

中证指数研究报告

# 经济转型对指数结构演变的 影响分析



## 目录

一、	美国市场结构型行情的内生原因.....	3
(一)	客观的市场环境与失败的凯恩斯主义 .....	3
(二)	美国经济政策引导 .....	4
二、	美国市场与中国市场的异同.....	5
(一)	核心产业存在差异 .....	5
(二)	就业关注度更高 .....	7
(三)	衍生工具加速市场结构再平衡 .....	8
三、	总结.....	10

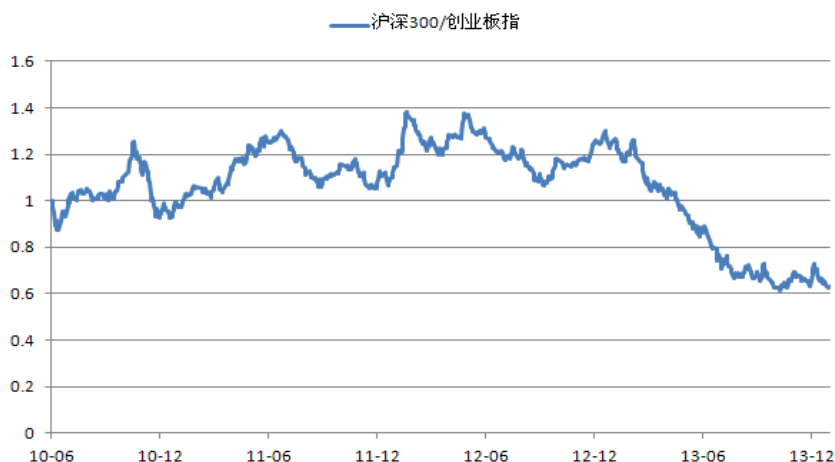
## 图表目录

图表 1	沪深 300 与创业板指的比值走势 (2010.6-2013.12) .....	2
图表 2	2013 年中证一级行业涨幅 .....	2
图表 3	S&P500 与纳斯达克综指的对比 (1971-1983) .....	3
图表 4	A 股流通市值与 S&P500 权重分布对比 .....	6
图表 5	美国建筑业及非油气采矿业私人投资 (十亿美元, wind) .....	6
图表 6	美国汽车业及油气采矿业私人投资 (十亿美元, wind) .....	7
图表 7	美国失业率 (% , wind) .....	8
图表 8	S&P 行业权重及长期收益 (1957-2006) .....	9
图表 9	美国个人消费支出占比 (wind) .....	9
表格 1	农村户均耐用消费品数量 (统计年鉴) .....	7

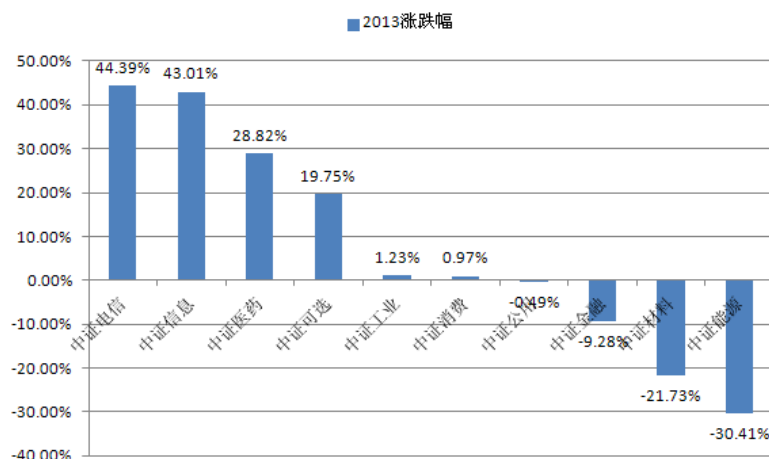
## 一、 A 股市场的结构型行情

2013 年，A 股市场出现了明显的结构型行情。其中，上证综指、沪深 300 以及深成指全年分别下跌 6.75%、7.65%以及 10.91%，而深证中小板 100 指数与创业板指数则分别上涨 17.54%及 82.73%。如图 1 所示，创业板指在 2013 年几乎全年强于沪深 300。

