



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、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。

“核心资产”冲高回落，双创接力

摘要

2021年上半年，“核心资产”股票冲高回落，科创板和创业板市场活跃度上升，科技股替代蓝筹股成为资金关注的焦点。

通胀预期在第一季度相当强烈，钢铁、有色、建筑材料等行业指数居涨幅榜前列，但是该预期在第二季度开始回落，与通胀有关的上市公司股价均出现回落，只有钢铁行业例外。

白酒行业整体处于下行趋势，更不可能出现爆发式增长，白酒行业的股票估值严重偏离正常水平是难以为继的。在此，我们再次提示投资风险！

影响未来股市的主要因素是货币政策、注册制改革的进程及经济复苏状况，尤其要关注房地产市场走势对宏观经济的影响。

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
华安证券研究所所长

【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、2021 年二季度股票市场运行状况	1
二、市场运行特点：“核心资产”冲高回落，“双创”等科技股接力	1
三、重点行业点评：通胀预期逐渐消退，周期类板块重回弱势...	5
（一）电气设备：新能源板块领涨	6
（二）电子：半导体卷土重来	6
（三）采掘业：低估值面临基本面改善	7
（四）钢铁行业：供需缺口助推盈利回升	7
（五）农林牧渔：猪周期下行趋势尚未结束	7
（六）家用电器：下半年经营环境有望好转	8
（七）食品饮料行业：高处不胜寒	9
四、2021 年下半年股票市场	9
（一）影响 2021 年下半年股市的敏感因素是货币政策	9
（二）注册制改革的进程正在发生变化	10
（三）经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响	11

一、2021 年二季度股票市场运行状况

2021 年上半年，上证综指上涨 3.40%，沪深 300 指数上涨 0.24%，创业板指数上涨 10.28%，中证 1000 指数上涨 6.58%。

上半年两个季度比较来看，二季度走势强于一季度。一季度股市冲高回落，主要指数均以下跌作收，而二季度主要股指均处于上涨状态。第一季度市场波动幅度较大，主要指数的波动幅度均在 20% 左右，仅次于 2015 年二季度“股灾”期间。二季度市场企稳，主要股指的波动幅度下降为 10% 左右，波动幅度恢复到正常区间。

与全球主要股市横向对比，2021 年上半年 A 股与全球主要股指基本相当，代表蓝筹股的上证综指和沪深 300 指数稍弱，创业板指数领先全球主要股指（见图 1）。

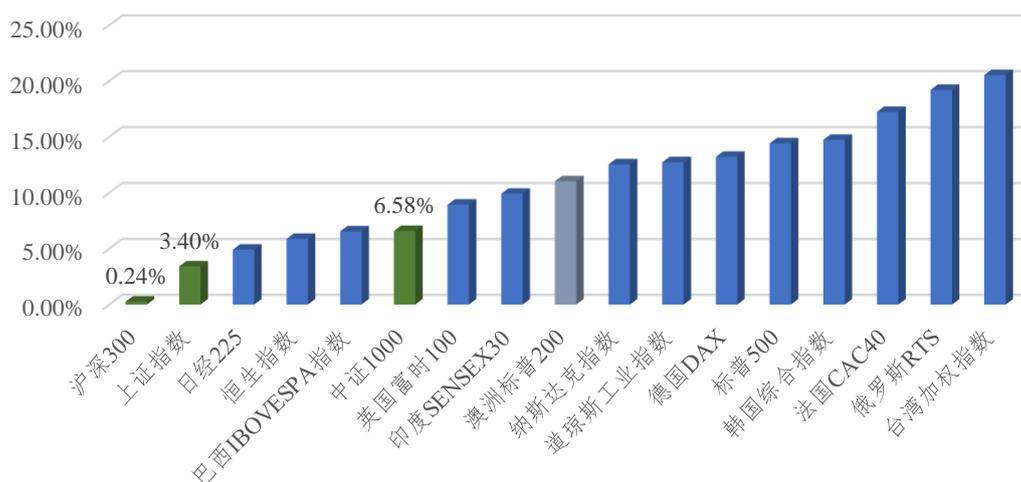


图 1 全球重要股指 2021 年上半年涨跌幅排名

资料来源：Wind。

二、市场运行特点：“核心资产”冲高回落，“双创”等科技股接力

2020 年末及 2021 年初，股市出现了剧烈分化走势，蓝筹股快速上涨，而数量众多的中小市值股票价格普遍下跌。券商及其他机构对 2021 年度的股市预测比较一致，认为“蓝筹股牛市将持续”，标志性的信号是 2021 年 1 月和 2 月上旬公募基金发行出现井喷，1 月份股票型基金和混合型基金募集了超过 5000 亿元资金。

