



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4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。

# 监管新规开启 A 股新征程

## 摘要

2024 年第一季度全球主要股指呈上涨态势，人工智能带动全球科技股加速上扬。我国主要股指涨跌互现，银行、石油石化等蓝筹指标股表现亮眼。

A 股在第一季度出现异常波动。量化中性（DMA）策略导致的集中平仓成为本轮市场下跌的主要诱因，小市值股票受到的冲击较大。

监管新规强调“两强两严”，着力完善发行定价、交易制度、退市制度，强化对上市公司及证券经营机构的监管。

股市的监管新规则将对市场产生深远影响，股票市场将出现“强者恒强”的结构性分化。

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、股市运行分析 .....	1
(一) 人工智能技术创新带动全球科技股屡创新高 .....	1
(二) 各行业股票差异明显 .....	2
(三) 市场异常波动的直接原因是量化交易 .....	3
(四) 内资和外资市场交易行为出现背离 .....	4
(五) 市场波动催生监管制度新变革 .....	5
二、市场展望：新规则下的新秩序 .....	6
(一) 外部环境改善程度比预期低 .....	6
(二) 房地产市场的风险处置进入攻坚阶段 .....	6
(三) 期待市场新秩序 .....	7

## 一、股市运行分析

### (一) 人工智能技术创新带动全球科技股屡创新高

2024 年第一季度，全球主要股指基本呈上涨态势，其中，日经 225 指数上涨幅度超过 20%、美国标普 500 指数上涨 10.16%、纳斯达克指数上涨 9.11%、道琼斯指数上涨 5.62%、德国和法国等欧洲主要股指涨幅不大，但盘中也不断创历史新高。

人工智能的应用获得新进展，引爆全球科技股行情。以科技股龙头英伟达为例，该公司股价第一季度涨幅达到了 82.63%。导致科技股大幅度上涨的另外一个因素是人工智能技术的相关催化事件不断涌现，如 Sora 的文本视频制作、OpenAI 相关技术的不断突破以及国内相关大模型的不断推陈出新，重新引发资金热烈追逐。与人工智能有关的网络科技、芯片存储、软件设计等相关产业链的上市公司股票亦受到市场资金的追捧。

我国主要股指涨跌互现，其中上证综指上涨 2.23%，沪深 300 指数上涨 3.10%，深圳成份股指数下跌 1.30%，创业板指数下跌 3.87%，香港恒生指数下跌 2.97%。值得关注的是，1 月初至 2 月 5 日，创业板指数和科创板指数均出现了 20% 左右的下跌。

人工智能在国内股市的表现同样十分精彩。在涨幅最大的 20 只股票中，人工智能板块相关概念股仍然占有相当大的比重（见表 1），与此相同的表现曾经在 2023 年第一季度出现过。

表 1 2024 年第一季度上涨幅度最大的 20 只股票

涨幅排名	证券简称	涨跌幅 (%)	涨幅排名	证券简称	涨跌幅 (%)
1	万丰奥威	242.11	11	中信海直	78.64
2	芭薇股份	180.59	12	莱斯信息	76.99
3	金盾股份	123.18	13	中纺标	70.49
4	翔港科技	111.90	14	四川九洲	70.13
5	克来机电	108.68	15	天纺标	69.71
6	深中华 A	101.15	16	山推股份	67.41
7	罗博特科	91.03	17	安诺其	67.20
8	艾艾精工	87.44	18	商络电子	66.99
9	中路股份	83.40	19	中视传媒	65.42
10	深城交	83.01	20	天孚通信	65.29

数据来源：Wind，2024 年第一季度以来新上市的股票已剔除。

## （二）各行业股票差异明显

银行、家用电器、石油石化等行业表现亮眼，这几个行业对应的上市公司以大市值为主。政策面上，2024年1月24日，国资委宣布进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，此政策动向引起市场高度关注。

