



光期研究：A50 指数—更加极致的大盘成长风格

光大期货研究所

宏观金融研究团队

分析师：王东瀛

品种：股指期货

期货从业资格号：

F03087149

期货交易咨询资格号：

Z0019537

撰写日期：

2024 年 4 月 17 日

期市有风险

入市需谨慎

一、A50 指数介绍

随着 2024 年初小盘指数陷入流动性风险，市场重新将注意力放到大盘指数上来，中证 A50 指数在这一背景下上市。从成分股和指数波动的角度来看，中证 A50 指数和沪深 300 更为接近，但其在银行和电子板块的暴露更少，同时大盘成长类板块风格暴露更加明显。这使得其在大盘行情中走势通常好于沪深 300，即中证 A50 指数是更加偏向成长风格的大盘指数。

二、指数财务数据分析

我们采用截止 2023 年第三季度的数据，中证 A50 指数 ROE 为 11.86%，近年呈现回落趋势，但仍略高于沪深 300 和上证 50，指数营业净利率持续回落是导致 ROE 逐步下滑的主要因素；估值为 15 倍左右，高于沪深 300 的 10 倍；净利润同比 4.13%，表现较为突出；资产负债率约为 77.2%，明显高于其他两只大盘指数。过去三年，中证 A50 指数股利支付率在 30% 上下，明显低于沪深 300 和上证 50 的 35% 至 40% 的水平，结合其高估值的特点，可能会使其在红利低波行情中稍显劣势。

三、指数基金表现

2024 年 3 月，10 只追踪中证 A50 指数的 ETF 基金先后成立，募集规模约 165 亿份，在近期的股票型基金募集市场尤其突出，但其 IOPV 偏离水平明显低于市场均值，表明二级市场买入情绪偏低。正如前文所述，该指数基金的情绪还是要等待大盘成长板块的发力。

正文：

2024 年 4 月 12 日，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），致力于通过加强资本市场监管来进一步推动金融市场整体性的高质量发展，从而切实保护投资者利益。沪深交易在随后发布的股票发行上市审核规则征求意见稿中，明显提高了新发行股票上市门槛，同时对企业分红作出更加明确要求，不符合分红比例的企业可能会面临被实施 ST 的风险。受此影响，市场再次将关注点放回到了盈利质量稳定且分红较高的大盘龙头指数上来。在此背景下，这篇文章将对今年新发布的一只大盘龙头指数——中证 A50 指数做一个介绍。

一、A50 指数介绍

1、指数表现

A 股市场在 2021 年 2 月迎来大小盘风格的切换，其后大盘指数表现持续回调，A50 指数基本也符合这一趋势。2021 年至今，市场基本围绕经济修复预期偏弱和政策托底力度加强两个维度交替发力，带动大盘指数震荡。2023 年度，中证 A50 指数下跌 12.42%，略高于沪深 300 和上证 50 的 11.7%，2024 年第一季度，A50 指数上涨 3.4%，介于上证 50 和沪深 300 之间。从成分股来看，中证 A50 中有 49 只成分股与沪深 300 重合，有 23 只成分股与上证 50 重合，因此其整体表现与沪深 300 相关性更高。

图表 1：中证 A50 走势



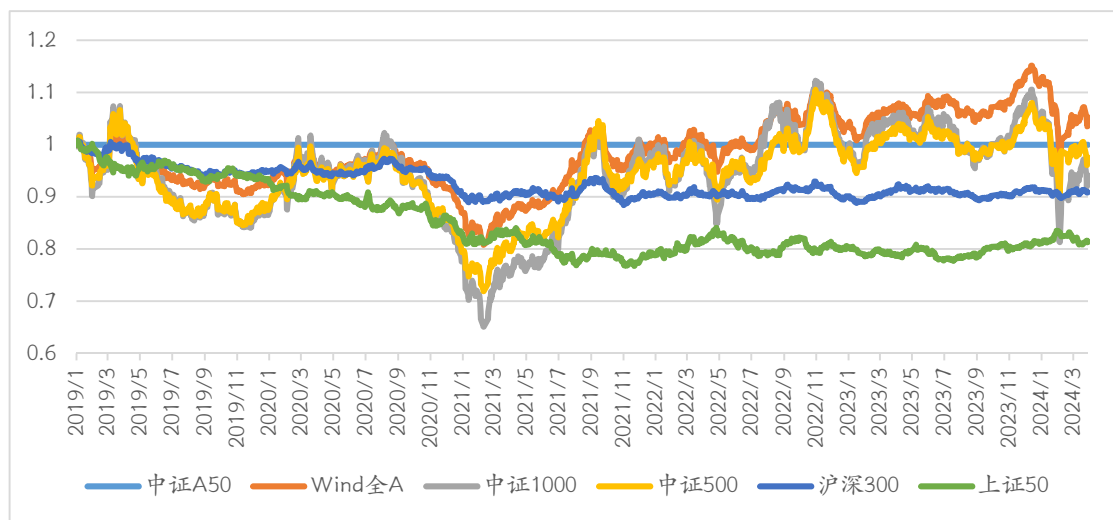
资料来源：Wind、光大期货研究所

为了对比中证 A50 和其他指数的走势情况，我们绘制其他主要指数相对中证 A50 相对强弱走

势图。可以看到，中长期来看，中证 A50 指数相较沪深 300 和上证 50 都明显表现更优，是大盘指数中的优质标的；小盘指数尽管在 2023 年持续较中证 A50 获得正超额，但在 2024 年 1 月的小盘指数回调中，超额收益基本消失。