在支持蓝筹股上涨的诸多理由中，有一种观点颇有代表性：随着中国的崛起，国内的行业龙头公司必将成为世界龙头公司，可以获得超额收益，因此，蓝筹股上市公司必将崛起，蓝筹股将持续牛市。有分析师提出“中国核心资产”概念，即按照经营业绩指标对所有上市公司进行筛选，把各行业中销售收入规模较大、盈利能力强的企业筛选出来，这些公司的股票被称为“核心资产”。核心资产大多数属于沪深 300 指数标的，因此，沪深 300 指数的运行情况可以大致反映市场对“核心资产”投资信心的波动。

2020 年，“核心资产”成为公募基金等机构投资者抱团的对象，2020 年底至 2021 年初抱团投资的现象达到一个峰值。在 2020 年 12 月中旬至 2021 年 2 月上旬的短短 40 个交易日里，沪深 300 指数大涨近 20%（见表 1）。与此形成较大反差的是，中证 1000 指数在此期间不仅没有上涨，反而还下跌了 4.15%。

2020 年底至 2021 年初的市场走势与 2017 年底至 2018 年初十分相似。在 2017 年蓝筹股持续价格上涨的刺激下，投资者对蓝筹股形成高度共识，表现为以蓝筹股为标的的公募基金发行遭到抢购，大量储蓄资金通过认购基金进入股市，基金募集了大量资金后买入蓝筹股，资金与股价之间形成正反馈。

表 1 两个相似时间阶段的市场运行情况比较

2020 年 12 月 14 日-2021 年 2 月 10 日		2017 年 12 月 8 日-2018 年 1 月 26 日	
沪深 300	18.78%	沪深 300	10.32%
中证 1000	-4.15%	中证 1000	-0.31%
股票型基金或混合型基金发行	7000 亿元	公募基金权益类基金发行	3000 亿元

资料来源：Wind。

在蓝筹股受到市场追捧之时，很多散户投资者选择卖出自己持有的股票，成为公募基金的投资者。散户投资者是中小市值股票的最活跃投资人，散户投资者卖出股票必然导致这些股票价格的下跌。于是，在蓝筹股价格快速上涨的背景下，中小市值的股票价格却出现下跌，形成了股价的严重分化（见图 2）。

市场出现分化的深层次原因是注册制改革导致“壳价值”贬值预期（我们在之前的股市分析报告里曾经多次提到）。注册制改革的核心思想是减少政府对股票发行与上市的行政干预，提高上市公司与市场信息透明度，目的是更好地发挥资本市场优化资源配置的功能，更好地发挥资本市场在推动科技创新和产业结构

升级过程中的作用。减少政府对股票发行与上市的行政干预就意味着“壳价值”要贬值乃至消亡，对中小市值上市公司的股价影响是巨大的。

2019 年下半年，科创板开始运行并实施注册制，市场预期沪深两个交易所所有板块均将实施注册制。“壳价值”出现持续贬值预期，资金向“核心资产”集中，市场出现分化走势。

2021 年初，沪深 300 指数与中证 1000 指数呈“喇叭口”形状，表明当时的核心资产类股票收到市场广泛认同，而中小市值的股票成为抛售的对象，对比反差十分强烈。2021 年 5 月之后，中小市值的股票价格走强，而蓝筹股价格明显走弱，中证 1000 指数与沪深 300 指数再次形成“喇叭口”形状。



图 2 2021 年沪深 300 指数与中证 1000 指数走势比较

资料来源：Wind。

2020 年底至 2021 年初，当市场主要机构均认同“核心资产”时，我们在 2020 年度报告里准确预言“蓝筹股将‘盛极而衰’”，机构抱团将出现松动。预测的依据有二：一是大多数基金的重仓股估值已经严重偏高，尤其是白酒行业的股票，这些股票的估值在 2021 年 1 月已经处于历史极值状态。二是注册制改革必须兼顾市场的承受力，数量众多的中小市值股票价格持续下跌到一定程度就有可能引发局部的金融风险，从而对市场产生反作用力。

