



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

2025 年 1 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。

政策刺激促股市回升 重组概念股波动加大

摘 要

美联储降息刺激全球股市上涨，A 股市场在政策刺激下触底反弹。2024 年年末，美联储降息节奏放缓推高了市场的长端利率，美债收益率上升吸引全球资金回流美国，新兴市场出现资本外流和货币贬值。

监管部门鼓励上市公司重组的新政策刺激小市值股票集体上涨，12 月份有关部门重新强调不鼓励借壳重组和跨界重组等投机行为，引导市场回归理性。

被动投资基金增长份额超过主动投资基金，全年 ETF 份额增加 6817.07 亿份。

2025 年股市展望：美联储货币政策转向增加了股市的不确定性，中美利差进一步扩大制约 A 股市场；房地产市场是否能够止跌回稳仍然是股票市场反弹的决定性因素。

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、2024 年度股市运行回顾.....	1
（一）全球主要股票市场基本呈现普涨态势.....	1
（二）中美国债走势出现背离，市场隐忧仍在.....	3
（三）并购重组新规导致“壳价值”大幅度波动.....	5
（四）被动管理型基金增长规模超过主动管理型基金.....	6
二、2025 年市场展望	8
（一）美联储降息放缓，中美利差进一步扩大.....	8
（二）实际利率偏高影响货币政策效果，商业银行业绩承压....	8
（三）政策持续发力才能实现房地产市场止跌回稳目标.....	9

一、2024 年度股市运行回顾

（一）全球主要股票市场基本呈现普涨态势

2024 年全球主要股指多数呈现上涨趋势，A 股市场表现较为强劲。我国主要股指年度涨幅均为正值，其中：沪深 300 指数上涨 14.68%，创业板指上涨 13.23%，上证综指上涨 12.67%，深证成份指数上涨 9.34%，香港恒生指数上涨 17.79%。对比来看，美国道琼斯工业指数上涨 12.88%，标普 500 指数上涨 23.31%，纳斯达克指数上涨 28.64%。

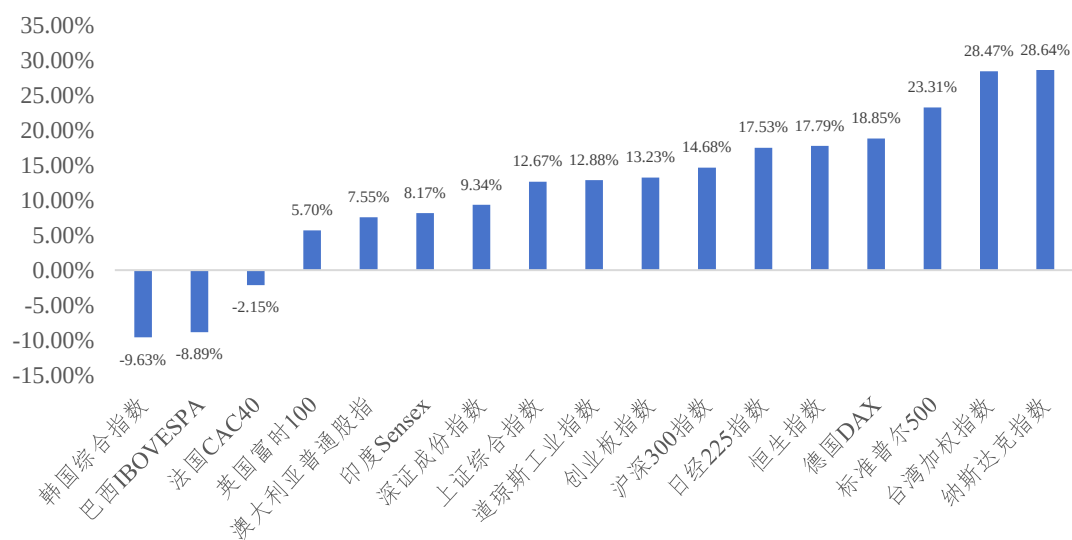


图 1 2024 年度全球主要股指涨幅 (%)

数据来源：Wind。

美国纳斯达克指数继 2023 年之后继续领跑全球。2024 年全年，美股“七姐妹”上涨势头不减，英伟达上涨 171.25%，脸书上涨 66.05%，特斯拉上涨 62.52%，亚马逊上涨超 44%，谷歌上涨约 36%，苹果上涨超 30%，微软上涨近 13%。受益于 2024 年人工智能的不断进步以及相关巨头的持续布局，美股市场继续吸引着全球热钱的追逐，这些龙头科技公司股价的积极表现也为美股主要指数的上涨提供了极大动力。

