



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 股指期货专题 2023-12-01

指数成分股调整影响及策略

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

事件摘要

11 月 24 日, 上海证券交易所、中证指数有限公司官网公告显示, 将调整多个指数样本, 调整方案于 12 月 8 日收市后正式生效。

核心观点

■ 事件分析

此次指数调仓, 上证 50 指数样本更换比例为 10%, 调整后流通市值提升 6.4%, 占沪市流通总市值的比重增加 2.3%, 进一步凸显上证 50 指数的大盘龙头特征。指数的科创属性增强, 科创板权重较年初增加 5 倍。风格和行业方面, 指数中成长、金融风格占比提升, 调整后不含钢铁行业个股, 电子、军工比重增加, 显示出新兴产业的龙头企业进入市场前列, 加强对市场的影响力。盈利方面, 上证 50 指数的盈利较调整前有较大幅度提升, 三季度归母净利润增加 13%, 占沪市净利润的 46%。

沪深 300 指数本次样本更换比例不足 5%, 占沪深两市流通总市值的比重达 52%, 能更好代表两市股票的整体表现。由于样本调整数量较少, 指数的行业构成变化不大, 但风格权重分布变化显著, 其中成长风格占比下降 5.4%, 消费风格市值比重提升 4.4%。调整后沪深 300 指数前三季度净利润相比调整前增加 3.5%, 占两市净利润总额的 78.8%, 估值仍为四大指数中的最低水平。

中证 500 指数的流通市值覆盖率保持在 15%, 调整后风格变化较小, 各风格变动幅度不超过 1%。行业方面, 新能源概念加强, 电力设备个股数量和市值占比增幅最大, 有色金属、通信行业的市值占比下降。调样前后盈利和估值水平变化较小。

中证 1000 指数调样后市值占两市总市值的 14%, 延续小盘股特性。风格变动与沪深 300 指数正好相反, 中证 1000 指数的成长风格权重上升 1.5%, 消费风格占比减少 1.3%。指数中 TMT 板块个股数量增加 14 个, 权重明显提升, 其中计算机行业的成分股数量增加最多, 电子行业市值增加 0.8%, 对应医药生物行业的个股数量和市值占比下降。中证 1000 指数前三个季度的归母净利润水平较调整之前增加 5.9%, 体现出新兴行业的盈利水平提升, 同时估值下滑 6%, 具备长期投资价值。

■ 策略

成分股纳入指数的路径各有不同, 不同的纳入路径后续表现差异明显。被纳入后表现最优的成分股纳入路径为: 全 A→中证 500→沪深 300→上证 50; 被纳入后表现最差成分股纳入路径为: 全 A→沪深 300、全 A→上证 50。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

以上证 50 为例，本次新纳入的股票有中国船舶（600150）、中国太保（601601）、中国银行（601988）、海光信息（688041）、中芯国际（688981）。其中，海光信息从全 A 直接被纳入上证 50，而其他四支则从沪深 300 被纳入上证 50。相对历史历次调整成分股，本次稳健型纳入偏多，跨越式纳入偏少，预期将对指数产生正面贡献。

目录

事件摘要 1

核心观点 1

调整概况：指数市值增长 5

风格与行业：指数的科创属性增强 5

盈利与估值：指数的净利润水平提升 10

基于成分股迭代的策略建议 11

图表

图 1: 上证 50 指数成分股按上市板块数量分布 单位: 个	6
图 2: 沪深 300 指数成分股按上市板块数量分布 单位: 个	6
图 3: 中证 500 指数成分股按上市板块数量分布 单位: 个	6
图 4: 中证 1000 指数成分股按上市板块数量分布 单位: 个	6
图 5: 上证 50 指数成分股按风格市值分布 单位: %	7
图 6: 上证 50 指数成分股按风格数量分布 单位: 个	7
图 7: 沪深 300 指数成分股按风格市值分布 单位: %	7
图 8: 沪深 300 指数成分股按风格数量分布 单位: 个	7
图 9: 中证 500 指数成分股按风格市值分布 单位: %	7
图 10: 中证 500 指数成分股按风格数量分布 单位: 个	7
图 11: 中证 1000 指数成分股按风格市值分布 单位: %	8
图 12: 中证 1000 指数成分股按风格数量分布 单位: 个	8
图 13: 上证 50 指数成分股按行业市值分布 单位: %	8
图 14: 上证 50 指数成分股按行业数量分布 单位: 个	8
图 15: 沪深 300 指数成分股按行业市值分布 单位: %	9
图 16: 沪深 300 指数成分股按行业数量分布 单位: 个	9
图 17: 中证 500 指数成分股按行业市值分布 单位: %	9
图 18: 中证 500 指数成分股按行业数量分布 单位: 个	9
图 19: 中证 1000 指数成分股按行业市值分布 单位: %	9
图 20: 中证 1000 指数成分股按行业数量分布 单位: 个	9
图 21: 纳入/剔除的实现路径导致后续表现差异明显 单位: 无	11
图 22: 全 A 直接纳入 300 后续表现较差 单位: 无	12
图 23: 从不同路径被纳入与剔除的股票表现 单位: %	13
图 24: 策略在不同时间维度下的累计收益 单位: %	13
表 1: 四大指数调样前后流通市值及市值覆盖率变化	5
表 2: 2023 年 Q1-Q3 四大指数归母净利润	10
表 3: 四大指数市盈率	10
表 4: 上证 50 成分股持仓建议	13
表 5: 沪深 300 成分股持仓建议	13