今年上半年我们已经观察到 IPO 节奏的变化。2021 年上半年 IPO 融资金额为 2000 亿元，相当于 2020 年下半年的一半，说明新股发行的速度明显放缓。这些变化印证了我们年初的预测（见表 2）。

表 2 2021 年上半年新股发行统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募投资金总额 (亿元)
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
	总计	145	1348.20
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
	总计	101	761.30

资料来源：Wind。

新股发行速度放缓，意味着“壳价值”贬值的预期得到缓和，市场资金就会进入中小市值股票，反映在股价上就是中证 1000 指数领先于沪深 300 指数。

从统计数据看，今年上半年部分“核心资产”股价下跌幅度相当大，在基金重仓前 20 名里，有 8 只股票跌幅超过 10%。其中，中国平安、美的集团、恒瑞医药、顺丰控股下跌幅度超过 20%（见表 3）。

表 3 2021 年上半年上涨幅度或下跌幅度最大的 20 只股票

涨幅排名	证券简称	涨幅 (%)	所属行业	跌幅排名	证券简称	跌幅 (%)	所属行业
1	*ST 众泰	382.22	汽车	1	ST 天山	-67.81	农林牧渔
2	润和软件	379.98	计算机	2	*ST 金刚	-62.96	机械设备
3	小康股份	323.77	汽车	3	华夏幸福	-60.79	房地产
4	锦泓集团	292.22	纺织服装	4	中潜股份	-60.03	纺织服装
5	热景生物	291.07	医药生物	5	*ST 华资	-58.40	农林牧渔
6	联络互动	288.19	计算机	6	天味食品	-58.15	食品饮料
7	岩石股份	270.94	非银金融	7	ST 柏龙	-57.17	纺织服装
8	*ST 节能	268.38	公用事业	8	*ST 赛为	-55.74	计算机
9	美迪西	245.72	医药生物	9	*ST 丹邦	-55.51	电子
10	明微电子	240.12	电子	10	美好置业	-54.90	房地产
11	哈三联	225.84	医药生物	11	*ST 绿庭	-54.44	非银金融
12	海南椰岛	217.89	食品饮料	12	康弘药业	-54.28	医药生物
13	森特股份	209.21	建筑装饰	13	*ST 跨境	-54.09	商业贸易
14	拱东医疗	191.66	医药生物	14	*ST 美尚	-50.74	建筑装饰
15	美邦服饰	184.52	纺织服装	15	ST 起步	-50.55	纺织服装

16	奥园美谷	177.50	房地产	16	*ST全新	-49.35	商业贸易
17	江苏索普	172.58	化工	17	奇信股份	-49.30	建筑装饰
18	*ST新光	170.75	房地产	18	东方日升	-47.97	电气设备
19	藏格控股	170.29	化工	19	正川股份	-46.58	医药生物
20	*ST兆新	170.27	公用事业	20	*ST西水	-46.56	非银金融

资料来源：Wind，2021年新上市公司已剔除。

三、重点行业点评：通胀预期逐渐消退，周期类板块重回弱势

2021年一季度，股市最活跃的主题投资机会是“通胀”，市场预期全球疫情逐渐得到控制，主要国家的经济活动逐步恢复正常，带动周期类行业股票走强。另外，市场预期美国将推出巨额的基础设施投资计划，为了重振经济，扩张性货币政策在短期内不会退出。

在上述因素影响下，大宗商品价格持续上涨，对重化工业股票产生正面刺激作用。在通胀预期之下，强周期类行业股票均获得了较为可观的上漲幅度。钢铁、公用事业、银行、建筑装饰、采掘业指数位居涨幅排名前列，但这些行业的股票在第二季度均出现了不同程度的下跌，这说明市场对于经济复苏以及由复苏刺激的“通胀”预期开始减弱（见图3）。

