

长江商学院

2025 年投资者情绪问卷调查(CKISS)

一季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2025 年 5 月

1 长江商学院投资者情绪调查（CKISS）是由长江商学院投资研究中心主办的对资本市场投资人情绪和预期的调查，调查每年开展三次。从 2024 年 7 月开始，为保证问卷结果的可靠性，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

投资者对 A 股的情绪在 2024 年 7 月探底，11 月大幅回暖，本次调查(2025 年 4 月)中再次下调，但好于 2024 年 7 月的情况。总体来说，投资者的情绪起伏与 A 股走势基本吻合。

自 2021 年年末以来，A 股持续下跌。从 2021 年 12 月至 2024 年 8 月，上证综指累计下跌 21.9%，深证综指累计下降 39%。在 2024 年 7 月的调查中，受访者中认为 A 股会上涨的意见占比只有 47.5%，对 A 股的预期回报率约-4%，愿意投资股票的净增加人数占比约-12.5%，是自 2018 年以来调查的最低点。

2024 年 9 月，政府出台了一系列超预期的金融政策，引发了一轮上涨行情，从 2024 年 8 月至 12 月，上证综指上涨 17.9%，深证综指上涨 26.8%。2024 年 11 月，受访者情绪显著提升，认为 A 股会上涨的意见占比提高到 68.2%，比 7 月提高了 20.7 个百分点；对 A 股预期回报率约 5.3%，比 7 月提高 9.3 个百分点；愿意投资股票的净增加人数占比约 11.3%，比 7 月提高 24 个百分点。

进入 2025 年，A 股再次下跌，截至 2025 年 4 月，上证综指相比 2024 年年末下跌 2.2%，深证综指下跌 2.1%。在 2025 年 4 月的调查中，受访者情绪再次下调，约 61.5% 的受访者认为 A 股会上涨，比去年 11 月的调查结果下降了 6.7 个百分点；对 A 股的预期回报率约 0.6%，比去年 11 月下降了 4.7 个百分点；愿意投资股票的净增加人数占比约 12.7%，比去年 11 月略提高 1.4 个百分点。

投资者对房地产的预期自 2020 年 8 月以来一直下降，于 2023 年 9 月探底，之后有所回暖，目前整体仍然处于悲观情绪，但悲观情绪在减弱。投资者对房地产的预期与房地产市场的情况也基本吻合。

从商品房新开工面积看，房地产在 2023 年三季度探底，而后下跌幅度收窄，从 2021 年 12 月至 2023 年 9 月，商品房新开工面积年均下滑 33%，2023 年 9 月至 2025 年 3 月，年均下滑 20.4%。

2023 年 9 月，认为房价会上涨的意见占比降到自调查以来的最低点，只有 47.6%，对房价的预期回报率约-0.2%，愿意投资房地产的净增加人数占比为-31.7%。在本次调查中(2025 年 4 月)，认为房价会上涨的意见占比约 52.5%，比 2023 年 9 月提高 4.9 个百分点；对房价的预期回报率约 0.7%，比 2023 年 9 月提高 0.9 个百分点；愿意投资房地产的净增加人数占比约-16.1%，下跌幅度

比 2023 年 9 月收窄了 15.6 个百分点。

自 2024 年以来，受访者认为未来 GDP 增速超过 5% 意见占比有所下降，在本次调查中(2025 年 4 月)，约 33.2% 的受访者认为未来经济增速能超过 5%。

消费和投资是 GDP 非常重要的组成部分，商品和服务净出口占比只有约 2.1%，从增速上看，GDP 增速基本由消费和投资决定。我们用城乡住户一体化调查统计的人均消费来估算居民消费增速，与社会消费品零售总额相比，城乡住户一体化调查统计的人均消费包含服务消费。2020 年以来，我国总人口增长已经跌至 -0.1%，为简化处理，我们用人均消费支出增速作为总消费支出的粗略估算。政府消费增速可以用公共财政支出和政府基金支出总额来估算。资本形成增速则用固定资产投资完成额估算。2024 年全年，全国人均消费支出扣除 CPI 通胀后的增速约 5.3%，政府总支出扣除 CPI 后的增速约 2.6%，固定资产投资完成额扣除 PPI 后的增速约 4.6%，根据 2023 年 GDP 支出法结构，三者加权平均增速约 4.5%。2025 年一季度，人均消费支出扣除 CPI 通胀后的同比增长 5.3%，政府支出扣除 CPI 同比增长 5.7%，固定资产投资完成额扣除 PPI 同比增长 5.7%，三者加权平均增速约 5.3%。

近年来，我国经济面临的下行压力很大。一方面，房产是我国绝大多数家庭的主要财富来源，房地产市场的持续走低会让居民的财富效应缩水。更重要的下行压力则来自我国所面临的国际环境。逆全球化和供应链调整是当前全球经济格局的两大核心趋势，这对长期以来以出口导向为主的我国制造业是一个巨大的挑战。2025 年 4 月，美国加大了对我国贸易战的力度，而我们的调查正好处于这一期间。在本次调查中，受访者对国际关系的关注度明显提高，约 63.6% 的受访者认为中美关系是影响投资的大事件，约 56.8% 的受访者认为中国与其他西方国家关系很重要，约 58.8% 的受访者认为，如果中国和美国的贸易关系就此破裂，短期内对我国会有较大压力。

这样的预期提高了投资者的避险情绪。2025 年 4 月，愿意投资黄金的净增加人数占比约 16.3%，比 2018 年 10 月提高 17 个百分点，愿意投资债券的净增加人数占比约 16.8%，比 2018 年 10 月提高 17.2 个百分点。

关税战在短期内给我国带来的挑战较大，但长期来看可能也是重大机遇。在我们的调查中，投资者对中美关系破裂的长期影响是偏向乐观的，约 45.8% 的受访者认为长期正面影响更大，持长期负面影响的意见占比只有约 27.5%，长期没有影响的占比约 20%。

这种正面影响的信心主要来自两点，第一，外部挑战将加速中国内部经济结构调整，企业不得不将重心放到如何扩大内需层面。2024 年 12 月召开的

央经济工作会议上，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为九项重点任务之首。在我们的调查中，约 58.2%的受访者认为提升内需是影响未来投资的重大事件。第二，投资者对我国在重要科技领域处于领先地位有信心，认为会有更大的增长。在本次调查中，约 54.4%的受访者认为我国在人工智能方面世界领先，比 2024 年 11 月提高了 14.7%个百分点；约 55%的受访者认为我国在新能源领域处于世界领先地位，比 2021 年 4 月提高了 19.2 个百分点。

要完成并巩固这两项挑战和机遇离不开民营经济。过去二十年，民营经济以其灵活的机制和创新精神，在国际市场上展现出了强大的竞争力，未来在扩大内需方面也将发挥重大作用。在我们的调查中，受访者对民营经济的关注持续上升，本期，约 44.5%的受访者认为民营经济的地位对未来投资决策很重要，比 2020 年 12 月提高了 9.5 个百分点，在对如何提振民营企业信心的问题中，约 74%的受访者认为应该加强在宏观政策上的连续性和稳定性，65.9%的受访者认为应该赋予民营企业与国有企业在政治经济中同等地位。

第一部分：投资者情绪指数

自 2021 年年末以来，A 股持续下跌。从 2021 年 12 月至 2024 年 8 月，上证综指从 3640 点下降到 2842 点，下跌 21.9%，深证综指从 2530 点下降到 1544 点，下降 39%。2024 年 9 月，政府出台了一系列超预期的金融政策，引发了一轮上涨行情，从 2024 年 8 月至 12 月，上证综指上涨 17.9%，深证综指上涨 26.8%。然而，进入 2025 年，A 股再次连续下跌，截至 2025 年 4 月，上证综指收于 3279 点，相比 2024 年 12 月，下跌 2.2%，深证综指收于 1916 点，下跌 2.1%。

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，情绪再次下降**，具体来说：

2024 年 7 月，受访者中认为 A 股会上涨的意见占比只有 47.5%(散户和金融业分别为 47.7%和 47.1%)，比 2023 年 9 月的调查结果下降了 22.5 个百分点(散户和金融业分别下降 15.5 和 38 个百分点)。对 A 股的预期回报率约-4%(散户和金融分别约-4.2%和-3.6%)，比 2023 年 9 月下降了 5.9 个百分点(散户和金融分别下降了 3.6 和 11.1 个百分点)。愿意投资股票的净增加人数占比约-12.5%(散户和金融业分别约-11.1%和-14.4%)，比 2023 年 9 月下降 41.7 个百分点(散户和金融分别下降 35 和 55.4 个百分点)。

2024 年 11 月，受访者情绪显著提升，认为 A 股会上涨的意见占比提高到 68.2%(散户和金融业分别为 70.9%和 64.4%)，比 2024 年 7 月提高了 20.7 个百分点(散户和金融分别提高了 23.2 和 17.3 个百分点)。对 A 股预期回报率约 5.3%(散户和金融业分别约 6.6%和 3.4%)，比 2024 年 7 月提高 9.3 个百分点(散户和金融分别提高了约 10.9 和 7.1 个百分点)。愿意投资股票的净增加人数占比约 11.3%(散户和金融业分别约 13.7%和 7.9%)，比 2024 年 7 月提高 24 个百分点(散户和金融分别提高 24.8 和 22.3 个百分点)。

2025 年 4 月，受访者情绪再次下调，约 61.5% 的受访者认为 A 股会上涨(散户和金融业分别为 62.6%和 59.9%)，比 2024 年 11 月的调查结果下降了 6.7 个百分点(散户和金融分别下降了 8.3 和 4.5 个百分点)。对 A 股的预期回报率约 0.6%(散户和金融业分别约 0.6%和 0.5%)，比 2024 年 11 月下降了 4.7 个百分点(散户和金融分别下降了 6 和 2.9 个百分点)。愿意投资股票的净增加人数占比约 12.7%(散户和金融业分别约 14%和 10.9%)，比 2024 年 11 月略提高 1.4 个百分点(散户和金融均分别提高 0.3 和 3 个百分点)。

从 2021 年年末至今，A 股估值持续下调。根据我们的计算，从 2021 年 11

月至 2025 年 4 月，用整体法计算的 A 股平均市净率从约 1.7 倍下降至 1.3 倍，周期调整市盈率(CAPE)从约 18.6 倍下降至 15.7 倍。从 2021 年至今，受访者中认为 A 股估值偏低的人数越来越多，2025 年 4 月，约 27.1%的受访者认为 A 股价格偏低(散户和金融分别约 24.3%和 31.2%)，比 2021 年年末提高了 11.6 个百分点(散户和金融分别提高了 7.6 和 19.5 个百分点)。

2021 年以来，我国房地产市场大幅下行。从商品房新开工面积看，房地产在 2023 年三季度探底，而后下跌幅度收窄。从 2021 年 12 月至 2023 年 9 月，商品房新开工面积年均下滑 33%，2023 年 9 月至 2025 年 3 月，年均下滑 20.4%。房地产价格在 2024 年三季度探底，之后下跌幅度收窄。从 2021 年 12 月至 2024 年 9 月，全国 70 个大中城市新建和二手住宅价格年均下降 3%和 5.5%，2024 年 9 月至 2025 年 3 月，新建和二手住宅价格分别下滑 1.1%和 1.9%(年化后分别下滑 2.2%和 3.7%)。

我们的调查与房地产市场的走势基本吻合，投资者对房地产的预期自 2020 年 8 月以来一直下降，于 2023 年 9 月探底，之后有所回暖，目前整体仍然处于悲观情绪，悲观情绪在减弱。2023 年 9 月，认为房价会上涨的意见占比降到自调查以来的最低点，只有 47.6%(散户和金融分别约 36.9%和 71.8%)，对房价的预期回报率约-0.2%(散户和金融分别约-1.4%和 2.3%)。愿意投资房地产的净增加人数占比为-31.7%(散户和金融分别为-30.2%和-35%)。

在本次调查中(2025 年 4 月)，认为房价会上涨的意见占比约 52.5%(散户和金融分别约 56.7%和 46.6%)，比 2023 年 9 月提高 4.9 个百分点(散户提高 19.8 个百分点，金融下调 25 个百分点)，对房价的预期回报率约 0.7%(散户和金融分别约 1.2%和 0%)，比 2023 年 9 月提高 0.9 个百分点(散户提高了 2.5 个百分点，金融业下调了 2.3 个百分点)。愿意投资房地产的净增加人数占比约 -16.1%(散户和金融分别约-14.7%和-18.2%)，比 2023 年 9 月提高了 15.6 个百分点(散户和金融分别提高了 15.6 和 16.8 个百分点)。

2024 年以来，受访者认为未来 GDP 增速超过 5%意见占比有所下降。2025 年 4 月，约 33.2%的受访者认为未来经济增速能超过 5%(散户和金融均为在这个水平)。

受访者对 A 股上市公司净利润增速的预期与 GDP 类似，2024 年以来，认为未来 A 股净利润增速超过 10%意见占比大幅下降。2025 年 4 月，受访者中认为 A 股未来净利润增速能超过 10%的意见占比约 41.3%(散户和金融分别约 42.3%和 40.7%)，比 2023 年 9 月下降 12.9 个百分点(散户和金融分别下降 4.9 和 28.7 个百分点)，对 A 股净利润的预期增速约 9.4%(散户和金融均在这

个水平),比2023年9月下降3个百分点(散户和金融分别下降1.8和5.4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**,2025年4月,受访者的预期通胀率约2.4%,比2023年9月下调0.4个百分点。约1.7%的受访者认为未来会发生通缩,比2023年9月提高了1.5个百分点。(散户和金融业受访者对通胀的预期接近,这里不再分开表述)。

2025年,美国对我国的贸易战持续升级,将关税加征至145%,在很大程度上影响了受访者对经济的预期。**在对投资影响的重大事件这一问题中,本期受访者对我国国际关系的关注度明显提高**。2025年4月,约63.6%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63.3%和64.2%),比2020年12月提高了26.7个百分点(散户和金融分别提高26.1和28.2个百分点)。约56.8%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55.9%和58.2%),比2020年12月提高了17.1个百分点(散户和金融分别提高了16.4和17.6个百分点)。

不过,受访者普遍认为如果中国和美国的贸易关系就此破裂,短期内对我国会有较大压力,但长期而言正面影响更大。2025年4月,持短期负面影响的意见占比约58.8%(散户和金融分别约55.4%和63.8%),短期正面影响的只有11.6%(散户和金融分别约13.9%和8.1%),短期没有影响的约19.3%(散户和金融分别约20.2%和18%)。就长期影响而言,持长期负面影响的意见占比只有约27.5%(散户和金融分别约27.7%和27.1%),长期正面影响的占比约45.8%(散户和金融分别约46.1%和45.4%),长期没有影响的占比约20%(散户和金融均在这个水平)。

对股市、房地产市场、经济的预期以及国际关系的判断,大幅提高了投资者的避险情绪,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**。2025年4月,愿意投资黄金的净增加人数占比约16.3%(散户和金融分别约14.4%和19.1%),比2018年10月提高17个百分点(散户和金融分别提高14和23.4个百分点)。愿意投资债券的净增加人数占比约16.8%(散户和金融分别约17.1%和16.4%),比2018年10月提高17.2个百分点(散户和金融分别提高17.6和16.4个百分点)。

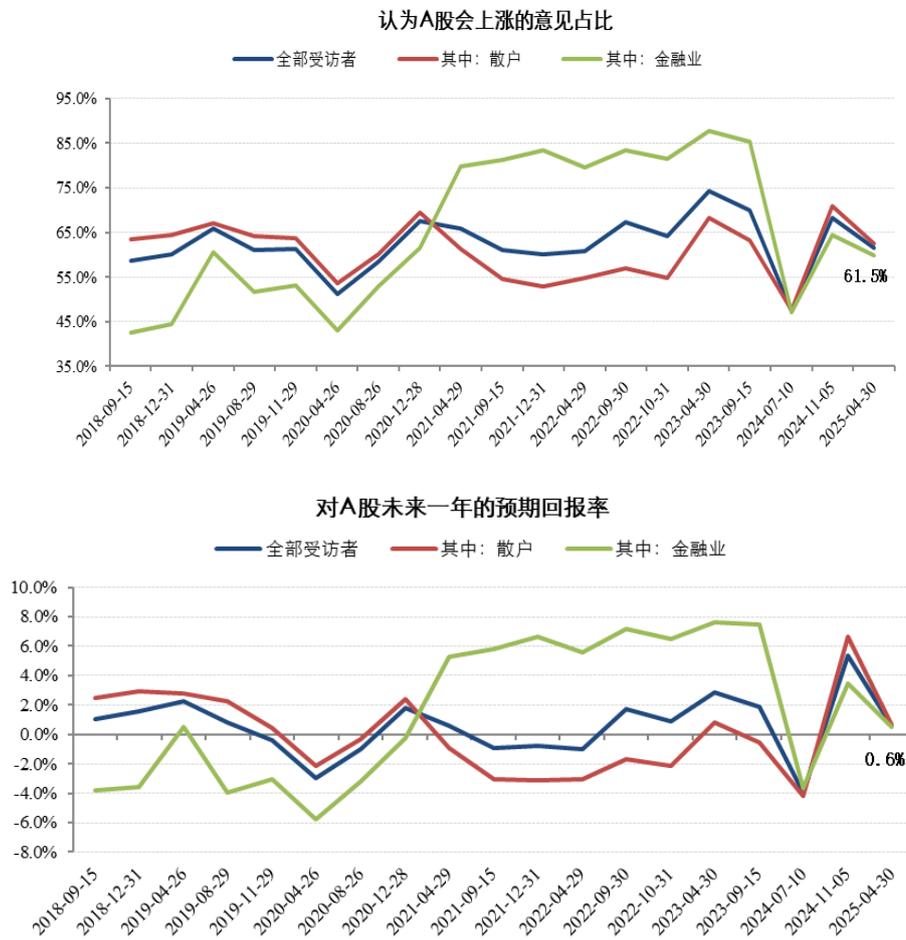
在我们的调查中,受访者对提升内需、民营经济的关注持续上升,在对投资影响的大事件中,2025年4月,约58.2%的受访者选择了提升内需(散户和金融业分别约59.1%和56.7%),比2020年12月提高了13.7个百分点(散户和

金融分别提高了 13.3 和 16.8 个百分点), 约 44.5%的受访者选择了民营经济的地位(散户和金融分别约 47.9%和 39.3%), 比 2020 年 12 月提高了 9.5 个百分点(散户和金融分别提高了 13.3 和 3.2 个百分点)。在对如何提振民营企业信心的问题中, 约 74%的受访者认为应该加强在宏观政策上的连续性和稳定性(散户和金融均在这个水平), 65.9%的受访者认为应该赋予民营企业与国有企业在政治经济中同等地位(散户和金融业分别约 67.6%和 63.5%)。

投资者对于重要科技领域普遍偏乐观, 认为会有更大的增长。在本次调查中, 约 54.4%的受访者认为我国在人工智能方面世界领先(散户和金融分别约 57.9%和 49.9%), 比 2024 年 11 月提高了 14.7%个百分点(散户和金融分别提高了 16.7 和 11.7 个百分点), 约 55%的受访者认为我国在新能源领域处于世界领先地位(散户和金融分别约 58.3%和 50.3%), 比 2021 年 4 月提高了 19.2 个百分点(散户和金融分别提高了 22.9 和 12.6 个百分点)。