2024 年 A 股市场的银行板块指数上涨 34%，名列第一位。紧随其后的是非银金融行业指数和通信行业指数。关于银行股的强势表现，主要原因有：一是银行股的低估值、高分红吸引资金关注。2024 年初以来，我国的长期国债收益率持续走低，30 年期国债收益率跌破 2%，使得长线资金配置高分红股票的需求增加。二是维稳资金的作用。为了稳定市场，汇金等政府背景的资金买入银行股。非银

金融则受益于 2024 年下半年政策刺激，券商及保险类股票普遍上涨。通信行业继续伴随人工智能的发展及相关企业的 AI 资本开支增加而持续上涨。另外，中国移动、中国电信是超级蓝筹股，也是主力机构重点关注的对象。

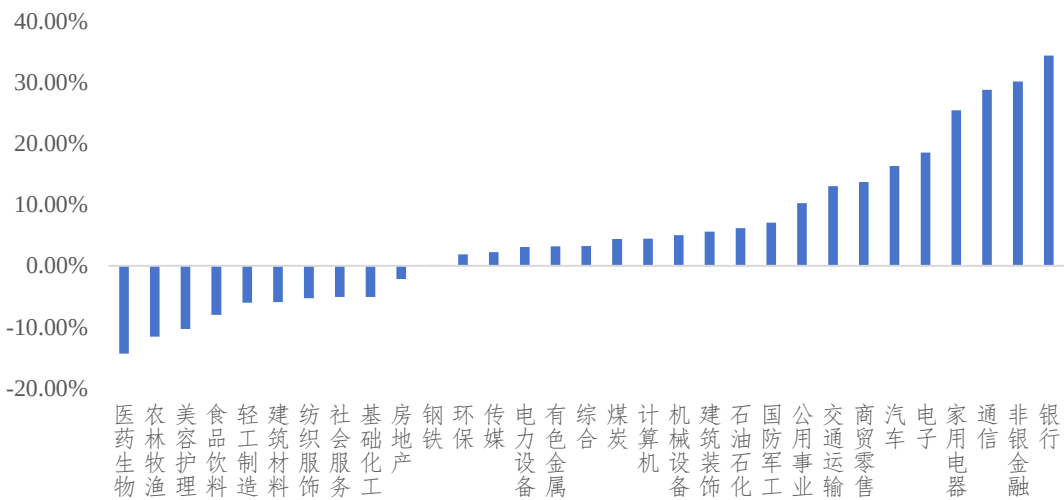


图 2 31 个申万一级行业 2024 年涨跌幅排名

数据来源：Wind。

医药生物、农林牧渔、美容护理等行业则全年领跌。2024 年度下跌幅度最大的 20 只股票中，医药生物和农林牧渔行业股票占比过半。

表 1 2024 年全年下跌幅度最大的 20 只股票（退市的股票除外）

跌幅排名	证券简称	季度涨跌幅 (%)	跌幅排名	证券简称	季度涨跌幅 (%)
1	*ST 博信	-79.67	11	金博股份	-69.87
2	*ST 大药	-79.63	12	固德威	-68.68
3	*ST 龙津	-78.10	13	卡莱特	-67.67
4	*ST 农尚	-74.65	14	坤彩科技	-67.39
5	华恒生物	-74.42	15	*ST 卓朗	-67.37
6	ST 旭蓝	-74.18	16	石英股份	-66.93
7	高测股份	-71.33	17	深科达	-66.60
8	ST 元成	-70.69	18	铂力特	-65.98
9	奕瑞科技	-70.62	19	天宜上佳	-65.98
10	普利制药	-69.89	20	ST 英飞拓	-64.78

数据来源：Wind，2024 年以来退市的已剔除。

值得强调的是，本年度房地产行业指数下跌了 2%，这是该指数连续四年下跌。至 2024 年底，按揭贷款的利率已经降至 3% 左右，首套住房和二套住房的首付比例降至 15%，在政策强刺激之下，房地产市场的主要指标出现回升。30 个