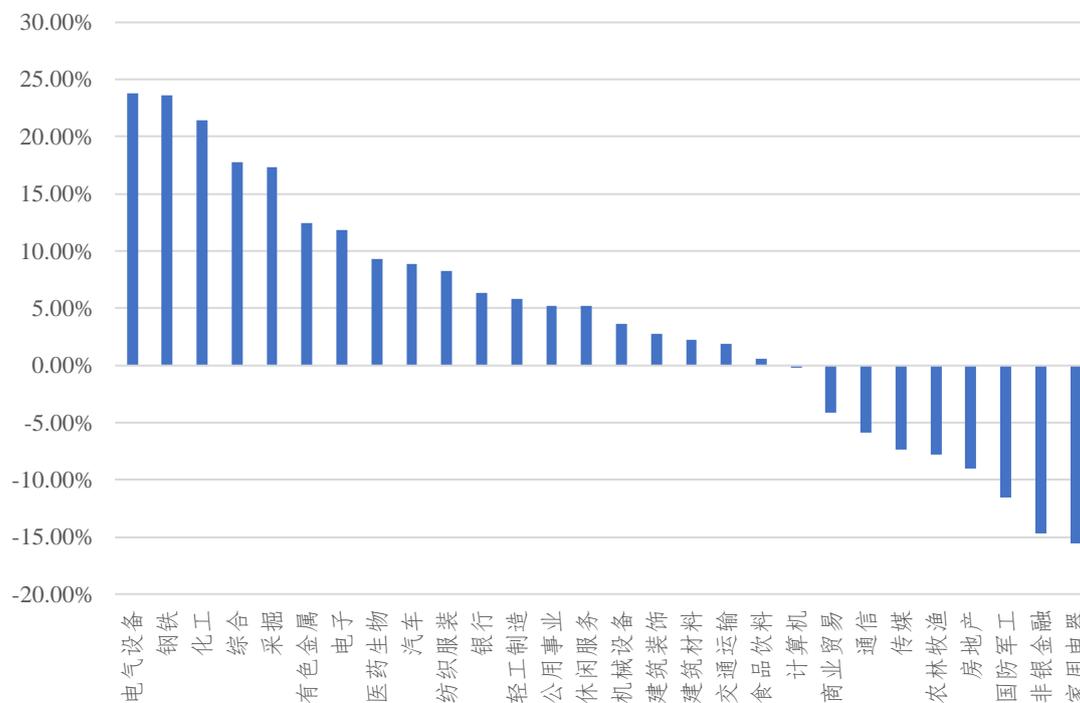


图3 28个申万一级行业2021年二季度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

以下是我们重点关注行业的表现：

（一）电气设备：新能源板块领涨

2021年二季度，电气设备行业表现最为突出，行业指数季度涨幅为18.29%，在所有行业中涨幅第一。从三级子行业的细节看，带动行业指数上涨的主要是储能、光伏两个子行业，这两个子行业在二季度分别实现了34.71%和27.35%的涨幅。

明星股“宁德时代”涨幅超过40%，二季度末该公司股票总市值突破一万亿元大关，成为创业板市场市值最大的股票。在A股市场中第一次出现了科技类公司市值进入前十，具有标志性意义，这也说明A股市场的上市公司结构正在不断优化。

此外，“控碳、减排”的中长期发展预期使得新能源行业具备明确的产业趋势。对新能源汽车的需求自2020年下半年开始爆发，并延续至今，2021年5月份我国新能源汽车销量同比增长159.7%，欧洲五国销量同比增长306.5%。上游储能电池行业由于供应紧张，电解液、碳酸锂、磷酸铁锂等相继进入涨价周期，个股走势逐步增强，并在二季度迎来二轮爆发。目前，各大厂商积极扩充产能，考虑到产能爬坡周期，行业供求紧张局面将在四季度才能得到边际缓解。

（二）电子：半导体卷土重来

在2021年一季度顺势调整之后，二季度电子行业重现强势。半导体行业指数以32.90%的涨幅带动电子行业整体上涨14.32%。

技术创新和技术应用是支撑电子行业长期成长的核心驱动力。随着5G覆盖逐步深入，AI等技术成熟落地，用户高阶电子产品的消费习惯逐步形成，电子行业迎来新的创新周期，VR、智能驾驶、Mini-LED显示等带来的行业需求持续扩容。从保有量和使用粘性的角度看，电动汽车爆发式增长有望为电子市场带来一个崭新的硬件需求大平台。

