

长江商学院

2021 年投资者情绪问卷调查(CKISS)

三季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2021 年 9 月

1 长江商学院投资者情绪调查(CKISS)是由长江商学院投资研究中心和企业家学者项目(DBA)共同主办的对资本市场投资人情绪和预期的调查,调查预计每季度开展一次,有效回收样本计划在 2500 份左右,其中,普通散户投资者 1900 份,金融行业从业人员 600 份。本调查委托北京富奥华美信息咨询有限公司进行,感谢北京富奥华美在调查过程中的尽职和专业。

2 刘劲是长江商学院教授、副院长、投资研究中心主任;陈宏亚是长江商学院投资研究中心研究员。本研究有待更深入的探讨,仅为教学和内部讨论使用,如需引用需征得作者的同意。

引言与主要结论

新冠疫情在第三季度再次大面积抬头，这是 2020 年年初以来第三次大规模反复。主要原因是德尔塔变种的极高传染性。跟前两次疫情泛滥的不同之处是新冠疫苗已在全球范围内迅速普及接种。目前，全球疫苗接种率约 42%，东亚地区最高为 74%，欧盟地区(含英国)66%，北美 64%，拉美 52%，其他地区约 30%，非洲只有 5.8%。疫苗的大规模使用使疫情基本可控，病例增速自 9 月以来已呈现下降趋势。尽管经济落后地区的疫情依然很严峻，但它们对全球经济的影响有限。目前，全球主要经济体的 GDP 规模已经基本恢复至疫情前水平(2019 年 12 月)。

本着与新冠长期共存的理念，欧美国家普遍采取了在大规模疫苗使用情况下的经济重启策略。一方面，它们需要应对严重的疫情，一方面，经济继续强劲复苏。加上极其宽松的财政和货币政策，全球各种资产价格飙升，通胀在全球范围内普遍抬头，尤其体现在大宗商品和 PPI 上。2021 年 1 月至 8 月底，美国 PPI 上涨 16.2%，欧盟上涨 9.9%，中国上涨 7.6%。美国的 CPI 也上涨了 4.8%，是几十年来最高的水平。全球主要资本市场继续高歌猛进，从年初至 9 月 10 日，标普 500 上涨 18.7%，日经 225 上涨 10.7%，英国富时 100 上涨 8.8%，德国 DAX 上涨 13.8%，法国 CAC40 上涨 20%。我国股市在 2021 年基本处于震荡阶段，上涨综指上涨 6.6%，沪深 300 下跌 3.8%。

我国在经历一季度 18%的高增长后，二季度经济增速有所回落，经济增速之所以放缓，既有宏观政策的原因，也有防疫的原因。今年以来，我国的财政和货币政策处于收缩态势，一至二季度的财政赤字占 GDP 比重平均约 4.7%，比去年下降 1 个百分点，社会融资规模增速则从 13%降低至 10%，回到疫情前水平。住建部和央行持续加码房地产调控政策，在“房住不炒”的原则下，要求地方紧抓房地产金融，使得房地产下行严重，全国商品房新开工面积自 4 月以来持续下降，4 至 8 月开工总面积比去年同期下降 10%。德尔塔变异病毒和“零容忍”的防疫政策使居民出行再次受阻，1 至 5 月全社会旅客运输量同比增长 15.4%，6 至 7 月迅速下降至-6.4%。

本期投资者情绪整体更趋谨慎，和上期相比，投资者整体继续下调对 A 股、港股、房价走势预期。其中，认为 A 股在今后一年会上涨的投资者从上期的 65.8% 下降到本期的 61%，预期收益率从上期的 2.6%下降到本期的 1.2%；认为一二线城市房价会涨的受访者从上期的 62.5%下降到本期的 55.6%，对房产的预期

收益率也从 2% 下调到 1.2%。对港股的预期从 2019 年下半年起大多数受访者就保持悲观情绪，认为股指会上涨的可能性低于一般，整体的收益预期也保持负数。但同时，我们也看到金融从业者和散户在市场的预期上进一步分化。投资者整体的预期形势主要由散户主导（因为占更大的权重），和整体趋势相反，金融从业者继续上调对 A 股、港股和房价的收益预期。其中，金融从业者对 A 股和房市各上调 1% 的收益率，对港股更是上调 2.5% 左右。金融从业者和散户对经济的长期走势判断没有本质的区别，均预期长期 GDP 增长能保持在 5.6% 左右。

2021 年对中国的投资者是个大考之年。诸多的宏观因素对公司价值都有重大影响，新冠疫情是百年一遇。一方面，科技进步极大地提高了人们控制疫情的能力；一方面，疫苗并没有像大家希望的那样，可以完全阻断疫情的传播，让全球各国都不得不审慎思考什么才是最有效的长期控疫政策。中美关系是另外一个在迅速恶化但又充满波动性的变量。特朗普时代中美关系从合作/竞争迅速走上了竞争/对抗。2021 年最让市场失望的是美国的总统职位交接并没有带来人们期望的中美之间关系的改善，冲突反倒有愈演愈烈，更加系统化之趋势。

金融从业者和散户对市场的不同期望值可能和其对过去半年来国内的政策调整有不同的解读。和 08 年过于激进的四万亿救市计划相比，政府应对本次新冠疫情的财政和货币政策明显偏谨慎。这种谨慎政策防范的是长期风险，但短期会对经济造成压力。同时，我国对新冠疫情的“零容忍”非常成功，保护了大众的生命安全，营造了经济复苏的大环境。但现在看来，“零容忍”政策显然不可能成为长期政策（德尔塔传染性太高），需要在适当的时候，配合医疗方面的进展进行调整，以避免把中国经济隔离于世界经济之外。对于房地产市场，坚持“房住不炒”是非常正确的，一是为了民生，二是未来防范房地产泡沫带来的金融风险，但通过行政手段过快过猛地收缩对房地产的金融支持，反倒可能引发本希望杜绝的金融风险的显现。

从 2020 年开始，全球反垄断逐渐升级，剑指谷歌、亚马逊、Facebook 和苹果等互联网巨头，国内也展开了对以阿里巴巴和腾讯为代表的互联网行业的监管整顿。垄断企业由于其巨大的谈判能力而可能对市场的公平竞争形成威胁，破坏经济的创新能力。互联网巨头，由于天生的网络效应，有超强的规模效应，增长到了一定阶段自然会获得垄断性的地位。从这个层面上讲，反垄断很及时，有非常积极的意义。然而，在反垄断的同时我们也要意识到，中国的互联网公司可能是过去二十年在中国最有创新能力的一些企业，给老百姓带来了极大的经济和使用价值，也第一次把中国的民营企业在科技和创新能力上带到了全球

的第一梯队，能和美国的巨头相提并论，大大地超过了欧洲、日本这些发达经济体的企业。所以，反垄断政策的方式、方法、速度、市场预期的管理是件细活，一方面我们要去除企业发展过大带来的垄断效应，另一方面必须顾及到这些政策调整对和垄断不沾边的其他民营企业，以及高科技创新领域的影响。

最近几个月出台的诸多宏观调控政策力度空前，显示了“刮骨疗毒”“断臂求生”的决心。另一个明显的例子是教育行业的调整和“双减”政策的推出。其政策的目的同样是积极的，希望借此减缓中产阶级家庭之间的内卷，降低学生的学习压力，提高家庭的生育积极性。但在经济相对疲软的状态下，关闭、取缔大量教育机构带来的经济和就业压力一样需要考虑。

在本次调查中，投资者依然关注中国企业的创新能力。52%的受访者认为“如何提升创新能力”是对投资影响最大的因素。关注民营经济地位的受访者从上期的 34%上升到了本期的 39%；关注国企改革的受访者从上期的 35.8%上升到了本期的 37%。这些变化，很可能都和最近出台的宏观调控政策有关。和散户不同，金融从业者更加关注中美关系、中西关系这些外部因素。

第一部分：投资者情绪指数

今夏以来，疫情在全球多国出现较大幅度反弹，不过反弹程度低于去年年末疫苗大规模接种前的水平，疫苗的大规模使用使疫情基本可控，病例增速自9月以来已呈现下降趋势。截至9月13日，全球累计确诊人数约2.25亿，其中，欧盟地区(含英国)4540万，拉美4400万，北美4280万，东南亚1110万，东亚230万，亚洲其他地区5930万，非洲800万。考虑到经济落后地区的病毒测试以及统计水平有限，这些地区的真实情况应该更糟。全球疫苗接种率约42%，东亚地区最高为74%，欧盟地区(含英国)66%，北美64%，拉美52%，其他地区约30%，非洲只有5.8%。

为应对疫情，欧美发达国家不得不再次祭出量化宽松政策。2020年二至四季度，美国年化后的财政赤字(连续12个月加总)占GDP比重达到17.2%，今年继续维持在高位，前两个季度的财政赤字占GDP比重约15.4%。德国在今年提高了财政刺激力度，前两个季度的财政赤字占GDP比重约5.5%，2020年二至四季度的赤字水平为2.8%，法国也是类似的情况，财政赤字比重从7.7%提高至9.5%，日本则从5.1%提高至6.9%。发达国家增发货币主要通过央行购买国债来执行，因此，美国、欧元区和日本央行资产负债表大幅扩张，目前，美联储资产规模占GDP比重由疫情前25%扩大至38.2%，欧元区央行由42%扩大至70%，日本一直就很高，疫情前已经达到108%，目前进一步扩大至134%。

我国由于迅速控制住了疫情，国内经济活动得以较早放开，财政和货币政策刺激力度都不大，2020年财政赤字占GDP比重为5.7%，仅比疫情前提高了1.2个百分点，社会融资规模增速从疫情前10%提高至13%，进入2021年，财政和货币政策则是收缩态势，一至二季度财政赤字规模缩小至4.7%，社会融资规模增速则基本恢复至疫情前的水平。

欧美国家GDP增速强劲复苏，截至6月，美国GDP单季度值同比增速12.5%，欧元区14.8%，日本8%。我国在经历一季度18%的强劲增长后，二季度经济增速有所回落，单季度GDP同比增速9%。目前，全球主要经济体的GDP规模已经基本恢复至疫情前(2019年12月)水平，我国在2020年末就已经恢复。

持续宽松的财政和货币政策，导致全球各类资产价格飙升。首先是大宗商品，截至8月，原油价格同比增长了70%，煤上涨了209%，铝和铜分别上涨了49%和39%；全球PPI高企，美国PPI同比增速达到19%，欧盟12%，我国也接近10%。目前CPI增速相对缓和，美国略高约5.4%，欧盟3.2%，我国受猪肉价格大幅下调影响，CPI同比增速只有0.6%。

除中国外，全球股市继续高歌猛进，从年初至 9 月 10 日，标普 500 上涨 18.7%，日经 225 上涨 10.7%，英国富时 100 上涨 8.8%，德国 DAX 上涨 13.8%，法国 CAC40 上涨 20%。我国股市在 2021 年基本处于震荡阶段，上涨综指上涨 6.6%，沪深 300 下跌 3.8%。

本期散户和金融业受访者对 A 股、港股、房价走势的预期延续上期分化态势，散户相对悲观，金融业则相当乐观；双方对经济增长和上市公司盈利预期较为一致，对增长抱有信心，通胀预期平稳。具体情况如下：

本期，散户和金融业受访者对 A 股走势的看法继续分化，散户继续下调预期，金融业则进一步上调预期。在本次调查中，约 61%的受访者认为 A 股会上涨（散户和金融业分别为 54.5%和 81.4%），比上期下降 4.8 个百分点（散户下降 6.8 个百分点，金融业上升 1.5 个百分点），比 2020 年年末调查下降 6.5 个百分点（散户下降 14.8 个百分点，金融业上升 19.8 个百分点）。本期对 A 股的预期回报率是 1.2%（散户和金融业分别为-0.5%和 6.4%），比上期下调 1.4 个百分点（散户下降 2.2 个百分点，金融业上升 1 个百分点），比 2020 年年末调查下降 1.4 个百分点（散户下降 3.6 个百分点，金融业上升 5.7 个百分点）。

自 2020 年 9 月至上期调查，散户和金融业受访者对股价高低的判断出现分化，散户认为股价偏高的人数在上升，认为合理的人数在下降，金融业则刚好相反，在本期调查中，这种分化正在合拢，双方意见趋于一致：在本次调查中，约 64%的受访者认为 A 股价格基本合理（散户和金融业分别为 62.2%和 70%），认为股价偏高的人数为 19.3%（散户和金融业分别为 21%和 14%），认为股价偏低的人数为 16.6%（散户和金融业分别为 16.8%和 15.8%）。

散户和金融业受访者对港股的看法与 A 股类似，散户继续下调预期，金融业进一步上调预期。在本次调查中，约 42.4%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为 35.3%和 65%），比上期上升了 2.1 个百分点（散户下降 2 个百分点，金融业提高 15 个百分点），比 2020 年年末调查下降 4 个百分点（散户下降 14.8 个百分点，金融业上升 30.3 个百分点）。预期回报率为-2.2%（散户和金融业分别为-3.6%和 2.5%），比上期提高了 0.7 个百分点（散户下降了 0.2 个百分点，金融业提高了 3.3 个百分点），比 2020 年年末调查下降 0.3 个百分点（散户下降 2.8 个百分点，金融业上升 7.5 个百分点）。

双方对房价的判断也保持分化趋势，散户维持悲观判断，金融业则保持乐观态度。本期约 55.6%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 48%和 79.7%），比上期下降了 6.9 个百分点（散户下降了 9.6 个百分点，金融业提高了 1.7 个百分点），比 2020 年年末调查下降 14 个百分点（散户下降 22.8 个

百分点，金融业上升 13.3 个百分点）。对房价的预期回报率是 1.2%（散户和金融业分别为 0.4%和 3.8%），比上期下降了 0.8 个百分点（散户下降了 1.3 个百分点，金融业提高 0.7 个百分点），比 2020 年年末调查下降 2.4 个百分点（散户下降 3.5 个百分点，金融业上升 1.2 个百分点）。

双方对房价高低的判断在上期出现分化，散户认为房价偏高的人数在下降，认为房价基本合理的人数在上升，金融业则相反，本期这种分化正在合拢。值得注意的是，自 2018 年 9 月首次调查至今，受访者对房价是否合理的判断存在一个明显趋势，认为房价偏高的人数越来越低，认为房价基本合理的人数持续上升，认为房价偏低的人数相对平稳。具体来说，本期 57.4%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 57.5%和 57.4%），比上期上升 1.1 个百分点（散户上升 2.6 个百分点，金融业下降 3.7 个百分点）。36.6%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融业分别为 36.8%和 35.8%），比上期下降了 2.4 个百分点（散户下降 3.7 个百分点，金融业上升了 1.6 个百分点）。6%的受访者认为房价偏低（散户和金融业分别为 5.7%和 6.9%），比上期提高了 1.4 百分点（散户和金融业分别提高了 1.1 和 2.2 个百分点）。

全球流动性泛滥以及资产价格暴涨并没有引发受访者对高通胀的担忧，受访者对通胀的预期保持平稳。本期认为会发生超过 6%高通胀的意见占比为 3.2%（散户和金融业分别 3.7%和 1.5%），比上期下降了 0.6 个百分点（散户下降 0.9 个百分点，金融业上升 0.5 个百分点）。本期对物价的预期增长率为 2.5%（散户和金融业分别为 2.6%和 2.4%），比上期下降 0.1 个百分点（散户下降 0.1 个百分点，金融业上升 0.1 个百分点）。

受访者对经济增长和上市公司盈利的信心较强，双方意见较为一致。本期约 62.7%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业分别为 61%和 68.8%），比上期提高了 1.5 个百分点（散户下降了 0.3 个百分点，金融业提高了 7.1 个百分点），对 GDP 的预期增长率为 5.6%（散户和金融业分别为 5.5%和 5.6%），与上期基本持平。约 50.8%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%（散户和金融业持此意见的人数分别为 46.4%和 64.2%），比上期提高了 1.2 个百分点（散户和金融业分别提高 1.4 和 0.5 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 11.9%（散户和金融业分别为 11.4%和 13.5%）。

本期愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 41.7%（散户和金融业分别为 38.8%和 50.5%），比上期下降 3 个百分点（散户下降 5 个百分点，金融业提高 3.5 个百分点）；愿意投资银行理财以及稳健型基金的净增加人数占比为 74.4%（散户和金融业分别为 77.9%和 63.2%），比上期提高了 4 个百分点（散户和金融分别提高 4.3 和 3.2 个百分点）；愿意投资贵金属的净增加人数占比为

3.5%（散户和金融业分别为 2.9%和 5.3%）。本期，受访者对房地产、数字货币等其他类别资产的投资意愿不高，愿意增加投资的人数小于希望减少投资的人数。愿意投资房地产的净增加人数占比为-5.2%（散户和金融业分别为-3.4%和-11.1%），比上期下降 1.7 个百分点（散户和金融分别下降 0.8 和 4.5 个百分点）。愿意投资数字货币的净增加人数占比为-8.2%（散户和金融业分别为-10.5%和-0.8%），比上期提高 1.8 个百分点（散户和金融分别提高 2.4 和 0.2 个百分点）

散户和金融业受访者认为虚拟货币没有投资价值的人数上升，在本次调查中，约 40.4%的受访者认为未来虚拟货币没有投资价值（散户和金融业分别为 35.3%和 56.4%），比上期提高了 9.8 个百分点（散户提高了 7.2 个百分点，金融业提高了 17.8 个百分点）。本期，**散户和金融业受访者大幅上调了对区块链前景的看法**，本期约 63.8%的受访者认为区块链前景广阔（散户和金融业分别为 63.5%和 64.7%），比上期提高了 23.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 26 和 15 个百分点）。

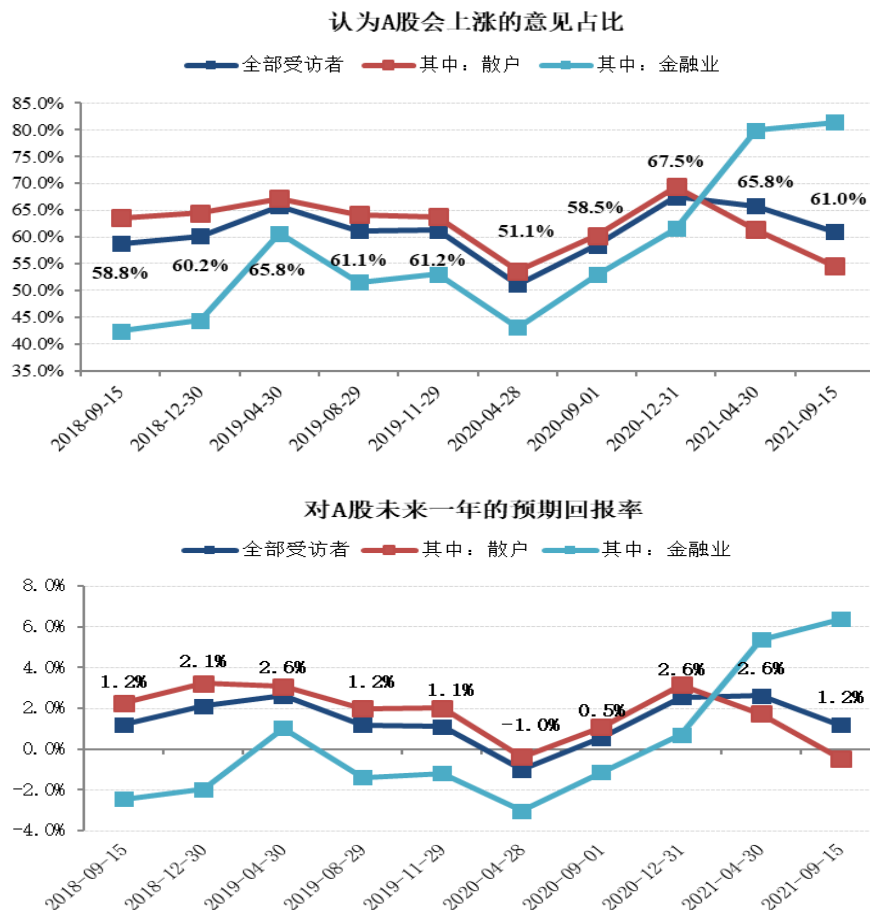
关于中美关系对中国影响的看法，在上期调查中受访者显著上调了负面看法，本期则大幅回调了这种悲观预期，回到之前的水平。在上期调查中，受访者认为中美关系恶化对中国有短期负面影响的想法由之前的 52%上调至 61%，本期则回调至 51%；认为长期有负面影响的想法上期由 27%上调至 54%，本期则回调至 35%。认为短期没有影响的想法上期由 37%下降至 23%，本期回调至 37%。认为长期有正面影响的想法上期由 46.7%下降至 29.3%，本期回调至 42.1%。简而言之，本期受访者对此问题的看法延续了以往的趋势，就短期影响而言，虽然负面看法仍然较多，但正在下降，长期负面看法越来越少，正面看法越来越多。

从 2020 年年末开始，我们增设了一个问题，询问受访者认为哪些事情对投资的影响最大，和上季度相比，本期投资者更关注国内经济政策的调整。具体来说，本期分别有 52%和 45%的受访者认为如何提升我国的创新能力和如何提升内需对投资影响最大，均比上期提高了 2 个百分点；分别有 39%和 37%的受访者选择了对民营经济地位以及国企改革问题，比上期提高了 5 个和 1.2 个百分点。对中美关系的关注度从 47%下降到 42%。值得一提的是，受访者对气候变化的关注度不高，只有 26%的人选择了该项，我们认为，气候变化对全球经济的潜在影响可能是巨大而深远的。

