



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

2022年7月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

全球股市开启危机模式，A 股逆势反弹

摘要

2022 年上半年全球股市普跌，第一季度主要受俄乌冲突的影响，全球能源价格和粮食价格大幅度飙升，投资者对通胀的担忧增加；第二季度影响市场的主要因素是美联储的快速加息，由此导致市场对全球经济衰退的预期增加。

第二季度 A 股走出独立行情，在欧美股市大跌的背景下，国内股市出现小幅上扬的走势，其原因有三：一是中美经济周期错位导致货币政策周期的差异，比如二季度美国大幅度提高利率，而中国市场利率小幅下降；二是以新能源汽车为代表的中国经济新动能快速成长，比亚迪公司的股票在第二季度创历史新高，市值突破一万亿元，引领科技股上涨；三是信贷资金入市的预期。

影响下半年股市的走势的主要因素是：第一，国内的房地产市场走势，出现好转的关键在于房地产企业的债务风险能否化解；第二，欧美经济衰退对中国出口的影响。

本报告负责人：尹中立

本报告执笔人：

● 尹中立

国家金融与发展实验室
高级研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、2022 年第二季度全球股市普跌，A 股“一枝独秀”	1
二、2022 年第二季度 A 股市场运行的特征：热点快速轮换	6
（一）不同行业之间的股价走势出现分化	6
（二）蓝筹股与非蓝筹股之间的分化	8
（三）新股高溢价与破发并存	9
三、对市场走势的判断	11

一、2022 年第二季度全球股市普跌，A 股“一枝独秀”

2022 年上半年全球主要股指均下跌，美国纳斯达克指数下跌 29.5%，领跌全球。美国股市的表现比 2000 年及 2008 年上半年还要糟糕，是最近 50 年来表现最差的，这说明全球股市已经开启了危机模式。亚洲股市下跌幅度小于欧美股市，上证综合指数、恒生指数和印度、日本股市的下跌幅度均小于 10%（见图 1）。

