2019 年投资者情绪问卷调查(CKISS)一季度报告[1]

刘劲、陈宏亚[2]

长江商学院投资研究中心

长江商学院企业家学者项目

2019 年 5 月

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

2018 年，全球主要股票市场普遍亏损， A 股跌幅最大，沪深 300 指数下跌 25%，领跑全球。进入 2019 年，情况发生反转，年初至 4 月末（我们调查的截止日期），全球股市普遍迎来反弹，A 股最为强劲，沪深 300 上涨 30%。市场预期发生明显转变，悲观情绪得到扭转，尤其是金融业受访者。

这种扭转首先体现在受访者对价格走势的判断上，受访者中普遍上调对 A 股走势的预期，同时下调对下行风险的评估。可以说，投资人正在从悲观的情绪中回调至谨慎乐观。市场对将来 12 个月 A 股回报的预期是 2.6%，其中金融从业者是 1%，年初时预期分别是 2.1%和-2%。 投资人对港股的预期调节趋势和 A 股非常类似，虽然整体水平大幅低于 A 股，目前对将来 12 个月的预期回报只有 0.4%。

对于一、二线城市的二手房产，受访者的回报预期在 2018 年大幅下调，从年初的 5.9%，一路下调到 4.7%（18 年 9 月），再到 2.2%（19 年 1 月），直到目前的 2.1%，终于刹住了下行的迅猛趋势。和价格走势相反的是受访者对房产价格可能出现大跌的判断不断向好，目前只有 5.7%的人认为房产会在将来 12 个月出现 20%以上的大跌，而这个判断在 2018 年初时是 25.4%。总体看来，投资者对房地产市场总体的评价是逐步企稳。

投资人对股市谨慎乐观的态度并不是来自对宏观基本面的预期上调。正相反，投资人对未来 5 年中国 GDP 的增长在 19 年第一季度从 5.1%下调到了 4.9%，同时对通胀的预期从 3.4%下调到了 2.8%。 对投资向好的情绪变化更可能是由于投资者对宏观环境的稳定性有了更大的信心：投资者除了对房地产市场的预期企稳外，对人民币汇率也从看跌的态势中逐渐稳定下来，目前只有 4.9%的人认为在将来 12 个月人民币会有超过 5%以上的跌幅，而这个预期在 2018 年初是 21.1%。同时，金融从业者在过去半年时间内普遍下调了中美贸易战在短期内对中国经济的负面影响，甚至上调了贸易战对中国经济的正面影响。在这种稳定的宏观预期中，投资人上调了对 A 股上市公司盈利增长的预期，在 2019 年第一季度从 8.3%上调到了 8.7%。

我们这次对投资人的情绪调查到 2019 年 4 月 30 日截止。5 月 10 号以来中美贸易战的极速升级有可能会大幅改变投资者对各种经济指标的预期。我们看到，贸易战不仅影响中美之间的贸易本身，还会直接影响包括汇率、通胀、GDP 增长、房地产走势等等经济中的重大问题。更可怕的是，如果管控不力，中美

贸易战很可能发展成中美全面冷战的开端，以及全球体系瓦解重组的开始。中美在过去40年从合作渐渐演化成有合作也有竞争，如果继续演化为完全对立，世界经济格局将受到巨大的负面影响。中美两国经济总量占世界40%，如果分家，世界也会因之而一分为二。和当年美苏之间对抗的情况不同的是，中国的整个经济总量用可比价格计算要略超过美国（但美国科技及综合国力大大超过中国），而当年苏联在鼎盛时期不仅科技大幅落后于美国，而且其经济总量也只有美国的一半。美苏冷战持续了四十多年，把人类带上了可以被完全互相毁灭多次的核阴影下。中美之争，由于更加势均力敌，如果陷入同样的陷阱，给两国人民乃至世界带来的后果会远糟于上一次冷战。

在这种大环境下，我们建议投资者降低对风险投资的配置，增加对无风险债券以及黄金等贵金属的配置。中美之争，始于贸易，但如果愈演愈烈，会动摇包括国际货币体系在内的整个经济架构。虽然我们不认为中国政府会作为贸易战的一个手段抛售中国持有的上万亿美元的美国国债，但逐渐减少对美国资产的储备，增加对黄金和其它国际货币的配置在中美摩擦持续升温的情况下并不是不可以想象的。

最后，我们指出中国的民营企业在2018年以来受到了来自国内国外的双重夹击，而且两方面可能都是误伤。在国内，出于去杠杆、控制金融风险的目的，虽然银行表内融资稳定，但表外融资规模大幅萎缩。由于对企业来讲，银行贷款偏重于国有企业，而民企则很大程度上更加依赖成本更高的表外融资，这个市场的萎缩使民企的发展受到了巨大的挑战。虽然在2018年年底政府从理念和方向上试图鼓励金融机构对民企的支持，但由于体制和经营理念的固化，我们看到民营企业无论在投资、融资和收入增长上都没有止住继续下滑的趋势。同时，我们看到，民营企业是中国出口制造的主要引擎，占比为60%，外资占30%，而国企只占10%。美国发动的贸易战主要声称是针对中国政府以及国有企业，但到目前为止直接的受害者实际是民企和外资企业，似乎和美国的目的也是南辕北辙。为了应对贸易战带来的经济增长挑战，中国政府在2019年增大了财政赤字，扩大了基础建设规模和速度，鼓励了地方政府和国有企业的投资。所有这些措施，都更加巩固了国有经济，而对民营经济没有直接的好处。

