



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

2021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、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。

以能源为核心的股价分化

摘要

2021年第三季度股票市场主要股指均出现一定程度下跌，但市场交易明显活跃，沪深两交易所的季度成交额比今年前两个季度均增长五成以上，市场多空分歧加大，不同板块股价走势分化加剧，量化交易在一定程度上增加了市场的交易额。

本季度的市场运行特征仍然是股价分化。第一季度与第二季度的市场分化主要表现在“茅指数”与“宁指数”的切换，第三季度股市的分化主要以能源为核心展开，煤炭、石油是能源涨价预期的直接受益者，在“能耗双控”的影响下，有色、钢铁、化工等高耗能行业的供求关系出现变化，推动这些行业的股价大幅度上涨。

房地产金融的风险在本季度开始凸显，房地产市场在本季度出现了趋势性变化，这个变化将深刻影响未来的股票市场。

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
国家金融与发展实验室
特聘研究员
- 徐海洋
华安证券股份有限公司投资
顾问部总经理

【NIFD 季报】

全球金融市场
人民币汇率
国内宏观经济
中国宏观金融
地方区域财政
宏观杠杆率
中国财政运行
中国金融监管
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、股票市场运行的基本状况	1
二、市场运行的特点：能源成为市场的主角	3
三、对股票市场的预测分析	7
（一）与能源相关的股价上涨行情难以持久	7
（二）房地产市场将成为影响股票市场行情的关键因素	7

一、股票市场运行的基本状况

2021年第三季度，A股主要股指均以下跌作收，上证综指下跌0.64%，沪深300指数下跌6.85%，创业板指数下跌6.69%（见图1）。

与全球主要股市横向对比来看，2021年第三季度全球主要股指表现均不佳，且A股弱于全球主要股指平均水平。其中，香港恒生指数跌幅达到15%，在所有指数中表现最弱，主要原因是我国有关部门发起了对互联网平台公司的反垄断行动，该行动对腾讯和阿里等互联网平台公司的股价影响较大。

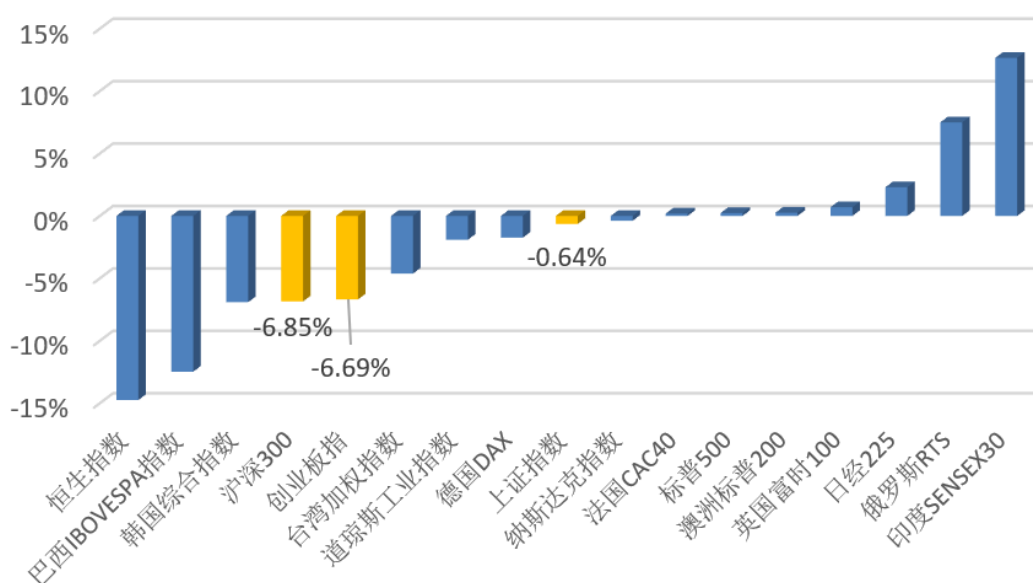


图1 全球重要股指2021年三季度涨跌幅排名

资料来源：Wind，截至2021年9月30日。

今年第三季度的A股市场分化相当明显，受经济基本面和政策的影响，不同板块的股价表现出现较大变化。石油化工、煤炭、电力、钢铁等传统周期性产业的表现强劲，而互联网、金融、房地产等板块的股价均出现较大幅度的下跌。在这些因素影响下，上证综合指数表现平稳，而上证50指数、创业板指数及中证1000指数均出现一定程度的下跌（见图2）。



