

股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴

2025 年 08 月 08 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **股市同比增速超过 GDP 同比增速，透露了什么信号？** 从去年第三季度以来，中国 A 股的同比增长（以上证综指为代表）已经连续四个季度好于经济增长（无论是名义还是实际），当然这也是 2021 年下半年以来首次。背后的信号如何？后续如何发展？

➤ **之前的多数研究常常以经济的实际增速为核心。** 比如研究经济增长中枢的变化下股市的表现和背后的原因。在本篇报告中，我们从名义 GDP 的角度入手，站在当前普遍关注再通胀和债务周期的背景下，**名义 GDP 的意义会更加重要。**

➤ **我们引入实际 GDP 和通胀的二维框架，发现股市跑赢 GDP 更容易发生在“量升价降”的变革时期或者“量价齐升”的上升时期。** 国内股市跑赢行情若想持续，通常路径有两条：一是走“量升价降”的科技新质“慢牛”路线；二是加速走出通胀疲软期，走经济复苏、风格切换路线。

➤ **名义 GDP 代表的是过去一段时间，各行各业实际创造的经济价值；**而股市代表的则是市场对于公司**能够创造**的经济价值的评估。理论上，后者包含前者，经济好股市一般不会太差，例如**股市的利润增速和 GDP 增速密切相关**，但实际中差异也很明显，相较而言，实体经济的上涨更趋平稳，而股市的增值则更加波折。这些“偏差”可能出现在两个层面：

➤ 一是盈利端（E），股市预期企业能够创造的价值，和实体经济创造的价值明显不同，**这可能发生在经济和产业结构加速调整的阶段。**

➤ 二是盈利之外的因素（PE），如情绪、流动性环境等影响估值以及溢价的因素。

➤ **首先我们回到一些基本问题：股市跑赢 GDP（名义增速，下同）是否常见？一般在什么情况下发生？**

➤ **股市跑赢 GDP 并不少见。** 为了便于比较，我们选取 2000 年至今年第二季度作为时间窗口，不难发现在主要经济体中，**股市跑赢经济的“概率”并不低**，其中**美国最突出**：2000 年以来超过 6 成的时间股市同比表现要好于名义 GDP 同比增速。相较而言，**中国股市跑赢 GDP 的“概率”是相对偏低的**，2000 年以来约为 32%，平均持续时间大约在 6 个季度。不过，**从上涨速度来看，中国名列前茅**，即使剔除涨幅“惊人”的 2006 至 2007 年，7% 的季均同比涨幅也明显高于欧美主要经济体。

➤ **股市跑赢 GDP 靠什么？会不会因为经济变差了？** 从整体看不是，比较“跑赢”时期经济增长相较之前 4 个季度的变化，平均而言，**无论名义还是实际增速都是改善的。** 比较有趣的是中国和美国是实际增速的改善更突出，日本和欧洲则是名义增长。我们倾向于认为这可能源于中国和美国在产业结构调整、科技创新等供给侧变化更多，而日本欧洲经济在结构上相对成熟稳定。

➤ **值得注意的是，本轮 A 股跑赢经济的特殊之处在于再通胀的压力较大。** 无论从中国自身的经验，还是海外的例子而言，这都比较少见。

➤ **那么股市跑赢经济，主要靠什么？** 拆分股价上涨的贡献，我们不难看出，整体而言，在股市跑赢阶段，欧美日股市的盈利贡献更明显。这与我们之前所说的，

相关研究

1. 2025 年 7 月贸易点评：出口加速：7 月外贸的三个“意外” -2025/08/07

2. 2025 年 7 月服务业 PMI 点评：两个服务业景气指标为何大幅背离？ -2025/08/06

3. 美国经济研究：美国经济成色究竟如何？ -2025/08/06

4. 海外市场追踪：非农骤降的市场信号 -2025/08/02

5. 2025 年 7 月 PMI 点评：7 月 PMI 的不寻常 -2025/07/31

A 股跑赢经济的持续时间相对偏短、上涨速度更快是遥相呼应的。

➤ **对于当前而言，有什么历史经验可以借鉴？** 我们构建以一个简单的框架，名义 GDP 可以分解成实际 GDP 和 GDP 平减指数两个方面，分别对应着经济中的实际产出和通胀因素，理论上二者的不同组合对应着不同的经济情景：

