



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 韩宁远

2024年1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。

热门赛道股估值回归，“壳价值”升温

摘要

2023 年,全球主要股指以上涨为主,而 A 股市场的沪深 300 指数和深证成份股指数均下跌 12%左右,上证指数综合下跌 3.7%。

7 月 24 日的中央政治局会议强调,要“活跃资本市场,提振投资者信心”。证监会“四箭齐发”,但此次政策出台之后并未能扭转市场的运行趋势。影响当前股市的因素主要是无风险收益率的变化及房地产市场的风险。

在暂缓新股发行的背景下,2023 年下半年“壳价值”出现反弹。

热门行业的股票出现了大幅度下跌,有些行业的高估值被证伪,导致股价大幅度下跌,新能源和大消费在 2023 年出现估值回归。

2024 年股市展望:注册制改革是大势所趋,2024 年新股发行恢复常态化是大概率事件,市场资金将重新回归蓝筹股;在化解房地产金融风险取得实质性进展之前,股市将继续震荡筑底的走势;如果出现美国股市大幅度下跌,A 股或许会迎来反弹之机;热门行业的估值将继续回归。

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

● 韩宁远

中国社会科学院大学硕士研究生

【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、2023 年度股市运行回顾	1
(一) 全球主要股市上涨，A 股主要指数继续调整	1
(二) 美联储快速加息对股市冲击巨大	4
(三) 房地产行业处于深度调整中，相关产业链的股票表现均受到影响	5
(四) 新股发行速度暂缓，“壳价值”升温	6
(五) 北交所交易日趋活跃，三足鼎立格局初步形成	7
(六) 基金收益欠佳，公募基金权益类资产扩张受阻	8
二、2024 年市场展望	9
(一) 制约股市运行的外部因素出现边际改善，但需警惕美国的物价反弹	9
(二) 影响股市运行的国内主要因素仍然是房地产市场	10
(三) 新股发行应该尽快恢复常态，“壳价值”贬值大势所趋	10

一、2023 年度股市运行回顾

(一) 全球主要股市上涨，A 股主要指数继续调整

2023 年全球主要股指均呈现不同程度上涨，A 股表现欠佳。我国主要股指跌幅差别较大，其中，上证综合指数下跌 3.70%，沪深 300 指数下跌 11.38%，深证成份股指数下跌 13.54%，创业板指数下跌 19.41%；香港恒生指数下跌 13.82%。同期，美国道琼斯指数上涨 13.70%，纳斯达克指数上涨 43.42%（见图 1）。

