

策略点评 20230814

A 股要成为社会财富创造者

2023 年 08 月 14 日

观点

■ A 股市场对中国实体经济体的直接融资贡献持续大幅上升。

其一，A 股市场的融资规模在过去 10 年快速增长。从 2012 年到 2022 年，IPO 融资额从 163.3 亿美元激增到 970.8 亿美元，增长了近 5 倍。A 股市场对中国实体经济体的直接融资贡献大幅上升。

其二，A 股市场还进一步推动了经济转型，产业发展。比如，科技和工业领域 2022 年的融资规模达到 172.3 亿美元，接近 2012 年的 15 倍。许多新兴产业在 A 股市场上获得巨额融资，有力支持产业创新。

其三，A 股为中小企业发展提供充分支持。从 2004 年起到 2021 年与主板合并前，中小企业板块上市公司的数量从 38 家增长到 1004 家。自 2009 年以来，截至 2023 年 8 月 11 日，创业板上市公司数量从 36 家增长到 1303 家。在不到 15 年的时间里，其上市公司数量增长了近 35 倍。

其四，A 股市场融资支持超过国际成熟市场，比如美股。A 股近 5 年的 IPO 累计融资规模达到 3100 亿美元，几乎相当于美国 IPO 累计融资额（6783 亿美元）的一半，但我们的市值不足美国的五分之一。进一步的是，A 股的科技企业融资规模在最近 5 年绝对额也超过了美国。2022、2023 年 A 股融资额更是美股市场数倍之多。

■ 我们认为，初步达成融资功能后，A 股市场可以承担更大的经济功能。为全民创造财富。

我们观察到，股票市场可以为社会全民创造财富。以美国为例。其一，居民成为美国公募基金最大的持有人，占比 80% 以上。其二，通过基金及养老金等，居民是股票市场的最大持有人。其三，股票资产在居民家庭资产中占据越来越大比重，2023Q1 约为 25%。其四，股票市值上涨或者下跌，通过财富效应，能够直接影响美国人的消费。从而对经济产生乘数效应。

尤其令人惊讶的是，美国过去 10 年的累计回购和分红规模远远超过其 IPO 和再融资规模，企业向市场注入的资金规模远大于从市场中获取的资金。

进一步的，这一轮美国股市 2020—2023 年的持续上涨，是经济超预期增长的关键因素之一。在直接财政刺激（向老百姓直接发钱）逐渐消散后，通胀引发的收入/工资增长和财富效应，共同推动了美国消费的持续增长。尽管当前美国居民的储蓄率已经明显回落，但值得注意的是，美国居民杠杆仍然较低，美国居民的净资产在持续增加。如果股票价格上涨，还会进一步增加居民净资产。股市的财富效应促成了当前美国经济超预期韧性。

■ 我们建议，将股票市场与全民财富挂钩，吸引更加长期的资金，比如社保，进入市场。创造中国版 401K，把股票市场放置在更加重要的经济地位上。

我们建议，提高对上市企业要求，提高股东回报，鼓励分红和回购，让上市企业为全民投资者贡献更大的财富。

■ 风险提示：经济增长不及预期；地缘政治风险；股票、基金交易风险

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《从“大制造”到“TMT”，2023 翻倍股可以看出哪些“奥秘”？》

2023-08-13

《以史为鉴，这一轮行业轮动节奏如何演绎？》

2023-08-06

内容目录

1. A 股市场对中国经济实体的直接融资贡献持续大幅上升	4
1.1. A 股市场的融资规模在过去 10 年快速增长	4
1.2. A 股市场进一步推动了经济转型和产业发展	5
1.3. A 股为中小企业发展提供充分支持	6
1.4. A 股市场融资支持超过国际成熟市场	7
2. A 股市场可以为全民创造财富	7
2.1. 股票市场可以为社会全民创造财富	7
2.2. A 股可以创造财富效应	10
3. 风险提示	14

图表目录

图 1:	近 20 年 A 股 IPO 融资规模	4
图 2:	中美资本市场近 20 年融资规模对比	5
图 3:	A 股各行业 IPO 融资额年度分布	5
图 4:	中美工业领域融资规模对比	6
图 5:	中美科技领域融资规模对比	6
图 6:	近 20 年中小企业上市公司数量 (截至 2023/08/11)	6
图 7:	个人是美国公募基金的主要持有人	7
图 8:	居民成为美国公募基金最大持有人	8
图 9:	美国居民间接持有股票资产比例上升	8
图 10:	美国居民间接持有股票资产路径	9
图 11:	股票资产在美国居民家庭资产中的占比越来越大	9
图 12:	美国股票市值变动与个人消费支出	10
图 13:	美股回购和分红累计规模远超 IPO 和再融资	10
图 14:	美国居民收入和支出	11
图 15:	美国居民储蓄率	11
图 16:	美国居民资产与债务	11
图 17:	美国居民净资产占 GDP 比例	12
图 18:	美国居民杠杆	12
图 19:	美股与 A 股回购和分红收益率	12
图 20:	标普 500 与沪深 300 回购与分红情况	13
图 21:	标普 500 与沪深 300 累计回购与分红情况	13
图 22:	美国股票型共同基金回报情况	13
图 23:	中国股票型基金回报情况	13

