

林晓明 执业证书编号: S0570516010001

研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

王湘 执业证书编号: S0570516100001

研究员 0755-82366825
xiangwang@htsc.com

相关研究

- 1 《华泰单因子测试之成长类因子》2016.10
- 2 《华泰单因子测试之估值类因子》2016.09
- 3 《华泰多因子模型体系初探》2016.09

上证综指与上证 A 股增长差异原因分析

华泰证券探索市场系列之一上证综指

上证综指和上证 A 股增长率差异

上证综指在 2007 年 10 月 16 日达到历史最高点位 6124.04 点, 至今我们发现当时上市的个股都涨了很多倍, 而上证指数从整体看仍然是下跌的。于是我们统计了 2005 年 12 月 31 日前上市的全市场所有 A 股自 2007 年 10 月 16 日至 2016 年 10 月 14 日的涨幅为 104.89%。同时我们根据这些个股的涨跌幅进行了分类, 结果显示有至少近一半的个股涨幅处于正值区间, 其中涨幅处于 20% 到 40% 之间的个股数量最多为 130 只, 涨幅大于 500% 的个股也有 44 只。从个股来看其实是涨多跌少, 和上证综指的表现有很大差异。

分行业增长率测算

选择 2005 年 12 月 31 日之前在上交所上市的所有 A 股股票, 以这些个股于 2007 年 10 月 16 日的日收盘价为基期价格, 排除基期当天停牌的股票后, 共计 781 只个股, 追踪这些个股至期末日 2016 年 10 月 14 日的收盘价, 测算其股价的增长率、分行业平均收益率和市值平均收益率。发现上证综指增长率虽然偏离行业平均, 但较为真实地反映出各行业股票汇总后的按市值加权的平均增长率。

大小盘股增长率差异测算

选取 781 只股票中市值排在前 100 位的股票作为大盘股, 市值排在倒数 200 位的股票作为小盘股, 市值排在 101 位到 581 位的股票作为中盘股。对大盘股、中盘股和小盘股涨幅进行分别测算, 发现小盘股涨幅是最高的。

成分股对于上证综指的贡献

通过 781 只股票池中每位市值增长率与上证综指增长率进行归因分析, 估计每位市值的 α 、 β 值, 再利用总市值增长率与上证综指增长率进行归因分析, 发现大盘股调整市值增长率与上证综指增长率好于中盘股和小盘股, 大盘股负增长拉低了上证综指的增长率。

新上市股票对于指数的拉低作用

我们认为大盘综指没有完全反映 A 股增长的原因除了大小盘因素之外, 还在于新上市股票对于大盘有拉低效应。根据上证综指的编制方法, 新发行股票于上市第十一个交易日开始计入上证综合指数。而新股普遍存在以首日收盘价为起点, 长期收益(一般为 3 年)往往低于市场大盘的现象, 低于市场平均收益率的新股收益率会拉低指数的收益水平, 特别是市值高的大盘股票。

股票分红对上证综指的潜在影响

781 只股票池中个股累计分红金额从 2008 年的 752.15 亿元增长到 2016 年的 1937.03 亿元, 通过测算股票分红对上证综指存在的潜在影响, 发现大盘股对上证综指的潜在影响高于中盘股和小盘股, 但总体潜在影响最高仅占上证综指 1.22%。

风险提示: 模型是对历史规律的总结, 不作为直接投资建议。

正文目录

上证综指与上证 A 股增长率的差异	3
上证综指编制方法	4
指数编制方法	4
指数修正方法	4
分级靠档原则	5
分行业增长率测算	6
简单平均增长率测算	6
市值平均增长率测算	6
大小盘股增长率差异测算	7
历史大小盘增长率	7
成分股对于上证综指的贡献	7
新上市股票对大盘指数的拉低效应	10
指数分红对上证综指的影响	11

