



**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  
彭南宇 何兆群

2026年2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、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、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。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

# 2025 年股票市场分析报告

本报告负责人：尹中立

## 摘要

2025 年全球主要股市均上涨，A 股市场的主要指数上涨 20% 左右，深圳创业板指数涨幅近 50%，香港科技指数上涨幅度也较大。

本年度股市的主要投资热点是与人工智能产业链相关的上市公司股票，最先受益的是与人工智能基础设施建设板块相关的上市公司，其次是云服务相关的上市公司。黄金和有色金属是 2025 年股市的另一个投资热点。

在鼓励并购重组政策的支持下，并购重组的行情贯穿全年，本年度上涨幅度最大的股票均由并购重组产生。

展望 2026 年的股市：(1) A 股“慢牛”格局似乎正在形成，但面临一定挑战；(2) 人工智能热点有望延续和深化，人工智能技术在各行业的应用有望成为热点；(3) 黄金和有色金属的价格上涨逻辑仍然没有改变，但需要警惕大幅度波动的风险；(4) 小市值股票估值上升过快，如果并购重组政策收紧，壳资源面临估值回归的风险。

本报告执笔人：

- 尹中立  
国务院参事、国家金融与发展实验室副主任
- 彭南宇  
中国社会科学院大学硕士研究生
- 何兆群  
中国社会科学院大学硕士研究生

## 【NIFD 季报】

- 全球金融市场
- 全球数字资产
- 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
- 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、人工智能引领全球股市上涨 .....	1
(一) 行业指数表现 .....	1
(二) 融资融券情况 .....	2
(三) 新股发行及上市公司再融资情况.....	4
(四) 公募基金规模与业绩.....	4
二、人工智能产业股票的投资逻辑 .....	6
(一) 人工智能时代的投资逻辑.....	7
(二) 人工智能推动云服务收入的增长.....	8
(三) 人工智能的应用将成为未来市场的焦点.....	8
(四) 股票市场有关“人工智能”的投资分歧.....	9
三、并购重组市场空前活跃 .....	10
四、股市退市新规则显威力，主动退市破冰 .....	13
五、2026 年股市展望 .....	14
(一) 关于上期报告展望的回顾.....	14
(二) 对未来市场的几点展望.....	14

## 一、人工智能引领全球股市上涨

2025 年全球主要股市均上涨，涨幅介于 10%~30% 之间，中国股市表现强势，创业板指数上涨近 50%，涨幅位列全球主要股指第一，香港恒生指数上涨 27.7%，涨幅位列第二。

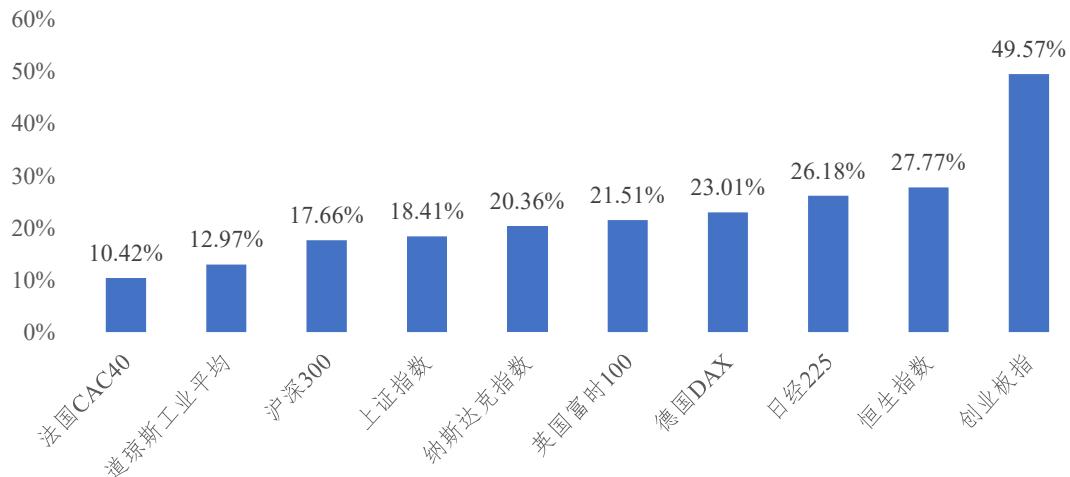


图 1 全球主要股指 2025 年全年涨跌幅排名

数据来源：Wind。

### (一) 行业指数表现

有色金属年度上涨幅度达到 94%，通信行业指数上涨 85%，电子行业指数上涨 48%。

有色金属行业指数的出色表现主要因为：(1) 全球地缘政治出现一系列的新变化，美国对全球主要贸易伙伴发起贸易战及觊觎别国领土的态度，对二战之后的国际秩序形成重大挑战，投资者对美元的信任度大幅度降低，主要国家央行被迫增加黄金储备；(2) 人工智能产业的快速发展导致金属铜及其他稀有金属的需求快速扩张，加上全球地缘紧张局势，增加了军事备战的需求，进一步刺激有色金属的价格。

通信行业指数的出色表现主要与光通信行业上市公司的业绩爆发式增长有关，“新易盛”“中际旭创”和“天孚通信”是三家典型代表，它们的产品与算力需求密切相关。

电子行业指数良好的表现同样与人工智能产业直接相关。全球人工智能的发展刺激了电子元器件行业的需求上升，尤其是对高端线路板的需求快速增加，典型的上市公司有“胜宏科技”等。

