

长江商学院

2026 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部

2026 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部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、投资研究部主任；陈宏亚是长江商学院投资研究部研究员。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

本期受访者对 A 股的上涨预期、预期回报率和投资意愿集体下调。认为 A 股会上涨的受访者占比约 58.6%，较上期(2026 年 4 月)下降 5.2 个百分点；整体预期回报率下调至-0.7%，较上期下降 1.8 个百分点。投资意愿的回调更为明显：愿意投资股票的净增加人数占比约 10.7%，比上期下降 7.3 个百分点；愿意增加股票型基金投资的净增加人数占比约 13.4%，比上期下降 1.2 个百分点。

值得注意的是，尽管受访者下调了对股市的预期，市场交易活跃度却在持续上升。我们用过去 12 个月交易市值的 TTM 值与月均流通市值之比来计算换手率：自 2024 年年末以来，A 股换手率持续走高。从 2024 年 12 月到 2026 年 8 月，上证综指换手率从 2.39 升至 4.2，深证综指从 5.84 升至 8.5。与换手率攀升形成对照的是，估值并未大幅抬升——上证综指的 PB 仅从 1.13 提高到 1.25，深证综指从 1.93 提高到 2.4。高换手、低估值升幅的组合，说明市场多空分歧巨大：有人认为股价偏低在逢低吸纳，有人认为股价偏高在逢高出清，总体上买方略占上风，价格在震荡中缓慢抬升。

与预期下调形成鲜明对比的，是上市公司净利润增速的明显好转。从 2022 年 6 月至 2026 年 3 月，A 股上市公司净利润 TTM(连续四个季度加总，下同)同比增速持续处于负增长区间，2026 年 6 月已恢复至 5.9%。尤其值得关注的是民营企业：从 2025 年三季度开始，民营企业净利润增速走出负增长区间，2025 年全年和 2026 年一季度均实现约 23%的增速，2026 年二季度进一步达到 36.7%。分结构看，2022 年以来战略性新兴产业的净利润增速始终表现较好，本期达到 36%；传统行业此前持续负增长，本期也回升至 2.5%。

当前基本面与资本市场情绪之间的分歧，反映出市场信心仍有待恢复。这种信心不足同样体现在居民消费上。从国家统计局公布的数据看，消费增速持续回落：社会消费品零售总额和服务零售额的同比增速，分别从 2023 年的 7.2% 和 20.0% 降至 2024 年的 3.5% 和 6.2%，再平滑至 2025 年的 3.7% 和 5.5%，到 2026 年 7 月进一步降至 1.2% 和 5.0%。从 A 股上市公司看，能源金属、电池、工业金属、半导体、自动化设备等硬科技行业净利润增速较高；而房地产、电商、影视、食品饮料、教育、医疗服务等与居民日常生活密切相关的行业，仍处于负增长或仅 1 至 2 个百分点的低增长。

消费和信心偏弱的背后，房地产市场的持续调整是一个重要拖累。但值得

注意的是，房价虽仍在下跌，降速已开始收窄，出现企稳迹象：从 2024 年 10 月至 2026 年 7 月，全国 70 城新房价格跌幅从 6.2% 收窄至 3.6%，二手住宅从 8.9% 收窄至 5.4%。在我们的调查里，受访者对房地产的看涨预期从 2025 年末的 37% 大幅回升至目前的 56%。不过，受访者投资意愿的恢复仍然较慢。2021 年“三条红线”出台后，房地产投资意愿断崖式下跌，至 2024 年 7 月末，愿意增加投资的人数占比跌至 9.3%，愿意减少投资的人数占比升至 32.6%，净增加投资人数占比约为 -23.3%。此后情况略有改善，但本期净增加投资人数占比仍约为 -16.7%，且比上期略降 1.6 个百分点。

经济承压之时，能够增强活力、扩大需求的，是民营企业和消费者。但我们看到的是，体制结构性问题反而在加剧：金融资本仍大量流向政府和国企，而民企和居民在去杠杆。根据我们的测算，从 2021 年末至 2026 年 7 月，我国住户部门和民营企业负债年均分别增长 3.3% 和 4.9%，国有企业和政府部门(含国债和地方债)负债年均分别增长 13.7% 和 14.7%。A 股上市公司中，民营企业杠杆率(净有息负债占净经营资产)从 2021 年的约 18.6% 持续下降，到 2026 年 6 月已降至 14.7%；国有企业则从约 26% 提高到 30.9%。由于政府和国有企业的作用主要集中在投资端，金融资本向它们进一步倾斜，无法解决中国需求和消费不足的结构性问题。

投资的核心，是对机会的把握和对风险的防范。在风险方面，全球正在经历地缘政治、智能革命、气候变化和金融风险四重因素叠加的深层次调整。这一调整具有长期性和系统性，但投资者恰恰没有给予足够的重视。

首先是地缘政治风险常态化。2018 年特朗普发动贸易战 1.0，标志着大国博弈从隐性走向显性，全球供应链开始承受第一轮冲击。2022 年俄乌战争爆发，能源紧张加剧了欧洲地缘政治的脆弱性，并推高全球能源价格，地缘风险从亚太向欧洲扩散。特朗普第二任期以来，先是在 2025 年发动全球性贸易战 2.0，继而对委内瑞拉、伊朗采取军事行动，尤其是美以伊战争已导致霍尔木兹海峡关闭和全球油价大幅飙升。在 2026 年的今天，地缘政治不再是偶发的局部事件，而极有可能成为影响全球资源配置的长期背景。然而，受访者对此的关注度不升反降：本期约 65.5% 的受访者认为中美关系是重大风险，比上期下降 4.9 个百分点；约 50.4% 的受访者认为中国周边安全问题是重大风险，比上期下降 10.9 个百分点；认为中美关系会对投资产生重要影响的受访者比例降至约 52%，比上期下降 4.1 个百分点；认为中国与西方其他国家关系对投资有重要影响的约 40%，比上期下降 12.9 个百分点。地缘风险在上升，关注度在下降，这个反差值得警惕。

其次是人工智能风险。AI 的快速演进正在成为另一重不可忽视的冲击，

其影响至少体现在三个层面。

第一是就业与分配层面。AI 有望像历史上的电力和信息技术一样成为通用目的技术，大幅提高全要素生产率——这是乐观的一面。但与以往的技术革命不同，AI 直接替代的不仅是体力劳动和程式化的文书工作，还包括翻译、编程、设计、研究等高技能认知劳动。替代速度快、波及面广，而新岗位的创造往往滞后于旧岗位的消失。如果转型期的社会保障和再培训体系跟不上，失业冲击就会转化为消费萎缩和社会不稳定，最终反过来侵蚀企业盈利与资产价格的基本面。

第二是金融稳定层面。当前全球 AI 基础设施投资已进入每年数千亿美元的量级，美股涨幅高度集中于少数 AI 科技巨头，市场估值对 AI 变现前景的假设相当乐观。这种格局与 2000 年互联网泡沫有相似之处：技术方向未必错，但巨额超前投资一旦遭遇变现不及预期，估值回调的烈度可能波及全球市场。此外，数据中心能耗激增正在重塑全球电力需求格局，算力与能源深度绑定，又把 AI 风险同能源价格与地缘风险勾连在一起，形成风险叠加。

第三是治理与安全层面。深度伪造侵蚀信息秩序，自主武器改变战争形态，算法偏见放大社会撕裂；而通用人工智能一旦失控，虽然概率难以量化，后果却可能是人类无法承受的。这也是为什么包括多位 AI 领域领军人物在内，越来越多的科学家将 AI 列为人类面临的生存性风险之一。

然而，受访者对此同样缺乏足够重视：本期只有 27% 的受访者认为 AI 会带来巨大风险，比上期下降 5 个百分点；45.5% 的受访者认为 AI 会带来巨大的失业浪潮，比上期下降 3.6 个百分点。技术变革越深刻，市场的这种麻痹就越值得警惕。

第三是气候变化风险。气候变化是影响人类生活乃至生存的重大议题，也是资本市场定价中最典型的“长期风险被短期忽视”。全球变暖不是均匀、渐进的过程，极端高温、洪涝、干旱和野火的频率与强度正在非线性上升。今年频繁出现的极端高温事件、北极航道的开通，以及不久之前的尼泊尔洪灾，都是这一趋势的直观呈现。气候风险对投资者的真正要害，在于它的不可逆性与非线性：一旦跨过临界点，损失无法通过对冲或等待来挽回；而传统估值模型恰恰最不擅长处理这类长尾、不可逆的风险。然而受访者仍缺乏警觉：2022 年至 2024 年，平均有 47% 的受访者认为气候变化是未来的重大风险，本期这一比例下降至 39%。风险在加剧，警惕在减弱——这个反差本身就值得深思。

最后是主要经济体的债务风险。截至 2026 年 7 月，美国国债规模已达 40 万亿美元，约为 GDP 的 1.3 倍。回顾 2020 年末，美国 1 年期和 10 年期国债

收益率分别仅约 0.1%和 0.9%；但自 2021 年起一路攀升，2022 年后至今始终高居 3%以上，目前(2026 年 8 月)分别处于 4%和 4.6%的高位。受此影响，美国联邦债务净利息支付占 GDP 的比重从 2020 年末的 1.6%激增至 2023 年的 2.4%，并在 2025 年进一步攀升至 3.2%。根据美国财政部数据，美国国债的平均剩余期限(历史 20 年平均值为 65 个月，约 5.4 年)目前维持在 71 个月(约 5.9 年)。这意味着，当前财政部支付的利息负担中，仍包含部分低利率时期发行的未到期长端存量债。随着这批低息老债在未来数年内陆续到期，并在当前高利率环境下密集"借新还旧"，美国净利息支付占 GDP 的比重还将进一步上升。AI 的巨额投资和持续的对外战争，都使美国难以削减赤字和债务；如果利率继续攀升，其违约风险不容小觑。

利率高企的影响早已外溢。2022 年美联储激进加息后，美国和日本 1 年期国债利差从 2021 年的不到 0.2 个百分点迅速扩大至 2023 年的约 5 个百分点，直到目前(2026 年 8 月)仍有 2.6 个百分点。这一持久的利差鸿沟引发市场大量抛售日元、买入美元，日元汇率随之快速贬值：从 2021 年末的 1 美元兑 115 日元，在 2022 至 2024 年间接连跌破 150 与 160 的历史关口；进入 2026 年，在美伊以冲突全面爆发的黑天鹅催化下，套利交易不降反升，日元再度陷入贬值。对日本而言，维持日元汇率最直接的"速效药"是大规模抛售美债、并在离岸市场回收日元。但这又会推高美债收益率，直接威胁美债的安全性。换言之，无论是日元汇率还是美债利率，都是挥之不去的金融风险，是投资者在全球资产配置中不得不认真考虑的因素。

第一部分：投资者情绪指数

2025 年以来，全球股市的 AI 驱动效应显著加速。费城半导体、台湾加权指数、韩国综指等半导体权重高的市场涨幅惊人。2025 年全年至 2026 年上半年，费城半导体累计上涨 186%，台湾加权指数上涨 100%，韩国综指涨幅达到惊人的 253%。2026 年 7 至 8 月费城半导体和韩国综指出现回调下滑 19%，台湾加权指数持平。

A 股和标普 500 同样受 AI 行情带动，只是因市场结构更分散，涨跌幅度相对温和。2025 年全年至 2026 年上半年，上证综指、深证综指、美国标普 500 分别上涨 22%、45%和 27%，2026 年 7 至 8 月上证综指和深证综指分别下降 2.6%、9.7%，标普 500 则继续上涨 2.5%。

7 月全球股市的回调打断了 A 股此前的上涨节奏，调查显示，受访者对 A 股的上涨预期、预期回报率和投资意愿集体下调，但二级市场交易依然频繁，资本市场保持了活跃度。具体来说，本期认为 A 股会上涨的受访者占比约 58.6%(散户和金融业分别约 59.6%和 57.6%)，较上期(2026 年 4 月)下降 5.2 个百分点(散户和金融分别下降 2 和 9.4 个百分点)。预期回报率下调至-0.7%(散户和金融业分别约-0.2%和-1.1%)，较上期下降 1.8 个百分点(散户和金融分别下降 0.9 和 2.7 个百分点)。

与对 A 股类似，受访者也下调了对港股的预期。本期，约 59.5%的受访者认为港股会上涨(散户和金融业都在这个水平)，比上期下降了 2.6 个百分点(散户和金融分别下降 3.1 和 1.8 个百分点)。对港股的预期回报率约 0.3%(散户和金融业分别约 0.4%和 0.2%)，较上期下降 1.5 个百分点(散户和金融分别下降 1.6 和 1.4 个百分点)。

相比上期，受访者对股票的投资意愿大幅回调，本期愿意投资股票的净增加人数占比约 10.7%(散户和金融业分别约 10.5%和 10.9%)，比上期下降 7.3 个百分点(散户和金融都是如此)。愿意增加股票型基金的净增加人数占比约 13.4%(散户和金融业分别约 13.9 和 12.7%)，比上期下降 1.2 个百分点(散户和金融分别下降 1.1 和 1.3 个百分点)。

尽管受访者下调了对股市的预期，但市场交易活跃度并未下降。我们用过去 12 个月交易市值的 TTM 值与月均流通市值之比来计算换手率，自 2024 年年末以来，A 股市场换手率持续升高，从 2024 年 12 月至 2026 年 8 月，上证综指换手率从 2.39 提高到 4.2，深证综指换手率从 5.84 提高到 8.5。在换手率升高的同时，A 股的估值并没有大幅提高，上证综指的 PB 从 1.13 提高到 1.25，

深证综指从 1.93 提高到 2.4。说明当前市场多空分歧巨大：有人认为股价偏低在逢低吸纳，有人认为股价偏高在逢高出清，总体上买方略占上风，价格在震荡中缓慢抬升。

本期，受访者估值判断整体上移，认为股价趋于合理或偏高的人数比上期略有提高，认为股价偏低的人数下降。具体来说，约 55.3%的受访者(散户和金融业分别为 54.2%和 56.8%)认为 A 股价格相对于其基本面基本合理，比上期提高 0.7 个百分点(散户下降 1 个百分点，金融提高 3.2 个百分点)。约 20.4%的受访者(散户和金融业分别为 19.6%和 21.5%)认为股价偏高，比上期提高 0.9 个百分点(散户提高 1.7 个百分点，金融下降 0.2 个百分点)。约 21.1%的受访者(散户和金融业分别为 22.9%和 18.3%)认为股价偏低，比上期下降 2.1 个百分点(散户和金融分别下降 0.3 和 4.7 个百分点)。

从 2024 年 10 月至 2026 年 7 月，全国房地产价格跌幅呈明显收窄趋势，全国 70 个大中城市新房价格跌幅从 6.2%收窄至 3.6%，二手住宅跌幅从 8.9%收窄至 5.4%。

与此同时，看涨预期也从低谷回升。2018 年至 2020 年，平均约 64%的受访者看涨房地产，此后一路下跌，2025 年末看涨人数降至 37%；2026 年连续两个季度回升，目前恢复至 56%(散户和金融均在这个水平)。

相比看涨预期，受访者的投资意愿的修复较慢。2018 年至 2020 年，愿意增加投资和愿意减少投资的意愿基本持平。2021 年“三条红线”出台后，投资意愿断崖式下跌。至 2024 年 7 月末，愿意增加投资的人数占比下跌至 9.3%，愿意减少投资的人数占比增加至 32.6%，净增加投资人数占比约为-23.3%。此后，愿意增加房地产投资的净增加人数占比略有提高，本期约-16.7%(散户和金融分别为-17.3%和-15.9%)，比上期略下降 1.6 个百分点(散户下降 2.9 个百分点，金融业持平)。

概括来说，看涨预期有所恢复，但买盘力量恢复较慢，卖盘力量仍大于买盘。这说明，投资者看涨并不一定意味着愿意继续增配房地产，更可能对应“借反弹出货”——趁市场情绪修复、政策放松、成交量回升时卖出，比继续持有更划算。相较之下，更多人愿意把资金转向存款、理财、股市或其他资产。

长期以来，理财和稳健型基金一直是我国居民重要的资产配置，2018 年，金融监管机构发布资管新规，其核心目标之一就是打破刚性兑付。按照新规的过渡期安排，到 2021 年底，保本理财产品需要完全退出市场。截至 2026 年 3 月，我国银行理财产品资金余额约 32 万亿元，全部为非保本浮动收益类。资管新规的影响是结构性的，投资者需要将投资资金重新分配。我们的调查发现，

受访者的稳健类投资标的呈现出非常明显的迁移趋势，从传统的理财和基金，转向了债券和黄金。

本期，愿意投资银行理财的净增加人数占比约 27.5%(散户和金融分别约 29.8%和 24.2%)，比 2021 年末下降 12.3 个百分点(散户和金融分别下降 11.3 和 11.9 个百分点)，愿意投资稳健型基金的净增加人数占比约 29%(散户和金融分别约 32.4%和 24%)，比 2021 年末下调 4 个百分点(散户和金融分别下调 6.5 和 3 个百分点)。债券的波动性通常低于股票，收益又比存款和部分理财更有优势，因此成为投资者在“稳健”与“收益”之间寻求平衡时的重要选择。本期，愿意投资债券的净增加人数占比约 14%(散户和金融分别约 13.3%和 15%)，比 2021 年末提高 12 个百分点(散户和金融分别提高 13.2 和 7.2 个百分点)。黄金作为传统避险工具，是跨越长周期保本理财的首选，近年来国际局势的结构性变化，进一步加深了市场对黄金的需求。我们的调查显示，黄金的净投资增加人数虽偶有波动，但整体上行趋势非常清晰，本期，愿意投资黄金的净增加人数占比约 13.4%(散户和金融分别约 16.2%和 9.3%)，从 2018 年 10 月至今，该占比提高了 14 个百分点(散户和金融分别提高 15.7 和 13.5 个百分点)。

我国在今年的政府工作报告中审慎地将 2026 年 GDP 增速预期目标设定为 4.5%至 5%的区间。一季度，我国 GDP 实现了同比增长 5%的良好开局。二季度，美以伊战争持续焦灼，尽管我国受惠于充足的能源储备以及多元化的能源供应，国内没有出现油价大幅飙升，但霍尔木兹海峡的封锁仍在一定程度上对我国乃至全球经济造成了负面影响，外需、航运和供应链压力有所上升。受此影响，二季度 GDP 同比增长 4.3%，较一季度有所回落。

本期，受访者整体下调了对 GDP 和上市公司净利润增速的预期，约 33.7%的受访者认为未来 GDP 增速能超过 5%(散户和金融业分别约 34.6%和 32.4%)，比上期下降 6.4 个百分点(散户和金融分别下降 3.6 和 10.9 个百分点)。对 GDP 的预期增长率约 4.5%(散户和金融业都是这个水平)，比上期下降 0.2 个百分点(散户和金融分别下调 0.1 和 0.3 个百分点)。约 46.8 的受访者认为未来上市公司净利润增速能超过 10%(散户和金融业分别约 47.1%和 46.3%)，比上期下降 3.8 个百分点(散户和金融分别下降 3.2 和 4.8 个百分点)。对净利润增速的预期约 10.7%(散户和金融业都是这个水平)，比上期下降 0.6 个百分点(散户和金融分别下调 0.7 和 0.5 个百分点)。

2022 年以来，受访者对地缘政治风险的关注度呈现出显著的上升趋势，尤其是对中美关系的担忧日益加深，并普遍认为其对投资决策产生了实质性影响。这一担忧情绪在 2025 年 4 月达到了最高峰。彼时，约 75%的受访者将中美关系视为未来的重大风险，同时约有 64%的受访者认为这一风险将直接对投资产

生重要影响。

然而，随着时间推移，市场情绪出现了明显的降温与调整。至本期(2026年8月)，虽然仍有65.5%的受访者认为中美关系是未来的重要风险，但这一比例较2025年4月的峰值下降了9.2个百分点，比上期下降4.9个百分点；认为该风险会对投资产生重要影响的比例降至约52%，较峰值大幅回落了11.6个百分点，比上期下降4.1个百分点。

受访者对中国周边安全问题的担忧自2022年以来也呈现不断攀升的态势，并在2026年4月达到最高点，当时约61.3%的受访者认为该议题是未来的重要风险之一。但到了本期，这一担忧情绪显著下降，比例下滑至50.4%。

受访者对中国与其他西方国家关系的关注度相对略低。对此问题的担忧同样在2025年4月达到最高(约56.8%)，随后迅速回落，本期已下滑至40%，比上期下降了12.9个百分点。

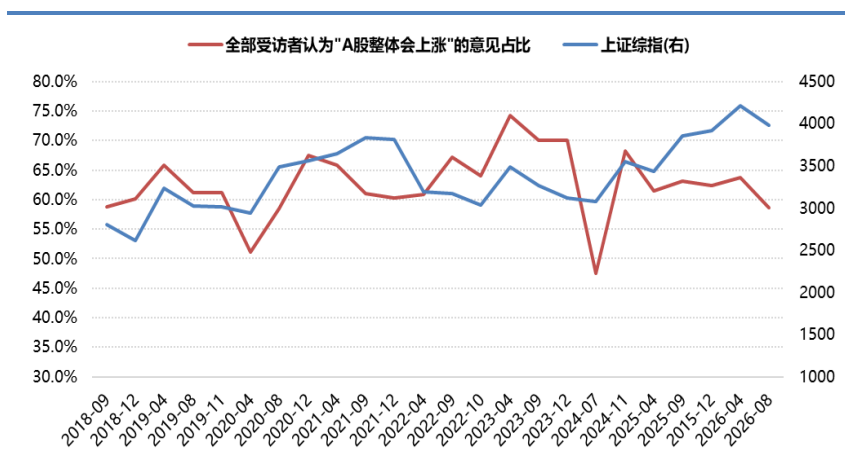
综合来看，受访者对地缘政治的重视程度下降明显，没有充分认识到当前地缘政治风险的复杂性。或许，投资者正在将更多注意力重新聚焦于经济基本面与市场内生动力。本期约54%的受访者认为提高内需对投资很重要，这一比例较2020年的44%有显著提升，且整体处于上升趋势。这反映出在外部需求不确定性增加的情况下，内需已成为支撑投资信心的锚点。