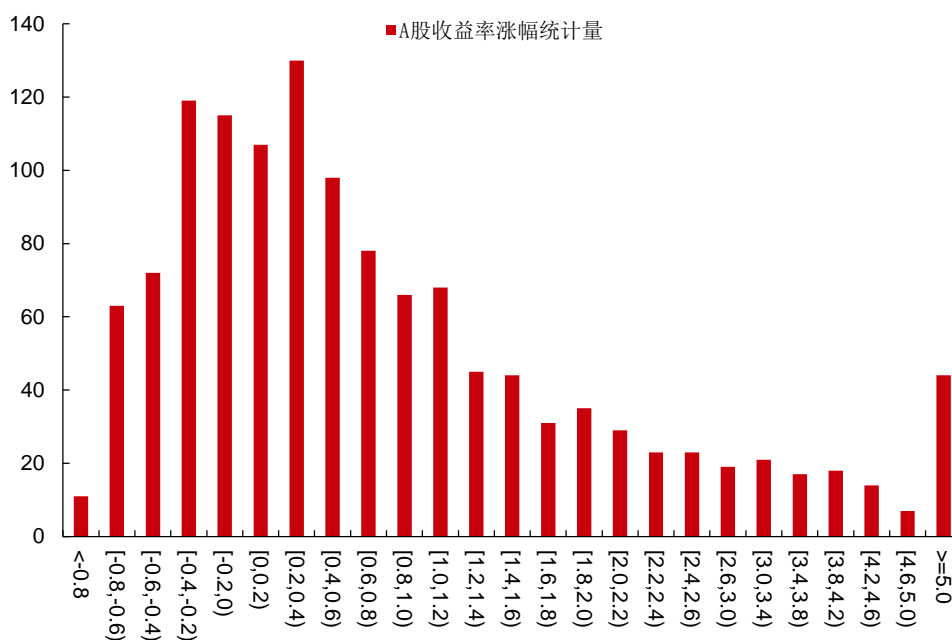
图表目录

图 1: 2005 年 12 月 31 日前上市全体 A 股收益率涨幅统计	3
图 2: 上证综指、沪深 300 及中证 500 净值走势	4
图 3: 中信一级行业平均增长率 (2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日)	6
图 4: 中信一级行业平均增长率 (2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日)	6
图 5: 市值增长率与上证综指增长率 α 、 β 散点图	8
图 6: 大、中、小盘股对上证综指的贡献度	9
图 7: 五类股票市值平均价格净值走势 (2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日)	10
图 8: 上市公司累计分红总额和同比增长率	12
图 9: 大、中、小盘分红对上证综指的潜在影响	12
图 10: 股票分红对上证综指的总体潜在影响占比	13
表格 1: 上证综指分级靠档表	5
表格 2: 大中小盘股票市值平均增长率 (2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日)	7
表格 3: 大、中、小盘市值增长率与上证综指增长率 α 、 β 估计值	8
表格 4: 小盘股票市值平均增长率 (2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日)	9
表格 5: 上证综指前二十大权重股上市后三年增长率	11
表格 6: 2007 年 10 月 16 日市值最高 20 位股票分红对上证综指点数潜在影响	14

上证综指与上证 A 股增长率的差异

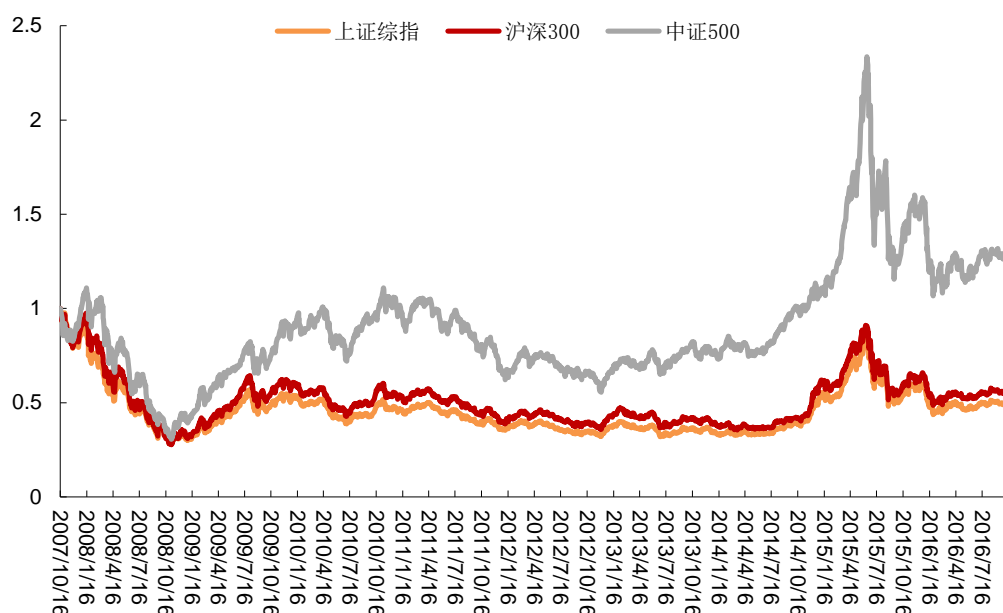
上证综指在 2007 年 10 月 16 日达到历史最高点位 6124.04 点, 至今我们发现当时上市的个股都涨了很多倍, 而上证指数从整体看仍然是下跌的。于是我们统计了 2005 年 12 月 31 日前上市的全市场所有 A 股自 2007 年 10 月 16 日至 2016 年 10 月 14 日的涨幅为 104.89%。同时我们根据这些个股的涨跌幅进行了分类, 结果显示有至少近一半的个股涨幅处于正值区间, 其中涨幅处于 20% 到 40% 之间的个股数量最多为 130 只, 涨幅大于 500% 的个股也有 44 只。从个股来看其实是涨多跌少, 和上证综指的表现有很大差异。

图1： 2005 年 12 月 31 日前上市全体 A 股收益率涨幅统计



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

与沪深 300 和中证 500 对比也可以发现, 我们以当日收盘点位 6092.06 点为基点, 以 2016 年 10 月 14 日收盘点位 3063.81 点为期末点位, 指数的增长率为-49.71%。但是沪深 300 和中证 500 指数的同期涨跌幅分别为-43.75%和 30.87%。因此在上证指数从 6124 点到现在接近十周年之际, 我们开始思考究竟是什么原因导致上证指数会如此之低?

图2： 上证综指、沪深 300 及中证 500 净值走势

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

而这些客观的市场现象和统计数据也促成了我们去完成这篇探索类的研究报告，去研究上证指数与其他指数背离的内在原因。为了分析上证综指，我们选择了 2005 年 12 月 31 日之前在上海证券交易所上市的所有 A 股作为研究样本，并以这些个股在 2007 年 10 月 16 日的收盘价作为基期价格，排除在基期当日停牌的 12 只股票和已经退市的股票后，共计 781 只个股作为研究的基础股票池。

上证综指编制方法

指数编制方法

首先从指数编制出发，我们分析了上证系列指数编制的具体方法和流程，本篇报告的研究内容也以此为参考。

上证综指编制：

$$\text{上证综指收盘价} = \frac{\text{报告期成分股总市值} \times \text{基期指数}}{\text{除数}}$$

其中：总市值 = \sum （股价 \times 个股总股本）。

以 1990 年 12 月 19 日定为基期，基期指数定为 100 点，除数为基期总市值。需要注意的是上证综指与上证系列其他指数计算方法有所不同，以上市公司总股本而不是自由流通股份加权。

同时上证综指采用实时计算方法，在每一交易日集合竞价结束后，用集合竞价产生的股票开盘价计算开盘指数，每秒重新计算一次指数，直至收盘。其中各样本股的计算价位 X：若当日没有成交，则 X=开盘参考价；若当日有成交，则 X=最新成交价。

