



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 86 期总第 1216 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 11 月 22 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
推动中央企业穿越经济周期	1
中国宏观税负处于较低水平	1
10 月一线城市房屋租金环比回升	2
主权债务风险上升威胁欧元区金融稳定	2
日本将宣布 1400 亿美元经济刺激计划	2
货币市场	3
11 月 LPR 短期下调空间有限	3
人民币汇率将保持基本稳定	3
监管动态	4
明示企业贷款综合融资成本	4
金融业数据跨境流动合规指南将出炉	4
金融行业	4
投资级与高收益级中资美元债回调	4
国君海通合并重组重要细节敲定	5
重点产业	5
工信部引导光伏行业减产	5
空间计算助力“元宇宙+文旅”产业	5
地方创新	6
深圳：保险分担科技成果转化风险	6
广州：成立城市级工业人工智能中心	6
深度分析	7
弱化融资功能就能强化投资功能？	7

宏观经济

推动中央企业穿越经济周期

11 月 20 日, 国务院国资委党委举办理论学习中心组集体学习会暨厅局级干部研修班, 国务院国资委党委书记、主任张玉卓主持集体学习研修并讲话强调, 要加快健全与高水平社会主义市场经济体制相适应的国有企业运营机制和国资监管体制, 推动中央企业增强核心功能、提升核心竞争力, 更好发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用。大家一致认为, 要统筹当期效益和长远发展, 推动中央企业始终处于健康可持续发展轨道上。要深入分析制约中央企业效益持续增长的核心因素, 积极转变利润结构、增长结构。要推动中央企业穿越经济周期, 支持企业开启增长的“第二曲线”, 加强新领域新赛道出资人政策供给, 健全精准化、长周期的考核评价体系和政策支持体系, 探索更加有效的尽职免责机制, 引导企业树立正确的发展观, 实现更多依靠创新驱动的内生型增长。要增强工作预见性, 提升措施的精准性, 确保业绩的真实性, 扎实做好明年经济运行工作。

中国宏观税负处于较低水平

11 月 21 日, 根据粤开证券研究院最新数据, 2023 年底中国大口径宏观税负为 25.8%, 这较 2022 年 (24.9%) 略有提高。自 2015 年以来中国大口径宏观税负出现下降态势, 尤其是部分年份实施大规模减税降费退税等举措后, 宏观税负更是出现明显下降, 而随着近年中央提出稳定宏观税负后, 这一宏观税负趋稳。粤开证券研究院将全部土地出让收入纳入政府收入之后统计发现, 粤开证券首席经济学家罗志恒表示, 中国各种口径的宏观税负经历多年的连续下行, 目前总体处于国际中等水平。与美国相比的话, 2023 年大口径 (不含土地出让收入) 宏观税负低于美国 (27.4%), 全口径 (含土地出让收入) 宏观税负则高于美国。罗志恒认为, 中国的宏观税负已连续下行近十年, 当前宏观税负已处于较低水平, 未来继续下行的空间有限, 未来应以稳定宏观税负为主要方向, 不能再过于强调减税降费的规模, 而应转到减税降费的效果上, 更好地落实和完善既有政策。

商务部印发促进外贸稳定增长若干政策措施

11 月 21 日, 商务部公布了《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》(下称“《若干措施》”)。《若干措施》围绕加大金融支持力度、壮大外贸新动能、强化外贸企业服务保障等方面细化部署了 9 条政策措施。在加大金融支持力度方面, 《若干措施》提出要扩大出口信用保险承保规模和覆盖面, 加大对外贸企业的融资支持力度, 优化跨境贸易结算。具体措施包括鼓励相关保险公司加大对专精特新“小巨人”“隐形冠军”等企业的承保支持力度; 鼓励金融机构按照市场化、法治化原则, 对中小微外贸企业加大融资支持力度; 鼓励金融机构为外贸企业提供更多汇率风险管理产品, 帮助企业提升汇率风险管理水平。光大银行金融市场部宏观研究员周茂华向 21 世纪经济报道记者表示, 加大金融支持力度的相关措施, 有助于出口信用保险业务开展, 在难以



