

# 契合转型 行业结构决定指数差异化走势

证券时报记者 邓飞

今年以来,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指出现明显的走势差异。一边是上证综指和深证成指两大标杆指数不温不火,一边是以创业板指为代表的分类指数出现结构性牛市。在业内人士看来,这恰恰反映了我国经济结构转型的方向,正是行业结构的不同最终导致了指数间的走势差异。

## 行业结构决定指数差异

细心的投资者不难发现,上证综指和深证成指作为沪深两市最核心的指数,其成分股主要是由金融地产等传统产业个股构成。而创业板指及中小板指则汇集了移动互联网、信息消费、安防医疗等新兴行业个股,这些新兴热点正是今年股价大涨的生力军。

专业指数编制机构相关人士表示,深市和沪市由于原本的定位有区别,所以在行业结构上也会有比较大的差异,沪市是以金融地产等传统产业为主,深市的TMT、医药卫生、可选消费等一些新兴行业的个股占比比较高。他认为,如果是在经济的繁荣期,周期类股票有比较大的上涨潜力;而在经济的衰退期或转型期,创新类股票比较有优势。

目前中小板和创业板集中了一大批新兴行业的细分龙头,在整体市场业绩相对前两年放缓的情况下,这些在中小板及创业板权重占比靠前的龙头公司业绩增长依然强劲,正是这种行业结构的不同导致创业板市场与主板市场存在显著差异。

当大盘指数与分类指数出现明显背离时,大家当然会拿它们来做比较。A股近10年都在2000点原地踏步,令人伤心。”这是不少老股民的心声。但如果把创业板指数去年底以来的翻倍行情单独拿出来看,该指数同期涨幅却是全球股票市场涨幅之冠,这种反差可谓巨大。这个时候,不妨从指数的编制角度来深入分析。

从选股来看,沪深主板指数成分股主要是很多大市值股票,它们在上市之前就已经是巨无霸公司,因为基数较大的因素其成长很难有小公司的爆发性,更多体现的是稳定性。研究海内外市场,可以发现,近二十年全球股市都有中小盘效应,即中小盘股会跑赢大盘股票,当这些中小盘股票上市后延续高成长,自然而然会带动相应的指数上涨更快。

## 不畏指数遮望眼 顺应热点获益多

崔威

今年以来,指数涨跌关键期常常变化异常,令投资者难以把握。不过,当前做好投资的关键因素,已经从指数时点的选择转移到了个股品种的把握,对于政策、行业的准确理解胜过对宏观经济及国际因素的把握。

## 调结构是大势所趋

今年以来,中国经济在调结构,中国股市也在调结构。上证指数在底部徘徊不前,而创业板指数在本周创出了历史新高。事实上,全世界经济、股市都在调结构。世界股市已经从2008年金融危机时的齐跌、2009年的齐涨,转入到2010年至今的结构分化时期。

金融危机后,各国政府纷纷采取救市措施,实施一段时间后,各国的经济复苏状况不同、货币政策的松紧预期与财政政策的着力点不同以及股市反应不同,导致各国股市从之前的高度关联性,转入到低关联性乃至向结构分化演绎。

比如今年5月末到6月末,全球股市大调整,随后到8月初又集体反弹,显示了较强的关联性。但从8月初至今,各国股市结构分化特征凸显。8月初以来,上证指数涨幅超过5%,同期德国、法国股市小幅上涨,但印尼股市大幅下挫11.9%,

综合看,目前沪深主板、中小板、创业板等市场的定位不同,行业组成的结构不同最终导致了指数间的走势差异。也许有投资者要问,是不是有一个更全面更系统的指数能够代表整个A股市场呢?相对来说,沪深300指数及其相对应的股指期货或许是个不错的选择。在接受记者采访时,上述人士也透露,完善指数架构将是下一阶段的工作重点。这个市场在不断变化,而指数改造也将跟随市场变化而变化,推陈出新与时俱进。

## 指数差异带来结构机会

值得注意的是,不同于创业板指及中小板指这些新兴指数的初生牛犊不怕虎,上证综指和深证成指作为见证中国A股市场成长的核心指数,其历史地位和指引性仍不可忽视。不过,在目前的结构化行情中,大家也愈发轻指数重个股。

## A股主要指数简介

孙清岩

股票价格指数,又称股票指数,实则是一种价格指数,在统计学里就是指动态相对数。通常意义理解的股票价格指数就是指用以反映整个股票市场上各种股票价格的总体水平及其变动情况的指标,一般由交易所和第三方机构来编制,在我国目前主要是中证指数编制公司和深圳证券信息公司来编制和维护整个市场的指数。

