



2023 年第 7 期 总第 194 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编 2023 年 2 月 17 日

---

## 2023 年股市是否会否极泰来？

尹中立

- 2022 年全球主要股指均下跌，科技股跌幅最深，A 股市场的科创板指数和创业板指数均跌 30% 左右，沪深 300 指数下跌 21%。影响股市运行的主要因素是美联储加息和中国的房地产政策调整，乌克兰危机助推了能源价格的上涨和欧美物价的上升，对股市产生负面影响。
- 2022 年的房地产市场有两个重要节点，一是 7 月中旬出现的“断贷风波”，二是 10 月底的房地产行业“股债双杀”。11 月份金融监管部门“三箭齐发”，证监会也出台了有关房地产企业融资的新规则。直至 2022 年年末，房地产销售仍然没有出现改善，种种迹象表明，2023 年金融监管

部门稳定房地产市场的力度将进一步加大。

- 在新股发行注册制改革快速推进的背景下，壳价值持续贬值，市场资金向蓝筹股集中是大势所趋。

## 一、2022 年度股市运行回顾

2022 年全球主要股指均下跌，我国主要股指平均跌幅在 20%左右。进入 2022 年下半年，石油等大宗商品价格快速回落，市场预期美联储将放缓或结束加息操作，股市随之出现反弹。同时，“探索建立具有中国特色的估值体系”获得市场一定共鸣。2022 年全年，我国 A 股市场共有 424 只新股发行上市，融资金额 5869.66 亿元，融资金额居世界各国首位。

### （一）全球主要股市均下跌，科技股下跌幅度尤深

2022 年全球主要股指均下跌，我国主要股指平均跌幅在 20%左右，其中上证综指下跌 15.13%，沪深 300 指数下跌 21.63%，深圳成分股指数下跌 25.85%，创业板指数下跌 29.37%，科创 50 指数下跌 31.35%，香港恒生指数下跌 15.46%。

美国道琼斯指数走势较强，仅下跌 8.78%，而纳斯达克走势较弱，下跌 33.10%。引领科技股下跌的是新能源汽车龙头特斯拉，该公司股价年度下跌幅度达 88.34%，仅在 2022 年第四季度就下跌了 53.56%。特斯拉股价下跌的主要原因是该公司的新增订单在减少，其在 2022 年的年销量目标为 150

万辆，实际完成了 131 万辆，没有完成年度计划。

美联储快速加息使美国的科技股龙头面临估值下跌与盈利预期下跌的所谓“戴维斯双击”。投资者给予特斯拉高估是看中其成长性及技术优势，销售放缓则意味着该公司的成长性遭遇挑战，公司开始降价促销也意味着其技术壁垒遭遇了来自竞争对手的冲击。高估值的理由遭到市场证伪，投资信心彻底崩塌。

高科技股的估值风险在我国 A 股市场也已表现出来。从行业指数看，2022 年 A 股跌幅最大的行业分别是电子、建筑材料、传媒、计算机、电力设备、国防军工。电子、计算机、国防军工都是高科技公司集中的行业，在 2020 和 2021 年度均获得上涨，但 2022 年度都处在跌幅榜前列。

在 2022 年度下跌最大的 20 只股票中有数只高科技股票，其中，歌尔股份是苹果产业链的龙头企业，韦尔股份是芯片产业的龙头，这些高科技公司股价下跌的共同原因是 2022 年的业绩出现较大滑坡，高成长预期被证伪，高估值就难以成立了。

## （二）俄乌局势和美联储加息对股市冲击巨大

俄乌局势和全球通胀对于 2022 年的股市投资者来说都是始料未及的，属于“黑天鹅”事件，这两个因素均对股市产生了巨大影响。

乌克兰危机引发了以美国为首的西方国家对俄罗斯的

贸易制裁和金融制裁，全球的供应链受到严重影响，导致全球能源和粮食价格大幅飙升，使本已高企的全球通胀进一步恶化。

2021 年下半年，美国的消费物价指数开始出现上涨趋势，但包括美联储官员在内的市场参与者均认为物价上涨在美国是暂时现象。这个判断是基于过去 40 年历史经验的总结，自 1981 年之后的 40 年里，美国消费物价持续下降，2008 年之后美国实施了多轮量化宽松货币政策刺激，物价同样保持稳定。因此，2022 年美国消费物价指数一度上升到两位数水平是超市场预期的。

