

# 经济预测分析

第 55 期

国家信息中心

2021年11月26日

---

## A股市场整体继续平稳运行

——2021年股票市场运行分析及2022年展望

**内容摘要：**2021年，我国资本市场制度、体系建设继续稳步推进，新股首次发行节奏平稳，股票市场总体窄幅震荡，市场成交高度活跃，上市公司业绩快速增长，市场整体估值水平较快下降。2022年，我国资本市场基础制度将进一步推进完善；整体估值水平较低、上市公司业绩较快增长等积极因素将为市场提供坚实支撑，而部分抱团股后继乏力、市场巨额融资等因素将制约市场上涨，A股整体继续平稳运行的可能性较大。

## 一、2021年A股市场运行分析

### 1. 资本市场制度、体系建设继续稳步推进

《关于依法从严打击证券违法活动的意见》完善了中国特色证券执法司法体制机制的顶层设计。2021年7月6日，中办、国办公布了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，是资本市场历史上第一次以中办、国办名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，确立了“十四五”证券执法司法工作的主要目标与重点任务，在完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系、建立健全依法从严打击证券违法活动的执法司法体制机制、强化重大证券违法犯罪案件惩治和重点领域执法、加强跨境监管执法协作、夯实资本市场法治和诚信基础、推动形成崇法守信的良好市场生态等方面作出重要部署，目标清晰，路径明确，是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领，为全面深化资本市场改革、更好推动资本市场高质量发展、建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了更加坚实的法治保障，意义重大，影响深远。在《意见》的指引下，各项任务正在稳步有序的贯彻落实：加快推进有关法律法规的制定工作，成立打击资本市场违法活动协调工作小组，建立最高人民检察院派驻检察的工作机制，成立北京金融法院，从重从快查办了一批重点类型、重要领域的典型案例等。

北京证券交易所的设立进一步完善了我国多层次资本市场体系。2021年9月2日，习近平总书记在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞中宣布，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。按照分步实施、循序渐进的原则，新设立的北京证券交易所总

体平移了精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，构建了一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排，同步试点证券发行注册制，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径，从而补足多层次资本市场发展普惠金融的短板，进一步丰富完善了我国资本市场结构体系。

《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》的修改优化了注册制新股发行承销制度，提升了注册制新股发行市场化水平。针对科创板、创业板试点注册制发行过程中，市场化的新股发行承销机制实际运行时出现的部分网下投资者重策略轻研究、为博入围“抱团报价”、干扰发行秩序等新情况新问题，证监会对《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》进行了修改：取消了创业板新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求；删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确等。上海证券交易所同步修改了科创板业务规则。修改后的《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》进一步优化了注册制新股发行承销制度，促进了买卖双方博弈更加均衡，将更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好地服务实体经济高质量发展。修改后的《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》自2021年9月18日起施行。

## **2. 新股首次发行节奏平稳，新股首发融资规模继续提高**

**新股首发融资规模继续提高。**2021年，在科创板、创业板新股首发注册制发行持续稳步推进、A股市场整体在相对高位窄幅波动、

局部热点纷呈等有利市场环境下，沪深两市新股首发节奏平稳，新股首发融资规模继续有所提高。截至 2021 年 11 月 10 日，沪深两市共有 416 家公司进行了新股首发，比 2020 年全年数增加 20 家；新股首发融资总规模达 4224.04 亿元人民币，比 2020 年同期小幅提高。

**再融资规模继续提高。**截至 2021 年 11 月 10 日，再融资中，沪深两市共有 424 家上市公司定向增发和公开增发融资总额达到 7285.18 亿元，超过上年同期融资规模；5 家公司配股融资总额 293.39 亿元；106 家公司发行了可转换债券，融资总额为 2422.1 亿元，已接近上年全年水平。三项股权再融资总额达 10000.67 亿元，超过上年同期水平。

### **3. 股票市场总体窄幅震荡，结构分化严重**

**股票市场总体窄幅震荡，主要股指年振幅创历史新低。**经过 2019、2020 年两年的持续上涨，我国股票市场上涨动能大幅消耗，市场面临下行压力，而上市公司业绩快速增长、市场整体估值水平较低、部分行业公司受碳达峰碳中和等远景刺激行业发展空间广阔等因素又为市场运行提供了支撑，2021 年我国 A 股市场整体窄幅震荡，主要股指年振幅创下历史新低。其中，截至 2021 年 11 月 11 日，上证综指收盘于 3532.79 点，较 2020 年底上涨 1.72%，年振幅仅为 12.06%，创年振幅历史新低；深圳成指收盘于 14799.74 点，较 2020 年底上涨 1.58%，年振幅为 21.01%，同样创下年振幅历史新低；沪深 300 指数收盘于 4898.65 点，较 2020 年底下跌 6.0%，年振幅为 24.31%，仅高于 2016 年的 24.26%。

