



# 北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

## 品种研究（股指）

部门：金融期货事业部

撰写：高彦松

2008年1月2日 星期三

## 沪深 300 指数综合分析

——股指期货研究

金融期货事业部 高彦嵩

### 目 录

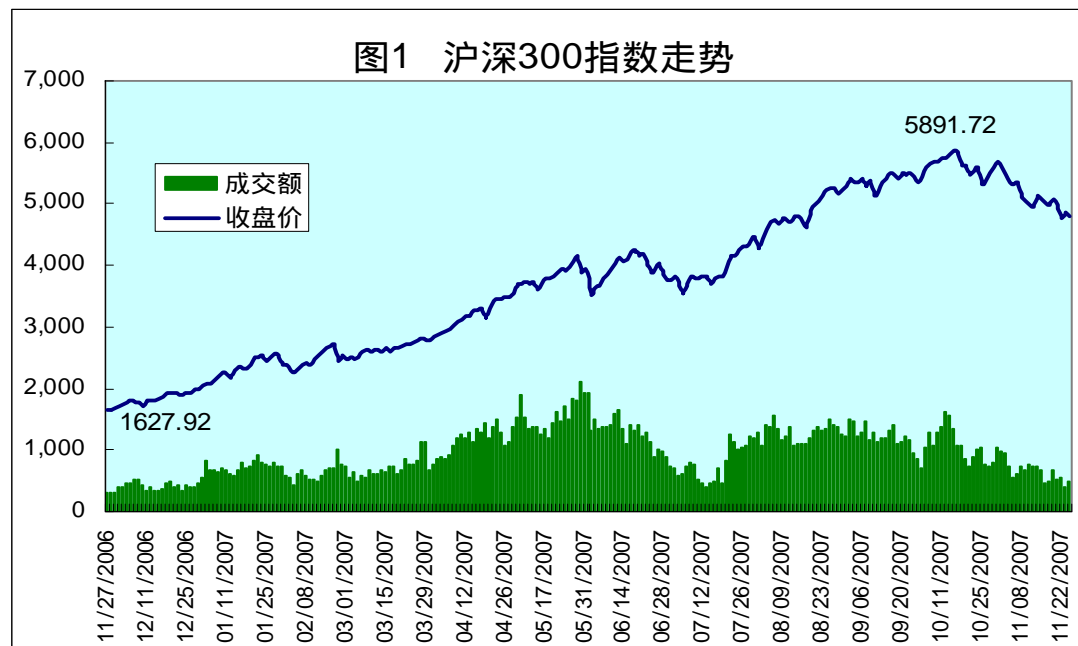
<b>一、沪深 300 指数运行概况</b>	1
1、沪深 300 指数基本走势	1
2、沪深 300 指数市值覆盖率和流动性情况	2
3、沪深 300 指数风险收益特征	4
4、沪深 300 指数权重股情况	4
<b>二、沪深 300 指数的比较分析</b>	8
1、沪深 300 指数与上证综指和深成指的比较	8
2、沪深 300 指数与恒生指数的走势及相关性比较	10
3、沪深 300 指数与道琼斯工业平均指数的走势及相关性比较	11
<b>三、沪深 300 指数受市场宏观因素影响分析</b>	12
1、沪深 300 指数受加息政策的影响分析	12
2、沪深 300 指数受人民币汇率变动影响分析	14
3、沪深 300 指数受 GDP 影响分析	16
4、沪深 300 指数受税收政策影响分析	17
<b>结束语</b>	18

**概要：**随着股指期货推出的准备工作紧张、有序地进行，市场对于沪深 300 指数的认识需求也越来越积极，沪深 300 指数的重要性也为更多的投资者所认可。通过本文的分析，旨在探寻一年来沪深 300 指数的整体运行情况、运行特点和运行规律。使更多的投资者更加充分了解沪深 300 指数，为沪深 300 股指期货的推出做好准备。本文选取 2006 年 11 月 27 日至 2007 年 11 月 26 日期间的市场数据作为沪深 300 指数综合分析的数据基础。

## 一、沪深 300 指数运行概况

**1、沪深 300 指数基本走势。**沪深 300 指数经过几年的运行，目前运行情况良好，能够有效反应出沪深两市的行情走势整体状况。由于该指数精选了沪深两市流通市值大、流动性好的蓝筹股作为样本股，因此，其走势基本能够反映沪深 A 股市场的整体波动特征。

一年来沪深 300 指数涨 3163.5 点，涨幅达 193.3%，振幅为 261.94%，最高价 5891.72 点，最低价 1627.92 点，共 243 个交易日，其中 156 个交易日指数上涨，87 个交易日指数下跌，上涨天数为下跌天数的 1.8 倍。总成交量为 169222608 亿股，总成交额为 231727.45 亿元。总市值为 283732.88 亿元，流通市值 51695.89 亿元。指数总价值 59035.94 亿。按时点时段分析，期间年收益率 135.18%。图 1 是沪深 300 指数日走势及成交额图。

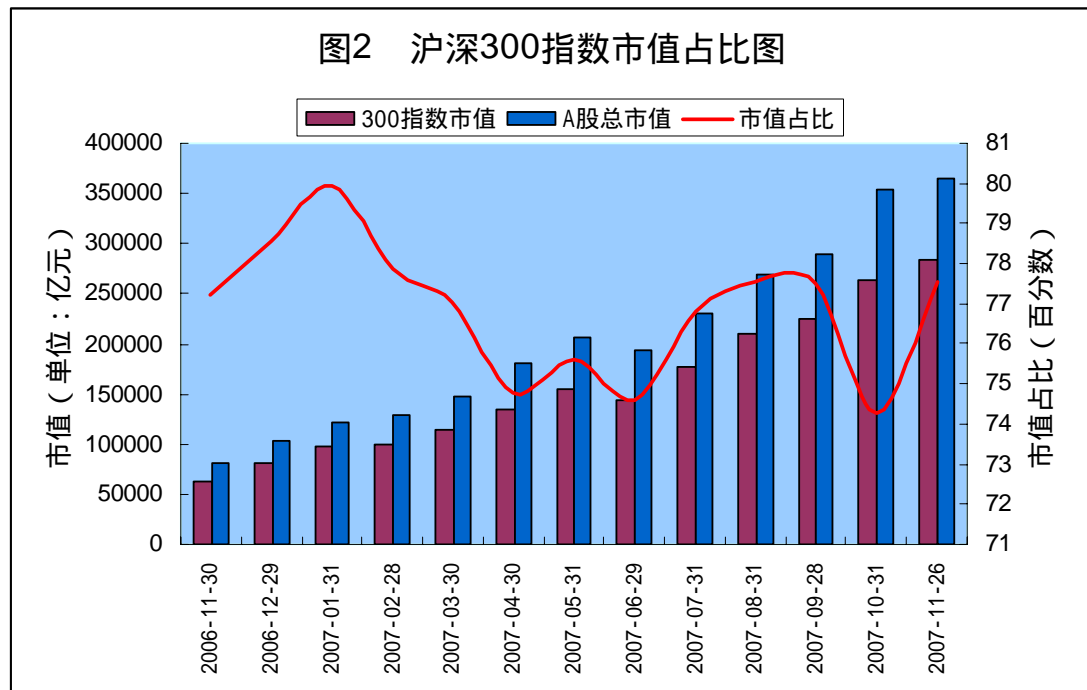


从图 1 走势中看出，沪深 300 指数走过了一波强劲上涨行情。沪深 300 指数一年来不断震荡上行，成交量上呈现双峰形态。从日走势总体来看，沪深 300 指

数在一年内的上升趋势中，经历了三次比较大的震荡行情。一年来，无论是上涨幅度还是成交金额，沪深 300 指数都创出历史最高值，日均涨幅 0.8%，上涨天数所占所有交易日比重为 64%，日均成交金额 953.6 亿元。

