



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10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、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。

基本面逆转，A股再现“井喷”

摘要

A股第三季度仍然受制于房地产市场，股票市场成交额也逐渐下降至最近三年最低水平，截至9月20日，主要股指的季度跌幅均达到10%左右。

2024年9月底我国宏观经济政策的基本面出现逆转，决策层提出房地产市场要止跌回稳的目标，央行专门为股市启动新的货币政策工具，股市出现快速上涨行情。

股市短期已经出现“非理性”，监管部门应该加以关注。股市是否能持续走强，还要看房地产市场能否实现政策目标。

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、股票市场的运行状况	1
(一) 美联储降息开启, 主要股市上涨.....	1
(二) 股市受房地产市场的影响日深.....	3
(三) 刺激政策开启, 股市凤凰涅槃终至.....	5
(四) 新股发行和上市公司再融资均处于暂缓状态.....	6
(五) 公募基金权益类资产规模徘徊不前.....	7
二、市场展望: 股市信心恢复, 但谨防出现“疯牛”	8
(一) 市场出现V型反转, 已经出现“非理性”	8
(二) 能否纾困地产难题, 关系未来股市发展.....	9
(三) 需要警惕的问题与对策建议.....	9

一、股票市场的运行状况

（一）美联储降息开启，主要股市上涨

2024年第三季度全球主要股指基本呈上涨态势。美国道琼斯指数上涨8.21%、标普500指数上涨5.53%、纳斯达克指数上涨2.57%，均录得个位数涨幅；韩国、日本、中国台湾等市场主要股指跌幅居前（见图1）。

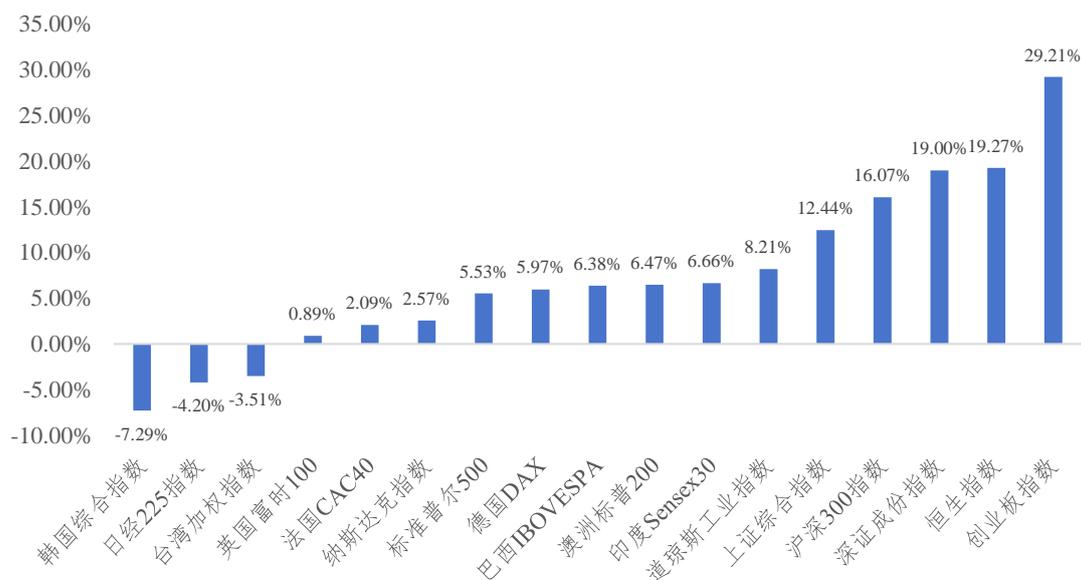


图1 2024年第三季度全球主要股指涨幅（%）

数据来源：Wind。

我国股市在第三季度出现V型反转。上证指数在第二季度末跌破3000点之后持续下行，9月20日最低至2700点，第三季度股指最大下跌幅度超过10%，9月底出现快速反弹。总体看，第三季度上证指数上涨12%，创业板指数上涨幅度接近30%，恒生指数、深证成指涨幅超19%。

