

长江商学院

2025 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

2025 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。感谢三家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

自 2024 年四季度以来，国家监管机构出台了一系列提振股市的措施，A 股随即迎来了自 2021 年以来持续下跌后的上涨趋势，从 2024 年 8 月至 12 月，上涨综指上涨 17.9%，深证综指上涨 26.8%。然而步入 2025 年，A 股再度回调，持续下行至 4 月末，自 5 月起，市场重新企稳并展开新一轮反弹，具体来说，2025 年 1 至 4 月上证综指下跌 2.2%，5 至 8 月上涨 17.7%，前 8 个月累计上涨 15.1%；深证综指 1 至 4 月下跌 2.1%，5 至 8 月上涨 27.6%，前 8 个月累计上涨 24.8%。从 2024 年 8 月至 2025 年 8 月，上证综指同比增长 35.7%，深证综指同比增长 58.2%。

投资者情绪变化方向与 A 股市场走势基本吻合，但变化的幅度比资本市场小。2024 年 7 月投资者情绪跌至自 2018 年以来的最低点，11 月在政策引发 A 股上涨行情的影响下，受访者情绪显著提升，2025 年 4 月，受访者情绪随着股市的下降而回调，本期，受访者情绪再次回暖：2025 年 9 月，认为 A 股会上涨的意见占比约 63.1%，比 2025 年 4 月提高了 1.6 个百分点，比 2024 年 7 月提高了 15.6 个百分点。本期，对 A 股的预期回报率约 1.6%，比 2025 年 4 月提高了 1 个百分点，比 2024 年 7 月提高了 5.6 个百分点。

本轮 A 股上涨主要源于估值提升而非上市公司基本面的改善。我们将所有 A 股的股票回报拆分为市盈率变化和净利润增长，2025 年 8 月，全部 A 股平均回报约 40.2%，市盈率相比去年同期上涨了 43.6%。

A 股估值的修复主要受到三大因素的推动。首先是政策层面。自去年四季度以来，央行多次释放流动性，为股市走强创造了有利环境。2024 年 9 月与 2025 年 5 月，央行分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，两次降准估计合计释放约 2 万亿元人民币。Wind 数据库统计显示，2025 年前八个月，央行通过公开市场操作净投放货币约 1.6 万亿元。此外，2024 年 9 月和 2025 年 1 月，央行联合其他五部门出台相关政策，明确提出要引导和推动保险资金、社保基金、养老金、公募基金等中长期资金加大对股市的配置力度。

在财政政策方面，近年来我国财政赤字持续维持在较高水平，截至 2025 年 7 月，连续 12 个月累计的一般公共财政赤字已占 GDP 约 5.1%，政府性基金赤字占 GDP 的比例约为 3.8%。财政扩张虽然不能直接对股市产生影响，但通过加大对基础设施建设等公共投资，可以带动经济增长，提高对企业基本面

的预期。

其次，在国家政策支持、技术创新驱动等因素的驱动下，近年来，我国科技创新企业不断取得突破性进展，涌现出一批具有全球影响力的企业，尤其是2025年，宇树机器人、大疆无人机、新能源汽车、DeepSeek等中国高科技企业，不仅在国内市场占有重要地位，也受到了国际市场的广泛关注。受此影响，相关板块表现强劲，带动市场整体情绪上行。截至2025年8月，A股半导体、计算机及通信设备、自动化设备、电子及电子原件、工业金属等板块，股价同比涨幅都在60%以上。

提振估值的第三个因素来自这次中美贸易摩擦期间，我国采取的应对策略所展现出的前瞻性、系统性和精准性，显著增强了市场对中国经济与科技自主发展能力的信心。从首次发生贸易摩擦至今，我国通过产业转移、加强与南方国家贸易合作等方式，持续降低对美国贸易的单边依赖。从2018年至2024年，我国对美国的商品出口占我国商品总出口的比例从19.3%降低至14.7%，2025年1至7月，这一比例进一步降低至11.8%。此外，我国对稀土资源的精准使用与出口管控，坚定推进芯片自主研发，拒绝对英伟达等美方高端AI芯片的依赖，这些举措都显著增强了我国在中美贸易谈判中的谈判筹码和底气。

尽管市场信心得到提振，科技创新企业发展势头强劲，但上市公司整体业绩表现依然平平，A股非金融类上市公司的营业收入和净利润增速仍在低位徘徊。当前经济仍然面临房地产行业调整尚未结束、国内需求不足、外部市场高度不确定等问题，整体下行压力尚未完全缓解。

自2021年以来，全国70个大中城市新建商品住宅价格持续下行。2024年9月，跌幅一度扩大至同比下降6.1%，此后，房价降幅逐步收窄，目前同比跌幅已收窄至3.4%。持续下跌的行情显然影响到了受访者的预期，本期受访者认为房价会上涨的意见占比约46.3%，比上期下降了6.2个百分点。对房地产价格的预期回报率约0.5%，比上期下降了0.2个百分点。对大多数中国居民来说，房地产是重要的家庭资产，房地产财富的缩水势必影响到居民的消费信心。

一年以来A股的上涨说明至少一部分投资者的信心有所回暖。但长期的牛市需要基本面的强劲支撑。经济结构从投资向消费的转化，科技创新、产业升级、民营企业的高度活跃是基本面建设的几个重要方面。这些都不是简单的任务，需要从上到下形成统一的共识和一揽子可以付诸实践的举措。

早在七年前，我们在分析报告中就推荐黄金作为重要的投资产品。核心的逻辑是世界从单极世界向多极世界的转化必然引起金融体系的重组，而黄金可能是新的金融体系的压舱石。多年以来，黄金价格持续上升。投资者自然会问，黄金是否已经见顶？我们说，这要看底层的逻辑有没有变化。我们整体的判断是多极世界形成的趋势不仅没有停滞，反而加速了。

第一部分：投资者情绪指数

从 2025 年年初至 8 月，A 股出现较大幅度上涨，涨幅来自后 4 个月：上证综指 1 至 8 月累计上涨 15.1%，其中，1 至 4 月下跌 2.2%，5 至 8 月上涨 17.7%；深证综指前 8 个月累计上涨 24.8%，其中，1 至 4 月下跌 2.1%，5 至 8 月上涨 27.6%；沪深 300 前 8 个月累计上涨 14.3%，其中，1 至 4 月下跌 4.2%，5 至 8 月上涨 19.3%。

我们的调查结果与 A 股市场走势基本吻合。2024 年 7 月投资者情绪跌至自 2018 年以来的最低点，11 月在政策引发 A 股上涨行情的影响下，受访者情绪显著提升，2025 年 4 月，受访者情绪随着股市的下降而回调，本期，受访者情绪再次回暖：2025 年 9 月，认为 A 股会上涨的意见占比约 63.1%（散户和金融业分别为 61.7% 和 65.9%），比 2025 年 4 月提高了 1.6 个百分点（散户略微下降 0.9 个百分点，金融业大幅提高了 6.1 个百分点），比 2024 年 7 月提高了 15.6 个百分点（散户和金融业分别提高了 14 和 18.8 个百分点）。本期，对 A 股的预期回报率约 1.6%（散户和金融业分别为 1.1% 和 2.6%），比 2025 年 4 月提高了 1 个百分点（散户和金融分别提高了 0.5 和 2.1 个百分点），比 2024 年 7 月提高了 5.6 个百分点（散户和金融分别提高了 5.3 和 6.3 个百分点）。

恒生指数 2024 年全年上涨 17.8%，2025 年 1 至 8 月继续上涨 25%。在此背景下，受访者对港股的预期一路攀升，本期，约 63.3% 的受访者认为港股会上涨（散户和金融分别为 62.1% 和 65.3%），比上期提高 2 个百分点（散户和受访者分别提高 0.3 和 4.7 个百分点）。

从 2024 年 7 月至今，受访者中认为 A 股估值偏高的人数大幅下降，认为估值偏低或基本合理的人数大幅上升，目前，大多数受访者认为 A 股价格基本合理。本期，只有 18.9% 的受访者认为 A 股估值偏高（散户和金融分别为 19.3% 和 18.4%），比 2024 年 7 月下降了 10.2 个百分点（散户和金融分别下降了 8.2 和 13 个百分点）。约 25.1% 的受访者认为股价偏低（散户和金融分别为 27.5% 和 21.4%），比 2024 年 7 月提高 1 个百分点（散户提高 4 个百分点，金融业下降 3.5 个百分点）。约 53.3% 的受访者认为 A 股价格基本合理（散户和金融分别约 50.4% 和 57.7%），比 2024 年 7 月提高 11 个百分点（散户和金融分别提高 5.2 和 19.2 个百分点）。

2021 年以来，我国房地产市场进入下行调整期，房地产价格在 2024 年三季度探底，之后下跌幅度收窄。2024 年 9 月，全国 70 个大中城市新建和二手住宅价格同比下降 6.1% 和 9%，2025 年 7 月，下降幅度分别收窄至 3.4% 和 5.9%。

商品房新开工面积(TTM 值)在 2023 年三季度探底,而后下跌幅度同样收窄,2023 年 9 月,商品房新开工面积同比下降 30.3%,2025 年 7 月同比下降 20.4%。

受访者对房价的预期与房地产走势基本一致,在 2023 年 9 月到达低点,2024 年有所回暖。尽管房地产市场下跌幅度有所收窄,但持续下跌的行情显然影响到了受访者的预期,2025 年受访者连续两期下调预期。本期(2025 年 9 月)受访者认为房价会上涨的意见占比约 46.3%(散户和金融分别约 48.1%和 43.8%),比上期下降了 6.2 个百分点(散户和金融分别下降了 8.6 个和 2.8 个百分点)。对房地产价格的预期回报率约 0.5%(散户和金融分别为 0.9%和 0),比上期下降了 0.2 个百分点(散户下降了 0.3 个百分点,金融业持平)。

目前,仍有超过 50%的受访者认为房价偏高,但与 2018 年首次调查相比,认为房价偏高的人数已经下降了很多,越来越多的受访者认为房价正趋于合理。本期,有 59%的受访者认为房价偏高(散户和金融业分别为 58.6%和 59.5%),比上期下降了 1.1 个百分点(散户提高了 1.2 个百分点,金融业下降了 4.5 个百分点),比 2018 年 9 月下降了 19.6 个百分点(散户和金融分别下降 19.2 和 21.8 个百分点)。约 31.6%的受访者认为房价基本合理(散户和金融分别为 30.5%和 33.1%),比上期下降 0.4 个百分点(散户下降 3.4 个百分点,金融业提高 4 个百分点),比 2018 年提高了 14.2 个百分点(散户和金融分别提高了 11.7 和 20.4 个百分点)。只有 8.7%的受访者认为房价偏低(散户和金融分别约 9.9%和 7%)。

2025 年 4 月,川普政府发动了对全球的关税战,在此背景下,2025 年上半年,我国 GDP 累计同比增长 5.3%,仅比一季度略微下降 0.1 个百分点,体现了我国经济的韧性,这也反映在受访者对经济的预期中。本期,约 38%的受访者认为未来 GDP 增速能超过 5%(散户和金融分别为 39.8%和 35.5%),比上期提高 4.8 个百分点(散户和金融分别提高 6.6 和 0.8 个百分点)。对未来 GDP 增速的预期增长率约 4.6% (散户和金融分别约 4.7%和 4.5%),比上期提高 0.3 个百分点(散户和金融分别提高 0.3 和 0.1 个百分点)。

受访者对 A 股上市公司净利润增速的预期与 GDP 类似。本期,约 47.8%的受访者认为 A 股未来净利润增速能超过 10% (散户和金融分别约 48.1%和 47.5%),比上期提高 6.6 个百分点(散户和金融分别提高 5.7 和 6.8 个百分点),对 A 股净利润的预期增速约 10.7%(散户和金融业分别为 10.9%和 10.3%),比上期提高 1.3 个百分点(散户和金融分别提高 1.5 和 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 9 月,受访者的预期通胀率约 2.2%(散户和金融分

别为 2.1%和 2.2%)，比上期下降了 0.2 个百分点(散户和金融分别下降了 0.3 和 0.1 个百分点)。

自 2018 年与美国首次发生贸易争端以来，一方面我国加快产业升级，推动制造业向中高端快速移动，另一方面，坚持对外开放，强化与全球南方国家合作，减少对美国的单边贸易依赖，这些都为投资者带来了极大的信心。在对投资影响的重大事件这一问题中，本期受访者对与欧美国家关系的关注度比上期有所下降。2025 年 9 月，约 56.9%的受访者认为中美关系是影响投资的大事(散户和金融分别为 55.2%和 59.4%)，比上期下降了 6.7 个百分点(散户和金融分别下降 8.1 和 4.7 个百分点)。约 51.4%的受访者认为我国与其他西方国家的关系很重要(散户和金融分别约 53.8%和 47.9%)，比上期下降了 5.4 个百分点(散户和金融分别下降了 2 个和 10.3 个百分点)。

受访者普遍认为如果中国和美国的贸易关系就此破裂，短期内对我国会有一定压力，但长期而言正面影响更大。本期，持短期负面影响的意见占比约 54.1%(散户和金融分别约 50.4%和 59.5%)，短期正面影响的约 16.3%(散户和金融分别约 19.3%和 12%)，短期没有影响的占比约 20%(散户和金融都是这个水平)。持长期正面影响的占比约 44.8%(散户和金融分别约 43.6%和 46.5%)，长期负面影响的意见占比约 27%(散户和金融分别约 29.4%和 23.4%)，长期没有影响的占比约 19.5%(散户和金融分别约 20%和 18.7%)。

与国际关系相比，受访者认为提高政府效率、加快国有企业改革、重视民营经济地位、提升企业创新能力等问题对投资的影响更大，选择这些项目的受访者比上期明显增加。本期，约 42.6%的受访者认为提高政府效率对投资影响重大，比上期提高了 3.7 个百分点。约 37.2%的受访者认为国企改革对资影响重大，比上期提高了 4.2 个百分点。约 47.6%的受访者认为市场经济和民营企业的地位对资影响重大，比上期提高了 3.1 个百分点。约 46.5%的受访者认为提高企业创新能力对资影响重大，比上期提高了 2 个百分点。

近期 A 股的上涨行情推动了受访者对股市的投资积极性。本期，愿意投资股票的净增加人数占比约 18.9%(散户和金融分别为 18.2%和 20.1%)，比上期提高了 6.2 个百分点(散户和金融分别提高了 4.2 和 9.2 个百分点)。愿意投资股票型基金的净增加人数占比约 14.5%(散户和金融分别为 15.9%和 12.3%)，比上期提高了 5.5 个百分点(散户和金融分别提高了 4.2 和 7.6 个百分点)。

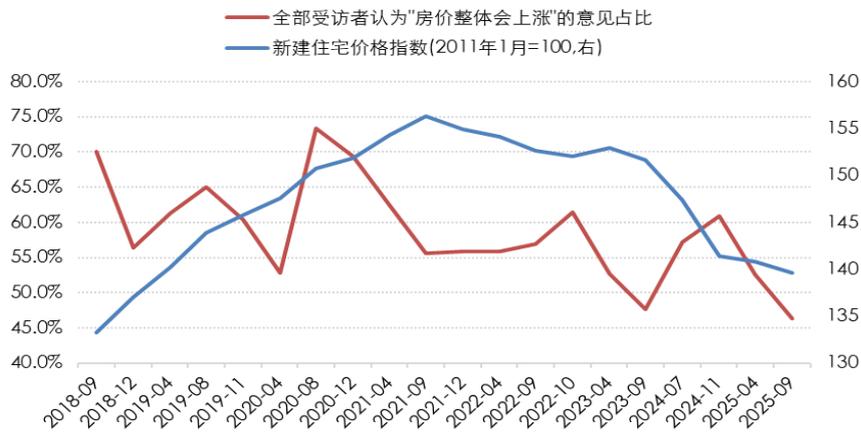
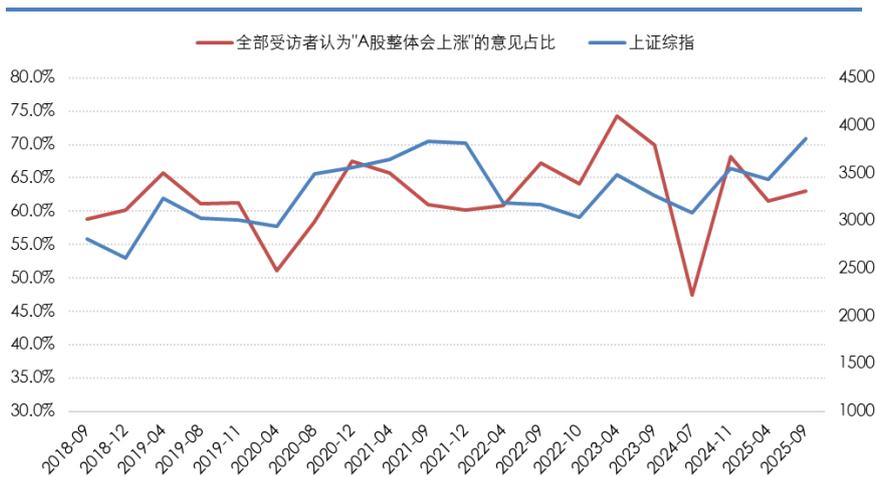
从 2018 年至今，愿意投资黄金和债券等避险资产的人数越来越多，本期略有下调，这可能与投资者希望增大对股市的投资有关。本期，愿意投资黄金的净增加人数占比约 12.6%(散户和金融分别约 11.5%和 14.2%)，比上期下降

3.7 个百分点(散户和金融分别下降 2.9 和 5 个百分点)。愿意投资债券的净增加人数占比约 13.9%(散户和金融分别约 13.3%和 14.8%)，比上期下降 3 个百分点(散户和金融分别下降 3.9 和 1.6 个百分点)。

愿意投资房地产的人数继续减少。本期，愿意投资房地产的净增加人数占比约-20.4%(散户和金融分别约-18%和-24%)，比上期下降 4.3 个百分点(散户和金融分别下降 3.3 和 5.7 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或其他单位的相关调查进行比较，两者趋势基本吻合。

