



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 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、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。

人工智能“一马当先”，“中字头”稳健前行

摘 要

2023 年第一季度，全球科技股均出现较大幅度上涨，导致科技股大幅度上涨的原因是“人工智能”技术 ChatGPT 横空出世，引发资金热烈追逐。与人工智能有关的网络科技、芯片存储、软件设计等行业的上市公司股票均受到市场资金的追捧。2023 年 3 月底，该板块的成交额约占市场的一半，投机氛围明显过热。

“建立中国特色估值体系”引发市场的关注，央企上市公司股价逐渐走强，背后是央企改革出现新进展。

房地产市场出现见底回升迹象，但房地产行业指数在所有行业指数中最差，房地产行业股价的表现弱于市场预期，房地产市场复苏任重道远。

经济复苏动能较弱，货币环境宽松，是否能形成股价与资金的正反馈？还需要继续观察，公募基金的发行募资是重要的考察指标。

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、股市运行分析	1
(一) 人工智能引爆科技股行情.....	1
(二) “中字头”股票稳健前行.....	3
(三) 房地产行业温和复苏，但地产股的表现低于预期.....	4
二、未来市场展望	5
(一) 政策拐点已现，市场拐点尚待确认.....	5
(二) 春江水暖鸭先知，公募基金的新增规模是市场的风向标..	6
(三) 注册制改革全面实施，“壳价值”贬值趋势持续.....	7

一、股市运行分析

（一）人工智能引爆科技股行情

2023 年第一季度的全球股市承接 2022 年第四季度反弹走势，欧美主要股指上涨幅度均超过 10%，上证综合指数和深证成份股指数上涨幅度均在 6% 左右（见图 1）。

第一季度美国股市走势严重分化，道琼斯指数走势较弱（涨幅为 0.38%），纳斯达克走势较强（涨幅为 16.77%）。道琼斯指数走势较弱与系列商业银行倒闭事件有关。2023 年 3 月 10 日，拥有约 2 千亿美元资产的美国硅谷银行被美国联邦存款保险公司（FDIC）关闭，宣告破产。硅谷银行之所以会破产，与美国货币政策的快速变化有关。在过去三年疫情期间，美联储采取了极度宽松的货币政策，硅谷银行的存款从 700 亿美元增加到 2000 余亿美元，该银行并没有将这些资金配置到信贷资产，而是购买了美国国债，该银行没有有效规避利率上升带来的市场风险。受此影响，美国还有数家商业银行的股价出现暴跌。在美国政府及时有效的应对下，硅谷银行倒闭没有演变成系统性金融危机。

美国科技股的大幅度反弹，原因之一是股价的超跌反弹，以科技股龙头“特斯拉”为例，其股价在 2022 年第四季度下跌了 53%，2023 年第一季度上涨近一倍，带动科技股超跌反弹。导致科技股大幅度上涨的另外一个因素是“人工智能”技术 ChatGPT 横空出世，引发资金热烈追逐。与人工智能有关的网络科技、芯片存储、软件设计等行业的上市公司股票均受到市场资金的追捧。