美联储在 2022 年第一季度开启了加息进程，随后欧洲央行也开启了加息行动。在美联储快速加息的打击下，第二季度欧美股市加速下跌。其中，道琼斯指数下跌 11.25%，纳斯达克指数下跌 22.44%，标普 500 指数下跌 16.45%，带动全球股市出现一定程度的恐慌。

利率上升对美国股市而言还意味着上市公司的股票回购行为难以为继。在 2008 年全球金融危机以来的 10 余年时间里，美联储持续实施低利率政策，很多上市公司将发行债券筹集的资金用于回购股票，根据标普和道琼斯指数公司的数据，标普 500 指数公司 2021 年投入了约 8800 亿美元回购股票，2020 年的回购金额是 5200 亿美元。

进入 2022 年下半年，石油等大宗商品价格快速回落，

市场预期美联储将放缓或结束加息操作，股市随之出现反弹。

### （三）“中国特色估值体系”提升蓝筹股吸引力

2022 年第四季度，沪深 300 指数与中证 1000 指数出现明显分化，蓝筹股走势明显强于中小市值股票。2020 年底也出现过类似走势，尤其在 2020 年最后一个月，股价走势分化十分剧烈：小盘股指数和壳资源指数在 2020 年 12 月分别下跌了 7.92% 和 7.33%，而期间上证指数上涨 2.40%，沪深 300 指数上涨 5.06%。市场人士形象地将之总结为“漂亮 100，悲惨 3000”。当时的市场分化与公募基金的行为密切相关，形成了股价与资金的正反馈。在货币政策十分宽松的大背景下，基金的赚钱效应吸引社会公众踊跃购买股票型基金，2020 年股票型基金份额增加超过 2 万亿，资金的快速增加推高了基金的集中度，也刺激了基金重仓股的飙升。典型的股票是贵州茅台，其股价在 2020 年 12 月大涨近 16.58%。

这次股票市场价格出现分化的原因与 2020 年底是不同的。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主旨演讲，提到“探索建立具有中国特色的估值体系”，这一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。易会满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。

此番讲话之后，中国联通率先作出回应，该公司的经理层与投资者进行了充分的沟通交流，展示核心竞争力对引导市场预期起到了积极作用，中国联通股价在此次沟通互动之后出现明显回升。受此影响，国有控股上市公司的估值均出现了一定程度的回升。

#### **（四）房地产“三箭齐发”对稳预期起到关键作用**

2022 年度房地产市场对股市的影响尤深。2022 年的房地产市场有两个重要节点，一是 7 月中旬出现的“断贷风波”，二是 10 月底的房地产行业“股债双杀”。

回顾最近一年来的房地产政策调整，可以看到，中央关于房地产市场的认识经历了一个渐进的过程。从 2021 年下半年开始，个别龙头房地产开发企业开始出现债务风险，市场普遍认为这是行业的个别现象，只要政策微调，该风险就会逐渐得到化解，政策重点放在刺激需求上。从 2021 年底开始，金融监管部门不断出台住房需求侧的微调政策。2022 年 1 月，人民银行将 5 年期 LPR 下调 5BP 至 4.6%。2 月，重庆、江西赣州将首套首付比下调至 20%。3 月，郑州率先发布房地产“一揽子”政策，取消认房又认贷。各城市纷纷松绑限购限贷政策。4 月的中央政治局会议之后，金融监管部门进一步提高了对合理购房需求的支持力度。人民银行、外汇管理局联合印发“金融 23 条”，提出要因城施策实施好差

别化住房信贷政策，保持开发贷平稳有序投放。5 月，首套房贷利率下限调整为 5 年期 LPR 减 20BP，叠加 5 年期 LPR 年内第二次下降 15BP 至 4.45%，最低房贷利率降至 4.25%。地方政府努力降低购房门槛。6 月，温州发布“安居贷”、郑州鼓励棚改房票安置、珠海推出“一人购房全家帮”等。

