

# 2020 年投资者情绪问卷调查 (CKISS) 三季度报告<sup>1</sup>

刘劲、陈宏亚<sup>2</sup>

长江商学院投资研究中心

2020 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和企业家学者项目 (DBA) 共同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, 有效回收样本计划在 2500 份左右, 其中, 普通散户投资者 1900 份, 金融行业从业人员 600 份。本调查委托北京富奥华美信息咨询有限公司进行, 感谢北京富奥华美在调查过程中的尽职和专业。

2 刘劲是长江商学院教授、副院长、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

本期投资者情绪改善显著。约 58.5% 的受访者认为 A 股会在今后的一年上涨（散户和金融业分别为 60.2% 和 52.9%），比上期上升 7.3 个百分点（散户和金融分别上 6.5 和 9.8 个百分点）。对 A 股的预期回报率是 0.5%（散户和金融业分别为 1.1% 和 -1.1%），比上期上升 1.6 个百分点（散户和金融分别上升 1.5 和 1.9 个百分点）。

约 74% 的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 75% 和 71.4%），比上期提高了 21 个百分点（散户和金融业分别提高了 22 和 18 个百分点）。对房价的预期回报率是 4.3%（散户和金融业分别为 4.6% 和 3.4%），比上期提高了 2.7 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.8 和 2.2 个百分点）。

投资者对股票的投资意愿显著提高，对银行理财等保守型资产的投资意愿有所下调。本期受访者对股票的净增加人数为 26.5%（散户和金融业分别为 25.6% 和 29.3%），比上期提高 10 个百分点（散户和金融分别提高 11.3 和 7 个百分点）；对股票型基金的净增加人数为 13.8%（散户和金融分别为 15.8% 和 7.5%），比上期提高 9 个百分点（散户和金融分别提高 10.9 和 3 个百分点）。对银行理财以及稳健型基金的净增加人数占比为 59.4%（散户和金融业分别为 61.8% 和 51.6%），比上期下降了 7.5 个百分点（散户和金融业分别下降了 7.1 和 8.8 个百分点）。

受访者对经济增长的预期自 2019 年年中以来一直在下调，金融业受访者的预期则从 2018 年 9 月开始就一直下降。但是，从总体上看，受访者基本对中国经济的长期增速保持在一个相对高位。本期，44.9% 的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融持此意见的人数分别为 48.2% 和 34.5%），对 GDP 的预期增长率为 4.8%（散户和金融持此意见的人数分别为 4.9% 和 4.4%）。受访者看好 A 股上市公司未来的业绩表现。本期，有 37.1% 的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%（散户和金融持此意见的人数分别为 33% 和 49.9%），比上期提高了 4.2 个百分点（散户和金融分别提高 4.1 和 4.6 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 10%（散户和金融业分别为 9.5% 和 11.6%），比上期提高了 1 个百分点（散户和金融分别提高了 0.9 和 1.2 个百分点）。

和投资者情绪的回暖相对应，A 股在第三季度继续回弹，以至于沪深 300、中小板、创业板在 2020 年的前 8 个月的总回报分别为 18%、38%、52%。是多年来 A 股市场投资回报最高的一段时间。

资本市场的回暖很大程度上由新冠疫情的形势而驱动。中国超强的疫情应

对政策使新冠在中国国内几乎完全消除了本地传播，从而使经济得以 V 字型复苏。疫情控制没有完全失控的其它国家和地区，资本市场也有类似的表现。在 2020 年前 8 个月中，美国标普 500 上涨 8.3%，韩国综指上涨 5.3%。美国的疫情没有得到完全的控制，但也并没有失控。其资本市场更重要的是得到了历史罕见的财政和货币政策的支持。

在全球范围内，新冠疫情有愈演愈烈之势。截至 9 月 13 日，全球累计确诊病例 2881 万。拉美、北美、南亚地区疫情最为严重，累计确诊病例分别为 819 万、662 万和 590 万。非洲地区目前病例数为 135 万，因其检测能力严重不足，当地疫情或被严重低估。其余大陆，欧洲发达地区 262 万，东欧 141 万，中西亚地区 185 万，东南亚和东亚地区疫情相对最轻，分别为 55 万和 19 万。在全球疫情的大背景下，主要国家经济大幅萎缩。第二季度，美国 GDP 下滑 32%，日本下滑 10%，欧元区下滑 15%。虽然第三季度数据尚未出炉，但种种迹象表明西方发达国家的经济复苏是非常缓慢的。

2020 年的新冠疫情激化了结构性的中美矛盾。自疫情在美国蔓延以来，为转移国内矛盾，特朗普政府加紧了对中国企业的制裁，对华为断供芯片、强制收购 TikTok 美国业务、禁止任何美国个人或实体与 TikTok、微信及其中国母公司进行交易。这些作为不禁让人担心中美经济脱钩的巨大风险。我们的研究发现，中美在经济、贸易、人文上有广泛而深度的链接。如果脱钩，不仅中美经济，乃至世界经济都会受到巨大的冲击。失去中国的产品和服务，美国人将不得不面对高昂的商品价格从而普遍降低人民的生活水准。同时，失去中国的市场，美国企业也同时失去了获得高额回报的投资机会，对美国的企业会带来实质性的打击。因此，我们判断中美全面脱钩并不符合美国的国家利益。但我们同时也看到，在高科技领域，中国对美国的技术依赖是全面的，深度的。由于高科技与军事和国家整体实力息息相关，为了遏制中国国家整体实力的进一步发展，美国在高科技领域很有可能加速、加深进一步的脱钩。

我们的研究产生以下三个投资建议：第一，由于全球不确定性仍有愈演愈烈之势，我们建议投资者加大对黄金等避险产品的资产配置；第二，由于中短期中国疫情控制有力，经济复苏明显，我们建议加大对中国有长期价值、资产被严重低估企业的投资；第三，由于中美在高科技领域脱钩的风险在日益加大，我们建议投资者关注在高科技领域有进口替代能力的企业。这些企业，在中美经济融合的情况下，由于技术的相对落后，没有市场和盈利能力。但中美高科技脱钩的可能性会使国家不得不完成在所有关键领域的备胎计划。对于中国的高科技企业，这是一个前所未有的国内市场机会。

## 第一部分：投资者情绪指数

一季度，主要国家经济出现萎缩，全球股指均大幅下降。二季度，除中国实现恢复性增长外，美国、欧元区、日本、韩国等地区 GDP 增速继续深度下滑。在此期间，各国股指均发生了不同程度的上涨，A 股已经完全弥补了之前的跌幅，不过大部分股指仍然没有回到疫情前水平。整体而言，在 2020 年前 8 个月中，全球只有 3 个股指是呈上涨趋势的，分别是 A 股上涨 11.3%，标普 500 上涨 8.3%，韩国综指上涨 5.3%。

本期投资者情绪改善显著，对 A 股走势、房价走势的看法积极很多，愿意投资股票的人数明显增多。对 A 股净利润增速比上期乐观，对经济增长的预期有所下调但整体处于高位。关于中美贸易摩擦对经济的影响，认为短期影响偏负面的居多，但从长期来看影响偏正面。本期投资者首次表现出对黄金的投资意愿，这可能与近期黄金牛市有关，同时也可能出于对经济不确定性的担忧。具体如下：

**受访者对 A 股走势的看法比上期乐观许多。**在本次调查中，约 58.5%的受访者认为 A 股会上涨（散户和金融业分别为 60.2%和 52.9%），比上期上升 7.3 个百分点（散户和金融分别上 6.5 和 9.8 个百分点）。对 A 股的预期回报率是 0.5%（散户和金融业分别为 1.1%和-1.1%），比上期上升 1.6 个百分点（散户和金融分别上升 1.5 和 1.9 个百分点）。

**认为 A 股价格合理的人数明显增加。**在本次调查中，大概有 66.4%的受访者认为价格合理（散户和金融业均为 66.4%），比上期提高了 4.2 个百分点（散户和金融分别提高了 3.9 和 5.1 个百分点）；18%的受访者认为 A 股价格偏低（散户和金融业分别为 17.5%和 19.7%），比上期下降了 3.7 个百分点（散户和金融分别下降了 3.6 和 4.2 个百分点）；认为太贵的比例为 15.6%（散户和金融业分别为 16.1%和 13.9%），比上期下降了 0.5 个百分点（散户和金融分别下降了 0.3 和 0.9 个百分点）。

**认为 A 股很可能发生（可能性超过 50%）大跌的意见较少，比上期略有下降。**只有 4.8%受访者认为 A 股会出现大跌（散户和金融业分别为 4.6%和 5.3%），比上期下降了 0.8 个百分点（散户和金融业分别下降了 0.7 和 0.9 个百分点），对 A 股出现大跌的预期概率为 23.6%（散户和金融业分别为 23.5%和 24.2%），比上期下降了 0.3 个百分点（散户提高了 0.2 个百分点，金融业下降了 1.8 个百分点）。

受访者对港股情绪有持续挑战，预期回报率仍在负值区间。在本次调查中，约 32.1%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为 33.5%和 27.8%），比上期提高了 2.9 个百分点（散户提高了 4.5 个百分点，金融业下降 2.2 个百分点）。预期回报率为-5.1%（散户和金融业分别为-4.7%和-6.2%），比上期提高了 0.8 个百分点（散户提高了 1.1 个百分点，金融业下降 0.4 个百分点）。

受访者对房价走势的看法大幅改善。本期约 74%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 75%和 71.4%），比上期提高了 21 个百分点（散户和金融业分别提高了 22 和 18 个百分点）。对房价的预期回报率是 4.3%（散户和金融业分别为 4.6%和 3.4%），比上期提高了 2.7 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.8 和 2.2 个百分点）。

受访者对房价会发生大跌的预期同步下调。本期约 4.8%的受访者认为房价未来很可能发生大跌（散户和金融业分别为 4.9%和 4.2%），比上期下降了 3.1 个百分点（散户和金融业分别下降了 3.3 和 2.5 个百分点）。对房价出现大跌的预期概率为 22.6%（散户和金融业分别为 22.4%和 23.4%），比上期下降了 2.4 个百分点（散户和金融分别下降了 2.6 和 2 个百分点）。

认为房价偏高的意见依然占据多数，但这个比例一直在下降，从 2018 年 9 月的 78.6%下降至本期的 66.6%；与此同时，认为房价合理的意见占比一直在提高，从 17.4%上升至 26.4%。认为房价偏低的人数一直以来都不超过 10%，本期比上期有所提高。具体来说，本次调查中，66.6%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 68.4%和 61.2%），比上期下降了 0.4 个百分点（散户提高了 0.5 个百分点，金融业下降了 2.9 个百分点）。26.4%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融分别为 24.8%和 31.4%），比上期下降了 0.9 个百分点（散户下降了 1.9 个百分点，金融业提高了 2.2 个百分点）。6.9%的受访者认为房价偏低（散户和金融业分别为 6.8%和 7.3%），比上期提高了 1.2 个百分点（散户和金融业分别提高了 1.4 和 0.6 个百分点）。

受访者对经济增长的预期自 2019 年年中以来一直在下调，金融业受访者的预期则从 2018 年 9 月开始就一直下降。但是，从总体上看，受访者基本对中国经济的长期增速保持在一个相对高位。本期，只有 44.9%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融持此意见的人数分别为 48.2%和 34.5%），比上期下降了 1.9 个百分点（散户和金融分别下降 1 和 4.9 个百分点），对 GDP 的预期增长率为 4.8%（散户和金融分别为 4.9%和 4.4%）。受访者看好 A 股上市公司未来的业绩表现。约 37.1%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%（散户和金融持此意见的人数分别为 33%和 49.9%），比上期提高了 4.2 个百分点（散户和金融分别提高 4.1 和 4.6 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增

长率为 10%（散户和金融业分别为 9.5%和 11.6%），比上期提高了 1 个百分点（散户和金融分别提高了 0.9 和 1.2 个百分点）。

一直以来受访者认为汇率会发生的大跌的可能性较低，本期继续下调这种对大跌的预期。约 3.5%的受访者认为未来人民币汇率很可能发生大跌（散户和金融分别为 3.4%和 4%），比上期下降了 2.6 个百分点（散户分别下降了 3.4 个百分点，金融业提高了 0.1 个百分点），对汇率大跌的预期概率为 14.6%（散户和金融分别为 14.1%和 16.1%），比上期下降了 4.7 个百分点（散户和金融分别下降了 5.4 和 2.4 个百分点）。

在本次调查中，受访者对通胀的预期比上期略有下降，但不太认为会发生高通胀或通缩。受访者对物价的预期增长率为 2.8%（散户和金融业分别为 2.9%和 2.2%），比上期下降了 0.3 个百分点（散户和金融分别下降了 0.2 和 0.3 个百分点）。认为会发生通缩的意见占比只有 1.3%（散户和金融分别为 1.3%和 1.8%），认为会发生超过 6%的高通胀的意见占比为 5.8%（散户和金融分别 6%和 5.2%）。

在本次调查中，投资者对股票的投资意愿显著提高，对银行理财等保守型资产的投资意愿有所下调。本期受访者对股票的净增加人数为 26.5%（散户和金融业分别为 25.6%和 29.3%），比上期提高 10 个百分点（散户和金融分别提高 11.3 和 7 个百分点）；对股票型基金的净增加人数为 13.8%（散户和金融分别为 15.8%和 7.5%），比上期提高 9 个百分点（散户和金融分别提高 10.9 和 3 个百分点）。对银行理财以及稳健型基金的净增加人数占比为 59.4%（散户和金融业分别为 61.8%和 51.6%），比上期下降了 7.5 个百分点（散户和金融业分别下降了 7.1 和 8.8 个百分点）。在本期调查中，受访者首次表现出对黄金的投资意愿，特别是金融行业。受访者对黄金的净增加人数占比为 3%（散户和金融业分别为 0.6%和 10.5%），比上期提高 3 个百分点（散户和金融业分别提高 2.2 和 5.5 个百分点）。

投资者对虚拟货币的投资意愿自 2019 年 4 月以来持续走高，本期与上期基本持平。在本次调查中，69.5%的受访者认为虚拟货币仍有投资价值（散户和金融业分别为 65.2%和 80.7%），比上期上升 0.1 个百分点（散户下降了 0.5 个百分点，金融业提高了 1.6 个百分点），比 2019 年 4 月底的调查结果上升了 20.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 15.9 和 32.5 个百分点）。约 46.5%的受访者认为区块链应用前景广阔（散户和金融业分别为 45.7%和 48.8%），比上期下降 3.9 个百分点（散户和金融业分别下降 4.8 和 1 个百分点）。约 37.7%的受访者认为区块链只能与特定行业结合（散户和金融业分别为 37.5%和 38.8%），比上期下降 2.3 个百分点（散户和金融业分别下降了 1.9 和 3.4 个百分点）。也有不少受访者认为区块链可能被高估，本期有 15.9%的受访者认为区块

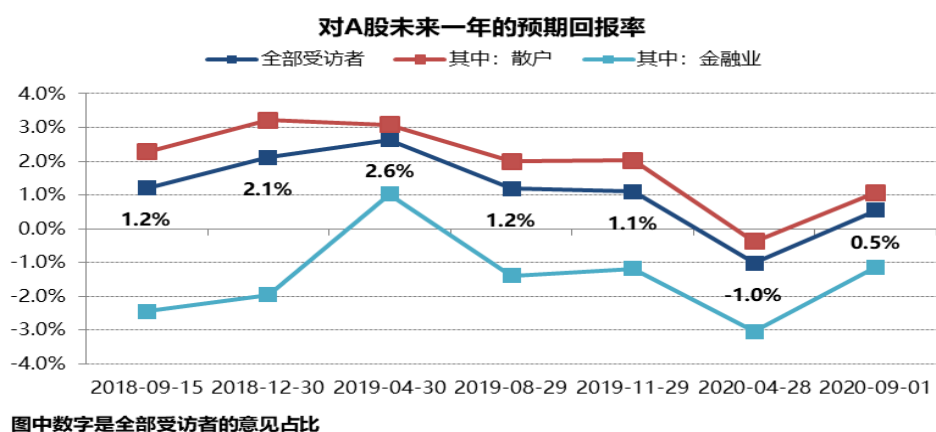
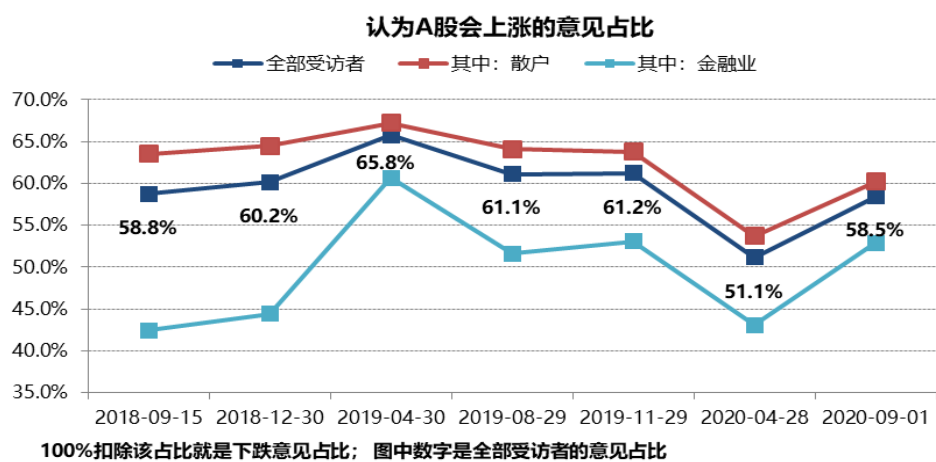
链技术被高估（散户和金融业分别为 16.8%和 13.1%），比上期提高 6.1 个百分点（散户和金融业分别提高 6.7 和 4.4 个百分点），不过这个比例仍然低于 2019 年 4 月的水平，那时认为区块链被高估的意见占比为 32%。

**受访者关于中美贸易纠纷对中国经济的影响，短期负面看法较多，长期则偏向正面看法。**就短期影响而言，本期约 54.1%的受访者认为短期会有负面影响，比上期提高 5.9 个百分点；约 11%的受访者认为有正面影响，比上期下降 1.5 个百分点；认为短期没有影响的意见占比为 34.4%，比上期下降 4.4 个百分点。就长期影响而言，约 41.8%受访者认为长期会有积极影响，比上期提高 7.8 个百分点；约 30.1%的受访者认为长期有负面影响，比上期下降 4.4 个百分点；约 28%的受访者认为长期不会有什么影响，比上期下降 3.4 个百分点。

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，并在图表下方进行简单的描述。

## 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?



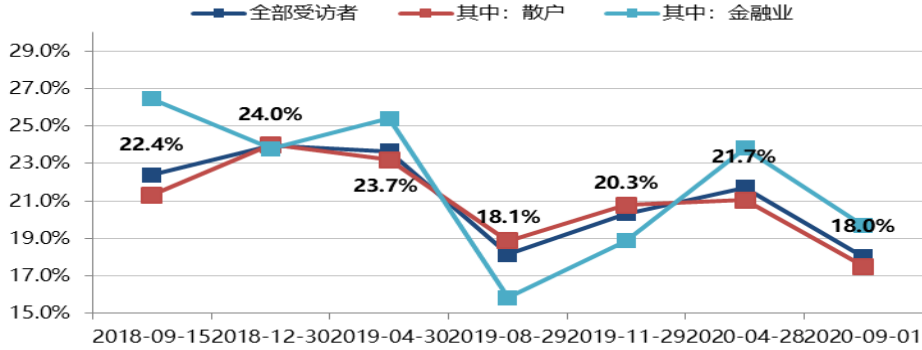
本期, 全部受访者都对 A 股未来是否会上涨的问题发表了意见, 这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数\*在该区间的意见占比。



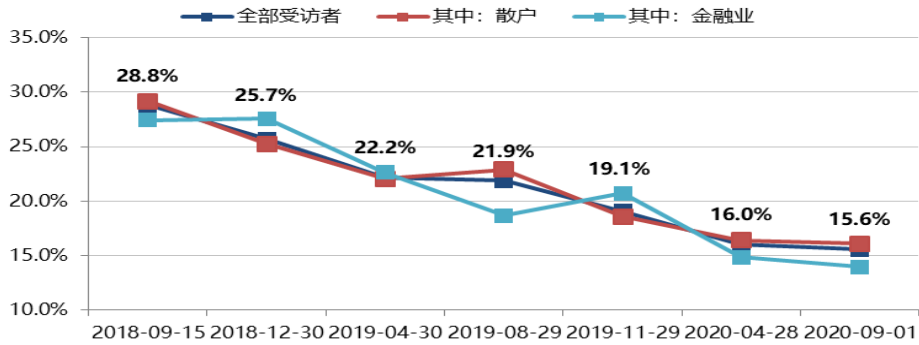
问题 2:如果把A股上市公司的市值和其盈利能力做比较,您认为目前A股的价格是:

认为A股价格偏低意见占比



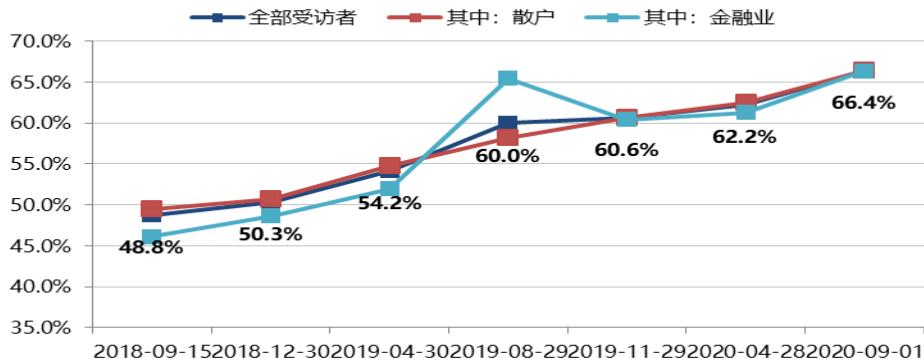
图中数字是全部受访者的意见占比

认为A股价格偏高的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

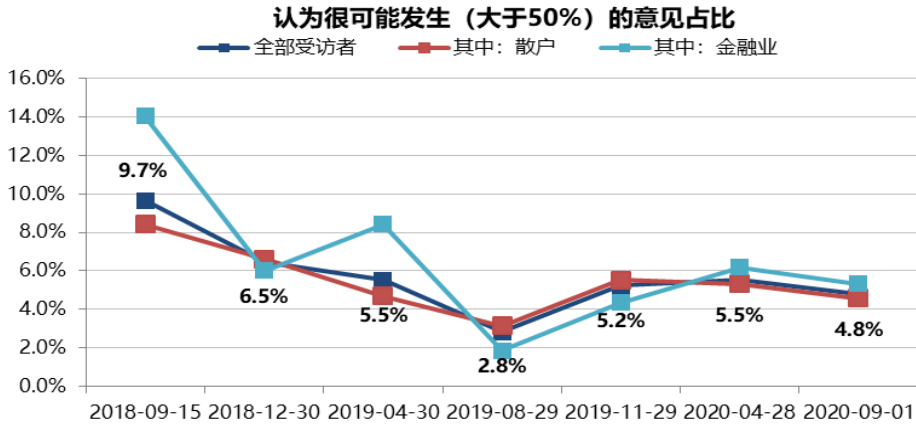
认为A股价格基本合理的意见占比



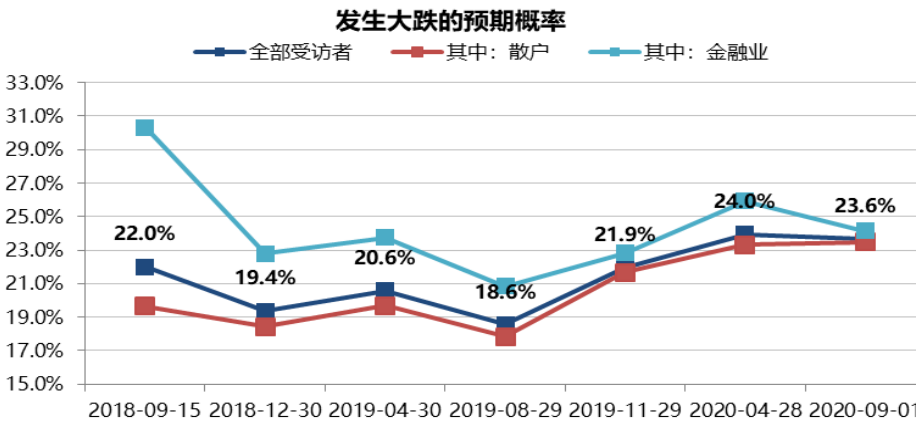
图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例,本期有 1.4%的受访者对该问题没有发表意见,我们在统计时剔除了这部分人数,从而保证认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

