



NIFD

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

【2019年年度】

NIFD 季报

主编：李扬

股票市场

尹中立

徐海洋

2020年2月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，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。

摘要

2019 年度股市运行总体格局是先扬后稳，第四季度的股指波动幅度只有 10%左右。股市呈现三大特点：一是股价结构分化，大盘蓝筹股得到资金的持续关注，股价持续上涨，绩差股总体走弱；二是科技股成为市场持续热点，信息产业、新能源汽车、生物工程等行业的上市公司股票估值不断上升；三是境外投资者对 A 股市场的影响日渐增加，陆港通资金已经成为观察市场走势的方向标。

科创板推出是年度最重要的事件。科创板推出的前五个月，市场运行总体平稳，但新股发行定价偏高，二级市场定价严重偏高，随着科创板上市公司数量的增加，股价已经出现大幅度回落，将来依然存在估值回归的压力。科创板实施的注册制对 A 股市场有深远的影响。

年底《证券法》修订在全国人大表决通过，这是中国资本市场发展过程中具有里程碑意义的事件。

展望 2020 年，人民币汇率趋稳，外资配置 A 股的需求持续增加，蓝筹股继续得到关注。市场无风险收益率持续走低，有利于股市活跃，但受注册制扩容的影响，绩差股的壳价值继续贬值，绩差股的股权质押风险上升。新证券法的实施，意味着我国资本市场沿注册制方向加速前进，但其途充满风险和挑战，需要监管部门把握好股票市场的改革、发展与稳定之间的关系。

在国内产业政策的配合与引导下，龙头科技股将成为未来市场关注的焦点，资本市场将为中国经济的结构转型提供原动力。

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

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

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、2019 年第四季度股市运行的基本情况	1
二、本季度股市运行的特点	2
(一) 周期类股票出现明显反弹	2
(二) 科技股受到关注	3
(三) 退市与保壳的博弈加剧，ST 类股价波动剧烈	5
(四) 上市公司“壳”价值继续贬值	6
三、科创板市场股价出现回归走势	8
四、新《证券法》修订通过	9
(一) 证券法修改的主要内容	10
(二) 新法实施过程中需要关注的风险因素	11

一、2019 年第四季度股市运行的基本情况

2019 年第四季度，我国股市运行基本平稳，上证综合指数运行区间在 2850 点至 3050 点，沪深 300 指数运行区间在 3800 点至 4080 点，创业板指数运行区间在 1600 点至 1800 点。期间，上证综合指数上涨 4.99%，沪深 300 上涨 7.39%，创业板指数上涨 10.48%。

本季度主要指数的振幅均在 10%以内，是 2018 年以来主要股票指数的最小季度振幅。季度振幅与 2016 年、2017 年类似。

值得一提的是，12 月股市出现新一轮上升势头，上证指数在年底收至 3050 点，该点位是 2019 年的次高位，上证指数曾经在 2019 年 7 月初及 9 月中旬两次触及该点位但均无功而返，年末收在此点位让市场对新的一年充满期待，2020 年元旦节后的第一个交易日主要指数均跳空高开，突破了 2019 年的次高位，市场信心倍增。这似乎在重复 2018 年底的情形，2018 年 12 月底至 2019 年 3 月初股市出现了 20%的涨幅，被市场称之为“春季躁动”。

本季度由陆港通渠道进入 A 股的“北上资金”流入 729 亿元人民币，超过上个季度，创年度新高。其投资风格和理念对市场的影响日益明显，“北上资金”买入的股票以蓝筹股为主，主要集中在传统的两大领域，即大消费领域（格力、美的、伊利、五粮液、贵州茅台）、大健康领域（迈瑞医疗）。此外，本季度外资将高科技类公司纳入其中，以宁德时代和韦尔股份为典型代表，前者的产品是新能源电池，后者主要业务是存储芯片。

