
2018 年 Q3 长江商学院投资者情绪调查（CKISS）

刘劲、陈宏亚¹

2018 年 11 月

2018 年 1 月我们做了第一次长江商学院投资者情绪调查（CKISS），8 月做了第二次。相对于第一次调查，投资者在第二次调查中明显更加悲观，避险情绪很明显，倾向于继续或增加持有银行理财、基金（含余额宝）等保守型资产的投资，减少或规避对股票、房地产等资产的投资。相比散户，金融业受访者的情绪更为悲观，他们对股票价格、大宗商品以及汇率走势都更加看空。和一月的调查类似，有将近 80% 的受访者认为目前房价过高，不愿意在未来增加该项投资，尽管他们同时预期房价将有 6.3% 的涨幅。

投资者对股市的悲观情绪不是来自于估值考量——受访者普遍认为目前 A 股价格基本合理甚至偏低；也不是来自于企业近期的基本面——受访者预期未来一年 A 股上市公司净利润会有 9.3% 的增速。我们的宏观分析发现全球经济整体继续向好，美国经济尤其强健，通胀有所抬头，加息预期浓厚。中国投资者的悲观情绪可能来自于以下几个方面的担忧：1）愈演愈烈的中美贸易战是否能够得到妥善解决；2）中国国内的政治经济改革进入深水区，经济的进一步市场化的改革力度不明显，长期增长前景不明朗；3）2018 年以来的大规模去杠杆使很多中小企业受到严重影响，因此带来对政策走向的怀疑。

我们认为 11 月初政府对民营企业释放的支持信号是非常坚决的，一定会落地。美国中期选举后中美可以在政治干扰较低的情况下进行谈判，就贸易问题很可能达成阶段性妥协。再加上 A 股市场在估值上已经是中国股市建立以来的最低点，相对其它风险资产，我们认为目前是增大投资 A 股的较好时机（虽然市场非常悲观）。但是，由于国际国内深层的不确定性最多会得到暂时性缓解，我们仍然认为投资组合里应该有明显的避险资产（比如黄金）的配置。

¹ 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。

1.长江商学院投资者情绪调查（CKISS）

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。首次调查
在 2018 年 1 月进行，主要调查对象是六十多位上规模的企业家。2018 年 8 月，
我们扩大了调查范围，在全国 13 个城市发放问卷并最终收回了 2621 份有效问卷，
其中一半是散户投资者，另一半是金融从业人员。

与 1 月份相比，本次调查投资者所表现出的悲观情绪明显增多。投资者对 A
股未来走势的看法比年初下降很多，金融业相比散户投资者情绪更为悲观。1 月
份有 63%的受访者认为 A 股会上涨，对 A 股的预期回报率为 11%，而在本次调
查中只有 57%的人认为 A 股会上涨，其中，散户投资者中持有该看法的比例为
62%，金融业受访者中该比例只有 38%。**对受访者给出的涨幅和跌幅意见进行汇
总取平均值，预期 A 股未来回报率为 1.3%，其中，散户预期回报率为 2.4%，金
融业为-2.5%。**

表 1：受访者对 A 股未来 12 个月走势的看法

	关于 A 股未来一年走势意见的百分比			调整后每种意见的百分比	
	上涨	下跌	不知道	上涨	下跌
2018-01	63.38%	16.90%	19.72%	78.9%	21.1%
2018-08	57.14%	39.22%	3.94%	59.3%	40.7%

说明：调整后每种意见的百分比，指将发表“不知道”意见的人剔除，仅统计给出上涨或下跌意见的
人数分布。

表 2：受访者认为 A 股在未来 12 个月的涨跌幅

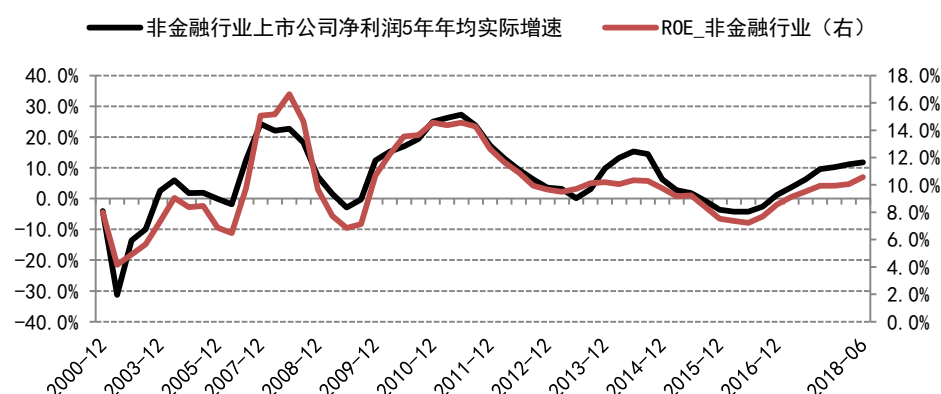
	对 A 股未来一年预期回报率		
	预期未来一年 A 股回报率	散户预期	金融行业人员预期
2018-01	11.40%		
2018-08	1.30%	2.44%	-2.50%

说明：在 1 月份的调查中，我们没有区分散户和金融从业人员。

受访者对港股未来走势的看法与 A 股基本一致，金融业同样更为悲观。其中，
散户投资者中 56%认为会上涨，33%认为会下跌，金融业中 37%认为会上涨，34%
认为会下跌，有高达 30%的金融业受访者表示对此问题无法给出意见。**对受访者
给出的涨幅和跌幅意见进行汇总取平均值，预期恒生指数股未来回报率为 1.8%，
其中，散户预期值为 2.6%，金融业预期涨幅 0.3%。**

投资者预期回报率低可能源自对上市公司未来盈利能力的担忧,也可能认为目前价格水平相对公司盈利能力而言太贵,但从调查结果来看,两者都不是。受访者对 A 股上市公司未来 5 年利润的年均增长率看法相对积极,预期年均增速为 9.6%(散户和金融分别为 9.3%和 10.8%)。这一估计与我国的历史情况基本相符,从 2000 年至今,我国非金融行业上市公司净利润 5 年年均增速的平均值约 9%,ROE 均值约 10%。ROE 实质是对净利润长期平均增速的投射,且相比净利润增速波动较小。

