



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

2023 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、机构投资者的资产管理等领域的动态，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。

股票市场冲高回落 房地产行业牵一发而动全身

摘要

2023 年第二季度国内股市主要股指小幅下跌，香港股市同样表现弱势，欧美股市均上涨，日本股市季度涨幅近二成。国内股市的弱势表现主要受房地产行业的拖累。

股市热点仍然在人工智能产业链，但龙头公司普遍出现大股东减持行为，股价上涨动力开始消退。

“中特估”是上半年市场关注的热点，以国有控股银行股为代表的“中特估”概念股均有 10%左右的上涨，电信板块上涨超过 30%，但是这些上市公司还面临业绩增长的拷问。在房地产市场出现下滑的背景下，诸多行业的上市公司业绩增长均面临压力。

展望下半年股票市场，还需重点关注房地产行业的趋势和政策动向。

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

机构投资者的资产管理

目 录

一、经济弱复苏，二季度股票市场冲高回落	1
二、房地产行业走势牵一发而动全身	3
三、“中特估”概念面临业绩增长的拷问	4
四、注册制改革快速推进，退市制度正在创造新的历史	6
五、市场展望：重点关注房地产行业	8

一、经济弱复苏，二季度股票市场冲高回落

2023 年第二季度经济呈现弱复苏态势，主要影响因素是房地产市场，主要股指均出现冲高回落的态势。上证综合指数 4 月 18 日曾经上行至 3400 点，4 月底回落至 3230 点，5 月 8 日和 9 日再次挑战 3400 点，两次向上突破均未果，6 月底市场再次回落至 3200 点附近。

第二季度股票市场的表现符合笔者在 2023 年第一季度股市运行报告中的预期。2023 年初，市场预期普遍乐观，第一季度股市和楼市表现相对活跃，更强化了市场的乐观预期。笔者在报告中提到“经济复苏动能较弱，货币环境宽松，是否能形成股价与资金的正反馈还需要继续观察”，并认为“未来房地产市场的复苏力度决定着股市反弹的高度”，隐含的结论是如果楼市复苏不可持续，则股市反弹亦将难以持续。当前，市场运行状况基本与笔者的判断一致。房地产市场的交易量从 4 月份开始逐月下滑，受此影响，第二季度 A 股主要指数均下跌，上证综合指数、深证成份股指数、创业板综合指数、沪深 300 指数、科创板指数的跌幅分别为 2.1%、5.9%、7.8%、5.1%、7.1%。

全球其他国家的主要股指在 2023 年第二季度明显上涨，其中，美国道琼斯指数和纳斯达克指数分别上涨 3.4%和 12.8%，法国、德国股市分别上涨 1.1%、3.4%，仅有英国股市下跌 1.3%（见图 1）。

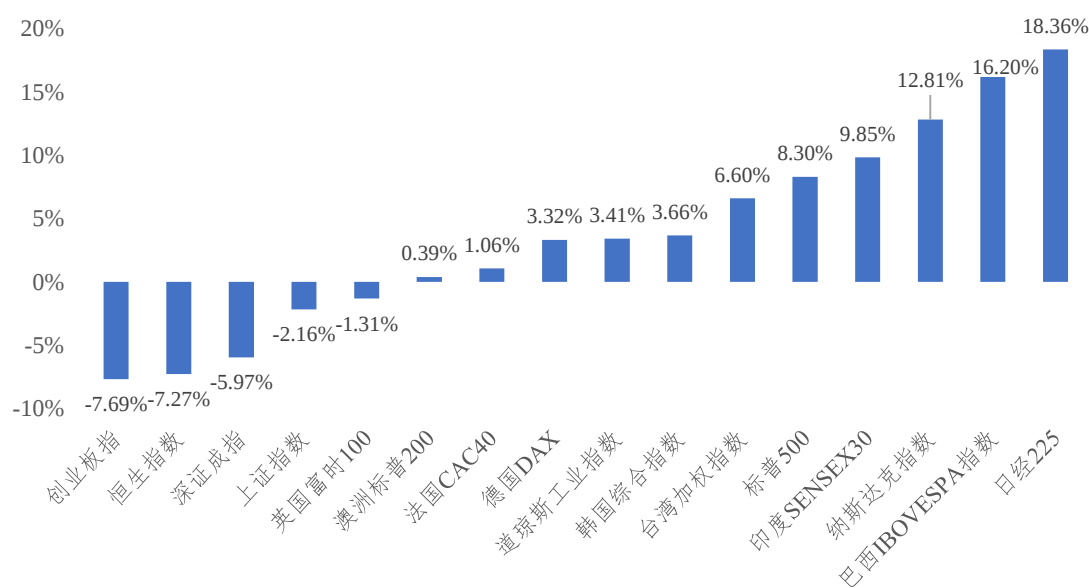


图 1 全球主要股指 2023 年第二季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2023 年 6 月 30 日。