以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

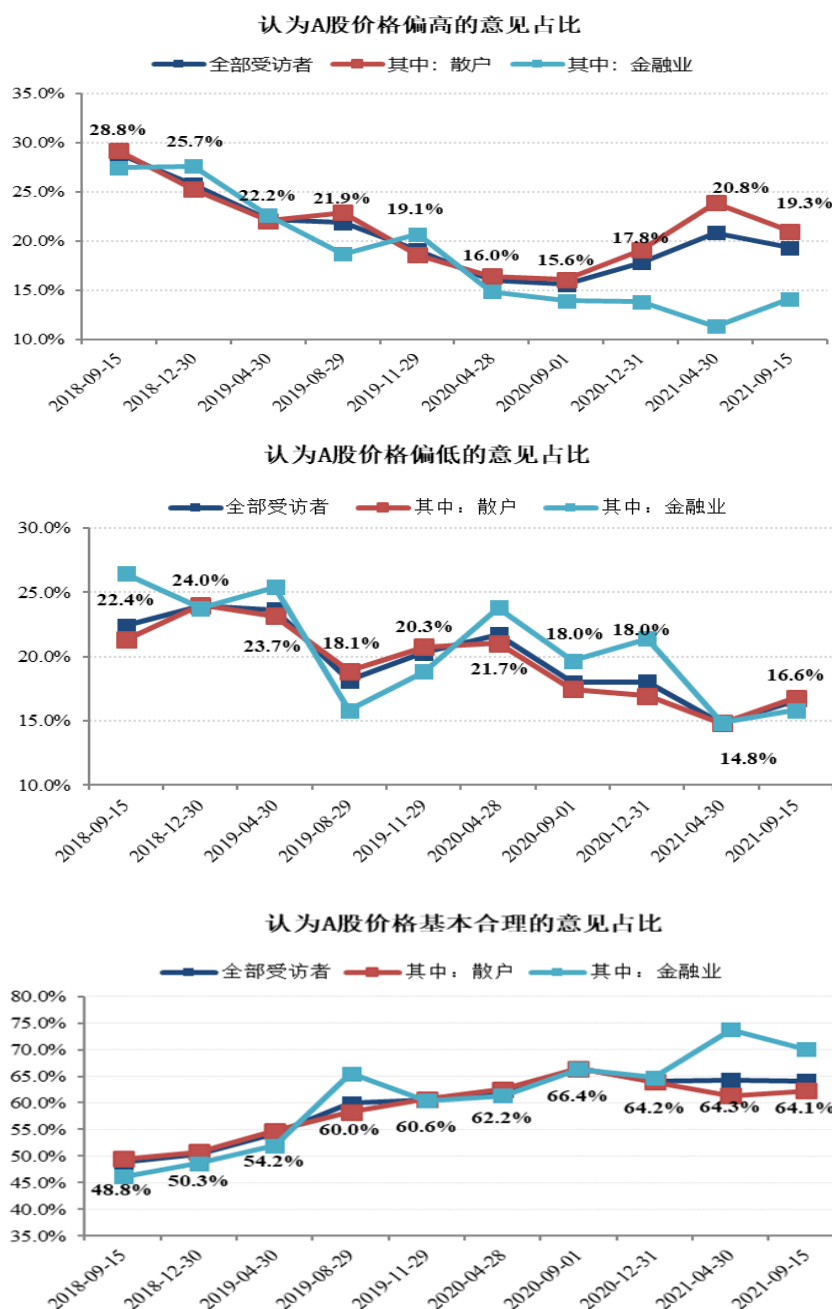
1.1 对股票价格的预期

问题 1：在将来的 12 个月，您认为 A 股整体（比如沪深 300）会怎样变化？



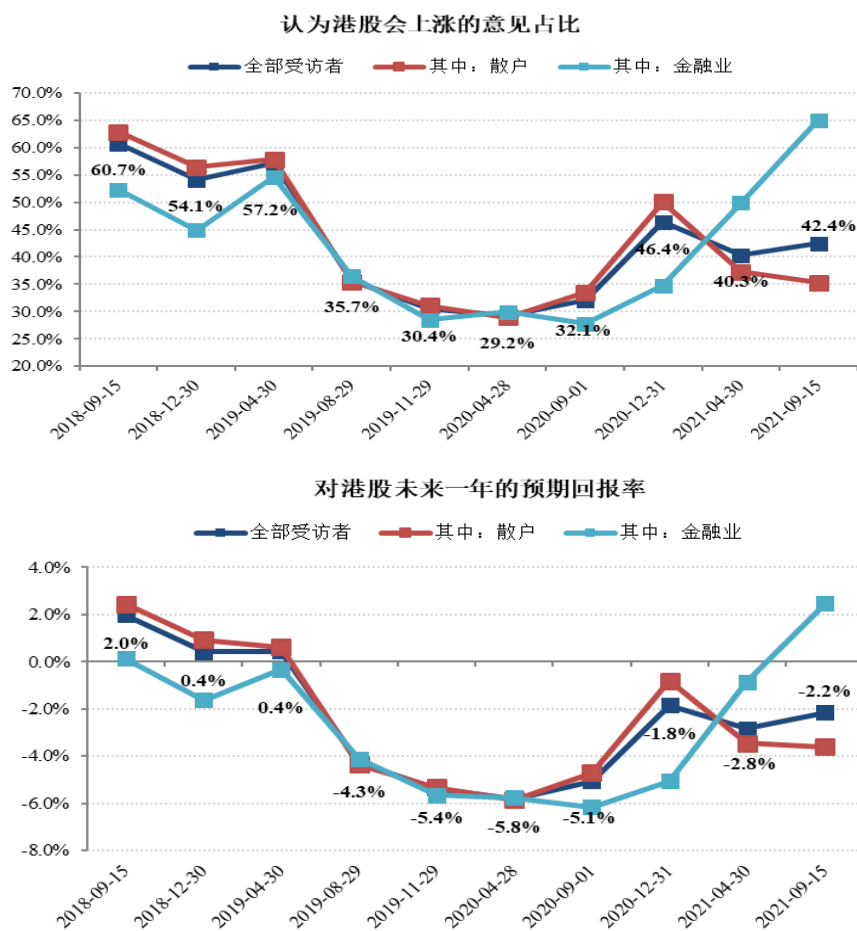
说明：①图中数字是全部受访者意见占比。②预期回报率=Σ 每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。 数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 2: 如果把 A 股上市公司的市值和其盈利能力做比较, 您认为目前 A 股的价格是:



说明: 图中数字是全部受访者意见占比, 以下各图均是如此。数据来源: 长江商学院投资研究中心

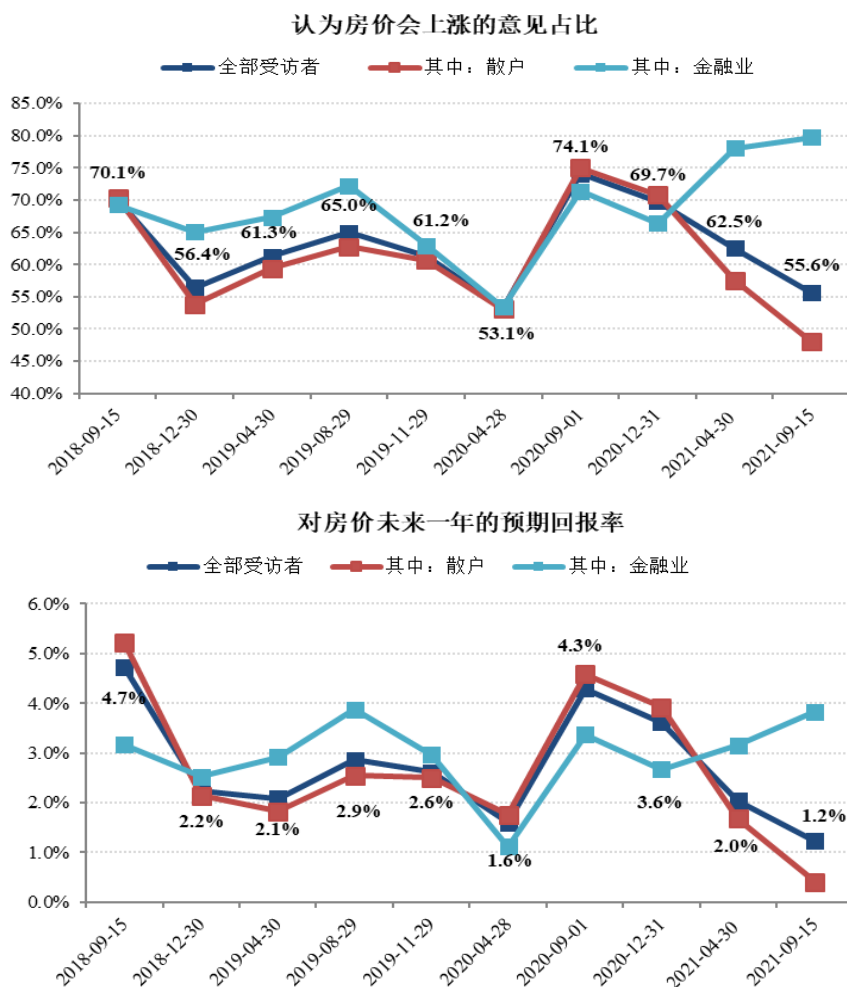
问题 3：在将来的 12 个月，您认为香港股市（比如恒生指数）会怎样变化？



数据来源：长江商学院投资研究中心

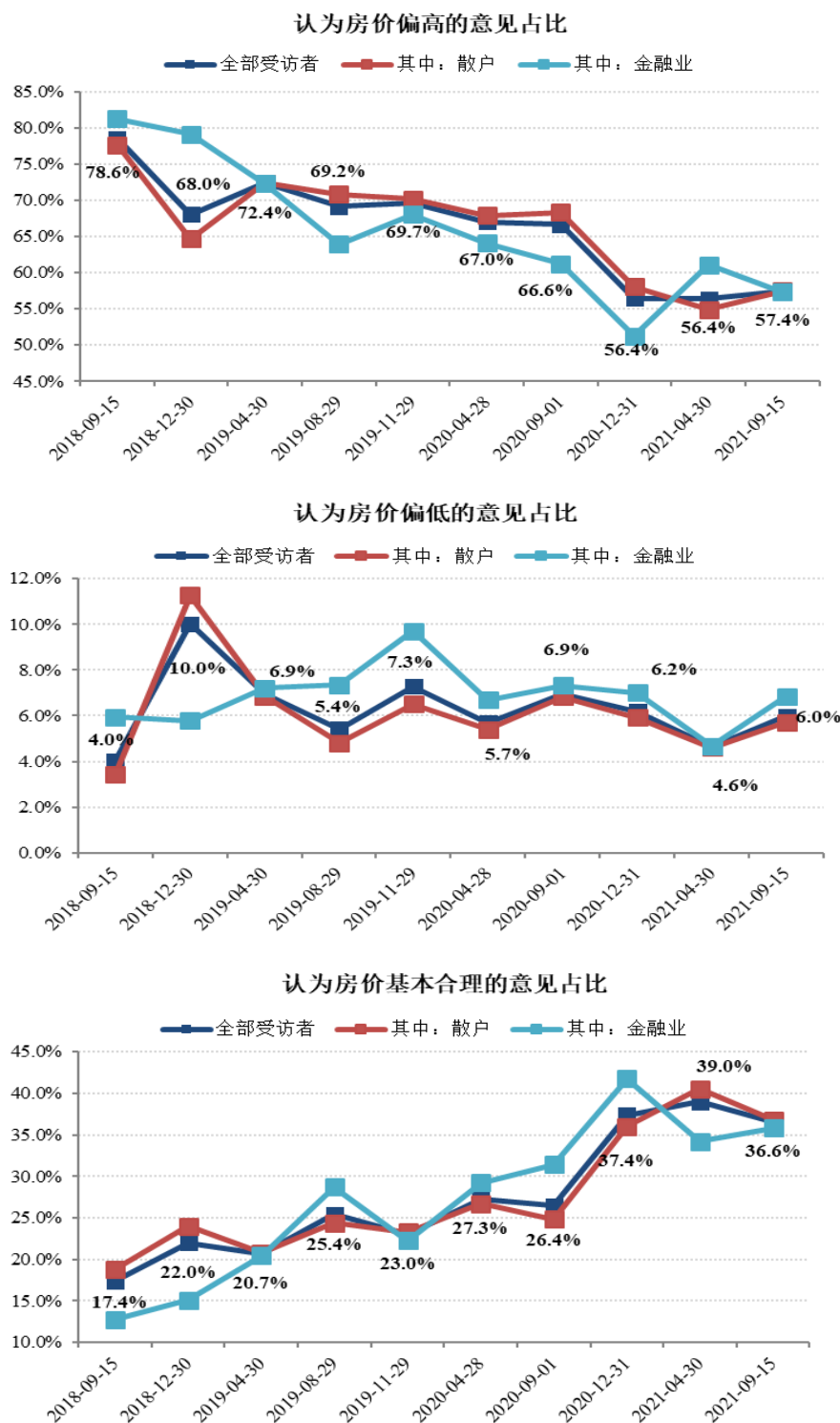
1.2 对房地产价格的看法

问题 4：在将来的 12 个月，您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化？



数据来源：长江商学院投资研究中心

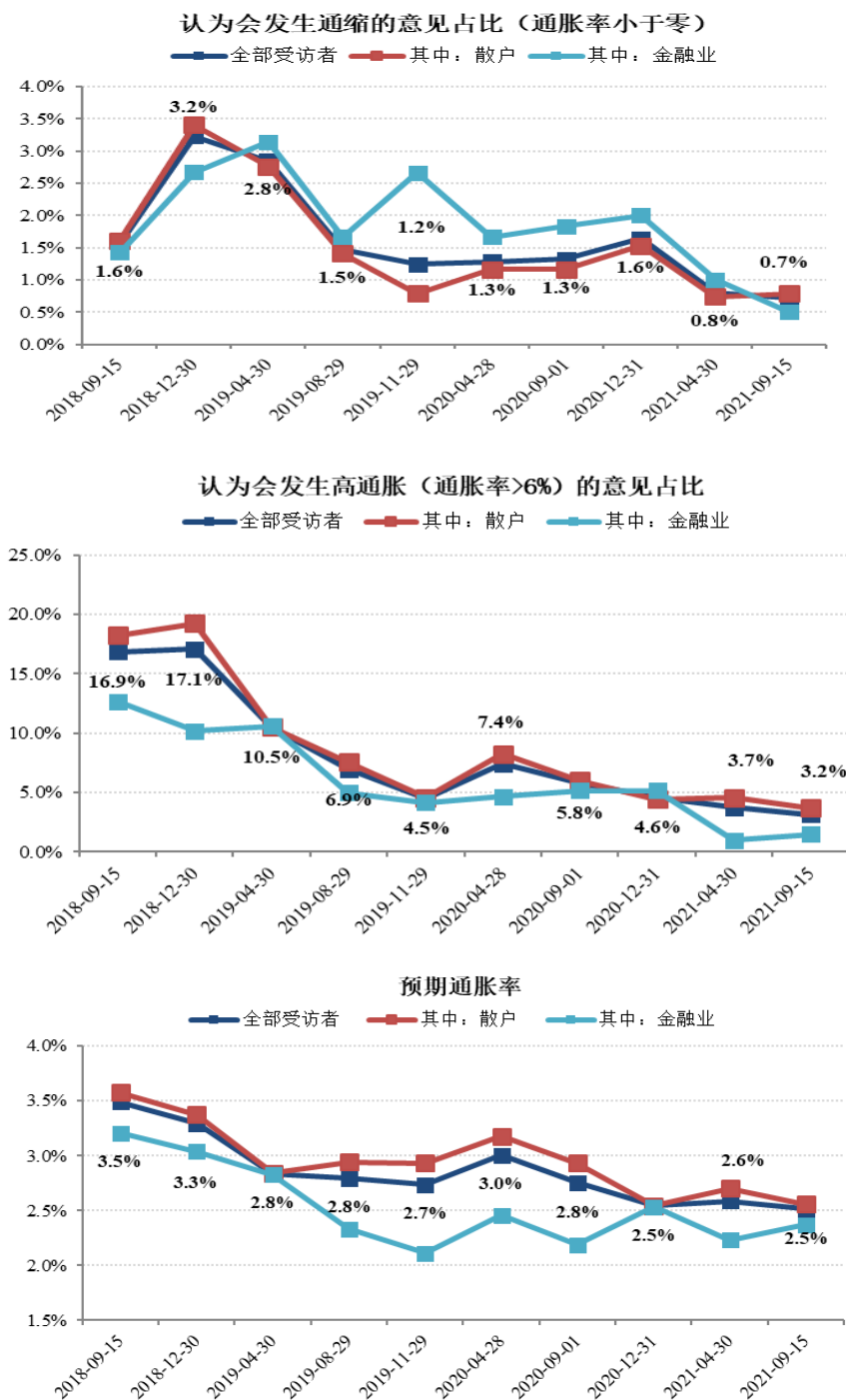
问题 5：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



数据来源：长江商学院投资研究中心

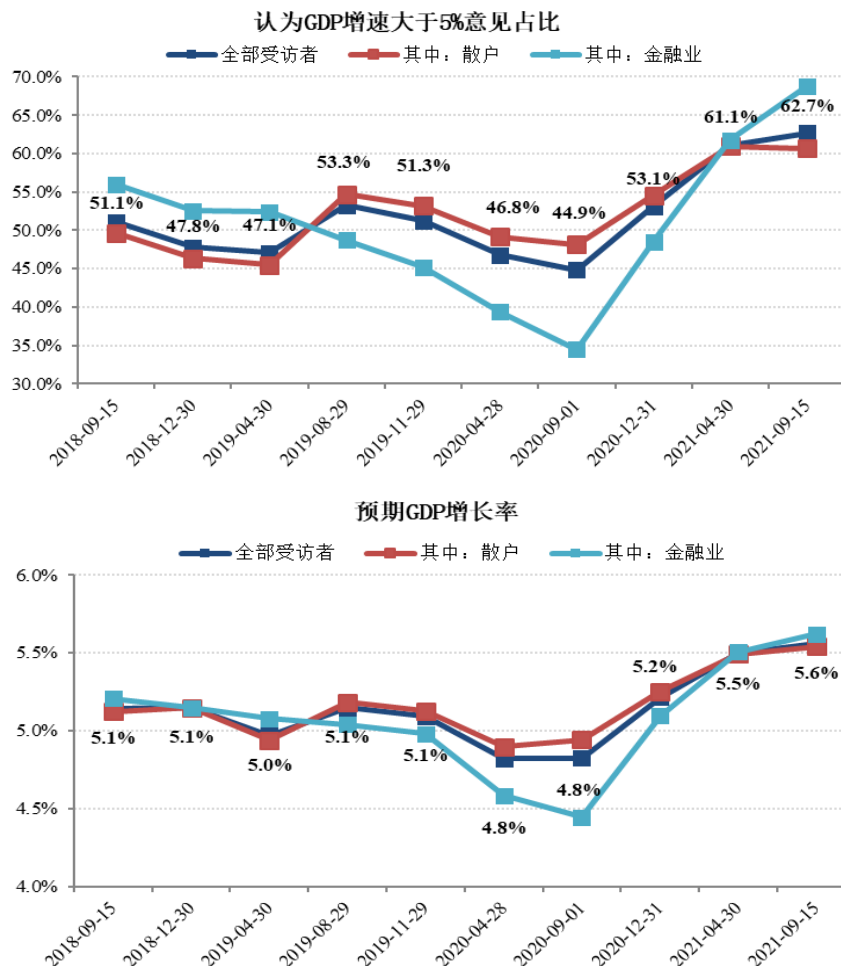
1.3 对经济基本面的看法

问题 6：您认为在将来的 5 年，中国 CPI 通胀率平均每年是多少？



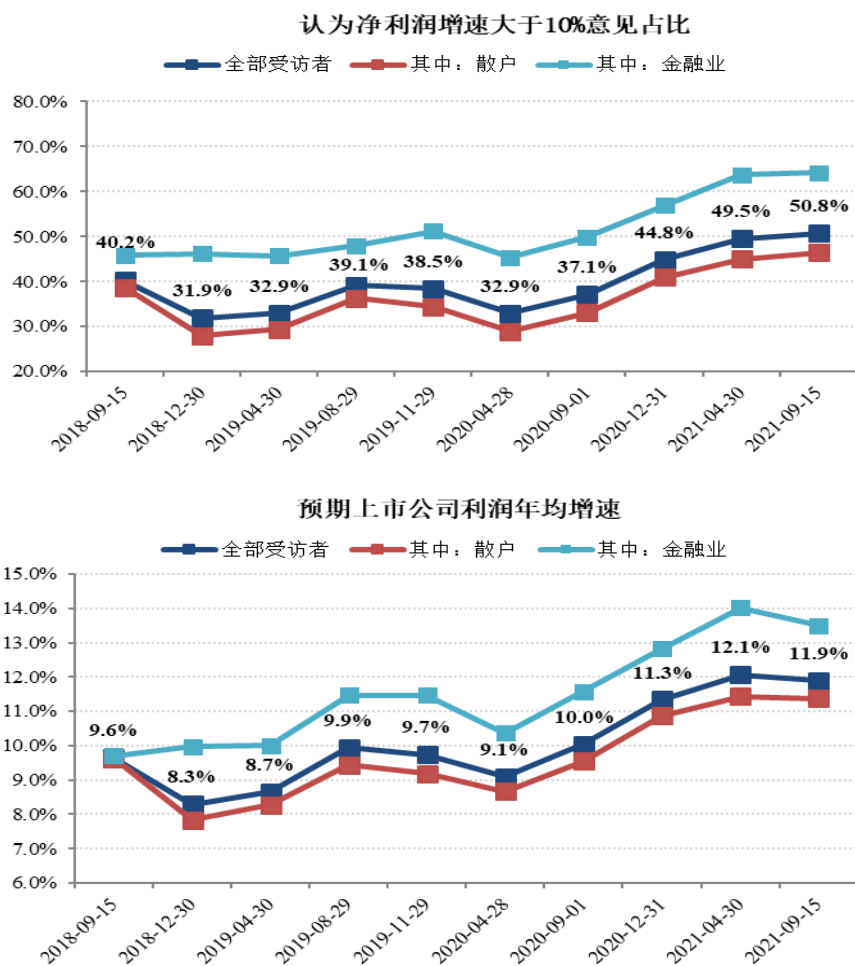
数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



数据来源：长江商学院投资研究中心

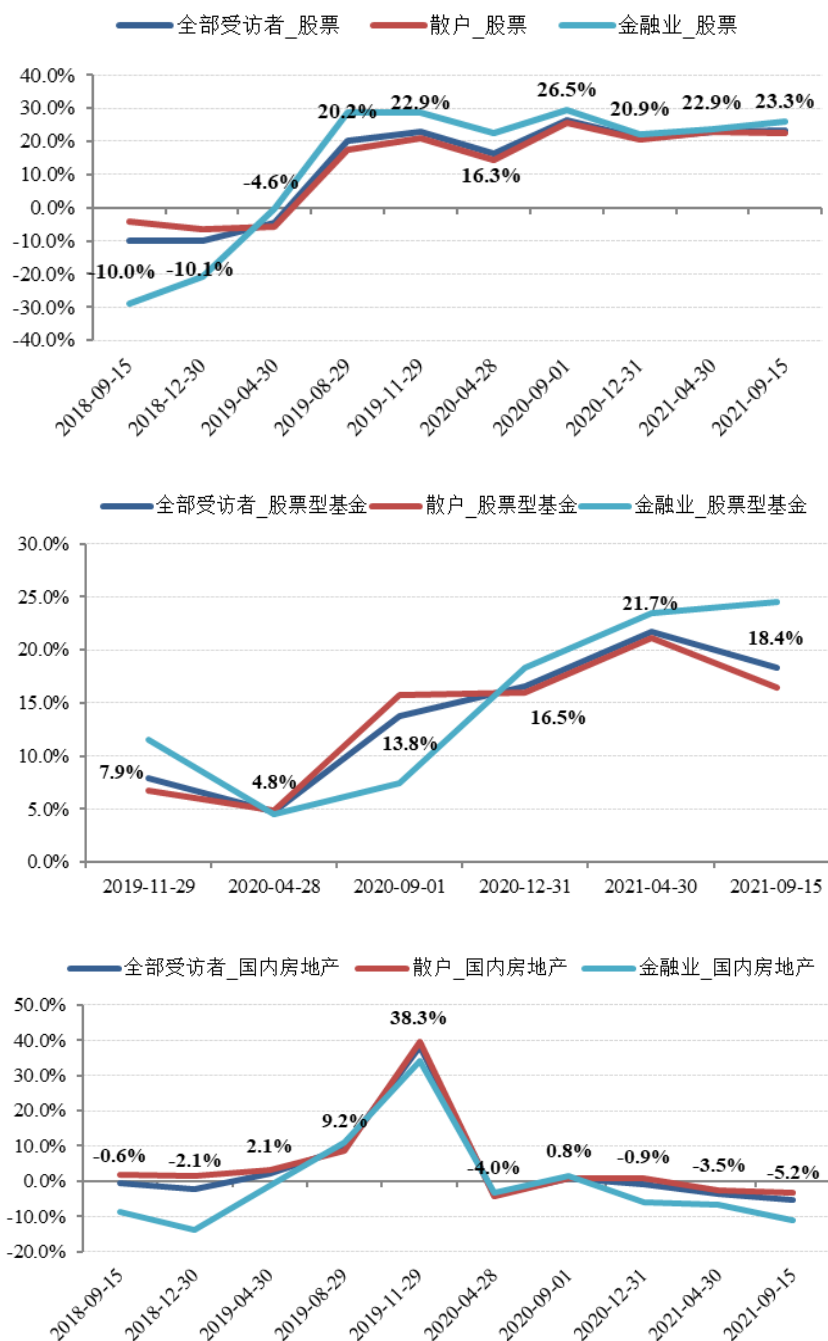
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



