



## 宏观研究

【粤开宏观】A 股走势与宏观经济：  
一致与背离的原因

2022 年 02 月 24 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

## 近期报告

《【粤开宏观】1949-2021 年中国各省份  
财政收入排名变迁》2022-02-05《【粤开宏观】从地方“两会”看稳增长：  
2021 地方经济图谱与 2022 年七大方向》  
2022-02-06《【粤开宏观】疫情之下众生相：分行业和  
群体生存境况分析》2022-02-09《【粤开宏观】信贷与社融“开门红”，反映  
出经济的“喜”与“忧”》2022-02-11《【粤开宏观】基建将迎开门红：项目储备、  
投向与增速测算》2022-02-15

## 摘要：

理论上，股市是经济的“晴雨表”，与经济基本面有较强的相关性。然而市场上对于 A 股是否具有“晴雨表”功能一直存在较多争议。不少观点认为我国经济长期保持了较高增速，但“A 股永远年轻、永远 3000 点”、“A 股永远涨不大”，并就此提出 A 股无法反映经济长期发展趋势的论断。那么 A 股走势到底能否反映中国经济的发展趋势？缘何 A 股投资者会有“十年一梦”的慨叹？本文通过理论分析、长短周期比较等方式，探讨 A 股与实体经济的关联性。

## 1、理论上，股票指数与宏观经济指标间存在双向因果关系。

**第一，股价反映的是对未来的预期，基本面是最根本的“锚”。**经济、企业的基本面决定了股票的长期价值，股价围绕价值波动。

**第二，既然是反映预期，股价短期内除了基本面之外，势必受到资金面、情绪面（风险偏好）等影响，或阶段性与长期趋势背离。**短期股价由市场供需决定，而供求关系背后是人的行为决策，必然受到心理和情感的支配。这是从存在到认知的过程，从客观到主观再到交易行动的过程，包含了大量非理性因素，这往往导致股价短期大幅偏离价值。

但是这种背离是暂时性的，存在会对认知进行修正和纠偏，“股票市场长期来看是称重机”。

**第三，股票作为现代化金融工具，股市作为资源配置方式，其自身的发展壮大能有效推动经济增长。**一是通过价格信号引导资金流向经济效益更好的公司和产业，起到优化资源配置功能。二是通过风险共担机制推动科技创新。三是通过信息披露等方式引入外部监管，改善公司治理。

## 2、三十年来，A 股总体反映了宏观经济高增长，是经济的晴雨表；但最近十年来，伴随市场大起大落，晴雨表功能发挥不充分，部分海外市场也曾在发展过程中存在相似情况。

**第一，三十年来，A 股股指反映了宏观经济持续高增长的态势。**上证指数从创立到 2021 年末，历经 31 年上涨了 35 倍，年化增长率为 12.3%，基本契合宏观总量数据的情况，同期名义 GDP 年化增长率为 13.6%。上证指数和 GDP 定基指数的相关系数约为 0.7。

**第二，2010 年后股指走势与经济基本面出现较大背离。**上证指数表现尤其突出，2010-2021 年上证指数仅上涨 12.2%，年化增长率 1.0%，同期名义 GDP 年化增速约 8%。投资者因此形成“A 股十年不涨”的观感。

**第三，虽然发达经济体股指与宏观经济基本面的相关性更强，但股指十年不涨的现象并非 A 股独有，在海外市场也普遍存在。**例如，1966-1982 年美国



道琼斯工业指数基本徘徊在 1000 点左右；又如韩国 KOSPI200 指数于 2011-2017 年间基本在 250 点上下震荡。

### 3、上证指数等代表股指近十年涨幅较低的“三重缘由”

**第一，指数编制不完善，导致上证指数代表性偏弱。**1) 上证指数包含了 ST 及\*ST 股，扭曲了资本市场“优胜劣汰”的信号，影响指数的代表性和合理性。2) 以总市值加权的方法编制，没有设置权重上限，导致总股本大、流通股少的公司影响过大，如两桶油。3) 成分股未能充分反映市场结构变化，没有考虑行业平衡，没有纳入科创板股票。4) 成分股纳入时间的问题。2020 年前，上证指数执行的是新股第 11 个交易日开始计入指数的规则。然而过去新股上市初期存在“连续涨停”及高波动现象，2014 年至 2019 年，沪市共上市新股 563 只，上市后平均连续涨停天数为 9 天。这意味着新股被纳入成分股的时候恰好处于高位或次高位，随后股价持续回落，拖累指数表现。

上证指数无疑是 A 股中影响力最大的指数，一涨一跌皆牵动无数投资者的心。但世易时移，其编制方法已难以全面表征 A 股整体表现。**2020 年上证指数编制迎来修订，股指与经济运行背离的技术面障碍逐渐打破。**

**第二，市场制度不健全，导致拉动经济增长的新经济企业没有进入 A 股，而驱动股指变化的企业多集中在传统行业，客观上拉低了上市公司质量和盈利水平。**

1) 增量上，发行上市制度包容性不够，导致不少优质的新兴企业选择境外上市，无法纳入现行股指中。而留在 A 股市场的龙头企业大都是银行、地产等传统行业，其成长性与科技股难以相提并论。

事实上，中概股由于成分股多集中在互联网金融、信息技术等行业，更好地代表了近年来经济发展方向。2015-2020 年，万得中概股 30 指数上涨了约 1.5 倍，而上证指数几乎没有变动。

2) 存量上，退市制度发展缓慢，大量亏损及缺乏盈利能力的上市公司未能及时出清，较大程度影响股指的代表性。纽交所、纳斯达克、伦交所等交易所的年均退市公司数量在 200 家左右，退市率分别为 6.6%、7.6%和 9.5%，正是这种“有进有退”的机制保证了上市公司整体质量。而 A 股退市企业仅为个位数，沪深两市退市率分别为 0.3%和 0.1%。**退市执行较弱拉低了上市公司整体质量，叠加新上市公司不断稀释存量资金，导致按市值加权的指数长期难以上涨，更催生“炒壳炒小”等现象。**

绩优股走势为我们提供了佐证，申万绩优股指数从 2010 年年初的 4369.66 点上涨至 2021 年末的 8585.59 点，年化增速约为 6%，而上证指数仅从 3243.76 点上涨至 3639.78 点，年化增速为 1%。两者之间显著背离，申万绩优股指数与宏观指标关联性更大，相关系数约为 0.75。

3) 此外，市场生态、配套制度不完善加剧了股指和基本面偏离，损害股市晴雨表功能。例如长期资金缺位，投资者结构不完善，加剧了股价非理性波动。又如法律制度不完善，处罚力度较低，导致不少企业粉饰财务报表，上市后业绩变脸屡见不鲜，影响了股指对经济发展的表征作用。

