

相关研究

《回顾：中小创诞生的十倍股》
2019.05.23

《中美经贸摩擦对产业链影响几何？》
2019.05.21

《优质上市公司是资本市场长期健康发展的基石》2019.05.14

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:郑子勤

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@htsec.com

A 股与美股对比: 投资者结构及交易特征

投资要点:

- **核心结论:** ①A 股机构投资者持有市值占比 13%，美股为 57%。A 股（美股）中周期股市值占比为 39%（19%），消费股 26%（35%），科技股 13%（29%）。②A 股全部基金、股票型基金规模只有美国的 10%、1%，中美外资持股占比为 4%、15%，中美保险类资金占 GDP 比重分别为 30%、194%。③A 股、美股指数年均振幅为 72%、29%，换手率 448%、109%，相比美股 A 股龙头股溢价不明显。
- **投资者及公司结构对比: A 股机构占比低，科技股少。** 18Q4 美股市值中 Household Sector（散户、自然人及非盈利组织等）持股市值占比为 37.6%，政府及其他占比为 5%，机构投资者为 57.4%（较大的机构投资者如共同基金及 ETFs 占比 29%、外资 15%、养老金等险资 12%）。A 股总市值口径机构占比 19Q1 只有 13.2%。从市值占比角度看，A 股周期金融股占比高，消费科技占比低。周期股在 A 股中的市值占比为 39%，金融为 22%，消费 26%，科技 13%；而美股中周期占比 19%、金融为 17%、消费 35%，科技 29%。从利润占比角度看，A 股中金融业的利润占比一家独大，19Q1 为 62%，周期为 19%，消费 15%，科技 4%；而美股的结构更加均匀，金融、周期、消费、科技四个行业的利润占比分别为 24%、27%、25%、24%。
- **机构投资者对比: A 股公募、外资、险资均较少。** 18 年底美国各类开放式基金总规模为 21.1 万亿美元，占全球开放式基金市场规模的 45%，位列第一，而我国只有 1.8 万亿美元，全球占比 4%，不到美国的 10%，其中股票型基金规模只有美国的 1.4%，股票型和混合型基金只有美国的 3.7%。公募基金持股分散、目前偏大消费。外资方面，19Q1 境外机构和个人持有股票的市值为 1.6 万亿，占 A 股总市值比重为 4%，占自由流通市值比重为 7.4%，已是仅次于公募的第二大机构投资者。但外资持股占比依旧低于美股的 15%（18Q4）、中国台湾的 39%（19Q1）、韩国的 32%（19Q1）。外资持股稳定、集中在消费和金融类。险资方面，2018 年中美保险类资金（养老金三大支柱加保险公司资金）占 GDP 比重分别为 30%/194%，险资持股风格稳定，偏好金融、高 ROE 个股。
- **市场特征对比: A 股尚不成熟。** 整体来看，A 股尚不成熟：第一，从市值特征上看，A 股市值分布呈“纺锤形”，美股市值分布呈“金字塔形”。第二，从市场成交特征来看，2018 年底 A 股市值排名前 10%、30%、50%股票的全年成交额分别占 A 股年总成交额的 37%、63%、77%，而美股为 71%、92%、98%。第三，从被动资金占比来看，A 股中配置资金的力量较弱，截止 2018 年我国跟踪指数的基金（被动指数型+ETF）规模占权益类基金比重为 34%，相当于美股六年前的水平。第四，从换手率看，2018 年全部 A 股的换手率为 448%，远高于美股 109%的换手率，而其中权益类公募基金的年度换手率为 290%，也远高于美股权益类基金 32%的换手率。第五，从指数的振幅来看，美股 1980-2018 年道指年度振幅平均值为 29%，最大为 78%，最小为 10%。A 股上证综指 2005-2018 年振幅平均值为 72%，最大为 231%，最小为 14%。结构上看，A 股龙头股的溢价并不明显，重要指数在样本股的选择、权重的计算以及成分股的调整节奏上均有改善的空间。
- **风险提示:** 向上超预期：国内改革大力推进，向下超预期：中美关系明显恶化。

目 录

1. 投资者及公司结构对比：A 股机构占比低，科技股少	4
2. 机构投资者对比：A 股公募、外资、险资均较少	5
3. 市场特征对比：A 股尚不成熟	9

图目录

图 1	18Q4 美股机构投资者占比	5
图 2	19Q1 总市值口径 A 股投资者结构	5
图 3	19Q1 流通市值口径 A 股投资者结构	5
图 4	19Q1 自由流通市值口径 A 股投资者结构	5
图 5	2000 年以来 A 股各行业 IPO 占比（截至 18 年底）	5
图 6	2010 年以来 A 股各行业 IPO 占比（截至 18 年底）	5
图 7	2018 年全球基金按地区分布	7
图 8	2018 年中美公募基金类型占比	7
图 9	QFII、保险及主动偏股型基金风格偏好	7
图 10	19Q1 A 股主动偏股型公募基金行业配置	7
图 11	19Q1 QFII 行业配置	8
图 12	19Q1 陆股通北上资金行业配置	8
图 13	19Q1A 股保险资金行业配置	8
图 14	19Q1A 股社保基金行业配置	8
图 15	19Q1A 股机构投资者持股特征-按 ROE 分	8
图 16	19Q1A 股机构投资者持股特征-按 PE 分	8
图 17	2018 年美国各类险资规模	8
图 18	2018 年我国各类险资规模	8
图 19	2018 年中信一级行业换手率	10
图 20	2018 年 A 股大类行业换手率	10
图 21	2018 年 A 股、美股、权益类基金换手率	10
图 22	A 股市值分布呈“纺锤形”（截至 2019/05/30）	10
图 23	美股市值分布呈“金字塔形”（截至 2019/05/30）	10
图 24	中美股市成交集中度对比	10
图 25	道琼斯工业指数年度振幅	10
图 26	上证综指年度振幅	10

