

# 沪深 300 指数：抗操纵性究竟有多大

自成为股指期货的标的指数后，沪深 300 指数的抗操纵性受到了市场的广泛关注，成了投资者最为关心的问题之一。如果能够轻易地影响沪深 300 指数走势，那么由于期货市场存在巨大的杠杆效应，股指期货将变成少数人牟取利益的工具，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。

◎陈雅琪

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，我们将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，很多文章从流动性、市值的角度分析沪深 300 指数的抗操纵性问题，本文则着重从后面几个角度加以分析。

## 沪深 300 指数权重较为分散

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 大权重股的权重和为 22.05%，这样的权重分布较中国香港恒生指数、法国 CAC 指数、德国 DAX 及印度 Nifty 指数分散得多，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，少数股票价格变动对指数的影响不会太大。

## 沪深 300 指数具有行业分布合理特征

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 指数与中国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%。

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，金融行业的权重也在 30% 以下。这种情况与 S&P 500 指数差不多，而和其他指数相比是比较低的。

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。

## 沪深 300 指数基本没有杠杆效应

上证指数是存在一定的杠杆效应

的，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，使得指数的涨跌幅度被放大，投资者容易通过少量资金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 5.4 倍。

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。

## 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。

加大大型蓝筹股的发行，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整体质量，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。

## 结论：沪深 300 指数总体抗操纵性较好

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们的操作行为，提高违规成本，尽量降低投资者操纵市场的冲动。

沪深 300 指数权重行业分布

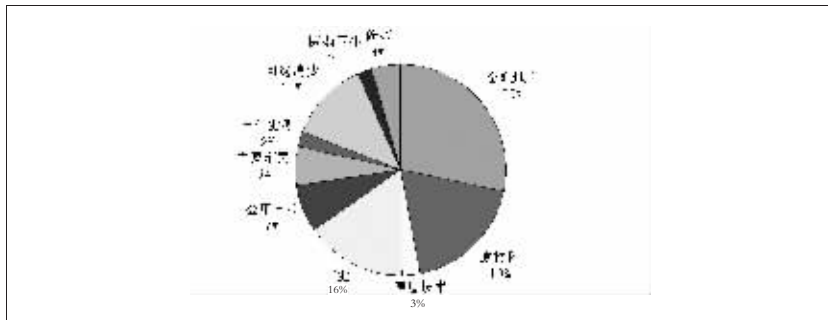


表 1: 主要期货标的指数权重集中度

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%
中国香港恒生指数	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%
中国沪深 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

表 2: 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%
中国香港恒生指数	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%
中国沪深 300 指数	金融保险业	20.08%

资料来源:彭博资讯

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

	上证指数	沪深 300 指数
指数加权市值(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

# 沪深 300 指数具有五大基本面优势

◎刘振华

沪深 300 作为即将推出的股指期货的交易标的，越来越受到市场的关注，与此同时，其良好的市场表现也使得其作为投资标的的指数基金业绩表现较为突出，那么作为一种强调交易性和投资性的指数，其成分基本面上的特征是否满足投资性的要求呢？在这里，我们主要基于财务指标从盈利能力、成长能力、分红派息以及估值等角度对沪深 300 指数推出以来其基本面特征变化进行一个简单的分析。

第一，沪深 300 成分股的盈利能力突出。盈利能力直接反映了指数的蓝筹特征和长期回报能力，我们可以了解从前后四批沪深 300 成分股的税后利润及其市场占比以及主营业务收入市场占比的情况。

根据研究显示，沪深 300 成分股主营业务收入市场占比基本稳定在 70% 左右，而其净利润市场占比更是维持在 85% 以上，且还呈现一定上升趋势。而从沪深 300 指数成分股的净利润分布来看，2006 年底沪深 300 成分股占整个市场净利润的比重为 92.2%。

进一步，我们对其净利润占市场比进行了如下分析：沪深 300 指数成分股的净利润权重集中度较高，其总共 300 只成分股净利润合计占市场的比重为 92.2%，但其中前 5 位就贡献了全市场 43.56% 的净利润，也占整个沪深 300 成分股净利润的一半，前 40 位成分股净利润的市场贡献度更是高达 70%。