**第三，风险偏好在下移。**过去 10 多年，A 股的估值总体上是收缩的。风险偏好整体下移主要由于预期分化的速度远远快于经济中产业结构分化的速度。



银行、地产等传统行业由于缺乏增长活力，估值不断下降，信息技术、生物医药等新经济发展较快，估值持续抬升；然而经济结构中仍以传统行业为主，相应地在股指中权重较大，其估值下滑对股指边际影响较大，造成 A 股整体估值持续收缩。

#### 4、未来怎么看？

注册制的推进正在洗削更草地改变整个 A 股的市场生态。增量上，海外优质企业加速回归，新经济行业占比不断提升，中小企业的“伟大基因”在 A 股不断孕育；存量上，退市制度与国际接轨，市场出清速度加快，优胜劣汰的市场功能将整体提高上市公司质量。

我们认为，未来 2-5 年，随注册制全面实施，市场持续扩容，总市值、证券化率持续提高，符合创新驱动、制造强国等战略导向的未盈利企业、VIE 架构企业将加速回归。根据境外成熟市场的经验，例如美国 1971 年 NASDAQ 设立到 2000 年经历了市场快速扩容，证券化率从 60% 的水平跃升至 153%，并稳定至今。

更长期视角下，规模增速会逐渐放缓，并购及退市加速，市场自然出清功能显现，最终达到一个进出均衡的稳态，市值趋于良性稳步增长，A 股将更好体现宏观经济运行情况。

**风险提示：**历史并不代表未来；测算误差



## 目 录

一、股市和宏观经济的关系.....	5
二、A 股是否具有宏观经济晴雨表的功能.....	6
三、为什么近十年股指没有很好反映中国经济运行情况.....	11
1、指数编制不完善.....	11
2、市场制度不健全.....	13
3、风险偏好在下移.....	15
四、未来怎么看.....	15

## 图表目录

图表 1：长期趋势和短期波动的简要示意图.....	5
图表 2：主要指数设立以来的走势.....	7
图表 3：上证指数与经季调后 GDP 定基指数的走势比较.....	7
图表 4：2010 年后股指波动与实体经济波动出现不一致.....	8
图表 5：美国股指与实体经济相关性强，具有一定先行性.....	8
图表 6：标普 500 指数与名义 GDP 相关系数高达 0.9.....	9
图表 7：大萧条时期美国股指与实体经济的变化.....	9
图表 8：次债危机前后英国股市有较好的关联性和预测效果.....	10
图表 9：1966-1982 年美国道琼斯工业指数基本徘徊在 1000 点左右.....	10
图表 10：韩国 KOSPI200 指数 2011-2017 年间基本在 250 点上下震荡.....	11
图表 11：行业覆盖更全的万得全 A、国证 A 指显著跑赢上证指数.....	12
图表 12：上证指数新旧编制方案的主要变化.....	12
图表 13：近几年中概股走势更好反映了经济发展情况.....	13
图表 14：2007 年至 2018 年 10 月期间全球主要交易所退市情况.....	14
图表 15：2010 年后绩优股指数与上证指数显著背离，更契合经济运行情况.....	14
图表 16：近 10 年来估值持续收缩.....	15



## 一、股市和宏观经济的关系

长久以来，股票市场是宏观经济晴雨表的观念在市场上广泛流传，深入人心，更被发达经济体的证券市场实践所证明。追本溯源，这一提法源自 Hamilton 的著作《股市晴雨表》，作为道氏理论的集大成者，Hamilton 认为股票的长期走势应该符合基本面变化情况，从而可以通过合理编制的指数来反映宏观经济走势，在此之上，股市的波动预示了宏观经济的未来发展态势。换言之，股票指数与宏观经济指标间存在双向因果关系，因而具备“晴雨表”功能。

**第一，股价反映的是对未来的预期，基本面是最根本的“锚”。**经济、企业的基本面决定了股票的长期价值，股价围绕价值波动。个股的价值根本上由企业盈利来决定，全市场加总后的道理一样，而全市场的企业盈利水平必然由经济基本面决定。

理论上，所有企业的产出之和就是一国 GDP，上市公司若与企业部门结构相似，具有代表性，则必然和 GDP 同向变动。虽然现实中企业的经营杠杆、财务杠杆可能会放大经济基本面的波动，但两者之间的正相关性长期存在，所谓“皮之不存，毛将焉附”。

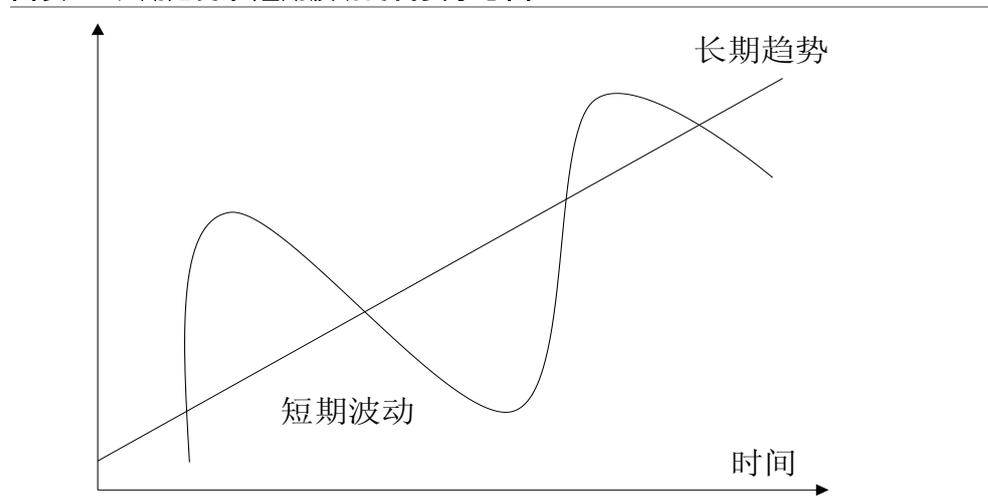
影响机制也相对清晰，在经济景气时，GDP 大幅增长，消费需求旺盛，企业生产规模和销量提升，产品价格上涨，业绩改善，同时也能提供更多的工作和更高的工资，进一步拉动更多的消费，经济萧条时则相反。

**第二，既然是反映预期，股价短期内势必受到资金面、情绪面等影响，或与长期趋势出现背离。**短期股价由市场供需决定，而供求关系背后是人的行为决策，必然受到心理和情感的支配。借用市场上脍炙人口的比喻“股票价格不是树上的花，而是人们心里的花；股票价格反映的是人们的内心世界”。这是从存在到认知的过程，从客观到主观再到交易行动的过程，包含了大量非理性因素。