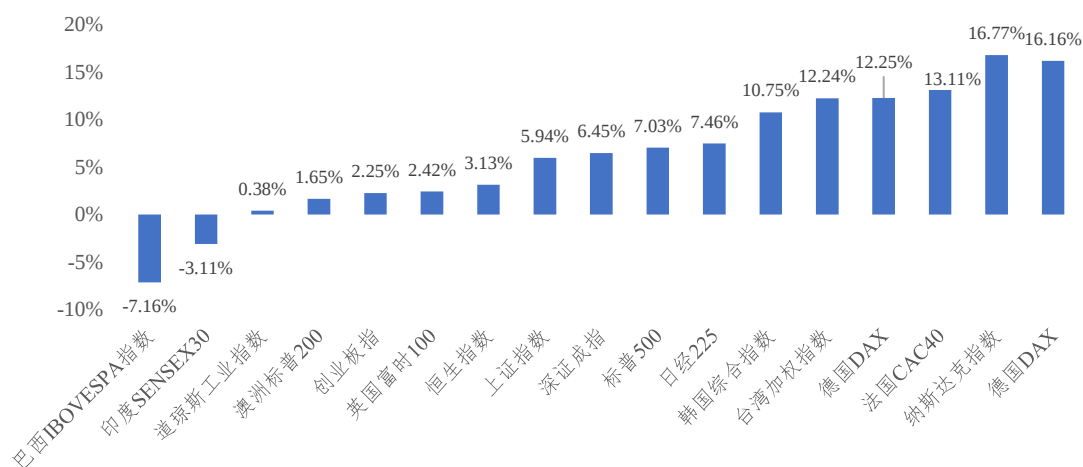


图 1 全球主要股指 2023 年第一季度涨跌幅排名

数据来源：Wind，截至 2023 年 3 月 31 日。

A 股市场 2023 年第一季度最受关注的焦点同样是“人工智能”，在涨幅最大的 20 只股票中，只有中航电测是例外，其余皆是属于人工智能板块（见表 1），这在 A 股历史上是十分少见的。由此可见当前股市中炒作人工智能的热度。

表 1 2023 年第一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	中航电测	387.04	11	汤姆猫	161.90
2	海天瑞声	262.71	12	万兴科技	159.50
3	寒武纪-U	240.82	13	万辰生物	145.85
4	剑桥科技	234.52	14	鸿博股份	135.49
5	昆仑万维	224.64	15	拓维信息	134.09
6	云从科技	209.14	16	青云科技	133.99
7	拓尔思	170.05	17	当虹科技	130.48
8	佰维存储	169.86	18	中文在线	129.84
9	三六零	166.82	19	朗科科技	126.52
10	光云科技	162.15	20	景嘉微	123.57

数据来源：Wind，2023 年以来新上市的已剔除。

人工智能板块的极端行情还可以从更多的市场数据中得到反映。笔者统计了 2023 年第一季度收益率最高的 ETF 指数基金（见表 2）。无一例外，它们投资标的所属的子行业均与人工智能相关，这些 ETF 基金单季度净值上涨幅度超过 40%，即使在大牛市中也是历史上少见的。根据高频数据，在 3 月底和 4 月初的数个交易里，与人工智能有关的 TMT 板块的成交额占据了市场总交易额的 40%。

表 2 2023 年第一季度各类 ETF 指数基金的收益率统计

序号	证券简称	收益率%	序号	证券简称	收益率%
1	游戏 ETF	59.83	11	大数据 ETF	42.00
2	游戏动漫 ETF	58.80	12	在线消费 ETF	41.91
3	游戏 ETF	58.22	13	软件 ETF	41.83
4	游戏沪港深 ETF	53.26	14	软件龙头 ETF	41.59
5	云计算 50ETF	48.68	15	传媒 ETF	40.94
6	云计算 ETF	48.37	16	传媒 ETF	40.53
7	云计算 ETF	48.19	17	大数据产业 ETF	40.39
8	大数据 ETF	47.44	18	软件 ETF	40.01
9	云 50ETF	43.31	19	人工智能 ETF	39.74
10	大数据 50ETF	42.14	20	线上消费 ETF	39.20

数据来源：Wind。

人工智能为何受到市场追捧？股市投资者历来喜欢新生事物，这是股市的特点，正因为如此，股市才能刺激新技术的快速转化和应用。新技术颠覆性越强，越能受到资金的关注。ChatGPT 在推动人工智能突破方面颠覆了传统认知，受到了包括华尔街在内的资本的疯狂追逐，短期内已经形成了股价与资金的“正反馈”。再加上马斯克、盖茨等世界知名企业家对 ChatGPT 的高度肯定，多种因素累积形成短期热点。

