

中国股市的悖论

2020年5月



MarketGrader

RESEARCH & INDEXES

在 2007 年至 2009 年全球金融危机引发“大萧条”后的十年中，两个国家成了全球经济增长的主要驱动力：中国和美国（当然印度也是有显著贡献的）。根据国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望》，在冠状病毒造成全球经济停滞之前的一年里，中美两国经济预计在 2019-2020 年将占全球经济增长 39% 的份额¹。从 2010 年到 2019 年，单是美国经济就增长了 20% 以上，相当于每年 2.3% 的增长率。在病毒肆虐之前，预计美国国内生产总值将近 21.5 万亿美元，到 2020 年预计增长 3% 左右，也就是增长约 6500 亿美元，仅略低于瑞士的 GDP 总额（20 国集团里最小的经济体）。同期，中国经济以每年 7.6% 的速度增长，到 2019 年底，其国内生产总值达到 14.2 万亿美元，翻了一番以上。

就股票市场而言，美国和中国两国总市值（每股价格乘以所有公开交易公司已发行股票的总和）不仅对应经济在增长，而且超过其 GDP 增长速度，在这十年中股市作为风险投资资产获得了显著增值。美国股票市场的总市值从 2010 年的 15.1 万亿美元增长到 2019 年的 36.3 万亿美元，累计增长 141%，年化增长 9.2%。一个被动的投资者靠拥有宽基指数类金融工具（例如罗素 3000 指数），可获得 10.9% 的年化回报率（不包括股息和交易成本）。

无独有偶，全球第二大股票市场，中国 A 票市场的总市值与美国增长几乎相同。在上海和深圳交易所交易的所有股票总市值从 2010 年的 3.6 万亿美元增长到 2019 年的 8.5 万亿美元，累计增长 138%，或年化增长 9.1%。然而，与美国不同，在美国，投资者能够通过持有大盘而将总市值的增长转换为投资组合的收益，而试图将中国总市值的增长转换为投资组合收益的中国股票投资者得到的却是苦涩的失望。截至 2019 年的十年中，投资中国宽基指数中证全指，将获得 17.1% 的累计回报率，不包括股息和交易成

本，或者说是 1.6% 的年化回报率，甚至无法跟上中国 2.5% 的年通胀率²。图 1 说明了全球两个最大的股票市场之间的非同寻常的区别，我们称之为中国股票市场悖论。

本文试图回答两个问题：首先，对于中国经济的增长与其股票市场表现之间的巨大差异，是否有一个简单合理的解释？其次，能否在对这种关系做了合理解读后，把这个解读纳入投资策略的设计中，以使投资者能够成功地得益于中国推动世界的经济增长？

“最近十年要是投资了中国的宽基指数，年化回报只有 1.6%，还赶不上 2.5% 的年通胀率。”

图 1. 中国股市悖论

	美国				中国			
	实际 GDP 增长	股市总市值 (年终美元为单位)	市值增长	罗素 3000 价格收益 (美元计)	实际 GDP 增长	股市总市值 (年终美元为单位)	市值增长	中证全指价格收益 (美元计)
2009	-2.5%	15,077,285,740,000	30.1%	25.5%	9.4%	3,573,152,460,000	100.9%	106.4%
2010	2.6%	17,283,451,680,000	14.6%	14.8%	10.6%	4,027,840,300,000	12.7%	-0.3%
2011	1.6%	15,640,707,040,000	-9.5%	-0.9%	9.6%	3,412,108,290,000	-15.3%	-24.7%
2012	2.2%	18,668,333,210,000	19.4%	12.3%	7.9%	3,697,376,040,000	8.4%	8.0%
2013	1.8%	24,034,853,520,000	28.7%	30.9%	7.8%	3,949,143,490,000	6.8%	8.4%
2014	2.5%	26,330,589,190,000	9.6%	10.5%	7.3%	6,004,947,670,000	52.1%	42.2%
2015	2.9%	25,067,539,600,000	-4.8%	-1.5%	6.9%	8,188,019,320,000	36.4%	26.8%
2016	1.6%	27,352,200,720,000	9.1%	10.4%	6.7%	7,320,738,379,789	-10.6%	-20.0%
2017	2.2%	32,120,702,650,000	17.4%	17.9%	6.8%	8,711,267,220,000	19.0%	8.3%
2018	2.9%	30,436,313,050,000	-5.2%	-7.8%	6.6%	6,324,879,760,000	-27.4%	-34.7%
2019	2.3%	36,329,851,880,000	19.4%	28.5%	6.0%	8,515,504,380,000	34.6%	30.5%
累计增长率	21.8%		141.0%	180.7%	108.0%		138.3%	17.1%
十年年化增长率	2.3%		9.2%	10.9%	7.6%		9.1%	1.6%

资料来源：国际货币基金组织（GDP），世界交易所联合会（市值），彭博社（指数收益）

¹ 资料来源：《2019 年世界经济展望》，国际货币基金组织。

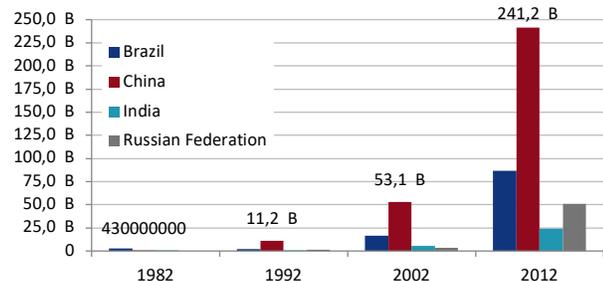
² 通货膨胀，消费者价格（年率）-中国。资料来源：世界银行

具有“中国特色”的私有化

1970年代末和1980年代初，中国经历了很长一段经济停滞，加上生活水平长期落后于其他国家，为摆脱经济瘫痪的状态，私有化浪潮席卷了各个行业，这一发展对中国后来的十年有着深刻影响。随着智利和英国等国家开始重新审视本国大型企业所带来的经济和社会利益，其他世界各地的政府，特别是东欧和苏联也开始关注了。这些国家的经济因国有制的重压而缓慢崩溃。在中国，这种趋势正好呼应了1970年代末开始的农村基层运动，数百万农民寻求摆脱几十年来的大锅饭，因为它严重削弱了农业产量，摧毁了农民的生计。他们的目标很简单，就是让单个家庭更有效地完成国家分配的生产任务，而且能够保留盈余供自己消费，或者在全国各地新兴的市场上出售。这种商业化趋势不仅帮助促进了中国城市化的开始，而且通过市场激励机制，大大提高了中国的农业产量，更重要的是，解放了几十年来数百万中国人被压抑的企业家精神。不同于普遍认同的观点，我们认为中国的经济奇迹并不完全是政府设计的结果，相反，这些农民改革者才是中国自下而上经济改革的源头及中国社会最早的企业家³。