美股作为全球最发达的股票市场，有众多方面值得 A 股借鉴。本文从投资者及上市公司结构、投资者特征、市场特征三个维度将 A 股与美股进行对比，来加深我们对于 A 股的理解。

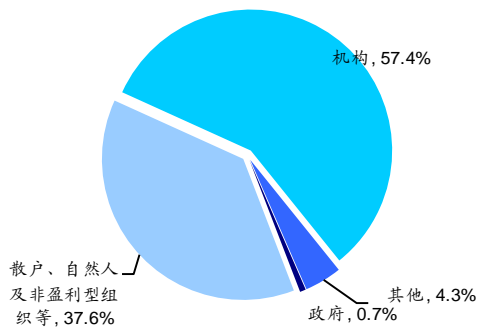
1. 投资者及公司结构对比：A 股机构占比低，科技股少

与美股相比 A 股机构投资者少，持有市值占比只有 13%。描述股市投资者结构的数据来源有多种，且 A 股与美股存在的统计口径上的差异，因此两地的数据需要将口径调整至一致才能进行比较。美股的投资者结构数据有美联储与 Bloomberg 两个来源，此外上交所所在 2013 年发布的《大力推进机构投资者参与上市公司治理》中也对美股的 1970-2013 年的投资者结构进行过测算。由于 Bloomberg 对各类机构的分类不常规且数据与上交所差异极大，本文采用更加官方、可信度更高的美联储数据。美联储在金融账户表（Financial Accounts of the United States）中统计了各类市场参与者的持股市值，根据最新的数据，18Q4 美股市值中 Household Sector（散户、自然人及非盈利型组织等）持股市值占比为 37.6%，政府及其他占比为 5%，机构投资者为 57.4%（较大的机构投资者如共同基金及 ETFs 占比 29%、外资 15%、养老金等险资 12%）。美联储统计的市值包括了公开和限售市值两部分，类似 A 股总市值概念。A 股的市值有三种口径：第一是总市值口径，即包括了限售股和流通股，19Q1 散户持股市值占比为 16.9%，自然人和法人占比 57.7%，机构占比只有 13.2%，与美联储的数据相比，散户与法人等指标由于口径差异并不直接可比，但是机构投资者占比是可比的，可见 A 股中机构投资者相比美股占比明显少。第二个口径是流通市值，我们测算，19Q1 散户持股市值占比为 20.3%，自然人和法人占比 55.7%，机构占比只有 14.1%（公募 4.3%、保险类资金 4.2%、外资 3.7%、私募 1.9%）。第三个口径是自由流通市值，即在流通市值的基础上剔除了一些看起来流通但实际上持有者并不会真的拿出来交易的股票（如已经解禁的控股股东持股等），我们测算该口径下，19Q1 散户持股市值占比为 40.5%，自然人和法人占比 27.6%，机构占比为 25.2%（公募 8.6%、外资 7.4%、保险类资金 5.6%、私募 3.7%）。

A 股、美股中周期股市值占比为 39%、19%，科技股市值占比为 13%、29%。我们将 A 股与美股中的所有个股先按照 Wind 一级行业分类，再将 11 个一级行业划分为周期（能源、材料、工业、公用事业、地产）、消费（可选消费、日常消费、医疗保健）、科技（信息技术、电信服务）、金融四个大类行业后，计算各大行业的市值和利润占比。从市值占比角度看，A 股周期金融股占比高，消费科技占比低。截止 2019/05/30，周期股在 A 股中的市值占比为 39%，金融为 22%，消费 26%，科技 13%；而美股中周期占比 19%、金融为 17%、消费 35%，科技 29%。从利润占比角度看，A 股中金融业的利润一家独大，19Q1 占比为 62%，周期为 19%，消费 15%，科技 4%；而美股的结构更加均匀，金融、周期、消费、科技四个行业的利润占比分别为 24%、27%、25%、24%。A 股市场结构失衡源自过分倚重财务标准的发行制度。《上市制度改革将改变市场生态-20180313》中我们对比过 A 股与美股的上市制度，A 股发行制度更强调财务指标，主板（含中小板）新股发行要求企业在上市前必须连续 3 年盈利，并且累计净利润需要超过 3000 万，创业板新股发行要求企业在上市前两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长，或最近 1 年盈利且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%，而美股则更加灵活，如纽交所规定企业只要资产规模较大、质量高且有盈利潜力，即使短期没有产生收入也可以上市。而在由需求扩张驱动的传统盈利回升周期中，周期股往往业绩靓丽，更易满足 A 股新股发行制度的盈利要求，从而导致 A 股周期类上市公司数量和融资金额更多。2000-2018 年，周期行业 IPO 企业数量占比达 49%、金额占 46%，而消费行业 IPO 企业数量占 30%、金额占 20%，科技 19%、12%，金融 3%、22%。即使是 2010 年以来，经济转型过程加快，2010-2018 年周期行业的上市数量和金额占比依旧较高，分别达 46%、39%，而科技行业 IPO 数量和金额占比仅 21%、17%。我国有许多科技企业因制度原因而到中国香港或远赴美国上市，单独计算这部分境外中资股的市值和利润结构：市值角度截止 2019/05/30 境外中资股中科技和消费的市值占比为 52%，高于 A 股的 39%，其中科技占比高达 30%，略高于美股；利润角度境外中资股中金融利润占比依旧很高，19Q1 为 51%，但低于 A 股的 62%。