市场情绪就像一个“钟摆”，其存在一个均衡态，或者说中心点，但市场情绪不会停留并自发收敛在这个中心点，而是在极端状态间来回波动，从乐观到悲观、从狂热抢购到恐慌抛售、从风险容忍到风险规避。就像钟摆一样，不是在摆向极端点，就是在摆离极端点。

但是情绪扰动下，股价与内在价值的背离是暂时性的，存在会对认知进行修正和纠偏，心里的花如何开，开出什么颜色，最终取决于客观世界的种子，“股票市场长期来看是称重机”。

图表1：长期趋势和短期波动的简要示意图



资料来源：粤开证券研究院



**第三，股票作为现代化金融工具，股市作为资源配置方式，其自身的发展壮大能有效推动经济增长。**一是在财富效应和趋利因素的作用下，通过价格信号引导资金流向经济效益更好的公司和产业，起到优化资源配置功能。二是通过风险共担机制推动科技创新，事实上股权投资更契合创新科技产业风险高、投资周期长、前期投入高的特征。三是通过信息披露等方式引入外部监管，改善公司治理。

这也是为什么顶层设计一直在强调提高直接融资占比，因为股票的定价背后意味着对未来的鼓励，而银行等间接金融依托资产资质的定价逻辑则更多是在奖励过去。

## 二、A 股是否具有宏观经济晴雨表的功能

视角拉回我国，改革开放以来，中国经济保持了 40 多年的高速增长，名义 GDP 从 1978 年的 0.37 万亿元上涨至 2021 年的 114.37 万亿元，增长了 300 倍有余，年化增长速度高达 13.9%。即便 2012 年后，我国经济进入“稳增长、调结构”的新常态，GDP 增速有所趋缓，但较其他主要经济体而言依然是一骑绝尘。而反观我国股票市场，自 1990 年上交所成立以来，急涨急跌普遍，整体表现出“熊长牛短”的特征，投资者尤其是个人投资者普遍没有感受到股市的财富效应。

2021 年底上证指数报收 3639.78 点，较 2020 年末上涨 4.8%，但低于 2021 年 2 月高点 3731.69，整体呈现震荡行情。再往前追溯，早在 2007 年就已达到 3600 的点位，几轮牛熊下来，几乎原地踏步，距离曾经 6124 的高位更有 14 年之久。股市“晴雨表”的功能似乎在 A 股并不十分有效。

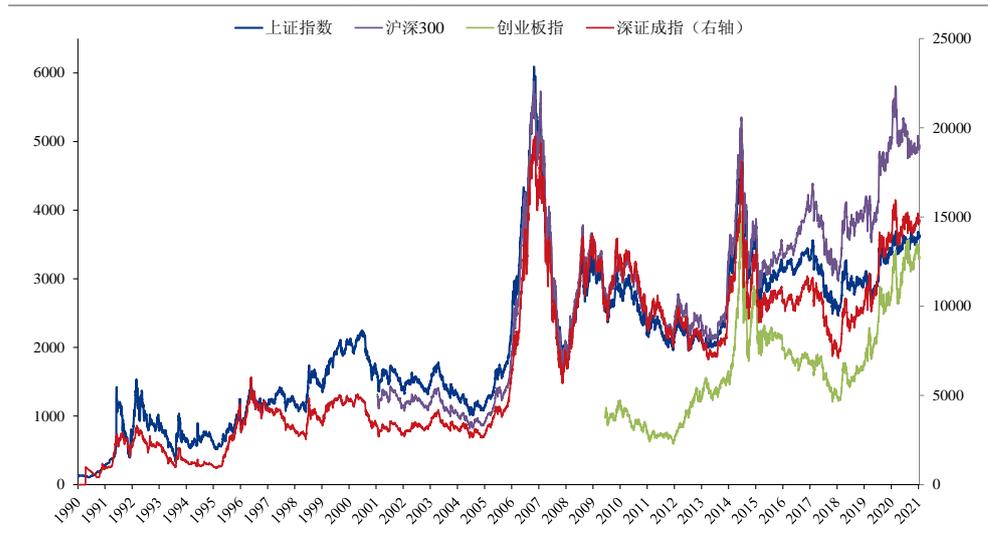
那么 A 股到底有没有反映经济长期向好的趋势？是否具有经济“晴雨表”的功能？缘何导致市场普遍感觉 A 股常年不涨？我们通过复盘主要指数的长、短周期的走势，以及其与宏观经济变量的关系，得出以下三个观点：

**1) 长期看，A 股反映了宏观经济持续高增长的态势，一定程度上起到了晴雨表的作用**

上证指数是我国创立最早、最具代表性的指数之一，从 1991 年（基期为 1990 年 12 月 29 日）创立时 100 点左右的水平到 2021 年 12 月 31 日的 3639.78 点，历经 31 年上涨了 35 倍，年化增长率为 12.3%，同期名义 GDP 年化增长率为 13.6%，整体上契合宏观总量数据的情况。其他主要指数也表现出相似的规律，例如 2005-2021 年，沪深 300、中证 500 分别上涨 4.0 倍和 6.5 倍，年化增速为 10.0%和 12.5%，同期名义 GDP 年化增速为 11.2%。从相关系数来看，股指与实体经济发展的相关性较强，1992 至 2021 年上证指数和 GDP 定基指数的相关系数约 0.7。

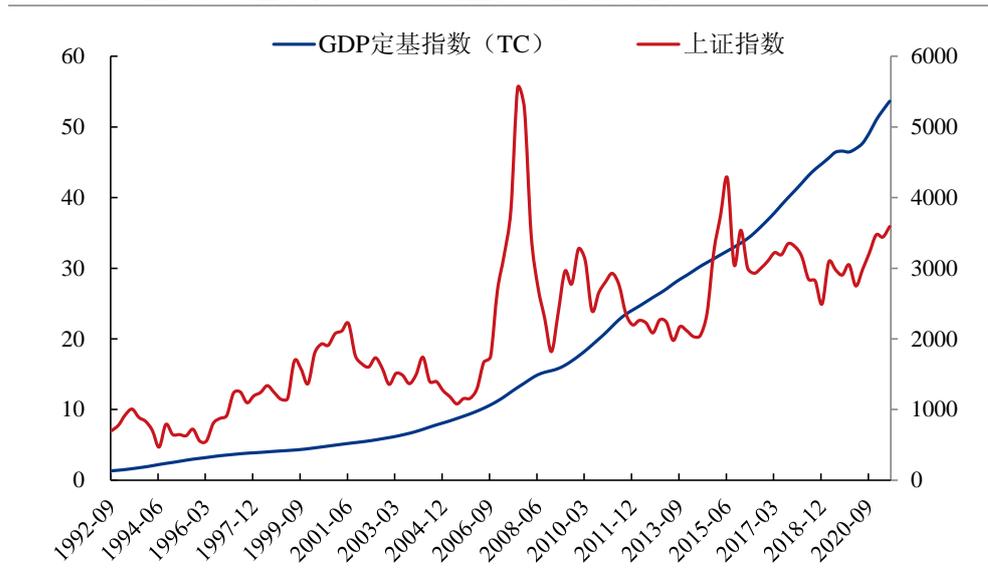


图表2：主要指数设立以来的走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：上证指数与经季调后 GDP 定基指数的走势比较