城市的房地产数据显示，2024 年 10 月至 12 月，商品房成交面积持续回升，10 月为 1010 万平方米、11 月为 1171 万平方米、12 月为 1545 万平方米，同比增速从-3.8%加快至 19.8%，12 月成交面积已经刷新了 2022 年以来的最高水平。在房地产交易活跃的背景下，房地产行业的股价表现仍然偏弱，尤其是 12 月 13 日之后股价出现连续下跌走势。

2024 年涨幅最大的 20 只股票中，除泛科技、非银金融等相关股票外，金融与低空经济概念股亦表现不俗，产业重组相关概念股也占有一定比重，延续第三季度资金热度，继续吸引着市场关注。

表 2 2024 年全年上涨幅度最大的 20 只股票（上市的新股除外）

涨幅 排名	证券 简称	季度涨跌幅 (%)	涨幅 排名	证券 简称	季度涨跌幅 (%)
1	寒武纪-U	387.55	11	沃尔核材	234.44
2	汇金科技	365.76	12	荣科科技	234.15
3	正丹股份	340.43	13	润欣科技	230.55
4	艾融软件	284.85	14	光启技术	223.41
5	万丰奥威	283.60	15	*ST 同洲	220.62
6	宗申动力	275.57	16	南京化纤	208.33
7	美之高	270.62	17	中信海直	199.55
8	赢时胜	255.15	18	中百集团	199.31
9	生益电子	245.29	19	艾布鲁	190.38
10	神宇股份	244.97	20	联迪信息	182.75

数据来源：Wind，2024 年以来新上市的已剔除。

（二）中美国债走势出现背离，市场隐忧仍在

特朗普再次当选美国总统增加了金融市场的不确定性。其对内的宽财政政策可能推高通胀，对外的孤立主义政策也可能冲击供给。市场预期在特朗普重返白宫后，其主张的一系列政策可能继续推高通胀，进一步加剧收益率上行压力。与此同时，美国国债规模正式突破 36 万亿美元，其过快的膨胀速度引发了市场担忧。

尽管美联储已经正式开始降息，但其主要官员的鹰派立场推高了市场的长端利率预期，10 年期美债收益率从 2024 年 9 月的低点 3.6% 升至 12 月的 4.5%。而中债 10 年期收益率则继续下探，结束第三季度以来中债和美债的同向趋势，利率基差继续拉大。美债收益率上升吸引全球资金回流美国，可能导致新兴市场资本外流和货币贬值。

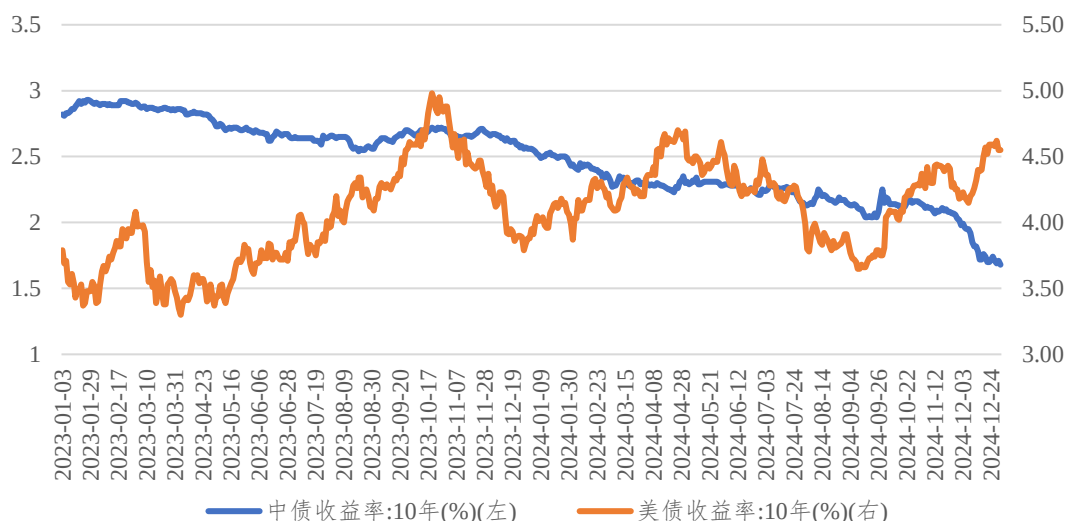


图3 中美10年期国债到期收益率(%)