尽管人工智能展示了美好的应用前景，但短期内对上市公司的业绩贡献还难以体现，缺乏业绩支撑的股价上涨将难以持续。

（二）“中字头”股票稳健前行

所谓“中字头”，是指国有控股的金融机构及央企上市公司的统称。在 2022 年第四季度的股市分析报告里，笔者已经关注到“中字头”蓝筹股走强的信号。这些超级大盘蓝筹股的走势历来波澜不惊，但最近几个月的交易明显活跃，究其原因，主要有以下几点：

其一，央企改革出现新进展。2022 年 5 月 27 日，国资委出台了《提高央企控股上市公司质量工作方案》，该文件落实了《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》和国企改革三年行动要求，积极利用资本市场深化改革、促进发展，多措并举提高上市公司质量，取得明显成效。文件明确要求，在三年内分类施策、精准发力，推动上市公司内强质地、外塑形象，争做资本市场主业突出、优强发展、治理完善、诚信经营的表率，让投资者走得近、听得懂、看得清、有信心，打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司，为提升中央企业可持续发展能力和整体实力，做强做优做大国有资本和国有企业，助力建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，服务构建新发展格局，促进经济高质量发展作出新的更大贡献。

随着 2022 年上市公司年度报告的逐渐披露，中国石油、中国石化、中国神华、工商银行、建设银行等越来越多的央企公布了丰厚的现金分红方案。在与投资者互动方面，央企也开始积极主动作为。这些新动向表明央企的改革取得了实质性进展，央企的投资价值正在逐渐被市场认可。

其二，股票市场的监管部门提出探索建立具有中国特色的估值体系设想。

2022 年 11 月 21 日，中国证监会主席易会满在金融街论坛上发表了主旨演讲，提到“探索建立具有中国特色的估值体系”，此观点引起了市场一定程度的共鸣。当前，我国国有控股的上市公司整体估值较低，估值水平最低的是商业银行股票，平均市盈率只有 5 倍左右，市净率不到 0.5 倍。易主席认为国有控股的上市公司要提升估值必须“练好内功”，提升核心竞争力，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业的内在价值。

笔者认为，上述国资委出台的“央企三年行动计划”与中国证监会的“探索建立中国特色估值体系”是一脉相承的，其目的是通过提升央企的核心竞争力，提升央企估值水平，使央企上市公司成为资本市场的中流砥柱。

（三）房地产行业温和复苏，但地产股的表现低于预期

自 2022 年底起，我国出台了一揽子刺激房地产的政策措施。例如，2022 年 11 月中旬，人民银行和银保监会等部门联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。该文件共有 16 条措施，涉及开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困、贷款展期、建筑企业贷款、租赁融资、个人房贷和征信等房地产上下游多方面的融资。

这些政策出台之后在金融市场引起强烈反响，房地产类股票出现大幅度反弹，房地产企业的债券价格也出现大幅上涨。房地产行业指数在 2022 年 11 月反弹超过 30%，但是股价的反弹并没有持续，2023 年第一季度房地产行业股价位列 31 个行业涨幅榜的倒数第一（见图 2）。房地产行业股价并没有走出持续的反转行情，说明市场对楼市的预期还存在疑虑。

当前，房地产市场不仅面临供给的挑战，而且面临需求的制约。房地产市场供给侧的主要难题是房地产开发企业的债务难题正在逐步化解，但存量债务规模相当大，短期内难以消化。房地产开发企业的债务困局题制约了购房者的入市意愿。2022 年出台“金融 16 条”之后，财务健康的房地产企业的融资得到了很好的缓解，但对于陷入债务风险的房地产开发企业，其融资仍然面临较多难题。从房地产市场需求的角度看，2022 年我国人口出现净减少，人口增长的拐点已经出现，加上经济增速放缓，人均收入增长预期同样在改变，房地产的需求预期出现变化。