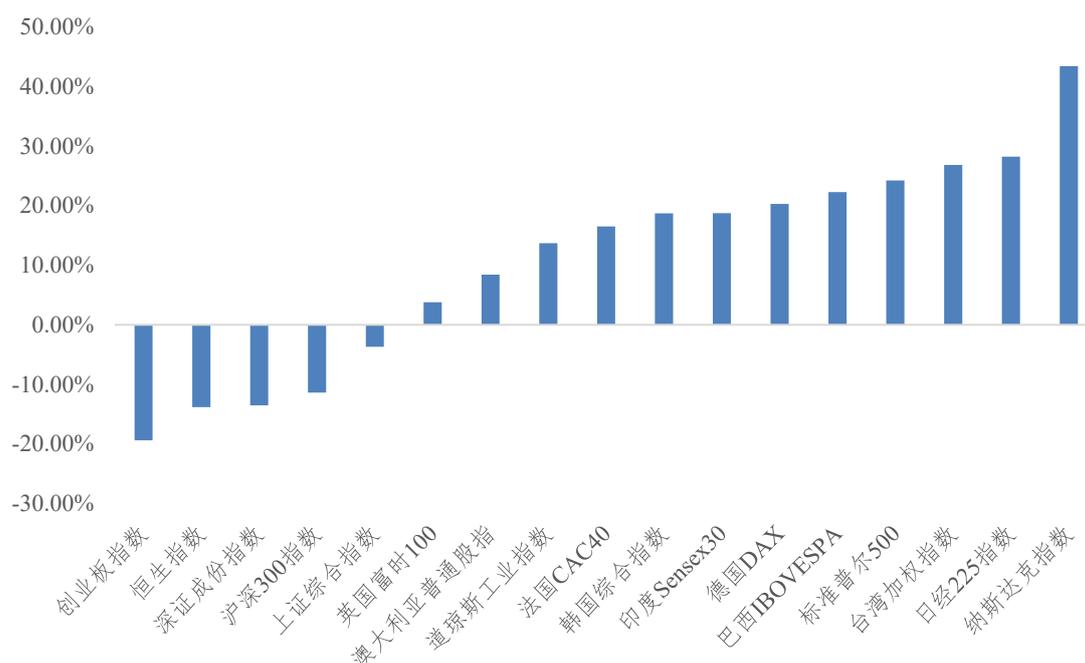


图 1 2023 年度全球主要股指涨跌幅

数据来源：Wind。

美国纳斯达克指数领跑全球。主导美股年度表现的是以苹果、微软、谷歌等为代表的龙头科技公司，这些公司年度涨幅基本都在 50%左右，其中，英伟达（NVIDIA）上涨幅度超过 200%。而这些龙头科技公司股价大幅上涨，主要原因是 2023 年年初以“ChatGPT”为首的人工智能技术的横空出世。

高科技股的追捧热潮在 A 股市场也有所表现。从行业指数看，2023 年 A 股涨幅最大的行业分别是通信、传媒、煤炭、电子、计算机、家用电器、汽车（见图 2）。通信、传媒、电子、计算机行业指数的表现与人工智能技术突破有关。2023 年度上涨幅度最大的 20 只股票几乎全部为“人工智能”概念股票，如此极端的走势十分少见，似乎也预示着该板块的风险正在来临。

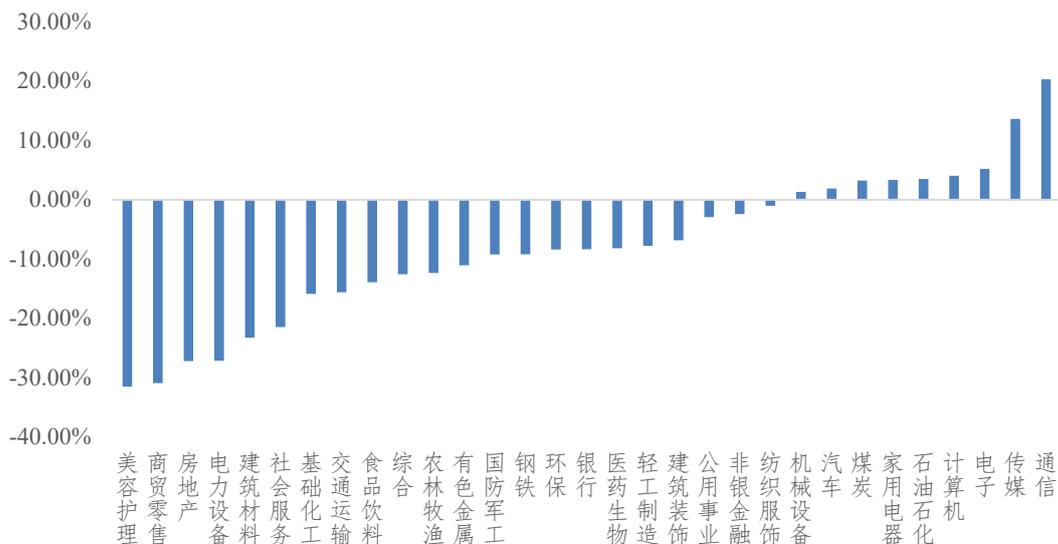


图 2 31 个申万一级行业 2023 年涨跌幅排名

数据来源：Wind。

美容护理、商贸零售、电力设备、房地产等行业则全年领跌。在 2023 年度下跌幅度最大的 20 只股票中，新能源行业股票占据半壁江山。过去几年，中国在新能源电池和新能源汽车行业取得了局部领先的优势，相关上市公司的业绩表现优异，众多资金跟风推高了这些公司的估值。宁德时代和比亚迪等新能源电池和新能源汽车行业的代表，股票价格在 2020 年之后大幅度上涨(见图 3)，而 2023 年该板块的股票均出现较大幅度的回落，有些股票下跌幅度已超过 50%。

