

# 2019 年投资者情绪问卷调查 (CKISS) 四季度报告<sup>1</sup>

刘劲、陈宏亚<sup>2</sup>

长江商学院投资研究中心

2019 年 12 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

截至 2019 年 11 月，全球重要股指普遍上涨，且大部分股指的上涨都集中于 1~4 月。就我国来说，沪深 300 指数在前 11 个月里上涨了 27.2%。其中，1~4 月上涨 30%，5~11 月下跌 2.6%。前期的上涨主要源于年初中美关系的缓和，后期的下跌主要来自 5 月美方的再度变脸，5 月至 8 月，沪深 300 下跌 3%。9 月下旬，美方再次示好，中美有望在近期达成一项阶段性协议，股市企稳，9~11 月轻微上扬 0.8%。

我们的调查发现投资者对 A 股走势的看法与上期基本持平，本期有 61% 的受访者认为 A 股会上涨，但平均预期回报率只有 1.1%。大部分受访者认为 A 股价格不贵，有 60.6% 的受访者认为 A 股价格合理，与上期持平，20.3% 的受访者认为 A 股价格便宜，比上期提高 2.2 个百分点，只有 19.8% 的受访者认为价格偏贵，比上期下降 2.8 个百分点。与 A 股形成强烈对照的是对港股的预期。香港恒生指数今年高开低走，其在前 4 个月里上涨了 15%，后 7 个月下挫 11%，相应的，受访者大幅下调了对港股的预期，对港股的预期回报率为-5.4%。

受访者对房价的预期略低于上期，整体变化不大，变化较大的是对住房的投资态度比上期显著下滑。本期有 61.2% 的受访者认为未来房价会上涨，比上期下降了 3.8 个百分点，对房价的预期回报率是 2.6%，比上期下降了 0.2 个百分点。本期对房地产投资的净增加人数占比只有-1%，比上期下降了 10 个百分点。

投资者对宏观基本面的预期稳定，对中美贸易纠纷影响的看法正在偏向积极。受访者对未来 GDP 增速和 A 股上市公司净利润增速的预期维持稳定，前者的预期增长率一直维持在 5% 左右，后者的本期预期增长率为 9.7%，与以前相比变化不大。受访者对通胀和汇率的预期也基本保持稳定状态。而关于中美贸易纠纷对中国经济影响的看法，纵观历次问卷调查结果，受访者的态度有一个明显变化，那就是认为有短期负面影响和长期负面影响的意见占比均在下降，而认为有长期正面影响的意见占比在提高。具体而言，本期有 52% 的受访者认为短期有负面影响，比之前 4 次调查的平均值下降 2.1 个百分点，有 34% 的受访者认为长期有负面影响，比之前 4 次调查的平均值下降 7.4 个百分点，有 32.5% 的受访者认为长期有正面影响，比之前 4 次调查的平均值提高 4.5 个百分点。

虽然投资者对股市、房市的预期回报都处于低位，但低估值和宏观的稳定性使他们有信心增加对股票的投资。本期，受访者对股票投资的净增加人数占比为 23%，比上期上涨了 3 个百分点，处于基本持平状态。然而很少有人准备增大对地产的投资，说明政府“房子是用来住的而不是炒的”政策导向很好地管理了投资者的预期。

我们对上市公司基本面的研究发现，截至 2019 年三季度，A 股上市公司的基本面进一步下滑，尤其是民营企业。一方面，全球经贸环境的恶化冲击出口企业，而民营企业正是我国制造业出口的主力军，另一方面，自 2018 年资管新规、委贷新规、银信合作新规等监管文件颁布以来，表外融资大幅缩水，社会融资增速主要依靠表内信贷，虽然稳住了中国的整体债务水平，但对企业，尤其是民营企业的流动性产生了非常负面的影响。政府虽然出台了一系列鼓励银行向民营企业，特别是小微企业贷款的政策，但执行效果似乎并不理想。

事实上，民营企业的投资活跃度显著高于国有企业，而民营企业融资中很大一部分来自表外融资。以投资支出占营业收入的相对规模衡量，在 2011~2017 年间，民营上市公司的平均值为 15.2%，高于国有上市公司 4 个百分点。就融资结构而言，上民营上市公司的投资支出 34%来自有息负债融资，40%来自股权融资、26%来自自身的经营现金流，而国有上市公司由于投资少，增长低，仅靠自身现金流就能支撑大部分投资，其投资支出中 76%来自自身经营现金流，仅有 15.6%来自净有息负债。我们的分析发现，2017 年以来，国家加大去杠杆进程，特别是加强对表外融资的收缩，对民营企业无疑是个重大打击，民企投资增速大幅下滑，虽然一部分原因来自国际环境的不景气，但恐怕与国内融资环境的变革关系更大。

我们进一步研究发现中国的高杠杆高负债并非是由于人们经常提到的“货币超发”。相反，我们认为主要原因是中国城市化进程速度快，需要开发大量土地，而中国的土地供应有严重的供需不平衡——发达地区供应过少，欠发达地区供应过多——再加上地方政府土地财政的进一步扭曲，使得发达地区的住宅用地价格过高，而欠发达地区以及工业用地价格过低。在土地的证券化过程中，债务自然会随着地价的上升而急速上升。我们认为在没有让土地供给回归平衡的情况下缩减流动性的供给必然人为地造成经济领域里某些区域流动性或信贷不足。因为民营企业在整个金融体系里一直由于体制原因处于不利地位，当流动性收紧时就自然成了牺牲品。

## 第一部分：投资者情绪指数

2019年前11个月，全球重要股指普遍上涨，其中，沪深300、标普500上涨最多，分别上涨了27.2%和25.3%。上涨集中发生在1~4月，在这段时间里，沪深300、标普500分别上涨了30%和17.5%，其他股指也都发生了不同程度的上涨。在接下来的7个月里，不同股指的走势出现分化，标普500继续上涨6.6%，沪深300则下跌了2.6%。值得关注的是香港恒生指数，其在前4个月里上涨了15%，后7个月下挫11%。

尽管4月以来股市动荡，没有再现年初的牛市光景，期间中美关系起起落落，但投资者的情绪自4月末开始企稳，本期投资者对股票的投资意愿与上期基本持平，对房地产的投资意愿显著下降。受访者对我国未来GDP增速和上市公司净利润增速的预期维持稳定，更重要的是，受访者对中美贸易纠纷有负面影响看法的人数在下降。具体如下：

**受访者对A股走势的看法与上期基本持平。**在本次调查中，61%的受访者认为A股会上涨（散户和金融业分别为64%和53%）。对A股的预期回报率是1.1%（散户和金融业分别为2%和-1.1%）。

**大部分受访者认为A股价格不贵，且与上期相比，认为A股价格偏低人数在增加。**在本次调查中，大概有20.3%的受访者认为A股价格偏低（散户和金融业分别为20.8%和18.9%），比上期提高了2.2个百分点（散户和金融业分别提高了1.9个和3个百分点）；60.6%的受访者认为价格合理（散户和金融业分别为60.7%和60.4%），比上期提高了0.6个百分点（散户提高了2.4个百分点，金融业下降了5个百分点）；认为太贵的比例为19.1%（散户和金融业分别为18.6%和20.7%），比上期下降了2.8个百分点（散户下降了4.3个百分点，金融业上升了2个百分点）。

**受访者认为A股很可能发生（可能性超过50%）大跌的人数比8月底的调查有所提高，但低于年初和4月底调查的结果。**本期有5.2%受访者（散户和金融业分别为5.5%和4.4%），比上期提高了2.4个百分点（散户和金融业分别下降了2.4个和2.5个百分点）。

**受访者对港股走势的看法比上期更加悲观。**在本次调查中，只有30.4%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为31%和28.5%），比上期下降了5.3个百分点（散户和金融业分别下降了4.5和8个百分点）。预期回报率只有

-5.4%（散户和金融业分别为-5.3%和-5.7%），比上期下降了 1.1 个百分点（散户和金融业分别下降了 1 个和 1.5 个百分点）。

**受访者对房价的预期略低于上期。**有 61.2%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 60.7%和 62.9%），比上期下降了 3.8 个百分点（散户和金融业分别下降了 2.1 和 9.3 个百分点）。对房价的预期回报率是 2.6%（散户和金融业分别为 2.5%和 3%），比上期下降了 0.2 个百分点（散户与上期持平，金融业分别下降了 0.9 个百分点）。

**大部分受访者认为我国房价与居民收入水平相比太贵，但发生大跌的概率比较小。**具体来说，本次调查中，69.7%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 70.2%和 68.1%），与上期基本持平。7.3%的受访者认为房价偏低（散户和金融业分别为 6.5%和 9.7%），比上期提高了 1.9 个百分点（散户和金融业分别提高了 1.7 和 2.4 个百分点）。23%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融分别为 23%和 22%），比上期下降了 2.4 个百分点（散户和金融业分别下降了 1.1 个和 6.5 个百分点）。只有 2.3%的受访者认为房价未来很可能发生大跌（散户和金融业分别为 2.3%和 2.5%），比上期下降了 1.1 个百分点（散户和金融业分别下降了 1.2 和 1 个百分点）。

**在本次调查中，投资者的风险投资意愿显著提高，而在保守型的资产里，投资者更加倾向于选择银行理财产品和收益偏稳定的基金，而非债券和贵金属。**我们询问了受访者未来会增加或减少哪类投资品的配置，用增加人数扣除减少人数得到净增加人数再除以总受访人数。本期受访者对股票、债券、银行理财产品和基金净增加人数占比分别为 23%、7.9%、38.3%和 43%，而对房地产、外汇资产以及贵金属的净增加人数占比分别为-1%、-7.6%和-2%。其中，受访者对股票的净增加人数占比比上期提高了 3 个百分点（散户提高了 3.6 个百分点，金融业与上期持平），对房地产的占比比上期下降了 10 个百分点（散户和金融业分别下降了 8 和 16 个百分点）。

**在 8 月底的调查中，投资者对虚拟货币的投资意愿相比以往积极许多，本期这种乐观情绪得到延续。**在本次调查中，65.3%的受访者认为虚拟货币仍有投资价值（散户和金融业分别为 61.9%和 76.3%），比上期上升 1.8 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.5 和 1.5 个百分点），比 4 月底的调查结果上升了 16.2 个百分点（散户和金融业分别提高了 12.5 和 28.1 个百分点）。与此同时，45%的受访者认为区块链应用前景广阔（散户和金融业分别为 44%和 47.8%），比上期提高 1.7 个百分点（散户和金融业分别提高了 1.1 和 3.8 个百分点），比 4 月底的调查结果上升了 8.2 个百分点（散户和金融业分别提高了 7.8 和 6.4 个百分点）。40.7%的受访者认为区块链只能与特定行业结合（散户和金融业分别为

40.8%和 40.6%)，比上期提高 4.2 个百分点(散户提高了 5.8 个百分点，金融业与上期持平)，比 4 月底的调查结果上升了 9.2 个百分点(散户和金融业分别提高了 9 和 11.2 个百分点)。只有 14.3%的受访者认为区块链技术被高估(散户和金融业分别为 15.1%和 11.7%)，比上期降低 5.9 个百分点(散户和金融业分别降低 6.9 和 3.7 个百分点)，比 4 月底的调查结果下降了 17.4 个百分点(散户和金融业分别下降了 16.8 和 17.7 个百分点)。

投资品的选择离不开对经济基本面的判断。**受访者对未来 GDP 增速和 A 股上市公司净利润增速的预期维持稳定**，前者的预期增长率一直维持在 5%左右，后者的本期预期增长率为 9.7% (散户和金融业分别为 9.2%和 11.5%)，与以前相比变化不大。从趋势上看，金融业受访者对 GDP 增速的看法相比散户正趋于悲观。从 2018 年 9 月至今，金融业受访者认为未来 GDP 增速大于 5%的意见占比呈下降趋势，而散户受访者则呈上升趋势。

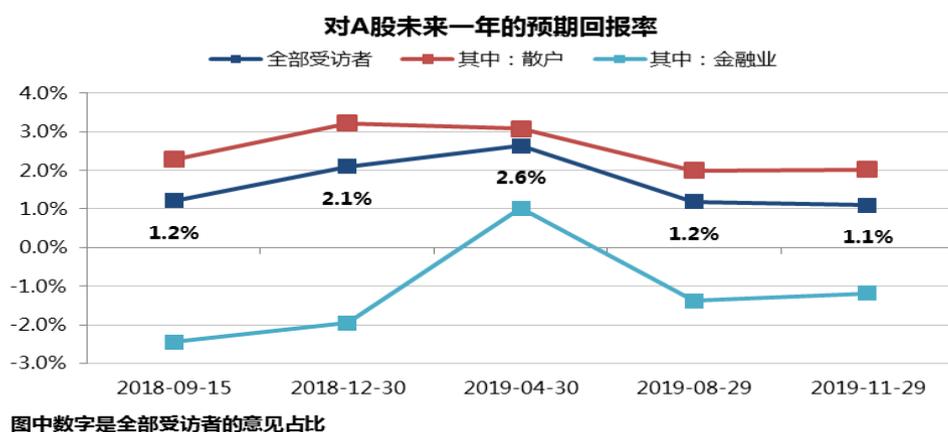
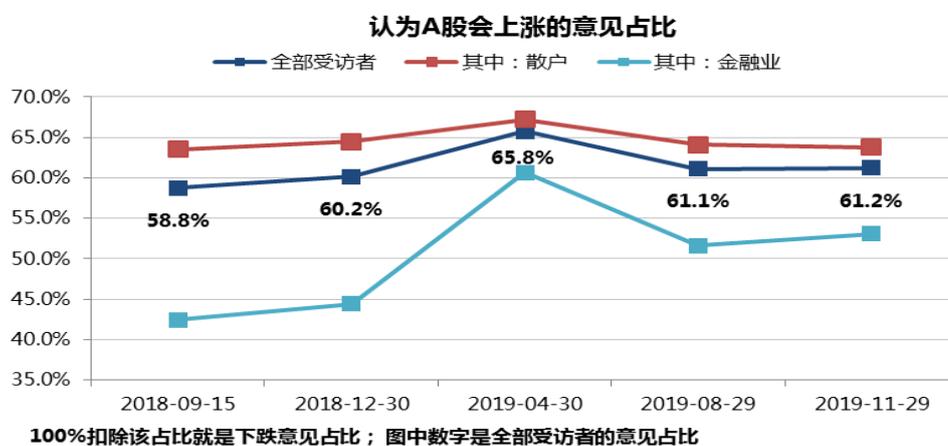
尽管今年以来，受猪肉价格影响，我国 CPI 涨幅较高，但受访者对未来通胀的预期不高，预期通胀率为 2.7%(散户和金融业分别为 2.9%和 2.1%)。同样，受访者对汇率大跌的预期比上期下降。3.7%的受访者认为未来人民币汇率很可能发生大跌(散户和金融业分别为 3.5%和 4%)，比上期下降 2.4 个百分点(散户和金融分别下降了 2.8 和 1.3 个百分点)。

关于中美贸易纠纷对中国经济影响的看法，纵观历次问卷调查结果，受访者的态度有两个明显特征：第一，较多的受访者认为短期负面影响较大，而对长期影响的看法相对分散。平均而言，约 54%的受访者认为该事件对我国短期负面影响较大，约 33%的受访者认为该事件对我国短期没有影响，只有 10%的受访者认为短期有正面影响。而认为长期有负面、正面和没有影响的意见占比分别约 40%、30%和 30%。第二，从趋势上看，认为有短期负面影响和长期负面影响的意见占比均在下降，而认为有长期正面影响的意见占比在提高。具体而言，本期有 52%的受访者(散户和金融分别为 53%和 49%)认为短期有负面影响，比之前 4 次调查的平均值下降 2.1 个百分点(散户基本持平，金融业下降 14 个百分点)，有 34%的受访者(散户和金融分别为 32%和 41%)认为长期有负面影响，比之前 4 次调查的平均值下降 7.4 个百分点(散户和金融业分别下降了 8.9 和 3.2 个百分点)。有 32.5%的受访者(散户和金融分别为 32%和 33.8%)认为长期有正面影响，比之前 4 次调查的平均值提高 4.5 个百分点(散户提高了 6.8 个百分点，金融业下降了 3.9 个百分点)。

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。

## 对股票价格的预期

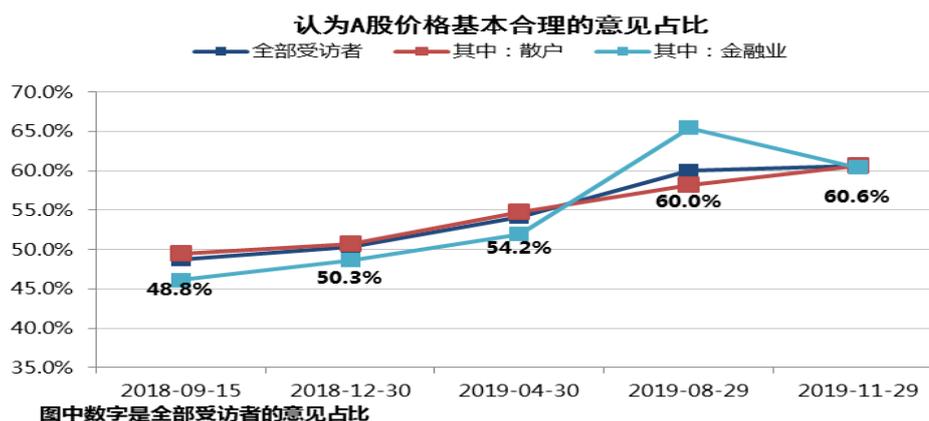
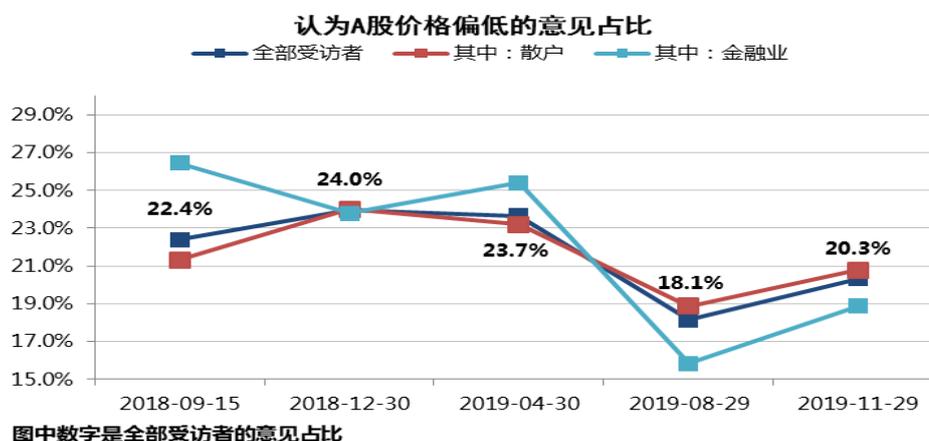
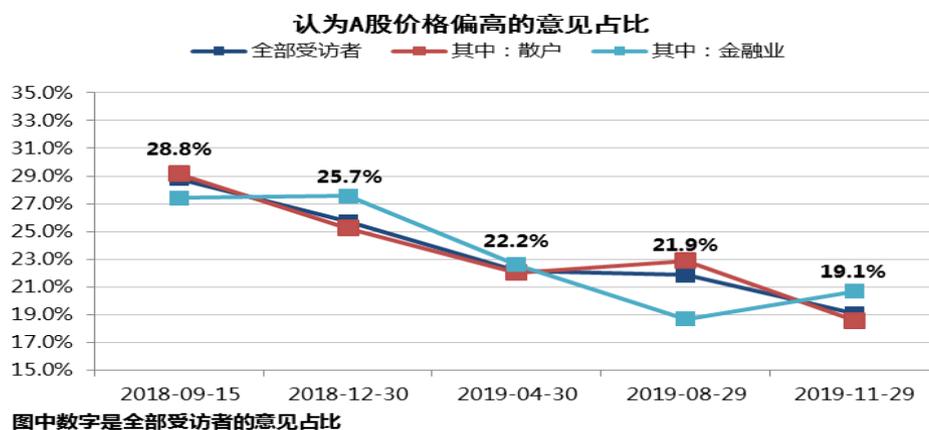
问题 1：在将来的 12 个月，您认为 A 股整体（比如沪深 300）会怎样变化？



