



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

徐海洋 张江涛

2021年5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。

机构“抱团股”盛极而衰

摘要

2021年一季度，所谓的“核心资产”股票冲高回落，表明基金抱团投资行为出现松动。

“核心资产”冲高回落的主要原因是估值回归。经过过去两年多的股价持续上涨，以白酒、新能源等为代表的“核心资产”估值水平已经偏离正常范围，股价下跌是估值回归的需要。

新股发行节奏放缓，使得借壳重组的行为升温，在一定程度上动摇了机构抱团“核心资产”的信心。

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，尤其要关注物价上涨对货币政策的影响。

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
- 徐海洋
华安证券研究所所长
- 张江涛
国寿投资控股有限公司
高级投资分析师

【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
对外部门资产负债表
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 年一季度中国股票市场运行情况回顾.....	1
二、本季度股市运行的特点：机构抱团行为出现松动	2
（一）基金抱团式投资行为的表现.....	2
（二）基金“抱团”投资的原因分析.....	3
三、主要行业的市场表现	8
（一）钢铁行业：供需缺口助推盈利回升.....	8
（二）公用事业：“碳中和”推动行业重估.....	9
（三）银行：基本面向上确定性高.....	9
（四）建筑装饰：节能减排成为行业主线.....	10
（五）国防军工：股价由强转弱.....	10
（六）通信行业：行业整体超预期因素有限.....	10
四、市场展望：股市生态正在蜕变	11
（一）影响 2021 年股市的敏感因素是货币政策.....	11
（二）注册制改革的进程正在发生变化.....	12
（三）经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响.....	12

一、2021 年一季度中国股票市场运行情况回顾

2021 年一季度，A 股市场的走势是冲高回落（和我们在上一份报告里预测的结论一致）。主要指数在农历春节前延续了上个季度的上升趋势，但在春节之后的第一个交易日高开低走，从二月中旬开始市场快速回落。

本季度上证综指累计下跌 0.80%，沪深 300 指数下跌 3.13%，创业板指数上涨 7.00%。与全球主要股市横向对比来看，一季度 A 股表现明显弱于其他主要国家的股市（见图 1）。

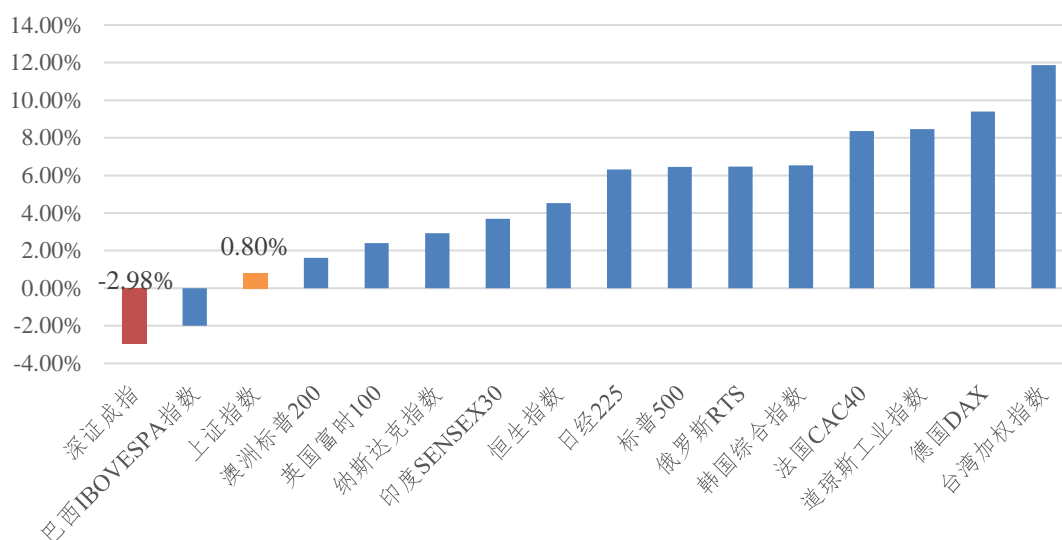


图 1 全球重要股指 2021 年一季度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

我们在 2020 年的股市运行报告中曾多次提到股市的分化现象，2020 年股市分化的表现是上证 50 指数走势明显强于中证 500 指数，即蓝筹股走势明显强于中小市值公司的股票，而 2021 年一季度的表现与过去几个季度正好相反。代表蓝筹股的上证 50 指数走势明显弱于代表中小市值公司的中证 500 指数（见图 2），这是股市运行出现新特点的信号。