影响第三季度股市走势的主要因素是货币政策变化。美国时间9月18日，美联储宣布降息50个基点，意味着美国的加息周期结束，新一轮降息周期开启。美联储降息对股市而言亦喜亦忧，降息使市场的无风险收益率降低，提高了股票估值水平，但降息也意味着经济景气下降，上市公司盈利预期在下降。

除了美联储降息之外，第三季度日本央行加息也备受市场关注。当地时间7月31日，日本央行举行货币政策会议，决定将0至0.1%的政策利率调整至0.25%，新的货币市场操作指引于2024年8月1日起生效。此次日本央行加息是2024年3月解除负利率政策之后再次加息。日元加息对日元套息交易构成了一定冲击，

甚至一度影响美国股票市场。

日经 225 指数第三季度跌超 4%，继第二季度之后连续两个季度下跌。我国股市则受 9 月末利好政策刺激，A 股、港股市场主要指数均在 9 月最后一周大幅拉升，9 月 30 日主要股指均接近涨停板。

国内股票市场第三季度涨幅最大的 20 只股票中，企业重组相关概念股占有相当大的比重（见表 1），取代第二季度的化工新材料成为新的关注焦点。消费电子第三季度关注度延续第二季度景气周期，热度不减。第三季度跌幅最大的 20 只股票中，仅是第三季度新上市的公司就有 8 家，比例相当之大（见表 2）。

表 1 2024 年第三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	季度涨跌幅 (%)	涨幅排名	证券简称	季度涨跌幅 (%)
1	*ST 景峰	326.25	11	东方集团	165.15
2	银之杰	306.06	12	香雪制药	161.56
3	双成药业	271.82	13	国中水务	157.66
4	深圳华强	230.22	14	珠海中富	150.77
5	ST 聆达	205.49	15	汇金科技	148.51
6	汉嘉设计	201.11	16	宝塔实业	145.10
7	大众交通	182.13	17	博士眼镜	136.48
8	华信永道	181.16	18	海新能科	131.67
9	旗天科技	175.00	19	飞利信	130.54
10	岭南股份	174.44	20	*ST 吉药	126.47

数据来源：Wind，2024 年第三季度以来新上市的已剔除。

表 2 2024 年第三季度下跌幅度最大的 20 只股票（退市的股票除外）

跌幅排名	证券简称	季度涨跌幅 (%)	跌幅排名	证券简称	季度涨跌幅 (%)
1	键邦股份	-45.55	11	安乃达	-24.28
2	ST 旭蓝	-45.23	12	满坤科技	-24.19
3	兴齐眼药	-34.66	13	华恒生物	-23.65
4	美信科技	-31.18	14	富特科技	-23.10
5	大禹生物	-29.52	15	康隆达	-21.90
6	金盘科技	-29.28	16	巍华新材	-21.58
7	大连热电	-29.23	17	绿联科技	-21.32
8	力聚热能	-26.88	18	恒烁股份	-21.17
9	博实结	-25.24	19	小方制药	-20.99
10	巨星农牧	-24.74	20	科力装备	-20.94

数据来源：Wind，2024 年第三季度以来退市的已剔除。

2024年第三季度31个申万一级行业股票涨幅除煤炭行业外均为正，以非银金融、综合、房地产为代表，受到政策直接利好的行业表现亮眼。以上行业在之前的行情中表现较差，但在本次上涨行情中涨幅居前。煤炭、石油石化、公共事业行业等大盘蓝筹股票在2024年初至今涨幅较大，在第三季度行情中表现落后（见图2）。