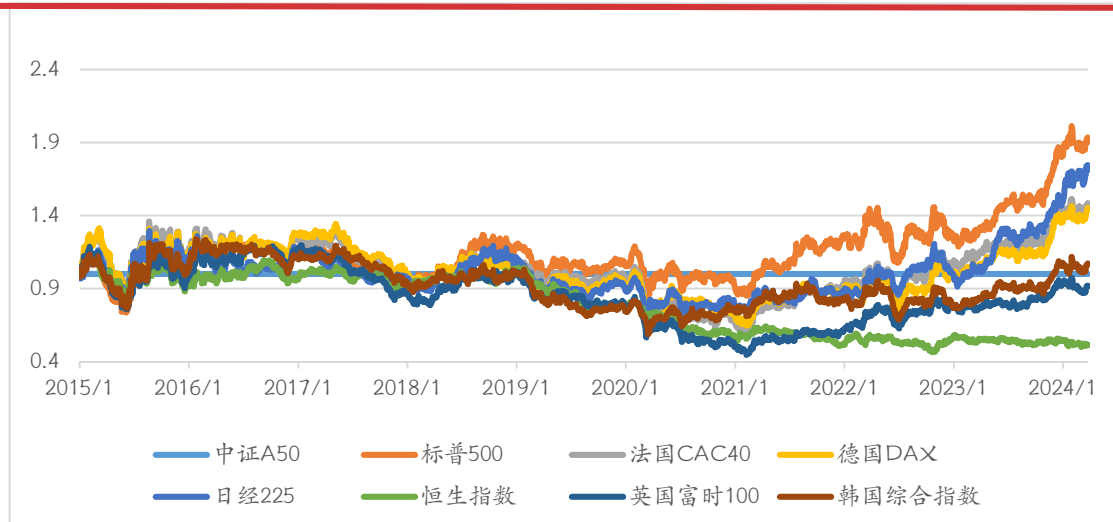
在与国际主要指数的对比中，2015 年至 2021 年初，中证 A50 指数相对表现更优，其后趋势出现反转，美国及日本主要指数 2023 年上升幅度更大。其一，相关国家疫后恢复速度更快；其二，相关国家近年来财政政策刺激力度更强。随着上述两个差异因素的逐渐减弱，我们认为，在明显更高的国家 GDP 增速加持下，国内大盘指数有望恢复国际资本配置竞争力。

图表 2：国内指数相对于中证 A50 指数强弱走势



资料来源：Wind、光大期货研究所

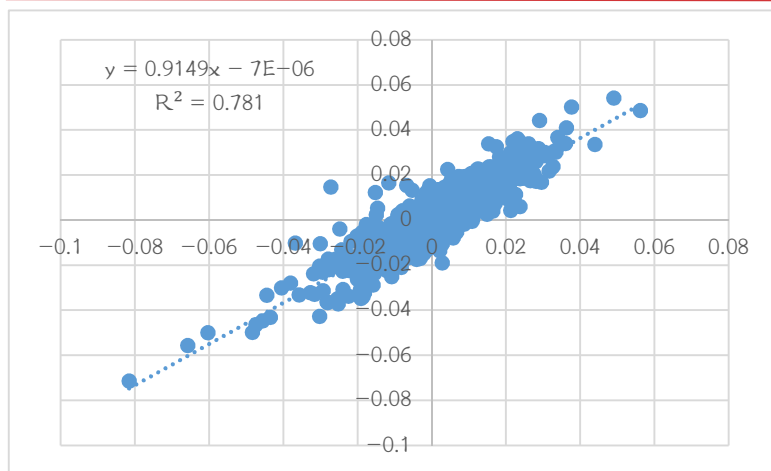
图表 3：国际指数相对于中证 A50 指数强弱走势



资料来源：Wind、光大期货研究所

进一步的，如果取 2019 年至今的各指数收益率计算其相关系数，中证 A50 收益率相较 Wind 全 A 的 Beta 值为 0.9149，这一结果与沪深 300 的 0.9185 较为接近，但是中证 A50 的相对 Alpha 为 0.0428，明显高于沪深 300 的 0.0244，这说明中证 A50 指数在系统性波动与沪深 300 接近的同时，可以提供更多的主观超额收益。反观上证 50，相对 Wind 全 A 的 Beta 值仅为 0.8073，且 $R^2=0.6782$ ，上证 50 与 A 股市场整体表现存在一定的偏离，这主要是由于其板块太过集中与食品饮料和金融导致。

图表 4：中证 A50 收益率与 Wind 全 A 收益率的线性回归



图表 5：各指数波动情况分析

	Wind全A	沪深300	上证50	中证A50
相对中证50 相关系数	0.8745	0.9844	0.8868	1.0000
相对Wind全A 的Beta	1	0.9185	0.8073	0.9149
相对Wind全A的Alpha (残差平方和)	0	0.0244	0.0621	0.0428
R2	1	0.8743	0.6782	0.7810

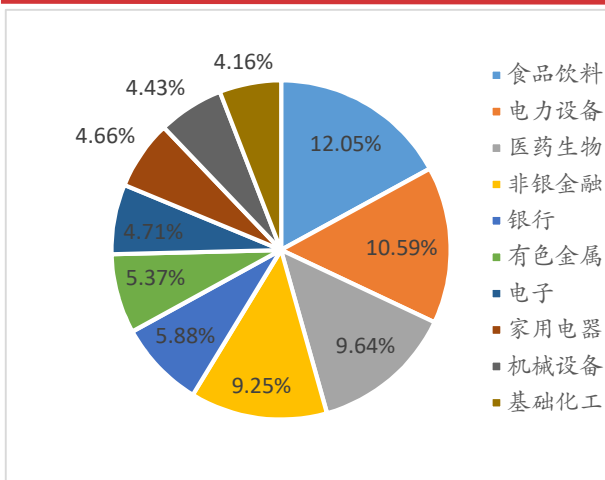
资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