指数修正方法

为保证指数的连续性，当样本股名单发生变化或样本股的股本结构发生变化或样本股的市值出现非交易因素的变动时，上证综指根据样本股股本维护规则，采用“除数修正法”修正原除数。

$$\frac{\text{修正前调整市值}}{\text{原除数}} = \frac{\text{修正后调整市值}}{\text{新除数}}$$

其中：修正后的调整市值=修正前的调整市值+新增（减）调整市值。

由此公式得出新除数，并据此计算以后的指数。

需要修正的情况：

1. 除权：凡有样本股送股、配股、拆股或缩股时，在样本股的除权基准日前修正指数，按照新的股本与价格计算样本股调整市值；修正后调整市值=除权报价×除权后的调整股本数+修正前调整市值（不含除权股票）；

注：凡有样本股除息（分红派息），指数不予修正，任其自然回落；

2. 当样本股股本发生由其他公司事件（如增发、债转股、权证行权等）引起的股本变动累计达到 5% 以上时，在股本变动日前修正指数。修正后调整市值 = 收盘价×变动后的调整股本数；
3. 当样本股股本发生由其他公司事件引起的股本变动累计未达到 5% 时，对其进行定期调整，在定期调整生效日前修正指数。定期调生效日分别为每年 6 月和 12 月的第二个星期五收盘后的下一交易日。
4. 对于上证综指，凡有新发行成分股上市，均在上市后的第十一个交易日开始计入上证综合指数。

分级靠档原则

在计算上证系列指数时，采用分级靠档原则，即根据自由流通股本所占 A 股总股本的比例赋予总股本一定的加权比例，以确保计算指数的股本保持相对稳定。

自由流通比例=自由流通量/A 股总股本

调整股本数=A 股总股本×加权比例

上证系列指数加权比例按照下表确定：

表格1： 上证综指分级靠档表

自由流通比例									
(%)	≤15	(15, 20]	(20,30]	(30,40]	(40,50]	(50,60]	(60,70]	(70,80]	>80
加权比例 (%)	上调至最接近的整数值	20	30	40	50	60	70	80	100

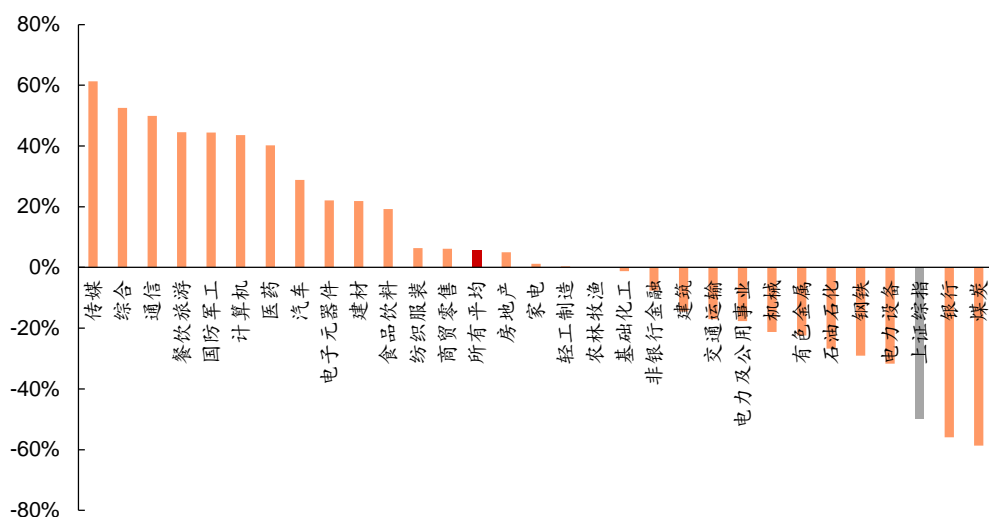
资料来源：中证指数有限公司网站，华泰证券研究所

分行业增长率测算

简单平均增长率测算

我们根据中信一级行业分类标准测算了股票池中 781 只个股股价在过去九年的行业平均增长率，并与上证综指的增长率比较，结果如下：

图3： 中信一级行业平均增长率（2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日）



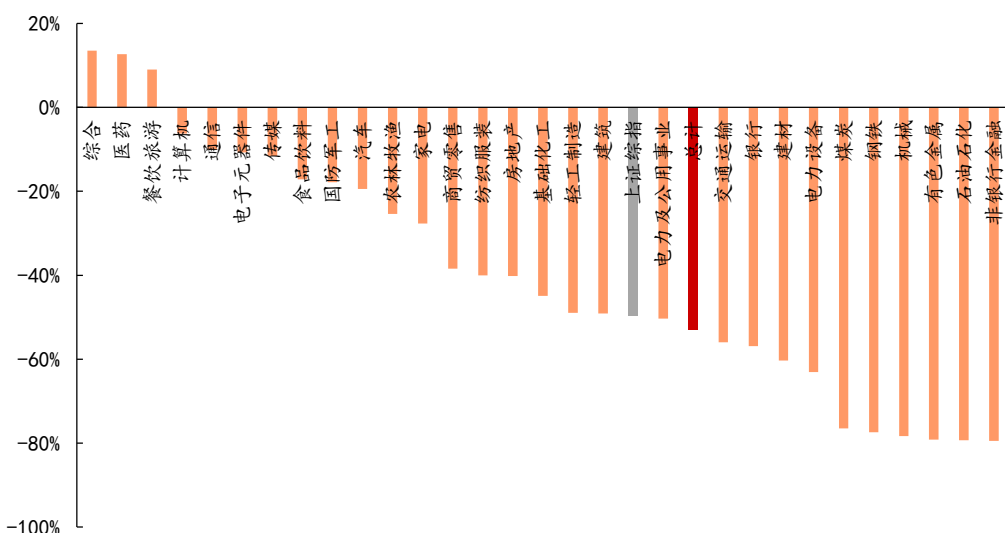
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