本期，全部受访者都对 A 股未来是否会上涨的问题发表了意见，这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

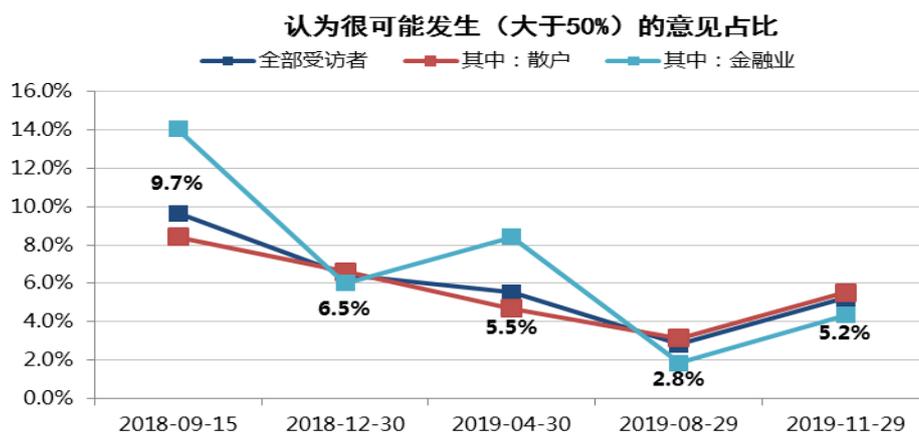
预期回报率=∑ 每个涨幅区间的中位数\*在该区间的意见占比。

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：

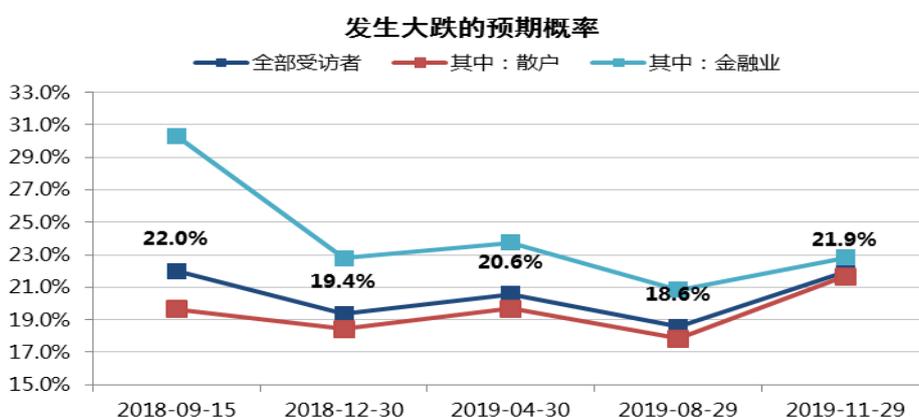


以全部受访者为例，本期有 1.6%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

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?



图中数字是全部受访者的意见占比



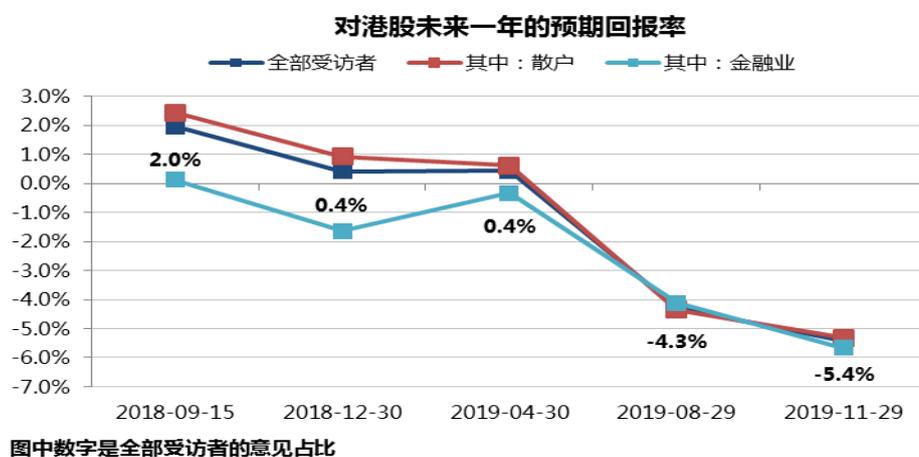
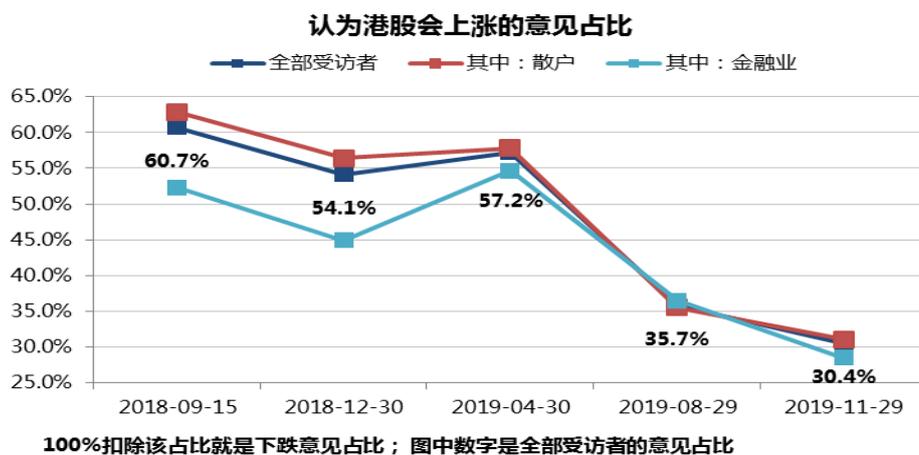
图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例，本期有 1.5%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=∑ 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？

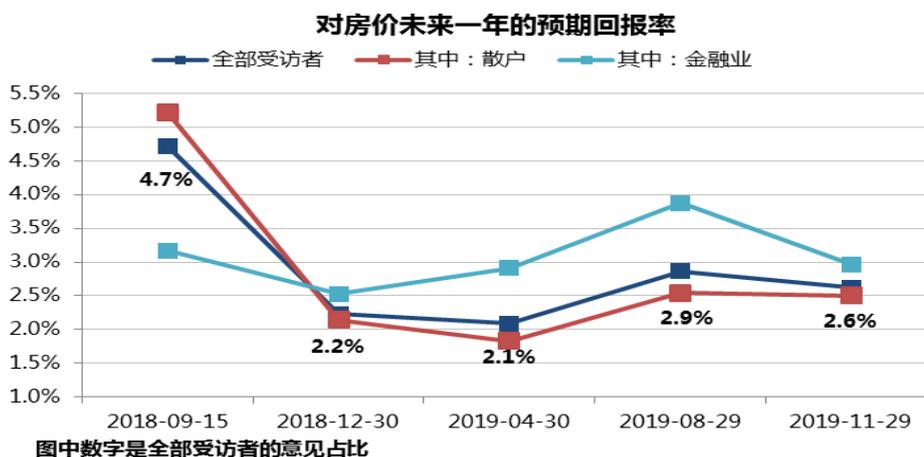
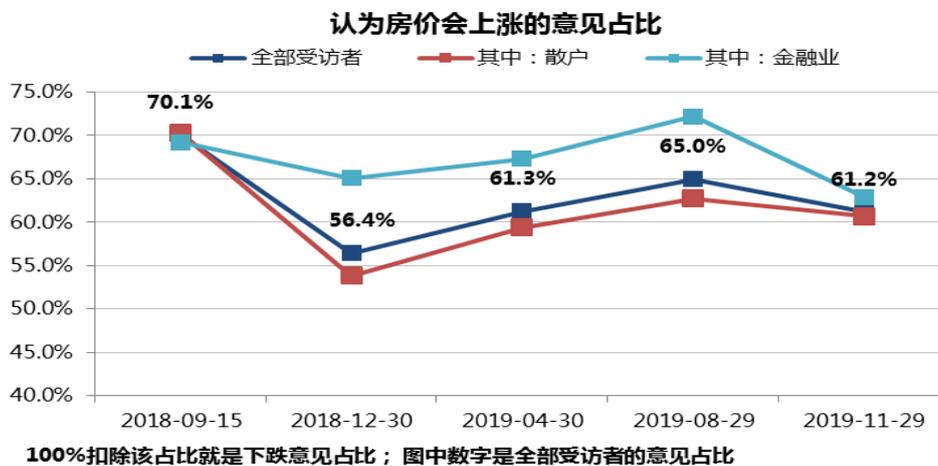


本期，全部受访者都对港股未来是否会上涨的问题发表了意见，这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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

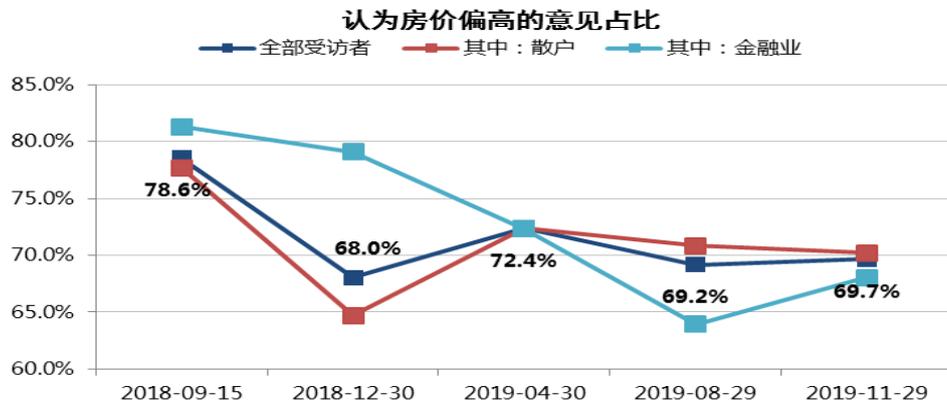
问题 5：在将来的 12 个月，您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化？



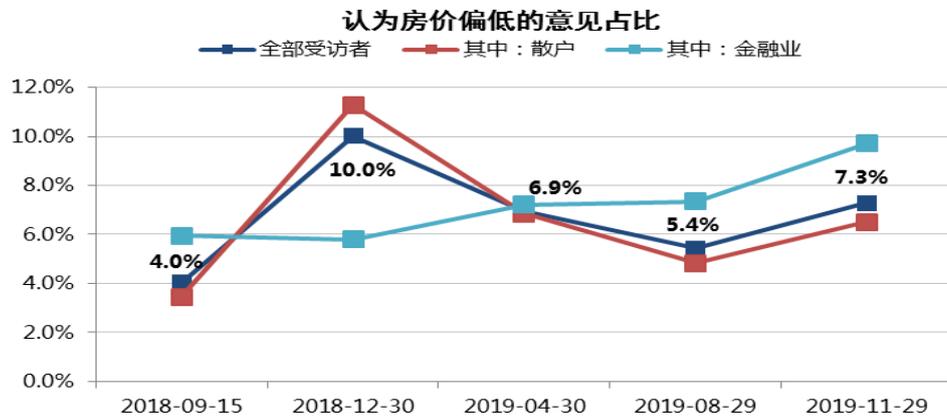
以全部受访者为例，本期有 1.2% 的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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。

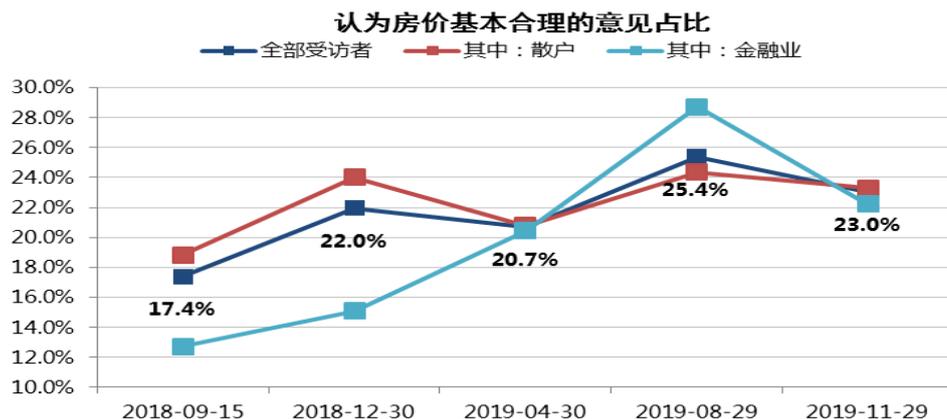
问题 6：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



图中数字是全部受访者的意见占比



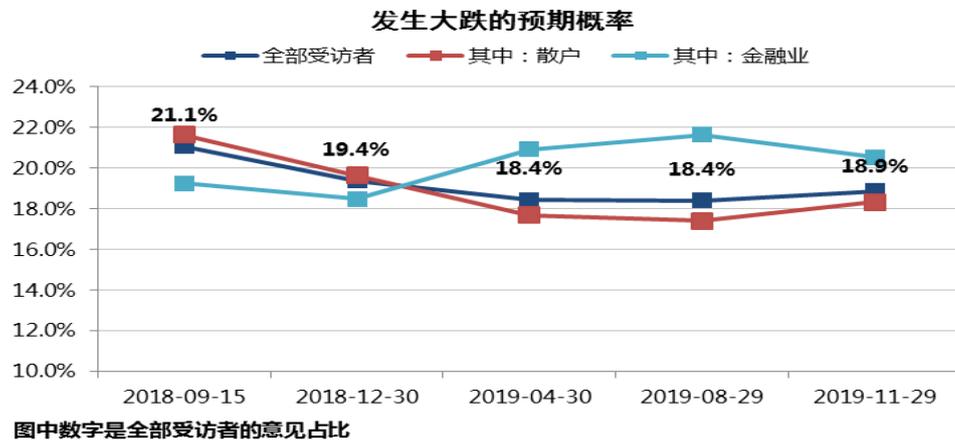
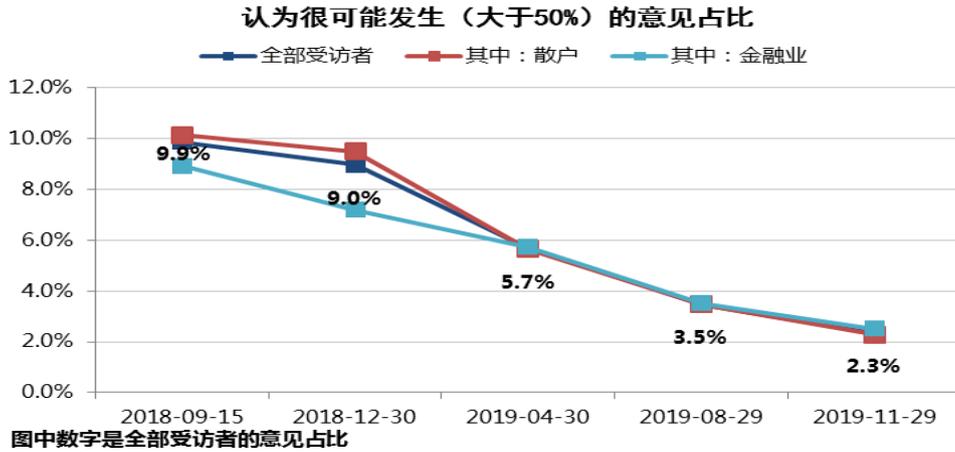
图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例，本期有 1.2% 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？



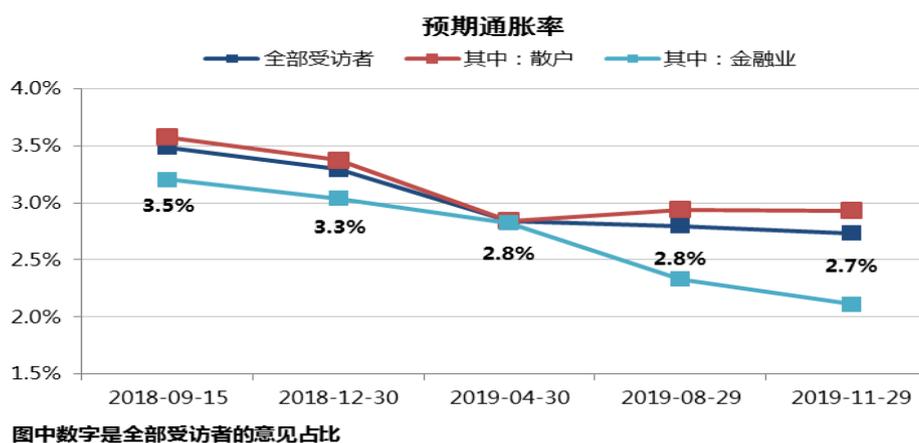
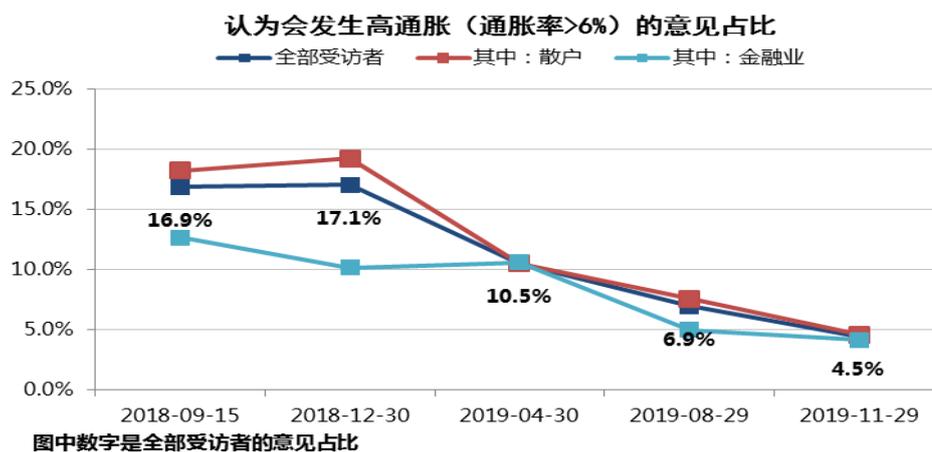
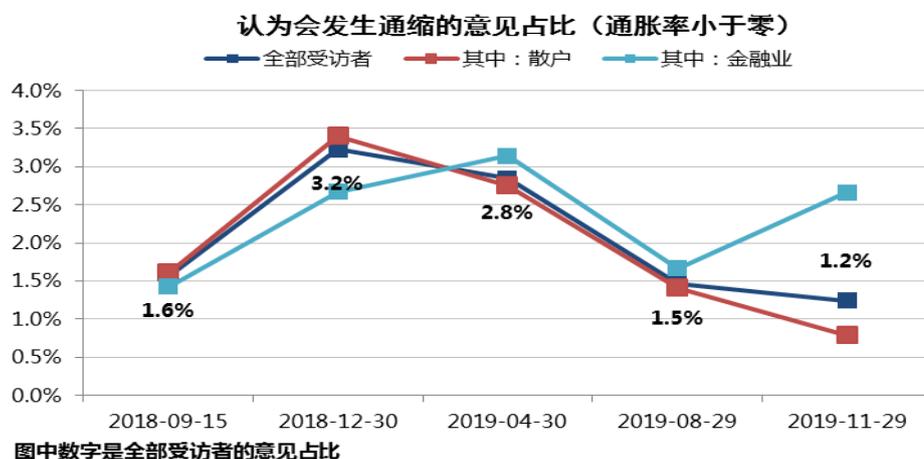
以全部受访者为例，本期有 1.2%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