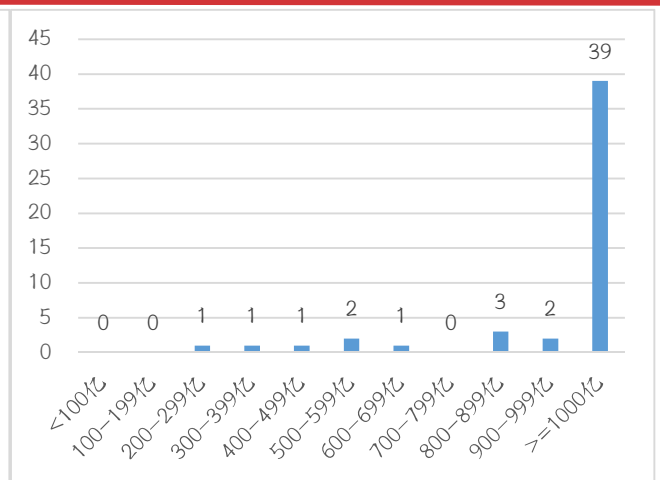
2、指数权重

分析中证 A50 的指数成分构成，及市值分布可以看到，中证 A50 中 39 只个股市值在 1000 亿元以上，属于大盘龙头指数；板块构成前 5 名分别是食品饮料、电力设备、医药生物、非银金融和银行板块。计算中证 A50 指数相对沪深 300 和上证 50 的板块风格偏离可以看到，相对沪深 300，中证 A50 中银行和电子权重偏低，而顺周期的成长板块更高，这使得在今年第二季度以分红为主的行情展开时，其可能不及沪深 300 指数表现；但是随着经济复苏行情的出现，大盘成长板块预计将表现更优，进而带动 A50 走势更强。即经济复苏预期强度可能决定中证 A50 相对于沪深 300 指数的超额情况。

图表 6：中证 A50 指数板块权重

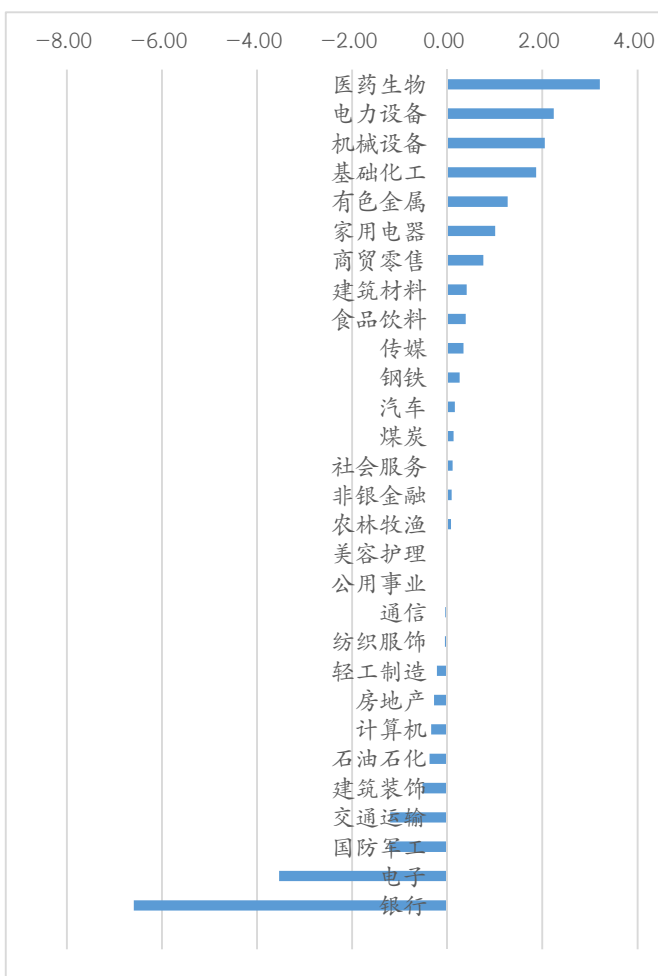


图表 7：中证 A50 指数市值分布



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 8：中证 A50 指数相对沪深 300 板块偏离



图表 9：中证 A50 指数相对上证 50 板块偏离



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

二、指数财务数据分析

1、财务数据

指数财务数据上，我们从盈利、估值、成长、风险几个纬度做一个简单介绍，并对指数成分股在过去几年的分红情况做一个概述。

(1) 盈利指标

从指数 ROE 来看，中证 A50 指数在 2023 年第三季度维持在 11.86% 的水平，高于沪深 300 的 10.33% 以及上证 50 的 11.35%，更加高于小盘指数 6% 上下的水平。在 2018 年至 2020 年期间，中证 A50 指数 ROE 明显高于其他股指期货对应指数，这一优势在大盘成长偏弱的 2021 年至 2023 年有所回落，但 2023 年二季度后，上证 A50 指数 ROE 再次反超上证 50，尽管整体上呈现逐步下降的趋势，但在横向对比中仍保有优势。

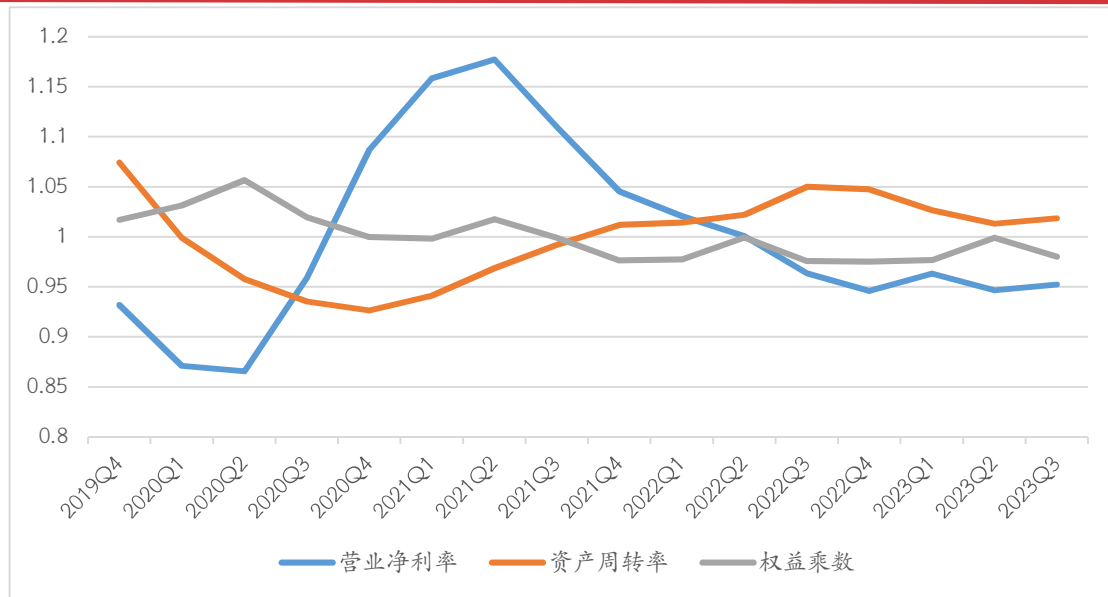
图表 10：中证 A50 指数 ROE



资料来源：Wind、光大期货研究所

从指数杜邦分析来看，2021 年以后指数营业净利率持续回落是导致 ROE 逐步下滑的主要因素，这与宏观上产能过剩以及出口数据回落导致的企业利润率回落基本吻合。在此期间，指数资产周转率和权益乘数基本维持稳定。

