



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

张江涛 徐海洋

2020 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、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、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、财富管理市场等领域的动态，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。

摘要

2020 年第三季度，全球主要股票市场有涨有跌。国内 A 股市场主要指数均上涨，大盘蓝筹股的涨幅超过创业板指数，周期类股票的表现强于科技股。

鼓励资本市场发展的政策刺激了投资者风险偏好的提升，但无风险收益率触底回升及新股发行速度加快抑制了股价的上涨。

休闲服务、军工行业及汽车行业成为第三季度的主要热点。高科技股有所降温，投资者要警惕那些并不掌握核心关键技术的公司，这些所谓高科技公司的股票已经被高估。

市场展望：资本市场改革进程显著加快，创业板注册制改革已经进入实施阶段。未来的市场趋势取决于新股发行的速度和引入股市的新增资金之间的平衡。

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

● 张江涛

国寿投资控股有限公司
高级投资分析师

● 徐海洋

华安证券研究所所长

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

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

财富管理市场

特殊资产行业运行

目 录

一、股票市场运行状况	1
二、影响三季度股市的主要因素分析	2
(一) 无风险收益率触底反弹	2
(二) 新股发行加快, 对股价产生抑制作用	3
(三) 陆股通资金的流向加剧了股市的波动	4
三、重点关注的行业及其股票表现	5
(一) 休闲服务: 消费复苏, 免税概念冲高回落	6
(二) 国防军工: 受到国际政治因素驱动	7
(三) 汽车行业: 行业产销好转, 新能源汽车的关注度增加 ..	8
四、创业板的注册制改革对市场的影响	9
(一) 由交易制度改变引起的短期冲击	9
(二) 新股发行注册制将深刻改变 A 股市场的价格形成机制 ..	12
五、市场展望: 市场关注的焦点是资金供求平衡问题	13

一、股票市场运行状况

2020 年前三季度，创业板指数上涨 43.19%，上证综指、上证 50 指数分别上涨 5.51%、5.52%。创业板指数不仅领先国内 A 股市场，也领先全球各国主要股市指数。其中，第三季度上证综指、上证 50、创业板指数分别上涨 7.82%、9.87%、5.60%，代表周期类股票的上证 50 指数强于其他类指数，代表科技股的创业板指数明显弱于上证综合指数，前期持续强势的科技股在第三季度有所走弱（见图 1）。

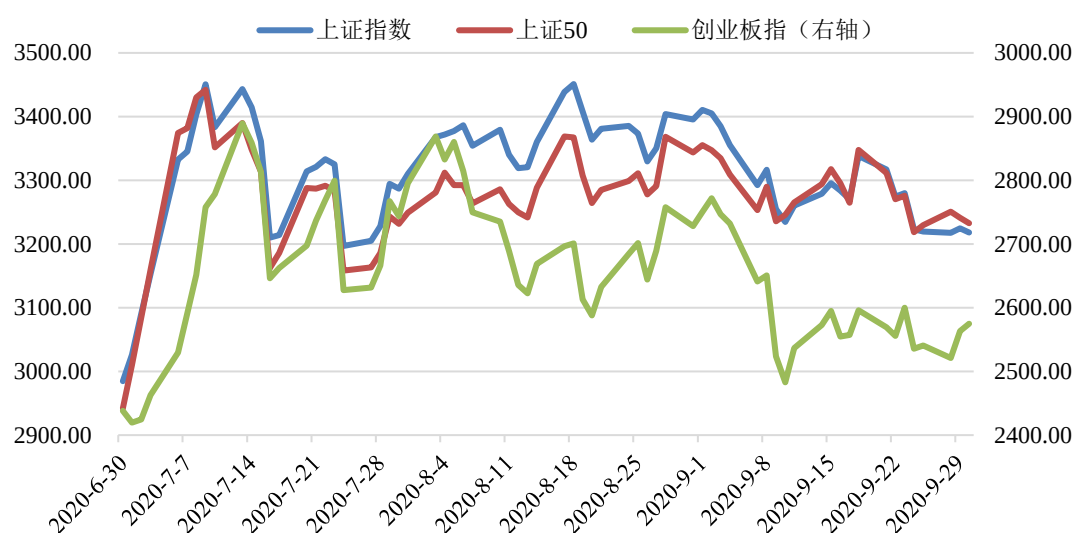


图 1 上证综指、上证 50 与创业板指数走势

资料来源：Wind 资讯。

2020 年第三季度股市走势呈现先扬后抑的特点。7 月初，A 股出现了快速上涨的行情，7 月 1 日至 7 月 9 日的 7 个交易日里，上证综合指数上涨了 15.6%，创业板指数上涨了 13.1%。7 月份，沪深两市日均成交额之和超过 1 万亿元人民币。