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：TC 表示经过移动平均后原始序列仅包含趋势变动 (T) 和循环变动 (C)，不包括季节变动 (S) 和随机变动 (I)；上证指数为季末点位。

## 2) 2010 年后股指走势与经济基本面出现较大背离，上证指数表现尤其突出，投资者因此形成“A 股十年不涨”的观感

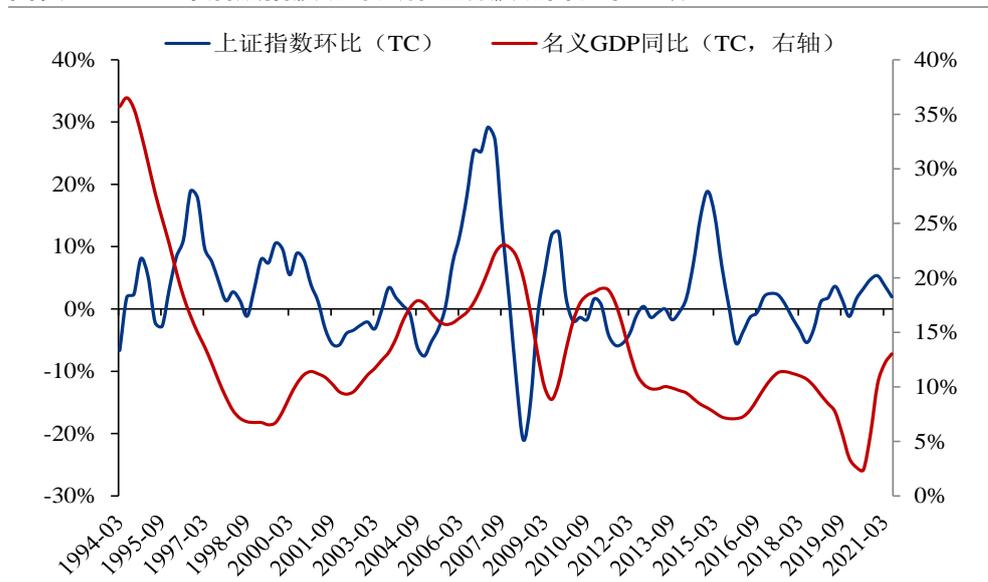
2010 年以来，我国经济增速稳中有进，领先其他主要经济体，但上证综指的变化幅度却不大，2015 年“快牛”行情后持续波动，与我国经济状况不相匹配。2010-2021 年上证指数仅上涨 12.2%，年化增长率 1.0%，同期名义 GDP 年化增速约 8%。沪深 300、中证 500 等其他宽基指数表现相对较好，但整体涨幅仍偏低，大约在 3%-5% 之间。从相关系数看，2010 至 2021 年间上证指数与名义 GDP 定基指数的相关系数仅为 0.4。

基于两个时点的股指进行静态比较磨平了期间股指的波动水平，因此我们进一步考察指数和经济波动水平之间的关系。我们发现，近几年上证指数的波动幅度与实体经济



相关性较弱。而美国股指则表现出较强的相关性，股指波动与基本面变化较一致，领先2-3个季度。一定程度上说明，我国股指短期波动受到情绪面和政策面等非市场因素的影响更大<sup>1</sup>。

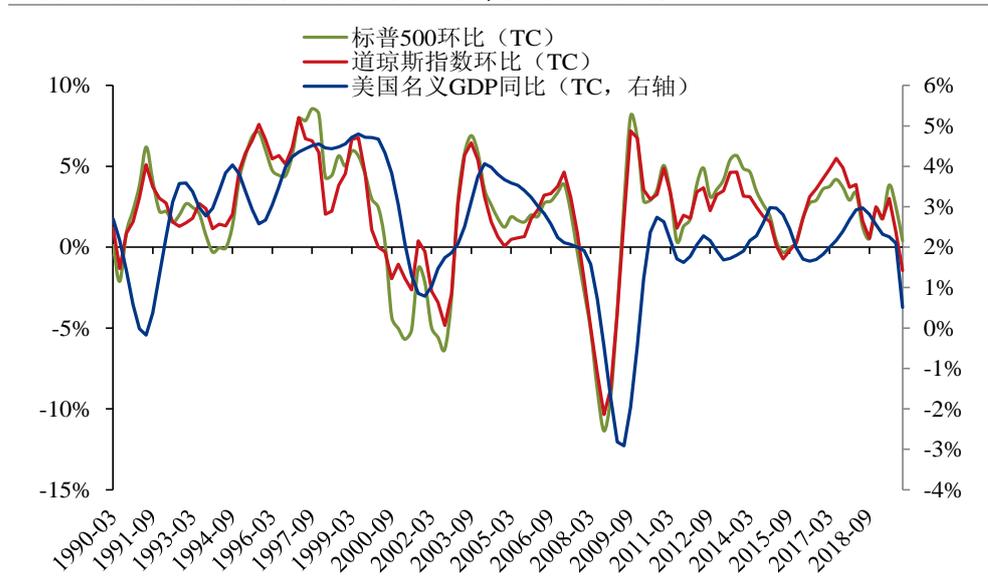
图表4：2010年后股指波动与实体经济波动出现不一致



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：指数的环比变化实际上体现了对经济基本面同比变化的反映，因此我们采用上证指数的环比数据和GDP的同比数据来进行观察（同比数据结论相似）。

图表5：美国股指与实体经济相关性强，具有一定先行性



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3) 虽然发达经济体股指与宏观经济基本面的相关性更强，但股指十年不涨的现象并非A股独有，在海外市场也普遍存在

