

# 中证 500 真的如想象中便宜吗

2022 年 3 月

## 要点：

百瑞信托博后工作站  
魏文臻杰

### ○ 宽基指数中证 500 市盈率分位数低：

中证 500 市盈率分位数处于各类宽基指数中最低，仅为 3.29%，曾经的配置月报里，我一直将其认为是配置性价比最高的指数，但最近发现，中证 500 市盈率三次低位，两次发生在熊市时期，而此次市盈率低位并非在权益熊市时期，所以又开始重新思考这个问题，中证 500 是否能均值回复呢？

### ○ 中证 500 为啥在历史低位：

按照企业的生命周期理论，我们推演企业在跨越资本市场牛熊中逐渐成长，而中证 500 的编制方法过滤了发展失败的企业。于是我们对比中证 500 三次牛市中成分股市值结构的情况，发现 2015 年的大牛市以及 2012 年之后的宽松财政货币环境，使得中证 500 市值在 2015 年后发生了较大变化，市值结构从（0-100）亿元变化到（100-300）亿元。

从而认为造成目前中证 500 市盈率低位的主要原因与成分市值结构有关。

由于作为第一大蓝筹指数的沪深 300 生命周期应当比中证 500 靠后，所以我们还对比了 2009-2015 年间沪深 300 的市值结构情况，发现与现阶段中证 500 类似，剔除超千亿的大票影响后，市盈率的中枢也与现在的中证 500 相差不大。

### ○ 中证 500 是否能均值回归：

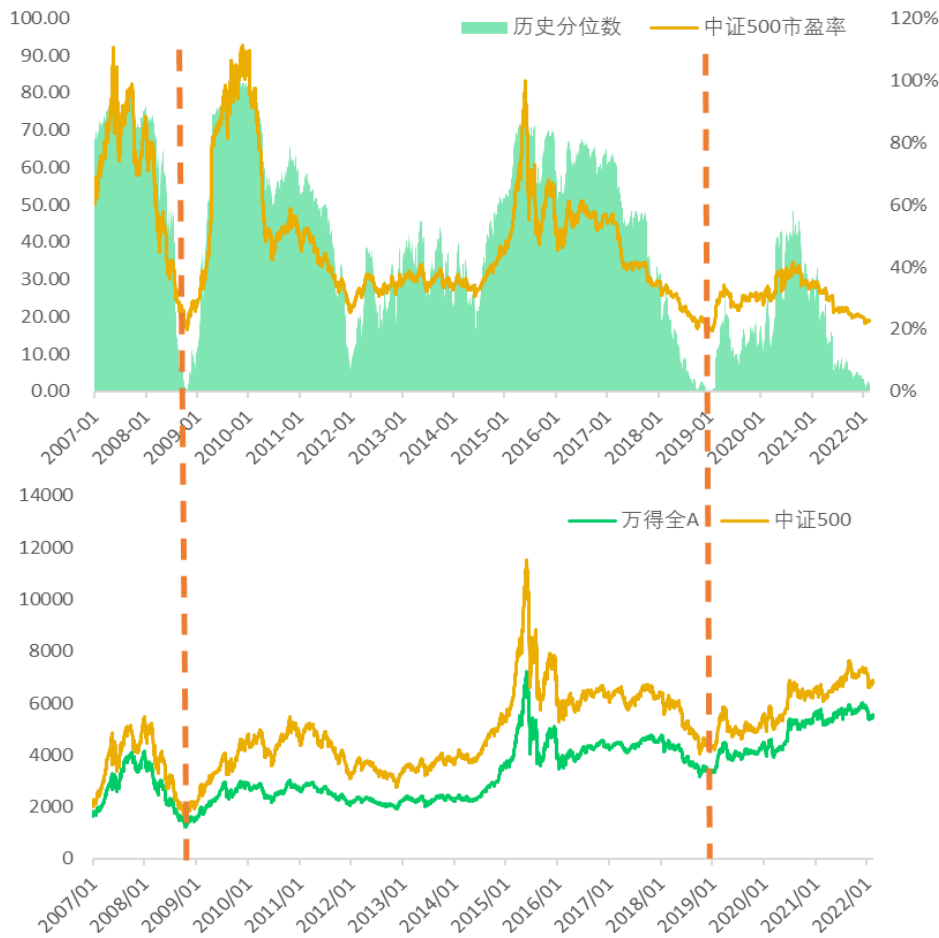
我们认为，假定市场行情不发生变化，如果在现有市场制度及投资理念下较难。原因还得回到市场制度学说，因为目前我国的投资理念还是为估值驱动，并非美股的 EPS 驱动。

