风险警示的股票，有利于上证综指更好发挥投资功能，更好反映沪市上市公司总体表现。根据国际经验，主要代表性综合指数样本范围并不包括市场的全部股票，如纳斯达克综合指数剔除纳斯达克市场作为第二上市地的股票，STOXX 欧洲全市场指数、恒生综合指数只涵盖市场市值 95%的股票。因此，上证综指在样本选择时也可以有所取舍。截至 6 月 19 日，上证综指样本中包含 90 只被实施风险警示的股票，合计权重 0.63%，剔除被实施风险警示的股票有助于更好地为投资者投资决策提供参考。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%至10%之间。
卖出　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于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，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

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

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航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律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人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。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。