履约情况下，减少外贸企业损失，提升企业抗风险能力。有助于提升企业资信水平，提升融资能力，助力企业更好拓展跨境业务。

10 月一线城市房屋租金环比回升

11 月 21 日，麟评居住大数据研究院日前发布的报告显示，10 月一线城市平均租金为 85.34 元/平方米/月，环比上涨 0.23%，同比下跌 2.27%；二线城市平均租金为 30.76 元/平方米/月，环比下跌 0.09%，同比下跌 2.5%；三四线城市平均租金为 24.83 元/平方米/月，环比下跌 0.12%，同比上涨 0.69%。此外，根据报告，10 月全国 40 个大中城市中，有 24 个城市租金均价环比上涨，较上月增加 2 个城市，其余 16 个城市租金环比下跌。麟评居住大数据研究院认为，受居民收入预期下行、保障性租赁住房入市供应等因素影响，今年租金整体呈现下行态势，年内月均租金水平不及往年。尽管一线城市 10 月份租赁市场活跃度略有回升，当前租赁需求相对坚挺，租金环比呈现上涨态势，但仍明显不及去年同期水平。不过，记者实探发现，银行存款利率下行加之房价较前两年出现不同程度的下跌，房贷利率也出现下调，不少中介开始宣称“买房收租回报率高于存银行”等，认为当下租金收益的吸引力增强，吸引了不少购房者。

主权债务风险上升威胁欧元区金融稳定

11 月 20 日，欧洲中央银行发布最新一期金融稳定评估报告显示，在地缘政治不确定性加剧和经济表现低迷的背景下，欧元区国家主权债务风险正在上升，进而威胁金融稳定。欧洲央行副行长路易斯·德金多斯表示，宏观金融和地缘政治不确定性加剧，加上贸易政策不确定性上升，给欧元区金融稳定前景蒙上阴影。报告说，尽管欧元区国家主权债务与国内生产总值之比在疫情后有所下降，但一些成员国财政基本面仍然疲软。随着部分国家债务水平升高和预算赤字居高不下，再加上长期增长前景疲软和政策不确定性，市场可能愈发担忧成员国主权债务的可持续性。报告认为，欧元区信贷风险整体处于渐进上升的趋势。如果经济增长放缓幅度超过目前预期，欧洲中小企业和低收入家庭会面临更大经济压力，这可能对欧元区金融中介机构的资产质量产生不利影响。报告呼吁相关金融监管部门对金融稳定风险保持警惕，维持现有的资本缓冲要求，确保健全的贷款标准，并推出政策措施以提高非银行金融机构韧性。

日本将宣布 1400 亿美元经济刺激计划

11 月 21 日，日本首相石破茂计划推出一项总额达 1400 亿美元的经济刺激计划，以应对从通货膨胀到工资增长等一系列挑战。其中，包括来自一般账户的 13.9 万亿日元支出，以及来自特别账户的 0.9 万亿日元。加上私人部门的支出，该计划整体预计将带来约 39 万亿日元的经济影响。据悉，石破茂计划于本周五在结束南美洲的系列峰会后，提交内阁批准一项经济刺激计划。该计划将伴随一项额外预算的编制，这是对石破茂在执政联盟仅为议会少数派情况下推进政策能力的重要考验。根据早期草案，该计划将包括支持持续工资增长和向低收入家庭发放现金补贴，同时投资半导体和人工智能领域。政府还宣布，将从明年 1 月起恢复对天然气和电费的补贴，以保护家庭免受大宗商品价格上涨的影响。文件显示，约 10.4 万亿日元财政支出将用于经济增长，4.6 万亿日元用于价格缓解措施，6.9 万亿日元则投入与安全保障相关的努力。



马斯克公布大规模政府裁员计划

11 月 20 日，据法新社报道，已成为美国当选总统特朗普得力助手的埃隆·马斯克 20 日详细介绍了他改革美国联邦政府的“激进”计划，包括辞退数千名公务员、放松一切管制等。马斯克在《华尔街日报》的一篇专栏文章中解释了在保守派最高法院的支持下，特朗普将如何能够削减公务员和开支，并且可能绕过掌握预算权的国会。文章称：“我们的做事方式不同。我们是企业家，不是政客。我们将削减成本。”报道称，马斯克打算“大规模裁减联邦官僚机构”，确保被解雇的官员“在向私营部门过渡的过程中得到支持”，或获得“体面的”遣散条件。他建议改变远程办公原则，这将“引发一波受欢迎的自愿离职浪潮”，或者将联邦机构移出华盛顿，降低它们的吸引力。这位商人估计，共和党总统可以通过削减公共广播或计划生育联合会等“进步主义”组织的补贴，迅速减少“5000 亿美元”的支出。美国当选总统特朗普本月 12 日宣布，马斯克和前共和党总统参选人拉马斯瓦米将领导政府效率部。