## 一、中证 500 为宽基指数中市盈率分位数最低

我们统计了下宽基指数历史以来的市盈率（PE，TTM）情况，发现中证 500 市盈率分位数处于各类宽基指数中最低，仅为 3.29%，那它是否为配置性价比最高的指数呢？

图表 1：中证 500 为宽基指数中市盈率最低

指数名称	2022-02-28 PE	成立以来最高	成立以来最低	2022-02-28 分位数%
上证指数	13.26	56.16	8.90	27.15
创业板指	57.76	137.86	27.04	63.71
上证50	10.85	48.48	6.94	42.23
沪深300	13.21	51.12	8.01	43.36
中证500	19.19	92.75	16.00	3.29
中证1000	33.69	144.82	18.94	14.05
国证2000	37.80	160.51	23.40	22.77
万得全A	18.75	65.12	11.51	36.74
万得全A(除金融、石油石化)	28.74	76.99	14.06	42.50



资料来源：Wind，百瑞信托

通过图 1，我们发现有两个有趣的事情：

1) 中证 500 市盈率在历经 2018 年熊市之后，近几年里市盈率就一直处于较低位置，而目前已经处于历史底部位置；

2) 历史上中证 500 还有两次市盈率分位数在 5% 以下，分别是 2019 年初及 2018 年 10 月后，分别对应于中证 500 及万得全 A 处于熊市的时候；

而此次市盈率低位并非在权益熊市时期，那么造成的原因是什么呢？它是否真的能够均值回归呢？

## 二、中证 500 为啥在历史低位

在考察中证 500 均值回归前，首先，我们先了解下中证 500 指数的构成，按照中证指数有限公司披露的编制原则，中证 500 指数的样本股选择：

1) 在样本空间中剔除沪深 300 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的股票；

2) 将剩余股票按照最近一年（新股为上市以来）日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的股票；

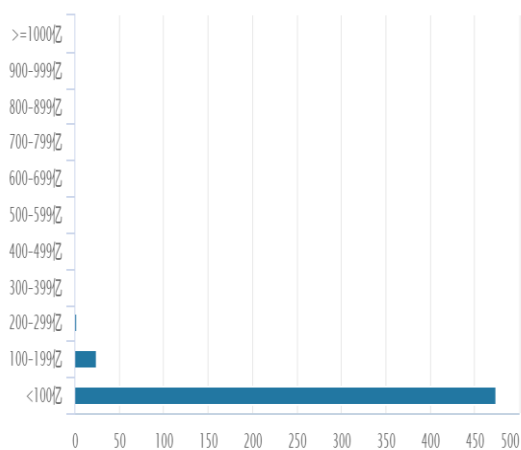
3) 将剩余股票按照最近一年日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 500 名的股票组成中证 500 指数样本股。

所以，指数编制主要是按照市值来做的，那么我们不妨提出猜想：**造成目前中证 500 市盈率低位的主要原因与成分市值结构有关**。我们知道国内市场上一一直存在一个现象是：小市值股对应着高市盈率。究其原因可以大致分为两类：一是企业的生命周期理论，认为每一个公司都需要经历初创、发展、成熟、衰退四个阶段，在不同阶段对应着不同的市值，所以小市值股对应着公司所处于初创及发展过渡阶段，未来潜力较大，所以给予高市盈率；二是市场制度学说，认为目前国内不够成熟，因为成熟的市场竞争体制下，龙头公司具有较强的核心能力，从而形成壁垒，从而能赋予较高的估值，比如美国市场。