首先，发达资本市场中股指与实体经济的关联性普遍更强。美国道琼斯工业指数、

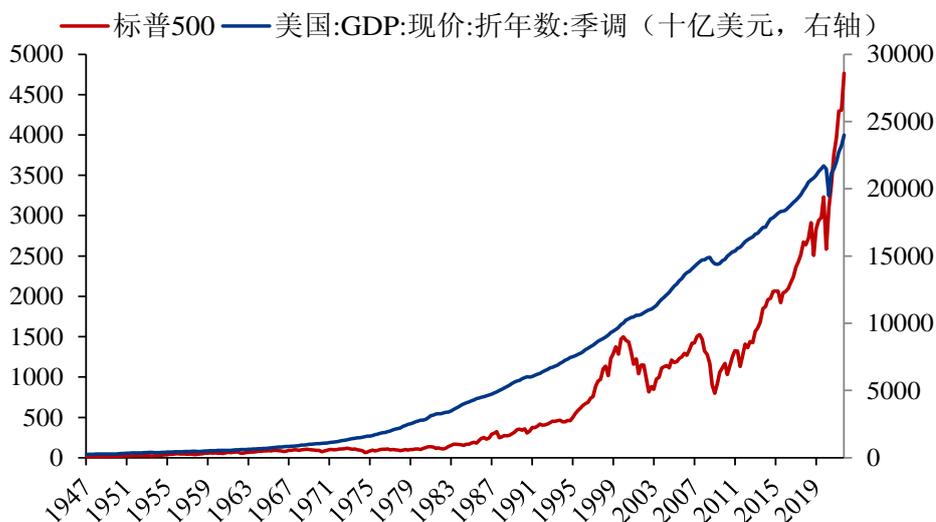
<sup>1</sup> 郑桂环,郑征,王钰.中国股市晴雨表功能的长短期表现分析[J].技术经济,2020,39(06):44-53.



标普 500 指数从 1947 年至 2021 年分别上涨了 204 倍和 313 倍, 年化增长率分别为 7.4% 和 8.0%, 同期名义 GDP 增速为 6.2%, 两者间的相关系数高达 0.9。尤其是在代表性历史阶段, 这种同涨同跌的关系表现得格外突出。例如大萧条时期 (1929-1933 年), GDP 大幅下挫, 同比增速深度负值, 道琼斯指数从 381 点的高位跌至仅 40 点水平。又如, 1993-2001 年, 美国经历了高速增长的黄金时期, 高基数下 GDP 仍保持年均 4% 的增速, 道琼斯指数也经历了长达 8 年的上涨。英、德、日、韩等国股市晴雨表效应也较强, 相关系数落在 0.8-0.9 区间。

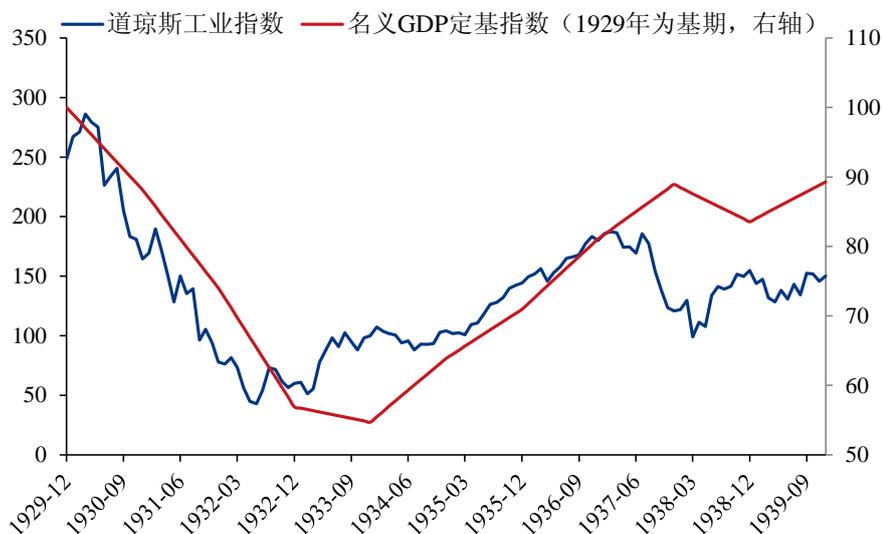
其次, 海外成熟市场的股指普遍具有一定的领先性, 体现了对未来预期的反映。例如英国受到次贷危机影响 2008-2009 年出现经济衰退 2009 年 GDP 同比增速为 -4.2%。期间富时 100 指数于 2007 年底率先回落, 2009 年跌至低点 3460.71 点, 跌幅超 50%。