与房地产相关的产业上市公司股票的价格表现仍然较差。2025 年房地产投资增速为 -17%，房地产上下游产业的上市公司的业绩均承压。

银行指数上涨 7%，低于行业指数涨幅平均值。而该指数在 2025 年上半年上涨了 13%，下半年处于下跌状态。2024 年银行指数上涨了 34%，名列所有行业指数的首位。在房地产行业下行周期背景下，银行指数的上涨是与常理相悖的。市场主流观点认为银行股上涨是因为银行的分红收益率高，我们则认为 2023 年之后的银行股上涨主要与保险行业的会计准则修改有关，在保险行业新的会计准则下，保险公司买入银行股可以起到优化财务报表的作用。但随着银行股的市净率趋近于 1，保险公司买入银行股就难以起到优化财务表报的作用。

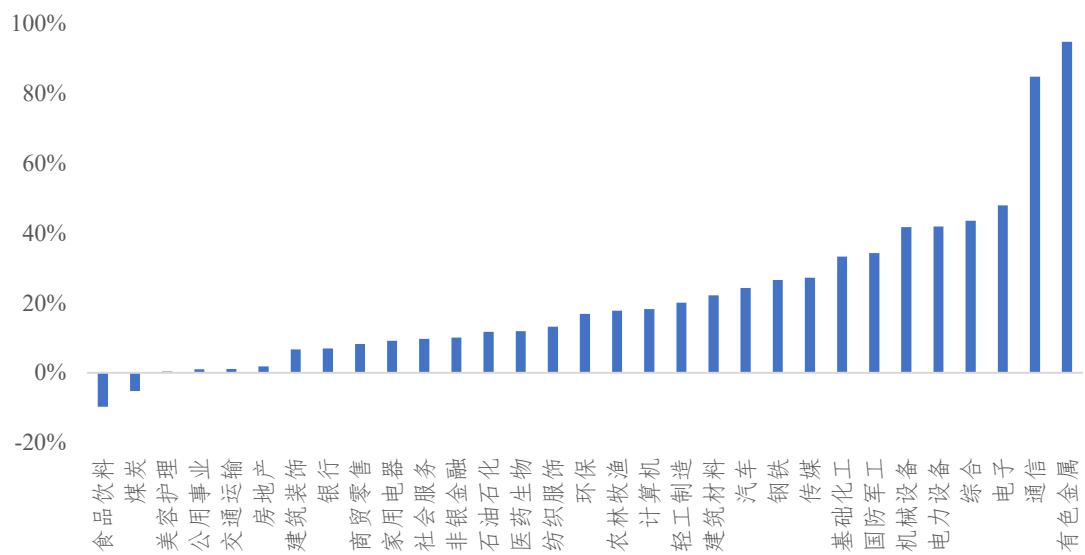


图 2 31 个申万一级行业 2025 年全年涨跌幅排名

数据来源：Wind。

2025 年科技股出现较大幅度上涨，而金融、地产、建材、白酒等行业指数涨幅有限，形成强烈反差。股市的结构性变化也反映在市场投资理念的变化中，既有偏好白酒、金融等产业股票的传统的价值投资者，也出现了偏好科技股的成长型投资者。

## （二）融资融券情况

杠杆资金本年度增长较快，融资余额增加了 6841 亿元，余额增加额同比增加 136%。2025 年年底的融资余额为 25242 亿元，超过了历史最高值（2015 年 5 月的融资余额为 2.2 万亿元）。从月度数据看，有三个月份的融资余额是减少的，其中 2025 年 4 月的融资余额减少了 1300 亿元以上。

表 1 每月两融变动情况统计

月份	新增融资规模(亿元)	新增融券规模(亿元)
2025年12月	820.25	-3.18
2025年11月	-124.20	-4.04
2025年10月	905.30	17.14
2025年9月	1329.18	-1.09
2025年8月	2744.45	20.78
2025年7月	1328.79	14.96
2025年6月	489.13	5.93
2025年5月	135.44	9.20
2025年4月	-1318.70	-3.17
2025年3月	203.93	0.07
2025年2月	1226.33	16.88
2025年1月	-896.08	-10.24

数据来源：Wind。

2015 年融资余额超过 2.2 万亿元之后，股价出现了大幅度波动。十年之后股市融资余额再次回到历史最高位，是否意味着风险？我们认为答案是否定的。十年前的杠杆资金不仅仅限于场内的融资，场外配资杠杆率有的高达 10 倍，场外无序的配资才是导致风险的最主要原因，而现在场外配资已经基本消失。从市场容量看，当前上市公司数量及总市值均是十年前的 2 倍，融资余额超过 2015 年的最高点，但融资余额占总市值的比例并没有创新高。

融资余额增长最多的 10 只股票中，有 9 只为科技股，而之前年度融资余额增加较多的股票以金融、电力等为主，融资余额的结构性变化也反映了我国股票市场的变化，科技股被市场关注的程度迅速提高。

表 2 全年融资净买入前 10 名的股票情况统计

排序	证券代码	证券简称	融资净买入额(亿元)	申万行业分类
1	300502.SZ	新易盛	179.50	通信设备
2	300750.SZ	宁德时代	154.20	电池
3	300476.SZ	胜宏科技	153.97	元件
4	300308.SZ	中际旭创	152.86	通信设备
5	300274.SZ	阳光电源	120.80	光伏设备
6	688256.SH	寒武纪-U	110.73	半导体
7	601138.SH	工业富联	72.43	消费电子
8	002050.SZ	三花智控	59.37	家电零部件 II
9	601899.SH	紫金矿业	52.61	工业金属
10	688981.SH	中芯国际	51.09	半导体