市场波动加剧表明市场的分歧加大。从 1 月份开始，主要股指连续三个月的波动幅度都在 10% 左右，沪深 300 指数的季度波动幅度为 20.1%，上证 50 指数的季度波动幅度为 21.6%，创业板指数的季度波动幅度为 29.4%，这与 2015 年第二季度的波动幅度较为接近（沪深 300 指数、上证 50 指数、创业板指数的季度波动幅度分别为 34.1%、34.9%、72.1%）。需要补充说明的是，2015 年二季度股市出现了大幅度波动，市场称之为“股灾”。

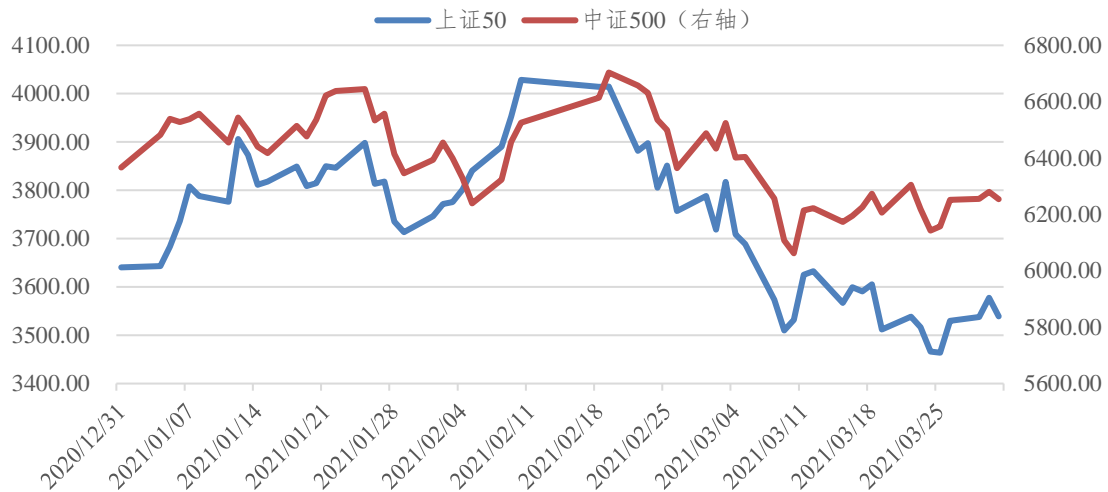


图2 上证50与中证500指数2021年一季度走势比较

资料来源：Wind。

股市在2021年一季度出现如此剧烈的波动值得市场所有参与者高度重视。我们认为，市场的这一表现是宏观政策出现转折的信号。随着疫情基本得到控制，A股市场的投资者预期国内金融政策和财政政策将边际收紧，3月初召开的“两会”传递了同样的政策信号。根据政府工作报告，我国2021年的GDP增长目标是6%，明显低于市场预期，财政赤字数量和专项债规模也低于2020年，边际收紧的信号十分明确。而美联储当前的货币政策目标是促进就业，并且明确表态在2022年之前不会采取收紧措施，这也是美国股市不惧美国十年期国债收益率大幅度上升的主要原因。

二、本季度股市运行的特点：机构抱团行为出现松动

（一）基金抱团式投资行为的表现

所谓“抱团”式投资是指同一个基金管理公司管理的基金集中持有某一家上市公司股票或某一行业股票的行为。众多机构共同投资一只股票或集中投资一个行业的行为也可以视为“抱团”。

2020年股市运行的最重要特点是机构抱团式投资行为越演越烈，少数股票（占市场数量的5%左右）价格持续上涨，而占市场总量70%的股票价格持续下跌，股价走势出现严重分化。股价分化的总体趋势是大盘蓝筹股上涨，中小盘股普遍下跌。