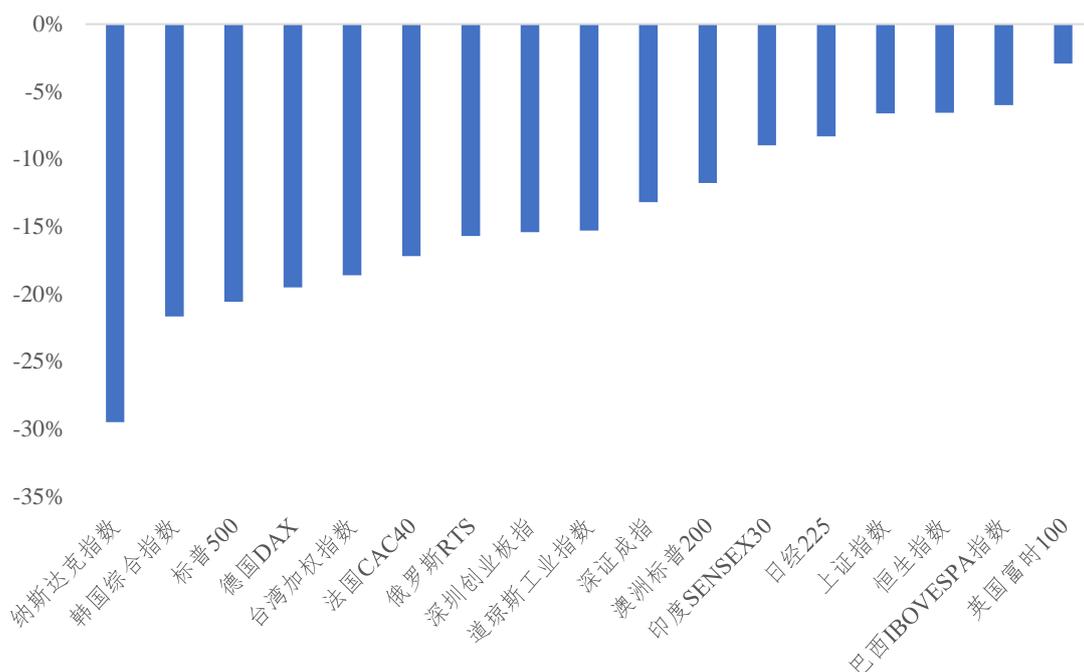


图 1 2022 年上半年全球主要股票指数表现

数据来源：Wind。

第一季度全球主要股指均下跌。其中，美国主要股指下跌 5% 左右，欧洲主要股指下跌在 8% 左右。导致全球股市下跌的主要因素是 2022 年 2 月 24 日俄罗斯对乌克兰了发起特别军事行动，这引发了以美国为首的西方国家对俄罗斯进行贸易制裁和金融制裁，导致全球能源和粮食价格大幅度飙升，使本已高企的通胀进一步恶化，而美联储也在 2022 年第一季度开启了加息进程。

第二季度全球股市下跌幅度进一步加大。道琼斯指数下跌 10.5%，纳斯达克指数下跌 21.4%，标普 500 指数下跌 15.7%。其中，6 月前两周美国主要股指下跌幅度均超过 10%，带动全球股市出现一定程度的恐慌（见图 2）。

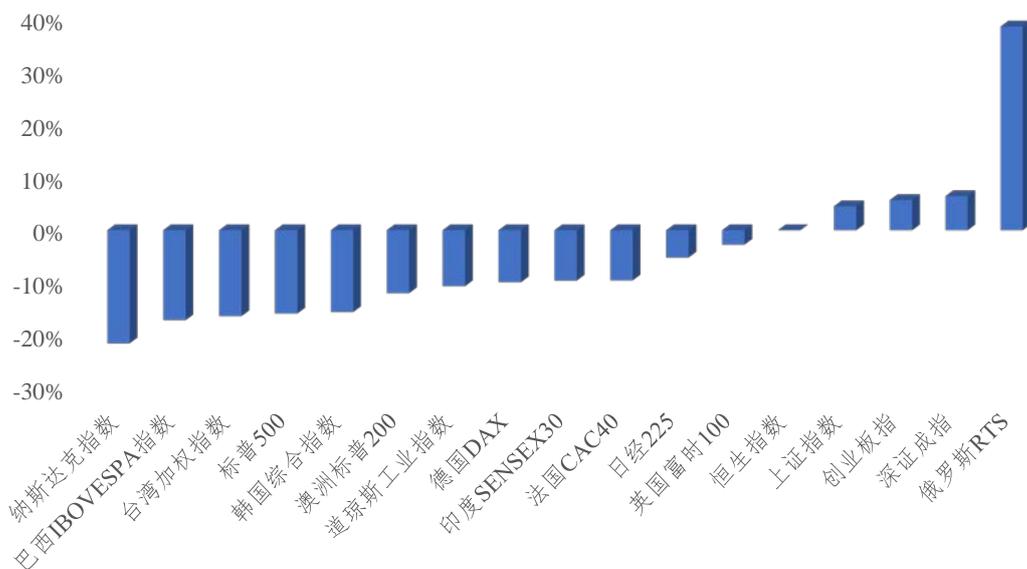


图 2 全球主要股指 2022 年第二季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2022 年 6 月 30 日。

2022 年第二季度美国股市下跌的主要原因是高通胀。5 月，美国消费者价格指数（CPI）同比上涨 8.6%，英国 CPI 同比涨幅 9.1%，英美通胀水平均创 40 年新高。6 月，欧元区 19 国的 CPI 达到创纪录的 8.6%。其中，欧元区国家能源价格飙升 41.9%，食品、酒类和烟草价格上涨 8.9%，非能源工业品价格上涨 4.3%，服务业价格上涨 3.4%。

