

2018 年投资者情绪问卷调查(CKISS)

四季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2019 年 1 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。

2018 年四季度投资者情绪问卷调查（CKISS）

2018 年随着市场大幅下调，投资者情绪发生了很大变化。年初时受访者对 A 股的态度比较乐观，而在本次调查中，情绪明显下滑，金融业受访者比散户更为悲观。但是，悲观之下，暗含了一个积极变化：有四分之三的受访者认为目前 A 股价格合理甚至偏低，认为 A 股会继续大跌的概率显著下降。

投资者对房价的态度比较有趣。绝大部分受访者认为房价太贵，但大家认为房价还会继续上涨，认为大跌的概率较小。不过，受访者对房价的预期回报率在下降，这种下调主要来自散户，金融行业受访者相对稳定。

2018 年，人民币的汇率发生较大幅度的贬值，随着市场的下行调整，受访者认为汇率大跌的概率在下降。

综合来看，投资者的悲观情绪并非源自估值，也不是认为上市公司基本面较差，在我们的调查中，大家对上市公司未来 5 年利润增速的预期比较稳定，基本在 9% 左右，这一估计与我国的历史情况基本相符。这种悲观可能来自内外两个事件的冲击。首当其冲的是 2018 年全面升级的中美贸易冲突，从调查结果看，确实如此，有近一半的受访者（48%）认为该事件在短期内对中国经济负面影响很大，金融业受访者这个比例更高，达到 69%。第二个冲击是对国内经济政策的担忧，特别是 2018 年去杠杆之下不少民营经济陷入流动性困境，加深了人们对“国进民退”的担忧。

投资者的这种担忧表现在对未来投资品的选择上，受访者表现出明显的避险情绪，减少对大部分有风险的投资，如股票、海外资产、房地产、外汇，增加对低风险资产的配置，如银行理财和基金（含余额宝）。

以上是问卷调查折射出来的投资者情绪。在报告的第二部分，我们对宏观经济以及上市公司基本面进行分析，我们认为，投资者的情绪可能过度悲观。一些积极的变化已经悄然浮现：

首先是估值因素，中美两国正好处于两个极端。目前，标普 500 的周期调整市盈率是 29 倍，从历史上看处于第三高，上两次分别是 1929 年（33 倍）和 2000 年（44 倍），2007 年为 27 倍。反观中国，A 股的估值目前正处在建市以来的最低点，沪深 300 周期调整市盈率只有 13 倍，所以，美股的下行压力很大，而我们的下行空间有限。

其次，在美股大跌以及美国经济下行风险增大的背景下，中美贸易冲突短期内有望获得阶段性妥协。美国的经济增速已经达到 3%，远远超过它的长期平均水平（2%），市场普遍预期美国经济会下滑，这种预期已经体现在债券和股票市场上。美国的短期国债利率持续走高，长期国债利率却并没有随之相应升高，长短期利差几乎消失。再看标普 500，其在前三季度涨幅高达 9%，第四季度狂跌 14%，致使全年下跌 6%。特朗普特别重视股市，这对中国来讲是个积极的信号，相信在将来的中美贸易谈判中，会对美国形成较大压力。

需要强调的是，我们并不认为这种妥协会是长期性的，长期来看，中美关系已经发生了本质变化，冲突和摩擦将是常态。由于中美两国占世界 GDP 的 40%，这种对抗和冲突正在给全球投资市场带来前所未有的不确定性。因此，我们认为像黄金这样的终极避险资产应该在投资组合里得以体现。

2018 年许多民营企业陷入融资困境，期间很多人认为是政府故意针对民企，我们认为，这只是误伤。民企在国民经济中起到的作用不可替代，鼓励支持民企是唯一正确的治国策略。企业投资支出所需的资金有三种来源：一是自己产生的经营现金流，二是来源于债权融资，三是股权融资。我们通过对 A 股民企和国企的投资支出及其资金来源进行对比发现，民企历年来投资激进程度比国企要高出一倍，并且更加依赖股权和债权融资，以及用股权质押的企业外债权融资。在债权融资方面，民企和国企的一个很大的区别是国企用银行而民企更依赖表外融资。在过去几年中，国家一直收紧信贷，到了 2018 年，进一步加大了去杠杆力度，特别是表外融资，在这个过程中，民企受到企业内和个人层面两面的去杠杆压力。因此在股价不断跳水的情况下陷入严重的流动性危机。11 月初，政府对此作出了积极应对，我们认为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。

最后一个积极因素来自财政与货币政策，我们认为政府已然深刻了解经济面临的巨大下行压力，正在出台组合拳托底经济。放宽货币政策、加大投资刺激、对消费者和企业减税减负、放宽放缓环境政策等等，都是正在进行时。节后会渐渐体现到经济数据中。

第一部分：投资者情绪指数

2018 年，沪深股指下跌 26%，领跑全球，市场预期随之大幅度下调，金融业相比散户投资者情绪更为悲观：2018 年 1 月，有近 80% 的受访者认为 A 股未来会上涨，预期回报率是 14%，到 8 月份，只有 59% 的受访者预期会上涨，预期回报率降到 1%。本次调查中投资者所表现出的悲观情绪与 8 月份相比相差不大，只略有好转，有 60% 的受访者认为 A 股会上涨，其中，散户投资者中持有该看法的比例为 64%，金融业只有 44%。全部受访者对 A 股的预期回报率为 2%，其中，散户为 3.2%，金融业为-2%。

随着股指下跌，大家对估值的看法发生了很大变化，认为 A 股价格偏高的比例越来越低，认为价格趋于合理的比例越来越高：在本次调查中，大概有 50% 的受访者认为 A 股的价格是合理的（散户和金融业分别为 51%和 49%），24% 的人受访者认为价格是偏低的（散户和金融业分别为 24%和 24%），只有 26% 的受访者认为价格偏高（散户和金融业分别为 25%和 28%）。在年初的调查中，仍有 42% 的受访者认为价格偏高。

同样，受访者认为股市发生崩溃的可能性也在下降。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？”，1 月份，认为很可能发生（概率大于 50%）的意见占比为 17%，8 月份为 10%，本次调查降至 6%（散户和金融业分别为 7%和 6%）。综合受访者对各种可能性的意见分布，本次调查预期 A 股发生 20%以上跌幅的概率为 19%（散户和金融业分别为 18%和 23%）。

受访者对港股未来走势的看法比 A 股悲观，也明显低于 8 月份的预期，且金融业同样更为悲观：本次调查中，有 54% 的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别 56%和 45%），8 月份该比例为 61%（散户和金融业分别为 63%和 52%）。对受访者给出的涨幅和跌幅意见进行汇总取平均值，本次调查对港股的预期回报率为 0.4%（散户和金融业分别为 0.9%和-1.6%），8 月份为 2%（散户和金融业分别为 2.4%和 0.1%）。

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，受访者普意见相当集中，有 68% 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 65%和 79%），有 22% 认为基本合理（散户和金融业分别为 24%和 15%），只有 10% 认为价格偏低（散户和金融业分别为 11%和 6%）。

投资者对房价的预期回报率有所下调，这种下调主要来自散户：2018 年 1 月，有 66% 的受访者认为房价在未来一年会继续上涨，预期增长率是 5.3%，到 8 月份，仍有 70% 的受访者预期会上涨，预期增长率为 4.5%。然而，在本次调查中，只有 56% 的受访者预期房价会上涨（散户和金融业分别为 54% 和 65%），预期增长率降至 1.7%（散户和金融业分别为 1.6% 和 2.2%）。

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% 的预期概率只有 19%（散户和金融业分别为 20% 和 18%），认为该事件很可能发生（概率大于 50%）的意见占比为 9%（散户和金融业分别为 9% 和 7%）。

在未来投资品的选择上，散户和金融从业者的想法比较接近，均表现出明显的避险情绪，减少对大部分有风险的投资，增加对低风险资产的配置，具体来说：对股票、海外资产、房地产、外汇等投资品的净减少投资人数占比分别为 -10%、-6.5%、-2.1% 和 -2.7%，对银行理财、基金（含余额宝）的净增加投资人数占比为 23% 和 14%。金融从业者的情绪更为负面，他们对股市投资的净减少投资人数占比为 21%，散户为 -7%，对房地产的投资净减少人数占比为 -14%，散户在该项表现为净增加，净增加人数占比为 1.6%。

投资品的选择离不开对经济基本面的判断。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：本次调查中，只有 48% 的受访者认为未来 5 年 GDP 年均增速会超过 5%，对受访者意见进行平均，预期我国 GDP 未来 5 年年均增速为 5.1%。

投资者对通胀的预期略高于官方给出的 2% 的水平，对受访者意见进行平均，预期未来 5 年我国 CPI 通胀率年均为 3.3%（散户和金融业分别为 3.4% 和 3%），有 17% 的人认为未来年均通胀在 6% 以上（散户和金融分别为 19% 和 10%），预期发生通缩的比例不高，只有 3.2% 的受访者持有此观点。

受访者对 A 股上市公司未来 5 年利润的预期增长率略有下调。2018 年 1 月，受访者的预期年均增速为 11%，8 月份下降至 9.6%，本次调查为 8.3%（散户和金融分别为 7.8% 和 10%），不过，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%。

由此可见，投资者不敢投资股票的原因既非来自估值因素，也不是源自对基本面的悲观预期，而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，主要是个信心问题。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。

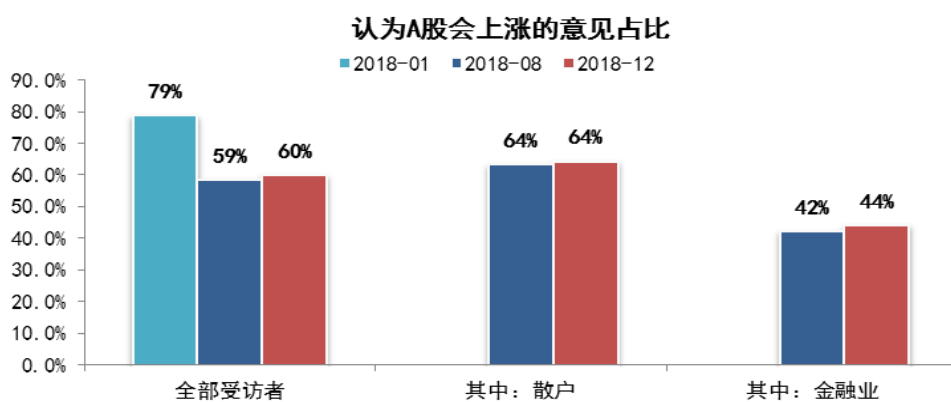
我们询问了投资者就该事件对中国经济的影响，无论是散户还是金融从业者，大家对短期影响看法比较类似，有 48%的受访者认为短期内有负面影响（散户和金融分别为 42%和 69%），只有 15%的受访者认为短期有正面影响（散户和金融分别为 16%和 10%）。在长期影响方面，结果略有不同，虽然仍然有 45%的受访者认为会有负面影响（散户和金融分别为 45%和 47%），但是有 24%的人认为有正面影响（散户和金融分别为 21%和 37%）。金融业的态度比较有趣，短期表现得比散户悲观，长期表现得比散户乐观。

2018 年，人民币的汇率发生较大幅度的贬值，对美元下降-5.1%，对日元下降-6.5%，对欧元下降-1%，受访者认为人民币汇率在未来一年会出现 5%以上跌幅的预期概率在下降，2018 年 1 月，受访者认为这样事件发生的预期概率为 36%，2018 年 8 月，预期概率下降至 22%，本次调查进一步将至 18%（散户和金融分别为 17%和 22%）。

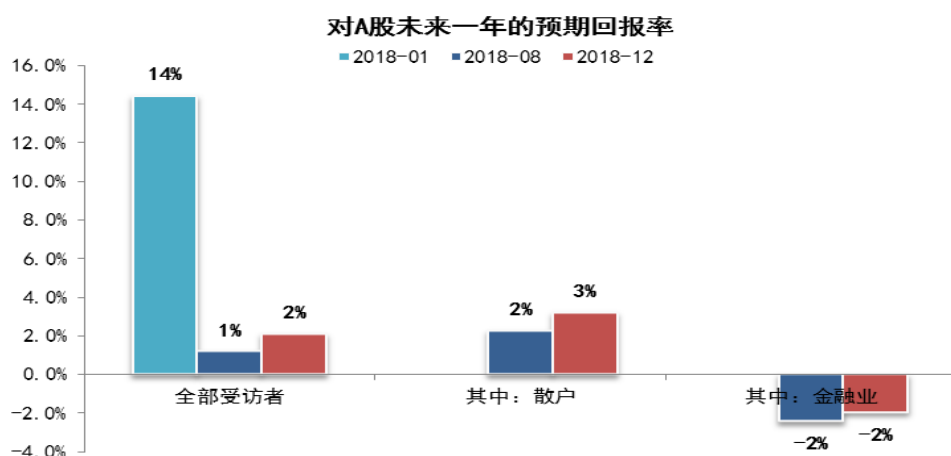
以上是报告的第一部分，就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

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？



100%扣除该占比就是下跌意见占比

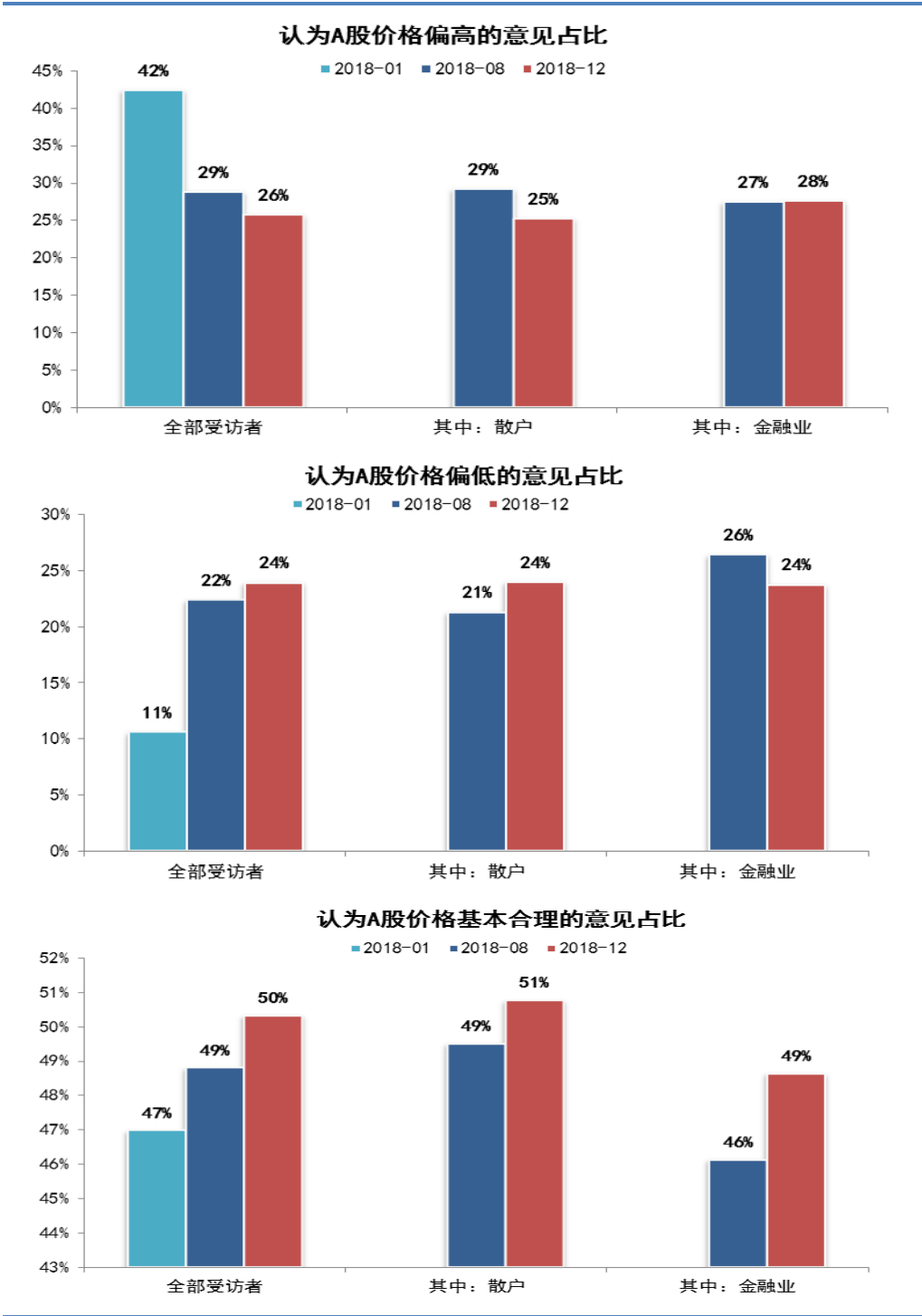


2018 年 1 月期间的调查没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例如，本期有 3.7% 的受访者对 A 股未来涨幅没有发表意见，由于每期这样“无意见”的受访者比例不同，因而在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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。

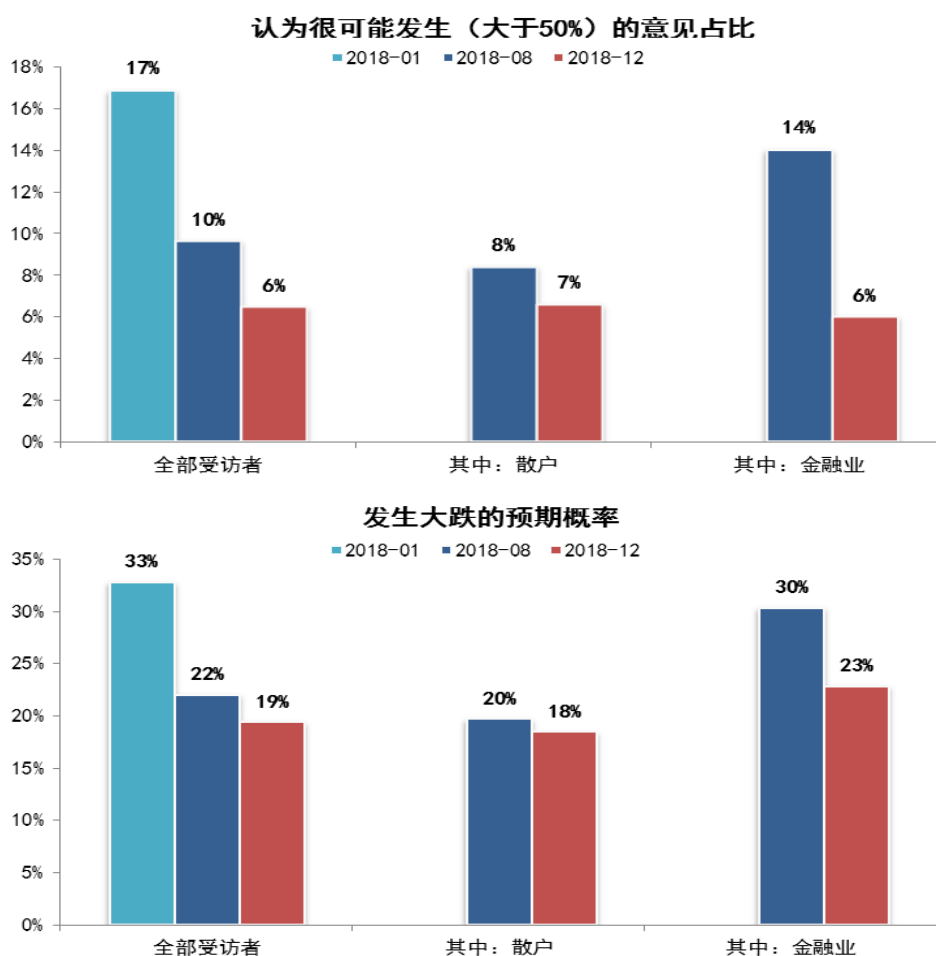
问题 2：如果把 A 股上市公司的市值和其盈利能力做比较，您认为目前 A 股的价格是：



2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例如，本期有 6.7%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

问题 3: 根据您的判断, A 股在将来的 12 个月出现 20% 以上跌幅的概率是多少?