调整概况：指数市值增长

11月24日，上海证券交易所、中证指数有限公司官网公告显示，将对多个指数样本进行年终调整，调整方案于12月8日收市后正式生效。

沪深300指数调整比例较低。从样本股的调整个数来看，上证50指数样本更换数量为5只，沪深300指数更换14只，中证500指数更换50只，中证1000指数更换100只。其中沪深300指数的更换比例最低，仅为4.7%，其他三大指数的更换比例均为10%。

调整后指数的流通市值均增加。从市值来看，截至11月24日收盘，四大指数调整后市值及市值覆盖率均有不同程度上升。调整后上证50指数的流通市值增长最为明显（+6.4%），占沪市流通总市值的比重升至37.5%，大盘龙头特征进一步凸显；沪深300指数的流通市值仍为四大指数中最大，占沪深两市流通总市值的比重过半，能较好体现两市股票的整体表现；中证500指数、中证1000指数的流通市值变动最小，分别维持在10.5万亿、9.6万亿附近，增幅不足0.6%。

表1：四大指数调样前后流通市值及市值覆盖率变化

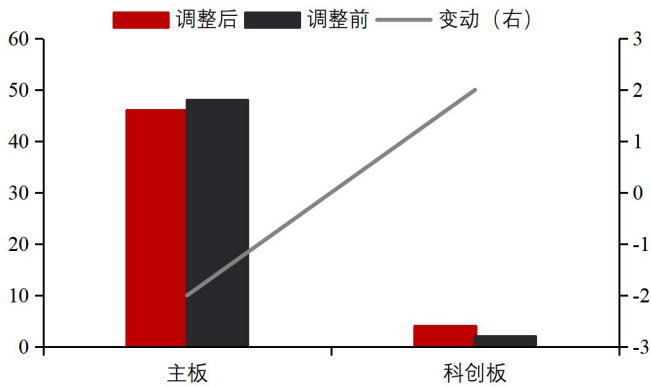
	流动市值（亿元）			流通市值覆盖率（%）		
	调整后	调整前	变动	调整后	调整前	变动
上证50指数	159,125.14	149,535.35	6.41%	37.49%	35.23%	2.26%
沪深300指数	360,765.08	357,507.53	0.91%	52.41%	51.93%	0.48%
中证500指数	105,583.03	105,429.06	0.15%	15.34%	15.31%	0.03%
中证1000指数	96,334.96	95,828.25	0.53%	13.99%	13.92%	0.07%

资料来源：iFind 华泰期货研究所

风格与行业：指数的科创属性增强

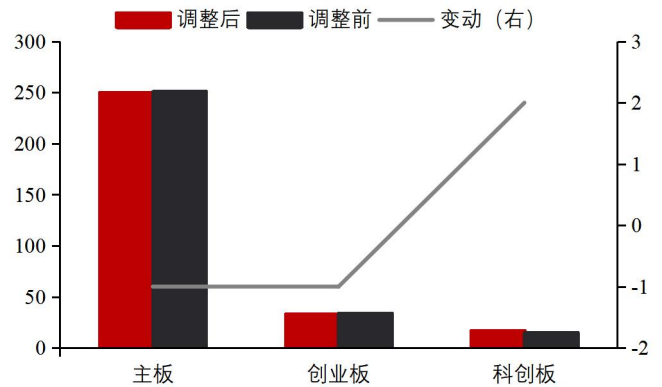
科创属性提升。从上市板块来看，四大指数的成分股依旧主要分布在主板，不过边际上科创板股票个数和市值占比都保持增加，尤其是上证50指数，科创板个股数量由年初的1只增加到4只，流通市值占比从0.7%提升至4.2%。

图 1：上证 50 指数成分股按上市板块数量分布 | 单位：个



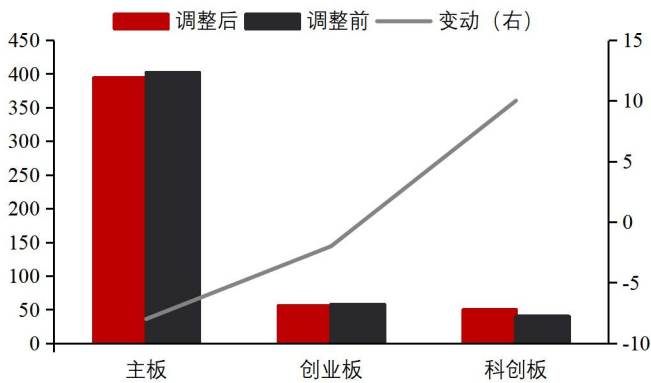
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：沪深 300 指数成分股按上市板块数量分布 | 单位：个