数据来源：Wind。

2024年度中国的国债市场走势持续上扬，收益率不断创新低。2024年8月，10年期国债收益率已跌破2.1%，创下数十年来新低。12月，10年期国债利率下行幅度创下了美国次贷危机以来的单月纪录，10年期国债利率已经突破1.7%，30年期国债利率已经突破2%。至2025年1月3日，10年期国债收益率继续推至历史新低的1.6%。

面对国债收益率的持续走低，人民银行曾经数次预警或窗口指导。2024年8月，人民银行提醒债券市场的突然逆转可能给抢购债券的小型金融机构造成巨额损失，债券收益率“明显偏离合理中枢水平”，但国债价格只在出现短暂的调整之后再次上涨。12月，中国银行间市场交易商协会发布消息称，该机构已查实四家农商行存在“对交易员激励过度，导致部分交易员交易行为扭曲”的行为。2024年底，人民银行集中约谈一些激进购买国债的机构，在提示风险之外，还对下一步的交易行为提出严肃且明确的要求。国债市场的走势在一定程度上反映了金融市场对经济增长的预期。

伴随着2024年9月一系列利好的出台，A股市场也迎来了一波强力上涨。从融资融券的角度来看，全市场的融资余额从9月末到11月中旬快速增加近4000亿元，随后融资余额增长速度减缓，进入平台期。2024年全年融资增加额最多的股票是东方财富，增加额为152亿元，远超第二名江淮汽车的55.6亿元，显著高于往年同期水平。2024年融资余额增加最多的20只股票主要集中于大金融、大科技行业。

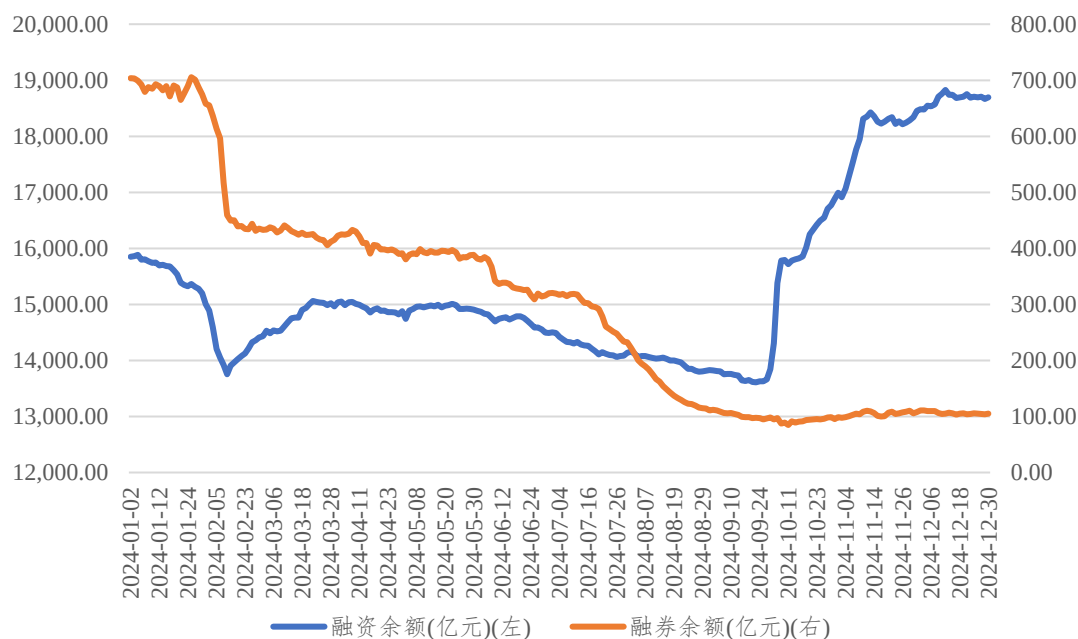


图4 融资融券余额变动情况

数据来源：Wind。

表3 2024年融资余额增加最多的前20只股票

排名	证券简称	融资增加额 (万元)	排名	证券简称	融资增加额 (万元)
1	东方财富	1523233.88	11	中际旭创	266088.64
2	江淮汽车	555620.23	12	中科曙光	250695.12
3	中芯国际	538301.58	13	华泰证券	246842.55
4	光启技术	444424.63	14	工业富联	229504.43
5	中信证券	373170.35	15	中国平安	224679.92
6	同花顺	347662.47	16	长江电力	213272.07
7	澜起科技	340873.37	17	中微公司	205741.02
8	中兴通讯	333033.35	18	罗博特科	200816.78
9	寒武纪-U	293587.46	19	赛力斯	194294.55
10	东山精密	280959.61	20	协创数据	184159.85