我们将上市公司按照市值的大小分为六组，市值 500 亿元以上各组别股票共计 232 只，占上市公司数量的 6%，我们称之为“蓝筹股”，它们在 2020 年第四季度平均上涨幅度超过 10%；而 100 亿元以下各组别股票数量共计 2575 只，占市场总数量的 69%，这些公司大多数属于绩差股或小盘股，它们的平均股价在 2020 年第四季度都是下跌的。蓝筹股快速上涨而绩差股和小盘股快速下跌，形成强烈的反差，市场人士形象地总结为“漂亮 100，悲惨 3000”。

机构抱团式投资行为可以从机构重仓股的名单中得到佐证。表 1 是 2020 年四个季度基金持仓前十位的股票名单，从该名单看，四个季度基金的重仓股有一定的变动，但不变的是，白酒行业的贵州茅台和五粮液一直名列前茅，在第四季度的基金重仓股名单里，白酒类股票占了三席。无疑，白酒行业的股票是基金重仓抱团的对象。

表 1 2020 年四个季度基金持仓前十位股票占比 (%)

2020 年四季度		2020 年三季度		2020 年二季度		2020 年一季度	
股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例
贵州茅台	5.51	贵州茅台	4.74	贵州茅台	4.41	贵州茅台	4.46
五粮液	4.43	五粮液	3.85	立讯精密	3.41	五粮液	2.49
宁德时代	2.51	立讯精密	3.13	五粮液	3.19	立讯精密	2.40
美的集团	2.41	隆基股份	2.91	长春高新	2.38	万科	1.96
中国中免	2.23	中国中免	2.06	恒瑞医药	1.90	恒瑞医药	1.92
隆基股份	2.19	美的集团	1.82	隆基股份	1.62	迈瑞医疗	1.79
泸州老窖	2.12	迈瑞医疗	1.81	宁德时代	1.54	长春高新	1.75
中国平安	2.05	宁德时代	1.76	中国中免	1.51	中兴通讯	1.41
迈瑞医疗	1.94	泸州老窖	1.66	迈瑞医疗	1.50	格力电器	1.39
立讯精密	1.85	顺丰控股	1.64	万科	1.35	保利地产	1.34

资料来源：Wind。

基金的抱团投资行为还可以从龙头基金管理公司的持仓信息中得到验证。从 2020 年第四季度基金信息看，易方达基金管理公司旗下的基金在 2020 年末持有的 10 大重仓股中，有 6 只是白酒行业的股票，分别是五粮液、贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒，6 只白酒类股票的市值近 800 亿元。

(二) 基金“抱团”投资的原因分析

基金采取抱团式投资与当前正在进行的注册制改革有关，也与基金管理制度的缺陷有关。

1. 注册制改革导致资金向蓝筹股集中

注册制改革的目的是减少新股发行过程中的行政控制，该项改革正在深刻改变 A 股的价格形成机制。在审批制或核准制的背景下，A 股存在“壳价值”，并形成了与“壳”有关的一系列投资行为。新股发行制度从核准制向注册制过渡的过程，是“壳价值”逐步消亡的过程，对市场的价格形成机制产生了深远影响。在其他条件不变的情况下，股本较小的上市公司的壳价值高于股本较大的公司，即壳价值与股本呈反比。这意味着小盘股中每股包含的壳价值更高，同时，壳价值的波动对小盘股的影响较大，对大盘股的影响程度较小。

2020 年下半年，新股发行速度加快，标志着注册制改革加速推进，受此影响，壳价值也快速贬值。统计数据显示，超过 50% 的股票价格出现下跌，下跌的股票主要是中小市值的股票，其原因在于投资者大多选择蓝筹股而回避了中小市值的股票。

在注册制改革快速推进的同时，基金发行也在加速。2020 年共有近 3 万亿通过基金流入股市，大量资金集中入市为蓝筹股的持续上涨不断增加动力。

蓝筹股的上涨还造成资金的虹吸现象。在蓝筹股与绩差股走势分化的刺激下，有些散户投资者选择卖出手中持有的绩差股并加入基金投资者队伍，加剧了绩差股的下跌，让基金抱团行为进一步得到强化。

2. 基金抱团式投资行为的制度原因

从监管的角度看，为了规范基金的投资行为，防止出现基金利用资金优势进行股价操纵，政策文件对基金的持股集中度有过明确的规定，但是由于市场快速发展，有些规定已经不能起到应有的作用。现行的有关基金投资交易的规定涉及以下两个规范性文件。