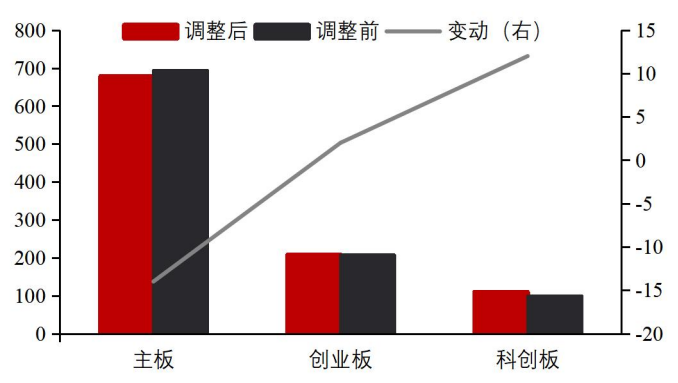
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：中证 500 指数成分股按上市板块数量分布 | 单位：个



数据来源：Wind 华泰期货研究院

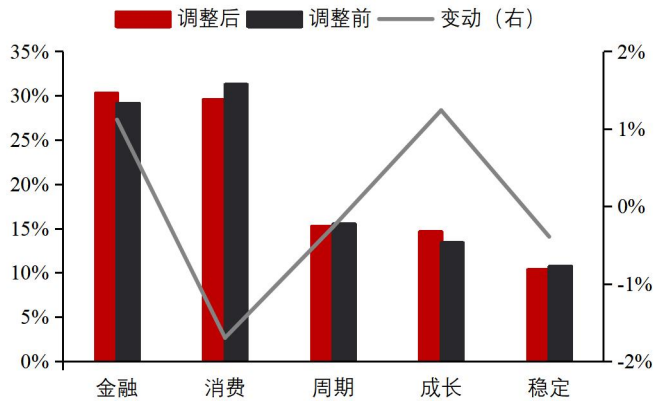
图 4：中证 1000 指数成分股按上市板块数量分布 | 单位：个



数据来源：Wind 华泰期货研究院

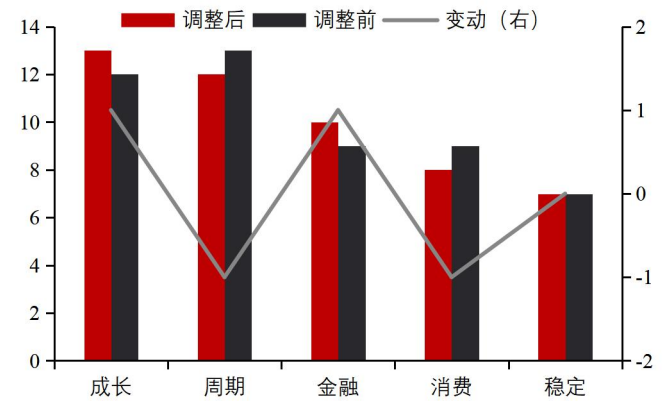
成长风格显现。风格方面，金融和消费仍是上证 50 指数中占比最大的风格，其余三大指数中均是成长风格比重最大。从变化上看，上证 50 指数中成长、金融风格的数量和市值占比均有所加大，尤其是成长风格在上证 50 指数中的比重延续上升态势，消费含量明显下降，而金融风格在历年中调样的削弱后，再度回归；沪深 300 指数的风格权重分布变化较大，其中成长风格占比下降 5.4%，消费风格市值比重提升 4.4%，中证 1000 指数正好相反，成长风格权重上升 1.5%，消费风格占比减少 1.3%；中证 500 指数变动不大，各风格调整幅度不超过 1%。

图 5：上证 50 指数成分股按风格市值分布 | 单位：%



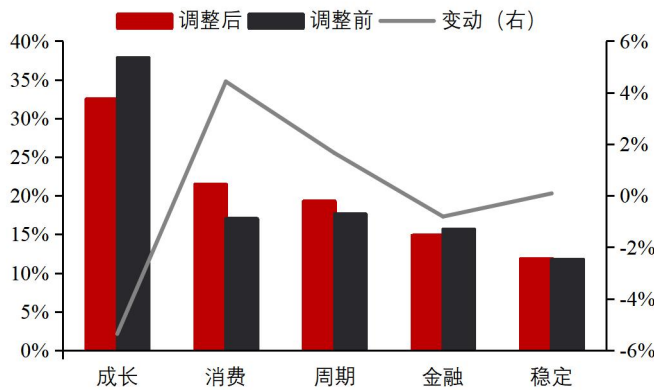
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：上证 50 指数成分股按风格数量分布 | 单位：个



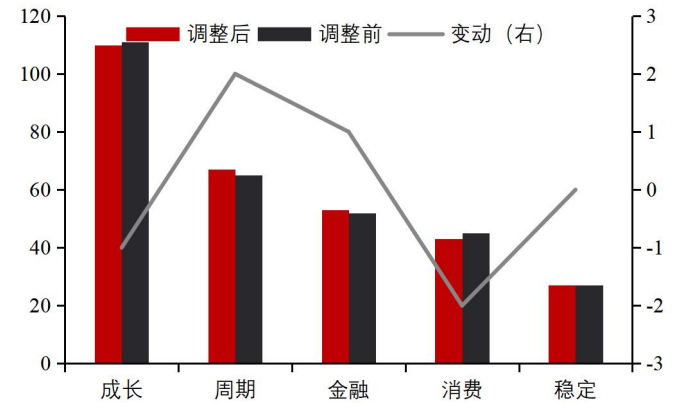
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：沪深 300 指数成分股按风格市值分布 | 单位：%