数据来源：Wind。

### (三) 新股发行及上市公司再融资情况

2025 年度 IPO 数量为 116 家公司，比上一年度增加了一成，但融资数量为 1317 亿元，比上一年度增加了近一倍。在股市二级市场交易明显活跃的背景下，新股发行的节奏比 2024 年有所加快，但与 2022 年前后相比还是明显放缓。

表 3 IPO 情况统计

年度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资资金总额（亿元）
2025 年	上海科创板	19	380.61
	上海上证主板	23	432.28
	深圳创业板	33	253.10
	深圳深证主板	15	176.44
	北京北交所	26	75.27
	总计	116	1317.71

数据来源：Wind。

值得一提的是香港股票市场的新股发行数量超过了内地三个交易所的总和，全年新股发行 119 家，募集资金近 3000 亿元港币，重返全球交易所募集资金首位。宁德时代等 19 家 A 股公司实现香港上市，募集资金 1400 多亿元。

此外，有 216 家上市公司完成了再融资，再融资金额为 9508 亿元。

### (四) 公募基金规模与业绩

2025 年 A 股市场主要类型基金的年度平均涨幅均为正值，股票型基金全年平均收益率超 52%，居涨幅榜首；其次是混合型基金，平均收益率达到 33%；QDII 基金在上年度排名第一，本年度平均收益率为 21%，位列第三。

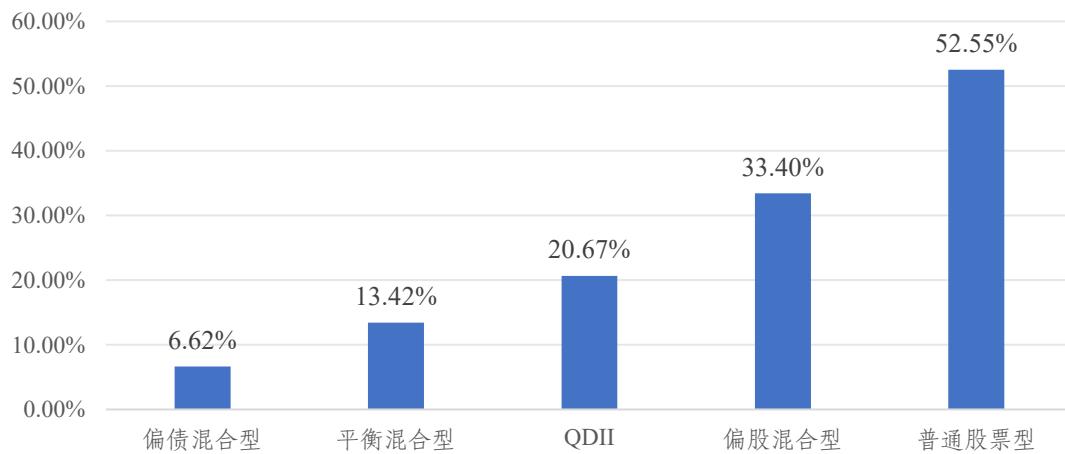
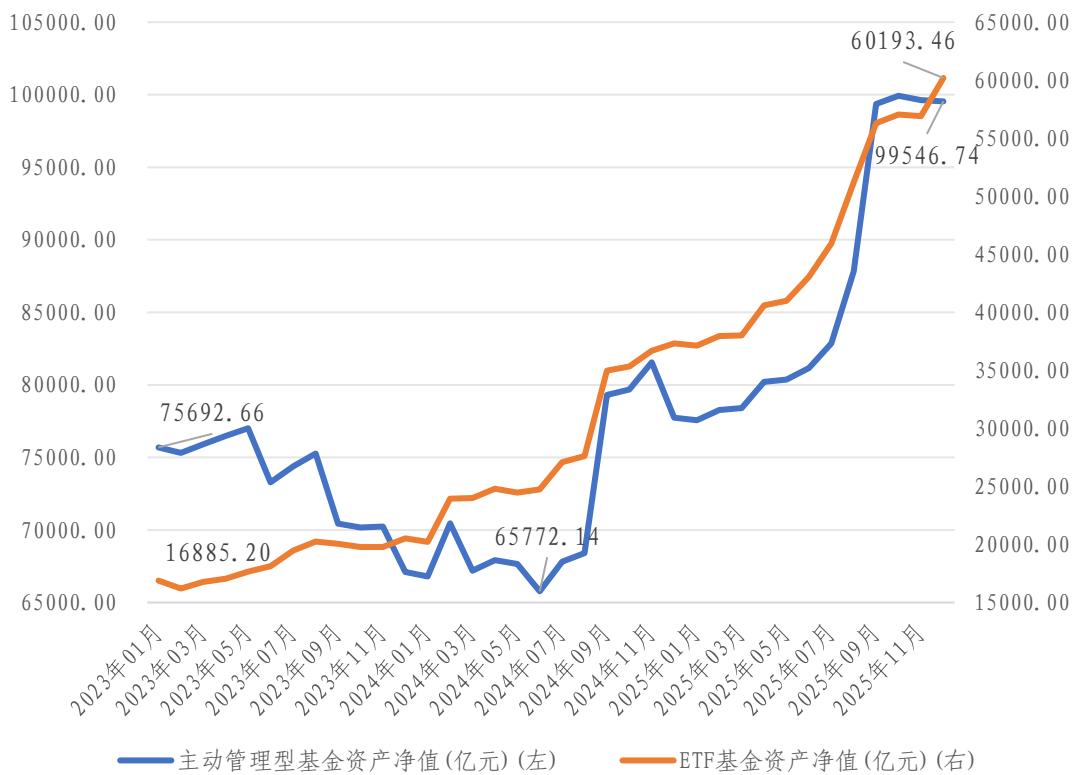


