



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

2023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、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。

无风险收益率高启 资产价格承压

摘要

在美联储加息的影响下，2023年第三季度全球股市均处于下跌状态。

2023年上半年的热点板块“人工智能”在第三季度出现明显调整。在政策利好的刺激下，金融地产成为市场关注的焦点。

内资与外资出现“异动”，2023年第三季度，国内投资者开始逆势融资抄底，而外资持续流出，8月份“北向资金”净流出890亿元人民币。

影响当前股市的关键因素是美国的长期股债收益率快速上升导致市场无风险收益率不断攀升。展望第四季度，从国际因素看，美联储将无风险收益率保持高位的概率较大；从国内因素看，影响A股的主要因素是房地产市场的政策趋势及市场表现。

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】

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、全球股市寒意渐显	1
二、行业表现：人工智能热点消退，金融地产担纲，“壳价值”升温	2
三、内资与外资交易行为出现异动	5
四、无风险收益率快速上升对资产价格形成压力	7
五、市场展望及活跃资本市场的政策建议	8

一、全球股市寒意渐显

全球主要股票市场 2023 年第三季度均处于下跌走势，下跌幅度在 5% 左右。其中，我国的创业板综合指数和深证成份指数跌幅最大，下跌幅度分别为 9.5% 和 8.3%，香港恒生指数下跌 6.9% 位列跌幅榜第三位，上证综合指数下跌 2.8%。

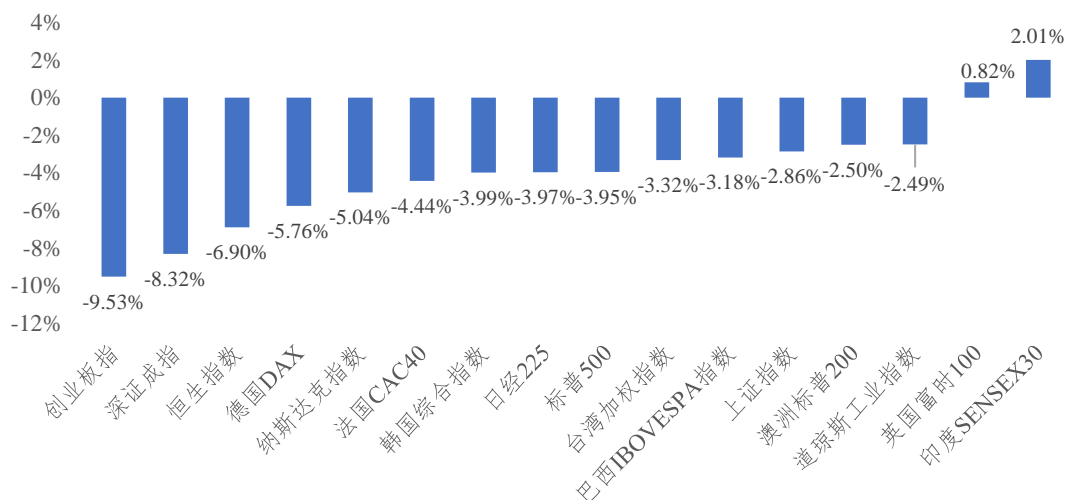


图 1 全球主要股指 2023 年第三季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2023 年 9 月 28 日。

2023 年第三季度国内外股市的走势基本趋势一致，但下跌的时间有先后之分，A 股主要指数下跌时间为 8 月份，而美国的主要股指下跌发生在 9 月份。道琼斯指数 9 月份下跌 3.5%；标普 500 指数 9 月份累跌 4.8%；纳斯达克指数 9 月份累跌 5.8%。纳指和标普 500 指数均创 2022 年 12 月以来最大月跌幅。

表 1 2023 年第三季度上涨幅度最大的 20 只股票（上市的新股除外）

涨幅排名	证券简称	涨跌幅 (%)	涨幅排名	证券简称	涨跌幅 (%)
1	捷荣技术	359.77	11	天晟新材	88.52
2	常山药业	167.60	12	*ST 榕泰	82.84
3	通化金马	165.63	13	*ST 吉药	80.58
4	华映科技	164.64	14	德恩精工	75.69
5	*ST 西发	162.50	15	华是科技	71.14
6	*ST 泛海	157.14	16	张江高科	70.72
7	华力创通	132.33	17	浙江世宝	62.73
8	莲花健康	107.64	18	翠微股份	61.91
9	中贝通信	100.58	19	五新隧装	61.00
10	精伦电子	98.84	20	福瑞股份	60.09

