

# 长江商学院

## 2025 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

2026 年 1 月

1 长江商学院投资者情绪调查（CKISS）是由长江商学院投资研究中心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。从 2024 年 7 月开始，我们的问卷调查同时委托了三家公司进行调研，分别是北京零点市场调查有限公司、深圳上书房信息咨询有限公司和北京微洞察市场咨询有限公司。总有效回收样本计划在 2100 份左右，其中，普通散户投资者 1300 份，金融行业从业人员 800 份。感谢三公司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

2025 年，全球主要股票市场普遍上涨。美国标普 500 全年上涨 16.4%，日经 225 上涨 26.2%，德国 DAX 上涨 23%，法国 CAC40 上涨 10.4%。A 股和港股在 2025 年也实现显著上涨，但涨幅主要集中于第三季度，第四季度表现明显放缓：上证综指 1 至 6 月上涨约 2.8%，7 至 9 月强势拉升 12.7%，10 至 12 月小幅上行 2.2%，全年累计涨幅达 18.4%；深证综指 1 至 6 月上涨约 6%，7 至 9 月上涨 21.4%，10 至 12 月几乎停滞，只上涨了约 0.5%，全年上涨 29.3%。恒生指数 1 至 9 月涨幅达 33.9%，第四季度回调 4.6%，全年上涨 27.8%。

尽管四季度市场动能减弱，散户情绪依然保持韧性甚至略显乐观，而金融业则在年末明显调低了对 A 股和港股的预期。散户认为 A 股会上涨的比例进一步提升至 64.2%，较 9 月提高了 2.5 个百分点，而金融业的预期则下调至 59.8%，较 9 月下降 6.1 个百分点。同样，散户对港股走势的信心继续增强，本期看涨比例为 63.4%，比 9 月提高了 1.3 个百分点，金融业显著转向谨慎，看涨比例约 58.1%，比 9 月回调了 7.3 个百分点。

金融业受访者下调预期合乎风控逻辑。我们以 2025 年末全部 A 股上市公司总市值之和，除以截至 2025 年第三季度末的最近 12 个月(TTM)净利润之和，作为 A 股整体估值水平的衡量指标，并确保分子与分母的样本范围完全一致。计算结果显示，该估值指标较 2024 年末上升了 21.5%，而同期可比样本的 TTM 净利润仅增长 0.8%，表明 2025 年 A 股市场的上涨主要由估值扩张驱动，而非盈利改善。

受美国贸易政策反复加码、全球不确定性显著上升的影响，我国经济面临明显外部压力。尽管如此，全年仍实现 5.0% 的实际 GDP 增速，展现出较强韧性。出乎预期的是，净出口对我国经济增长的贡献依然很大。根据国家统计局数据，2025 年全年，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 1.6 个百分点；最终消费支出(包括居民消费和政府消费)拉动 GDP 增长 2.6 个百分点；而资本形成总额仅拉动 GDP 增长 0.8 个百分点。

尽管国家统计局没有直接公布居民消费对 GDP 的拉动率，但可通过社会消费品零售总额(商品消费)和服务零售额(服务消费)的增速变化，间接观察居民消费的总体态势。2025 年，我国社会消费品零售总额达 50 万亿元，较 2024 年的 48.7 万亿元名义增长约 2.7%。同期，服务零售额同比增长 5.5%，虽高于商

品消费，但较 2024 年 6.2% 的增速回落 0.7 个百分点。

内需疲软与生育率和房地产的快速持续下行有关。2025 年中国新生婴儿数量不到 800 万，是建国以来最低的记录，而且下降速度惊人，在八年内降低近 50%。生育的减少不仅影响当下的需求，也影响人们对未来需求的预期。另一方面，住房是我国居民重要的家庭资产，房价缩水所带来的负向财富效应必然会抑制到居民的消费意愿和能力。房地产产业关联度高，直接带动建筑、建材（如钢铁、水泥）、家居、家电、家装等多个行业。房地产行业的持续低迷，不仅拖累相关企业营收，还对就业和居民收入形成传导压力，进一步削弱整体消费基础。2025 年末，全国 70 个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格同比分别下降 3.2% 和 5.9%，全年商品房新开工面积同比下降 20.5%。

在此背景下，受访者对房地产市场的预期继续下调。值得注意的是，与股票市场预期的分化不同，散户与金融业受访者对房地产的看法高度一致，认为房价会上涨的受访者占比约 36.7%（散户和金融分别约 37.7% 和 35.7%），较上期大幅下降 9.7 个百分点（散户和金融分别下降了 10.4 个和 8.2 个百分点），显示市场对房地产短期回暖普遍持谨慎态度。

提振内需不仅是实现经济可持续发展的基石，更是应对当前复杂国际环境的迫切要求。2025 年，全球资本市场最引人注目的是黄金价格暴涨，全年涨幅达 62.7%。驱动金价飙升的核心动力是美国经济政策和外交战略的对抗性转向，显著加剧了全球经济和地缘政治的不确定性，进而推升全球投资者对黄金的避险需求。

进入 2026 年，由美国主导的外部不确定性依然高企；与此同时，另一潜在风险正在东亚积聚：2025 年，日本 1 年期和 10 年期国债收益率显著上行，带动日债价格大幅下跌。以保险机构为代表的日本金融机构长期大量持有国债，在债券价格暴跌、账面浮亏持续扩大的压力下，存在被迫抛售国债以止损或应对流动性需求的风险。鉴于日本国债市场规模庞大、与全球金融体系深度交织，其潜在冲击可能通过套息交易平仓、美债减持及信心传染等渠道，外溢至全球金融市场。

在 2025 年 12 月举行的中央经济工作会议上，“坚持内需主导，建设强大国内市场”排在 8 个重点任务之首，凸显了在外部环境严峻复杂的背景下，以强大国内市场为根基、提升发展自主性的战略意图。

提振内需，不能仅依赖消费补贴，更重要的是稳住房地产、提升生育率。中国将来的经济增长仍然需要大量的投资，但投资的标的必须从基础设施向人的方向过渡。好的经济是基础设施、人力资源、以及高新技术的动态匹配。中

---

国的基础设施已经是世界一流，科技正在走向世界强国，人力资源将是最需要弥补的短板。

## 第一部分：投资者情绪指数

2025 年，A 股和港股均录得显著全年涨幅，但第四季度表现明显放缓。A 股全年涨幅主要集中于第三季度：上证综指 1 至 6 月上涨约 2.8%，7 至 9 月强势拉升 12.7%，10 至 12 月小幅上行 2.2%，全年累计涨幅达 18.4%；深证综指 1 至 6 月上涨约 6%，7 至 9 月上涨 21.4%，10 至 12 月几乎停滞，只上涨了约 0.5%，全年上涨 29.3%。恒生指数 1 至 9 月涨幅达 33.9%，第四季度回调 4.6%，全年上涨 27.8%。

受访者的预期变化与市场走势基本同步，但内部出现明显分歧。整体来看，无论是对 A 股还是港股，本期(2025 年 12 月)的乐观情绪较 9 月有小幅回落。然而，散户与金融业受访者的态度走向分化。

整体而言，本期认为 A 股会上涨的受访者占比约 62.3%，较 9 月微降 0.8 个百分点。其中，散户认为 A 股会上涨的比例进一步提升至 64.2%，较 9 月提高了 2.5 个百分点，而金融业的预期则下调至 59.8%，较 9 月下降 6.1 个百分点。受访者整体对 A 股的预期回报率约 0.9%，较 9 月下降 0.7 个百分点，全部由金融业下调预期所致，金融业的预期回报率只有 0.3%，比 9 月下滑了 2.3 个百分点，散户对 A 股的预期回报率从 1.2% 小幅上升至 1.4%。

散户和金融业对港股的预期走向与 A 股基本一致。本期约 61.1% 的受访者认为港股会上涨，较 9 月下降 2.2 个百分点，对港股的预期回报率约 1.6%，较 9 月下调 0.6 个百分点。同样，散户对港股走势的信心继续增强，本期看涨比例为 63.4%，比 9 月提高了 1.3 个百分点，对港股的预期回报率约 2.1%，比 9 月提高了 0.5 个百分点。金融业显著转向谨慎，看涨比例约 58.1%，比 9 月回调了 7.3 个百分点，对港股的预期回报率约 0.8%，比 9 月下降 2.2 个百分点。

整体而言，大多数受访者认为 A 股价格相对其基本面基本合理，本期，约 54.9% 的受访者支持这一观点(散户和金融分别约 54.3% 和 55.7%)。认为 A 股价格偏低的占比约 23.1%(散户和金融分别约 25.5% 和 19.5%)，认为 A 股价格偏高的占比约 18.9%(散户和金融分别约 16.6% 和 22.3%)。但散户和金融存在细节上的差别，本期散户认为 A 股价格趋于合理的人数比上期提高了 4 个百分点，并相应调低了股价偏低和偏高的预期(分别下降约 2 个百分点)。金融业受访者认为股价偏高的人数比上期提高了 3.9 个百分点，下调了股价偏低和基本合理的判断(分别下降约 1.9 个百分点)。

综上所述，尽管四季度市场动能减弱，散户情绪依然保持韧性甚至略显乐观，而金融业则可能基于风控考量，在年末明显调低了对 A 股和港股的预期。

这一分化也延续至股票投资意愿上。本期，愿意投资股票的净增加人数占比为 13.9%，较上期下降 5.1 个百分点。其中，散户的投资意愿进一步上升，净增加占比达 20.3%，较上期提高 2.2 个百分点；而金融业的意愿显著回落，净增加占比仅为 4.2%，较上期大幅下降 15.9 个百分点。

2025 年，我国房地产市场继续处于下行调整通道。截至 12 月，全国 70 个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格同比分别下降 3.2% 和 5.9%，全年商品房新开工面积同比下降 20.5%。

与股票市场预期的分化不同，散户与金融业受访者对房地产的看法高度一致。本期（2025 年 12 月）认为房价会上涨的受访者占比约 36.7%（散户和金融分别约 37.7% 和 35.7%），较上期大幅下降 9.7 个百分点（散户和金融分别下降了 10.4 个和 8.2 个百分点）。对房地产价格的预期回报率降至-0.6%（散户和金融分别为-0.5% 和 -0.7%），比上期下降了 1.1 个百分点（散户和金融分别下降了 1.4 和 0.7 个百分点）。

尽管看涨情绪持续走弱，但对房价“偏高”的判断也在缓和。目前仍有超过半数受访者认为房价偏高，但该比例正逐步下降，越来越多的受访者认为房价正趋于合理。本期，约 54.4 的受访者认为房价偏高（散户和金融业分别为 53.1% 和 56.3%），比上期下降了 4.6 个百分点（散户和金融业分别下降了 5.5 和 3.2 个百分点），约 35.6% 的受访者认为房价基本合理（散户和金融分别为 35.7% 和 35.5%），比上期提高 4 个百分点（散户和金融分别提高 5.2 和 2.4 个百分点），只有 8.8% 的受访者认为房价偏低（散户和金融分别约 9.7% 和 7.5%）。

在此背景下，受访者对房地产的投资意愿依然疲弱——希望减少投资的人数明显多于希望增加者。本期，愿意投资房地产的净增加人数占比约-15.8%（散户和金融分别约-16.2% 和 -15.2%），虽仍为负值，但较上期回升 4.6 个百分点（散户和金融分别提高 1.8 和 8.7 个百分点）。

2025 年，受美国贸易政策反复加码、全球不确定性显著上升的影响，我国经济面临明显外部压力。尽管如此，全年仍实现 5.0% 的实际 GDP 增速，展现出较强韧性，但增长动能逐季放缓。根据国家统计局的披露，2025 年从一季度到四季度，GDP 当季值实际同比增速分别为 5.4%、5.2%、4.8% 和 4.5%，累计值实际同比增速分别为 5.4%、5.3%、5.2% 和 5%。

市场预期也随形势变化明显波动。2025 年 4 月，在特朗普重启贸易战、前景尚不明朗之际，受访者大幅下调了对 GDP 增速的预期；到 9 月，随着中国经济稳健运行、数据持续超市场预期，受访者信心明显回升，预期显著上调；本期（2025 年 12 月），尽管四季度增速进一步放缓，受访者对全年 GDP 的预期与

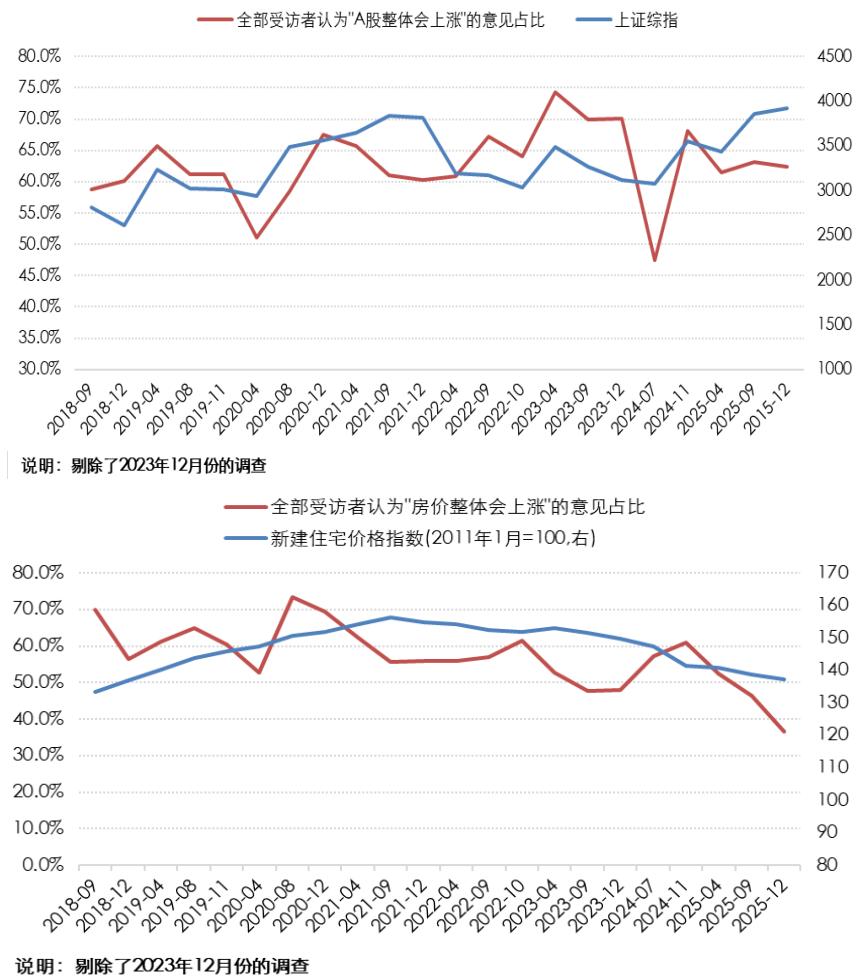
9月末基本持平，仅出现非常微小的下调，显示市场情绪总体保持稳定。本期，约 37.6%的受访者认为未来 GDP 增速能超过 5%(散户和金融分别为 39.2%和 35.3%)，比上期略微下降 0.4 个百分点(散户和金融分别下降 0.6 和 0.2 个百分点)。对未来 GDP 增速的预期增长率约 4.5% (散户和金融分别约 4.6%和 4.4%)，比上期仅下降 0.1 个百分点(散户和金融均下降 0.1 个百分点)。

我国 PPI 从 2022 年 10 月以来就步入负数区间，CPI 自 2023 年年中以来持续低位运行，在 0 附近波动。2024 年以来，受访者对通胀的预期大幅下调，本期继续这一趋势，2025 年 12 月，受访者的预期通胀率约 1.9%(散户和金融分别为 1.9%和 2%)，比上期下降了 0.2 个百分点(散户和金融都下降了 0.2 个百分点)。

2023 年以来，黄金价格持续走强，进入上行通道。2023 年上涨 12.7%，2024 年涨幅扩大至 30.7%，2025 年更是一路飙升，全年暴涨 62.7%。黄金价格的大幅上涨，反映出投资者对国际政治经济高度不确定性的避险反应。在本期调查中，当我们询问受访者对投资和未来经济增长有重大影响的事件时，受访者对国际关系的关注度显著上升。本期约 57.1%的受访者认为中美关系的演化对未来投资有重大影响(散户和金融分别为 58%和 55.7%)，比 2023 年 4 月提高了 11.9 个百分点(散户和金融分别提高了 13.9 和 8 个百分点)；约 51.4%的受访者认为中国与西方国家的关系影响很大(散户和金融分别为 52%和 50.4%)，比 2023 年 4 月提高了 5.3 个百分点(散户和金融分别提高了 6 和 3.9 个百分点)；约 60.5%的受访者认为我国周边的安全问题是未来需要应对的风险(散户和金融分别为 59.9%和 61.4%)，比 2023 年 4 月提高了 12.7 个百分点(散户和金融业分别提高了 11.4 和 14.9 个百分点)。这种风险感知已直接反映在资产配置偏好上。在我们的调查中，从 2018 年至今，愿意投资黄金和债券等避险资产的人数越来越多，本期延续这种趋势，愿意投资黄金等贵金属的净增加人数占比约 14.2%(散户和金融分别约 12.8%和 16.4%)，比上期提高 1.6 个百分点(散户和金融分别提高 1.3 和 2.2 个百分点)，比 2023 年 4 月提高了 4.5 个百分点(散户和金融分别提高了 4.4 和 3.6 个百分点)。

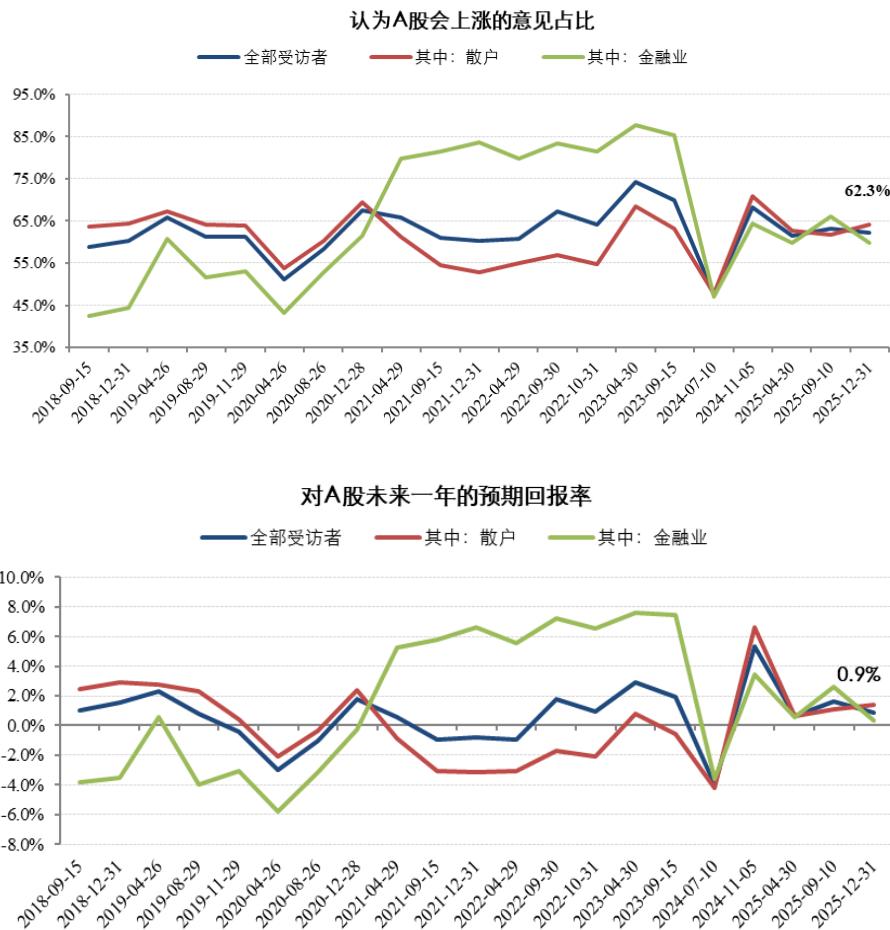
**重要提示：** 2024年，我们更换了问卷公司，调查人群与原先完全不同，可能在一定程度上会影响到调查结果的前后可比性。我们将调查结果与真实的市场情况进行比较，两者趋势基本吻合。

### 调查结果与现实的A股估值、房价对比



## 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。②预期回报率=Σ每个涨幅区间的中位数\*在该区间的占比。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:

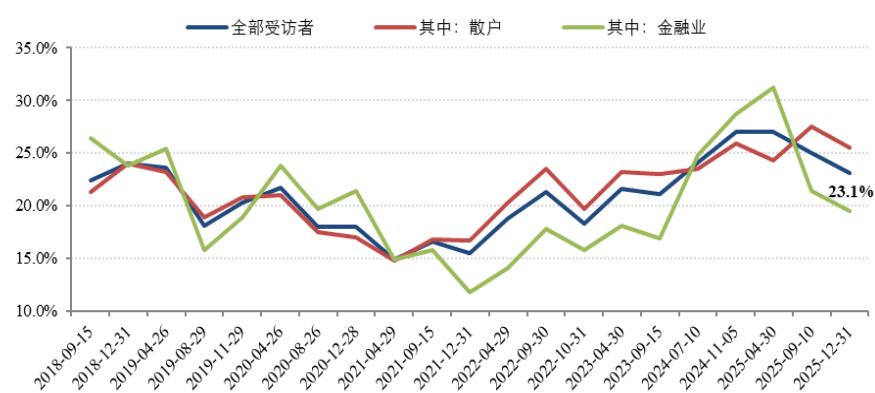
认为A股价格基本合理的意见占比



认为A股价格偏高的意见占比

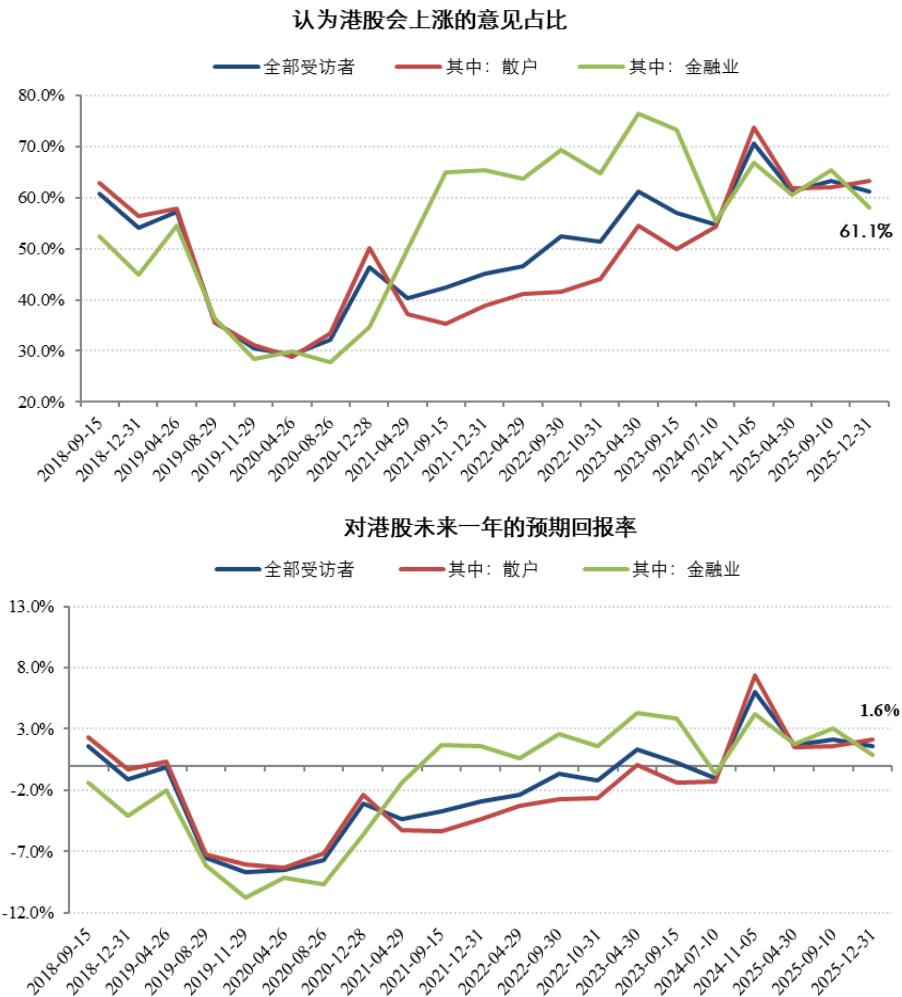


认为A股价格偏低的意见占比



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源: 长江商学院投资研究中心

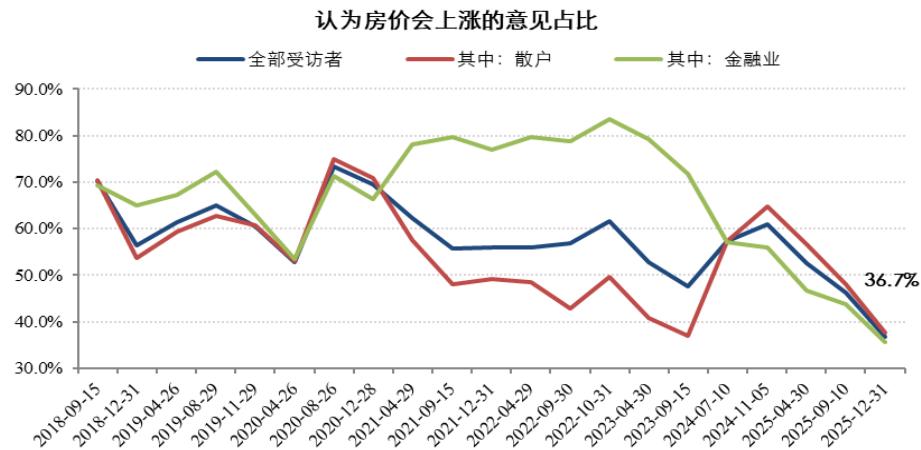
## 问题 3：在将来的 12 个月，您认为香港股市(比如恒生指数)会怎样变化？



