



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

2024年7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。

股市走势分化 新规则引领股市凤凰涅槃

摘要

2024 年二季度人工智能继续成为全球股市的焦点，但政治因素、汇率及其他因素对股市的扰动增加，全球主要股市走势分化。我国主要股指小幅下跌，银行等蓝筹指标股继续强势。

2024 年 5 月中旬，有关部门出台了一揽子刺激房地产的政策，但二季度房地产行业指数的表现依然欠佳。房地产行业不仅影响到上下游行业的经营状况，还直接影响到信用扩张的效果，楼市对股市的负面影响日益加深。

微型股在今年一季度曾经出现过异常波动，二季度仍然余波不断。有关部门已进行了大刀阔斧的改革，推出了一系列措施完善资本市场的制度。

不过，股市的监管新规则对市场产生深远影响，股票市场的估值结构已经趋于合理。

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、股票市场的运行状况	1
(一) 受多重因素影响, 全球主要股市出现分化	1
(二) 房地产新政刺激效果欠佳	4
(三) 微型股反复杀跌, 股市交易出现“虹吸效应”	5
(四) 融资融券随股价回落而减少, 外资出现净流出	7
二、市场展望: 股市正在凤凰涅槃	9
(一) 新规则带来的机遇与挑战	9
(二) 股市走强需要房地产政策的继续发力	9

一、股票市场的运行状况

(一) 受多重因素影响，全球主要股市出现分化

2024 年第一季度主要股市均为上涨态势，但 2024 年第二季度全球主要股指出现了分化。美国股市依然强势，但也出现分化，纳斯达克指数继第一季度上涨 9.1% 后，第二季度再上涨 8.3%，道琼斯指数第二季度下跌 1.7%。欧洲股市以下跌为主，法国股市下跌近 9%，全球表现最差；日经 225 指数在上个季度上涨幅度超过 20%，本季度冲高回落，下跌了 2%（见图 1）。

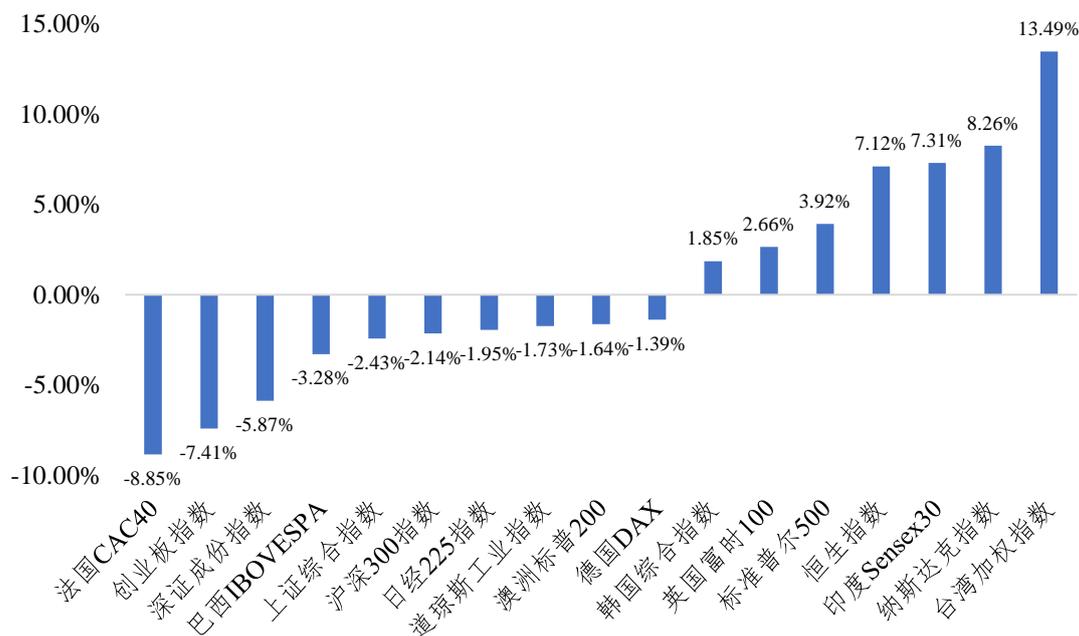


图 1 2024 年第二季度全球主要股指涨幅 (%)

