

## 不同融资模式下的股票市场合理规模

2025/2/12

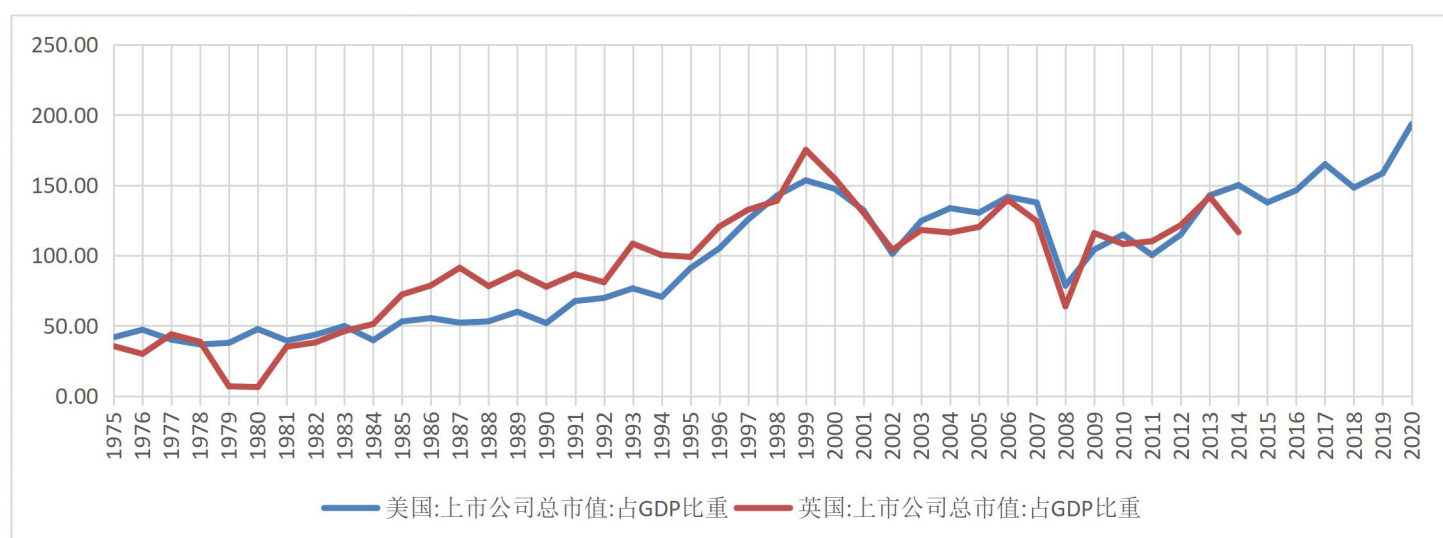
中国宏观经济研究员 肇越 zhaoyue@chief-investment.com

中国宏观经济研究员 王辰晨 chenchen@chief-investment.com

一个国家的股票市场是否存在一个合理的规模？根据国际比较研究，一个国家股票市场的合理规模受到各国融资模式、实体经济发展水平等多种因素影响。在法律体系、融资模式和经济发展水平不同的国家之间，不能做直接的横向比较，而应当先进行分类，然后再同类别国家之间进行比较研究。我们通常用股票市场流通市值/本国 GDP 的比值（证券化率）来衡量股票市场的合理规模。

首先，各国不同的法律体系和融资模式对于证券化率有较大的影响。对于各国的融资模式研究解释，一个国家的融资模式主要受到法律体系的影响，这主要是因为不同法律体系对于股权投资者和债券投资者的保护有所不同。通常英美法系国家以直接融资为主，而大陆法系国家主要以间接融资为主。