➤ 实际 GDP↑+GDP 平减指数↑：量价齐升，需求端因素占主导，经济周期性向上，制度性红利释放。

➤ 实际 GDP↑+GDP 平减指数↓：量升价降，供给端因素占主导，往往出现有利的供给性改革，产业结构调整或者科技创新。

➤ 实际 GDP↓+GDP 平减指数↑：类滞胀，往往是由于负面的供给冲击导致。

➤ 实际 GDP↓+GDP 平减指数↓：供需双弱，经济周期性/结构性趋弱。

➤ 为了剔除短期内的波动干扰，我们对实际 GDP 和 GDP 平减指数都做了 5 年平均来平滑，我们可以得到一些有意思的发现：

➤ **当出现实际经济增速上行，GDP 平减指数下行或者保持的低位的时候，股市跑赢的概率更大、持续的时间也更长。**比较典型的是美国 20 世纪 90 年代信息技术大发展的阶段，创下了美国历史上最长的股市连续跑赢纪录，又如 21 世纪初日本的小泉改革，供给端推进民营化、推动科技和知识产权立国，金融端集中处理不良资产，虽然通胀不强，但是依靠出海等渠道，经济增长企稳反弹，股市也持续跑赢经济。

➤ **当出现经济处于供需双弱或者类滞胀的阶段，股市相对经济跑出超额的难度大幅上升。**这一点从欧洲、日本的经验中可以看出，而美国的特殊之处在于享有美元主导地位赋予的结构性优势——当美国经济出现量价齐跌，往往也意味着全球经济不景气，这种情况下，如果全球资金充裕，还是会更多地考虑美元资产，再加上近些年美股引以为傲的大型科技公司具备一定“超越牛熊”的稳定性。美股跑赢经济的情况更加频繁。

➤ **当然中国市场有一定的特殊性，在相对不长的历史里，经济减速、通胀偏弱的阶段不时会出现股市异军突起的行情。**比较典型的是 1999 年至 2001 年（以下简称 1999 年），以及 2014 年至 2015 年（以下简称 2015 年）。作为当前的参考，前者可能是正面案例，后者则提供一定的经验教训：

➤ **比较“1999 年”和“2015 年”，在宏观上最大不同之一是前者逐步走出了通胀疲软期——2000 年开始，GDP 平减指数转正，股市行情得以切换和延续；而后者经济下行的压力进一步释放——经济增速在 2015 年第四季度破 7，平减指数转负，股市最终回落。**

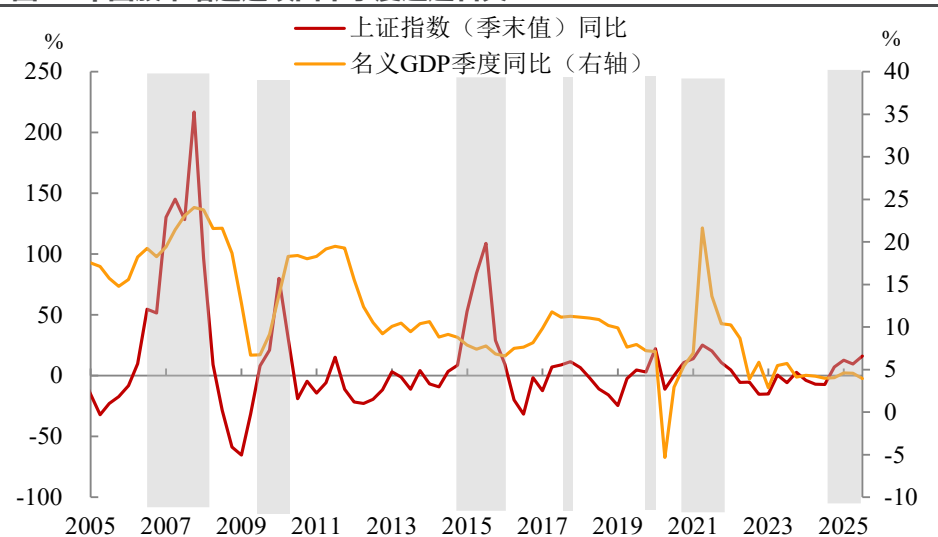
➤ **从政策上看，流动性宽松是共性，但是必要不充分条件。**1997 年金融危机之后，中国就进入宽松周期，扩大内需是重要方针，财政自 1998 年以来持续发力；2015 年中国经济动能持续放缓，央行 5 次调整存款准备金率，5 次降息，流动性极其充裕。