数据来源：长江商学院投资研究中心

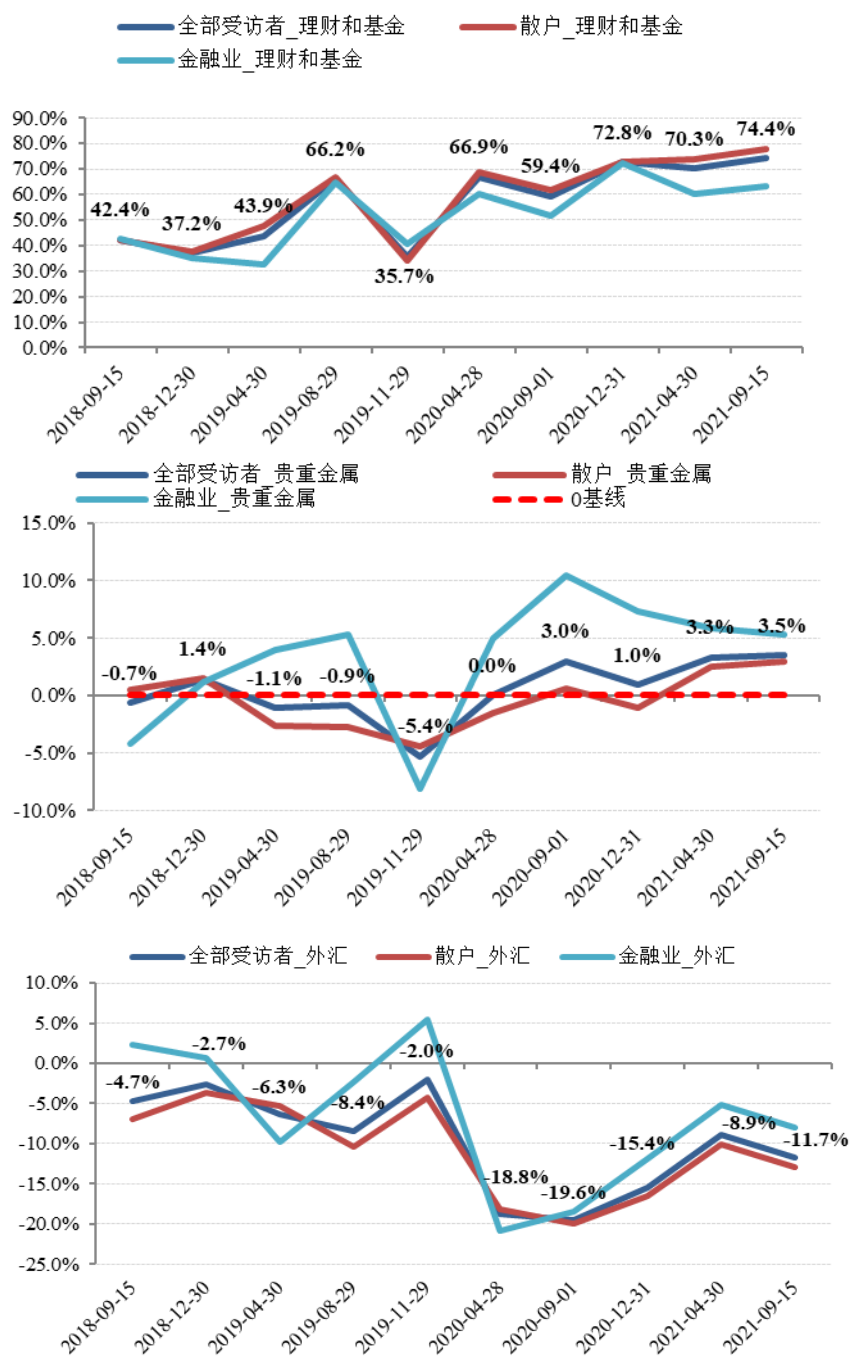
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



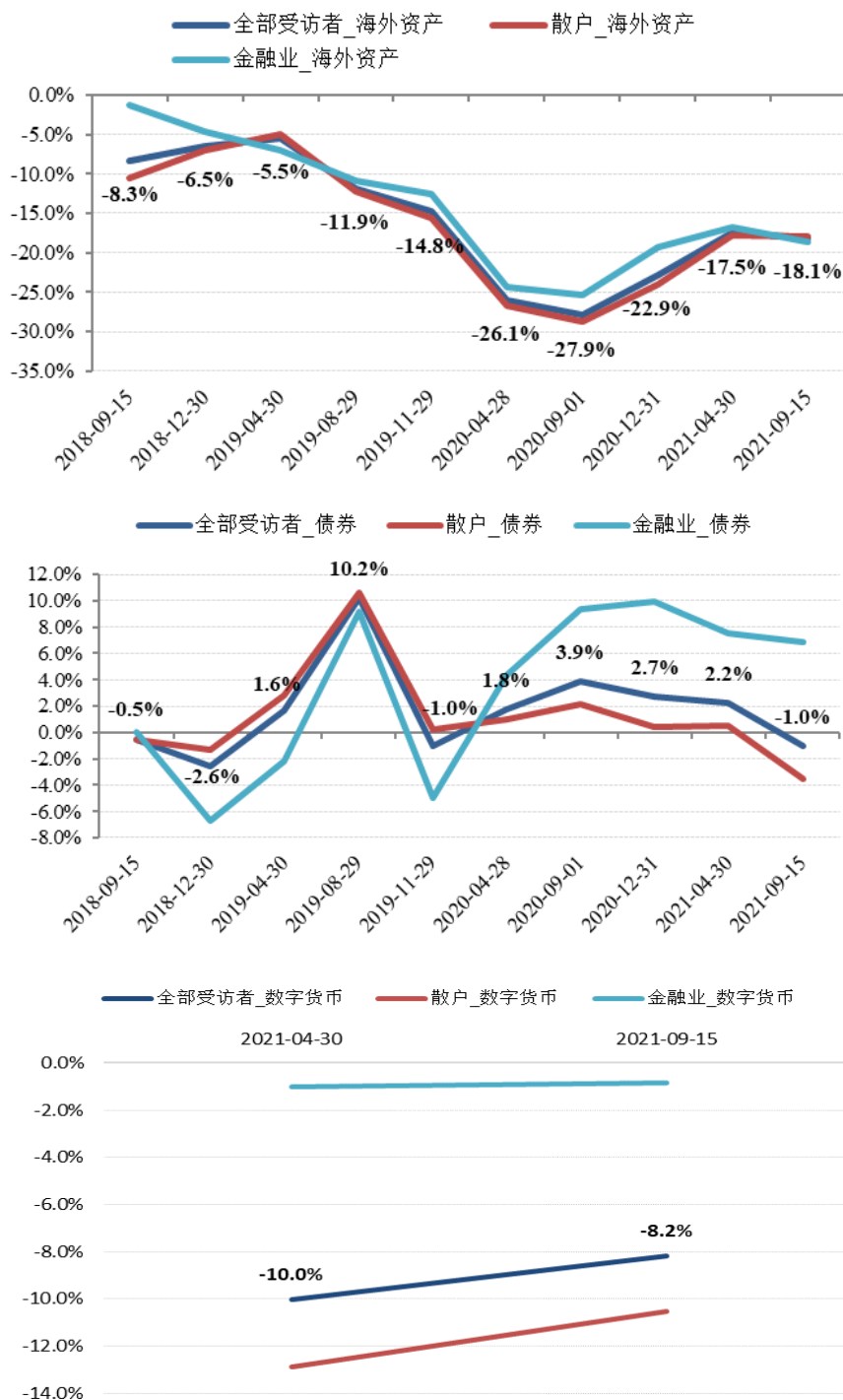
说明：从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



数据来源：长江商学院投资研究中心

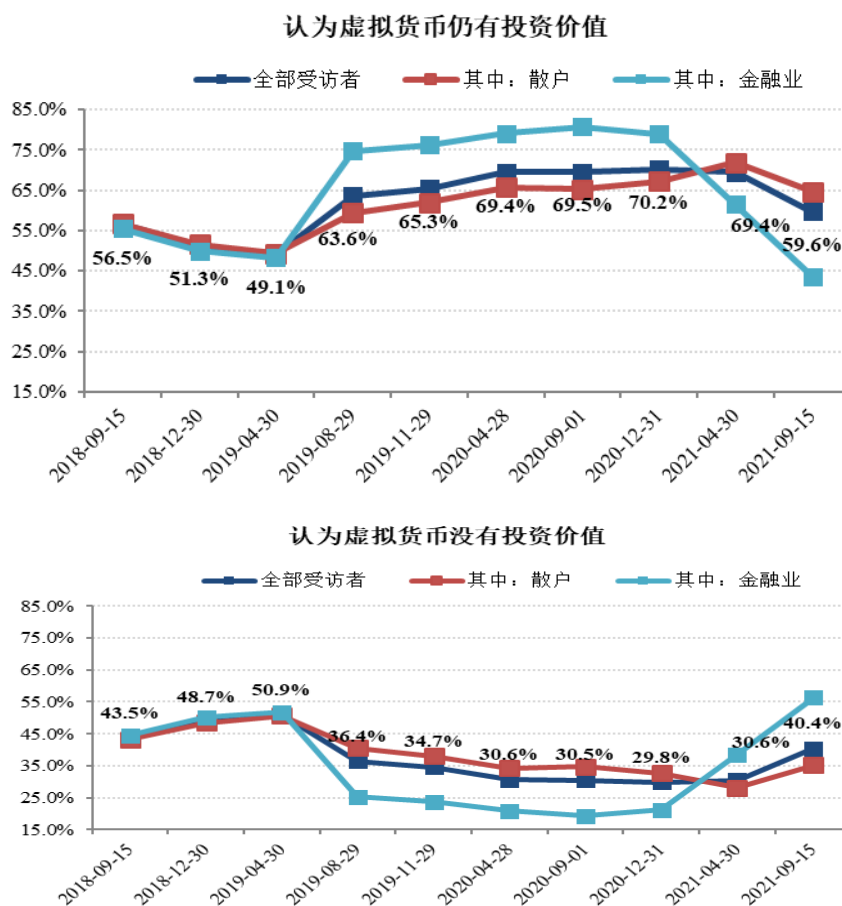
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



数据来源：长江商学院投资研究中心

1.5 对虚拟货币和区块链态度

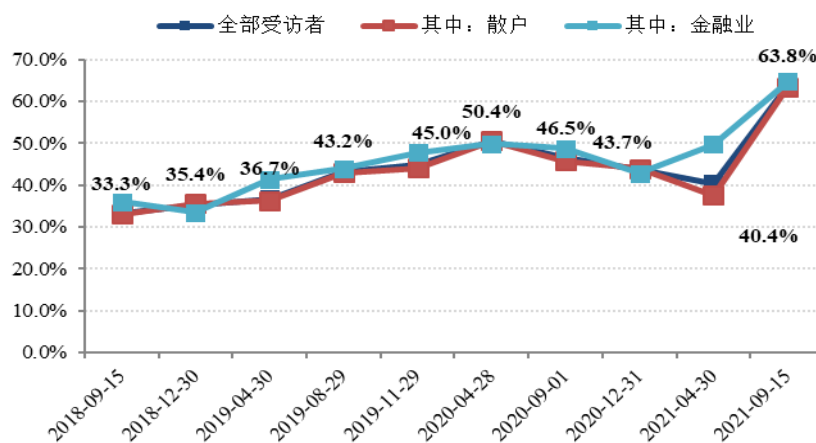
问题 10：关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？



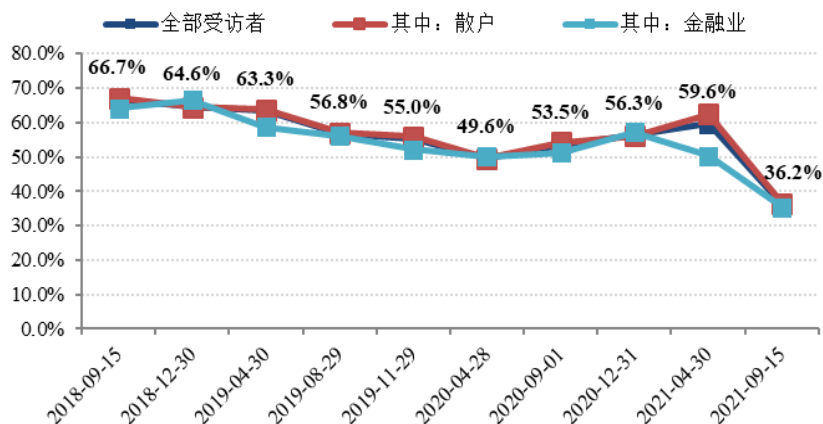
数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 11：关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？

认为区块链前景广阔



认为区块链应用前景不明确

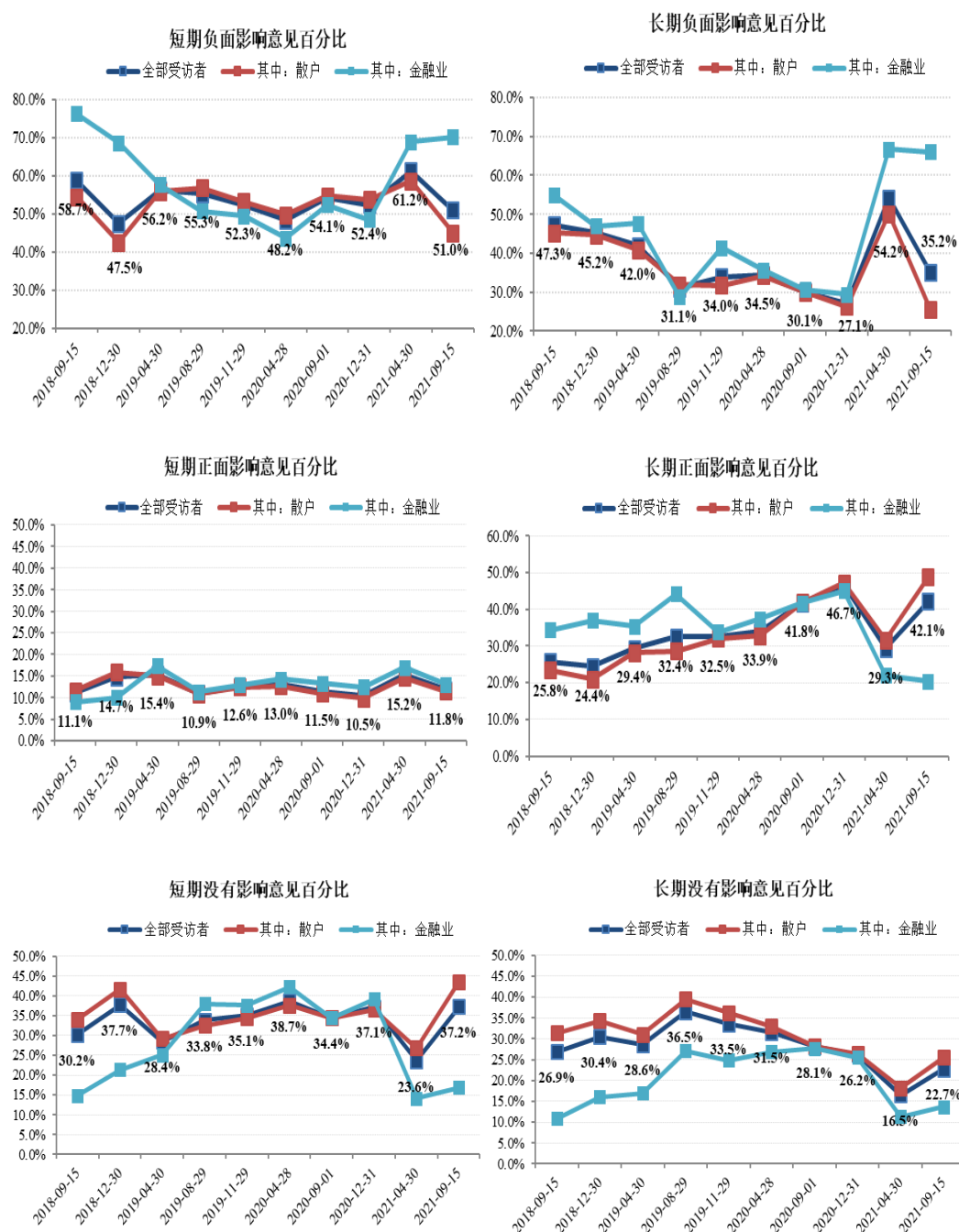


自 2021 年 9 月开始，关于区块链应用前景问题，本研究仅仅要求受访者在“区块链应用前景广阔”和“应用前景不明确”之间做出选择，而之前的调查则要求受访者在“区块链应用前景广阔”、“区块链应用前景有限”和“区块链技术可能被高估”三个选项之间做出选择。图 2 “认为区块链应用前景不明确”，本期之前的数据实际上是“区块链应用前景有限”和“区块链技术可能被高估”两项答案的合计。

数据来源：长江商学院投资研究中心

1.6 关于中美经贸关系对中国经济影响的看法

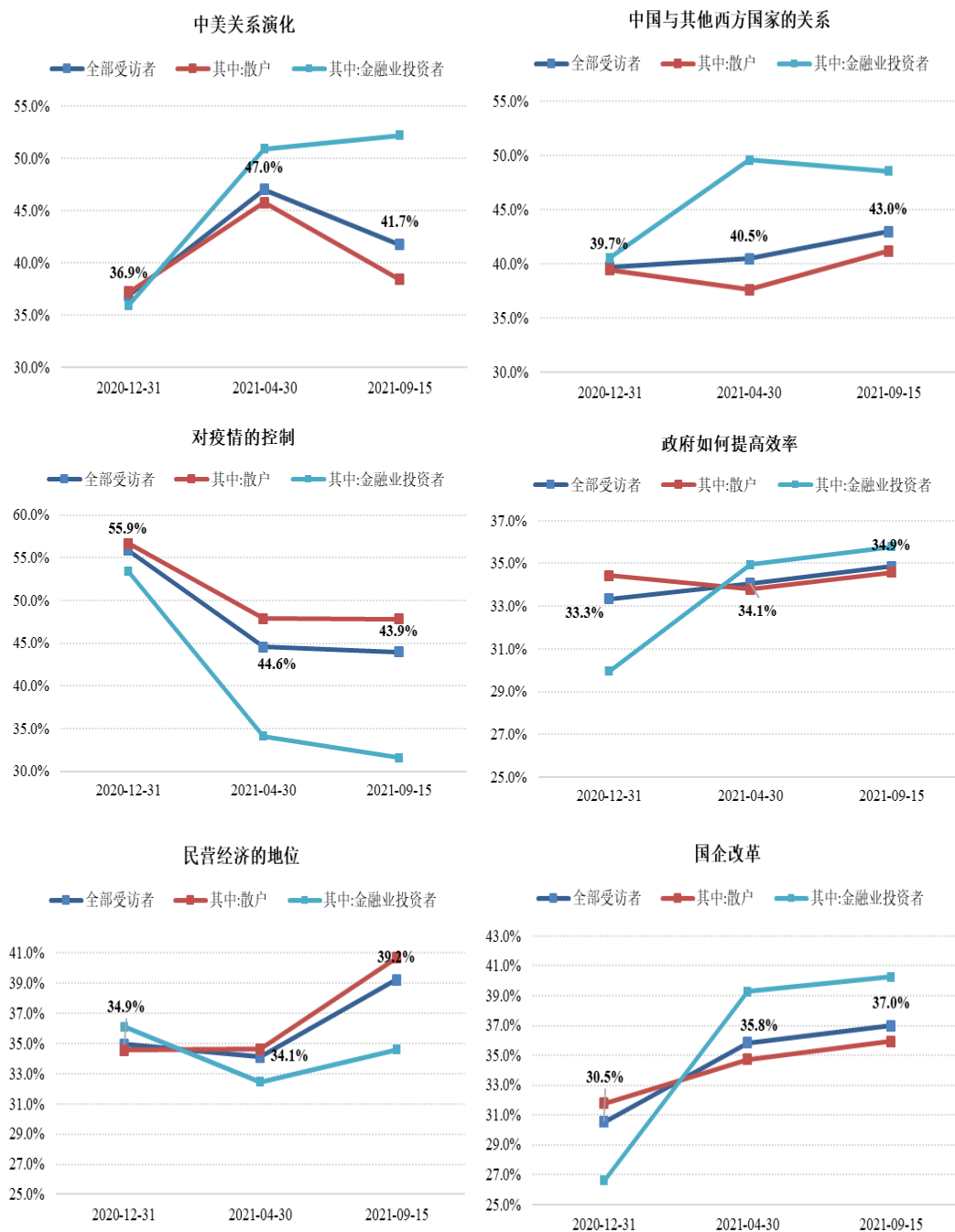
问题 12: 如果中国和欧美的贸易关系就此破裂, 对中国经济而言, 您赞同下列哪些观点



数据来源: 长江商学院投资研究中心

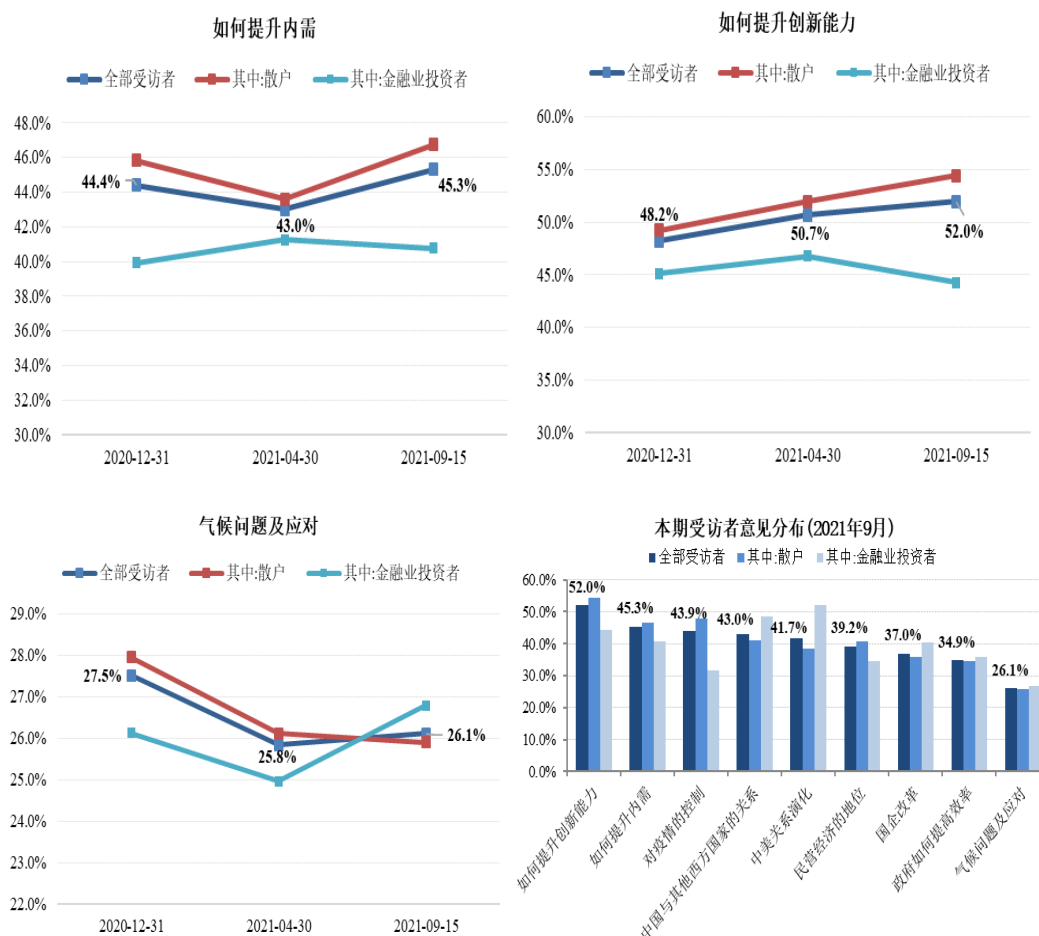
1.7 对投资影响最大的议题

问题 13: 在今后的 12 个月里, 您认为对投资影响最大的议题是什么? (可多选)



