

事件驱动系列专题研究

2015 年中中证指数成分股调整预测效果暨调整事件投资机会分析

2015 年 6 月 2 日

投资要点

- ❖ **2015 年 6 月 1 日**，中证指数公司发布了上证系列指数和中证系列指数**2015 年年中指数调整的清单**，本次调整的**实施日为 2015 年 6 月 15 日**。此前，我们曾在 5 月 13 日发布研报《2015 年年中主要宽基指数成分股调整预测—五大“中字头”王者归来，再入上证 50》，本文则对该报告的预测效果进行总结，并对真正的调整组合的市场冲击进行测算。
- ❖ **调整预测准确度回顾**：**(1) 上证 50、沪深 300 和中证 500 指数的预测准确较好，但仍有提升空间**。其中上证 50 指数的调入组合中仅 1 只股票预测错误，调出组合全部预测准确。沪深 300 指数本次调整 18 只股票，而我们预测调整 20 只股票，影响了总体的准确率，但是以实际调整组合为标准，我们给出的调入和调出组合分别仅有 1 只和 3 只股票未出现在实际调整组合中。中证 500 指数调入组合的预测准确率为 72%，调出组合的预测准确率为 84%，基本在我们的预估范围内。**(2) 上证 180 指数的预测准确率略逊色**。主要难点在于，上证 180 指数在选择时需要根据各行业的自由流通市值比例分配样本股数量，在实际选择过程中，需要同时兼顾各行业的入选数量，以及指数总体的样本调整数量两方面内容，因此会导致较大的预测误差。
- ❖ **上证 50 和沪深 300 指数个别股票的冲击效应极高**。**(1) 沪深 300 指数的冲击系数最高可达 0.4 倍以上，重点关注调入组合的春秋航空、泛海控股、大唐发电等股票，调出组合的人福医药、片仔癀、省广股份等股票**。**(2) 对于上证 50 指数，调入组合的中国银行冲击系数可达 0.23 倍，调出组合的复星医药、白云山的冲击系数也在 0.2 倍以上，但依然低于沪深 300 的冲击系数**。**(3) 除了关注个股以外，调入和调出组合的整体冲击效应也建议关注**。
- ❖ **对于中证 500 指数**，由于以其为标的的被动型产品规模较小，且成分股权重比较分散，因此整体的冲击效应低于上证 50 和沪深 300，但是对于个别个股也需要关注。**调入组合的益佰制药、尔康制药、华录百纳的冲击系数均在 0.15 倍以上，调出组合的老凤祥、牧原股份、美亚光电冲击系数也均在 0.2 左右，因此也提醒关注**。
- ❖ **指数调整冲击效应的历史回测**：**(1) 2014 年 12 月的指数调整中，全部四只指数的调出组合和调入组合在实施日前后均表现为负超额收益的现象，主要因为当时的市场指数由银行、券商等热点板块带动，非热点板块的均跑输市场，因此属于统计样本中的异常点**。**(2) 剔除异常点后，调出组合在实施之前有明显的负超额收益，而在实施之后则有显著的正超额收益**。**(3) 调入组合在实施之前的冲击效应并不十分明显，实施之后的对于偏小市值的指数则存在较明显的正超额收益**。



中信证券研究部

王兆宇

电话：021-20262110

邮件：wangzhaoyu@citics.com

执业证书编号：S1010514080008

李祖苑

电话：010-60838026

邮件：lizuyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514070002

赵文荣

电话：010-60836759

邮件：zhaowenrong@citics.com

执业证书编号：S1010512070002

相关研究

1. 2015 年年中主要宽基指数成分股调整预测—五大“中字头”王者归来，再入上证 50 (2015-05-13)
2. 2014 年 12 月 A 股市场主要指数成份股调整预测(2014-11-14)
3. 2014 年 12 月指数成份调整：重点关注潜在市场冲击较大的个股 (2014-12-04)
4. 2015 年 1 月深证系列指数成份股调整：关注流动性较低个股华东医药、立讯精密(2014-12-16)

目录

前言	1
调整预测准确度回顾：上证 50、沪深 300 指数、中证 500 预测准确度较高，上证 180 指数略逊色.....	1
本次指数调整的冲击测算：关注春秋航空、范海控股的调入冲击，关注人福医药、片仔癀的调出冲击.....	2
指数调整冲击效应的历史回测：调出组合的冲击更加明显.....	6

插图目录

图 1：上证 50 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益	7
图 2：上证 50 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益	7
图 3：沪深 300 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益	8
图 4：沪深 300 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益	8
图 5：上证 180 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益	8
图 6：上证 180 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益	9
图 7：中证 500 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益	9
图 8：中证 500 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益	9

