

中证500业绩胜出，跨品种价差走阔无虞

摘要

我们梳理了三大指数在二季度的业绩表现状况，发现中证 500 指数的业绩表现是最佳的。中证 500 业绩最佳的表现不仅体现在利润增速上，更体现在利润的质量上。

从 2014 年至今，中证 500 指数的二季度净资产回报率 (ROE) 首次反超权重指数。从 ROE 的拆解来看，中证 500 ROE 的走强并不是因为使用了更高的杠杆率，而是因为有更佳的总资产回报率 (ROA)，这也意味着中证 500 有着更大的业绩潜力，利于 IC 跨品种价差走阔。

盈利的增长为指数提供了更好的安全边际，沪深 300 和上证 50 指数的估值分位数降至 20-30% 区间，属于相对便宜状态，潜在下行空间大幅缩小。中证 500 指数从 7 月初至今上涨了 7.8%，但估值分位数却和 7 月初持平，维持在 5.8%，估值优势仍存。

策略推荐：继续持有多 IC 空 IH 敞口，关注换手率高企和 Taper 节奏预期带来的短期风险。

本周重点关注：国内金融数据披露状况。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

相关报告

《20210726：IC 续创新高 关注两大会议》

《20210802：市场预期得到验证 IC 将继续跑赢 IH》

《20210809：股指企稳 IC 将继续跑赢》

《20210816：IC 胜率继续提高》

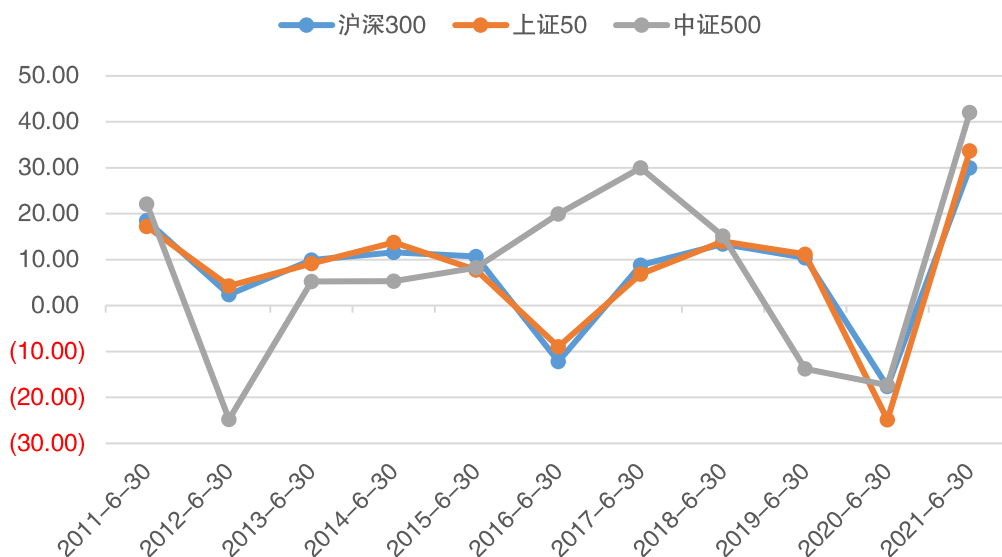
《20210830：市场风格会切换吗？》

一、行情分析和展望

上周，上市公司的半年报全部披露完毕，我们梳理了三大指数在二季度的业绩表现状况，发现中证 500 指数的业绩表现是最佳的。中证 500 业绩最佳的表现不仅体现在利润增速上，更体现在利润的质量上。

首先，从指数的单季度归母净利润增速来看，沪深 300 指数录得 29.98%，上证 50 指数录得 33.66%，而中证 500 指数有 42.02%。由于疫情的关系，去年同期的基数偏低的状态，导致今年的利润同比明显高企，因此，我们用扣非后的净利润状况计算了两年平均增速。从计算结果来看，沪深 300 两年平均扣非净利润增速约为 7.45%，上证 50 为-12.06%，中证 500 为 46.31%。虽然指数的净利润状况可能受到成分股调整的影响，但很显然，从净利润的表现来看，中证 500 的表现优于沪深 300 和上证 50。