问题 3：根据您的判断，A 股在将来的 12 个月出现 20%以上跌幅的概率是多少？



图中数字是全部受访者的意见占比



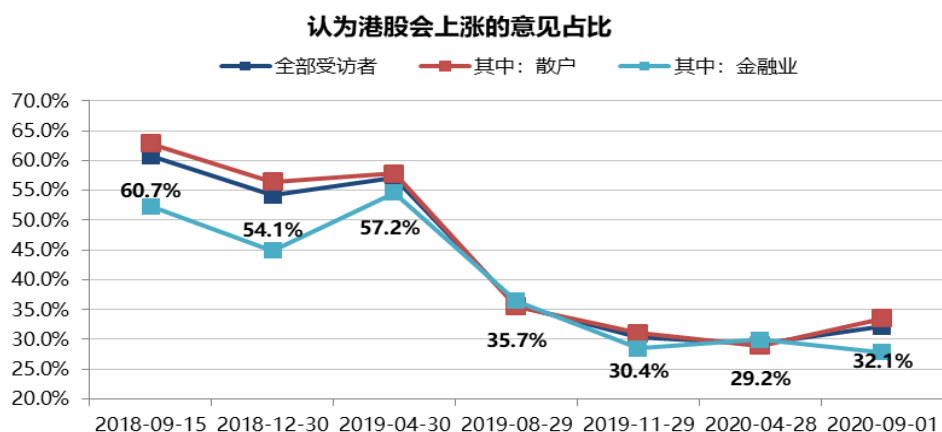
图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例，本期有 1%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

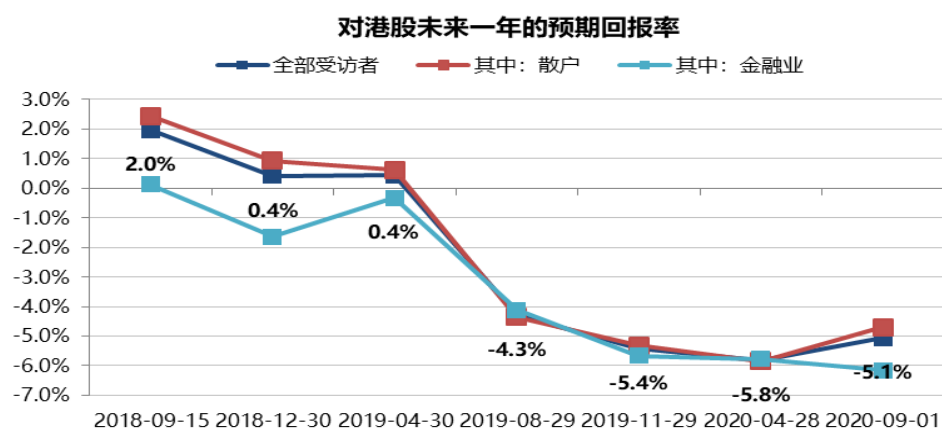
第一幅图统计的是认为 A 股发生大跌（跌幅超过 20%）的可能性大于 50%的意见占比。

第二幅图的发生大跌的预期概率=∑每个概率区间的中位数\*落在该区间的意见占比。

问题 4: 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?



100%扣除该占比就是下跌意见占比; 图中数字是全部受访者的意见占比



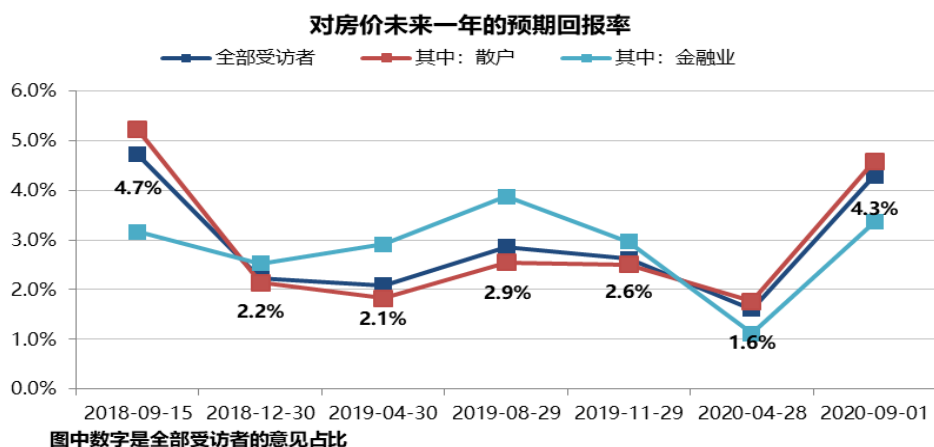
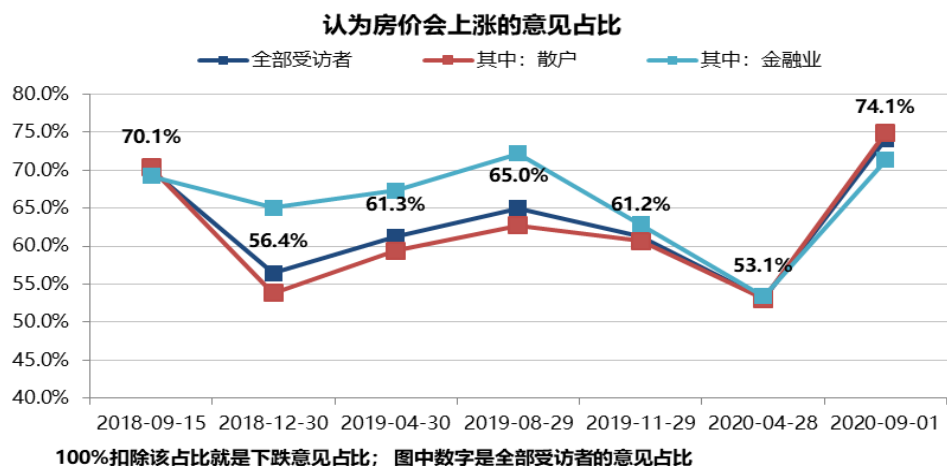
图中数字是全部受访者的意见占比

本期, 全部受访者都对港股未来是否会上涨的问题发表了意见, 这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数\*在该区间的意见占比。

## 对房地产价格的想法

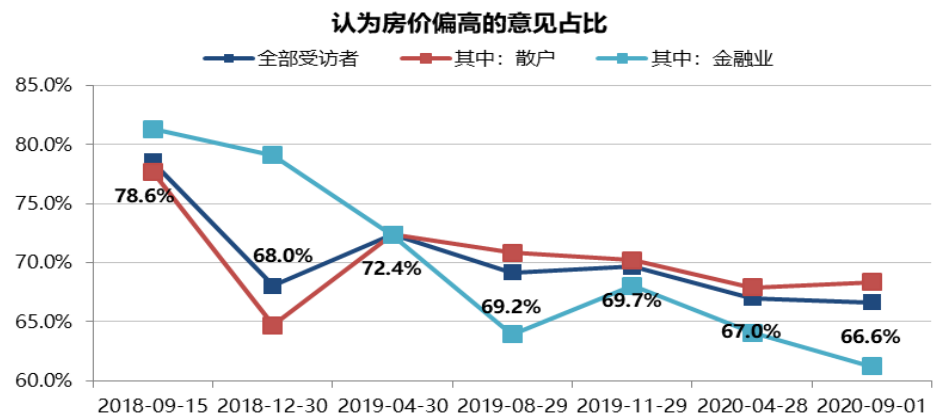
问题 5：在将来的 12 个月，您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化？



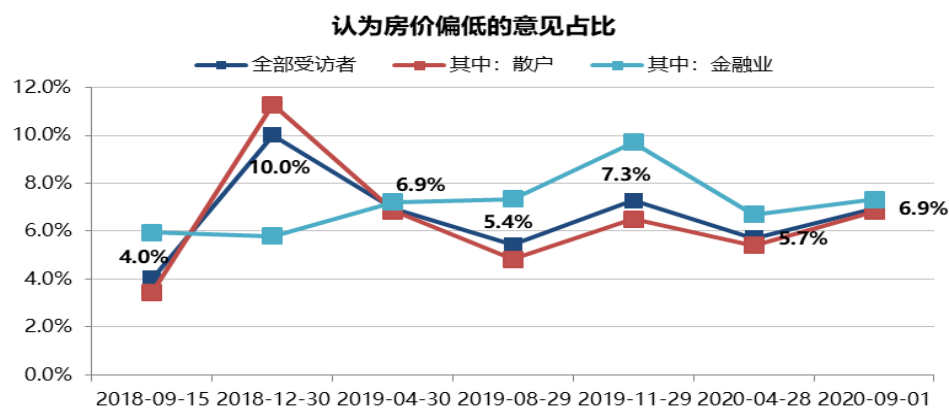
以全部受访者为例，本期有 0.9%的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数\*在该区间的意见占比。

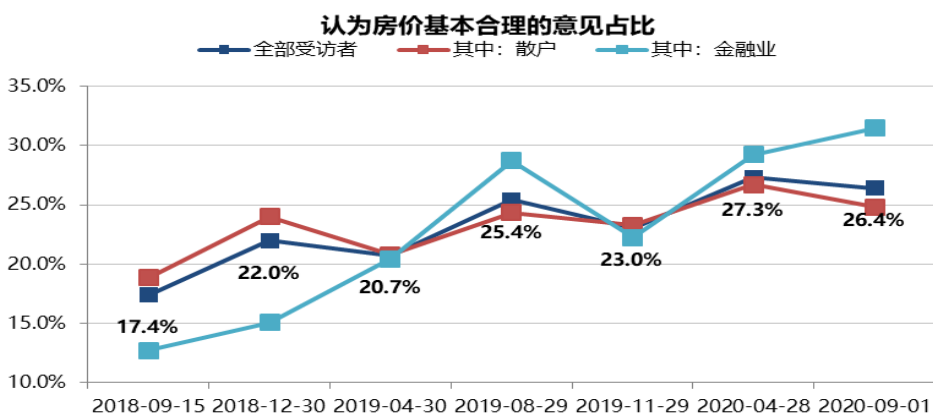
问题 6: 如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较, 您认为目前这些城市的房价是:



图中数字是全部受访者的意见占比



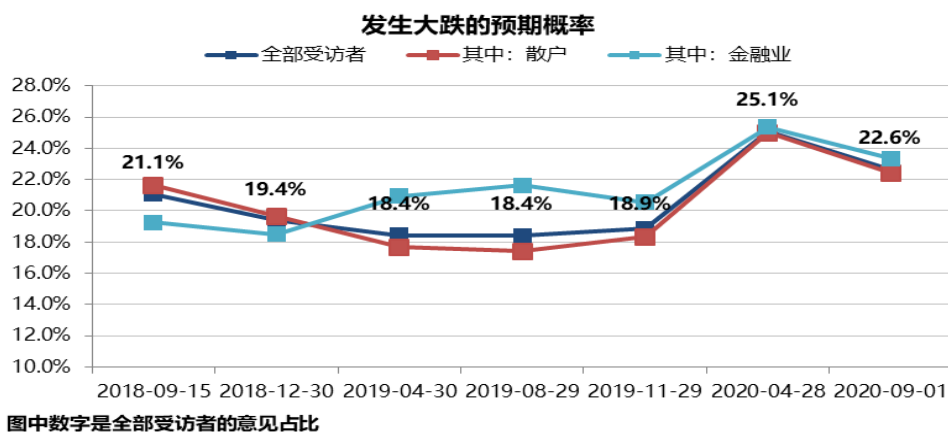
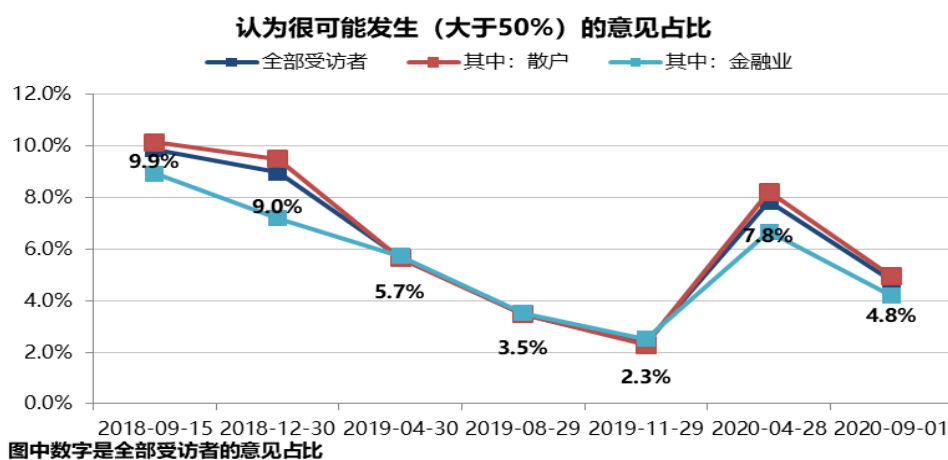
图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例, 本期有 0.4%的受访者对该问题没有发表意见, 我们在统计时剔除了这部分人数, 从而保证上认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

问题 7: 根据您的判断, 中国一、二线城市的房价在将来的 12 个月出现 5%以上跌幅的概率是多少?



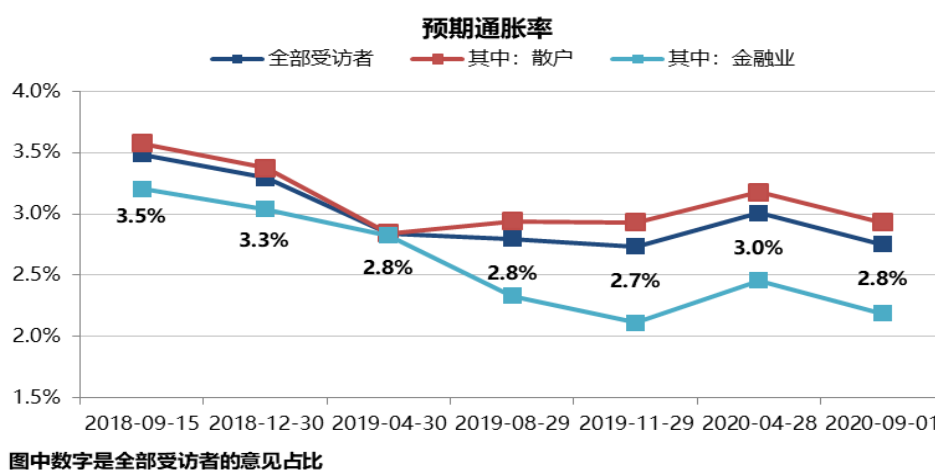
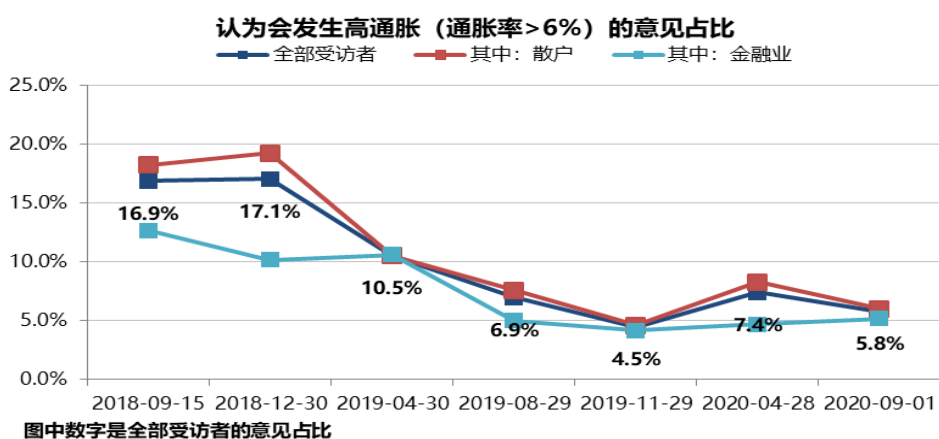
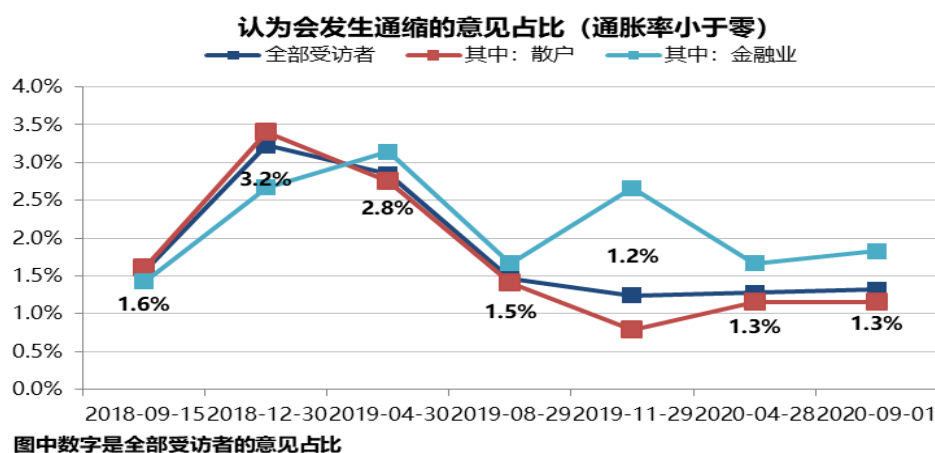
以全部受访者为例, 本期有 0.8%的受访者对该问题没有发表意见, 我们在统计时剔除了这部分人数, 从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

第一幅图统计的是认为房价发生大跌 (跌幅超过 5%) 的可能性大于 50%的意见占比。

第二幅图发生大跌的预期概率= $\sum$ 每个概率区间的中位数\*落在该区间的意见占比。

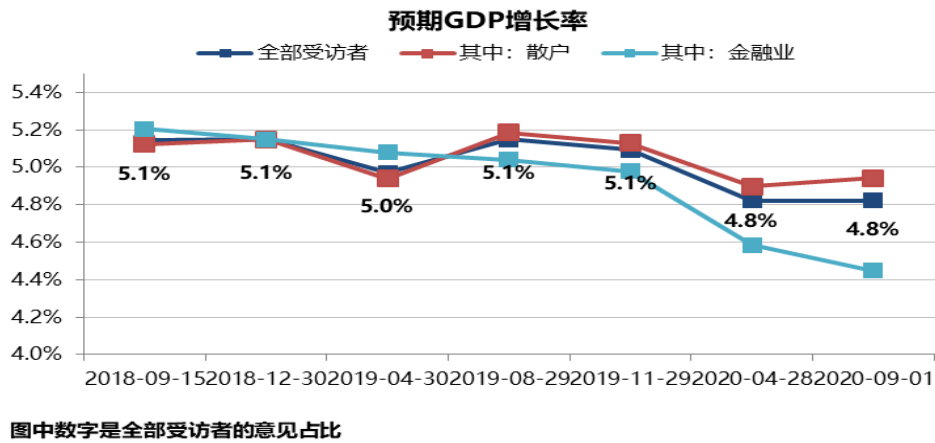
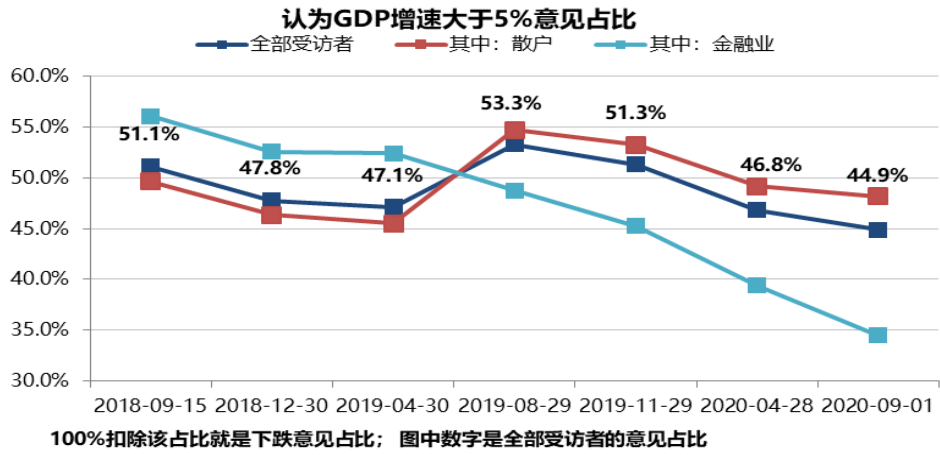
## 对经济基本面的看法

问题 8: 您认为在将来的 5 年, 中国 CPI 通胀率平均每年是多少?