本报告正文分三部分：第一部分是就本次问卷调查结果进行的总结。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。在第三部分我们对本次调查的背景和数据分析进行解释。

第一部分：投资者情绪指数

2018 年，全球主要股票市场普遍亏损， A 股跌幅最大，沪深 300 指数下跌 25%，领跑全球。进入 2019 年，情况发生反转，年初至 4 月末，全球股市普遍迎来反弹，A 股最为强劲，沪深 300 上涨 30%。市场预期发生明显转变，悲观情绪得到扭转，尤其是金融业受访者：在本次调查中，有 67.2%的散户受访者认为 A 股会上涨，在 2018 年末的调查中，该比例为 64.5%。散户受访者对 A 股的预期回报率变化不大，上期和本期的预期回报率分别为 3.2%和 3.1%。相比之下，金融业态度转变更为明显，在上期调查中，只有 44.4%的受访者认为未来 A 股会上涨，预期回报率为-2%，在本次调查中，有 60.7%的受访者认为 A 股会上涨，预期回报率扭亏，回升至 1%。综合散户和金融业受访者的意见，全部受访者中有 65.8%的人认为 A 股会继续上涨，预期回报率是 2.6%（上期结果分别是 60.2%和 2.1%）。

从年初至 2019 年 4 月末，沪深 300 的周期调整市盈率由 12 倍上升至 14.5 倍，市净率由 1 倍变为 1.2 倍。有趣的是，受访者对 A 股估值水平的看法趋向乐观，认为价格太贵的比例反而发生下降，相比散户，金融业的变化更为积极：认为股价太贵的全部受访者比例下降了 3.5 个百分点，其中，散户下降了 3 个百分点，金融业则下降了 5 个百分点。认为价格偏低的全部受访者比例仅下降了 0.3 个百分点，其中，散户下降了 0.8 个百分点，金融业却上升了 1.6 个百分点。认为价格基本合理的全部受访者比例上升了 3.9 个百分点，其中，散户上升了 4 个百分点，金融业上升了 3.4 个百分点。具体来说，在本次调查中，大概有 54.2%的受访者认为 A 股的价格是合理的（散户和金融业分别为 54.8%和 52%），23.7%的人受访者认为价格是偏低的（散户和金融业分别为 23.2%和 25.4%），认为太贵的比例为 22.2%（散户和金融业分别为 22.1%和 22.6%）。

尽管受访者中认为 A 股在未来一年很可能（可能性大于 50%）发生较大跌幅（跌幅超过 20%）的比例在下降，但是他们对该事件发生的预期概率却在提高，特别是金融业受访者，他们对 A 股发生大跌风险的忧虑比散户要高，具体来说：全部受访者中认为该事件发生的可能性超过 50%的人数占比从 6.5%降为 5.5%，散户从 6.6%下降至 4.7%，金融业却从 6%上升至 8.4%。综合受访者对各种可能性的意见分布，全部受访者对该事件的预期概率从 19.4%上升为 20.6%，散户从 18.4%上升至 19.7%，金融业从 22.8%上升至 23.8%。

受访者对港股未来走势的看法也比上期乐观，金融业变化更为明显：本次调查中，有 57.8%的散户认为港股会上涨，比之前上升 1.4 个百分点，散户对港股的预期回报率为 0.6%，比之前略微下降 0.3 个百分点。变化更为积极的是金融业，在本次调查中，有 54.6%的金融业受访者认为港股会上涨，比之前上升近 10 个百分点，预期回报率则从-1.6%上升至-0.3%，虽仍然是负值，但是比之前提高不少。综合散户和金融业的意见，本期调查有 57.2%的全部访者认为港股会上涨，比之前上升 3 个百分点，预期回报率与上期一样，维持在 0.4%左右。

受访者对房价未来走势的看法也比上期积极，有 61.3%的全部受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业分别为 59.4%和 67.3%），比上期提高了 5 个百分点（散户和金融分别提高了 5.6 和 2.2 个百分点）。金融业受访者对房价的预期回报率从 2.5%上升至 3%，散户和全部受访者变化不大，上期和本期均为 2%。

受访者对房价是否合理的意见相当集中，有 72%的受访者认为，目前一、二线城市的房价和城市居民的财富与收入相比太高（散户和金融业均为 72%），有 20.7%的受访者认为基本合理（散户和金融业分别为 20.8%和 20.4%），只有 6.9%的受访者认为价格偏低（散户和金融业分别为 6.9%和 7.2%）。

