中国证券报
CHINA SECURITIES JOURNAL
责任编辑:杨光 电话:010-63077210 E-mail:yg3721@263.net
2005年 4月 9日 星期六 每周六出版

前沿视点

Outlook

■ 权威视点

中国股市目前使用综合指数和成份指数存在着一系列不足之处，难以有效发挥度量股市走势的标尺功能，更难以成为股指期货的标的物并承担与此对应的投资对象职能

编制统一指数应兼顾五项原则

文/中国社会科学院金融研究所
王国刚 刘煜辉

股市指数是反映股市走势的一个主要数据，对于股市投资者、分析者、上市公司乃至监管部门都具有重要意义。目前，中国股市指数的编制大致上可以分为两类：一是包括所有上市股票在内的综合指数，如上证综指和深圳综指。这种股指的编制，以上市公司总股本为权数，按派式加权法进行处理而成；二是以部分上市股票为编制对象的成份股指数，如上证180指数、深证成指和深证100等。这种股指的编制以上海证券交易所或深圳证券交易所上市流通的部分股票为权数对象，按派式加权法进行处理而成。

在我国股市10多年的运行和发展中，综合指数和成份指数都起到了一定的积极作用，是投资者和监管部门分析和预测股市走势的主要指标。但是，从反映股市真实价格从而准确反映股市走势角度看，这些股市指数也存在一系列需要进一步改进之处。

从综合指数看，主要缺陷至少有三：一是它将新上市股票在首日就计入指数，致使指数构成在新股上市的前后日发生不一致现象，从而缺乏连续性和可比性。例如，上海证券交易所在2001年上半年就发生了因新股、次新股上市而致使股指虚涨现象，而深圳证券交易所因停止了新股上市，股指难以上升，由此，形成了沪深两市指数严重反差，给投资者、监管者对沪深两市走势的判断以错觉。二是上证综指和深证综指均以上市公司的总股本为权数，但却以流通股的市场交易价格为计价计算，由于目前我国上市公司股票中有2/3股份是不能流通的，由此，形成了综合指数具有容易被操纵的特点。其中，少数非流通股本大的超级大盘股可以左右综合指数的市场走势，使得这一指数缺乏可比性和分析价值。三是综合指数由于将所有上市公司的流通股作为计算对象，所以，也将已亏损的上市公司股票纳入计算范畴，由此，这些亏损股的非理性价格进入了指数编制范畴，造成了股市平均市盈率等基础指标的虚涨。这种虚涨成为国内外一些人强调 “中国股市泡沫论”的一个主要依据。

从成份指数看，主要缺陷至少有三：

一是在早期编制成份指数时，一些样本公司权重过大。随着同一产业部门中新公司上市或这些上市公司的经营业绩下落，这些样本公司在其产业部门中的代表性地位下降，由此，发生了权重大而代表程度低的矛盾；另一方面，随着股市中上市公司数量增加从而可流通股票的数额增加，已进入成份股范畴的样本公司股票占全部上市股票的比重明显降低，由此，发生了权重大而所占上市股票比例低的矛盾。

二是为了提高或维护成份指数的代表性，沪深证交所多次调整成分指数中样本股。虽然样本股的适当调整可以使其更客观真实地反映股市走势，但样本股的更换频繁或更换范围太大，都将引致成份指数的连续性中断，由此，将使成份指数失去可比性和连续分析的价值，给投资者和监管者分析研判股市态势带来一定的误导。

三是在主要强调综合指数的条件下，成份指数的分析效能明显降低。一个突出的现象是，2004年在有关股市定价权的研讨中，国内外一些人强调中国股市的市盈率明显高于海外股市。他们比较的对象是，拿沪深股市的综合指数与道·琼斯工业股票指数、标准普尔指数、香港恒生指数等进行对比。殊不知，道·琼斯工业股票指数的编制对象只是纽约证交所2000多只上市股票中30只工业股票，标准普尔指数的编制对象只是500只上市股票，而香港恒生指数编制对象也只是香港联交所所有上市股票中的33只，与此不同，沪深综合指数均以所有上市股票为编制对象，因此，它们与海外股指并不可比。尽管如此，这种比较还是反映出了成份指数在我国股市分析中地位不高、代表性不强的现实状况。