除了参加包产到户运动的农民外，荣誉还归功于以邓小平为核心的国家领导，这使改革的萌芽得以生根并壮大，这一举措从实质上改善了数以百万计中国人的生活。邓小平领导的中国共产党明智地接受农民对“现状”的挑战，并最终“改革开放”为政策平台，将其扩展到经济的其他领域。以及1970年代末和1980年代初由国家实施的“四个现代化”。随着这些政策开始硕果累累，中国走上了工业化道路，领导人们了解到，国家转型需要两个至关重要的要素：直接投资与专业的管理知识和技术知识。这些，在国内都缺乏，下一步就要通过国有资产的私有化或出售来聚资。私有化可能会迅速吸引外国直接投资进入这个具有巨大经济潜力以及消费市场尚未开发的国家，同时输入生产效率（规模经济）和管理知识，这些知识可以为大型但僵化的国有企业所用。因此，中国在1980年代迫切需要外国直接投资以实现经济现代化，从而为该国自己的私有化进程以及随后建立的股票交易所提供了主要动力。随着国门的打开，外国资本以前所未有的方式涌入中国（图2），逐渐使中国成为制造业的领头羊，最终成为世界上最大的消费市场之一（图3）

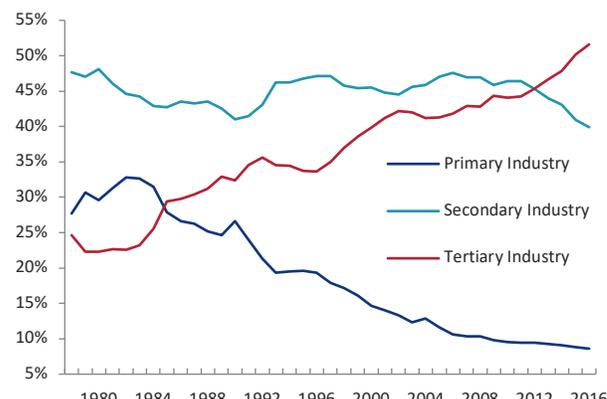
图2：1982年到2012年外国直接投资-巴西，中国，印度和俄罗斯



Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$). Source: World Bank

³ Paul R. Gregory 和 Kate Zhou, "How China Won and Russia Lost," 哈佛研究所出版物(2009年12月一日出版)

图3：1978年到2016年中国国内生产总值构成，分三大产业



Primary Industry refers, essentially, to agriculture; Secondary Industry refers to mining, manufacturing, energy production and construction; and Tertiary Industry refers to consumption and services. Source: National Bureau of Statistics of China

在不放弃控制权的情况下出售国有资产

俄罗斯和前苏联在1990年代初期对国有资产进行了灾难性的“私有化”，这为中国的私有化进程提供了很大的借鉴，尽管国有资产需要吸引外国直接投资进入中国，中国共产党决定不放弃所有权或控制权。在俄罗斯和前苏联共和国推出的“突变式”私有化计划，以简单化的方式，主要是通过发行证券购买凭证，使公民能够以高折扣竞拍国有企业股份的方式分配国有资产。但是，国家从未根据私有财产所有权和保护的原则建立市场经济运行所必需的法律和监管框架。相对于所提供的资产规模而言，只有少数机会主义投资者拥有相对有限的资本，因此能够通过从现金短缺的公民那里获取证券购买凭证而获得大量的国有资产，这些公民已经无法依靠国家提供工作来维持生计了。相比之下，中国在私有化改革开始时就明确表示，改革的主要目标是要保留国家对“公司化”的新国有企业资产的所有权。因此宣布，尽管国有企业的股份将出售给私人投资者，但国家仍将在企业股份里占绝对优势的大股东⁴。人口众多的中国决心不惜一切代价避免俄罗斯在苏联解体后经历的社会和政治动乱。这样做的部分原因是希望国有企业成为国家社会改革的主要驱动力。

为了实现其筹集资金和维持控制权的双重目标，国家授权为即将私有化的每个经济实体发行两种类型的股票：“A股”--公开发行并在新创建的股票市场上自由交易；非流通股--广义上是指与国家有任何隶属关系的股份（最终称为“有限合伙人”股份）。这些包括分配给地方政府的股份，他们在新成立的国有企业中占有很大一部分资产，未经中央政府的明确同意不得出售或流通。因此，在中国进行市场试验之初，就形成了一个一分而二的市场，这将对其股票市场的发展产生持久的影响。这种渐进的私有化方法使中国在私有化道路上与众不同，因为它允许其国有企业继续存在，而新兴的私营经济在规模上已迅速超过了国

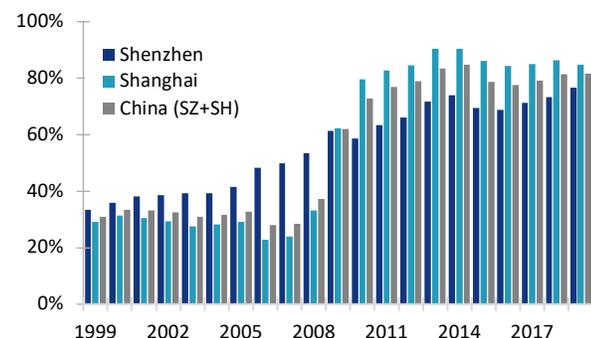
⁴ Privatizing China: Inside China's Stock Markets. Carl E. Walter & Fraser J.T. Howie.

有经济。虽然这种方法使国家能够保持对国有企业的控制权，但迄今为止困扰中国股市的大多数问题都可以追溯到这种所有权的设计。

国有企业困境

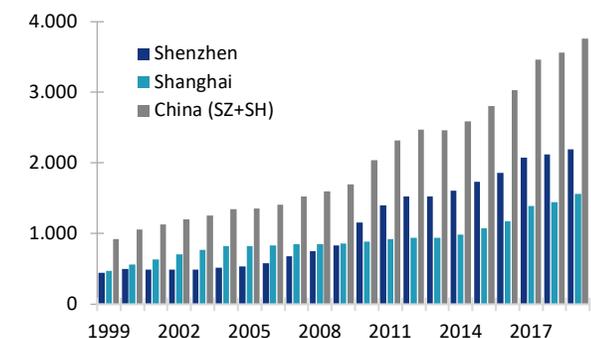
上述的双重市场体制产生了两个特别的问题，这些问题会影响中国股市未来多年的发展，并且可以追溯到一个共同的源头，即国有企业。第一个问题，它是国家最早为创造股票市场投资而产生悬而未决的问题，这些投资者理所当然地担心，随着国家寻求更多资金来支持该国正在进行的改革，其“非流通”股票的逐步浮动将极大地稀释公司可自由流通的A股股权投资者利益。在股票市场的早期，以及2000年代初期，“A股”投资者仅占中国公开上市公司名义市值的30%左右，所以他们格外关注这个问题。尤其是对于在上海证券交易所购买股票的投资者来说，因为早期大多数国有企业都在上海交易所上市。相比之下，深圳证券交易所比上海股市更早吸引了私营企业，特别是来自繁荣的广东省及其周边地区的公司，在中国现代化建设的初期，中国的许多制造业和技术产业都在那里扎根。图4展示了相对于交易所和中国股市的总市值而言，两个股市可交易市值的逐步增长，而图5显示了1999年至2019年之间（A股）上市公司的总数。