7 月初的股市上涨是第二季度股市上涨的惯性作用。由于上半年宽松货币政策影响，金融市场的无风险收益率明显走低，加上我国疫情控制在所有的国家中最为成功，社会经济活动在第一季度大幅度回落之后稳步回升，A 股市场在 2020 年第二季度表现出色，主要指数全部上涨，上证综指上涨 8.64%，创业板指数

二季度大幅上涨 31.05%，创 5 年新高，在全球各主要股票指数中涨幅第一。在 2020 年第三季度，深证成指上涨 9.83%，上证指数上涨 8.66%（见图 2）。从居民资产配置角度看，2020 年上半年的无风险收益率持续走低，尤其是第二季度末不少银行理财产品出现亏损，使股市投资的吸引力空前增加。资金与股价之间的正反馈促成了 7 月初的股价快速上升。

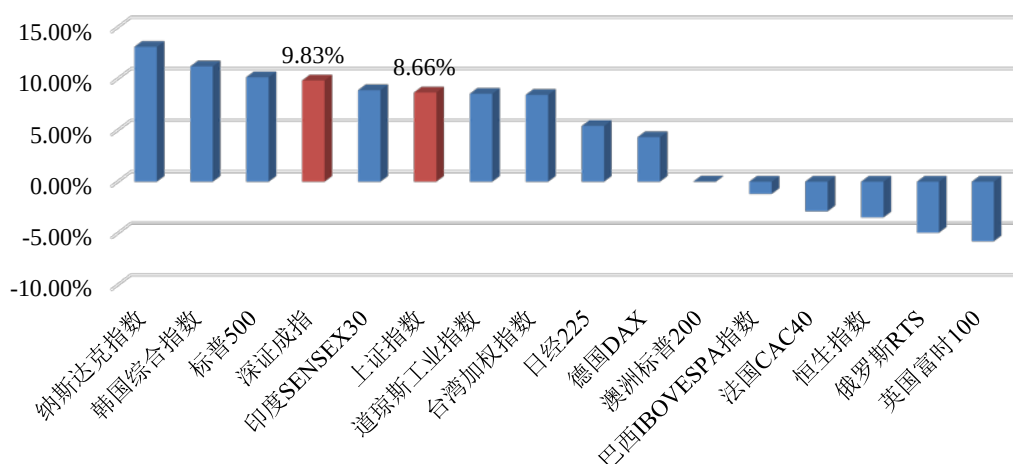


图 2 2020 年第三季度全球主要股指涨跌排序

资料来源：Wind 资讯。

7 月中旬之后股市一直处于高位盘整状态，8 月份主要股指的涨跌幅度均十分有限，但 9 月份主要股指都出现了 5% 左右的跌幅。随着股票价格的回落，成交金额从 7 月份的日均 1 万亿元以上回落到日均仅 6000 多亿元。

二、影响三季度股市的主要因素分析

我们认为，导致第三季度股市高开低走的主要因素是无风险收益率的上行，以及新股发行注册制改革的推进对股市的影响开始显现。

（一）无风险收益率触底反弹

2020 年上半年股市的上扬很大程度得益于金融市场无风险收益率的下行，但该因素在第三季度出现了变化，随着国内疫情防控局面的好转，经济复苏步伐加快，国内的货币政策边际收紧，

无风险收益率触底回升，我国 10 年期国债的收益率开始小幅回升，余额宝收益率也开始有所回升（见图 3）。但货币政策是否回归中性还存在争议，投资者可以对此保持高度关注。