图 1: 1995 年至 2018 年 6 月我国 A 股非金融行业上市公司 ROE 和净利润 5 年年均增速



说明:①该图反映的是我国非金融行业上市公司在 1995 年至 2018 年 6 月这段时间净利润的平均增速,为消除过高的波动性,我们计算的是 5 年平均增速,且没有扣除通胀。作为对照,我们还计算了相同样本公司的 ROE,ROE 可以看成净利润的长期平均增速,ROE 的值就是当期值,不是 5 年平均值。②计算方式:采用整体法计算。具体来说,首先将每只股票连续四个季度的净利润加总,这样每个季度末的净利润实际上都是一个年度净利润,然后加总所有样本公司的净利润,计算本期净利润和 5 年前同期净利润的年均增速。ROE 是用加总净利润除以四个季度之前的加总净资产($ROE = \text{本年净利润} / \text{年初净资产}$),在计算 ROE 时,分子和分母保证了样本的一致性。③数据来源:所有数据来自国泰安数据库(CSMAR)。

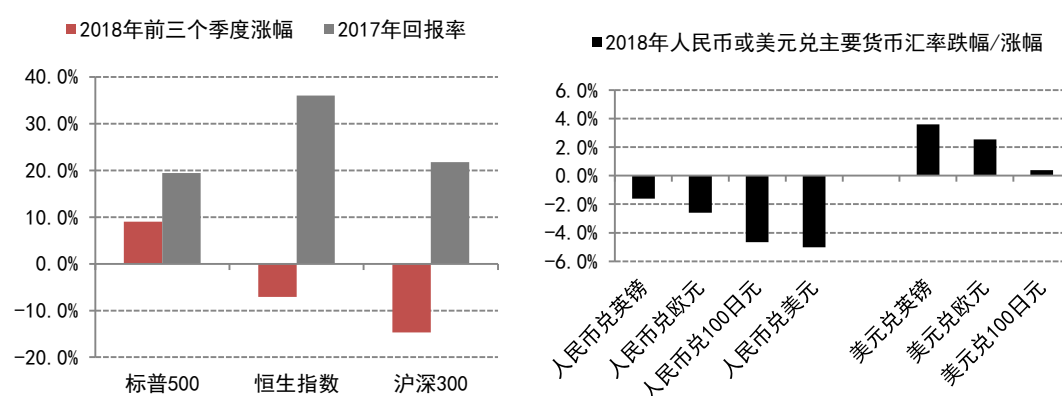
估值方面,受访者普遍认为 A 股目前价格水平不高,46%的受访者认为目前 A 股价格基本合理(散户和金融业分别为 47%和 37%),20%的受访者甚至认为价格偏低(散户和金融业分别为 20%和 21%),只有 26%的人认为价格偏高(散户和金融业分别为 28%和 22%),对比 1 月份,当时,有 44%受访者认为价格合理,认为偏低的占 10%,有 39%的受访者认为估值太高。

表 3: 受访者认为 A 股价格与其基本面(如盈利)相比是否合理的意见分布

	股价是否太贵			
	太高	太低	基本合理	不知道
2018-01	39.4%	9.9%	43.7%	7.0%
2018-08	25.8%	20.1%	46.4%	7.8%

排除对盈利的担忧以及估值因素，投资者仍然不看好 A 股走势，不愿投资股票，可能是受到国际和国内宏观形势的巨大不确定性带来的巨大影响，主要是信心的问题。中美贸易纠纷是 2018 年影响全球经济的大事，理论上说，这种冲突对双方的经济都将有负面影响。然而，从市场的反映看，投资者似乎对中国的担忧更为严重。仅 2018 年前三个季度，沪深 300 和恒生指数就下跌了 15% 和 7%，同一时期标普 500 上涨了 9%。同一时期，美元对英镑、欧元等重要货币发生了不同程度的升值，而人民币兑美元、欧元、日元、英镑下滑了 5%、2.6%、4.6% 和 1.6%。

图 2： 2018 年 1~9 月重要股指以及汇率涨跌幅



说明：①左图反映的是美国标普 500 股票指数、香港恒生指数以及中国大陆沪深 300 股票指数，在 2018 年 1~9 月期间的涨跌幅。右图反映的是人民币兑美元、日元、英镑、欧元汇率，以及美元兑英镑、日元、欧元汇率，在 2018 年 1~9 月期间的涨跌幅。②数据来源：所有数据来源于万得（Wind）数据库。

我们询问了投资者对未来我国 GDP 增速的看法，整体而言，投资者的态度比较谨慎，低于目前官方给出的 6.8% 左右的实际增速：约 35% 的受访者认为未来 5 年 GDP 年均增速将在 3%~5% 之间（散户和金融业分别为 37% 和 31%），34% 的人认为增速在 5%~7% 之间（散户和金融业分别为 33% 和 38%）。对受访者意见进行平均，预期我国 GDP 未来 5 年年均增速为 5.3%。

投资者的通胀预期也不高，约 42% 的受访者认为未来 5 年我国 CPI 通胀率在 1%~3% 之间（散户和金融业分别为 41% 和 45%），30% 的受访者认为通胀率在 3%~6% 之间（散户和金融业均为 30%）。对受访者意见进行平均，预期我国 CPI 未来 5 年年均涨幅为 2.7%。

房地产在过去一直是我国居民理财的重要方式之一。从结果看，受访者对房价的意见较为一致，77% 的受访者认为，目前一、二线城市的房价和城市居民的财富与收入相比太高（散户和金融业分别为 77% 和 78%），只有 18% 认为基本合

理（散户和金融业分别为 19%和 12%）。

投资者不看好房地产并不是认为地产很快会崩盘，在我们的调查中，受访者认为房价在未来一年跌幅超过 5%的概率只有 20%，相反，他们更倾向于认为价格在未来还会继续上升，受访者中有 67%的人认为房价在未来 1 年仍将继续上涨（散户和金融业均为 67%），只有 28%的认为房价会下跌（散户和金融业分别为 30%和 28%）。汇总涨幅和跌幅意见，未来 1 年一、二线城市房价上涨的预期值是 6.1%，其中，散户预期增长 6.8%，金融业预期增长 3.7%。

表 4：受访者对于我国一、二线城市房价与居民收入水平相比是否合理的意见分布

	房价是否太贵			
	太高	太低	基本合理	不知道
2018-01	76.1%	2.8%	16.9%	4.2%
2018-08	76.6%	4.0%	17.9%	1.9%

投资者的担忧表现在对投资品的选择上。我们询问了大家在将来的一年里会增加或减少哪类投资，受访者显现出了明显的避险倾向，对银行理财、基金（含余额宝）产品的相对偏好和对股票、信托、外汇、贵金属（含黄金）以及房地产的规避。我们用加大投资的人数扣除减少投资的人数得到净增加投资的人数，发现对股票、信托、外汇、贵金属和房地产的净减少投资人数占比为-10%、-10.9%、-4.7%、-0.7%和-0.6%。对银行理财、基金（含余额宝）的净增加投资人数占比为 24%和 18%。