图4. 1999年到2019年中国股市可流通市值占总市值的百分比



Sources: Shanghai Stock Exchange & Shenzhen Stock Exchange

图5. 1999年到2019年之间中国上市公司数量



Sources: Shanghai Stock Exchange & Shenzhen Stock Exchange. Count includes only 'A Shares' and not 'B Shares,' which were companies listed in foreign currencies

⁵资料来源：中国证券指数有限公司。

这个悬而未决的问题不仅阻止了私人投资者更广泛地参与中国的股票市场，而且导致在世纪之交，股市表现很差，不安的投资者不愿向上市公司投入额外的资本，因为他们不确定国有企业股份最终的价值。最终，国家必须通过增发其所持股份的国有企业股票，多少给A股投资者的一些补偿，以补偿他们在上市公司中经济利益的大量稀释。直到2005年开始，市场才收到“一路绿灯”的信号，如图6所示。换句话说，随着国家在股市中的占比缩小，股价上涨，私人投资者逐渐开始更多地根据发行公司的内在价值来评估股票，而不是根据国家在发行中所扮演的角色来评估股票（稍后会详述）。

图6. (沪市综指和深市综指自1999年12月到2007年12月的业绩)



Sources: Shanghai Stock Exchange & Shenzhen Stock Exchange

这种“补偿”方案使得国有企业股权稀释的幅度变小了，但并没有完全消失。实际上，今天在中国股市仍然有超过1100家国有企业上市公司，总市值达到4.7万亿美元。总体而言，它们只有36%的股份是公开交易的，其余的64%由中央或地方政府控制的实体拥有。此外，这些公司几乎占中国国内股市的58%⁵。这意味着，对于许多跟踪宽基指数来获得中国股市头寸的投资者而言，超过50%的投资分配给了国有企业，也就意味着中国政府成了他们最重要的投资伙伴。为了更清楚地说明这一点，在下一部分中，我们将研究一些供投资者进入中国股市的流行基准。

在本世纪初困扰中国市场的另一个问题是新成立的公司化国有企业所服务的两个股东（即国有和私人股东）有不同的目标。很多时候这些目标可能是矛盾的。对于国家而言，国有企业发挥了重要作用，其作用不仅限于帮助国有资产货币化。他们不仅作为国家机器的延申，迄今为止一直是最大的雇主，而且还一直为职工，退休人员及其家庭提供社会服务，包括教育，健康保险和社会保障。国家担心，在中国私有化进程的早期阶段，太早的取代国企的这些功能会影响到数千万中国家庭，而且可能会破坏整个市场改革，为中共造成政治动荡。但是，在每个实体内部都有一个生产性企业，在私有化后，其任务是最大程度地提高利润和股东回报。必须满足这些矛盾的目标，既代表国家为员工发挥社会作用，又要代表股东最大限度地提高利润，这阻碍了国有企业向高效，专业化发展以在全球舞台

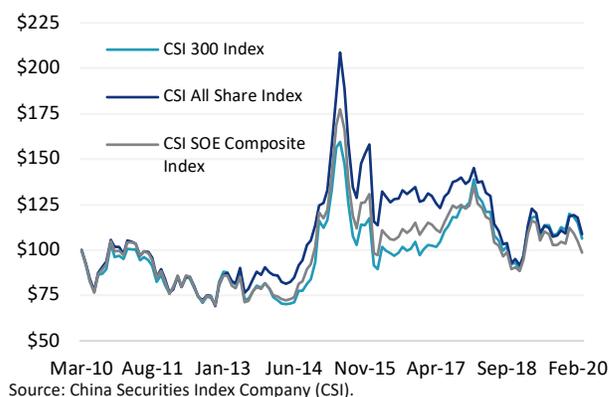
上竞争。到了 2001 年和 2006 年的时候，中国也在准备逐步加入世界贸易组织。

具有讽刺意味的是，通过保留其在国有企业中的多数股权，并限制了它们完全服务于私人投资人，国家阻碍了这些企业成为私有化模型下的国有企业蓝筹股。此外，许多国有企业肩负着为国家和股东服务的双重使命，因而造就了增长停滞，效率低下，官僚作风不断和股票收益不佳的文化，这一问题至今仍困扰着他们及其股东。在中国国内股票市场成立之初，上市批准和投资决策主要是政治决定时，这些公司主导了中国的国内股票市场。因此，许多中国的私营公司，特别是那些需要越来越多的资本来推动其快速增长的私营公司，选择在国外股市来上市，尤其是在香港，后来是在美国。对于国际投资者而言，这创造了可追踪的另一类中国股票，可以让它们绕过复杂的，政治的，很大程度上无法进入的 A 股市场。因此，当今国际投资者对中国股票的许多配置仍然仅限于在香港和美国上市的公司，错过了投资中国国内股市的机会。

国有企业在当今中国股市中的作用

近年来，在中国股票市场中，国有企业占有所有上市公司的比例已大大下降。但是，由于规模庞大，国有企业仍约占中国国内股票市场总市值的 58%⁶。此外，尽管进行了上述的改革和私有化努力，但在中国国有企业名义价值中，只有 36%是可以自由交易的，其余的则由中央政府，地方政府或国家所属的机构密切控制。此外，中国一些最大的公司（在某些情况下还包括一些全球行业内最大的公司）仍归国家所有，这意味着任何投资者在使用宽基的市值加权投资策略获得对中国股票的风险头寸时，国有企业可能会在其投资组合中拥有大量份额。因此，在中国国有企业中拥有较大头寸的宽基中国指数也表现不佳，几乎没有为投资者提供长期资本回报。例如，由中国市值最大及流通量最大的股票组成的沪深 300 指数是 A 股市场追踪最广泛的基准，在过去 10 年中没有升值。如果十年前在沪深 300 的投资策略投资 100 美元，那么在十年的时间里只赚了 6.20 美元（不包括股息和交易成本），而股市的市值却增长了两倍多。中证全指的表现略好。如果在这个可投资全部 A 股的投资策略中进行 100 美元的投资，则可获得 8.80 美元（不包括股息和交易费用）。即使这两项投资在过去十年中都表现很惨，但它们的表现却还是超过了中国的国有企业，投国有企业，100 美元的投资将损失 1.42 美元。结果如图 7 所示。