2014 年 7 月 7 日出台的《公开募集证券投资基金运作管理办法》（中国证监会公告〔2014〕36 号）第十二条规定，“基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：（1）一只基金持有一家公司发行的证券，其市值超过基金资产净值的百分之十；（2）同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的百分之十”。

2017 年 8 月 31 日出台的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2017〕12 号）第十五条规定，“同一个基

金管理人管理的全部开放式基金持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的 15%；同一基金管理人管理的全部投资组合持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的 30%”。

对比上述两个规范性文件可见，2017 年出台的关于基金持股比例的规定较之前大幅度放宽。正是此项规定让基金操纵股价的行为获得了合法性。

对于我国股票市场而言，存在一个特殊的股权结构，即国有股占比仍然相当大，这些国有股虽然获得了流通的权利，但事实上是不流通的，实际流通的股票一般不超过总股本的 50%。以贵州茅台为例，贵州省国资委所属的茅台集团持股占 60% 以上，真正流通的股份只有总股本的 30% 左右，持有 30% 的流通股就意味着控制了大部分实际流通的股票，几只基金共同锁仓就可以基本控制一只股票的所有流通筹码。

当前的基金规模总量已经超过 20 万亿元，股票型基金和混合型基金的规模总量已经超过 5 万亿元，单只基金的规模也动辄超过数百亿元。目前，已经有几位基金经理每人管理的基金规模接近 1000 亿元，排名靠前的基金管理公司管理基金规模都在 3000 亿元以上。因此，即便是 10% 的基金资产也是相当巨大的数字，这些资金足够操纵一个公司乃至一个行业的股价。

显然，同一个基金管理公司所有基金持有同一家公司的股票不能超过净值的 30% 是不合适的。

此外，基金采取“抱团”式投资与基金管理公司的激励机制不合理有关。当前的基金是按照管理的资金规模收费，因此，基金管理人只关心基金的规模，对基金投资者的长期收益并不关心。基金管理公司对基金经理的考核和激励制度同样存在短期化的倾向。市场每个季度都有业绩排名，基金经理在短期排名的压力下，往往只关注短期利益，成为“抱团”式投资的被动接受者。

3 基金抱团行为为何出现松动？

上述分析表明，基金抱团式投资行为产生于一定的背景和条件，当这些条件出现变化，基金的抱团式投资行为就会出现松动甚至瓦解。

从基金重仓股的表现看，基金抱团行为出现松动的时间出现在 2021 年 2 月份。在 2021 年初，几乎所有的基金重仓股都有较大的涨幅，但 2 月份和 3 月份均出现明显的下跌（见表 2）。

表 2 2020 年末公募基金前 10 大持仓股在 2021 年一季度月度涨跌幅

序号	代码	名称	1 月涨跌幅 (%)	2 月涨跌幅 (%)	3 月涨跌幅 (%)
1	600519.SH	贵州茅台	9.48	0.31	-5.36
2	000858.SZ	五粮液	1.48	-3.83	-4.29
3	601318.SH	中国平安	-7.92	7.71	-7.61
4	000333.SZ	美的集团	0.36	-3.37	-11.66
5	300750.SZ	宁德时代	4.15	-9.00	-0.02
6	0700.HK	腾讯控股	21.81	-2.79	-7.92
7	601888.SH	中国中免	11.74	4.73	-0.59
8	000568.SZ	泸州老窖	14.58	-8.73	-4.33
9	601012.SH	隆基股份	18.53	-2.87	-15.76
10	300760.SZ	迈瑞医疗	7.25	-6.78	-4.52

资料来源：Wind。

基金抱团行为出现转折的具体时点是 2021 年 2 月 18 日，是农历新年之后股市的第一个交易日。春节期间海外市场持续上涨，加上基金持续热销的刺激，市场人气高涨，当日，市场成交超过 1 万亿元。但基金“抱团股”均高开低走，2 月 22 日基金“抱团股”再次出现价跌量增的走势，宣告这一轮抱团投资行为的暂时结束。