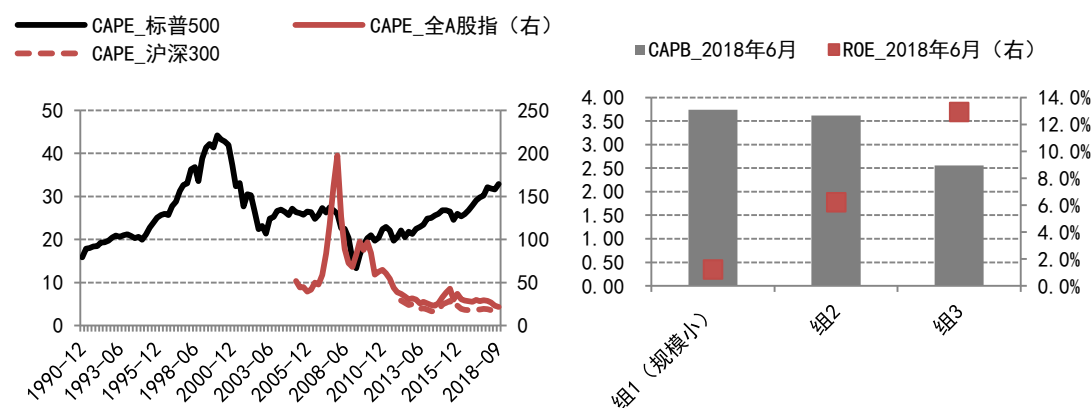
尽管受访者投资策略偏向保守，但他们认为市场发生崩溃的可能性不大。我们询问投资者“您认为 A 股在未来一年发生 20%以上跌幅的概率是多少？”，约 53%的受访者认为发生的概率在 20%以下，其中，散户持此意见者达 60%，金融业只有 32%。综合双方关于各种可能性的意见分布，预期 A 股发生 20%以上跌幅的概率为 22%（散户和金融业分别为 20%和 30%）。

同样，受访者也不认为人民币汇率在未来一年会大概率出现 5%以上跌幅，约 56%的受访者认为该事件发生的概率在 20%以下，其中，散户和金融业持此意见者分别为 61%和 38%，金融业相比散户的态度更为悲观。综合双方关于各种可能性的意见分布，未来 12 个月人民币兑美元发生 5%以上跌幅的预期概率为 20%。

我们的分析部分支持投资者的看法。就上市公司基本面而言，我国非金融行业上市公司业绩自 2015 年后开始好转，这种改善主要来自国有企业，可能与近期大宗商品价格上升有关，因而持续性还有待观察。

从估值方面来看，目前 A 股的确处于自 1995 年以来的最低位置，反而美股估值已经逼近历史高位。进一步，如果将 A 股按市值规模分组，我们发现，规模最大的一组不仅估值低，盈利能力也最强，所以单纯从估值的角度上看，是 A 股投资的好时机。在下面一节我们会对宏观和微观的基本面做更详尽的分析。

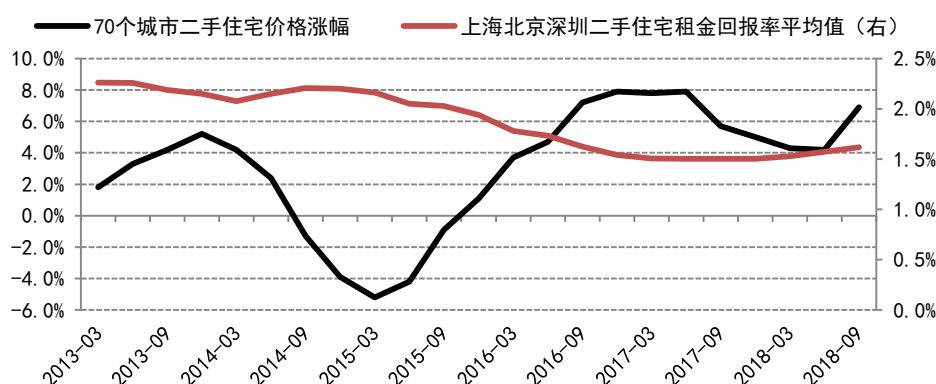
图 3：1990 年 12 月至 2018 年 9 月 A 股以及标普 500 周期调整市盈率（CAPE）



说明：①左图反映的是我国非金融行业上市公司和美国标普 500 指数的周期调整市盈率（CAPE）。右图是将我国 A 股上市公司按照市值规模从高到低等分成三组，然后计算每组在 2018 年 3 月的周期调整市净率（CAPB）以及 ROE。②CAPE 和 CAPB 的计算方法：一般来说，公司的盈利有时波动很大，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。这里的调整方式是，把经过通胀调整的未来 10 年的平均盈利作为 PE 中的 E，把经过通胀调整之后的当期股价作为 PE 中的 P。CAPB 的计算方式类似，只是把分子盈利换成经过通胀调整的未来 10 年的平均净资产。④左图中美国标普 500 指数的 CAPE 来自诺贝尔经济学家 Robert. Shiller 的个人网页。⑤我国全 A 股指和沪深 300 指数的 CAPE 以及不同规模上市公司的 CAPB 和 ROE 均来自笔者的计算，计算采用整体法，首先将每只股票连续四个季度的净利润加总得到每个时点年度净利润，然后加总同一期间同一组内上市公司的市值、净利润、净资产，然后按照 CAPE、CAPB 和 ROE 的计算方式计算。ROE 用本期净利润除以 4 个季度之前的净资产。上市公司的数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

我国房地产价格过高是不争的事实，截至 2018 年 9 月，我国 70 个大中城市二手住宅价格同比增速达 7%，北京、上海、深圳二手住宅的租金回报率已经下降到 1.5%，大大低于储蓄利率。

图 4：我国住宅销售价格涨幅以及二手住宅租金回报率



说明：①该图反映的是我国 70 个城市二手住宅价格，在 2013 年 3 月~2018 年 9 月各个时期的同比涨幅，以及北京、上海、深圳三个一线城市二手住宅的租金回报率。②租金回报率指租金/买入价格，相当于买入股票所能获得的股利回报率。国际上一般公认，如果租金回报率低于 3%，表明房价可能过高。③数据来源于万得（Wind）数据库。

2. 宏观的基本面分析

08 年的金融危机已经过去近十年，全球经济自 2016 年开始稳步扩张，然而，好景不长，2018 年全面爆发的中美贸易争端再次为全球经济复苏前景蒙上阴影。

对中国来说，除了这种来自外部的巨大压力外，更大的问题存在于自身。2008 年后，为提振经济，我国实行了激进的财政政策，并带来了债务快速攀升以及产能大量过剩，这些问题主要体现在国有企业方面，国有企业在债务不断攀升的同时，盈利能力大幅下滑，从而为债务带来清偿危机。改革国有企业是解决内外问题的关键。