一般情况下，股市的估值与盈利预期成正比，与无风险收益率成反比。通胀引起无风险收益率上升，美国 10 期股债收益率从 1% 上升至 3% 以上，导致美国股市估值快速下跌。因此，2022 年 6 月中旬公布的 5 月份物价指数超预期是美国股市出现快速下跌的主要因素。

6 月份之后，美国大型零售商公布的库存数据不断创新高，而销售却不断下滑，市场对经济衰退的担忧不断增加。进入 6 月底，包括芯片在内的高科技类公司开始减少订单，说明经济衰退可能已经出现，上市公司的盈利预期正在恶化。石油、有色金属、农产品等大宗商品价格开始快速下跌，经济衰退的阴影开始笼罩华尔街。

美国股市下跌的另外一个原因是市场利率的上升。随着美联储货币政策的调整，债券收益率的快速上升，让上市公司的股票回购行为难以为继。在 2008 年金融危机以来的 10 余年时间里，美联储持续实施低利率政策，很多上市公司将

发行债券筹集的资金用于回购股票，根据标普道琼斯指数公司（S&P Dow Jones Indices）的数据，在标普 500 指数的公司 2021 年投入了约 8000 亿美元回购自己的股票，2020 年的回购金额是 4720 亿美元（见图 3）。据高盛数据显示，2022 年第一季度美国股市股票回购规模已经达到创纪录的 3190 亿美元。从行业看，金融类股票和科技类股票所属行业最热衷于回购。2021 年科技公司在回购上共计支出 2600 亿美元，占美股所有回购的 29.5%，金融行业以 1906 亿美元紧随其后，占比 21.6%。

