



A 股能否反映宏观经济发展趋势



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。不少观点认为中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。

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”。

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。

视角拉回中国，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，中国经济进入“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。而反观中国股票市场，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

上证指数是中国创立最早、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。

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，中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，与中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，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，中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。

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、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%。

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，而中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。

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38255