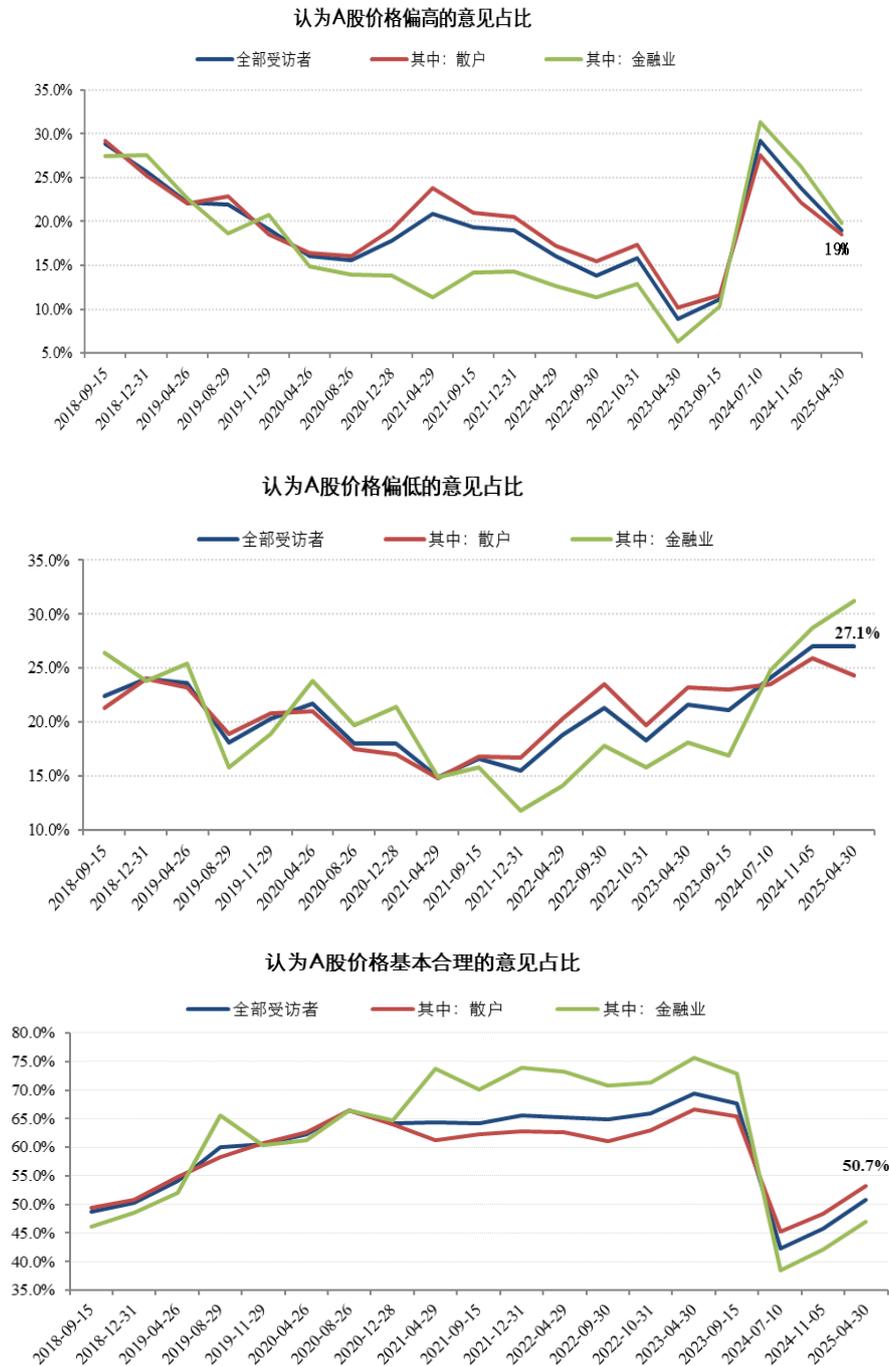
1.1 对股票价格的预期

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

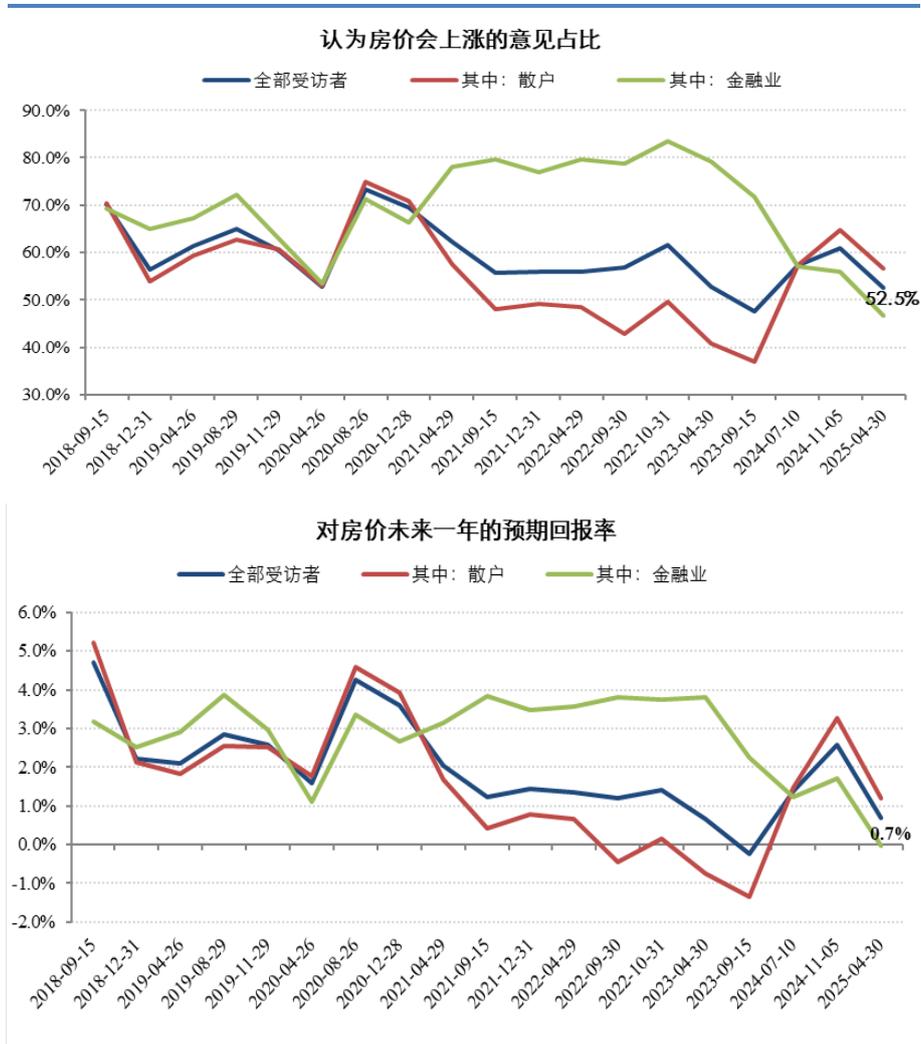
问题 3：在将来的 12 个月，您认为港股市(比如恒生指数)会怎样变化？



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

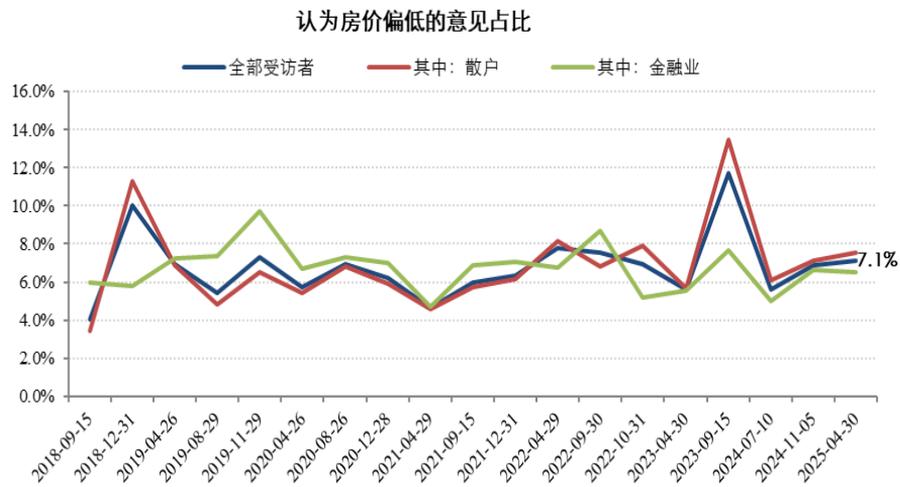
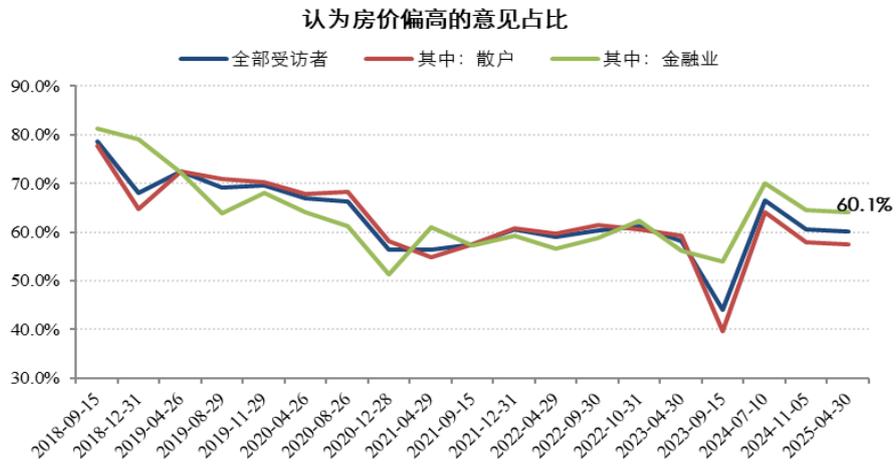
1.2 对房地产价格的看法

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

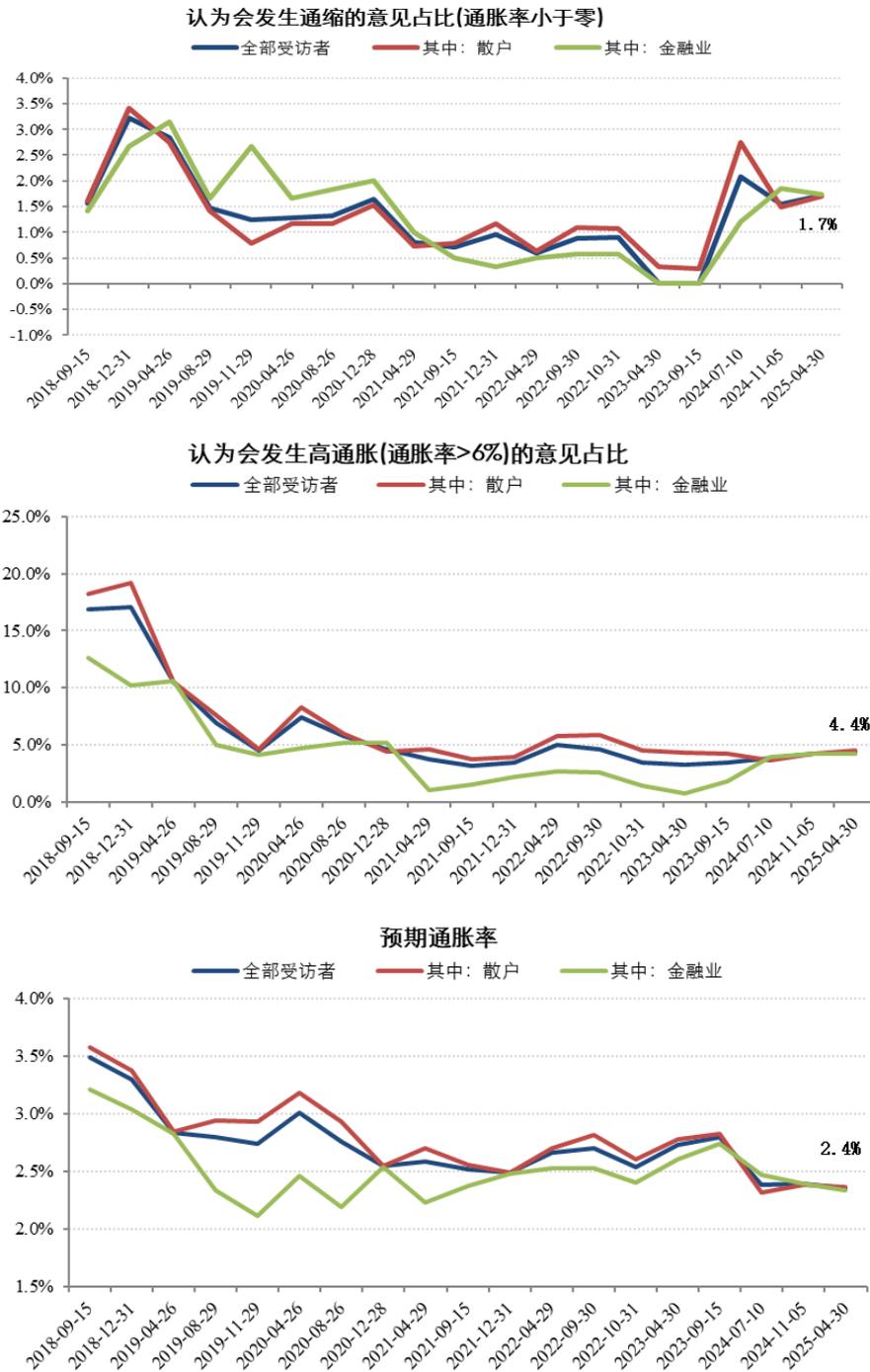
问题 5：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



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

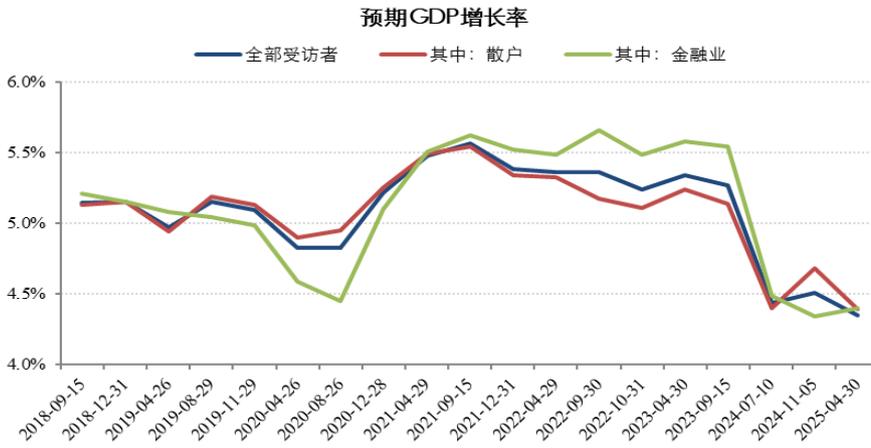
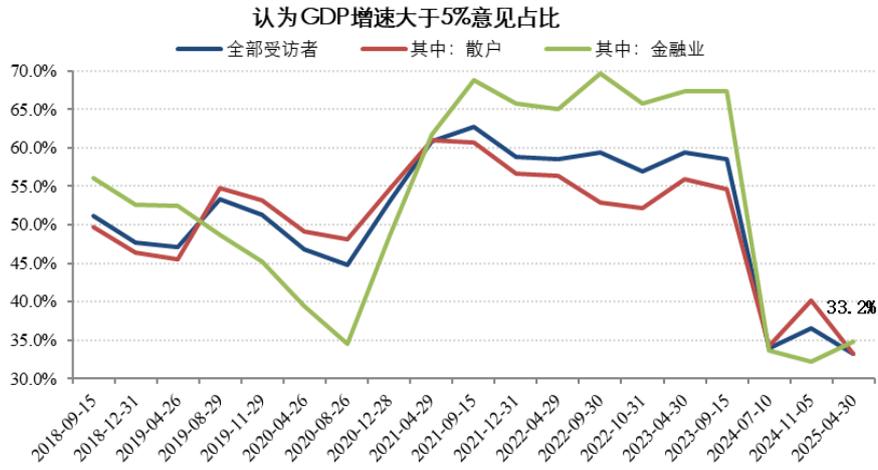
1.3 对经济基本面的看法

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?



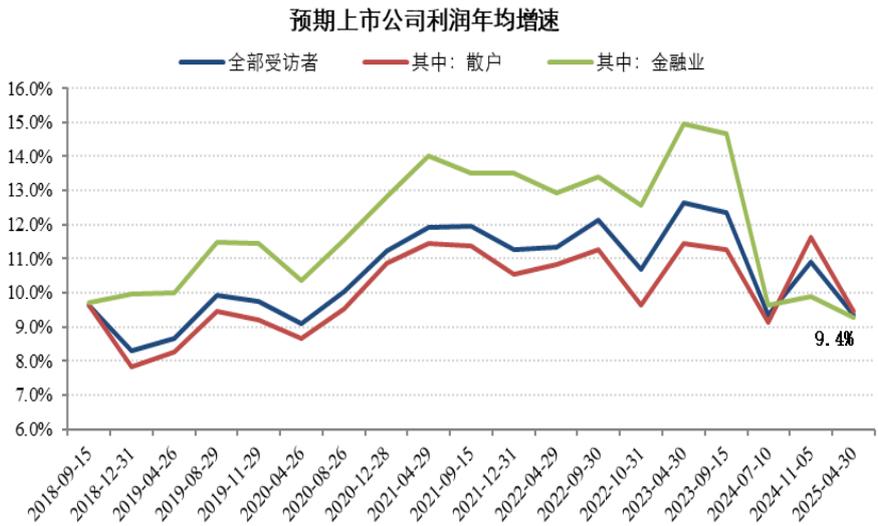
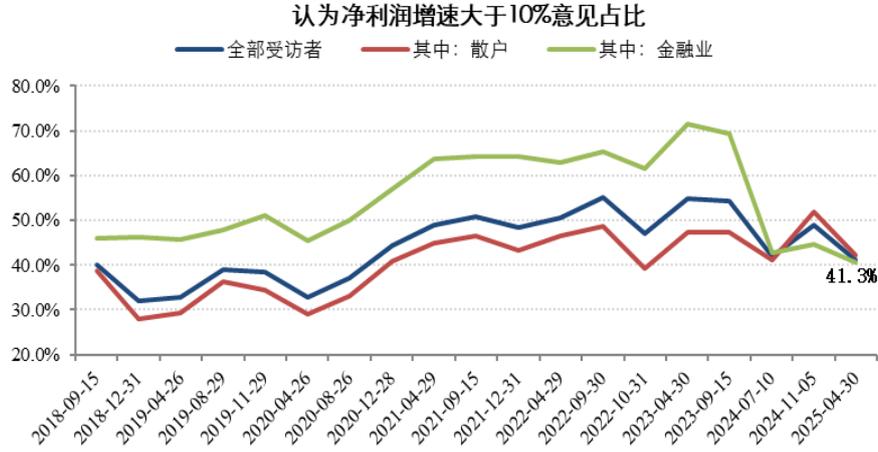
①图中数字是全部受访者意见。②数据来源: 长江商学院投资研究中心

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

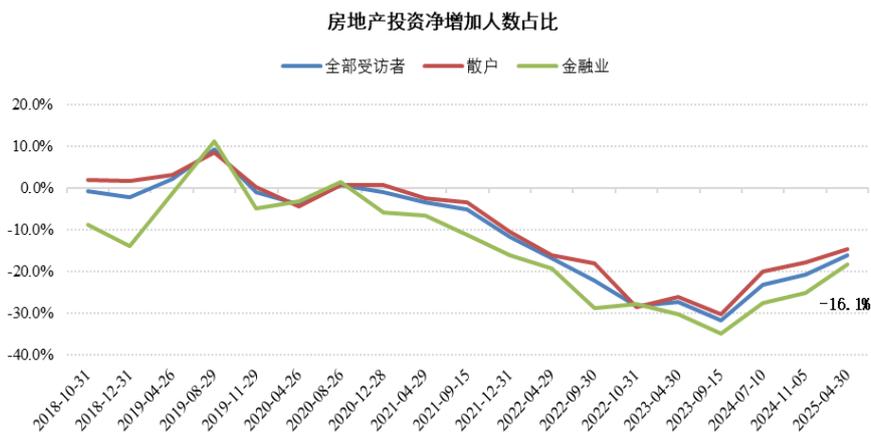
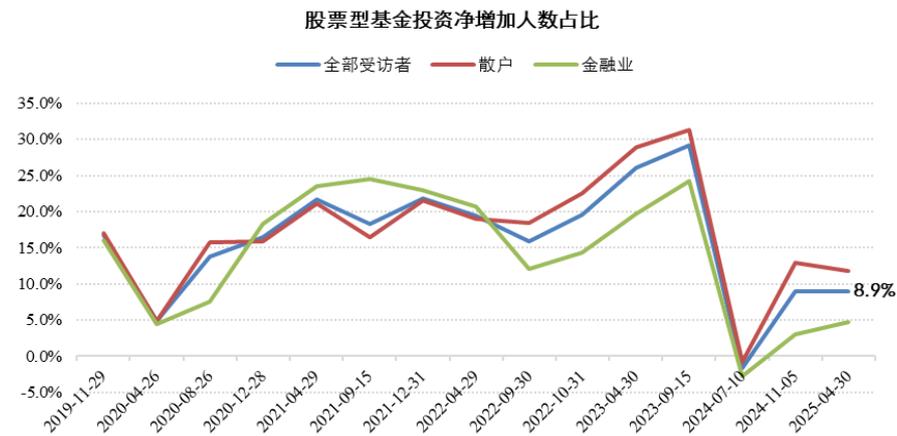
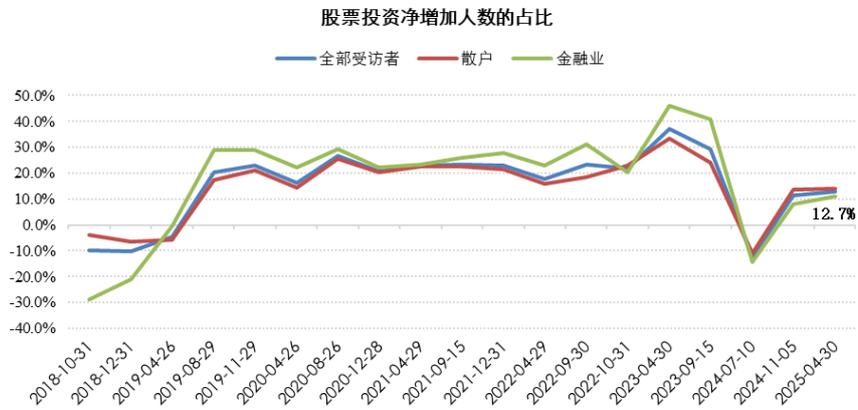
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



