

王庆仁

全球股票价格指数的 最新发展及其带来的启示

内容提要：本文回顾了国际股票市场价格指数的发展历史，介绍了股价指数职能的演变趋势以及围绕股票价格指数的最新金融产品创新的情况，并在此基础上，对未来我国股票价格指数的编制和金融产品发展提出了建设性建议。

关键词：股票价格指数 金融产品创新

一、股票价格指数的发展与创新

股价指数是运用统计学中的指数方法编制而成的，反映股市总体价格或某类股价变动和走势的指标。世界上首个股票指数由美国道琼斯公司于1896年创立，即道琼斯工业平均数。在此后的近四十年里，道琼斯公司一直独占股票价格指数编制工作。1926年，这一垄断局面开始被打破，美国最大的证券研究和服务机构标准普尔(S&P)公司进入这一领域，编制和发布其自己的股票价格指数，即标准普尔500指数。1935年，英国《金融时报》杂志社编制和发布了金融时报35指数。随后的十几年中，包括摩根斯坦利、美林、野村等证券公司、伦敦、新加坡等证券交易所以及日本经济新闻社等新闻传媒机构纷纷进入指数编制领域，股票指数编制产业迅速繁荣起来。

20世纪70年代以来，随着全球证券市场的迅速发展和投资理论的成熟，世界范围股票价格指数的发展速度十分惊人。尤其是最近十年的时间里，全球股票价格指数的总数目增加了十多倍。以道琼斯公司为例，目前其每天需要计算发布的实时指数达800多只，包含了二十多个指数系列。有些指数系列覆盖范围十分广泛，涵盖不同国家和行业。经过几十年的分化与整合，当前全球的股票指数编制业务日益集中到道琼斯、标准普尔、摩根斯坦利资本国际(MSCI)、富时(FTSE)以及罗素(Russell)、威尔希尔(Wilshire)等几家金融公司之手。目前，从全球来看，除了道琼斯工业平均数和道琼斯全球指数等家喻户晓的指数外，著名的指数还包括日经225指数(Nikkei 225)、纳斯达克综合指数(Nasdaq)、罗素3000指数(Russell)、富时英国100指数(FTSE100)、香港恒生指数等。

股票价格指数发展与投资方式彼此依赖、相互促进。近年来，随着各种投资理论的成熟，股票价格指数的职能开始不断拓展，新的市场趋势和投资策略促使新型指数不断涌现，新型指数的诞生也不断催生新的投资产品，丰富和活跃金融市场。从指数基金到股指期货、从交易所交易基金(ETFs)到各类结构性产品(Structured Products)，指数产品化进程的迅猛发展给指数编制带来巨大的机会和挑战。国际指数行业不断经历重大变革，从设计原则到选股方式，再到计算方法，指数编制和指数体系也始终处于不断的创新之中。

中国股票市场经过近十七年的蓬勃发展，股票指数体系

的建设也取得长足的进步。目前已经根据中国股市的结构特点，并借鉴发达国家的经验和教训，建立起一套既符合国际潮流，又适应自己国情的指数体系。比较有名的指数包括上证综合指数、上证50指数、上证180指数、深圳综合指数、深圳100指数、深圳中小板指数和沪深300指数等。中国股市的巨大发展空间预示了股票指数的广阔前景，包括上证180指数基金、上证50ETF在内的指数产品创新的陆续开发，已经开始展现中国股票市场指数产品的创新潜力。

二、股票价格指数功能的演进和拓展

20世纪70年代之后，随着证券投资理论的成熟，尤其是股市结构的逐渐完善，指数职能出现根本性的变化。除了原有的标尺性功能之外，交易性功能和投资性功能显得日益突出和重要。