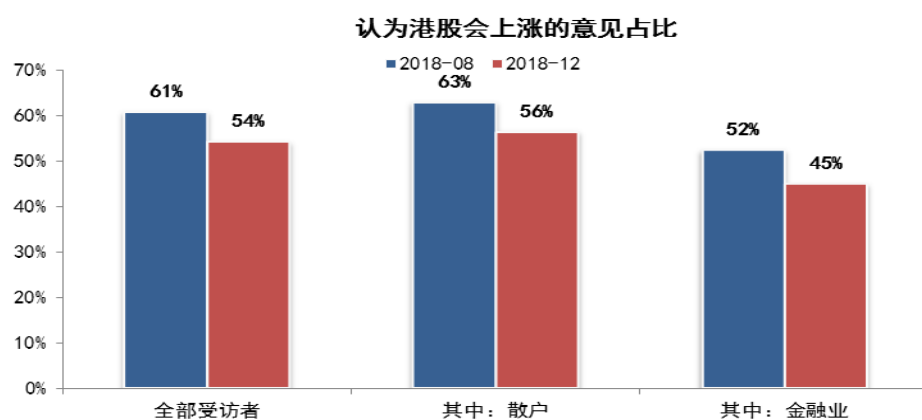
2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例，本期有 3.9% 的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

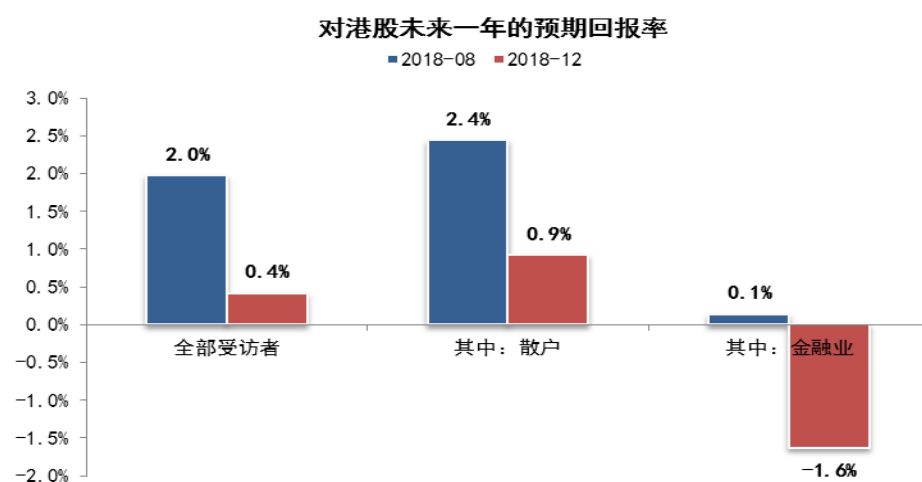
第一幅图统计的是认为 A 股发生大跌（跌幅超过 20%）的可能性大于 50% 的意见占比。

第二幅图的发生大跌的预期概率 = $\sum$ 每个概率区间的中位数 * 落在该区间的意见占比。

问题 4：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？



100%扣除该占比就是下跌意见占比



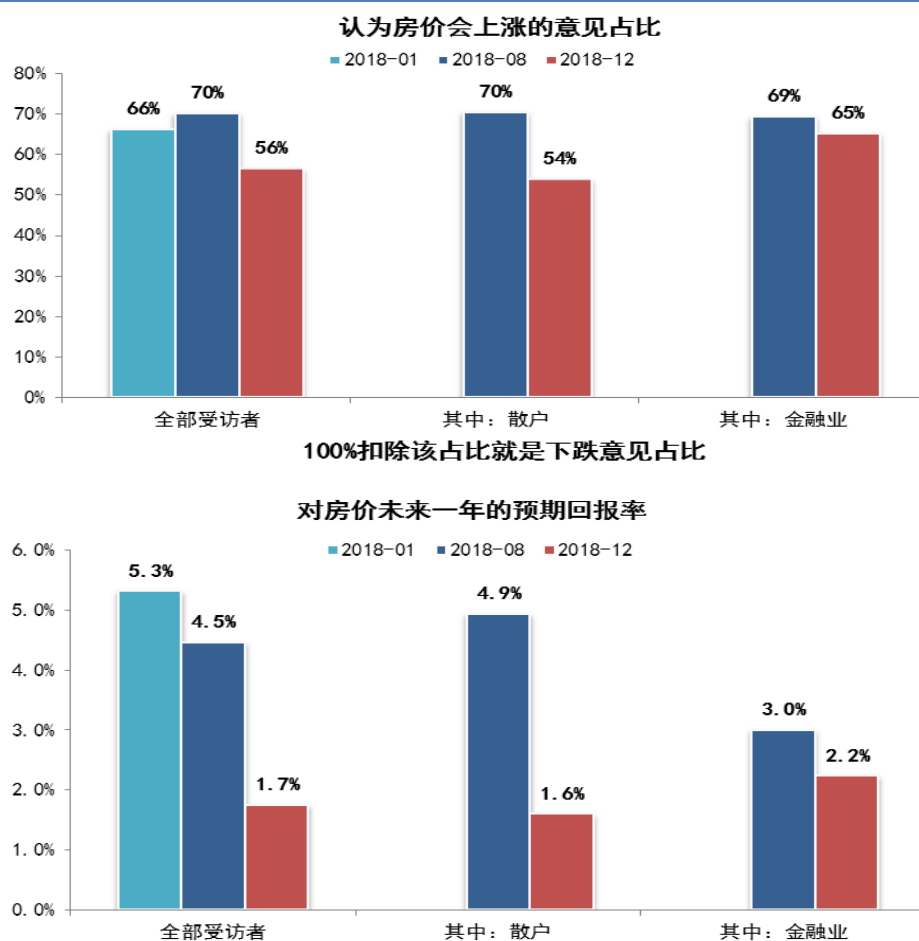
2018 年 1 月没有调查受访者对港股的态度。

以全部受访者为例，本期有 6.7%的受访者对港股未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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。

对房地产价格的看法

问题 5：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？

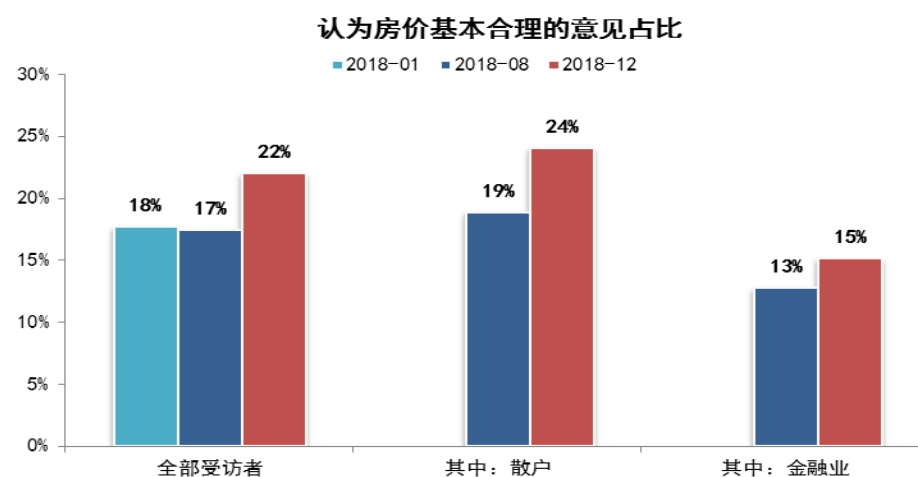
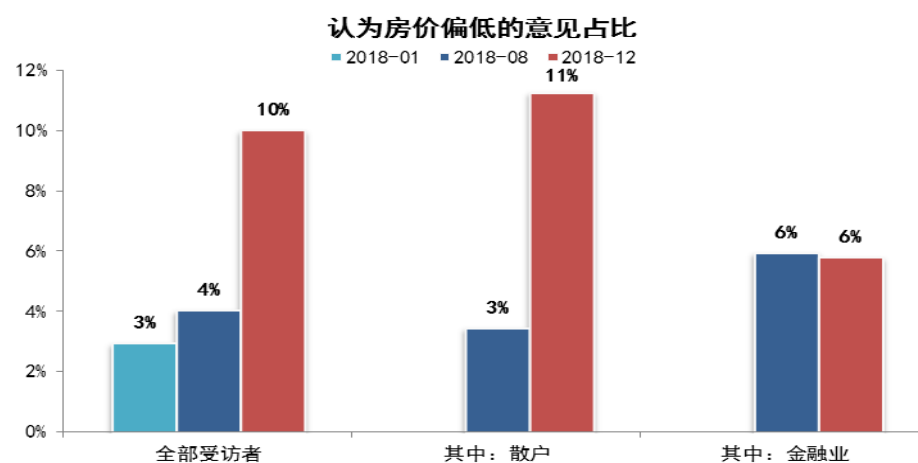
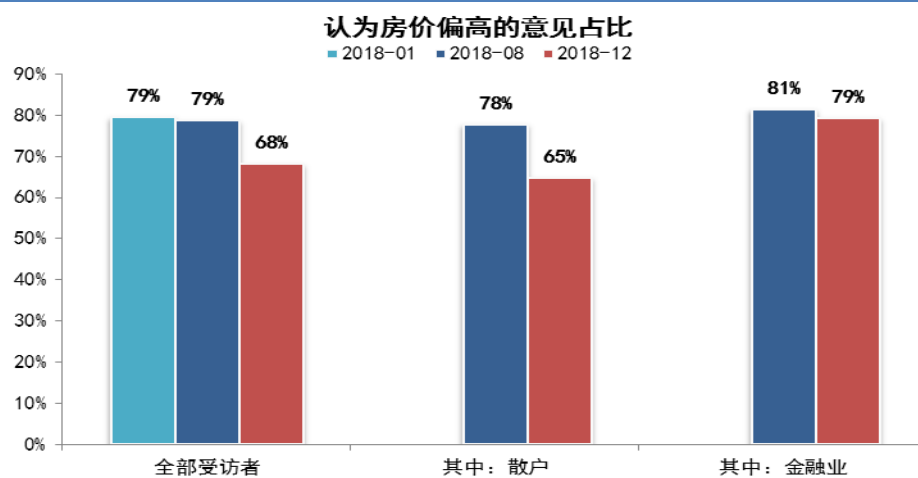


2018 年 1 月期间的调查没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例，本期有 3.4% 的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率 = $\sum$ 每个涨幅区间的中位数 * 在该区间的意见占比。

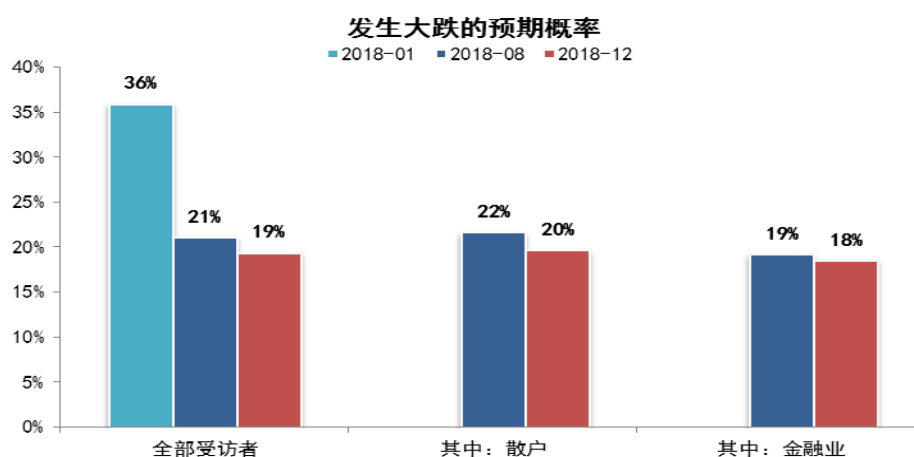
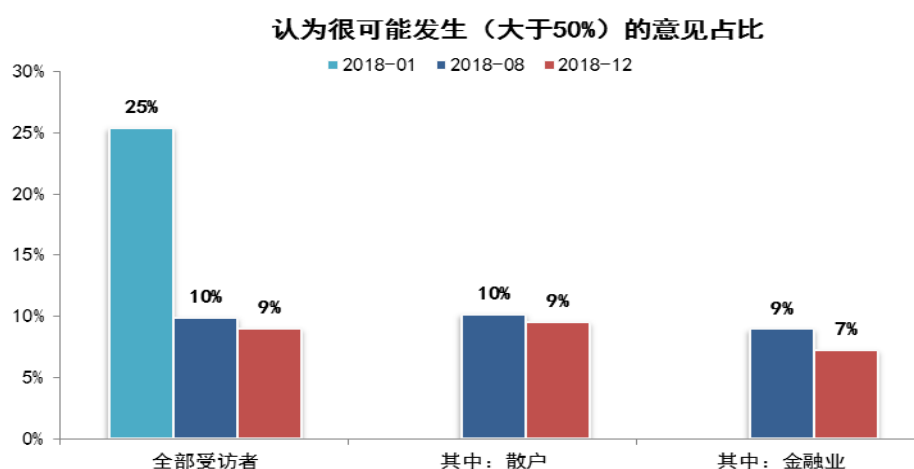
问题 6：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例，本期有 1.3% 的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证上认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

问题 7：根据您的判断，中国一、二线城市的房价在将来的 12 个月出现 5%以上跌幅的概率是多少？



2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

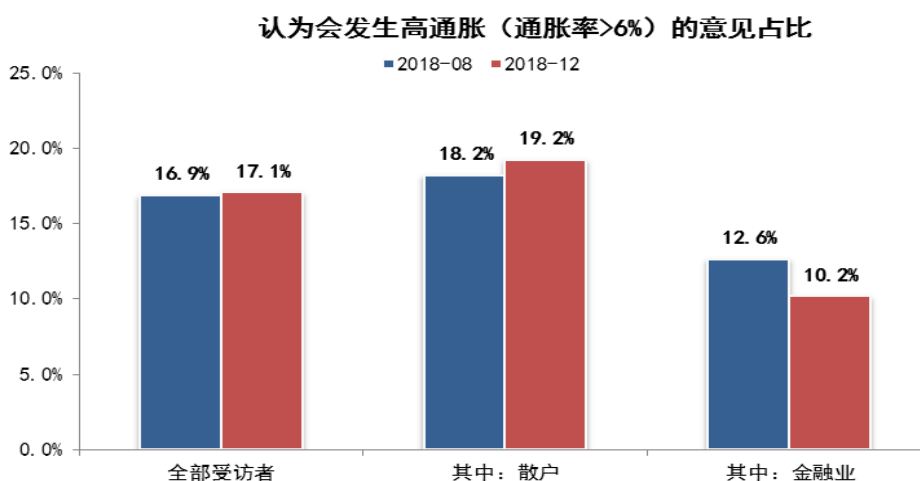
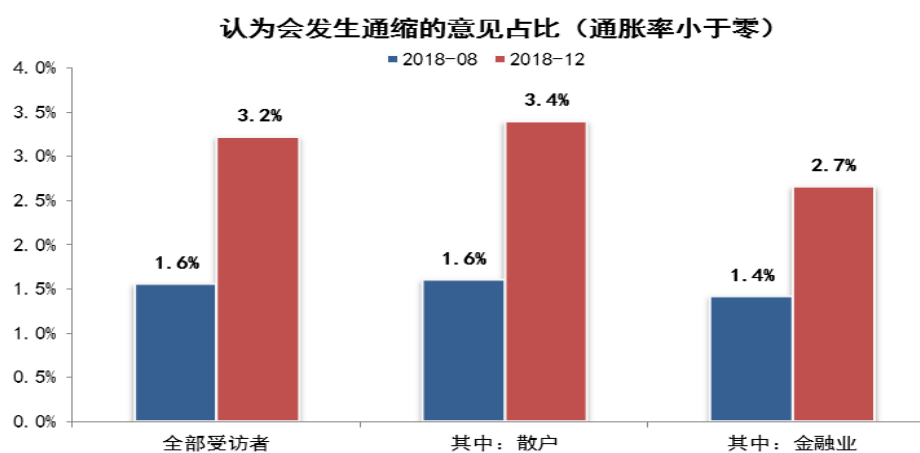
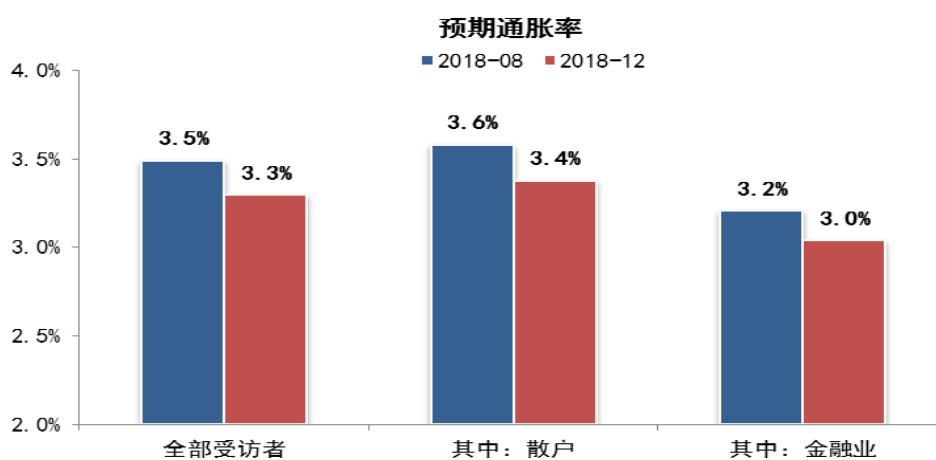
以全部受访者为例，本期有 1.8%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