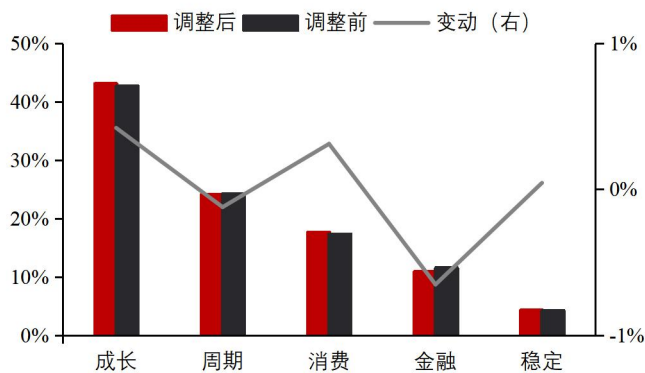
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：沪深 300 指数成分股按风格数量分布 | 单位：个



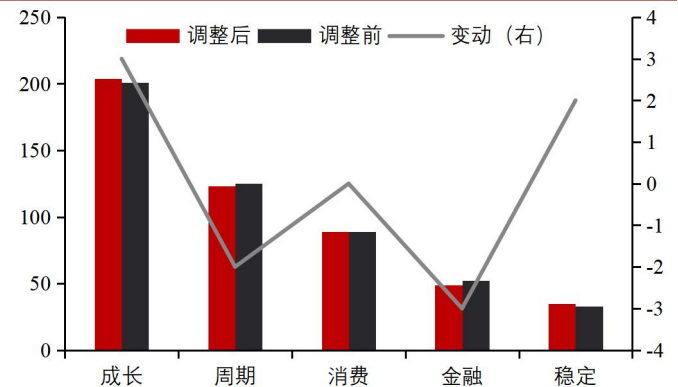
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：中证 500 指数成分股按风格市值分布 | 单位：%



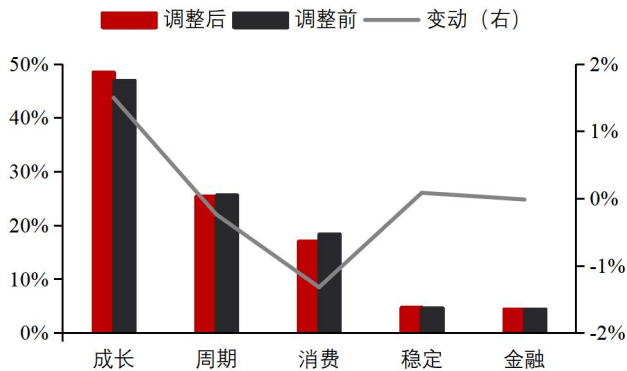
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：中证 500 指数成分股按风格数量分布 | 单位：个



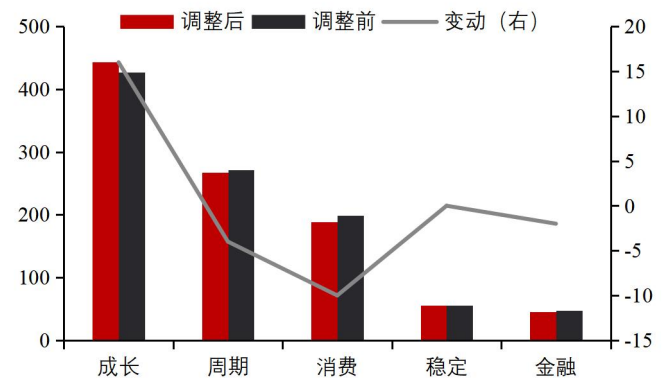
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：中证 1000 指数成分股按风格市值分布 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：中证 1000 指数成分股按风格数量分布 | 单位：个

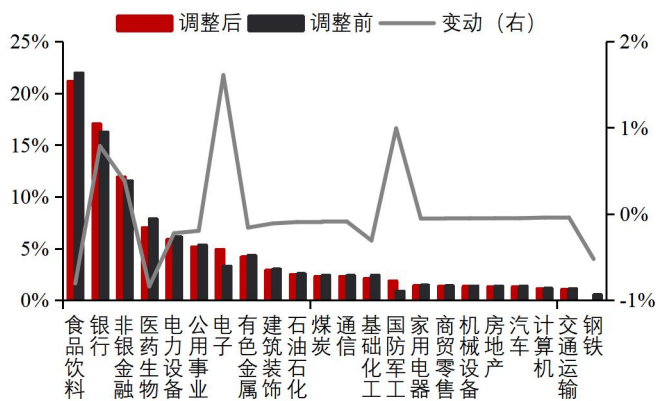


数据来源：Wind 华泰期货研究院

TMT 板块占比增加。行业方面，此次调整后，上证 50 指数中将不含钢铁行业的成分股，电子、军工权重明显提升，分别增加 1.6%和 1.0%，显示出传统行业占比下降，新兴产业比重增加；由于变更样本较少，沪深 300 指数行业变化不大；中证 500 指数中，电力设备行业的个股数量和市值占比增幅最大，钢铁行业个股大幅减少，有色金属、通信行业的市值占比下降；中证 1000 指数里计算机行业的成分股个数增加最多，电子板块市值增加 0.8%，相应的医药生物行业个股数量和市值占比降幅最大。