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

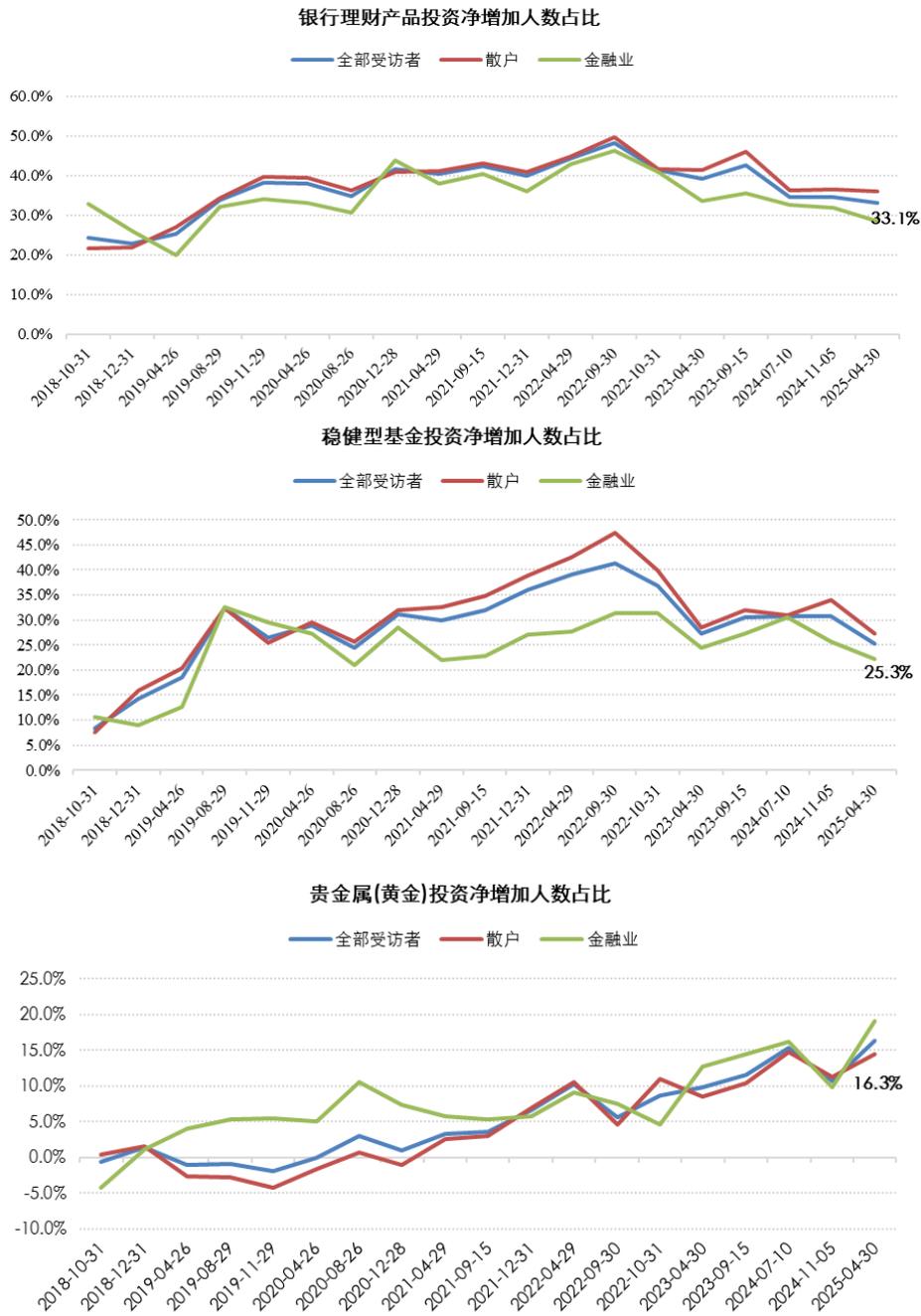
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



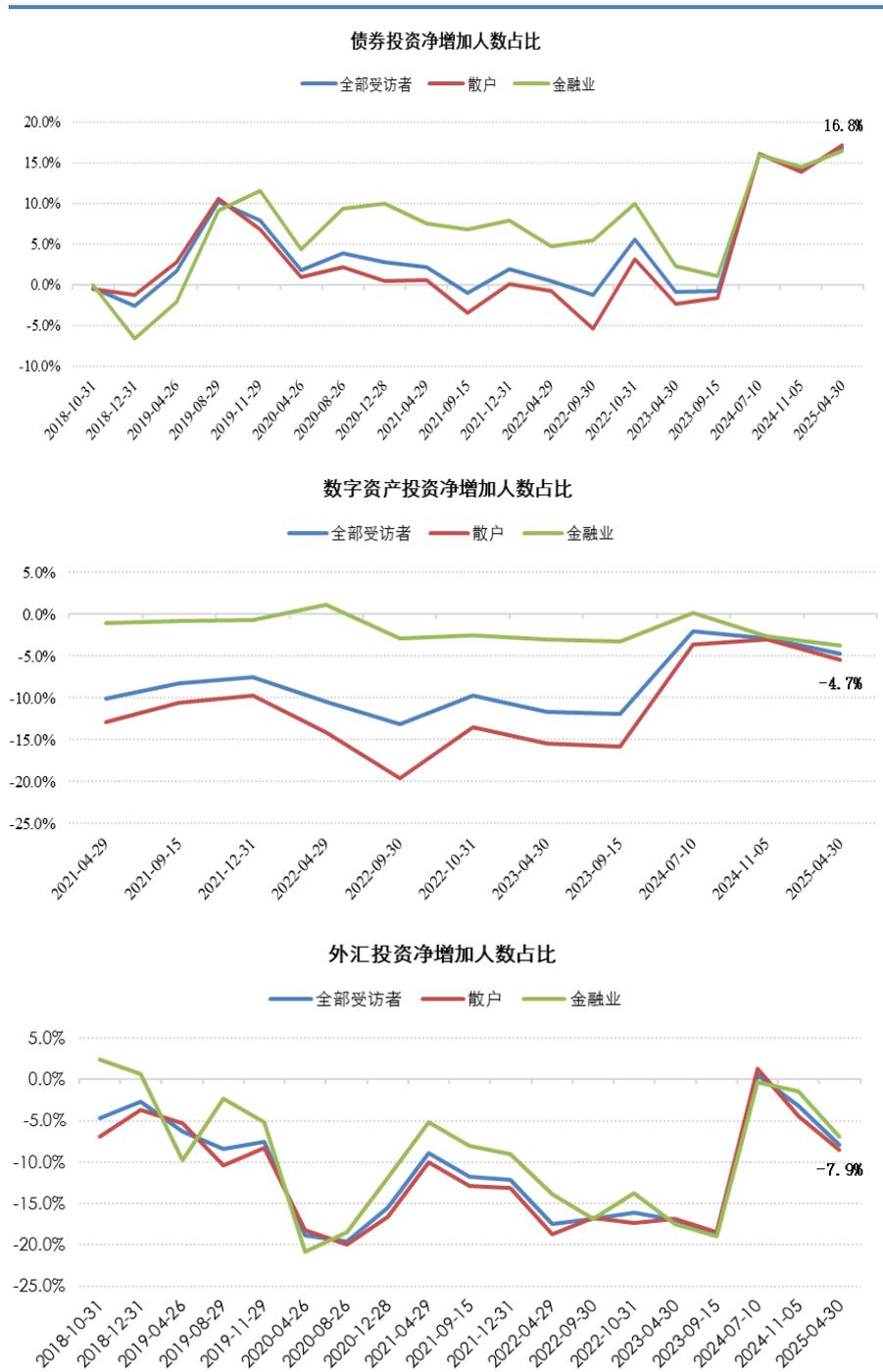
①图中数字是全部受访者意见。②从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。③数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



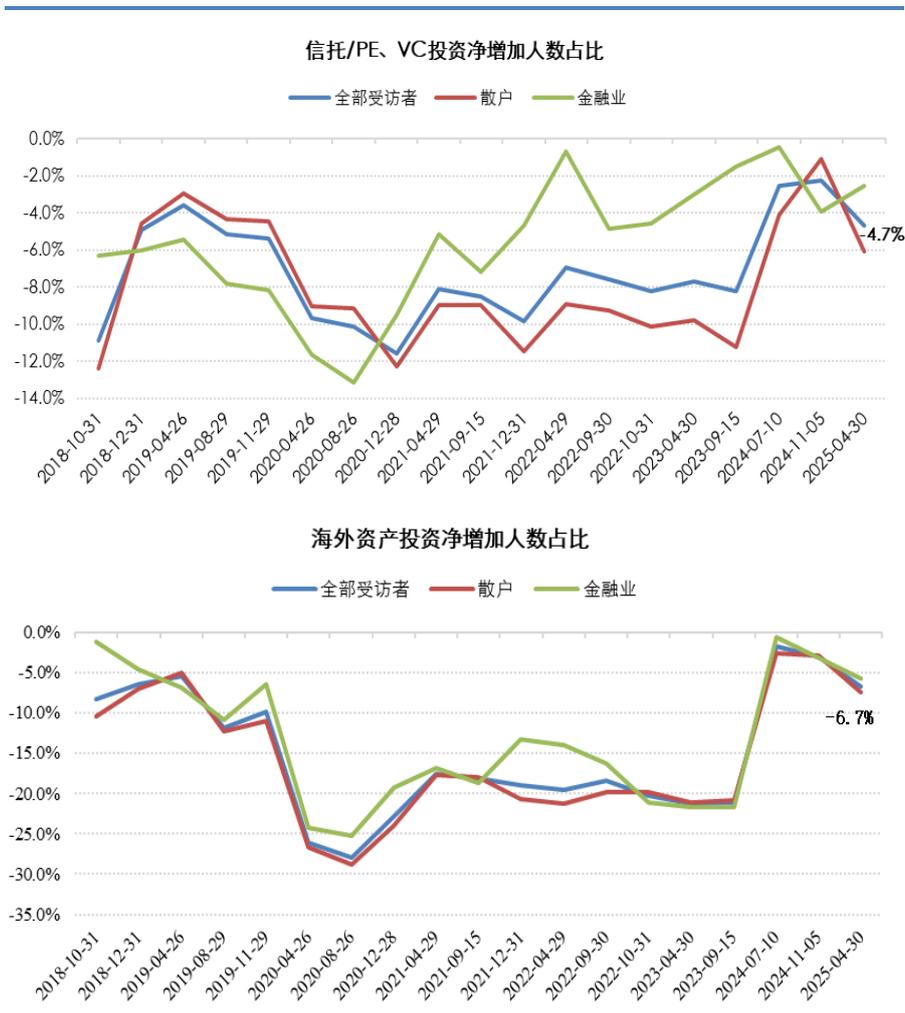
①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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

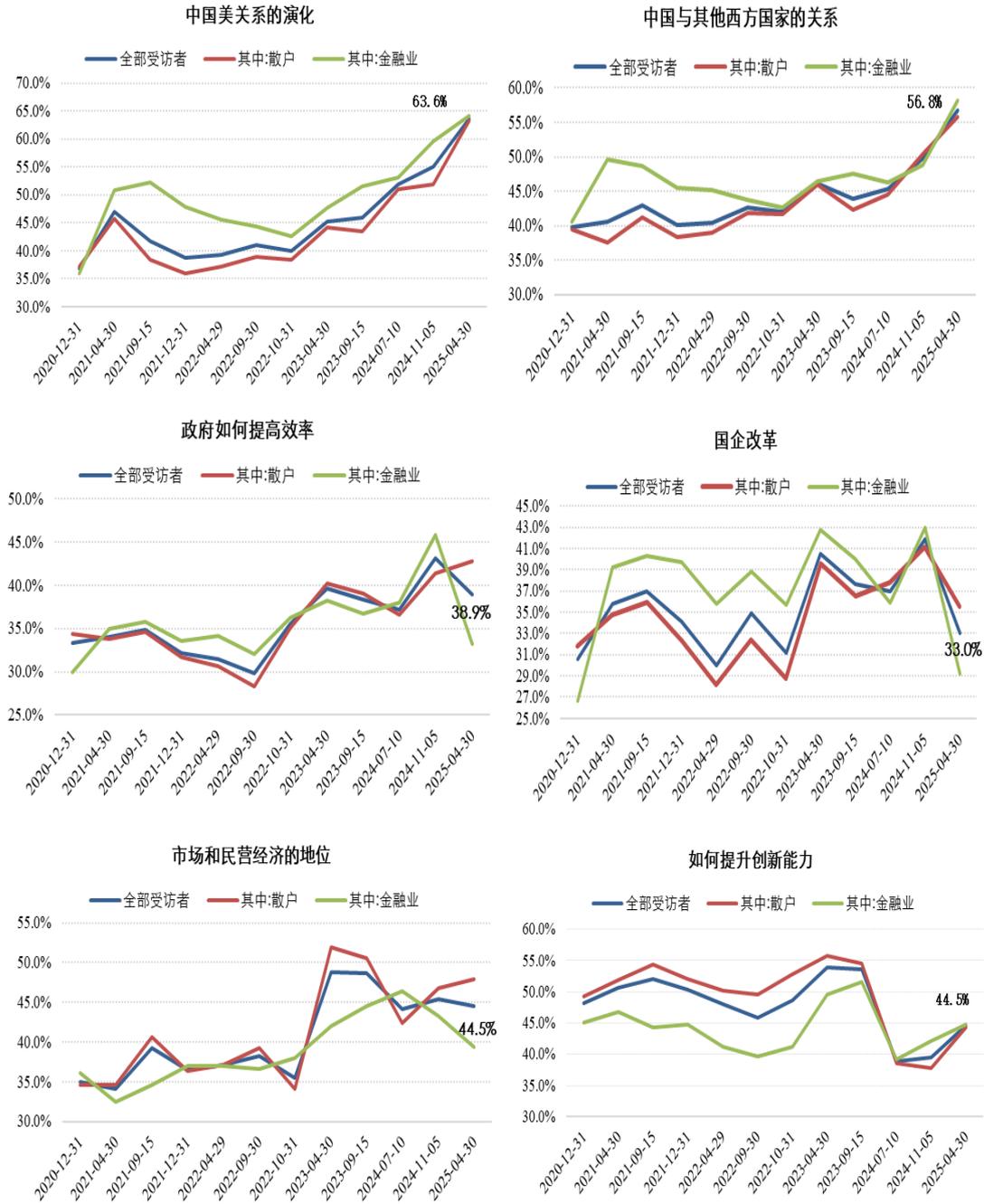
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



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

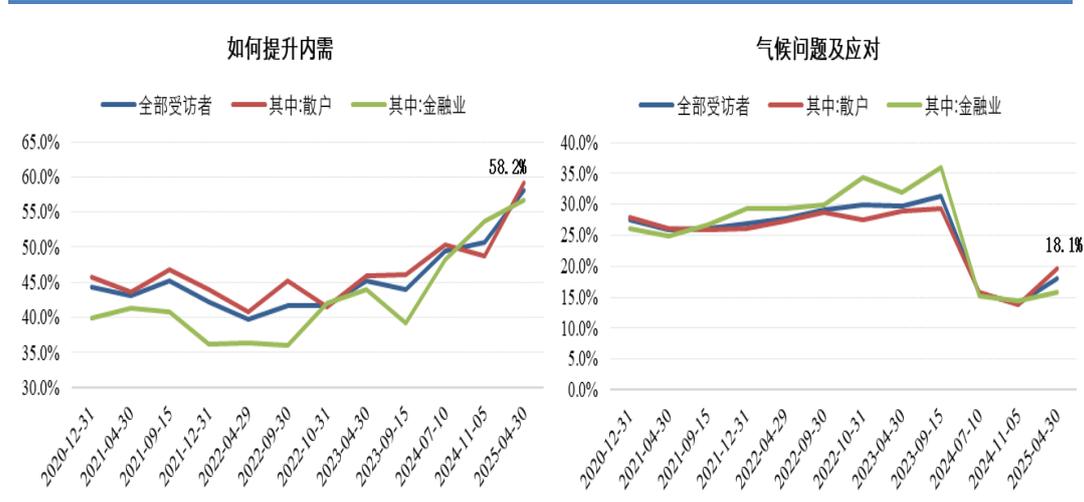
1.5 对投资影响最大的议题

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

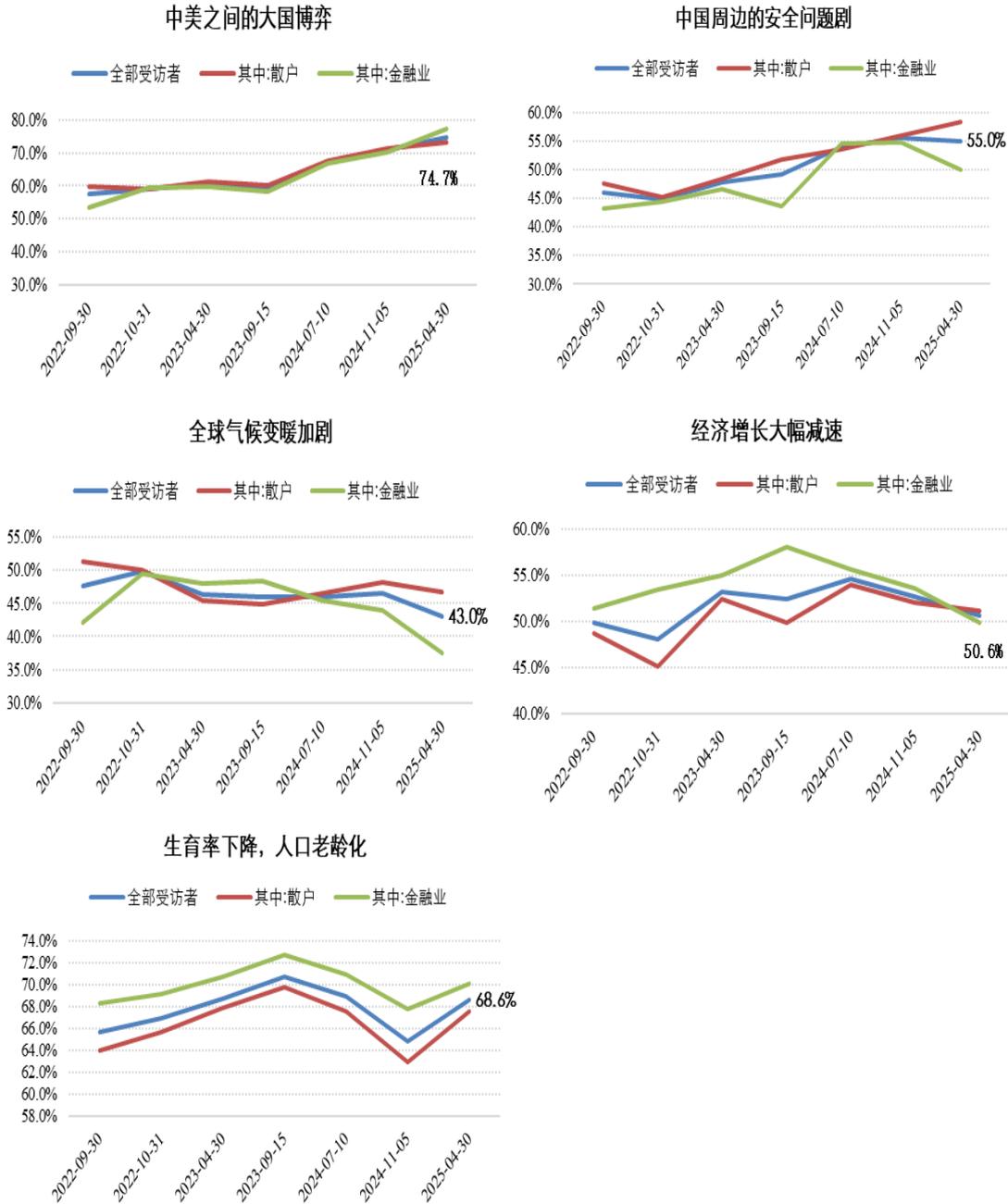
问题 10：在今后的 12 个月里，您认为对投资影响最大的议题是什么？（可多选，续）



