



**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

2025年8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。

# 贸易战冲击全球股市，银行股新高之后存隐忧

## 摘要

2025 年上半年股市以震荡为主，主要股指涨幅较小，香港恒生指数表现突出，上涨超过 20%。

中国的科技突破及美国发起的全球贸易战对股市造成一定冲击。以 Deepseek 大模型发布为代表的我国科技突破刺激国内科技股上涨，对欧美科技股造成一定压力。美国发起的全球贸易战对全球股市造成一定冲击。

有色金属和医药生物指数领先其他行业指数。有色金属指数上涨主要源于黄金价格的大幅度飙升，医药生物指数的上涨则与创新医药板块的鼓励政策有关。煤炭、房地产和石油石化三个行业指数表现最差。

银行股持续上涨的主要原因是保险资金推动。在银行经营状况下滑背景下，保险资金增持银行股的主要原因是会计准则修改。银行股上涨存在潜在风险隐患。

微型股大幅度上涨与鼓励重组政策支持有关，也与新股发行展缓、对冲交易有关，微型股的高估值不可持续，投资需要关注其中的风险。

展望 2025 年下半年：楼市决定股市的逻辑仍然不变，对下半年股市持谨慎乐观的判断。

本报告负责人：尹中立

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

● 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

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、2025 年上半年股市运行状况.....	1
(一) 贸易战冲击全球股市, A 股有韧性 .....	1
(二) 影响股市波动的因素.....	1
(三) A 股市场的新股发行与基金发行 .....	2
二、我国股市重点行业的表现 .....	4
(一) 表现强势的行业 .....	4
(二) 表现不佳的行业 .....	5
三、A 股市场出现的风险隐患.....	6
(一) 商业银行股价与息差的背离.....	6
(二) 微型股重新活跃, 历史是否重演? .....	9
四、股市退市新规则显威力, 主动退市破冰 .....	11
五、股票市场展望 .....	13

## 一、2025 年上半年股市运行状况

### （一）贸易战冲击全球股市，A 股有韧性

2025 年上半年，全球主要国家的股市以震荡为主，美国道琼斯指数上涨 3.0%、纳斯达克指数上涨 4.9%，德国 DAX 指数上涨 20.7%，法国 CAC40 指数上涨 4.2%，英国富时 100 指数上涨 7.6%，日本日经 225 指数上涨 0.6%。我国 A 股主要股指涨跌幅度均小于 2%，但我国香港股市表现突出，恒生指数上涨 21.06%，领先于主要股票市场的表现（见图 1）。

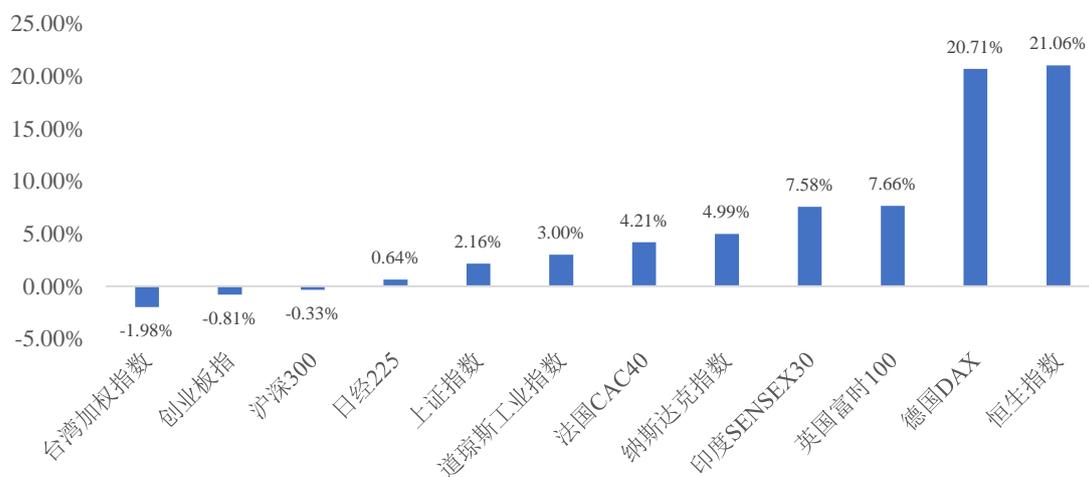


图 1 2025 年上半年全球主要股指涨幅 (%)