图1 18Q4 美股机构投资者占比

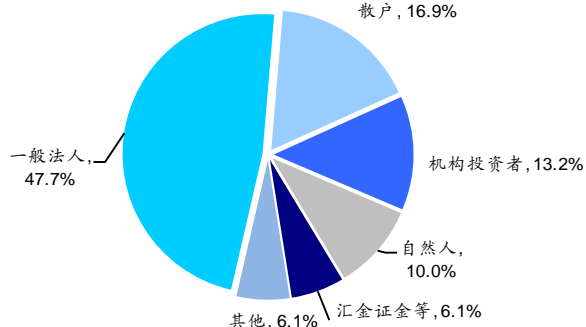
18Q4美股投资者持股市值占美股总市值比重



资料来源：美联储，海通证券研究所

图2 19Q1 总市值口径 A 股投资者结构

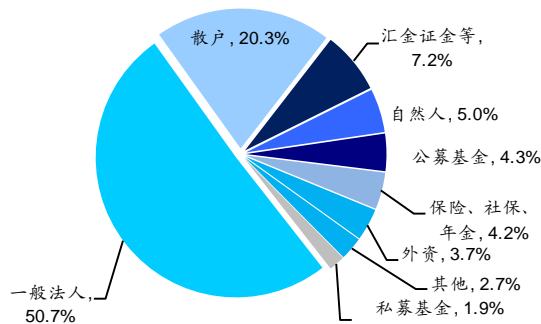
19Q1 A股投资者A股总市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 19Q1 流通市值口径 A 股投资者结构

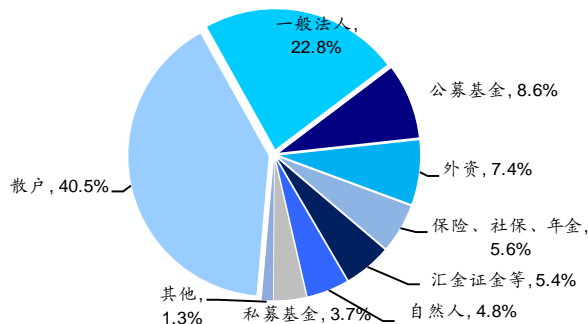
19Q1 A股投资者流通A股市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 19Q1 自由流通市值口径 A 股投资者结构

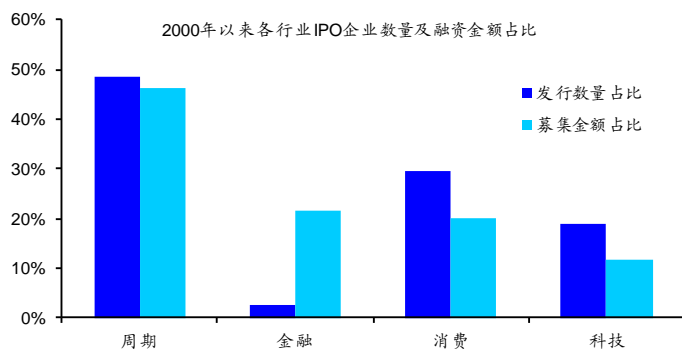
19Q1 A股投资者自由流通市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 2000 年以来 A 股各行业 IPO 占比（截至 18 年底）

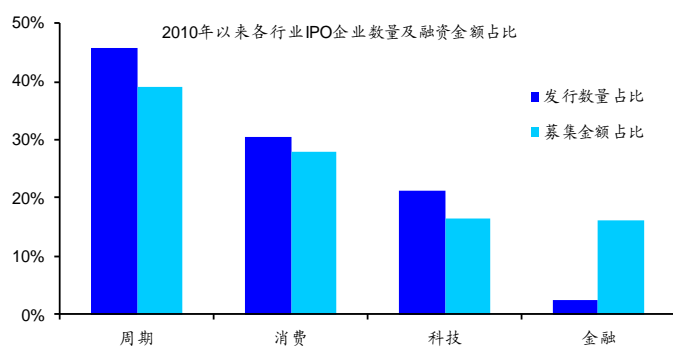
2000年以来各行业IPO企业数量及融资金额占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 2010 年以来 A 股各行业 IPO 占比（截至 18 年底）

2010年以来各行业IPO企业数量及融资金额占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 A 股、全部中资股、美股行业市值、行业净利润占比

		周期	金融	消费	科技
市值占比 (截至 20190530)	A 股	39%	22%	26%	13%
	A 股+境外中资股 (HK+US)	37%	20%	24%	19%
	美股	19%	17%	35%	29%
19Q1 净利润占比	A 股	19%	62%	15%	4%
	A 股+境外中资股 (HK+US)	27%	53%	8%	12%
	美股	27%	24%	25%	24%

资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 机构投资者对比：A 股公募、外资、险资均较少

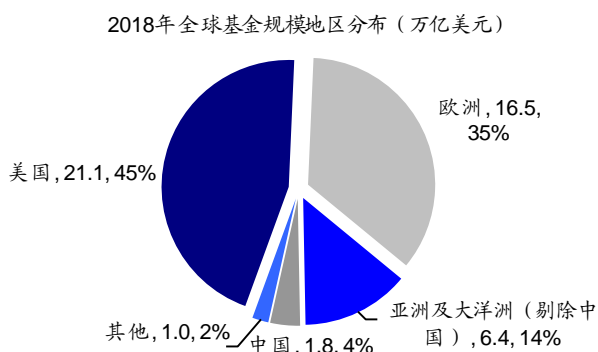
中国基金总规模不到美国的 10%，股票型只有 1%，持股分散、目前偏大消费。截止 19Q1，公募基金持股市值占 A 股自由流通市值的比重为 8.6%，是 A 股最大的机构投资者，然而与美国相比，我国的公募基金还有很大的发展空间。根据 The Investment Company Institute (ICI) 的统计，18 年底美国各类开放式基金总规模为 21.1 万亿美元，占全球开放式基金市场规模的 45%，位列第一，而我国只有 1.8 万亿美元，全球占比 4%，不到美国的 10%。结构上看，美国的开放式基金主要是共同基金（Mutual Fund），规模（占比）为 17.7 万亿美元（84%），其余是 ETF 基金。美国共同基金中占比最大的是股票型基金，规模为 9.2 万亿美元，占比高达 52%，其次是占比 23% 的债券型基金、17% 的货币基金以及 8% 的混合型基金。而我国公募基金以货币基金为主，占比 60%，债基 20%，混合型基金 13%，股票型基金只有 7%，从绝对规模上看股票型基金规模只有美国的 1.4%，股票型和混合型基金只有美国的 3.7%。从基金季报细看 A 股中主动偏股型（普通股票型+偏股混合型+灵活配置型）公募基金的投资特征：风格上，我们以基金重仓股中沪深 300 成分股的持股市值占比来衡量基金的价值成长风格，可以发现，2010 年以来主动偏股型基金重仓股中沪深 300 成分股市值占比平均为 58%，最低为 15Q4 的 31%，最高为 12Q4 的 79%，风格偏好并不稳定。16 年以来价值风格占优，19Q1 沪深 300 成分股市值占比为 64%；行业上，19Q1 主动偏股型基金重仓股中行业市值占比前三的为食品饮料（15%）、医药（11%）和非银金融（11%），且持股集中度较低，前三大行业持股市值占比为 37%，低于险资的 75%、社保的 42%、QFII 的 53%、陆股通北上资金的 41%；持股特征上，主动偏股型基金偏好低估值高盈利的个股，19Q1 重仓股中 PE（TTM）在 35 倍以下/以上的个股持股市值占比为 66%/34%，ROE（TTM）在 10%以下/10-30%/30%以上的个股占比分别为 21%/72%/6%。