货币市场

11 月 LPR 短期下调空间有限

11 月 20 日，新一期 LPR（贷款市场报价利率）出炉。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，11 月 20 日，1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%。两个品种 LPR 均维持前值不变。在新的货币政策框架下，LPR 报价与 7 天期逆回购利率挂钩。在 9 月末 7 天期逆回购操作利率大幅下调 20 个基点至 1.5% 之后，近期一直维持不变，使得 LPR 报价的定价基础未发生变化。由此，市场此前普遍预计本月 LPR 会“按兵不动”。民生银行首席经济学家温彬在接受记者采访时表示，在前期 LPR 调降的带动下，年内新发贷款利率实现较大降幅，叠加后续的贷款重定价效应，使得银行净息差继续承压。贷款利率“下行快”、存款利率“降不动”造成的存贷款利率偏离度，在损害银行净息差的同时，也制约了货币政策操作空间，为此，央行在《2024 年第三季度货币政策执行报告》中提出，需增强资产端和负债端利率调整的联动性。在此背景下，考虑到前期 LPR 已实现大幅下行，短时间内进一步下调空间有限。

人民币汇率将保持基本稳定

11 月 22 日，中国人民银行国际司负责人刘晔在国新办举行的国务院政策例行吹风会上表示，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定。支撑因素包括我国国际收支保持平稳，外汇市场投资者更加成熟，交易行为更加例行，市场韧性显著增强，以及近期出台的一揽子宏观政策明显改善了市场预期，经济回稳向好态势进一步巩固和增强等。刘晔表示，影响汇率的因素是多元的，未来人民币汇率可能保持双向波动态势。人民银行将继续坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率的弹性，同时强化预期引导，防止外汇市场形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。中信证券首席经济学家明明表示，外部扰动或是今后一个时期人民币汇率面临的重大风险因素，若内需相关政策持续保持强度，或能在一定程度上对冲外部风险给人民币汇率造成的冲击。



监管动态

明示企业贷款综合融资成本

11月20日,记者获悉,中国人民银行9月起在山西、江西、山东、湖南和四川五省试点开展明示企业贷款综合融资成本的工作,推动银行明示除利息以外的其他融资费用,促进降低企业综合融资成本。记者了解到,近期,上述五省以一张“贷款明白纸”为突破口,有序推进明示企业贷款综合融资成本试点。业内人士认为,银企双方共同填写“贷款明白纸”,有效解构了企业融资成本,让企业对自身真实的贷款成本心中有数,有助于引导各方推动融资成本进一步下降。“贷款明白纸”就是指银企双方共同填写的《企业贷款综合融资成本清单》,上面列明了贷款利息以及担保费、抵押登记费等在内的各项非利息支出,对贷款利率和其他各项年化融资成本换算加总,从而真实、全面地以年化利率的形式明示贷款综合融资成本。邮储银行研究员娄飞鹏认为,以“贷款明白纸”为突破口,解构企业融资综合成本,有助于让企业在贷款融资中明白算账,也可以更好地发掘降低企业综合融资成本的潜力。

金融业数据跨境流动合规指南将出炉

11月21日,2024年世界互联网大会乌镇峰会“数据治理”分论坛上,中国人民银行科技司司长李伟透露,正加紧出台促进和规范金融业数据跨境流动合规指南,在金融数据跨境流动领域将给予金融机构更加清晰的引导。李伟表示,金融业作为典型的数据密集型行业,在高水平对外开放的大背景下,正经历着深刻变革,金融数据跨境流动需求快速增长。“我们希望在合法合规的框架下,进一步便利金融数据跨境流动,为金融机构跨境展业扫除障碍。”李伟说。国家互联网信息办公室网络数据管理局数据安全监管处副处长薛飞介绍,3月出台实施的《促进和规范数据跨境流动规定》,对安全评估、标准合同等制度的施行和衔接作出调整和优化,放宽了数据跨境流动条件,收窄了数据出境安全评估范围。从实施效果看,出台《规定》以促进数据跨境流动的预期目标基本实现。例如,数据出境安全评估平均用时大幅缩短。今年以来,数据出境安全评估用时持续下降,平均用时目前已降至不到30个工作日。