数据来源: 长江商学院投资研究中心

问题 13: 在今后的 12 个月里, 您认为对投资影响最大的议题是什么? (可多选, 续)



数据来源: 长江商学院投资研究中心

第二部分：资产价格水平

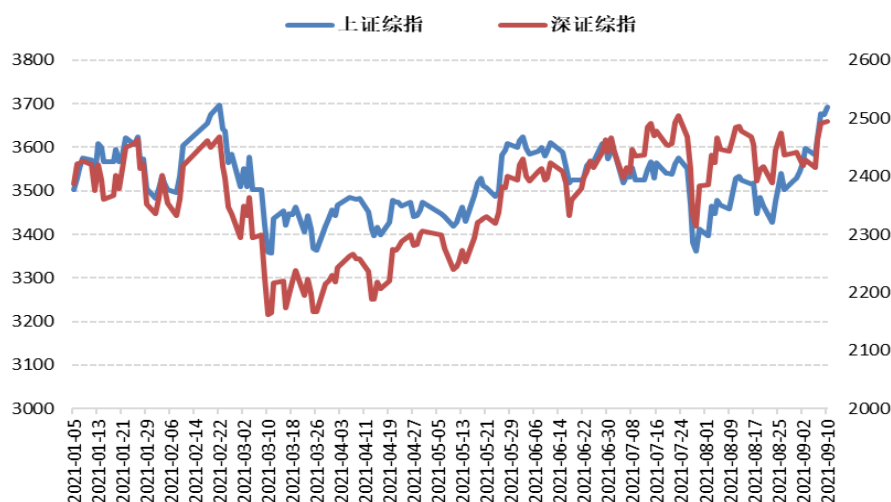
2.1.股票价格水平

图 1：截至 2021 年 9 月 10 日全球重要股指回报率比较 (不含红利回报)

股指名称	2021年 年初至9月10日	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
上证综指	6.6%	14.8%	12.5%	3.6%	4.1%
深证综合	7.4%	13.8%	24.6%	4.1%	9.2%
沪深300	-3.8%	6.8%	16.7%	8.5%	6.4%
中小板	10.3%	56.6%	41.1%	15.3%	10.6%
创业板	9.0%	21.7%	36.3%	8.4%	14.3%
恒生指数	-3.8%	8.7%	1.6%	2.7%	2.8%
标普500	18.7%	36.3%	18.0%	16.0%	13.5%
日经225	10.7%	32.2%	11.5%	11.8%	13.0%
富时100	8.8%	26.0%	-0.5%	0.2%	2.4%
法兰克福DAX	13.8%	35.0%	10.9%	7.9%	9.8%
巴黎CAC40	20.0%	45.0%	9.4%	8.1%	7.5%
韩国综指	8.8%	37.9%	15.5%	9.3%	5.1%
新加坡海峡指数	9.0%	27.8%	0.9%	1.9%	0.8%
意大利ITLMS	16.9%	44.5%	10.5%	8.5%	5.3%

说明：①股票回报率均是名义回报率；②计算近期回报率使用的是较为熟知的各国股指，这些股指都不包含红利再投资收益。数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 2：A 股重要股指走势有分化



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 2：A 股重要股指走势有分化(续)



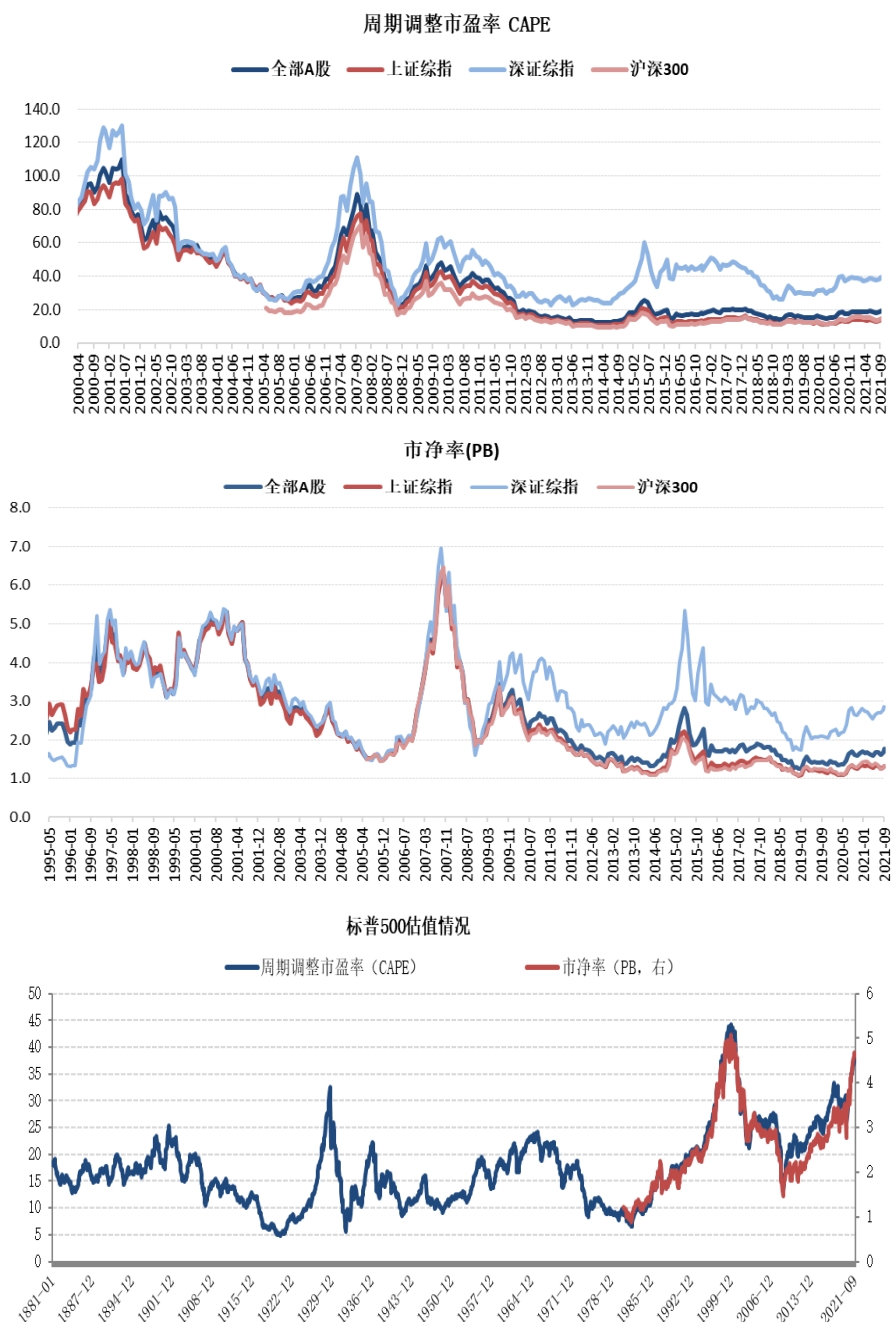
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 3：截至 2021 年 9 月 10 日中国 A 股上市公司分行业回报率(不含红利回报)

行业	2021年 年初至9月10日	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均	10年平均红利 回报率
原材料制造	47.0%	67.4%	30.8%	11.2%	6.5%	1.4%
采矿业	36.4%	50.0%	3.4%	2.2%	-1.8%	3.0%
其他	31.5%	30.5%	7.3%	-10.3%	-1.2%	0.6%
建筑业	30.9%	27.0%	2.5%	-4.3%	3.4%	2.0%
汽车	22.3%	36.9%	31.4%	7.7%	10.3%	2.3%
公用事业	20.8%	25.7%	7.4%	-2.0%	2.3%	2.5%
化工医药	19.1%	22.6%	24.7%	6.8%	9.1%	1.1%
机械制造	15.3%	28.3%	32.8%	7.7%	8.8%	1.2%
交通运输服务	11.9%	22.8%	6.0%	-1.1%	2.2%	2.1%
铁路/航空航天	6.9%	24.2%	12.1%	-1.1%	4.0%	0.9%
全部A股	6.3%	13.5%	16.9%	3.8%	5.9%	1.9%
住宿餐饮	2.7%	15.5%	15.5%	-1.5%	4.6%	1.1%
纺织服装/家具/文体用	0.7%	0.2%	9.4%	-7.5%	1.1%	1.6%
ICT	0.5%	2.0%	19.7%	-0.9%	8.2%	0.7%
批发零售	-1.9%	-9.0%	3.1%	-7.8%	-1.0%	1.1%
专业服务	-3.4%	2.4%	24.9%	2.6%	9.5%	0.7%
金融	-6.6%	-4.1%	1.5%	1.8%	3.6%	3.9%
房地产	-9.5%	-11.6%	-1.9%	-7.5%	2.4%	2.3%
传媒	-11.0%	-14.0%	-0.4%	-15.7%	-0.7%	1.0%
仓储/邮政	-12.6%	-11.9%	10.7%	-4.4%	8.5%	1.0%
农业	-14.0%	-7.4%	15.5%	1.3%	3.0%	1.1%
酒/饮料制造	-15.3%	6.3%	49.5%	33.6%	16.3%	2.0%
食品制造	-25.3%	-15.3%	25.6%	10.8%	10.1%	1.6%

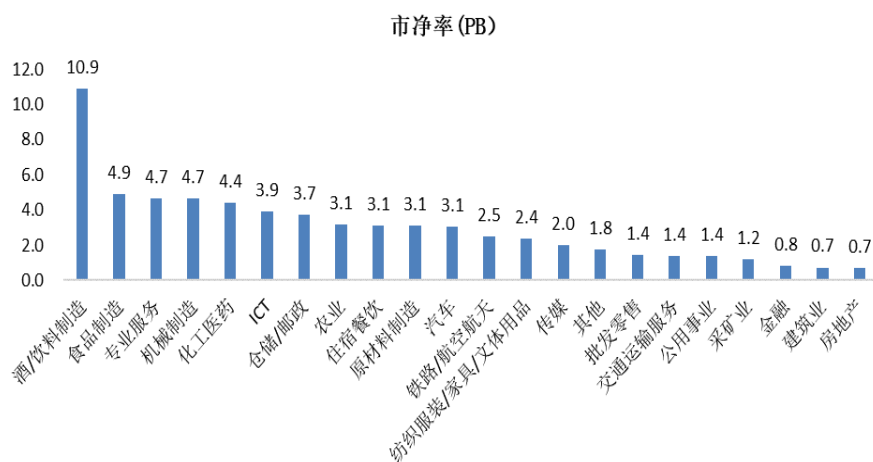
说明：股票回报率是名义回报率；数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 4：1995 年至 2021 年 9 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率（CAPE）和市净率（PB）



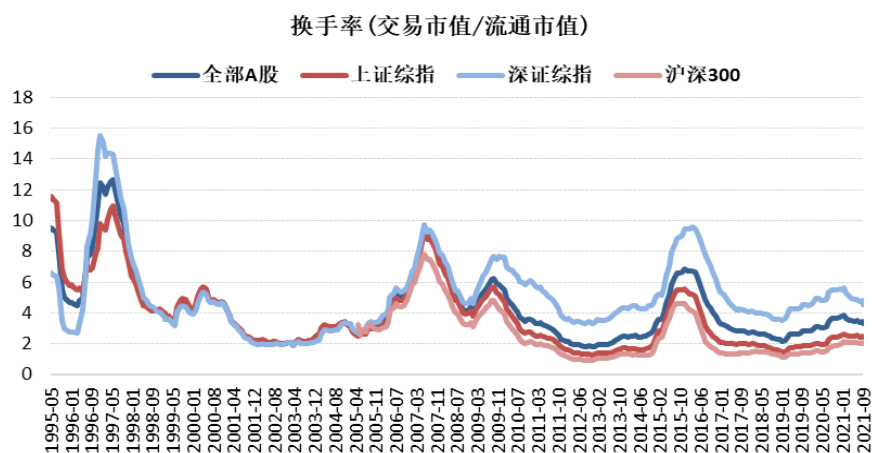
说明：我国 CAPE 中的净利润取的是过去 5 年经通胀调整后的平均净利润。
数据来源：CSMAR； Robert.Shiller 个人网页，长江商学院投资研究中心

图 5：2021 年 9 月 10 日中国 A 股上市公司分行业市净率



数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心。

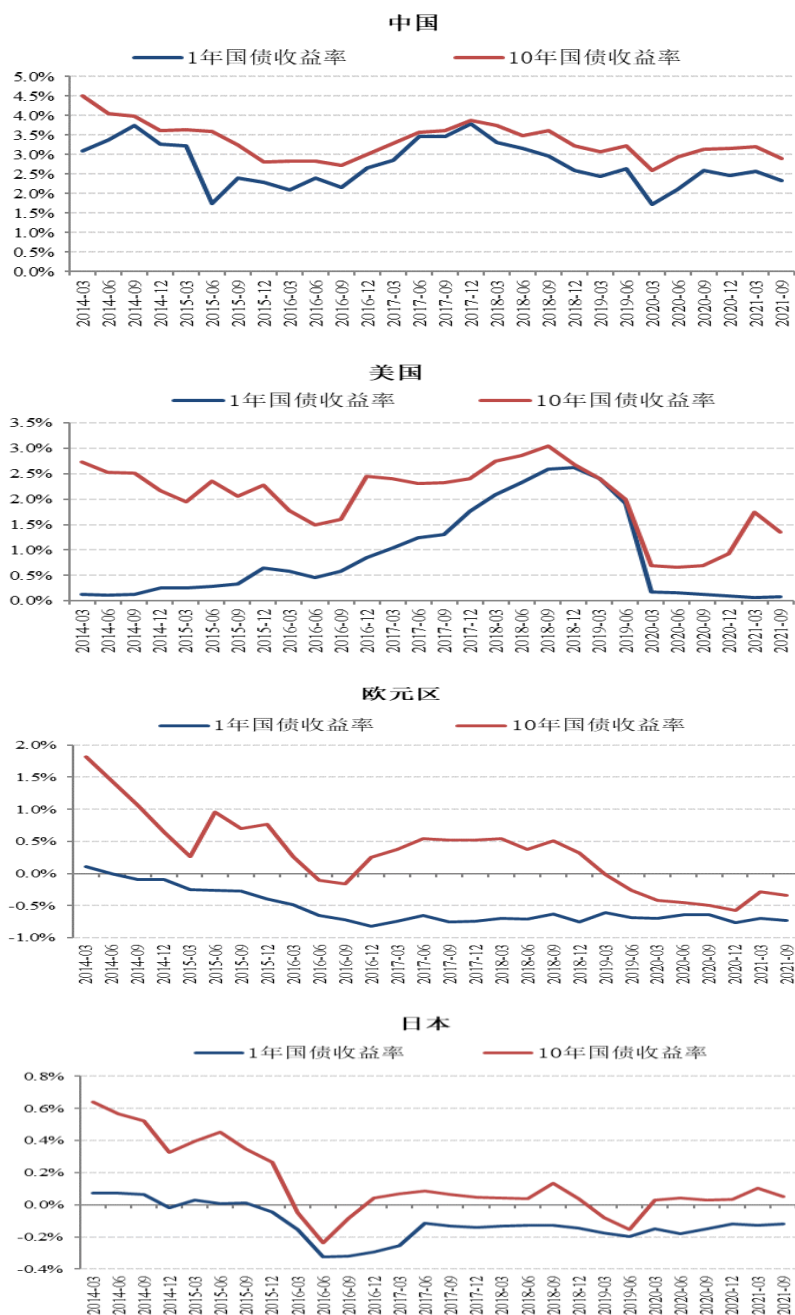
图 6：1995 年至 2021 年 9 月 A 股重要股指换手率情况



数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

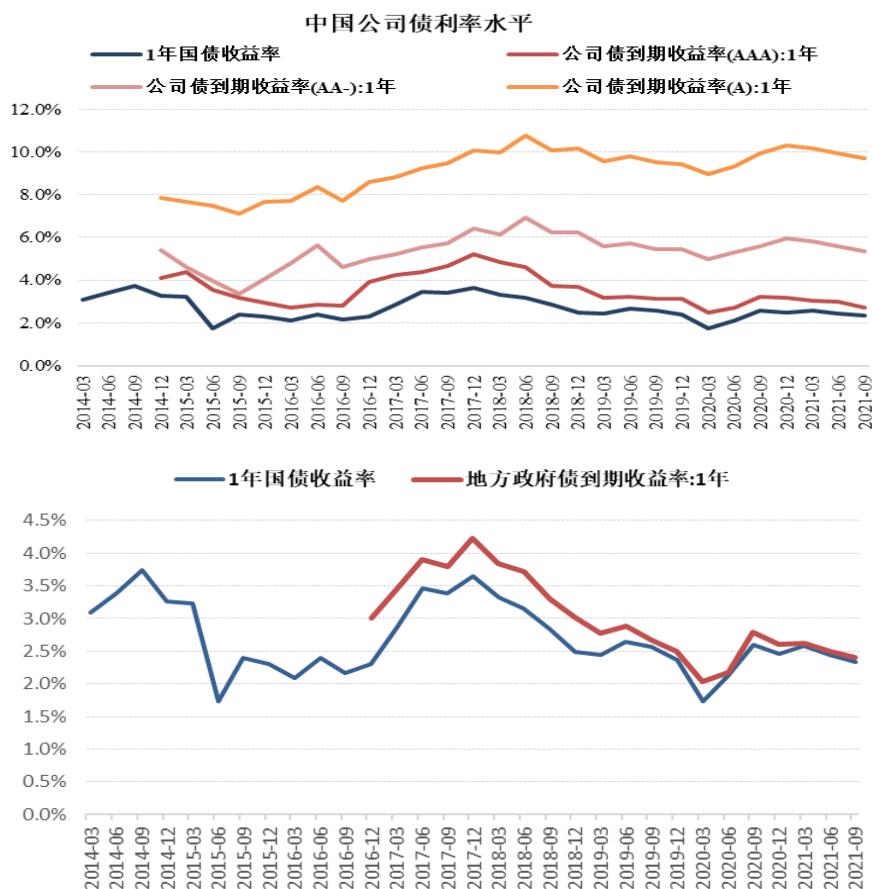
2.2 债券价格水平

图 7：截至 2021 年 9 月 10 日国债收益率情况



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 8：截至 2021 年 9 月 10 日我国地方政府债和公司债利率

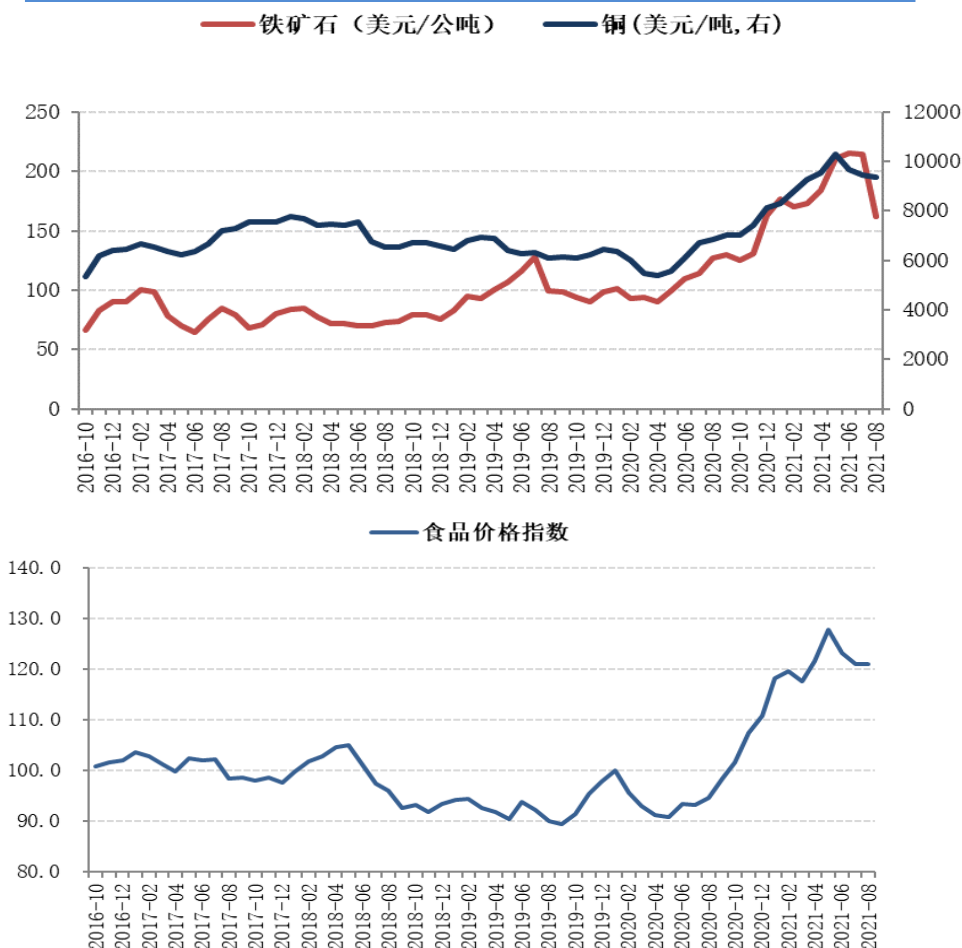


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.3 大宗商品价格水平

图 9：2021 年 8 月大宗商品价格变动

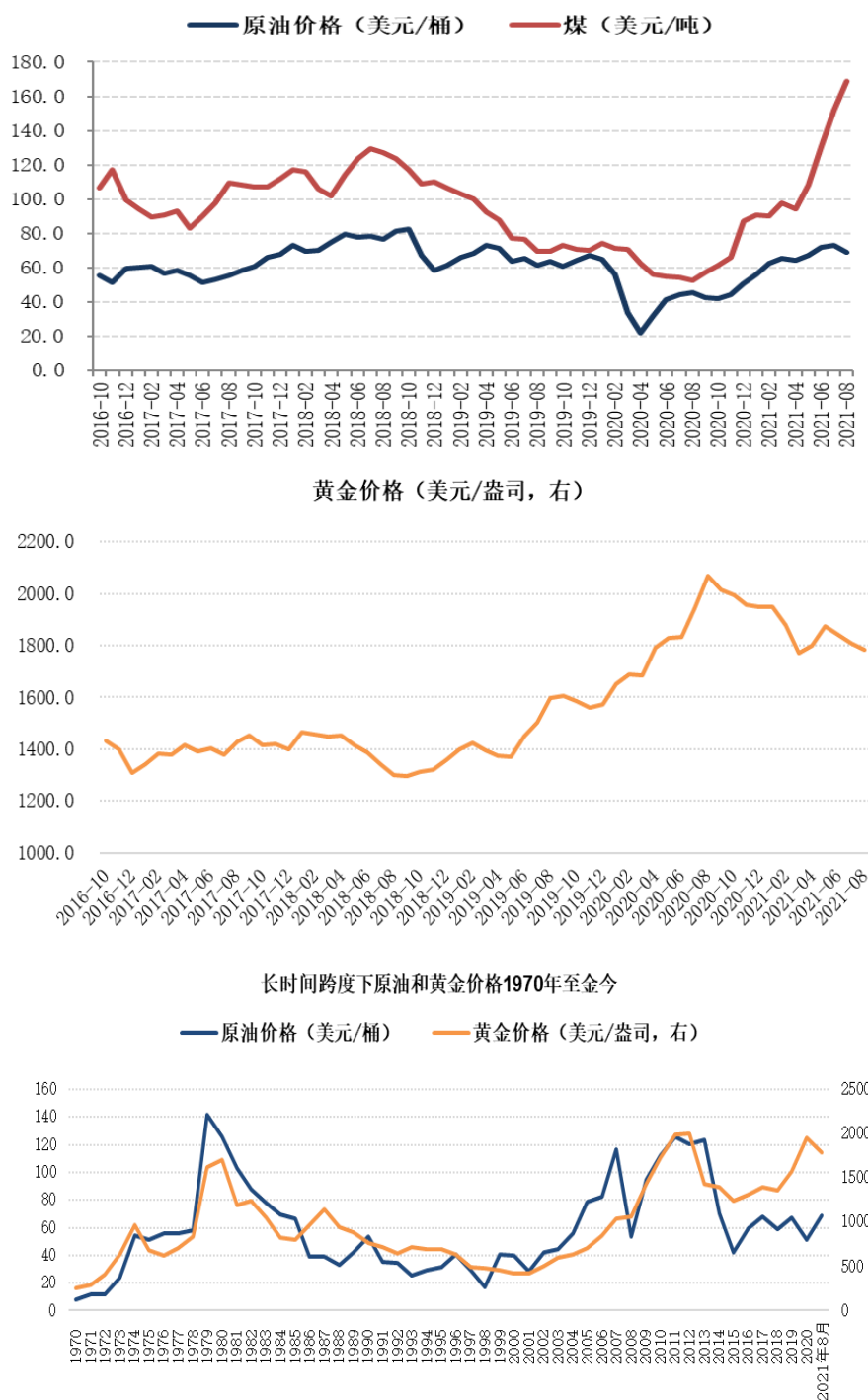
大宗商品类型	2021年1至8月	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
原油	41.3%	69.6%	-3.0%	8.9%	-3.7%
澳大利亚煤	103.2%	209.1%	13.9%	18.3%	3.2%
美国天然气	59.5%	111.1%	10.6%	6.4%	0.4%
欧洲天然气	164.4%	292.0%	17.6%	29.5%	3.6%
日本天然气	38.1%	79.8%	-2.2%	7.0%	-4.2%
食品	14.4%	28.9%	12.2%	6.0%	-0.2%
铝	29.2%	49.3%	8.7%	10.3%	1.3%
铁矿石	4.3%	31.0%	33.3%	22.9%	-0.9%
铜	20.6%	39.8%	15.7%	14.7%	1.2%
黄金	-3.9%	-7.1%	14.2%	6.1%	0.1%
美国通胀	4.8%	4.9%	2.6%	2.5%	1.9%



