

2021 年投资者情绪问卷调查 (CKISS) 一季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2021 年 5 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

尽管经济受困于疫情，全球股市却自去年 4 月以来一路高歌猛进，2020 年 4 至 12 月，标普 500 上涨 29%，日经 225 上涨 36%，英国富时 100 上涨 9.5%，沪深 300 上涨 33%。进入 2021 年，全球股市继续上行，1 至 4 月，美、德、法股指上涨 10%左右；A 股则自年后由从上涨走入下跌，其中，中小板领跌整个中国股市，下挫高达 27%。

本期受访者的乐观情绪总体保持稳定，但有所分化。与上期相比，散户对 A 股的走势有悲观趋向，金融业则更加乐观。在本次调查中，约 61.3%的散户认为在未来一年 A 股会上涨，比上期下降 8.1%；而 79.9%的金融从业者认为 A 股会上涨，比上期上升 18.3%。由于中国资本市场仍然是散户主导，中国的股市下跌和散户的情绪下调是一致的。

与资本市场略趋悲观不同，受访者对经济的预期积极向好。本期约 61.1%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业均为 61%），比上期提高了 8 个百分点（散户和金融业分别提高 6.4 和 13.2 个百分点）；约 49.5%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 45%和 63.7%），比上期提高了 4.7 个百分点（散户和金融业分别提高 4 和 6.8 个百分点）。

受访者对经济的乐观预期可能主要来自两方面，首先是对疫情控制的信心增强，反映在投资者对疫情的关注度下降。虽然在全球范围内新冠疫情有愈演愈烈之势，但其危害逐渐局限在发展中国家；而随着疫苗接种的持续推进，发达国家疫情已经得到明显控制。截至 2021 年 5 月 5 日，美国约 45%的人口接种了疫苗，英国、德国、法国、意大利这一数字分别为 51.5%、30%、24.6%和 25.7%。其次，全球经济从 2020 年下半年就开始复苏，今年第一季度更是维持了这种回弹的趋势。一季度，美国 GDP 终于摆脱连续三个季度的负增长，同比增长 0.4%。欧元区和日本尚未公布一季度 GDP 值，从 2020 年第四季度的情况看，二者经济仍未恢复正增长，但下行趋势已经较去年 6 月明显缓和。中国的经济表现更为抢眼，2020 年全年 GDP 同比增长 2.3%，2021 年一季度同比增长 18.3%，A 股上市公司的基本面也继续向好。经济刺激虽然使通胀有所上升，但远未到失控的地步，一定程度的通胀有利于经济复苏。

为什么中国股市会在这一系列利好的环境中逆全球大势而下跌？我们发现有两个原因。一是关于中美关系的判断。根据我们的调查，目前对投资者情绪有重要影响的因素中，如何提升创新能力、中美关系的演化以及如何提高内

需受关注度最高。与上期相比，投资者上调了中美关系和双循环经济战略（提升创新能力和内需）的重要性。由于双循环经济战略是对中美关系恶化的应对，这两种调整实际是一件事情的两面。拜登总统当选以来，资本市场有一种期待，希望中美之间的紧张关系能在更为理性的新一届美国政府领导下有所改善。但事与愿违，拜登政府上台后不仅延续了特朗普的对华政策，还启用了更为系统的方式，试图团结其盟友共同制衡中国。这种态度不得不让市场重新评估中美关系的长期走势。我们的调查发现受访者普遍对贸易战的短期和长期影响变得更为悲观，本期有 54% 的受访者认为中美贸易战对中国经济有长期负面影响，比上期的数据增加了整整一倍。

然而，中美关系的恶化实际上对两国来说是双输，对世界来说是多输。为什么欧美日等发达国家的资本市场没有和中国股市一样对这种关系的恶化产生负面反应？我们发现，最重要的因素是各国政府对经济和市场的支持力度大相径庭。第一季度，欧美日持续而且加大了从疫情业已开始的空前经济刺激计划，无论是货币政策还是财政政策都超过了 2008 年金融危机时的救市力度。而中国政府在第一季度已然从激进救市的状态中回归到了一种稳健的姿态上，一季度财政赤字略有收缩，社会融资规模同比增速比去年末下降 1 个百分点，与西方各国产生巨大反差。

从某种意义上讲，西方对经济和市场的强刺激和对中国采取严厉手段是一个战略中的两个侧面——对经济的强刺激是为了给与中国对抗提供物质基础，如果没有和中国对抗的需求就没有必要冒着高额债务的长期风险对经济进行过多的短期刺激。而中国稳健的财政和货币政策和双循环经济政策则表明中国政府正在准备一场长期的竞争。我们认为，正因为短期刺激不可能长期持续，西方对中国的攻击一定在某个阶段会负面地影响到自己，最后导致双输的局面。所以，将来只有两种可能性：如果中美关系继续恶化，西方经济和资本市场会在将来的某个阶段补跌，造成更大的经济危机；如果中美能够达成某种程度上的妥协，中国股市会去掉一个最大的负面因素，迎来和基本面相当的增长。所以，从全球角度上看，相对而言，全球最好的投资标的仍然在中国。

在中国股市成长的二十几年里，实际上长期投资者在中国获得的回报和在美国这样的领先市场是非常相似的，有 10% 左右的年化收益率。中国老百姓投资股市时之所以很多人有负面的经历和两件事情有关：1) 很多投资者入市时机往往是股市泡沫最大的时候，在高点时集中跟风买入；2) 过分炒作在交易费用上失去非常可观的回报。

第一部分：投资者情绪指数

随着新冠疫苗接种的持续推进，欧美疫情得到了明显控制，截至 2021 年 5 月 5 日，美国约 45%的人口接种了疫苗，英国、德国、法国、意大利这一数字分别为 51.5%、30%、24.6%和 25.7%。为应对疫情，在过去一年里，欧美都不同程度的加大了货币和财政刺激，特别是美国，此次推出的经济刺激规模远超金融危机期间。在疫苗和经济政策的双重加持下，2021 年一季度，美国 GDP 终于摆脱连续三个季度的负增长，同比增长 0.4%。欧元区和日本尚未公布一季度 GDP 值，从 2020 年第四季度的情况看，二者经济仍未恢复正增长，单季度 GDP 值同比萎缩 4.3%和 1.4%，但下行趋势已经较去年 6 月明显缓和。中国由于较早控制住疫情，经济表现十分抢眼，2020 年全年 GDP 同比增长 2.3%，2021 年一季度同比增长 18.3%。

尽管经济受困于疫情，全球股市却自去年 4 月以来一路高歌猛进，2020 年 4 至 12 月，标普 500 上涨 29%，日经 225 上涨 36%，英国富时 100 上涨 9.5%，沪深 300 上涨 33%。2021 年 1 至 4 月，除中国外，全球股市依旧亢奋，标普 500 上涨 11.3%，日经 225 上涨 5%，英国富时 100 上涨 7.9%，沪深 300 下跌 1.7%，其中，中小板领跌整个中国股市，下挫高达 27%。

本期受访者的乐观情绪总体保持稳定，但有所分化。与上期相比，散户对 A 股、港股、房价走势的看法有所回调，而金融业则趋于乐观。不过，与去年同期相比，目前散户和金融业受访者的态度都要乐观许多。受访者对经济增长和上市公司盈利的信心继续增强，通胀预期平稳。本期变化较大的是受访者关于中美关系对中国影响的看法。在本次调查中，认为双方关系恶化对我国有负面影响的想法比之前几期明显增多。具体情况如下：

本期，散户和金融业受访者对 A 股走势的看法有所不同，散户比上期略为悲观，金融业则更加乐观。在本次调查中，约 65.8%的受访者认为 A 股会上涨（散户和金融业分别为 61.3%和 79.9%），比上期下降 1.7 个百分点（散户下降 8.1 个百分点，金融业上升 18.3 个百分点）。对 A 股的预期回报率是 2.6%（散户和金融业分别为 1.7%和 5.4%），比上期上升 0.1 个百分点（散户下降 1.4 个百分点，金融业上升 4.7 个百分点）。不过，与 2020 年 4 月相比，目前散户和金融业受访者对 A 股的看法都乐观许多，相比去年同期，本期认为 A 股会上涨的人数上升了 14.8 个百分点（散户和金融业分别提高了 7.6 和 3.6 个百分点），预期回报率上升了 3.6 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.1 和 8.4 个百分点）。

自 2020 年 9 月以来，散户和金融业受访者对股价的判断也出现分化，散户认为股价偏高的人数在上升，金融业则认为股价正趋向合理。整体而言，认

为股价基本合理的观点占大多数。在本次调查中，大概有 64.3%的受访者认为 A 股价格基本合理（散户和金融业分别为 61.3%和 73.8%），比上期上升了 0.2 个百分点（散户下降 2.7 个百分点，金融业上升 9.1 个百分点）。认为股价偏高的人数为 20.8%（散户和金融业分别为 23.9%和 11.3%），比上期提高了 3 个百分点（散户提高了 4.8 个百分点，金融业下降了 2.5 个百分点）。14.8%的受访者认为 A 股价格偏低（散户和金融业均为 14.8%），比上期下降 3.2 个百分点（散户和金融业分别下降 2.1 和 6.6 个百分点）。

散户和金融业受访者对港股的看法与 A 股类似，散户比上期悲观，金融业更加乐观，相比 2020 年 4 月双方的看法都乐观许多。在本次调查中，约 40.3%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为 37.3%和 50%），比上期下降了 6.1 个百分点（散户下降 12.8 个百分点，金融业提高 15.1 个百分点）。预期回报率为-2.8%（散户和金融业分别为-3.5%和-0.9%），比上期下降了 1 个百分点（散户下降了 2.6 个百分点，金融业提高了 4.2 个百分点）。相比 2020 年 4 月，本期认为港股会上涨的人数上升了 11 个百分点（散户和金融业分别提高了 8.3 和 20 个百分点），预期回报率上升了 3 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.4 和 4.9 个百分点）。

观点分歧同样出现在对房价的判断上，散户发生明显回调，金融业的看法则更积极。本期约 62.5%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 57.6%和 78%），比上期下降了 7.3 个百分点（散户下降了 13.3 个百分点，金融业提高了 11.6 个百分点）。对房价的预期回报率是 2%（散户和金融业分别为 1.7%和 3.2%），比上期下降了 1.6 个百分点（散户下降了 2.2 个百分点，金融业提高 0.5 个百分点）。

自 2018 年 9 月至今，受访者对房价是否合理的判断存在一个明显趋势，认为房价趋于合理的人数正变得越来越多，人群占比从 17.4%上升至 39%，认为房价偏高和偏低的人数则逐渐下降，认为偏高的人群已经从 78.6%下降至 56.4%，认为房价偏低的人群一直不超过 10%，目前只有 4.6%。本期散户的观点延续了这种趋势，金融业受访者则略有不同，认为房价偏高的人数相比上期明显提高，认为房价合理的人数发生下降。具体来说，本期 56.4%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 54.9%和 61.1%），与上期基本持平（散户下降 3.2 个百分点，金融业上升 9.8 个百分点）。39%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融业分别为 40.5%和 34.2%），比上期提高了 1.6 个百分点（散户提高了 4.5 个百分点，金融业下降了 7.5 个百分点）。只有 4.6%的受访者认为房价偏低（散户和金融业均为 4.6%），比上期下降了 1.6 百分点（散户和金融业分别下降了 1.3 和 2.3 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比较平稳。本期对物价的预期增长率为 2.6%（散户和金融业分别为 2.7%和 2.2%），与上期基本持平（散户上升了 0.2 个百分点，金融业下降 0.3 个百分点）。本期认为会发生超过 6%高通胀的意见占比为 3.7%（散户和金融业分别 4.6%和 1%），比上期下降了 0.9 个百分点（散户上升 0.2 个百分点，金融业下降 4.2 个百分点）。

受访者对经济增长和上市公司盈利的信心继续增强，目前大家对经济基本面的预期处于自 2018 年以来的最高水平。本期约 61.1%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业均为 61%），比上期提高了 8 个百分点（散户和金融业分别提高 6.4 和 13.2 个百分点），对 GDP 的预期增长率为 5.4%（散户和金融业分别为 5.3%和 5.4%），比上期提高了 0.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 0.2 和 0.6 个百分点）。约 49.5%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 45%和 63.7%），比上期提高了 4.7 个百分点（散户和金融业分别提高 4 和 6.8 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 11.4%（散户和金融业分别为 10.9%和 13%），比上期提高了 0.7 个百分点（散户和金融业分别提高了 0.6 和 1 个百分点）。

本期愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 44.6%（散户和金融业分别为 43.9%和 46.9%），比上期提高 7.2 个百分点（散户和金融业分别提高 7.5 和 6.5 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 70.3%（散户和金融业分别为 73.6%和 60.1%），比上期下降了 2.5 个百分点（散户提高了 0.6 个百分点，金融业下降了 12.3 个百分点）；愿意投资房地产的净增加人数占比为-3.5%（散户和金融业分别为-2.5%和-6.7%），比上期下降 2.6 个百分点（散户和金融分别下降 3.2 和 0.7 个百分点）。从 2019 年 11 月以来，受访者对贵金属的投资意愿在逐步提高，本期愿意对黄金投资的净增加人数约 3.3%（散户和金融业分别为 2.5%和 5.8%）。

自 2019 年 4 月以来，受访者对虚拟货币的判断存在一个明显趋势，认为虚拟货币没有投资价值的人数越来越少，仍有投资价值的人数越来越多，本期散户延续了这种判断，金融业受访者的判断出现分歧，认为没有投资价值的人数比上期明显增加。在本次调查中，约 30.6%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 28%和 38.6%），比上期提高了 0.8 个百分点（散户下降了 4.7 个百分点，金融业提高了 17.5 个百分点），与之对应，约 69.4%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 71.9%和 61.4%），比上期下降了 0.8 个百分点（散户提高了 4.7 个百分点，金融业下降了 17.5 个百分点）。

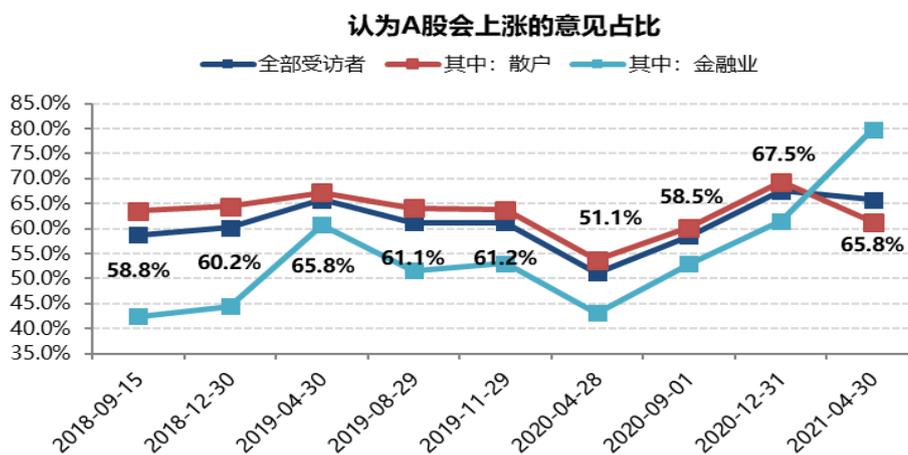
本期变化较大的是受访者关于中美关系对中国影响的看法。在本次调查中，认为双方关系恶化对我国有负面影响的想法比之前几期明显增多。首先来看短期影响，一直以来，认为短期没有影响的人数占比相对稳定，约 34%，本期持有这种观点的人数大幅下降，其中只有一小部分转而认为短期将带来正面影响，大部分人将票投给了负面影响，导致本期短期负面影响的想法大幅提高。具体来说，本期约 23.6%的受访者认为中美关系恶化在短期对中国没有什么影响（散户和金融分别为 26.9%和 14.1%），比上期下降了 13.5 个百分点（散户和金融分别下降了 9.6 和 25 个百分点），约 61.2%的受访者认为短期对中国有负面影响（散户和金融分别为 58.5%和 68.9%），比上期提高了 8.8 个百分点（散户和金融分别提高了 4.9 和 20.5 个百分点）。只有约 15.2%的受访者认为短期有正面影响（散户和金融分别为 14.6%和 17%），比上期略提高了 4.8 个百分点（散户和金融分别提高了 4.8 和 4.6 个百分点）。就长期影响而言，受访者的变化更大，从 2018 年 9 月至 2020 年 12 月，受访者认为长期有负面影响的想法从 47%下降至 27%，认为长期有正面影响的想法从 25.8%提高至 46.7%，本期则大幅转向负面。本期约 54.2%的受访者认为中美关系恶化将在长期对中国产生负面影响（散户和金融分别为 50.1%和 66.7%），比上期提高了 27 个百分点（散户和金融分别提高了 23.7 和 37.3 个百分点）。认为长期内有正面影响或没有影响的人数都在下降。

从上期开始，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。本期关注度最高的两件事是如何提升中国的创新能力和中美关系的演化，分别有 51%和 47%的受访者选择了这两项，而且与上期相比，本期受访者对这两件事情的关注度都有所提高。如何提升内需（关注度 43%）、中国与美国之外西方关系的演化（关注度 41%）排在其后。事实上，这四件事密切相关，中美关系恶化使得中国调整并强化与欧洲的关系极为重要，从长远来看，提高自我创新能力、提升内需实现双循环才是应对去全球化趋势的战略基点。

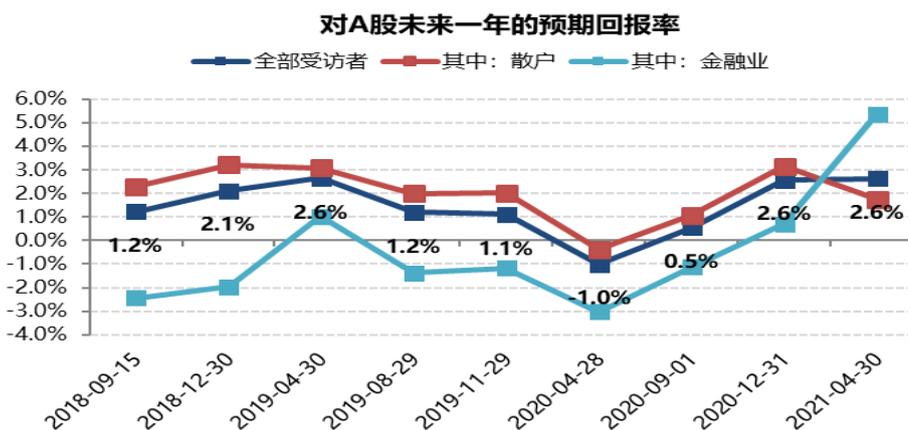
以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

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？



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



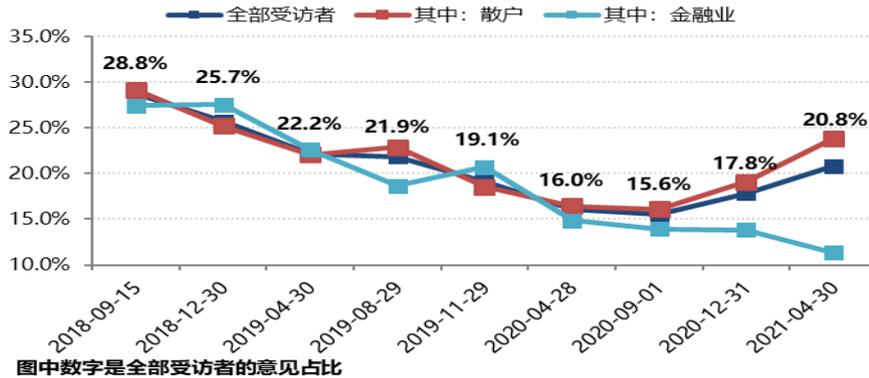
图中数字是全部受访者的意见占比

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。

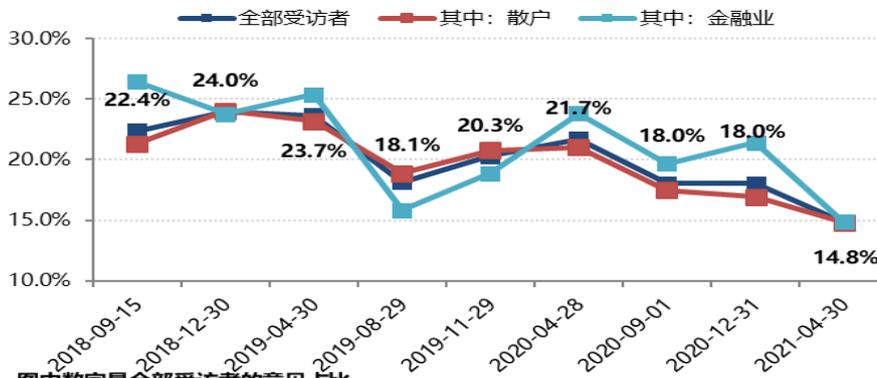
问题 2:如果把A股上市公司的市值和其盈利能力做比较,您认为目前A股的价格是:

认为A股价格偏高的意见占比



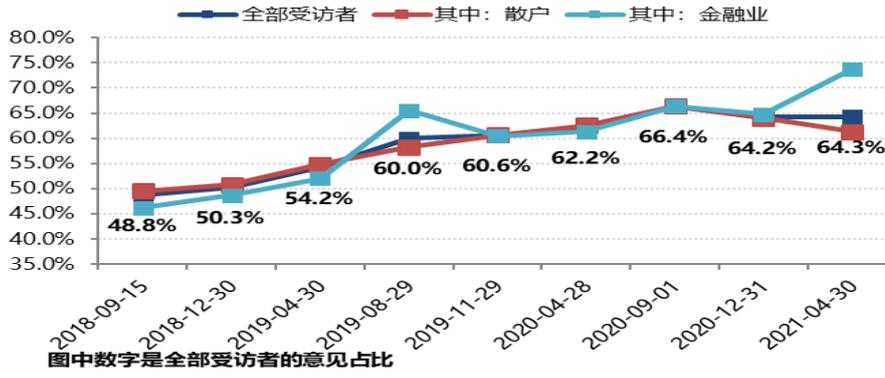
图中数字是全部受访者的意见占比

认为A股价格偏低的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

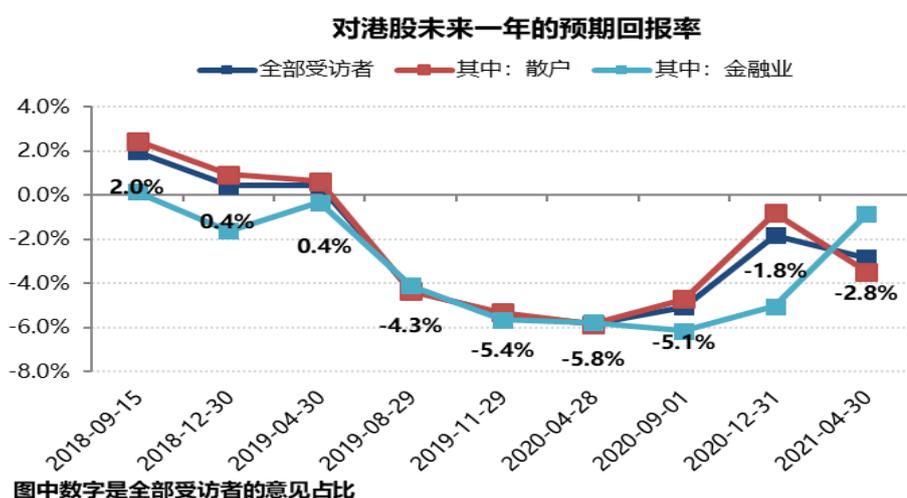
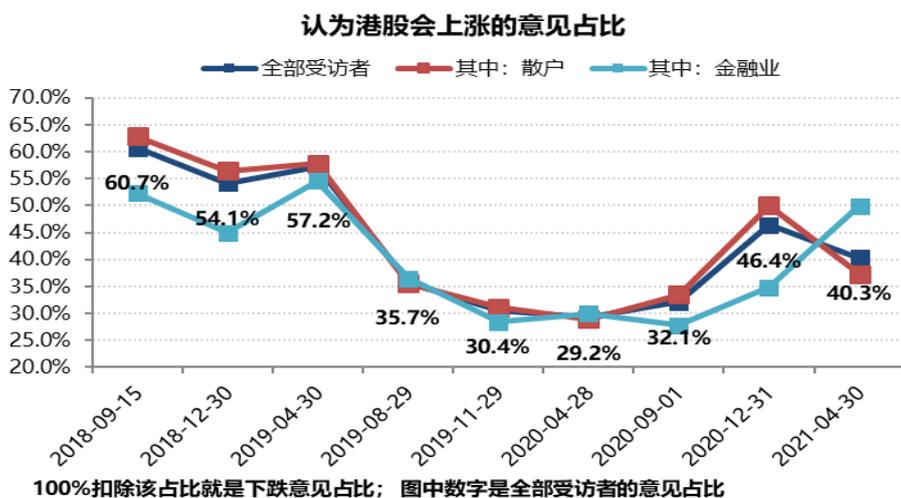
认为A股价格基本合理的意见占比



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 1.4%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: 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?