第一幅图统计的是认为房价发生大跌（跌幅超过 5%）的可能性大于 50%的意见占比。

第二幅图发生大跌的预期概率=Σ 每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

对经济基本面的看法

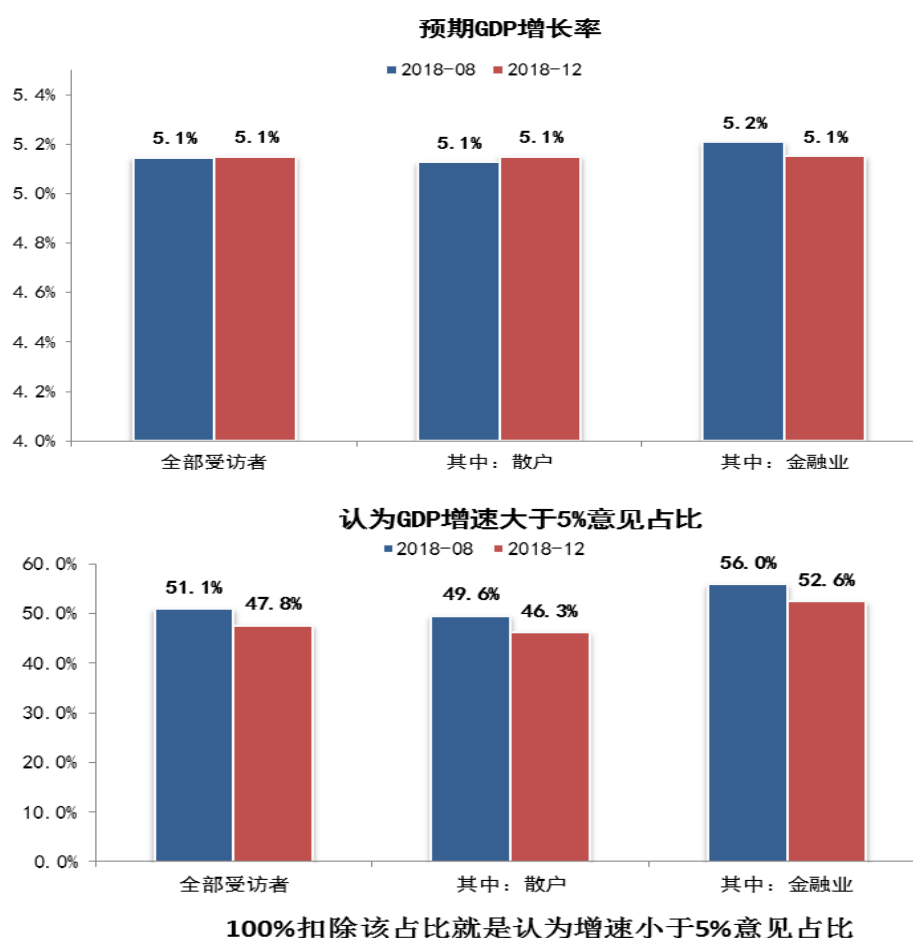
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 CPI 通胀率平均每年是多少？



2018 年 1 月没有调查受访者对通胀的态度。

预期通胀率=Σ 每个通胀率区间的中位数*在该区间的意见占比。

问题 9：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？

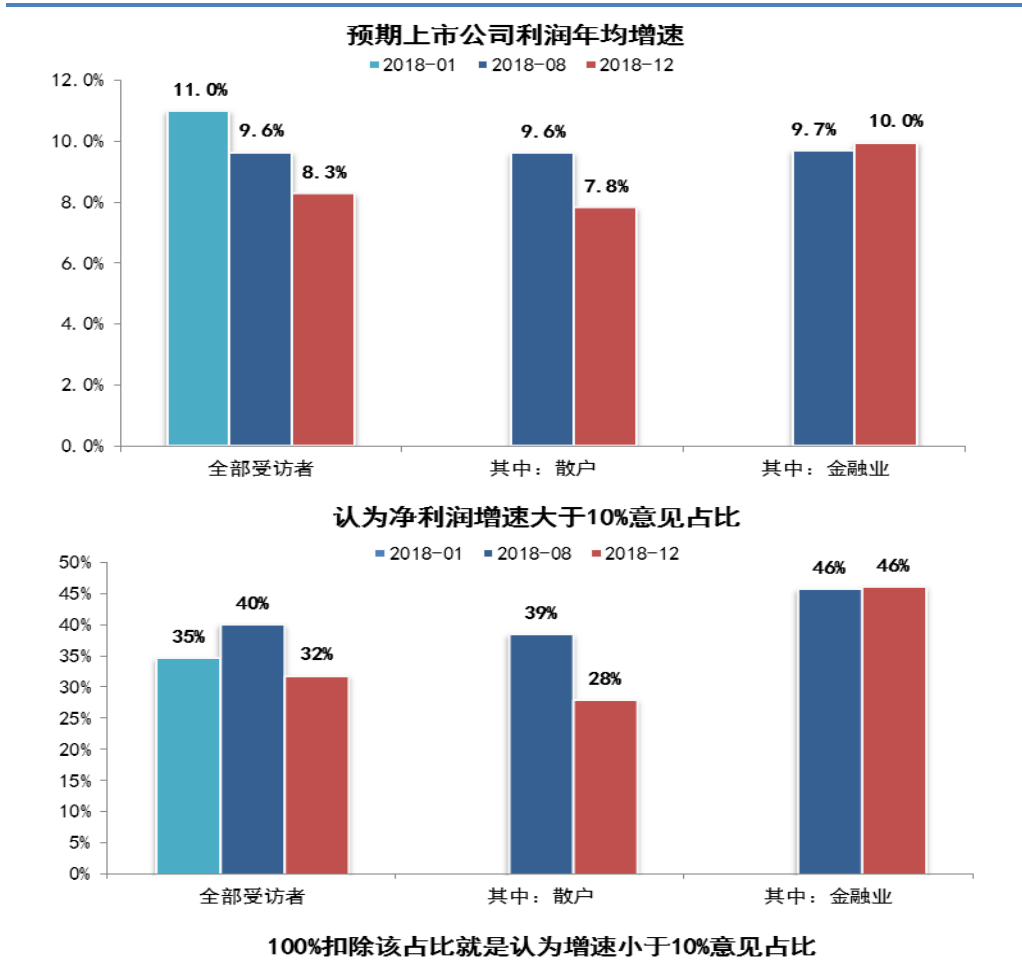


2018 年 1 月没有调查受访者对 GDP 增速的态度。

GDP 年均增速是否超过 5%非常重要，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1.6%的受访者对未来增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 5%的意见和小于 5%的意见占比总和为 100%。

预期通胀率=Σ 每个增速区间的中位数*在该区间的意见占比。

问题 10：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？

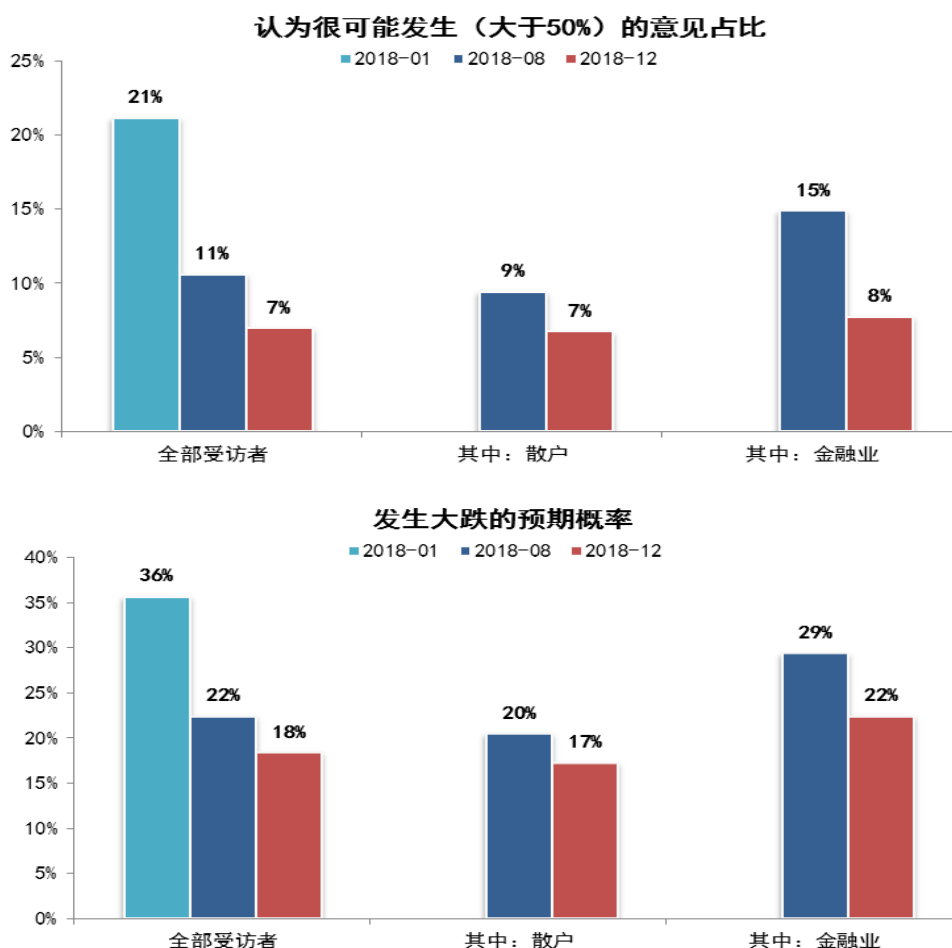


2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 4%的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 10%的意见和小于 10%的意见占比总和为 100%。

预期增长率=Σ 每个增速区间的中位数*在该区间的意见占比。

问题 11：根据您的判断，人民币对美元的汇率在将来的 12 个月出现 5%以上跌幅的概率是多少？



2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

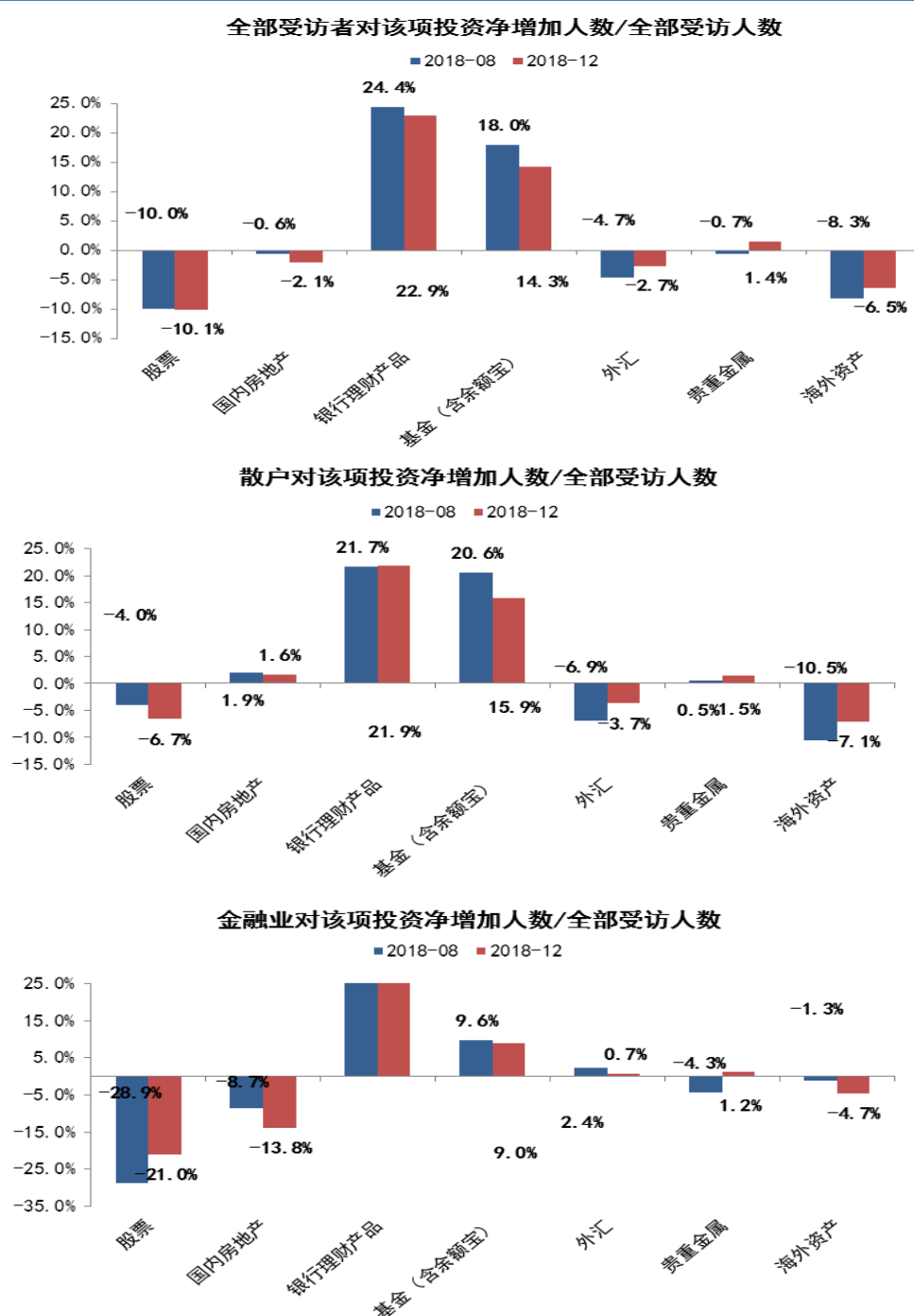
以全部受访者为例，本期有 5.1%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

第一幅图统计的是认为汇率发生大跌（跌幅超过 5%）的可能性大于 50%的意见占比。

第二幅图的发生大跌的预期概率=Σ 每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

对未来投资的偏好

问题 12：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？

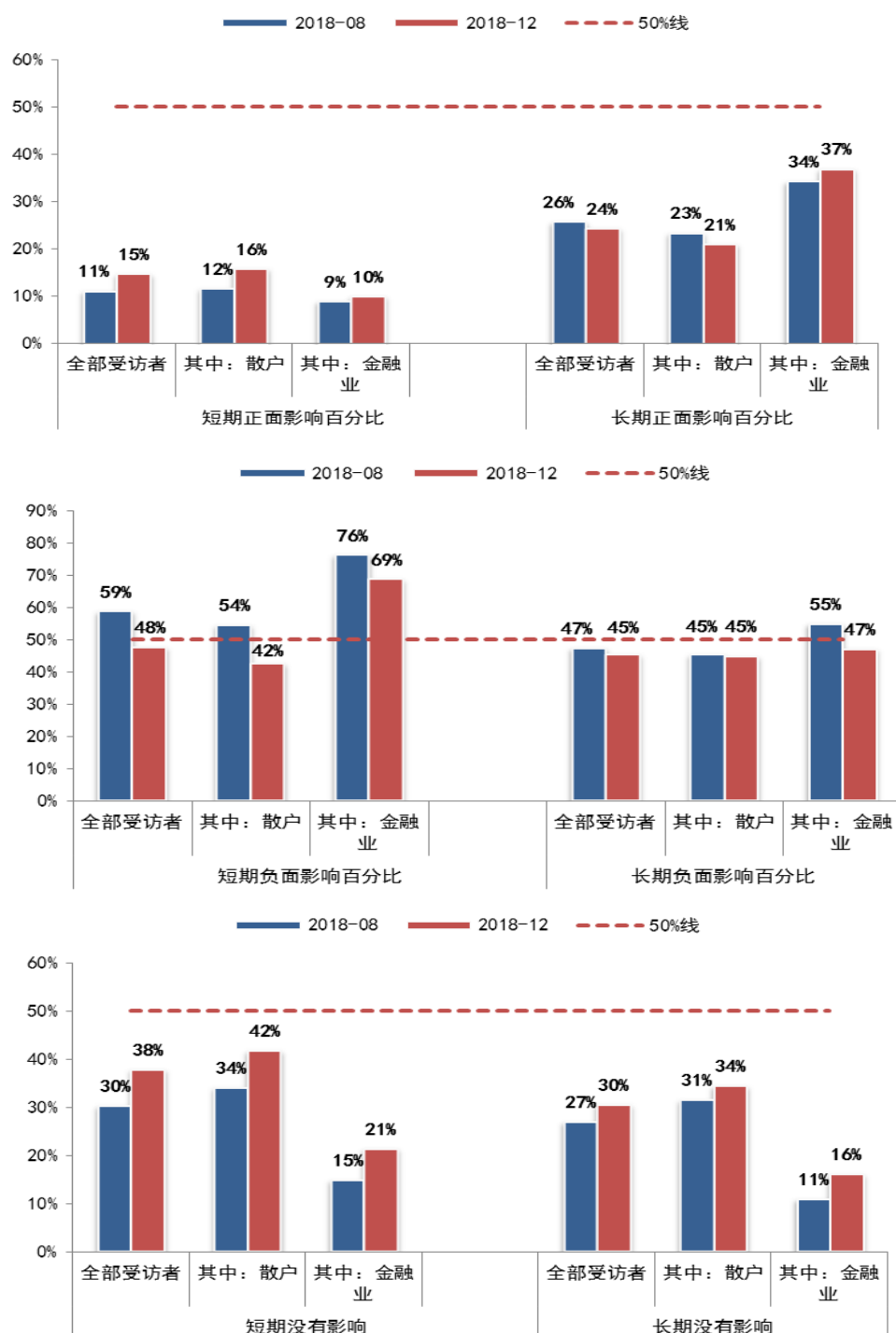


2018 年 1 月对该项的调查项目与后两期不太一样，因而不予以统计。

净增加人数=增加该项投资的人数-减少/规避该项投资的人数。在计算意见占比时，我们除以总人数 2509 人，而不是除以总意见数（该题是多选题，各意见之和远超总人数 2509 人），因为我们统计的是在所有受访者中有多少人愿意/规避该项投资。