数据来源：Wind。

（三）并购重组新规导致“壳价值”大幅度波动

2024年9月24日，作为活跃股票市场的一揽子政策的组成部分，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，通过六个方面助力企业并购重组。

备受市场关注的是，监管部门提出支持跨行业并购、支持上市公司收购未盈利资产。股票市场也对此政策反响强烈，并购概念板块在文件发布之后仅一个月便上涨超过40%，多只个股股价翻倍，“科技并购”成为A股企业并购的主要方

向。重组概念股一度成为市场资金关注的主要热点，“炒小”“炒差”再次成为热点话题，业绩与股价明显的背离反映出市场短期情绪的非理性。

2024 年 12 月，有关部门重新强调：重点鼓励产业重组，注重并购重组的质量和产业协同效应，鼓励上市公司围绕自身主业和产业链进行整合，以实现产业升级和优化资源配置，推动实体经济的发展。不鼓励借壳重组和跨界重组等投机行为，从严监管盲目跨界并购交易、严厉打击“重组套利”市场乱象，引导市场回归理性投资，避免过度投机的情况出现，维护市场的稳定健康发展。

在此基础上，市场投机气氛逐步消散。2024 年 12 月 12 日至 2025 年 1 月 6 日，微盘股指数下跌 22%。同样的场景在 2023 年末和 2024 年初也曾经上演。2023 年末，微盘股指数在单边上涨后也同样迎来一波急速暴跌。但是二者的涨跌原因有所不同。2023 年第四季度微盘股上涨主要是由于暂缓 IPO、“壳价值”升值。各大量化机构在小盘股上趋同交易严重，在交易拥挤的情况下，微盘股流动性危机的出现使得交易出现踩踏，进一步加剧抛售行为。2024 年第四季度微型股快速上涨的直接原因是重组新规的出台，当市场出现过度投机之后，监管部门采取了正确引导措施，微型股普遍出现了大幅度修正。

表 4 2024 年第四季度股票涨跌情况（按照年初市值排序）

市值分组	10.07-12.12 市值涨跌幅	12.13-12.31 市值涨跌幅
2000 亿以上	-0.57%	1.68%
1000-2000 亿	-0.92%	-2.22%
500-1000 亿	4.64%	-3.62%
300-500 亿	3.82%	-4.94%
100-300 亿	8.49%	-6.86%
50-100 亿	19.66%	-10.15%
30-50 亿	23.99%	-11.70%
30 亿以下	30.84%	-13.23%
总计	5.64%	-3.85%

数据来源：Wind。

（四）被动管理型基金增长规模超过主动管理型基金

2024 年 A 股市场主要类型基金的年度平均涨幅均为正值，QDII 基金全年平均收益率超 12%，居涨幅榜首，股票型基金受益于市场行情推动，全年平均收益率超 8%。偏债混合型、平衡混合型以及偏股混合型基金等混合型基金的全年平均收益率均录得 4%左右。

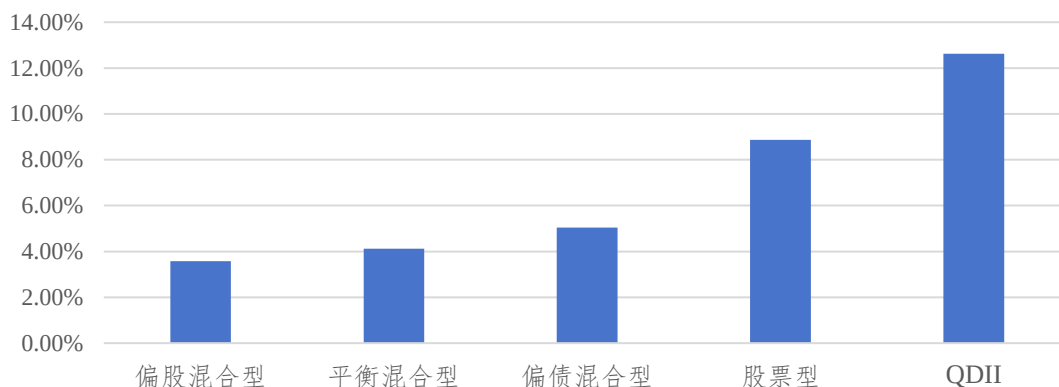


图5 2024年A股市场主要类型基金平均收益率(%)

