

## 中证指数研究报告

# 浅析价格指数和全收益指数



## 目录

一、指数释义.....	2
二、指数差别详解.....	3
(一) 除数修正法.....	3
(二) 计算简例.....	3
1. 价格指数.....	3
2. 全收益指数.....	5
三、指数应用情况.....	7
(一) FTSE.....	7
(二) S&P.....	7
(三) STOXX.....	9
四、价格指数、全收益指数应用建议.....	10

## 图表目录

表 1 沪深 300 全收益指数和价格指数历年收益情况表.....	6
表 2 FTSE 全收益指数挂钩产品.....	7
表 3 S&P 全收益指数挂钩产品.....	7
表 4 STOXX 全/净收益指数挂钩产品.....	9

随着指数化投资理念的不断深入，指数作为资产配置工具的作用不断增强。投资者对指数的关注程度也有所增加。一般来说，市场上被投资者广为引用的指数都是指价格指数，如沪深 300 指数、上证 180 指数、上证 50 指数等。

细心的投资者可能会发现，上述指数还各自对应有全收益指数，如沪深 300 全收益指数、上证 180 全收益指数、上证 50 全收益指数。国际知名指数如 S&P500、FTSE100、道琼斯工业平均数等也同时发布有价格指数和全收益指数或净收益指数。

价格指数和全收益指数的差别在哪里？应用情况如何？各自发挥着怎样的作用？是本文将要探讨的主要内容。

## 一、指数释义

顾名思义，价格指数主要反映的是一篮子股票的价格变化情况，而全收益指数除了反映股价波动外，还假定篮子内所有股票的现金分红用于再投资产生收益。简言之，价格指数与全收益指数主要区别就是对样本股分红派息的处理方式不同，当有样本股分红派息时，价格指数在除息日不予修正，任其自然回落；而全收益指数的计算中考虑了样本股现金红利的再投资收益，指数需在样本股除息日前按照除息参考价予以修正。

在全球范围内，上市公司分红形式多样，包括股票分红（派本公司股票或者其他公司股票），以股代息，现金分红等等。全收益指数主要考虑了现金分红这种形式。以原组合成分股所得到的现金分红再投资到原有的组合，所获得的收益，与原组合的收益一起，构成了全收益指数的收益。

在计算全收益指数时，一般不考虑除息日与实际付息日之间的时滞，而是假定公布的现金分红在除息日即进行再投资。

除常规分红外，一些公司还会进行特别现金分红。针对特别现金分红，多数指数机构都会对价格指数除数做出调整，同时，全收益指数将不会再体现调整后的再投资收益。这主要是因为特别现金分红并不是一家上市公司日常的分红行为，这种分红往往伴随着一些并购等重大公司事件，且分红数额较大，其除息效果对于股票价格影响较大，可能引起价格指数在除息当日的较大非市场因素波动。

除价格指数和全收益指数外，近年来还出现了净总收益指数，即在全收益指数中考虑税后分红而编制的指数。从指数内涵来看，全收益指数能更加准确地反映指数内一篮子股票的真实表现。

## 二、指数差别详解

### (一) 除数修正法

以中证系列指数为例，为保证指数的连续性，当样本股名单发生变化或样本股的股本结构发生变化或样本股的市值出现非交易因素的变动时，中证系列指数采用“除数修正法”修正原除数。

全收益指数与价格指数的区别在于样本股发生分红派息时对除数的修正。价格指数不予修正，而全收益指数的修正公式为：

$$\frac{\text{修正前的调整市值}}{\text{原除数}} = \frac{\text{修正后的调整市值}}{\text{新除数}}$$

其中：修正后的调整市值=修正前调整市值+新增(减)调整市值，其中新增(减)调整市值=其它事件导致的新增(减)调整市值- $\sum$ (指数用股本 $\times$ 每股现金股息)。

对于含权重因子的指数，调整市值= $\sum$ (股价 $\times$ 指数用股本 $\times$ 权重因子)，新增(减)调整市值=其它事件导致的新增(减)调整市值- $\sum$ (指数用股本 $\times$ 权重因子 $\times$ 每股现金股息)。

### (二) 计算简例

我们可以用一个简单的例子来理解价格指数和全收益指数的差异。假定选择三个股票作为样本股计算指数，以基日股票调整总市值为基值，基点指数定为1000点。

#### 1. 价格指数

✓ 无需要修正情况，指数正常计算

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价(元)	调整市值(元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5	45,000
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9	36,000
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	20	100,000
总调整市值							181,000

