

Stock Price Indices and Shrinking Benchmark

Abstract: The stock index can be divided into price index and total return index according to the different ways of dealing with the cash dividends of the constituents. Price index has always been the main body and core of index system in various countries. However, due to the natural fall of price index points caused by dividends, the price index as a market benchmark has the disadvantage of shrinking year by year. The total return index considers the reinvestment of cash dividends, so it tracks the development of the stock market more objectively. In terms of product development, both active and passive funds prefer price index. While in the current situation that the overall growth of the market is weakened, in the long run, the total return index will be more suitable to become the market benchmark.

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