数据来源：Wind。

### （二）影响股市波动的因素

2025 年上半年全球主要国家的股市波动均较大，主要受两个事件影响。

事件之一是 2025 年年初中国企业深度求索发布了 DeepSeek 大模型，该模型的部分性能超过了美国公司开发的大模型，尤其是能耗指标大大优于美国的人工智能模型，颠覆了 AI 领域美国公司的垄断格局，引发美国科技股龙头公司的估值重构，受此影响，纳斯达克指数和日经指数在第一季度下跌超过 10%。因同样的原因我国台湾股市的科技龙头台积电股价也受到冲击，导致台湾股指在第一季度下跌超过一成。与美国科技股下跌形成鲜明对照的是 A 股中与大模型 DeepSeek 相关的概念股整体表现突出，上半年涨幅显著。DeepSeek 概念板块以 55.30% 的涨幅领跑全市场，有 30 只相关概念股涨幅超 50%。

我国科技的突破使外资对中国资产的信心明显提高，港交所的股票成交量明

显活跃,中资科技股快速上涨,港交所的“阿里巴巴”股价在第一季度上涨近 60%。上半年中国香港 IPO 的募资总额为 1071 亿港元(约 139 亿美元),这一数字不仅远超 2024 年上半年的 132 亿港元,也超过了 2022、2023 及 2024 年全年的总和。

事件之二是再次当选美国总统的特朗普发动了全球贸易战。4 月 2 日美国宣布了所谓的“对等关税法案”,让金融市场为之震惊,在关税战的不确定性冲击下,4 月初全球股市均出现明显下跌,美国本土金融市场也受到冲击,出现股、债、汇“三杀”,黄金价格也出现跳水。我国 A 股在 4 月初曾出现单日下跌超过 7%的情形,但在上市公司大股东增持及上市公司回购力度加大等因素的共同作用下,我国股市很快反弹,主要股票指数在第二季度企稳回升。

在关税战冲击下,美国股市中股价波动最大的是龙头科技股。最近十几年美国的大牛市主要来自科技股的驱动,这轮以人工智能为核心的科技创新主要由美国公司推动,这些龙头公司是全球化贸易体系的最大受益者。现在美国总统试图改变当前的全球贸易与分工体系,将直接冲击这些科技巨头的商业盈利预期。在科技股龙头中受到冲击最大的是特斯拉,该股从 2025 年初最高位至 4 月中旬下跌幅度达到 50%。特斯拉股价波动与其实际控制人马斯克的行为也密切相关,美国此轮总统大选期间,马斯克利用互联网的宣传攻势成功帮助特朗普再次当选,大选结果公布后特斯拉股价大幅度上涨,市场预期特斯拉将获得更多的美国政府支持。当马斯克成为新设立的美国“政府效率部”的主要人物后,特斯拉股价达到巅峰,但随着政府效率部大刀阔斧地裁撤政府机构和工作人员后,引发舆论的反弹,甚至出现市场抵制特斯拉汽车的现象,特斯拉汽车在全球销量快速下滑,特斯拉股价暴跌。直至马斯克离开政府效率部才使特斯拉股价止跌。

科技股暴跌促使美国政府调整贸易政策,4 月底宣布对智能手机、电脑、芯片等电子产品免除“对等关税”,随后美国股市在科技股反弹的带动下出现回升。

### **(三) A 股市场的新股发行与基金发行**

2025 年上半年新股发行延续 2024 年的节奏,没有明显变化。合计完成 51 家公司的 IPO,融资规模 373 亿元(见表 1)。再融资涉及 92 家上市公司,再融资规模 7236 亿元(见表 2)。

**表 1 2025 年上半年新股发行情况**

	IPO 数量	融资额 (亿元)
上证主板	12	145.73
深证主板	6	31.20
科创板	7	56.19
创业板	20	118.31
北交所	6	22.11
总和	51	373.55

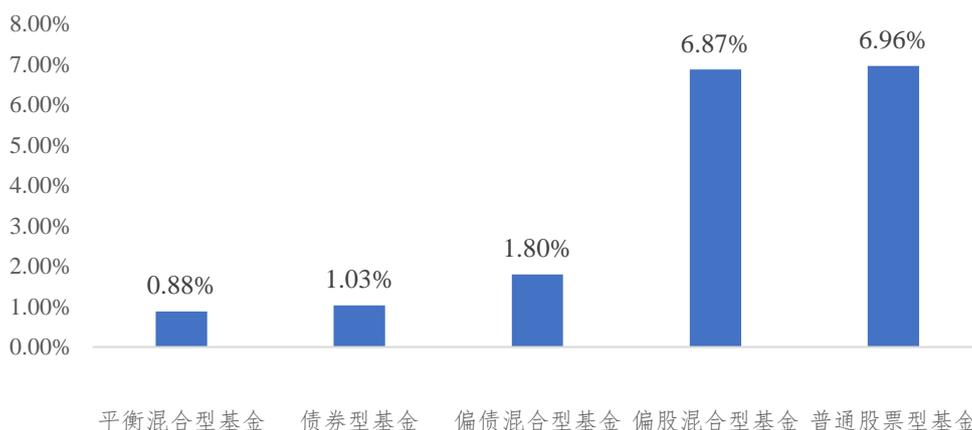
数据来源：Wind。

**表 2 2025 上半年股票再融资情况**

	再融资数量	融资额 (亿元)
上证主板	40	6497.06
深证主板	14	213.67
科创板	15	195.03
创业板	23	330.99
北交所	0	0
总和	92	7236.75

