

我国新股价指数编制方法的设想

◆ 王运传 尹俊峰

经过十年的发展,我国的股票市场已经走完了西方发达国家上百年的历程,现在不论其规模、结构还是对金融衍生工具的要求方面都与十年前不可同日而语了。与此同时我国股票指数的编制却严重滞后,一方面,现有的四种主要的股价指数不能客观、灵敏反映我国股市价格的变化情况;另一方面,也不能作为我国未来股指期货合约的标的。鉴于此,我们认为:宜及早编制全国统一的、能作为股指期货合约的标的这样一种新的股价指数,并在适当的时候对外发布。

一、现有股价指数析评

我国现有的股价指数主要有上交所编制的上证综合指数、上证30指数和深交所编制的深圳综合指数、深圳成份股指数四种。两个交易所各自的股价指数在计算方法、抽取样本数、行业分类、指数基期选定的时间上都各不相同。

我们知道,股价指数是为了解决衡量整个股票市场行情的变化问题而产生的。其实质是用股票价格平均值的变化来描述整个股票市场价格的变化。世界各国的股价指数计算方法都是一样的,不外乎平均法和综合指数法两种形式。

用平均形式计算的股价指数,由于未考虑到各个股票发行量的不同会影响到股价的变化,进而影响到股价指数的代表性。所以,世界各国很少使用。

用综合形式编制的股价指数是将两个不同时期的上市公司的股票价格,与其相对应的发行量或流通量相乘后,过渡为总市值,然后对比,用以反映股票价格变动的方向和程度。我国现有的沪深两市四种主要的股价指数都是采用这种形式计算的。其中,上市综合指数和深圳综合指数是把所有上市公司考虑在内且以发行量为权数计算的,这种编制方法考虑到了发行量对股价的影响,这是符合指数编制原则的,能比较全面地反映上市公司股价的综合变动情况。但随着我国证券市场的飞速发展,上市公司的规模迅速扩大,其缺点也显而易见:一是众所周知的我国股权结构的特殊性,绝大部分的股票不能流通交易,股票的市场价格仅仅是流通股票的价格,不是全部股份的价格,以这样的权数结构计算的股价指数只是一个“虚拟”的指数,不能反映我国股市价格的真实变化情况。二是可比性越来越差,我国股市正处于高速扩张时期,每星

期都有1至2只新股上市,只要新股上市就要计入指数,直接导致指数内部结构变动频繁,当报告期上市公司的数目与基期相比越来越大时,指数的前后可比性就会越来越小。三是反映股市价格瞬时变动的灵敏性较差,股价的变动基本上是以秒为单位的,变动频繁,错综复杂,这样要求股价指数对股市价格的任何细微变化都能及时作出反映。把全部股票计入股价指数,各股价格之间拉长补短、以大补小的机会增多,重点上市公司及分行业、分类的股票价格变化行情不能及时得到反映,股价指数包括的范围越大,指数的灵敏性就会越小。正是在这个意义上讲,世界各国的主要股价指数除纽约证券交易所股价综合指数等少数指数采用这种方法编制外,其他指数一般不使用这种方法编制。更何况我国股权结构的特殊性,按这种方法编制的综合指数与股市价格的变化不具有最高的关联度,不利于市场投资者套期保值。这样看来,沪深两市的综合指数并不宜作为股指期货合约标的指数。

上证30指数和深圳成份股指数是以在这两个市场上市的股票中选取最具市场代表性的样本股

票为各自的计算对象,并以这些样本股的流通股数为权数的加权综合指数。以固定的样本容量来编制指数,是国际上通行的做法,体现了指数内部结构的稳定性和指数前后可比性的客观要求,也可以减少在用全部股票编制的指数中因新股上市需频繁修正而对指数稳定性所产生的负面效应,尽可能地排除个别股票价格波动对大势的干扰,从而集中反映主要上市公司股票价格变动对市场大势的影响。从理论上说,上证30指数和深圳成份股指数弥补了上证和深圳综合指数的不足,应该能比较真实、客观地反映股市行情动态演变过程。但实际上上证30指数和深圳成份股指数在实际编制中存在两方面的不足,一是样本股的选取没有实现规范化和标准化。由于标准不规范,样本股的更换就不能定期进行,如深圳成份股指数是深交所1995年1月23日起编制并对外发布的,直到1997年底才对其中的部分样本股进行了更换,这一更换又持续到1999年。二是无论上证30指数还是深圳成份股指数都存在样本容量偏小的问题。样本容量偏小,必然会引起个别样本股权重过大,上证30指数和深圳成份股指数明显受制于几只样本股的现象就不足为奇了。尤其是这些上市公司的可流通股本偏小,现在看来,流通市值也不过几百亿元。我国的这种成份股指数仅作为反映股市价格的动态变化过程可能比较合适,但要把它作为股指期货合约的标的就不一定能胜任了。由

于这两个成份股指数样本容量偏小而导致的流通股市值绝对量偏低,作为股指期货交易的标的指数无法遏制庄家的恶意炒作。另外,我国证券市场对外开放只是一个时间问题,更应未雨绸缪。鉴于此,宜及早编制全国统一的、科学权威的、适宜作为股指期货合约标的的新股价指数。

二、我国新股价指数

编制方法的讨论

如前分析,在全部股票中选取一定数量的最具市场代表性的样本股票为计算对象,并以这些样本股的流通量为权数计算的加权综合指数具有更多的优点,是一种比较合适的计算方法。在此基础上,还涉及到下面几个主要问题:

1. 编制几个指数的问题。是两个证交所分开编,还是全国统一编?还要看编制指数的目的及其股票现货市场的规模、结构等条件。我国的股票市场经过十年的发展已初具规模,但毕竟还是一个新兴的资本市场。我们认为,作为股指期货交易的标的指数,应以沪深两市上市的所有A股为统计对象编制全国统一的股价指数,这样做的理由,一是采样范围扩大后,为样本容量的增加提供了较大的空间,可以最大限度地选取最具代表性的股票,确保样本的选取既具有一定的灵敏性又能使样本的市价总值和流通市值占总市值和总流通市值的比例达到一定的限度。我国股市之所以具备了发展股指期货的基本条件,一个重要的原因是中国整个A股市场的流通总市值已

超过10000亿元,大资金有了较大的操作空间,如果两个市场分开编,市场规模马上就会减少一半。

二是考虑到深交所A股与上交所A股的合并问题,一步到位,可以避免合并时股价指数出现真空或总体范围不可比的现象。三是可使人为分割的沪深两个市场得到统一,有利于统一、规范、公开样本股的入选原则和标准,保证指数的权威性和代表性,用一个基本的指数来反映整个中国A股市场的走势。

2. 样本股的选取问题。(1) 原则和标准。股价指数要反映的目的不同,样本股选择的原则和标准也有所不同。一般情况下股价指数的编制目的是为了及时、准确和灵敏地反映市场上股价水平的综合变动,为了达到这个目的,世界各国在样本股选择中都确定了相应的原则和标准,一般是先将上市股票的行业代表性放在首位,其次才是规模等其他指标。如日经道式500指数,在选定行业的基础上,按市价总值、成交量和成交额综合排序,进入前500位的股票作为样本股。上交所的30指数在编制之初也是把行业代表性放在首位的。我国现在编制股价指数的目的除了要反映市场上股价水平的综合变动外,还要适宜作为股指期货交易合约的标的。所以,样本股的选择首要的标准是既要考虑到流通市值的最低绝对规模也要考虑到未来股权结构的变化,流通市值要占该股总市值的比例达到一定的数量界限,把一些流通市值占总市值

不达 10% 的大盘股如申能股份、吉林化工等排除在外。其次才是行业的代表性。按这两个标准定出符合资格的股票后,再根据样本的交易活跃程度、财务状况和经营业绩、成长性 etc 标准作最终评选。如有不妥,逐步进行微调,直到使各项指标都相对的符合标准。(2)数量。样本股的选取数量,以美国、英国、香港和日本等证券交易所上市的股票数来看,这些国家和地区编制指数的样本股占全部股票的比例在 0.31%—12.16% 之间,且都是 5 的倍数,样本股的市值和交易金额一般都占到市场总市值和交易总金额的 70% 以上。以此为标准,把我国 A 股市场股票平均的流通市值和交易金额从大到小排队累计后大致得出:当样本股的家数为 100 家时,这些股票的流通市值和交易金额能够占到整个市场份额的 30% 左右;当样本股增加到 200 家时,市场份额升至 40%~50%;当样本股数达到 300 家时,市场份额能占到 60% 左右;当样本股数达到全部股票数的一半时,市场份额能够超过 70%。考虑到我国股权结构的特殊性及上市股票的绝对数量偏少,不能完全照般股票市场成熟国家的数量标准,现在我国股票的上市数量也不过 1000 多只,流通总市值 10000 多亿元。从指数的不易操纵性看,如果仅仅为了保证我国机构投资者参与股指期货交易有足够的运作空间,市场份额应超过一半,流通总市值的绝对规模也要达到 5000 亿元,这时,样本股的数量定在 300 只左右比较合适。总

之,样本容量扩大后且把最低流通市值作为样本股的首选标准所编制的股价指数灵敏性肯定会降低,但从编制股价指数的目的看,灵敏性是相对的,样本股的流通市值达到一定的规模则是绝对的。

3. 基期的选择问题。统计指数的计量单位是无量纲的相对数,因此,基期的确定十分重要。通常一般选取股价指数公布前的某一时点的股价作为对比的基期,由于某一时点的股价受偶然因素的影响比较大,不如使用某一段时期的平均价格作为对比的基期更具代表性。新的股价指数编制后,可考虑把股价指数公布前的三个月的股票平均价格作为对比的基期。基期的确定要有相对的稳定性,但也不能一劳永逸。经过若干年后,应重新选择基期。

三、需要注意的几个问题

1. 鉴于我国推出股指期货交易的迫切性和编制股价指数的重要性,可考虑成立一个股价指数专家编制小组,着手进行编制试点,并对套期保值与股价指数的拟合性、套期保值的比率等问题进行模拟、检验和评估,在适当的时候对外发布这个新的股价指数。

2. 股价指数的编制原理诸如

计算方法的确定、样本股的选择原则和标准等必须公开化,一方面便于投资者了解股价指数的涵义,充分利用股价指数提供的信息进行投资决策;另一方面,也便于社会公众为完善股价指数的编制献计献策。

3. 股票市场是一个复杂的整体,仅仅使用一个股价指数很难及时、全面、灵敏地反映股价的变化,在编制全国统一的成份股总指数



基础上,再编制各种类指数和股票市场的各种特征指数,如分行业的类指数、大盘成长股指数、小盘价值股指数、科技股指数、亏损股指数等。各种类指数包括股票市场的各种特征指数与总指数一起构成一个股价指数体系才能全方位反映股价的变动程度与趋势。但这类指数在没有检验和评估前不能作为股指期货交易合约的标的。

(作者通讯:福建省厦门市,厦门大学会计系 99 级博士研究生;厦门大学计统系 98 级博士研究生。邮编:361005)