数据来源：Wind。

影响第二季度全球股市的因素相当复杂，既有科技因素，也有货币政策变动预期的因素，还有汇率波动、政治选举的因素。

从科技因素来看，人工智能依然是主导第二季度市场的核心因素。美股涨势的集中度在今年第二季度体现得愈发明显，英伟达、微软和苹果三家科技巨头贡献了第二季度标普指数涨幅的九成，这三个科技巨头的市值均已超过 3 万亿美元。中国台湾地区的股票受益于 AI 的兴起，芯片制造商台积电的表现强势，带领台股指数上涨 13.5%。

欧洲股市则因法国政局动荡而接连下挫，法国 CAC40 二季度累计跌幅近 9%，创 1 月以来新低，抹平今年以来全部涨幅。

同样因为国内政治因素，印度股市的表现却与法国相反，印度 SENSEX30 指数继续创历史新高，季度涨幅为 7.3%。

值得关注的是，今年会有众多国家举行大选，大选结果将成为影响金融市场的重要因素。

日本股市第二季度走弱，主要影响因素是日元汇率贬值。市场在 2023 年末就预期美国通胀会降到预期目标且美联储开始降息操作，但今年上半年美联储一再释放延迟降息信号。美元维持强势，全球各国货币承压，欧元兑美元第二季度跌幅超过 6%，日元汇率跌破 161，触及 38 年来的低点。今年 4 月 26 日至 5 月 29 日期间，日本财务省为提振日元，向汇市投入了创纪录的 9.8 万亿日元（约合 613 亿美元），但效果甚微。日元过度贬值对企业盈利前景造成的不利影响以及日本居民消费动力不足等问题拖累了日本股市。

我国股市的表现不及第一季度，主要指数均出现小幅度下跌，上证综指和沪深 300 指数均下跌 2% 左右，创业板指数下跌 7.4%；香港市场开始出现反弹，恒生指数上涨 7.1%。

“人工智能”在国内股市的表现继续强势。第一季度涨幅最大的 20 只股票中，人工智能板块相关概念股占有相当大的比重，这种现象在第二季度股市表现中没有得到持续（见表 1）。第二季度国内股市的主要热点是消费电子和化工新材料。

表 1 2024 年第二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	正丹股份	517.35	11	屹通新材	67.49
2	生益电子	111.11	12	明星电力	65.99
3	宝丽迪	100.53	13	佰奥智能	64.76
4	逸豪新材	90.43	14	景旺电子	63.89
5	英力股份	85.10	15	惠城环保	61.71
6	亿能电力	78.06	16	燕麦科技	60.25
7	骏鼎达	75.62	17	崇德科技	59.45
8	鹏鼎控股	74.04	18	新易盛	57.54
9	百川股份	72.88	19	神宇股份	56.42
10	满坤科技	70.07	20	伊戈尔	55.88