抱团式投资行为的瓦解是可以预期的，我们在 2020 年的年度报告里已经作出了提示。因为大多数基金的重仓股估值已经严重偏高，尤其是白酒和新能源行业的股票，这些股票的估值在今年 1 月份已经处于历史极值状态（具体分析参见上一季度股市分析报告）。

基金抱团行为瓦解的另外一个原因是新股发行明显减速。2020 年第三季度和第四季度的新股融资规模均在 2000 亿元人民币左右，而 2021 年第一季度的融资总额只有 761 亿元（见表 3），与 2020 年上半年的融资节奏一致，比 2020 年第三季度和第四季度的融资规模减少 50% 以上。我们认为，新股发行减速的主要原因是来自二级市场的压力。由于绩差股价格持续下跌，投资者面临的风险越来越大。而抱团式投资行为的形成原因是注册制改革的快速推进导致壳价值贬值，新股发行减速对应的则是壳价值升值，因此绩差股必然受到资金的关注，蓝筹股就处于相对弱势。

表3 上交所和深交所各板块 IPO 情况统计

统计时间	沪市主板		科创板		深市中小板		创业板		沪深两市合计	
	数 量	金额 (亿元)	数 量	金额 (亿元)	数 量	金额 (亿元)	数 量	金额 (亿元)	数 量	金额 (亿元)
2019年合计	52	996.95	70	824.27	26	344.66	52	301.22	200	2467.1
2020年1季度	10	395.92	24	288.84	5	22.81	12	73.04	51	780.61
2020年2季度	17	213.3	22	213.11	12	93.86	16	86.24	67	606.51
2020年3季度	31	206.06	67	1242.72	18	108.95	51	417.9	167	1975.63
2020年4季度	28	80.07	27	1752.09	18	144.07	26	309.23	100	2285.46
2020年合计	86	895.35	140	3496.76	53	369.69	105	886.41	385	5648.21
2021年1季度	21	189.58	36	334.17	10	47.07	33	190.48	101	761.30

资料来源：Wind

注：深圳证券交易所主板已与中小板合并。

从2021年第一季度的交易数据可以清晰地看到绩差股再次受到资金重视的信号，一季度上涨幅度最大的20只股票基本都是绩差股（见表4）。

表4 2021年一季度上涨幅度最大的20只股票（2021年上市新股除外）

涨幅排名	证券代码	证券简称	2021年1季度 涨跌幅（%）	所属申万 一级行业
1	000980.SZ	*ST众泰	195.59	汽车
2	002280.SZ	*ST联络	125.71	计算机
3	603098.SH	森特股份	125.09	建筑装饰
4	002658.SZ	雪迪龙	121.92	公用事业
5	000673.SZ	*ST当代	116.10	传媒
6	000918.SZ	嘉凯城	111.18	房地产
7	000966.SZ	长源电力	107.23	公用事业
8	600392.SH	盛和资源	103.86	有色金属
9	688198.SH	佰仁医疗	101.51	医药生物
10	003022.SZ	联泓新科	100.13	化工
11	002176.SZ	*ST江特	99.44	电气设备
12	688202.SH	美迪西	98.19	医药生物
13	300859.SZ	西域旅游	95.83	休闲服务
14	002810.SZ	山东赫达	89.01	化工
15	600744.SH	华银电力	88.14	公用事业
16	000027.SZ	深圳能源	81.55	公用事业
17	002730.SZ	电光科技	78.95	机械设备
18	603801.SH	志邦家居	74.85	轻工制造
19	603126.SH	中材节能	73.74	公用事业
20	002534.SZ	杭钢股份	73.16	电气设备