由上图可以看出传媒、综合、通信三类行业涨幅居前，银行、煤炭两类行业涨幅排在最末，而上证综指的增长率排在倒数第三位。同时还有一个有意思的现象是，过去十年成长类行业例如传媒、通信的涨幅大于消费类行业例如食品饮料、纺织服装，也大于周期类行业的钢铁、煤炭行业。

市值平均增长率测算

由于上证综指是对上交所各支股票的市值加权平均价格，我们对各类行业做市值平均增长率测算，并与上证综指涨幅比较。行业市值平均增长率的测算方法为：将期初的行业市值与行业总股本作比，得到期初行业内市值平均价格；将期末的行业市值与行业总股本作比，得到期末行业内市值平均价格。利用期初与期末的市值平均价格计算增长率。测算结果如下：

图4： 中信一级行业平均增长率（2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

由上图上证综指增长率-49.71%与总计增长率-52.99%相差约 3 个百分点，可以认为上证综指较为真实地反映出各行业股票汇总后的市值平均增长率。

大小盘股增长率差异测算

历史大小盘增长率

由于股票池中的 781 只个股的市值分布也服从正态分布，即中市值的个股最多，其次是大盘股和小盘股。因此我们对股票池中市值排在前 100 位的股票分类为大盘股组合，市值排在倒数 200 位的股票分类为小盘股组合，市值排在 101 位到 581 位的股票作为中盘股组合。

我们对大盘股、中盘股和小盘股组合的涨幅分别进行测算。测算具体方法为：将期初市值排在前 100 位、101 位到 581 位、最末 200 位的三类股票分别计算市值平均价格，将期末市值排在前 100 位、101 位到 581 位、最末 200 位的三类股票分别计算市值平均价格，利用期初与期末的市值平均价格计算大中小盘股的增长率。

结果如下：

表格2：大中小盘股票市值平均增长率（2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日）

A 股类别	2007/10/16 市值平均价格	2016/10/14 市值平均价格	增长率
大盘股	27.22	10.64	-60.90%
中盘股	15.33	9.87	-35.60%
小盘股	9.61	10.44	8.67%
上证综指	6092.06	3063.81	-49.71%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

通过计算历史增长率，发现上证综指九年间的下跌未能体现小盘股的增长，并推断小盘股样本中存在更好的投资机会。也说明指数编制过程中大小市值的差异可能是上证指数如此之低的重要原因。

成分股对于上证综指的贡献

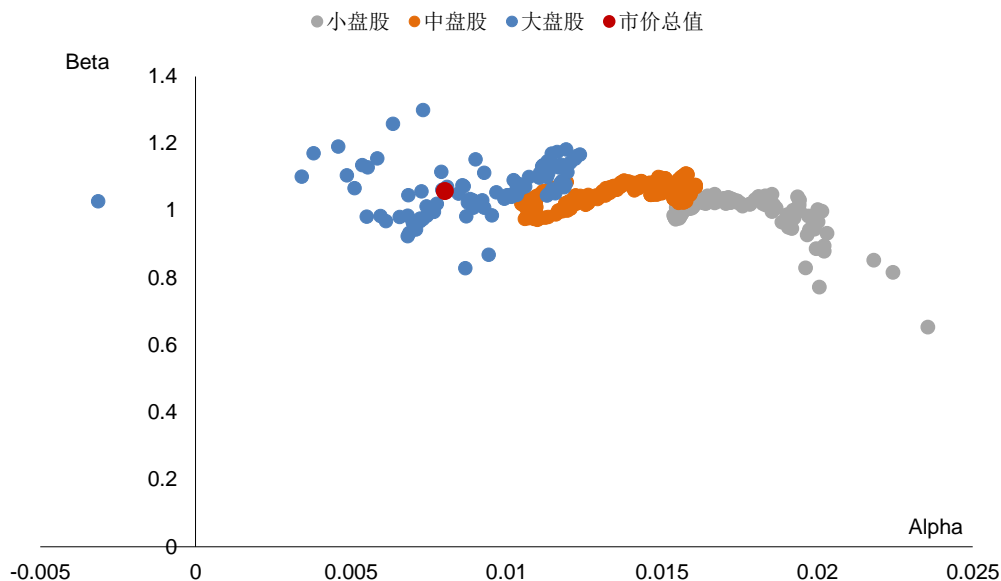
通过计算中信一级行业分类标准测算了 781 只个股股价在过去九年的行业平均增长率，并与上证综指的增长率比较，发现各行业涨幅明显高于上证综指，我们认为上证综指没有完全反映 A 股增长的原因在于大小盘对其影响。

依据上证综指的编制方法，大中小盘的调整股本数的市值占比是影响上证综指涨跌的主要因素之一。

我们采用回归分析，利用 2007 年 10 月 31 日-2016 年 10 月 14 日的 109 个月数据，测算大、中、小盘股对上证综指的贡献度。由于个股市值变动，大、中、小盘股票组合也根据市值在滚动更新，利用个股市值月度收益率和上证综指的月度收益率作归因分析无法测算大、中、小盘股对上证综指贡献度，所以我们将每个月 781 只股票市值进行排位，分别利用每个月第 i 位市值月度收益率和上证综指的月度收益率作归因分析，来估计不同市值的 α 、 β ，再将总市值的月度增长率和上证综指的月度增长率作回归，来估计总市值的 α_0 、 β_0 。具体方式如下：

$$E(R_i)_t = \alpha + \beta[E(R_m)_t]$$

其中：个股总市值=个股股本数*收盘价； $E(R_i)_t$ 为第 i 位市值在 t 时间的月度增长率； $E(R_m)_t$ 为上证综指在 t 时间的月度增长率； α 、 β 为估计系数。