2.1 全球贸易增速下滑，欧元区一枝独秀

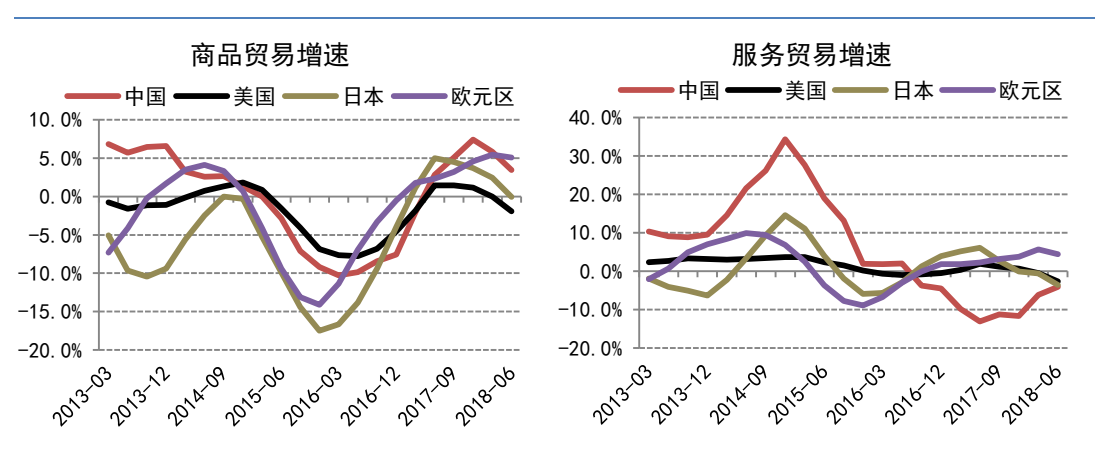
2018 年以来，对全球经济影响最大的事件莫过于中美贸易冲突的全面爆发，使本来已经复苏的国际贸易再次蒙上阴影。

金融危机后，全球贸易增速疲软，甚至一度滑入负增长区间，这一状况在 2017 年得到显著改善，美国、欧元区、日本、中国的贸易相继摆脱低迷态势。然而，2018 年以来，中美贸易纠纷持续升级，相比 2017 年年末，美国商品贸易增速由 1.2% 下滑至 -1.9%，服务贸易增速由 0.6% 下滑至 -2.6%。中国商品贸易增速由 7.4% 下滑至 3.5%，服务贸易增速有所改善，由 -11.7% 上升至 -4.1%，不过仍然

处于负增长区间。中国服务贸易在全球回暖的情况下明显萎缩是一个非常值得焦虑的变化。和商品贸易不同，服务需要人来完成，服务贸易的萎缩意味着人之间的来往减少了，是有悖于全球化、中国融入世界的初衷的。日本的商品和服务贸易增速也同样下滑了近 4 个百分点。

唯一的亮点来自欧元区，2018 年 6 月，欧元区商品和服务贸易同比增速分别为 5.1%和 4.4%，比去年年末上升约 0.6 个百分点。

图 5：2013 年 3 月~2018 年 6 月重要国家或经济体贸易增速



说明：①两幅图分别反映的是我国、美国、欧元区以及日本在 2013 年 3 月~2018 年 6 月期间商品贸易和服务贸易的同比增速。②计算方式和数据来源：商品和服务贸易实际增速均剔除了美元通胀。数据来自国际货币基金组织（IMF）。

2.2 全球经济继续稳步复苏，但增长预期下调

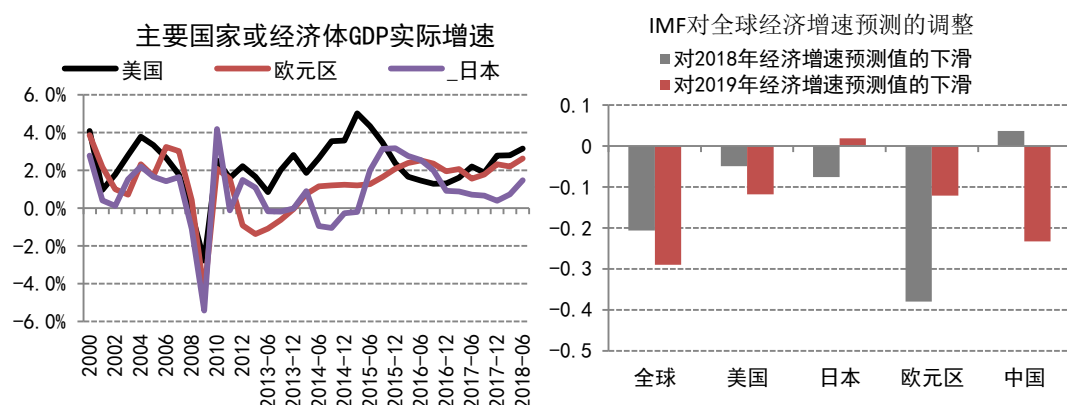
全球经济自 2013 年开始逐渐复苏，截至 2018 年 6 月，全球经济仍在稳步扩张，暂时还没有受到贸易增速下滑的影响。美国 GDP 同比增速为 3.2%，欧元区为 2.6%，日本为 1.5%，均与危机前平均水平相当。

曾经深陷欧债危机的意大利、西班牙、葡萄牙和希腊，经常账户赤字自 2013 年以来持续好转，特别是意大利和西班牙，目前，二者经常账户占 GDP 比已经到达 3.6%和 2.3%，葡萄牙和希腊的赤字规模也分别缩小至-0.5%和-0.6%。经济增长伴随经常账户的改善而逐渐复苏，西班牙和葡萄牙经济表现较为突出，截至 2018 年 6 月，二者 GDP 增速分别为 3%、3.4%，意大利和希腊则分别只有 0.8%和 1.8%。

然而，在贸易争端的持续影响下，全球增长的下行风险增加。与年初相比，IMF 在 2018 年 10 月下调了对全球及主要国家两年经济增长的预测值，2018 年

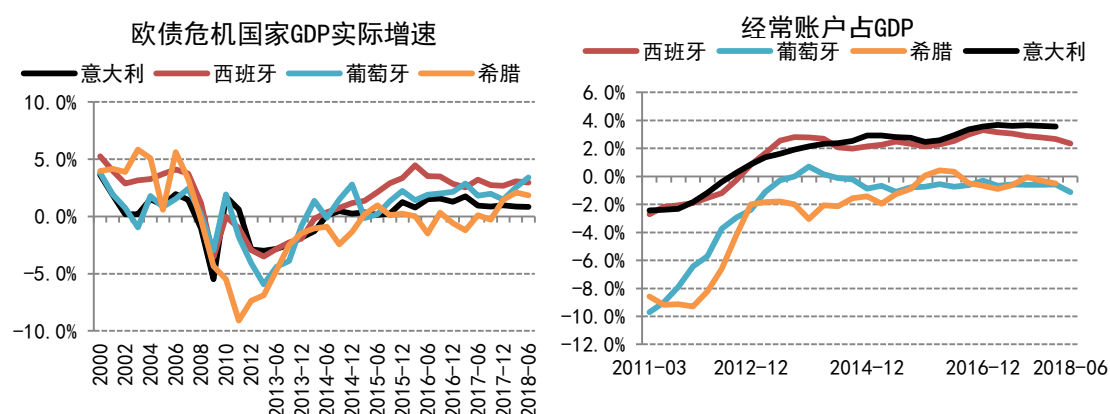
10月，IMF预测全球GDP在2018和2019年的增速为3.7%，比今年4月份的预测值低0.2%。