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=∑ 每个概率区间的中位数\*落在该区间的意见占比。

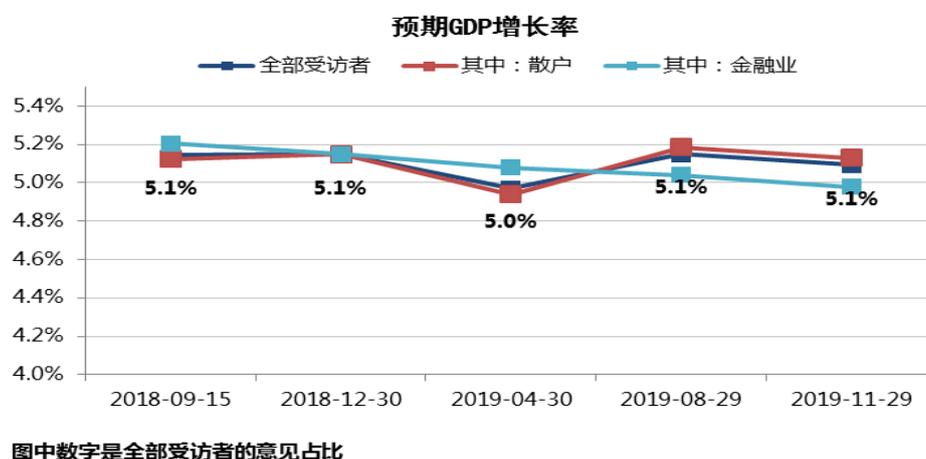
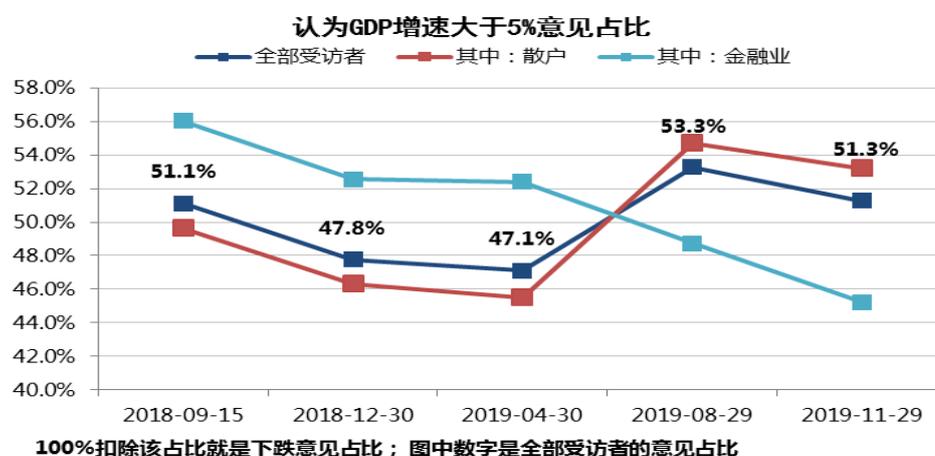
## 对经济基本面的看法

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？



预期通胀率=∑ 每个通胀率区间的中位数\*在该区间的意见占比。

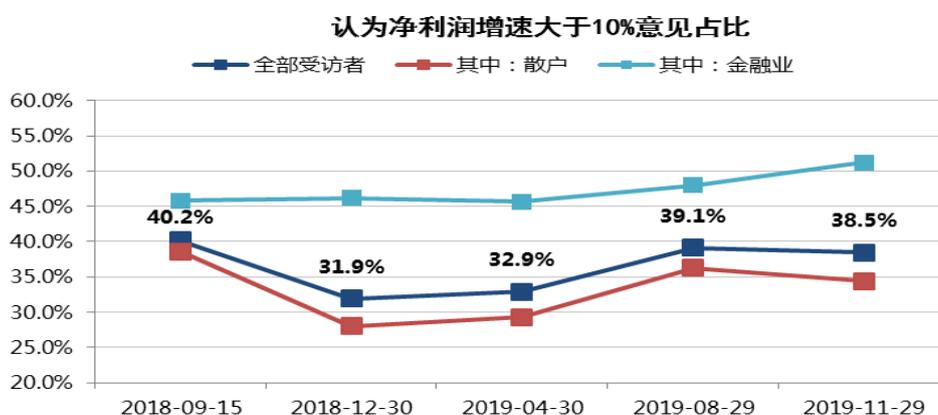
问题 9：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



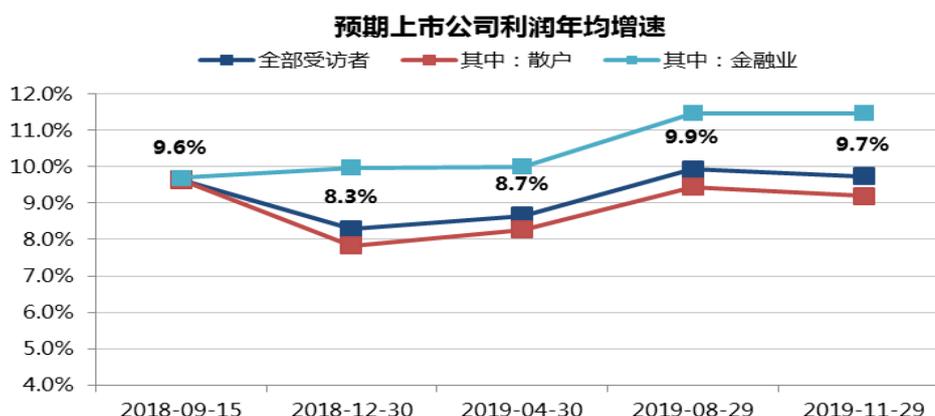
GDP 年均增速是否超过 5%非常重要，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1.4%的受访者对未来增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 5%的意见和小于 5%的意见占比总和为 100%。

预期通胀率=∑ 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？



100%扣除该占比就是下跌意见占比；图中数字是全部受访者的意见占比

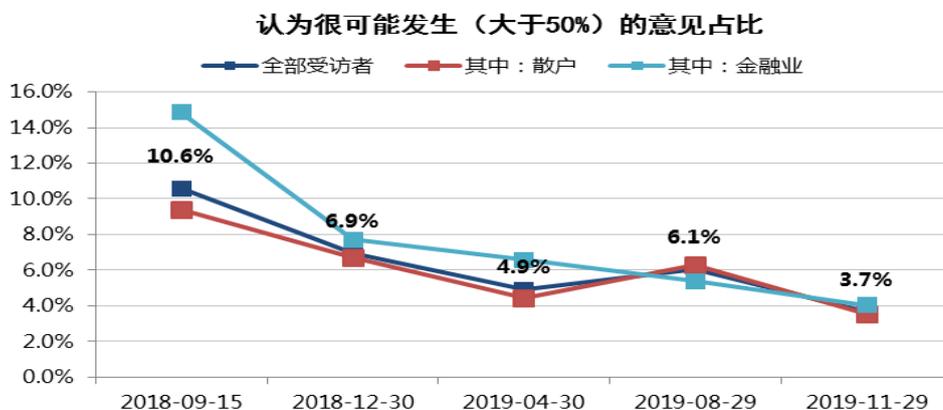


图中数字是全部受访者的意见占比

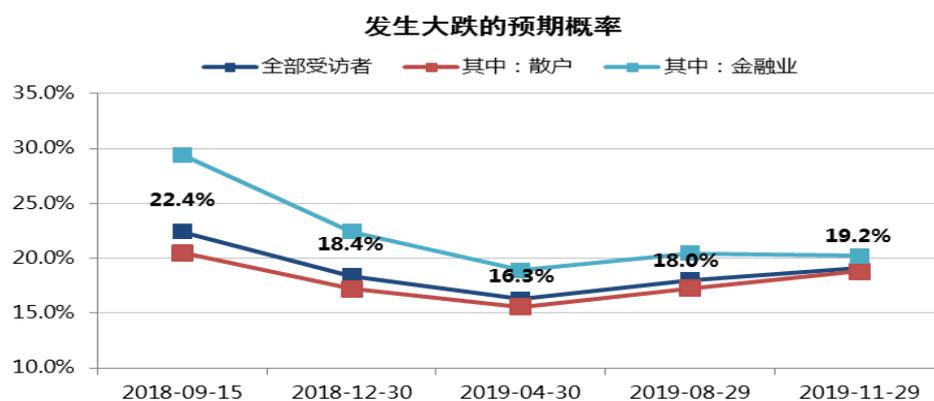
2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 2.2% 的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 10% 的意见和小于 10% 的意见占比总和为 100%。

预期增长率 =  $\sum$  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？



图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

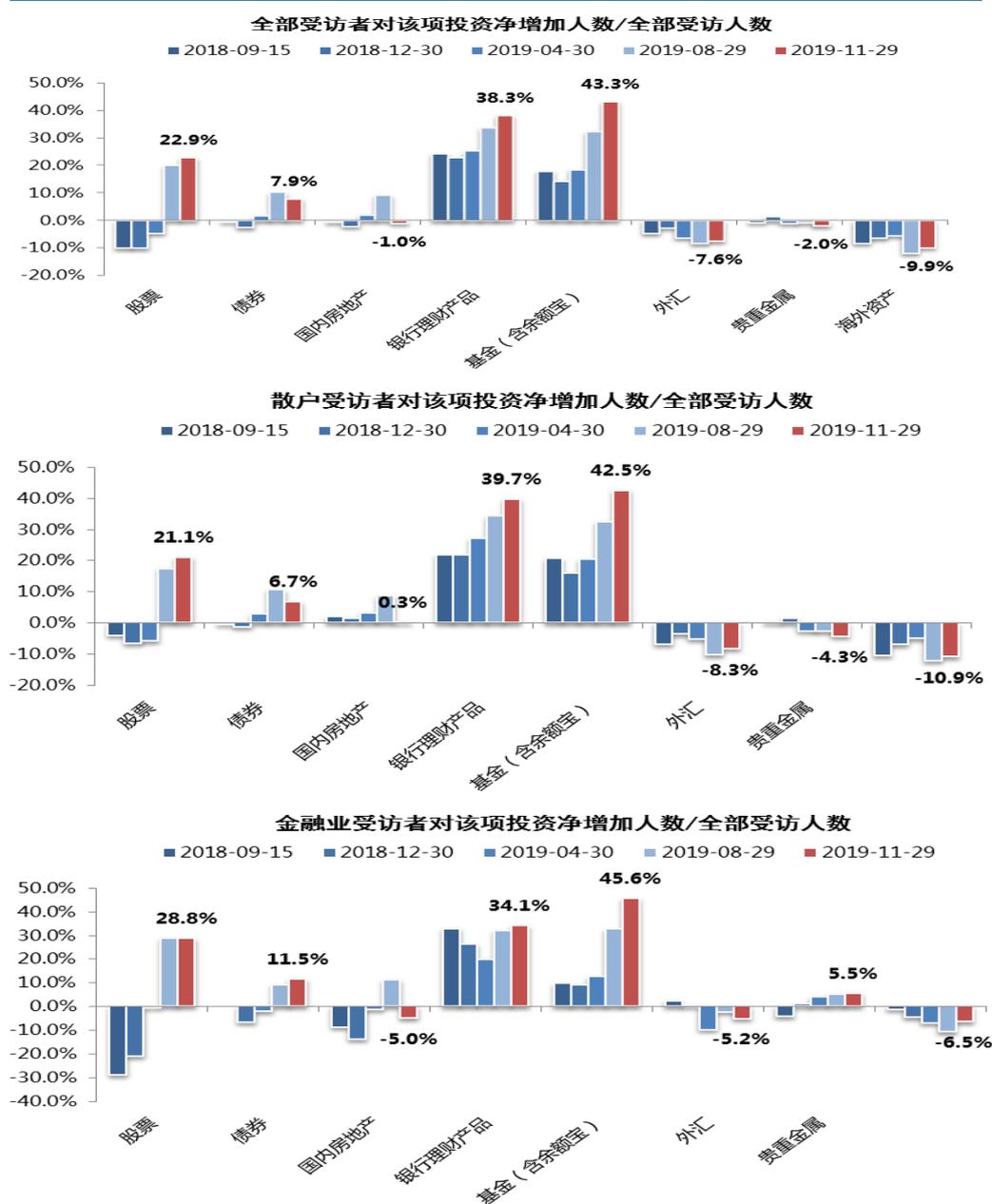
以全部受访者为例，本期有 2.6%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

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=∑ 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？

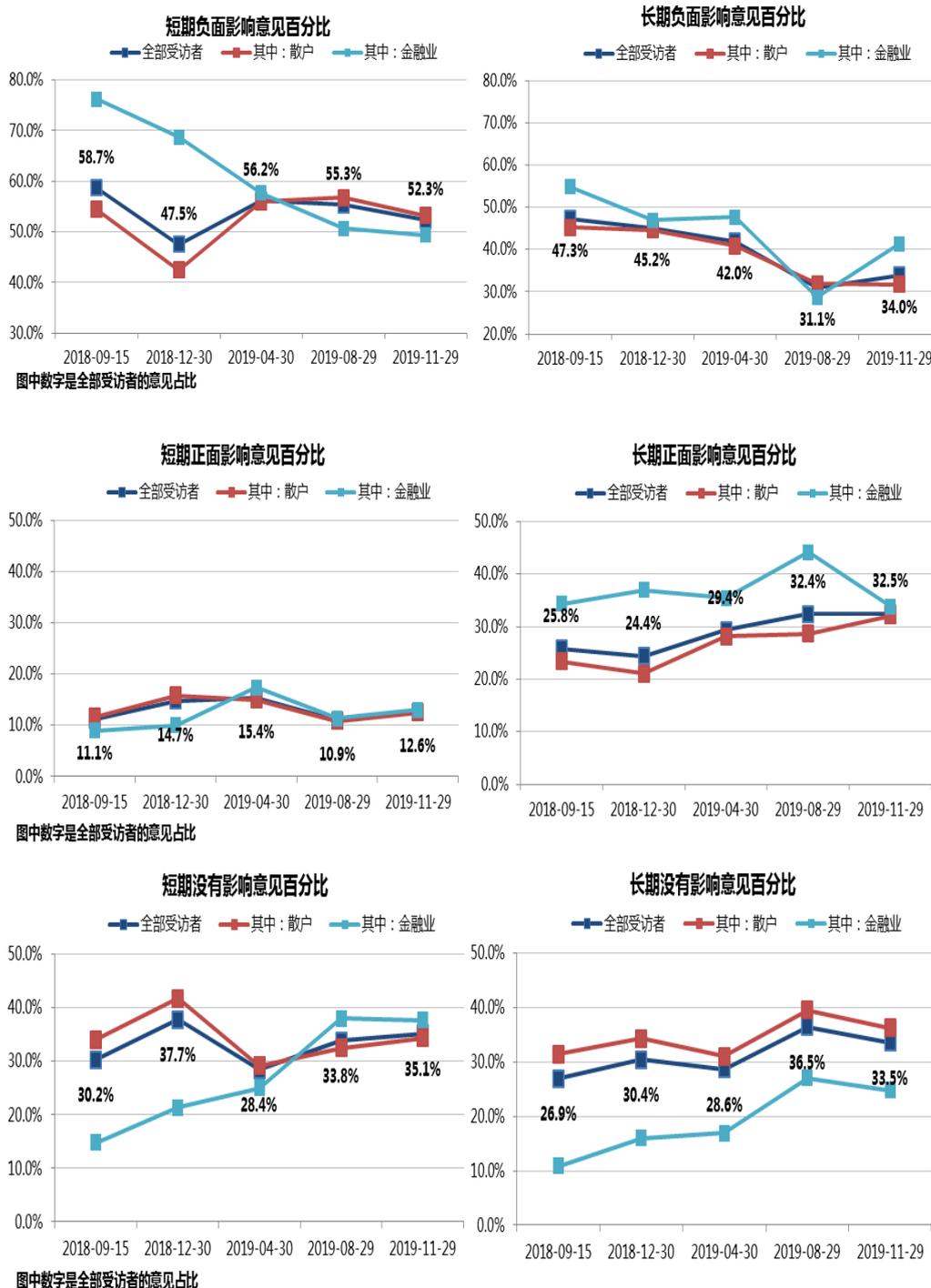


从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金，在统计时，将股票和股票型基金统计在一起。为了与之前的调查保持可比性，图中数字是按照原来的口径统计的结果。如果将股票和股票型基金统计在内，本期对股票的净增加人数占比为 39%。

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 2501 人，而不是除以总意见数，因为该题是多选题。

## 对中美贸易战的态度

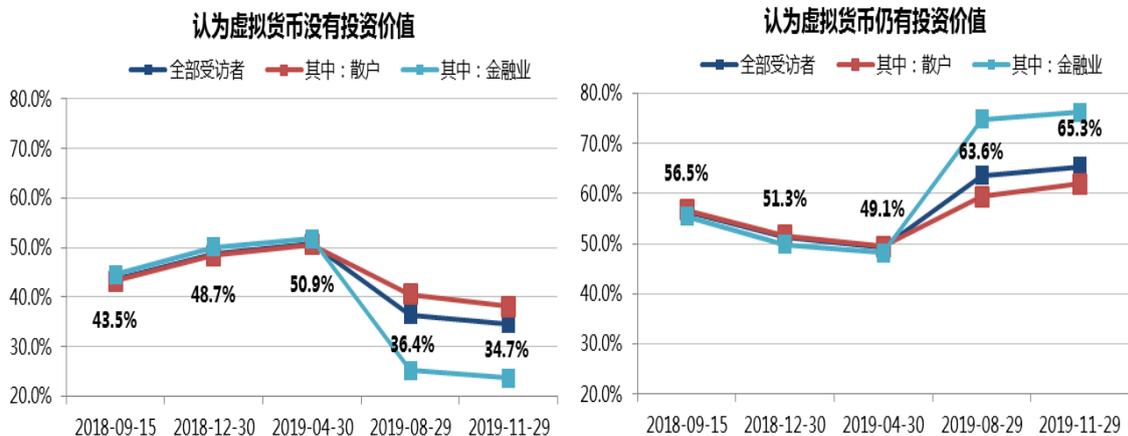
问题 13：如果中国和欧美的贸易关系就此破裂，对中国经济而言，您赞同下列哪些观点