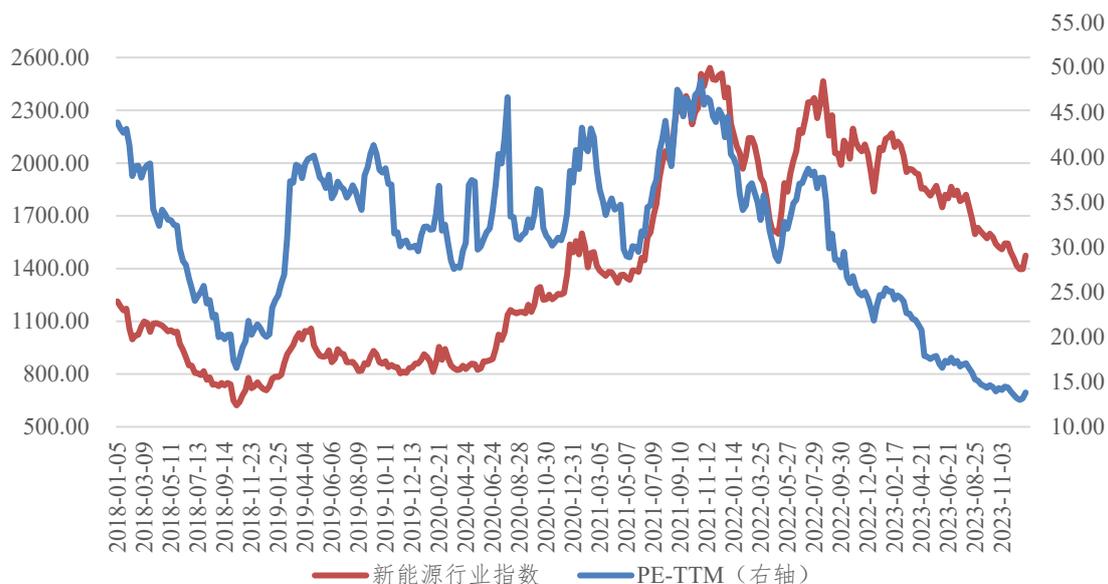


图 3 新能源行业估值走势图

数据来源：Wind。

除了新能源等新兴行业之外，2020年前后，市场曾经憧憬中国消费升级，各行业龙头公司均受到资金的追捧，形成了所谓的“茅指数”，“茅指数”在2019年初至2020年末上涨超过200%，而在2023年，该指数持续下跌（见图4）。



图4 “茅指数”走势图

数据来源：Wind。

表1 2023年全年下跌幅度最大的20只股票（退市的除外）

涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）	涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）
1	*ST 柏龙	-86.89	11	利元亨	-66.04
2	*ST 华仪	-82.79	12	海优新材	-64.55
3	*ST 左江	-77.91	13	国联股份	-63.82
4	*ST 爱迪	-75.08	14	鹏辉能源	-63.66
5	ST 鸿达	-73.15	15	震安科技	-62.76
6	昱能科技	-69.75	16	中国中免	-61.12
7	*ST 泛海	-69.60	17	锦浪科技	-61.09
8	*ST 博天	-68.00	18	坚朗五金	-61.01
9	德新科技	-67.62	19	*ST 红相	-60.17
10	派能科技	-66.18	20	绿康生化	-59.95

数据来源：Wind，2023年以来退市的股票已剔除。

表 2 2023 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	证券简称	涨跌幅（%）	涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）
1	凯华材料	572.97	11	中际旭创	320.83
2	联特科技	400.27	12	鸿博股份	318.05
3	圣龙股份	386.87	13	佰维存储	290.16
4	百利天恒	386.61	14	通化金马	278.37
5	捷荣技术	377.28	15	利通科技	273.99
6	高新发展	346.16	16	华力创通	272.59
7	华密新材	341.44	17	天孚通信	268.29
8	*ST 明诚	339.94	18	曙光数创	247.94
9	中航电测	327.66	19	森远股份	238.01
10	新诺威	321.73	20	中贝通信	236.24