数据来源：Wind，2024 年第二季度以来新上市的股票已剔除。

2024 年第二季度只有五个行业的股票指数上涨，比第一季度少了一半（见图 2）。其中：银行、公用事业、煤炭、交通运输四个行业指数也在第一季度涨幅名单中。

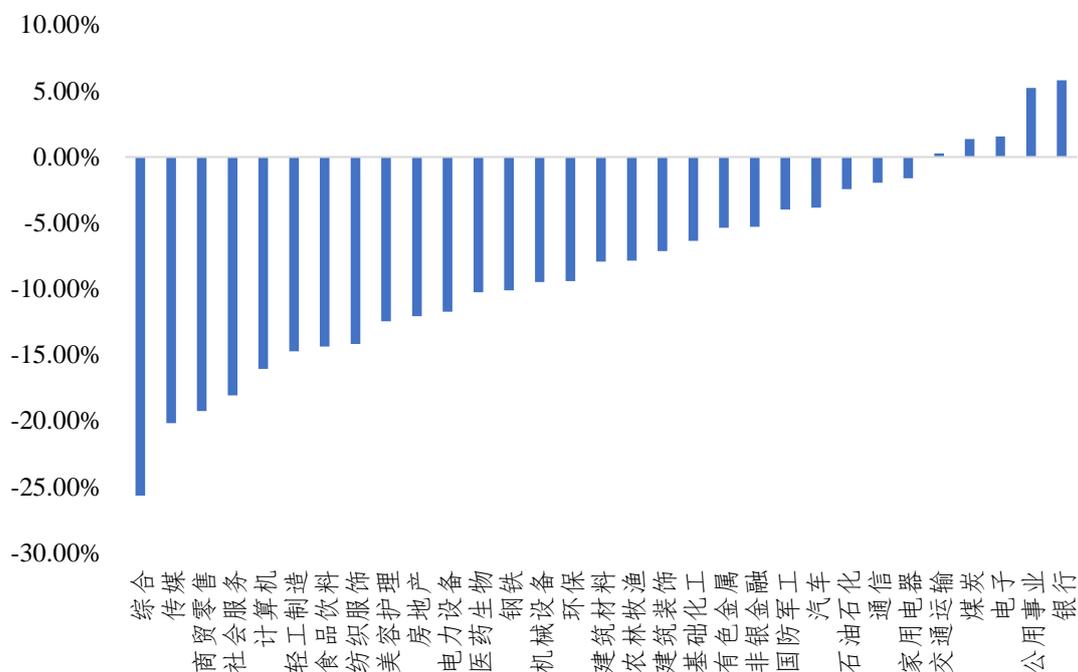


图 2 31 个申万一级行业 2024 年第二季度涨幅排名

数据来源：申万宏源证券。

银行股的强势表现，主要基于三个原因：

一是政策面的变化。2024 年初，国务院国资委宣布将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。

二是银行股的低估值、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 2.5%，使得长线资金配置高分红股票的需求增加。

三是维稳资金的作用。为了稳定市场，汇金等有政府背景的资金入市干预，第一季度 ETF 指数基金规模增加了 4000 多亿元。随着股市走稳，第二季度的指数基金规模基本保持稳定（见表 2）。

表 2 2024 年第一、二季度 ETF 指数基金的规模变化

规模排名	基金简称	一季度末净值 (亿元)	一季度规模增速 (%)	一季度收益率 (%)	二季度规模增速 (%)	二季度收益率 (%)
1	沪深 300ETF	1952.45	48.9	0.7	8.49	-1.17
2	沪深 300ETF 易方达	1347.14	183.6	2.9	3.36	-1.13
3	上证 50ETF	1124.69	40.0	3.9	0.48	-0.30
4	沪深 300ETF	1053.77	154.8	2.9	-1.43	-1.27
5	沪深 300ETF 华夏	981.25	160.3	2.9	1.12	-1.26
6	中证 500ETF	782.27	67.3	-2.6	-5.54	-6.85
7	科创 50ETF	729.33	-21.9	10.8	-1.80	-6.78
8	创业板 ETF	550.47	34.9	-4.0	-6.28	-6.62
9	科创板 50ETF	352.15	13.5	10.4	0.39	-6.50
10	中概互联网 ETF	333.62	0.24	-0.7	2.27	9.94
11	证券 ETF	301.53	-7.2	-5.1	-0.59	-8.63
12	恒生互联网 ETF	294.89	-1.4	-0.8	10.67	0.57
13	短融 ETF	257.91	4.3	0.6	-7.05	4.32
14	中证 1000ETF	257.50	180.8	-7.8	-6.29	-9.23
15	芯片 ETF	225.05	-14.2	-9.3	41.79	4.07
16	医疗 ETF	223.63	-15.7	14.3	-2.91	0.53
17	恒生科技指数 ETF	216.24	-12.7	-5.0	-2.69	-11.13
18	券商 ETF	200.80	-8.1	-4.8	8.03	8.21
19	纳指 ETF	196.19	17.1	9.9	5.38	0.52
20	上证 180ETF	194.67	3.1	3.9	-6.55	3.65