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

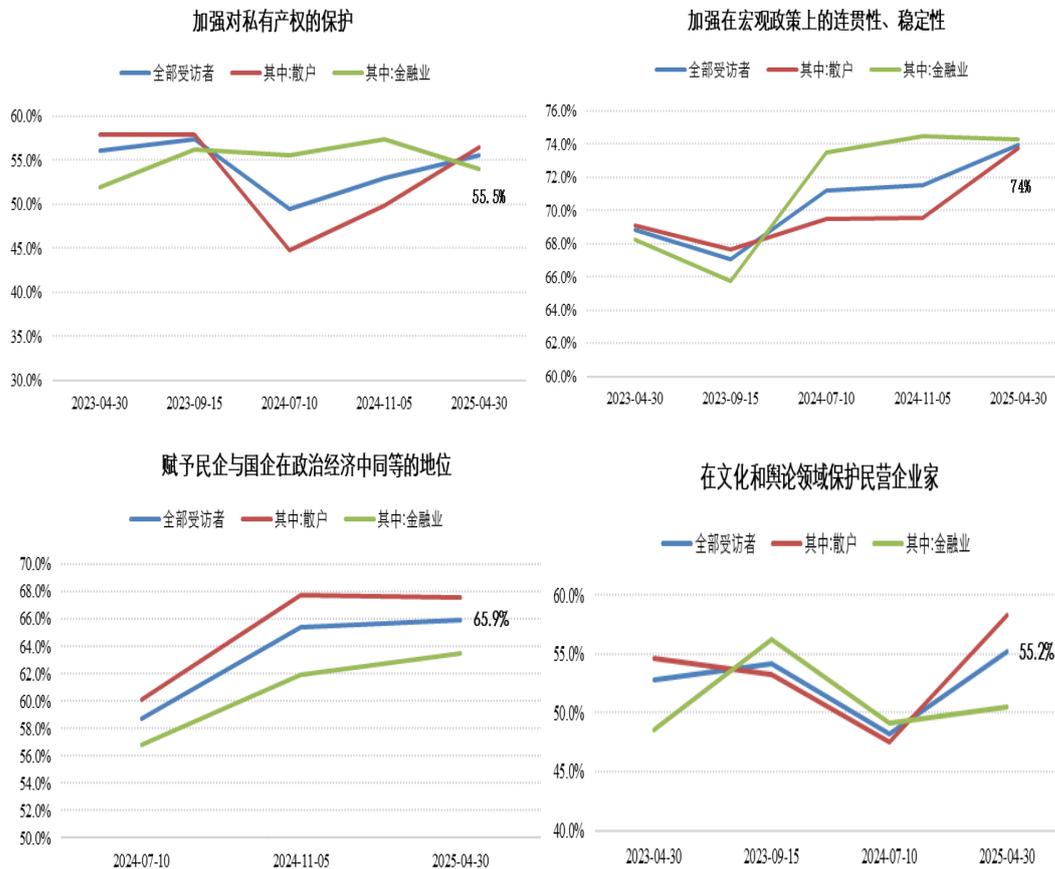
问题 11：将来 10 年，您认为中国面临的^①最大风险有哪些？（可多选）



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 对民营企业的看法

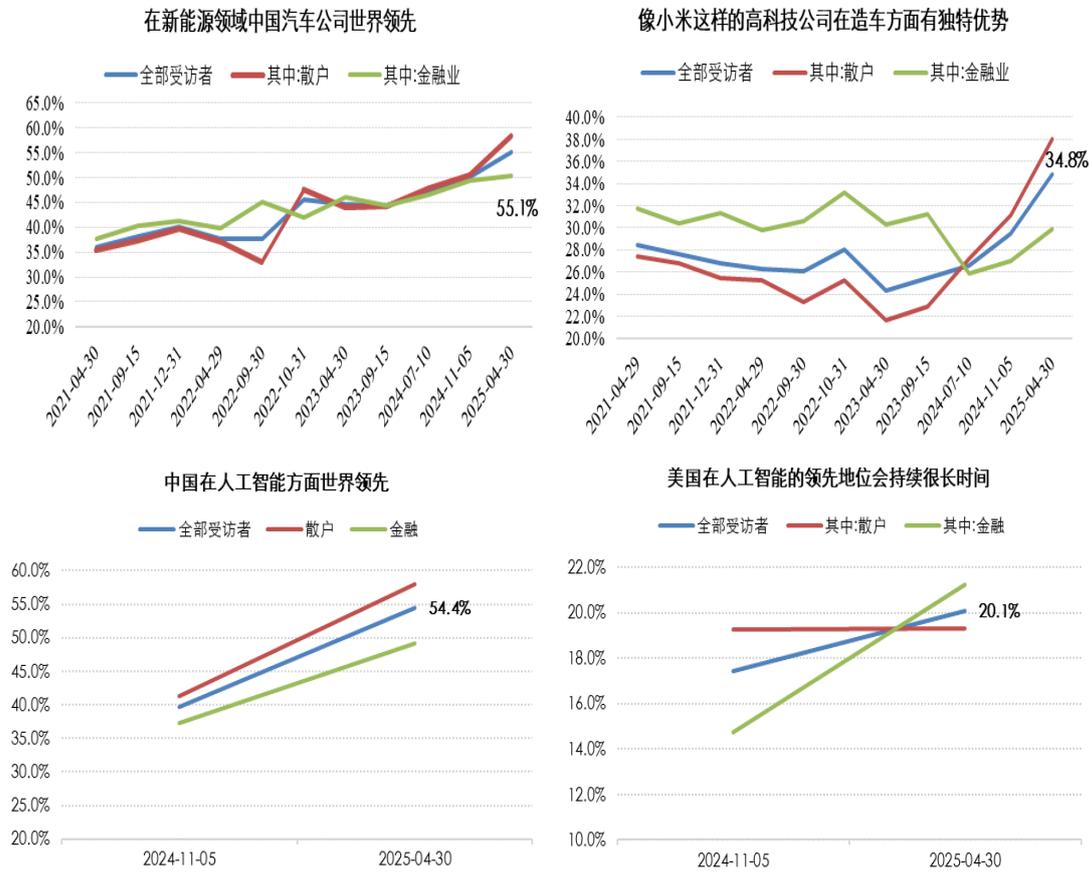
问题 12: 民营企业是中国经济的重要组成部分, 您认为应该如何提振民营企业信心? (可多选)



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

1.8 对重要科技的想法

问题 13：对重要科技的想法



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 4 月 30 日全球重要股指回报率比较 (不含红利回报)

股指名称	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年	2025年至4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
中国内地股综合股指	12.8%	5.1%	3.3%	-0.7%	1.4%	5.0%	0.1%	0.6%	12.6%	8.2%
上证综指	5.6%	2.5%	2.8%	-3.0%	-2.2%	4.2%	0.4%	-3.6%	12.6%	8.2%
深证综合	9.1%	0.6%	1.7%	-1.7%	-2.1%	-0.5%	4.7%	-7.1%	27.8%	15.5%
沪深300	4.6%	-2.1%	-0.7%	-2.3%	4.2%	0.8%	-1.0%	2.4%	12.3%	13.0%
中小板	9.7%	0.1%	9.2%	2.3%	-0.5%	-2.5%	20.5%	-5.7%	18.2%	
创业板	4.8%	-5.6%	-1.2%	-3.8%	-9.0%	-4.5%	9.3%	-9.8%	38.9%	
科创板50	31.9%	2.2%	-2.8%		2.4%	1.5%	-1.4%			
恒生指数	24.5%	1.6%	-2.1%	-2.4%	10.3%	0.7%	-11.1%	6.5%	4.4%	3.8%
标普500	10.6%	10.5%	13.8%	10.3%	-5.3%	23.8%	5.9%	12.1%	12.9%	0.5%
日经225	-6.1%	10.3%	12.3%	6.3%	-9.6%	23.6%	3.3%	5.6%	22.5%	-4.3%
富时100	4.3%	4.0%	7.6%	2.0%	3.9%	4.7%	-0.4%	4.8%	2.9%	2.1%
法兰克福DAX	25.5%	16.9%	15.7%	7.0%	13.0%	19.6%	1.7%	5.4%	16.2%	4.8%
巴黎CAC40	-4.9%	5.1%	10.7%	4.2%	2.9%	6.8%	2.7%	6.6%	10.1%	-2.7%
韩国综指	-5.0%	-1.7%	5.6%	1.9%	6.5%	3.6%	0.6%	2.9%	1.8%	10.7%
新加坡海峡指数	16.4%	4.5%	7.9%	0.9%	1.2%	7.9%	0.3%	2.8%	2.2%	4.1%
意大利IMS	11.0%	14.6%	15.6%	4.9%	9.7%	18.9%	0.1%	2.5%	10.0%	-9.1%

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			
	最近1年	最近3年	2025年1至4月	2024年	最近1年	最近3年	2025年1至4月	2024年
半导体	54.6%	34.8%	3.1%	28.0%	144.0%	103.2%	39.6%	37.4%
自动化设备	24.2%	31.3%	7.6%	2.9%				
汽车及零部件	20.9%	39.0%	6.7%	16.2%	42.9%	62.5%	21.7%	13.0%
软件和通信服务	20.8%	54.8%	0.9%	12.4%	29.3%	68.4%	10.8%	32.1%
金融	19.6%	30.1%	-2.6%	35.2%	42.2%	56.2%	6.2%	46.2%
商贸零售	15.7%	-19.1%	-5.4%	13.1%	-24.6%	-47.9%	-16.7%	-12.9%
游戏	15.2%	33.6%	7.8%	-3.0%	14.0%	36.4%	21.8%	0.7%
通/专用设备	14.4%	29.1%	4.8%	5.8%	3.3%	51.9%	-3.1%	30.4%
电商	13.0%	-24.4%	-2.7%	-1.8%	13.4%	-17.7%	-7.3%	51.6%
教育	11.8%	7.2%	-3.7%	-2.3%	-6.3%	115.5%	9.1%	-5.4%
电子及电子元件	11.3%	27.5%	-7.9%	14.3%	145.9%	220.1%	31.5%	78.2%
综合	10.8%	-11.6%	-5.8%	-7.1%	29.2%	34.6%	1.0%	23.3%
贵金属	10.1%	60.1%	28.3%	5.8%	33.1%	101.2%	66.4%	-1.5%
国防军工	9.9%	10.2%	-4.8%	6.9%	-1.3%	41.2%	-9.7%	14.9%
文娱用品/日常消费品	9.6%	-6.3%	-3.2%	-4.5%	214.1%	233.4%	47.6%	199.3%
美容护理	8.4%	-23.8%	14.7%	-9.3%	66.9%	72.6%	69.8%	63.8%
食品饮料(不含酒)	7.1%	-15.7%	-0.8%	6.0%	-16.0%	-8.6%	6.5%	-19.7%
环保	7.1%	-1.1%	0.1%	1.2%	32.5%	0.1%	-1.8%	32.3%
数字媒体和出版	6.8%	27.6%	-4.1%	5.5%	2.6%	12.5%	-1.2%	8.7%
影视院线	6.7%	23.6%	7.8%	-5.0%	26.3%	5.7%	9.7%	-1.3%
计算机及通信设备	6.4%	29.4%	-7.6%	16.7%	31.7%	59.4%	1.3%	17.0%
电池	6.4%	-29.6%	-9.0%	17.2%	41.6%	81.4%	-12.7%	42.4%
房地产	4.7%	-37.5%	-6.9%	-0.6%	7.9%	-45.7%	6.9%	-6.2%

	A股				香港内地股			
	最近1年	最近3年	2025年1至4月	2024年	最近1年	最近3年	2025年1至4月	2024年
专业服务	3.3%	-14.0%	0.7%	-10.2%	18.9%	-23.3%	4.7%	-8.2%
制药	2.8%	1.9%	6.6%	-10.3%	11.2%	-8.3%	13.9%	-13.9%
交通运输-海陆空	2.5%	5.1%	-7.3%	20.4%	20.0%	26.9%	-2.4%	16.6%
农林牧渔	1.9%	-16.9%	4.6%	-7.1%	60.1%	-22.1%	85.2%	-28.2%
家用电器	1.3%	19.9%	-1.6%	21.2%	-2.0%	23.2%	-6.1%	48.9%
物流	0.8%	-17.9%	-1.2%	1.1%	-7.7%	-13.9%	-2.5%	1.6%
化工	-0.2%	-12.8%	1.8%	-4.2%	13.6%	6.6%	-2.1%	28.7%
建筑及建筑材料	-1.3%	-22.0%	-5.7%	3.6%	18.7%	-12.2%	-3.0%	23.8%
公用事业	-1.9%	11.4%	-2.6%	11.1%	2.4%	12.5%	-3.0%	18.7%
钢铁	-1.9%	-16.0%	1.2%	0.8%	24.6%	-29.2%	2.2%	6.1%
包装印刷造纸	-2.1%	-2.2%	-4.4%	-2.4%	-24.5%	-51.3%	-20.1%	-12.4%
工业金属	-2.4%	19.0%	4.3%	10.9%	0.3%	64.1%	17.6%	21.3%
医疗服务	-2.5%	-36.9%	-0.7%	-19.7%	16.3%	-22.9%	-1.2%	-16.1%
旅游住宿餐饮	-2.8%	-13.2%	-3.4%	1.6%	-8.3%	-62.3%	15.4%	-28.6%
电力设备	-5.0%	-23.3%	-8.5%	-4.9%	-9.7%	-35.0%	-6.1%	6.5%
家具装饰用品	-5.7%	-12.2%	-2.5%	-4.3%	-4.6%	-34.3%	64.1%	-50.4%
纺织服饰/首饰	-7.7%	-4.2%	-5.9%	-2.3%	17.2%	25.6%	23.2%	5.3%
能源金属	-13.1%	-58.1%	-7.5%	-23.1%	-17.0%	-60.1%	-4.9%	-35.2%
医疗器械	-13.3%	-25.2%	-4.6%	-15.9%	24.5%	22.6%	40.0%	-19.0%
酒类	-14.4%	-21.9%	-1.7%	-12.0%	-15.9%	-23.1%	1.9%	-12.0%
煤炭	-16.1%	-2.5%	-13.6%	13.0%	-6.9%	50.5%	-12.7%	26.7%
石油石化	-16.9%	26.4%	-11.8%	23.4%	-11.4%	92.0%	-8.0%	33.7%

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。

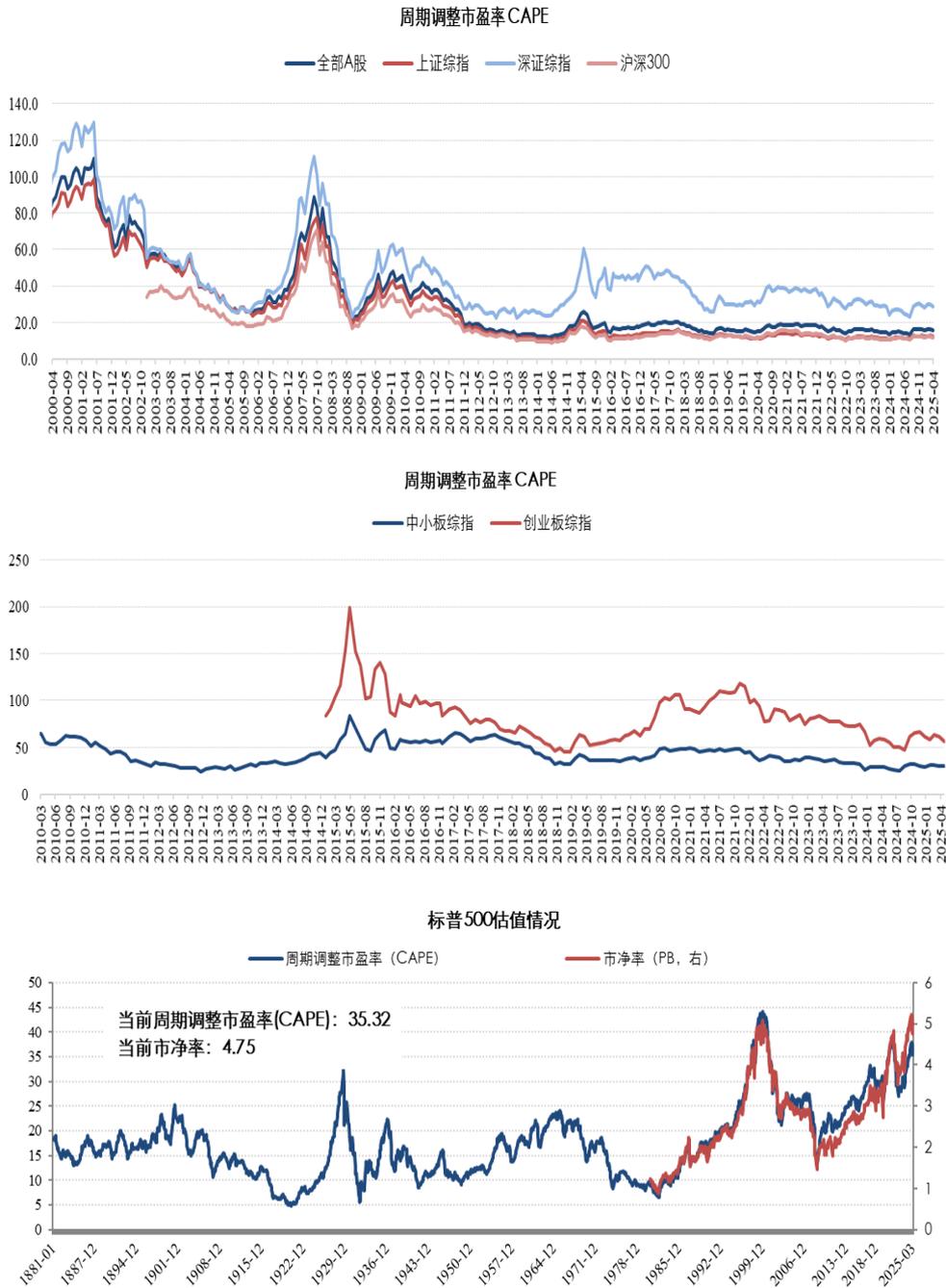
图 3：1995 年至 2025 年 4 月中国 A 股及美国重要股指估值



	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	1.29	12.06	109.99	15.72
上证综指	0.97	6.22	1.08	10.31	98.28	12.45
深证综指	1.30	6.97	1.88	22.59	129.98	28.60
沪深300	0.97	6.47	1.08	9.23	70.70	11.90
中小板综指	1.66	7.72	1.97	23.96	84.10	30.09
创业板综指	2.23	10.48	3.01	44.92	199.22	56.51
科创板	2.44	7.85	3.57			

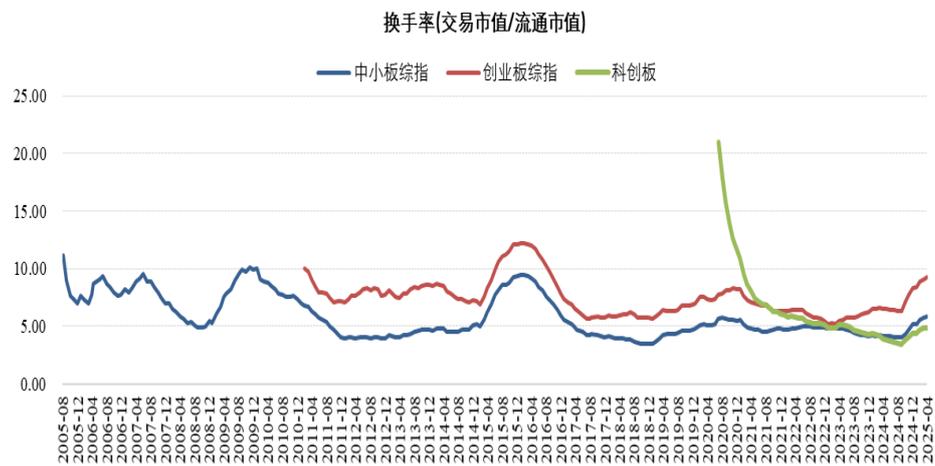
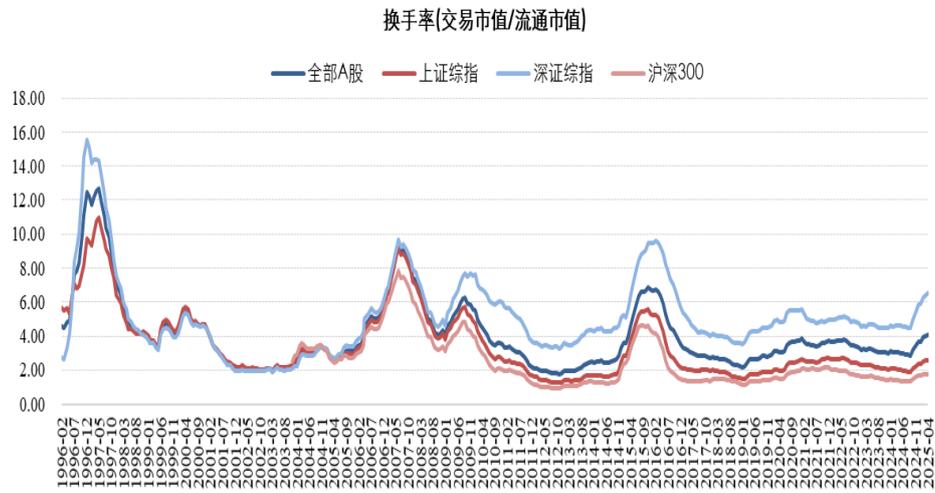
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 3：1995 年至 2025 年 4 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 4 月 A 股重要股指换手率情况