预期通胀率 =  $\sum$  每个通胀率区间的中位数 \* 在该区间的意见占比。

问题 9：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？

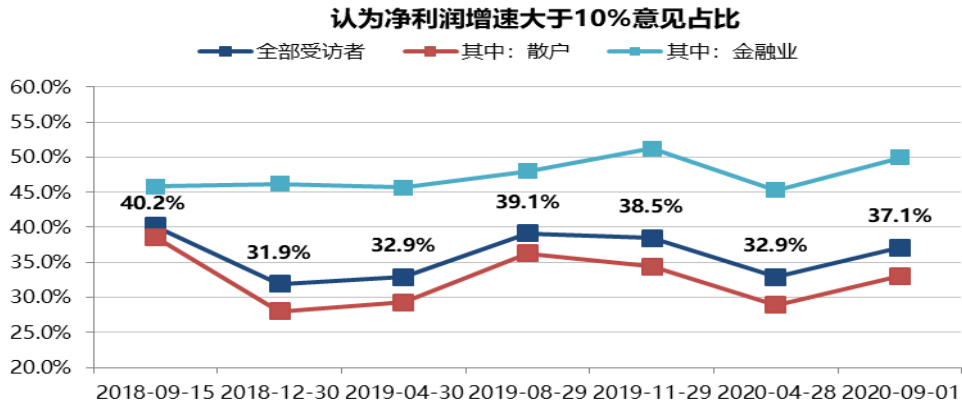


GDP 年均增速是否超过 5%非常重要，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 0.9%的受访者对未来增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 5%的意见和小于 5%的意见占比总和为 100%。

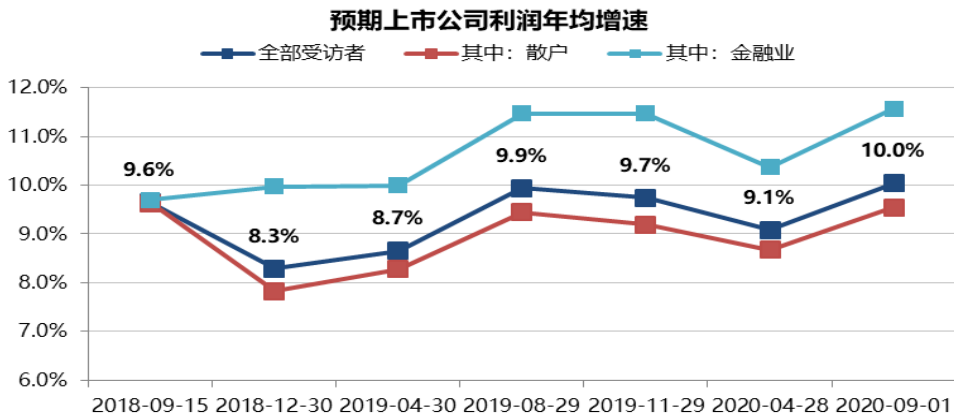
预期通胀率=∑每个增速区间的中位数\*在该区间的意见占比。



问题 10: 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?



100%扣除该占比就是下跌意见占比; 图中数字是全部受访者的意见占比

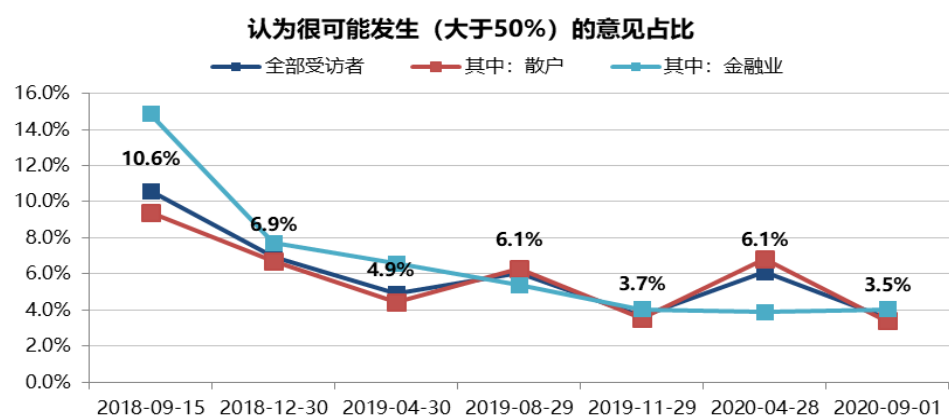


图中数字是全部受访者的意见占比

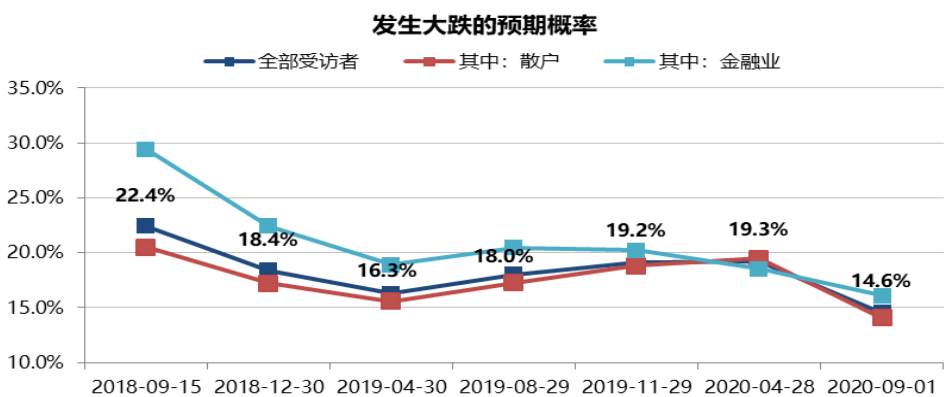
2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%, 我们以此为分界, 统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例, 本期有 1.4% 的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见, 在统计时剔除了这部分人数, 从而保证大于 10% 的意见和小于 10% 的意见占比总和为 100%。

预期增长率=∑每个增速区间的中位数\*在该区间的意见占比。

问题 11: 根据您的判断, 人民币对美元的汇率在将来的 12 个月出现 5%以上跌幅的概率是多少?



图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

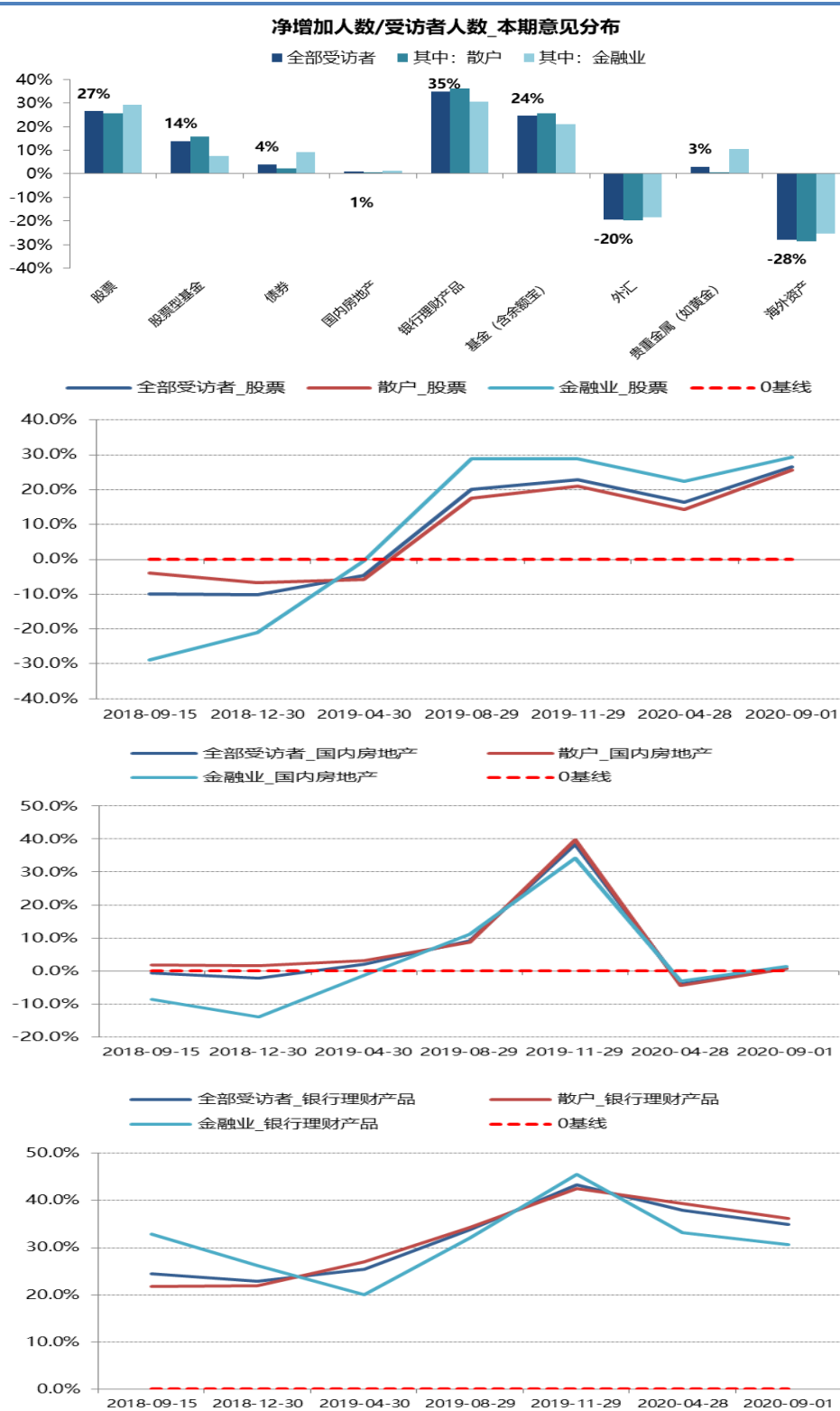
以全部受访者为例, 本期有 1.9%的受访者对该问题没有发表意见, 我们在统计时剔除了这部分人数, 从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

第一幅图统计的是认为汇率发生大跌 (跌幅超过 5%) 的可能性大于 50%的意见占比。

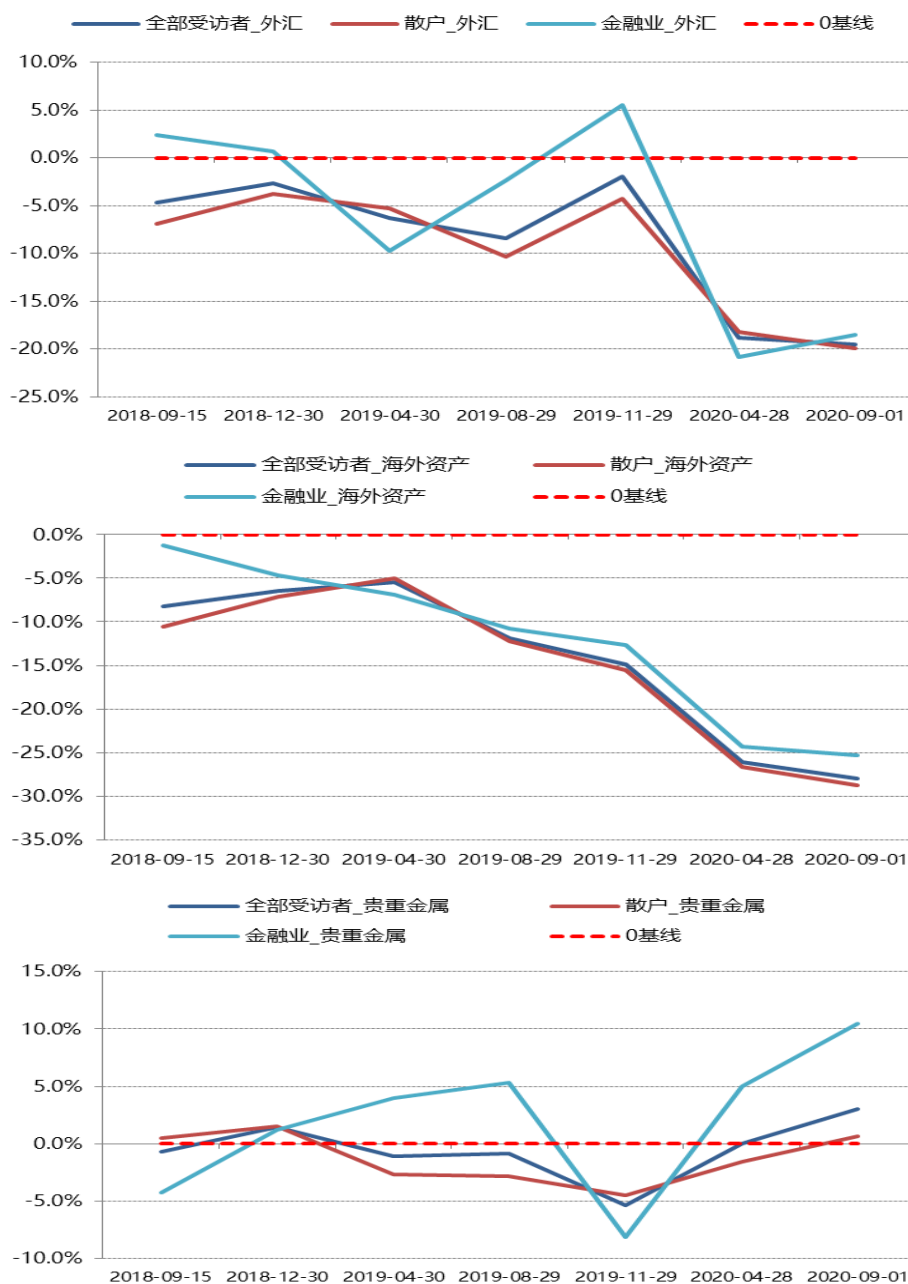
第二幅图的发生大跌的预期概率=∑每个概率区间的中位数\*落在该区间的意见占比。

## 对未来投资的偏好

问题 12: 在将来的 12 个月, 您会增加或规避以下哪些投资?



问题 13: 在将来的 12 个月, 您会增加或规避以下哪些投资? (续)

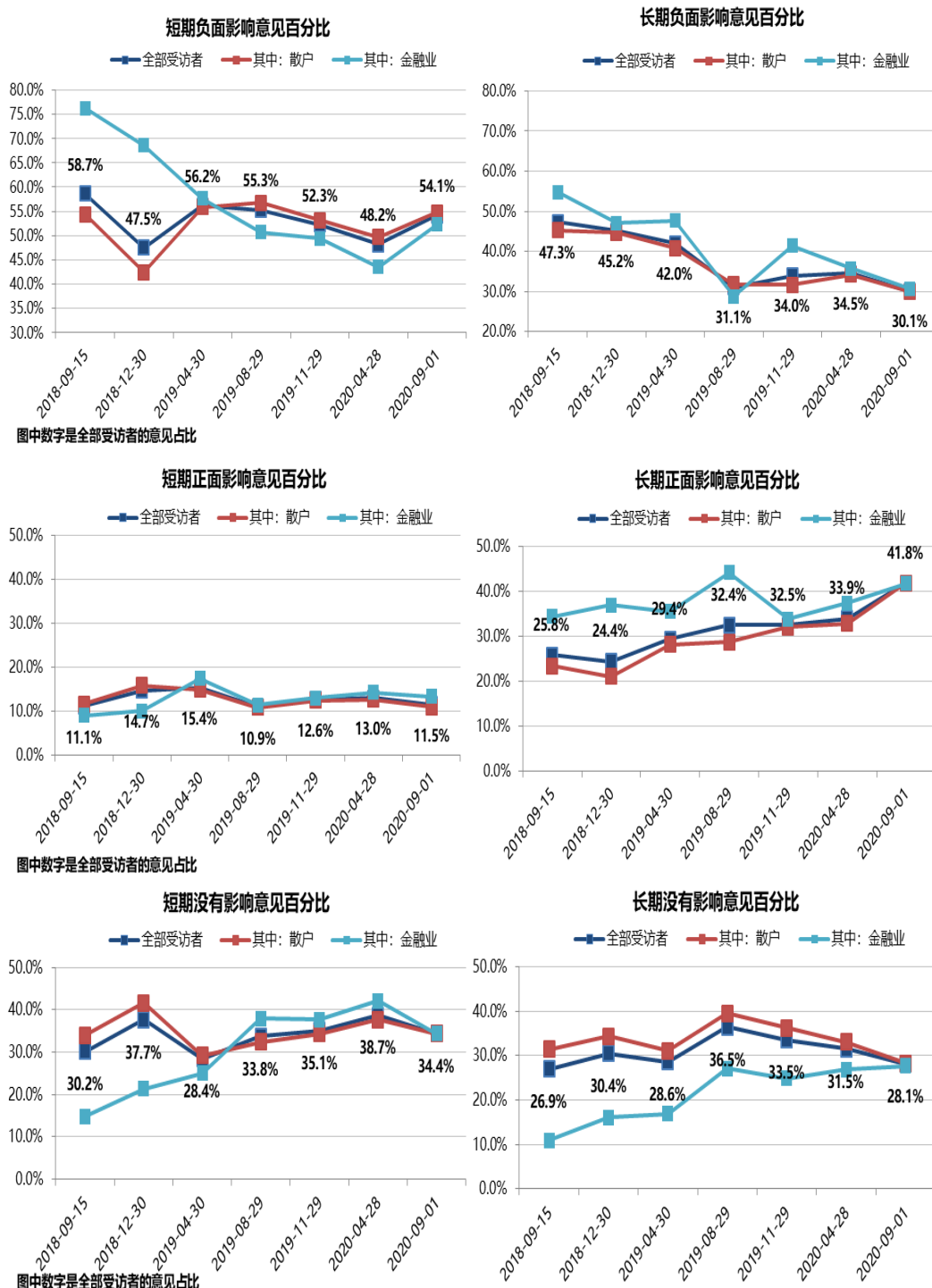


从 2019 年 11 月的调查开始, 我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。

净增加人数=增加该项投资的人数-减少/规避该项投资的人数。以全部受访者为  
例, 在计算意见占比时, 我们除以的是总人数 2501 人, 而不是除以总意见数,  
因为该题是多选题。

# 对中美贸易战的态度

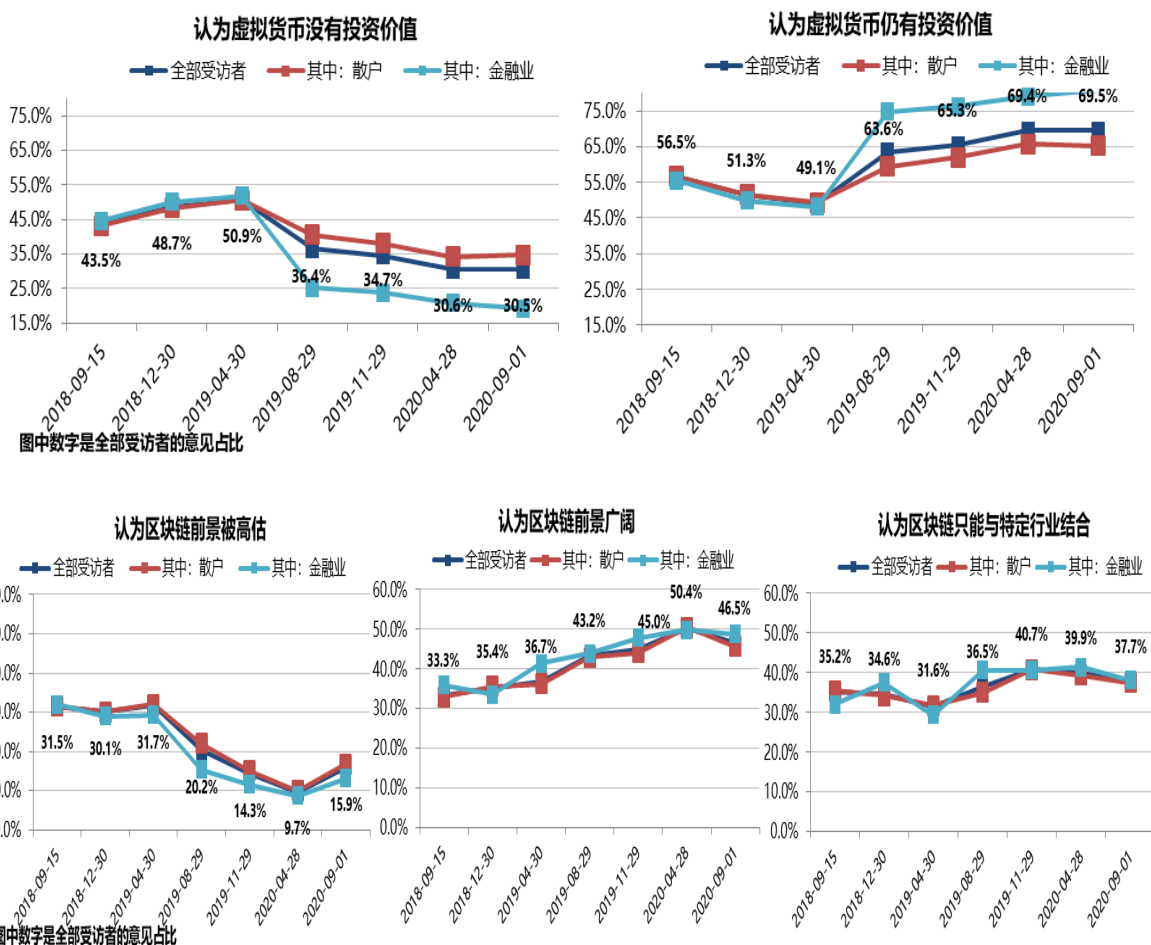
问题 14: 如果中国和欧美的贸易关系就此破裂, 对中国经济而言, 您赞同下列哪些观点



以全部受访者短期意见为例, 短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷受访人数

## 对虚拟货币和区块链态度

问题 15: 关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？



在统计时，剔除了“不了解，没有意见”的人数，从而保证没有投资价值、有投资价值的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷受访人数

## 第二部分：资产价格及基本面图表分析

### 资产价格水平

#### 股票价格水平

图 1：2020 年 8 月全球重要股指回报率比较

	2020年				最近1年回 报率	最近2年年 均回报率	最近3年年 均回报率	最近5年年 均回报率	最近10年 年均回报率
	1~3月回 报率	4~6月回 报率	7~8月回 报率	年初至8月 回报率					
上证综指	-9.8%	8.5%	13.8%	11.3%	17.7%	11.6%	0.3%	1.2%	2.6%
沪深300	-10.0%	13.0%	15.7%	17.6%	26.8%	20.2%	8.0%	7.4%	5.2%
中小板	-1.9%	23.2%	14.2%	38.0%	55.6%	25.2%	7.7%	5.1%	4.0%
创业板	4.1%	30.3%	11.9%	51.7%	69.4%	37.9%	13.8%	6.4%	10.3%
恒生指数	-16.3%	3.5%	3.1%	-10.7%	-2.1%	-5.0%	-3.4%	3.0%	2.1%
标普500	-20.0%	20.0%	12.9%	8.3%	19.7%	9.8%	12.3%	12.2%	12.8%
日经225	-20.0%	17.8%	3.8%	-2.2%	11.8%	0.6%	5.6%	4.1%	10.1%
富时100	-24.8%	8.8%	-3.3%	-20.9%	-17.0%	-10.4%	-7.1%	-0.9%	1.3%
法兰克福DAX	-25.0%	23.9%	5.2%	-2.3%	9.3%	2.3%	2.4%	4.8%	8.1%
巴黎CAC40	-26.5%	12.3%	0.2%	-17.2%	-9.2%	-4.3%	-0.9%	1.2%	3.5%
韩国综指	-20.2%	20.2%	10.3%	5.8%	18.2%	0.1%	-0.5%	3.7%	2.9%
新加坡海峡指数	-23.0%	4.4%	-2.2%	-21.4%	-18.5%	-11.2%	-8.2%	-2.8%	-1.5%
意大利TLMS	-27.5%	13.8%	1.5%	-16.3%	-7.4%	-2.3%	-3.5%	-1.9%	0.5%