调查结果与现实的 A 股估值、房价对比

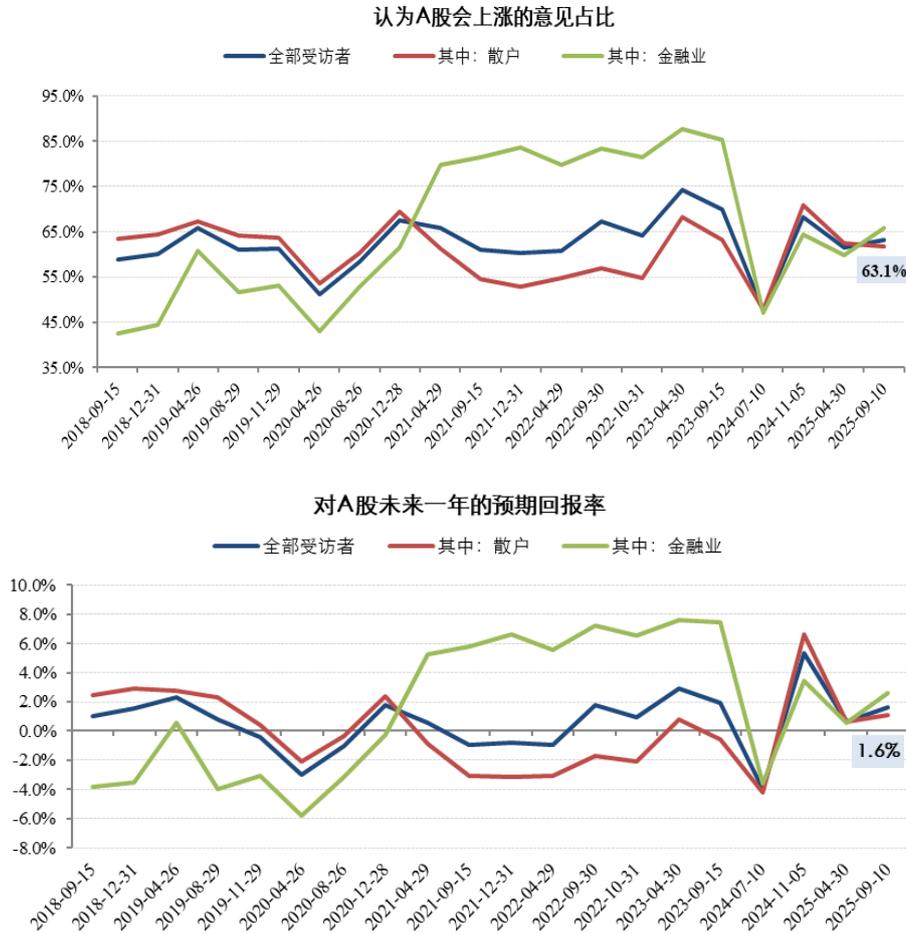


说明：剔除了2023年12月份的调查

①数据来源：长江商学院投资研究中心

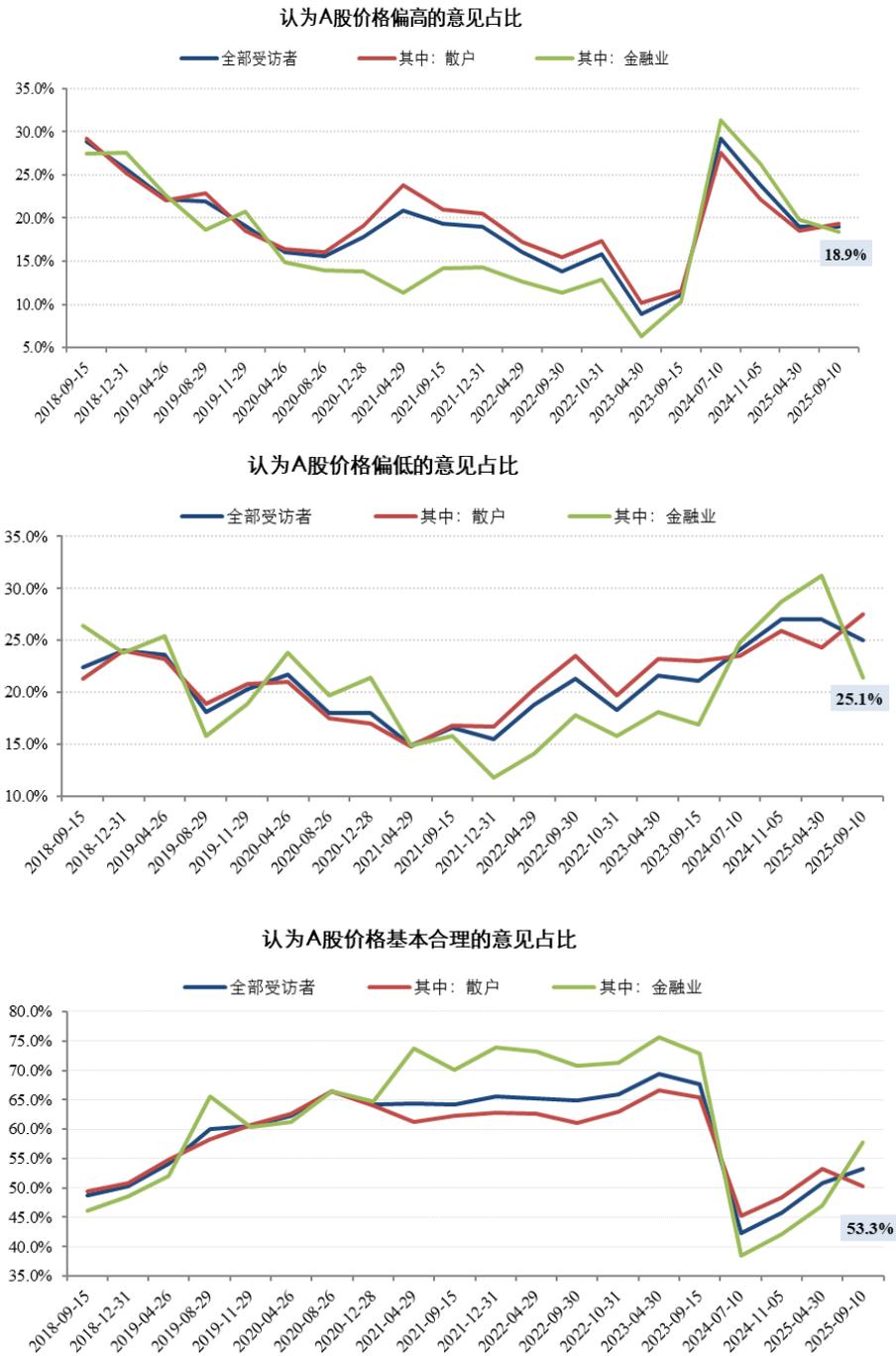
1.1 对股票价格的预期

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？



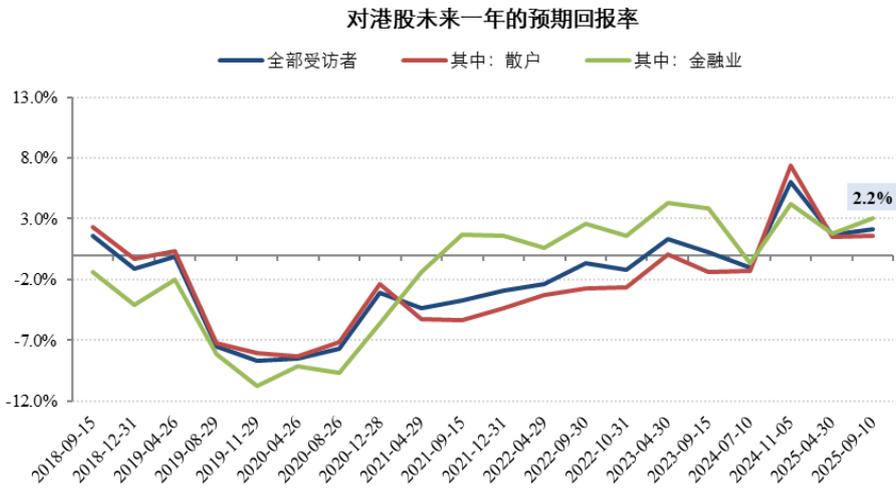
说明：①图中数字是全部投资者意见占比；②预期回报率=Σ每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。③数据来源：长江商学院投资研究中心

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图中数字是全部投资者意见占比; ②数据来源: 长江商学院投资研究中心

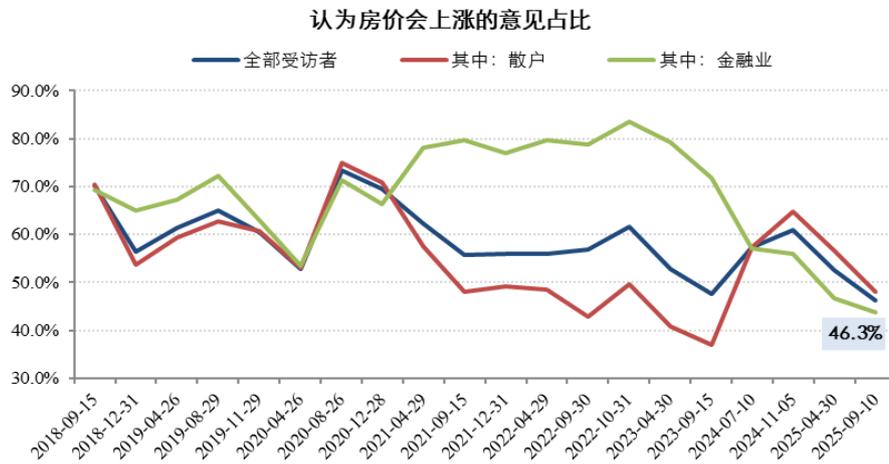
问题 3：在将来的 12 个月，您认为港股市（比如恒生指数）会怎样变化？



①图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

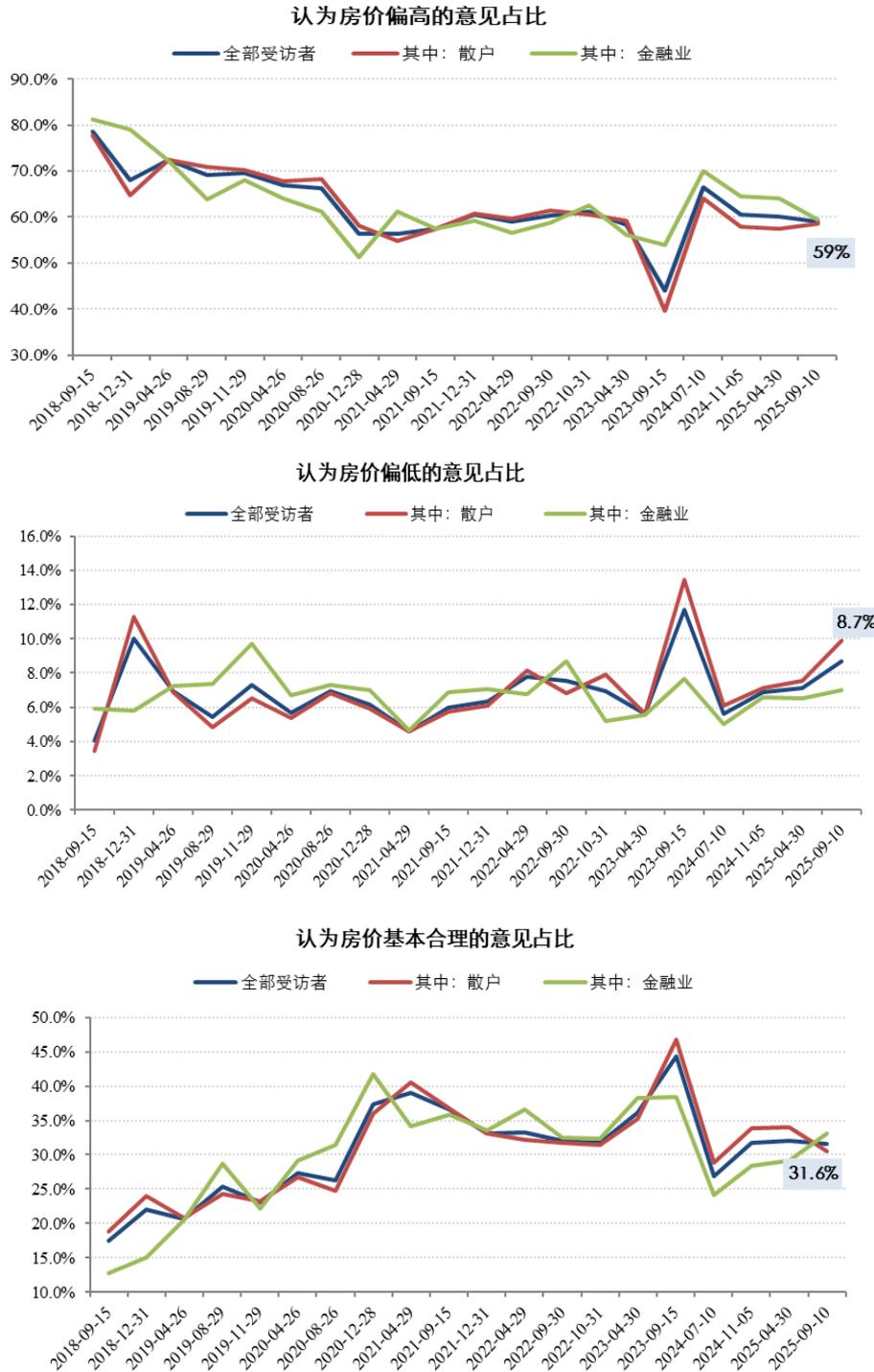
1.2 对房地产价格的想法

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图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

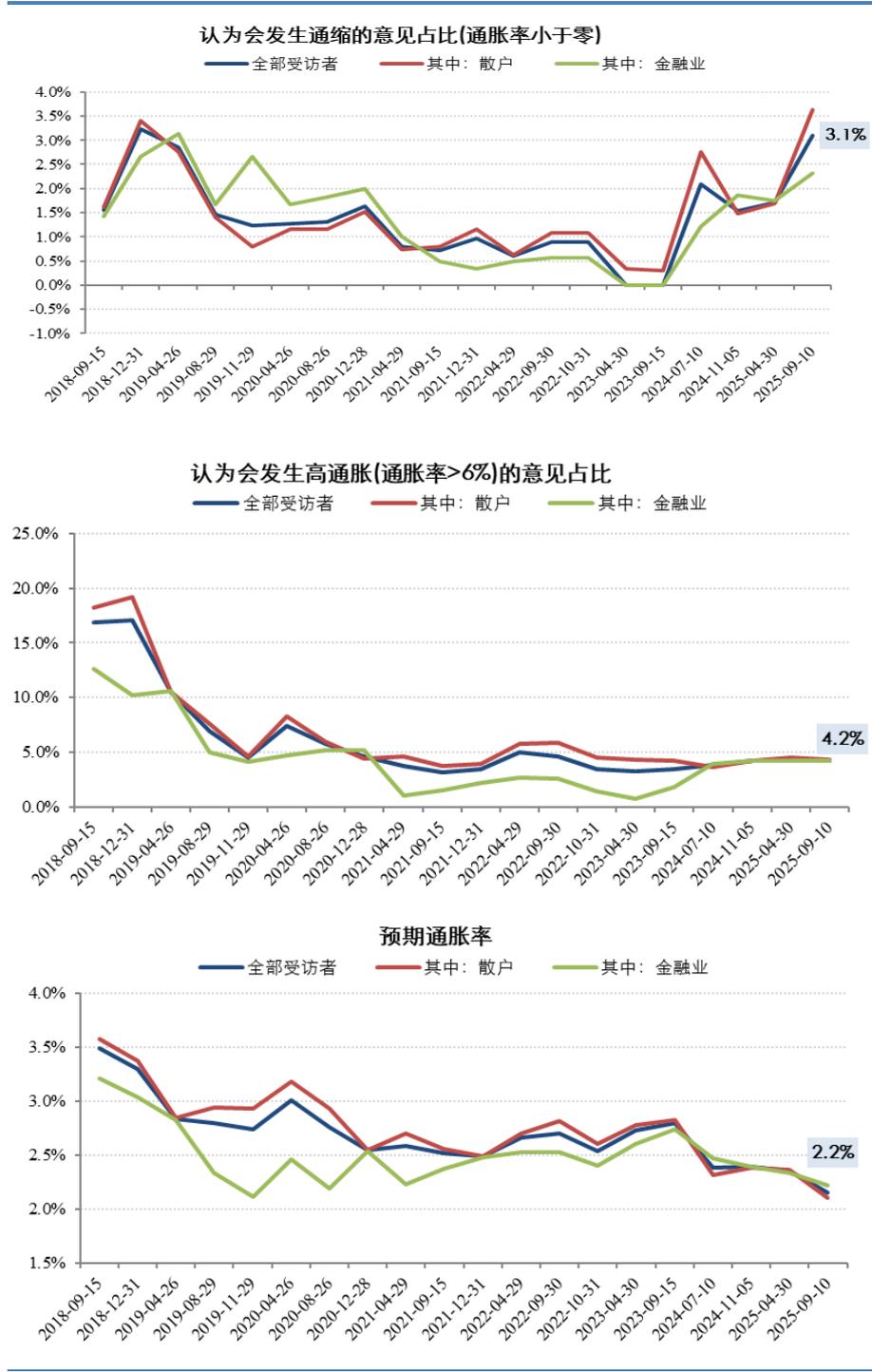
问题 5: 如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较, 您认为目前这些城市的房价是:



①图中数字是全部投资者意见占比; ②数据来源: 长江商学院投资研究中心

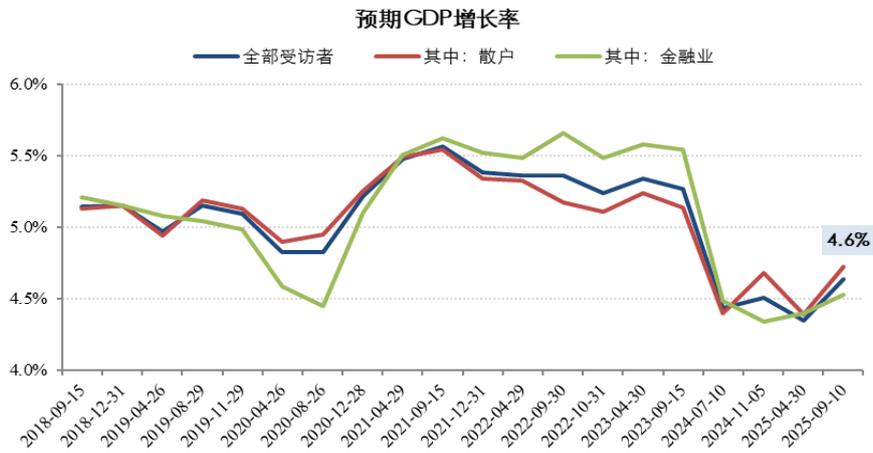
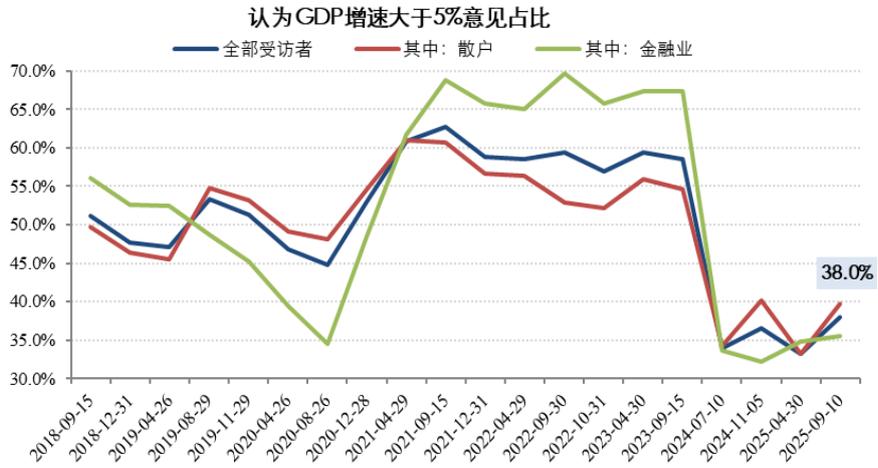
1.3 对经济基本面的看法

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？



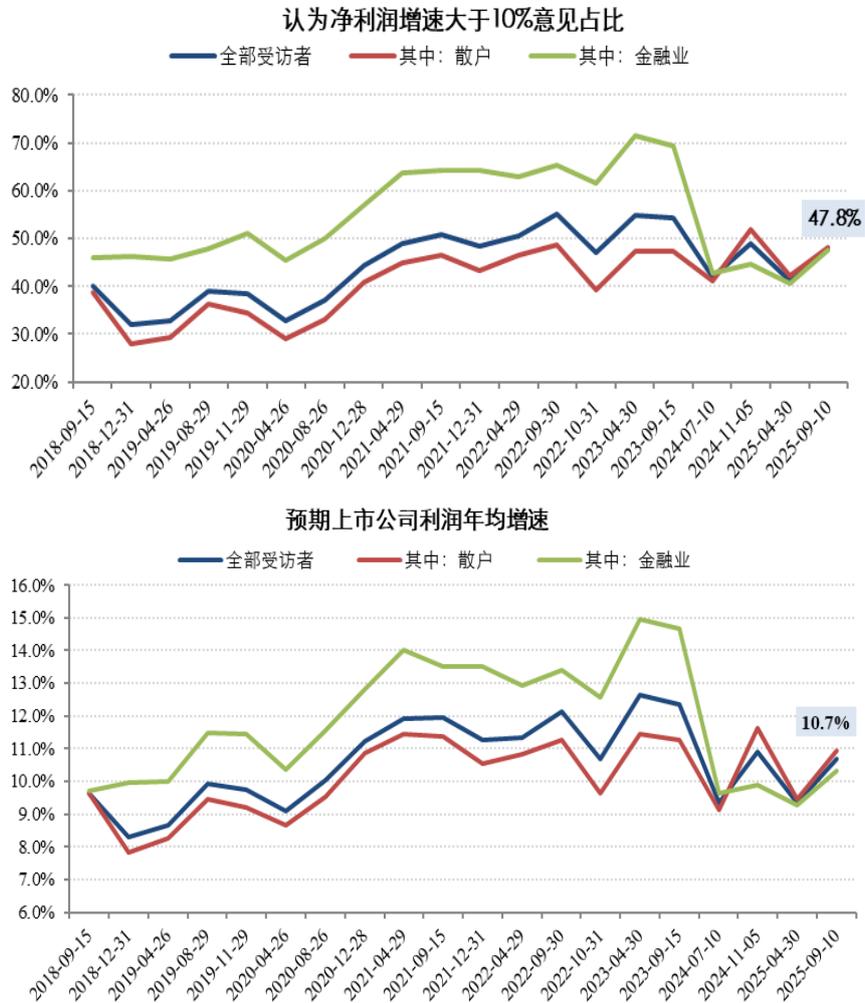
①图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

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图中数字是全部投资者意见占比；②图中数字是全部投资者意见占比；②
数据来源：长江商学院投资研究中心

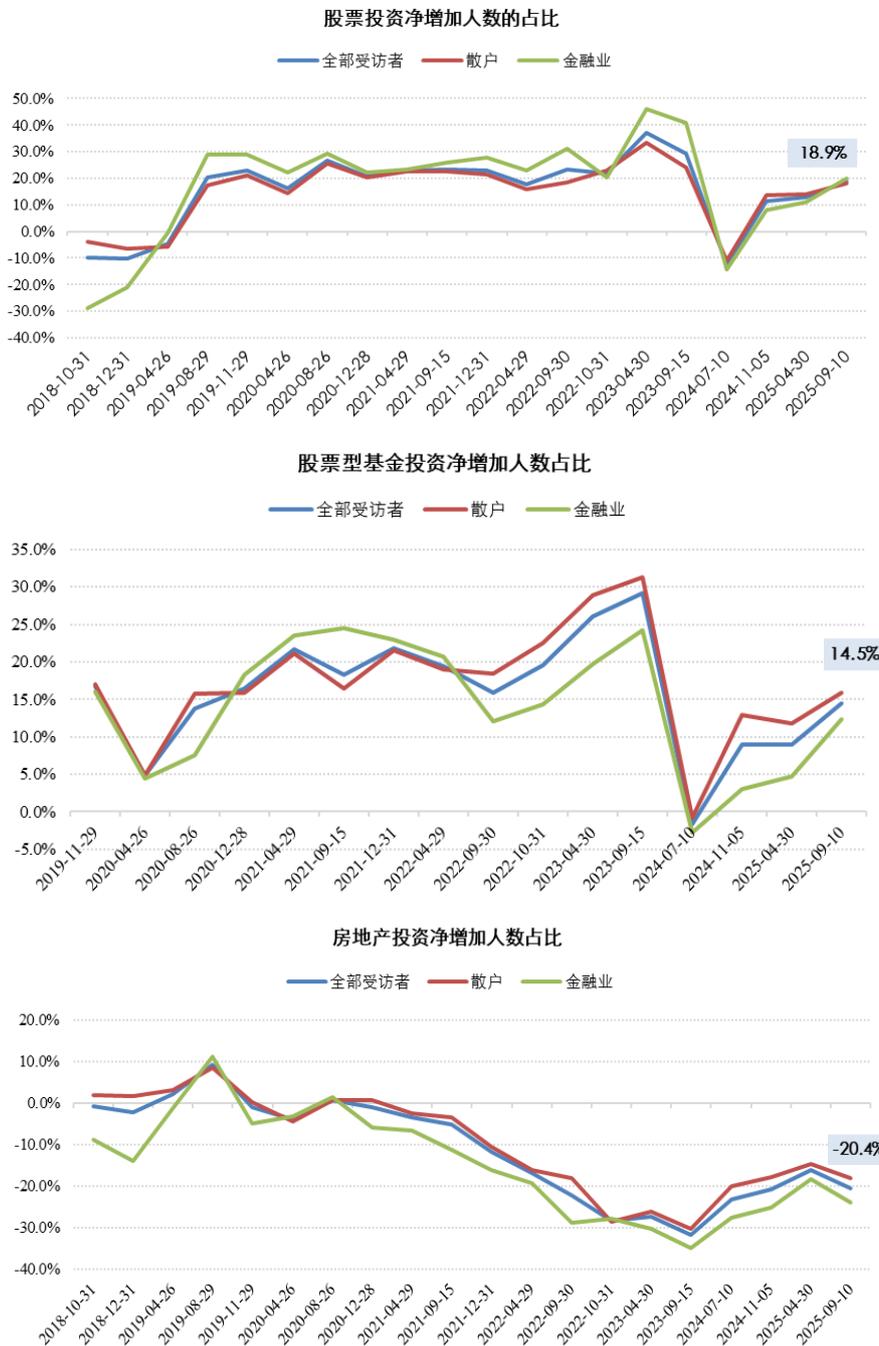
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