图 1.1 指数单季度归母净利润增速（%）

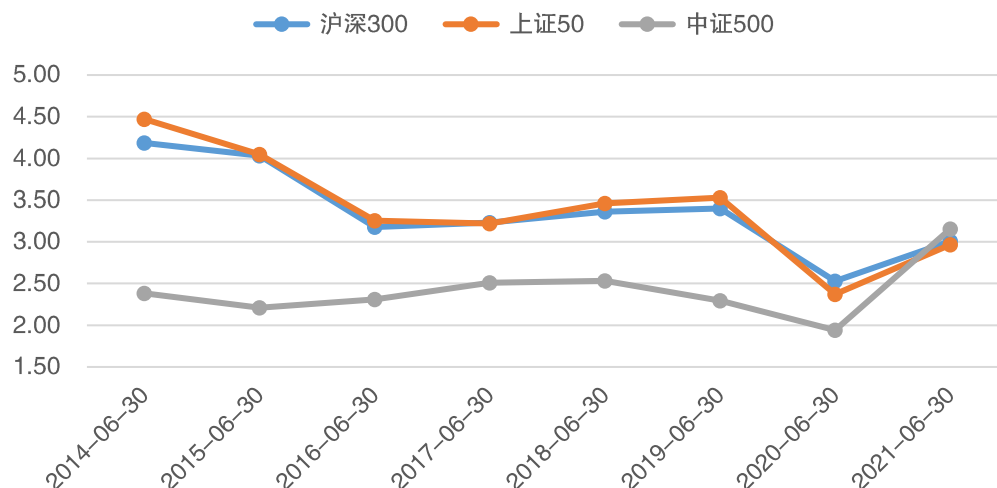


资料来源：Wind 南华研究

净利润增速只是业绩表现的其中一个维度，除了增速外，业绩的质量也很重要。我们通常用净资产收益率 ROE 来衡量业绩的质量好坏。根据历史经验，权重指数的 ROE 表现通常优于中小盘指数。从图 1.2 中可以看到，自 2014 年以来，沪深 300 和上证 50 指数的 ROE 较为接近，并且数值远高于中证 500，而在今年二季度时，中证 500 的 ROE 开始反超权重指数。目前，中证 500 的单季度 ROE 有 3.16%，沪深 300 和上证 50 的 ROE 分别为 3.01%和 2.97%。

根据杜邦分析法， $ROE = \text{净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ ，其中净利率*总资产周转率即是 ROA，也就是说 ROE 的组成可以拆解成两个部分，一部分是总资产收益率 ROA，另一部分是权益乘数，也就是我们通常所说的杠杆率。

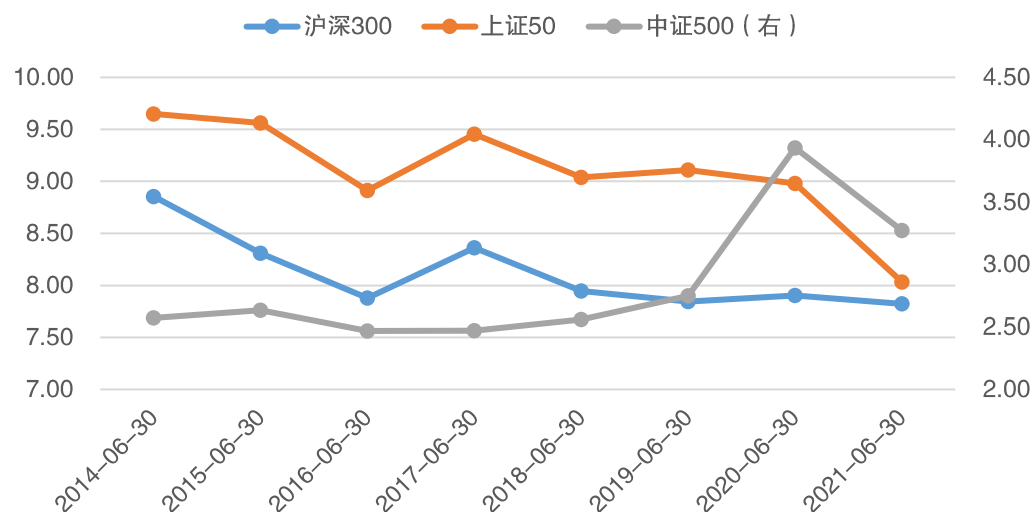
图 1.2 指数单季度净资产收益率 ROE (%)



资料来源: Wind 南华研究

因此,对于中证 500ROE 反超权益指数的状况,我们需要检验这是因为中证 500 指数用了更高的杠杆率所致,还是因为中证 500 的总资产回报率上升的更快所致。图 1.3 展示了 2014 年至今,三大指数二季度的权益乘数状况,我们看到今年二季度时,三大指数的权益乘数都较去年中有所下滑,其中上证 50 和中证 500 指数下滑的幅度会更加明显。根据计算,今年二季度,沪深 300 的权益乘数同比下滑 1.01%,上证 50 下滑 10.55%,中证 500 下滑 16.81%。从数值变化来看,中证 500 指数的权益乘数下滑最快,也就是说 ROE 表现最佳的中证 500 指数,却是三个指数中杠杆率下降最多的。