指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
181,000	181,000	1000	1000

#### 第一日

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价 (元)	调整市值 (元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5.1	45,900
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9.05	36,200
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	19	95,000
总调整市值							177,100

#### 指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
177,100	181,000	1000	<b>978.45</b>

#### ✓ 分红派息价格指数不修正

假设股票 B 派发现金红利，每股派 0.50 元，次日为除息日，指数不予修正。

#### 第二日

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价 (元)	调整市值 (元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5.05	45,450
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9.1	36,400
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	19.2	96,000
总调整市值							177,850

#### 指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
177,850	181,000	1000	<b>982.60</b>

## 2. 全收益指数

✓ 无需要修正情况，指数正常计算

基日

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价 (元)	调整市值 (元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5	45,000
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9	36,000
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	20	100,000
总调整市值							181,000

指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
181,000	181,000	1000	1000

第一日

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价 (元)	调整市值 (元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5.1	45,900
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9.05	36,200
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	19	95,000
总调整市值							177,100

指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
177,100	181,000	1000	<b>978.45</b>

✓ 分红派息全收益指数修正

假设股票 B 派发现金红利，每股派 0.50 元，次日为除息日，全收益指数需要修正。根据交易所除权除息规则，股票 B 的除息报价为  $9.05 - 0.5 = 8.55$  元。

指数修正

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价 (元)	调整市值 (元)
----	-----	--------	--------	------	------	---------	----------

A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5.1	45,900
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	8.55	34,200
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	19	95,000
总调整市值							175,100

修正前总调整市值(元)	修正后总调整市值(元)	原基期	新基期
(1)	(2)	(3)	(3) * (2) / (1)
177,100	175,100	181,000	178,956

## 第二日

股票	总股本	自由流通股本	自由流通比例	加权比例	调整股本	收盘价(元)	调整市值(元)
A	100,000	9,000	9%	9%	9,000	5.05	45,450
B	8,000	3,500	44%	50%	4,000	9.1	36,400
C	5,000	4,100	82%	100%	5,000	19.2	96,000
总调整市值							177,850

## 指数计算

总调整市值(元)	基期	基期指数	收盘指数
(1)	(2)	(3)	(3) * (1) / (2)
177,850	178,956	1000	<b>993.82</b>

经除息调整后，全收益指数收盘点位为 993.82，较价格指数收盘点位 982.60 高出 11 个点。由于考虑了红利再投资收益，全收益指数的表现通常要好于价格指数。2007 年以来，沪深 300 价格指数累计上涨 25.52%，而全收益指数累计上涨 14.16%，涨幅较高出近 12 个百分点。

表 1 沪深 300 全收益指数和价格指数历年收益情况表

	沪深 300 全收益	沪深 300 价格	差别
2007	163.28%	161.55%	1.73%
2008	-65.61%	-65.95%	0.34%
2009	98.58%	96.71%	1.87%
2010	-11.58%	-12.51%	0.93%

2011	-24.05%	-25.01%	0.96%
2012	9.80%	7.55%	2.25%
2013	-5.33%	-7.65%	2.32%
07年-13年	25.52%	14.16%	11.36%

资料来源：中证指数。

### 三、指数应用情况

我们以各主要指数机构指数授权情况为例（主要为ETF标的），观察价格指数、全收益指数、净收益指数的应用情况。

#### （一）FTSE

目前FTSE旗下约有100余条指数被用作ETF投资标的，仅7条为全收益指数，其中3条为策略类指数，包括FTSE 100 Super Leveraged RT TR Index、FTSE MIB Daily Super Short Strategy RT Gross TR、FTSE 100 Minimum Variance TR Index等。具体情况可参见下表2。

表 2 FTSE 全收益指数挂钩产品

ETF Name	Exchange	Asset Class	Benchmark Index
Boost FTSE 100 3X Leverage Daily ETP	LSE	Short/Leveraged	FTSE 100 Super Leveraged RT TR Index
Boost FTSE 100 3X Short Daily ETP	LSE	Short/Leveraged	FTSE 100 Daily Ultra Short Strategy RT Gross
Lyxor ETF FTSE MIB Daily Double Short (Xbear)	Borsa Italiana	Equity	FTSE MIB Daily Super Short Strategy RT Gross TR
Lyxor ETF FTSE 100 TR	LSE	Equity	FTSE 100 TR
Lyxor ETF FTSE All Share TR	LSE	Equity	FTSE All Share TR
Lyxor ETF FTSE EPRA/NAREIT Global Developed	Borsa Italiana	Real Estate	FTSE EPRA/NAREIT Global Developed TR
Ossiam ETF FTSE 100 Minimum Variance	LSE	Equity	FTSE 100 Minimum Variance TR Index

