

首席经济学家：任泽平

研究员：马图南

✉ matunan@evergrande.com

联系人：黄斯佳

✉ huangsjia@evergrande.com

### 相关研究：

1. 振兴资本市场：五大建议  
2019-01-29

### 导读：

近期，资本市场的战略重要性再度得到空前提升，以担当激发新经济活力、推动经济转型的历史重任。

2019年政府工作报告中强调“改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”。

2018年中央经济工作会议强调“围绕资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。”

但是，20多年来，A股市场长期暴涨暴跌、牛短熊长，2015年的疯牛股灾、2007-2008年的牛熊转换，仍历历在目。如此体质的A股能承担起这样的重大使命吗？制度根源是什么？如何通过制度性、基础性的变革实现A股长期平稳健康发展、变暴涨暴跌为慢牛长牛？

全球资本市场发展，美国是最成功的，要学就学最好的。临渊羡鱼，不如退而结网。

### 摘要：

中国股市牛短熊长、暴涨暴跌，美国股市牛长熊短、涨多跌少。平均来看，A股熊市27.8个月，跌幅56.4%，牛市12.1个月，涨幅217.2%，熊市持续时间是牛市的2.3倍，呈典型的牛短熊长、暴涨暴跌特征；美国熊市持续18个月，跌幅31.5%，牛市47个月，涨幅122.5%，牛市持续时间是熊市的2.6倍，呈典型的牛长熊短、涨多跌少特征。

### 五大因素造就中美股市差异：

1) 股票发行、退市制度尚未市场化导致A股难以形成良性循环。一方面，发行阶段采取核准制过分看重企业过往盈利和规模，上市企业通常处于生命周期的巅峰，持续发展能力不足。同时，一些真正具备潜力的公司因为盈利问题与A股失之交臂，导致价值投资理念难以深入人心或实施。另一方面，核准制下，企业上市资格本身极具寻租价值，部分本应被逐渐淘汰的企业想尽各种办法保住上市资格，催生财务造假等问题。加之A股民事赔偿，集体诉讼等机制不成熟，监管部门执行退市制度投鼠忌器，A股退市企业数量长期少于美股，僵尸企业、仅有壳价值的企业大量存在。此外，核准制还导致发行企业过度粉饰财务数据，发行定价不合理，滋生权力寻租和腐败等其他问题。美国股票市场采取完全的注册制，对企业价值的判断交由市场完成，同时美国具有严格信息披露和退市制度，因此美股市场能够不断吐故纳新，新老更替。

2) A股机构投资者占比偏低，羊群效应明显。当前我国A股市场机构投资者持仓占比仅16.1%，较美股明显偏低。个人投资者成交量占比高达

82%，沪深两市的平均年化换手率达 189.6%，明显高于美股，A 股市场定价被个人投资者主导，投机炒作气氛过浓。个人投资者成交占比过高引发 A 股市场波动过大；重政策走向和打探消息，轻基本面分析；机构行为散户化等三大问题。美国股市机构投资者占比达 60%，以 401K 养老计划为代表的机构投资者长期稳定投资于股市，成为了美国股市的稳定器。

**3) 市场法律体现建设不完善。**当前《证券法》对于许多违法行为的处罚上限为 60 万元。《刑法》对于泄露内幕信息的最高刑期为 10 年，但实际量刑一般在 3-5 年，显示出相关法律对违法犯罪行为的处罚偏轻，难以有效保护投资者。美股对于证券欺诈等违法犯罪惩罚较严，量刑较重，对违法犯罪行为起到了震慑作用。

**4) 部分主流媒体过度渲染，干扰市场运行，政策市特征明显。**部分媒体和部门担心市场的急涨急跌带来的社会不稳定或者其他负面效应，常常直接干预股市运行，但这不仅不会抑制市场情绪的发酵，反而会使市场更加清楚地认识到 A 股政策市的特征，加速市场一致预期的形成，加剧暴涨暴跌。美国的监管机构除危机时刻之外很少直接干预股市的运行，市场预期得以逐渐展开，形成了慢牛长牛的市场特征。