对中美贸易战的态度

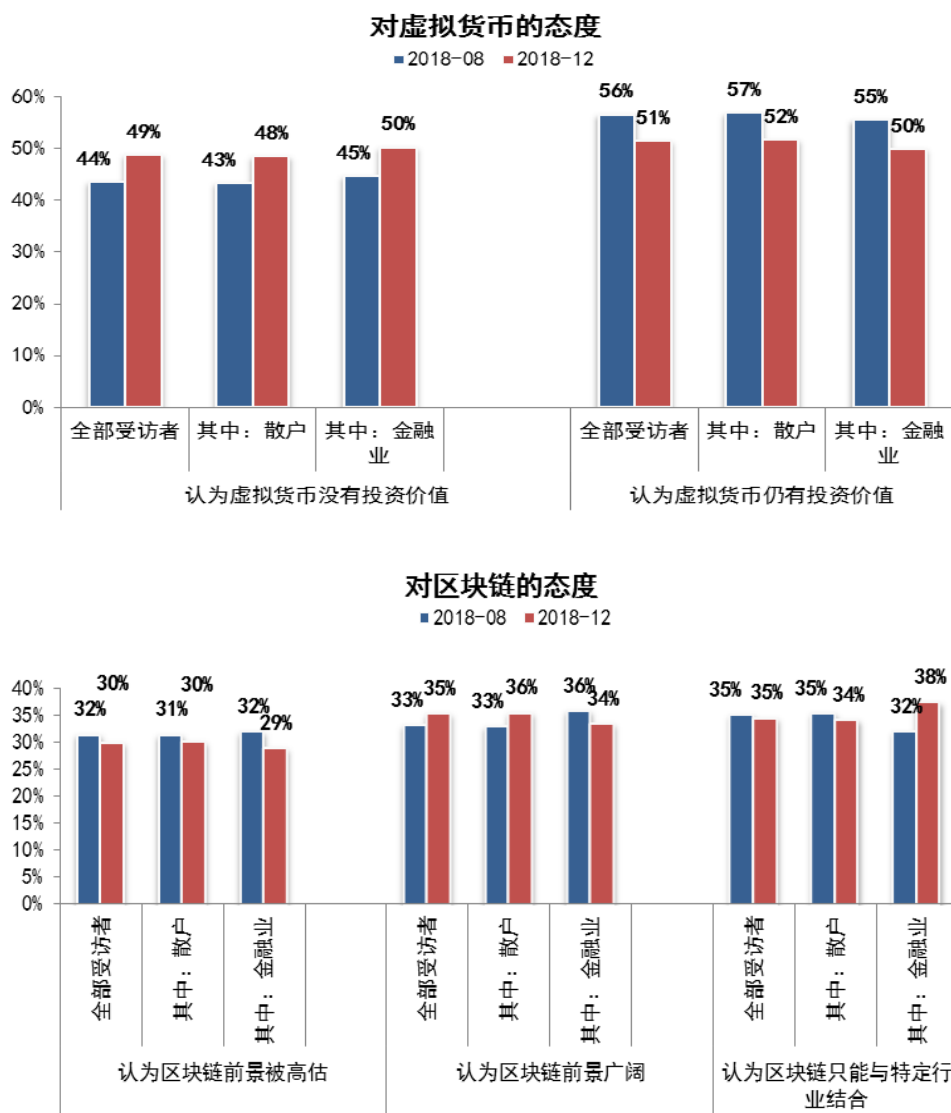
问题 13：如果中国和欧美的贸易关系就此破裂，对中国经济而言，您赞同下列哪些观点



2018 年 1 月没有调查此项。以全部受访者短期意见为例，短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷总人数（2509 人）

对虚拟货币和区块链态度

问题 14：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？



2018 年 1 月没有调查此项。

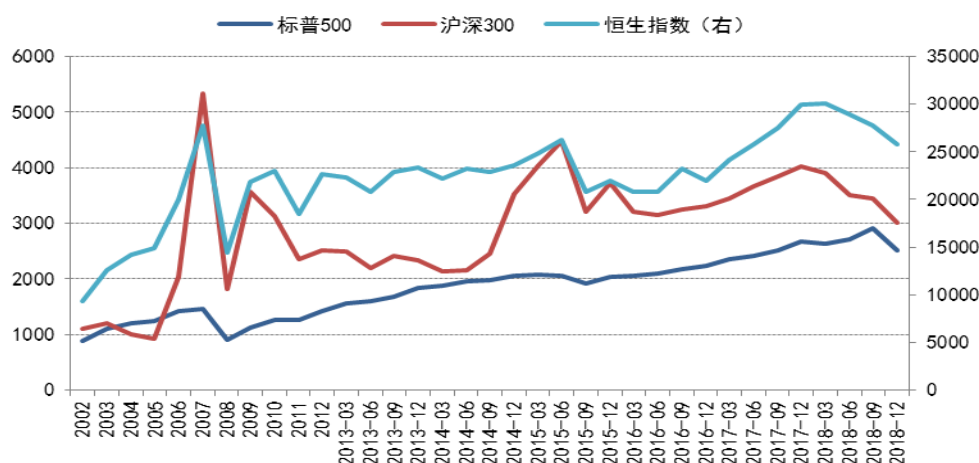
在统计时，剔除了“不了解，没有意见”的人数，从而保证没有投资价值、有投资价值的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷总人数（2509 人）

第二部分：资产价格及基本面图表分析

资产价格水平

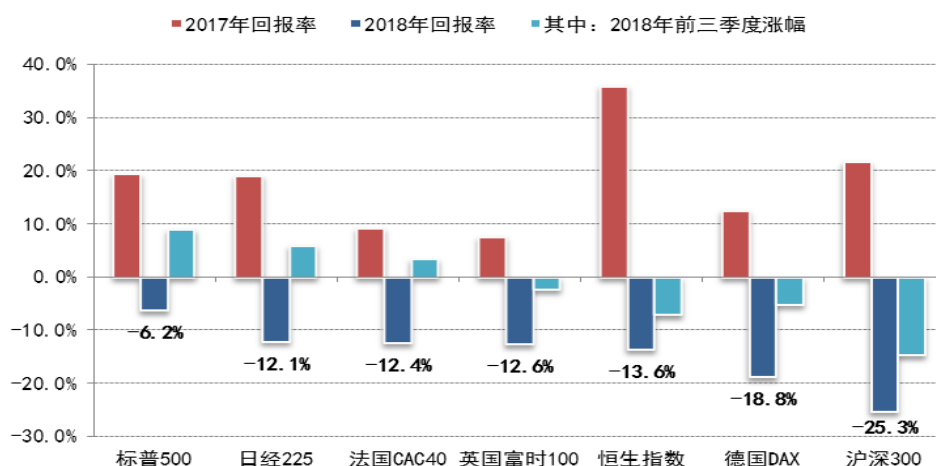
股票价格水平

图 1：美国标普 500、中国沪深 300、香港恒生指数走势图



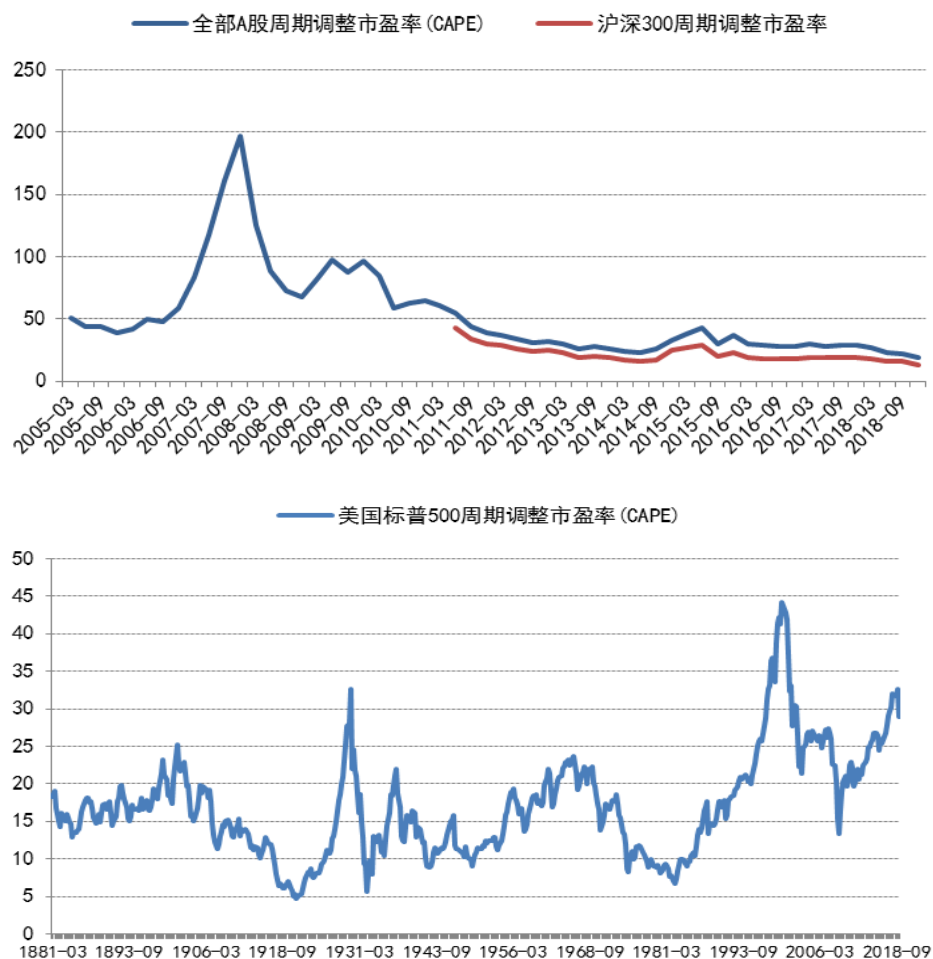
①截至 2018 年 12 月，我国沪深 300 为 3011 点，标普 500 为 2507 点，恒生指数为 25846 点。②数据来源于 Wind 数据库。

图 2：全球重要股指 2018 年度回报率



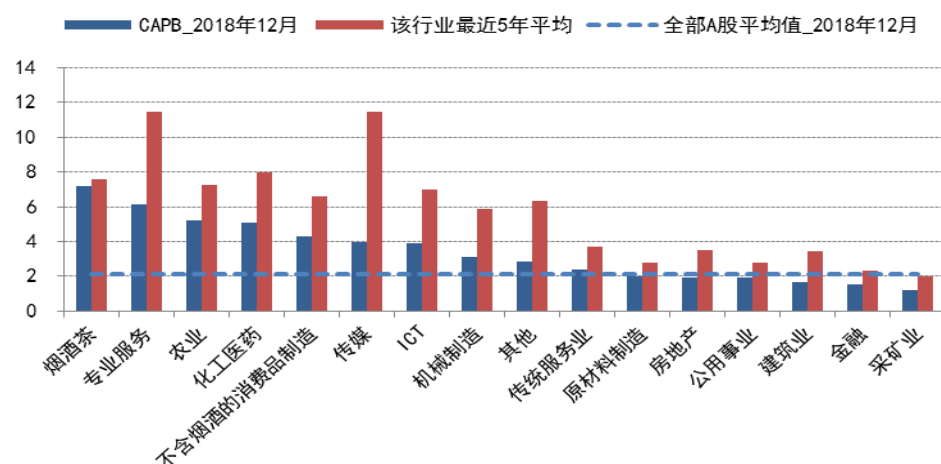
①相比 2017 年，全球重要股指 2018 年均发生了明显下滑。其中，美国和日本股指在 2018 年前三季度仍在上涨，但是四季度大幅下滑，导致全年股指回报率是负数。②图中的数字是 2018 年各股指回报率。回报率均是名义回报率，没有扣除通胀。数据来源于 Wind 数据库。

图 3：中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率（CAPE）



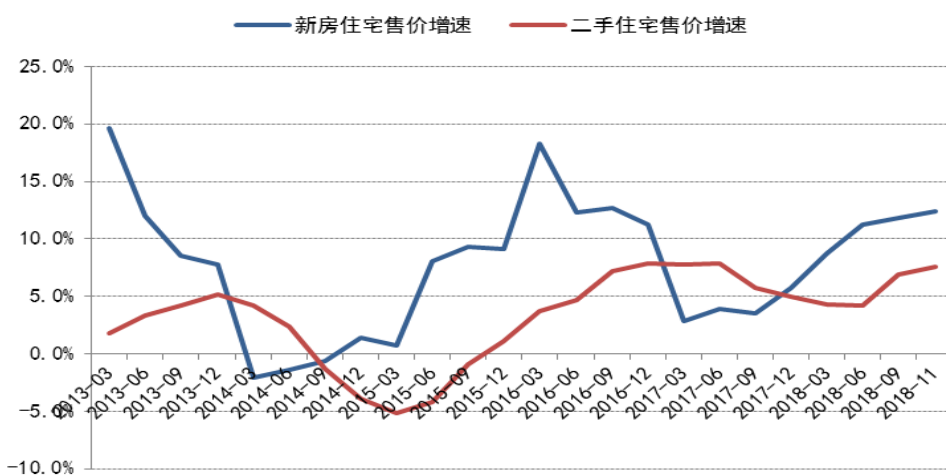
①目前，我国 A 股整体的周期调整市盈率为 19 倍，沪深 300 为 13 倍。美国标普 500 为 29 倍。②公司的盈利波动较大，会表现出一定周期性，因而在计算市盈率时通常要对盈利进行调整。所谓周期调整市盈率，作为分母的净利润是经过通胀调整的过去 10 年的平均净利润，市值是经过通胀调整的当期市值。③美国标普 500 市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页。我国上市公司数据来自 CSMAR，A 股周期调整市盈率来自本研究的计算。

图 4：中国 A 股上市公司分行业周期调整市净率（CAPB）



①在分行业比较估值水平时，由于行业层面的盈利波动和差异更大，因而我们用周期调整市净率来衡量估值水平。计算方式与周期调整市盈率一样，用经过通胀调整的市值除以经过通胀调整的过去十年平均净资产。最近 5 年平均指最近 20 个季度的平均周期调整市净率。②上市公司数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

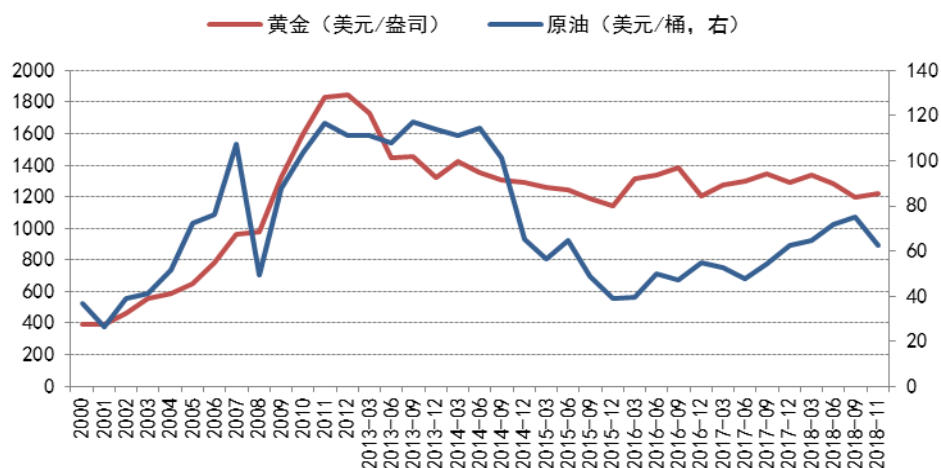
图 5：中国新房住宅和二手住宅价格同比增速



①截至 2018 年 11 月，我国新房和二手住宅价格相比 2017 年 11 月，涨幅分别为 12.4%和 7.6%。②新房住宅价格是用统计局公布新增住宅类商品房销售金额除以销售面积，得到住宅价格，然后计算同比增速；二手住宅是统计局公布的 70 个大中城市二手住宅价格指数。③价格增速是名义增速，没有扣除通胀。数据来源于 Wind 数据库。

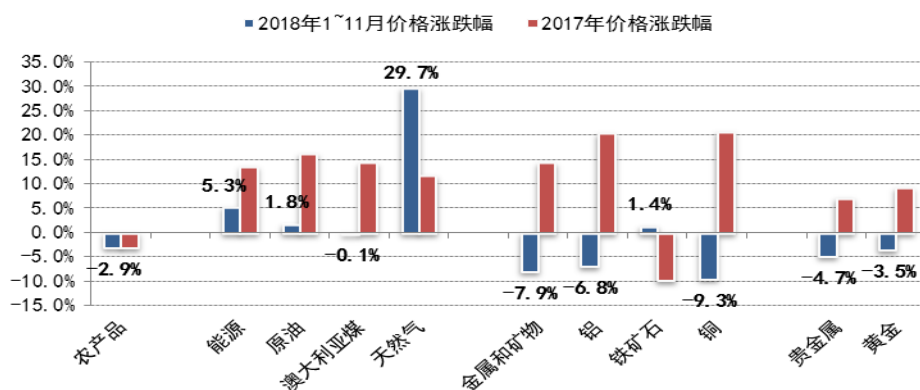
大宗商品价格水平

图 6：黄金和原油价格走势（历史价格按 2018 年 11 月的价格水平进行调整）



- ①图中黄金和原油的价格，是以 2018 年 11 月的价格为基础，对以前各期的价格按照美元通胀率进行调整而得，这样，任意两个期间价格的涨幅就是实际涨幅。截至 2018 年 11 月，黄金价格是每盎司 1221 美元，原油价格是每标准桶 62 美元。
- ②数据来源于世界银行。