图表 6 : 标普 500 指数与名义 GDP 相关系数高达 0.9



资料来源 : Wind、粤开证券研究院

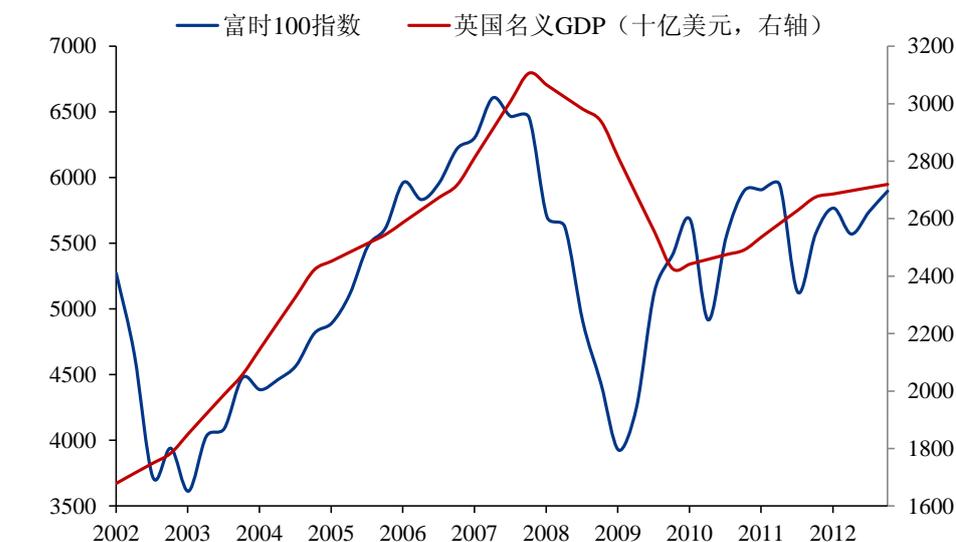
图表 7 : 大萧条时期美国股指与实体经济的变化



资料来源 : Wind、粤开证券研究院



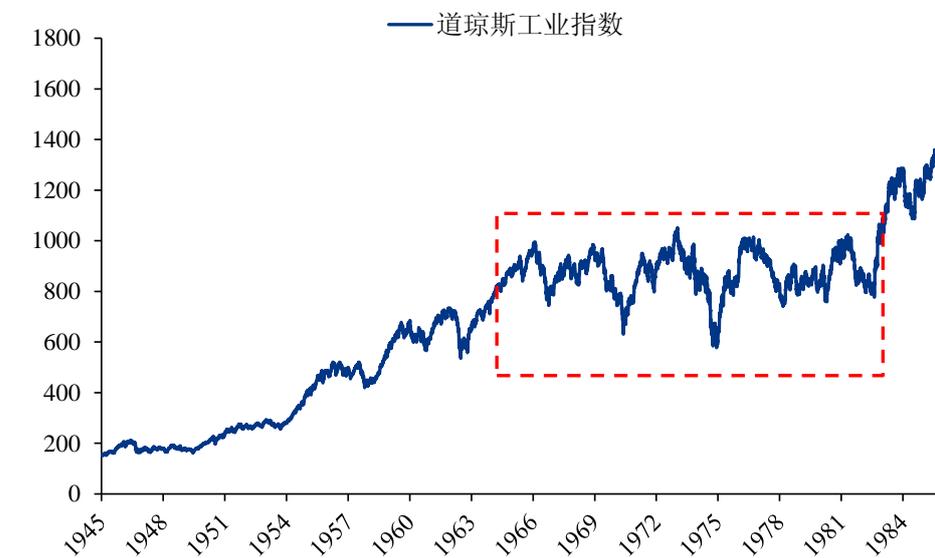
图表8：次债危机前后英国股市有较好的关联性和预测效果



资料来源：Wind、粤开证券研究院

最后，股指长期不涨的现象并非 A 股独有。例如，1966-1982 年美国道琼斯工业指数基本徘徊在 1000 点左右；又如韩国 KOSPI200 指数于 2011-2017 年间基本在 250 点上下震荡。当然我们也必须认识到，海外成熟市场股指长期不涨的背后往往经济基本面也出现了问题，如美国 1970-1982 年基本处于滞胀阶段，而我国上证指数等近十年不涨则发生在经济总体强势的背景下，因此背后的原因仍需进一步深究。

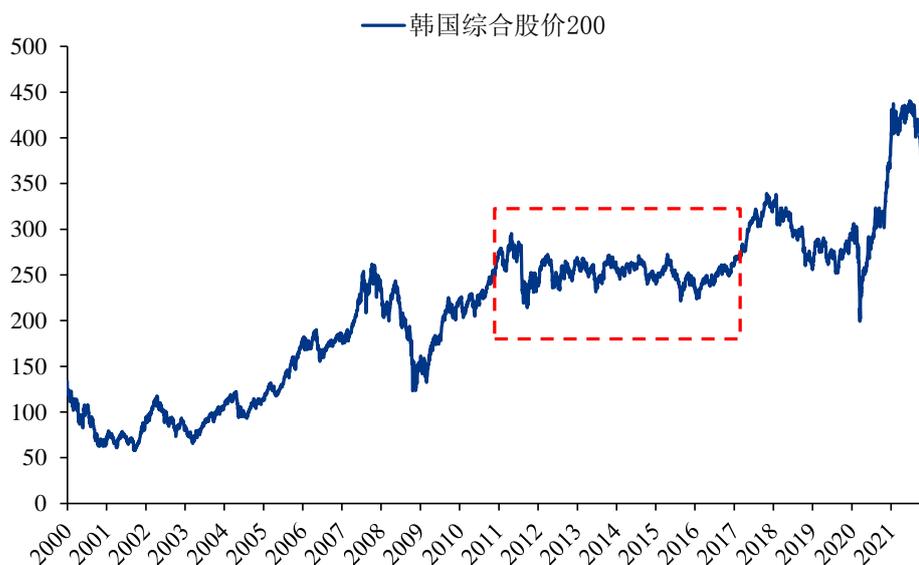
图表9：1966-1982 年美国道琼斯工业指数基本徘徊在 1000 点左右



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表10：韩国 KOSPI200 指数 2011-2017 年间基本在 250 点上下震荡



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、为什么近十年股指没有很好反映中国经济运行情况

近十年，A 股没有充分发挥“晴雨表”的功能，以上证指数为代表的股指原地不动的原因主要有三：

#### 1、指数编制不完善

上证指数无疑是 A 股中影响力最大的指数，一涨一跌皆牵动无数投资者的心。然而世易时移，其编制方法已难以充分、客观、全面表征 A 股整体表现，一定程度上导致 A 股走势与宏观经济运行情况相去甚远。这也是 2020 年上证指数要修订核心编制方法的原因。

**第一，很长时间上证指数包含了 ST 及\*ST 股，严重扭曲了资本市场“优胜劣汰”的信号，影响指数代表性和合理性。**

**第二，以总市值加权的方法编制，没有设置权重上限，导致总股本大、流通股少的公司影响过大。**一方面，难以客观反映市场真实结构和供需，低估了新兴行业对市场总体的贡献，导致市场信号失真；另一方面，较少的资金就能起到拉抬或打压权重股进而影响股指的效果，这与国家队拉抬两桶油救市的逻辑一致。

**第三，成分股未能充分反映市场结构变化，没有考虑行业平衡，没有纳入科创板股票。**长期以来，上证指数以金融、交运、化工、地产等传统行业为主，相应的垄断性行业由于缺乏成长性，难以真实体现经济结构的变化情况，价格波动区间窄，即“涨不动”。而多数医疗保健、信息技术、消费服务等新经济行业的企业选择在深交所上市并成长。2018 年科创板横空出世，大量面向科技前沿、突破关键核心技术的科创企业登陆科创板，优化了沪市股票整体的行业结构，然而上证指数并没有将科创板股票纳入。

事实上，Wind 全 A 指数、国证 A 指等行业覆盖更全面的指数，其业绩远超过上证指数，2010-2021 年 Wind 全 A 指数、国证 A 指年化增长率分别为 6.8%和 6.3%，同期



上证指数仅为 1.0%。

**第四，成分股纳入时间的问题。**2020 年前，上证指数执行的是新股第 11 个交易日开始计入指数的规则。然而过去很长一段时间，市场普遍存在新股不败神话，新股上市初期存在“连续涨停”及高波动现象。2014 年至 2019 年，沪市共上市新股 563 只，上市后平均连续涨停天数为 9 天，217 只新股连续涨停天数超过 10 天。这意味着新股被纳入成分股的时候恰好处于高位或次高位，没有经历充分的市场定价博弈，随后相当一部分股票的股价持续回落，拖累指数表现。