与之前的调查结果一致，尽管受访者觉得房价很贵，但认为房价发生大跌的概率较低，在本期调查中，受访者认为房价在未来一年很可能（大于 50%）发生大跌（跌幅超过 5%）意见占比仅有 5.7%（散户和金融业分别为 5.6%和 5.7%），比上期更低，对该事件的预期概率为 18.4%（散户和金融业分别为 17.7%和 20.9%）。

我们询问了受访者未来会增加或减少哪类投资品的配置，并用增加人数扣除减少人数得到的净增加人数除以总受访人数，从而得到受访者对投资品配置的分布。从结果看，散户和金融业受访者均表现出明显的对基金和银行理财产品的偏爱，对基金的净增加人数占比为 18.5%（散户和金融业分别为 20.4%和 12.6%），对银行理财产品的净增加人数占比为 25.3%（散户和金融业分别为 27%和 20%）。

与上期相比，受访者对股票和房地产的配置倾向明显改善，金融业的变化更为显著。尽管目前愿意增加股票投资的人数还是小于希望减持的人数，本期对股票的净增加人数占比为-4.6%（散户和金融业分别为-5.9%和-0.5%），但上

期这一占比为-10%（散户和金融分别为-6.7%和-21%），全部受访者的比例上升了 5.4 个百分点，散户上升了 0.8 个百分点，金融业则上升了近 21 百分点。同样，本期受访者对房地产的净增加人数占比为 2.1%（散户和金融分别为 3.2%和-1.3%），比上期上升了 4.2 个百分点（散户和金融分别上升了 1.6 和 12.5 个百分点）。需要指出的是，在我们的问卷设计中，没有对基金进行区分，因而受访者对基金的配置很可能包含了对股票型基金的配置，在今后的问卷调查中，我们将对这一问题进行改进。

与上期相比，金融业受访者加大了对贵金属的配置，而散户刚好相反，减少了对贵金属的配置。具体来说，金融业受访者中，对贵金属的净增加人数占比为 4%，比上期提高了 2.8 个百分点，散户对贵金属的净增加人数占比为-2.7%，比上期减少 4.2 个百分点。金融业受访者对贵金属的偏好增加，与他们比散户投资者更为担忧股票可能发生大跌的态度一致。

投资品的选择离不开对经济基本面的判断。我们询问了投资者对未来我国 GDP 增速的看法，3 次调查结果均显示，无论是散户还是金融业受访者，他们给出的预期增长率始终维持在 5%，低于目前官方给出的 6.4%的实际增速。

本期，受访者对通胀的预期在下降，散户和金融业受访者对未来 5 年我国 CPI 年均通胀率的预期均为 2.8%，上期为 3.3%。

受访者对 A 股上市公司未来 5 年利润的预期增长率变化不大，只略有上升，本期调查为 8.7%（散户和金融分别为 8.3%和 10%），上期调查为 8.3%（散户和金融分别为 7.8%和 10%）

受访者认为人民币汇率在未来一年会出现 5%以上跌幅的预期概率在下降，在本期调查中，受访者认为汇率在未来一年很可能（大于 50%）发生大跌（跌幅超过 5%）意见占比仅有 4.9%（散户和金融业分别为 4.4%和 6.6%），比上期更低，对该事件的预期概率为 16.3%（散户和金融业分别为 15.6%和 18.9%），也比上期下降。

自中美贸易纠纷于 2018 年年中升级以来，全球经贸增长大幅放缓，我们询问了受访者就该事件对中国经济影响的看法，有 56.2%的全部受访者认为短期内有负面影响（散户和金融分别为 55.9%和 57.7%），有 42%的全部受访者认为该事件在长期内也有负面影响（散户和金融分别为 40.8%和 47.6%）。

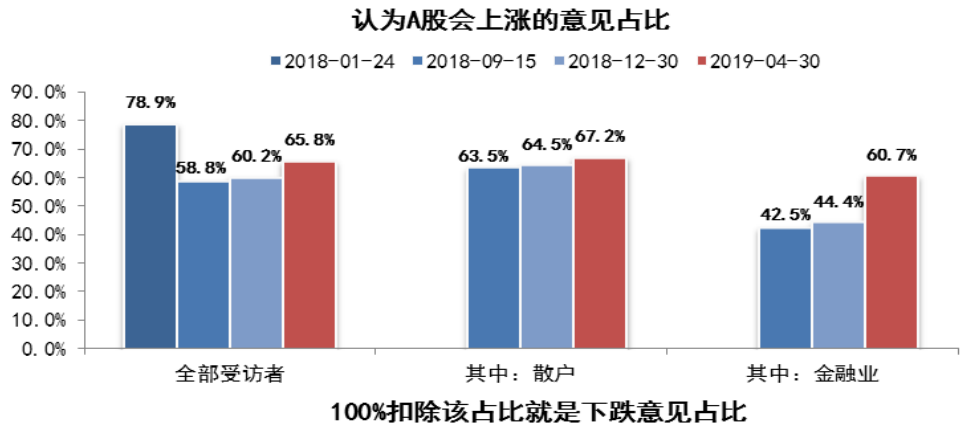
与上期相比，金融业对短期影响的变化偏向正面，对长期影响的变化偏向负面，而散户刚好相反，对短期影响的变化偏向负面，对长期影响的变化则偏