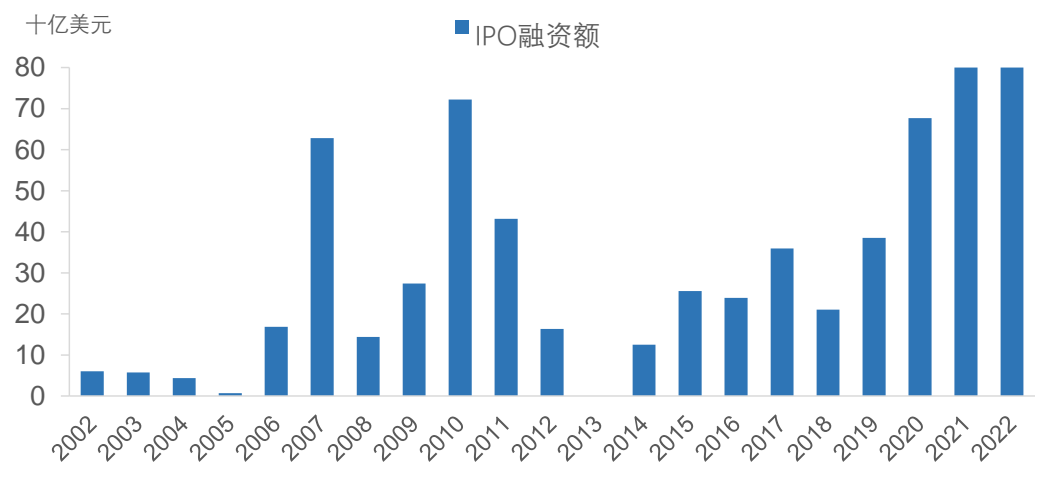
1. A 股市场对中国实体经济体的直接融资贡献持续大幅上升

为支持实体经济发展，A 股市场的融资规模在过去 10 年快速增长。随着中国经济的迅速发展，A 股市场已成为重要的资本汇聚中心。在过去 10 年内，A 股不仅在融资规模上显著增长，更成为了推动中国产业结构转型的关键力量。我们认为，A 股在融资功能方面已取得显著进步，展现出较强的潜力与发展空间。

1.1. A 股市场的融资规模在过去 10 年快速增长

从 2012 年到 2022 年，IPO 融资额从 163.3 亿美元激增到 970.8 亿美元，增长了近 5 倍。A 股市场已经成为企业获取资金、实现扩张的重要场所。

图1: 近 20 年 A 股 IPO 融资规模



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

近年来，A 股市场在融资功能上与美国股市的差距正在逐渐缩小。

IPO 融资额: A 股近 5 年的 IPO 累计融资规模达到 3100 亿美元，接近过去 20 年累计总额的一半。相比之下，美股近 5 年的 IPO 累计融资规模为 6783 亿美元，占过去 20 年累计总额的 44%。这体现出 A 股近年来在公开市场上募集资金的能力正在迅速增强。

增发与配股规模: A 股近 10 年的累计增发与配股规模达到 7845 亿美元，占过去 20 年累计规模的 84%。而美股的增发与配股近 10 年的累计规模为 1.8 万亿美元，占过去 20 年累计规模的 57%。尽管美股的绝对规模更大，但其增长幅度并不如 A 股。