➤ **从行业比，不同宏观环境下的行业板块的表现不尽相同。**以“1999 年”为例，1999 年整体经济还处 CPI 同比为负的情况下，比较典型的是“519”行情，表现最好的是金融服务板块，其次是映射美国科网泡沫的“科技股”集中行业，包括信息设备、信息服务、电子等。而到了 2000 年由于经济出现明显的企稳反弹，表现最好的板块是建材、石油石化、农林牧渔、休闲服务和有色金属。相较而言，2015 年是普涨行情，排名前列的板块既有计算机、传媒等，也有建筑装饰、非银金融等传统行业。

- **回到当前，未来行情持续的两种可能性：**
- 一是实际 GDP 回升、通胀保持低位的**科技创新路线**。借 AI 和新质生产力的东风，效仿 20 世纪 90 年代的美国和 21 世纪初的日本，走供给侧和科技慢牛路线。
- 二是实际 GDP 和通胀同时回升的**周期复苏路线**。宏观政策大发力，1 年内再通胀压力明显缓解，板块从成长逐步切换至周期价值。
- **今年上半年，中国经济其实出现了“量增价降”的苗头**——尽管通胀偏弱，但上半年经济增速企稳。而从当前的政策倾向和节奏来看，第一种情形可能更符合政策层的偏好。

- **风险提示：**未来政策推动不及预期；国内外经济形势变化超预期；外部风险扰动下资产波动加大。

图1：中国股市增速连续四个季度超过名义 GDP



资料来源：ifind，民生证券研究院

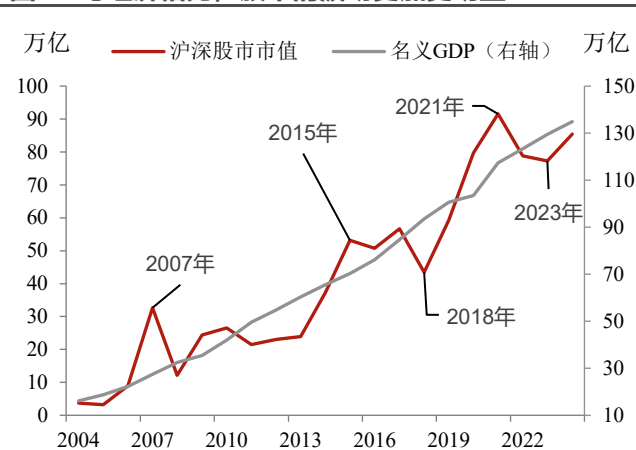
注：数据截止至 2025 年 Q2，阴影部分为股市增速超过名义 GDP 增速的区间。