表 1 2019 年第四季度陆港通净买入额前 20（单位：亿元）

排序	股票名称	净买入金额	排序	股票名称	净买入金额
1	格力电器	109.83	2	美的集团	84.22
3	五粮液	55.50	4	中国平安	50.54
5	京东方 A	35.43	6	立讯精密	31.52
7	招商银行	22.98	8	贵州茅台	21.01
9	万科 A	19.65	10	工商银行	19.24
11	兴业银行	18.81	12	宁德时代	18.27
13	宝钢股份	17.05	14	海尔智家	16.57
15	中信证券	16.38	16	江苏银行	16.23
17	韦尔股份	16.22	18	汇川技术	16.20
19	伊利股份	15.59	20	迈瑞医疗	15.02

资料来源：Wind 资讯。

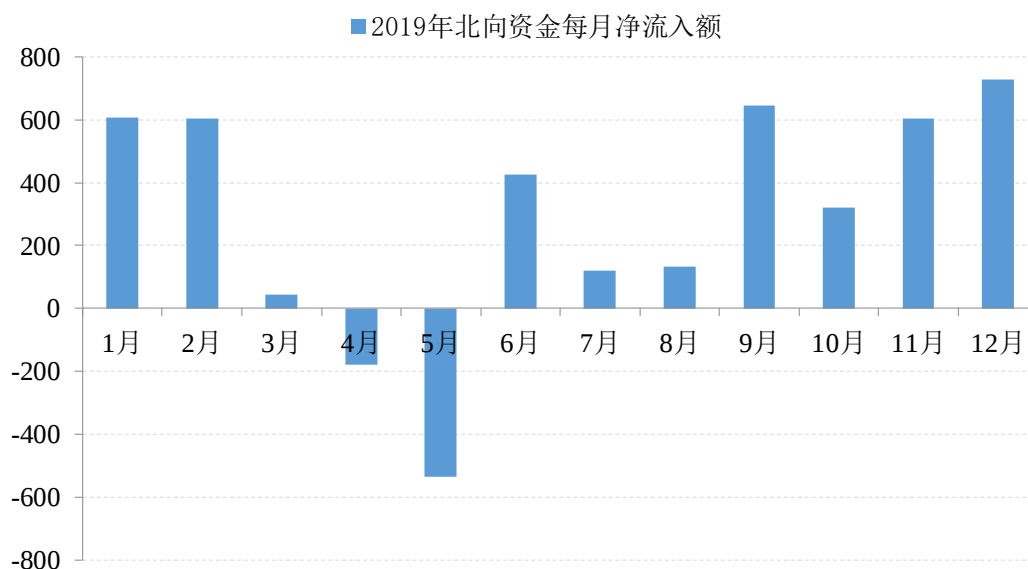


图 1 2019 年全年北向资金月度净流入额（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯。

二、本季度股市运行的特点

（一）周期类股票出现明显反弹

从统计数据看，本季度的建筑材料行业分类指数上涨超过 20%，在所有行业指数中独占鳌头。另外，房地产、钢铁、化工、有色金属这些典型的周期类行业指数涨幅均处在其他行业指数前列。

表 2 2019 第四季度申万 28 个一级行业涨幅排序（单位：%）

排序	行业	涨幅	排序	行业	涨幅
1	建筑材料	21.86	15	农林牧渔	5.68
2	家用电器	14.32	16	医药生物	5.27
3	电子	13.61	17	计算机	4.76
4	传媒	13.22	18	食品饮料	3.30
5	房地产	10.44	19	机械设备	3.07
6	有色金属	8.72	20	交通运输	2.94
7	非银金融	8.34	21	纺织服装	2.66
8	轻工制造	7.92	22	休闲服务	1.81
9	电气设备	7.23	23	通信	0.58
10	钢铁	7.05	24	建筑装饰	0.26
11	化工	6.99	25	公用事业	-0.43
12	汽车	9.92	26	商业贸易	-1.06
13	综合	6.63	27	采掘	-1.21
14	银行	6.42	28	国防军工	-1.68