整体看，2022 年上半年的房地产政策重点是刺激需求，但效果不及预期，月度房地产销售面积及房地产投资数据仍然在不断下滑。2022 年 7 月中旬，出现上百个楼盘的业主发布断贷声明，原因是这些楼盘项目已经处于停工状态，根据我国有关法律，在开发商不能按期交房的情况下，业主断贷属于合法行为。有关部门及时采取措施，平息了这场风波。7 月底的中央政治局会议明确提出房地产工作的重点是“保交楼、稳民生”，房地产政策重点从需求侧转向了供给侧，如何化解房地产企业的债务风险成为房地产政策的重点，这是一个重大转变！

房地产政策出现第二个转折的时点是 2022 年 10 月下旬，起因是房地产企业的债务违约加剧，房地产行业出现了“股债双杀”局面，即使是财务稳健的地产龙头企业龙湖集团也未能幸免，于香港上市的龙湖集团股价在 10 月份下跌了 55.65%。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。

房地产行业融资主要分为信贷融资、债券融资和股权融资，此次支持房地产政策将三条融资渠道同时发力，被市场称之为“三箭齐发”。“第一支箭”支持房企信贷融资，稳预期；“第二支箭”支持民营房企债券融资，稳信用；“第三支箭”重启房企股权融资。

备受关注的是“第三支箭”。2022 年 11 月底，证监会决定调整优化五项措施，支持房地产企业股权融资。具体内容包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。2010 年之后，房地产行业在 A 股市场的融资与再融资基本上处于停滞状态，并购重组也十分少见。可见，此次支持房地产企业股权融资的“第三支箭”政策力度是空前的。

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%。

上述房地产政策的出台，对稳定市场预期十分关键。从行业指数看，与房地产有关的周期类股票均出现了明显回升，银行、非银金融、建筑装饰、机械设备等行业股票估值

预期在好转。

稳定房地产的政策出台之后，人民币汇率也逐渐走强。2022 年 10 月底人民币兑美元汇率最低为 7.3745，2022 年底人民币兑美元汇率收于 6.9205。外资通过陆港通渠道回流到 A 股市场，11 月和 12 月分别净流入 600 亿元和 350 亿元。

### **（五）新股发行融资独占鳌头，新股破发比例上升**

截至 2022 年 12 月，我国有 426 只新股发行上市（2021 年新股发行 481 家），融资金额 5869.66 亿元，居世界各国首位。前三季度的新股发行较快，第四季度明显放缓。第四季度在总体新股发行放缓的同时，北交所的上市速度在加快，共有 48 只新股上市，而第三季度北交所只有 16 只新股发行。

在注册制改革深入推进的背景下，新股跌破发行价成为常态。2022 年有 220 只新股跌破发行价，破发比例超过 50%。下跌幅度超过 30% 的有 52 只，有 10 只新股下跌幅度超过 50%。

新股上市溢价的总体趋势是下行的，但不同阶段也出现过波动。2021 年曾经出现过新股发行定价过低的现象，新股定价一度出现比较严重的“抱团压价”现象，估值中枢节节下行。2021 年 9 月，沪深交易所进一步优化新股定价机制，使“抱团压价”现象得到实质性扭转，新股发行估值出现明显上行。与之相伴的是，新股破发比例大幅提高。可以看到，2020 年、2021 年以及 2022 年的前 7 个月，上市新股在当年

的跌幅中位数分别为 8.46%、9.97%、10.03%，较核准制下新股在当年大幅上涨的情形出现根本转变。

可以预见，随着注册制改革的深入推进，股价回归均衡的时间会越来越短。进而，新股定价市盈率中位数在经历前期的大幅上涨后，将越来越理性，定价中枢将逐渐下行，直至回归基本面定价。新股定价的市场化、理性化将逐步扭转中小市值上市公司估值偏高的状况。