这一锚点正面临经济结构分化的冲击，“K型经济”已成为全球性议题。一方面，人工智能的快速发展对就业的替代效应正在显现，但受访者对此似乎有所轻视：自2024年调查以来，约四成以上受访者认为AI会给就业带来冲击，这一比例上期曾达49.1%，本期却下降3.6个百分点至45.5%。另一方面，传统行业面临的压力则被充分感知：本期约48%的受访者认为传统经济面临一定压力，约33.5%认为压力非常大，更有8.8%认为压力已达到需要政策强力支持的程度。

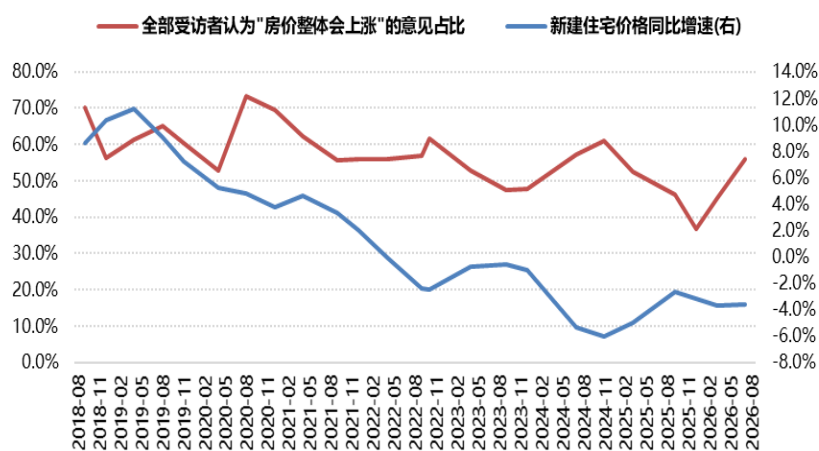
以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国A股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表。

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 股走势、房价对比



说明：剔除了2023年12月份的调查

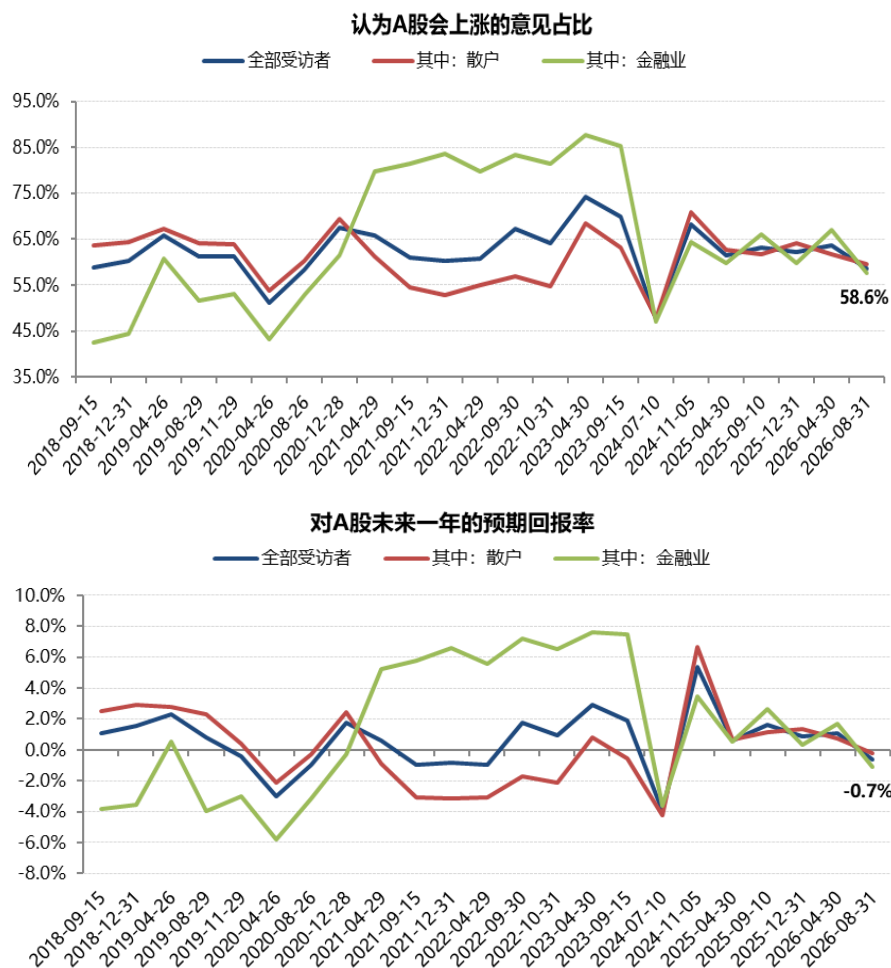


说明：剔除了2023年12月份的调查

①数据来源：长江商学院投资研究部

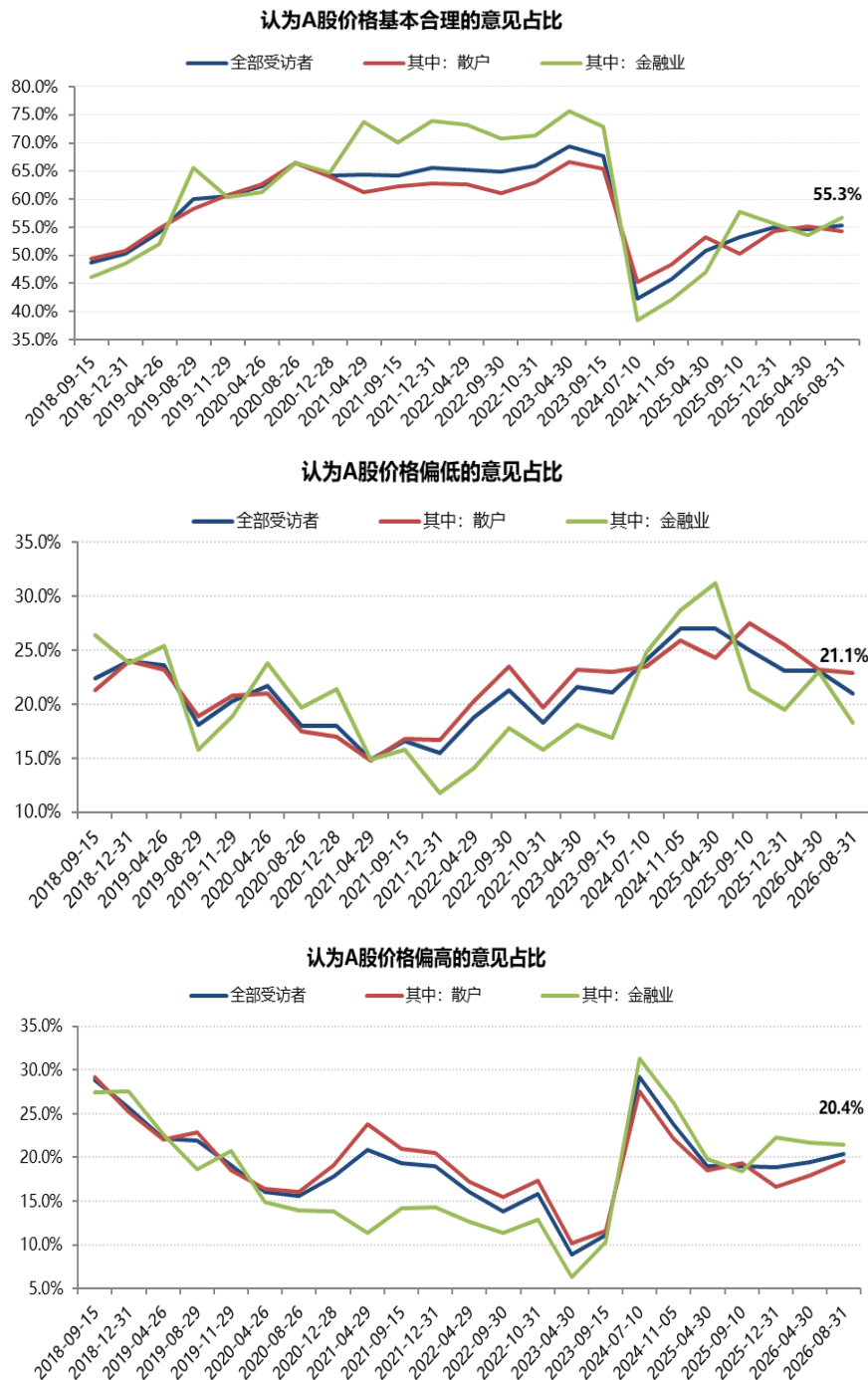
1.1 对股票价格的预期

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？



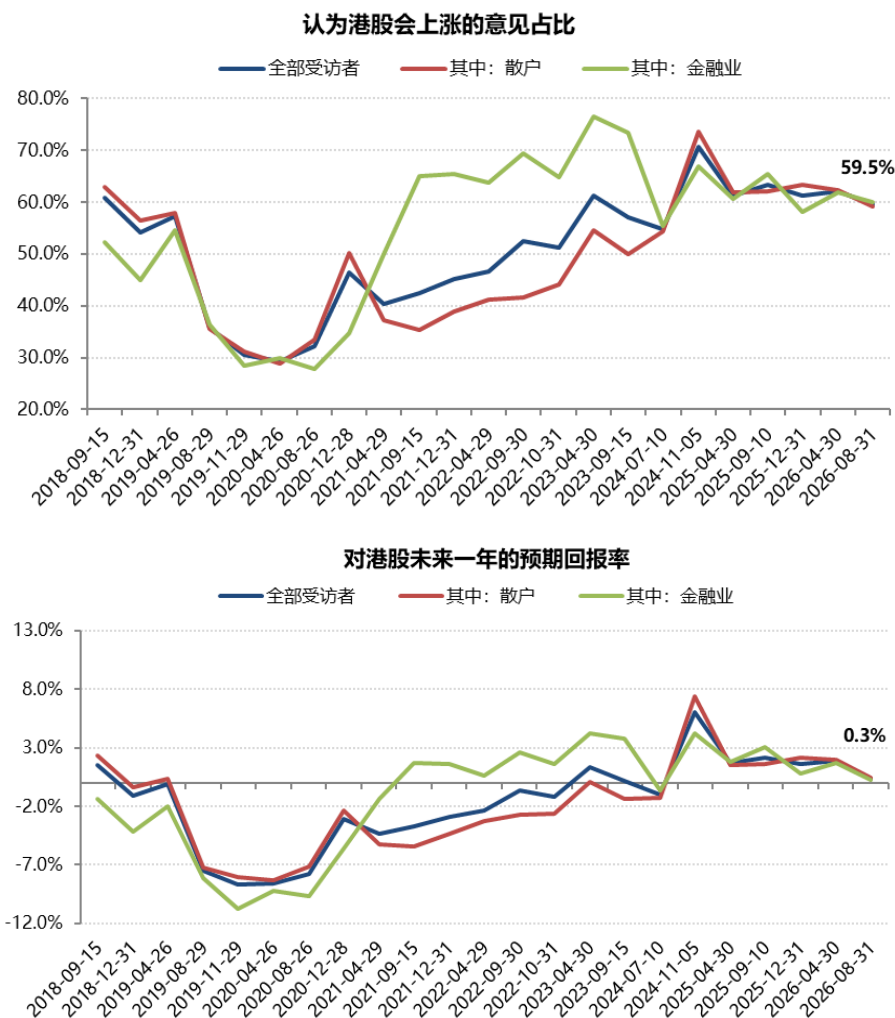
说明：①图中数字是全部受访者意见。②预期回报率=Σ每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。③数据来源：长江商学院投资研究部

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部

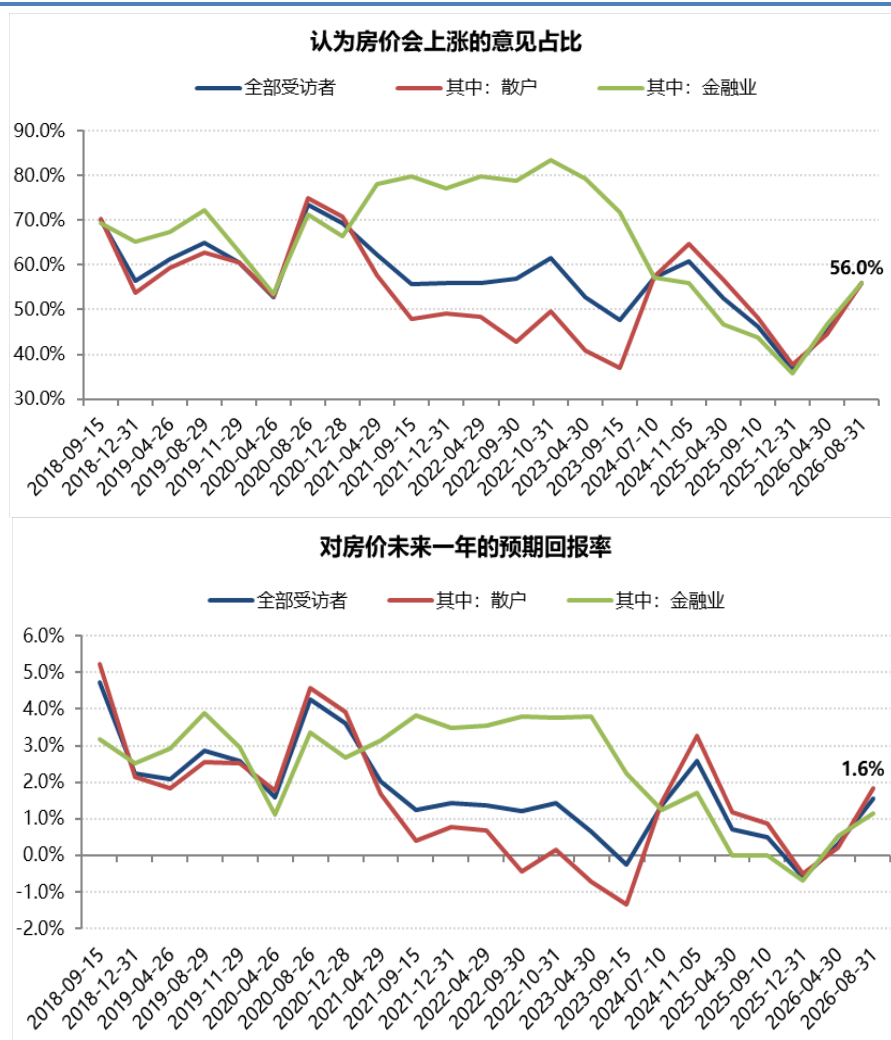
问题 3：在将来的 12 个月，您认为香港股市（比如恒生指数）会怎样变化？



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部

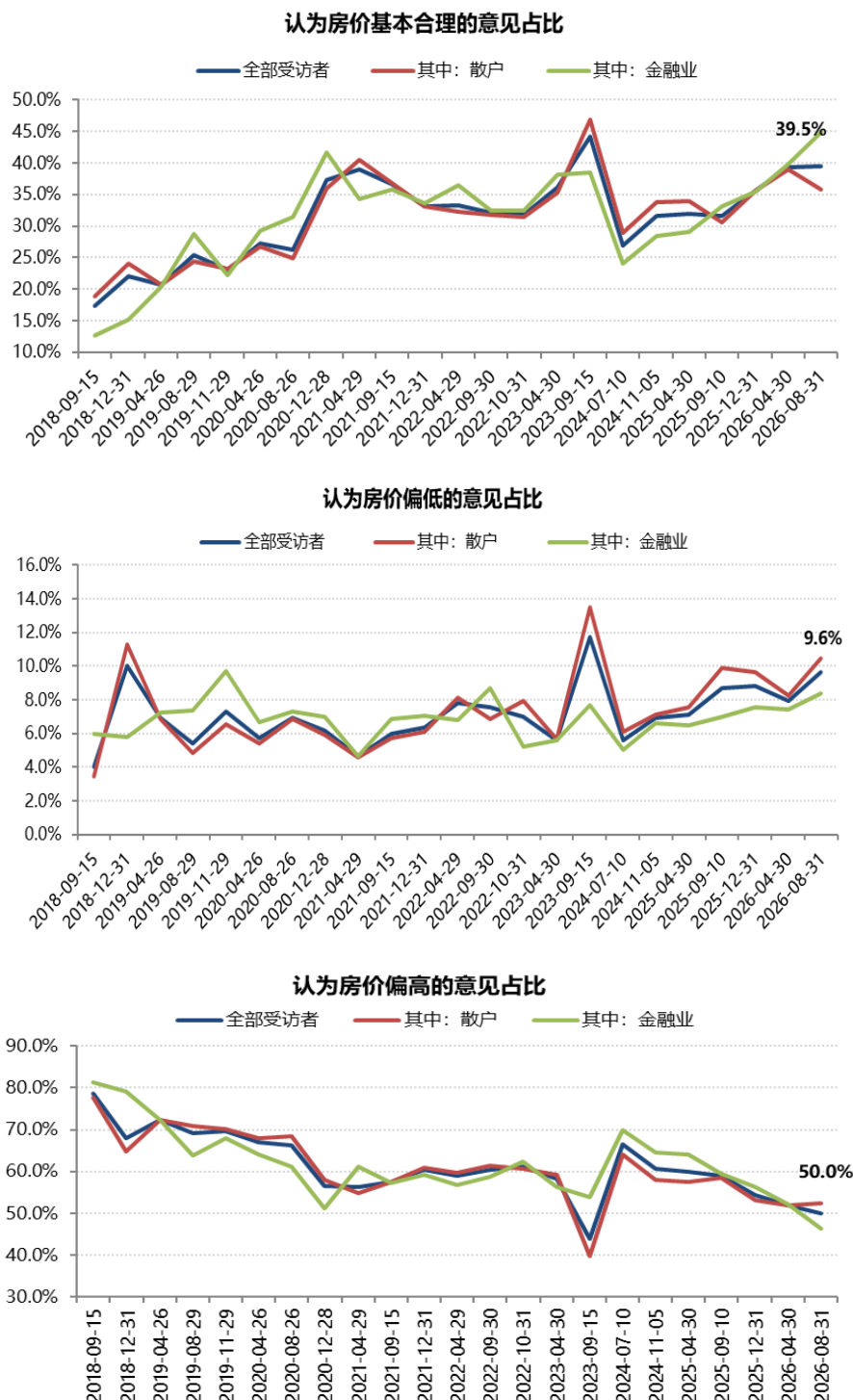
1.2 对房地产价格的看法

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部

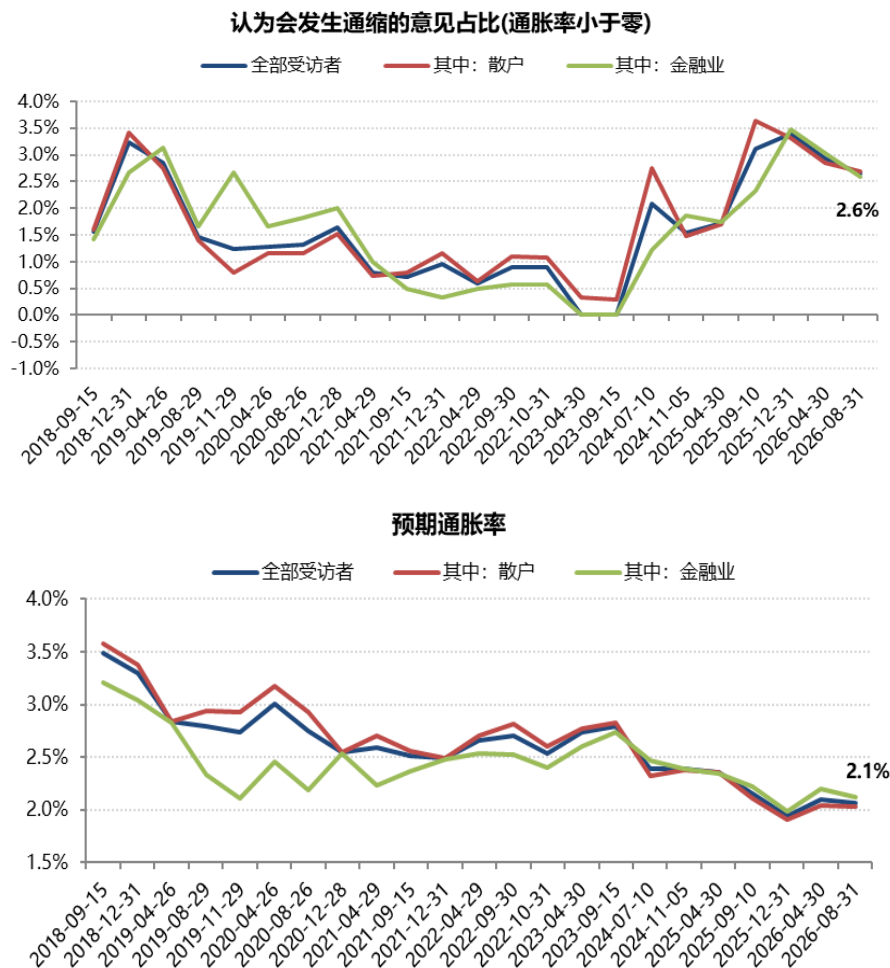
问题 5: 如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较, 您认为目前这些城市的房价是:



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部

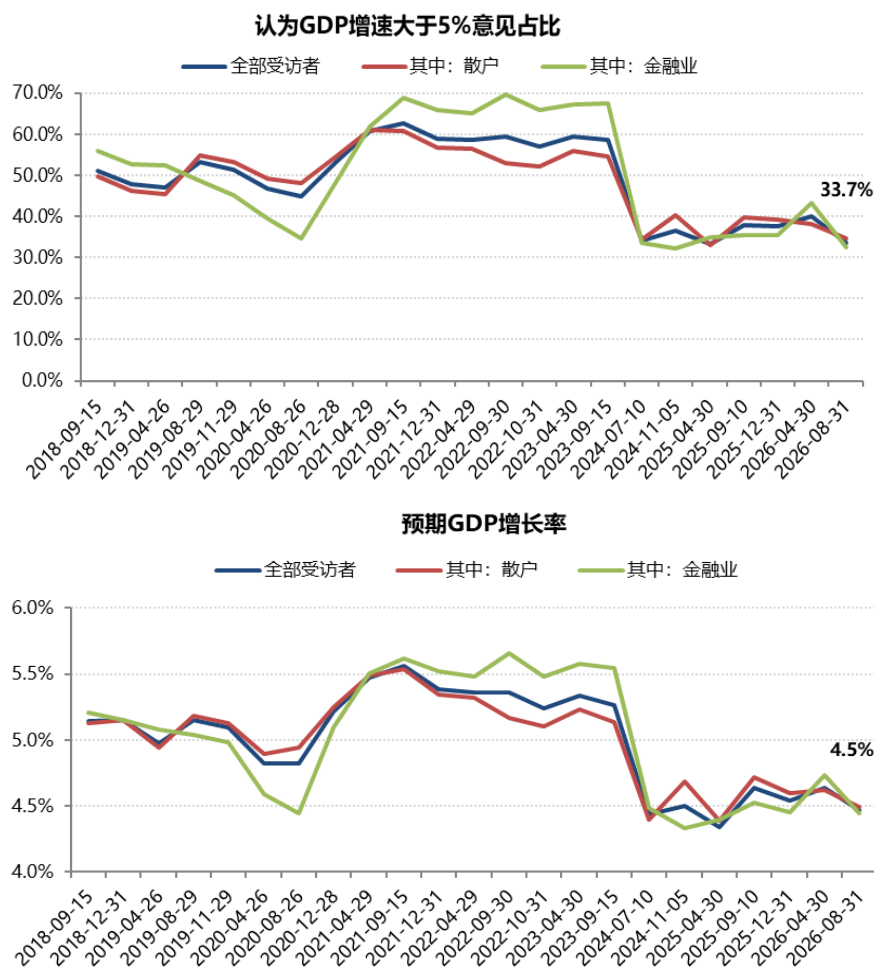
1.3 对经济基本面的看法

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部

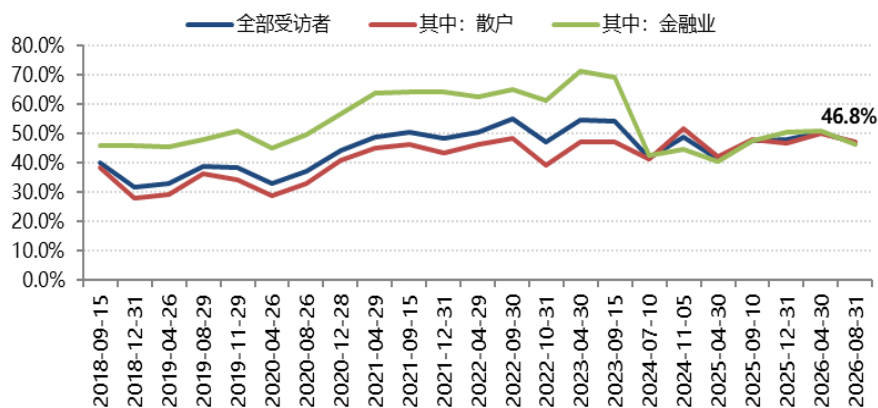
问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



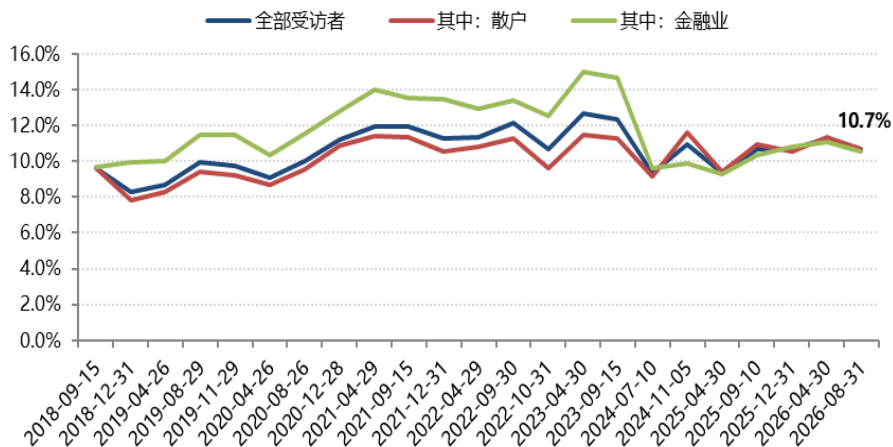
①图中数字是全部受访者意见。②数据来源：长江商学院投资研究部

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？

认为净利润增速大于10%意见占比



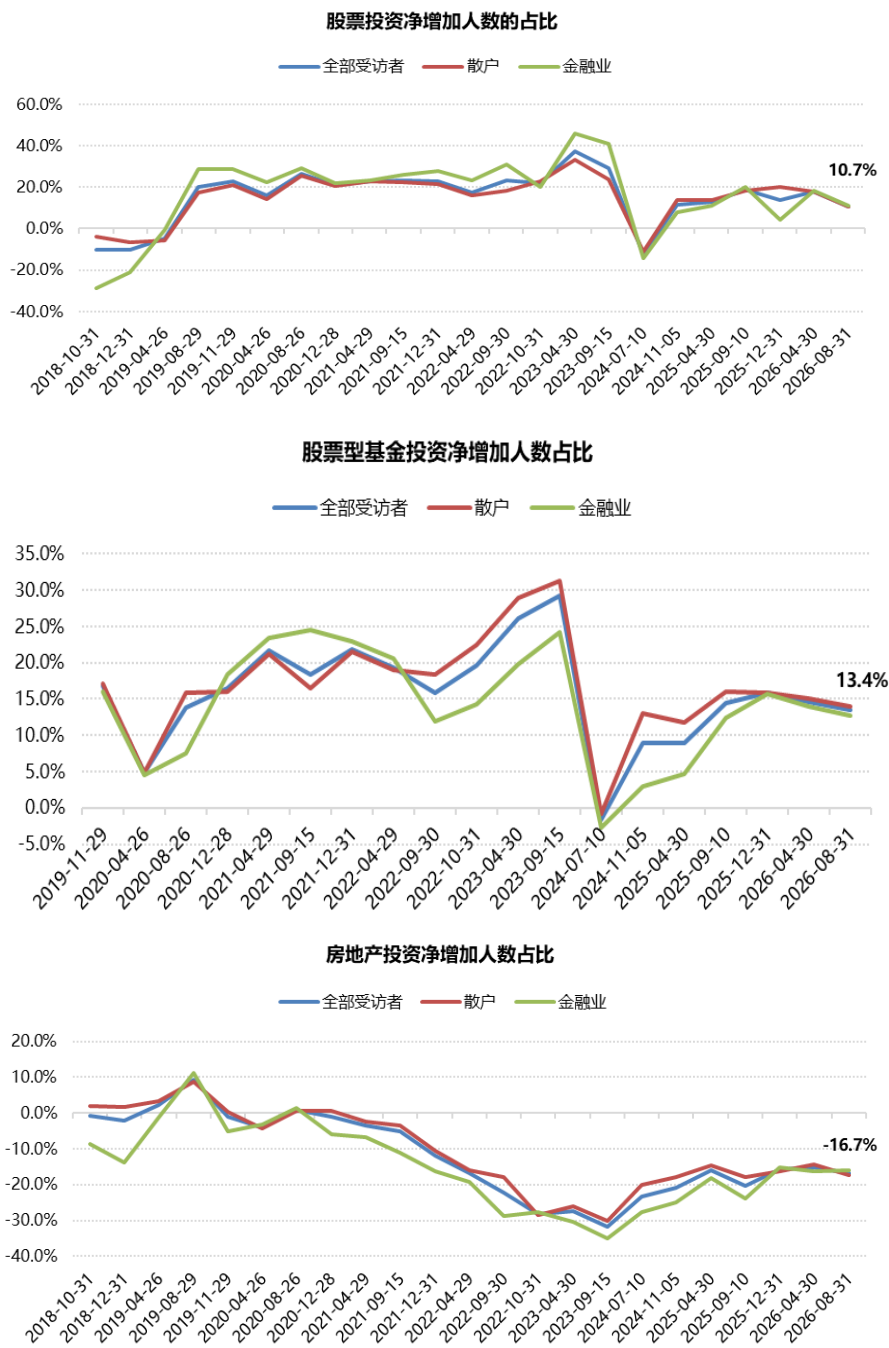
预期上市公司利润年均增速



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部

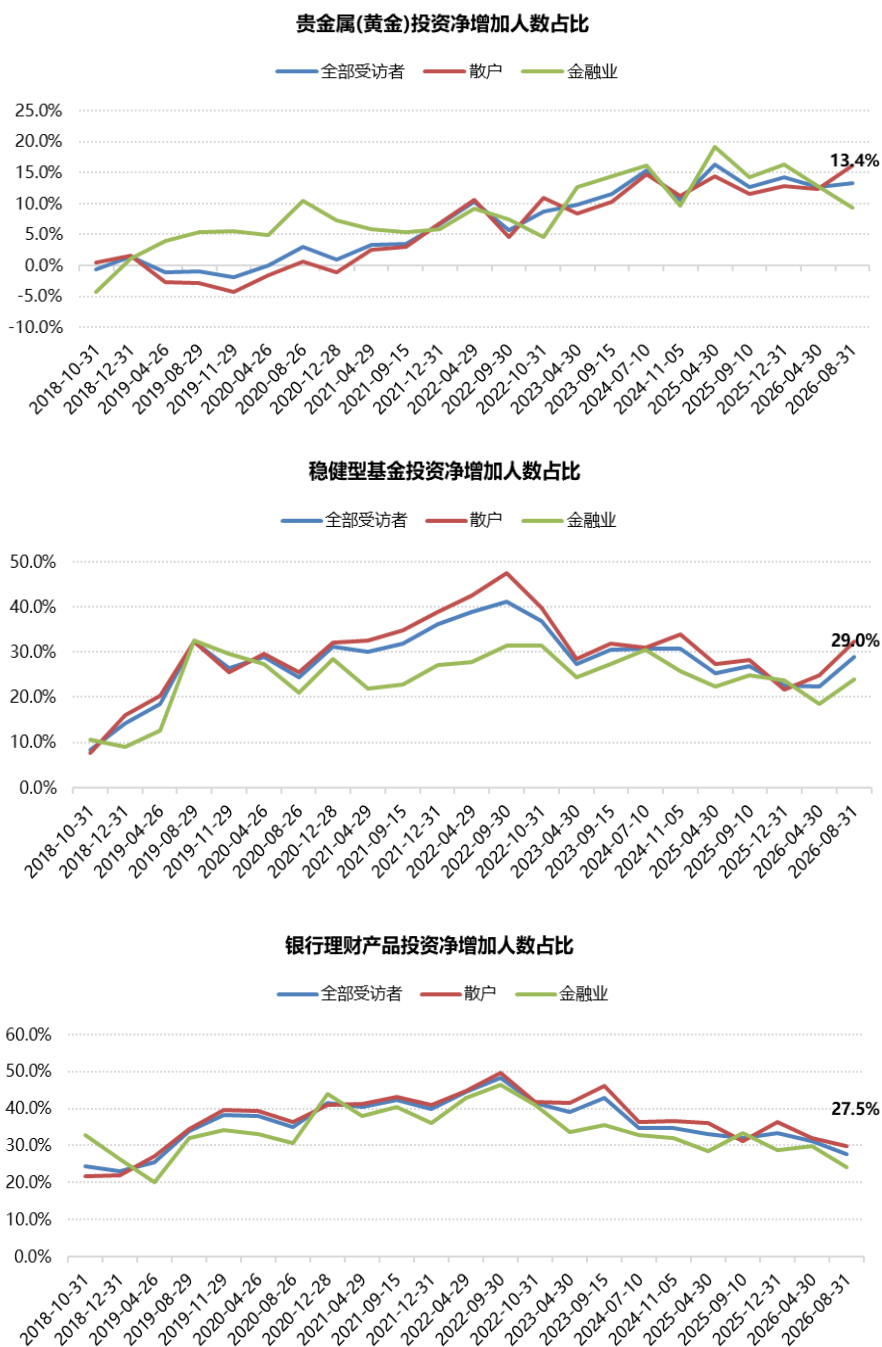
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？

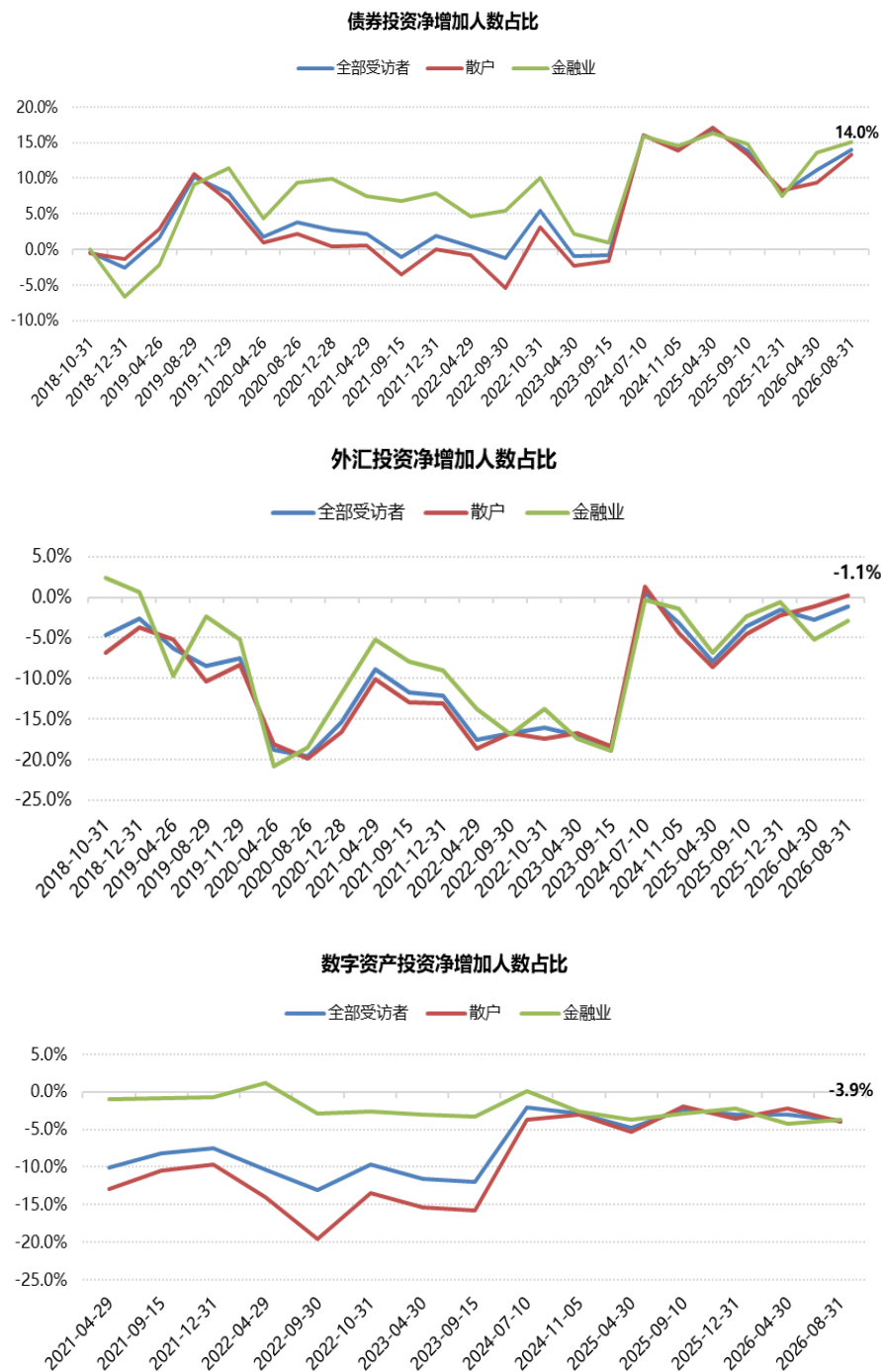


①图中数字是全部受访者意见。②从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。③数据来源：长江商学院投资研究部

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)

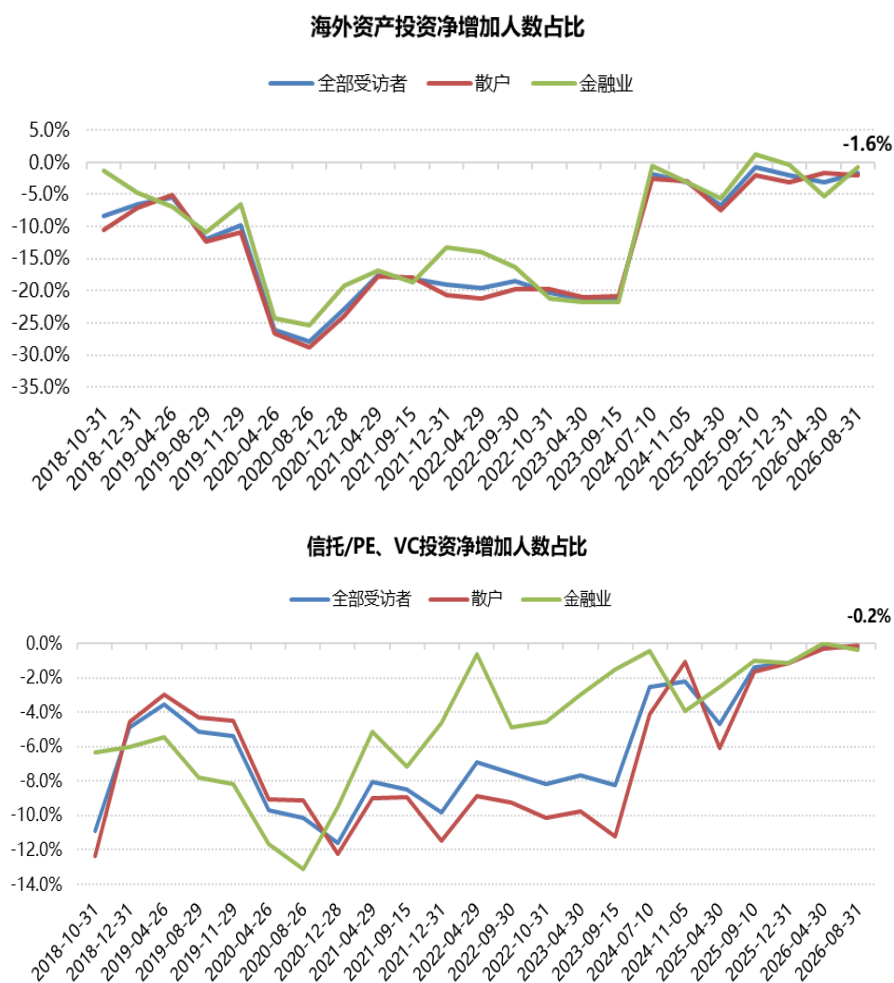


问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



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部

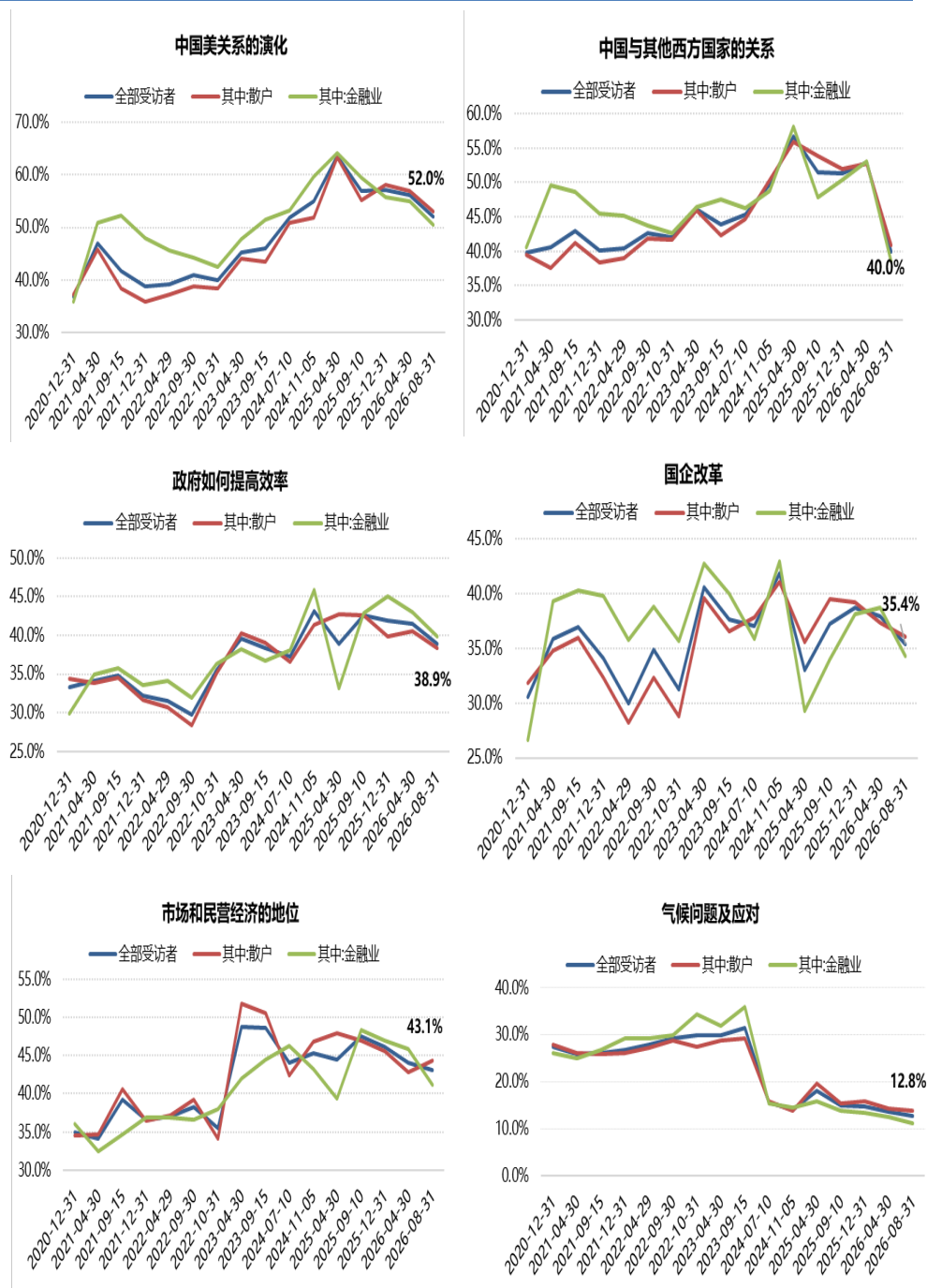
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