图2: 中美资本市场近 20 年融资规模对比

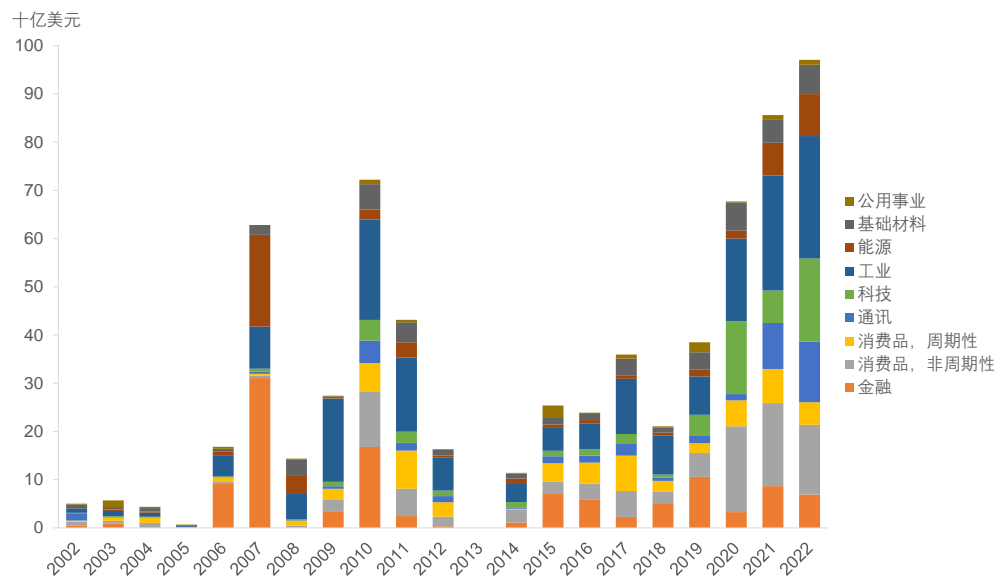
(十亿美元)		近5年	近10年	近15年	近20年
IPO融资额	美股	678.3	979.9	1195.0	1542.0
	A股	310.0	407.9	581.4	671.8
增发与配股规模	美股	915.1	1816.2	2692.1	3183.5
	A股	282.3	784.5	898.6	930.0

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1.2. A 股市场进一步推动了经济转型和产业发展

A 股市场在推动产业发展方面也不断提供支持。过去 10 年中, 科技和工业领域的融资尤为突出, 这与中国经济结构优化、产业升级的趋势相契合。尤其在科技领域, 2022 年的融资规模达到 172.3 亿美元, 接近 2012 年的 15 倍。

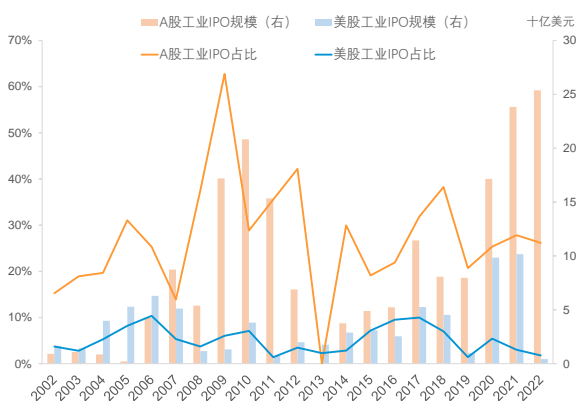
图3: A 股各行业 IPO 融资额年度分布



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

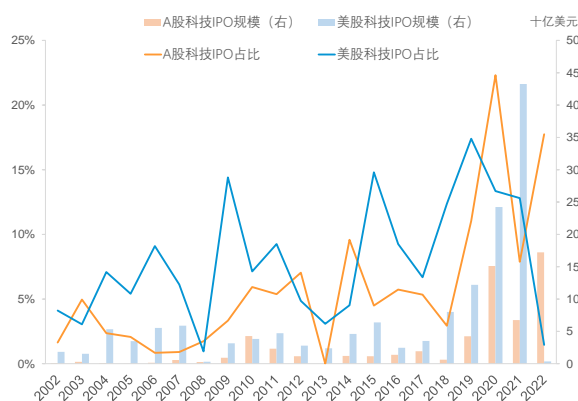
相对于美股, A 股的行业融资结构更偏向实体经济。在工业领域, 除 2013 年外, A 股每年工业领域获得 IPO 融资额占全行业的比重远高于美国; 在科技领域, A 股在近年来获得的融资额占比高于美国, 凸显了其对实体经济和科技创新的重视。

图4：中美工业领域融资规模对比



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：中美科技领域融资规模对比



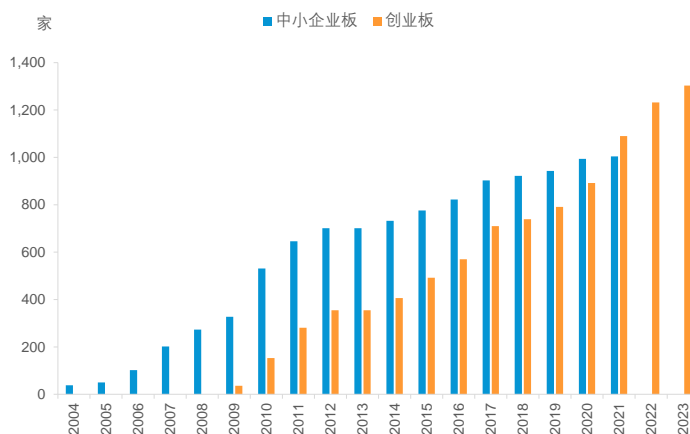
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.3. A股为中小企业发展提供充分支持

A股不仅在整体融资规模上显示出快速的增长态势，它对中小型和成长型企业的支持也值得关注。中小企业是经济增长的重要驱动力，它们为经济提供了活力和创新。然而，由于资金、规模和知名度等限制，这些企业在获得资金方面面临较大的挑战。