数据来源：Wind，2023 年以来新上市的股票已剔除。

（二）美联储快速加息对股市冲击巨大

美联储不断超预期的加息对中国股市产生了巨大影响。2023 年第四季度，美国 10 年期国债到期收益率最高上升至 5% 左右，我国 10 年期国债到期收益率基本徘徊在 2.7% 左右，比美国 10 年期国债到期收益率低 200 余个基点。中美国债到期收益率倒挂导致我国资金外流。可以直接观察到的现象是，每当美国 10 年期国债到期收益率上升，则美元走强，“北向资金”流出、人民币兑美元汇率贬值，结果是 A 股走弱。2023 年 8 月至 2023 年末，陆港通渠道资金一直是净流出状态。其中，8 月净流出 896.83 亿元，创两年来单月净流出记录（见表 3）。

表 3 陆港通渠道资金月度净流入 A 股金额

月份	净流入（亿元）	沪股通成交净买入（亿元）	深股通成交净买入（亿元）
2023 年 12 月	-129.25	-118.17	-11.08
2023 年 11 月	-17.77	45.81	-63.57
2023 年 10 月	-447.87	-232.29	-215.58
2023 年 9 月	-374.60	-176.15	-198.45
2023 年 8 月	-896.83	-481.61	-415.22
2023 年 7 月	470.11	234.13	235.98
2023 年 6 月	140.26	-56.01	196.27
2023 年 5 月	-121.37	26.00	-147.37
2023 年 4 月	-45.53	16.12	-61.65
2023 年 3 月	354.40	166.82	187.58
2023 年 2 月	92.58	89.09	3.49
2023 年 1 月	1412.90	705.55	707.34

数据来源：Wind，截至 2023 年 12 月。

外资的流出并没有影响内资的加杠杆行为。2023年，融资余额增加了1300亿元。在股指持续下跌的背景下，融资余额却不断增加，出现逆势加杠杆现象。外资与内资截然相反的行为在A股历史上应该是第一次出现。

表4 2023年融资余额增加最多的前20只股票

排序	证券简称	融资增加额 (万元)	排序	证券简称	融资增加额 (万元)
1	赛力斯	429383.48	11	中科曙光	174789.45
2	东方财富	395858.72	12	科大讯飞	173322.14
3	昆仑万维	272610.35	13	贵州茅台	171009.90
4	中国平安	261645.62	14	平安银行	158262.84
5	中信证券	243498.35	15	中国银河	157827.03
6	江苏银行	223303.99	16	海光信息	154727.37
7	中际旭创	218215.70	17	紫光国徽	154321.11
8	长安汽车	211830.99	18	招商银行	153107.24
9	中兴通讯	209396.62	19	迈瑞医疗	136786.26
10	软通动力	198002.25	20	宁波银行	128306.85

数据来源：Wind。

(三) 房地产行业处于深度调整中，相关产业链的股票表现均受到影响

2023年一季度，房地产市场出现逐月回升的“小阳春”，但是从4月以后，房地产市场的交易量出现疲态。7月底的中央政治局会议明确提出“房地产市场供求关系发生重大变化”，市场普遍认为这是房地产调控政策出现重大转折的信号，房地产政策不再仅是遏制房价过快上涨。8月25日，住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，“认房不认贷”政策正式落地。该政策有利于居民换房行为，有利于改善型需求的释放。8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，降低首付比例和按揭利率。

处置房地产开发企业的债务风险是2023年房地产行业的重要工作。9月28日，中国恒大发布公告称，公司董事会主席许家印因涉嫌违法犯罪，已被依法采取强制措施。此事件在市场引起强烈关注，这意味着房地产市场的风险处置关系进入了新的阶段。

随着房地产行业进入深度调整，房地产行业的上市公司经营状况出现恶化，有些上市公司不再符合交易所的标准。2023年，A股有9家房地产行业的上市

公司被强制退市，占沪深两市场退市总数的近四分之一。被退市的 9 家房地产行业上市公司债务合计近 10000 亿元，它们在市值巅峰时的总市值超过 4000 亿元。

表 5 2023 年第三季度 A 股上市公司市值分组情况统计

	该公司历史上的最高市值		总股本 (亿股)	退市前股东数量 (万户)	总负债规模 (亿元)
	市值规模 (亿元)	时间			
泛海控股	1012.70	2015 年 6 月	51.96	8.03	981.67
阳光城	407.38	2015 年 5 月	41.40	14.25	2640.15
泰禾集团	530.16	2018 年 1 月	24.89	5.42	2094.71
嘉凯城	295.86	2009 年 12 月	18.04	5.51	103.72
宋都基业	207.97	2015 年 6 月	13.40	4.82	320.29
粤泰集团	247.01	2017 年 6 月	25.36	4.61	90.90
美好置业	237.57	2015 年 6 月	24.67	14.52	130.10
中天金融	776.15	2015 年 6 月	70.05	18.82	1597.32
蓝光发展	383.32	2015 年 6 月	30.35	14.60	1456.59