**市场结构分化严重。**当前，我国 A 股市场概念炒作、资金抱团等运作行为仍在延续，有限的市场资金持续流入到所谓“赛道”股上去，

其结果就是市场走势分化严重。截至 2021 年 11 月 11 日收盘，上证综指、深证成指年涨幅分别为 1.72%和 1.58%，沪深 300 指数则下跌 6.0%，创业板指年涨幅则达 15.74%。

#### **4. 新股上市首日破发再现，市场申购新股热情下降**

**新股上市首日破发再现。**时隔多年后，2021 年 10 月 22 日新股中自科技上市首日即跌破发行价，开启了一轮新股上市首日破发潮。2021 年 10 月 22 日—11 月 10 日，沪深两市 A 股市场共有 20 只注册制下新股和 3 只核准制下新股上市交易，其中 9 只注册制下新股上市首日跌破发行价，占此期间上市注册制发行新股比例高达 45%。2021 年 9 月 18 日修改的《创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定》颁布实施后，注册制发行新股发行市盈率大幅提高是此轮首发新股上市首日破发潮的根本原因。

**市场申购新股热情下降。**注册制发行“询价”新规颁布实施后，注册制新股发行定价市场化程度大幅提高，注册制新股上市首日破发潮导致市场申购新股热情出现下降。一方面，科创板、创业板投资者网上申购新股户数明显下降。数据显示，10 月下旬注册制新股上市首日破发潮之前，科创板新股申购户数在 600 万左右，11 月上旬下降至 500 万左右；创业板新股申购户数从 1300 万左右下降至 1100 万左右，下降 200 万左右。另一方面，新股中签后弃购比例大幅提高。其中，强瑞技术中签新股弃购比例高达 2.76%，创 10 年最高记录。

#### **5. 市场成交高度活跃，沪深两市日总成交额破万亿成为常态**

2021 年，沪深两市市场成交高度活跃，年总成交规模再创新高，截至 11 月 12 日沪深两市 A 股总成交额已达 217 万亿元人民币，日均总成交额接近一万亿元。其中，9 月 30 日之前沪深两市 A 股日总成

成交额连续 49 个交易日突破 1 万亿元，10 月 22 日以来也持续维持在万亿以上的规模，两市 A 股日总成交额破万亿已成为常态。首先，随着科创板、创业板注册制下新股发行常态化、A 股市场持续处于相对高位，沪深两市 A 股总市值维持较高规模并随着新股发行上市持续增长，同样的换手率将呈现较高的成交额。其次，消费、医药、新能源等所谓赛道股、资金抱团股大幅上涨后市场分歧扩大，导致相关公司股票换手更为频繁。第三，有色、煤炭等基础能源原材料价格大幅上涨、剧烈波动，在相当程度上导致相关上市公司股票价格剧烈波动，成交急剧放大。第四，沪深两市 A 股市场量化高频交易实现跨越式发展，贡献了越来越大的成交量，在 A 股市场交易的比重大幅提高，据估计已占 A 股市场总成交的 20%左右。

#### **6. 上市公司业绩快速增长，市场整体估值水平较快下降**

**上市公司业绩快速增长。**2021 年前三季度，沪深两市 4536 家上市公司共实现营业收入 50 万亿元，实现净利润 4.1 万亿元，同比分别增长 23.3%、26%；剔除金融和中国石油、中国石化后，其余实体上市公司共实现营业收入 39.3 万亿元，实现净利润 2.2 万亿元，两年平均增长达 13.6%、16.5%。分板块看，主板上市公司经营表现平稳，科创板上市公司业绩表现亮眼。前三季度主板、创业板、科创板和风险警示板分别实现营业收入 443997.64 亿、18453.27 亿、4839.57 亿和 2074.05 亿元，同比分别增长 23.22%、26.53%、36.56%和-14.24%；归属于母公司净利润分别为 38491.12 亿、1715.10 亿、630.20 亿和 -201.61 亿元，同比分别增长 24.64%、11.89%、51.84%和-56.99%。

**市场整体估值水平较快下降。**据统计计算，2021 年 11 月 11 日收盘，上证综指平均静态市盈率为 17.36 倍，上证主板平均静态市盈

率为 16.02 倍，科创板平均静态市盈率为 70.67 倍；考虑到 2021 年前三季度上市公司业绩大幅增长，11 月 11 日上证综指动态市盈率已下降至 14.33 倍左右。深圳证券交易所市场整体静态市盈率为 31.88 倍，其中主板为 25.27 倍，创业板为 59.77 倍。

## **二、2022 年 A 股市场运行展望**

### **1. 资本市场基础制度进一步推进完善**

全面注册制新股发行有望成行。科创板、创业板注册制新股发行持续平稳运行、注册制新股发行定价市场化程度进一步提高、北交所设立并同步实行注册制新股发行制度等都为主板市场注册制新股发行提供了经验和基础，2022 年主板市场注册制新股发行很可能落地，全面注册制新股发行有望成行。