表格目录

表 1：上证 50 指数预测调入组合与实际调入组合的差异	1
表 2：沪深 300 指数预测调入组合与实际调入组合的差异	1
表 3：沪深 300 指数预测调出组合与实际调出组合的差异	2
表 4：上证 50 指数调入调出组合的市场冲击测算	2
表 5：沪深 300 指数调入调出组合的市场冲击测算	3
表 6：上证 180 指数调入调出组合的市场冲击测算	4
表 7：中证 500 指数调入调出组合的市场冲击测算	4

前言

2015年6月1日，中证指数公司发布了上证系列指数和中证系列指数2015年年中指数调整的清单，本次调整的实施日为2015年6月15日。此前，我们曾在5月13日发布研报《2015年年中主要宽基指数成分股调整预测—五大“中字头”王者归来，再入上证50》，对上证、中证、深证系列指数年中成分股调整进行了预测，并对指数基金调仓可能引起的市场冲击进行了测算。本文则对该报告的预测效果进行总结，并对真正的调整组合的市场冲击进行测算。

调整预测准确度回顾：上证50、沪深300指数、中证500 预测准确度较高，上证180指数略逊色

中信金工曾于2015年5月13日发布研报《2015年年中主要宽基指数成分股调整预测—五大“中字头”王者归来，再入上证50》，对上证、中证、深证系列指数年中成分股调整进行了预测。对比中证指数公司本次发布的调整清单，我们的总体预测准确度在我们的预估范围之内，但仍有一定提高的空间。

上证50、沪深300和中证500指数的预测准确较好，但仍有提升空间。其中上证50指数的调入组合中仅1只股票预测错误，调出组合全部预测准确。沪深300指数本次调整18只股票，而我们预测调整20只股票，影响了总体的准确率，但是以实际调整组合为标准，我们给出的调入和调出组合分别仅有1只和3至股票未出现在实际调整组合中。中证500指数调入组合的预测准确率为72%，调出组合的预测准确率为84%，基本在我们的预估范围内。

上证180指数的预测准确率略逊色。上证180指数调入组合的预测准确率仅为50%，调出组合的预测准确率为56%，主要难点在于，上证180指数在选择时需要根据各行业的自由流通市值比例分配样本股数量，调整方法为：

$$\text{第 } i \text{ 行业样本配额} = \frac{\text{第 } i \text{ 行业所有候选股票自由流通市值之和}}{\text{样本空间所有股票自由流通调整市值之和}} \times 180$$

在实际选样过程中，需要同时兼顾各行业的入选数量，以及指数总体的样本调整数量两方面内容，因此会导致较大的预测误差。

表1：上证50指数预测调入组合与实际调入组合的差异

中信金工预计调入			实际调入	
股票代码	股票简称	综合排名	股票代码	股票简称
601669	中国电建	27	600958	东方证券

资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

表2：沪深300指数预测调入组合与实际调入组合的差异

中信金工预计调入			实际调入	
股票代码	股票简称	综合排名	股票代码	股票简称
002739	万达院线	75	600958	东方证券
601519	大智慧	144		
600061	中纺投资	188		

资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

表 3：沪深 300 指数预测调出组合与实际调出组合的差异

中信金工预计调出			实际调出	
股票代码	股票简称	综合排名	股票代码	股票简称
601216	内蒙君正	370	002603	以岭药业
600108	亚盛集团	354	600498	烽火通信
600809	山西汾酒	352	603699	纽威股份
600649	城投控股	停牌三个月以上		
000883	湖北能源	停牌三个月以上		

资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

本次指数调整的冲击测算：关注春秋航空、泛海控股的调入冲击，关注人福医药、片仔癀的调出冲击

指数成分股的调整会引起跟踪指数的被动型产品的集中调仓，从而导致较大的市场冲击。本次指数调整的生效日期为 2015 年 6 月 15 日，截止 2015 年 5 月 29 日，A 股全市场跟踪上证 50、沪深 300、上证 180 和中证 500 指数的被动型基金规模分别为 534.19 亿元、1641.77 亿元、97.35 亿元和 207.59 亿元¹。本文以上述数据估算中证和上证系列主要指数的市场冲击，结果如表 4 至表 7 所示。

上证 50 和沪深 300 指数个别股票的冲击效应极高。由于跟踪上证 50 和沪深 300 指数的被动型基金规模较大，因此调入和调出组合普遍对市场的冲击效应较大。以个股近 1 个月的成交额来测算，沪深 300 指数的冲击系数最高可达 0.4 倍以上，重点关注调入组合的春秋航空、泛海控股、大唐发电等股票，调出组合的人福医药、片仔癀、省广股份等股票。对于上证 50 指数，调入组合的中国银行冲击系数可达 0.23 倍，调出组合的复星医药、白云山的冲击系数也在 0.2 倍以上，但依然低于沪深 300 的冲击系数。除了关注个股以外，调入和调出组合的整体冲击效应也建议关注。