图5： 市值增长率与上证综指增长率 α 、 β 散点图

资料来源：Wind，华泰证券研究所

同理，我们分别对大、中、小盘三类股票总市值月度增长率和上证综指的月度收益率作归因分析，来估计大、中、小盘三类股票的 α 、 β 。

表格3： 大、中、小盘市值增长率与上证综指增长率 α 、 β 估计值

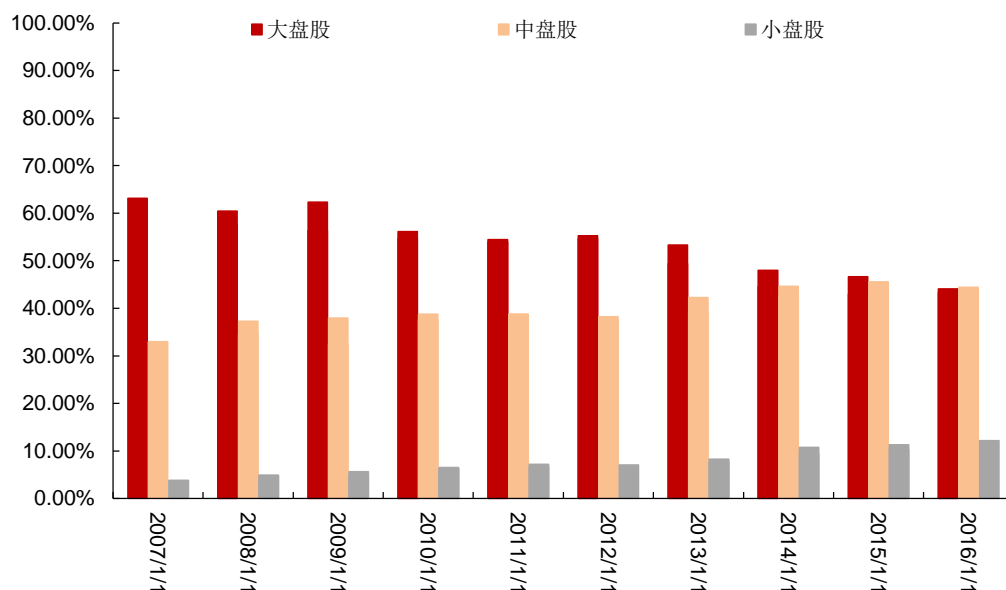
A 股类别	Alpha	Beta	R ²	P
大盘股	0.0050	1.0580	0.9649	0.0003
中盘股	0.0135	1.0524	0.7808	0.0023
小盘股	0.0164	1.0112	0.6592	0.0039
市价总值	0.0080	1.0580	0.9507	0.0004

资料来源：Wind，华泰证券研究所

上图的散点图说明大盘股主要分布在高贝塔低阿尔法的区域，集中于总市值 α_0 、 β_0 周围，小盘股分布在高阿尔法低贝塔的区域，远离于总市值 α_0 、 β_0 ，因此从阿尔法和贝塔市值分布来看，大中盘股的大市值因子对于市场收益的贡献更大。

从表格3来看，市价总值和上证综指的拟合效果比较好，相关度比较高，所以个股市值变化对上证综指的增长率影响较大，其次，相对来看大盘股总市值和上证综指的拟合效果比中小盘股市值较好。

同时市价总值是上证综指的主要影响因子，所以我们利用股票池中市值占比测算大、中、小盘股对上证综指的贡献度。

图6：大、中、小盘股对上证综指的贡献度

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从结果看，大盘股对上证综指的贡献度平均为 52.72%，中盘股平均为 39.51%，小盘股平均为 7.77%，尽管中盘股和小盘股市值占比在增大，大盘股市值占比在减小，但大盘股与中盘股对上证综指贡献度要高于小盘股。

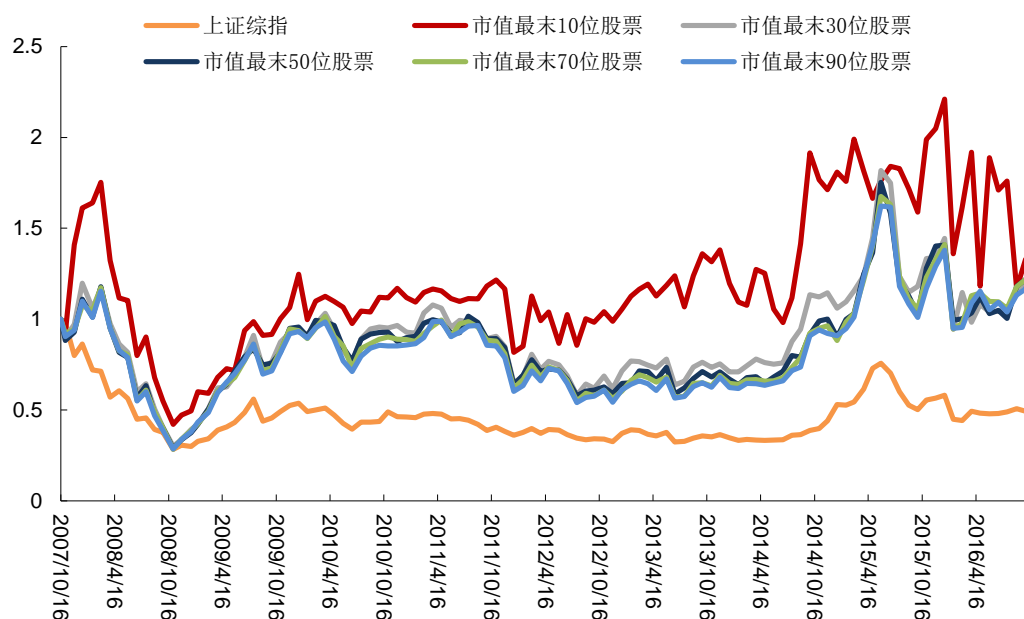
与此同时，我们分别对小盘股涨幅进行测算，具体方法：取期初总市值排在最末 10、30、50、70、90 位的五类股票分别计算市值平均价格，取期末总市值排在最末 10、30、50、70、90 位的五类股票分别计算市值平均价格，利用期初与期末的市值平均价格计算五类股票的增长率。其中：市值平均价格=总市值/总股本。