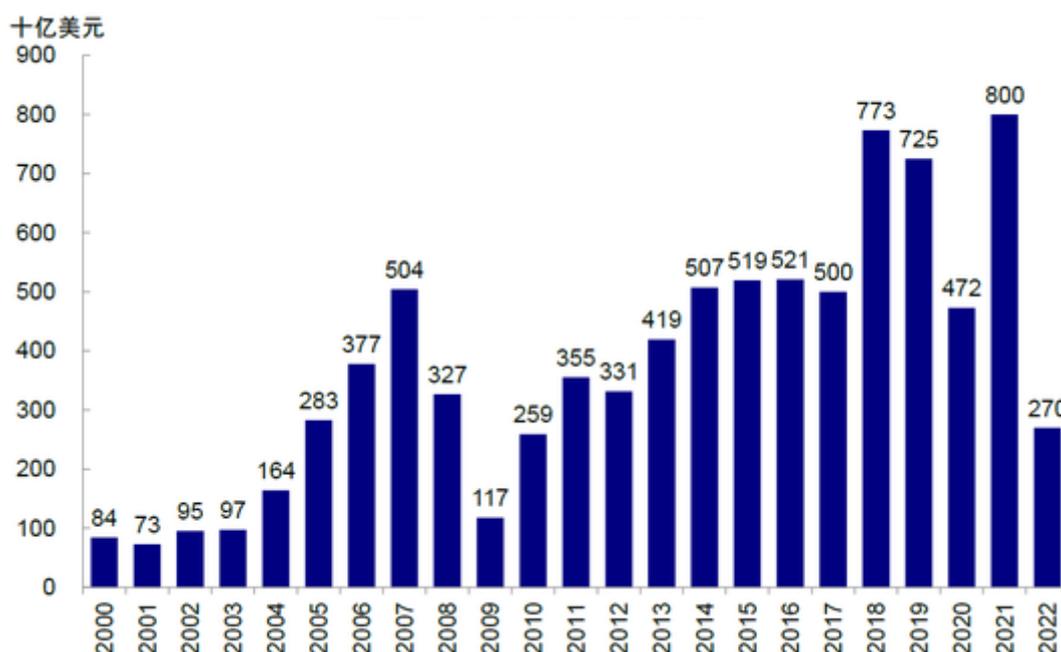


图 3 标普 500 指数历年回购总额

数据来源：作者整理。

上市公司回购股票能够刺激其股价上涨，但回购同样存在副作用，过度关注股票回购可能会影响其长期资本支出，也会影响公司的研发创新投入，不利于公司的长远发展。

2022 年第二季度，A 股市场主要股指均获得正收益，表现优于欧美主要市场。从历史走势看，A 股市场与美国股市的趋势是正相关的，因此，第二季度美国股市快速下跌背景下 A 股市场逆势上涨令人关注。针对此现象有各种解释，有学者认为是 A 股估值优势所致，这个理由显然不够充分，因为香港股票的估值低于 A 股，香港股市在第二季度表现并没有超过 A 股。笔者认为，A 股市场逆势上涨主要有以下三个原因。

一是因为中美货币政策周期的差异。当前美国经济面临的巨大挑战是通胀，美国货币政策的操作方向是加息，而中国经济不存在通胀压力，中国宏观经济政策面临的挑战是稳增长，中国货币政策的操作方向是降低融资成本。中美货币政策操作的方向不同，导致两国股市的无风险收益率朝着不同方向演变，美国的无风险收益率是上升的，资产估值趋势是下降的，10年期国债收益率从2021年初的1%左右上升至2022年6月中旬的3.5%，导致美国“股债双杀”；而中国的无风险收益率是下降的，因此，中国股市的估值趋势与美国股市出现背离。

香港股市介于美股市场与A股市场之间，香港市场受到中美两地市场周期及政策的影响。由于香港实行联系汇率制度，其货币政策与美联储高度挂钩，因此，估值趋势与美国股市是一致的。但香港股市的上市公司主要以中国内地公司为主，上市公司的盈利预期和中国经济高度挂钩。2022年第二季度香港主要股指没有大幅波动，说明中美市场作用力在香港处于均势。

二是中国经济的新动能不断涌现，刺激股市出现新热点。其中，表现最突出的是新能源汽车行业。为了对冲经济下行风险，有关部门加大了培育新动能的力度，对新能源汽车的补贴力度加大。在石油价格快速上涨的背景下，电动汽车的单位里程成本优于传统燃油汽车，刺激电动汽车行业出现井喷式增长（有关新能源汽车的分析详见本文第二部分）。

三是与信贷资金进入股市有关。受到疫情影响，第二季度的经济增速应在2%左右，而社会融资增速一直保持在10%以上，货币与信贷环境十分宽松，不排除一部分信贷资金进入了股票市场。而信贷资金进入股市是一个敏感话题，几乎每一轮股市上涨行情都会出现类似的讨论。当股市出现上升趋势就会吸引信贷资金进入，这是市场的正常行为，但是如果信贷资金大规模进入股市，则会引起监管部门的担忧。每当监管部门公开阻止信贷资金流入股市，股市行情就将结束。

2022年前四个月金融数据公布之后，有关信贷资金入市的问题再次引起讨论，但这次讨论的主题不是阻止信贷资金进入股市，而是探讨如何利用股市来扩张银行信用。

当前，房地产市场预期出现了趋势性的变化，市场开始担忧我国是否会出现类似20世纪90年代日本“资产负债表型衰退”的情形。从2022年上半年的信贷数据看，房地产市场的不景气明显制约着信贷扩张的节奏。以信贷数据为例：

2022年4月，人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元。其中，住户贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元。住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元；企（事）业单位贷款增加5784亿元，同比少增1768亿元。短期贷款减少1948亿元，中长期贷款增加2652亿元，票据融资增加5148亿元，非银行业金融机构贷款增加1379亿元。在票据融资增加5148亿元的情况下，4月份的贷款总量只增加6454亿元，说明信贷扩张已经受到严重制约。

从我国银行信贷数据看，与房地产直接相关的贷款占贷款总量的2/3以上，如果房地产价格趋势出现逆转，则信用扩张必然受到影响。因此，寻找新的信用扩张途径成为我国迫切的任务。

