

沪深 300 指数的抗操纵性分析

陈雅琪

自被选为股指期货的标的指数后，沪深 300 指数的抗操纵性也被推倒到了市场的风口浪尖之上，成了投资者最为关心的问题之一。如果能够轻易的影响沪深 300 指数的走势，那么由于期货市场存在巨大的杠杆效应，股指期货将变成为少数人谋取利益的工具，不仅起不到规避风险和发现价格的作用，还会给市场带来巨大风险。因此投资者与监管机构都希望沪深 300 指数是一个抗操纵性良好，对每一个投资者都公平公正的指数。

从股指期货问世至今，已经超过 25 年，有几十个股票指数成功被开发为股指期货，本文着重从国际比较的角度分析沪深 300 指数的抗操纵性。一般而言，考察指数抗操纵性时都会从市值规模、流动性、权重集中度、行业分布等角度进行分析，由于市值、流动性在每一篇文章中都会涉及到，本文着重从后面几个角度加以分析。

一、沪深 300 指数权重较为分散

表 1: 国际主要期货标的指数权重集中度

名称	样本量	最大样本股占比	前 5 大样本股占比	前 10 大样本股占比
韩国 KOSPI 200 指数	200	-	31.44%	44.25%
香港恒生指数	33	19.49%	47.01%	62.29%
德国 DAX 指数	30	10.20%	32.57%	62.28%
美国标准普尔 500 指数	500	3.38%	11.96%	19.42%
法国巴黎 CAC 40 指数	40	11.97%	36.54%	54.56%
日经 225 指数	225	3.02	12.91%	23.30%
印度 Nifty 指数	50	10.24%	38.55%	56.83%
沪深 300 指数	300	3.36 %	14.18%	22.05%

资料来源：中证指数有限公司，彭博资讯。

一般而言，作为股指期货标的指数，如果权重过于集中在少数几只股票，那么操纵起来则比较容易，因此权重集中度是投资者最关注的抗操纵性指标。

从国际横向对比看，沪深 300 指数的权重是比较分散的。根据 6 月 25 日收盘数据计算，沪深 300 指数中最大样本股占比在 3%左右，前 5 大权重股累计占比为 14.18%，而前 10 大重仓股的权重和为 22.05%，这样的权重分布较香港恒生

指数、法国 CAC 指数、德国 DAX 及印度 Nifty 指数分散的多，与韩国 KOSPI 200 相比也更为合理，而与美国 S&P 500、日本日经 225 等指数比较相近。

另外根据测算，即使在考虑限售流通股逐步解禁的情况，到 2009 年底，沪深 300 指数中单个样本权重超过 5% 的可能性也不大，前 5 大样本股权重在 17% 左右，前 10 大样本股权重在 25% 左右，与国际各主要期货标的指数相比，仍然属于比较低的水平，少数股票对指数的影响不会太大。

二、沪深 300 指数具有合理的行业分布

随着我国金融体制改革的深化，去年下半年以来，大中型金融企业上市速度加快，中国银行、工商银行、中国人寿、中国平安等国内最大的银行、保险公司已经上市，金融类上市公司市值急剧膨胀，在整个金融市场中的占比迅速上升，许多投资者都担心金融行业在沪深 300 指数中占比过大。

事实上，金融股权重占比高，并不是中国证券市场独有的情况，除少数股票市场（如印度孟买证券交易所）外，金融行业在全球各股票市场中都是位高权重。同样，金融行业也是各主要股指期货标的指数中权重最大的行业，除印度 Nifty 指数外，国际主要股指期货标的指数中金融业的权重基本都在 20% 以上，欧洲 STOXX 50 指数与香港恒生指数中金融行业的权重竟然分别达到了 40.3% 与 38.99%，可以说，只要金融类股票价格打个喷嚏，大部分的股票指数就会跟着感冒。

由于沪深 300 指数在计算中，只考虑自由流通股本，国有股、战略投资者持有股票及高管股是不计入指数的，这就有效降低了金融股在指数中的权重占比（工行、中行等大的金融股自由流通股占比相对较低）。虽然金融行业股票总市值在沪深两个市场占到 50% 以上，但在沪深 300 指数业占比仅在 20% 左右，虽说金融保险类股票仍然是指数中的最大行业，但并没有处于绝对优势的地位，即使将地产类股票归入到金融行业中，金融行业的权重业在 30 以下。这种情况与 S&P 500 指数差不多，低于其他指数。

