

长江商学院

2023 年投资者情绪问卷调查(CKISS)

三季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2023 年 9 月

1 长江商学院投资者情绪调查（CKISS）是由长江商学院投资研究中心主办的对资本市场投资人情绪和预期的调查，调查在每年的 4 月、8 月、11 月各开展一次，有效回收样本计划在 1500 份左右，其中，普通散户投资者 1000 份，金融行业从业人员 500 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 刘劲是长江商学院会计与金融学教授、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

在连续加息以及能源价格下降的双重影响下，美国和欧洲的通胀率在今年得到较大程度的缓解。二季度美国经济的表现超出市场预期，欧元区经济整体仍处于停滞状态。尽管市场对美国经济能否持续走向健康仍有担忧，欧洲经济尚未脱困，但欧美日股票市场的表现却很亮眼。从年初至8月末，标普500上涨17.4%，德国DAX上涨14.5%，法国CAC上涨13%，日经225上涨25%。我国股票市场表现平平，上证综指仅上涨1%，沪深300下跌2.7%，恒生指数下跌7.1%。

本期投资者对A股的预期比上期有小幅下降，但仍明显好于2022年10月末的调查，总体上保持稳定。本期约70%的受访者认为A股会上涨(散户和金融业分别为63.2%和85.3%)，比上期下降4.3个百分点(散户和金融分别下降5.1和2.5个百分点)，比2022年10月末提高5.9个百分点(散户和金融分别提高8.5和3.8个百分点)。

受访者对股市的预期没有出现明显回调，一方面来自对估值的信心，另一方面来自对经济增长的稳定预期。大多数投资者(约88.8%)认为A股价格基本合理甚至偏低，具体来说，约67.7%的投资者认为A股价格基本合理(散户和金融业分别为65.4%和72.8%)，约21.1%的投资者认为A股价格偏低(散户和金融业分别为23%和16.9%)，认为股价偏高的人约11.2%(散户和金融业分别为11.6%和10.3%)。

受访者对经济的预期比上期略微下调，整体保持稳定。约58.5%的投资者认为未来GDP增速能够超过5%(散户和金融业分别为54.6%和67.4%)，比上期下降了0.9个百分点(散户下降了1.3个百分点，金融业提高了0.1个百分点)；对GDP的预期增长率为5.3%(散户和金融业分别为5.1%和5.5%)，与上期基本持平。约54.2%的受访者认为未来A股净利润增速能够超过10%(散户和金融业分别为47.2%和69.4%)，比上期下调了0.7个百分点(散户和金融业分别下调0.1和2个百分点)，对A股上市公司的预期利润增长率为12.3%(散户和金融业分别为11.3%和14.7%)，比上期下调了0.3个百分点(散户和金融业分别下调0.2和0.3个百分点)。受访者对物价的预期增长率为2.8%(散户和金融业分别均2.8%和2.7%)，与比上期基本持平，没有受访者认为我国会陷入通缩。

受访者对经济的预期与实际情况大体吻合，但忽略了通胀的低位运行问题。

从 GDP 增长情况看，我国经济有回暖倾向，主要是消费情况尚且稳定，但固定资产投资下滑严重，房地产拉低了经济增长。

2023 年 1 至 8 月，社会消费品零售总额扣除 CPI 后同比增长 6.9%，整体情况稳定，其中，1 至 3 月累计同比增长 5.1%，4 至 5 月是爆发期，这两个月相比去年同期增长 14.8%，6 至 8 月消费增速减缓，三个月累计同比增长 3.3%。

固定资产投资在二季度出现大幅下滑。如果扣除 PPI 通胀率，1 至 3 月固定资产投资同比增长 4.9%，从 4 月份开始转为负增长，4 至 5 月累计同比下降 15.5%，6 至 8 月同比下降 11.8%，综合来看，1 至 8 月固定资产投资同比下降 8.4%。固定资产投资下滑主要受到房地产行业的影响，2023 年 1 至 8 月，我国商品房新开工面积累计同比下降 24.9%，其中，1 至 3 月累计同比下降 19.2%，4 至 5 月累计同比下降 28.4%，6 至 8 月累计下降 27.7%。

房产是我国绝大多数家庭主要的财富来源，房地产行业下滑一定会拖累总需求。实际上，我国二季度 GDP 名义增速只有 4.8%，实际增速却有 5.7%，意味着 GDP 平减指数是负数。我国通胀率自 2022 年以来就持续走低，截至 2023 年 8 月，CPI 和核心 CPI 同比增长只有 0.2%和 0.7%，PPI 同比下降 2.9%，GDP 平减指数单季度同比下降 0.9 %。低通胀的背后是总需求不足，今年 4 月 28 日的中央政治局会议明确指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。

针对今年以来房地产市场的变化，央行、金融监管总局等部门先后推出“认房不认贷”、首套房存量贷款利率下调、差别化住房信贷等政策，不少城市甚至取消了限购和限售政策。政策效果仍有待检验。

面对需求乏力，目前我国的财政和货币政策刺激仍偏保守，特别是货币政策。自去年以来，人民银行四次下调存款准备金率，2022 年两次，今年两次，加权平均存款准备率从 2022 年初的 8.4%下调至目前的 7.5%，降息的幅度较小，1 年期国债收益率仅从 2.1%下降至 1.9%，1 年期 AAA 级公司债到期收益率从 2.8%下降至 2.4%。由于房地产市场的大幅下挫，金融机构即使能获得资金也可能因为风险考虑采取保守的策略，因此很难对市场产生有力的支撑。

我们认为，为了扭转市场下挫的压力，短期得有更强有力的货币政策稳住楼市；长期则要靠改革开放、靠民企的活跃。民营企业是我国经济的重要支柱，这几年受政策调整的影响也较大，在我们的调查中，受访者对民营企业的关注越来越多。在要求受访者选择对投资影响最大的议题中，本期，有 48.7%的受访者选择了“民营经济的地位”，而在 2020 年末的初次调查中，只有 34.9%的受访者选择了该项。在询问受访者对民营企业的看法中，有 67%的受访者表示

对民营企业应该加强在宏观政策上的连贯性、稳定性，有 54.2%的受访者表示应该在文化和舆论领域保护民营企业家，只有 2.8%的受访者认为“民营企业不需要特殊鼓励”。

第一部分：投资者情绪指数

2022 年，全球能源价格飙升引发了欧美的高通胀，美国 CPI 通胀率一度达到 9%，欧元区达到 11%。为抑制通胀继续上涨，美联储和欧洲央行连续加息。自 2022 年至今，美联储已经连续加息 11 次，联邦基金利率从 0.25% 提高到目前的 5.5%，1 年期国债收益率从 0 提高至 5.4%；欧洲央行连续加息 10 次，主要再融资利率从 0 提高至 4.5%。1 年期国债收益率从 -0.9% 提高至 3.4%。

能源和食品类大宗商品价格自去年下半年以来相继回落，今年继续大幅回调。根据世界银行的数据，从年初至 8 月末，食品类大宗商品价格指数下降 6.4%，能源类大宗商品价格指数下降 16.9%，其中，天然气价格指数下降 63%，澳大利亚煤下降 59.8%，原油价格上涨了 8.5%，但相比 2022 年 8 月的价格水平仍然下滑了 11.7%。

在连续加息以及能源价格下降的双重影响下，美国和欧洲的通胀率得到较大程度的缓解。截至 2023 年 8 月末，美国 CPI 同比增长 3.7%，与历史平均水平相比，美国目前的通胀率仍然偏高，特别是扣除能源和食品后，核心 CPI 仍有 4.3% 的增长。欧元区通胀虽然比去年显著下降，但 CPI 和核心 CPI 仍然有 6% 的增速。

除能源和食品外，其他生产性大宗商品价格在 2022 年就已经呈现下滑态势，今年延续这种趋势。年初至今，农业原材料类仅增长 0.1%，化肥类下降 16.9%，基础金属类下降 7.4%。受此影响，全球 PPI 增速大幅下降，截至 2023 年 8 月末，美国 PPI 同比下降 4.4%，欧元区 PPI 同比下降 6.6%，我国 PPI 同比下降 2.9%。

此前，高通胀和连续加息让市场担心美国经济可能陷入“滞胀”风险，然而，二季度美国经济的表现超出市场预期，GDP 同比增长 2.5%。欧元区经济整体仍处于停滞状态，GDP 增速只有 0.6%，其中德国 GDP 同比下降 0.1%，法国同比增长 0.8%。欧美经济的迥异表现主要来自消费影响，美国 CPI 通胀率比欧元区要低，因而消费表现较为坚挺，最终消费(含居民和政府消费与投资)同比增长 2.7%，而欧元区的最终消费没有增长。

长期以来，日本 CPI 通胀率不到 1%，疫情期间一度滑落至 -2.9%，此次在能源价格的刺激下，日本 CPI 也持续上升，2023 年 8 月末，日本 CPI 同比增长 3.3%。与欧美不同的是，日本央行没有采取加息措施，一年期国债收益率仍保持在负数区间，这导致日元和美元、欧元的利息差迅速扩大，在一定程度上导

致日元兑美元贬值 6%，兑欧元贬值 11.3%。日本 GDP 二季度同比增长 1.5%，已经到达了其自 2000 年以来的历史平均水平。

尽管市场对美国经济能否持续走向健康仍有担忧，欧洲经济尚未脱困，但欧美日股票市场表现却很亮眼。从年初至 8 月末，标普 500 上涨 17.4%，德国 DAX 上涨 14.5%，法国 CAC 上涨 13%，日经 225 上涨 25%。欧美股票大涨很大程度上源于持续加息吸引了外资大量流入。我们用国际收支平衡表中的储备资产净增加数扣除经常项目净流入和直接投资净流入两个项目后的差额作为“热钱”净流入，这些“热钱”主要包括证券投资净流入和其他投资净流入。可以看到，自 2020 年疫情以来，美国“热钱”净流入占 GDP 的比重从 1.5%提高至 4%左右。欧元区“热钱”长期处于净流出状态，2022 年至今，“热钱”净流入占 GDP 比重从负数提高至平均 2%左右。值得一提的是日本，近十多年来，日本股市表现相当出色，从 2012 年至 2022 年，日经 225 年均回报率达到 9.6%，同期标普 500 年回报率约 10%，德国 DAX6.2%，法国 CAC5.9%。

再来看我国的情况。从 GDP 增长情况看，我国经济明显回暖，我们用单季度 GDP 名义增速扣除 GDP 平减指数当季同比增速，一季度 GDP 同比增长 4.2%，二季度同比增长 5.7%，统计局公布上半年 GDP 同比增长 5.5%。

需要注意的是，二季度 GDP 名义增速只有 4.8%，这意味着 GDP 平减指数是负数。事实上，我国通胀率自 2022 年以来就持续走低，截至 2023 年 8 月，CPI 和核心 CPI 同比增长只有 0.2%和 0.7%，PPI 同比下降 2.9%，GDP 平减指数同比下降 0.9%。低通胀的背后是总需求不足，今年 4 月 28 日的中央政治局会议已经明确指出这一问题。

是什么拖累了经济的复苏，我们认为问题主要来自房地产行业。2023 年 1 至 8 月，我国商品房新开工面积累计同比下降 24.9%，其中，1 至 3 月同比下降 19.2%，4 至 5 月同比下降 28.4%，6 至 8 月下降 27.7%。受此影响，固定资产投资在二季度大幅下滑：如果扣除 PPI 通胀率，1 至 3 月固定资产投资同比增长 4.9%，从 4 月份开始转为负增长，4 至 5 月累计同比下降 15.5%，6 至 8 月同比下降 11.8%，综合来看，在扣除 PPI 的情况下，1 至 8 月固定资产投资同比下降 8.4%。由于 PPI 处于通缩状态，而 CPI 仍然大于零，所以如果扣除 CPI，固定资产投资的下滑程度再大些，具体来讲，在扣除 CPI 的情况下，1 至 8 月固定资产投资累计同比下降 11%，其中，1 至 3 月同比增长 1.6%，4 至 5 月累计同比下降 19.7%，6 至 8 月同比下降 14.3%。

与固定资产投资相比，我国消费情况整体尚算稳定。2023 年 1 至 8 月，社会消费品零售总额扣除 CPI 后同比增长 6.9%，其中，1 至 3 月份同比增长 5.1%，

4至5月是爆发期,这两个月相比去年同期增长14.8%,6至8月消费增速减缓,三个月累计同比增长3.3%。

目前,我国的财政和货币政策刺激仍偏保守。财政政策方面,我们将连续四个季度的公共预算和政府性基金收支加总作为“广义财政盈余/赤字”,截至2023年6月,我国财政赤字占GDP的比重为5.9%,比2022年末低1.5个百分点)。

货币政策方面,自去年以来,人民银行四次下调存款准备金率,其中2022年两次,今年两次,加权平均存款准备率从2022年初的8.4%下调至目前的7.5%,降息的幅度较小,1年期国债收益率仅从2.1%下降至1.9%,1年期AAA级公司债到期收益率从2.8%下降至2.4%。由于房地产市场的大幅下挫,金融机构即使能获得资金也可能因为风险考虑采取保守的策略,因此很难对市场产生有力的支撑。

在欧美连续加息的背景下,人民币贬值压力增大。加息前,美国的国债收益率低于我国,目前已经超过了我国,截至8月末,我国10年期国债收益率为2.6%,美国则达到了4.3%,欧元区10年国债受益率也从加息前的负数提高到与我国相当的水平(2.6%)。从年初至8月末,人民币兑美元贬值2.9%,兑欧元贬值3.6%。

国内内生动力不强,需求不足,国际上人民币贬值压力加大,导致我国股票市场在年初经历短暂上涨后进入下跌,没有呈现如欧美那样的火热景象。年初至8月末,上证综指仅上涨1%,沪深300下跌2.7%,恒生指数下跌7.1%。

与股市走势一致,本期受访者对A股乃至港股的预期相比上期有所下降,但仍明显好于2022年10月末的调查,总体上保持稳定。尽管我国通胀率接近于零,PPI已经连续出现负增长,但没有受访者认为经济会陷入通胀,对经济的预期也仅比上期略微下调,整体保持稳定。本期,投资者对房地产的预期继续保持悲观态度,希望减少投资房地产的人数占比进一步增加。自疫情爆发以来,投资者的避险情绪逐渐增强,愿意投资黄金的人数越来越多,本期延续了这个趋势。具体情况如下:

本期,投资者对A股的预期比上期有所下降,但仍好于2022年10月末的调查:约70%的受访者认为A股会上涨(散户和金融业分别为63.2%和85.3%),比上期下降4.3个百分点(散户和金融分别下降5.1和2.5个百分点),比2022年10月末提高5.9个百分点(散户和金融分别提高8.5和3.8个百分点)。本期投资者对A股的预期回报率是2.8%(散户和金融业分别为-0.6%和7.5%,比上期下降0.2个百分点(散户和金融分别下降1.3和0.1个百分点),比2022年10月

末提高 1.6 个百分点(散户和金融分别提高 1.9 和 0.9 个百分点)。

本期，从整体上看，大多数投资者(约 88.8%)认为 A 股价格基本合理甚至偏低，认为股价偏高的人数比上期略有提高。在本次调查中，约 67.7%的投资者认为 A 股价格基本合理(散户和金融业分别为 65.4%和 72.8%)，比上期下降 1.7 个百分点(散户和金融业分别下降 1.3 和 2.7 个百分点)，比 2022 年 10 月末提高 1.8 个百分点(散户和金融分别提高 2.4 和 1.5 个百分点)；约 21.1%的投资者认为 A 股价格偏低(散户和金融业分别为 23%和 16.9%)，比上期下降 0.5 个百分点(散户和金融业分别下降 0.2 和 1.2 个百分点)，比 2022 年 10 月末提高 2.8 个百分点(散户和金融分别提高 3.4 和 1.1 个百分点)；认为股价偏高的人约 11.2%(散户和金融业分别为 11.6%和 10.3%)，比上期提高 2.2 个百分点(散户和金融业分别提高 1.4 和 4 个百分点)，比 2022 年 10 月末下降 4.6 个百分点(散户和金融分别下降 5.8 和 2.6 个百分点)。

本期投资者下调了对港股的预期，但自 2021 年 4 月开始，投资者对港股的预期整体呈现好转趋势。在本次调查中，约 57.1%的受访者认为港股会上涨(散户和金融业分别为 49.9%和 73.3%)，比上期下降了 4.2 个百分点(散户和金融业分别下降了 4.6 和 3.3 个百分点)，比 2021 年 4 月提高了 16.8 个百分点(散户和金融业分别提高了 12.6 和 23.3 个百分点)。对港股的预期回报率为 0.2%(散户和金融业分别为-1.4%和 3.8%)，比上期下降了 1.1 个百分点(散户和金融业分别下降了 1.4 和 0.5 个百分点)，比 2021 年 4 月提高了 4.5 个百分点(散户和金融业分别提高了 3.8 和 5.2 个百分点)。

投资者对房地产预期延续之前的悲观态度，其中，散户对房地产的预期自 2020 年 8 月以来一直呈现下降趋势，金融业之前比散户要乐观许多，但是在本期调查中，金融业也明显下调了对房地产的预期。本期约 47.6%的投资者认为未来房价会上涨(散户和金融业分别为 36.9%和 71.8%)，比上期下降 5.1 个百分点(散户和金融业分别下调了 4 和 7.5 个百分点)，比 2020 年 8 月下降 25.8 个百分点(散户下降了 38 个百分点，金融业提高了 0.4 个百分点)。对房价的预期回报率是-0.2%(散户和金融业分别为-1.4%和 2.3%)，比上期下降 0.9 个百分点(散户和金融分别下降 0.6 和 1.6 个百分点)，比 2020 年 8 月下降 4.5 个百分点(散户和金融业分别下调了 5.9 和 1.1 个百分点)。

从 2018 年 9 月至今，投资者中认为房价偏高的人数整体呈下降趋势，认为房价基本合理的人数呈上升趋势。本期，约 44%的投资者认为房价偏高(散户和金融业分别为 39.7%和 53.8%)，比上期下降 14.2 个百分点(散户和金融业分别下降 19.4 和 2.4 个百分点)；约 44.3%的受访者认为我国房价基本合理(散户

和金融业分别为 46.8%和 38.5%)，比上期提高 8.1 个百分点(散户和金融分别提高 11.6 和 0.2 个百分点)。一直以来，认为房价偏低的受访者占比平均在 6%左右，本期持有这一观点的人数明显提高，有 11.7%的受访者认为房价偏低(散户和金融业分别为 13.5%和 7.7%)，比上期提高了 6.1 个百分点(散户和金融分别提高 7.8 和 2.1 个百分点)。