中证 500 指数也需关注个别股票的冲击效应。对于中证 500 指数，由于以其为标的的被动型产品规模较小，且成分股权重比较分散，因此整体的冲击效应低于上证 50 和沪深 300，但是对于个别个股也需要关注。例如调入组合的益佰制药、尔康制药、华录百纳的冲击系数均在 0.15 倍以上，调出组合的老凤祥、牧原股份、美亚光电冲击系数也均在 0.2 左右，因此也提醒关注。

此外，上证 180 和中证 500 指数的调入和调出组合中目前有股票处于停牌期，也建议对部分个股可能产生的异动予以关注。

表 4：上证 50 指数调入调出组合的市场冲击测算

操作	股票代码	股票简称	权重	预计调整金额 (万元) ²	近 1 个月日均成交额 (万元)	冲击系数 ³
调入	601988	中国银行	1.96%	104,589.89	454,833.95	0.23
	601186	中国铁建	1.25%	66,582.22	521,906.65	0.13

¹统计范围包括传统指数基金、ETF、分级基金、增强型指数基金，其中分级基金将母基金、子份额合并计算。另外，基金份额数据取自 Wind 资讯，对于仅公布季报数据的基金，份额数据取自 2015 年一季报，对于每日公布份额数据的基金，份额数据取自 2015 年 5 月 29 日的数据。

²预计调整金额=指数基金规模*股票权重

³冲击系数=预计调整金额/近 1 个月日均成交金额。

操作	股票代码	股票简称	权重	预计调整金额 (万元) ²	近 1 个月日均成交额 (万元)	冲击系数 ³
	601390	中国中铁	2.39%	127,576.59	1,083,671.25	0.12
	601800	中国交建	0.53%	28,432.38	291,769.91	0.10
	600958	东方证券	0.75%	39,807.54	459,386.43	0.09
调出	600196	复星医药	0.68%	36,324.62	136,359.71	0.27
	600332	白云山	0.44%	23,504.16	96,234.75	0.24
	600372	中航电子	0.39%	20,833.24	143,379.21	0.15
	600703	三安光电	0.61%	32,585.32	240,725.11	0.14
	601118	海南橡胶	0.28%	14,957.20	162,756.96	0.09

资料来源：中信证券数量化投资分析系统，Wind 资讯

表 5：沪深 300 指数调入调出组合的市场冲击测算

操作	股票代码	股票简称	权重	预计调整金额 (万元)	近 1 个月日均成交额 (万元)	冲击系数
调入	601021	春秋航空	0.12%	20,325.94	47,067.38	0.43
	000046	泛海控股	0.19%	31,789.90	94,004.36	0.34
	601991	大唐发电	0.18%	30,179.28	125,895.20	0.24
	601788	光大证券	0.33%	54,263.55	236,851.77	0.23
	000539	粤电力 A	0.07%	11,318.31	50,256.73	0.23
	000712	锦龙股份	0.18%	29,908.29	148,987.28	0.20
	600317	营口港	0.10%	16,288.35	83,396.63	0.20
	601099	太平洋	0.42%	69,326.73	355,832.60	0.19
	300002	神州泰岳	0.17%	28,232.19	148,376.23	0.19
	600717	天津港	0.12%	19,917.29	107,540.41	0.19
	300059	东方财富	0.70%	114,522.24	690,964.96	0.17
	600005	武钢股份	0.19%	30,453.23	200,613.10	0.15
	002736	国信证券	0.29%	47,890.41	357,627.65	0.13
	300104	乐视网	0.50%	81,608.65	620,996.17	0.13
	601919	中国远洋	0.32%	53,144.11	415,489.81	0.13
	600958	东方证券	0.30%	49,687.53	459,386.43	0.11
	601106	中国一重	0.41%	66,556.02	782,091.18	0.09
	601969	海南矿业	0.04%	7,321.82	116,182.10	0.06
	调出	600079	人福医药	0.19%	31,193.67	64,529.59
600436		片仔癀	0.10%	16,417.72	52,139.70	0.31
002400		省广股份	0.19%	31,193.67	100,054.95	0.31
000869		张裕 A	0.06%	9,850.63	33,063.38	0.30
600395		盘江股份	0.07%	11,492.40	40,863.69	0.28
600267		海正药业	0.10%	16,417.72	59,118.07	0.28
002429		兆驰股份	0.07%	11,492.40	42,617.85	0.27
600664		哈药股份	0.10%	16,417.72	68,238.09	0.24
002603		以岭药业	0.09%	14,775.95	62,887.28	0.23
600655		豫园商城	0.15%	24,626.58	114,009.80	0.22
000536		华映科技	0.07%	11,492.40	54,358.95	0.21
600498		烽火通信	0.12%	19,701.26	98,886.16	0.20
002416		爱施德	0.04%	6,567.09	38,507.24	0.17
000401		冀东水泥	0.09%	14,775.95	91,273.64	0.16
600143		金发科技	0.13%	21,343.04	139,217.30	0.15
600880		博瑞传播	0.10%	16,417.72	112,774.32	0.15
600058		五矿发展	0.09%	14,775.95	117,586.73	0.13
603699		纽威股份	0.02%	3,283.54	42,917.13	0.08