图表11：行业覆盖更全的万得全 A、国证 A 指显著跑赢上证指数



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2020 年 6 月 19 日，上证指数迎来了创立近 30 年来的首次修订（7 月 22 日生效）。修订内容包括剔除 ST、\*ST 个股，将科创板 CDR 及股票纳入样本空间，以及延长新股纳入期限三个方面。可以看到，导致股指与经济运行背离的很多技术面障碍已经打破，上证指数的市场代表性与稳定性正逐步提高。

图表12：上证指数新旧编制方案的主要变化

对比要点	修订前	修订后
新股纳入	新股于上市第 11 个交易日开始计入指数	上市以来日均总市值排名在沪市前 10 位的证券于上市满三个月后计入指数，其他证券于上市满一年后计入指数
样本被实施风险警示	未剔除	从被实施风险警示措施次月的第二个星期五的下一个交易日起将其从指数样本中剔除
		被撤销风险警示措施的证券，从被撤销风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其计入指数
样本退市	暂停上市或退市时，将其从指数样本中剔除	当样本退市时，将其从指数样本中剔除
是否纳入科创板	未纳入	上交所上市的红筹企业发行的存托凭证、科创板上市证券将依据修订后的编制方案计入

资料来源：上交所、Wind、粤开证券研究院



## 2、市场制度不健全

第一，发行上市制度不够包容，导致不少优质公司外流，代表新发展动能的企业没有包含在股指中。众所周知，过去十年信息技术行业高速增长，互联网经济高歌猛进，阿里、腾讯、美团、京东、拼多多等企业成为时代的缩影，企业成长之路折射了近十年中国经济发展的过程。然而，在注册制改革前，A股各板块上市均具有盈利要求，对差异化表决权也缺乏灵活的制度安排。这就导致这些互联网巨头在初创期均赴境外上市，A股投资者无法分享其高速增长带来的收益。而留在A股市场的龙头企业大都是银行、地产等传统行业，其成长性和科技股难以相提并论。

中概股指数可以作为很好的例证，万得中概股30指数成分股主要集中在互联网金融、信息技术等行业，2015-2020年上涨了约1.5倍，而上证指数几乎没有变动，中概股指数与名义GDP的相关系数为0.8远高于上证指数（约为0.4）。

图表13：近几年中概股走势更好反映了经济发展情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：中概股指数采用月度收盘点位，名义GDP数据先利用当季值线性插值求得当月值，再经过移动平均剔除季节性因素

第二，退市制度发展缓慢，大量亏损及缺乏盈利能力的上市公司未能及时出清，较大程度影响股指的代表性。根据上交所研究显示<sup>2</sup>，成熟资本市场的退市规模普遍较大，2007年至2018年10月期间，伦交所、加拿大TMX集团、纳斯达克的退市规模超过2500家，纽交所、日本交易所集团也超过1000家。退市率上看，纽交所、纳斯达克、伦交所等交易所的年均退市公司数量在200家左右，退市率分别为6.6%、7.6%和9.5%，正是这种“有进有退”的机制保证了上市公司整体质量。

而A股退市企业仅为个位数，沪深两市退市率分别为0.3%和0.1%。退市执行较弱拉低了上市公司整体质量，叠加新上市公司不断稀释存量资金，导致按市值加权的指数长期难以上涨，更催生“炒壳炒小”等现象。

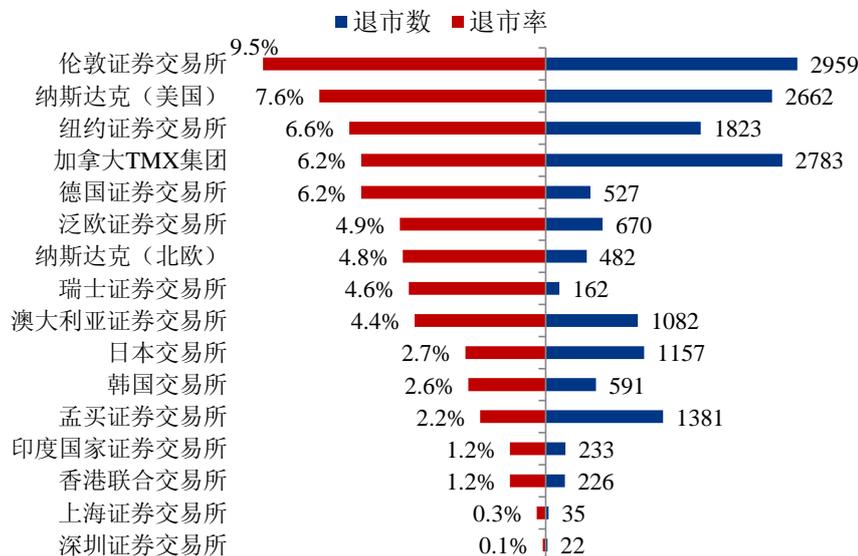
绩优股走势为我们提供了佐证，申万绩优股指数从2010年年初的4369.66点上涨至2021年末的8585.59点，年化增速约为6%，而上证指数仅从3243.76点上涨至

<sup>2</sup> 上海证券交易所.全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示[EB/OL]. [http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/472780\\_0.pdf](http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/472780_0.pdf)



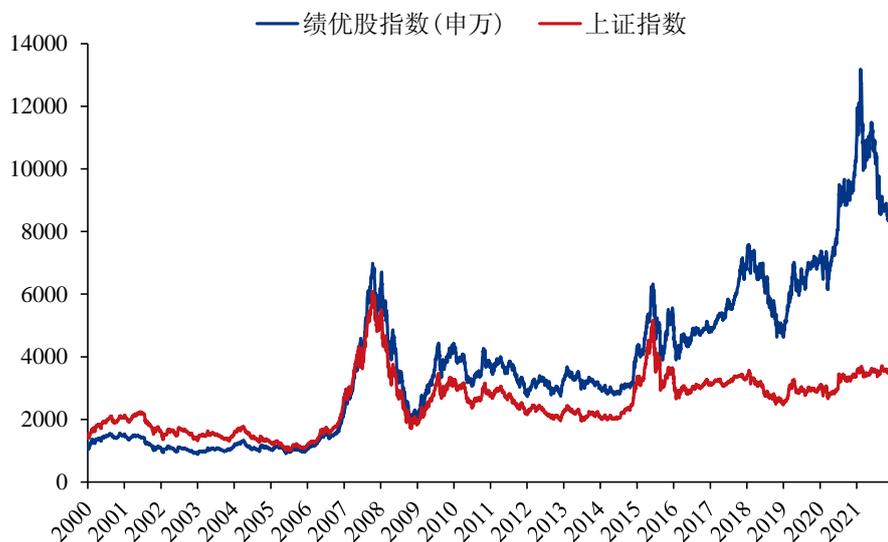
3639.78 点，年化增速为 1%。两者之间显著背离，申万绩优股指数与宏观指标关联性更大，相关系数约为 0.75。这在一定程度上说明上证指数长期不涨是因为微利、亏损公司所致，只有退市制度发挥优胜劣汰功能才有可能实现长牛，否则牛短熊长的局面很难改变。