表格4：小盘股票市值平均增长率（2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日）

A 股类别	2007/10/16 市值平均价格	2016/10/14 市值平均价格	增长率
市值最末 10 位股票	6.60	8.38	27.01%
市值最末 30 位股票	9.04	11.51	27.34%
市值最末 50 位股票	9.37	11.60	23.84%
市值最末 70 位股票	9.43	11.77	24.76%
市值最末 90 位股票	9.56	11.76	22.95%
上证综指	6092.06	3063.81	-49.71%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们自 2007 年 10 月 16 日起，分别等权买入市值最末 10、30、50、70、90 位的五类股票，每月进行仓位调整，配置当月市值最末 10、30、50、70、90 位的五类股票，最后得到这五类股票市值平均价格的净值走势并与同期上证综指进行了对比。

图7： 五类股票市值平均价格净值走势（2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日）

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

从结果看，市值最末 10、30、50、70、90 位的五类股票净值从 1 分别上升到 1.2701、1.2734、1.2384、1.2476、1.2295，增长率均在 20% 以上，而上证综指净值从 1 下降到 0.5029，增长率为 -49.71%，可以看出小盘股市值占比较小，使得小盘股市值平均价格上涨没有体现到上证综指的下跌之中。

新上市股票对大盘指数的拉低效应

我们认为大盘综指没有完全反映 A 股增长的原因除了大小盘因素之外，还在于新上市股票对于大盘有拉低效应。根据上证综指的编制方法，新发行股票于上市第十一个交易日开始计入上证综合指数。而新股普遍存在以首日收盘价为起点，长期收益（一般为 3 年）往往低于市场大盘的现象，低于市场平均收益率的新股收益率会拉低指数的收益水平，特别是市值高的大盘股票。

我们选择当前上证综指的前二十大权重股，测算其上市三年后的股价增长率，将其与三年间上证综指的增长率比较，发现 20 只股票中，有 16 只股票的股价增长率低于大盘增长率。由于这些大盘股市值高、权重大，上市后股价表现总体上弱于市场平均水平的情况，对于大盘的拉低作用是明显的。

并且可以发现上证综指的前 20 大权重股当中，包括中国石油、农业银行、中国中车、中国建筑和中国太保是在 2007 年 10 月 16 日之后上市的。他们中大多数对于指数涨幅的拉低效应也不容忽略。

表格5： 上证综指前二十大权重股上市后三年增长率

名称	上市日期	计入上证综指		上市三年后日期	上市三年后收盘价	权重股增长率	上市三年后上证综指	上证综指增长率
		首日收盘价	该日上证综指					
工商银行	2006/10/27	3.46	1,883.35	2009/10/27	5.09	47.11%	3,021.46	60.43%
中国石油	2007/11/5	38.07	5,269.82	2010/11/5	11.99	-68.51%	3,129.50	-40.61%
农业银行	2010/7/15	2.83	2,648.12	2013/7/15	2.52	-10.95%	2,059.39	-22.23%
中国银行	2006/7/5	3.50	1,645.16	2009/7/5	4.63	32.29%	3,088.37	87.72%
中国石化	2001/8/8	4.14	1,903.45	2004/8/7	4.66	12.56%	1,390.46	-26.95%
中国人寿	2007/1/9	44.03	2,949.14	2010/1/8	29.92	-32.05%	3,196.00	8.37%
贵州茅台	2001/8/27	36.70	1,856.53	2004/8/26	29.53	-19.54%	1,334.42	-28.12%
招商银行	2002/4/9	10.00	1,624.55	2005/4/8	9.25	-7.50%	1,248.52	-23.15%
中国平安	2007/3/1	44.96	2,951.70	2010/2/28	45.02	0.13%	3,051.94	3.40%
浦发银行	1999/11/10	26.43	1,454.58	2002/11/9	11.00	-58.38%	1,522.19	4.65%
兴业银行	2007/2/5	26.79	3,040.60	2010/2/4	33.56	25.27%	2,995.31	-1.49%
长江电力	2003/11/18	7.00	1,435.31	2006/11/17	7.60	8.57%	1,971.79	37.38%
民生银行	2000/12/19	17.30	2,123.90	2003/12/19	9.46	-45.32%	1,446.29	-31.90%
中国神华	2007/10/9	80.05	5,773.39	2010/10/8	25.80	-67.77%	2,738.74	-52.56%
上汽集团	1997/11/25	13.49	1,148.17	2000/11/24	11.88	-11.93%	2,053.37	78.84%
交通银行	2007/5/15	13.55	4,334.92	2010/5/14	6.87	-49.30%	2,696.63	-37.79%
中国中车	2008/8/18	3.44	2,325.14	2011/8/18	5.21	51.45%	2,559.47	10.08%
中信银行	2007/4/27	10.81	4,030.26	2010/4/26	6.10	-43.57%	2,969.50	-26.32%
中国建筑	2009/7/29	6.20	3,112.72	2012/7/28	3.14	-49.35%	2,128.77	-31.61%
中国太保	2007/12/25	49.19	5,456.54	2010/12/24	22.99	-53.26%	2,835.16	-48.04%