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

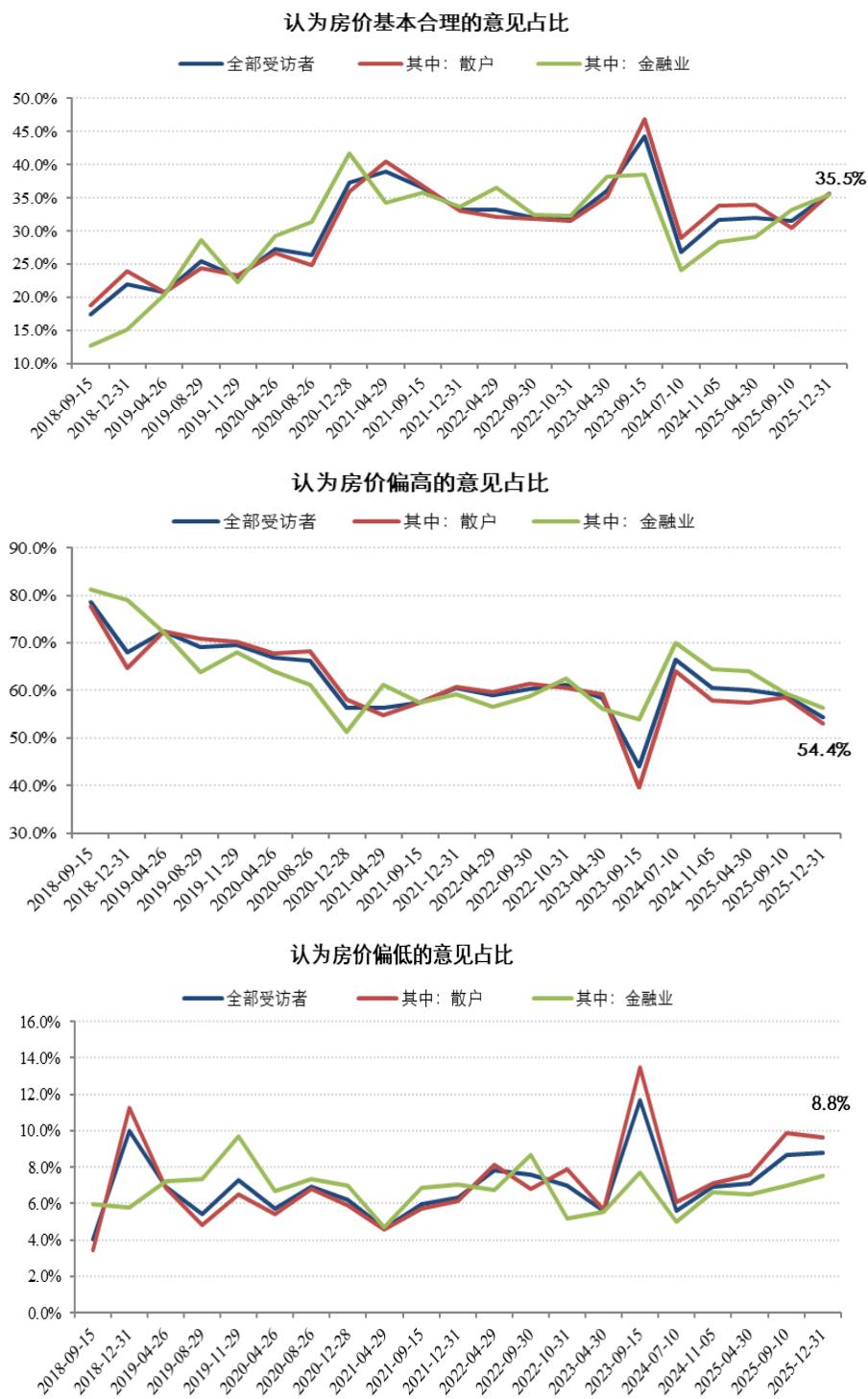
## 1.2 对房地产价格的看法

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？



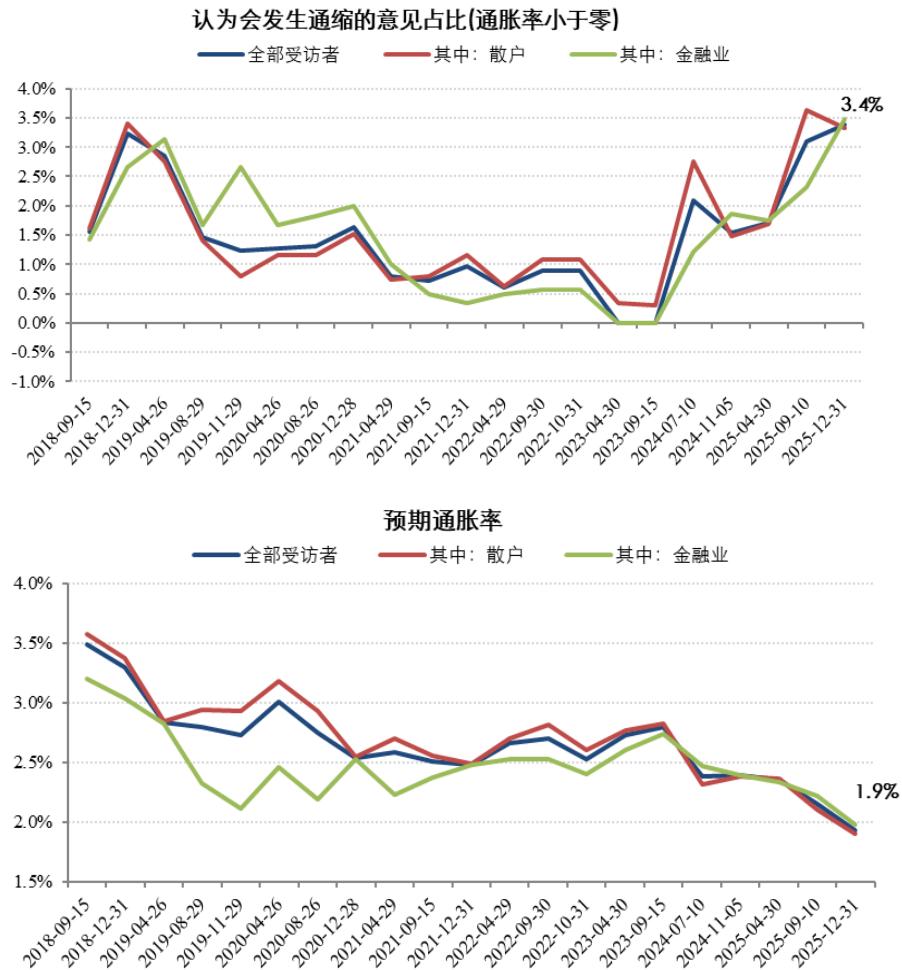
①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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:



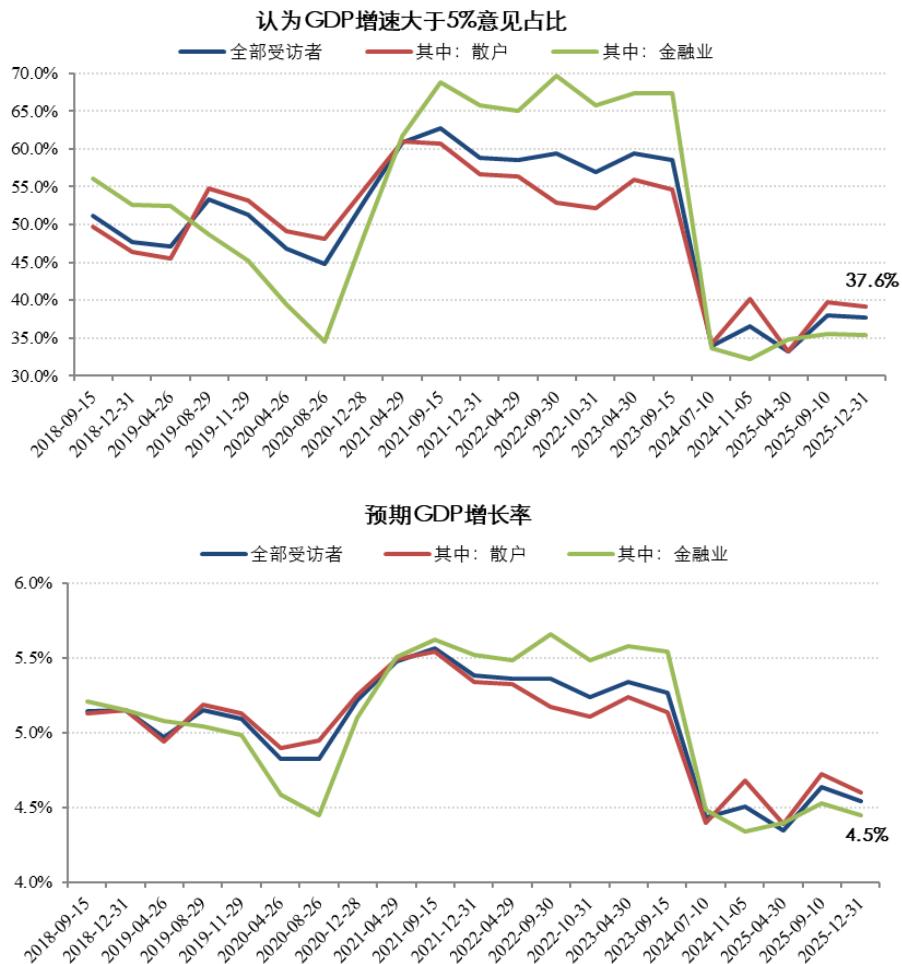
## 1.3 对经济基本面的看法

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？



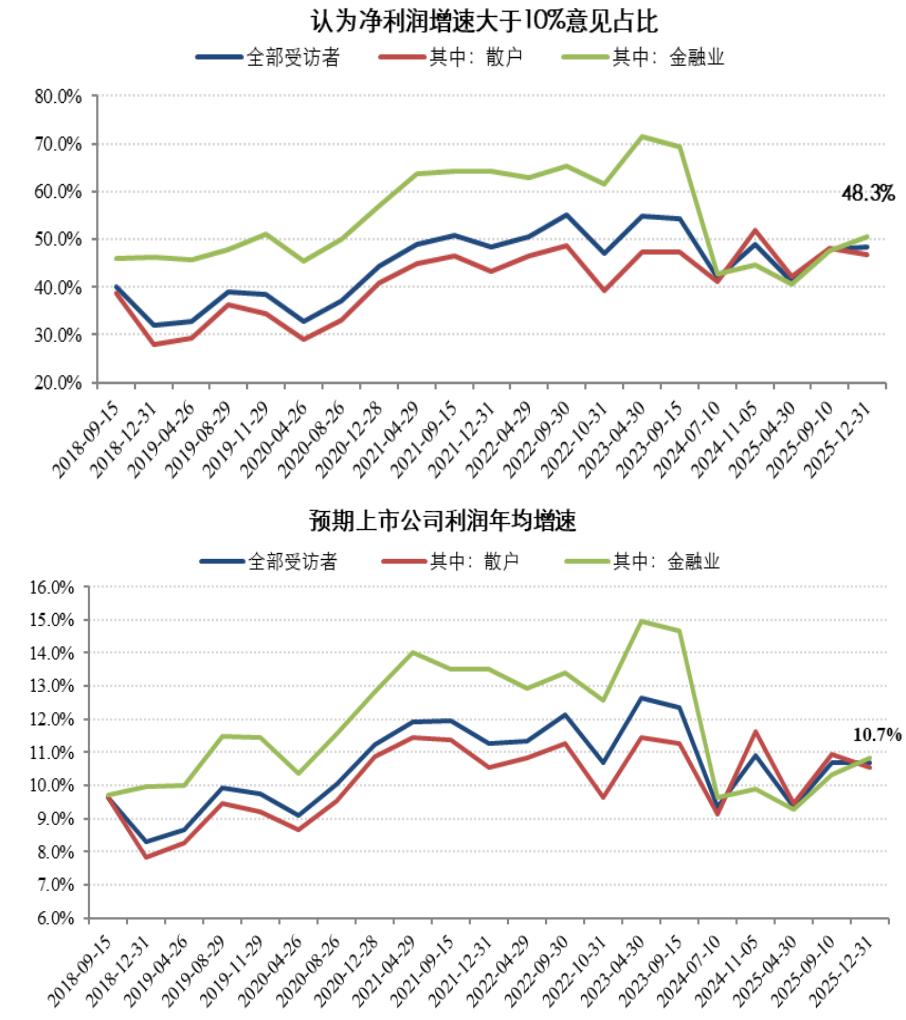
①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

## 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图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

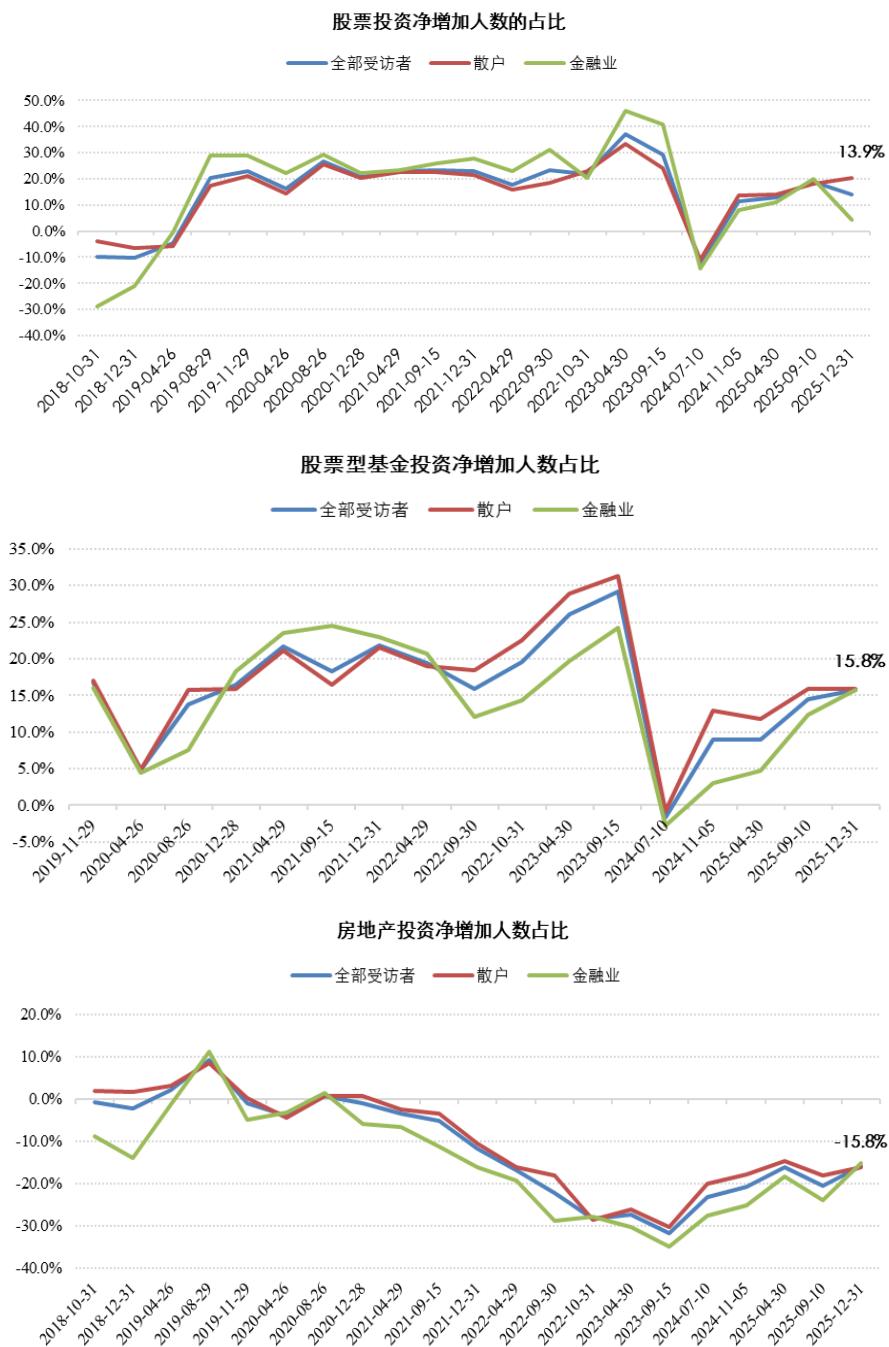
## 问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

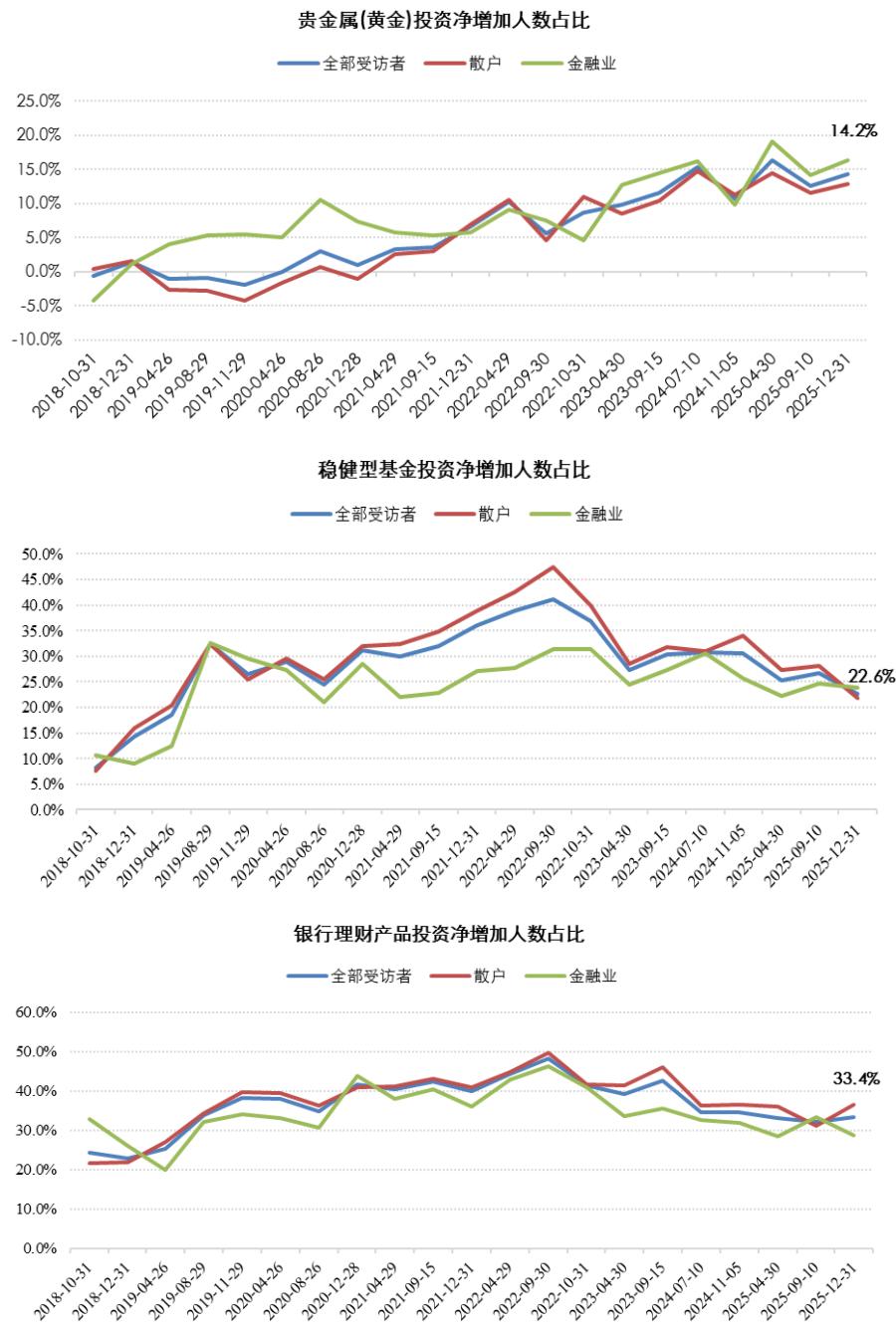
## 1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？