资料来源：Wind 资讯。

第四季度，有分析师提出“库存周期将见底反弹”，其主要观点是，持续几年的投资增速下滑，伴随着企业的库存减少，根据以往企业库存周期运行的特点来判断，此轮投资下滑的库存周期已经接近底部，企业将面临补库存的操作。库存周期见底意味着需求增加，周期类产品的价格也将随之回升，企业的盈利将增加。

库存周期见底的观点还需要市场来检验。从经济运行的逻辑看，房地产投资是周期类产业最主要的影响因素。2015 年以来，房地产投资一直处在持续上升的状态，2018 年的房地产投资增速是 9.5%，2019 年的房地产投资增速一直在 10% 以上。从房地产市场运行的情况看，房地产投资总额、商品房销售面积与销售额均处在历史峰值，短期内继续增长的概率较小。一旦房地产投资出现减速下滑，与之相关的周期类行业难以有好的表现。

（二）科技股受到关注

本季度的科技股继续受到追捧，其中：半导体行业指数上涨

16.3%，锂电池行业指数上涨 14.75%，互联网行业指数上涨 13.83%，芯片行业指数上涨 12.7%，信息安全行业指数上涨 8.65%，操作系统概念指数上涨 8.20%。上交所科技 ETF 涨幅为 22.83%，远高于大盘涨幅。

科技股受到市场的持续关注有深刻的原因。在中美贸易战引爆之后，科技创新的紧迫性空前增加。一方面，随着逐渐进入工业化、城镇化的后期，人口增速也大为放缓，依靠人口与资本投入的增长方式已趋尽头，迫切需要提高全要素生产率。另一方面，全球金融危机后，世界的产业链格局与全球分工正在发生深刻调整。近年来，美国对我国高新技术企业的打击更是充分暴露出我国部分关键核心技术（特别是芯片与基础软件）受制于人的短板。基于此，我国对关键核心技术创新、信息系统安全的重视程度空前提高，将加快关键核心技术的研发，其国产替代化进程将大大有利于我国相关行业及上市公司。我们在 2019 年上半年的股市运行报告中已经对此进行过分析，围绕关键领域的国产替代将是未来股市中持续的热点。

第四季度科技股的热点有扩散趋势。有些上市公司的主营业务本与高科技无关，但因为公司开始介入高科技业务，这类股票往往成为短期内市场追逐的明星股。其中，典型代表当属“诚迈科技”。该公司股价从 10 月初开始启动，从 38 元上涨到年底的 125 元，2020 年 2 月初该股价格上涨到 244 元，在不到三个月的时间里股价上涨了 540%。上涨的原因是其子公司开始涉及国产替代的关键核心技术——操作系统。但根据公司的公告资料，到目前为止还没有相关的业务数据公布。

表 3 2019 年第四季度涨幅度最大的 20 只股票（四季度新股除外）

排名	股票	涨幅（%）	2019 年 10 月初市值（亿元）	股价上涨的原因
1	星期六	285.68	33.60	网红
2	诚迈科技	257.52	28.12	操作系统
3	漫步者	199.20	44.57	无线耳机
4	麦克奥迪	191.31	26.43	股权转让
5	壹网壹创	191.20	48.54	新股
6	万通智控	151.13	17.68	胎压监测新规则
7	南宁百货	148.21	21.24	股权变动
8	ST 百特	140.45	9.76	保壳
9	惠发食品	140.43	16.50	
10	鲁商发展	132.23	36.33	收购资产
11	航锦科技	124.49	61.41	涉及芯片业务
12	引力传媒	120.93	20.81	网红概念，回落
13	欣龙控股	111.34	20.89	医用防护材料
14	*ST 信威	106.76	43.27	
15	富临精工	104.45	26.34	
16	*ST 猛狮	99.65	16.23	债务重组
17	麦捷科技	86.02	47.27	业绩拐点，华为
18	万集科技	84.16	50.38	ETC 概念
19	古鳌科技	83.58	17.22	业绩增长
20	晶方科技	82.48	49.56	集成电路