尽管我国通胀率接近于零，PPI 已经连续出现负增长，但没有受访者认为经济会陷入通缩。受访者对物价的预期增长率为 2.8%(散户和金融业分别均 2.8%和 2.7%)，与比上期基本持平。受访者对经济的预期也仅比上期略微下调，整体保持稳定。本期，约 58.5%的投资者认为未来 GDP 增速能够超过 5%(散户和金融业分别为 54.6%和 67.4%)，比上期下降了 0.9 个百分点(散户下降了 1.3 个百分点，金融业提高了 0.1 个百分点)；对 GDP 的预期增长率为 5.3%(散户和金融业分别为 5.1%和 5.5%)，与上期基本持平。本期，约 54.2%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%(散户和金融业分别为 47.2%和 69.4%)，比上期下调了 0.7 个百分点（散户和金融业分别下调 0.1 和 2 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 12.3%(散户和金融业分别为 11.3%和 14.7%)，比上期下调了 0.3 个百分点（散户和金融业分别下调 0.2 和 0.3 个百分点）。

投资者对投资品的选择与其价格的预期基本一致。本期，投资者下调了对股票和股票型基金的投资意愿，提高了对更为稳健的理财和基金的选择。愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 58.3%(散户和金融业分别为 55.2%和 65.3%)，比上期下降 5 个百分点(散户和金融业分别下降 7 和 0.5 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 73.2%(散户和金融业分别为 77.9%和 62.8%)，比上期提高 6.8 个百分点(散户和金融分别提高 7.9 和 4.5 个百分点)。2020 年以来，投资者的避险情绪逐渐增强，愿意投资黄金的人数越来越多，本期，这种情绪继续延续。在本次调查中，愿意投资黄金等贵金属的净增加人数占比为 11.6%(散户和金融业分别为 10.3%和 14.5%)，比上期提高了 1.8 个百分点(散户和金融分别提高 1.9 和 1.8 个百分点)。愿意投资房地产人数自 2020 年 8 月以来持续大幅下降，本期，愿意投资房地产的净增加人数占比为-31.7%(散户和金融业分别为-30.2%和-35%)，比上期下降 4.4 个百分点(散户和金融业分别下降 4.2 和 4.8 个百分点)，比 2020 年 8 月下降 32.5 个百分点(散户和金融业分别下降了 30.9 和 36.3 个百分点)。

民营企业是我国经济的重要支柱，这几年受政策调整的影响也较大，在我们的调查中，受访者对民营企业的关注越来越多。在要求受访者选择对投资影响最大的议题中，本期，有 48.7%的受访者(散户和金融分别为 50.6%和 44.5%)选择了“民营经济的地位”，而在 2020 年末的初次调查中，只有 34.9%的受访

者选择了该项(散户和金融分别为 34.6%和 36.1%)。在询问受访者对民营企业的看法中,本期有 67%的受访者(散户和金融分别为 67.7%和 65.8%)表示对民营企业应该加强在宏观政策上的连贯性、稳定性,有 54.2%的受访者(散户和金融分别为 53.2%和 56.3%)表示应该在文化和舆论领域保护民营企业家,只有 2.8%的受访者(散户和金融分别为 2.4%和 3.5%)认为“民营企业不需要特殊鼓励”。

以上是报告的第一部分,报告的第二部分是对国内外宏观经济形势的分析。为避免报告过于冗长,第二部分,我们只列图表。

1.1 对股票价格的预期

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



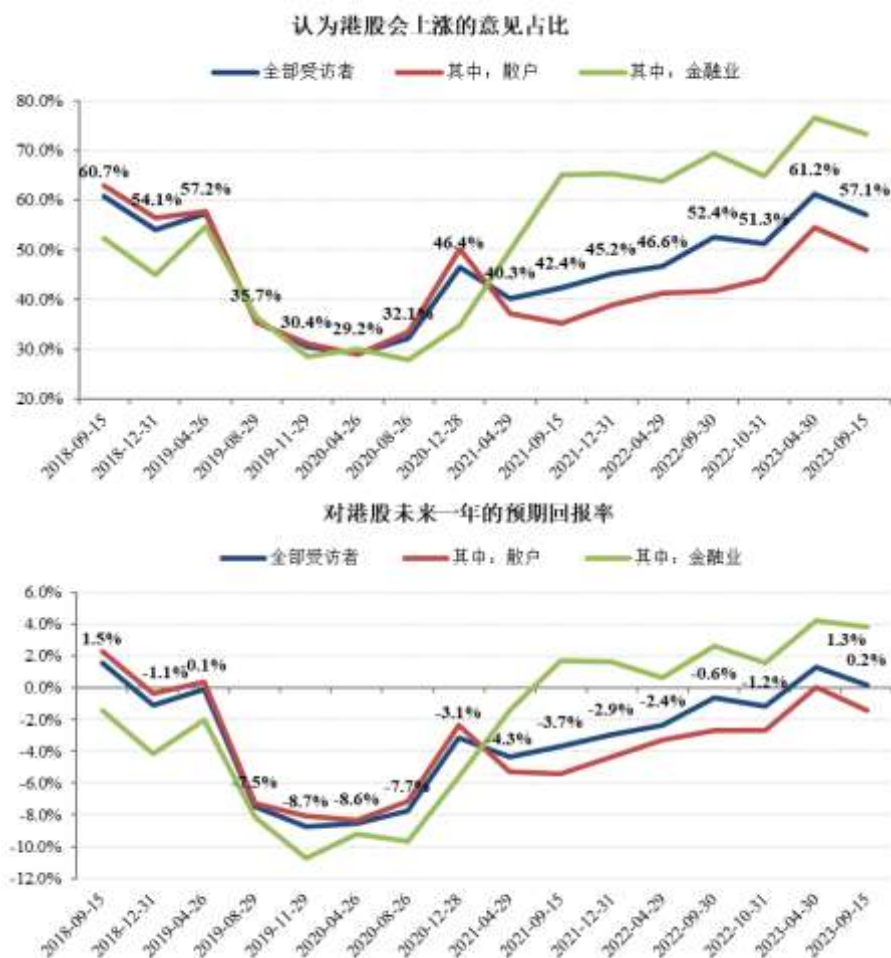
说明：①图中数字是全部受访者意见占比。②预期回报率=Σ 每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。③数据来源：长江商学院投资研究中心

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



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 3：在将来的 12 个月，您认为香港股市（比如恒生指数）会怎样变化？



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

1.2 对房地产价格的看法

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



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

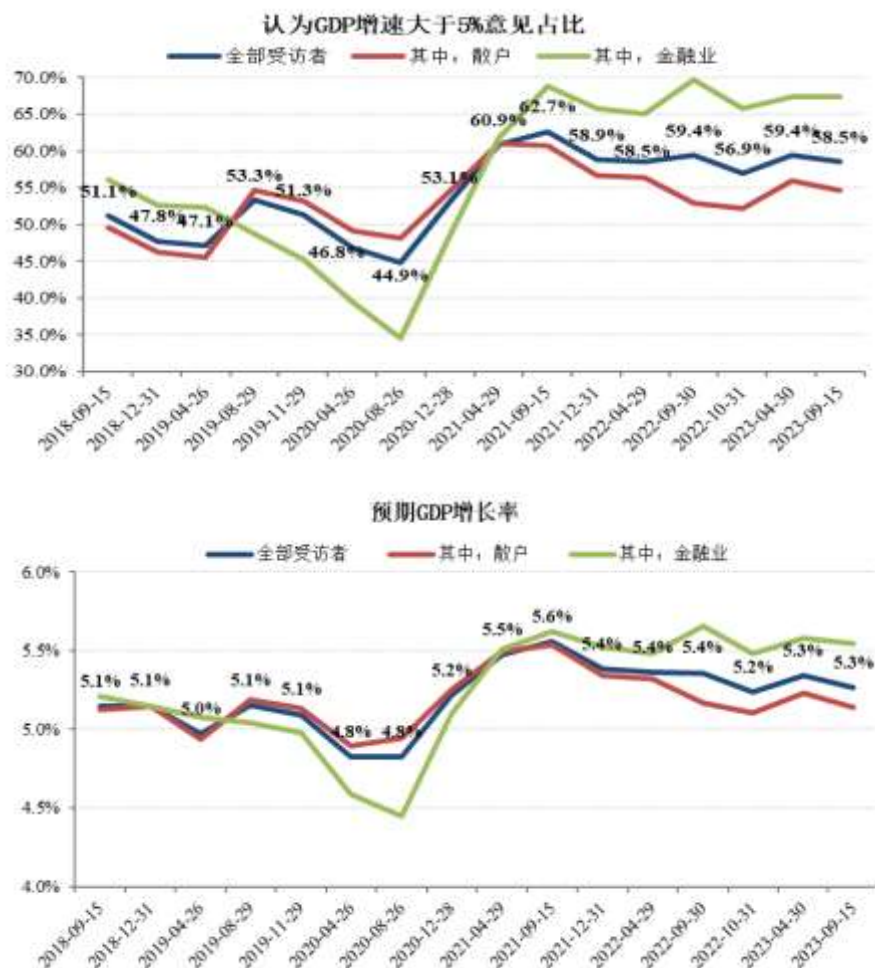
1.3 对经济基本面的看法

问题 6：您认为在将来的 5 年，中国 CPI 通胀率平均每年是多少？



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

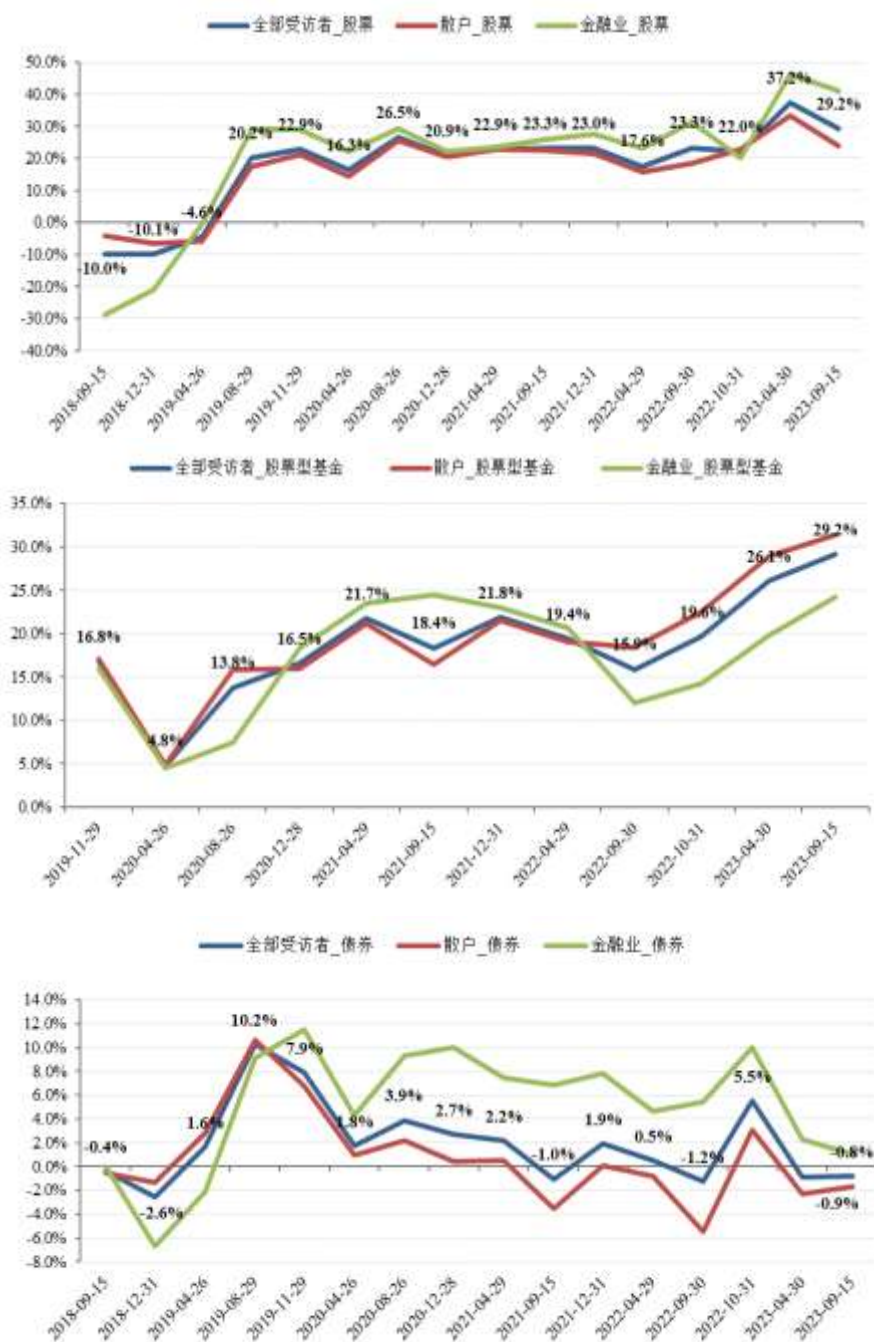
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



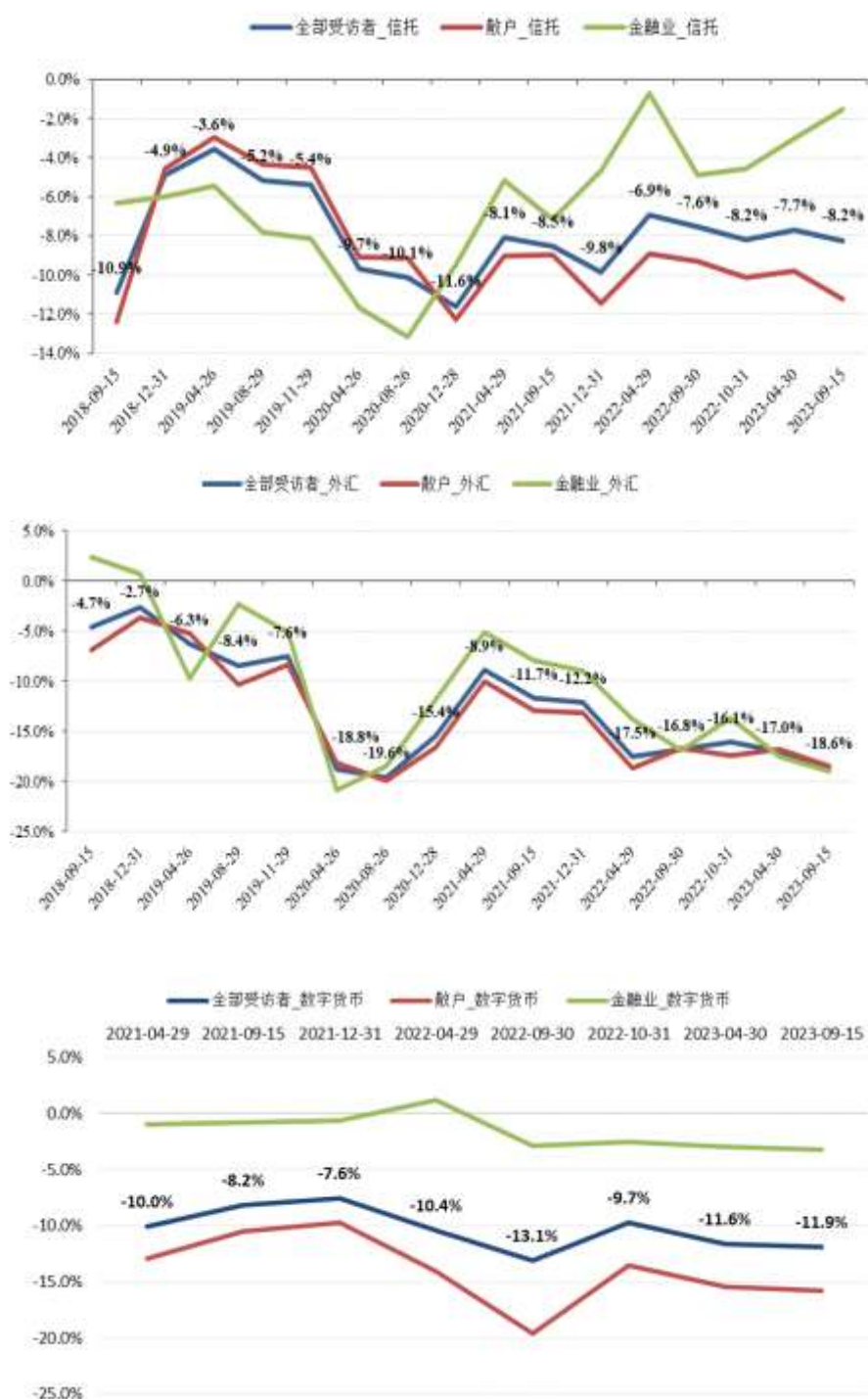
①说明：从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

