



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

2022年5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、特殊资产行业运行等领域的动态，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。

疫情反复与俄乌冲突对股市产生较大扰动

摘要

受俄乌冲突和美联储加息等影响，全球主要股指均出现下跌。

A 股市场本季度弱于全球其他主要股市，主要股指均下跌超过 10%。房地产板块逆势走强，与我们在 2021 年年度报告中预测的结论基本一致。

导致第一季度 A 股市场下跌的主要因素有：美联储货币政策收缩；国内房地产市场下行趋势确立，货币政策的扩张受到阻碍；前期基金抱团式投资难以为继，高估值的股票出现估值回归；新股发行加速，壳价值开始贬值；在国内外监管政策的影响下，中概股走弱，拖累了国内的科技股。

稳定股市的前提是稳定房地产市场，在注册制改革快速推进的背景下，中小市值的股票将面临估值压力。

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

【NIFD 季报】

宏观经济金融形势高频监测

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

特殊资产行业运行

目 录

一、股票市场的运行状况	1
(一) 全球股市受到战争的冲击	1
(二) 国内股市普跌，房地产行业股票逆势上涨	1
(三) 业绩主导股票重新定价	3
二、宽松的宏观政策预期为何没能托住股市?	4
三、对股市走势的判断及稳定市场的建议	9

一、股票市场的运行状况

（一）全球股市受到战争的冲击

2022年第一季度全球主要股指均出现下跌，其中美国主要股指下跌5%左右，欧洲主要股指下跌8%左右。导致全球股市下跌的主要因素是2022年2月24日俄罗斯对乌克兰了发起特别军事行动，这引发了以美国为首的西方国家对俄罗斯进行贸易制裁和金融制裁，导致全球能源和粮食价格大幅度飙升，使本已高企的通胀进一步恶化。美联储在第一季度实施的加息行动也对股市产生了一定压力。

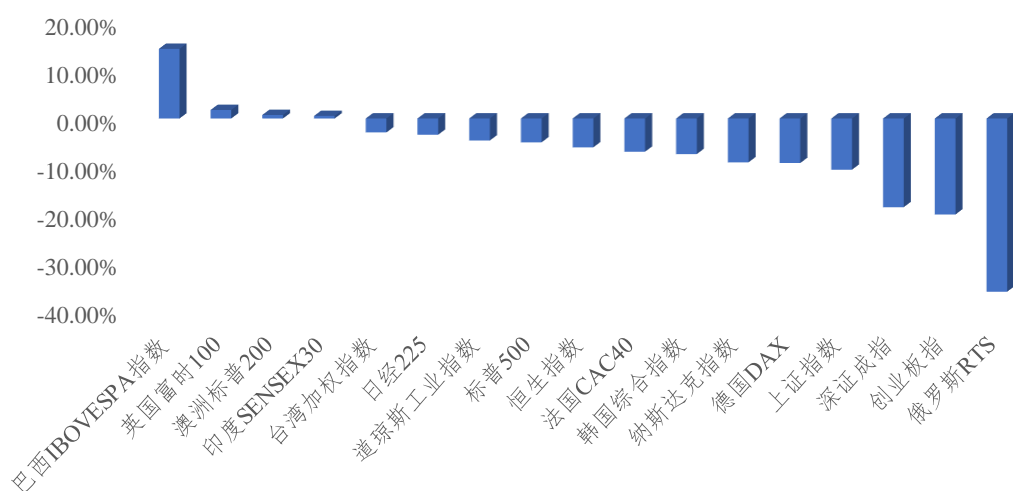


图1 全球主要股指2022年第一季度涨跌幅排名

数据来源：Wind。

欧洲对俄罗斯的能源依赖程度相当深，贸易制裁不仅让俄罗斯的股市遭到巨大打击（最大跌幅一度超过50%），也让欧洲国家的股价蒙受较大损失（见图1），致使欧洲股市下跌幅度明显超过美国主要股指下跌幅度。

（二）国内股市普跌，房地产行业股票逆势上涨

2022年第一季度上证综指累计下跌10.65%，沪深300指数下跌14.53%，中证1000下跌15.46%，创业板指数下跌19.96%。

从细分行业指数看，国内A股市场本季度只有4个行业指数没有下跌，31个细分行业指数中跌幅超过7%行业指数高达25个，这是十分罕见的现象！而2020年第一季度出现突发新冠疫情冲击时，下跌超过7%的行业指数只有15个（见图2）。