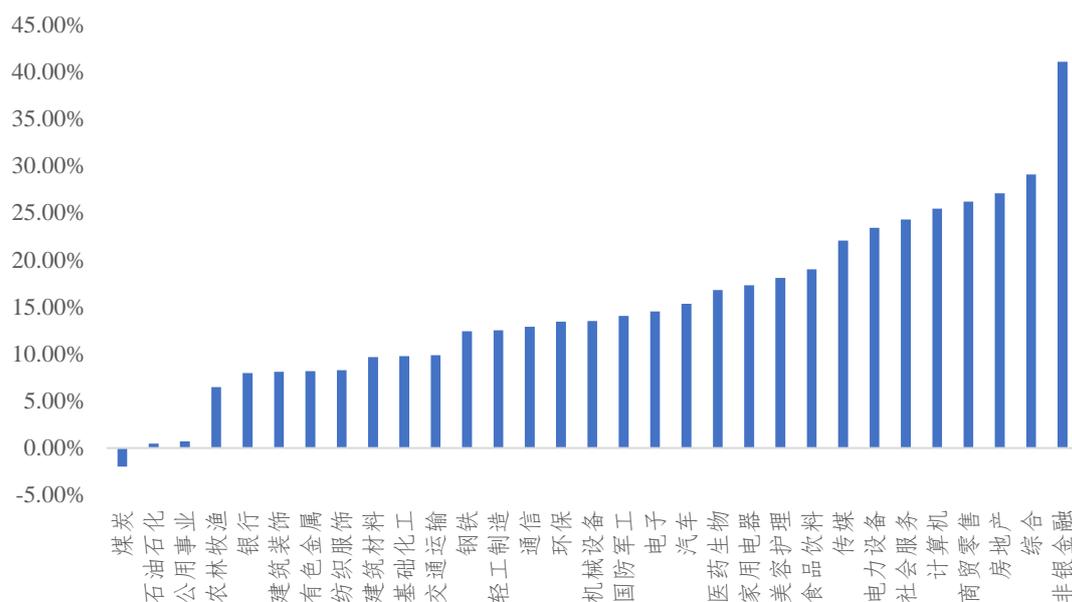


图2 31个申万一级行业2024年第三季度涨幅排名

数据来源：申万宏源证券。

（二）股市受房地产市场的影响日深

回顾2024年第三季度的股市表现，股市受房地产市场的影响十分明显。5月17日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布重磅房地产新政：按揭贷款的首付比例和利率均降至历史最低，并且为消化存量住房专门新设了货币政策工具，即保障性住房再贷款，首期规模为3000亿元人民币。

“5·17”新政之后，房地产市场交易曾一度活跃，但市场预期并没有得到根本改变。数据结果显示，政策的推出在短期内，确实助推了楼市的回升。30个大中城市在7月中旬一周的商品房成交套数最高达到36433套。但是，随后一段时间成交量快速回落至15000套左右（见图3）。同时，百城二手住宅均价数据显示，新政推出之后二手住宅价格并未明显回升，环比涨幅仍为负。结合新政前后房地产行业股票指数的冲高回落走势，折射出股市投资者对房地产市场的隐忧仍然存在。

