

量化点评报告

500 强而 300 弱的背后逻辑——资产配置思考系列之七

自从我们在 3 月 4 日外发报告《为什么我们相对看好中证 500——基于 GK 模型的收益预测》后，中证 500 指数累计上涨 6.3%，而沪深 300 指数累计下跌 4%，至今中证 500 已经创下了 10.3% 的超额收益。当前时点，有一部分投资者更加坚定了对中证 500 的信心，但也有部分投资者担心中证 500 已经基本兑现未来收益。因此本文将基于 GK 模型再次论证未来一年内，中证 500 大概率仍将跑赢沪深 300。

盈利方面中证 500 仍占优势。目前我们的 A 股盈利预测系统涵盖自上而下宏观预测模型和自下而上分析师预测模型，当前宏观模型预测 300 和 500 的预期盈利增速为 8.1% 和 9.0%，分析师模型预测 300 和 500 的预期盈利增速为 14.8% 和 17.6%，两种盈利预测方法均显示 A 股未来盈利有较强的韧性，且中证 500 的盈利优势更大。

估值层面中证 500 有巨大的优势。当前时点，沪深 300 的 ERP 处于历史低位，而中证 500 的 ERP 却处于历史高位，根据 A 股估值预测系统，沪深 300 未来一年估值将回落 3.8%，而中证 500 指数未来一年估值将上行 13.5%，单从估值而言两者拉开了近 17% 的差距。因此从安全边际的角度来看，中证 500 无疑是进可攻退可守的高赔率资产。

今年 6 月的指数成分调整打开了中证 500 的收益空间。今年 6 月各大宽基指数进行了一次成份股调整，GK 模型是根据指数成分的加总进行预测，因此指数成分调整也必然影响指数的预期收益。此次调整大幅降低了中证 500 的估值，从而让中证 500 指数提升了近 15% 的预期收益。

综合来看，当前中证 500 的预期收益达 20%。根据 GK 模型，股票收益来自于股息率、股本稀释率、盈利增速和估值变化四个分项，当前中证 500 相对于沪深 300 无论在盈利维度还是在估值维度均具有优势，中证 500 预期收益高达 20%，而沪深 300 预期收益仅为 4.4%。因此我们认为超配中证 500ETF 或者中证 500 指数增强产品仍是未来的主要配置方向。