数据来源：Wind。

(二) 房地产新政刺激效果欠佳

2024 年 5 月中旬，有关部门出台了一揽子刺激房地产的政策，但房地产行业指数的表现依然欠佳。5 月 17 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发文，将个人住房贷款首付款比例和按揭贷款利率均降到历史最低水平，同时，人民银行宣布将 3000 亿元的保障性住房再贷款专门用于地方政府收储存量住房。可见，此次房地产政策操作力度较大。

一方面，首付比例和按揭贷款利率均降至历史最低。明确首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套

个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

另一方面，启用新的货币政策工具。中国人民银行 5 月 17 日宣布，拟设立保障性住房再贷款，再贷款规模 3000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。银行按照自主决策、风险自担原则，向地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。人民银行按照贷款本金的 60%发放再贷款，可带动银行贷款约 5000 亿元。此次人民银行动用 3000 亿元再贷款用于住房收储是重要的货币政策创新，意义重大。该政策的开启将对我国未来的房地产市场格局产生深远的影响。

上述政策在公布前后，股市出现了冲高回落的走势。4 月 26 日至 5 月 16 日，的 13 个交易日内，恒生内地地产股指数累计上涨了 24.6%，5 月 17 日房地产新政策出台当天，该指数上涨 5.3%，但之后股价开始下跌，至 6 月底，该指数从 5 月 17 日的高点下跌了 22%。A 股市场的房地产行业股票指数的涨跌情况与该指数的走势基本一致。

房地产行业股票指数的冲高回落走势反映出房地产市场在新政策出台前的预期较强，但政策出台之后预期转弱，说明股市投资者对我国房地产市场存在的深层次担忧并没有因为此次房地产政策的出台而消解。

（三）微型股反复杀跌，股市交易出现“虹吸效应”

微型股（指市值小于 50 亿元的股票）第一季度曾经出现过异常波动，在第二季度仍然余波不断。微型股在今年 4 月中旬和 6 月再次出现了两波杀跌。在主要股指基本稳定的背景下，小市值股票出现集体大跌，尤其是股价接近 1 元时，股价加速下跌，形成局部的恐慌情绪。我们认为，当前的股票市场已经逐渐形成“虹吸效应”，可以通过对有关制度进行微调的方式达到降低其负面影响的目的。

股市里经常出现的类似物理世界的“虹吸效应”是指，当投资者预期高度一致时，资金会朝同一个方向流动。最早研究股市“虹吸效应”是针对股市熔断机制的，当股指下跌接近熔断幅度时，股指就会加速下跌。该现象在 2016 年初我国股市开始试行熔断机制时就出现过。

而类似熔断机制形成的“虹吸效应”在当前的股市交易过程中也已经出现。因为股市强制退市制度规定“股票价格连续 20 个交易日低于面值将被强制退市”，

因此，当股价跌到 2 元下方时，市场就会产生跌破面值退市的预期，当股价跌到 1.5 元左右时，市场会将其列入可能触发面值退市的风险提示行列，股价加速下跌，产生“虹吸效应”。2024 年第一季度末股价低于 1.5 元的股票有 27 只，到 5 月底增加至 78 只，6 月底增加至 129 只，接近 1 元面值的股票加速增加。

从二季度不同市值的股票表现看，50 亿元以下的股票下跌幅度都比较大（见表 3），30 亿元以下的股票平均下跌 14% 左右，这个结果佐证了微型股持续大幅度下跌的现实。