图表 11：中证 A50 指数杜邦分析

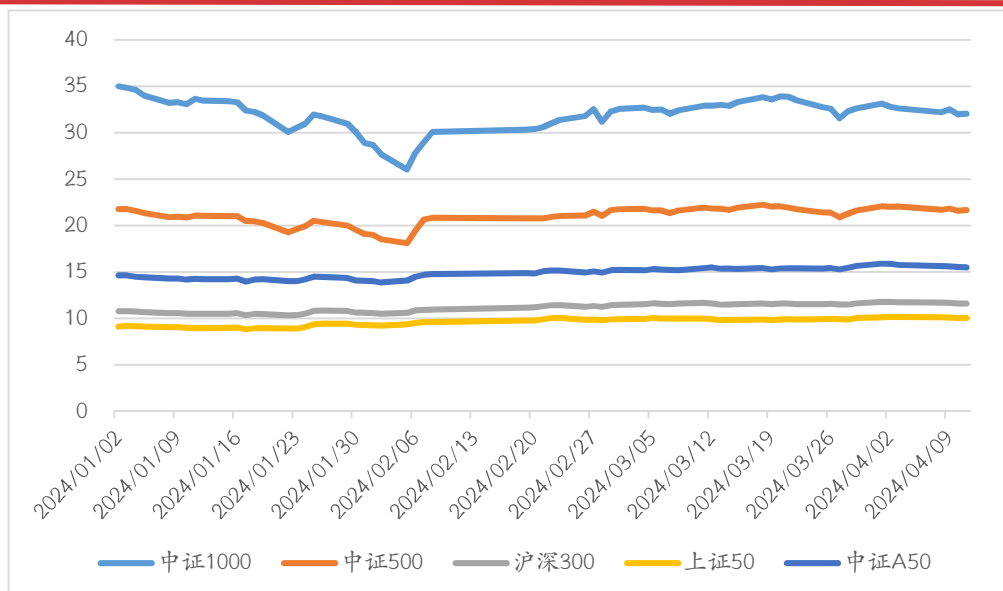


资料来源：Wind、光大期货研究所

(2) 估值指标

我们仅从 PE 角度来看，中证 A50 估值明显高于沪深 300 和上证 50，2024 年以来基本维持在 15 倍左右，这与其相对另外两个指数在成长板块的风格偏离有关。

图表 12：各指数 PE (TTM)