图6：重要经济体GDP增长情况以及IMF的经济预测调整



说明：①左图反映的是美国、欧元区和日本，在2000~2018年6月期间，扣除通胀后GDP的同比增速。数据来自万得（Wind）。②右图是国际货币基金组织（IMF）在2018年10月对2018年和2019年全球经济增速的预测相较于4月所做预测的调整，即将两次预测值相减得到的结果。

图7：欧债危机较为严重国家的GDP实际增速以及经常账户占GDP比



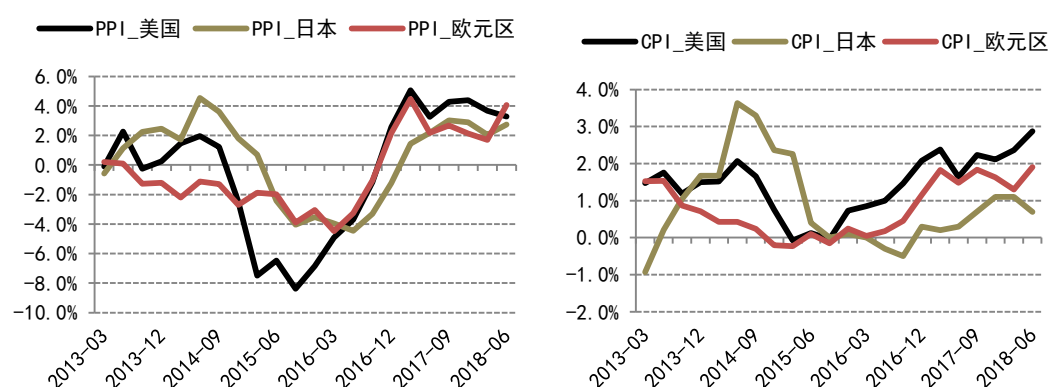
说明：①左图反映的是欧债危机严重的四个国家，在2000~2018年6月期间，扣除通胀后GDP的同比增速。右图反映的这四个国家在2011年3月~2018年6月，经常账户占GDP的比例情况。②右图的经常账户占比进行了如下年化处理：在每个期间上，将连续4个季度的经常账户金额和GDP值分别加总，然后计算比值。③数据来自万得（Wind）。

2.3 欧元区通胀继续上行，美国通胀走高

适度通胀对经济增长有促进作用。金融危机后，美国、欧元区、日本的 PPI（工业品价格指数）走势低迷，都出现了较长时间的负增长，各国程度略有不同，美国和日本大约持续了 2 年，欧元区持续了约 3 年。三个地区的 CPI 通胀也陷入低迷，一度在零附近徘徊。

2016 年下半年开始，上述三个地区的 PPI 也陆续走出阴霾，从负增长扭转为正增长，2018 年 6 月，三个地区的 PPI 涨幅分别为 3.3%、2.7%和 4%。2015 年末，美国率先走出 CPI 零增长困境，之后一路升高，目前，美国的 CPI 已经逼近 3%。欧元区和日本的 CPI 也逐渐恢复，目前，二者 CPI 同比涨幅分别为 2.9%、0.7%。美国经济的强劲走势和通胀的迅速上升给美联储加息提供了坚实的基础。如果不考虑政治因素，美联储持续加息是大概率事件。

图 8：2013 年 3 月~2018 年 6 月美国、欧元区和日本 PPI 和 CPI 走势



说明：①两幅图分别反映的是美国、日本和欧元区，在 2011 年 3 月~2018 年 6 月期间，PPI 和 CPI 价格走势，PPI 是生产价格指数，CPI 是消费价格指数。②数据来源于万得（Wind）。

2.4 美国利率飙升，但期限利差下降，欧元区和日本继续负利率政策

欧美国家一般通过公开市场操作（买卖短期国债）等手段影响基准利率，在市场力量的作用下，基准利率的变动会从短期债券收益率传导至长期债券收益率，而中长期债券的利率变动会进一步影响银行的存贷款利率，从而影响实体经济。

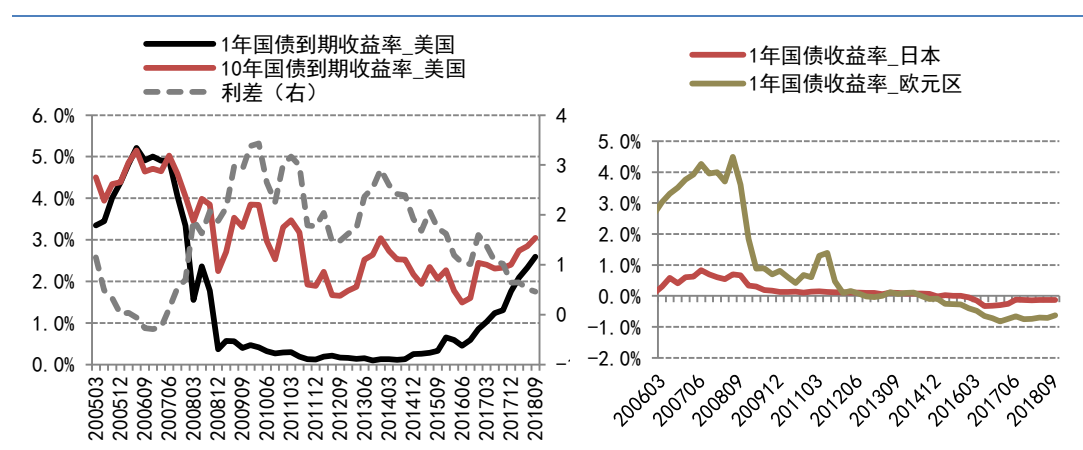
欧元区自 2014 年三季度开始将利率下调至负利率，2016 年二季度至今，其短期国债收益率一直维持在-0.6%左右的水平。日本情况类似，2016 年一季度至今，一直维持在-0.2%左右的水平。