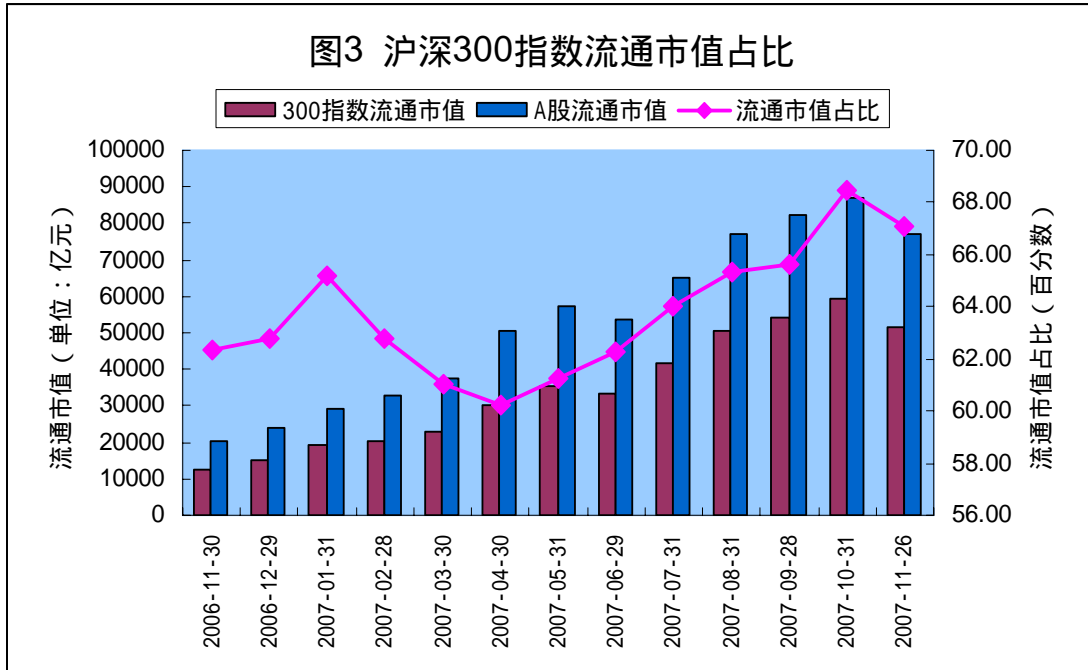
## 2、沪深 300 指数市值覆盖率和流动性情况。

(1) 截止 2007 年 11 月 26 日，沪深 300 指数总市值 28.37 万亿，沪市 A 股总市值 31.62 万亿，流通市值 5.38 万亿，深市 A 股总市值 4.96 万亿，流通市值 2.33 万亿，沪深 300 指数占 A 股总市值比例为 77.56%，占 A 股流通市值 67.05%。在国际上市值占比达到 60% 以上即可作为衡量股市整体情况的标准，而沪深 300 指数的市值覆盖率达到 77.56%，已经远远高于国际标准，可见沪深 300 指数目前的市场代表性很高。图 2 和图 3 分别是一年来沪深 300 指数与 A 股的总市值和流通市值每月统计。



数据来源：Wind 资讯

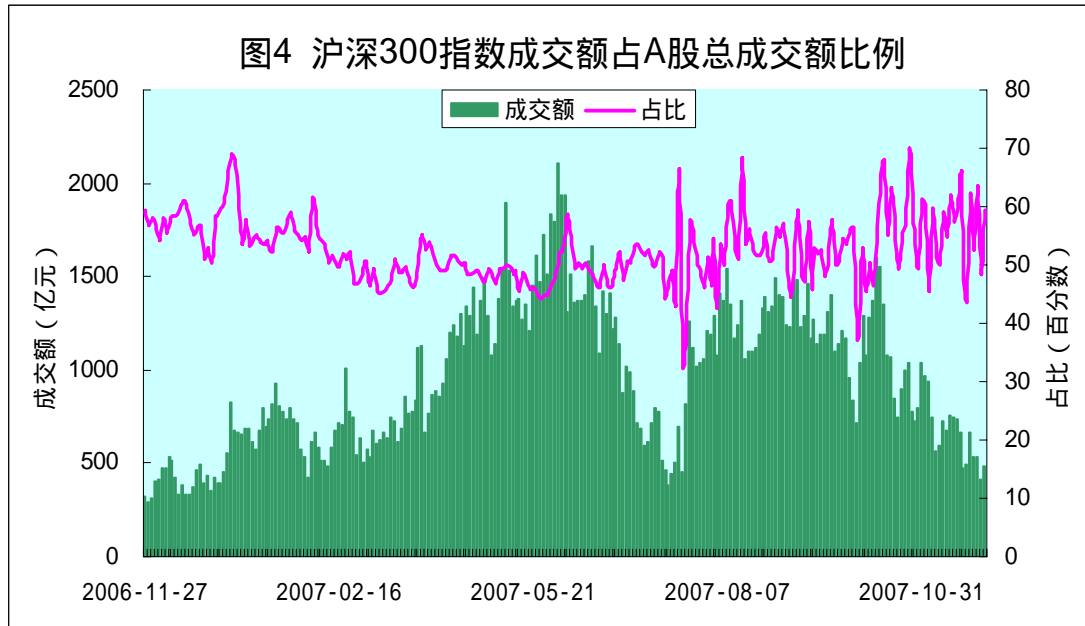
从图 2 看出，沪深 300 指数的总市值呈现大幅递增趋势，沪深 300 指数占比呈现大幅波动，并且目前比年初时的占比要小，经过分析我们认为这主要是因为今年大批 H 股回归的原因，由于包括建设银行、中国神华、中国石油等一大批 H 股回归 A 股市场，同时今年新股发行不断，因而致使整个 A 股的市值增加较多，而由于计算方法上的差别，有很多新股未计入 300 指数，因此 300 指数市值增加值相对整个 A 股市场总的市值增加量来说相对较小。



数据来源：Wind 资讯

从图3中，能发现沪深300指数的流通市值呈现稳步上升趋势，同时，沪深300指数的流通市值占比也呈现逐步递增趋势，流通市值占比的逐步递增表明沪深300指数能够充分反映出市场流通状况，尤其是流通市值的增减情况，这一点也印证了沪深300指数在编制上的一个特点：指数是以样本股的流通股本为权重加权计算得到。

(2) 沪深300指数在选取的研究时段内日均成交金额953.61亿元，A股日均成交金额，沪深300指数日均成交额占A股市场的成交金额的51.76%。沪深300指数日均换手率为3.56%，A股市场日均换手率为7.87%。以上数据表明，沪深300指数的流动性覆盖率较高，交易较为活跃。图4是沪深300指数日均成交金额占比。图4显示沪深300指数的成交金额占比波动变化激烈，总体变化趋势是在30%-70%之间维持横向震荡，这表明相对整个A股市场而言，沪深300指数的成交量变动是非常活跃的，市场资金的参与程度变化比较频繁。



**3、沪深 300 指数风险收益特征。**以上证综合指数为对照标准，我们得到沪深 300 指数、上证综合指数和深证成份指数的收益特征，如表 1 所示：

表 1 沪深 300 指数收益特征

指数名称	期间平均收益率[%]	年化收益率[%]	夏普指数[%]	特雷诺指数[%]
沪深 300	2.23	215.86	45.61	2.25
上证综合指数	1.83	156.96	39.22	1.78
深证成份指数	2.29	226.4	41.83	2.27
A 股平均	2.06	191.68	40.53	2.03