说明：表中涨幅为名义增速；图中价格指数以 2021 年 8 月价格水平为基准

数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

图 9：2021 年 8 月大宗商品价格变动(续)



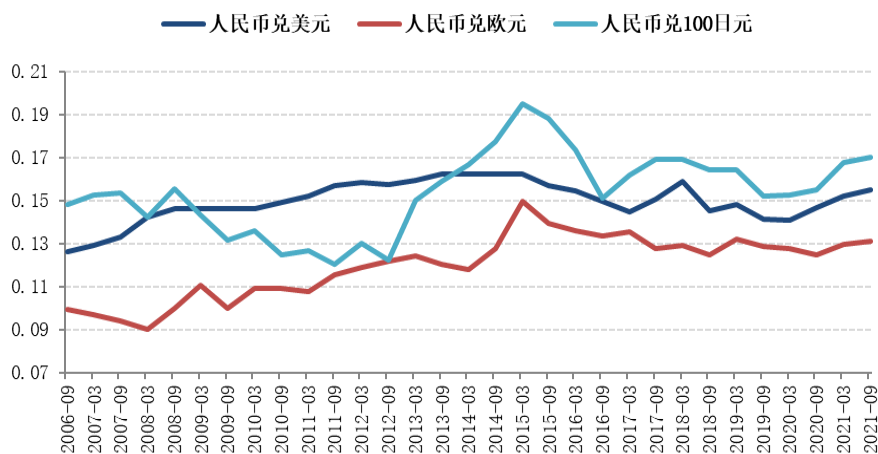
说明：图中价格指数以 2021 年 8 月价格水平为基准

数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

2.4 主要货币汇率水平变动

图 10：截至 2021 年 9 月 10 日人民币兑主要货币汇率的变动

汇率	2021年1至9月10日	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
人民币兑美元	1.2%	4.2%	2.6%	1.0%	-0.2%
人民币兑欧元	5.4%	3.0%	1.2%	-0.5%	1.6%
人民币兑港币	1.5%	4.6%	2.3%	1.0%	-0.2%
人民币兑100日元	7.8%	9.6%	1.6%	2.0%	3.6%
人民币兑英镑	-0.4%	-2.6%	-0.3%	-1.6%	1.3%
人民币兑加元	0.3%	-1.1%	1.4%	-0.2%	2.3%
人民币兑澳元	5.6%	-0.5%	1.3%	1.6%	3.6%
人民币名义有效汇率	3.8%	3.4%	2.1%	0.6%	1.9%
名义美元指数-对发达经济体	1.7%	-2.2%	-1.5%	-1.1%	2.2%
名义美元指数-对新兴经济体	0.2%	-3.2%	-0.4%	0.8%	2.6%

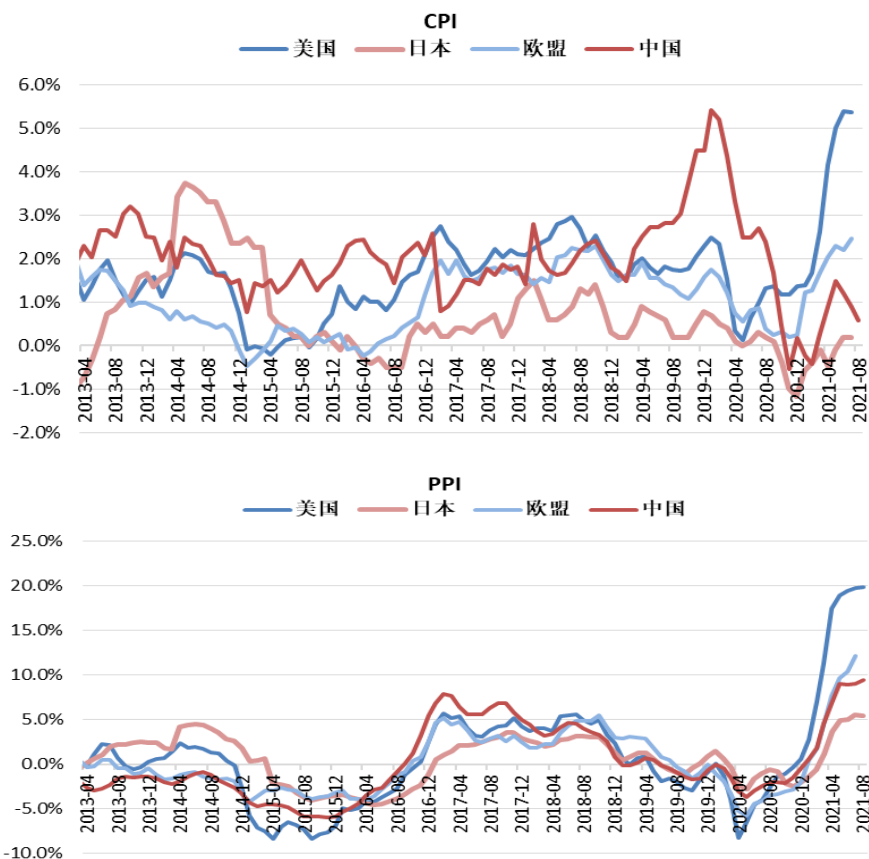


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

图 11：截至 2021 年 8 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

通胀指数名称	2021年1至8月	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
中国CPI	0.6%	0.4%	1.7%	1.8%	1.9%
其中：食品CPI	-4.0%	-5.4%	4.4%	3.1%	3.3%
其中：猪肉CPI	-39.6%	-44.1%	5.9%	0.3%	0.6%
美国CPI	4.8%	4.9%	2.6%	2.5%	1.9%
日本CPI	1.0%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%
欧盟CPI	2.6%	2.8%	1.4%	1.6%	1.3%
美国核心CPI	3.7%	3.8%	2.6%	2.3%	2.1%
日本核心CPI	0.9%	0.7%	0.2%	0.5%	0.5%
欧盟核心CPI	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%
中国PPI	7.6%	9.4%	1.9%	3.2%	0.3%
美国PPI	16.2%	19.1%	4.6%	4.5%	1.3%
日本PPI	5.6%	5.7%	1.2%	1.9%	0.6%
欧盟PPI	9.9%	11.6%	2.3%	3.0%	1.0%

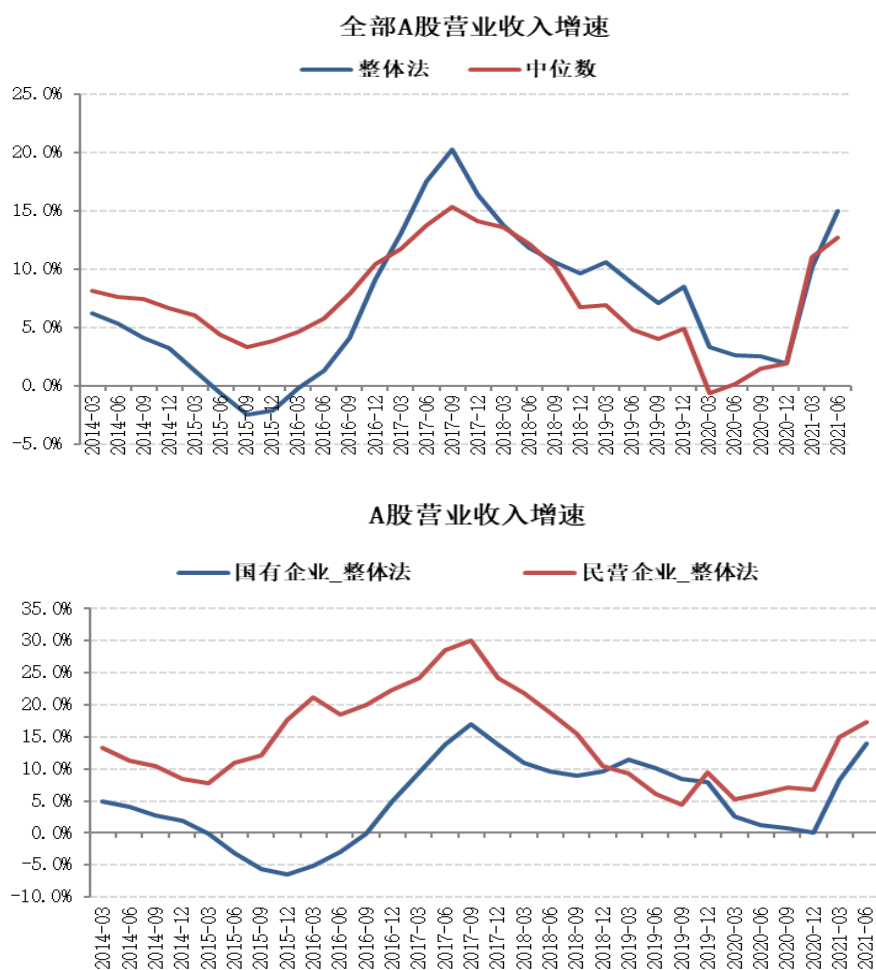


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

第三部分：中国上市公司基本面分析

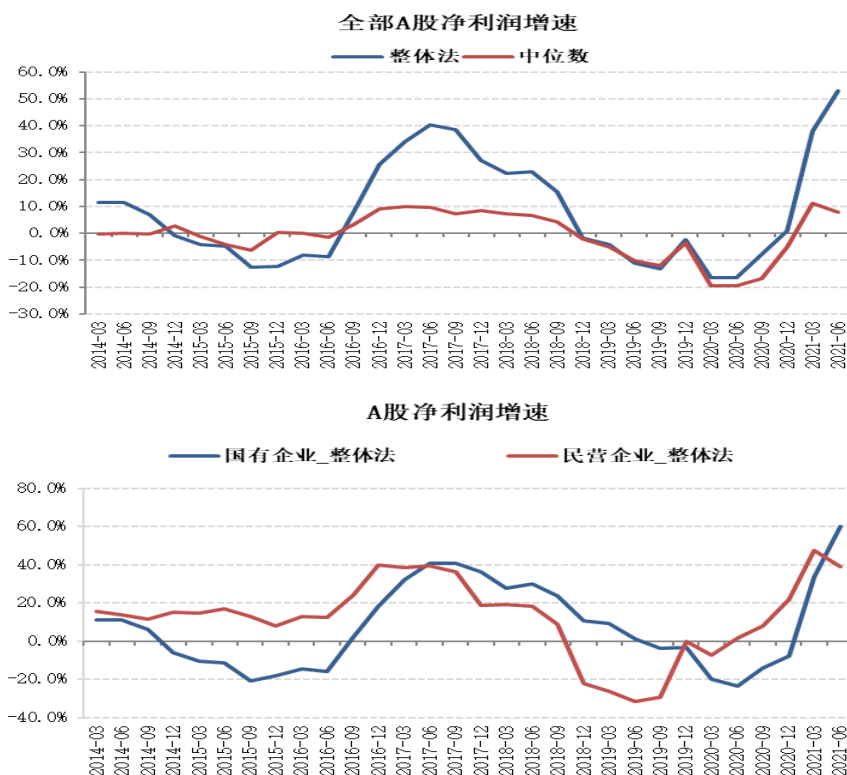
该部分分析我国 A 股上市公司的财务信息，除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 12：中国 A 股上市公司营业收入增速(剔除通胀，TTM)



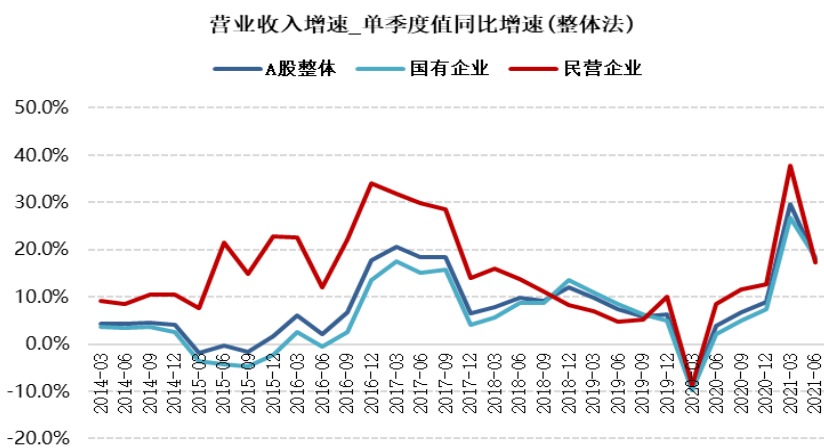
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国 A 股上市公司净利润增速(剔除通胀，TTM)



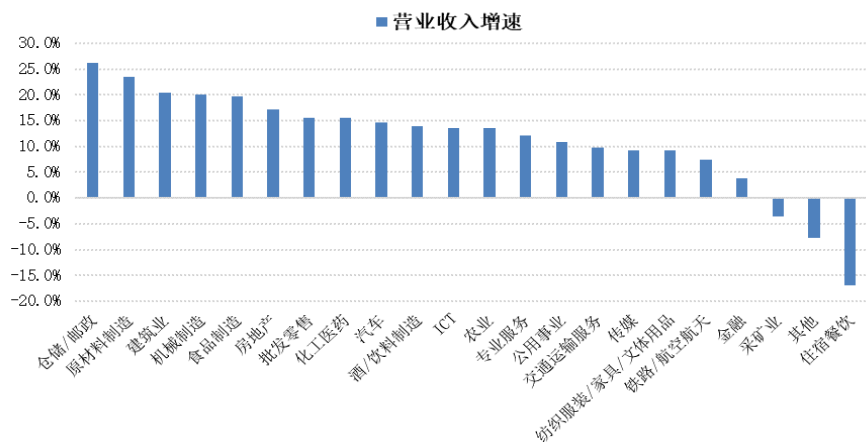
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：中国 A 股上市公司营业收入增速(剔除通胀，单季度值同比增速)



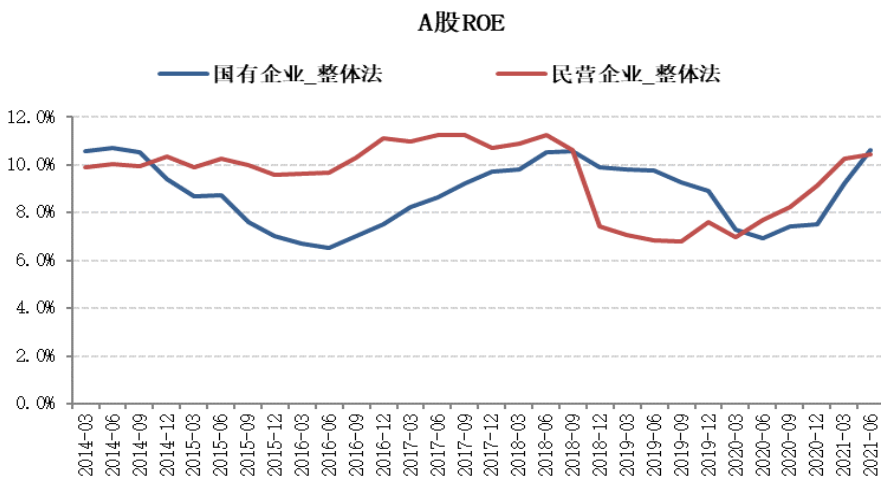
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 15：中国 A 股上市公司分行业营业收入增速(TTM)



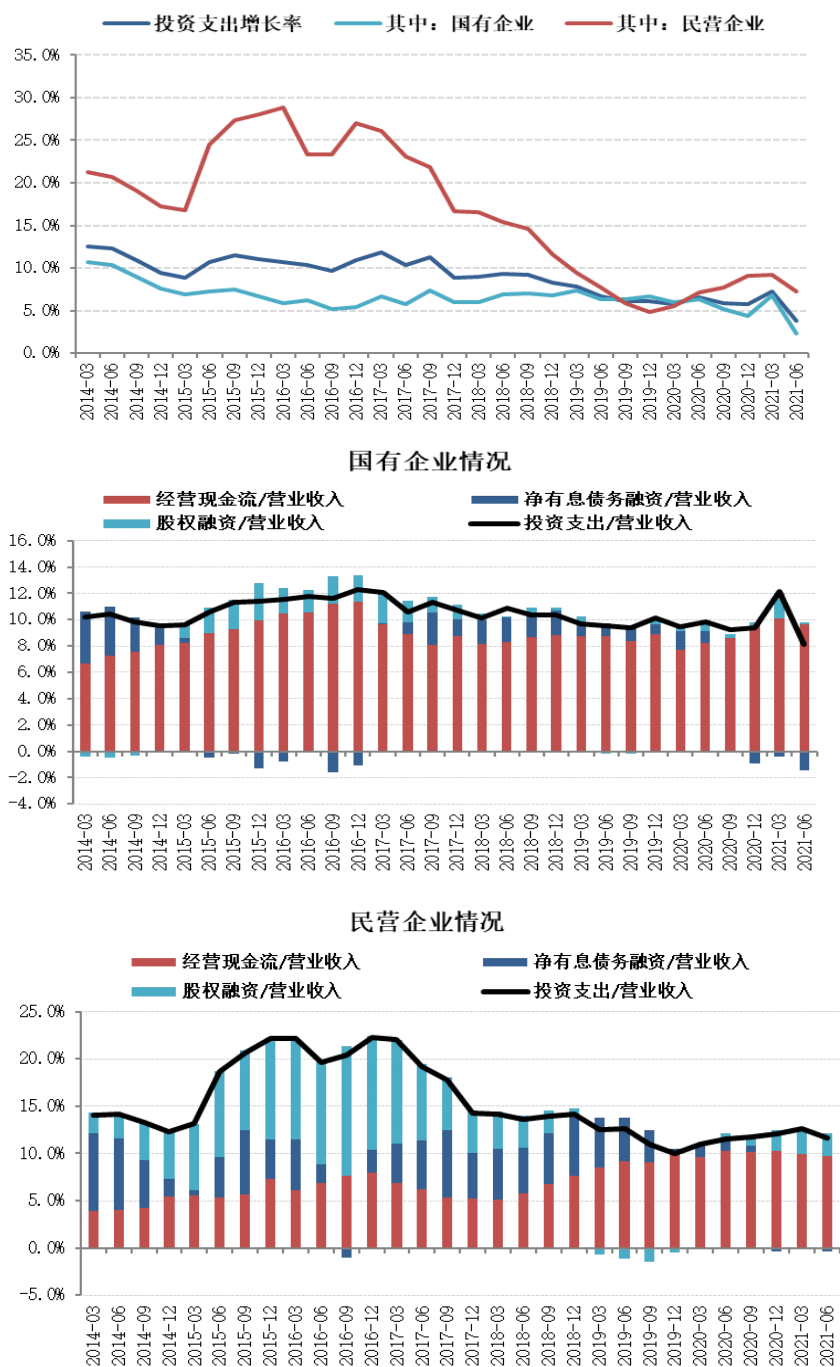
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 16：中国 A 股上市公司 ROE