变化较大的是美国，在 2008 年至 2015 年间，美联储通过购买大量短期国债实施量化宽松货币政策，使得美国 1 年期国债收益率一度下滑至约 0.4%。2015 年末，随着美国经济复苏，美联储开始加息，到 2017 年末，美国 1 年期国债收益率已经提高至 1.8%，与危机前 2% 的平均水平相当。今年以来，短期国债收益率继续攀升，截至 2018 年三季度，美国 1 年期国债收益率已经达到 2.6%。

对于长期国债收益率，可以从两个角度去理解。一方面，长期国债收益率一般反映了投资者对一国未来经济增长的信心，信心强，则会购买长期国债从而抬高价格压低债券收益率。对比美国的实际情况，从 2007 年至 2016 年一季度，美国 10 年期国债收益率一直处于下行趋势，这表明危机期间，大家对美国经济的长期增长仍然充满信心，购买大量长期国债从而拉低了收益率。

另一方面，长期国债收益率可以简单的理解为是短期国债收益率和市场对将来短期利率的预期之和。一般来说，当短期国债收益率提高时，如果长期预期有同向的变化，长期国债收益率也会提高。从 2016 年二季度开始至今，随着美联储加息短期国债收益率提高，美国 10 年期国债收益率也相应提高，截至 2018 年三季度，美国 10 年期国债收益率已经达到 3%。但是，从 2017 年四季度开始至今，美国 10 年期和 1 年期国债收益率的差持续下降，即长期利率没有像短期利率那样上升的足够多，目前利差已经降至 0.46 个百分点，这说明目前投资者对未来美国经济前景的预期在下降，使得长期国债利率相对被压制。

图 9：2005 年 3 月~2018 年 9 月美国、欧元区和日本国债收益率



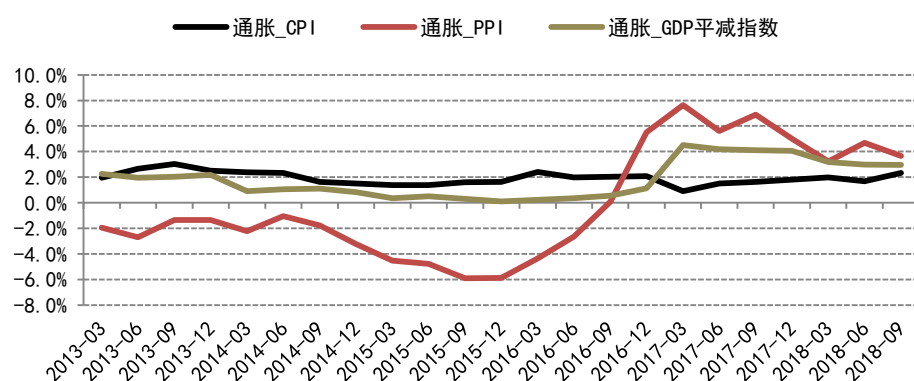
①左图对比是美国在 2005 年 3 月~2018 年 9 月期间，10 年期和 1 年期国债收益率以及利差，右图反映是相同期间欧元区和日本的 1 年期国债收益率。②数据来源于万得（Wind）。

2.5 我国 GDP 增速平稳，通胀不高

2018 年 6 月，根据统计局公布的数据，我国 GDP 同比增速继续毫无意外的保持在 6.8%，从 2014 年开始，GDP 已经在 7%左右的增速水平上企稳，这个速度已经保持了 14 个季度，而且这个增速与每年 3 月政府工作报告中的目标增速相吻合。

工业品大部分是可贸易品，因而生产资料价格指数（PPI）在全球有一定同步性。2012 年一季度至 2016 年二季度，我国 PPI 陷入连续 18 个月的负增长，随之于 2016 年三季度由负转正，截至 2018 年 9 月，我国 PPI 同比增长 3.7%，比去年年末下降 0.6 个百分点。我国 CPI 涨幅一直稳定在 2%左右，GDP 平减指数处于两者之间，目前为 3%。

图 10：2013 年 3 月~2018 年 9 月我国通胀水平



①该图反映的是 2013 年 3 月~2018 年 9 月期间，我国 PPI、CPI 以及 GDP 平减指数的价格走势。②数据来源于万得（Wind）。

2.6 国有企业盈利能力显著提升，或源于大宗商品价格上升

GDP 增速是经济的整体表现，缺乏细节。观察上市公司的基本面可以帮助我们进一步了解经济增长的情况，同时也有助于投资者了解股票的基本面。

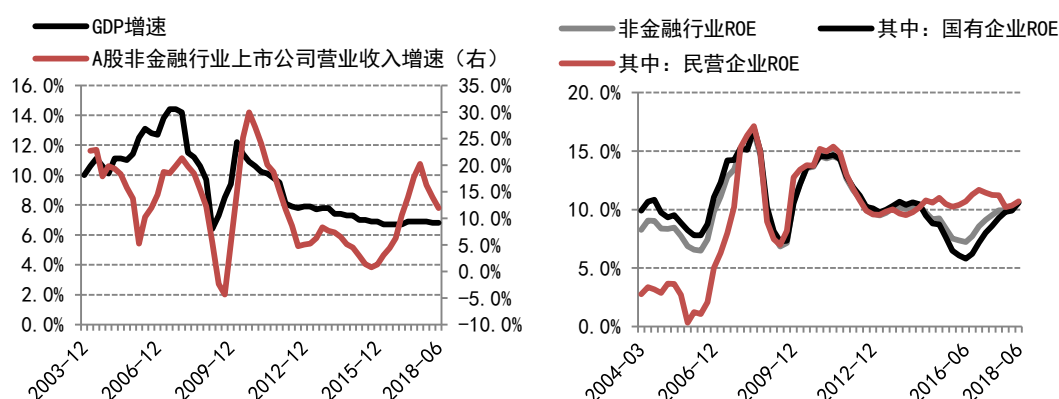
我们计算了 A 股非金融行业上市公司自 2004 年以来的营业收入增速，为了与 GDP 保持一致，我们扣除了 GDP 平减指数。结果显示，上市公司的营业收入曾在 2010 年达到 30%，此后一路下滑，到 2015 年降至接近于零，2016 年开始反弹，截至 2018 年 6 月，营收增速回升至 12%。

非金融行业上市公司的 ROE 也经历了类似的趋势。从 2010 年至 2016 年二季度，非金融行业上市公司 ROE 大幅下滑，特别是国有企业，一度从 14%的高

位下滑至 6%。从 2016 年开始，国有企业 ROE 大幅提升，截至 2018 年 6 月，国有企业 ROE 已经恢复至 10%。民营企业的 ROE 在 2010 年至 2012 年发生下滑，但是幅度较小，仅从 14% 下滑至 10%，而且从 2012 年开始就在 10% 的水平上企稳。