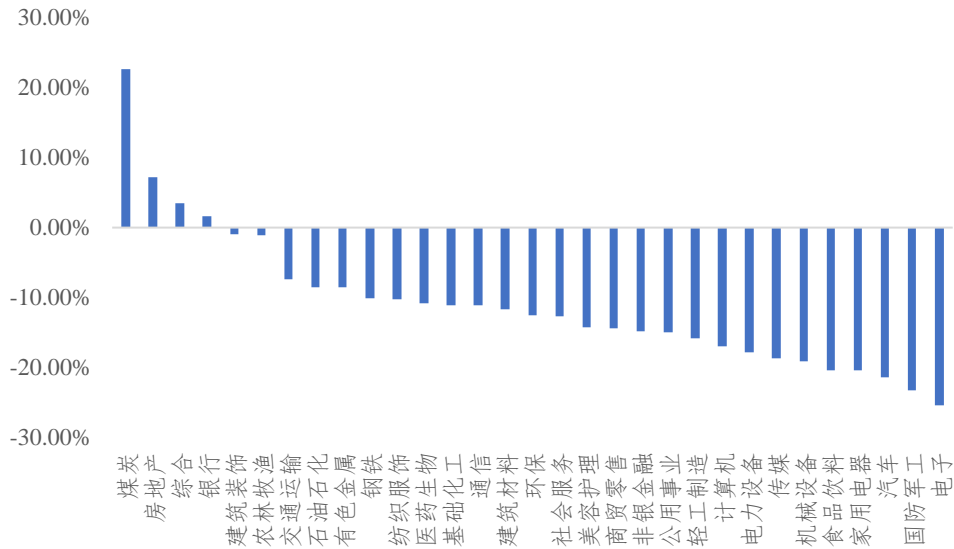


图 2 申万一级行业（31 个）2022 年第一季度涨跌幅排名

数据来源：Wind。

本季度表现最好的行业指数分别是煤炭和房地产，涨幅分别为 22.63%和 7.27%。煤炭行业指数从 2020 年第三季度开始上涨，但不同时间上涨的逻辑是有差异的，2021 年煤炭行业指数上涨的主要原因是“双碳”战略影响煤炭供给，最近煤炭行业指数上涨的主要原因是俄乌冲突导致全球能源供给减少，包括煤炭在内的能源价格普遍上涨。

房地产行业指数出现逆势上涨超出很多人预期，但符合本研究在 2021 年度报告里的预测：在政府出台化解房地产企业流动性风险的政策之前（时间估计在 3 月份前后），信贷市场将出现梗阻，导致信用收缩，股市运行同样受到冲击。当政府开始出台政策化解房地产企业的流动性风险，股市将会先于楼市复苏。房地产行业已经连续几年下跌，随着房地产行业风险的化解，超跌的房地产行业股票有望成为 2022 年股票市场的热点行业（参见《蓝筹股疲弱 壳价值“回光返照”——2021 年股票市场分析年度报告》）。

房地产市场的新房成交量从 2021 年 7 月开始见顶回落，二手房交易从 2021 年 4 月开始回落。但房地产行业的股票估值从 2020 年初开始见顶回落，房地产行业股价回落的时间比房地产市场交易早一年左右。从 2020 年初开始，基金配置房地产类股票的比例逐步下降，至 2021 年第四季度，股票型基金配置房地产行业的股票市值占比只有 0.7%。市场普遍预期房地产行业已经出现历史性拐点，2021 年 7 月中旬中国恒大集团出现债务违约事件之后进一步强化了这种预期。

在中国恒大集团债务违约的冲击下，引发了房地产行业的信用收缩，不仅金融机构对房地产行业融资更加审慎，地方政府对按揭贷款的监管也更加严格。房地产销售快速下滑，2022年第一季度房地产销售面积和金额同比下降幅度均在50%左右。2022年2月的居民中长期贷款出现负增长，说明笔者担忧的“信贷市场梗阻”已经成为现实，信用收缩进一步加剧了房地产开发企业的流动性困局。在中国恒大出现债务违约之后，融创中国也于今年3月出现债务违约。根据笔者的不完全统计，截至2022年3月末，已经有20余家大型房地产开发企业（按照2020年的销售规模，这些企业均为排名前50）出现了公开债务违约。

2022年3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开会议强调“要及时研究和提出有力有效的防范化解房地产风险应对方案”，政府启动应对房地产企业风险方案的时间点和我们2021年底估计的基本一致。3月16日之后，房地产行业的股价快速反弹，股市投资者对房地产市场的预期正在好转。在第一季度最活跃的20只股票里出现了数7只建筑行业 and 房地产行业股票（见表1），在最近几年的季度数据中还是第一次集中出现如此多的房地产和建筑行业股票的身影。

