2020 年投资者情绪问卷调查（CKISS）四季度报告[1]

刘劲、陈宏亚[2]

长江商学院投资研究中心

2021 年 1 月

1 长江商学院投资者情绪调查（CKISS）是由长江商学院投资研究中心和企业家学者项目（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

本期投资者情绪继续回暖。受访者对 A 股走势的看法比上期更加乐观，67.5%的受访者认为 A 股会上涨，比上期上升 9 个百分点；50%的受访者认为港股会上涨，比上期上升 15 个百分点。投资者的乐观情绪来自于对基本面增长的信心以及风险的可控性：在基本面方面，约 53%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%，比上期提高了 8.2 个百分点；受访者同样看好 A 股上市公司未来的业绩表现，约 45%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%，比上期提高了 7.7 个百分点。在风险方面，首先，64%的受访者认为 A 股价格基本合理，虽然比上期下降了 2.2 个百分点，但与历史调查相比，这个比例仍然居于高位。其次，37%的受访者认为一二线城市的地产价格基本合理，比两年前上升近 20 个百分点；第三，对于美国发动的贸易战，投资者对其负面影响逐渐看淡，本期约 46.7%的受访者甚至认为贸易战对中国长期有利，比两年前增长了接近一倍。

基于这种乐观情绪，投资者显著增加了对股权投资的意愿。具体来说，本期受访者对股票投资的净增加人数为 20.9%（散户和金融业分别为 20.5%和 22%），比上期稍有降温，但整体非常乐观；对股票型基金的净增加人数为 16.5%（散户和金融业分别为 16%和 18.3%），比上期提高 2.7 个百分点（散户和金融业分别提高 0.2 个和 11 个百分点）。

我们认为投资者的乐观情绪是有道理的，但还可能偏保守。虽然投资市场永远充满着各种各样的风险，但是市场的最终决定因素往往只有一个或几个是最核心的。我们认为，在 2021 年伊始，决定中国资本市场的大多数核心因素都是向好的，整体风险可控，我们很可能处在十年来最大、最可持续的牛市开端。我们有六个理由：

第一，新冠疫情。2020 和 2021 年的投资市场以及实体经济，从很大程度上讲，主要的驱动因素是疫情以及各国政府和社会对疫情的应对。截至 2020 年 12 月 30 日，全球累计确诊病例达 8342 万。北美地区最为严重，累计确诊病例 2055 万，主要来自美国（1997 万）；欧洲发达地区累计确诊病例 1856 万，位居第二；第三位是拉美地区，1558 万；东南亚和东亚地区分别为 152 万和 39.6 万，疫情最轻。更重要的是，直到 2021 新的一年，美国、欧洲、日本的疫情都再创新高，情况非常严峻。在全球重要经济体中，中国是唯一一个可以真正控制住疫情、基本回归经济常态的国家。目前看来，对新冠疫情的“严防死守”“零容忍”的态度和方法是各国所有选项中最有效的。

随着疫苗的大规模使用，在今年上半年，新冠疫情有望在全球范围内基本得到控制。这对全球经济都是最重大的利好。最近在英国和南非发现的变种病毒让人们产生很多新的担心：最可怕的是这些传染性更强的病毒有可能使现有的疫苗无效。但是，即使万一这件不幸的事情真的发生了，全球唯一能够抵御新冠的做法就只有中国严防死守的严厉政策了。

第二，实体经济。一季度疫情爆发初期全球经济普遍下跌，二季度经济萎缩更为严重，三季度得益于空前的救市力度，美国 GDP 出现报复性反弹，单季度值同比增长达 27%[3]，欧元区和日本经济继续萎缩，但下滑程度较二季度明显缓和。综合前三季度，美国 GDP 比去年同期下滑 23%，欧元区下滑 21%，日本下滑 17%。相比之下，我国经济 “一枝独秀”，由于较早控制住疫情，我国在 4 月初已经开放大部分经济，二季度增速转正，同比增长 2.4%，三季度增速进一步加快至 4.9%，前三季度经济同比增长 0.2%，GDP 规模与去年同期持平。与欧美日不同的是，中国的经济回弹主要原因是控疫政策效率高，成本低；而欧美日是靠货币和财政政策的强刺激，效率低，后遗症会很严重。

第三，外部环境。从特朗普发动贸易战，到香港动乱，到台海紧张局势，到新冠疫情，中国经济在过去两年里经历了很多磨难和挑战。整体来说，中国的答卷是非常沉稳、理性、优秀的。随着美国大选的结束，拜登总统上台会带来更为理性的、系统性的对华政策，因此有助于降低冷战和热战的风险，降低投资的不确定性。同样重要的是，特朗普时代让中国投资者已经看清楚了国内、国际的各种不确定性，这点在资产价格已经有所体现。今后四年，世界可以有两个方向发展，或是更加稳定、或是更加混乱，我们认为大概的方向是趋向稳定的（由于特朗普时代过于混乱），虽然更为长期的矛盾和冲突不见得能有实质性的缓解。

第四，改革开放的决心。中国过去 40 年之所以能以惊人的速度发展，靠的是改革、开放的国家战略。在过去几年里，随着反腐、去杠杆、房地产调控政策的力推，很多产业和公司都受到了直接和间接的影响，以至于让很多人误以为是改革开放的路线有了动摇。但在过去一年里，资本市场的大力改革，海南的空前开放政策，RECEP 以及中欧投资协定的签署都用实际行动证明中国正在沿着深化改革开放的道路上大步前行。坚持正确的道路，基本面的增长就会有保障。

---

3 根据 BEA 公布的信息，美国三季度 GDP 同比增长 34%。BEA 提供的是根据 GDP 折年数计算的同比增速，本研究计算的是单季度 GDP 值同比增速。

第五，全球的零利率状态。新冠疫情对经济的冲击导致世界各国央行不得不迅速补充货币供给，把基准利率降到零。在世界主要经济体中，中国是唯一一个还保持 2.5%左右正利率的国家。当基础利率降到零以后，所有能带来正回报的投资都会变得非常有吸引力。哪怕只有 2.5%的回报也足以吸引全球资本更加青睐中国，引发人民币相对美金、日元的升值，更不要说能以每年 5%左右速度增长的实体经济了。

最后，用价值投资的眼光来看问题，投资的回报不只是由基本面来决定，价格同样重要。无论从哪个角度对中国的股市进行判断，中国股市的估值都是二十年来最低的。目前中国 A 股整个市场的估值实际上仅仅略大于净资产。与中国形成极大反差的是美国股市目前的估值处于历史第三高位，第一是 1999 年，第二是 1929 年。价格太高是非常危险的，我们都知道 2000 年、1930 年的美国股市发生了什么。

综上所述，2020 年的新冠疫情对全球经济是个重创。全球主要经济体，无一例外。但中国能在巨大的灾难中，沉稳应对，并保持长期的战略定力，使中国经济在全球的相对地位得到大幅提升。投资是相对性的选择，中国在 2021 年很可能会变为唯一的选项。也许是个巧合，老白姓拜年祝福的吉祥话今年很可能真的会应验，牛年可能真的会带来牛市。

第一部分：投资者情绪指数

新冠疫情导致全球经济空前下滑。2020 年一至三季度，美、日、欧经济规模与去年同期相比萎缩约 20%，只有中国“一枝独秀”，前三季度经济同比增长 0.2%，GDP 规模与去年同期保持持平。具体来看，一季度全球经济普遍下跌，二季度经济萎缩更为严重，三季度得益于空前的救市力度，美国 GDP 出现报复性反弹，单季度值同比增长达 27%，欧元区和日本经济继续萎缩，但下滑程度较二季度明显缓和。得益于较早控制住疫情，中国在 4 月初已经开放大部分经济，二季度增速转正，同比增长 2.4%，三季度增速进一步加快至 4.9%。

各国股市也跟随经济呈现不同程度的“V”形反弹。截至 12 月 30 日，沪深 300 全年上涨 25%，标普 500 上涨 15.5%，日经 225 上涨 16%，韩国综指涨幅达 38%。相比之下，欧洲股市表现稍差，只有德国 DAX 指数小幅上涨 3.5%，英国、法国、意大利股指分别下跌 13%、6.3%和 5.6%。

我国投资者情绪继续回暖。对 A 股走势的看法比上期更为乐观，对港股的负面情绪也正逐步消散。受访者对上市公司利润和经济增长的信心增强，通胀预期不高。尽管有相当一部分投资者认为中美关系的恶化是长期性的，但关于这种恶化给中国造成的影响，投资者的看法正变得越来越积极。本期投资者对股票和股票型基金的投资意愿比较积极，对房地产的投资意愿不高。具体如下：

受访者对 A 股走势的看法比上期更为乐观。在本次调查中，约 67.5%的受访者认为 A 股会上涨（散户和金融业分别为 69.4%和 62%），比上期上升 9 个百分点（散户和金融业分别上升 9.2 和 8.7 个百分点）。对 A 股的预期回报率是 2.6%（散户和金融业分别为 3.1%和 1.8%），比上期上升 2 个百分点（散户和金融分别上升 2 和 1.8 个百分点）。

大部分受访者认为 A 股价格基本合理，认为股价偏高的人数略有增加。在本次调查中，大概有 64.2%的受访者认为价格合理（散户和金融业分别为 64%和 64.8%），比上期下降了 2.2 个百分点（散户和金融业分别下降了 2.4 和 1.6 个百分点），与历史调查相比，这个比例居于高位；18%的受访者认为 A 股价格偏低（散户和金融业分别为 17%和 21.4%），与上期基本持平（散户下降 0.5 个百分点，金融业提高 1.8 个百分点）；认为股价偏高的人数为 17.8%（散户和金融业分别为 19%和 13.8%），比上期提高了 2.2 个百分点（散户提高了 3 个百分点，金融业下降了 0.1 个百分点）。

受访者对港股的负面情绪正逐渐消散，尽管预期回报率仍在负值区间，但认为恒生指数会上涨的人数明显增多。在本次调查中，约 46.4%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为 50%和 35%），比上期提高了 14.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 16.6 和 7 个百分点）。预期回报率为-1.8%（散户和金融业分别为-0.8%和-5.1%），比上期提高了 3.2 个百分点（散户和金融业分别提高了 3.9 和 1.1 个百分点）。

受访者对房价走势的看法比上期略悲观。本期约 69.7%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 71%和 66.4%），比上期下降了 4.3 个百分点（散户和金融业分别下降了 4.1 和 5 个百分点）。对房价的预期回报率是 3.6%（散户和金融业分别为 3.8%和 2.7%），比上期下降了 0.7 个百分点（散户和金融业均下降 0.7 个百分点）。

从 2018 年 9 月至今，认为房价趋于合理的人数越来越多，人群占比从 17.4%上升至 37.4%；认为偏高的人群逐渐下降，从 78.6%下降至 56.4%；认为房价偏低的人群一直不超过 10%。具体来说，本次调查中，56.4%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 58%和 51.3%），比上期下降了 10 个百分点（散户和金融业均下降 10 个百分点）。37.4%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融业分别为 36%和 42%），比上期提高了 11 个百分点（散户和金融业分别提高了 11 和 10 个百分点）。6.2%的受访者认为房价偏低（散户和金融业分别为 5.9%和 7.%），与上期基本持平。

受访者对通胀的预期不高。本期对物价的预期增长率为 2.5%（散户和金融业均为 2.5%），比上期下降了 0.3 个百分点（散户和金融业分别下降了 0.4 和 0.3 个百分点）。认为会发生通缩的意见占比只有 1.6%（散户和金融业分别为 1.5%和 2%），认为会发生超过 6%高通胀的意见占比为 4.6%（散户和金融业分别 4.4%和 5.2%）。

受访者对经济增长的信心增强。本期约 53%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业持此意见的人数分别为 54.6%和 48.5%），比上期提高了 8.2 个百分点（散户和金融业分别提高 6.4 和 14 个百分点），对 GDP 的预期增长率为 5.2%（散户和金融业持此意见的人数分别为 5%和 4.8%）。**受访者同样看好 A 股上市公司未来的业绩表现。**约 45%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%（散户和金融业持此意见的人数分别为 41%和 57%），比上期提高了 7.7 个百分点（散户和金融业分别提高 7.9 和 7 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 11.3%（散户和金融业分别为 10.9%和 12.8%），比上期提高了 1.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 1.3 和 1.2 个百分点）。

投资者看好股票、股票型基金以及银行理财，愿意增加投资的人数显著大于希望减少投资的人数。具体来说，本期受访者对股票的净增加人数为 20.9%（散户和金融业分别为 20.5%和 22%），比上期下降 5.6 个百分点（散户和金融业分别下降 5.2 和 7.2 个百分点），虽稍有降温，但整体非常乐观；对股票型基金的净增加人数为 16.5%（散户和金融业分别为 16%和 18.3%），比上期提高 2.7 个百分点（散户和金融业分别提高 0.2 个和 11 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 73%（散户和金融业均约 73%），比上期提高了 13 个百分点（散户和金融业分别提高了 11 和 21 个百分点）。**金融业受访者对房地产的投资意愿下降**，全部受访者对房地产投资的净增加人数为-1%（散户和金融业分别为 0.7%和-6%），比上期下降 1.7 个百分点（散户提高 0.05 个百分点，金融业下降 7.3 个百分点）。**散户和金融业均不看好外汇和海外资产**，全部受访者对外汇和海外投资的净增加人数分别为-15.4%和-23%。**金融业对黄金和债券的投资意愿高于散户**，散户对黄金和债券投资的净增加人数分别为-1.1%和 0.4%，金融业对对黄金和债券投资的净增加人数人别为 7.3%和 10%。

投资者对虚拟货币的投资意愿自 2019 年 4 月以来持续走高，本期比上期略有上升。在本次调查中，70.2%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 67.2%和 78.9%），比上期上升 0.72 个百分点（散户提高了 2 个百分点，金融业下降 1.8 个百分点）。**受访者对区块链应用前景的乐观度比上期略有回调**，约 43.7%的受访者认为区块链应用前景广阔（散户和金融业分别为 43.9%和 42.9%），比上期下降 2.8 个百分点（散户和金融业分别提下降 1.8 和 6 个百分点）。约 40.8%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 40.3%和 42.2%），比上期上升 3 个百分点（散户和金融业分别提高了 2.8 个和 4 百分点）。约 15.6%受访者认为区块链可能被高估（散户和金融业分别为 15.7%和 15%），比上期下降 0.3 个百分点（散户和金融业分别下降 1 和 1.9 个百分点）。

中美经贸争端已经持续近两年，关于双方关系恶化对中国造成的影响，投资者的看法正变得越来越积极。就短期影响而言，虽然负面看法仍然较多，但正在下降：本期约 52.4%的受访者认为短期会有负面影响，比上期下降 1.7 个百分点，与 2018 年 9 月相比下降 6.3 个百分点；**长期负面看法越来越少，正面看法越来越多，** 本期约 47%受访者认为中美经贸破裂长期来看对中国经济有正面影响，比上期提高 5 个百分点，与 2018 年 9 月相比提高 20 个百分点。

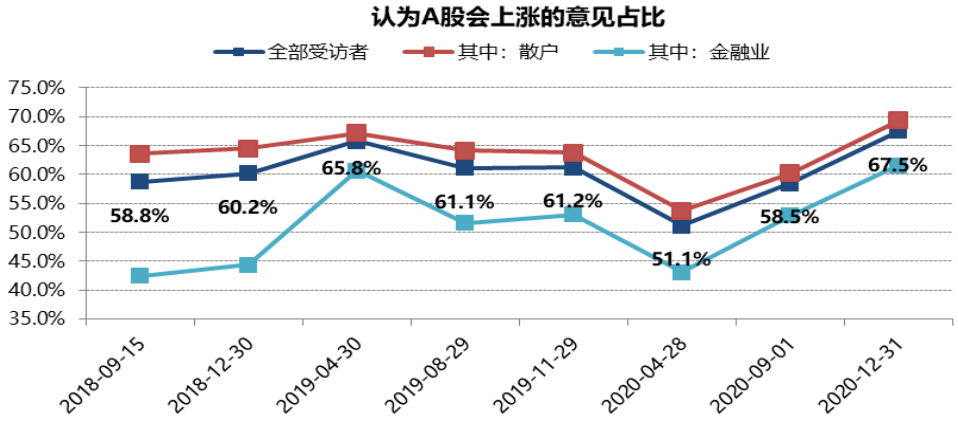
关于新冠疫情对居民收入、生活的影响，本期结果与上期变化不大。约 31.3%的受访者表示疫情使自己的收入显著下降，比上期下降 0.8 个百分点；3.7%的受访者表示自己的收入没有实质性变化，比上期下降 1 个百分点；44.5%的

受访者表示自己的生活可能会更加依赖互联网，比上期提高 1 个百分点；63.4%的受访者表示今后将更加注重健康投资，与上期持平。疫情影响下全球旅游以及航空业损失惨重，这种影响应该是暂时的，本期约 7.4%的受访者表示会永久降低出差频率，比上期提高 0.7 个百分点。

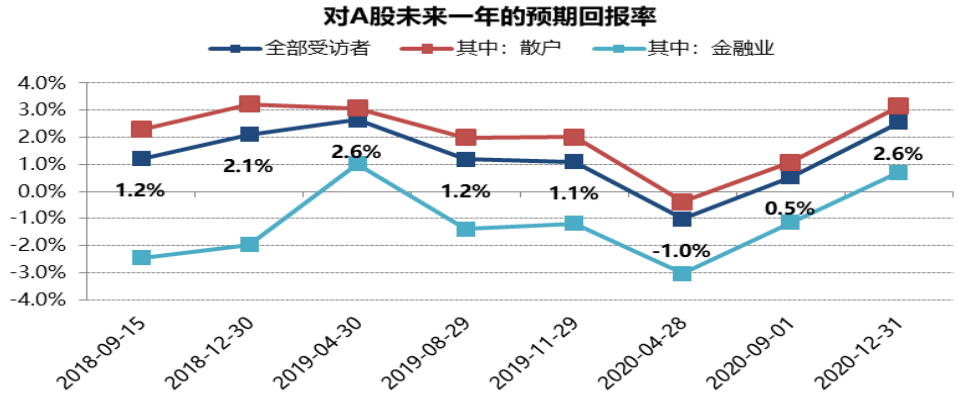
以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

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？



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

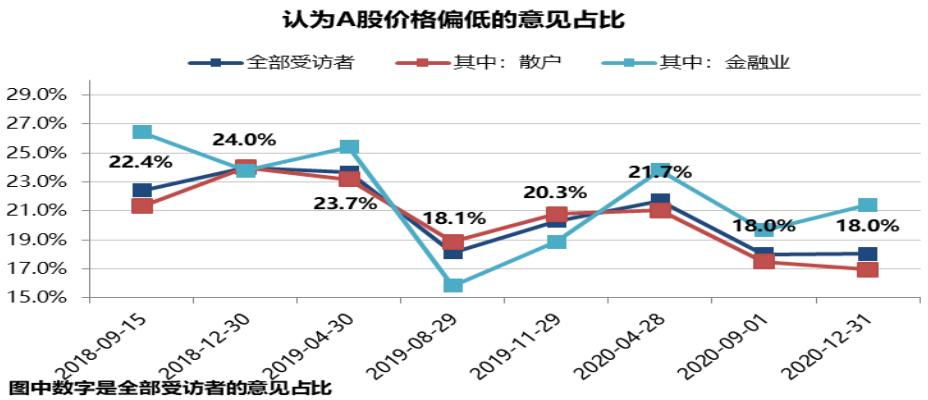


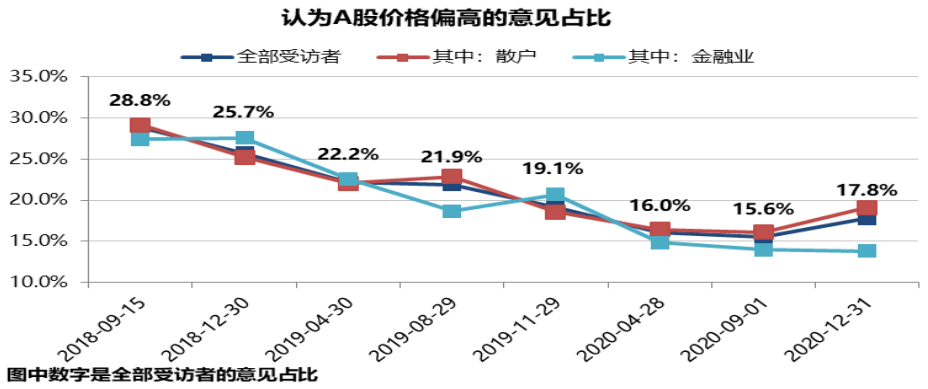
图中数字是全部受访者的意见占比

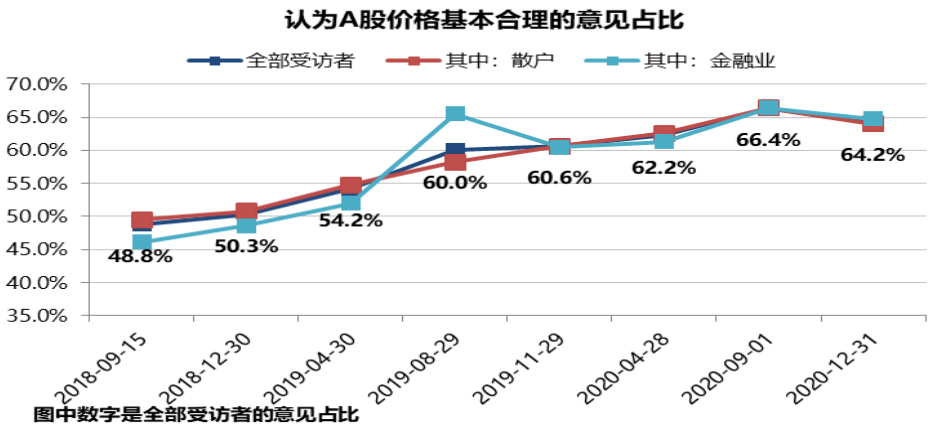
本期，全部受访者都对 A 股未来是否会上涨的问题发表了意见，这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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:

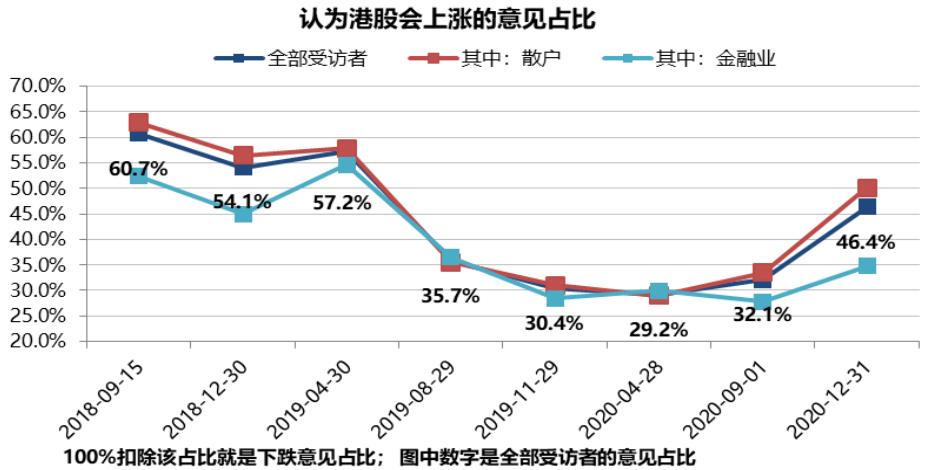


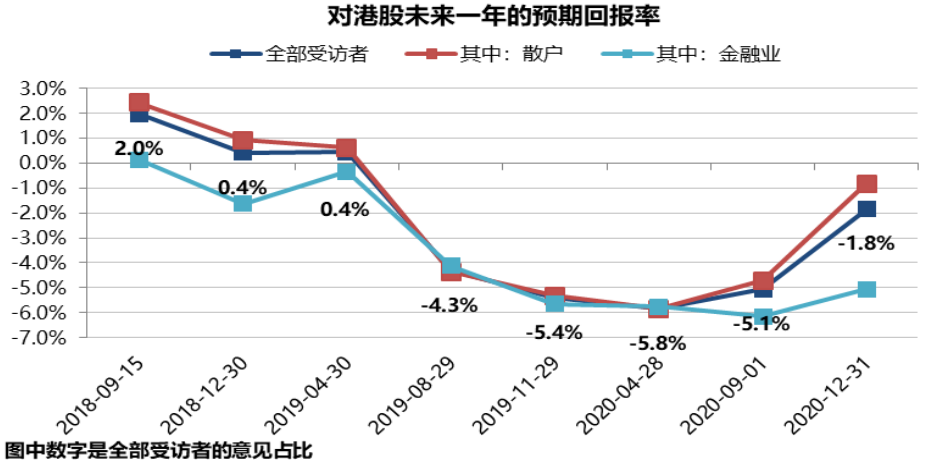




以全部受访者为例，本期有 1.3%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

问题 3：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？



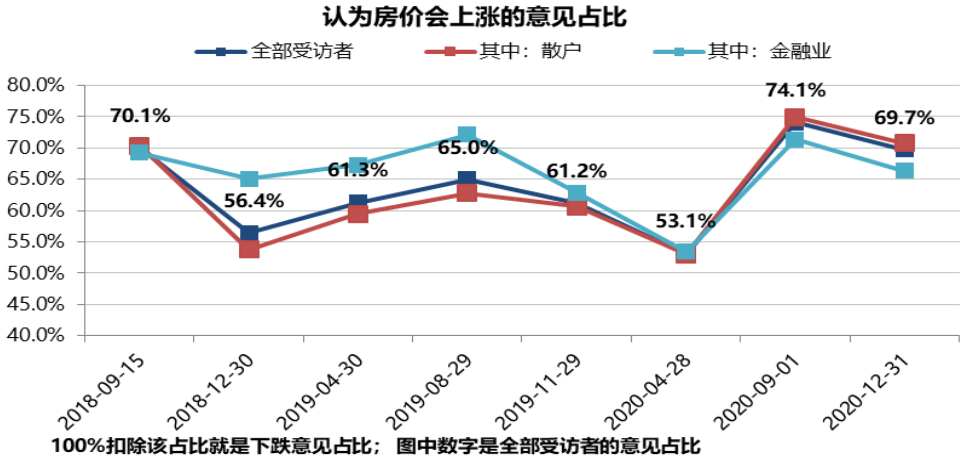


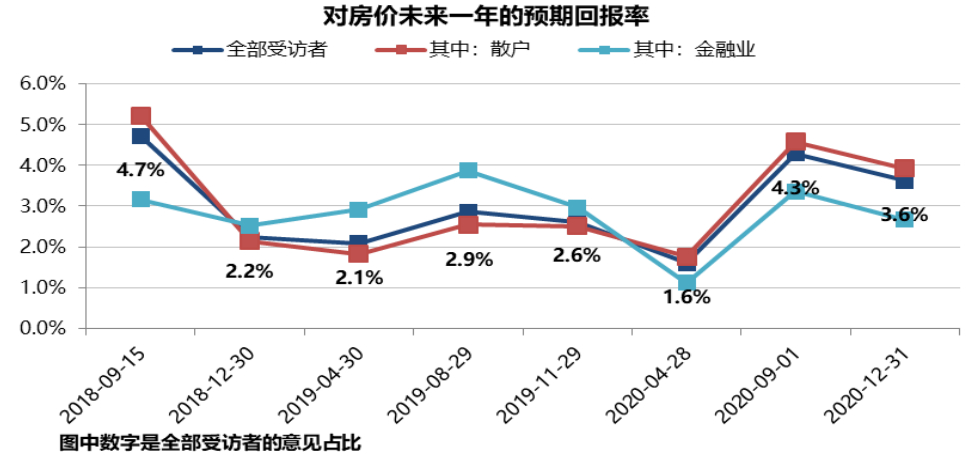
本期，全部受访者都对港股未来是否会上涨的问题发表了意见，这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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？

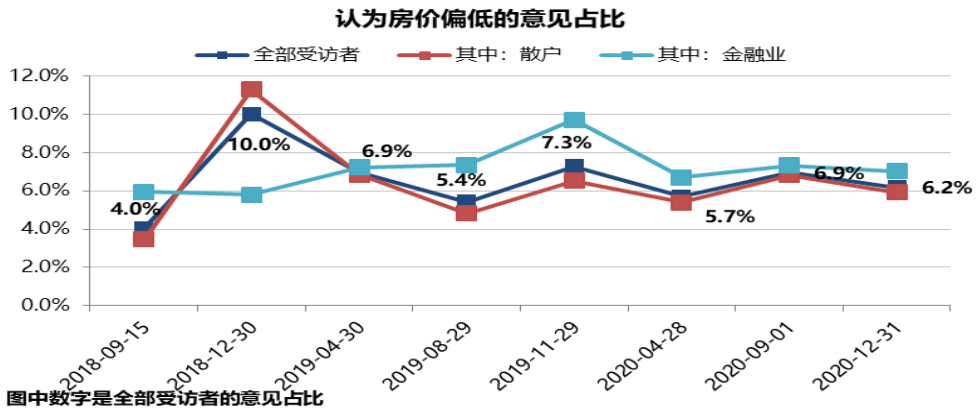


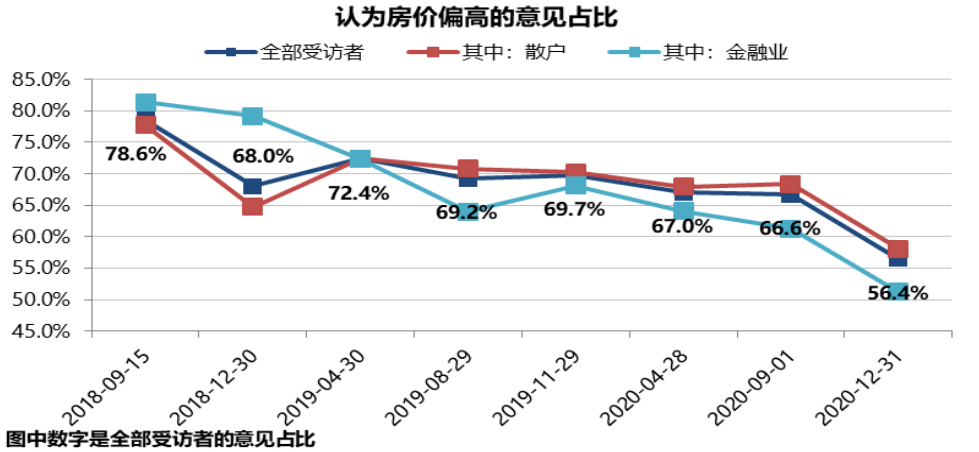


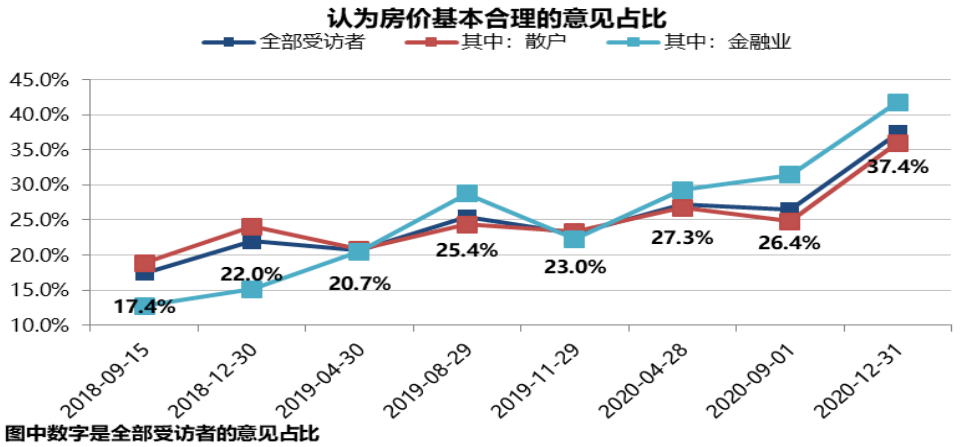
以全部受访者为例，本期有 0.5%的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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 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：



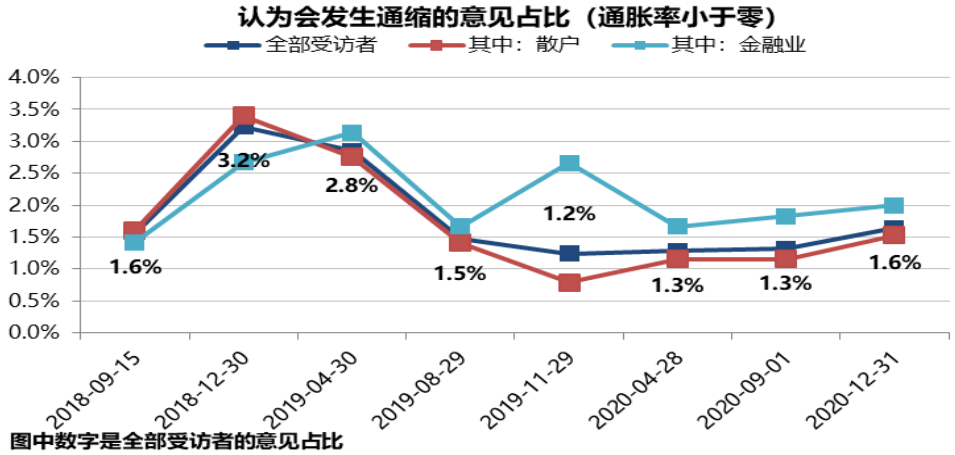


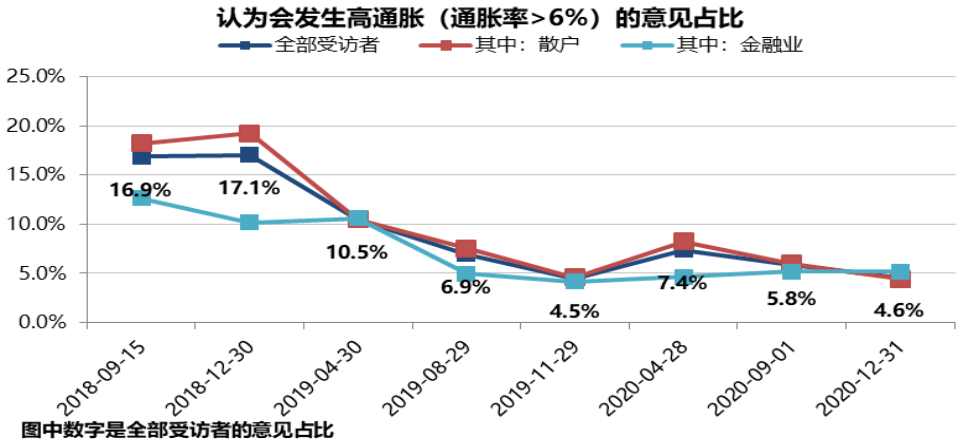


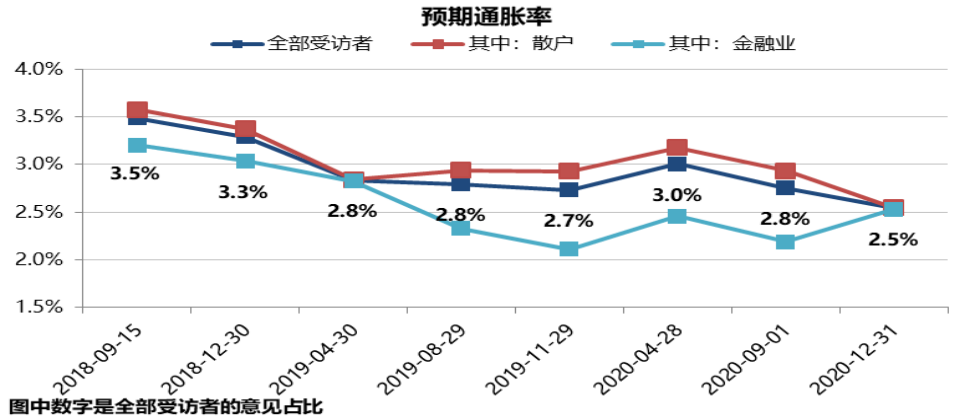
以全部受访者为例，本期有 0.4%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证上认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

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？

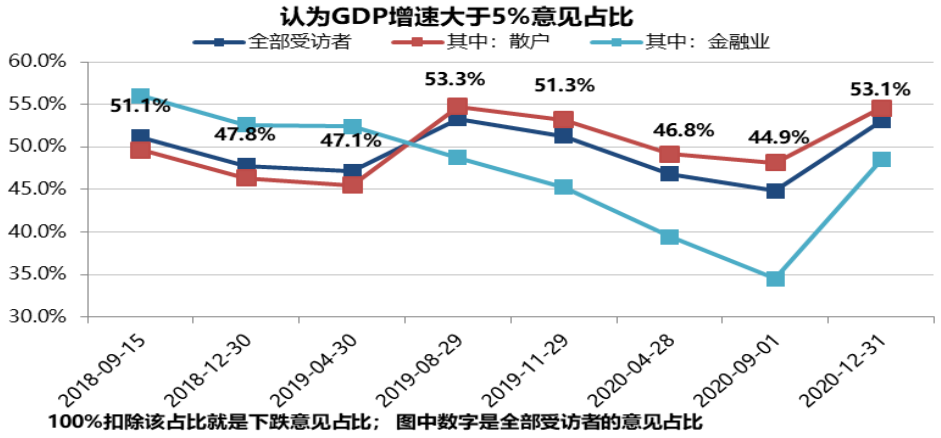


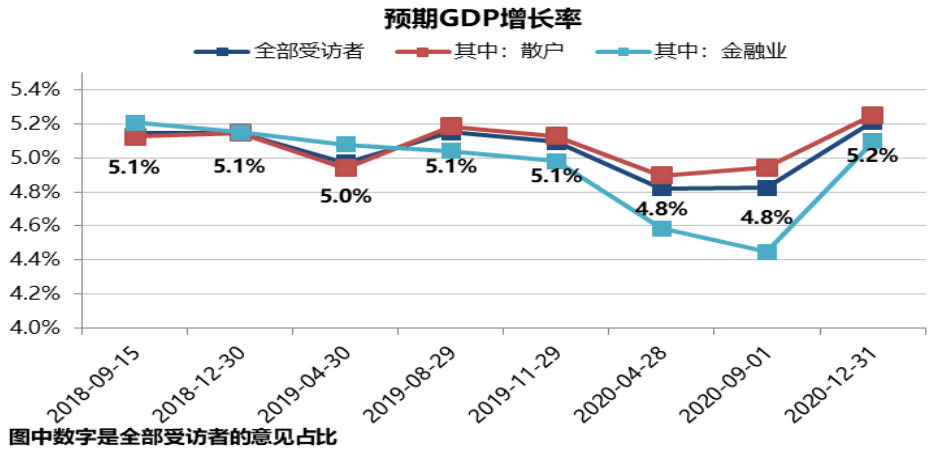




预期通胀率=∑每个通胀率区间的中位数*在该区间的意见占比。

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？

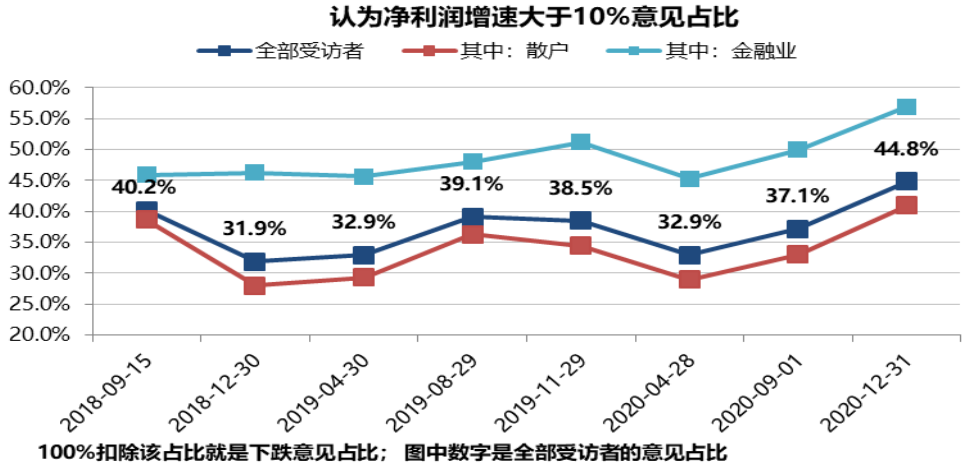


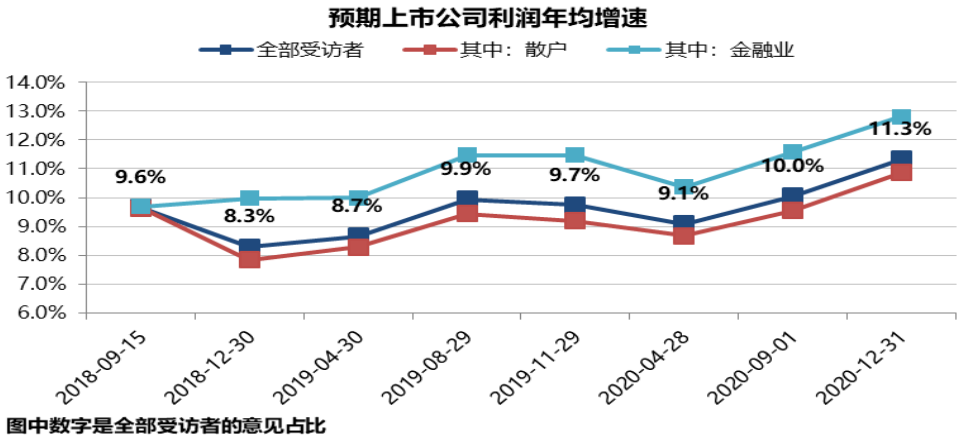


GDP 年均增速是否超过 5%非常重要，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1%的受访者对未来增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 5%的意见和小于 5%的意见占比总和为 100%。

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 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？



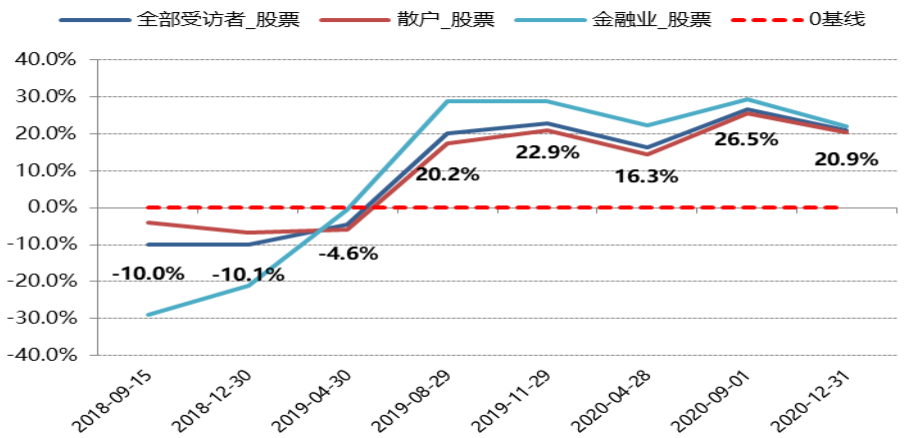


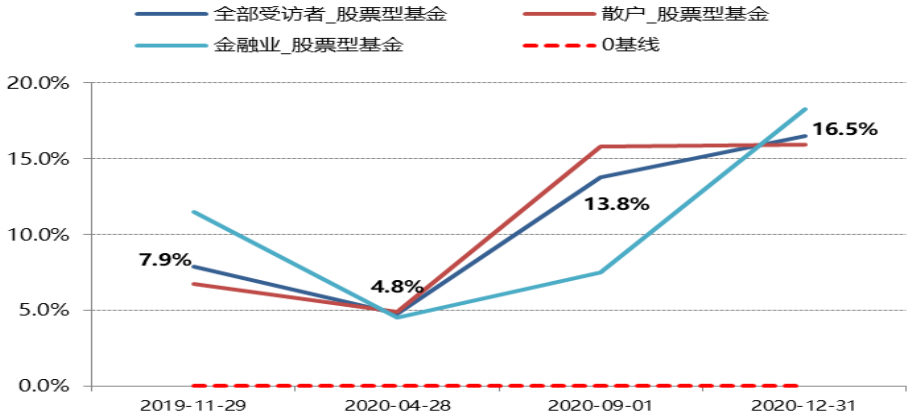
2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 0.9%的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 10%的意见和小于 10%的意见占比总和为 100%。