**5) 监管部门过度重视资本市场融资功能忽视投资功能和资产配置功能，使市场发展不健康、不充分。**中国的资本市场是在改革开放过程中基于特殊历史时期的特殊需要，以自上而下的设计理念建立起来的，发展过程中存在重融资、轻投资的倾向，市场发展不够平衡和充分。而美国市场是从完全无约束状态起发展并逐步建立起监管机制的，因此融资和投资功能发展相对平衡。

**借鉴美国经验，五大方面变革 A 股，从快牛疯牛到慢牛长牛：**

**1) 推行注册制，提高机构投资者占比，传播价值投资理念。**应当承认，在 A 股牛短熊长的环境下，投资者追涨杀跌是具有一定合理性的，因为投资者需要快速把握住短暂的牛市，时刻警惕“凛冬将至”以规避漫长的熊市。因此只有推行注册制，并严格执行相关信息披露和退市制度，让市场逐步选择真正具有价值的企业，才能从根本上改变 A 股的价值生态。建议加快推进设立科创板并试点注册制的改革，总结正反两方面经验，并稳妥在主板推广。同时引入源头活水，吸引养老金等长期资金投资 A 股；加强投资者教育，传播价值投资理念。

**2) 加快《证券法》修订，从严监管。**建议加快《证券法》的修订，显著降低证券发行等领域的管制，同时加强执法，提高对证券违法犯罪的惩罚力度，增强监管震慑力。提升事中、事后监管水平。在刑事责任方面，对于情节严重的证券犯罪行为，应当适当提升量刑标准，有力打击扰乱市场秩序，操纵价格，违规造假等行为，不断改善我国证券市场的法制环境。

**3) 主流媒体和部门不为股市做背书，让市场教育投资者。**建议主流媒体和政府部门减少对股票市场的直接干预，减缓市场一致预期形成的速度，致力于构建市场机制充分发挥作用的制度框架，消除 A 股政策市特征，使得投资者正视自己的投资行为，建立理性投资的心理。

**4) 尊重市场、相信市场，摒弃工具性目的，让市场自身规律起作用。**应

当坚持投资与融资并重的市场发展理念。如果市场得以健康、充分地发展，那么监管部门期待的资本市场支持实体经济的目标便能更好的实现。

**5) 加强对杠杆的监管，规范透明发展，有效降低杠杆。**一是将场外配资纳入监管范围，规范透明。二是可适当提高融资利率对杠杆行为进行逆周期调节。三是适当放宽融券的资质限制，利用融券对融资加杠杆行为适当对冲。四是充分利用金融稳定发展委员会，加强监管协调，共同打击违规杠杆业务。

**风险提示：**改革政策推动不及预期

## 目录

1 中美股市的比较.....	6
1.1 美国：牛长熊短、涨多跌少.....	6
1.2 中国：牛短熊长、暴涨暴跌.....	6
2 五大因素造就中美股票市场差异.....	7
2.1 股票发行、退市环节尚未市场化导致 A 股市场难以形成良性循环.....	7
2.1.1 股票发行核准制导致部分有潜力的公司无法上市，并催生财务造假和腐败等问题.....	7
2.1.2 退市制度难以发挥应有效果，壳资源炒作干扰市场定价.....	8
2.1.3 美国股市采取严格的注册制.....	8
2.2 A 股机构投资者占比偏低，羊群效应明显.....	10
2.2.1 A 股市场机构投资者持股市值和成交规模占比偏低.....	10
2.2.2 美国股市以机构投资者为主.....	11
2.3 我国股票市场法律体系建设有待提高.....	12
2.4 部分主流媒体过度渲染，干扰市场运行，政策市特征明显.....	14
2.5 监管部门过度重视资本市场融资功能忽视投资功能和资产配置功能，使市场发展不健康、不充分.....	15
3 五大方面改造快牛疯牛为慢牛长牛.....	15
3.1 推动注册制改革，提高机构投资者占比，传播价值投资理念.....	16
3.2 加快《证券法》修订，从严监管.....	16
3.3 主流媒体和部门不为股市做背书，让市场教育投资者.....	16
3.4 尊重市场、相信市场，摒弃工具性目的，让市场自身规律起作用.....	17
3.5 加强对杠杆的监管，规范透明发展，有效降低杠杆.....	17