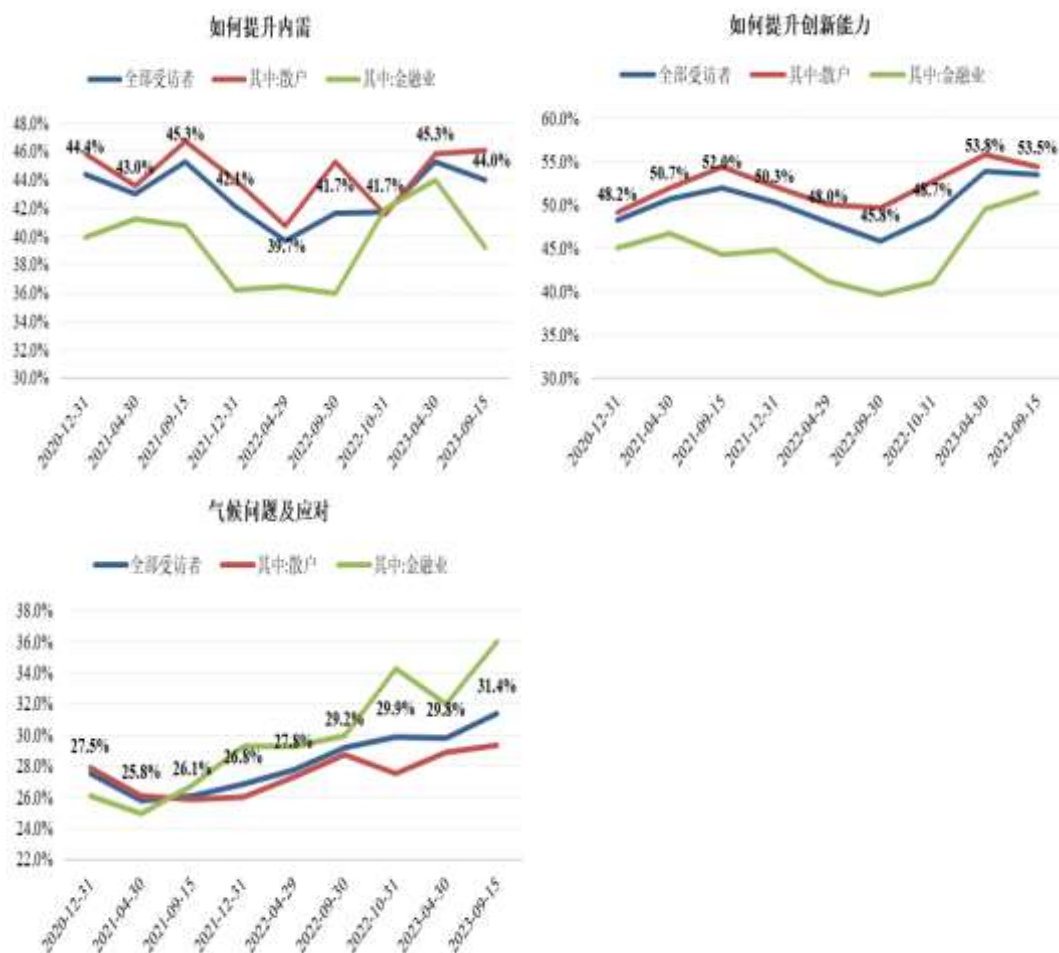
1.5 对投资影响最大的议题

问题 10：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）



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

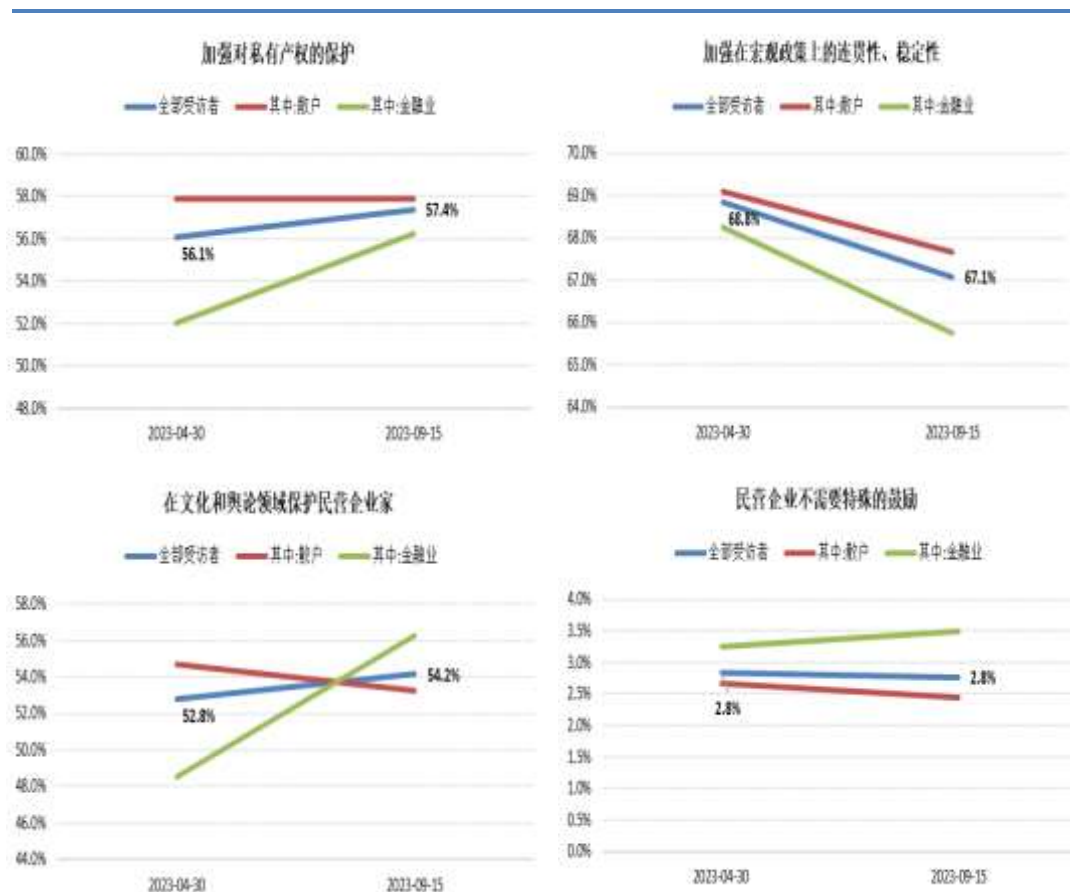
问题 10: 在今后的 12 个月里, 您认为对投资影响最大的议题是什么? (可多选, 续)



说明: 图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源: 长江商学院投资研究中心

1.6 对民营企业的看法

问题 11: 民营企业是中国经济的重要组成部分, 您认为应该如何提振民营企业信心? (可多选)



① 说明: 图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源: 长江商学院投资研究中心

第二部分：资产价格水平

2.1.股票价格水平

图 1：截至 2023 年 8 月 31 日全球重要股指回报率比较 (不含红利回报)

股指名称	2023年年初至8月末	其中:1至3月	其中:4至5月	其中:7至8月	2022年	2021年	2020年	2002年至2019年	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年
中国内地股综合股指	0.8%	6.7%	-3.4%	-2.2%	-13.8%	-3.4%	20.3%		1.4%	-4.1%	2.1%	
其中:全A	1.1%	7.0%	-2.5%	-3.2%	-17.3%	4.2%	19.2%	5.9%	-3.1%	-4.0%	3.4%	4.8%
其中:香港上市内地股	-2.0%	5.0%	-4.5%	-2.2%	-2.1%	-8.5%	13.1%	14.1%	10.9%	-1.2%	0.6%	3.9%
其中:美国上市中概股	5.9%	7.7%	-11.3%	10.8%	-12.1%	-29.6%	45.7%		17.3%	-9.6%	0.2%	
上证综指	1.0%	5.9%	-2.2%	-2.6%	-15.1%	4.8%	13.9%	4.9%	-2.6%	-2.8%	2.7%	4.0%
深证综指	-1.4%	7.5%	-3.6%	-5.0%	-21.9%	8.6%	35.2%	9.2%	-7.1%	-5.3%	6.1%	6.9%
沪深300	-2.7%	4.6%	-5.1%	-2.0%	-21.6%	-5.2%	27.2%	8.0%	-7.7%	-7.9%	2.5%	5.0%
中小板	-3.5%	6.8%	-4.2%	-5.6%	-20.1%	14.2%	91.9%		-8.9%	7.0%	13.9%	8.7%
创业板	-10.4%	2.2%	-7.7%	-5.1%	-29.4%	12.0%	65.0%		-18.2%	-8.3%	7.9%	5.9%
科创板	-1.8%	12.7%	-7.1%	-6.2%	-31.3%	0.4%	39.3%		-8.5%	-12.8%		
恒生指数	-7.1%	3.1%	-7.3%	-2.8%	-15.5%	-14.1%	-3.4%	6.7%	-7.9%	-10.0%	-8.0%	-1.7%
标普500	17.4%	7.0%	8.3%	1.3%	-19.4%	26.9%	16.3%	8.0%	14.0%	8.8%	9.2%	10.7%
日经225	25.0%	7.5%	18.4%	-1.7%	-9.4%	4.9%	16.0%	6.1%	16.1%	12.1%	7.4%	9.3%
富时100	-0.2%	2.4%	-1.3%	-1.2%	0.9%	14.3%	-14.3%	3.9%	2.1%	7.6%	0.0%	1.5%
法兰克福DAX	14.5%	12.2%	3.3%	-1.2%	-12.3%	15.8%	3.5%	9.4%	24.2%	7.2%	5.2%	7.0%
巴黎CAC40	13.0%	13.1%	1.1%	-1.1%	-9.5%	28.9%	-7.1%	4.0%	19.5%	13.9%	6.2%	6.4%
韩国综指	14.3%	10.8%	3.7%	-0.4%	-24.9%	3.6%	30.8%	7.7%	3.4%	3.2%	1.9%	2.9%
新加坡海峡指数	-0.6%	0.2%	-1.6%	0.9%	4.1%	9.8%	-11.8%	5.5%	0.4%	8.5%	0.1%	0.7%
意大利ITLMS	20.0%	14.0%	3.4%	1.9%	-14.1%	23.7%	-5.6%	0.5%	30.9%	12.9%	6.5%	5.7%

说明：①股票回报率均是名义回报率，这些股指都不包含红利再投资收益。中国内地股综合股指包括 A 股、港股内地股和美国中概股。②数据来源：中国国内股综合股指由长江商学院投资研究中心编制，其他股指来自 Wind。

图 2：在 A 股和香港上市的内地股分行业回报率(不含红利回报)

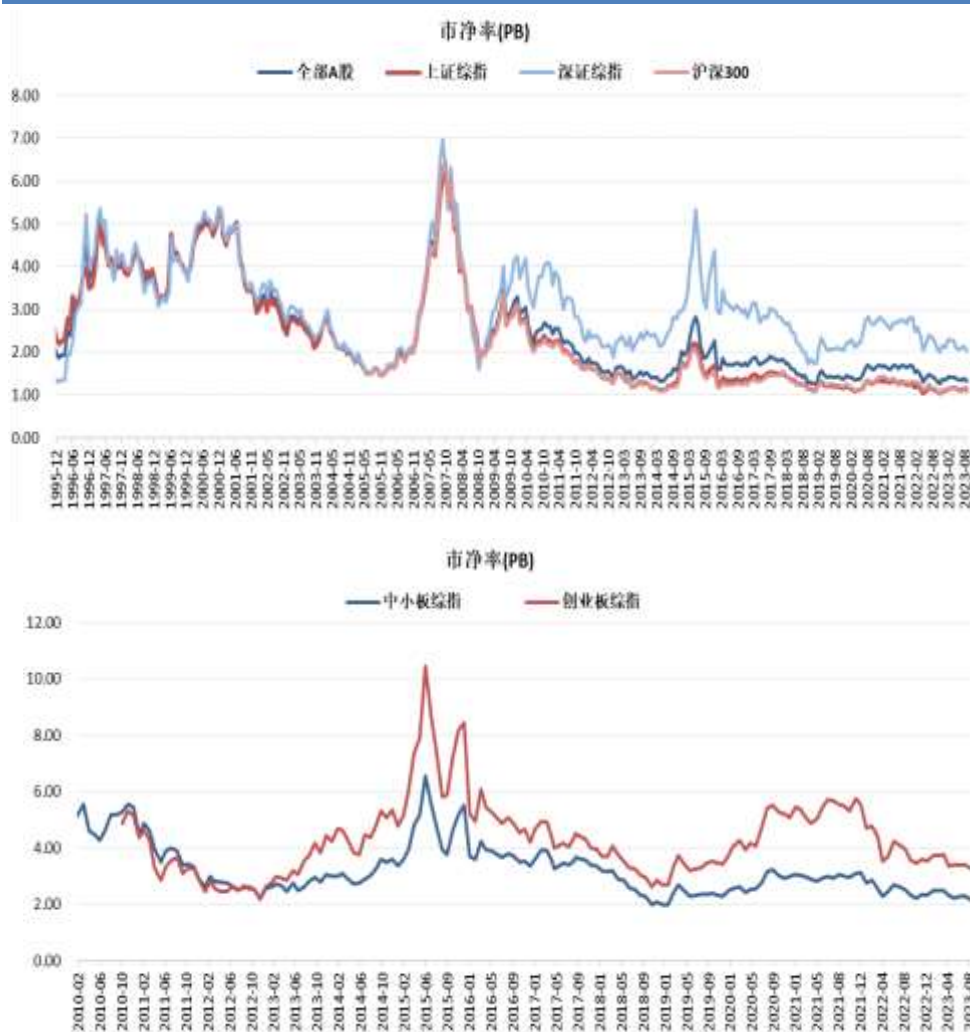
行业	2023年年初至8月末回报率		最近1年回报率		2023年年初至8月末回报率		最近1年回报率		
	A股	香港内地股	A股	香港内地股	A股	香港内地股	A股	香港内地股	
游戏	56.0%	42.6%	45.0%	39.3%	酒类	-1.7%	-12.2%	-5.1%	-11.2%
软件和通信服务	30.4%	10.2%	39.4%	32.4%	钢铁	-3.3%	-10.6%	-9.4%	3.2%
数字媒体和出版	30.2%	-10.6%	31.9%	22.0%	包装印刷造纸	-3.3%	-9.7%	-2.1%	-6.0%
石油石化	28.7%	42.9%	20.0%	56.9%	交通运输-海陆空	-5.0%	-1.5%	-5.5%	13.2%
计算机及通信设备	24.6%	25.1%	22.3%	42.4%	房地产	-5.8%	-26.7%	-7.7%	-16.6%
贵金属	20.9%	19.1%	24.4%	49.7%	煤炭	-6.6%	8.0%	-20.1%	0.4%
电子及电子元件	16.7%	0.5%	3.7%	24.6%	制药	-7.6%	-19.4%	-2.6%	2.0%
影视院线	9.0%	-13.0%	14.0%	7.5%	化工	-10.1%	-9.8%	-18.7%	-4.5%
半导体	8.2%	-0.8%	-3.8%	4.1%	综合	-12.9%	-4.8%	-5.9%	8.9%
家用电器	5.6%	-8.5%	-1.4%	2.0%	农林牧渔	-13.1%	-77.1%	-21.6%	-46.3%
金融	5.5%	-4.0%	7.3%	8.9%	电商	-13.8%	-32.1%	-14.4%	-27.0%
通/专用设备	3.8%	8.5%	-0.3%	25.3%	医疗服务	-14.9%	-19.7%	-15.9%	8.8%
自动化设备	3.2%		-0.5%		电池	-14.9%	8.7%	-31.6%	37.7%
工业金属	2.7%	12.4%	-2.2%	39.6%	电力设备	-16.7%	-19.3%	-26.1%	-22.2%
汽车及零部件	2.7%	22.5%	-8.7%	25.5%	医疗器械	-16.8%	-27.4%	-15.0%	-8.2%
纺织服饰/首饰	2.4%	-18.1%	2.4%	-3.1%	物流	-16.9%	-5.9%	-12.2%	7.2%
环保	2.4%	-19.9%	-5.6%	-2.2%	美容护理	-17.0%	-31.1%	-17.7%	-17.7%
家具装饰用品	2.0%	-31.0%	-3.6%	-35.2%	文娱用品/日常消费	-17.0%	25.3%	-12.6%	67.3%
公用事业	1.8%	-11.6%	-7.3%	-4.7%	食品饮料(不含酒)	-20.1%	-5.6%	-18.5%	-2.2%
建筑及建筑材料	1.2%	-8.9%	-2.8%	1.6%	旅游住宿餐饮	-21.9%	-49.4%	-3.8%	-41.8%
专业服务	0.8%	-6.1%	1.8%	-1.1%	商贸零售	-24.1%	-8.9%	-18.4%	-1.3%
教育	0.0%	3.6%	10.3%	52.6%	能源金属	-32.1%	-27.3%	-49.0%	-30.3%
国防军工	-0.1%	8.2%	-4.3%	25.7%					

行业	2019年至2022年年均回报率		2015年至2019年年均回报率		行业	2019年至2022年年均回报率		2015年至2019年年均回报率	
	A股	香港内地股	A股	香港内地股		A股	香港内地股	A股	香港内地股
游戏	-12.6%	4.7%	-17.8%	-6.5%	纺织服饰/首饰	-6.6%	16.9%	-16.5%	19.4%
数字媒体和出版	-5.8%	-17.2%	-18.4%	-25.0%	自动化设备	10.5%		-9.7%	
软件和通信服务	-3.3%	0.7%	-12.6%	10.8%	家具装饰用品	-3.8%	-11.6%	-9.8%	-35.6%
石油石化	-3.9%	5.5%	-5.5%	3.9%	酒类	17.6%	11.4%	33.2%	21.9%
计算机及通信设备	-5.3%	1.4%	-1.3%	-4.5%	医疗器械	7.5%	-6.0%	-6.5%	14.4%
半导体	3.7%	19.3%	5.8%	2.8%	农林牧渔	-1.0%	46.8%	-0.1%	16.6%
贵金属	0.2%	8.0%	-1.3%	19.0%	汽车及零部件	13.5%	19.4%	-9.6%	9.5%
影视院线	-7.0%	-15.7%	-25.1%	-14.4%	包装印刷造纸	0.0%	5.1%	-14.0%	-4.7%
建筑及建筑材料	-1.1%	-3.2%	-6.3%	6.9%	物流	6.6%	-7.2%	-17.2%	-13.7%
电子及电子元件	-6.8%	0.6%	-2.3%	34.2%	医疗服务	9.3%	5.2%	-1.1%	6.6%
工业金属	12.4%	24.2%	-5.5%	6.1%	电商	-14.1%	24.3%	-10.1%	7.8%
金融	-8.5%	-1.8%	2.3%	7.3%	化工	12.0%	17.7%	-11.5%	-1.9%
通/专用设备	2.2%	3.2%	-13.5%	-3.6%	食品饮料(不含酒)	3.6%	12.6%	6.8%	8.6%
家用电器	-2.8%	25.3%	9.7%	-0.4%	综合	5.4%	-2.1%	-19.1%	-2.9%
制药	2.0%	0.4%	-2.8%	6.4%	电力设备	28.4%	25.4%	-11.4%	-5.2%
交通运输-海陆空	-2.4%	15.9%	-6.6%	1.1%	文娱用品/日常消费	0.4%	-25.4%	-4.4%	-32.8%
教育	-22.8%	-18.0%	-14.0%	21.3%	电池	35.2%	12.5%	-3.4%	-11.3%
公用事业	2.7%	12.0%	-9.9%	-3.9%	房地产	-12.2%	-18.6%	-6.4%	17.4%
国防军工	11.7%	10.0%	-13.8%	-16.9%	旅游住宿餐饮	12.4%	0.1%	-12.5%	-15.5%
煤炭	18.3%	32.0%	1.5%	16.3%	美容护理	7.0%	-9.1%	-7.9%	-3.3%
专业服务	2.7%	-8.6%	-10.7%	-25.6%	商贸零售	7.6%	-20.3%	-10.3%	-8.8%
环保	-5.6%	-10.7%	-17.2%	2.3%	能源金属	37.9%	-11.9%	1.7%	70.5%
钢铁	0.9%	-3.1%	-4.0%	17.5%					