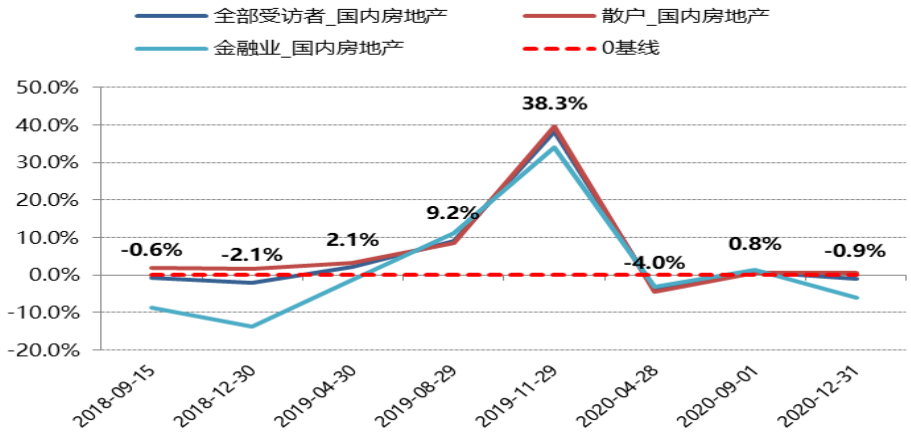
预期增长率=∑每个增速区间的中位数*在该区间的意见占比。

对未来投资的偏好

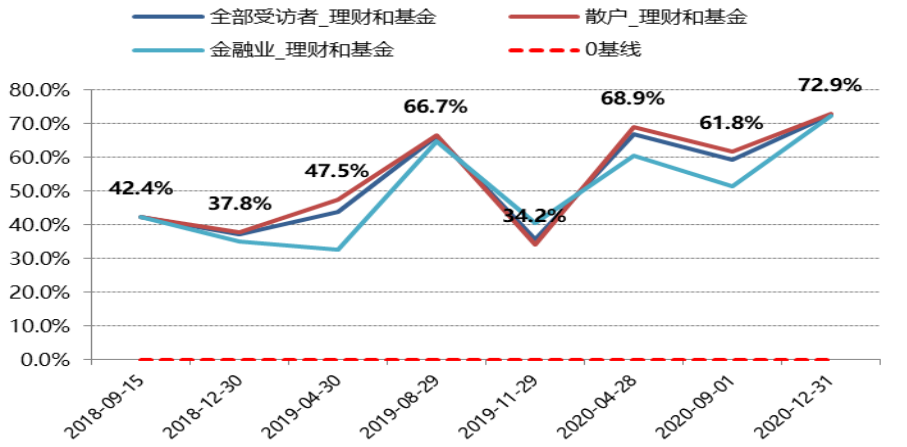
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？

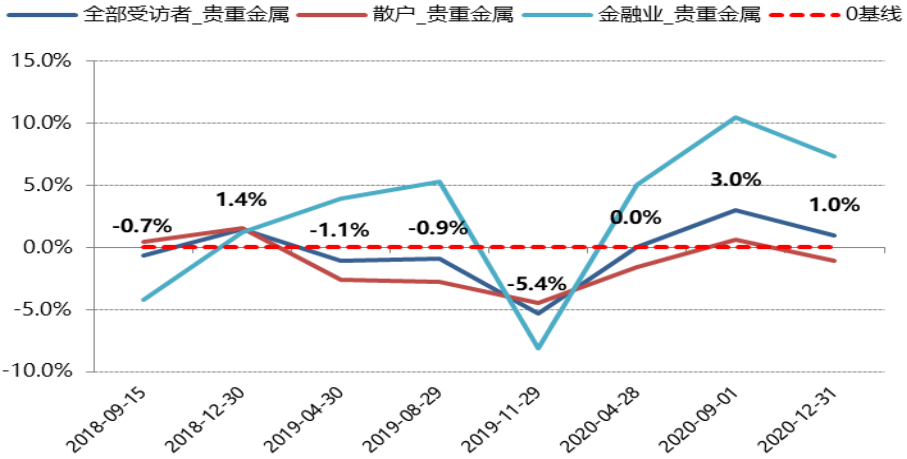


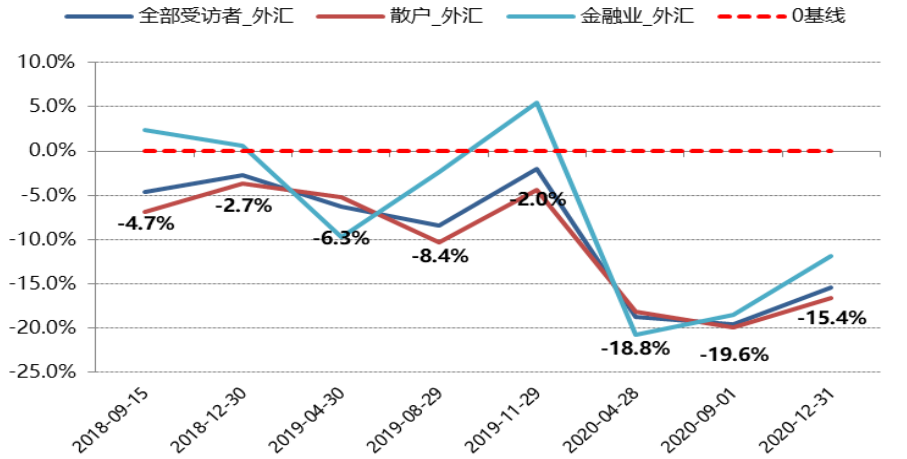




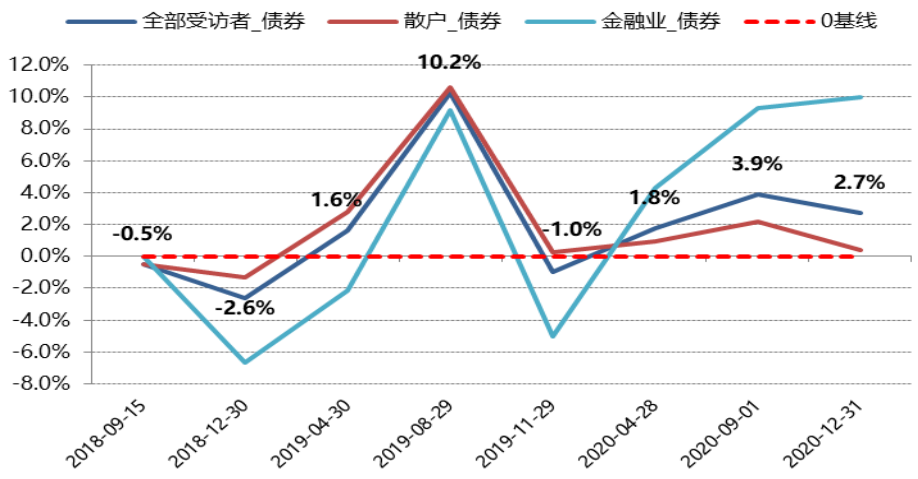
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）

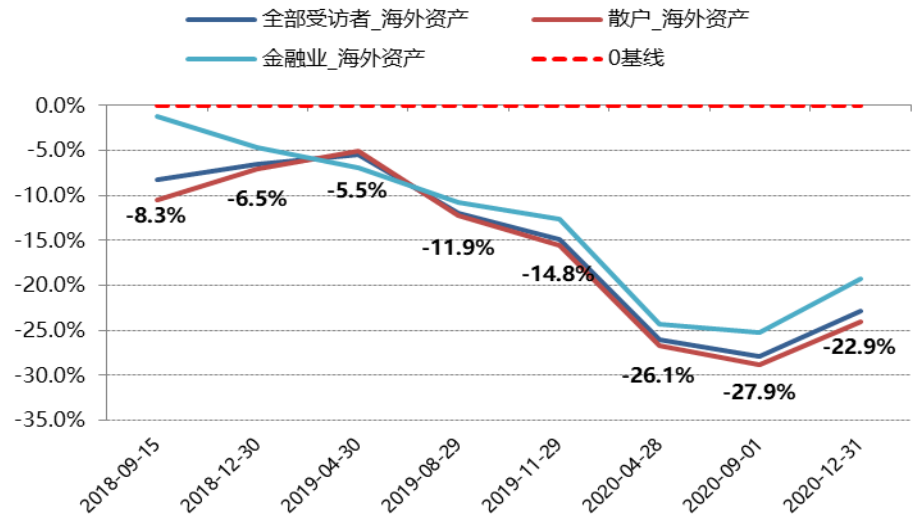






问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



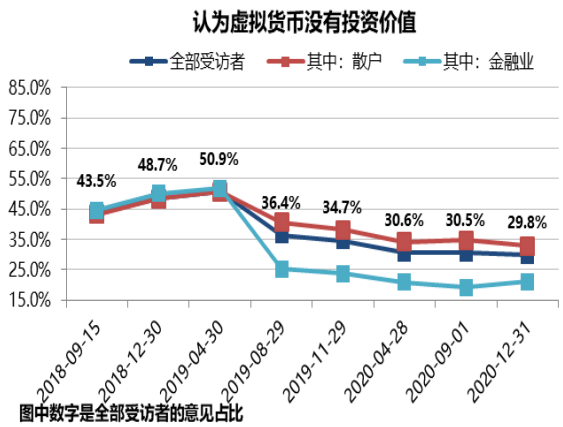


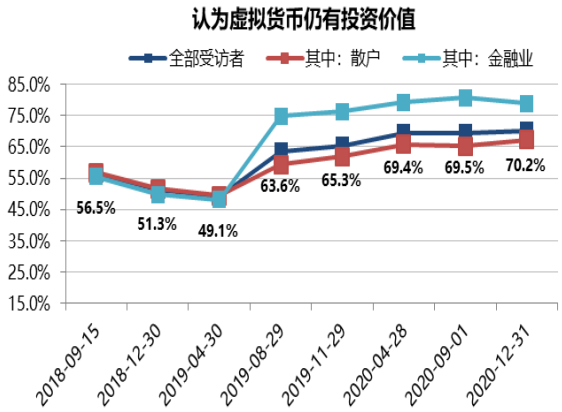
从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。

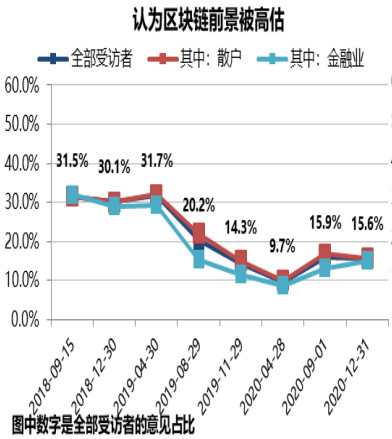
净增加人数=增加该项投资的人数-减少/规避该项投资的人数。以全部受访者为例，在计算意见占比时，我们除以的是总人数 2501 人，而不是除以总意见数，因为该题是多选题。

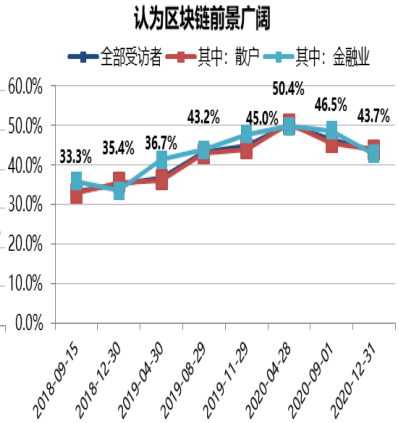
对虚拟货币和区块链态度

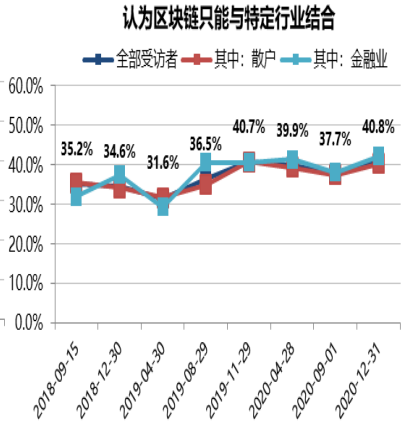
问题 10：关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？







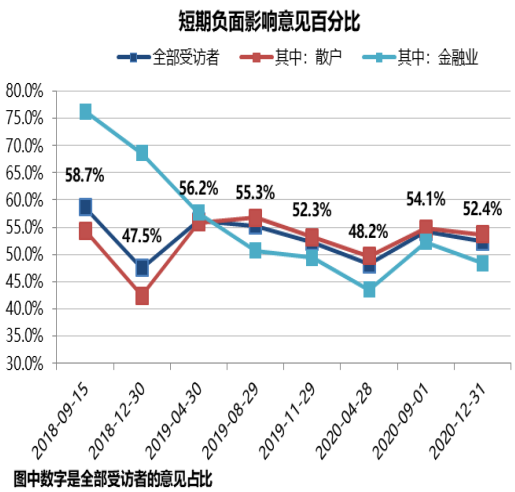


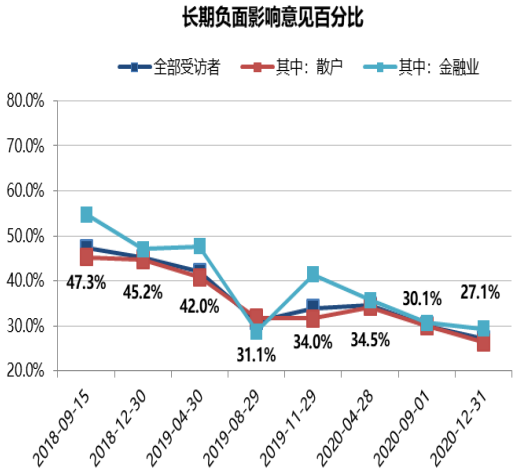


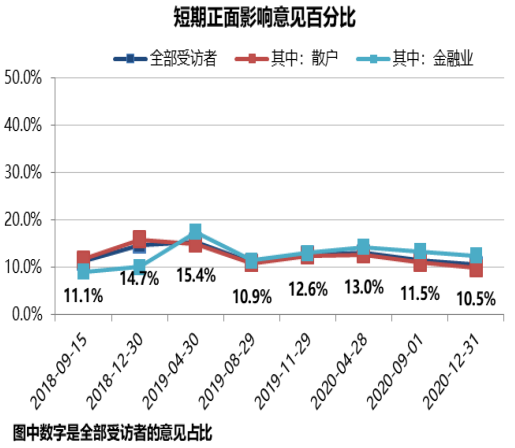
在统计时，剔除了“不了解，没有意见“的人数，从而保证没有投资价值、有投资价值的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷受访人数

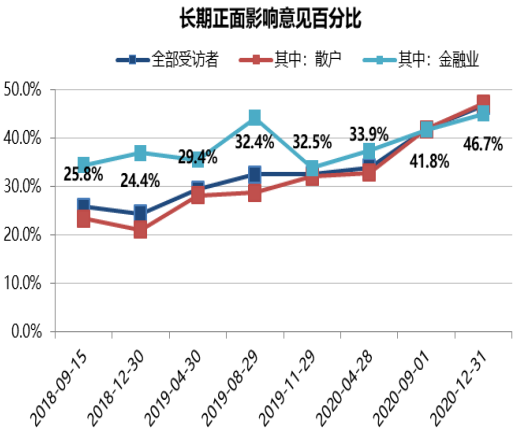
关于中美经贸关系对中国经济影响的看法

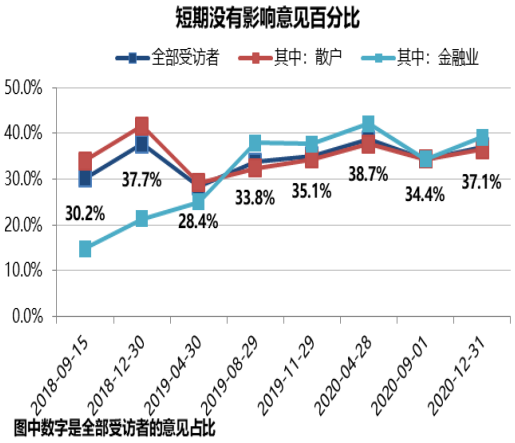
问题 11：如果中国和欧美的贸易关系就此破裂，对中国经济而言，您赞同下列哪些观点

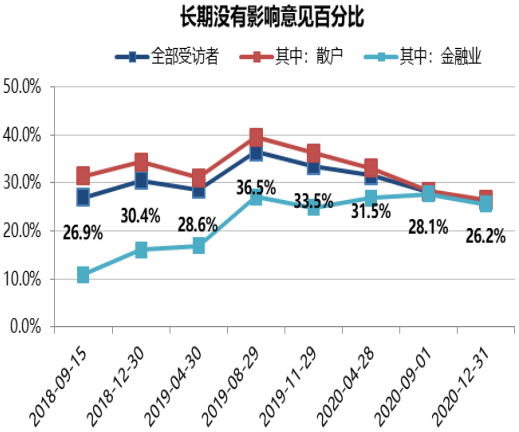








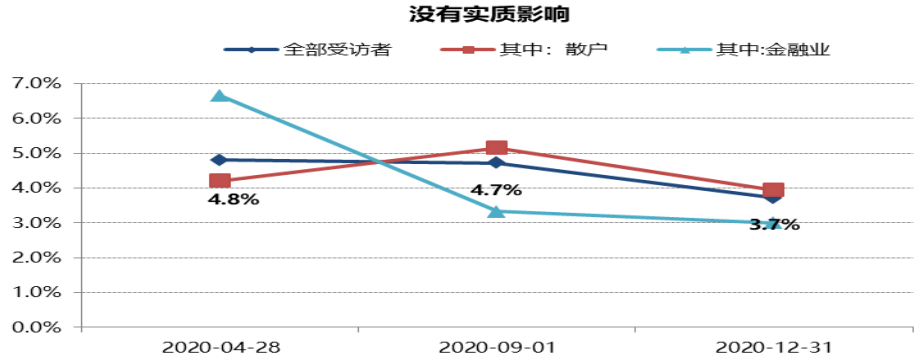


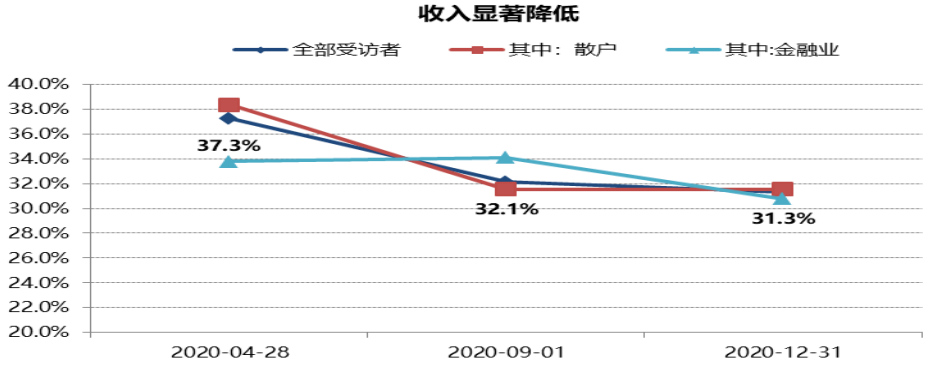


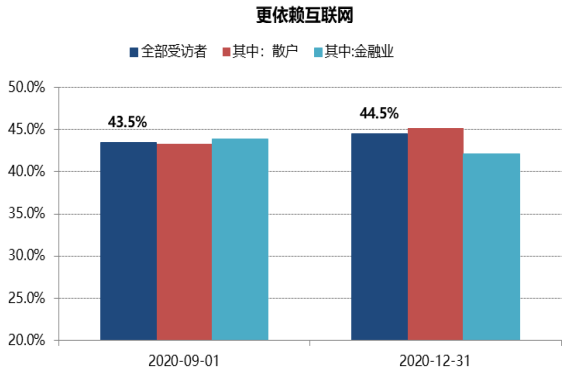
以全部受访者短期意见为例，短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷受访人数