①在疫情爆发初期的 1~3 月，全球股指几乎都在下跌，4 月以后普遍反弹，7 至 8 月，A 股、美股以及韩国综指表现强劲。②所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。③数据来源于 Wind 数据库。

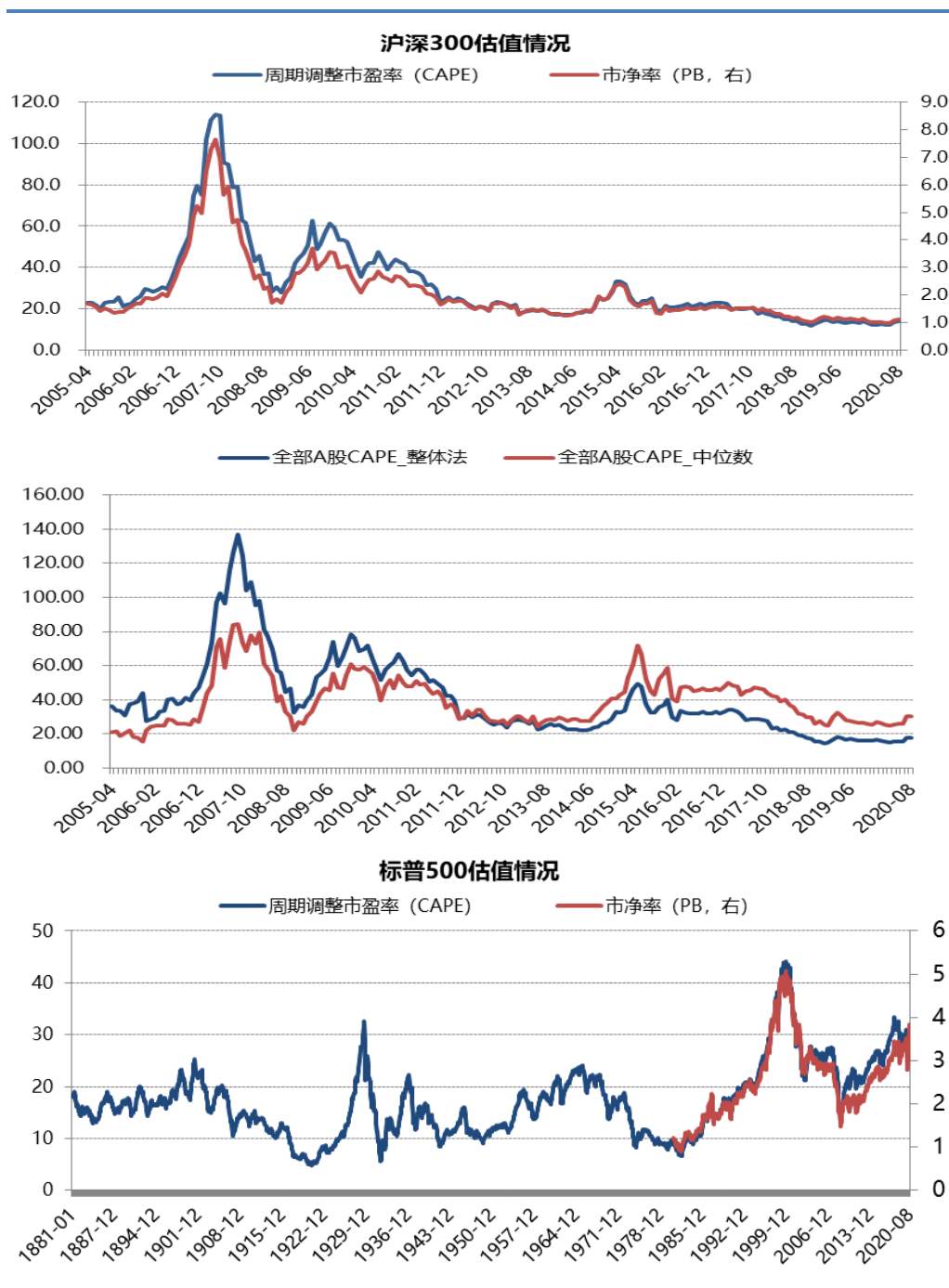
图 2：2020 年 8 月中国 A 股上市公司分行业回报率

	2020年				最近1年 回报	最近5年年 均回报	最近10年年均回报	
	1至3月	4至6月	7至8月	年初至8月			不含红利	含红利
休闲服务	-19.9%	57.9%	28.0%	76.6%	68.2%	11.5%	11.4%	12.1%
食品饮料	-4.2%	29.9%	30.6%	70.9%	66.1%	33.4%	16.7%	18.7%
医药生物	9.7%	32.1%	10.1%	65.8%	67.3%	11.5%	10.8%	11.7%
农林牧渔	16.4%	4.2%	23.7%	54.2%	44.4%	12.0%	7.8%	8.8%
电气设备	-2.0%	18.7%	21.7%	53.2%	55.9%	0.8%	1.6%	2.6%
国防军工	-5.7%	8.7%	39.6%	51.7%	30.8%	-5.6%	4.6%	5.0%
建筑材料	-0.9%	6.3%	23.2%	48.2%	59.7%	10.6%	6.0%	7.5%
电子	-5.3%	31.0%	5.6%	44.2%	57.6%	10.4%	9.3%	10.0%
传媒	-4.4%	22.2%	7.3%	41.6%	43.3%	-9.6%	4.0%	4.8%
综合	2.8%	11.7%	10.3%	40.8%	37.2%	-7.4%	0.8%	1.3%
机械设备	-4.9%	13.6%	19.4%	39.9%	33.7%	-3.3%	1.6%	2.6%
计算机	0.1%	18.1%	8.2%	39.0%	38.4%	2.7%	10.2%	10.9%
商业贸易	-1.6%	14.9%	12.1%	33.8%	26.3%	-4.5%	-1.9%	-0.8%
汽车	-5.0%	7.5%	20.5%	31.1%	31.6%	1.3%	3.3%	5.4%
轻工制造	-8.9%	12.5%	16.8%	30.6%	28.4%	-2.4%	4.0%	5.1%
家用电器	-13.9%	19.2%	13.4%	28.9%	33.6%	13.1%	11.7%	14.1%
化工	-8.8%	8.8%	18.4%	26.8%	26.2%	0.3%	0.8%	2.8%
有色金属	-13.7%	10.5%	17.2%	26.6%	16.8%	1.3%	-1.4%	-0.6%
纺织服装	-4.7%	5.0%	10.9%	20.4%	19.0%	-8.9%	-1.8%	-0.1%
非银金融	-16.5%	5.6%	23.3%	20.2%	16.9%	7.7%	5.6%	7.3%
通信	2.2%	3.6%	2.7%	16.6%	14.3%	-4.3%	1.6%	2.3%
房地产	-14.1%	6.8%	9.8%	10.5%	14.1%	-2.4%	3.3%	5.2%
建筑装饰	-6.3%	-5.1%	13.6%	6.0%	2.3%	-8.0%	0.6%	2.3%
公用事业	-8.5%	2.1%	10.4%	5.4%	2.3%	-8.1%	0.0%	2.2%
钢铁	-10.7%	4.0%	7.7%	4.7%	5.0%	-5.5%	-2.4%	-0.6%
交通运输	-19.4%	2.7%	10.3%	-2.2%	-4.6%	-8.9%	-1.5%	0.5%
银行	-12.6%	-0.8%	1.3%	-9.7%	-4.9%	1.8%	2.6%	7.4%
采掘	-18.3%	-5.6%	10.6%	-10.3%	-15.1%	-8.6%	-6.7%	-4.2%

①该表列示不同行业在 2020 年 1 月至 8 月的回报率以及历史回报率。在疫情爆发初期的 1~3 月，除医药、农林牧渔和通信，所有行业都在下跌，4 月以后普遍反弹，涨幅覆盖了之前的跌幅。综合来看，2020 年 1 至 8 月，除采掘、银行、交通运输、钢铁、公用事业、建筑装饰外，其他行业整体涨幅都在 10% 以上。②所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。③上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

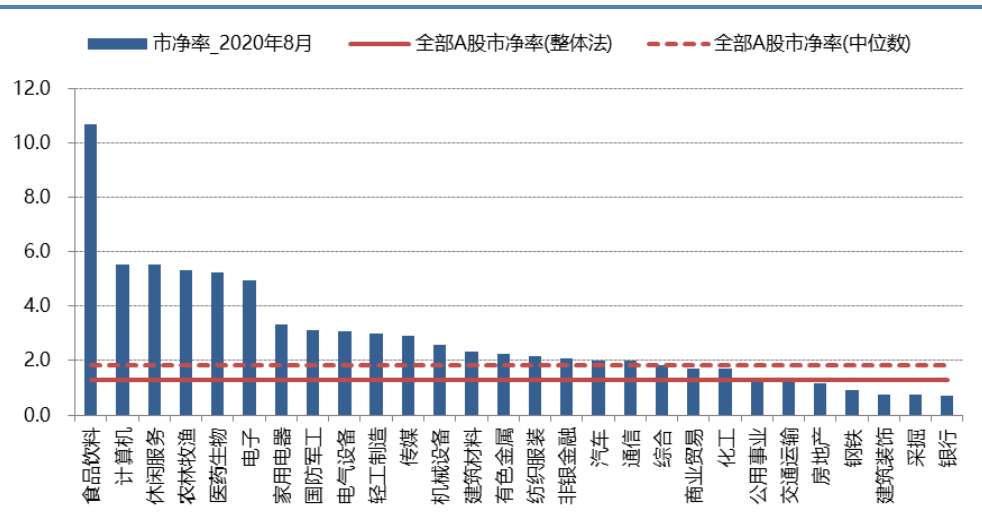


图 3：2005 年 5 月至 2020 年 8 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率（CAPE）和市净率（PB）



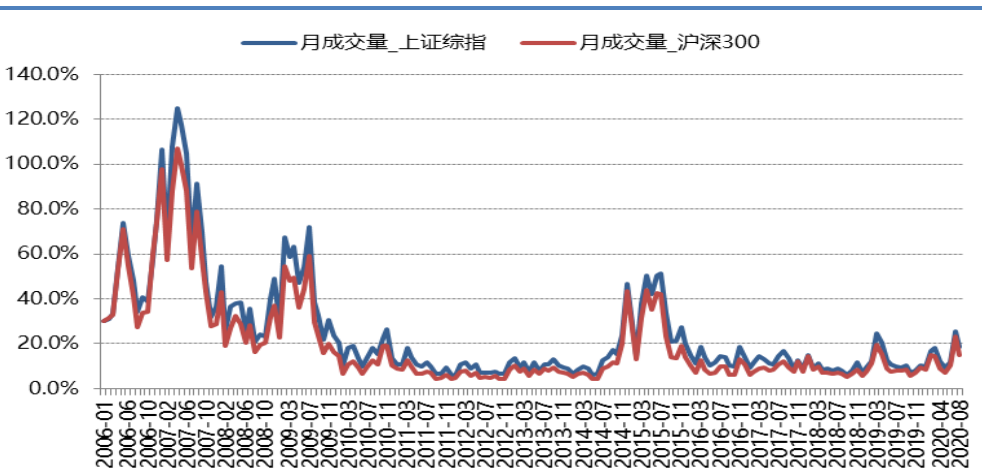
①截至 2020 年 8 月 31 日，沪深 300 的周期调整市盈率是 13.9 倍，市净率是 1.1 倍；如果计算全部 A 股的 CAPE，整体法的结果是 18 倍，取中位数的结果是 30 倍；全部 A 股的市净率，整体法为 1.3 倍，中位数为 1.8 倍。美国标普 500 的周期调整市盈率和市净率分别是 31 倍和 3.8 倍。③美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页，市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR，周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算，计算方式请参见报告附表。

图 4：2020 年 8 月中国 A 股上市公司分行业市净率



上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

图 5：2006 年 1 月至 2020 年 8 月上证综指和沪深 300 月成交量情况



①截至 2020 年 8 月，上证综指和沪深 300 的成交量分别为 18.6%和 15.1%。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR，成交量占比=交易股数/流通股数。

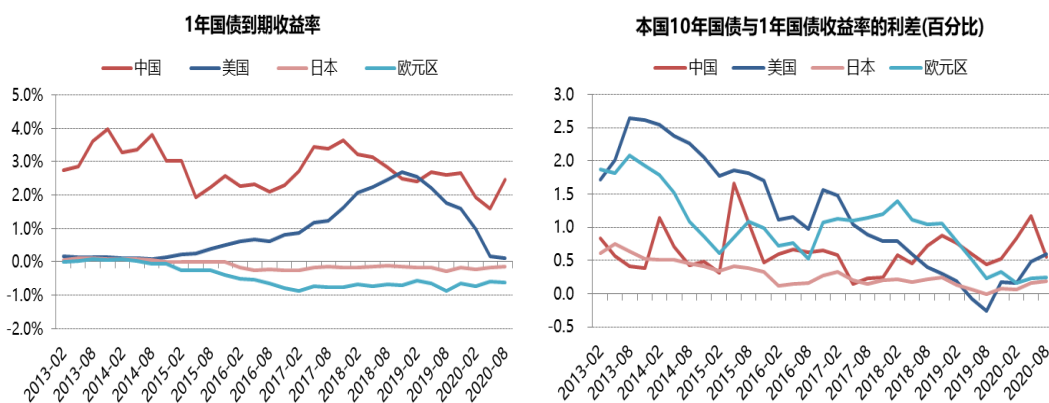
## 债券价格水平

图 6：2020 年 8 月国债收益率情况

各国1年国债收益率(百分比)								
	2020年8月	3个月前	6个月前	1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
中国	2.5	1.6	1.9	2.6	2.8	3.4	2.3	1.9
美国	0.1	0.2	1.0	1.8	2.5	1.2	0.4	0.3
日本	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.1
欧元区	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-0.7	-0.8	-0.3	0.4
英国	0.0	0.0	0.5	0.5	0.7	0.2	0.5	0.7
新加坡	0.3	0.3	1.5	1.8	1.7	1.2	1.0	0.3
韩国	0.7	0.8	1.2	1.2	1.8	1.5	1.6	3.1

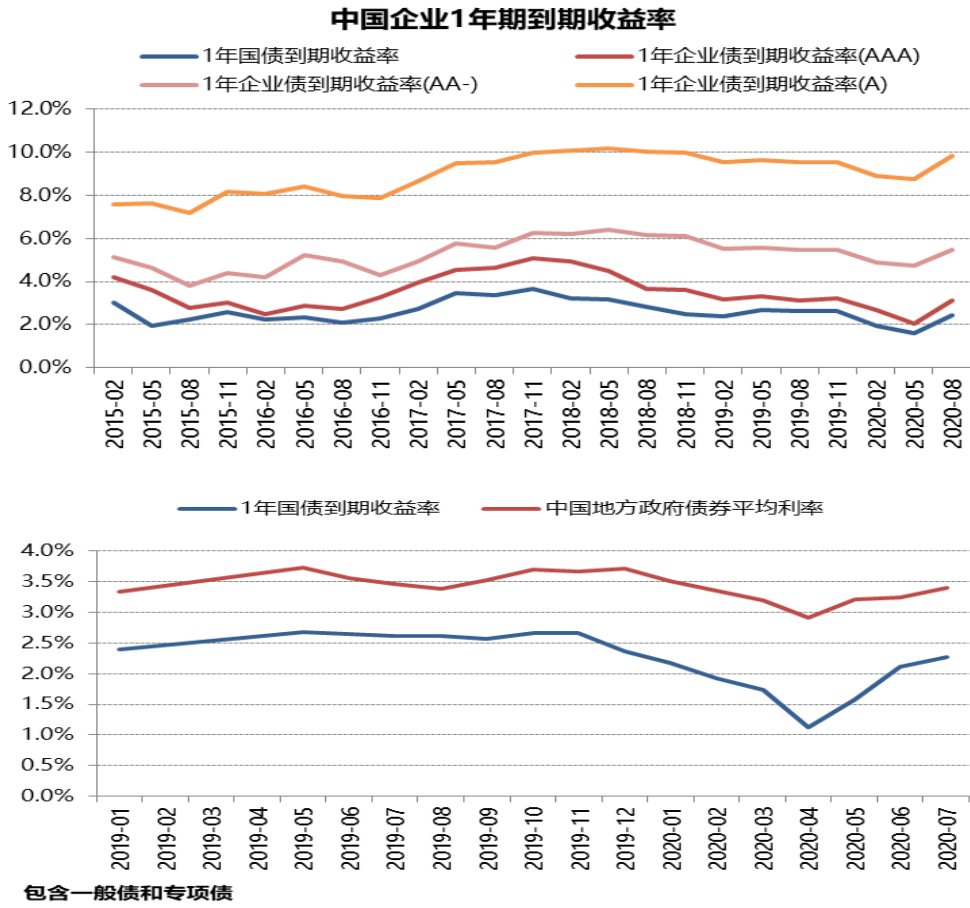
  

各国10年与1年国债利差(百分比)								
	2020年8月	3个月前	6个月前	1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
中国	0.6	1.2	0.8	0.4	0.7	0.2	1.1	1.3
美国	0.6	0.5	0.2	-0.3	0.4	0.9	1.8	2.2
日本	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.4	0.9
欧元区	0.3	0.2	0.2	0.2	1.0	1.2	1.1	2.0
英国	0.4	0.2	0.0	0.1	0.7	0.9	1.4	2.3
新加坡	0.7	0.6	-0.2	-0.1	0.7	0.9	1.9	1.7
韩国	0.7	0.6	0.3	0.1	0.6	0.8	0.7	1.6



1 年期国债收益率能够反映基准利率情况。数据来源：Wind

图 7：2020 年 8 月我国地方政府债和企业债利率

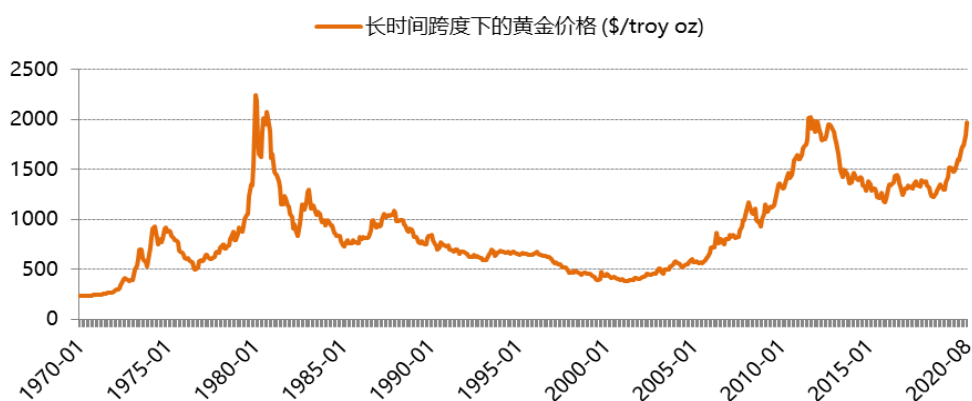


数据来源：CEIC

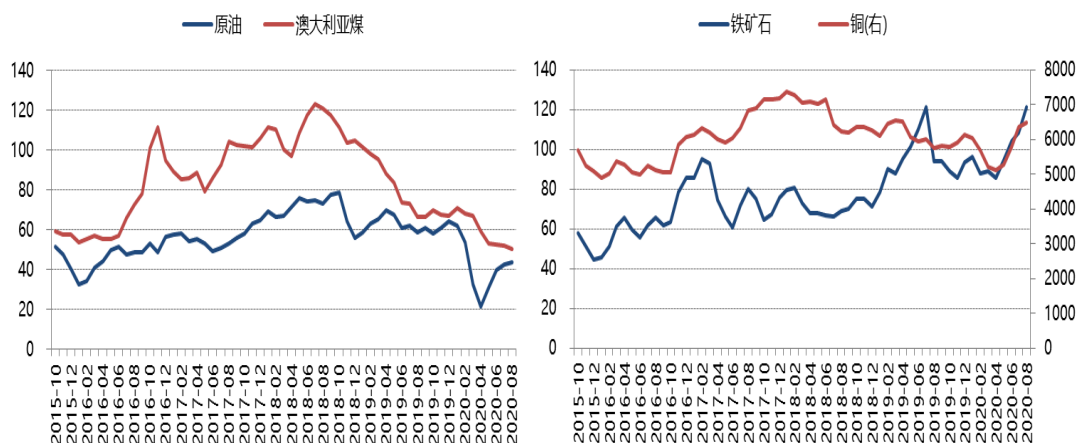
# 大宗商品价格水平

图 8：2020 年 8 月大宗商品价格变动

	2020年				最近1年价格	最近3年年均	最近5年年均	最近10年年均
	1至3月	4至6月	7至8月	年初至8月	变动	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅
原油	-49.2%	22.5%	10.1%	-31.4%	-24.7%	-4.5%	-1.0%	-5.4%
澳大利亚煤	0.8%	-21.8%	-3.6%	-23.9%	-23.2%	-20.1%	-3.2%	-5.6%
美国天然气	-20.1%	-10.3%	42.6%	2.3%	3.1%	-7.3%	-3.7%	-6.1%
欧洲天然气	-41.2%	-35.6%	63.3%	-38.1%	-22.2%	-19.5%	-14.7%	-10.3%
日本天然气	1.3%	-1.3%	-22.7%	-22.7%	-28.3%	-4.4%	-4.5%	-3.7%
食品	-4.4%	0.2%	2.1%	-2.2%	6.3%	0.6%	1.2%	-1.0%
铝	-9.1%	-2.6%	10.8%	-1.9%	-0.2%	-5.1%	2.3%	-2.0%
铁矿石	-4.0%	16.1%	17.2%	30.7%	30.1%	16.8%	16.6%	-1.8%
铜	-14.7%	11.0%	12.9%	6.9%	13.8%	0.1%	4.9%	-1.1%
黄金	7.6%	8.8%	13.6%	33.1%	31.2%	15.3%	12.0%	4.9%
美国通胀	0.4%	-0.1%		0.8%	1.0%	1.9%	1.7%	1.7%