说明：行业分类综合参考了申万三级行业分类以及 wind 三级行业分类，具体见附录。

数据来源：CSMAR，Wind。

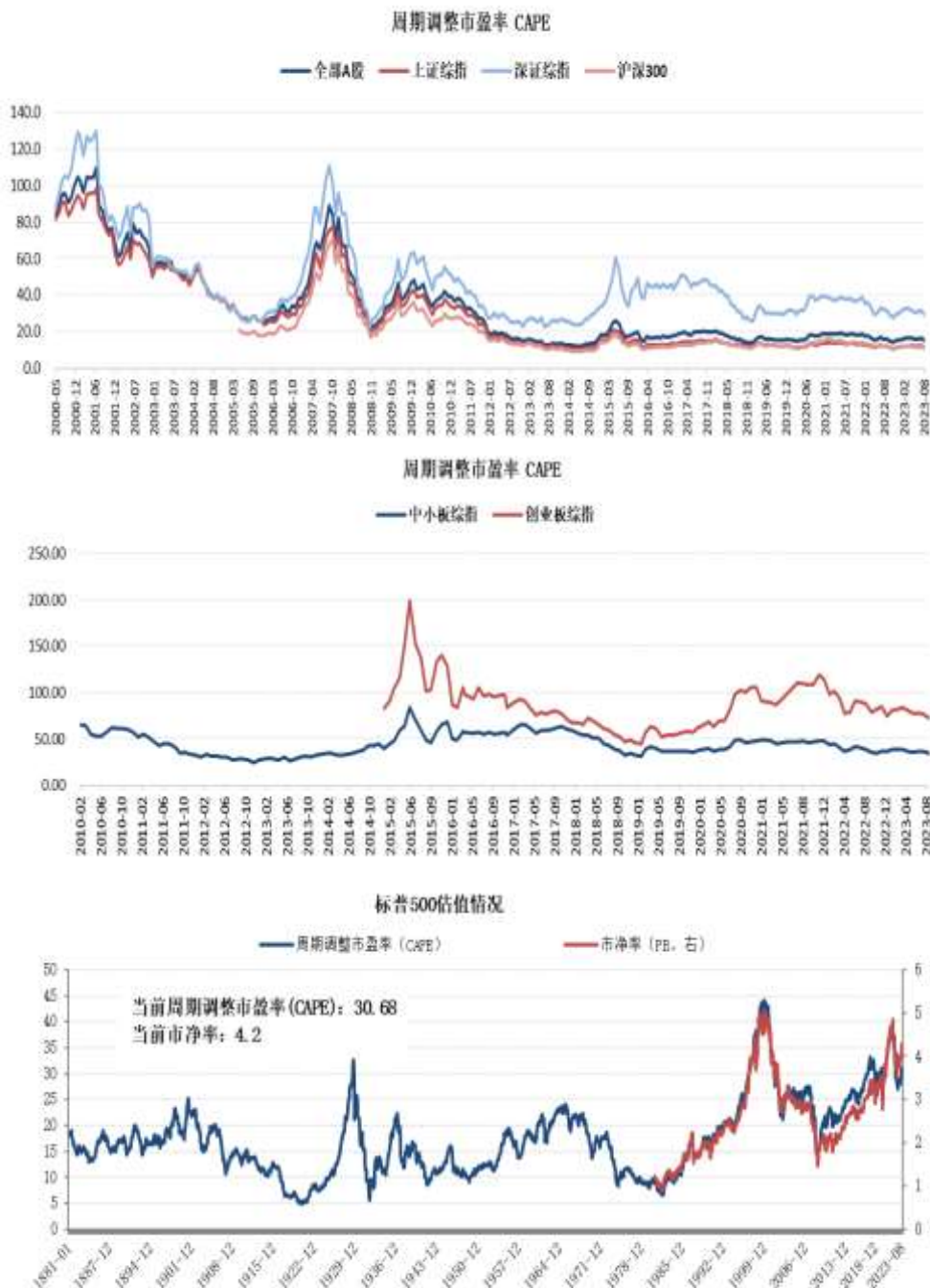
图 3：1995 年至 2023 年 8 月中国 A 股及美国重要股指估值



	市净率			周期调整市盈率(CAPE)		
	最低值	最高值	当前值	最低值	最高值	当前值
全部A股	1.25	6.30	1.32	12.06	109.76	15.23
上证综指	1.03	6.22	1.10	10.31	98.00	12.51
深证综指	1.30	6.97	2.03	22.58	129.95	31.44
沪深300	1.00	6.47	1.08	9.23	70.69	12.08
中小板综指	1.98	7.72	2.16	23.96	84.10	37.05
创业板综指	2.23	10.48	3.28	44.92	199.22	80.74

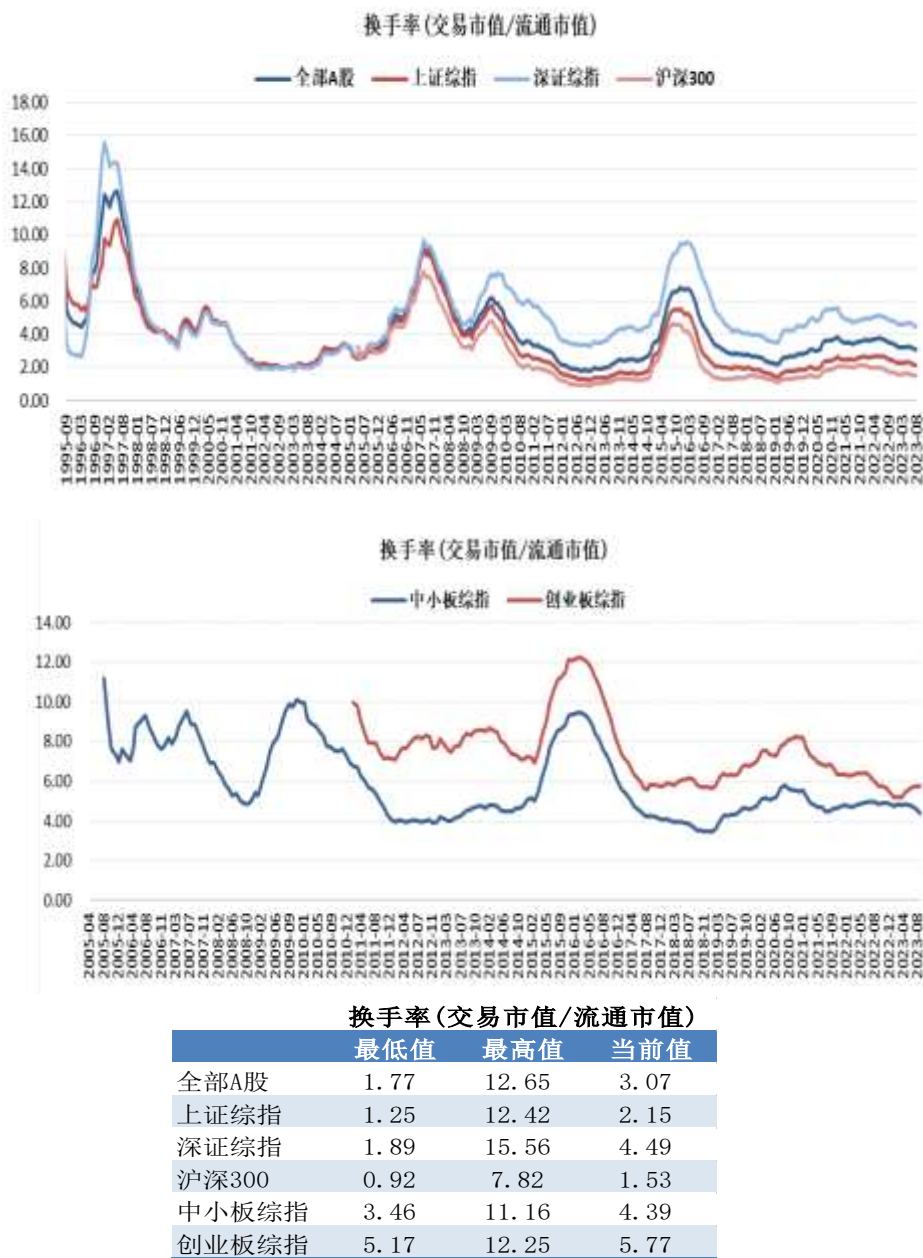
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 3：1995 年至 2023 年 8 月中国 A 股及美国重要股指估值(续)



①说明：我国 CAPE 中的净利润取的是过去 5 年经通胀调整后的平均净利润，②数据来源：CSMAR，Wind，长江商学院投资研究中心。

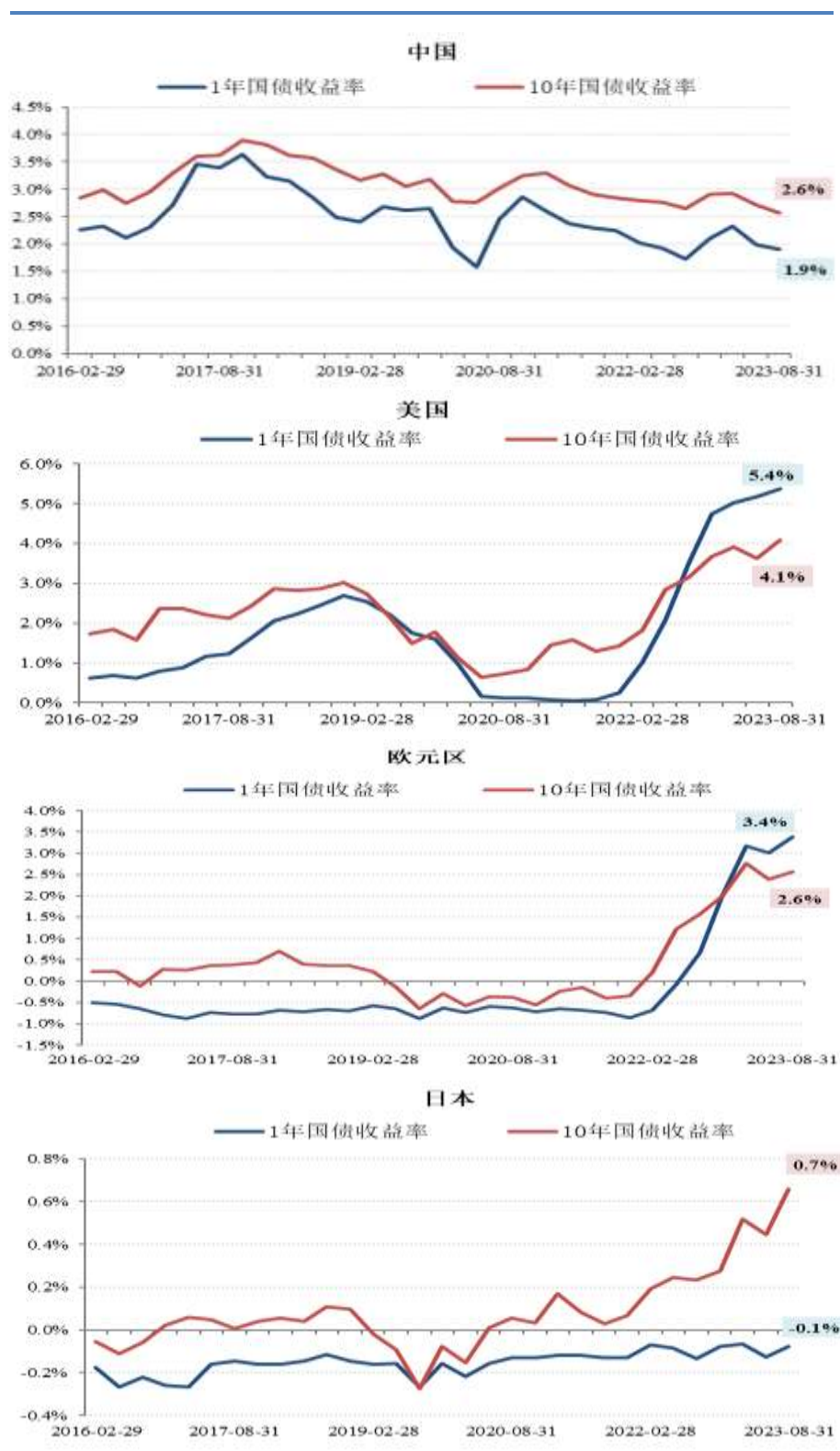
图 4：1995 年至 2023 年 8 月 A 股重要股指换手率情况



数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

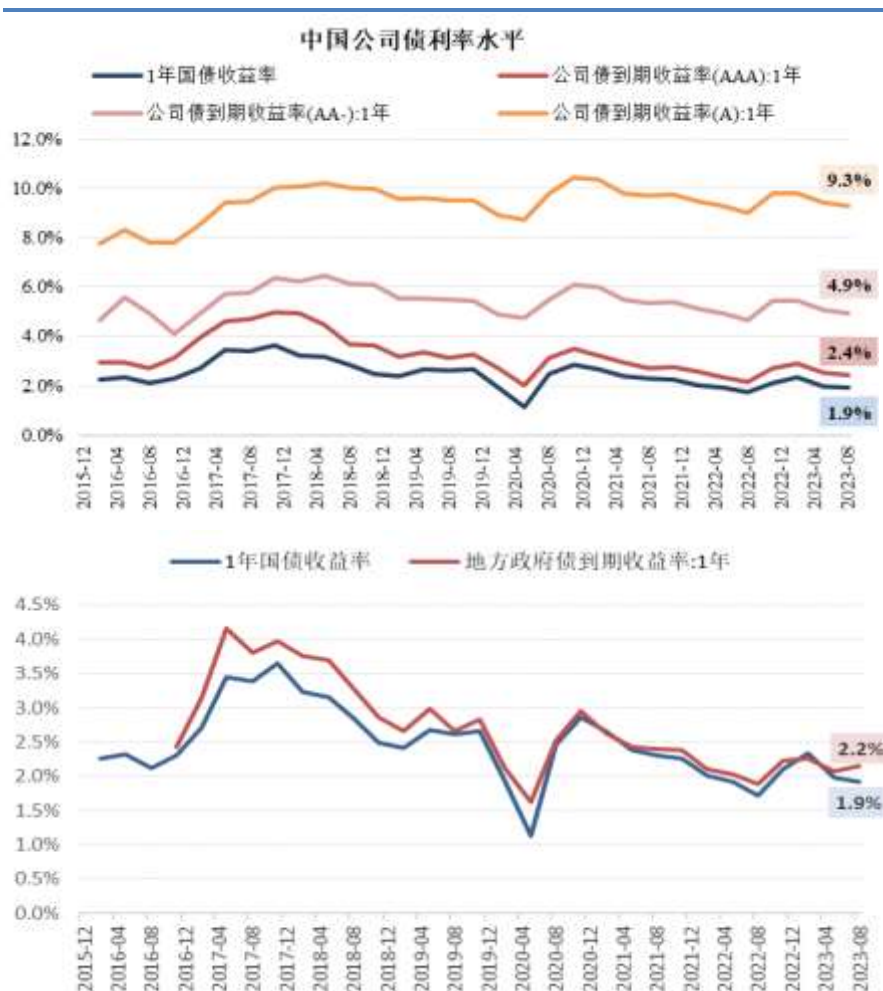
2.2 债券价格水平

图 5：截至 2023 年 8 月国债收益率情况



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 6：截至 2023 年 8 月我国地方政府债和公司债利率

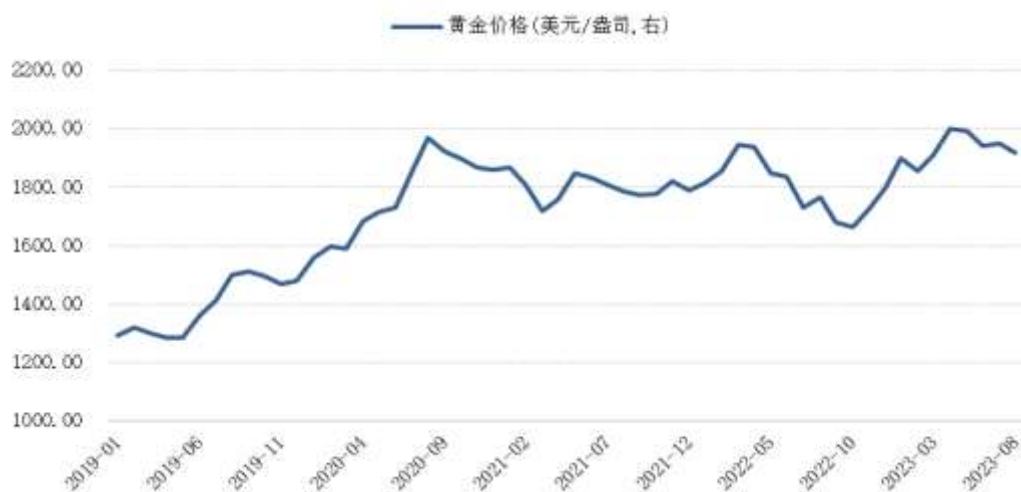


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.3 大宗商品价格水平

图 7：2023 年 8 月大宗商品价格变动及水平

	2023年年初至8月	2022年	2021年	2020年	2000年至2019年年均	最近1年	最近3年年均	最近5年年均	最近10年年均
能源类	-16.9%	16.4%	76.3%	-19.4%	3.3%	28.4%	20.6%	10.2%	1.6%
其中:原油	8.5%	7.1%	49.5%	-23.1%	5.0%	0.4%	13.8%	7.1%	-0.4%
其中:澳大利亚煤	-59.8%	123.5%	104.3%	25.5%	4.1%	22.5%	-0.7%	-4.8%	-2.7%
其中:南非煤	-70.1%	128.9%	67.3%	12.0%	4.2%	53.7%	7.7%	-0.2%	0.2%
其中:美国天然气	-53.0%	47.5%	46.9%	13.4%	-7.0%	279.2%	56.6%	27.0%	15.5%
其中:欧洲天然气	-68.9%	-5.2%	549.0%	26.8%	0.2%	66.9%	18.8%	10.2%	4.6%
其中:日本天然气	-33.9%	27.1%	100.0%	-23.9%	3.7%	28.2%	11.9%	8.4%	3.3%
食品类	-6.4%	6.3%	18.6%	16.5%	3.4%	5.9%	-7.1%	-6.2%	-0.9%
其中:谷物	-12.9%	11.4%	19.5%	20.3%	3.2%	5.3%	-6.4%	-9.3%	-0.8%
农业原材料类	0.1%	-11.7%	0.6%	7.4%	2.1%	-9.6%	-2.2%	-6.5%	-0.9%
其中:原木	1.8%	-10.2%	-3.0%	3.2%	1.9%	-18.3%	0.4%	-6.4%	0.0%
其中:棉花/橡胶/烟草等	-2.1%	-13.4%	5.2%	13.3%	2.5%	8.8%	-5.7%	-6.7%	-2.3%
化肥类	-16.9%	-8.9%	163.9%	8.5%	3.9%	11.7%	0.2%	0.4%	-1.4%
其中:磷矿	15.4%	69.8%	112.0%	14.9%	2.7%	0.0%	10.6%	5.6%	3.4%
其中:尿素	-25.8%	-41.6%	263.3%	12.6%	4.4%	43.6%	2.2%	1.3%	-4.2%
其中:氯化钾	-37.2%	154.5%	9.1%	-23.7%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%
基础金属类	-7.4%	-7.8%	17.1%	28.6%	3.8%	0.4%	0.9%	-3.4%	-1.0%
其中:铝	-11.0%	-10.9%	33.8%	13.7%	0.7%	0.7%	0.8%	-1.1%	0.3%
其中:铁矿石	-1.5%	-4.4%	-24.8%	67.8%	6.3%	4.3%	-1.5%	0.3%	-1.2%
其中:铜	-0.3%	-12.3%	22.9%	27.9%	6.5%	4.9%	1.6%	-8.8%	-2.9%
其中:镍	-29.4%	44.6%	19.0%	21.6%	3.4%	-9.5%	7.2%	-2.0%	-1.1%
贵金属	5.5%	1.0%	-4.7%	28.3%	8.7%	-3.7%	-2.4%	-5.5%	-2.2%
其中:黄金	6.7%	0.4%	-3.7%	25.6%	9.3%	-4.1%	-2.0%	-6.9%	-3.2%
美国CPI通胀	3.4%	6.5%	7.0%	1.4%	2.1%	3.4%	2.6%	2.5%	2.7%