图 7. 2010 年 3 月到 2020 年 3 月投 100 美元到沪市 300，中证全指或国企综指的收益对比

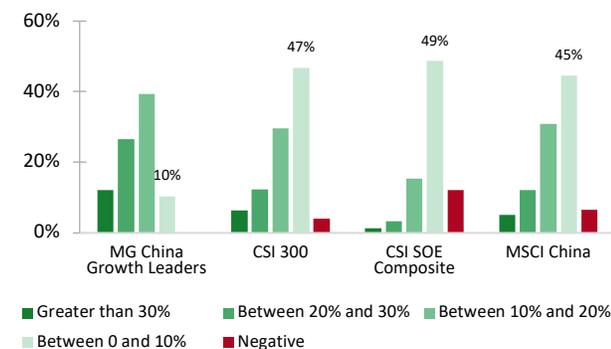


资本配置不当与投资收益不佳之间的关系

国有企业问题的根源及其股票的表现可以追溯到这些公司在中国所扮演的角色，因为在中国，私人股东利益通常排在国家需求之后和资本配置极少考虑股东利益最大化。多年来，国家对国有企业的优待使这些公司的产能过剩，冗员和成本过高，债务负担沉重，投资资本回报率非常低下。最后一个特征对于公募投资者尤为重要，因为按照国家的要求做出的资本分配决策常常与私人股东的最大利益背道而驰。实际上，国有企业是国家执行其财政政策的主要手段，因为它将特定的资本分配引导给首选的政治目标，而很少考虑投资资本的回报。在许多情况下，这些指令与中国的外交政策目标紧密结合，以“一带一路”倡议为例，该倡议涵盖了欧洲，非洲，中东和整个亚洲的基础设施项目。尽管这是一项政府倡议，旨在使越来越多的国家进入中国的经济和军事轨道，但其执行大部分留给了代表政府行事的国有企业。例如，当选择从事国内外基础设施支出时（中国政府最喜欢的财政政策工具），国家可能会指示特定的国有银行将资金引导至特定项目，通常价格低于市场价格。例如，其建筑中使用的材料通常是从国有水泥和钢铁制造商那里采购的，而建筑则是由国有建筑商和工程公司完成的。在这个由国家控制的资本分配过程中，私人股东就是国家投资的被动合伙人。毫不奇怪，这些公司的财务质量不佳，而且在很多时候，它们脱离了中国经济的增长来源。图 8 显示了国有企业资本配置不当的程度，该图表明，所有公开交易的国有企业中有 60% 以上的投资资本收益率低于 10%，

⁶基于中证国有企业综合指数相对于中证全指的总市值，中证全指是中国国内股票市场最广泛的基准，截至 2020 年 4 月 15 日。资料来源：中国证券指数有限公司 (CSI)。

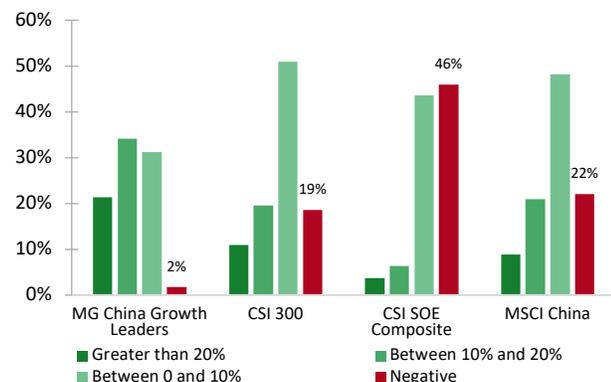
图 8. 列举中国股票指数的投资资本收益率



Data is as of April, 2020 and excludes all indexes' constituents in the Financials sector. Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

如果将资本成本（包括股票和债务成本）考虑在内，问题就更加严峻，按总投资资本中的“经济增加值”或 EVA 来计算，所有上市国有企业中有 46% 未能产生足够高的回报来支付其资本成本。令人惊讶的是，在排除了需要不同回报指标的金融行业国有企业之后，其他所有国有企业中有 90% 的经济增加值低于 10%。如图 9 所示。

图 9. 列举中国股票指数的经济增加值



Data is as of April, 2020 and excludes all indexes' constituents in the Financials sector. Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

考虑到国有企业仍占中国整个股票市场的很大一部分，这个问题不仅限于国有企业指数，也广泛存在于中国 A 股所有宽基的市值加权指数中。鉴于国有企业总市值达 4.7 万亿美元，占整个 A 股市场的 58%，它们代表了该国最被广泛使用的宽基指数的大部分，而投资者将其作为中国股市表现的基准。例如，在沪深 300 指数中，国有企业占基准总市值的 69%。此外，问题不仅限于中国国内的指数提供商。国有企业占 MSCI 中国指数总市值的 50%，占 FTSE 中国 50 指数总市值的 48%。国际投资者密切关注这两个基准，他们可能不知道在通过跟踪那些基准的投资策略购买中国股票时，他们与中国政府的合作程度。实际上，在衡量中国所有国有企业的总市值时，投资者应考虑到这些公司的总市值中只有 36% 是可自由交易的，其余的 64% 由各种国有企业掌握⁷。这个问题不仅是指数权重的问题，而且还是选择权重的问题之一，因为按照定义，按市值加权的

基准必须选择最大的公司进行追踪，而不论其质量如何。在中国，这通常会导致选择国有企业，尤其是那些排除海外上市中国民营企业的基准（尤其是在香港和美国上市的）。

MarketGrader 的方法：专注于选质优的公司

对中国股票市场感兴趣的投资者可以通过遵循一套代表中国经济增长真正驱动力更加契合的不同基准，来避免过度投资国有企业的陷阱。许多人认为，实现这一目标的最简单方法是将国有企业排除在指数基准或投资组合之外，但这个方法过于简单粗暴，我们需要更好的方法。特别是因为在中国经济充满活力的地区有大量高质量的国有企业，投它们可能对投资者有利。MarketGrader 分析中国股票的方法是专注于选择质优的公司。更具体地说，用 MarketGrader 的方法选出的公司其成长速度要快于整体经济，并且资本管理稳健，基本面强大，而且其未来价值尚未反映在股价上。本质上讲，股票选择可以概括为 GARP（选价位合理的成长型股票）方法，目的是实现“复合增长”或者说找到我们认为能为公司股东创造长期价值的股票。此外展开来讲，我们认为公司所在地比上市地点更为重要。数十年来，由于中国政府政策，外国投资者更难拥有在大陆交易所上市的中国公司。随着政策宽松，允许外资更自由地进出中国，我们认为，最好的中国宽基指数应包括中国国内上市，以及在香港和美国上市的股票。秉承这些信念，MarketGrader 于 2020 年推出了 MarketGrader 中国全盘成长领袖指数，这是我们的旗舰中国指数，其目标是找出中国股票中复合增长的，也就是代表全球增长最快经济的资本增值机会。MarketGrader 中国全盘成长领袖指数是对我们中国 A 股指数的补充。