数据来源：Wind。

公募基金的业绩同比明显好转。2025 年上半年股票型基金和偏股型基金均获得 6%左右的收益（见图 2）。超八成公募基金实现正收益，反映出权益市场整体回暖趋势。部分行业主题基金（如 TMT、AI、新能源等）表现突出，区间净值涨幅突破 80%，成为推动板块反弹的主要力量。



**图 2 基金收益图**

数据来源：Wind。

REITs 板块领跑全场：公募 REITs 产品延续景气周期，平均涨幅达 19.4%，显著跑赢传统权益产品。受益于高分红与类债特性，REITs 资产配置占比显著上

升，期内累计发行规模达 153 亿份。

**QDII 基金维持高景气：**全球市场分化背景下，QDII 基金延续 2024 年趋势，多只美股及黄金挂钩型产品收益突破 50%，表现优于 A 股市场。上半年 QDII 发行规模达 45.32 亿份，显示投资者海外配置热情持续高企。

## 二、我国股市重点行业的表现

根据我们的一贯思路，重点分析表现最好和最差的行业。

### （一）表现强势的行业

在 31 个申万一级行业指数中，2025 年上半年有色金属和美容护理两个行业指数均上涨 22.8%，名列前二名，医药生物行业指数上涨 15.8%，位列第三（见图 3）。

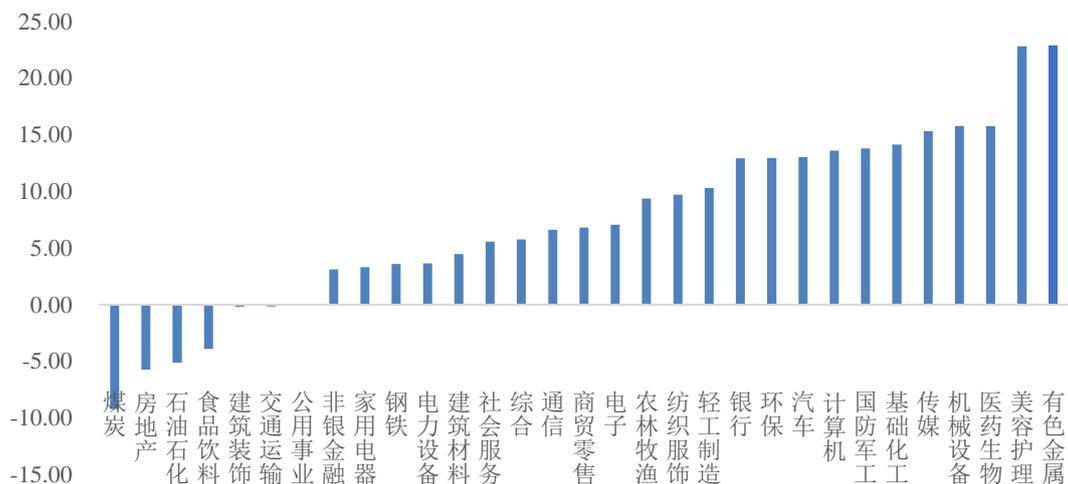


图 3 31 个申万一级行业涨跌幅排名

数据来源：Wind。

有色金属行业指数主要受黄金等贵金属上涨的影响。黄金价格在今年年初为每盎司 2600 美元，4 月中旬上涨至 3400 美元，最大涨幅超过 30%。白银和铜的价格同样出现较大幅度上涨。贵金属价格的大幅度上涨与全球贸易与政治格局的剧烈变化有关。

美容护理行业指数的表现与国货品牌在美容护理行业中表现有关。随着消费者对国货品牌的信任度提升，国货美妆品牌通过技术创新和品牌建设，逐步从“性价比”转向“质价比”，赢得了更多消费者的青睐。其中，拉芳家化、水羊股份