资料来源：Wind。

三、主要行业的市场表现

2020年第四季度的热点行业（如军工、食品饮料等）在本季度的表现均处于弱势，周期类行业（钢铁、建筑、化工等）在本季度则表现强势（见图3）。

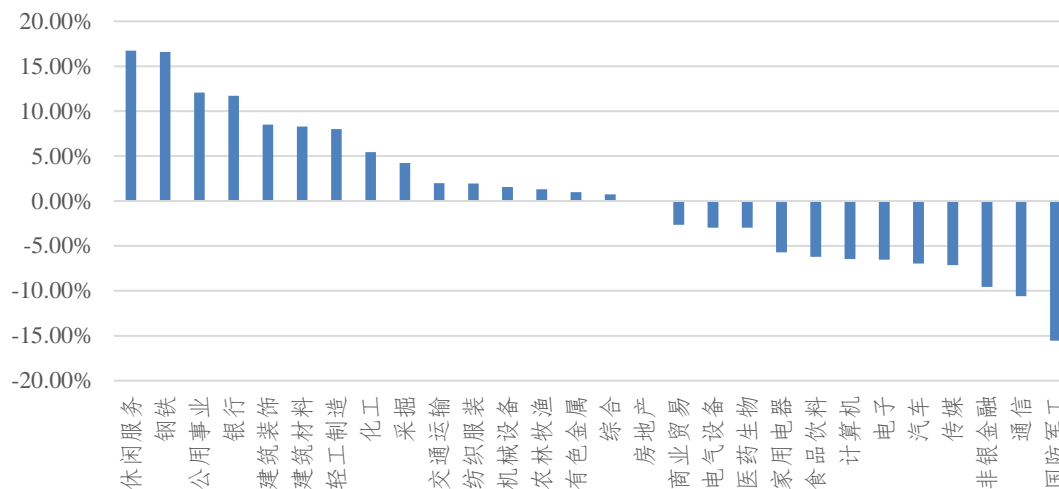


图3 28个申万一级行业2021年一季度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

市场预期随着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，将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，受其影响大宗商品价格持续上涨，对重化工业股票均有正面刺激作用。以下是我们重点关注行业的表现：

（一）钢铁行业：供需缺口助推盈利回升

钢铁行业十分罕见地出现在了季度行业涨幅排行榜上。2021年第一季度，申万钢铁行业指数上涨16.58%（特种钢指数上涨5.90%），在所有行业涨幅排行中位列第二。其中，普钢公司一季度上涨22.28%，对行业指数上涨起关键作用。

钢铁行业在普钢带领下表现强势，有比较清晰的基本面支撑。2021年以来，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比较强劲，而在“碳达峰”“碳中和”的政策大背景下，压减粗钢产量预期明确，钢铁行业去产能将造成供给收缩。3月中旬以来，钢厂开工率小幅回落，钢铁供求之间出现明显缺口。在钢材市场上，截至2021年4月2日，普钢综合价格指数达到5433元/吨，创2011年以来新高。加之原料端铁矿石、焦炭供给价格偏软，钢铁股面临业绩、估值同步提升的板块性机会。

(二) 公用事业：“碳中和”推动行业重估

以往表现温和的公用事业类公司，在第一季度也有出色表现。申万公用事业指数一季度上涨 12.05%，位列行业指数涨幅榜第三位。其中，电力、环保类公司表现突出，带动行业指数逆势上涨。雪迪龙、长源电力股价实现翻番以上涨幅，华银电力、深圳能源涨幅超过 80%。

市场对公用事业板块的信心主要来自政策支持。按照相关规划，我国将在 2030 年前实现“碳达峰”、2060 年前实现“碳中和”目标。十四五时期是“碳达峰”的关键期、窗口期，清洁低碳的能源体系建设、绿色可持续发展循环被提升至前所未有的高度，电力公用事业板块升级发展，将获得坚实的政策支持。

从趋势上看，清洁能源和智能电网（配电节能）仍然具备持续关注价值。电力股目前整体估值不高，具备扎实基本面支撑、符合“碳中和”政策方向的水电、风电、气电标的依然值得关注。而输配电缓解的节能减排，也将推动配电网节能公司获得表现机会。

(三) 银行：基本面向上确定性高

本季度银行指数上涨 11.69%，位列行业指数涨幅榜第四。中小城市商业银行领涨行业，南京银行上涨 27.46%，为板块涨幅第一；邮储银行以 23.58% 的涨幅紧随其后；招商银行、建设银行、浦发银行、兴业银行都实现了 15% 以上的涨幅。银行板块整体收益特征比较明显。

银行股第一季度表现出色，与银行基本面经营状况好转的预期有关。2020 年银行采取了力度较大的让利措施，影响了盈利增长，2021 年随着国内疫情基本得到控制，宏观经济强劲复苏的趋势明确，银行盈利预期向上。