数据来源：Wind。

(四) 新股发行速度暂缓，“壳价值”升温

截至 2023 年 12 月，我国有 313 只新股发行上市，融资金额 3565.59 亿元，四个季度的融资金额分别为 650.79 亿元、1445.99 亿元、1139.76 亿元和 329.05 亿元。2023 年前三季度的新股发行与 2022 年同期基本保持一致节奏，从三季度开始新股发行速度放缓，三季度全市场有 91 只新股发行，四季度有 49 只新股上市，融资规模相较三季度骤降约 800 亿元。为了稳定股票二级市场的价格，监管部门出台政策，暂缓新股发行。

2023 年发行的新股中有 88 只跌破发行价，破发比例约 30%左右。其中，下跌幅度超过 30%的有 11 只，只有 1 只新股下跌幅度超过 50%。其余 225 只股票没有跌破发行价，但溢价超过 30%的只有 148 只。

新股上市溢价的总体趋势是下行的，但不同阶段也出现过波动。2021 年曾经出现过新股发行定价过低的现象，新股定价一度出现比较严重的“抱团压价”现象，估值中枢节节下行。2021 年 9 月，沪深交易所进一步优化新股定价机制，使“抱团压价”现象得到实质性扭转，新股发行估值出现明显上行。与之相伴的是，新股破发比例大幅提高。可以看到，2020 年和 2021 年上市新股在当年的涨幅中位数分别为-8.46%、-9.97%。2022 年上市新股在当年的涨幅中位数开始回升，

达到-1.20%，2023年上市新股在当年的涨幅中位数为25.84%。

新股发行节奏的改变对股价结构产生了较大影响。2023年9月之后，新股暂缓发行使“壳价值”出现明显发弹，直接引发了四季度北交所的行情。

（五）北交所交易日趋活跃，三足鼎立格局初步形成

北京证券交易所于2021年9月3日注册成立，是经国务院批准设立的中国第一家公司制证券交易所，是我国第三家证券交易所。北交所的设立标志着中国资本市场三足鼎立格局的形成。

北交所的开户门槛初设为50万元，投资者数量受到限制，市场流动性不足是制约北交所的核心问题。自成立以来，日成交额均在10亿元上下，但从2023年10月末开始，北交所的日成交额逐渐增加，11月末突然放大至100亿元以上。2023年北证50指数收于1082点，该指数在2023年的低点是706点（10月24日），一个多月时间里指数反弹了53%。

在交易活跃度增加的影响下，北交所的开户数量快速增加。截至2023年11月22日，北交所合格投资者数量已达626万户，相较于2023年9月1日北交所《深改19条》推出以来，新增近70万户。

2023年11月23日，易方达、华夏、广发、南方、嘉实、汇添富、大成、万家基金旗下共计8只北交所两年定开混合基金的封闭式结束在即。据相关数据统计，截至2023年11月21日，首批8只北交所主题基金成立至今的收益回报率均告负，平均收益率收跌22.08%。