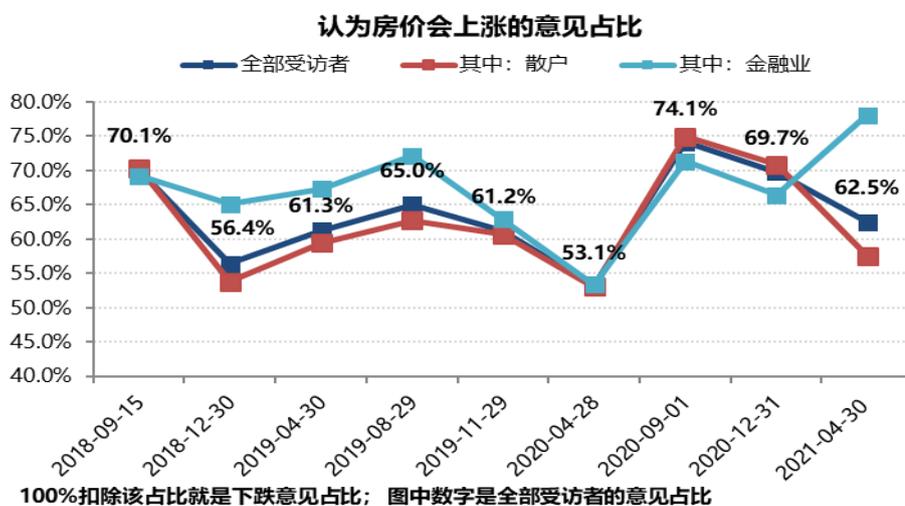


本期, 全部受访者都对港股未来是否会上涨的问题发表了意见, 这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率=∑ 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

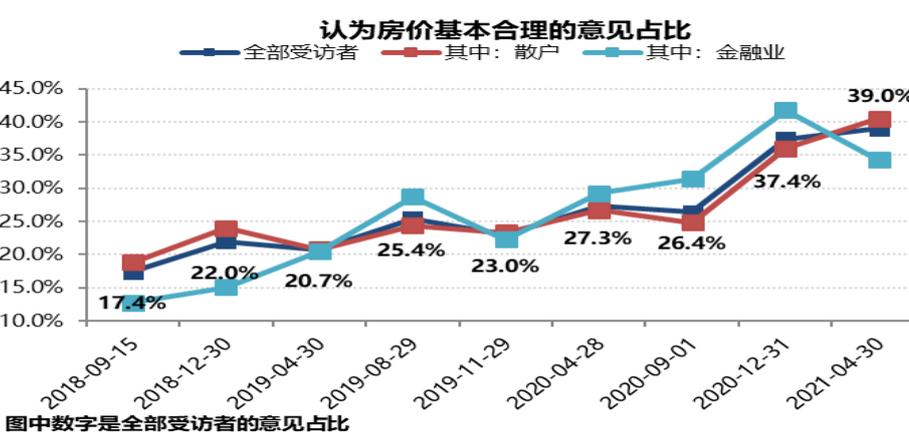
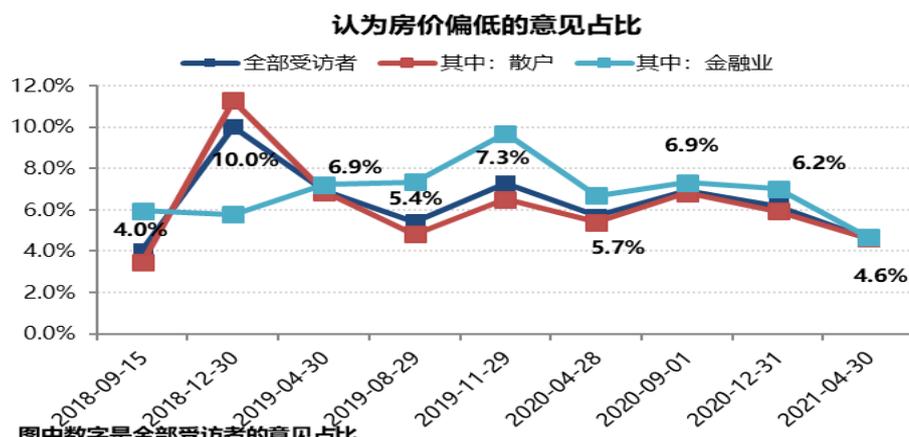
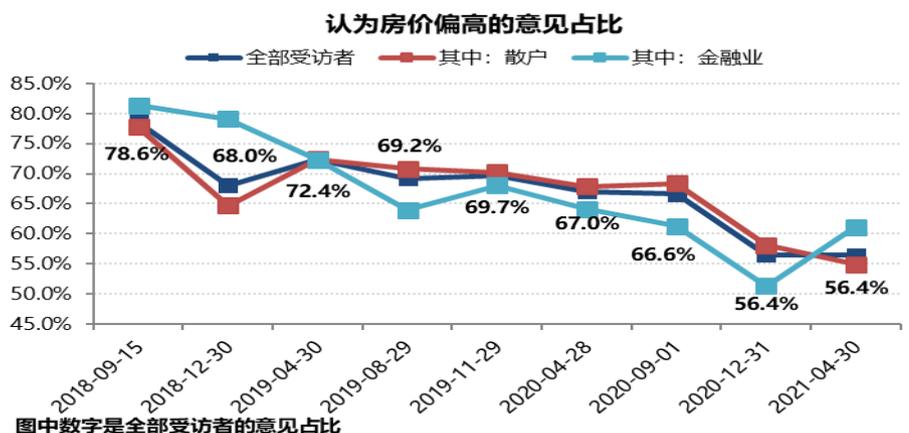
问题 4: 在将来的 12 个月, 您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化?



以全部受访者为例, 本期有 0.2% 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。

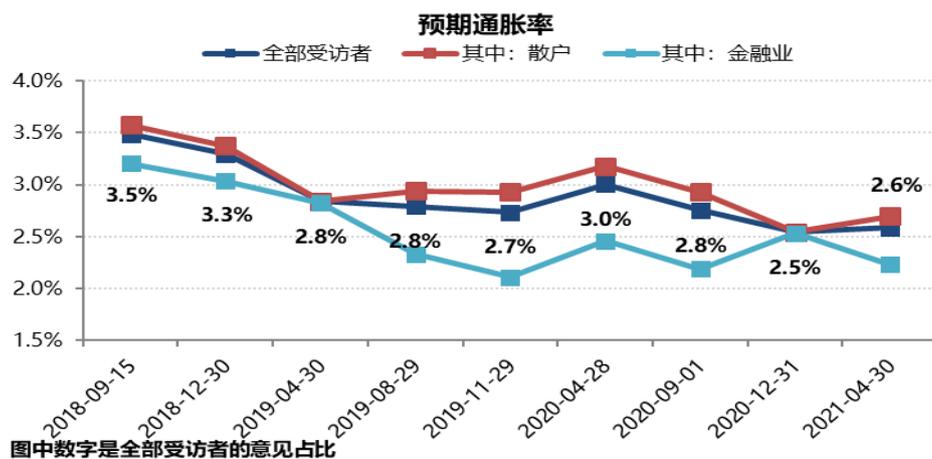
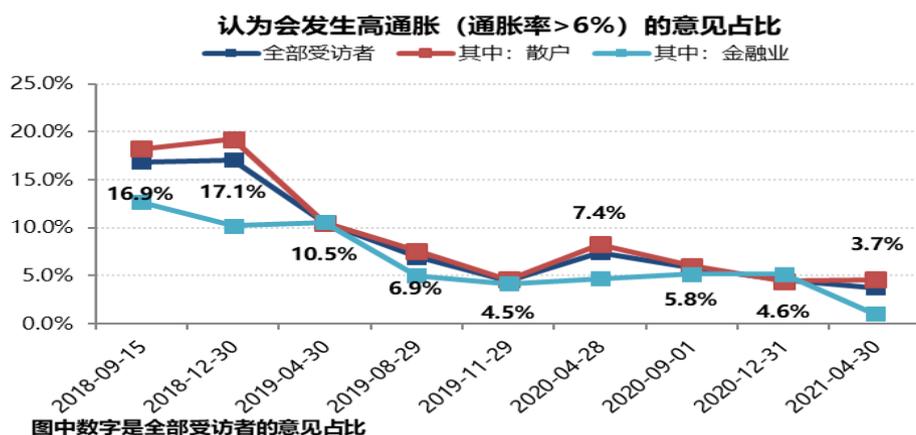
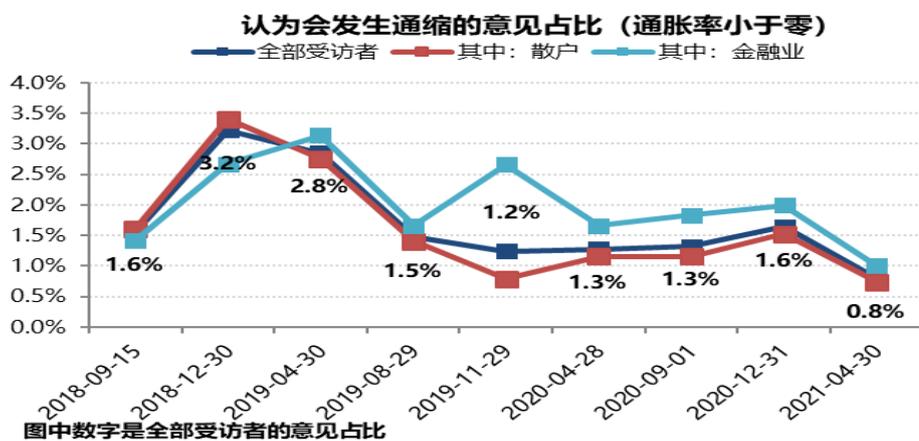
问题 5: 如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较, 您认为目前这些城市的房价是:



以全部受访者为例, 本期有 0.5% 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, 从而保证上认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

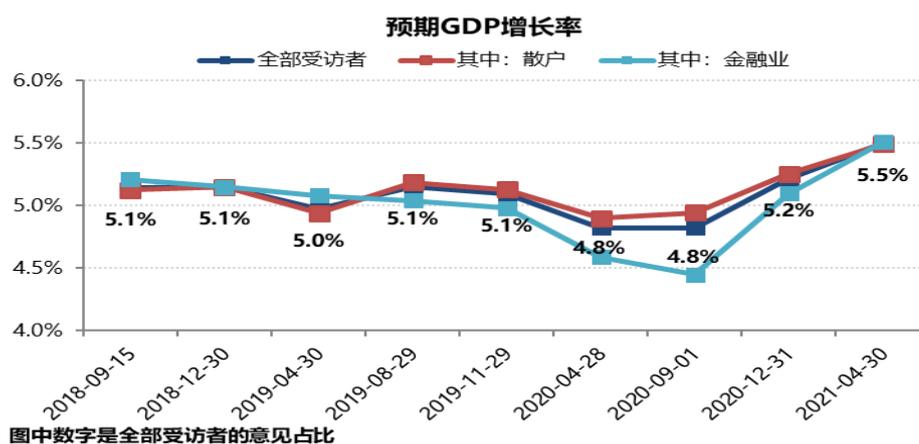
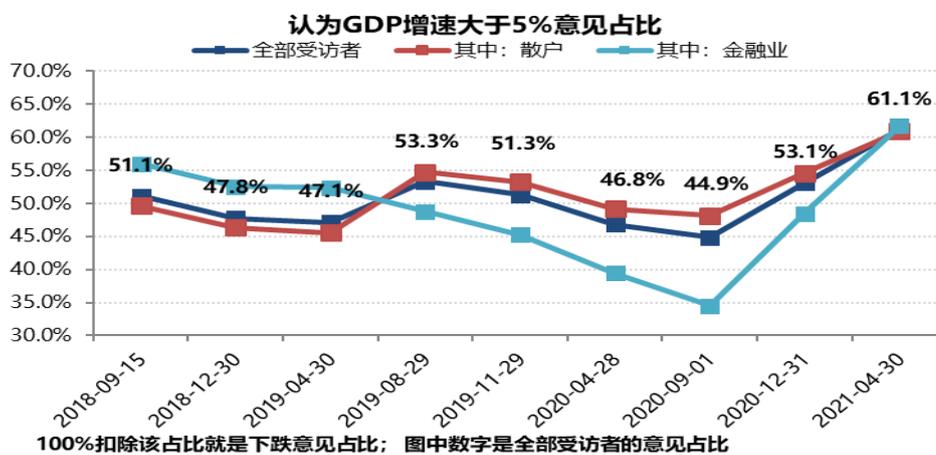
对经济基本面的看法

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?



预期通胀率 = \sum 每个通胀率区间的中位数 * 在该区间的意见占比。

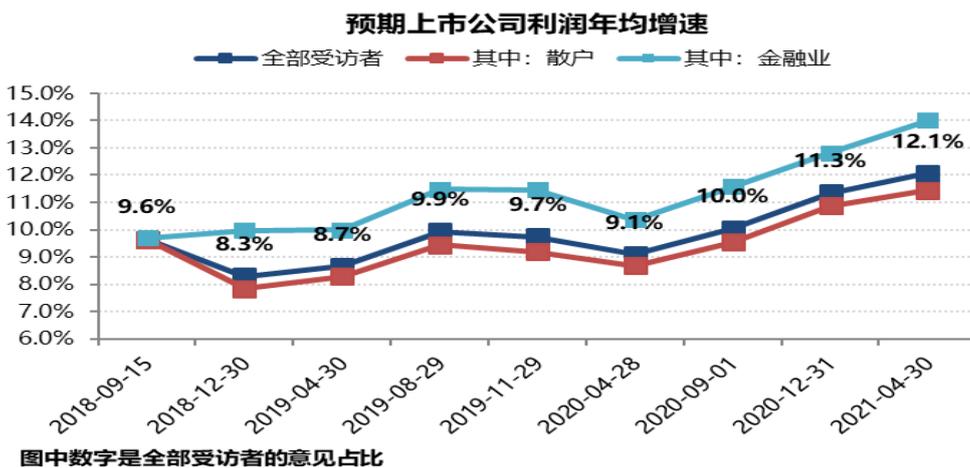
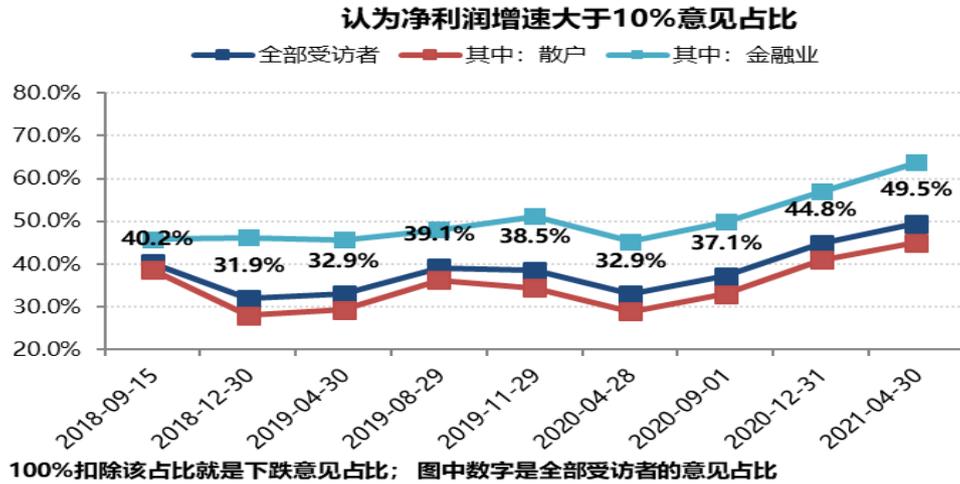
问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



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 0.5%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 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？

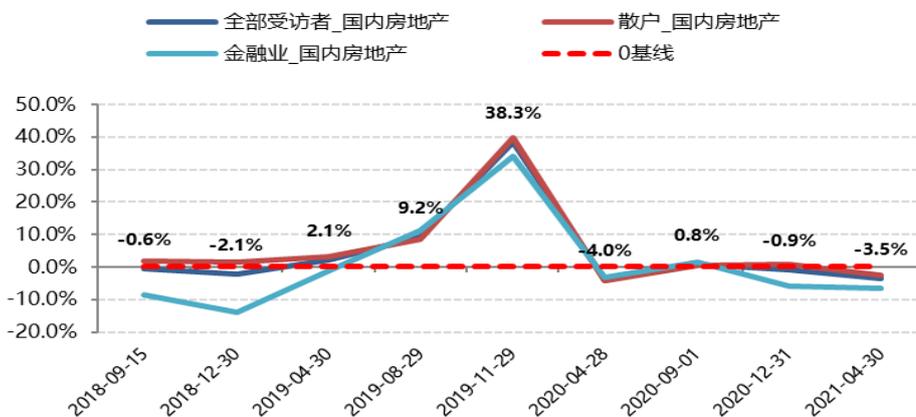
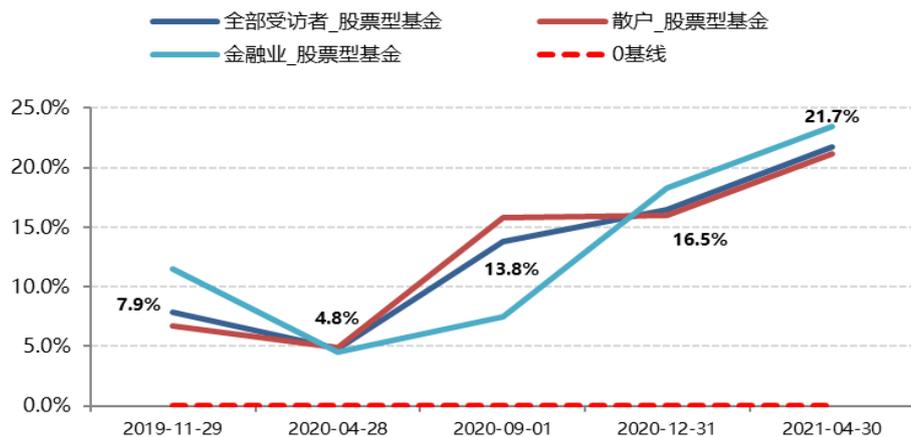


2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1.1%的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 10%的意见和小于 10%的意见占比总和为 100%。

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。

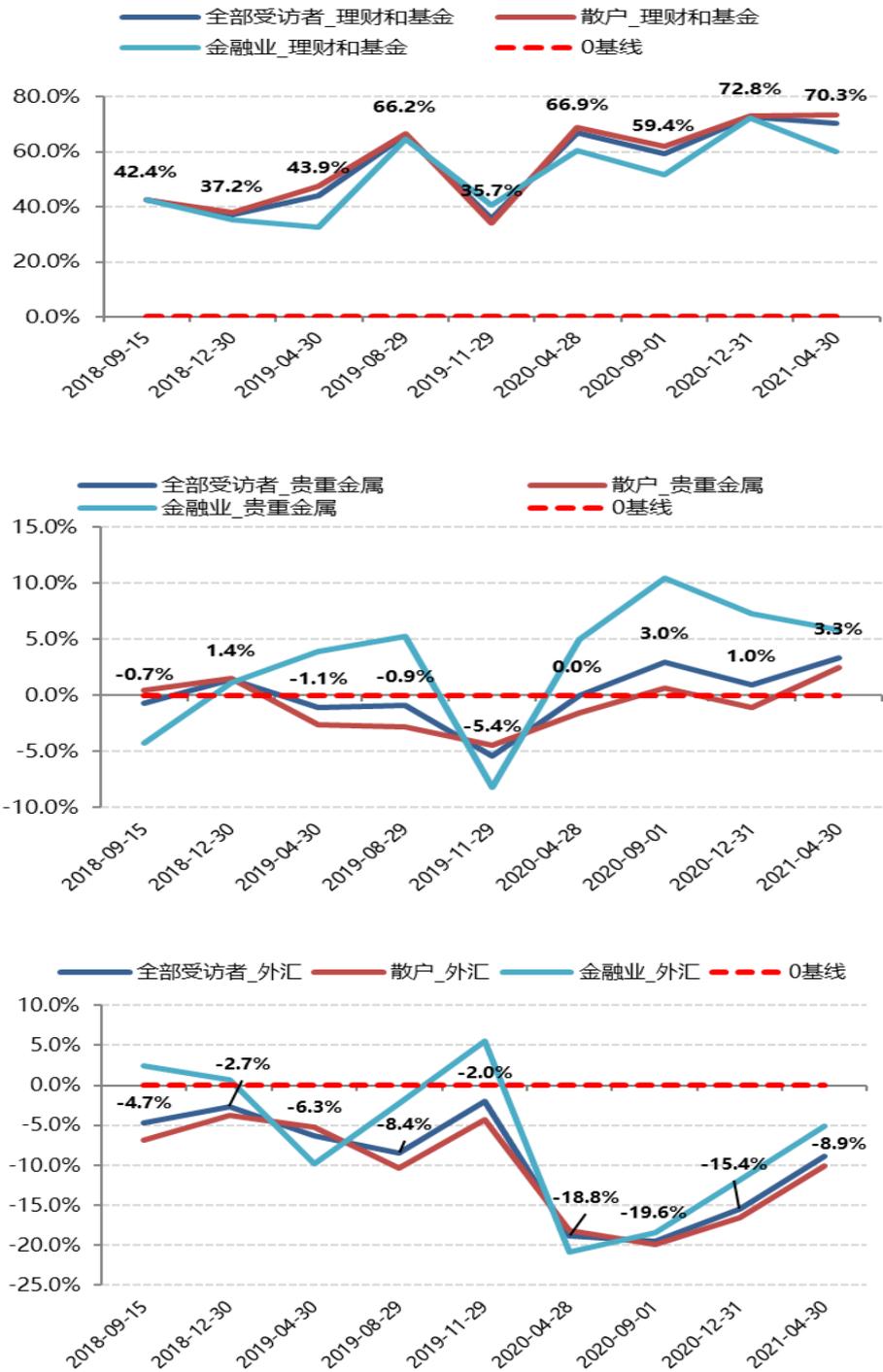
对未来投资的偏好

问题 9: 在将来的 12 个月, 您会增加或规避以下哪些投资?