数据来源：Wind 资讯 数据期间为 2006-11-27 至 2007-11-26

表 1 中数据显示，沪深 300 指数的收益性好于 A 股市场的平均情况，比如期间平均收益率和年化收益率均比 A 股市场的平均值大，同时，沪深 300 指数的特雷诺指数值高于 A 股市场平均值，这也表明沪深 300 指数整体业绩要好于 A 股市场的平均情况。另外，沪深 300 指数的夏普指数大于市场平均值，由此说明沪深 300 指数成份股企业的经营管理状况要高于市场平均经营状况。通过对表 1 数据的分析，我们得到结论，沪深 300 指数收益性良好，能够代表权重优秀企业的经营管理水平。

#### 4、沪深 300 指数权重股情况。

(1) 权重股变动情况。一年来，沪深 300 指数的成份股经过 2 次大调整和多

次临时调整，全年剔出了 67 只成份股，重新纳入了 67 只成份股，表 2 是沪深 300 指数权重股调整情况。

表 2 沪深 300 指数权重股调整统计

集中调整次数	集中剔除调整 2 次		集中纳入调整 2 次	
	2006 年 12 月 29 日 1 次	2007 年 6 月 29 日 1 次	2007 年 1 月 4 日 1 次	2007 年 7 月 2 日 1 次
集中调整股数	30	28	30	28
临时调整次数	临时剔除调整 8 次		临时纳入调整 8 次	
临时调整股数	9		9	
调整的总股数	剔除 67		纳入 67	

数据来源：中证指数公司

表 2 反映出，沪深 300 指数在期间内共经历 10 次剔除调整和 10 次纳入调整，调整的数量达到沪深 300 总成份股数的 22.33%，可见期间的成份股调整幅度比较大。从调整时间上看，两次集中性调整是在 2006 年的年底和 2007 年的年中按中证指数公司的计划进行的，而今年的临时性调整的时间比较分散，次数较多，这主要是由于今年以来，包括中国人寿、中国平安、中国铝业、中国远洋、建设银行、中国神华和中国石油等在内的一批大盘 H 股的回归所致。

(2) 权重股构成情况。表 3 是截止 2007 年 11 月 26 日沪深 300 指数中，按权重排序的前 20 个成份股统计。

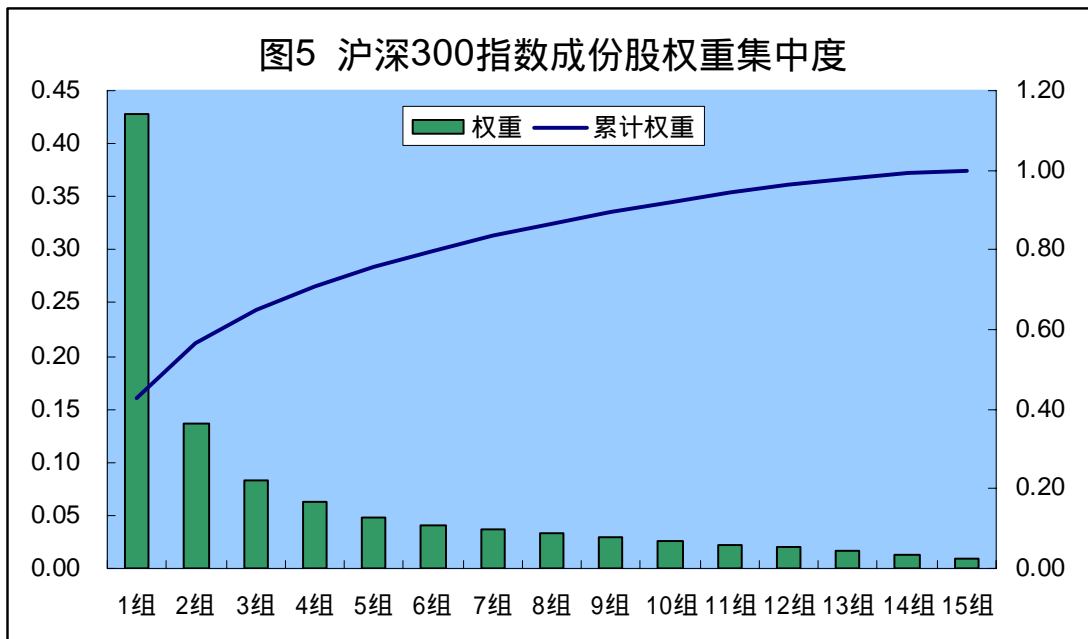
表 3 沪深 300 指数权重股调整统计

代码	名称	权重%	代码	名称	权重
600028.SH	中国石化	5.21	600900.SH	长江电力	1.63
600030.SH	中信证券	4.90	601398.SH	工商银行	1.59
600016.SH	民生银行	3.87	601006.SH	大秦铁路	1.38
000002.SZ	万科 A	3.18	600519.SH	贵州茅台	1.37
600036.SH	招商银行	3.08	601088.SH	中国神华	1.37
600000.SH	浦发银行	2.79	002024.SZ	苏宁电器	1.20
600019.SH	宝钢股份	1.85	600018.SH	上港集团	1.18
601318.SH	中国平安	1.73	601600.SH	中国铝业	1.10
601857.SH	中国石油	1.73	000001.SZ	深发展 A	1.03
600050.SH	中国联通	1.68	000858.SZ	五粮液	0.92

数据来源：中证指数公司

数据显示，前 20 只成份股累计权重高达 42.79%，如果按 20 只成份股划分

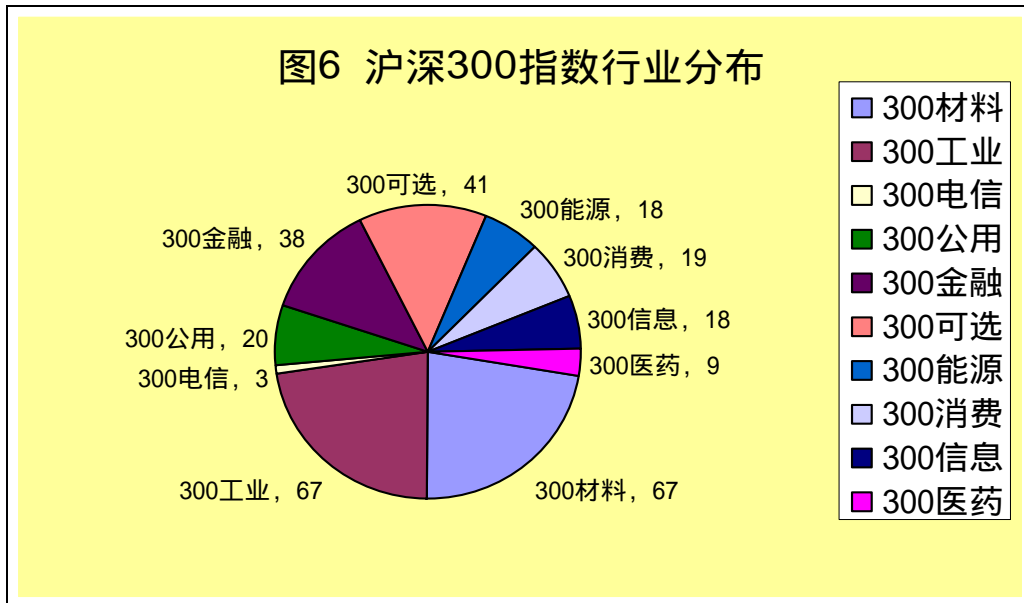
为一组，沪深 300 指数可以划分成 15 组，同时按照权重大小降序的排列方式进行划分，这十五组成份股的权重集中情况如下图 5：