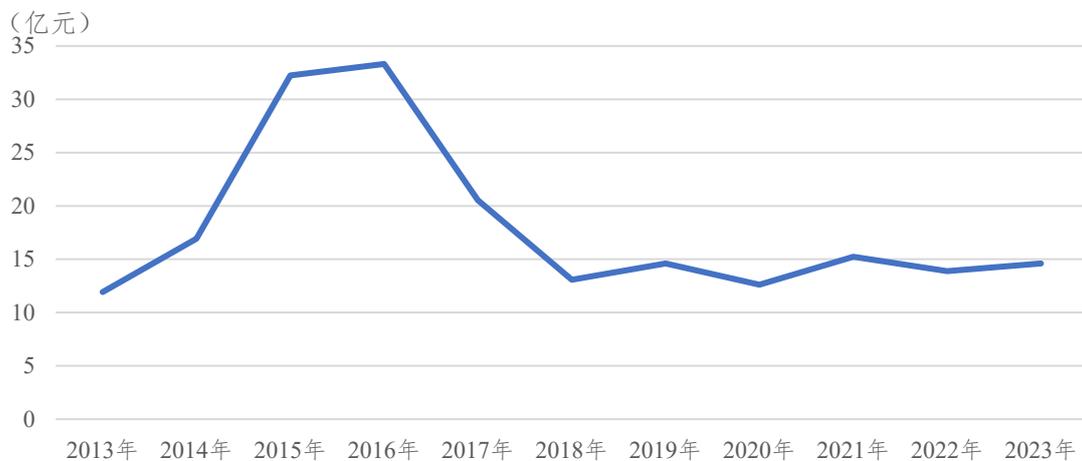


图5 上市公司“壳价值”走势

数据来源：Wind，“壳价值”是每年沪深两市场中市值最小的100只股票加权平均的结果。

北交所的活跃并非孤立事件，与新股发行暂缓有直接关系。从 A 股的历史经验来看，每当新股发行暂缓或暂停，“壳价值”必然快速升温。图 5 显示，2014 年新股曾经有一年多的时间暂停发行，当时每只股票的“壳价值”高达 40 亿元左右，即一个没有如何现金流收入的公司可以卖出 40 亿元的价格。2019 年开始，随着注册制改革的快速推进，“壳价值”出现贬值趋势。2022 年，每只股票的“壳价值”大约为 10 亿元左右。2023 年 9 月之后，新股发行暂缓，“壳价值”再度升温。北交所的上市公司以“专、精、特、新”企业为主，公司规模均较小，每股对应的“壳价值”比主板高，因此，北交所股票对“壳价值”的波动更加敏感。

为了更好地说明新股发行暂缓与“壳价值”之间的波动关系，我们把沪深两个市场进行了分组统计，结果是 2023 年小市值的股票出现大幅度上涨，与北交所行情一致。

表 6 不同市值股票涨跌情况（按照年初市值排序）

分组	上市公司数量 (家)	期初市值 (亿元)	期末市值 (亿元)	年度市值 涨跌幅	估值 (PE)
2000 亿以上	53	273311.86	275285.48	0.72%	10.98
1000 亿-2000 亿	75	103886.18	93609.31	-9.89%	13.34
500 亿-1000 亿	139	99228.38	90881.85	-8.41%	19.42
300 亿-500 亿	217	82032.00	71968.04	-12.27%	23.76
200 亿-300 亿	272	66031.87	61179.29	-7.35%	26.98
100 亿-200 亿	705	99465.84	95633.84	-3.85%	34.69
50 亿-100 亿	1145	80787.80	82217.35	1.77%	57.86
50 亿以下	2270	69279.58	81780.96	18.04%	95.53
总计	4876	874023.50	852556.12	-2.46%	18.10

数据来源：Wind。

（六）基金收益欠佳，公募基金权益类资产扩张受阻

2023 年股票型基金和混合型基金份额净值表现截然不同。其中，混合型基金整体出现亏损，尤其是三季度和四季度基金亏损净值加快；股票型基金份额则逆势走高。

2023 年 A 股市场主要类型基金的平均收益率不佳。股票型基金净值普遍下跌，混合型基金中的偏股混合型基金跌幅居前，平衡混合型和偏债混合型基金跌幅不大，QDII 基金表现一枝独秀（见图 6）。