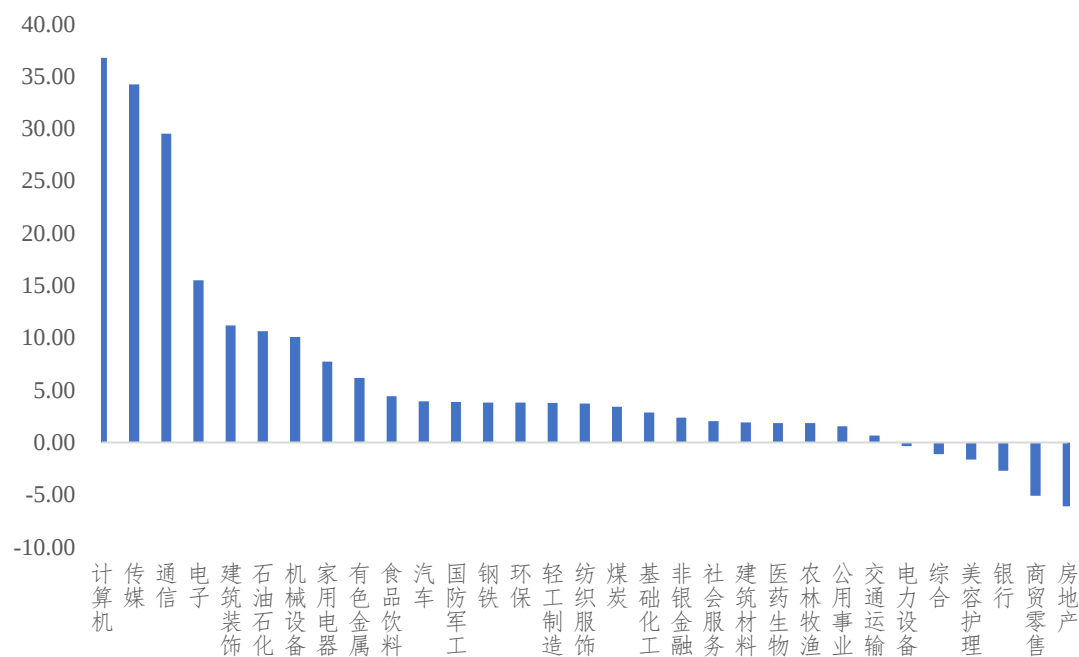


图2 31个申万一级行业2023年第一季度涨跌幅排名

数据来源：Wind。

二、未来市场展望

（一）政策拐点已现，市场拐点尚待确认

在过去一年里，笔者一直强调美联储的货币政策和国内房地产政策对股市的影响，这两个因素在2022年第四季度均出现转折性变化。美联储在2022年12月加息50个基点，加息幅度放缓，即使美联储2023年仍然会加息，但加息进程已经接近尾声。国内的房地产政策在2022年第四季度迎来了“三箭齐发”，2023年1月10日的银行信贷会议提出针对房地产行业要开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，房地产政策拐点已现。

随着美联储的快速加息，中美息差扩大，一度使得人民币出现贬值压力，“北向资金”出现净流出。2023年年初以来，美元指数受压，制约A股走势的汇率压力正在减弱，由陆港通账户流入A股市场的资金正在快速增加，2023年1月净流入1412亿元，第一季度净流入近2000亿元（见表3）。

但欧美经济衰退风险加大，制约了中国的出口增速，包括新能源汽车和光伏产品在内的出口都将受到压力，这些公司的业绩增长会面临较大的压力。这些新兴行业股票在过去三年都曾经遭到热炒，其风险正在显现。