金融行业

投资级与高收益级中资美元债回调

近日,受特朗普胜选、美通胀预期上升的影响,美债利率高位震荡,中资美元债回调。不只是投资级,高收益级中资美元债也发生明显调整,部分地产美元债11月上半月收益率上行超20BP。短期,美国国债的收益率构成中资美元债的主要波动来源;中期来看,在新一轮化债和美联储降息周期的背景下,城投美元债仍具备较高性价比。国信证券海外研究团队指出,特朗普在赢得总统大选后,政治不确定性的下降带动美债波动明显收窄,但市场预期特朗普获胜上任后可能出台的增加关税、对内减税以及驱逐非法移民等政策导致美国经济再通胀的可能性加大,美债利率延续高位。投资级



中资美元债的收益率与美国基准利率一直有较强的相关性。在降息预期的交易平息后，受美债利率上行影响，10月以来，今年稳定上行的 iBoxx 投资级中资美元债指数明显回调，已下跌了 0.69%；再次之前指数前三季度上涨了 5.82%。特朗普当选美国总统后，投资级中资美元债指数进一步调整。

国君海通合并重组重要细节敲定

11月21日，国泰君安吸收合并海通证券又有实质性进展。根据系列公告，两家公司于上交所发布合并重组报告书（草案）、于港交所发布联合通函，进一步明确合并重组细节，并披露将于12月13日召开股东大会。吸收合并的方案为：由国泰君安通过向海通证券全体股东发行A股、H股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行A股股票募集配套资金。国泰君安的A股换股价格为13.83元/股，海通证券的A股换股价格为8.57元/股。A股与H股换股比例均为1:0.62，即每1股海通证券股票可以换得0.62股国泰君安同类别股票。本次交易的完成需要经过多项决策和审批程序，包括国泰君安和海通证券的股东大会审议，以及A股和H股类别股东会的分别审议。此外，还需获得香港联交所对国泰君安H股上市及交易的批准，上交所的审核通过，证监会的批准、核准和注册，以及境外反垄断、外商投资等监管机构的审查通过。所有这些批准、核准、注册或许可都是必要程序，但目前都存在不确定性。

重点产业

工信部引导光伏行业减产

11月20日，工信部发布公告，对《光伏制造行业规范条件》和《光伏制造行业规范公告管理暂行办法》进行了修订，旨在进一步加强光伏行业规范管理，推动产业加快转型升级和结构调整。新版《规范条件》继续引导光伏企业减少单纯扩大产能的光伏制造项目，避免低水平重复扩张，将“新建和改扩建多晶硅制造项目，最低资本金比例为30%，其他新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为20%”修改为“新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为30%”。就是否会减产问题，弘元绿能投资者关系部相关人士称，行业整体的开工率是有下降的，但目前公司没有因为政策而影响开工率，都是根据公司的实际情况和订单去进行排产的；隆基绿能投资者关系部相关人士称，公司的开工率是根据供需关系进行调整的；TCL中环投资者关系部相关人士称，具体情况以公司披露的公告为准。不过，据蓝鲸新闻了解，在工信部引导光伏企业减产前，部分硅片厂商已主动调整。

空间计算助力“元宇宙+文旅”产业

11月21日，在2024粤港澳大湾区文化产业投资大会（广东·广州）的文化产业投融资对接会上，广州宸境科技有限公司联合创始人曹田甜分享了空间计算的无穷可能。今年6月，苹果正式发布了Vision Pro头显，宣告空间计算时代到来。从市场机会上看，作为底层的通用平台技术，空间计算能够赋能元宇宙、低空经济、人形机器人几大万亿级市场，市场潜力巨大。曹田甜介绍，宸境科技除了面向智能眼镜、汽车



等设备终端，还将在文旅等C端市场打开无限可能。比如，宸境科技将与江苏文旅合作，落地一个在游船上的大型空间体验项目。在这样的一艘船上，当游客戴上眼镜，看到的是虚拟世界里的古运河和古桥，得以身临其境地体验虚拟环境。此外，曹田甜还列举，以无人机飞行的文旅场景为例，很多旅游景点可以借助空间计算技术，增加游客的旅行体验，比如让旅客体验在半空中俯瞰整个城市，通过空间计算技术，既可以实现全实景，又可以实现全虚拟，还可以实现虚实叠加。