表1 2022年第一季度上涨幅度最大的20只股票（上市的新股除外）

排名	证券简称	涨幅 (%)	行业	排名	证券简称	涨幅 (%)	行业
1	浙江建投	374.20	建筑装饰	11	美利云	126.19	轻工制造
2	汇通集团	369.39	建筑装饰	12	中交地产	122.68	房地产
3	吉翔股份	314.07	有色金属	13	依米康	121.36	家用电器
4	天保基建	228.85	房地产	14	北玻股份	120.65	机械设备
5	*ST 实达	219.52	通信	15	中路股份	116.24	综合
6	中国医药	207.87	医药生物	16	美诺华	111.26	医药生物
7	海辰药业	175.05	医药生物	17	杭州园林	110.33	建筑装饰
8	雄帝科技	146.75	计算机	18	海泰发展	108.91	房地产
9	翠微股份	134.72	商业贸易	19	曲江文旅	105.53	休闲服务
10	拓新药业	128.23	医药生物	20	信达地产	105.36	房地产

数据来源：Wind。

（三）业绩主导股票重新定价

随着上市公司年度财务报告的集中公布，每年的第一季度都会出现股价的重新定价，部分上市公司的股价因为业绩的超预期而出现上涨，部分上市公司业绩低于预期就会出现股价下跌。表现最差的是那些面临退市的股票，有些绩差股因

为连续业绩亏损而触碰退市高压线，股价必然大幅度杀跌，诸多 ST 类的股票均属于类似情形（见表 2）。

2021 年度上市公司报告中，有一种现象值得关注，一些上市公司的业绩因为受到疫情冲击而减少，股价出现大幅度下跌，其中不乏高科技类公司的身影。表 2 中的“国科微”和“蓝思科技”均属于此类。

表 2 2022 年第一季度下跌幅度最大的 20 只股票

跌幅排名	证券简称	跌幅（%）	跌幅排名	证券简称	跌幅（%）
1	退市新亿	-74.38	11	*ST 中天	-51.85
2	*ST 长动	-64.60	12	*ST 明科	-51.33
3	*ST 艾格	-62.67	13	道通科技	-51.12
4	*ST 游久	-59.64	14	*ST 易见	-51.00
5	*ST 绿庭	-57.06	15	*ST 拉夏	-50.70
6	*ST 中新	-53.40	16	兆威机电	-50.58
7	中信博	-53.28	17	长盈精密	-50.50
8	国科微	-53.02	18	蓝思科技	-49.22
9	中锐股份	-52.66	19	巨一科技	-49.05
10	*ST 东电	-52.20	20	吉冈精密	-48.57

数据来源：Wind。

新冠疫情从 2020 年初突然爆发，经过两年多的抗疫，疫情的影响仍然在持续。2022 年第一季度开始，深圳、上海、吉林等地先后出现疫情的局部爆发，疫情再次成为影响股市运行的一个重要因素。

二、宽松的宏观政策预期为何没能托住股市？

股价是市场预期的反映，宽松的宏观政策预期将刺激股价上涨，但 2022 年第一季度是一个例外。

2021 年 12 月初召开的中央经济工作会议释放了宽松宏观政策信号，该会议公报认为当前中国经济面临三重压力，要求“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。从会议基调来看，2022 年的经济工作重点是稳增长，货币政策和财政政策的大方向是放松的。根据以往的经验，每当中国宏观经济政策处于宽松状态，股市运行趋势都是上涨的。但此次信息公布之后，上

涨综指只上涨了 2%，随后便出现调整。1 月股指持续下跌，指数的月度跌幅接近 10%。

在一定程度上，一季度的股市下跌是“超预期”的。除了一季度末爆发的俄乌冲突外，我们认为导致一季度国内股市下跌至少还有以下五个原因：

一是美联储货币政策出现趋势性变化。自 2020 年初至 2021 年 10 月，美联储的货币政策一直在强调就业及经济增长，一直处于扩表状态。但 2021 年底开始，美联储开始把关注的焦点放在物价上，美国 2022 年 2 月的居民消费物价指数达到了 7.9%，创 40 年高位。随之，美联储不再认为通胀是短期现象。2022 年 1 月的美联储货币政策例会“鹰”派色彩更加强烈，并采取收紧货币的措施。受此影响，美元指数节节攀升，而非美货币出现快速下跌，全球股市均出现下跌震荡走势，这个时点与 A 股下跌基本同步。