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部

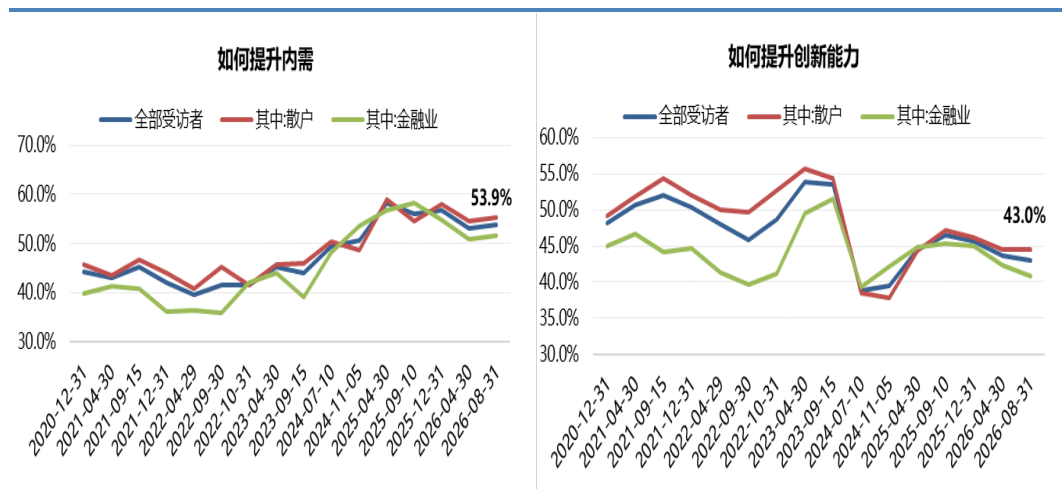
1.5 对投资影响最大的议题

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部

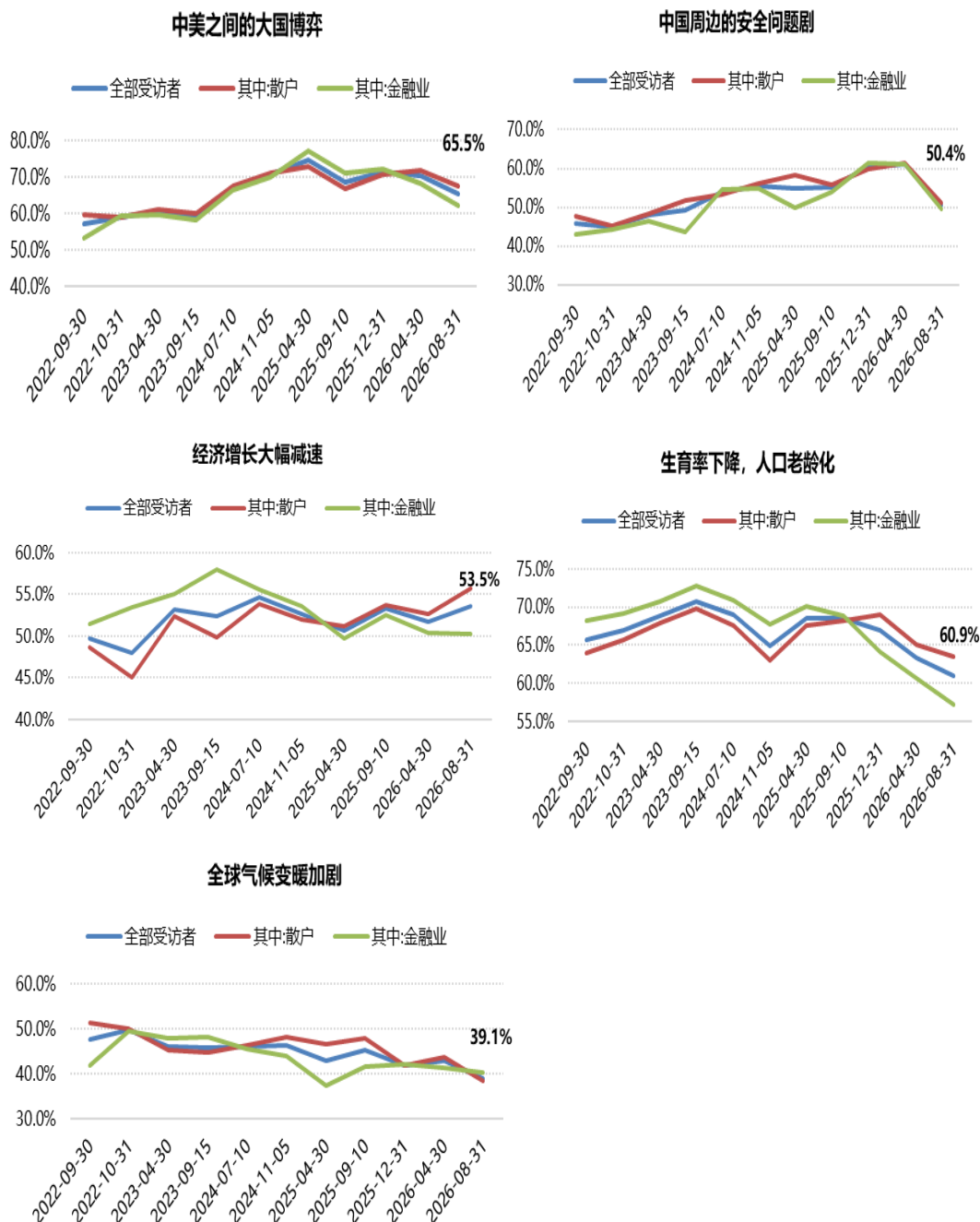
问题 10：在今后的 12 个月里，您认为对投资影响最大的议题是什么？（可多选，续）



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部

1.6 对未来风险的看法

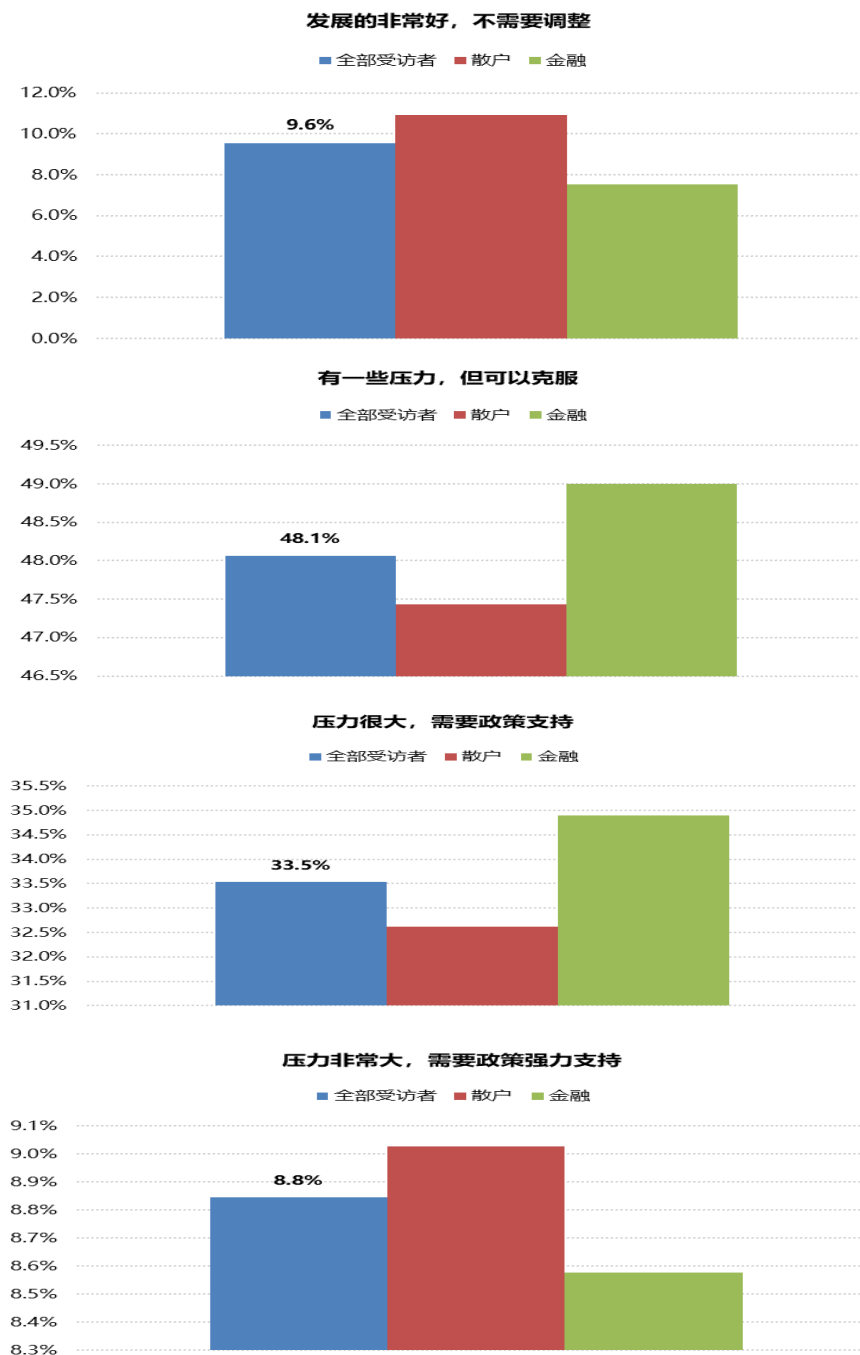
问题 11：将来 10 年，您认为中国面临的^①最大风险有哪些？（可多选）



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部

1.7 对传统经济的看法

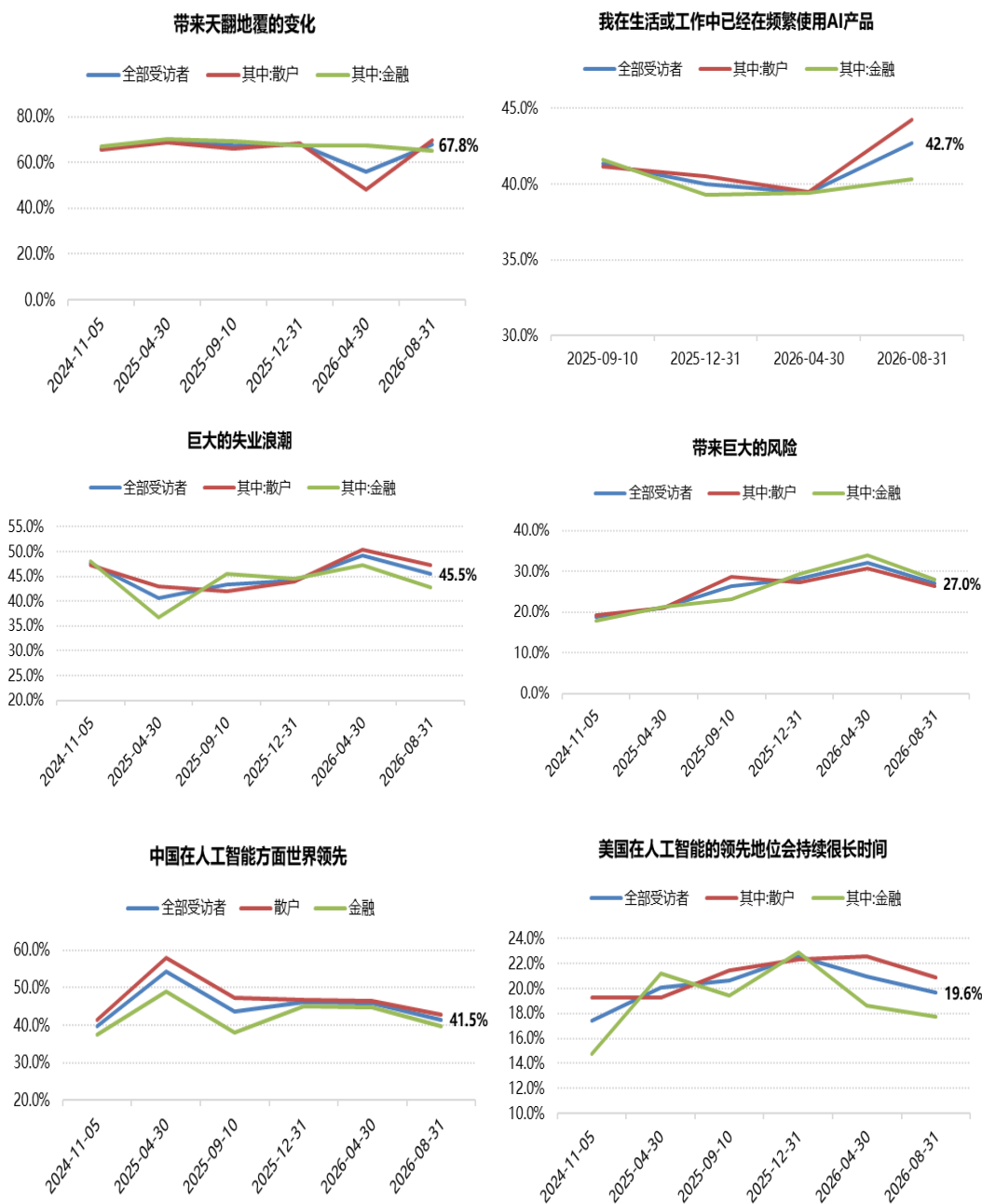
问题 12: 传统经济仍然是经济的主力, 您怎样评价中国目前高科技以外的传统经济?



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部

1.8 对人工智能的看法

问题 13：关于人工智能，您是否同意一下说法(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部

1.9 对民营经济的看法

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信心? (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部

第二部分：资产价格水平

2.1.股票价格水平

图 1：截至 2026 年 8 月 31 日全球重要股指回报率比较(不含红利回报)

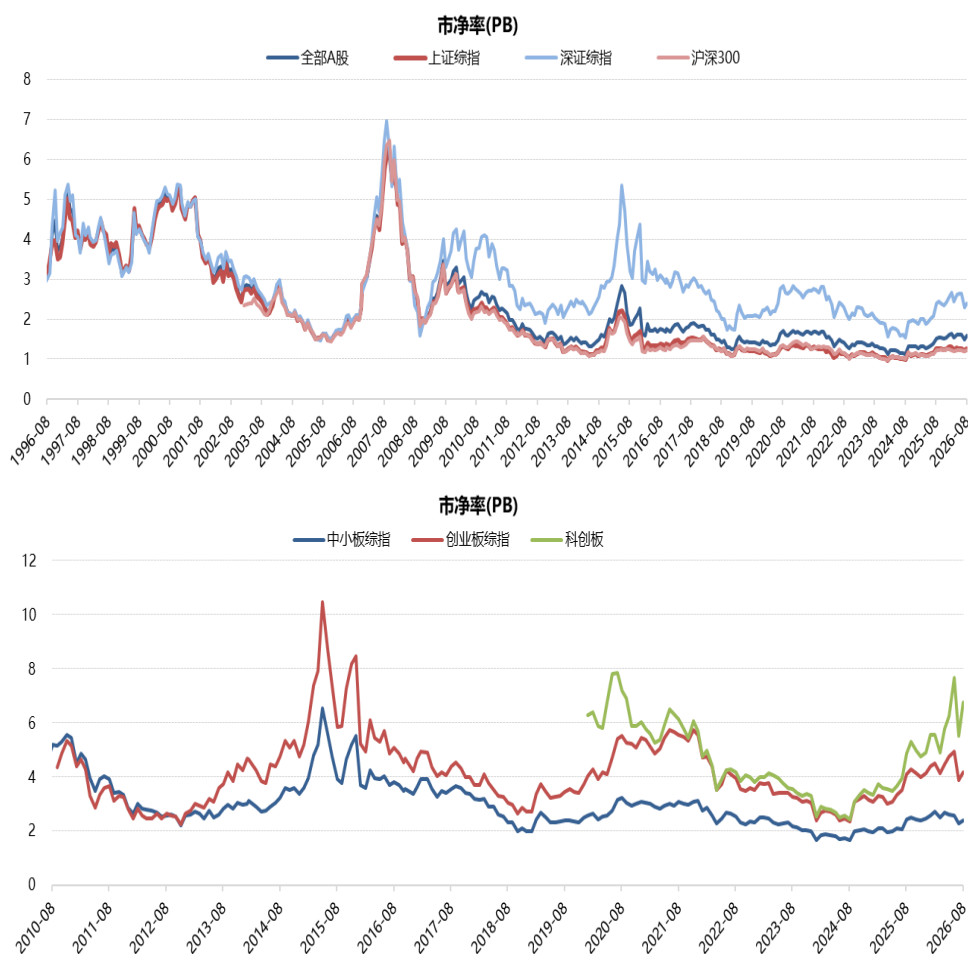
	2026年至8月	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年	2025年	2024年	2015年至2023年	2004年至2015年
中国内地股综合股指	-1.1%	1.6%	10.6%	3.0%	4.2%	25.3%	14.5%	-0.2%	
全A	-0.2%	2.8%	8.5%	1.7%	2.5%	20.2%	11.3%	-2.2%	12.3%
上证综指	0.4%	3.3%	8.5%	2.4%	2.6%	18.4%	12.7%	-2.1%	9.8%
深证综合	1.4%	5.0%	9.6%	1.1%	2.4%	29.3%	6.5%	-2.8%	19.8%
沪深300	-0.1%	2.9%	7.1%	-0.8%	3.3%	17.7%	14.7%	-1.0%	12.7%
中小板	0.9%	5.1%	9.4%	1.5%	7.7%	31.6%	4.0%	3.0%	
创业板	7.4%	19.0%	17.8%	1.4%	4.6%	49.6%	13.2%	-4.4%	
科创板50	25.3%	25.6%	21.3%	3.2%		35.9%	16.1%		
恒生指数	-0.2%	2.0%	11.6%	-0.2%	1.1%	27.8%	17.7%	-3.1%	4.0%
标普500	12.7%	19.4%	19.6%	11.3%	13.5%	16.4%	23.3%	11.2%	4.9%
日经225	31.7%	55.2%	26.7%	18.7%	14.7%	26.2%	19.2%	7.3%	4.7%
富时100	9.0%	17.8%	13.3%	8.7%	4.8%	21.5%	5.7%	2.7%	2.4%
法兰克福DAX	8.5%	11.2%	18.6%	10.9%	9.6%	23.0%	18.8%	5.7%	8.8%
巴黎CAC40	3.1%	9.1%	4.7%	4.7%	6.6%	10.4%	-2.2%	6.3%	1.8%
韩国综指	61.8%	114.1%	38.7%	16.3%	12.9%	75.6%	-9.6%	3.9%	7.4%
新加坡海峡指数	23.9%	34.8%	21.2%	13.5%	7.4%	22.7%	16.9%	1.5%	3.4%
意大利TIMS	15.9%	23.3%	21.4%	14.1%	11.5%	31.0%	12.0%	4.3%	-2.6%

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部编制，其他股指来自Wind。

在A股和香港上市的内地股分行业回报率 2026年8月

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。

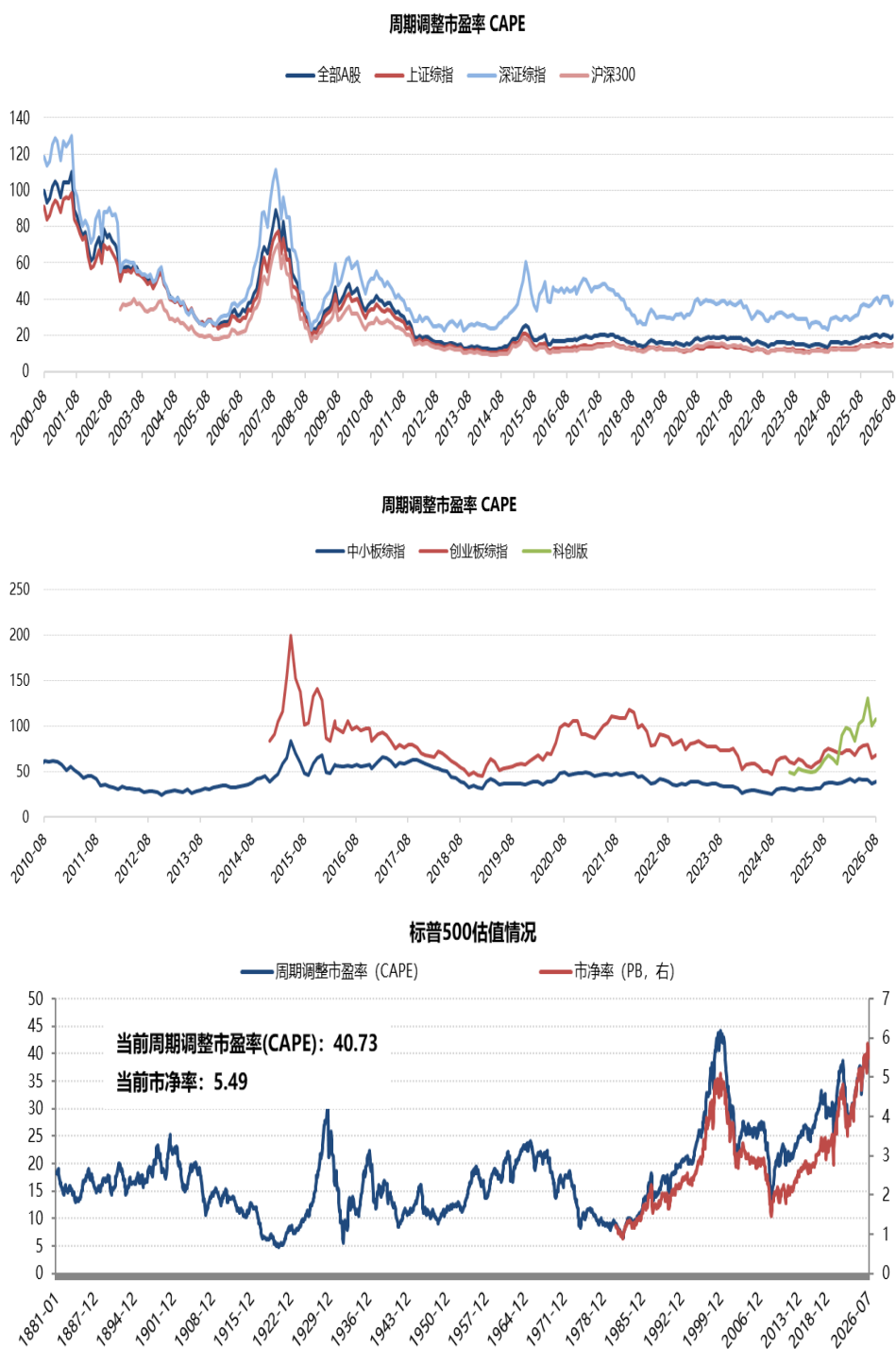
图 3：1995 年至 2026 年 8 月中国 A 股及美国重要股指估值



	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	1.58	12.06	109.99	19.37
上证综指	0.97	6.22	1.25	10.31	98.28	14.77
深证综指	1.30	6.97	2.40	22.59	129.98	38.60
沪深300	0.97	6.47	1.22	9.23	70.70	14.12
中小板综指	1.66	7.72	2.39	23.96	84.10	38.70
创业板综指	2.23	10.48	4.17	44.92	199.22	67.83
科创板	2.44	7.85	6.75	47.33	130.93	107.25