资料来源：Wind 资讯。

（三）退市与保壳的博弈加剧，ST 类股价波动剧烈

第四季度对于已经出现业绩连续亏损的上市公司而言是巨大的考验。为了确保本年度公司业绩不再出现亏损，各种保壳的操作层出不穷。有些通过出售资产来弥补主营业务的亏损，有的争取地方政府的财政支持来弥补亏损。有些无法通过财务操作达到保壳的公司，股价就会出现大幅度下跌；而通过各种方式实现保壳的公司，其股价可能会出现大幅度上涨。本季度壳资源概念指数上涨 9.1%，超过主要指数的涨幅。

表 4 2019 年 10 月初至 2019 年 12 月末跌幅度最大的 20 只股票
(终止上市、暂停上市除外)

排名	股票	涨幅 (%)	2019 年 10 月初市值 (亿元)	股价下跌的原因
1	派思股份	-57.35	117.80	疑似庄股崩盘
2	ST 金贵	-52.37	52.63	大股东资金链断裂
3	科力尔	-39.81	71.76	疑似庄股崩盘
4	东旭光电	-36.97	319.05	债务违约
5	ST 威龙	-36.66	30.79	债务问题
6	创力集团	-35.66	95.67	疑似庄股崩盘
7	新日股份	-33.50	44.02	疑似庄股崩盘
8	三盛教育	-31.71	44.73	疑似庄股崩盘
9	*ST 尤夫	-31.04	50.92	疑似庄股崩盘
10	菲林格尔	-30.44	44.50	疑似庄股崩盘

资料来源：Wind 资讯。

需要关注的是，在第四季度有不少股票出现连续大幅度下跌的现象。这些股票的走势都有共同的特征，即下跌之前股价都曾经出现较大幅度的上涨，之后连续出现跌停板。此类现象与金融去杠杆有一定的关联，2018 年以来，随着资管新规的实施，民营企业的资金链日趋紧张，接近年末，债务问题成为众多企业的生死考验，有些投资者由于在股票二级市场存在资金杠杆，在债务压力下被强制平仓，随之出现股价连续跌停板的现象。

杠杆资金集中爆仓就会引发股市的系统性风险，此风险在 2018 年第四季度几乎被引爆。2018 年 10 月中旬，上证指数下跌到 2500 点左右，很多杠杆资金面临爆仓，在一系列政策的干预下才力挽狂澜。目前，上证指数依然在 3000 点附近徘徊，杠杆资金爆仓的系统性风险并没有远去。