数据来源：天天基金网。

股票型基金管理规模在2024年继续稳步扩张，其发行节奏仍能保持相对活跃状态。而混合型基金管理规模下行至3.5万亿元左右，相较于2023年初的4.8万亿元以及2024年初的3.7万亿元，已连续2年呈现缩水趋势。

以股票型、混合型以及FOF型基金为代表的主动管理型基金的资产规模扩张出现乏力，而ETF基金规模快速扩张。自2023年6月以来，主动管理型基金资产规模最低点较期初缩水超8000亿元，资产规模在2024年的较长一段时间内进入平台期，直至2024年9月，资产管理规模才开始出现较大涨幅。相比之下，ETF资产作为被动管理型基金逐渐成为市场新的“宠儿”，即使是在2024年初处于调整状态的市场，ETF资产规模依然逆势扩张，截至2024年底，其资产管理规模相较于2023年6月扩张超100%，且仍然处于积极扩张的状态。

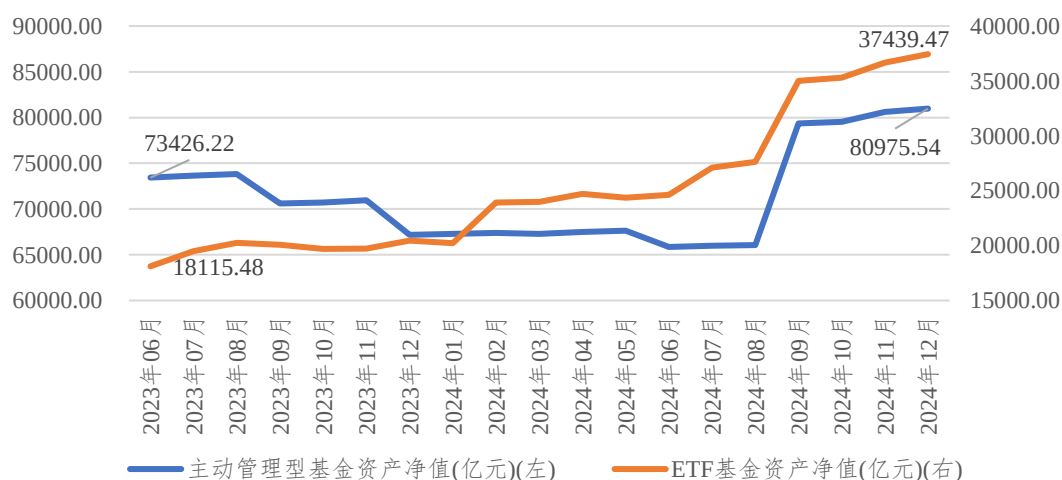


图6 主动管理型基金和ETF基金管理规模变化

数据来源：Wind。

二、2025 年市场展望

（一）美联储降息放缓，中美利差进一步扩大

美国的 10 年期国债收益率是全球资产定价之锚，中美利差影响股市的资金流动，这是美国货币政策影响中国股市的基本逻辑。

美联储于当地时间 2024 年 12 月 18 日宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间调整为 4.25%~4.5%。然而，在此次会议上，美联储释放了明显的鹰派信号。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储今后考虑调整政策利率时应该会更加谨慎。该言论发布之后，美元指数快速上涨，离岸人民币、日元等货币纷纷贬值，黄金和比特币价格均出现下跌。特朗普的对内减税和对外加税政策无疑会推高美国的通胀，利率的走高将使美国的财政赤字进一步加剧，其政策主张能否实施有待进一步观察。

2025 年我国的货币政策基调是适度宽松。市场预期人民银行将继续降息、降准，我国的长期国债收益率快速走低，至 2025 年初，我国的 10 年期国债收益率已经跌至 1.6% 左右，比美国的 10 年期国债收益率低约 300 个基点。中美利差进一步扩大增加了人民币汇率的压力，不利于国内资产价格的稳定。

（二）实际利率偏高影响货币政策效果，商业银行业绩承压

2024 年 9 月以来，我国通过降准降息、创设新的货币政策工具引导利率下行，降低上市公司的融资成本，提升了机构的资金获取能力和股票增持能力，改善了上市公司的融资环境。但是，当前消费物价走低，实际利率偏高，影响着货币政策的效果。