大盘蓝筹股受到大资金追捧还与市场异常波动有关。为了稳定市场，2024年第一季度ETF指数基金规模增加4000多亿元，部分资金来源于中央汇金等政府背景的公司。蓝筹股票（尤其是高分红的股票）受关注同样符合市场的逻辑。在长端利率下行的背景下，高股息策略分母端的逻辑不断得到印证，叠加经济周期的变化，为应对相关风险，市场关注超额收益的重点开始更多去关注分子端分红的持续性。伴随监管层强化分红导向，市场偏好开始向相关风格偏移。

有色金属行业的股票价格在第一季度表现突出，行业指数上涨8.4%，位列各行业上涨指数的第四位。从有色金属的细分品种来看，黑色金属的表现较差，黄金和铜的价格表现最强势，黄金的价格已经创历史新高，铜的价格也接近历史最高价，黄金和铜的强势表现与市场预期主要大国的货币政策重新宽松有关。

房地产类股票继续回落。从百强房企的销售情况来看，2024年第一季度销售面积同比降幅超过30%，销售的下滑与流动性风险密切相关，部分龙头房地产企业的债券价格出现大幅波动。房地产开发企业的股价与债券价格的波动不仅影响股票投资者的信心，还对房地产投资者的信心产生了更大影响。房地产行业股价跌幅在31个行业中居前（见图1），市场对楼市的预期仍存疑虑。

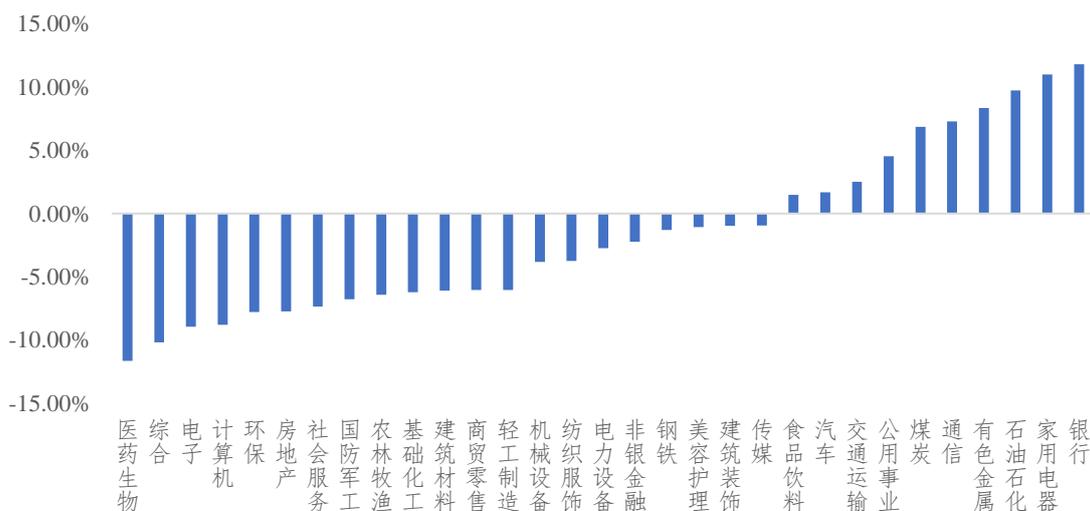


图1 31个申万一级行业2024年第一季度涨跌幅排名

数据来源：申万宏源证券。

### （三）市场异常波动的直接原因是量化交易

2024年1月2日至2月5日，市场连续下跌。2月5日，上证综合指数从2024年年初的2974点跌至2635点，最大下跌幅度超过一成，沪深300指数的下跌幅度也近10%，创业板指数和科创板指数的下跌幅度均在20%左右。短期内如此大幅度的杀跌是不常见的。

2月5日出现千股跌停现象，从2月6日收盘后公布的464只股票龙虎榜数据来看，在卖出席位中，几乎全部是机构席位，说明此次下跌的直接原因是由机构的被动平仓所致。根据2月6日收盘后的龙虎榜数据，464只达到龙虎榜数据披露标准的个股中，除剑桥科技、浦东金桥等12只股票以外，其余452只股票均为市值50亿元以下的微型股。微型股成为本次被动平仓中受到严重冲击的重灾区。