地方创新

深圳：保险分担科技成果转化风险

近日，深圳宣布，在科技创新种子基金的基础上重磅推出风险补偿方案，即引入科技保险，以种子基金投资的种子期企业或项目为保险标的，通过保险分担被投项目的科技成果转化风险，保险期限最长可达15年。在子基金到期时，由专业第三方机构对科技成果转化结果进行认定，对于未能成功转化的项目，保险机构将根据约定赔偿相关方的损失。这是深圳在推动科技成果转化方面的又一次大胆尝试，也是在当前较为严峻的创业环境下，对仍在坚持的创业者一次重要的回应和鼓励。深圳此次对风险投资的风险补偿，与其他地方政府直接给予项目亏损补偿不同，而是通过引入保险的机制，以“基金+保险”的方式，将风险转嫁，以此既能让风险投资“大胆投、放心投”，又不增加政府的财政负担。此外，这个机制还建立了“保投联动”模式，保险资金可以通过“优先认购权”参与种子期项目投资，一方面以“保”发挥风险保障功能，另一方面以“投”分享企业成长红利，综合运用保险投资和风险保障支持科技企业发展。

广州：成立城市级工业人工智能中心

11月21日，全国首个城市级工业人工智能中心在广州花都揭牌，旨在凝聚政产学研用等各界转型共识，助力工业互联网和人工智能技术在企业数字化转型中的迅速落地，探索中小企业数字化转型的创新路径。针对企业数字化转型普遍存在“不想转”“不敢转”“不会转”的情况，作为粤港澳大湾区重要的先进制造产业基地，广州市花都区申请专项债建设新型工业化数字平台，打造全国首个城市级工业人工智能中心。“未来我们将引入更多的创新技术，如5G、工业互联网等，推动平台向更智能、更精准的方向发展。”粤港澳大湾区人工智能与自动化学会副理事长王凯表示。据介绍，作为功能完善、流程完备的综合服务型平台，花都区新型工业化数字服务平台建设了面向企业的门户和系统云工作台，能够为企业提供规划咨询、数字化诊断、工业互联网应用、AI应用等全链条、一站式数字化服务，实现设计、研发、生产制造、供应链管理、用户服务、营销运营等的系统化协同，助力中小企业加速数字化转型。



深度分析

弱化融资功能就能强化投资功能？

李迅雷（中国首席经济学家论坛副理事长，
中泰国际首席经济学家）

来源：中国首席经济学家论坛

A 股市场经过 30 多年的发展，已经成为市值规模全球第二的大市场，但被诟病较多的是，A 股市场的融资功能发挥得比较好，而投资功能（或赚钱效应）发挥欠佳。于是达成的共识是今后要着力发挥其投资功能，弱化其融资功能。在股权融资方面，则提出了“严把发行上市准入关，加快形成应退尽退、及时出清的常态化格局”的对策。而针对 A 股市场波动大、估值水平持续下行的现状，达成的共识是“推动中长线资金入市”，扩大耐心资本占比，以实现股市稳中向好的目标。此外，还有一个“共识”认为让股市上涨能够促消费。

本文将就以上这些“共识”进行深入探讨，提出不同看法。我认为，A 股市场作为新兴市场，出现的各类问题有其必然性，而在应对上往往浮于表面，因为忽视的表象背后的深层原因。为此我将连续撰写系列报告，此篇探讨“弱化 A 股市场的融资功能是否就能强化其投资功能”。

一、IPO 规模缩减似无助于 A 股趋稳

2022 年前三季度，A 股 IPO 融资规模达 4370 亿元，成为全球新股发行规模最大的市场；2023 年前三季度 A 股 IPO 募资总额 3236 亿元；2024 年前三季度 A 股 IPO 融资总额只有 478 亿元，仅 69 家公司上市，相比 2022 年的 304 家公司上市，大幅减少 87%。也就是说 2024 年以来，A 股市场的融资功能已经大幅退化。

事实上从 2023 年开始，A 股市场的融资规模就出现了明显下降，今年更是降低至罕见的低位。但在今年 9 月 24 日之前，A 股的走势仍然比较弱，并没有因为融资规模的下降而改观。9 月 24 日以后 A 股走强，重要原因是国务院多个部委推出刺激经济和活跃资本市场的增量政策，与 IPO 规模缩减没有直接关系。

从历史上看，A 股市场先后共有 9 次暂停新股发行，尽管当时暂停新股发行能起到稳定股市的作用，但之后股市又开始走弱，核心原因是当时 A 股市场的估值水平总体偏高。我曾做过以下统计，即从 1990 年至 2018 年末的 28 年间，A 股价格既受到盈利增长的正贡献，又受到估值水平下移的负贡献，其中估值水平下移对股指的负贡献大约每年为 2% 左右。