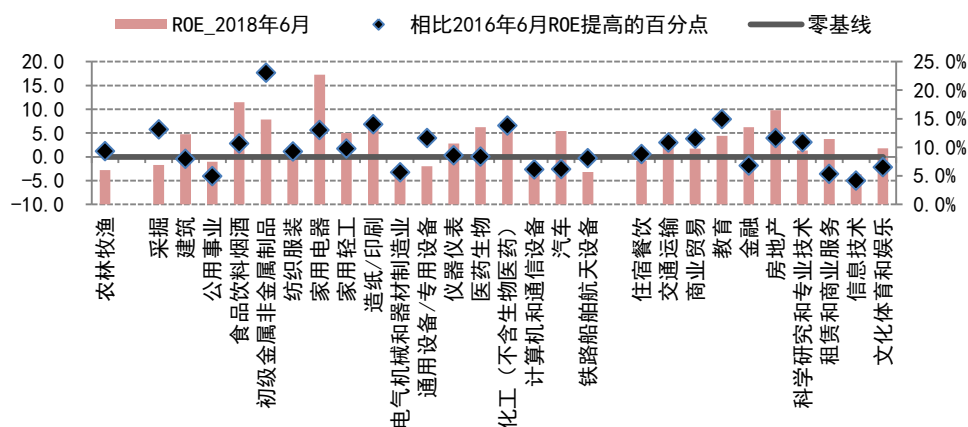
我们进一步对比了不同行业在 2016 年 6 月和 2018 年 6 月两个时点的 ROE，结果发现，ROE 提高幅度最大的是采掘行业 and 基础金属与非金属行业，两个行业的 ROE 分别提高了 5.7 个和 18 个百分点，这两个行业的净资产占全部非金融上市公司净资产总和的 20%。这两个行业业绩的大幅改善可能受到能源和金属矿物大宗商品价格增长的影响，从 2016 年 6 月至 2018 年 6 月，两类大宗商品价格年均增长 24% 和 20%。

图 11：我国 GDP 增速以及 A 股非金融行业上市公司业绩对比



①左图对比的是 2003 年 12 月~2018 年 6 月期间，我国 GDP 增速以及上市公司营业收入增速，增速均为剔除通胀后的同比增速。右图对比的是相同期间，剔除了金融行业后，我国国有上市公司和民营上市公司的 ROE 水平。②计算方式：上市公司营业收入增速和 ROE 均采用整体法计算。首先将每只股票连续四个季度的营业收入或净利润加总，这样每个时点都是一个年度营业收入或净利润，然后将相同期间所有国有上市公司或民营上市公司的营业收入、净利润、净资产加总起来，保持分子分母样本的一致性，计算营业收入和 ROE。为了与 GDP 增速可比，营业收入增速同样剔除了 GDP 平减指数的通胀率。③数据来源：GDP 增速来自万得（Wind），上市公司数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

图 12：我国 A 股分行业上市公司业绩对比



①该图对比的是 2018 年 6 月，我国 A 股上市公司分行业的 ROE 水平，以及与 2016 年 6 月相比提高的百分点。②计算方式：每个行业的 ROE 均采用整体法计算。首先将每只股票连续四个季度的净利润加总，这样每个时点都是一个年度净利润，然后将相同期间同一行业的上市公司的净利润、净资产加总起来，保持分子分母样本的一致性，计算 ROE。③上市公司数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

2.7 债务规模得到控制，民营企业陷流动性危机

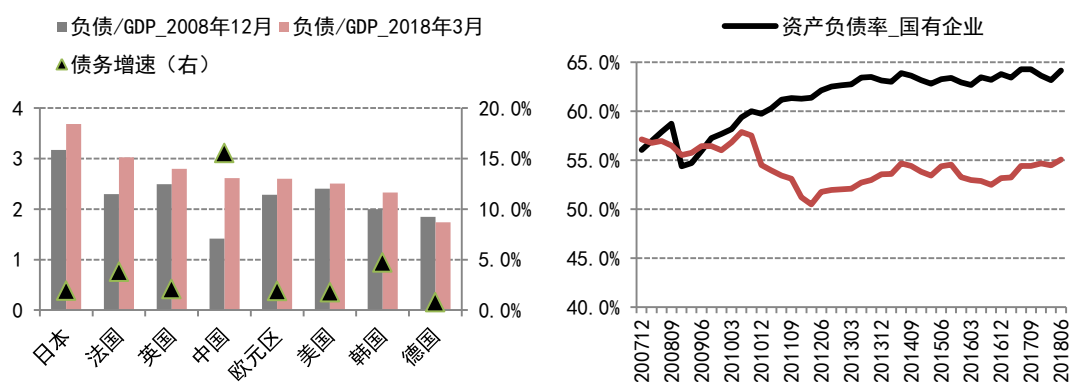
根据国际清算行（BIS）的统计，截至 2018 年 3 月，我国非金融部门债务是 GDP 的 2.6 倍，与美国（2.5 倍）和欧元区（2.6 倍）相当，低于日本（3.7 倍）、法国（3 倍）、英国（2.8 倍），从相对规模上看，我国债务不算高。

但是，我国债务上升速度非常快，从 2008 年至今，我国非金融部门债务占 GDP 比重从 1.4 倍跳升至 2.6 倍，扣除通胀后的债务年均增速达到 15%，其他国家债务增速基本在 2.4% 左右。

如果资产回报率能够追上债务增加的速度，就不会引发债务危机。然而，情况并非如此。从上市公司的数据看，问题主要来自国有企业。2007 年至今，国企负债率上升较快，资产负债率从 55% 提高到 65%，而同期 ROE 从 14% 一路下滑至 6%。对比民营企业，后者资产负债率比较稳定，基本维持在 55% 左右，ROE 从 14% 略微下滑至 10% 且一直稳定至今。

尽管国有企业 ROE 最近表现不错，回升至 10% 的水平，但在前文分析中，我们怀疑这种改善可能源于能源和金属矿物类大宗交易的提振，持续性有待考验。

图 13：我国的债务规模变化以及国企和民企债务对比



①左图对比的是不同国家在 2008 年 12 月和 2018 年 3 月非金融部门债务占 GDP 的比重。数据来源于国际清算行（BIS）。②右图对比的是剔除了金融行业后，在 A 股上市的国有企业和民营企业的资产负债率。资产负债率采用整体法计算，将相同期间所有国有上市公司或民营上市公司的资产和负债加总起来，保持分子和分母样本的一致性，计算资产负债率。③上市公司的数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