A股市场在此背景下起到了关键作用。A股为中小企业设立的创业板和中小企板，成为了中小企业融资的重要渠道。通过为中小企业提供一个可靠的资本平台，A股市场为它们提供了融资机会，帮助这些企业跨越发展障碍。从2004年起至2021年与主板合并前，中小企业板块上市公司的数量从38家增长到1004家。自2009年以来，截至2023年8月11日，创业板上市公司数量从36家增长到1303家。在不到15年的时间里，其上市公司数量增长了近35倍。这不仅促进了中小企业的成长和创新，还为投资者提供了新的投资机会，同时也增加了资本市场的深度和宽度。

图6：近20年中小企业上市公司数量（截至2023/08/11）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

这些直接融资，不仅为企业带来了资金支持，更是在助力中国的产业转型，推动了新产业、新业态的发展。在不断完善加强融资功能的过程中，A股将进一步支持中国经济的高质量发展。

1.4. A股市场融资支持超过国际成熟市场

A股市场融资支持超过国际成熟市场，比如美股。A股近5年的IPO累计融资规模达到3100亿美元，几乎相当于美国IPO累计融资额（6783亿美元）的一半，但我们的市值不足美国的五分之一。截至2023年6月30日，万得数据显示全部A股总市值约为12万亿美元，全部美股(不含OTC)总市值约为59万亿美元。进一步的是，A股的科技企业融资规模在最近5年绝对额也超过了美国。2022、2023年A股融资额更是美股市场数倍之多。

2. A股市场可以为全民创造财富

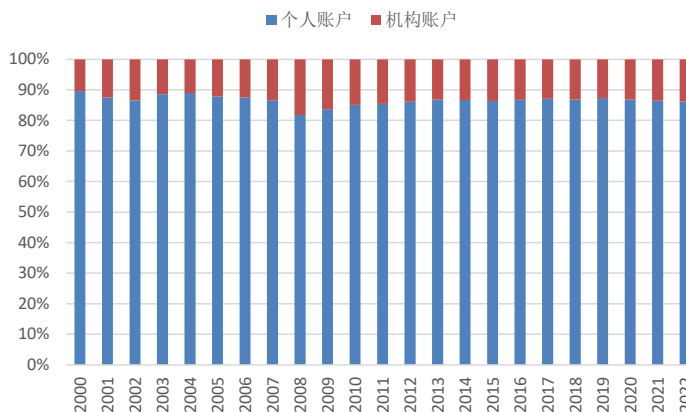
初步达成融资功能后，我们认为，A股市场可以承担更大的经济功能。为全民创造财富。

2.1. 股票市场可以为社会全民创造财富

我们观察到，股票市场可以为社会全民创造财富。以美国为例。

其一，居民成为美国公募基金最大的持有人。根据美国投资公司协会(Investment Company Institute)数据，美国共同基金持有人中80%以上为个人账户。截至2022年，美国共同基金行业规模为22万亿美元，个人账户高达19万亿美元。