①图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

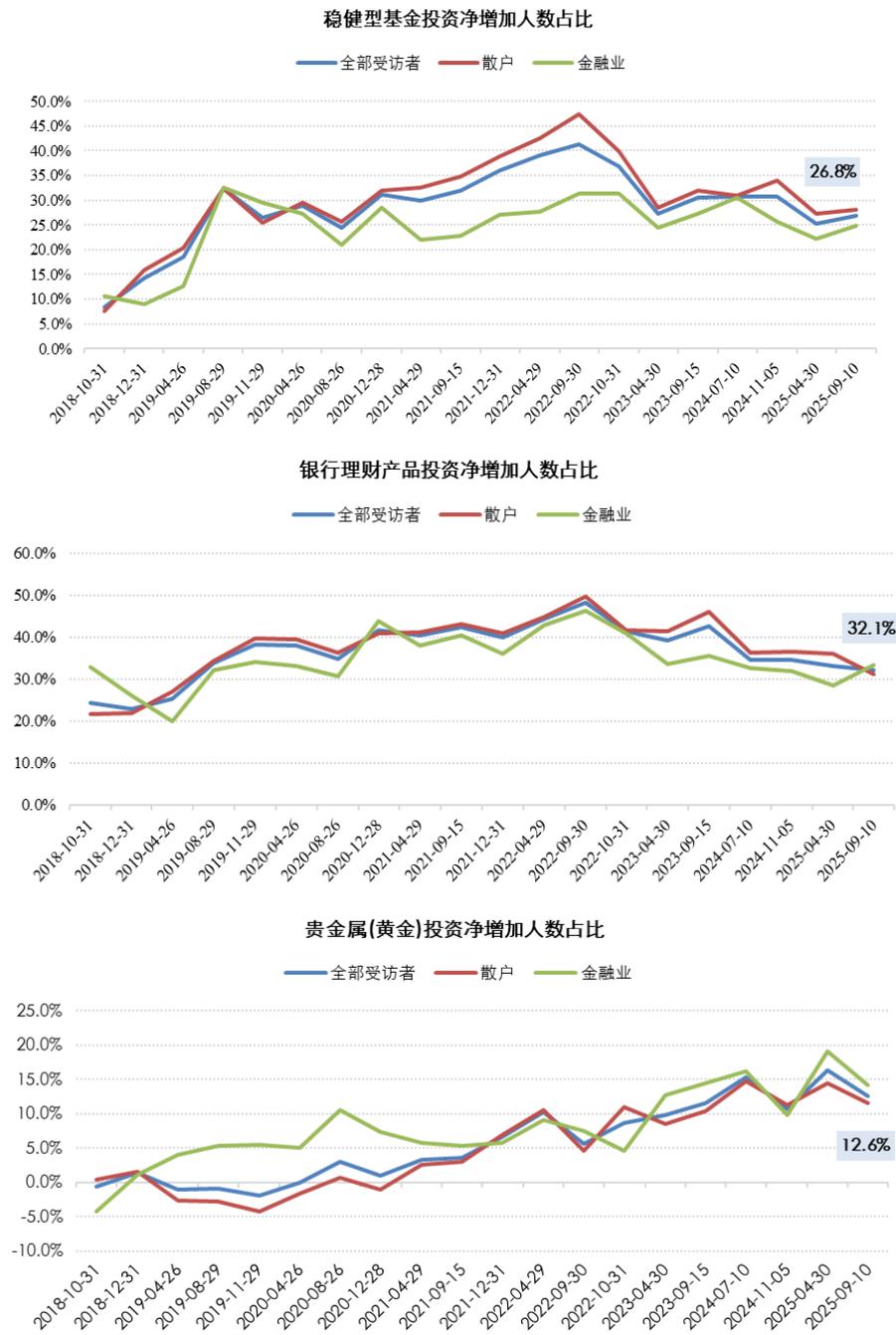
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



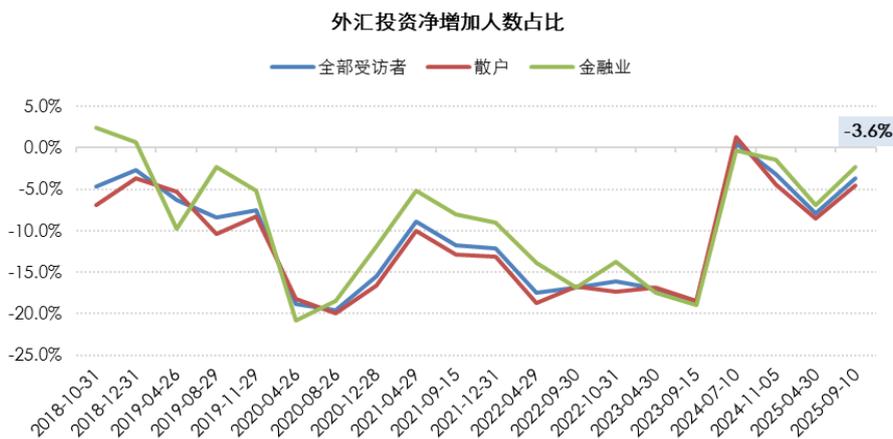
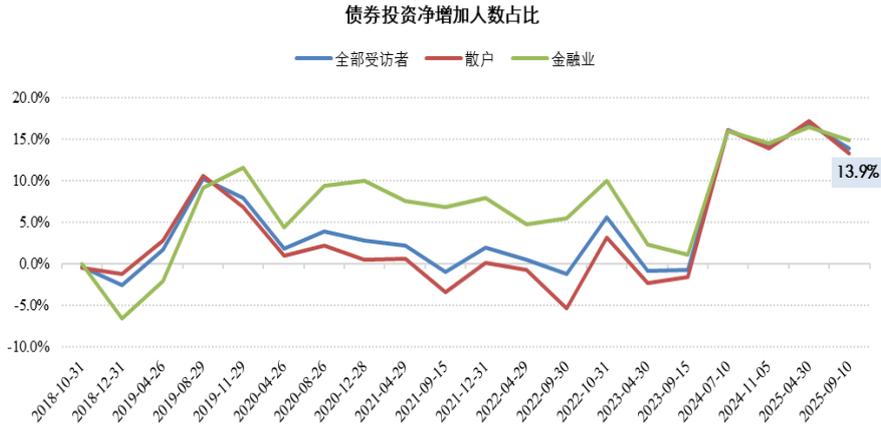
①图中数字是全部投资者意见占比；②从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。③数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



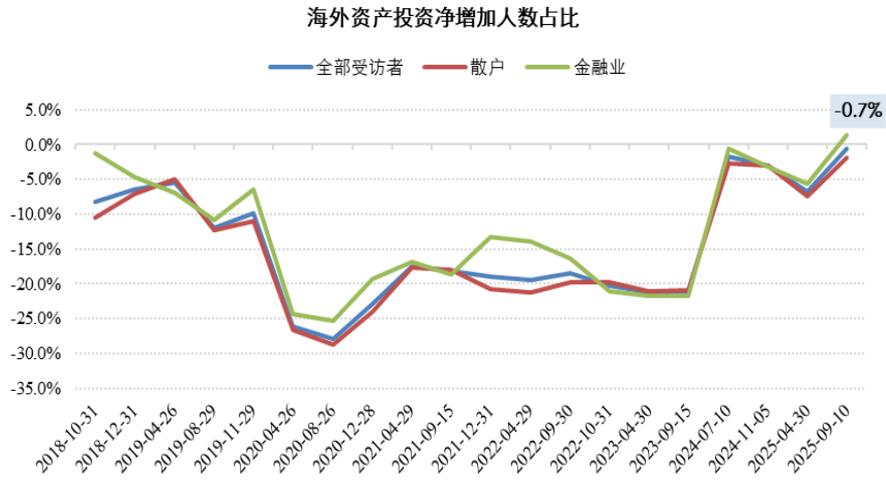
①图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

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图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

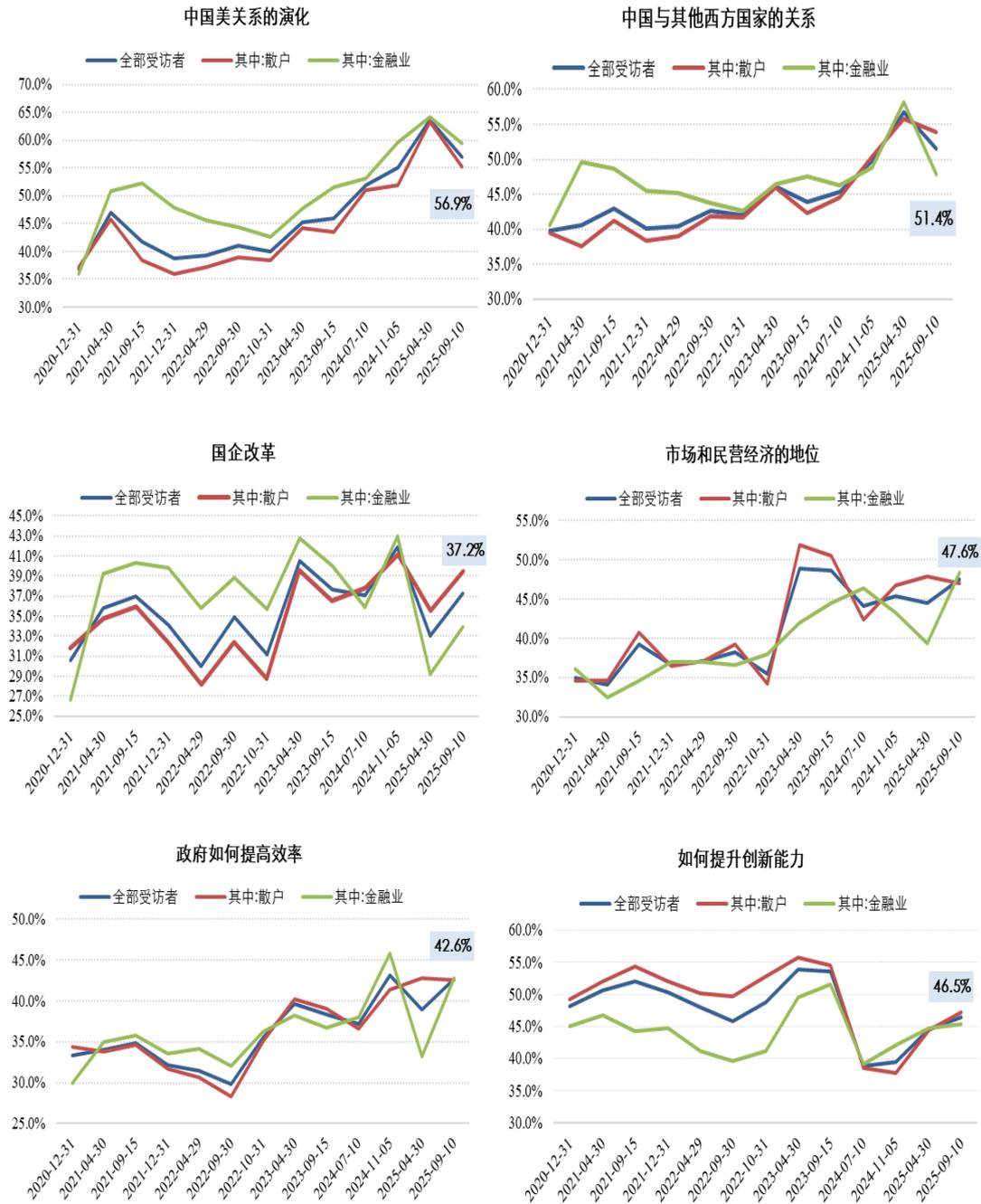
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



①图中数字是全部投资者意见占比；②数据来源：长江商学院投资研究中心

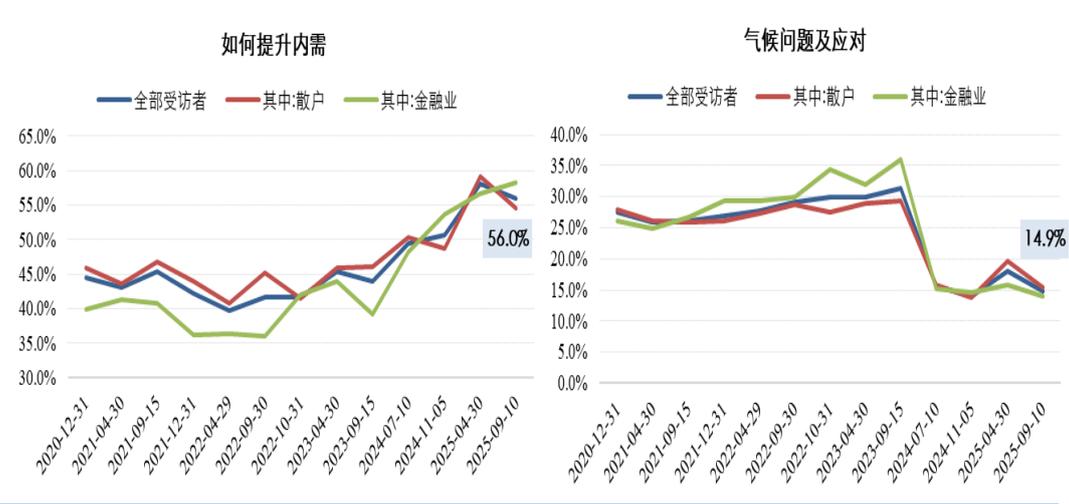
1.5 对投资影响最大的议题

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图中数字是全部投资者意见占比; ②数据来源: 长江商学院投资研究中心

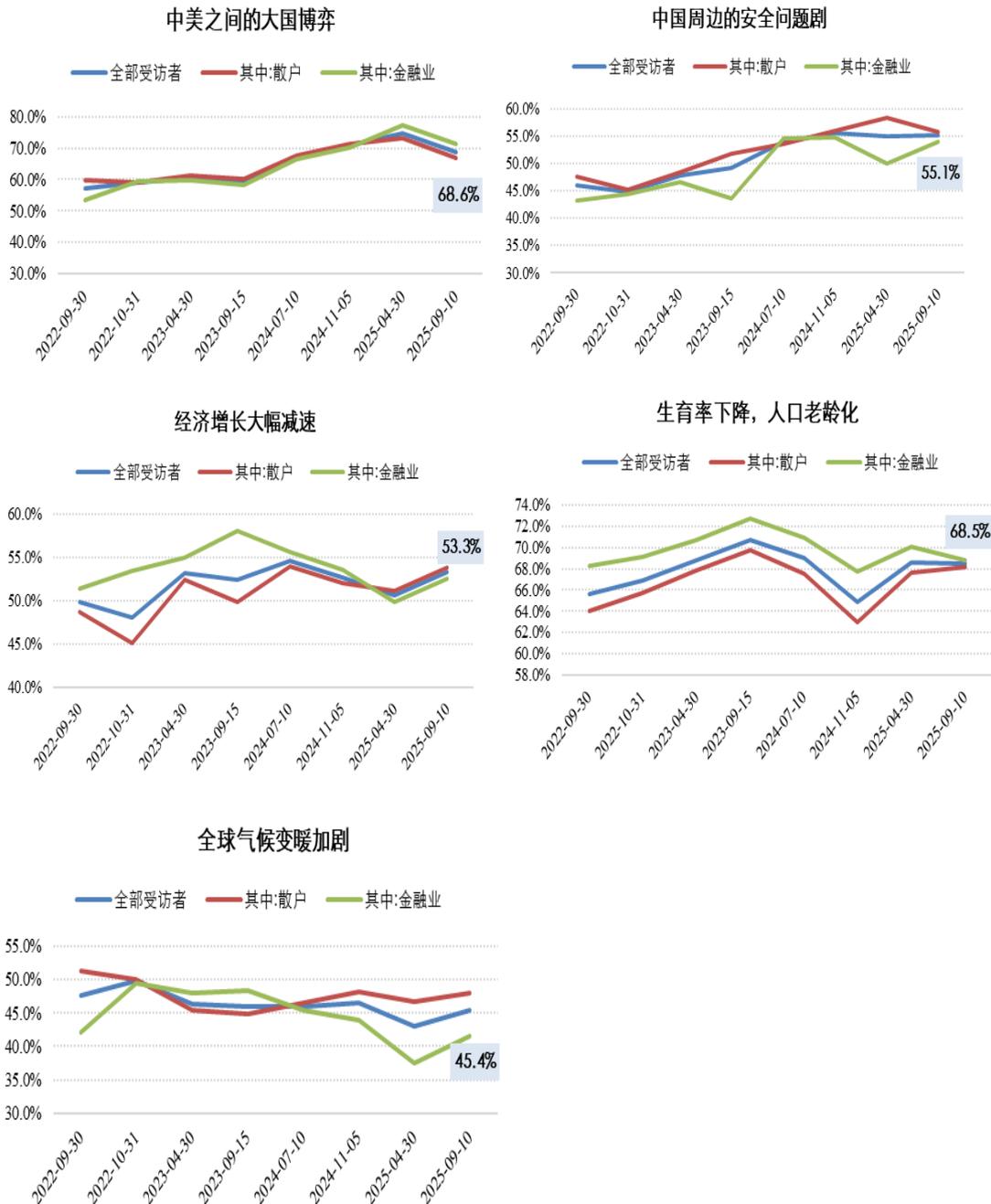
问题 10：在今后的 12 个月里，您认为对投资影响最大的议题是什么？（可多选，续）



