



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

2022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。

美联储加息对 A 股市场产生冲击

摘要

2022 年第三季度全球股市普跌，影响全球股市波动的主要因素是美联储的加息预期。2022 年 7 月初至 8 月中旬，市场预期本轮美联储加息进程即将接近尾声，在此预期下，股票市场出现反弹。但 8 月中旬美联储官员不断释放鹰派言论，纠正市场预期，股票市场再次进入下跌趋势。

新能源汽车等“赛道股”出现明显回落，IPO 融资提速以及新股破发率上升对二级市场的科技股价格产生明显压制。

在美联储快速加息的冲击下，全球金融市场的估值体系面临重新调整，金融风险骤增。我国股票市场也难以例外，2022 年第四季度 A 股市场需要谨防出现“黑天鹅”事件。

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

目 录

一、2022 年第三季度股市运行回顾.....	1
(一) 欧美主要股指先涨后跌，出现倒 V 型走势，A 股持续回落	1
(二) 热门“赛道股”退潮，各行业指数表现均较弱.....	2
(三) 新股发行加速，股价破发比例上升.....	5
二、美联储快速加息对 A 股市场的影响正在显现	6
三、市场分析：继续关注美联储加息及其预期对 A 股市场的影响 .	9

一、2022 年第三季度股市运行回顾

(一) 欧美主要股指先涨后跌，出现倒 V 型走势，A 股持续回落

2022 年第三季度全球主要股指均出现下跌，按照下跌幅度排序，依次为俄罗斯 RTS、香港恒生指数、深证创业板指数、深证成分股指数、台湾加权指数、上证综合指数、韩国综合指数、道琼斯指数、德国 DAX 指数（见图 1）。除了俄罗斯股市之外，A 股主要指数和 H 股指数均在跌幅榜前列。

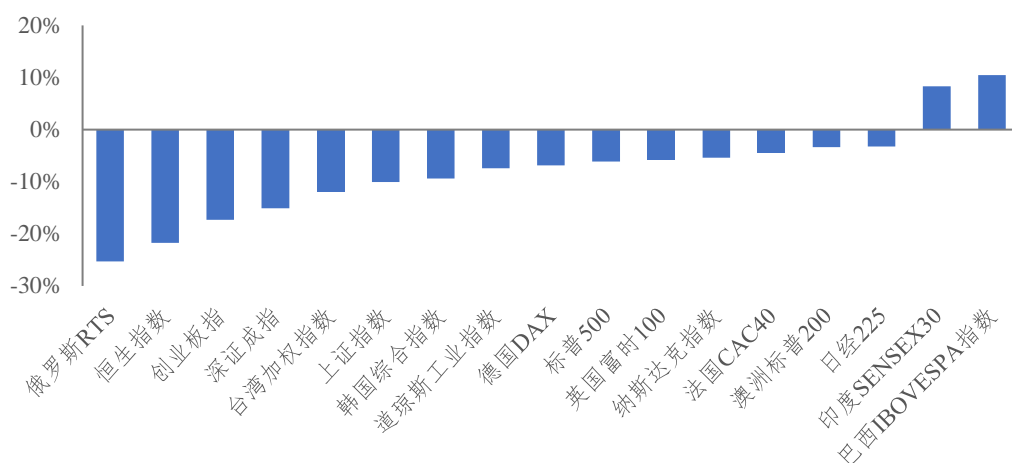


图 1 全球主要股指 2022 年第三季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2022 年 9 月 30 日。

尽管 2022 年第三季度全球主要股指只是微跌，但欧美股市波动幅度较大，经历了一轮强势反弹又快速回落的过程，呈现出典型的抛物线走势。以道琼斯指数为例，7 月 14 日的收盘点位是 30630 点，之后持续反弹至 8 月 16 日的高点 34152 点，整整一个月的时间道琼斯指数反弹了 11.4%。而从 8 月中旬开始，道琼斯指数再度开启了下跌趋势，一直持续到 9 月末的 28725 点，这期间道琼斯指数下跌了 15.9%。