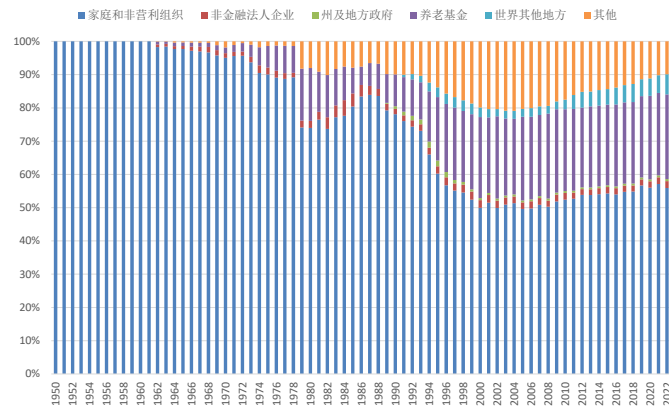
图7：个人是美国公募基金的主要持有人



数据来源：ICI (Investment Company Institute)，东吴证券研究所

从共同基金持有情况来看，主要以家庭和个人养老基金为主，2022 年两者份额分别为 56%和 25%。

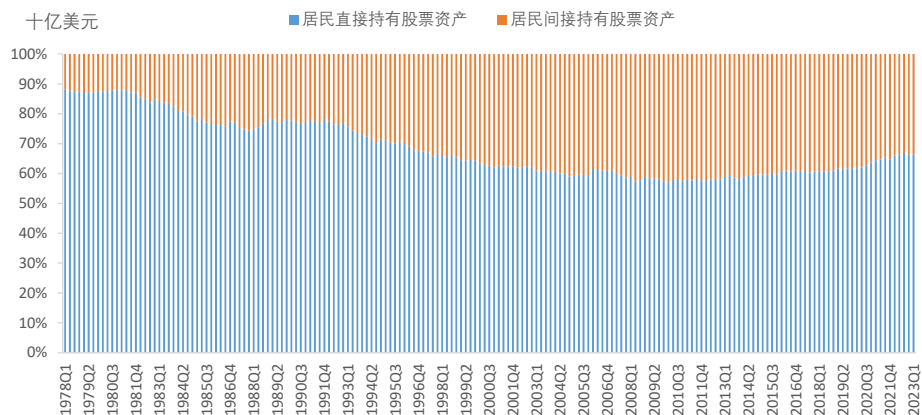
图8：居民成为美国公募基金最大持有人



数据来源：美联储，东吴证券研究所

其二，通过基金及养老金等，居民是股票市场的最大持有人。在 401K 计划开启后，美国居民间接持有股票资产的比例逐步提升。

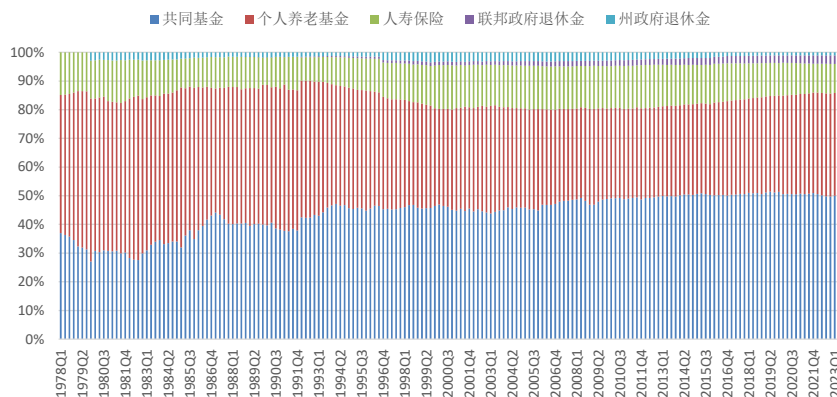
图9：美国居民间接持有股票资产比例上升



数据来源：美联储，东吴证券研究所

美国居民间接持有股票资产主要以共同基金和个人养老基金为主。截至 2023 年一季度，美国居民间接持有上市公司股票资产约为 14 万亿美元，其中 50%为共同基金，36%为养老基金。

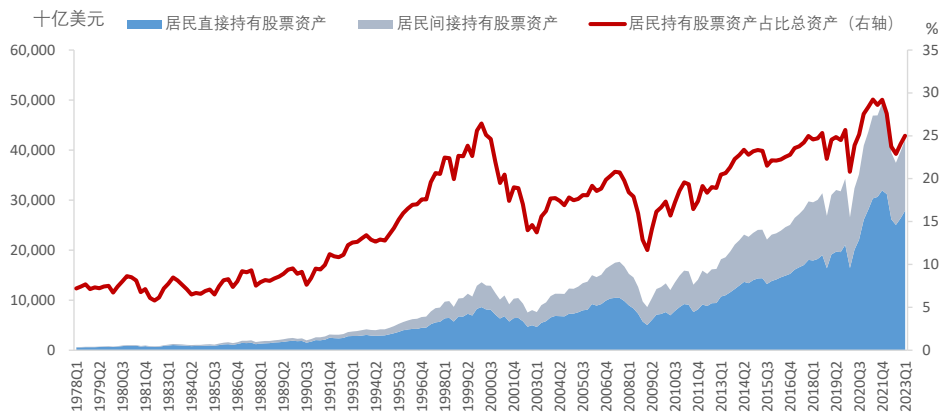
图10: 美国居民间接持有股票资产路径



数据来源：美联储，东吴证券研究所

其三，股票资产在居民家庭资产中占据越来越大比重。截至2023年一季度，美国居民持有股票资产总额高达42万亿美元，占其居民家庭总资产的25%。401K计划通过居民间接持有的股票资产的方式，进一步推升了股票在家庭资产中的比重。