## 图表目录

图表 1: 美股最近三次大牛市的持续时间和涨幅 .....	6
图表 2: A 股牛短熊长, 美股牛长熊短 .....	6
图表 3: A 股最近三次大牛市的持续时间和涨幅 .....	7
图表 4: A 股暴涨暴跌, 美股长牛慢牛 .....	7
图表 5: 我国退市制度不完善, 历年退市企业数量少 .....	8
图表 6: 美股存在“热发行”现象 .....	9
图表 7: A 股不存在明显的“热发行”现象 .....	9
图表 8: 美股退市公司数量显著高于我国 .....	9
图表 9: 我国机构投资者持股市值占比较低 .....	10
图表 10: 个人投资者成交量占比达 82% .....	10
图表 11: A 股市场换手率高于主要发达国家市场 .....	11
图表 12: 美股市场机构投资者市值占比更大 .....	12
图表 13: 美股市场各类投资者市值占比 .....	12
图表 14: 美国养老金长期稳定投资于股票市场 .....	12
图表 15: 中美证券欺诈惩处力度比较 .....	14

2019 年政府工作报告中提出“改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”。2018 年中央经济工作会议指出“资本市场具有牵一发而动全身的作用”。资本市场重要性得到明显提升。当前，以科创板并试点注册制为代表的改革措施正稳步推进，但与美国成熟的资本市场相比，我国的资本市场仍然面临一些制度性、基础性问题，需要进一步加以解决。

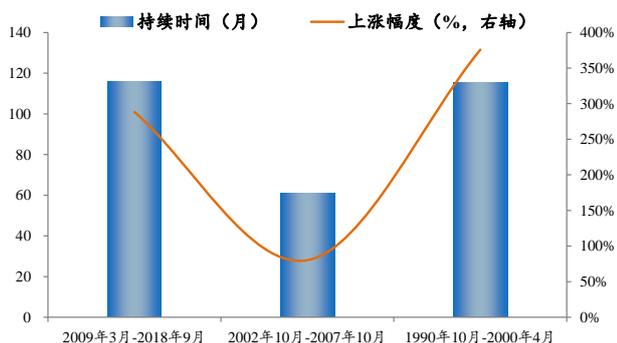
## 1 中美股市的比较

### 1.1 美国：牛长熊短、涨多跌少

美国股票市场的显著特征是牛长熊短。通常而言，我们将熊市定义为标普 500 指数下跌至少 20%，牛市为标普 500 指数至少上涨 20%。自 1929 年开始，美国股市一共经历了 17 次熊市和 17 次牛市。美国熊市平均持续 18 个月，牛市持续时间平均约为 47 个月，牛市持续时间是熊市的 2.6 倍，呈现明显的牛长熊短特征。熊市时，标普 500 的平均跌幅为 31.5%，牛市时，标普 500 的平均涨幅 122.5%，呈涨多跌少特征。

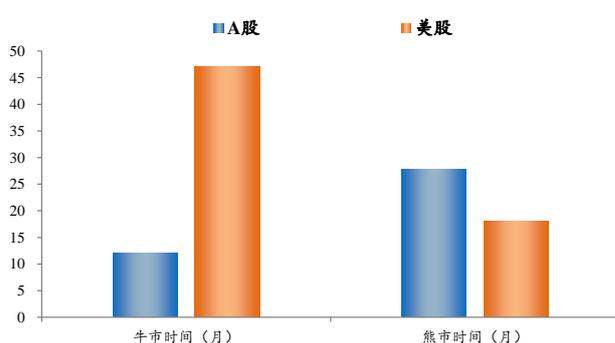
美国股市最近的三次大牛市：2009 年 3 月-2018 年 9 月、2002 年 10 月-2007 年 10 月、1990 年 10 月-2000 年 4 月，持续时间分别为 115.7、60.9、115.6 个月，涨幅分别为 288.4%、80.2%、375.8%，从持续的时间和上涨的幅度来讲都大大超过平均水平。