有一种建议是让股市替代楼市成为新的信用扩张渠道。那么，股市是否可以替代房地产市场成为信用扩张的新渠道？这是需要认真讨论重大问题。出现有关讨论说明市场可能已经开始朝这个方向行动，这或许也是A股逆势上涨的原因之一。

在笔者看来，股市是高风险投资市场，不能将银行信贷扩张与股票市场联系起来，尤其是不能让居民通过负债来投资股市。从2022年上半年的市场运行看，笔者的担忧也许还是多余的，居民通过负债的方式大规模进入股市的行为暂时还没有出现。

从过去的市场经验看，如果出现下列情形则表明居民开始追逐高风险资产：如公募基金的收益率快速上涨，基金份额快速增加，居民储蓄存款月度增速下降甚至出现余额减少等。如果出现居民消费贷款或经营贷快速增加，则可以判断部分居民开始通过负债的方式进入股市。目前，这些现象均未发生，公募基金的季度收益率还处在负值区间（见表1）。

表1 基金份额净值收益率统计

季度	股票型基金份额净值环比涨幅	混合型基金份额净值环比涨幅
2022年二季度	-1.40%	-0.16%
2022年一季度	-4.21%	-1.04%
2021年四季度	-2.51%	-1.59%
2021年三季度	-5.65%	-4.89%
2021年二季度	10.74%	7.81%

数据来源：Wind。

二、2022 年第二季度 A 股市场运行的特征：热点快速轮换

2022 年第二季度股市运行呈现三大特点：一是不同行业之间出现分化，虽然指数总体是上涨的，但仍然有 1/3 的行业是下跌的；二是蓝筹股与绩差股之间出现分化，蓝筹股表现强于非蓝筹股；三是新股 IPO 出现分化，融资高溢价与高破发率并存。

（一）不同行业之间的股价走势出现分化

第二季度股市结构分化特征明显，约有 2/3 的行业指数上涨，12 个行业指数下跌。其中，汽车和食品行业指数上涨超过 20%，表现最佳。

将 2022 年第一季度和第二季度各行业指数比较可以看出，第一季度表现最好的房地产行业在第二季度表现最差，而第一季度表现最差的汽车行业指数在第二季度表现最强（见图 4、图 5）。行业热点快速轮换是最近 2 年市场运行的主要特点之一，大量游资不断寻找新的投资机会，市场投机气氛较浓厚。

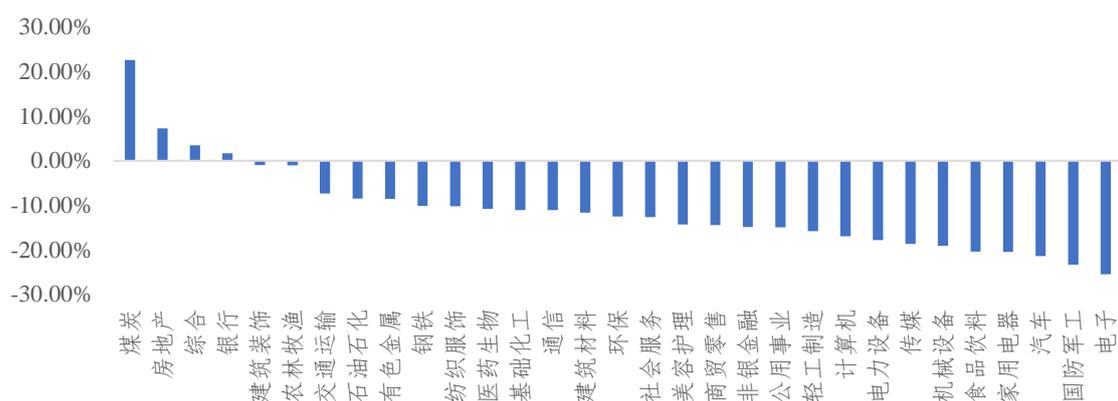


图 4 2022 年第一季度各行业指数涨跌幅度 (%)