一个靠调节股票发行节奏来寻求市场稳定的股市，本质上就是市场各参与方不成熟的表现。我曾在 2017 年撰文《胜利者的悲哀》，认为尽管投资者成功地让新股发行暂停，却没有因此而提高其投资收益率。

二、A 股市场真的很低迷吗？

大家普遍都认为 A 股市场熊长牛短，从指数的表现看确实如此，沪深 300 指数 2015 年最高达到 5380 点，之后就一路下行，2021 年达到 5930 点，之后又一路下行，如今虽有反弹，但只有 4000 点上下。

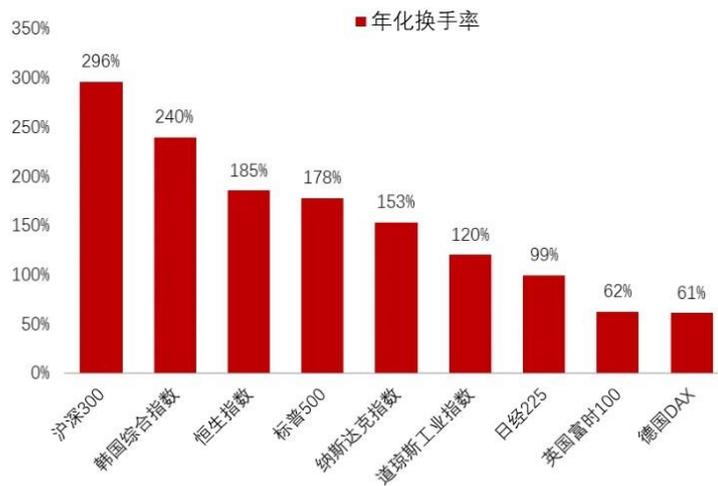
有人认为，由于限价发行的新股上市后的总是高开低走，因而拖累指数上涨。鉴于此，我在 2020 年 6 月份曾撰文建议新股上市后其计入指数的时间从上市后第 11 个交易日改为一年后计入上证综指。尽管该建议被采纳，使得上证综指的表征性更加合



理，但仍然不改该指数的长期走弱趋势。

但如果比较全球主要股市的换手率水平，发现 A 股的换手率明显领先于美国的纳斯达克指数和标普 500 指数所覆盖的上市公司，如沪深 300 指数在 2021 年见顶之后，一路下行，而美股则一路上行。取 2022 年年初至今年 3 季度末的沪深 300 股票的年化换手率与同期的全球主要指数对应的股票年化换手率，则沪深 300 的年化换手率接近 3 倍，标普 500 为 1.78 倍，纳斯达克指数为 1.53 倍。而过去三年表现较好的日经 225 的年化换手率只有 1 倍。

全球主要股市的年化换手率 (2022.1-2024.9)

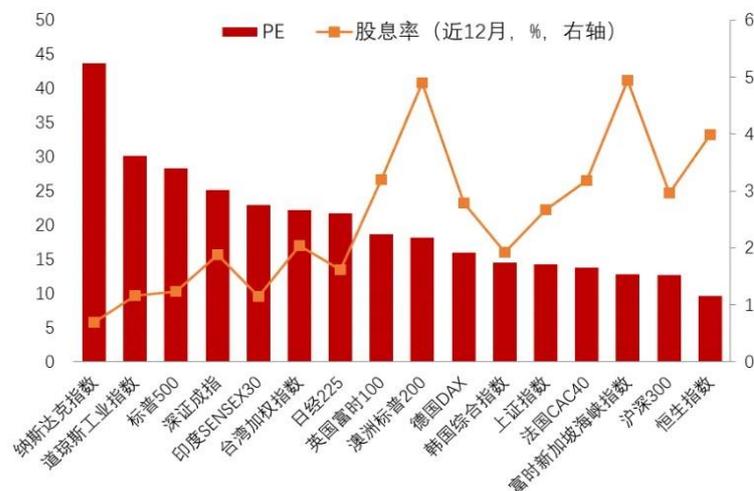


尽管美股的换手率远不如 A 股，但美股则处于长期牛市中，如过去 20 年，纳斯达克 100 指数上涨了 11.6 倍，标普 500 上涨了 5.3 倍，但沪深 300 指数的涨幅远远小于这些指数。