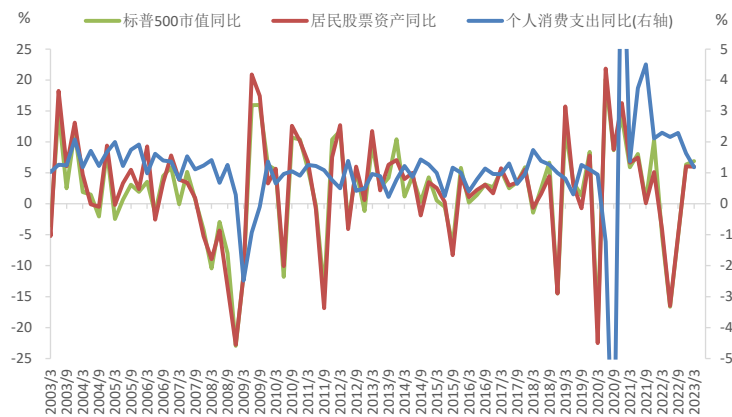
图11: 股票资产在美国居民家庭资产中的占比越来越大



数据来源：美联储，东吴证券研究所

其四，股票市值上涨或者下跌，通过财富效应，能够直接影响美国人的消费。从而对经济产生乘数效应。我们观察，美国居民持有股票资产的变动，会在未来1-2个季度内影响个人消费支出。股票市值的变动，影响家庭总资产，进而影响支出。另外，股票市值的变动一定程度上反映了企业盈利情况，企业盈利的变动会影响收入预期，进而影响个人消费支出。