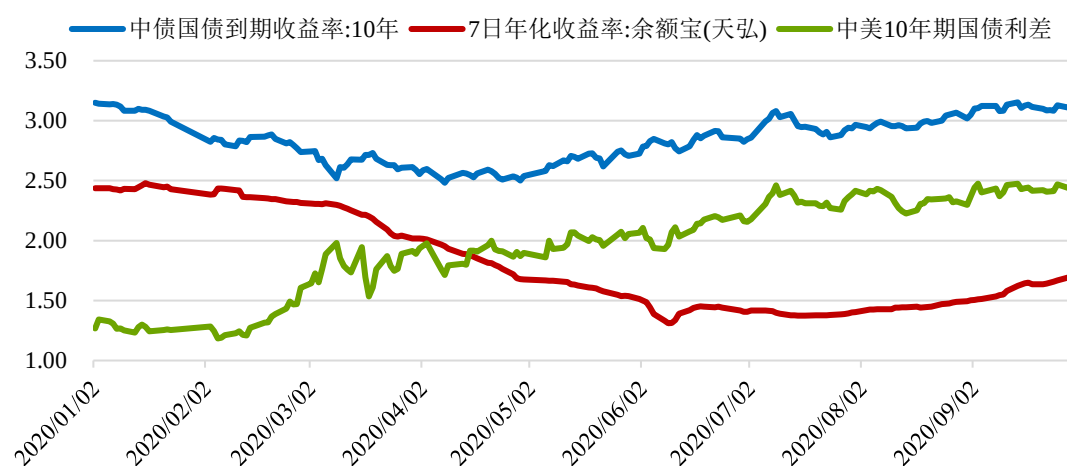


图 3 2020 年金融市场无风险收益率走势

资料来源：Wind 资讯。

（二）新股发行加快，对股价产生抑制作用

2020 年 7 月份之后，新股发行速度明显加快，对二级市场的价格产生了一定的抑制，尤其是中芯国际等大盘股的发行对市场产生明显冲击。

从统计数据看，2019 年全年 IPO 数量为 200 家，新股发行的融资额为 2483 亿元，平均每月新股上市数量不足 20 家。2020 年上半年新股发行上市的速度和节奏与 2019 年基本类似，但从 7 月份开始，随着股市活跃度的增加，新股供给也快速增加。第三季度的 IPO 数量高达 167 家，融资额 1974 亿元，单季度的融资数量已经接近去年全年的水平（见表 1）。

新股供给的快速增加，除了股市二级市场活跃度增加的原因之外，注册制改革的推进也是重要影响因素。2019 年下半年新设立的科创板开始尝试实现注册制发行，2020 年 7 月份将注册制推进到创业板市场。注册制的核心思想就是在强化信息披露的前提下，弱化新股发行的行政干预。在新股发行仍然能够获得高溢价的情况下，其供给快速增加是预期之中的。

表 1 2019 年至 2020 年 9 月份的新股发行统计

统计时间	沪市主板		科创板		深市中小板		创业板		沪深两市合计	
	数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)	数量	金额 (亿元)
2019 年 1 季度	11	80.66	-	-	9	82.16	10	69.15	30	231.97
2019 年 2 季度	15	227.98	-	-	3	29.84	15	90.79	33	348.61
2019 年 3 季度	14	82.46	33	472.11	7	188.57	9	54.03	63	797.17
2019 年 4 季度	12	605.85	37	352.16	7	44.09	18	87.25	74	1089.35
合计	52	996.95	70	824.27	26	344.66	52	301.22	200	2467.1
2020 年 1 季度	10	395.92	24	288.84	5	22.81	12	73.04	51	780.61
2020 年 2 季度	17	213.3	22	213.11	12	93.86	16	86.24	67	606.51
2020 年 3 季度	31	206.06	67	1242.72	18	108.95	51	417.9	167	1975.63
前 3 季度合计	58	815.28	113	1744.67	35	225.62	79	577.18	285	3362.75

资料来源：Wind 资讯。

（三）陆股通资金的流向加剧了股市的波动

沪港通和深港通的资金进出与 A 股之间存在一定的相关性。每当陆股通的资金出现净流入，对 A 股走势有明显的正向刺激，反之，当陆股通的资金出现净流出，对 A 股的抑制作用是相当明显的。尽管从比例看，陆港通资金占 A 股成交金额的比例很小，但其影响不可忽视，是观察国内股市的重要参考指标。