雪球产品的敲入被认为是本轮下跌行情的导火索。雪球产品也叫雪球结构产品，是一种金融场外衍生品。雪球产品设置有挂钩标的和敲入敲出条件，其最终损益取决于挂钩标的表现情况及敲入敲出事件是否发生。投资者购买雪球产品，本质为卖出一个具有敲入和敲出条款的场外看跌期权，若没有触发敲入敲出事件，则持有时间越长，获得票息收益越大；若出现极端行情，则需要承担与标的跌幅同比例的亏损。

中证500指数和1000指数在2024年1月出现连续下跌走势，导致一部分雪球产品开始出现亏损。在市场预期“自我实现”的特性下，叠加自媒体的渲染与透明的雪球产品敲出线，各持有者的雪球产品敲出点位不断被击穿，进一步加速了市场的下跌。

除了雪球产品等被动敲入给市场带来冲击以外，杠杆量化中性DMA（Direct Market Access）策略导致了集中平仓风险。DMA交易策略的核心思路是以对冲的方式获得稳定的收益。买入股票现货同时卖出相应的股指期货就是一种最常见的中性对冲交易策略。在正常情况下，该交易策略不会产生系统性风险，但2024年2月初出现了特殊情况，引发了流动性风险。

买入微型股，做空中证1000股指期货成为主要的DMA策略。2023年9月以后，新股发行节奏减缓，“壳价值”升温，吸引了更多的资金布局微型股。短期内资金集中涌入微型股导致这些股票的股价上涨。2023年市值50亿元以下的

微型股上涨 18%，而 2023 年主要股指是下跌的，从不同市值的股票分组统计数据来看，微型股的价格走势明显强于其他组别的股票。

随着大量机构投资者涌入微型股，基于微型股的量化策略超额收益衰减。量化基金通过券商放大资金杠杆来增加收益，有些基金的资金杠杆达到 4 倍。市值 50 亿元以下的微型股总市值只占 A 股市场总市值的 10% 左右，大量资金涌入让交易越来越拥挤。随着越来越多的资金进行类似的对冲操作，出现了现货指数与股指期货基差的扩大。贴水的升高导致量化基金的对冲成本大幅上升，2024 年初开始引发部分 DMA 策略产品的获利平仓。DMA 策略卖出持有的微型股现货，并平仓股指期货。高度拥挤的状态一旦被打破，则会导致微型股的“踩踏式出逃”，这种下跌触发的连锁反应导致更多投资者跟风卖出，引发连续大跌。

DMA 策略的风险点在于其 4 倍杠杆。窗口指导影响下，做空受限，无法及时对持有的现货进行头寸保护，DMA 产品净值遭到重创。4 倍杠杆、做空受限、市场踩踏等，导致现货市场出现裸头寸，再加上市场预期悲观，对手盘交易不足，产生的流动性危机也导致极高的市场冲击成本，大量 DMA 量化基金净值出现大幅度下跌。

无疑，“千股跌停”的出现说明市场短期出现了流动性风险，需要监管部门出手进行适度干预，以便让市场恢复正常的交易状态。春节前的应对是及时的、有效的。

本次“千股跌停”不同于 2015 年 7 月初的市场异常波动。导致 2015 年出现市场异常波动的原因是场内融资杠杆增长过快（仅几个月时间里，场内融资余额增长了 2 万多亿元）且场外配资野蛮生长。当前的投资者杠杆比例总体不高，股市的风险仅限于微型股的流动性风险。

#### **（四）内资和外资市场交易行为出现背离**

2023 年第四季度融资交易余额增加数量较大。在第四季度国内主要股指均处于下跌的状态下，市场融资余额从 10 月份的 15000 余亿元直至 11 月份中旬最高达 16000 亿元，11 月中旬至 12 月末融资余额始终保持在 16000 亿元左右的规模高位。“北向资金”在第四季度出现较大规模的净卖出行为。除了 12 月份最后一周大幅流入，其他周基本呈现持续净流出状态。内资与外资的“异动”对市场产生了一定影响，从短期来看，外资的流出对市场的影响更大些。