图表14：2007 年至 2018 年 10 月期间全球主要交易所退市情况



资料来源：上交所、WFE、粤开证券研究院（退市率=年均退市数/年均上市公司总量）

图表15：2010 年后绩优股指数与上证指数显著背离，更契合经济运行情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**第三，核准制下发行价格不市场化。**早期造成高发行价、高市盈率、高超募的金融现象；随着监管介入采取 23 倍市盈率的方式，又产生了发行抑价问题，导致新股上市首日连续拉涨停，之后持续下跌。这一原因与指数编制问题糅杂在一起拉低了股指整体走势。

**第四，长期资金缺位，投资者结构不完善。**过去很长一段时间，我国股市缺少长期



资金，投资者结构以个人投资者为主。个人投资者易受情绪和政策扰动，“追涨杀跌”的行为模式，导致股价非理性波动，加剧股指和基本面偏离，损害股市晴雨表功能。

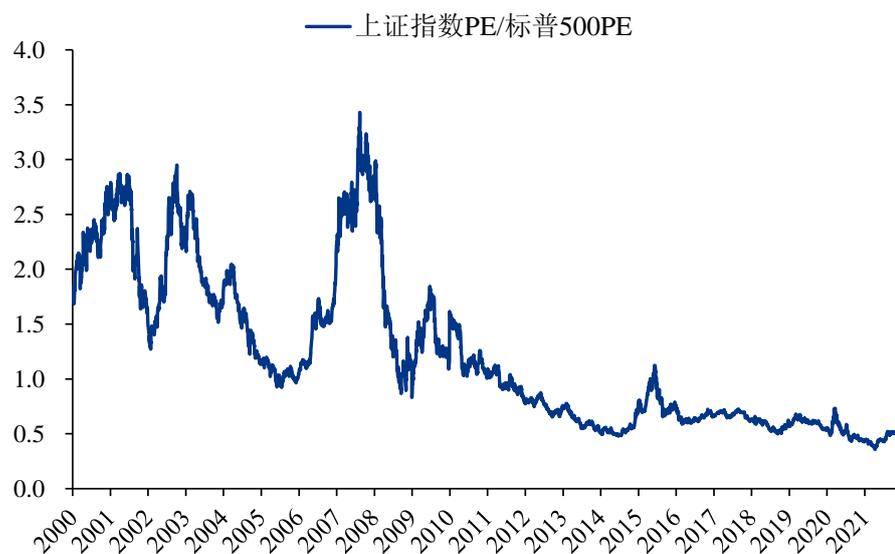
**第五，法律制度不完善，处罚成本较低。**过去对违法违规行为的处罚力度不高，导致欺诈发行、虚假披露、内幕交易、操纵市场等乱象屡禁不止，不少企业粉饰财务报表，上市后业绩变脸屡见不鲜，“新股上市一年绩优，二年绩平，三年ST”的说法流传甚广，影响了股指对经济发展的表征作用。

### 3、风险偏好在下移

股价上涨除了依赖企业盈利，还需要考虑估值因素。然而过去 10 多年，A 股的估值总体上是收缩的，风险偏好整体不断下移。以 2021 年末动态市盈率来看，上证指数、沪深 300 指数分别为 13.9 倍和 14.0 倍，与日经 225 和韩国综合指数相近，在全球股指中排名靠后，远低于标普 500 指数的 25.4 倍、富时 100 指数 23.5 倍。

**风险偏好整体下移主要由于预期分化的速度远远快于经济中产业结构分化的速度。**银行、地产等传统行业由于缺乏增长活力，估值不断下降，信息技术、生物医药、高端装备制造等新经济发展较快，预期较高，估值持续抬升；然而经济结构中仍以传统行业为主，在股指中权重较大，其估值下滑对股指边际影响较大，造成 A 股整体估值持续收缩。

图表16：近 10 年来估值持续收缩



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 四、未来怎么看

目前看，注册制的实施推进正在洗削更革地改变整个 A 股的市场生态。增量上，海外优质企业加速回归，新经济行业占比不断提升，中小企业的“伟大基因”在 A 股不断孕育；存量上，市场出清速度加快，优胜劣汰的市场功能将整体提高上市公司质量。

一是发行审核环节更加市场化，准入标准更加多元。一方面有利于海外优质企业回归；另一方面，新股的发行定价更加公允，上市后博弈更加充分。



二是科创板、创业板、北交所错位竞争、有序发展，多层次资本市场体系更加完善。促使新兴行业的创新创业企业积极拥抱市场，利用资本助推新旧动能加速转换，也使得 A 股市场的行业结构与经济发展更契合。

三是退市制度与国际接轨。目前 A 股退市制度已趋完善，但由于市场运行惯性尚未触发退市潮。未来，随着扩容持续，供给增加，壳溢价不再，大量缺乏盈利支撑的小公司将面临被并购或被强制退市，相伴地，A 股上市公司质量将不断提高，反映经济运行能力将逐步彰显。

四是配套法律制度不断完善。2019 年来，伴随新修订的《证券法》、《刑法修正案 11》相继出台，资本市场法律制度得到了体系化的完善和升级，行政处罚、民事赔偿、刑事惩戒相互衔接，违法违规成本大幅度提高，依法从严打击证券违法活动的体制机制加速健全。

**未来 2-5 年，随注册制全面实施，市场持续扩容，总市值、证券化率持续提高，符合创新驱动、制造强国等战略导向的未盈利企业、VIE 架构企业将加速回归。根据境外成熟市场的经验，例如美国 1971 年 NASDAQ 设立到 2000 年经历了市场快速扩容，证券化率从 60% 的水平跃升至 153%，并稳定至今。**

**更长期视角下，规模增速会逐渐放缓，并购及退市加速，市场自然出清功能显现，最终达到一个进出均衡的稳态，市值趋于良性稳步增长，A 股将能更好体现宏观经济运行情况。技术层面上，上证综指纳入科创板，沪深 300 将创业板纳入期限改为一年等指数规则的修改，也将使相应宽基指数更好发挥“晴雨表”作用。**



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司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或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)