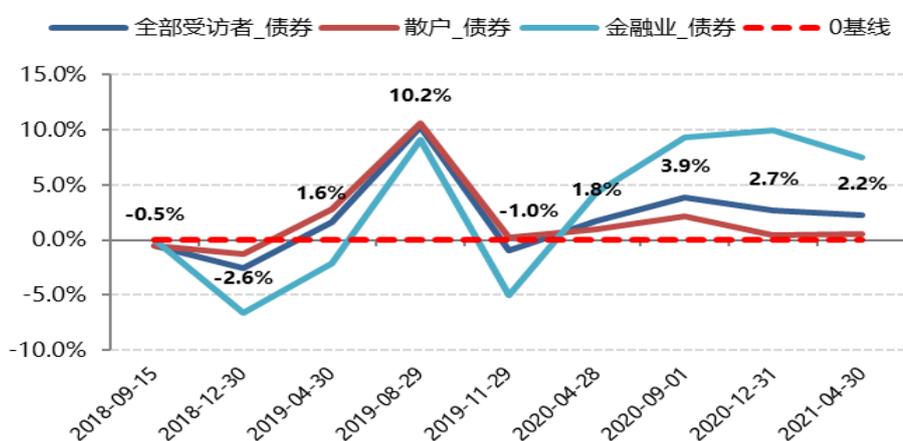
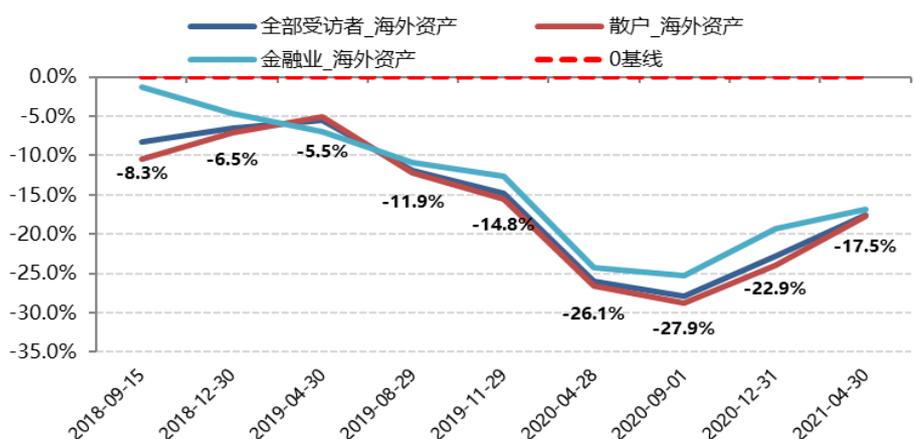
图中数字均为全部受访者意见占比

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）

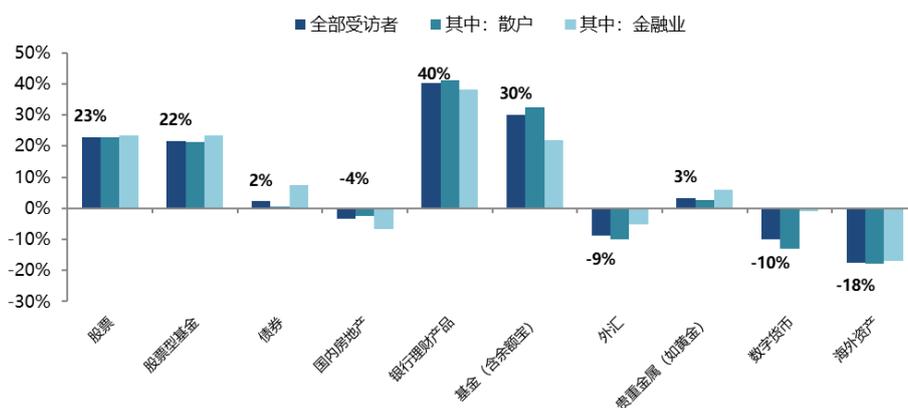


图中数字均为全部受访者意见占比

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



净增加人数/受访者人数_本期意见分布(2021年4月)



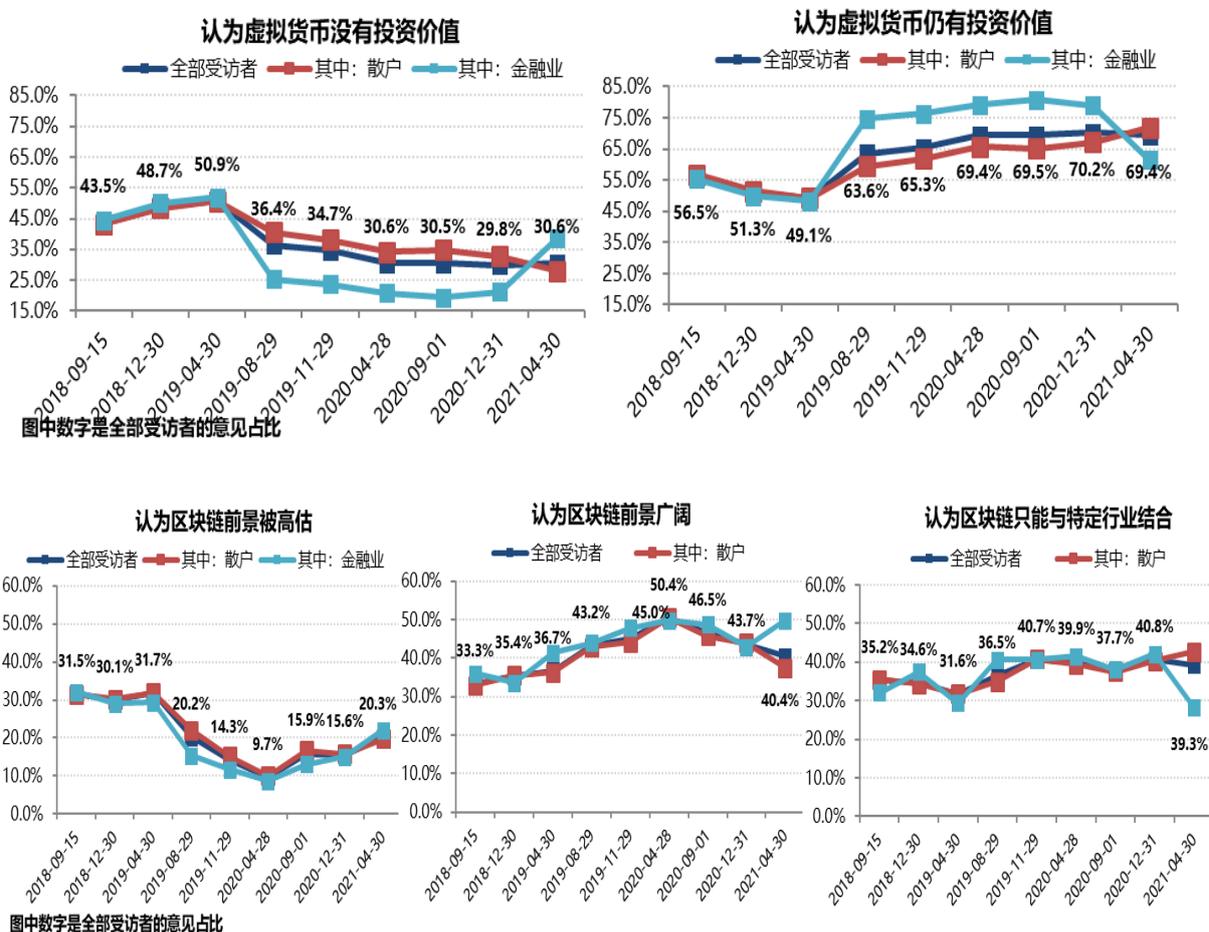
图中数字均为全部受访者意见占比

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。

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。以全部受访者为 例，在计算意见占比时，我们除以的是总人数 2501 人，而不是除以总意见数， 因为该题是多选题。

对虚拟货币和区块链态度

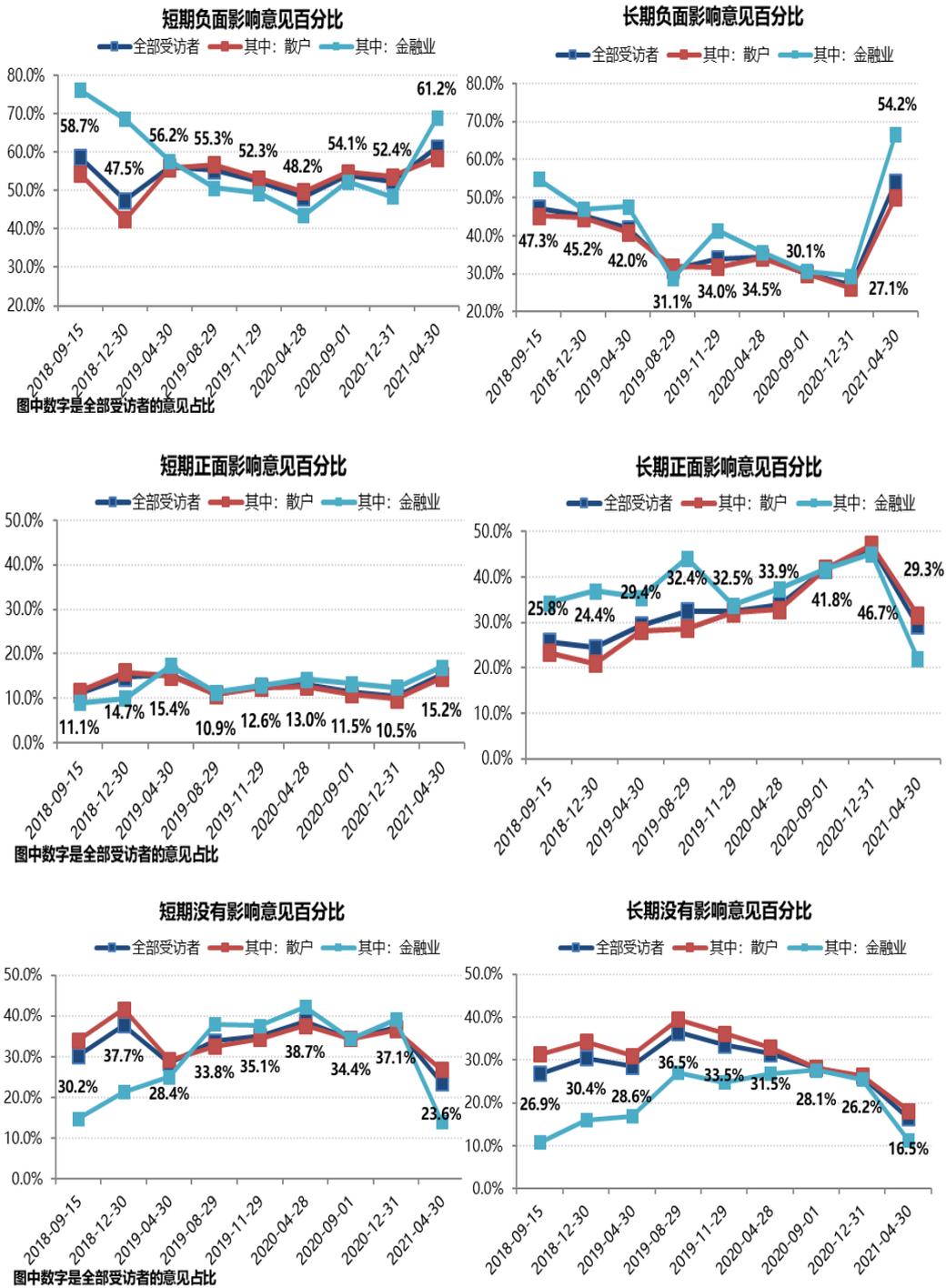
问题 10：关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？



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÷受访人数

关于中美经贸关系对中国经济影响的看法

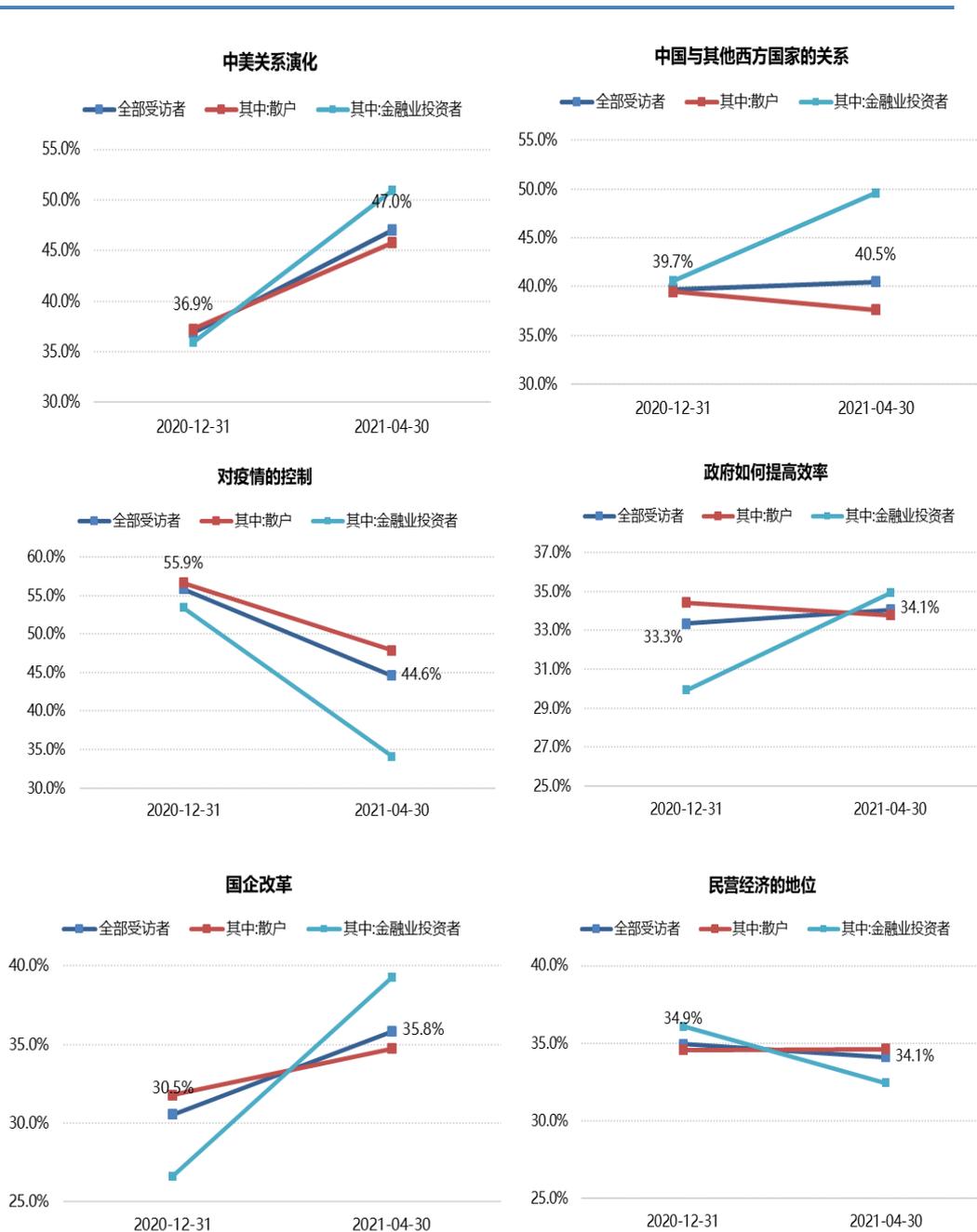
问题 11：如果中国和欧美的贸易关系就此破裂，对中国经济而言，您赞同下列哪些观点



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÷受访人数

对投资影响最大的议题

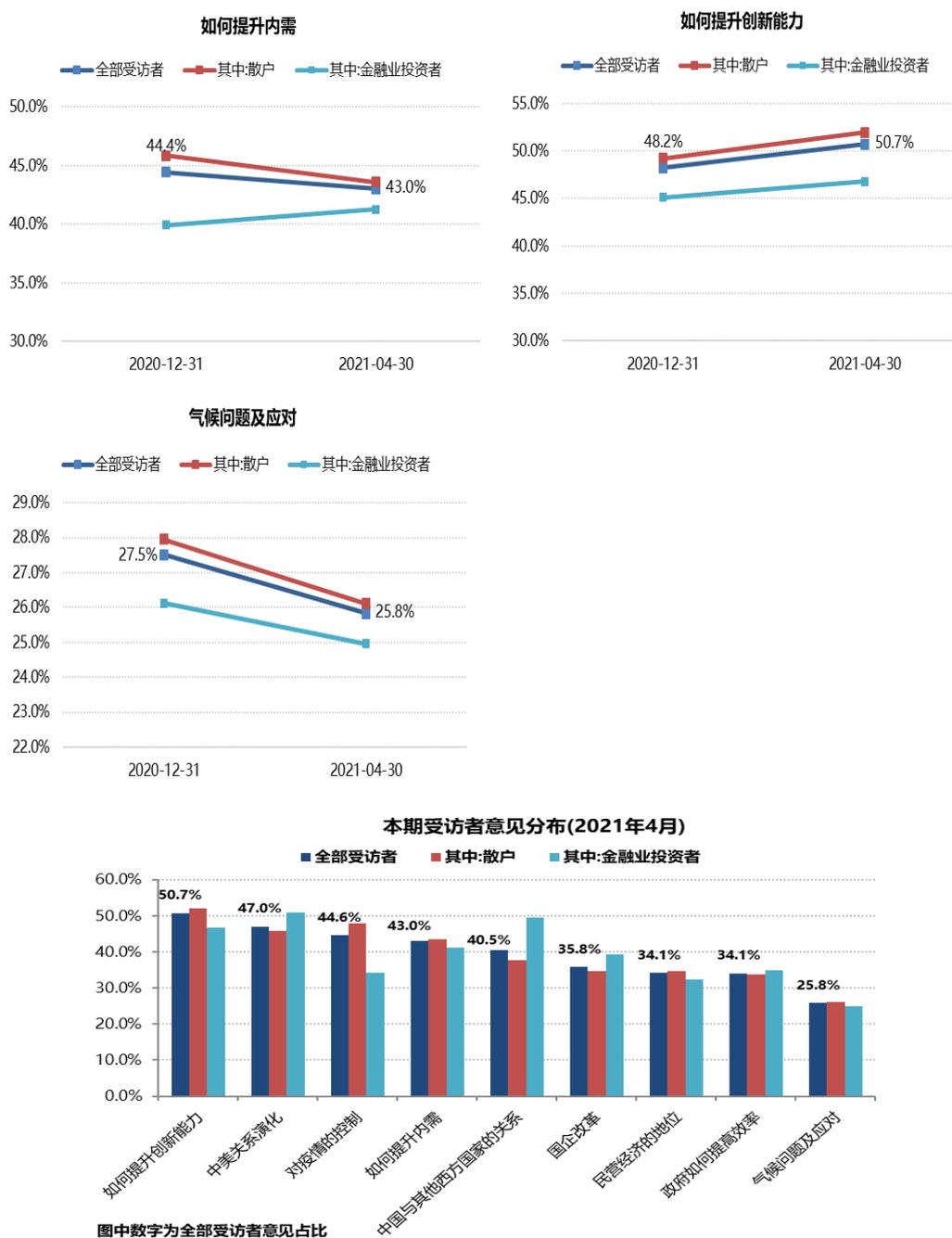
问题 12: 在今后的 12 个月里, 您认为对投资影响最大的议题是什么? (可多选)