数据来源：中证指数公司

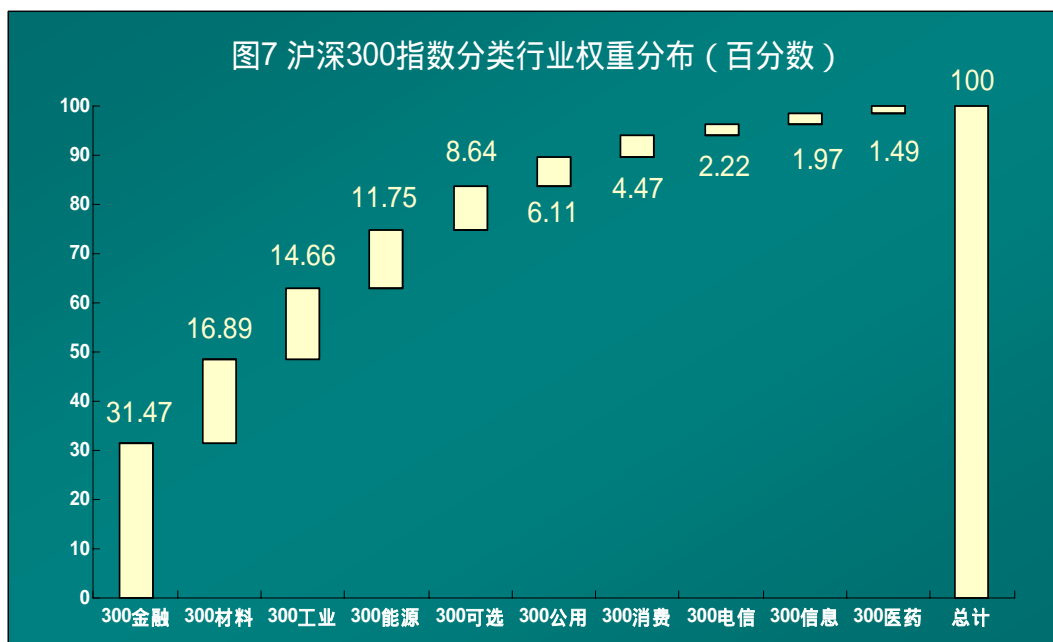
图 5 显示，沪深 300 指数的成份股权重集中在第一和第二组，两组的 40 只成份股共计占据 56.36% 的权重，而排名最后的 40 只成份股的总权重为 2.11%，可见最前 40 只成份股权重是最后 40 只成份股权重的 26.7 倍，由此说明沪深 300 指数权重集中度较高，整个指数的变动将受制于大权重成份股的波动变化。

（3）权重股行业分布。中证指数有限公司于 2007 年 7 月 2 日正式发布 10 个沪深 300 行业指数，这 10 个分类指数是沪深 300 能源指数、沪深 300 原材料指数、沪深 300 工业指数、沪深 300 可选消费指数、沪深 300 主要消费指数、沪深 300 医药卫生指数、沪深 300 金融地产指数、沪深 300 信息技术指数、沪深 300 电信业务指数和沪深 300 公用事业指数，图 6 是按照每个指数拥有的个股数量制作的行业分布情况。在图 6 中可以看出，300 工业和 300 材料所拥有的股份个数最多，两者相加一共有 134 只股票。在分类中，少于 10 只成份股的行业只有两个，即 300 电信和 300 医药，分别包含的股份数是 3 只和 9 只。其他各行业拥有的股份数量相差不大。总体来看，沪深 300 指数新的行业分类更加科学合理，能够为市场提供更加细分化的参考标准。自从 10 个沪深 300 行业指数发布以来，这些分类指数渐渐被市场所接受和认可。



数据来源：中证指数公司

(4) 分类行业权重情况。将成份股按 10 个分类行业累计权重，图 7 是分类行业权重分布情况。



数据来源：Wind 资讯

图 7 显示 300 金融是权重最大行业，尽管只有 38 只成份股却占据了 31.47% 的权重。300 医药行业虽然包含的个股数量并非最少，但其所占据的权重确是最小，仅为 1.49%。通过对 300 指数分类行业权重的分析，不难发现，沪深 300 指数中，金融行业占据了重要地位，因此，金融类个股的价格变动将对沪深 300 指数的变动产生较大影响。当然，随着市场的变化，各个分类行业的权重也会相应

发生改变,及时掌握占据主要权重的行业状况就会对沪深 300 指数的走势做出合理分析和科学判断。

通过以上分析,可以得出如下结论:沪深 300 指数在市值覆盖率、流动性、风险收益特征等方面都具有良好表现,同时,在成份股调整、成份股权重分布及行业分类等方面较为合理。

## 二、沪深 300 指数的比较分析

### 1、沪深 300 指数与上证综指和深成指比较。

(1) 特征比较。表 4 是 300 指数与上证指数、深成指数在多个特征方面的比较。

表 4 沪深 300 指数与上证指数及深成指对比

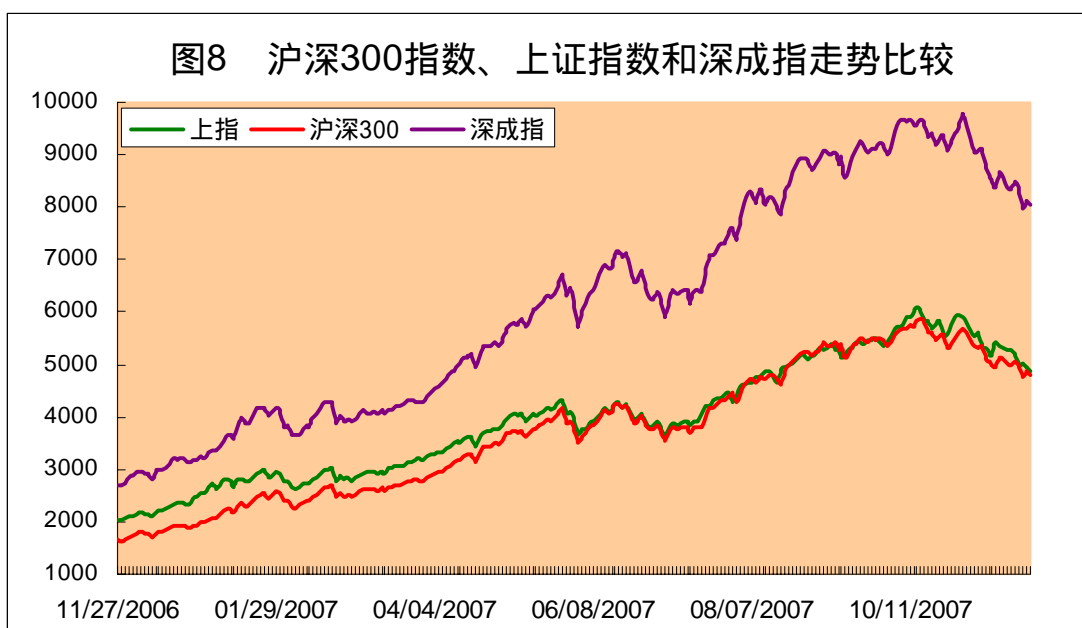
概况 \ 指数	沪深 300 指数	上证指数	深成指数	上指、深成指平均值
成份股数量	300	900	40	N/A
区间涨跌量	3148.38	2911.57	10673.17	N/A
区间涨跌幅	193.3%	141.8%	203.13%	172.47%
区间换手率	865.13%	969.58%	729.21%	849.4%
平均市盈率	46.41	52.59	45.95	49.27
平均市净率	5.95	5.74	6.7	6.22
每股收益	0.25	0.20	0.47	0.34
流动性	0.6	0.51	0.74	0.63
净资产收益率	12.77%	10.58%	14.44%	12.51%

数据来源: Wind 资讯 截止 2007-11-26

通过对上证指数、深成指数和沪深300指数的特征比较,沪深300样本股基本面相对较好,在区间涨幅、区间换手率和净资产收益率方面均高于上指和深成指的平均水平。沪深300指数的每股收益高于上证综指,低于深成指。在市盈率方面,沪深300指数的市盈率虽然高于深成指,低于上证指数,但比起深成指和上证指的平均值要小。另外,沪深300指数的区间换手率要高于平均水平。以上分析显示,沪深300指数的盈利能力、资产质量、交易活跃性和成长性等方面均优于市场平均水平。从估值水平来看,沪深300指数成份股的市盈率与市净率等估