数据来源：Wind，2023 年以来新上市的股票已剔除。

表 2 2023 年第三季度下跌幅度最大的 20 只股票（退市的除外）

涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）	涨幅排名	证券简称	涨跌幅（%）
1	联特科技	-50.97	11	金刚光伏	-39.75
2	鼎通科技	-48.95	12	海优新材	-39.17
3	德业股份	-48.22	13	晶澳科技	-38.66
4	星环科技	-48.03	14	曙光数创	-38.46
5	东威科技	-47.32	15	掌趣科技	-38.33
6	盛天网络	-42.07	16	*ST 柏龙	-37.68
7	姚记科技	-42.06	17	科沃斯	-37.64
8	新益昌	-41.19	18	恩捷股份	-37.50
9	冰川网络	-41.13	19	钧达股份	-37.21
10	东田微	-40.63	20	瑞可达	-37.04

数据来源：Wind，2023 年以来退市的股票已剔除。

二、行业表现：人工智能热点消退，金融地产担纲，“壳价值”升温

2023 年上半年 A 股市场的热点主要集中在“人工智能”，从行业看，通信和传媒两个细分行业表现优异，它们均受益于人工智能行业的技术突破。第一季度的报告里上涨幅度最大的 20 只股票几乎全部是“人工智能”概念股。但人工智能热点在第三季度没有持续，通信和传媒两大行业股票在第三季度均出现较大幅度的回调。引发人工智能热点消退的主要原因并非技术方面出现问题，真正冲击投资信心的是人工智能板块的两家龙头公司大股东出现了“离婚式减持”行为。

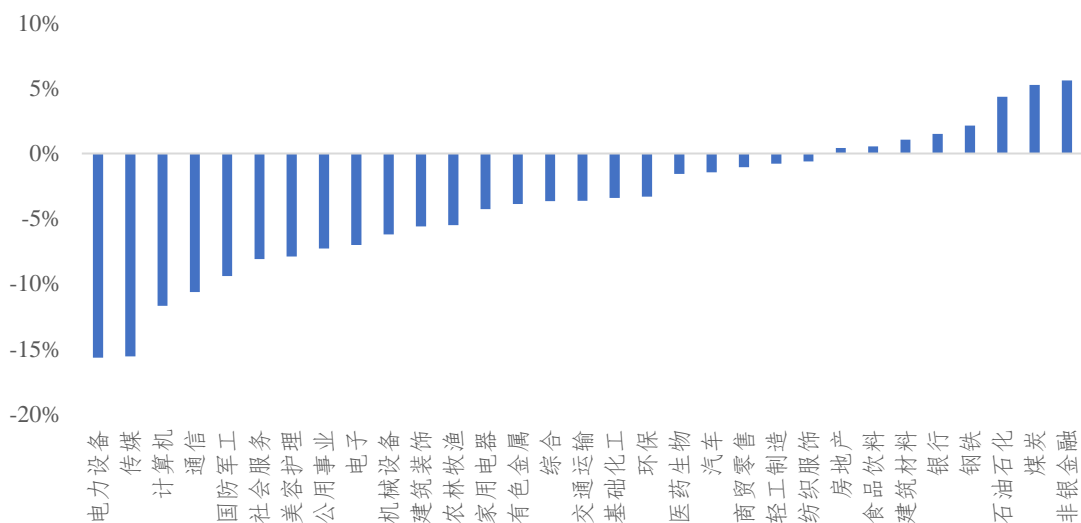


图 2 31 个申万一级行业 2023 年第三季度涨跌幅排名

数据来源：Wind。

非银金融、银行和房地产在第三季度表现较强，缘于宏观经济政策的变化。7月24日召开的中央政治局会议明确提出要“活跃资本市场，提振投资者信心”，受此影响，券商及相关的金融板块出现了一定程度的上涨。以中信证券为例，该公司股价在7月24日之前一直在20元左右小幅波动，8月10日该股票收盘价为25元，两周时间内上涨幅度超过20%。

为了进一步落实中央政治局会议“活跃资本市场”的精神，8月27日，证监会“四箭齐发”：减半征收印花税、规范股份减持、收紧IPO、降低融资保证金。监管部门将市场各方提出的活跃资本市场的建议集中推出，其用心良苦，不言自表。从主要指数表现看，这些政策出台之后的市场表现低于预期，主要股指在政策出台之后经过短暂的上涨，又均出现回落（原因分析见本报告的第四部分）。