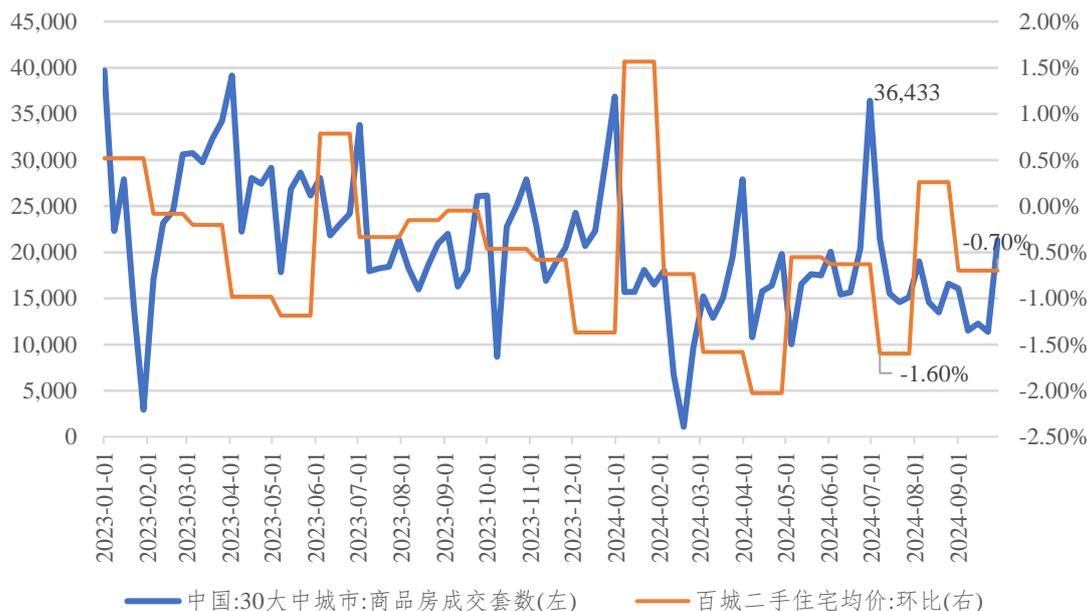


图3 商品房成交套数和二手房成交均价

数据来源：Wind，中指研究院。

房地产市场不仅影响实体经济的循环，还深刻影响金融循环。房地产市场持续阴跌不仅使上下游产业的上市公司盈利受到严重影响，还使货币与信贷的扩张受阻。“5·17”新政之后，M1数量快速回升近1.5万亿元，随后7月数据宣告房市的政策刺激效果不及预期，M1数据来到创新低的63万亿元（见图4）。市场流动性的收缩，表现在股票市场上则是成交量的逐渐下降，并不利于行情展开。

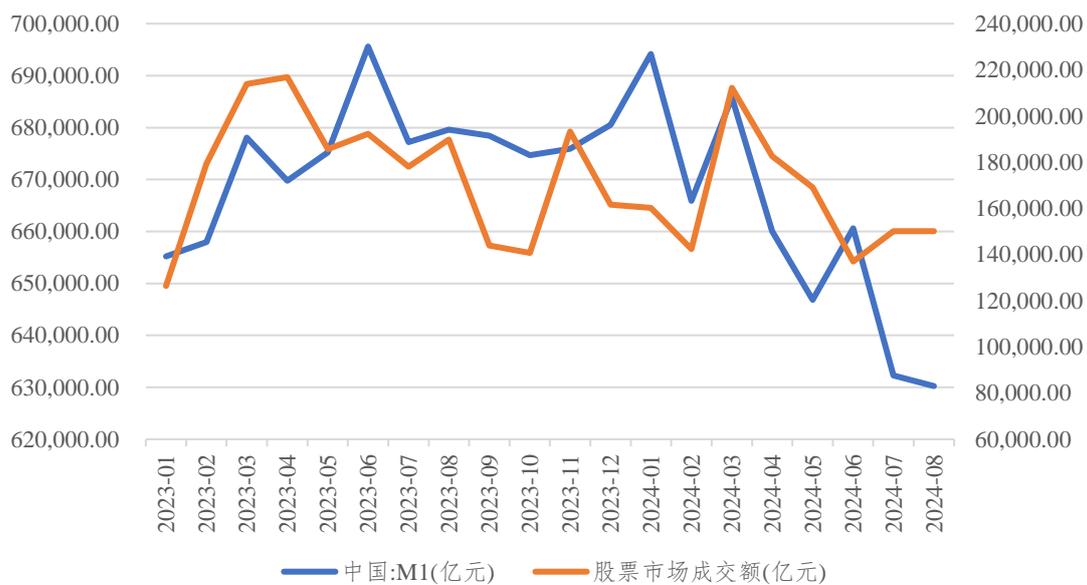


图4 M1流通数量和股票市场成交额（亿元）

数据来源：Wind。

(三) 刺激政策开启，股市凤凰涅槃终至

2024年9月24日，中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会联合召开新闻发布会，除了宣布降息、降准的决定性利好政策外，还新推出了针对证券公司和公募基金的互换便利工具，以及对上市公司增设股票回购、增持专项再贷款。政策要点如下：

其一，下调存款准备金率0.5个百分点，预期向金融市场投放长期流动性约1万亿元；7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点。

其二，降低存量房贷利率，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右；统一房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例从25%下调至15%；提高中央银行针对3000亿元保障性住房再贷款的支持比例，从60%提高至100%。

其三，针对股票市场的货币政策工具：（1）创设证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模5000亿元，获取资金只能用于购买股票，大幅提升机构投资者的资金获取能力，根据情况可以追加额度。（2）创设股票回购、增持专项再贷款，首期额度3000亿元，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票，该额度可以视情况而增加。

同时，证监会推出了促进并购重组的六条措施，鼓励跨界重组，对上市公司购买的资产不再要求盈利；出台了上市公司市值管理办法。

9月26日，中共中央政治局召开会议，除要求进一步有效落实存量政策、加力推出增量政策外，会议着重强调了要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。同时，支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。