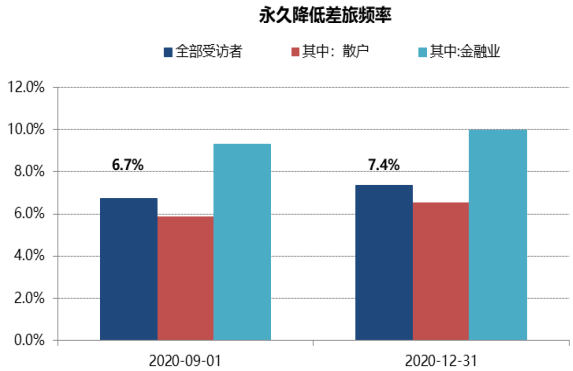
新冠疫情的影响

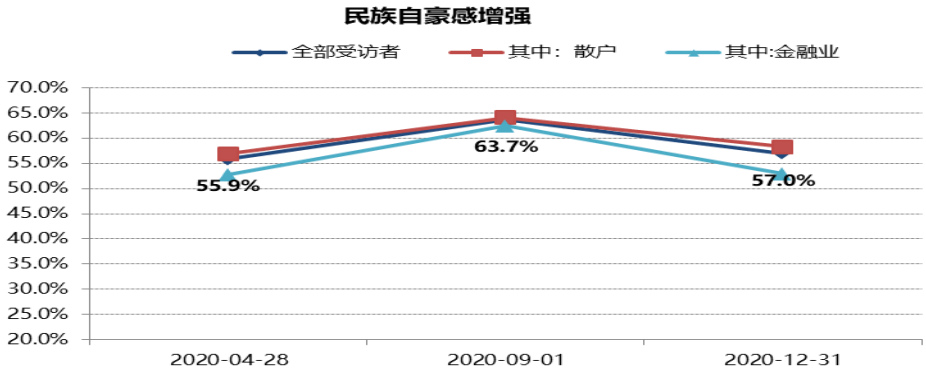
问题 12：新冠疫情对您的长期影响有哪些？（可多选）



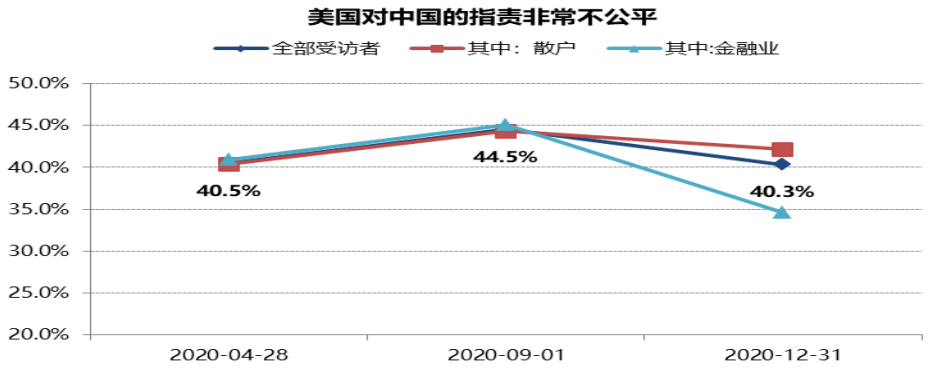


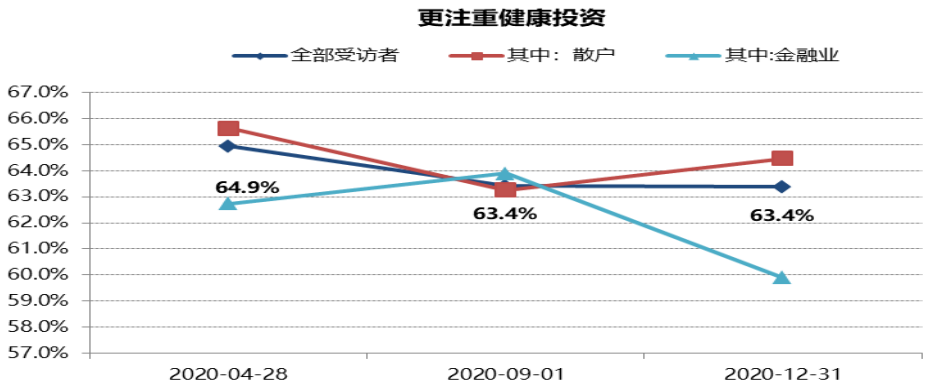


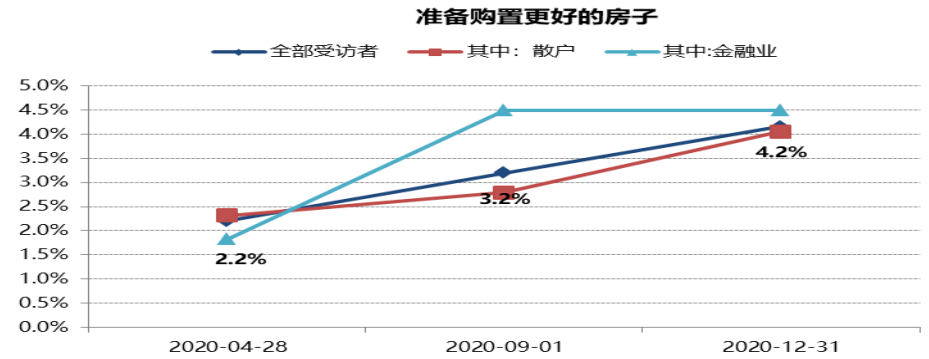


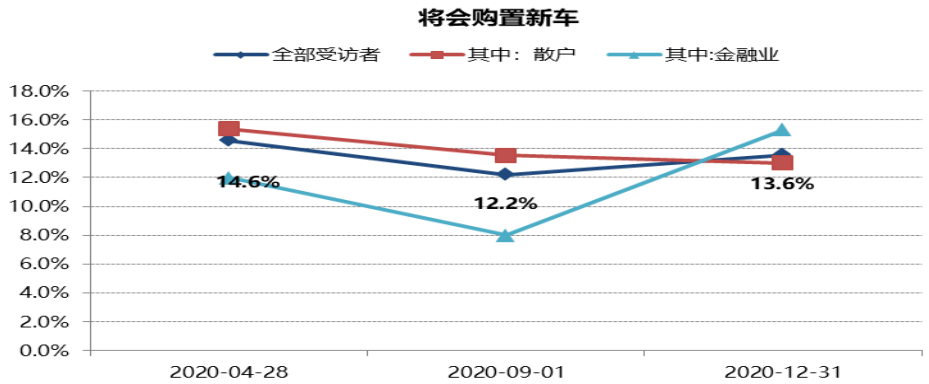


问题 12：新冠疫情对您的长期影响有哪些？（续）





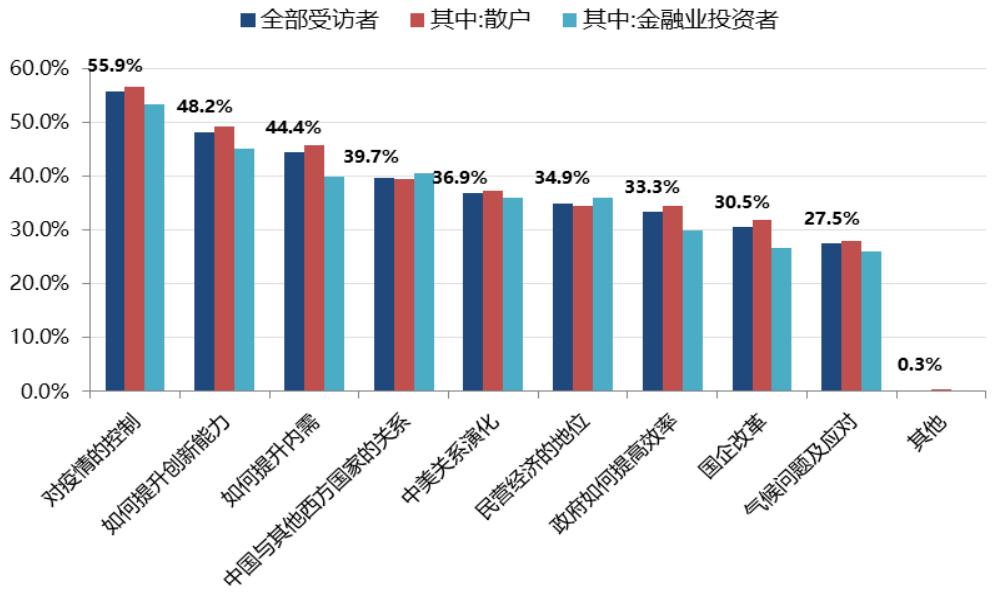




全部受访者意见占比=该意见数÷全部受访者人数

对投资影响最大的议题

问题 13：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）



全部受访者意见占比=该意见数÷全部受访者人数

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 12 月全球重要股指回报率比较

股指名称	2020年					最近2年年均回报率	最近3年年均回报	最近5年年均回报	最近10年年均回
	1至3月	4至6月	7至9月	10至12月	2020年度				
上证综指	-9.8%	8.5%	7.8%	6.1%	11.9%	17.0%	1.1%	-0.7%	2.0%
沪深300	-10.0%	13.0%	10.2%	11.5%	24.8%	30.3%	8.3%	6.5%	5.0%
中小板	-1.9%	23.2%	8.2%	8.1%	41.3%	41.2%	7.4%	2.2%	3.2%
创业板	4.1%	30.3%	5.6%	12.7%	61.3%	52.3%	18.3%	1.3%	9.8%
恒生指数	-16.3%	3.5%	-4.0%	15.7%	-3.7%	2.5%	-3.2%	4.4%	1.7%
标普500	-20.0%	20.0%	8.5%	11.0%	15.5%	22.0%	11.8%	12.8%	11.5%
日经225	-20.0%	17.8%	4.0%	18.4%	16.0%	17.1%	6.4%	7.6%	10.4%
富时100	-24.8%	8.8%	-4.9%	11.8%	-13.1%	-1.3%	-5.2%	1.0%	1.1%
法兰克福DAX	-25.0%	23.9%	3.7%	7.5%	3.5%	14.0%	2.0%	5.0%	7.1%
巴黎CAC40	-26.5%	12.3%	-2.7%	16.6%	-6.3%	8.8%	1.8%	3.8%	3.9%
韩国综指	-20.2%	20.2%	10.4%	23.4%	30.8%	18.7%	5.2%	7.9%	3.4%
新加坡海峡指数	-23.0%	4.4%	-4.8%	16.3%	-11.0%	-3.3%	-5.5%	-0.1%	-1.1%
意大利ITLMS	-27.5%	13.8%	-1.4%	16.1%	-5.6%	9.6%	0.0%	0.8%	1.5%

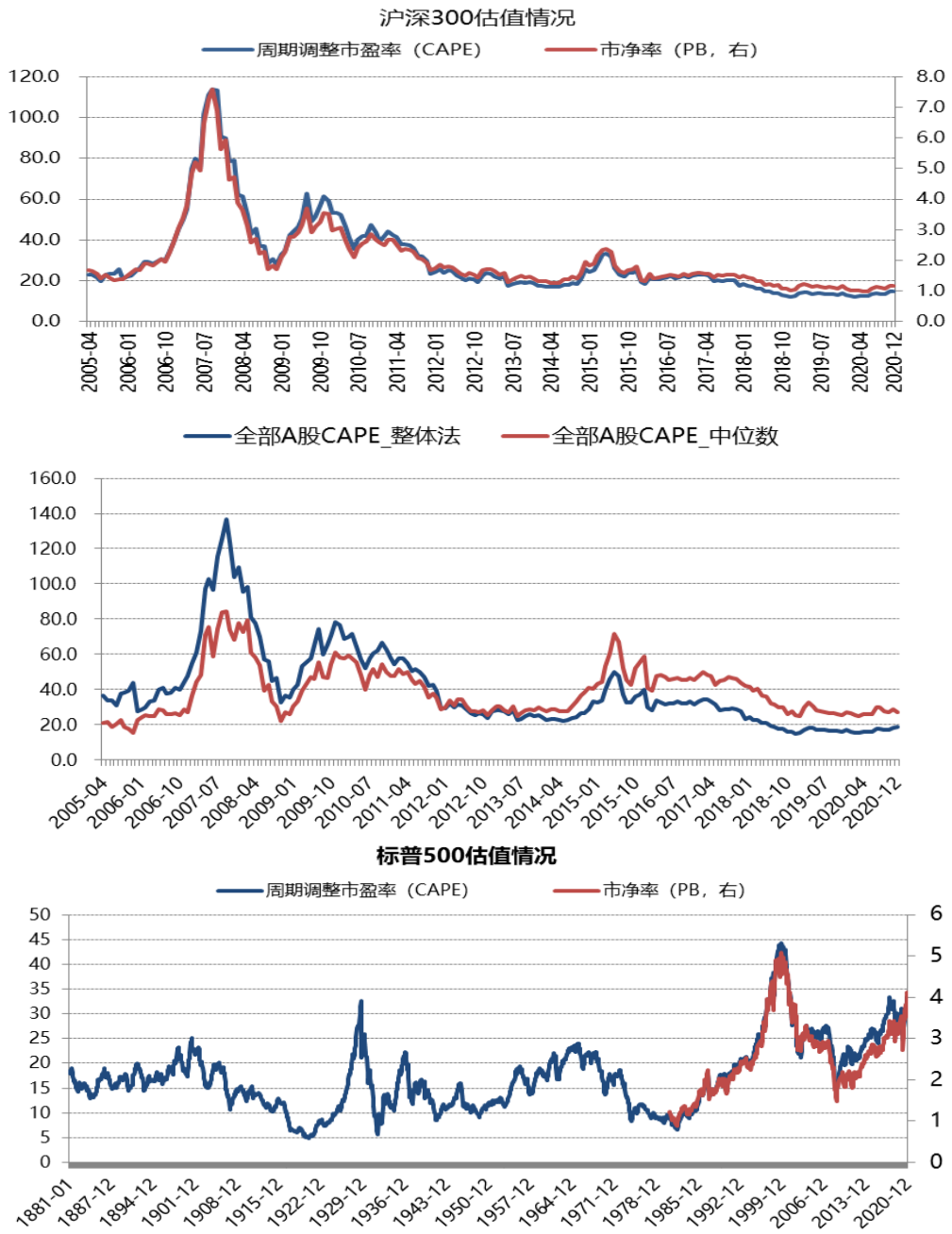
①所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益率。②数据来源：Wind

图 2：2020 年 12 月中国 A 股上市公司分行业回报率

	2020年				2020年	最近5年年	最近10年年均回报	
	1至3月	4至6月	7至9月	10至12月	度	均回报	不含红利	含红利
食品饮料	-4.2%	29.9%	18.7%	20.0%	77.2%	31.9%	16.4%	18.4%
休闲服务	-19.9%	57.9%	31.1%	5.6%	75.2%	5.8%	12.2%	13.0%
电气设备	-2.0%	18.7%	20.9%	21.9%	71.4%	-0.7%	2.2%	3.2%
医药生物	9.7%	32.1%	2.0%	0.9%	49.2%	5.4%	8.9%	9.8%
汽车	-5.0%	7.5%	22.2%	18.3%	47.7%	-0.1%	4.9%	7.0%
国防军工	-5.7%	8.7%	30.7%	3.6%	38.8%	-4.9%	2.8%	3.2%
机械设备	-4.9%	13.6%	14.5%	5.9%	31.0%	-6.7%	-0.8%	0.2%
家用电器	-13.9%	19.2%	9.5%	15.7%	30.0%	10.9%	12.3%	14.7%
电子	-5.3%	31.0%	-1.7%	4.4%	27.4%	3.4%	7.4%	8.1%
农林牧渔	16.4%	4.2%	4.6%	-0.6%	26.2%	3.2%	5.0%	6.0%
有色金属	-13.7%	10.5%	6.5%	20.1%	21.9%	-0.9%	-3.1%	-2.4%
建筑材料	-0.9%	6.3%	13.6%	-1.7%	17.6%	5.2%	3.6%	5.2%
化工	-8.8%	8.8%	11.2%	5.7%	16.6%	-4.2%	0.2%	2.2%
轻工制造	-8.9%	12.5%	8.4%	4.9%	16.6%	-7.6%	3.1%	4.2%
计算机	0.1%	18.1%	1.1%	-5.9%	12.5%	-7.5%	7.3%	8.0%
商业贸易	-1.6%	14.9%	3.2%	-8.6%	6.5%	-10.9%	-3.4%	-2.3%
钢铁	-10.7%	4.0%	2.5%	11.5%	6.1%	-2.1%	-1.6%	0.2%
非银金融	-16.5%	5.6%	20.8%	-4.0%	2.2%	1.6%	4.4%	6.1%
传媒	-4.4%	22.2%	-3.0%	-11.1%	0.7%	-18.9%	1.5%	2.2%
公用事业	-8.5%	2.1%	4.6%	0.4%	-2.0%	-9.7%	-0.6%	1.6%
纺织服装	-4.7%	5.0%	1.6%	-7.6%	-6.0%	-16.0%	-3.6%	-2.0%
通信	2.2%	3.6%	-6.4%	-6.2%	-7.1%	-11.7%	-0.8%	-0.1%
交通运输	-19.4%	2.7%	4.5%	4.6%	-9.5%	-9.7%	-1.6%	0.3%
银行	-12.6%	-0.8%	-1.4%	4.4%	-10.7%	0.4%	2.8%	7.6%
建筑装饰	-6.3%	-5.1%	5.3%	-5.3%	-11.4%	-11.2%	-1.3%	0.4%
采掘	-18.3%	-5.6%	4.6%	8.1%	-12.9%	-7.6%	-7.9%	-5.4%
房地产	-14.1%	6.8%	2.7%	-7.7%	-13.1%	-10.1%	2.3%	4.2%
综合	2.8%	11.7%	-0.8%	0.9%	14.9%	-14.5%	-0.7%	-0.3%

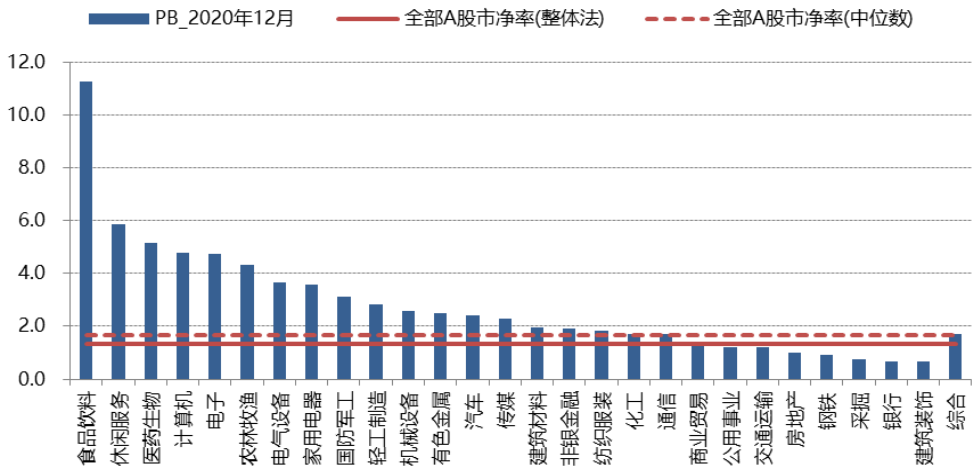
①所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。②上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

图 3：2005 年 5 月至 2020 年 12 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率（CAPE）和市净率（PB）



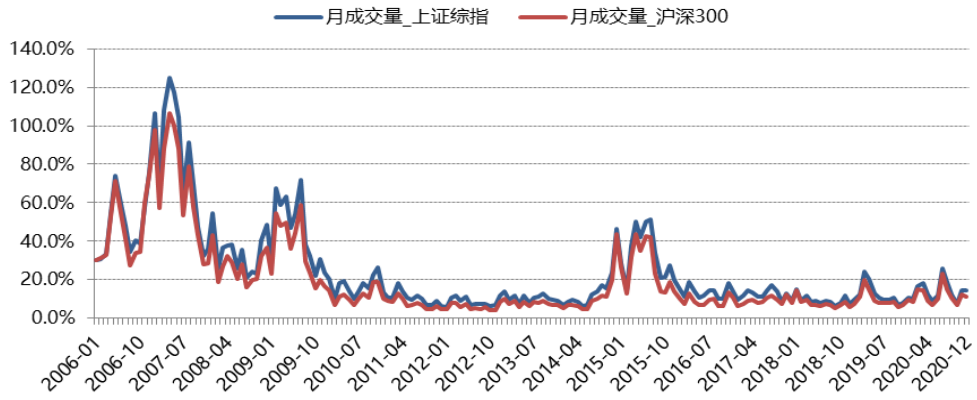
①截至 2020 年 12 月 29 日，沪深 300 的市净率是 1.2 倍，周期调整市盈率是 14.7 倍；如果计算全部 A 股的 CAPE，整体法的结果是 18.7 倍，取中位数的结果是 27.2 倍，说明 A 股中规模较小公司的估值较高。②截至 2020 年 12 月底，美国标普 500 市净率和周期调整市盈率分别是 4.1 倍和 33.4 倍。③美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页，市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR，周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算，计算方式请参见报告附表。

图 4：2020 年 12 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。

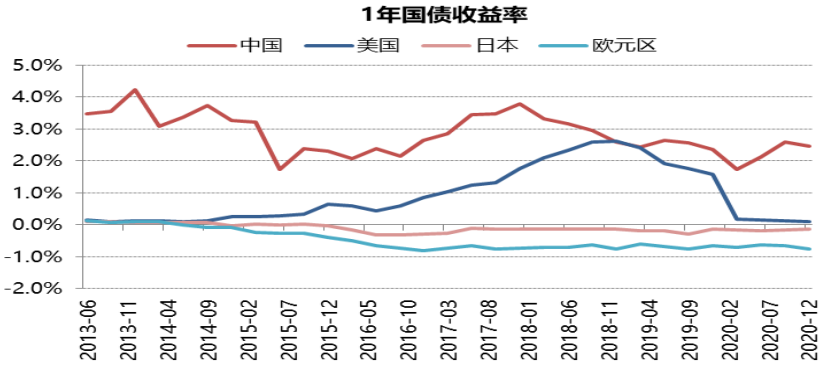
图 5：2006 年 1 月至 2020 年 12 月上证综指和沪深 300 月成交量情况

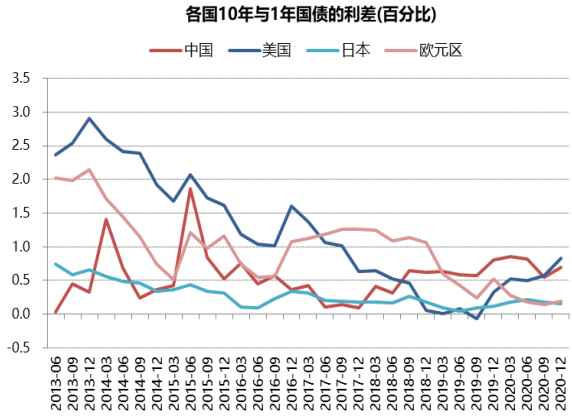


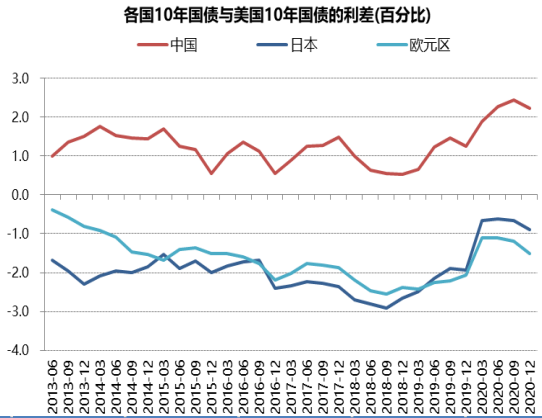
①截至 2020 年 12 月，上证综指和沪深 300 的成交量分别为 14.6%和 11%。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR，成交量占比=交易股数/流通股数。

债券价格水平

图 6：2020 年 12 月国债收益率情况





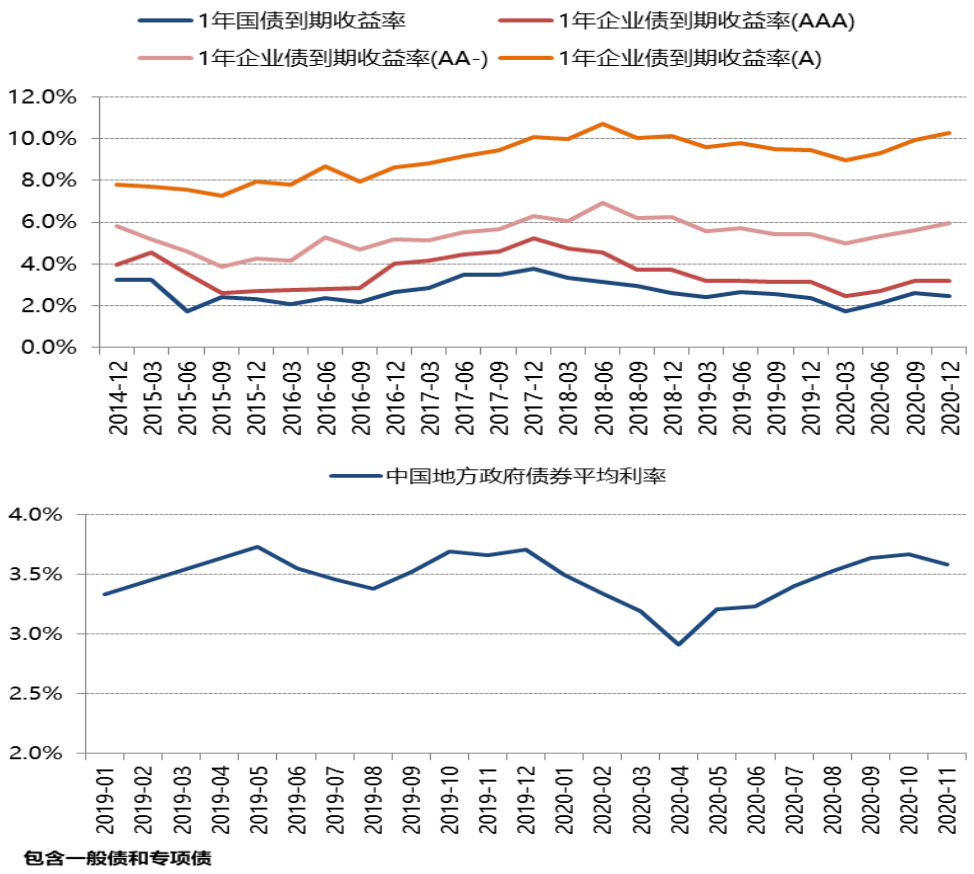


各国1年国债收益率(百分比)									
	2020年								
	12月	9月	6月	3月	1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
中国	2.5	2.6	2.1	1.7	2.4	2.6	3.8	2.3	3.3
美国	0.1	0.1	0.2	0.2	1.6	2.6	1.8	0.7	0.3
日本	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1
欧元区	-0.8	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.4	0.6
英国	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.6	0.8	0.4	0.3	0.6
新加坡	0.4	0.3	0.3	0.8	1.7	2.0	1.7	1.0	0.4
韩国	0.7	0.7	0.7	1.0	1.4	1.8	1.8	1.6	2.9