表3 2023年第三季度A股上市公司市值分组情况统计

分组	上市公司数量 (家)	期初市值 (亿元)	期末市值 (亿元)	季度市值 涨跌幅
2000 亿以上	51	265056	260205	-1.83%
1000 亿-2000 亿	79	107312	101815	-5.12%
500 亿-1000 亿	136	97722	90933	-6.95%
300 亿-500 亿	216	80251	74769	-6.83%
200 亿-300 亿	314	77045	72550	-5.83%
100 亿-200 亿	736	103581	96535	-6.80%
50 亿-100 亿	1243	88014	82939	-5.77%
30 亿-50 亿	1175	45822	44860	-2.10%
15 亿-30 亿	877	20619	21315	3.38%
15 亿以下	197	1735	1801	3.79%
总计	5024	887155	847722	-4.44%

数据来源：Wind，2023年新上市的公司已剔除，按照2023年第三季度初市值规模分为八组。

但从分组统计看，不同市值的股票波动出现了明显差异：市值为50亿元（以7月初为基期）以下的公司有2249只，占全部A股股票的近50%，这些小市值的股票总体跌幅小于指数下跌幅度。其中，市值在30亿元以下的上市公司股票有1074只，它们在第三季度的平均市值是上涨的。

小市值的股票跑赢大市值，说明“壳价值”升值。“壳价值”是A股市场的特色，其波动受到新股发行政策的影响最直接，每当新股发行速度加快，“壳价值”就出现贬值，小市值股票的走势弱于指数，例如2020年注册制改革的推进，

“壳价值”股票明显下跌。反之，每当新股发行节奏放缓，“壳价值”就会上涨，小市值股票的表现强于主要指数，当前的情形正是如此。

7月底的中央政治局会议还涉及房地产市场的政策变化，会议提出“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。会议明确提出“房地产市场供求关系发生重大变化”，这是房地产调控政策出现重大转折的信号。随后，有关部门出台了一系列刺激房地产需求的政策。

8月25日，住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，居民申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。这就是所谓的“认房不认贷”。该政策有利于居民的换房行为，有利于改善型需求的释放。

8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，降低首付比例和按揭利率。文件指出，购买首套住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%。首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。而上一次将按揭贷款首付比例下降到20%可以回溯到2008年底。

对于房地产市场而言，除了变化之外，还有一个重要事件不可忽视。9月28日（第三季度的最后一个工作日），恒大系的三只股票在香港暂停交易，当晚中国恒大发布公告称，公司董事会主席许家印因涉嫌违法犯罪，已被依法采取强制措施。此事件在市场引起强烈关注，笔者认为这意味着房地产市场的风险出清进入了新的阶段。

中国恒大是现阶段中国房地产行业的龙头公司，2021年7月该公司出现公开债务违约事件，不仅引发自身的“股债双杀”，而且严重冲击了房地产市场，已经有相当数量的房地产龙头企业相继出现债务风险。2022年7月的中央政治局会议明确提出要“保交楼、保民生、保稳定”，防止房地产开发商的风险向社

会公众蔓延或扩散。2022年11月11日，出台支持房地产企业融资的金融16条措施，信贷、债券、股权融资“三支箭”齐发，这些政策的出台表明了监管部门为化解房地产企业的风险积极创造条件。中国恒大董事会主席许家印被采取强制措施意味着该公司自救的阶段已经结束了。对中国恒大的处置过程必将对中国房地产市场乃至中国宏观经济走势产生重大影响。

三、内资与外资交易行为出现异动

2023年第三季度融资交易余额增加数量较大，尤其是9月，在主要股指均处于下跌的状态下，融资余额却增加了近500亿元。在国内投资者加杠杆的同时，“北向资金”在第三季度出现较大规模的净卖出。内资与外资的“异动”对市场产生了一定影响，从短期看，外资的流出对市场的影响更大些。

投资者逆势加杠杆现象值得关注。投资者的融资行为一般与股价呈同向波动特征，即股价上涨则融资数量增加，股价下跌则融资数量减少。例如，2023年2月和3月，指数出现了明显回升，融资数量分别增加430亿元和249亿元人民币；8月股指下跌，融资数量减少了89亿元人民币。然而，2023年9月主要股指均处于下跌状态，融资余额却增加了492亿元人民币，这是典型的逆势加杠杆行为。

表4 每月两融变动情况统计

月份	新增融资规模（亿元）	新增融券规模（亿元）
2023年9月	492.04	-91.48
2023年8月	-89.44	5.92
2023年7月	-92.21	2.85
2023年6月	-234.02	-15.16
2023年5月	49.85	12.23
2023年4月	9.28	-4.24
2023年3月	249.00	2.14
2023年2月	430.25	28.00
2023年1月	-7.46	91.85