在中国，共有 3700 多家公司，找出中国复合增长股票的过程始于对每家上市公司的分析。在我们的分析中，我们对每家公司应用 24 个基本指标，将所有指标分为四类：成长，价值（这两个是 GARP 分析部分），盈利能力和现金流量（这两个是质量分析部分）。24 个指标中的每个指标都被分配了一个单独的等级，所有 24 个等级被汇总为最终的 MarketGrader 得分（MG 得分™），介于 0 到 100 之间。然后，我们将 MG 得分™ 大于 60 的所有得分评定为“买入”，所有 MG 得分™ 低于 50 的公司均为“卖出”。其余公司被评为“持有不动”。

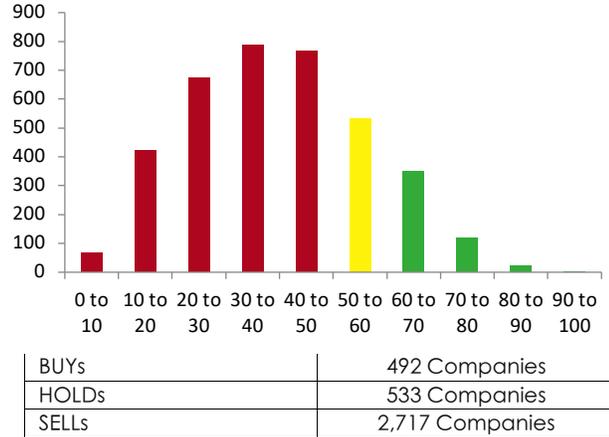
我们的 24 项指标中有一些因产业，行业或规模的不同而有所差异，反映各种公司的差异（例如，大型银行的资产负债表看起来与软件公司的资产负债表截然不同），但所有指标始终遵循我们的 GARP 分析加质量分析的方法。最终，我们研究体系的目标是找到具有以下特征的可持续增长股票：

⁷资料来源：中证国企综指和中证 300 指数来自中国证券指数公司；MSCI 中国和 FTSE 中国 50 强指数来自 FactSet.

- 持续的营业额和纯利润增长--不只是爆炸性的短期增长--而是具有可持续的利润率和高现金流。
- 健全的资本结构，不会损害经营增长，同时还具有较高的投资资本回报率 and 较低的资金密集度。
- 相对于可持续增长率的合理估值，而不仅仅是基于绝对的，无比较的估值系数。

自 MarketGrader 开始研究中国股票市场以来，我们的“买入”股票平均占 16%，“卖出”平均为 67%。图 10 通过 MarketGrader 得分和评级来细分中国可投资的所有公司。

图 10 2020 年 4 月的中国股市打分分布

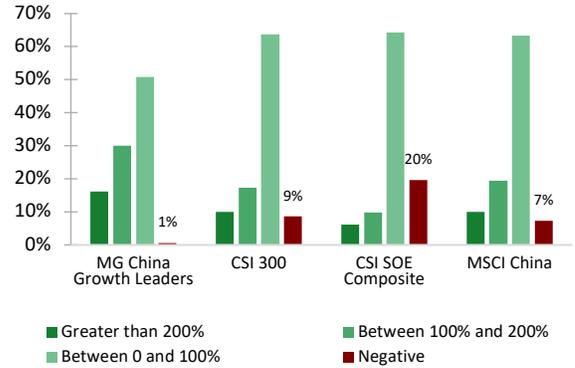


Source: MarketGrader

品质成长

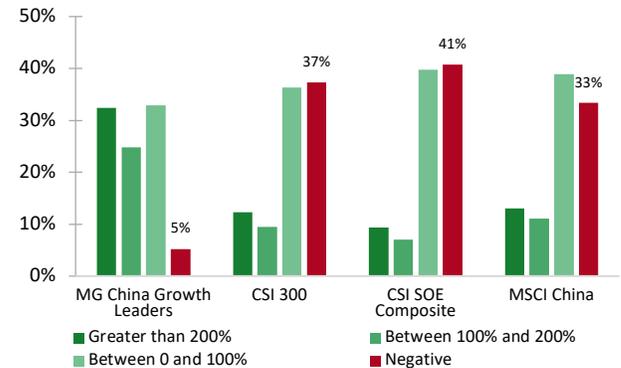
对比于按市值来选股的宽基指数，上面概述的方法让 MarketGrader 能够选择基本面更好的公司。毫不奇怪，当我们将“成长领袖指数”的成分股与一些被广泛使用的宽基指数进行比较时，如图 11 至 16 所示，它们的增长和质量指标优于宽基指数。例如，根据图 11，MarketGrader 的成长领袖指数中 46% 的成分股在过去三年中，销售额翻了一番以上（实际上 16% 的成分股销售额增长了三倍以上），而对应的沪深 300 指数中只有 27%，MSCI 中国指数中只有 29%。此外，在过去三年中，57% 的 MarketGrader 成份股，其营业收入至少翻了一番，而沪深 300 只有 22%，MSCI 中国指数只有 24%。下面这个图很清楚地表述排除一些公司的重要性以及该排除哪些，图 12 显示，在过去三年里，沪深 300 里有 37% 的公司营业收入增长为负值，MSCI 中国中有 37%，MarketGrader 指数里只有 5% 的公司。而中证国企综合指数里，该数字是 41%。

图 11 近三年的销售额增长的比例



Sales growth is measured as the most recent trailing 12-month figures compared to the figures for the 12 months ended three years earlier, excluding companies in the Financial sector. Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

图 12 近三年的营业收入增长的比例



Operating income growth is measured as the most recent trailing 12-month figures compared to the figures for the 12 months ended three years earlier, excluding companies in the Financial sector. Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

毫不奇怪，上述销售额和营业收入的增长也反映在每个指数的获利能力指标中，如图 13 所示。MarketGrader 的指数成分股里，47% 的公司过去 12 个月的营业利润率超过 20%，而沪深 300 里仅占 18%，中证国企综合指数里仅占 11%，MSCI 中国指数里仅 22%。也许，在所有指标中，最能说明国有企业在中國股市中扮演的重要角色的是在中国所有上市国企中，有四分之三的本回报率低于 10%，这证实了我们的分析，这些公司的财务决策与股东回报无关，而与以各种形式代表中国政府的代理关系很大。相比之下，沪深 300 指数和 MSCI 中国指数中有 42% 的公司股本回报率低于 10%。而 MarketGrader 成长领袖指数里，这个数字仅为 11%。