值指标明显低于市场平均水平，凸显出其良好的投资机会。

(2) 走势及相关性比较。直观起见，我们将三个指数的每日收盘价走势图放在一个图中考察。需要说明的是，出于技术上的比较需要，深成指的每日收盘价按比例进行了适当缩小，这种技术上的处理并不影响实际走势。图 8 就是按照上述方法得到的沪深 300 指数、上证指数和深成指数的走势图。

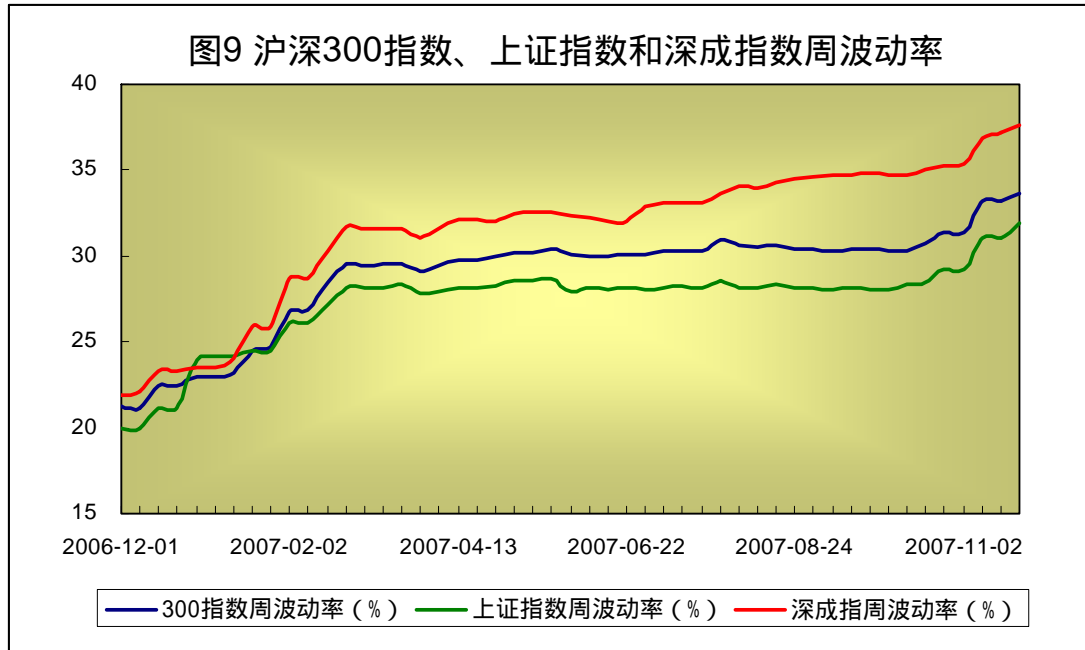


数据来源：文华财经行情系统

走势上，沪深 300 指数与上证指数的走势非常相似，在 2007 年 6 月上旬至 2007 年 10 月上旬这段时间里，沪深 300 指数的走势几乎与上证指数完全重合。与深成指比较，沪深 300 指数走势相对较为平缓，这与深成指的价格过高从而走势变化幅度较大有关。总体看，沪深 300 走势能够反映出沪深两市整体行情走势，在走势上具有代表性。

为深刻分析沪深 300 指数与上证指数和深成指之间的数量关系，按收盘价计算得到沪深 300 指数与上证指数的相关系数为 0.9946，沪深 300 指数与深成指的相关系数为 0.9972，数据显示沪深 300 指数与深成指的相关性更高。

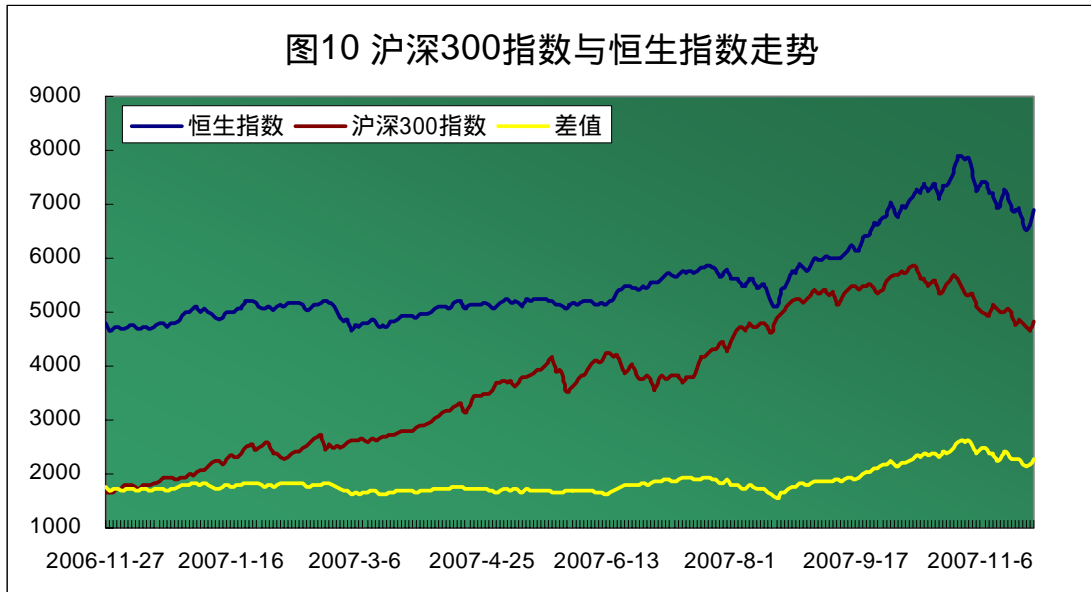
(3) 波动性比较。下面分析三个指数的波动性。图 9 是沪深 300 指数、上证指数和深成指数的周波动率，图 9 显示沪深 300 指数的周波动率介于上证指数和深成指数的周波动率之间，在三个指数中深成指的周波动率最大，这与深成指价格偏大有关。另外，三个指数的波动率都大致经历了三个阶段，第一个阶段是 2006 年 11 月底至 2007 年 3 月初，这段时期的周波动率呈现快速上升趋势。



数据来源：Wind 资讯

这段时间也是指数快速上升时期。第二阶段是2007年3月初至2007年9月底，这段时期周波动率保持比较平稳的走势，尤其是沪深300指数和上证指数周波动率变化较小，这段时间指数保持了上涨趋势，并且指数保持了一种持续性的平稳增长。第三个阶段是2007年9月底至2007年11月26日，这段时期周波动率又开始攀升，这也正是指数冲高后出现大幅回落调整的时期。以上分析说明沪深300指数的波动性走势相对平稳，能够代表市场整体波动情况。

**2、沪深300指数与恒生指数的走势及相关性比较。**图10是按沪深300指数和恒生指数收盘价制作的走势图，其中恒生指数价格和差值（恒生指数收盘价-沪深300指数收盘价）数据均按比例进行了技术调整。走势上，恒生指数较为平稳，呈现缓慢上涨趋势，而沪深300指数则呈现强劲上涨态势。从沪深300指数与恒生指数的差值看，在2006年11月27日至2007年8月下旬这段时期内，两个指数的差值保持非常稳定的波动，由此说明在此期间两个指数保持一种几乎同步的走势。在2007年8月下旬至2007年11月初这段时期，两个指数的差值的不断增大，说明沪深300指数与恒生指数走势同步性降低。在2007年11月初至2007年11月26日这段时期，两个指数走势关联性有所增加。另外，经过统计计算，沪深300指数与恒生指数的相关系数是0.8245。相关系数反映出沪深300指数与恒生指数的联动性远远低于与上证指数和深成指数的联动性。