① 说明：表中涨幅为名义增速。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

图 8：2019 至 2023 年 8 月大宗商品价格水平



①说明：图中价格指数均是名义价格。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

图 8：2019 至 2023 年 8 月大宗商品价格水平(续)



①说明：图中价格指数均是名义价格。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

2.4 主要货币汇率水平变动

图 9：截至 2023 年 8 月人民币兑主要货币汇率的变动

	2023年年初至8月	2022年	2021年	2020年	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
人民币兑美元	-2.9%	-8.5%	2.3%	6.9%	-1.0%	-1.7%	-0.8%	-1.5%
人民币兑欧元	-3.6%	-2.7%	11.2%	-2.6%	-9.2%	1.3%	0.8%	0.8%
人民币兑港币	-2.5%	-8.5%	2.9%	6.4%	-1.3%	-1.4%	-0.8%	-1.4%
人民币兑100日元	7.2%	5.8%	14.1%	1.3%	0.9%	9.7%	4.4%	2.5%
人民币兑英镑	-6.2%	2.5%	3.3%	2.9%	-11.2%	-0.7%	0.1%	1.1%
人民币兑加元	-3.9%	-2.6%	2.2%	4.4%	-2.6%	-1.6%	-0.2%	1.1%
人民币兑澳元	1.3%	-1.9%	8.5%	-2.6%	-0.5%	1.5%	1.3%	2.1%
人民币名义有效汇率	-1.5%	-3.4%	7.0%	3.2%	-3.4%	1.0%	0.8%	0.7%
名义美元指数-对发达经济体	1.2%	7.1%	4.7%	-5.0%	-5.3%	3.0%	1.7%	2.7%
名义美元指数-对新兴经济体	0.6%	3.7%	0.9%	0.7%	-2.6%	0.1%	1.3%	2.9%

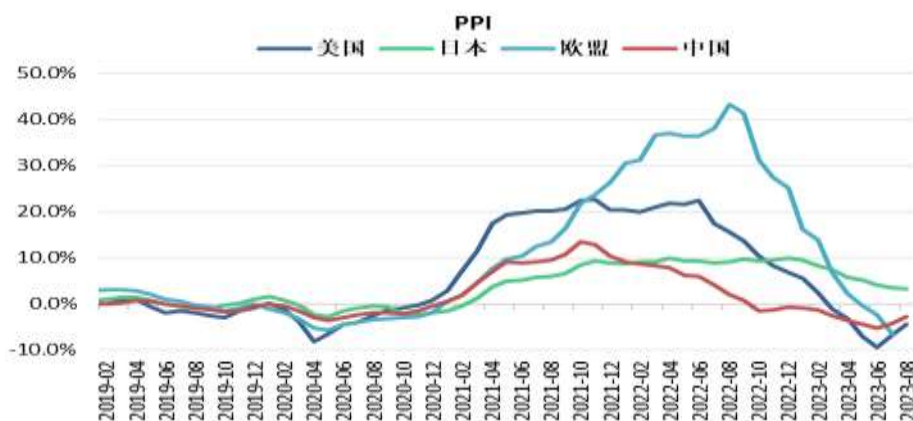


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

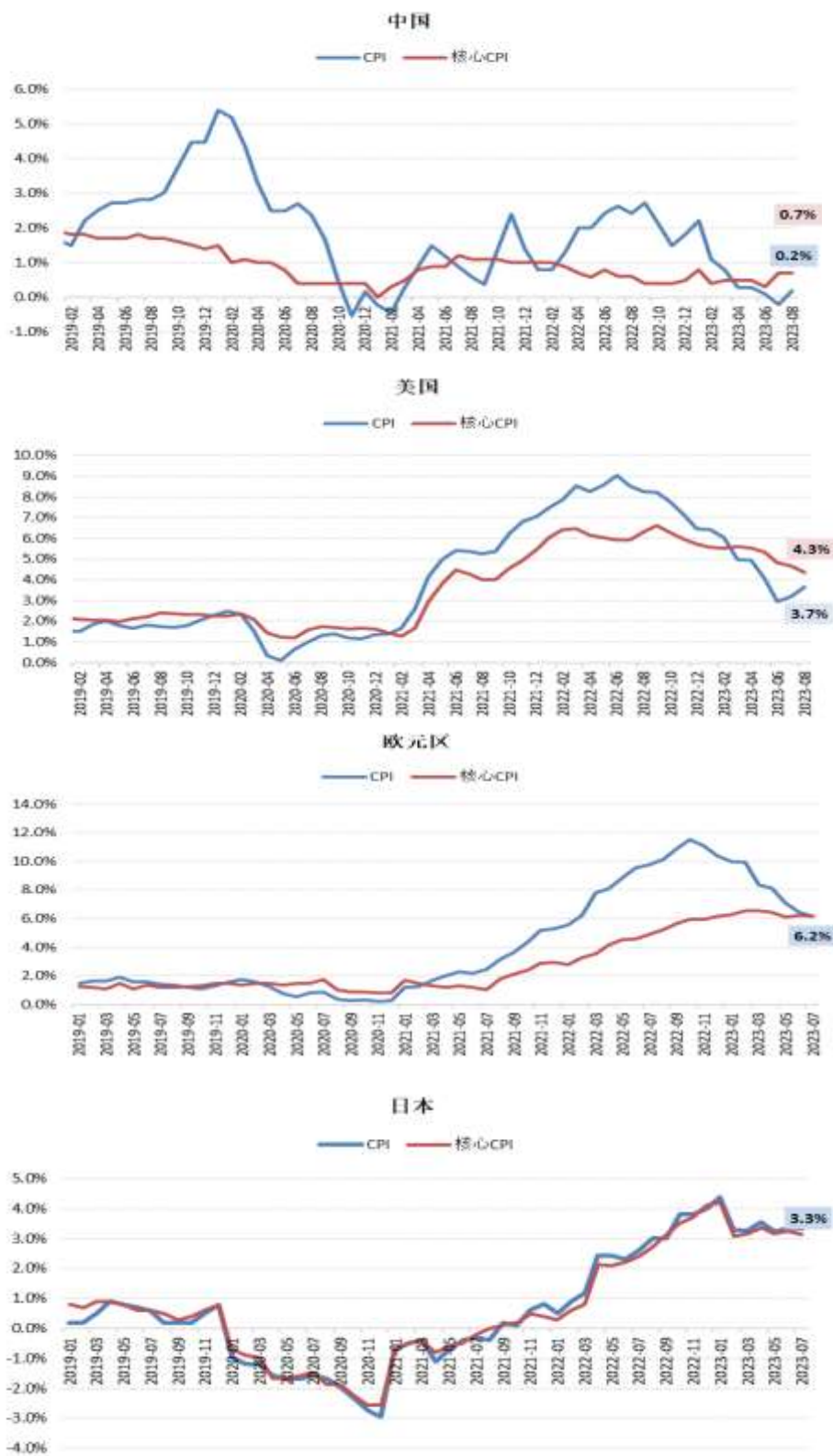
图 10：截至 2023 年 8 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

	最近1年	2022年	2021年	2020年	最近5年 平均	最近10年 平均
美国CPI	3.7%	6.5%	7.0%	1.4%	4.0%	2.8%
美国核心CPI	4.3%	5.7%	5.5%	1.6%	3.7%	2.8%
美国PPI	-4.4%	6.9%	20.4%	0.7%	4.8%	2.3%
日本CPI	3.3%	4.0%	0.8%	-2.9%	0.9%	0.9%
日本核心CPI	3.1%	4.1%	0.4%	-2.5%	0.9%	0.8%
日本PPI	3.2%	9.9%	8.9%	-2.1%	3.3%	1.8%
欧盟调和CPI	6.1%	10.4%	5.3%	0.3%	4.1%	2.5%
欧盟核心CPI	6.2%	6.2%	3.0%	0.8%	3.0%	2.1%
欧盟PPI	-6.6%	25.2%	26.3%	-2.0%	6.9%	3.5%
中国CPI	0.2%	1.8%	1.4%	0.2%	1.7%	1.8%
中国核心CPI	0.7%	0.5%	1.0%	0.4%	0.9%	1.3%
中国PPI	-2.9%	-0.7%	10.3%	-0.4%	1.1%	0.7%
食品	-1.7%	4.8%	-1.3%	1.3%	3.9%	3.0%
猪肉	-18.0%	22.2%	-36.8%	-1.2%	4.4%	2.2%
衣着	1.1%	0.6%	0.6%	-0.1%	0.7%	1.3%
居住	0.0%	-0.3%	1.5%	-0.7%	0.4%	1.1%
家用器具	-2.1%	0.0%	2.0%	-1.5%	-0.5%	-0.2%
家庭服务	1.9%	2.2%	3.4%	2.3%	2.9%	4.2%
交通工具	-4.4%	-2.1%	1.0%	-2.0%	-1.8%	-1.7%
通信工具	-3.0%	1.7%	-4.2%	1.0%	-1.3%	-2.3%
通信服务	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%
教育服务	1.1%	1.2%	2.9%	1.9%	2.3%	2.5%
旅游	14.8%	3.9%	7.3%	-0.9%	3.9%	3.8%
医疗保健	1.1%	0.5%	0.5%	1.3%	1.3%	2.3%



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 10：截至 2023 年 8 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平(续)



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

第三部分：中国上市公司基本面分析

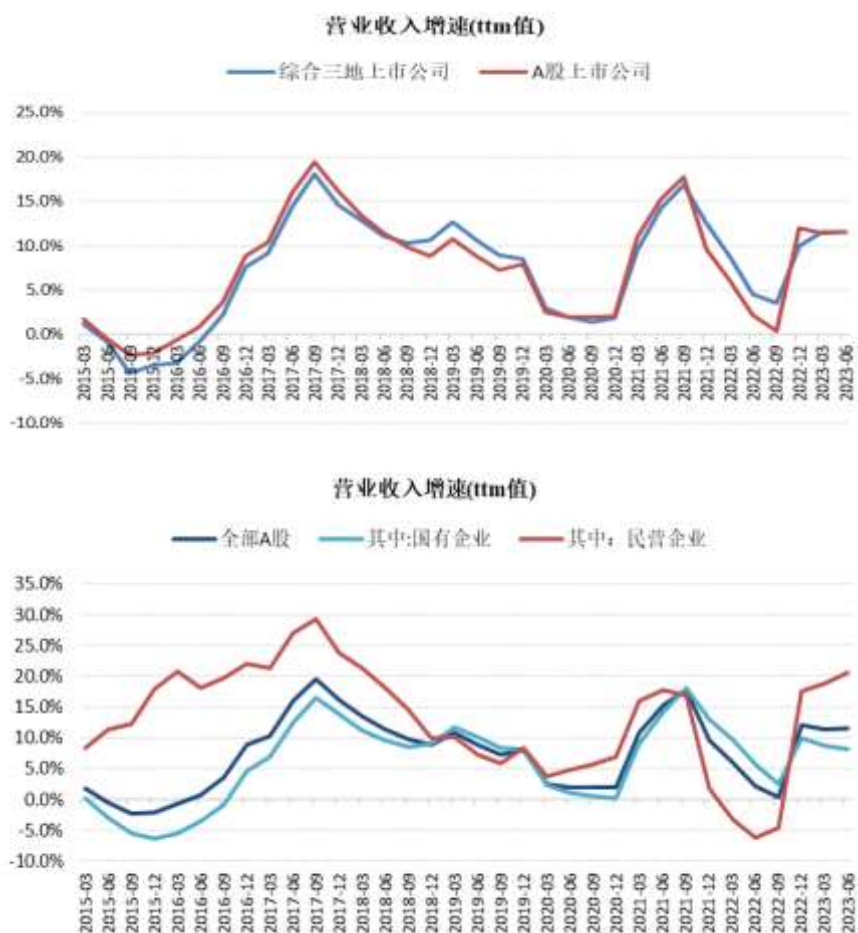
该部分分析在 A 股、香港和美国上市的中国公司财务报表信息。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR 和 Wind，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 11：在 A 股、香港和美国上市的中国公司行业分布

行业	A股	香港上市内地公司	美国中概股
农林牧渔	106	2	
煤炭	37	6	
石油石化	47	42	1
能源金属	13	2	
工业金属	109	45	3
贵金属	12	3	
食品饮料(不含酒)	87	36	6
酒类	36	2	
纺织服饰/首饰	111	52	2
家用电器	88	9	
文娱用品/日常消费品	20	6	
包装印刷造纸	67	23	1
家具装饰用品	67	3	1
化工	384	23	6
制药	276	60	20
医疗器械	118	19	1
医疗服务	76	24	5
钢铁	45	5	
通/专用设备	438	31	6
自动化设备	73		
汽车及零部件	259	37	8
电池	82	6	
电力设备	247	14	1
半导体	125	11	7
电子及电子元件	303	7	
计算机及通信设备	167	38	10
软件和通信服务	290	84	61
建筑及建筑材料	236	40	2
国防军工	125	4	1
环保	129	21	2
公用事业	125	49	1
交通运输-海陆空	80	44	2
物流	46	8	2
电商	18	9	27
商贸零售	84	40	10
旅游住宿餐饮	28	21	6
教育	18	29	24
美容护理	33	7	
数字媒体和出版	71	22	2
游戏	31	5	
影视院线	35	16	3
专业服务	24	16	3
金融	127	118	36
房地产	107	166	7
综合	23	5	
总计	5023	1210	267

计算说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 12：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀，TTM)



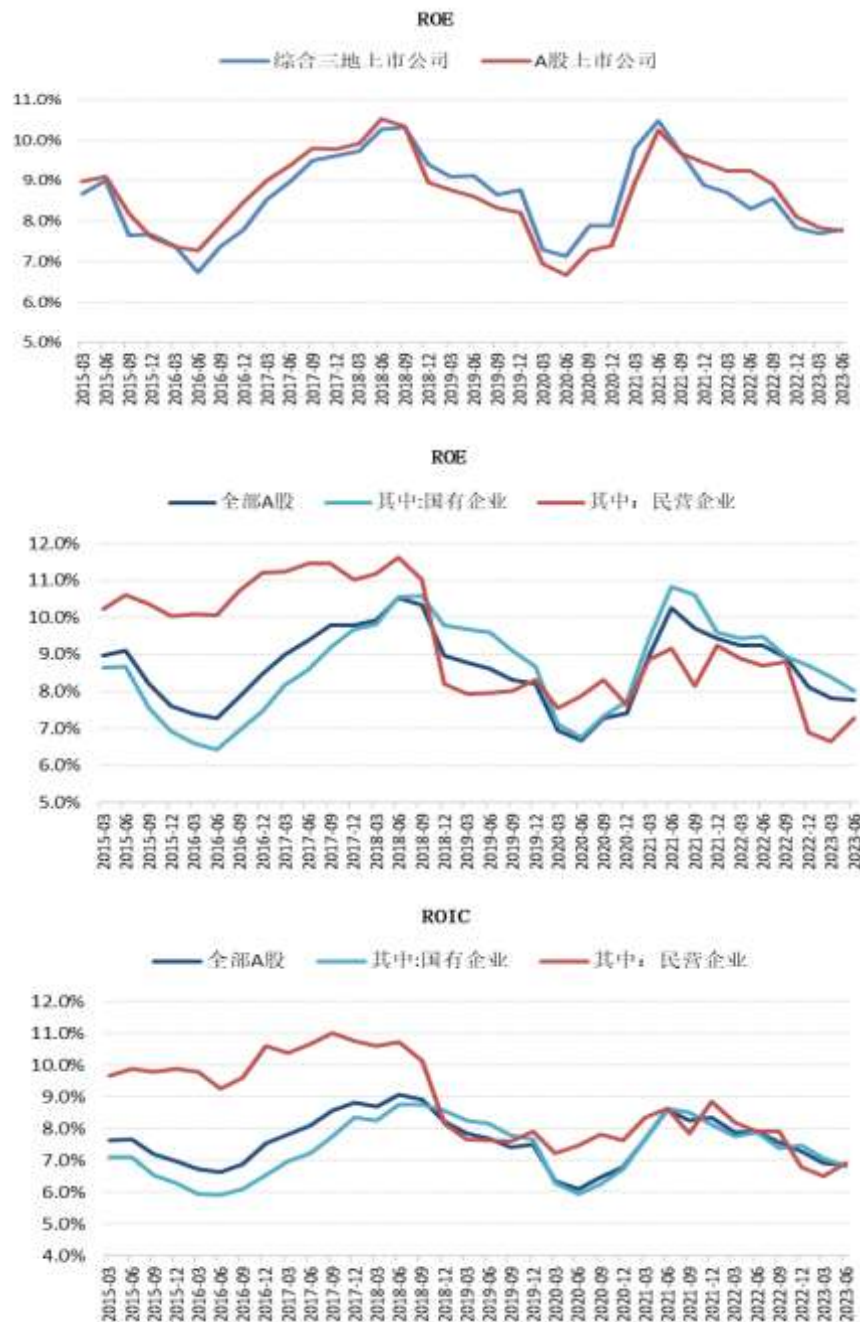
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国上市公司净利润增速(剔除通胀)