资料来源：中信证券数量化投资分析系统，Wind 资讯

表 6：上证 180 指数调入调出组合的市场冲击测算

操作	股票代码	股票简称	权重	预计调整金额 (万元)	近 1 个月日均成交额 (万元)	冲击系数
调入	600867	通化东宝	0.27%	2,629.38	69,154.39	0.04
	601111	中国国航	0.33%	3,178.20	128,137.25	0.02
	601991	大唐发电	0.26%	2,578.11	125,895.20	0.02
	601588	北辰实业	0.13%	1,246.44	61,974.56	0.02
	600185	格力地产	0.12%	1,152.75	58,367.70	0.02
	601788	光大证券	0.48%	4,635.55	236,851.77	0.02
	600029	南方航空	0.40%	3,877.41	205,525.19	0.02
	600219	南山铝业	0.30%	2,902.74	156,197.72	0.02
	600873	梅花生物	0.24%	2,318.35	139,630.44	0.02
	601898	中煤能源	0.17%	1,675.55	108,727.15	0.02
	600485	信威集团	0.10%	948.76	68,062.52	0.01
	600415	小商品城	0.45%	4,347.79	314,422.19	0.01
	600005	武钢股份	0.27%	2,601.51	200,613.10	0.01
	600068	葛洲坝	0.40%	3,870.43	319,419.70	0.01
	601919	中国远洋	0.47%	4,539.92	415,489.81	0.01
	600958	东方证券	0.44%	4,244.63	459,386.43	0.01
	601727	上海电气	0.73%	7,117.59	771,475.35	0.01
	601106	中国一重	0.58%	5,685.65	782,091.18	0.01
	调出	600259	广晟有色	0.11%	1,070.84	-
601888		中国国旅	0.29%	2,823.12	-	停牌
600009		上海机场	0.34%	3,309.86	68,553.24	0.05
600522		中天科技	0.16%	1,557.58	34,507.31	0.05
600600		青岛啤酒	0.22%	2,141.68	51,436.37	0.04
600433		冠豪高新	0.20%	1,946.98	53,634.40	0.04
600658		电子城	0.04%	389.40	15,561.43	0.03
600499		科达洁能	0.18%	1,752.28	70,606.42	0.02
600348		阳泉煤业	0.17%	1,654.93	69,657.34	0.02
600267		海正药业	0.14%	1,362.88	59,118.07	0.02
600620		天宸股份	0.08%	778.79	37,593.05	0.02
600809		山西汾酒	0.08%	778.79	37,927.94	0.02
600432		吉恩镍业	0.12%	1,168.19	57,439.32	0.02
600640		号百控股	0.08%	778.79	42,227.17	0.02
600648		外高桥	0.14%	1,362.88	82,291.74	0.02
600770		综艺股份	0.17%	1,654.93	111,660.79	0.01
600759		洲际油气	0.13%	1,265.54	100,909.05	0.01
600880	博瑞传播	0.14%	1,362.88	112,774.32	0.01	

资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

表 7：中证 500 指数调入调出组合的市场冲击测算

操作	股票代码	股票简称	权重	预计调整金额 (万元)	近 1 个月日均成交额 (万元)	冲击系数
调入	600594	益佰制药	0.36%	7,517.19	43,741.95	0.17
	300267	尔康制药	0.24%	5,065.57	31,971.17	0.16
	300291	华录百纳	0.21%	4,423.07	29,446.39	0.15
	600079	人福医药	0.37%	7,761.16	64,529.59	0.12
	600436	片仔癀	0.29%	6,099.22	52,139.70	0.12
	300199	翰宇药业	0.34%	7,040.45	62,540.28	0.11
	300072	三聚环保	0.28%	5,714.12	54,201.89	0.11
	600566	济川药业	0.13%	2,709.91	26,742.22	0.10
	300244	迪安诊断	0.36%	7,426.06	79,397.30	0.09
	002373	千方科技	0.18%	3,810.84	41,100.78	0.09
	600446	金证股份	0.60%	12,525.31	144,616.16	0.09
	002400	省广股份	0.40%	8,341.69	100,054.95	0.08
	000869	张裕 A	0.12%	2,583.14	33,063.38	0.08
	600664	哈药股份	0.26%	5,308.22	68,238.09	0.08