究其原因，第三季度欧美股市的波动与美联储加息及加息预期直接相关。2022 年 7 月中旬以后，美国经济出现了衰退的信号，市场预期本轮美联储的加息周期即将进入收尾阶段，在此预期下，欧美主要股指出现较大力度的反弹。但 9 月中旬美国劳工统计局数据显示，美国 8 月 CPI 同比增长 8.3%，高于市场预期，并且先后有数位美联储官员向市场传递鹰派的信息，公开纠正市场预期，强调美联储加息的行动将持续。于是，主要股指应声回落，9 月末的收盘点位低于 6 月的最低点。

如果把统计区间扩大到 2022 年前三季度，则 A 股指数的表现与欧美主要股指的表现基本一致（见图 2）。其中，上证综合指数下跌 16%，下跌幅度低于欧美主要股指，但创业板指数下跌幅度达到 31.1%，下跌幅度仅次于俄罗斯 RTS 指数（-33.8%）和美国纳斯达克指数（-32.8%）。

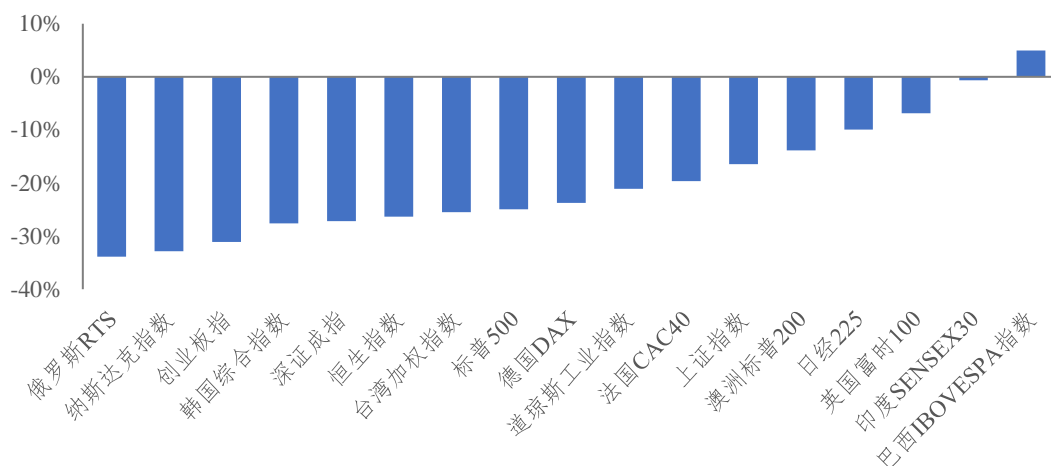


图 2 全球主要股指 2022 年前三季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2022 年 9 月 30 日。

（二）热门“赛道股”退潮，各行业指数表现均较弱

从细分行业指数看，2022 年第三季度只有煤炭行业指数和综合行业指数是上涨的，其余 29 个行业指数均是下跌的。其中，有 20 个行业指数下跌幅度超过 9%。2022 年第一季度 A 股的行业指数已经创近年最差记录，只有 4 个行业指数没有下跌，下跌超过 7% 的行业指数有 15 个，然而，第三季度的行业指数表现显然比第一季度更差。