图12: 美国股票市值变动与个人消费支出

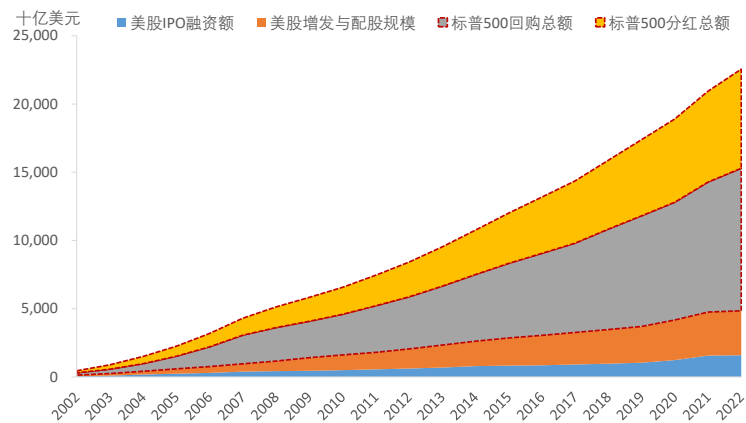


数据来源: 美联储, Wind, 东吴证券研究所

2.2. A 股可以创造财富效应

美国过去累计回购和分红规模远远超过其 IPO 和再融资规模, 企业向市场注入的资金规模远大于从市场中获取的资金。

图13: 美股回购和分红累计规模远超 IPO 和再融资

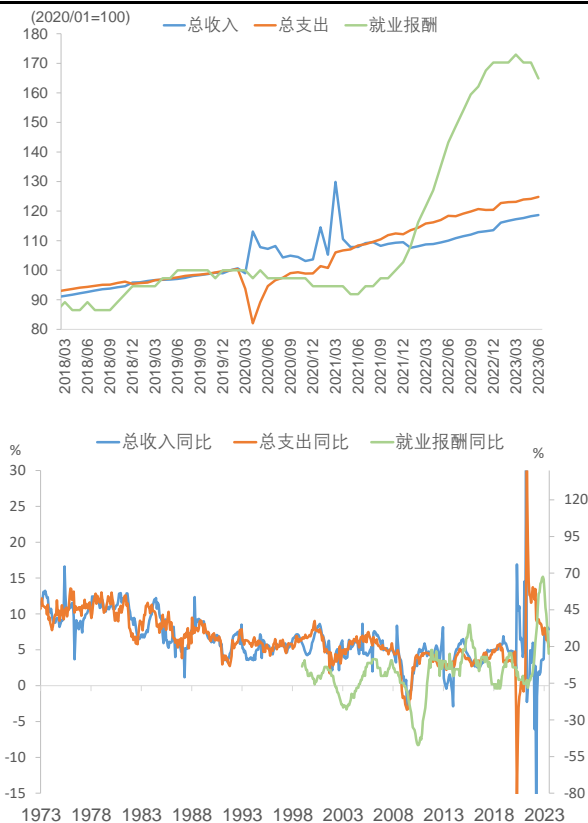


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

这一轮美国股市 2020—2023 年的持续上涨, 是经济超预期增长的关键因素之一。

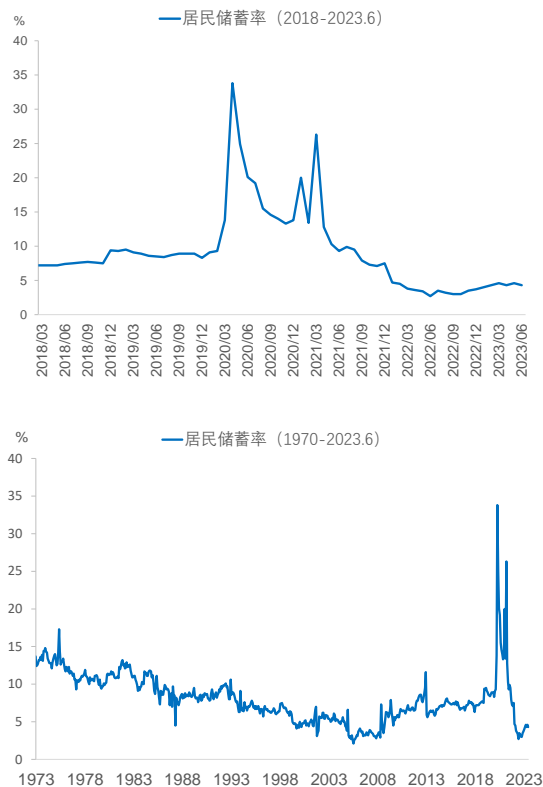
尽管 2020 年美国居民的工资和收入短期内大幅下降, 但直接的财政刺激 (向老百姓直接发钱) 使得收入的总量明显大幅上升, 储蓄率迅速攀升。当消费场景释放后, 居民的消费支出迅速反弹。更重要的是, 在直接财政刺激逐渐消散后, 通胀引发的收入/工资增长和财富效应, 共同推动了美国消费的持续增长。

图14: 美国居民收入和支出



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

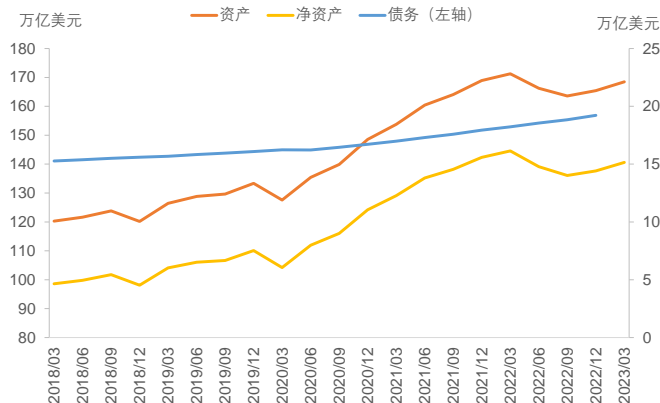
图15: 美国居民储蓄率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

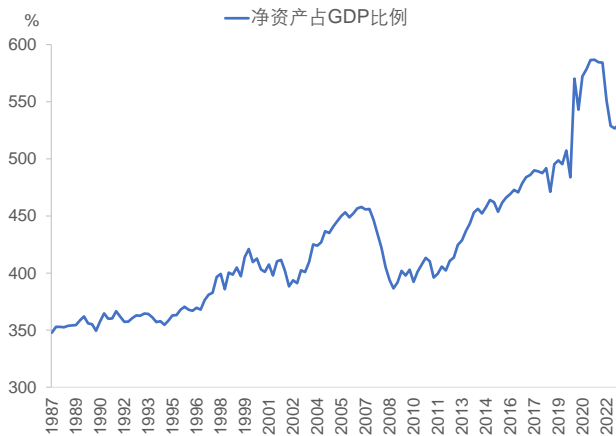
当前美国居民的储蓄率已经明显回落,但值得注意的是,美国居民杠杆仍然较低,美国居民的净资产在持续增加。在此情境下,美国居民会选择消费或者投资,如果选择投资股票,股票价格上涨,还会进一步增加居民净资产,消费支出会进一步增加,向经济增长传导,形成正循环。股市的财富效应促成了当前美国经济超预期韧性。

图16: 美国居民资产与债务



数据来源: Wind, FRED, 东吴证券研究所

图17: 美国居民净资产占 GDP 比例



数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图18: 美国居民杠杆

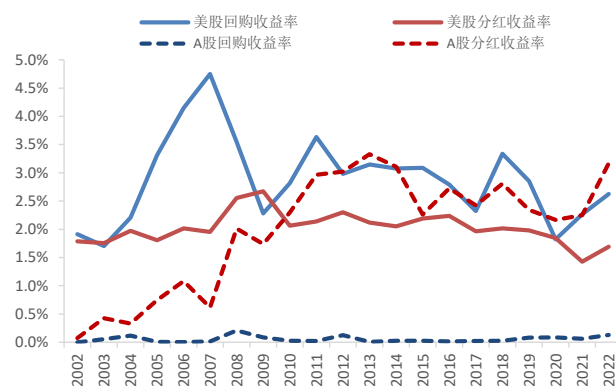


数据来源: FRED, 东吴证券研究所

一旦股票市场与全民财富和消费总量挂钩, 股票市场被放置在更加重要的经济地位上。与美股相比, A 股在财富创造方面, 仍然存在不足。

社会各阶层对上市企业提出更高要求, 加强提高股东回报。从回购与分红情况来看, 以标普 500 和沪深 300 为例, 较高的分红收益率和回购收益率是美股回报股东的重要方式。A 股近年分红收益率明显提高, 而回购收益率与美股有显著差异。