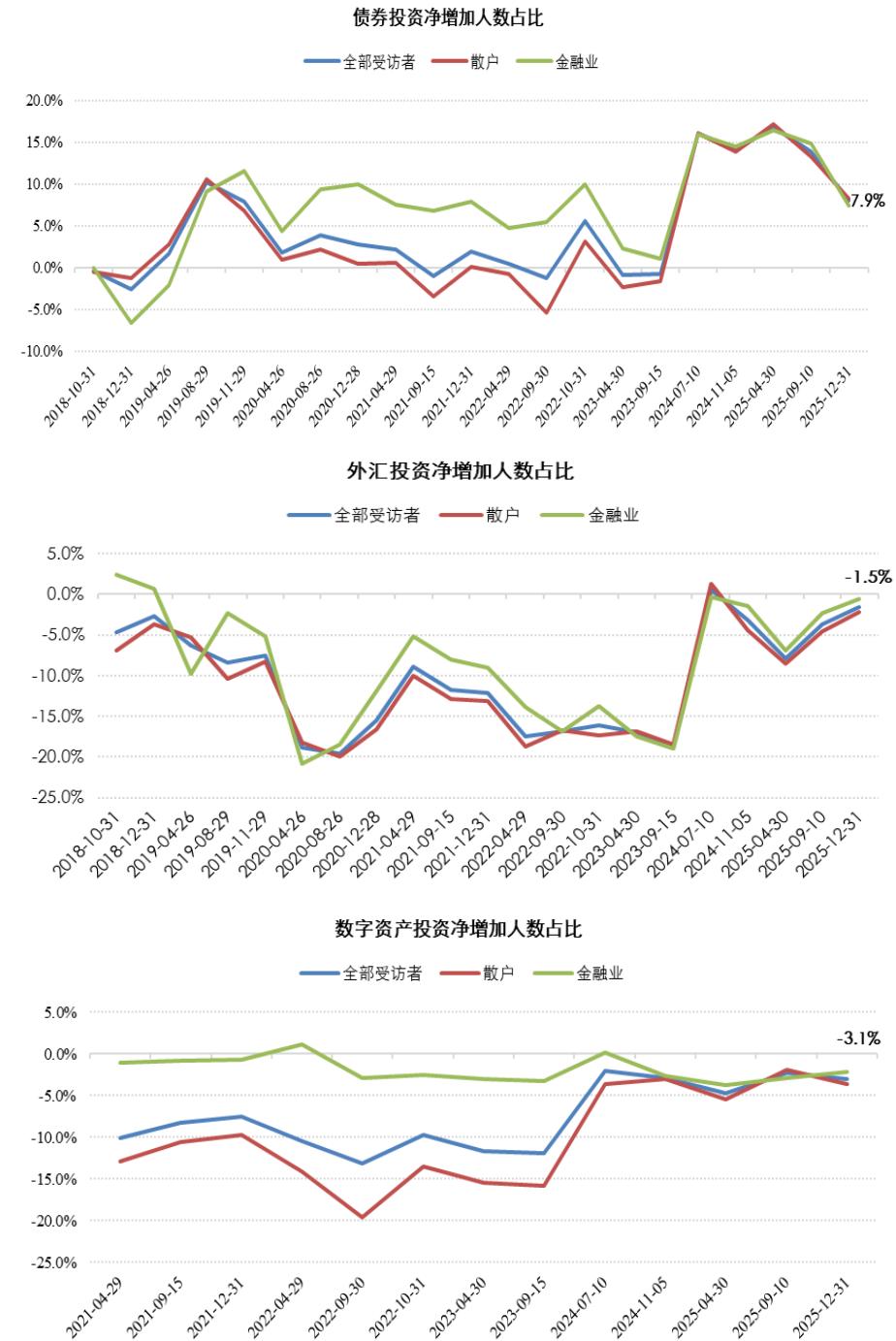


①图中数字是全部受访者意见。②从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。③数据来源：长江商学院投资研究中心

## 问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）

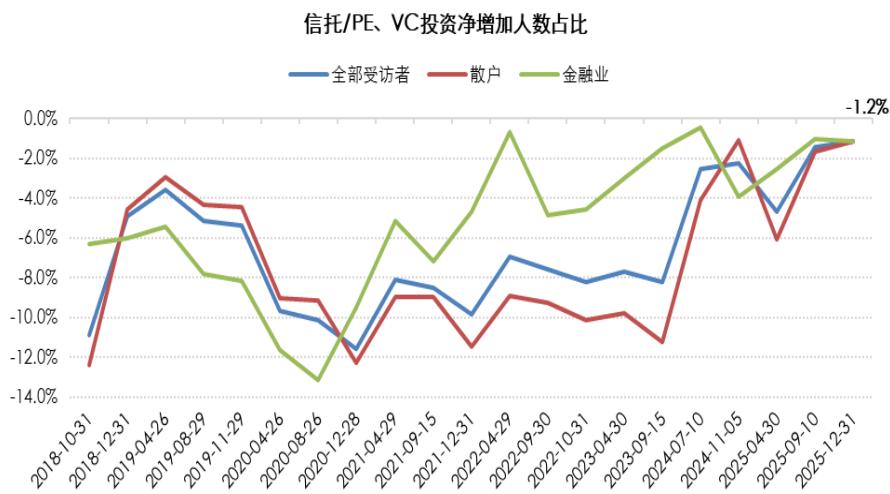
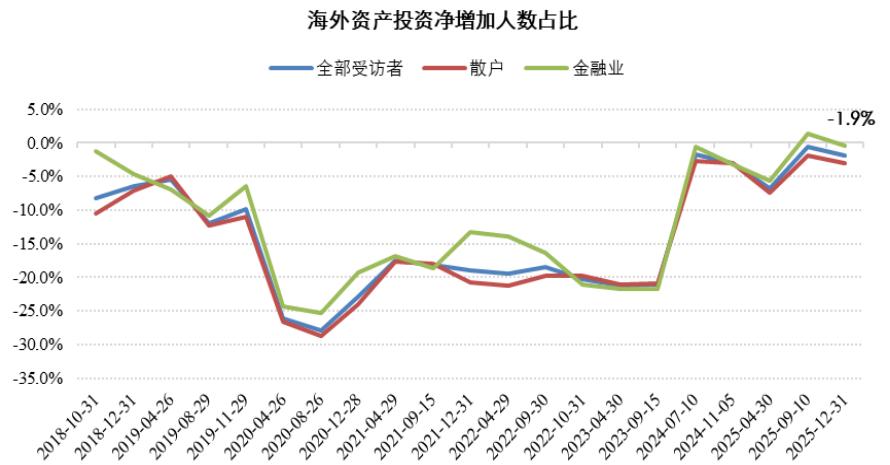


## 问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

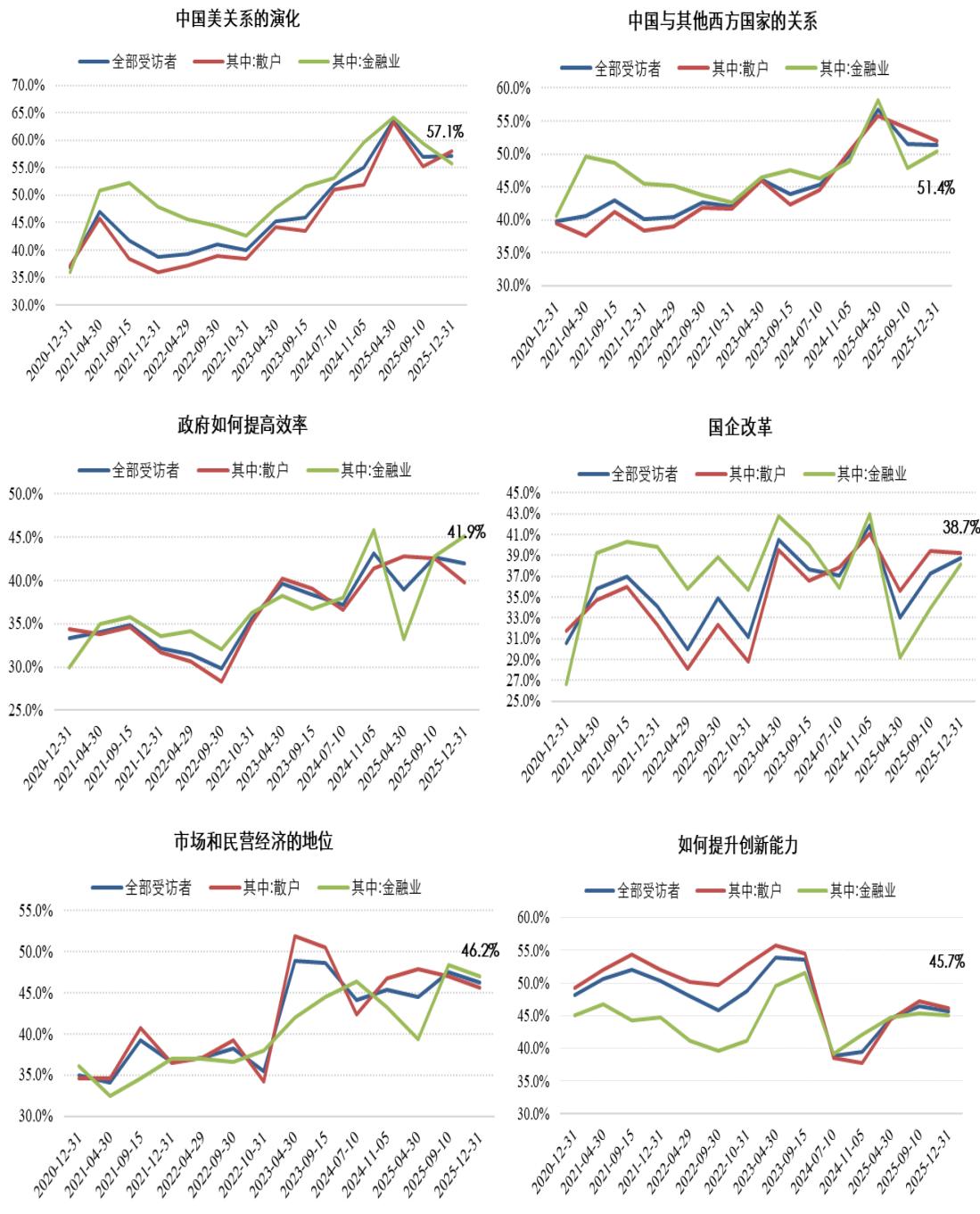
## 问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

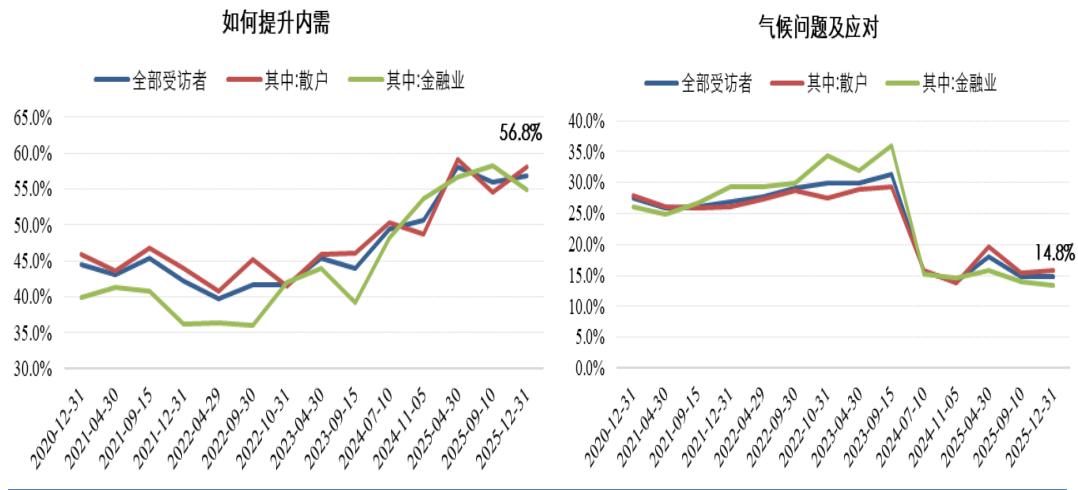
## 1.5 对投资影响最大的议题

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图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

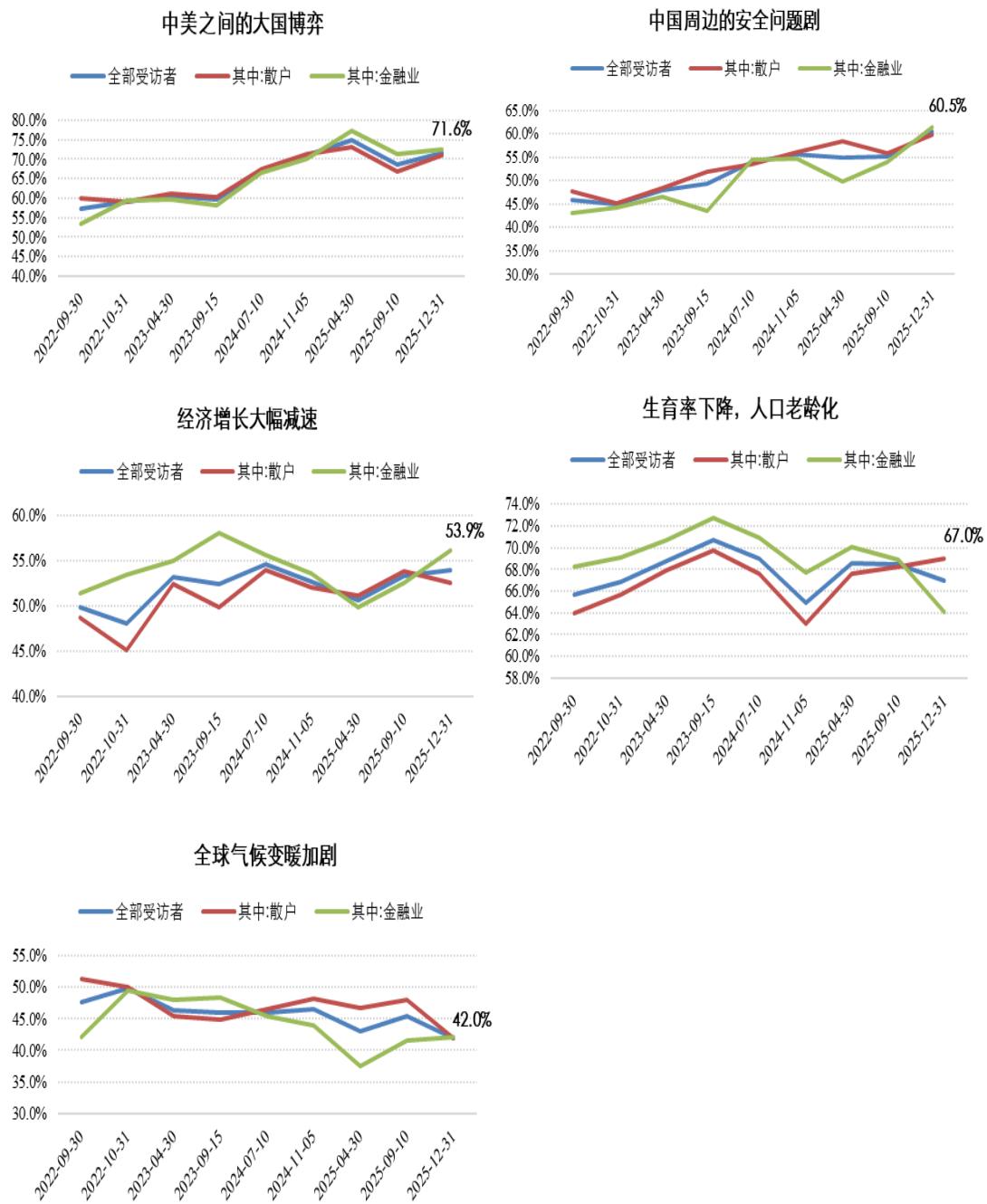
## 问题 10：在今后的 12 个月里，您认为对投资影响最大的议题是什么？（可多选，续）



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

## 1.6 对未来风险的看法

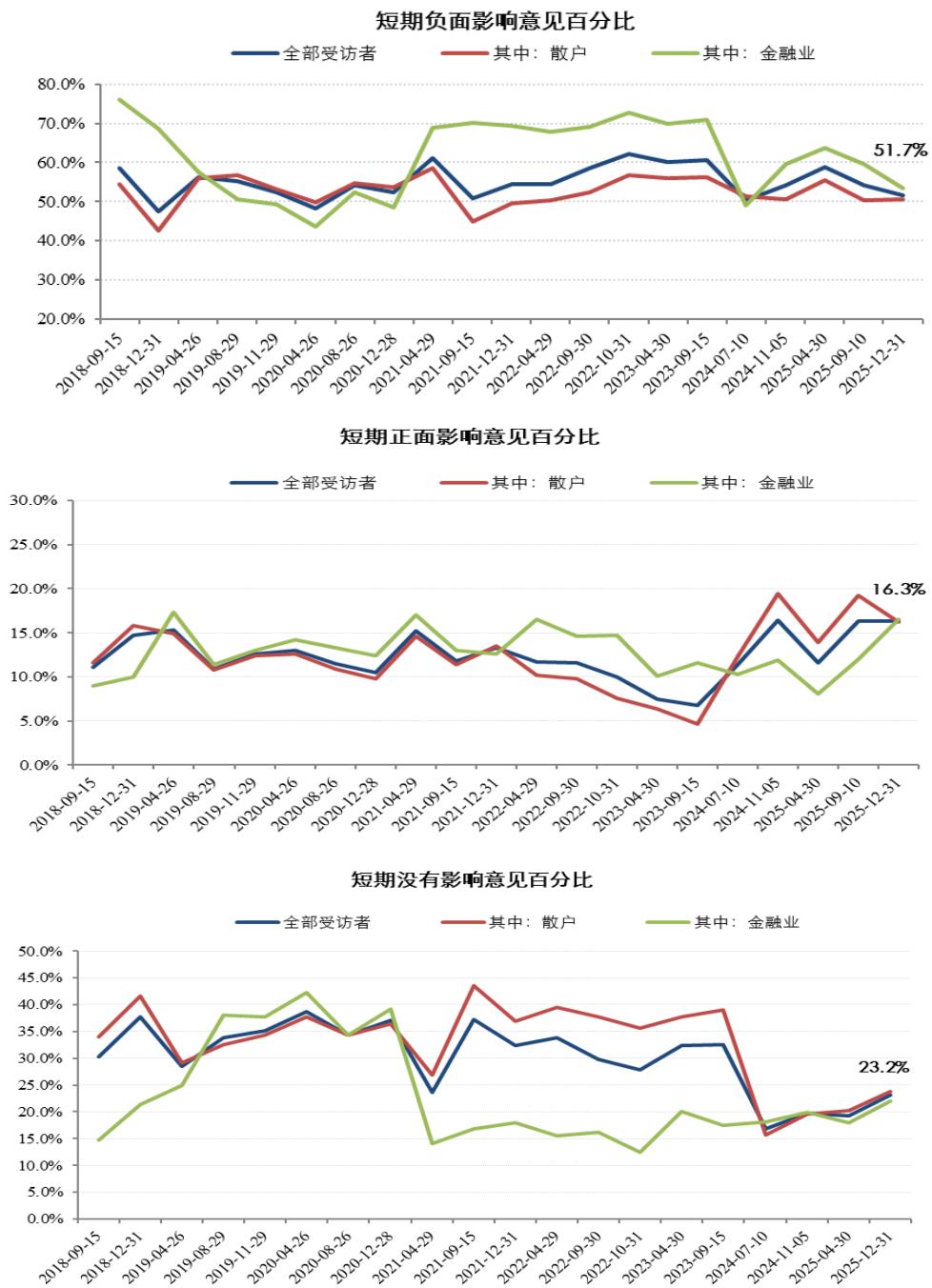
问题 11：将来 10 年，您认为中国面临的最大风险有哪些？（可多选）



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

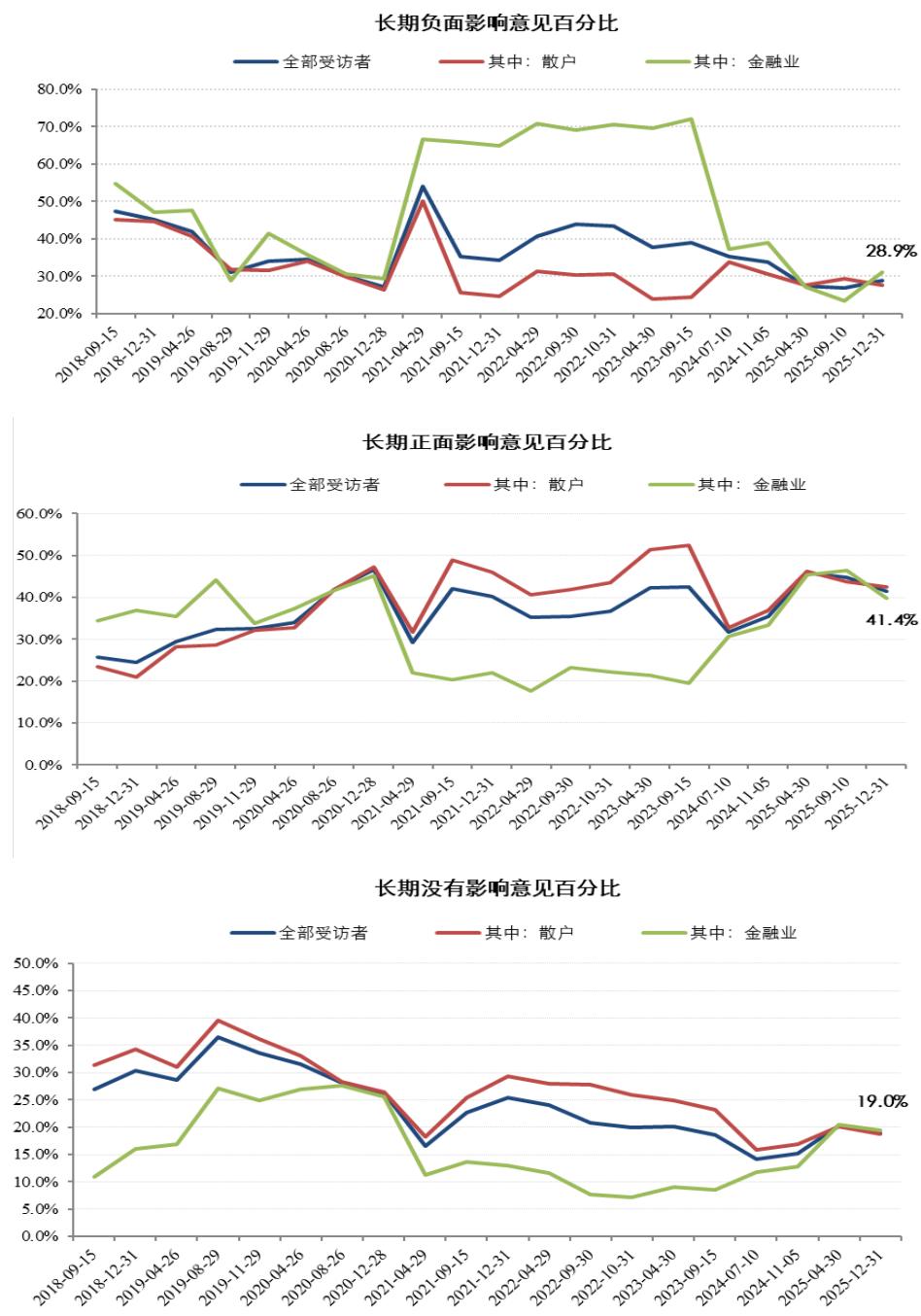
## 1.7 对中美贸易争端的看法

问题 12：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（可多选）



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

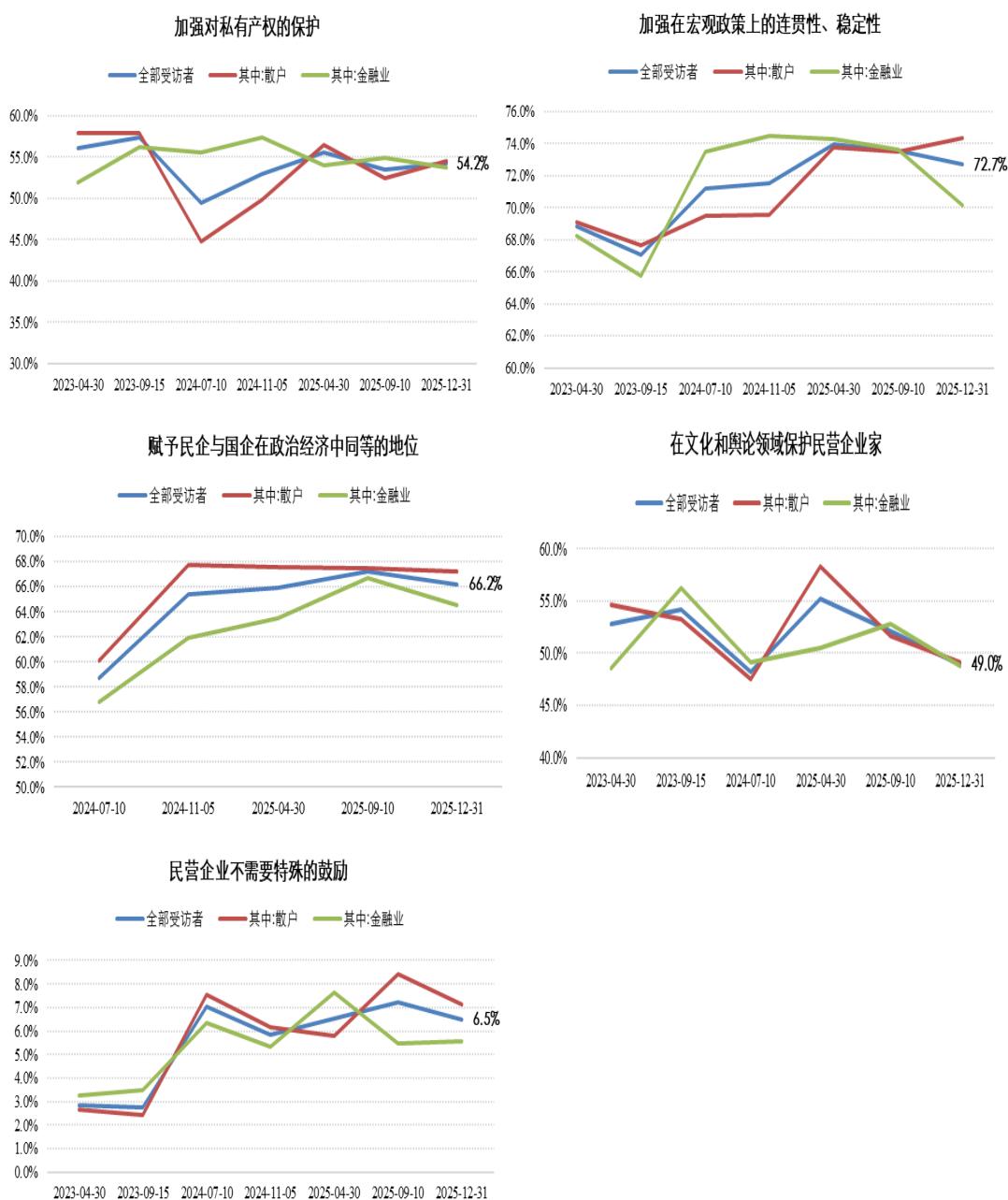
问题 13: 如果中国和欧美的贸易关系就此破裂, 对中国经济而言, 您赞同下列哪些观点(可多选)