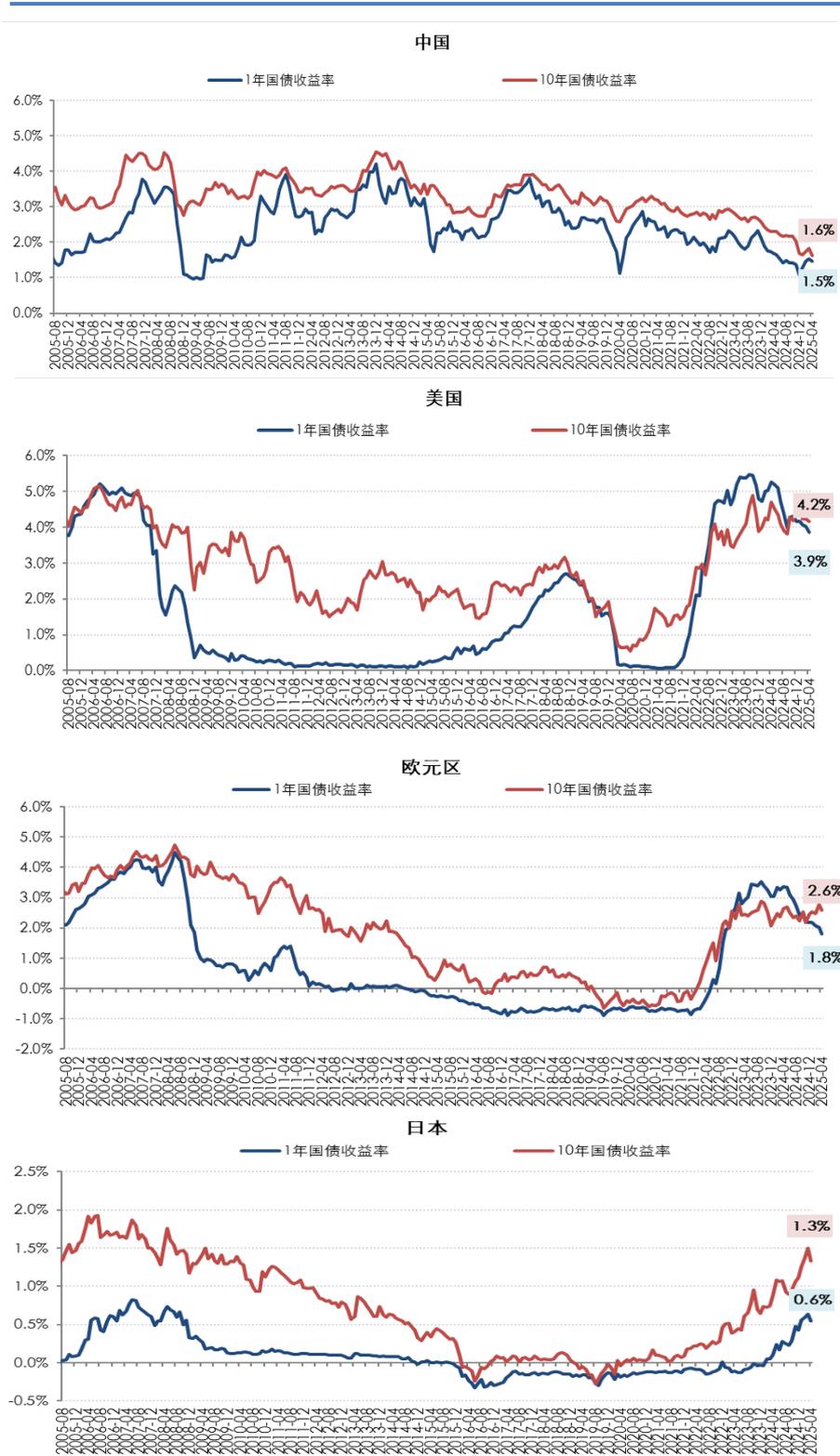


换手率(交易市值/流通市值)			
	最低值	最高值	当前值
全部A股	1.77	12.65	3.16
上证综指	1.25	12.42	2.09
深证综指	1.89	15.56	4.95
沪深300	0.92	7.82	1.49
中小板综指	3.46	11.16	4.31
创业板综指	5.17	12.25	7.14
科创板	3.41	20.96	3.81

数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

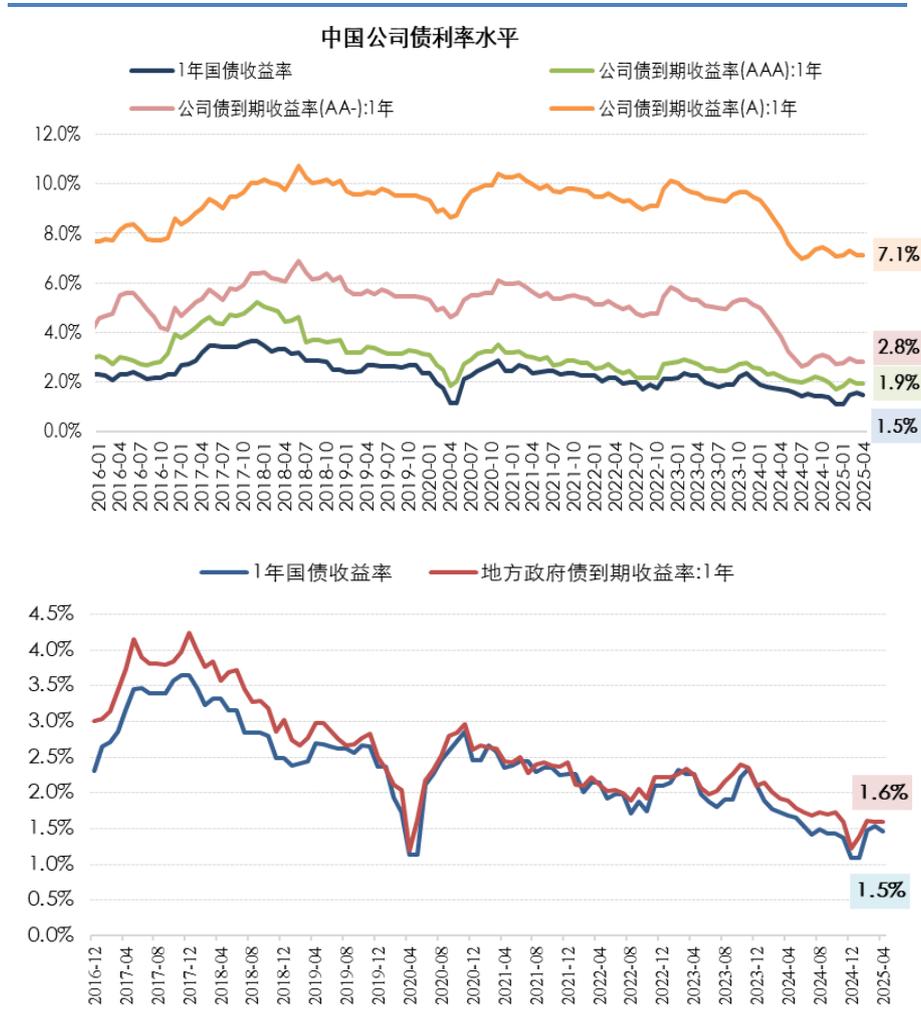
2.2 债券价格水平

图 5：截至 2025 年 4 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 4 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 3 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3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
能源类	-8.8%	-16.5%	17.4%	2.9%	-1.5%	-14.1%	18.3%	13.1%	-22.1%	12.9%
其中:原油	-15.4%	-14.3%	17.0%	3.0%	-2.2%	-3.8%	7.2%	14.7%	-23.0%	15.1%
其中:澳大利亚煤	-20.9%	-30.8%	9.3%	4.8%	-19.9%	-41.5%	78.9%	6.1%	-17.3%	11.4%
其中:南非煤	-6.5%	-30.7%	7.6%	5.0%	-7.1%	-43.1%	62.5%	11.7%	-17.3%	9.8%
其中:美国天然气	175.2%	-5.4%	18.2%	4.0%	36.6%	-25.9%	34.9%	3.9%	-11.7%	-9.9%
其中:欧洲天然气	54.7%	-32.2%	37.2%	4.8%	-4.5%	-38.0%	98.3%	-2.4%	-18.5%	12.6%
其中:日本天然气	-3.7%	-5.6%	4.5%	-0.3%	0.5%	-19.4%	24.6%	2.6%	-13.8%	16.8%
食品类	-5.5%	-11.0%	4.7%	1.8%	-3.7%	-7.8%	13.7%	2.6%	-7.6%	9.7%
其中:谷物	-9.1%	-12.9%	2.5%	1.2%	-4.5%	-12.7%	17.0%	2.1%	-10.4%	12.1%
农业原材料类	-0.8%	-2.6%	1.6%	-0.3%	-3.5%	6.1%	-1.5%	-0.7%	-6.3%	8.6%
其中:原木	1.4%	-2.1%	-0.9%	-1.6%	2.3%	0.1%	-3.5%	-2.0%	-4.3%	6.8%
其中:棉花/橡胶/烟草等	-3.0%	-3.0%	4.7%	1.3%	-9.1%	13.0%	1.0%	1.2%	-9.3%	11.5%
化肥类	11.3%	-18.0%	11.9%	2.4%	7.3%	-20.6%	37.7%	-6.8%	-10.4%	15.5%
其中:磷矿	0.0%	-5.2%	16.2%	2.2%	0.0%	-28.7%	60.5%	-12.5%	-10.8%	23.7%
其中:尿素	19.5%	-23.2%	11.3%	2.9%	12.1%	-17.7%	33.7%	-4.7%	-11.1%	12.5%
其中:氯化钾	11.9%	-15.8%	6.5%	1.7%	15.0%	-27.9%	28.4%	-3.1%	-9.5%	16.7%
基础金属类	10.2%	-7.5%	10.2%	4.5%	5.6%	-0.8%	11.6%	8.3%	-12.3%	8.8%
其中:铝	19.4%	-8.7%	10.5%	4.1%	4.6%	2.9%	10.7%	4.3%	-7.2%	1.3%
其中:铁矿石	-8.8%	-13.0%	2.4%	5.6%	-2.1%	-4.4%	6.5%	23.0%	-26.2%	20.1%
其中:铜	12.1%	-1.6%	13.4%	5.1%	9.2%	3.2%	11.3%	7.0%	-11.5%	13.4%
其中:镍	-7.9%	-22.1%	6.3%	1.6%	4.0%	-27.0%	27.9%	12.3%	-16.9%	4.1%
贵金属	37.5%	14.2%	13.8%	9.2%	11.9%	20.0%	7.3%	7.6%	-11.5%	20.6%
其中:黄金	38.2%	15.3%	13.4%	9.7%	12.7%	21.4%	6.7%	8.3%	-10.0%	20.6%
美国CPI通胀	2.3%	3.6%	4.4%	3.1%	1.3%	3.1%	4.9%	2.1%	1.2%	2.5%



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 4 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4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%	-0.2%	-1.6%	0.1%	-1.8%	-0.8%	4.4%
人民币兑欧元	4.4%	-1.4%	0.8%	-0.1%	-8.5%	-0.7%	1.7%	-2.4%	3.6%	4.7%
人民币兑港币	-2.1%	-4.1%	-0.7%	-1.6%	-0.2%	-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%	-9.1%	6.4%	7.0%	-4.2%	10.8%	-4.1%
人民币兑英镑	-0.4%	-1.8%	0.2%	0.5%	-6.3%	-3.8%	2.9%	1.2%	0.2%	9.5%
人民币兑加元	6.3%	-0.3%	1.1%	0.4%	-3.4%	0.9%	1.3%	-3.2%	7.2%	1.7%
人民币兑澳元	7.6%	0.8%	1.6%	1.1%	-2.4%	2.3%	1.2%	-0.8%	7.9%	-0.7%
人民币名义有效汇率	-0.3%	-1.7%	0.9%	-0.1%		-0.8%	2.2%	-1.8%	3.9%	3.7%
名义美元指数-对发达经济体	7.7%	4.0%	2.3%	1.8%	-7.1%	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%	-2.6%	4.0%	1.8%	1.4%	4.2%	0.1%

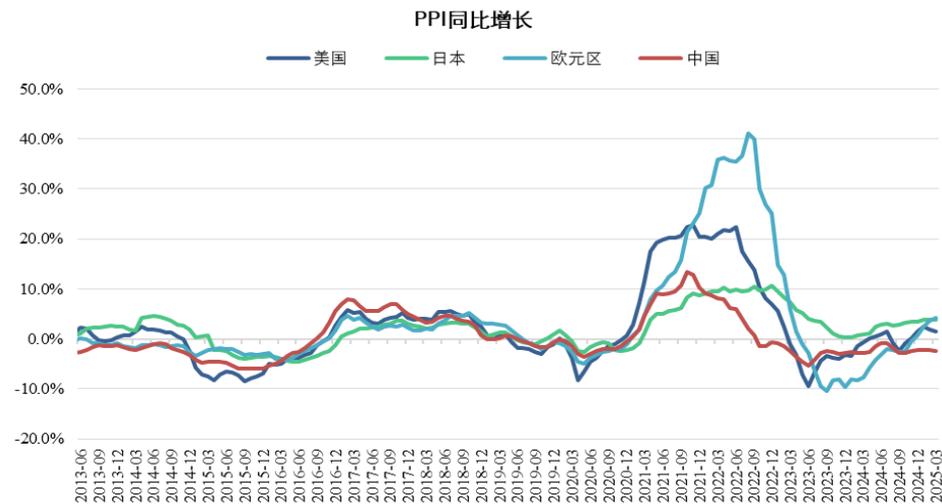


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

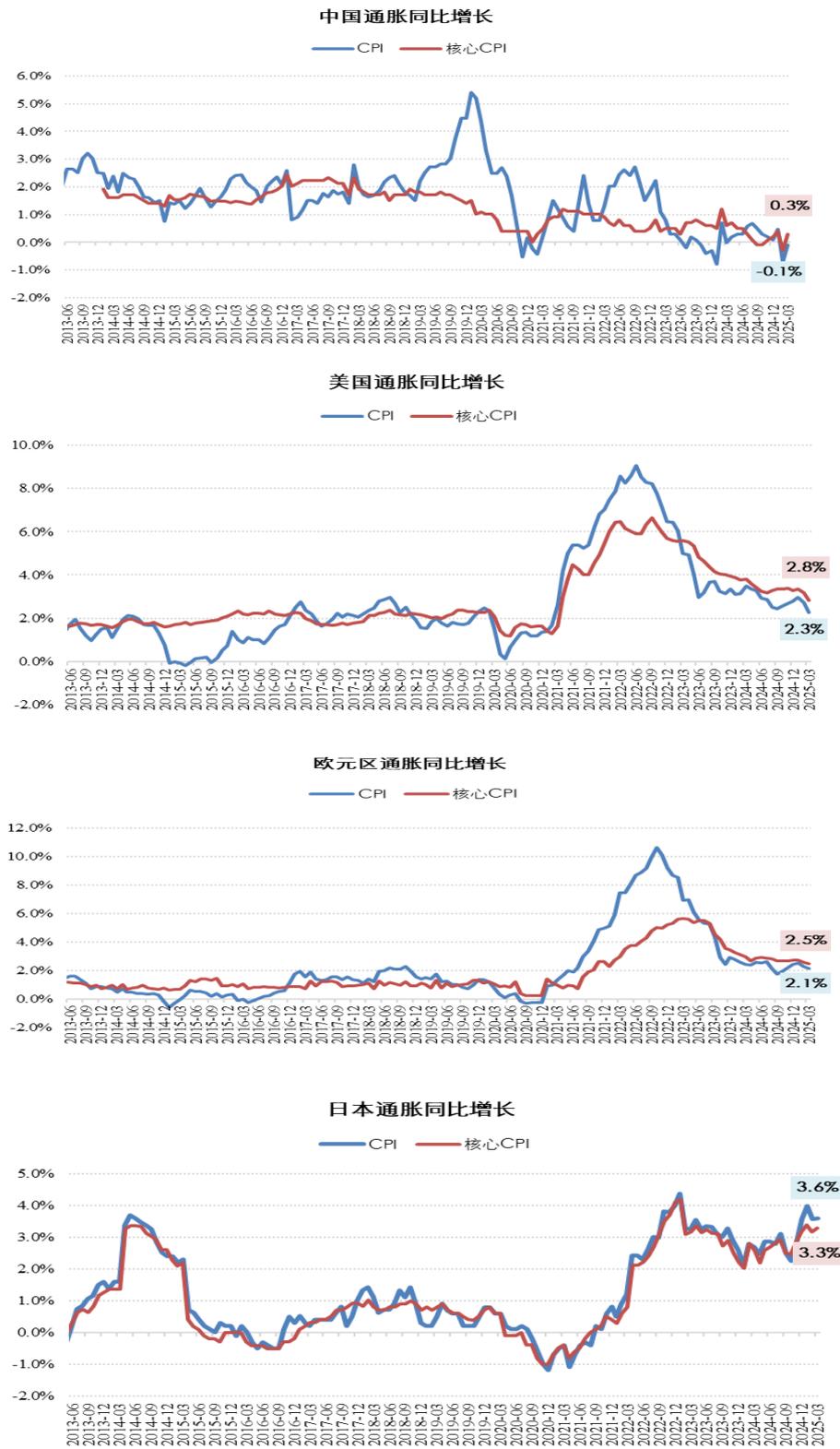
图 9：截至 2025 年 3 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年	2025年1至3月	2019年至2024年	2015年至2019年	2011年至2015年	2000年至2011年
美国CPI	2.3%	3.6%	4.4%	3.1%	1.3%	4.2%	2.1%	1.2%	2.4%
美国核心CPI	2.8%	4.1%	4.1%	3.1%	1.2%	4.0%	2.1%	1.8%	2.0%
美国PPI	1.5%	-0.1%	6.0%	3.1%	2.2%	4.9%	2.0%	-2.1%	3.5%
日本CPI	3.6%	3.2%	2.1%	1.3%	0.4%	1.9%	0.6%	1.0%	-0.3%
日本核心CPI	3.3%	3.0%	1.9%	1.2%	0.5%	1.8%	0.5%	0.9%	-0.3%
日本PPI	3.8%	4.0%	4.5%	2.2%	0.8%	4.0%	1.0%	0.0%	0.2%
欧元区调和CPI	2.1%	3.8%	4.0%	2.5%	0.7%	3.8%	1.3%	0.8%	2.1%
欧元区核心CPI	2.5%	3.7%	3.0%	1.9%	0.6%	2.8%	1.0%	1.0%	1.7%
欧元区PPI	4.3%	0.6%	7.7%	4.0%	0.9%	7.1%	1.6%	-1.1%	2.4%
中国CPI	-0.1%	0.2%	0.4%	1.4%	0.1%	0.6%	2.5%	2.0%	2.7%
中国核心CPI	0.3%	0.5%	0.6%	1.1%	0.3%	0.5%	1.8%		
中国PPI	-2.5%	-2.6%	0.9%	0.9%	-0.7%	-0.7%	0.7%	2.6%	-3.1%
中国CPI分项									
食品	-1.4%	-0.6%	-1.0%	2.2%	-0.6%	-0.6%	0.1%	5.3%	3.5%
猪肉	6.8%	4.5%	-11.4%	3.1%	-5.3%	-5.3%	-8.7%	17.2%	0.9%
衣着	1.3%	1.2%	0.9%	1.0%	0.2%	0.2%	0.7%	1.1%	2.2%
居住	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.2%	1.9%	1.9%
家用器具	-0.3%	-0.5%	0.1%	-0.2%	3.4%	3.4%	-0.7%	-0.4%	0.2%
家庭服务	1.8%	1.8%	2.2%	3.3%	0.7%	0.7%	2.2%	4.7%	7.5%
交通工具	-4.1%	-4.0%	-2.7%	-2.2%	-0.6%	-0.6%	-2.6%	-1.6%	-1.3%
通信工具	1.4%	-1.1%	-0.7%	-1.7%	-1.0%	-1.0%	-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%	1.8%	2.2%	0.1%	0.1%	1.8%	2.9%	2.6%
旅游	-0.9%	3.5%	1.7%	2.7%	0.4%	0.4%	3.3%	2.5%	2.3%
医疗保健	0.2%	0.8%	0.7%	2.2%	0.0%	0.0%	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3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