数据来源：Wind，截至2023年9月28日。

融资余额增加最多的20只股票主要归属于医疗设备、多元金融、银行、汽车、半导体等行业，这些行业属于市场曾经的热点板块，它们的融资余额增加可以解读为近期股价下跌幅度较大引发了投资的加杠杆“抄底”行动。

表 5 2023 年第三季度融资净买入前 20 名的股票统计

排序	证券简称	融资净买入额 (亿元)	排序	证券简称	融资净买入额 (亿元)
1	迈瑞医疗	18.75	11	三安光电	7.08
2	东方财富	17.54	12	软通动力	6.61
3	赛力斯	13.53	13	信达证券	6.57
4	江苏银行	13.47	14	海光信息	6.35
5	科大讯飞	11.34	15	恒生电子	6.05
6	中信证券	11.07	16	太平洋	5.88
7	宁德时代	10.26	17	中联重科	5.68
8	张江高科	8.53	18	五粮液	5.57
9	宁波银行	7.46	19	晶澳科技	5.53
10	指南针	7.14	20	天风证券	5.50

数据来源：Wind，截至 2023 年 9 月 28 日。

自 2014 年“陆港通”交易机制开通以来，外资对市场的影响越来越大。“北向资金”的动向一直受到 A 股投资者的高度关注，每当“北向资金”净流出规模增加，A 股市场股指就出现下跌，反之，如果“北向资金”出现净流入则 A 股市场股指出现上涨。2023 年 8 月至 9 月，“北向资金”出现较大规模的净卖出，尤其是 8 月资金流出规模近 900 亿元，创单月北向资金流出数量的历史记录，与此相对应的是，8 月主要股指均下跌了 5%左右。

表 6 北向资金月度净流入情况统计

月份	北向成交净买入 (亿元)	沪股通成交净买入 (亿元)	深股通成交净买入 (亿元)
2023 年 9 月	-374.60	-176.15	-198.45
2023 年 8 月	-896.83	-481.61	-415.22
2023 年 7 月	470.11	234.13	235.98
2023 年 6 月	140.26	-56.01	196.27
2023 年 5 月	-121.37	26.00	-147.37
2023 年 4 月	-45.53	16.12	-61.65
2023 年 3 月	354.40	166.82	187.58
2023 年 2 月	92.58	89.09	3.49
2023 年 1 月	1,412.90	705.55	707.34

数据来源：Wind，截至 2023 年 9 月 28 日。

四、无风险收益率快速上升对资产价格形成压力

从历史经验看，降低印花税来刺激股票市场是有效的，历史上曾经多次降低印花税，每次都成功地刺激了股市上涨。另外，暂缓 IPO 也可以缓解股市下跌压力。控制大股东套现对维护股价的作用也是有依据的，2018 年底上证综合指数跌至 2600 点以下，限制大小非套现的措施出台后，市场成功走出了低谷。

2023 年 8 月 27 日，证监会“四箭齐发”：减半征收印花税、规范股份减持、收紧 IPO、降低融资保证金。但政策出台之后的股市却高开低走，并没有出现市场期盼的“井喷”行情。

曾经有效的股市“新政”并没有带来股价的上涨，这说明影响股市运行的环境及股市本身都已经发生了变化，笔者以为，影响当前股市的最重要因素是无风险收益率的快速上升。

分析市场的无风险收益率不仅要关注国内的无风险收益率，还要高度关注美国的无风险收益率变化。

2022 年 3 月以来，美联储激进式加息使美国的无风险收益率快速上升，对 A 股市场的估值产生了较大冲击。一般地，10 年期国债的收益率常用来替代市场的无风险收益率。2008 年次贷危机之后，美国持续实施量化宽松货币政策，美联储将联邦基金利率保持在零左右，美国 10 年期国债到期收益率维持在 1.5% 以下，我国 10 年期国债到期收益率一直比美国 10 年期国债到期收益率高约 2 个百分点。2022 年美联储的激进加息导致中美 10 年期国债到期收益率之差快速收窄并出现倒挂。