等龙头公司股价涨幅均超过 50%。该行业指数的上涨类似触底反弹，因为 2025 年之前该行业的股票已经连续几年下跌。

医药生物板块中，表现最优异的是创新药和 CRO（合同研发）等细分领域。尤其是港股中的创新药类股票表现亮眼。这些企业的股价上涨主要得益于其在研发管线上的突破和国际化进程的加速。此外，AI 技术在医药研发、诊断和医疗服务中的应用日益广泛，具备数据要素壁垒的企业表现突出。

银行业的分类指数延续过去多季度持续上涨状态。银行业的分类指数在今年上半年的上涨幅度并非十分靠前，但如果以 2024 年年初为基期统计，银行业的分类指数在所有行业中名列前茅。

## （二）表现不佳的行业

2025 年上半年，有六个行业指数是下跌的，下跌幅度最大的是煤炭，其次是房地产，石油石化和食品饮料分别名列第三、第四。其中，影响最大的是房地产行业。

最近几年，我们在股票市场分析报告中多次提到房地产行业，并指出，房地产市场是否能够止跌回稳仍然是股票市场反弹的决定性因素。2024 年 9 月，有关部门出台了一揽子刺激房地产市场的政策措施，如按揭贷款利率降至 3% 左右、按揭贷款的首付比降至 15%、出台保障性住房再贷款政策工具、加大专项债收储存量土地的力度，以及有些地方政府实施住房“以旧换新”。2024 年 10 月至 2025 年 3 月，房地产市场的各项指标都出现了好转，部分城市的房价指数出现连续数月同比为正，但大多数房地产行业的上市公司依然没有能摆脱债务困境，房地产企业融资、房地产投资增速、房地产新开工面积等指标同比仍然为负值，这说明房地产市场的触底信号仍在出现。

煤炭行业指数表现欠佳与房地产相关。在房地产投资下滑的影响下，2025 年上半年，钢铁行业需求疲软，钢价下跌，导致焦煤和焦炭的需求下降。同时，电力行业由于风光发电的替代效应，火电需求也大幅下滑，进一步压缩了煤炭的市场空间。从供给侧来看，2025 年上半年煤炭供给方面呈现出宽松态势，山西、新疆等地的煤炭产量持续增加。同时，进口煤炭的增加也对国内市场形成一定冲击。动力煤价格从 2025 年年初持续下跌。

食品饮料行业指数表现欠佳则与消费增速下滑直接相关。在 2017 年至 2020

年，该行业指数曾经连续四年上涨，是机构投资者竞相追逐的对象。以龙头股“贵州茅台”为例，股价在 2017 年初为 350 元，2021 年 1 月最高价为 2600 元，四年时间里上涨超过 6 倍，市值最高超过 30000 亿元，成为 2021 年 A 股市场市值最大的股票。该公司 2020 年的利润为 466 亿元，当时估值达到 60 余倍。为什么市场当时给这类公司如此高的估值？主要逻辑和理由是“消费升级”，认为随着人均收入超过 1 万美元，居民消费将快速升级，龙头消费品公司将获得垄断利润。另外，市场认为消费品公司是弱周期的，受房地产周期影响较小。不过，这类公司在 2021 年之后的业绩表现使当时高估值市场的逻辑遭到了证伪，于是难免出现股价增速明显放缓、甚至下跌的情形。

### 三、A 股市场出现的风险隐患

尽管 2025 年上半年 A 股市场的主要指数波澜不惊，但却不乏市场热点，市场资金主要聚焦两大主线，一是银行股，二是微型股。银行股的活跃有利于股市大盘指数的稳定，微型股的活跃则吸引了散户投资者的参与积极性，两个热点看似相得益彰，但存在一定的风险隐患，不利于股市的长期稳定健康发展。

#### （一）商业银行股价与息差的背离

尽管银行股在 2025 年上半年的表现并不十分突出，但如果从 2023 年开始计算，该指数累计上涨了 90% 多，而且是持续 10 个季度上涨。2024 年年初至 2025 年 6 月末，该指数累计上涨 58%。其中，工商银行股价从 3.6 元上涨到 7.6 元，涨幅为 111%，农业银行、中国银行、建设银行的涨幅类似。而同期上证指数上涨 13%，沪深 300 指数上涨 3%。可见，银行股的走势与市场总体走势是背离的。

更值得关注的是，银行股股价上涨与其经营状况是背离的。最近三年银行股股价屡创新高，而息差持续收窄，形成明显的背离（见图 4）。2022 年之前，我国银行业的息差一直在 2% 以上，2022 年跌至 1.91%，而就在这一年银行股股价却创历史新高。2023 年银行息差为 1.69%，2024 年银行息差为 1.55%，2025 年第一季度银行息差降至 1.43%，已经显著低于不良率（不良率为 1.51%）。银行的净息差与不良贷款率两者出现“倒挂”，意味着银行的净息差可能难以覆盖三项成本（信用成本、运营成本、资本成本），对银行业是一个巨大的挑战。商业银行息差逐渐降低的过程中，股价却不断创新高，形成强烈对比。