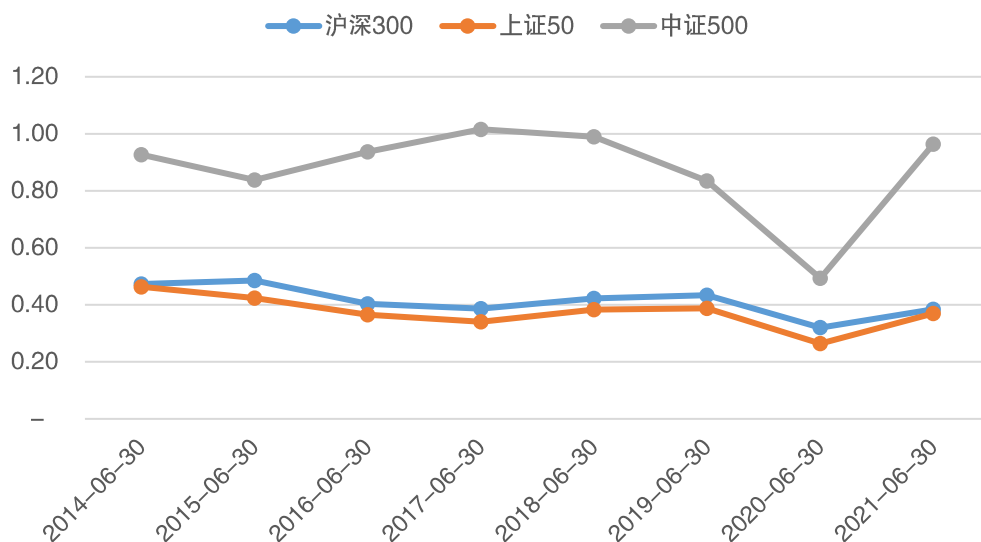
图 1.3 指数单季度权益乘数变化



资料来源: Wind 南华研究

那么分析到这里，中证 500 指数 ROE 走高的主因已经很清晰了，就是更佳的 ROA 表现。从图 1.4 中我们可以看到，沪深 300 和上证 50 的 ROA 较去年疫情期间有所反弹，但整体表现却远不如 2019 年，仍处于历史相对低位水平。同期，中证 500 的表现却已经超过了 2019 年，并基本接近近几年的历史最高值。

图 1.4 指数单季度总资产回报率 ROA (%)



资料来源：Wind 南华研究

综上，我们发现中证 500 在二季度的优越表现并不是因为上了更高的杠杆，而是因为本身资产回报率的增长所致，这是一种较为健康的业绩改善形式，体现了中证 500 较大的业绩潜力。

随着中报的落地，三大指数的盈利继续增长，估值水平也随之下滑。根据我们的价值指标，沪深 300 指数目前的估值分位数已经降至 26%，前一周时，估值在 37% 上下。上证 50 指数目前的估值分位数下滑至 22%，前一周时估值分位数位于 32%。从指数表现来看，上周，沪深 300 和上证 50 指数出现了较大幅度的反弹，也就是说在股价回升的状况下，权重指数的估值却在继续下滑，这都是盈利增长带来的。目前，权重指数的估值水平已经到了 20-30% 区间，属于相对便宜的状态，这也意味着权重指数的潜在下行空间变小了。中证 500 指数的 PE 估值水平一直比较低，目前估值分位数为 5.8%，和 7 月初时的水平保持一致，但中证 500 指数的价格已经较 7 月初时上升了 7.8%。因此，虽然这两个月来中证 500 指数一直在新高，但从估值来看，它依然很便宜。

盈利的增长为指数提供了更好的安全边际，但二季度指数的业绩表现结构也会继续利于 IC 的跨品种价差走阔。因此，我们依然看好 IC 跨品种价差策略在中长期维度上的表现。