资本市场法制法治建设将取得重要阶段性进展。随着注册制改革的逐步全面推行，在放宽前端准入的同时，对加强后端的监管执法提出了更高要求。建立严密完善的法律法规体系，依法从严打击证券违法活动，是维护资本市场“三公”秩序、营造良好市场生态、建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的内在要求。中办、国办联合公布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》要求，到 2022 年，资本市场违法犯罪法律责任制度体系建设取得重要进展，依法从严打击证券违法活动的执法司法体制和协调配合机制初步建立，证券违法犯罪成本显著提高，重大违法犯罪案件多发频发态势得到有效遏制。可以预见，《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中 2022 年阶段性目标将能够高效、圆满完成，我国资本市场法制法治建设将取得重要阶段性进展。

## 2. A股市场整体继续平稳运行的可能性较大

2022年，我国A股市场总体运行环境并未发生显著变化，市场整体继续平稳运行的可能性较大。

市场整体估值水平较低和上市公司业绩继续增长为市场运行提供坚实支撑。随着上市公司业绩较快增长，当前我国A股市场整体动态估值水平已经大为下降。2022年，随着世界经济逐步向常态回归、我国名义GDP继续较快增长，A股上市公司业绩将继续增长，初步预计仍可实现10%左右的盈利增长。当前较低的市场整体估值水平、上市公司业绩继续较快增长的前景将为A股市场运行提供坚实支撑。

市场资金供求面临压力将制约市场行情向上拓展。从资金需求看，2022年随着全面注册制新股发行落地、北交所正式运营、A股市场很可能在相对高位平稳运行，A股市场新股发行和再融资总规模有望超过2万亿元人民币；A股市场日总成交额持续在万亿规模产生的印花税、佣金等规费损耗将极为巨大，预计总规模将超过5000亿元；大股东等减持股票也将带来较大的资金需求。从资金供给看，如果没有特殊的政策刺激，A股市场将难以产生巨额的足以撬动较大行情的资金流入：一方面，我国股市规模、证券化率已处于较高水平，现阶段市场整体可预见的上涨空间将较为有限，从而难以通过市场整体持续上涨形成的赚钱效应来刺激场外资金源源流入市场，推动市场行情向纵深发展。2021年11月12日，我国沪深两市总市值合计达88.1万亿元人民币，在香港上市的H股、红筹股总市值达11.4万亿港元，折算为人民币在9.4万亿人民币左右，再考虑到在美国纽交所、纳斯达克等境外市场上上市的中概股，和预期的2021年我国现价GDP相比，我国证券化率已达94%左右。从当前我国股市规模、证券化率水平角



度看，短期内我国 A 股市场大幅上涨将面临较大阻碍。另一方面，当前场内主流资金都集中在消费、医药、新能源等所谓赛道股上，资金抱团严重，而这些上市公司股价都已经出现大幅上涨，市场估值水平高企，也难以再通过持续上涨形成局部赚钱效应来刺激场外资金大量流入。当前，尽管我国市场整体市盈率水平较低，但剔除银行等金融、地产上市公司后，其余上市公司估值水平高企。以创业板为例，中小板并入创业板后拉低了创业板市盈率水平，但 2021 年 11 月 12 日创业板动态市盈率仍高达 63.83 倍，而创业板盈利增速却并未体现优势，相反还远远低于同期主板公司盈利增速。此外，从杠杆资金流入看，监管层延续对场外配资等违规杠杆资金严监管态势，券商融资规模已高达近 2 万亿规模，继续大幅提高的难度极大。股市运行归根到底是资金的运动，当前一个阶段我国股市主流风格仍体现为概念炒作等投机特点，通过放大概念预期、资金抱团等运作方式推动局部行情，主要通过博弈获取收益，本质是一种负和博弈，因而难以持久吸引场外资金流入。综合来看，2022 年 A 股市场资金供求关系将是制约行情向上拓展的重要障碍。

此外，当前我国资本市场仍处于加速推进注册制全面落地、资本市场法律法规体系、司法执法体制机制等基础制度体系健全完善的攻坚阶段，新冠肺炎疫情走向仍扑朔迷离，全球通胀形势严峻，欧美主要发达国家和地区超常规宽松财政和货币政策难以延续，加上历史的经验教训，这些因素都将促使管理层对非理性股市行情发展抱有高度警惕态度。

综合看，在当前复杂多变的国际国内形势下，我国 A 股市场较低的市场整体估值水平、经济平稳运行背景下上市公司业绩持续较快增

长等积极因素，将为 2022 年我国股票市场行情发展提供坚实支撑，而多年概念炒作、资金抱团等主流市场运作方式后继乏力、市场融资、交易税费、股东减持等巨额资金需求等因素将制约市场行情向上拓展空间，2022 年我国 A 股市场整体继续平稳运行的可能性较大。

（执笔：徐平生）

---

**编辑部地址：**北京三里河路58号国家信息中心预测部

**邮编：**100045

**联系电话：**68557142, 68557122

**传真：**68558210

**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)