在检验该猜想前，我们先来看看中证 500 在历史高位的时候，指数成分中的市值结构如何？历史上中证 500 市盈率分位数的三次峰值，分别处于 2007 年 5 月初、2009 年 12 月底、2015 年 6 月初。通过成分股市值分布可以看出，前两次峰值的市值分布基本上集中在（0-100）亿元的区间内，而第三次峰值则出现

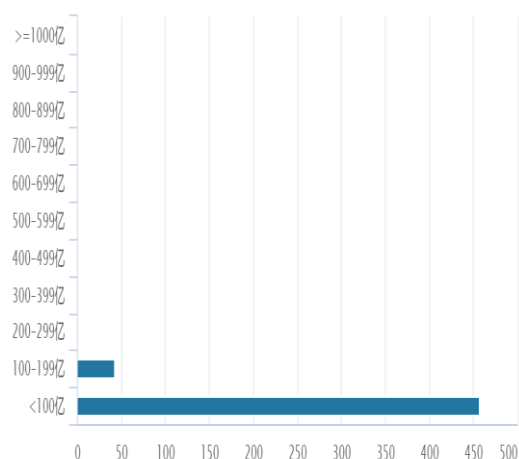
了较大的变化，主要因为 2015 年的大牛市以及 2012 年之后的宽松财政货币环境，使得中证 500 市值发生了较大的膨胀，于是市值分布集中在（100-300）亿元的区间中，与目前的市值分布基本相同，这也是造成中证 500 目前处于历史低位的主要原因。

图表 2：中证 500 市值分布（2007-05-25）



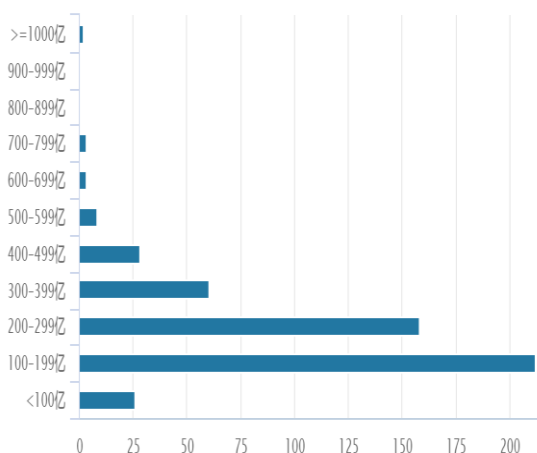
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 3：中证 500 市值分布（2009-12-03）



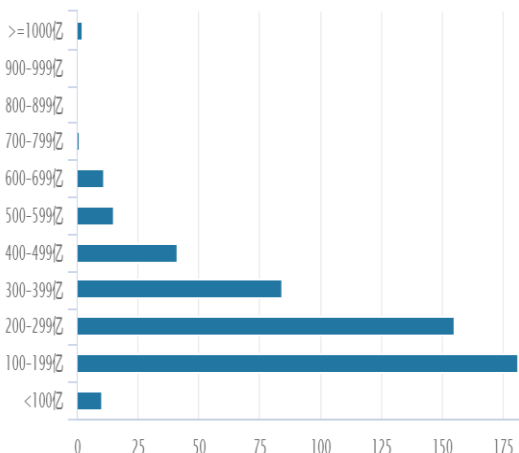
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：中证 500 市值分布（2015-06-05）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：中证 500 市值分布（2022-02-28）