	300274	阳光电源	0.29%	6,089.35	79,099.39	0.08
	600617	国新能源	0.11%	2,204.99	29,052.56	0.08
	600267	海正药业	0.22%	4,469.44	59,118.07	0.08
	603019	中科曙光	0.24%	4,967.00	68,012.18	0.07
	002466	天齐锂业	0.21%	4,417.68	61,216.88	0.07
	600403	大有能源	0.05%	1,045.99	14,747.79	0.07
	600500	中化国际	0.30%	6,178.91	88,325.82	0.07
	600655	豫园商城	0.36%	7,569.61	114,009.80	0.07
	600498	烽火通信	0.31%	6,488.51	98,886.16	0.07
	000547	闽福发 A	0.33%	6,942.79	107,933.40	0.06
	603699	纽威股份	0.13%	2,745.37	42,917.13	0.06
	600143	金发科技	0.41%	8,578.59	139,217.30	0.06
	000600	建投能源	0.13%	2,788.62	45,333.76	0.06
	002049	同方国芯	0.24%	4,916.25	81,811.11	0.06
	603899	晨光文具	0.06%	1,306.80	22,198.75	0.06
	600395	盘江股份	0.11%	2,371.54	40,863.69	0.06
	000592	平潭发展	0.35%	7,352.15	133,322.68	0.06
	601139	深圳燃气	0.07%	1,487.34	28,036.89	0.05
	600808	马钢股份	0.34%	7,080.94	149,371.06	0.05
	603188	亚邦股份	0.13%	2,647.15	57,806.67	0.05
	002642	荣之联	0.22%	4,499.51	100,027.78	0.04
	002681	奋达科技	0.14%	2,874.51	65,588.03	0.04
	000582	北部湾港	0.04%	860.93	20,628.19	0.04
	600880	博瑞传播	0.22%	4,601.20	112,774.32	0.04
	601005	重庆钢铁	0.19%	3,844.33	98,979.99	0.04
	002190	成飞集成	0.20%	4,229.48	114,738.41	0.04
	600058	五矿发展	0.21%	4,312.98	117,586.73	0.04
	000401	冀东水泥	0.16%	3,319.97	91,273.64	0.04
	002143	印纪传媒	0.03%	709.24	20,023.98	0.04
	601226	华电重工	0.09%	1,819.70	52,172.83	0.03
	002195	二三四五	0.30%	6,212.96	178,334.69	0.03
	300043	互动娱乐	0.19%	4,036.27	117,671.42	0.03
	300033	同花顺	0.37%	7,709.82	231,595.12	0.03
	603698	航天工程	0.09%	1,868.65	58,657.59	0.03
	600917	重庆燃气	0.05%	1,090.46	46,725.60	0.02
	603169	兰石重装	0.10%	2,149.49	97,648.10	0.02
调出	000506	中润资源	0.10%	2,075.91	-	停牌
	000510	*ST 金路	0.09%	1,868.32	-	停牌
	000959	首钢股份	0.21%	4,359.42	-	停牌
	000982	中银绒业	0.11%	2,283.51	-	停牌
	600612	老凤祥	0.15%	3,113.87	12,610.85	0.25
	002714	牧原股份	0.14%	2,906.28	14,540.19	0.20
	002690	美亚光电	0.19%	3,944.24	21,312.49	0.19
	600098	广州发展	0.22%	4,567.01	42,924.32	0.11
	600582	天地科技	0.27%	5,604.97	56,101.47	0.10
	300168	万达信息	0.59%	12,247.89	124,402.97	0.10
	600844	丹化科技	0.11%	2,283.51	24,210.15	0.09
	600740	山西焦化	0.13%	2,698.69	29,297.43	0.09
	000927	*ST 夏利	0.11%	2,283.51	25,021.70	0.09
	600266	北京城建	0.37%	7,680.88	87,740.07	0.09
	600239	云南城投	0.14%	2,906.28	33,669.26	0.09
	600197	伊力特	0.08%	1,660.73	20,137.14	0.08
	600432	吉恩镍业	0.22%	4,567.01	57,439.32	0.08
	600616	金枫酒业	0.10%	2,075.91	27,724.87	0.07
	002505	大康牧业	0.23%	4,774.60	64,859.27	0.07
	000050	深天马 A	0.24%	4,982.19	68,112.18	0.07
600317	营口港	0.29%	6,020.15	83,396.63	0.07	