①图中数字是全部受访者意见。②数据来源: 长江商学院投资研究中心

## 1.8 对民营企业的看法

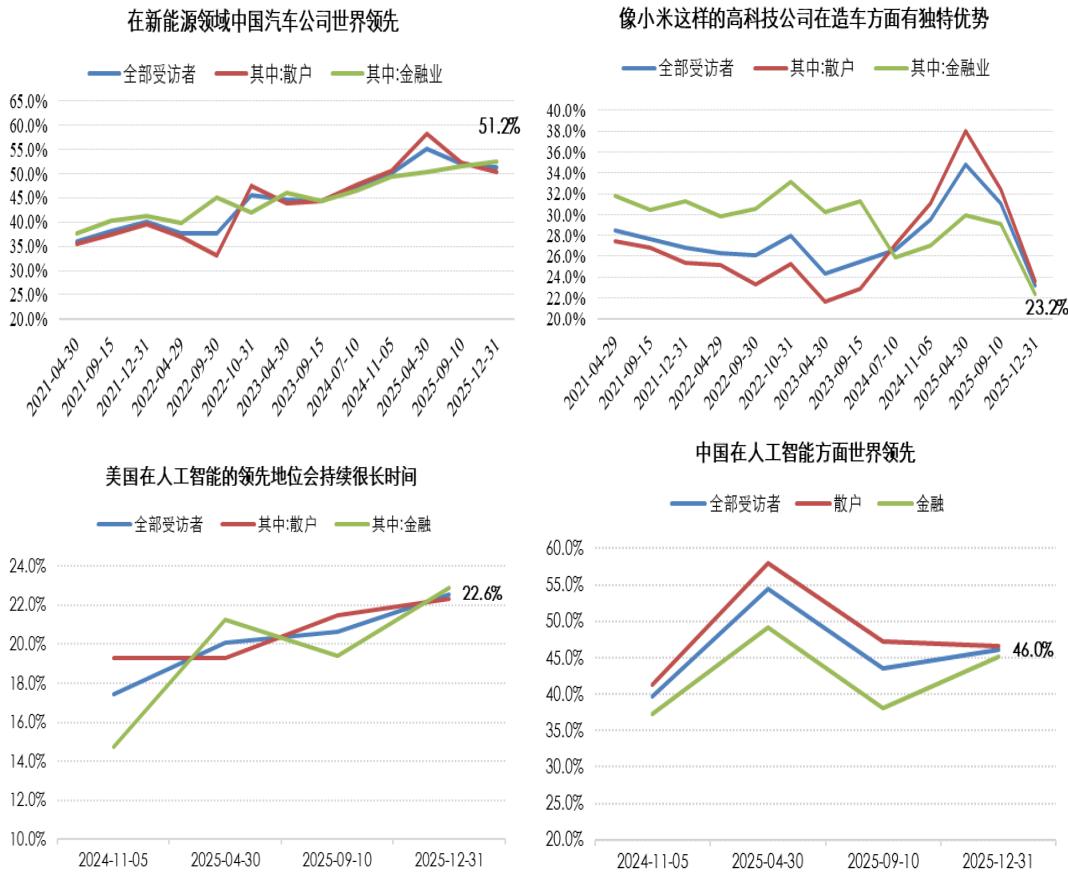
问题 14: 民营企业是中国经济的重要组成部分, 您认为应该如何提振民营企业家信心? (可多选)



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

## 1.9 对重要科技的看法

### 问题 15：对重要科技的看法



①图中数字是全部受访者意见。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 2025 年 12 月 31 日全球重要股指回报率比较(不含红利回报)

|         | 2025年   |         |         |           |        | 最近3年  | 最近5年  | 最近10年 | 2004年至2015年 |             | 2015年至2024年 |  |
|---------|---------|---------|---------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|--|
|         | 其中1月至3月 | 其中4月至6月 | 其中7月至9月 | 其中10月至12月 | 2025年  |       |       |       | 2004年至2015年 | 2015年至2024年 |             |  |
| 全A      | 20.2%   | 0.4%    | 3.2%    | 14.2%     | 1.6%   | 8.9%  | 2.2%  | 1.1%  | 12.3%       | 4.8%        |             |  |
| 上证综指    | 18.4%   | -0.5%   | 3.3%    | 12.7%     | 2.2%   | 8.7%  | 2.7%  | 1.2%  | 9.8%        | -4.6%       |             |  |
| 深证综合    | 20.3%   | 2.4%    | 3.5%    | 21.4%     | 0.5%   | 8.6%  | 1.7%  | 0.9%  | 19.8%       | -1.8%       |             |  |
| 沪深300   | 17.7%   | -1.2%   | 1.3%    | 17.9%     | -0.2%  | 6.1%  | -2.3% | 2.2%  | 12.7%       | 0.6%        |             |  |
| 中小板     | 31.6%   | 3.7%    | 3.7%    | 21.7%     | 0.5%   | 7.8%  | 2.7%  | 5.7%  |             | 3.1%        |             |  |
| 创业板     | 49.6%   | -1.8%   | 2.3%    | 50.4%     | -1.1%  | 10.9% | 1.5%  | 1.7%  |             | -2.6%       |             |  |
| 科创板50   | 35.9%   | 3.4%    | -1.9%   | 49.0%     | -10.1% | 11.9% | -0.7% |       |             |             |             |  |
| 恒生指数    | 27.8%   | 15.3%   | 4.1%    | 11.6%     | 4.6%   | 9.0%  | -1.2% | 1.6%  | 4.0%        | -1.0%       |             |  |
| 标普500   | 16.4%   | -4.6%   | 10.6%   | 7.8%      | 2.3%   | 21.3% | 12.8% | 12.8% | 4.9%        | 12.5%       |             |  |
| 日经225   | 26.2%   | -10.7%  | 13.7%   | 11.0%     | 12.0%  | 24.5% | 12.9% | 10.2% | 4.7%        | 8.6%        |             |  |
| 富时100   | 21.5%   | 5.0%    | 2.1%    | 6.7%      | 6.2%   | 10.0% | 9.0%  | 4.8%  | 2.4%        | 3.0%        |             |  |
| 法兰克福DAX | 23.0%   | 11.3%   | 7.9%    | -0.1%     | 2.6%   | 20.7% | 12.3% | 8.6%  | 8.8%        | 7.1%        |             |  |
| 巴黎CAC40 | 10.4%   | 5.6%    | -1.6%   | 3.0%      | 3.2%   | 8.0%  | 8.0%  | 5.8%  | 1.8%        | 5.3%        |             |  |
| 韩国综指    | 75.6%   | 3.4%    | 23.8%   | 11.5%     | 23.1%  | 23.3% | 8.0%  | 7.9%  | 7.4%        | 2.3%        |             |  |
| 新加坡综指   | 22.7%   | 4.8%    | -0.1%   | 8.5%      | 8.0%   | 12.6% | 10.3% | 4.9%  | 3.4%        | 3.1%        |             |  |
| 意大利MIB  | 31.0%   | 10.7%   | 5.0%    | 7.2%      | 5.2%   | 22.8% | 14.5% | 7.4%  | -2.6%       | 5.1%        |             |  |

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。②

数据来源：中国内地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。

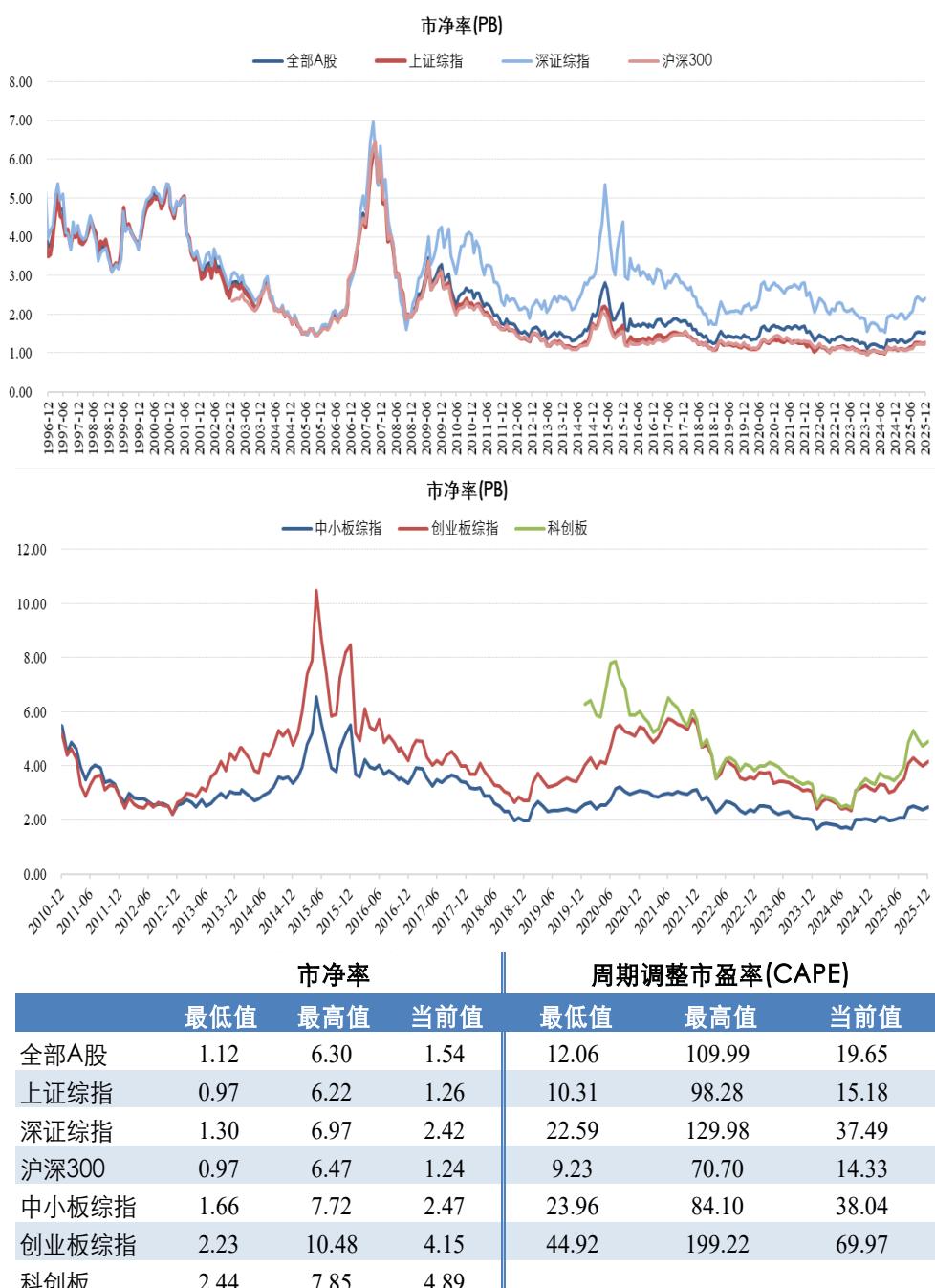
图 2: 在 A 股和香港上市的内地股分行业回报率(不含红利回报)

|          | 在A股和香港上市的内地股分行业回报率_2025年 |        |        |        |        |        |            |        |        |        |        |        |        |
|----------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | A股                       |        |        | 香港内地股  |        |        | A股         |        |        | 香港内地股  |        |        |        |
|          | 2025年                    | 2024年  | 最近3年   | 2025年  | 2024年  | 最近3年   | 2025年      | 2024年  | 最近3年   | 2025年  | 2024年  | 最近3年   |        |
| 工业金属     | 97.1%                    | 10.9%  | 118.9% | 182.5% | 15.2%  | 246.6% | 农林牧渔       | 15.3%  | -7.1%  | -8.7%  | 13.1%  | -47.1% | -73.9% |
| 能源金属     | 90.3%                    | -23.1% | -4.8%  | 160.3% | -28.3% | -3.5%  | 商贸零售       | 13.5%  | 13.1%  | -11.8% | -5.5%  | -11.2% | -24.0% |
| 贵金属      | 80.2%                    | 5.8%   | 110.5% | 195.8% | -7.4%  | 196.9% | 金融         | 11.1%  | 35.2%  | 51.8%  | 37.0%  | 46.3%  | 89.5%  |
| 计算机及通信设备 | 70.2%                    | 16.7%  | 136.6% | 26.4%  | 1.4%   | 73.5%  | 家用电器       | 11.1%  | 21.2%  | 35.5%  | 9.8%   | 39.0%  | 18.5%  |
| 游戏       | 60.3%                    | -3.0%  | 106.4% | 2.8%   | -26.4% | -67.5% | 建筑及建筑材料    | 10.8%  | 3.6%   | 2.1%   | 10.8%  | 23.8%  | 8.7%   |
| 电子及电子元件  | 58.8%                    | 14.3%  | 116.9% | 10.7%  | 73.1%  | 135.8% | 石油石化       | 8.0%   | 23.4%  | 65.4%  | 28.8%  | 33.7%  | 138.5% |
| 电池       | 48.4%                    | 17.2%  | 17.4%  | -34.2% |        |        | 电商         | 7.6%   | -1.8%  | -19.4% | -26.6% | 58.3%  | -42.9% |
| 半导体      | 44.8%                    | 28.0%  | 94.3%  | 125.2% | 41.1%  | 201.2% | 美容护理       | 6.8%   | -9.3%  | -33.5% | 11.0%  | 78.9%  | 57.0%  |
| 通/专用设备   | 42.6%                    | 5.8%   | 53.4%  | 42.4%  | 28.3%  | 97.9%  | 文娱用品/日常消费品 | 6.5%   | -4.5%  | -14.2% | 105.0% | 24.1%  | -4.1%  |
| 自动化设备    | 35.4%                    | 2.9%   | 38.0%  |        |        |        | 纺织服饰/首饰    | 6.1%   | -2.3%  | 4.9%   | 17.8%  | 5.3%   | 4.5%   |
| 综合       | 34.9%                    | -7.1%  | 5.0%   | 34.4%  | 22.4%  | 59.7%  | 旅游/住宿/餐饮   | 4.9%   | 1.6%   | -28.5% | 29.6%  | -28.2% | -53.2% |
| 化工       | 34.0%                    | -4.2%  | 11.0%  | 64.7%  | 28.7%  | 82.7%  | 教育         | 3.4%   | -2.3%  | -1.9%  | 10.1%  | -11.0% | 10.7%  |
| 国防军工     | 33.5%                    | 6.9%   | 33.5%  | 39.6%  | 25.0%  | 93.7%  | 数字媒体和出版    | 2.8%   | 5.5%   | 26.8%  | 55.0%  | -12.1% | 11.9%  |
| 电力设备     | 31.9%                    | -4.9%  | -6.0%  | 57.2%  | 7.3%   | 14.0%  | 物流         | 2.7%   | 1.1%   | -19.5% | 17.2%  | 0.9%   | -1.6%  |
| 钢铁       | 26.4%                    | 0.8%   | 17.2%  | 32.6%  | 21.9%  |        | 软件和通信服务    | 1.1%   | 12.4%  | 38.8%  | 33.5%  | 29.9%  | 80.4%  |
| 包装印刷造纸   | 21.7%                    | -2.4%  | 11.8%  | -11.4% | -31.0% |        | 医疗器械       | 0.6%   | -15.9% | -23.8% | 65.6%  | -19.0% | 4.0%   |
| 家具装饰用品   | 21.1%                    | -4.3%  | 5.8%   | 119.7% | 65.4%  | 370.8% | 房地产        | 0.2%   | -0.6%  | -24.5% | 8.5%   | -5.6%  | -37.4% |
| 汽车及零部件   | 19.1%                    | 16.2%  | 39.4%  | 23.8%  | 13.0%  | 59.5%  | 交通运输-海陆空   | -0.9%  | 20.4%  | 8.1%   | 28.4%  | 16.4%  | 44.6%  |
| 影视院线     | 17.5%                    | -5.0%  | 15.7%  | 43.9%  | 23.1%  | 89.0%  | 公用事业       | -1.1%  | 11.1%  | 11.4%  | 17.1%  | 21.0%  | 27.1%  |
| 环保       | 16.9%                    | 1.2%   | 13.3%  | 12.6%  | 30.8%  | 13.4%  | 食品/饮料(不含酒) | -1.6%  | 6.0%   | -19.8% | 30.3%  | -19.0% | 0.5%   |
| 制药       | 16.5%                    | -10.3% | 4.0%   | 62.1%  | -13.9% | 14.0%  | 煤炭         | -5.5%  | 13.0%  | 13.9%  | 22.6%  | 26.7%  | 95.4%  |
| 医疗服务     | 16.5%                    | -19.7% | -25.7% | 43.0%  | -19.4% | -19.5% | 酒类         | -13.7% | -12.0% | -33.2% | 3.1%   | -12.0% | -35.9% |
| 专业服务     | 16.1%                    | -10.2% | -8.5%  | 9.4%   | -21.5% |        |            |        |        |        |        |        |        |

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。

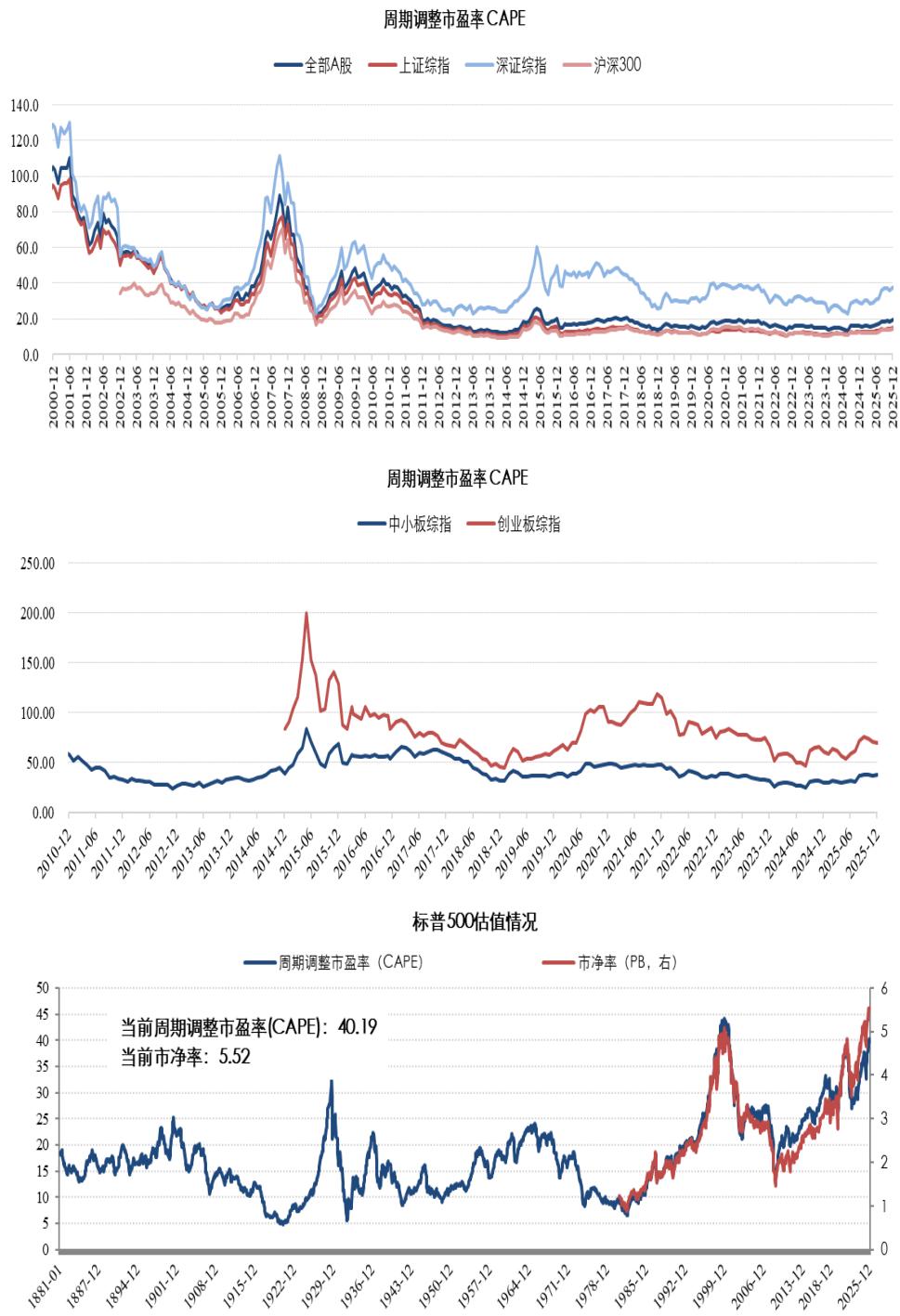
数据来源: CSMAR, Wind。

图 3：1995 年至 2025 年 12 月中国 A 股及美国重要股指估值



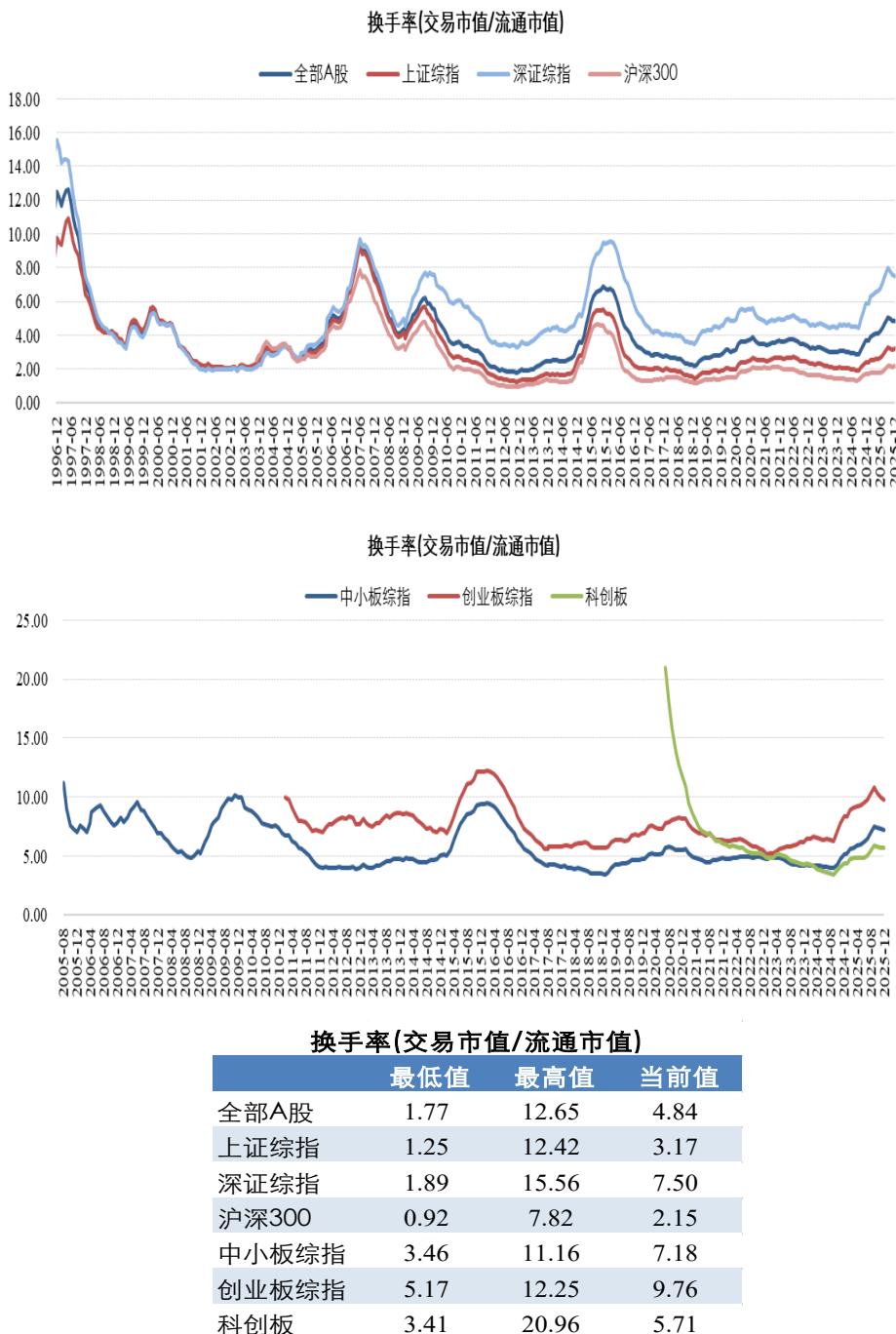
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 3：1995 年至 2025 年 12 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。