图 7：2018 年 1~11 月主要大宗商品价格涨幅

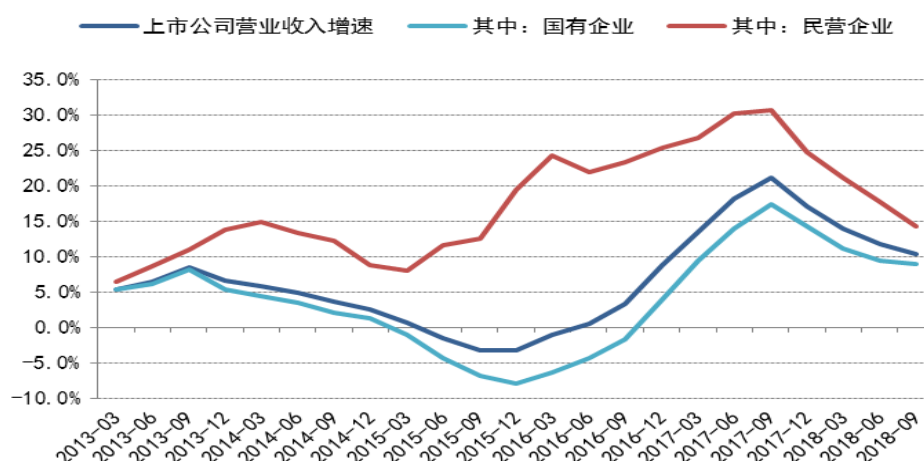


- ①图中的数字是各类大宗商品 2018 年 11 月价格相比 2017 年末的涨幅，与它对比的是 2017 年度的总涨幅。②涨幅是名义回报率，没有扣除通胀。数据来源于世界银行。

中国上市公司基本面分析

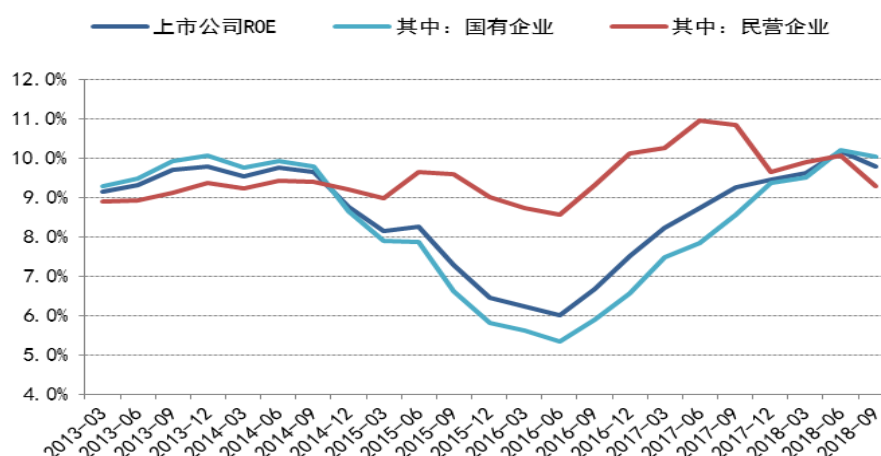
该部分我们分析我国 A 股上市公司的财务信息。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。由于国有企业规模较大，从而权重较大，这使得全部上市公司的整体表现更接近国有企业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 8：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业营业收入增速(剔除通胀)



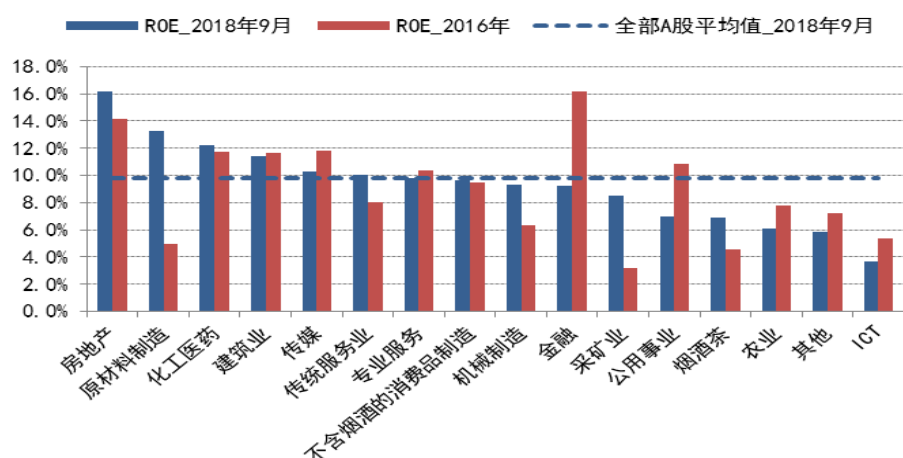
①就整体表现而言，上市公司营收增速在 2016 年开始好转，然而，好景不长，2017 年三季度再次大幅下滑。民营企业营收增速显著高于国有企业。②营业收入增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀。

图 9：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业 ROE



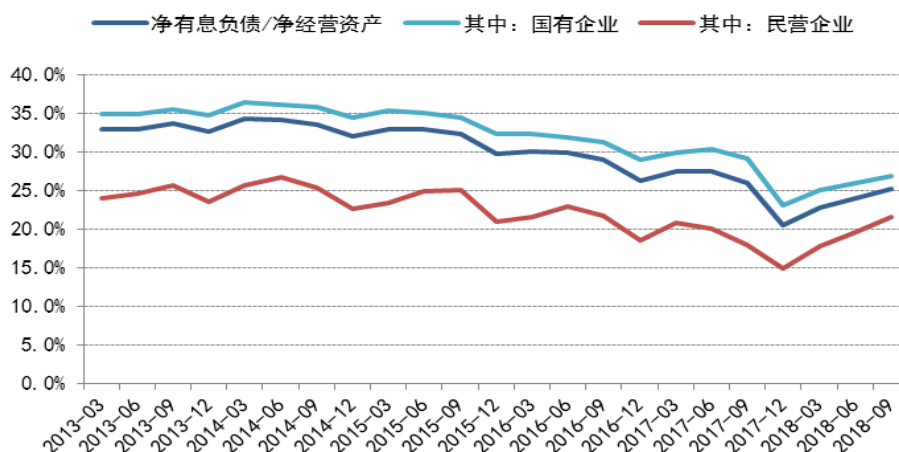
国有企业 ROE 一度从 10%滑到 5%。与此同时，民营企业表现良好。大约从 2016 年下半年开始国企盈利能力大幅提高，目前已经接近民营企业水平。2018 年三季度，国企和民企 ROE 均出现下滑迹象。

图 10：中国 A 股上市公司分行业 ROE



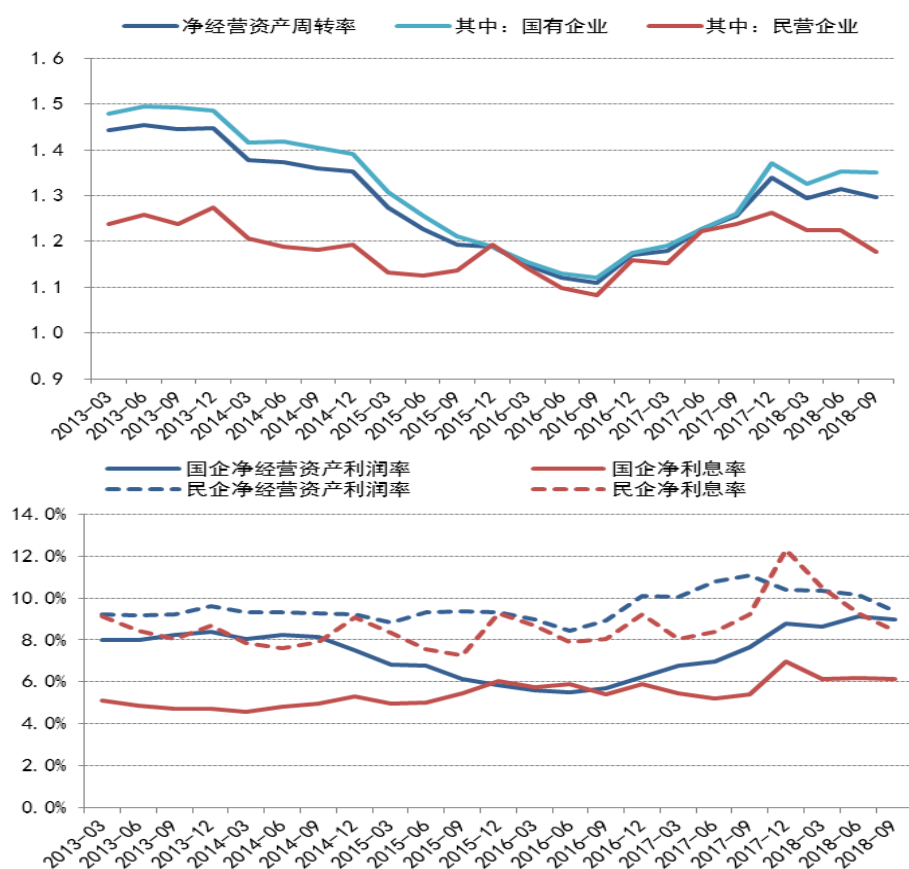
国有企业 ROE 在 2016 年滑到最低，但是近期有了明显改善。这种整体改善可能来自原材料制造、采矿和传统服务业，国有上市公司在这三个行业比重较大。对比 2016 年 12 月和 2018 年 9 月，这三个行业的 ROE 提高幅度较大。三个行业的业绩改善可能与国际贸易走出低迷、大宗商品价格走高以及前段时间去除产能有关。

图 11：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业负债水平



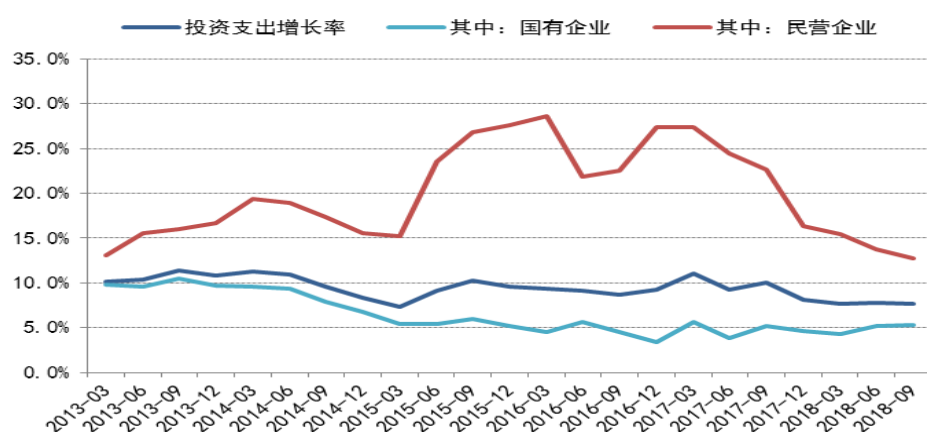
民营企业的负债水平显著低于国有企业。

图 12：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业息前利润率和利息负担水平



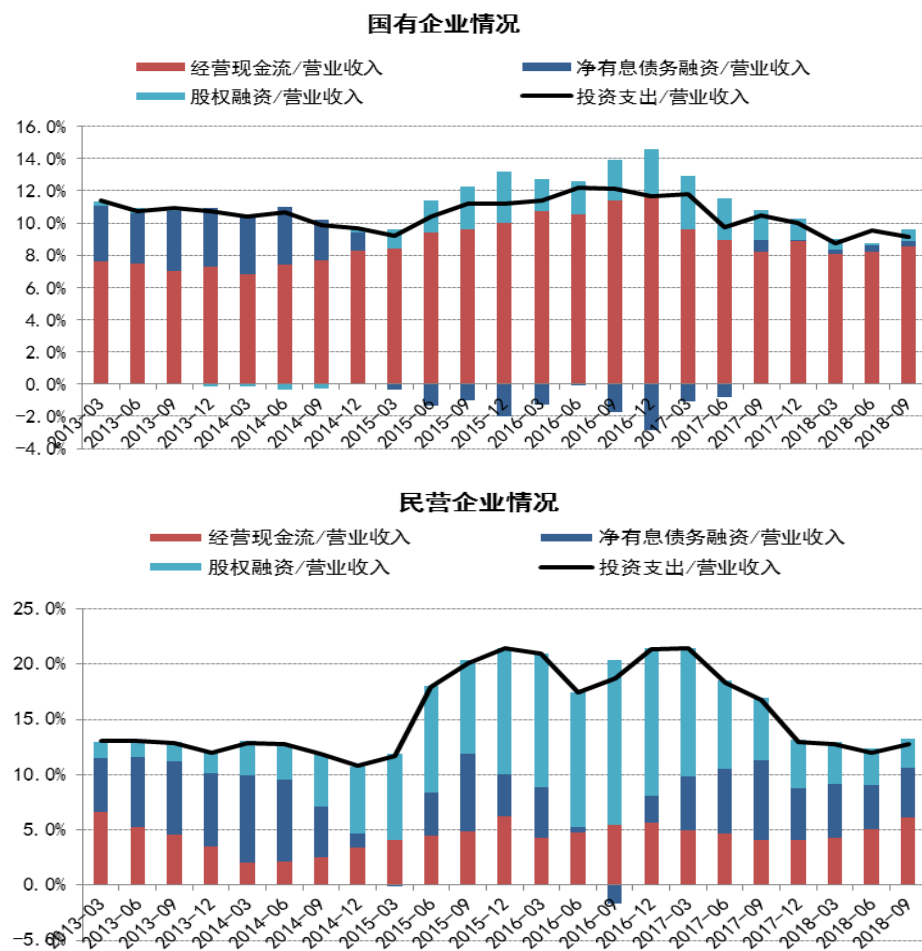
①无论国企和还是民企，净经营资产周转率在 2016 年下半年开始明显好转。这与国际贸易走势较为一致。②净经营资产利润率就是息前税后利润率，它一度下滑至与利息率相当，2015 年下半年开始好转。民营企业的净经营资产利润率平均高出国有企业 2 个百分点，但是利息率也高出国有企业 3 个百分点。

图 13：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业投资支出同比增长率



①投资支出增长率是净经营资产增长率。民营企业投资支出增速远高于国有企业，2017 年二季度开始大幅下滑。②净经营资产增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀。

图 14：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业投资及其资金来源



企业投资支出所需的资金有三种来源：一是来源于自身经营产生的现金流，即经营现金流，二是来源于债权融资，包括银行贷款、债券发行等，三是股权融资。我们将民企和国企的投资支出及其资金来源除以营业收入以剔除规模因素进行比较，可以发现，民企投资支出占营业收入平均为 15%，显著高于国企（平均为 10%）。民企投资所需支出主要依赖外部融资，特别是股权融资，经营现金流、债权融资、股权融资占营业收入平均为 4.5%、4.4%和 6.7%，相比而言，国企投资所需的资金非常充沛，经营现金流、债权融资、股权融资占营业收入平均为 8.8%、0.6%和 1.3%。

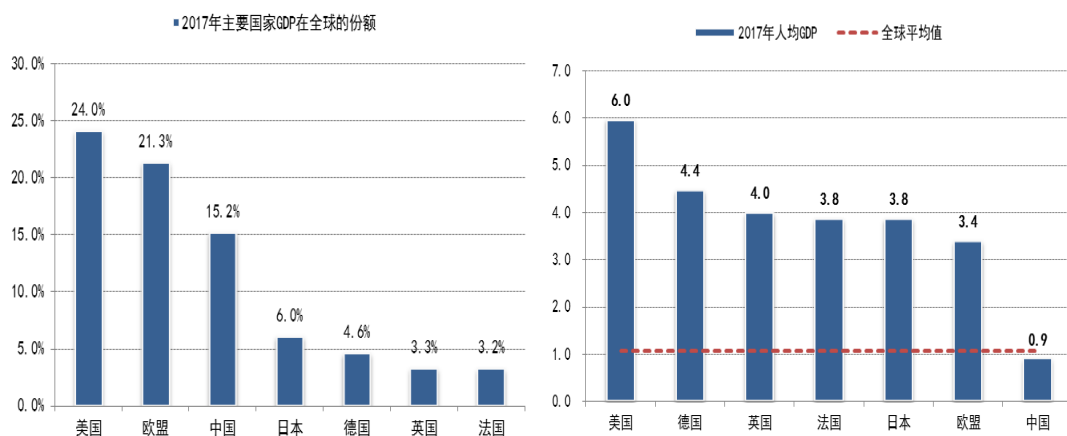
宏观基本面分析

全球经济发展极不平衡

图 15：全球经济分布不平衡：GDP 视角

2017 年主要国家 GDP 在全球的份额

主要地区 2017 年人均 GDP（万美元）

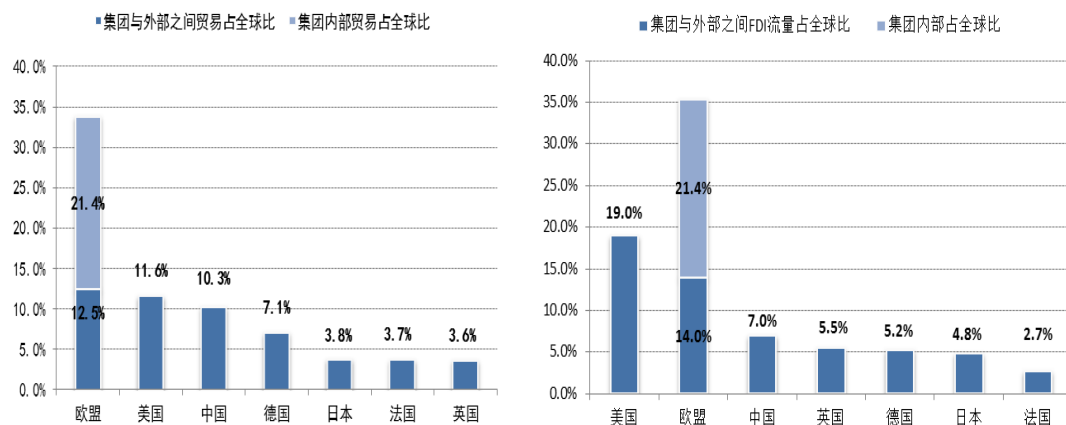


①全球经济分布极不平衡，美国、欧盟（含英国）、中国、日本的 GDP 总和占全球 66%，贸易总和占全球 56%，FDI 流量占全球 61%。因此，观察这几个国家或经济体的数据基本可以帮助我们了解全球经济局势。2017 年，我国人均 GDP 为 9000 美元，美国为 6 万美元。全球平均水平约 1 万美元。②数据来源于世界银行。