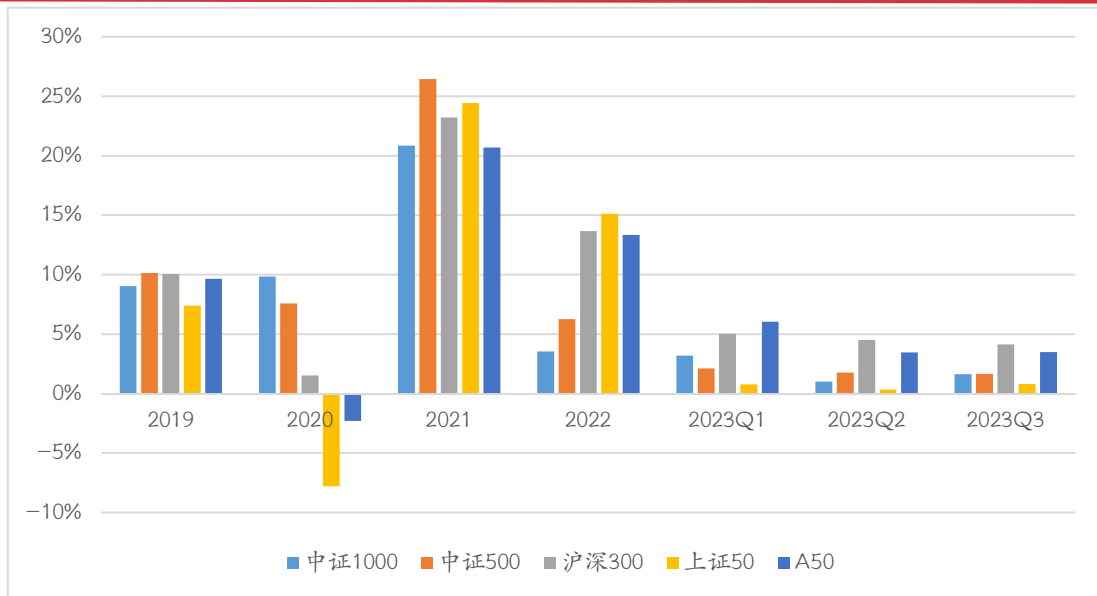


资料来源：Wind、光大期货研究所

(3) 成长指标

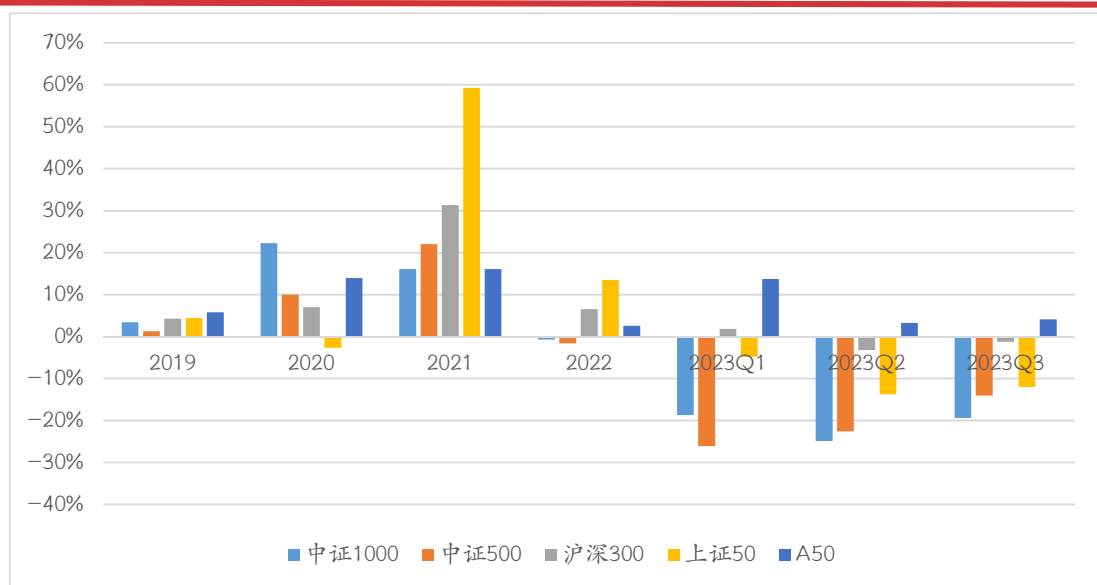
从指数成长性来看，中证 A50 指数 2023 年第三季度营收同比增速 3.48%，仅低于沪深 300 的 4.15%，但其净利润增长率 4.13%，在 2023 年前三个季度均明显高于其他指数，相对较高的成长性使得其估值明显高于另外两只大盘指数。

图表 13：各指数营业收入同比增速



资料来源：Wind、光大期货研究所

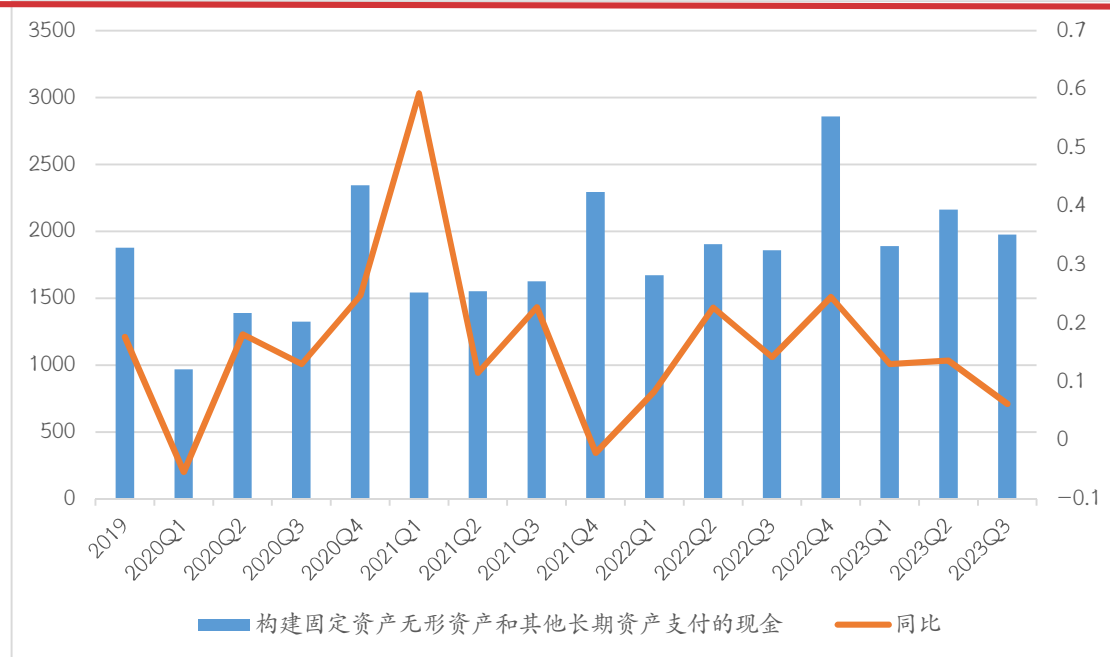
图表 14：各指数净利润同比增速



资料来源：Wind、光大期货研究所

我们以构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本支出的近似项，可以看到，中证 A50 指数过去几年该科目呈现持续上升的趋势，2021 年、2022 年以及 2023 年前三季度同比增速分别为 16.38%、18.2%和 10.95%，明显高于营业收入增长速度。从这一指标看，该指数在未来一段时间有望保持持续的盈利增长能力。

