

2020 年 07 月 19 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

新上证综指更具代表性 & 稳定性

——上证综指编制方案修订点评

相关报告

《6 月贸易数据点评：未来出口明显下跌的风险基本消除》——2020-07-15

《6 月 PMI 数据点评：贸易数据超预期的可能性上升》——2020-06-30

《6 月 17 日国常会点评：金融让利实体经济的深意》——2020-06-18

《5 月份经济数据点评：冰火两重天的复苏》——2020-06-15

《创业板注册制改革落地点评：机遇与风险并存》——2020-06-15

事件：

2020 年 6 月 19 日，上海证券交易所发布公告称，自 2020 年 7 月 22 日起实施新修订的上证综合指数编制方案。新方案实施在即。本次修订的主要内容包括：剔除被实施风险警示的股票；延长新股的计入时间；科创板股、红筹企业发行的存托凭证可计入指数。我们认为新编制方案的实施将有助于上证综指更加真实且稳定地反映沪市上市公司的整体情况。此外，本次调整拟借鉴国际做法，采用无缝衔接的方式，不会影响到上证综指的连续性。当然，金融等传统行业权重偏高的问题本次修订难以完全解决。

投资要点：

- 现行上证综指编制规则较为落后，难以反映市场真实情况。上证综合指数于 1991 年 7 月 15 日正式发布，以 1990 年 12 月 19 日为基日，以 100 点为基点。目前上证综合指数由上海证券交易所上市的全部股票组成样本股（不包括科创板），包含 A 股和 B 股，指数以总市值加权计算，反映上海证券交易所上市股票的整体表现。由于上证综指发布的时间比较早，编制规则较为落后，近年来关于上证指数失真的讨论也越来越多。

其一，现行的上证综指的编制方法为总市值加权，而非其他指数采用的自由流通市值加权（如上证 100 指数、上证 150 指数等等）。由于股份限售、控股或战略性持股、大股东减持限制等原因，上市公司的股票有相当部分是无法自由流通的，这导致上证综指对于投资的指示意义偏弱。

其二，现行的上证综指结构不够合理。在现行的上证综指中，传统周期股如银行股、中石油、中石化等权重占比很大，而一些新兴产业的占比则很小，使得指数受权重股的影响较大，无法真实地反映市场的整体情况。另外，如果从自由流通市值的角度来看，目前权重较大的、国有色彩较浓的，如银行股等，其自由流通股本数也远小于总股本数。

其三，与在新股纳入时间、对风险警示股的处理等方面都更为完善的沪深 300、中证 500 等指数相比（例如中证 500 指数要求新股上市时间超过一个季度，除非该股票自上市以来的日均 A 股总市值

在全部沪深 A 股中排在前 30 位；且样本空间中不包含风险警示和暂停上市股），现行的上证综指易受新股股价回落与风险警示股高波动的影响。

- **新编制方案的修订内容主要针对指数的样本空间，包括剔除风险警示股、延长新股计入时间以及可纳入科创板股和红筹企业存托凭证。**首先，在风险警示股的处理方面，现行方案仅要求当样本股暂停上市或退市时，将其从指数样本中剔除。而新方案则要求，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；被撤销风险警示措施的证券，从被撤销风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其计入指数。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。其次，在新股纳入方面，现行方案为，自 2007 年 1 月 6 日起，新股于上市第十一个交易日开始计入指数。新方案则要求，上市以来日均总市值排名在沪市前 10 位的证券于上市满三个月后计入指数，其他证券于上市满一年后计入指数。最后，新方案还将上交所上市的红筹企业发行的存托凭证以及科创板上市证券纳入了样本空间。

- **新上证综指更具代表性和稳定性，未来表现值得期待。**首先，被实施风险警示的证券往往公司基本面情况差，存在较高的风险。剔除这部分样本一方面将有利于上证综指的稳定，另一方面也能更好地反映上市公司的整体表现而不受极个别高风险样本的影响，同时也有助于发挥资本市场优胜劣汰的功能。此外，上交所披露，截至 5 月底，上证综指样本中包含 85 只被实施风险警示的股票，合计权重 0.6%。因此，剔除被实施风险警示的股票不会影响其综合指数定位。

其次，当前 A 股市场新股上市初期存在“连续涨停”及高波动现象。根据上交所的数据，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，217 只新股连续涨停天数超过 10 天。若按现行方案，新股上市第十一个交易日即可计入指数，则上证综指很可能面临高位接盘的风险，随后新股股价的回落将对指数带来下行的压力。此外，2010 年至 2019 年，沪市新股 1 年内平均收益波动率约为同期上证综指的 2.9 倍，新股上市初期的高波动也将对指数造成一定的干扰。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，新方案将上市以来日均总市值排名在沪市前 10 位的新股计入时间延长至上市 3 个月后，其余新股计入时间延长至 1 年后，将有利于保持上证综指的良好代表性与稳定性。

最后，考虑到自 2019 年 7 月 22 日首批科创板证券上市至今，科创板整体运行平稳，已成为沪市的重要组成部分；且红筹企业科技创新能力强，发展潜力大，将科创板股和红筹企业存托凭证计入样本空间可进一步提高上证综指的市场代表性。同时，据中证指数有限公司的数据统计，截至 2020 年 6 月，当前上证综指中金融地产行业权重占比为 32.9%，工业占比为 15.9%。新方案的实施将提升上证综指中科创型新兴产业公司的占比，使上证综指更好地反映沪

市的结构变化。

新上证综指在新股与风险警示股处理，以及指数结构方面都做出了相应的完善。需要指出的是，新方案仍采取总市值加权的计算方法，而非自由流通市值加权。

- **本次调整拟采用无缝衔接的方式，不影响指数的连续性。**本次上证综指编制修订的实施将借鉴国际代表性指数编制调整的做法，拟采用无缝衔接的方式进行，即指数编制方案变更生效日点位与前一交易日点位无缝衔接，生效日实时点位基于前一交易日收盘点位及样本股当日涨跌幅计算。因此，上证综指编制修订的实施不会影响指数的连续性，也不影响投资者观测市场行情。

风险提示：政策力度不及预期，国内外疫情、中美关系超预期恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3780