尽管当前的名义利率为历史最低，但实际利率却处高位，其结果是居民储蓄意愿上升，而贷款与投资意愿下降。最近 10 年，我国实际存款利率大多年份是负数，存定期存款意味着财富的缩水，其政策效果是刺激投资和消费。但最近两年，随着消费物价的走低，实际存款利率已经是正值，其政策效果是刺激储蓄的快速增长，2023 年我国居民储蓄存款增加了 16.67 万亿元，2024 年前 11 个月我国居民存款增加了近 19.39 万元。居民储蓄存款大幅增加的同时，按揭贷款余额却出现减少。存款增加的同时必然出现居民消费下滑，经济循环受阻。

尽管 2024 年出现降息，但当前的实际贷款利率却处于 10 年的较高位。2025 年的货币政策基调是适度宽松，利率有望进一步降低。在消费物价持续处于低位

的背景下，实际贷款利率一直居高不下，影响了企业和居民的信贷需求，商业银行的存贷款利差持续收窄，商业银行的盈利增长难以与股价保持同步。

表 5 最近 10 年我国的实际存贷款利率

年份	CPI	1 年期存款利率	1 年期贷款利率	实际存款利率	实际贷款利率
2015	1.4%	1.50%	4.35%	0.10%	2.95%
2016	2.0%	1.50%	4.35%	-0.50%	2.35%
2017	1.6%	1.50%	4.35%	-0.10%	2.75%
2018	2.1%	1.50%	4.35%	-0.60%	2.25%
2019	2.9%	1.50%	4.15%	-1.40%	1.25%
2020	2.5%	1.50%	3.85%	-1.00%	1.35%
2021	0.9%	1.50%	3.80%	0.60%	2.90%
2022	2.0%	1.50%	3.65%	-0.50%	1.65%
2023	0.2%	1.10%	3.45%	0.90%	3.25%
2024	0.2%	1.10%	3.10%	0.90%	2.90%

数据说明：2024 年 CPI 采用 11 月数据，其余年份 CPI 数据均为年底数据；1 年期定存利率来自中国人民银行，1 年期贷款利率由 2019 年 8 月改革为 LPR，之前为基准利率 4.35%，之后 1 年期 LPR 浮动变化。

（三）政策持续发力才能实现房地产市场止跌回稳目标

从股票走势来看，2024 年 12 月 13 日至 2025 年 1 月 6 日，房地产行业指数下跌了 19%，而同期上证指数只下跌了 7%。股票市场的投资者非常关注房地产行业的高频数据，股价走低反映了房地产行业的数据正在走弱，2024 年 9 月末的一揽子刺激政策效果正在消退。

当前，房地产市场面临的主要挑战和矛盾是房地产开发商的债务风险，而迄今为止的房地产政策着力点是以刺激需求为主，在未能化解主要房地产企业债务风险的背景下，房地产市场难以企稳。当前，房地产开发企业的债务风险有以下两个特点。

第一，民营控股的龙头企业陷入债务危机。在资产负债规模排名前十的房地产企业中，恒大、碧桂园、融创、绿地这四家企业已经出现债务违约，到目前为止，只有保利发展、中海地产、招商蛇口和华润置地四家国有控股企业没有出现债务违约。资产负债规模排名前 50 强的房地产开发商已经有 70%出现了公开债务违约。

第二，龙头房地产企业事实上已经存在“大而不能倒”的难题。债务规模最大的 10 家房地产开发企业的债务余额超过 10 万亿元。房地产企业如此大规模的负债在国际上没有先例，在国内也没有其他非金融行业存在类似的情形。如果不

能采取有效措施化解房地产开发企业的债务风险，仅刺激住房需求是难以扭转市场预期的。

党中央和国务院高度关注房地产开发企业的债务风险，并且采取了一系列行动。为了推动城市房地产融资协调机制落地见效，人民银行等部门出台了房地产项目“白名单”融资政策。根据住建部公布的数据，纳入“白名单”的项目融资总额将达到4万亿元，但这只是融资计划，并不意味着纳入“白名单”的项目就能够获得融资支持，商业银行不敢放贷的原因是这些项目的母公司存在债务风险。

我们认为，当前影响我国房地产市场稳定的因素有很多，当务之急是要采取措施缓解房地产企业的债务风险。房地产走势影响的不仅是房地产行业及其相关产业上市公司的股票表现，更对经济全局都产生重要影响。

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。