①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：中国上市公司资本回报率



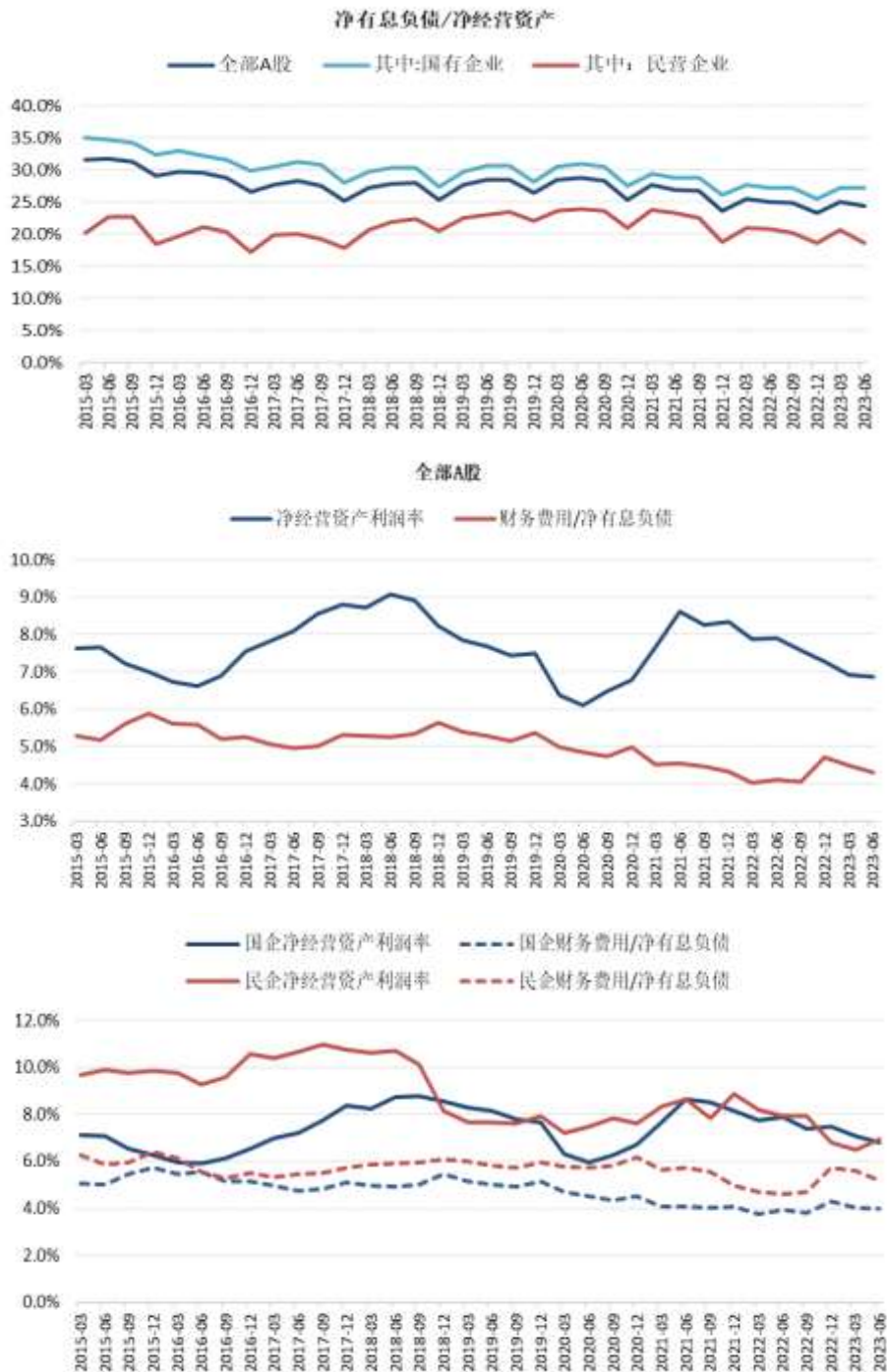
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 15：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 16：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担

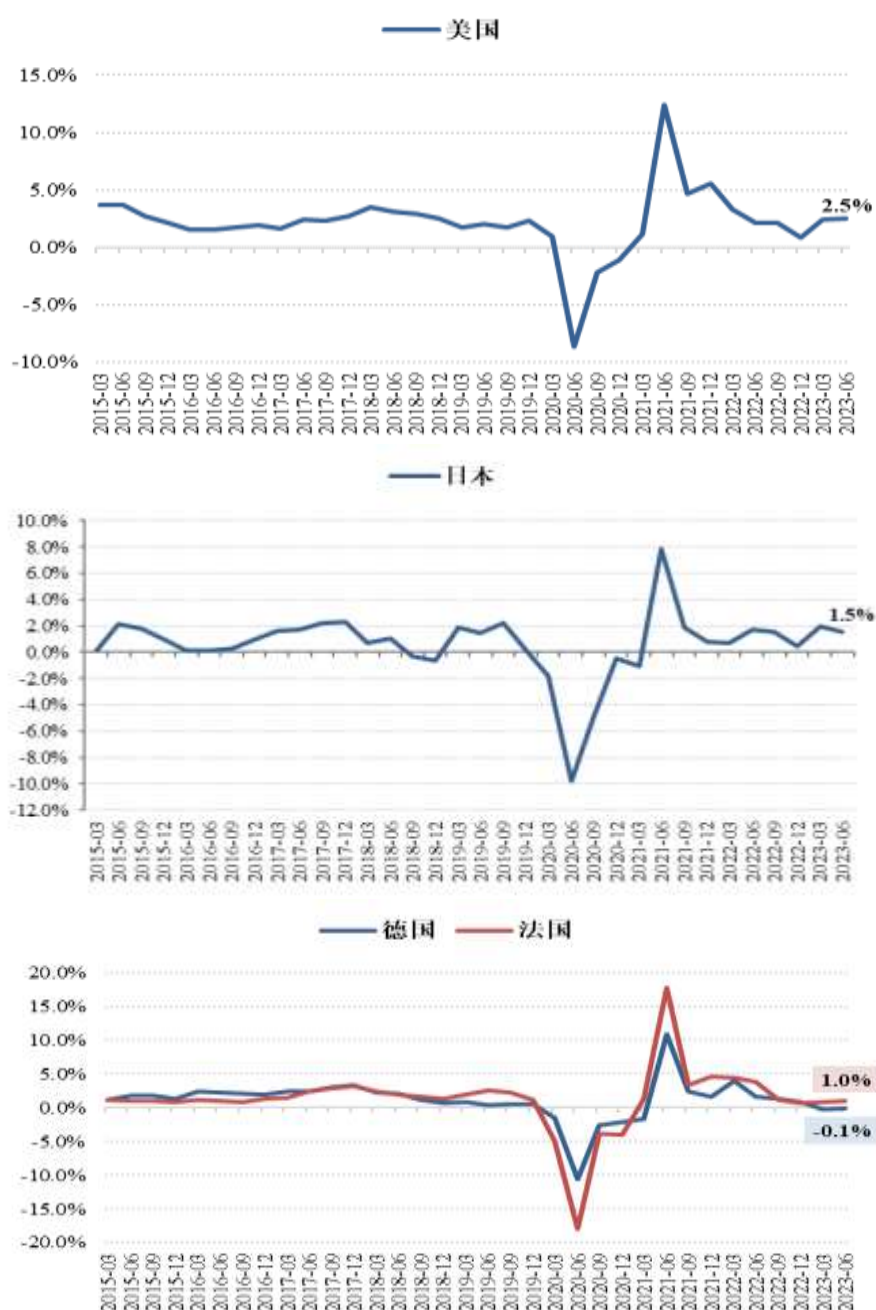


数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

第四部分：宏观基本面分析

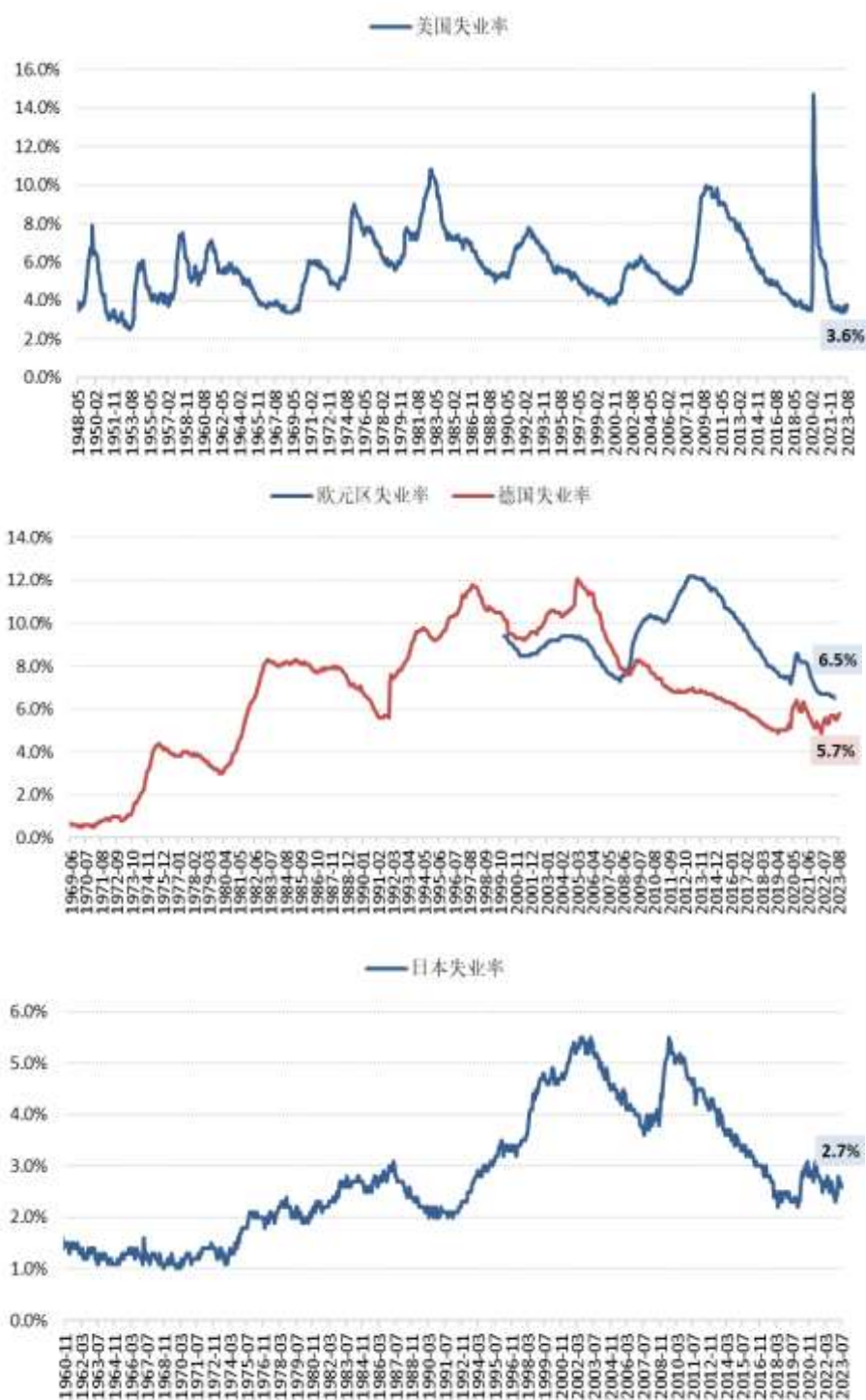
4.1 全球经济增长情况

图 17：主要国家 GDP 单季度值同比增速(剔除通胀, 截至 2023 年 6 月)



①说明：图中数字是历年 GDP 单季度值扣除通胀后的同比增速。②数据来源：长江商学院投资研究中心

图 18：欧美失业率情况(截至 2023 年 8 月)



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 19：2023 年 8 月中国全社会用电量、货运量、旅游运输量、商品房开工面积同比增速



图 20：相关指标扣除通胀后同比增速(截至 2023 年 8 月)

		累计同比增速(统计局公布,年初至现在累计值同比去年同期)											
社会消费品零售总额	统计局公布的累计同比	7.0%	5.8%	-0.2%	12.5%	-3.9%	8.0%	9.0%	10.7%	18.8%	12.9%		
	统计局公布的累计同比	3.2%	5.1%	5.1%	4.9%	2.9%	5.4%	5.9%	10.0%	24.5%	27.2%		
固定资本投资完成额		单季度值同比增速(连续3个月的值相加同比去年同期), 扣除通胀率											
		2023年8月 2023年3月 2022年12月 2021年12月 2020年12月 2019年12月 2018年12月 2015年12月 2010年12月 2005年12月											
社会消费品零售总额	扣除CPI	3.3%	5.1%	-4.4%	2.0%	3.0%	3.1%	1.7%	14.0%	16.7%	42.5%		
	扣除PPI	-14.3%	1.6%	0.9%	75.7%	-8.9%	-43.2%	-13.7%	7.2%	18.5%	28.0%		
固定资产投资完成额	扣除CPI	-11.8%	4.9%	3.5%	61.5%	-8.4%	-40.3%	-12.8%	15.7%	16.6%	24.1%		
	扣除PPI	4.9%	3.8%	-0.2%	1.9%	12.1%	4.9%	7.1%	8.2%	6.0%	11.3%		
全社会用电量		2.3%	0.2%	14.3%	8.5%	9.3%	3.8%	2.8%	8.0%	5.6%			
其中:居民生活用电		5.4%	4.5%	-2.2%	1.0%	12.4%	5.0%	7.7%	0.5%	6.0%			
其中:产业用电		6.0%	5.0%	-5.9%	1.8%	-6.5%	4.5%	8.3%	5.1%	13.4%	9.6%		
全社会货运量		64.8%	26.3%	-39.1%	-35.5%	-33.0%	-2.1%	-2.5%	-0.8%	15.3%	2.7%		
全社会旅客运输量		-27.7%	-19.2%	-43.8%	-28.6%	4.7%	8.3%	19.2%	-17.7%	5.2%	5.2%		
全社会商品房开工面积		年度值同比增速(连续12个月的值相加同比去年同期), 扣除通胀率											
		2023年8月 2023年3月 2022年12月 2021年12月 2020年12月 2019年12月 2018年12月 2015年12月 2010年12月 2005年12月											
社会消费品零售总额	扣除CPI	3.9%	-0.4%	-2.0%	10.9%	-4.9%	3.4%	2.2%	12.8%	17.9%	24.5%		
	扣除PPI	-5.8%	3.0%	3.2%	3.5%	-6.1%	-17.0%	-1.1%	8.1%	18.9%	28.1%		
固定资产投资完成额	扣除CPI	-3.1%	6.5%	5.8%	-4.9%	-5.5%	-12.7%	-0.2%	16.7%	17.0%	24.2%		
	扣除PPI	3.6%	3.3%	3.9%	10.5%	4.1%	4.7%	8.4%	2.9%	14.8%	14.7%		
全社会用电量		3.6%	10.5%	13.8%	7.3%	6.8%	5.8%	10.3%	5.4%	11.3%			
其中:居民生活用电		3.6%	2.2%	2.3%	11.1%	3.6%	4.5%	8.1%	0.4%	15.3%			
其中:产业用电		1.9%	-2.1%	-2.9%	12.4%	-13.2%	5.5%	7.4%	4.4%	16.8%	11.1%		
全社会货运量		15.1%	-23.7%	-32.7%	-14.1%	-45.1%	-1.8%	-3.2%	0.2%	15.1%	3.7%		
全社会旅客运输量		-34.9%	-40.3%	-39.4%	-11.4%	-1.2%	8.5%	17.2%	-14.0%	41.9%	10.6%		
全社会商品房开工面积		-34.9%	-40.3%	-39.4%	-11.4%	-1.2%	8.5%	17.2%	-14.0%	41.9%	10.6%		

①说明：单季度值-连续 3 个月的值相加；年度值-将连续 12 月的值相加；②

数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

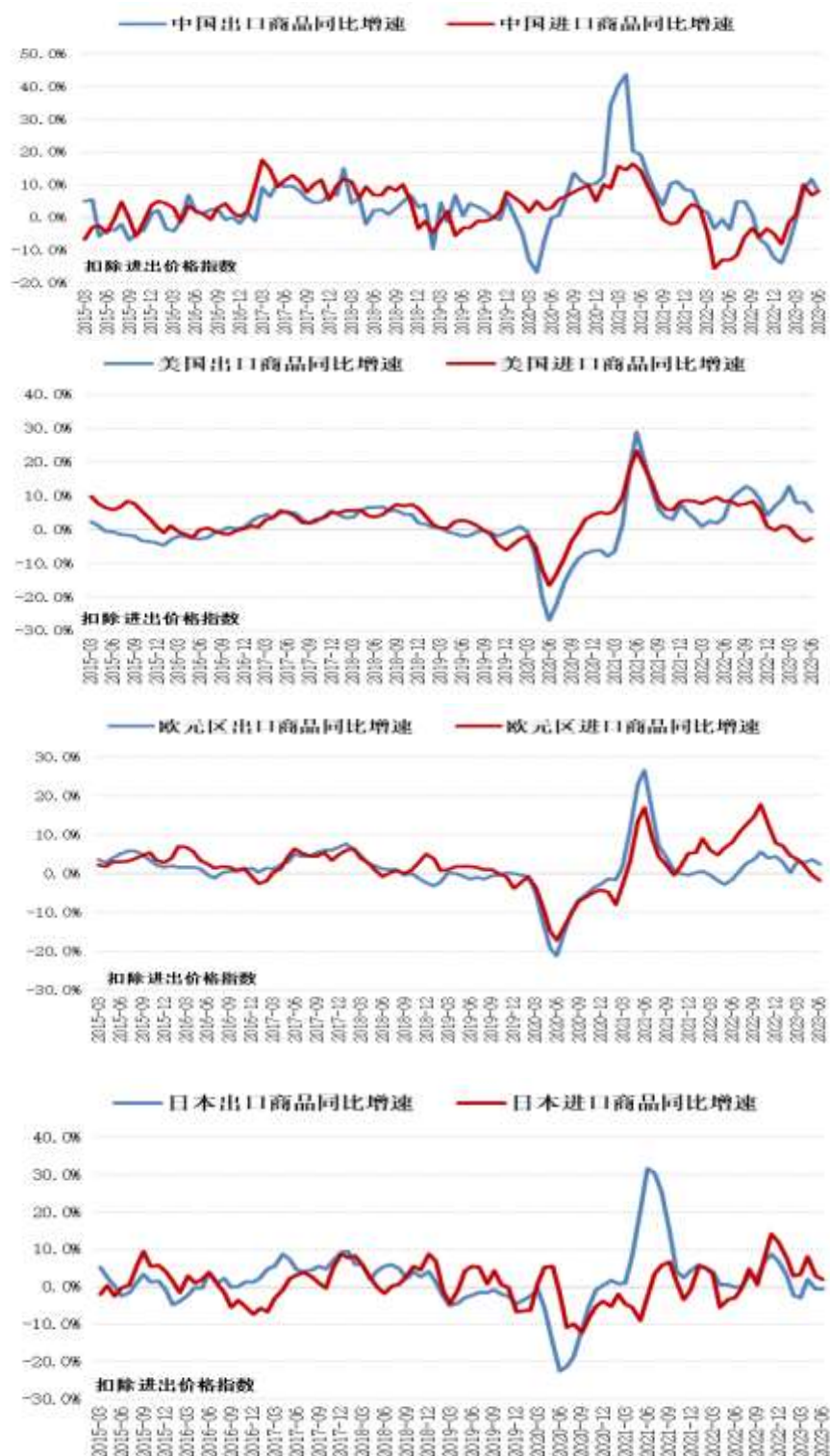
图 21：2023 年 6 月中国 GDP 增速



数据来源于 Wind 数据库。

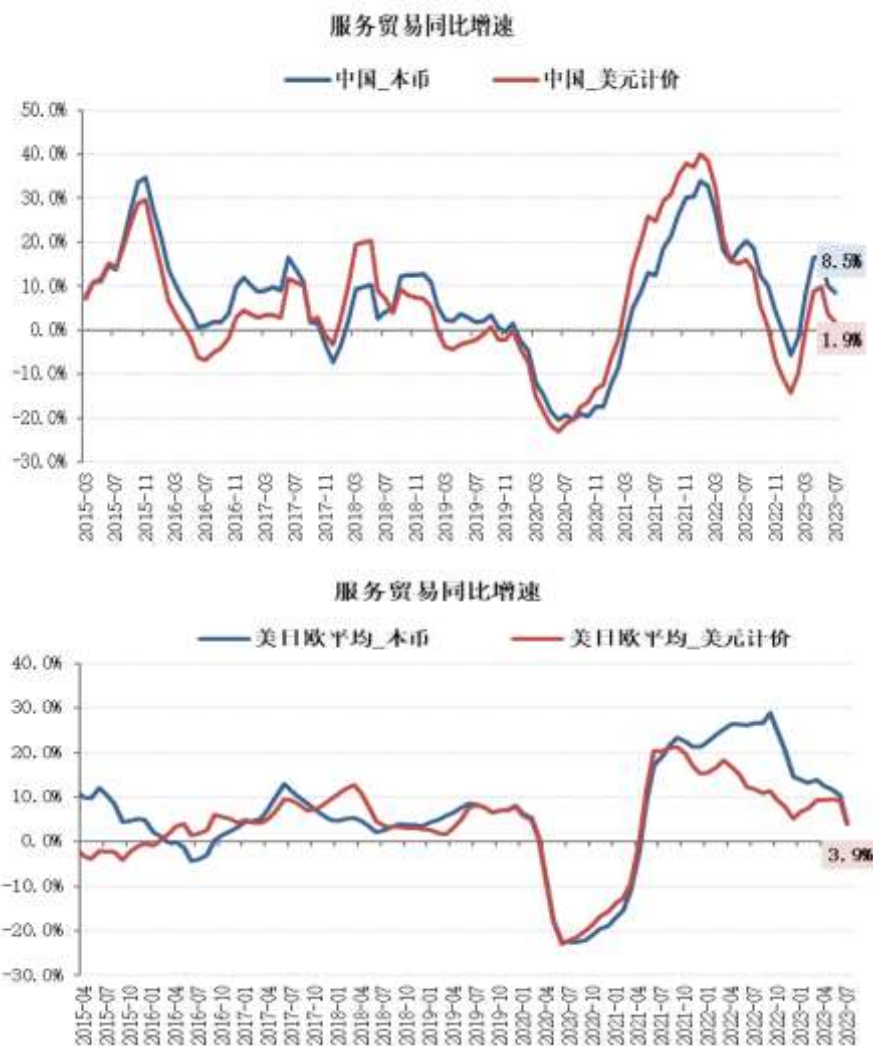
4.2 国际贸易和资本流动

图 22：商品贸易同比增速(截至 2023 年 6 月)