图2：经济增速和股市利润增速密切相关

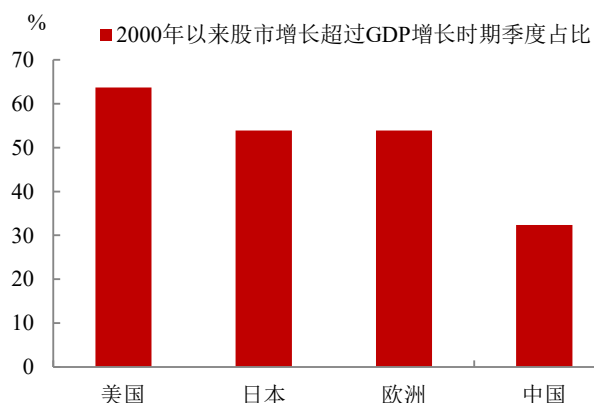


资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：与经济相比，股市的波动更加更明显

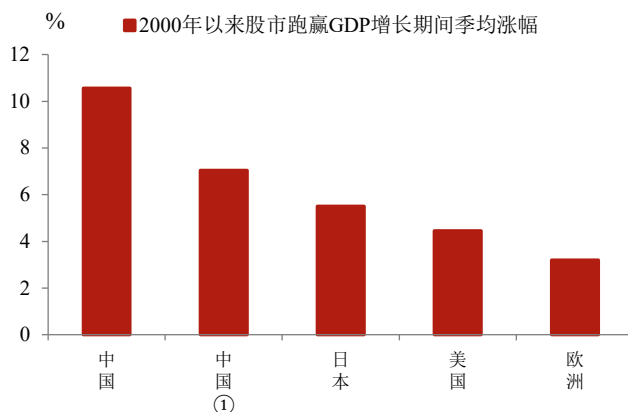


资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2000 年以来，中国股市增速超过 GDP 增速的时间小于欧美日等国


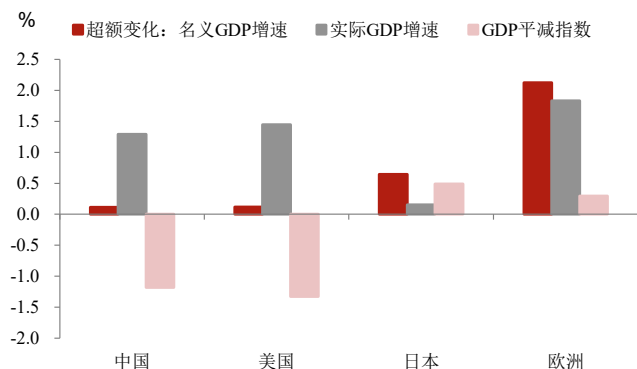
资料来源：ifind，民生证券研究院

注：中国、美国、日本、欧洲股市分别以上证指数、标普 500、日经 225、欧洲斯托克 50 指数代替，下同。

图5：2000 年以来，中国股市增速超过 GDP 增速的区间平均收益小于欧美日等国


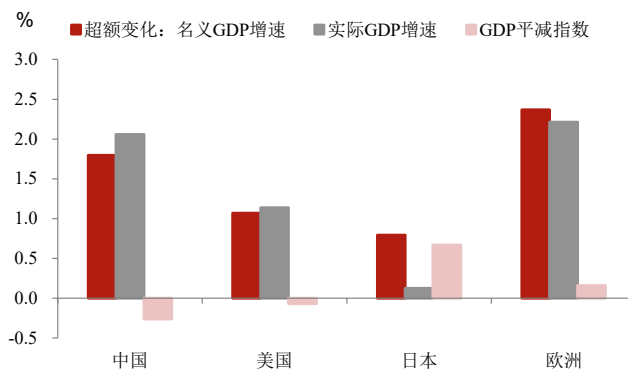
资料来源：ifind，民生证券研究院

注：中国①区间剔除了 2006 年至 2007 年的涨幅“惊人”的时期。

图6：股市增速超过 GDP 增速的时期（全样本）：平均 GDP 增速较前四个季度均值改善


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：超额变化指的是相应指标在选定的股市跑赢 GDP 阶段中均值减去前四个季度均值的差额，下同；全样本为本文图 8-图 11 列出的所有阶段。

图7：股市增速超过 GDP 增速的时期（2000 年以来）：平均 GDP 增速较前四个季度均值改善


资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：股市跑赢 GDP：中国

中国股市增长超过GDP增长时期数据表现								
时间			股市相关指标（累计）			经济相关指标（均值）		
起始时间	结束时间	持续时间（季）	股市累计涨跌幅（%）	估值贡献（%）	盈利贡献（%）	名义GDP增速（%）	实际GDP增速（%）	GDP平减指数（%）
2024Q3	2025Q2	4	16.1	18.4	-2.0	4.3	5.2	-0.8
2020Q3	2021Q3	5	19.5	-1.9	21.8	11.6	8.6	3.0
2014Q4	2015Q4	5	49.7	65.3	-9.4	7.3	7.1	0.2
2009Q2	2010Q1	4	31.0	55.1	-15.5	12.0	10.7	1.3
2006Q2	2007Q4	7	305.3	115.8	87.8	21.3	13.6	7.8
1999Q2	2001Q2	9	91.5	-	-	9.5	8.3	1.2
1996Q2	1997Q4	7	114.6	-	-	13.4	9.5	3.9
均值水平		5.9	89.7	-	-	11.3	9.0	2.4