统一指数应具有较高的套期保值效率和较低的套期保值成本。此外，编制时应选择可流通股为权重进行计算，以保证指数真实地反映股票流通市场的交易走势

鉴于中国股市目前使用综合指数和成份指数存在着上述一系列不足之处，难以有效发挥度量股市走势的标尺功能，更难以成为股指期货的标的物并承担与此对应的投资对象职能。鉴于此，我们认为，调整股票指数编制的取向，形成能够真实有效反映沪深股市整体走势并可作为股指期货标的物的统一指数，势在必行。

编制股市统一指数，应考虑的具体因素很多。我们认为，根据中国股市的特点，编制统一指数应注意解决好下述几个问题：

第一，方法的科学简捷。选择成份股有着多种方法，不同的方法虽然可能异曲同工，但对投资者和监管者的使用来说，复杂程度不同，不仅意味着把握它的难易程度不同，而且意味着可能花费的成本不同，因此，应尽力选择那些科学简捷且公开公正的方法。具体来看，可考虑的两项股市指标是“一定时期内的平均成交金额和同时期的流通市值”。

第二，统一指数的编制应兼顾五项原则：其一，应具有较高的套期保值效率和较低的套期保值成本。前者是指该指数要尽可能的贴近股市真实的运行轨迹，后者主要是指标的指数成份股的复制成本。其二，应选择可流通股为权重进行计算。由于我国股市发展的大前提是非流通股向全流通股转化，这样当未流通股份(如国有股、法人股)上市流通时，可仿效转增、分红、配股等进行追溯调整，以保证指数真实地反映股票流通市场的交易走势。其三，指数中的所有样本股应具备较好的行业代表性，并争取达到股市可流通股市值的50%。这个比例越大越能精确地反映股市走势，但同时套期保值也越加困难。其四，指数成份中应剔除亏损股，以避免股指虚假。其五，指数成份股中不宜有权重过大的股票，这一点在2000年香港市场发生的“狙击中国移动”事件中已有前车之鉴。

第三，从入选指数的成份股数量上看，需要解决两个相互掣肘的问题：一方面是应有尽可能多的成份股数量，以有利于样本股广泛分布而不易被人为操纵；另一方面是要为投资者的套期保值提供尽可能简便的操作环境，压缩操作成本、简化操作环节，由此，成份股数量又不宜太多。根据中国股市现有规模，统一指数的成份股数量可能在300家左右较为理想。

第四，指数成份股中的行业分类标准应尽可能采用国际金融市场通用的投资型分类标准。目前国内外比较通用的行业分类标准大致上可归结为两大类：其一，管理型行业分类标准。这类标准制定的主要目的在于，正确反映国民经济内部的结构和发展状况，为中央政府的宏观调控、各级地方政府部门和行业协会的经济管理以及科研、教学、新闻宣传、信息咨询服务等提供统一的行业分类，主要供企业单位、事业机构、政府机关、社会团体等使用。联合国的行业分类标准，北美的行业分类标准，我国统计局的国民经济行业分类标准，证监会颁布的《中国上市公司分类指引》均属于管理型的行业分类标准。其二，投资型的行业分类标准。这类标准制定的主要目的在于，为投资分析、业绩评价、资产配置或指数跟踪基金服务，为满足金融组织对准确、完全、标准的行业定义的需要而设计。国外比较有代表性的有GICS、MSCI和FTSE等行业分类标准。从股市实践看，借鉴摩根斯坦利和标准普尔共同发布的全球行业分类标准(GICS)，结合我国上市公司的实际情况，制定中国证券市场投资型行业分类标准，也许能更好地反映上市公司行业结构，为市场参与者分析研究提供更为可靠的根据。

存款保险制度好经更要念好

文/中央财经大学金融学院 李建功

随着我国国有商业银行股份制改革的逐渐深入，农村信用社改革的日益紧迫，再加上商业银行流动性风险的不断加剧，建立存款保险制度已经成为保持我国金融业稳定发展的必然选择。但我们在看到存款保险制度积极作用的同时，也不能忽视了其风险性，否则，就会限制其积极作用的发挥。