图 13 过去 12 个月的营业利润率

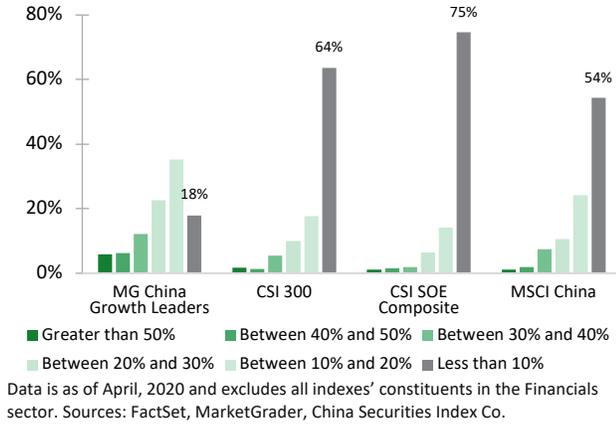


图 14 过去 12 个月的股本回报率

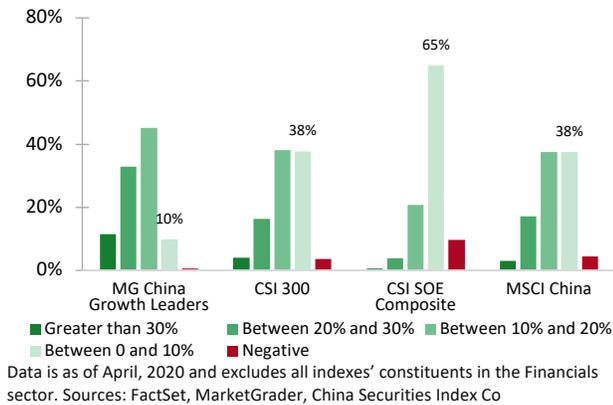


图 15 过去 12 个月的股本回报率

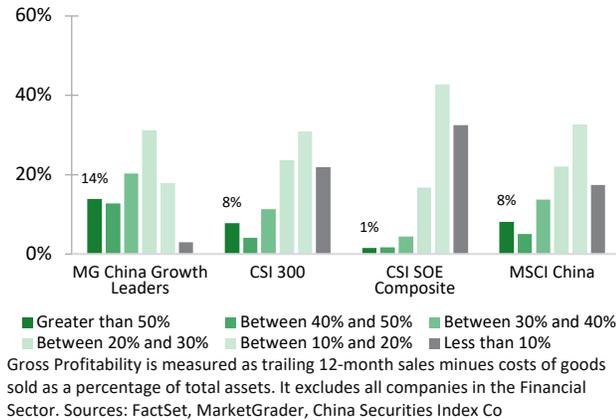
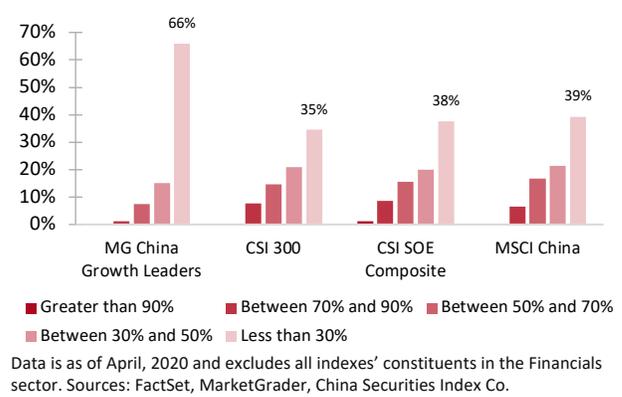


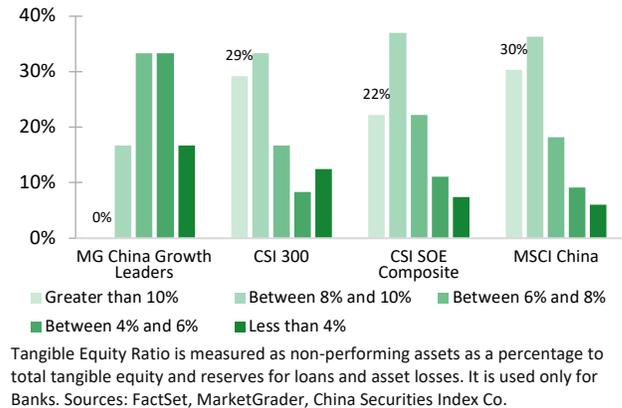
图 16 显示了在运用杠杆上，MarketGrader 的成长领袖指数和其他基准之间的明显差异。MarketGrader 三分之二的成分股总债务不到其资本结构的 30%，而对于沪深 300，中证国企综合指数和 MSCI 中国指数仅有 35%，38% 和 39% 成分股的总债务不到总资本的 30%。中证国企综指成分股中有 10% 的公司，债务至少占总资本的 70%。

图 16 总债务占总资本的百分比



投资者关注的另一个问题应该是这些中国基准里有大量的银行股份，其中许多银行的杠杆率很高，尤其是在国有企业中。我们衡量银行杠杆率的首选方法之一是计算有形资产比率，它是指每家银行的不良资产占其有形资产及其损失准备金的百分比。如图 17 所示，沪深 300 指数所有银行中有 29% 的不良资产超过其有形资产加损失准备金的 10%，而对于国有企业基准而言，这一数字为 22%，令人惊讶的是，对于 MSCI 中国指数是 30%。MarketGrader 成长领袖指数中的六家银行，没有一家比率超过 10%。

图 17 有形权益比率



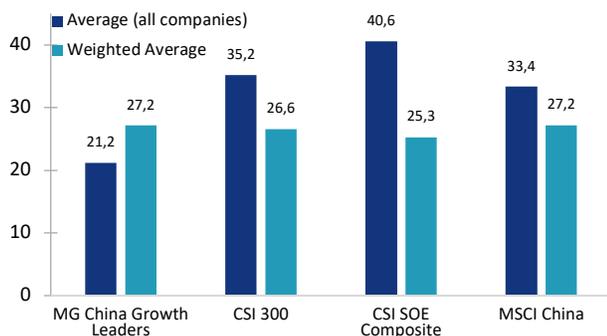
GARP 在中国有效吗？

市盈率，市净率，市销率，市值和现金流比率这类绝对估值系数虽然有助于投资者了解市场愿意为某个特定公司的股票出多少钱，但它们缺乏背景信息。尤其是在比较不同规模和业务模式的公司又处于不同行业和部门以及不同国家。同行业平均数据有助于了解更多背景信息，但也并不能完全说明问题，因为它们没有告诉我们公司基础业务的价值。或更具体地说，没法解释公司业务的增长。这就是 GARP 有用的地方，因为它通过对销售，现金流和净收入等基本层面来考察基础业务增长背景下的股票估值。这种方法，不是首先关注股票估值，而是始终与增长挂钩的方式来分析公司，这样投资者可以灵活机动，而不是严格遵循固定估值系数。对于中国股票市场而言，鉴于前面所述的二种股权机制的存在，这个 GARP 方法特别适用于国内快速的经济增长以及大部分上市公司存在不良回报的现