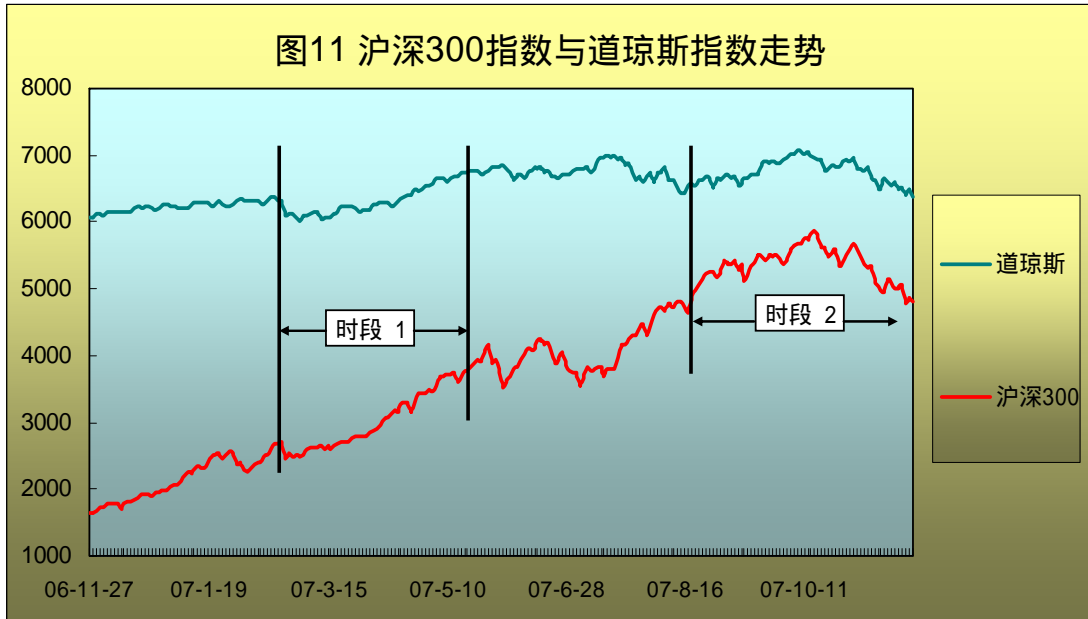
数据来源：北京中期行情系统

**3、沪深 300 指数与道琼斯工业平均指数的走势及相关性比较。**随着经济全球化的不断发展，我国经济与世界经济的关联度越来越密切。今年以来，我国沪深股市的走势开始受到全球股市行情的影响，尤其受到美国股市变动的的影响程度不断加大。在此，选取美国著名的道琼斯工业平均指数与沪深 300 指数进行比较，希望发现两者的关系，特别是深入分析沪深 300 指数受道琼斯工业平均指数影响的程度。当然，沪深 300 指数与道琼斯工业平均指数之间关系受许多因素影响，在此仅从收盘价格的数量关系角度进行比较。图 11 是沪深 300 指数和道琼斯工业平均指数的走势图，与上面分析相同，图 11 中道琼斯工业平均指数的价格进行了一定比例的缩小处理，以在同一坐标系下比较趋势。图 11 显示道琼斯工业平均指数走势比沪深 300 指数走势平缓。波动幅度上，道琼斯指数比沪深 300 指数小。为了深刻分析两个指数关系，在走势图中，将走势较为相近的交易日划分为两个时段，即图 11 中的时段 1（2007 年 2 月 26 日至 5 月 30 日）和时段 2（2007 年 8 月 16 日至 11 月 26 日），分别计算这两个时段内两个指数的相关系数，同时计算其他两个时段的相关系数。结果见表 5：

表 5 沪深 300 指数与道琼斯指数分时期相关系数

时 段	2006-11-27 2007-02-16	2007-2-26 2007-5-30	2007-5-31 2007-8-15	2007-08-16 2007-11-26
相关系数	0.8565	0.9732	-0.5314	0.8747

表 5 显示，在时段 1 和时段 2 中两个指数相关性较高，只有在 2007 年 5 月



数据来源：北京中期行情系统

31日至2007年8月15日这段时期里两个指数呈现负相关关系。根据所有时点数据计算得到两个指数的相关系数是0.8142，总体来看，沪深300指数与道琼斯平均工业指数相关度较高。从以上数量分析中可以得出结论，沪深300指数与道琼斯工业平均指数的关联性越来越密切，沪深300指数受道琼斯工业平均指数的影响程度越来越高，这一点也从一个侧面表明，中国经济受外界影响，尤其是受美国经济的影响程度越来越大。

以上分别将沪深300指数与上证指数、深成指数、恒生指数和道琼斯工业平均指数进行了比较，通过比较可以得出结论：沪深300指数与上证指数和深成指依存度最高，与恒生指数相关度较高，沪深300指数受道琼斯工业平均指数的影响程度不断提高。

### 三、沪深300指数受市场宏观因素影响分析

**1、沪深300指数受加息政策的影响分析。**2007年以来中国人民银行从3月18日开始，到9月15日为止，先后五次提高人民币存贷款基准利率。从频率上看，平均一个多月即加息一次，频度之高为近几年所少见。央行加息的根本目的是为了抑制流动性过剩，控制信贷规模，那么在此，我们从加息对沪深300指数的影响方面进行全面客观性分析，旨在找到其中的一些规律。下面是今年五次加息背景与加息后沪深300指数的反应。

第一次加息市场背景：沪深300指数在2100-2700点附近调整近2个月的时

间，其间市场也弥漫着央行加息的传言。加息结果：市场认为利空已兑现，从而走出之后 2 个半月的单边上涨行情。第二次加息市场背景：股市经过 2 个半月的大幅单边上扬，市场风险在不断加大，同时，流动性过剩问题也日渐突出。加息结果：市场认为利空兑现，之后沪深 300 指数进一步上涨，并创出新高。第三次加息市场背景：流动性过剩进一步加剧，沪深 300 指数已经历近 2 个月的宽幅调整。加息结果：本次加息成为利空出尽的重大利好消息，当本次加息消息公布后，加息消息一度成为市场走出调整行情、开始上行的巨大推动力；第四次加息市场背景：在物价水平连续走高的情况下，在 7 月 CPI 数据(5.6%)创下十年新高之后，通胀风险已被提到了一个非常重要的位置，为合理调控货币信贷投放，稳定通货膨胀预期，央行再次加息。加息结果：沪深 300 指数进一步上涨。第五次加息背景：8 月份 CPI 延续前 6 个月不断攀升趋势，同比上涨幅度高达 6.5%，为今年月度最高涨幅，信贷投放继续大幅增长。加息结果：沪深 300 指数结束前几日小幅调整继续上行。

以上对每次加息的背景及结果进行了分析。下面从数量关系上进一步分析加息对沪深 300 指数走势的影响。表 6 是今年央行五次加息情况及加息后沪深 300 指数的变动情况，表 6 显示五次加息，其中有四次是加息后沪深 300 指数低开高走，有一次沪深 300 指数高开高走。五次加息后沪深 300 指数收盘均上涨，平均每次上涨 2.12%，最高涨幅是第三次加息后沪深 300 指数上涨高达 4.65%。表 6 中的涨幅是针对前一交易日收盘价而言，为了展现加息后沪深 300 指数当日真实走势情况，我们将进一步考察当日开盘价与收盘价的差值情况。