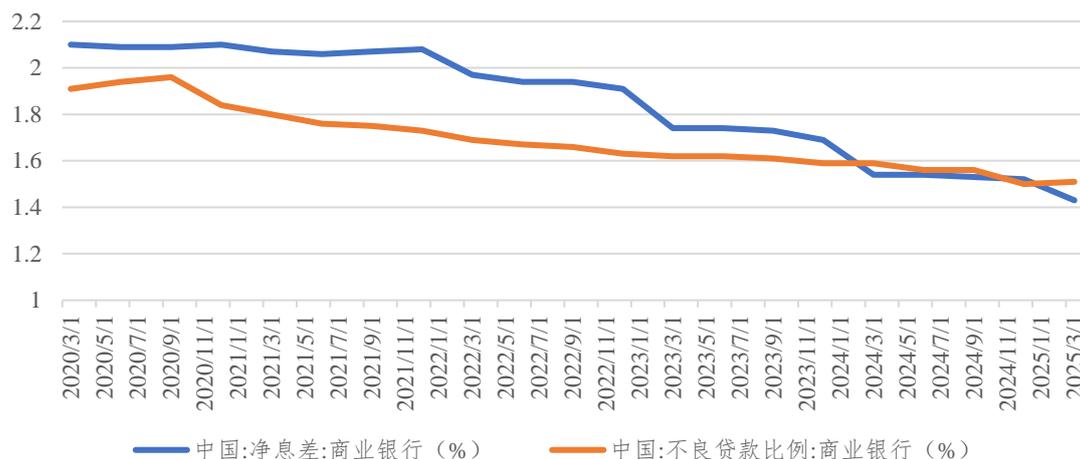


图 4 商业银行息差与不良率

银行股价格上涨的直接推动者是保险资金。2024 年保险公司在 A 股和 H 股市场举牌 25 次，而 2025 年上半年已达 19 次，其中举牌银行股的次数从去年的 2 次增加到今年的 9 次。以中国平安集团为例，该集团旗下的平安人寿已经多次举牌银行股，其中三次举牌招商银行，持股比例已突破 15%。截至 2025 年 6 月末，该集团持有工商银行、农业银行、建设银行、招商银行、邮储银行、汇丰银行、平安银行 7 家银行股票，合计市值 4800 余亿元。中国平安持有银行股市值占其权益类资产比重超过 80%。

险企频繁增持银行股，可能是出于对未来收益的预期。在当前利率环境和市场流动性背景下，银行股的高股息回报和稳定的分红政策颇具吸引力。不过值得警惕的是，在息差收窄而不良率上升的背景下，银行股的高股息率显然是不可持续的，将高股息率作为保险资金增持银行股的理由是难以成立的。

保险资金大举买入银行股甚至举牌上市银行股的真正动机源于会计准则的改变，而分析银行股上涨的文章几乎都没有涉及该问题。上市险企从 2023 年开始执行新金融工具准则（IFRS9 准则），相较于旧会计准则（IAS39 准则），新准则的金融资产分类有明显变化，其中最核心的一点就是新准则下的股票资产需要在 FVTPL 和 FVOCI 中二选一。所谓 FVTPL（Fail Value Through Profit and Loss）资产，是以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，如果保险公司买入的银行股列为 FVTPL 资产，那么买入银行股价波动将直接计入险企当期损益；所谓 FVOCI（Fail Value Through Other Comprehensive Income）资产，是指以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。这类资产通常用于长期持有，不以出售为目的，而是为了稳定收益。

按照 FVOCI 资产，长期股权投资的核算方法有成本法和权益法两种，权益法之下，无论被投资企业是否分红，投资方都可以根据持股比例确认投资收益和其他综合收益，同时调整长期股权投资的账面价值。在具体实施过程中，计入长期股权投资的前提条件是要对被投资单位实施控制和重大影响。在国际通行的规则中，持有 20% 的股权可以认为是实施控制和重大影响。该规则在我国执行过程中将持股比例标准大幅度降低，只要持股超过 5%（达到举牌标准）就视同实施控制和重大影响。

按照权益法核算，保险资金买入银行股的成本如果低于银行的净资产，其差价部分可以计入当期的利润。2023 年，银行业的市净率只有 0.5 倍，这意味着保险资金买入银行股之后有 100% 的盈利计入当期利润。这应当是险资疯狂举牌银行股的真正动力所在。