图 2 2021 年前三季度沪深 300 指数与中证 1000 指数走势比较

资料来源：Wind，截至 2021 年 9 月 30 日。

今年第三季度股市的交易量明显增加，第一季度股市成交额合计为 54.7 万亿元，第二季度股市成交额合计为 52.5 万亿元，第三季度股市成交额合计为 83.1 万亿元。第三季度的股市的成交量比前两个季度分别增加 51% 和 58%。

从日均成交额看，自 7 月 21 日起，沪深两个交易所的日成交额连续 50 个交易日超过 1 万亿元（其中只有 9 月 30 日的成交额不足 1 万亿，为 9950 亿元），创造了 A 股市场新的历史记录。上一次出现日成交额连续多日超过 1 万亿元是在 2015 年第三季度，持续的时间是 43 个交易日。

从以往的市场经验数据看，交易量的持续增加意味着有增量资金入市，但也可能是市场分歧加剧所致。在成交金额出现明显上涨的情况下，本季度主要指数均出现一定程度的下跌，这是十分值得观察的现象。有相关分析指出，是量化交易规模迅速扩大导致了交易额的快速上升。我们认为，除了量化交易占比上升的因素之外，市场多空分歧加大、市场不同板块的分化加剧也是重要原因（具体分析详见下文）。

2021 年前三季度蓝筹股的表现均不及中小市值的股票，第三季度同样如此。我们将所有股票按照市值大小分成六组（见表 1），市值最大的一组（市值在 2000 亿元以上的上市公司）在第三季度市值缩水近 10%，而市值在 50 亿元至 100 亿元的上市公司，平均市值上涨了 6.36%。这说明蓝筹股“盛极而衰”的行情仍在进行中。

表 1 2021 年前三季度 A 股上市公司市值分组情况统计

	上市公司数量	年初市值 (亿元)	6 月末市值 (亿元)	9 月末市值 (亿元)	前三季度市值涨跌幅 (%)	第三季度市值涨跌幅 (%)
2000 亿以上	63	313417.21	318382.15	290464.02	-7.32%	-8.77%
1000 亿-2000 亿	69	92069.53	94971.98	91673.73	-0.43%	-3.47%
500 亿-1000 亿	135	95807.37	103559.48	102133.25	6.60%	-1.38%
100 亿-500 亿	1009	218803.88	234671.60	245035.49	11.99%	4.42%
50 亿-100 亿	975	67263.52	73359.95	78025.55	16.00%	6.36%
50 亿以下	1870	56804.76	62023.68	65379.60	15.10%	5.41%
总计	4121	844166.27	886968.831	872711.65	3.38%	-1.61%

资料来源：Wind，2021 年新上市的公司已剔除。

公募基金的表现则比较平稳，股票型基金和混合型基金的规模均有所增加（见表 2），但增速不及 2020 年。有一种被市场普遍接受的观点认为，随着楼市的降温，部分投资楼市的资金将分流到股票市场。但是从公募基金的规模变化看，该假设没有得到验证。2020 年股票型基金和混合型基金的规模增加了超过 3 万亿元，而今年前三季度仅增加了 1 万亿元左右，增速明显放缓，流入股市的增量资金有所减弱。

表 2 2021 年前三季度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)
2021 年 9 月	1,634	21,514.45	3,713	63,137.09
2021 年 8 月	1,590	21,402.85	3,629	62,140.70
2021 年 7 月	1,530	21,117.88	3,542	60,575.70
2021 年 6 月	1,481	20,809.78	3,473	59,138.05
2021 年 5 月	1,422	19,351.70	3,415	55,174.27
2021 年 4 月	1,401	19,103.79	3,358	54,500.85
2021 年 3 月	1,384	19,029.11	3,307	53,809.76
2021 年 2 月	1,340	19,685.87	3,199	54,457.91
2021 年 1 月	1,304	19,160.92	3,128	52,378.44