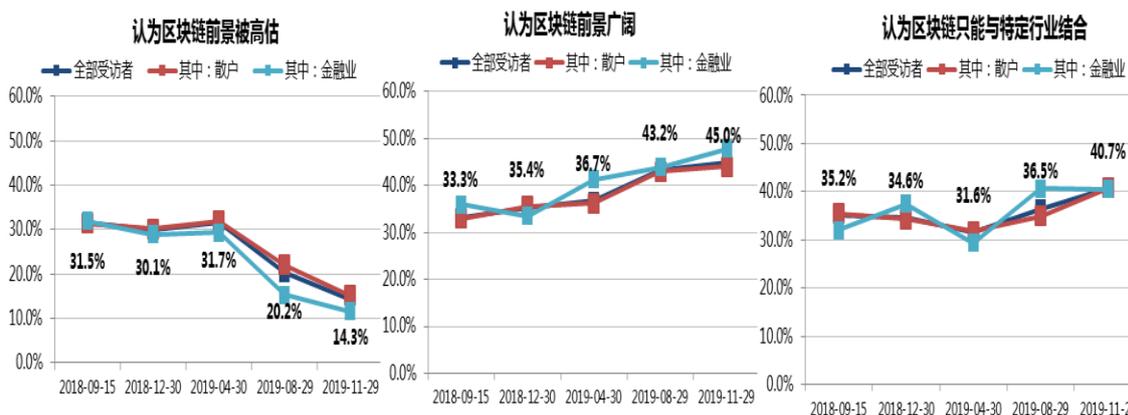
以全部受访者短期意见为例，短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷总人数（2501 人）

## 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？



图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

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（2501 人）

## 第二部分：资产价格及基本面图表分析

### 资产价格水平

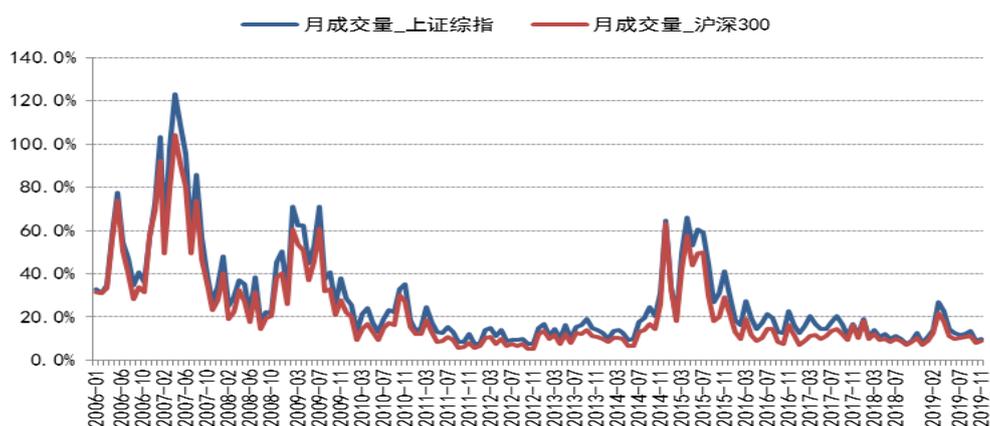
#### 股票价格水平

图 1：2019 年 11 月全球重要股指回报率比较

股指名称	最近1个月回报率	最近6个月回报率	最近1年回报率	最近2年年均回报率	最近3年年均回报率	最近5年年均回报率	最近10年年均回报率
上证综指	-1.9%	-0.9%	11.0%	-7.0%	-4.0%	1.4%	-1.1%
沪深300	-1.5%	5.5%	20.7%	-2.2%	2.7%	6.4%	0.9%
中小板	-0.9%	11.4%	19.8%	-10.2%	-4.1%	1.8%	1.2%
创业板	-0.4%	12.2%	25.2%	-3.0%	-8.6%	1.2%	
恒生指数	-2.1%	-2.1%	-0.6%	-5.0%	5.0%	1.9%	1.9%
标普500	3.4%	14.1%	13.8%	8.9%	12.6%	8.7%	11.1%
日经225	1.6%	13.1%	4.2%	1.2%	8.4%	5.9%	9.6%
富时100	1.4%	2.6%	5.2%	0.1%	2.7%	1.8%	3.5%
法兰克福DAX	2.9%	12.9%	17.6%	0.8%	7.5%	5.8%	8.9%
巴黎CAC40	3.1%	13.4%	18.0%	4.8%	8.9%	6.1%	4.8%
韩国综指	0.2%	2.3%	-0.4%	-8.2%	1.7%	1.1%	3.0%

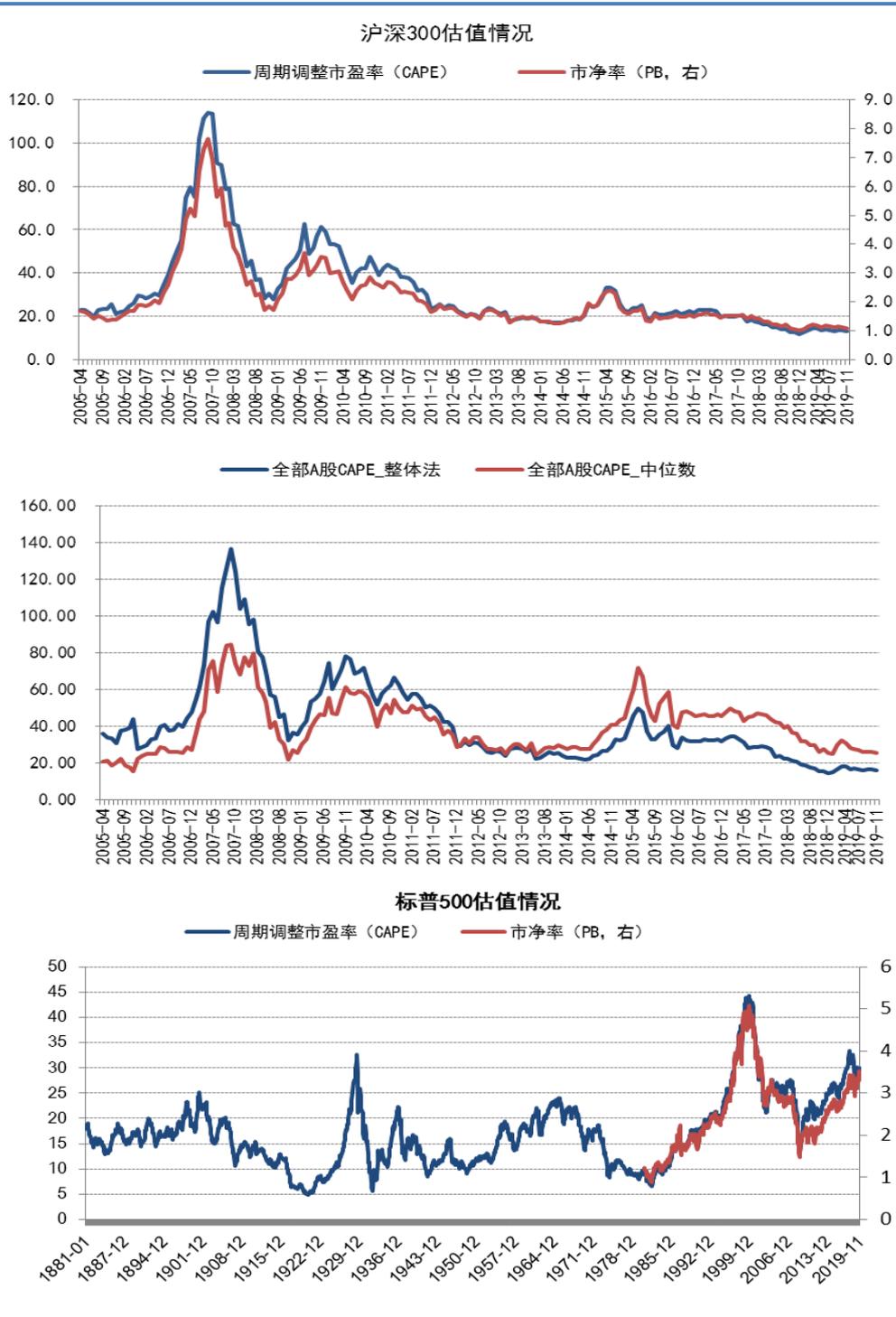
①最近 1 个月指 2019 年 11 月，所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。②数据来源于 Wind 数据库。

图 2：2006 年 1 月至 2019 年 11 月上证综指和沪深 300 月成交量情况



①截至 2019 年 11 月，上证综指和沪深 300 的当月成交市值占总流通市值的比例分别为 9.7%和 8.9%，处于历史低位。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR，成交量占比来自本研究的计算。

图 3: 2005 年 5 月至 2019 年 11 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率 (CAPE) 和市净率 (PB)



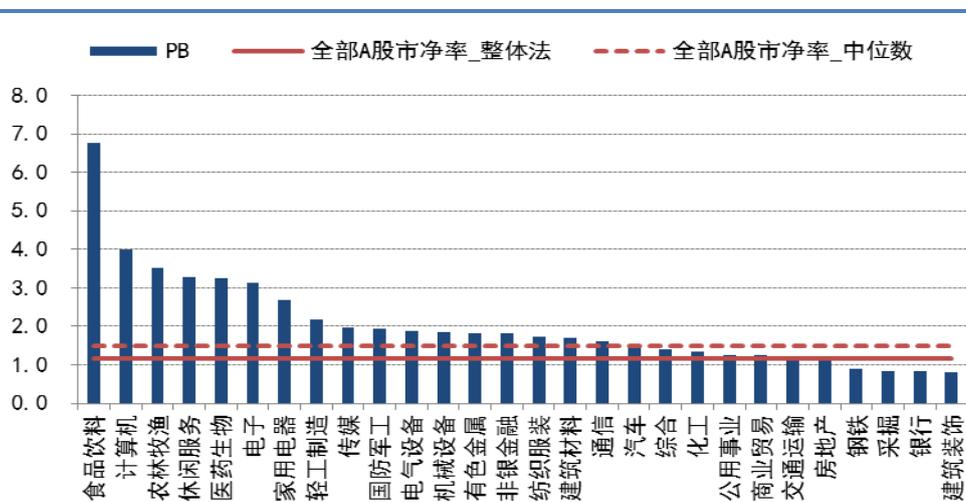
①截至 2019 年 11 月, 我国沪深 300 指数的周期调整市盈率为 13.2 倍, 市净率是 1.1 倍。全部 A 股用整体法计算的 CAPE 为 16 倍, 中位数值为 25 倍。②美国标普 500 指数的周期调整市盈率为 30 倍, 市净率是 3.4 倍。③美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页, 市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR, 周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算, 计算方式请参见报告附表。

图 4：2019 年 11 月中国 A 股上市公司分行业回报率

		最近1个月回报率		最近半年回报率		最近1年回报率		最近5年回报率		最近10年回报率	
最高的5个行业	建筑材料	4.6%	电子	25.4%	食品饮料	68.3%	食品饮料	24.1%	食品饮料	12.1%	
	电子	3.3%	食品饮料	14.4%	电子	46.7%	家用电器	12.3%	家用电器	8.5%	
	钢铁	2.7%	医药生物	10.8%	农林牧渔	45.5%	农林牧渔	6.9%	电子	8.2%	
	电气设备	1.9%	计算机	6.3%	家用电器	31.2%	银行	6.2%	计算机	8.0%	
	汽车	1.0%	家用电器	5.2%	非银金融	24.0%	休闲服务	5.3%	休闲服务	7.0%	
		最近1个月回报率		最近半年回报率		最近1年回报率		最近5年回报率		最近10年回报率	
最低的5个行业	商业贸易	-3.7%	交通运输	-8.3%	商业贸易	-1.4%	商业贸易	-5.3%	商业贸易	-3.5%	
	计算机	-3.9%	商业贸易	-8.3%	纺织服装	-3.8%	采掘	-5.4%	化工	-3.7%	
	非银金融	-4.3%	建筑装饰	-9.9%	钢铁	-10.5%	国防军工	-6.0%	有色金属	-5.2%	
	通信	-4.6%	钢铁	-11.4%	建筑装饰	-11.4%	机械设备	-6.4%	钢铁	-6.5%	
	农林牧渔	-9.3%	采掘	-14.4%	采掘	-14.3%	传媒	-11.6%	采掘	-8.3%	

①该表列示了不同期间 A 股股票回报最高和最低的 5 个行业。所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。②食品饮料和家用电器这两个行业在过去 5~10 年中回报较高，而钢铁、采掘等重工业行业表现较差。③上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

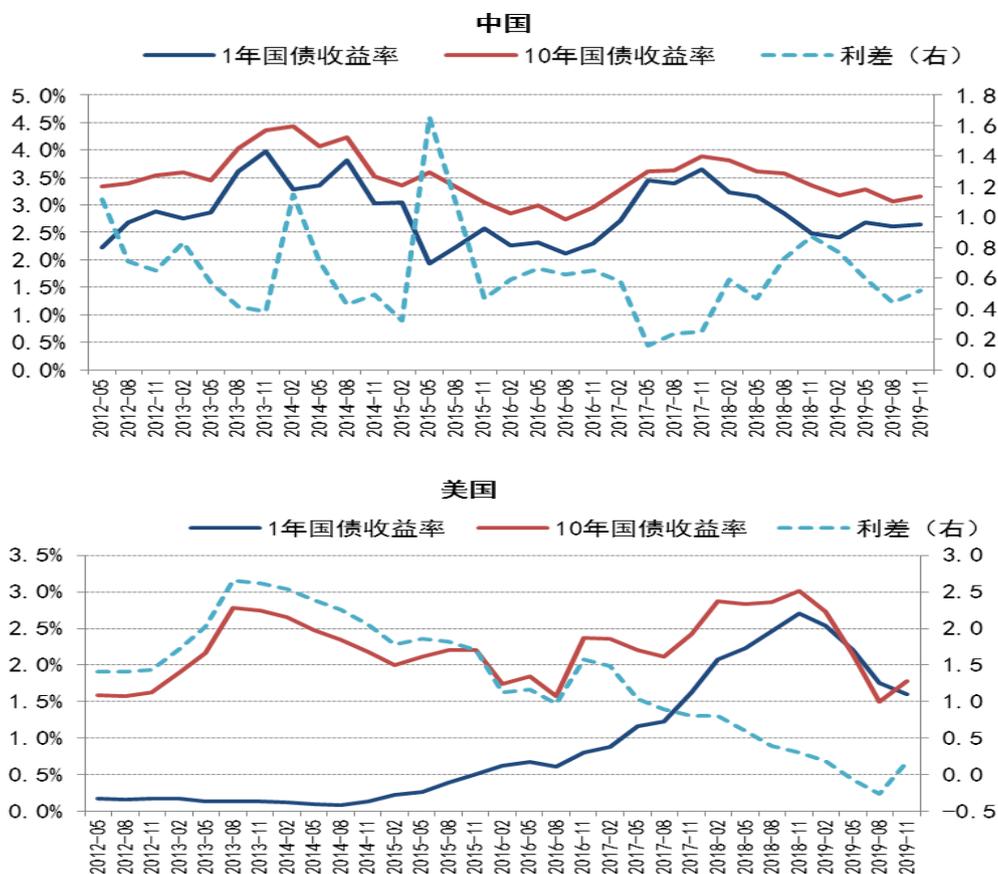
图 5：2019 年 11 月中国 A 股上市公司分行业市净率



上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

## 债券价格水平

图 6：2019 年 11 月中、美、日、欧国债收益率情况

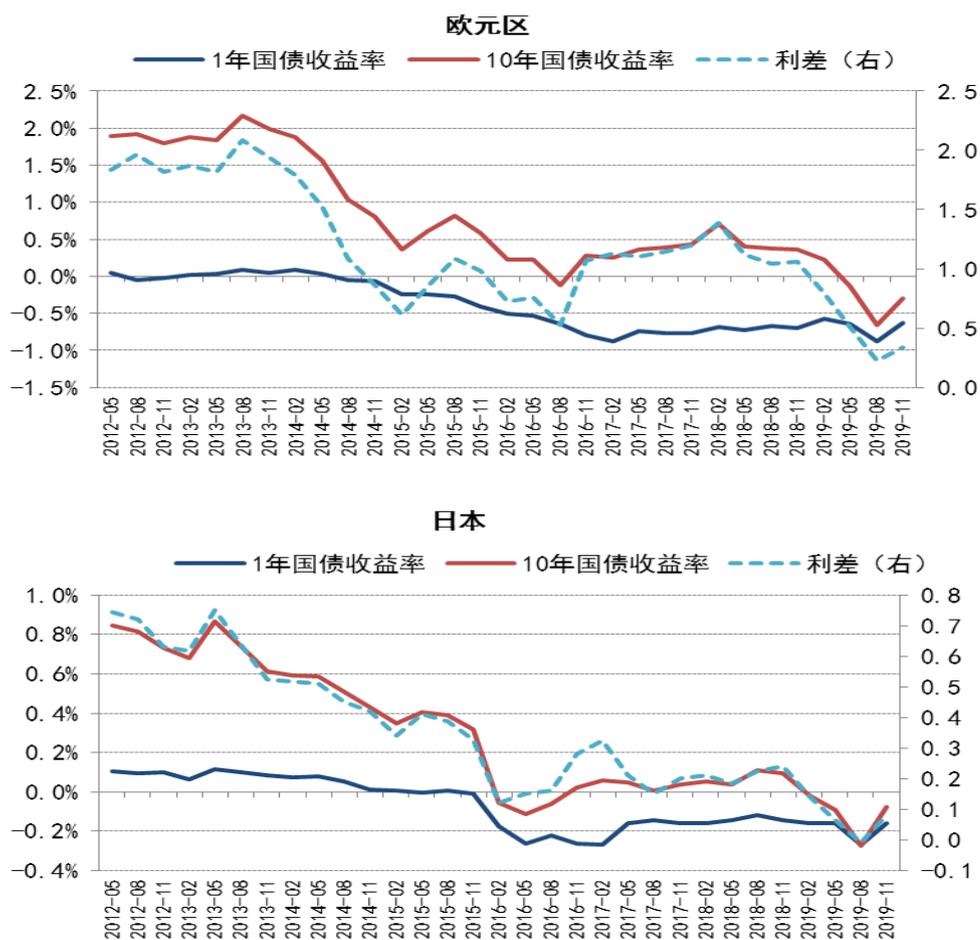


该图列示了中国和美国 1 年期国债收益率和长短期国债利差。数据来源：Wind。

自 2017 年年末开始,我国国债收益率一直处于下滑趋势,1 年期国债收益率从 3.6% 下降至 2.6%, 10 年期国债由 3.9% 下滑至 3.2%。

美国 1 年期和 10 年期国债利率在 2015 年~2018 年间大幅上升,前者从 0.2% 上升至 2.7%, 后者从 2% 上升至 3%。进入 2019 年,美国短期和长期国债利率双双开始下降,并一度出现倒挂,目前短期和长期国债收益率分别为 1.6% 和 1.8%。