①图中数字是全部投资者意见占比；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

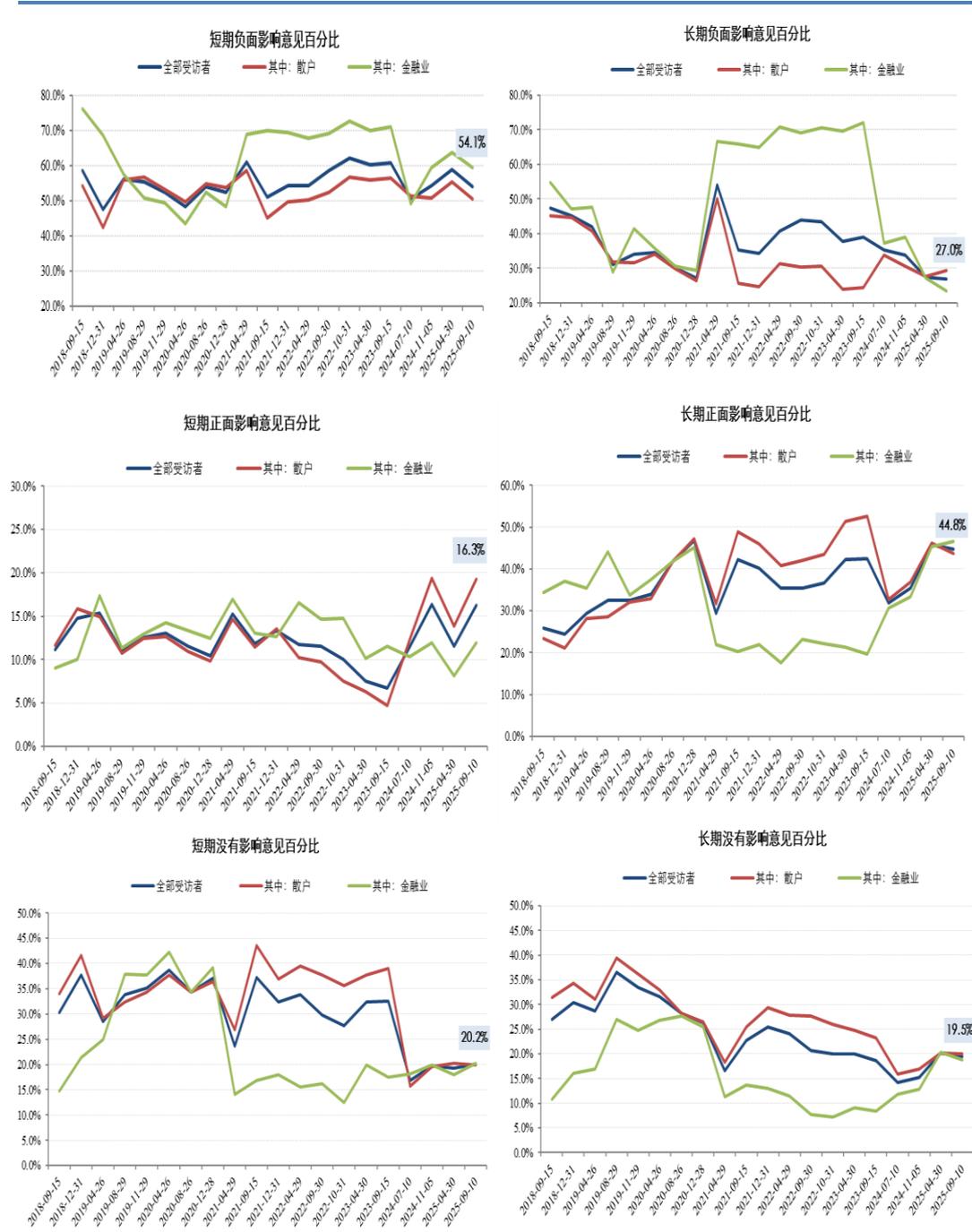
问题 11：将来 10 年，您认为中国面临的^①最大风险有哪些？（可多选）



①图中数字是全部投资者意见占比；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

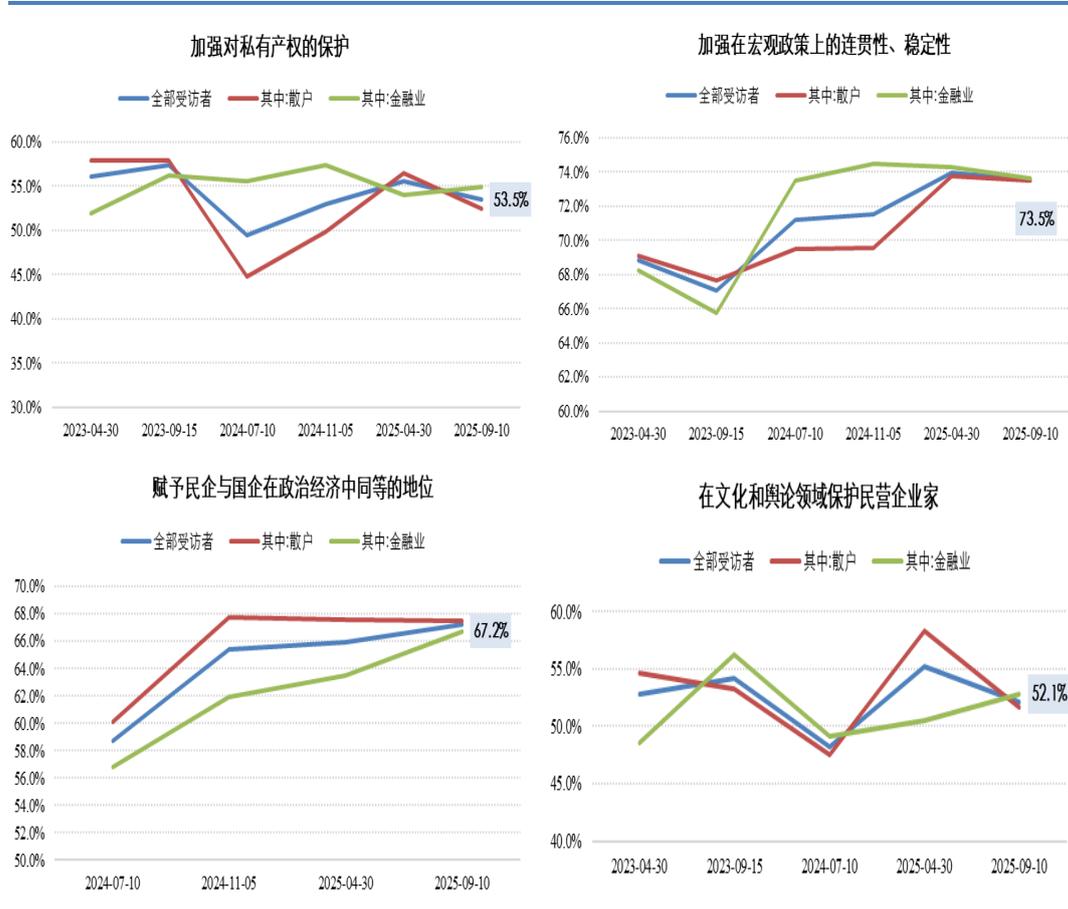
问题 12: 如果中国和欧美的贸易关系就此破裂, 对中国经济而言, 您赞同下列哪些观点(可多选)



①图中数字是全部投资者意见占比; 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

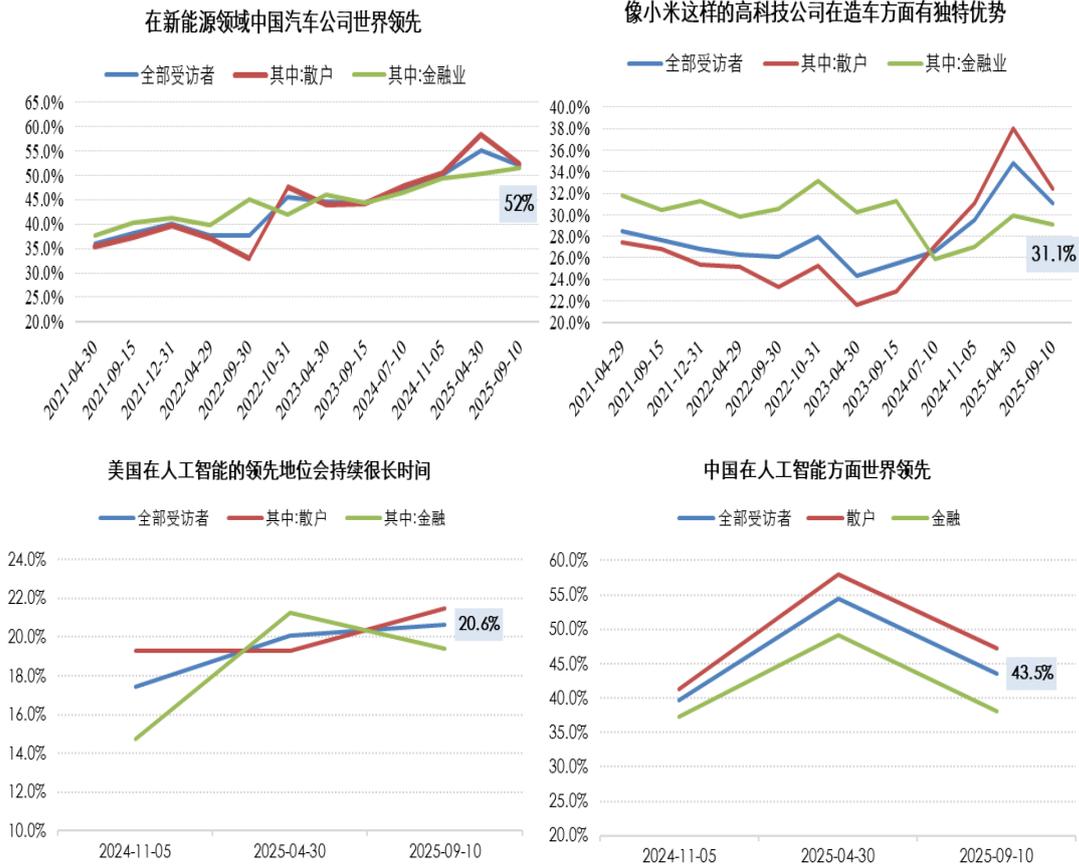
问题 13: 民营企业是中国经济的重要组成部分, 您认为应该如何提振民营企业信心? (可多选)



①图中数字是全部投资者意见占比; ②数据来源: 长江商学院投资研究中心

1.9 对重要科技的想法

问题 14: 对重要科技的想法



①图中数字是全部投资者意见占比；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 2025 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 | 2025年1至8月 | 其中:1至4月 | 其中:5至8月 | 最近1年 | 最近3年 | 最近5年 | 最近10年 | 2024年至2015年 | 2015年至2024年 |
|----------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| 全部A股 | 16.7% | -2.1% | 19.1% | 40.5% | 6.3% | 1.9% | 2.7% | 12.3% | -0.8% |
| 其中:国企 | 7.3% | -4.2% | 12.0% | 24.1% | 8.0% | 3.4% | 2.5% | 9.6% | 0.7% |
| 其中:民企 | 28.8% | 0.7% | 27.8% | 63.9% | 4.8% | 0.5% | 3.5% | 20.1% | -2.1% |
| 在香港上市内地股 | 32.9% | 8.4% | 22.6% | 52.6% | 21.7% | 9.4% | 8.1% | 11.8% | 5.4% |
| 在美国上市中国股 | 32.4% | 12.3% | 17.9% | 47.9% | 13.3% | -1.8% | 7.5% | | 4.4% |
| 上证综指 | 15.1% | -2.2% | 17.7% | 35.7% | 6.4% | 2.6% | 1.9% | 9.8% | -0.6% |
| 深证综合 | 24.8% | -2.1% | 27.6% | 58.2% | 5.2% | 1.3% | 3.2% | 19.8% | -1.8% |
| 沪深300 | 14.3% | -4.2% | 19.3% | 35.4% | 3.3% | -1.4% | 2.9% | 12.7% | 0.6% |
| 中小板 | 26.4% | -0.5% | 27.1% | 55.3% | 4.3% | 8.8% | 7.0% | | 3.1% |
| 创业板 | 35.0% | -9.0% | 48.4% | 82.9% | 4.0% | 1.2% | 3.8% | | -2.6% |
| 科创板50 | 35.6% | 2.4% | 32.5% | 93.2% | 9.2% | -1.2% | | | |
| 恒生指数 | 25.0% | 10.3% | 13.4% | 39.4% | 7.9% | -0.1% | 1.5% | 4.0% | -1.0% |
| 标普500 | 9.8% | -5.3% | 16.0% | 14.4% | 17.8% | 13.0% | 12.6% | 4.9% | 12.5% |
| 日经225 | 7.1% | -9.6% | 18.5% | 10.5% | 15.0% | 13.0% | 8.5% | 4.7% | 8.6% |
| 富时100 | 12.4% | 3.9% | 8.2% | 9.7% | 8.0% | 9.0% | 3.9% | 2.4% | 3.0% |
| 法兰克福DAX | 20.1% | 13.0% | 6.2% | 26.4% | 23.0% | 13.0% | 8.8% | 8.8% | 7.1% |
| 巴黎CAC40 | 4.4% | 2.9% | 1.4% | 1.0% | 7.9% | 9.3% | 5.2% | 1.8% | 5.3% |
| 韩国综指 | 32.8% | 6.5% | 24.6% | 19.1% | 8.8% | 6.5% | 5.1% | 7.4% | 2.3% |
| 新加坡海峡指数 | 12.7% | 1.2% | 11.4% | 24.0% | 9.8% | 11.0% | 3.9% | 3.4% | 3.1% |
| 意大利MIMS | 23.1% | 9.7% | 12.3% | 22.4% | 23.9% | 15.9% | 6.6% | -2.6% | 5.1% |

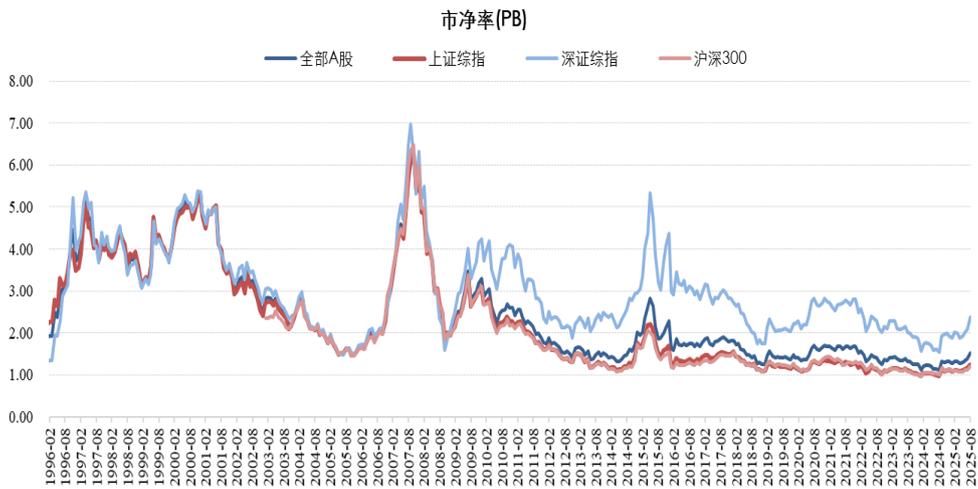
说明：①股票回报率均是名义回报率，这些股指都不包含红利再投资收益。中国内地股综合股指包括 A 股、港股内地股和美国中概股。②数据来源：中国内地股综合股指由长江商学院投资研究中心编制，其他股指来自 Wind。

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)

| | A股 | | | | 香港内地股 | | | | A股 | | | | 香港内地股 | | | |
|------------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|--------|-----------|------|------|-----------|
| | 最近1年 | 最近3年 | 2025年1至8月 | 最近1年 | 最近3年 | 2025年1至8月 | 最近1年 | 最近3年 | 2025年1至8月 | 2024年 | 最近1年 | 最近3年 | 2025年1至8月 | 最近1年 | 最近3年 | 2025年1至8月 |
| 游戏 | 113.8% | 91.2% | 59.8% | 70.7% | 88.9% | 56.1% | 41.8% | 2.2% | 14.4% | 1.2% | 39.0% | 39.6% | 12.6% | | | |
| 半导体 | 109.5% | 61.7% | 35.6% | 219.4% | 178.0% | 94.1% | 41.7% | 4.7% | 12.5% | -2.4% | -9.9% | -27.2% | -5.8% | | | |
| 计算机及通信设备 | 109.1% | 106.7% | 51.4% | 83.5% | 135.4% | 46.3% | 39.9% | 34.1% | 7.4% | 5.5% | 149.9% | 105.8% | 83.4% | | | |
| 自动化设备 | 88.3% | 29.5% | 31.7% | | | | 39.2% | 2.1% | 17.5% | 0.8% | 103.3% | 37.0% | 52.2% | | | |
| 电子及电子元件 | 85.5% | 81.7% | 49.8% | 138.2% | 214.2% | 45.4% | 38.7% | -14.1% | 20.3% | -7.1% | 101.7% | -14.2% | 134.6% | | | |
| 电商 | 73.8% | -12.2% | 18.0% | 11.4% | -23.7% | -10.9% | 38.6% | -27.1% | 15.2% | -4.9% | 62.3% | -5.1% | 38.8% | | | |
| 电池 | 68.9% | -21.9% | 22.9% | 66.1% | 63.3% | 3.9% | 37.2% | -6.7% | 13.0% | -4.3% | 149.2% | -30.4% | 89.0% | | | |
| 工业金属 | 66.8% | 61.8% | 53.1% | 86.6% | 235.5% | 99.0% | 34.8% | 53.4% | 10.4% | 35.2% | 62.5% | 106.5% | 31.6% | | | |
| 通用专用设备 | 64.3% | 34.3% | 29.9% | 48.2% | 102.4% | 32.8% | 32.8% | 72.2% | 43.2% | 5.8% | 103.3% | 211.9% | 132.3% | | | |
| 国防军工 | 59.5% | 26.5% | 30.2% | 31.1% | 99.0% | 29.0% | 31.5% | -3.4% | 9.2% | 3.6% | 35.6% | 28.2% | 17.3% | | | |
| 能源金属 | 59.2% | -52.1% | 27.6% | 93.8% | -34.4% | 63.0% | 30.9% | -15.1% | 2.2% | 6.0% | 64.2% | 9.4% | 38.2% | | | |
| 影视院线 | 55.4% | 26.8% | 23.2% | 106.4% | 54.1% | 63.2% | 29.3% | -24.0% | 3.1% | -0.6% | 36.4% | -21.3% | 21.1% | | | |
| 商贸零售 | 54.4% | -10.2% | 7.6% | 24.1% | -14.3% | 17.1% | 28.4% | -10.6% | 6.6% | 1.6% | 32.7% | -64.8% | 17.8% | | | |
| 教育 | 54.3% | 13.4% | 8.4% | 18.6% | 90.4% | 28.5% | 27.4% | 21.4% | 6.5% | 21.2% | 39.5% | 51.9% | 10.2% | | | |
| 文娱用品/日常消费品 | 53.6% | -5.6% | 11.0% | 254.3% | 827.7% | 91.0% | 27.0% | 2.0% | 3.3% | -2.3% | 42.5% | 40.6% | 31.1% | | | |
| 医疗服务 | 53.5% | -20.5% | 26.1% | 93.7% | 25.5% | 50.0% | 25.7% | -8.9% | 10.1% | 1.1% | -5.7% | -5.9% | 1.7% | | | |
| 综合 | 53.0% | -4.9% | 13.1% | 51.0% | 71.2% | 25.2% | 23.5% | -12.6% | 12.9% | -15.9% | 93.4% | 46.5% | 81.7% | | | |
| 汽车及零部件 | 51.1% | 24.3% | 19.4% | 67.5% | 81.3% | 37.6% | 6.8% | 2.7% | -5.3% | 20.4% | 38.3% | 51.5% | 17.2% | | | |
| 专业服务 | 50.5% | -2.8% | 22.1% | 63.2% | 21.5% | 40.6% | 6.0% | -27.3% | -2.7% | -12.0% | 22.3% | -31.0% | 9.6% | | | |
| 软件和通信服务 | 47.1% | 66.2% | 13.3% | 45.4% | 119.2% | 34.8% | 0.7% | 1.7% | -0.9% | 11.1% | 7.8% | 25.4% | 7.4% | | | |
| 化工 | 46.0% | -6.4% | 25.1% | 60.0% | 62.6% | 39.5% | -5.3% | 33.8% | -6.3% | 23.4% | 3.5% | 131.2% | 13.6% | | | |
| 制药 | 43.6% | 23.1% | 30.9% | 81.1% | 53.1% | 74.5% | -6.9% | -7.7% | -10.5% | 13.0% | 9.1% | 64.2% | 9.8% | | | |
| 美容护理 | 42.6% | -25.5% | 20.6% | 70.3% | 99.5% | 50.9% | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | 环保 | 2.2% | 14.4% | 1.2% | 39.0% | 39.6% | 12.6% | | | |
| | | | | | | | 包装印刷造纸 | 4.7% | 12.5% | -2.4% | -9.9% | -27.2% | -5.8% | | | |
| | | | | | | | 数字媒体和出版 | 34.1% | 7.4% | 5.5% | 149.9% | 105.8% | 83.4% | | | |
| | | | | | | | 钢铁 | 2.1% | 17.5% | 0.8% | 103.3% | 37.0% | 52.2% | | | |
| | | | | | | | 农林牧渔 | -14.1% | 20.3% | -7.1% | 101.7% | -14.2% | 134.6% | | | |
| | | | | | | | 电力设备 | -27.1% | 15.2% | -4.9% | 62.3% | -5.1% | 38.8% | | | |
| | | | | | | | 家具装饰用品 | -6.7% | 13.0% | -4.3% | 149.2% | -30.4% | 89.0% | | | |
| | | | | | | | 金融 | 53.4% | 10.4% | 35.2% | 62.5% | 106.5% | 31.6% | | | |
| | | | | | | | 贵金属 | 72.2% | 43.2% | 5.8% | 103.3% | 211.9% | 132.3% | | | |
| | | | | | | | 建筑及建筑材料 | -3.4% | 9.2% | 3.6% | 35.6% | 28.2% | 17.3% | | | |
| | | | | | | | 食品饮料(不含酒) | -15.1% | 2.2% | 6.0% | 64.2% | 9.4% | 38.2% | | | |
| | | | | | | | 房地产 | -24.0% | 3.1% | -0.6% | 36.4% | -21.3% | 21.1% | | | |
| | | | | | | | 旅游住宿餐饮 | -10.6% | 6.6% | 1.6% | 32.7% | -64.8% | 17.8% | | | |
| | | | | | | | 家用电器 | 21.4% | 6.5% | 21.2% | 39.5% | 51.9% | 10.2% | | | |
| | | | | | | | 纺织服装服饰 | 2.0% | 3.3% | -2.3% | 42.5% | 40.6% | 31.1% | | | |
| | | | | | | | 物流 | -8.9% | 10.1% | 1.1% | -5.7% | -5.9% | 1.7% | | | |
| | | | | | | | 医疗器械 | -12.6% | 12.9% | -15.9% | 93.4% | 46.5% | 81.7% | | | |
| | | | | | | | 交通运输/海陆空 | 2.7% | -5.3% | 20.4% | 38.3% | 51.5% | 17.2% | | | |
| | | | | | | | 酒类 | -27.3% | -2.7% | -12.0% | 22.3% | -31.0% | 9.6% | | | |
| | | | | | | | 公用事业 | 1.7% | -0.9% | 11.1% | 7.8% | 25.4% | 7.4% | | | |
| | | | | | | | 石油石化 | 33.8% | -6.3% | 23.4% | 3.5% | 131.2% | 13.6% | | | |
| | | | | | | | 煤炭 | -7.7% | -10.5% | 13.0% | 9.1% | 64.2% | 9.8% | | | |