实际上 A 股市场市场的创业板和科创板的换手率比沪深 300 更高，说明 A 股市场的活跃度要明显超过全球任何一个主要股市。因此不能把 A 股的股价表现不佳等同于市场低迷，即 A 股市场的活跃度始终很高。

既然活跃度那么高，那么 A 股的估值水平是否被低估了呢？从全球主要股市的最新数据表明，估值 (P/E) 最低的仍是港股，为 9.6 倍，其次是沪深 300，为 12.6 倍，标普 500 为 28.4 倍，纳斯达克指数估值水平最高，为 43.7 倍。从股息率看，恒生指数为 4.0%，沪深 300 为 3.0%，标普 500 为 1.2%，纳斯达克指数为 0.7%。

全球主要股市的市盈率与股息率





但无论是市盈率(P/E)还是股息率,它们反映的只是过去,但A股这些年来一个显著的变化就是盈利增速放缓了,买股票就是买未来,因此,P/E/G才是一个对未来估值的重要指标。

一般而言,公司预期年均盈利增长率超过市盈率被认为的具有投资价值的,如市盈率20倍,而盈利增长率能持续保持20%以上,即P/E/G要小于1。这些年来,A股的平均PE水平显著回落,但上市公司的总盈利增速也是下降的。其中最近两年(2023年和2024年)所有上市公司的合计税后利润均略有下降。

从今年的前三季度数据看,根据东方财富Choice提供的数据,5356家上市公司归属母公司的净利润为总额为4.41万亿元,与去年同期相比下降0.54%。根据国资委的数据,前三季度国有及国有控股企业的总利润同比下降2.3%。因此,就总体而言,我们不能说A股目前的估值水平已经非常低了。当然,A股中有大量公司具有较高的成长性,自然有投资价值。

反观美股,无论是标普还是纳斯达克,其平均市盈率接近30倍或超过40倍,难道未来美国上市公司的平均盈利水平可以达到30%?显然,美股的整体泡沫显而易见。但美股的走势依然较强,说明股市与预期有很大关系,并不是估值高了一定会跌,估值低了一定会涨。

如果把中美上市公司按市值大小排序的前500家进行比较,发现我国市值前500家(约前10%)的上市公司市盈率平均值30.9倍,中位数18.7倍;美股市值前500家公司市盈率平均数29.3,中位数23.4。尽管中美大市值公司平均市盈率几乎一样,但平均净资产收益率却大相径庭。从2024年一季报看我国市值前500家上市公司ROE平均数为10%,中位数为9.6%;美股市值前500家公司的ROE平均数33.7%,中位数为14.7%。

三、IPO 恢复常态化：利大于弊

A股市场是一个以个人投资者为主的市场,这些年来监管层一直提倡发展机构投资者,吸引中长线资金入市。与十年期相比,A股的机构投资者数量明显增加,市场规范化程度不断提高。但同时也要看到,长线资金的入市比例并不高。

如我国养老金、保险资金的权益投资占其总投资的平均占比仅为12%和10%,远低于国际水平约50%的水平,也与我国监管部门规定的社保基金40%、保险资金45%上限相比,差距甚远。可能的原因是能给投资者来到稳定分红回报的公司数量并不多。因为中长线资金都具有获得稳定回报的需求,并希望股价波动幅度不要过大。

一般而言,大市值公司的股价波动性会小于中小市值公司。再比较中美股票的市值结构,美股超过100亿美元市值的公司有854家,A股只有167家。美股超过1000亿美元市值的公司有127家,A股只有10家。

同时,A股还存在中小市值公司的估值水平偏高问题。如美股市值中位数为6.9亿美元,按最新汇率算为50亿人民币,而A股市值中位数为38.6亿人民币,说明美股上市公司的规模普遍比A股大。此外,美股低于1亿美元市值的公司1468家,A股只有103家。

中美上市公司的市值结构与数量比较



A 股的小市值公司数量少，主要原因是市场给予中小市值公司较高的估值导致的。所谓的“炒短、炒新、炒小”习俗长期存在。如科创板开设已超过五年，共有 273 家科创板股票跌破发行价，占比达到 47.3%，这也导致了科创板指数的走弱。有一个比较主流的观点认为这是因为上市质量把关不严引起的，但注册制的核心是信息充分披露，纳斯达克上市公司质量一定不如我国的科创板，差别在于它们实行严格的退市制度，把质量低劣的股票剔除。