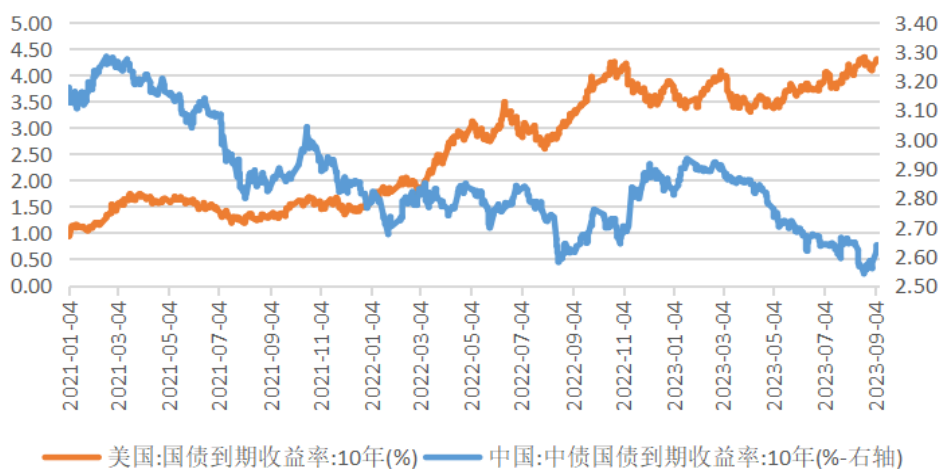


图 3 中美 10 年期国债到期收益率走势比较

当前，美国 10 年期国债到期收益率已经上升到 4.7%左右，我国 10 年期国债到期收益率为 2.7%左右，比美国 10 年期国债到期收益率低 200 个基点，中美国债到期收益率倒挂导致我国的资金外流。可以直接观察到的现象是，每当美国 10 年期国债到期收益率上升，则美元走强，“北向资金”流出、人民币兑美元汇率贬值，结果是 A 股走弱。2023 年 8 月，“北向资金”（通过陆港通渠道流出的资金）净流出额达到 890 亿元人民币，创历史最高记录，对应的是 A 股市场主要指数在 8 月均下跌 5%左右。

从更宽泛的视角看，中美利差的变化对中国宏观经济产生了相当大的影响。中美 10 年期国债到期收益率之差由正转负的时间出现在 2022 年第二季度，2022 年 8 月美国 10 年期国债到期收益率达到 3%，超过中国 10 年期国债到期收益率。随后，人民币兑换美元的汇率开始一轮快速贬值，从 6.6 贬至 2022 年 10 月底的 7.37；我国消费物价指数从 2022 年 8 月开始走低，从 2.8%跌至 2023 年 7 月的 -0.3%；几乎在同一个时点，A 股开始下跌，上证指数从 3400 点一度跌至 3000 点以下。

2023 年初，我国结束疫情防控，市场预期投资消费会出现报复性反弹，投资者对国内股市与楼市均充满乐观预期，尽管第一季度股市与楼市都表现良好，但进入第二季度之后，美国 10 年期国债到期收益率快速上升，中美利差倒挂幅度扩大，人民币汇率再次面临贬值压力，我国股市与楼市再度陷入低迷。

有人认为我国的 A 股市场与国际资本市场之间是相对独立的，不应该受到美联储货币政策的影响。这个观点在 20 年前或许是正确的，例如，我们曾经在 1999 年、2008 年多次通过升降印花税、调节新股发行等方式有效调控股市价格的涨跌。2002 年我们实施了“合格境外投资者”（简称 QFII）制度，2014 年开通了“陆港通”通道，境内股市与境外资本的链接越来越密切，随着中国资本市场对外开放的程度逐渐增加，美国的货币政策直接或间接影响到 A 股市场的运行。市场运行的环境出现了较大变化，因此，曾经有效的方式也不再奏效。

五、市场展望及活跃资本市场的政策建议

我们仍然延续上述分析思路，重点从无风险收益率的变化，尤其是实际无风险收益率的变化来分析 A 股市场未来趋势。

首先，看外部环境对 A 股市场的影响。如果美联储停止加息或开始降息，

中美利差就会缩小，A股市场的压力就会降低。笔者以为，当前美联储货币政策的主要目标是通胀，但影响通胀的主要因素是失业率，只要失业率一直处于自然失业率之下，工资上涨压力就持续存在，因此，美联储必须把失业率推升到自然失业率之上。2023年5月至8月美国的失业率分别为3.7%、3.6%、3.5%、3.8%，与5.5%的自然失业率还有较远差距。最近，美国汽车工人大罢工也说明工资上涨压力依然存在。因此，美联储加息频率和节奏有可能放缓，但降息为时尚早。强势美元还要维持一段时间，国际市场的无风险收益率将持续维持高位，A股市场的压力在短期内仍难以解除。

其次，关注房地产市场的走势。在我们的股市分析报告里，曾多次强调房地产市场对股市的影响，这个逻辑在未来相当长时间里依然有效。其内在逻辑在此不再赘述，有兴趣的读者可以参阅往期报告。

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。