伴随下游需求释放的是二季度电子元器件价格普遍上涨，半导体“缺芯”问题向全行业蔓延。根据二季度市场行情报告，几乎所有的半导体芯片产品都出现了不同程度上的货期延长、价格上涨现象。在这种情况下，5G应用、半导体芯片制造类公司将重获市场青睐。

从趋势上看，2020 年华为事件和中芯事件之后，芯片的国产化替代成为国家战略，国内半导体产能扩张自主化进程加快，成熟制程的产能扩张速度更快，不过半导体等核心技术的国产化仍有很大空间。

（三）采掘业：低估值面临基本面改善

采掘业二季度上涨 11.45%，上半年整体涨幅为 16.47%。其中，石油开采指数上涨 25.02%，是行业上行的主要带动力量。煤炭公司也有不错表现。2007 年上市之后股价持续下跌的“中国石油”，也在今年二季度达到 25% 的涨幅。

石油和煤炭价格的上涨与全球疫情之后的经济复苏预期有关，也与美国持续宽松的货币政策有关。

煤炭股的表现也有相似逻辑。二季度以来，国内下游需求旺盛，动力煤库存持续下行，煤价维持高位；焦煤则在钢厂开工率持续走高的影响下维持强势，且下游库存持续减少。在全球“碳中和”政策趋势下，能源消耗企业出现“绿色溢价”，大型煤企从中受益。

（四）钢铁行业：供需缺口助推盈利回升

2021 年二季度钢铁行业上涨 4.66%，但从上半年来看，钢铁行业整体实现 23.23% 的涨幅，在所有行业中位列榜首。

上半年钢铁行业的强势表现，有比较清晰的基本面支撑。从需求端来看，2021 年下游需求全面复苏，钢材库存加速下滑。无论是建材还是工业板材，需求都十分强劲。而在“碳中和”政策背景下，压减粗钢产量的预期明确，钢铁行业去产能造成供给收缩。2021 年 3 月中下旬以来，钢厂开工率小幅回落，钢铁供求之间出现明显缺口。

（五）农林牧渔：猪周期下行趋势尚未结束

该板块指数在过去两年里有良好的表现，继 2019 年该指数上涨 60% 之后，2020 年该指数再上涨 33%。但农林板块在今年上半年表现不佳，一季度冲高回落，指数几乎平收，二季度该板块指数下跌 3.6%。

农林牧渔行业指数下跌的主要原因是猪肉价格见顶回落，猪周期下行带动畜禽养殖行业下跌 19.97%（见图 4）。2019 年之后的猪肉价格上涨是受到了非洲

猪瘟的冲击，猪肉供给在短期内大幅度减少，导致价格快速上涨。而随着规模化养殖迅速替代散养，防控疫病的能力快速提高，供给快速增加，猪肉价格也大幅度下跌。猪肉价格下跌的同时，玉米等饲料价格却出现大幅度上涨，养猪行业已经进入亏损状态（见图 5）。