资料来源：Wind，截至 2021 年 9 月 30 日。

二、市场运行的特点：能源成为市场的主角

市场分化是今年前三个季度股市运行的共同特征，但第三季度的市场分化与上半年有所不同。上半年的市场分化主要表现在基金重仓股（以茅台等白酒行业

为典型代表)与科技股(以宁德时代为代表)之间的切换。今年年初,以茅台等白酒类股票为代表的消费类行业股票表现强劲,科技股却“节节败退”。而春节之后,消费类股票冲高回落,随之以宁德时代为代表的科技股强势崛起。市场称上半年的市场特征为“茅指数”与“宁指数”之间的分化。

不过,第三季度市场的热点既不是“茅指数”,也非“宁指数”,能源和资源成为了市场追逐的核心。

从第三季度主要行业指数看,采掘业、公用事业、有色金属、钢铁、化工表现强劲(见图3)。这些行业均属于传统的强周期行业,但是今年这些行业指数的强劲表现并非由宏观经济周期因素所致,其背后的核心逻辑与能源转型有关。

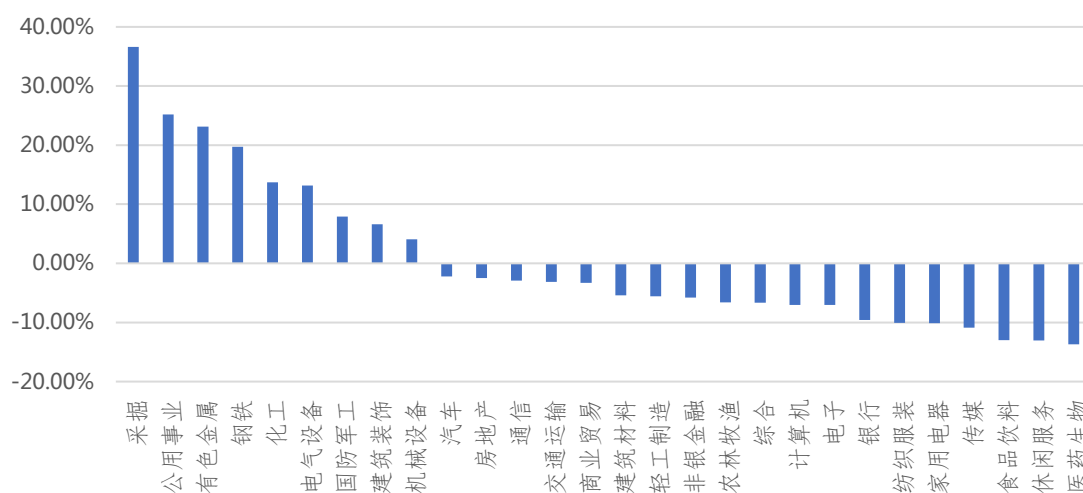


图3 2021年第三季度主要行业指数涨跌幅排行

资料来源: Wind, 截至2021年9月30日。

具体来看,采掘业在第三季度名列前茅。继第二季度大幅上涨后,采掘行业在2021年三季度上涨34.77%,位列各行业之首。从结构上看,煤价上涨带来煤炭公司景气度提升是最主要原因。煤炭开采行业指数上涨45.80%,是支撑行业强势的绝对主力。个股方面,冀中能源第三季度上涨152.25%,位列个股涨幅之首。昊华能源、攀钢钒钛、兖州煤业、西藏矿业等个股股价翻番,鄂尔多斯、平煤股份、山煤国际、山西焦化等个股涨幅靠前。

第三季度煤炭价格出现飙升走势,动力煤价格不断刷新历史新高。郑州商品期货交易所动力煤价格从8月17日的811元/吨持续上涨至9月30日的1375.5元/吨,40天涨幅超过70%,年初至今涨幅达100.51%,且还在不断刷新历史高点。受其影响,煤炭公司业绩大幅上涨,行业利润增速也不断加快。根据国家统

