

## 股票价格指数与缩水的标尺

文/邢精平 深圳证券信息公司

在所有股票不涨不跌情况下，股票价格指数却可能出现下跌——这并非奇闻，而是市场中一直在发生的事。原因在于，多数指数在计算价格时，对现金分红不做除权处理，任股价自然回落。这一特性对于市场基准、业绩衡量以及衍生品定价等都有显著影响。作为投资者，若不理解指数计算方式，就可能被标尺所误导。

### 价格指数与全收益指数

针对成分股现金股利的处理方式不同，股票指数可以分为价格指数和全收益指数。价格指数不考虑股票现金分红，分红除权日指数点位将自然回落，形成永久性向下的跳空缺口。全收益指数则假定现金股利再投资，除权日前后指数点位保持不变，相当于对股票的复权处理。

以工商银行为例，2014年每股发放红利0.26元，6月20日除权日开盘价3.45元，较除权前一日收盘价3.71元大跌7%，价格指数以3.45元计算开盘点位，仅仅工行一只股票分红，拉低上证指数开盘价10点。相应地，全收益指数计算时，工行前一日收盘价要调整为除权价，股票开盘参考价与除权价一致，均为3.45，故不影响指数开盘点位。同样，2015年，工行每股红利0.26元，除权日上证指数当天开盘回落8.6点。2016年，工行拟每股分红0.23元，届时也将会对指数产生明显影响。

从指数产业发展起，价格指数便成为各国指数体系的主体和核心，如今境外指数公司实时发布的指数中绝大部分为价格指数，如道琼斯指数、纳斯达克指数、标普500、富时100、日经225指数及恒生指数等。原因可能有以下三方面：一是指数的初期职能是反映股票价格的短期涨跌，短期内价格指数与全收益指数差异不大，价格指数完全能承担上述职能；二是价格指数准确反映了除权后公司的真实价格与市值规模，计算简单，所见即所得；三是指数产业发展初期，上市公司信息公告远不如今天规范与易得，通讯也与今天不可同日而语，客观上要分清当

日股价下跌是因为分红还是其它原因是困难的。

国内两大交易所在指数计算上采用了不同的路径，上交所参照国际惯例，采用价格指数计算方式，包括上证指数、上证500、上证180等等，2005年以后推出的中证系列指数也采用价格指数计算方式；深交所原来的指数体系则全部采用全收益指数计算方式。2006年以后，为了适应基金产品开发需要，深交所逐步将交易系统实时计算发布的成分指数改造为价格指数，同时，将对应的全收益指数迁移至指数网站发布。但是，深圳市场的综合指数系列仍采用全收益指数计算，如深证综指、中小板综指及创业板综指等。

### 价格指数与市场标尺

从指数的经济含义看，全收益指数考虑了现金分红再投资，因此，全收益指数更为客观地记录了股市的运动轨迹，反映了市场发展成果。就如某君投资一套房产，计算投资收益时既应该包括房产的涨价部分，也应该包括投资期间收到的房租，如只计算房子涨价部分就类同股票价格指数，显然不够全面。

在指数运行特征上，由于分红将造成价格指数点位自然回落，故全收益指数走势强于价格指数。若以股票价格指数作为市场标尺，这把尺子将逐年卷缩。时间越长，现金红利率越高，这种卷缩的效应越大。对于一只3000点的指数，若指数成分股年均股息率达到3%，则一次分红就将让价格指数永久回落约90点，23年后，价格指数与全收益指数点位将相差一倍，100年将相差18倍。近年来，由于监管层积极推动上市公司分红，我国上市公司红利率显著提升，而分红对指数价格的影响也非常明显。以上证指数为例，2013-2015年，指数因分红分别回落68点、114点与71点。2002年以来，上证指数与其模拟的全收益指数累计相差28%。换句话说，若考虑分红因素，2015年底以全收益计算的上证指数已超过4700点，整整超过上证指数1000点。

当市场处于成长过程中，指数上涨幅度较大，或者当红利普遍较低，价格指数与全收益指数差异不明显。然而，当股票市场由成长型转入价值型，公司规模大，市盈率低，分红水平高，此时价格指数逐年卷缩的弊病就愈加明显，它既增加指数上涨的难度，也很难全面反映市场收益率。

总的来看，在经济研究和业绩衡量时，全收益指数有价格指数不可替代的优势。遗憾的是，由于缺乏商业化驱动，直至上世纪末，全球主要指数商才逐步为主流的价格指数发布配套的全收益指数。由于发布时间短，这些全收益指数均很难全面反映历史收益。如2016年5月底，道琼斯价格指数收盘17787.20点，其对应的全收益指数为36918.04点，差异已很明显，但仍远低于理论值。由于全收益指数通常只发布收盘行情，影响力不足，投资者仍习惯于使用原来的价格指数。

### 价格指数对产品影响

从产品发展的角度看，价格指数明显优于全收益指数。无论是主动型基金，还是被动型基金，大多偏爱价格指数。

主动型基金产品在发行时均要列示业绩基准，也就是说，我跟谁比高低。然而，无论是理论还是实践均已证实，主动型基金投资收益整体上不可能超过市场标尺指数（包括分红的全收益指数）。当然，以价格指数作为业绩基准，就如打乒乓球比赛时，对方每局先让二个球（指数每年扣除分红收益），基金经理战胜市场就有了安全边际。一般投资者并不明其中就里。

价格指数对被动型基金也是好处多多。如果跟踪全收益指数，跟踪误差不可避免，基金经理将时刻面对业绩追不上指数的窘境。短期来看，股票的除权与基金收到现金红利存在时间差，当股票已经除权、股价回落时，基金尚未得到现金股利，而此时全收益指数包含了现金股利，基金净值暂时会低于全收益指数。长期来看，由于基金存在管理费用和交易成本，完全复制型的指数基金根本追不上全收益指数，时间越长，差距越大。如果跟踪价格指数，当基金收到现金红利时，基金管理人既可以用它来弥补管理费缺口，还可以用于调整追踪误差。若公司股息率高，基金有盈余时还可以给投资者分点红。

至于指数衍生产品，则更需要深入研究分红对指数定价的影响。股指期货交易的标的指数是价格指数，合约到期日以指数实际点位结算，分红将导致指数自然回落，真是做空者的天然盟友。每年5-7月，即公司分红集中期间，股指期货的负基差已成为常态，如目前沪深300指数的四个期货合约价格均低于指数当前点位，其中IF1609、IF1612的贴水超过100点，主要反映了预期分红对指数回落

的影响。美国上市公司通常按季分红，并且分红比例高，对全年将形成明显影响。2009年以来，标普500指数期货在90%左右的时间里处于贴水状态。

### 启示

有一种执著叫惯例。指数产业发展的一百年来，指数公司按惯例日复一日地计算并发布价格指数。有一种忠爱叫习惯。这百年中，一代又一代的投资者已习惯于使用价格指数。然而，若以价格指数作为市场标尺，它将是一把逐年卷缩的标尺。股息率越高，缩水越厉害。拿着一把这样的尺子，机构对着中小投资者大谈高超的专业水平，让指数编制者情何以堪。

目前，全球主要资本市场已逐步从成长型进入价值型，市场整体成长性越来越弱，导致指数上涨动力不足。在这种背景下，价格指数受分红造成指数回落的影响愈加明显。长期来看，价格指数每年扣除样本股的股息收益，将低估资本市场的整体回报，给投资者以市场滞涨的感觉，而全收益指数却能更全面地反映市场真实收益。

刊登于《深交所》2016年第六期