图表1：美股最近三次大牛市的持续时间和涨幅



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：A股牛短熊长，美股牛长熊短



资料来源：Wind，恒大研究院

### 1.2 中国：牛短熊长、暴涨暴跌

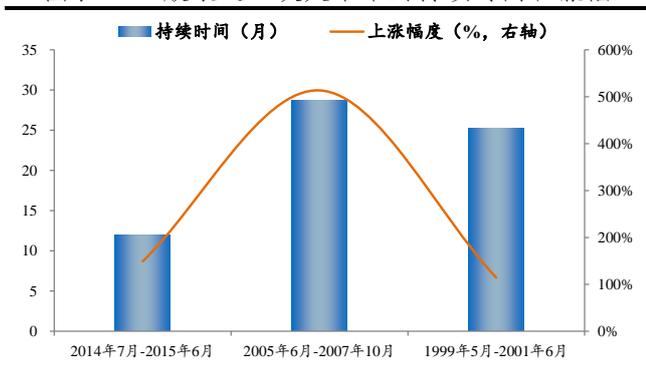
A 股市场的典型特征与美国市场相反，呈现牛短熊长的特点。以上证综指来看，自 1990 年 12 月开市到至今，A 股一共经历了 9 次牛市（剔除 1990 年 12 月至 1992 年 5 月持续 17.5 个月，涨幅 1387.8% 的首次牛市）和 9 次熊市。A 股牛市平均持续 12.1 个月，熊市平均持续 27.8 个月，熊市持续时间是牛市的 2.3 倍，呈典型的牛短熊长。牛市时，上证综指的平均涨幅 217.2%，熊市时，上证综指平均跌幅为 56.4%，跌幅和涨幅均显著超过美国，呈典型的暴涨暴跌。

A 股最近的三次大牛市：2014 年 7 月-2015 年 6 月、2005 年 6 月-2007 年 10 月、1999 年 5 月-2001 年 6 月，持续时间分别为 12.0、28.7、25.2 个月，涨幅分别为 149%、513.6%、114.4%。

牛市期间，A 股的月平均涨速远远超过美国。即使在剔除 1990 年至 1992 年间的 A 股首次牛市后，历史来看，A 股牛市期间的月平均涨幅达到 17.9%，而标普 500 指数只有 2.6%。今年 2 月，A 股市场情绪明显好转，单月涨幅达 13%，进入 3 月后涨幅进一步放大，3 月 7 日收盘时，上

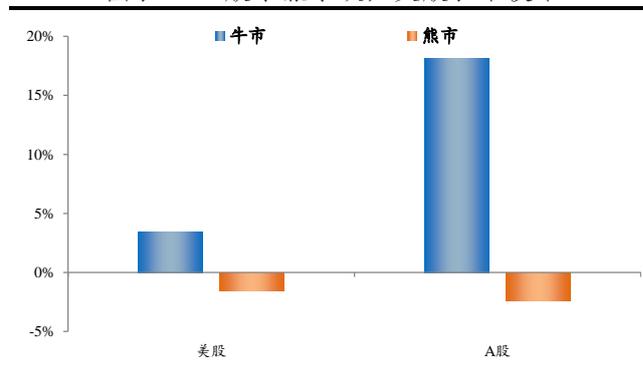
证综指较2月初涨幅一度接近20%，但3月8日市场明显回调，沪指单日跌幅超4%，又一次初步呈现出暴涨暴跌的特征。

图表3：A股最近三次大牛市的持续时间和涨幅



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：A股暴涨暴跌，美股长牛慢牛



资料来源：Wind，恒大研究院

## 2 五大因素造就中美股票市场差异

### 2.1 股票发行、退市环节尚未市场化导致A股市场难以形成良性循环

#### 2.1.1 股票发行核准制导致部分有潜力的公司无法上市，并催生财务造假和腐败等问题

当前我国股票市场对公司上市采取核准制，证监会制定《首次公开发行股票并上市管理办法》（简称《办法》）对企业的上市申请进行审核。

《办法》中的重要内容，是要求企业在申请上市前具有连续盈利能力，并且具有一定的企业规模。这些财务要求的本意是为了保证上市企业处于良好的经营状态，防止公司上市圈钱，保护投资者的合法权益。然而，股票市场的本质是对公司未来经营业绩定价。核准制要想成功，其依赖的核心假设是公司过往的盈利能力能够在未来持续。但受制于经济周期，行业周期，公司自身生命周期等多重因素影响，过去的好业绩通常并不能代表未来的业绩。相反，处于企业生命早期，真正在未来具有竞争力和发展前景的公司，通常无法快速盈利。对这些公司价值的甄别，需要市场参与者对公司、行业乃至公司经营者的深刻了解，证券监管部门的工作人员无法，也不应该代替投资者对公司的价值作出判断。