计局相关数据，1-8 月煤炭开采和洗选业实现利润总额 3290.3 亿元，同比增长 145.3%，较前 7 个月扩大 17.4 个百分点。而根据上市公司中报数据及近期行业数据，煤炭公司第三、四季度利润仍有可能继续超越预期。

煤炭价格飙升与能源绿色转型有关。在过去几年的供给侧改革推动下，产能规模较小的煤炭企业大部分已经退出了市场，煤炭市场的供给弹性下降。今年以来，环保力度持续紧绷，煤炭行业供给进一步受限，导致煤炭的供求紧平衡被打破。从国际环境看，油价大幅度上涨，国际地缘政治的恶化也在一定程度上刺激了国内的煤炭价格上涨。

由于煤炭价格的大幅度上涨，导致火力发电企业成本快速上升，亏损增加。但第三季度股票市场运行颇有些出人意料，在煤炭涨价承托采掘行业大涨的同时，火电发达行业的股票价格也大幅度上涨，使得公用事业公司在第三季度也有出色表现。整个第三季度，公用事业板块整体上涨 31.2%，在各行业中位列第三。其中，火电板块上涨 41.59%，成为支撑行业上涨的主力。

煤炭价格的市场化程度高于电力价格的市场化程度，“计划电—市场煤”的矛盾在本季度集中爆发，多地出现了拉闸限电现象。从数据上看，今年电力供应增速低于用电需求增速，国内电力供应形势紧张。1-8 月，全国规模以上工业企业发电量同比增长 11.3%，增速低于全社会用电量的增长率（约为 13.8%）。市场预期电力的矛盾激化将推动电力市场化改革，继蒙西、宁夏、上海、广东、广西、山东允许煤电交易电价上浮后，安徽、湖南也先后发布完善燃煤电价调整机制的措施，电价上调预期基本明确。因此，具有成本优势的电力企业股票受到追捧。

钢铁行业也与能源行业直接相关，受“能耗双控”政策的影响，钢铁行业存在减产预期，第三季度末有些地区出现拉闸限电现象，刺激了钢铁价格的上涨。在第二季度的报告里，我们曾判断钢铁行业有明显的供给缺口，钢材价格上涨，钢铁公司盈利能力回升，加之个股处于历史估值低位，钢铁板块明确看好。第三季度钢铁板块整体上涨 28.21%，供给缺口明显的普钢上涨 33.67%，超过特钢 14.97%的涨幅。个股方面，具备稀土概念的包钢股份上涨 104.52%，位列行业涨幅之首。广大特材、永兴材料、本钢板 B、首钢、八钢、三钢闽光、本钢、马钢等个股的涨幅排名靠前。

此外，有色金属的供给与需求均与能源行业有关。从需求端看，有色金属为光伏发电提供了原材料，储能设备的原材料也大多是有色金属，随着绿色能源及新能源汽车行业的发展，有色金属的需求快速上升。从供给端看，随着“能耗双控”政策的影响，有色金属的供给受到抑制。有色金属的下游需求扩张与上游资本开支和产能建设周期出现错配，带动有色金属价格加速上涨。2021年第三季度，有色金属行业单季度指数上涨38.35%。从三级子行业观察，以稀土、锂材为代表的稀有金属构成上涨主线（见图4、表3），与之相应的三级行业指数分别上涨99.7%和54.5%；以铅锌、铝、铜为代表的工业金属上涨33%，是支撑行业整体上行的基础。个股方面，23只有色个股涨幅超过50%，西藏珠峰、合盛硅业、北方稀土、盛新锂能、宏达股份、五矿稀土等五只个股股价翻倍。