数据来源：Wind，百瑞信托

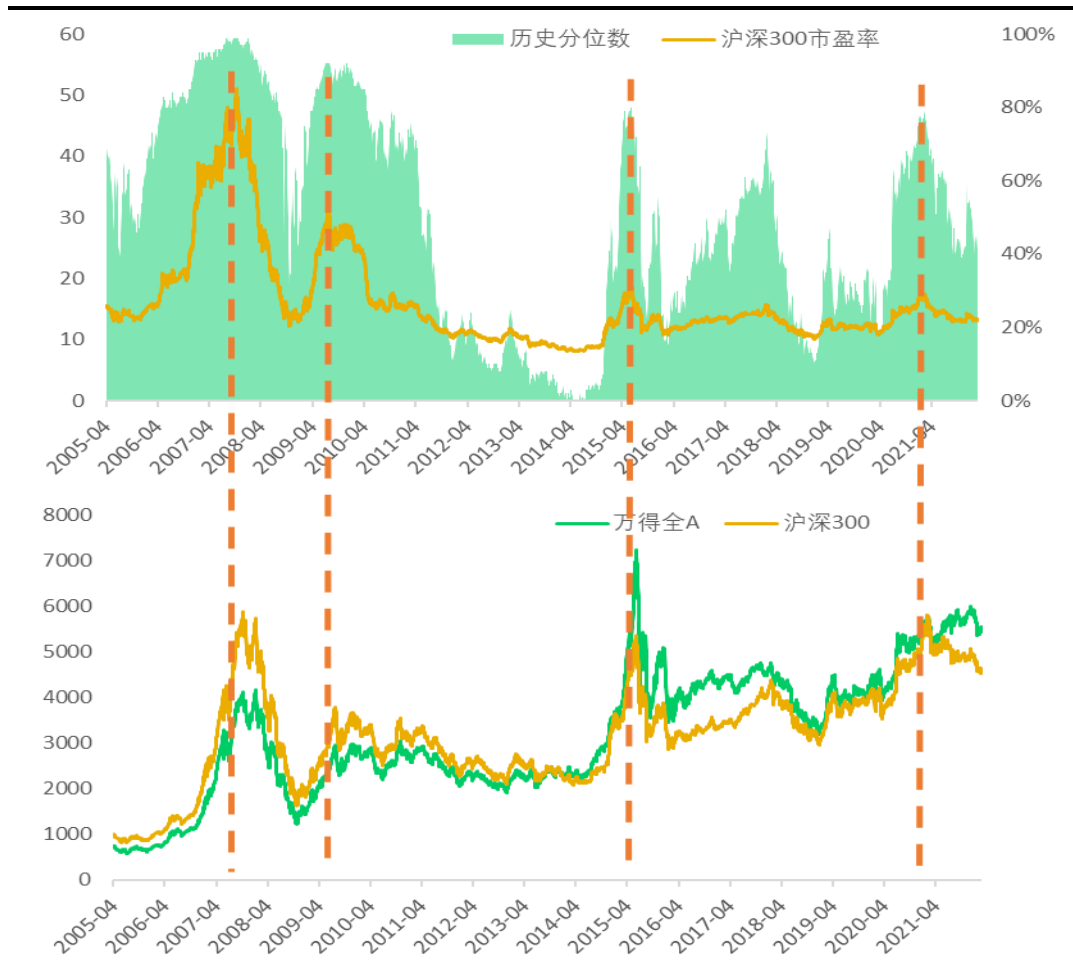
根据企业的生命周期理论，我们推演企业在跨越资本市场牛熊中逐渐成长，此前处于生命周期前半段的企业要么退出市场，要么进入生命周期中段，而以市值为基准的指数编制法，天然就一个幸存者筛选器。所以作为第二大蓝筹指数的中证 500 在现阶段，可以类比到早期的第一大蓝筹指数沪深 300，基于此判断，

可以看看早期沪深 300 中，市值结构处于（100-300）亿元的区间中，沪深 300 市盈率的情况。

沪深 300 可以分两个阶段来看，第一个阶段为 2005-2014，期间发生过两次牛市，市盈率也都处于较高位置，峰值时大致分别为 45 倍、28 倍；第二阶段为 2015-至今，期间也有两次牛市，但市盈率却不高，峰值时大致分别为 19 倍、17 倍。通过对比这几次峰值时候，沪深 300 市值结构的情况，可以发现与现阶段中证 500 最为相似的是 2009-08，当时沪深 300 的市值结构也集中在（100-300）亿元区间，同时向 400 亿元迈进。而 2015-06 之后沪深 300 市值结构变发生了较大的变化，剔除千亿大票后，结构集中在（300-700）亿元之间。