市场普遍认为，在第三季度末专门召开中共中央政治局会议部署经济工作十分少见，说明中央高度重视当前经济运行中存在的问题和困难，会议提出“防范化解重点领域风险取得积极进展”意味着财政政策的工作重点从化债转为扩张的时机已经成熟。

受上述因素影响，上证指数在9月24日及之后五个交易日分别上涨4.15%、1.16%、3.61%、2.89%、8.06%。9月30日，沪指大涨8.06%突破3300点，创年内新高的同时，更是创下了多个纪录：（1）两市5336只个股上涨，刷新历史最多个股上涨纪录。（2）创业板指单日大涨15.36%，创史上最大单日涨幅；深证成

指单日上涨 10.67%，创实行涨跌幅限制以来纪录；北证 50 指数涨幅超过 22%，创史上最大单日涨幅。（3）市场全天成交额超 2.6 万亿元，创历史纪录；开盘 35 分钟成交额破万亿元，创历史最快破万亿元纪录。

（四）新股发行和上市公司再融资均处于暂缓状态

为了减少股票二级市场的压力，从 2023 年第三季度开始，新股发行速度暂缓。截至 2024 年 9 月底，2024 年 A 股市场只有 65 只新股发行上市（2023 年全年 313 只、2022 年全年 428 只），融资金额 410.83 亿元（2023 年全年 3565.59 亿元）（见表 3）。2024 年年初至今，再融资募资金额总体呈现下降趋势，融资总体规模进一步紧缩（见图 5）。

表 3 A 股市场最近三个季度 IPO 情况统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资金额总额 (亿元)
2024 年 3 季度	北京证券交易所	4	7.08
	上海科创板	3	26.69
	上海上证主板	6	49.30
	深圳创业板	11	64.60
	深圳深证主板	1	6.08
	总计	25	153.74
2024 年 2 季度	北京证券交易所	1	1.19
	上海科创板	2	20.36
	上海上证主板	3	27.27
	深圳创业板	7	34.28
	深圳深证主板	0	0
	总计	13	83.1
2024 年 1 季度	北京证券交易所	7	13.72
	上海科创板	4	40.73
	上海上证主板	4	43.17
	深圳创业板	10	60.93
	深圳深证主板	2	15.44
	总计	27	173.99

数据来源：Wind，截至 2024 年 9 月末。

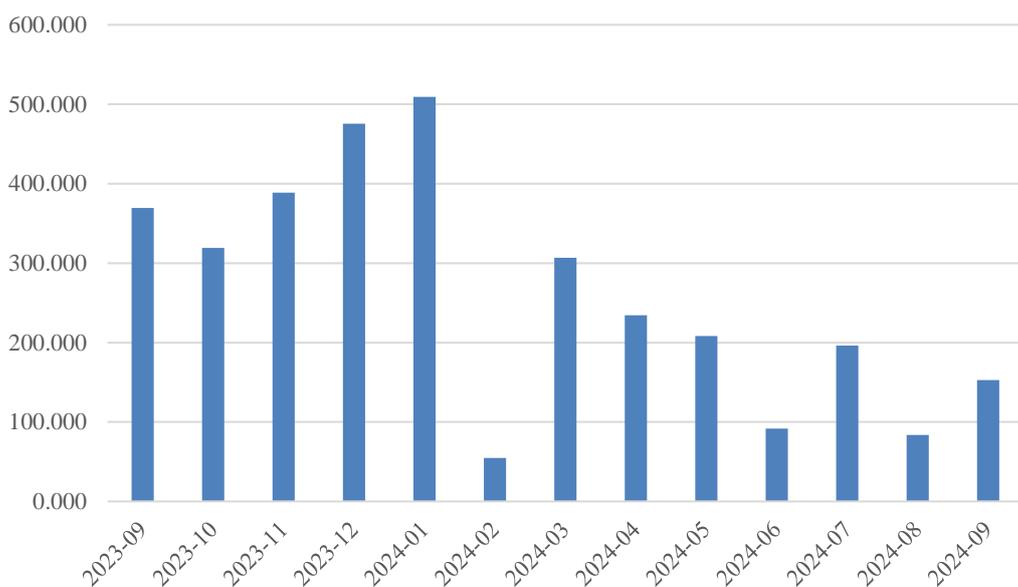


图5 融资融券余额变动情况

数据来源：Wind，截至2024年9月末。

(五) 公募基金权益类资产规模徘徊不前

混合型基金近一年来资产净值持续缩水，进入2024年以来，其发行扩张速度迟缓，尤其是第三季度扩张近乎停滞。股票型基金份额有所增加，但进入第三季度以来其资产净值增长也进入平台期（见表4）。