图 4 22 个省市生猪均价（周）

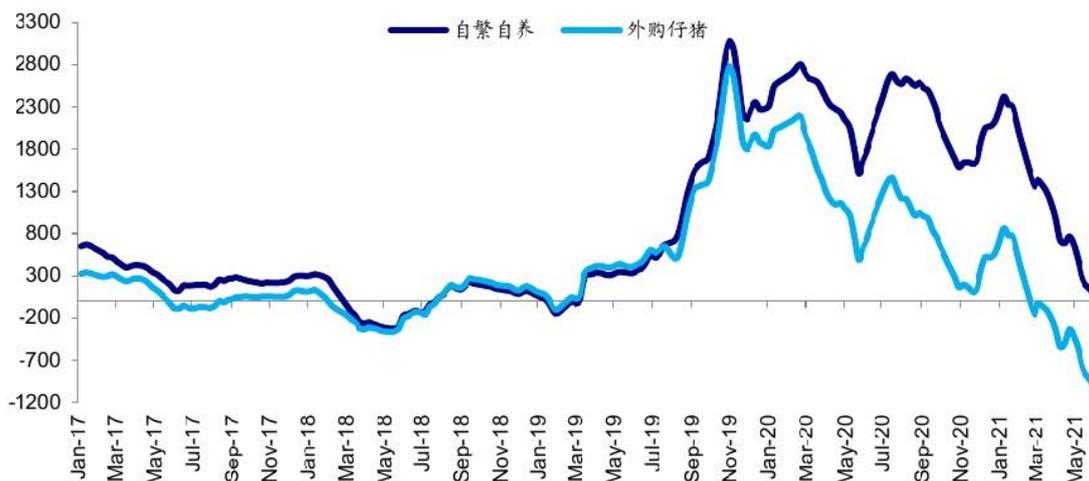


图 5 生猪养殖利润变化（元/头）

资料来源：Wind。

（六）家用电器：下半年经营环境有望好转

上半年跌幅最大的行业为家用电器，行业指数累计下跌 15.23%，为各行业之首。2021 年二季度家电行业单季继续下跌 9.46%。分子行业看，空调行业跌幅最大，达到 22%，冰箱行业下跌 8.36%，都是带动指数向下的主要力量。美的集团、格力电器等都有 20%左右的跌幅。

家电行业指数下跌与基本面有直接关系。原材料大幅度上涨蚕食了家用电器厂商的利润。从截至 2021 年 5 月中旬的数据来看，上半年钢材价格指数涨幅超

过 40%，沪铜、沪铝价格指数较年初上涨 30%，塑料指数涨幅超过 10%。家电行业制造成本陡然上升。与此同时，“缺芯潮”“用工荒”等问题，都对企业毛利率水平造成伤害。龙头企业试图通过涨价缓解成本压力，但在竞争充分的家电市场，产品涨价难度较大，涨价幅度远小于原材料价格上升幅度。

（七）食品饮料行业：高处不胜寒

自 2019 年以来，食品饮料行业指数可谓一枝独秀，该行业指数 2019 年上涨 37.4%，2020 年再度上涨 76.8%，龙头股“贵州茅台”功不可没。茅台股价持续大幅度上涨，不仅带动食品饮料行业指数一路凯歌，而且带动白酒行业的其他股票均出现大幅度飙升。

很多基金经理为了业绩表现的需要，均重仓持有白酒类股票，在 2020 年底基金持仓前 20 只股票中，有 4 只白酒股票上榜，其中，基金持有茅台和五粮液两只股票的市值就达到了 3000 余亿元，公募基金持有白酒类股票的总市值为 6950 亿元，在所有行业中名列前茅。

物极必反是股市的规律，我们认为，白酒行业整体处于下行趋势，更不可能出现爆发式增长，白酒行业的股票估值严重偏离正常水平是难以为继的。在此，我们再次提示投资风险！

四、2021 年下半年股票市场

在 2020 年度的股市分析报告里，我们认为影响 2021 年的股市运行的主要因素是货币政策、注册制改革进程、经济复苏和基金发行状况，当时的结论是“要警惕股市冲高回落”，如今该预言在今年一季度已经部分兑现。展望未来，上述影响因素仍然存在。

（一）影响 2021 年下半年股市的敏感因素是货币政策

2020 年的股市运行与货币政策有很大关系，全球股市皆然。随着新冠肺炎疫情得到控制，宽松的货币政策是否面临退出以及如何退出，将成为考验股市投资者的敏感议题。

从过去的经验看，宽松货币持续时间一般难以超过 1 年，随着物价的快速回升，货币政策就将面临转向。每当货币政策由宽松转向中性，股市就会陷入较长

时间的熊市。典型的案例如：1993年6月之后，沪深两市步入了长达三年的下跌走势；2009年上半年的“四万亿”刺激政策之后，股市从2009年中持续调整到2014年6月，下跌时间同样长达四年之久。正因为如此，有关部门不断重申货币政策不会“急转弯”，试图减缓货币政策调整对市场的冲击。

下半年尤其要关注美联储的货币政策动向。今年上半年美国的物价指数已经超预期，美联储也将面临货币政策转向的压力。如果美联储开始逐步退出量化宽松货币政策，将对全球资本流向产生较大影响。

A股市场中外资的影响力正在上升，陆港通账户的交易信息对市场价格的影响相当大。从以往的数据看，陆港通账户的资金流动状况与人民币兑美元的汇率有直接关系（见图6）。当人民币兑美元汇率升值，陆港通账户呈现净流入状态。如果人民币兑美元汇率下跌，则外资呈现净流出。假如下半年美联储不断释放“鹰派”信号，则美元将升值，人民币面临贬值压力，陆港通将出现资金净流出。