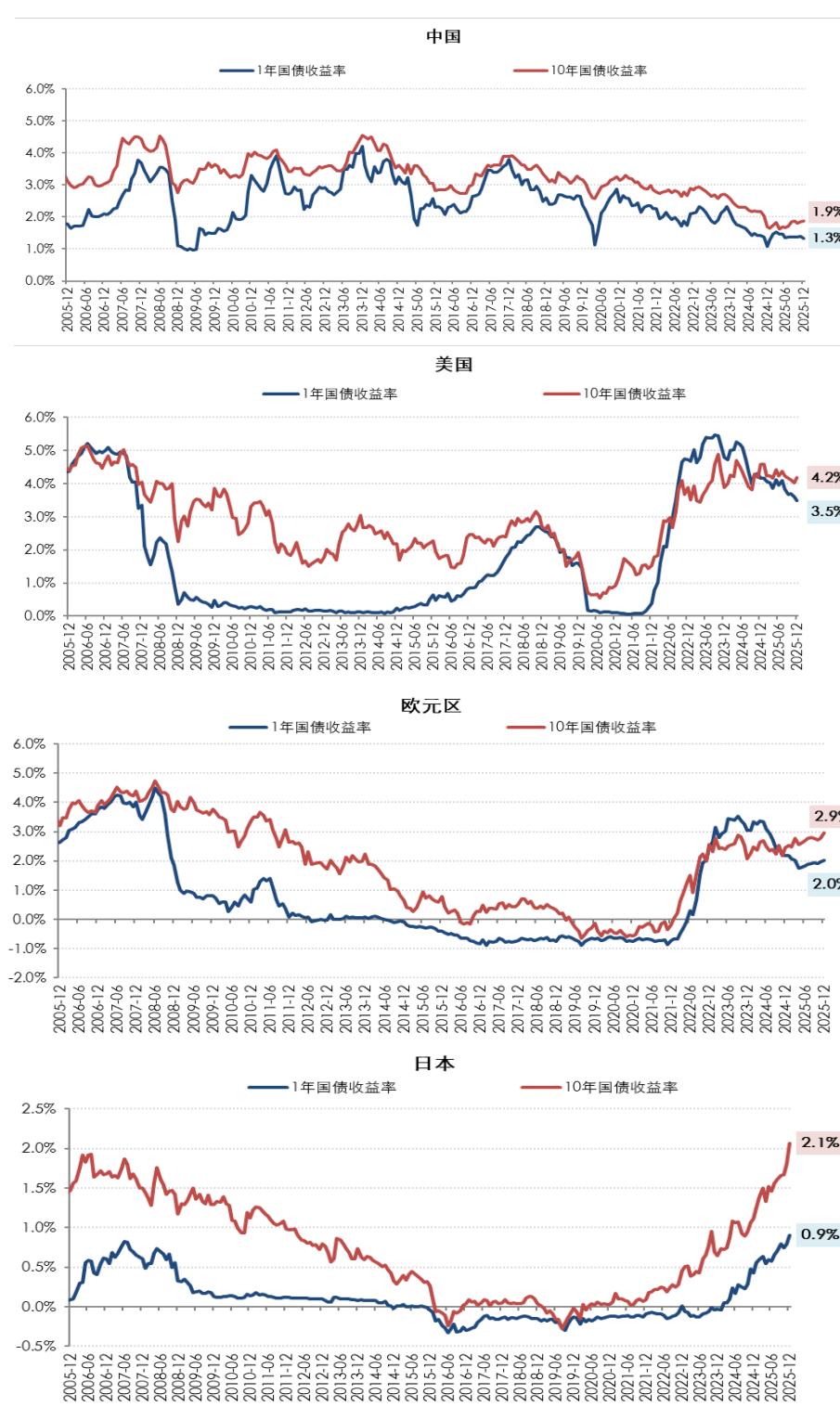
图 4: 1995 年至 2025 年 12 月 A 股重要股指换手率情况



数据来源: CSMAR, 长江商学院投资研究中心

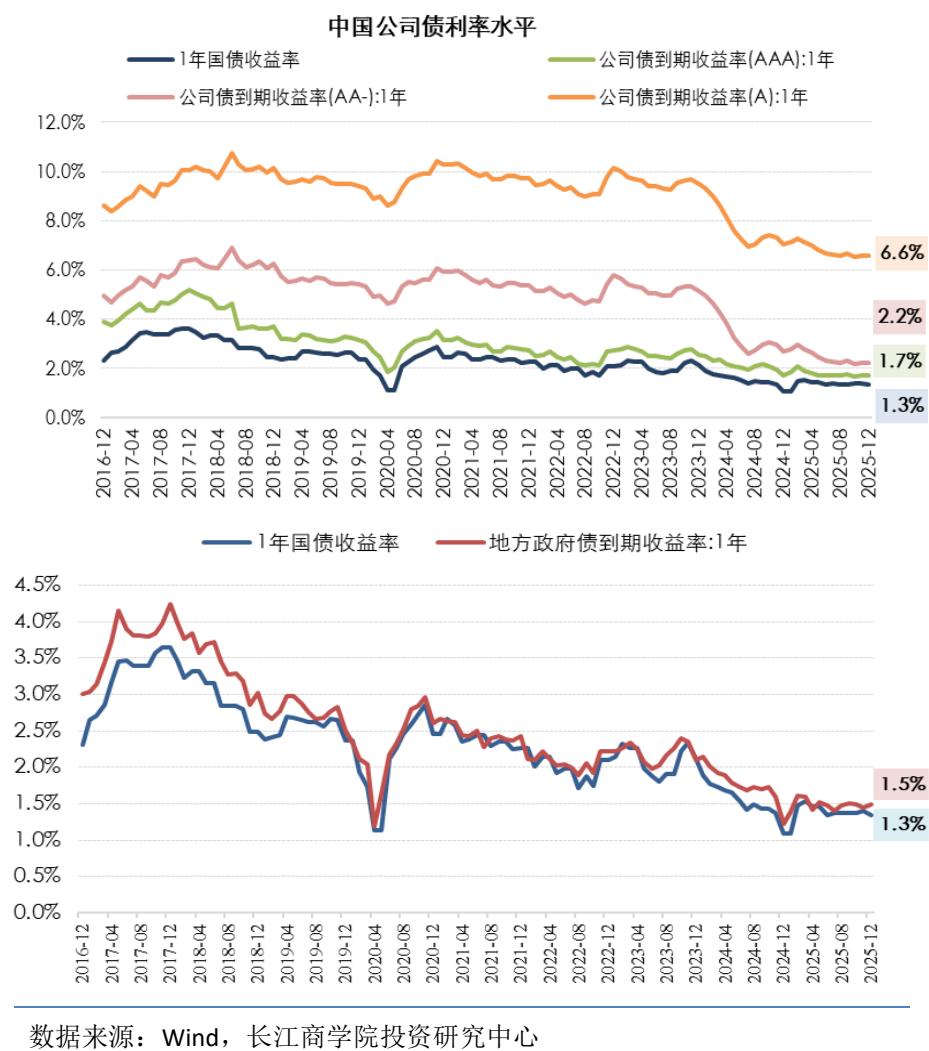
## 2.2 债券价格水平

图 5：截至 2025 年 12 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 2025 年 12 月我国地方政府债和公司债利率



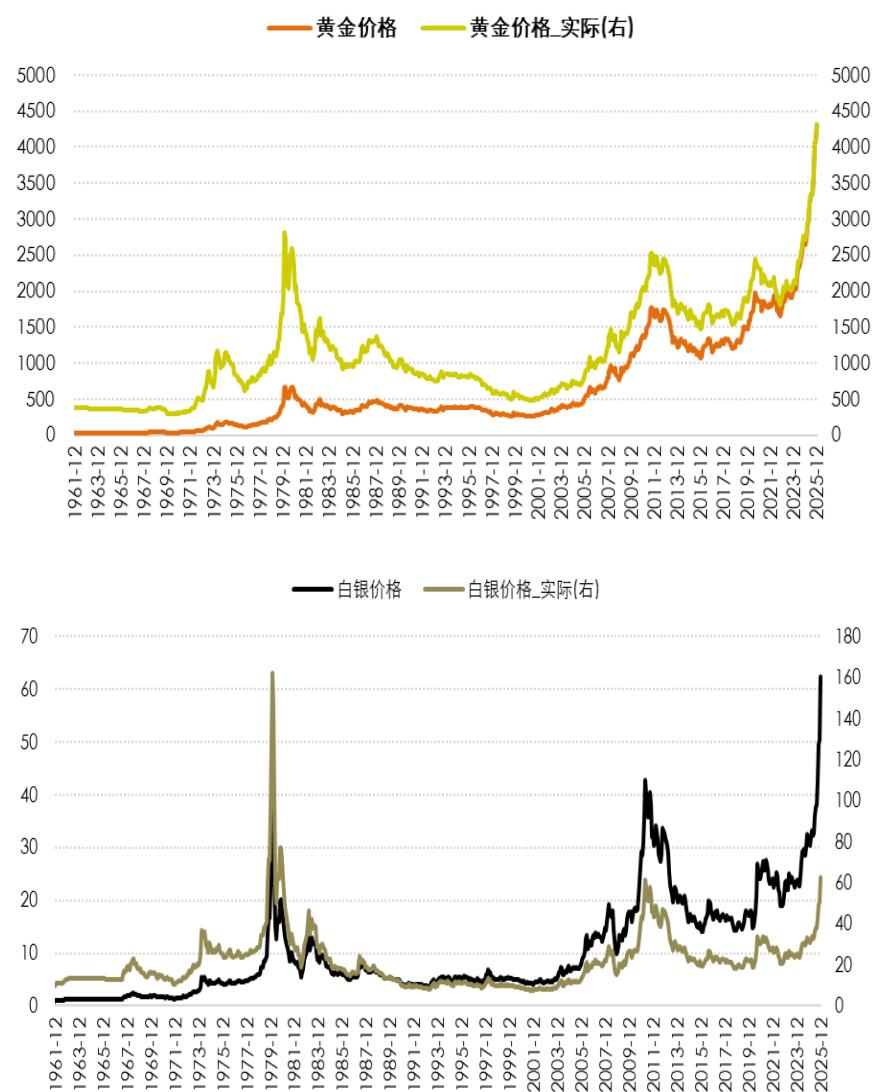
## 2.3 大宗商品价格水平

图 7: 2025 年 12 月大宗商品价格变动及水平

|                | 大宗商品价格名义涨幅幅 |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
|----------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|---------|-------------|-------------|
|                | 2025年       | 其中:1至3月 | 其中:4至6月 | 其中:7至9月 | 其中:10至12月 | 最近3年年均 | 最近5年年均 | 最近10年年均 | 2004年至2013年 | 2013年至2024年 |
| <b>能源类</b>     |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 其中:原油          | -14.1%      | -1.5%   | -3.0%   | -5.0%   | -5.4%     | -14.1% | 5.4%   | 5.6%    | 10.2%       | -3.0%       |
| 其中:澳大利亚煤       | -15.8%      | -2.2%   | -2.2%   | -3.9%   | -8.4%     | -8.0%  | 4.6%   | 5.2%    | 11.7%       | -3.4%       |
| 其中:南非煤         | -17.1%      | -19.9%  | 4.9%    | -2.5%   | 1.3%      | -34.3% | 5.3%   | 7.5%    | 5.5%        | 4.0%        |
| 其中:美国天然气       | -13.8%      | -7.1%   | 4.3%    | -1.6%   | -1.5%     | -34.7% | 1.3%   | 6.4%    | 5.1%        | 2.0%        |
| 其中:欧洲天然气       | 40.6%       | 36.6%   | -26.8%  | -1.6%   | 43.0%     | -8.2%  | 10.9%  | 8.3%    | 4.8%        | -3.0%       |
| 其中:日本天然气       | -31.6%      | 4.5%    | 6.6%    | -10.1%  | -14.7%    | -35.9% | 10.1%  | 6.4%    | 9.7%        | 1.7%        |
| <b>食品类</b>     |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 其中:谷物          | -12.5%      | 0.5%    | 4.2%    | -5.7%   | -3.6%     | -17.2% | 7.6%   | 2.0%    | 12.7%       | -2.3%       |
| 其中:肉类          | -4.9%       | -3.7%   | -3.6%   | 0.4%    | 2.2%      | -6.8%  | 0.4%   | 2.8%    | 6.9%        | 0.5%        |
| 其中:棉花/橡胶/烟草等   | -6.4%       | 4.5%    | 4.4%    | -3.3%   | 6.1%      | -10.6% | -1.0%  | 2.2%    | 7.2%        | 0.1%        |
| <b>农业原材料类</b>  |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 其中:原木          | -2.1%       | -3.5%   | 5.9%    | -3.1%   | -1.2%     | 3.3%   | -0.4%  | 0.2%    | 5.6%        | -1.2%       |
| 其中:棉花/橡胶/烟草等   | 4.5%        | 2.3%    | 4.6%    | -0.7%   | -1.7%     | 1.5%   | -1.8%  | -1.4%   | 4.4%        | -2.6%       |
| <b>化肥类</b>     |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 尿素             | -8.5%       | -9.1%   | 7.3%    | -5.6%   | -0.7%     | 5.3%   | 1.2%   | 2.4%    | 7.5%        | 0.4%        |
| 其中:氯化钾         | 11.1%       | 7.3%    | 11.4%   | 4.5%    | -11.1%    | -11.2% | 11.0%  | 3.3%    | 7.2%        | 1.5%        |
| <b>基础金属类</b>   |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 其中:铝           | 19.2%       | 5.6%    | -2.8%   | 4.1%    | 11.6%     | 5.5%   | 4.8%   | 8.4%    | 6.0%        | 1.6%        |
| 其中:铜           | 13.2%       | 4.6%    | -5.0%   | 5.0%    | 8.4%      | 6.2%   | 7.4%   | 6.7%    | -0.7%       | 3.5%        |
| 其中:铁矿石         | 2.3%        | -2.1%   | -7.8%   | 11.9%   | 1.3%      | -2.2%  | -7.6%  | 10.0%   | 15.2%       | -2.5%       |
| <b>贵金属</b>     |             |         |         |         |           |        |        |         |             |             |
| 其中:黄金          | 68.9%       | 11.9%   | 12.0%   | 10.7%   | 21.7%     | 34.5%  | 18.5%  | 15.0%   | 11.7%       | 6.6%        |
| 其中:白银          | 62.7%       | 12.7%   | 12.4%   | 9.4%    | 17.5%     | 33.8%  | 18.3%  | 14.9%   | 12.0%       | 7.3%        |
| <b>美国CPI通胀</b> | 102.6%      | 7.9%    | 8.5%    | 18.9%   | 45.6%     | 38.8%  | 20.0%  | 16.0%   | 12.0%       | 4.1%        |
|                | 2.7%        | 1.3%    | 0.9%    | 0.7%    | -0.2%     | 3.0%   | 4.5%   | 3.2%    | 2.3%        | 2.8%        |

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：黄金和白银价格水平



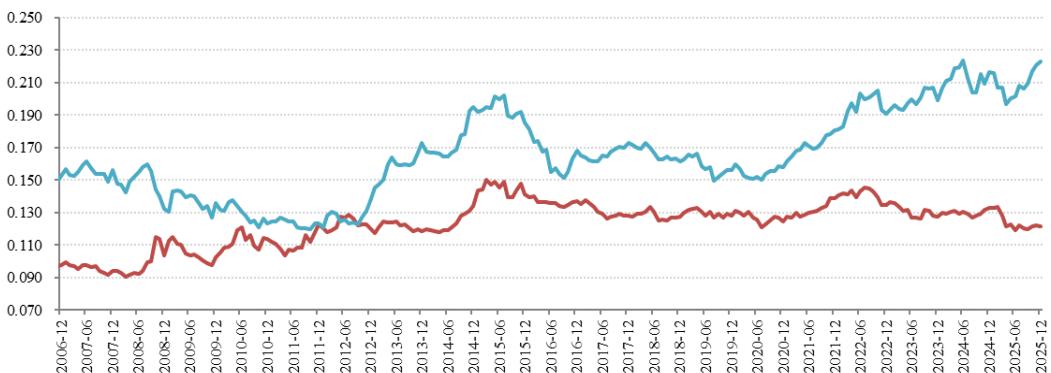
①说明：表中涨幅为名义增速。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

## 2.4 主要货币汇率水平变动

图 9：截至 2025 年 12 月人民币兑主要货币汇率的变动

|               | 2025年 | 其中:1至3月 | 其中:4至6月 | 其中:7至9月 | 其中:10至12月 | 最近3年年均 | 最近5年年均 | 最近10年年均 |
|---------------|-------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|---------|
| 人民币兑美元        | 2.3%  | 0.1%    | 0.3%    | 0.7%    | 1.1%      | -0.3%  | -1.5%  | -0.8%   |
| 人民币兑欧元        | -8.6% | -3.5%   | -7.2%   | 0.8%    | 1.2%      | -3.4%  | -0.5%  | -1.5%   |
| 人民币兑港币        | 2.5%  | 0.3%    | 1.2%    | -0.1%   | 1.1%      | -0.4%  | -1.4%  | -0.7%   |
| 人民币兑100日元     | 3.2%  | -4.4%   | -2.5%   | 3.6%    | 6.8%      | 5.3%   | 7.1%   | 1.9%    |
| 人民币兑英镑        | -3.8% | -2.6%   | -5.2%   | 2.9%    | 1.2%      | -3.8%  | -1.2%  | 0.2%    |
| 人民币兑加元        | -1.3% | 0.2%    | -3.8%   | 2.5%    | -0.1%     | 0.2%   | 0.0%   | -0.9%   |
| 人民币兑澳元        | -3.9% | -0.4%   | -3.3%   | 0.1%    | -0.3%     | 0.2%   | 1.4%   | 0.1%    |
| 人民币名义有效汇率     | 16.4% | -1.7%   | -4.2%   | 21.4%   | 1.8%      | 3.0%   | 1.0%   | 0.2%    |
| 名义美元指数-对发达经济体 | -8.2% | -2.9%   | -6.8%   | 1.2%    | 0.1%      | -1.2%  | 1.6%   | -0.1%   |
| 名义美元指数-对新兴经济体 | -6.3% | -1.1%   | -4.5%   | 0.0%    | -0.8%     | 0.4%   | 1.2%   | 1.2%    |