向正面：本期，金融业受访者中认为短期有负面影响比例下降了 11 个百分点，认为短期有正面影响的比例上升了 7.3 个百分点，认为长期有负面影响的比例上升了 0.6 个百分点，认为长期有正面影响比例下降了 1.5 个百分点。散户受访者中认为短期有负面影响比例上升了 13.4 个百分点，认为短期有正面影响的比例下降了 1 个百分点，认为长期有负面影响比例下降了 3.9 个百分点，认为长期有正面影响的比例上升了 7 个百分点。综合受访者的意见，整体而言， 全部受访者认为短期有负面影响的比例上升了 8.7 个百分点，认为长期有正面影响的比例上升了 5 个百分点，长期有负面影响的比例下降了 3.2 个百分点。

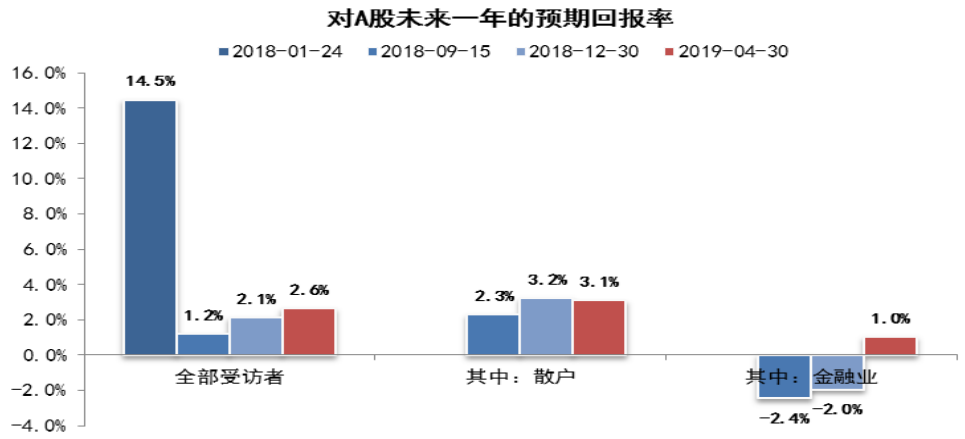
以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