从统计数据看，陆港通在第三季度出现了净流出，2020 年 9 月份净流出达到 327 亿元，仅次于 3 月份的 678.73 亿元(见图 4)。

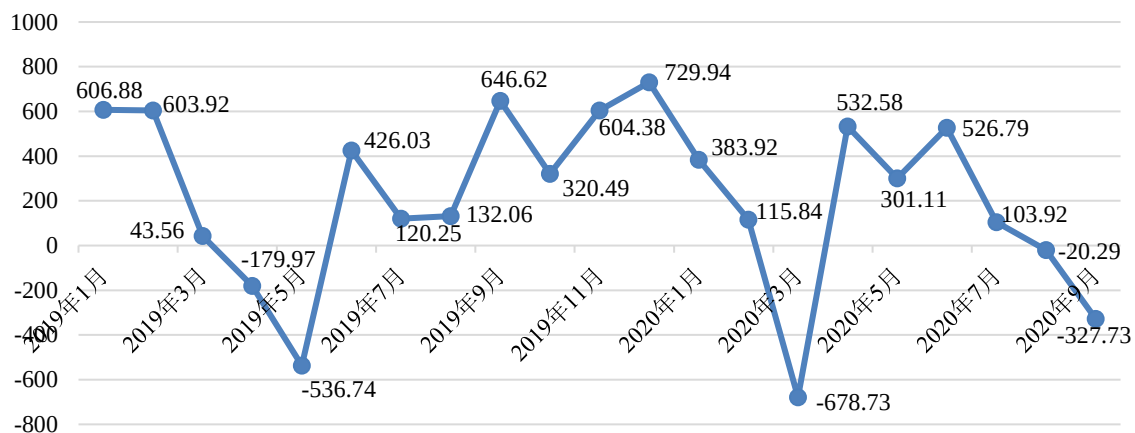


图 4 陆股通每月净流入额

资料来源：Wind 资讯。

三、重点关注的行业及其股票表现

在第二季度的报告中，我们重点关注了食品饮料、医药生物等大消费板块，还重点分析了信息产业板块中的电子制造、半导体和光学光电子等子行业，这些行业指数在本季度均有所走弱（见图 5）。

食品饮料在上半年的走强与通胀预期有关，但该预期在第三季度被证伪，9 月份消费物价指数重新回到 2% 以下；医药生物在上半年受到资金追捧的原因是疫情因素，当前疫情在中国基本得到控制，使得该板块有较大的获利回吐的压力，但国外疫情开始出现第二波高峰，该板块将仍然能够获得资金的关注；信息产业板块是市场持续的热点，其中，电子制造、半导体和光学光电子等子行业指数在过去的几个季度持续领涨，但正如我们在第二季度股市运行报告里进行的风险提示那样，这些板块指数在第三季度出现了较大幅度的下跌，因为 A 股市场中的很多所谓高科技公司并没有核心技术，很多公司的股票已经被高估。

休闲服务是上个季度的领涨板块，本季度仍然名列前茅。除此之外，本期我们还将重点关注国防军工和汽车等周期性行业。

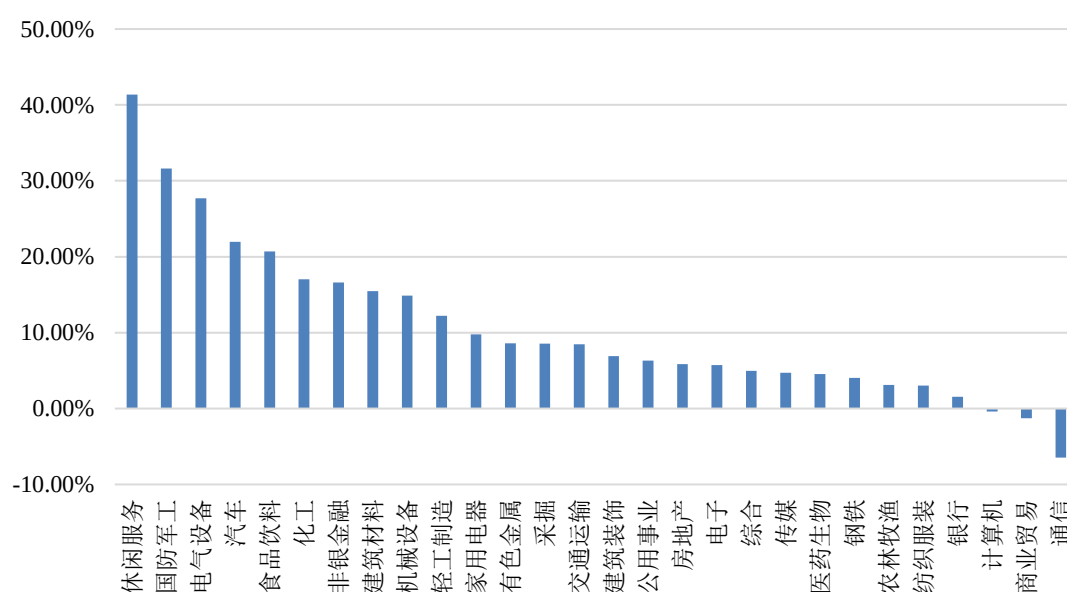


图 5 2020 年第三季度申万 28 个一级行业指数涨幅排序

资料来源：Wind 资讯。

（一）休闲服务：消费复苏，免税概念冲高回落

该行业股票的表现现在第二季度名列前茅，在本季度的表现继续以 35.58% 的涨幅位列各行业涨幅之首。其原因主要是国内疫情得到有效控制，第三季度经济活动全面恢复，更重要的是免税政策刺激相关股票价格不断上涨。