第二季度，日本股市表现最为突出，上涨近两成。笔者认为，巴菲特宣布继续增加对日本股市的投资力度，刺激了日本股市持续上涨。2020 年 8 月，巴菲特旗下的伯克希尔公司首次披露收购了日本五大商社（包括伊藤忠商事、三菱商事、三井物产、住友商事和丸红）股票，当时持有五家公司的股份均略高于 5%，投入总额约 60 亿美元。此后，伯克希尔持续增持日本五大商社的股票。2023 年 6 月中旬，伯克希尔在这 5 家公司的平均持股比例已经超过 8.5%，并有意将持股比例最高提升至 9.9%。

在 2023 年 5 月初举行的伯克希尔年度股东大会上，巴菲特解释了对日本五大商社的投资逻辑：这些公司能够支付不错的分红，在某些情况下也会回购股票，我们也能很好地理解他们所拥有的大量业务，同时还能通过融资解决汇率风险问题，于是开始购买。简言之，巴菲特买入日本股市的原因是当前日本五大商社的年度股息率超过银行贷款利率。这也导致日本股市的未来走势对利率预期越来越敏感，如果日本银行放弃超低利率政策，或将导致日本股市出现较大幅度的回落。

如果将观察的时间拉长，2023 年上半年全球主要股市均有不同程度的上涨，其中，美国纳斯达克指数上涨超过 30%，日经 225 指数的上涨幅度接近 30%，美国道琼斯指数表现不及纳斯达克指数强劲，这也反映出美国传统产业与高科技产业之间的分化正在加剧。我国 A 股市场及 H 股指数的表现较弱，上半年创业板指数和香港恒生指数的累计跌幅均为 5% 左右，仅有上证综合指数上涨 3.65%（见图 2）。

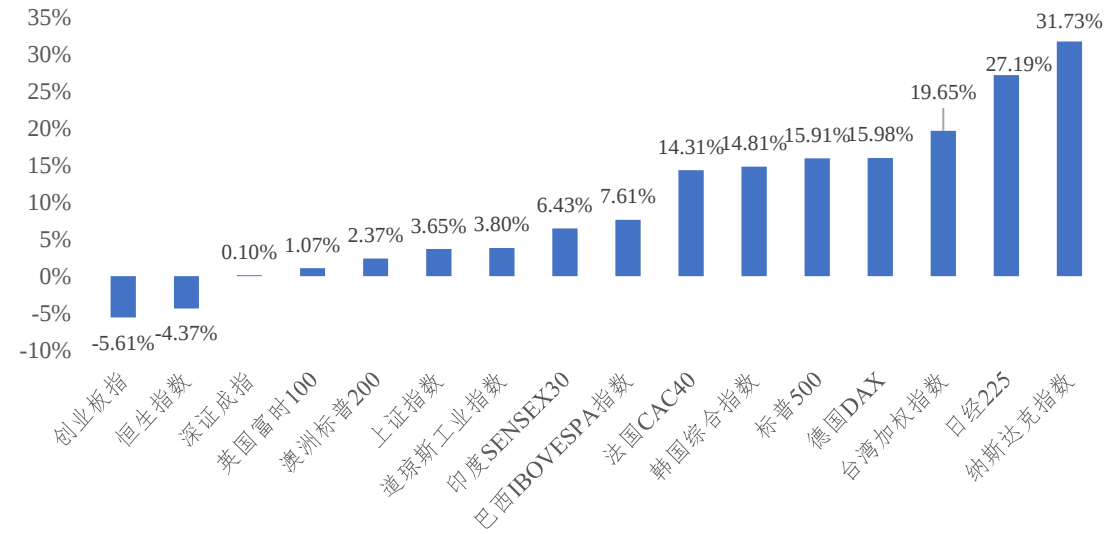


图 2 全球主要股指 2023 年上半年涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2023 年 6 月 30 日。