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

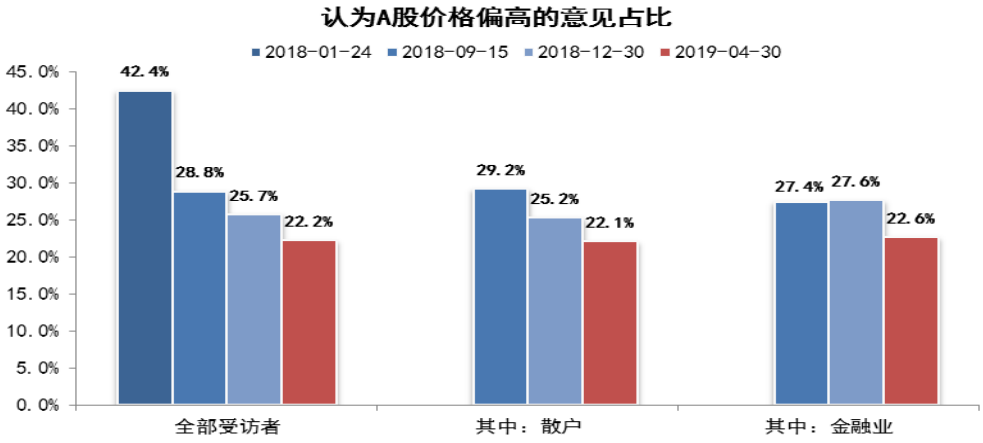


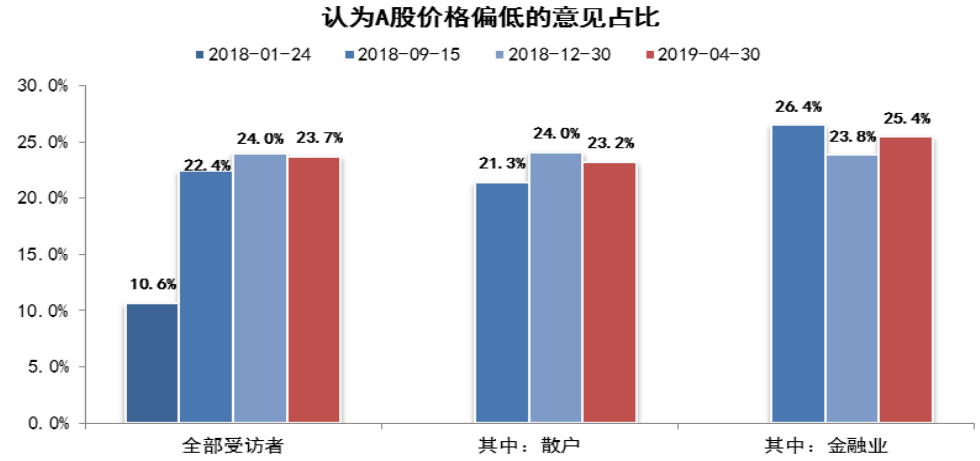
2018 年 1 月期间的调查没有区分散户和金融业从业人员。

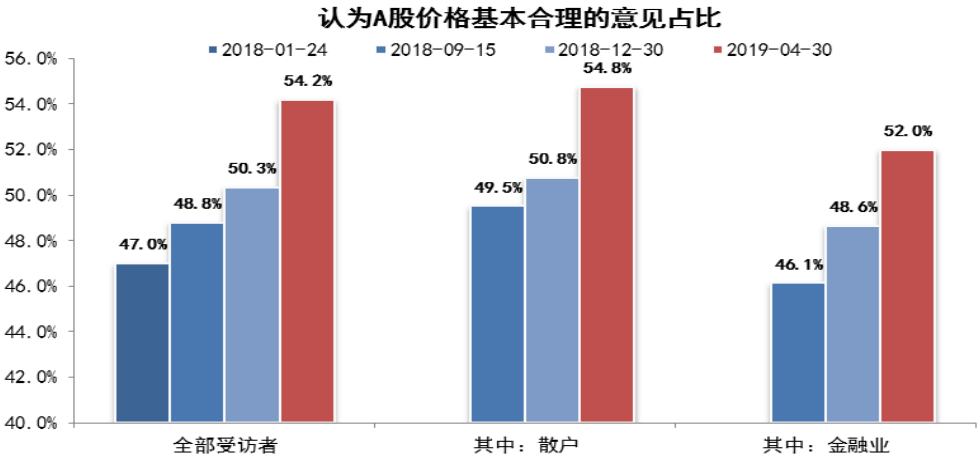
以全部受访者为例，本期有 3.8%的受访者对 A 股未来涨幅没有发表意见，由于每期这样“无意见”的受访者比例不同，因而在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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 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：



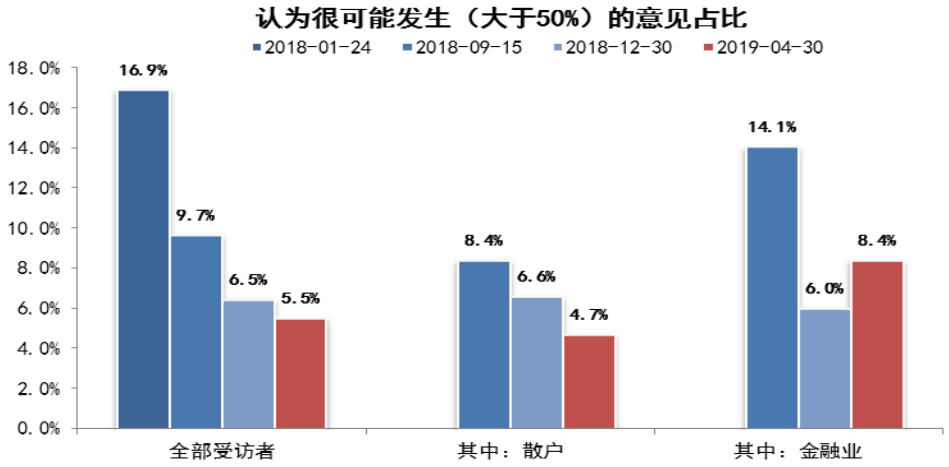


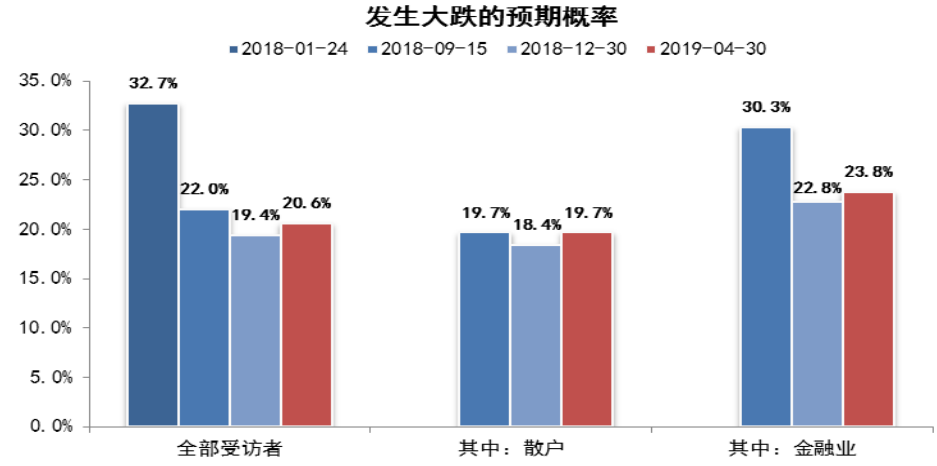


2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例，本期有 6%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?