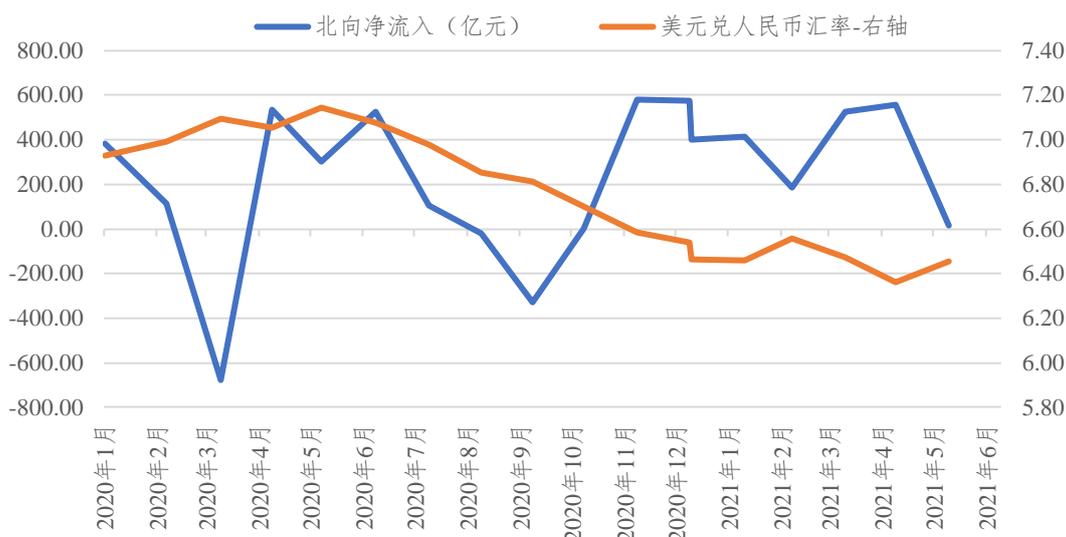


图6 北向资金月度净流入与美元兑人民币汇率走势

（二）注册制改革的进程正在发生变化

我们在2020年度的股市分析报告里预言“注册制改革应该关注来自市场的风险和阻力”，该结论在2021年上半年得到了验证。新股发行的速度明显放缓，表明监管部门已经考虑到市场的承受力问题。

新股发行的节放缓，“壳价值”出现一定程度的回归，蓝筹股与非蓝筹股之间股价或将再次出现分化，只是股价分化方向与2020年度相反。过去一年新股发行节奏加快，导致绩差股持续下跌，而蓝筹股崛起，“核心资产”概念成为机

构“抱团”的对象。如今，新股发行放缓，绩差股的借壳重组有望重新成为市场的热点，而“核心资产”估值普遍高企，股价调整回归的压力加大。该逻辑已经在上半年的股市里得到体现（见表4），我们认为，下半年的股市还将继续该逻辑思路。

表4 2021年上半年A股上市公司市值分组情况统计

分组	上市公司数量	2021年初市值 (亿元)	2021年6月市值 (亿元)	市值涨跌幅 (%)
2000亿以上	63	313417.21	313852.14	0.14%
1000亿-2000亿	69	92069.53	90703.49	-1.48%
500亿-1000亿	135	95807.37	99689.97	4.05%
100亿-500亿	1010	219106.87	228290.35	4.19%
50亿-100亿	976	67319.28	71329.49	5.96%
50亿以下	1875	56813.07	60542.84	6.56%
总计	4128	844533.32	864408.28	2.35%

资料来源：Wind，2021年新上市公司已剔除，按照2021年初市值规模分为六组。

（三）经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响

2020年房地产投资和基建投资出现快速反弹，带动周期类上市公司业绩均有良好表现，工程机械、水泥建材等行业指数均创近几年新高。但2020年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。为了满足监管要求，房地产开发企业将被迫降低财务杠杆，购置土地的意愿也随之降低，终将影响新开工面积的增速。

从2021年前两个季度的数据看，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。这意味着未来房地产投资将减速，相关周期类股票的表现也将难以超过上半年。

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。