风险提示：以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

作者

分析师 林志朋

执业证书编号：S0680518100004

邮箱：linzhipeng@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

研究助理 梁思涵

邮箱：liangsihan@gszq.com

相关研究

1、《量化分析报告：掘金 ETF：芯片全产业链景气详解——汇添富中证芯片产业 ETF 投资价值分析》
2021-07-07

2、《量化周报：上证 50 率先确认日线级别下跌》
2021-07-04

3、《量化点评报告：七月大类资产配置建议——资产

5、《量化分析报告：掘金 ETF：全面精选深市创新龙头——华宝深证创新 100ETF 投资价值分析》
2021-06-25

内容目录

500 强 300 弱的背后逻辑	3
风险提示	5

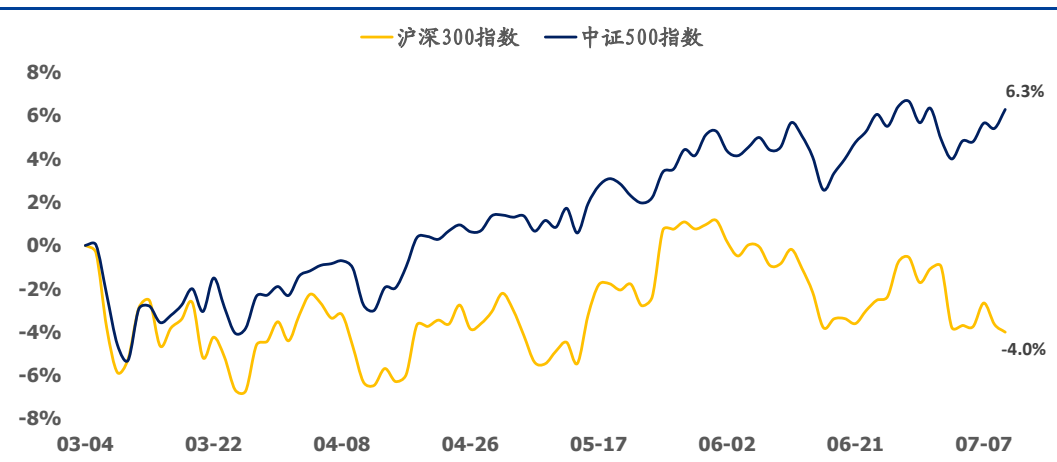
图表目录

图表 1: 今年 3 月以来, 中证 500 表现明显强于沪深 300	3
图表 2: 两种盈利预测方法均显示中证 500 的未来一年盈利增速更高	3
图表 3: 沪深 300ERP 可以预测未来的估值变化, 当前处于历史较低水平	4
图表 4: 中证 500ERP 可以预测未来的估值变化, 当前处于历史较高水平	4
图表 5: 6 月指数成份调整大幅降低了中证 500 的估值从而打开了收益空间	5
图表 6: 中证 500 的预期收益达 20%, 相对于沪深 300 有巨大的优势	5

500 强 300 弱的背后逻辑

自从我们在 3 月 4 日外发报告《为什么我们相对看好中证 500——基于 GK 模型的收益预测》后，中证 500 指数累计上涨 6.3%，而沪深 300 指数累计下跌 4%，至今中证 500 已经创下了 10.3% 的超额收益。当前时点，有一部分投资者更加坚定了对中证 500 的信心，但也有部分投资者担心中证 500 已经基本兑现未来收益。因此本文将基于 GK 模型再次论证未来一年内，中证 500 大概率仍将跑赢沪深 300。

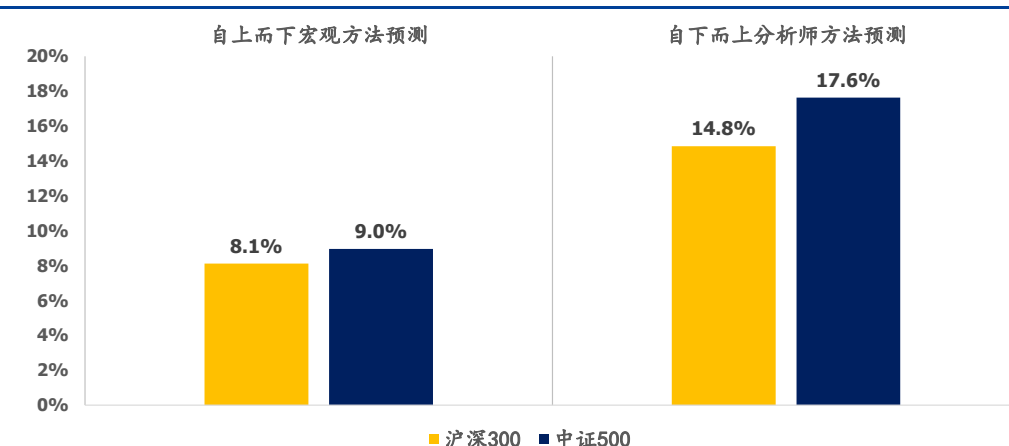
图表 1: 今年 3 月以来，中证 500 表现明显强于沪深 300



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

① 盈利方面中证 500 仍占优势。目前我们的 A 股盈利预测系统涵盖自上而下宏观预测模型和自下而上分析师预测模型，宏观预测模型基于内生增长和信贷脉冲解决 A 股整体的盈利预测问题，而分析师预测模型基于对分析师预测误差建模修正了 A 股长期高估的分析师预期问题。当前自上而下的宏观模型预测 300 和 500 的预期盈利增速为 8.1% 和 9.0%，自下而上分析师模型预测 300 和 500 的预期盈利增速为 14.8% 和 17.6%，两种盈利预测方法均显示 A 股未来盈利有较强的韧性，且中证 500 的盈利优势更大。