图中数字均为全部受访者意见占比

全部受访者意见占比=该意见数 ÷ 全部受访者人数

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)



全部受访者意见占比=该意见数÷全部受访者人数

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：截至 2021 年 4 月全球重要股指回报率比较

股指名称	近期回报率(不含红利再投资收益)			长期回报率(2005至2020年)	
	2021年1至4月	2020年度回报	其中：2020年4月至12月	不含红利回报	含红利回报
上证综指	-0.8%	13.9%	21.4%	7.6%	9.8%
深证综合	-1.3%	35.2%	32.1%	15.2%	16.4%
沪深300	-1.7%	27.2%	33.2%	12.2%	14.7%
中小板	-27.2%	91.9%	79.6%	15.8%	16.8%
创业板	4.2%	65.0%	43.3%		
中国香港(恒生指数)	5.5%	-3.4%	10.5%	5.1%	8.3%
美国(标普500)	11.3%	16.3%	29.0%	7.8%	10.1%
日本(日经225)	5.0%	16.0%	35.9%	0.7%	2.7%
英国(富时100)	7.9%	-14.3%	9.5%	0.5%	4.5%
德国(法兰克福DAX)	10.3%	3.5%	26.3%	3.0%	6.2%
法国(巴黎CAC40)	12.9%	-7.1%	21.4%	1.7%	5.2%
韩国综指	9.5%	30.8%	47.5%	6.0%	7.9%

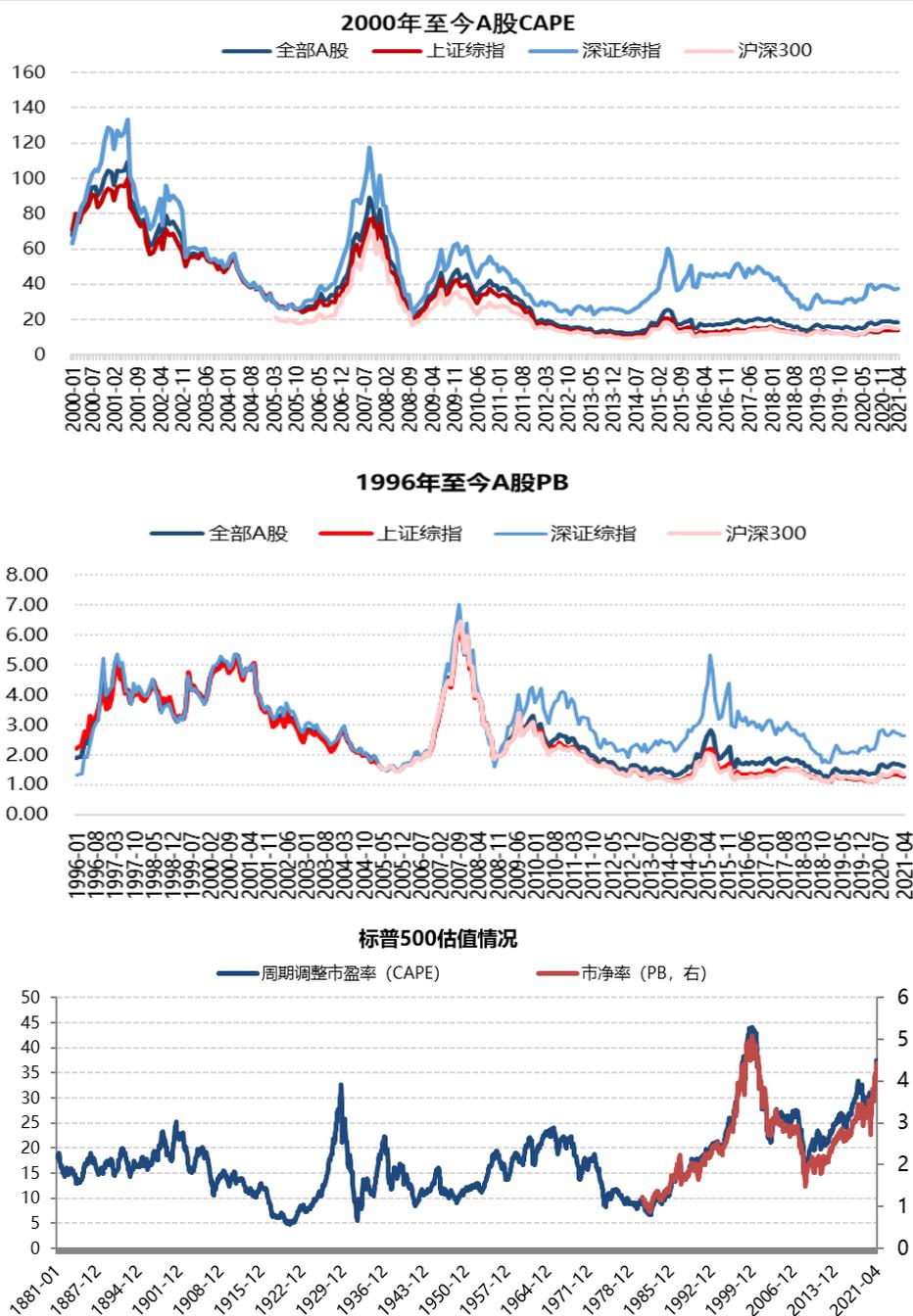
①股票回报率均是名义回报率；②计算近期回报率使用的是较为熟知的各国股指，这些股指通常都不包含红利再投资收益，因此在计算长期回报率时，所使用的是 MSCI 提供的各国含红利和不含红利的股指数据；③数据来源：Wind；Datastream

图 2：截至 2021 年 4 月中国 A 股上市公司分行业回报率

行业	近期回报率(不含红利回报)		长期回报率(2005至2020年)	
	2021年1至4月	2020年度回报	不含红利回报	含红利回报
住宿餐饮	16.6%	30.3%	12.0%	13.3%
原材料制造	9.4%	33.3%	9.7%	11.3%
农业	9.4%	11.8%	14.6%	15.9%
纺织服装/家具/文体用品/印刷	7.9%	10.1%	10.0%	11.6%
化工医药	7.7%	35.8%	15.6%	16.8%
专业服务	4.9%	61.9%	17.3%	18.0%
采矿业	4.3%	-7.5%	2.6%	5.2%
交通运输服务	3.7%	-10.3%	3.2%	5.3%
公用事业	3.2%	-2.3%	4.3%	6.6%
传媒	2.7%	0.4%	8.8%	9.6%
建筑业	1.5%	-11.9%	6.3%	7.8%
批发零售	1.2%	3.5%	10.4%	11.5%
酒/饮料制造	-0.5%	92.3%	29.9%	31.9%
机械制造	-1.2%	52.5%	16.6%	17.8%
全部A股	-1.3%	22.2%	9.9%	11.8%
房地产	-2.2%	-13.5%	11.0%	12.8%
金融	-4.6%	-3.4%	7.6%	10.9%
ICT	-7.9%	17.2%	13.7%	14.4%
汽车	-8.5%	64.4%	17.2%	19.5%
食品制造	-12.2%	75.5%	22.3%	23.8%
仓储/邮政	-14.6%	51.3%	12.4%	13.4%
铁路/航空航天	-18.3%	28.7%	13.3%	14.2%

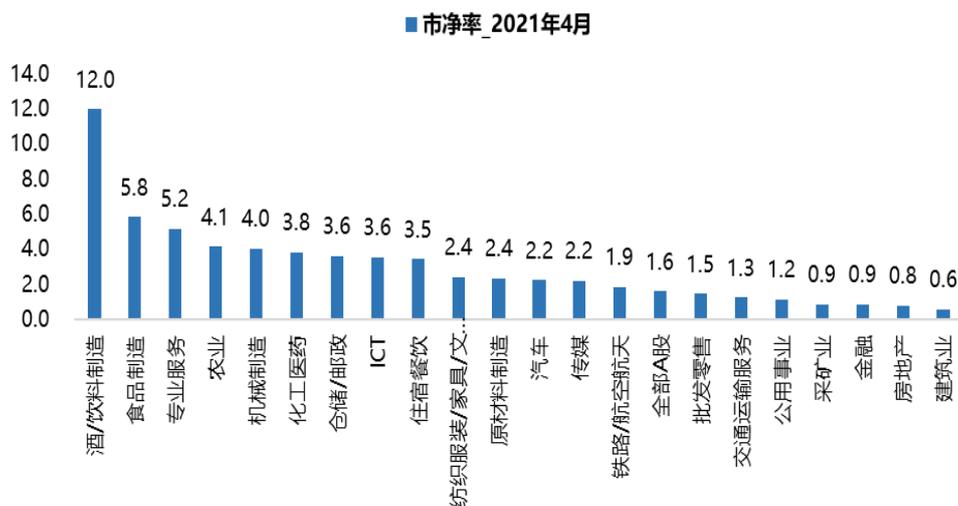
①股票回报率均是名义回报率；②上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

图 3：2005 年 5 月至 2021 年 4 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率 (CAPE) 和市净率 (PB)



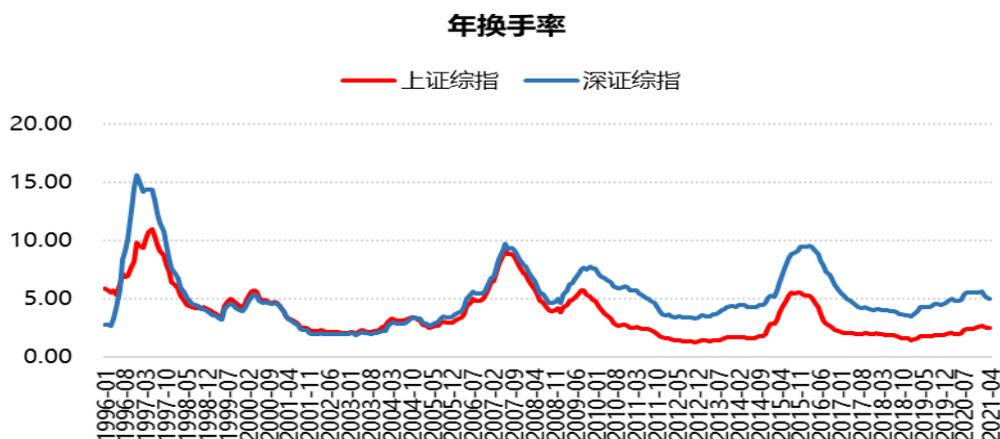
①截至 2021 年 4 月 30 日，沪深 300 的市净率是 1.34 倍，周期调整市盈率是 15 倍；全部 A 股的 CAPE 是 18.4 倍，市净率是 1.6 倍。②截至 2021 年 4 月底，美国标普 500 市净率和周期调整市盈率分别是 4.42 倍和 37.56 倍。③美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页，市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR，周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算，计算方式请参见报告附表。需要说明，我国 CAPE 的计算中，净利润取的是过去 5 年经通胀调整后的平均净利润。

图 4：2021 年 4 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。

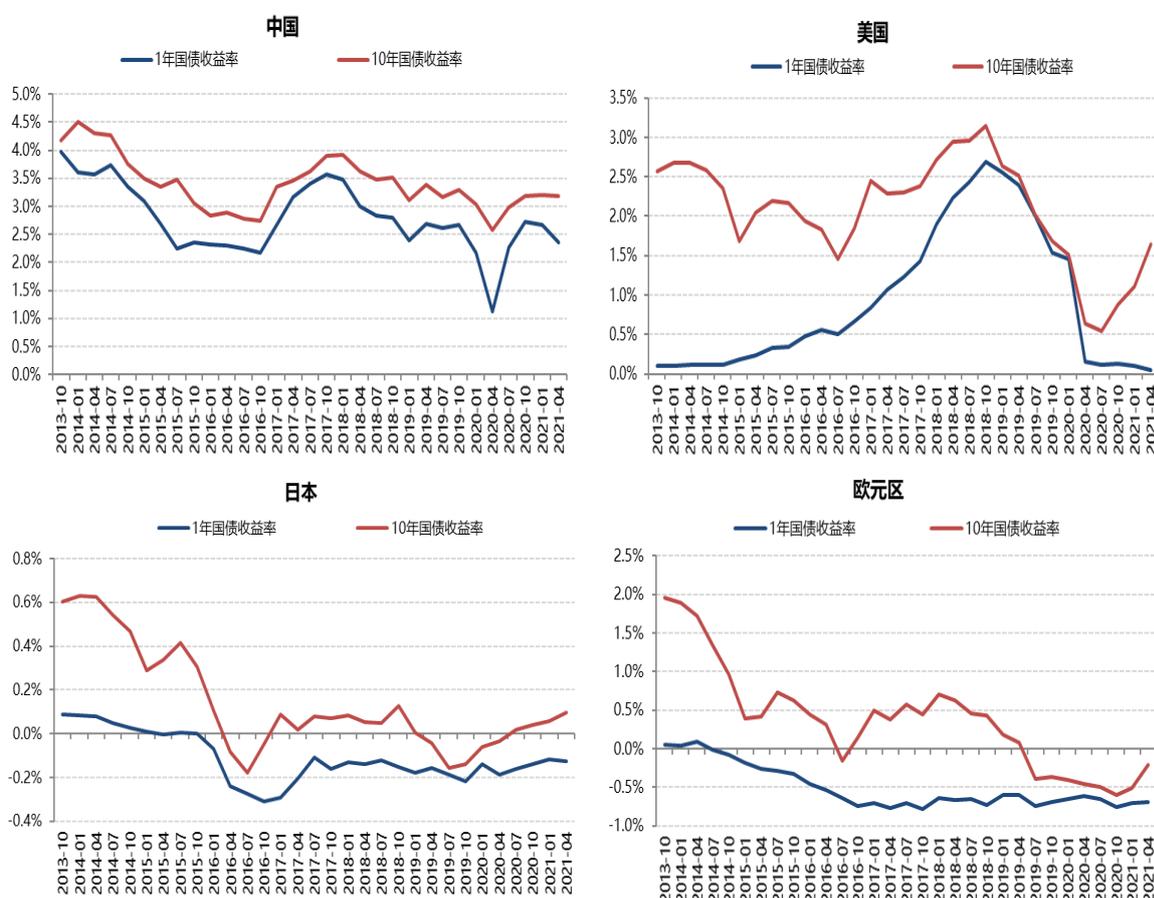
图 5：2006 年 1 月至 2021 年 4 月上证综指和深证综指年成交量情况



①每个时点都是过去 12 月的总成交额除以总流通市值。截至 2021 年 4 月，上证综指和深证综指的年换手率分别为 2.49 和 4.95。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR。

债券价格水平

图 6: 2021 年 4 月国债收益率情况

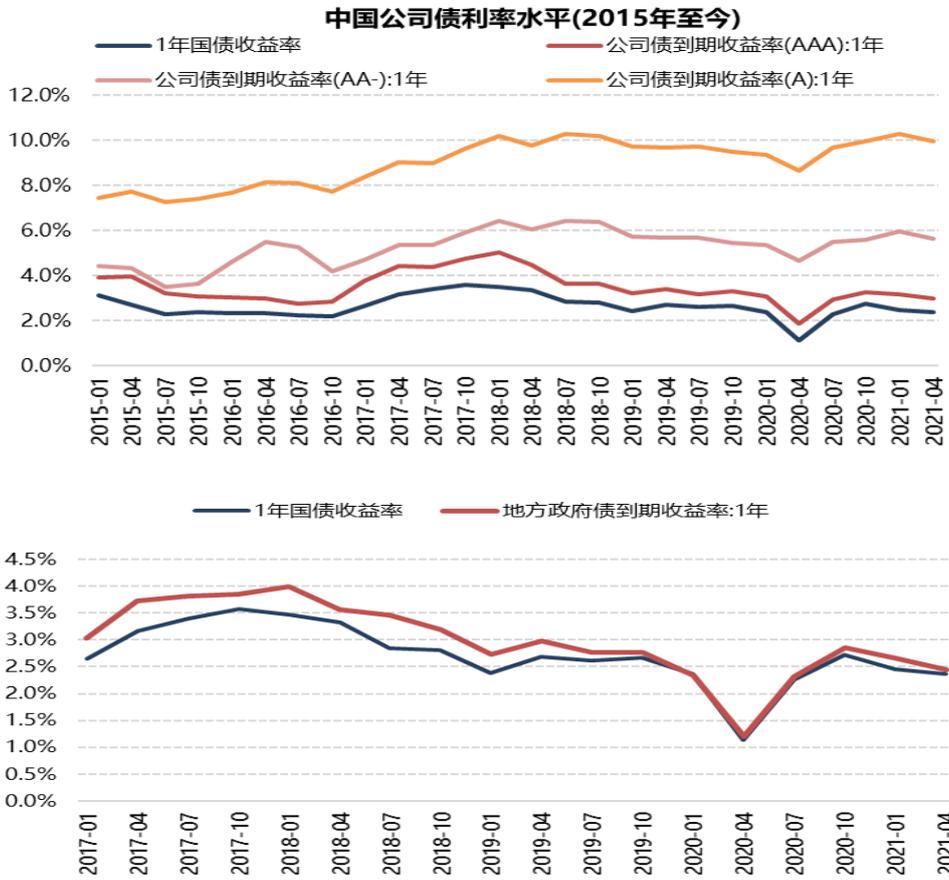


	各国1年国债收益率(百分比)								
	2021年		2020年		1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
	4月	1月	10月	7月					
中国	2.4	2.7	2.7	2.3	1.1	2.7	3.0	2.3	2.8
美国	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	2.4	2.2	0.6	0.2
日本	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.2
欧元区	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	1.4
英国	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.8	0.7	0.5	0.7
新加坡	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	2.0	1.7	1.0	0.4
韩国	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.8	1.9	1.5	3.4

	各国10年与1年国债利差(百分比)								
	4月	1月	10月	7月	1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
中国	0.8	0.5	0.5	0.7	1.4	0.7	0.6	0.6	1.1
美国	1.6	1.0	0.8	0.4	0.5	0.1	0.7	1.3	3.1
日本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	1.1
欧元区	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.7	1.3	0.8	2.1
英国	0.8	0.6	0.3	0.1	0.3	0.5	0.8	1.2	2.9
韩国	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6	0.1	0.8	0.3	1.1

1 年期国债收益率能够反映基准利率情况。数据来源：Wind

图 7：2021 年 4 月我国地方政府债和公司债利率

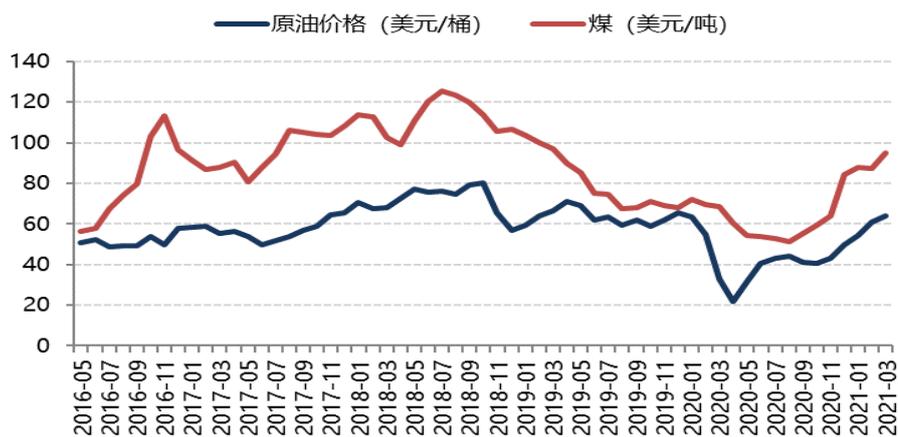


数据来源：Wind

大宗商品价格水平

图 8：2021 年 3 月大宗商品价格变动

大宗商品类型	2021年1至3月	2020年度	2015至2020年均	2010至2015年均	2005至2010年均	2000至2005年均
原油	31.0%	22.5%	5.9%	-16.5%	9.8%	17.5%
澳大利亚煤	14.3%	-21.8%	9.7%	-15.1%	25.3%	4.4%
美国天然气	0.8%	-10.3%	5.7%	-14.6%	-19.9%	7.5%
欧洲天然气	4.6%	-35.6%	2.8%	-10.2%	3.1%	11.0%
日本天然气	29.6%	-1.3%	-3.3%	-3.3%	10.6%	5.1%
食品	7.8%	0.2%	5.0%	-7.1%	13.6%	5.6%
铝	8.7%	-2.6%	6.1%	-8.6%	0.9%	7.5%
铁矿石	8.2%	16.1%	30.9%	-24.3%	20.2%	17.7%
铜	15.6%	11.0%	10.9%	-12.7%	14.9%	19.9%
黄金	-7.5%	8.8%	11.6%	-5.0%	22.2%	13.4%
美国通胀	1.7%	-0.1%	1.9%	1.5%	2.2%	2.5%