表 3 2024 年第二季度不同市值股票涨跌情况（按照 2024 年第一季度末市值排序）

市值分组	股票数量	第一季度末市值（亿元）	第二季度末市值（亿元）	市值涨跌幅（%）	期末估值（中位数）
1000 亿以上	127	407864.06	414754.26	1.69	15.61
500 亿-1000 亿	123	84646.48	82633.94	-2.38	20.72
200 亿-500 亿	445	132188.00	125455.59	-5.09	19.27
100 亿-200 亿	675	94820.58	86199.71	-9.09	22.11
50 亿-100 亿	1166	81208.86	70827.51	-12.78	22.11
30 亿-50 亿	1243	48301.34	41381.70	-14.33	24.67
10 亿-30 亿	1430	30743.28	26727.31	-13.06	21.91
10 亿以下	141	1069.41	909.40	-14.96	17.89
总计	5350	880841.99	848889.41	-3.63	21.93

数据来源：Wind，2024 年第二季度上市新股已剔除。

绩差股的下跌属于估值的回归，有利于市场加速出清，有利于股价结构的优化，有利于资本市场功能的优化。当前股市的估值结构为“两头低、中间高”，蓝筹股和微型股的估值较低，中等市值的股票估值相对高，估值结构已经趋于合理。但是，“虹吸效应”导致的股价加速下跌也可能导致风险，形成“多米诺骨牌效应”，短期内市场的剧烈波动会对股市的健康稳定构成冲击。

如何降低“虹吸效应”对市场的冲击？对面值退市规则进行微调可以起到一定的缓冲作用。主要措施是允许上市公司缩股，给股东或者上市公司自救的时间和空间。该措施也是国际上主要国家股票市场的普遍做法。但我国 A 股上市公司不能缩股，主要法律障碍在于《公司法》第二百二十四条的规定：“公司减少注册资本，应当编制资产负债表及财产清单。公司应当自股东会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告”。该条款要求公司自股东大会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在媒体公告，债权人有权要求公司清偿债务。

《公司法》第二百二十四条的规定使上市公司的缩股难以实施，建议相关部门考虑对此进行司法解释，只要公司减少注册资本的同时不涉及资金流出且公司账面净资产余额没有变化的，或可不再适用上述条款。

若出台上述司法解释，缩股的操作在我国资本市场就几乎没有障碍，投资者也就没有必要在股价下跌到 1 元附近时出现恐慌性出逃。此举可以缓解股市交易的“虹吸效应”，有利于当前股市的稳定。但规则的改变可能会影响面值退市制度继续发挥作用，可以将缩股限制在一定的范围内，例如：ST 类股票不能缩股、上一年度扣非净利润亏损的股票不包括在内、历史上曾经采取大比例扩股的股票也不能进行缩股操作等。