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。

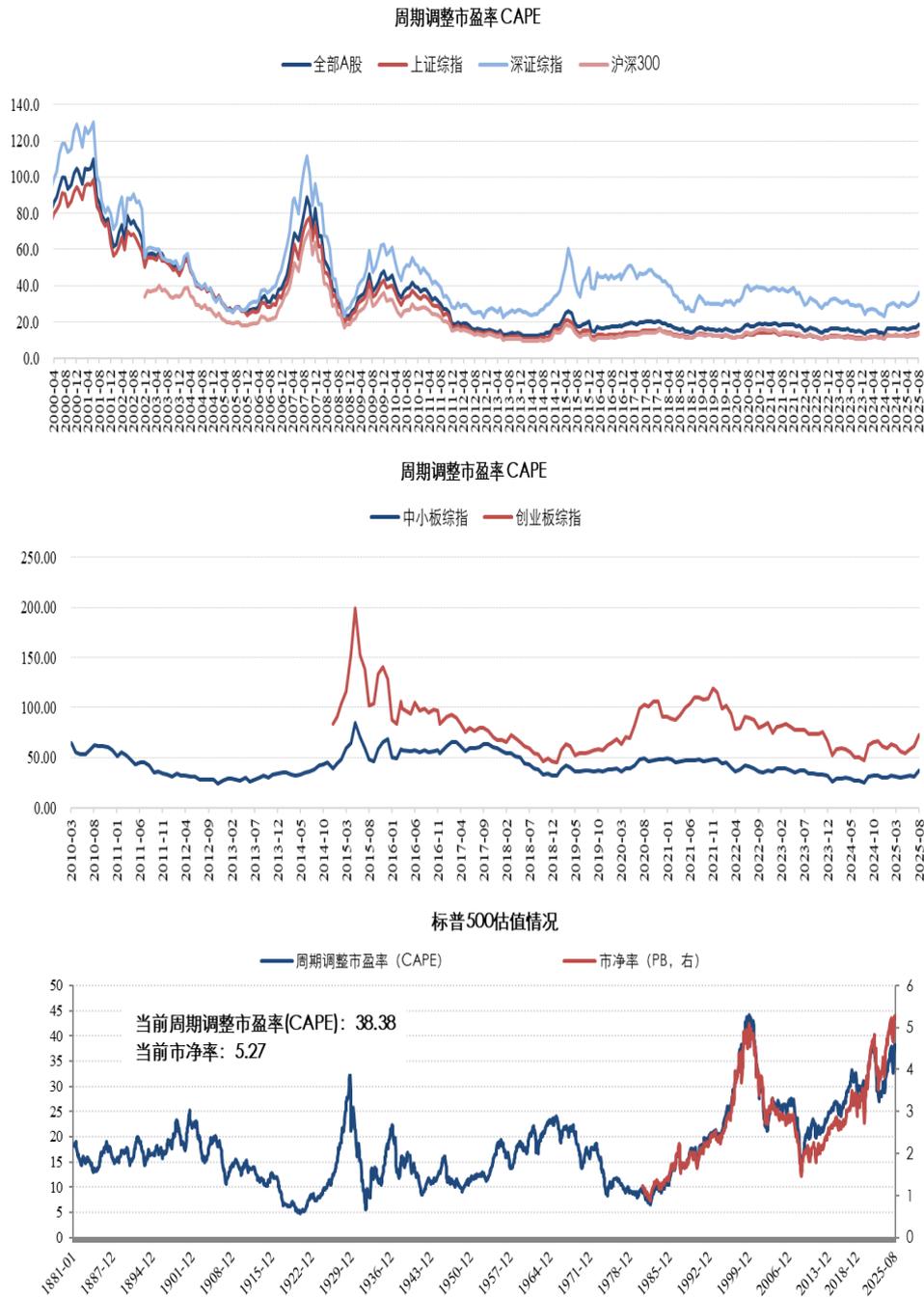
图 3：1995 年至 2025 年 8 月中国 A 股及美国重要股指估值



| | 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 | 1.12 | 6.30 | 1.52 | 12.06 | 109.99 | 18.52 |
| 上证综指 | 0.97 | 6.22 | 1.25 | 10.31 | 98.28 | 14.21 |
| 深证综指 | 1.30 | 6.97 | 2.38 | 22.59 | 129.98 | 36.11 |
| 沪深300 | 0.97 | 6.47 | 1.22 | 9.23 | 70.70 | 13.54 |
| 中小板综指 | 1.66 | 7.72 | 2.44 | 23.96 | 84.10 | 36.91 |
| 创业板综指 | 2.23 | 10.48 | 4.11 | 44.92 | 199.22 | 72.20 |
| 科创板 | 2.44 | 7.85 | 4.87 | | | |

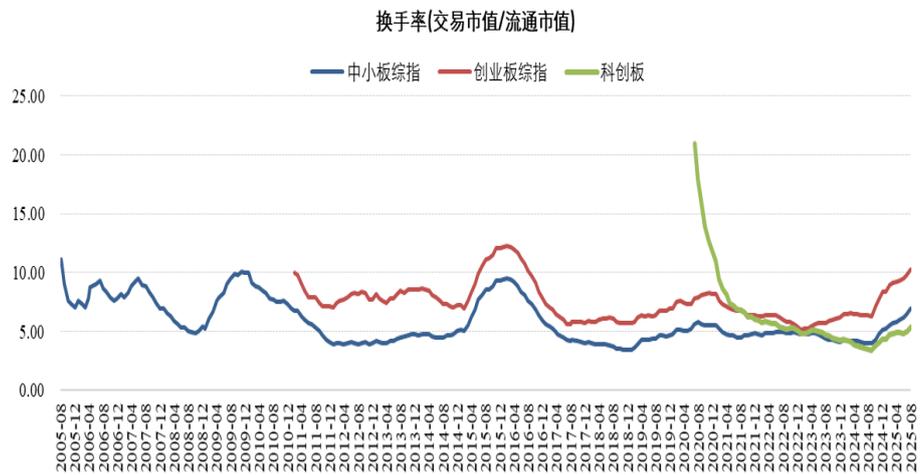
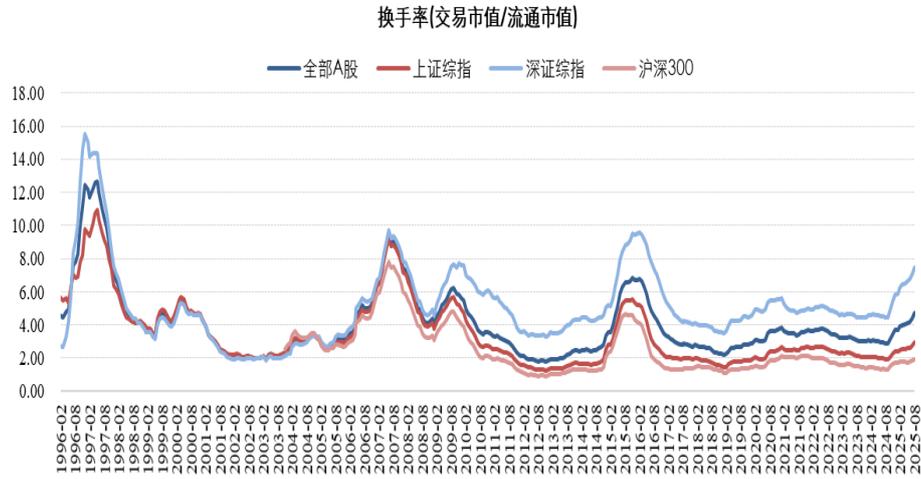
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 3：1995 年至 2025 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 2025 年 8 月 A 股重要股指换手率情况



| 换手率(交易市值/流通市值) | | | |
|----------------|------|-------|-------|
| | 最低值 | 最高值 | 当前值 |
| 全部A股 | 1.77 | 12.65 | 4.71 |
| 上证综指 | 1.25 | 12.42 | 2.98 |
| 深证综指 | 1.89 | 15.56 | 7.50 |
| 沪深300 | 0.92 | 7.82 | 1.96 |
| 中小板综指 | 3.46 | 11.16 | 6.94 |
| 创业板综指 | 5.17 | 12.25 | 10.27 |
| 科创板 | 3.41 | 20.96 | 5.38 |

数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

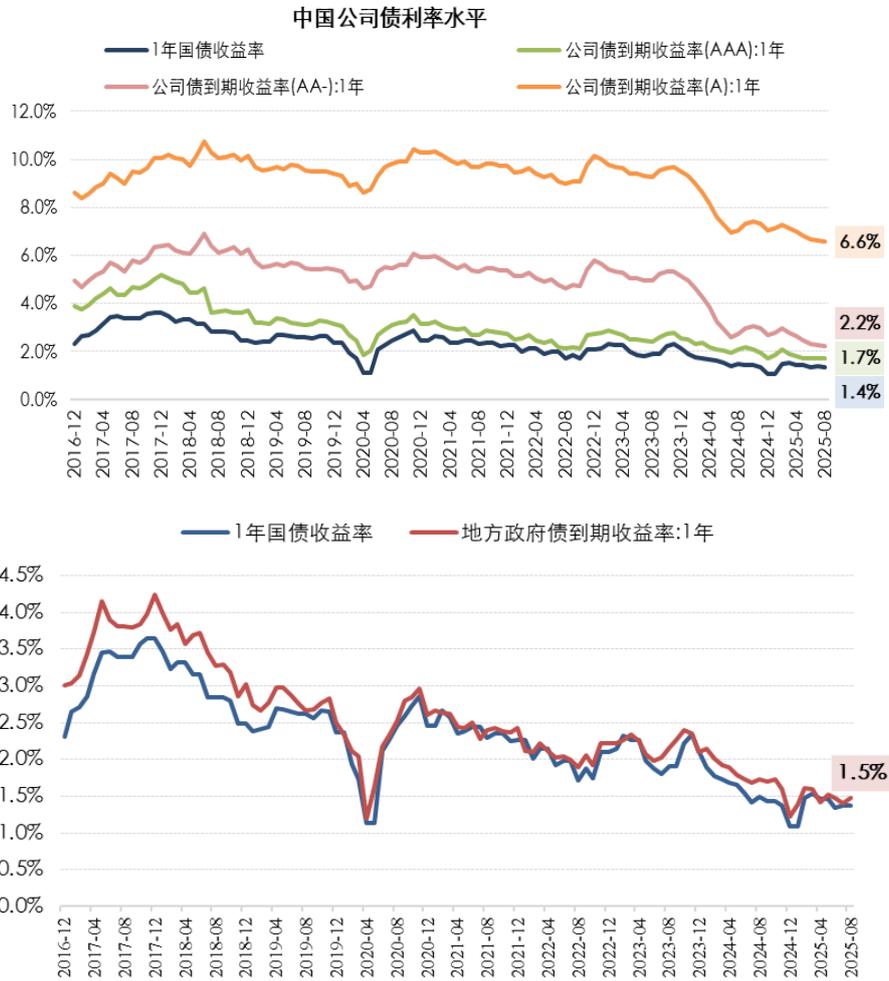
2.2 债券价格水平

图 5：截至 2025 年 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 2025 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 7：2025 年 8 月大宗商品价格变动及水平

| | 最近1年 | 最近3年 | 最近5年 | 最近10年 | 2025年1至8月 | 其中:1至3月 | 其中:4至6月 | 其中:7至8月 | 2004年至2013年 | 2013年至2024年 |
|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 能源类 | -14.2% | -19.8% | 10.2% | 3.9% | -8.7% | -1.5% | -3.0% | -4.4% | 10.2% | -3.0% |
| 其中:原油 | -14.6% | -11.4% | 9.0% | 3.9% | -7.7% | -2.2% | -2.2% | -3.5% | 11.7% | -3.4% |
| 其中:澳大利亚煤 | -23.1% | -34.9% | 17.5% | 6.6% | -13.6% | -19.9% | 4.9% | 2.9% | 5.5% | 4.0% |
| 其中:南非煤 | -12.2% | -33.6% | 10.2% | 5.4% | -11.5% | -7.1% | -4.3% | -0.5% | 5.1% | 2.0% |
| 其中:美国天然气 | 46.2% | -30.8% | 4.8% | 0.5% | -3.7% | 36.6% | -26.8% | -3.7% | -4.8% | -3.0% |
| 其中:欧洲天然气 | -9.9% | -45.8% | 31.3% | 5.8% | -19.5% | -4.5% | -6.6% | -9.9% | 9.7% | 1.7% |
| 其中:日本天然气 | -11.3% | -16.3% | 13.3% | 1.9% | -6.5% | 0.5% | -4.2% | -2.9% | 12.7% | -2.3% |
| 食品类 | -3.9% | -7.8% | 3.2% | 2.4% | -7.1% | -3.7% | -3.6% | 0.1% | 6.9% | 0.5% |
| 其中:谷物 | -11.6% | -12.1% | 0.6% | 1.4% | -14.3% | -4.5% | -4.4% | -6.1% | 7.2% | 0.1% |
| 农业原材料类 | 0.5% | 1.9% | 1.0% | -0.1% | -1.9% | -3.5% | 5.9% | -4.0% | 5.6% | -1.2% |
| 其中:原木 | 3.0% | 2.4% | -1.1% | -1.5% | 5.9% | 2.3% | 4.6% | -1.1% | 4.4% | -2.6% |
| 其中:棉花/橡胶/烟草等 | -2.2% | 1.4% | 3.8% | 1.7% | -9.4% | -9.1% | 7.3% | -7.1% | 7.5% | 0.4% |
| 化肥类 | 30.2% | -9.4% | 15.5% | 4.7% | 30.7% | 7.3% | 11.4% | 9.3% | 7.2% | 1.5% |
| 其中:磷矿 | 0.0% | -21.9% | 14.7% | 2.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.2% | 4.2% |
| 尿素 | 48.2% | -5.0% | 15.3% | 6.3% | 44.2% | 12.1% | 6.6% | 20.7% | 5.7% | 1.3% |
| 其中:氯化钾 | 21.3% | -14.1% | 12.0% | 1.7% | 21.9% | 15.0% | 8.0% | -1.8% | 11.2% | -2.7% |
| 基础金属类 | 6.3% | 1.9% | 5.7% | 5.8% | 3.8% | 5.6% | -2.8% | 1.2% | 6.0% | 1.6% |
| 其中:铝 | 10.8% | 2.2% | 8.4% | 5.3% | 2.2% | 4.6% | -5.0% | 2.8% | -0.7% | 3.5% |
| 其中:铁矿石 | -0.2% | -2.9% | -3.8% | 5.9% | -2.4% | -2.1% | -7.8% | 8.0% | 15.2% | -2.5% |
| 其中:铜 | 7.8% | 6.6% | 8.3% | 6.5% | 8.4% | 9.2% | 1.0% | -1.7% | 9.7% | 1.9% |
| 其中:镍 | -8.2% | -12.2% | 0.6% | 3.7% | -3.2% | 4.0% | -6.6% | -0.4% | 0.1% | 0.9% |
| 贵金属 | 36.0% | 24.0% | 10.6% | 11.2% | 26.9% | 11.9% | 12.0% | 1.3% | 11.7% | 6.6% |
| 其中:黄金 | 36.3% | 24.0% | 11.3% | 11.7% | 27.2% | 12.7% | 12.4% | 0.5% | 12.0% | 7.3% |
| 美国CPI通胀 | 2.6% | 3.0% | 4.5% | 3.1% | 2.6% | 1.3% | 0.8% | 0.5% | 2.3% | 2.8% |

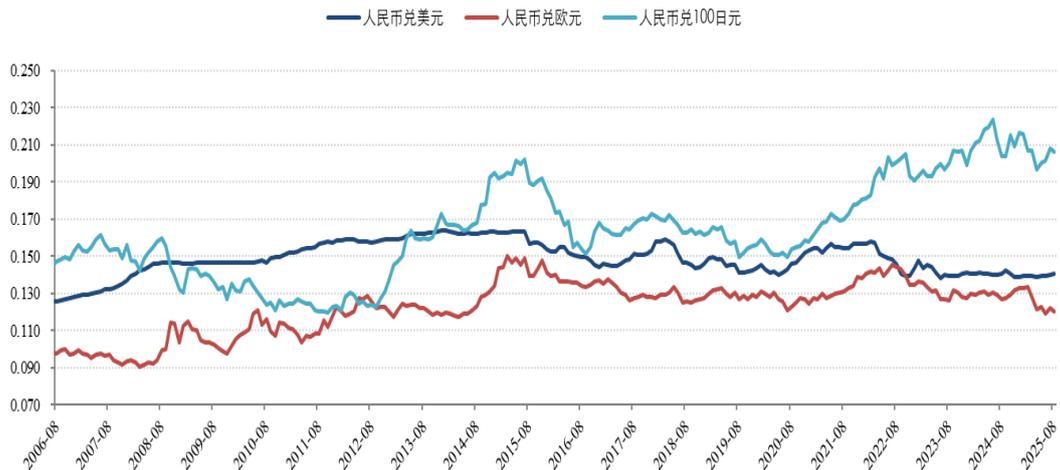


① 说明：表中涨幅为名义增速。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

2.4 主要货币汇率水平变动

图 8：截至 2025 年 8 月人民币兑主要货币汇率的变动

| | 最近1年 | 最近3年 | 最近5年 | 最近10年 | 2025年1至8月 | 2022年至2024年 | 2019年至2022年 | 2015年至2019年 | 2011年至2015年 | 2006年至2011年 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 人民币兑美元 | -1.5% | -3.9% | -0.6% | -1.6% | 1.2% | -1.6% | 0.1% | -1.8% | -0.8% | 4.4% |
| 人民币兑欧元 | 4.4% | -1.4% | 0.8% | -0.1% | -9.3% | -0.7% | 1.7% | -2.4% | 3.6% | 4.7% |
| 人民币兑港币 | -2.1% | -4.1% | -0.7% | -1.6% | 1.6% | -1.8% | 0.1% | -1.7% | -0.8% | 4.4% |
| 人民币兑100日元 | 8.6% | 6.2% | 6.7% | 1.1% | -4.5% | 6.4% | 7.0% | -4.2% | 10.8% | -4.1% |
| 人民币兑英镑 | -0.4% | -1.8% | 0.2% | 0.5% | -5.5% | -3.8% | 2.9% | 1.2% | 0.2% | 9.5% |
| 人民币兑加元 | 6.3% | -0.3% | 1.1% | 0.4% | -2.4% | 0.9% | 1.3% | -3.2% | 7.2% | 1.7% |
| 人民币兑澳元 | 7.6% | 0.8% | 1.6% | 1.1% | -2.9% | 2.3% | 1.2% | -0.8% | 7.9% | -0.7% |
| 人民币名义有效汇率 | -0.6% | -4.7% | -1.4% | -0.9% | 13.1% | -3.1% | -0.2% | -1.6% | 4.8% | 4.6% |
| 名义美元指数-对发达经济体 | 7.7% | 4.0% | 2.3% | 1.8% | -8.6% | 2.5% | 2.1% | -0.8% | 6.3% | -1.8% |
| 名义美元指数-对新兴经济体 | 10.3% | 3.9% | 2.7% | 2.9% | -5.2% | 4.0% | 1.8% | 1.4% | 4.2% | 0.1% |

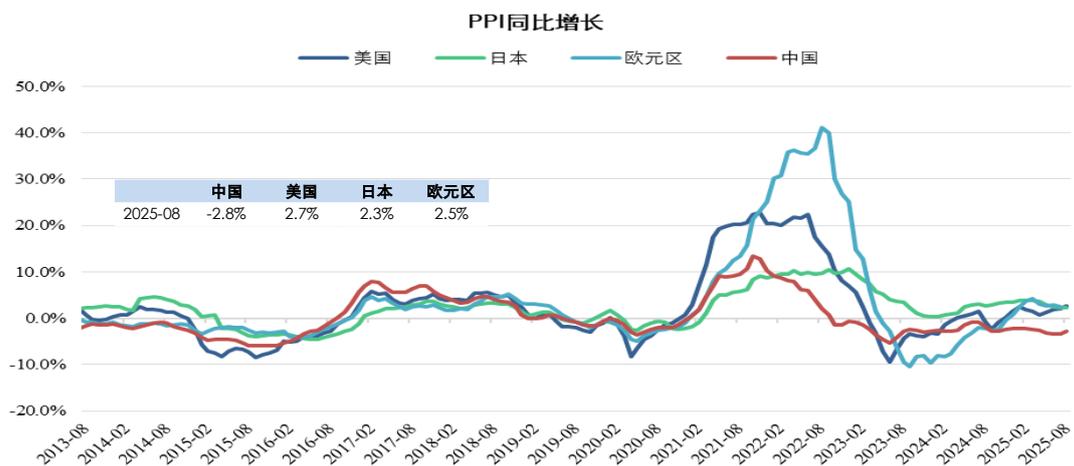


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

图 9：截至 2025 年 8 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

| | 最近1年 | 最近3年 | 最近5年 | 最近10年 | 2025年1至8月 | 2019年至2024年 | 2015年至2019年 | 2011年至2015年 | 2000年至2011年 |
|---------|--------|-------|--------|-------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 美国CPI | 2.8% | 3.0% | 4.5% | 3.1% | 2.6% | 4.2% | 2.1% | 1.2% | 2.4% |
| 美国核心CPI | 3.1% | 3.6% | 4.2% | 3.1% | 2.5% | 4.0% | 2.1% | 1.8% | 2.0% |
| 美国PPI | 2.7% | -0.9% | 6.2% | 3.2% | 3.5% | 4.9% | 2.0% | -2.1% | 3.5% |
| 日本CPI | 3.0% | 3.0% | 2.3% | 1.3% | 1.2% | 1.9% | 0.6% | 1.0% | -0.3% |
| 日本核心CPI | 3.1% | 3.0% | 2.2% | 1.3% | 1.8% | 1.8% | 0.5% | 0.9% | -0.3% |
| 日本PPI | 2.3% | 2.7% | 4.7% | 2.4% | 1.0% | 4.0% | 1.0% | 0.0% | 0.2% |
| 欧盟调和CPI | 2.0% | 3.1% | 4.3% | 2.6% | 1.7% | 3.8% | 1.3% | 0.8% | 2.1% |
| 欧盟核心CPI | 2.3% | 3.5% | 3.2% | 2.1% | 2.1% | 2.8% | 1.0% | 1.0% | 1.7% |
| 欧盟PPI | 2.5% | -2.1% | 7.6% | 3.8% | -0.7% | 7.1% | 1.6% | -1.1% | 2.4% |
| 中国CPI | -0.6% | 0.1% | 0.7% | 1.4% | 0.3% | 0.6% | 2.5% | 2.0% | 2.7% |
| 中国核心CPI | 0.9% | 0.6% | 0.7% | 1.1% | 0.9% | 0.5% | 0.9% | 0.5% | 1.8% |
| 中国PPI | -2.8% | -2.5% | 0.7% | 1.0% | -2.1% | -2.1% | 0.7% | 2.6% | -3.1% |
| 中国CPI分项 | | | | | | | | | |
| 食品 | -4.4% | -1.1% | -0.5% | 2.1% | -0.7% | -0.7% | 0.1% | 5.3% | 3.5% |
| 猪肉 | -16.1% | -7.2% | -11.7% | 0.5% | -8.2% | -8.2% | -8.7% | 17.2% | 0.9% |
| 衣着 | 1.8% | 1.4% | 1.1% | 1.0% | 0.2% | 0.2% | 0.7% | 1.1% | 2.2% |
| 居住 | 0.1% | 0.1% | 0.4% | 0.9% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 1.9% | 1.9% |
| 家用器具 | 4.7% | 0.2% | 0.7% | 0.0% | 5.7% | 5.7% | -0.7% | -0.4% | 0.2% |
| 家庭服务 | 1.6% | 1.7% | 2.2% | 3.2% | 0.9% | 0.9% | 2.2% | 4.7% | 7.5% |
| 交通工具 | -1.9% | -3.9% | -2.5% | -2.2% | -1.7% | -1.7% | -2.6% | -1.6% | -1.3% |
| 通信工具 | 0.8% | -1.4% | -1.0% | -1.7% | -3.0% | -3.0% | -0.7% | -2.6% | -5.7% |
| 通信服务 | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.4% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.8% | -0.1% |
| 教育服务 | 1.0% | 1.2% | 1.7% | 2.2% | 0.1% | 0.1% | 1.8% | 2.9% | 2.6% |
| 旅游 | 0.7% | 5.3% | 5.3% | 3.3% | 12.2% | 12.2% | 3.3% | 2.5% | 2.3% |
| 医疗保健 | 0.8% | 1.0% | 0.8% | 2.2% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 3.9% | 1.7% |