图6 (续): 2019年11月中、美、日、欧国债收益率情况



该图列示了日本和欧元区1年国债收益率和长短期国债利差。数据来源: Wind。

欧元区: 长短期国债利率目前都是负值。1年期国债利率, 自2014年6月开始滑入负数区间并持续降低, 目前为-0.6%。10年国债利率自2018年三季度迅速下降, 目前为-0.3%。

日本长短期国债利率目前都是负值。日本1年期国债利率, 自2015年末开始滑入负利率区间, 一直持续至今, 目前为-0.2%。10年国债利率自2018年三季度下滑显著, 目前为-0.1%。

图 7：2019 年 11 月我国不同类型债券的到期收益率与 1 年国债的利差

债券类型	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
1年国债	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5
1年地方债 (AAA)	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2		0.4	0.3	
1年铁道债	0.5	0.6	1.1	1.2	1.2	1.5	1.0	1.0	0.9	1.1
1年商业银行普通债 (AAA)	0.4	0.6	1.0	1.3	1.1	1.4		1.0	0.9	
1年商业银行普通债 (AA)	0.7	1.0	1.3	1.5	1.4	1.7		1.3	1.3	
利差 1年商业银行普通债 (A)	1.9	1.6	2.0							
1年企业债 (AAA)	0.6	0.7	1.2	1.2	1.2	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2
1年企业债 (AA)	0.8	0.9	1.6	1.6	1.7	2.2	2.2	1.5	1.6	1.9
1年企业债 (A)	6.8	6.9	7.5	5.7	5.8	5.2	4.7	6.6	6.5	5.7
1年城投债 (AAA)	0.6	0.7	1.2	1.2	1.4	1.7	1.6	1.2	1.1	1.4
1年城投债 (AA)	0.8	0.9	1.5	1.3	1.6	2.6	2.5	1.5	1.5	2.0
基准收益率 1年国债	2.6	2.7	2.5	2.3	3.0	2.9	1.5	2.9	2.7	2.8

①目前，我国 1 年期 A 级企业债与 1 年国债利差达到 6.8 个百分点，其他种类债券与 1 年国债的利差水平相差基本不大，平均在 1 个百分点左右。②虚线以左的数字指在该期末不同类型债券的到期收益率与 1 年国债的收益率差。虚线以右的数字是该段时间内的平均利差。③表最末行列示了相同期间 1 年期国债的到期收益率。④表中所有数字均为百分比，数据来源：Wind

## 大宗商品价格水平

图 8：2019 年 10 月大宗商品价格变动

	最近1个月 价格变动	最近半年价 格变动	最近1年价 格变动	最近5年价 格变动	最近10年价 格变动
原油	-4.6%	-16.5%	-25.4%	-7.8%	-2.5%
澳大利亚煤	4.8%	-20.6%	-36.6%	1.6%	-0.3%
美国天然气	-9.6%	-11.9%	-29.1%	-9.2%	-5.3%
欧洲天然气	20.3%	2.7%	-42.5%	-12.3%	-4.0%
日本天然气	-6.6%	-1.2%	-13.0%	-8.6%	1.1%
食品	2.5%	0.4%	-0.1%	-2.8%	-0.8%
铝	-1.6%	-6.5%	-15.0%	-2.4%	-0.8%
铁矿石	-4.9%	-5.5%	20.6%	1.8%	0.2%
铜	0.0%	-10.6%	-7.4%	-3.1%	-0.9%
黄金	-1.0%	16.2%	23.0%	4.1%	3.7%
美国通胀	0.2%	0.7%	1.8%	1.6%	1.8%



表列示的是各类大宗商品价格在不同期间的名义涨跌幅，表的最后一行是同期美元通胀率。下图中黄金、原油和铁矿石的价格，是以 2019 年 10 月的价格为基准，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。数据来源：世界银行。

大约从 2011 年开始，黄金、铁矿石、原油、煤等大宗商品价格下跌并一直持续到 2016 年。2017 年，各类大宗商品价格开始回升，与此同时，全球经济也同步回暖。然而，好景不常，2018 年下半年开始，原油和煤炭价格又开始下滑，铁矿石价格期间一度逆势上涨，但自 2019 年下半年开始也加入下跌行列。在此期间，只有黄金价格大涨，这是全球避险情绪增强的结果。

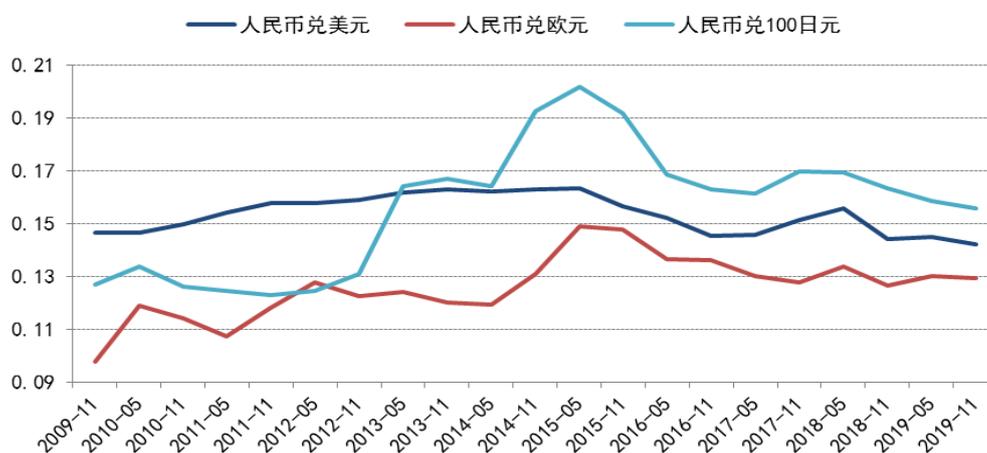
中国是全球最大的煤炭生产国和消费国，2018 年我国煤炭产量和消费量占全球的比重分别是 46%和 50%，自 2011 年开始，我国煤炭产量和消费量迅速萎缩，2011~2018 年年均增速分别为-0.2%和-0.1%。在此背景下，国际煤炭价格从 155 美元（2011 年 1 月）下滑至 54 美元（2016 年 2 月），此后逐渐回升至 116 美元（2018 年 6 月），2018 年下半年开始再次下滑，目前是每吨 69 美元。

铁矿石的价格同样受中国影响较大。2018 年，我国对铁矿石的消费量占全球 56%，中国粗钢产量（粗钢生产需要消耗铁矿石）自 2011 年开始显著下降，2011~2016 年年均增速只有 3%，2017 年开始粗钢产量增速开始提高，国际铁矿石价格从 209 美元（2011 年 1 月）下降至 85 美元（2016 年 12 月），目前是 88 美元。不过，从 2019 年下半年开始，粗钢产量又出现明显下滑。

## 主要货币汇率水平变动

图 9：2019 年 11 月人民币兑主要货币汇率的变动

货币种类	最近1个月 变动率	最近6个月 变动率	最近1年 变动率	最近2年年 均变动率	最近3年年 均变动率	最近5年年 均变动率	最近10年年 均变动率
人民币兑美元	0.3%	-1.9%	-1.3%	-3.1%	-0.7%	-2.7%	-0.3%
人民币兑欧元	1.6%	-0.7%	2.0%	0.5%	-1.8%	-0.3%	2.8%
人民币兑100日元	1.0%	-1.8%	-4.7%	-4.2%	-1.5%	-4.1%	2.1%
人民币兑英镑	0.3%	-4.1%	-2.3%	-1.2%	-1.7%	1.2%	2.2%
人民币兑港币	0.2%	-2.1%	-1.2%	-3.0%	-0.4%	-2.5%	-0.2%
人民币兑加元	1.2%	-3.4%	-1.3%	-1.5%	-1.0%	0.4%	2.0%
人民币兑澳元	2.3%	0.3%	6.7%	2.5%	2.7%	1.9%	2.8%

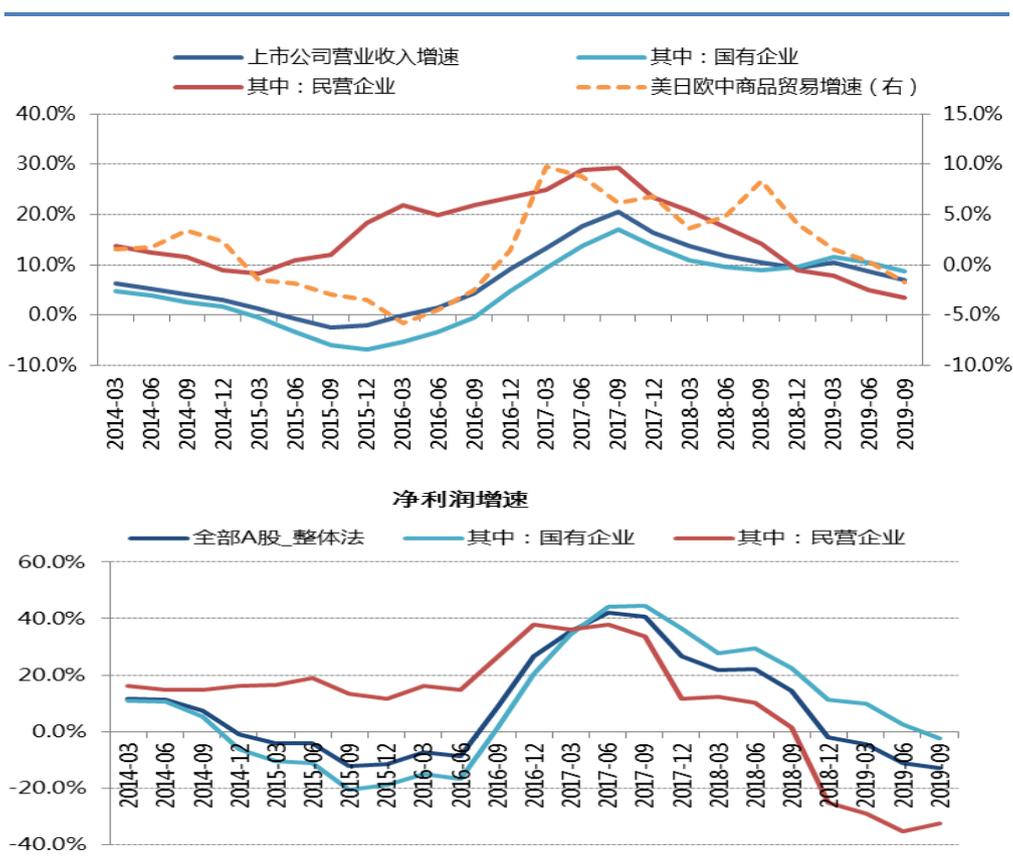


①表列示的是人民币兑主要货币汇率在不同期间的涨跌幅；下图是近 5 年来人民币兑美元、欧元和日元的汇率水平。②自 2018 年下半年以来，人民币兑美元、日元、欧元一直处于贬值趋势。③数据来源：Wind

## 中国上市公司基本面分析

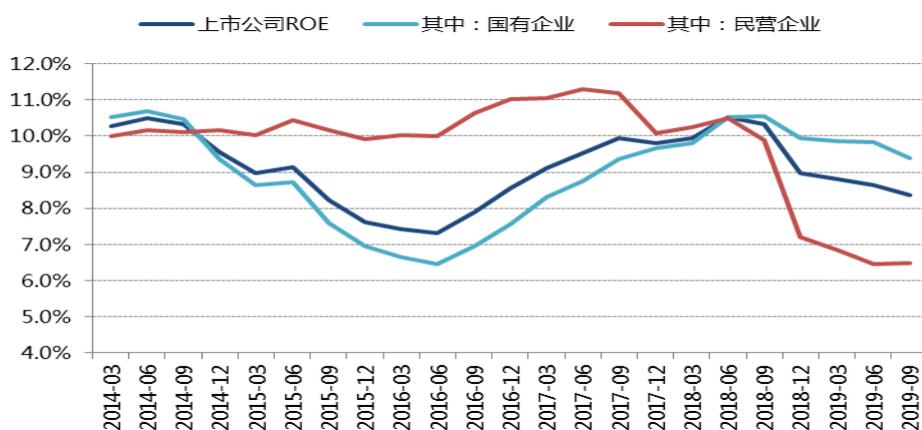
该部分我们分析我国 A 股上市公司的财务信息，所有数据均更新至 2019 年一季度。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。由于国有企业规模较大，从而权重较大，这使得全部上市公司的整体表现更接近国有企业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 10：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速（剔除通胀）



①2017 年三季度至 2019 年三季度，上市公司营收增速明显下滑，特别是民营企业。营收增速的下降应该与国际贸易低迷有关，2018 年，民营经济在出口总额中的占比为 60%，美国、日本、欧盟和中国四地商品贸易总额增速自 2018 年年中大幅下滑。与此同时，上市公司净利润增速也大幅下滑。②截至 2019 年三季度，用整体法计算的上市公司净利润同比增速为-12.8%，其中，国有企业为-2.2%，民营企业为-32.3%。用中位数法计算的上市公司净利润同比增速为-11.5%，其中，国有企业为-3.7%，民营企业为-17.5%。③营收和净利润增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀率。

图 11：中国 A 股上市公司 ROE

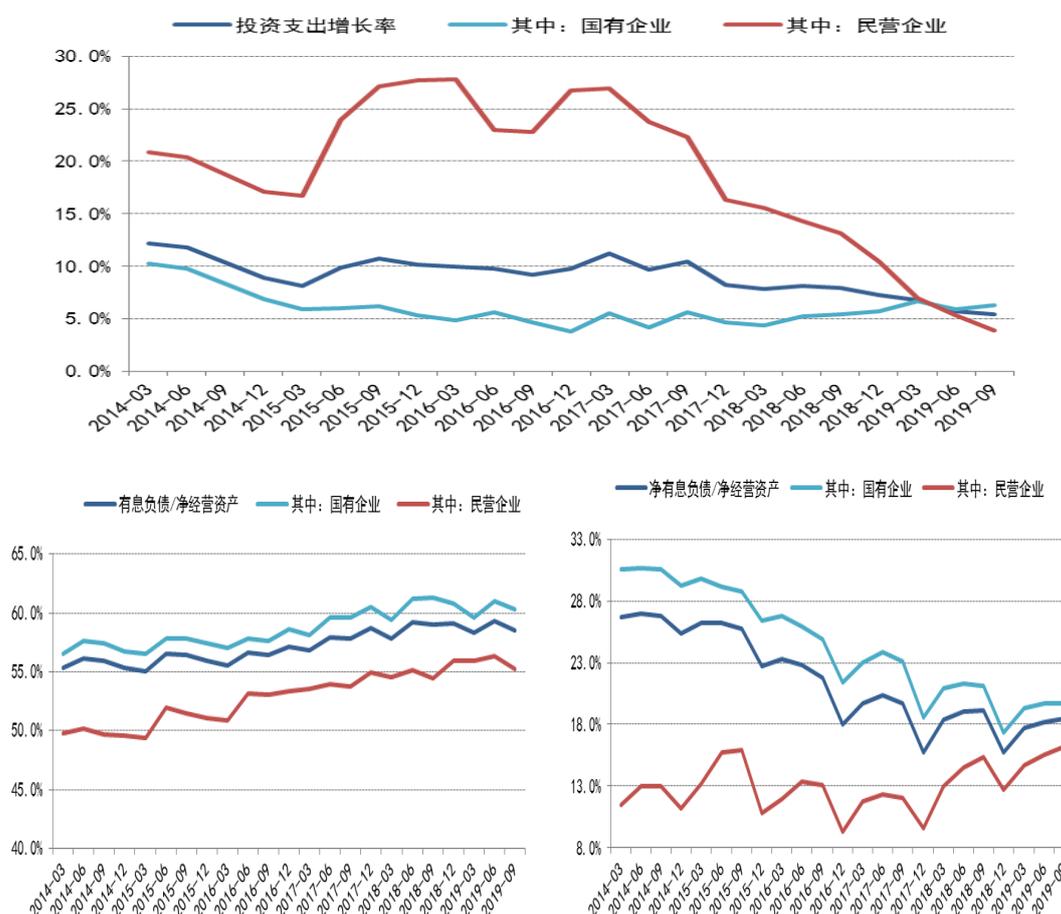


与净利润的增速趋势一致，A 股上市公司 ROE 也出现下滑，截至 2019 年三季度，全部 A 股 ROE 为 8.4%，其中，国有企业为 9.4%，民营企业为 6.5%。

图 12：中国 A 股上市公司分行业 ROE

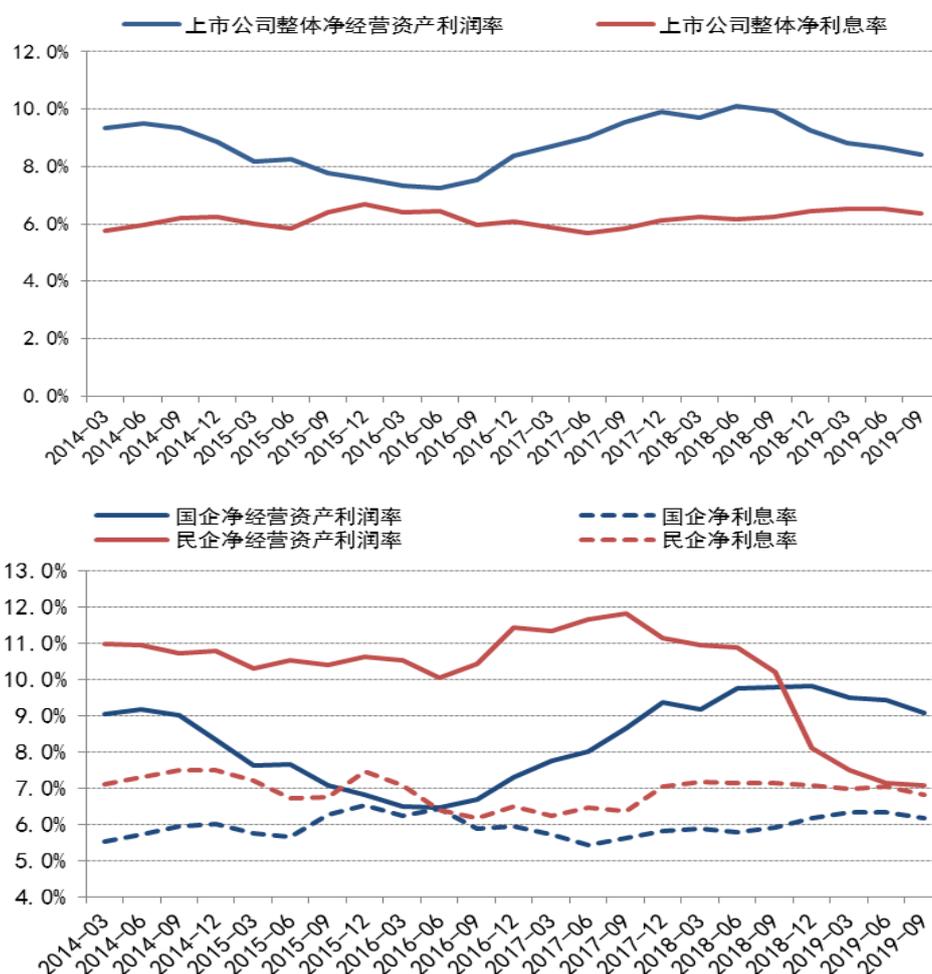
行业名称	ROE_2019年9月			行业名称	ROE_2019年9月		
	当前水平	最近5年平均值	最近10年平均值		当前水平	最近5年平均值	最近10年平均值
食品饮料	22.0%	18.7%	21.3%	采掘	7.3%	5.9%	10.5%
建筑材料	16.8%	11.1%	12.3%	计算机	7.3%	11.6%	11.3%
家用电器	15.0%	17.7%	16.9%	公用事业	7.3%	10.8%	9.8%
房地产	14.1%	13.9%	14.2%	农林牧渔	7.2%	6.4%	7.2%
非银金融	13.3%	12.9%	12.8%	轻工制造	7.1%	8.4%	7.4%
银行	13.0%	16.4%	19.1%	纺织服装	6.6%	9.4%	10.0%
建筑装饰	11.2%	12.4%	12.6%	机械设备	6.3%	6.3%	9.9%
休闲服务	10.8%	10.3%	10.0%	电气设备	4.2%	7.3%	9.3%
医药生物	10.4%	12.7%	14.2%	有色金属	3.4%	3.9%	5.0%
钢铁	10.4%	4.4%	3.5%	电子	3.2%	6.6%	5.6%
商业贸易	8.6%	7.7%	9.7%	国防军工	2.9%	2.0%	5.6%
交通运输	8.4%	9.1%	9.1%	通信	1.3%	4.2%	6.3%
汽车	7.9%	14.5%	17.2%	综合	-0.9%	5.5%	5.1%
化工	7.4%	8.4%	10.1%	传媒	-3.0%	8.6%	8.9%