作为新兴市场，相当一部分个人投资者喜欢听故事，不喜欢讲估值，导致很多中小市值公司交易非常活跃，估值水平长期居高不下。30 多年来，A 股市场始终没有出现成熟市场常见的新股发行难问题，长期呈现出供不应求的局面，故恢复常态化 IPO 并不会对 A 股带来多少冲击，若采取优胜劣汰机制，反而能让股市健康成长，股指欣欣向荣。

从存量与增量的关系看，当存量规模较小的时候（如 90 年代），IPO 带来的增量对存量的影响比较大，故当时暂停新股发行是可以理解的。如今 A 股市场市值 80 多万亿元，共有 5360 余家上市公司，若每年增加 200 家 IPO，也只占存量比例的 3% 多一点。

实际上注册制已经为更多中小企业上市提供了便利，只要做到信息充分披露，严格执行退市制度，是完全可以满足投资者投资中小市值股票的需求。在股市陆港开通已经 10 年的情况下，A 股的价格仍然普遍高于其对应的 H 股，说明了什么？说明 A 股的投资者对于“估值”的绝对水平或股息率高低并不是很看重，比较在意的恐怕还是能否获得价差收益。

提高上市公司质量是一个长期任务，不可能在短期内立竿见影。假设高质量的优秀公司占比为 10%，上市 100 家，只有 10 家优秀企业，那么，上市 1000 家呢？就有 100 家，可以大幅增加 A 股市场的价值投资标的。而且在供给大幅增加的作用下，中小市值公司整体估值水平偏高现象可以逐步消失。

美国股市在过去 200 多年里，大约 80% 左右的公司已经退市，符合二八定律。因为企业都是生命周期，大部分公司退市是很正常的，如我国非上市的中小企业平均寿命只有三年左右。而且，迄今美国剩余的 5500 多家上市公司中，真正对股价指数上涨带来贡献的公司数量不到 20%。

数据表明，2010 年至今美股占比 12.5% 的 650 家公司合计创造约 69 万亿美元净财富（股价上涨收益+分红），占比 87.5% 的 4540 家公司合计创造净财富为 0。

美股2010年以来全部累计收益 (亿美元)



如果把美股投资收益率的分布数据再往前追溯,发现 1985 年至今全部美股累计收益率平均数为 3617.1%,但中位数仅 1.1%。即美国目前共有 5559 家上市公司,过去(近) 50 年来有一半的公司(包括退市)几乎没有给投资者带来回报,尽管所有股票的平均回报率高达 36 倍。

由此可见,美国所有上市公司的质量不见得比 A 股好。注册制实际上是把上市公司的质量评估交给了投资者,这是一种进步。但如果让监管者来严把质量关,则实质上又回到了审批制或核准制。

所谓成熟市场,实际上是通过不断优化的制度设计来加快市场各方参与者的成熟。由此看来,人为控制 IPO 的规模是市场不成熟的体现,不利于资本市场估值体系的完善。

回顾过去 30 多年来 IPO 的发行方式、定价机制的不断变化、反复的过程,总会发现各种“按下葫芦浮起瓢”的问题,这是需要反思的,即我们是否需要那么多的“窗口指导”,我们是否迫于一些市场人士的抱怨而被动采取非市场化的办法?

可能并不是因为市场的融资功能过于强大,便让股市失去了投资功能,恰恰是因为市场的异常活跃,给予股市较高的流动性溢价,反而使市场缺少可投资的权益类标的,这导致新股上市就被众多参与者热捧。那么,扩大融资规模,才能让真正的投资者、让中长线资金有更多、更好的可选择品种,让市场的投资功能更好地发挥出来。

总之,要更多发挥市场机制的自动调节功能,提高市场的透明度,阳光是最好的防腐剂。注册制强调的是事中、事后监管,让违规者付出沉重的代价,才是对市场参与者最好的警示和教育。

期处于大起大落的状态。有必要提振资本市场价格、稳定房地产价格,修复居民和企业的资产负债表,进而提振居民和企业信心和预期;同时,以股票市场为代表的直接融资体系,能够有力促进新质生产力发展,股票市场的稳定也越来越重要。这不仅关乎 2.2 亿股民、7 亿基民的财富,更影响整个国民经济的健康发展,与每个人生活息息相关。因此,平准基金在当下具有一定“公共服务”的属性,救市能够产生较大的正外部性,财政资金也是一个可选的资金来源项,但以金融机构资金来源为首选,以更大力度凝聚共识,减少阻力和程序。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。