（四）融资融券随股价回落而减少，外资出现净流出

2024 年第二季度融资、融券余额均减少，融资余额减少了 500 亿元，融券余额从 390 亿元减少至 310 亿元（见图 3）。

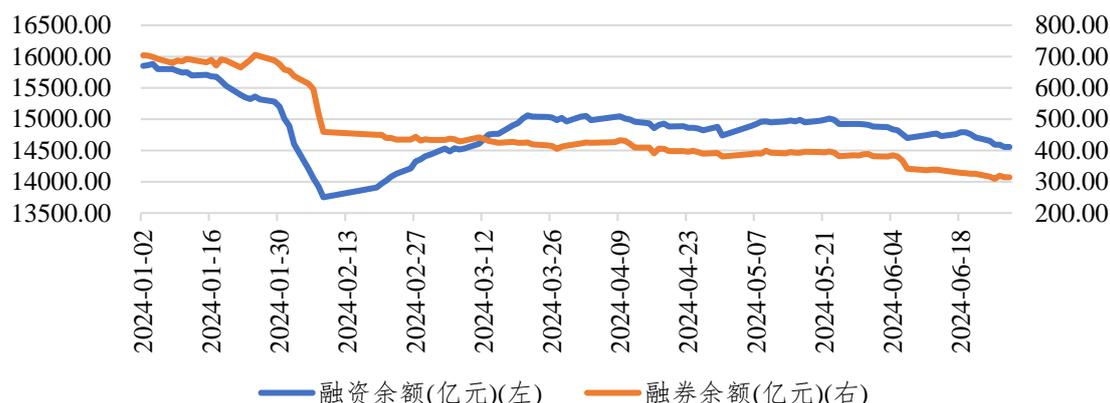


图 3 融资融券余额变动情况

数据来源：Wind。

在融资增加前 20 名的股票当中，有一半股票是下跌的，而且有些股票的下跌幅度还比较大。例如，恒瑞医药下跌 16%，华友钴业下跌 15%，贵州茅台和华泰证券 2 季度股价均下跌了 12%，广汽集团股价下跌 11%，民生银行股价跌 6%，中信证券下跌 5%，方正证券下跌 5%。

有些股票在高位时出现巨额融资买入，在股价下跌过程中融资不断增加，这是因为很多投资者对上市公司所处的行业变化并没有深入了解，简单地把“价值投资”理解为逆市加仓，其结果只能是亏损和风险。

在杠杆资金比较活跃的股票中，有些股票的融资余额与股价长期呈现负相关，

这类股票中最典型的是贵州茅台，该股票价格在6月下跌了10%，但其融资余额增加了20亿元至220亿元，创历史新高，也是沪深两市融资余额最多的股票，出现类似情况的还有华泰证券等。

此外，2024年第二季度外资出现净流出，尤其是6月，净流出约500亿元（见图4）。外资的动态与中美利差直接相关，例如，4月底中美利差缩小，外资净流入；6月底中美利差扩大，外资净流出（见图5）。

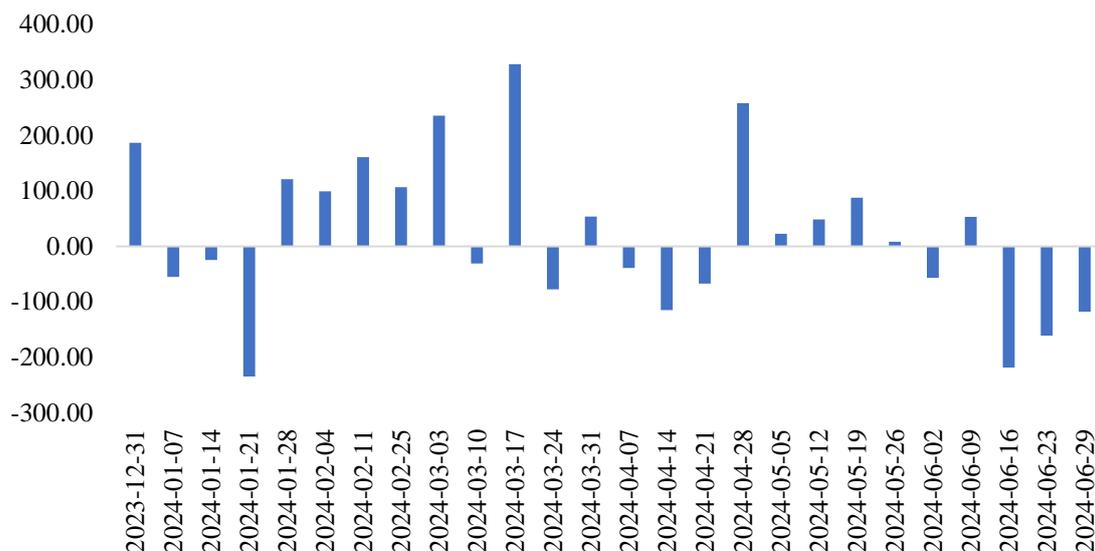


图4 2024年初至今北向资金净流入周数据 (亿元)

