

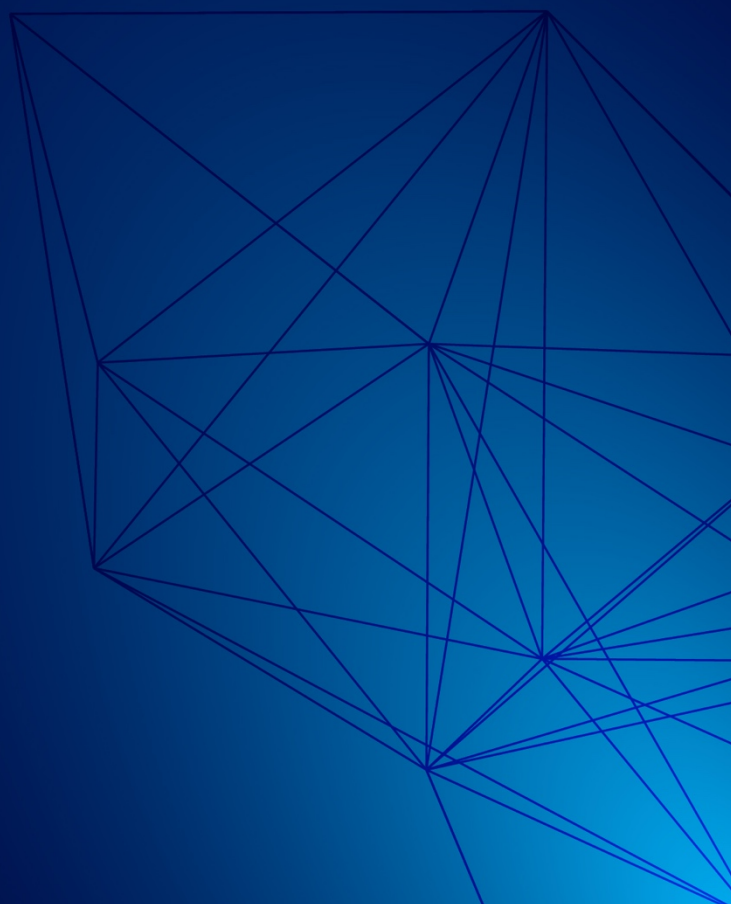


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020年第38期 总第85期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 曹明明 方垵豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

中国股市的财富创造与分配

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

施东辉（复旦大学泛海国际金融学院金融学教授）

2019 年，美国一位教授在金融学的学术刊物 JFE 上发表了一篇论文，研究了美国股市将近 90 多年的财富创造和结构。正好我们的研究人员也做了关于中国股市的相关研究，所以今天我结合这两者与大家做一个交流，即股市的财富究竟是由哪些股票创造的。

图 1 标题的英文翻译我认为可以采用中国的一句俗语，叫做“择日不如撞日”。从图 1 折线可以看出，如果我们把美股 90 年以来涨幅最大的 25 天拿掉，假设最初投入一块钱，那么到 2018 年它的收益其实跟投资 5 年期国债差不多。所以，在时间维度上，大家可以看到涨幅最大的这几天对投资收益的影响非常大，投资学上说的“闪电打下来时你一定要在场”。

择日不如撞日 Time in the market beats timing the market

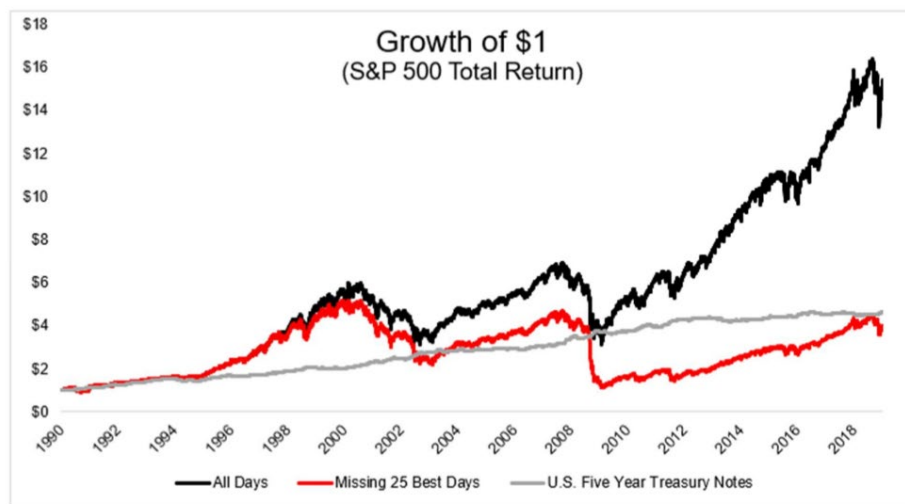


图 1

财富创造究竟如何定义，我们认为应该是投资者最终获得的价值总额，超过其资产在期初全部投入到无风险的存款或者国债中所获得的收益水平的差额，也就是说投资者获得了来自证券市场的价值创造。如图 2，第一行的公式表明上市公司为投资者创造的价值增值就在底部。第二行式子是无风险收益率的复利因子。第三行式子就是把复利因子带进去进行迭代，公式右边表示的是每一期投资者的投入在证券市场中获得的超额价值，通过无风险利率进行调整后再进行加总。这个就是一家公司为股东创造的价值，也就是说它等于每一期创造的价值按照复利因子进行调整后再进行加总的总额。

$$\begin{aligned}
 & \blacksquare W_t - W_{t-1}(1 + R_{ft}) = I_{t-1}(R_t - R_{ft}) \\
 & \blacksquare FV_{t,T} = (1 + R_{ft+1}) \times (1 + R_{ft+2}) \times (1 + R_{ft+3}) \times \dots \times (1 + R_{fT}) \\
 & \blacksquare W_T - W_0 \times FV_{0,T} = I_0 (R_1 - R_{f1}) FV_{1,T} \\
 & \quad \blacksquare + I_1 (R_2 - R_{f2}) FV_{2,T} \\
 & \quad \blacksquare + \dots \\
 & \quad \blacksquare + I_{T-2} (R_{T-1} - R_{fT-1}) FV_{T-1,T} \\
 & \quad \blacksquare + I_{T-1} (R_T - R_{fT})
 \end{aligned}$$