资料来源：根据FTSE网站公开资料整理。

#### （二）S&P

跟踪S&P旗下指数的ETF产品数量非常多。其中，大部分ETF的跟踪标的为价格指数。以全收益指数和净收益指数为标的的ETF产品数量则较少，且均为固定收益类、商品类和策略类指数。详情可参见下表3。

表 3 S&P 全收益指数挂钩产品



Net Total Return Tickers					
S&P 500 Daily Euro Hedged	EUR	SPXDHEN		Amundi S&P 500 EUR Hedged Daily ETF	500H FP

## S&P Commodities Indices

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P GSCI®	USD	SPGSCITR	.SPGSCITR	iShares S&P GSCI Commodity Indexed Trust iPath S&P GSCI Total Return ETN EasyETF GSCI GS Connect S&P/GSCI Enhanced Commodity Total Return Strategy Index ETN	GSG GSP US GSCIUSD SW GSC
S&P GSCI Dynamic Roll Capped Commodity 35/20	USD	SPDYPT		iShares S&P GSCI Dynamic Roll Commodity Swap ETF	SDYC LN
S&P GSCI Agriculture Dynamic Roll Capped Component	USD	SPDYPAT		iShares S&P GSCI Dynamic Roll Agriculture Swap ETF	SDRA LN
S&P GSCI Energy Dynamic Roll Capped Commodity	USD	SPDYPET		iShares S&P GSCI Dynamic Roll Energy Swap ETF	SDRE LN
S&P GSCI Industrial Metals Dynamic Roll Capped Commodity	USD	SPDYPIT		iShares S&P GSCI Dynamic Roll Industrial Metals Swap ETF	SDRM LN
S&P GSCI Multiple Contract	USD	SPMCCIT			
S&P GSCI 2X Leverage Capped Component	USD	SPGC2XLT		RBS Market Access S&P GSCI Caped Component 35/20 2x Inverse Monthly Index ETF	RGSS LN
S&P GSCI 2X Inverse Capped Component	USD	SPGC2XST		RBS Market Access S&P GSCI Caped Component 35/20 2x Leverage Monthly Index ETF	RGSL LN
S&P GSCI Energy	USD	SPGCENTR			
S&P GSCI Energy Enhanced Capped Commodity CAD Hedged	CAD	SGCUECHT		BMO Energy Commodities Index ETF	ZCE CN
S&P GSCI Industrial Metals	USD	SPGCINTR		Mirae Asset MAPS Tiger Metal Futures ETF	139310 KS
S&P GSCI Industrial Metals Enhanced Capped Commodity CAD Hedged	CAD	SGCUICHT		BMO Base Metals Commodities Index ETF	ZCB CN
S&P GSCI Industrial Metals 3 Month Forward Capped Commodity	USD	SG3MINCT		Lyxor ETF S&P GSCI Industrial Metals 3 Month Forward	METL LN
S&P GSCI Inverse Industrial Metals 1-Month Forward Capped Commodity	USD	SG1MINIT		Lyxor ETF S&P GSCI Inverse Industrial Metals 1 Month Forward	METS LN
S&P GSCI Precious Metals	USD	SPGCPMTR		Mirae Asset MAPS Tiger Precious Metal Futures ETF	139320 KS
S&P GSCI Precious Metals CAD Hedged	CAD	SGCUPCHT		BMO Precious Metals Commodities Index ETF	ZCP CN
S&P GSCI Agriculture	USD	SPGCAGTR		Mirae Asset MAPS Tiger Agriculture Future ETF	137610 KS
S&P GSCI Agriculture Capped Component 35/20	USD	SPGSGPTR	.SPGSGPTR	Amundi ETF Commodities S&P GSCI Agriculture	CA8 FP
S&P GSCI Agriculture Enhanced Capped Commodity CAD Hedged	CAD	SGCUAHT		BMO Agriculture Commodities Index ETF	ZCA CN
S&P GSCI Livestock	USD	SPGCLVTR			
S&P GSCI Agriculture & Livestock	USD	SPGSALTR	.SPGSALTR	EasyETF S&P GSAL™	GSALEUR GR
S&P GSCI Agriculture & Livestock 3 Month Forward Capped Component	USD	SG3MALCT		Lyxor ETF S&P GSCI Agriculture & Livestock 3 Month Forward	AGRL LN
The S&P GSCI Inverse Agriculture & Livestock 1 Month Forward Capped Component	USD	SG1MALIT		Lyxor ETF S&P GSCI Inverse Agriculture & Livestock 1 Month Forward	AGLS LN