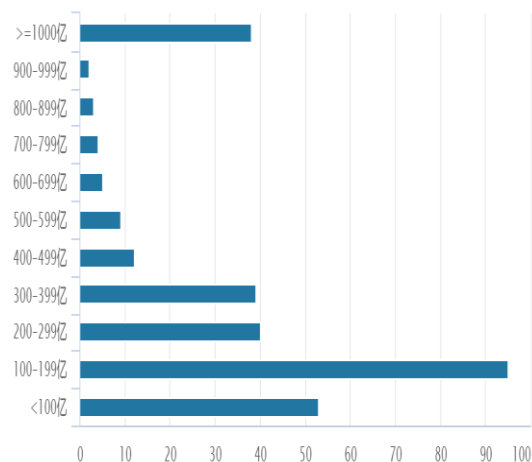
因此，我们可以参考 2009-2015 年间，沪深 300 市盈率的中枢情况，原因有二：一是之前一直强调的市值结构与现阶段的中证 500 相似；二是期间沪深 300 行情波动不大，基本为慢熊，从而为中证 500 市盈率提供较好的参照基准。

图表 6：沪深 300 历史市盈率情况



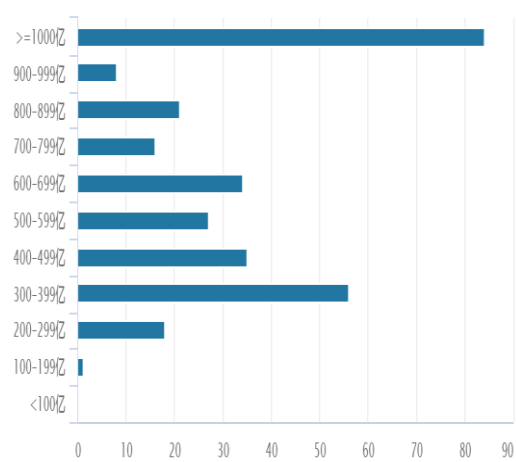
资料来源：Wind，百瑞信托

图表 7：沪深 300 市值分布（2009-08-13）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 8：沪深 300 市值分布（2015-06-08）



数据来源：Wind，百瑞信托

沪深 300 在（2009/08-2015/06）这段慢熊期间的统计量描述为：最大值 29 倍、最小值 8 倍、均值 13.5 倍、中位数 11.3 倍，标准差为 5.4；而目前中证 500 在 19 倍，如果用粗略方法（均值+一倍标准差）来简单剔除沪深 300 超 1000 亿的大票影响，差不多也能类比过去，从而解释了为啥现阶段中证 500 的市盈率一直处于历史低位。