表4 最近12个月偏股型基金发行情况统计

截止日期	股票型基金		混合型基金	
	总数	截止日资产净值 (亿元)	总数	截止日资产净值 (亿元)
2024年9月	2539	28639.76	4639	33373.05
2024年8月	2515	28390.32	4640	33356.00
2024年7月	2499	28338.35	4629	33309.27
2024年6月	2480	28613.99	4621	34839.73
2024年5月	2455	28523.50	4600	34827.31
2024年4月	2414	28418.10	4596	34775.82
2024年3月	2364	28297.25	4586	34699.33
2024年2月	2322	25756.57	4564	37258.19
2024年1月	2311	25718.29	4558	37210.34

数据来源：Wind，截至2024年9月末。

2024 年第三季度 A 股市场主要类型基金的平均收益率均显著为正。股票型基金和偏股混合型基金涨幅居前，分别录得 15.21%、10.20%；QDII 表现持续稳定；平衡混合型和偏债混合型基金涨幅稍显落后，但仍录得正收益（见图 6）。

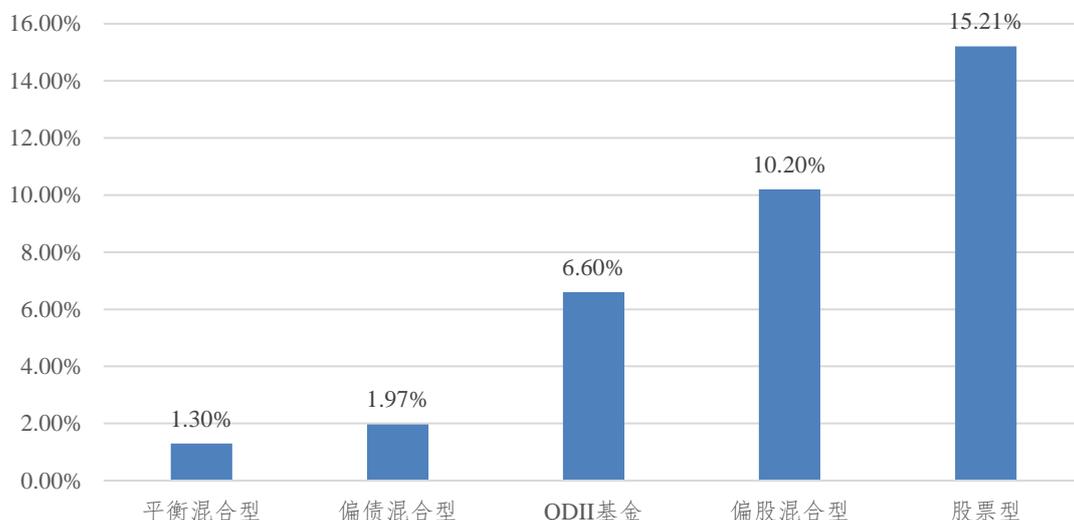


图 6 2024 年第三季度 A 股市场主要类型基金平均收益率 (%)

数据来源：天天基金网。

二、市场展望：股市信心恢复，但谨防出现“疯牛”

（一）市场出现 V 型反转，已经出现“非理性”

截至 9 月底，市场尚处于理性状态，但国庆期间香港市场的中资券商股、地产股及科技股普遍出现大幅度上涨，国内的投资者开户热情十分高涨，几个因素叠加使得市场情绪快速升温，节后第一个交易日成交量达到了 34000 多亿元，主要指数均以涨停板报收。根据股票市场的历史经验，当前的市场已经出现失控征兆，理由如下：

其一，股市的成交额和换手率快速上升。股市的成交额是反应市场情绪的最好指标。2024 年 9 月 20 日之前的日均交易额为 5000 多亿元，9 月 27 日的成交额快速增加至 14450 亿元，9 月 30 日的成交额增加至 26000 亿元，10 月 8 日为 34500 多亿元，创 A 股市场的历史记录，两个市场的日换手率达到 5%，接近历史峰值。