以2020年7月底价格水平为基准，对以前的价格按照美元通胀率进行调整



价格根据2020年7月通胀水平进行调整

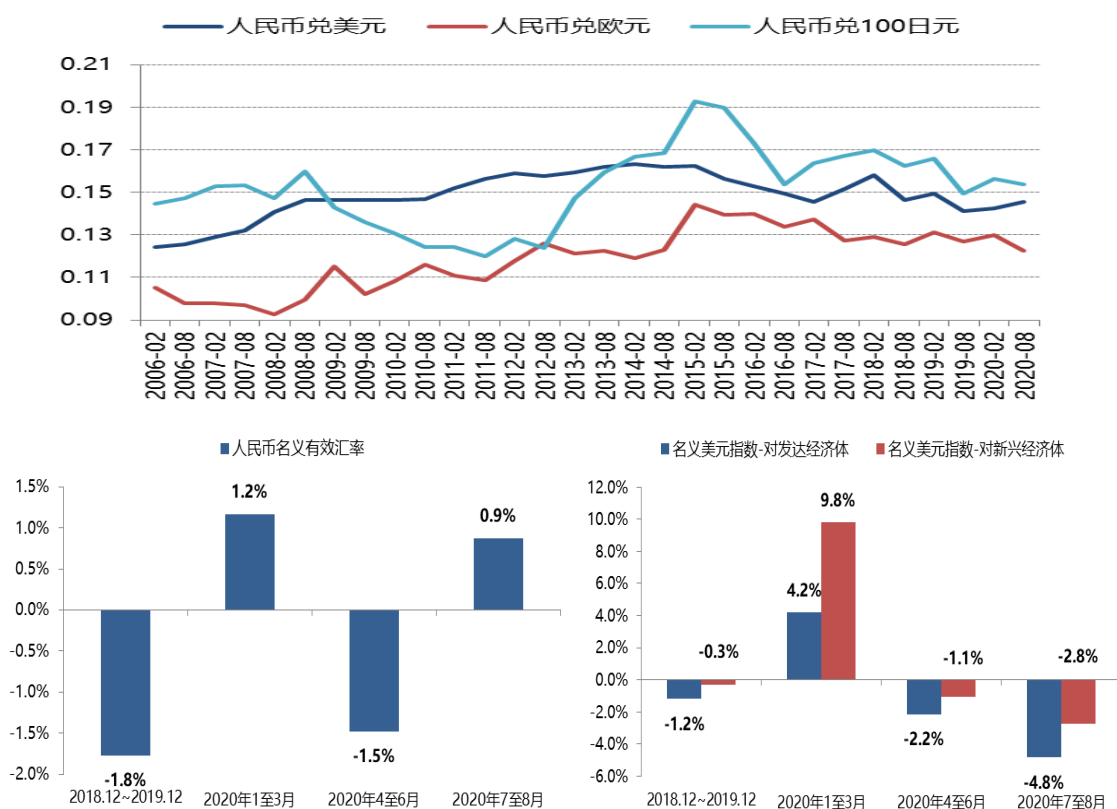
价格根据2020年7月通胀水平进行调整

数据来源：世界银行

## 主要货币汇率水平变动

图 9：2020 年 8 月人民币兑主要货币汇率的变动

货币种类	2020年				最近1年变动率	最近3年年均变动率	最近5年年均变动率	最近10年年均变动率
	1至3月涨跌幅	4至6月涨跌幅	7至8月涨跌幅	年初至8月涨跌幅				
人民币兑美元	-1.5%	0.1%	3.2%	2.5%	3.3%	-1.3%	-1.4%	-0.1%
人民币兑欧元	0.1%	-1.9%	-2.5%	-5.2%	-3.7%	-1.3%	-2.5%	0.5%
人民币兑港元	-2.0%	0.0%	3.2%	1.4%	2.0%	-1.6%	-1.4%	-0.1%
人民币兑100日元	-2.2%	-0.4%	1.3%	-1.2%	2.9%	-2.7%	-4.1%	2.2%
人民币兑英镑	4.5%	0.5%	-4.8%	-0.8%	-5.2%	-2.3%	1.6%	1.4%
人民币兑加元	6.9%	-3.6%	-1.0%	1.0%	2.3%	-0.1%	-1.6%	2.1%
人民币兑澳元	12.0%	-10.3%	-3.6%	-5.7%	-5.0%	1.1%	-2.0%	1.9%



①人民币兑美元汇率在7至8月涨幅较大，达到3.2%，兑欧元则继续贬值2.5%。整体而言，年初至8月，人民币有效汇率增长0.5%，其中，人民币兑美元升值2.5%，兑欧元贬值5.2%。②年初至8月，美元兑发达国家的汇率贬值3%，对新兴国家的汇率升值5.7%。③有效汇率指一国货币兑多国货币汇率变动的加权平均数，通常以该国对多国的贸易额作为权重。④数据来源：Wind

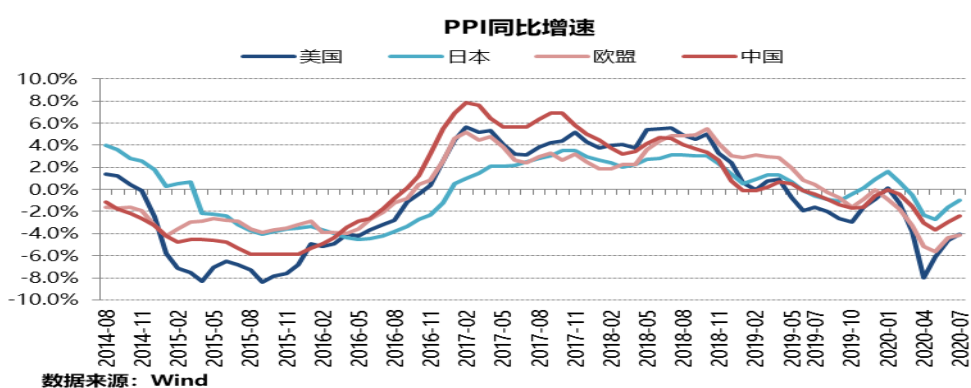
## 通货膨胀

图 10：2020 年 7 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平（部分数据至 8 月）

通胀指数名称	7月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年	最近5年	最近10年
								平均	平均	平均
中国CPI	2.7%	5.4%	2.8%	1.4%	1.6%	2.6%	3.1%	2.6%	2.3%	2.7%
其中：食品CPI	13.3%	20.6%	9.3%	-1.0%	2.7%	5.0%	7.0%	6.3%	4.8%	5.4%
其中：猪肉CPI	85.8%	116.0%	26.9%	-15.5%	16.7%	3.0%	5.7%	26.8%	20.6%	13.6%
美国CPI	1.0%	2.5%	1.8%	1.7%	0.2%	2.0%	1.2%	2.0%	1.7%	1.7%
日本CPI	0.3%	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%	0.7%	-0.9%	0.6%	0.4%	0.5%
欧盟调和CPI	0.9%	1.7%	1.4%	1.5%	0.4%	1.7%	2.1%	1.6%	1.2%	1.5%
美国核心CPI	1.6%	2.3%	2.2%	1.7%	1.8%	1.7%	0.9%	2.0%	2.0%	1.9%
日本核心CPI	0.1%	0.8%	0.6%	0.5%	-0.2%	0.6%	-1.1%	0.7%	0.3%	0.5%
欧盟核心CPI	1.7%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
中国PPI	-2.4%	0.0%	-0.4%	5.6%	-5.3%	-2.3%	5.5%	1.7%	0.9%	0.5%
美国PPI	-4.0%	0.1%	-1.6%	3.1%	-6.8%	2.1%	6.7%	1.1%	-0.1%	1.0%
日本PPI	-1.0%	1.6%	-0.6%	2.5%	-3.2%	2.1%	0.0%	1.3%	-0.1%	0.4%
欧盟PPI	-4.1%	-0.9%	0.5%	2.4%	-2.9%	0.5%	4.2%	1.4%	0.6%	1.1%

	中国CPI	其中：食品CPI	衣着	居住	家用器具	家庭服务	交通工具	通信工具	通信服务	教育服务	旅游	医疗保健
1月环比	1.4%	4.4%	-0.5%	0.0%	-0.3%	3.2%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.1%	8.6%	0.6%
2月环比	0.8%	4.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-1.5%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
3月环比	-1.2%	-3.8%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.8%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%
4月环比	-0.9%	-3.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	0.3%	-0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	-1.1%	0.2%
5月环比	-0.8%	-3.5%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
6月环比	-0.1%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.1%	-1.8%	0.0%
7月环比	0.6%	2.8%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-1.5%	0.0%
8月环比	0.4%	1.4%	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.0%	0.1%	-1.5%	0.1%
1至8月	0.2%	2.4%	-1.7%	-0.9%	-1.3%	1.3%	-2.0%	-1.3%	0.0%	0.3%	2.3%	1.2%
8月同比	2.4%	11.3%	-0.4%	-0.7%	-1.9%	2.5%	-2.9%	-0.7%	-0.1%	2.2%	-6.0%	1.7%

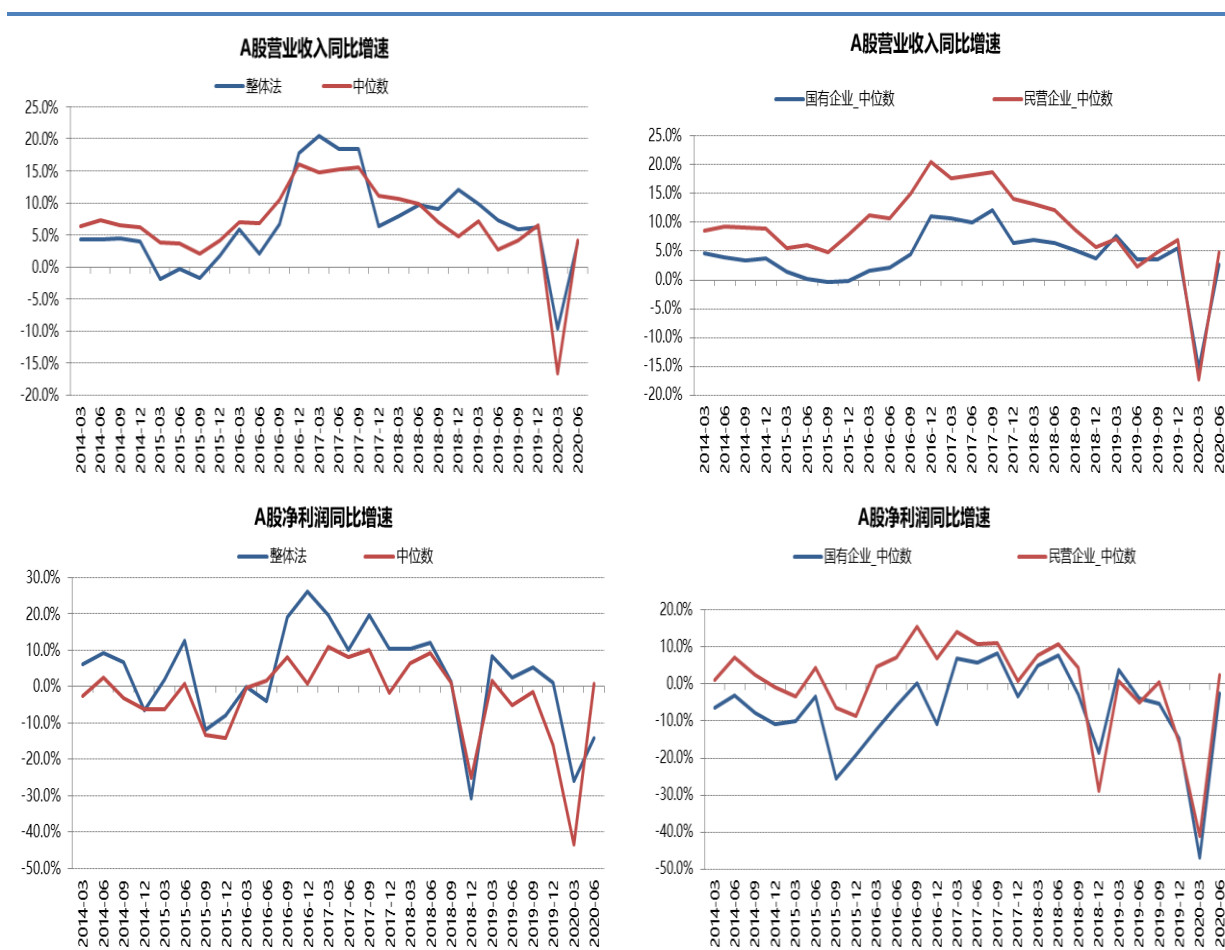


全球 PPI 继续通缩。美国、日本、欧元区 CPI 同比涨幅不到 1%，中国 CPI 同比涨幅达到 2.4%，主要源自食品领域的涨幅。从 CPI 分项数据看，只有教育和医疗是正数，其余分项都是负数。数据来源于 Wind。

## 中国上市公司基本面分析

该部分分析我国 A 股上市公司的财务信息，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，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：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速（剔除通胀）



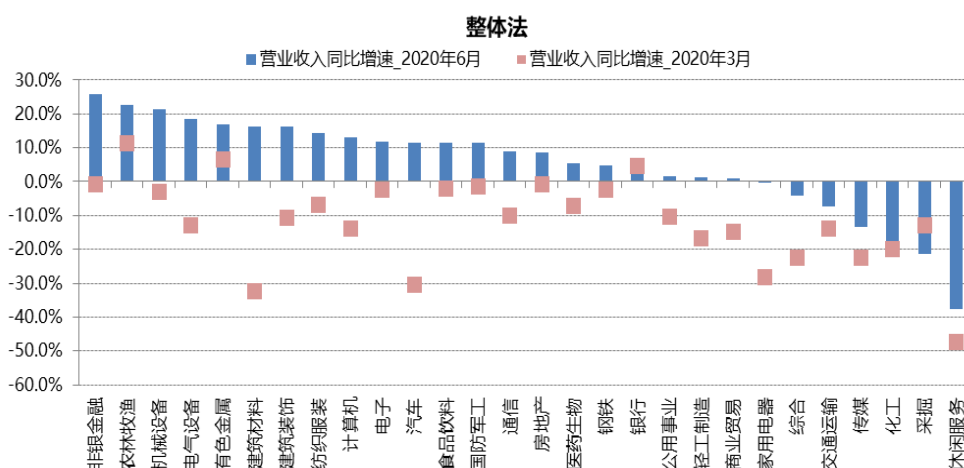
为单纯反映本次疫情对上市公司业绩的冲击，该图中营业收入增速和净利润增速，都是单季度值的同比增速。

2020 年二季度，A 股业绩大幅反弹，营业收入增速全部转正，净利润增速仍然是负值，但下降幅度比一季度缓和很多。民企的反弹情况好于国企。具体来说，A 股营业收入同比增速整体法为 3.8%，中位数为 4.1%，净利润同比增速-14%，中位数为 0.7%。

对比国企和民企中位数增速，国企营收增速为 2.7%，净利润增速为-2.4%，民企营收增速为 4.8%，净利润增速为 2.4%。

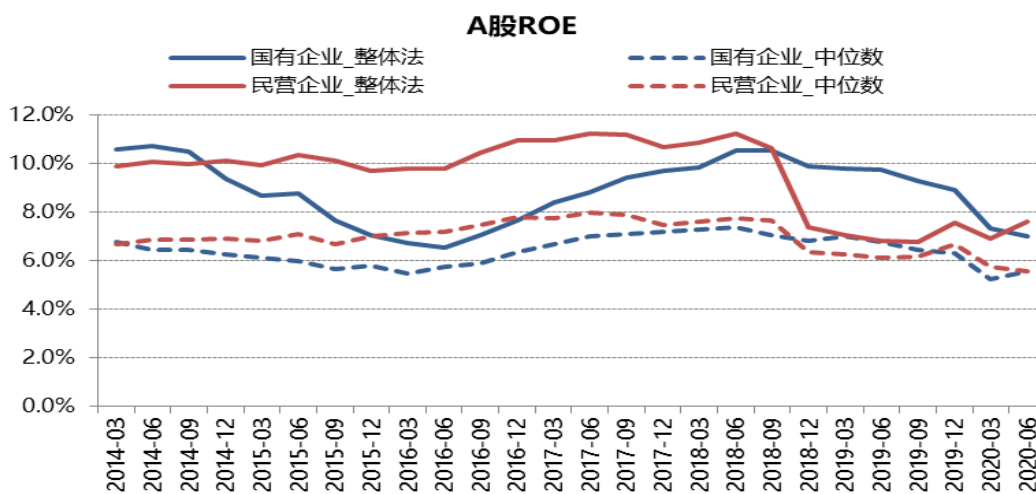


图 12：中国 A 股上市公司分行业单季度营业收入增速



除休闲服务(包含旅游酒店餐饮)、采掘、化工、传媒、交通运输外，其他行业营收增速均反弹至正数区间

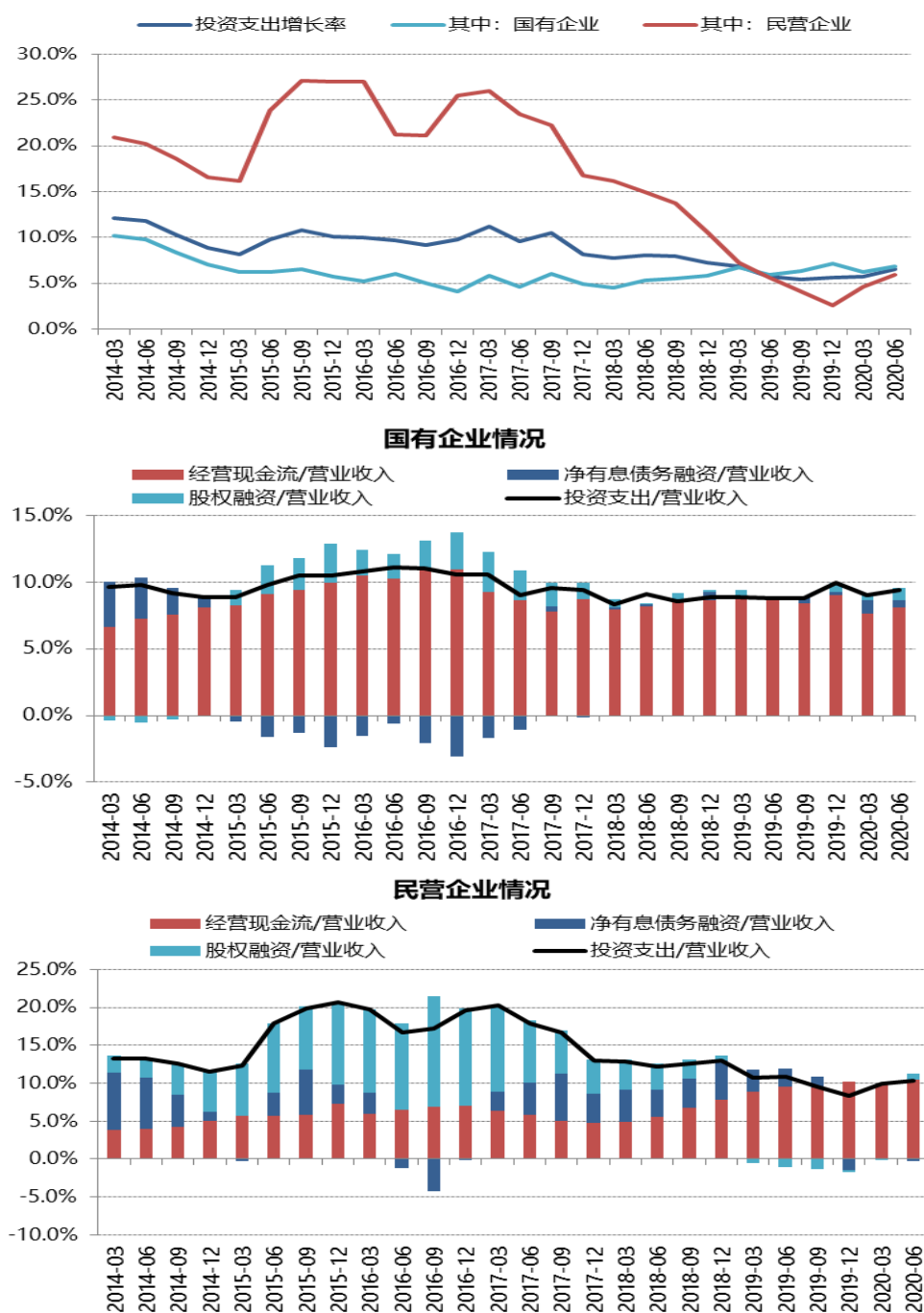
图 13：中国 A 股上市公司 ROE



ROE 用的是净利润折年数除以期初净资产，折年数指连续 4 个季度单季度净利润之和。具体计算方法见附录。

国有企业整体法 ROE 为 7%，中位数为 5.6%；民营企业整体法 ROE 为 7.6%，中位数为 5.6%

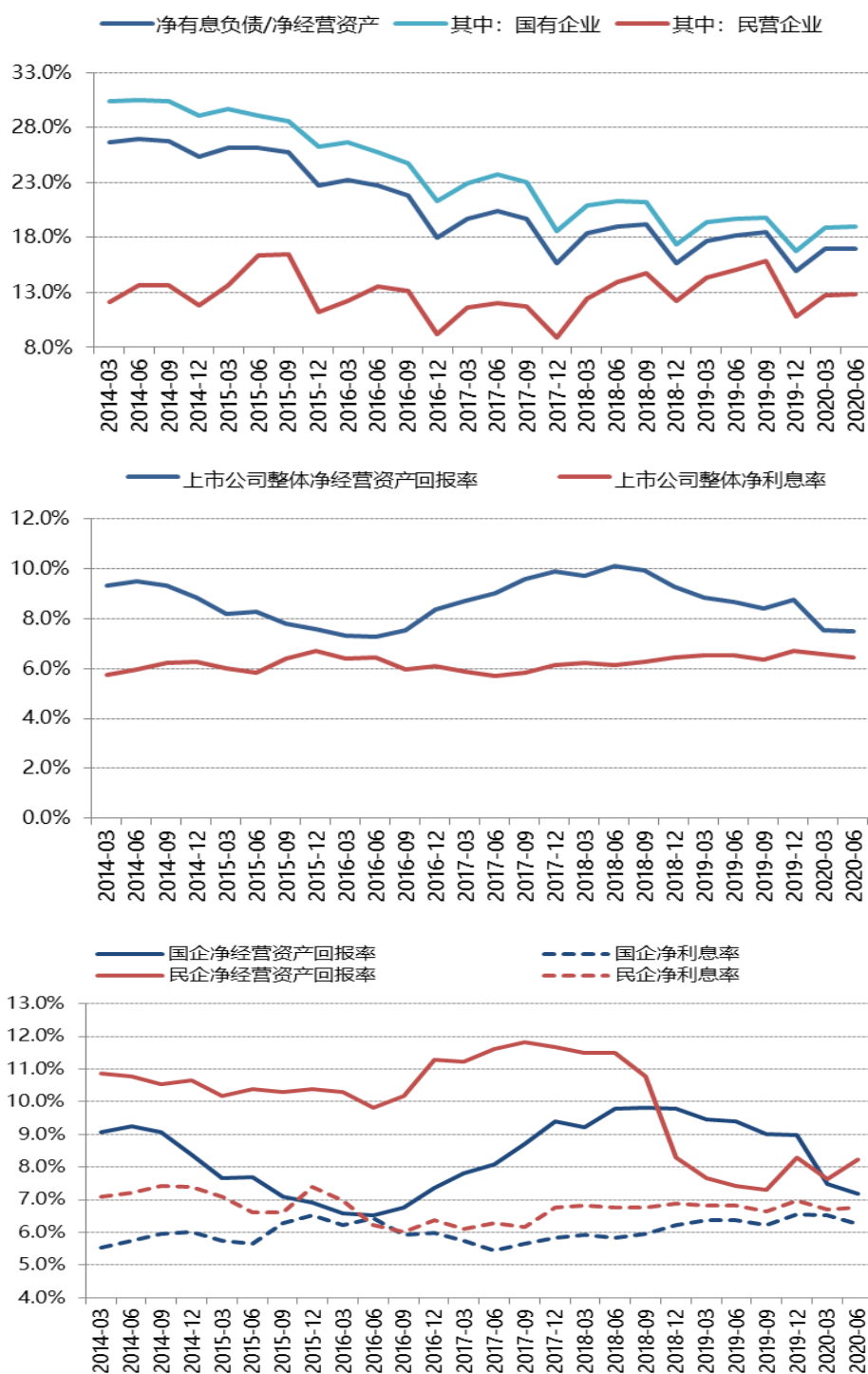
图 14：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