图 2

图 3 分析了美国股市从 1926 年到 2016 年 90 年时间里所有上过市的 26,000 多家上市公司的净财富。从创造财富的分布来看，图 3 给出了这 90 年里美股上市过的 26,000 家公司创造财富的一个结构分布图。可以看到，最左边最大的圆圈，里面包含了美股将近 24,000 多家上市公司，它们的收益跟投资一个月期国库券的收益率差不多。从左数第二张图可以看到的是 797 家公司，它们创造了 8.7 万亿美元的价值。左数第三张图，可以看到另外 205 家公司也是创造了 8.7 万亿美元的价值。最右面这个圆圈，可以看出 90 家公司创造了 17.4 万亿美元的价值。把靠右的三个小圆圈相加起来，也就是大概 1,100 多家公司，创造了整个美股所有的财富增值。所以，可以看出这个就像我们在图 1 所说的，如果你在时点上错过了涨幅最大的 25 天，那么你的收益就会很差。另外，我想分析的是，在将近 26,000 家公司中有 11,000 家公司创造了财富，占比将近 43%，而剩下的将近 15,000 家公司它们没有创造财富，也就是相对于投资者最初投入，它是毁灭财富的，这

一部分占比将近 58%。



图 3

图 4 就更加清楚，画出了整个美股财富创造的分布图。可以看到，它的上升斜率非常陡峭，也就是说它的集中度非常高，将近 1,100 家公司，占比大概不到 4%，它们创造了全部的财富；还有 90 家占比大概 0.3%左右的公司，创造了几乎一半的财富。

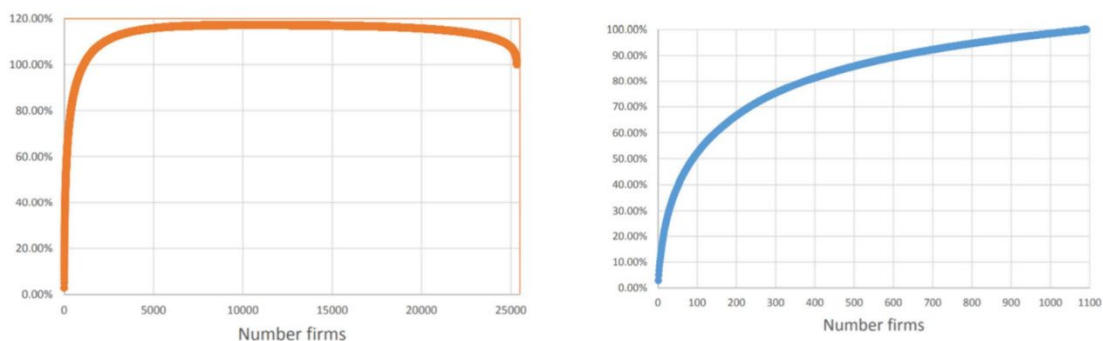


图 4

JFE 的这篇文章发表以后，后期又有很多学者去更新数据，目前

更新到 2019 年的数据，并且将它扩展到其他国家。我们来看一下更新到 2019 年最新数据的美股财富创造情况。

Company Name (most recent)	Industry	Lifetime Wealth Creation (\$ Millions)	% of Total	Cumulative % of Total	First Month	Last Month
APPLE INC	5 Technology	1,643,938.2	3.470%	3.470%	Jan-81	Dec-19
MICROSOFT CORP	5 Technology	1,411,616.1	2.979%	6.449%	Apr-86	Dec-19
EXXON MOBIL CORP	4 Energy	988,274.9	2.086%	8.535%	Jul-26	Dec-19
AMAZON COM INC	5 Technology	865,301.3	1.826%	10.361%	Jun-97	Dec-19
ALPHABET INC	5 Technology	718,235.7	1.516%	11.877%	Sep-04	Dec-19
JOHNSON & JOHNSON	8 Healthcare and Pharmaceuticals	543,182.0	1.146%	13.023%	Oct-44	Dec-19
WALMART INC	7 Wholesale and Retail	541,397.0	1.143%	14.166%	Dec-72	Dec-19
INTERNATIONAL BUSINESS MACHS	5 Technology	525,895.8	1.101%	15.276%	Jul-26	Dec-19
BERKSHIRE HATHAWAY INC DEL	10 Finance	510,224.4	1.077%	16.353%	Nov-76	Dec-19
PROCTER & GAMBLE CO	3 Manufacturing	486,922.3	1.028%	17.380%	Sep-29	Dec-19
ALTRIA GROUP INC	1 Consumer Nondurables	470,345.2	0.993%	18.373%	Jul-26	Dec-19
GENERAL ELECTRIC CO	3 Manufacturing	461,360.3	0.974%	19.347%	Jul-26	Dec-19
GENERAL MOTORS CORP	2 Consumer Durables	445,769.4	0.941%	20.288%	Jul-26	Jun-09
JPMORGAN CHASE & CO	10 Finance	440,218.9	0.929%	21.217%	Apr-69	Dec-19
CHEVRON CORP NEW	4 Energy	430,352.4	0.908%	22.125%	Jul-26	Dec-19
COCA COLA CO	1 Consumer Nondurables	412,977.5	0.872%	22.997%	Jul-26	Dec-19
MERCK & CO INC NEW	8 Healthcare and Pharmaceuticals	394,285.1	0.832%	23.829%	Jun-46	Dec-19
FACEBOOK INC	11 Other, Incl. Bus Serv and Ent	390,801.1	0.825%	24.654%	Jun-12	Dec-19
INTEL CORP	5 Technology	387,407.0	0.818%	25.471%	Jan-73	Dec-19
HOME DEPOT INC	7 Wholesale and Retail	347,573.9	0.734%	26.205%	Oct-81	Dec-19
DU PONT E I DE NEMOURS & CO	3 Manufacturing	335,051.4	0.707%	26.912%	Jul-26	Aug-17
VISA INC	5 Technology	330,620.3	0.698%	27.610%	Apr-08	Dec-19
MASTERCARD INC	5 Technology	315,632.2	0.666%	28.276%	Jun-06	Dec-19
UNITEDHEALTH GROUP INC	10 Finance	311,563.5	0.658%	28.933%	Nov-84	Dec-19
A T & T CORP	6 Telecommunications	311,532.6	0.658%	29.591%	Jul-26	Nov-05
PEPSICO INC	1 Consumer Nondurables	288,651.8	0.609%	30.200%	Jul-26	Dec-19
ORACLE CORP	5 Technology	284,304.2	0.600%	30.800%	Apr-86	Dec-19
WELLS FARGO & CO NEW	10 Finance	278,514.8	0.588%	31.388%	Jan-63	Dec-19
ABBOTT LABORATORIES	7 Wholesale and Retail	276,500.1	0.584%	31.972%	Apr-37	Dec-19
DISNEY WALT CO	11 Other, Incl. Bus Serv and Ent	272,078.8	0.574%	32.546%	Dec-57	Dec-19