### 三、中证 500 是否能均值回归

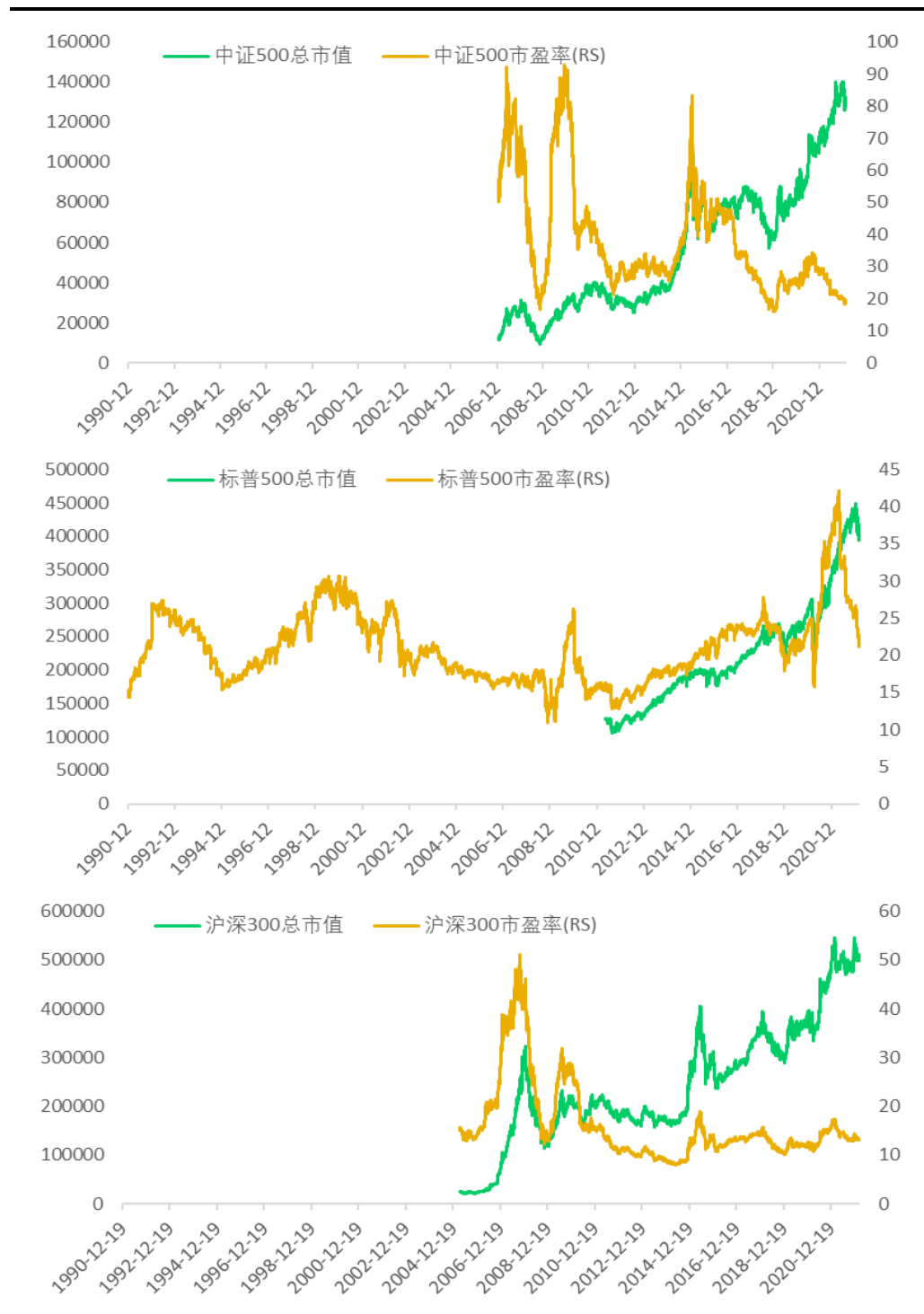
在解释中证 500 市盈率在历史低位后，我们还得思考是否能均值回归，我们认为，假定市场行情不发生变化，如果在现有市场制度及投资理念下较难。原因还得回到市场制度学说，因为目前我国的投资理念还是为估值驱动，并非美股的 EPS 驱动，所谓 EPS 驱动是指，成熟的市场竞争体制下，龙头公司具有较强的核心能力，从而形成壁垒，从而能赋予较高的估值。

从图 9 可以看出，中证 500 的市盈率与总市值是呈现反向的，2015 年以前，总市值较低，市盈率随行情波动较大，但 2016 年以后，总市值逐年攀升，市盈率开始趋于稳定，且位于低位徘徊，这也印证了我国估值驱动的投资理念，小市值对应高市盈率。相比标普 500，却表现出市值与市盈率同步的行情，也就是所谓的 EPS 投资驱动。

所以，我们认为中证 500 未来均值回归之路较难，可能路径有两个，一是需

要靠牛市行情助燃推动；二是等待成分股企业生命周期达到后半段阶段，形成龙头效应，从目前市值更高（生命周期更后）的沪深 300 来看，表现为市值高企，市盈率稳定的格局，依然还未形成 EPS 投资理念，路漫漫其修远。

图表 9：中证 500、标普 500 与沪深 300 的投资理念驱动不同



资料来源：Wind，百瑞信托