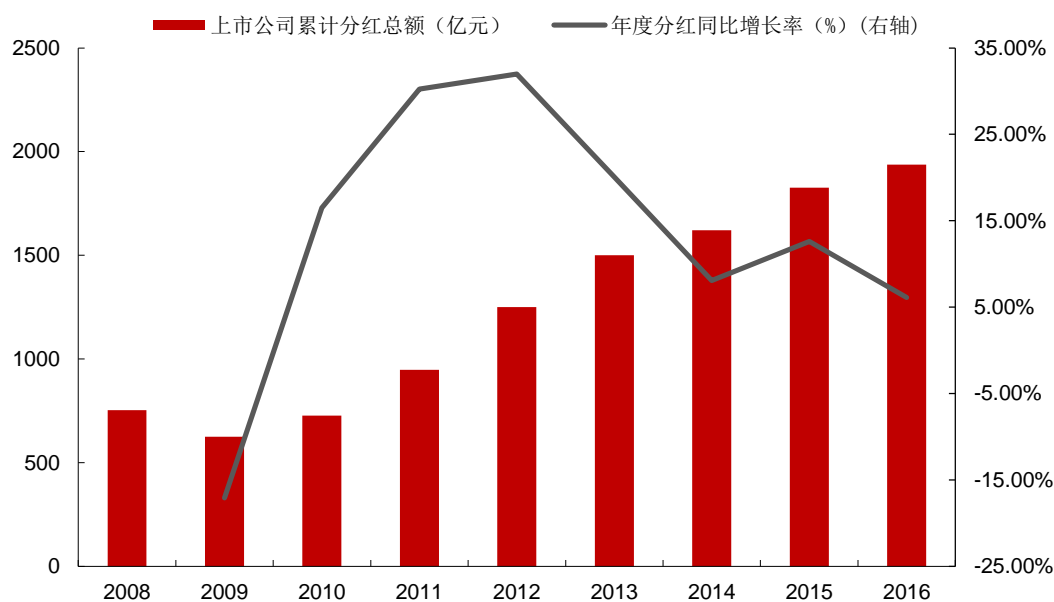
资料来源：Wind，华泰证券研究所

指数分红对上证综指的影响

根据上证综指的编制方法，凡有样本股除息(分红派息)，指数不予修正，任其自然回落，所以我们预期分红也将对上证综指的收益率产生一定的影响。

我们的 781 只股票池中累计分红金额，从 2008 年的 752.82 亿元，增长到 2015 年的 1825.42 亿元，增长率 142.69%，除 2009 年累计分红金额下降 17.08%，其他年份累计分红金额增长率均大于 0，最高为 2012 年 31.97%，并且截至 2016 年 10 月 14 日，2016 年累计分红金额已经达到 1937.03 亿元，较 2008 年增长了 157.53%。

随着股票池中累计分红金额不断上涨，其对上证综指涨跌的影响也会增大。

图8： 上市公司累计分红总额和同比增长率

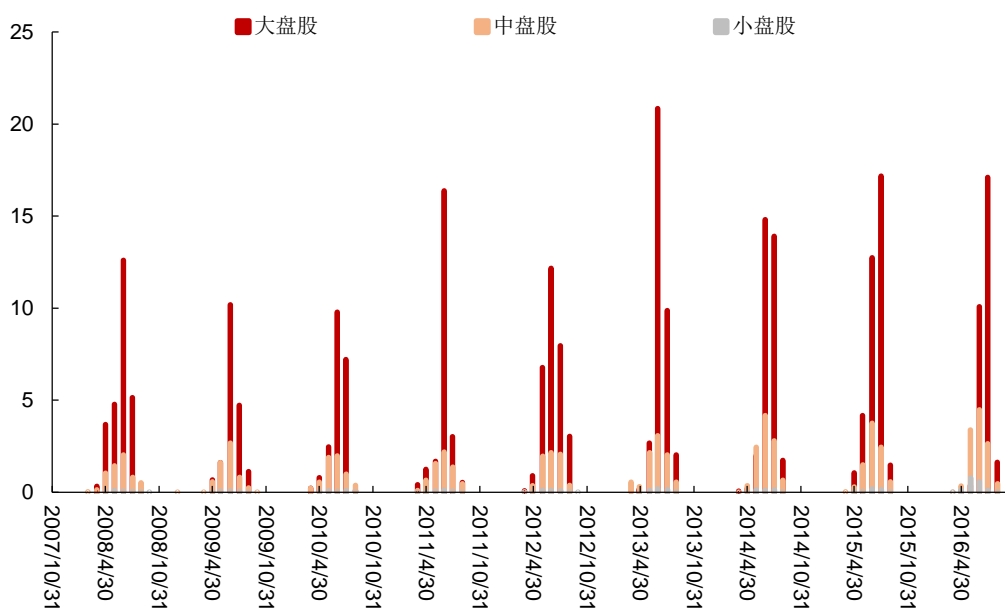
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

我们估算个股对分红对上证综指影响时，认为分红时的个股总市值占比和上证综指与上个月最后一个交易日点数相同。因此计算个股分红对上证综指影响方法为：

$$\text{个股分红对上证综指影响} = \text{当前指数的点位} \times \text{个股派息率} \times \text{个股市值占总市值比重}$$