2020 年 4 月份之后，国外疫情反复，出国旅游消费加速回流。我国适时提出以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。在发放两张免税牌照经营资质后，离岛免税政策自 7 月份开始落地实施，效果显著。海南岛内免税商品销售规模急剧放量，带动免税相关个股在第三季度初期快速上涨。中国中免、凯撒旅业等都在 7 月初创股价新高，三季度分别上涨 60% 和 72%（见图 6）。

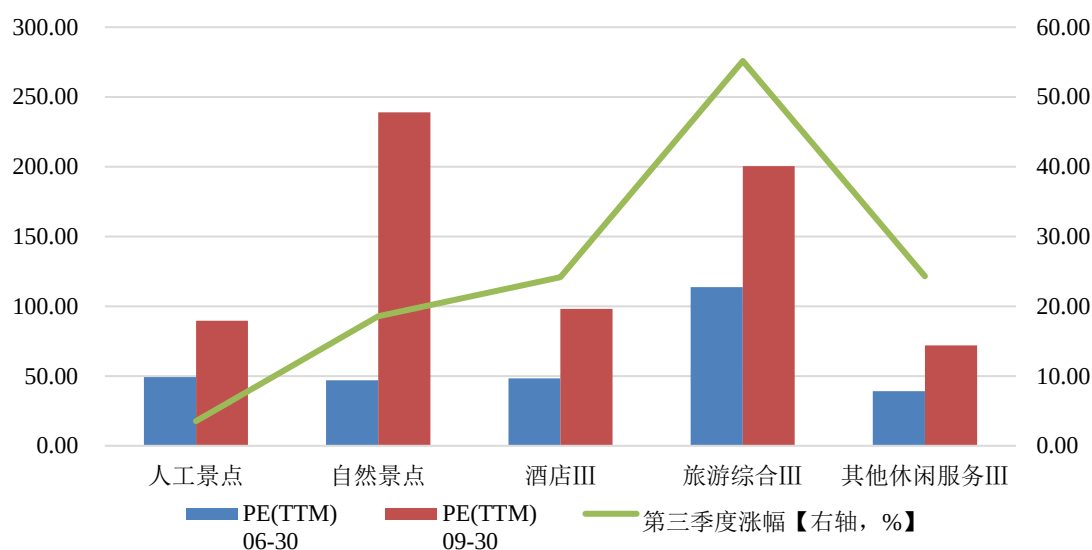


图 6 休闲服务行业几个子行业的股价表现

资料来源：Wind 资讯。

正如我们在二季度报告里进行的风险提示那样，免税店牌照的价值“以稀为贵”，当牌照数量逐步增加，其价值将逐步贬值。三季度初期后，相关个股均震荡回落。在 7 月初最高点买入的投资者，整个三季度都处于净亏损的局面。我们认为，尽管获得免税牌照的公司盈利会出现改善，但近期股价涨幅过大，投资者需警惕其中的风险。

餐饮方面，自疫情以来，居民就餐方式发生很大改变，速冻食品、半成品加工餐饮食品迎来大发展，广州酒家、安井食品、绝味食品等表现出色。景点、旅游公司三季度表现一般，需要等待疫情控制后的消费复苏情况。

（二）国防军工：受到国际政治因素驱动

军工板块指数在本季度涨幅 30.15%，排名第二。其中，部分个股表现抢眼，新余国科上涨 267%，江龙船艇、天海防务、安达维尔、洪都航空等股票都有一倍以上的涨幅。中船防务、航发动力、中航沈飞涨幅也都在 70%以上。军工行业的个股表现十分突出（见表 2）。

表 2 三季度上涨幅度最大的 20 只股票

三季度 涨幅排名	证券简称	所属市场	3 季度涨幅(%)	所属申万 一级行业
1	天山生物	创业板	309.87	农林牧渔
2	新余国科	创业板	266.90	国防军工
3	光启技术	中小板	203.62	汽车
4	君正集团	沪市主板	185.38	化工
5	江龙船艇	创业板	182.33	国防军工
6	豫金刚石	创业板	171.35	机械设备
7	名臣健康	中小板	167.32	化工
8	康华生物	新股	151.19	医药生物
9	世联行	中小板	150.91	房地产
10	长城汽车	沪市主板	149.28	汽车
11	博晖创新	创业板	148.43	医药生物
12	通裕重工	创业板	144.81	电气设备
13	天海防务	创业板	139.70	国防军工
14	利君股份	中小板	138.60	机械设备
15	洪都航空	沪市主板	137.65	国防军工
16	安达维尔	创业板	137.20	国防军工
17	汇金股份	创业板	137.11	计算机
18	西菱动力	创业板	136.76	汽车、军工
19	保力新	创业板	135.37	电气设备
20	嘉诚国际	沪市主板	133.24	交通运输