中美韩外资持股占比为 4%/15%/32%，A 股外资持股稳定、集中在消费和金融类。外资流入 A 股有两种途径，一是通过沪股通北上，该途径下外资只能购买 2000 只左右满足陆股通要求的股票；二是 QFII/RQFII，该渠道下外资能买所有 A 股，但针对每家机构外管局有购买额度的限制。根据央行的口径，截止 19Q1 境外机构和个人持有股票的市值为 1.6 万亿，占 A 股总市值比重为 4%，占自由流通市值比重为 7.4%，已是仅次于公募的第二大机构投资者。但外资持股占比依旧低于美股的 15%（18Q4）、中国台湾的 39%（19Q1）、韩国的 32%（19Q1）。目前 A 股国际化进程正在加速中，MSCI2018 年将 A 股纳入其指数体系后，今年 5 月宣布将现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股，并计划 8 月将所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%，11 月从 15% 增加至 20%，同时将中国中盘 A 股（包括符合条件的创业板股票）以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数；富时罗素与标普道琼斯计划今年将中国 A 股纳入其指数体系。富时罗素纳入因子为 25%，计划 19 年 6 月/9 月/20 年 3 月的实施比例分别是 20%/40%/40%。标普计划 19 年 9 月纳入 25%，9 月 6 日公布成分股，9 月 23 日生效。预计今年纯指数化的被动外资流入 A 股规模在 1500 亿人民币左右，所有外资流入望达 5000 亿人民币。持股风格上，QFII 与陆股通北上资金均偏好大盘股，19Q1 QFII 持股中主板股票占持股总市值的比重为 69%，陆股通为 83%，且从历史数据看，QFII 风格偏好较为稳定，主板成分股市值占比一直在 80% 左右。行业配置上，QFII 与陆股通北上资金均偏好大消费和金融，19Q1 QFII 持股市值前五大的行业为银行（26%）、食品饮料（13%）、家电（13%）、医药（11%）、电子元器件（5%）；陆股通北上资金为食品饮料（21%）、家电（11%）、非银金融（10%）、银行（9%）、医药（9%）。持股特征上，QFII 与陆股通北上资金均偏好低估值、高 ROE 的个股，QFII 与陆股通中 PE（TTM）小于 35 倍的股票市值占比分别为 79%、80%，ROE（TTM）在 10-30% 区间的股票市值占比分别为 77%、73%。

中美保险类资金占 GDP 比重分别为 30%/194%，险资偏好金融、高 ROE 个股。19Q1 保险类资金持股市值为 1.3 万亿，占 A 股自由流通市值的比重为 5.6%，是持股占比位列第三的机构投资者，但是与美国相比还有很大差距。我们在去年的报告《“险”山露水——险资构成及投资特征-20180904》中比较过中美两国保险类资金的整体情况。美国保险类资金可分为四大类：①养老金第一支柱即联邦养老保险计划（OASDI），2018 年底规模为 2.9 万亿美元；②养老金第二支柱即 DB 计划和以 401(K) 为代表的 DC 计划，16.2 万亿美元；③养老金第三支柱即 IRAs 和年金计划，10.9 万亿美元；④保险公司资金，9.9 万亿美元。截止 2018 年底四大类资金规模合计 40 万亿美元，总额比 GDP 为 194%。作为对比，我国的保险类资金有①养老金第一支柱即基本养老金及社会保障基金，18 年底两者合计规模为 8.7 万亿；②养老金第二支柱即企业年金与职业年金，2

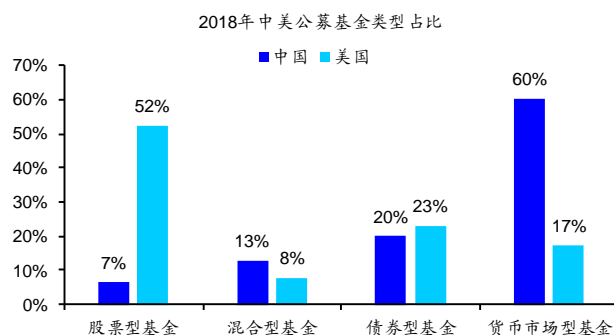
万亿；③养老金第三支柱即商业养老保险，0.3 万亿；④保险资金运用余额，18 年底为 16.4 万亿。四大类资金规模合计 27.4 万亿人民币，与 GDP 的比值为 30%。持股特征上，目前我们只能从上市公司财报中前十大流通股东来推测保险公司与社保基金的重仓股情况。保险公司方面，19Q1 保险资金运用余额为 17 万亿，投向股票和基金的比例为 12.39%，以 10% 计，保险资金的持股市值约为 1.7 万亿。我们通过企业财报倒推出的险资重仓股整体规模为 13157 亿，剔除中国人寿保险集团对中国人寿的持股以及中国平安保险集团对平安银行的持股后，重仓股总市值为 5891 亿，其中前三大行业为银行（49%）、房地产（21%）、建筑（5%）。社保基金方面，2018 年底社保基金总资产为 2.96 万亿，按照 20% 的比例投向股票来看，社保持股市值约为 5926 亿。而根据 19Q1 财报可见的前十大流通股东计算，能统计到的社保基金重仓股总市值为 2198 亿，其中前三大行业为银行（24%）、医药（13%）、基础化工（5%）。整体来看，保险和社保的投资风格非常稳健，保险公司对主板股票的持股市值占比 2010 年至今稳定在 94% 左右，社保该比例稳定在 70%，罕见风格漂移。持股特征上，险资和社保均偏好低估值、高 ROE 的个股，险资和社保重仓股中 PE(TTM) 小于 35 倍的股票市值占比分别为 94% 与 71%，ROE(TTM) 在 10-30% 区间的股票持股市值占比分别为 85% 与 73%。