从市场角度分析，投资者认为中国正处于转型期，更倾向于持有新兴行业股票。因此，具备改革概念的信息技术、文化传媒、生物医药等行业的股票表现良好，而受累于产能过剩的煤炭、钢铁、有色、基建、白酒，以及政策收紧下的银行、地产等行业表现不佳。如图 2 所示，中证电信、信息、医药以及可选消费年度涨幅均在 19%以上，而中证材料以及能源跌幅均超过 20%。



图表 1 沪深 300 与创业板指的比值走势（2010.6-2013.12）



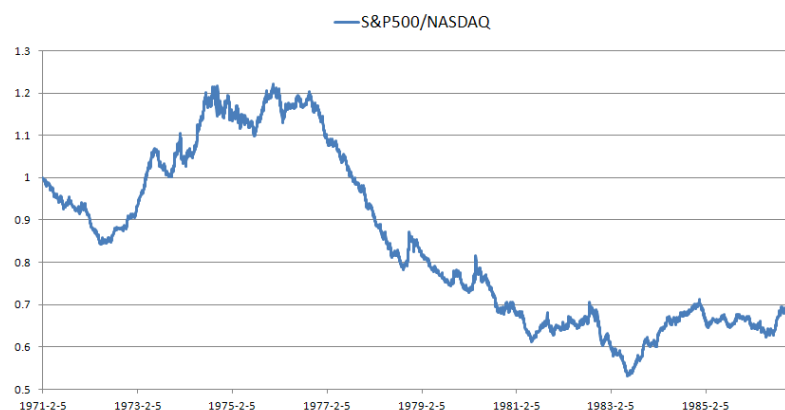
图表 2 2013 年中证一级行业涨幅

在此前的研究中，我们发现美国在 20 世纪 70 年代中期也出现了传统工业向高新技术企业转型的过程<sup>1</sup>。美国经济的传统支柱产业，如纺织、冶炼、铁路运输、钢铁、汽车等，都先后放慢了增长速度，有些已进入停滞乃至衰退阶段，在美国国内生产总值中所占份额也在不断下降。而新兴高技术产业，尤其是信息技术及相关产业却得到了长足

<sup>1</sup>郭朝先：美国支柱产业变迁及启示，《人民论坛》2009 年第 7 期

进步，成为新的经济增长支柱。七十年代末，美国迅速发展的 10 个工业部门中，有 9 个是高技术部门。至八十年代初，高技术产品已占美国工业产品出口的百分之七十五<sup>2</sup>。

那么在结构转型的过程中，美国股市的表现是怎么样呢？如图 3 所示，我们看到 1977 年前后，纳斯达克综指的走势开始明显强于 S&P500，直至 1983 年年中，这种趋势才有所企稳。可以说，在转型期内，美国市场大中盘股票和所谓的“创业板”股票之间亦存在着明显的结构型行情。



图表 3 S&P500 与纳斯达克综指的对比（1971-1983）

## 二、 美国市场结构型行情的内生原因

### （一） 客观的市场环境与失败的凯恩斯主义<sup>3</sup>

20 世纪 60 年代末，受越南战争的拖累，美国财政赤字不断增加，为缓解超发货币对国内通货膨胀的影响，美国大批量的向国外输出货币。同时日欧经济体的快速发展，使得美国全球贸易由顺差转向逆差。令境外美元进一步泛滥。与此同时，美国黄金储备的下降也降低了美元的公信力，美元的国际信用地位开始受到影响。在赤字高企和逆差扩大的市场状况下，美元危机进入了恶性循环，终于在 1971 年年底，美国同意了美元在 1934 年以来的首次贬值，布雷顿森林体系实质性解体。