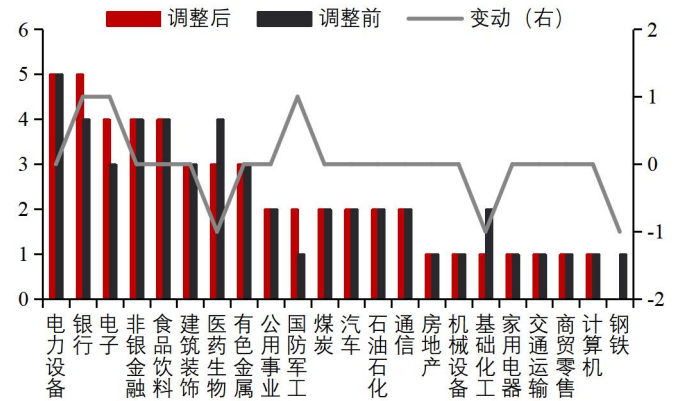
TMT 板块（电子+计算机+传媒+通信）作为市场热点和长期发展的一大主线，我们观察到今年的两次调整中，除沪深 300 指数外，其他指数中该板块的整体数量和市值呈现上涨趋势，此次调整中，三大指数增加该板块样本 1-14 个不等，市值提升 0.75-1.5%，尤其是上证 50 指数，体现出新兴产业的龙头企业进入市场前列，对市场的影响力加大。

图 13：上证 50 指数成分股按行业市值分布 | 单位：%



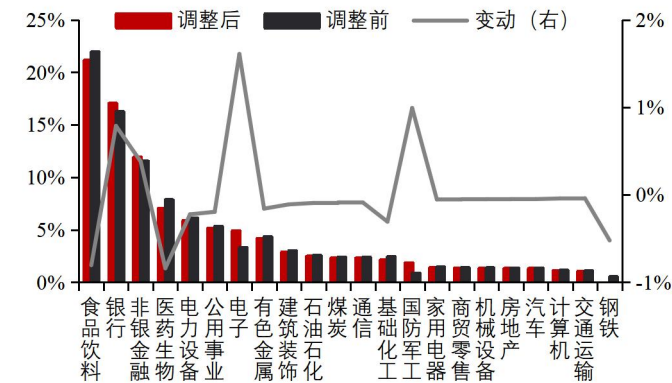
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14：上证 50 指数成分股按行业数量分布 | 单位：个



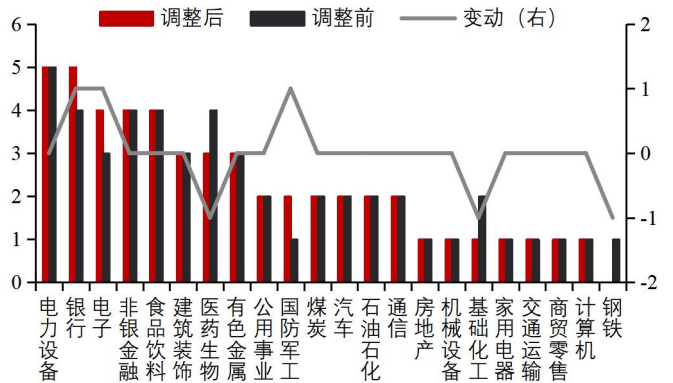
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：沪深 300 指数成分股按行业市值分布 | 单位：%



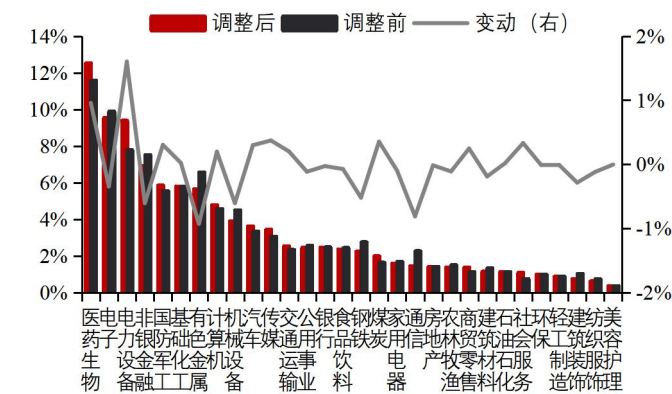
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：沪深 300 指数成分股按行业数量分布 | 单位：个



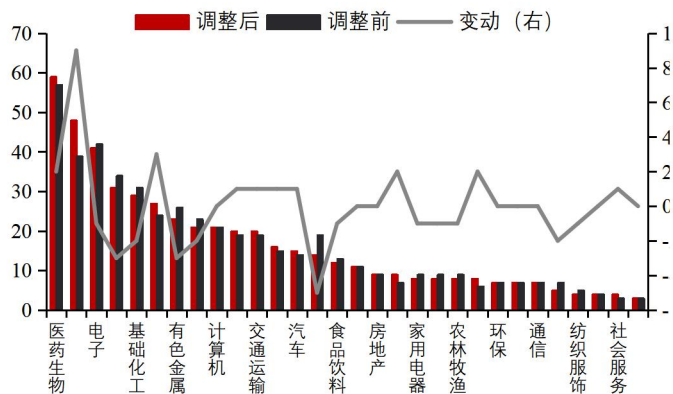
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17：中证 500 指数成分股按行业市值分布 | 单位：%