(四) 上市公司“壳”价值继续贬值

随着科创板的开启，注册制发行开始进入实际操作阶段，对存量上市公司“壳价值”的冲击开始逐步显现。

第一，风险警示类股票的市值大幅下降。2017 年后，由于 IPO 的加快及退市力度的加强，ST 概念指数开始大幅下跌，由

2017 年初约 2700 点下降至 2019 年末约 1300 点；风险警示类上市公司的平均市值也由 2015 年约 60 亿元下降至目前约 30 亿元。

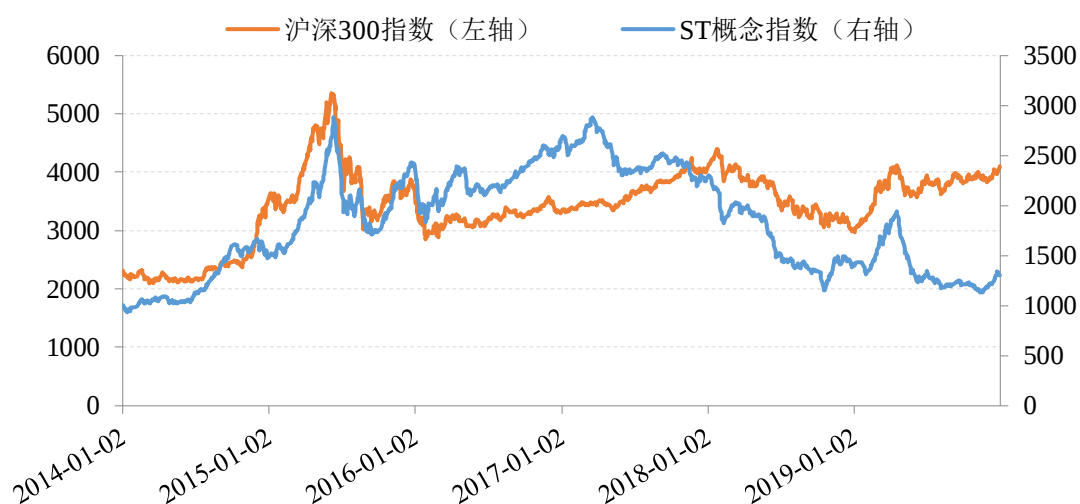


图 2 沪深 300 指数与 ST 概念指数

资料来源：Wind 资讯。

第二，创业板允许借壳重组后潜在的“借壳”对象市值缩水。2019 年 6 月，证监会对《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》公开征求意见，其中很重要的一条便是允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。这意味着创业板上市公司也成为被“借壳”的潜在对象。但是，我们以 2019 年各月末创业板市值低于 20 亿元的公司平均市值来评估这一政策对创业板的影响，发现其平均市值并未出现大幅上涨，甚至有所下降。

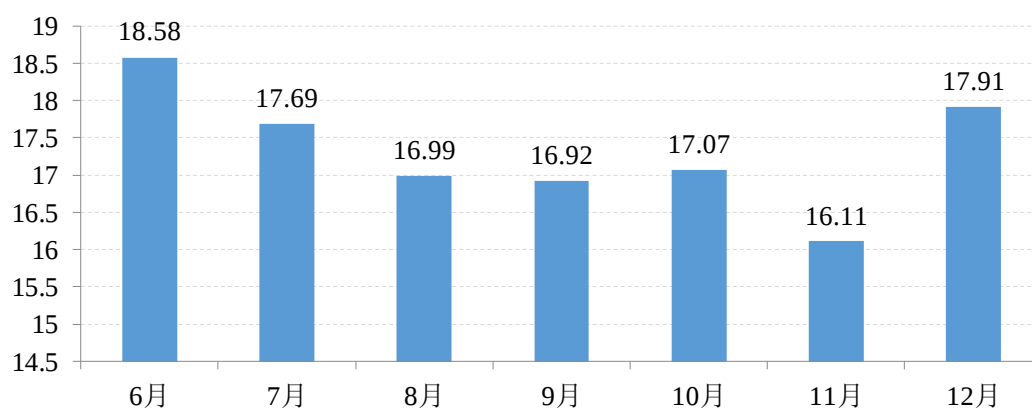


图 3 创业板低于 20 亿元的公司平均市值变化情况 (单位：亿元)

资料来源：Wind 资讯。

第三，小市值上市公司占比大幅增加。2016 年，A 股 100 亿元以下、50 亿元以下、20 亿元以下的上市公司数量占比分别为 58.96%、17.18%、0.13%。2017 年、2018 年，100 亿元以下、50 亿元以下、20 亿元以下的上市公司数量占比均大幅提升。2019 年，三者的占比虽较 2018 年有所下降，但仍远高于 2016 年、2017 年的水平。

表 5 A 股 100 亿元以下市值公司数量占比（单位：%）

年份	100 亿元以下	50 亿元以下	20 亿元以下
2016 年	58.96	17.18	0.13
2017 年	67.58	37.67	1.01
2018 年	78.59	59.21	13.24
2019 年	72.66	49.35	8.29

资料来源：Wind 资讯。

三、科创板市场股价出现回归走势

科创板市场于 2019 年第二季度末开始运行，本季度是科创板运行的第二个季度，有必要单独对其进行跟踪分析。

截至 2019 年 12 月 31 日，共 205 家企业提交科创板上市申请，全部获得上交所受理，其中 20 家企业撤回材料终止审核，115 家企业已召开上市委会议（109 家通过，2 家暂缓审议，3 家被否决并终止审核）；107 家企业已提交证监会注册，（104 家注册生效，2 家撤回材料终止注册，1 家不予注册）；72 家企业已完成发行；70 家企业已上市交易。上交所科创板以公开问询式审核为主要方法，督促发行人“讲清楚”、中介机构“核清楚”，努力问出“真公司”，并建立了高效、可预期的机制安排，企业从受理到报会注册，平均整体用时 130 个自然日，其中审核平均用时 61 个自然日，显著低于规定时间。