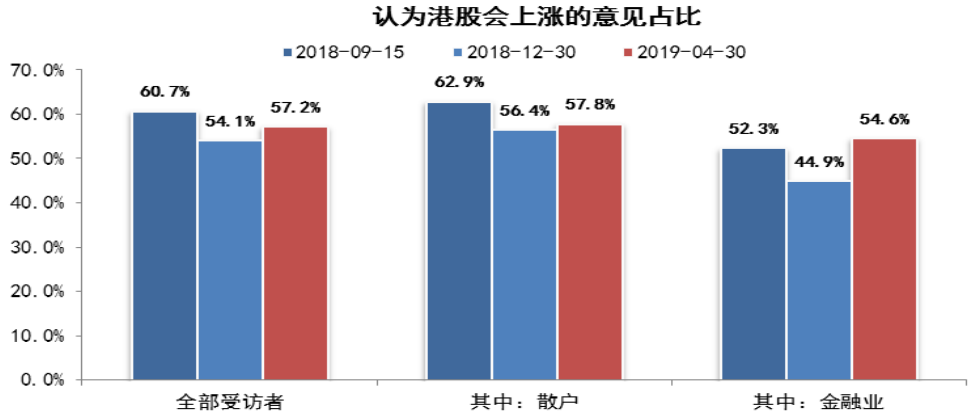
2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

以全部受访者为例，本期有 4.5%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%。

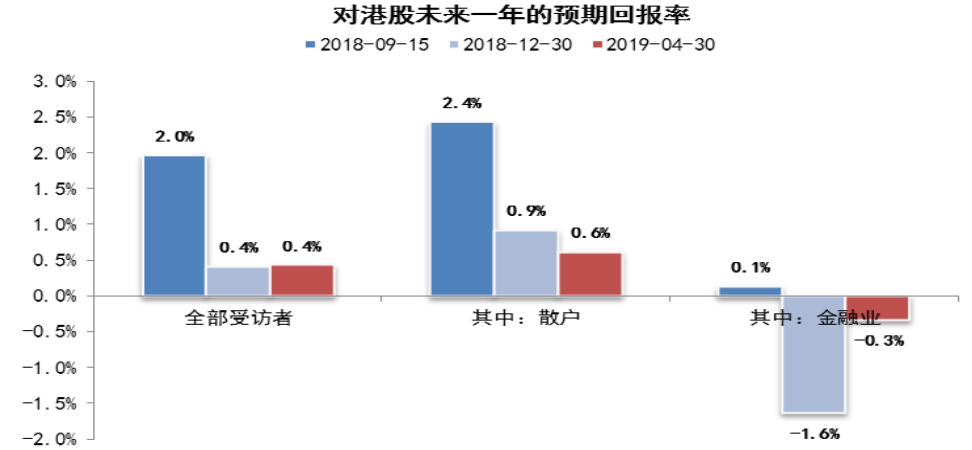
第一幅图统计的是认为 A 股发生大跌（跌幅超过 20%）的可能性大于 50%的意见占比。