另一方面，今年以来，随着 A 股股指大幅下挫，股票质押风险浮出水面，特别是民营企业成为重灾区。截至 2018 年 6 月，民营企业大股东质押股份数占其所持有的股份数平均达到 65%，其中，209 家民营企业大股东质押比例在 95% 以上，国有企业大股东质押比例平均只有 35%，质押比例在 95% 以上的只有 12 家。目前这种负债端变数还未影响到资产端，民营上市公司业绩暂时表现不错，一旦股权质押发生爆仓，将会极大影响民企的经营。

2.8 我国国际收支健康，汇率风险整体可控

国际收支（BOP）主要包括五大类账户：反映商品和服务净出口的经常账户，反映直接投资（FDI）净流入的账户，反映证券投资 and 金融衍生品净流入的账户，包括贷款、贸易信贷、货币和存款等项目的其他投资账户，以及为了使国际收支保持平衡而进行轧差的误差与遗漏项。其中，经常账户和 FDI 账户与实体经济直接相关，也是国际收支最重要、最基本的项目。为叙述简便，我们将证券和衍生品投资账户、其他投资账户和误差与遗漏项合并，视为“热钱”。

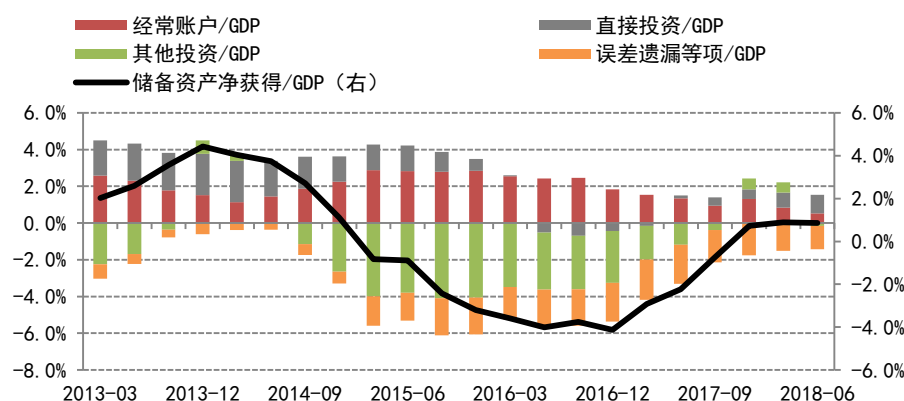
随着我国商品和服务贸易增速下滑，我国经常账户占 GDP 比重持续下降，目前（2018 年 6 月），经常账户占 GDP 比重已经不到 1%，FDI 账户占 GDP 比为 1%，这两个账户在 2007 年曾一度达到 10% 和 4%。

自 2014 年三季度开始，“热钱”净流出规模迅速扩大，2015 年末净流出达到 GDP 的 6.7%，特别是其他投资账户，这可能与企业偿还外币借款、资金汇出中国境内有关。随着我国对资本管制的加强，“热钱”逆差显著缩小，目前，其规模占 GDP 比重仅有-0.7%。

综合来看，目前，我国由国际收支形成的储备资产净流入占 GDP 比重为 0.9%，比高峰时的 13%确实下降了不少。但是，一国国际收支保持平衡才是最佳状态，过度的顺差和逆差都不是好事。因而，从数据上看，我国目前的国际收支是健康的。

尽管我国内部债务较高，但外债规模较低，外币外债占储备资产不到 40%，因而，短期内，发生汇率风险的概率不高。

图 14：我国国际收支各账户占 GDP 比重



①该图反映的是在 2013 年 3 月~2018 年 6 月期间，我国国际收支各账户占 GDP 比的情况。②图中的数据进行了年化处理，以经常账户为例，在每个期间上，将连续 4 个季度的经常账户金额和 GDP 值分别加总，经常账户金额按同期美元兑人民币汇率换算成人民币，然后计算比值。③数据来源：国际收支平衡表的数据来自国家外汇管理局，GDP 以及汇率数据来自万得（Wind）。

3.讨论

18 年 3 月 26 日，我们在上一次报告中写道：

“我们的宏观分析发现 2018 年第一季度是 08 年金融危机以来全球经济最繁荣的时期。无论是美国、欧盟、中国还是日本都回到良性增长的道路。作为世界第二大经济体，中国对债务规模和汇率压力的有效控制对全球的经济局势起到了非常重要的积极作用。对企业尤其重要的是产品价格的回升，使企业重新获得盈利的空间，有促进投资的积极影响。”

“令人遗憾的是经济数据并不是投资判断的唯一依据，人类社会所有的大趋势，包括经济、政治、军事、文化等等，都会对资产价格产生直接或间接的影响。从全球大视角来看，除了经济数据鼓舞人心之外，其它很多方面实际都令人非常担心。二十一世纪全球最大的政经事件是中国的持续崛起，以及其它国家对中国崛起做出的反应。大国的崛起必然会对原有体系带来地动山摇般的冲击，唯一平稳过渡的可能是全球主要国家对这种巨变事前达成共识，并积极管理这一过程，否则这种过程一定是动荡的，充满不确定性的，甚至造成正面冲突。以目前的情形来看，这种国际共识并没有达成，因此这个过程不是平稳的。TPP、台湾问题、钓鱼岛问题、南海问题的发酵只是这种动荡的前奏，最近美国把中国正式列为战略竞争对手，以及聚焦中国出口的巨额惩罚性关税计划是这种不确定性的具体体现，把深层的不稳定带到了明处。中国服务贸易最近几年的萎缩也绝对不是一个好的兆头。虽然贸易战不见得真正能打起来，但深层的不确定性却不会因为避免贸易战而消减，而是愈演愈烈，时刻有可能引发更大的显性危机。

如何对冲这种风险？当然，从根本上讲需要各国的政治家们能够从全球整体利益出发，求同存异，尽快达成对这一过程和最终状态的共识和妥协。但在民族主义、民粹主义全球泛滥的今天，达成这种共识并非易事，或者可以说是非常困难。如果世界强国之间的关系因此从合作走到对抗，全球经济一体化进程就会停滞，经济增长自然就会变成牺牲品。”

半年之后，时事的发展应证了我们对风险的预判。在隐性的风险变成显性的负面表达时，我国又出台了过急、过为严厉的去杠杆政策，资本市场应声而跌，已然是个股灾。更为重要的是，投资者、企业家的信心遭到重创。人常说，信心比黄金更有价值。如何争取中国精英群体对中国的经济政治格局长期的信心是短期内必须尽快解决的问题。信心怎样才能恢复？没有别的办法，只有坚持向市场经济的改革，向西方发达经济的持续开放。重要的是，改革的政策必须落实到实

处，必须能体现到企业的基本面上来；开放也不可能一厢情愿，必须获得西方发达国家的认可和配合。毕竟，没有开放的心态和环境，我们过去四十年获得如此之大的经济成就是不可能的，将来的增长也会蒙上阴影。