人民币兑美元

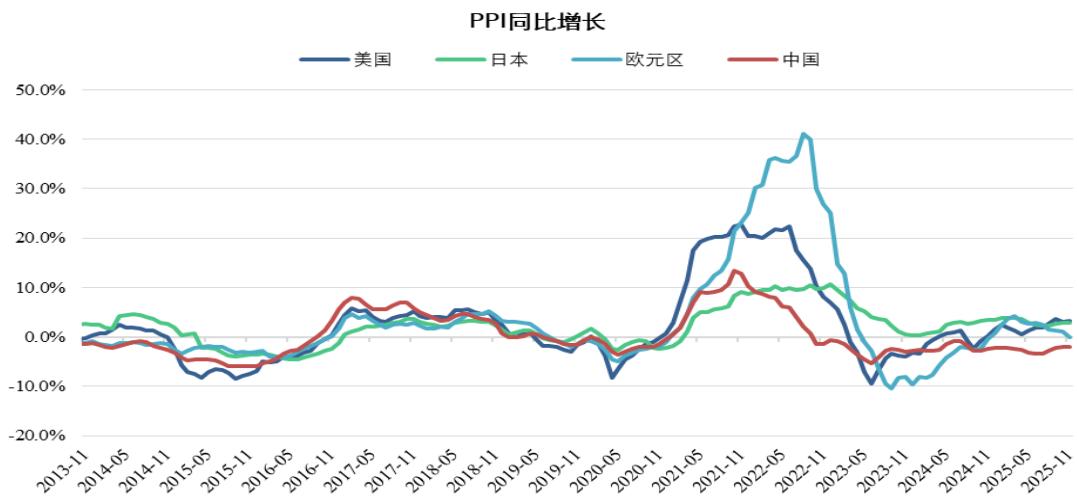


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

## 2.5 通货膨胀

图 10：截至 2025 年 11 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

|         | 2025年1至11月 | 其中:1至3月 | 其中:4至6月 | 其中:7至9月 | 其中:10至11月 | 最近1年   | 最近3年年均 | 最近5年年均 | 最近10年年均 | 2015年至2019年年均 | 2019年至2024年年均 |
|---------|------------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|---------|---------------|---------------|
| 美国CPI   | 2.7%       | 1.3%    | 0.9%    | 0.7%    | -0.2%     | 2.7%   | 2.9%   | 4.5%   | 3.2%    | 2.1%          | 4.2%          |
| 美国核心CPI | 2.6%       | 1.2%    | 0.7%    | 0.7%    | -0.1%     | 2.6%   | 3.3%   | 4.2%   | 3.1%    | 2.1%          | 4.0%          |
| 美国PPI   | 3.2%       | 2.0%    | 0.8%    | 0.6%    | -0.2%     | 3.3%   | -0.2%  | 5.7%   | 3.5%    | 2.0%          | 5.0%          |
| 日本CPI   | 2.3%       | 0.4%    | 0.6%    | 0.3%    | 1.0%      | 2.9%   | 2.9%   | 2.6%   | 1.4%    | 0.6%          | 1.9%          |
| 日本核心CPI | 2.6%       | 0.5%    | 1.1%    | 0.0%    | 1.0%      | 2.9%   | 2.8%   | 2.5%   | 1.3%    | 0.5%          | 1.8%          |
| 日本PPI   | 2.3%       | 0.8%    | 0.1%    | 0.6%    | 0.8%      | 2.8%   | 2.2%   | 5.1%   | 2.6%    | 1.0%          | 4.0%          |
| 欧盟调和CPI | 1.7%       | 0.7%    | 0.8%    | 0.3%    | -0.1%     | 2.1%   | 2.2%   | 4.3%   | 2.6%    | 1.3%          | 3.8%          |
| 欧盟核心CPI | 2.0%       | 0.6%    | 1.4%    | 0.2%    | -0.2%     | 2.5%   | 2.9%   | 3.3%   | 2.0%    | 1.0%          | 2.8%          |
| 欧盟PPI   | -0.6%      | 0.9%    | -2.0%   | -0.1%   | 0.6%      | -0.1%  | -2.9%  | 7.4%   | 4.0%    | 1.6%          | 7.1%          |
| 中国CPI   | 0.5%       | 0.1%    | -0.2%   | 0.5%    | 0.1%      | 0.5%   | 0.1%   | 0.8%   | 1.4%    | 2.5%          | 0.6%          |
| 中国核心CPI | 1.0%       | 0.3%    | 0.2%    | 0.4%    | 0.1%      | 1.2%   | 0.6%   | 0.7%   | 1.1%    | 1.8%          | 0.5%          |
| 中国PPI   | -1.9%      | -0.7%   | -1.2%   | -0.2%   | 0.2%      | -2.0%  | -2.5%  | 0.6%   | 1.2%    | 2.6%          | 0.7%          |
| 食品      | 0.8%       | -0.6%   | -0.4%   | 1.0%    | 0.8%      | 0.2%   | -1.0%  | 0.5%   | 2.4%    | 5.3%          | 0.1%          |
| 猪肉      | -13.1%     | -5.3%   | -3.5%   | -0.3%   | -4.6%     | -14.9% | -12.9% | -9.8%  | 0.4%    | 17.2%         | -8.7%         |
| 衣着      | 1.6%       | 0.2%    | 0.4%    | 0.3%    | 0.7%      | 1.8%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.0%    | 1.1%          | 0.7%          |
| 居住      | -0.1%      | 0.0%    | 0.0%    | 0.1%    | -0.2%     | 0.0%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.8%    | 1.9%          | 0.2%          |
| 家用器具    | 4.5%       | 3.4%    | -1.1%   | 3.9%    | -1.7%     | 4.9%   | 0.3%   | 0.5%   | -0.1%   | -0.4%         | -0.7%         |
| 中国CPI分项 | 家庭服务       | 1.0%    | 0.7%    | 0.1%    | 0.1%      | 1.6%   | 1.6%   | 2.1%   | 3.1%    | 4.7%          | 2.2%          |
| 交通工具    | -2.0%      | -0.6%   | -1.1%   | -0.1%   | -0.2%     | -2.0%  | -3.9%  | -2.6%  | -2.1%   | -1.6%         | -2.6%         |
| 通信工具    | -3.6%      | -1.0%   | -2.2%   | 0.3%    | -0.8%     | -0.8%  | -1.2%  | -1.4%  | -1.7%   | -2.6%         | -0.7%         |
| 通信服务    | 0.0%       | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%      | 0.0%   | -0.1%  | -0.1%  | -0.4%   | -0.8%         | -0.1%         |
| 教育服务    | 0.5%       | 0.1%    | 0.0%    | 0.5%    | -0.1%     | 0.5%   | 1.1%   | 1.5%   | 2.1%    | 2.9%          | 1.8%          |
| 旅游      | 1.9%       | 0.4%    | 3.1%    | 1.8%    | -3.3%     | 2.0%   | 2.8%   | 3.8%   | 2.8%    | 2.5%          | 3.3%          |
| 医疗保健    | 1.5%       | 0.0%    | 0.4%    | 0.7%    | 0.4%      | 1.4%   | 1.2%   | 0.9%   | 2.2%    | 3.9%          | 0.9%          |



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 10：截至 2025 年 11 月美国、日本、欧盟、中国通胀水平(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。

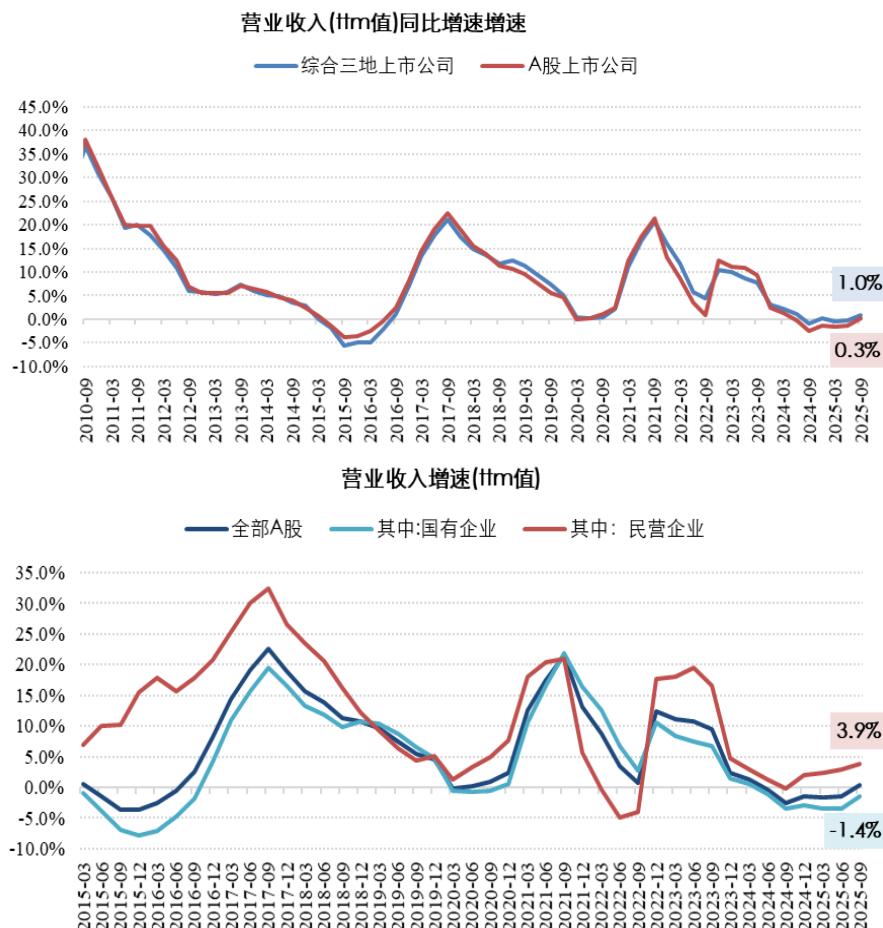
图 11：在 A 股、香港上市的中国公司行业分布

| 在中国大陆地区、香港地区上市的中国内地公司数量及行业分布 |     |          |          |      |          |
|------------------------------|-----|----------|----------|------|----------|
| 行业                           | A股  | 香港上市内地公司 | 行业       | A股   | 香港上市内地公司 |
| 农林牧渔                         | 120 | 11       | 半导体      | 173  | 18       |
| 煤炭                           | 38  | 12       | 电子及电子元件  | 387  | 9        |
| 石油石化                         | 48  | 39       | 计算机及通信设备 | 181  | 40       |
| 能源金属                         | 13  | 1        | 软件和通信服务  | 334  | 114      |
| 工业金属                         | 142 | 56       | 建筑及建筑材料  | 253  | 46       |
| 贵金属                          | 14  | 3        | 国防军工     | 143  | 14       |
| 食品饮料(不含酒)                    | 92  | 39       | 环保       | 149  | 30       |
| 酒类                           | 36  | 7        | 公用事业     | 130  | 51       |
| 纺织服饰/首饰                      | 115 | 55       | 交通运输-海陆空 | 82   | 52       |
| 家用电器                         | 99  | 15       | 物流       | 48   | 9        |
| 文娱用品/日常消费品                   | 22  | 17       | 电商       | 20   | 7        |
| 包装印刷造纸                       | 94  | 25       | 商贸零售     | 85   | 64       |
| 家具装饰用品                       | 78  | 3        | 旅游住宿餐饮   | 28   | 27       |
| 化工                           | 457 | 35       | 教育       | 18   | 31       |
| 制药                           | 301 | 83       | 美容护理     | 41   | 6        |
| 医疗器械                         | 129 | 22       | 数字媒体和出版  | 81   | 39       |
| 医疗服务                         | 89  | 34       | 游戏       | 31   | 2        |
| 钢铁                           | 48  | 2        | 影视院线     | 38   | 24       |
| 通/专用设备                       | 525 | 32       | 专业服务     | 29   | 14       |
| 自动化设备                        | 96  |          | 金融       | 127  | 131      |
| 汽车及零部件                       | 303 | 41       | 房地产      | 113  | 179      |
| 电池                           | 106 | 2        | 综合       | 23   | 10       |
| 电力设备                         | 320 | 25       | 总计       | 5799 | 1476     |

计算说明：综合两地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司。

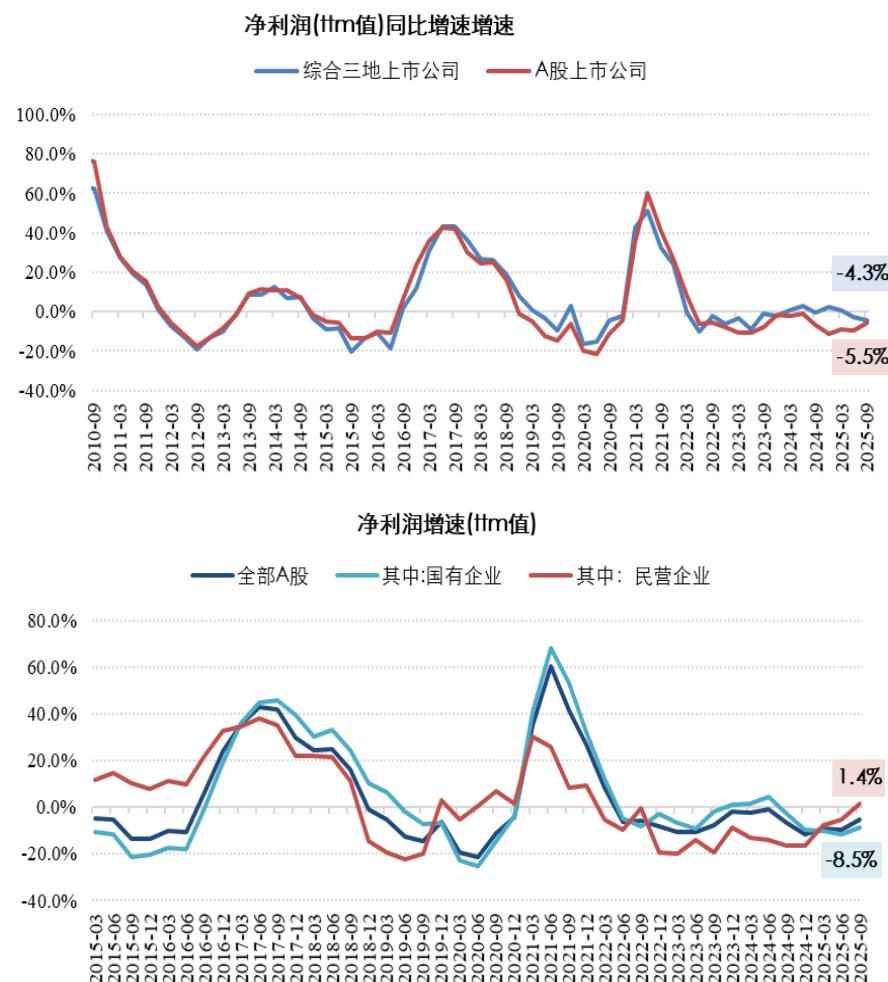
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 12：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀, TTM)



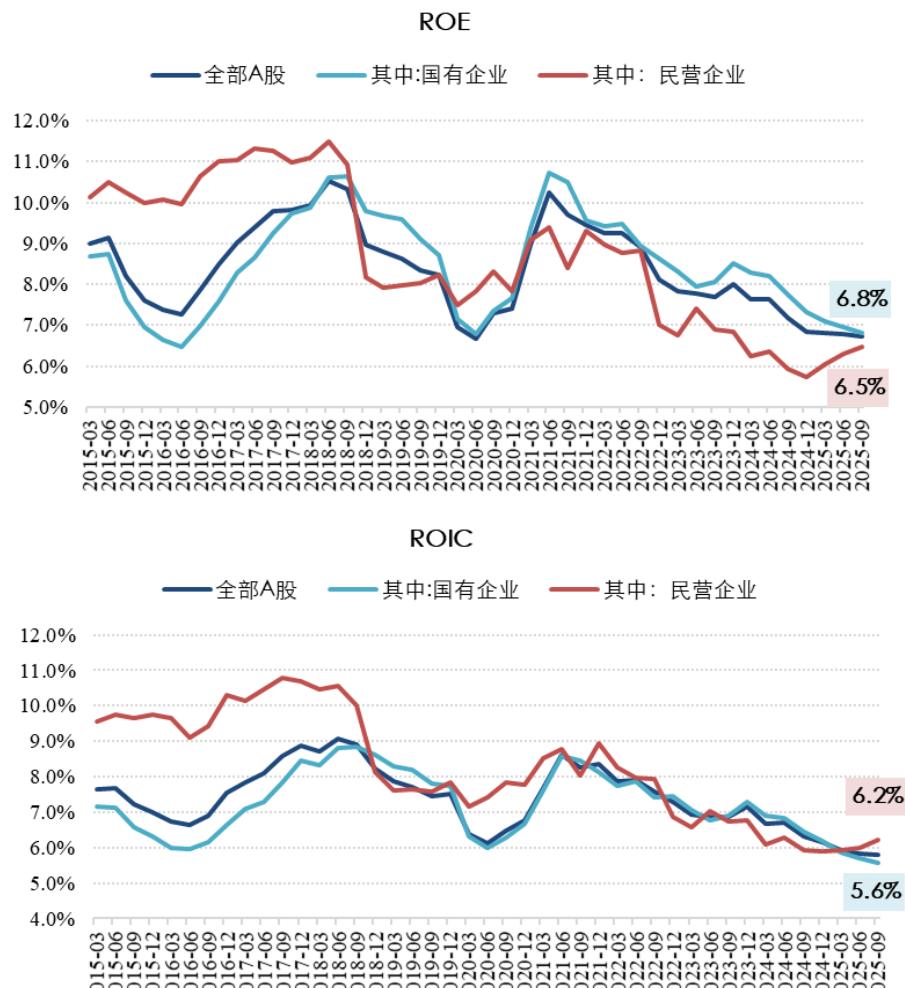
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国 A 股上市公司净利润增速(剔除通胀)



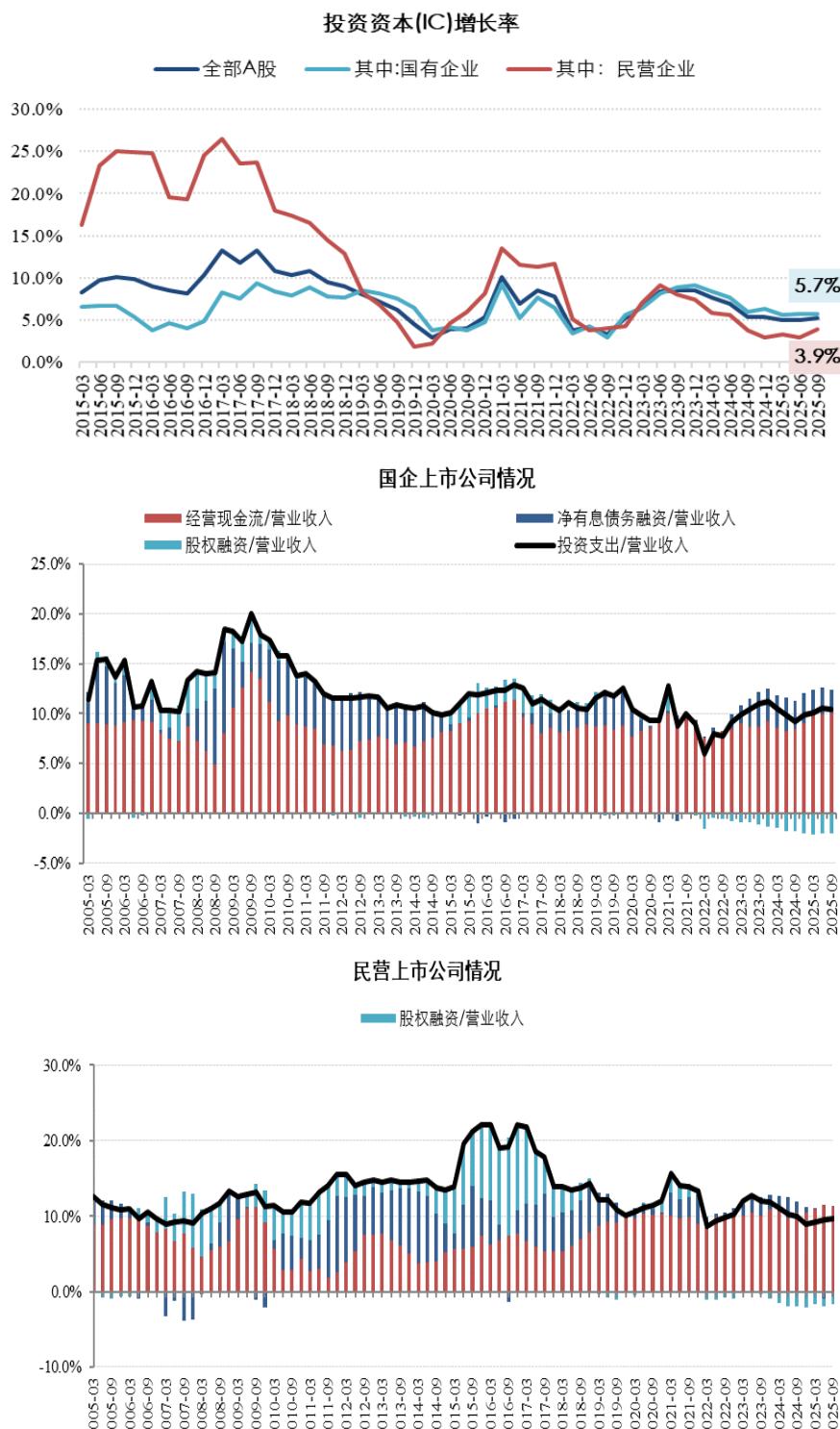
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心  
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：中国 A 股上市公司资本回报率



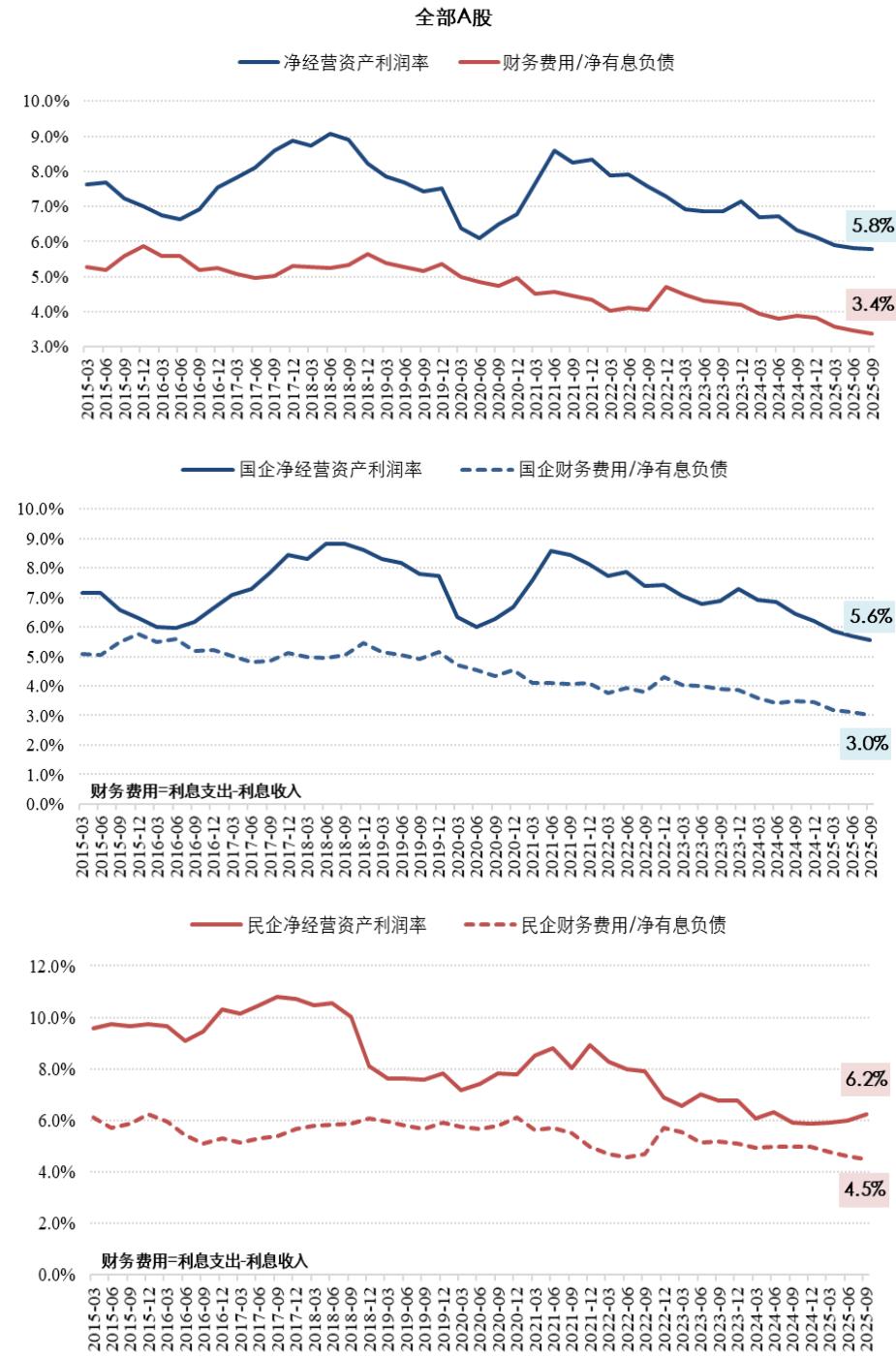
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