各国10年与1年国债利差(百分比)									
	2020年								
	12月	9月	6月	3月	1年前	2年前	3年前	5年前	10年前
中国	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	0.6	0.1	0.5	0.6
美国	0.8	0.6	0.5	0.5	0.3	0.1	0.6	1.6	3.0
日本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	1.0
欧元区	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5	1.1	1.3	1.2	2.8
英国	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6	0.9	1.7	2.9
新加坡	0.5	0.6	0.6	0.5	0.0	0.0	0.3	1.6	2.3
韩国	0.9	0.8	0.7	0.5	0.3	0.2	0.6	0.5	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 12 月我国地方政府债和企业债利率



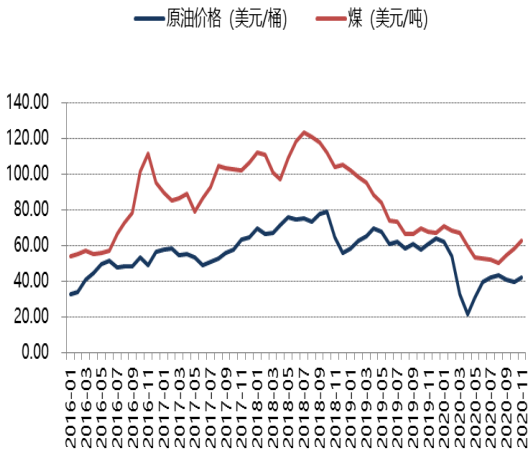
数据来源：CEIC

大宗商品价格水平

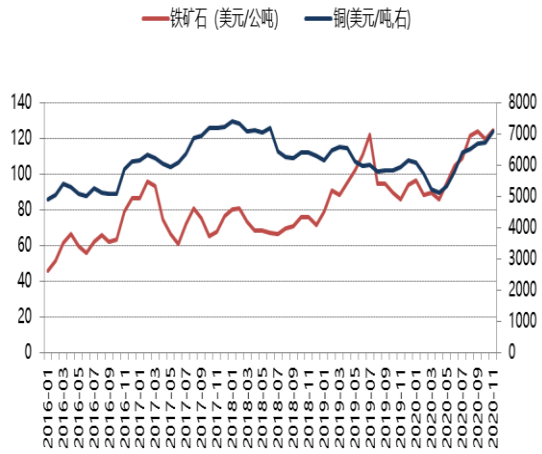
图 8：2020 年 12 月大宗商品价格变动

大宗商品类型	2020年 1至3月	4至6月	7至9月	10至11月	2020年1至11月	最近1年涨跌幅	最近3年年均涨跌幅	最近5年年均涨跌幅	最近10年年均涨跌幅
原油	-49.2%	22.5%	2.9%	4.2%	-33.2%	-30.0%	-11.0%	-0.4%	-6.7%
澳大利亚煤	0.8%	-21.8%	4.6%	15.1%	-5.1%	-6.2%	-13.4%	3.7%	-5.2%
美国天然气	-20.1%	-10.3%	19.3%	36.0%	16.3%	-1.6%	-4.5%	4.7%	-3.5%
欧洲天然气	-41.2%	-35.6%	125.6%	22.4%	4.7%	-6.1%	-10.3%	-2.5%	-5.6%
日本天然气	1.3%	-1.3%	-41.6%	5.5%	-38.4%	-38.2%	-9.8%	-8.2%	-5.4%
食品	-4.4%	0.2%	6.3%	9.1%	11.1%	13.9%	4.7%	4.3%	-1.1%
铝	-9.1%	-2.6%	11.2%	11.0%	9.3%	9.0%	-2.6%	5.7%	-1.9%
铁矿石	-4.0%	16.1%	19.8%	0.5%	34.2%	46.3%	24.6%	21.6%	-2.2%
铜	-14.7%	11.0%	16.5%	5.4%	16.3%	20.6%	1.2%	8.0%	-1.8%
黄金	7.6%	8.8%	11.0%	-2.9%	26.2%	26.9%	13.3%	11.4%	3.1%
美国通胀	0.4%	-0.1%	1.0%	0.0%	1.3%	1.2%	1.8%	1.9%	1.7%

价格根据2020年11月底的价格水平进行调整



以2020年11月价格水平为基准



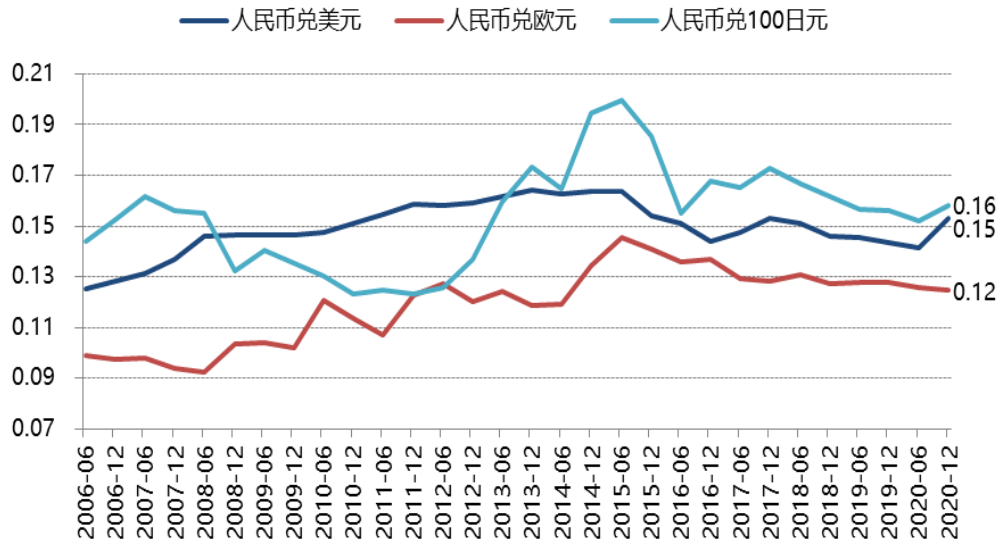
以2020年11月价格水平为基准

数据来源：世界银行

主要货币汇率水平变动

图 9：2020 年 12 月人民币兑主要货币汇率的变动

汇率	2020年					最近3年年均涨跌幅	最近5年年均涨跌幅	最近10年年均涨跌幅
	1至3月	4至6月	7至9月	10至12月	2020年度			
人民币兑美元	-1.5%	0.1%	4.0%	4.4%	6.9%	0.0%	-0.1%	0.1%
人民币兑欧元	0.1%	-1.9%	-0.4%	-0.4%	-2.6%	-0.9%	-2.4%	0.9%
人民币兑港币	-2.0%	0.0%	4.0%	4.4%	6.4%	-0.2%	-0.1%	0.1%
人民币兑100日元	-2.2%	-0.4%	2.1%	1.9%	1.3%	-2.9%	-3.2%	2.5%
人民币兑英镑	4.5%	0.5%	-0.5%	-1.5%	2.9%	-0.4%	1.6%	1.4%
人民币兑加元	6.9%	-3.6%	1.9%	-0.6%	4.4%	0.5%	-1.8%	2.6%
人民币兑澳元	12.0%	-10.3%	0.1%	-3.1%	-2.6%	0.5%	-1.2%	2.9%
人民币名义有效汇率	1.2%	-1.5%	2.3%	1.2%	3.2%	-0.4%	-0.9%	1.6%
名义美元指数-对发达经济体	4.2%	-2.2%	-3.3%	-3.7%	-5.0%	-0.4%	-1.7%	1.8%
名义美元指数-对新兴经济体	9.8%	-1.1%	-2.6%	-4.9%	0.7%	1.7%	1.2%	2.8%



①2020 年下半年，人民币兑美元大幅升值 8.5%，全年兑美元升值 6.9%；人民币对欧元继续贬值，全年贬值 2.6%。整体而言，人民币兑与其有贸易往来的主要货币都发生升值，表现为有效汇率升值 3.2%。②美元兑发达国家的汇率贬值明显。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

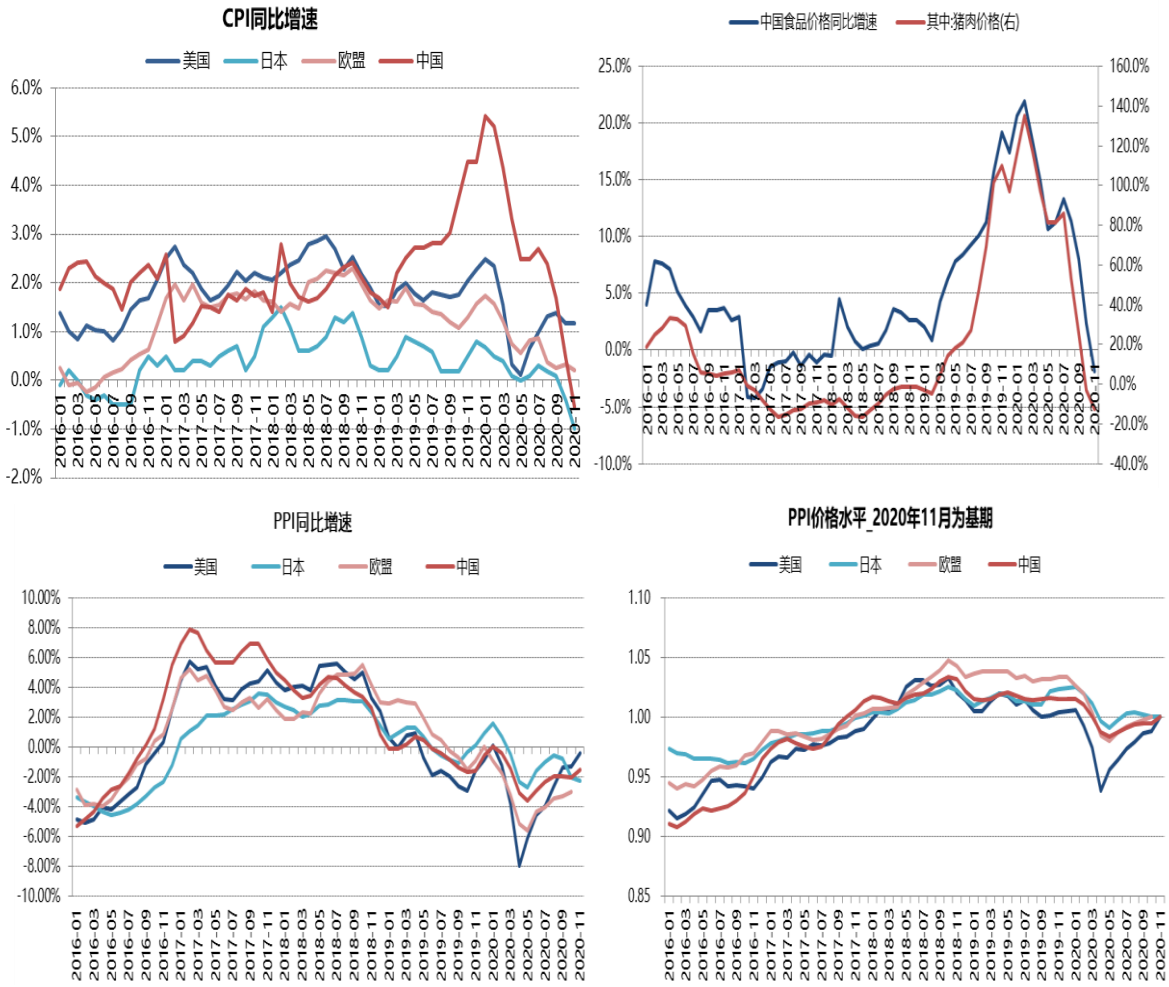
通货膨胀

图 10：2020 年 12 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

						同比涨幅						
	2020年					1年前	3年前	5年前	10年前	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
通胀指数名称	1至3月	4至6月	7至9月	10至11月	1至11月							
中国CPI	1.0%	-1.8%	1.2%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	6.1%	10.5%	24.5%	2.6%	2.3%	2.6%
其中：食品CPI	4.8%	-6.2%	4.7%	-4.2%	-1.5%	-1.8%	20.0%	23.2%	53.2%	7.4%	5.2%	5.4%
其中：猪肉CPI	10.4%	-12.0%	9.8%	-13.0%	-7.2%	-12.4%	81.9%	74.4%	124.7%	32.7%	22.2%	14.8%
美国CPI	0.4%	-0.1%	1.0%	0.0%	1.3%	1.2%	5.5%	9.6%	18.9%	1.9%	1.8%	1.7%
日本CPI	-0.4%	-0.2%	0.3%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	0.4%	1.4%	5.1%	0.6%	0.4%	0.6%
欧盟调和CPI	0.0%	0.6%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	0.2%	3.5%	6.1%	13.6%	1.5%	1.2%	1.4%
美国核心CPI	0.9%	-0.4%	1.0%	0.2%	1.7%	1.6%	6.3%	10.4%	21.3%	2.0%	2.0%	1.9%
日本核心CPI	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.0%	-1.0%	0.5%	1.1%	4.7%	0.6%	0.3%	0.5%
欧盟核心CPI	0.1%	1.1%	-0.5%	-0.3%	0.5%	0.8%	3.5%	5.5%	12.0%	1.2%	1.1%	1.2%
中国PPI	-1.5%	-1.3%	0.8%	0.5%	-1.5%	-1.5%	-0.5%	8.7%	-1.4%	0.8%	1.1%	0.3%
美国PPI	-3.1%	-1.0%	2.3%	1.4%	-0.5%	-0.4%	1.2%	6.7%	5.6%	0.5%	0.2%	0.7%
日本PPI	-1.3%	-1.4%	0.5%	-0.2%	-2.3%	-2.3%	0.1%	1.2%	2.9%	0.9%	0.0%	0.4%
欧盟PPI	-2.8%	-1.6%	1.0%							0.7%	0.6%	0.8%

中国CPI分项:2020年度各季度涨跌幅												
CPI分项	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至3月	1.0%	4.8%	-0.9%	-0.4%	-0.5%	0.8%	-0.1%	-0.9%	0.0%	0.0%	8.6%	0.9%
4至6月	-1.8%	-6.2%	-0.1%	-0.6%	-0.7%	0.3%	-1.3%	-0.6%	0.0%	0.2%	-2.9%	0.2%
7至9月	1.2%	4.7%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.5%	-0.7%	0.4%	0.0%	1.7%	-3.9%	0.1%
10至11月	-0.9%	-4.2%	0.7%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.1%	1.3%	0.0%	0.0%	-1.7%	0.1%
1至11月	-0.5%	-1.5%	-0.1%	-0.8%	-1.6%	2.0%	-2.0%	0.2%	0.0%	1.9%	-0.3%	1.3%
11月同比	-0.5%	-1.8%	-0.2%	-0.7%	-1.5%	2.5%	-2.3%	0.1%	0.0%	1.9%	0.0%	1.5%

图 10：2020 年 12 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平（续）



全球 PPI 仍处于负增长区间，但相比年初已经明显回升。

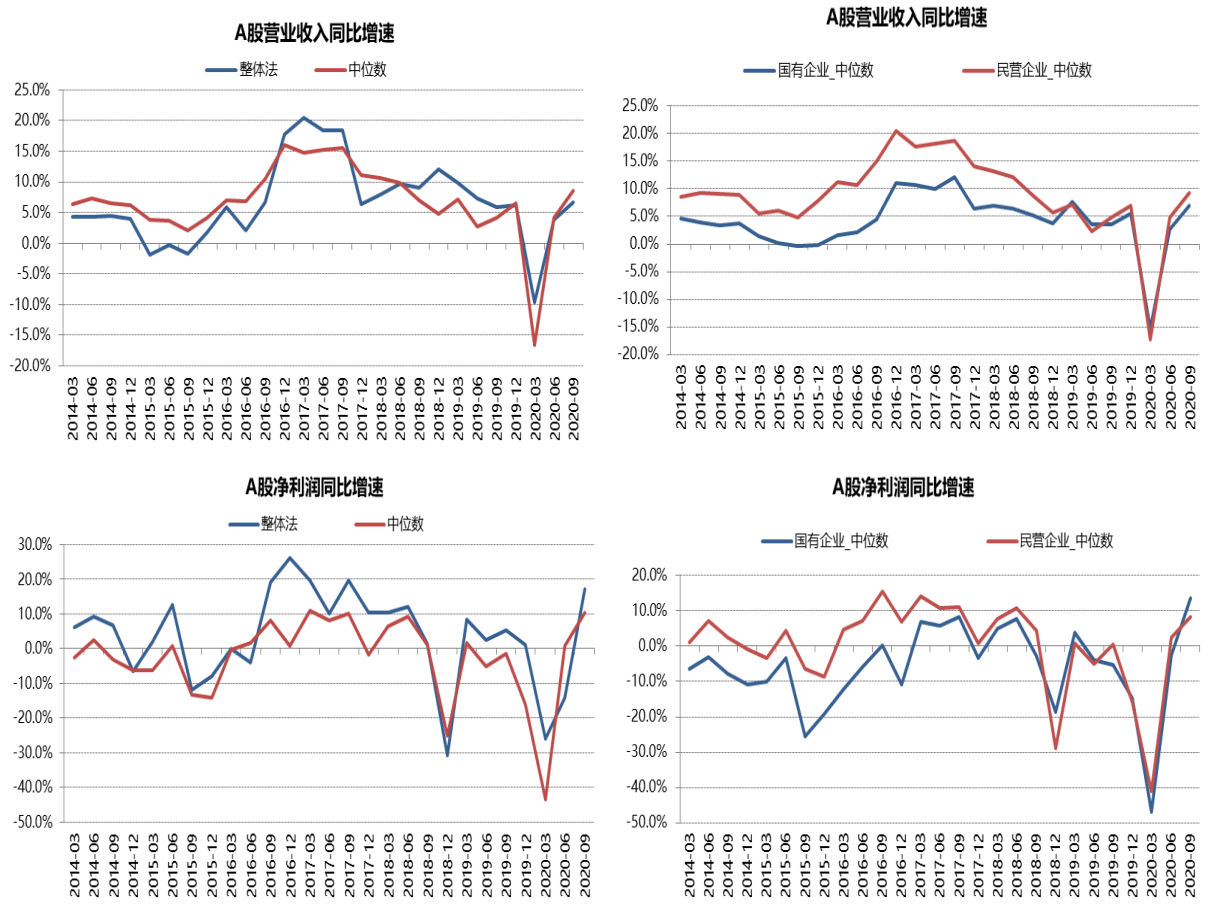
从中国 CPI 分项看，只有家庭服务、教育服务和医疗保健保持正增长，通信工具保持微弱的正增长，食品项目的负增长主要是猪肉价格回落导致。

数据来源：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）

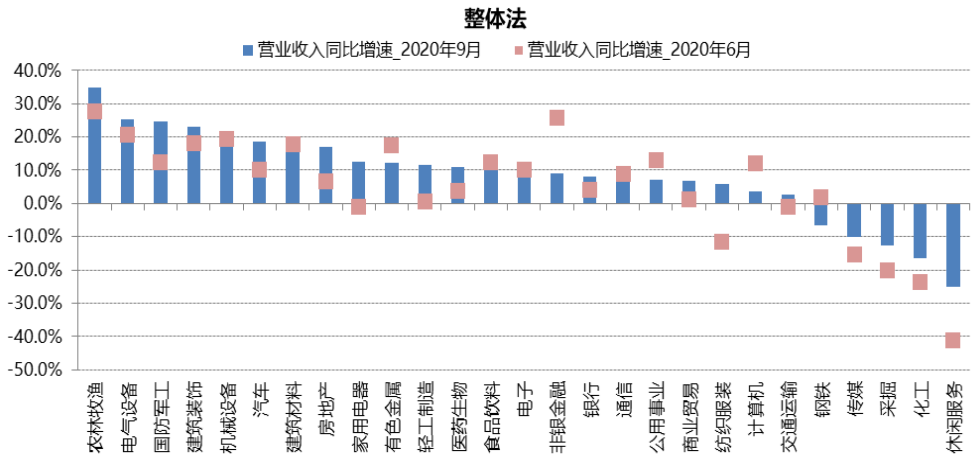


为单纯反映本次疫情对上市公司业绩的冲击，该图中营业收入增速和净利润增速，都是单季度值的同比增速。

2020 年三季度，A 股业绩继续反弹，营业收入和净利润增速都已恢复正增长具体来说， A 股营业收入同比增速整体法为 6.7%，中位数为 8.6%，净利润同比增速 17.2%，中位数为 10.5%。

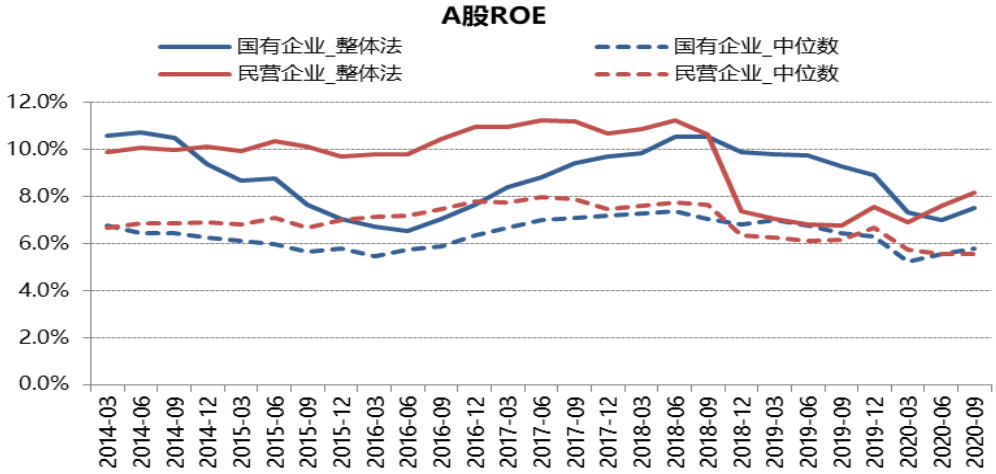
对比国企和民企中位数增速，国企营收增速为 7%，净利润增速为 13.5%，民企营收增速为 9.3%，净利润增速为 8.4%。