图 13：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及负债情况



①投资支出增长率是净经营资产增长率。2017 年二季度之前民营企业投资支出增速远高于国有企业，二季度开始大幅下滑，目前已经低于国有企业。②民营企业净经营资产增速大幅下降，有息负债占净经营资产比重比较稳定，说明有息负债增速也在大幅下滑，这与表外融资收缩有关。③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 股上市公司税前利润与利息负担

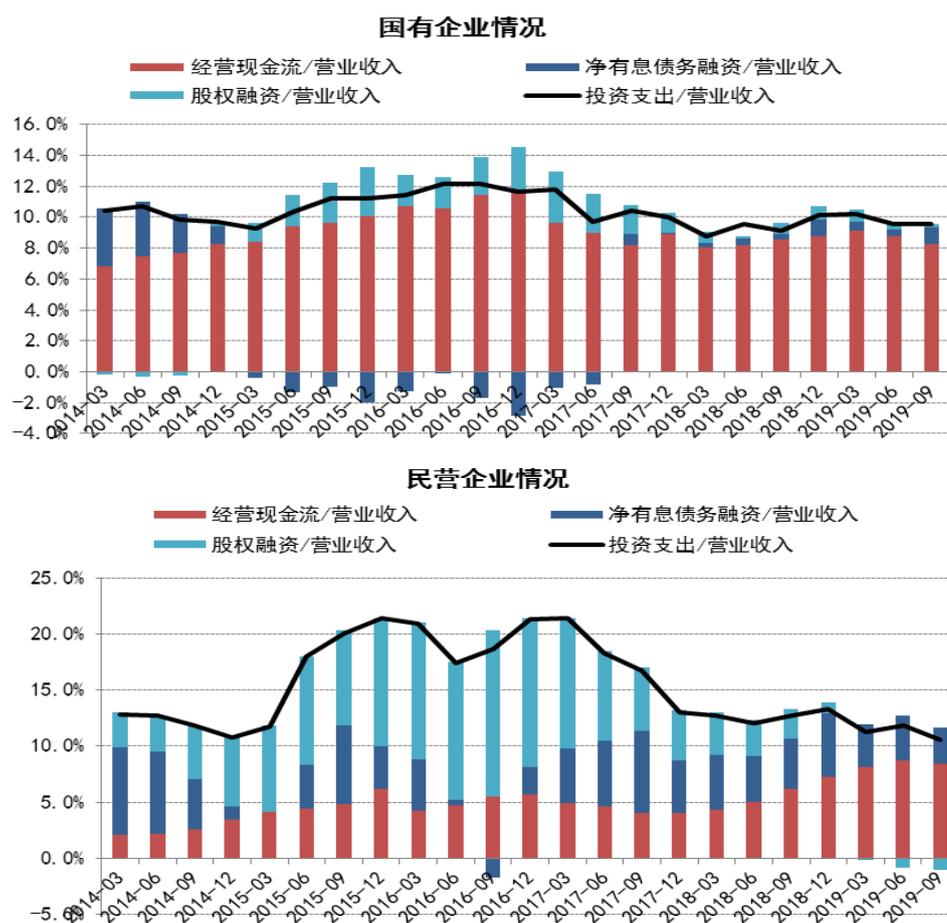


2017 年以前，民营企业的净经营资产利润率显著高于国有企业，2014~2017 年平均高出 3 个百分点，2017 年以后，民营企业的净经营资产利润率下滑严重，目前国企和民企的净经营资产利润率分别为 9.1%和 7.1%。

然而，民营企业利息负担显著高于国企，2014~2017 年，民营企业净利息率平均高出国企 3.1 个百分点，2017 年以后，民营企业的净利息率大幅下降，目前国企和民企的净利息率分别为 6.2%和 6.8%。

目前民营企业的经营差异率（净经营资产利润率-净利息率）几近为零。

图 15：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。

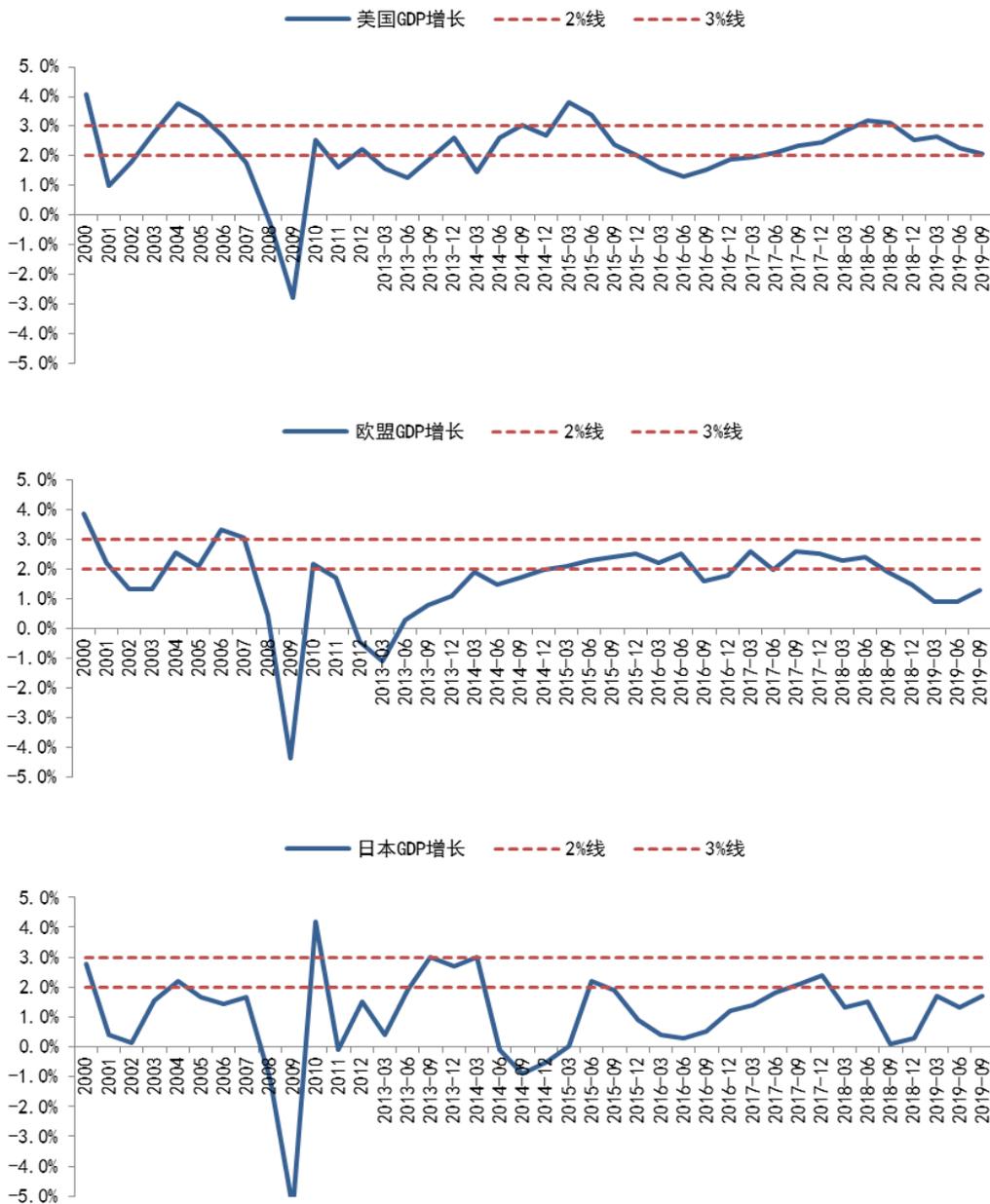
2014 年至 2017 年，民企投资支出占营业收入平均为 16.7%，显著高于国企，国企平均为 10.7%。在投资资金的来源方面，民企主要依赖外部融资，2014 年至 2017 年，经营现金流、债权融资、股权融资占营业收入平均为 4.2%、4%和 8.5%，相比而言，国企投资所需的资金非常充沛，仅经营现金流占营业收入平均为 9.1%。

2017 年以来，国企和民企的投资趋势出现分化，国企投资支出占营收比较稳定，保持在 10%左右，而民企大幅下滑，从 21%下滑至目前的 10.6%。

# 宏观基本面分析

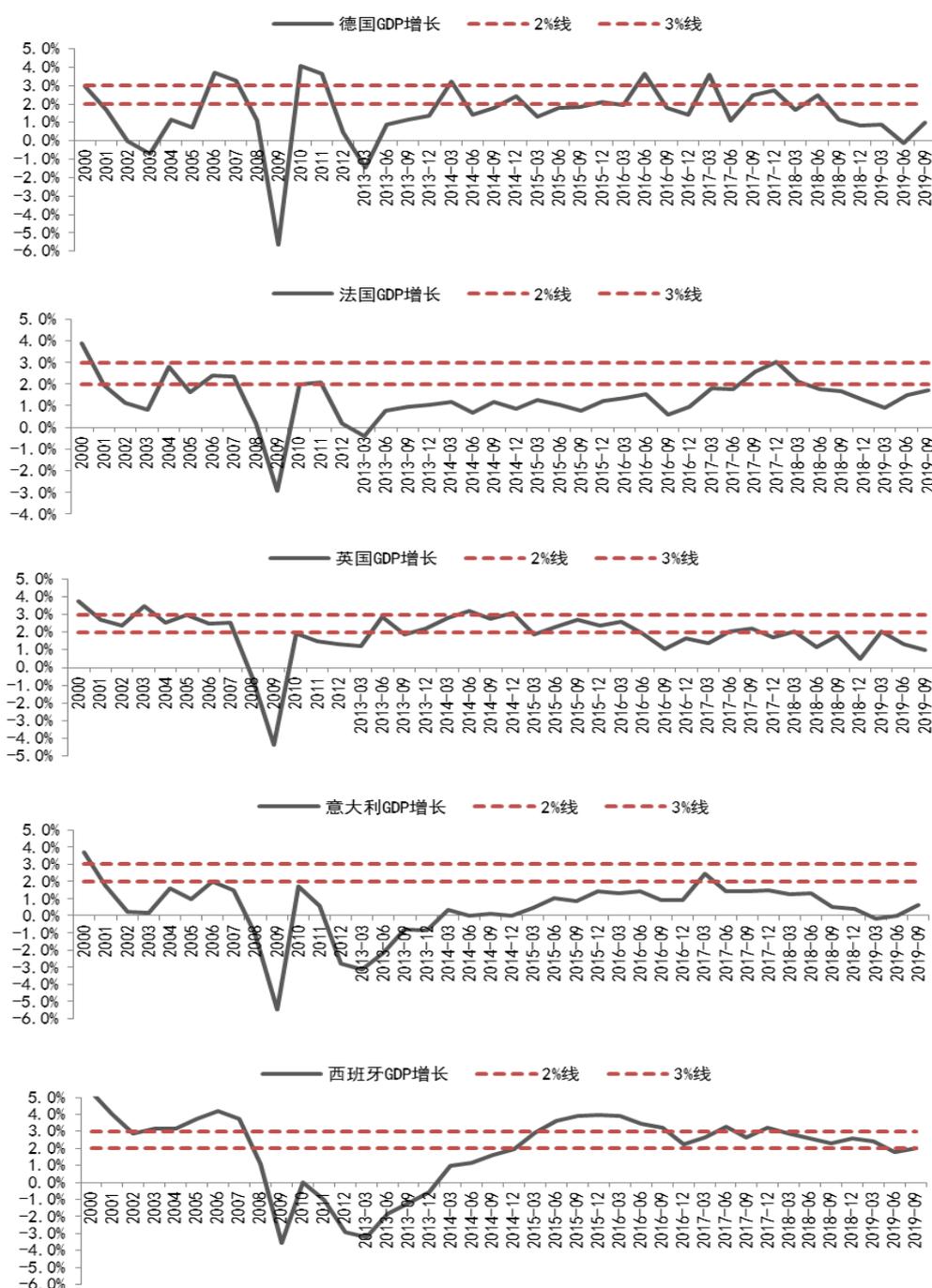
## 主要国家经济增长

图 16：美国、欧盟和日本 GDP 实际增速



①数据来源于 Wind 数据库。

图 17：欧盟主要成员国 GDP 实际增速



美国自 2018 年下半年以来，经济增速一直在下滑。

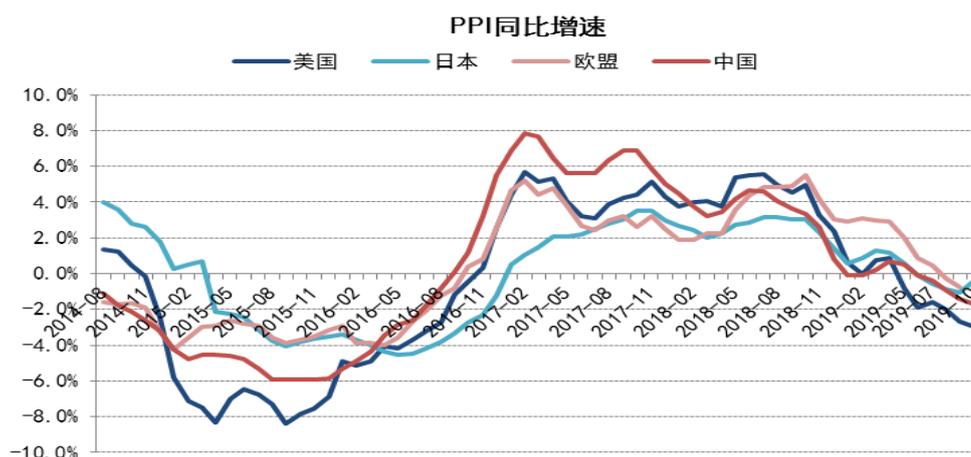
欧盟也是类似的情况。欧盟成员中，德国和意大利的经济增速下滑显著，德国二季度 GDP 同比增速下滑至 0，意大利已经连续两个季度负增长，不过两国在 2019 年第三季度的表现有所好转。欧盟中，西班牙表现抢眼，经济增速未跌出 2%。

2019 年三季度，美国、欧盟和日本 GDP 同比增速分别为 2.1%、1.3%和 1.7%。德国、英国、法国、意大利的经济增速分别为 1%、1.7%、1%和 0.6%。②数据来源于欧盟统计局。

## 通货膨胀

图 18：2019 年 10 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

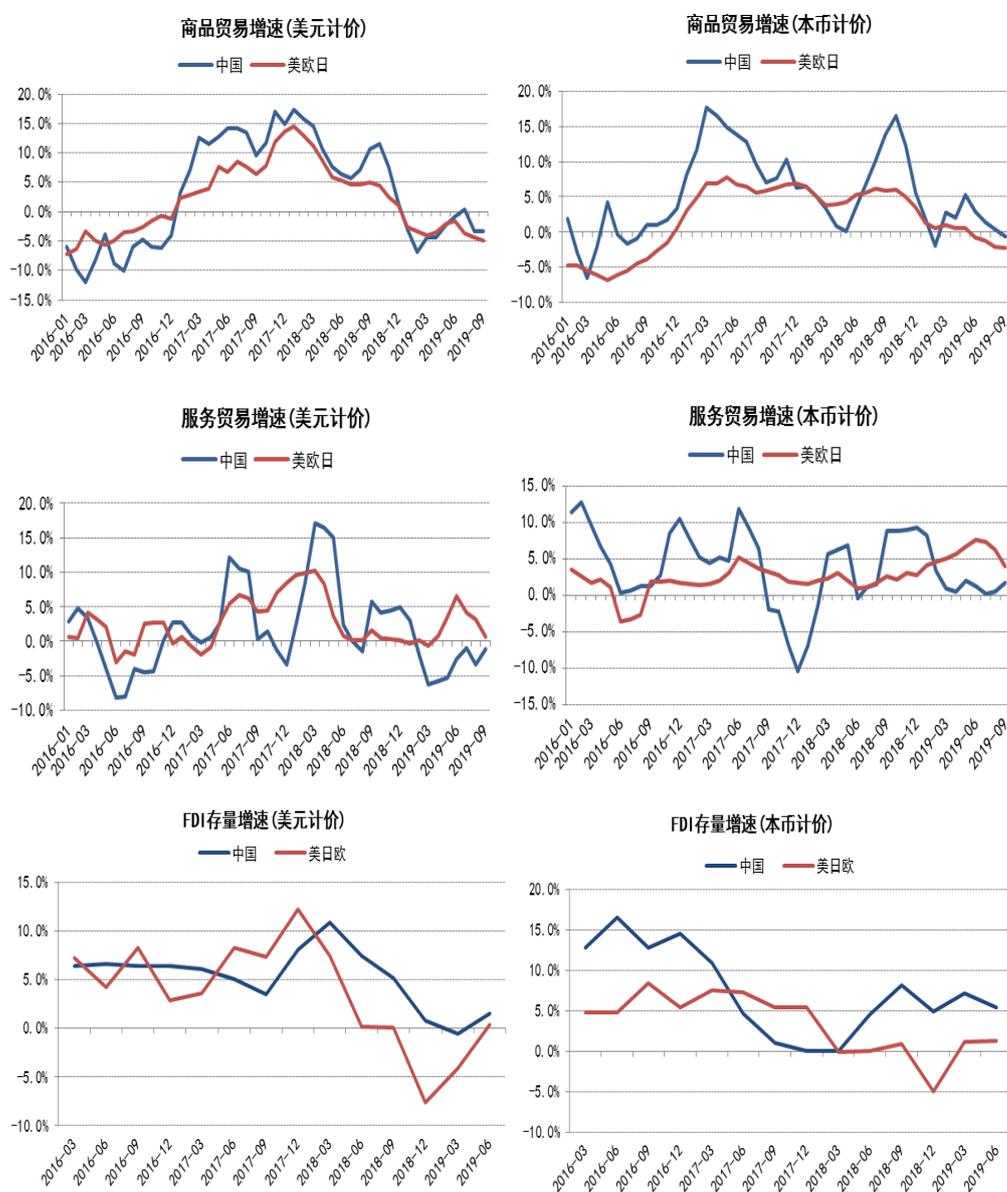
通胀指数名称	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年 平均	最近5年 平均	最近10年 平均
中国CPI	3.7%	2.5%	2.4%	2.2%	1.6%	1.6%	-0.6%	2.0%	1.9%	2.5%
其中：食品CPI	15.7%	6.2%	3.4%	3.5%	2.5%	1.9%	1.5%	2.1%	2.6%	4.5%
其中：猪肉CPI	101.4%	14.3%	-1.4%	4.3%	-3.1%	-15.9%		0.3%	5.1%	
美国CPI	1.8%	2.0%	2.5%	1.6%	1.7%	2.2%	-0.2%	2.1%	1.5%	1.8%
日本CPI	0.2%	0.9%	1.4%	0.2%	2.9%	-0.4%	-2.5%	0.6%	0.6%	0.4%
欧盟调和CPI	1.1%	1.9%	2.3%	0.5%	0.5%	2.5%	0.5%	1.6%	1.0%	1.5%
美国核心CPI	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	1.8%	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	1.8%
日本核心CPI	0.4%	0.9%	1.0%	-0.3%	2.9%	0.0%	-2.2%	0.6%	0.6%	0.3%
欧盟核心CPI	1.3%	1.4%	1.3%	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%	1.2%	1.1%	1.2%
中国PPI	-1.7%	0.7%	3.3%	1.2%	-2.2%	-2.8%	-5.0%	3.5%	0.5%	0.9%
美国PPI	-3.0%	0.9%	5.0%	-0.4%	0.4%	1.2%	-6.0%	2.8%	-0.4%	1.6%
日本PPI	-0.4%	1.3%	3.0%	-2.7%	2.8%	-1.0%	-6.8%	1.5%	0.0%	0.3%
欧盟PPI		2.9%	5.5%	0.4%	-1.6%	2.4%	-5.4%	2.9%	0.5%	1.3%