图表 2: 两种盈利预测方法均显示中证 500 的未来一年盈利增速更高

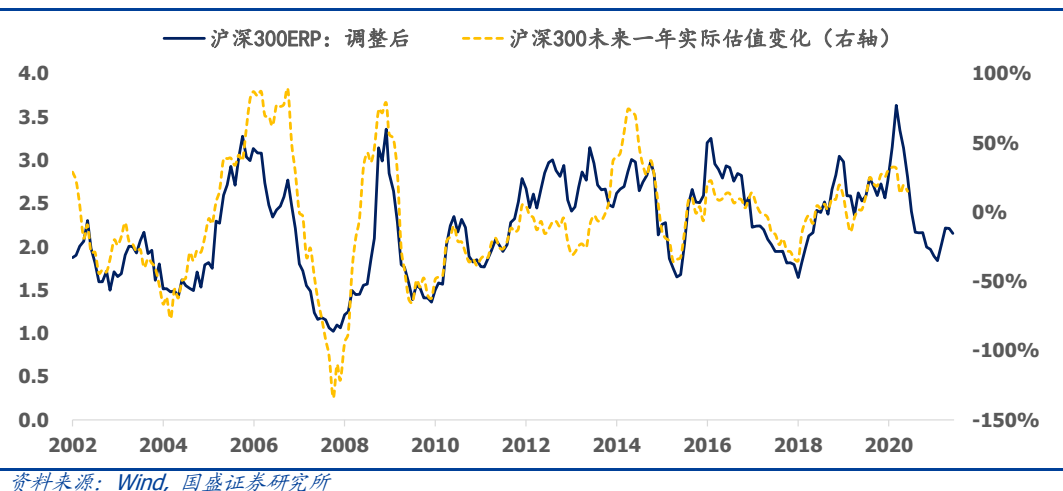


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

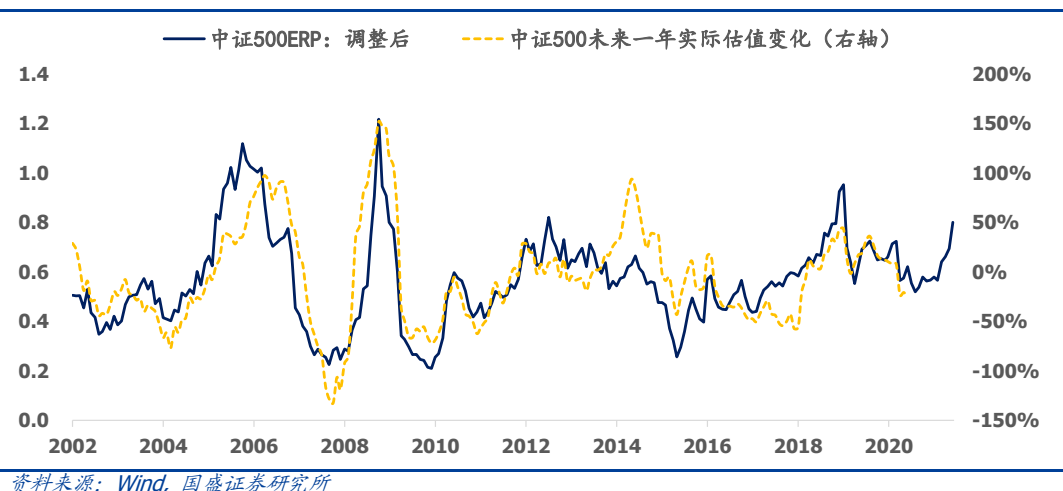
② 估值层面中证 500 有巨大的优势。对于指数长期的估值变化率，海外机构大多喜欢假设未来指数估值将会回到过去 10 年的估值中枢水平。不过根据我们的实证来看，这种方法的效果并不好。我们从 FED 模型出发，即假设市盈率倒数 EY 与其匹配的债券收益率 BY 的比率为中枢稳定的序列，用当前时点的 EY/BY 与未来一年指数估值变化率进行回归，从而估算指数的估值变化率。从图表 3 和图表 4 的历史结果来看，ERP 是预测未来一年估值变化的优秀变量。

当前时点，沪深 300 的 ERP 处于历史低位，而中证 500 的 ERP 却处于历史高位，根据 A 股估值预测系统，沪深 300 未来一年估值将回落 3.8%，而中证 500 指数未来一年估值将上行 13.5%，单从估值而言两者拉开了近 17% 的差距。因此从安全边际的角度来看，中证 500 无疑是进可攻退可守的高赔率资产。