当美联储收紧货币政策而人民银行采取宽松货币政策时，A 股市场出现下跌，说明外围货币环境的收紧严重影响到国内货币宽松的效果，制约着国内货币政策效果。这是一次重要的货币政策实践，值得我们继续观察。

二是房地产预期未能好转，影响信用扩张效果。尽管人民银行释放扩张的货币政策信号，但市场认为信贷扩张难以实现，其症结与房地产市场有关。从社会融资总量看，2020 年和 2021 年均约为 30 万亿元左右，信贷融资为 20 万亿元。其中，房地产融资约为 8 万亿元，占信贷融资比例为 40%左右。除信贷融资之外的 10 万亿元中，预估也有至少四成与房地产行业直接相关。另外，融资需求中来自地方政府背景的融资平台类公司占据相当比例，这些融资其实是以土地收益作为担保的，同样直接或间接与房地产行业相关。总之，房地产行业对信贷市场具有举足轻重的作用。

随着越来越多的房地产企业出现债务违约，房地产行业预期在持续恶化，严重影响到信贷扩张。2022 年 2 月的信贷数据低于市场预期，居民按揭贷款史无前例地出现净减少。

尽管我们在防范金融风险方面积累了大量经验，尤其是最近几年成功化解了诸如安邦系、明天系、海航系的风险，但类似房地产行业的系统性风险如何化解还有待于继续探索。

通过增加基础设施投资是否可以对冲房地产投资减速对经济的冲击？存在

一定的不确定性。因为基础设施投资的资金高度依赖于土地出让收入，在房地产市场出现流动性危机的背景下，土地出让已经受到严重影响。2021 年底的进行的土地集中供应中，有些城市的城投公司成为土地的主要购买者，民营控股的大型房地产开发企业为了缓解流动性风险，主动放缓了购置土地的节奏，在房地产流动性风险不能缓解的假设下，2022 年的土地出让收入应该会减少。另外，中央一直强调遏制地方政府的债务扩张，在土地收入减少和债务不能增加的背景下，增加基础设施投资只能靠专项债的增加，财政部已经开始发力，但力度还不够。

第三，公募基金“抱团式”投资受阻，高估值的基金重仓股仍然处在估值回归之途。2019 年至 2020 年，沪深 300 指数连续两年上涨 30%左右，基金的平均收益颇丰，形成资金与股价之间的正反馈，公募基金发行快速增加，2020 年权益类和混合型基金发行了 3 万亿份，创历史新高。新募集资金继续买入基金重仓股，导致这些股票价格节节攀升。其中，最典型的代表就是以“贵州茅台”为代表的消费类股票和以“恒瑞医药”为代表的医药股。以贵州茅台为例，该股票价格在 2019 年初只有 500 多元，在资金推动下连续两年大幅度上涨，至 2021 年初股价上涨至 2600 元，市值超过 3 万亿人民币，成为 A 股市场市值最大的股票。

贵州茅台股价的大幅度上涨并没有伴随企业盈利的同比例增加。2019 年贵州茅台盈利增加 17%，2020 年盈利增加 13%。因此，贵州茅台股价上升的主要驱动力来自估值的提高，当股价上涨到 2500 元时，对应的估值超过 60 倍市盈率。如果是一个中小市值的公司，有较好的成长潜力，出现 60 倍市盈率高估值有可能是合理的；而作为市场市值最大的公司，60 倍市盈率高估值显然是难以持续的。一旦后续资金跟不上，股价就会持续下跌，股价下跌导致基金净值缩水，赎回压力加大，股价与资金之间形成负反馈。因此，“抱团式”投资和“坐庄”操纵股价的结果一样，增加了股市的脆弱性。

基金“抱团式”投资的风险曾经在 2007 年出现过，当时股价快速上涨，投资者踊跃购买基金，基金募集资金大量增加，推高基金重仓股；当后续资金难以为继，股价便走上了慢慢回归的“熊途”，2008 年股价大幅度下跌，结果是基金投资者损失惨重，基金业的发展也受到严重影响。

可见，机构投资者并没有从历史的教训中汲取到营养，作为股市监管者，应该采取措施阻止机构投资者采取“抱团式”投资行为。

2021 年基金重仓股均大幅度回落，基金的平均收益也沦为负数，基金的发行快速降温（见表 3）。这是对 2019 年和 2020 年基金重仓股估值持续上升的修正，尽管有些股票的估值已经向下修正超过 30%，但估值依然处在高位，最近的股价下跌也正是该趋势的延续。