可见从行业角度来看，毋庸担心会通过个别行业操纵沪深 300 指数。

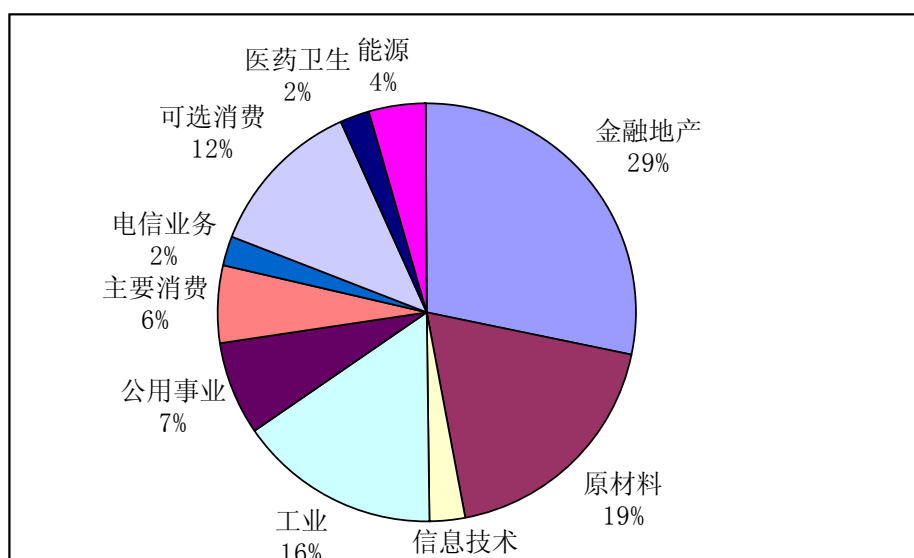
表 2：国际主要期货标的指数中的最大行业占比

指数名称	最大权重行业名称	行业权重比例
伦敦 FTSE 100 指数	金融业	27.17%

香港恒生指数	金融业	38.99 %
德国 DAX 指数	金融业	26.73 %
美国标准普尔 500 指数	金融业	21.6 %
法国巴黎 CAC40 指数	金融业	22.92 %
道琼斯欧洲 STOXX 50 指数	银行保险业	40.3 %
印度 Nifty 指数	软件	18.93 %
沪深 300 指数	金融保险业	20.08 %

资料来源：彭博资讯

图：沪深 300 指数权重的行业分布



三、沪深 300 指数基本没有杠杆效应

一直以来，市场对我国市场上历史最悠久的上证指数诟病不断，主要原因就是指数加权股本与成份股自由流通股本之间存在巨大差异，使指数存在一定的杠杆效应，即指数的涨跌幅度被放大，投资者容易通过少量就可影响指数的走势。而对沪深 300 指数而言，由于采用了自由流通量加权，这种杠杆效应基本上是不存在的。

我们以 6 月 25 日收盘的数据进行了测算，在只考虑前 5 大权重股，其他股票价格保持不变的情况下，假定只有指数中的前 5 大权重股股价发生变化，其他股票股价不变，不考虑涨跌停板的限制，拉动沪深 300 指数上涨 10% 需要 3608 亿资金，而拉动上证综指上涨 10% 只需要 662 亿资金。单从这点看，通过前 5 大权重股，操纵沪深 300 指数的难度是操纵上证指数的 5.4 倍。

表 3: 通过前 5 大样本股操纵上证指数与沪深 300 指数的难以程度对比

	上证指数	沪深 300 指数
指数加权市值 ¹ (亿)	131403	39217
上证指数涨 10%需要增加的加权市值 (亿)	13140	3922
前 5 大权重股加权市值 (亿)	43602	5563
前 5 大权重股自由流通市值 (亿)	2198	5117
前 5 大权重股累积权重	33%	14.18%
需要的资金量 (亿)	662	3608