Industry	Industry % of Wealth Creation
1 Consumer Nondurables	7.58%
2 Consumer Durables	3.35%
3 Manufacturing	12.49%
4 Energy	7.16%
5 Technology	18.99%
6 Telecommunications	3.69%
7 Wholesale and Retail	8.60%
8 Healthcare and Pharmaceuticals	9.79%
9 Utilities	4.51%
10 Finance	15.22%
11 Other, Incl. Bus Serv and Ent	8.62%
Total	

图 5

从图 5 可以看出，苹果公司是排在第一位的。苹果在 1981 年 1 月份上市，截止到 2019 年年底，它创造了 1.60 万亿美元财富，占整个美股财富创造的比例为 3.47%。紧随其后的是微软、埃克森美孚、亚马逊、谷歌。值得一提的是，前 30 家公司就创造了将近 1/3 的美股净财富。此外，可以看出比如 GE 和 GM，虽然我们感觉这两家公司已经昨日黄花，但他们在榜单上的排名还是非常靠前的。主要的原因就是这些传统的老牌公司，以及传统的蓝筹股，通过分红回购，用大量金额来回馈投资者。所以尽管目前他们的股价看起来多少年都一直比较差，但是从整个历史来看，他们在榜单上还是名列前茅的。从整个行业分类来看，排在前面的创富最高的是技术类公司，其占比接近 19%。接下来就是金融行业类的公司，占比 15%。然后是制造业，再之后是保健和生物医药公司，占比接近 10%。所以看出，整个美股

的行业分布相对来讲是比较均衡的。根据 2017 年-2019 年这 3 年最新数据来看，整个技术类公司创造了将近 43% 的净财富，所以技术类公司的比例在近三年非常高。

另外，近三年财富创造的集中度在历史上来看也是越来越高的。我们可以看图 6，从这张表格中可以看出每三年的时间间隔中，有多少百分比的公司创造了新的财富，有多少公司是没有创造财富。我们可以看到，在 1929-1932 年大萧条期间，只有 5.48% 的公司创造了财富，其他的公司都没有创造财富，都是负值。在 1974 年，也就是石油危机期间，这三年创造财富的上市公司比例也非常低，只有 8.24%。同时，也可以看到能创造财富比例最高的上市公司，在 1944 年，也就是二战快要结束的时候，将近 97.7% 的公司都创造了正财富，也就是说你随便买公司都能盈利。因此这种系统性风险或者系统性机会，我想还是在这些特殊的时间表现得非常明显。从集中度来看，也就是说能创造 10% 或 25% 或 50% 的财富的公司比例，近几年这类公司的比例越来越小，即很少一部分比例的公司能创造大量的很大份额的财富，说明它的集中度是越来越高的，也就是在图 6 中用红色方框标出来的数据。

Three Year Period Ending	Number Firms	Number Firms with Positive Wealth Creation	Percent of Firms with Positive Wealth Creation	Net Wealth Creation; Sum across all Firms (\$ Millions)	Gross Wealth Creation; Sum across all Positive Firms (\$ Millions)	Percent of Firms Accounting for 10% of Gross Wealth Creation	Percent of Firms Accounting for 25% of Gross Wealth Creation	Percent of Firms Accounting for 50% of Gross Wealth Creation
1929	760	339	44.61%	283,108	392,343	0.26%	0.66%	2.63%
1932	767	42	5.48%	-700,412	3,936	0.13%	0.39%	0.78%
1935	737	658	89.28%	414,960	423,812	0.27%	0.68%	3.66%
1938	799	360	45.06%	71,967	124,884	0.25%	0.88%	2.50%
1941	815	242	29.69%	-102,130	29,244	0.25%	0.74%	2.45%
1944	835	816	97.72%	378,767	379,103	0.24%	1.08%	5.39%
1947	935	681	72.83%	261,558	292,761	0.32%	1.28%	4.81%
1950	1008	868	86.11%	516,220	529,226	0.20%	0.69%	3.57%
1953	1058	704	66.54%	426,450	464,245	0.19%	0.47%	2.46%
1956	1094	1002	91.59%	1,590,131	1,602,723	0.18%	0.55%	2.29%
1959	1134	849	74.87%	1,098,472	1,233,338	0.18%	0.53%	2.56%
1962	2082	911	43.76%	310,737	823,983	0.05%	0.19%	1.01%
1965	2351	1854	78.86%	2,072,301	2,139,114	0.09%	0.34%	2.13%
1968	2509	1973	78.64%	1,028,483	1,561,225	0.04%	0.72%	4.18%
1971	2658	622	23.40%	-926,444	654,372	0.08%	0.26%	0.98%
1974	5754	474	8.24%	-3,164,572	159,247	0.03%	0.09%	0.28%
1977	5320	4492	84.44%	1,762,717	1,956,297	0.06%	0.36%	2.93%
1980	5599	3817	68.17%	1,788,861	2,277,126	0.07%	0.27%	1.50%
1983	6777	3473	51.25%	72,678	1,413,777	0.04%	0.34%	1.89%
1986	7892	3278	41.54%	1,365,718	2,120,684	0.09%	0.34%	1.27%
1989	7807	3203	41.03%	1,636,308	2,240,743	0.08%	0.28%	0.99%
1992	7586	3431	45.23%	1,105,212	1,921,159	0.04%	0.20%	1.11%
1995	8519	4769	55.98%	2,792,537	3,417,126	0.08%	0.28%	1.12%
1998	9636	4529	47.00%	7,552,887	8,792,825	0.03%	0.12%	0.47%
2001	8810	3515	39.90%	-3,031,839	2,894,272	0.05%	0.19%	0.98%
2004	6673	4209	63.08%	2,183,491	4,363,711	0.10%	0.48%	1.99%
2007	6222	2724	43.78%	3,428,620	5,752,239	0.06%	0.27%	1.19%
2010	5461	2258	41.35%	-1,636,472	2,237,307	0.07%	0.31%	1.52%
2013	4947	3357	67.86%	8,543,074	9,453,633	0.14%	0.49%	1.82%
2016	4883	2671	54.70%	5,382,624	7,191,656	0.08%	0.31%	1.49%
2019	4896	2588	52.86%	10,874,951	12,803,667	0.04%	0.16%	0.98%
Sum				47,380,963	79,649,777			

图 6

图 7 中，大家可以看到整个美股的集中度和它的股价表现越来越集中在一些头部的公司中，也就是像大家说的 S&P500。其中，技术类公司在整个市场的占比，其创造财富的份额越来越高。