在股票发行核准制下，近年来代表中国新经济的整整一代互联网公司大多未能在中国主板上市。例如阿里巴巴、百度、京东在美股上市，腾讯在港股上市，这对于中国的股票投资者而言不能不说是一种遗憾。有价值的公司因为制度原因无法在境内上市，已上市的公司则通常处于企业生命周期的巅峰，未来发展空间受限，导致价值投资的理念长期难以在A股深入人心或实施。反观美股市场，由于注册制不对发行企业的盈利能力做出明确限制，且监管机制较为健全，因此美股市场吸引了来自全球各地的优秀公司，美股投资者进而得以分享全球成长型公司的红利。纳斯达克、纽交所市场均成为全球最重要的股票市场。因此，A股要想改变当前牛短熊长的市场态势，就应当将对公司进行价值判断的权力还给市场，吸引更多有价值的企业上市，从而从根本上改变A股上市企业的生态。

除上述问题以外，现行股票发行核准制在运行中还容易导致以下几个问题：

一是容易导致企业过度包装。证监会在《办法》中对企业盈利能力和规模的要求本意是为了保证上市企业处于良好的经营状态，防止公司上市圈钱，保护投资者的合法权益。但在实践中，一些企业会通过美化财务报表来达到监管要求，有的甚至涉嫌财务造假，反而侵害了投资者权益。

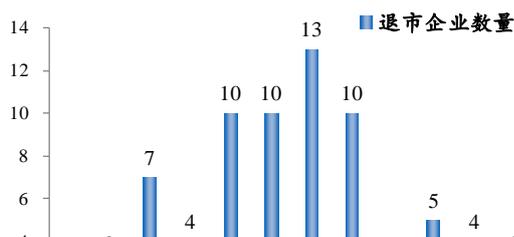
二是容易导致发行定价不合理。核准制下，上市资格成为稀缺品，导致一级市场容易对通过审批的企业定价过高。上市后，股票的二级市场价格不断下跌，对二级市场投资者不公。证监会曾在2012年发布《关于新股发行定价相关问题的通知》，要求根据询价结果拟定的发行价格市盈率高于同行业上市公司平均市盈率25%的，发行人应召开董事会对发行定价进行确认，并讨论分析定价的风险性因素及其相关影响，事实上对发行价格的上限进行了指导。但这又导致了股票上市后连续涨停，衍生出二级市场的非理性交易等其他问题。因此，审批制度弱化了市场化定价机制，对股票一级市场定价形成干扰。

三是滋生权力寻租和腐败。上市融资对于许多企业的发展至关重要，而在核准制下，证监会相关部门的工作人员对企业的能否上市拥有重大话语权，这自然而然导致了权利寻租和腐败。从党的十八大以来披露的证监会系统落马官员的情况看，大多数落马官员都和企业上市的发行审批有着密切关系，其贪污受贿的罪行也大多发生于任职或分管发行部门期间。

#### 2.1.2 退市制度难以发挥应有效果，壳资源炒作干扰市场定价

由于上市制度未能完全市场化，A股的退市制度也未能发挥应有作用。一方面，核准制下，上市资格本身也有价值，部分上市公司经营业绩较差，本应逐渐被市场淘汰，但在目前制度下，这些企业通过兼并重组，改善报表，从而规避带帽摘牌的命运。但在这一过程中，衍生出财务造假等一系列问题。另一方面，由于A股民事赔偿，集体诉讼等机制不成熟，监管部门执行退市制度投鼠忌器，A股退市企业数量长期少于美股，僵尸企业、仅有壳价值的企业大量存在。退市制度未能发挥其应有效果。

图表5：我国退市制度不完善，历年退市企业数量少



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\\_13787](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13787)