进入 2024 年第一季度，市场所期望的反弹如约而至，然而持续性不足。2023 年第四季度国内大批投资者“逆势加杠杆”，在市场开始出现下跌趋势时，这些投资者不得不融资去杠杆。当“多米诺骨牌”的第一张开始倒下，市场开始出现失控的征兆。融资余额短短一个月从近 16000 亿元快速下跌至不足 14000 亿元，上证指数、深证成指跌幅超过 10%，超过 2000 亿元资金在本次下跌中被动平仓。

与此同时，“北向资金”开始在大盘暴跌时逆势买入。1 月末的周数据显示，“北向资金”开始持续大幅净流入（见图 2）。

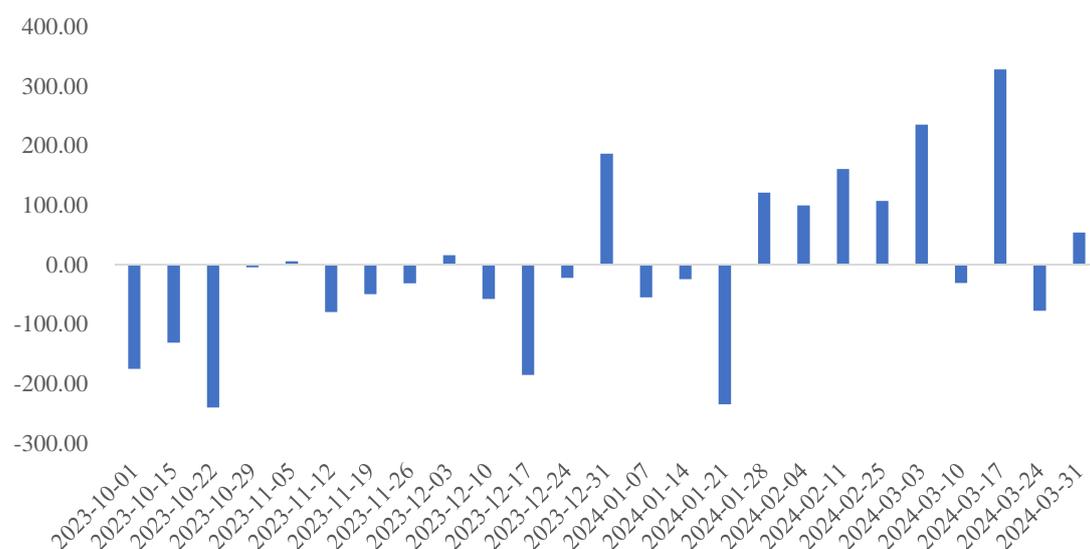


图 2 “北向资金”净流入周数据（亿元）

数据来源：Wind。

### （五）市场波动催生监管制度新变革

2024 年 2 月初的市场异常波动催生股票市场监管制度的变革。2024 年 3 月 6 日，新任证监会主席吴清系统阐述了新的制度改革框架，强调“两强两严”（强本强基、严监严管），提出“一个基石+五个支柱”：一个基石，就是高质量的上市公司；五个支柱，则是指资金、制度、机制、机构、监管。

2024 年 3 月 15 日，证监会集中发布以下四个文件，分别是《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等。另外，监管部门通过具体案件处理，向市场及时传递“强本强基、严监严管”的政策信号。以下两个案例具有代表性。

第一个案例：2024年2月9日，证监会对上海思尔芯技术股份有限公司申请科创板首发上市过程中欺诈发行违法行为作出行政处罚。该案系新《证券法》实施以来，发行人在提交申报材料后、未获注册前，证监会查办的首例欺诈发行案件。该案例向市场传递新股发行“申报即担责”的强烈信号，说明提高新股的质量是股票市场强基固本的关键环节。