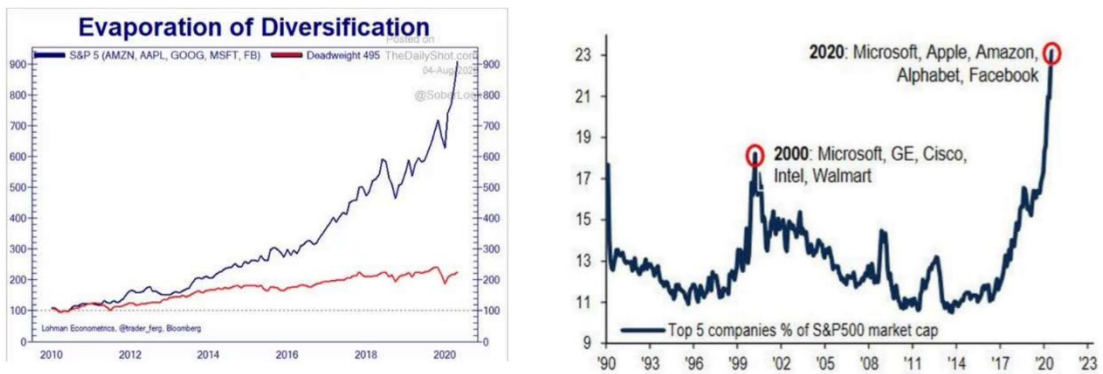


图 7

我认为其中一个原因是全球化和数字化经济新兴起以后，整个巨

型企业对市场的垄断性，或者说他们的无边际的扩张趋势越来越明显。另外一个原因我认为可能跟现在全球的货币环境有关。从历史上看，在金本位的时代，整个估值大家可能看 P/B 更多一点，大家主要看的是买股票支付的价格和公司的净资产的比重。布雷顿森林体系解体之后，大家可能就更多的看 P/E，P/E 成为主导投资的一个重要标尺，大家主要看买股票支付的价格和净资产增值之间的关系。从 2008 年全球金融危机以后，整个货币政策的框架也发生了非常大的变化，各种量化宽松的工具手段不断出台，包括这几年喧嚣尘上的所谓现代货币理论的这些观念和认识。我觉得现在可能更多的看 P/E，也就是看你买股票支付的价格和你净资产增值的速度之间的关系。所以在这种投资理念或者这种框架下，这种巨型公司可能会越来越受到青睐。还有一个方面的原因是跟全球市场利率不断走低的大环境有关。

图 8 分析了其他一些市场，比如发达市场和新兴市场。可以看到，全球股市财富创造的集中度都非常高。另外，有一点需要关注，如果把美国市场去掉的话，集中度好像要更高一点。新兴市场 and 整个亚太市场的集中度也特别高。亚太市场因为日本股市前几年表现一直比较差，日本股市创造的净财富是负的，这也使得整个亚太市场综合来看集中度特别高。

Sample	Total Firms			Top 0.25% of Firms			Top 0.5% of Firms			Top 1% of Firms			Top 5% of Firms		
	# Firms	Gross Wealth (\$US Bil.)	Net Wealth (\$US Bil.)	# Firms	% of Gross Wealth	% of Net Wealth	# Firms	% of Gross Wealth	% of Net Wealth	# Firms	% of Gross Wealth	% of Net Wealth	# Firms	% of Gross Wealth	% of Net Wealth
Global	61,100	66,570	44,739	153	37.23%	55.39%	306	49.08%	73.03%	611	61.98%	92.23%	3,055	88.31%	131.40%
Global (Excl. US)	44,034	32,308	15,955	111	34.18%	69.20%	221	46.32%	93.79%	441	59.94%	121.37%	2,202	87.70%	177.58%
By Development															
Developed	47,483	59,202	41,919	119	37.04%	52.32%	238	48.79%	68.91%	475	61.69%	87.12%	2,375	88.19%	124.55%
Developed (Excl. US)	30,417	24,939	13,135	77	34.66%	65.82%	153	46.73%	88.73%	305	60.28%	114.45%	1,521	87.86%	166.82%
Emerging	13,722	7,415	2,820	35	29.82%	78.40%	69	42.75%	112.41%	138	56.40%	148.30%	687	86.35%	227.06%
By Region															
North America	19,022	36,149	30,224	48	35.71%	42.71%	96	47.07%	56.30%	191	59.86%	71.59%	952	86.77%	103.78%
Europe	11,767	14,006	10,772	30	29.62%	38.51%	59	41.63%	54.13%	118	55.74%	72.47%	589	85.48%	111.15%
Asian Pacific	16,697	9,047	923	42	38.94%	381.60%	84	51.16%	501.32%	167	63.69%	624.12%	835	89.03%	872.39%

Source: Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi, and K.C. John Wei (2019)

图 8

图 9 是全球主要股市的财富创造公司的一些数据。如果看美股的 ADR 市场，主要是阿里巴巴就占了 ADR 市场 41% 的财富创造比例。其他几个集中度比较高或者特别高的地区，比如瑞士，雀巢公司就占了 22%；韩国的三星公司占的比重超过了 28%；中国台湾的台积电也是占了非常高的比重；在中国香港，腾讯一家公司就占了整个香港股市财富创造的 13%。

- 美股 ADR 市场：阿里巴巴 (1130 亿, 41%)
- 法国：道达尔石油 (1730 亿, 7.71%)
- 德国：SAP (1183 亿, 6.93%)
- 瑞士：雀巢 (3540 亿, 21.93%)
- 韩国：三星 (2849 亿, 28.48%)
- 日本：丰田 (1784 亿, 7.99%)
- 香港：腾讯 (3773 亿, 13.33%)
- 台湾：台积电 (2172 亿, 27.39%)

图 9

接下来我们看一下中国内地股市的情况，总体来看，中国内地股市的情况相对来讲比较特殊一点。

在中国内地的股市中，我们知道上市的新股首日涨幅非常厉害，所以我们把它做了一个细分。如图 10 所示，一共分成三部分。

一个是股票发行上市的时候，公司市值在短期内会出现一个跳跃式的增长，也就是大家因为公开发行上市的纸面财富都增长了。即公司 IPO 后，股票从非市场的状态转化成上市流通的状态，价格显著提升。第二个就是增发的时候，因为增发往往我们是打折增发的。另外一个原因就是增发往往伴随着并购重组、资产注入这样一些动作，所以它对未来增长也有一个预期。我们用的价格就是新股上市后第一个月的收盘价，因为中国股市上市交易的规则一直在修改，所以用上市后第一个月的收盘价来计算 IPO 的增值，增发也是如此。

第三部分是上市后创造的价值，这一部分的方法跟前面介绍的 JFE 中论文用的方法一样。我们评价的时点是从 1991 年中国股市开始的时候，因为上交所是从 1990 年 12 月 19 日正式开业，所以我们就从 1991 年 1 月 1 日开始算，一直评价到 2019 年的 6 月 30 日。2019 年 6 月份市场也并不处于一个非常显著的高峰或者一个低谷期，市值相对客观。这个期间我们累计分析了 3,735 家公司，29 年合计创造了将近 26 万亿的财富。