1973 年初，以美国为代表的资本主义世界开始进入了战后最大的经济危机。物价高涨，企业破产，大量人员失业，并且短期内根本找不到工作。产生这种现象的原因，经济学家归结为两部分：一是不敢增长，二是效率低下。

之所以不敢增长，是由于 60 年代的快速增长，产生了大量的社会问题，例如资源的快速消耗以及环境污染的大幅增加。1972 年，“罗马俱乐部”米多斯等人所著《增长的极限》声称，人类必须迅速停止人口的增长和经济的发展，否则将产生自发性的大崩溃。在这种背景下，西方经济学界甚至提出了“零增长”的理念。

效率低下主要源于资源配置的不合理。战后受凯恩斯主义的影响，美国经济的总需求非常依赖政府拉动，以致于资源大多配置在政府主导的产业上。而居民生活真正需要的或者有先进生产力的产业，由于得不到足够的资源，发展相对缓慢。这种情况下，就

<sup>2</sup>肖炼、王孜弘、王荣军，《“软件”上的大国——高科技与美国社会》，陕西人民教育出版社 1997 年版

<sup>3</sup>胡代光、厉以宁、袁东明，《凯恩斯主义的发展和演变》第五章，清华大学出版社 2003 年版

出现了结构化的产业过剩，进而引发了美国经济转型。

## （二）美国经济政策引导

在滞涨的经济面前，美国经济的指导思想逐渐由凯恩斯主义向供给学派转变。与凯恩斯主义强调政府的主导地位不同，供给学派建议政府减少对经济的直接干预，倾向给与市场更多的自主权，让市场提供多样化的产出，提倡“创造性的供给引导需求”，同时通过控制货币总量以抑制通货膨胀。因此，美国政府没有出台过多的产业政策指引，而是通过制定或修订部分法案，客观上促进经济的转型发展

### 1. 加强环境保护意识

1969年，美国国会通过了经修改后的《美国国家环境政策法》，为生态环境的保护奠定了立法基础，并成立直属总统的环境质量委员会。进入70年代后，美国政府针对日益严重的环境污染，陆续推出《水质改进法》、《环境质量改进法》、《空气洁净法》等等，并建立了多个环保机构。对环境保护要求的逐渐提高，较大程度限制了高污染、高耗能的传统产业的发展。

### 2. 提高科学技术的应用

技术转让是美国长期保持经济以及技术领先的关键。1972年，美国政府成立联邦实验室技术转让联盟，并于1979年颁布《国家技术创新法》。1980年，政府推出《拜杜法案》，该法案主要是以大学、中小企业和非营利研究机构为规范客体，允许上述类型机构对政府资助所取得的研发成果拥有知识产权，并可以以专有或者非专有方式授权给企业，进行技术转移。《拜杜法案》首次引入“政府介入权”（March-in rights），即如果取得研发成果的非营利研发机构，对该成果不积极进行技术转移，联邦政府在符合一定条件下，可将该成果所有权收回并授权予他人。受益于良好的技术转让机制，研究机构“生产”出的科研成果可以快速有效的被企业使用，从而达到提高生产力、优化产业结构的目的。

在税收优惠政策方面，美国1981年推出了《经济复兴税收法案》（Economic Recovery Tax Act OF 1981），法案规定企业当年研究开发支出超过前三年平均值的，其增加的部分的25%可给予税收减免。凡研究开发使用的设备折旧期为三年，并提高了其他固定资产的折旧率。通过加速折旧的措施，降低了企业的应税利润，起到了让利于企业的效果。

### 3. 科技的推动

科技是美国转型升级的核心动力，其中高技术的发展带来的首先是新产业群体的兴起。按照美国商务部的定义，高技术产业是10个“研究密集度”最高的工业部门，它们的研究和开发强度至少比一般制造部门高1倍。这10个部门是导弹和航天器、电子和电信、飞机及其部件、办公室自动化（包括电子计算机、复印机等）、军械及附件、药物和药品、无机化学品、专业和科学仪器、发动机、消耗机及其部件、塑料、橡胶和合成纤维<sup>4</sup>。