该规则实施的目的是减少保险公司的利润波动，FVOCI 资产当按照长期权益投资核算，股价的波动不影响保险公司的利润，有利于保险公司稳健发展，也有利于保险资金成为真正的“耐心资本”。但新的规则在中国实施过程中，因为降低了实施控制企业的股权比例要求（从 20% 降低至 5%），使得保险公司持有银行股可以大幅度增加当期的利润，而银行业正处于经营状况下行状态，资产减值压力增加，其结果可能增加了保险公司的利润波动，给保险行业的稳健发展埋下风险隐患。

在股票市场市净率较低的股票一般都是业绩较差或市场预期较差的上市公司股票。我国银行类股票价格从 2018 年开始逐渐走低，与其经营状况是吻合的。2018 年之后我国房地产行业从巅峰进入下行周期，尽管 2018 年至 2021 年我国房地产各项指标还不断创新高，但房地产企业的盈利指标已经开始下降。我国银行信贷资产一般都是以不动产作为抵押的，信贷资产质量与房地产价格高度相关，2018 年之后房地产行业进入下行周期，银行的经营状况也开始进入下行状况。以工商银行为例，2017 年净资产收益率 14.3%，2024 年降至 9.9%，降幅超过三成。同期，工商银行的 A 股价格从 7 元跌至 5 元左右。银行类股票的价格下跌真实反映了其资产盈利预期的变化。银行资产质量下滑不应该成为保险公司重点投资的对象，但如果只要持有 5% 就可以获得短期的较大幅度盈利，就会促使保险机构争相举牌银行股。

那么持有银行股比例超过 5%是否可以达到“控制”、“共同控制”或是“重大影响”的标准？这个问题值得认真分析和讨论。假如持有 20%以上才能达到“控制”、“共同控制”或是“重大影响”的标准，保险资金是不会大批量买入银行股的，因为大型国有控股银行的股权集中，实际流通股不足 20%，十余家股份制商业银行的股权相对分散，要达到 20%的标准是非常不容易的，而地方小型商业银行的资产质量堪忧，保险公司也不会选择成为其控制人。

我们既要保护保险资金投资商业银行的积极性，也要防止保险资金利用规则来获得短期的套利而埋下长期的风险隐患。因此，需要对 5%的持股标准进行修改，可以根据我国银行股的实际情况进行区别对待，可以将工、农、中、建、交等大型国有商业银行 5%的持股比视同“重大影响”，招商、兴业等中型银行 10%或 15%的持股比例视同“共同控制”，其他银行可以按照 20%的持股标准视同“控制”或“共同控制”。

另外，对单一保险公司持股要遵循分散投资的原则，持有一个行业的股票不能超过其权益投资的 10%，投资银行业也不能例外。

## （二）微型股重新活跃，历史是否重演？

重组概念股活跃成为 2025 年上半年 A 股的主要特点。涨幅最大的 20 只股票均存在共同的特征，即市值小或存在重组预期（见表 3）。在经济下行压力加大，新股发行暂缓且政策支持重组的背景下，炒作重组股有一定的合理性。但过度炒作微型股和重组股存在一定的风险。

表 3 2025 年上半年涨幅 TOP20

涨幅排名	证券名称	半年涨幅 (%)	涨幅排名	证券名称	半年涨幅 (%)
1	联合化学	439.59	11	宏景科技	215.63
2	舒泰神	370.72	12	华光源海	215.63
3	*ST 宇顺	363.76	13	七丰精工	194.18
4	*ST 信通	325.70	14	浩淼科技	191.32
5	中毅达	299.05	15	花溪科技	189.35
6	九菱科技	265.88	16	一致魔芋	187.05
7	路桥信息	265.27	17	一品红	186.81
8	中洲特材	251.56	18	若羽臣	186.23
9	永安药业	234.79	19	四方精创	186.01
10	胜宏科技	216.08	20	奇德新材	185.32

数据来源：Wind。

在 2025 年上半年上涨幅度排名前 20 的股票中，均以微型股为主，主要来自北交所和深交所的创业板。

按照年初市值大小将所有股票分为 8 组，统计结果表明，市值处于 300 亿元至 2000 亿元之间的股票价格几乎没有上涨，越小市值的股票上涨幅度越大，市值 30 亿元至 50 亿元的股票上涨 18%，市值小于 30 亿元的股票上涨近 30%。2025 年上半年的情况与 2024 年上半年正好相反（见表 4、表 5）。