图7 2018 年全球基金按地区分布



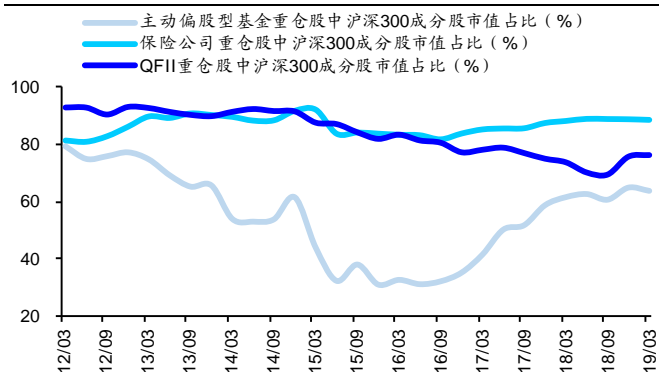
资料来源：ICI，海通证券研究所

图8 2018 年中美公募基金类型占比



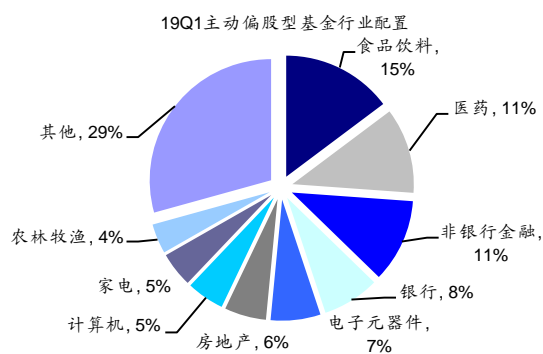
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 QFII、保险及主动偏股型基金风格偏好



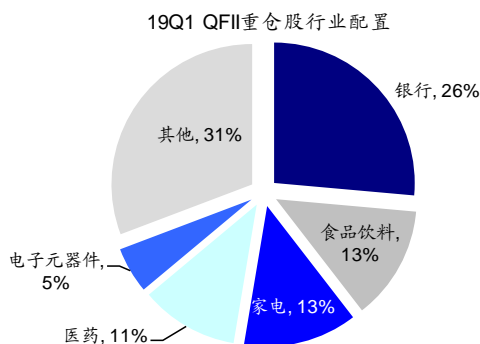
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 19Q1 A 股主动偏股型公募基金行业配置



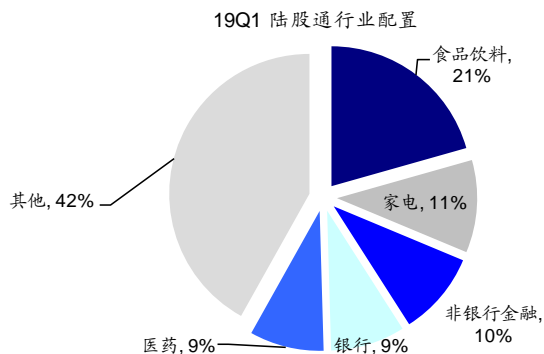
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 19Q1 QFII 行业配置



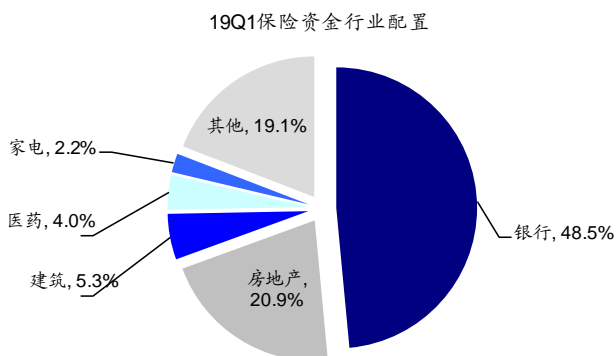
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 19Q1 陆股通北上资金行业配置



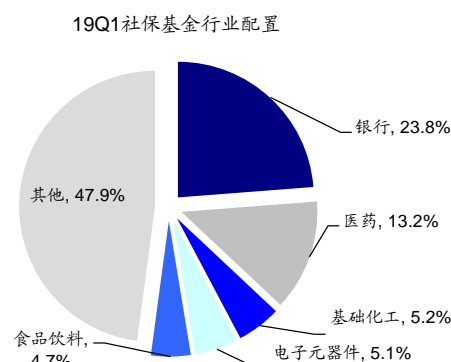
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 19Q1A 股保险资金行业配置



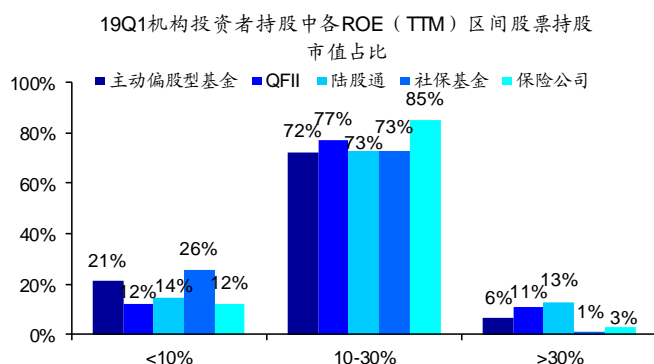
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图14 19Q1A 股社保基金行业配置