图表 3：沪深 300ERP 可以预测未来的估值变化，当前处于历史较低水平

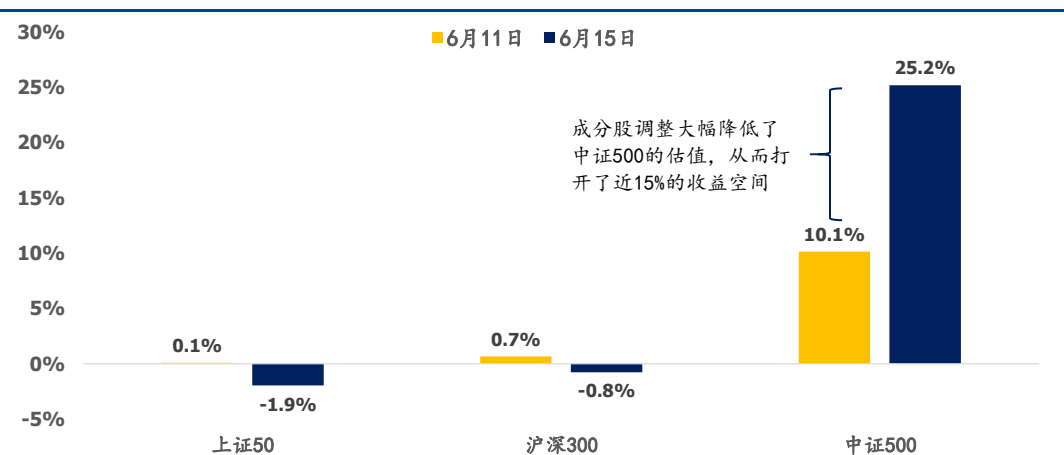


图表 4：中证 500ERP 可以预测未来的估值变化，当前处于历史较高水平



③ 今年 6 月的指数成分调整打开了中证 500 的收益空间。今年 6 月各大宽基指数进行了一次成份股调整，GK 模型是根据指数成分的加总进行预测，因此指数成分调整也必然影响指数的预期收益。从图表 5 的结果来看，此次调整大幅降低了中证 500 的估值，从而让中证 500 指数提升了近 15% 的预期收益。

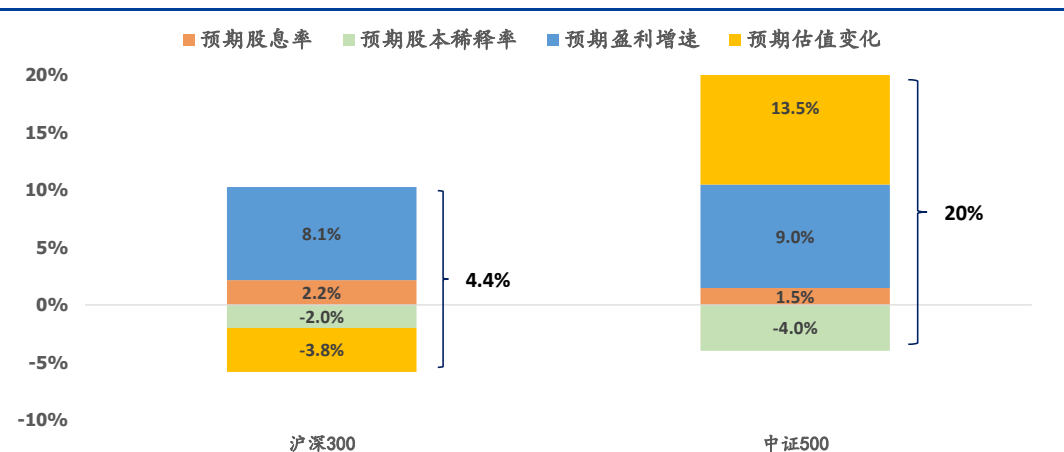
图表 5: 6月指数成份调整大幅降低了中证 500 的估值从而打开了收益空间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

④ 综合来看，当前中证 500 的预期收益达 20%。根据 GK 模型，股票收益来自于股息率、股本稀释率、盈利增速和估值变化四个分项，当前中证 500 相对于沪深 300 无论在盈利维度还是在估值维度均具有优势，中证 500 预期收益高达 20%，而沪深 300 预期收益仅为 4.4%，预期收益上中证 500 存在巨大的优势。因此我们认为超配中证 500ETF 或中证 500 指数增强产品仍是未来的主要配置方向。

图表 6: 中证 500 的预期收益达 20%，相对于沪深 300 有巨大的优势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