---

<sup>4</sup>肖炼、王孜弘、王荣军，《“软件”上的大国——高科技与美国社会》，陕西人民教育出版社1997年版

Bart Verspagen 针对研发投入与不同产业的产出能力进行了分析，发现在美国转型升级的历史阶段，高科技产业享受科技进步的成果最为明显。其基于研发强度将 1973-1988 期间的多个行业分为高科技产业，中等科技产业以及低科技产业三类。其中高科技行业包括生物制药、计算机及办公设备、电子元件与通讯设备以及航空航天。根据柯布道格拉斯公式测算，在上述三类产业中，只有高科技产业对研发投入的敏感度高于资本投入的敏感度，并且具备较高的显著性水平，研发投入对中等科技产业以及低科技产业的影响几乎可以忽略<sup>5</sup>。

Bronwyn H. Hall 在“The Stock Market’s Valuation of R&D Investment During the 1980’s”一文中描述，在 1973 年至 1983 年间，当期研发投入以及研发库存（过去研究成果的累计）对股票市值有着明显的正向作用，特别是当期研发投入<sup>6</sup>。1983 年之后，市场作用逐渐提升。

综上所述，美国转型期内股票市场差异化表现的内在逻辑为：受外部环境和凯恩斯主义的影响，美国经济陷入了滞涨以及结构性产能过剩的窘境。对此，美国政府转变了经济发展思路，加强了对环境保护和科技发展的政策支持，给予了市场更多的自由发挥空间。随着科学技术在市场经济中的推广应用，高新技术企业的生产能力得到了快速的提高，而传统行业在劳动力成本和资金成本的抑制下发展相对缓慢。因此，资本市场对具备较高研发能力，或者具备较多技术储备的上市公司以更高的估值，使得 Nasdaq 指数相对 S&P500 表现更为优异。

### 三、 美国市场与中国市场的异同

就市场环境而言，中美的结构转型背景比较相似。但在中微观结构上，两个市场还是存在一定差异。

#### （一）核心产业存在差异

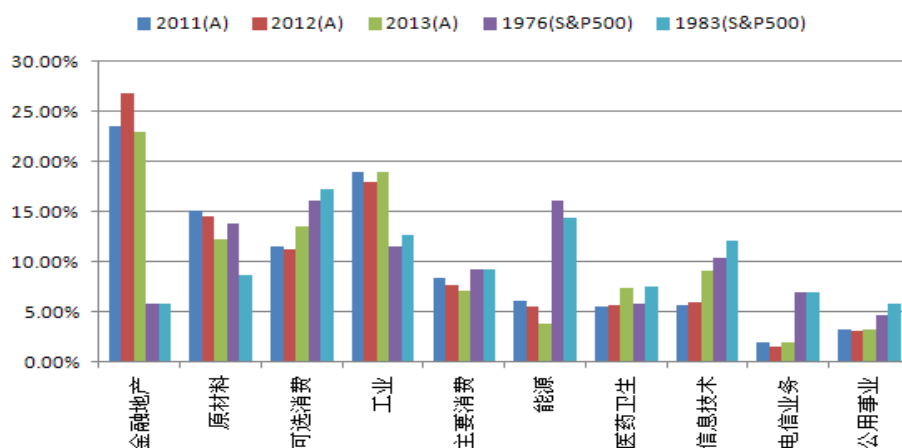
行业分布特征是中美两国转型期的最大差异。由图 4 所示，在经历了 1 年的结构化行情后，2013 年年底 A 股自由流通市值分布与 S&P500（1976 年）有所接近，但更加偏重金融以及房地产，能源的比例相对较低。沪深 300 指数的行业分布较为极端，其中信息技术、医药卫生的权重分别仅为 2.92%及 6.06%，低于 A 股市场 1.45 以及 5.47 个百分点，而金融地产的权重则超出市场 15.96 个百分点至 39.98%，接近 40%。