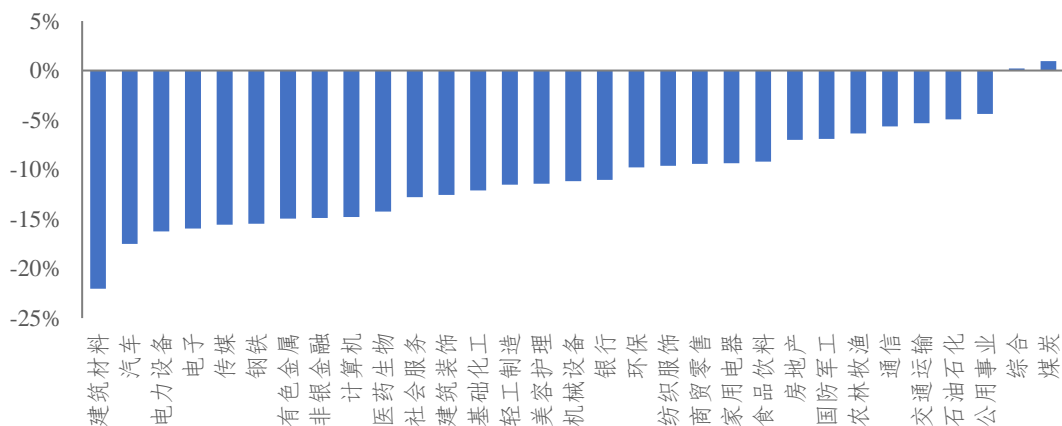


图 3 31 个申万一级行业 2022 年第三季度涨跌幅排名

数据来源：Wind。

(1) 2022 年第三季度汽车行业指数受到龙头股股价波动的影响，下跌了 17.5%，整体涨幅在所有行业指数中位列倒数第二。2020 年以来，电动汽车异军突起，汽车行业成为股票市场投资的热门赛道。汽车行业的表现与“比亚迪”股票的表现直接相关，该公司是新能源汽车的龙头企业。在国家鼓励电动车发展的相关政策刺激下，比亚迪的产销量快速增加。根据比亚迪 2022 年 8 月产销快报显示，该公司 8 月汽车销量 174915 辆；前 8 个月累计销量 983844 辆，同比增长 164.03%。其中，新能源乘用车前 8 个月累计销量 974348 辆，同比增长 273.63%。比亚迪业绩快速上升增长吸引了国内外大量机构投资者买入该公司的股票。2022 年第二季度末，共有 1523 只基金持有该股票，占流通股比率 9.94%，而第一季度末持有比亚迪公司股票的基金数量是 473 只。在众星捧月之下，比亚迪股价节节攀升，在 2022 年第二季度市值一度超过了 1 万亿人民币，是国内 A 股中继“宁德时代”之后第二个市值超过万亿人民币的科技类股票。

成也萧何，败也萧何。在持有比亚迪公司的机构投资者中，最著名的机构是巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司，该机构早在 2008 年就在香港股市买入并持有比亚迪的 H 股。在比亚迪的成长过程中，得到巴菲特的青睐是十分重要的环节。同理，巴菲特旗下公司的减持给比亚迪股价带来的冲击也是巨大的。据港交所披露，巴菲特旗下公司在 2022 年 8 月 24 日已出售了 133.1 万股比亚迪股份，平均出售价为 277.1 港元/股，套现约 3.69 亿港元；9 月 2 日，港交所再次披露，巴菲特旗下公司于 9 月 1 日出售 171.6 万股比亚迪股份（H 股），平均出售价 262.72 港元/股，套现约 4.5 亿港元。比亚迪 H 股在 9 月末的收盘价格是 194 港元，在该公司减持之后下跌了 30%。

巴菲特旗下公司减持比亚迪，不禁让人联想到 2007 年该公司减持“中石油”的故事。2007 年 11 月，中石油在 A 股上市，发行价格为 16.7 元，开盘价格为 48 元，而巴菲特旗下公司在 2007 年 7 月份开始减持中石油 H 股，其套现的价格为 12 港元/股左右，远低于 A 股的开盘，也低于 A 股的发行价格。当时正值 A 股牛市，很多国内投资者和分析人士对巴菲特公司减持中石油的行为表示不理解，甚至嘲讽巴菲特决策的错误，但市场的走势证明，当时减持中石油股票是正确的，嘲讽巴菲特的人反被市场无情地嘲讽。

股市投资的核心是定价，是否能够合理定价考验投资者的眼光与经验。认真

分析 2007 年巴菲特减持中石油的历史和 2022 年第三季度减持比亚迪股票的案例，能够带给我们的投资机构很多有益的启示。

(2) 电力设备行业指数受到龙头股的影响，下跌幅度较大。电力设备也是最近几年的热门赛道，其中的龙头股是“宁德时代”，该公司的主营业务是生产动力电池，是电动汽车的上游产业。宁德时代的股票市值在 2021 年第二季度突破 1 万亿人民币，是国内 A 股首个市值超过万亿的高科技企业，也是制造业公司的股票第一次进入 A 股市值前十名。