图 3 2025 年 A 股市场主要类型基金平均收益率

数据来源：天天基金网，计算数据已剔除年中成立的基金。

以股票型、混合型以及 FOF 型基金为代表的主动管理型基金的资产规模增加 2.18 万亿份额，ETF 基金规模增加 2.29 万亿份额。在股票二级市场的带动下，主动管理型基金和被动管理型基金的份额均出现较快增长。



**图 4 主动管理型基金和 ETF 基金管理规模变化**

注：主动管理型基金以股票型、混合型以及 FOF 型基金为代表，不包含债券型基金和货币市场基金。

数据来源：Wind。

公募基金持仓市值最大的 10 只股票名单在 2025 年出现了一定变化。“宁德时代”在 2024 年第四季度成为公募基金第一重仓股之后，2025 年连续四个季度稳居榜首。“贵州茅台”从第一名的位置持续滑落，第四季度已经降至第五位。

“招商银行”和“中国平安”的位次也有所下移。从 2024 年开始，“中际旭创”和“新易盛”出现在基金的重仓股名单里，且排名位置在 2025 年逐季提升。“中际旭创”和“新易盛”的业绩快速爆发与人工智能产业发展直接相关。

从基金重仓股名单的变化可以直观地看到我国股市的结构性变化，传统产业的相对地位正在下降，而以人工智能产业链为代表的新兴产业地位正在兴起。股市是经济的映射，股市的变化反映了中国经济正处在快速转型升级中。

**表 4 2025 年基金持仓市值最大的 10 只股票情况**

序号	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
1	宁德时代	宁德时代	宁德时代	宁德时代
2	贵州茅台	贵州茅台	腾讯控股	中际旭创
3	腾讯控股	腾讯控股	阿里巴巴	腾讯控股
4	阿里巴巴	招商银行	贵州茅台	新易盛
5	招商银行	中国平安	中际旭创	贵州茅台
6	美的集团	紫金矿业	新易盛	紫金矿业
7	中国平安	阿里巴巴	紫金矿业	阿里巴巴
8	紫金矿业	美的集团	寒武纪	中国平安
9	比亚迪	小米集团	中国平安	寒武纪
10	东方财富	东方财富	东方财富	招商银行

数据来源：Wind。

## 二、人工智能产业股票的投资逻辑

从 2023 年开始，与人工智能产业相关的股票逐渐成为市场关注的焦点，2025 年股市投资者对人工智能的关注度进一步提高。在全球股市的“人工智能”热潮中，美国“科技七巨头”继续勇立潮头，但它们的股价在 2025 年经历了剧烈的震荡和显著的内部分化，分化主要源于市场对它们拥抱 AI 浪潮的能力和前景的判断。

作为 AI 芯片的领导者，英伟达 (Nvidia) 2025 年度涨幅为 31%，是 AI 热潮中的风向标，它在 2025 年 10 月底市值一度突破 5 万亿美元。谷歌母公司 (Alphabet) 由于云计算和新一代 Gemini 模型的表现良好，其股价上涨 65%，表现明显超越了其他科技巨头。

其他几家科技巨头的股价涨幅明显低于谷歌和英伟达，亚马逊的股价上涨 1%，特斯拉 (Tesla) 股价上涨 7%，Meta 股价上涨 8%，微软 12%，苹果股价上涨 11%。

表 5 2025 前三季度美国七巨头业绩情况表 (单位: 亿美元)

公司	营业收入 (同比)	净利润表现 (同比)	关键业务表现
苹果	940.4 (+10%)	234.3 (+8%)	iPhone 营收约 465 (+6%)
谷歌	1023.5 (+16%)	349.8 (+33%)	云业务收入 151.5 (+35%)
微软	776.73 (+18%)	258 (+18%)	Azure 及其他云服务营收 491 (+26%)
亚马逊	1801.7 (+13%)	211.9 (+38%)	AWS 营收 330.1 (+20%)
英伟达	570.1 (+62%)	319.1 (+65%)	数据中心营收 512 (+66%)
脸书	512.42 (+26%)	27.09 (-83%)	含 159 亿美元一次性税费
特斯拉	281 (+12%)	13.7 (-37%)	汽车业务营收 212 (+6%)

数据来源: Wind, 部分券商研报整理。

美国科技巨头的股价继续牛市状态,但在 2025 年也经历了较大的波动。2025 年年初,中国企业发展 Deepseek 大模型,能耗指标比美国的大模型大幅度降低,改变了市场对中国在人工智能领域的竞争力预期,受此影响,美国科技股在 3 月遭遇大幅抛售,而中国股市的科技股开始进入快速上涨的状态。4 月初,在美国发起新一轮贸易战的冲击下,股市再次出现波动。5 月之后,随着市场情绪回暖,特别是中美贸易紧张局势出现缓和迹象,科技股在 5 月出现快速反弹。

### (一) 人工智能时代的投资逻辑

人工智能的发展首先需要建立算力基础设施,因此,算力基础设施的大量投资刺激了相关产品需求与价格的快速上涨。全球算力设备的核心是 GPU 芯片,龙头公司是美国的“英伟达”,该公司是当之无愧的市场龙头。

在中国的市场中,为人工智能提供设备的公司有“寒武纪”“工业富联”和“海光信息”等,“寒武纪”和“海光信息”都是提供芯片的公司,“工业富联”的主要产品是提供服务器。在人工智能投资快速增长的背景下,这些公司的盈利均快速上涨,推动股价上升。