图表 15：中证 A50 指数构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金（单位：亿元）

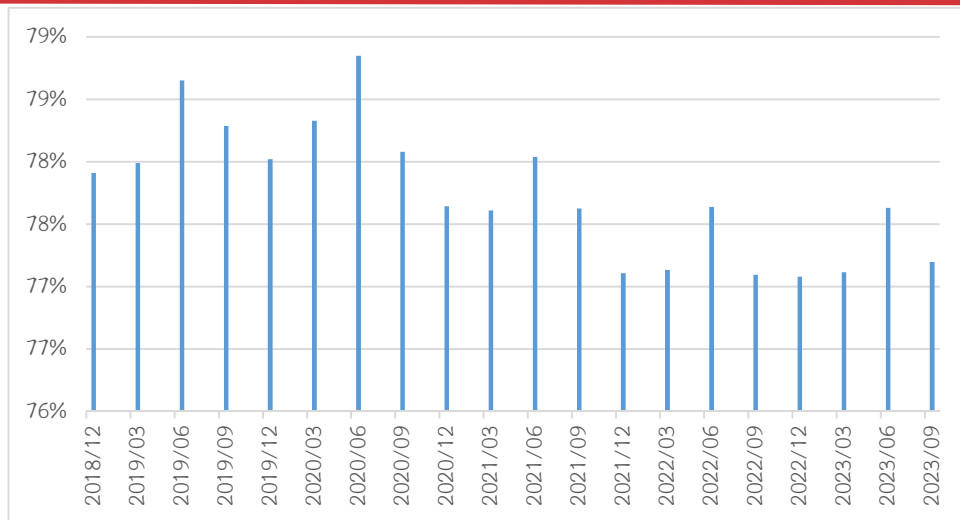


资料来源：Wind、光大期货研究所

(4) 风险指标

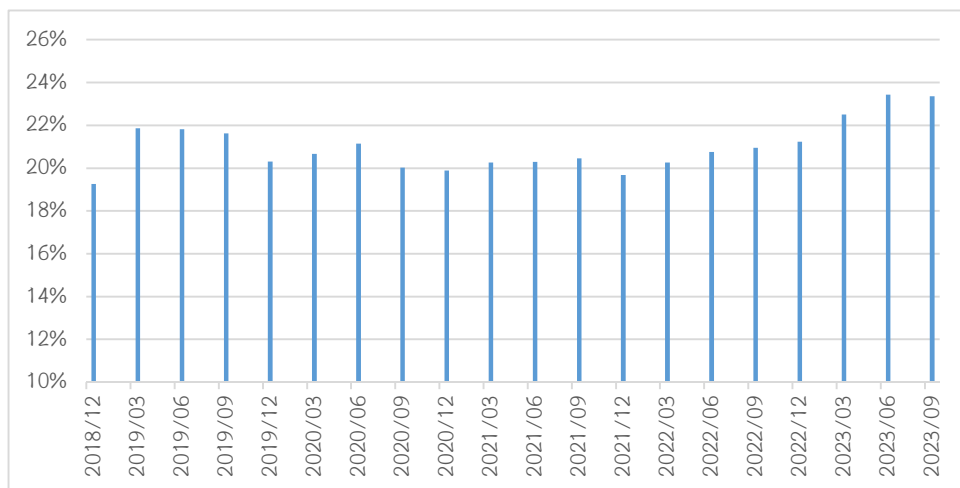
中证 A50 指数资产负债率近三年呈现小幅下降趋势，截止 2023 年第三季度约为 77.2%，这一比例仍远高于沪深 300 和上证 50 的 60%左右的水平；同时，中证 A50 指数长期资本负债率在今年持续上升，达到 2023 年第三季度的 23%的水平，同样大幅高于另外两只大盘指数 11%的水平。从这一指标来看，中证 A50 指数倾向使用长期资金加杠杆从而提升其自身盈利能力。

图表 16：中证 A50 指数资产负债率



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 17：中证 A50 指数长期资本负债率

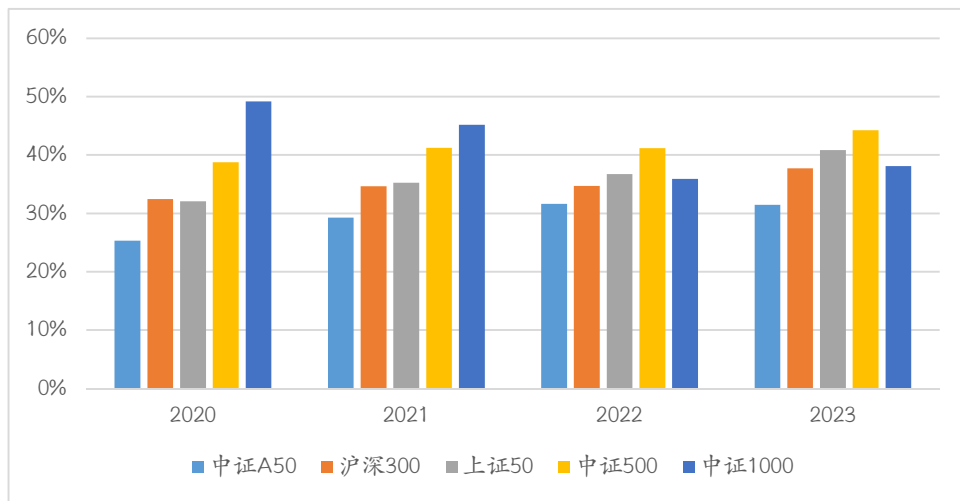


资料来源：Wind、光大期货研究所

2、历史分红情况

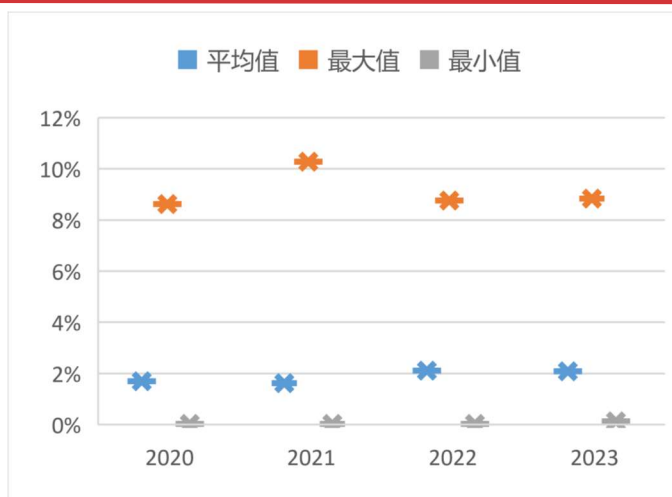
从分红情况看，过去三年中证 A50 指数股利支付率在 30% 上下，明显低于沪深 300 和上证 50 的 35% 至 40% 的水平，在各主要指数中，中证 A50 的相对低分红意愿结合高估值的搭配，可能会使其在红利低波行情中稍显劣势。股息率方面，中证 A50 指数成分股股息率均值由 2020 年和 2021 年的 1.65% 左右上升至 2% 以上，近两年有所提升，但仍低于沪深 300 和上证 50 年均 3.5% 以上的股息率水平，同时相较于中证 1000 的 1.2% 左右和中证 500 的 1.8 左右有一定优势。