股票价格指数的作用主要有标尺性功能和投资性功能,特别是金融工具不断创新的今天,指数的投资性功能表现得尤为突出,好的指数被更多的基金和指数期货用作跟踪标的。

上证指数是我国交易所编制的**第一只指数**,以1990年12月19日为基期,于1991年7月15日公布,是以上海交易所所有上市股票(包括A股和B股)为样本,以报告期股票发行量为权重进行编制的。一直以来,我国上市公司的股票发行量与可流通量相差极大,如2002年上市的中国联通,当时上市时总股本是197亿股,而实际流通股本才27.5亿股,2007年上市的中国石油上市时总股本是1830亿

股,而实际流通股本才只有30亿股,总股本大占的权重就大,也就是我们常说的权重股,即使它在当天的交易不活跃,价格波动不大,但它对指数的影响却很大,这就会导致指数的失真。

虽然股权分置改革以后这种情况有所改善,但用发行量作为权重的这种不足仍然存在。于是便出现了以流通股本为权重的编制方法,深证成指就是**第一只用流通量为权重编制的加权股票价格指数**。它是由深圳交易所上市的所有股票中抽取具有市场代表性的40家上市公司股票作为样本,一定程度上反映了深圳交易所上市的A、B股的股价走势。该指数以1994年7月20日为基期,1995年1月23日正式发布,1995年5月5日正式启用。

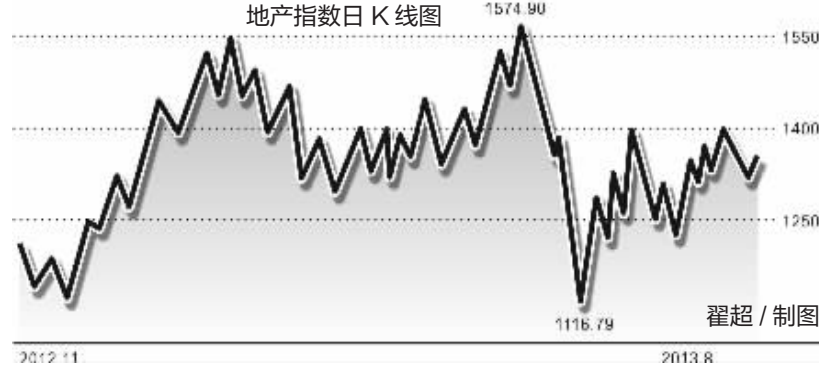
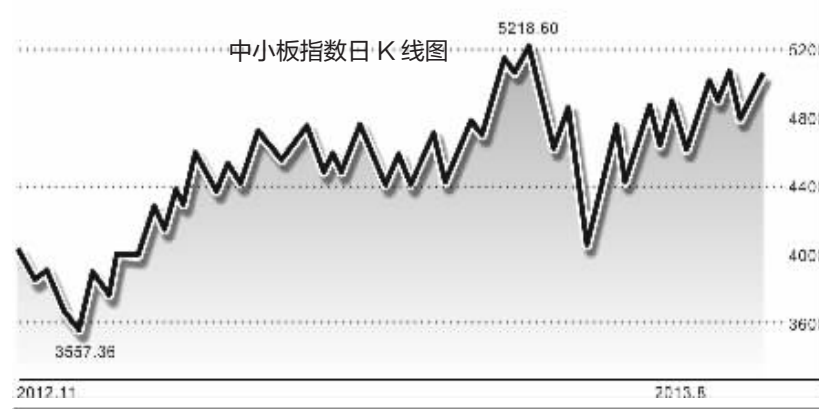
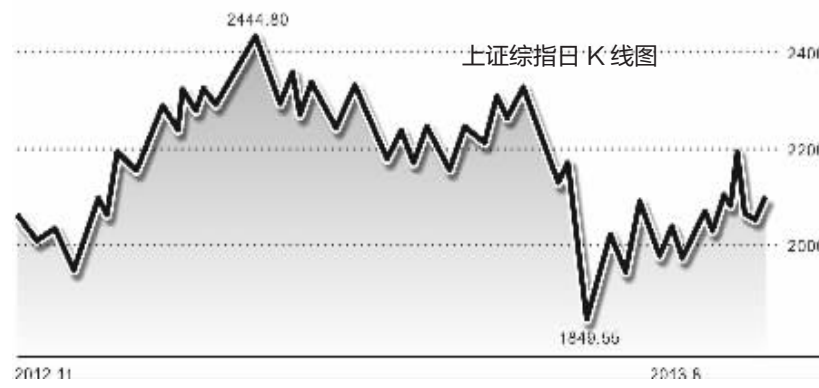
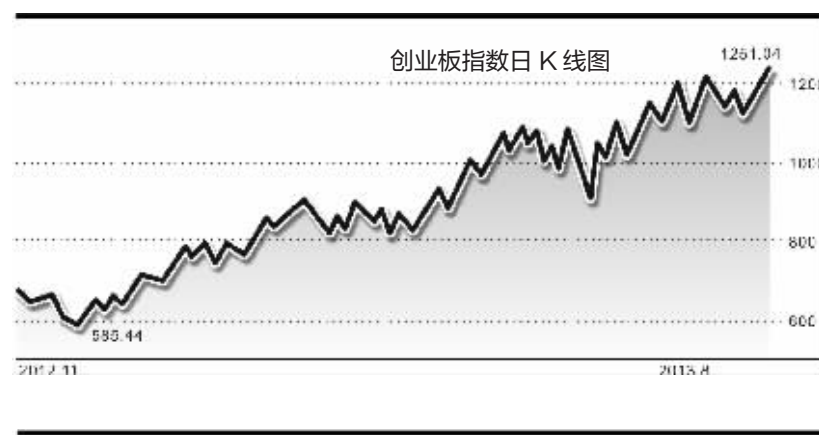
2005年中证指数公司成立后,我国的指数编制进入一个相对市场化的阶段,同时也宣告了由交易所编制指数时代的结束,中证指数公司编制的**第一只指数是沪深300指数**,是一只跨市场指数,样本由沪深两市的市场规模大、流动性好的300只股票构成。这只指数是我国