中国股市财富创造的三个来源

IPO 增值 = (新股上市首月收盘价 - 首发价格) × 股份数量

参与增发获取的价值 = (增发当月收盘价 - 增发价格) × 增发股份数量

$$\begin{aligned} \text{上市后创造的价值 } W_T - W_0 \times FV_{0,T} = & I_0 (R_1 - R_{f1}) FV_{1,T} \\ & + I_1 (R_2 - R_{f2}) FV_{2,T} \\ & + \dots \\ & + I_{T-2} (R_{T-1} - R_{fT-1}) FV_{T-1,T} \\ & + I_{T-1} (R_T - R_{fT}) \end{aligned}$$

图 10

如果我们从比重来看的话，如图 11，可以看到这三部分，红色的线就是上市后增值的部分，可以看到它跟大盘的表现其实比较相似，在 2008 年和 2015 年波动较大。然后我们计算了上市后累计的增值为正的月份，占比将近 47%。而绿色的线表示的是上市，就是 IPO 这个过程中产生的财富增值，可以看到它一直是正的，这个跟我们中国的打新，所谓新股不败有非常大的关系，打新股总是能赚钱。可以看到，它非常大的两个跳跃是在 2007 年的时候，因为当时股改结束以后，大量的大盘股票发行上市，所以这一块有一个跳升。另外一个是在 2016 年以后也有一个跳升，也就是股票发行常态化以后，股票上市节奏加快，整个 IPO 增值的总量有一个跃升。蓝色的曲线就是增发的时候，我们算增发当月的财富创造。可以看到增发也是一个稳健型、上升的态势，跟 IPO 增值的形态比较相似。从量上来看，整个上市过程创造了 24 万亿人民币的财富，其中 IPO 的过程增值是 18.45 万亿，占比

73%；然后增发的首月增值是 5.58 万亿，占比 22%，IPO 过程和增发过程合计增值就是 24 万亿，占整个所有增值 25.3 万亿的比重是 95%。公司上市后增值的部分就非常少，只有 1.26 万亿，占比只有 5%。所以，可以看到中国股市超过 9 成的财富增值都是在上市首月完成，可以说是短期内透支了未来相当长一段时间内的增长。上市第二个月开始，流通阶段都是对前面估值的不断地一个消化。这种急速上涨后，然后慢慢下跌，我想这可能也是导致 A 股市场所谓牛短熊长的一个重要因素。

历年来三类价值创造的累计金额
(1991-2019.6)

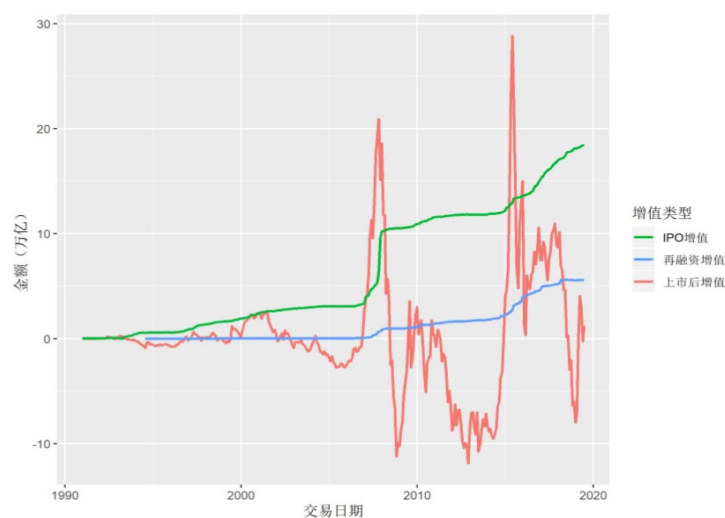


图 11

图 12 这张表是首发增值，也就是 IPO 上市过程增值排名前十的公司。排第一的是中国石油，在上市过程中数月的增值就有 3.19 万亿；接下来是中国神华，然后是中国人寿、中国太保、交通银行。可以看到，这些公司都是在 2007 年股市最火热最疯狂的时候上市，整

个 IPO 过程带来的财富增值是非常大的。

首发增值排名前十公司

股票代码	公司简称	上市日期	初始市值	月末市值	复利因子	增值
601857	中国石油	2007-11-05	2.70	5.10	1.33	3.19
601088	中国神华	2007-10-09	0.61	1.35	1.33	0.98
601628	中国人寿	2007-01-09	0.39	0.80	1.36	0.55
601601	中国太保	2007-12-25	0.23	0.38	1.32	0.20
601328	交通银行	2007-05-15	0.20	0.35	1.35	0.19
000166	申万宏源	2015-01-26	0.07	0.25	1.07	0.19
601998	中信银行	2007-04-27	0.15	0.28	1.35	0.16
601985	中国核电	2015-06-10	0.05	0.20	1.06	0.16
601390	中国中铁	2007-12-03	0.08	0.20	1.32	0.15
601600	中国铝业	2007-04-30	0.06	0.17	1.35	0.14

图 12

图 13 是增发增值排名前 10 的公司。增发的财富增值主要来源于增发所伴随的借壳这种资本运作。从前 10 名来看，可以看到好像只有一家包钢股份不是借壳的，其余 9 家，360、绿地、广发证券、海通、中传、分众传媒等都是增发伴随着借壳。所以基本上前 10 名里面，增发增值都是由借壳所带来的财富增值。

增发增值排名前十公司

股票代码	公司简称	增发时间	初始市值	月末市值	复利因子	增值
601360	三六零	2018-02	0.05	0.36	1.02	0.32
600606	绿地控股	2015-06	0.06	0.28	1.06	0.23
000776	广发证券	2010-02	0.01	0.13	1.24	0.15
600837	海通证券	2007-06	0.02	0.12	1.35	0.14
600150	中国船舶	2007-09	0.01	0.11	1.34	0.13
002027	分众传媒	2015-12	0.04	0.16	1.05	0.13
002352	顺丰控股	2017-01	0.04	0.17	1.04	0.13
600485	*ST 信威	2014-09	0.03	0.12	1.08	0.10
600010	包钢股份	2015-05	0.03	0.11	1.06	0.08
000617	中油资本	2017-01	0.09	0.16	1.04	0.08