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院整理

注：中国股市选择的是上证综合指数，下同。在上述统计中，我们主要选取股市跑赢 GDP 持续的时间长于三个季度的阶段，对于其他经济体的统计如果不额外说明，也按照这个标准进行筛选。

图9：股市跑赢 GDP：美国

美国股市增长超过GDP增长时期数据表现								
时间			股市相关指标（累计）			经济相关指标（均值）		
起始时间	结束时间	持续时间（季）	股市累计涨跌幅（%）	估值贡献（%）	盈利贡献（%）	名义GDP增速（%）	实际GDP增速（%）	GDP平减指数（%）
2023Q2	2025Q1	8	51.0	34.2	12.5	5.4	2.7	2.7
2020Q2	2022Q1	8	75.3	37.7	27.3	6.1	2.3	3.8
2016Q3	2018Q3	9	38.8	8.9	27.5	4.5	2.6	1.9
2012Q3	2015Q2	12	51.5	27.6	18.7	4.2	2.5	1.7
2009Q3	2011Q2	7	24.9	-17.6	51.7	3.4	2.1	1.3
2006Q1	2007Q3	7	22.3	-5.6	29.6	5.4	2.4	3.0
2003Q3	2004Q4	6	24.4	-13.8	44.3	6.4	3.8	2.6
1994Q4	2000Q1	21	226.3	74.4	87.1	5.8	4.0	1.7
1993Q1	1993Q4	4	7.1	46.5	-26.9	5.2	2.8	2.4
1991Q1	1992Q3	7	26.5	62.3	-22.0	4.3	1.3	3.0
1988Q4	1990Q2	7	31.7	-	-	7.4	3.4	4.0
1985Q1	1987Q3	11	92.4	-	-	6.2	3.6	2.6
1982Q3	1983Q4	6	50.5	-	-	6.9	2.4	4.5
1980Q2	1981Q2	5	28.5	-	-	9.9	0.4	9.5
1975Q2	1976Q1	4	23.3	-	-	10.1	1.9	8.2
1971Q1	1971Q4	4	10.8	-	-	8.5	10.9	-2.4

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院整理

注：美国股市选用标普 500 指数，下同。

图10：股市跑赢 GDP：日本

日本股市增长超过GDP增长时期数据表现								
时间			股市相关指标（累计）			经济相关指标（均值）		
起始时间	结束时间	持续时间（季）	股市累计涨跌幅（%）	估值贡献（%）	盈利贡献（%）	名义GDP增速（%）	实际GDP增速（%）	GDP平减指数（%）
2023Q2	2024Q4	7	42.3	-37.5	127.5	4.2	0.6	3.7
2020Q2	2021Q4	7	52.2	-5.0	60.3	-0.3	-0.5	0.2
2017Q1	2018Q3	7	26.2	-24.7	67.7	1.4	1.4	0.0
2012Q3	2015Q4	14	111.3	0.8	109.7	2.0	1.1	0.9
2005Q3	2006Q4	6	48.7	39.1	6.9	0.6	1.7	-1.1
2003Q3	2004Q4	6	26.5	-	-	0.7	2.0	-1.3
1999Q2	2000Q1	4	28.4	-	-	-0.8	0.6	-1.4
1988Q4	1989Q4	5	39.4	-	-	7.4	5.4	2.0
1983Q1	1988Q2	22	246.4	-	-	5.5	4.5	1.0