尽管房地产和部分工业原材料价格上涨，对物价造成一定压力，货币政策整体中性偏紧，但偏紧的信用环境能够提升银行资产定价能力，加之实体经济信贷需求旺盛，今年净息差企稳预期明确。大行负债成本稳定，净息差走阔的幅度可能更大。

从数据上看，商业银行近三年大力核减处置不良贷款，资产质量明显提升，前瞻性经营指标明显改善。伴随着经济复苏，贷款需求增长，银行资产具备释放收益能力。此外，从去年开始，银行加大财富管理业务布局，财富管理收入成为

去年最大亮点。各大银行在金融科技、理财子资管业务等方面增加投入，投资收益、财富管理等非息收入贡献将得到持续改善，银行有望重新获得市场持续关注。

（四）建筑装饰：节能减排成为行业主线

2021 年一季度建筑装饰公司整体上涨 8.51%，进入各行业指数涨幅前 5 名。从二级行业对比来看，装修装饰（下跌 1%）、房屋建设（上涨 3%）表现一般，专业工程类公司整体上涨 18.07%，是建筑行业绝对龙头。从个股来看，钢结构公司森特股份上涨 125%，中钢国际、鸿路钢构继续强势，涨幅达到 45%。个别园林、基建类公司也有一定表现。

当前，我国基建高峰已过，建筑公司整体难有趋势性表现机会，但在“碳中和”等政策催化下，建筑行业节能减排、绿色建筑逐渐成为行业亮点，也形成了比较明确的几个产业发展方向。一是钢结构公司，与混凝土结构相比，钢结构在环保领域优势明显，无论在公共建筑还是民用领域，钢结构建筑的发展空间都是巨大的；二是装配式建筑公司，目前装配式建筑还没有完全市场化，主要原因是成本问题，随着未来装配式建筑规模扩大，成本劣势逐渐消除，装配式建筑的环保及人工优势将进一步凸显。

（五）国防军工：股价由强转弱

国防军工板块在 2021 年第一季度下跌 15.53%，位列所有行业跌幅之首。其中，航空装备指数下跌 19.4%，而该指数去年全年涨幅实现翻番；地面兵装板块下跌 15.1%；航天装备也有 13% 的跌幅。

2021 年一季度行业明显调整，主要源于去年全年尤其是下半年涨幅巨大，板块个股普遍面临技术性休整需求。但军工行业长期稳健增长的特征不会改变，在估值回落后仍然值得持续关注。

（六）通信行业：行业整体超预期因素有限

通信行业在过去一年里股价表现持续弱于市场整体走势，本季度继续下跌 10.6%，处于各行业跌幅第二位。

从行业整体看，三大运营商的宽带用户 ARPU 值和移动用户 ARPU 值均遭遇瓶颈，进入缓慢增长通道，通信行业需求扩张有赖于技术革新带来的资本开支

扩张。但目前来看，2021年三大运营商5G基站主设备的资本开支规模（不含核心网、传输等配套设施）基本与2020年持平，行业整体超预期因素有限。

但考虑到通信运营公司估值水平处于历史低位，低估值和相对稳定的持续盈利能力，值得稳健资金予以关注。而伴随头条、字节跳动、拼多多等二线互联网公司的崛起，IDC服务需求仍在快速扩张，网络设备和数据中心建设仍是行业主流热点线索。

四、市场展望：股市生态正在蜕变

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。

决定货币政策是否转向的关键因素是物价指数，投资者关注中国物价指数的同时，还需要关注美国的物价指数，如果美国的物价指数超过预期，则美联储也将面临货币政策转向，对全球资本流向产生较大影响。截至2021年4月中旬，美国的10年期国债收益率已经快速回升至1.6%以上。尽管美联储一再重申2023年之前美国不会加息，但全球大宗商品价格持续上涨，迫使美联储不得不考虑货币政策回归常态化的问题。

此外，今年一季度钢铁、铜、化工等价格均出现较大幅度上涨，4月9日召开的国务院常务会议发布的新闻稿开始关注原材料的价格上涨问题，说明决策层

已经把控制物价放在重要位置。

（二）注册制改革的进程正在发生变化

我们在上一份报告里预言“注册制改革应该关注来自市场的风险和阻力”，该结论在第一季度得到了验证。第一季度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。

（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，短期内将对房地产投资产生负面影响。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。

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。