在金融交易中，交易双方的信息不对称是一个普遍的现象，信息不对称会产生两个问题：逆向选择和道德风险。金融交易之前发生的信息不对称问题是逆向选择，金融交易之后的信息不对称则产生道德风险。存款保险制度同样也面临着这两个风险。

一是存款保险制度中的逆向选择。由于信息不对称，在自愿投保的情况下，风险越大的商业银行投保就越积极。而风险较低、安全性比较好的商业银行由于存在投保成本而不愿意投保。由于参与保险的都是风险比较大的商业银行，这就使得存款保险机构风险过度集中。在风险过度集中的情况下，一旦发生商业银行连锁倒闭的现象，存款保险机构可能面临着巨大的偿付困难。

二是存款保险制度中的道德风险。存款保险制度的道德风险主要体现在两个方面。从存款者的角度来讲，在实施存款保险制度以后，即使商业银行发生风险，存款人的利益也可以得到保障，他们就可能不顾银行经营风险，将钱存到愿意支付最高存款利息的银行。这就在一定程度上模糊了公众对商业银行风险的识别，降低了社会对商业银行的监督程度，保护了风险较高的商业银行，放松了对投保银行冒险经营行为的抑制。另一方面，存款保险制度由于可以使商业银行的风险被分担，这使得商业银行的风险约束机制弱化，在经营活动中就可能为追求高额利润而过度扩张，进一步加剧了自身的风险，从而可能会引发更大的金融风险。

我们建议，化解存款保险制度中的风险，建立完善的风险防范机制，可以从以下几点入手。

实施强制投保政策。产生逆向选择的原因之一就是实行自愿投保。如果规定所有的商业银行都必须加入存款保险体系，逆向选择的问题就可以迎刃而解。也就可以解决存款保险机构风险过高的问题。

实行差别保费制度，对不同风险的商业银行征收不同的保费。征收保费的费率要与投保商业银行的风险水平挂钩，按银行的风险等级确定计费比率，风险水平越高，费率水平则越高。实施差别保费制度，相当于建立了一个正向激励机制。对那些经营状况较好、风险较低的商业银行来讲，由于保费相对较低，这就保持了其经营的积极性；对于那些经营较差的商业银行，为了降低保险费率，或者说为了降低经营成本，也会努力改善经营状况，加大风险防范的力度，降低自身的风险，这就在一定程度上解决了道德风险问题。我国目前对银行的风险评估体系还不够健全，所以在存款保险制度建立的初期，应确定较少的费率级别，而且费率的级差也应当较小，但要规定一个明确的费率调整时间表，逐步过渡到完善的差别保险费率制度。

实施动态的保费制度。对于商业银行来说，其风险状况随着其经营策略与经济环境的变化而变化。如果商业银行的风险发生变化，保险费用却没有调整，一方面对其他的商业银行来说有失公平，另一方面会加大存款保险机构与整个金融体系的风险。对投保的商业银行实施动态的保费制度，随时根据其风险的变化调整其保险费用，不但能保持公平，而且促使商业银行加强自身风险管理，始终把风险控制在一定的范围之内。

设定保险范围。一方面要设立赔偿金额范围，制定一个限额：在限额以下的存款才能得到全额赔付，超过此限额的存款只能得到部分赔偿，或者不赔偿。这种全额赔偿和部分赔偿相结合的方式，既可以充分保护广大中小储户的利益，又能避免对市场纪律的削弱，使存款人依旧要注重风险的控制。另一方面，对存款的种类也要设限制，只对银行存款中的活期存款、定期存款、储蓄存款提供保险，而同业存款、外币存款、大额存单、境外金融中心存款等都不在保护之列。这种风险共担机制，使存款人与商业银行仍然要注重风险控制，从而避免道德风险的发生。

应逐步强化存款保险机构的监督权利和责任，加强对投保商业银行的监管力度。监管是避免逆向选择与道德风险的有效对策。强化存款保险机构的权利，检查投保机构的经营风险，随时根据其经营与风险状况调整其风险等级，进而调整其保险费用；有权取消经营不善和非法经营者的保险资格，对问题银行实施兼并、收购和救助等。