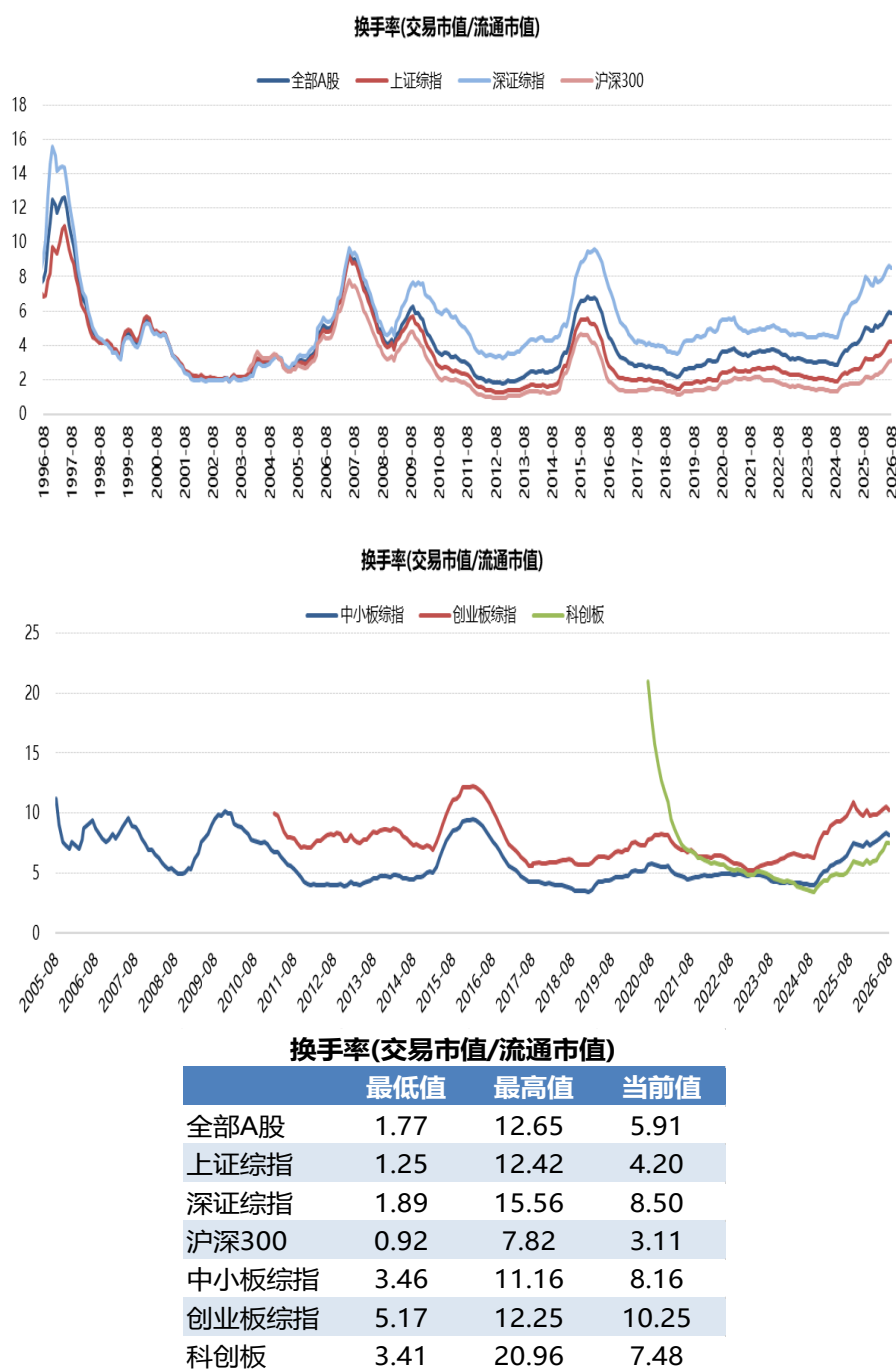
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究部

图 3：1995 年至 2026 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部。

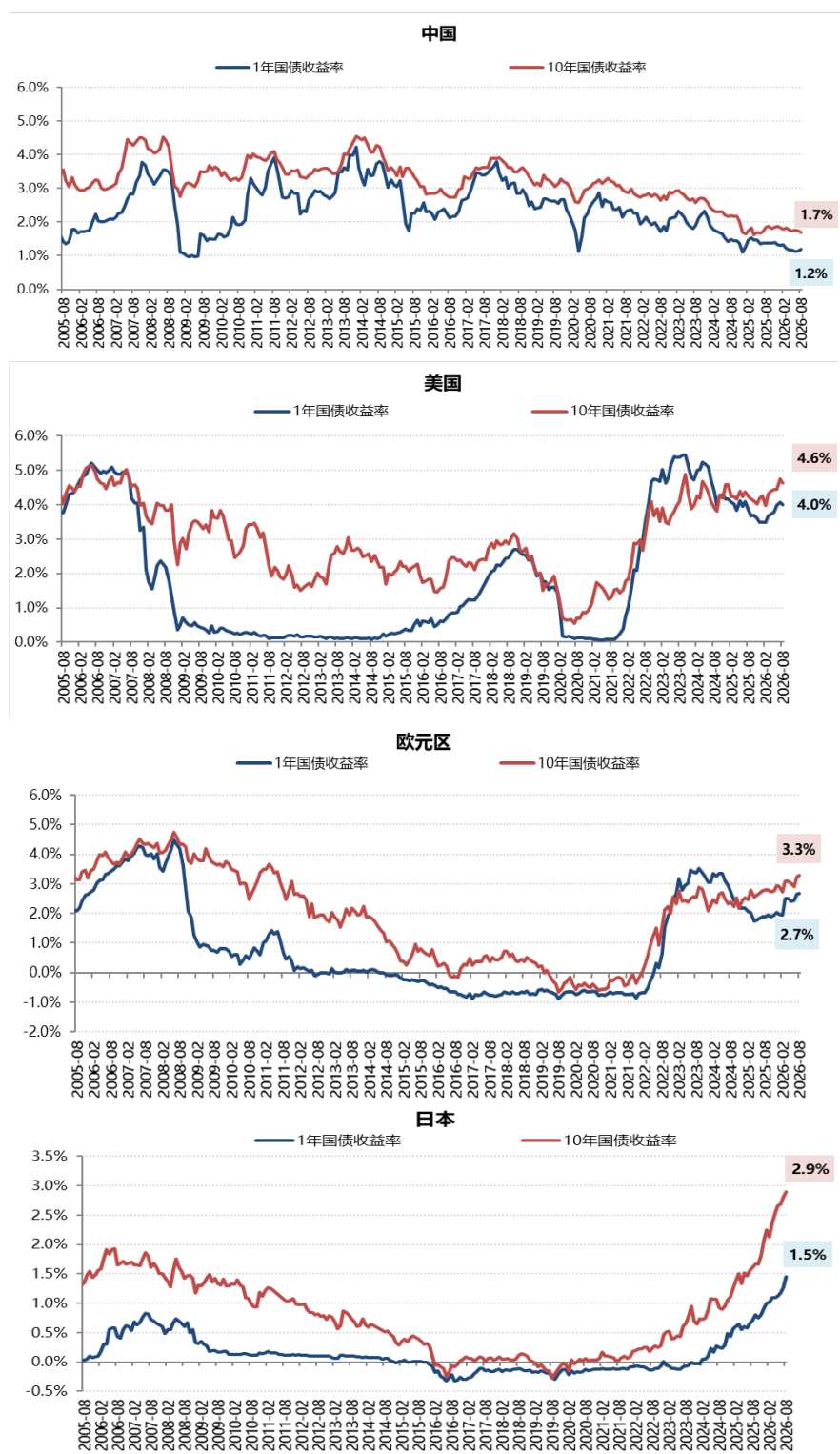
图 4：1995 年至 2026 年 8 月 A 股重要股指换手率情况



数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究部

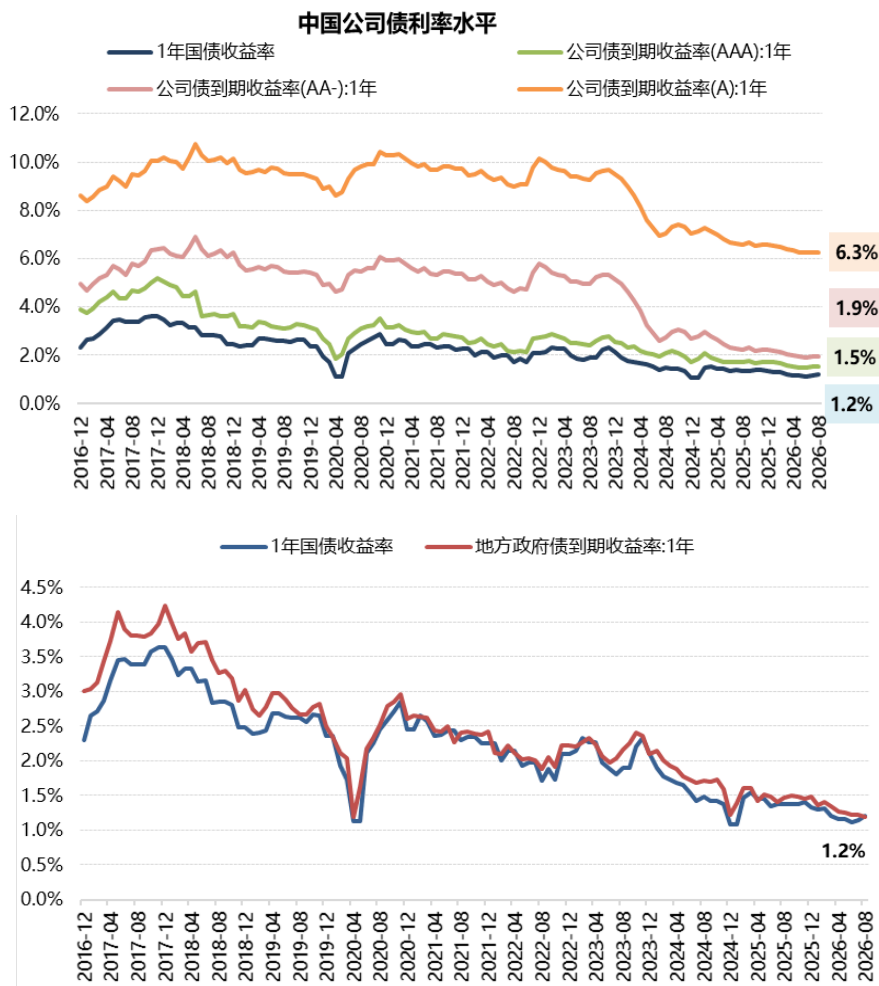
2.2 债券价格水平

图 5：截至 2026 年 8 月国债收益率情况



数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

图 6：截至 2026 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部

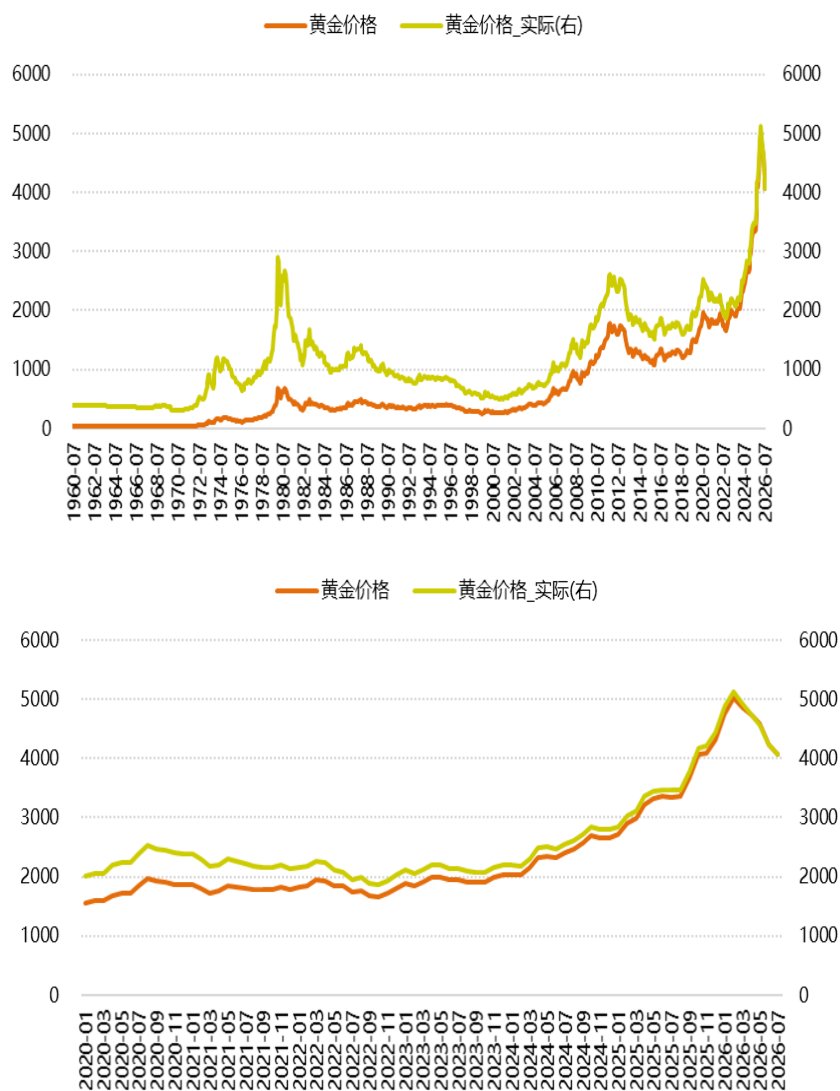
2.3 大宗商品价格水平

图 7：2026 年 7 月大宗商品价格变动及水平

	2026年至7月	2025年	2021年至 2024年	2014年至 2021年	2004年至2014年	最近1年	最近3年年均	最近5年年均	最近10年年均
能源类	31.1%	-14.1%	-5.0%	5.0%	3.6%	18.6%	2.5%	2.0%	6.6%
其中原油	31.1%	-15.8%	-0.3%	2.6%	4.5%	15.3%	0.3%	1.7%	6.1%
其中澳大利亚煤	22.5%	-17.1%	-8.5%	15.3%	1.8%	16.8%	-2.1%	-2.8%	8.0%
其中南非煤	6.0%	-13.8%	-9.5%	11.6%	2.0%	2.8%	-0.2%	-4.7%	4.4%
其中美国天然气	-32.0%	40.6%	-6.8%	1.2%	-6.3%	-9.5%	4.2%	-5.3%	0.4%
其中欧洲天然气	90.5%	-31.6%	-28.6%	21.3%	7.0%	55.4%	23.7%	7.6%	14.5%
其中日本天然气	4.2%	-10.4%	-6.2%	-0.3%	10.9%	-1.0%	-3.1%	2.6%	5.7%
食品类	6.7%	-4.9%	-3.3%	3.6%	5.2%	8.3%	-2.0%	-0.9%	2.3%
其中谷物	11.5%	-6.4%	-5.3%	4.0%	5.5%	18.1%	-4.4%	-1.4%	3.3%
农业原材料类	3.9%	1.2%	-0.2%	0.0%	3.8%	7.2%	4.2%	1.3%	0.9%
其中原木	-0.8%	4.5%	-3.4%	-1.6%	3.3%	-2.7%	0.1%	-2.1%	-0.8%
其中棉花/橡胶/烟草等	8.7%	-2.0%	3.4%	2.2%	4.5%	18.4%	8.8%	5.1%	2.9%
化肥类	12.4%	11.1%	-16.8%	10.8%	6.5%	-3.4%	0.8%	3.3%	6.9%
尿素	1.9%	11.5%	-26.6%	16.4%	5.2%	-19.4%	6.1%	-2.0%	8.3%
其中氯化钾	10.7%	22.5%	9.8%	-3.3%	6.2%	9.4%	5.1%	14.4%	3.4%
基础金属类	11.3%	19.2%	-3.2%	5.8%	4.1%	27.4%	11.4%	2.4%	8.3%
其中铝	9.9%	13.2%	-1.9%	5.0%	0.3%	21.3%	13.5%	4.8%	6.9%
其中铁矿石	-6.1%	2.3%	-4.4%	8.0%	6.1%	1.0%	-5.0%	-14.4%	5.5%
其中铜	14.9%	32.2%	-2.3%	5.8%	7.4%	38.6%	16.9%	7.5%	10.8%
其中镍	11.9%	-3.6%	-8.3%	3.3%	1.5%	10.8%	-7.6%	-2.4%	5.0%
贵金属	-5.6%	68.9%	13.3%	5.5%	9.9%	26.7%	28.7%	17.6%	11.6%
其中黄金	-5.5%	62.7%	13.9%	5.9%	10.5%	21.9%	27.8%	17.6%	11.8%
其中白银	-5.7%	102.6%	10.9%	4.7%	8.7%	56.0%	34.3%	18.0%	11.4%
美国CPI通胀	3.1%	2.7%	4.2%	2.5%	2.1%	3.5%	3.0%	4.1%	3.3%

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部

图 8：黄金价格水平

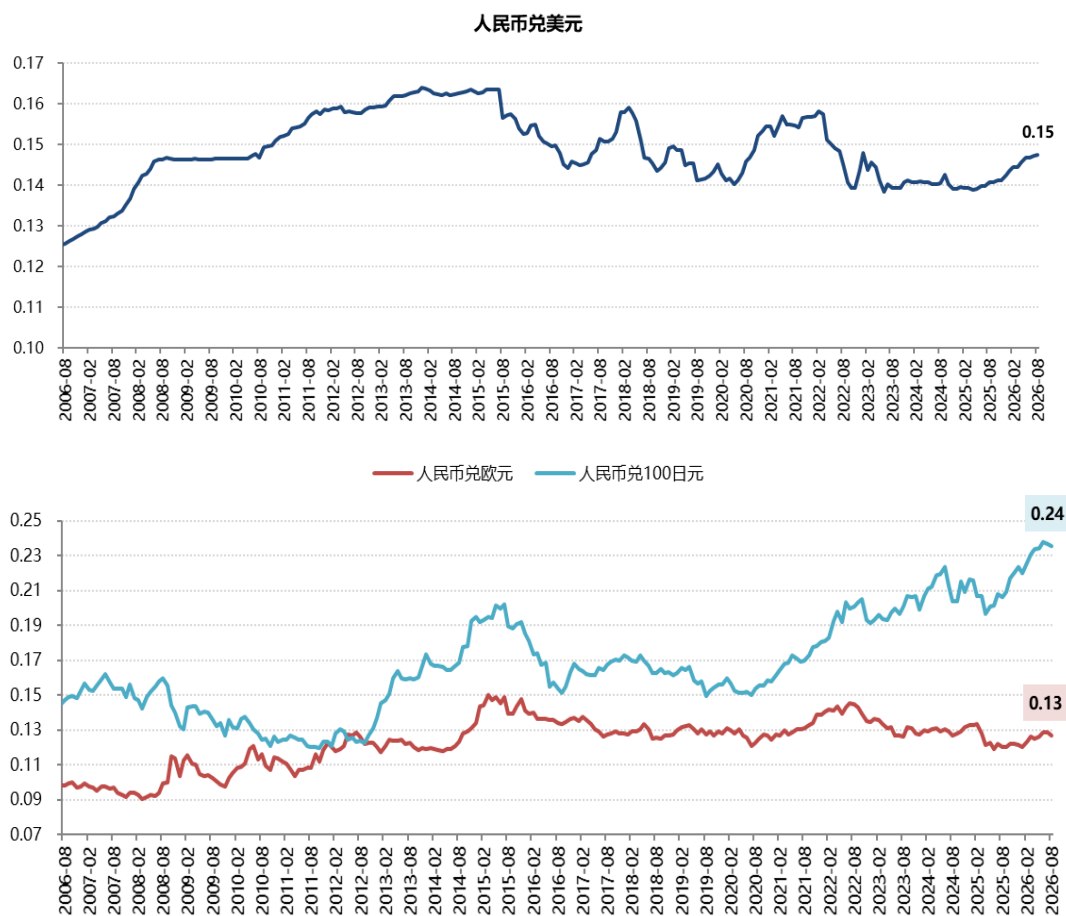


①说明：实际增速为扣除美元通胀后的增速。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究部

2.4 主要货币汇率水平变动

图 9：截至 2026 年 8 月人民币兑主要货币汇率的变动

	2026年1至8月	2025年	2022至2024 年年均	2019至2022 年年均	2015至2019年 年均	2011至2015年 年均	2006至2011年 年均	最近1年同比	最近3年年均	最近5年年均	最近10年年均
人民币兑美元	3.6%	2.3%	-1.6%	0.1%	-1.8%	-0.8%	4.4%	4.7%	1.9%	-0.9%	-0.1%
人民币兑欧元	4.5%	-8.6%	-0.7%	1.7%	-2.4%	3.6%	4.7%	5.3%	0.2%	-0.6%	-0.5%
人民币兑港币	4.4%	2.5%	-1.8%	0.1%	-1.7%	-0.8%	4.4%	5.4%	1.9%	-0.8%	0.0%
人民币兑100日元	5.5%	3.2%	6.4%	7.0%	-4.2%	10.8%	-4.1%	14.1%	5.5%	6.7%	4.4%
人民币兑英镑	2.4%	-3.8%	-3.8%	2.9%	1.2%	0.2%	9.5%	4.3%	0.0%	-0.7%	-0.5%
人民币兑加元	4.9%	-1.3%	0.9%	1.3%	-3.2%	7.2%	1.7%	6.1%	3.3%	1.0%	0.5%
人民币兑澳元	-3.0%	-3.9%	2.3%	1.2%	-0.8%	7.9%	-0.7%	-4.0%	-0.9%	-0.5%	0.4%
人民币名义有效汇率	6.1%	-1.4%	0.5%	3.3%	-2.2%	4.4%	3.4%	10.0%	3.1%	1.7%	1.2%
名义美元指数-对发达经济体	-0.1%	-8.2%	2.5%	2.1%	-0.8%	6.3%	-1.8%	0.3%	-1.3%	1.2%	0.3%
名义美元指数-对新兴经济体	-3.1%	-6.3%	4.0%	1.8%	1.4%	4.2%	0.1%	-4.3%	-0.2%	0.6%	0.7%