同样统计显示，沪深 300 的蓝筹长期回报特征，根据统计，沪深 300

指数成分股的加权 EPS 和 ROE 基本都在全市场水平的 1.2 倍以上。

以上的分析表明，沪深 300 成分股将市场上盈利能力最强的公司基本本已经全部囊括，总体而言，其成分股的资产质量极佳，盈利能力较强，堪称整个市场的中流砥柱。

第二，沪深 300 成分股具备较好的成长性。进一步，我们以主营业务收入以及净利润的加权平均增长率指标来考察沪深 300 指数成分股的成长性特征，考察结果如下所示：

除了 2006 年沪深 300 成分股的加权净利润增长率略低于市场平均水平外，其余时段上，其成长性指标明显高于市场平均水平。从总体来看，尽管沪深 300 指数并非一种成长性的指数，其成分股的特征却仍然体现了较好的成长性特征。

第三，沪深 300 成分股的分红与股息收益高于市场平均水平。股息收益反映了市场的稳定回报，是投资者在较低风险水平下的可预期回报，下表显示了沪深 300 指数成分股的派现能力。

有相关研究表明，沪深 300 指数推出当年其成分股现金分红总量已经达到 630.64 亿元，占整个市场的 72.11%，而 2006 年其成分股现金分红量增加了 144 亿元，同比增长 22%，同时，其市场占比也继续呈现增长趋势。

而对股息收益率的统计也表明，投资于沪深 300 的股息收益率明显高于市场总体水平，2005 年的沪深 300 成分股息收益率为 2.53%，高于同期银行存款利率。而由于 2006 年市场的走强，导致股价大幅上扬，从而股息

收益率也大幅回落。但沪深 300 成分股的股息收益率仍然高于市场水平。

第四，沪深 300 成分股估值水平低于市场平均水平。我们以市净率和市盈率作为评估指标，比较了 2005 年中到 2007 年 1 季度共五个时段沪深 300 成分股的估值水平与市场平均水平，结果如下：随着这两年市场估值水平的提高，沪深 300 的估值水平也同步提高，但一直显著低于市场平均水平，有一定估值优势。

第五，沪深 300 成分股代表了机构投资者取向。如前所述，沪深 300 成分股由于其良好的基本面情况，受到了市场的广泛关注，同时也代表了市场中主流机构的投资取向。

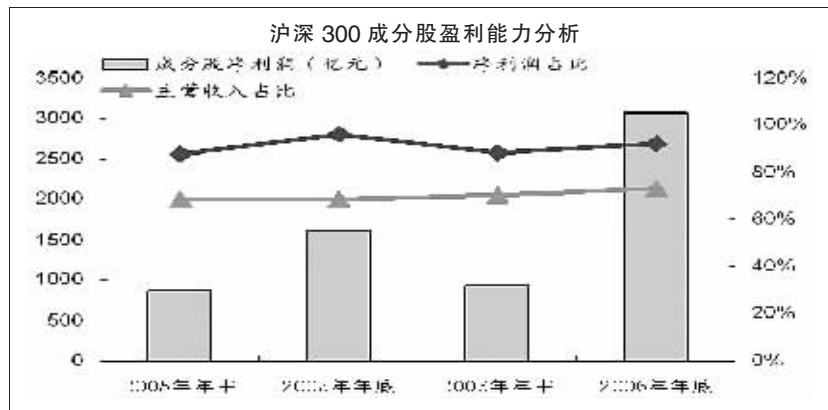
我们分析了 WIND 资讯对于主要研究机构对上市公司评级的统计，截至 4 月 27 日，300 只样本股中，有 290 余只获得了主要机构的投资评级，占比高达 97%，而全部 A 股中仅有 64% 的股票获得了机构的评级。从评级结果看，沪深 300 指数成分中，有 1 家以上主要机构给予买入评级的样本股共计 222 只，而有 1 家以上主要机构给予增持评级的股票共有 263 只，获增持以上评级的股票比例达到 55%，而全市场中只有 36% 的股票的综合评级在增持以上。

这表明，沪深 300 成分股受到市场高度的关注，并且其投资价值也受到了市场的广泛认可。而从机构投资的实际运作中，我们也可以看到这种特征，以 2007 年 1 季度基金季报为例，其共计 373 只重仓股中，有 186 只是沪深 300 指数成分股，占整个重