“英伟达”股价在 2024 年上涨近两倍的基础上,2025 年再上涨 31%;“寒武纪”股价 2024 年上涨近四倍,2025 年再上涨 106%。

在全球算力基础设施投资的扩张过程中,该产业链的上游细分产业均得到快速发展,这些细分产业的重点公司很多是中国的上市公司,如光模块、线路板、液冷散热、铜连接等。

2025 年业绩表现最强当属光模块行业,有三家 A 股上市公司的技术与规模都领先,分别是“新易盛”“中际旭创”和“天孚通信”,它们的股价在 2025 年

分别上涨 423%、397%、215%。截至 2025 年前三季度，它们的税后净利润分别增长 284%、90%、50%。

**表 6 2025 年前三季度人工智能板块部分公司业绩表现（单位：亿元）**

证券简称	涨幅 (%)	市值	营收	利润	营收同比 (%)	利润同比 (%)
中际旭创	397	6777	250	71	44	90
新易盛	423	4283	165	63	221	284
工业富联	200	12322	6039	224	38	48
天孚通信	215	1578	39	14	63	50
生益科技	209	1734	206	24	39	78
寒武纪-U	106	5716	46	16	2386	321
深南电路	114	1548	167	23	28	56
胜宏科技	588	2503	141	32	83	324
立讯精密	39	4131	2209	115	24	26
海光信息	50	5216	94	19	54	28
澜起科技	75	1350	40.6	16	57	66
北方华创	59	3325	273.0	51	33	14
中芯国际	30	6328	495.1	38	18	41
浪潮信息	29	978	1206	14	44	15
中科曙光	19	1253	88	9	9	25

数据来源：根据证券交易所数据整理。

## （二）人工智能推动云服务收入的增长

云业务收入成为科技巨头增长引擎，2025 年，北美科技巨头的云服务业务成为营收增长的主要拉动力。受益于生成式 AI 推动企业向云迁移、企业数字化转型和云基础设施需求的爆发，全球云市场在 2025 年前三季度增长 28%，达到 1000 亿美元。其中美国巨头占据主导份额，微软云营收达到 491 亿美元，同比增长 26%；亚马逊云服务营收创下 2022 年以来最大增幅，同比增长 20% 至 330.1 亿美元；谷歌云业务收入 151.5 亿美元，同比增长 35%。

## （三）人工智能的应用将成为未来市场的焦点

人工智能无疑是一次重要的技术革命，将深刻改变人类的经济运行乃至社会运行的各个领域。在发展的初期，人工智能对经济的影响主要是大规模的投资拉动，主要受益的是提供算力及其相关产品的公司，但真正引领人工智能时代的是人工智能体。目前，人工智能在各行业的应用还处于探索阶段，一旦在某个行业取得突破，将会得到快速推进，相关的股票也得到市场的关注。智能汽车和具身

机器人无疑是智能体的代表，正因为此，特斯拉的股票在 2025 年下半年上涨了 41.57%，仅次于谷歌。

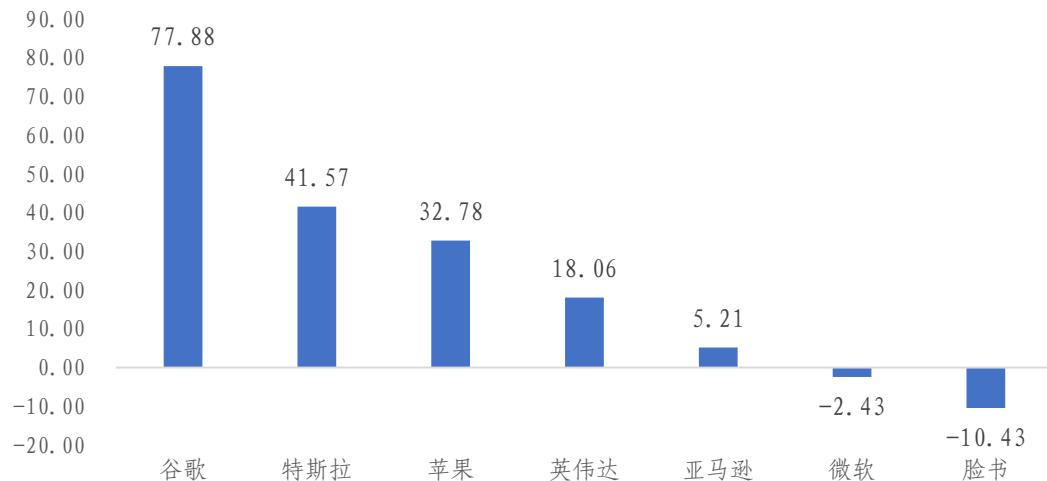


图 5 2025 年下半年科技“七巨头”的股票上涨幅度 (%)

数据来源：Wind。

#### (四) 股票市场有关“人工智能”的投资分歧

最近 100 多年来，每一轮技术革命都带来一轮股市“狂欢”，而且每一轮技术革命及由此导致的股市行情均由美国引领。上一轮互联网技术革命由美国发起，美国纳斯达克指数从 1995 年至 2000 年上涨了 500%，随后纳斯达克指数从 5000 点下跌至 1600 点，最大跌幅达到 70%。发端于 2023 年的人工智能股市行情同样由美国引领，与 30 年前的互联网行情的确有不少类似之处。分析和观察美国股市动向对我国股市投资意义重大。