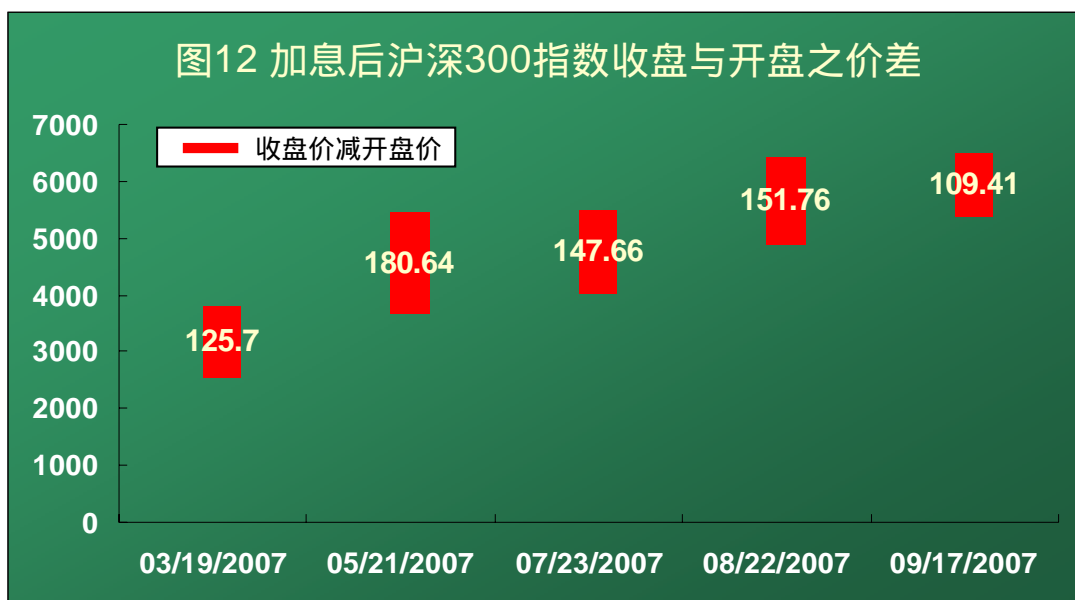
表 6 央行五次加息情况及沪深 300 指数的变动情况

加息次数	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次
时 间	2007-3-19	2007-5-19	2007-7-21	2007-8-22	2007-9-15
加 息 类 别	金融机构存 贷基准利率	一年存/贷款 基准利率	金融机构存 贷基准利率	金融机构存/ 贷基准利率	金融机构存 贷基准利率
加息幅度	0.27%	0.27%/0.18%	0.27%	0.27%/0.18%	0.27%
沪深 300 指数表现	低开高走 涨 2.12%	低开高走 涨 1.45%	高开高走 涨 4.65%	低开高走 涨 1.59%	低开高走 涨 1.88%

资料来源：央行网站 北京中期行情系统

图 12 是每次加息后第一个交易日沪深 300 指数的收盘价与开盘价之差，图

12 显示,每次加息后首个交易日沪深 300 指数当日从开盘到收盘上涨均超过 100 点,在 5 月 21 日上涨 180.64 点,可见,当日沪深 300 指数盘中涨幅较大,涨势剧烈。



数据来源：北京中期行情系统

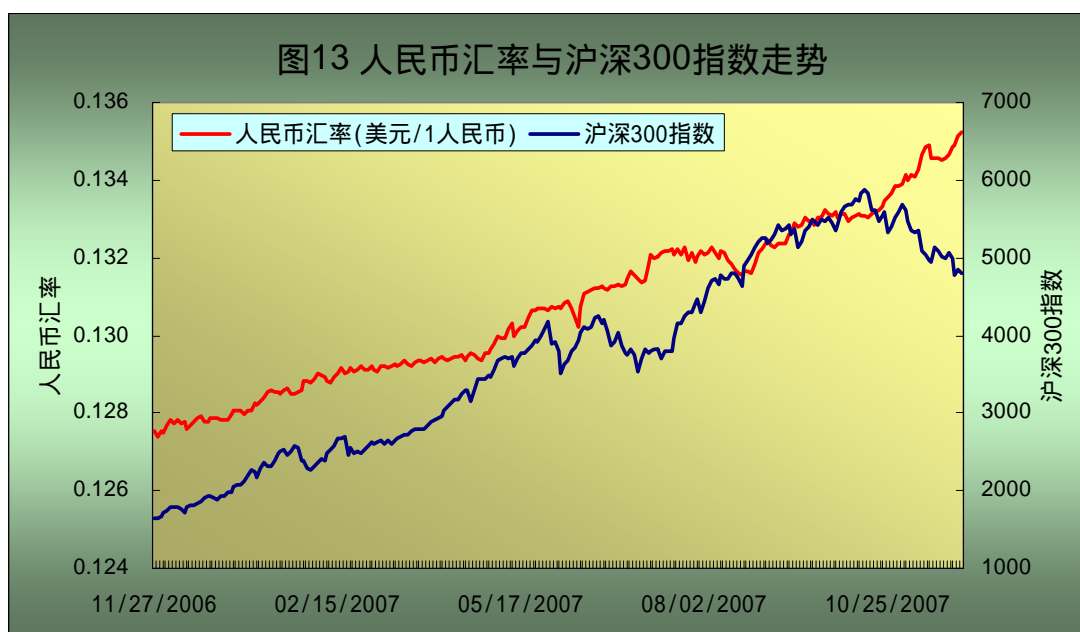
通过以上分析,加息对沪深 300 指数上涨具有助推作用,这种助推作用是借助于加息当时的市场形势和趋势而发挥出来的。比如第一次和第二次加息都是在市场经历较长时期调整后宣布的,此时的市场和指数经过大幅调整后已经具有上涨需要,加息只是加速了这种上涨行情的产生。

**2、沪深 300 指数受人民币汇率变动影响分析。**在当代国际贸易迅速发展的潮流中,汇率对一个国家的经济的影响越来越大。任何一国的经济在不同程度上都受到汇率变动的影 响。随着我国的对外开放不断深入,以及世界贸易的开放程度的不断提高,我国股市受汇率的影响也会越来越显著。外汇行情与股票价格有着密切的联系。一般来说,如果一个国家的货币处于升值的趋势,股价就会上涨,一旦其货币贬值,股价随之下跌。所以外汇的行情会带给股市很大影响。本币升值导致本国股市上涨的主要原理是:一国对外币的汇率上升将导致更多的外币兑换本币,从而促进本币的市场需求增加,所以,对于一个开放的市场,用外币换取的本币将有可能进入股票市场,进而增大股市资金来源,促使股票升值。

以上是从一般意义上阐释了汇率提升对股市影响,那么,在当今这种全球视野下,人民币升值将对中国股市有何影响?下面进行细致分析。人民币升值可以

提高国内证券市场的估值水平，因此将吸引国际投机资本，以正规和非正规渠道进入证券市场进行套汇，人民币升值将提升以人民币计价的 A 股的国际估值，随着全球对中国的关注程度越来越高，特别是在人民币升值的大背景下，已经有越来越多的国际资本对中国市场的投资机会感兴趣。总之，人民币汇率的提升从两方面影响我国的股市变动：第一，汇率升值，会带来资本市场效应，使大量外来资金投到股票市场上去，有利于市场资金的扩容，活跃 A 股市场，增强市场信心，从中长期的技术面上看，无疑是一个极大的实质性利好。第二，通过带动直接性投资使资金直接进入各行业，形成资本投入、购并和重组的热潮，成为促进 A 股上涨的另一条途径。

一年来，人民币对美元升值幅度为 6%，那么这段时期，人民币兑美元汇率的高走，对沪深 A 股市场的沪深 300 指数的影响到底怎样，下面就从数量关系上加以分析。图 13 是 2006 年 11 月 27 日至 2007 年 11 月 26 日这段时期人民币兑美元汇率与沪深 300 指数走势图，其中汇率折合成 1 人民币兑换的美元数量。



数据来源：中国货币网 文华财经行情系统

从汇率和沪深 300 指数走势图来看，汇率保持强势上行趋势，沪深 300 指数在 2007 年 10 月 16 日之前也保持了稳步上扬走势。经计算，在 10 月 16 日之前人民币对美元的汇率变动与沪深 300 指数走势之间的相关系数是 0.9626，两者为正相关关系；在 10 月 16 日之后，两者的相关系数为-0.9024，两者为负相关关系。以上数据表明，沪深 300 指数并非一直受汇率上升推动而不断上升。可见，