图表 18：各指数股利支付率对比



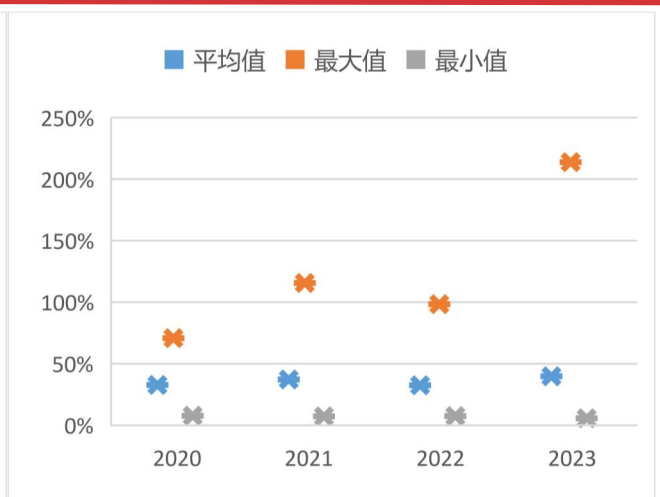
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 19：中证 A50 指数股息率



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 20：中证 A50 指数股利支付率



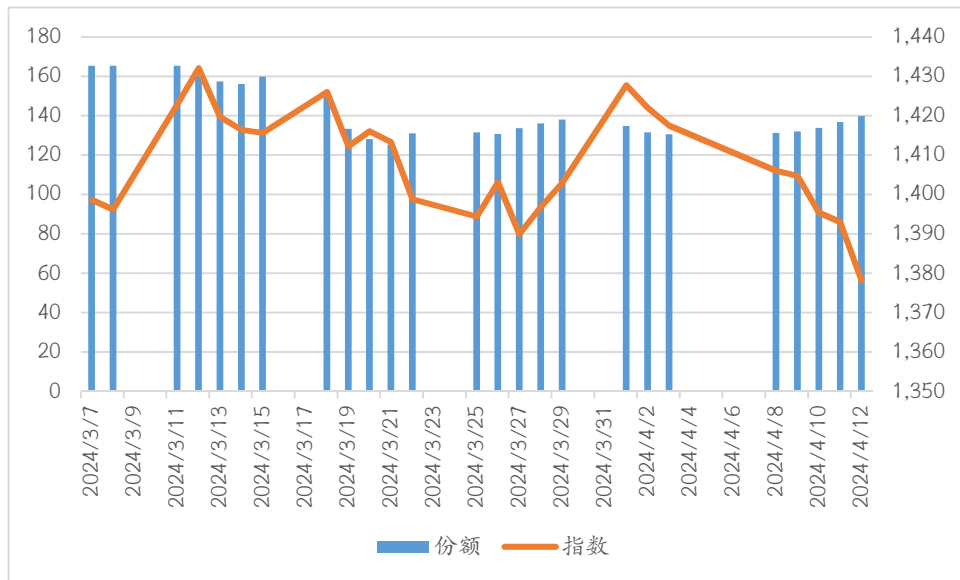
资料来源：Wind、光大期货研究所

三、指数基金表现

1、基金发行情况

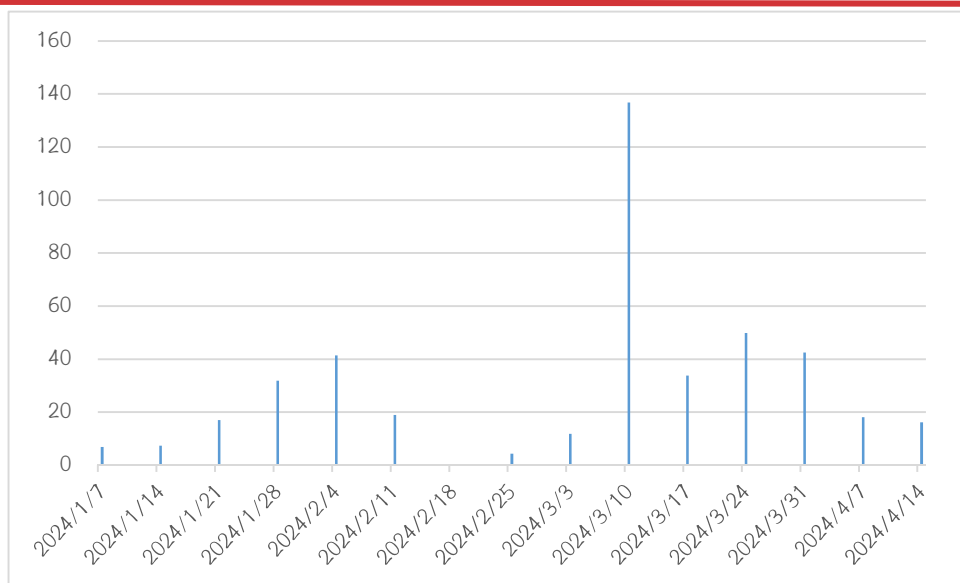
2024 年 3 月，10 只追踪中证 A50 指数的 ETF 基金先后成立，募集规模约 165 亿份，尽管对比其自身市值仍规模较小，但这个体量在今年以来持续低迷的股票型基金和偏股混合型基金募集情况下显得尤为突出。指数基金上市后，总体份额出现一定波动，截止 4 月中旬维持在 140 亿份左右。

图表 21：中证 A50 指数 ETF 基金份额（单位：亿份）及指数走势（右）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 22：股票型基金周度新成立份额（单位：亿份）