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、传媒外，其他行业营收增速基本已经反弹至正数区间

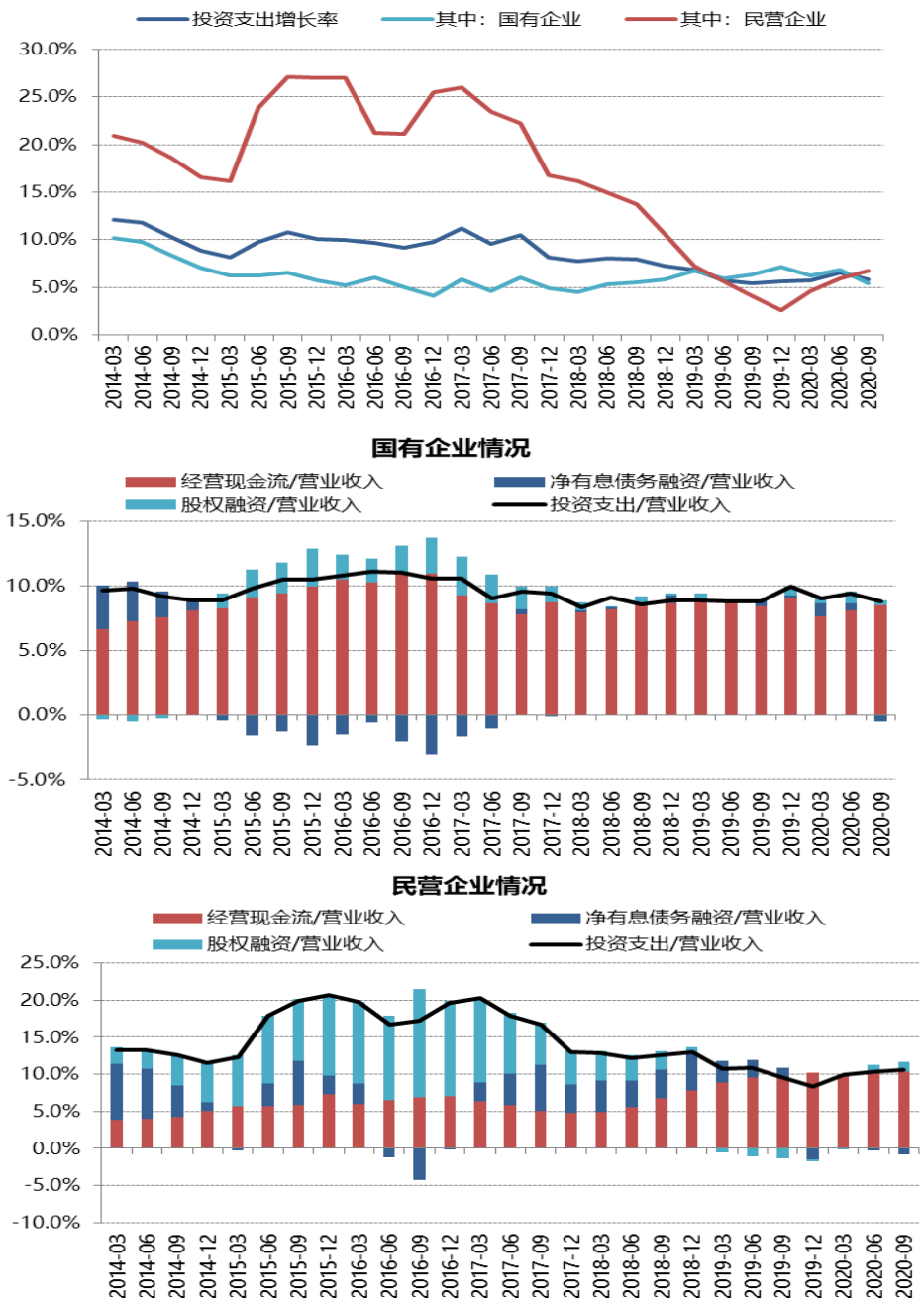
图 13：中国 A 股上市公司 ROE



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 7.5%，中位数为 5.8%；民营企业整体法 ROE 为 8.2%，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

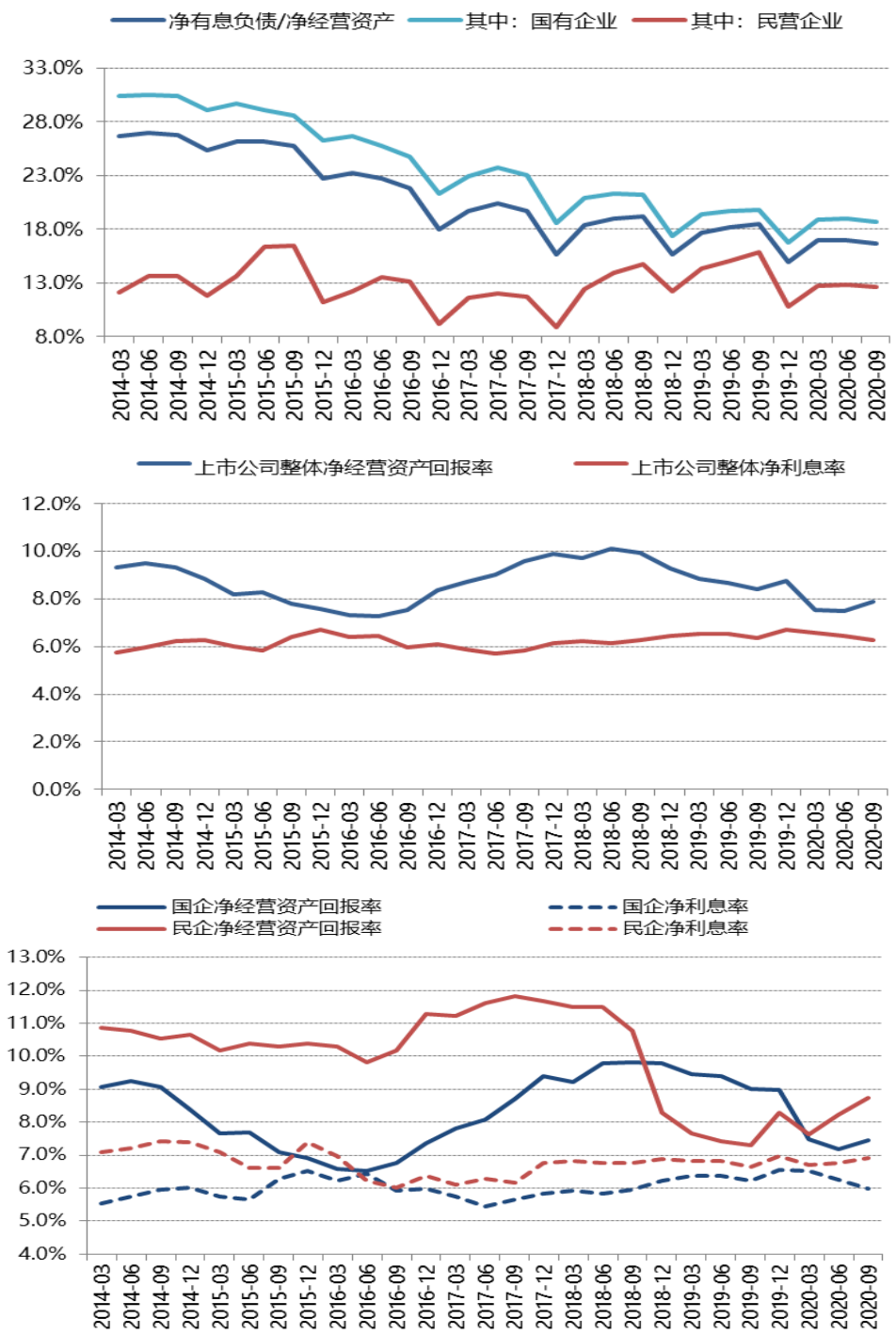


投资支出增长率是净经营资产增长率。企业投资支出所需的资金有三种来源：一是来源于自身经营产生的现金流，即经营现金流，二是来源于债权融资，包括银行贷款、债券发行等，三是股权融资。我们将投资支出及其资金来源除以营业收入以剔除规模因素进行比较。

国有企业投资支出一直保持在 5%左右的增速。

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，民营企业投资的资金主要来自经营现金流。

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自年初以来一直在拉大，3 月底民企高出国企 0.2 个百分点，9 月底高出国企 0.9 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

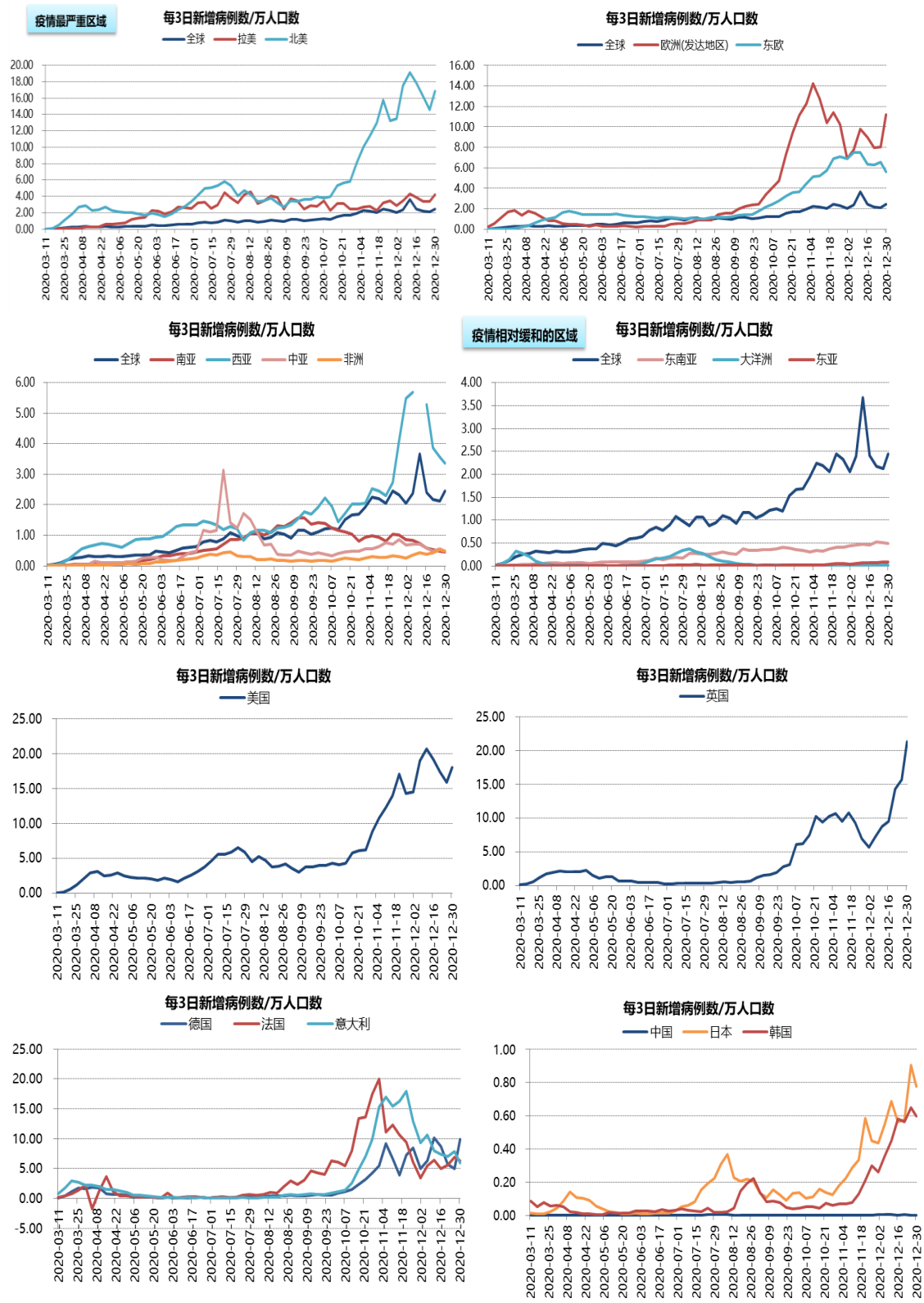
图 16：疫情全球现状

全球疫情分布_2020年12月31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	8342.4	181.8	77.9	107.0	2.2%	2.3
北美	2055.3	36.1	3.7	557.4	1.8%	9.8
欧洲(发达地区)	1855.9	45.2	5.3	351.9	2.4%	8.6
拉美	1558.1	50.8	6.5	239.9	3.3%	7.8
南亚	1285.7	22.6	19.4	66.3	1.8%	1.2
西亚	540.9	6.2	2.7	197.9	1.1%	2.3
东欧	510.9	8.9	2.2	235.7	1.7%	4.1
非洲	274.9	6.5	13.4	20.5	2.4%	0.5
东南亚	152.3	3.5	6.7	22.8	2.3%	0.5
东亚	39.6	0.9	16.4	2.4	2.3%	0.1
中亚	37.3	0.5	0.7	54.5	1.3%	0.7
大洋洲	3.1	0.1	0.4	7.6	3.0%	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	9.6	0.5	14.4	0.7	5.0%	0.0
日本	23.6	0.3	1.3	18.6	1.4%	0.3
韩国	6.2	0.1	0.5	12.0	1.5%	0.2
德国	176.1	3.4	0.8	210.1	1.9%	4.0
法国	267.8	6.5	0.7	410.2	2.4%	9.9
英国	249.6	7.4	0.7	367.7	2.9%	10.8
意大利	210.7	7.4	0.6	348.5	3.5%	12.3
美国	1996.8	34.6	3.3	603.3	1.7%	10.4

数据来源:Our World In Data 在线数据库

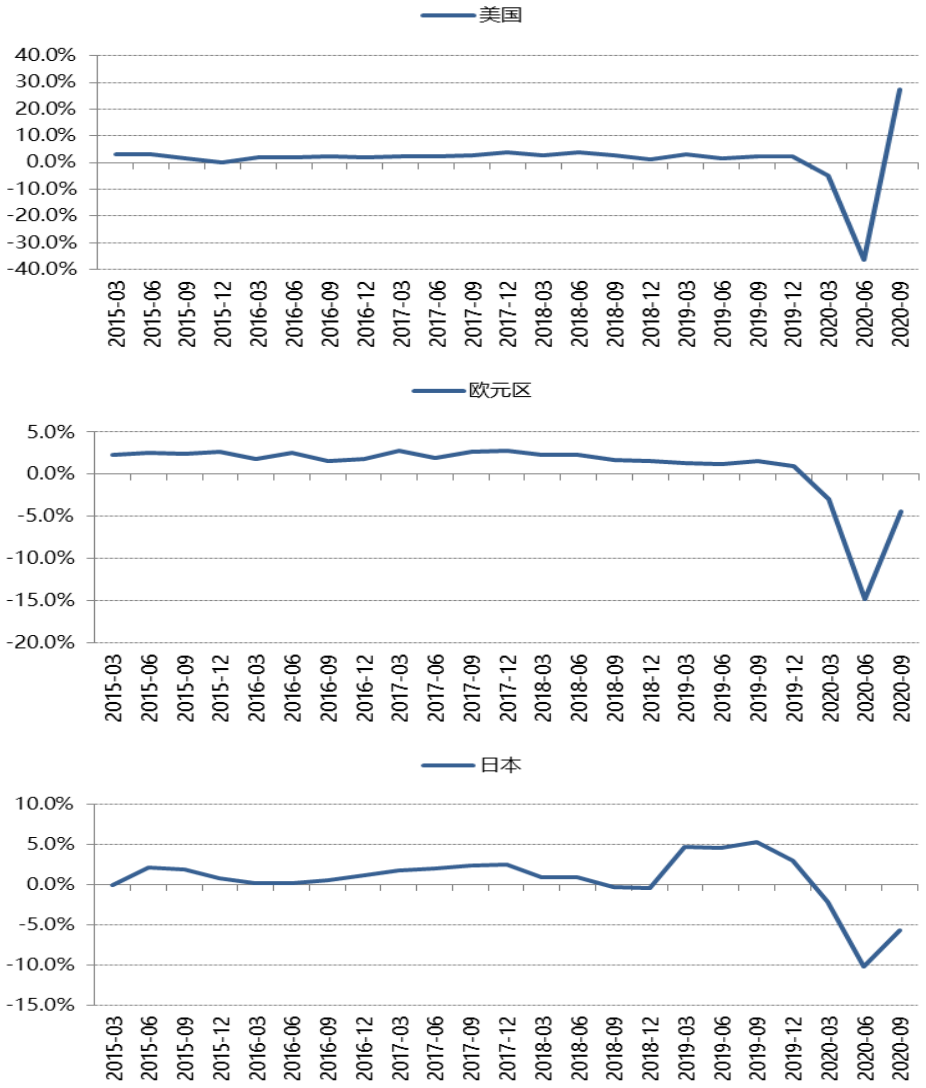
图 17：全球各区域和主要国家疫情增速



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

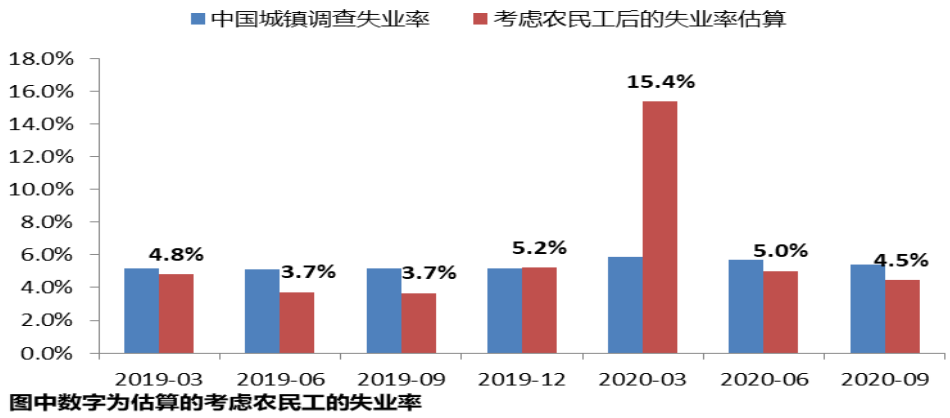


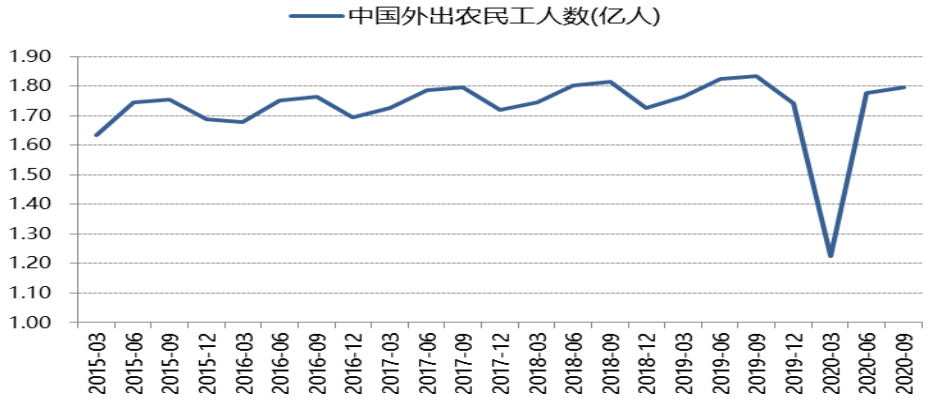
GDP单季度值同比增速,剔除通胀

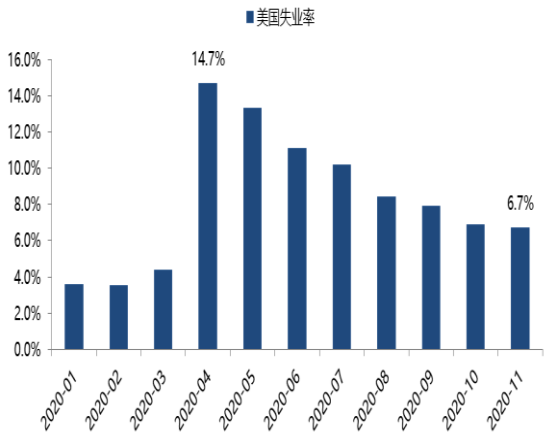
	2020年1至3季度	2020-09	2020-06	2020-03	2017至2019年所有单季度值平均		2020年1至3季度	2020-09	2020-06	2020-03	2017至2019年所有单季度
美国	-22.8%	27.2%	-36.2%	-4.9%	2.6%	欧元区	-21.1%	-4.5%	-14.9%	-3.0%	1.9%
中国大陆	0.1%	4.9%	2.4%	-6.8%	6.5%	德国	-16.6%	-4.0%	-11.2%	-2.1%	1.6%
中国香港	-20.3%	-3.6%	-9.0%	-9.1%	1.8%	法国	-26.5%	-3.9%	-18.9%	-5.7%	1.9%
日本	-17.1%	-5.7%	-10.2%	-2.1%	1.0%	意大利	-26.5%	-5.0%	-18.0%	-5.6%	0.9%
韩国	-2.4%	-1.1%	-2.7%	1.4%	2.7%	英国	-29.3%	-8.6%	-20.8%	-2.4%	1.5%
新加坡	-18.5%	-5.8%	-13.3%	-0.3%	2.8%						

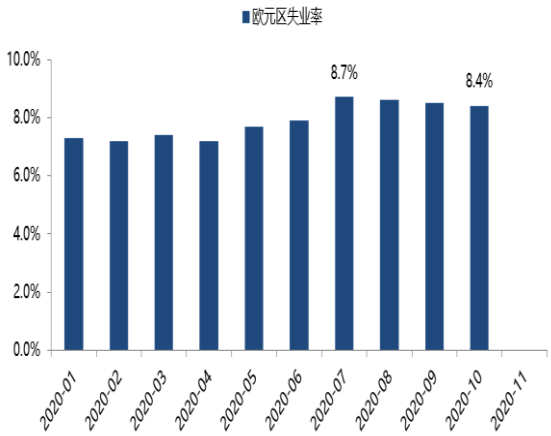
为单独反映疫情对经济的冲击，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。