**表 4 2025 年上半年不同市值股票涨跌情况**

2024 年底市值分类	数量	区间涨幅	估值中位数	
			pe-lyr（静态）	pe-ttm（动态）
大于 2000 亿元	58	4.70%	14.05	14.31
1000-2000 亿元	80	1.09%	19.50	18.72
500-1000 亿元	128	-0.85%	20.72	19.26
300-500 亿元	207	3.02%	23.28	22.08
100-300 亿元	1018	5.24%	24.80	23.80
50-100 亿元	1239	11.46%	30.85	28.46
30-50 亿元	1234	18.03%	31.00	29.70
30 亿元以下	1402	29.42%	30.44	29.41
合计	5366	5.72%	28.12	26.47

**表 5 2024 年第二季度不同市值股票涨跌情况（按照 2024 年第一季度末市值排序）**

市值分组	股票数量	一季度末市值（亿元）	二季度末市值（亿元）	市值涨跌幅（%）	期末估值（中位数）
1000 亿元以上	127	407864.06	414754.26	1.69	15.61
500-1000 亿元	123	84646.48	82633.94	-2.38	20.72
200-500 亿元	445	132188.00	125455.59	-5.09	19.27
100-200 亿元	675	94820.58	86199.71	-9.09	22.11
50-100 亿元	1166	81208.86	70827.51	-12.78	22.11
30-50 亿元	1243	48301.34	41381.70	-14.33	24.67
10-30 亿元	1430	30743.28	26727.31	-13.06	21.91
10 亿元以下	141	1069.41	909.40	-14.96	17.89
总计	5350	880841.99	848889.41	-3.63	21.93

数据来源：Wind。

从股票市场正常的投资逻辑来看，蓝筹股的风险低于绩差股，市场资金应该主要集中在蓝筹股，蓝筹股的估值应该大于绩差股。当前，A 股中 50 亿元以下的小市值股票估值是 1000 亿元市值以上股票估值的两倍，微型股的估值严重偏高。当资金集中于绩差股，且导致绩差股的估值高于蓝筹股是不正常的。市场资金过度关注微型股容易导致市场的过度波动。一旦市场风格切换或流动性收紧，微型股票或面临较大的回撤风险。此外，策略拥挤也会加剧市场波动性，一旦发

生集中抛售，可能引发踩踏行情。

类似情形在 2023 年第四季度也曾出现过。2023 年 9 月开始，在新股发行速度明显放缓的背景下，微型股（市值小于 30 亿元）开始出现集体上涨。2023 年第四季度沪深 300 指数下跌 7%，而市值小于 50 亿元的微型股上涨 18%。尤其是北交所的股票表现最突出，从 2023 年 10 月底开始，北交所的每日成交额逐渐活跃，北证 50 指数在 2023 年 10 月中旬之后，一个多月时间里指数反弹幅度超过 50%。绩差小盘股因市值较小，股价易受投机资本、对冲交易与量化资金的影响，出现剧烈波动，暴涨之后必然出现暴跌。2024 年 1 月初至 2 月 5 日（共 25 个交易日），创业板指数和科创板指数均出现了 20% 左右的下跌，2 月 5 日和 6 日，市场则出现“千股跌停”现象，市值小于 30 亿元的微型股在一个月时间里下跌近 40%。在有关部门的及时有力的干预下，市场才恢复到正常的交易状态。

#### 四、股市退市新规则显威力，主动退市破冰

2025 年上半年共计 23 只股票退市，有 17 家上市公司股票完成退市流程，还有 6 家公司股票处于退市整理期，较 2024 年同期的 14 家增幅达 64.29%，表明退市新规落实严格，市场风险出清加速（见表 6）。

其中，5 家公司因为股价低于面值而退市，3 家公司因为市值低于 5 亿元而被动退市，9 家公司因为财务强制退市或其他不符合挂牌情形而被动退市，3 家公司因为重大违法强制退市，1 家公司因吸收合并退市，2 家公司主动退市。

**表 6 2025 上半年退市公司情况表**

序号	证券代码	证券简称	退市类型	目前进展	摘牌日期
1	600898	*ST 美讯	交易类强制退市	已退市	2025/2/10
2	600837	海通证券	吸收合并退市（主动）	已退市	2025/3/4
3	600083	*ST 博信	交易类强制退市	已退市	2025/3/5
4	600225	退市卓朗	重大违法类强制退市	已退市	2025/3/6
5	603963	*ST 大药	交易类强制退市	已退市	2025/3/21
6	600070	*ST 富润	交易类强制退市	已退市	2025/4/30
7	600811	*ST 东方	交易类强制退市	已退市	2025/4/30
8	000040	*ST 旭蓝	交易类强制退市	已退市	2025/4/30
9	300117	*ST 嘉寓	交易类强制退市	已退市	2025/4/30
10	300630	*ST 普利	重大违法类强制退市	已退市	2025/5/22
11	600750	中航产融	主动退市	已退市	2025/5/27
12	601028	玉龙股份	主动退市	已退市	2025/5/27
13	300108	*ST 吉药	交易类强制退市	已退市	2025/5/29