1. 标尺性功能。股市是众多股票的集合体。当股票市场中包含众多个股时，人们需要从中提取样本，减小研究对象的规模，以此来反映总体股票市场的统计特征。具体来说，标尺功能通常具有以下五个方面的特点：一是刻画股市的整体状况。其涨跌所刻画的是整体市场而非个别股票的运动状况，故其成分股选择通常以尽可能多地覆盖整个股票市场为首要标准；二是记录股市的运动轨迹。指数是股票市场发展历史的标本，可以用来研究股票市场的演进历程；三是间接反映经济的变化趋势，二者之间的关联通过上市公司经营状况作为桥梁，尤其是当上市公司代表的经济成分占国民经济的比例达到相当水平并具有广泛的行业代表性；四是客观衡量股市投资的相对表现；五是解剖资本市场的分析工具。人们借助于指数这一工具来探索股市的运作机制与结构特点，指数所蕴涵的历史数据和统计资料使得许多分析研究成为可能。

2. 交易性功能。20世纪70年代以后，随着全球风险管理的日益盛行以及金融产品创新的急速发展，证券价格指数的功能开始拓展，指数的可交易性特点日益显现。相对于标尺性指数来讲，交易性指数通常具有以下几个方面的独特之处：一是其编制的目的主要是为金融衍生品服务，通常是作为包括股票指数期货、股票指数期权等风险管理金融工具的标的指数而出现；二是其成分股的选择更多地考虑标的的证券交易量和换手率等流动性指标，以及整个指数的抗操纵性能。如果成分股缺少流动性，意味着市场交投不活跃，换手成本高，买卖困难，影响指数期货和指数期权等金融工具与现货市场配合进行的套期保值和对冲避险功能的发挥；三是指数编制主体必须保持独立性、客观性和公正性。作为金融衍生产品的标的指数，其涨跌会严重影响到市场各参与主体的不同利益。如果指数不能做到独立、客观和公正，这个指数就

不能为市场各参与主体所接受,也就不能成为金融衍生产品的标的指数。

3. 投资性功能。20世纪70年代以来,随着越来越多的投资者认识到战胜市场并非易事,以复制或追踪某一证券价格指数,通过充分分散化和被动式管理来取得长期、稳定收益的指数化投资方式日益受到投资者的重视。股票价格指数开始有了另外一种用途,那就是成为指数化投资者的追踪标的,股价指数的可投资性成为指数编制和投资者选择指数的一个重要标准。具有投资性功能的指数除了要具备交易性指数种种特性之外,更强调以下几点:一是指数的成长性。成分股要选择那些蓝筹股公司或是那些有较强创新能力和很大拓展空间的成长性公司;二是指数的低成本可复制性。最终纳入成分股数目有严格的限制,即数量要适中,而且要保持稳定。包含的成分股数量多,意味着复制指数所需的资本大,不利于用较小资本就可以实现复制整个市场走势的目的;三是指数编制的透明性。指数计算原则、选股方法、权重设置以及成分股调整等相关信息要适时对外披露,以保持指数编制的透明度。

三、围绕股票价格指数的最新金融产品创新

证券市场产品创新,是当今资本市场发展的主要热点,尤其在最近十多年中更是突飞猛进、层出不穷。如果说这些纷繁复杂、变化万千的产品创新存在着某个趋势,那就是围绕着股票价格指数的产品创新。指数基金、指数期货、指数期权到交易所交易基金等新产品的不断涌现,正清楚地反映出这种创新的方向。

1. 股票指数基金。指数基金是指数产品化的先驱。第一家指数基金乃为创立于1976年8月的前卫标普500指数基金。二十多年来,指数基金已经在美国蔚然成风,并逐步拓展到其它发达国家股市。与传统的选股投资方式(Active Management)相比,指数投资方式(Passive Management)具有以下特点:一是分散风险。指数基金完全按市场上某类指数构成的成分公司比例去投资的基金,通常包含了数百种甚至数千种公司的股票,达到分散投资风险的作用;二是由于基金不需要投资经理作任何买卖决定,故年费相当低;三是由于基金很少作股票买卖(只在指数更换成分公司时),所以交易费用也极低;四是高度透明且业绩稳定。根据管理资产总金额计算,目前指数基金在美国和英国基金市场的占有率分别高达30%和21%。