新股频频出现破发说明新股定价过高，说明新股发行定价机制还需要进一步完善。

#### **（六）个人养老金落地助推股市进入新时代**

2022 年 11 月 4 日，人社部等五部门联合下发《个人养老金实施办法》。我国个人养老金入市规则正式出台，这是影响 A 股市场的重大事件。从全球视角来看，中国个人养老金市场尚处于发展初期，潜力巨大的个人养老金市场将对我国资本市场和基金市场产生积极而深远的影响。

对于个人而言，自行购买个人养老金产品，最直接的好处是能够享受税收优惠。根据测算，以每年足额缴纳个人养老金 12000 元为例，如果年收入在 6 万元至 9.6 万元，预计每年最多免税 360 元；年收入在 9.6 万元至 20.4 万元，预计每年最多免税 1200 元税额；年收入在 20.4 万元至 36 万元，预计每年最多免税 2400 元，以此类推。

这里还需要考虑领取环节支付 3% 的税率，算上这部分延

后应纳税额，如果年收入在 9.6 万元至 20.4 万元之间，每年实际省税约 840 元；如果年收入在 20.4 万元至 36 万元之间，每年实际省税约 2040 元。

此外，在投资环节产生的投资收益，暂不征税。对于年收入 6 万元以下的群体而言，本身不用交个税，参加个人养老金要在支出的环节缴 3% 的税，增加了税负。对于年收入 6 万元至 9.6 万元的群体而言，不管是参加个人养老金，还是不参加个人养老金，都是缴 3% 的税，税负是不变的。对于年收入 9.6 万元以上的群体而言，税率在 10% 至 45% 之间，参加个人养老金会使税负有不同程度的降低，是参加个人养老金最适合的群体。

个人养老金作为长期资金，不仅有望促进基金行业转型升级，还有望助力资本市场健康发展，改善我国金融行业的整体生态，养老金的壮大与权益资产的增配也将加速 A 股的机构化进程，并提升长久期资金结构的比重，A 股定价体系有望加速重估。

## 二、2023 年市场展望

影响股市运行的国内主要因素仍然是房地产市场，房地产市场复苏的程度决定着股市反弹的高度和方向。预计 2023 年第二季度股市可能会出现拐点。与成熟股市相比，A 股市场显著的特点是小盘股存在高溢价现象，占市场 60% 以上的小市值股票存在估值回归风险。

### （一）政策拐点已现市场拐点尚待确认

在过去一年里，我们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 月份加息 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。

然而，市场拐点尚待确认。阻止市场出现拐点的因素之一是美国物价波动和经济衰退进展。2022 年美国 and 欧洲的通胀创 40 年纪录新高，是否意味着低通胀时代已经宣告结束？当前美国的失业率只有 3% 左右，工资上涨压力大，控制通胀并非易事。如果以美国为首的全球主要经济体的消费物价进入上涨的大周期，则全球资产价格将进入低估值时代。与此相关的是，全球政治格局与经济格局的重新调整，国家或企业的高负债风险均显著增加，要高度警惕日本的国债市场波动风险及欧债危机的“死灰复燃”。

影响股市运行的国内主要因素仍然是房地产市场，房地产市场复苏的程度决定着股市反弹的高度和方向。

股市投资者要密切关注房地产的销售情况。房地产市场

复苏状况不仅影响周期产业的运行，而且关系到货币信贷扩张的步伐。2023 年的货币政策应该是宽松的，但宽货币需要房地产市场的繁荣才能转换为信用的扩张。

## （二）注册制改革快速推进，“壳资源”持续贬值

与成熟的股票市场相比，A 股市场的显著特点是小盘股存在高溢价现象。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”将持续下行，这意味着占市场 60% 以上的小市值股票存在估值回归风险。

最近几年，新股发行明显加速。同时，退市制度改革大幅推进，完善退市标准、简化退市流程、畅通多元退市渠道等措施均已初见成效。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，这三年多的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”。

笔者以 A 股市值最小的 100 家上市公司市值来粗略地代表“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 5.8 亿元，为 2013 年以来最低。同时，从统计数据看，A 股估值的回归早已经开始，主要表现为蓝筹股的估值逐渐上升，而中小市值的估值逐步下移。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联系人：陈双莲

电子邮箱：[chensl@gzhu.edu.cn](mailto:chensl@gzhu.edu.cn)

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）