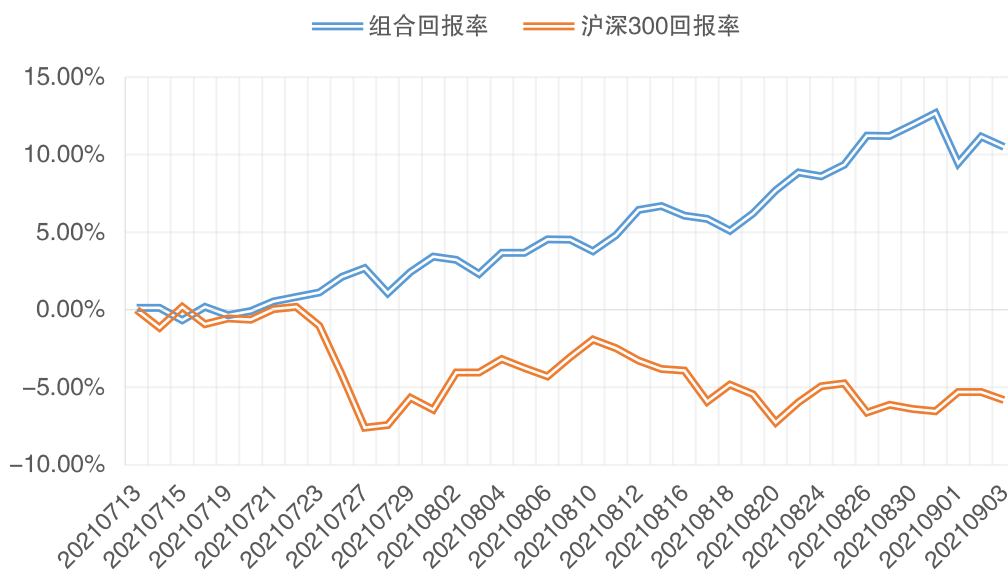
二、策略推荐及跟踪

1. 多 IC 空 IH 策略跟踪

上周，我们并未找到合适的加仓机会，而全周该策略的波动都较大，从收益率曲线来看，我们发现在上周的后半段，该策略出现了明显的回撤。回撤的主是因为 IH 指数在上周出现了两轮比较明显的反弹，导致 IC 的跨品种价差出现了反复。目前，该策略的中长期逻辑依然是成立的，所以我们会继续持有观望。

短期的风险点有两个，第一个是三大指数的换手率一直在走高，说明市场分歧在持续扩大。我们关注到换手率走高的问题已经有两周的时间了，但整个状况却愈演愈烈，这可能会在后续带来风险。第二是上周五的非农数据超预期的差，让市场对 Taper 的落地时间又出现了延迟，这一定程度上利于权重指数的反弹，但持续性是存疑的。因此，本周跨品种价差走势可能回出现反复，我们的持仓必须做好风险应对的准备。