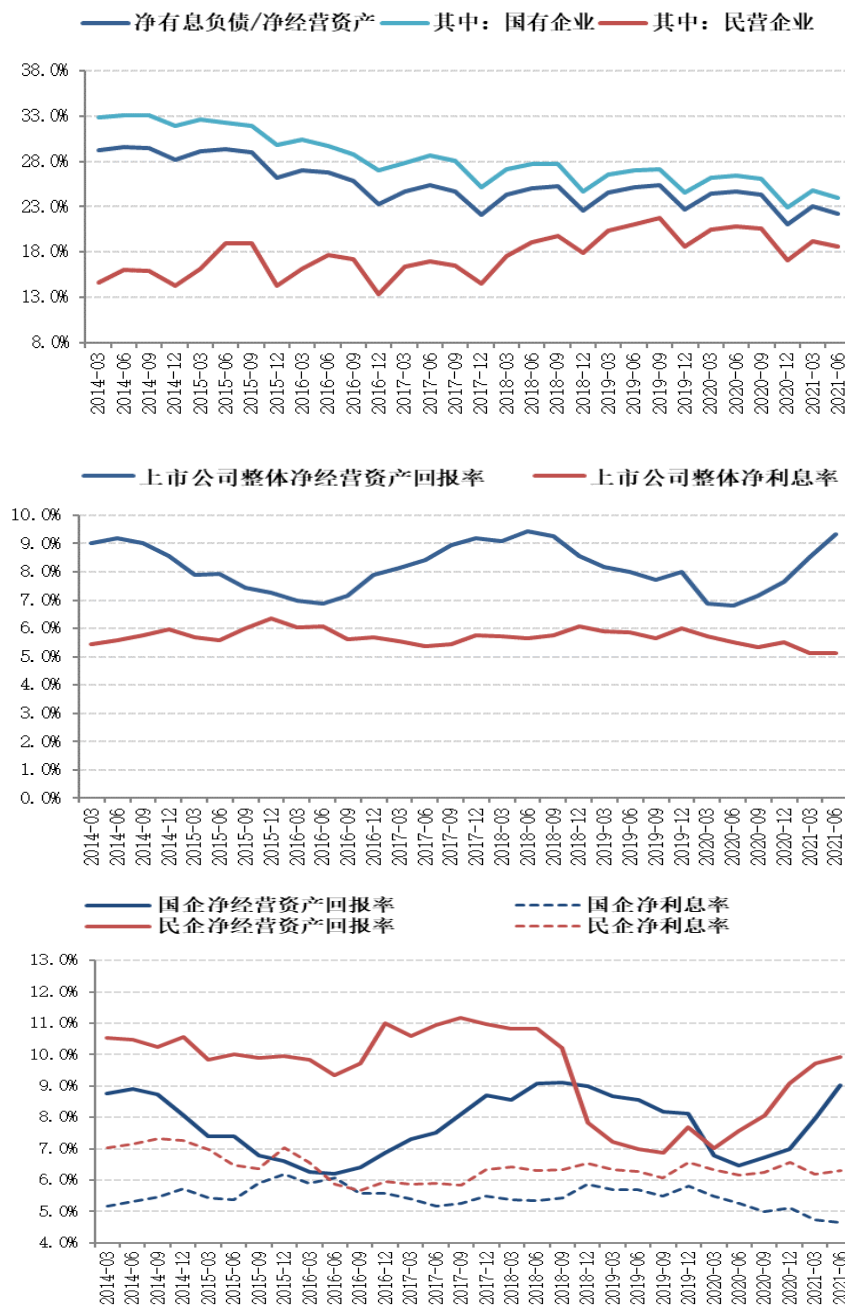
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 17：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 18：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

第四部分：宏观基本面分析

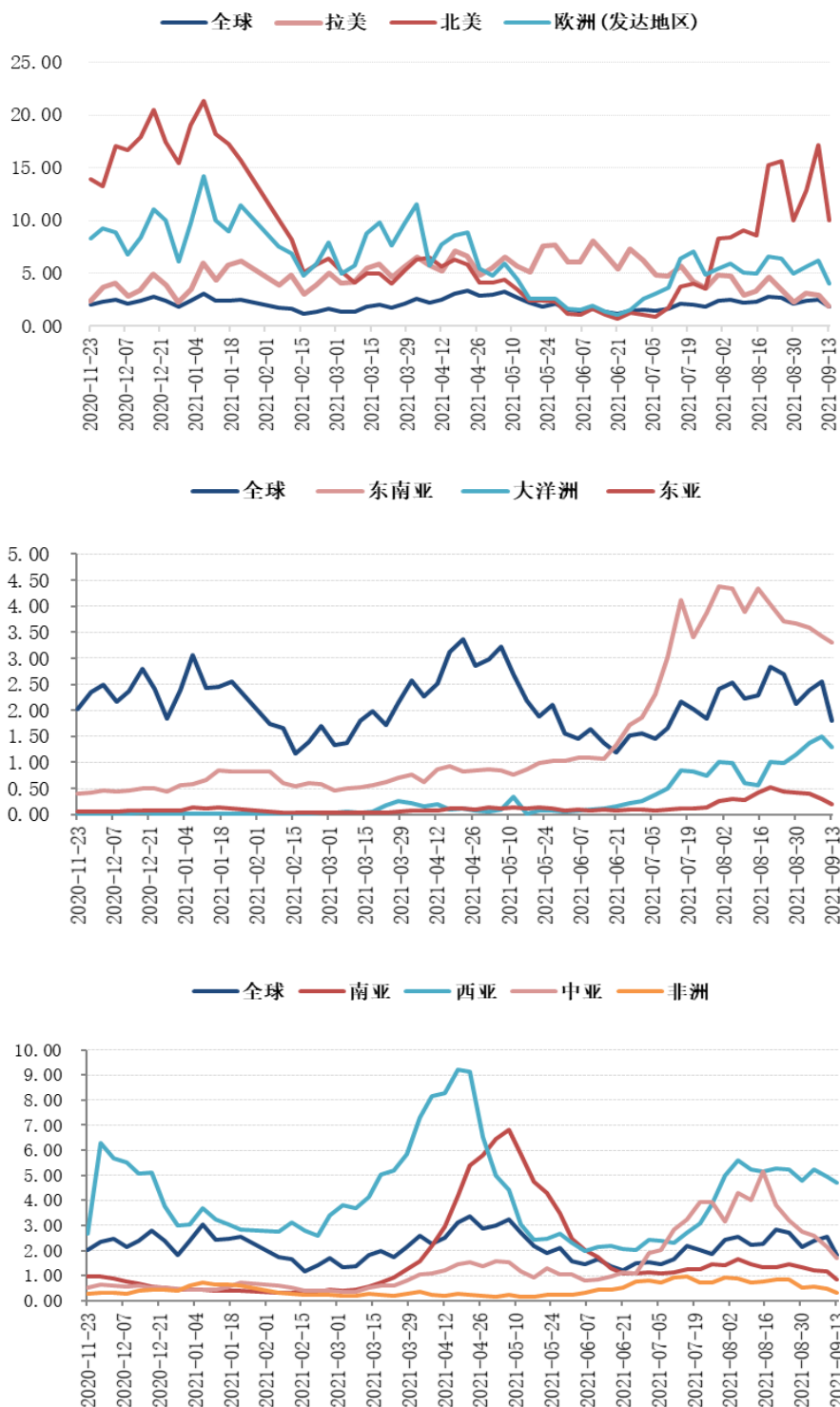
4.1 新冠疫情现状

图 19：全球疫情及疫苗接种情况

	确诊病例数 (百万)	死亡人数 (万人)	人口 (亿)	感染率(每百人 中感染人数)	死亡率(死 亡人数/确 诊人数)	疫苗接种率 接种疫苗人 数/总人口	完成两针人 数/总人口
全球	225.3	464.0	78.7	2.9	2.1%	42.1%	30.0%
欧洲(发达地区)	45.4	90.8	5.3	8.6	2.0%	66.3%	60.6%
拉美	44.0	146.3	6.6	6.7	3.3%	51.9%	31.9%
南亚	42.9	64.2	19.6	2.2	1.5%	34.6%	12.3%
北美	42.8	68.9	3.7	11.5	1.6%	64.1%	55.2%
西亚	15.1	15.0	2.8	5.4	1.0%	40.7%	31.2%
东欧	11.6	28.0	2.2	5.4	2.4%	27.0%	23.5%
东南亚	11.1	24.5	6.8	1.6	2.2%	27.7%	16.4%
非洲	8.0	20.2	13.7	0.6	2.5%	5.8%	3.6%
东亚	2.3	2.6	16.6	0.1	1.1%	74.0%	64.1%
中亚	1.3	1.9	0.7	1.8	1.5%	28.4%	15.0%
大洋洲	0.1	0.2	0.4	0.4	1.3%	42.2%	25.0%
中国	0.1	0.5	14.4	0.0	4.9%	75.8%	67.1%
日本	1.6	1.7	1.3	1.3	1.0%	63.3%	51.2%
韩国	0.3	0.2	0.5	0.5	0.9%	64.6%	39.1%
德国	4.1	9.3	0.8	4.9	2.3%	65.9%	61.6%
法国	7.0	11.6	0.7	10.4	1.7%	73.0%	62.5%
英国	7.3	13.5	0.7	10.7	1.8%	71.0%	64.5%
意大利	4.6	13.0	0.6	7.6	2.8%	72.5%	63.9%
美国	41.2	66.2	3.3	12.4	1.6%	62.9%	53.7%
印度	33.3	44.3	13.9	2.4	1.3%	40.4%	12.7%

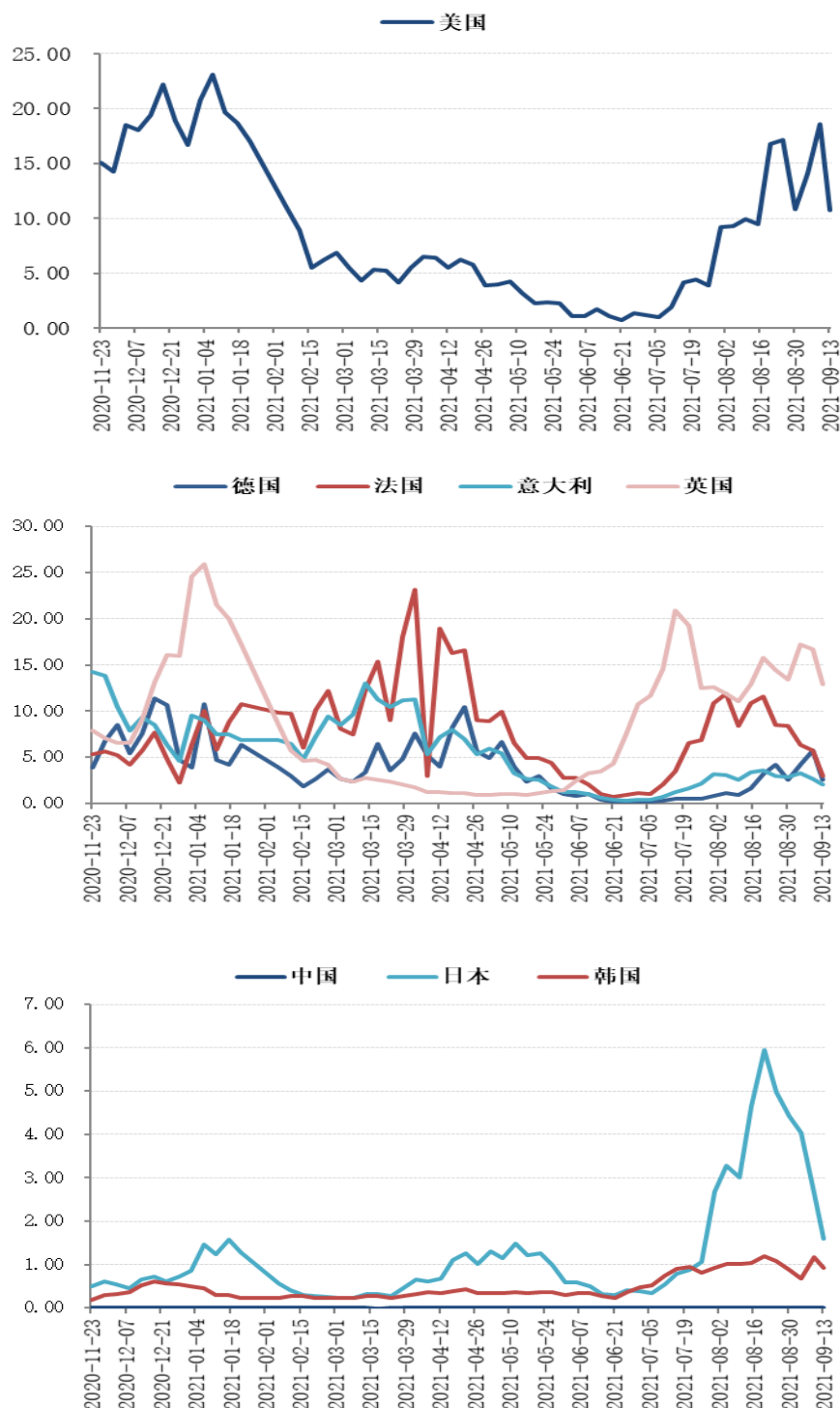
数据来源:Our World In Data，长江商学院投资研究中心

图 20：全球主要区域疫情增速：每 3 日新增病例数/万人口数



数据来源:Our World In Data，长江商学院投资研究中心

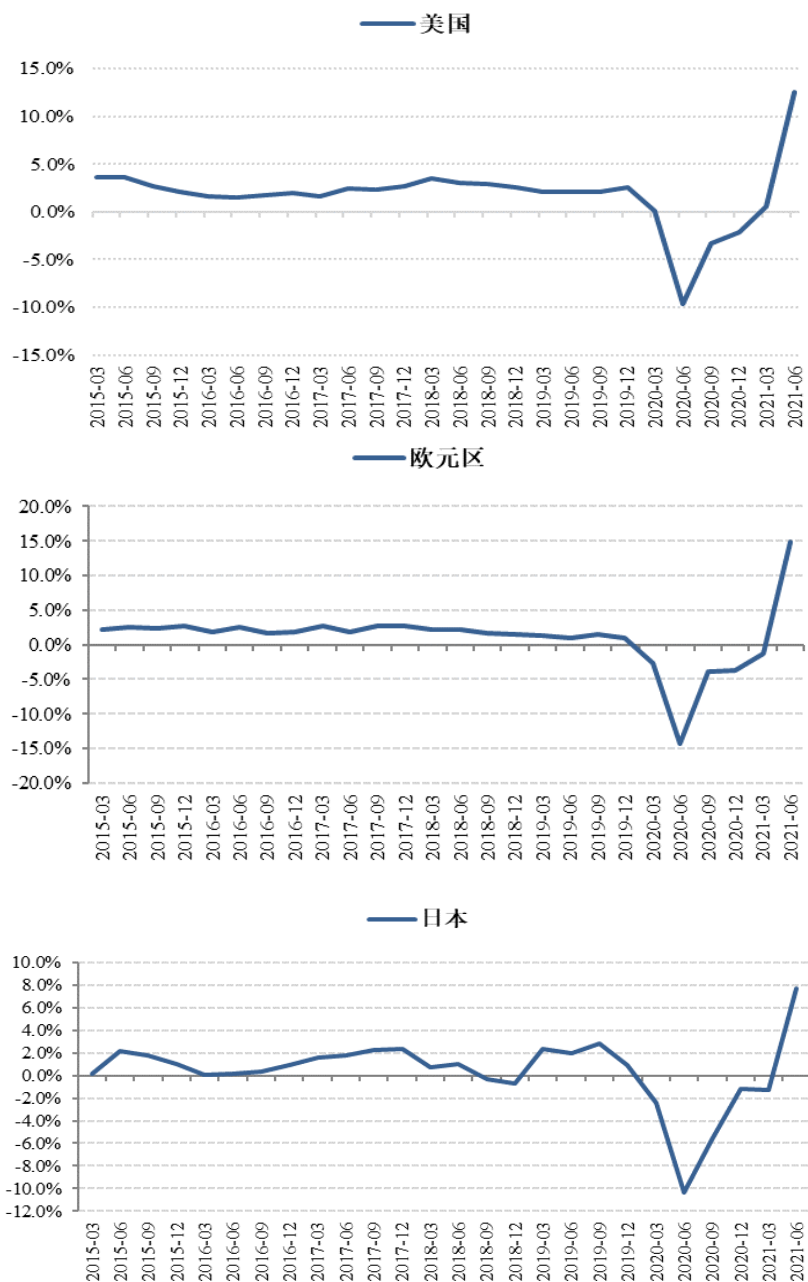
图 21：全球主要国家疫情增速：每 3 日新增病例数/万人口数



数据来源: Our World In Data, 长江商学院投资研究中心

4.2 全球经济复苏情况

图 22：主要国家 GDP 单季度值同比增速(剔除通胀)



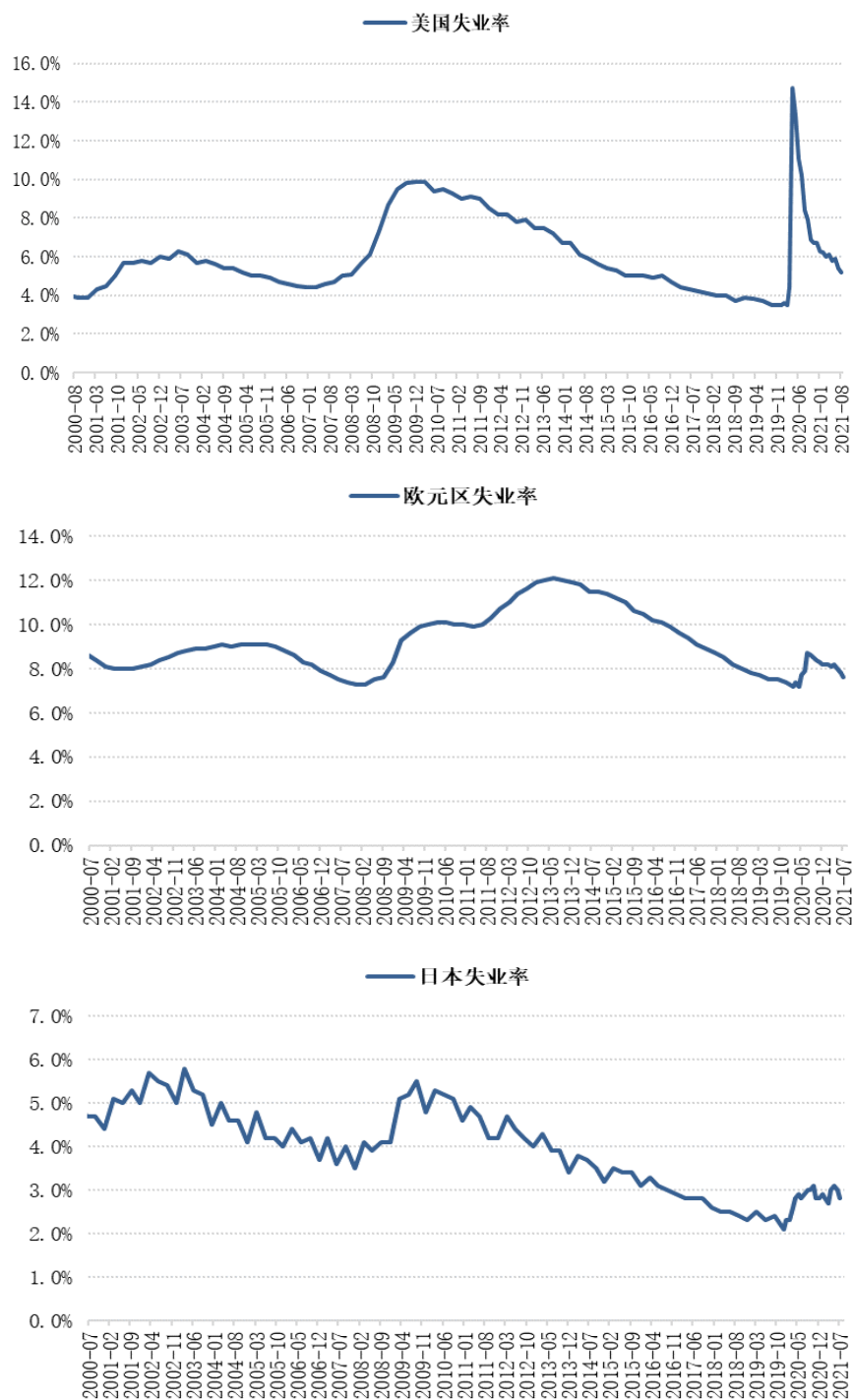
说明：为单独反映疫情对经济的影响，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。数据来源：长江商学院投资研究中心

图 23：失业率情况



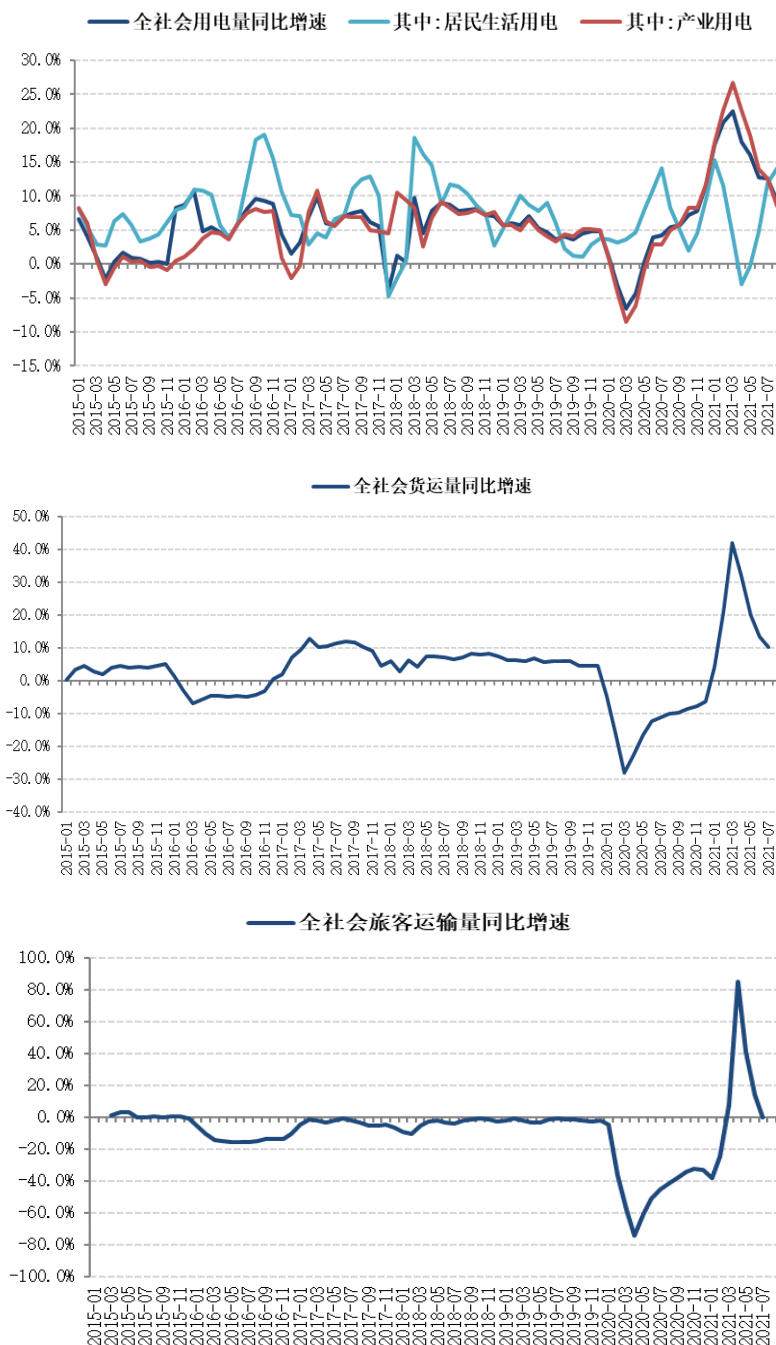
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 23：失业率情况(续)