2. 股指期货与期权。股指期货就是以股价指数为标的的金融期货,股指期货是以股价指数为标的的期权产品。股指期货的产生是股票市场规模扩大及投资者进行风险管理的内在要求。1982年,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)在世界上第一次推出了价值线综合指数(Value Line Average)期货。1982年4月,芝加哥商业交易所(CME)开设了S&P500股价指数期货交易。同年5月,纽约期货交易所(NYFE)推出了纽约证券交易所综合指数期货合约。股指期货和股指期货交易的产生和发展,不仅促进了证券市场交易规模的迅速扩大,而且还引起了其它国家和地区竞相仿效,从而使股指期货和期权成为各国证券市场竞相开发的创新交易品种。

3. 交易所交易基金。交易所交易基金(ETF)实质是将组成标的指数的股票资产组合证券化,然后向投资者发行存托凭证并在交易所上市交易。投资人通过购买此凭证即可实现

投资整个市场的目的,并可与指数期货及期权等衍生性商品进行避险、套利交易。因此,成为一种成功的金融创新品种。为了给投资者提供更方便灵活的指数化投资工具,加拿大多伦多证券交易所(TSE)于1990年推出了全球第一个ETF——多伦多指数参与单位(Toronto Index Participation Units; TIPS),并获得了巨大成功,该ETF已成为多伦多交易所交易最活跃的证券品种之一。美国证券交易所(AMEX)于1993年初推出了标准普尔指数ETF(SpDR,即“蜘蛛”),又相继推出了标准普尔中型股指数ETF(MSPDR)、道·琼斯指数ETF(DIA)以及全球股市基准指数ETF(WEBS)等。目前,在美国证券交易所挂牌买卖的ETF高达上百种之多,总资产超过1000亿美元,交易量占美国证券交易所交易量的三分之二。

四、股价指数发展与创新对我们的启示

当前,国外一些著名的资产管理公司、证券公司和交易所等正纷纷计划推出有关中国的指数和指数产品,以满足全球投资者日益高涨的对中国投资的需要。有关指数产品开发和应用的竞争已经全面展开,为了不让境外机构的指数及其产品抢占先机,国内的指数及其产品开发工作就显得更为紧迫。这事关我国证券市场的核心竞争能力的培育,迫切需从多方面入手,解决我国股价指数和指数产品发展相对滞后的局面。

1. 完善指数体系,强化指数功能。指数产品开发要求加快设计一系列兼顾基准指数和投资交易指数功能的统一指数,应综合考虑市值覆盖性、股票的成交金额、换手率、波动性和行业覆盖度等因素。尤其是在保证一定市值覆盖性的前提下,挑选成交活跃、波动性小的股票,并用尽可能少的股票数。同时,构成的指数又能满足一定的行业覆盖度和样本稳定性以及抗操纵性。

2. 培育指数化投资理念,支持指数行业发展。指数化投资方式也将成为我国未来金融市场发展的一个方向。要充分认识到指数类金融产品创新将在资本市场发展中的重要的作用,应该采取有力的政策措施,宣传和培育投资者的指数化投资理念,支持国内指数服务商以及指数行业的整体发展,以应对国外即将进来的强大竞争。

3. 加快交易机制创新,适时推出程序交易。股指期货和交易所交易基金均以指数为基础。所以,为了实现期货与现货间、基金与股票间的对冲保值和价格套利,所有指数股票的交易都必须在瞬间同步完成而不能出现滞后,以避免价格突变而导致指数产品与股市现状的脱节。毋庸置疑,程序交易对于指数产品进一步创新发展具有十分重要的意义。

4. 大力推进各类指数产品的开发工作。我国指数基金,交易所交易基金已经推出,并且受到市场的广泛欢迎。下一阶段应分阶段推出股指期货和股指期货期权,以完善市场产品结构,提高市场效率。

参考文献:

- [1]徐国祥,指数理论及指数体系研究[M].上海财经大学出版社,1999年.
- [2]杨国平,童驯.上证指数贴现模型分析[R].申银万国证券研究所研究报告.
- [3]中国证券报、上海证券报和证券时报[N],1999年至2001年合订本.

(作者单位:上海财经大学)