资料来源：Wind 资讯。

军工板块上涨有很多国际政治因素驱动，如美国大选博弈升温，出于竞选的需要，中美关系出现相对紧张的状态；我国西南边境线上，存在一些小规模摩擦，中欧交界的外高加索地区甚至出现直接战火冲突（见图 7）。

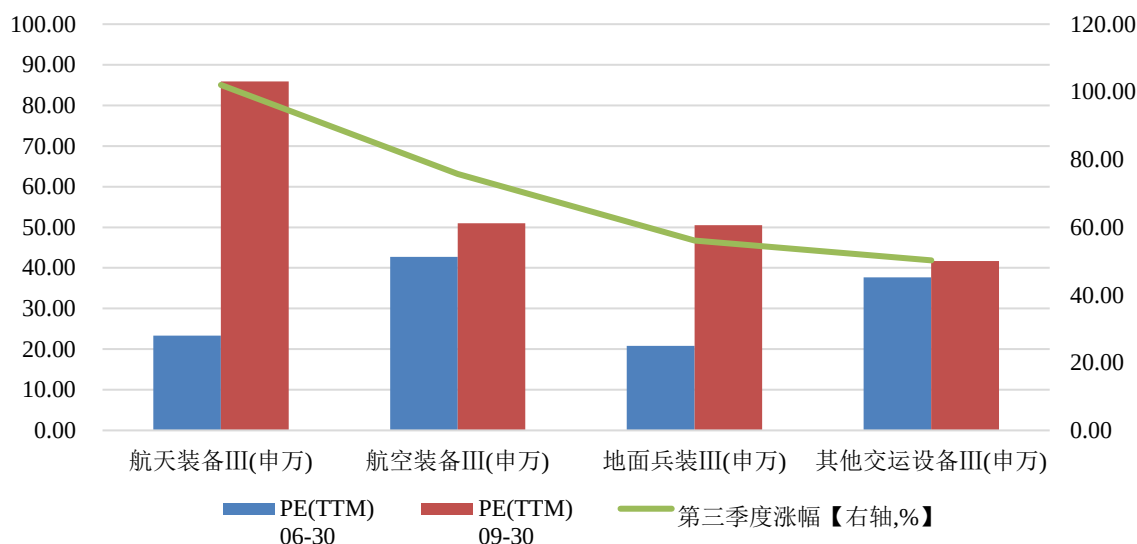


图 7 军工行业各子行业的表现

资料来源：Wind 资讯。

（三）汽车行业：行业产销好转，新能源汽车的关注度增加

汽车行业的股价在第三季度整体强势，在整车公司、汽车配件和特斯拉产业链上，都涌现出了许多强势股票。长城汽车单季度上涨 149%，表现非常强势；比亚迪上涨 65%，对行业形成重要支撑。汽车行业里表现突出的股票还有西菱动力、沪光股份、双林股份、东安动力等。

乘用车的产销量在 2018 年和 2019 年持续下滑，但 2020 年二季度以后，销售数据不断提升（见图 8）。从趋势上看，乘用车销售数据在未来半年仍将维持向上趋势，复苏态势相对明确。重卡连续 6 个月创下单月销售记录，9 月国内重卡销量 13.6 万辆，同比增长 62.7%，再次刷新记录。