数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

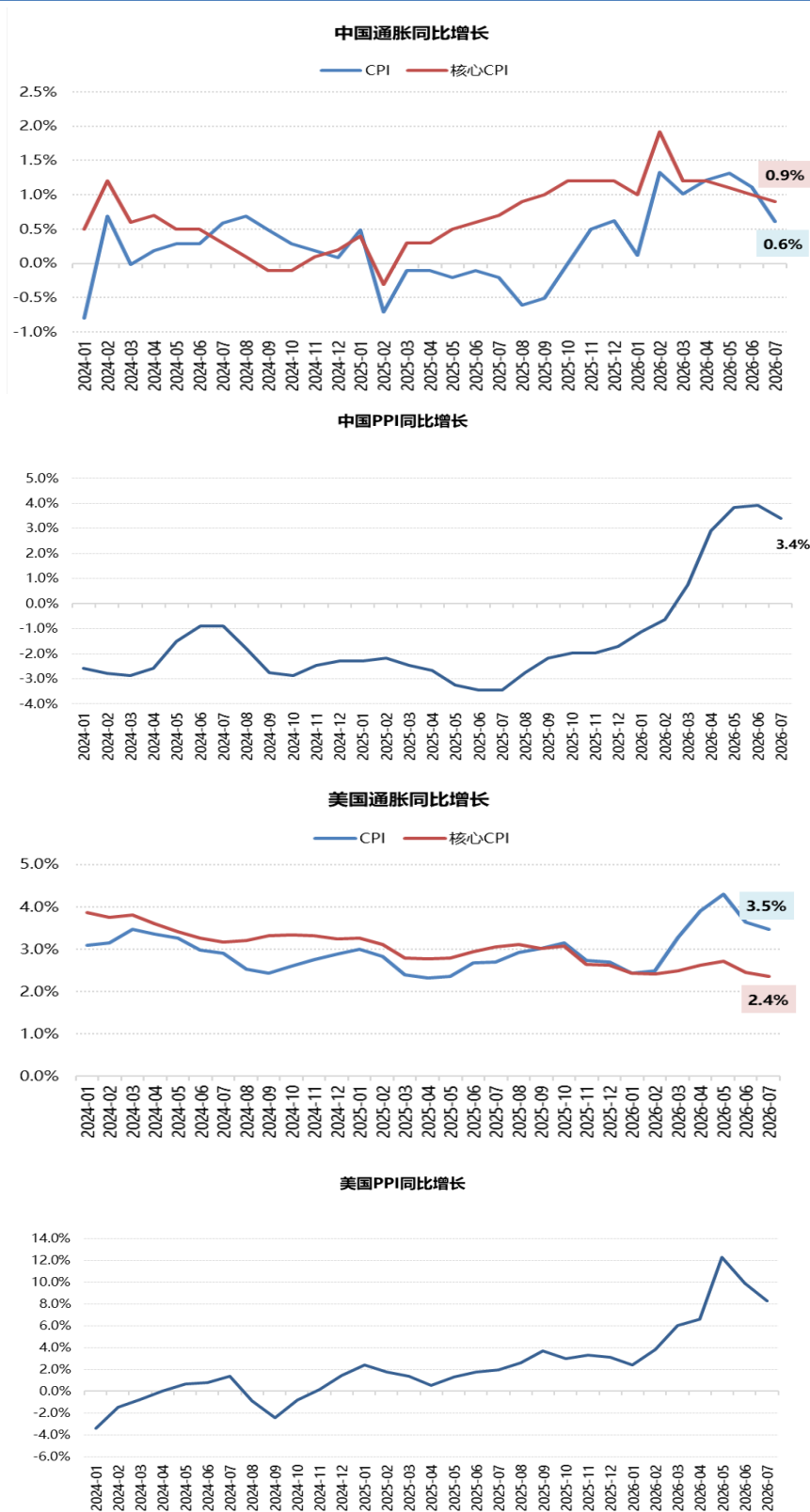
2.5 通货膨胀

图 10：截至 2026 年 7 月美国、中国通货膨胀水平

	2026年1至7月	2025年	2019至2024年 年均	2015至2019年 年均	2026年7月同比	最近3年年均	最近5年年均	最近10年年均
美国CPI	3.1%	2.7%	4.2%	2.1%	3.5%	3.0%	4.1%	3.3%
美国核心CPI	1.9%	2.6%	4.0%	2.1%	2.4%	2.9%	3.8%	3.1%
美国PPI	8.7%	3.1%	5.0%	2.0%	8.3%	3.8%	4.2%	4.2%
日本CPI	1.2%	2.1%	1.9%	0.6%	2.1%	2.6%	2.8%	1.6%
日本核心CPI	1.3%	2.4%	1.8%	0.5%	1.9%	2.6%	2.7%	1.5%
日本PPI	5.8%	2.4%	4.0%	1.0%	7.0%	4.1%	5.0%	3.4%
欧盟调和CPI	2.5%	1.9%	3.7%	1.3%	2.8%	2.4%	4.2%	2.8%
欧盟核心CPI	1.9%	2.5%	2.8%	1.0%	2.5%	2.5%	3.4%	2.2%
欧盟PPI	4.2%	-1.8%	7.1%	1.7%	4.2%	0.8%	5.7%	4.4%
中国CPI	0.3%	0.6%	0.6%	2.5%	0.6%	0.3%	0.7%	1.3%
中国核心CPI	0.6%	1.2%	0.5%	1.8%	0.9%	0.6%	0.6%	1.1%
中国PPI	3.0%	-1.7%	0.7%	2.6%	3.4%	-0.4%	-0.3%	1.4%
中国CPI分项								
消费品	-0.6%	1.0%	0.7%	2.8%	0.4%	0.2%	0.7%	1.4%
食品	-3.2%	1.1%	0.1%	5.3%	-1.0%	-0.9%	0.3%	1.8%
猪肉	-6.5%	-14.6%	-8.7%	17.2%	-13.4%	-1.9%	-3.4%	-1.6%
服务	1.0%	0.4%	0.8%	2.2%	0.5%	0.5%	0.7%	1.2%

数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

图 10：截至 2026 年 7 月美国、中国通货膨胀水平(续)



数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

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。

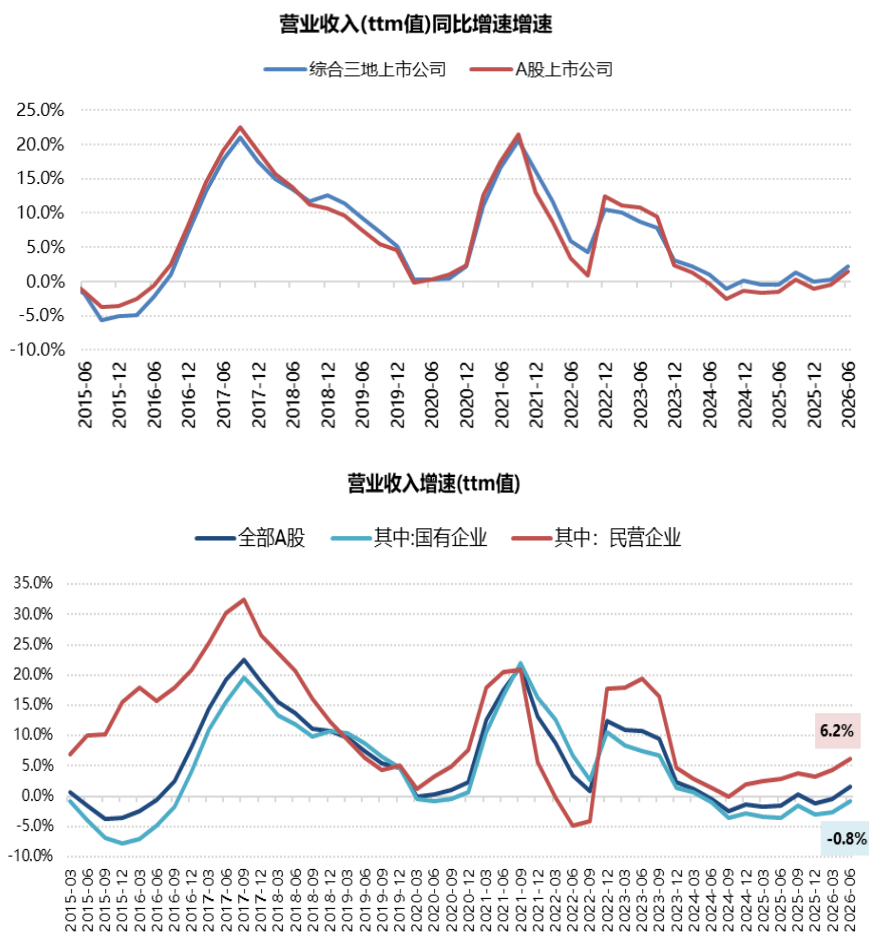
图 11：在 A 股、香港上市的中国公司行业分布

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	177	26
煤炭	38	12	电子及电子元件	394	10
石油石化	48	40	计算机及通信设备	183	47
能源金属	13	1	软件和通信服务	334	119
工业金属	147	54	建筑及建筑材料	256	46
贵金属	14	3	国防军工	145	19
食品饮料(不含酒)	92	38	环保	149	28
酒类	36	7	公用事业	130	54
纺织服饰/首饰	116	55	交通运输-海陆空	83	50
家用电器	99	15	物流	49	10
文娱用品/日常消费品	22	19	电商	20	8
包装印刷造纸	95	26	商贸零售	85	69
家具装饰用品	78	3	旅游住宿餐饮	28	28
化工	461	37	教育	18	32
制药	301	82	美容护理	41	7
医疗器械	134	24	数字媒体和出版	81	38
医疗服务	89	36	游戏	31	4
钢铁	48	3	影视院线	38	24
通/专用设备	529	36	专业服务	29	12
自动化设备	98		金融	127	130
汽车及零部件	310	42	房地产	113	177
电池	106	2	综合	23	11
电力设备	323	26	总计	5851	1521

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。

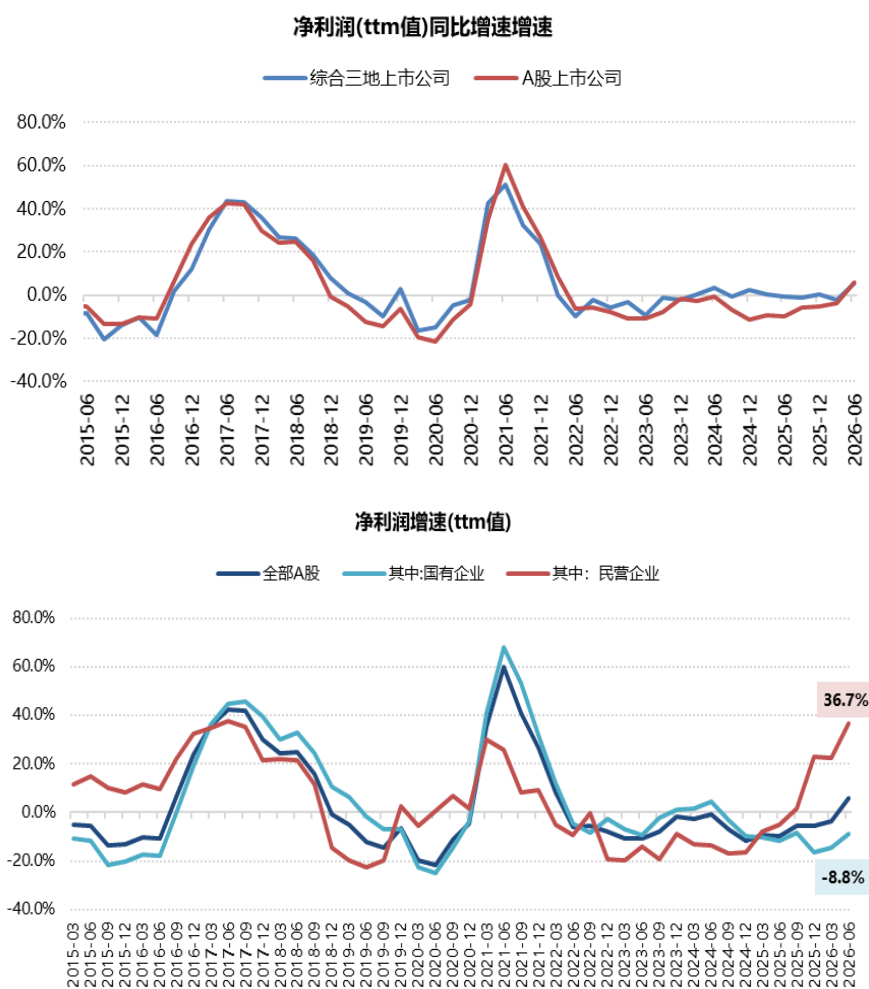
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

图 12：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀，TTM)



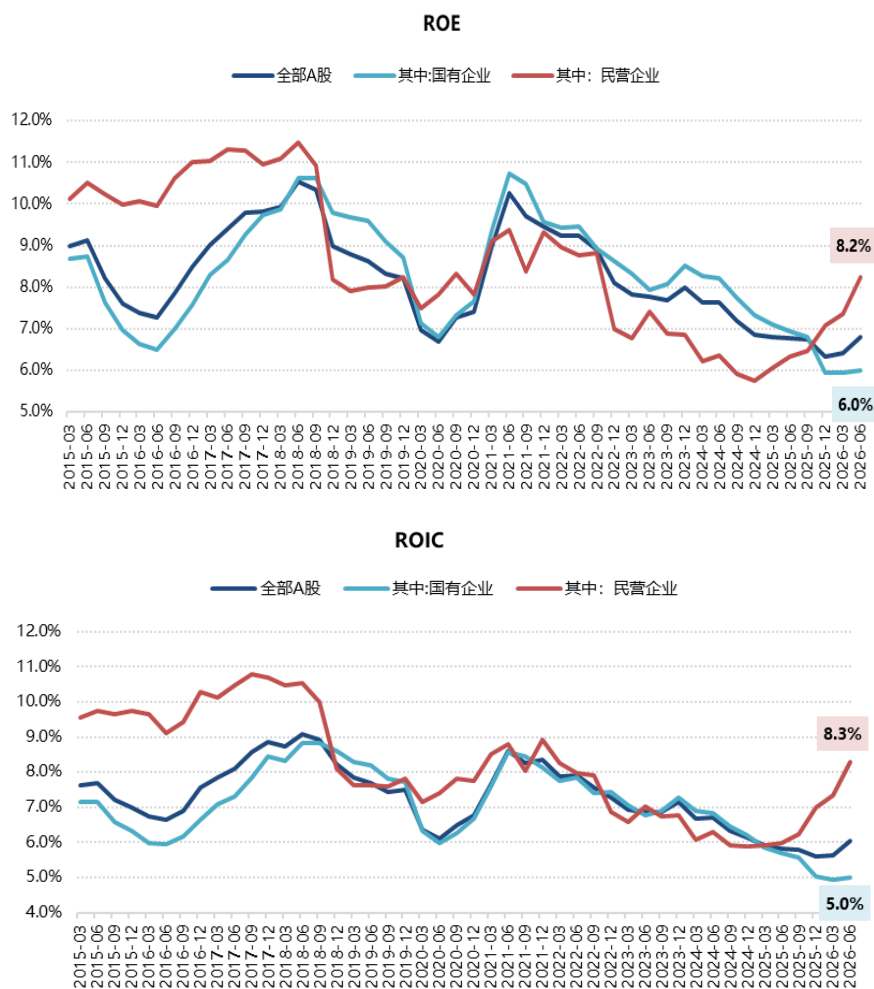
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部A股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

图 13：中国 A 股上市公司净利润增速(剔除通胀)



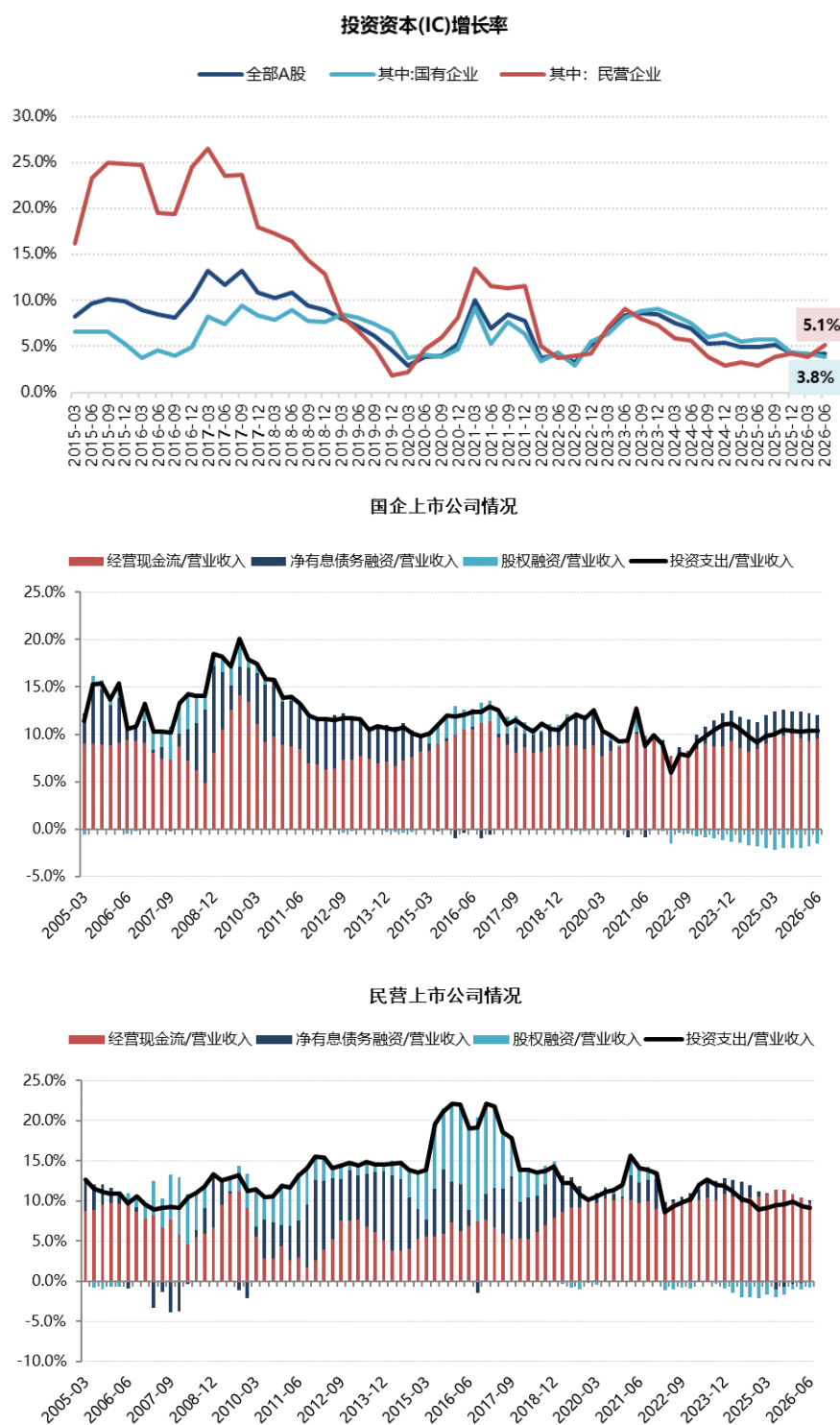
①计算说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