000886	海南高速	0.12%	2,491.10	36,781.49	0.07
000555	神州信息	0.15%	3,113.87	47,332.37	0.07
000712	锦龙股份	0.47%	9,756.80	148,987.28	0.07
002083	孚日股份	0.11%	2,283.51	36,469.02	0.06
600162	香江控股	0.09%	1,868.32	30,198.27	0.06
002320	海峡股份	0.07%	1,453.14	24,209.38	0.06
000809	铁岭新城	0.13%	2,698.69	45,177.49	0.06
600830	香溢融通	0.12%	2,491.10	41,854.80	0.06
600438	通威股份	0.12%	2,491.10	42,378.42	0.06
600490	鹏欣资源	0.36%	7,473.29	131,467.35	0.06
601011	宝泰隆	0.05%	1,037.96	18,788.74	0.06
600078	澄星股份	0.10%	2,075.91	38,248.62	0.05
601099	太平洋	0.90%	18,683.23	355,832.60	0.05
601566	九牧王	0.07%	1,453.14	29,382.53	0.05
601872	招商轮船	0.34%	7,058.11	145,719.92	0.05
600467	好当家	0.09%	1,868.32	38,729.55	0.05
600439	瑞贝卡	0.11%	2,283.51	48,889.49	0.05
000977	浪潮信息	0.37%	7,680.88	170,038.16	0.05
002226	江南化工	0.09%	1,868.32	44,485.61	0.04
002612	朗姿股份	0.06%	1,245.55	29,718.21	0.04
002052	同洲电子	0.16%	3,321.46	80,347.00	0.04
600401	*ST海润	0.12%	2,491.10	61,319.00	0.04
002123	荣信股份	0.14%	2,906.28	73,292.29	0.04
600820	隧道股份	0.46%	9,549.20	247,238.86	0.04
601519	大智慧	0.62%	12,870.67	339,366.70	0.04
002498	汉缆股份	0.05%	1,037.96	28,291.76	0.04
601388	怡球资源	0.06%	1,245.55	34,486.33	0.04
600333	长春燃气	0.07%	1,453.14	47,056.79	0.03
300059	东方财富	0.92%	19,098.41	690,964.96	0.03

资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

指数调整冲击效应的历史回测：调出组合的冲击更加明显

图 1 至图 8 分别列示了上证 50、沪深 300、中证 500 和上证 180 指数从 2012 年 7 月至 2014 年 12 月，共 6 次指数定期中，调整调入和调出组合在实施日前后的平均超额收益情况。其中，平均超额收益指当次调整时，全部调入或调出组合相对指数本身超额收益的算术平均值。将调整实施日计为第 0 日，考察实施日之前 30 个交易日与之后 50 个交易日的超额收益。对于实施日之后，股票超额收益的算法与常规的方法相一致，对于实施日之前的第 i ($i \leq 0$) 日，本文规定某只股票的超额收益的计算公式为：

$$\frac{P_0}{P_i} - \frac{Index_0}{Index_i}$$

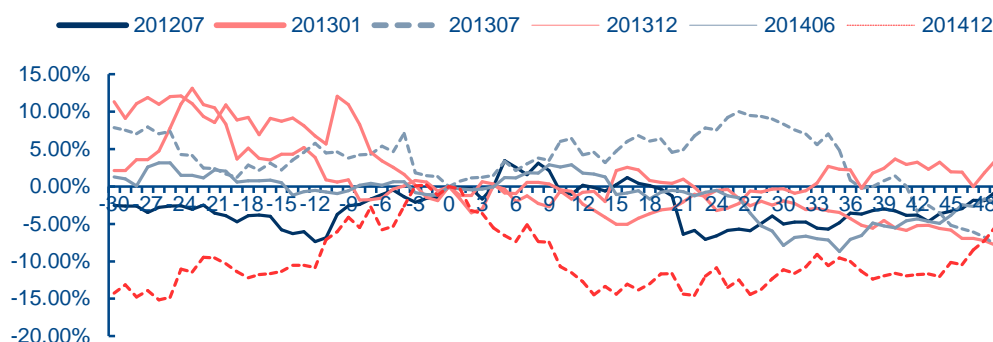
上式中 P_i 表示股票在实施日之前的第 i 日的股价， $Index_i$ 表示实施日之前第 i 日的指数价格，上式表示在第 i 日买入该股票并持有至第 0 日时，相对基准指数获得的超额收益。由图 1 至图 8 可以发现：

第一，2014 年 12 月的指数调整中，全部四只指数的调出组合和调入组合在实施日前后均表现为负超额收益的现象。由于这次指数调整正处于市场极端火热的时期，且市场和指数主要由银行、券商等热门板块，非热门板块的表现均逊于指数，因此这次调整效应视为异常点来对待。

第二，剔除 2014 年的异常点之后，调出组合在实施之前有明显的负超额收益，而在实施之后则有显著的正超额收益。这主要是因为，个股被指数调出时，可能会存在较强的超卖现象，当超卖结束之后，市场会有纠错性的反弹发生。