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



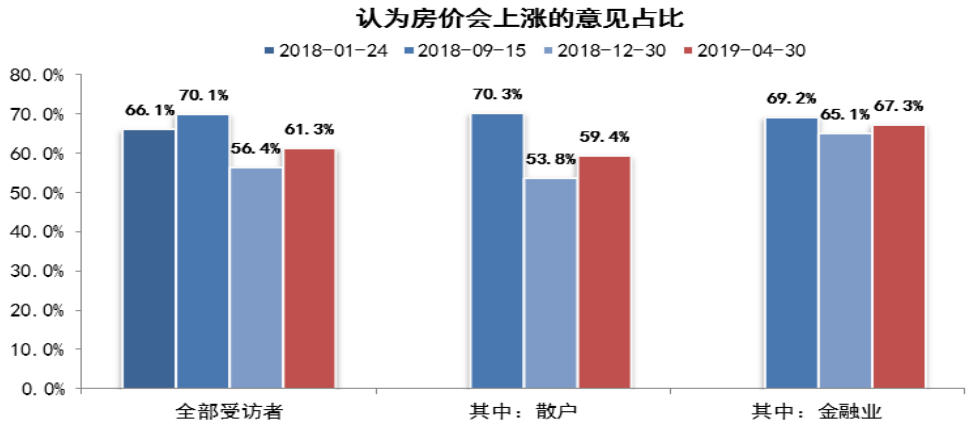
2018 年 1 月没有调查受访者对港股的态度。

以全部受访者为例，本期有 7.6%的受访者对港股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%。

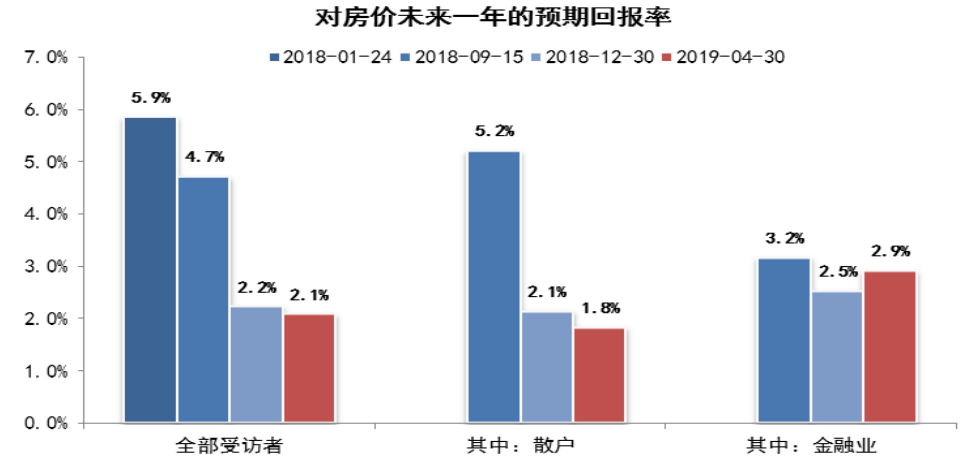
预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。

对房地产价格的看法

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？



100%扣除该占比就是下跌意见占比

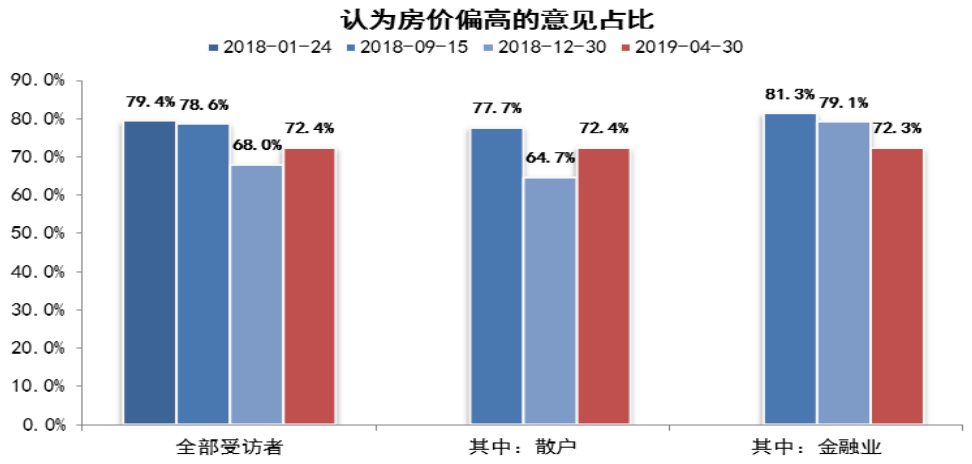


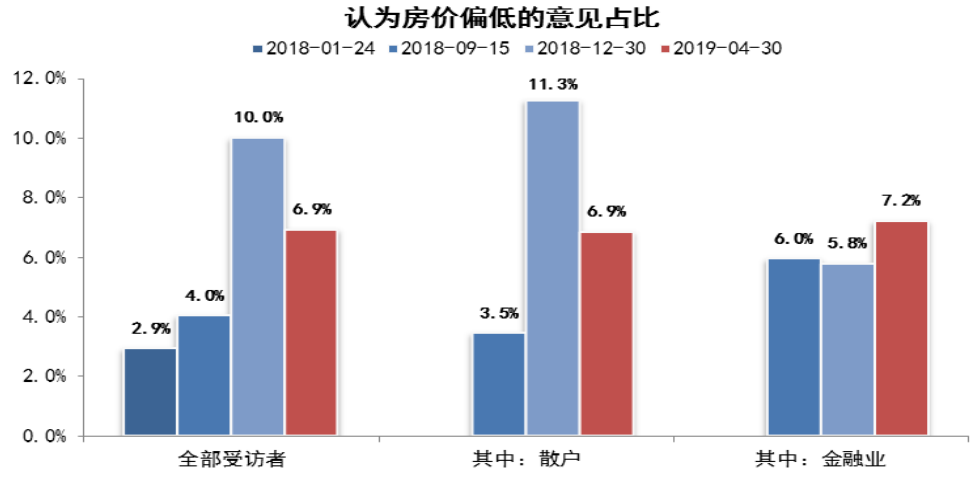
2018 年 1 月期间的调查没有区分散户和金融业从业人员。

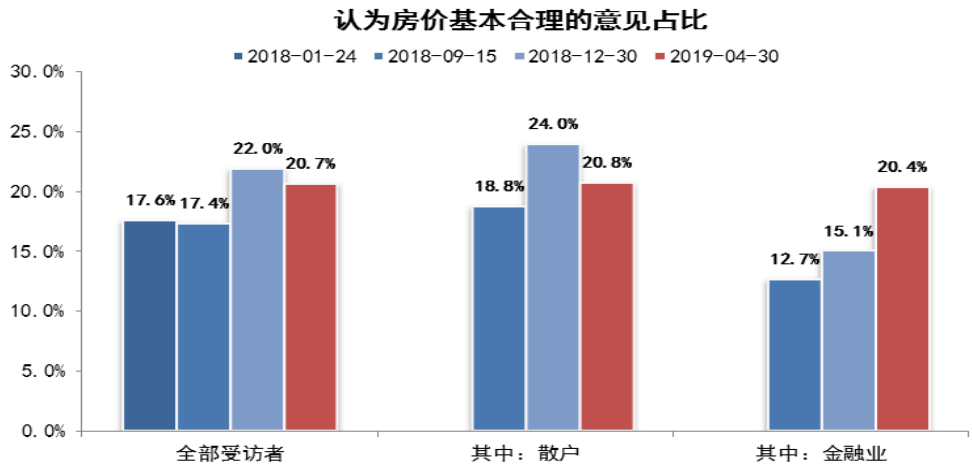
以全部受访者为例，本期有 4.2%的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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：