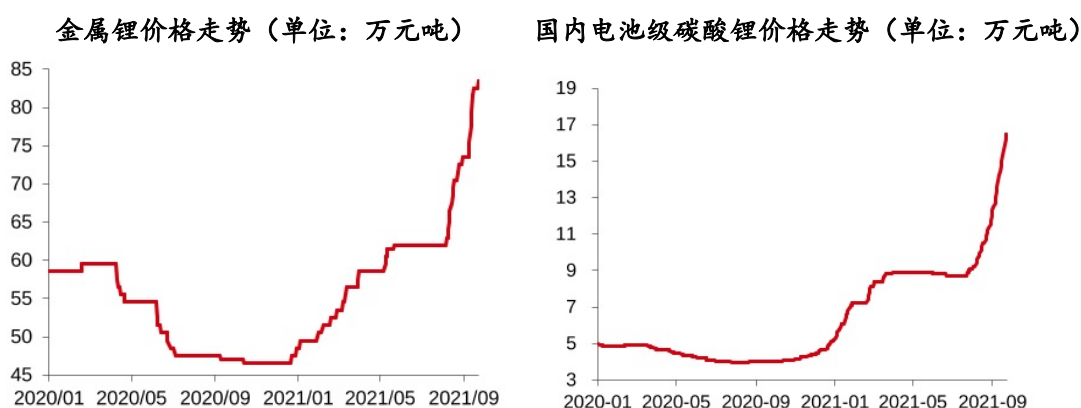


图4 金属锂价格及国内电池级碳酸锂价格走势

资料来源：Wind，亚洲金属网，中信证券研究部。

表3 9月末锂及锂产品价格变化

	单位	现价	周涨跌幅	月涨跌幅	年初以来涨跌幅
锂辉石（Li ₂ O 6%）（中间价）	美元/吨	1030.0	+4.0%	+14.4%	+154.3%
金属锂	万元/吨	83.50	+1.2%	+16.8%	+72.2%
电池级碳酸锂	万元/吨	16.50	+7.8%	+51.4%	+205.7%
工业级碳酸锂	万元/吨	16.00	+8.1%	+53.8%	+229.9%
单水氢氧化锂	万元/吨	15.80	+6.0%	+35.0%	+216.0%
单水氢氧化锂（出口）	美元/公斤	24.75	+5.1%	+39.4%	+173.5%

资料来源：Wind，亚洲金属网，中信证券研究部。

化工行业的供给与需求同样与能源有关，这一点与有色金属行业十分类似。从供给端看，受到“能耗双控”的影响，有些地区的化工行业出现限产，第三季

度化工产品的供给减少；从需求端看，新能源景气度提升，推动上游化工品需求快速增加。在需求快速增加的背景下，供给受到控制，刺激化工产品价格普遍上扬。2021年9月中旬，国家发改委办公厅发布《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，相关省份已陆续开始整改，严格执行“能耗双控”政策，部分化工细分行业开工率大幅下行，相应化工产品价格大幅上涨。

三、对股票市场的预测分析

（一）与能源相关的股价上涨行情难以持久

从今年第三季度的股票市场运行看，能源占据主导地位，几乎所有股价涨幅较大的行业都与能源有关。我们认为，能源价格大幅度上涨的主要原因是能源结构的变化过程中出现了阶段性矛盾，可以通过政策的适度调整缓和并解决这个矛盾，换言之，能源价格上涨只是短期现象。因此，由能源涨价或能源短缺引起的钢铁、建材、化工涨价现象不会长期存在，对于第三季度涨幅居前的行业股票需要提示风险。

（二）房地产市场将成为影响股票市场行情的关键因素

2021年8月份开始，房地产市场出现了转折性变化，将深刻影响未来的股票市场。

在第二季度的股票市场分析报告里，我们对下半年的预测部分就强调过房地产市场对未来股市的影响：“从上半年的数据看，房地产投资增速依然保持强劲，但购置土地面积等房地产先行指标已经走弱，意味着房地产投资将减速，相关的周期类股票的表现难以超过上半年”。

今年第三季度房地产市场出现拐点信号，标志性的事件是2021年7月中旬某头部房地产开发企业出现债务违约。在该公司出现债务违约之前已经出现华夏幸福、泰禾地产、蓝光集团等债务违约事件，但这些公司的债务违约都无法和该公司的债务违约相提并论。该公司的公开债务规模近2万亿元，其项目遍布全国1000余个县市。无论土地储备面积，还是在建工程面积，规模都十分庞大，其风险不言而喻。

高负债运行是房地产开发企业的共同特征，因此，债务违约风险不仅是个别

现象。如何处置房地产行业的风险？不仅关系到房地产行业的发展问题，也与股票市场息息相关。

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。