## S&P Commodities Indices - continued

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P GSCI All Metals	USD	SPGSAMTR			
S&P GSCI All Metals Capped Commodity 35/20	USD	SPGSAPTR	.SPGSAPTR	Amundi ETF Commodities S&P GSCI Metals	CME FP
S&P GSCI Light Energy (CPW 4)	USD	SPGSLETR	.SPGSLETR	EasyETF S&P GSCI® Light Energy Dynamic db x-trackers DB Commodity Boost - S&P GSCI Light Energy Euro ETF Amundi ETF Commodities S&P GSCI (LE)	GSDEUR GR CL7 FP
S&P GSCI Non-Energy	USD	SPGSNETR	.SPGSNETR	EasyETF GSNE™ Amundi ETF Commodities S&P GSCI Non Energy	GSNEEUR GR NEG FP
S&P GSCI Reduced Energy (CPW 2)	USD	SPGSRETR	.SPGSRETR		
S&P GSCI Ultra-Light Energy (CPW 8)	USD	SPGSUETR	.SPGSUETR	EasyETF S&P GSCI® Ultra Light Energy	GSUEUR IM
S&P GSCI Brent Crude	USD	SPGSBRTR		VelocityShares 3X Inverse Brent Crude ETN VelocityShares 3X Long Brent Crude ETN	DOIL US UOIL US
S&P GSCI Copper	USD	SPGSICTR		VelocityShares 2x Inverse Copper ETN VelocityShares 2x Long Copper ETN	SCPR US LCPR US
S&P GSCI Crude Oil	USD	SPGSLCTR	.SPGSLCTR	iPath S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN BetaShares Crude Oil Index ETF - Currency Hedged Synthetic VelocityShares 3x Inverse Crude ETN VelocityShares 3x Long Crude ETN	OIL US OOO AU DWTI US UWTI US
S&P GSCI Crude Oil Covered Call	USD	SPCLCLTR	.SPCLCLTR		
S&P GSCI Crude Oil Enhanced	USD	SGESCLTR	.SGESCLTR	Mirae Asset MAPS Tiger WTI Future ETF	130680 KS
S&P GSCI Gold	USD	SPGSGCTR	.SPGSGCTR	Kodex Gold Futures Special Asset ETF	132030 KS
S&P GSCI Natural Gas	USD	SPGSNGTR		VelocityShares 3x Inverse Natural Gas ETN VelocityShares 3x Long Natural Gas ETN	DGAZ US UGAZ US
S&P GSCI North American Copper	USD	SPGSHGTR	.SPGSHGTR	Samsung KODEX Copper ETF	138910 KS
S&P GSCI Silver	USD	SPGSSITR	.SPGSSITR	Kodex Silver Futures ETF	144600 KS
S&P GSCI Soybeans	USD	SPGSSOTR	.SPGSSOTR	Samsung KODEX Soybeans ETF	138920 KS
S&P Commodity Trends Indicator (CTI)	USD	SPTICDT		ELEMENTS Linked to the S&P Commodity Trends Indicator - Total Return ETN	LSC

## S&P Fixed Income Indices - U.S. Municipal

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P National AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMUNUS	.SPMUNUS	iShares S&P National AMT-Free Municipal Bond Fund	MUB
S&P California AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMUNCA	.SPMUNCA	iShares S&P California AMT-Free Municipal Bond Fund	CMF
S&P New York AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMUNNY	.SPMUNNY	iShares S&P New York AMT-Free Municipal Bond Fund	NYF
S&P Short Term National AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMU5YR	.SPMU5YR	iShares S&P Short Term National AMT-Free Municipal Bond	SUB
S&P 1-5 Year National AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMUN15			
S&P Intermediate Term National AMT-Free Municipal Bond	USD	SPMUNIM			
S&P National AMT-Free Municipal VRDO	USD	SPMUVRDO	.SPMUVRDO	SPDR Nuveen S&P VRDO Municipal Bond ETF	VRD
Average Yield	USD	SPMUVRDY	.SPMUVRDY		
Average Maturity	USD	SPMUVRDM	.SPMUVRDM		
S&P AMT-Free Municipal Series 2012	USD	SPMUS12T	.SPMUS12T	iShares 2012 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAA
S&P AMT-Free Municipal Series 2013	USD	SPMUS13T	.SPMUS13T	iShares 2013 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAB
S&P AMT-Free Municipal Series 2014	USD	SPMUS14T	.SPMUS14T	iShares 2014 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAC
S&P AMT-Free Municipal Series 2015	USD	SPMUS15T	.SPMUS15T	iShares 2015 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAD
S&P AMT-Free Municipal Series 2016	USD	SPMUS16T	.SPMUS16T	iShares 2016 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAE
S&P AMT-Free Municipal Series 2017	USD	SPMUS17T	.SPMUS17T	iShares 2017 S&P AMT-Free Municipal Series	MUAF