投资支出增长率是净经营资产增长率。企业投资支出所需的资金有三种来源：一是来源于自身经营产生的现金流，即经营现金流，二是来源于债权融资，包括银行贷款、债券发行等，三是股权融资。我们将投资支出及其资金来源除以营业收入以剔除规模因素进行比较。

相比 2019 年年末，民营企业 2020 年投资支出增速有了明显回升。从资金来源看，主要来自债务负担的减少以及股权融资的上升，具体来说：民营企业投资支出比营业收入的相对规模上升了 2.6 个百分点，其中，经营现金流相对规模变化不大，上升了 0.3 个百分点，股权融资上升了 1.1 个百分点，净有息债务融资从 -1.4% 提升至 -0.3%，尽管债务融资仍在减少，但是减少的金额在放缓。

图 15：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



国企和民企的债务水平(净有息负债/净经营资产)相对稳定。民营企业与国有企业的利息率差在收窄，目前仍然高于国企约 0.5 个百分点。

净经营资产回报率=息前税后利润/净经营资产，息前税后利润是折年数，即将连续 4 个季度的息前税后利润相加；净利息率=税后利息/净有息负债，税后利息也是将连续 4 个季度的值相加后的折年数

## 第二部分：宏观基本面分析

### 新冠疫情现状

图 16：疫情全球现状

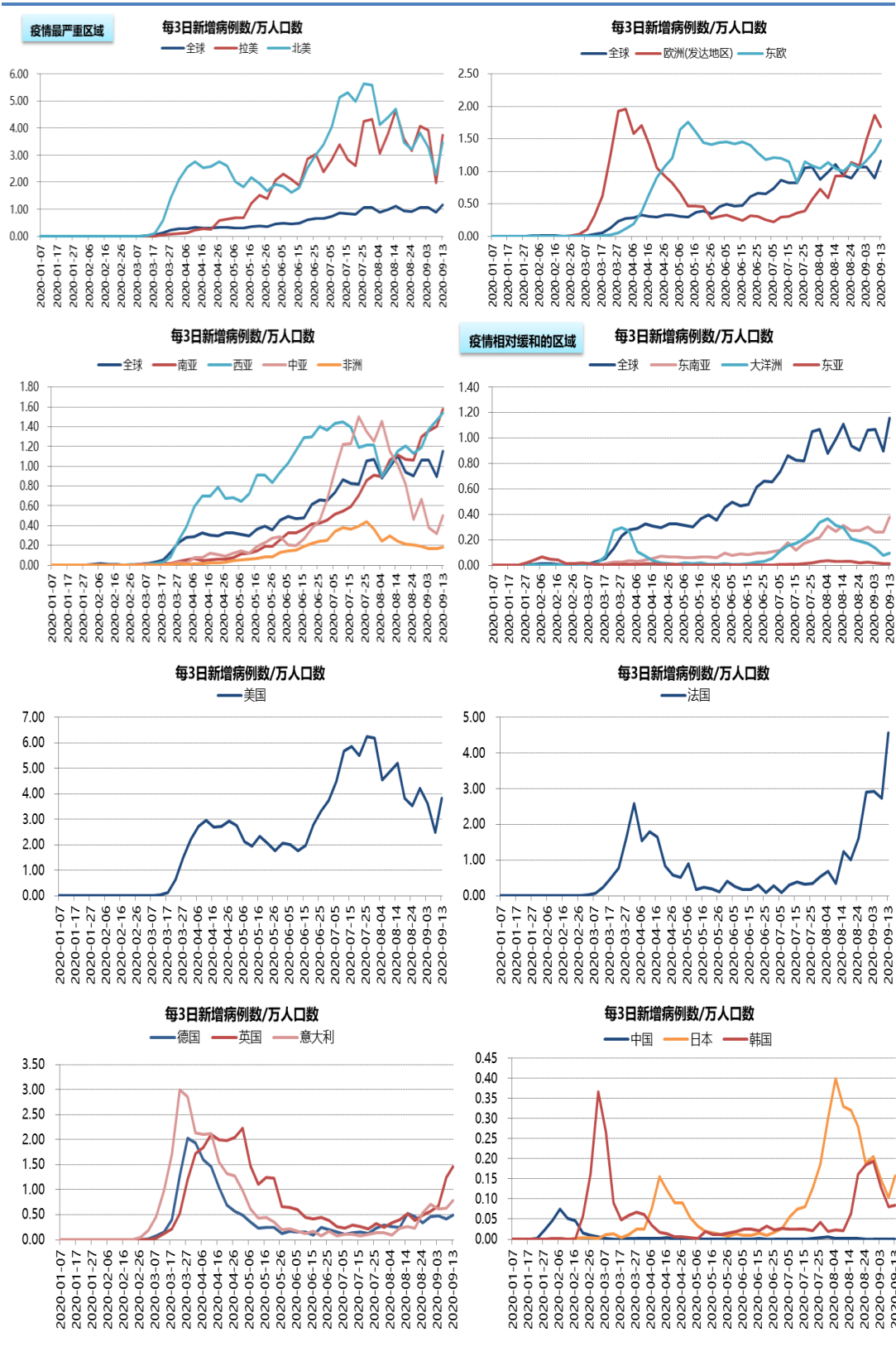
全球疫情分布 2020年9月13日						
	确诊病例数(万人)	死亡人数(万人)	人口(亿人)	感染率(确诊病例数/每万人口)	死亡人数/确诊病例数	死亡人数/每万人口
全球	2880.5	92.1	77.9	37.0	3.2%	1.2
拉美	818.7	30.9	6.5	126.0	3.8%	4.8
北美	662.2	20.3	3.7	179.5	3.1%	5.5
南亚	589.6	11.4	19.4	30.4	1.9%	0.6
欧洲(发达地区)	262.5	18.6	5.3	49.8	7.1%	3.5
西亚	161.5	2.5	2.7	59.1	1.5%	0.9
东欧	141.5	2.6	2.2	64.6	1.8%	1.2
非洲	134.7	3.3	13.4	10.1	2.4%	0.2
东南亚	54.8	1.3	6.7	8.2	2.4%	0.2
中亚	23.7	0.3	0.7	34.7	1.5%	0.5
东亚	18.8	0.7	16.4	1.1	3.5%	0.0
大洋洲	3.1	0.1	0.4	7.7	2.7%	0.2

	确诊病例数(万人)	死亡人数(万人)	人口(亿人)	感染率(确诊病例数/每万人口)	死亡人数/确诊病例数	死亡人数/每万人口
中国	9.0	0.5	14.4	0.6	5.3%	0.0
日本	7.5	0.1	1.3	5.9	1.9%	0.1
韩国	2.2	0.0	0.5	4.3	1.6%	0.1
德国	25.9	0.9	0.8	31.0	3.6%	1.1
法国	37.4	3.1	0.7	57.3	8.3%	4.7
英国	36.5	4.2	0.7	53.8	11.4%	6.1
意大利	28.6	3.6	0.6	47.4	12.4%	5.9
美国	648.6	19.4	3.3	196.0	3.0%	5.9

数据来源:Our World In Data 在线数据库

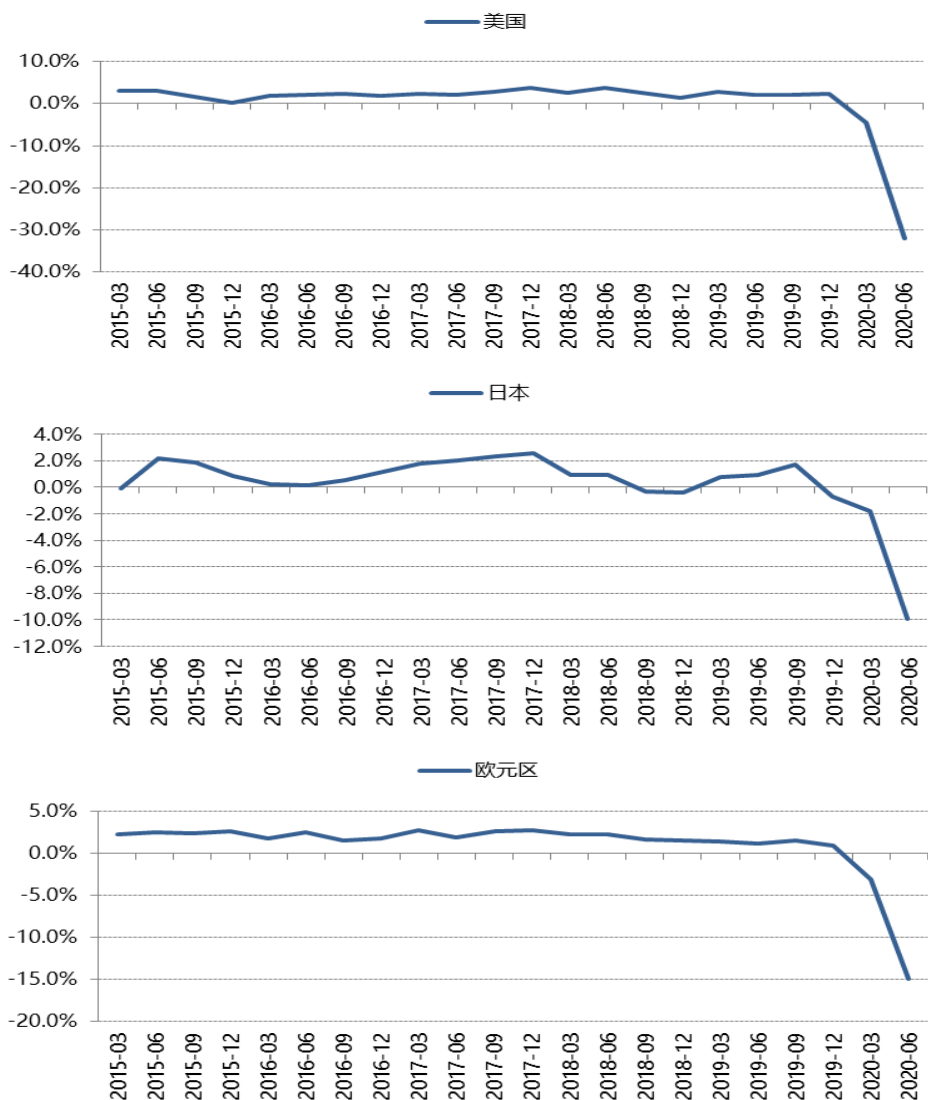
图 17: 全球各区域和主要国家疫情增速



数据来源: Our World In Data 在线数据库

## 疫情对经济的冲击

图 18: 疫情对经济增长的冲击

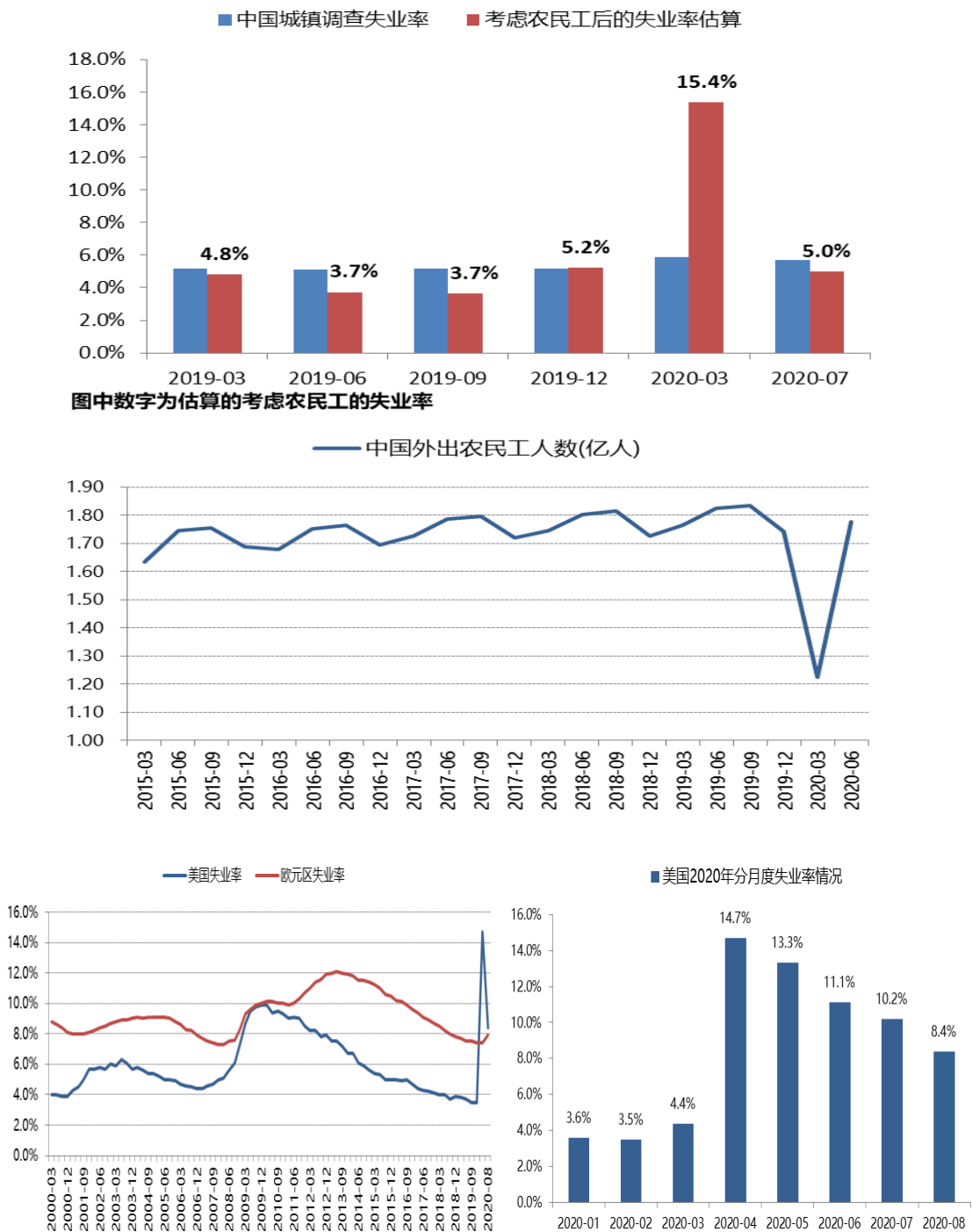


	2020-06	2020-03	2017至2019年所有单季度值平均		2020-06	2020-03	2017至2019年所有单季度
美国	-32.0%	-4.4%	2.6%	欧元区	-15.0%	-3.1%	1.9%
中国大陆	2.4%	-6.8%	6.5%	德国	-11.7%	-2.5%	1.6%
中国香港	-9.0%	-9.1%	1.8%	法国	-18.9%	-5.6%	1.9%
日本	-9.9%	-1.8%	1.0%	意大利	-17.7%	-5.6%	0.9%
韩国	-2.7%	1.4%	2.7%	英国	-21.6%	-1.8%	1.5%
新加坡	-13.2%	-0.3%	2.8%				

为单独反映疫情对经济的冲击，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。

数据来源：Wind

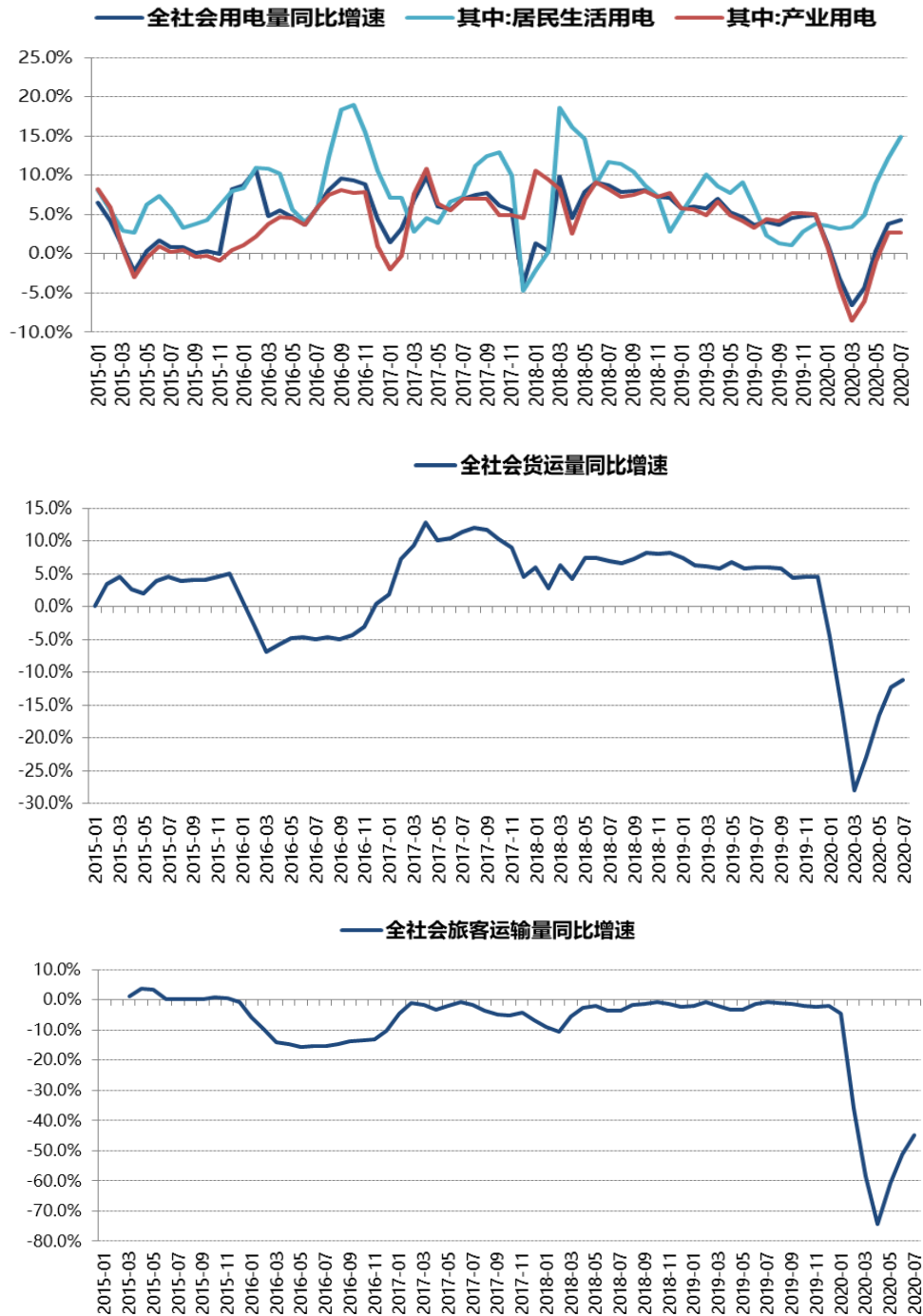
图 19: 失业率有所缓和



考虑农民工的失业率估算=城镇就业人数\*城镇调查失业率+减少的农民工/(城镇就业人数+农民工)。减少的农民工=2019年平均外出农民工人数-当前外出农民工人数

数据来源:Wind。中国农民工数据为统计局公布数字。

图 20：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量单季度值同比增速

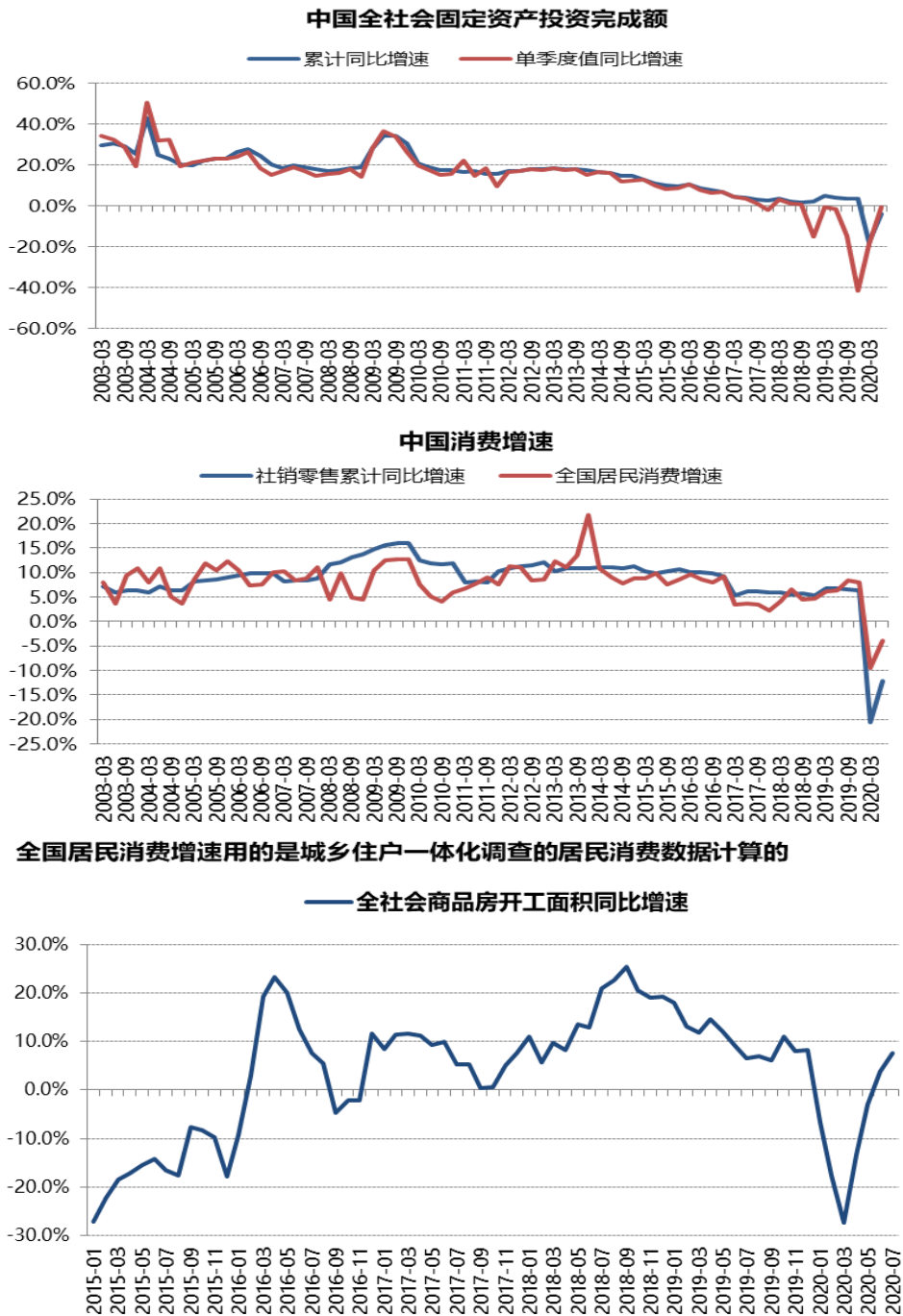


货运量包括公路、铁路、水路和航空货运总量，旅客运输量包括公路、铁路、水路和航空旅客运输量；统计局按月公布货运量、客运量和全社会用电量，本研究将每 3 个月的数值相加，这样每个时点都是一个季度值，然后计算同比增速。