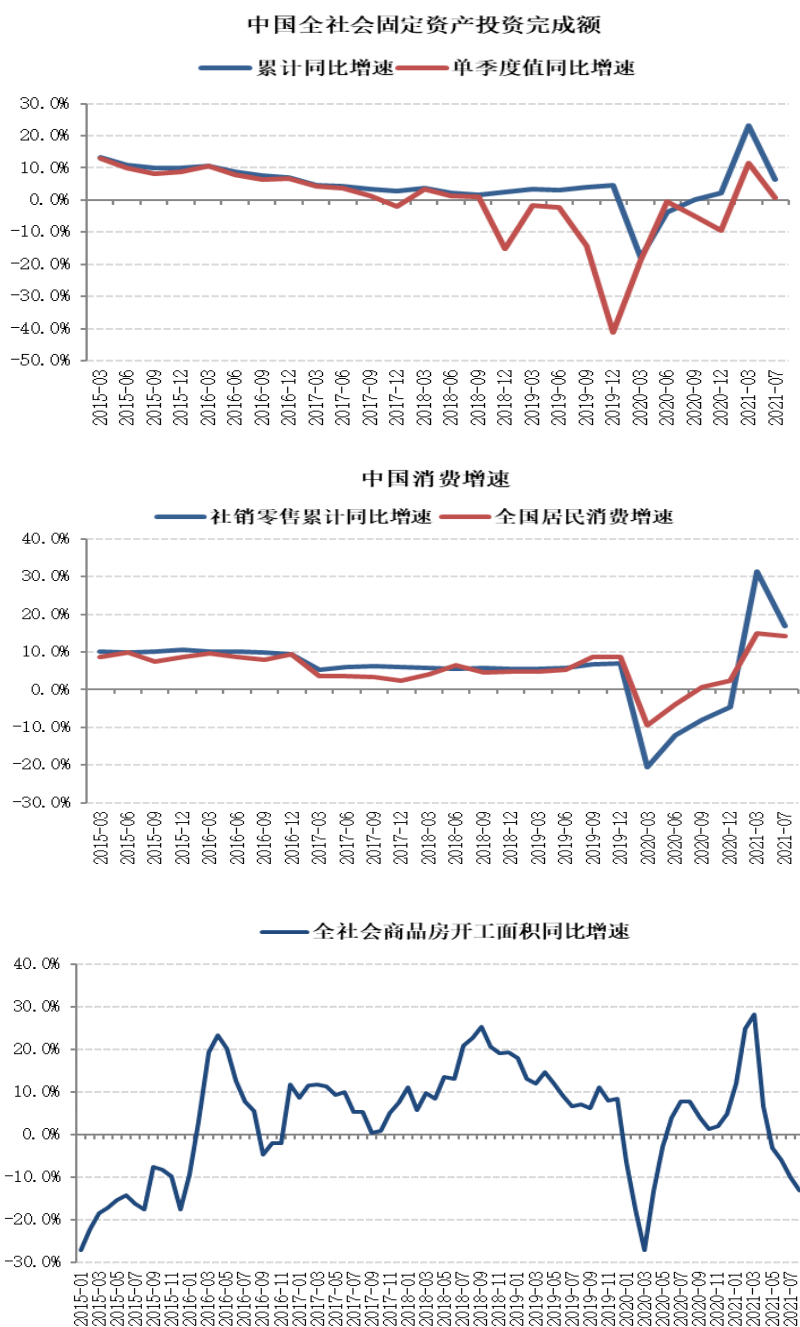
数据来源:Wind, 圣路易斯联储数据库, 长江商学院投资研究中心

图 24：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量单季度值同比增速



说明：所有增速是单季度值同比增速；数据来源：CEIC，长江商学院投资研究中心

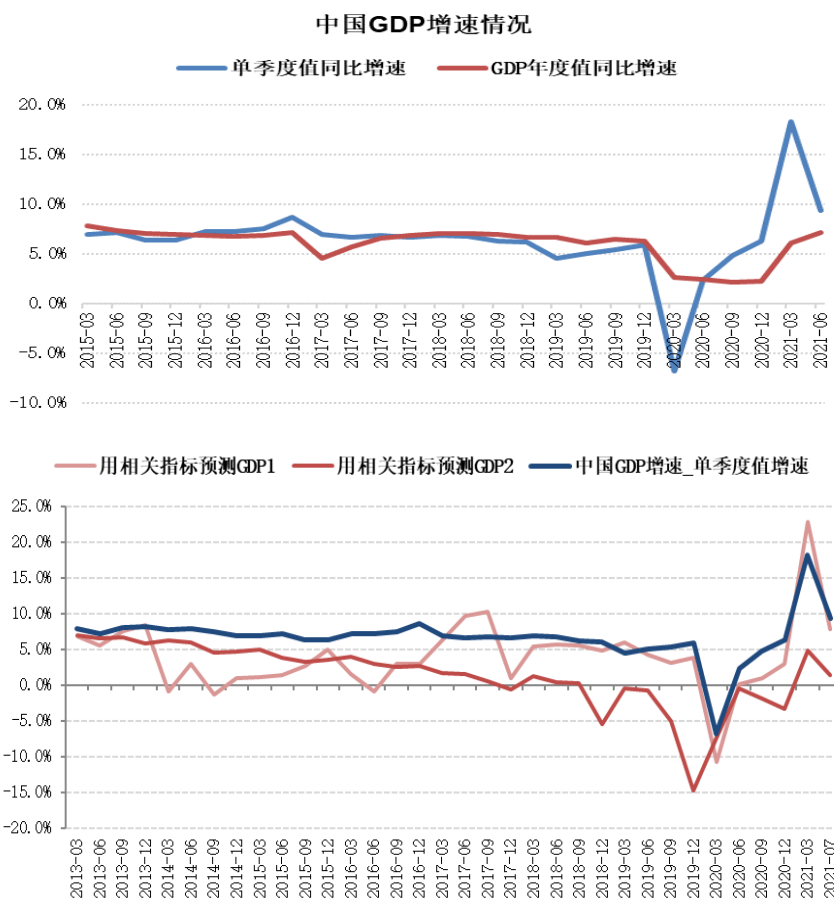
图 25：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2021 年 7 月，均剔除通胀）



说明：全国居民消费增速用的是城乡住户一体化调查的居民消费数据计算的

数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

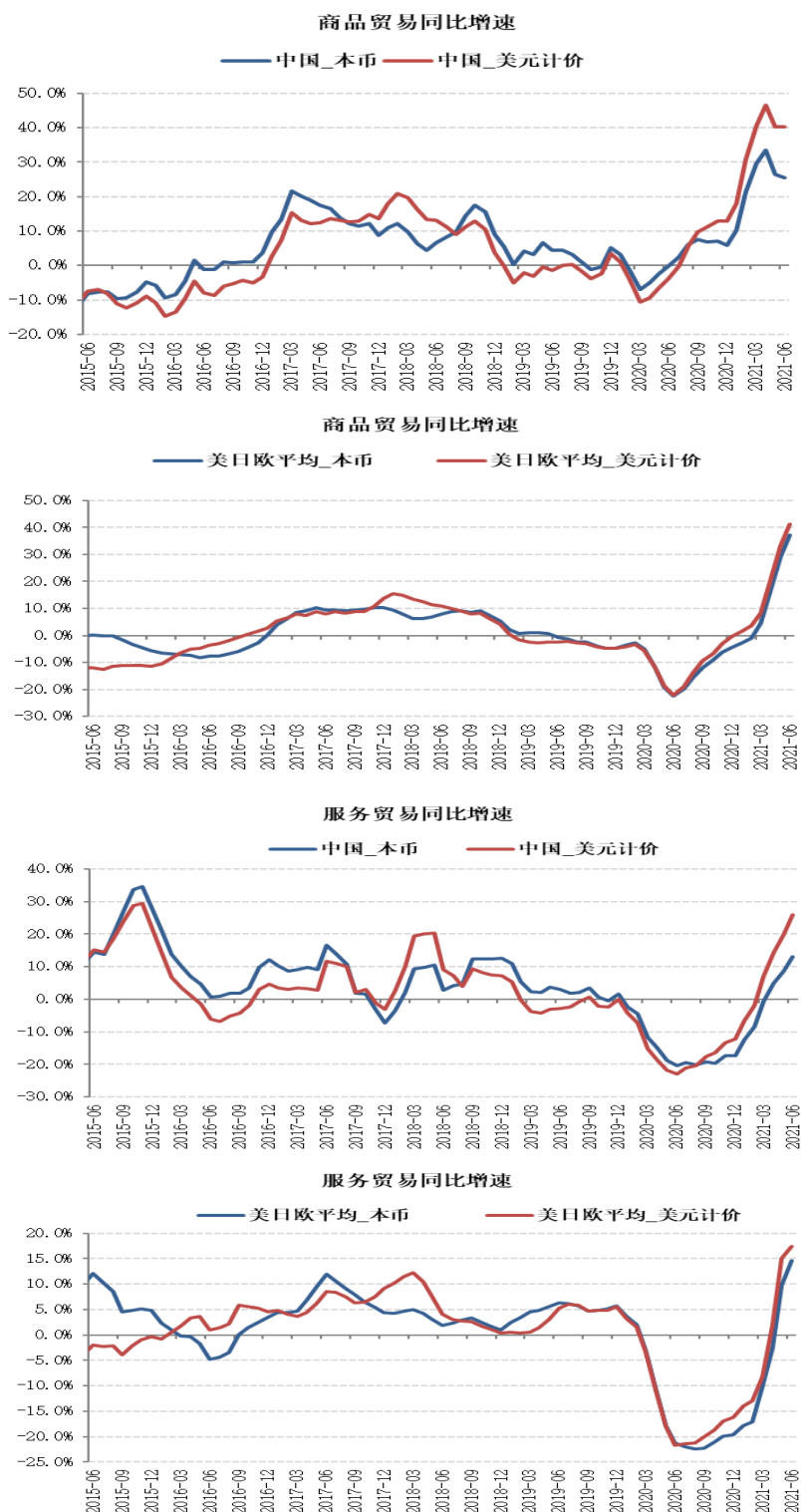
图 26：中国 GDP 增速及用相关指标预测值



本研究用总货运量、全社会用电量、社会融资规模存量增速预测 GDP 增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间的数据构建拟合方程。数据来源：CEIC，长江商学院投资研究中心

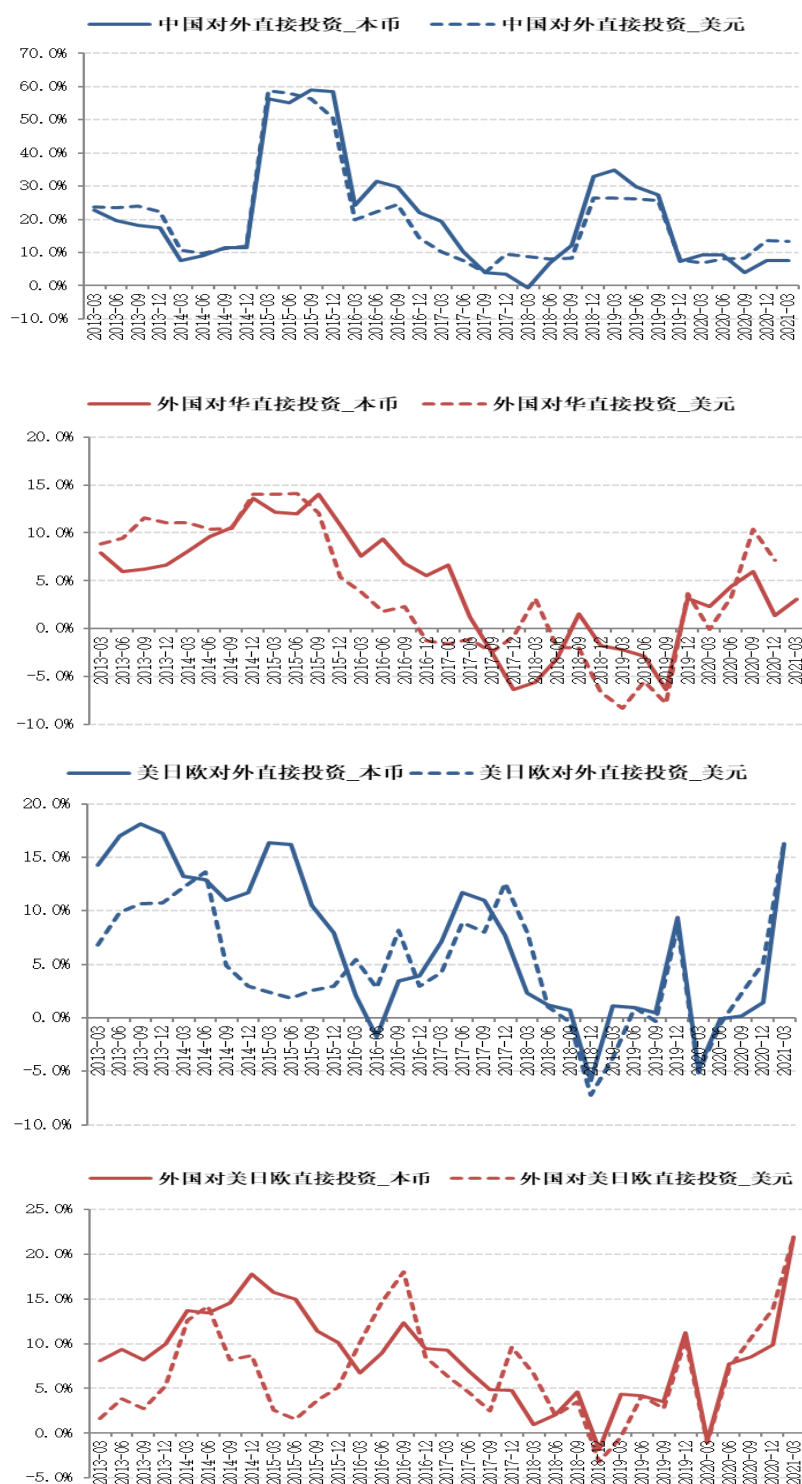
4.3 国际贸易和资本流动

图 27：商品和服务贸易同比增速（截至 2021 年 6 月）



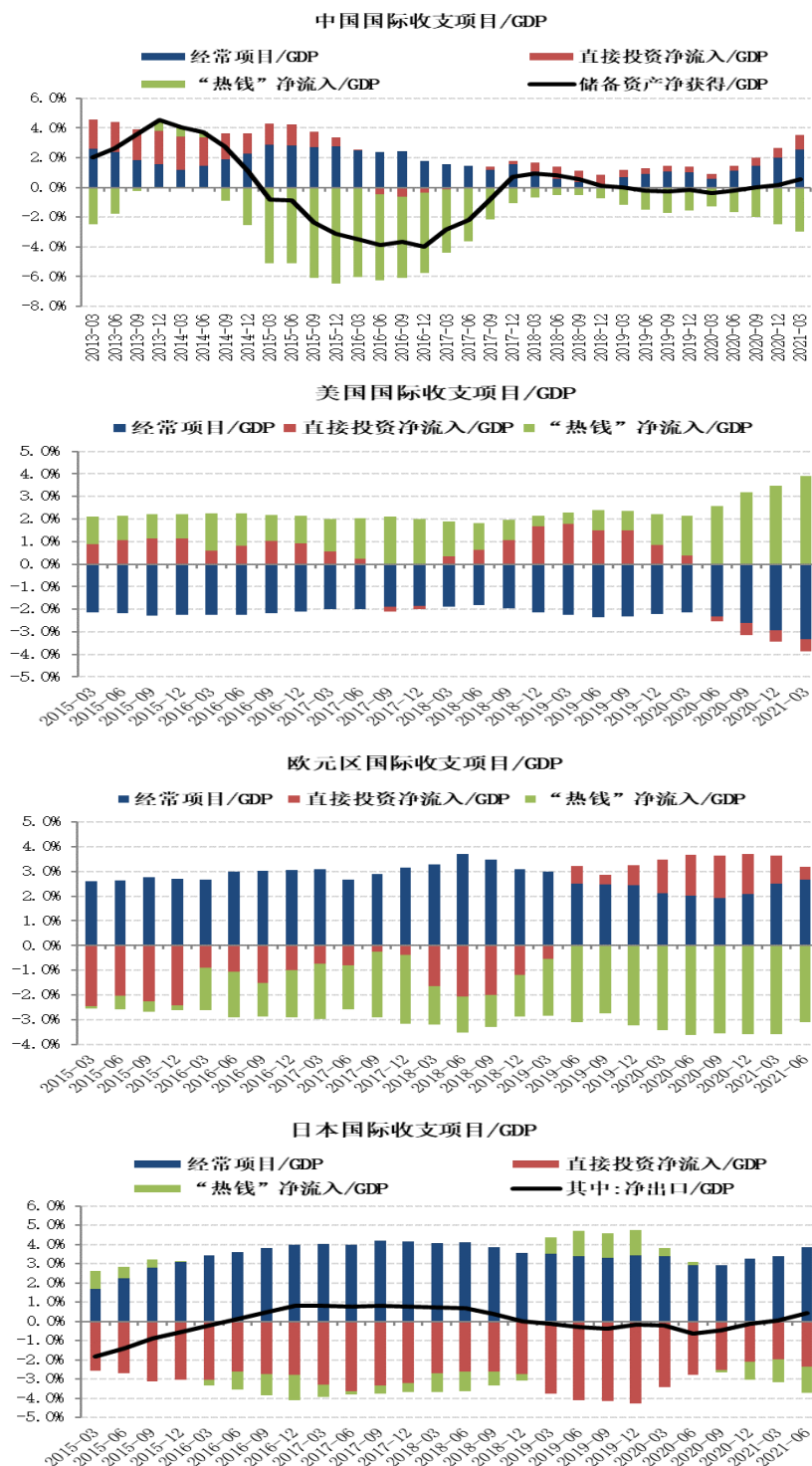
说明：商品和服务贸易指进口和出口额之和。为单独反映疫情的冲击，图中数字为单季度值同比增速。数据来源:Wind，长江商学院投资研究中心

图 28: FDI 存量同比增速 (截至 2021 年 3 月)



数据来源: Wind, 长江商学院投资研究中心

图 29：中国、美国、欧元区、日本国际收支（截至 2021 年 3 月）

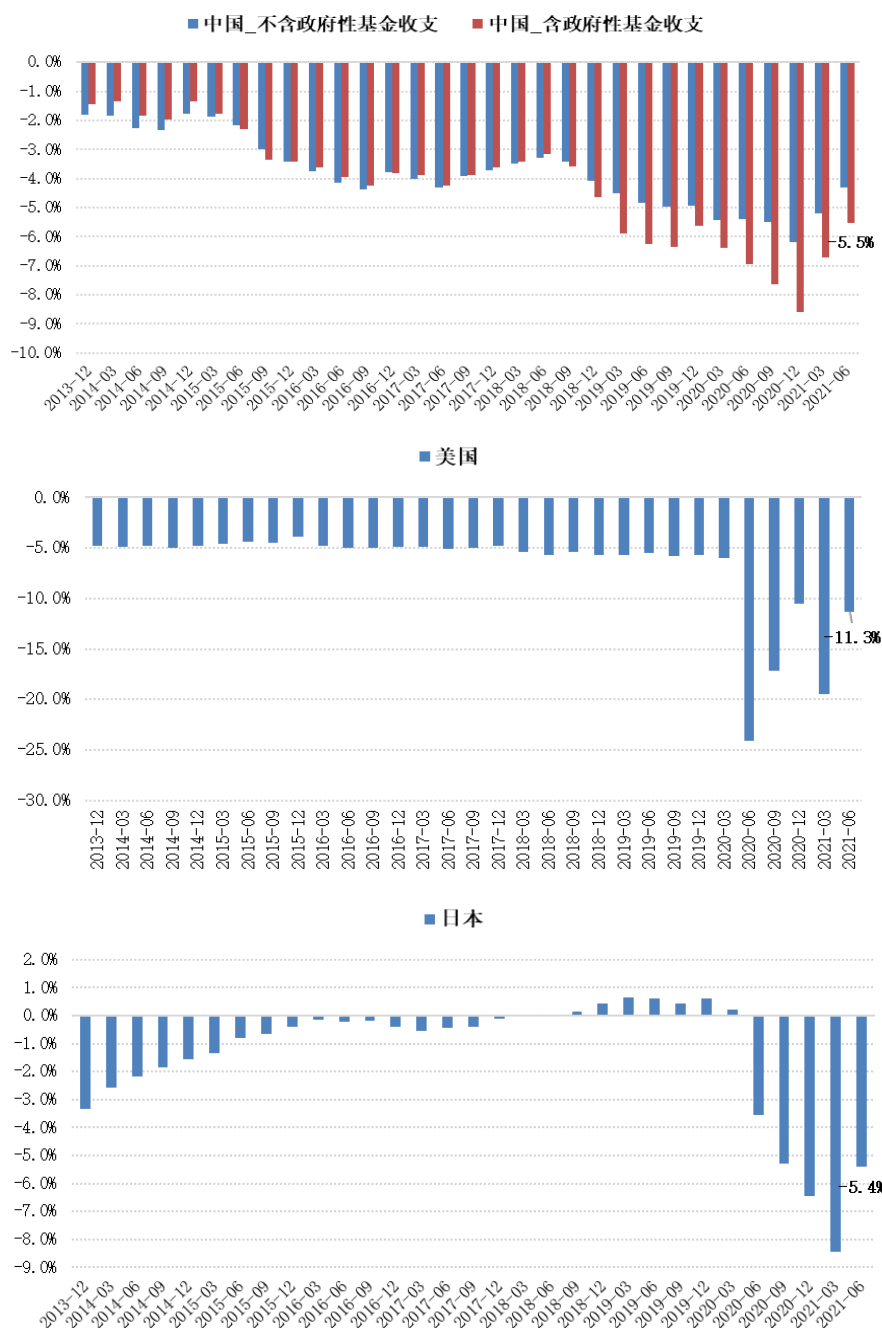


数据来源:Wind, 长江商学院投资研究中心

4.4 主要国家财政政策和货币政策

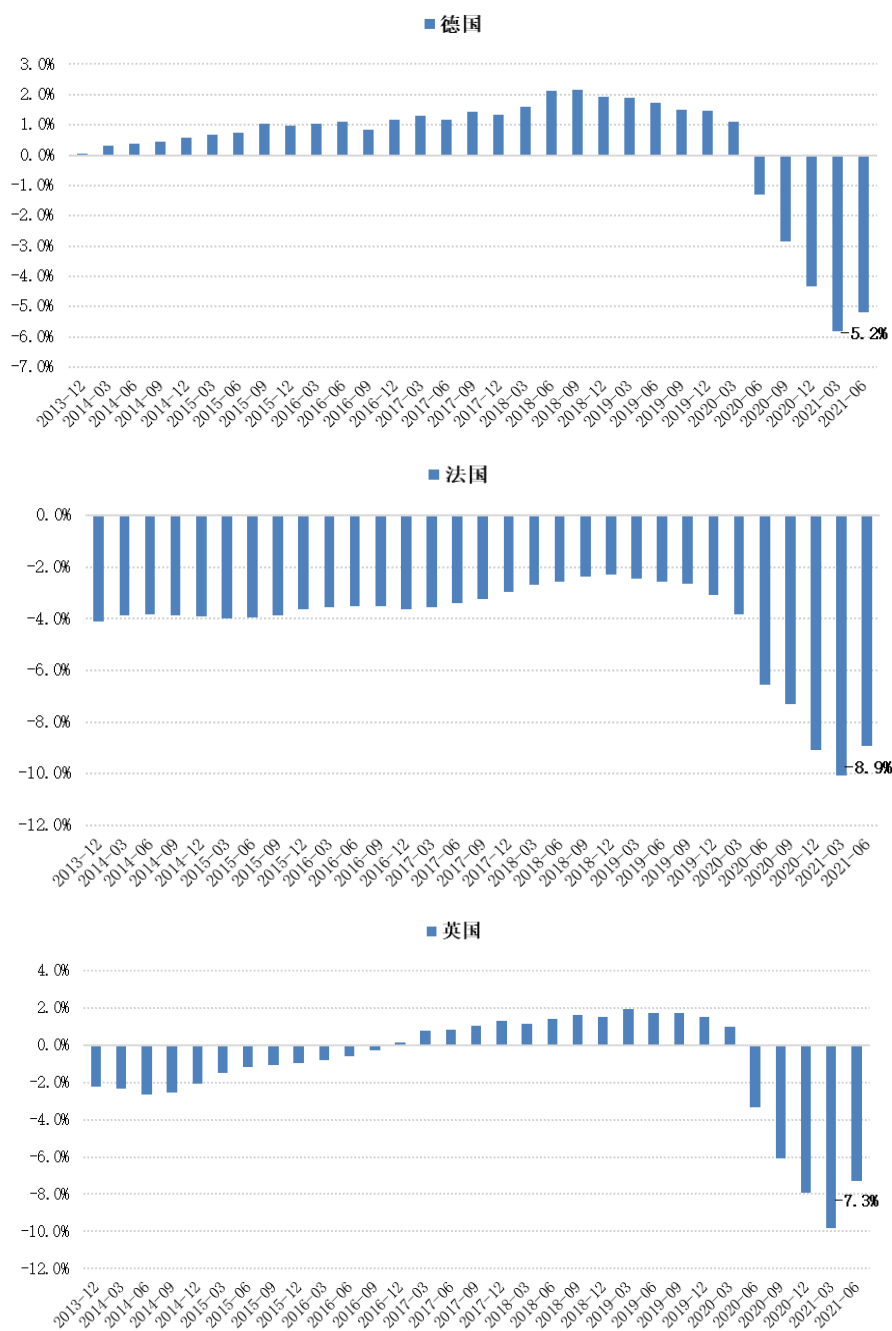
4.4.1 财政政策

图 30：2021 年 6 月各国财政赤字占 GDP 比重(TTM)