状。GARP 以及质量指标使我们能够确定在各个领域都可以找出反映中国快速增长的公司，同时确保这些公司的股价与它们的估值保持一致。市盈率与增长比率（PEG）是确定相对价值的有效指标，它不仅以衡量股票相对于其收益的价格，还可以衡量股票价格相对收益增长是否合理。

粗略分析 MarketGrader 在中国成长领袖成分股的估值表明，按照平均追溯市盈率来看，该指数本身并不比基准便宜多少。实际上，如图所示，加权市盈率（基于每个指数成分股的权重），MarketGrader 指数似乎比沪深 300 指数和中证国企综指更贵。这可以在图 18 中看到。

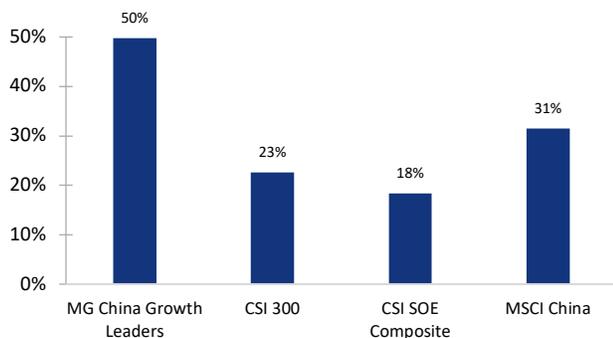
图 18 平均追溯市盈率



Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

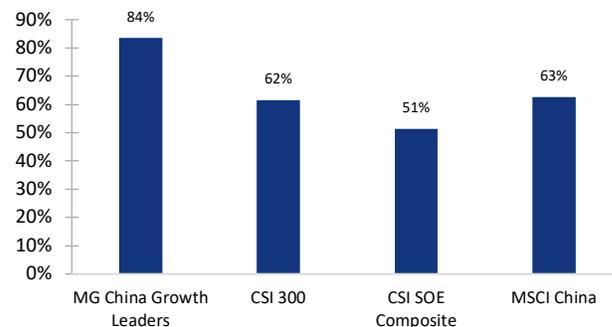
但是，如前所述，所有这些指数都是由类型迥异的公司组成的，这些公司的基本面都有很大的不同，更重要的是，其基础业务的增长率也有很大不同。实际上，从每股收益的增长来看，很明显，MarketGrader 成长领袖指数成分股的增长速度远远高于其他基准（图 19 和 20）。换句话说，以远期为基础，基于对未来增长的估计，MarketGrader 与基准之间的差异更加明显，尤其是与中证指数相比（如图 21 所示）。在许多公司缺乏分析师报道的中国，因此没有可靠的估计。因此，从远期增长率推算的公司数量比基础指数里的要少得多⁸。

图 19 过去一年每股收益增长，加权平均



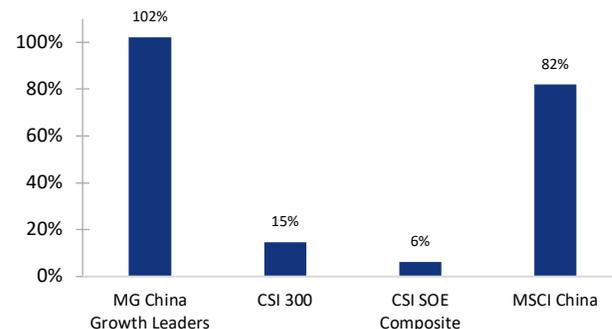
Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

图 20 过去一年每股收益增长为正的的公司所占的百分比



Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

图 21 将来一年预计每股收益增长，加权平均



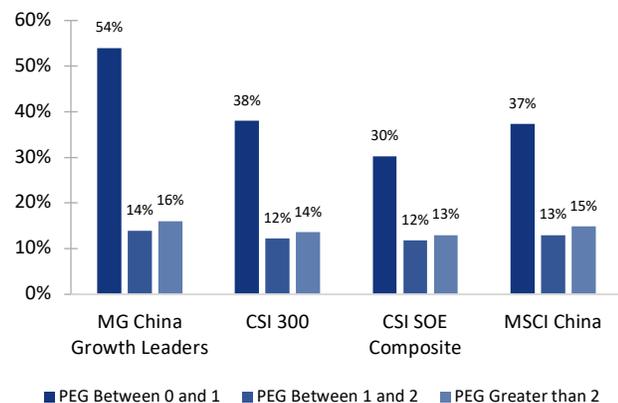
Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

上面显示的增长率从价值的角度为评估 MarketGrader 成长领袖指数和基准提供了支持，这比单看市盈率更有用。将市盈率与每个指数成分股的收益增长率（基于追踪增长率）相结合时，差异显而易见。相对于公司的基本增长率，在 MarketGrader 成长领袖指数的所有成分股中，有 54% 的公司市盈率与增长比率（PEG）介于 0 和 1 之间，这被认为是极具吸引力的估值。换句话说，对于每一个单位的收入增长，一半以上的 MarketGrader 成分股的市盈率不到一个单位。相比之下，沪深 300 指数，中证国企综指和 MSCI 中国指数中，市盈率与增长比率（PEG）介于 0 和 1 之间的公司所占百分比分别为 38%，30% 和 37%。详见图 22。图 23 显示了按指数显示市盈率与增长比率（PEG）为负的公司所占的百分比。由于 PEG 仅针对 P/E 值为正的公司计算，因此得出结论，如果公司的市盈率与增长比率（PEG）为负，则其过去一年每股收益增长率为负。

⁸图 21 中所显示的 EPS 预测是根据以下每个基准指标部分成分股的分析师预测得出的：MarketGrader 中国全盘成长领袖指数里面 66% 的股票；沪深 300