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院整理

注：日本股市选用日经 225 指数，下同。

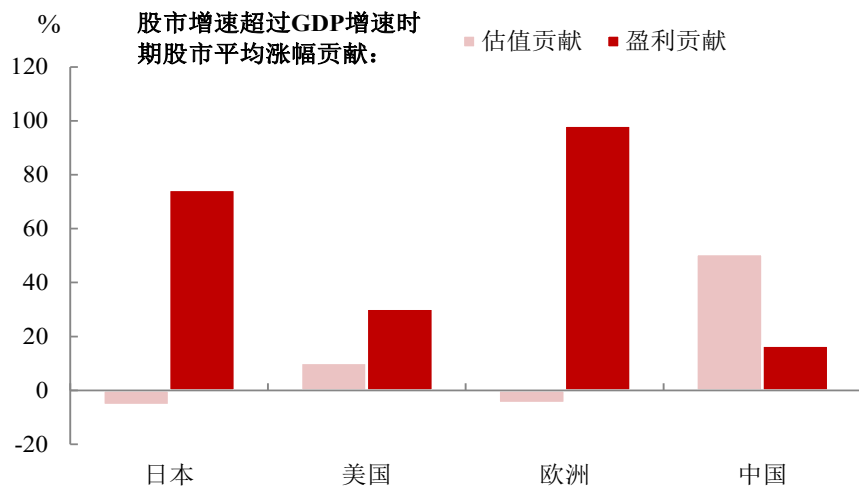
图11：股市跑赢 GDP：欧洲

欧洲股市增长超过GDP增长时期数据表现								
时间			股市相关指标（累计）			经济相关指标（均值）		
起始时间	结束时间	持续时间（季）	股市累计涨跌幅（%）	估值贡献（%）	盈利贡献（%）	名义GDP增速（%）	实际GDP增速（%）	GDP平减指数（%）
2023Q1	2024Q4	8	29.1	24.8	3.4	6.4	0.7	5.8
2021Q1	2021Q4	4	21.0	-30.3	73.6	7.7	5.6	2.1
2017Q1	2017Q4	4	6.5	-6.4	13.8	3.7	2.6	1.1
2012Q3	2014Q3	9	42.4	52.7	-6.7	1.3	0.1	1.2
2003Q3	2007Q4	18	81.8	-64.1	406.6	4.4	2.3	2.2
1998Q4	2000Q3	8	84.0	-	-	4.8	3.3	1.5