图19: 美股与 A 股回购和分红收益率



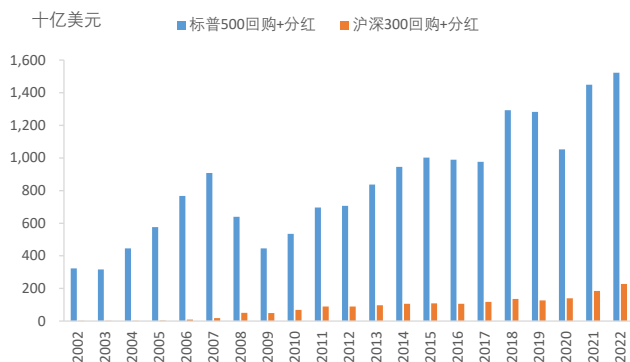
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 美股以标普 500 为例, A 股以沪深 300 为例

与 A 股相比, 美股企业的股东回报规模更大。2022 年, 标普 500 的回购与分红总规模为 1.5 万亿美元, 而沪深 300 的回购与分红总规模为 0.2 万亿美元, 其中回购规模占比为 4%。但 A 股市场的分红总额在近 5 年的累计总规模达到 7902 亿美元, 为过去

20 年累计总额的 47%，相比之下，美股在近 5 年的累计分红规模为 2.7 万亿美元，占过去 20 年累计总额的 38%。近年 A 股分红规模增速高于美股。

图20: 标普 500 与沪深 300 回购与分红情况



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: 标普 500 与沪深 300 累计回购与分红情况

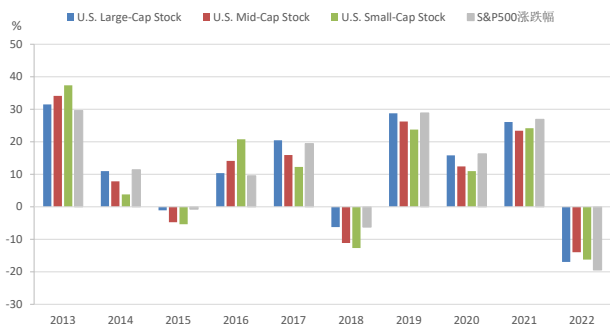
单位: 十亿美元	回购总额		分红总额		合计	
	美股	A股	美股	A股	美股	A股
2022	926.3	9.0	596.6	218.5	1522.9	227.4
近5年	3901.7	24.5	2698.0	790.2	6599.7	814.7
近10年	6635.3	28.7	4716.9	1321.5	11352.2	1350.1
近15年	8357.6	40.8	6016.9	1656.7	14374.5	1697.4
近20年	10281.5	41.8	7106.7	1688.6	17388.2	1730.4

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

与美股相比，A 股在财富创造方面，仍然存在不足。A 股市场在 2022 年的回购和分红不足美股的 15%。过去 10 年的累计分红和回购规模不足美股的 12%。我们企业向市场贡献的红利和回购，远低于总融资规模。

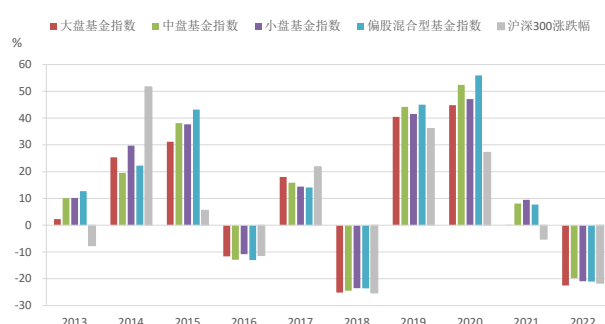
另一方面，被全民广泛持有的公募基金，更加自律，用良好的业绩表现来反馈持有人。公募基金与整体市场表现的一致性较股票更好，并且降低波动性来吸引普通投资者。我们观察美国股票型共同基金回报情况，相比股票具有较为明显的抗波动性，类似的，中国股票型基金较股指回报有较低的波动性。

图22: 美国股票型共同基金回报情况



数据来源: Morningstar, Wind, 东吴证券研究所

图23: 中国股票型基金回报情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

在初步实现融资支持实体经济发展的使命后，A股市场应该成为全民财富的创造者。我们建议，将股票市场与全民财富挂钩，吸引更加长期的资金，比如社保，进入市场。创造中国版 401K，把股票市场放置在更加重要的经济地位上。提高对上市企业要求，提高股东回报，鼓励分红和回购，让上市企业为全民投资者贡献更大的财富。

3. 风险提示

- 1) 经济增长不及预期：经济增长与股市表现强相关，如经济增长不及预期会影响股市表现。
- 2) 地缘政治风险：地缘政治“黑天鹅”事件，会导致经济存在不确定外因风险。
- 3) 股票、基金交易风险：投资交易系统本身具有风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>