人民币升值对沪深 300 指数确实具有推动上涨作用,但是这种推动作用发挥的前提是在股票市场自身走势较为平稳,受市场因素作用明显的情况下。当股市出现大幅调整或者市场受其他利空政策作用时,汇率的不断攀升也很难逆转股票市场的走势,即很难推动沪深 300 指数的上行。上述分析也说明,汇率对沪深 300 指数的影响作用是复杂的,而不是单一的助涨、助跌作用,因此,在分析人民币汇率对沪深 300 指数的影响时应结合其他方面的因素进行分析,这样才会得出更加全面的结论。

**3、沪深 300 指数受 GDP 影响分析。**国内生产总值(GDP)变动对证券市场的影响大致有以下四种情况:

(1)持续、稳定、高速的 GDP 增长对股市的变动影响。在这种情况下,社会总需求与总供给协调增长,经济结构逐步合理并趋于平衡,经济增长来源于需求刺激并使得闲置的或利用率不高的资源得以更充分的利用,从而表明经济发展的良好势头,这时证券市场将基于上述原因而呈现上升走势。

(2)高通胀下 GDP 增长对股市的变动影响。当经济处于严重失衡下的高速增长时,总需求大大超过总供给,这将表现为高的通货膨胀率,这是经济形势恶化的征兆,如不采取调控措施,必将导致未来的"滞胀"(通货膨胀与增长停滞并存)。这时,经济中的矛盾会突出地表现出来,企业经营将面临困境,居民实际收入也将降低,因而失衡的经济增长必将导致证券市场下跌。

(3)宏观调控下的 GDP 减速增长对股市的影响。当 GDP 呈现失衡的高速增长趋势时,政府可能采用宏观调控措施以维持经济的稳定增长,这样必然减缓 GDP 的增长速度,如果调控目标得以顺利实现,而 GDP 仍以适当的速度增长(未导致 GDP 的负增长或低增长),说明宏观调控措施十分有效,经济矛盾逐步得以缓解,从而为经济的进一步增长创造了有利条件,这时证券市场亦将反映出这种好的形势而呈现出平稳渐升的态势。

(4)转折性的 GDP 变动对股市的影响。如果 GDP 一定时期以来呈负增长,当负增长速度逐渐减缓并呈现向正增长转变的趋势时,表明恶化的经济环境逐步得到改善,证券市场走势也将由下跌转为上升。当 GDP 由低速增长转向高速增长时,表明低速增长中,经济结构得到调整,经济形势得以改善,新一轮经济的高速增长已经来临,证券市场亦将伴之以快速上涨之势。

我国今年以来的经济形势是，经济增长偏快，物价涨幅比较高，经济增长有偏热迹象。另外，因食品和燃料等价格上涨而引发了结构性通胀，这种通胀还属于温和性通胀范围。在这种经济形势下，通胀造成的低实际利率水平，不但会刺激经济过度膨胀，使投资者对上市公司盈利增长产生过于乐观的预期，同时也使银行的存款吸引力下降，导致更多资金流入回报率较高的股市和楼市，增加股市泡沫产生或扩大的可能性。从这个角度讲，今年 10 月中旬之前，GDP 的持续快速增长对沪深 300 指数的不断上行具有推动作用。10 月中旬之后情况却发生了变化：尽管今年前三季度我国 GDP(国内生产总值)为 166043 亿元，同比增长 11.5%，比上年同期加快 0.7 个百分点，同时，据央行三季度货币政策报告预计，2007 年国内生产总值(GDP)增长将超过 11%，但是，随着 10 月份 CPI 的再次上涨至 6.5%这个近十年的历史高位，这种 CPI 居高不下、经济将转向过热的形势还是引起了市场对未来经济健康增长的担忧，从股市表现上，自 10 月中旬沪深 300 指数创出历史新高之后，随即进入大幅调整之中。可见，在通胀预期不断增加的形势下，高幅度的 GDP 增长预期无法继续推动股市的高企，无法刺激沪深 300 指数的继续向上运行。

**4、沪深 300 指数受税收政策影响分析。**一般来说，税收提高将抑制企业的投资扩张需求，企业用于发展生产和发放红利的资金就会减少，税收提高也将使投资者用于购买股票的资金减少，因而高税率将对股市产生消极影响，导致股指下跌。相反，低税率可以增加企业和个人的投资资金，有助于生产发展和经济增长，因此可以拉动股指上扬。下面对 2006 年 11 月底至 2007 年 11 月底这段期间，先后发布的几项主要的税收政策对沪深 300 指数的影响进行具体分析。

2007 年 5 月 30 日凌晨，财政部宣布决定从 2007 年 5 月 30 日起，调整证券(股票)交易印花税税率，由现行 1‰调整为 3‰。即对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让书据，由立据双方当事人分别按 3‰的税率缴纳证券(股票)交易印花税。印花税消息导致 5 月 30 日沪深股市大幅下挫，两市数百家个股当日跌停，当日沪深 300 指数创出运行以来单日最大跌幅。

2007 年 11 月 15 日，国家税务总局公布了新版个税申报表(《个人所得税纳税申报表(适用于年所得 12 万元以上的纳税人申报)》)。根据新要求，自 2008 年 1 月 1 日起，年所得 12 万元以上的纳税人，将使用修订后的申报表进行申报。

新申报表对“财产转让所得”一栏进行了细分，“股票转让所得”和“个人房屋转让所得”均需分别填报。11月16日沪深300指数跳空低开，并低开低走。

2007年11月28日，国务院常务会审议并原则通过《企业所得税法实施条例(草案)》。“实施条例”系为2008年1月1日起实施的《企业所得税法》配套。此次国务院常务会议原则通过后，“实施条例”经过进一步修改，将由国务院公布施行。《企业所得税法》及“实施条例”将于2008年1月1日同时施行。新的企业所得税法将企业所得税税率从33%降到25%，而且规定小型微利企业的税率为20%，对高新技术企业设定了15%的优惠税率等。11月29日，沪深股市大幅增量上涨，沪深300指数当日涨幅达4.16%。

下表7是以上三次税收政策对沪深300指数产生影响的归纳和总结，通过对

表7 税收对沪深300指数走势影响

项 目	提高印花税	新版个税申报	降低企业所得税率
沪深300指数变动	大幅下跌	下跌	大幅上涨
变 动 大 小	-281.83点	-73.45点	193.32点
变 动 幅 度	-6.76%	-1.45%	4.52%

数据的分析，可以发现三次税收政策对沪深300指数的影响非常大，每一次都导致了股指的剧烈变动。可见，沪深300指数对于税收政策的敏感性极高，能够及时对税收政策产生反映，体现出沪深300指数的“晴雨表”功能。

以上从利率、汇率、经济增长和税收四个方面分析了这些因素对沪深300指数的影响作用。通过比较得出如下结论：利率、汇率、经济增长和税收等市场因素均会对沪深300指数产生影响，而且各种因素对沪深300指数产生影响的程度各有不同，在分析影响沪深300指数的各种政策因素时，由于每个因素对沪深300指数的影响都较为复杂，因此，应该全面考察，并结合实际形势进行细致衡量，从而做到分析的全面性、客观性。

**结束语：**以上通过对沪深300指数运行概况、沪深300指数的比较分析、沪深300指数受市场宏观因素影响分析三个方面对沪深300指数一年来的变化和表现进行了阐释。通过分析，我们认为沪深300指数具有很多值得称道的特点，我们期待以沪深300指数为标的的股指期货能够早日登上中国的金融历史舞台，早日为中国金融市场的健康、蓬勃、持续的发展来发挥她巨大的市场性作用。

个人观点 仅供参考