■ 一家之言

股民希望所有的政策干预都能够使股市上涨，并产生立竿见影的效果。而推动市场化和法制化进程的政策、措施，加强监管往往容易被误读为造成市场下跌的利空，使认识到自身定位应当发生变化的政府常常无所适从

政策依赖症该摆脱了

文/赵志强

时至今日，中国股市对政策干预的依赖已经成为股市法制化和市场化进程的巨大障碍，笔者个人认为，中国股市的政策依赖症应尽快摆脱。

与中国相类似，东亚政府对股市的干预是比较典型的。东亚国家的政府也试图借助股市进行本国产业结构的调整，但在股市下跌时，也总是要面对占市场绝大多数的个人投资者施加的干预压力。不管通过政府的投资公司，还是建立市场稳定基金对股市干预，都会面对买入股票后重新卖出的问题，卖出股票产生的市场压力预期使政府干预陷入了两难境地。

大量的实证研究已经表明，政府政策的干预会对股市产生短期影响，但往往无法改变市场行情的走向。三年多来，政府的各种支持措施和鼓励政策恍若昙花一现，短期的影响有大有小，但最终都无法改变中国股市内在的调整要求。结果，一方面使股市形成了对政府干预的依赖和习惯，另一方面又产生了对政府干预的适应症和麻痹症。在政府和股民对干预效果的预期都逐渐降低的过程中，迫于压力的政府还要不得不重复越来越无效的政策干预，无助的股民还在无奈的继续着对政策干预的期待。

最为严重的是，即使政府的干预效果甚微，但仍成为股民的精神依托，使股民始终不能理性面对客观存在的投资风险，始终不能认识高收益需要承担高风险的股权投资基础，不会花精力和时间对市场进行研究，仍热衷于猜测所谓的政策导向。

最为无奈的是，每一次政府干预效果的不理想，总是让分析师、股民和媒体进一步猜测、挖掘和解读政策干预的持续性和确定性，而且总能从中寻找出政策的缺陷和不确定性，从而得出政策不足或政策不力是导致干预效果不理想的结论，迫使政府再次对政策进行澄清和补充。结果，在股民与政策的一次次博弈中，股市的风险越来越集中于政府，股民的信心一点点丧失。

最为可怕的是，股民要求所有的政策干预都必须能够使股市上涨，并产生立竿见影的作用和效果。而推动市场化进程和法制化进程的政策、措施，加强监管往往容易被误读为造成市场下跌的利空，使认识到自身定位应当发生变化的政府面对这样的压力，常常无所适从。

笔者个人认为，很大程度上，围绕股市行情的涨跌，对政策干预要求的一再屈从，是导致三年多来中国股市面临种种困境的主要因素之一。

几年来，对扩容恐惧的屈从，已经产生了“劣币驱逐良币”的市场效应，国内优秀蓝筹公司不得不纷纷赴海外上市，一方面使投资者无法分享经济发展的成果，另一方面造成上市公司构成难以改善，增加了股市风险。优质上市公司资源的流失，使中国股市正在错失健康发展壮大的基础和契机。

多年来，对各方压力的屈从，对金融机构的保护过度，使滥用客户保证金的违规行为屡禁不止，行业服务水平难以提升，风险积累日益增大，终于出现了券商的难以为继，不仅给国家和社会造成了巨大损失，而且严重挫伤了股市诚信。

应该承认，中国股市历史形成的“顽疾”决非一朝一夕可以治愈，基础性的制度建设工作还任重道远。

如果我们能够彻底放弃中国股市延续十几年的政府干预，淡化自身的政治色彩，切断与股市的利益联系，专注于为机构投资者发展创造良好的发展环境，并加大包括基金公司、寿险公司和养老基金等机构投资者的培育力度；通过加强对投资者的教育，让广大中小投资者正确理解股票投资风险和收益的基本关系，以及最终的投资风险须由投资者自己承担的股市公理；进一步加大监管力度，包括对上市公司和金融机构的监管，并进一步使市场的退出机制落到实处，让违规和经营不善的上市公司、金融机构坚决从市场退出，不再通过保护和救援等行政干预，为上市公司输血，为证券公司解套，等等。