数据来源：Wind。

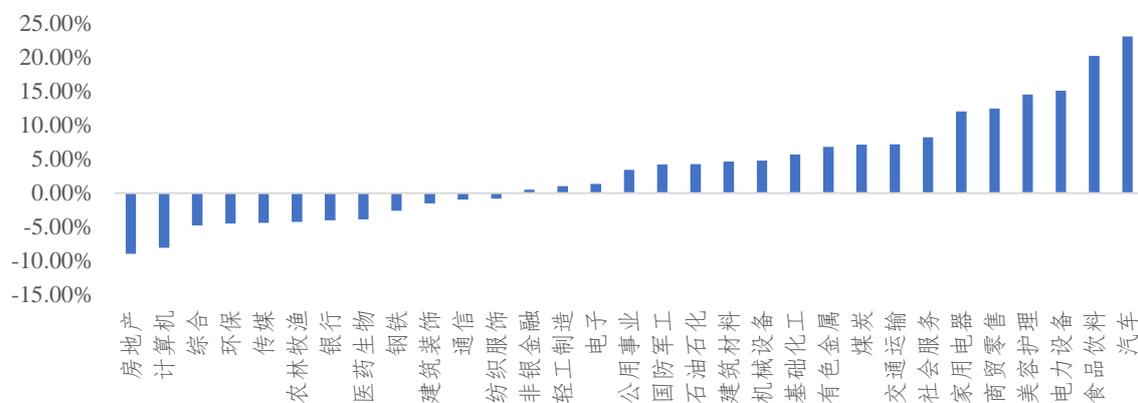


图 5 2022 年第二季度各行业指数涨跌幅度 (%)

数据来源：Wind。

本期热点行业分析重点关注新能源汽车和房地产两个行业。

一是新能源汽车行业。汽车行业指数的良好表现主要依赖于以比亚迪为代表的新能源汽车股价的大幅度上涨。新能源汽车公司的股价上涨与基本面密切相关。根据中汽协最新数据,2022年5月新能源车销量为44.7万辆,环比增长49.6%,同比增长105.2%,市场占有率达到24.0%。

为了刺激汽车消费,有关部门出台了一系列政策。2022年5月31日,国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》为汽车产业近期发展定调,财政部、税务总局迅速跟进出台燃油车购置税减免措施。同时,各地方政府也纷纷出台相关配套政策,通过购车补贴、以旧换新等手段激发汽车消费市场活力,进而推动国内经济生产复苏。

同时,财政部和税务总局联合发布公告,对于符合条件的汽车减半征收车辆购置税。购置税减征作为提振汽车市场的重要手段之一,本轮已是国家第三次使用。此前,在2009~2010年和2016~2017年,国家先后实施过两轮购置税减免政策。通过提振汽车消费,有效促进市场消费增长,对2008年金融危机和2015年国内经济下行起到一定的缓解作用。

在国内新能源汽车行业,龙头企业是比亚迪,该公司于2022年7月3日晚披露6月产销快报,6月新能源汽车销量134036辆;本年累计销量641350辆,同比增长314.90%。2022年前五个月,比亚迪的产销量超过了行业龙头特斯拉。在国内新能源汽车产销快速增长时,特斯拉的生产量出现了下降。特斯拉公司公布的汽车生产交付数据显示,受到新冠疫情冲击以及相关的工厂停工和供应链影响,特斯拉第二季度全球交付电动车环比减少了18%,这是特斯拉保持两年汽车季度交付量持续增长以来的首次回落。

中美两国新能源汽车行业基本面的差异也直接表现股价走势上。在国内新能源汽车股价大幅度上涨的同时,美国的新能源汽车股价大幅度下跌。2022年第二季度,比亚迪上涨近50%,市值突破1万亿元;而同一时间里美股特斯拉则下跌超过40%。