14	002750	*ST 龙津	财务类强制退市	已退市	2025/6/27
15	603003	*ST 龙宇	财务类强制退市	已退市	2025/7/3
16	600804	*ST 鹏博	财务类强制退市	已退市	2025/7/3
17	002336	*ST 人乐	财务类强制退市	已退市	2025/7/4
18	600387	退市海越	财务类强制退市	整理期	待定
19	000585	*ST 工智	规范类强制退市	整理期	2025/7/11
20	600462	*ST 九有	财务类强制退市	整理期	待定
21	000622	*ST 恒立	财务类强制退市	整理期	待定
22	600190	*ST 锦港	重大违法类强制退市	整理期	待定
23	300208	*ST 中程	财务类强制退市	整理期	待定

数据来源：Wind。

从行业分布看，有 9 家公司属于制造业，5 家属于批发零售业。制造业中有 4 家属于医药生物行业，医药生物行业的集中退市有一定的行业特征。以“龙津药业”为例，该公司业务高度依赖单一药品灯盏花素，医保限制使用范围、处方限制、药品集中带量采购使得其中药注射剂销售受限。早在上市之初，龙津药业就曾意识到这个问题，但是上市十年却没有能够改变现状。药品研发周期长，短时间产品线难以迅速增加。我国医药行业的上市公司数量众多，但大多数公司以市场仿制药品为主，缺乏自主研发能力，当市场竞争加剧，经营状况就快速恶化。

两家主动退市的股票分别是“玉龙股份”和“中航产融”。主动退市在 A 股比较少见，2025 年上半年出现了 2 家，其动机及影响都值得我们关注。一般而言，股票市值低于公司的实际价值，上市公司会选择私有化而退市。从玉龙股份和中航产融的退市公告看，都强调上市公司经营状况恶化，公司存在重大风险。显然，2025 年上半年主动退市的 2 家公司不符合主动退市的一般情形。

玉龙股份的控股股东为济高（济南）资本投资有限公司（以下简称“济高资本”），实际控制人为济南高新技术产业开发区管理委员会。2020 年 1 月、2021 年 7 月济南高新控股集团有限公司（以下简称“济高控股”）通过受让、增持股份，合计持有玉龙股份 2.3 亿股，持股比例 29.38%。二级市场增持股份 300 万股的价款除外，济高控股两次受让股份合计耗资 19.73 亿元。2024 年 6 月，济高控股将所持玉龙股份用于对济高资本的出资，济高资本成为玉龙股份的控股股东。此次，济高资本花费约 73 亿元收购社会流通股，最终将玉龙股份退市。

另一家主动退市的股票是中航产融，该股票在退市之前还处于盈利状态，2025 年 3 月 28 日，中航产融发布停牌通知，3 月 29 日发布《股东大会决议方式终止公司股票上市公告》称：“中航产融经营面临重大不确定性，可能会对公司

造成重大影响”决定终止上市，中航产融决定退市并给与中小股东提供 3.54 元每股的现金选择权。从公开信息看，中航产融退市可能与子公司中航信托有关。受宏观经济波动冲击大，部分涉及恒大、融创等高风险房企或项目。截至中航产融股票退市之前，中航信托已有一定数量的信托产品未兑付。

## 五、股票市场展望

我们坚持认为，在房地产风险得到化解之前，应对股市持谨慎乐观的态度。

“谨慎”基于房地产是第一支柱产业，迄今为止没有任何一个产业能够替代房地产行业。有观点认为，可以用股市来替代楼市成为中国经济增长的新引擎，甚至出现“用股权财政替代土地财政”的讨论。我们认为并不可行，强行刺激股市不仅不会刺激消费，反而可能适得其反，因为股价的每一次上涨只会导致财富的又一次集中，股市的过度波动或将对经济增长造成伤害。

“乐观”是基于政策驱动，为了稳增长，政策刺激是不可或缺的，会带来局部、结构性机会。

2025 年上半年的两大市场热点可能成为下半年市场的风险源头。保险行业的会计准则修改是为了减少保险行业的财务数据波动，银行股的过度上涨与此初衷背离。当前的银行业平均利差已经低于不良率，银行股上涨正在累积下跌的风险。此外，微型股数量众多，且是众多散户投资者的首选交易品种，其风险也已经不言而喻。

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。