①各国 CPI 涨幅一直比较平稳。值得注意的是 PPI 的涨幅，PPI 在一定程度上反映了全球工业需求。②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。全球 PPI 曾经在 2015~2016 年一直处于负增长区间，2017 年开始迅速恢复正增长，2018 年 10 月开始，全球 PPI 再次下滑，目前已经再次滑入负区间。③表中各期的通胀率指通胀指数的同比增速。数据来源于 Wind。

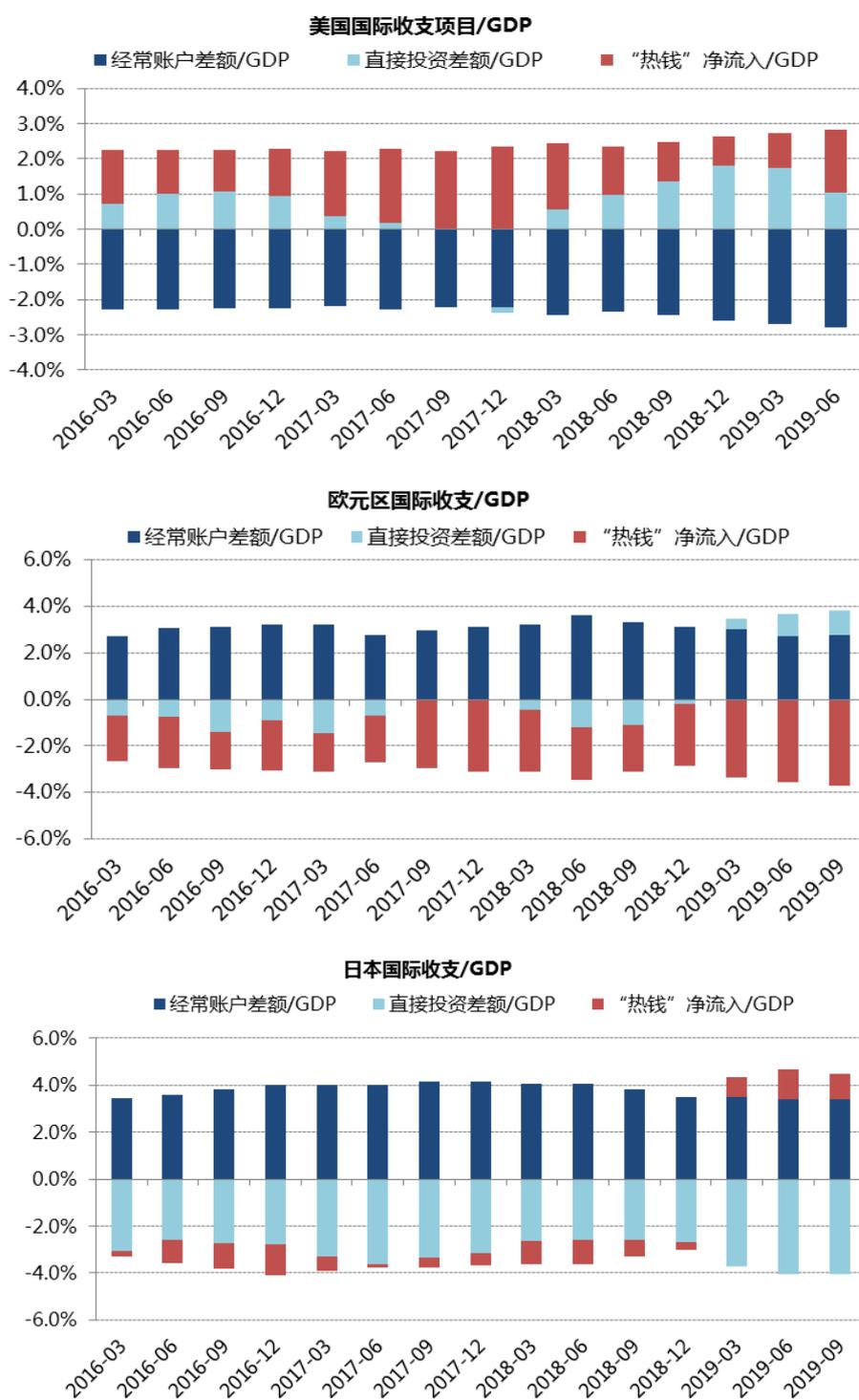
## 国际贸易和资本流动

图 19：美国、日本、欧盟、中国贸易和 FDI 存量同比增速



①美国、欧盟、中国和日本贸易总额占全球比重为 60%，扣除欧盟内部交易后的占比为 38%。FDI 总额占比为 54%，扣除欧盟内部交易后的占比为 43%，因而这四个国家或经济体的国际收支具有一定全球代表性。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。以本币计算的增速，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，以美元计算的增速，是按照美元计价的贸易和投资金额剔除美元通胀后计算实际增速。美日欧三地贸易投资总额增速是按照各国贸易和投资金额加权计算而得。③2018 年以来，全球贸易和投资增速下滑明显，如果中美关系的进一步僵化，未来国际贸易和投资趋势不容乐观。④数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 20：2016 年 3 月~2019 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 21：2016 年 3 月~2019 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。

中国、日本和欧元区的数据截止至 2019 年三季度，美国的数据截止至 2019 年二季度。

2019 年三季度，我国经常账户顺差占 GDP 比重为 1.4%，美国的经常账户逆差并没有因为贸易战而缩小，占 GDP 比重仍达到 2.8%。欧元区和日本的经常账户顺差占 GDP 分别为 2.7%和 3.4%。

直接投资账户逆差指流出大于流入。日本对外直接投资规模较大，目前，该账户净流出占 GDP 比重达到 4%。由于对外直接投资而产生的红利收入反映在经常账户下，日本大规模的经常账户顺差并不是来自商品和服务净出口，而是由于大规模对外直接投资所产生的红利收入。

欧元区一直是直接投资逆差，但是 2019 年发生了较大变化，该账户目前表现出微弱的顺差，占 GDP 比重为 1.1%。美国对外直接投资和外国对美国直接投资规模都非常大，目前直接投资账户表现为顺差，占 GDP 比为 1%。我国对外直接投资净流入占 GDP 比重为 0.4%。

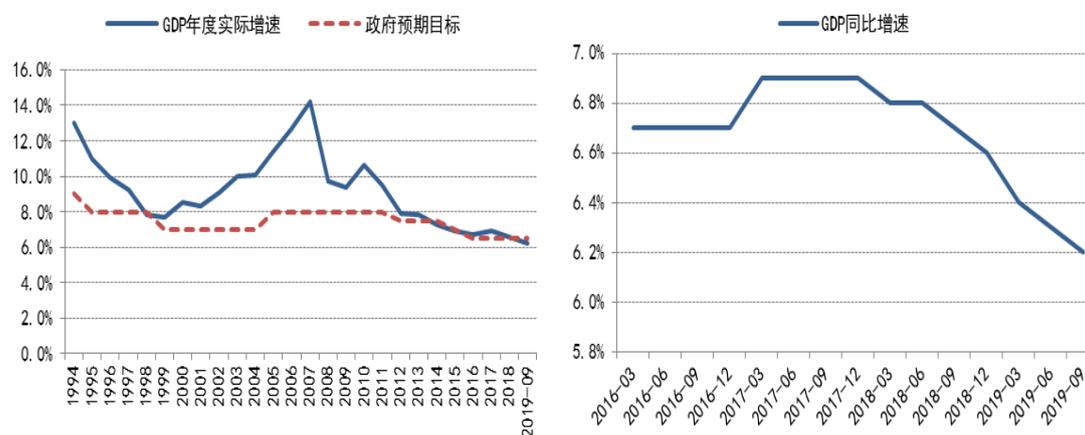
目前，美国的“热钱”净流入占 GDP 比为 1.8%，日本为 1.1%，欧元区表现为“热钱”净流出，占 GDP 比重是 3.7%。我国也表现为“热钱”净流出，占 GDP 比重是为 3.2%。

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

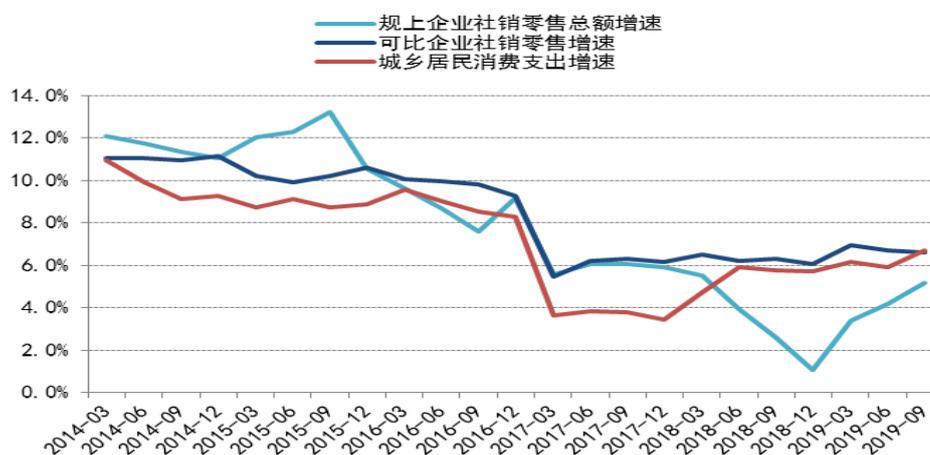
图 22：统计局公布的中国 GDP 实际增速

中国 GDP 年度实际增速与政府预期目标对比      2016.3~2019.9 中国 GDP 同比实际增速



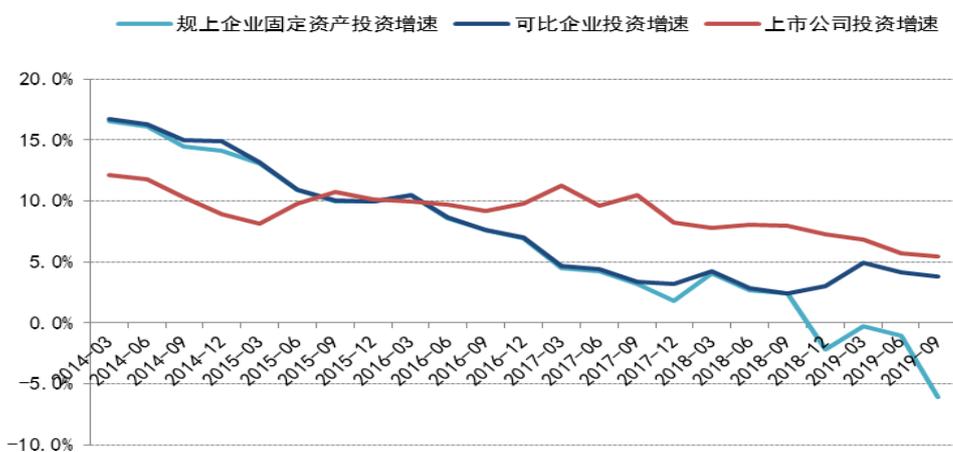
①2012 年开始，我国 GDP 增速非常契合政府预期目标。截至 2019 年 9 月，我国 GDP 同比增速为 6.2%，政府预期 2019 年增长 6.5%。②数据来源于 Wind 数据库。

图 23：中国城乡居民消费支出和社销零售总额同比增速



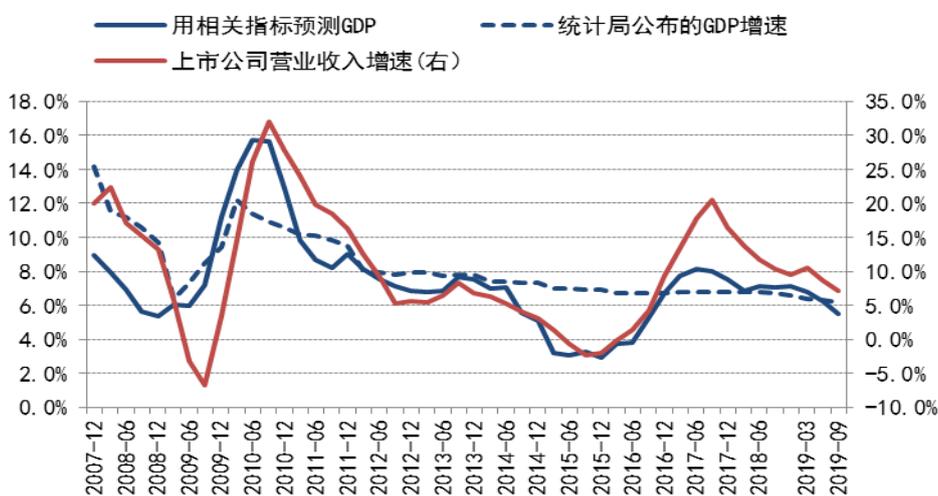
①国家统计局公布了规模以上企业社销零售总额，据此可以计算规上企业社销零售总额增速。统计局还单独披露了可比企业社销零售同比增速，所谓可比企业，就是前后期都纳入统计口径的企业，排除了破产或掉入统计口径之下的企业。但是，社销零售只包括商品消费和住宿和餐饮消费，大部分服务消费不在此统计，因而有一定局限性。②统计局分别公布了城镇和乡村人均消费支出，可以根据城乡人口计算出城乡居民消费总额增速，这个增速可能更加接近 GDP 中的消费支出增速。④为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

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



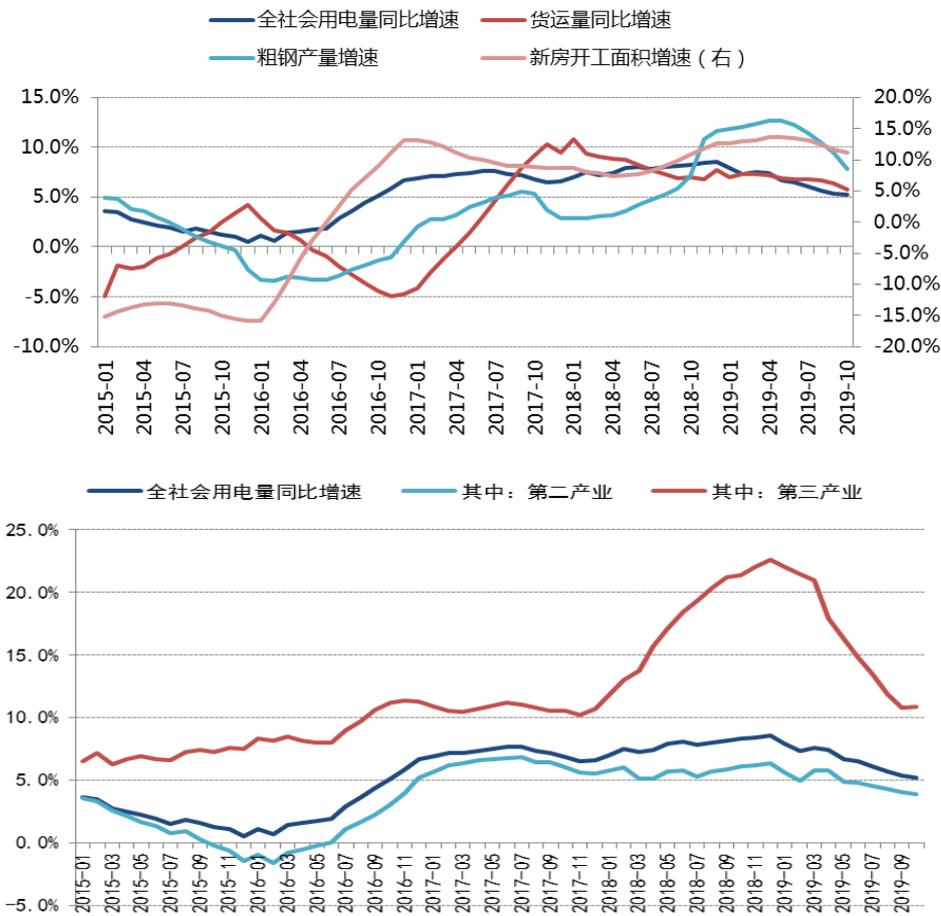
①国家统计局公布了规模以上企业固定资产投资完成额，据此可以计算规上企业投资总额增速。统计局还单独披露了可比企业固定资产同比增速，所谓可比企业，就是前后期都纳入统计口径的企业，排除了破产或掉入统计口径之下的企业。②上市公司投资增速指净经营资产增长率。③为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 25：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2019 年 9 月）



数据来源于 Wind 数据库。

图 26：用相关指标预测中国 GDP 增速



①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。②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。我们还选取上市公司营业收入增速作为对比指标。③相关指标预测的 GDP 增速与上市公司营收增速趋势比较一致，而前文分析中，上市公司营收增速和国际商品贸易增速的趋势也趋同。根据预测值，GDP 增速在 2015 年到达最低点，只有 3%左右，此后开始回升，2018 年初回升至约 8%，此后又大幅下滑，截至目前只有 5.5%。需要特别说明的是，我们更加关注 GDP 增速的趋势而不是一个具体数值。