---

<sup>5</sup>Bart Verspagen: R&D and Productivity: A Broad Cross-Section Cross-Country Look, The Journal of Productivity Analysis, 6 117-135 (1995)

<sup>6</sup>Bronwyn H. Hall: The Stock Market’s Valuation of R&D Investment During the 1980’s (1993)



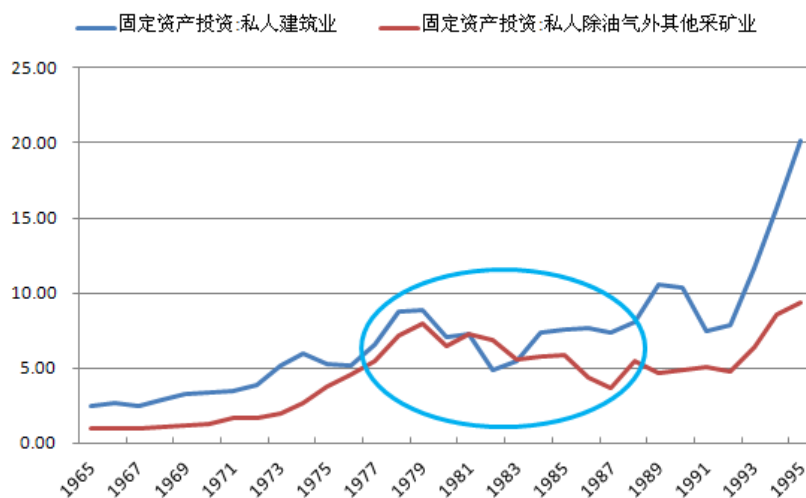


图表 4 A 股流通市值与 S&P500 权重分布对比

在美国转型过程中，金融地产的核心——商业银行估值一直处于低位。根据民生证券研究<sup>7</sup>，在美国 70 年代中后期，S&P500 的市盈率下跌至 8-9 倍，对应银行股的估值只有 5-6 倍。PB 方面，商业银行大部分都处于破净边缘，基本在 0.7 附近。这种估值与银行业的长期发展确实一致，受利率市场化的影响，尽管银行股整个 70 年代的复合利润增速高达 11.2%，但 80 年代初下降为 5.1%，并在 80 年代中后期出现利润萎缩，直至 90 年代初期才重回增长。

美国房地产市场在这段时间的表现也不容乐观。受房屋自有率增加（1980 年达到阶段性高位 65.8%）以及贷款利率提高（30 年抵押贷款利率于 1978 年年初的 9% 飙升至 1981 年的 18.6%）的影响，美国的住房需求不振，新屋销售从 1978 年的 817 千套迅速下降至 1982 年的历史低点 412 千套。

如图 5 所示，受房地产需求的影响，建筑业 78 年至 82 年的景气度也非常一般，私人固定资产投资大幅下滑。汽车行业在这段时间也同样出现了问题。在建筑业和汽车行业的双重影响下，原材料行业的受冲击程度更大。非油气类采矿业的固定资产投资在 1979 年达到阶段性高位便一路下滑，直到 1994 年前后才回到下跌前的水平。



图表 5 美国建筑业及非油气采矿业私人投资（十亿美元，wind）

<sup>7</sup>邹恒超、张丽，寻找经济转型过程中的银行估值基准，民生证券银行业深度报告，2013 年 10 月 11 日

而受益于能源危机，美国能源类上市公司估值在 1980 年前后达到了阶段性顶峰，随后逐渐衰落，但仍高于转型升级前的水平。能源行业的繁荣也是 S&P500 能够保持上涨的重要原因（如图 6 所示）。