图 13

从图 14 各个板块历年来整个财富创造的总量情况上看，可以看到主板创造的价值还是最大的。可能上海主板相当于深圳主板再加中

小板，再加创业板加起来的财富增值的量。

各板块历年来创造财富情况

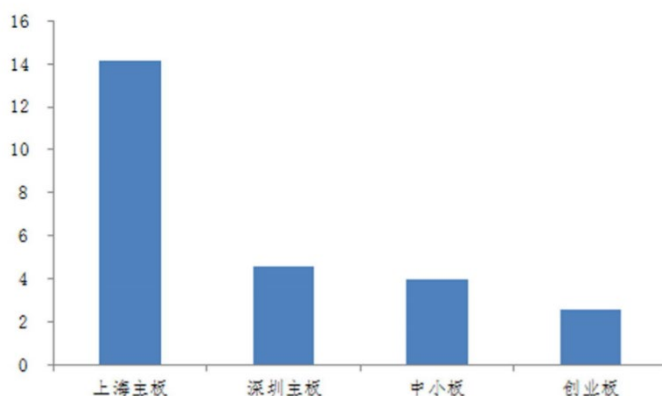


图 14

A股市场价值创造前十强（单位：10亿元）

证券代码	公司名称	二级市场增值	首发增值	增发增值	价值创造总额	二级市场增值占比
600519	贵州茅台	1303	2	-	1305	100%
601398	工商银行	1066	62	-	1128	95%
601318	中国平安	682	86	-	768	89%
600036	招商银行	727	23	-	750	97%
601288	农业银行	487	41	-8	520	94%
000858	五粮液	457	21	4	482	95%
600028	中国石化	411	-25	-	387	106%
000651	格力电器	367	6	1	375	98%
601988	中国银行	284	69	-	353	81%
600900	长江电力	290	29	3	322	90%

图 15

从整个 A 股市场看，如图 15，我们从所谓价值创造前 10 强公司来看，整体上前 10 家公司创造了 6.4 万亿元的财富，占整个 A 股财富创造比例正好是 25%。从来源上看，这 10 家公司的财富创造基本上都来源于上市后二级市场的股价上涨，有 8 家公司超过了 90%。排

名前 4 的公司都没有进行过任何的增发或资产注入，完全是依靠自身公司的经营业绩驱动二级市场价格上涨带来的财富增值，这也是非常具有代表性的。

图 16 是所谓的价值毁灭或者财富毁灭前 10 强，他们总共毁灭了 2.9 万亿元的财富。可以看到，这些公司它主要都是因为二级市场股价下跌，特别是这些中字头的企业，在 IPO 过程中创造了巨大的财富增值，但是上市后股价一路下行，所以就造成巨量的财富毁灭这样一个现象。

A 股市场价值毁灭前十强（单位：10 亿元）

证券代码	公司名称	二级市场	首发	增发	价值创造总额	二级市场毁灭占比
601857	中国石油	-5159	3186	-	-1973	261%
601088	中国神华	-1283	982	-	-301	426%
601898	中煤能源	-191	44	-	-146	130%
601558	ST 锐电	-80	-20	-	-100	80%
601600	中国铝业	-216	144	1	-70	307%
601919	中远海控	-183	83	36	-64	288%
601618	中国中冶	-61	3	2	-56	109%
600609	金杯汽车	-57	3	-	-54	106%
601258	庞大集团	-39	-13	1	-52	76%
601766	中国中车	-67	16	2	-49	136%

图 16

从 A 股市场价值创造的集中度来看，如图 17，可以看到这个集中度比美国那张图斜率要低，大概是占比 19% 的公司创造了全部的财富。其他的公司有的创造财富，有的毁灭财富，相当于盈亏相抵掉。19% 大概是不到 800 家公司。但是我们的所谓能创造财富的公司比例

是非常高的，这个比例要比美国高很多。可以看到，将近有 3,000 多家公司都是创造财富。这个原因我想可能主要是一方面跟我们的股票发行制度有关系。因为我们以前的这种是审核制或者核准制，它的发行审核理念就是要通过发行审核来审出好的公司。一方面，审核制可能把一些确实非常差的公司集中在市场外面，没有放进来；另一方面可能因为当时发行条件比较僵化，把一些真正能创造巨大财富增值的公司也拒之门外，可能就放进了一大堆比较平庸的公司。所以，可以看到它的集中度相对来说比美股要低很多。

A股市场价值创造集中度

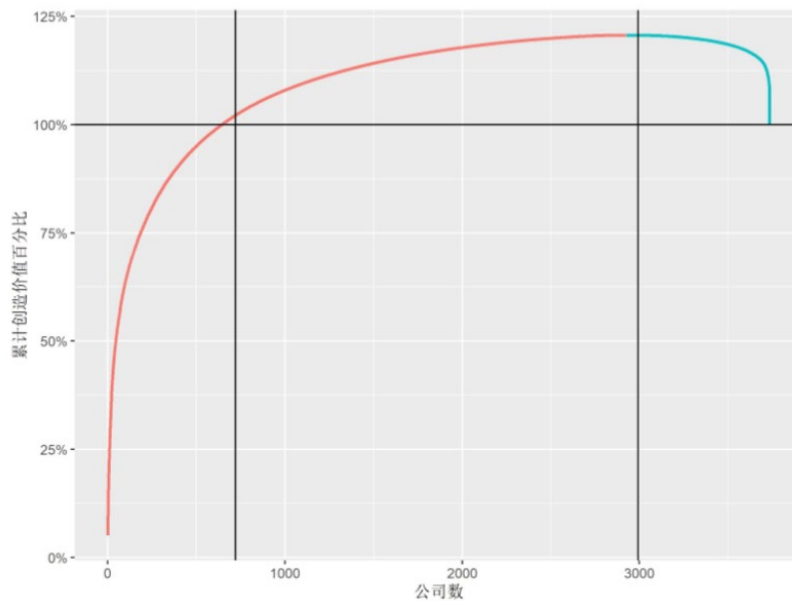


图 17

贵州茅台就是这样一个通过不断分红和业绩增长来实现财富创造的典型案例。如图 18 所示，从茅台的情况来看，它上市以来连续 20 年不间断的分红，累计分红将近 800 亿元，分红率接近 40%。在

2013 年的时候，茅台就已经通过持续的分红向市场返还了全部投资者的投资成本。投资者作为一个整体，也通过分红实现了高额的回报。所以茅台确实价值投资一个非常典型的案例，因此现在市场上说不管看好什么都是买茅台，看好军工也买茅台，看好新经济或者看好自动驾驶也买茅台，因为有玩笑说有了自动驾驶以后就没有醉驾。所以茅台确实是非常典型的一个价值投资典范。