由于沪深 300 指数在计算中采用了分级靠档方法,与实际的自由流通市值存在一定能够差异,因此也存在一定的杠杆效应。根据测算,上证指数杠杆倍数为 3.56 倍,前 5 大权重股杠杆倍数达 19.84 倍,而沪深 300 指数整体杠杆倍数是 1.15 倍,前 5 大权重股杠杆倍数则为 1.09 倍,与上证指数相比,沪深 300 指数几乎没有任何杠杆效应。

四、未来沪深 300 指数抗操纵性将进一步增强

随着中国铝业、交通银行等成功发行 A 股,建设银行与中石油也相继发布回归 A 股公告,中国电信、中国神华等也表示计划发行 A 股。相信在 H 股回归到一定阶段后,红筹公司的回归也会启动今年以来,国企 H 股公司回归 A 股的序幕已经拉开,并已成为市场关注的焦点。

加快大型蓝筹股的发行,包括 H 股和红筹的回归,从长期看,它不仅有利于增加 A 股市场在国民经济中的代表性,而且在海外上市的公司法人治理结构比较完善,运作比较规范,有助于带给我国内地上市公司先进的管理经验,从而提高我国证券市场总体质量,有利于 A 股市场的稳定发展。更直接地,这些公司大都是规模庞大的超级大盘股,按照沪深 300 指数规则,它们中的许多都必然会成为沪深 300 指数的样本股,能够进一步降低沪深 300 指数的集中度,使各大蓝筹股之间形成一种相互制约的关系,避免少数几只股票的拉升引发股指的大起大落,指数的抗操纵性会进一步增强。

另外,还有一种现象是,除建设银行等少数公司外,国内大的银行、保险类股票的上市公司已经基本完毕,今后相当长一段时间内将不再会有大的银行保险

¹ 加权市值表示在指数计算中用到的市值,上证指数加权市值是上证指数总市值,沪深 300 指数加权市值则是指经分级靠档后的自由流通市值。

类公司上市，这对于降低沪深 300 指数中的金融保险行业权重也会有一定益处。

五、结论

通过以上分析我们发现，从国际范围内来看，沪深 300 指数的权重集中度处于合理水平，行业分布相对比较均衡，抗操纵性总体来说处于较好水平，无论是个股还是行业板块，目前都不具备对指数构成决定性影响的能力，而且随着国企 H 股逐步回归 A 股市场，沪深 300 指数的抗操纵性还会进一步增强。

当然，在每一个金融衍生品市场，投资者都有获取暴利的想法，即使是全球抗操纵性最强的指数，也会有被操纵的可能。为了防止这种情况的发生，关键是要建立股票市场与期货市场间的跨市场监管机制，从现货、期货两个市场规范投资者特别是大机构投资者的操作行为，提高违规成本，尽量降低投资者操纵市场的冲动。

附录 1：沪深 300 指数中前 20 大权重股

代码	简称	6月25日 收盘（元）	总股本 （亿股）	自由流通股 本（亿股）	权重
600000	浦发银行	37.87	43.55	32.61	3.36%
600036	招商银行	24.96	120.41	47.10	3.06%
000002	万科 A	19.28	57.33	48.85	2.81%
600030	中信证券	55.29	29.82	17.15	2.52%
600016	民生银行	11.18	120.99	73.17	2.41%
601318	中国平安	74.26	47.86	8.05	1.81%
600900	长江电力	13.85	94.12	44.63	1.66%
000001	深发展 A	35.2	20.87	15.50	1.50%
600019	宝钢股份	10.87	175.12	47.35	1.45%
600519	贵州茅台	119.09	9.44	4.08	1.43%
600028	中国石化	13.47	699.22	35.84	1.23%
600050	中国联通	5.65	211.97	83.22	1.22%
000858	五粮液	30.7	37.96	14.41	1.19%
601398	工商银行	4.96	2509.62	91.81	1.16%
600009	上海机场	37.22	19.27	9.97	1.09%
600011	华能国际	11.8	90.00	27.70	1.08%
002024	苏宁电器	49.05	14.42	7.51	1.08%
601600	中国铝业	23.08	89.43	11.48	1.05%
601628	中国人寿	44.53	208.24	9.00	1.02%
601006	大秦铁路	15.08	129.77	21.21	1.00%

资料来源：中证指数有限公司网站、万得资讯