图 16：全球经济分布不平衡：贸易和直接投资（FDI）视角

2017 年主要地区贸易在全球的份额

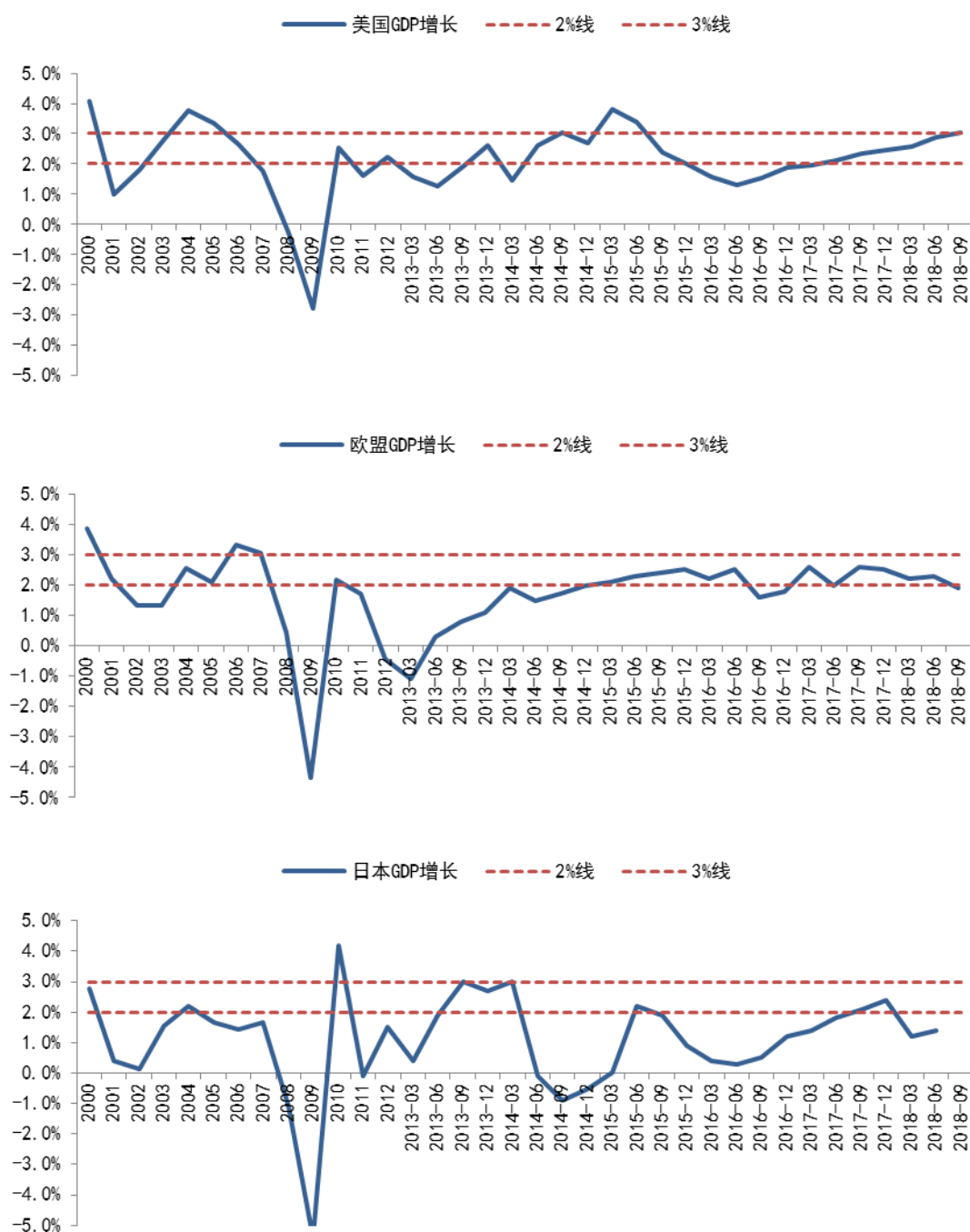
2017 年主要地区 FDI 流量在全球的份额



①美国、欧盟（不含内部往来）、中国、日本，四个地区的贸易总和占全球 38%，FDI 流量占全球总和 45%；欧盟作为一个整体，与外部的贸易和直接投资分别占全球 13%和 14%，内部贸易和 FDI 往来均占全球 21%。②贸易指商品和服务贸易的进出口之和，FDI 指 FDI 流入和流出之和。③数据来源于联合国贸发会议。

主要国家经济增长

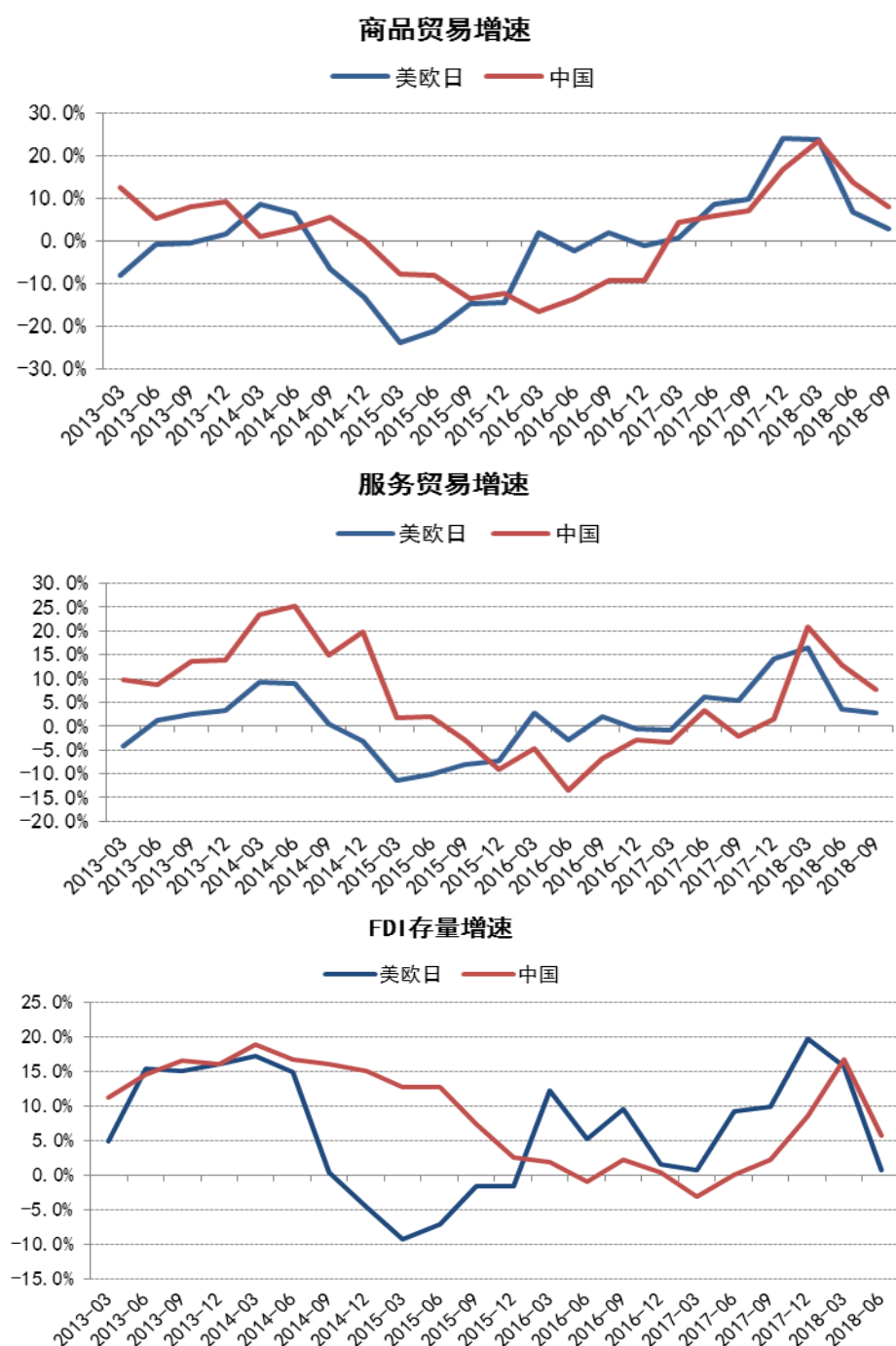
图 17：美国、欧盟和日本 GDP 实际增速



①金融危机后，美国经济复苏最快，截至 2018 年 9 月，美国 GDP 增速达到 3%，欧盟和日本分别为 1.9%和 1.4%。②数据来源于 Wind 数据库。

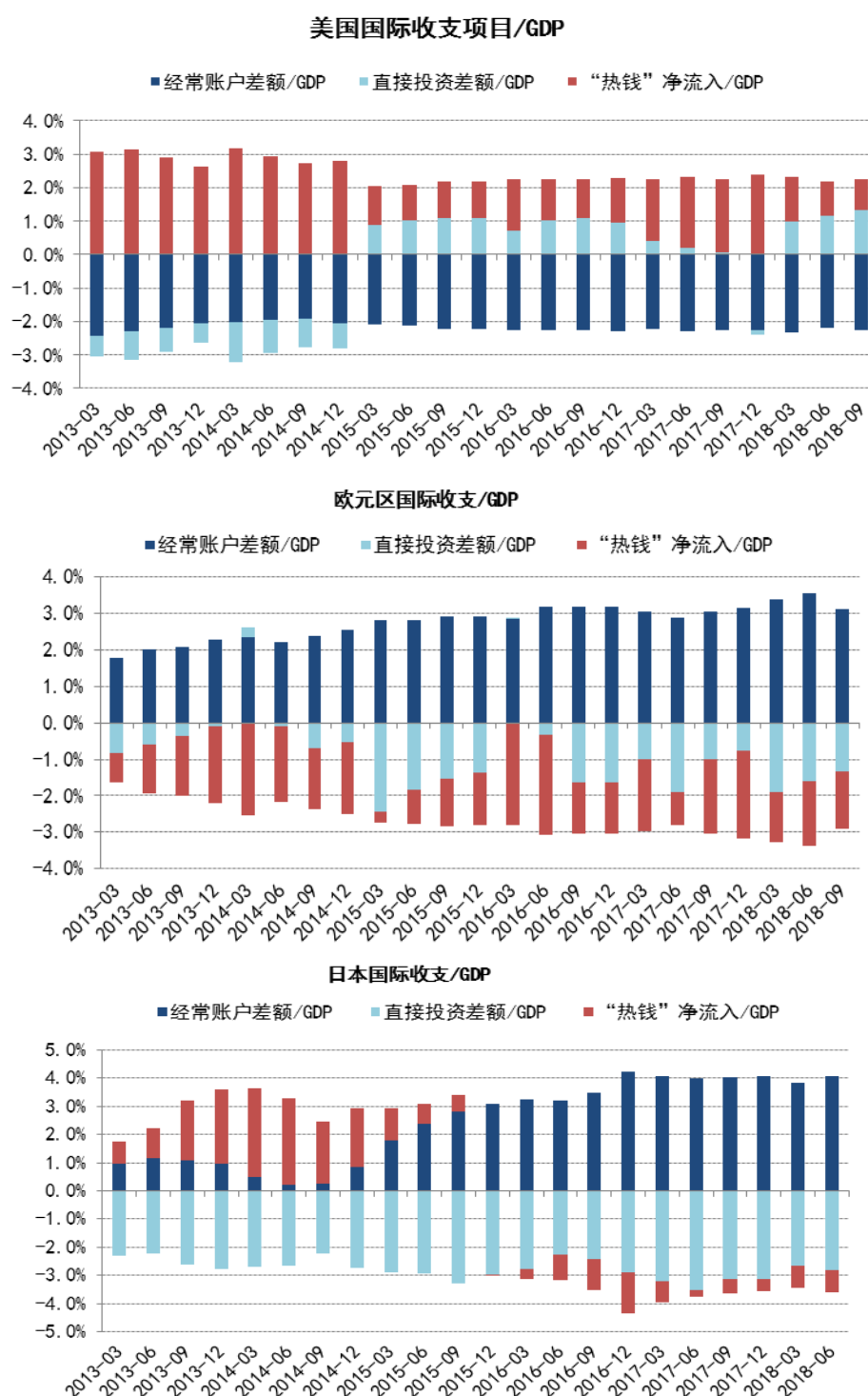
国际贸易和资本流动

图 18：美国、日本、欧盟、中国贸易和 FDI 存量同比增速



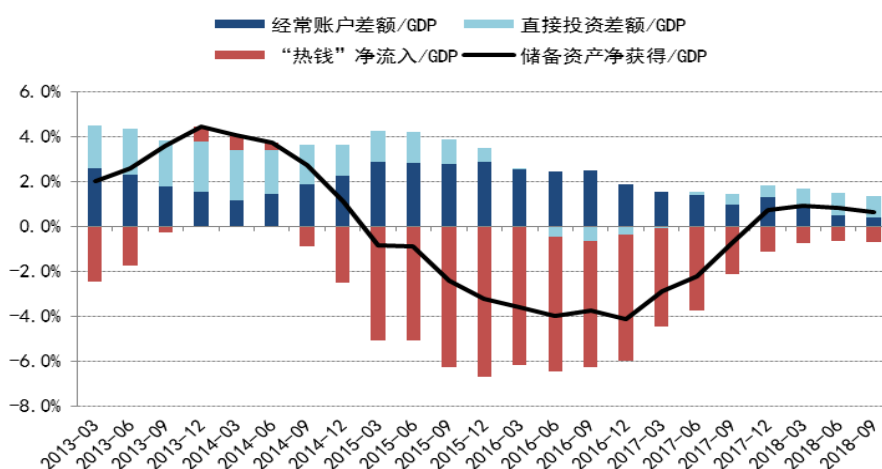
①全球贸易和投资增速在 2016 年开始复苏，然而，好景不长，2018 年即开始显著下滑。②商品、服务贸易指进口和出口额之和，FDI 存量指流入和流出存量之和。为剔除汇率的影响，所有增速都是按照本币计价的贸易和投资金额剔除各国通胀后计算实际增速，美日欧三地贸易投资总额增速是先按照本币计价的贸易和投资金额剔除各国通胀后计算的增速再按照三地贸易或投资权重进行加权。③数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 19：2013 年 3 月~2018 年 9 月主要国家国际收支主要项目占 GDP 比重



数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 20：2013 年 3 月~2018 年 9 月中国国际收支主要项目占 GDP 比重



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。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”。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。

我国经常账户顺差已经大幅下降，目前占 GDP 比重为 0.4%，直接投资净流入占 GDP 比重为 1%。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%。

美国的经常账户逆差并没有因为贸易战而缩小，占 GDP 比重仍维持在-2%左右。欧元区和日本的经常账户顺差大幅上升，目前占 GDP 分别为 3%和 4%。

一般来说，发达国家由于国内人力成本较高，而多发生对外直接投资，从而直接投资表现为逆差，欧元区和日本直接投资逆差占 GDP 比重分别为-1.3%和 2.8%，美国从 2015 年开始直接投资从逆差变为顺差，目前占 GDP 比为 1.3%。与此同时，美国“热钱”净流入占 GDP 比重也达到了 0.9%。