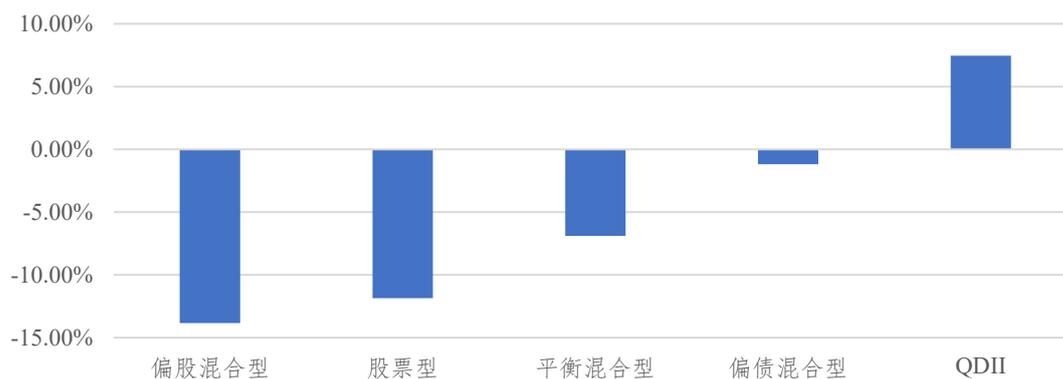


图 6 2023 年 A 股市场主要类型基金平均收益率

数据来源：天天基金网。

二、2024 年市场展望

在过去一年里，我们一直强调国内房地产政策和美联储的货币政策对股市的影响，伴随着美联储加息进程的不断进行，这两个因素分别在 2023 年三季度和四季度出现边际改善。

（一）制约股市运行的外部因素出现边际改善，但需警惕美国的物价反弹

美国的 10 年期国债到期收益率是全球资产定价之锚，中美利差影响股市的资金流动，这是美国货币政策影响中国股市的基本逻辑。

根据美联储 2023 年 12 月份会议的信息，美联储决定 12 月仍放缓加息步伐，将联邦基金利率目标区间继续维持在 5.25% 至 5.50% 之间。市场一致认为，美联储加息周期或将结束，降息通道也将在未来缓慢打开，随着美国长期国债的收益率出现快速下降，10 年期国债到期收益率下行至 4% 左右，比最高点下降了 100 个基点。

我们认为，美国控制通胀并非易事，2024 年美国物价反弹的概率相当大。2023 年四季度，美国消费物价回落得益于石油价格从每桶 90 美元下跌到 70 美元，下跌幅度超过 20%。石油价格的下跌与美国石油出口量的增加直接相关，对冲了其他产油国降低石油出口试图维护油价的努力。

从需求的角度看，美国股市主要指数均创历史新高，股票市值的大幅度增加使美国的财富水涨船高，购买力也随之增强，增加了控制物价的难度。在 70 年代，美国曾经有过物价几度反复的教训，出现了所谓“滞涨”现象。如果物价出现反弹，美联储必然会采取措施，对股市产生不利影响。

(二) 影响股市运行的国内主要因素仍然是房地产市场

房地产市场复苏的程度决定着股市反弹的高度和方向。尽管房地产政策拐点已经出现，但是目前房地产市场形势仍然不容乐观。

中央金融工作会议强调，促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。由此可见，强化对房地产开发企业的监管是未来房地产金融政策的主旋律。

从化解房地产金融风险的国际经验看，最终必须依靠政府的信用介入，政府通过入股或担保的方式来提高出险企业的信用，仅靠企业自身的努力是难以摆脱债务风险的。中国的房地产市场有一定特殊之处，土地财政的存在使土地价格易涨难跌，化解房地产金融风险的措施操作如果不当就会成为“涨价去库存”的手段，2015年就是前车之鉴。中央政府、地方政府及房地产开发企业形成三方博弈的关系，增加了化解风险的难度，房地产市场风险的出清时间有可能比成熟的市场化国家更久。

我们希望以恒大为代表的房地产企业的风险处置在2024年度取得实质性进展，让房地产市场的预期更加明确，这有利于稳定股市的预期。反之，如果房地产市场的风险进一步蔓延和扩散，对股市的负面影响恐会加深。

(三) 新股发行应该尽快恢复常态，“壳价值”贬值大势所趋

与成熟的股票市场相比，A股市场的显著特点是小盘股存在高溢价现象。小盘股的高溢价与新股发行的核准制密切相关，随着注册制改革快速推进，对于上市公司的“壳价值”将造成持续贬值的效果，这意味着占市场60%以上的小市值股票存在估值回归风险。

2023年8月，为了缓和股价下跌的压力，监管部门采取了暂缓新股发行的建议。从新股暂缓发行两个季度的市场表现看，阻止股价下跌的预期并未能实现，而“壳价值”却出现逆势上涨。“壳价值”的上涨不利于资本市场发挥资源配置的功能，也不利于经济结构的优化。我们预期，2024年新股发行会回复常态化。

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。