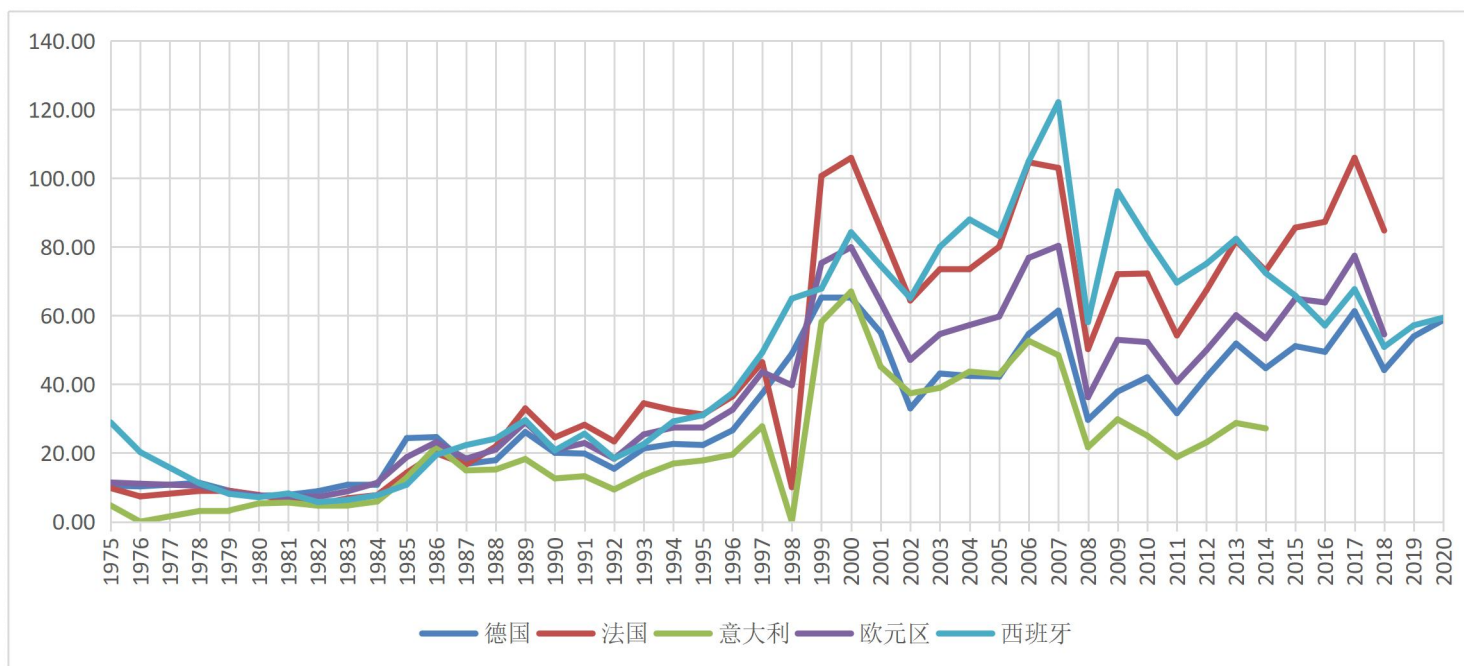
图表 1：英美法系国家证券化率相对较高



资料来源：世界银行、香港致富研究院 注：2014 年之后英国数据没有公布。

欧洲大陆法系国家（德国、法国、意大利、西班牙等）主要以银行贷款这一间接融资为主，股票市场相对并不发达。从欧洲主要国家的证券化数据看，2018年整个欧元区的证券化数据为 54.53%，德国为 58.75%。法国略高达到 84.77%。