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

中国经济增长

图 21：统计局公布的中国 GDP 实际增速

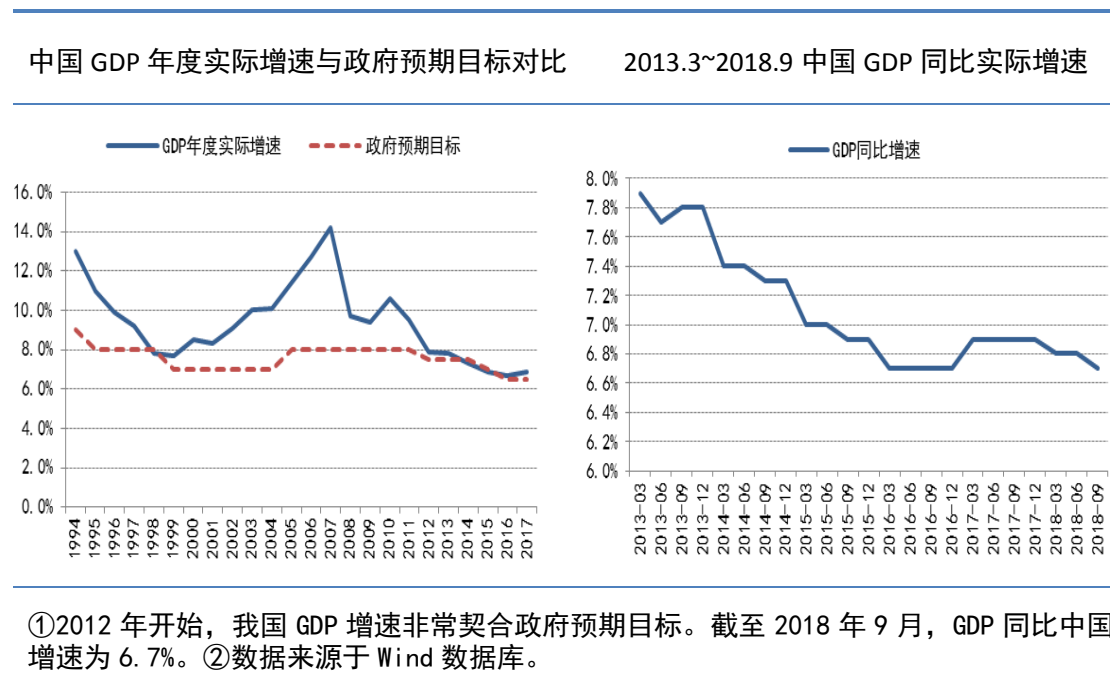


图 22：中国 GDP 结构

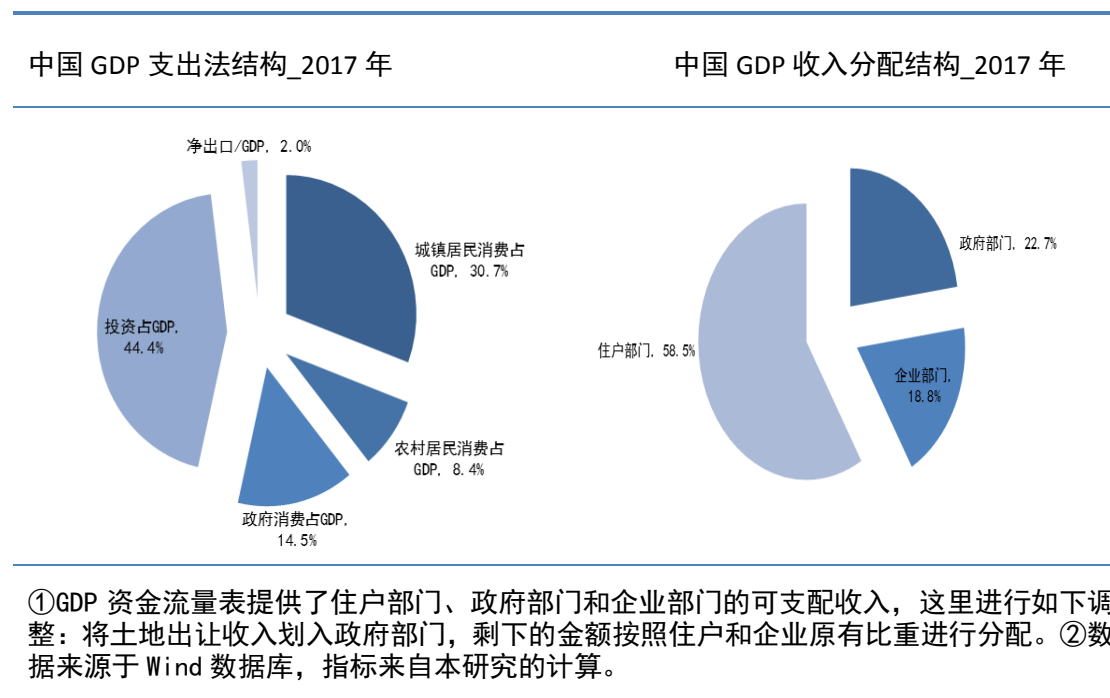
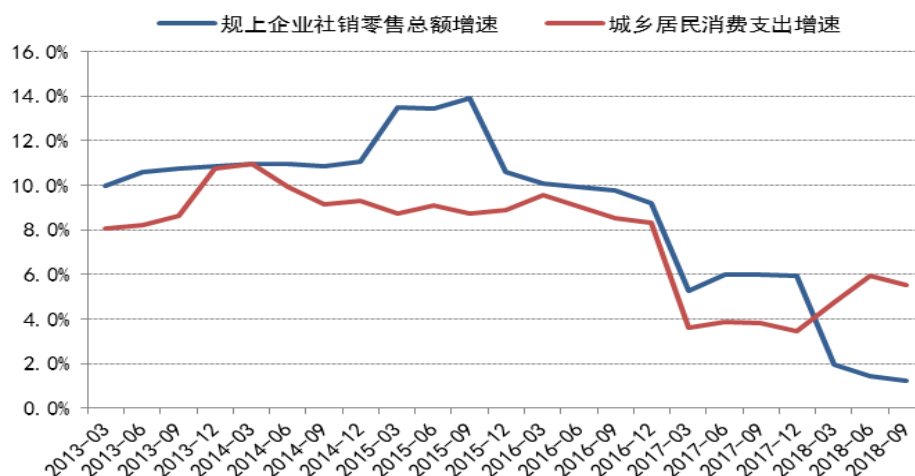
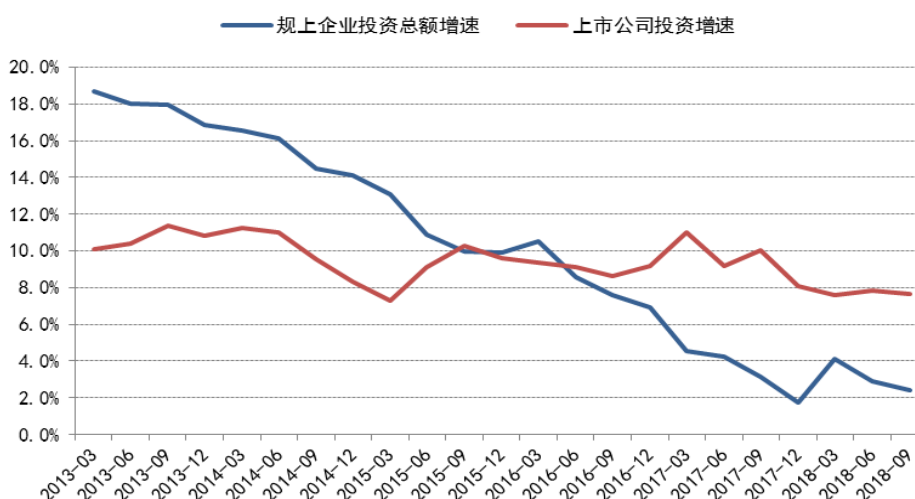


图 23：中国城乡居民消费支出和社销零售总额同比增速



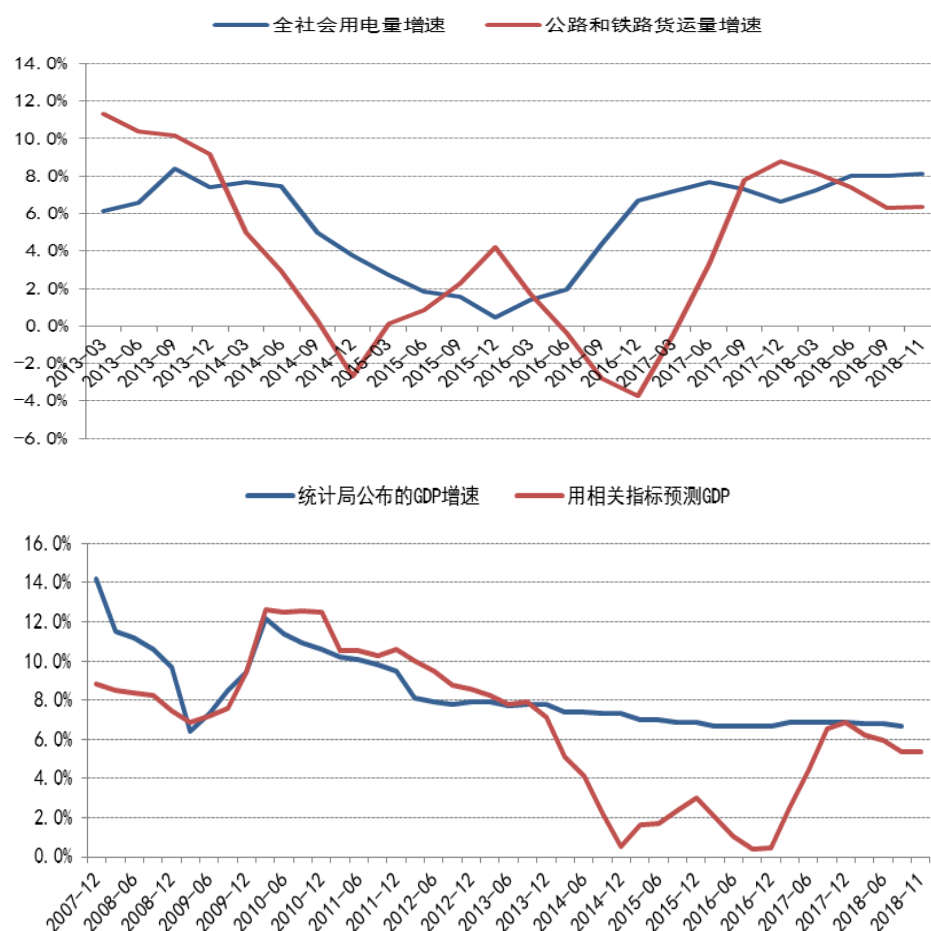
①国家统计局公布了规模以上企业社销零售总额，据此可以计算规上企业社销零售总额增速。但是，社销零售只包括商品消费和住宿和餐饮消费，大部分服务消费不在此统计，因而有一定局限性。②统计局分别公布了城镇和乡村人均消费支出，可以根据城乡人口计算出城乡居民消费总额增速，这个增速可能更加接近 GDP 中的消费支出增速。③为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。④数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 24：中国规模以上企业固定资产投资增速和上市公司投资增速



①国家统计局公布了规模以上企业固定资产投资完成额，据此可以计算规上企业投资总额增速。②上市公司投资增速指净经营资产增长率。③为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。④数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 25：用相关指标预测中国 GDP 增速

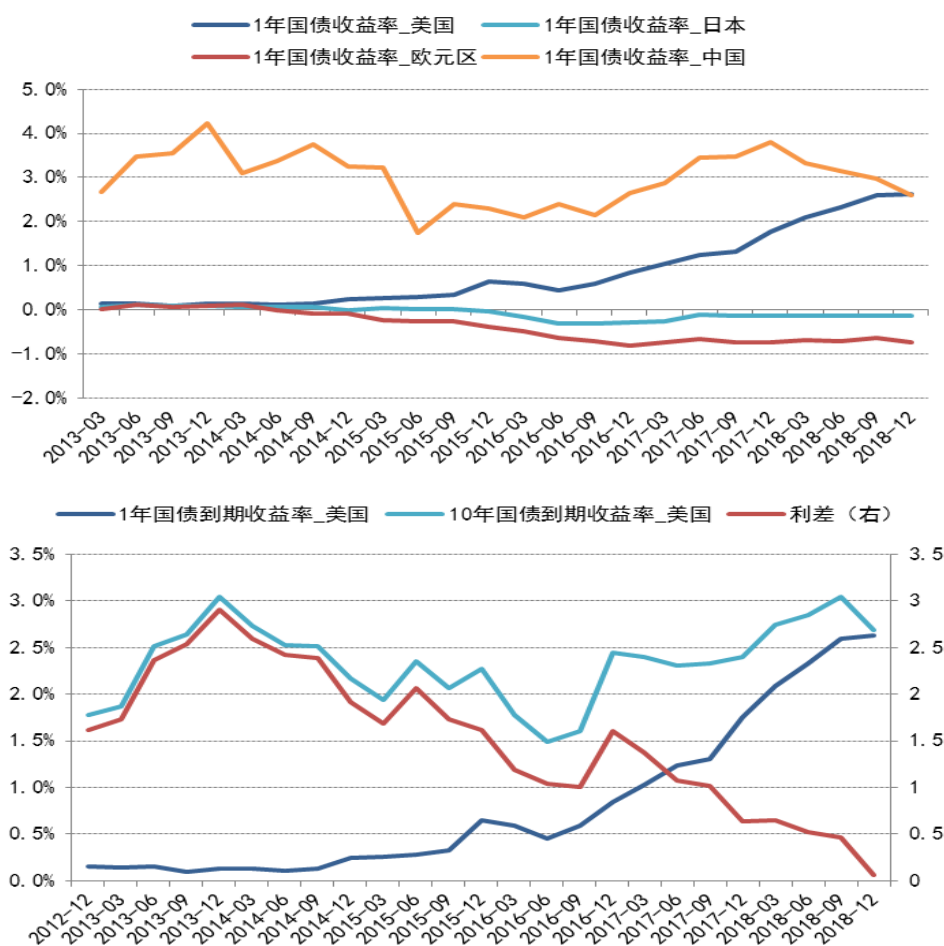


①用相关指标预测的 GDP 增速，在 2013~2016 年期间大幅下滑，远远低于统计局的数字，2017 年开始显著回升，2018 年再次发生下滑，这一趋势，与前述全球商品贸易和投资增速、上市公司营业收入增速非常类似。②英国著名杂志《经济学人》在 2010 年推出三项指标用于评估中国 GDP 的增长情况，这三个指标分别是铁路货运量、工业用电量和新增贷款增速，我们进行了调整，用公路和铁路总货运量、全社会用电量、社会融资规模存量增速替代原来的三个指标。③由于货运量和全社会用电量增速均是实际增速，因而社会融资规模存量增速也扣除了 GDP 平减指数通胀率。我们用 2007 年~2012 年 20 个季度的数据来构建拟合方程。④数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

货币政策、通货膨胀及汇率

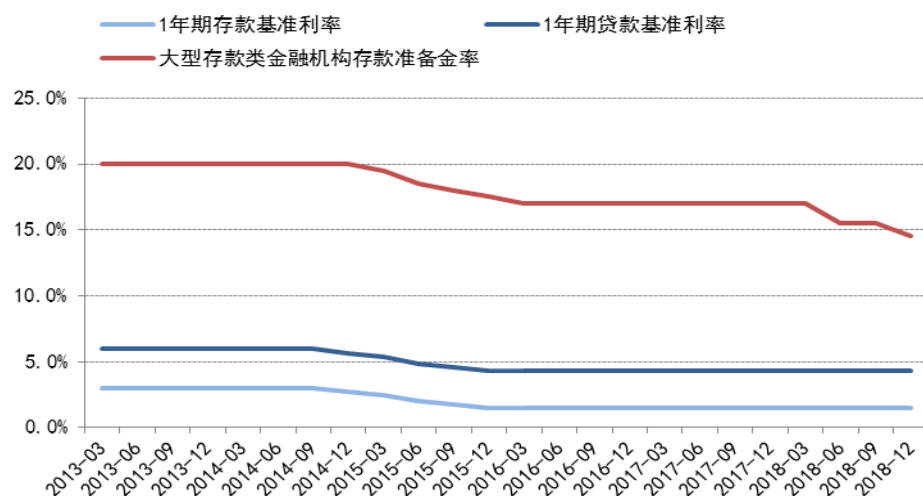
主要国家货币政策

图 26：主要国家 1 年期国债收益率以及美国长短期国债利差



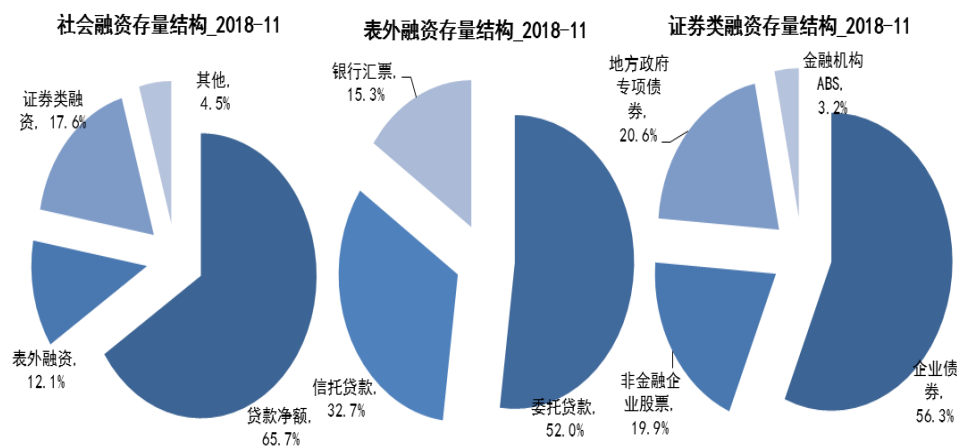
①欧美国家一般通过公开市场操作（买卖短期国债）等手段影响基准利率，在市场力量的作用下，基准利率的变动会从短期债券收益率传导至长期债券收益率，而中长期债券的利率变动会进一步影响银行的存贷款利率，从而影响实体经济。截至 2018 年，美国 1 年期国债收益率已经达到 2.6%，欧元区和日本分别为-0.1%和-0.7%。②长期国债收益率可以简单的理解为是短期国债收益率和市场对将来短期利率的预期之和，当短期国债收益率提高时，如果长期预期有同向的变化，长期国债收益率也会提高。从 2016 年二季度开始至今，随着美联储加息短期国债收益率提高，美国 10 年期国债收益率也相应提高，但是，从 2017 年四季度开始至今，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，目前利差已接近 0，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 27：中国重要的货币政策利率



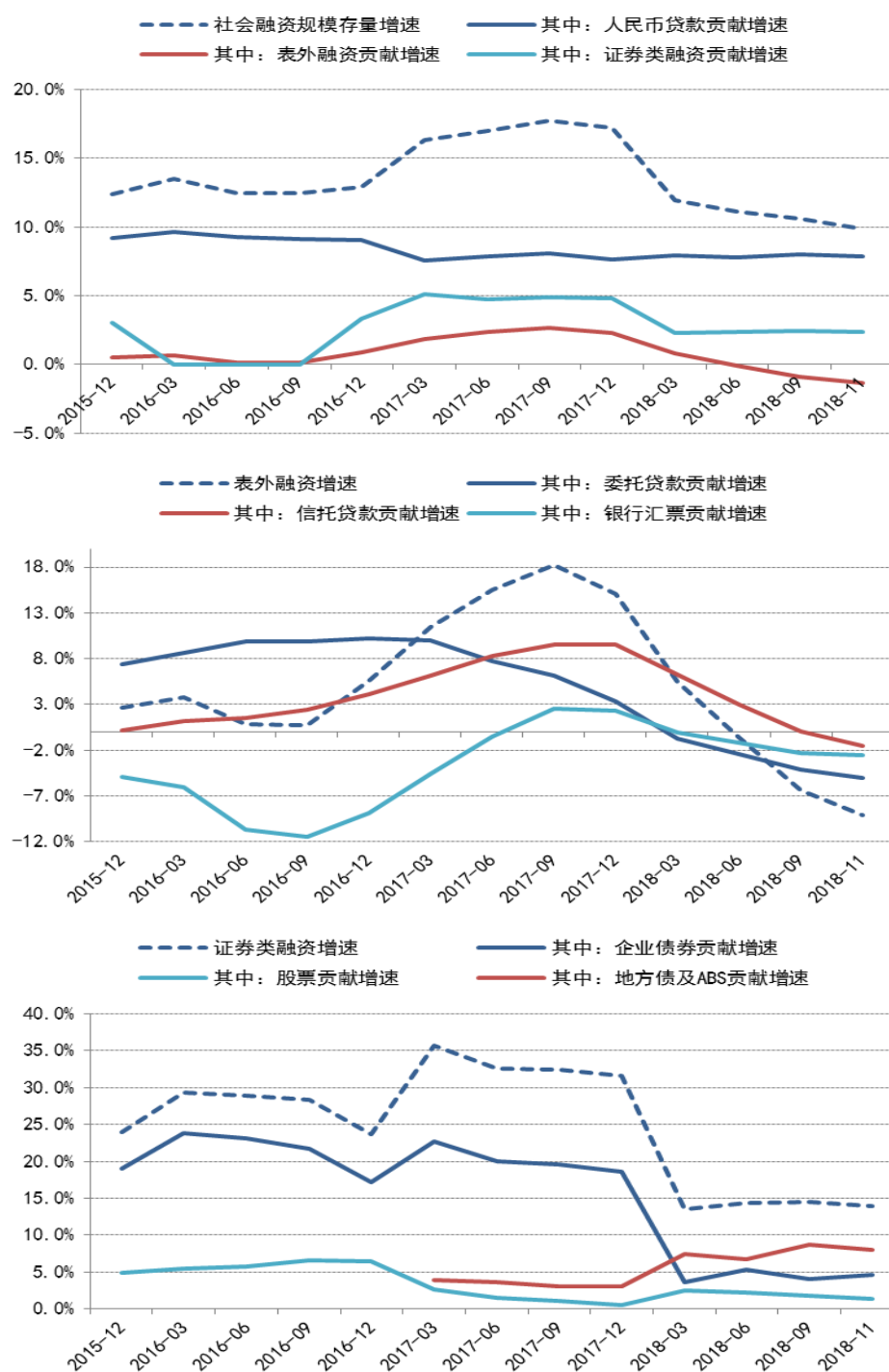
①2018 年央行两次下调存款准备金率，以大型存款类金融机构为例，存款准备金率从 17%下调至 14.5%，2019 年 1 月央行再次下调至 13.5%。②数据来源于 Wind 数据库。