二、房地产行业走势牵一发而动全身

2023 年上半年，通信和传媒两个细分行业受益于人工智能行业的技术突破，表现十分优异（见图 3）。2023 年第一季度，人工智能技术 ChatGPT“横空出世”，引发资金热烈追逐。与人工智能相关的网络科技、芯片存储、软件设计等行业的上市公司股票均受到市场资金的追捧，使得全球科技股均出现较大幅度上涨，A 股市场同样受到影响。在 2023 年第二季度上涨幅度最大的前 20 名股票中，有些公司属于传统产业，但这些公司的产品与人工智能有关，因而股价出现快速拉升。丰立智能、鸿博股份、通力科技、柯力传感、优德精密等是典型代表（见表 1）。这些短期内股价出现大幅度上涨的股票存在一些共同特征，即流通市值小，股价拉升期间往往伴随着股东的减持行动，股价被人为操纵的痕迹比较明显。从历史经验看，由于缺乏业绩支撑，这些股价上涨速度较快，下跌速度同样很快。

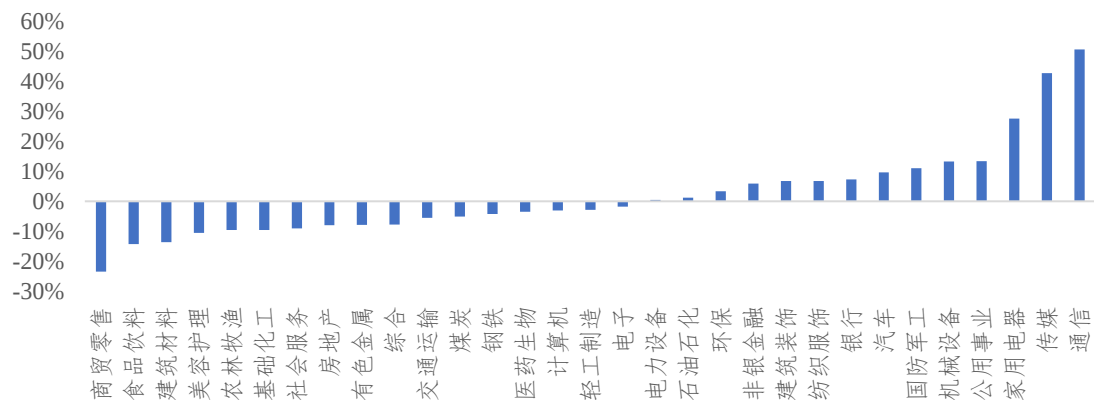


图 3 31 个申万一级行业 2023 年上半年涨跌幅排名

数据来源：Wind。

表 1 2023 年第二季度上涨幅度最大的 20 只股票（上市的新股除外）

涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）	涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）
1	联特科技	296.67	11	杭州热电	134.97
2	曙光数创	261.38	12	鸿博股份	124.01
3	中科信息	205.40	13	中马传动	120.19
4	东田微	196.58	14	通力科技	111.37
5	丰立智能	189.42	15	南方传媒	110.14
6	源杰科技	152.18	16	紫天科技	109.79
7	中际旭创	150.79	17	天孚通信	107.90
8	日播时尚	147.34	18	柯力传感	104.67
9	华星创业	147.27	19	优德精密	101.50
10	兆龙互连	140.61	20	光库科技	99.93

数据来源：Wind，2023 年以来新上市的已剔除。

根据 2023 年上半年 31 个细分行业指数上涨幅度的统计结果，仅有 14 个行业指数出现上涨，其余 17 个行业指数均处于下跌状态。如果单独统计第二季度的数据，则上涨的行业指数只有 7 个，其余 24 个行业指数均下跌。对比第一季度的数据（只有 6 个行业指数是负收益），第二季度的表现明显偏弱。

笔者认为，导致第二季度行业指数下跌的主要因素是房地产行业走弱。2023 年第一季度，房地产市场出现逐月回升的态势，但是从 4 月份开始，房地产市场的交易量出现疲态，6 月份的交易数据与 2022 年同期相较出现了较大幅度下跌。根据中介机构的统计数据，2023 年 6 月碧桂园、滨江、新城控股、中铁建、远洋等房企的销售额均同比出现“腰斩”。此外，招商、华润、金茂、龙湖、卓越等房企 6 月销售额的同比跌幅都在 30% 上下，万科、保利、中海、绿地、华发等房企 6 月销售额的同比跌幅也都在 20% 上下。

楼市影响股市主要有以下两个途径：

一是房地产行业对相关行业的影响。当前的中国经济结构中，房地产行业一直扮演着支柱产业角色。房地产市场的复苏可以带动各行各业的繁荣，反之，当房地产行业进入下行周期，与之相关的产业必然受到冲击。从 2023 年二季度细分行业指数看，下跌幅度较大的均是与房地产关联度较大的行业。