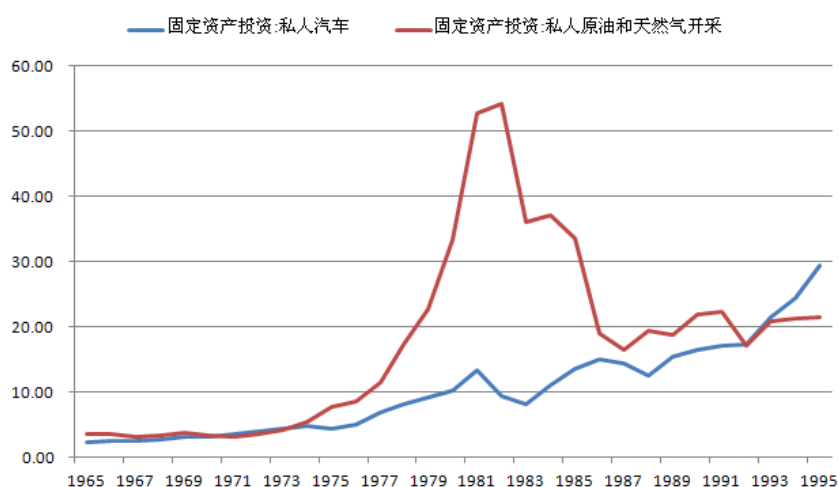


图 6 美国汽车业及油气采矿业私人投资（十亿美元，wind）

总的来说，在转型升级的过程中，原材料、传统工业、建筑业、房地产业以及商业银行面临的风险较大。我国现阶段股票市场中上述传统行业的比重更高，加之能源行业缺乏紧缺危机带来的强力支撑，因此面临的市场环境较美国转型期更为严峻。但另一方面，在新型城镇化的过程中，农村人口向城市人口过渡产生的消费结构变化可能会对消费、医疗等行业带来更多的机遇。其中 2012 年，城镇人均现金支出为 16674 元，而农村人均现金支出只有 5908 元，仅为城市的 35%；而美国 70、80 年代的农村现金支出水平则可以达到城镇水平的 80%。如表 1 所示，以耐用消费品为例，如果农村户均水平达到 2012 年城镇水平，空调保有量需增加 400%，电冰箱以及洗衣机也将增加 40%以上。

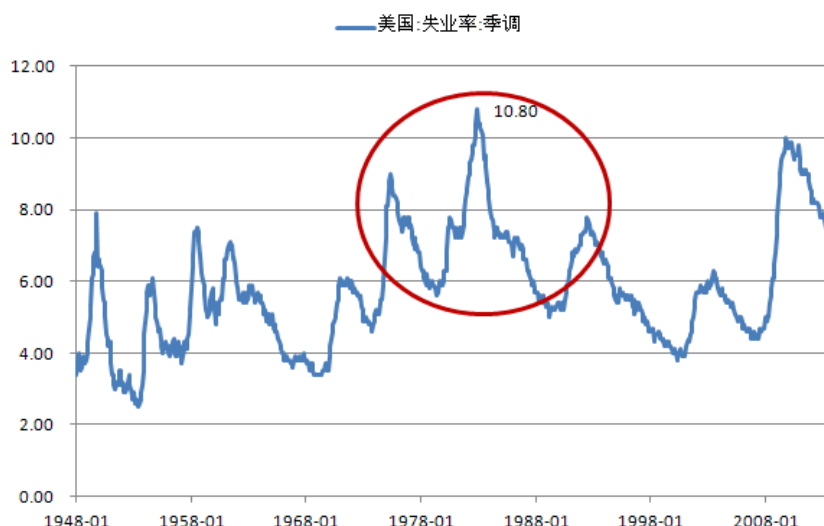
表格 1 农村户均耐用消费品数量（统计年鉴）

	2000	2005	2010	2011	2012	2012（城镇）	城乡差异
洗衣机	28.58	40.2	57.32	62.57	67.22	98.02	-31.42%
电冰箱	12.31	20.1	45.19	61.54	67.32	98.48	-31.64%
空调	1.32	6.4	16	22.58	25.36	126.81	-80.00%
移动电话	4.32	50.24	136.54	179.74	197.8	212.64	-6.98%
彩色电视机	48.74	84.08	111.79	115.46	116.9	136.07	-14.09%
照相机	3.12	4.05	5.17	4.55	5.18	46.42	-88.84%
计算机	0.47	2.1	10.37	17.96	21.36	87.03	-75.46%