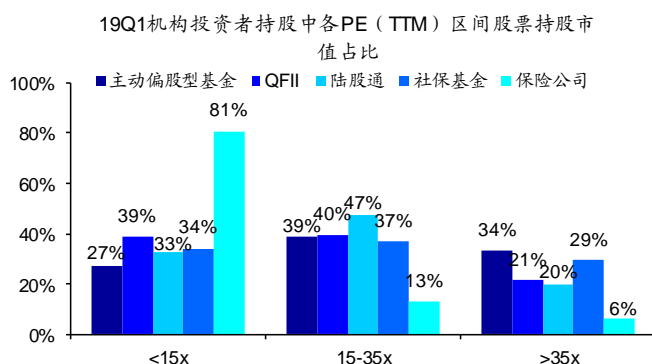
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图15 19Q1A 股机构投资者持股特征-按 ROE 分



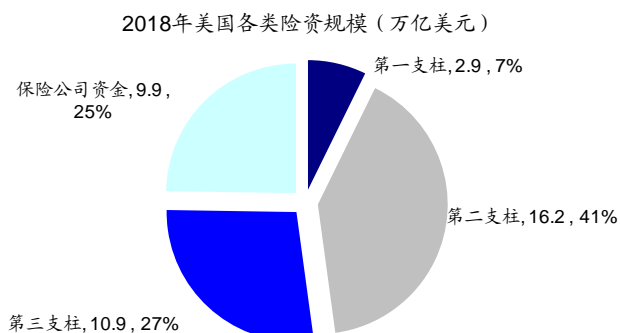
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 19Q1A 股机构投资者持股特征-按 PE 分



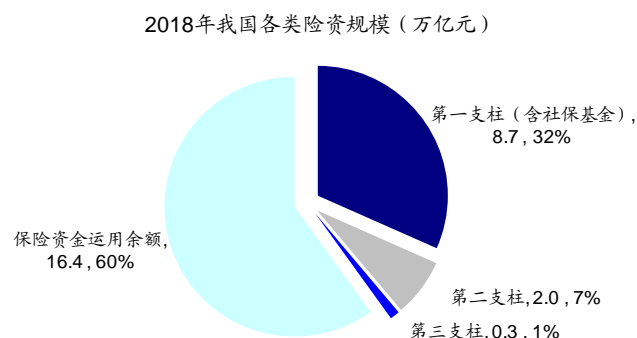
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 2018 年美国各类险资规模



资料来源: ICI, Social Security Administration, 海通证券研究所

图18 2018 年我国各类险资规模



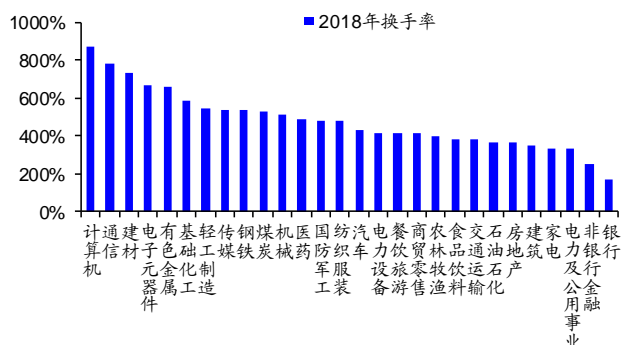
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 市场特征对比：A 股尚不成熟

整体上看，A 股波动大，市值分布呈“纺锤形”。我们从以下几个角度来分析 A 股和美股在整体上的特征差异：第一，从市值特征上看，A 股市值分布呈“纺锤形”，将 A 股所有个股按总市值从大到小排列，截至 2019/05/30，市值位于 200 亿元以上的股票数量占比为 13%，市值位于 20-200 亿元区间的股票数量占比为 79%，市值位于 20 亿元以下的股票数量占比为 8%。作为对比，美股市值分布呈“金字塔形”，市值位于 100 亿美元以上的股票数量占比为 12%，市值位于 10-100 亿美元区间的股票数量占比为 32%，市值位于 10 亿美元以下的股票数量占比为 56%。第二，从市场成交特征来看，大市值公司往往集中了较大的成交金额，而 A 股市场的集中度还较低，2018 年底 A 股市值排名前 10%、30%、50% 股票的全年成交额分别占 A 股年总成交额的 37%、63%、77%，而美股为 71%、92%、98%。第三，从被动资金占比来看，A 股中配置资金的力量较弱，截止 2018 年我国跟踪指数的基金（被动指数型+ETF）规模占权益类基金比重为 34%，相当于美股六年前的水平。第四，从换手率看，A 股换手率较高，2018 年全部 A 股的换手率为 448%，远高于美股 109% 的换手率，而其中权益类公募基金的年度换手率为 290%，也远高于美股权益类基金 32% 的换手率。第五，从指数的振幅来看，美股 1980 年代以前道琼斯工业指数年度振幅（指数最大值/最小值-1）的平均值为 38%，最大为 174%，最小为 13%。1980 后，机构投资者发展壮大使得美股波动减小，1980-2018 年道指年度振幅平均值下降到 29%，最大为 78%，最小为 10%。相比之下，A 股的波动性还很大，上证综指 2005 年以前年度振幅平均值为 102%，最大为 388%，最小为 26%，2005 以后波动性略有减小，2005-2018 年振幅平均值为 72%，最大为 231%，最小为 14%。