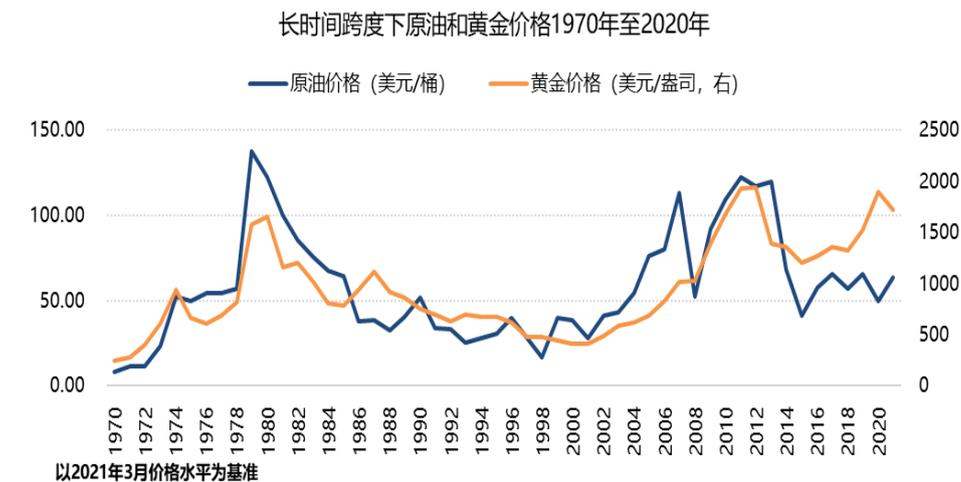
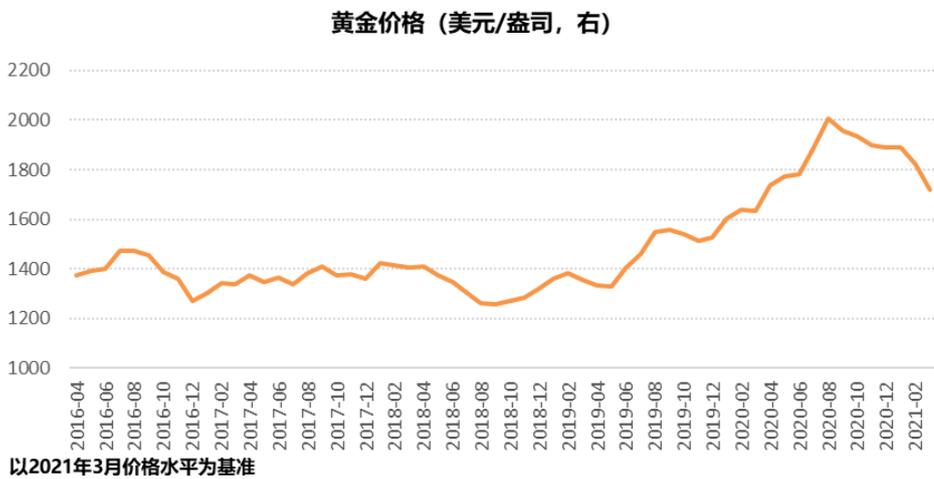
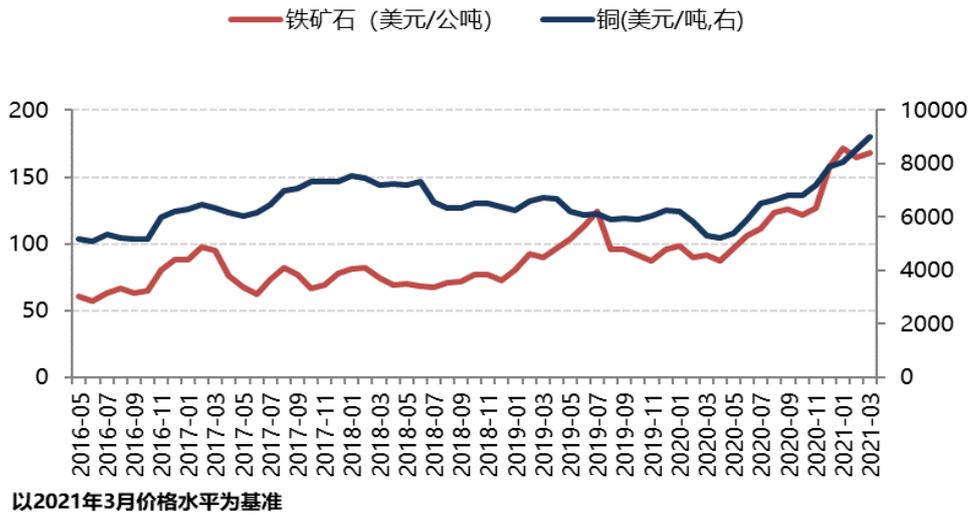
以2021年3月价格水平为基准



以2021年3月价格水平为基准

数据来源：世界银行

图 8(续)：2021 年 3 月大宗商品价格变动

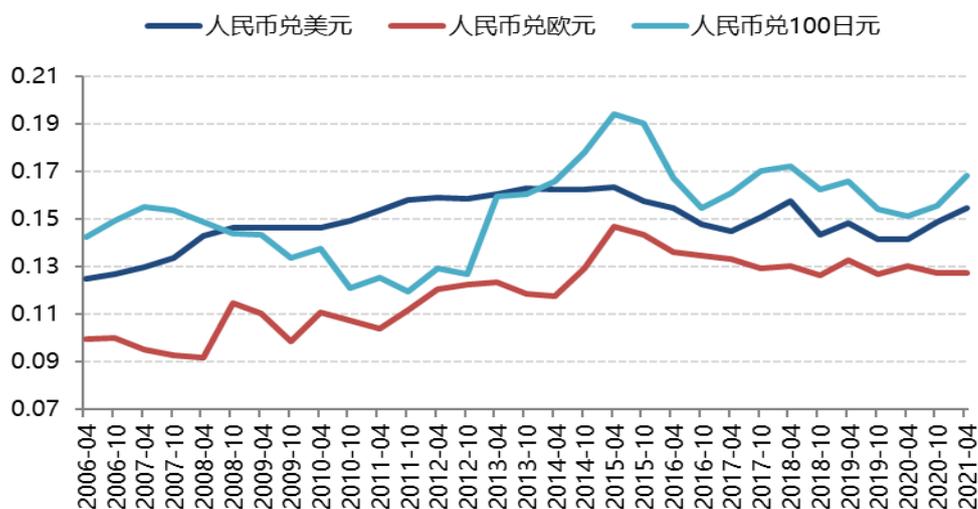


数据来源：世界银行

主要货币汇率水平变动

图 9：2021 年 4 月人民币兑主要货币汇率的变动

汇率	2021年1至4月	2020年度	2015至2020 年年均	2010至2015 年年均	2006至2010 年年均
人民币兑美元	0.9%	6.9%	-0.1%	0.4%	4.2%
人民币兑欧元	2.4%	-2.6%	-2.4%	4.4%	3.9%
人民币兑港币	1.0%	6.4%	-0.1%	0.3%	4.2%
人民币兑100日元	6.5%	1.3%	-3.2%	8.6%	-5.2%
人民币兑英镑	-1.4%	2.9%	1.6%	1.2%	10.7%
人民币兑加元	-2.9%	4.4%	-1.8%	7.1%	0.5%
人民币兑澳元	-0.2%	-2.6%	-1.2%	7.2%	-2.0%
人民币名义有效汇率	2.0%	3.2%	-0.9%	4.1%	3.3%
名义美元指数-对发达经济体	0.0%	-5.0%	-1.7%	5.4%	-2.8%
名义美元指数-对新兴经济体	0.4%	0.7%	1.2%	4.3%	-1.1%



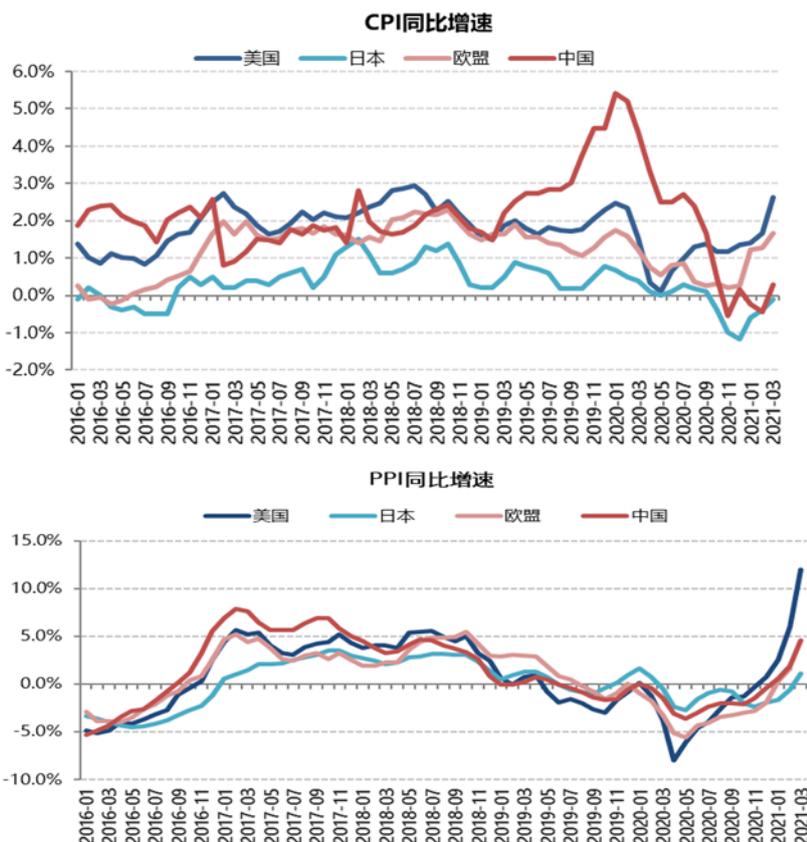
①有效汇率指一国货币兑多国货币汇率变动的加权平均数，通常以该国对多国的贸易额作为权重。②数据来源：Wind

通货膨胀

图 10: 2021 年 3 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3月	2020年度	2015至 2020年均	2010至 2015年均	2005至 2010年均
中国CPI	1.1%	0.2%	2.1%	2.4%	4.0%
其中: 食品CP	2.0%	1.3%	4.5%	4.6%	8.4%
其中: 猪肉CP	-8.8%	-1.2%	13.3%	4.6%	11.3%
美国CPI	1.7%	1.4%	1.9%	1.5%	2.2%
日本CPI	0.7%	-1.2%	0.3%	0.7%	-0.1%
欧盟调和CPI	1.4%	0.3%	1.2%	1.3%	2.3%
美国核心CPI	0.9%	1.6%	2.0%	1.9%	1.9%
日本核心CPI	0.7%	-1.1%	0.2%	0.7%	-0.2%
欧盟核心CPI	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.6%
中国PPI	3.4%	-0.4%	2.0%	-2.2%	3.2%
美国PPI	7.8%	0.7%	1.8%	-0.7%	3.1%
日本PPI	1.8%	-2.0%	0.4%	0.1%	0.4%
欧盟PPI		-2.0%	1.2%	-0.1%	2.9%

中国CPI分项涨幅						
CPI分项	中国CPI	其中: 食品CPI	衣着	居住	家用器具	家庭服务
2020年度	0.2%	1.3%	-0.1%	-0.7%	-1.5%	2.3%
2021年1至3月	1.1%	2.0%	-0.5%	0.4%	0.7%	1.5%
中国CPI分项涨幅						
	交通工具	通信工具	通信服务	教育服务	旅游	医疗保健
2020年度	-2.0%	1.0%	0.0%	1.9%	-0.9%	1.3%
2021年1至3月	-0.1%	0.8%	-0.1%	0.5%	1.7%	0.1%

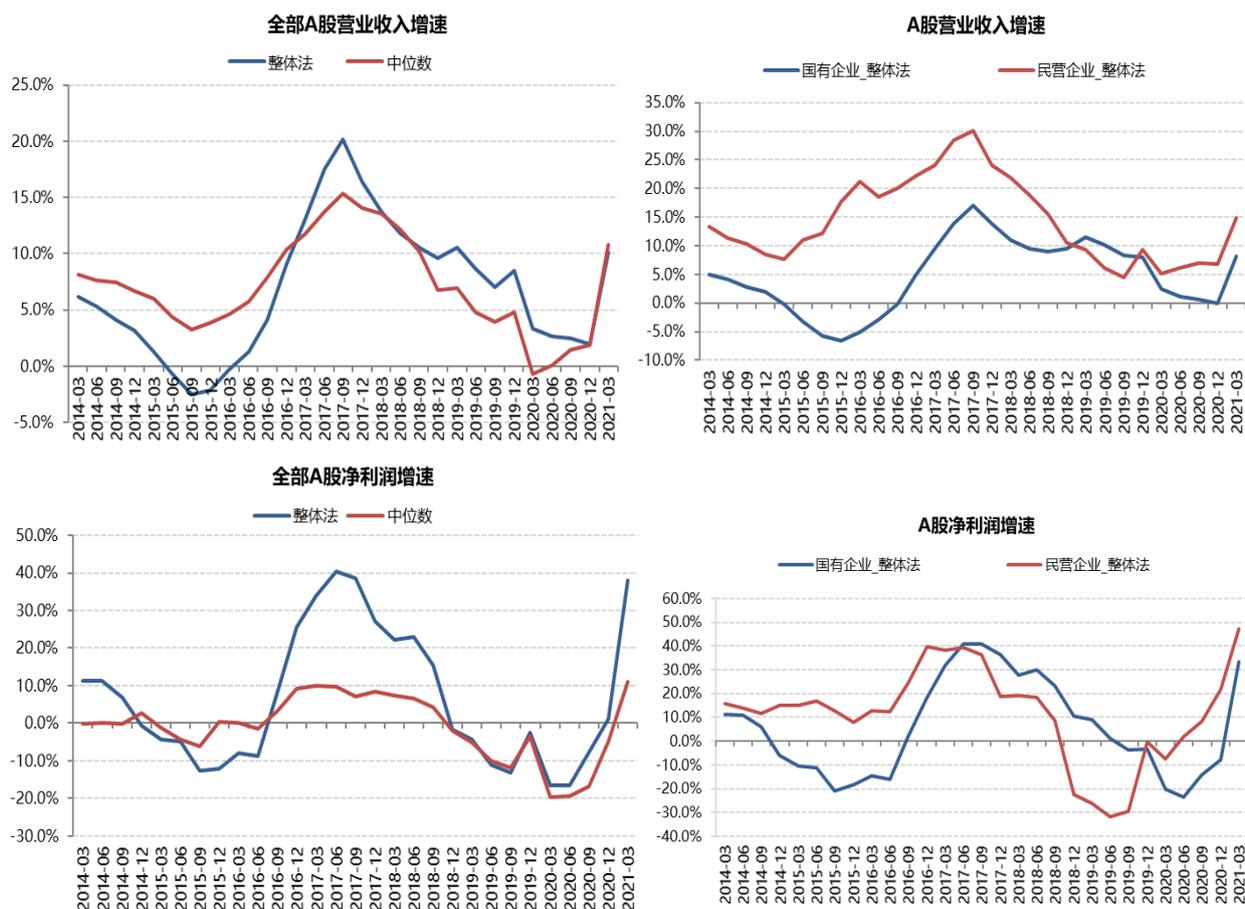


数据来源: Wind

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 11：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速（剔除通胀）

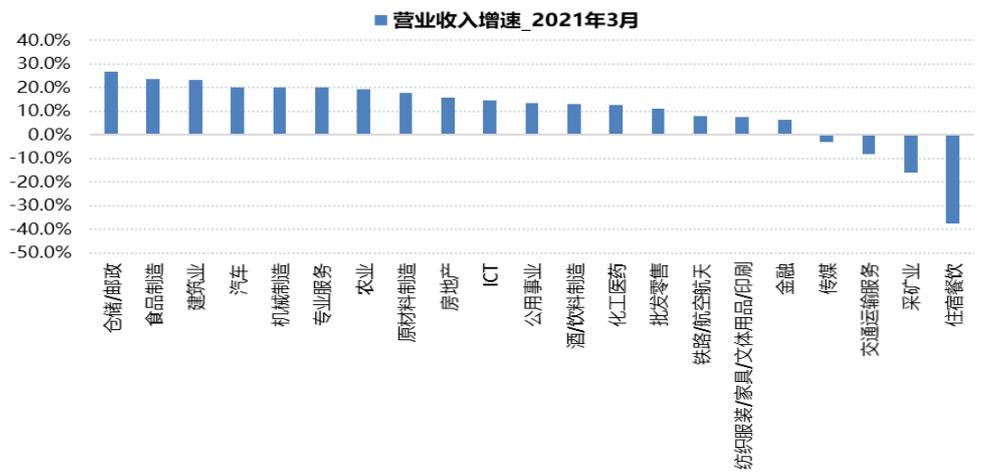


每个时期的营业收入和净利润都是连续 4 个季度加总值，这样每个时点都相当于一个年度值，然后计算同比增速。

2021 年一季度，A 股业绩大幅反弹，A 股营业收入同比增速整体法为 10.2%，中位数为 10.9%，净利润同比增速 37.9%，中位数为 11%。

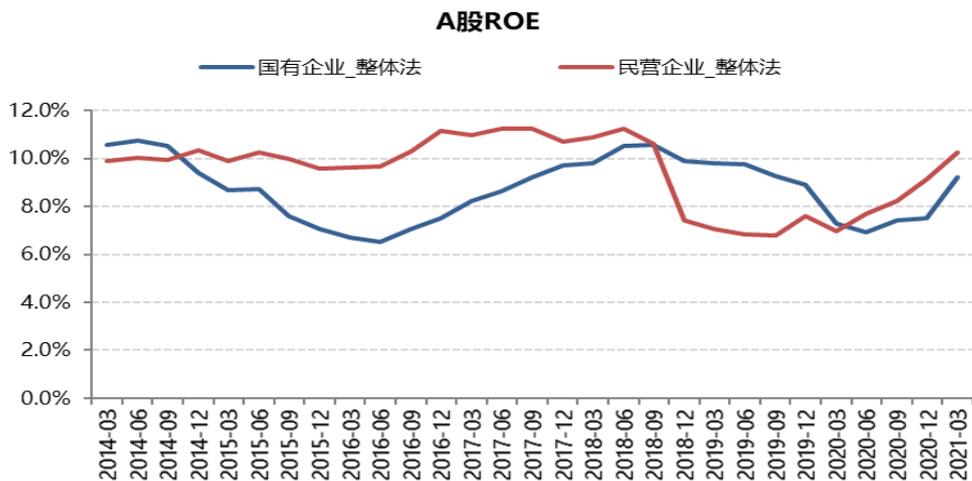
对比国企和民企整体法增速，国企营收增速为 8.2%，净利润增速为 33.4%，民企营收增速为 14.9%，净利润增速为 47.2%。