真能如此，相信经过两年左右的努力，通过进一步推进股市的市场化进程和法制化进程，一定可重塑股市信心，彻底摆脱股市对政府干预的依赖症，使中国股市得到健康发展。

即使我国设立了自己的期货交易所，定价权仍然在发达国家的期货交易所内，因为对定价持有话语权的主要投机资本都聚集在那里

建立期交所就能拥有定价权？

文/中国人民银行金融研究所博士后 赵庆明

中航油事件发生后，很多期货业人士和专家学者拿中国没有石油期货市场说事，认为由于中国没有石油期货市场而缺少石油的国际定价权，在既定交易规则下的交易有利于发达国家的企业而不利于我国企业。笔者认为，我国确实需要大力发展期货市场，但是如果将类似中航油事件归结为我国缺乏期货市场进而缺失国际定价权，这是荒谬的。

大宗商品国际定价权取决于谁

我国已经成为全球最大的有色金属、农产品、能源等的生产和消费国之一，但是我国缺乏自己的国际商品定价中心，在国际商品贸易中处于不利的地位。由于所谓“中国概念”的缘故，凡是我国有潜在大量需求的商品，近年来价格都有大幅上升，使我国相比从前支付了更多的外汇，最突出的例子就是石油，报道说，2004年我国石油进口多支付了70亿美元。

很多期货业人士和专家认为，由于我国没有相应的期货市场，所以我国对国际上大宗商品缺乏定价权，从而在国际贸易中处于被动地位。诚然，我国的期货市场不够完善，那么能否将期货市场与国际定价中心划等号呢？很明显，事情不是这样简单。同一大宗商品在全球往往有多个期货交易市场而非只有一个，根据以上论断，那么就存在多个国际定价中心了，显然这是不可能的。仍就石油来说，美国纽约、英国伦敦、中东地区、新加坡、日本东京等都有石油期货/期权市场，从近几年的实际运行来看，决定石油价格的国际定价中心是美国的纽约，其他石油期货市场根本构成不了国际定价中心。特别是从2004年全年石油价格的巨幅上涨来看，其他期货市场只能是价格的跟随者，对于定价几乎无能为力。

那么，究竟是谁在左右大宗商品价格？毫无疑问，是那些在国际金融市场上时刻伺机获利的投机资本。自20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃后，随着汇率和利率等主要金融价格的波动频繁和波幅加剧，试图管理风险的金融创新工具不断涌现，大宗商品的衍生交易在这一阶段也随之发展并日渐成熟起来，商品的衍生交易市场已经成为国际金融市场中的一个重要组成部分。随着投机资本不断增加，加上各种先进的交易手段，投机资本逐渐成为国际金融市场上的决定力量。就某一衍生品种的价格来看，平时波澜不惊小幅涨落，而一旦被投机资本嗅出存在可能影响供求的气息，价格就会巨幅变动，价格远离价值。从布雷顿森林体系崩溃后的30年的实际运行来看，投机资本左右大宗商品价格的能力越来越强大。还拿石油价格来说。OPEC是世界上最成功的卡特尔组织。近年来，尽管OPEC还能决定石油世界的产量，但是左右世界石油价格的能力在降低，相反国际投机资本已基本控制了油价的波动，2004年油价大涨就是具体体现。

最近几年我国也相继推出了铜、铝、小麦、玉米等大宗商品的期货品种，尽管交易量和交易价格在全球的重要性有所提高和开始被重视，但是交易价格的形成主要是跟随国际市场，我国的期货交易以及市场主体并不能决定这些商品的价格，其中的道理很简单，我国的资本实力与来自发达国家的天量级的国际投机资本相比几乎微不足道。