二是金融循环。房地产是银行信贷过程中最重要的抵押物之一，因此，楼市将影响到货币内生机制能否正常发挥作用。假如楼市处于上升周期，整个市场信用创造就十分活跃，股市就会有源源不断的新增资金。2005 年至 2007 年就处于楼市与股市相互激荡的状态。反之，假如楼市价格进入下行周期，货币信用扩张就会受到影响，央行的货币政策扩张目标往往无法实现。货币扩张受到影响，自然就影响到股市的运行。2023 年上半年以来，货币政策十分宽松，但是信贷扩张却受到抑制，按揭贷款的余额甚至出现减少，居民提前还贷的现象屡见不鲜。

三、“中特估”概念面临业绩增长的拷问

“中国特色估值体系”（简称“中特估”概念）是 2023 年上半年的股市热点之一。其来龙去脉笔者已在 2023 年第一季度股市运行报告里作了详细交代，在此不再赘述。第二季度“中特估”概念继续受到资金的关注，与之有关的各类 ETF 基金均收益较佳（见表 2）。

表 2 2023 年第二季度各类 ETF 指数基金的收益率前 20 名列表

序号	证券代码	证券简称	区间回报 (%)
1	515880.SH	通信 ETF	23.20
2	159869.SZ	游戏 ETF	20.91
3	516010.SH	游戏 ETF	20.60
4	516770.SH	游戏动漫 ETF	20.21
5	517500.SH	游戏沪港深 ETF	11.44
6	159695.SZ	通信 ETF	11.13
7	517180.SH	中国国企 ETF	8.65
8	159719.SZ	国企共赢 ETF	8.39
9	517090.SH	央企共赢 ETF	8.34
10	515050.SH	5GETF	8.33
11	159994.SZ	5GETF	8.23
12	561560.SH	电力 ETF	8.12
13	159611.SZ	电力 ETF	7.90
14	561700.SH	电力 ETF 基金	7.83
15	562350.SH	电力指数 ETF	7.52
16	561170.SH	绿电 50ETF	6.95
17	159667.SZ	工业母机 ETF	6.81
18	562550.SH	绿电 ETF	6.67
19	515450.SH	红利低波 50ETF	6.35
20	159663.SZ	机床 ETF	6.12

数据来源：Wind。

注：统计区间的起始交易日期为 2023 年 4 月 1 日，截止交易日期为 2023 年 6 月 30 日。

从 2023 年上半年股市走势看，银行股指数上涨 7.2%，银行股的上涨与“中特估”概念热点有关。但随着银行股股价的上涨，质疑的声音也逐渐增多，主要针对银行的盈利可持续性。笔者将 2023 年 7 月初某投资银行发布的关于中国商业银行估值报告的主要观点列述如下：

第一，银行资产负债表上的地方政府债务风险，包括规模、组合和分布。我们的结论是，地方政府债务占总资产的 48%，非承保银行（与承保银行的 18% 相比）将面临更多潜在尾部风险的挑战。由此推断，我们预计六家拥有较大资产负债表的大银行会加强并承担更多的地方政府债务。

第二，地方政府债务将导致银行盈利损失。我们使用的损失假设是：地方政府债务毛额增加约 30 万亿人民币（4.5 万亿美元），每年有效利率下降约 30bps，

在 2023E-25E，银行系统 ROE 每年下降约 100bps，非覆盖银行下降约 150bps。在此基础上，我们进行压力测试，如果每年对地方政府债务进行约 60bps 的降息，将触发非覆盖银行面临资本重组的风险，ROE 下降到 1.7%。

笔者不完全认同该报告的观点和结论，但该报告提示我国商业银行盈利预期的趋势是值得关注的。在土地财政难以为继、经济增速下滑的背景下，银行的利差逐渐缩小是大趋势，其资产坏账损失也是不可忽视的。

与“中特估”概念相关的另外一个典型案例是“中国中免”，该公司属于商贸零售行业。2023 年上半年，中国中免股价下跌近 50%，拖累该公司所属商贸零售行业指数下跌了 23.4%，在所有行业指数中位列倒数第一。

“中国中免”股票的最高价出现在 2021 年 2 月，为 385 元，而其在 2023 年 6 月末的股价仅为 110 元，相较最高点下跌了 71%。曾经有超过 1000 家公募基金持有该公司股票近 2 亿余股，公募基金持有该公司股票的总市值一度超过 600 亿元，是 2021 年度和 2022 年度基金的重仓股之一。

不过，中国中免 7 月 7 日发布业绩快报，2023 年上半年实现营业收入 358.58 亿元，同比增长 29.68%；实现营业利润 49.47 亿元，同比下降 6.60%，实现归属于上市公司股东的净利润 38.64 亿元，同比下降 1.87%。可见该公司的业绩表现并不差，导致股价大跌的根本原因与行业政策变化有关。2021 年以来，海南先后新增了数家新的免税业务牌照，海发控、海旅投、王府井等先后在海南开展免税业务，打破了中免在海南离岛免税的独家经营垄断地位。事实经验证明，依靠行业垄断获取超额利润的方式不可能持久，笔者在 2021 年度的股市运行报告里也曾经对此进行过风险提示。