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

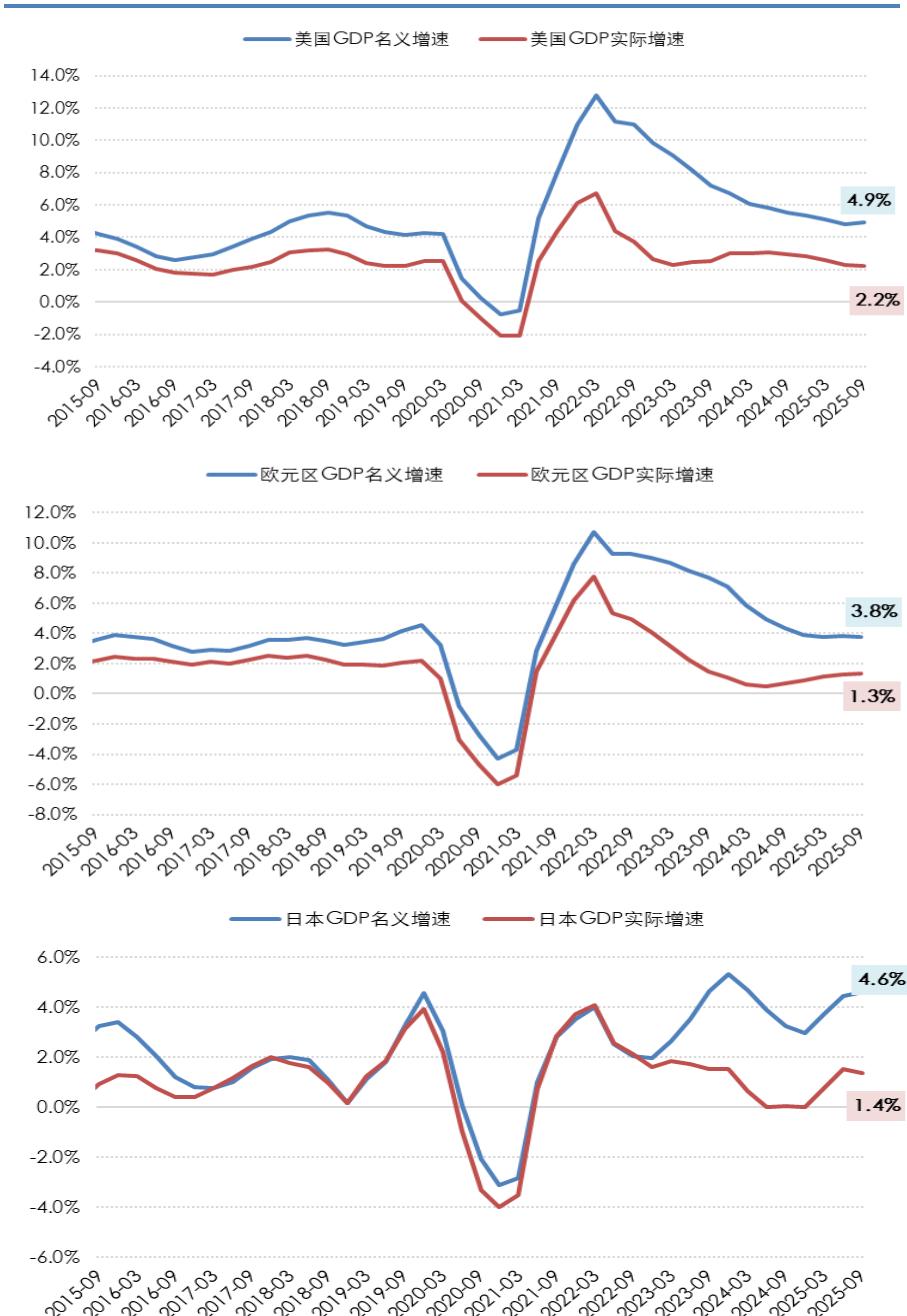
图 16：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



## 第四部分：宏观基本面分析

### 4.1 全球经济增长情况

图 17：主要国家同比增速



①GDP 增速是将连续 4 个季度 GDP 值相加后计算的同比增速；②数据来源：  
Wind

图 18: 相关经济指标同比增速(均为 TTM 值同比增速)

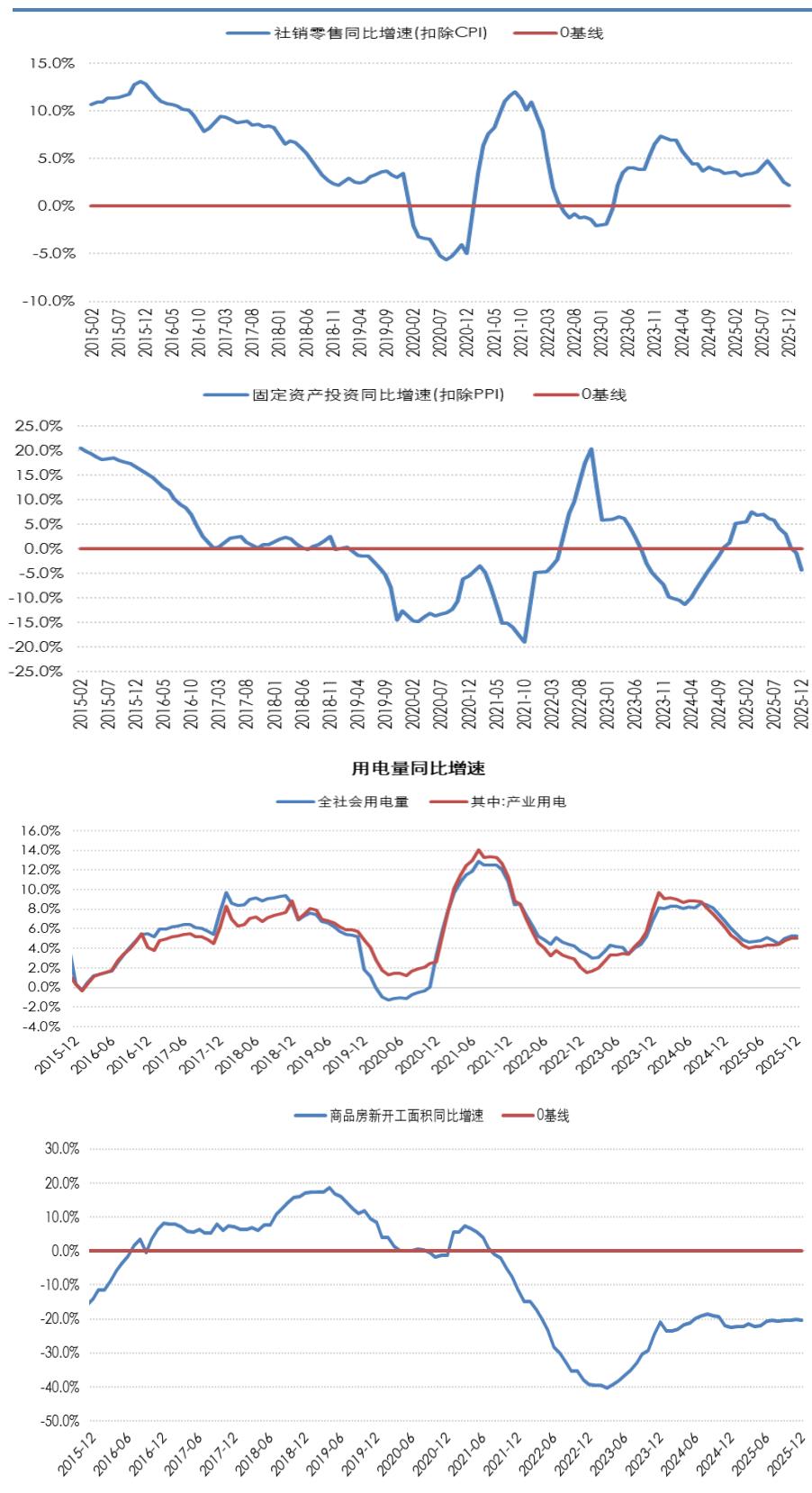


图 19：相关指标扣除通胀后同比增速

|                | 可比口径累<br>计同比 |         | 绝对值累计 |         | 2022年至2024年 |       | 2019年至2022年 |       | 2015年至2019年 |      | 2011年至2015年 |        | 2004年至2011年 |       |       |       |
|----------------|--------------|---------|-------|---------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|------|-------------|--------|-------------|-------|-------|-------|
|                | 名义增速         | 扣除CPI增速 | 名义增速  | 扣除CPI增速 | 2.7%        | 2.2%  | 8.1%        | 13.5% | 18.9%       | 3.7% | 2.2%        | 5.4%   | -32.0%      | 5.5%  | 11.3% | 14.7% |
| 社会消费品零售总额      |              |         |       |         | 5.3%        | 2.2%  | 8.1%        | 13.5% | 18.9%       | 3.7% | 2.2%        | 5.4%   | -32.0%      | 5.5%  | 11.3% | 14.7% |
| 服务消费           |              |         |       |         | 5.5%        |       |             |       |             |      |             |        |             |       |       |       |
| 固定资产投资完成额      | 名义增速         | 扣除PPI增速 | 名义增速  | 扣除PPI增速 | -5.7%       | -5.2% | 1.2%        | 0.0%  | 16.3%       | 0.5% | -4.3%       | -2.6%  | -18.9%      | -2.6% | 20.0% | 22.7% |
| 公共财政支出和政府性基金支出 | 名义增速         |         | 名义增速  |         | 5.3%        | 2.0%  | 4.0%        | 10.9% | 10.0%       | 0.5% | -1.4%       | -0.1%  | 2.7%        | 2.9%  | 2.6%  | 3.7%  |
| CPI            |              |         |       |         | 5.2%        | 6.8%  | 5.8%        | 5.9%  | 5.4%        | 5.2% | -1.4%       | -2.7%  | 2.9%        | 2.6%  | -3.1% | 3.0%  |
| PPI            |              |         |       |         | 5.2%        | 6.8%  | 5.8%        | 5.9%  | 5.4%        | 5.2% | -1.4%       | -2.7%  | 2.9%        | 2.6%  | -3.1% | 3.0%  |
| 全社会用电量         |              |         |       |         | 6.3%        | 5.7%  | 9.3%        | 7.9%  | 7.7%        | 6.3% | 5.1%        | 7.0%   | 5.3%        | 6.0%  | 4.6%  | 11.7% |
| 其中:居民生活用电      |              |         |       |         | 5.1%        | 7.0%  | 5.3%        | 6.0%  | 4.6%        | 5.1% | 3.2%        | 6.0%   | 3.1%        | 0.7%  | 5.4%  | 12.0% |
| 其中:产业用电        |              |         |       |         | 3.2%        | 6.0%  | 3.1%        | 0.7%  | 5.4%        | 3.2% | -20.5%      | -21.7% | -19.0%      | 10.1% | -5.1% | 17.8% |
| 全社会货运量         |              |         |       |         |             |       |             |       |             |      |             |        |             |       |       |       |
| 全社会商品房开工面积     |              |         |       |         |             |       |             |       |             |      |             |        |             |       |       |       |

**数据说明：**• 累计同比是指1-本月累计的同比增长；

• 累计值同比，用的是统计局公布的1-本月累计值除以上年同期累计值；

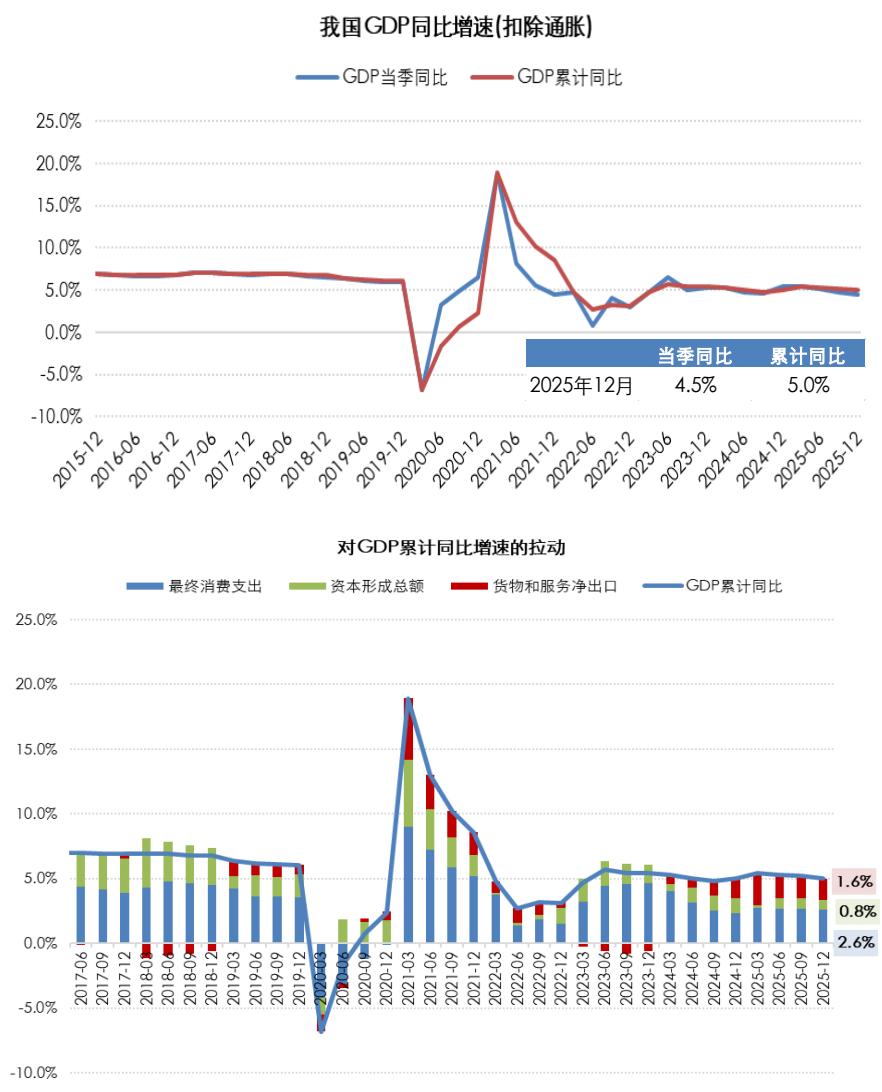
• TTM值同比，每个月都包含本月在内的连续12月的值相加，这样每个月都相当于有一个年度值，由此计算同比增速

• 可比口径累计同比：该指标是统计局直接公布的增速。统计局认为，报告期数据与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，需要剔除这些不可比因素计算增速，这些不可比因素包括：①根据统计制度，每年定期对规模以上工业企业调查范围进行调整，每年有部分企业达到规模以上纳入调查范围，也有部分企业因规模变小而退出调查范围，还有新建设企业、破产、注销企业等变化；②对统计执法检查中发现的不符合规模以上工业统计要求的企业进行了清理；③剔除跨地区、跨行业重复统计数据。

• 社零零售基本不包括服务消费，2023年8月，统计局开始提供服务消费同比增速，但是只有增速，没有提供服务消费总额。

数据来源：Wind, CEIC, 长江商学院投资研究中心

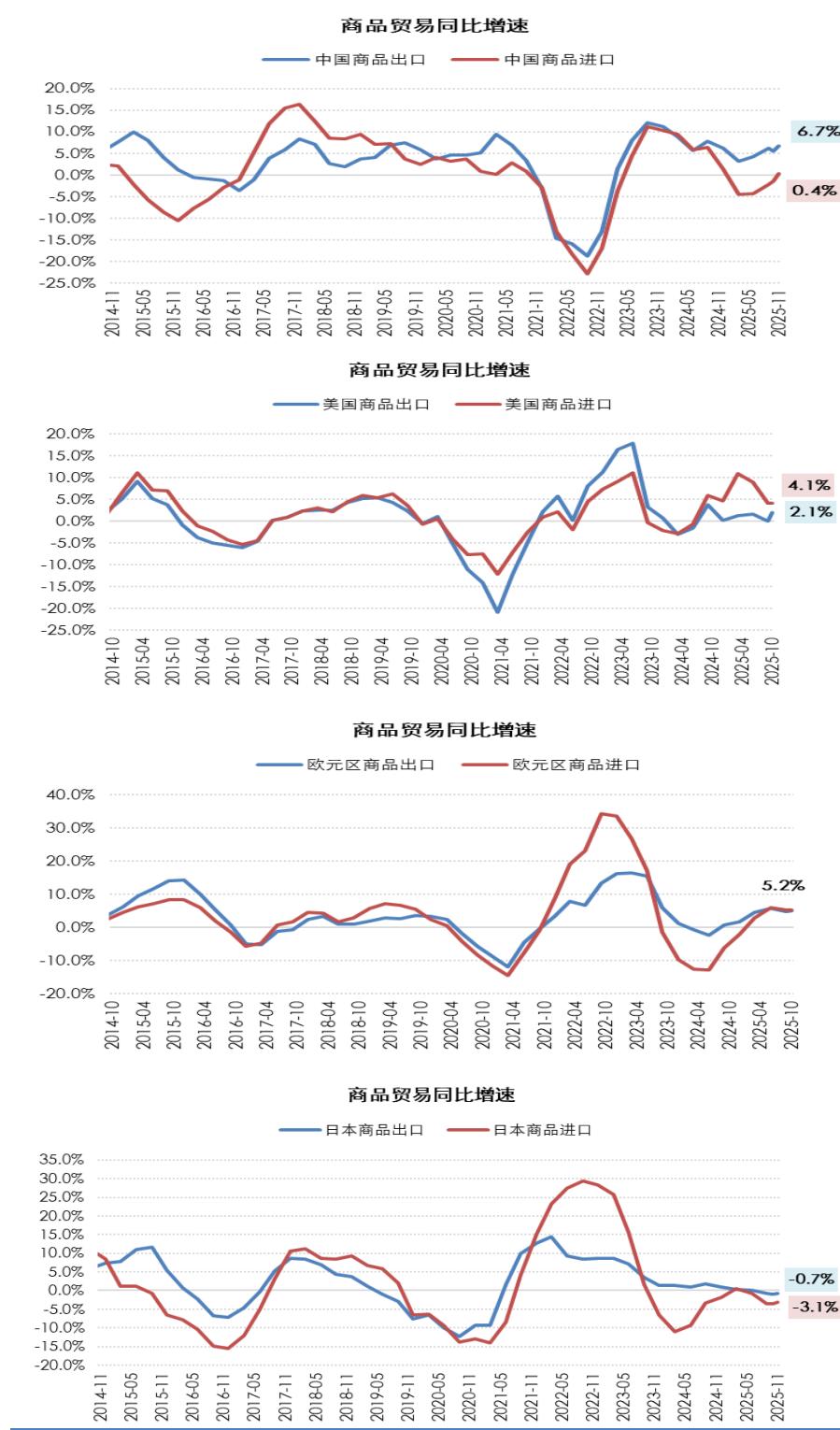
图 20：中国 GDP 增速



数据来源于 Wind 数据库。

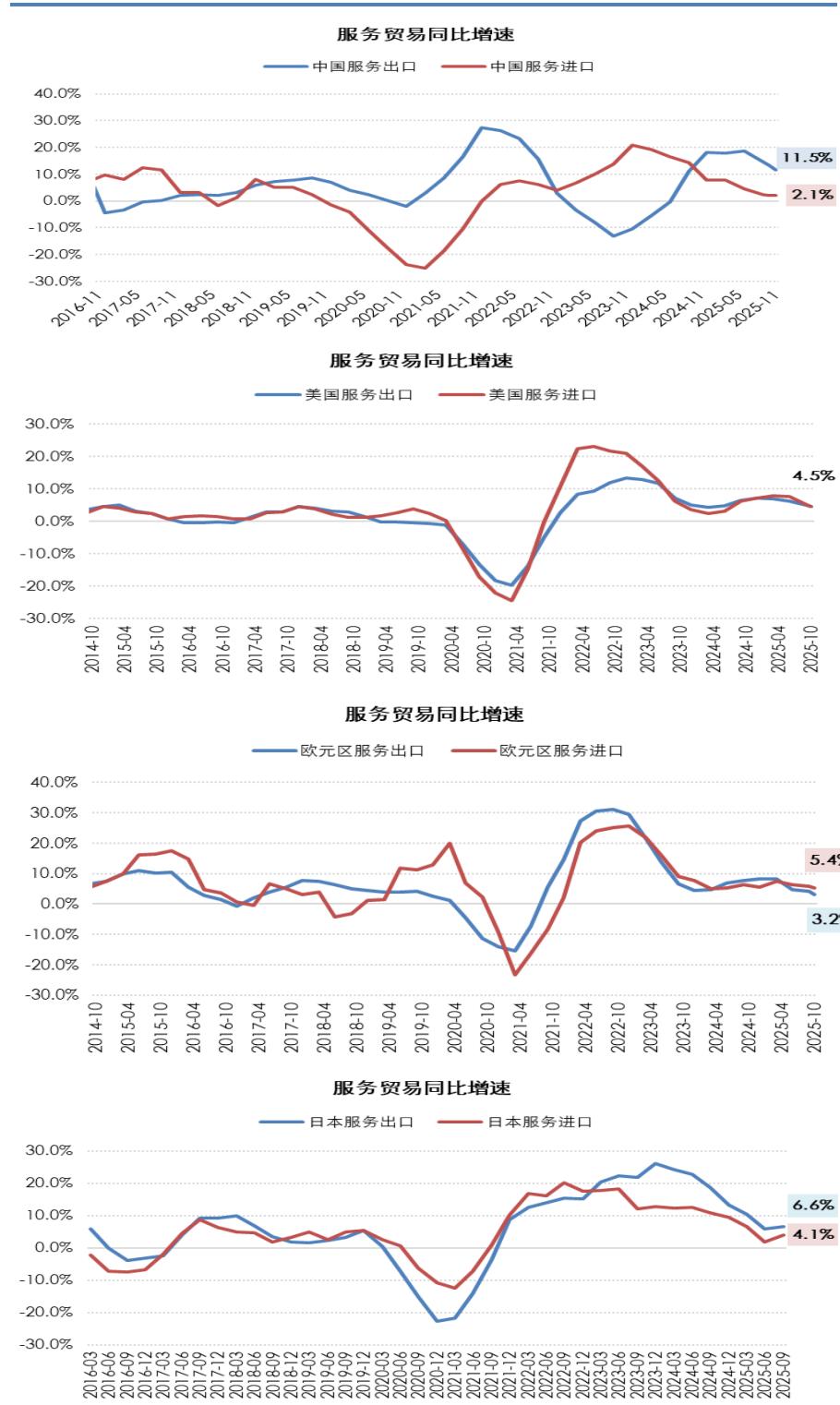
## 4.2 国际贸易和资本流动

图 21：商品贸易 TTM 值同比增速(截至 2025 年 11 月)



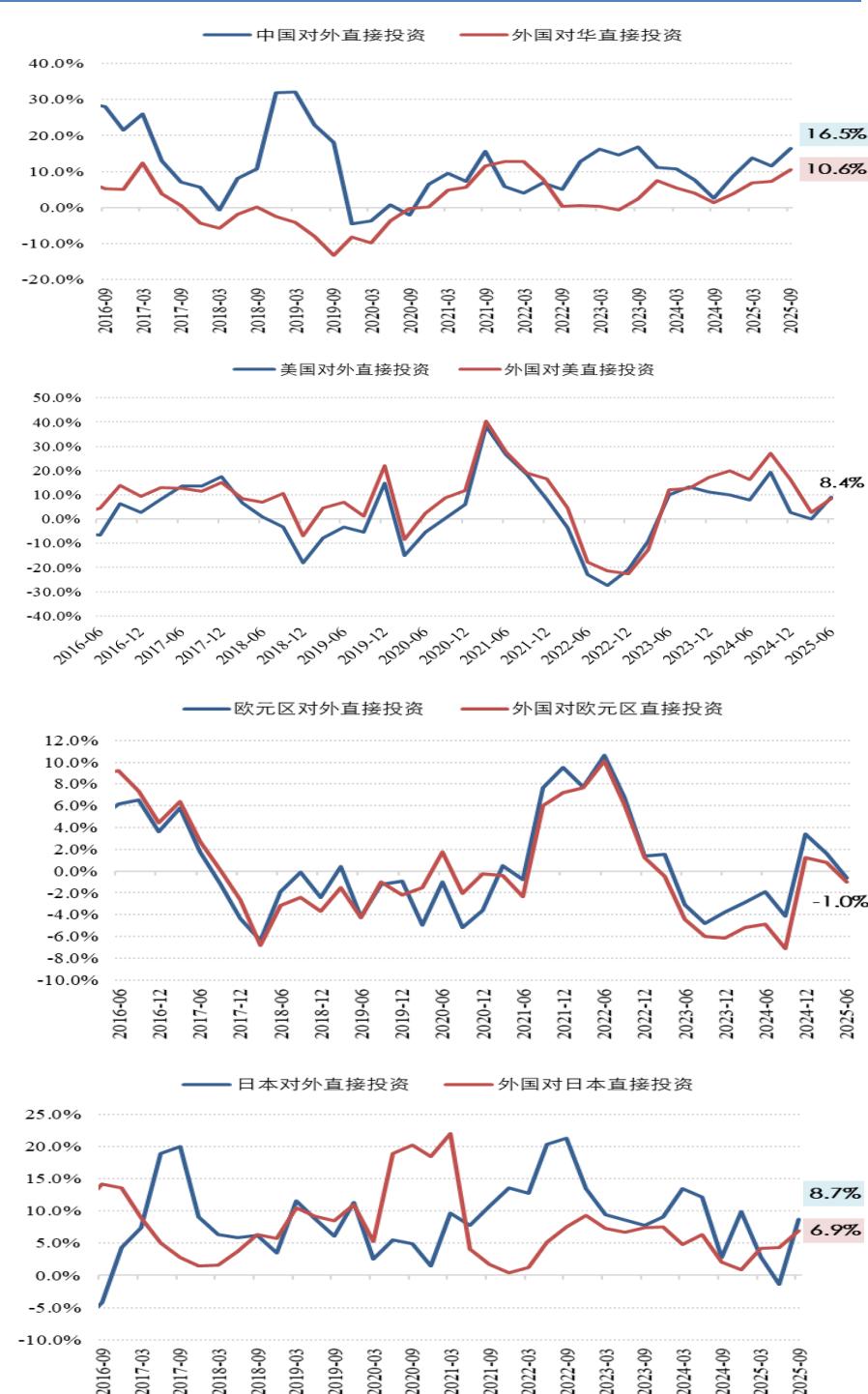
①说明：用本币计价扣除本国 PPI；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 22：服务贸易 TTM 值同比增速(截至 2025 年 11 月)