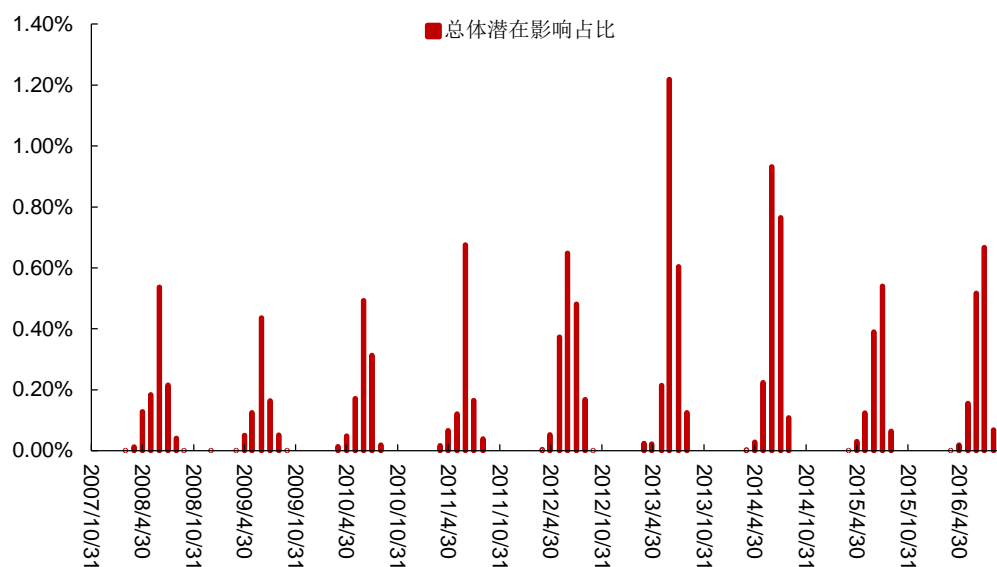
按照分红月度把所有个股影响加总，近似可以看做该月分红对上证综指的潜在影响。

我们对 2007 年 10 月 16 日-2016 年 10 月 14 日每个月大、中、小盘分红对上证综指的潜在影响进行计算，下图分别是大、中、小盘分红对上证综指的潜在影响。

图9： 大、中、小盘分红对上证综指的潜在影响

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图10： 股票分红对上证综指的总体潜在影响占比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

结果显示，大盘股累计分红对上证综指的潜在影响最高，其次是中盘股，小盘股累计分红对上证综指的潜在影响最低。4月-9月是上市公司分红的主要时间段，这一时间段内，上证综指的涨跌会受到个股分红派息的影响，但是个股累计分红对上证综指的潜在影响较小，仅为0.01%-1.22%之间。

我们选择 2007 年 10 月 16 日股票池中市值占比最大前 20 位股票，并追踪其 2008 年-2016 年分红对上证综指的潜在影响。由于这些股票市值高、权重大，所以每年分红派息金额多，对上证综指的潜在影响是明显的。

表格6： 2007 年 10 月 16 日市值最高 20 位股票分红对上证综指点数潜在影响

名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
中国石化	4.06	2.95	3.18	3.33	5.06	6.55	4.52	3.06	1.59
招商银行	1.63	0.70	1.47	1.85	2.67	3.82	4.02	3.99	3.79
宝钢股份	2.40	1.19	1.15	1.55	1.03	0.64	0.42	0.70	0.22
中信证券	1.33	1.25	1.66	1.47	1.41	0.90	0.42	0.80	1.30
中国联通	0.58	0.52	0.38	0.16	0.21	0.23	0.30	0.34	0.27
民生银行	0.38	0.55	0.43	0.79	2.51	1.19	0.88	0.95	1.28
浦发银行	0.36	0.69	0.58	0.88	1.65	2.88	3.17	3.24	2.21
江西铜业	0.37	0.09	0.10	0.20	0.52	0.48	0.44	0.16	0.07
上汽集团	0.56	0.06	0.14	0.54	0.99	1.84	3.40	3.38	3.27
华能国际	1.47	0.44	0.82	0.83	0.21	0.82	1.37	1.29	1.56
长江电力	1.11	0.73	1.98	1.25	1.25	1.52	1.19	1.44	1.92
海通证券	0.32	0.31	0.55	0.36	0.43	0.32	0.30	0.68	1.13
中国船舶	0.27	0.25	0.17	0.19	0.12	0.00	0.00	0.00	0.01
贵州茅台	0.32	0.40	0.36	0.70	1.24	1.87	1.29	1.30	1.69
武钢股份	1.21	0.65	0.26	0.30	0.15	0.03	0.05	0.12	0.00
上海石化	0.26	0.00	0.07	0.21	0.11	0.00	0.14	0.00	0.24
中海发展	0.69	0.39	0.11	0.17	0.10	0.00	0.00	0.03	0.09
海螺水泥	0.00	0.20	0.41	0.47	0.55	0.37	0.48	0.79	0.50
兖州煤业	0.33	0.72	0.40	0.86	0.84	0.50	0.03	0.02	0.01
南方航空	0.00	0.00	0.00	0.00	0.59	0.14	0.10	0.09	0.17

资料来源：Wind，华泰证券研究所

结论

本篇报告从市值因子差异对上证指数影响、新上市股票对大盘指数的拉低效应以及上证指数分红等方面阐述了自 2007 年最高的 6124 点以来上证综指与上证 A 股增长率产生增长率差异的原因。

2007 年 10 月 16 日至今，上证综指九年间下跌了将近 50%，该下跌比例扭曲了小盘股的平稳增长。小盘股由于市值小，其涨幅未能充分反应在上证综指当中。大盘股调整市值增长率与上证综指增长率拟合效果好于中盘股和小盘股，表明大盘股调整市值对上证综指的增长率贡献度高于中小盘股，大盘股市值平均价格的负增长拉低了上证综指的增长率。股票分红对上证综指涨跌也有一定潜在影响，其中，大盘股分红对上证综指潜在影响高于中盘股和小盘股对上证综指潜在影响，但整体潜在影响最高仅为当月上证综指收盘价的 1.22%，潜在影响较低。

华泰探索市场系列报告作为对于 A 股市场现象的深度思考和观察总结，后续计划还会推出一系列报告。这个系列报告的立足点是尊重 A 股市场规律，客观全面的分析市场现象，同时不仅仅是对市场，也希望通过对市场中的参与者包括上市公司、投资者等进行全面细致的思考和研究，进而形成确实可行的投资逻辑和投资策略。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

©版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com