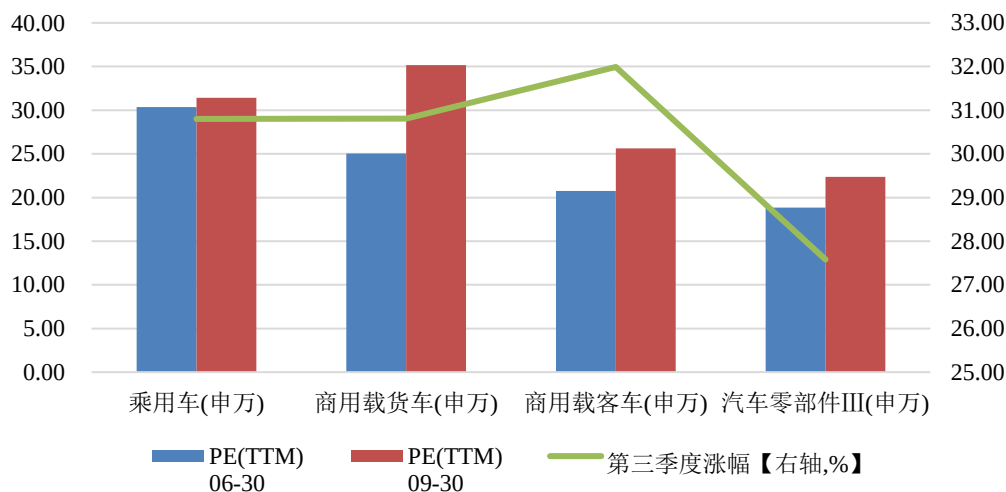


图8 汽车行业各子行业的股价表现

资料来源：Wind 资讯。

另一方面，美国特斯拉股价不断上涨，国产特斯拉系列电动车不断降价，标准续航升级版补贴售价已经跌破 25 万元。同时，国产特斯拉国产化率不断提升，对相关产业链的拉动效应日益明显。美国特斯拉 Model Y 也不断放量，交付量同比增幅超过 40%。特斯拉销售放量和国产化供应链有望对行业形成持续支撑。

四、创业板的注册制改革对市场的影响

本季度最重要的制度变革是创业板市场实施注册制改革。2020 年 8 月 24 日，创业板市场正式实施新的交易制度，将涨跌幅限制幅度由之前的 10% 扩大到 20%，这标志着注册制改革正式在创业板市场推行。

尽管在创业板推行注册制改革之前，注册制已经在科创板市场平稳运行了一年多，但该项制度推进到创业板市场时还是产生了一定程度的冲击。我们认为，有些冲击是短期的，而有些冲击是中长期的。无论对于监管者还是投资者，不仅要关注短期的冲击，更要关注中长期的冲击。

（一）由交易制度改变引起的短期冲击

当创业板市场实施新的交易制度之后，市场出现“炒小”“炒

差”现象，在8月底至9月初的十几个交易日里，创业板市场里有些小市值股票遭到资金的爆炒。统计数据显示，8月24日至9月8日期间，有10只创业板市场的股票涨幅超过100%，涨幅超过50%的股票多达110只，有1/3创业板的股票涨幅超过30%。而在此期间，创业板指数只上涨了0.69%，这说明创业板的指标股并没有因为实施新的交易制度而出现异动，资金爆炒的主要是小市值股票。

统计数据显示，这些被爆炒的创业板市场股票在股价上涨之前的平均市值只有37亿元，最有代表性的三只股票是天山生物、长方集团和豫金刚石，启动前的市值都不足30亿元，但在短短的11个交易日内市值上涨超过150%，名列第一的天山生物涨幅近四倍（见表3）。

表3 2020年8月23日至9月8日涨幅超过100%的股票家数

板块	名称	8月23日市值 (亿元)	8月24-9月8日涨幅	9月8日-9月30日涨幅
创 业 板	天山生物	24.29	346.65	-33.86
	长方集团	22.44	192.25	-33.53
	天海防务	38.78	168.81	-12.60
	豫金刚石	30.02	166.67	-9.22
	保力新	89.47	135.41	-15.61
	银邦股份	32.47	129.87	-28.73
	乾照光电	38.84	129.69	-16.08
	双林股份	27.26	109.04	-22.32
	聚灿光电	42.42	106.01	-0.36
	联建光电	21.65	103.95	-34.51
平均市值		37.76		
主板	无			
中小板				

资料来源：Wind 资讯。

如何看待放宽股票交易的涨跌幅限制之后的创业板市场的表现？我们认为，需要认真分析其产生的原因才能找到正确的解决途径。改制之后，创业板出现“炒小”“炒差”的原因归结起来有以下几点：

第一，注册制放松了上市公司退市的财务硬约束。原退市制度有关财务指标是这样规定的：连续两年亏损发布退市风险警示，连续三年亏损暂停上市。按照此规定，天山生物如果 2020 年继续亏损，将面临暂停上市的风险。但新的退市标准修改为：取消暂停上市，达到退市标准直接退市，引入组合类财务退市标准。根据新的退市标准，天山生物短期内可能免于退市。这相当于“将斩立决的罪犯改判死缓”，为套牢的资金获得解救赢得了时间。

第二，庄股的自救行为。有些股票因为前几年实施了定向增发，之后股价一路下跌，参与定增的投资者被高位套牢，交易制度的修改为这些资金自救提供了机会。

以天山生物为例，该公司在 2012 年 IPO 首发 2273 万股，发行后的总股本只有 9091 万股，2014 年 10 股送 10 股，股本扩大一倍。2016 年和 2018 年两次定增，总股本扩大到 3.13 亿股，两次定增的价格分别为 16.24 元和 15.53 元，但随后公司经营状况恶化，2018 年和 2019 年连续两年亏损，股价也持续下跌到 5 元左右。参与定增的资金损失了 70% 以上，投资者被严重套牢。假如参与定增的资金存在 1: 1 的杠杆，那么，这些资金已经爆仓，融出资金的机构也将面临坏账损失。