图 12: 中国 A 股上市公司分行业营业收入增速



除采掘、住宿餐饮、传媒外，其他行业营收增速已经反弹至正数区间

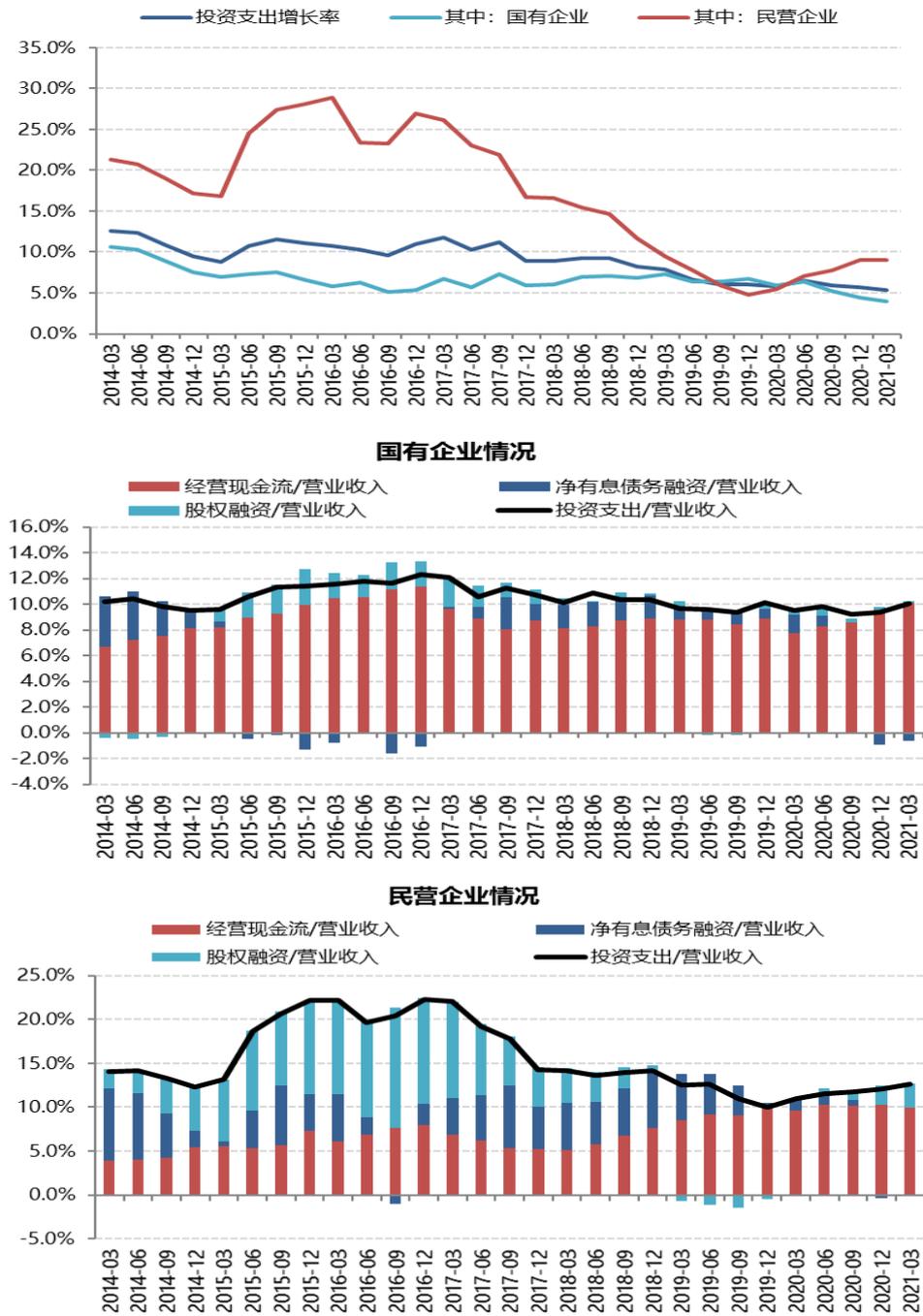
图 13: 中国 A 股上市公司 ROE



ROE 用的是净利润折年数除以期初净资产，折年数指连续 4 个季度单季度净利润之和。具体计算方法见附录。

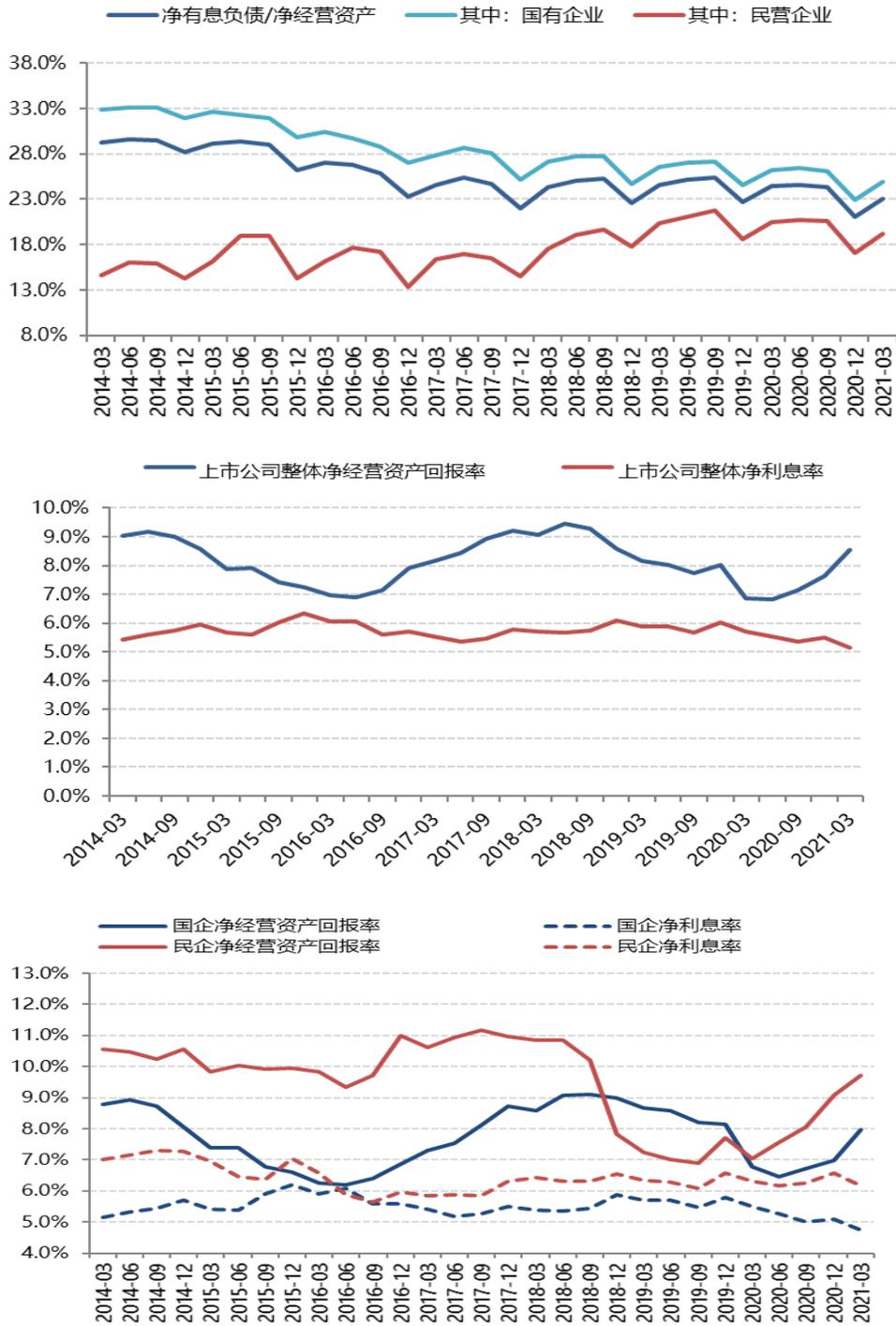
国有企业整体法 ROE 为 9.2%，民营企业整体法 ROE 为 10.3%。

图 14：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



投资支出增长率是净经营资产增长率。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。

图 15：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



上市公司的负债率没有发生明显变化。

净经营资产回报率=息前税后利润/净经营资产，息前税后利润是折年数，即将连续 4 个季度的息前税后利润相加；净利息率=税后利息/净有息负债，税后利息也是将连续 4 个季度的值相加后的折年数

第二部分：宏观基本面分析

新冠疫情现状

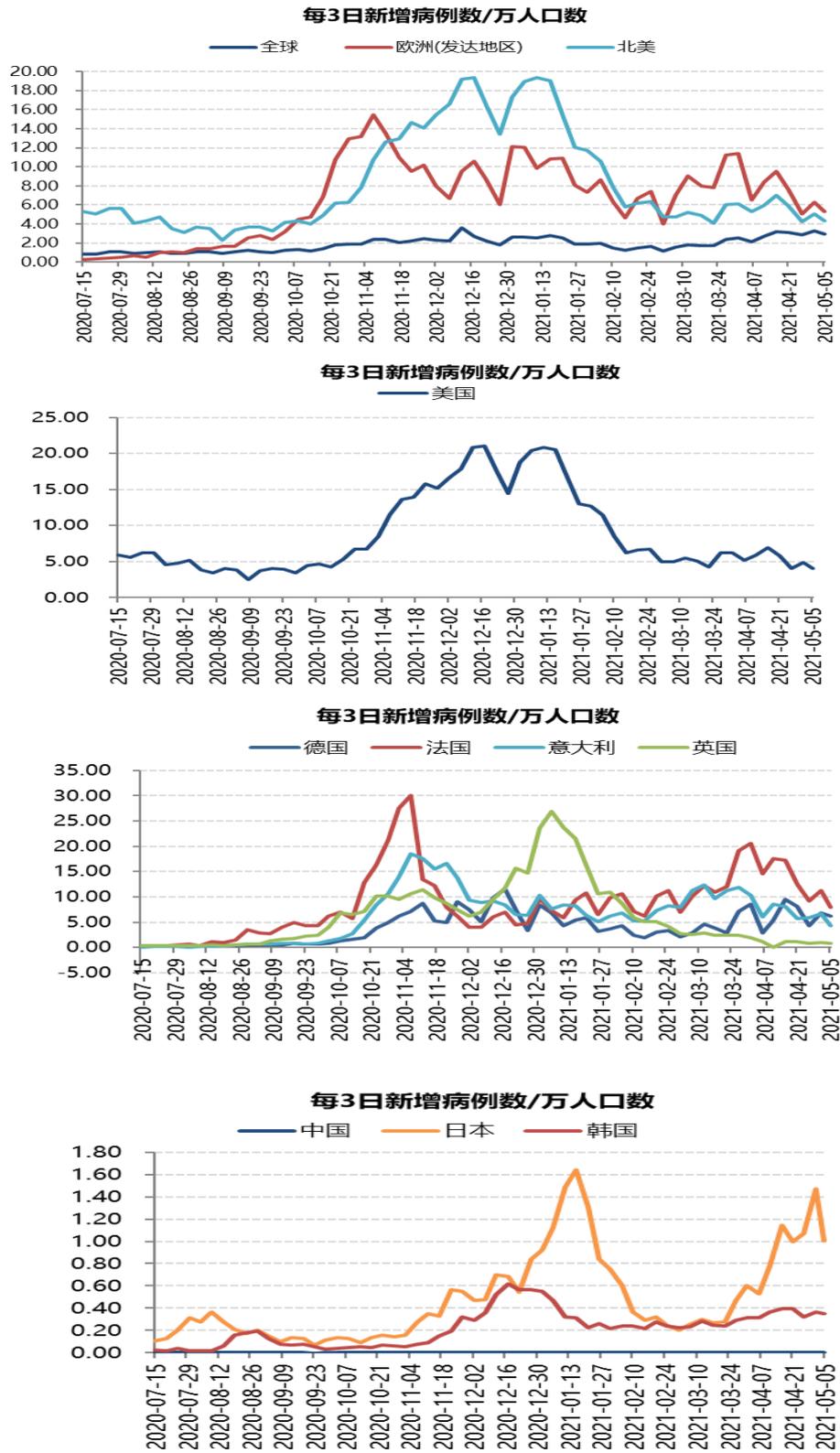
图 16：全球疫情统计可能被严重低估

全球疫情分布_2021年5月5日								
	确诊病例数(万人)	死亡人数(万人)	人口(亿人)	感染率(确诊病例数/每万人口)	死亡人数/确诊病例数	死亡人数/每万人口	疫苗拥有量(百万支)	疫苗人均拥有量
全球	15520.1	324.2	77.9	199.1	2.1%	4.2	1216	0.16
欧洲(发达地区)	3642.8	83.6	5.3	687.1	2.3%	15.8	218	0.41
北美	3382.4	60.4	3.7	917.3	1.8%	16.4	264	0.72
拉美	2940.2	93.9	6.5	452.5	3.2%	14.5	107	0.17
南亚	2585.0	34.1	19.4	133.2	1.3%	1.8	178	0.09
西亚	1084.3	11.0	2.7	396.7	1.0%	4.0	64	0.26
东欧	867.9	18.5	2.2	400.4	2.1%	8.5	26	0.12
非洲	457.7	12.3	13.4	34.2	2.7%	0.9	19	0.02
东南亚	349.3	6.9	6.7	52.2	2.0%	1.0	33	0.05
东亚	88.9	1.7	16.5	5.4	2.0%	0.1	301	0.18
中亚	59.1	0.6	0.7	86.5	1.0%	0.8	3	0.05
大洋洲	4.4	0.1	0.4	10.6	2.4%	0.3	3	0.07

	确诊病例数(万人)	死亡人数(万人)	人口(亿人)	感染率(确诊病例数/每万人口)	死亡人数/确诊病例数	死亡人数/每万人口	疫苗拥有量(百万支)	疫苗人均拥有量	注射疫苗的人口占全部人口比重
中国	10.3	0.5	14.4	0.7	4.7%	0.0	290	0.20	
日本	61.8	1.1	1.3	48.9	1.7%	0.8	4	0.03	2.2%
韩国	12.6	0.2	0.5	24.5	1.5%	0.4	4	0.08	6.9%
德国	348.5	8.4	0.8	415.9	2.4%	10.0	33	0.39	30.4%
法国	576.8	10.6	0.7	846.3	1.8%	15.5	24	0.35	24.6%
英国	444.2	12.8	0.7	654.3	2.9%	18.8	51	0.75	51.5%
意大利	407.0	12.2	0.6	673.2	3.0%	20.2	22	0.37	25.7%
美国	3255.7	57.9	3.3	983.6	1.8%	17.5	250	0.75	44.9%
印度	2107.7	23.0	13.8	152.7	0.0	1.7	159.9	0.1	11.6%

印度疫情统计被严重低估；数据来源:Our World In Data 在线数据库

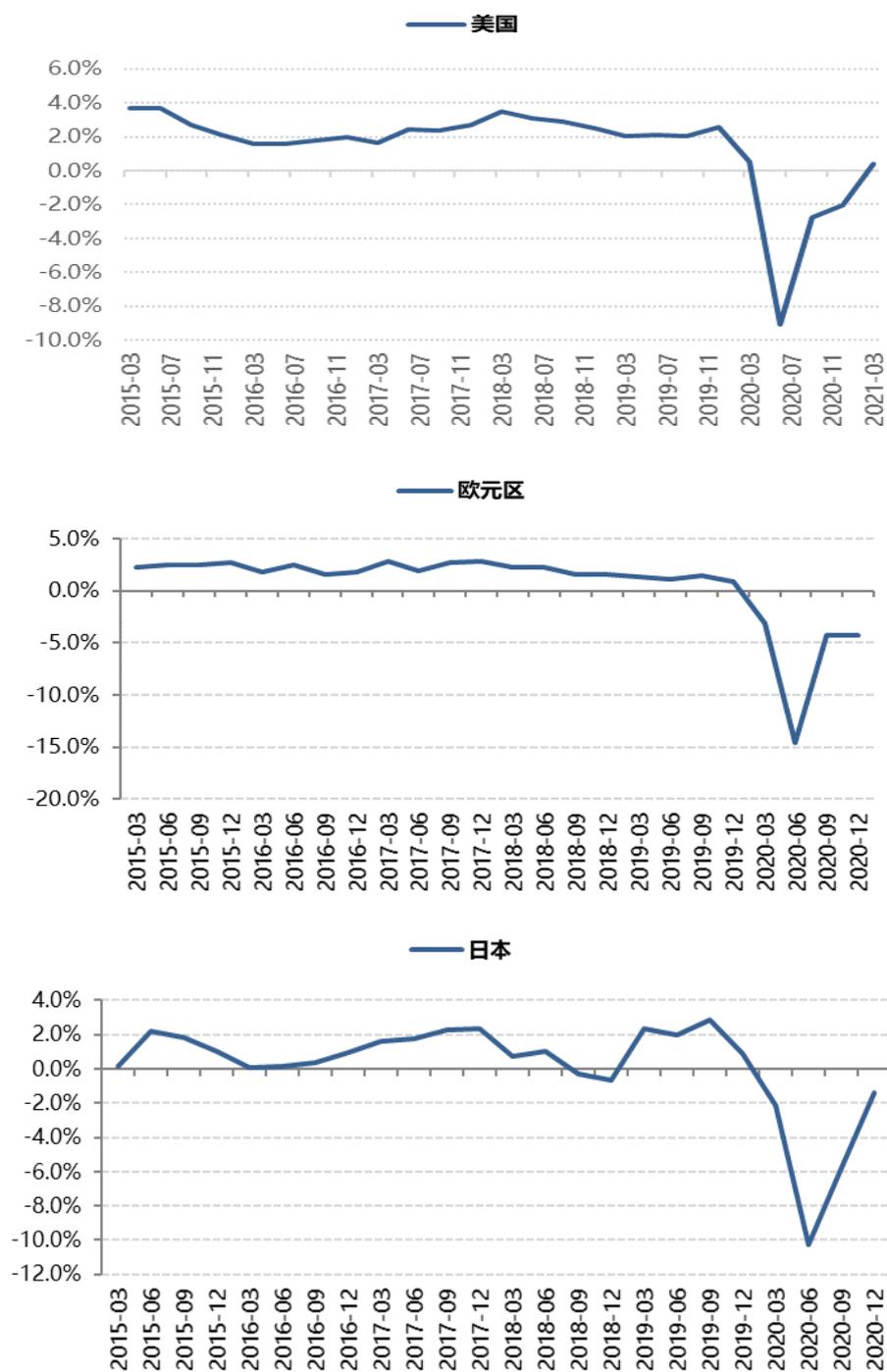
图 17: 主要国家疫情增速



数据来源: Our World In Data 在线数据库

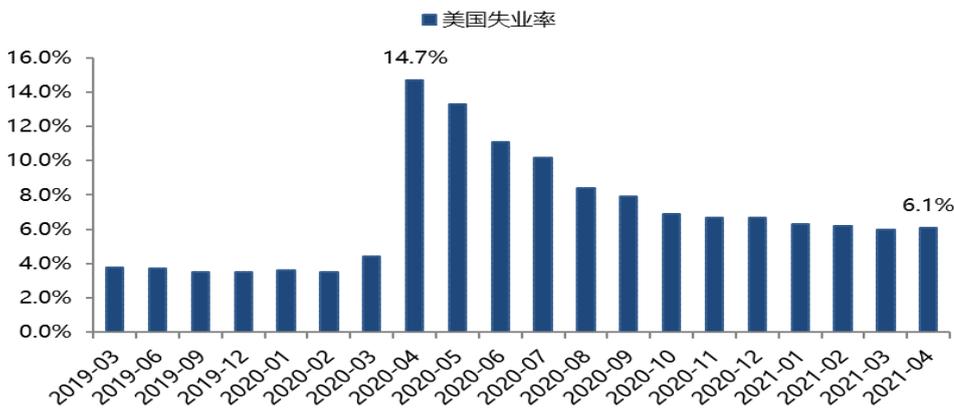
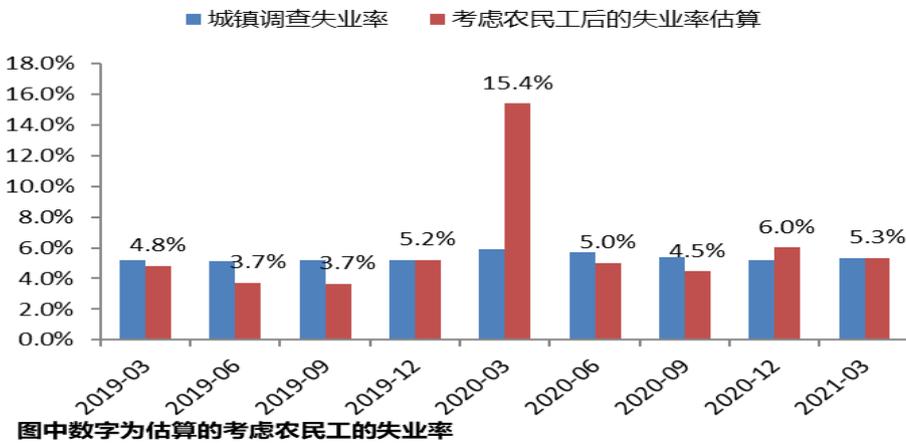
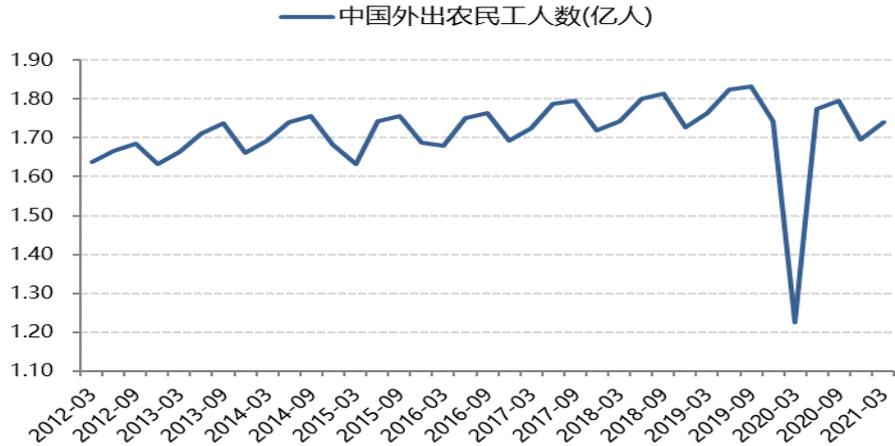
经济从疫情中的复苏情况

图 18：主要国家 GDP 单季度值同比增速(剔除通胀)



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。

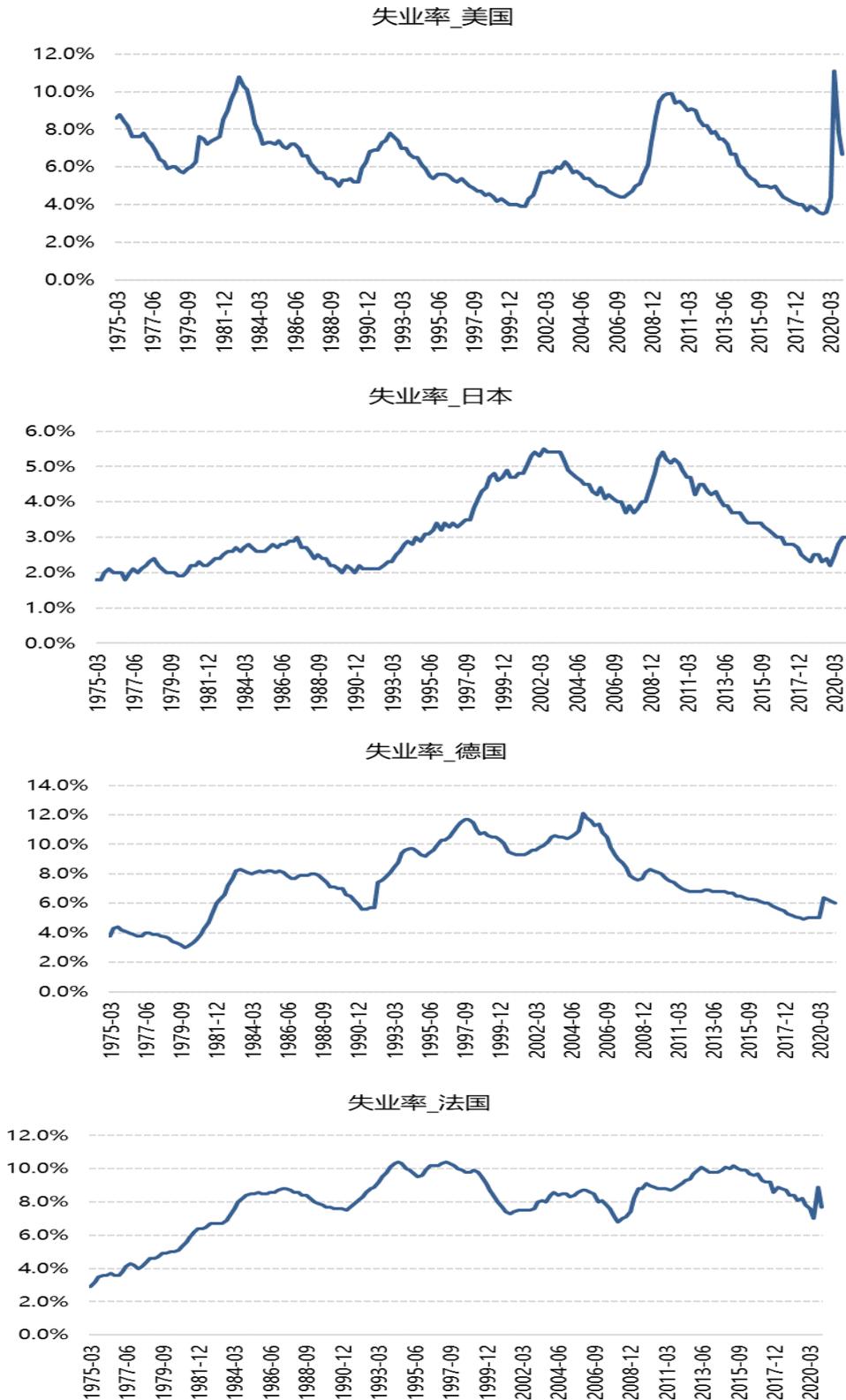
图 19: 失业率情况



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

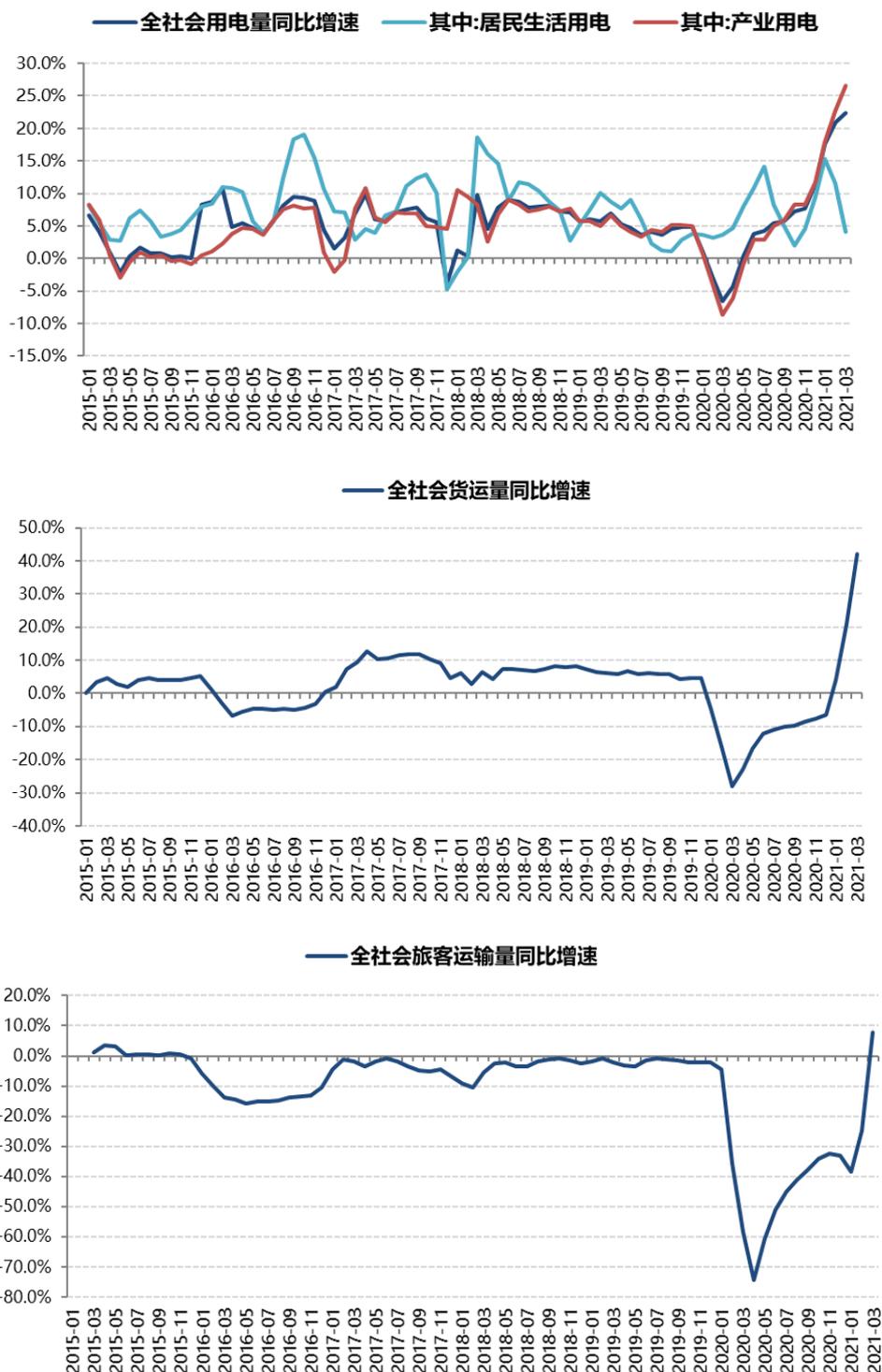
数据来源:Wind。中国农民工数据为统计局公布数字。

图 19: 失业率情况(续)