特斯拉股价的暴跌和比亚迪股价的暴涨形成强烈对比,这反映了投资者对两家新能源汽车公司未来竞争格局的预期还是中美股市风险偏好的差异?笔者暂时不好判断,欢迎大家讨论。

二是房地产行业。在 2021 年底的报告里，课题组曾经预测今年房地产行业将会出现反弹，理由是房地产行业在经济增长中的作用不可替代，为了保持经济稳定增长，有关部门必须出台政策支持房地产行业的发展。市场也普遍有类似的期待，因此，2022 年第一季度房地产行业股票普遍出现反弹，房地产行业指数上涨 7.2%，成为第一季度表现最好的行业指数之一。

然而，第二季度房地产市场复苏的力度远低于市场的预期。从统计数据看，排名前 50 的房地产开发企业上半年的销售额同比下降 50%，排名前 100 的房地产开发企业的累计销售额同比下降 51%。

在各种刺激政策连续不断的情况下，为什么房地产企业的销售出现如此大幅度的下滑？主要原因是房地产企业普遍暴露了债务风险，根据统计，截至 2022 年 6 月末，规模最大的 50 家房地产开发企业中已经有 30 家出现债务公开违约，占比高达 60%，包括“中国恒大”“融创中国”等行业龙头。

在房地产企业债务风险未能解除的背景下，购买期房的风险难以预期，严重影响新房市场的交易。另外，企业的现金流出现问题后，土地市场迅速降温，对市场预期产生负面影响，形成负反馈。

当前，房地产市场面临的问题是大多数房地产开发企业出现了债务风险，必须“对症下药”，从化解房地产企业的风险入手才能促进房地产行业的良性循环，单纯的刺激房地产需求的政策难以从根本上化解房地产企业的债务风险。

（二）蓝筹股与非蓝筹股之间的分化

尽管 2022 年第二季度主要股指均上涨，但并非所有股票都是上涨的。从统计结果看，有一半是下跌的，这些下跌的股票主要分布在市值在 100 亿元以下，市值在 500~2000 亿元的股票平均上涨幅度较大（见表 2）。这说明参与反弹的资金以机构为主，散户参与的程度较低。

表 2 2022 年第二季度按市值分组统计情况

分组	上市公司数量（家）	2022 年 3 月末 市值（亿元）	2022 年 6 月末 市值（亿元）	2022 年 2 季度 市值涨跌幅
2000 亿元以上	54	258981.06	269893.87	4.21%
1000-2000 亿元	78	106415.96	111792.38	5.05%
500-1000 亿元	139	98019.25	104646.82	6.76%
300-500 亿元	225	84092.82	87731.76	4.33%

200-300 亿元	256	62180.39	64249.23	3.33%
100-200 亿元	695	98668.93	100773.73	2.13%
50-100 亿元	1118	78072.26	78250.72	0.23%
50 亿元以下	2084	63414.06	63108.01	-0.48%
总计	4649	849844.73	880446.52	3.60%

数据来源：Wind。

小市值股票总体表现不佳，但依然有比较活跃的个股，本季度上涨幅度最大的 20 只股票中，最低涨幅超过 90%。其中，上涨幅度最高是中通客车，上涨了 335%。该股票属于汽车行业，本季度推出了专门为新冠检测的汽车产品，受到市场的追捧。名单中还有长安汽车等几只股票属于汽车行业（见表 3）。

表 3 2022 年第二季度上涨幅度最大的 20 只股票（新股除外）

排名	证券简称	本季度涨跌幅 (%)	排名	证券简称	本季度涨跌幅 (%)
1	中通客车	335.10	11	松芝股份	112.34
2	海汽集团	286.97	12	招商南油	110.99
3	上海谊众-	194.37	13	宏柏新材	110.68
4	新华制药	179.78	14	京山轻机	109.35
5	浙江世宝	176.87	15	长安汽车	100.86
6	牧高笛	173.83	16	横店东磁	99.03
7	集泰股份	165.59	17	君亭酒店	98.31
8	派能科技	158.74	18	索通发展	96.85
9	爱旭股份	120.57	19	兴民智通	91.67
10	石英股份	119.13	20	传艺科技	90.87