对于制造业而言，如何克服利润率不断下降是所有企业共同面临的挑战。从动力电池产业链看，受供求关系的影响，原材料价格大幅度飙升，上游生产企业的盈利增长最快，包括宁德时代在内的电池生产企业毛利快速下降。从 2022 年半年报看，宁德时代上半年实现营业收入 1129.7 亿元，同比增长 156.32%，归属上市公司净利润 81.7 亿元，同比增长 82.17%，扣除非经常性损益的净利润 70.51 亿元，同比增长 79.95%。虽然经营盈利仍然保持快速增长，但公司上半年的毛利率为 18.68%，同比下降 8.58%，延续了自 2019 年以来毛利率逐年下降的趋势。因此，8 月 23 日公布半年报之后，宁德时代股价持续下跌，从 556 元下跌至 400 元，跌幅接近 30%。

制造业还需要克服产能过剩的难题。每当出现一个热门行业，各地必将出现重复投资，很快就会出现产能过剩，经过优胜劣汰和产业迭代与升级，最终“胜者为王”，这是中国制造业的一般规律。任何所谓的“高科技”企业都将面临市场的残酷竞争，因此，把技术因素当成企业的“护城河”，对于投资者来说存在巨大风险。

(3) 建筑材料、钢铁、有色金属等强周期行业受制于房地产行业的下行压力。与房地产有关的上下游产业众多，房地产投资减速对上下游产业都会产生明显遏制。

根据国家统计局的数据，2022 年 1~8 月，全国房地产开发投资 90809 亿元，同比下降 7.4%；商品房销售面积 87890 万平方米，同比下降 23.0%，商品房销售额 85870 亿元，下降 27.9%；房屋新开工面积 85062 万平方米，下降 37.2%。

可见，房地产市场的各项指标均出现较大幅度的下跌，这在过去 20 余年历史中是没有过的。受此影响，与房地产有关的上下游产业均遭受严峻考验。

（三）新股发行加速，股价破发比例上升

2022年第三季度有133家公司完成IPO，融资金额为1743亿元，较前两个季度明显加速（见表1）。在二级市场不断下跌的情况下，日成交量从1万亿元下跌到6000亿元左右。而新股的发行速度却显著加快，这种状况在A股历史上是少见的。

市场下跌影响承接力，导致新股频频破发。2022年前三季度上市新股总数为302只，现已有147只新股破发，破发率近50%。其中，有10只股票的价格比IPO价格低50%以上，“三元生物”“软通动力”“翱捷科技”和“迈威生物”四只股票较发行价格下跌超过60%。破发幅度超过40%的有31只，破发幅度超过20%的有80只。

表1 2022年季度IPO情况统计

季度	IPO 板块	IPO 公司数量	IPO 募资金总额（亿元）
2022年三季度	北京证券交易所	16	37.52
	上海科创板	42	946.70
	上海上证主板	8	57.34
	深圳创业板	50	586.31
	深圳深证主板	17	115.92
	总计	133	1743.79
2022年二季度	北京证券交易所	12	17.04
	上海科创板	26	570.41
	上海上证主板	6	368.37
	深圳创业板	32	307.68
	深圳深证主板	8	57.14
	总计	84	1320.64
2022年一季度	北京证券交易所	7	11.75
	上海科创板	27	585.15
	上海主板	10	580.37
	深圳创业板	36	563.49
	深圳主板	5	57.96
	合计	85	1798.73

数据来源：Wind，截至2022年9月30日。

在影响市场的短期因素中，公募基金的发行规模（尤其是股票型投资基金或混合型基金的发行规模）对市场的影响比较直接。如果基金发行规模快速增加，股市必然会活跃。反之，基金规模扩张受阻，市场人气涣散，股价则难以上涨。

从 2022 年第三季度基金发行情况看，无论是股票型基金还是混合型基金增长均十分有限（见表 2、表 3）。

表 2 2022 年第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)
2022 年 9 月	1,940	23,066.90	4,268	55,824.80
2022 年 8 月	1,919	22,938.21	4,233	55,571.52
2022 年 7 月	1,902	22,795.52	4,187	55,309.51
2022 年 6 月	1,868	22,284.63	4,167	55,055.05
2022 年 5 月	1,848	20,658.38	4,134	53,247.44
2022 年 4 月	1,836	20,610.92	4,108	53,177.65
2022 年 3 月	1,824	20,555.27	4,092	53,095.27
2022 年 2 月	1,795	23,666.51	4,017	62,885.33
2022 年 1 月	1,784	23,630.12	3,982	62,715.01