其二，融资融券的余额快速增加。根据历史经验，融资融券余额与股价呈正相关。每当股价出现快速上涨时，融资融券的余额就会大幅增加，尤其是市场处于人气巅峰状态时，融资融券增加迅速。例如，2015 年 4 月初至 5 月底，主要

股票指数上涨 20%多，融资融券余额增加了 5000 多亿元。融资融券也是市场人气的最佳观察指标之一。2024 年 9 月 24 日至 27 日，股市行情启动之后，融资融券余额基本保持不变。说明当前的投资者心态仍然保持谨慎，但 9 月 30 日的融资余额增加了 477 亿元，10 月 8 日（国庆后的第一个交易日）融资余额增加了 1070 亿元，创历史最高记录。

其三，网络大数据反馈的信息显示市场热情高涨。工行银证转账净值指数作为反映交易日工行投资者净转入证券市场资金量的指标，9 月 30 日飙升至 16.71，继续创下新高，而之前一周的周度均值为 3.13。9 月 26 日至 9 月 30 日的三个交易日内，个人投资者的银证净值分别为 1.08、5.2、16.92，机构投资者的银证净值分别为 3.32、1.84、-0.2。

从这些指标观察，市场投资者的情绪在很短的时间里出现了巨大变化，国庆节后的市场已经处于“非理性”状态。

（二）能否纾困地产难题，关系未来股市发展

2024 年 9 月 24 日金融部门召开新闻发布会及 9 月 26 日的中共中央政治局会议针对房地产行业出台了有力度的刺激政策，降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、降低全国层面的二套房贷款最低首付比例、提高中央银行针对 3000 亿元保障性住房再贷款的支持比例等，明确提出要使房地产市场止跌回稳，彰显了决策层的信心和决心。

若能实现该目标，将有利于维持经济和市场稳定，为股票市场的稳定健康发展起到保驾护航的作用。但挑战无疑是巨大的，主要表现在：（1）开发商的巨额债务难题，在房地产上升周期中，开发商普遍采取高杠杆运作，权益资本占总资产的比例不足 10%，且开发商的土地储备在最近三年时间里普遍出现折价损失；

（2）住房的供求关系已经出现逆转，我国 30 年前的城镇人均住房面积不足 10 平方米，当前已经超过 35 平方米，住房短缺的时代已不复存在，部分城市出现住房过剩，如何处置已经建成的存量住房和规模巨大的在建工程成为新的问题。

（三）需要警惕的问题与对策建议

每当股市形成下跌的趋势，必须有强有力的政策刺激才能扭转市场的趋势，但也需要防止投资者形成高度一致的预期。从投资者行为特点来看，亏损会使人的投资行为偏向于激进，近四年的熊市煎熬积累了巨大的投资冲动，一旦遇到释

放的机会，其能量是巨大的。为了更好地落实中共中央政治局会议的精神，笔者有以下几点建议：

其一，主流舆论需要正确引导和监督。在 2014 年至 2015 年的股市上涨过程中，有些媒体不仅没有正确引导市场的健康发展，而且在关键节点上对股市起到推波助澜的作用。2015 年 4 月中旬，《人民网》刊登了《4000 点是 A 股牛市的开端》，市场误认为是《人民日报》社论，把股市推向了巅峰，最终导致了股市的大幅度波动事件。除了主流媒体之外，自媒体同样需要关注。自媒体的传播速度很快，影响不可忽视。网络平台应该担负起监管责任，对歪曲事实的报道或评论观点应该及时纠正。

其二，应该逐步释放利好，防止政策集中出台导致市场失控。本轮政策调整力度空前，尤其是出台了历史上没有过的创新政策工具，对改变市场预期起到了重要作用，但政策落地兑现需要观察市场的形势，分步骤实施。

其三，应该快速启动新股常态化发行，逐步增加新股发行的节奏。自 2023 年 9 月以来，新股发行速度放缓，2024 年前 9 个月的新股发行数量仅为 2023 年同期的 20% 左右。根据目前市场的状况，建议快速恢复新股的常态化发行节奏，在确保上市公司质量的前提下增加新股储备，防止市场失控。

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。