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图9：截至2025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

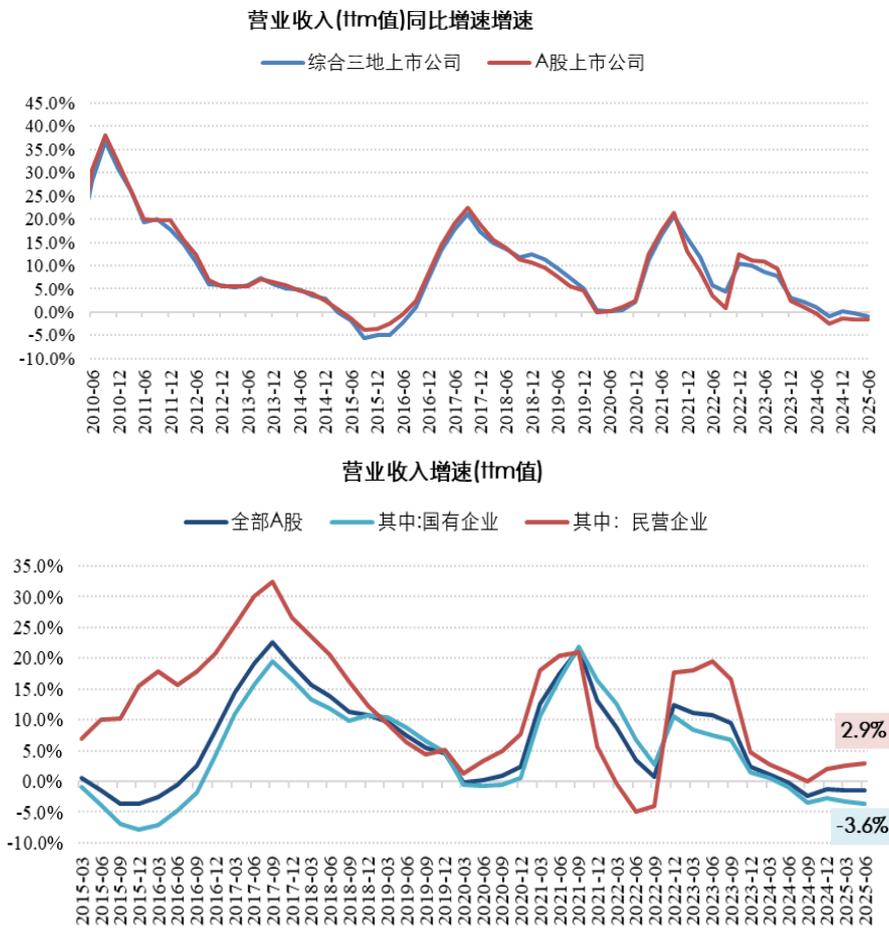
该部分分析在 A 股、香港和美国上市的中国公司财务报表信息。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR 和 Wind，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 10：在 A 股、香港上市的中国公司行业分布

| 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 | 112 | 8 | 半导体 | 162 | 16 |
| 煤炭 | 38 | 12 | 电子及电子元件 | 341 | 9 |
| 石油石化 | 48 | 39 | 计算机及通信设备 | 178 | 43 |
| 能源金属 | 13 | 2 | 软件和通信服务 | 316 | 109 |
| 工业金属 | 121 | 46 | 建筑及建筑材料 | 249 | 46 |
| 贵金属 | 13 | 4 | 国防军工 | 141 | 4 |
| 食品饮料(不含酒) | 89 | 36 | 环保 | 138 | 24 |
| 酒类 | 36 | 7 | 公用事业 | 128 | 54 |
| 纺织服饰/首饰 | 113 | 56 | 交通运输-海陆空 | 82 | 53 |
| 家用电器 | 97 | 12 | 物流 | 47 | 8 |
| 文娱用品/日常消费品 | 22 | 13 | 电商 | 20 | 11 |
| 包装印刷造纸 | 73 | 26 | 商贸零售 | 85 | 57 |
| 家具装饰用品 | 75 | 4 | 旅游住宿餐饮 | 28 | 26 |
| 化工 | 435 | 32 | 教育 | 18 | 30 |
| 制药 | 291 | 75 | 美容护理 | 38 | 8 |
| 医疗器械 | 128 | 22 | 数字媒体和出版 | 72 | 28 |
| 医疗服务 | 81 | 35 | 游戏 | 31 | 5 |
| 钢铁 | 46 | 5 | 影视院线 | 37 | 23 |
| 通/专用设备 | 508 | 33 | 专业服务 | 29 | 18 |
| 自动化设备 | 89 | | 金融 | 127 | 127 |
| 汽车及零部件 | 300 | 38 | 房地产 | 107 | 178 |
| 电池 | 97 | 6 | 综合 | 23 | 6 |
| 电力设备 | 287 | 19 | 总计 | 5509 | 1413 |

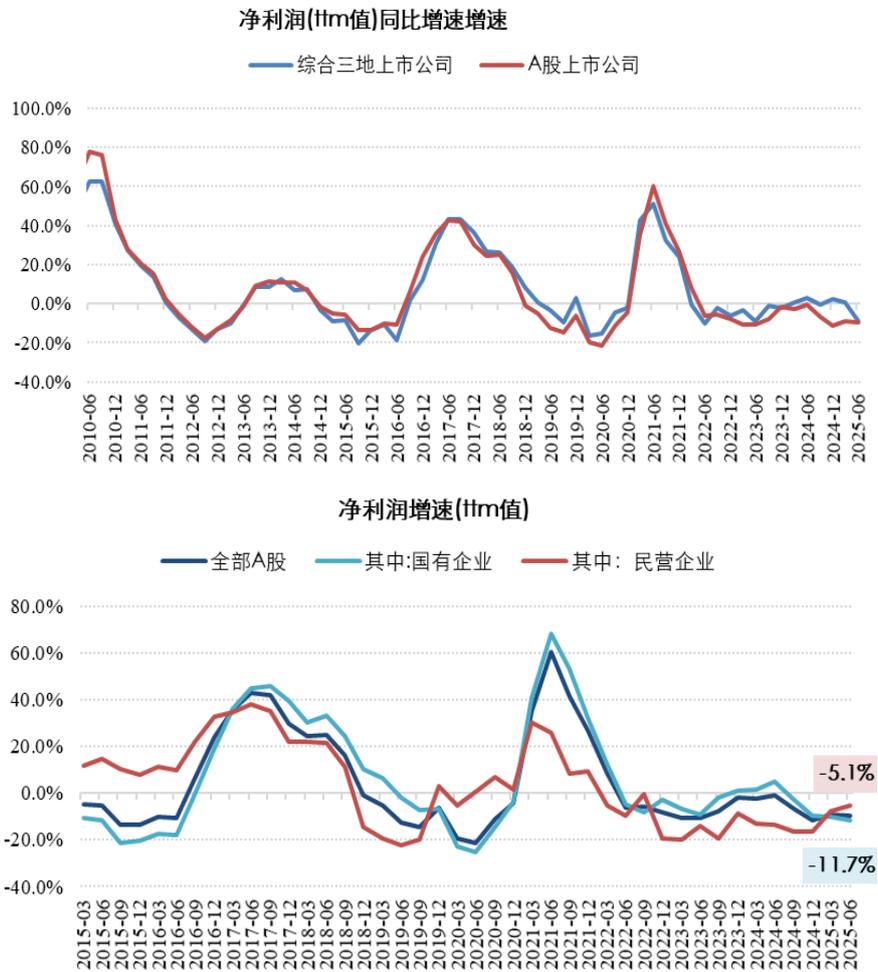
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 11：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀, TTM)



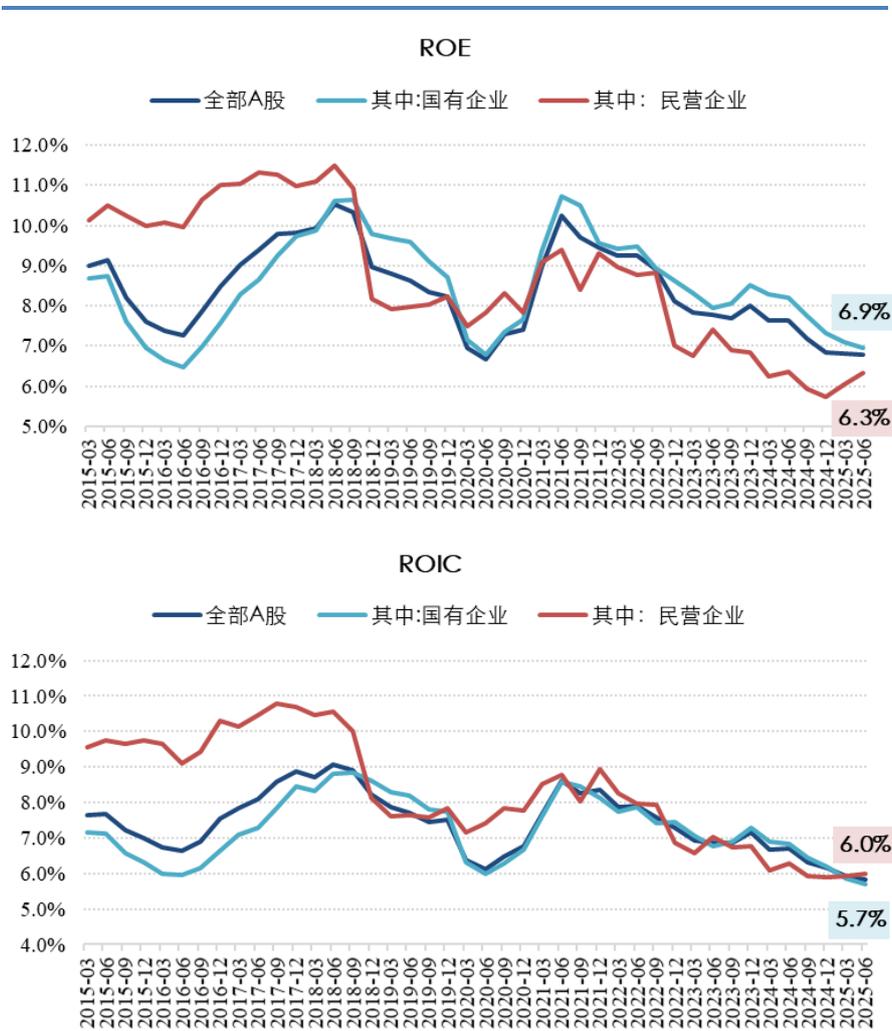
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 12：中国上市公司净利润增速(剔除通胀)



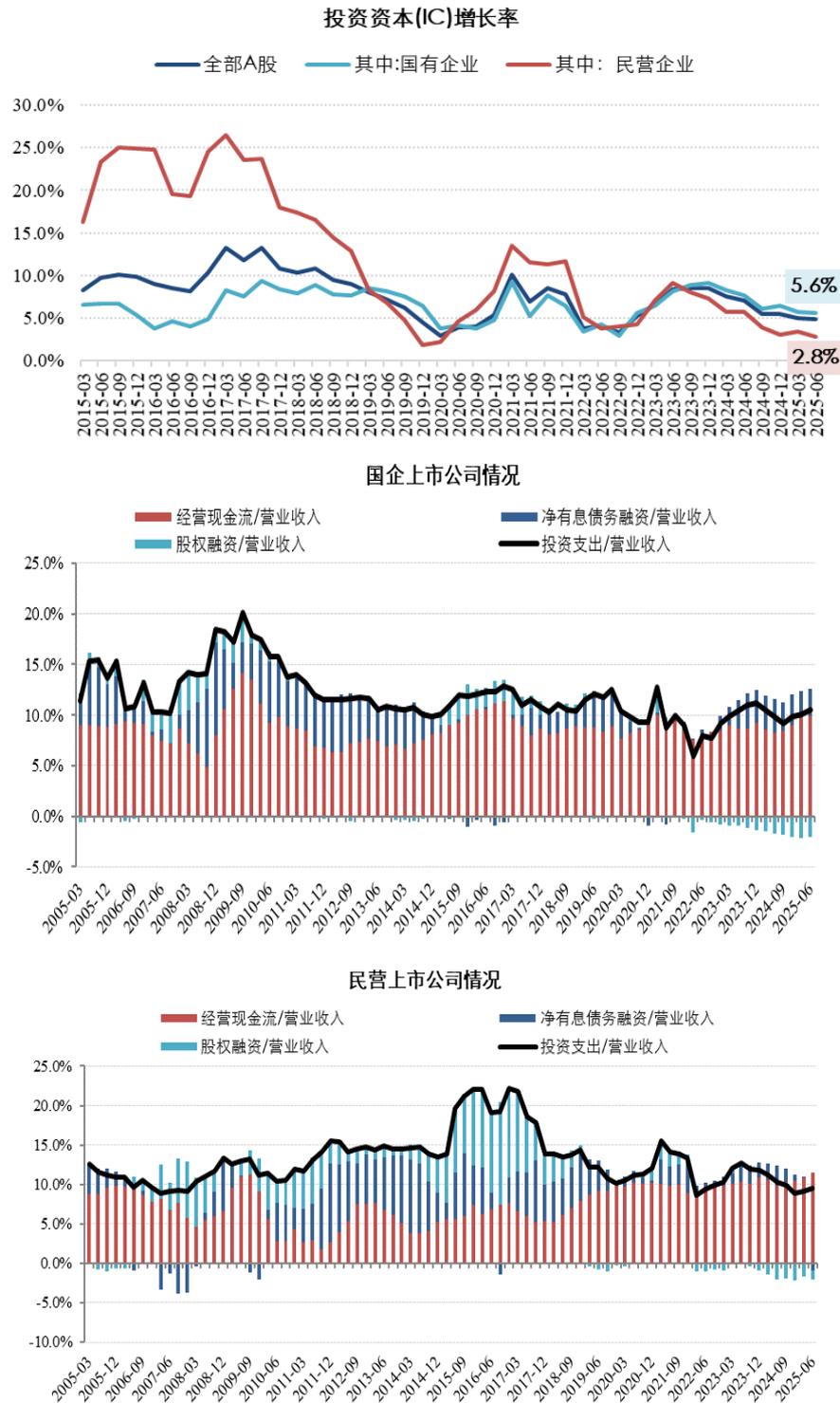
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国上市公司资本回报率



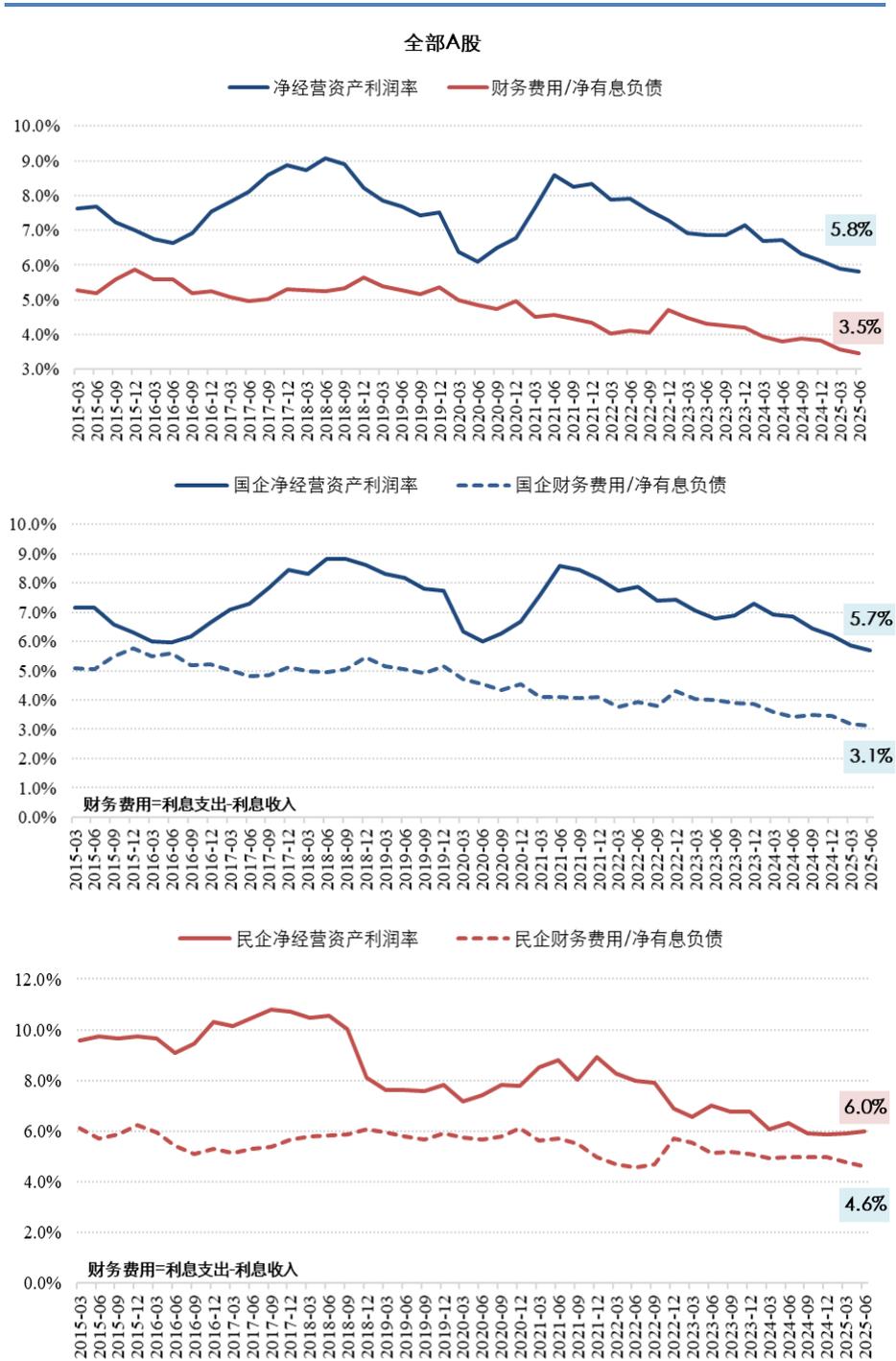
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：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 15：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担

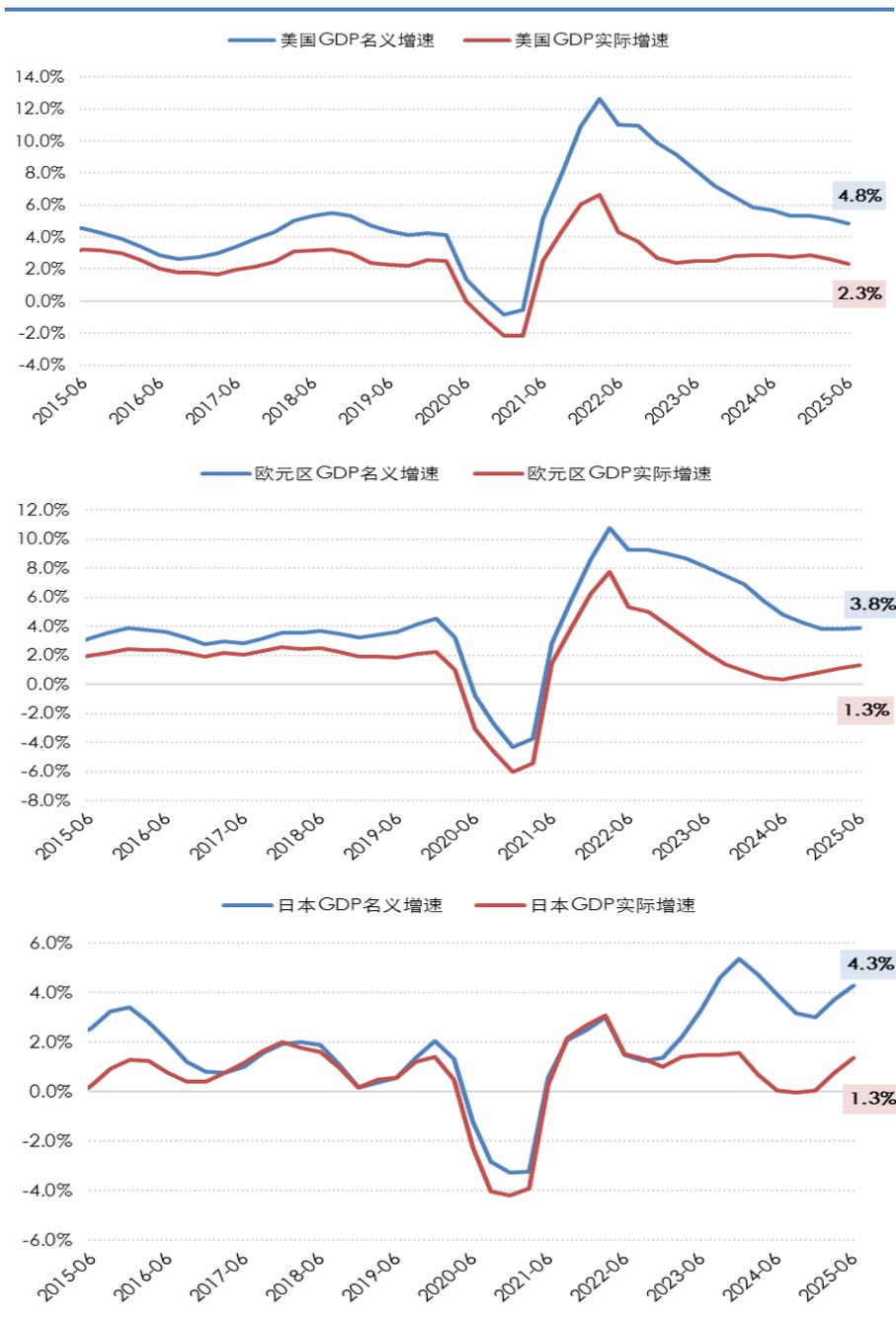


数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

第四部分：宏观基本面分析

4.1 全球经济增长情况

图 16：主要国家同比增速



数据来源：Wind

图 17：相关经济指标同比增速(均为 TTM 值同比增速)