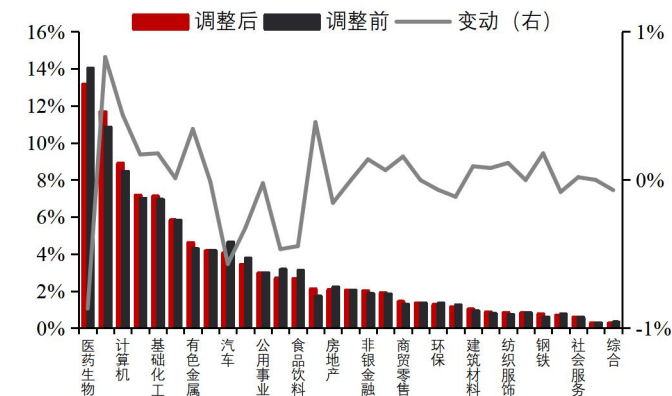
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18：中证 500 指数成分股按行业数量分布 | 单位：个



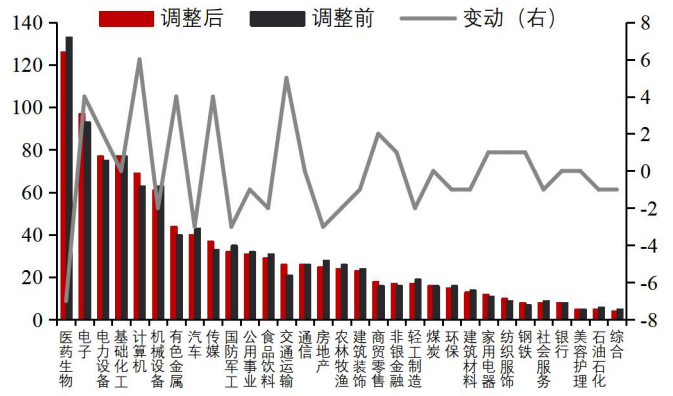
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19：中证 1000 指数成分股按行业市值分布 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20：中证 1000 指数成分股按行业数量分布 | 单位：个



数据来源：Wind 华泰期货研究院

盈利与估值：指数的净利润水平提升

盈利抬升。盈利方面，2023 年第三季度上证 50 指数归属母公司股东的净利润 5187 亿元，Q1-Q3 归母净利润累计达到 1.6 万亿元，较调整前的盈利有较大幅度提升，分别增加 12.9%、13.5%，占沪市盈利的 46%；调整后沪深 300 指数前三季度净利润相比调整前增加 3.5%，占两市净利润总额的 78.8% (+2.6%)；中证 500 指数调样后的第三季度净利润较调样前小幅下降 (-0.1%)，前三季度净利润较调整前增加 1.1%；中证 1000 指数前三个季度的归母净利润水平较调整之前增加 5.9%，体现出新兴行业的盈利水平提升。

估值下降。估值方面，调整后指数的估值水平均有所下降，具备更长远的投资性价比。中证 1000 指数和上证 50 指数估值水平明显下降，分别下滑 5.7%、3.8%，其中上证 50 指数 PE 处在近 10 年数值的 20.6%，相比调样前下降了 15.5%。沪深 300、中证 500 指数的市盈率降幅不足 1%，沪深 300 指数的估值分位数仍是四大指数中最低 (16.7%)。

表 2： 2023 年 Q1-Q3 四大指数归母净利润

	调整后（亿元）	调整前（亿元）	变动
上证 50	16,148.23	14,224.12	13.53%
沪深 300	34,532.99	33,377.77	3.46%
中证 500	4,567.42	4,518.86	1.07%
中证 1000	2,809.01	2,651.56	5.94%

资料来源：Wind 华泰期货研究所

表 3： 四大指数市盈率

	市盈率			市盈率分位数（近 10 年）		
	调整后	调整前	变动	调整后	调整前	变动
上证 50	9.50	9.87	-3.75%	27.60%	43.10%	-15.50%
沪深 300	11.14	11.18	-0.36%	16.70%	17.40%	-0.70%
中证 500	22.43	22.54	-0.48%	21.00%	22.00%	-1.00%
中证 1000	37.12	39.36	-5.67%	38.40%	48.40%	-10.00%