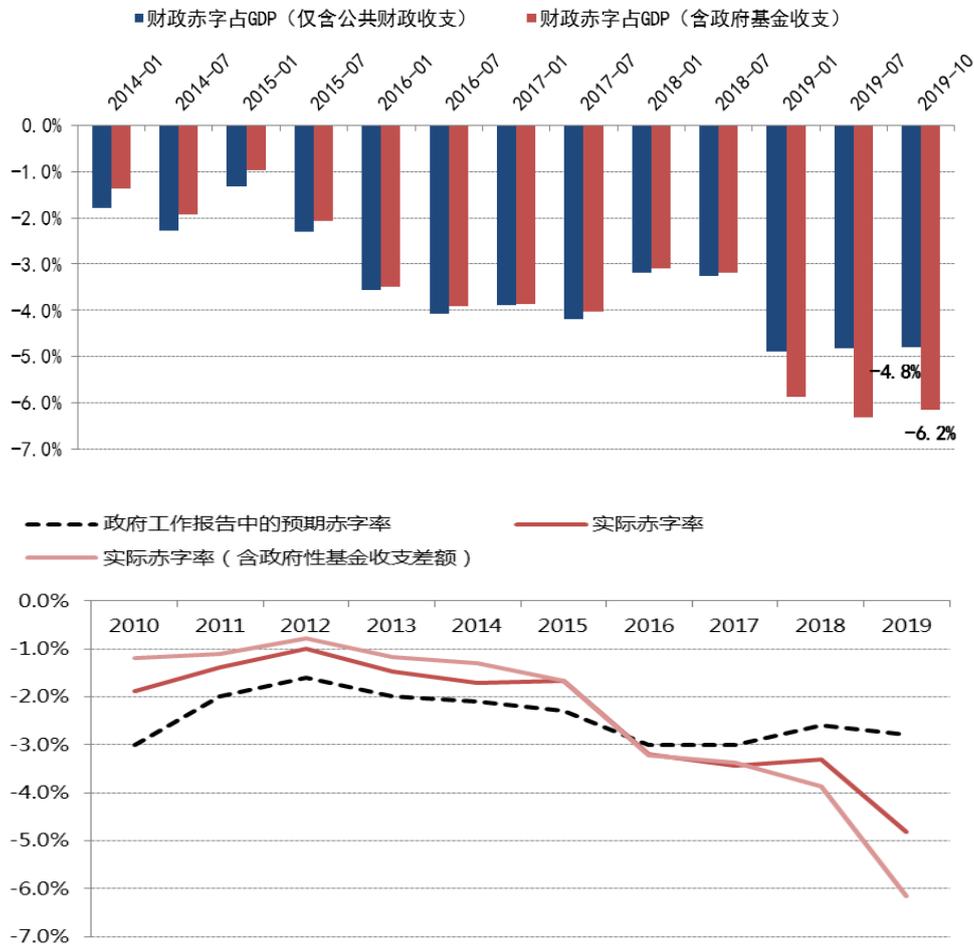
全社会用电量可以分为第一产业、第二产业和第三产业用电量，其中，第二和第三产业用电量合计占全部用电量的 85%。相比与第二产业用电量，第三产业用电量下滑趋势更为显著。

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

# 中国货币政策和财政政策

## 财政政策

图 27：2019 年 10 月中国财政赤字占 GDP 比重（折年数）



在 2019 年政府工作报告中，我国的预期财政赤字率是 2.8%。但是实际执行结果远超这个数字。

2018 年下半年开始，财政赤字显著扩大，截至 2019 年 10 月，财政赤字占 GDP 比达到 6.2%。②财政收支包括公共财政收支和政府性基金收支，财政赤字占 GDP 取折年数，所谓折年数是指将连续 12 个月的财政收支差额加总，除以连续 4 个季度的 GDP 之和。具体计算方式见第三部分指标计算说明。

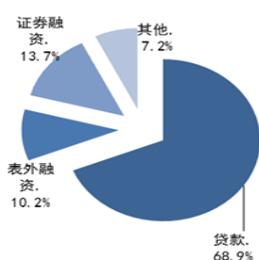
数据来源：Wind

## 货币政策

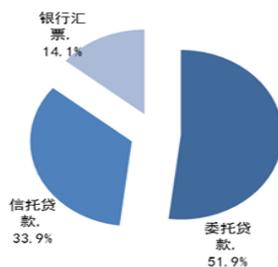
图 28：2019 年 11 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速

	2019-10	2019-04	2018-10	2017-10	2017-01	2016-03	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
SHIBOR隔夜拆借利率	2.6%	2.1%	2.4%	2.7%	2.5%	2.0%	3.5%	3.1%	3.9%	5.0%
1年存量基准利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.8%	3.0%	3.0%	3.5%
1年贷款基准利率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	5.6%	6.0%	6.0%	6.6%
存款准备金率_大型金融机构	13.0%	13.5%	14.5%	17.0%	17.0%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%
存款准备金率_中小型金融机构	11.0%	11.5%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%	19.0%
	2019-10	2019-04	2018-10	2017-10	2017-01	2016-03	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
基础货币增速	0.2%	-2.8%	-2.3%	5.2%	6.0%	-4.2%	8.5%	7.4%	12.3%	21.2%
M2增速	8.4%	8.5%	8.0%	9.4%	11.9%	13.4%	11.0%	13.6%	14.4%	17.3%
社会融资规模存量增速	11.0%	10.3%	10.2%	17.8%	16.4%	13.5%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%
本外币贷款增速	11.8%	12.9%	12.8%	12.4%	12.1%	13.4%	13.3%	13.9%	15.6%	14.3%
表外融资增速	-7.8%	-10.9%	-7.7%	19.0%	8.3%	3.7%	15.6%	38.1%	36.3%	34.3%
证券类融资	13.6%	11.2%	7.1%	6.7%	21.1%	29.3%	22.3%	19.3%	30.9%	28.8%
CPI通胀	3.4%	2.3%	2.4%	1.8%	2.4%	2.5%	1.3%	2.6%	2.6%	4.1%
	2019-10	2019-04	2018-10	2017-10	2017-01	2016-03	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
社会融资规模存量增速	11.0%	10.3%	10.2%	17.8%	16.4%	13.5%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%
其中：贷款	8.3%	8.7%	8.4%	9.1%	8.4%	9.1%	9.4%	10.4%	11.9%	12.4%
其中：表外融资	-1.0%	-1.5%	-1.1%	2.8%	1.3%	0.6%	2.7%	5.6%	4.7%	3.9%
其中：证券融资	1.8%	1.5%	1.0%	1.0%	2.9%	3.7%	2.6%	2.2%	3.3%	2.8%
其中：其他	1.8%	2.0%	2.0%	4.9%	3.7%	0.0%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.9%

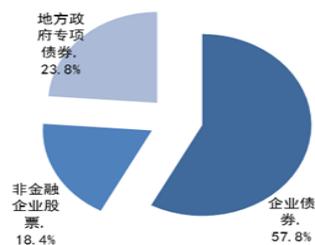
社会融资存量结构\_2019-11



表外融资存量结构\_2019-11



证券类融资存量结构\_2019-11



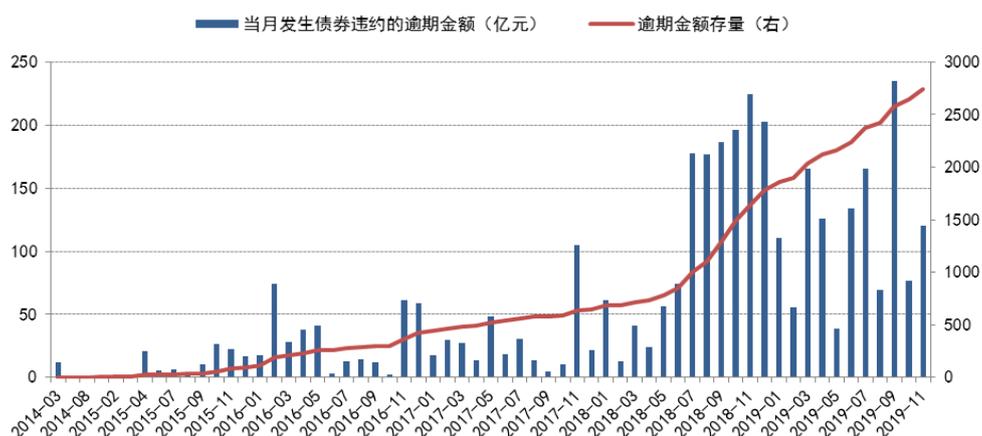
统计局公布了社会融资规模的存量和流量，流量数据波动较大，所以分析存量数据。该表列示的是不同融资项目在该期间的同比增速。增速没有扣除通胀。数据来源：Wind。

表的中间行出现的贷款增速、表外融资增速和证券增速是他们本身的增速。表最下行出现的贷款增速、表外融资增速和证券增速，是以它们各自在社会融资规模存量的比重乘以它们各自的增速，表达的是它们对社会融资总额增速的贡献，这样，贷款、表外、证券和其他四类增速相加，就是社会融资规模存量增速。

## 中国债务水平和违约情况

图 29：2019 年 10 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)	2019-10	2019-04	2018-10	2017-10	2016-10	2014-10	2012-10	2010-10	
		占GDP比重								
贷款	156.22	161.0%	161.2%	156.6%	153.8%	151.4%	134.6%	124.8%	124.4%	
其中：住户贷款	58.88	60.7%	59.5%	57.8%	54.2%	50.0%	38.6%	32.1%	29.2%	
其中：非金融企业及机关团体贷款	97.34	100.3%	101.7%	98.8%	99.6%	101.4%	96.0%	92.7%	95.2%	
债券	64.30	66.3%	65.3%	63.1%	61.1%	57.8%	36.9%	28.9%	24.7%	
其中：国债	16.11	16.6%	16.4%	16.3%	16.3%	16.2%	14.5%	14.2%	15.7%	
其中：地方政府债	21.51	22.2%	21.3%	20.7%	17.9%	14.1%	1.9%	1.2%	0.9%	
其中：城投债	8.28	8.5%	8.6%	8.1%	8.5%	8.7%	5.8%	2.3%	0.8%	
其中：政府支持机构债券	1.95	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	0.2%	0.3%	
其中：非金融企业债	16.44	16.9%	17.1%	16.0%	16.3%	16.9%	12.9%	10.9%	7.0%	
表外融资	22.47	23.2%	25.9%	27.3%	32.8%	30.5%	33.3%	24.3%	16.6%	
合计	242.98	250.4%	252.5%	247.0%	247.6%	239.7%	204.9%	178.0%	165.7%	



截至 2019 年 11 月，我国非金融部门债务合计约 243 万亿，是 GDP 规模的 2.5 倍。银行贷款是 GDP 的 1.6 倍，其中，住户部门的贷款上升较快，目前占 GDP 比重为 61%，非金融企业部门贷款占 GDP 比重保持在 100% 左右。债券占 GDP 比重为 66%，其中，地方政府债券和城投债上升较快，目前占 GDP 比重分别为 22% 和 8.5%。表外融资继续萎缩，目前占 GDP 比重为 23%。②2018 年下半年以来，我国债券违约事件发生较为频繁，平均每月约 150 亿元的债务发生违约。截至 2019 年 11 月，债券违约存量金额为 2738 亿元。③数据来源及计算：贷款数据来源于 Wind，债券数据参见附录。

## 第三部分：问卷调查背景及指标计算说明

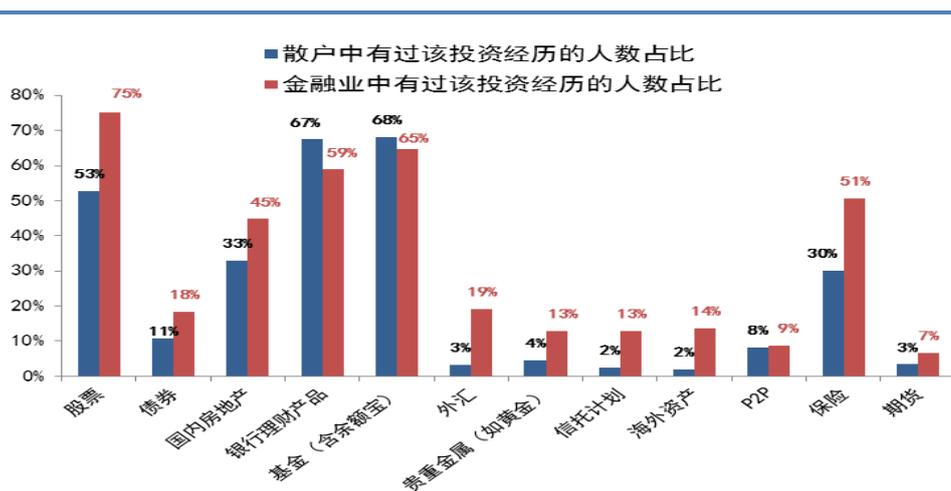
### 问卷调查的背景信息

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	3.6%	13.8%	268	264	83	83
北京	3.4%	12.8%	244	241	76	76
广州	2.5%	9.6%	186	183	57	58
深圳	2.7%	10.2%	185	183	58	58
天津	2.1%	7.9%	170	168	53	53
重庆	2.3%	8.6%	168	166	53	53
成都	1.7%	6.5%	116	114	36	36
武汉	1.6%	6.3%	113	112	35	35
杭州	1.5%	5.7%	107	106	34	34
南京	1.4%	5.4%	100	110	35	35
青岛	1.3%	5.1%	95	94	30	30
长沙	1.2%	4.6%	90	89	28	28
西安	0.9%	3.5%	59	70	22	22
合计	26%	100%	1901	1900	600	601

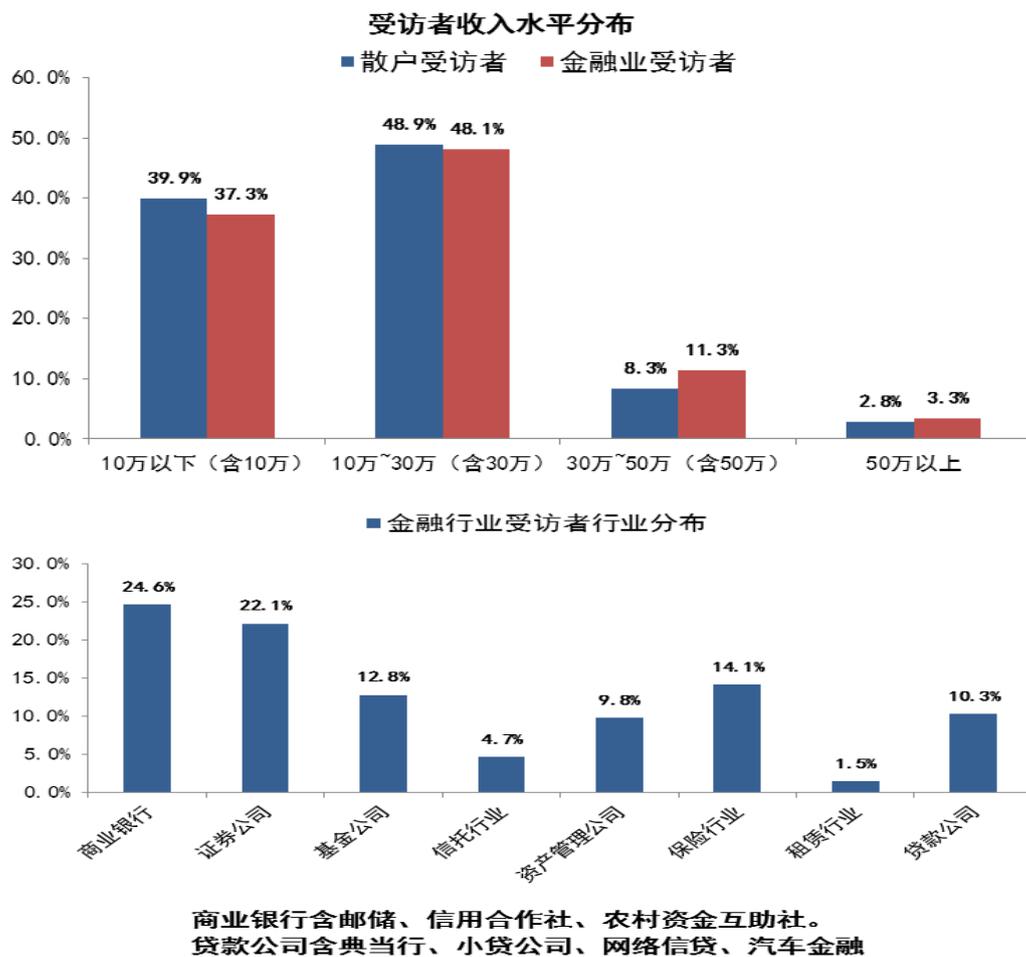
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

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 1900 位散户中，有 53 的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 601 位金融业从业人员中，有 75% 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，40%年收入在 10 万以下，49%在 10 万~30 万之间， 13 个样本城市的人均 GDP 平均为 13 万。

## 财政盈余/赤字占 GDP 折年数

本报告的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。

## 上市公司基本面分析所涉及指标的计算说明

### 改进的杜邦分析体系

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{息前税后利润} - \text{税后利息}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{净经营资产}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净负债} + \text{股东权益}}{\text{股东权益}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \left( 1 + \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \right) - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} + \left( \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \right) \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \text{净经营资产利润率} + (\text{净经营资产利润率} - \text{净利息率}) \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \end{aligned}$$

其中，净经营资产利润率扣除净利息率的差被称为“经营差异率”，它反映企业每增加 1 元带息债务投入经营资产，所产生的利润扣除利息成本后，还剩多少归股东所有。经营差异率乘以资本结构（即净负债/股东权益）被称为“杠杆贡献率”。只要经营差异率为正，股东就可以通过增加负债来提高自身的收益率。但是，净利息率高低主要由资本市场决定，提高经营差异率的根本途径是提高净经营资产净利率。如果经营差异率不能提高，就只能依靠财务杠杆来提高杠杆贡献率，但这样做会进一步推高净利息率，缩小经营差异率，因而提高财务杠杆是有限度的。

## 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	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。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。③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。
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10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	第一步，先计算每只股票每个季度的营业收入，然后再将连续四个季度的营业收入相加，这样，每个时点的营业收入都是一个年度收入，规避了季节因素的影响。第二步，用整体法计算营业收入增速，并剔除通胀率。
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营业收入汇总，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	$\Delta$ 所有者权益+ $\Delta$ 应付股利-本期净利润
债权融资	$\Delta$ 净有息负债
投资支出	一般指 $\Delta$ 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= $\Delta$ 净经营资产+ $\Delta$ 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

## 中国债券余额统计

我们从 CEIC 和 Wind 数据库下载了在中国结算、中债登和上清所的非金融部门债券托管余额，并将其分为国债、地方政府债、城投债、政府支持机构债和公司债，划分方式如下表。Wind 提供的城投债数据已经被包含在三大债券托管机构的统计中，因而在计算时需要单独剔除并重新归类。

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