在国际资本市场，关于 AI 泡沫的辩论核心聚焦于一个基本矛盾：巨额的硬件资本开支能否在合理周期内转化为足够的自由现金流。

华尔街主流机构普遍从财务稳健性出发，对当前的估值体系提出了严厉警告，其核心论据在于成本与收益的严重错配。代表性人物为高盛全球股票研究主管 Jim Covello，他认为 AI 作为一项昂贵的技术，微薄的生产力提升（预计十年仅 0.5%）无法覆盖其高昂投入。更为激进的空头如 Michael Burry 和 Elliott Management 则将当前市场定义为“泡沫之地”(Bubble Land)。Burry 认为这不仅是标的估值虚高的问题，更面临成本高企与付费率低的系统性困境，叠加被动投资主导的市场结构风险，两年内或重演 2000 年崩盘。霍华德·马克斯将其定性为“拐点泡沫”。

硅谷科技巨头从战略生存维度阐述其重金投资于人工智能的合理性。谷歌 CEO Sundar Pichai 提出了著名的“不对称风险”理论，认为相比于投资过度的浪费，投资不足导致平台级竞争落后才是企业的生死存亡之局。英伟达 CEO 黄仁勋则试图重构算账逻辑，提出“加速计算”即便是替代传统 CPU 亦能降本增效，并强调“主权 AI”与“物理 AI”将开启全新的需求周期。OpenAI 的 Sam Altman 与软银孙正义则站在更长远的历史维度，认为泡沫是技术繁荣的必经之路，若 AI 未来能贡献全球 10% 的 GDP，当下的万亿投入便显得微不足道。

从估值的视角看，当前的人工智能与互联网泡沫时期似乎不太一样。有人认为本轮 AI 上涨具有坚实的业绩支撑。以 PEG（市盈率相对盈利增长比率）视角审视，目前 AI 主流标的的估值并未显著偏离其内生增长速度。2025 年 AI 相关股票的平均市盈率约为 35 倍，而以英伟达为代表的行业龙头凭借 65% 的利润增速有效消化了其 40 倍的静态估值；Microsoft Azure 业务 40% 的高增也验证了云巨头的成长逻辑。这种估值与盈利增速的高度匹配，表明当前的资产价格主要由强劲的现金流和回购能力驱动，而非单纯的概念炒作，市场正处于一种“有业绩支撑的泡沫化”进程中。但如果算力资本开支的增速下降，英伟达这类公司的业绩就难以保持高增速。

我们认为，人工智能的确是重大的技术革命，但从投资的逻辑看，至今还没有形成商业闭环，巨额的资本支出与有限的收益之间存在较大的矛盾，也许这是人工智能技术早期存在的问题，随着该技术的推广和应用，终将能够形成商业闭环。股票市场的激进表现可能已经透支了未来的业绩增长，如果头部公司的盈利不及预期则会引发股价的大幅度回落，国内股票投资者在分享人工智能投资盛宴的同时，需要密切关注美国“科技七巨头”的动向。

### 三、并购重组市场空前活跃

2025 年 A 股沪深京三地交易所共有 208 家次上市公司对外发布了控制权变更公告，比 2024 年增加一倍；2024 年 A 股上市公司共发生 110 家次控制权变更事项（含交易性与非交易性），其中交易性变更为 57 家次。分交易所来看，深交所相关交易更加活跃，期间累计完成控制权变更交易达 145 例，其中深市主板 76 例，创业板 69 例；上交所期间完成控制权交易 81 例，其中主板 63 例，科创板 18 例；北交所相关交易较少，期间仅完成 4 例。

上市公司的并购重组成为市场资金追逐的热点，尤其是控制权转让类公司的股票位列涨幅榜前列。在涨幅前 20 的股票中，有 7 只属于控制权转让，这些股票的上市时间集中在 2020 年至 2023 年，正是注册制改革快速推进的阶段，这四年里新增上市公司近 2000 家，上市门槛较低，通过控制权转让是套现的最佳选择。另外，这些公司有共同的特点，经营业绩较差，上市公司之后一直徘徊在亏损的边缘。从控制权转让市场的需求方看，大多数属于“新质生产力”行业，涨幅最大的“上纬新材”的新任控股股东为“智元机器人”公司，而涨幅第二名的“天普股份”的控制权转让给了“中昊芯英”，该公司的主营产品是 TPU、AI 芯片，并且该团队有海外大公司的工作经历。

**表 7 2025 年全年上涨幅度最大的 20 只股票（上市的新股除外）**

涨幅排名	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	上市日期	股价上涨的原因
1	688585.SH	上纬新材	1820.29	2020-09-28	控制权转让
2	605255.SH	天普股份	1645.35	2020-08-25	控制权转让
3	002289.SZ	*ST 宇顺	719.38	2009-09-03	收购进入数据中心市场
4	603389.SH	*ST 亚振	636.70	2016-12-15	控制权转让
5	300476.SZ	胜宏科技	586.02	2015-06-11	PCB 概念
6	301232.SZ	飞沃科技	581.66	2023-06-15	业绩增长
7	603226.SH	菲林格尔	568.50	2017-06-15	控制权转让
8	301377.SZ	鼎泰高科	567.15	2022-11-22	PCB 业绩增长
9	301225.SZ	恒勃股份	527.03	2023-06-16	液冷概念
10	002565.SZ	顺灏股份	507.71	2011-03-18	算力卫星概念
11	001331.SZ	胜通能源	488.86	2022-09-08	控制权转让
12	301209.SZ	联合化学	485.27	2022-08-25	光刻机概念
13	603778.SH	国晟科技	480.86	2015-12-31	控制权转让
14	688313.SH	仕佳光子	442.55	2020-08-12	光通信
15	000592.SZ	平潭发展	436.59	1996-03-27	
16	301005.SZ	超捷股份	431.60	2021-06-01	商业航天
17	002759.SZ	天际股份	429.42	2015-05-28	锂电池材料
18	688109.SH	品茗科技	428.78	2021-03-30	控制权转让
19	688110.SH	东芯股份	427.51	2021-12-10	GPU 概念
20	300502.SZ	新易盛	424.03	2016-03-03	PCB 概念