从理论上来说，交易制度的改变不会改变股价运行的趋势，但对于深度套牢的资金而言，交易制度的改变就是唯一的救命稻草，只有背水一战，才能完成自救的任务。或许，这就是天山生物暴涨的原因。

长方集团、天海防务、豫金刚石等公司的情况与天山生物基本类似，都曾经在 2016 年前后实施过定增，参与定增的投资者都被高位套牢。

在此需要补充说明的是，在 2016 年前后，参与上市公司定增曾经是风靡一时的套利行为，2015 年至 2017 年上市公司再融资总额超过了 4 万亿之多，其中很多参与定增的资金都加了一倍以上的杠杆，因此，当这些资金被高位深度套牢，意味着“血

本无归”。从时间上看，当前恰好是参与定增的资金解禁期满，拉高股价以便高位解套成为这些资金的共同目标。

因此，并非交易制度改革导致了“炒小”“炒差”，而是因为深度套牢的资金抓住交易制度改革的机会奋力自救所致。

（二）新股发行注册制将深刻改变 A 股市场的价格形成机制

当前，对注册制改革的分析中，大多偏向于积极的一面，对其存在的市场风险关注较少。我们认为，新股发行的注册制改革无疑是正确的，但改革过程充满挑战。风险主要来自注册制改革对股价形成机制的冲击。

在核准制背景下，新股发行数量和节奏是受到行政控制的，因而产生了“壳价值”，市场有专门的资金乐于“买壳”“养壳”，再通过借壳重组完成高价套现。壳价值的存在扭曲了正常的股价结构。因为，A 股市场的上市公司估值等于其“现金流贴现的价值”加上“壳价值”。于是可能出现反常现象，即同一个行业的两家上市公司，经营状况好的公司估值水平可能低于经营状况差的公司估值水平。假如每只壳价值 10 亿元，则总股本只有 1 亿元的上市公司股票每股包含的壳价值为 10 元。

壳价值的存在导致 A 股市场蓝筹股的估值被低估，而大多数绩差股的估值严重高估。正常情况下，优秀的蓝筹上市公司应该有较高的估值，因为这类公司抗风险能力强，而那些规模较小、抵御风险能力差的上市公司理应估值较低，这样的估值结构有利于资源向优势企业集中，有利于上市公司做优做强。而 A 股市场则相反，蓝筹股的估值远远低于绩差股。可见，股价结构的扭曲严重影响了股票市场的资源配置效率和功能。

注册制改革的本质就是通过全方位的制度改革来纠正上述不合理的股价形成机制。通过各项制度改革的落实，我们可以预期，经营状况好的蓝筹股估值将逐渐得到提升，而绩差股估值将

逐渐走低，上市公司的壳价值将逐渐消失。问题的关键是，在 4000 多家上市公司中，蓝筹绩优的公司大约只有 1/4，大多数公司属于绩差公司行列。这意味着随着注册制改革的深入，大多数上市公司的估值都要大幅度走低，其中的风险不言而喻。

对股价形成机制的影响已经表现在新股定价上。截至 9 月底，已经出现数只新股跌破发行价格。2020 年 8 月 12 日上市的凯赛生物，发行价格是 133.45 元，9 月底价格下跌到了 97.65 元，跌幅 26.8%。随着注册制改革的推进，新股破发应该成为常态。

五、市场展望：市场关注的焦点是资金供求平衡问题

继科创板之后，创业板市场已经开始实施注册制，注册制的核心内容是新股发行不再受到行政控制，此举将深刻改变 A 股市场的价格形成机制。随着新股供给的增加，股票市场的承载力下降，估值水平不可避免将下移。

从行业景气度来看，军工和新能源汽车将维持向上的趋势，云计算、信息产业的自主可控等领域发展也具有较高的确定性，科技周期向上态势没有改变。但考虑到二季度末的大幅上涨，股价需要等待基本面超预期信息验证。投资者要警惕那些并不掌握核心关键技术的公司，这些所谓高科技公司的股票已经被严重高估。随着第一批科创板公司解禁股流通上市，大多数科创类公司的股价将面临压力。

经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响。2020 年第二季度和第三季度，房地产投资和基建投资均出现快速反弹，带动周期类上市公司业绩良好表现，工程机械、水泥建材等行业指数均创近几年新高。但从 8 月底开始，有关部门对房地产企业的负债设置了三条红线，此举将影响房地产开发企业的经营模式，短期内对房地产投资产生一定的影响。

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。