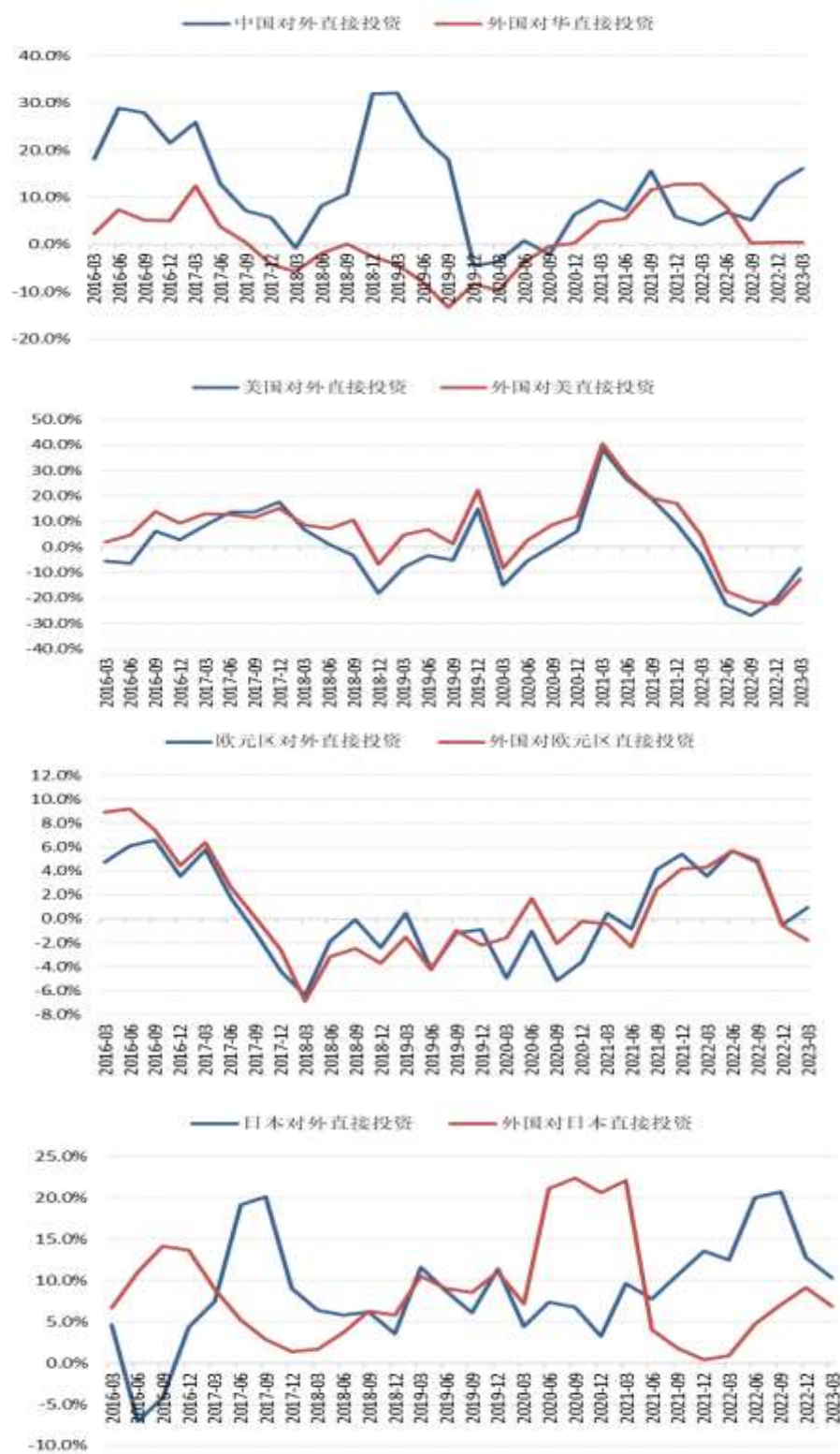
①说明：图中数字为单季度值同比增速。②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 23：服务贸易同比增速(截至 2023 年 7 月)



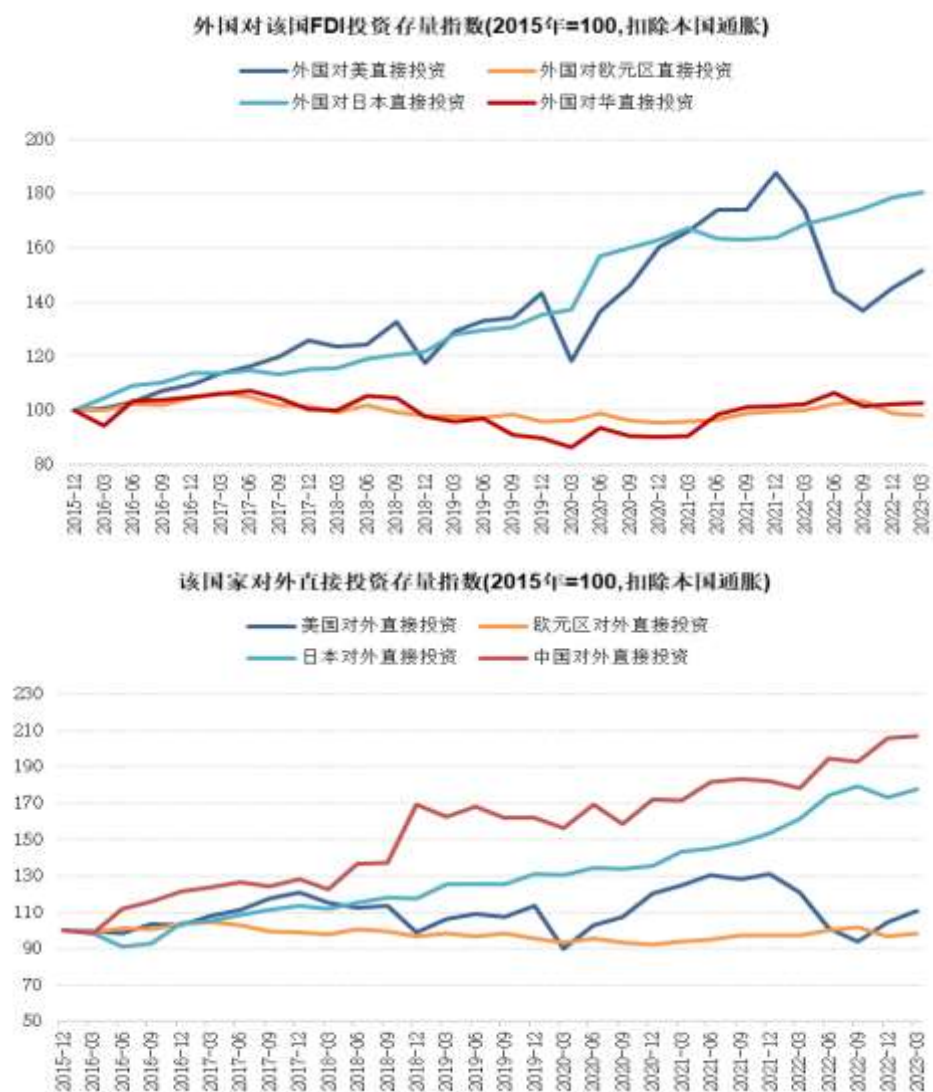
①说明：图中数字为单季度值同比增速，扣除本币或美元通胀。②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 24: FDI 存量同比增速(截至 2023 年 3 月)



①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 25： FDI 存量指数（2015 年末水平=100，截至 2023 年 3 月）



①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 26: 中国、美国、欧元区、日本国际收支(截至 2023 年 3 月或 6 月)

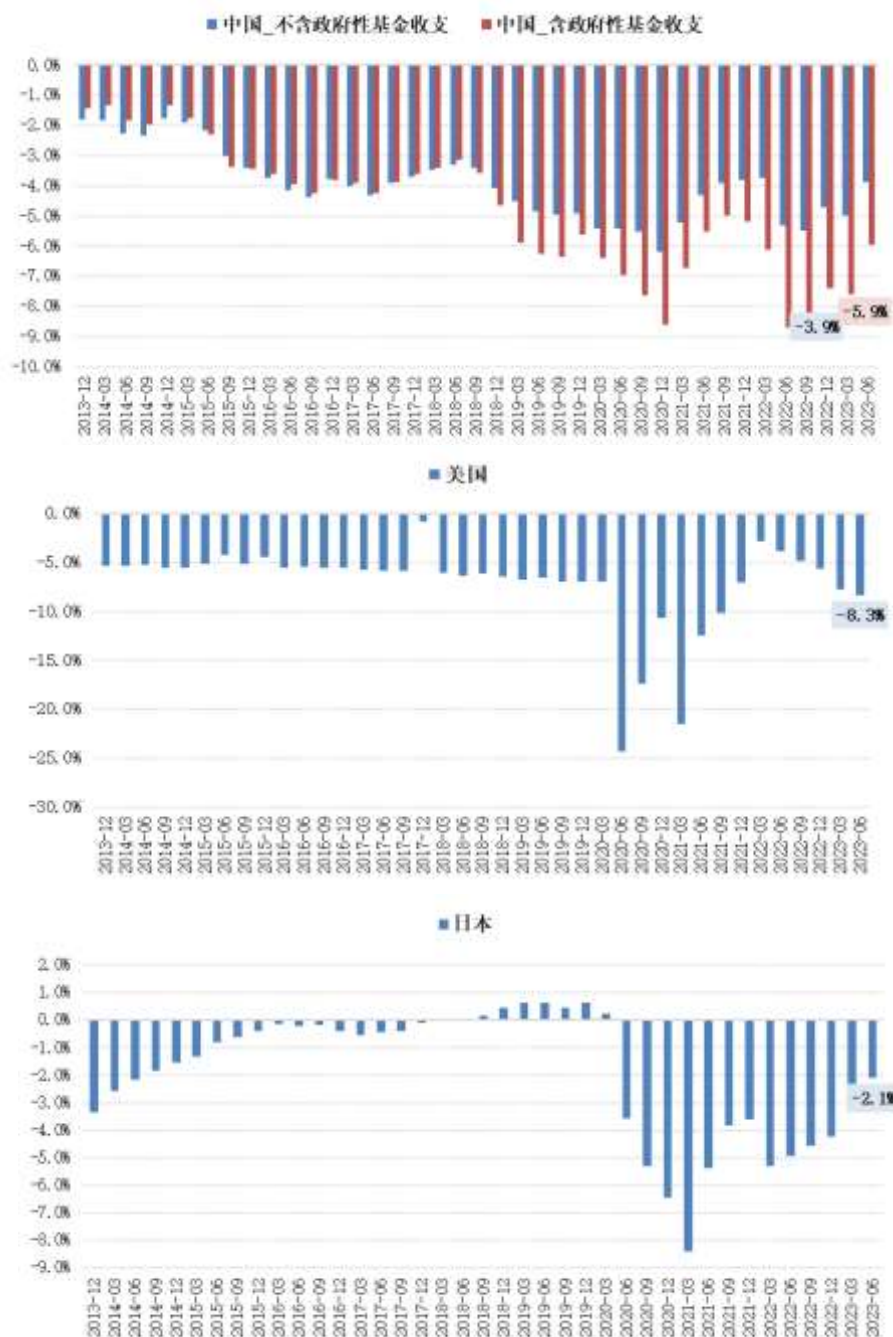


“热钱”用储备资产净增加数扣除经常项目净流入和直接投资净流入两个项目后的差额；数据来源:Wind，长江商学院投资研究中心

4.3 主要国家财政政策和货币政策

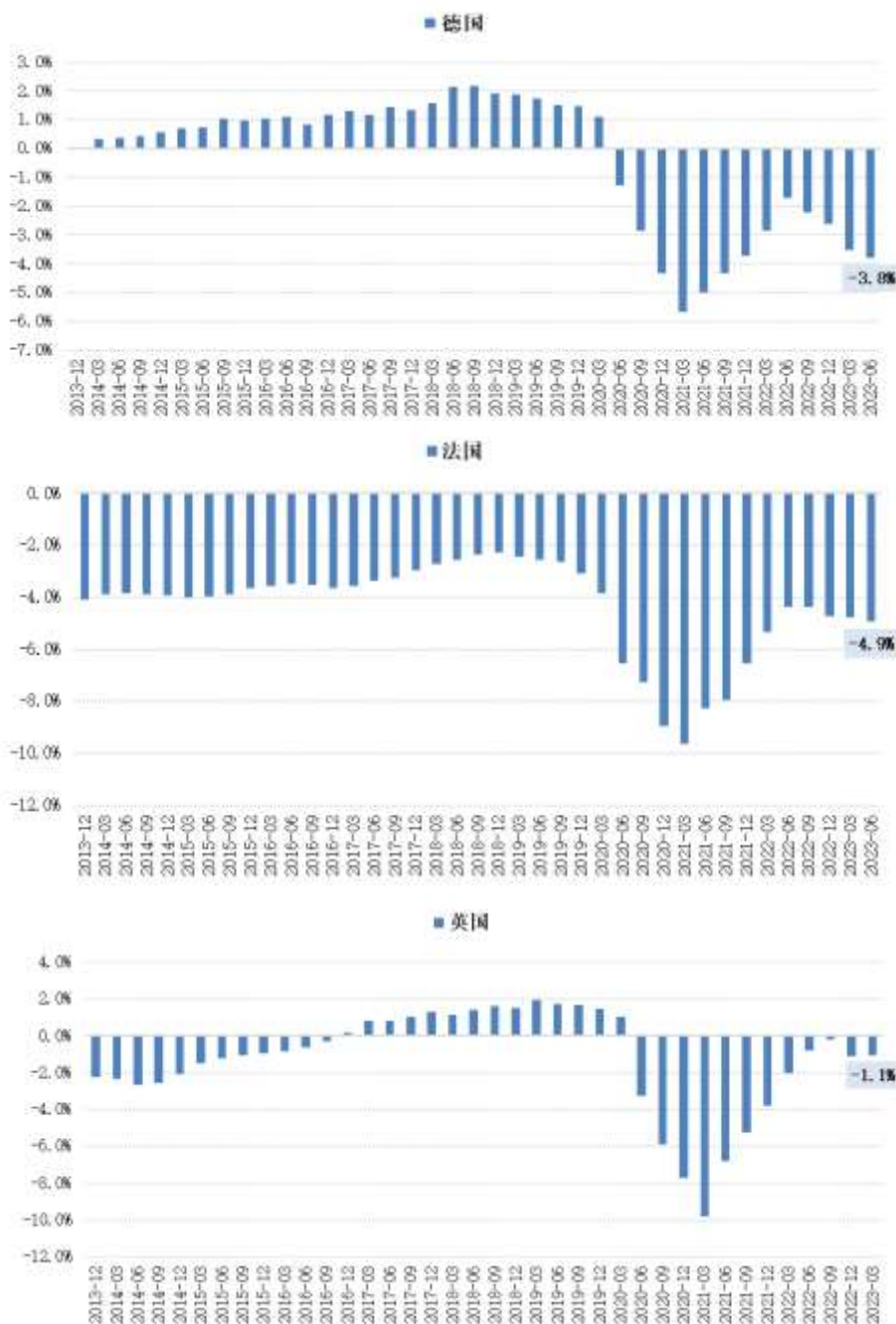
4.3.1 财政政策

图 27：2023 年 6 月各国财政赤字占 GDP 比重(TTM)