## （二）就业关注度更高

吸取美国转型期间的经验，中国在转型过程中可能会更加重视就业问题，以防止大规模的结构型失业现象（如图 7 所示）。





图表 7 美国失业率 (%，wind)

从国内的发展方向来看，是希望将劳动力逐渐吸引至的现代产业中，但在劳动力没有完全转移之前，传统的大型劳动密集型产业仍将担负着解决就业的重任。根据统计局数据，2005 年 9 月至 2013 年 9 月，城镇单位就业人口共增加 4700 万人至 1.58 亿人，其中建筑业新增就业人口达 1229 万，仅次于制造业的 1276 万人，在整个就业人群中的比例上升 5.49%，排名第一。

因此，出于稳定就业的考虑，部分落后企业，特别是建筑业企业将出现大而不倒的现象，从而拖累经济转型的速度和效率。

### (三) 衍生工具加速市场结构再平衡

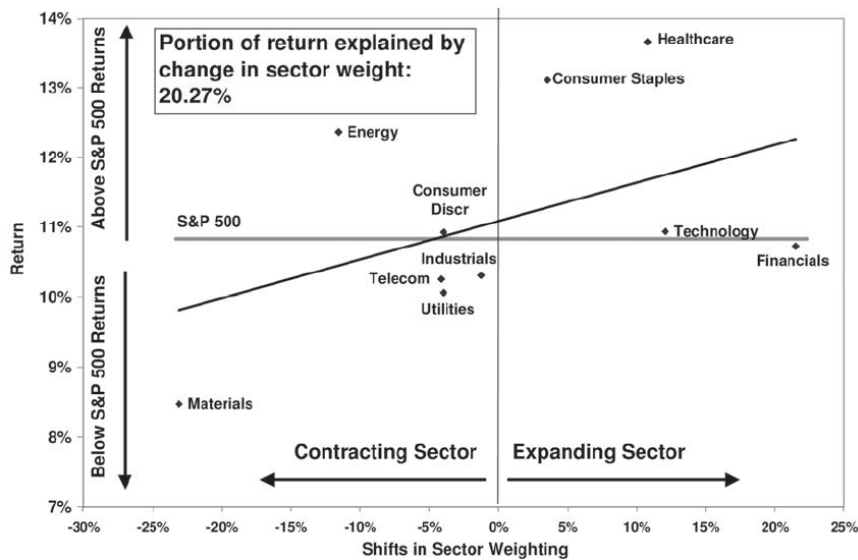
美国在经济转型时呈现的走势分化是 S&P500 和 Nasdaq 均在上涨，只是后者增速快一些。而国内市场则是沪深 300 走势平稳，创业板增速明显。这种现象与股指期货存在一些关系。

第一，由于市场认为中国处于转型阶段，因此资金在投资时会重点关注新兴产业。而沪深 300 覆盖的新兴产业比例不高，大多是传统企业，因此资金会同时通过做空沪深 300 指数期货来对冲传统产业的衰退风险，使得沪深 300 和创业板指的分化速度更快。