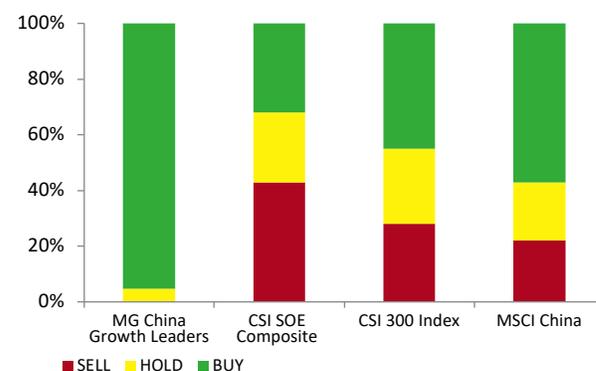
指数里面 77% 的股票；中证国有企业综合指数里面 35% 的股票；MSCI 中国指数里面 84% 的股票。资料来源：FactSet。

图 22 各个指数的 PEG 比值分布百分比



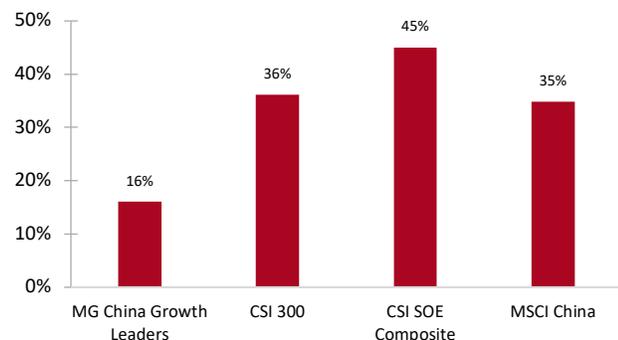
Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

图 24 2020 年 4 月各个指数的 MarketGrader 评级分布



Source: MarketGrader

图 23 各个指数里 PEG 比值为负的百分比



Sources: FactSet, MarketGrader, China Securities Index Co.

如前所述，MarketGrader 从 GARP 角度通过 24 个基本指标来衡量公司的基本实力。其中的每一个都提供了特定领域的每个公司基本面的独特快照。但是，对于投资者而言，通常最具挑战性的是将所有这些快照放到一个有凝聚力的框架中，以帮助他们简单地决定是否购买股票。从 GARP 的角度出发，提供该框架并清晰地描绘给定公司的投资前景是 MarketGrader 打分（MG 打分™）的设计宗旨，这就是为什么它是确定公司纳入 MarketGrader 指数的主要因素。在中国，对于在股市上普遍表现不佳的国有企业，这一方法尤其有效。图 24 显示了 MG 打分™对中国指数的细分。此图根据构成每个指数的公司的财务和经济实力，简要总结了每个指数的质量。

结论

虽然中国的股票市场从蹒跚起步到经历了 30 多年的显著发展，还是表现出与新兴市场密切相关的结构性缺陷。投资者常常将其过度波动和回报不一致的原因归结为中国散户投资者对长期投资的效益缺乏了解，以及缺乏较发达的资本市场所具有的大量机构投资者。尽管中国股市投机行为是很普遍，但事实是，做为全球第二大市场，散户投资者很难对股票业绩产生重大影响。MarketGrader 的研究表明，困扰着中国股市的许多问题仍然都可以追溯到中国私有化初期政府推动的双重所有权结构。再加上严格的资本管制，迫使许多中国最有前途的公司在中国大陆以外的证券交易所上市，这形成了内部人与局外人的投资文化，内部人是中央政府和地方政府，它们仍占在中国国内交易所公开上市的所有公司一半以上的多数股权。并非偶然的是，这些国有企业（SOE）是中国工业化进程的驱动力，在不到四十年的时间里，中国就成为了制造业强国。它们是材料，石油和天然气和制造业中资源丰富的老式工业公司，还有国有银行，它们继续依靠政府隐性支持的信贷来推动其增长。毫不奇怪，随着这些公司在规模上与世界上一些最大的公司相抗衡，它们开始主宰了市值加权基准的业绩，而多年来一直被投资者用作中国股市的基准。

但是，在中国，出现了一批新的公司，这些公司与中国股票市场的国企部分并驾齐驱。尽管并非全部都是所谓的“新经济”公司，但其中许多公司都是面向消费者，服务提供商或高附加值提供者，比如在半导体，网络设备和互联网基础设施等领域。在去全球化的时代，作为中国公司，在可支配收入不断增加的庞大中产阶级的支持下，会在中国不断上升到发达市场地位的过程中受益最大。但是，要找到和拥有它们，就需要另一种基准，即以质量为核心来挑选公司。这也需要看长期业绩，特别是在投资者可能根据地区政治局势紧张来重新评估其在中国的投资时。尽管这些是长期问题，但中国持续的经济增长所带来的好处将继续为该国最好的公司带来收益，尤其是如果外国公司在未来几年内搬离中国。因此，投资者需要决定哪些是最代表中国国内增长最好的公司和基准。MarketGrader 成长领袖指数就是这样的基准，它包括中国基本面最优的这些公司，选择的成分股中基本上是不包括那些国有企业的。

Carlos Diez

Carlos 于 1999 年创立 MarketGrader，并创建了量化研究模型，这个模型通过基本面评估的打分系统对上市公司进行评分，该系统遵循选估值合理成长股（GARP）的方法。2003 年，该公司根据 MarketGrader 的基本面得分进行选股，开发了一系列美国股票指数，而且等权对待所有成分股而不是用市值加权。在 2006 年，MarketGrader 与巴伦（Barron's）和道琼斯（Dow Jones）指数部门创建了美国巴伦 400（Barron's 400）指数，选出美国最吸引人的公司。巴伦 400 指数是巴伦 400 ETF（NYSE：BFOR）的基准，于 2013 年与 ALPS Advisors 合作成功上市。2017 年，MarketGrader 与中国证券指数公司合作，为中国 A 股市场开发下一代指数。今天 MarketGrader 对 93 个国家/地区的 35,000 家上市公司进行评级，并在全球市场利用其专有的 GARP 方法编制发布 50 多个指数。

Carlos 从 Pepperdine 大学获得经济学学士学位。

Carlos Diez
首席执行官兼创始人
MarketGrader.com Corp.
diez@marketgrader.com

Information herein is provided for general informational purposes and not intended to be completely comprehensive regarding the particular subject matter. MarketGrader.com Corp. does not represent, guarantee, or provide any warranties (express or implied) regarding the completeness, accuracy, or currency of information or its suitability for any particular purpose. Receipt of information does not create an adviser-client relationship between MarketGrader.com Corp. and you. Neither MarketGrader.com Corp. nor our advisory affiliates provide tax or legal advice or opinions. You should consult with your own tax or legal adviser for advice about your specific situation.

p | +1.888.529.1767
e | research@marketgrader.com
w | marketgrader.com



MarketGrader
RESEARCH & INDEXES