图 2.1 多 IC 空 IH 组合收益率

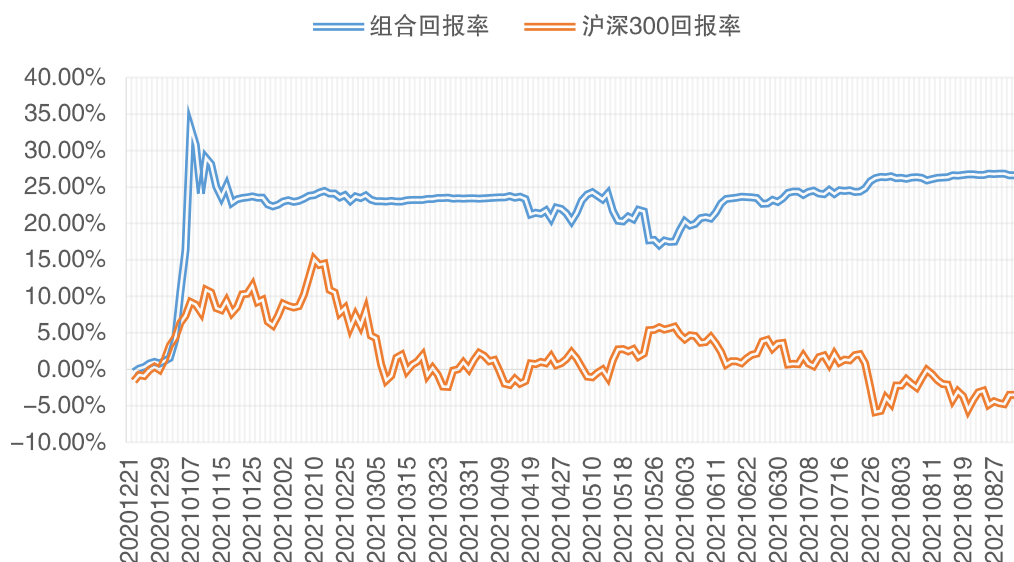


数据来源：南华研究

2. 滚动卖出期权策略跟踪

上周，我们期权仓位保持不变，组合整体收益率变化逐渐趋缓，和行情波动联系已经减弱。鉴于该组合的潜在利润空间有限，我们将结束该策略。

图 2.2 滚动卖出期权组合收益率

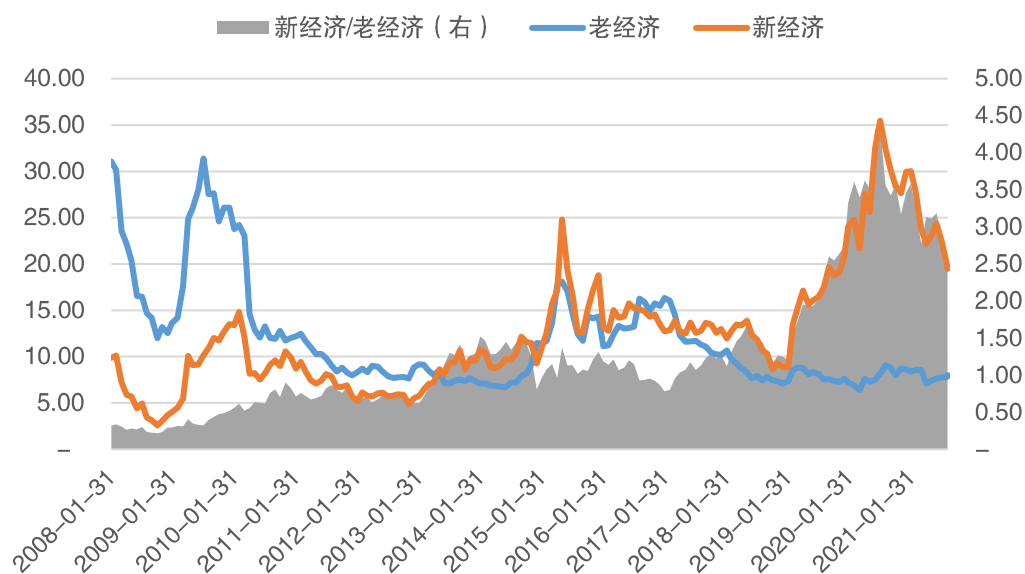


数据来源：南华研究

三、一周趣图

自 2020 年 7 月中旬以来，新经济板块的估值水平持续回落，和老经济板块的估值差距逐渐缩小。

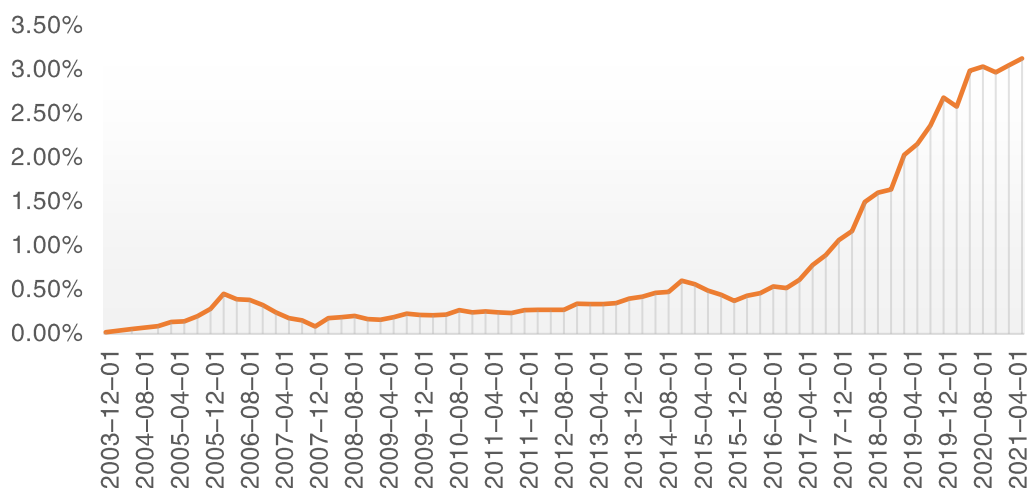
图 3.1 A 股新老经济板块 PE 估值状况



资料来源：Wind 南华研究

A 股外资持股比例持续上升，即使今年上半年股票市场普遍回调，外资持股比例依然继续上升。

图 3.2 外资持股比例



资料来源：Wind 南华研究

疫情后，由于名义利率的疲软和通胀预期的高企，美国市场的实际利率持续走低，直到最近才有所反弹。

图 3.3 美国 10 年期实际利率 (%)



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点