第一个股指期货跟踪的指数,也是指数基金跟踪最多的一只指数。

此外,在市场较有影响的还有中小板指数、创业板指数、中小板综指和创业板综指,前两只都是成分股,分别由100只中小板股票和100只创业板股票作为样本;后两只都是综合指数,也就是以所有的中小板和创业板上市公司股票为样本编制而成的指数。

三看国际动向。美国华尔街是世界股市的先导。去年曾经掀起了3D打印风暴,随后传导到我国。今年,风头最劲的当属特斯拉电动汽车。特斯拉近日表示,其正考虑在亚洲或欧洲兴建新工厂,以扩大旗下电动车产能。上半年,国内特斯拉概念曾经在我国掀起一波大行情,目前有望卷土重来。

（作者单位:天源证券）



第一个股指期货跟踪的指数,也是指数基金跟踪最多的一只指数。此外,在市场较有影响的还有中小板指数、创业板指数、中小板综指和创业板综指,前两只都是成分股,分别由100只中小板股票和100只创业板股票作为样本;后两只都是综合指数,也就是以所有的中小板和创业板上市公司股票为样本编制而成的指数。

## 抬头扭腰 指数姿态各异

证券时报记者 陈刚

去年12月4日,A股市场各主要指数均创出了阶段性低点,大家的趋势性特征基本一致。但此后,创业板摆脱了市场整体的熊市格局,走出了令人侧目的牛市行情。到本周创业板指数创出历史新高,A股各主要指数的走势已大相径庭,抬头挺胸扭腰立足,呈现出姿态各异特征。

创业板指数抬头走牛,新高不断。创业板指数自去年12月4日探明585点历史低点后,半年多以来持续上行,本周更是创出历史新高,走出完美的“V”形反转行情。本周二创业板指数盘中摸高1251.04点,本轮行情的最大涨幅达到114%,是名副其实的牛市行情。从指数的日K线图上看,短线有一定的调整要求,但中长期均线呈完美多头排列,显示创业板的牛市一时半会难以结束。

中小板指数、深综指挺胸而上,准备挑战年内高点。中小板指数去年12月4日探低3557点,到今年5月31日创出5218点年内高点,阶段最大涨幅达到46.7%。6月跟随大盘调整,但7月以来强势反弹,本周二最高点5072点,离年内高点不到3%的差距。从K线形态看,7月以来的上行趋势保持完好,年线于7月中旬拐头上行,中短期均线呈现多头排列,稳健上行并挑战年内高点的概率不小。

深综指与中小板指数走势类似,周二最高点1029点,离年内高点

1047点不到2%的差距。

上证综指、深成指仍在底部徘徊,寻找立足之处。与创业板指数的牛皮哄哄相比,代表大盘权重股走势的上证综指和深成指仍在熊市泥潭中挣扎,争取找到立足之地。去年12月4日,上证综指创出1949点低点,随后走出一波持续上升行情,于2月18日达到2445点年内高点。可惜好景不长,6月大跌一举吞没了上半年的涨幅,并于6月25日创出1849点年内低点,当日收出一根单针探底K线。7月以来,上证综指缓慢震荡上行,3次冲击2100点大关未果,“6·18”乌龙指虽将指数打到了2198点,但终究是昙花一现。6月18日的长上影线会不会演变成仙人指路?或是再次探底形成第二只脚?目前仍是一团迷雾。