图 18：相关指标扣除通胀后同比增速

| | 2025年7月 | | | 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 | | | | | | |
|----------------|-----------|---------|--------|---|--------|--------|--------|-------|--|--|
| | 可比口径累计同比 | 绝对值累计同比 | TM值同比 | | | | | | | |
| 社会消费品零售总额 | 名义增速 4.8% | 3.8% | 3.6% | 5.3% | 2.2% | 8.1% | 13.5% | 18.9% | | |
| | 扣除CPI增速 | 4.4% | 4.2% | 5.4% | -32.0% | 5.5% | 11.3% | 14.7% | | |
| 服务消费 | 4.8% | | | | | | | | | |
| 固定资产投资完成额 | 名义增速 1.6% | 0.2% | 2.0% | -5.2% | 1.2% | 0.0% | 16.3% | 26.4% | | |
| | 扣除PPI增速 | 3.9% | 5.8% | -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 9.3% | 8.8% | 8.8% | 2.0% | 4.0% | 10.9% | 10.0% | 24.1% | | |
| | 扣除CPI增速 | 9.5% | 9.0% | 2.1% | 2.8% | 8.2% | 7.8% | 19.8% | | |
| 全社会用电量 | 4.8% | 5.1% | 6.8% | 5.8% | 5.9% | 5.4% | 5.4% | 11.7% | | |
| 其中:居民生活用电 | 7.7% | 10.0% | 5.7% | 9.3% | 7.9% | 7.7% | 7.7% | | | |
| 其中:产业用电 | 4.2% | 4.3% | 7.0% | 5.3% | 6.0% | 4.6% | 4.6% | | | |
| 全社会货运量 | 3.8% | 4.0% | 6.0% | 3.1% | 0.7% | 5.4% | 5.4% | 12.0% | | |
| 全社会旅客运输量 | 0.8% | 22.7% | 74.9% | -31.8% | -5.6% | -11.0% | -11.0% | 10.4% | | |
| 全社会商品房开工面积 | -19.5% | -20.4% | -21.7% | -19.0% | 10.1% | -5.1% | -5.1% | 17.8% | | |

数据说明：• 累计同比增长是指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；

• TM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个不可比因素，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标准纳入调查范围，也有部分企业因规模变小而退出调查范围，还有新建投产企业、破产、注（吊）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企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。

• 关于旅客运输量统计，从2014年开始，公路旅客运输量调整统计口径，统计范围调整为省际客运、旅游客运和郊区客运，市郊公交不再纳入客运量统计，因此，2011年值2015年期间无法计算增速。但是，目前公路旅客运输量的统计仅包含营运客车，不包括私家车出行，因此，旅客运输量存在低估。

• 社销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。

• 城乡一体化调查统计的消费支出包含服务消费，用它来考察居民消费增速可能更为合理。

数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

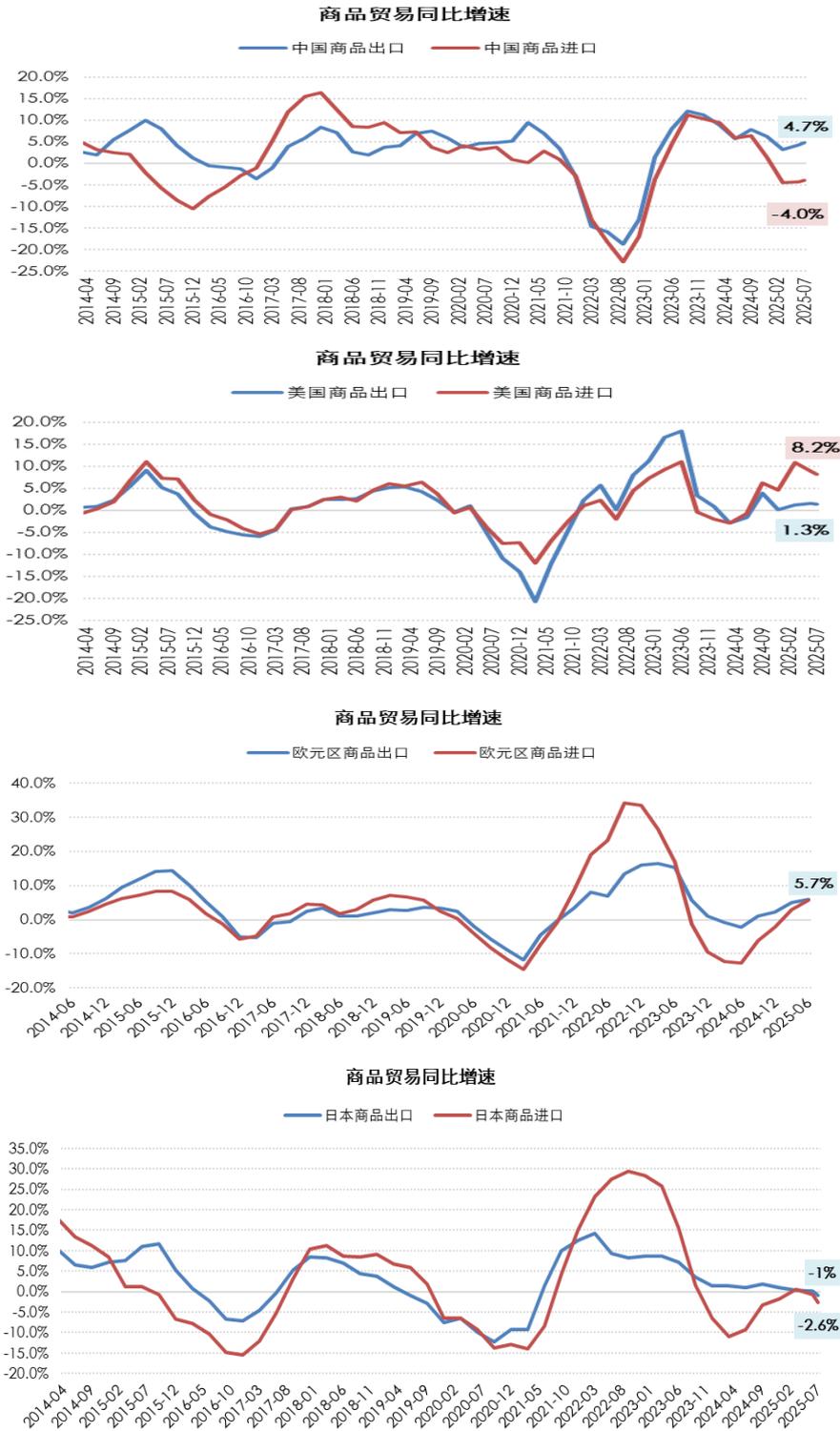
图 19: 中国 GDP 增速



数据来源于 Wind 数据库。

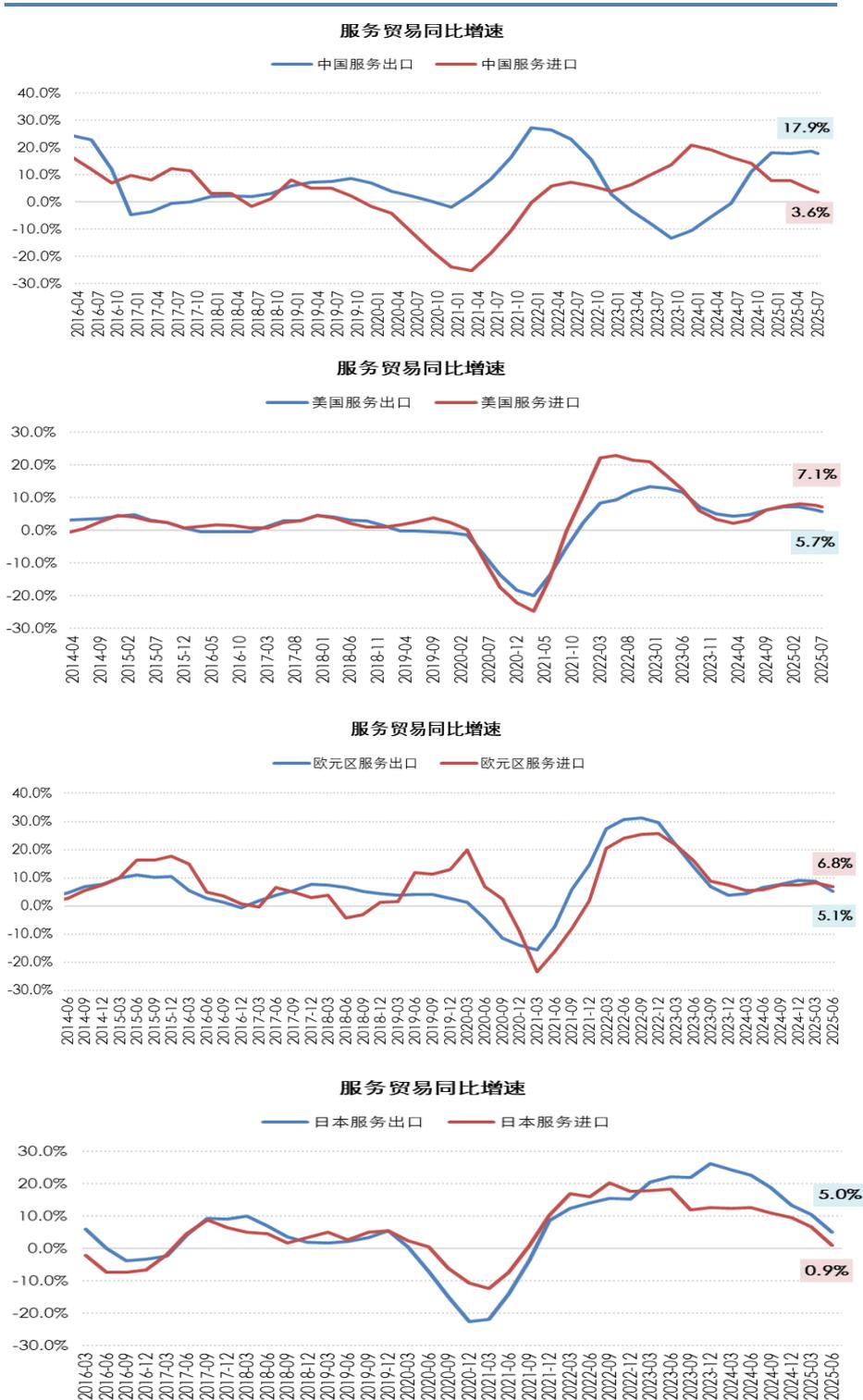
4.2 国际贸易和资本流动

图 20：商品贸易 TTM 值同比增速(截至 2025 年 7 月)



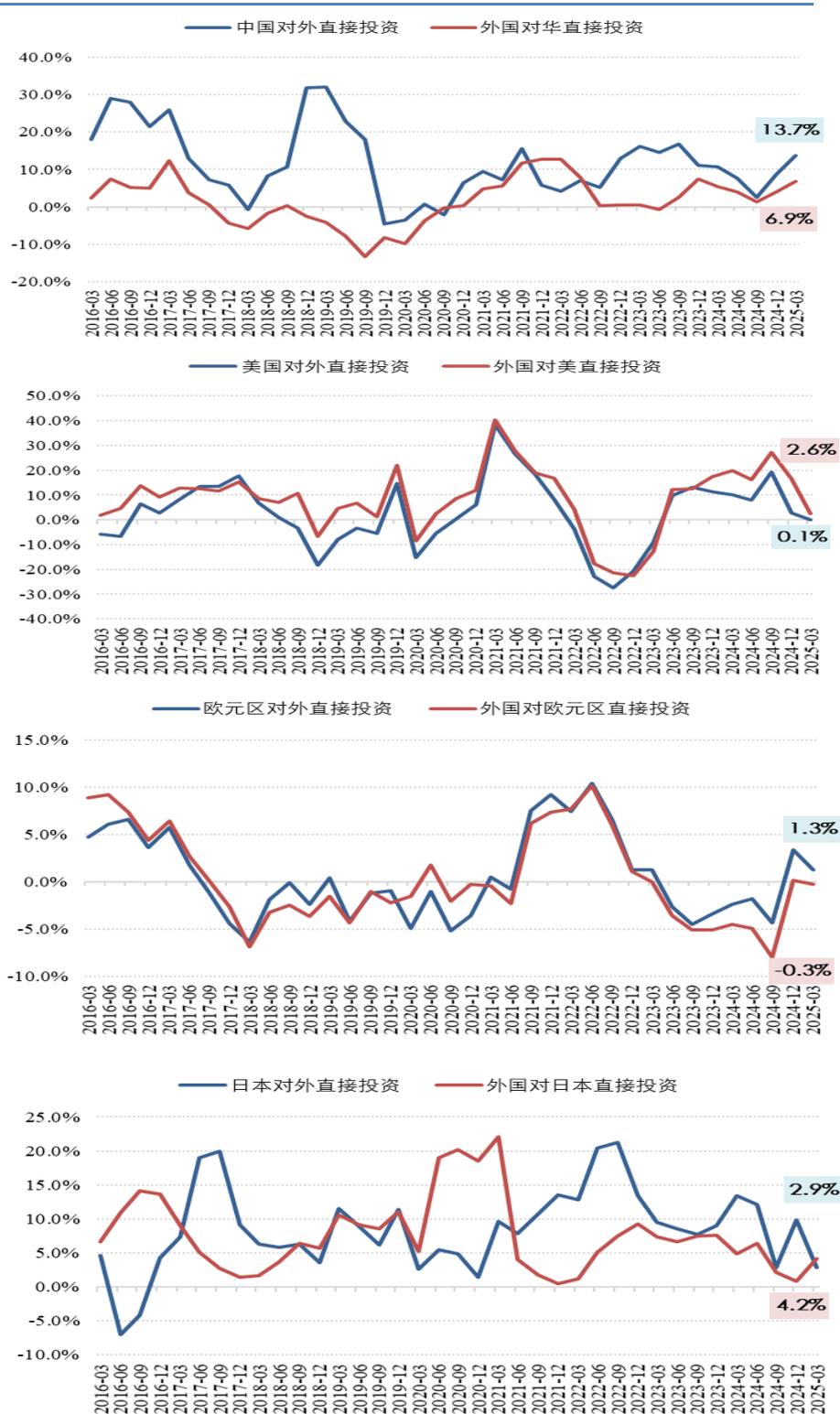
①说明：用本币计价扣除本国 PPI；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 21：服务贸易 TTM 值同比增速(截至 2025 年 7 月)



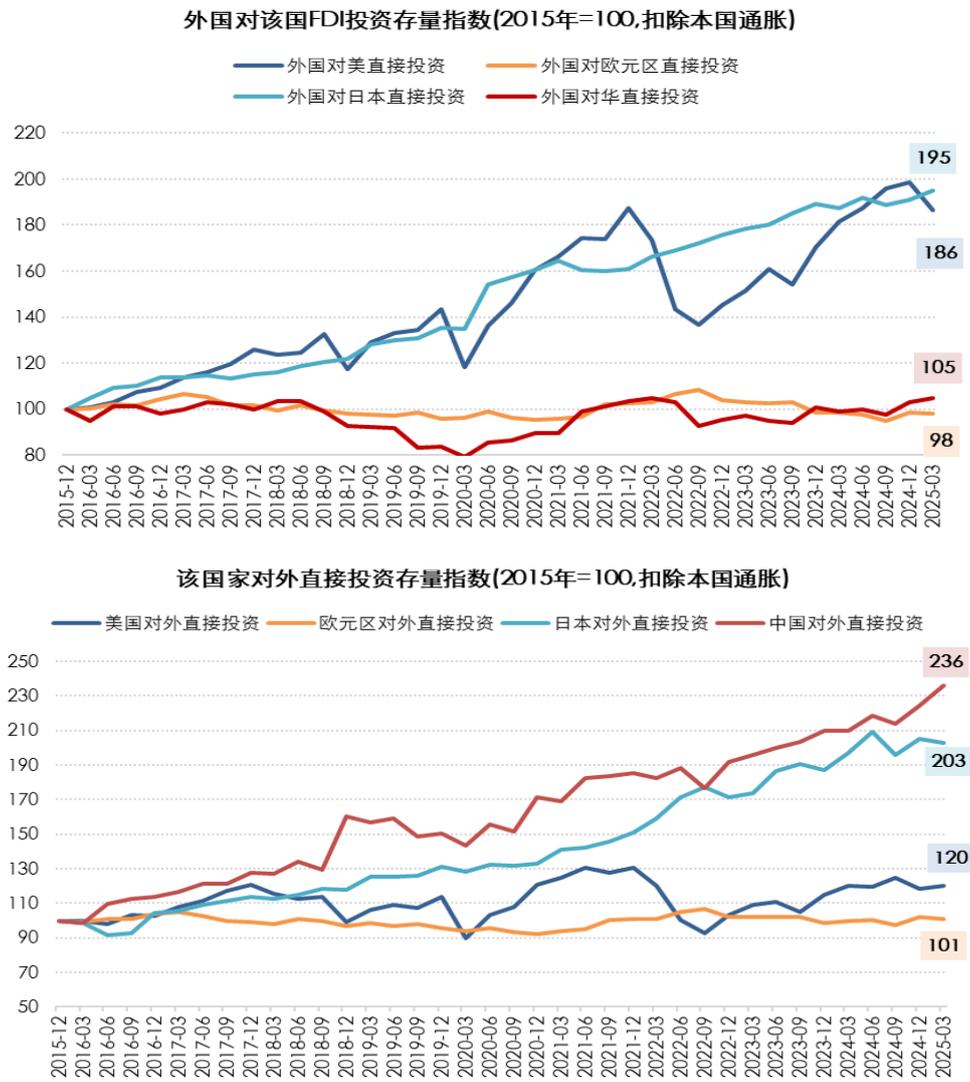
①说明：用本币计价扣除本国 CPI；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 22: FDI 存量同比增速(截至 2025 年 3 月)



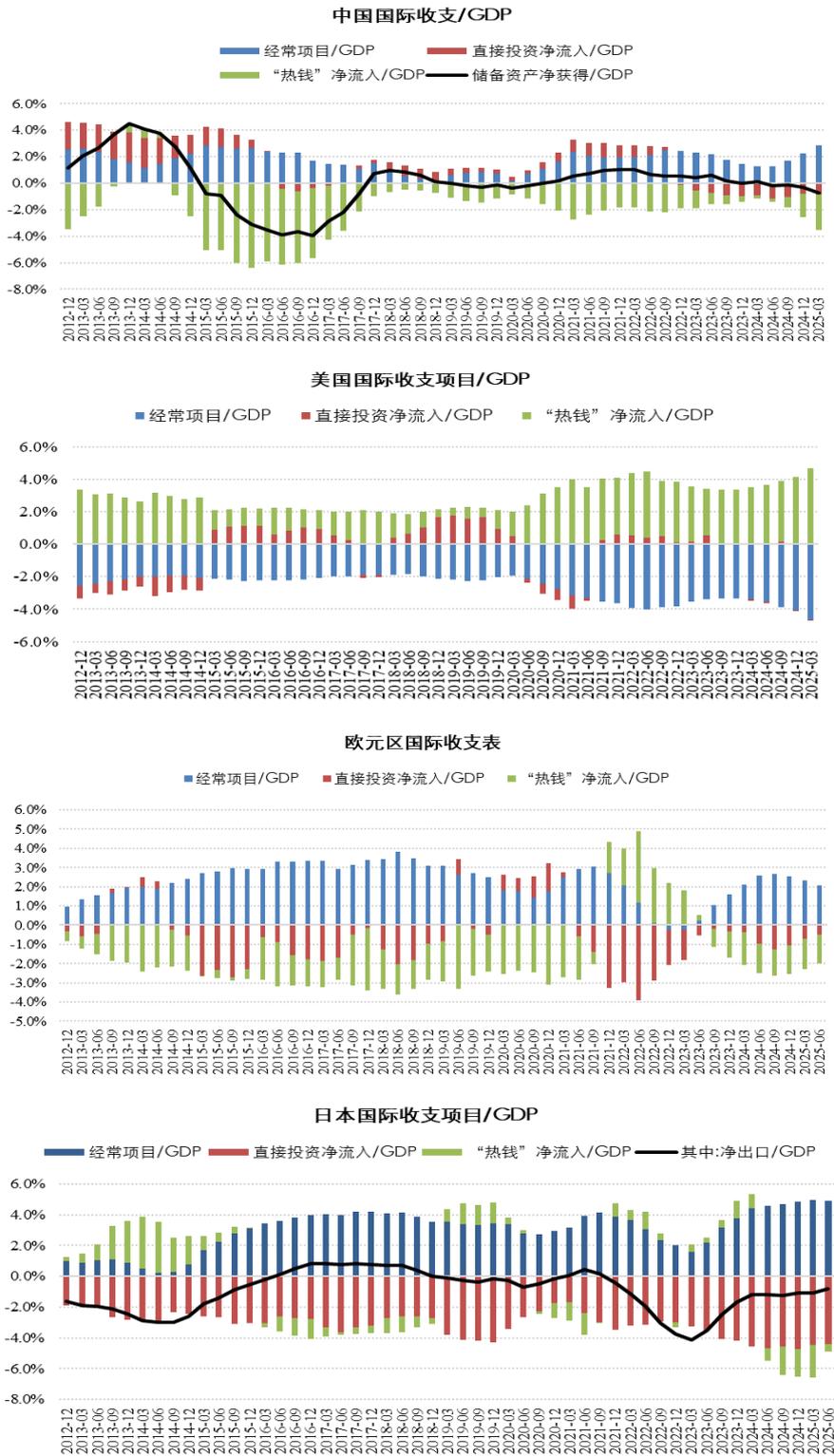
①说明: 用本币计价并扣除本国通胀; ②数据来源: Wind, 长江商学院投资研究中心