四、注册制改革快速推进，退市制度正在创造新的历史

2023 年初，中国证监会明确表示将全面实施股票发行注册制。2023 年第二季度共计发行新股 105 只，融资金额达 1446 亿元人民币（见表 3）。按照目前的新股发行节奏，2023 年的 IPO 数量将与 2022 年持平，A 股的融资可能再次成为全球股市融资之首。

表 3 2023 年季度 IPO 情况统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资总额 (亿元)
2023 年 2 季度	北京证券交易所	20	45.44
	上海科创板	32	759.86
	上海上证主板	7	103.30
	深圳创业板	37	390.41
	深圳深证主板	9	147.58
	合计	105	1446.59
2023 年 1 季度	北京证券交易所	22	36.52
	上海科创板	9	116.94
	上海上证主板	14	173.32
	深圳创业板	15	258.03
	深圳深证主板	8	66.13
	合计	68	650.94

数据来源：Wind，2023 年 6 月 30 日。

与新股发行常态化相对应的是退市速度的加快。证券监管机构于 2021 年修改了退市指引，2022 年有 46 只股票从 A 股市场退市，退市数量比 2021 年增加 64%。2023 年上半年退市 44 只股票，退市数量已经接近 2022 年全年，今年的退市数量有望创新高。其中，有 3 家公司触及重大违法强制退市指标，分别是*ST 紫晶、*ST 泽达、*ST 计通（见表 4）。从历史来看，在 2014 年至 2022 年间，重大违法退市仅出现 6 例，加强监管的信号十分强烈。

表 4 2023 年第二季度下跌幅度最大的 20 只股票（新退市的除外）

排名	证券简称	涨跌幅 (%)	行业	排名	证券简称	涨跌幅 (%)	行业
1	*ST 宋都	-82.77	房地产	11	ST 恒久	-52.64	电子
2	*ST 紫鑫	-81.59	医药生物	12	ST 有棵树	-51.27	计算机
3	ST 阳光城	-77.44	房地产	13	*ST 中期	-51.16	汽车
4	*ST 嘉凯	-73.94	房地产	14	*ST 蓝盾	-51.02	计算机
5	ST 粤泰	-73.38	房地产	15	ST 富润	-50.93	综合
6	*ST 弘高	-72.06	建筑装饰	16	*ST 民控	-50.89	非银
7	*ST 天润	-71.13	传媒	17	*ST 美盛	-49.85	传媒
8	ST 泰禾	-62.93	房地产	18	ST 迪威迅	-49.82	计算机
9	*ST 搜特	-60.00	纺织服饰	19	云从科技	-48.83	计算机
10	ST 美置	-53.23	房地产	20	ST 贵人	-47.77	纺织服饰

数据来源：Wind，2023 年以来新上市的和退市的股票已剔除。

另外一个创造历史的案例是可转换债券的退市。自 1992 年中国宝安发行首只可转债以来，我国从未出现过可转债退市的案例。而在 2023 年 7 月 10 日，蓝盾转债将步入退市整理期，这将是可转债历史上首只步入退市整理期的转债，30 多年的可转债零退市纪录由此被打破。

在新股发行的常态化和加速退市的作用下，股价形成机制正在发生变化，“炒小”“炒新”“炒差”的现象在减少，资金向行业龙头公司集中，而存在业绩预警的公司股票遭到投资者的抛售，事实上，2023 年上半年跌幅较大的公司均属于遭到退市警示的公司。这是注册制背景下股市投资者必须面对的新挑战！

五、市场展望：重点关注房地产行业

国内的房地产政策在 2022 年第四季度迎来了“三箭齐发”，2023 年 1 月 10 日的银行信贷会议提出针对房地产行业要开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，房地产政策拐点已现。然而，2023 年上半年房地产市场出现冲高回落的态势，市场疲态渐显。在退市的 40 只股票中，房地产类占比达到四分之一。随着土地价格的下行趋势确立，相当数量的房地产开发企业出现了债务风险，债务风险的暴露导致股价回落，越来越多的房地产开发类上市公司的股票面临退市压力。

有市场人士预期 2023 年下半年将有房地产托市政策出现，笔者认为，投资者与其关注房地产行业的短期政策变动，不如持续关注房地产行业的总体发展趋势。

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。