说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

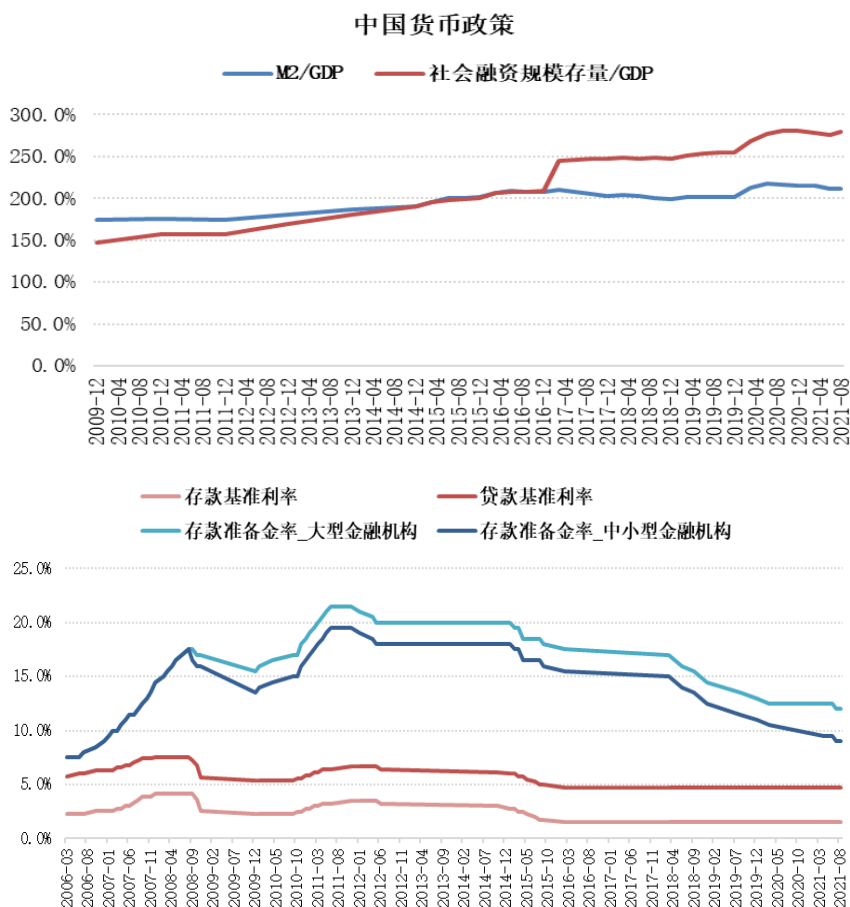
图 30：2020 年 12 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；数据来源：Wind, CEIC, 长江商学院投资研究中心

4.4.2 货币政策

图 31：2021 年 8 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速

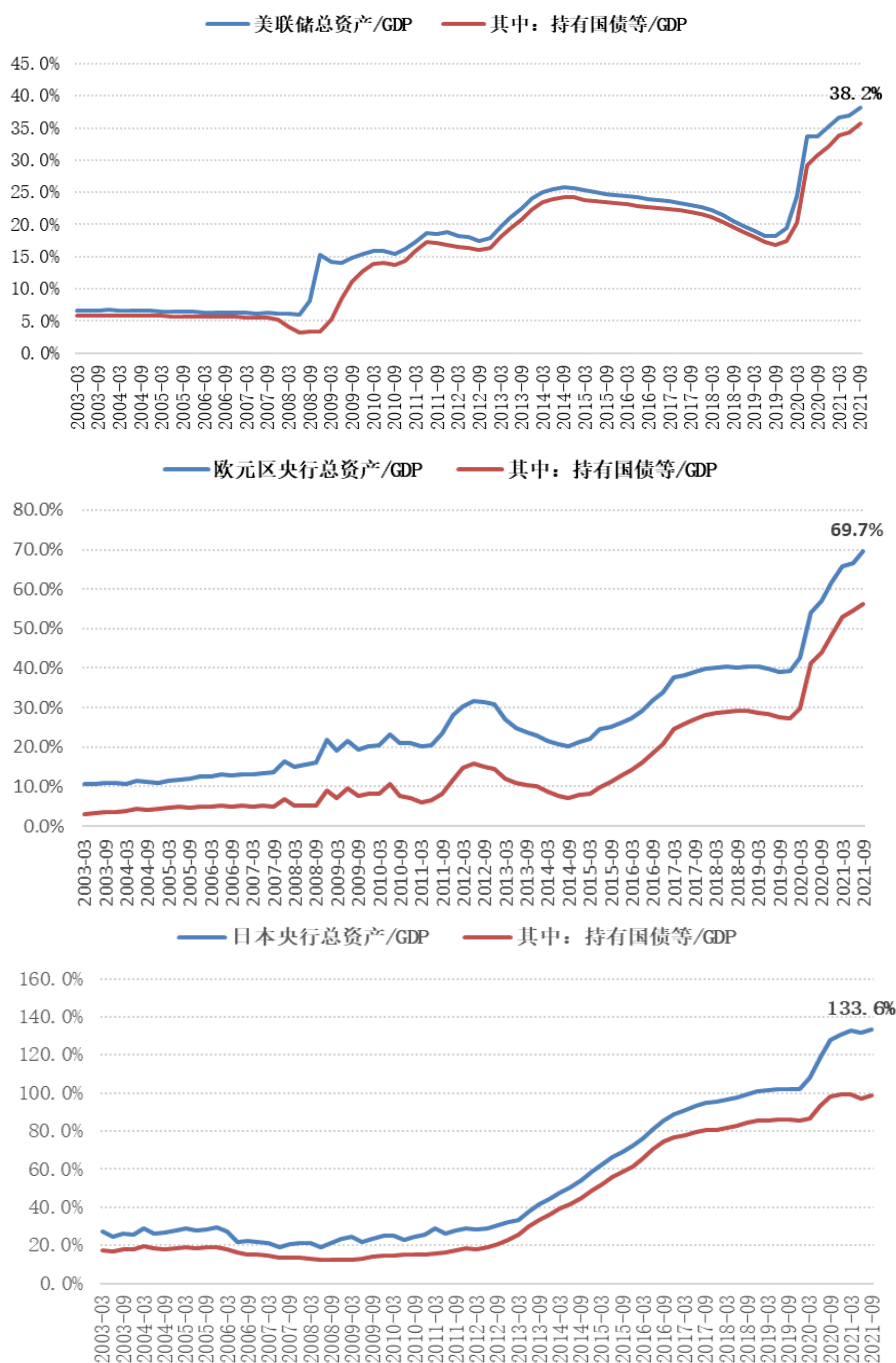


中国社会融资规模存量同比增速

	2021-08	2021-05	2021-02	2020-11	2020-08	2020-05	2019-05	2018-05
基础货币增速	4.2%	3.9%	4.2%	3.5%	-0.7%	1.5%	-0.1%	1.6%
M2增速	8.2%	8.3%	10.1%	10.7%	10.4%	11.1%	8.5%	8.3%
社会融资规模存量增速	10.3%	11.0%	13.3%	13.6%	13.3%	12.5%	11.0%	12.2%
其中：贷款	12.0%	12.1%	13.3%	13.1%	13.2%	13.2%	13.0%	12.2%
其中：表外融资	-11.3%	-8.7%	-2.9%	-3.2%	-3.3%	-6.7%	-9.8%	3.0%
其中：证券融资	8.7%	8.8%	14.6%	17.4%	18.1%	16.9%	9.5%	9.9%
其中：政府债券	14.3%	17.1%	20.0%	21.4%	18.7%	17.2%	19.3%	20.5%

数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 32：美国、欧元区央行和日本央行货币政策

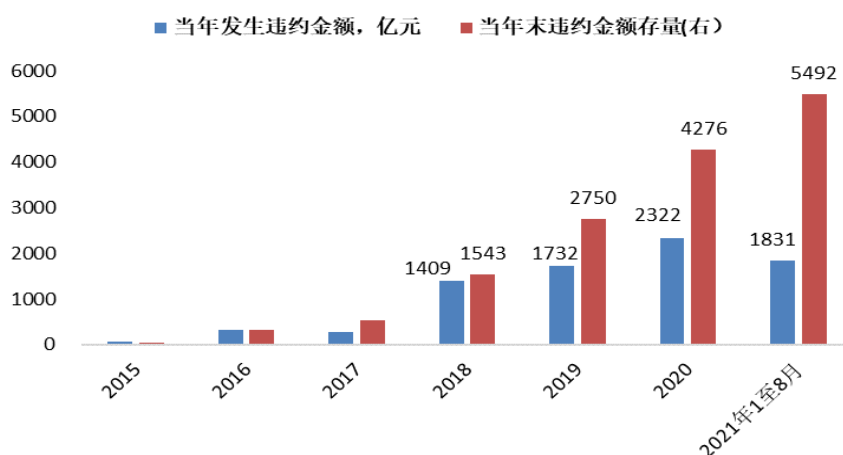


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

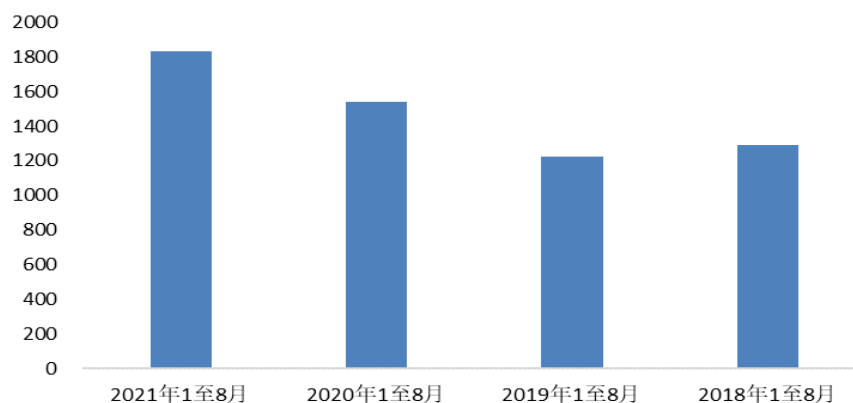
4.5 中国债务水平

图 33:2021 年 8 月中国非金融部门债务情况及债券违约情况

	当前余额 (万亿)	占GDP比重									
	2021-08	2021-05	2021-02	2020-11	2020-08	2020-05	2019-05	2018-05	2017-05	2016-05	
国债	22.6	20.7%	20.8%	20.5%	20.4%	19.2%	17.7%	16.4%	16.0%	16.2%	15.8%
地方政府债	29.1	26.6%	26.1%	26.1%	26.1%	25.8%	24.7%	21.3%	18.5%	16.0%	10.5%
政府支持机构债	1.8	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
城投债	12.4	11.3%	11.1%	10.2%	1045.5%	10.4%	10.0%	8.6%	8.4%	8.3%	8.1%
非金融企业债	19.9	18.2%	18.2%	19.8%	1015.5%	19.3%	19.2%	16.9%	16.3%	16.9%	16.7%
住户贷款	68.2	62.3%	63.1%	63.6%	62.9%	61.6%	59.4%	54.5%	51.0%	47.5%	41.8%
非金融企业及机关团体贷款	119.5	109.3%	110.9%	112.6%	110.4%	110.2%	109.3%	101.0%	100.0%	102.1%	103.4%
总计	273.4	250.1%	252.0%	254.6%	251.5%	248.2%	242.3%	220.5%	212.2%	209.0%	198.2%



2021年1至8月发生违约情况与往年相比, 亿元



债券数据统计范围参见附录, 数据来源: Wind, 长江商学院投资研究中心

第五部分：问卷调查背景及指标计算说明

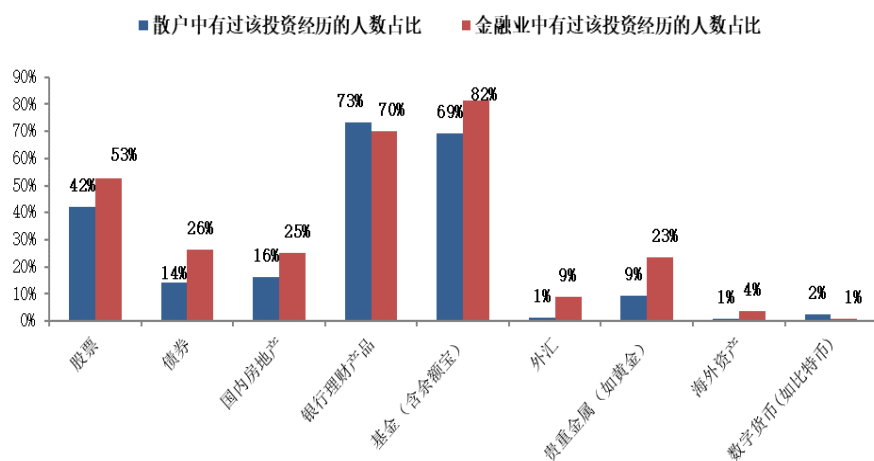
5.1 问卷调查的背景信息

图 1：本期问卷调查的样本量及地区分布

	13个样本城市 在全国GDP中的占比	每个城市在13 个样本城市 GDP中的占比	计划的散户 样本量	实际散户 样本量	计划的金融行业 样本量	实际金融行业 样本量
上海	3.8%	14.6%	277	264	87	83
北京	3.6%	13.6%	258	241	82	76
广州	2.5%	9.4%	179	183	57	58
深圳	2.7%	10.4%	198	183	63	58
天津	1.4%	5.3%	101	168	32	53
重庆	2.5%	9.4%	179	166	57	53
成都	1.7%	6.7%	127	114	40	36
武汉	1.5%	5.9%	112	112	35	35
杭州	1.6%	6.1%	115	106	36	34
南京	1.5%	5.6%	106	110	33	35
青岛	1.2%	4.7%	89	94	28	30
长沙	1.2%	4.6%	87	89	27	28
西安	1.0%	3.8%	72	70	23	22
合计	26%	100%	1900	1900	600	601

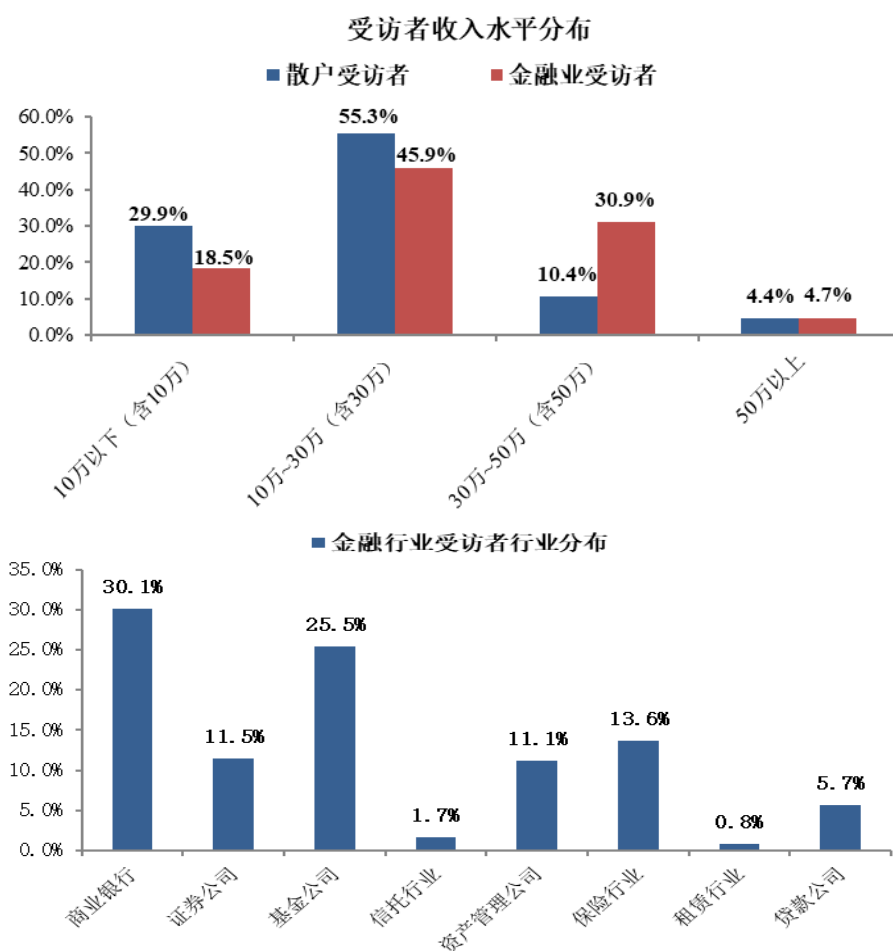
数据来源：长江商学院投资研究中心

图 2：受访者在过去一年的投资经历



数据来源：长江商学院投资研究中心

图 3：受访者的其他特征



数据来源：长江商学院投资研究中心

5.2 财政盈余/赤字占 GDP 比重

我国财政收支包括公共财政收支和政府性基金收支。国家统计局按月公布公共财政和政府性基金收支的累计值，我们先将每月的累计值转化成当月值，然后将连续 12 个月的收入和支出分别加总，这样每个月都可以得到一个财政收支的年度值。我们再以同样的方式将连续 4 个季度的 GDP 加总得到 GDP 的年度值，由于 GDP 按季度公布，每个季度中间两个月份取最近季度的 GDP 年度值。最后用折年后的财政赤字/盈余除以折年后的 GDP 值。美国以及其他国家的财政盈余/赤字占 GDP 比重，也是类似的处理。

5.3 考虑农民工的失业率估算

考虑农民工的失业率估算=城镇就业人数*城镇调查失业率+减少的农民工/(城镇就业人数+农民工)。减少的农民工=2019 年平均外出农民工人数-当前外出农民工人数。

5.4 重要财务指标的计算说明

指标名称	计算说明/包含内容
总体说明	①所有指标，除分行业对比或特别说明外，均剔除了金融行业。②指标计算采用整体法。
周期调整市盈率	上市公司的盈利波动较大，会表现出一定周期性，因而在计算市盈率时通常要对盈利进行调整。作为分母的净利润是经过通胀调整的去5年的平均净利润，市值是经过通胀调整的当期市值。
营业收入增速	先将每只股票连续四个季度的营业收入相加，然后用整体法计算营业收入增速，保持前后期样本的一致性。增速剔除了通胀率。
ROE	先将每只股票连续四个季度的净利润和营业收入分别加总，然后用整体法计算ROE，保持分子和分母样本的一致性。
金融资产	货币资金、交易性金融资产、应收利息、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期应收款
有息负债	短期借款、交易性金融负债、衍生金融负债、应付利息、长期借款、应付债券、长期应付款、一年内到期的非流动负债
净经营资产	经营资产-经营负债
净有息负债	有息负债-金融资产
净经营资产利润率	息前税后利润/净经营资产
税后利息率	税后利息/净有息负债
负债率	净有息负债/净经营资产
权益融资	Δ 所有者权益+ Δ 应付股利-本期净利润
债权融资	Δ 净有息负债
投资支出	一般指 Δ 净经营资产 如果是考察企业投资及其所需资金来源，则投资支出需要如下调整：投资支出= Δ 净经营资产+ Δ 应付股利+本期净利润和经营现金流中应付项目差-本期净利润和经营现金流中应收项目差

5.5 上市公司行业分类说明

本研究采用的行业分类	包括的具体行业
农业	农业、林业、畜牧业、渔业、农林牧渔服务业
采矿业	煤炭开采和洗选业；石油和天然气开采业；黑色金属矿采选业；有色金属矿采选业；非金属矿采选业；开采辅助活动
建筑业	房屋建筑业；土木工程建筑业；建筑安装业；建筑装饰和其他建筑业
公用事业	电力、热力生产和供应业；燃气生产和供应业；水的生产和供应业
原材料制造	非金属矿物制品业；黑色金属冶炼及压延加工；有色金属冶炼及压延加工；金属制品业；石油加工、炼焦及核燃料加工业；橡胶和塑料制品业
化工医药	化学原料和化学制品制造业；化学纤维制造业；医药制造业
机械制造	电气机械和器材制造业；专用设备制造业；通用设备制造业；仪器仪表制造业
汽车	汽车制造业
铁路/航空航天	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
食品制造	农副食品加工业；食品制造业
酒/饮料制造	酒、饮料和精制茶制造业
纺织服装/家具/文体用品/印刷	纺织业；纺织服装、服饰业；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业；木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业；家具制造业；文教、工美、体育和娱乐用品制造业；造纸及纸制品业；印刷和记录媒介复制业
交通运输服务	运输业(铁路、道路、水上、航空、装卸搬运)
仓储/邮政	仓储业；邮政业
批发零售	批发业；零售业
住宿餐饮	住宿业；餐饮业
房地产	房地产业
金融	货币金融服务；资本市场服务；保险业；租赁业
ICT	计算机、通信和其他电子设备制造；电信、广播电视和卫星传输服务；互联网和相关服务；软件和信息技术服务业；信息传输、软件和信息技术服务
传媒	新闻和出版业；广播、电视、电影和影视录音制作业；文化艺术业；体育
专业服务	教育；研究和试验发展；专业技术服务业；卫生；科技推广和应用服务业；生态保护和环境治理业；机动车、电子产品和日用产品修理业；商务服务业
其他	其他制造业；废弃资源综合利用业；综合；公共设施管理业

5.6 中国债券余额统计

中国债券余额统计包括以下指标，其中，城投债数据来自 wind。

托管机构	债券名称
上海清算所	短期融资券
	超短期融资券
	中期票据
	中小企业集合票据
	非公开定向债务融资工具
	非金融企业资产支持票据
	政府支持机构债券[停更]
	项目收益票据
	绿色债务融资工具
中国结算	国债
	地方政府债
	企业债
	公司债
	可转债
	可分离债
	中小企业私募债
中债登	记账式国债
	储蓄国债(电子式)
	地方政府债
	政府支持机构债券
	企业债券
	资产支持证券
	中期票据
	集合票据[停更]
	城投债

关于作者:

刘劲

哥伦比亚大学博士

长江商学院会计与金融学教授

长江商学院副院长

Email: jliu@ckgsb.edu.cn

陈宏亚

长江商学院投资研究中心研究员

Email: hychen@ckgsb.edu.cn