图 19：失业率继续缓和





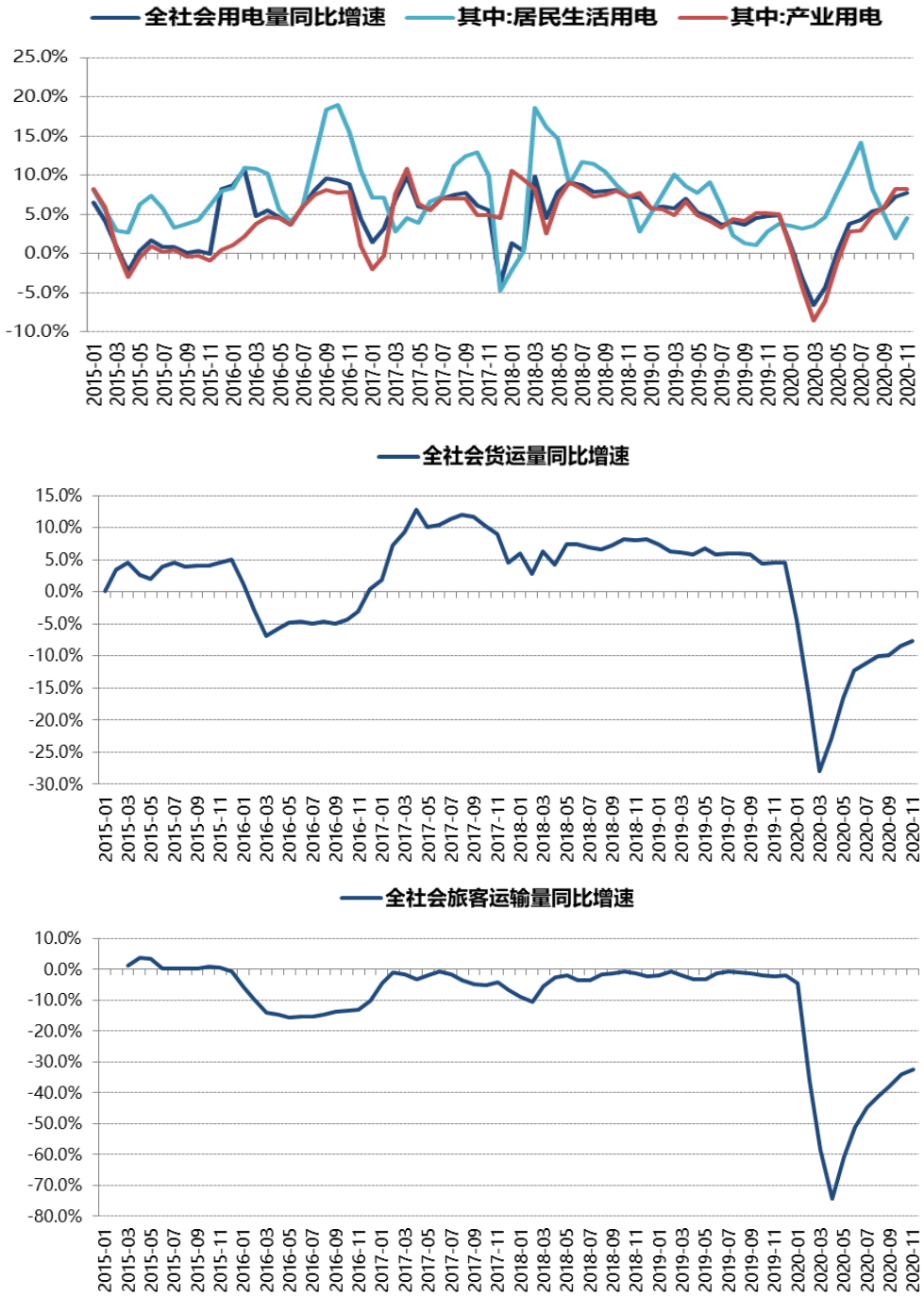




考虑农民工的失业率估算=城镇就业人数*城镇调查失业率+减少的农民工/(城镇就业人数+农民工)。减少的农民工=2019 年平均外出农民工人数-当前外出农民工人数

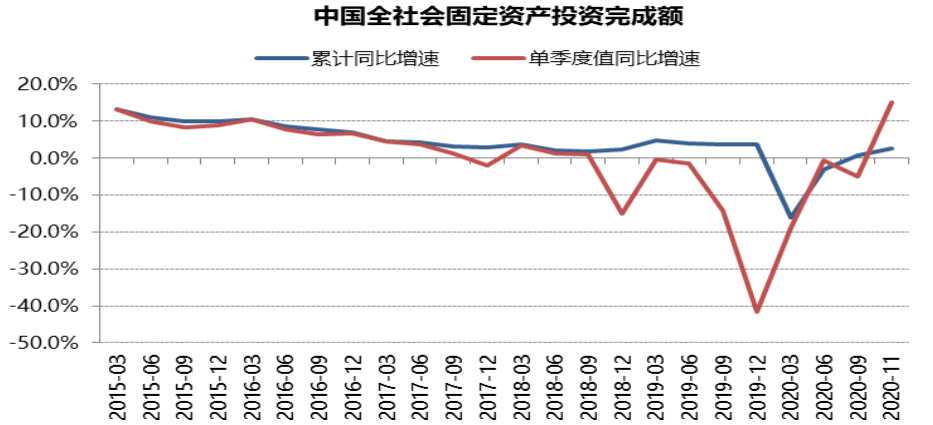
数据来源:Wind。中国农民工数据为统计局公布数字。

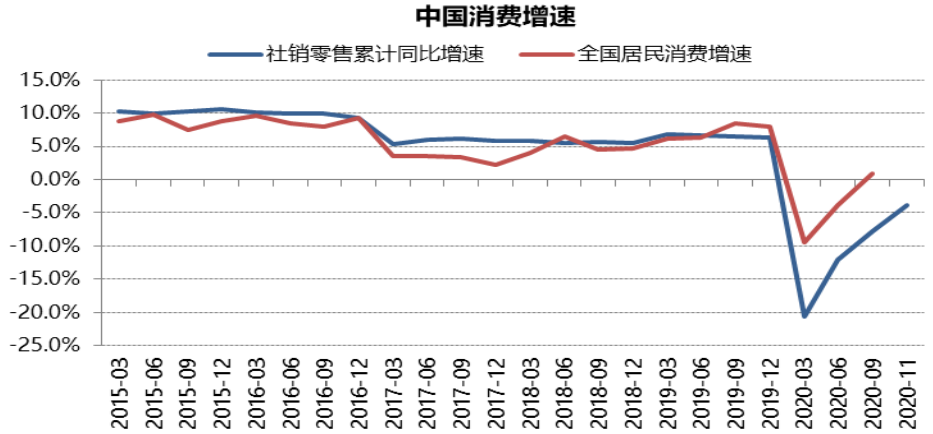
图 20：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量单季度值同比增速

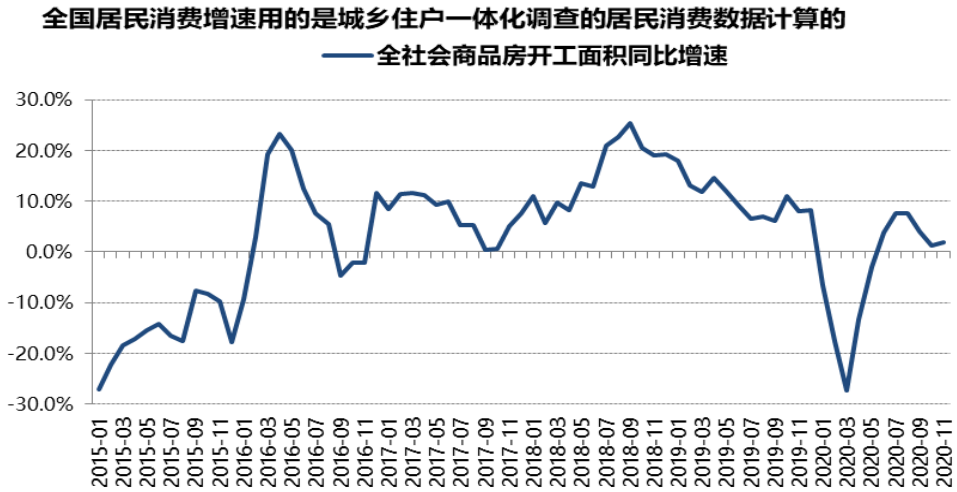


货运量包括公路、铁路、水路和航空货运总量，旅客运输量包括公路、铁路、水路和航空旅客运输量；统计局按月公布货运量、客运量和全社会用电量，本研究将每 3 个月的数值相加，这样每个时点都是一个季度值，然后计算同比增速。