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院整理

注：欧洲股市选用欧洲斯托克 50 指数，下同。

图12：美欧日股市上涨主要由盈利贡献，中国主要是估值贡献



资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

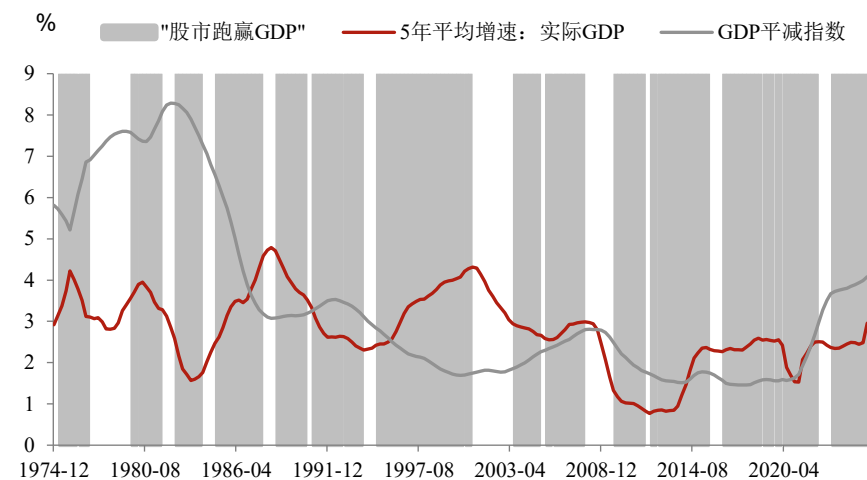
注：盈利为过去 12 个月持续经营摊薄每股收益，数据来源于彭博计算。

图13：日本：增长和通胀都弱的情况下股市表现也一般



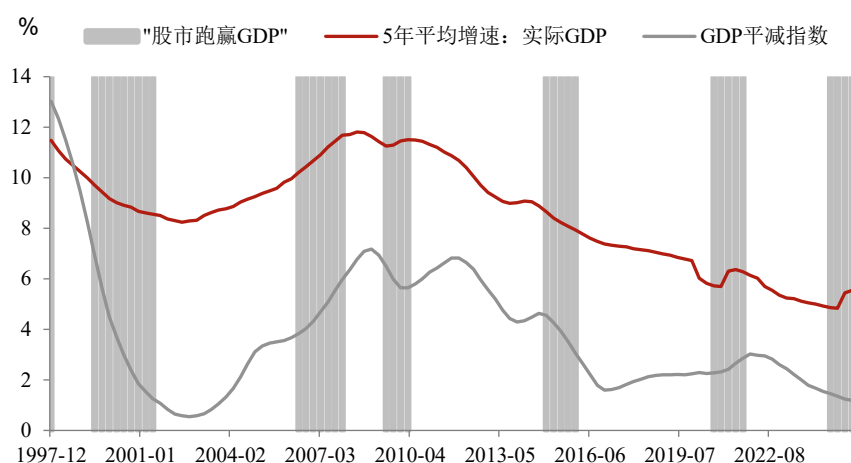
资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图14：美国：股市跑赢经济的情况更加频繁



资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图15：中国：经济不能完全解释 A 股牛市



资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图16：股市增速超过 GDP 增速时期，金融、科技、优势制造业涨幅靠前

股市增速超过GDP增速时期涨幅前五行业（%）											
中国（申万行业）											
2024Q3-2025Q2		2019Q2-2021Q2		2017Q2-2018Q1		2014Q4-2015Q3		2009Q2-2010Q1		2006Q2-2008Q1	
综合	60.3	电力设备	128.5	食品饮料	31.1	交通运输	70.5	美容护理	99.9	非银金融	411.2
计算机	51.3	食品饮料	124.0	家用电器	25.5	建筑装饰	65.4	家用电器	86.5	商贸零售	359.6
商贸零售	47.0	社会服务	117.4	医药生物	9.7	轻工制造	48.7	汽车	83.2	房地产	355.7
传媒	46.5	美容护理	115.2	非银金融	8.8	计算机	47.5	电子	80.4	美容护理	341.0
非银金融	42.7	电子	87.4	银行	8.0	纺织服饰	46.0	社会服务	76.9	农林牧渔	340.6
日本（TOPIX行业）											
2023Q2-2024Q4		2020Q2-2021Q4		2017Q1-2018Q3		2012Q3-2015Q4		2005Q3-2006Q4			
保险	113.0	航运	459.7	石油与煤	85.9	证券与商品	143.0	钢铁	117.6		
银行	95.5	电器	94.3	服务业	42.9	建筑	139.4	房地产	115.6		
石油与煤	76.1	钢铁	78.6	纸浆与纸	41.0	其他金融业务	136.1	运输设备	73.5		
航运	73.4	服务业	69.7	其他产品	40.9	保险	129.5	有色金属	67.6		
证券与商品	69.5	采矿	60.7	化工	38.6	信息通信	129.4	机械	62.3		
美国（标普行业）											
2023Q2-2025Q1		2020Q2-2022Q1		2016Q3-2018Q3		2012Q3-2015Q2		2009Q3-2011Q2		2006Q1-2007Q3	
电信服务	66.95	能源	160.49	信息技术	85.41	医疗保健	95.39	房地产	56.39	能源	55.47
金融	54.96	信息技术	97.55	可选消费	51.23	可选消费	75.59	可选消费	46.84	电信服务	52.11
信息技术	52.33	材料	95.41	金融	48.57	金融	66.66	工业	38.78	材料	39.48
可选消费	35.35	可选消费	84.42	工业	35.19	工业	50.41	能源	36.68	工业	28.52
工业	29.55	金融	84.27	医疗保健	32.78	信息技术	49.73	材料	31.57	房地产	28.31

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048