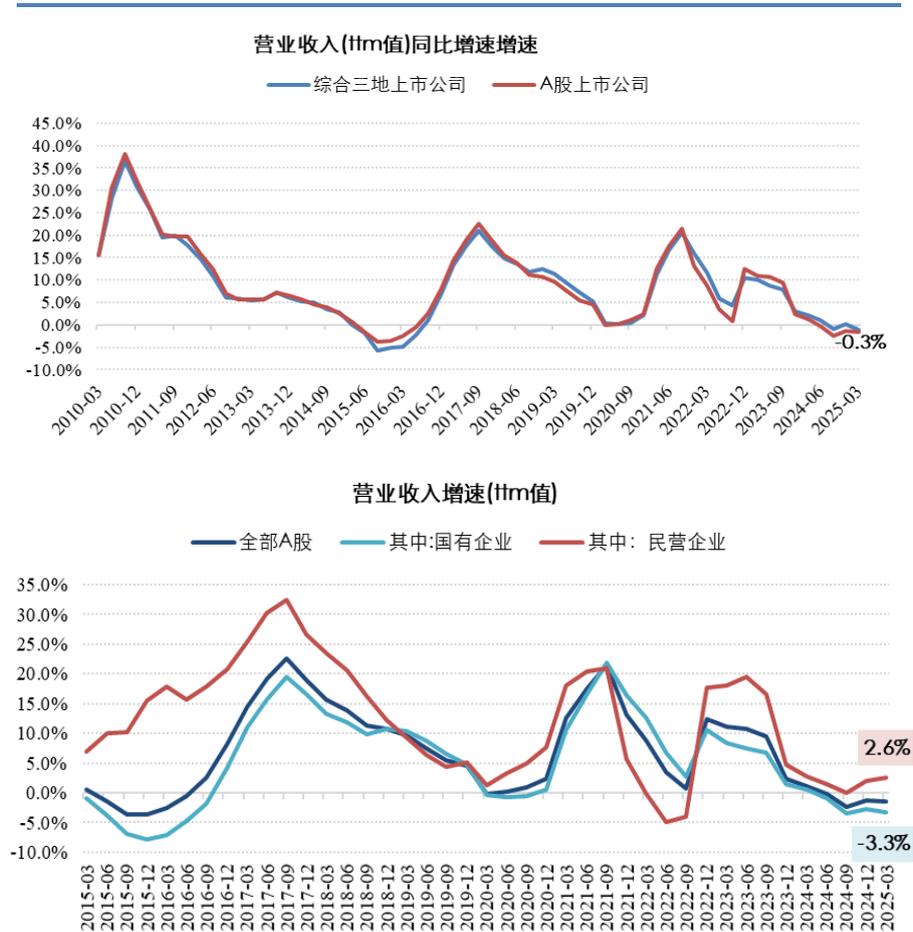
该部分分析在 A 股、香港和美国上市的中国公司财务报表信息。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR 和 Wind，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 10：在 A 股、香港和美国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	112	8	半导体	160	15
煤炭	38	12	电子及电子元件	337	9
石油石化	48	39	计算机及通信设备	178	40
能源金属	13	2	软件和通信服务	315	107
工业金属	120	45	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)	88	33	环保	138	24
酒类	36	7	公用事业	127	53
纺织服饰/首饰	112	54	交通运输-海陆空	82	53
家用电器	97	10	物流	47	7
文娱用品/日常消费品	22	13	电商	20	11
包装印刷造纸	73	25	商贸零售	85	54
家具装饰用品	72	4	旅游住宿餐饮	28	25
化工	430	30	教育	18	29
制药	291	69	美容护理	38	8
医疗器械	126	22	数字媒体和出版	72	26
医疗服务	81	30	游戏	31	5
钢铁	46	5	影视院线	37	22
通/专用设备	504	32	专业服务	28	17
自动化设备	89		金融	127	126
汽车及零部件	299	38	房地产	107	174
电池	97	6	综合	23	6
电力设备	278	15	总计	5473	1364

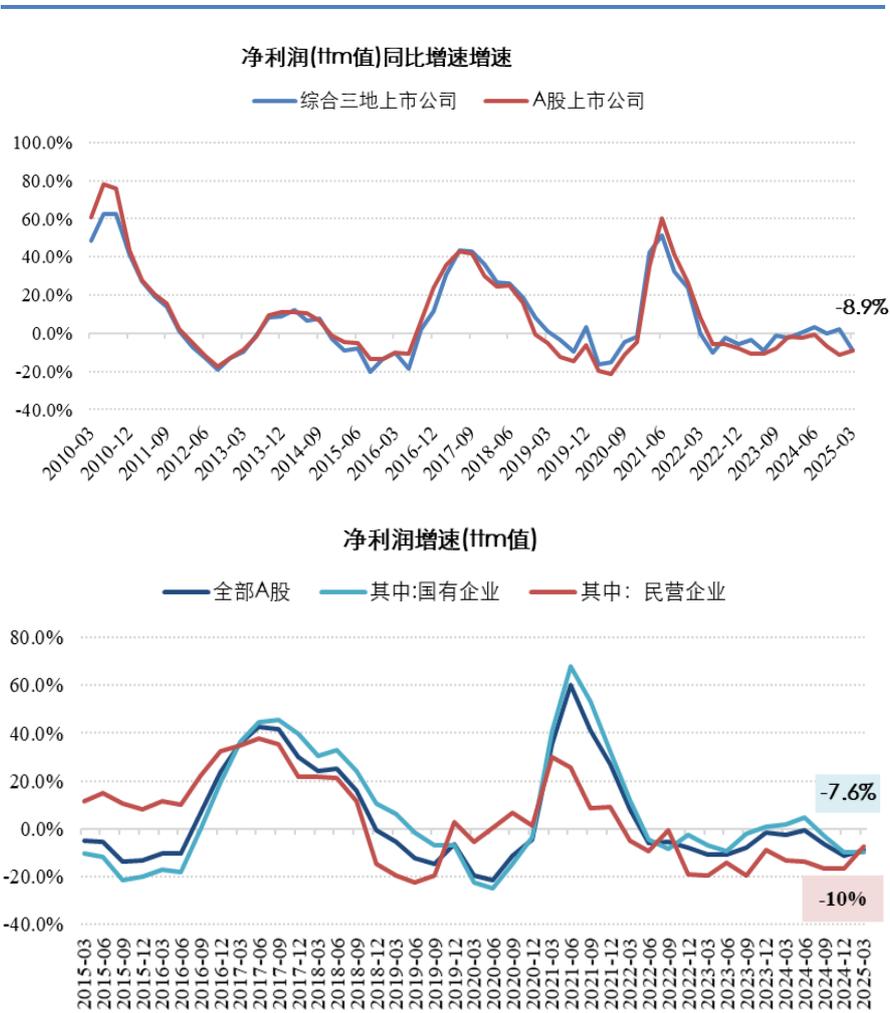
计算说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 11：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀, TTM)



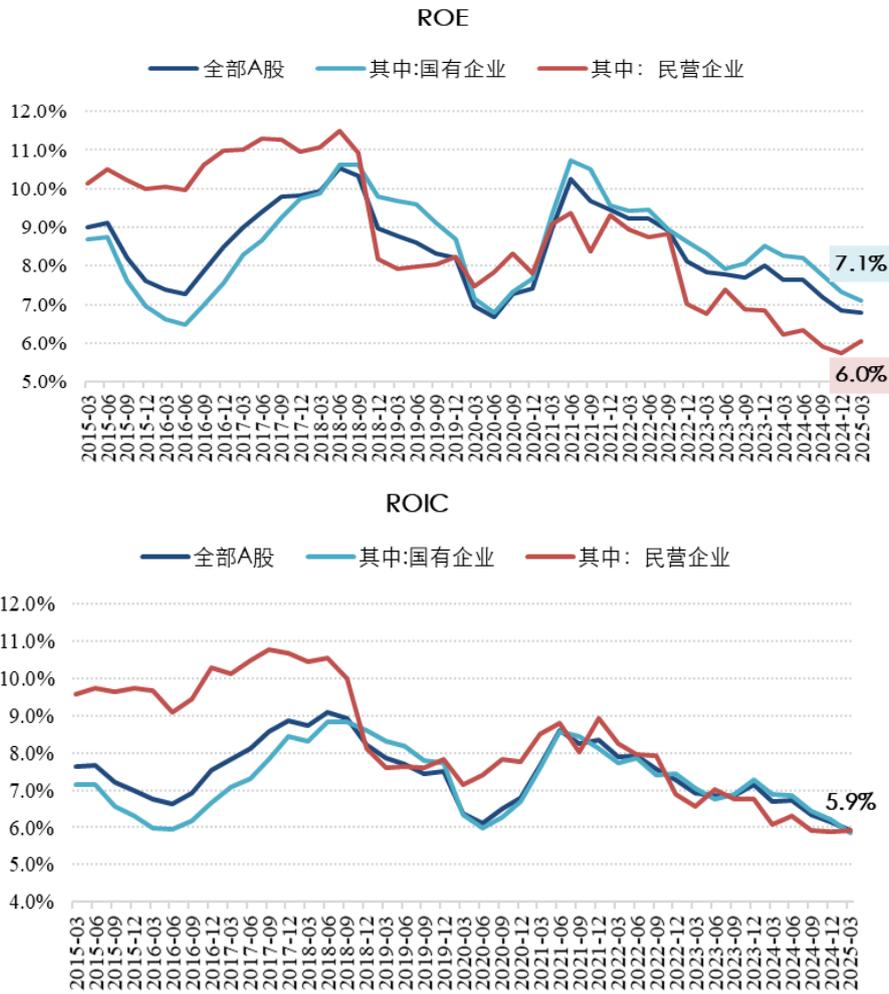
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 12：中国上市公司净利润增速(剔除通胀)



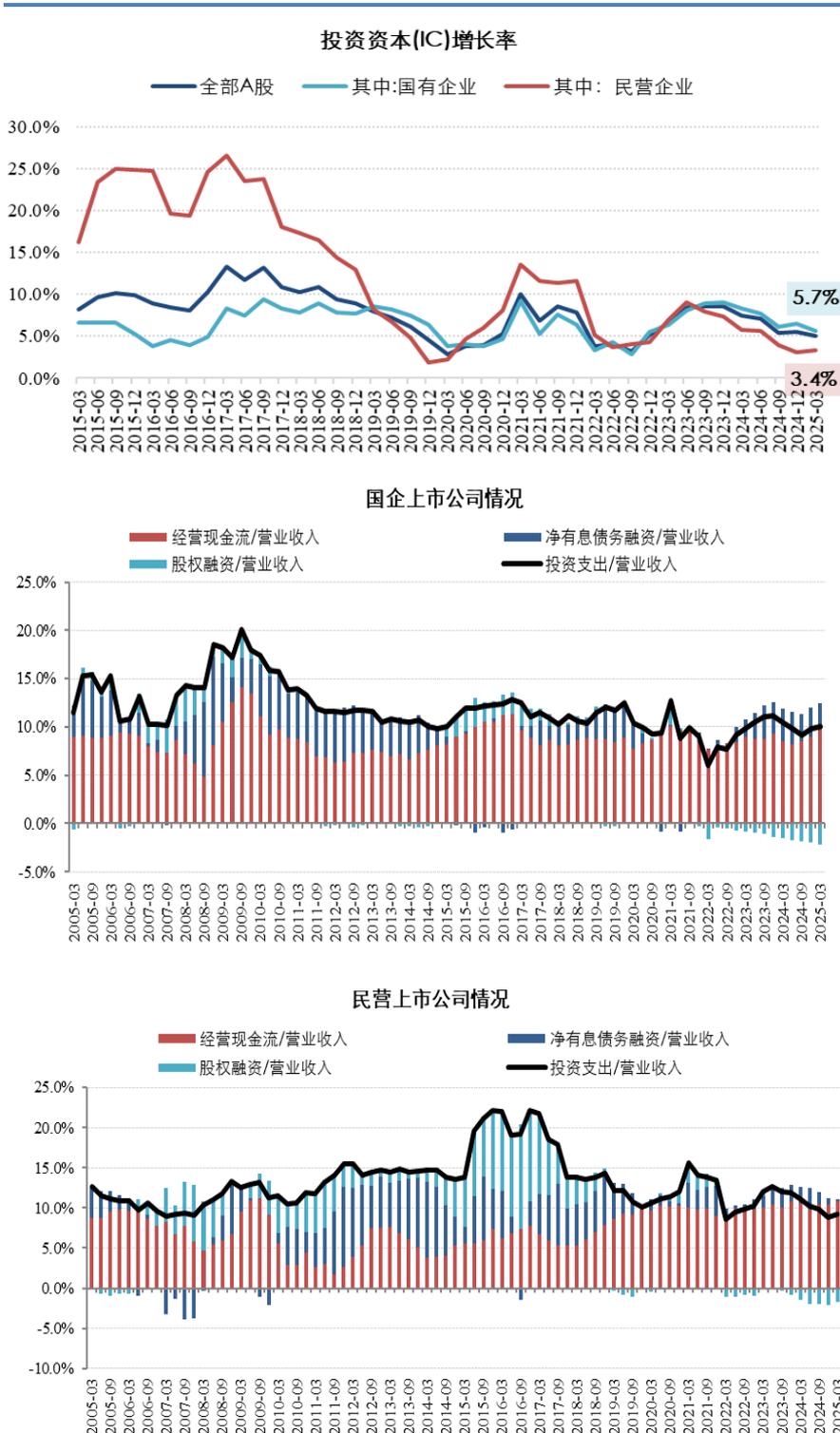
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国上市公司资本回报率



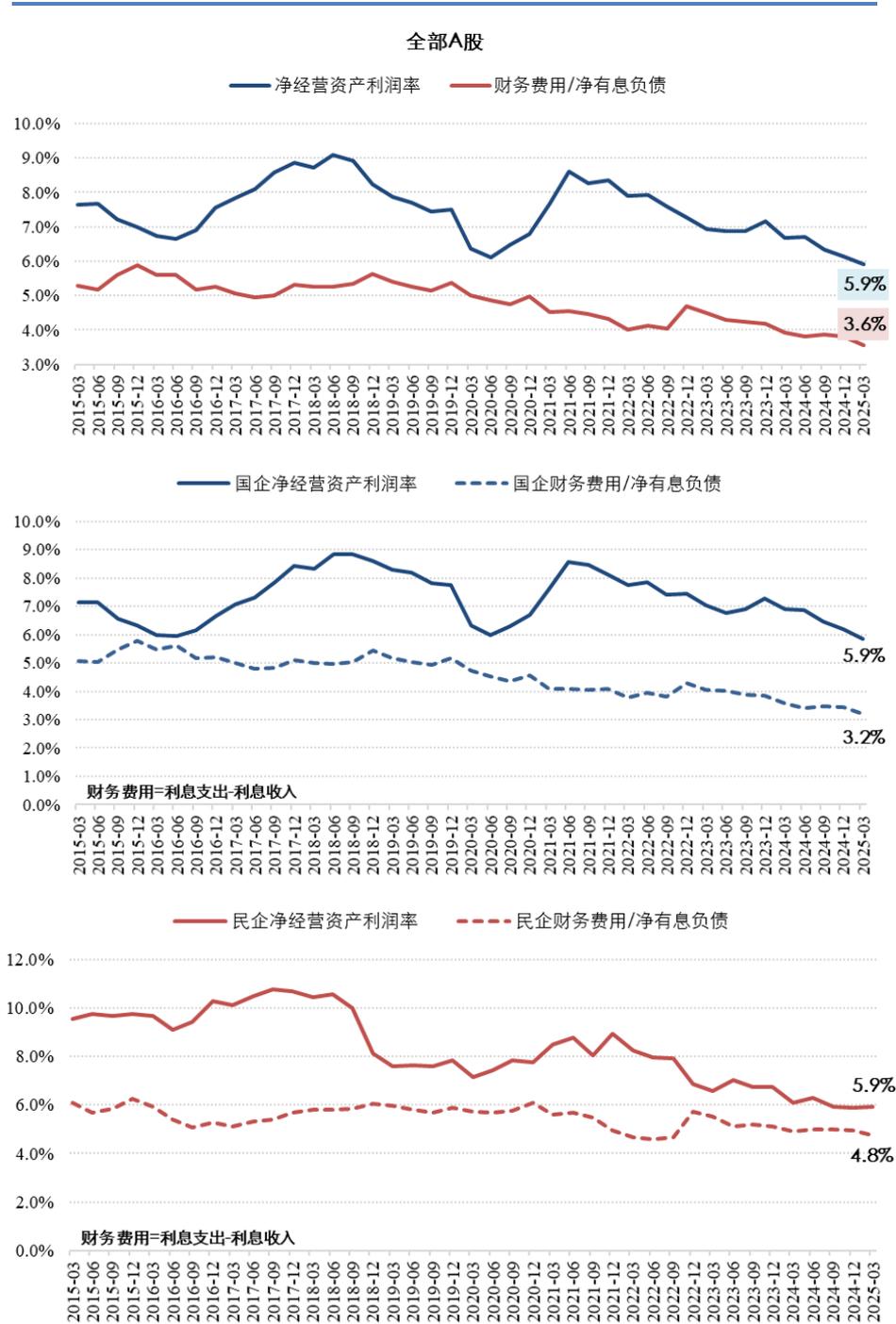
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

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

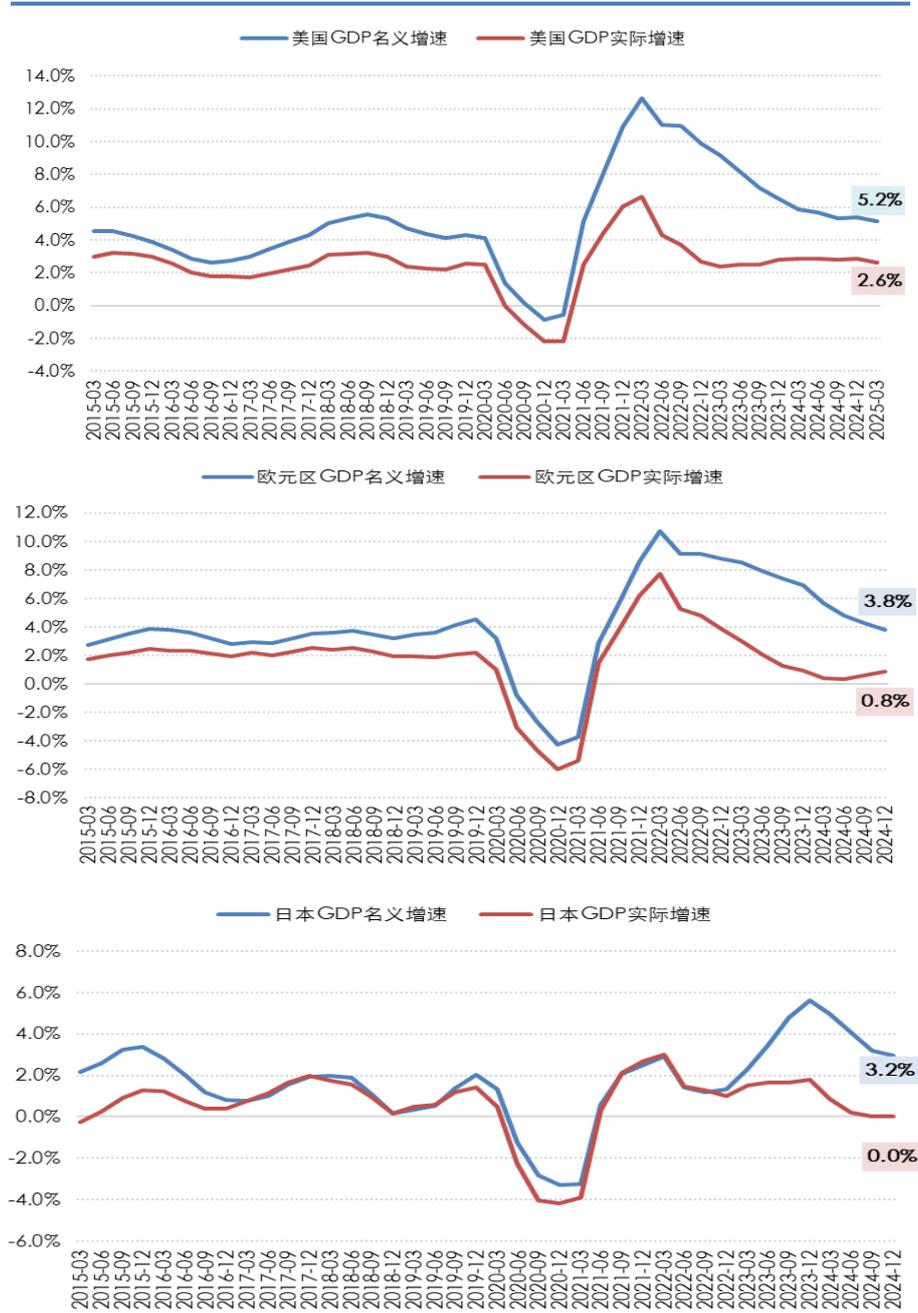


数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

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)