数据来源：Wind。

（三）新股高溢价与破发并存

2022 年上半年，A 股市场的 IPO 数量和筹资额领先全球主要市场。6 月 30 日，安永发布《中国内地和香港 IPO 市场》报告指出，全球共 630 家企业上市，筹资额达 954 亿美元。与 2021 年同期相比，IPO 数量和筹资额分别下降 46% 和 58%。

中国内地三个交易所 IPO 筹资共计 3119.37 亿元人民币，占全球 IPO 融资总量的 50% 以上。数据显示，2022 上半年，A 股市场共有 169 家公司首发上市，同比下降 31%。虽然上市数量有所下降，但筹资额实现逆势增长，与 2021 年同

期相比增长 48%，创同期历史记录。

随着注册制在科创板和创业板的落地，以及监管制度的进一步完善，A 股市场吸引了众多高质量科创型企业的涌入。2022 上半年，上海科创板筹资额首次超过主板，以半导体、芯片为代表的硬科技企业上市活跃，推高了科创板筹资额。深圳创业板 IPO 公司数量位居第一，传统行业创新型中小企业仍是 A 股新生力量。从上半年募集资金总额来看，上海科创板融资 1155 亿元人民币，深圳创业板融资 870 亿元人民币，科技股成为当前推动 IPO 市场的主要动力。此外，新设立的北交所还处在培育阶段，融资功能有待提高。

表 4 2022 年上半年新股发行统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资金总额（亿元）
2022 年第二季度	北京证券交易所	12	17.04
	上海科创板	26	570.41
	上海上证主板	6	368.37
	深圳创业板	32	307.68
	深圳深证主板	8	57.14
	总计	84	1320.64
2022 年第一季度	北京证券交易所	7	11.75
	上海科创板	27	585.15
	上海主板	10	580.37
	深圳创业板	36	563.49
	深圳主板	5	57.96
	合计	85	1798.73

数据来源：Wind。

2022 上半年新股发行市盈率明显升高，约 61% 的 IPO 发行市盈率高于行业平均市盈率，而去年同期仅有 14% 左右的 IPO 发行市盈率高于首发时行业平均市盈率。生物科技与健康、材料与科技、传媒和通信 IPO 以高市盈率发行的现象较为严重，分别有 73%、70% 和 65% 的 IPO 以超过行业平均市盈率发行新股。科创板发行市盈率最高，IPO 发行市盈率也远高于首发时行业平均市盈率。

2022 上半年新股破发也是 A 股市场值得关注的现象。报告显示，新股破发率大幅攀升，股票二级市场的人气下滑和新股发行定价估值偏高是破发率升高的主要原因。新股破发集中在注册制发行的三个板块，其中，破发率最高的板块是科创板，达 47%。新股破发率上升并非坏事，这说明注册制改革的效果正在显现。

三、对市场走势的判断

虽然上半年我国股市运行稳中有涨，IPO 融资全球领先，但隐忧仍然存在，不可掉以轻心。2022 年下半年，要谨防内外部需求同时收缩的叠加效应。

第一，房地产市场运行或低于预期。在 2021 年末的报告及 2022 年第一季度的报告中，课题组一直在强调房地产市场的重要性，本季度的报告仍然坚持这一观点。在影响未来数月股市运行的诸多因素中，房地产市场的走势和预期仍然是最重要的。如何化解大型龙头房地产开发企业的债务风险将关系到中国经济运行质量。如果不能采取切实有效的措施化解这一风险，股市的反弹随时会终止。

第二，欧美陷入衰退的概率增加，中国出口面临压力。自 2020 年新冠疫情爆发以来，欧美国家持续进行货币与财政刺激，加上东南亚国家在疫情影响下工厂难以复工，使得中国出口持续超预期，外需成为中国经济难得的亮点。2022 年第二季度开始，随着物价的快速上升，欧美国家被迫采取货币紧缩，对中国的进口需求将会下滑。因此，下半年的中国股市存在补跌的风险。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。