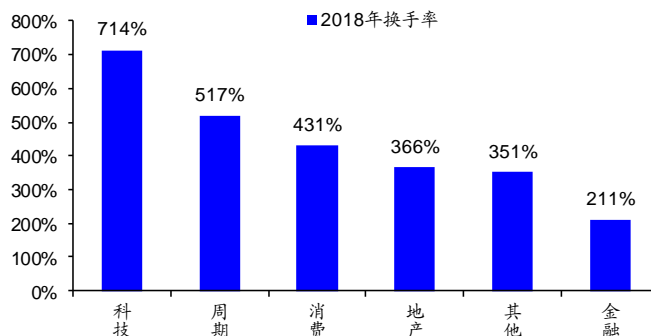
结构上看，A 股龙头股的溢价并不明显，重要指数的编制尚有改进的空间。我们在前期 A 股国际化系列报告中曾经提过，发达国家股市中由于投资者占比较高，龙头股更受偏爱，龙头估值相对行业估值会有溢价。对比 A 股与美股各行业市值前五的龙头公司及其所在行业的估值中位数水平，美股的科技与消费龙头相对行业有明显的估值溢价，如亚马逊的 PE（TTM）为 74.6 倍，相对行业 PE 的比值为 3.5，强生为 23.8 倍/1.1，微软为 27.4 倍/1.03，VISA 为 29 倍/1.1，谷歌为 27.7 倍/1.04。作为对比，A 股中消费科技龙头多数相对行业折价，如工业富联的 PE（TTM）为 15.8 倍，相对行业 PE 的比值为 0.6，海康威视为 21.2 倍/0.8，五粮液为 27.3 倍/0.9，美的集团为 15.7 倍/0.8。从指数的角度看，A 股几大指数在样本股的选择、权重的计算以及成分股的调整节奏上均有改善的空间。美股有道琼斯工业、标普 500、纳斯达克三大指数，成分股选择上，道指和标普 500 分别精选了市场中 30 支和 500 支个股，纳指则包含了纳斯达克市场所有的个股；成分股权重计算上，道指在计算成分股权重的时候因为历史原因，用的还是价格加权法，标普 500 和纳斯达克指数均用的调整后的市值来计算成分股的权重；成分股调整节奏上，三大指数均是相机调整（as-needed basis），即现有的成分股如果不满足指数的标准后，即刻会被调整出指数，而无需等到季度或者年度的会议中进行审议，因此三大指数实时反映了股市中核心个股整体的真实情况。作为比较，A 股上证综指、沪深 300、创业板指三个指数中，大家最关注的上证综指在选择样本时用的是沪市全部个股，并没有选取有代表的成分股。在计算权重时虽然用的也是较为合理的市值加权法，但是计算时使用的市值指标是“总市值”而非调整后的自由流通市值，因此受大盘蓝筹股影响较大；沪深 300 指数规避了上证综指使用总市值的问题，转而采用自由流通市值计算 300 只成分股的权重，但是沪深 300 的成分股调整频率为半年，频率较低；同样的，对标纳指的创业板指虽然用的也是自由流通市值加权法，但是 100 只成分股样本也是半年调整。对比中美指数中各个行业的权重，由于两地市场本身的市值分布不同，指数的行业权重也有明显的差异，美股指数中消费和科技的权重较高，标普 500、道琼斯工业、纳斯达克三大指数中消费和科技的合计权重分别为 63%、57% 和 84%，而 A 股指数偏向周期和金融，上证综指、沪深 300 和万得全 A 中周期和金融的合计权重分别为 72%、64% 和 65%。

图19 2018 年中信一级行业换手率



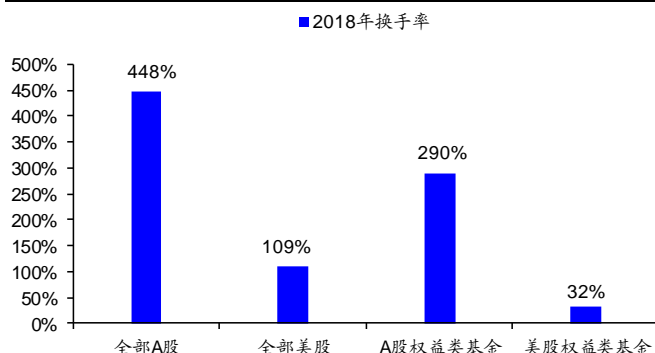
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 2018 年 A 股大类行业换手率



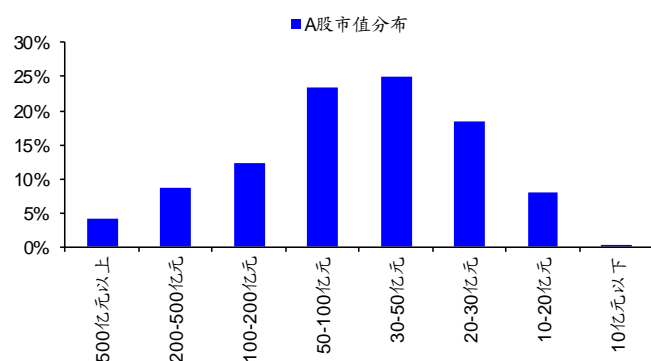
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 2018 年 A 股、美股、权益类基金换手率



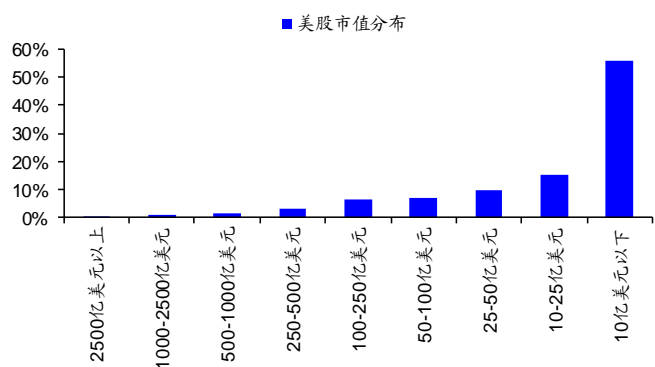
资料来源: Wind, ICI, 海通证券研究所

图22 A 股市值分布呈“纺锤形”（截至 2019/05/30）



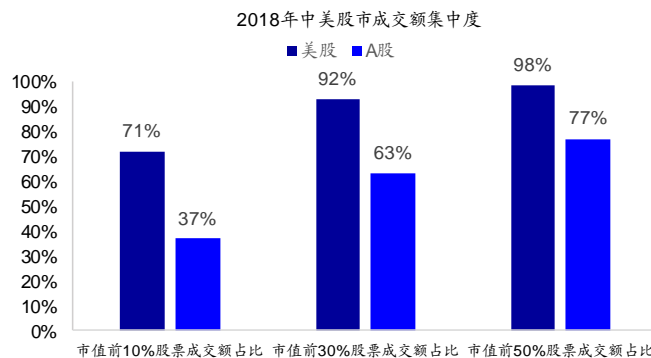
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 美股市值分布呈“金字塔形”（截至 2019/05/30）