表 3 北向资金月度净流入情况统计（亿元）

月份	北向成交净买入	其中： 沪股通成交净买入	其中： 深股通成交净买入
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
2022 年 12 月	350.13	96.11	254.02
2022 年 11 月	600.95	374.56	226.39
2022 年 10 月	-573.00	-405.46	-167.54
2022 年 9 月	-112.31	-12.11	-100.20
2022 年 8 月	127.13	142.89	-15.77
2022 年 7 月	-210.69	-118.01	-92.68
2022 年 6 月	729.60	524.99	204.61
2022 年 5 月	168.67	189.51	-20.84
2022 年 4 月	63.00	-34.45	97.45
2022 年 3 月	-450.83	-173.30	-277.53
2022 年 2 月	39.80	169.43	-129.63
2022 年 1 月	167.75	185.88	-18.14

数据来源：Wind，截至 2023 年 3 月 31 日。

（二）春江水暖鸭先知，公募基金的新增规模是市场的风向标

基金的发行募集资金规模与其盈利状况存在典型的“蛛网效应”，即上一个季度的基金盈利状况决定着下一个季度基金募集的规模。2022 年基金整体出现亏损，由此决定着 2023 年第一季度基金发行募集会难有起色。这说明尽管市场出现了局部热点，但投资大众的参与热情并没有被激发起来。两市单日交易额还止步与 1 万亿元左右，也意味着市场活跃的程度是有限的。

投资者应该密切关注股票型基金和混合型基金的发行情况。如果出现基金发行募集速度加快，则说明市场拐点已经出现。

表 4 2023 年 1 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）
2023 年 03 月	2,036	20,732.48	4,390	39,468.66
2023 年 02 月	2,003	20,356.41	4,351	39,147.67
2023 年 01 月	1,997	20,240.28	4,335	38,975.12

2022 年 12 月	1,995	20,224.09	4,316	38,839.60
2022 年 11 月	1,964	19,517.53	4,301	39,697.62
2022 年 10 月	1,950	19,305.54	4,279	39,590.52
2022 年 09 月	1,940	19,090.39	4,269	39,461.20
2022 年 08 月	1,919	18,440.67	4,233	40,778.54
2022 年 07 月	1,902	18,304.70	4,187	40,516.38
2022 年 06 月	1,868	17,622.43	4,167	40,261.90
2022 年 05 月	1,848	17,624.48	4,134	41,897.23
2022 年 04 月	1,836	17,725.81	4,108	41,827.45
2022 年 03 月	1,824	17,237.07	4,092	41,744.56
2022 年 02 月	1,795	16,666.85	4,017	42,423.32
2022 年 01 月	1,784	16,559.78	3,982	42,252.90

数据来源：Wind，截至 2023 年 3 月 31 日。

（三）注册制改革全面实施，“壳价值”贬值趋势持续

与成熟股市相比，A 股市场显著的特点是小盘股普遍存在高溢价现象。小盘股的高溢价与新股发行的核准制密切相关，随着注册制改革快速推进，上市公司的“壳价值”将持续贬值，这意味着占市场 60%以上的小市值股票存在估值回归风险。

2023 年年初，监管部门宣布股票发行将全面实施注册制，标志着股市已经进入新的时代。最近几年，新股发行明显加速。2020 年、2021 年、2022 年，IPO 企业家数分别为 394 家、481 家、425 家。同时，退市制度改革继续推进，退市标准得到完善、退市流程得到简化、多元退市渠道逐渐畅通，2019 年、2020 年、2021 年、2022 年，沪深交易所退市家数分别为 18、31、28、46，其中强制退市家数分别为 9、16、17、42，这三年退市与强制退市家数均已远远超过之前的数量，市场化、法治化的常态化退市趋势正加快形成。常态化的新股发行与退市机制，都在逐步削减上市公司的“壳价值”。

以沪深两个市场 A 股市值最小的 100 家上市公司市值的加权平均值来粗略地代表“壳价值”，截至 2022 年末，市值最小 100 家公司的平均市值已下降至 13.5 亿元，接近 2013 年以来的最低值。新股发行数量维持在高位，而“壳价值”处于地位，这是股市当前的现状，未来也难以改变，“壳价值”的贬值将有利于资金向“中字头”蓝筹股集中。

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。