随着科创板注册制改革的平稳推进及上市公司数量的增加，科创板上市公司股价在第四季度总体出现了大幅下跌，原先估值过高、交易过度活跃的现象也有所缓解。2019 年 10 月之前在科

创业板上市的 33 家公司股价在第四季度平均下跌 8.48%，其年末收盘价较上市以来的最高价平均下跌约 45.84%。其中，2019 年 7 月 22 日上市的首批 25 家公司股价在第四季度平均下跌 7.24%，年末收盘价较上市以来的最高价平均下跌 45.47%。

表 6 2019 年 10 月前在科创板上市的股票价格涨跌幅（单位：%）

月份	数量	第四季度		年末收盘价较上市以来最高价	
		平均值	中位数	平均值	中位数
7 月上市公司	25	-7.24	-13.64	-45.47	-48.99
8 月上市公司	3	-1.37	-1.41	-55.35	-55.12
9 月上市公司	5	-18.77	-17.92	-41.97	-42.23
7 月至 9 月上市公司	33	-8.48	-10.42	-45.84	-49.37

资料来源：Wind 资讯。

2019 年 10 月后在科创板上市的绝大多数公司上市首日最高价便是年度最高价。10 月上市的 7 家公司年末收盘价较上市首日收盘价平均下跌 26.37%，较上市以来的最高价平均下跌 36.35%；11 月、12 月上市的公司年末收盘价虽较上市首日收盘价平均仍有微涨，但与上市以来的最高价相比，也出现较大下跌。

表 7 2019 年 10 月至 12 月前在科创板上市的公司股价涨跌幅（单位：%）

月份	数量	年末收盘价较首日收盘价		年末收盘价较最高价	
		平均值	中位数	平均值	中位数
10 月	7	-26.37	-26.79	-36.35	-37.46
11 月	16	0.89	-2.59	-19.01	-19.45
12 月	14	3.13	2.01	-15.01	-15.39

资料来源：Wind 资讯。

四、新《证券法》修订通过

对于资本市场而言，2019 年最重要的事件除了科创板设立并开始运行之外，就是年底的证券法修改并获得通过。

2019 年 12 月 28 日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》，新证券法将于 2020 年 3 月 1 日起施行。此次证券法修订，进行了一系列制

度创新，并新增信息披露和投资者保护的专门章节，为以注册制为核心的资本市场全面深化改革奠定了法治基础。

（一）证券法修改的主要内容

一是构建以信息披露为核心的证券发行注册制的基础法律框架。新证券法将证券发行的核准制改为注册制，规定“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册”，并对证券发行制度进行了系统的修改完善。同时，考虑到注册制改革是一个渐进过程，新证券法也授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定。

注册制下，发行人的发行条件得到精简优化，如将股票发行的“持续盈利能力”改为“持续经营能力”等。旧法对公司的财务指标设置了比较严格的标准，其初衷是为了把优秀的公司筛选到资本市场，但结果却是把最有潜力的公司挡在资本市场之外，让国内的股票市场投资者错失了很多高成长企业的成果。因此，新法对此进行了重大改革，这是在充分吸收了资本市场的实践经验及学术界的理论研究成果的基础上进行的制度创新。

在放松财务指标要求的同时，新法提高了信息披露的要求，强化了发行人及其控股股东、实际控制人及董事、监事、高级管理人员等“关键主体”的信息披露义务，压实中介机构的“看门人”职责，进一步明确了证监会及证券交易所以信息披露监管职责。