数据来源：CEIC

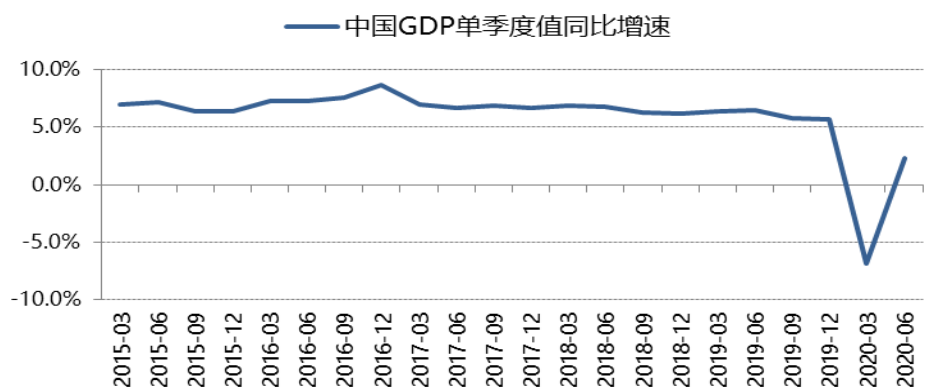


图 21：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2020 年 7 月）

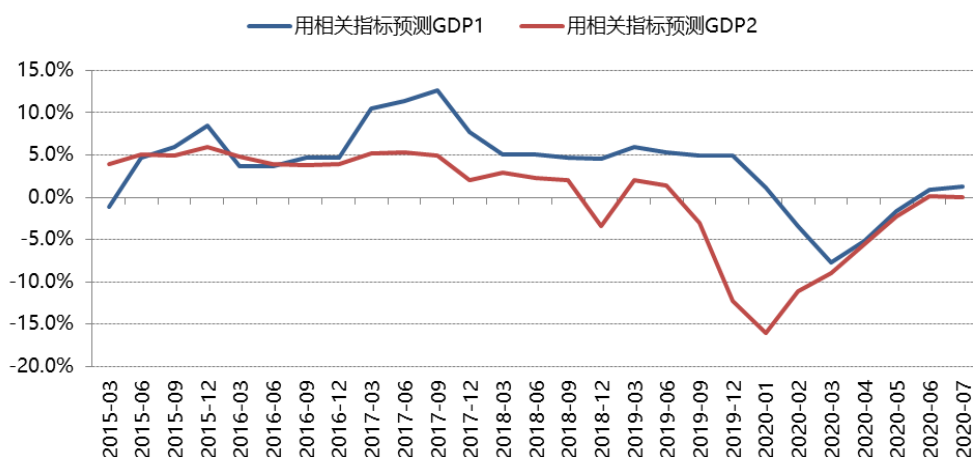


数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 22：中国 GDP 增速及用相关指标预测值（截至 2020 年 7 月）



根据统计局公布的GDP单季度绝对额以及GDP平减指数估算GDP单季度值同比增速



用相关指标预测 GDP1：用全社会用电量、公路铁路水路航空货运总量、社会融资规模存量的同比增速。

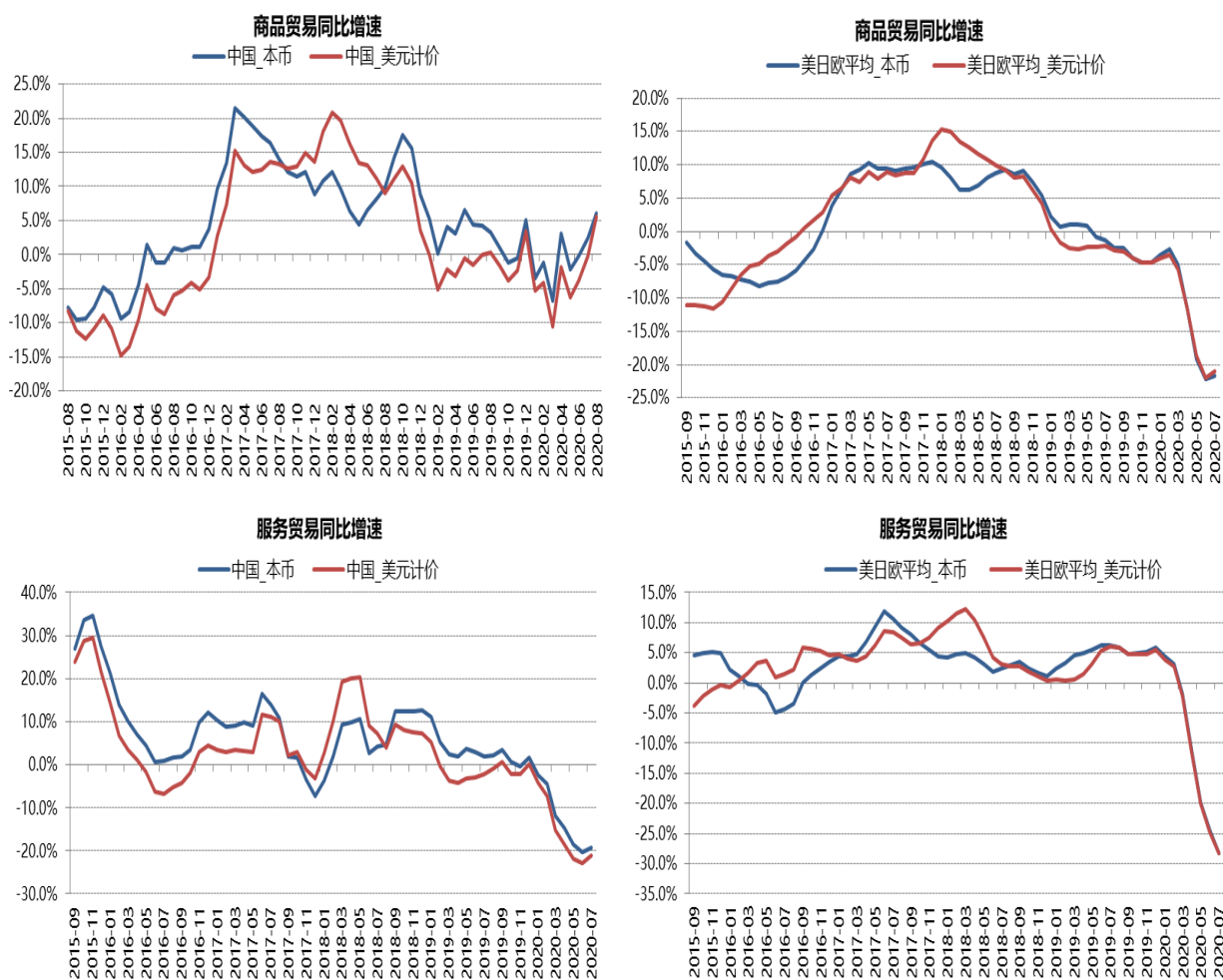
用相关指标预测 GDP2：自变量包括固定资产投资、社销零售总额的同比增速。

除社会融资规模存量外，其余变量都是单季度值的同比增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间 32 个季度值建模。

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

## 国际贸易和资本流动

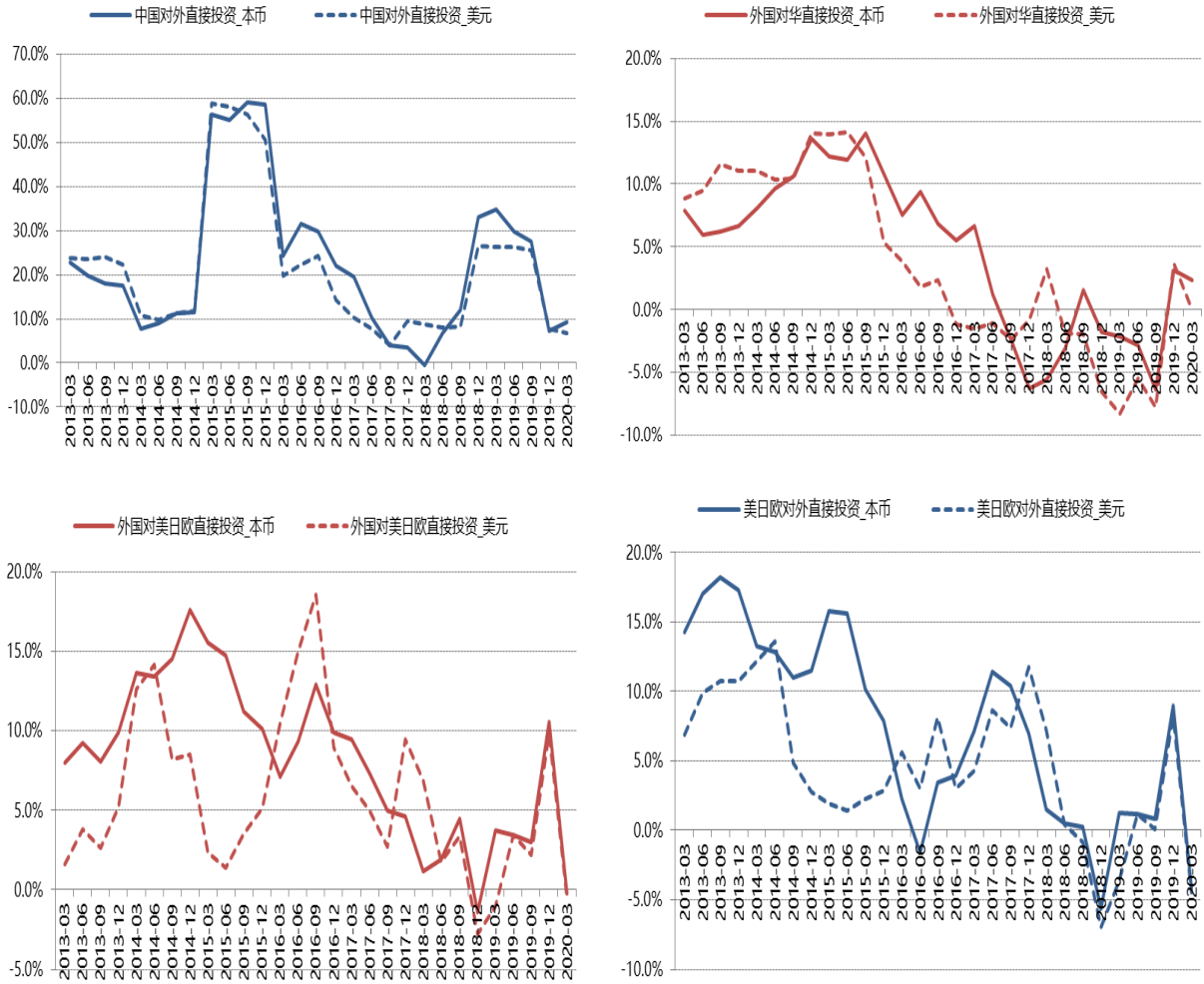
图 23：疫情对贸易的冲击



商品和服务贸易指进口和出口额之和。为单独反映疫情的冲击，图中数字为单季度值同比增速。

数据来源:Wind

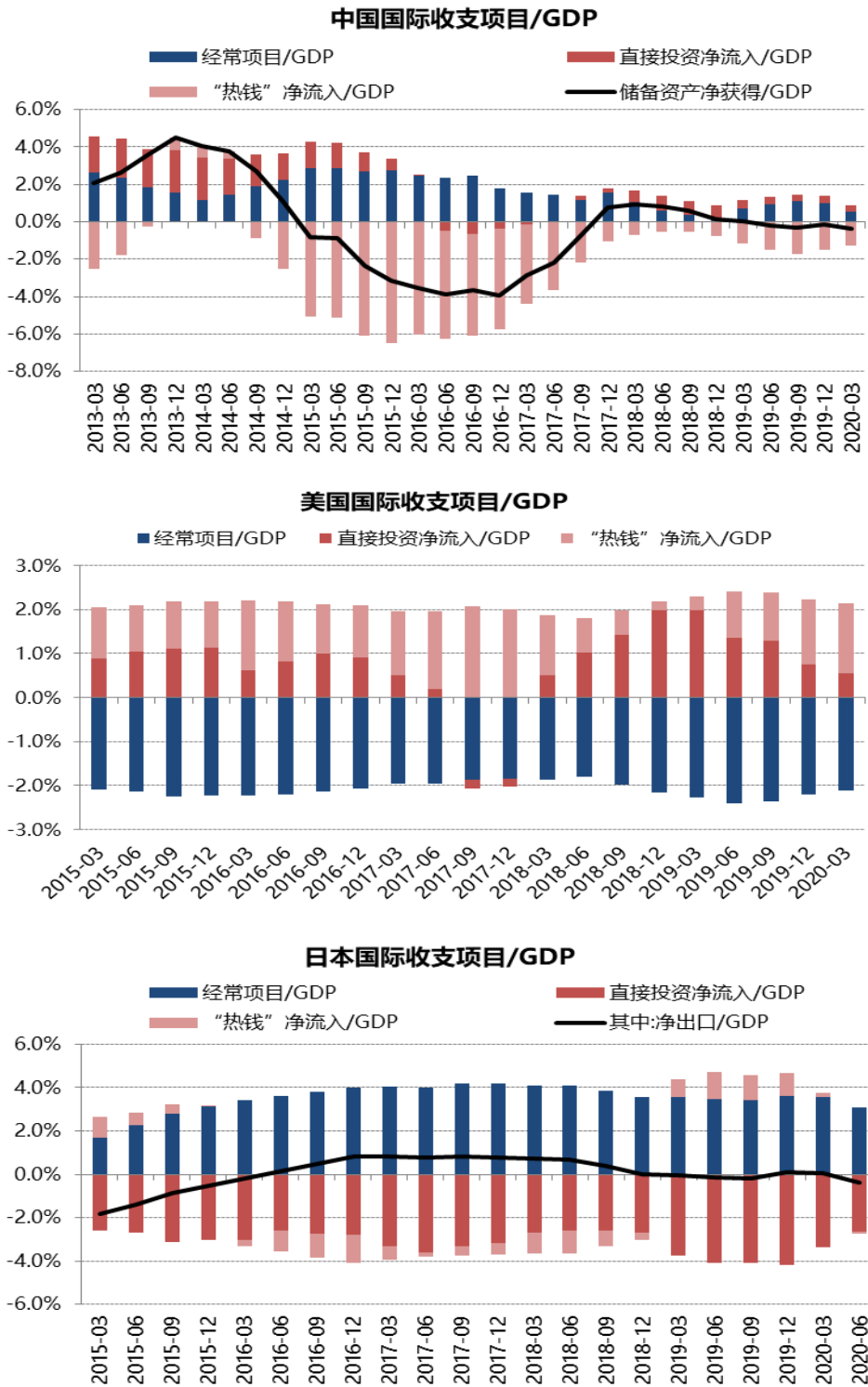
图 24：疫情对直接投资 (FDI) 的冲击



为单独反映疫情的冲击，图中数字为单季度值同比增速。

数据来源:Wind

图 25：中国、美国、欧元区、日本国际收支

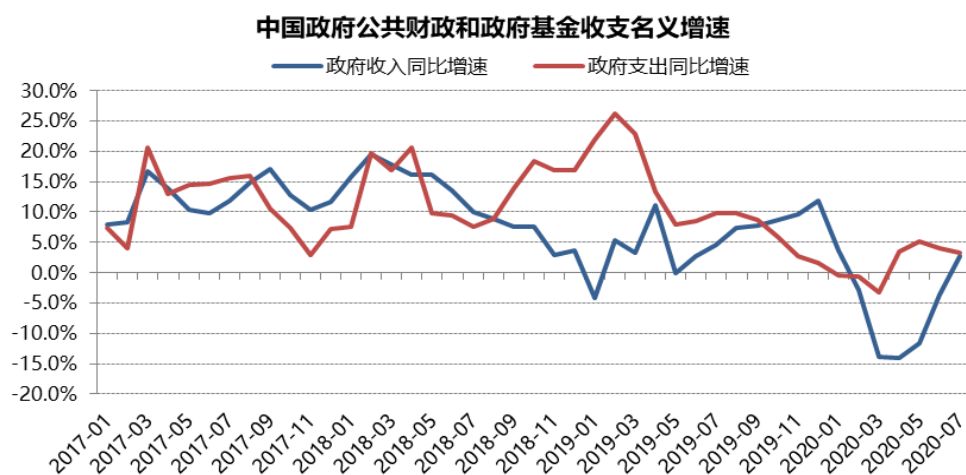
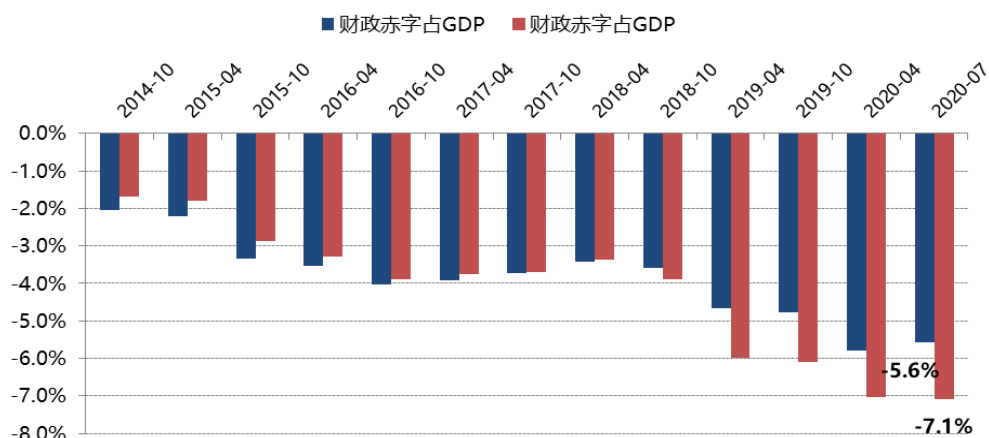


数据来源：Wind

# 主要国家财政政策和货币政策

## 财政政策

图 26：2020 年 7 月中国财政赤字占 GDP 比重



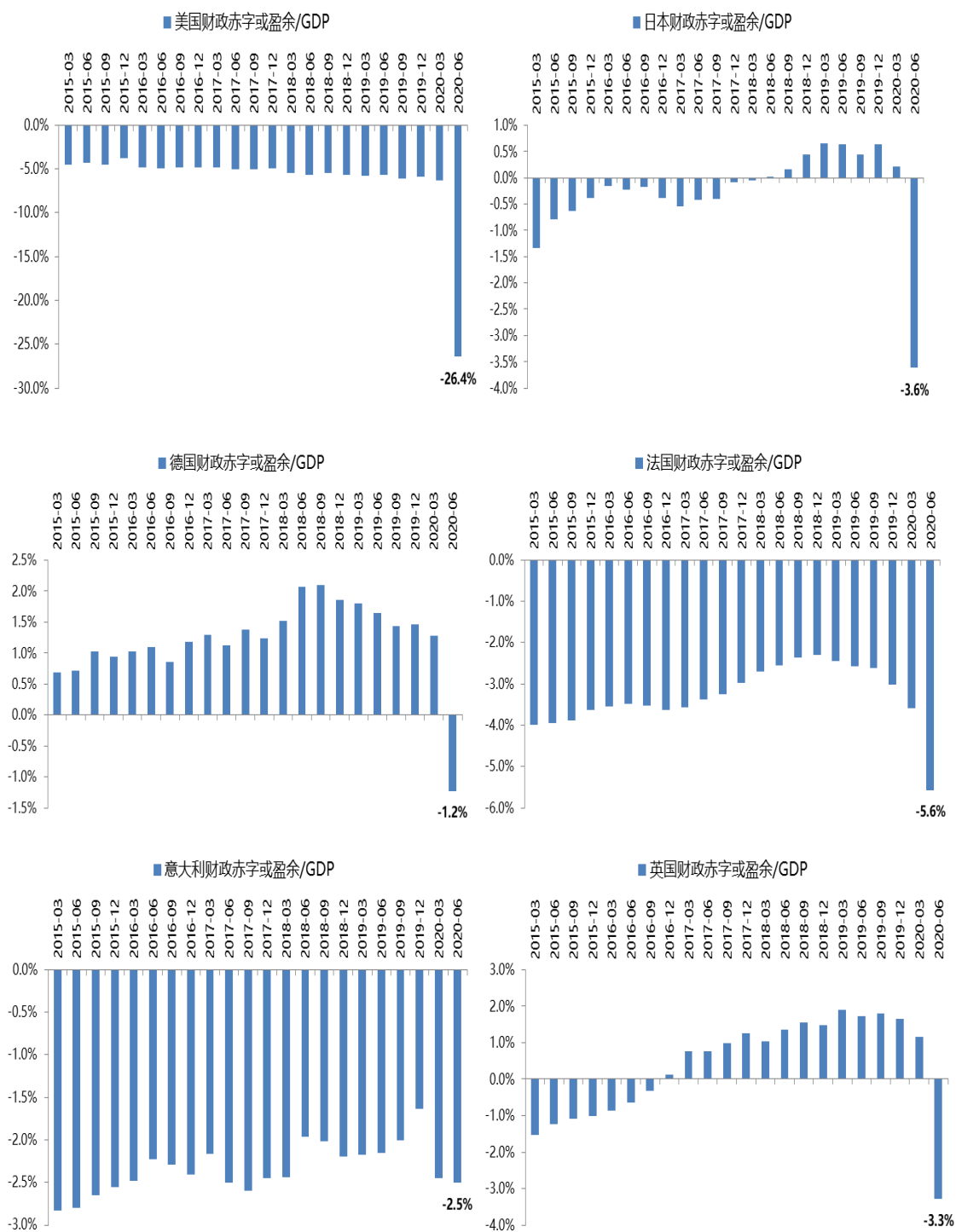
窄口径仅包含公共财政收支，宽口径则公共财政收支和政府性基金收支。

图 1 的财政赤字占 GDP 取折年数，所谓折年数是指将连续 12 个月的财政收支差额加总，除以连续 4 个季度的 GDP 之和。

图 2 的政府收支增速都是单季度值同比增速，以单独反映疫情有无影响政府收支

数据来源：Wind

图 27：2020 年 6 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重



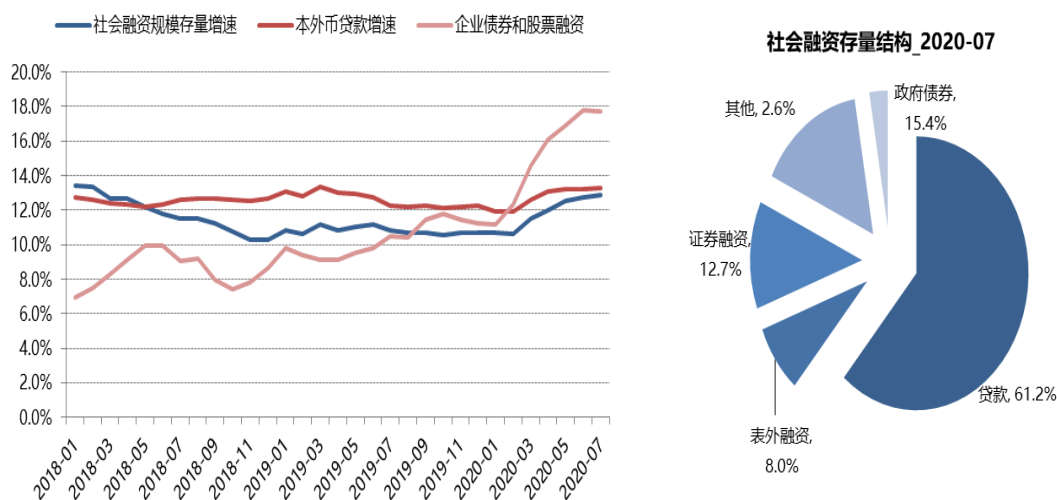
财政赤字占 GDP 取折年数,所谓折年数是指将连续 12 个月的财政收支差额加总,除以连续 4 个四个季度的 GDP 之和。