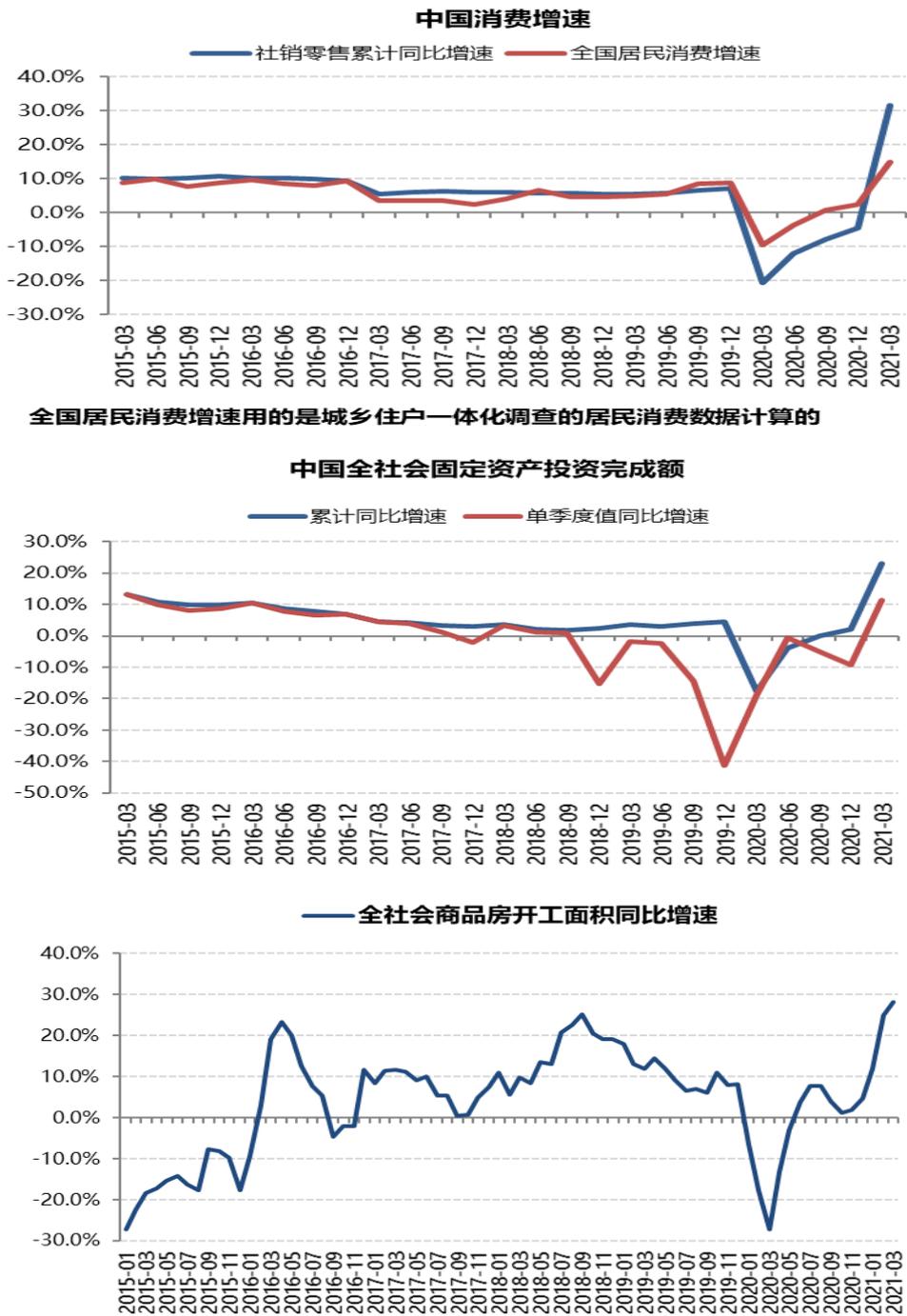
数据来源:Wind; 圣路易斯联储数据库

图 20：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量单季度值同比增速



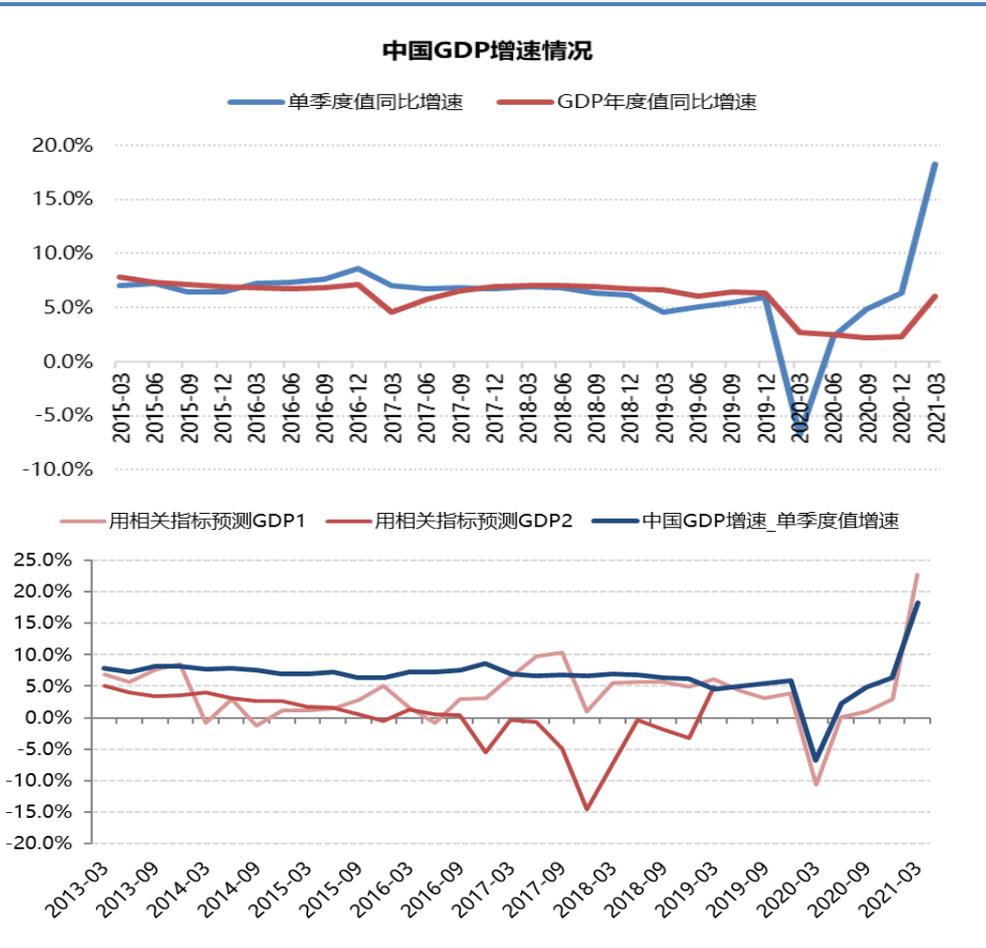
货运量包括公路、铁路、水路和航空货运总量，旅客运输量包括公路、铁路、水路和航空旅客运输量；统计局按月公布货运量、客运量和全社会用电量，本研究将每 3 个月的数值相加，这样每个时点都是一个季度值，然后计算同比增速。

图 21：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2021 年 3 月）



数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 22：中国 GDP 增速及用相关指标预测值



用相关指标预测 **GDP1**：用全社会用电量、公路铁路水路航空货运总量、社会融资规模存量的同比增速。

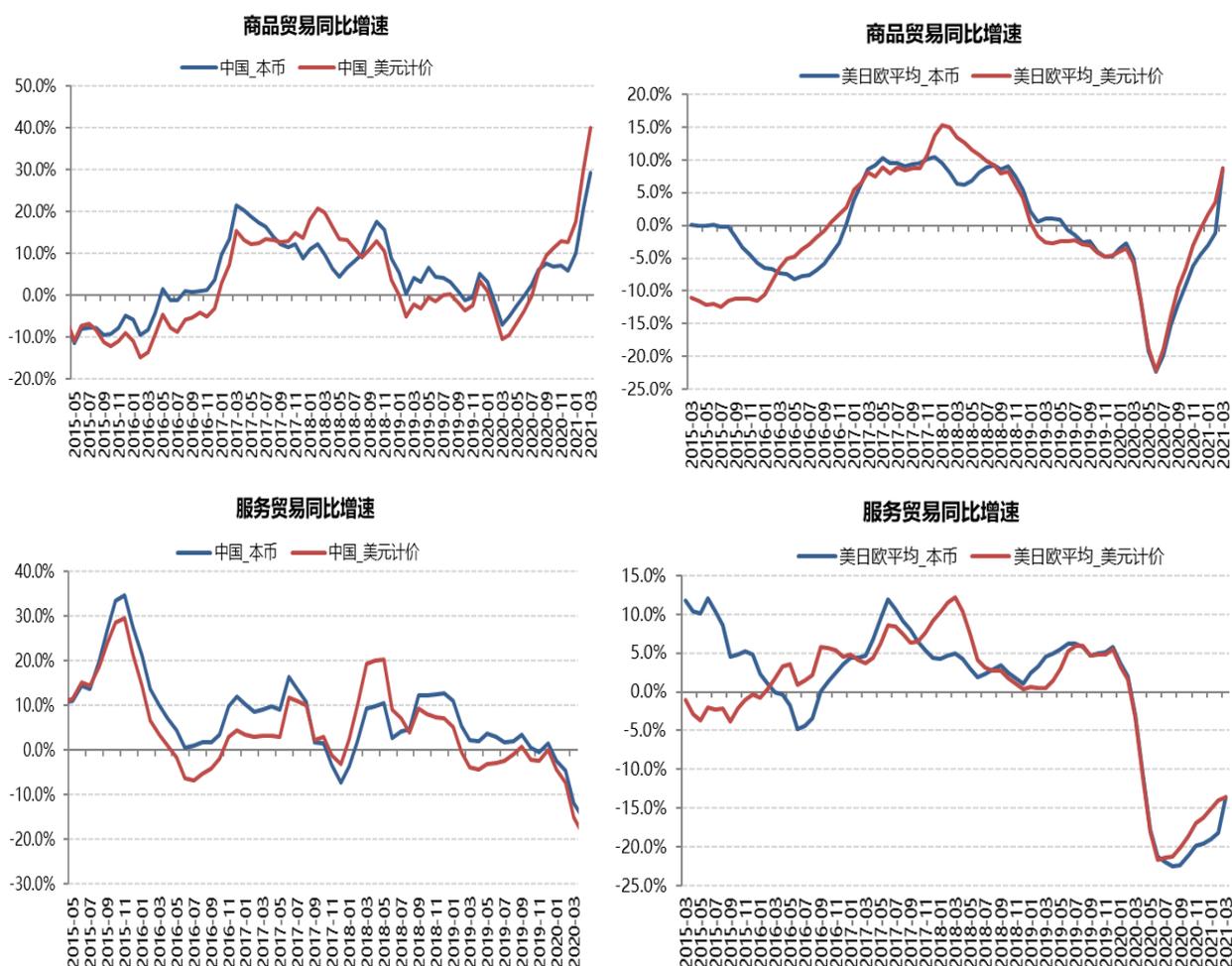
用相关指标预测 **GDP2**：自变量包括固定资产投资、社销零售总额的同比增速。

除社会融资规模存量外，其余变量都是单季度值的同比增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间 32 个季度值建模。

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

国际贸易和资本流动

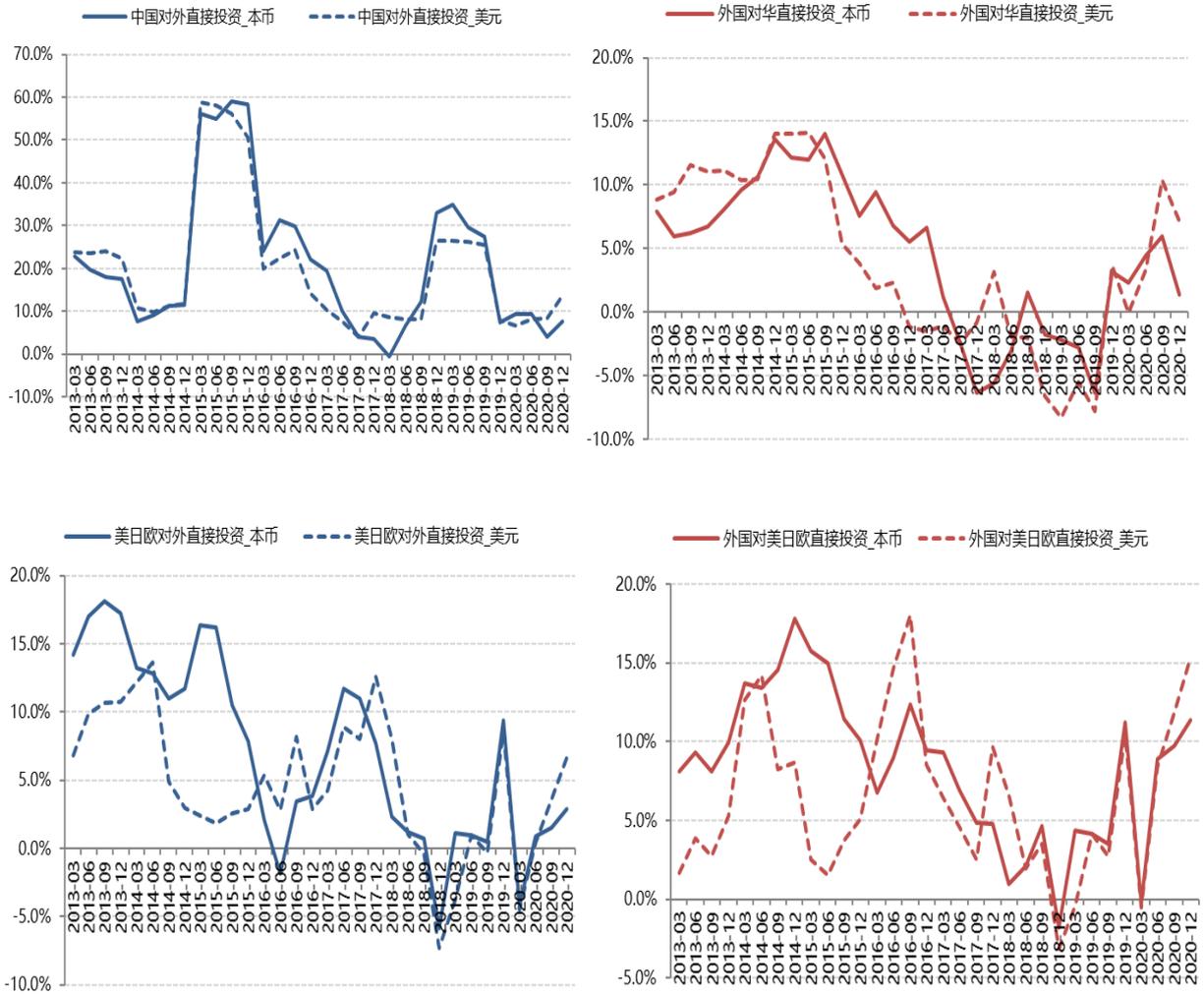
图 23: 商品和服务贸易同比增速



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。

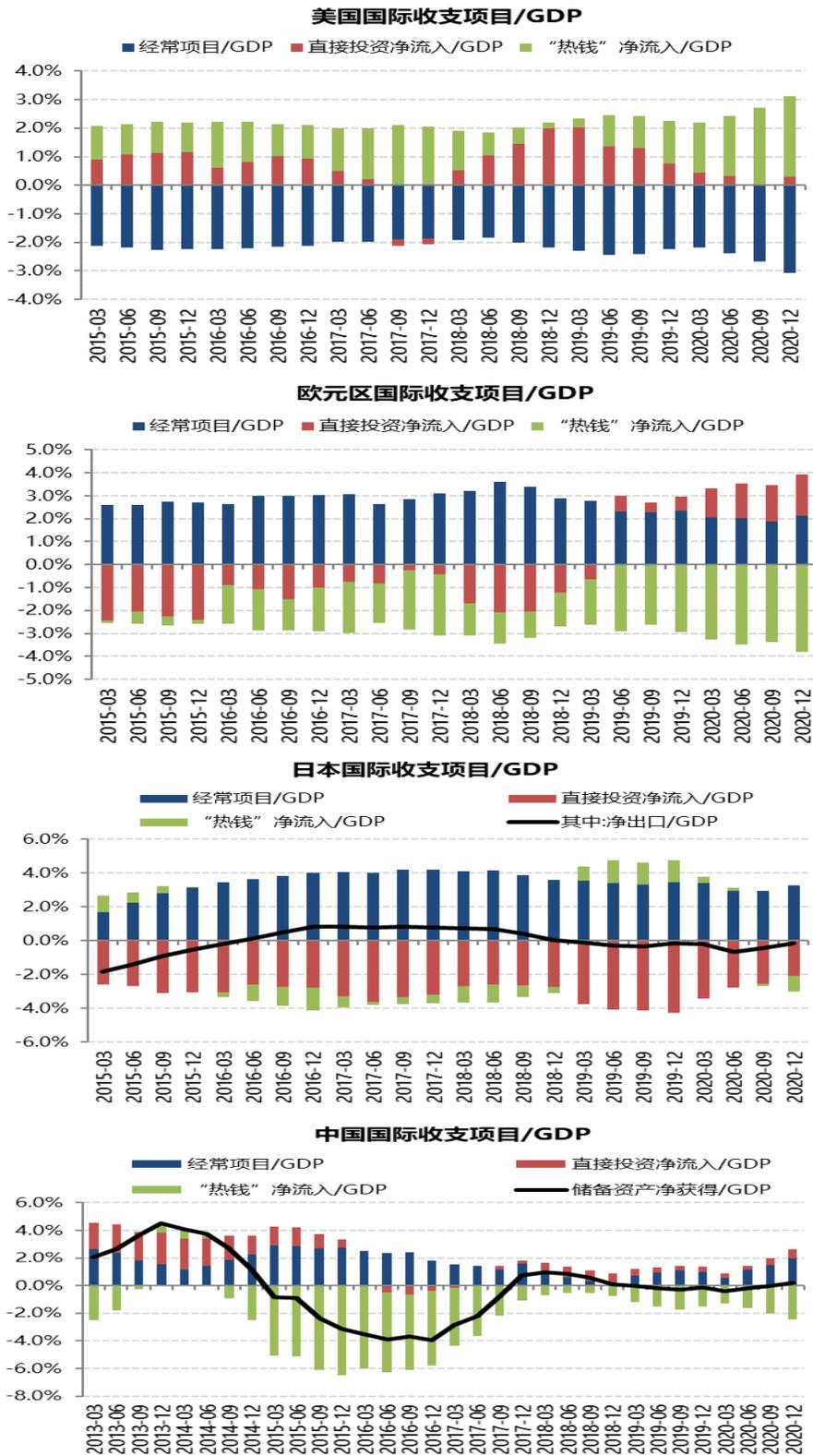
数据来源:Wind

图 24: FDI 存量同比增速 (截至 2020 年 12 月)