①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

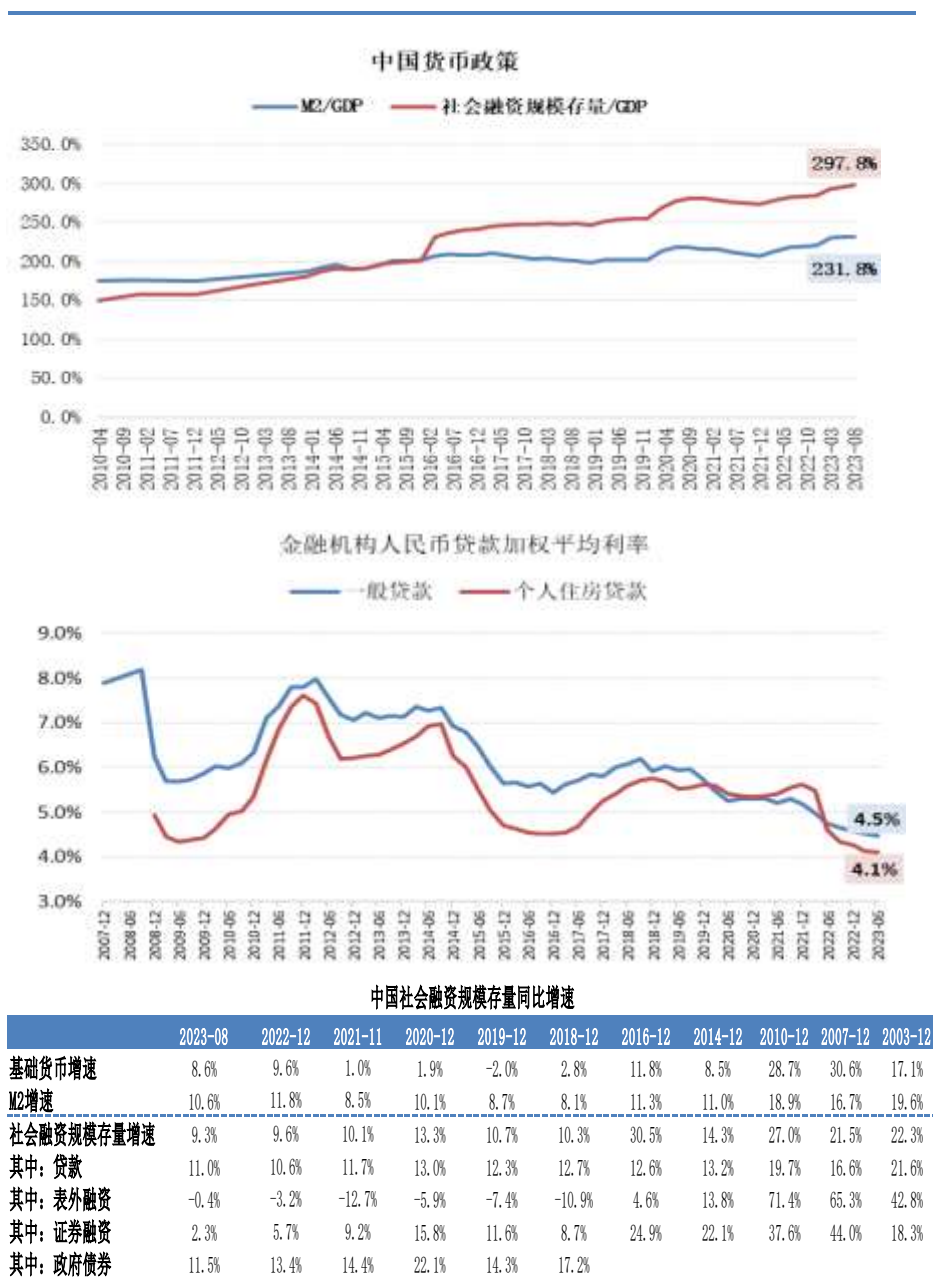
图 27：2023 年 6 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

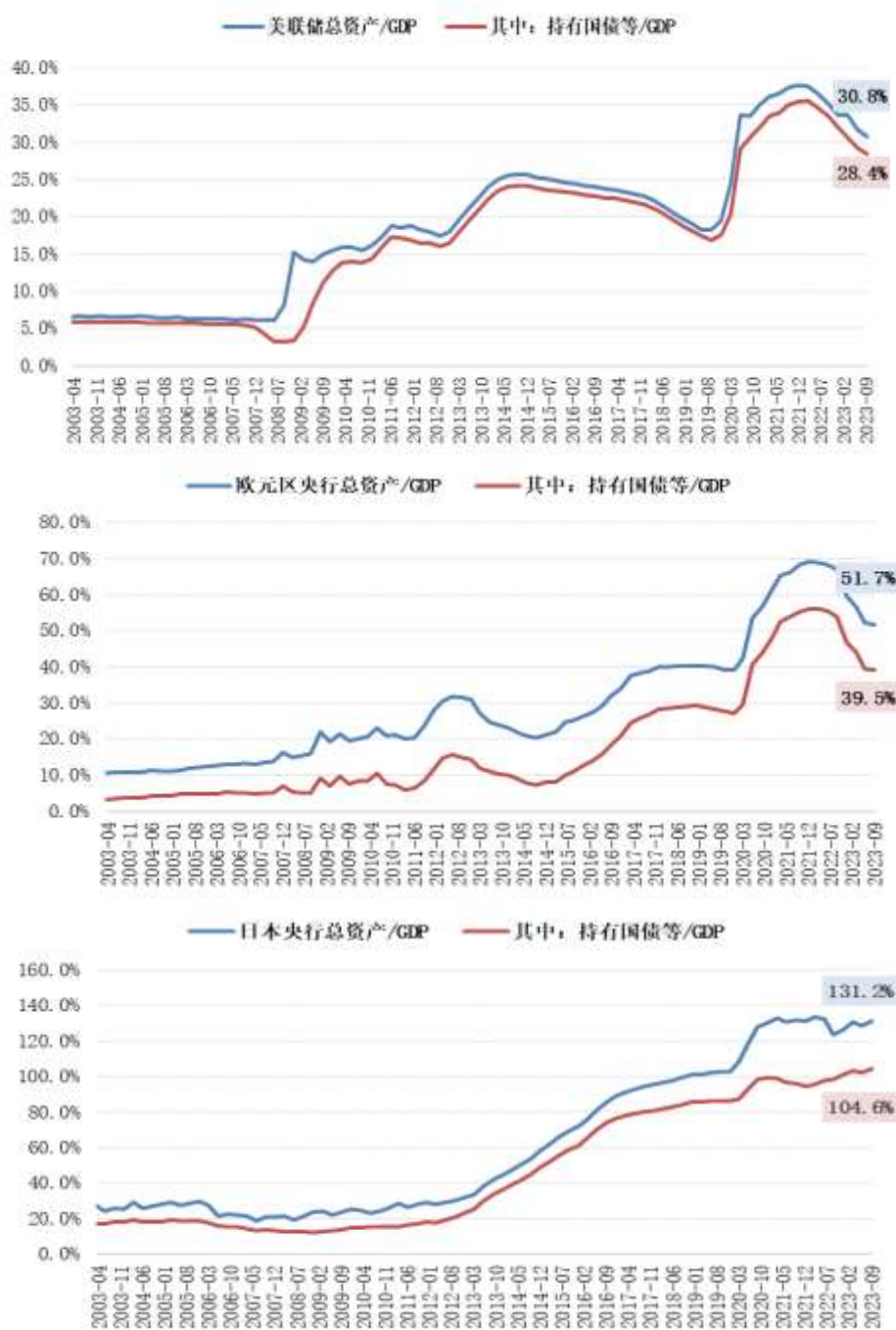
4.3.2 货币政策

图 28：2023 年 8 月金融机构贷款利率水平和社会融资规模存量同比增速



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 29：美国、欧元区央行和日本央行货币政策(截至 2023 年 9 月中旬)



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

4.4 中国债务水平

图 30:2023 年 8 月中国非金融部门债务情况及债券违约情况

	当前余额 (万亿)	占GDP比重									
		2023-08	2022-12	2021-11	2020-12	2019-12	2018-12	2016-12	2014-12	2010-12	2007-12
国债	27.7	22.4%	21.6%	20.3%	20.7%	16.9%	16.2%	16.2%	14.6%	15.7%	18.3%
地方政府债	39.6	32.0%	29.8%	27.4%	25.8%	21.9%	20.1%	14.5%	1.8%	1.0%	0.0%
政府支持机构债	1.9	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	0.3%	0.0%
城投债	13.5	10.9%	11.0%	11.2%	10.8%	9.1%	8.3%	8.7%	6.0%	0.9%	0.0%
非金融企业债	21.6	17.4%	17.5%	18.3%	18.8%	16.7%	16.1%	17.1%	13.2%	7.0%	2.0%
住户贷款	78.8	63.6%	61.9%	63.2%	62.3%	56.1%	52.1%	44.7%	36.0%	27.3%	18.8%
非金融企业及机关团体贷款	153.3	123.9%	115.2%	109.1%	109.1%	99.7%	96.8%	99.8%	96.0%	94.3%	84.1%
总计	336.4	271.7%	258.5%	251.2%	249.1%	222.4%	211.6%	203.0%	169.4%	146.4%	123.2%



债券数据统计范围参见附录，数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

第五部分：问卷调查背景及指标计算说明

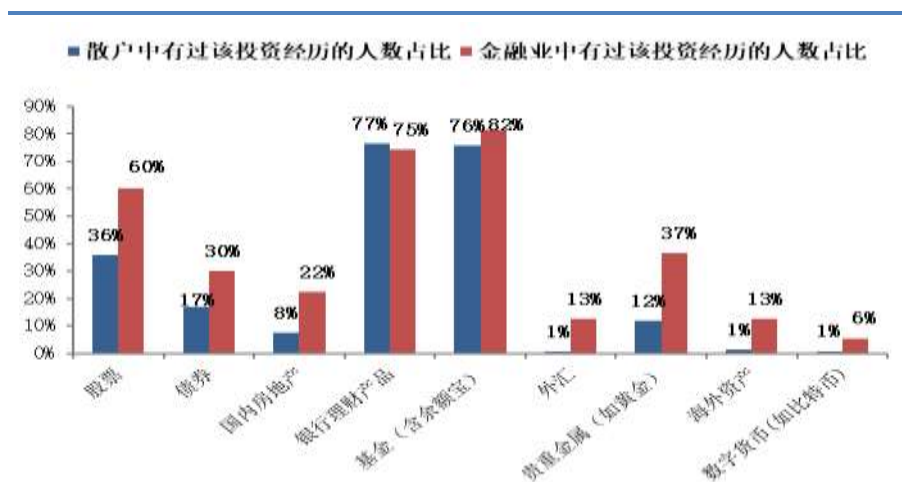
5.1 问卷调查的背景信息

图 1：本期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	散户样本量	金融行业样本量	总样本量
上海	3.7%	139	78	216
北京	3.4%	131	69	200
广州	2.4%	102	51	153
深圳	2.7%	101	49	150
天津	1.3%	89	46	135
重庆	2.4%	76	44	119
成都	1.7%	59	28	86
武汉	1.6%	58	28	85
杭州	1.5%	56	26	82
南京	1.4%	53	25	78
青岛	1.2%	50	23	73
长沙	1.2%	46	19	64
西安	0.9%	41	16	57
合计	26%	1000	500	1500

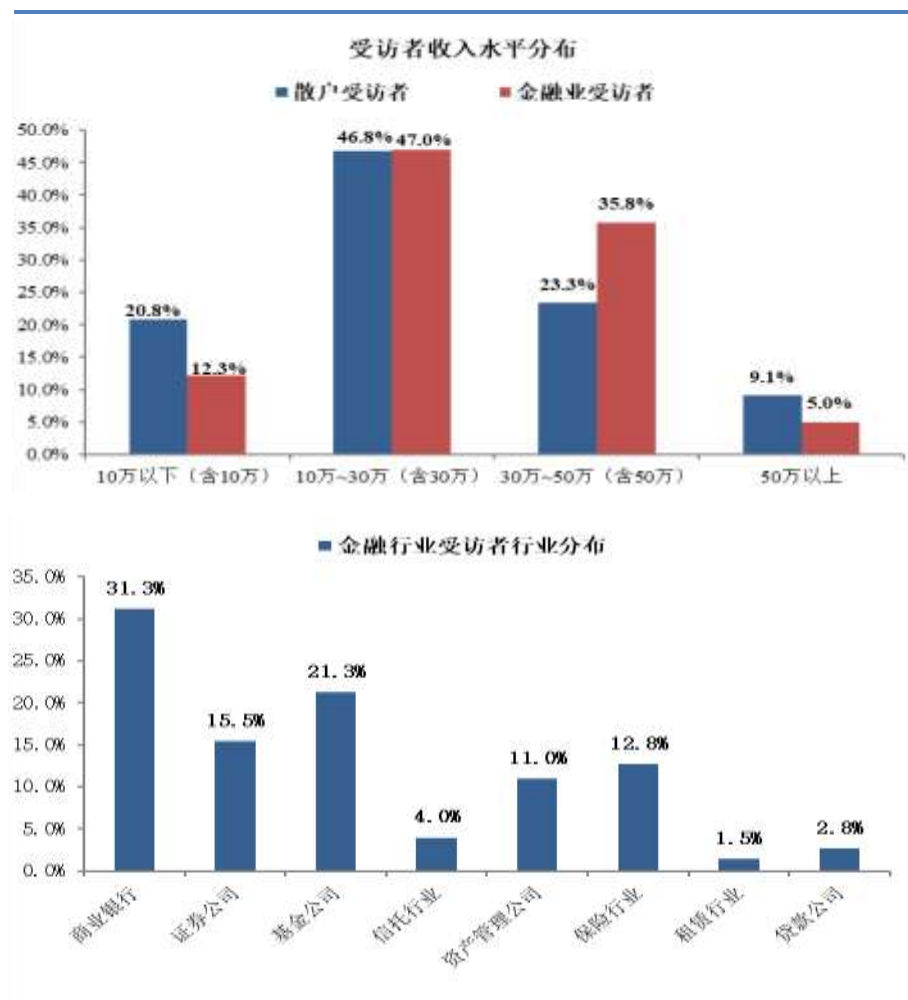
数据来源：长江商学院投资研究中心

图 2：受访者在过去一年的投资经历



数据来源：长江商学院投资研究中心

图 3：受访者的其他特征



数据来源：长江商学院投资研究中心

5.2 财政盈余/赤字占 GDP 比重

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

5.3 重要财务指标的计算说明

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

5.4 上市公司行业分类说明

本研究行业分类		所包含的申万第三级行业分类的项目
农林牧渔	粮油加工、林业III、畜禽饲料、种子、生猪养殖、海洋捕捞、其他农产品加工、果蔬加工、水产养殖、肉鸡养殖、水产饲料、其他养殖、农业综合III、动物保健III、食用菌、宠物食品、其他种植业、粮食种植	
煤炭	动力煤、焦炭III、焦煤	
石油石化	炼油化工、油品石化贸易、其他石化、油气开采III、油田服务、油气及炼化工程	
能源金属	锂、钴	
工业金属	铅锌、铝、铜、其他金属新材料、钨、磁性材料、稀土、其他小金属、钼	
贵金属	黄金、白银、	
化工	粘胶、氯碱、钛白粉、纯碱、无机盐、锦纶、煤化工、涤纶、氨纶、其他化学原料、其他化学纤维、非金属材料III、涂料油墨、其他化学制品、民爆制品、纺织化学制品、聚氨酯、有机硅、氟化工、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、钾肥、农药、氮肥、复合肥、磷肥及磷化工、膜材料、炭黑、其他塑料制品、其他橡胶制品、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、	
制药	化学制剂、血液制品、中药III、其他生物制品、原料药、疫苗	
食品饮料(不含酒)	烘焙食品、软饮料、肉制品、预加工食品、乳品、调味发酵品III、零食、保健品、熟食	
酒类	白酒III、啤酒、其他酒类	
纺织服饰/首饰	钟表珠宝、棉纺、其他纺织、非运动服装、辅料、家纺、鞋帽及其他、运动服装、纺织鞋类制造、印染、其他饰品、	
家用电器	彩电、空调、家电零部件III、冰洗、照明设备III、其他黑色家电、厨房小家电、厨房电器、卫浴电器、其他家电III、清洁小家电、个护小家电	
文娱用品/日常消费品	文化用品、娱乐用品	
包装印刷造纸	大宗用纸、塑料包装、印刷、纸包装、特种纸、金属包装、综合包装	
家具装饰用品	定制家居、瓷砖地板、其他家居用品、卫浴制品、成品家居	
医疗器械	体外诊断、医疗设备、医疗耗材	
医疗服务	医药流通、医院、其他医疗服务、线下药店、医疗研发外包、诊断服务	
钢铁	冶钢辅料、铁矿石、特钢III、板材、长材、钢铁管材	
通/专用设备	轨交设备III、工程机械整机、工程机械器件、金属制品、机床工具、制冷空调设备、其他通用设备、磨具磨料、仪器仪表、印刷包装机械、能源及重型设备、其他专用设备、纺织服装设备、楼宇设备、农用机械、	
自动化设备	机器人、激光设备、工控设备、其他自动化设备	
汽车及零部件	其他运输设备、汽车经销商、底盘与发动机系统、商用载货车、综合乘用车、轮胎轮毂、车身附件及饰件、汽车综合服务、商用车载客车、其他汽车零部件、摩托车、汽车电子电气系统、电动乘用车、	
电池	电池化学品、锂电池、锂电专用设备、蓄电池及其他电池、燃料电池	
电力设备	电机III、电网自动化设备、输变电设备、线缆部件及其他、电工仪器仪表、配电设备、风电整机、风电零部件、硅料硅片、光伏辅材、光伏电池组件、光伏加工设备、逆变器、火电设备、其他电源设备III、综合电力设备商、	
半导体	半导体材料、数字芯片设计、集成电路封测、分立器件、半导体设备、集成电路制造、模拟芯片设计	
电子及电子元件	面板、消费电子零部件及组装、其他电子III、被动元件、印制电路板、光学元件、品牌消费电子、LED、电子化学品III	
计算机及通信设备	通信终端及配件、通信网络设备及器件、通信线缆及配套、其他计算机设备、安防设备、其他通信设备	
软件和通信服务	横向通用软件、IT服务III、垂直应用软件、通信工程及服务、通信应用增值服务、电信运营商、	
建筑	玻璃制造、水泥制品、其他建材、水泥制造、耐火材料、玻纤制造、防水材料、管材、涂料、园林工程、国际工程、基建市政工程、房屋建设III、工程咨询服务III、装修装饰III、其他专业工程、钢结构、化学工程	
国防军工	地面兵装III、军工电子III、航空装备III、航天装备III、航海装备III	
环保	综合环境治理、固废治理、水务及水治理、环保设备III、大气治理	
公用事业	火力发电、热力服务、光伏发电、风力发电、燃气III、水力发电、电能综合服务、其他能源发电、核力发电	
交通运输-海陆空	港口、机场、航空运输、高速公路、航运、铁路运输、公交	
物流	原材料供应链服务、公路货运、快递、中间产品及消费品供应链服务、仓储物流、跨境物流	
电商	综合电商、电商服务、跨境电商	
商贸零售	商业物业经营、贸易III、百货、多业态零售、超市、专业连锁III、旅游零售III、	
旅游住宿餐饮	酒店、自然景区、旅游综合、餐饮、人工景区	
教育	培训教育、教育运营及其他、学历教育	
美容护理	洗护用品、医美服务、生活用纸、化妆品制造及其他、体育III、品牌化妆品、医美耗材	
数字媒体和出版	教育出版、大众出版、广告媒体、营销代理、图片媒体、门户网站、视频媒体、文字媒体、	
游戏	游戏III、	
影视院线	电视广播III、影视动漫制作、院线	
专业服务	会展服务、检测服务、人力资源服务、其他专业服务	
金融	股份制银行III、城商行III、农商行III、国有大型银行III、证券III、租赁、金融控股、资产管理、信托、保险III、金融信息服务、期货、其他多元金融、	
房地产	物业管理、房产租赁经纪、住宅开发、商业地产、产业地产	

5.5 中国债券余额统计

中国债券余额统计包括以下指标，其中，城投债数据来自 wind。

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

关于作者:

刘劲

哥伦比亚大学博士

长江商学院会计与金融学教授

投资研究中心主任

Email: jliu@ckgsb.edu.cn

陈宏亚

长江商学院投资研究中心研究员

Email: hychen@ckgsb.edu.cn