



2022 年第 32 期 总第 171 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 8 月 24 日

关于我国股票市场“韧性”的比较分析

尹中立

- 对比境内外股票市场运行情况可以发现，与境外市场相比，虽然 A 股波动性较大、交易成本相对较高，但 A 股流动性更好，换手率明显更高、冲击成本表现更好。我国股票市场的主要指标均出现了好转的趋势，A 股市场的韧性正在增强。
- 对比境内板块则可以发现，沪、深两市的定价效率相近，沪市 A 股冲击成本与深市 A 股相仿，近三年来呈现出逐年向好趋势。
- 而在波动性和流动性方面，沪市主板波动性低于深市主板，创业板波动性低于科创板；深市主板换手率高于沪市

主板，创业板换手率低于科创板。研究表明，上市公司结构、上市公司规模、次新股数量三方面的原因共同导致了上述差异。

2018 年底的中央经济工作会议提出“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”。如何衡量资本市场的韧性？笔者试图通过波动性、流动性、定价效率三个指标来反映资本市场的韧性，并利用这三个指标对中国、美国、英国、中国香港、日本等国家和地区股票市场及板块进行比较分析，以期为我国资本市场下一步改革和发展提供参考。

一、境内外股票市场比较

（一）波动性

波动率可以衡量股票价格的短期波动程度及市场调节能力，波动性越低，市场越稳定。笔者将 A 股市场与主要发达国家股票市场进行比较，同时也将我国沪深两个市场的不同板块进行比较，结果如下。

与境外市场相比，A 股市场整体波动水平较高。2016~2019 年，A 股波动水平高于美、英、日等国股票市场，A 股市场平均波动率为 2.64%，高于美国（2.42%）、英国（2.39%）和日本（2.06%），但低于中国香港地区（2.85%）。2020 年，新冠疫情的扩散导致全球股票市场大幅波动，A 股市场受影

响相对较小，A股波动率较2019年略上升至3.04%。同期，美国、英国和日本市场波动率大幅上升至4.47%、3.84%和2.68%。

沪市主板波动略低于深市主板，深市创业板波动低于沪市科创板。2016~2020年，沪市主板的波动率分别为2.93%、1.94%、2.61%、2.48%和2.78%，深市主板同期的波动率为3.04%、1.98%、2.72%、2.66%和2.88%。2020年，创业板波动率为3.66%，科创板波动率为3.94%，可见创业板的波动小于科创板市场。科创板波动率高与其运行时间短有直接关系，随着时间的推移，市场容量的扩大，尤其是限售股的逐步解禁，预计科创板的波动率会逐渐下降。

A股大盘股波动率高于美股大盘股，创业板和科创板波动率低于美股小盘股和香港创业板。2016~2019年，沪深主板平均波动率分别为2.49%和2.60%，均高于纽交所和纳斯达克全球精选板块（NASDAQ GS）的平均波动水平（2.00%和2.21%）。此外，2019年创业板和科创板的波动率分别为3.09%和4.39%，低于纳斯达克资本市场板块（NASDAQ CM）的4.76%和香港创业板的4.74%。

（二）流动性

流动性主要包括市场深度、交易成本、冲击成本三个维度，境内外主要市场流动性情况如下。

市场深度。本文用换手率衡量市场深度，进而反映市场

交易的活跃程度，换手率越高，市场活跃度越高。研究表明：

第一，A 股市场换手率明显高于美国、英国、日本和中国香港等市场。2020 年，A 股日换手率为 2.35%，高于美国的 0.99%、英国的 0.29%、香港的 0.30%和日本的 0.51%。

第二，深市主板换手率高于沪市主板，科创板换手率高于创业板。2016~2020 年，深市主板换手率分别为 4.01%、2.10%、1.20%、1.69%和 2.15%，高于沪市主板换手率的 3.59%、2.06%、1.04%、1.38%和 1.56%。此外，科创板换手率高于创业板。科创板近两年的换手率为 13.58%和 6.40%，创业板同期换手率分别为 3.05%和 4.18%。

从国际经验来看，小盘股换手率通常较高。例如，2020 年纳斯达克资本市场板块的日换手率高达 2.02%，高于纽交所日换手率（0.96%）和纳斯达克全球精选板块换手率（0.88%）。因此，科创板的换手率高于创业板，创业板的换手率高于主板属于正常现象。