数据来源：Wind，截至 2022 年 9 月 30 日。

表 3 2022 年基金份额净值收益率统计

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 年三季度	-3.17%	-0.51%
2022 年二季度	-1.40%	-0.16%
2022 年一季度	-4.21%	-1.04%

数据来源：Wind，截至 2022 年 9 月 30 日，根据基金份额净值涨跌幅计算。

二、美联储快速加息对 A 股市场的影响正在显现

美联储从 2022 年 3 月开始加息，但在 7 月之前，美联储加息对 A 股走势的影响似乎并不明显。2022 年第二季度 A 股还曾经出现过独立走势。在欧美主要股指均出现较大幅度的下跌时，A 股却是上涨的（参见 NIFD 季报 2022Q2 股市分析报告）。7 月之后，随着美元指数的快速上升，人民币兑美元汇率快速贬值，随即 A 股出现了“补跌”行情。市场走势表明，美联储的加息对资产价格及全球资本流向产生重大影响，对 A 股市场的影响正在显现。

美联储的利率水平决定着全球资产的估值水平。二战以来，全球各类资产价格定价之“锚”是美国的长期国债收益率。当美联储降低利率，美国长期国债收

益率走低，相当于全球资产价格的“锚”变轻，会刺激全球各类资产上涨。在 2008 年全球金融危机之后，美联储一直保持着低利率，2020 年之后甚至把利率降至零。在低利率时代，各种资产价格都会进入牛市。例如，美国股市持续十几年大牛市，美国的房地产价格再创新高，比特币等加密货币价格也一飞冲天。

当美联储提高利率，各种风险资产的价格必然会遭到打击。2022 年以来，美国股市的主要股指均下跌超过 20%，进入熊市状态；楼市价格也开始出现下跌；比特币的价格从 6 万美元跌至 2 万美元左右。

利率影响的是资产估值，利率的升降幅度与资产价格波动幅度之间存在杠杆放大效应，即利率的小幅度下降会导致资产价格较大幅度的上涨，同理，利率的小幅度上升会导致资产价格较大幅度的下跌。例如，当美国长期股债收益率在 1% 左右时，股市的合理估值水平应该是市盈率为 30 倍左右；当长期国债收益率提高至 4%，股市的合理估值水平就应该是市盈率为 15 倍左右。这意味着即使在盈利预期不变的情况下，股价仅因为估值的下降就会出现 50% 的下跌！2022 年第一季度以来，美国股市的下跌就是因为美联储加息导致的估值体系变化所致，市场称之为“杀估值”行情。

需要强调的是，美元加息导致的资产重新估值中枢调整不仅存在于美国市场，美国之外的资产市场估值调整可能更加剧烈！尤其是美联储采取暴力加息措施，短期内会引发国际资本的流出加剧，从而导致局部的资产流动性枯竭，放大了资产重新估值对市场的冲击。

美联储的利率调整对全球资本流动产生巨大扰动，形成所谓的美元“潮汐”现象。每当美联储进入降息周期，以华尔街为代表的全球资本会在局部区域制造经济腾飞和资产价格繁荣。当美元进入新的加息周期，美元潮汐退去，这些曾经一度繁荣的区域均遭到巨大冲击。例如，20 世纪 70~80 年代拉美国爆发“拉美债务危机”，以及 20 世纪 80 年代亚洲“四小龙”爆发“亚洲金融危机”，均属于此类现象。

二十年前，高盛公司首席经济学家奥尼尔之所以能够准确提出“金砖国家”的概念，其逻辑起点应该是美国的货币政策进入扩张期，即“美元进入熊市”。从历史上看，只要美元进入熊市，国际资本必然会重新配置，从发达国家流向发展中国家，资本所到之处都是一片欣欣向荣。从资本流动的规律看，所谓“金砖

国家”的崛起就是当年亚洲“四小龙”故事的翻版。

例如，过去 20 年对于中国的宏观调控而言，如何控制房价上涨一直是难以解决的问题，我们为此出台了无数旨在遏制房价的政策，但房价却依旧顽强地上涨。市场为房价上涨总结了很多理由，诸如城市化、经济快速增长等，这些都是推动房价上涨的直接因素，但中国的工业化与城市化为为什么发生在 2001 年之后？更深层次的原因其实是美元潮汐周期。