图 14：中国 A 股上市公司资本回报率



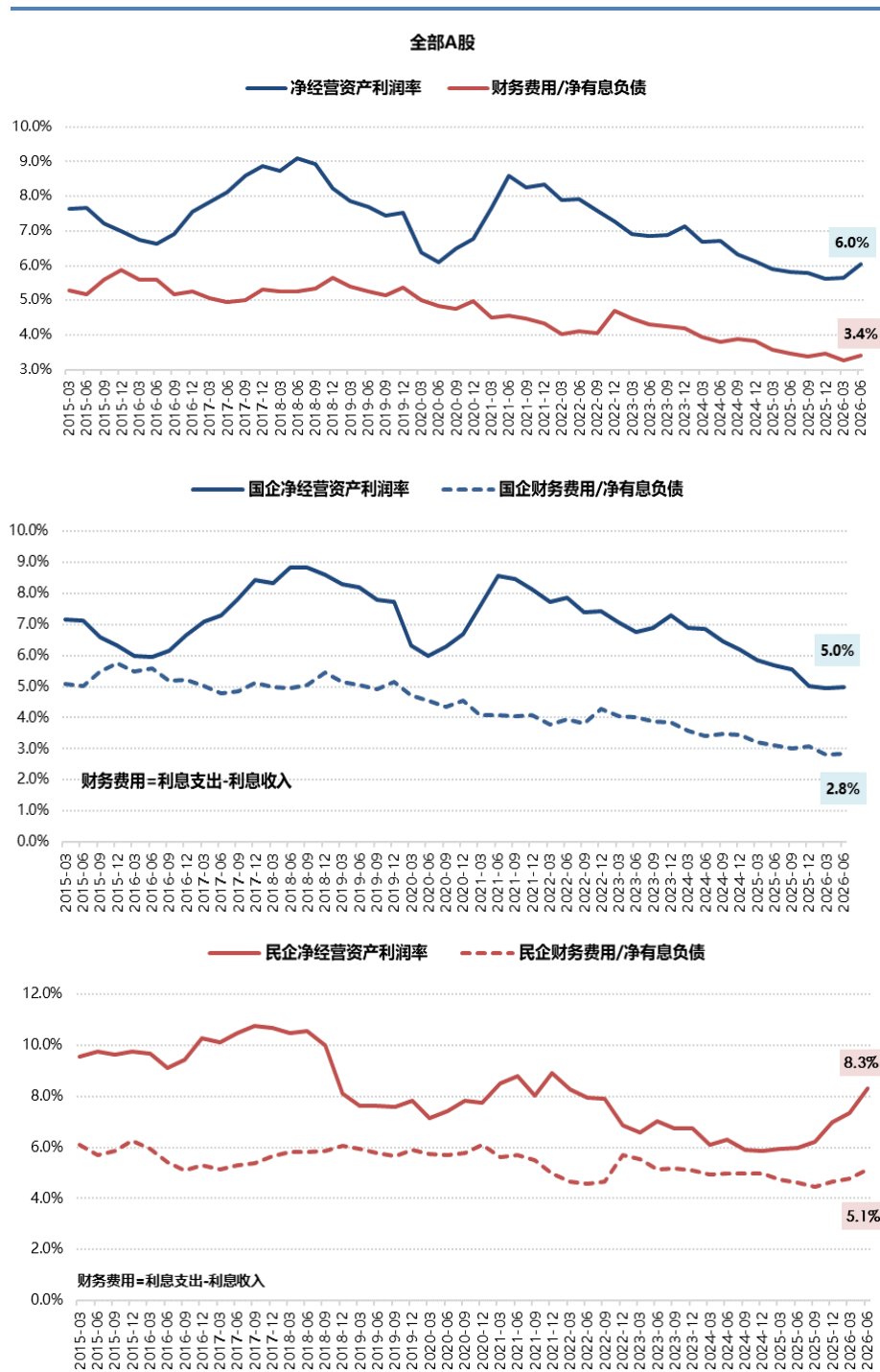
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

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



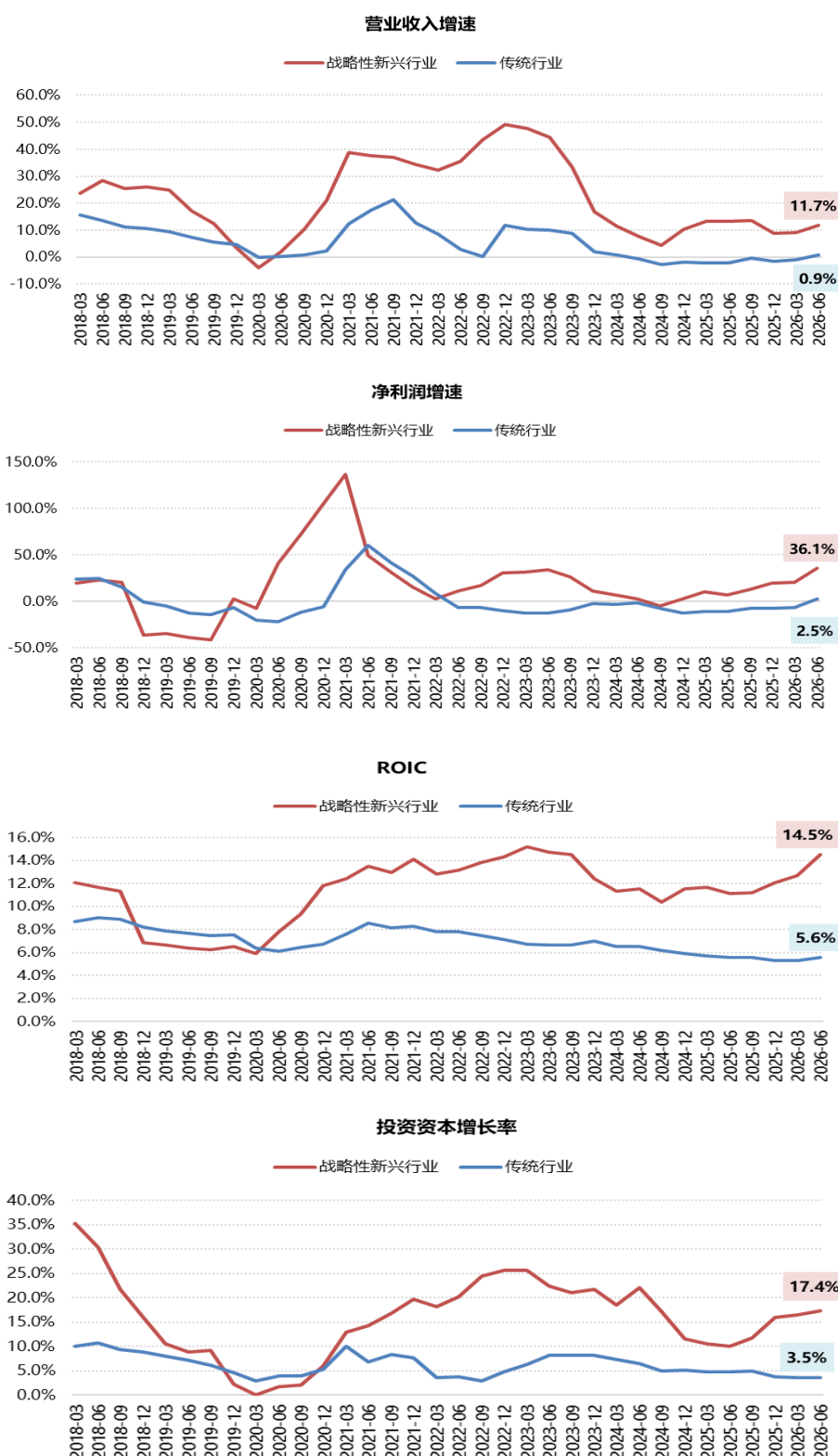
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

图 16：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

图 17：中国 A 股上市战略性新兴产业和传统行业公司业绩比较

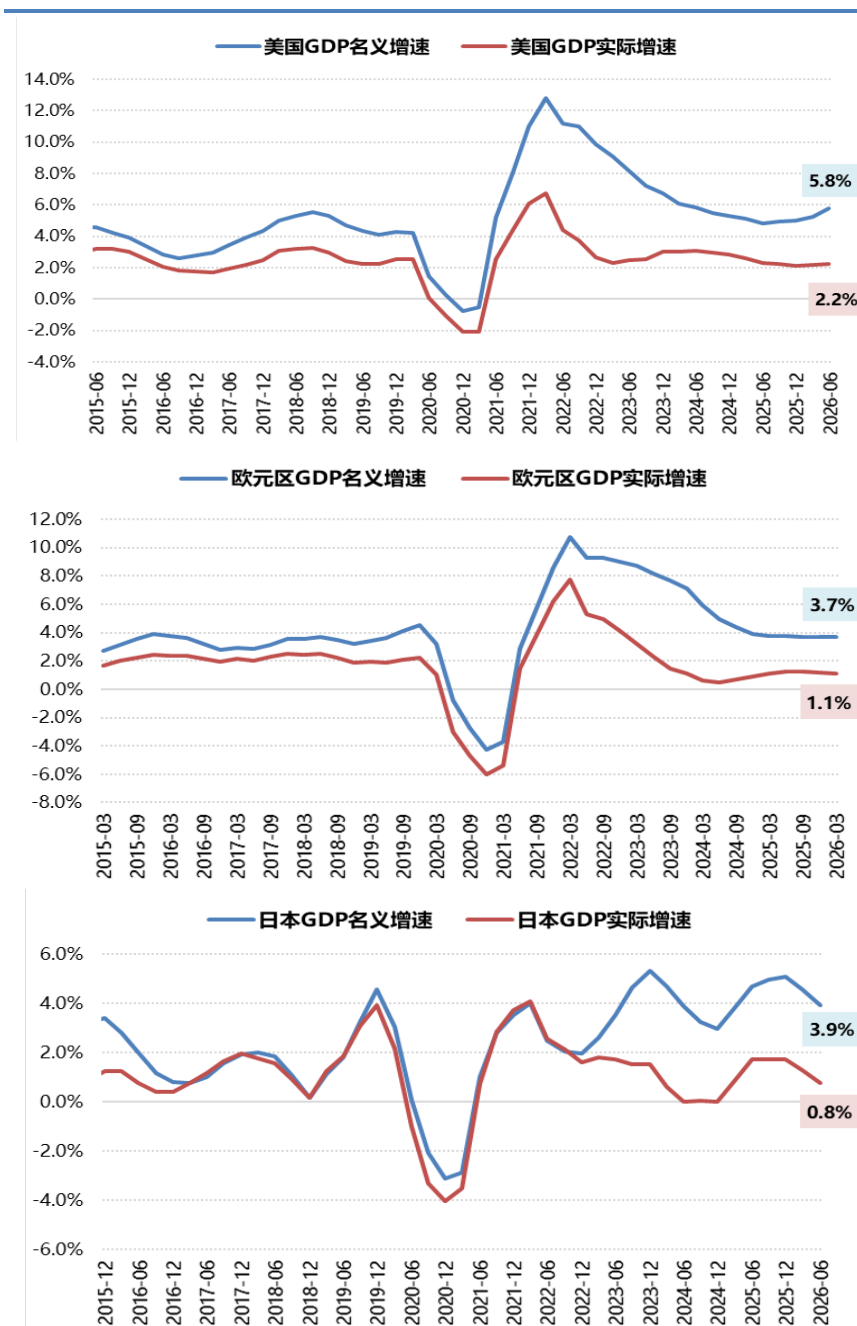


数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究部

第四部分：宏观基本面分析

4.1 全球经济增长情况

图 18：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 19：相关经济指标同比增速(均为 TTM 值同比增速)

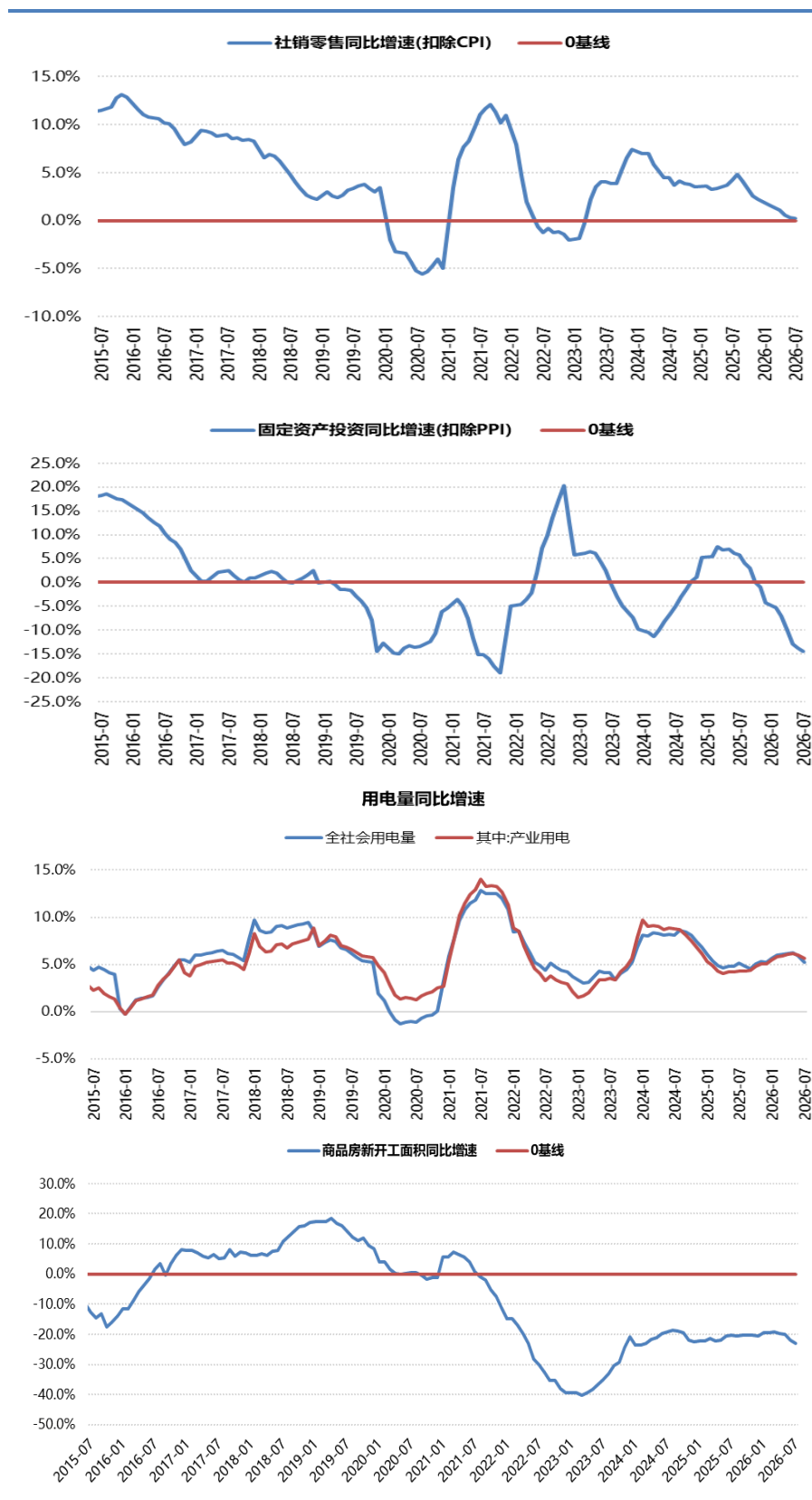


图 20：相关指标扣除通胀后同比增速

		2026年7月		2022至2022年年 2019至2022年年 2015至2019年年 2011至2015年年 2004至2011年年						
		可比口径累计同比	累计同比增速	TM值同比增速	2022年年均	2019至2022年年均	2015至2019年年均	2011至2015年年均	2004至2011年年均	
社会消费品零售总额	名义增速 扣除CPI增速	1.2%	1.2%	1.3%	2.7%	5.3%	2.2%	8.1%	13.5%	18.9%
		0.2%	0.2%	0.2%	2.2%	5.4%	-32.0%	5.5%	11.3%	14.7%
服务消费			5.3%		10.4%					
固定资产投资完成额	名义增速 扣除PI增速	-6.7%	-9.7%	-11.2%	-5.7%	-5.2%	1.2%	0.0%	16.3%	26.4%
		-12.9%	-14.4%	-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 扣除CPI增速	-3.1%	-2.7%	-3.3%	3.7%	2.0%	4.0%	10.9%	10.0%	24.1%
		-3.7%			3.0%	2.1%	2.8%	8.2%	8.0%	20.4%
CPI		1.1%			0.5%	-0.1%	1.1%	2.5%	2.0%	3.7%
PPI		3.7%			-1.4%	-2.7%	2.9%	2.6%	-3.1%	3.0%
全社会用电量		4.7%	5.2%		5.2%	6.8%	5.8%	5.9%	5.4%	11.7%
其中:居民生活用电		1.3%	2.6%		6.3%	5.7%	9.3%	7.9%	7.7%	
其中:产业用电		5.4%	5.7%		5.1%	7.0%	5.3%	6.0%	4.6%	
全社会货运量		-0.1%	1.0%		3.2%	6.0%	3.1%	0.7%	5.4%	12.0%
全社会商品房开工面积		-24.2%	-23.1%		-20.5%	-21.7%	-19.0%	10.1%	-5.1%	17.8%

数据说明：•累计同比：用的是统计局公布的1-本月累计值除以上年同期累计值；

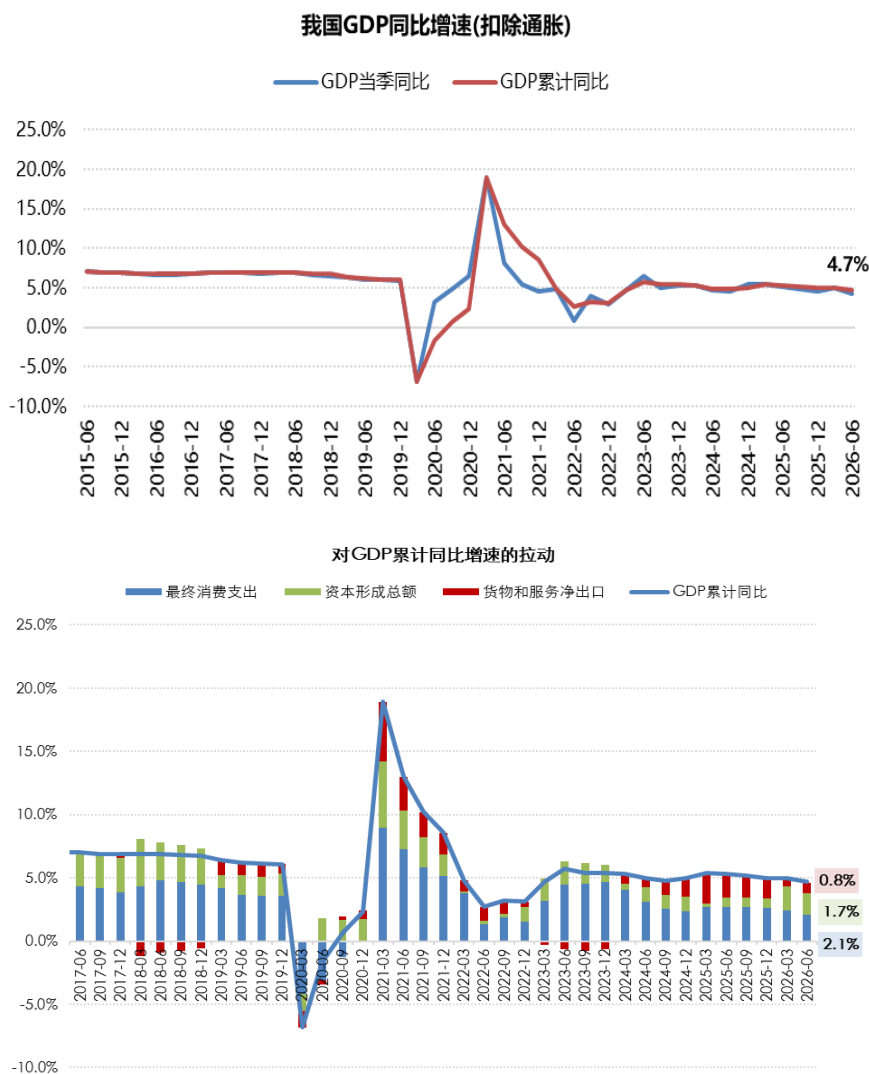
•TM值同比：每个月都包含本月在内的连续12月的值相加，这样每个月都相当于有一个年度值，由此计算同比增速

•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期指标数据之间有不可比因素，需要删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，每年定期大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（册）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删除等地区、跨行业重复统计数据。