第二个案例：查处量化交易的违规行为。根据上交所和深交所针对“灵均投资”异常交易行为的报告，2月19日，灵均投资在开盘42秒内，卖出深市中小板股票13.72亿元；当天沪市主板开盘1分钟内，卖出11.95亿元沪市标的股票，合计卖出25.67亿元A股股票。这对当时脆弱的市场行情造成了冲击，交易所对其进行了相应的处罚。市场一直质疑量化交易破坏了市场的公平原则，但缺乏强有力的证据，此次由交易所出示证据，说明市场的质疑是有充分依据的。

## 二、市场展望：新规则下的新秩序

自2023年初以来，影响A股市场的主要因素是美联储加息节奏和国内的房地产市场。到目前为止，这两个因素依然在起作用。从本期开始，我们把更多的注意力放在市场监管制度的变革方面，“新规则、新秩序”将是2024年股票市场的主旋律。

### （一）外部环境改善程度比预期低

美国控制通胀并非易事，2024年美国物价反弹的概率相当大。2023年第四季度的美国消费物价回落得益于石油价格从每桶90美元下跌到70美元，下跌幅度超过20%。2024年第一季度，石油价格大幅度反弹，从每桶70美元回升到80美元之上（4月3日油价已涨至85美元）。

从需求的角度来看，美国股市主要指数均创历史新高，股票市值的大幅度增加使美国的财富水涨船高，购买力也随之增加，增加了控制物价的难度。因此，美联储将利率保持高位的时间可能比市场预期的要久。除此之外，日元加息对A股也构成一定的负面影响。

### （二）房地产市场的风险处置进入攻坚阶段

房地产市场的短期风险主要是房地产开发企业普遍陷入债务困境。中国恒大是典型。3月18日，根据中国恒大收到的证监会行政处罚及市场禁入事先告知

书，恒大地产披露的 2019 年、2020 年年度报告存在虚假记载。从中国恒大的案例来看，导致房地产开发企业出现债务风险的原因不仅是流动性紧张，而且还有严重的财务欺诈行为。

希望以中国恒大为代表的房地产企业的风险处置在 2024 年度取得实质性进展，让房地产市场的预期更加明确，这有利于稳定股市的预期。反之，房地产市场的风险会进一步蔓延和扩散，对股市的负面影响恐会加深。

### **（三）期待市场新秩序**

新的监管制度必然对股票市场产生深远影响，或将表现在以下方面。

其一，市场内在稳定性增强。市场的各参与主体必须围绕这个中心任务，逆势而行必然受到惩罚。在新的监管规则下，“坐庄”“敢死队”等各种操纵股价的行为将逐渐减少。

其二，监管者将更加强调“人民性”，复杂的金融衍生品交易将受到遏制。A 股市场的特点是散户投资者数量众多，这是市场活力的源泉。监管部门强调“人民性”，防止散户的利益被侵犯，并且已经对量化交易、转融通采取措施进行规范和限制，还应采取进一步措施限制雪球产品的销售。

融资融券、股指期货和期权交易等，这些交易工具和品种利于机构而不利于散户，而且这些交易工具和交易品种本质上都属于加杠杆行为，增加了股市的系统性风险，2015 年的股市异常波动及发生在 2024 年春节前的微型股风险都与此有关。

其三，打击财务造假需要消除地方保护主义。当前，参与上市公司财务造假的不仅是公司主要负责人，还包括银行和工商、税务等政府部门，在已经认定的上市公司财务欺诈案例中，只对上市公司的相关责任人及中介机构的负责人进行处罚，协助上市公司造假的银行、工商、税务部门并没有被处罚。地方政府应该是上市公司行为监管的前沿阵地，切不可沦为上市公司财务造假的“帮凶”。为了减少地方政府对监管的干扰，可以设立专门处理股市案件的司法体系，设立金融法院和金融检察院。

其四，“强者恒强”的市场分化格局初步形成。与成熟的股票市场相比，A 股市场的显著特点是小盘股存在高溢价现象。小盘股的高溢价与新股发行的核准制密切相关，也与“坐庄”等各种股价操纵行为有关。在强监管的环境下，微型股

的价值回归是不可避免的。在长期资金入市及上市公司质量不断提高等因素共同作用下，大盘蓝筹股的中流砥柱作用愈发凸显。

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。