交易成本。本文用 Ro11 价差衡量交易成本，Ro11 价差越小，交易成本越小，流动性越好。研究表明：

第一，与境外市场相比，A 股市场整体价差相对较大。2016~2019 年，A 股市场整体价差大于美国、英国、日本等主流市场，交易成本较高。2016~2019 年，A 股平均价差为 0.0095，美国、英国和日本市场价差分别为 0.0090、0.0053 和 0.0078，中国香港地区市场整体价差最高，达到 0.0127。

2020 年，全球市场受疫情影响大幅波动，价差也大幅上升，美国、英国和日本市场分别达到 0.0204、0.0074 和 0.0101；A 股市场受疫情影响相对较小，价差略上升至 0.0104。

第二，我国的科技股交易成本低于美国科技股市场。A 股大盘股价差大于美股大盘股，创业板和科创板价差小于美股小盘股，但 2020 年的情况有所变化。2016~2019 年，沪深主板平均价差为 0.0093 和 0.0093，高于纽交所的 0.0791 和纳斯达克全球精选板块的 0.0082，表明 A 股大盘股交易成本高于美国大盘股；2016~2019 年，创业板和科创板平均价差为 0.0114 和 0.0171，低于纳斯达克资本市场的 0.0189 和中国香港创业板的 0.0176，表明我国创业板和科创板交易成本低于美国市场和香港市场的小盘股。

第三，沪市主板价差略低于深市主板，创业板价差低于科创板。2020 年，沪市主板价差为 0.0086，深市主板平均价差为 0.0101。近两年，创业板价差分别为 0.0119 和 0.0147，低于科创板水平（0.0171 和 0.0164），交易成本较低。

冲击成本。本文用最具有代表性的 Amihud 指标衡量冲击成本，进而反映市场弹性。Amihud (2002) 提出了 Amihud 指标，用价格的绝对变化幅度与交易额的比值来进行度量。Amihud 指标值越大，表明冲击成本越高，流动性越差；Amihud 指标值越小，同样交易金额引起市场价格变化越小，流动性越好。研究表明：

第一，A股市场冲击成本优于美国、英国、中国香港和日本等主流市场。2016~2020年，中国A股市场的冲击成本分别为0.09、0.10、0.22、0.18和0.14，而同期美国股票市场的冲击成本分别为0.35、0.21、0.33、0.31和0.39，中国香港股票市场的冲击成本分别为6.74、4.97、7.99、10.69和10.94，日本股票市场的冲击成本分别为4.69、2.18、2.82、3.78和3.55。香港市场的冲击成本明显高于其他市场的主要原因是股票日均交易金额小，而且小市值股票与大市值股票的成交量分化远超过其他市场。

第二，沪市A股冲击成本与深市A股相仿，并呈先升后降趋势。沪市近5年的冲击成本分别为0.09、0.09、0.22、0.17和0.14，深市近5年的冲击成本分别为0.09、0.11、0.23、0.18和0.13，呈先升后降趋势，说明A股市场的冲击成本呈现出逐年改善的趋势。

第三，与境外主板相比，境外创业板市场冲击成本更高，但我国创业板冲击成本表现较好。2020年，中国香港地区创业板市场的冲击成本为43.10，远高于其主板市场水平（9.16）；纳斯达克资本市场板块冲击成本为6.40，远高于纳斯达克全球精选板块（0.23）。而创业板冲击成本为0.13，略低于深市主板的0.14，也低于科创板的0.16。

（三）定价效率

本文采用市场效率系数来衡量市场定价效率。市场效率

系数是股票 2 日收益率方差与 1 日收益率方差的比值，越接近 1，说明定价效率越高；偏离 1 越远，说明定价效率越低。研究结果如下：

第一，沪、深两市定价效率相近。近五年，沪市 A 股的市场效率系数分别为 0.96、0.96、1.01、1.02 和 1.05，与深市 A 股水平（0.97、0.96、1.01、1.02 和 1.06）相近。

第二，与境外主板市场相比，境外创业板市场定价效率相对较低。2020 年，以小盘股为代表的纳斯达克资本市场板块、香港创业板市场定价效率分别为 0.92 和 0.89，同期，纽交所、香港主板定价效率分别为 0.94 和 0.92，表明境外创业板市场定价效率表现较差。