图 28：2018 年中国社会融资规模结构



①统计局公布了社会融资规模的存量和流量，流量数据波动较大，所以分析存量数据。我国贷款净额（贷款存量扣除注销贷款）占 66%，表外融资和证券融资分别占 12%和 18%。表外融资以委托贷款为主，证券类融资以债券融资为主。②数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

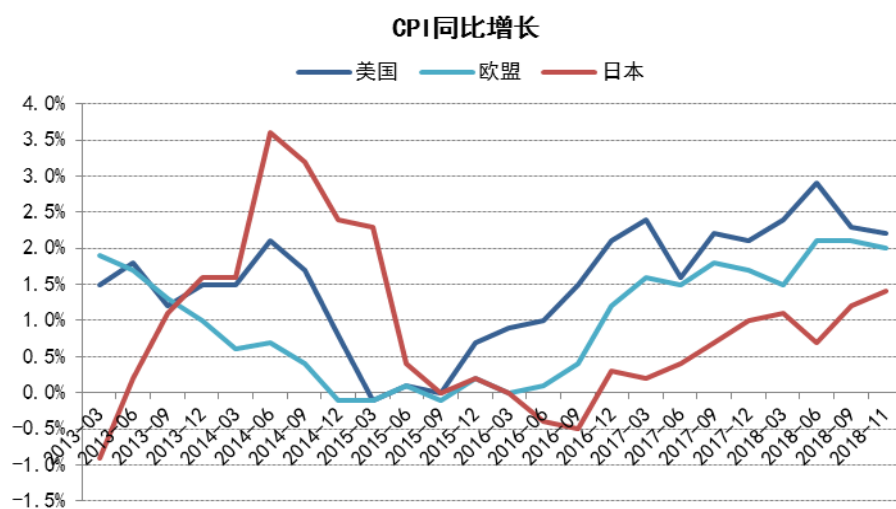
图 29：2013 年 3 月~2018 年 11 月社会融资规模及其组成部分同比增速



①人民币贷款增速比较平稳，下滑主要来自表外融资和证券类融资，特别是委托贷款、信托贷款和债券融资三项。②以人民币贷款贡献增速为例，它是用人民币贷款增速乘以人民币贷款占社会融资规模存量的比重，这样，人民币贷款、表外融资、证券融资三者贡献增速之和就是社会融资规模增速。③所有增速均是名义增速，没有扣除通胀。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

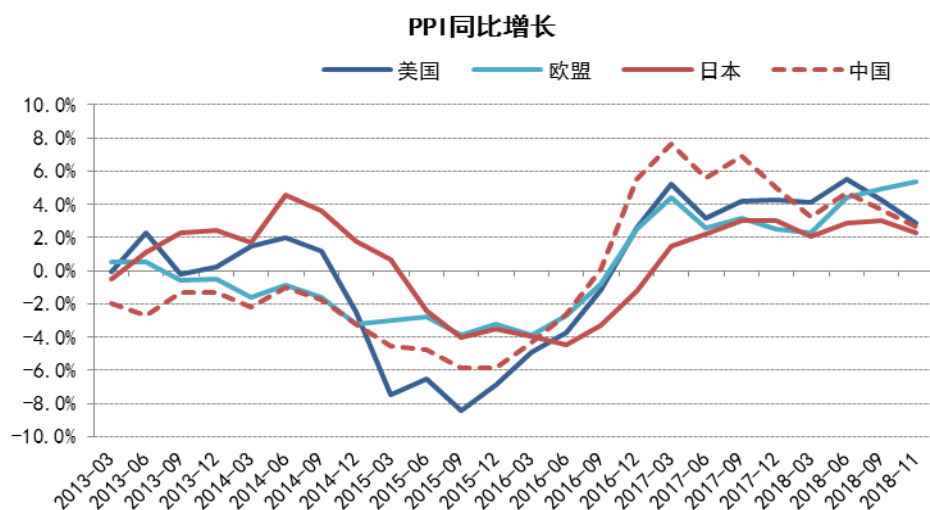
主要国家通胀率

图 30：2013 年 3 月至 2018 年 11 月美国、日本、欧盟 CPI 同比增速



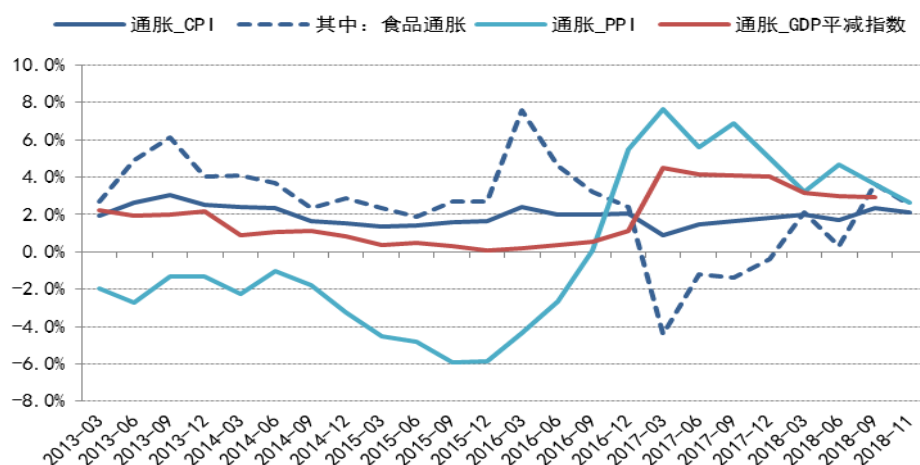
数据来源于 Wind 数据库

图 31：2013 年 3 月至 2018 年 11 月美国、日本、欧盟、中国 PPI 同比增速



工业品大部分是可贸易品，因而生产资料价格指数（PPI）在全球具有一定同步性。数据来源于 Wind 数据库。

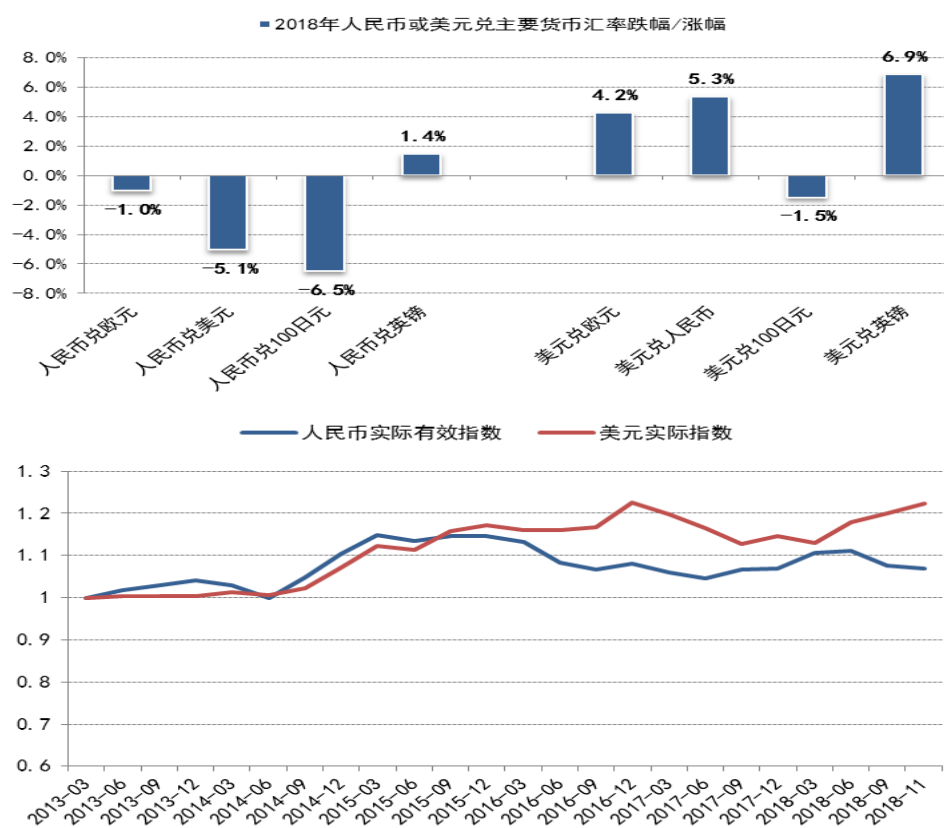
图 32：中国通货膨胀水平（同比增速）



数据来源于 Wind 数据库

主要国家汇率水平

图 33：汇率水平



数据来源于 Wind 数据库。

第三部分：问卷调查背景及指标计算说明

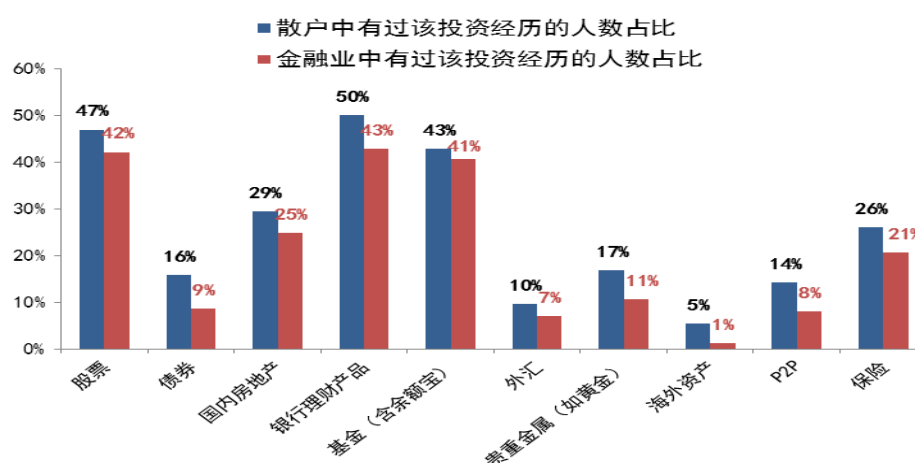
问卷调查的背景信息

图 1：本期间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	3.79%	14.10%	268	264	83	83
北京	3.45%	12.80%	244	241	76	76
广州	2.63%	9.80%	186	184	57	57
深圳	2.62%	9.70%	185	184	58	58
天津	2.41%	8.90%	170	171	53	53
重庆	2.39%	8.90%	168	168	53	53
成都	1.64%	6.10%	116	114	36	36
武汉	1.60%	6.00%	113	114	35	35
杭州	1.52%	5.70%	107	106	34	34
南京	1.58%	5.20%	100	110	35	35
青岛	1.35%	5.00%	95	94	30	30
长沙	1.27%	4.70%	90	89	28	28
西安	1.00%	3.10%	59	70	22	22
合计	27%	100%	1901	1909	600	600

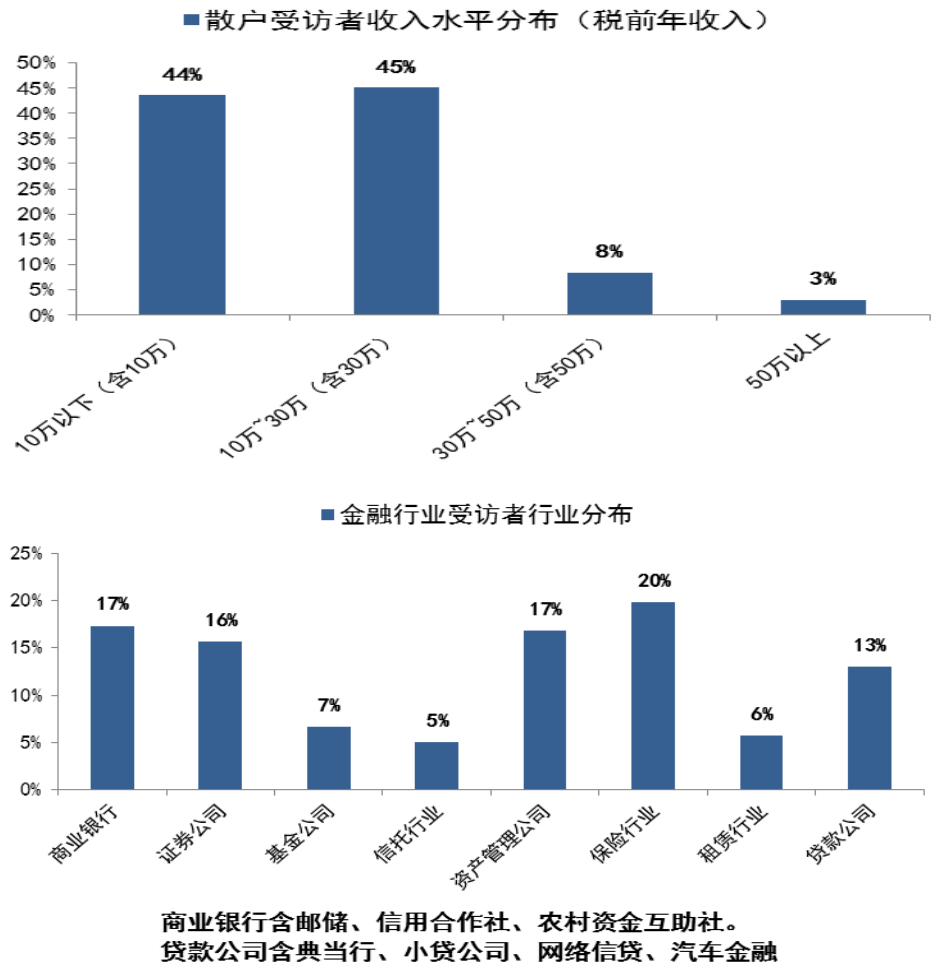
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 27%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

图 2：受访者在过去一年的投资经历



以股票为例，蓝色柱子表示 1909 位散户中，有 47% 的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 600 位金融从业人员中，有 42% 的人在过去一年有投资股票的经历。

图 3：受访者的其他特征



我们的散户受访者中，44%年收入在 10 万以下，45%在 10 万~30 万之间，13 个样本城市的人均 GDP 平均为 12 万。

上市公司基本面分析所涉及指标的计算说明

重要财务指标的计算说明

指标名称	计算说明/包含内容
所有财务指标计算的总体说明	所有指标，除分行业对比或特别说明外，均剔除了金融行业。指标计算采用整体法。所谓整体法，就是加权平均。以上市公司营业收入增速为例，在剔除金融行业后，将同期其他所有行业或分属一个类别的上市公司营业收入汇总，计算与上年同期相比的增速。在计算财务指标时，如果是增速，我们注意保持了前后期样本的一致性，其他财务指标，如ROE，则需注意保持分子分母样本的一致性。
ROE	第一步，将每只股票连续四个季度的净利润加总得到年度净利润；第二步，将同期所有或分属一个类别的上市公司年度净利润和净资产汇总，用本期总净利润除以四个季度之前的总净资产（相当于年初净资产）。在计算ROE时，保持了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
经营资产	总资产-金融资产
有息负债①	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
经营负债	总负债-有息负债
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
息前税后利润	当期贷方发生应交所得税：净利润+财务费用*(1-所得税率) 当期没有应交所得税，或者在借方：净利润+财务费用
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/净负债
净经营资产周转率	净经营资产/营业收入
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
经营现金流	直接来源于现金流量表

①应付票据需要支付利息，理论上应该包含在有息负债中。但是，从2018年起，上市公司资产负债表将应付账款和应付票据合并列示，无法拆分，只能予以剔除。

上市公司行业分类说明

行业	包含具体行业
行业分类总体说明	采用国民经济行业分类，并予以适当调整
农业	国民经济行业分类原分类
采矿业	国民经济行业分类原分类
原材料制造	金属和非金属矿物及塑料制品；金属冶炼；石油加工
建筑业	国民经济行业分类原分类
传统服务	交通运输服务；仓储邮政；住宿餐饮；批发零售
不含烟酒的消费品制造	纺织服装；皮革制鞋；食品加工；家具木材；文教娱乐用品；造纸和印刷
烟酒饮料	国民经济行业分类原分类
化工医药	化学制品和生物医药制品
设备制造	汽车、铁路、船舶、航天设备制造；电气机械及器材制造业；仪器仪表制造业；通用设备和专用设备
公用事业	国民经济行业分类原分类
房地产	国民经济行业分类原分类
金融	国民经济行业分类原分类
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
传媒	广播、电视、电影和影视录音制作业；体育；文化艺术；新闻和出版
专业服务	卫生、教育、商业服务、技术服务