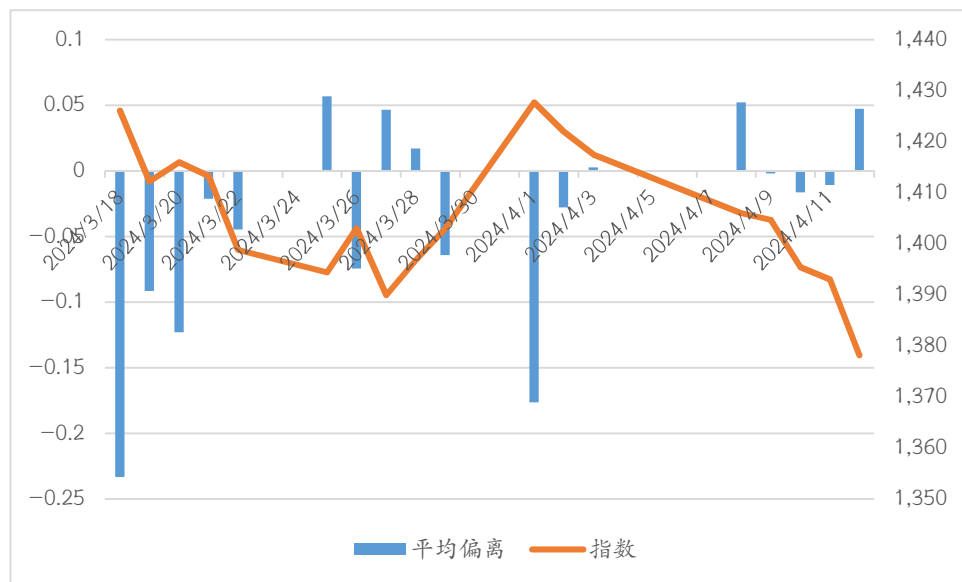
资料来源：Wind、光大期货研究所

2、上市交易情况

从 IOPV 偏离度来看,指数基金上市后负偏离情况居多,且与指数走势呈现一定的负相关性;对比全市场平均 IOPV 在 3 至 4 月持续正偏离的情况来看,中证 A50 指数市场买入情绪相对偏低,这可能与顺周期成长股在经济复苏还未完全企稳的情况下并非市场热点有关,且中证 A50 指

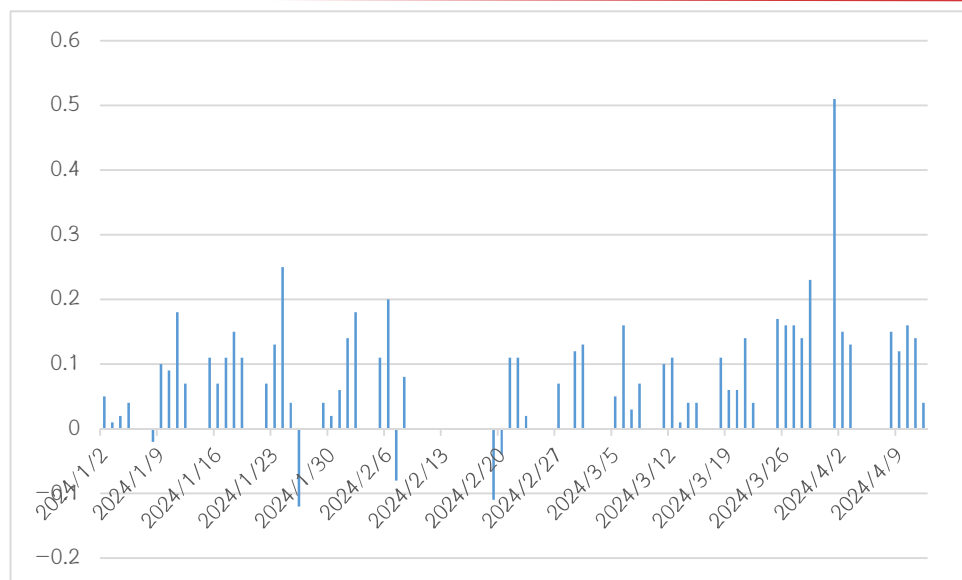
数在大盘指数中并不以分红见长。同时，由于指数近期整体走弱，使得该指数 ETF 持仓资金截止 4 月 12 日为 137 亿元，略低于 140 亿份的份额。正如前文所述，指数基金的情绪还是要等待大盘成长板块的发力。

图表 23：中证 A50ETF IOPV 偏离度（单位：%）及指数走势（右）



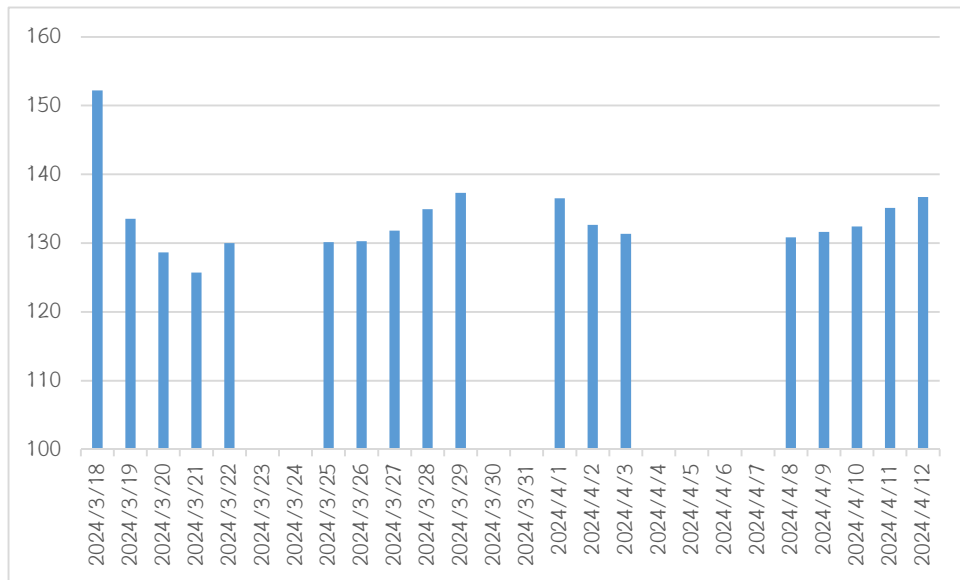
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 24：ETF 全市场 IOPV 偏离度（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 25：中证 A50 指数 ETF 基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

总结：

中证 A50 指数是以沪深两市 50 只市值较大的龙头股为成分股的大盘股指数，指数波动对标沪深 300，行业风格更加偏向大盘成长，金融比重略低。该指数优势在于在 2023 年逆势维持了不错的净利润增长，使得其整体估值更高，但分红意愿偏低，拖累其在低波红利行情中的表现。追踪该指数的基金仓位仍有上升空间，市场对其的交易情绪还需等待大盘成长行情。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。