## S&P Fixed Income Indices - Leveraged Loan

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100	USD	SPBDLL	.SPBDLL	Powershares Senior Loan Portfolio	BKLN

## S&P Fixed Income Indices - Global

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P/Citigroup International Treasury Bond Ex-U.S.	USD	SPBDXUTR	.SPBDXUTR	iShares S&P/Citigroup Intl Treasury Bond Fund	IGOV
S&P/Citigroup International Treasury Bond Ex-U.S. 1-3 Year	USD	SPBDXU3T	.SPBDXU3T	iShares S&P/Citigroup 1-3 Year International Treasury Bond Fund	ISHG

## S&P Strategy Indices - continued

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P 500 VIX Futures Enhanced Roll	USD	SPVIXETR		LYXOR ETF S&P 500 VIX Futures Enhanced Roll	LVOL FP

## S&P Risk Control Indices - Dynamic Rebalancing

Index Name	Currency	Total Return Tickers		Exchange Traded Product Name	ETF Ticker
		Bloomberg	Reuters RIC		
S&P 500 Dynamic Rebalancing Risk Control 15%	USD	SP5M15T		Direxion S&P 500 RC Volatility Response Shares	VSPY US
S&P SmallCap 600 Dynamic Rebalancing Risk Control 18%	USD	SP6M18T			
S&P Composite 1500 Dynamic Rebalancing Risk Control 15%	USD	SP15M15T		Direxion S&P 1500 RC Volatility Response Shares	VSPR US
Net Total Return					
S&P Latin America 40 Dynamic Rebalancing Risk Control 18%	USD	SPLAM18N		Direxion S&P Latin America 40 RC Volatility Response Shares	VLAT US

资料来源：根据 S&P 网站公开信息整理。

## (三) STOXX

STOXX 目前已授权全球 400 余家机构使用其指数作为 ETF、期货、期权及被动管理产品标的，其中授权指数大部分为价格指数。

以 EURO STOXX 50 指数为例，目前跟踪该指数的产品已达 37 只，仅 1 只使用净收益指数（ComStag ETF EURO STOXX 50 NR）作为投资标的。详情可见下表 4。

表 4 STOXX 全/净收益指数挂钩产品

指数	指数产品数量 (ETF\ETN\期货\期权)

	价格指数	全/净收益指数	
EURO STOXX 50	36	1	ComStage ETF EURO STOXX 50 NR
EURO STOXX Index	4	0	-
STOXX Europe 600 Index	7	1	ComStage ETF STOXX Europe 600 NR
EURO STOXX Select Dividend 30 Index	8	0	ComStage ETF EURO STOXX Select Dividend 30 NR
STOXX Europe Select Dividend 30 Index	3	0	-
STOXX Europe 600 Oil & Gas Index	7	1	ComStage ETF STOXX Europe 600 Oil & Gas NR
EURO STOXX 50® Daily Short Index	5	1	ComStage ETF EURO STOXX 50 Daily Short GR
EURO STOXX 50® Daily Leverage Index	5	0	-

资料来源：根据 STOXX 网站公开信息整理。

上述资料显示，从应用情况来看，目前价格指数是主流，全收益指数和净收益指数所占市场份额还相当有限。

#### 四、价格指数、全收益指数应用建议

虽然国际指数机构在发布指数时，多会同时发布价格指数、全收益指数及或净收益指数。但从市场普及度、市场应用情况等方面来看，价格指数主导地位毋庸置疑，全收益、净收益指数暂仍处于附属衍生指数地位。