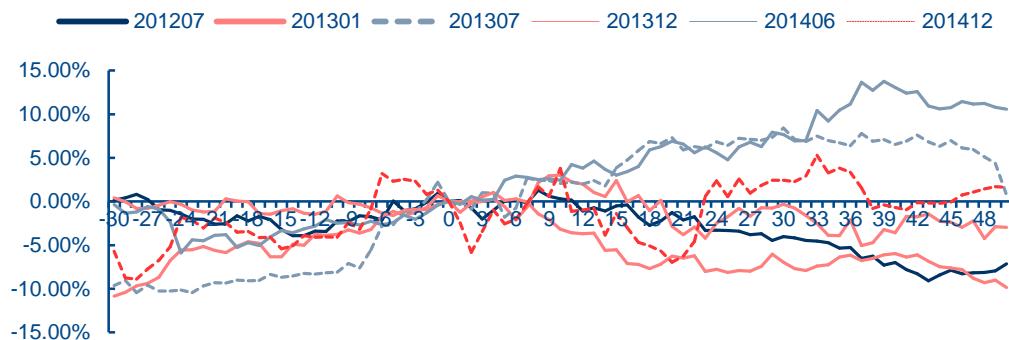
第三，调入组合在实施之前的冲击效应并不十分明显，实施之后的对于偏小市值的指数则存在较明显的正超额收益。对于上证 50、上证 180 和沪深 300，实施日之前的超额收益可近似认为是 0；中证 500 指数虽然在距离实施日较远时有负的超额收益，但由于调整公告一般会提前半个月（10 个交易日）左右公告，而-10 天起相对指数的超额收益也基本认为 0。对于调入组合实施日之后的正超额收益，由于上证 50 指数规模过大，因此实施日之后的超额收益基本为 0，中证 500 在实施日之后则有非常明显的正超额收益，而上证 180 和沪深 300 则介于两者之间。

图 1：上证 50 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益



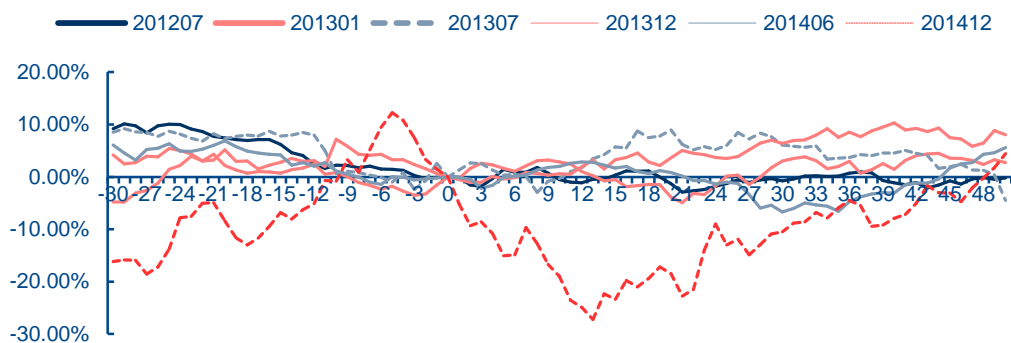
资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

图 2：上证 50 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益



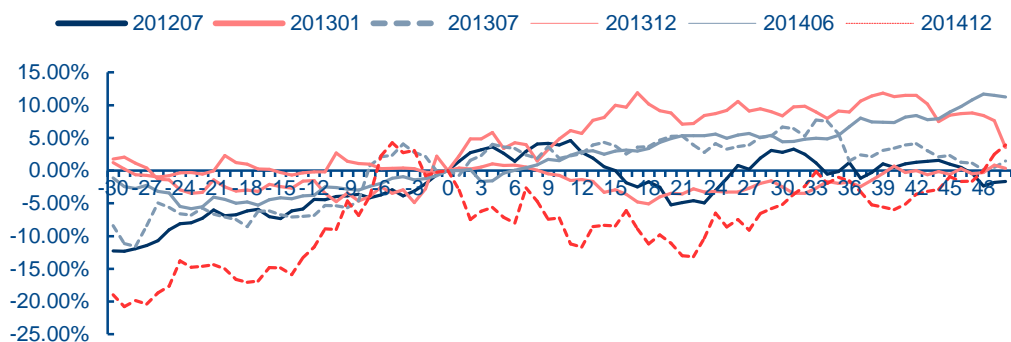
资料来源：中信证券量化投资分析系统，Wind 资讯

图 3: 沪深 300 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益



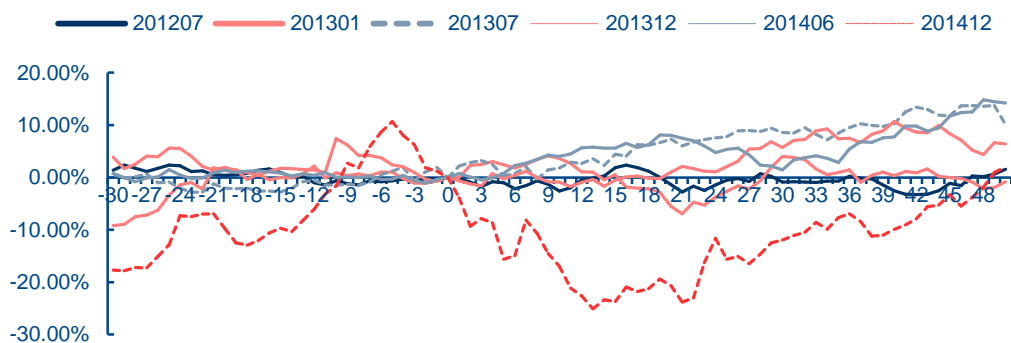
资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