数据来源：Wind，2025 年以来新上市的已剔除。

并购重组市场的活跃与政策变化密切相关。2024 年 9 月 24 日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），提出支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻

辑的跨行业并购，以期引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。伴随“并购六条”的推出，监管层持续释放改革红利，简化审核流程、创新支付工具、放宽跨界并购限制等举措不断推出，为资本市场的并购重组交易注入强劲政策动能，并由此带动市场交易活跃度创下近年来的新高。

并购市场出现新的特点，私募基金成为并购的重要力量。2024年“9·24”并购新政就明确提出，鼓励私募投资基金以推动产业整合为目标，依法收购上市公司。在新政策的鼓励下，私募基金收购上市公司控制权的案例快速增加。例如，“百亿私募”无锡拓海股权投资基金实控人朱海飞拟收购ST东晶的控制权；合肥瑞丞私募基金管理有限公司与鸿合科技实际控制人及其一致行动人、持股5%以上股东签署《股份转让协议》；启明创投入主天迈科技等。

监管对各类创新收购形式或金融工具的支持，也起到了促进上市公司控制权变更交易达成的作用。比如在今年披露的控股权转让中，频繁出现“小比例持股+表决权委托”交易模式，这种创新模式凭借其灵活性、高效性、低资金压力和广泛的适用场景等特点，正越来越多地成为上市公司控制权变更交易的关键选择。例如，栩桐投资以“5.79%股权转让+13.71%表决权委托”控股华蓝集团。此类控制权变更模式，核心驱动因素是原控股股东持股比例偏低，且受特定条件限制（如限售等）无法大比例转让股权，收购方无需持有高比例股份，即可获得上市公司控制权。另外，原实控人为了追求利润最大化，分享新实控人入场引入优质产业资源后的二级市场增值，也是一大驱动因素。

并购重组对二级市场股价有明显的刺激作用，跨界重组对股价的刺激作用更大。尤其涉及跨界概念的并购案例，平均上涨幅度都在一倍以上。典型的案例如智元机器人要约收购科创板公司“上纬新材”，截至2025年底，该股票上涨了18倍，位列A股涨幅榜第一。类似的案例还有商用特种机器人企业七腾机器人及其关联方收购深市主板公司胜通能源的股权；上市公司“嘉美包装”的控股股东中国食品包装有限公司拟向苏州逐越鸿智科技发展合伙企业转让所持上市公司2.79亿股股份（占总股本的29.9%），并在股份转让完成后放弃剩余股份表决权。

并购重组市场的活跃对股票市场的价格形成机制产生重要影响。并购重组的活跃刺激了小市值股票的价格上涨，根据我们的统计，以2025年初的市值为准，把所有A股股票分成9组，市值30亿元以下的上市公司平均上涨幅度为

54%，在所有组别中股价上涨幅度最大，而且改组股票的平均估值最高。

小市值股票上涨幅度超过蓝筹股的另外一个原因与“慢牛”预期有关。在“慢牛”预期的指引下，每当股价出现快速上扬态势，蓝筹股总是充当打压指数工具的角色。导致市场资金回避沪深 300 指标股，分流的资金自然进入了“不受控制”的小市值股票。

表 8 2025 年 A 股上市公司市值分组情况统计

2025 年初市值	家数	年度涨幅	估值中位数
大于 2000 亿元	58	12. 45%	15. 45
1000-2000 亿元	79	17. 10%	21. 32
500-1000 亿元	128	23. 95%	24. 86
300-500 亿元	207	29. 98%	28. 00
100-300 亿元	1017	28. 24%	28. 73
50-100 亿元	1237	33. 77%	36. 25
30-50 亿元	1231	37. 69%	33. 79
30 亿元以下	1395	54. 06%	33. 18
合计	5352	22. 54%	31. 38

数据来源：Wind，2025 年新上市的公司已剔除，按照 2025 年初市值规模分为 9 组。

#### 四、股市退市新规则显威力，主动退市破冰

2025 年共有 32 只股票退市，其中：交易类退市 11 家、财务类退市 9 家、主动退市 6 家、重大违法强制退市 5 家、规范类退市 1 家。退市数量比过去两年略有减少（2023 年退市 45 家、2024 年退市 52 家），但退市的类型日趋多元，尤其是主动退市开始破冰，重大违法强制退市数量增加，市场化出清机制加速成形。

主动退市常态化成为年度亮点。2025 年共有 6 家公司主动退市，涵盖股东大会决议、吸收合并等类型。其中，“中航产融”和“\*ST 天茂”等公司以股东大会决议方式主动终止公司股票上市。另有多家公司涉及被吸收合并，选择主动退市，典型的案例是“海通证券”与“国泰君安”换股吸收合并而退市。

资金占用规范类退市的威慑力显现。大股东占用上市公司资金是我国股市的“顽疾”，监管部门曾经动用多种手段进行治理，将大股东占用上市公司资金的行为与退市挂钩，收到了良好效果。例如，针对“ST 东时”“\*ST 华微”的资金占用事项，上交所多次公开发函督促，除督促公司尽快清收占用资金外，均重申未在规定期限内完成整改的将被依规终止上市。在各方推动下，两家公司均在停