交易规则面前并不厚此薄彼

在中航油事件发生后，有期货业人士指出：主要的期货交易所在欧美国家，交易规则必然倾向于本地区企业而不利于外来者，因此，我国企业通过这些交易所参与期货交易从而受损也就在所难免。这种逻辑有些滑稽。欧美国家的期货交易所的交易规则是透明的，对于所有交易的参与者都同样适用和平等的，不会因为你是本地企业就可以免交保证金和税费，也不会因为你是外国企业就必须受到额外的盘剥。其实全球各期货交易所的交易规则大体是相同的。期货交易所首先发端于美国，之后各国纷纷效法，欧美之外的期货交易市场，例如新加坡、香港等地，他们的交易规则都是借鉴了欧美的做法，在实质上并无二致。

从我国已有的三家期货交易所来看，他们的交易规则也是来源于欧美的做法，倘若交易规则面前不能人人平等，谁还会进场交易。

交易规则面前各市场参与者是平等的，但是游戏规则面前并不平等。游戏规则不同于交易规则，而很多人将它们混淆。根据博弈论，在理想状态下，期货市场里的每个参与者并不比其他参与者更具有优势，游戏规则对每一个博弈者都是平等的；但是，期货市场并非一个完全竞争市场，博弈者有强有弱，还是根据博弈论，强者是游戏规则的制定者，而弱者则是游戏规则的接受者，因此，强者处于有利地位而弱者则处于不利地位。就期货市场来说，强者就是实力强大的投机资本。

目前，全球的期货市场基本上已是一个24小时连续交易的全球性市场，即使我国设立了自己的期货交易所，也只能是这一全球链条中的一个环节，定价权仍然在发达国家的期货交易所内，因为对定价持有话语权的主要投机资本都聚集在这里。

对期货市场不能期望太高

我国股票市场的交易手段单一，缺乏对冲机制，这成为最近几年某些证券投资机构业绩不好的借口，并被广大的业内人士所诟病，因此，要求买空机制、发展股指期货成为一致目标并被寄予厚望。期货市场也广泛被描绘为具有对冲风险、稳定业绩、价格发现的良好机制。

其实，期货交易等衍生金融交易与现货交易的最大不同在于它是一个零和游戏甚或负和游戏。金融衍生交易中一方的获利是另一方的亏损，如果考虑到佣金、税费等，总亏损将总是多于总获利，是一个净负和游戏。从欧美国家的机构投资者的业绩来看，尽管他们有着花样繁多的可供选择的衍生交易工具，但是当股市低迷的时候，他们的业绩也是普遍不好。

并不讳言，缺乏对冲机制在一定程度上不利于我国股票市场的发展，但是如果某些机构投资者将经营业绩不好归咎于我国缺乏对冲机制、缺乏期货市场则是大错特错、荒谬之极。

投机是亏损的主要原因

将类中航油事件归咎于我国缺乏石油期货市场、归咎于欧美交易规则的不平等显然是荒谬的，那么我国企业参与国际衍生交易屡次出现巨亏的原因何在？

根据报道，1998年株洲冶炼厂在伦敦金属交易所从事期货交易巨亏14.6亿元人民币，本次中航油在新加坡从事石油期货交易亏损5.5亿美元。这是已经公开报道出的，未曾披露的类似事件应该还有。这些事件发生的主要原因是这些企业并未严格遵守套期保值的参与原则，而是试图靠投机增加盈利。我国管理当局针对某些国有企业的主要原材料或主要产品受国际市场的影响颇大，允许他们通过主要国际商品交易所的期货交易来套期保值。但实际上，从出事的两家企业来看，他们并未严格遵守套期保值的交易目的，交易量之大远远超过的实际需要，是彻头彻尾的投机。只要是投机，就存在三种可能：平、盈、亏，而发生盈或亏的几率近乎50%。因此，如果走出国门参与期货交易的国有企业不严格执行套期保值的原则，亏损的可能性就占一半。

我国国有企业参与国际期货交易遭受损失还有其独特的原因。交易员素质不高，有些交易员仅仅懂得外语，对于金融衍生交易、国际市场行情等专业性很强的指示并不了解，更不用说是精通了；缺乏风险控制或形同虚设；缺乏必要的市场研究人员。此外，由于国有企业缺乏良好的监督机制，在境外从事衍生交易如果盈利了很容易流入个人腰包，而一旦亏损则有企业(实际上是国家)承担。