贵州茅台：价值投资典范

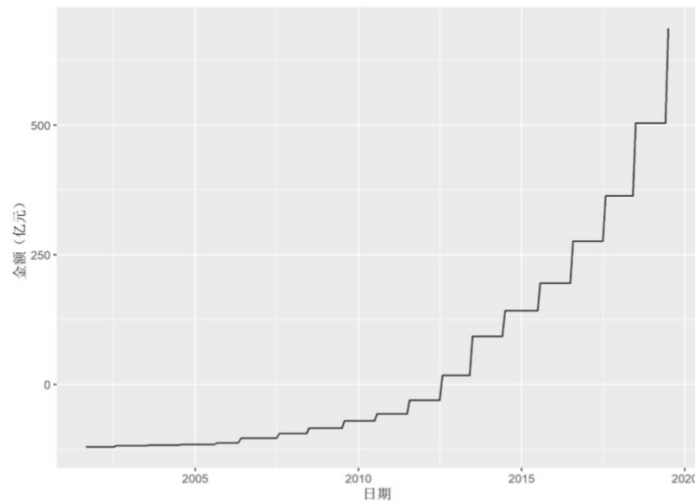


图 18

如图 19，我们对 A 股市场上的财富最终如何在市场各方之间分配进行了拆解。虽然整个发行过程在整个创富总量占了 95% 这样一个比重，但同样的二级市场投资者并没有说就不能分享到 A 股的财富。有两个原因，一个是二级市场的投资者也可以通过打新来分享 IPO 过程的财富增值；另一个是我们有比较严格的限售制度，不管是 IPO 前的老股，还是定向增发的股票，因为我们计算是以上市首月的收盘价

来算，实际上真正解禁的时候，二级市场基础的价格已经远远低于当年上市首月的价格。也就是说限售政策对市场价值进行了重新分配，所以我认为在一定程度上就阻止了特定的投资者，所谓强制投资从二级市场上切出更多的蛋糕，限售政策我认为在目前这种情况下还是有必要的。

A股市场的财富创造与分配



图 19

我们就把它进行了分解，然后再进行计算。对二级市场的投资者来说，我们分解的结果表明，他们在打新的过程中获得了 2.67 万亿的财富增值，另外在交易的过程中是 7.69 万亿，合起来就是 10.36 万亿这样一个财富的增值。对于特定的投资者，比如说上市前持有老股的股东或者定向增发的这些投资者，我们就算它的股份解禁的时候，实际的价格跟上市所谓的价格，这时候其实有一个财富的减值金额 6.43 万亿。这个减值金额就是限售政策对市场价值的重新分配。算下来，这些特定的股东或者投资者，他们获得的整个财富增值是 14.93

万亿。但有一点是需要提醒的，这里面还涉及了交易成本。交易成本我们测算下来，从 1991 年到 2019 年 6 月底，整个交易成本大概发生了将近 3 万亿，两者的财富还要把交易成本扣掉。扣掉后，二级市场的投资者可能只有 7-8 万亿这样一个财富的增值。

图 20 显示的是二级市场投资者历年盈亏的情况。这个是从上交所外部网站的统计年鉴获取的数据。2015 年发生了股灾，但是实际情况可以看到，个体的投资者总体来看其实都是盈利的。2015 年发生股灾的主要原因是因为杠杆比例太高，杠杆资金和交易占的比重过大，所以股价只要稍微下跌，就会产生一个恶性的所谓流动性的负向反馈，就是你要去杠杆平仓。平仓对股价造成压力，就需要接着去杠杆，再接着去平仓，产生了这样一种恶性情况。但是 2015 年其实从总体看，可以看到每一类投资者都是有盈利的，我们都知道 2015 年是先有了股市泡沫，然后崩溃。这种股市泡沫对不同类型的投资者影响非常不一样，这在经济学中也是一个非常有意思的研究话题。

二级市场投资者历年盈亏情况

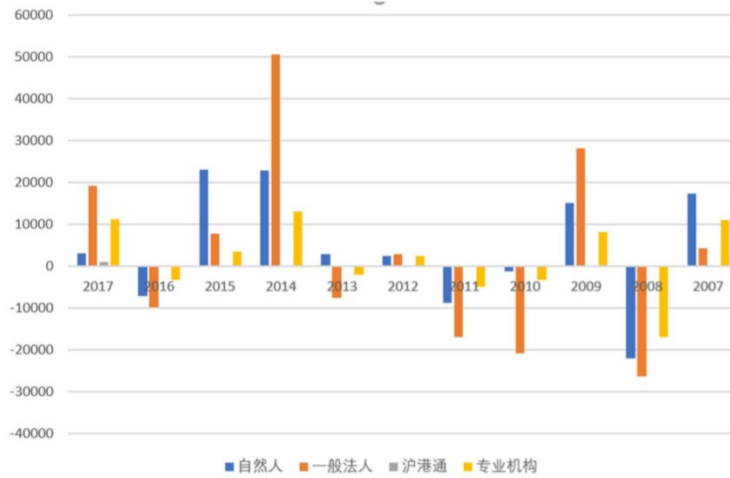


图 20

图 21 显示的这张表是来自于我和其他学者做的一篇学术论文，可以看到，WG1 小于 50 万的，我们叫小散户，WG2 是 50 万-300 万之间的中户，WG3 是 300 万-1,000 万之间的大户，WG4 其实是 1,000 万以上的所谓超大户。可以看到，在整个股市泡沫和破灭的过程中，散户和中户都是输钱的，但是大户和超大户是盈利的。也就是说，泡沫和崩溃对于不同类型的投资者的影响是不一样的。另外可以看到下面这几栏的数据，它在市场中波动比较小，相对平静时期的盈亏情况。所以就像格雷厄姆说的，牛市和泡沫是中小投资者亏损的主要原因，也就是说股价泡沫其实最后加剧了财富分配的不均。

2015年股市盈亏情况

	WG1	WG2	WG3	WG4
Panel A. Flow-generated gains in the bubble-crash period: June 2014 – Dec. 2015 (Billion RMB)				
flow-gen gains (total)	-250	-42	44	254
adj-flow-gen gains (total)	-252	-44	43	252
flow-gen gains at the market level	-118	-28	16	84
adj-flow-gen gains at the market level	-104	-15	23	96
flow-gen gains in the cross-section	-132	-14	28	170
adj-flow-gen gains in the cross-section	-148	-29	20	156
Panel B. Flow-generated gains in calm market conditions (Billion RMB)				
Jan. 2012 – June 2013				
flow-gen gains (total)	-35	-16	-8	8
adj-flow-gen gains (total)	-27	-1	8	21
July 2012 – Dec. 2013				
flow-gen gains (total)	-12	-17	-13	-1
adj-flow-gen gains (total)	-6	-5	0	10
Jan. 2013 – June 2014				
flow-gen gains (total)	-23	-20	-14	1
adj-flow-gen gains (total)	-14	-4	3	15