对于股市或商品期货投资者而言，结果比过程更重要。我们要充分汲取“拉美债务危机”和“亚洲金融危机”的教训。美元潮汐导致危机的重要机理是债务扩张与收缩的风险。在美元处于弱势周期时，资产价格上涨会刺激企业和居民加杠杆，当财务杠杆超出了合理范围，企业和居民的资产负债表就十分脆弱。而当美联储开始加息进程，美元指数上升，资产价格下跌，资产负债表危机就会出现。

利率的快速上升使资本市场面临估值的重新调整，风险事件随之出现。自 20 世纪 80 年代开始，全球物价逐渐走低，学术界称之为“大缓和时代”，2008 年之后的十几年时间，很多发达经济体甚至出现零利率，2022 年的市场运行及国际局势的演绎让我们越来越清晰地感受到“大缓和时代”正在成为历史，物价上涨很可能不再是短期现象（2021 年美联储会议曾经认为美国的消费物价上涨只是短期现象），这意味着运行多年的利率环境已经出现巨变。

在金融环境出现巨变的当下，各种“黑天鹅”事件将不断涌现，9 月末出现的英国养老金风波就是典型案例。事件的源头应该从英国政坛变化说起，英国前首相辞职后，新任首相特拉斯上台伊始就宣布了减税计划。2022 年 9 月 23 日，特拉斯政府宣布减税 450 亿英镑，随即引起英国债券市场的巨大波动。因为根据特拉斯政府的承诺，不仅要减税，而且要扩大包括军费在内的政府开支。这意味着英国必须增加长期国债的发行数量，其本质是借钱减税，其理论基础可以归结为“现代货币理论”（简称 MMT）。在过去的低利率时代，这种货币与财政政策在西方国家大行其道，但在物价快速上涨的背景下，此举就不合时宜了。从 9 月 22 日到 9 月 27 日，英国的长期国债收益率每天都大幅度上升，其 20 年期国债收益率从 3.6% 上涨到了 5%，这在英国长期国债交易历史上是没有出现过的。

伴随着英国国债价格的暴跌，英国股市和英镑汇率都出现了暴跌，英国金融市场出现了真正的股、汇、债“三杀”。英国的众多养老基金因国债价格暴跌，

资产端急剧缩水，需要追加巨额保证金。在过去的低利率时代，养老基金大量使用金融市场上的利率互换协议（Interest Rate Swap, IRS）来匹配利率风险，使用通胀互换（Inflation Swap）来匹配通胀风险。为了满足保证金要求，养老基金开始抛售英国长期国债，由此，造成了英国长期国债价格暴跌。由于养老基金是各国国债市场的主要投资者，其集中抛售很难找到交易对手，市场必然出现流动性枯竭。养老金急于抛售，国债价格下跌加速，养老金的资产端缩水加快，便会出现“死亡螺旋”。

9月28日，英国中央银行宣布无限量购买长期国债。英国央行主动采取措施向市场注入流动性，这迅速推升了长期国债价格，20年期国债收益率在一天之内从5%以上跌回到4%左右，而英镑的汇率也从最低点1.04迅速反弹到1.1。

在英国央行的干预下，这场危机短期内得到平息，但真正的问题和风险并没有解除。如果美联储继续加息，英国的国债价格必然会下跌，养老金的资产负债结构调整还将持续。

三、市场分析：继续关注美联储加息及其预期对A股市场的影响

只要美联储继续加息，上述9月末发生在英国金融市场的剧烈波动就不会是孤立事件。不仅全球各国的养老基金管理机构和保险公司均会在国债收益率快速上升的过程中遭受资产损失，其他金融机构也同样会因为资产重估而遭到损失。

在全球政治与经济大转折时代，市场的不确定性大大增加，2022年第四季度的A股市场需要警惕出现“黑天鹅”事件。

我们一直高度关注国内房地产市场对股市的影响，在美联储加息的背景下，我国房地产市场的脆弱性在增加，房地产市场的风险对股市的负面影响也在增加。

需要注意的是，我们提示风险是为了正确应对，因此也无须过度解读风险。中国经济有自身的韧性，A股市场同样也有抗冲击的能力。

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。