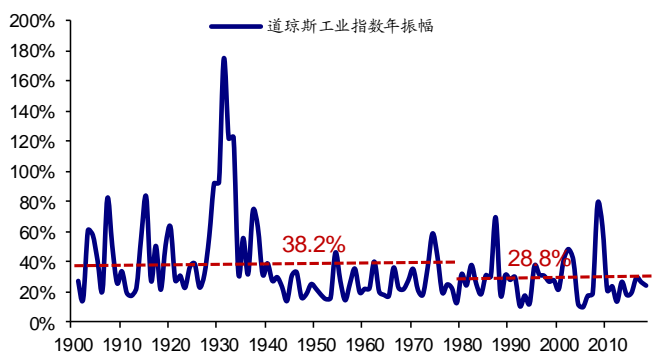
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图24 中美股市成交集中度对比



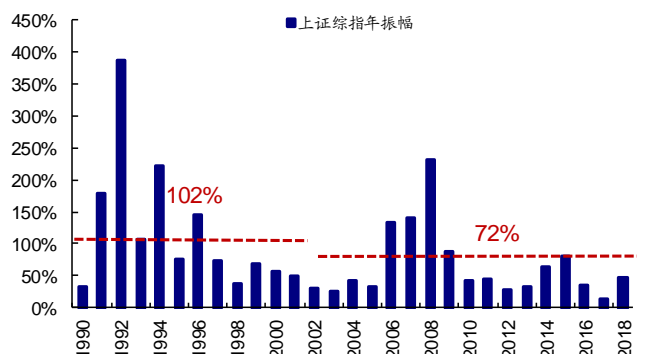
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图25 道琼斯工业指数年度振幅



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 上证综指年度振幅



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 A 股美股龙头股估值溢价对比（截至 2019/05/30）

	A 股名称	公司 PE (TTM, 倍)	行业 PE (TTM, 倍)	相对 PE		美股名称	公司 PE (TTM, 倍)	行业 PE (TTM, 倍)	相对 PE
科技	工业富联	15.8x	27.1x	0.6		微软	27.4x	26.7x	1.0
	海康威视	21.2x	27.1x	0.8		苹果	14.3x	26.7x	0.5
	中国联通	42.1x	35.4x	1.2		脸书	26.7x	26.7x	1.0
	360	39.5x	43.4x	0.9		VISA	29.0x	26.7x	1.1
	中兴通讯	-171x	35.4x	-4.8		谷歌	27.7x	26.7x	1.0
消费	贵州茅台	30.2x	29.4x	1.0		亚马逊	74.6x	21.4x	3.5
	五粮液	27.3x	29.4x	0.9		强生	23.8x	21.6x	1.1
	美的集团	15.7x	20.3x	0.8		阿里巴巴	30.1x	17.6x	1.7
	格力电器	12.4x	20.3x	0.6		沃尔玛	35.0x	23.1x	1.5
	恒瑞医药	63.6x	35.7x	1.8		宝洁	24.3x	23.1x	1.1
	A 股名称	公司 PB (MRQ, 倍)	行业 PB (MRQ, 倍)	相对 PB		美股名称	公司 PB (MRQ, 倍)	行业 PB (MRQ, 倍)	相对 PB
周期	中国石油	1.07x	1.09x	1.0		壳牌	2.61x	1.55x	1.7
	中国石化	0.89x	1.87x	0.5		埃克森美孚	1.60x	1.55x	1.0
	中国神华	1.08x	1.09x	1.0		雪佛龙	1.43x	1.55x	0.9
	宁德时代	4.53x	2.07x	2.2		英国石油	1.38x	1.55x	0.9
	宝钢股份	0.86x	1.19x	0.7		道达尔	1.18x	1.55x	0.8
金融	工商银行	0.87x	0.92x	0.9		摩根大通	1.51x	1.22x	1.2
	建设银行	0.88x	0.92x	1.0		伯克希尔哈撒韦	0.74x	1.22x	0.6
	中国平安	2.43x	1.59x	1.5		美国银行	1.08x	1.22x	0.9
	农业银行	0.78x	0.92x	0.8		富国银行	1.17x	1.22x	1.0
	中国银行	0.72x	0.92x	0.8		汇丰控股	0.91x	1.22x	0.7

资料来源：Wind、Bloomberg、海通证券研究所。相对行业估值大于 1 的已用红色标注

表 3 六大指数成分行业权重

	周期 (%)	金融 (%)	消费 (%)	科技 (%)
上证综指	40.2	32.2	21.0	6.6
沪深 300	27.8	35.7	27.2	9.3
万得全 A	36.8	28.0	24.1	11.1
标普 500 指数	23.6	13.3	31.1	32.0
道琼斯工业指数	28.2	14.9	33.1	23.9
纳斯达克综合指数	8.4	7.8	37.5	46.4

资料来源：WIND、NASDAQ 官方网站、S&P Dow Jones Indices 官方网站，海通证券研究所

风险提示： 向上超预期：国内改革大力推进，向下超预期：中美关系明显恶化。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(0755)82900465 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏容(021)23219171 x bq6583@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
联系人
李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
张恒恒 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
联系人
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧 阳 梦 楚 (0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏合 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhu j@htsec.com
季唯佳(021)23219384 ji wj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜 飞 df12021@htsec.com
张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李 婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com