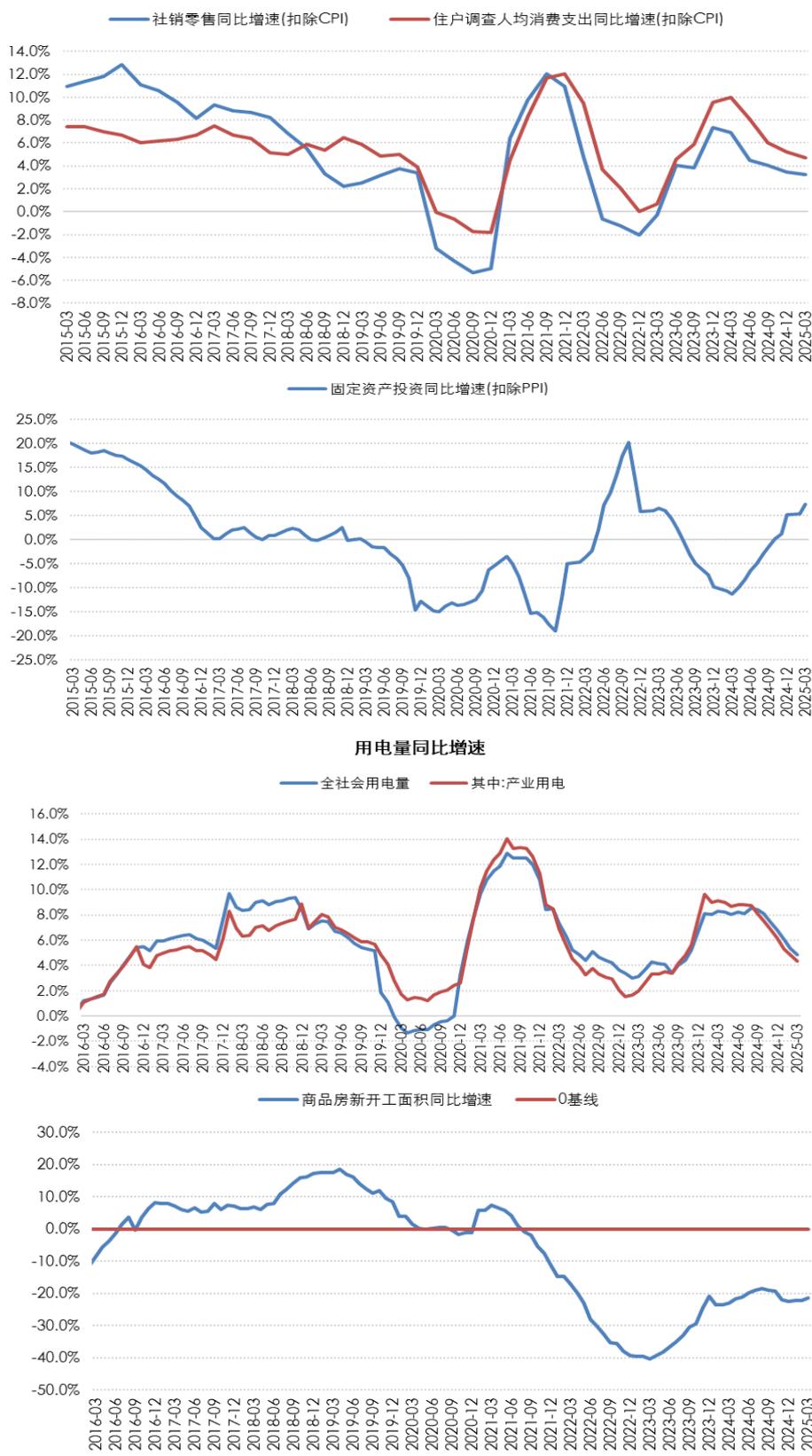
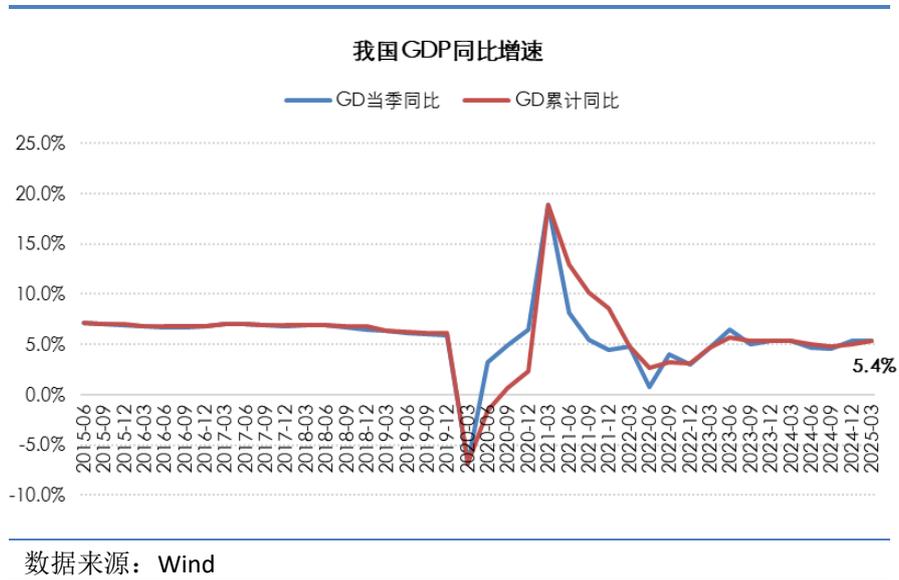
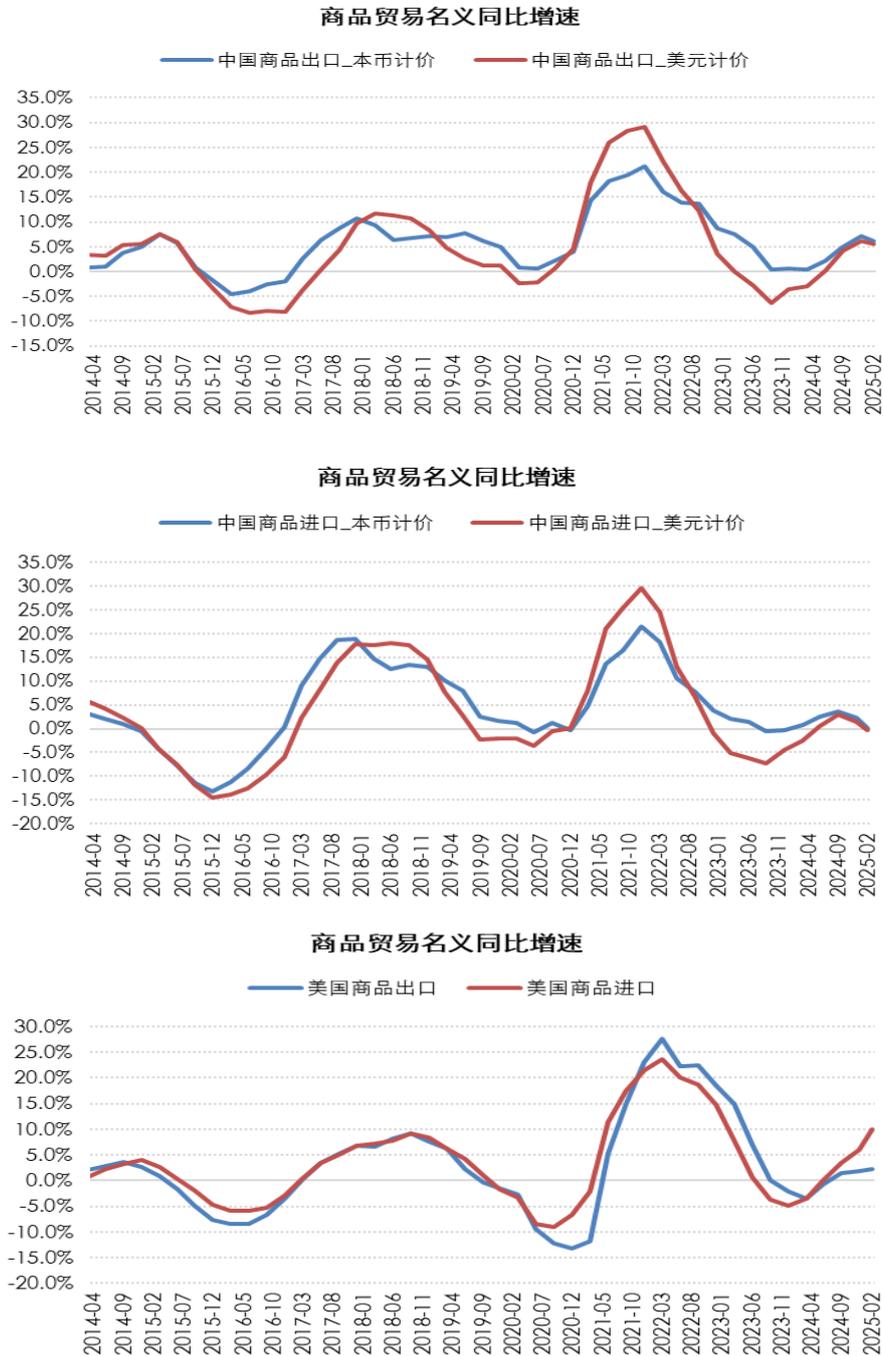


图 19：中国 GDP 增速



4.2 国际贸易和资本流动

图 20：商品贸易同比增速(截至 2025 年 2 月)



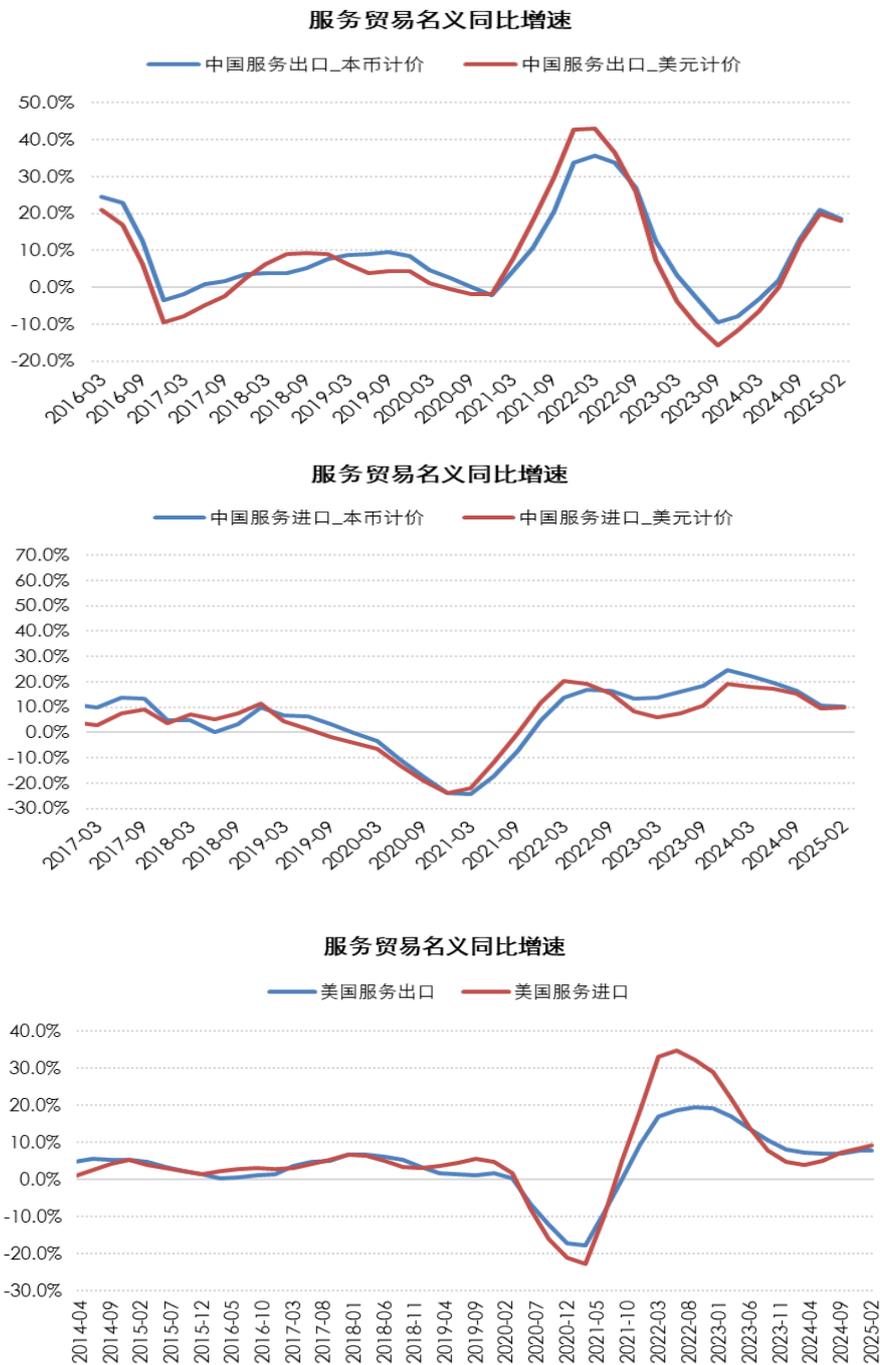
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 20：商品贸易同比增速(截至 2025 年 2 月，续)



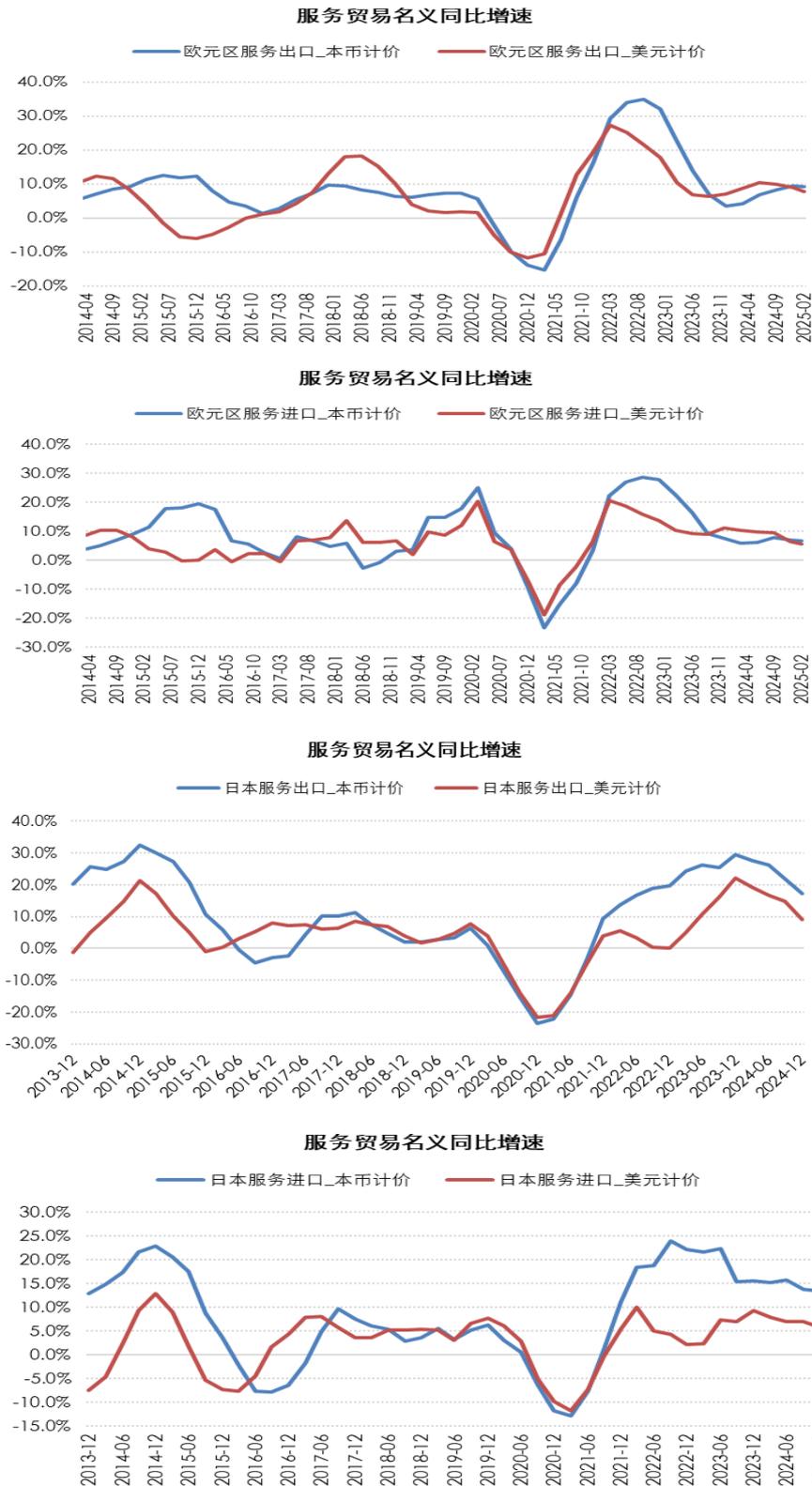
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 21：服务贸易同比增速(截至 2025 年 2 月)



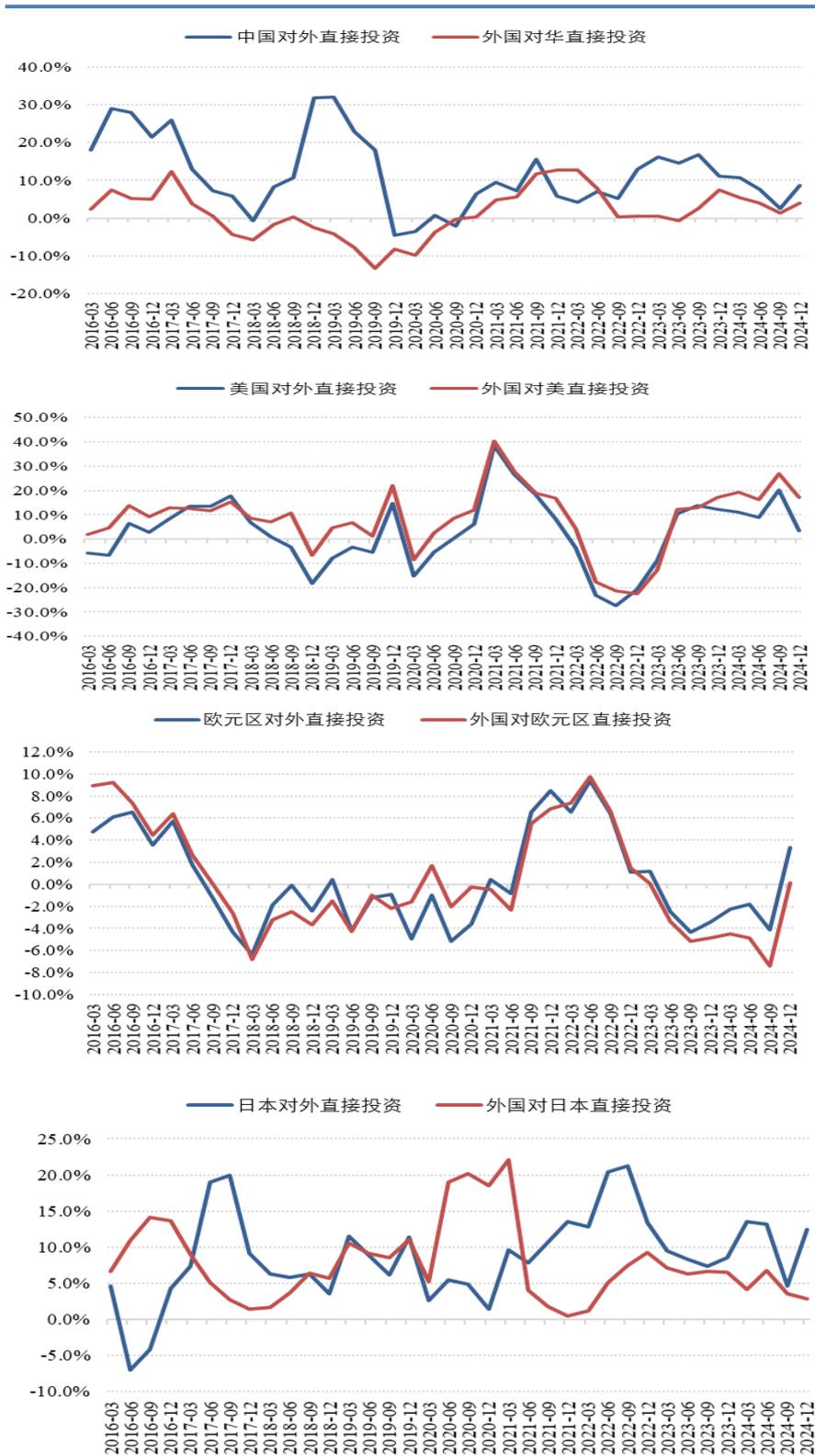
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 21：服务贸易同比增速(部分地区截至 2024 年 12 月，续)