图 21

接下来是几点思考。首先如图 22 所示，到底什么是长期投资。我注意到最近英格兰有一家投资公司，中文翻译叫百济投资，他在特斯拉上是第二大股东，整个陪跑了 7 年，获利千亿人民币。我看了一下整个过程，他在 2013 年先是 8,900 万美元建立了 230 万股的头寸，平均成本也就是 38 美元左右。后面的三年他继续一路买，到 2017 年的时候持有了 1,400 万股，成为特斯拉的第二大股东。尽管中间有各种波折和波动，但是他始终保持增值。这家公司整个投资的流程也非常有意思，他经常用一种苏格拉底式的思辨问答，就是提出所谓 10 个最关键的问题，来坚定对这些股票长期持有的信念。所以 2020 年就留意到一个信息，他在 9 月 2 日的时候披露了他对特斯拉的大幅减

持。可以看到，当天盘中跌了 15%，第二天 9 月 3 日的时候又跌了 9%。所以所谓真正的长期投资就是要寻找这些极少数的卓越的公司，就像前面图表分析的那样，因为大部分股市的回报或者财富的创造都来自于这些公司。

何谓长期投资

真正的投资需要寻找并且长期陪伴极少数卓越公司，因为绝大多数的市场回报都来自于此。



图 22

另外一个就是股市头部效应带来的影响。一个就是贫富的极化，所谓超级富豪的财富越来越膨胀。我看到有个数据，在 2010 年的时候，地球上 388 个超级富豪的财富总和就跟地球上另外一半人口的财富总额是一样的。到 2015 的时候，只要 62 个超级富豪就可以了。那么到 2020 年的话，这个财富极化更明显，只要 26 个超级富豪的财富总和就和地球上另外一半人的财富总和一样。所以这种头部效应带来贫富极化的现象也是非常值得我们思考的。

还有一个情况值得思考的就是所谓这些大的公司变得越来越没有边界，越来越巨大。在全球 100 个最大的经济体中，有 50 多家其实都是跨国公司。所以这种情况它是否阻碍了创新？现在我们大家也都在说平台经济是不是带来了垄断。最近正好我看到有一篇论文，在

金融学的专业期刊 JF 上发表, 文章分析了 47 个国家近 30 年的数据。提到股市的越来越集中带来了更低效的资本配置, 更缓慢的创新活动, 因为那些有能力进行创新的小公司要么被并购, 要么被干掉。所以说股市这种日益集中的现象, 是阻碍了创新的, 也就是我们可以思考这样一个事情, 到底垄断是创新的敌人, 还是监管是创新的敌人。

第三个, 因为在整个全球市场, 这种头部现象越来越集中以后, 带来的积极投资可能在某些方面失效, 并且这种程度可能会越来越明显。因为你如果没有选到这些公司的话, 你的表现就很难战胜指数。

图 23 反映的是中国内地股市的头部效应。可以看到, 它也在慢慢地呈现这种头部效应趋势, 也就是说占流通市值前 10 的公司, 他们占的市值比重也是这样一个缓慢提升的过程, 超过了 60%。此外, 他们在整个交易的比重也达到了 45%。同时可以看到, 在流通市值后 50% 的这些公司, 他们的市值占比和交易占比是处在一个不断下降的过程中。

中国股市的头部效应越来越显著

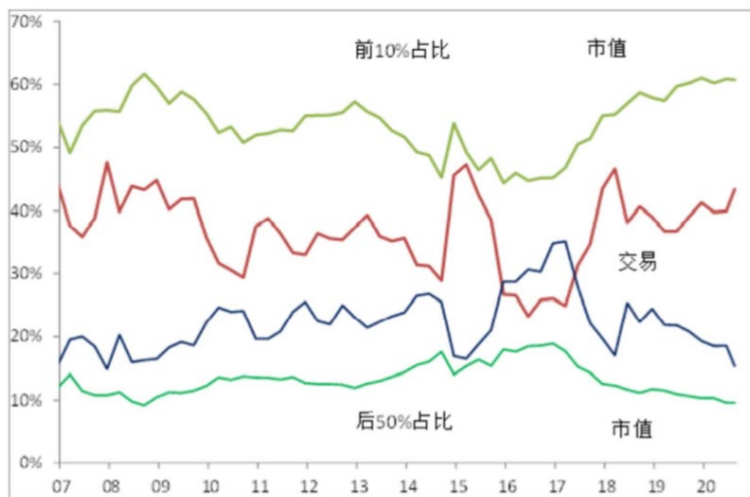


图 23

最后，简单总结一下今天跟大家交流的内容。

第一个是关于股市的财富创造，可以看到中外市场都有一个非常明显的高度集中的现象。但是，中国内地股市比较特殊的就是大量的财富增值都是在股份上市的第一个月完成的，这个跟中国内地股市中大家都喜欢炒作新股有非常大的关系，短期内透支了未来非常长一段时间内的增长。典型的就像前面讲述的财富毁灭 10 强榜，比如中国石油、中国神华等。

第二个是从财富分配来看，因为中国内地市场的限售制度，从刚才的数据呈现也可以看到，它一方面保护了二级市场普通投资者的利益，但是另一方面从比重来看，可以看到这些特定投资者获取的价值还是比二级市场普通投资者获取的财富要高很多。所以现阶段，可能限售制度还是非常有必要的。

第三个就是关于注册制，因为中国内地传统的审批制核准制，它的理念就是要审出一家好的公司。但是现在注册制的理念就是要问出一家真的公司，自己公司财务投资前景以及投资的价值，把选择权交给市场。在某些方面也可以说是一方面可能放进来了一些质地差的公司，但是由于整个市场的包容性大大增强，所以可以把那些更有可能创造巨大价值的公司包容进来。

最后一点是关于分红和回购。分红和回购可以从美股市场的情况看到，包括刚才说的茅台，它确实是实现股票市场价值创造的一个核心手段。所以，前几年无论从中国证监会还是从沪深交易所，都在大力倡导公司要加大分红力度，还是非常有必要的。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百三十九期（2020年11月16日）内容整理而成，特邀嘉宾为复旦大学泛海国际金融学院金融学教授施东辉。

施东辉博士现为复旦大学泛海国际金融学院金融学教授，拥有二十三年证券市场从业经历，曾任职上海证券交易所基金市场部总经理及资本市场研究所所长，参与了资本市场一系列重大改革举措和产品创新的方案设计与实践。他的主要研究领域为市场微观结构、行为金融及金融市场发展政策，曾获亚洲金融学会2015年会“CFA协会亚太资本市场研究奖”、中国金融学术会议2019年会最佳论文奖、上海市第十四届哲学社会科学优秀成果（论文类）一等奖等学术奖项。施东辉教授于2004年获得上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士学位。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和熊婉芳博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