数据来源：Wind。

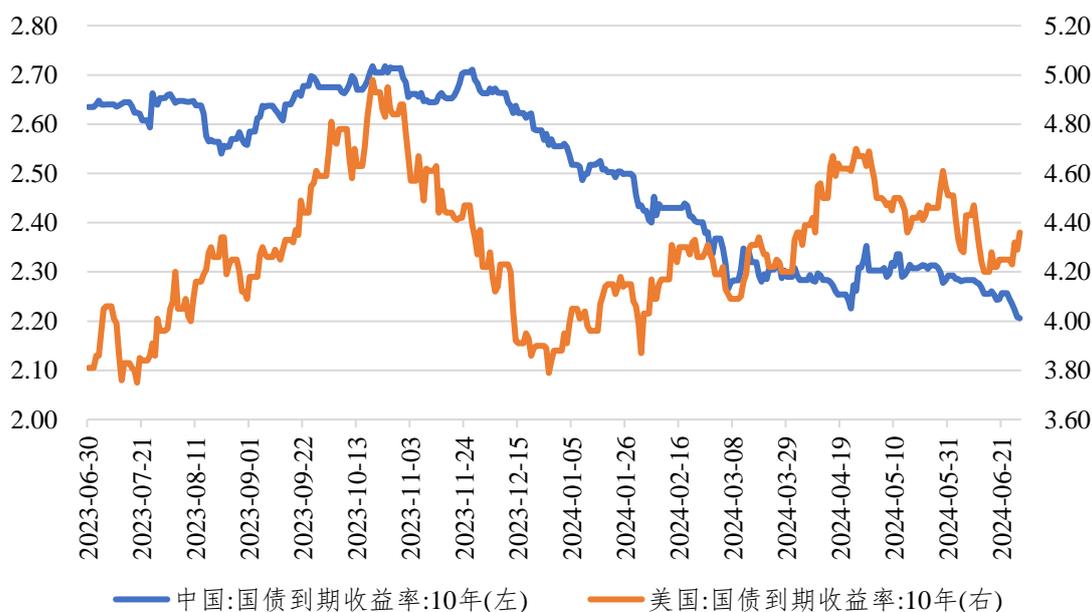


图5 中美10年期国债到期收益率 (%)

数据来源：Wind。

二、市场展望：股市正在凤凰涅槃

“新规则、新秩序”将是 2024 年股票市场的主旋律。但建立新秩序的过程不会一帆风顺，会出现各种风险和挑战，是凤凰涅槃的过程。退市制度加快导致微型股的“虹吸效应”就是挑战之一。

（一）新规则带来的机遇与挑战

2024 年 4 月 14 日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）发布。新“国九条”是未来一段时间里资本市场改革的纲领性文件，其基本理念是“两强两严”（“强本强基、严监严管”），对股市的发展将产生深远影响。从短期来看，退市制度的影响已经显现。新的退市制度收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标，加大规范类退市实施力度。符合四种情形的股票将被强制退市：一是严格重大违法退市适用范围，调低 2 年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增 1 年严重造假、多年连续造假退市情形。二是将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。三是提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。四是完善市值标准等交易类退市指标。

新制度加快落地推动股价结构加速调整。截至 2024 年第二季度末，A 股扭曲的估值结构已经处于合理区间。不过，物极必反是股市的运行特点，中小市值的股票经过几轮快速下跌之后，存在修正的机会，在下半年有反弹的可能。

（二）股市走强需要房地产政策的继续发力

我们一直强调房地产对股市的影响，2024 年初以来，房地产对股市的影响日益明显。今年的股市人均成交量逐渐减少，除了限制量化交易因素之外，主要原因是房地产市场的风险开始传导至股市。

笔者认为，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，而政策的着力点是刺激房地产需求。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。中国人民银行推出保障房再贷款工具是很好的货币政策创新，但首期额度只有 3000 亿元，还有待更大的化解房地产企业债务风险的措施出台。

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。