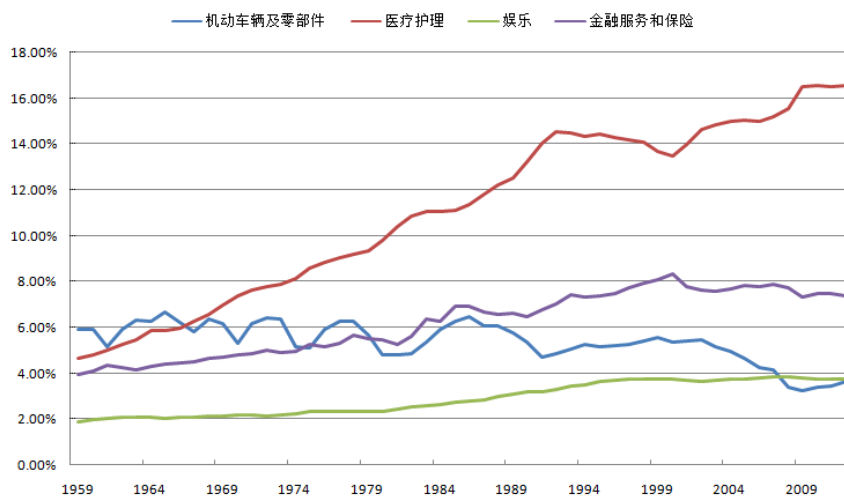
在基本面的作用下，过去 30 年间美国股票市场的信息技术和医药卫生占比逐渐增加，而原材料、能源、电信业务以及公用事业则呈现持续收缩<sup>89</sup>。在一级行业内部，工业从传统的建筑业、基础运输向电气设备、航天国防转变，而可选消费从传统的汽车工业向传媒娱乐、休闲旅游转变。

<sup>8</sup>Jeremy J. Siegel: The Stock for the long run, Fourth Edition

<sup>9</sup>Jeremy J. Siegel: The Future for Investors



图表 8 S&P 行业权重及长期收益 (1957-2006)



图表 9 美国个人消费支出占比 (wind)

第二，做空力量在一定程度上促使沪深 300 市场更为有效，客观上避免了资金带来的泡沫现象。灵活的卖空机制是市场有效性的重要保障，如果市场不允许卖空，那么股票的供需力量就会不平衡，从而限制其向真实价值回归。

Jeremy J. Siegel 在《The futures for the investors》一书中提出了增长率陷阱的理论，其声明投资者往往会陷入高成长的幻想中，在上市初期就给予那些成长性很高的股票以更高的估值。而随着时间的推移，投资者往往发现这些股票总是会低于预期的成长，从而无法提供比市场更好的收益。从全球配置的角度来看，中国具备显著的增长率陷阱特征。由于市场的股票供需十分不平衡，投资者往往抱有极高的股票暴富幻想，使得在上市初期就会透支未来的成长性。

在存在增长率陷阱的情况下，卖空的正面效应就会更加明显。在股指期货推出来之后，大盘股的多空力量更加平衡，市场环境也更为有效，一方面原有增长率陷阱带来的虚高市盈率逐渐回归，另一方面，也不易出现资金炒作造成的短期泡沫。

## 四、 总结

1. 当经济处于转型阶段时，A 股市场与美国市场均存在明显的结构型行情。美国的内生逻辑表现为产业分布的不合理倒逼政府转变管理思路，放开市场的主观能动性作用，同时推广先进科技在实际生产中的应用。受益于技术升级和市场蓝海的新兴产业具备更为优异的生产水平，从而得到市场投资者的青睐。

2. 由于 S&P500 本身新兴行业的比例相对较高，同时能源行业在能源危机的背景下有极端优异的表现，因此虽然传统行业有所拖累，但指数点位仍保持着绝对的上涨。相比而言，沪深 300 中传统行业的比重更高，其中商业银行、地产、建筑业、能源等对指数造成的负面影响会高于 S&P500 同期水平，使得沪深 300 的绝对收益表现不佳。

3. 在 A 股市场结构型行情中，一级行业内能源、原材料向信息技术、医药卫生转变，二级行业内电气设备、航天国防、媒体以及休闲娱乐逐渐成为热点。这符合经济长期发展的规律。

根据以上观点，2013 年发生的结构型行情符合客观经济规律，并有望继续延续。但在现有的环境下，沪深 300 指数的权重分布和样本股分布达到转型目标，可能需要较长的时间。在此期间内，沪深 300 的整体表现可能仍会落后于新兴产业。而这种结构化差异的持续时间将取决于传统企业的转型升级速度以及新兴产业的成长能力。