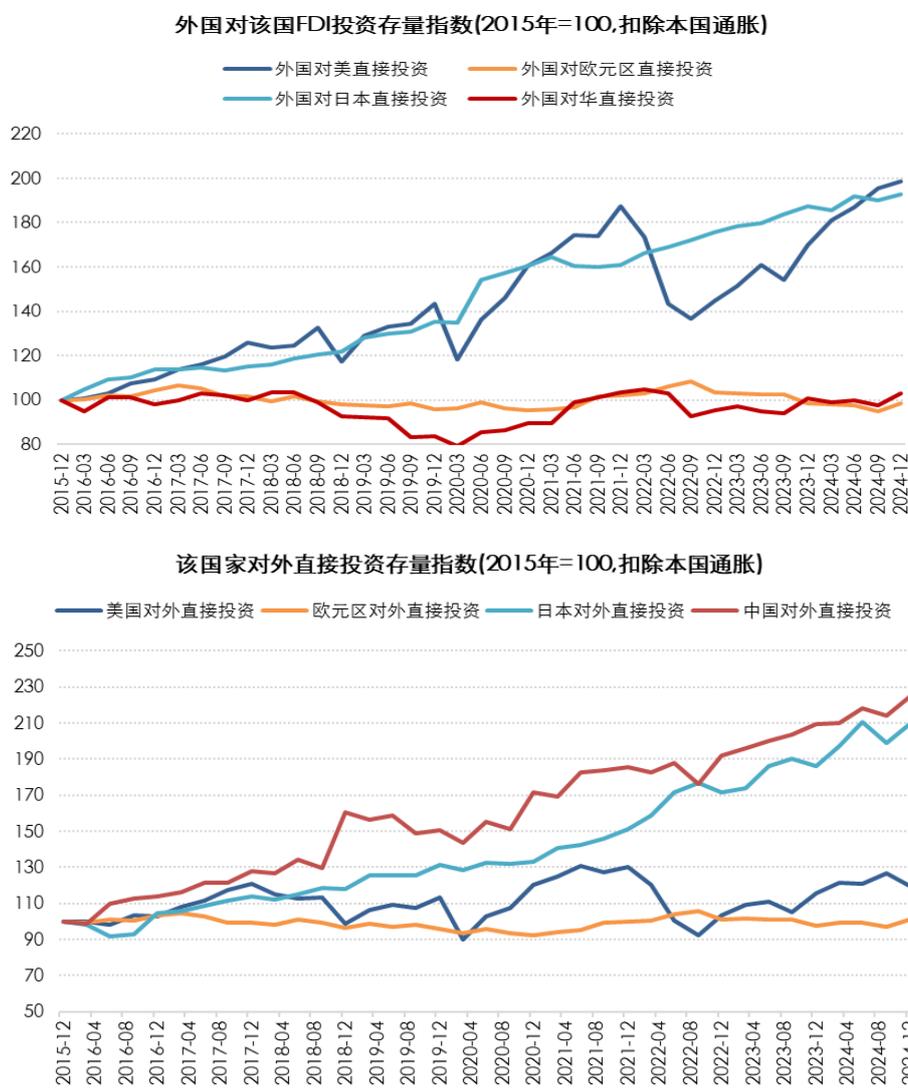
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 22: FDI 存量同比增速(截至 2024 年 12 月)



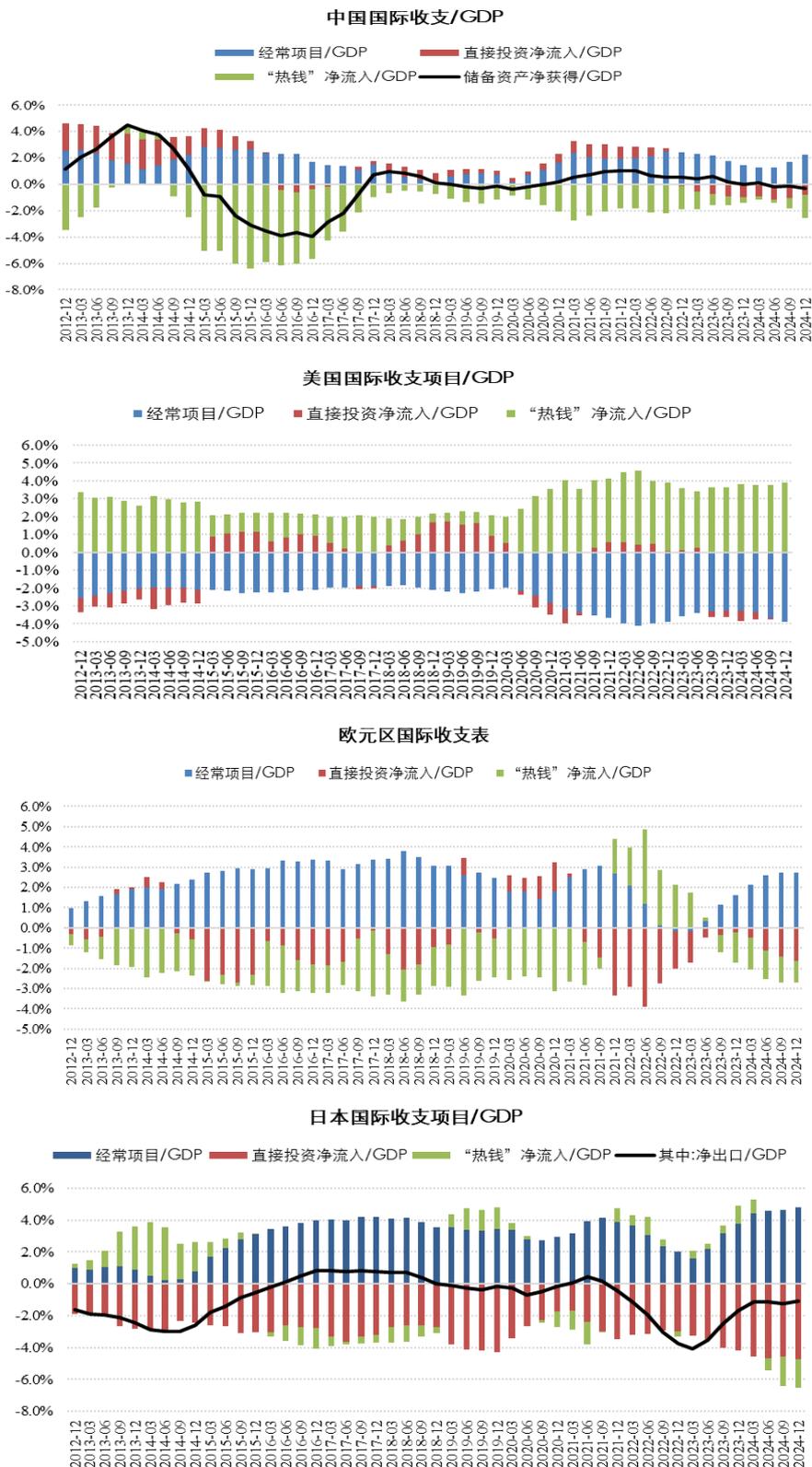
①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

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 2024 年 12 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 3 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

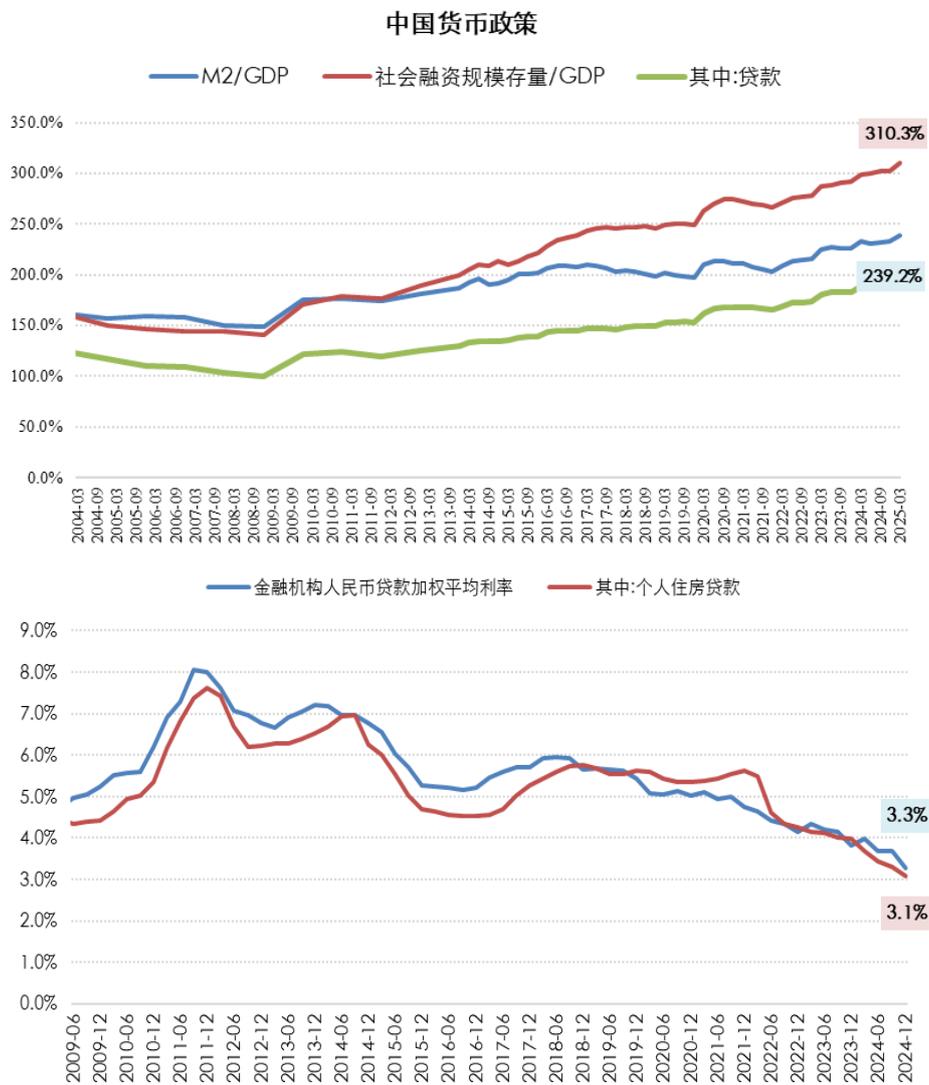
图 25：2025 年 3 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



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 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



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

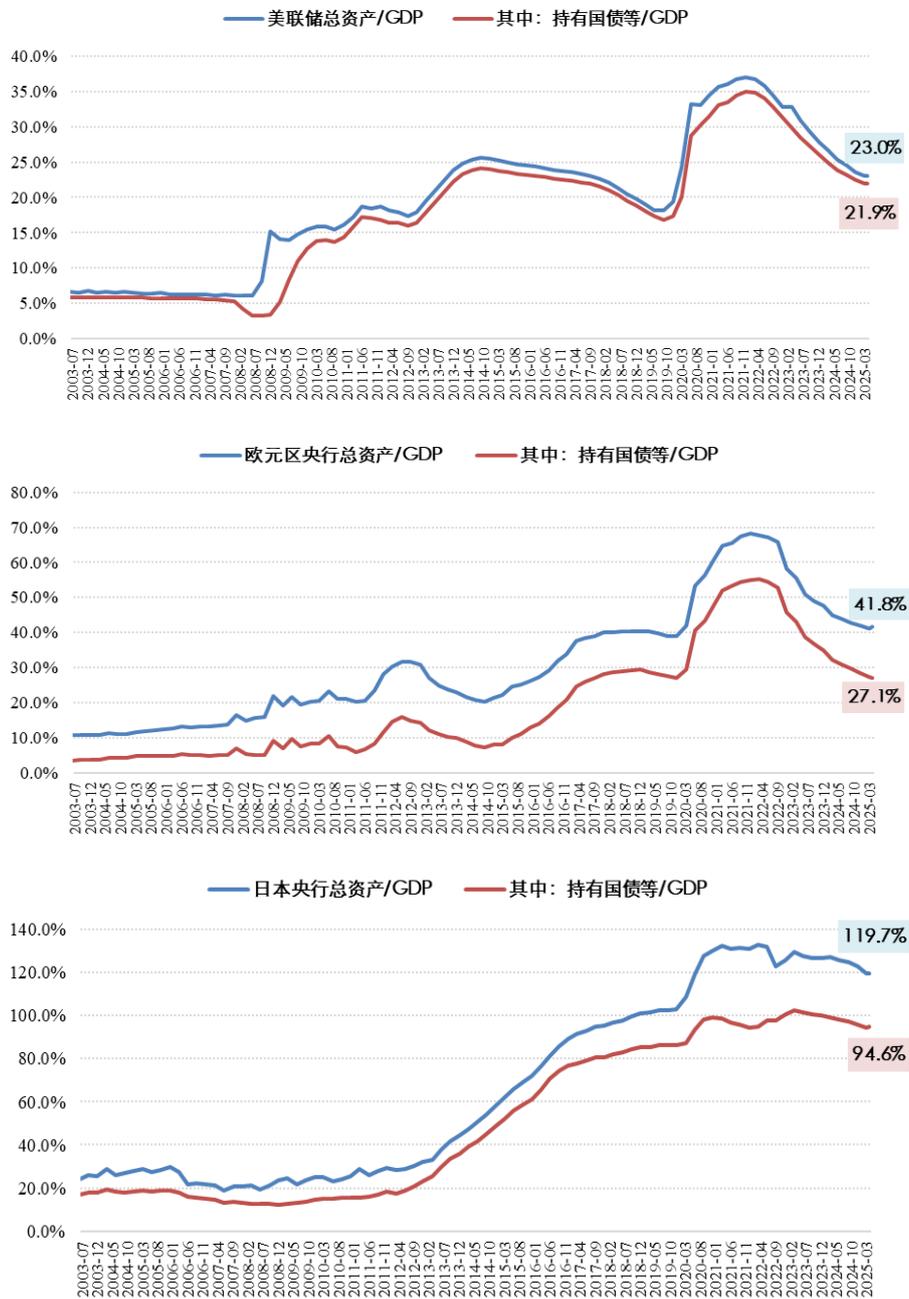
图 27：2025 年 3 月金融机构贷款利率水平和社会融资规模存量同比增速(续)

中国社会融资规模存量占GDP比重										
	2025-03	2024年	2023年	2022年	2018年	2015年	2011年	2008年	2004年	
基础货币	27.6%	27.3%	30.1%	29.3%	36.0%	40.1%	46.0%	40.5%	36.4%	
M2	239.2%	232.4%	223.8%	215.9%	198.7%	202.1%	174.5%	148.8%	156.5%	
社会融资规模存量	310.3%	302.7%	292.1%	278.0%	265.7%	221.6%	176.6%	141.0%	150.3%	
其中：贷款	193.2%	188.1%	183.2%	173.6%	148.9%	139.0%	119.3%	100.3%	116.5%	
其中：表外融资	13.4%	13.1%	13.6%	14.3%	26.1%	32.2%	23.4%	14.1%	13.7%	
其中：证券融资	32.6%	32.6%	32.9%	33.8%	30.1%	27.8%	18.4%	10.5%	5.1%	
其中：政府债券	62.3%	60.1%	53.9%	48.8%	35.9%	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	1.6%	4.0%	3.5%	2.5%	1.0%	3.6%	4.1%	5.3%	21.1%	
M2增速	7.0%	9.3%	9.4%	9.8%	8.5%	10.3%	9.3%	13.1%	18.9%	
社会融资规模存量增速	8.4%	9.2%	10.1%	11.9%	9.1%	11.1%	13.1%	15.4%	19.8%	
其中：贷款	6.9%	9.2%	10.3%	11.5%	8.8%	11.7%	12.6%	13.3%	17.5%	
其中：表外融资	-0.2%	0.1%	-3.8%	-1.8%	0.0%	-7.4%	0.1%	18.0%	26.5%	
其中：证券融资	2.5%	2.8%	6.3%	10.7%	2.8%	10.5%	12.6%	20.9%	40.7%	
其中：政府债券	19.4%	15.8%	16.7%	23.2%	16.1%	16.8%	24.8%	19.6%	17.7%	

数据来源说明：政府债券包含国债和地方债；证券融资包含非金融公司股票和债券融资；表外融资包括信贷、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 3 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	211	129	82	100	50	50	120	80	40
杭州	212	129	83	100	50	50	120	80	40
上海	211	129	82	100	50	50	120	80	40
深圳	213	130	83	100	50	50	120	80	40
重庆	211	129	82	100	50	50	120	80	40
合计	1058	646	412	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)	2.9%	4.6%	0.2%	10.0%	11.6%	8.4%	0.0%	1.5%	0.0%	3.8%	5.0%	2.6%
10万-30万(含30万)	55.2%	56.2%	53.6%	80.0%	79.2%	80.8%	51.7%	48.5%	58.0%	60.0%	58.3%	62.5%
30万-50万(含50万)	31.8%	28.9%	36.2%	7.2%	8.0%	6.4%	36.2%	37.5%	33.5%	27.3%	27.5%	26.9%
50万以上	10.1%	10.2%	10.0%	2.8%	1.2%	4.4%	11.2%	12.5%	8.5%	8.7%	9.2%	8.0%
平均收入水平	31	31	33	21	21	22	33	34	31	30	30	29

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	67.8%	69.2%	65.5%	56.0%	54.0%	58.0%	82.2%	82.5%	81.5%	69.0%	70.4%	67.1%
B.债券	44.8%	48.6%	38.8%	34.2%	23.2%	45.2%	47.3%	46.5%	49.0%	43.0%	43.1%	43.0%
C.国内房地产	25.3%	26.9%	22.8%	9.4%	4.0%	14.8%	23.8%	22.0%	27.5%	21.2%	21.0%	21.6%
D.银行理财产品	71.6%	69.5%	75.0%	47.6%	50.8%	44.4%	73.5%	75.0%	70.5%	66.6%	67.6%	65.1%
E.基金(含余额宝)	80.1%	79.3%	81.3%	71.0%	73.6%	68.4%	78.0%	75.8%	82.5%	77.4%	77.1%	77.8%
F.外汇	11.8%	14.1%	8.3%	9.2%	4.0%	14.4%	16.0%	14.8%	18.5%	12.4%	12.3%	12.4%
G.贵金属(如黄金)	39.3%	41.3%	36.2%	29.8%	26.0%	33.6%	44.7%	45.8%	42.5%	38.6%	39.7%	36.9%
H.PE、VC、对冲基金	4.8%	4.0%	6.1%	1.0%	0.4%	1.6%	8.0%	7.3%	9.5%	4.8%	4.3%	5.6%
I.海外资产(包括港股、美股、海外房地产)	9.0%	7.3%	11.7%	4.8%	4.4%	5.2%	10.7%	10.0%	12.0%	8.5%	7.6%	9.9%
J.数字货币(如比特币)	9.5%	8.7%	10.7%	3.8%	2.8%	4.8%	9.8%	11.8%	6.0%	8.2%	8.5%	7.9%
K.其他	2.2%	2.2%	2.2%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.5%

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