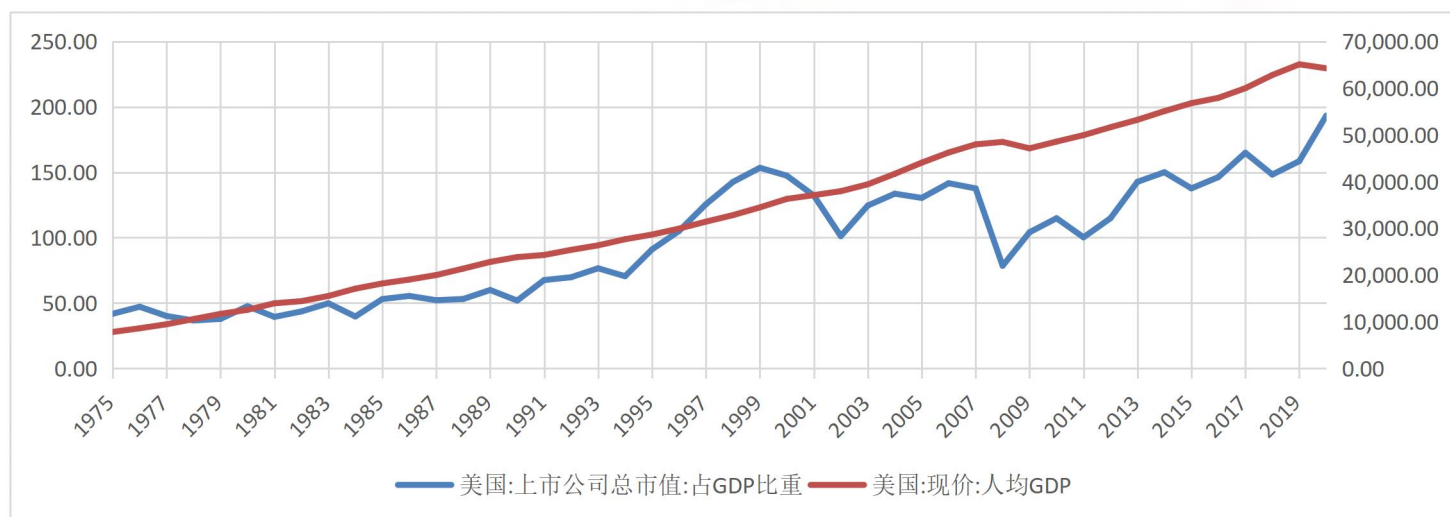
图表 2：大陆法系国家证券化率水平相对较低



资料来源：世界银行、香港致富研究院

其次，在相同法律体系下，经济发展水平越高的国家，证券化率越高。例如，1975 年美国人均 GDP 为 7801 美元，对应的证券化率为 41.77%；1988 年美国人均 GDP 为 21368 美元，对应的证券化率为 53.09%；2020 年美国人均 GDP 为 64265 美元，对应的证券化率为 193.35%。即使是大陆法系的德国、法国等国家和日韩也表现出了相同的趋势。

图表 3：证券化水平与人均 GDP 呈现相同的趋势



资料来源：世界银行、香港致富研究院

根据国际比较的数据，对于中国股票市场合理规模的判断需要结合我们的融资模式和经济发展水平来确定。中国的法律体系主体上属于大陆法系，以成文法为特征，因此我国的融资模式应当以间接融资为主体。在这样的背景下，目前中国人均 GDP 大约在 1.27 万美元，目前 A 股市场的流通市值大约为 67 万亿，以 A 股流通市值计算的证券化率是 53%。从全球主要国家的历史数据比较看，这一时期合理的证券化率大约在 40%-60%之间。根据 2023 年我国的名义 GDP 数据推算，合理的 A 股流通市值大约应 50 万亿-75 万亿人民币之间。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：（1）该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；（2）该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

| 香港                                     | 北京                                       | 上海                                       | 深圳                                         | 成都                                      |
|----------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 香港致富证券有限公司                             | 香港致富证券有限公司北京代表处                          | 香港致富证券有限公司上海代表处                          | 香港致富证券有限公司深圳代表处                            | 香港致富证券有限公司成都代表处                         |
| 香港德辅道中 308 号<br>富衛金融中心 11 樓            | 北京市朝阳区建国门外大街<br>1 号<br>国贸大厦 1 期 608 室    | 上海市陆家嘴东路 161 号<br>招商局大厦 1309 室           | 深圳福田区福华路 399 号<br>中海大厦 6 樓                 | 四川成都高新区天府大道北段 1199 号 银泰中心 3 号写字楼 3107-2 |
| 电话：(852) 25009228<br>传真：(852) 25216893 | 电话：(8610) 66555862<br>传真：(8610) 66555102 | 电话：(8621) 38870772<br>传真：(8621) 58799185 | 电话：(86755) 33339666<br>传真：(86755) 33339665 |                                         |