多数行业指数在腰间震荡,上下两难。从总体看,融合了沪深两市个股表现的各大行业指数,普遍走势比深综指弱比沪综指强,多数在腰间震荡。不过由于各行业指数中两市权重占比不同,如金融、石油等权重行业指数受沪市影响更大,地产、公用事业等受深市影响更大,因此在走势上差异化明显。如金融指数与上证综指走势如出一辙,目前仍在年线下方运行,而地产指数已成功突破年线,均线系统有向多头排列转化的迹象。

整体看,各主要指数形态各异,短期难以同步。因此A股市场整体牛市难得,结构性行情仍是未来较长时间的主基调。

## 数量化交易:想说爱你不容易

陈嘉禾 谷永涛

从资本投入的角度来说,商业模式可以分成两大类。一类需要企业持续不断的投入,以生产出更新颖、更先进的产品满足客户的需求,否则就会被竞争对手淘汰。一类则不需要太多的投入与研发,只需要持续地生产出同类的产品就可以满足市场。

很明显,前一类行业要痛苦得多,汽车、电子产品、医药、时装等都属于此类;后一类则轻松得多,包含了比如原材料、商业银行、港口等行业。

商业模式如此,投资的手段也如此。最近搅得市场惊扰不安的数量化交易,就属于典型的需要持续投入的行业。在一个数量交易程式被研究出来以后,它的盈利能力往往会随着使用者的增加、市场的成熟而减少,最后导致程序无效。这样,依赖数量化交易的机构,就需要持续不断地对研究进行投入。结果,就像制药行业一样,只有少数聚拢了行业内精英的公司才能在这个行业里持续领跑。

以股指期货套利,这个在A股风靡了3年多的数量化交易手段为例。2010年,随着股指期货上市,期现套利被认为是一种风险最小的数量化交易模式。但时过境迁,这种模式已经随着市场的成熟而逐渐转变。

股指期货上市之初,投机盛行,期现价差波动较大,基差一度达到120点,其年化收益率则常常在30%以上。这种采用买多沪深300指数成分股、或者相对应基金,做空股指期货的套利方式,在当时远远跑赢了股票、债券、不动产等任何一种大类资产的内在回报。彼时,投资者在做套利的时候,可以不用任何计算机程序,只凭手动下单都完全可以胜任。

随着股指期货市场成熟,期现价差逐步缩小,套利的难度也逐渐加大。2012年,嘉实基金和华泰柏瑞基金分别推出沪深300ETF,使得期现套利更为便利。随后,这两只基金加入融券标的,也为反向套利提供了条件。但是随着参与者的增加,尽管市场条件更完善,但利润空间却越来越小。从现在的市场来看,股指期货期现套利的年化收益率能达到2%,已属不错,而跨期套利的年化收益率也只有4%上下。

解决成熟市场低收益的一个方法是放大杠杆。姑且不论内地市场的现货端无法取得足够的杠杆,抑或融资成本过高,而即使能够取得高杠杆,风险也一定会随之扩大;尤其是在极端情况发生的时候。

举例来说,2008年9月19日全市场所有产品涨停,但由于停牌、涨跌幅限制等影响,沪深300指数只上涨了9.34%。问题是,股指期货的涨跌幅是10%。假设那时候股指期货已经推出,则买多现货、卖空期货的投资者当天会亏损0.66%,合年化收益率240.9%。更有甚者,季月合约上市首日,股指期货交割日的期货涨跌幅都是20%。如果这时候“9·19”行情重演,利用高杠杆的套利者,损失将不堪想象。

那么,投资者可以提前预见到这种极端状况的发生,并且及时降低杠杆吗?显然很难。否则2008年9月18日沪深300指数就不会下跌1.75%,否则长期资产管理公司就不会倒闭。

（作者单位:信达证券）

## ■财苑社区 | MicroBlog |

杨岭(安徽大时代):从宏观经济角度看,前次上证指数站上2100点时,经济数据并不理想,但这次是在8月汇丰采购经理人指数预览值创4个月新高并回到50之上诞生的,反映宏观经济明显企稳回升。在这个基本面支撑下,我们认为大盘会有不同以往的表现,上证指数的短期目标可以锁定在2150点附近。(陈刚整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)