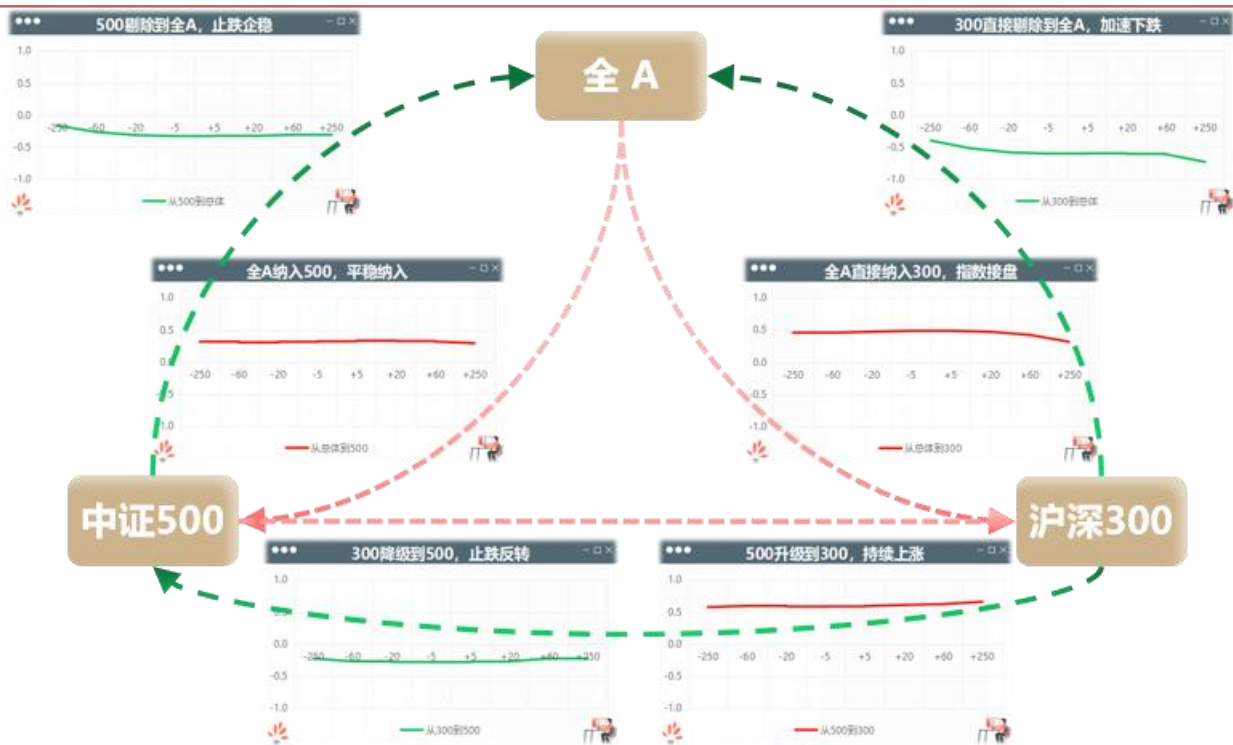
资料来源：Wind 华泰期货研究所

基于成分股迭代的策略建议

成分股纳入指数的路径各有不同，不同的纳入路径后续表现差异明显。经回测发现，被纳入后表现最优的成分股纳入路径为：全 A→中证 500→沪深 300；被纳入后表现最差的成分股纳入路径为：全 A→沪深 300。

另外，成分股从指数中被剔除的路径也有所不同，被剔除后的股价也表现出明显差异。成分股被剔除后表现最优的剔除路径：沪深 300→中证 500；成分股被剔除后表现最差的剔除路径：沪深 300→全 A。

图 21： 纳入/剔除的实现路径导致后续表现差异明显 | 单位：元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从全 A 直接被纳入沪深 300 指数后股票表现差强人意的原因主要有以下三点：

I. 新股纳入导致高位接盘

上市新股期满后直接被纳入指数，包括主板（每季度更新）/科创板（每年更新）/创业板（已从三年调整为一年）。"炒新"现象导致指数在高位接盘，投资者过度关注新股，使得指数水平高于合理估值。

II. 市值达标但流动性不足规则助长“兜底”风气

部分股票满足市值要求但流动性不足，或者受到新老样本缓冲等规则的限制而未被纳入。部分规则助长“兜底”风气，投资者可能更倾向于低流动性但市值达标的标的，导

致一些非理性的投资决策。

III. 前期涨幅大，市值直接纳入 300 指数

部分个股由于前期暴涨，其市值直接跳过 500 指数阶段，直接纳入 300 指数。一些以“xx 概念股”为代表的个股可能经历长期的调整，市场对其过度热炒后，进入较长时间的调整期。

图 22：全 A 直接纳入 300 后续表现较差 | 单位：无

纳入原因	-750	-250	-60	-20	-5	+5	+20	+60	+250	+750
2017-06 I	79%	79%	-15%	-7%	0%	1%	0%	-5%	-35%	-20%
2017-06 II	98%	11%	-8%	-3%	2%	3%	2%	-2%	12%	-12%
2017-06 III	152%	60%	-4%	-4%	5%	0%	-4%	-12%	-41%	-48%
2017-12 I	100%	100%	-19%	-13%	-3%	1%	1%	-1%	-21%	-38%
2017-12 II	11%	-6%	-8%	-1%	1%	1%	-1%	1%	7%	-16%
2018-06 I	72%	65%	-6%	1%	0%	-4%	-1%	-3%	-13%	7%
2018-06 II	9%	-30%	-2%	8%	4%	-5%	-8%	-8%	-28%	1%
2018-06 III	124%	72%	15%	8%	3%	-4%	0%	-8%	-15%	-2%
2018-12 I	74%	74%	1%	-1%	0%	3%	3%	22%	33%	43%
2018-12 II	73%	-1%	-1%			1%	-3%			42%
2018-12 III	68%	40%	11%			-1%	-4%			21%
2019-06 I	81%	86%	-2%			6%	4%			-33%
2019-06 II	-40%	-31%	-3%	-2%	1%	-2%	-7%	-15%	-30%	-2%
2019-06 III	23%	30%	2%	5%	2%	-1%	-10%	-8%	-2%	-15%
2019-12 I	77%	77%	-13%	5%	1%	4%	0%	10%	-11%	-6%
2019-12 II	93%	6%	-8%	-2%	-2%	1%	-2%	-1%	-2%	13%
2019-12 III	110%	46%	15%	-4%	-1%	-7%	-2%	0%	57%	31%
2020-06 I	43%	23%	-6%	-3%	-1%	0%	-3%	-8%	-19%	-13%
2020-06 II	150%	-15%	-12%	-6%	-3%	8%	10%	19%	-44%	-70%
2020-06 III	122%	58%	7%	2%	1%	2%	-2%	-7%	-23%	-18%
2020-12 I	145%	112%	5%	3%	6%	-2%	0%	-12%	-10%	-12%
2020-12 II	25%	-1%	0%	2%	-1%	-6%	-15%	-27%	-5%	-7%
2020-12 III	127%	57%	7%	4%	3%	1%	1%	-14%	9%	8%
2021-06 I	217%	52%	30%	18%	9%	9%	3%	-9%	-25%	-25%
2021-06 II	34%	-18%	-5%	-5%	-5%	-1%	-4%	-2%	-7%	-7%
2021-06 III	140%	59%	13%	12%	5%	5%	23%	18%	17%	17%
2021-12 I	159%	52%	7%	2%	0%	-1%	-6%	-7%	-7%	-7%
2021-12 III	189%	70%	-1%	4%	3%	-1%	-5%	-11%	-11%	-11%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