图 4: 沪深 300 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益



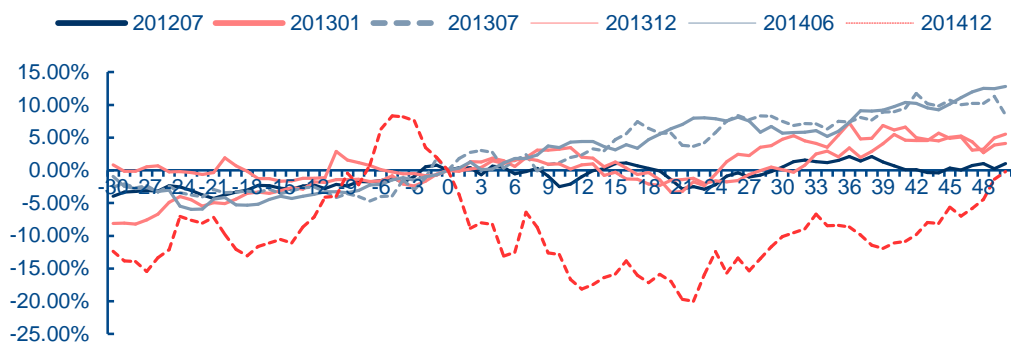
资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

图 5: 上证 180 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益



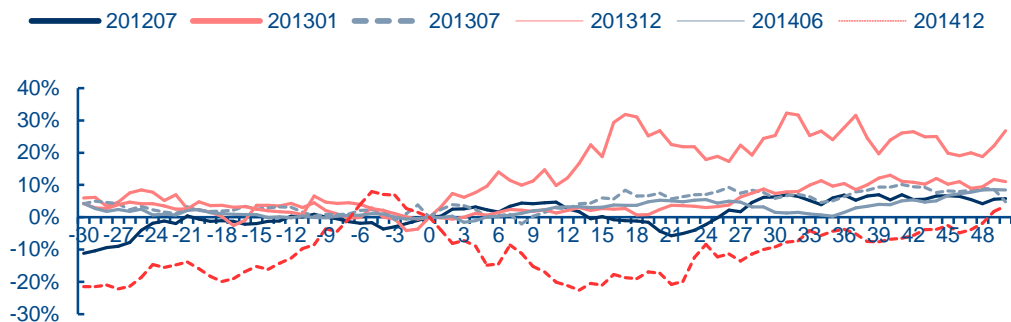
资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

图 6: 上证 180 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益



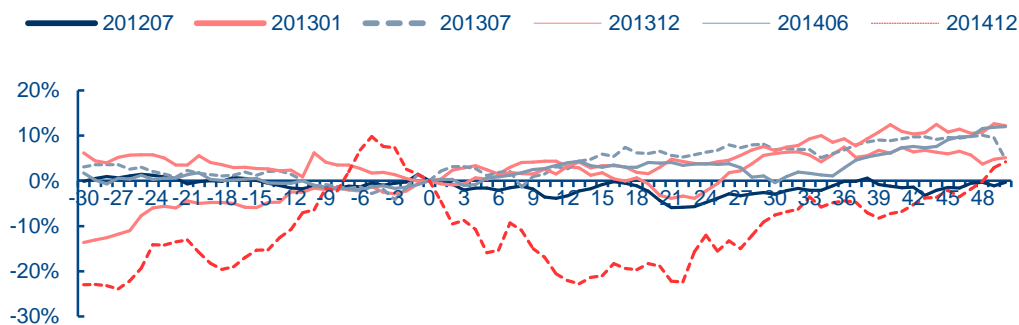
资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

图 7: 中证 500 指数历次调入组合相对指数的平均超额收益



资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

图 8: 中证 500 指数历次调出组合相对指数的平均超额收益



资料来源: 中信证券量化投资分析系统, Wind 资讯

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSAGroupofcompanies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLimited（下称“CLSASingapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSASingapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSASingapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSAGroup, CLSAAmericas 及 CATaiwan 的情况，不反映中信证券、CreditAgricoleCorporate&InvestmentBank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@cls.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITICSecuritiesInternationalUSA,LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSAGroupofcompanies（CLSAAmericas,LLC（下称“CLSAAmericas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSAAmericas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSAGroupofcompanies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSAAmericas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA(UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。