数据来源：CEIC

## 货币政策

图 28：2020 年 7 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速

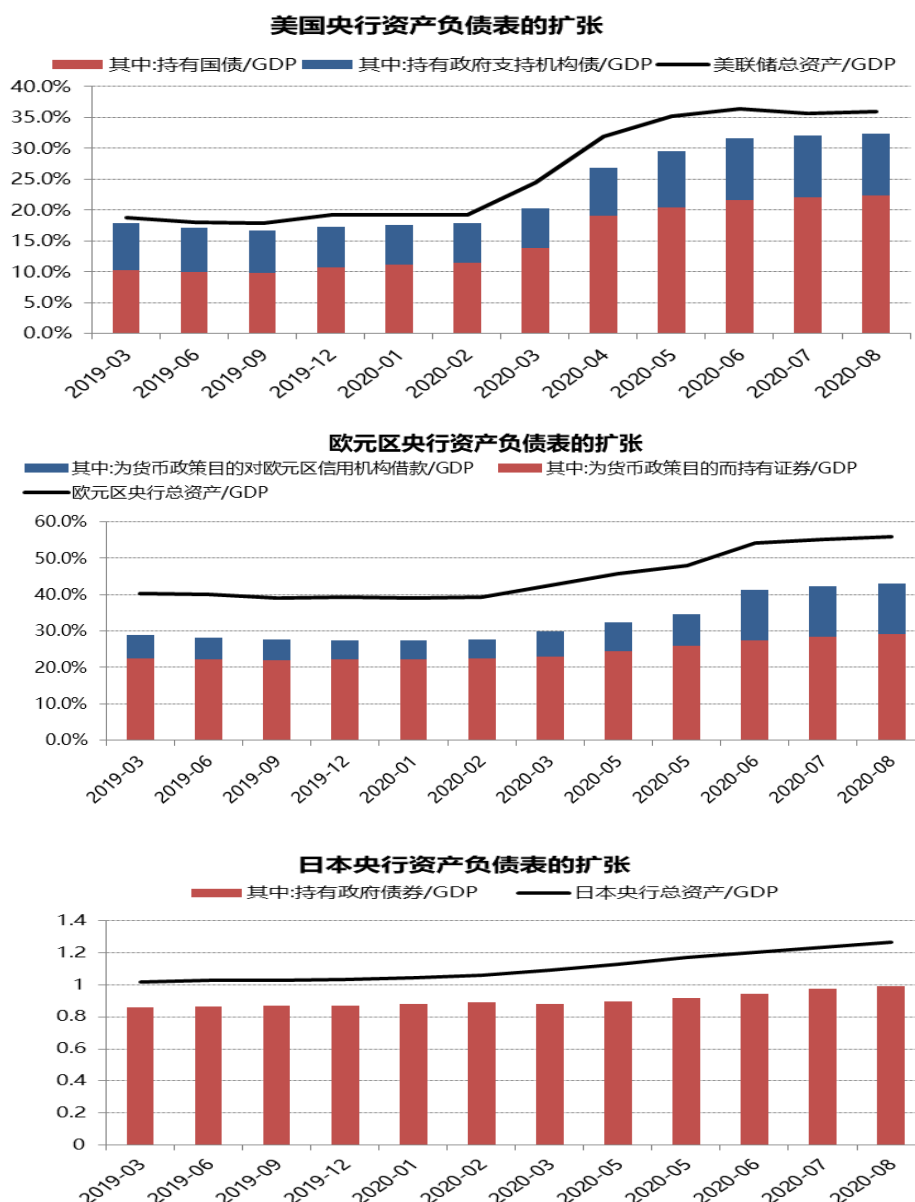
中国基准利率以及社会融资规模存量同比增速										
	2020-07	2020-01	2019-07	2018-07	2017-07	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
1年存量基准利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.8%	3.0%	3.0%	3.5%	2.8%
1年贷款基准利率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	5.6%	6.0%	6.0%	6.6%	5.8%
存款准备金率_大型金融机构	12.5%	12.5%	13.5%	15.5%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%	18.5%
中国货币供应量同比增速										
	2020-07	2020-01	2019-07	2018-07	2017-07	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
基础货币增速	-1.4%	2.7%	-3.4%	4.3%	5.3%	8.5%	7.4%	12.3%	21.2%	28.7%
M2增速	10.7%	8.4%	8.1%	8.5%	9.7%	11.0%	13.6%	14.4%	17.3%	19.0%
社会融资规模存量同比增速										
	2020-07	2020-01	2019-07	2018-07	2017-07	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
社会融资规模存量增速	12.9%	10.7%	10.8%	11.5%	32.1%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%	27.0%
本外币贷款增速	13.3%	11.9%	12.3%	12.6%	13.1%	13.6%	14.6%	16.3%	16.8%	21.4%
表外融资增速	-4.1%	-7.9%	-8.9%	-2.3%	16.5%	15.6%	38.1%	36.3%	34.3%	93.7%
企业债券和股票融资	17.7%	11.2%	10.5%	9.1%	11.7%	22.3%	19.3%	30.9%	28.8%	36.2%
政府债券	16.5%	16.0%	18.0%	18.7%						
其他	20.9%	27.9%	34.3%	42.5%						



7 月末，社会融资规模同比增速约 13%，相比年初有所提升。从分项数据看，银行贷款增速提高，这部分融资占全部社会融资余额约 61%；企业债券和股票融资增速涨较大，这部分融资占全部社会融资余额约 13%。



图 29：美国、欧元区央行和日本央行货币政策



央行资产规模变化, 十亿美元		
	2007~2014年间	2020年年初至8月末
美国	3607.0	2824.8
欧元区	1757.5	2408.2
日本	1522.2	1201.6
社会融资规模存量变化, 十亿美元		
	2007~2014年间	2020年年初至8月末
中国	15058.0	3107.9

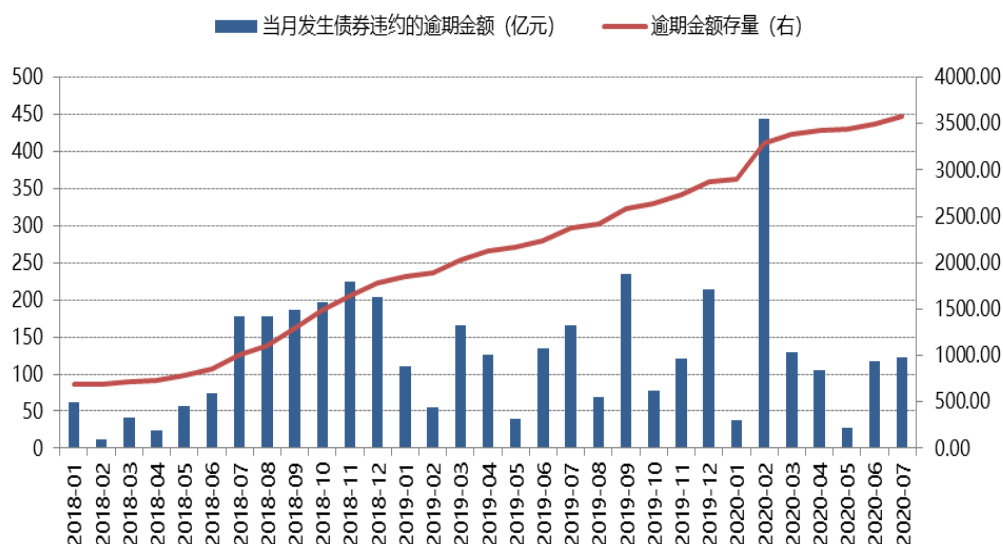
欧元区选取的是 2007~2012 年间央行资产的变化。欧元区央行资产在 2007~2014 年间增加 3860 亿美元, 小于 2007~2012 年间增加的金額。

中国货币政策执行方式与发达国家不同, 人民银行通过调整利率或者降低存款准备金率执行货币政策, 因而观察人民银行的资产规模并不能直观反映中国的货币政策。数据来源: Wind。

## 中国债务水平和违约情况

图 30:2020 年 7 月中国非金融部门债务情况及债券违约情况

	当前余额 (万亿)	2020-07	2020-01	2019-07	2018-07	2017-07	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
		占GDP比重									
贷款	172.36	174.7%	164.1%	159.0%	154.7%	152.5%	134.9%	129.2%	124.9%	119.3%	123.6%
其中: 住户贷款	59.64	60.4%	56.7%	54.4%	50.8%	47.5%	36.0%	33.5%	30.0%	27.9%	27.3%
其中: 非金融企业及机关团体贷款	107.71	109.1%	102.6%	99.6%	98.5%	99.8%	96.0%	93.1%	92.4%	89.1%	94.3%
债券	73.65	74.6%	68.0%	65.2%	61.1%	59.5%	37.4%	33.2%	29.5%	25.4%	24.8%
其中: 国债	18.32	18.6%	16.9%	16.3%	15.9%	16.1%	14.6%	14.4%	14.1%	14.3%	15.7%
其中: 地方政府债	24.43	24.8%	22.6%	21.8%	19.1%	16.9%	1.8%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%
其中: 城投债	10.11	10.2%	9.1%	8.6%	8.1%	8.3%	6.0%	3.8%	2.7%	1.4%	0.9%
其中: 政府支持机构债券	1.98	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%	1.7%	0.2%	0.2%	0.3%
其中: 非金融企业债	18.81	19.1%	17.4%	16.6%	15.9%	16.3%	13.2%	11.8%	11.3%	8.3%	7.0%
表外融资	21.99	22.3%	22.7%	23.9%	28.5%	32.4%	33.6%	31.6%	25.2%	20.4%	18.0%
合计	268.00	271.6%	254.7%	248.0%	244.3%	244.4%	205.8%	194.0%	179.6%	165	166.4%



①截至 2020 年 3 月,我国非金融部门债务合计约 268 万亿,是 GDP 规模的 2.7 倍。其中,政府类债务(含国债、地方政府债、城投债和政府支持机构债)占 GDP 比重约 55%。②2020 年 1 月至 7 月,共发生债券违约 983 亿元,其中 2 月份发生违约 444 亿元。截至 2020 年 7 月,债券违约存量金额为 3577 亿元。③数据来源及计算:贷款数据来源于 Wind,债券数据参见附录。

## 第三部分：问卷调查背景及指标计算说明

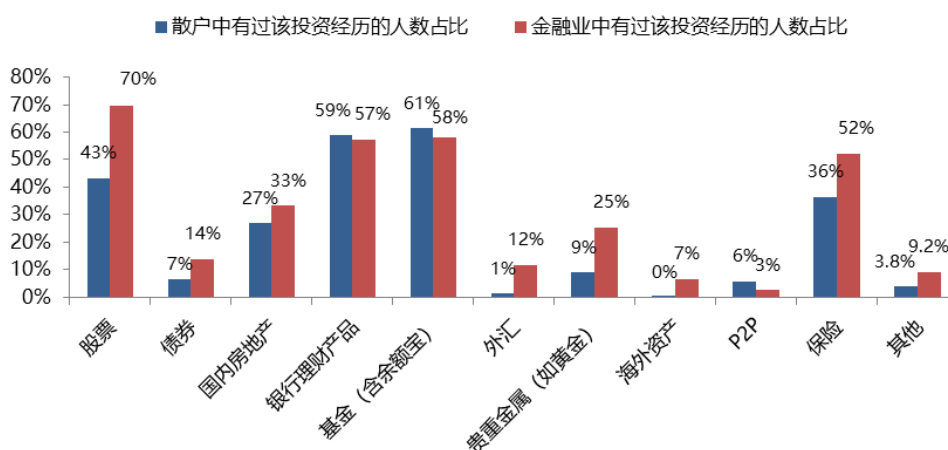
### 问卷调查的背景信息

图 1：本期问卷调查的样本量及地区分布

	13个样本城市 在全国GDP中 的占比	每个城市在13 个样本城市 GDP中的占比	计划的散户样本量	实际散户样本量	计划的金融行业 样本量	实际金融行业 样本量
上海	3.6%	13.8%	268	264	83	83
北京	3.4%	12.8%	244	241	76	76
广州	2.5%	9.6%	186	183	57	58
深圳	2.7%	10.2%	185	183	58	58
天津	2.1%	7.9%	170	168	53	53
重庆	2.3%	8.6%	168	166	53	53
成都	1.7%	6.5%	116	114	36	36
武汉	1.6%	6.3%	113	112	35	35
杭州	1.5%	5.7%	107	106	34	34
南京	1.4%	5.4%	100	110	35	35
青岛	1.3%	5.1%	95	94	30	30
长沙	1.2%	4.6%	90	89	28	28
西安	0.9%	3.5%	59	70	22	22
合计	26%	100%	1901	1900	600	601

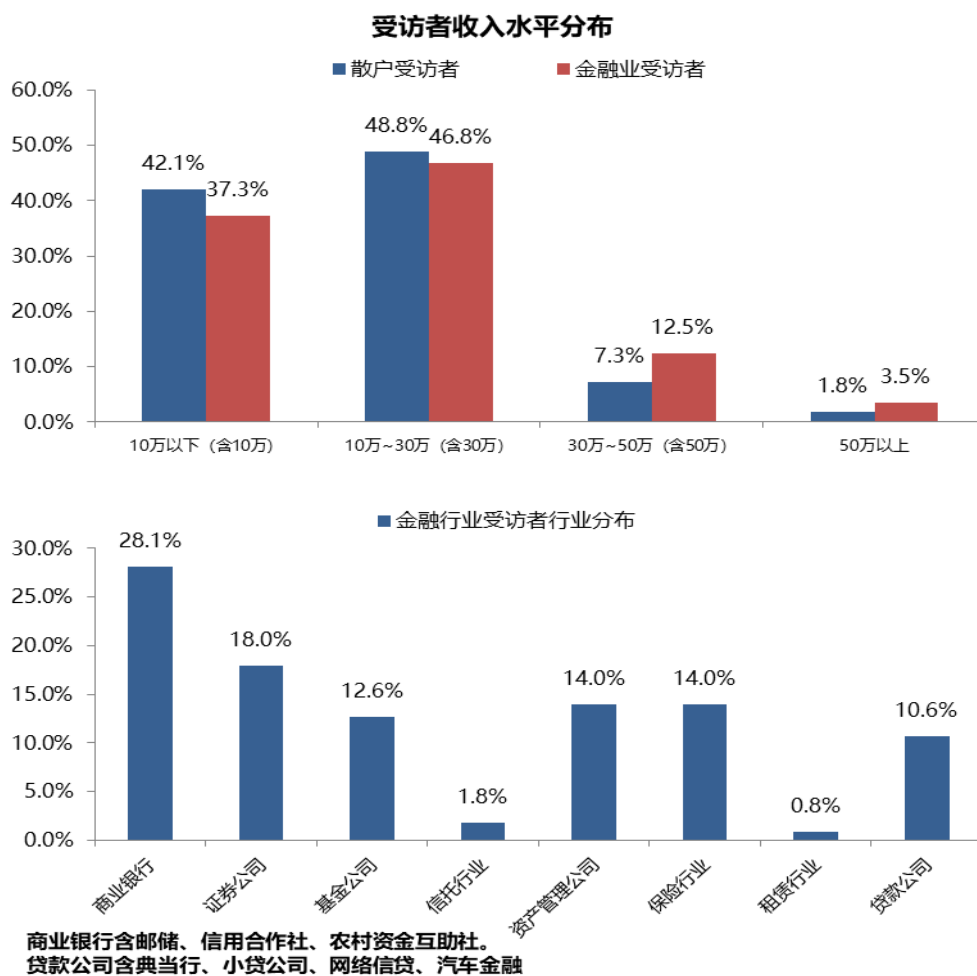
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

图 2：受访者在过去一年的投资经历



以股票为例，蓝色柱子表示 1901 位散户中，有 43% 的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 601 位金融业从业人员中，有 70% 的人在过去一年有投资股票的经历。

图 3：受访者的其他特征



受访者中，约 39% 年收入在 10 万以下，约 48% 在 10 万~30 万之间，13 个样本城市的人均 GDP 平均为 12 万。

## 财政盈余/赤字占 GDP 折年数

本报告的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。

## 上市公司基本面分析所涉及指标的计算说明

### 改进的杜邦分析体系

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{息前税后利润} - \text{税后利息}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \times \frac{\text{净经营资产}}{\text{净经营资产}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \frac{\text{净负债} + \text{股东权益}}{\text{股东权益}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} \times \left( 1 + \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \right) - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} + \left( \frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}} - \frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}} \right) \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \\ &= \text{净经营资产利润率} + (\text{净经营资产利润率} - \text{净利息率}) \times \frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}} \end{aligned}$$

其中，净经营资产利润率扣除净利息率的差被称为“经营差异率”，它反映企业每增加 1 元带息债务投入经营资产，所产生的利润扣除利息成本后，还剩多少归股东所有。经营差异率乘以资本结构（即净负债/股东权益）被称为“杠杆贡献率”。只要经营差异率为正，股东就可以通过增加负债来提高自身的收益率。但是，净利息率高低主要由资本市场决定，提高经营差异率的根本途径是提高净经营资产净利率。如果经营差异率不能提高，就只能依靠财务杠杆来提高杠杆贡献率，但这样做会进一步推高净利息率，缩小经营差异率，因而提高财务杠杆是有限度的。

## 重要财务指标的计算说明

指标名称	计算说明/包含内容
所有财务指标计算的总体说明	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。所谓整体法，就是加权平均。以上市公司营业收入增速为例，在剔除金融行业后，将同期其他所有行业或分属一个类别的上市公司营业收入汇总，计算与上年同期相比的增速。③在计算财务指标时，如果是增速，我们注意保持了前后期样本的一致性，其他财务指标，如ROE，则需注意保持分子分母样本的一致性。
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去10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	第一步，先计算每只股票每个季度的营业收入，然后再将连续四个季度的营业收入相加，这样，每个时点的营业收入都是一个年度收入，规避了季节因素的影响。第二步，用整体法计算营业收入增速，并剔除通胀率。
ROE	第一步，将每只股票连续四个季度的净利润加总得到年度净利润；第二步，将同期所有或分属一个类别的上市公司营业收入汇总，用本期总净利润除以四个季度之前的总净资产（相当于年初净资产）。在计算ROE时，保持了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
经营资产	总资产-金融资产
有息负债①	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
经营负债	总负债-有息负债
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
息前税后利润	当期贷方发生应交所得税：净利润+财务费用*(1-所得税率) 当期没有应交所得税，或者在借方：净利润+财务费用
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/净负债
净经营资产周转率	净经营资产/营业收入
负债率	净有息负债/净经营资产
权益融资	$\Delta$ 所有者权益+ $\Delta$ 应付股利-本期净利润
债权融资	$\Delta$ 净有息负债
投资支出	一般指 $\Delta$ 净经营资产 如果是考察企业投资及其所需资金来源，则投资支出需要如下调整：投资支出= $\Delta$ 净经营资产+ $\Delta$ 应付股利+本期净利润和经营现金流中应付项目差-本期净利润和经营现金流中应收项目差
经营现金流	直接来源于现金流量表

①应付票据需要支付利息，理论上应该包含在有息负债中。但是，从2018年起，上市公司资产负债表将应付账款和应付票据合并列示，无法拆分，只能予以剔除。

## 上市公司行业分类说明

行业	包含具体行业
行业分类总体说明	采用国民经济行业分类，并予以适当调整
农业	国民经济行业分类原分类
采矿业	国民经济行业分类原分类
原材料制造	金属和非金属矿物及塑料制品；金属冶炼；石油加工
建筑业	国民经济行业分类原分类
传统服务	交通运输服务；仓储邮政；住宿餐饮；批发零售
不含烟酒的消费品制造	纺织服装；皮革制鞋；食品加工；家具木材；文教娱乐用品；造纸和印刷
烟酒饮料	国民经济行业分类原分类
化工医药	化学制品和生物医药制品
设备制造	汽车、铁路、船舶、航天设备制造；电气机械及器材制造业；仪器仪表制造业；通用设备和专用设备
公用事业	国民经济行业分类原分类
房地产	国民经济行业分类原分类
金融	国民经济行业分类原分类
ICT	计算机、通信和其他电子设备制造；电信、广播电视和卫星传输服务；互联网和相关服务；软件和信息技术服务业
传媒	广播、电视、电影和影视录音制作业；体育；文化艺术；新闻和出版
专业服务	卫生、教育、商业服务、技术服务

## 中国债券余额统计

我们从 CEIC 和 Wind 数据库下载了在中国结算、中债登和上清所的非金融部门债券托管余额，并将其分为国债、地方政府债、城投债、政府支持机构债和公司债，划分方式如下表。Wind 提供的城投债数据已经被包含在三大债券托管机构的统计中，因而在计算时需要单独剔除并重新归类。

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