牌期间完成资金清收，规范类退市风险得以化解。此前，“\*ST 摩登”“中利集团”等公司通过引入投资人代偿、破产重整、债务豁免等多元方式解决资金占用问题。

在退市常态化进程中，监管部门始终坚守“退市不免责”原则，既要让“应退尽退”落地，更要以立体化追责确保“退得下、退得稳”，真正实现监管“零容忍”。民事、行政、刑事追责多管齐下，“退市不免责”的常态化执法格局已然成形。财务造假、信息披露违规等行为，即便退市也难逃追责。已退市的“龙宇股份”于 2025 年 11 月收到行政处罚决定书，因其 2019 年至 2022 年年度报告虚增营业收入、利润，未按规定披露非经营性资金占用相关关联交易事项，龙宇股份及相关当事人被处以罚款。“东方集团”“\*ST 高鸿”在退市前也均收到行政处罚事先告知书。在“\*ST 高鸿”严重财务造假案件中，证监会表示对于可能涉及的犯罪线索，将坚持应移尽移的工作原则，严格按照相关规定移送公安机关。

对于退市公司的高管涉及重大违法行为的追究刑事责任。典型的案例是“紫晶存储”收到梅州市中级人民法院出具的刑事判决书，包括实控人在内的 10 名高管被判刑，其中刑期最高的达七年六个月。已在 A 股退市的金洲慈航集团股份有限公司，原实际控制人因涉嫌犯罪已被公安机关于 2025 年 3 月采取刑事强制措施。

## 五、2026 年股市展望

### （一）关于上期报告展望的回顾

在 2025 年上半年报告里，我们对下半年股市持谨慎乐观的态度，依据是“楼市决定股市”，在楼市难以企稳的背景下，股市难以出现持续上涨行情。市场的走势超出了我们的预期。楼市价格下跌速度加快，但股市却加速上扬。出现偏差的主要原因是：(1) 对中长期资金入市的作用估计不够，尤其是增量的保险资金入市对股市的积极意义估计不够(监管部门对保险资金入市设置了明确的比例要求)；(2) 低估了人工智能为代表的“新质生产力”的表现，同时也低估了经济新动能对传统产业的替代作用。

### （二）对未来市场的几点展望

第一，股市的“慢牛”格局似乎正在形成，但挑战不容忽视。形成“慢牛”格局是监管部门对股市的明确目标，经过一年多的实践，也积累了一定的经验。

但我们也应该对市场自身的运行特点保持足够的重视。在市场上涨的初期，预期分歧较大，监管者通过增量资金入市可以让股价逐渐摆脱颓势，但市场上涨趋势一旦形成，市场投资者的预期形成一致，股价上涨速度将难以控制，“慢牛”可能变成“疯牛”。2014年至2015年的股市走势就是典型的案例，2014年前三季度，股价逐渐上升，但当时的市场还处在之前的“熊市”预期中，股价的上涨并没有被广泛关注，至2014年第四季度，上证指数突破了2012年至2013年的高点之后，市场预期开始形成共识，资金大量涌入市场，指数加速上扬，并且场内融资与场外配资也加速入市，最终出现2015年6月末的“踩踏式”下跌。

2015年“股灾”带给我们的教训是不能放任杠杆资金入市，尤其是不受控制的场外资金入市。这一点教训已经被监管者广泛接受，但我们认为，更深刻的教训是“不宜将股市上涨作为市场监管的目标”。2015年之所以出现杠杆资金大量入市，与“牛市”名词高频率出现密切相关，既然“牛市”体现了国家意志，那么，股价上涨就将是确定性的事件，风险由此形成。

**第二，人工智能技术革命继续引领市场。**最先受益的是与算力有关的上市公司，但算力基础设施的大规模投资至今仍然没有实现商业闭环，如果投资扩张不能继续，与此相关的科技股的高估值风险将显现。

人工智能的应用将成为未来市场的焦点，“人工智能+广告”“人工智能+医疗”“人工智能+教育”等将是市场关注的方向。而人工智能的策源地在美国，因此，美国股市中的人工智能相关股价的波动直接影响我国股市人工智能行情。

**第三，黄金和有色金属的价格上涨逻辑继续，但过度上涨即意味着风险。**地缘政治紧张是黄金上涨的逻辑起点，该逻辑在2026年依然存在，但如果将黄金价格上涨与美元信用即将崩溃的预期挂钩则是错误的。即使美元崩溃，国际货币体系也不会回到金本位，黄金价格的过度上涨就意味着投机风险。

**第四，关注房地产市场对股市的影响。**2025年我国主要城市的二手房价格出现了加速下跌的走势。经过连续四年的下跌，主要城市的平均二手房下跌幅度超过了30%，按揭贷款出现了相当数量的“负资产”（即房地产市值小于按揭贷款余额），房价继续下跌不仅影响房地产金融的安全，也对居民消费产生较大的负面影响。2026年有必要出台进一步的“稳楼市”政策，如果该推理论为现实，将对股票市场的房地产相关产业链板块形成利好支持。

**第五，警惕微型股的高估值风险。**我们在 2025 年上半年报告里提示此风险，2025 年下半年微型股的风险并没有释放，主要得益于并购重组政策的刺激。因此，并购重组政策的变化对此类股票的影响较大，一旦政策不再鼓励跨界并购重组，微型股的高估值风险将很快显现。

**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。