•社消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部

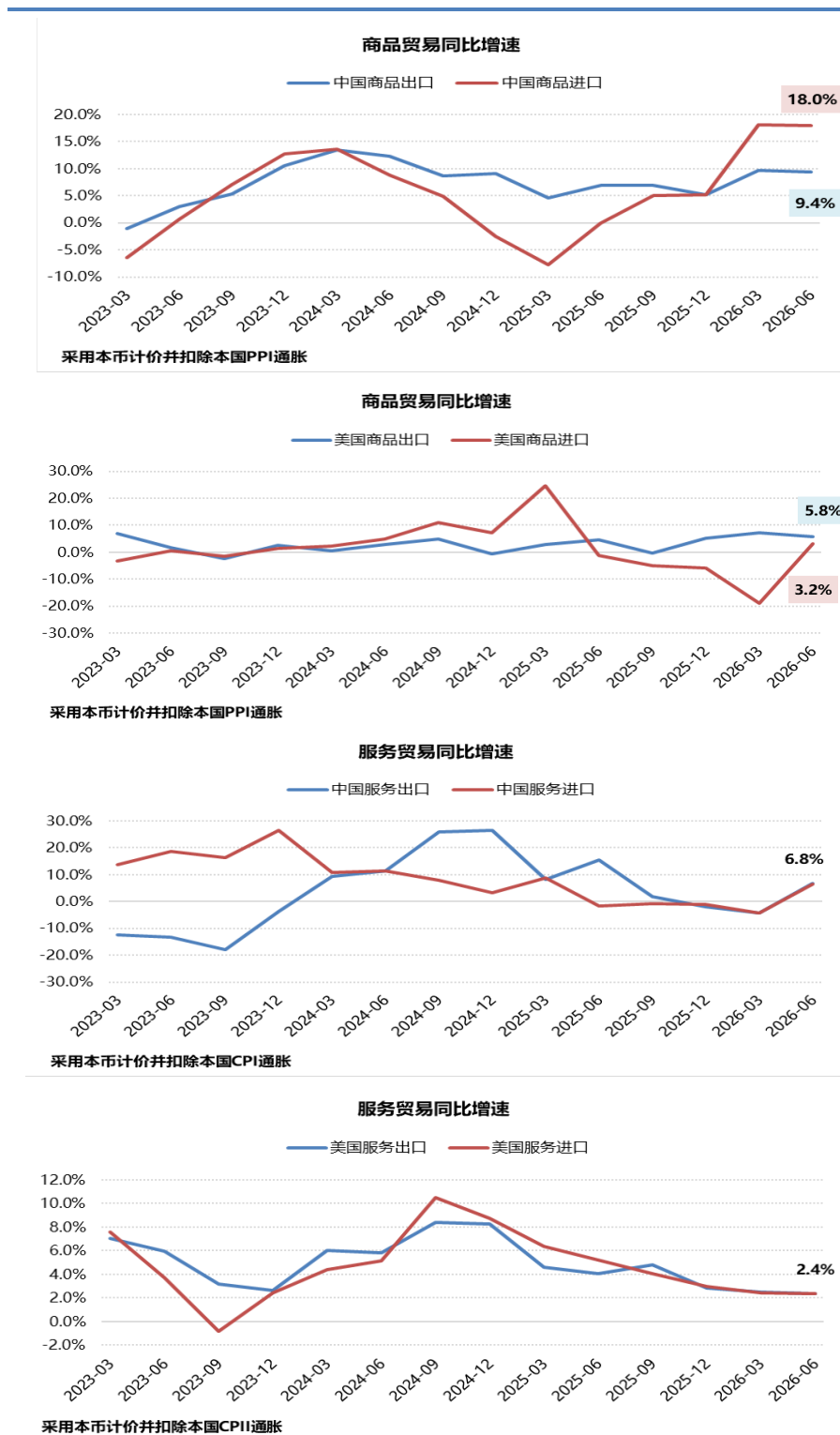
图 21：中国 GDP 增速



数据来源：Wind 数据库

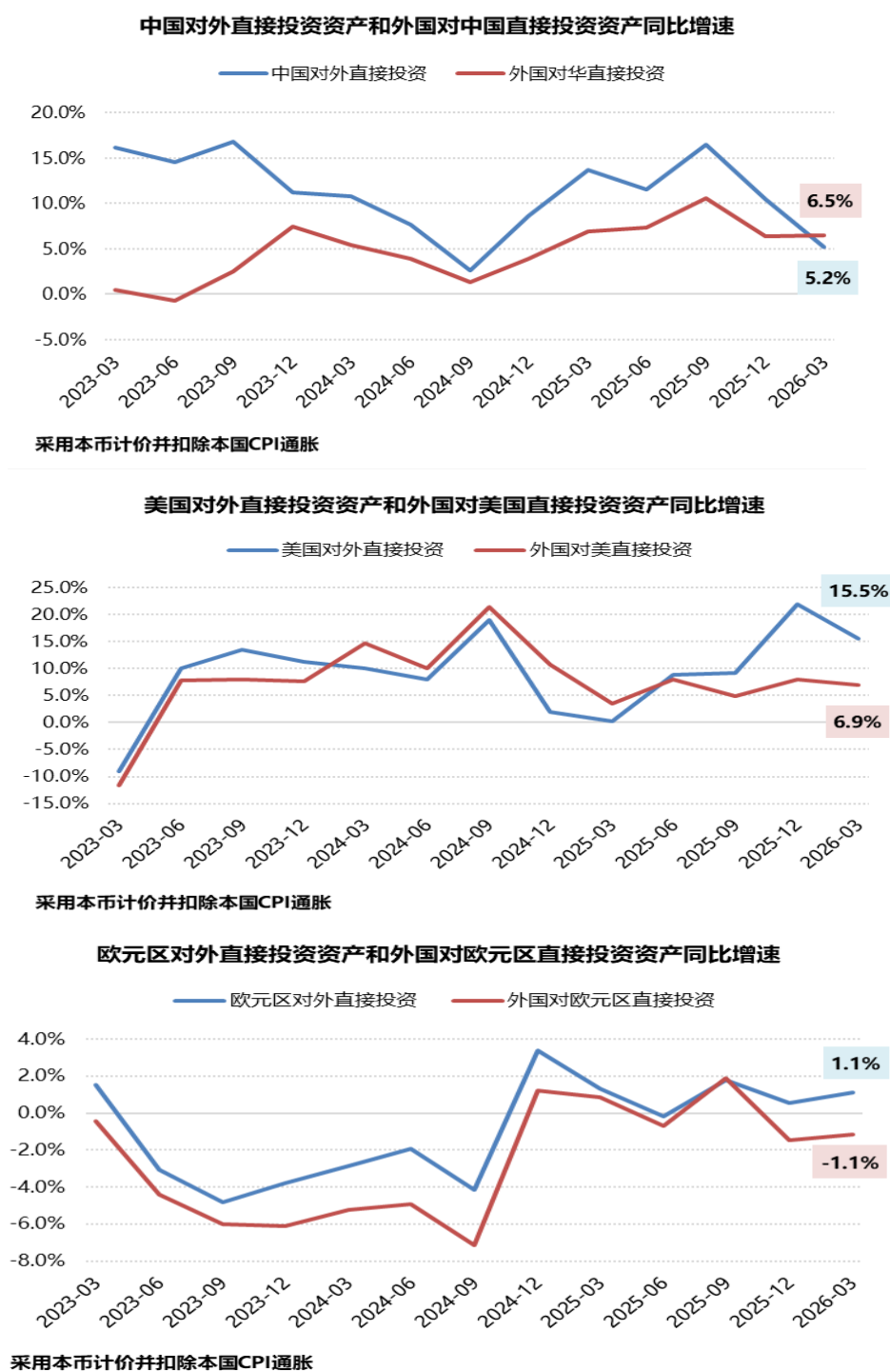
4.2 国际贸易和资本流动

图 22：商品和服务贸易季度值同比增速(截至 2026 年 6 月)



①说明：用本币计价扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

图 23：FDI 存量同比增速(截至 2026 年 3 月)

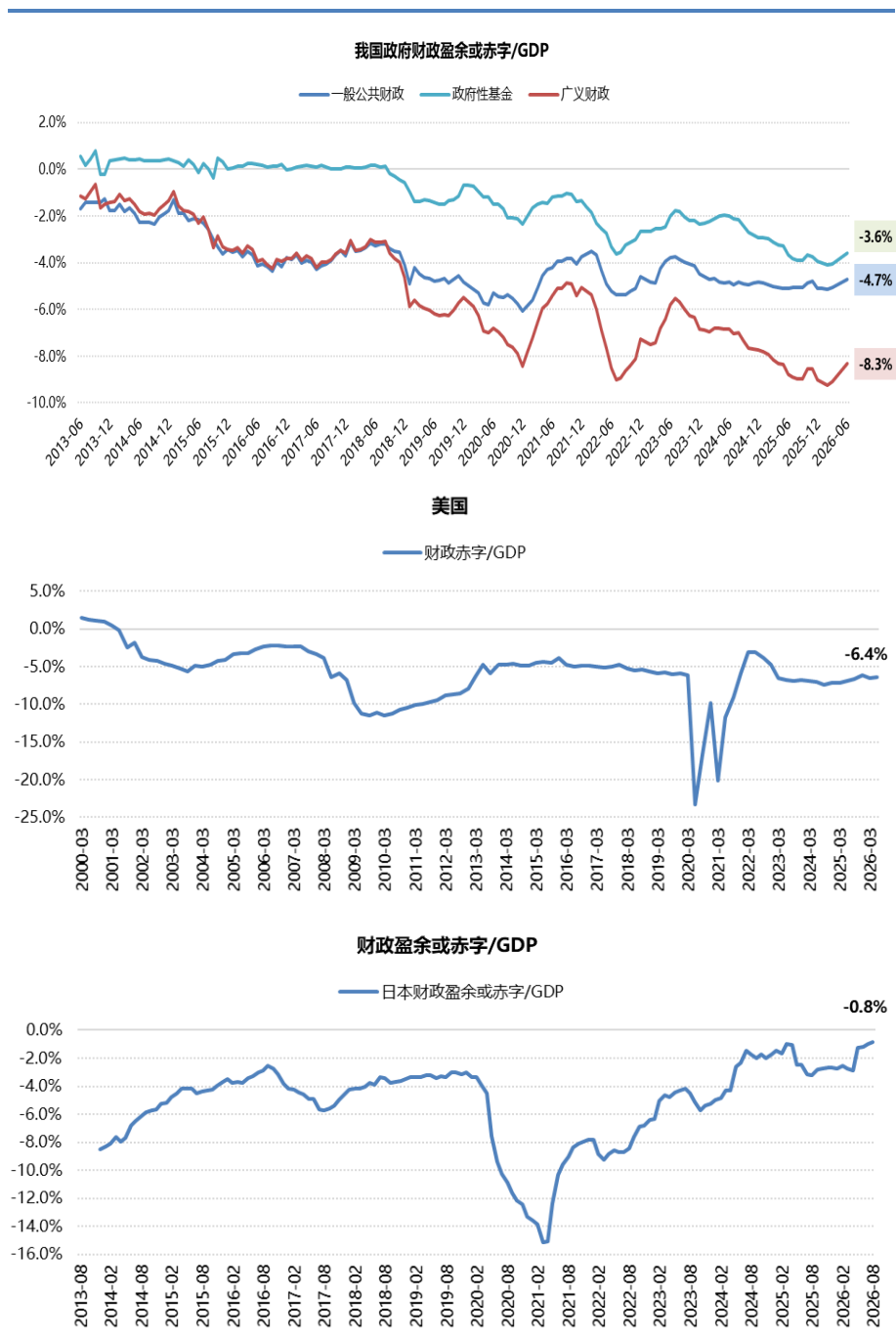


①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

4.3 主要国家财政政策和货币政策

4.3.1 财政政策

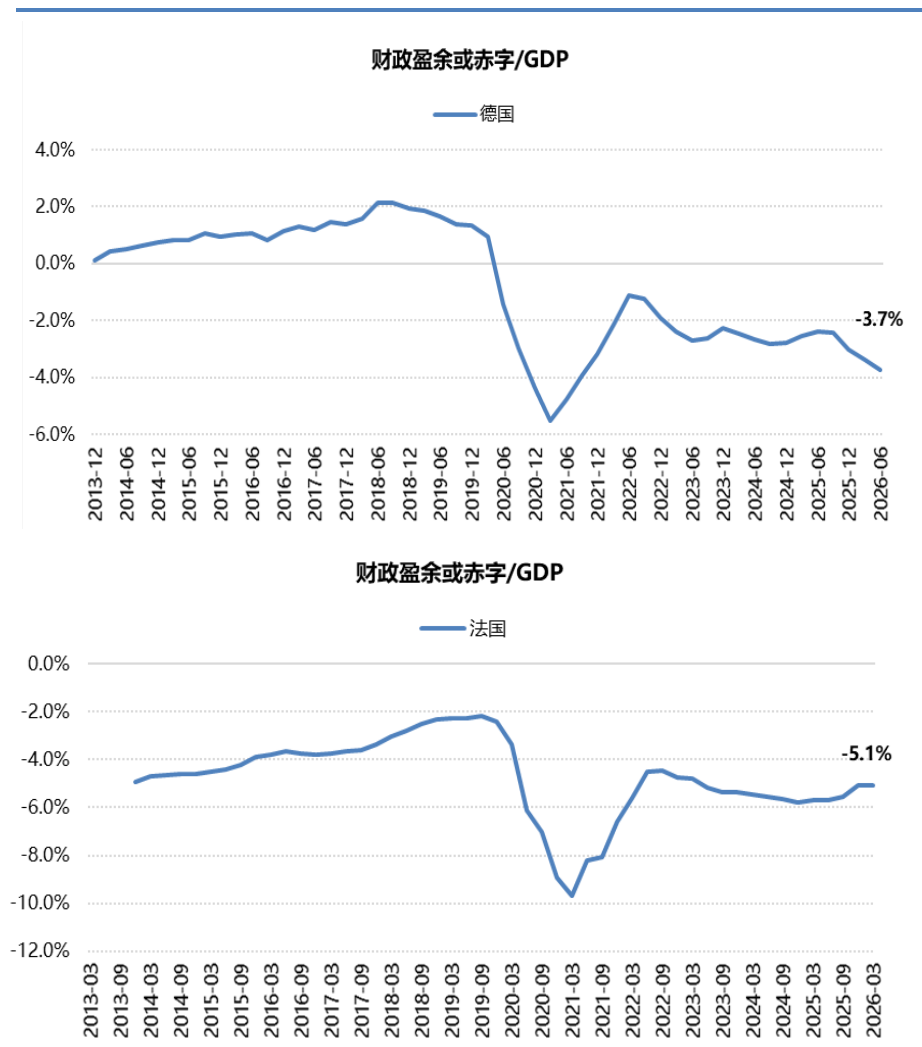
图 24：2026 年 6 月各国财政赤字占 GDP 比重 (TTM)



①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据

来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究部

图 24：2026 年 6 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)

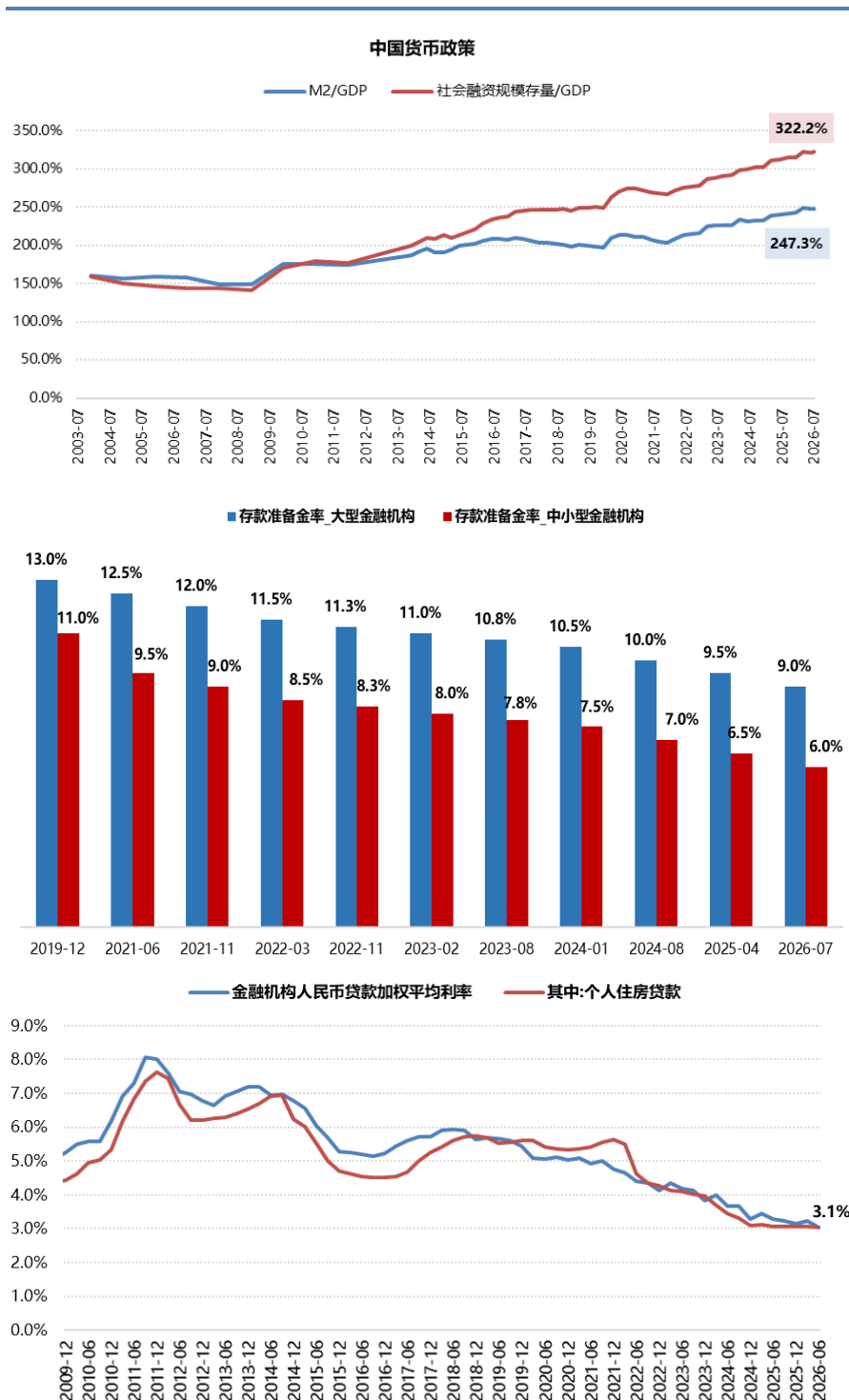


①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据

来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究部

4.3.2 货币政策

图 25：2026 年 7 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部

图 26：2026 年 7 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										
	2026年7月	2025年	2023年	2021年	2019年	2015年	2011年	2008年	2004年	
基础货币	28.2%	28.5%	30.1%	28.1%	32.2%	40.1%	46.0%	40.5%	36.4%	
M2	247.3%	242.7%	225.8%	203.0%	197.5%	202.1%	174.5%	148.8%	156.5%	
社会融资规模存量	322.2%	315.4%	292.1%	266.6%	248.7%	221.6%	176.6%	141.0%	150.3%	
其中：贷款	194.6%	192.2%	183.2%	165.1%	152.8%	139.0%	119.3%	100.3%	116.5%	
其中：表外融资	12.4%	13.0%	13.6%	15.5%	22.1%	32.2%	23.4%	14.1%	13.7%	
其中：证券融资	34.1%	33.1%	32.9%	33.6%	30.7%	27.8%	18.4%	10.5%	5.1%	
其中：政府债券	71.4%	67.7%	53.9%	45.2%	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5年	最近10年	2022年至2025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	8.7%	5.2%	5.4%	3.6%	3.4%	3.6%	4.1%	5.3%	21.1%	
M2增速	7.7%	7.6%	9.1%	9.1%	8.5%	10.3%	9.3%	13.1%	18.9%	
社会融资规模存量增速	7.4%	8.2%	9.0%	10.7%	8.8%	11.1%	13.1%	15.4%	19.8%	
其中：贷款	5.2%	6.6%	8.3%	10.5%	7.9%	11.7%	12.6%	13.3%	17.5%	
其中：表外融资	1.5%	0.3%	-2.0%	-2.1%	1.0%	-7.4%	0.1%	18.0%	26.5%	
其中：证券融资	8.3%	4.9%	5.4%	8.4%	3.7%	10.5%	12.6%	20.9%	40.7%	
其中：政府债券	14.1%	17.1%	16.1%	17.6%	16.4%	16.8%	24.8%	19.6%	17.7%	

数据来源：Wind，长江商学院投资研究部

图 27：我国非金融各部门负债/GDP

不同部门负债/GDP									
	社会融资 规模存量	住户部门 贷款	国有企业贷 款和债券	民营企业贷 款	国债和地方 政府债券	城投债	政府支持 机构债	非金融企业 境内股票	
2005	146.0%	16.9%	48.2%	47.9%	16.1%	0.2%		3.1%	
2006	143.6%	17.5%	48.0%	46.8%	14.7%	0.2%		3.4%	
2007	144.2%	18.8%	36.3%	51.7%	18.3%	0.3%		4.3%	
2008	141.0%	17.9%	41.5%	46.3%	16.1%	0.4%		4.7%	
2009	170.2%	23.5%	45.4%	61.7%	17.1%	0.9%		5.3%	
2010	179.1%	27.3%	48.5%	55.1%	16.6%	1.4%	0.3%	5.9%	
2011	176.6%	27.9%	51.1%	48.8%	15.5%	1.7%	0.2%	5.9%	
2012	188.7%	30.0%	55.9%	50.0%	15.3%	3.3%	0.2%	5.8%	
2013	199.2%	33.5%	60.0%	47.6%	15.9%	4.5%	1.7%	5.6%	
2014	213.1%	36.0%	61.9%	49.8%	16.4%	6.7%	1.8%	5.9%	
2015	221.6%	39.2%	65.1%	48.0%	22.6%	7.9%	1.9%	6.6%	
2016	238.3%	44.7%	63.9%	50.1%	30.8%	9.7%	2.0%	7.7%	
2017	246.1%	48.7%	65.5%	45.0%	34.3%	9.5%	1.9%	8.0%	
2018	245.7%	52.1%	66.1%	44.0%	36.3%	9.2%	1.9%	7.6%	
2019	248.7%	55.0%	65.6%	46.4%	38.0%	9.1%	1.9%	7.3%	
2020	274.2%	61.1%	73.2%	49.8%	45.5%	10.5%	1.7%	8.0%	
2021	266.6%	60.6%	70.0%	49.4%	46.6%	10.6%	1.6%	8.1%	
2022	278.0%	60.7%	74.5%	52.4%	50.4%	11.2%	1.5%	8.6%	
2023	292.1%	61.9%	80.8%	52.8%	54.0%	11.8%	1.4%	8.8%	
2024	302.9%	61.5%	84.5%	55.1%	60.3%	11.2%	1.2%	8.7%	
2025	315.4%	59.4%	92.0%	55.1%	67.7%	10.1%	1.1%	8.8%	
2026年7月	322.2%	57.3%	103.0%	50.3%	71.4%	9.3%	1.1%	8.8%	

数据来源：长江商学院投资研究部

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

	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
北京	203	123	80	100	50	50	120	80	40	423	253	170
杭州	202	122	80	100	50	50	120	80	40	422	252	170
上海	203	123	80	100	50	50	120	80	40	423	253	170
深圳	202	122	80	100	50	50	120	80	40	422	252	170
重庆	204	123	81	100	50	50	120	80	40	424	253	171
合计	1014	613	401	500	250	250	600	400	200	2114	1263	851

数据来源：长江商学院投资研究部

图 2：受访者年收入分布

	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)	3.4%	3.8%	2.7%	15.4%	24.8%	6.0%	4.3%	4.3%	4.5%	6.5%	8.1%	4.1%
10万~30万(含30万)	54.3%	59.5%	46.4%	64.4%	57.2%	71.6%	50.0%	53.3%	43.5%	55.5%	57.1%	53.1%
30万~50万(含50万)	34.5%	30.2%	41.1%	13.4%	10.8%	16.0%	38.7%	35.0%	46.0%	30.7%	27.9%	34.9%
50万以上	7.8%	6.5%	9.7%	6.8%	7.2%	6.4%	7.0%	7.5%	6.0%	7.3%	7.0%	7.9%
平均收入水平	31	29	33	24	22	26	31	30	32	29	28	31

数据来源：长江商学院投资研究部

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

投资研究部主任

Email: jliu@ckgsb.edu.cn

陈宏亚

长江商学院投资研究部研究员