二是显著提高证券发行违法违规成本。对于欺诈发行行为，从原来最高可处募集资金百分之五的罚款，提高至募集资金的一倍；对于直接责任人的处罚由之前的最高罚款 30 万元，提高到 1000 万元；对于上市公司信息披露违法行为，从原来最高可处 60 万元罚款，提高至 1000 万元；对于发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事虚假陈述行为，或者隐瞒相关事项导致虚假陈述的，最高可处 1000 万元罚款。

三是加大投资者保护力度。新证券法设专章规定投资者保护

制度，作出了许多颇有亮点的安排。包括区分普通投资者和专业投资者，有针对性地进行投资者权益保护安排；建立上市公司股东权利代为行使征集制度、投资者损失先行赔付制度、普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度等。尤其值得关注的是，为适应证券发行注册制改革的需要，新证券法探索了适应我国国情的证券民事诉讼制度，规定投资者保护机构可以作为诉讼代表人，按照“明示退出”、“默示加入”的诉讼原则，依法为受害投资者提起民事损害赔偿诉讼。

（二）新法实施过程中需要关注的风险因素

新法的实施意味着注册制改革将在我国股票市场全面推进。新法为实践中注册制的分步实施留出了制度空间，并授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定，可见，全面实施注册制似乎已经成为事实。笔者坚决支持此次证券法的修改，赞同股票发行的注册制改革，但担心过快推进注册制改革可能会带来股市的系统性风险。

过快实施注册制带来系统性风险的原因在于 A 股市场在近 30 年的历史中形成了独特的股价形成机制。A 股价格不仅包含上市公司未来现金流的贴现价值，而且包含“壳价值”。注册制改革的本质就是消除“壳价值”。“壳价值”的逐步消亡意味着中小市值的股票大幅度下跌，需要经过较长时间才能逐步化解此风险，操作不当将会引发股票市场的系统性风险，必须谨慎操作。

从目前 A 股市场上市公司的结构看，市值在 50 亿元以下的公司共计 2100 多家，占全部上市公司的比例近六成，这些公司构成了中小板和创业板市场的主体。这些公司的股票从价值构成看，壳价值占比超过 50%。假如快速实施注册制，则意味着壳价值快速消亡，这些股票将会平均下跌 50% 以上。这些公司多数是民营控股，其中，很多股票在 2016 年高位附近实施了质押融资，到目前为止，这些被质押融资的股票价格很多已经低于平仓线，有些已进入诉讼程序，假如股价进一步下跌，或将全部出现风险。

有人认为 2019 年 7 月启动的科创板已经实施了注册制，并且取得了成功，我们认为这是一个有待检验的结论。科创板从制度设计来看是注册制，但投资者的投资理念依然停留在核准制，大量新股的大小股东仍然处在禁售期，新制度对股价形成机制的影响还未完全体现，需要等到一年之后（2020 年下半年）才能看出科创板的注册制对股价的影响。我们不能误以为注册制在科创板已经取得了成功，而贸然在全市场推进该项改革。

注册制是 A 股发展的目标，但其过程充满风险和挑战。如何应对？我们的建议是循序渐进，在新股发行、上市公司及市场交易监管、资本市场对外开放等方面共同发力，多管齐下，用足够的时间来实现两个定价体系的转换和接轨。具体建议如下：

新股发行注册制是我们改革的方向，但新股发行还要考虑市场的承接能力，不能操之过急。必须认识到，注册制改革任重而道远，不可能迅速完成，短期内新旧价格形成机制还难以接轨。

科创板虽然已经实施注册制，从科创板初步运行的表现看，似乎还比较平稳，但这并不表明注册制可以马上推广到其他市场。一年后，首批科创板上市的股票将面临较大的套现压力。因此，科创板还需要接受时间的考验。另外，科创板实施注册制对其他市场的估值也产生了深远的影响，新股发行速度过快将对壳价值形成直接的冲击，类似 2018 年底的股权质押风险事件很可能还会再现。

当前，关于新股发行制度改革存在急于求成的心理，一旦新股发行速度过快，将导致市场风险暴露，会影响改革的推进，欲速则不达。

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。