表 3 股票型基金和混合型基金收益率统计

季度	股票型基金份额 净值环比涨幅	混合型基金份额 净值环比涨幅
2022 年第一季度	-4.21%	-1.04%
2021 年第四季度	-2.51%	-1.59%
2021 年第三季度	-5.65%	-4.89%
2021 年第二季度	10.74%	7.81%
2021 年第一季度	-8.33%	-8.82%

数据来源：Wind。

第四，新股发行加速，原始股东套现压力渐显。2021 年新股 IPO 数量创历史新高，全年有近 500 只股票发行，尽管新股募资金只有 5300 多亿元（见表 4），但原始股东套现对股价压力日益加大，新股发行的加速冲击 A 股市场的“壳价值”体系，壳价值贬值让中小市值股票的估值不可避免出现下跌。

表 4 新股发行数量统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资金总额（亿元）
2022 年第一季度	上海科创板	27	782.38
	上海主板	10	50.25
	深圳创业板	36	389.89
	深圳主板	5	21.63
	合计	78	1244.16
2021 年第四季度	上海科创板	36	350.16
	上海主板	13	628.87
	深圳创业板	54	552.27
	深圳主板	7	55.30
	合计	110	1586.59
2021 年第三季度	上海科创板	40	444.80
	上海主板	20	816.18
	深圳创业板	60	343.01
	深圳主板	7	54.93
	合计	127	1658.91

2021年第二季度	上海科创板	50	374.11
	上海主板	33	551.43
	深圳创业板	52	336.81
	深圳主板	10	85.85
	合计	145	1348.20
2021年第一季度	上海科创板	36	334.17
	上海主板	21	189.58
	深圳创业板	33	190.48
	深圳主板	10	47.07
	合计	101	761.30

数据来源：Wind，截至 2022 年 3 月 31 日，北京证券交易所 IPO 数据暂未统计在内。

第五，中概股持续下跌对 A 股产生负面影响。我国有 200 余家公司在美国上市，主要以互联网行业为主。最近一年来，由于国内对互联网平台型公司监管政策变化及美国上市公司监管政策的影响，阿里巴巴、美团等互联网公司的股价出现大幅度回落，导致中概股指数持续下跌，万得中概股 100 指数 2021 年度下跌 44%，2022 年第一季度下跌了 28%（见图 3）。

中概股大幅度下跌主要通过两条途径影响 A 股价格，其一是中概股回流，A 股预期增强，冲击相关板块股票价格；其二是部分互联网基金选择卖出 A 股获得流动性，尤其是中概股快速下跌时，投资者赎回压力增加，基金只能选择卖出 A 股来获得流动性。



图 3 中概股 100 指数走势

数据来源：Wind。

三、对股市走势的判断及稳定市场的建议

第一，在影响当前股市的众多因素中，房地产市场预期是最重要的，因为房地产预期恶化影响到信贷扩张。2022年1月的货币运行数据中M1出现了负数，2月居民中长期贷款出现负增长，这些都是有货币统计以来第一次出现的现象，其背后的原因就是房地产预期恶化，公众买房的积极性下降。当经济运行中的货币扩张受阻，股市扩张就成为无源之水。

因此，要稳定股票市场，首先应该稳定房地产市场，当务之急是缓解房地产开发企业的流动性风险，尤其是关注大型龙头房地产开发企业的流动性风险，防止事态进一步恶化。2022年3月16日，国务院金融稳定发展委员会对此已经作出部署，股市也作出了积极反映，房地产板块股票出现强劲反弹。但笔者以为，已经存在多年的房地产痼疾很难在短期内得到根治，市场必须对此有清醒的认识。

第二，要警惕中小市值股票价格回落的风险。从2021年股价走势看，受到基金重仓股股价回落的影响，中小市值的股票活跃度持续增加，尤其是2021年第三季度和第四季度，市值小于50亿元的小市值股票上涨幅度均超过30%，这些股票在2022年将面临下跌风险。而小市值股票的下跌风险主要来自2021年新股发行的原始股东套现。

第三，疫情扩散风险难以估计。面对疫情变异，欧美国家采取全民免疫策略，我国人口众多，估计难以采取类似策略。但新型变异病毒传播速度快，抗疫难度加大，抗疫成本上升，疫情再次成为影响股市运行的不可忽视的因素。

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。