图 23: FDI 存量指数 (2015 年末水平=100)



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 3 月)

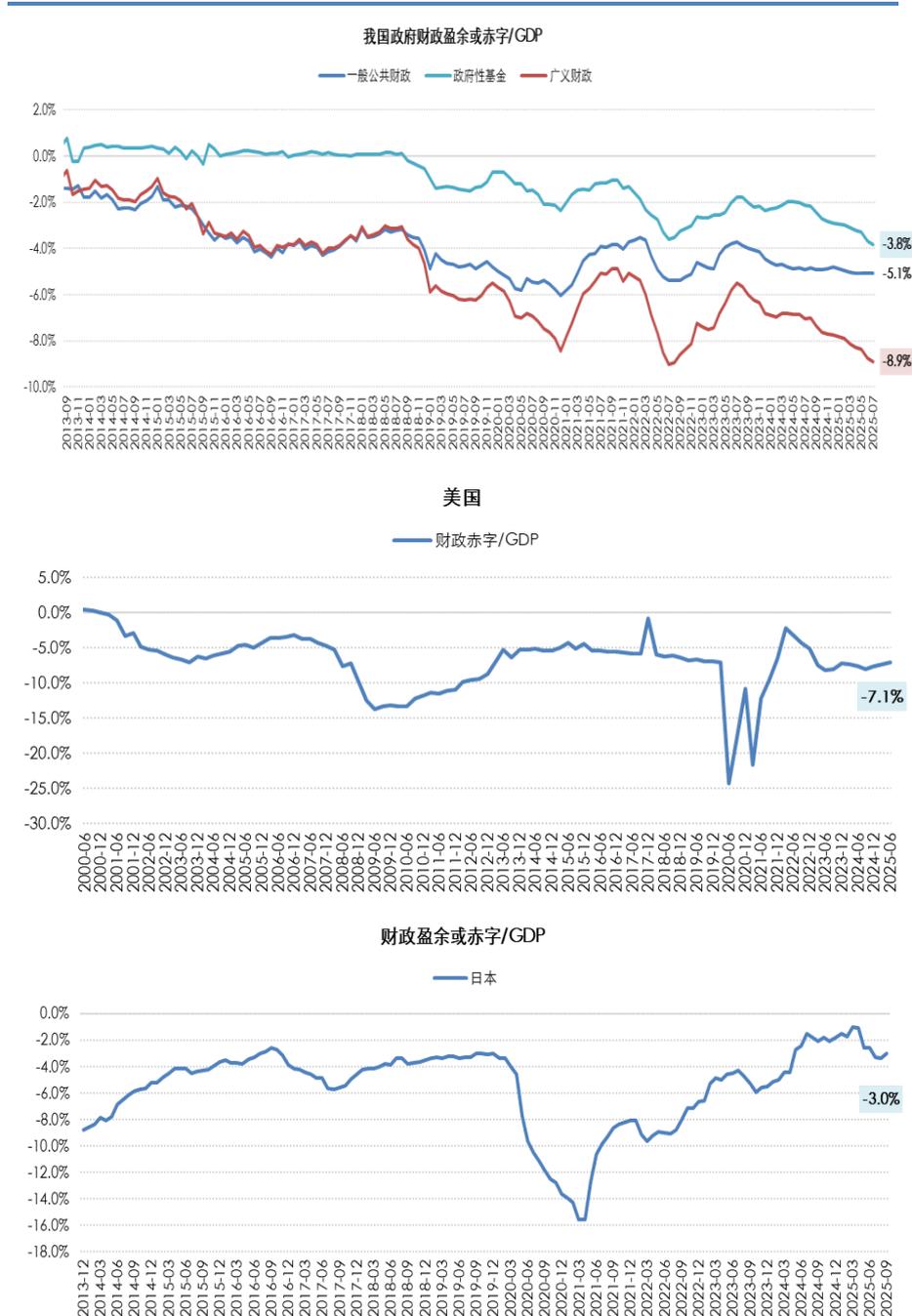


数据来源:Wind, 长江商学院投资研究中心

4.3 主要国家财政政策和货币政策

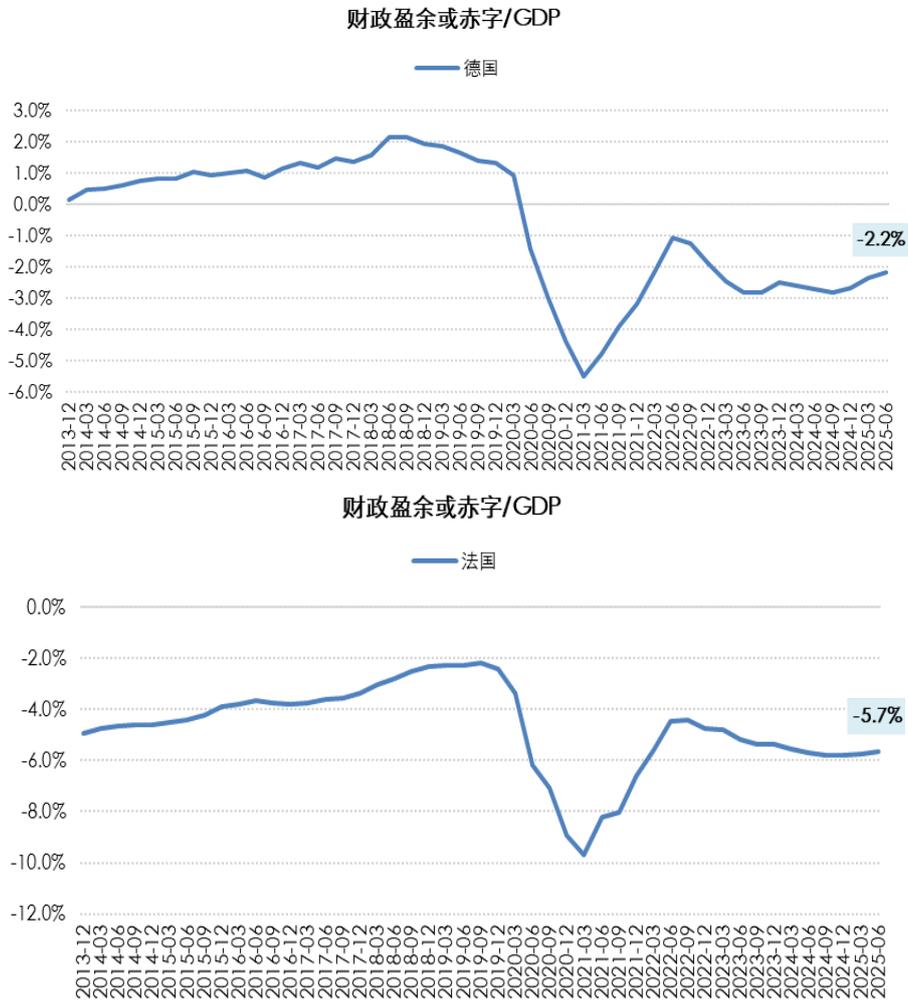
4.3.1 财政政策

图 25：2025 年 7 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

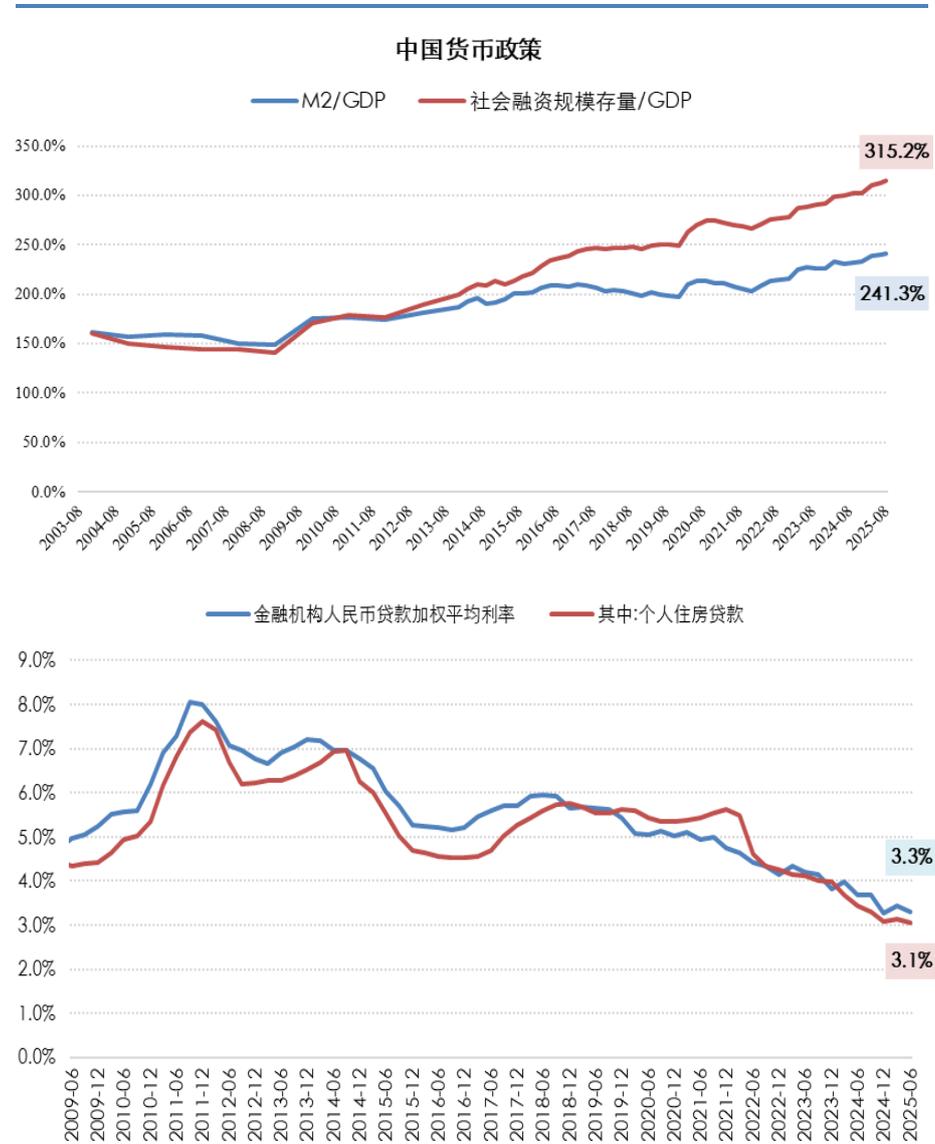
图 25：2025 年 6 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



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 26：2025 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

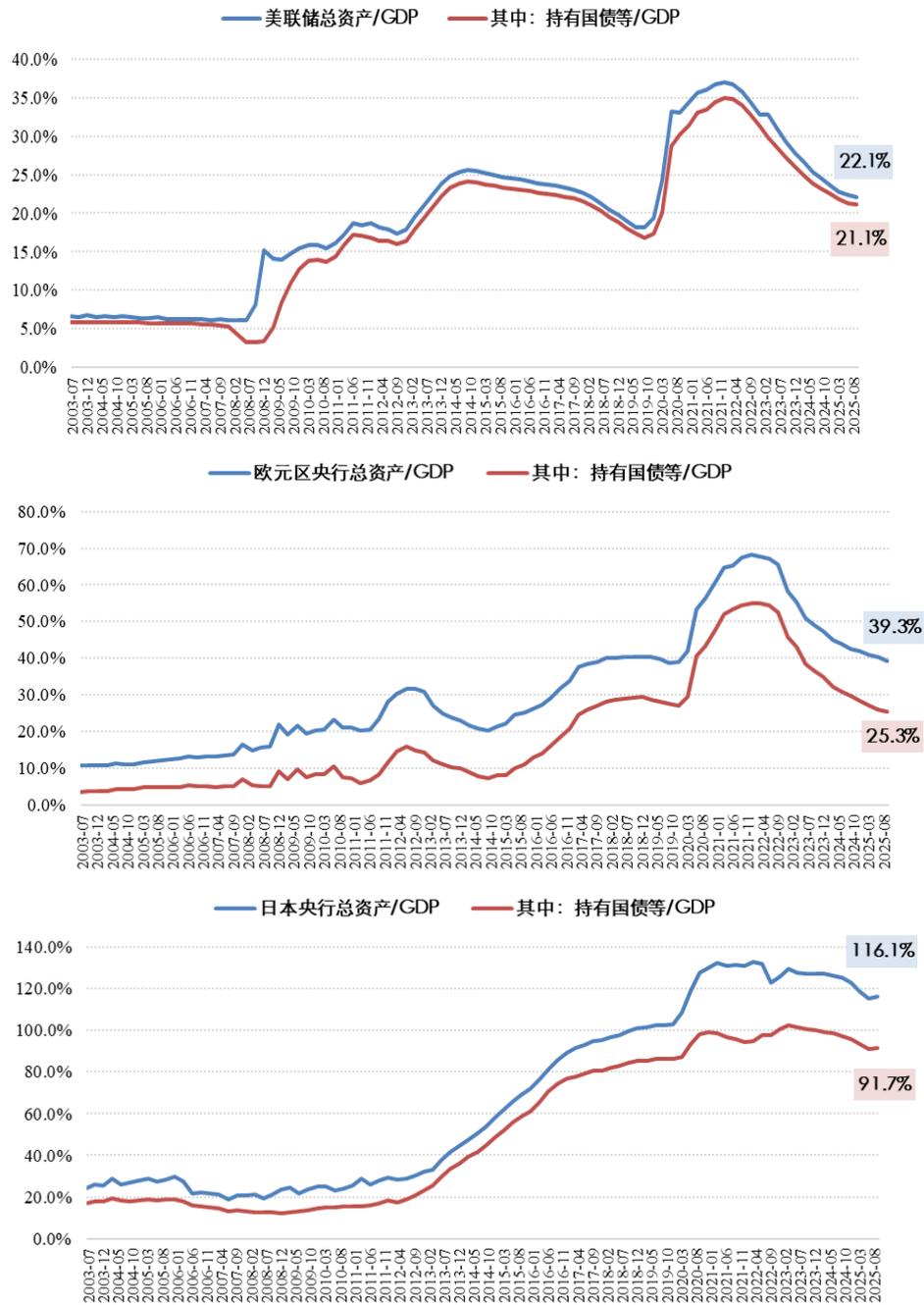
图 27：2025 年 3 月金融机构贷款利率水平和社会融资规模存量同比增速(续)

| 中国社会融资规模存量占GDP比重 | | | | | | | | | | | |
|------------------|---------|--------|--------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|--|
| | 2025-08 | 2024年 | 2023年 | 2022年 | 2019年 | 2015年 | 2011年 | 2008年 | 2004年 | | |
| 基础货币 | 27.1% | 27.3% | 30.1% | 29.3% | 32.2% | 40.1% | 46.0% | 40.5% | 36.4% | | |
| M2 | 241.3% | 232.4% | 225.8% | 215.9% | 197.5% | 202.1% | 174.5% | 148.8% | 156.5% | | |
| 社会融资规模存量 | 315.2% | 302.7% | 292.1% | 278.0% | 248.7% | 221.6% | 176.6% | 141.0% | 150.3% | | |
| 其中：贷款 | 193.8% | 188.1% | 183.2% | 173.6% | 152.8% | 139.0% | 119.3% | 100.3% | 116.5% | | |
| 其中：表外融资 | 12.9% | 13.1% | 13.6% | 14.3% | 22.1% | 32.2% | 23.4% | 14.1% | 13.7% | | |
| 其中：证券融资 | 33.0% | 32.6% | 32.9% | 33.8% | 30.7% | 27.8% | 18.4% | 10.5% | 5.1% | | |
| 其中：政府债券 | 66.4% | 60.1% | 53.9% | 48.8% | 37.5% | 22.6% | 15.6% | 16.1% | 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 | 2004年至2011年 | | |
| 基础货币增速 | 3.8% | 4.6% | 4.5% | 2.8% | 1.0% | 3.6% | 4.1% | 5.3% | 21.1% | | |
| M2增速 | 8.8% | 8.6% | 9.2% | 9.4% | 8.5% | 10.3% | 9.3% | 13.1% | 18.9% | | |
| 社会融资规模存量增速 | 8.8% | 8.9% | 9.5% | 11.7% | 9.1% | 11.1% | 13.1% | 15.4% | 19.8% | | |
| 其中：贷款 | 6.5% | 8.4% | 9.6% | 11.1% | 8.8% | 11.7% | 12.6% | 13.3% | 17.5% | | |
| 其中：表外融资 | 0.5% | -0.1% | -4.2% | -2.1% | 0.0% | -7.4% | 0.1% | 18.0% | 26.5% | | |
| 其中：证券融资 | 3.6% | 2.9% | 5.3% | 10.2% | 2.8% | 10.5% | 12.6% | 20.9% | 40.7% | | |
| 其中：政府债券 | 21.1% | 16.1% | 16.0% | 22.9% | 16.1% | 16.8% | 24.8% | 19.6% | 17.7% | | |

数据说明：政府债券含国债和地方债；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

数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 28：美国、欧元区央行和日本央行货币政策(截至 2025 年 8 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：本期间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 | 205 | 123 | 82 | 100 | 50 | 50 | 120 | 80 | 40 |
| 杭州 | 205 | 123 | 82 | 100 | 50 | 50 | 120 | 80 | 40 |
| 上海 | 205 | 123 | 82 | 100 | 50 | 50 | 120 | 80 | 40 |
| 深圳 | 207 | 125 | 82 | 100 | 50 | 50 | 120 | 80 | 40 |
| 重庆 | 205 | 123 | 82 | 100 | 50 | 50 | 120 | 80 | 40 |
| 合计 | 1027 | 617 | 410 | 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 | | | 三家调查汇总 | | |
| | 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 | 全部受访者 | 散户 | 金融 |
| 10万以下(含10万) | 4.2% | 6.0% | 1.5% | 9.0% | 10.0% | 8.0% | 2.0% | 2.8% | 0.5% | 4.7% | 5.8% | 3.1% |
| 10万~30万(含30万) | 54.7% | 50.9% | 60.5% | 69.0% | 78.8% | 59.2% | 52.7% | 57.0% | 44.0% | 57.5% | 58.3% | 56.3% |
| 30万~50万(含50万) | 29.8% | 31.9% | 26.6% | 14.6% | 6.8% | 22.4% | 36.5% | 33.3% | 43.0% | 28.1% | 27.4% | 29.2% |
| 50万以上 | 11.3% | 11.2% | 11.5% | 7.4% | 4.4% | 10.4% | 8.8% | 7.0% | 12.5% | 9.7% | 8.5% | 11.4% |
| 平均收入水平 | 32 | 32 | 31 | 26 | 22 | 29 | 32 | 30 | 35 | 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 | | | 三家调查 | | |
| | 全部受访者 | 散户 | 金融 |
| A.股票 | 71.2% | 72.0% | 70.0% | 52.2% | 52.8% | 51.6% | 77.5% | 78.0% | 76.5% | 68.5% | 70.1% | 66.2% |
| B.债券 | 44.2% | 44.4% | 43.9% | 38.6% | 35.6% | 41.6% | 42.3% | 37.3% | 52.5% | 42.4% | 40.4% | 45.2% |
| C.国内房地产 | 26.1% | 26.6% | 25.4% | 24.2% | 21.2% | 27.2% | 27.7% | 27.0% | 29.0% | 26.1% | 25.7% | 26.7% |
| D.银行理财产品 | 74.8% | 72.0% | 79.0% | 60.4% | 52.4% | 68.4% | 65.5% | 66.0% | 64.5% | 68.8% | 66.2% | 72.6% |
| E.基金(含余额宝) | 80.9% | 77.1% | 86.6% | 77.4% | 74.0% | 80.8% | 73.7% | 72.0% | 77.0% | 78.0% | 74.9% | 82.7% |
| F.外汇 | 13.2% | 15.1% | 10.5% | 10.8% | 12.0% | 9.6% | 12.8% | 15.0% | 8.5% | 12.6% | 14.4% | 9.8% |
| G.贵金属(如黄金) | 38.0% | 37.8% | 38.3% | 34.6% | 40.4% | 28.8% | 45.5% | 46.8% | 43.0% | 39.3% | 41.1% | 36.6% |
| H.PE、VC、对冲基金 | 6.8% | 6.5% | 7.3% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.3% | 6.2% | 6.5% |
| I.海外资产(包括港股、美股、海外房地产) | 10.6% | 9.6% | 12.2% | 8.6% | 4.4% | 12.8% | 6.5% | 6.0% | 7.5% | 9.0% | 7.4% | 11.3% |
| J.数字货币(如比特币) | 10.0% | 11.7% | 7.6% | 5.4% | 3.6% | 7.2% | 4.7% | 3.3% | 7.5% | 7.4% | 7.4% | 7.4% |
| K.其他 | 1.3% | 0.3% | 2.7% | 0.0% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 0.3% | 1.3% |

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 | 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、工程机械附件、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 | 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 |

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