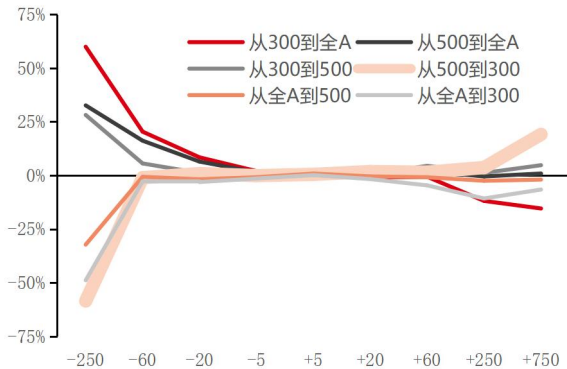
图 8 为以上三种不同的原因从全 A 直接被纳入沪深 300 的股票的前序和后续表现。可以看到的是在这些股票中，大部分在被纳入后的三年内都呈现出下降的趋势。

图 9 为不同路径纳入与剔除的股票综合表现。可以看到从中证 500 升入沪深 300 的股票长期呈上升趋势，尤其是在被纳入后的 1-3 年展现出了比较陡峭的增长曲线；而代表从全 A 直接被升入沪深 300 的浅灰色曲线在被纳入后呈现出下降趋势。

由此我们可以建立一个较为直观的沪深 300 指数增强策略：增持每次从中证 500 升入沪深 300 的成分股票，减持从全 A 升入沪深 300 的成分股票。

图 10 展现的是该策略在不同时间维度下的累计收益，可以看到策略的长期超额收益显著，三年后平均累计收益可达 95%，最高累计收益可达 180%。

图 23： 从不同路径被纳入与剔除的股票表现 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24： 策略在不同时间维度下的累计收益 | 单位：%

	+5	+20	+60	+250	+750
2017-06	4%	6%	-16%	-6%	-10%
2017-12	4%	8%	-8%	-12%	10%
2018-06	3%	4%	-11%	-11%	73%
2018-12	0%	4%	-5%	0%	108%
2019-06	0%	7%	5%	56%	152%
2019-12	-1%	10%	22%	56%	151%
2020-06	1%	20%	22%	69%	181%
2020-12	1%	22%	5%	83%	
2021-06	6%	28%	11%		
2021-12	2%	17%			

数据来源：Wind 华泰期货研究院

分析从不同路径纳入沪深 300 的股票表现，可以得出结论：若一只股票以循序渐进的方式被纳入某一指数，则它的股价大概率会呈现稳步上升的趋势，若是跳跃式地被纳入则代表该股票的上涨具有时效性且不可持续，被纳入后股价大概率会经历一定的回调。

以上证 50 为例，本次新纳入的股票有中国船舶（600150）、中国太保（601601）、中国银行（601988）、海光信息（688041）、中芯国际（688981）。其中，海光信息从全 A 直接被纳入上证 50，而其他四支则从沪深 300 被纳入上证 50。相对历史历次调整成分股，本次稳健型纳入偏多，跨越式纳入偏少，预期将对指数产生正面贡献。

表 4： 上证 50 成分股纳入形式

证券代码	证券名称	纳入形式
600150	中国船舶	稳健
601601	中国太保	稳健
601988	中国银行	稳健
688041	海光信息	稳健
688981	中芯国际	跨越

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 5： 沪深 300 成分股纳入形式

证券代码	证券名称	持仓建议
300308	中际旭创	稳健
600372	中航机载	稳健
600489	中金黄金	稳健

688256	寒武纪-U	稳健
600515	海南机场	跨越
600938	中国海油	跨越
601059	信达证券	跨越
601916	浙商银行	跨越
688041	海光信息	跨越
688271	联影医疗	跨越
000999	华润三九	跨越
002603	以岭药业	跨越
301269	华大九天	跨越
600023	浙能电力	跨越

资料来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

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、结论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。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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者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。

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“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com