图 21：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2020 年 11 月）

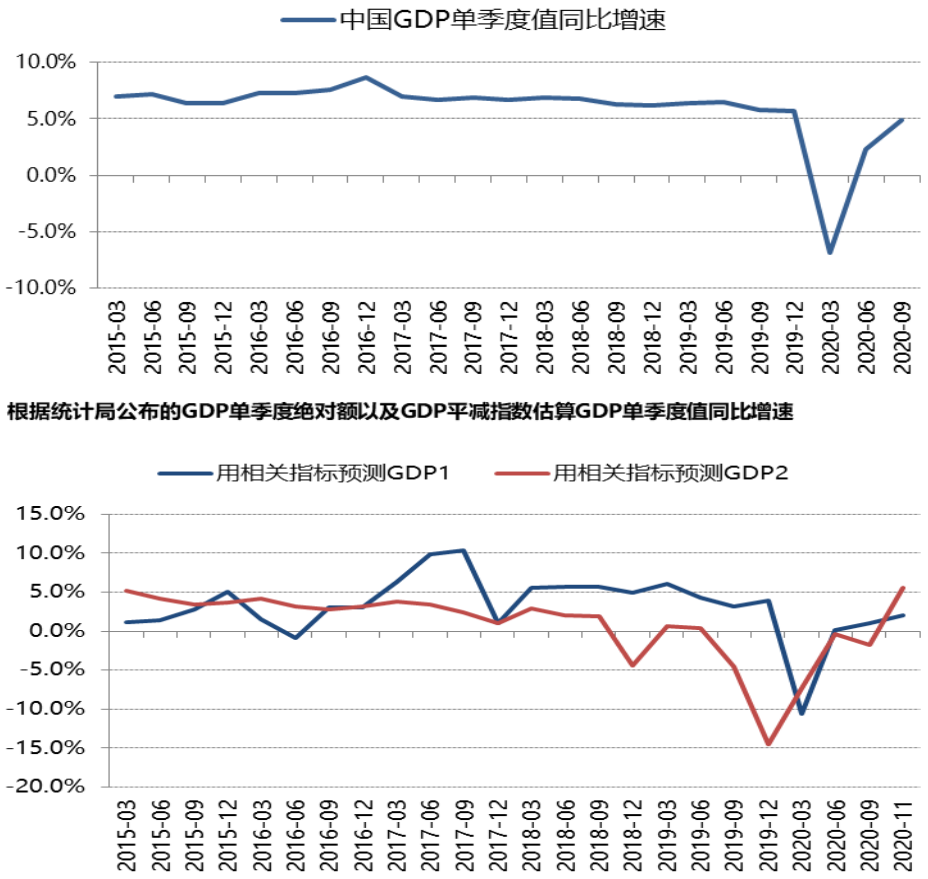






数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 22：中国 GDP 增速及用相关指标预测值



用相关指标预测 GDP1：用全社会用电电量、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。

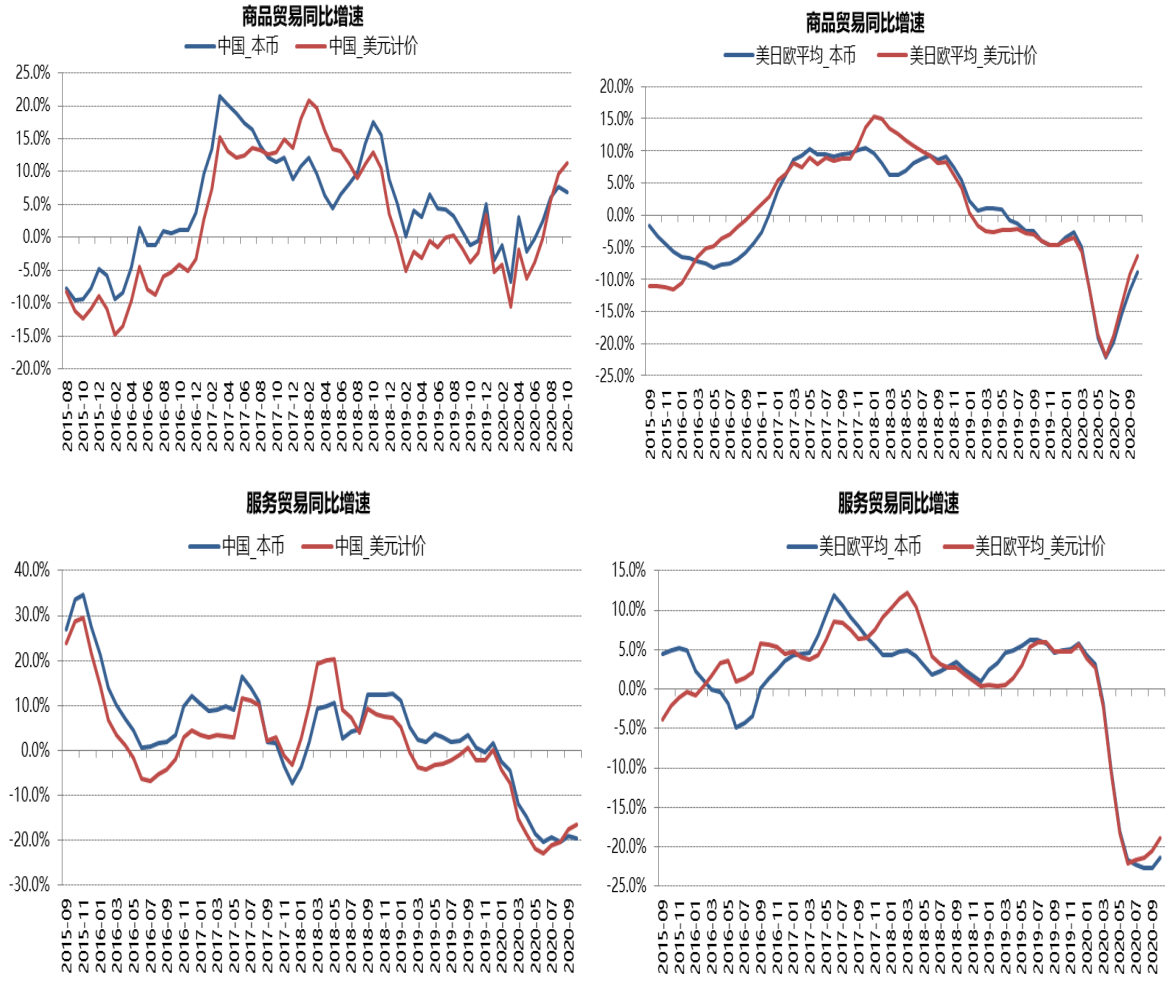
用相关指标预测 GDP2：自变量包括固定资产投资、社销零售总额的同比增速。

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

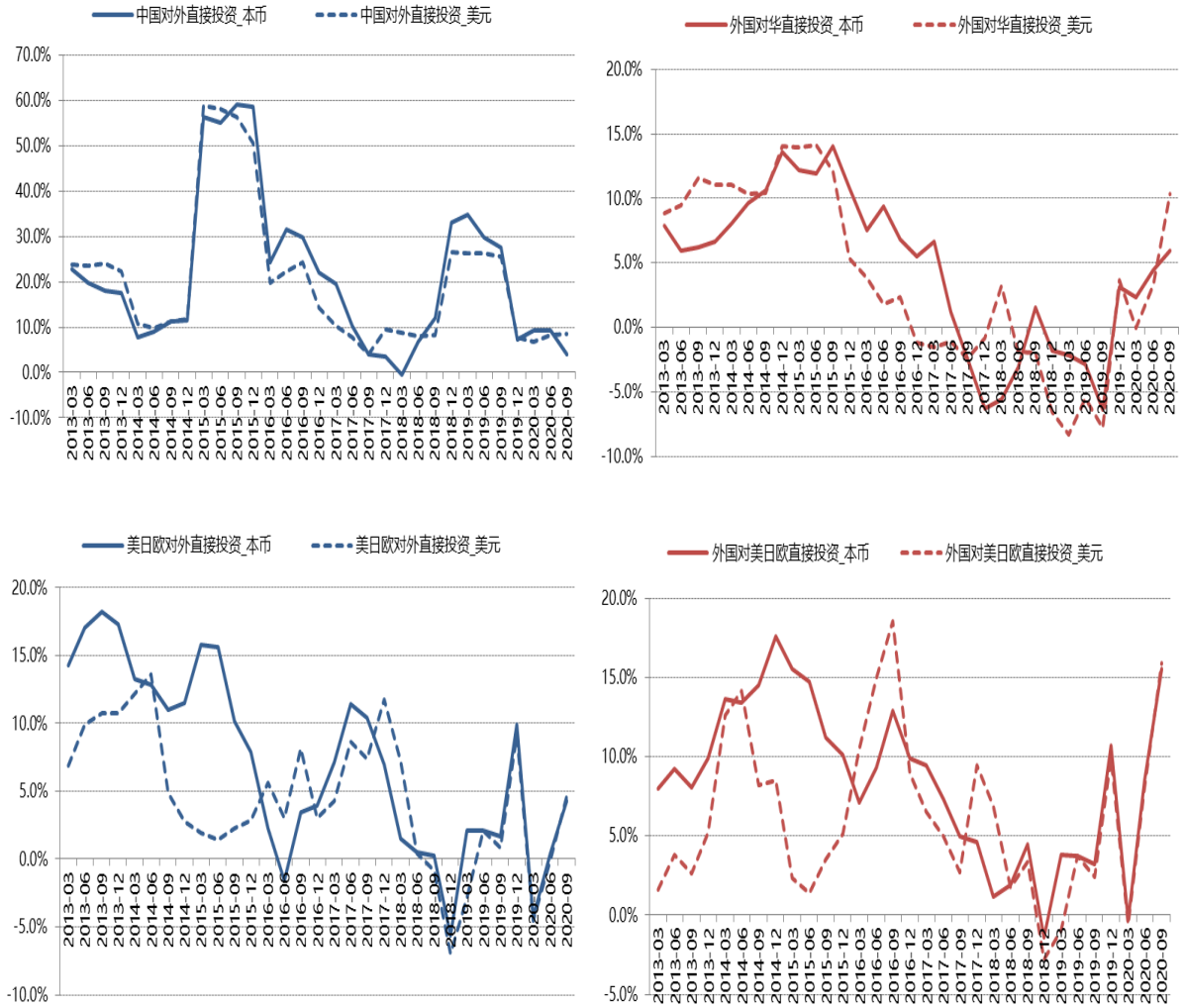
图 23：疫情对贸易的冲击



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

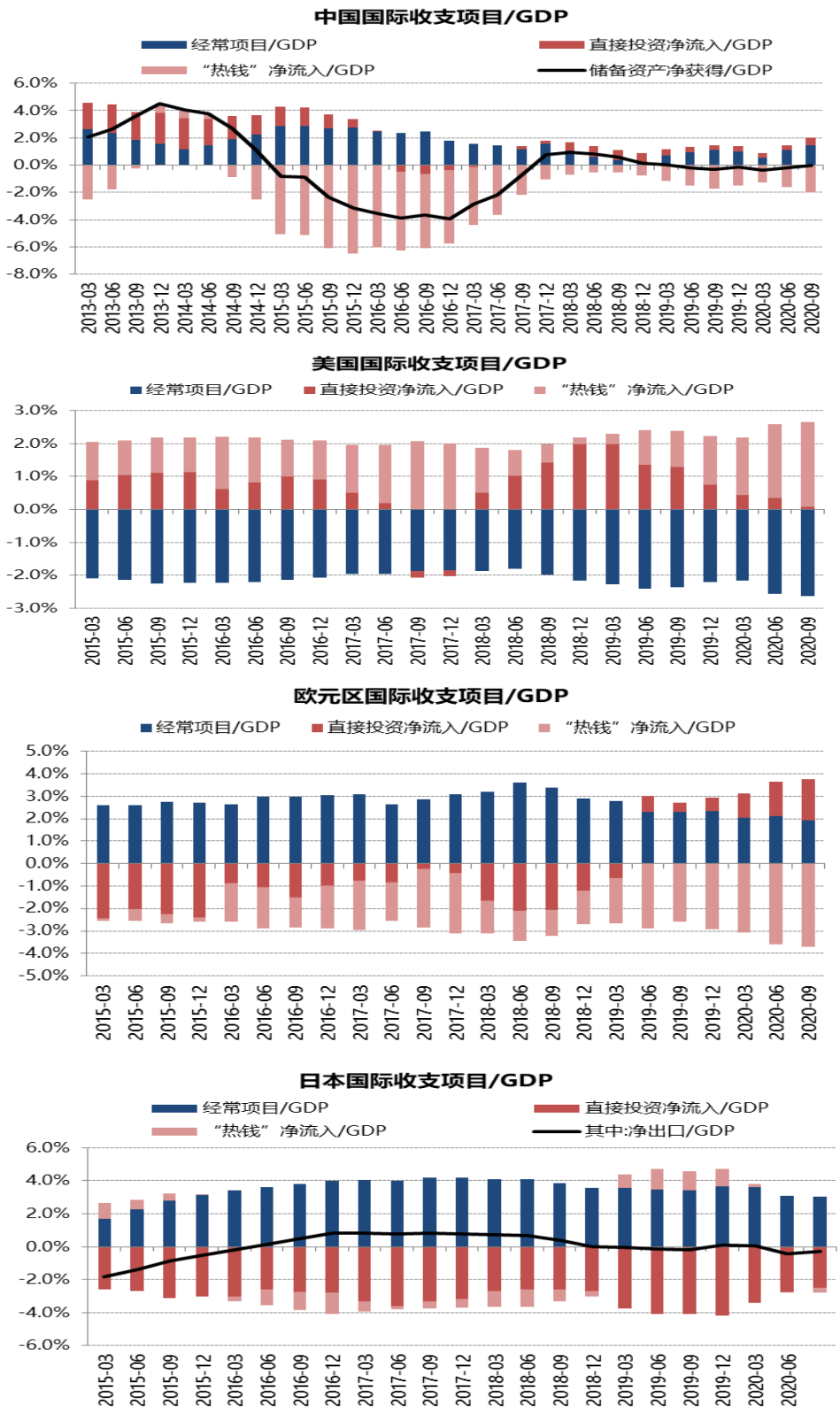
图 24：疫情对直接投资(FDI)的冲击



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

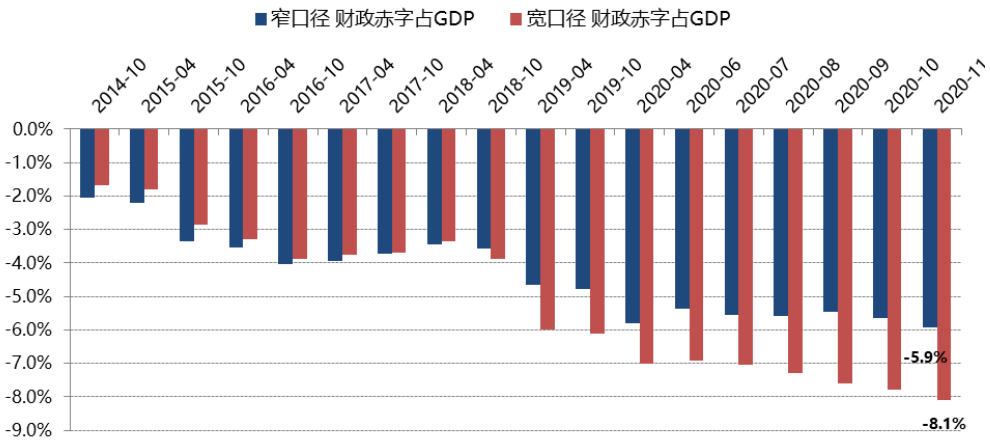


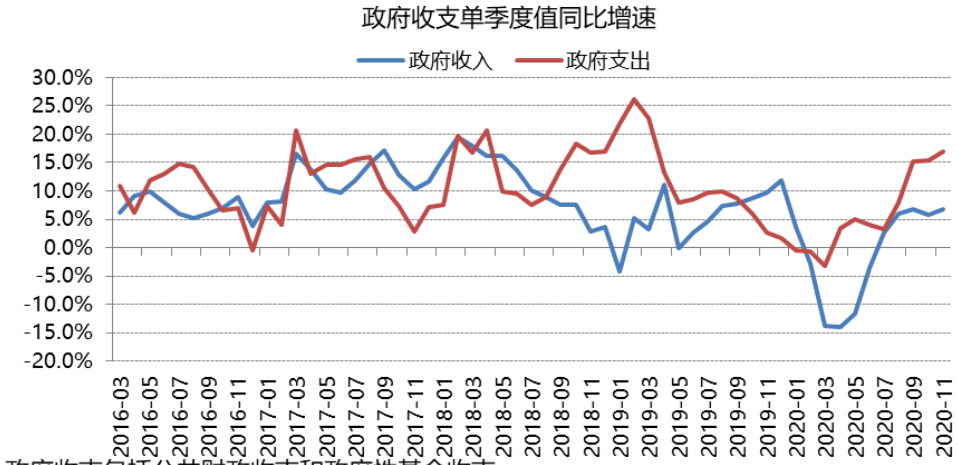
数据来源：Wind

主要国家财政政策和货币政策

财政政策

图 26：2020 年 11 月中国财政赤字占 GDP 比重





政府收支包括公共财政收支和政府性基金收支

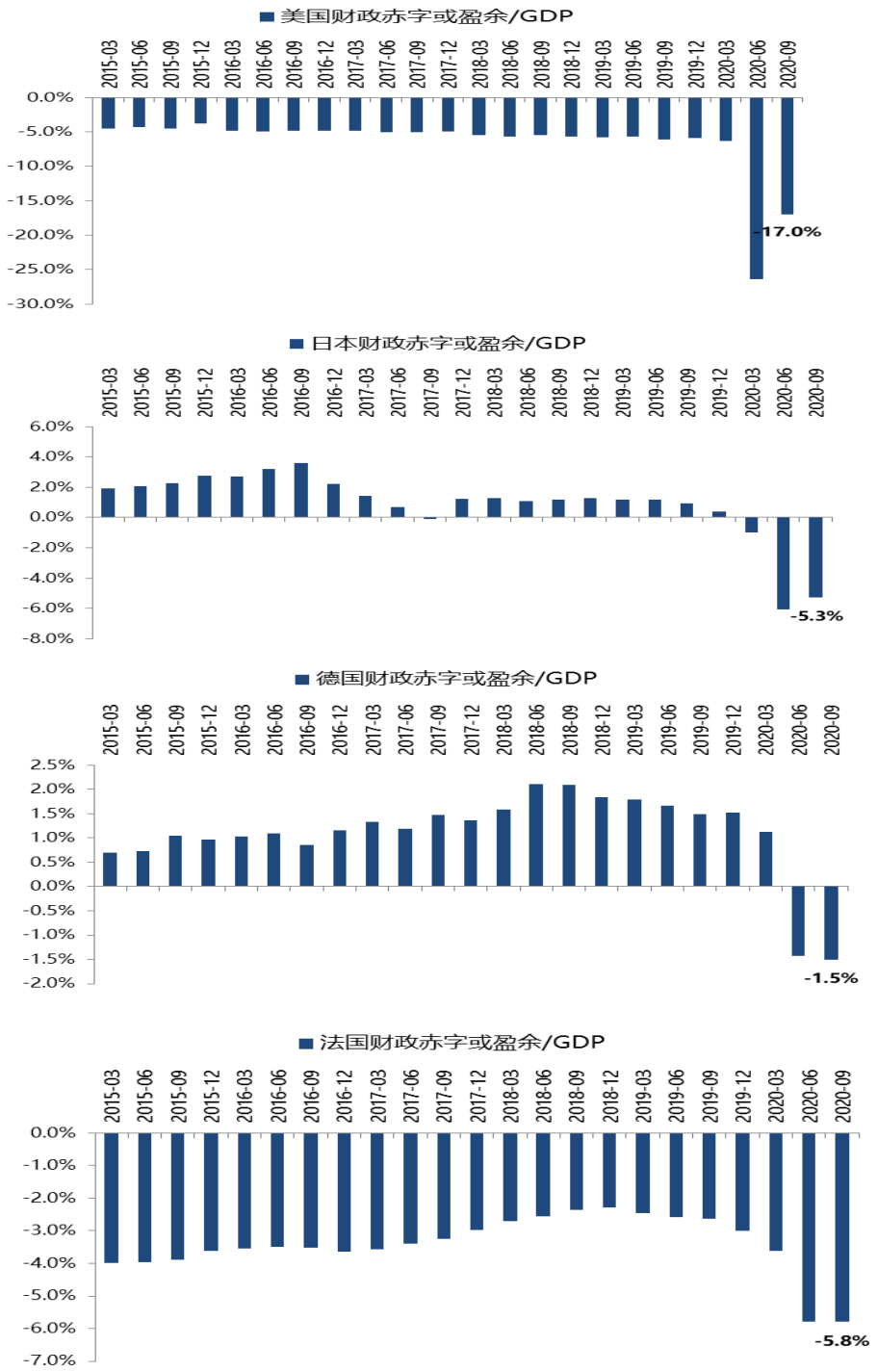
窄口径仅包含公共财政收支，宽口径则公共财政收支和政府性基金收支。

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 个四个季度的 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季度值指连续 3 个月的财政收支差额加总。

数据来源：Wind

图 26：2020 年 9 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



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。

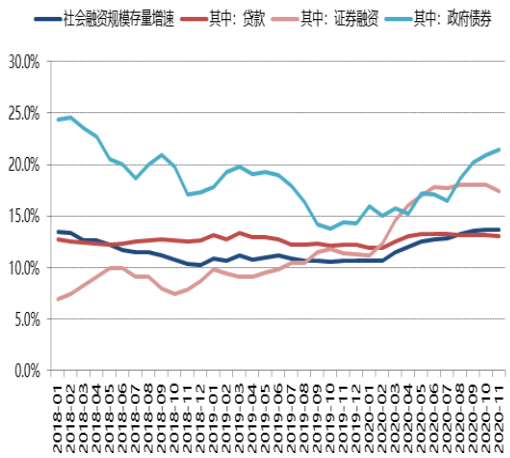
数据来源：日本数据来自 Wind；美国来自 BEA；法国和德国来自 CEIC

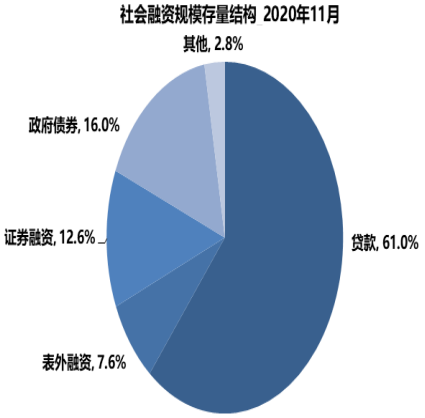
货币政策

图 27：2020 年 11 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

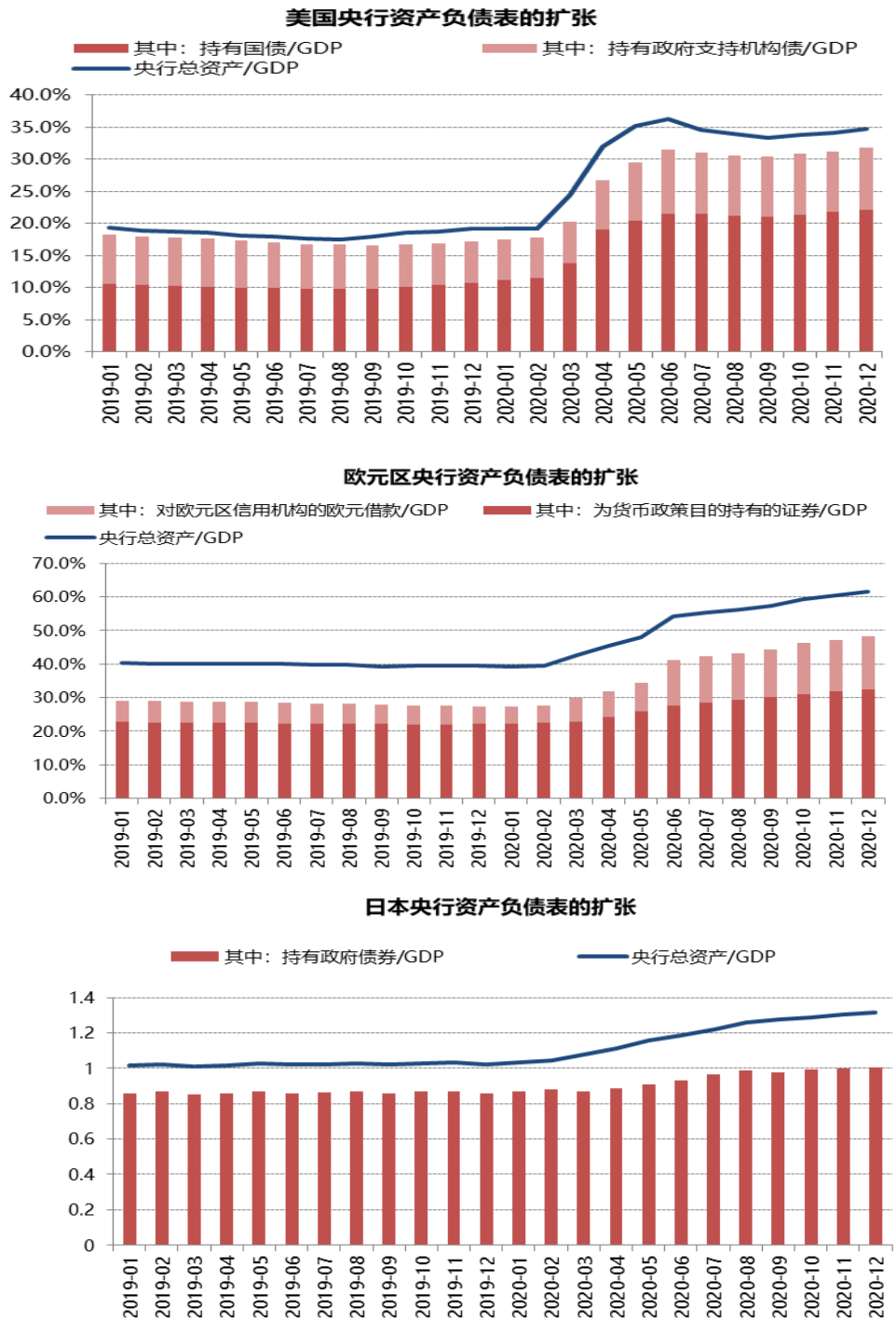
	2020-11	2020-05	2019-11	2018-11	2017-11	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
1年存量基准利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.8%	3.0%	3.0%	3.5%	2.8%
1年贷款基准利率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	5.6%	6.0%	6.0%	6.6%	5.8%
存款准备金率_大型金融机构	12.5%	12.5%	13.0%	14.5%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%	18.5%
存款准备金率_中小型金融机构	9.5%	9.5%	11.0%	12.5%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%	19.0%	16.5%
	2020-11	2020-05	2019-11	2018-11	2017-11	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
基础货币增速	3.5%	1.5%	-0.6%	-0.4%	5.2%	8.5%	7.4%	12.3%	21.2%	28.7%
M2增速	10.7%	11.1%	8.2%	8.0%	9.7%	11.0%	13.6%	14.4%	17.3%	19.0%
	2020-11	2020-05	2019-11	2018-11	2017-11	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
社会融资规模存量增速	13.6%	12.5%	10.7%	10.3%	32.3%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%	27.0%
其中：贷款	13.1%	13.2%	12.2%	12.5%	13.2%	13.6%	14.6%	16.3%	16.8%	21.4%
其中：表外融资	-3.1%	-6.7%	-7.4%	-9.0%	17.0%	15.6%	38.1%	36.3%	34.3%	93.7%
其中：证券融资	17.4%	17.0%	11.4%	7.9%	6.7%	22.3%	19.3%	30.9%	28.8%	36.2%
其中：政府债券	21.4%	17.3%	14.4%	17.1%						
其中：其他	21.5%	23.4%	28.2%	44.4%						





11 月末，社会融资规模同比增速约 13.6%。从分项数据看，银行贷款增速保持平稳，非金融企业股票和债券融资增速以及政府债券融资增速较快。

图 28：美国、欧元区央行和日本央行货币政策



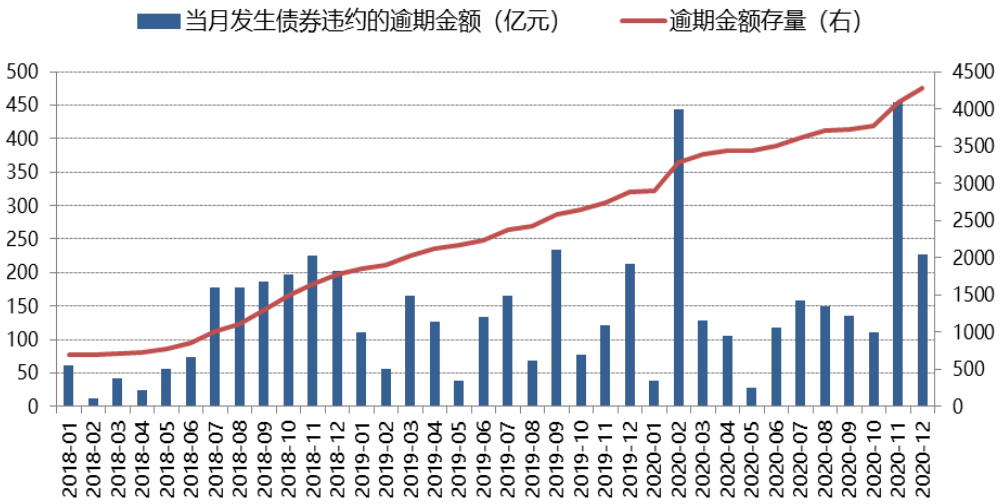
与 2019 年年末相比，截至 2020 年 12 月，美国、欧元区、日本央行的资产规模/GDP 的比值分别上升了 15.6、22 和 29 个百分点。

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 29:2020 年 11 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)	2020-11	2020-05	2019-11	2018-11	2017-11	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
		占GDP比重									
贷款	177.44	177.3%	172.1%	160.1%	154.5%	151.8%	134.9%	129.2%	124.9%	119.3%	123.6%
其中：住户贷款	62.64	62.6%	58.8%	55.5%	52.0%	48.8%	36.0%	33.5%	30.0%	27.9%	27.3%
其中：非金融企业及机关团体贷款	110.06	110.0%	108.3%	99.5%	97.3%	98.0%	96.0%	93.1%	92.4%	89.1%	94.3%
债券	77.90	77.8%	72.9%	65.8%	62.2%	60.6%	37.4%	33.2%	29.5%	25.4%	24.8%
其中：国债	20.29	20.3%	17.6%	16.6%	16.0%	16.2%	14.6%	14.4%	14.1%	14.3%	15.7%
其中：地方政府债	26.04	26.0%	24.5%	21.8%	20.2%	18.0%	1.8%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%
其中：城投债	10.42	10.4%	9.9%	8.9%	8.1%	8.4%	6.0%	3.8%	2.7%	1.4%	0.9%
其中：政府支持机构债券	1.72	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	0.2%	0.2%	0.3%
其中：非金融企业债	19.44	19.4%	19.0%	16.6%	16.0%	16.1%	13.2%	11.8%	11.3%	8.3%	7.0%
表外融资	21.65	21.6%	22.5%	22.7%	26.5%	32.2%	33.6%	31.6%	25.2%	20.4%	18.0%
合计	276.99	276.8%	267.6%	248.6%	243.1%	244.6%	205.8%	194.0%	179.6%	1.65	166.4%



①截至 2020 年 11 月，我国非金融部门债务合计约 277 万亿，是 GDP 规模的 2.8 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 58%。②2020 年 1 月至 12 月，共发生债券违约 2097 亿元,2019 年为 1510 亿元。截至 2020 年 12 月，债券违约存量金额为 4285 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

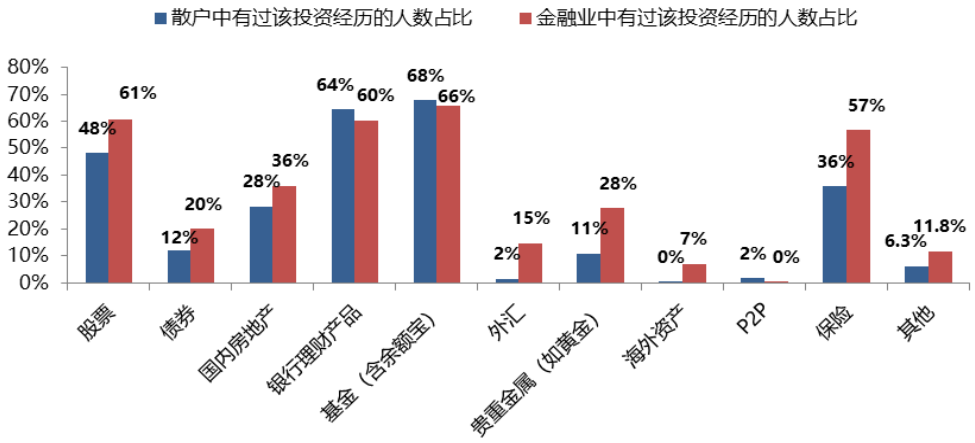
问卷调查的背景信息

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

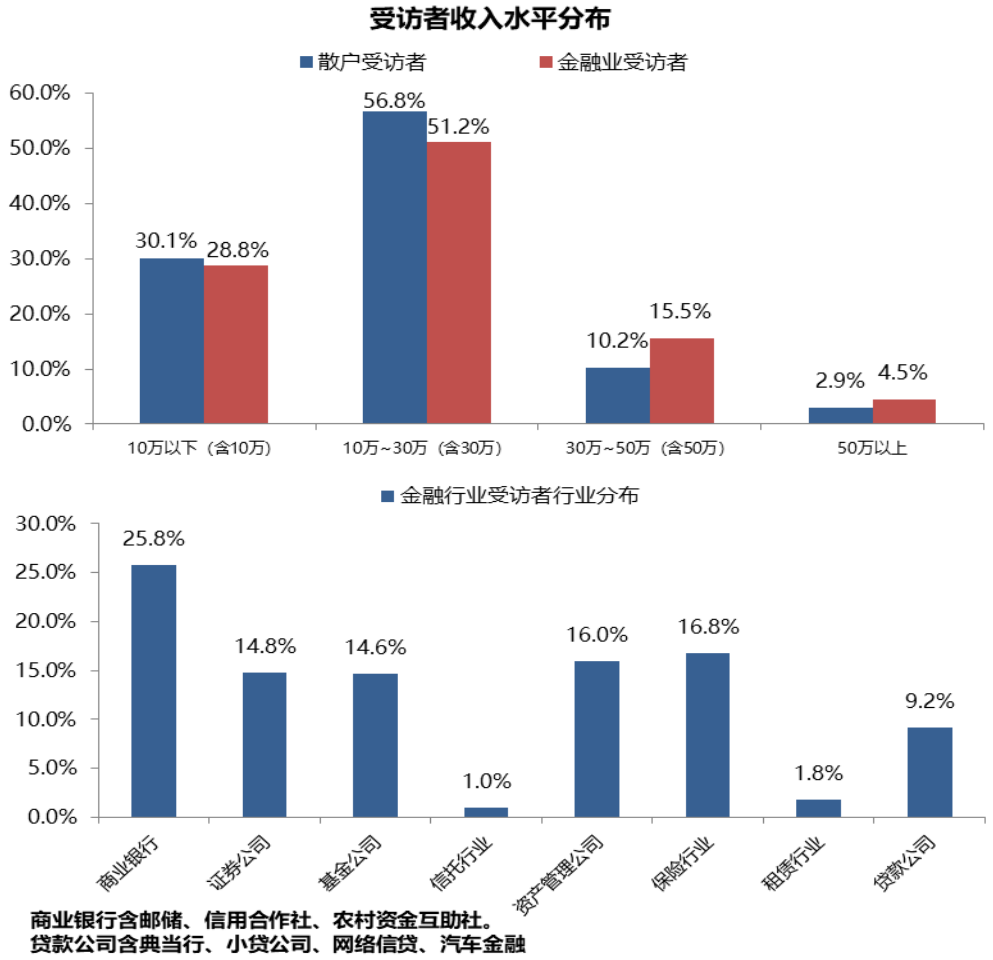
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

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 48%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 61%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 30%年收入在 10 万以下，约 55%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

$$\mathrm{ROE}=\frac{\text{息前税后利润}-\text{税后利息}}{\text{净经营资产}}\times\frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}}$$

$$=\frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}}\times\frac{\text{净经营资产}}{\text{股东权益}}-\frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}}\times\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}\times\frac{\text{净经营资产}}{\text{净经营资产}}$$

$$=\frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}}\times\frac{\text{净负债}+\text{股东权益}}{\text{股东权益}}-\frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}}\times\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}$$

$$=\frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}}\times\left(1+\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}\right)-\frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}}\times\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}$$

$$=\frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}}+\left(\frac{\text{息前税后利润}}{\text{净经营资产}}-\frac{\text{税后利息}}{\text{净负债}}\right)\times\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}$$

$$=\text{净经营资产利润率}+\left(\text{净经营资产利润率}-\text{净利息率}\right)\times\frac{\text{净负债}}{\text{股东权益}}$$

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过去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	△所有者权益+△应付股利-本期净利润
债权融资	△净有息负债
投资支出	一般指△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=△净经营资产+△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