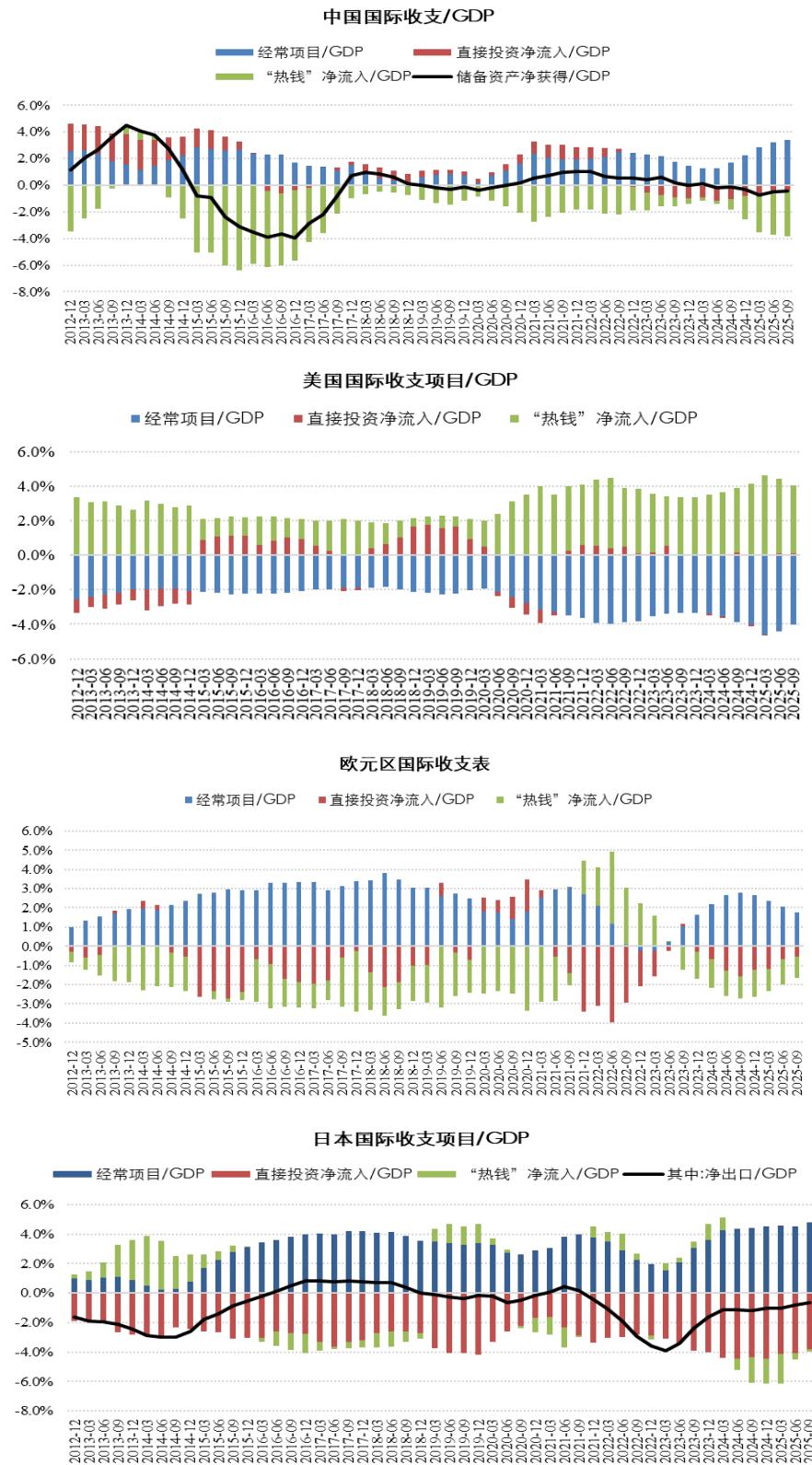
①说明：用本币计价扣除本国 CPI；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 23: FDI 存量同比增速(截至 2025 年 9 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 24: 中国、美国、欧元区、日本国际收支(截至 2025 年 9 月)



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

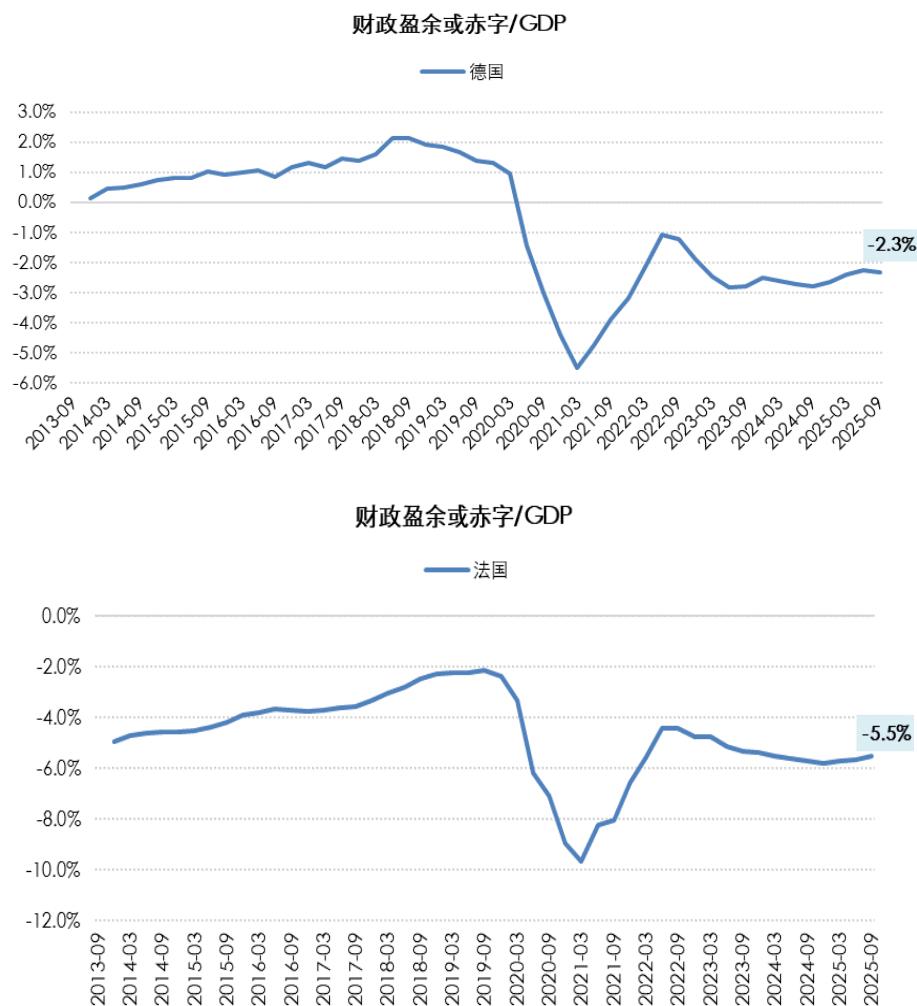
### 4.3.1 财政政策

图 25: 2025 年 11 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

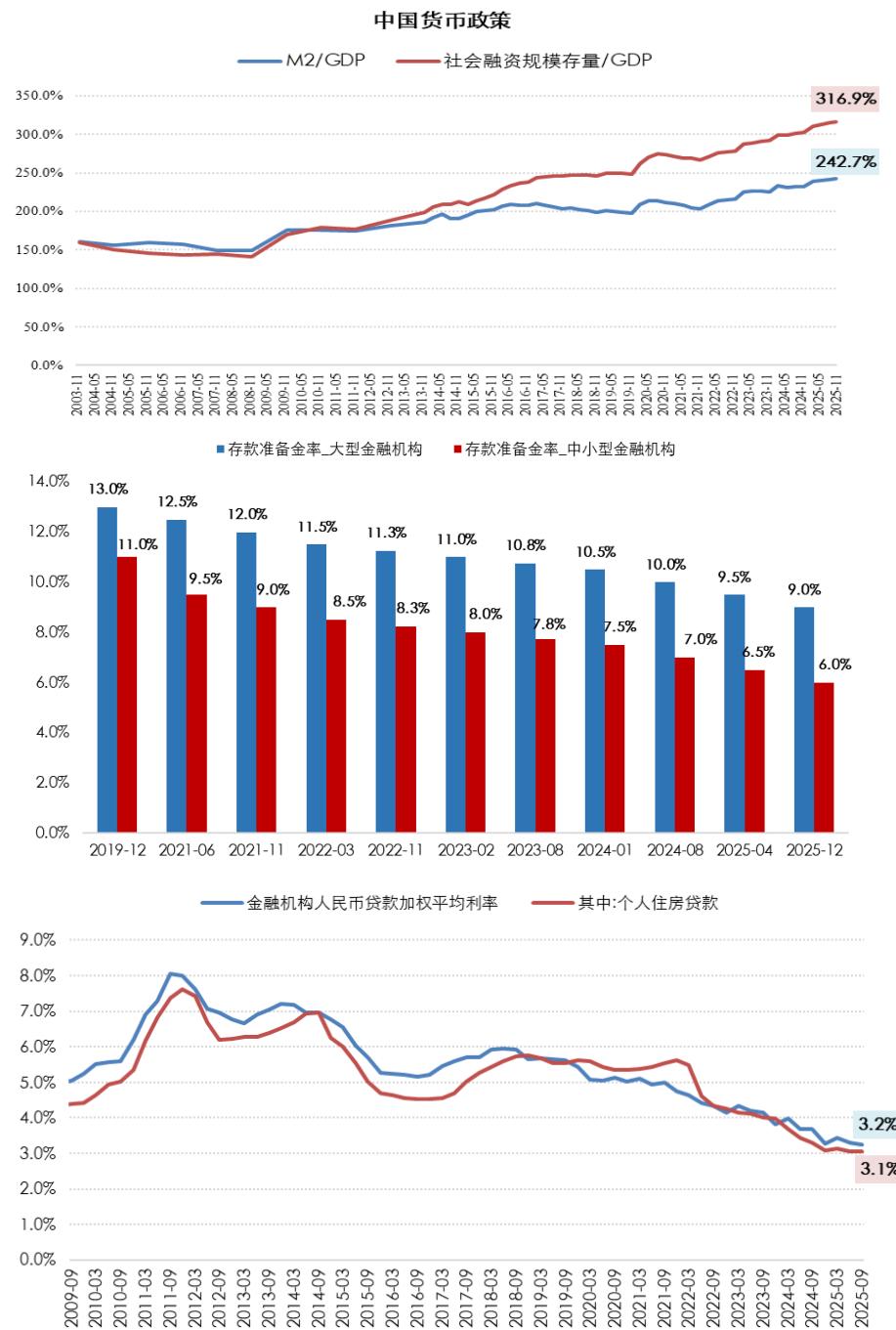
图 25: 2025 年 9 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



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 26: 2025 年 11 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 27: 2025 年 11 月金融机构贷款利率水平和社会融资规模存量同比增速(续)

| 中国社会融资规模存量占GDP比重 |          |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 2025年11月 | 2024年  | 2023年  | 2022年  | 2019年  | 2015年  | 2011年  | 2008年  |
| 基础货币             | 27.4%    | 27.3%  | 30.1%  | 29.3%  | 32.2%  | 40.1%  | 46.0%  | 40.5%  |
| M2               | 242.7%   | 232.4% | 225.8% | 215.9% | 197.5% | 202.1% | 174.5% | 148.8% |
| 社会融资规模存量         | 316.9%   | 302.7% | 292.1% | 278.0% | 248.7% | 221.6% | 176.0% | 141.0% |
| 其中: 贷款           | 193.4%   | 188.1% | 183.2% | 173.6% | 152.8% | 139.0% | 119.3% | 100.3% |
| 其中: 表外融资         | 13.1%    | 13.1%  | 13.6%  | 14.3%  | 22.1%  | 32.2%  | 23.4%  | 14.1%  |
| 其中: 证券融资         | 33.3%    | 32.6%  | 32.9%  | 33.8%  | 30.7%  | 27.8%  | 18.4%  | 10.5%  |
| 其中: 政府债券         | 67.9%    | 60.1%  | 53.9%  | 48.8%  | 37.5%  | 22.6%  | 15.6%  | 15.0%  |

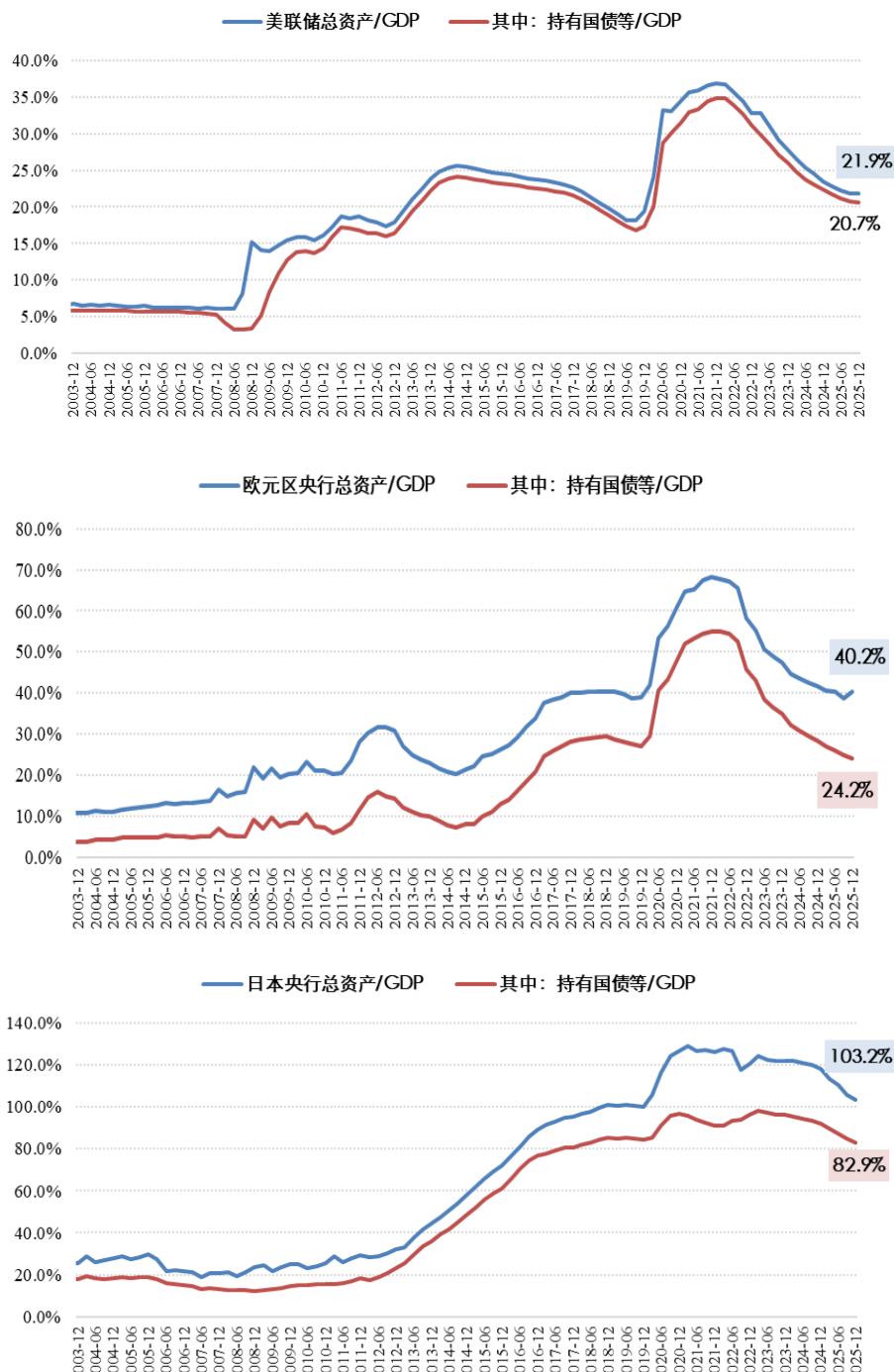
  

| 中国社会融资规模存量同比增速 |       |       |       |       |             |             |             |             |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                | 最近1年  | 最近3年  | 最近5年  | 最近10年 | 2022年至2024年 | 2019年至2022年 | 2015年至2019年 | 2011年至2015年 |
| 基础货币增速         | 3.5%  | 4.2%  | 3.9%  | 3.4%  | 1.0%        | 3.6%        | 4.1%        | 5.3%        |
| M2增速           | 8.0%  | 8.4%  | 9.2%  | 9.4%  | 8.5%        | 10.3%       | 9.3%        | 13.1%       |
| 社会融资规模存量增速     | 8.5%  | 8.8%  | 9.3%  | 11.4% | 9.1%        | 11.1%       | 13.1%       | 15.4%       |
| 其中: 贷款         | 6.1%  | 8.0%  | 9.2%  | 10.9% | 8.8%        | 11.7%       | 12.6%       | 13.3%       |
| 其中: 表外融资       | 2.4%  | 0.8%  | -3.4% | -1.7% | 0.0%        | -7.4%       | 0.1%        | 18.0%       |
| 其中: 证券融资       | 5.2%  | 3.2%  | 5.3%  | 9.6%  | 2.8%        | 10.5%       | 12.0%       | 20.9%       |
| 其中: 政府债券       | 18.8% | 16.3% | 15.8% | 21.2% | 16.1%       | 16.8%       | 24.8%       | 19.8%       |

数据来源: Wind, 长江商学院投资研究中心

数据说明: 政府债券包含国债和地方政府债; 证券融资包括非金融公司股票和债券融资; 表外融资包括信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票

图 28: 美国、欧元区央行和日本央行货币政策(截至 2025 年 12 月)



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：本期问卷调查的样本量及地区分布

| 样本分布 |       |     |     |       |     |     |       |     |     |
|------|-------|-----|-----|-------|-----|-----|-------|-----|-----|
|      | 零点有数  |     |     | 上书房   |     |     | 微洞察   |     |     |
|      | 全部受访者 | 散户  | 金融  | 全部受访者 | 散户  | 金融  | 全部受访者 | 散户  | 金融  |
| 北京   | 211   | 129 | 82  | 100   | 50  | 50  | 120   | 80  | 40  |
| 杭州   | 211   | 129 | 82  | 100   | 50  | 50  | 120   | 80  | 40  |
| 上海   | 211   | 129 | 82  | 100   | 50  | 50  | 120   | 80  | 40  |
| 深圳   | 211   | 128 | 83  | 100   | 50  | 50  | 120   | 80  | 40  |
| 重庆   | 211   | 129 | 82  | 100   | 50  | 50  | 120   | 80  | 40  |
| 合计   | 1055  | 644 | 411 | 500   | 250 | 250 | 600   | 400 | 200 |

数据来源：长江商学院投资研究中心

图 2：受访者年收入分布

| 受访者收入分布       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 零点有数  |       |       | 上书房   |       |       | 微洞察   |       |       |
|               | 全部受访者 | 散户    | 金融    | 全部受访者 | 散户    | 金融    | 全部受访者 | 散户    | 金融    |
| 10万以下(含10万)   | 2.7%  | 4.2%  | 0.5%  | 12.2% | 12.4% | 12.0% | 0.7%  | 1.0%  | 0.0%  |
| 10万~30万(含30万) | 57.2% | 60.9% | 51.3% | 74.6% | 77.2% | 72.0% | 59.3% | 64.0% | 50.0% |
| 30万~50万(含50万) | 29.9% | 29.3% | 30.7% | 10.8% | 8.0%  | 13.6% | 33.5% | 28.0% | 44.5% |
| 50万以上         | 10.2% | 5.6%  | 17.5% | 2.4%  | 2.4%  | 2.4%  | 6.5%  | 7.0%  | 5.5%  |
| 平均收入水平        | 31    | 28    | 36    | 22    | 21    | 22    | 30    | 29    | 32    |

数据来源：长江商学院投资研究中心

图 3: 受访者的投资经历

|                       | 投资经历  |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                       | 零点有数  |       |       | 上书房   |       |       | 微洞察   |       |       |
|                       | 全部受访者 | 散户    | 金融    | 全部受访者 | 散户    | 金融    | 全部受访者 | 散户    | 金融    |
| A.股票                  | 73.3% | 74.8% | 70.8% | 56.8% | 54.4% | 59.2% | 71.7% | 67.0% | 81.0% |
| B.债券                  | 38.3% | 36.5% | 41.1% | 38.6% | 36.4% | 40.8% | 38.7% | 35.3% | 45.5% |
| C.国内房地产               | 26.5% | 24.1% | 30.4% | 18.8% | 17.2% | 20.4% | 25.0% | 17.0% | 41.0% |
| D.银行理财产品              | 78.1% | 75.6% | 82.0% | 58.6% | 54.0% | 63.2% | 66.7% | 65.8% | 68.5% |
| E.基金(含余额宝)            | 81.0% | 80.9% | 81.3% | 77.6% | 78.4% | 76.8% | 70.5% | 67.0% | 77.5% |
| F.外汇                  | 12.8% | 12.4% | 13.4% | 6.6%  | 4.4%  | 8.8%  | 13.8% | 16.5% | 8.5%  |
| G.贵金属(如黄金)            | 37.6% | 34.9% | 41.8% | 44.4% | 42.8% | 46.0% | 43.7% | 41.0% | 49.0% |
| H.PE、VC、对冲基金          | 6.9%  | 5.4%  | 9.2%  | 5.2%  | 2.4%  | 8.0%  | 13.5% | 8.0%  | 24.5% |
| I.海外资产(包括港股、美股、海外房地产) | 11.8% | 8.2%  | 17.5% | 11.6% | 7.2%  | 16.0% | 13.0% | 8.8%  | 21.5% |
| J.数字货币(如比特币)          | 8.3%  | 7.0%  | 10.5% | 4.8%  | 5.2%  | 4.4%  | 4.8%  | 4.3%  | 6.0%  |

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 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         | 治钢辅料、铁矿石、特钢III、板材、长材、钢管材  |
| 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  |

## 5.4 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     | $\Delta$ 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<br>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 |

### 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](mailto:jliu@ckgsb.edu.cn)

陈宏亚

长江商学院投资研究中心研究员