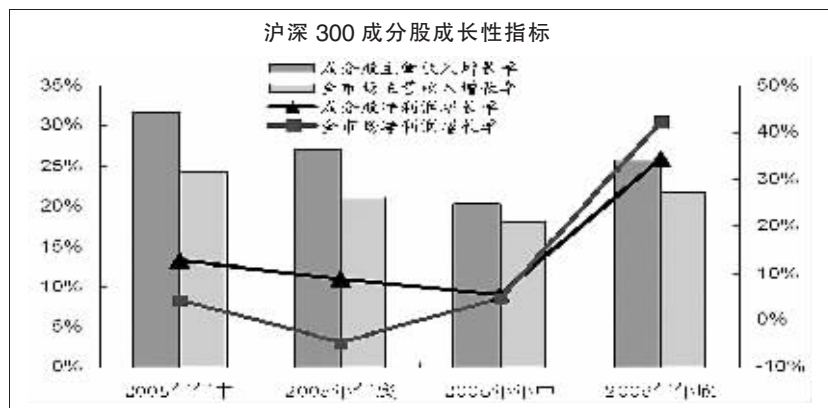
仓股的 50%，其持股总市值占其重仓股总市值的 52.72%。这体现了沪深 300 指数已经成为了机构投资者取向的一个标杆。

综上所述，从基本面来看，我们认为，沪深 300 指数成分股在两年的运行中体现了较好的盈利性、成长性和分红

收益能力，同时，相对于市场平均水平，其估值优势也较为明显，已经逐渐成为机构投资者乃至整个市场的投资取向标杆。那么，就股指期货而言，沪深 300 指数有利于得到更多机构的关注，从而更有益于形成以机构投资者为主的投资者结构。



资料来源:中证指数



资料来源:中证指数

## 看点

●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 指数中占比仅在 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，金融行业的权重也在 30% 以下。这种情况与 S&P 500 指数差不多，而和其他指数相比是比较低的。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。

●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的差异，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。

●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。

●基于财务指标从盈利能力、成长能力、分红派息以及估值等角度对沪深 300 指数推出以来其基本面特征变化进行一个简单的分析。第一，沪深 300 成分股的盈利能力突出；第二，沪深 300 成分股具备较好的成长性；第三，沪深 300 成分股的分红与股息收益高于市场平均水平；第四，沪深 300 成分股估值水平低于市场平均水平；第五，沪深 300 成分股代表了机构投资者取向。

## 编余

随着我国股指期货即将登台亮相，市场对了解股指期货的标的指数——沪深 300 指数的需求也不断增强。本期，我们主要介绍了沪深 300 指数的五大基本面特征，即从盈利能力、成长能力、分红派息以及估值等角度展开分析，让读者对这一股指期货的标的指数有一个清晰的认识。

由于上证指数具有较大的杠杆倍数，也易于被机构投资者所利用，因而市场对沪深 300 指数是否易于被操纵这个问题也非常关注。陈雅琪通过对沪深 300 指数的权重集中度、行业分布等角度的深入分析，向我们揭示了沪深 300 指数具有良好的抗操纵性。

当然，作者仅仅从沪深 300 指数的角度分析了其抗操纵性，但没有从沪深 300 指数与上证指数之间的相关性来深入分析。因为，上证指数仍是观察 A 股市场的主要风向标，而上证指数的杠杆倍数较大说明其易于被操纵。那么，如果易于被操纵的上证指数出现异动，那么这究竟会对沪深 300 指数的有效性构成怎样的影响？同样，如果 A 股市场中出现了政策性风险，那么沪深 300 指数在一定程度上是否会面临巨大的市场风险？这些问题都是值得关注的。

这说明，如果仅仅分析沪深 300 指数的合理性及可操作性是不够的，我们必须将它对应的主要现货指数——上证指数的波动及风险一起加以考虑，这样可能会更全面地认识沪深 300 指数的抗操纵性。延伸开来，对于眼下现货与期货市场的监管仍存在一定的差距与不足来看，如何加强现货与期货市场的跨市场监管，是促进我国股指期货健康发展的关键之一。

——亚夫