从市场普及度来看，广为引用的 S&P500、FTSE100 等指数涨跌等均是指价格指数涨跌，而非全收益指数。在提及全收益或净收益指数时，一般会在指数后加入相应标识，如 TR（Total Return）、GR（Gross Return）、GTR（Gross Total Return）、NR（Net Return）等，例如 S&P500 全收益指数——S&P500 (TR) Index。

从市场应用情况来看，目前市场标尺、基金产品、衍生品等多以价格指数作为投资标的，全收益指数应用还较为有限。

此外，价格指数一般为实时计算，而部分机构全收益指数和净收益指数只计算收盘点位，且推出时间往往较晚。例如恒生指数于 2004 年才推出股息累计指数（即全收益指数），目前该系列指数于每个交易日收市后编算及发布。FTSE 1993 年开始计算全收益指数，指数实时计算。MSCI 同时计算收盘全收益指数和实时全收益指数，其中实时指数自 2010 年 5 月开始计算。

从功能来说，价格指数、全收益指数、净收益指数均可作为市场基准和投资标的。然而如何选择指数则主要视投资者的需求和实际情况：

(1) 价格指数是股票价格变动的直接反应，有助于投资者制定投资决策。证券市场投资收益来源主要有两个部分，分别为资本利得和分红收益。资本利得即投资者买卖差价收益，与股票价格水平变动直接相关。宏观经济环境政策，市场利率水平，公司运行盈利情况等各项因素均会影响股票价格水平。价格指数能全面反映证券市场股票价格的涨跌情况，为投资决策提供依据。在国内市场分红情况还不甚理想的情况下，资本利得水平，或者说股票价格水平的变动在很大程度上影响了投资者的投资收益，投资者更应关注价格指数涨跌。

(2) 全收益指数体现了分红收益，更加适合长期分析使用。根据股利贴现模型，股票内在价值可以用股票每年股利收入的现值之和来评价。分红收益在衡量投资者的长期投资回报中有着至关重要的作用。因此，各个指数机构在发布价格指数外，为投资者从不同角度考量，均发布了对应的全收益指数。在分析指数长期收益时，如果不考虑分红收益，就容易出现类似于对上证综指十年零涨幅，十年投资零收益的误解。

(3) 证券投资基金等产品从股票市场获得的股利收益是其收益来源的一个组成部分。在满足分配收益的条件下，证券投资基金一般都会通过分红方式定期进行收益分配。投资者在申购基金时，可选择现金分红和红利再投资两种分配方式，然而在国内市场长期价值投资理念仍较为滞后、股市波动相对剧烈的背景下，调查显示选择现金分红落袋为安的投资者占比居多。此外，考虑到 A 股市场仍属新兴市场、A 股市场分红状况与国际成熟市场相比差距仍较明显，且基金运作过程中涉及到各项费用等因素，若采用全收益指数作为标的将对基金业绩表现产生巨大的挑战。

(4) 与价格指数相比，全收益指数、净收益指数更加适合专重于获取市场超额利润的投资者，尤其适合用于衡量退休基金等较为关注股息收入的基金的表现。对于债券类产品，相比股票价格，债券价格波动对外界较不敏感，而利息收益是债券产品的重要特征。因此，债券类产品一般选用全收益指数作为标的。

(5) 对于分红情况比较理想的海外市场，较之资本利得，分红派息是投资者获取回报的主要手段，分红对指数收益的影响更为明显。数据显示，美国上市公司的现金红利占公司净收入的比例在 20 世纪 70 年代约为 30—40%；到 80 年代，提高到 40—50%。在 1971—1993 年间，美国公司税后利润中约有 50—70% 被用于支付红利，1993 年之后至今，支付红利比例也高达 40—60%。海外市场分红次数多、分红比例高，QDII 基金、海外指数 LOF 等选用全收益或净收益指

数作为标的的比例也大大增加。据统计，目前约 50%的 QDII 基金、80%的海外指数 LOF 选用全收益或净收益指数作为业绩比较基准。

总之，笔者认为证券投资基金在选择市场基准和投资标的时，应根据基金自身情况进行选择。基金的投资风格可作为重要考虑因素。例如，对于以实现长期资本利得为主要投资目标的成长型基金来说，所投资的股票主要以处于成长阶段的公司为主，基金分红相对较少，此种类型的基金可考虑以全收益指数作为投资标的。而对于价值型基金来说，其通常主要投资于收益较为稳定的大盘蓝筹股票以获取股票分红，基金分红相对较多，此种类型的基金可考虑以价格指数作为投资标的。