第三，A 股创业板和科创板的定价效率与主板基本持平。科创板定价效率除在 2019 年表现较差（0.63）外，2020 年创业板和科创板的市場效率系数分别为 1.06 和 1.04，与同期，深市主板、沪市主板基本持平（分别为 1.06 和 1.05）。

二、A 股市场各板块运行差异分析

上文分析显示，沪、深两市在波动性和流动性等方面存在一定差异。一是沪市主板波动性低于深市主板，创业板波动性低于科创板；二是深市主板换手率高于沪市主板，科创板换手率高于创业板；三是 2020 年创业板冲击成本低于科创板。产生上述差异的原因主要包括上市公司结构、上市公司规模、次新股数量三个方面。

（一）上市公司结构

新兴行业公司普遍处于成长期，其规模小、盈利能力弱，但研发投入大、成长性好、市场估值高。深市主板的新兴行业公司数量占比高于沪市主板，创业板的新兴行业公司数量占比低于科创板。深市主板新兴行业公司数量占比达 22%，高于沪市主板的 15.5%，创业板新兴行业公司数量占比达 38.8%，低于科创板的 53.4%。新兴行业公司数量占比越高，市场营业收入增长率越高，则稳定性越弱，股价波动水平也越高。例如，深市主板的近三年复合营业收入增长率为 12%，高于沪市主板的 10.9%；创业板的近三年复合营业收入增长率为 18%，低于科创板的 27.3%。

（二）上市公司规模

市值规模越小，换手率越高，也更容易受到大额订单冲击的影响，通常情况下 Amihud 冲击成本指标也就越大。沪市主板上市公司规模大于深市主板，创业板上市公司规模大于科创板。沪市主板、深市主板、创业板和科创板上市公司的自由流通市值中位数分别为 26.5 亿元、24.8 亿元、19.4 亿元和 14.8 亿元，沪市主板高于深市主板，创业板高于科创板。创业板公司规模大于科创板是创业板 Amihud 冲击成本指标和换手率小于科创板的重要原因。

（三）次新股数量

次新股的交易更加活跃，换手率也更高。科创板是在

2019 年新设立的板块，而创业板已经运行了 10 年，因此科创板的次新股（上市不满一年的股票）数量占比高于创业板。截至 2021 年 3 月 11 日，科创板的次新股共 146 只，数量占比达 61.6%，创业板的次新股共 123 只，数量占比为 13.4%，次新股占比较高也是科创板换手率较高的一个重要原因。

三、研究结论

对比境内外股票市场运行情况可以发现，与境外市场相比，虽然 A 股波动性较大、交易成本相对较高，但 A 股流动性更好，换手率明显更高、冲击成本表现更好。我国股票市场的主要指标均出现了好转的趋势，A 股市场的韧性正在增强。

与境外各板块相比，我国创业板和科创板的各类运行指标都表现更好。创业板和科创板换手率明显高于境外各市场板块，且波动性小于美股小盘股和香港创业板，交易成本小于美股小盘股。与主板相比，境外创业板定价效率通常较低、冲击成本通常表现更差；但我国创业板和科创板的定价效率与主板基本持平，且冲击成本表现较好。综合来看，我国的创业板和科创板的各项市场特征十分接近于主板市场。

对境内板块进行比较可以发现，沪、深两市的定价效率相近，沪市 A 股冲击成本与深市 A 股相仿，近三年来呈现出逐年向好趋势。在波动性和流动性方面，沪、深两市则存在一定差异。例如，沪市主板波动性低于深市主板，创业板波

动性低于科创板；深市主板换手率高于沪市主板，创业板换手率低于科创板；2020 年，创业板冲击成本低于科创板。

导致上述差异可能的原因有：一是在上市公司结构方面，深市主板的新兴行业公司数量占比高于沪市主板，创业板的新兴行业公司数量占比低于科创板；二是在上市公司规模方面，沪市主板上市公司规模大于深市主板，创业板上市公司规模大于科创板；三是在次新股数量方面，科创板的次新股（上市不满一年的股票）数量占比高于创业板。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联系人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）