数据来源:Wind

图 25：中国、美国、欧元区、日本国际收支

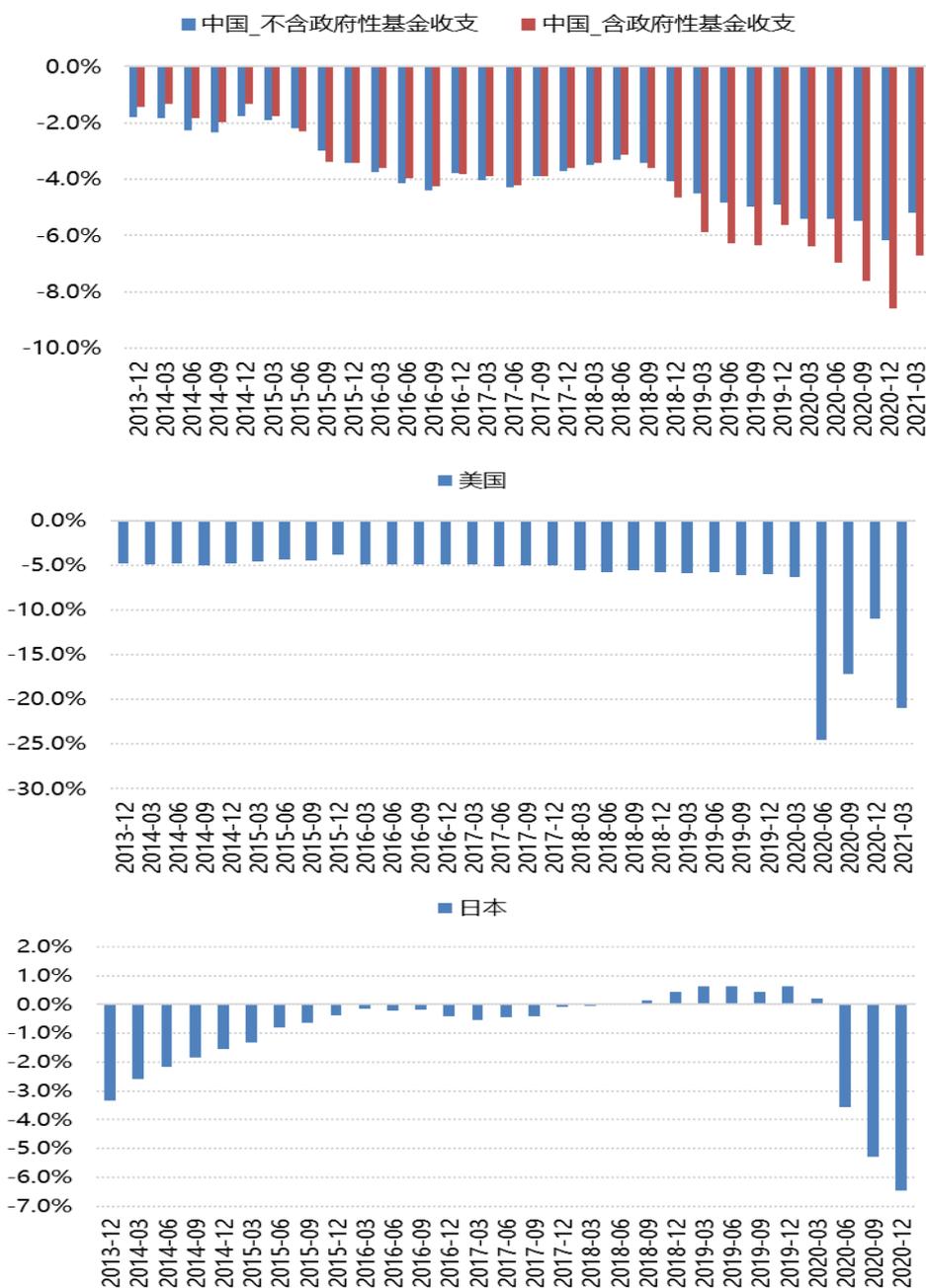


数据来源：Wind

主要国家财政政策和货币政策

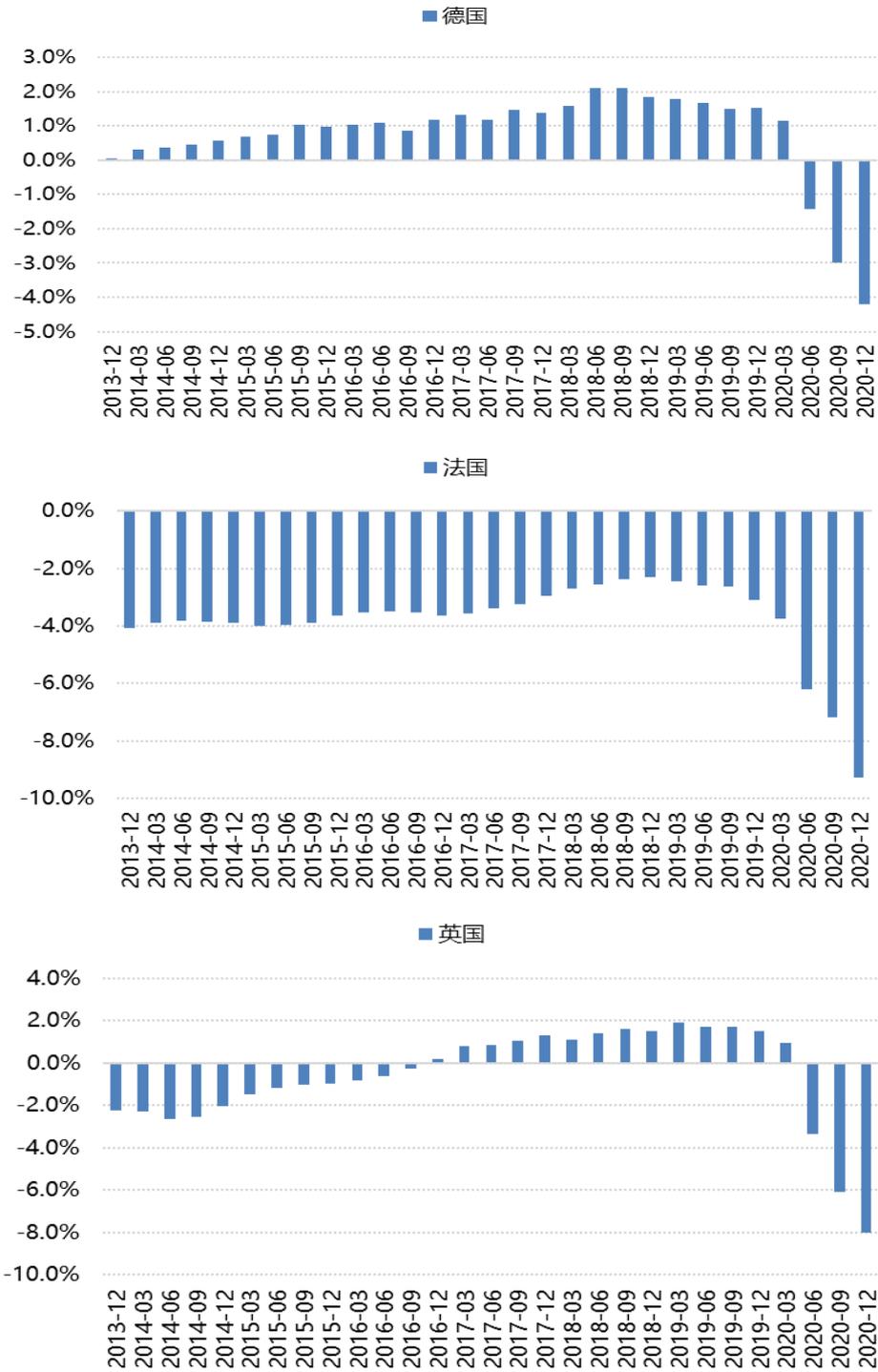
财政政策

图 26: 2021 年 3 月各国财政赤字占 GDP 比重



财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，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。

图 26：2020 年 12 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)

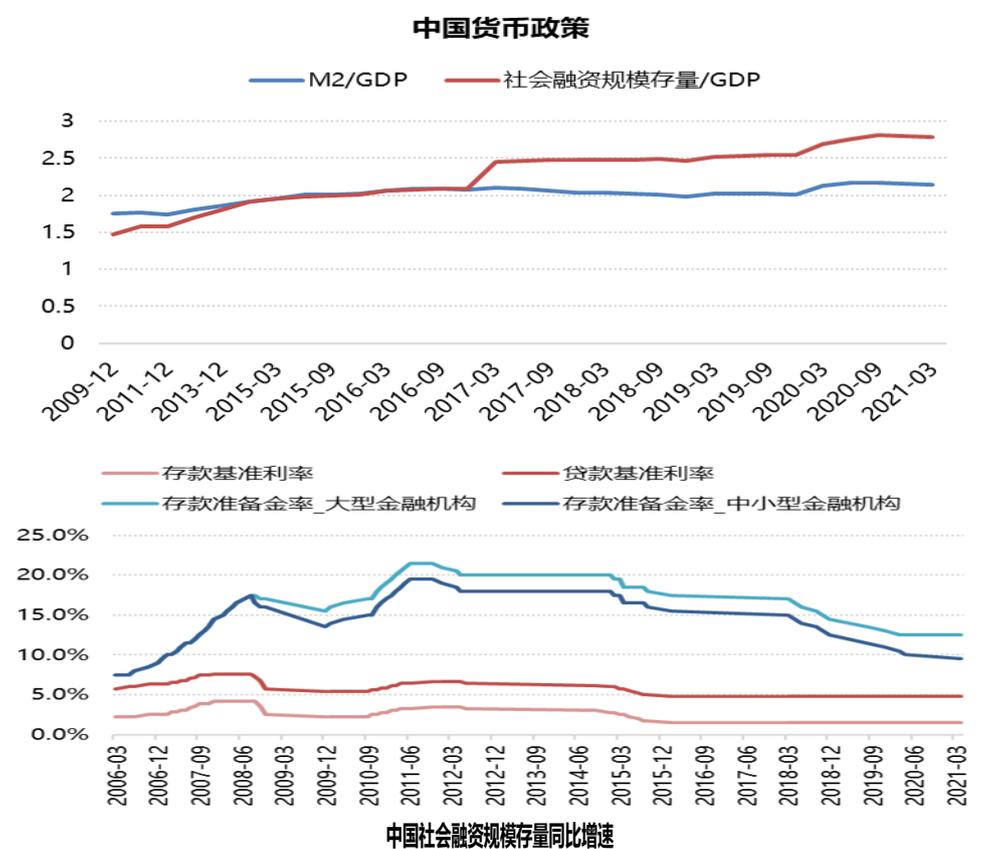


财政赤字占 GDP 取折年数,所谓折年数是指将连续 12 个月的财政收支差额加总,除以连续 4 个季度的 GDP 之和。

数据来源：中国数据来自 Wind；美国来自 BEA；其他国家来自 CEIC

货币政策

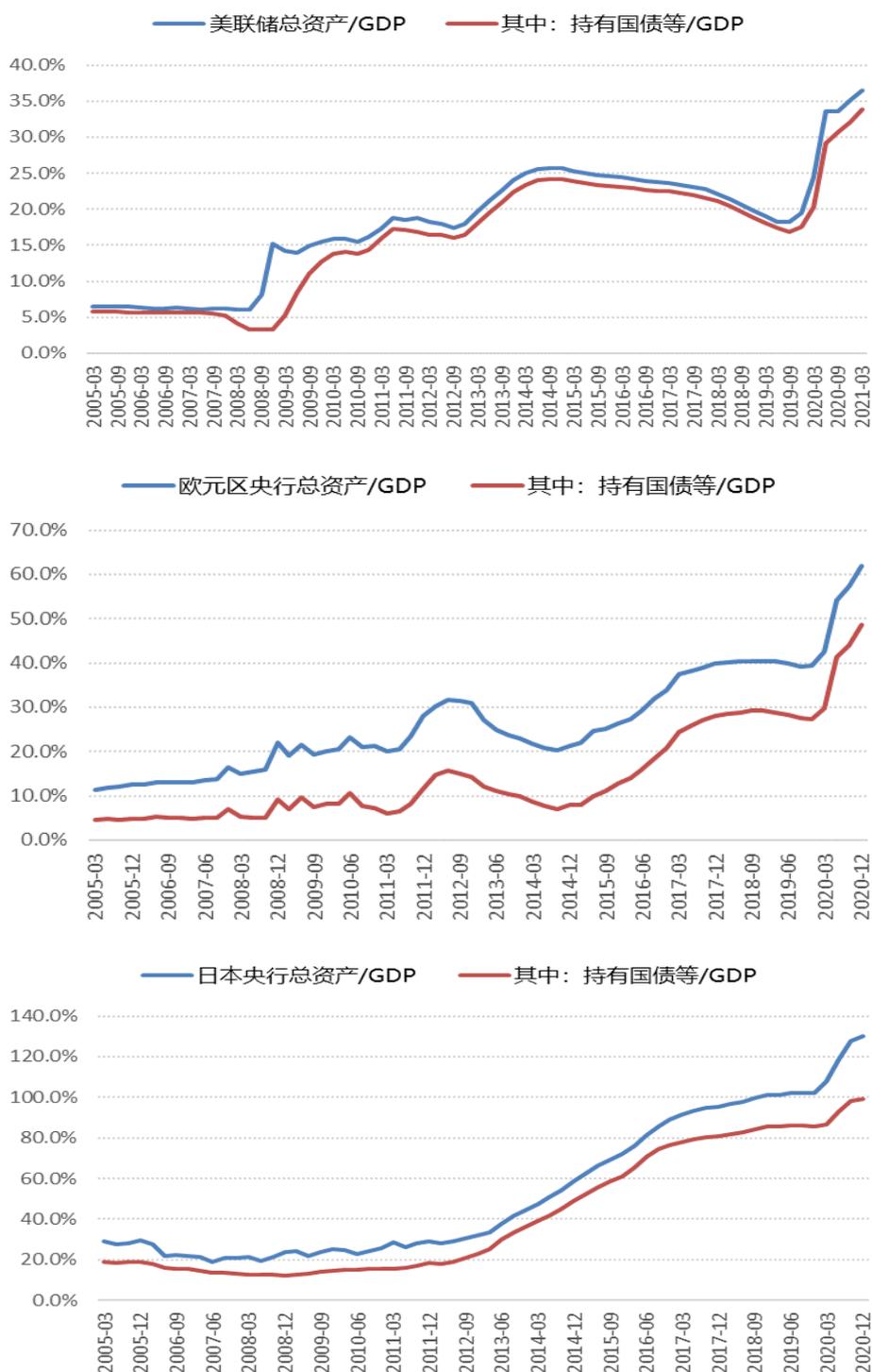
图 27: 2020 年 11 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速



	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-06	2018-12	2018-06	2017-12
基础货币增速	2.9%	1.9%	3.2%	-1.5%	4.6%	-2.0%	-1.7%	2.8%	4.8%	4.2%
M2增速	9.4%	10.1%	10.9%	11.1%	10.1%	8.7%	8.5%	8.1%	8.0%	9.0%
社会融资规模存量增速	12.3%	13.3%	13.5%	12.8%	11.5%	10.7%	11.2%	10.3%	11.8%	32.0%
其中: 贷款	12.8%	13.0%	13.2%	13.2%	12.6%	12.3%	12.8%	12.7%	12.3%	12.7%
其中: 表外融资	-5.7%	-5.9%	-2.8%	-5.4%	-7.9%	-7.4%	-8.2%	-10.9%	-0.5%	14.9%
其中: 证券融资	12.2%	16.4%	18.0%	17.9%	14.6%	11.2%	9.8%	8.7%	10.0%	7.6%
其中: 政府债券	18.8%	22.1%	20.2%	17.1%	15.8%	14.3%	19.0%	17.2%	20.0%	

数据来源: Wind

图 28：美国、欧元区央行和日本央行货币政策



美联储持有国债包括国债和联邦支持机构债；ECB 持有国债包括为货币政策目的持有的证券和对欧元区信用机构的欧元借款。

中国货币政策执行方式与发达国家不同，人民银行通过调整利率或者降低存款准备金率执行货币政策，因而观察人民银行的资产规模并不能直观反映中国的货币政策。数据来源：Wind。

中国债务水平和违约情况

图 29: 2021 年 3 月中国非金融部门债务情况及债券违约情况

	当前余额				占GDP比重						
	(万亿)	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12
国债	21.77	20.5%	20.6%	19.4%	18.1%	17.3%	16.9%	16.2%	16.3%	16.2%	15.5%
地方政府债	26.77	25.3%	25.7%	26.0%	24.8%	23.6%	21.9%	20.1%	18.0%	14.5%	7.1%
政府支持机构债	1.75	1.7%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%
城投债	10.29	9.7%	10.2%	10.4%	10.2%	9.6%	9.0%	8.2%	8.3%	8.5%	7.1%
非金融企业债	20.59	19.4%	19.4%	19.2%	19.1%	18.4%	16.9%	16.2%	16.2%	17.3%	15.7%
住户贷款	65.75	62.1%	62.2%	61.7%	59.9%	58.0%	56.1%	52.1%	48.7%	44.7%	39.2%
非金融企业及机关团体贷款	116.09	109.6%	108.8%	109.6%	109.4%	107.3%	99.7%	96.8%	97.4%	99.8%	99.8%
总计	263.02	248.2%	248.5%	248.0%	243.6%	236.2%	222.4%	211.6%	206.8%	203.0%	186.4%

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

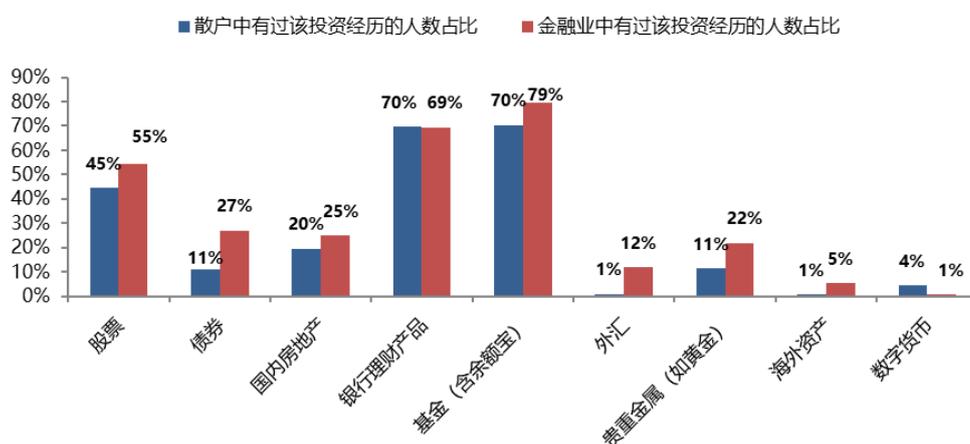
问卷调查的背景信息

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	3.8%	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

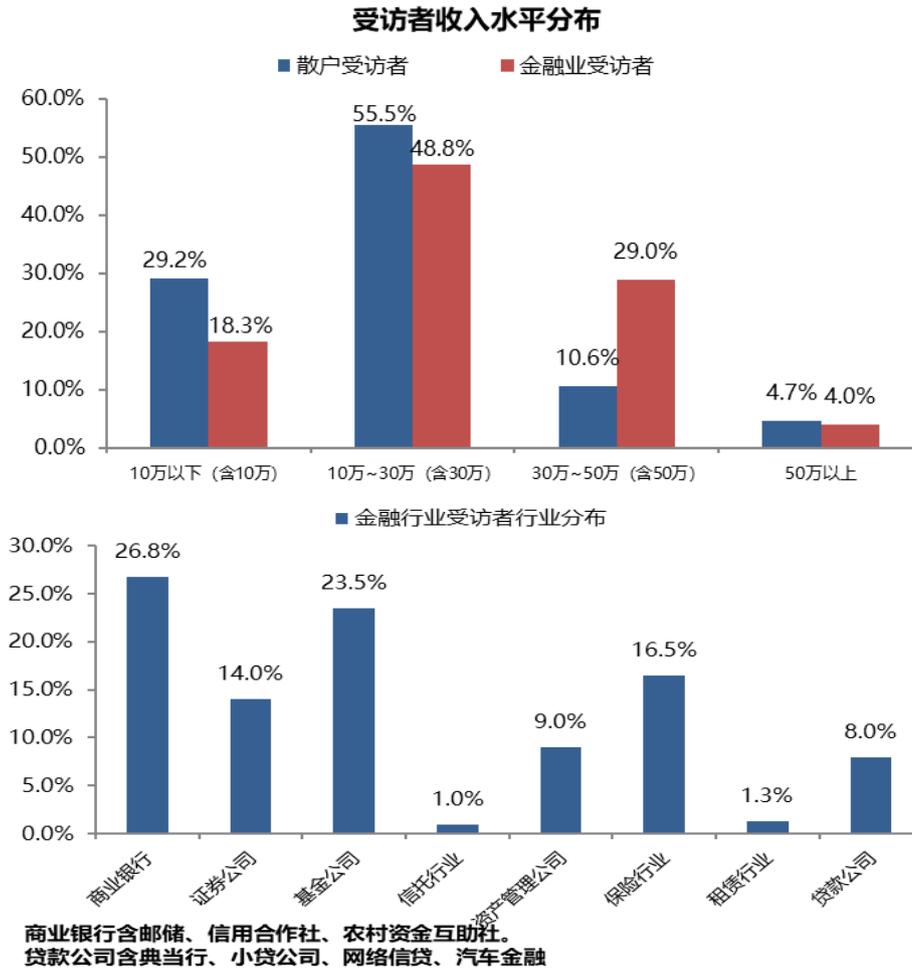
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

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 45% 的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 601 位金融行业从业人员中，有 55% 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



全部受访者中，约 53%在 10 万~30 万之间， 13 个样本城市的人均 GDP 平均为 13.6 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

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

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	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、可供出售金融资产、持有至到期投资
经营资产	总资产-金融资产
有息负债(金融负债)	短期借款、交易性金融负债、衍生金融负债、长期借款、应付债券、长期应付款、一年到期的非流动负债
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

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

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