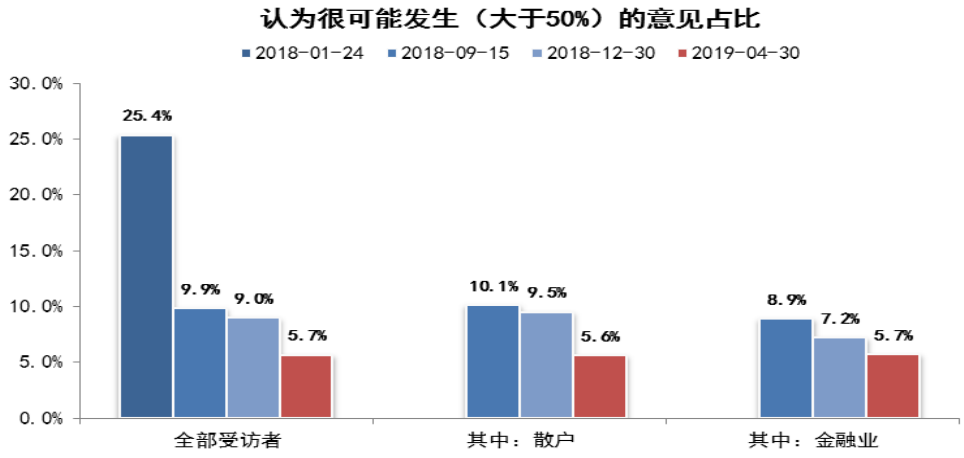


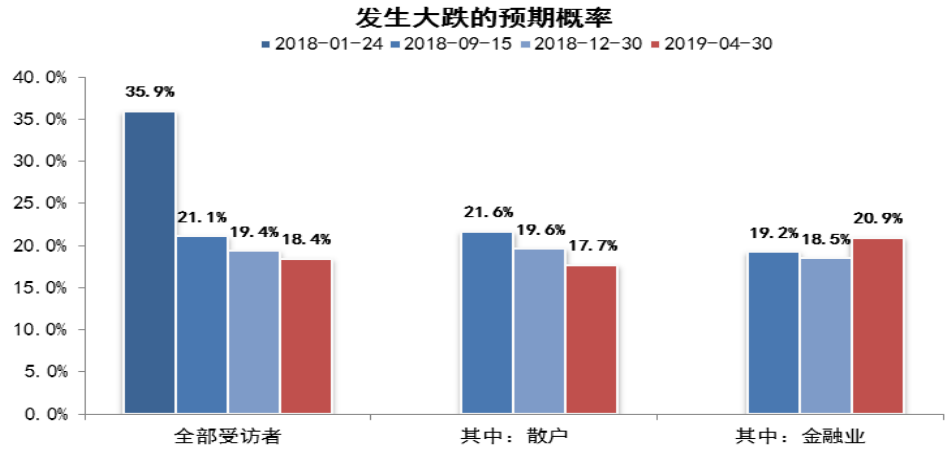


2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

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 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？





2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

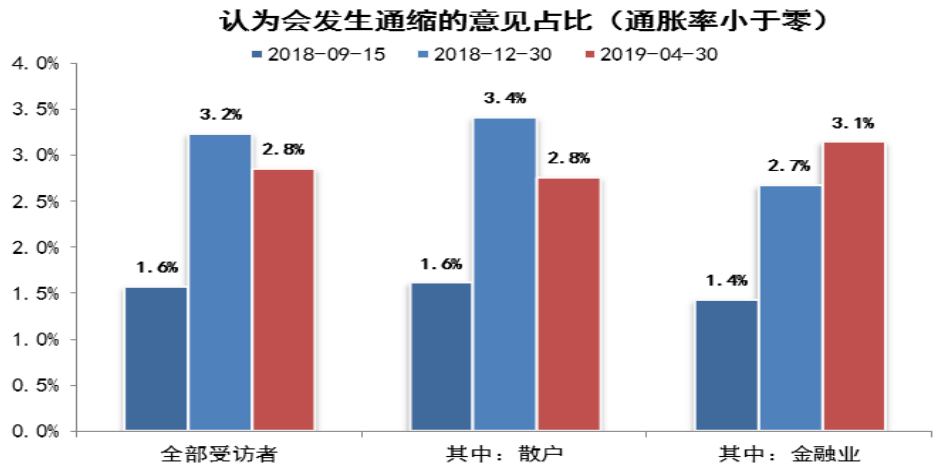
以全部受访者为例，本期有 3.7%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

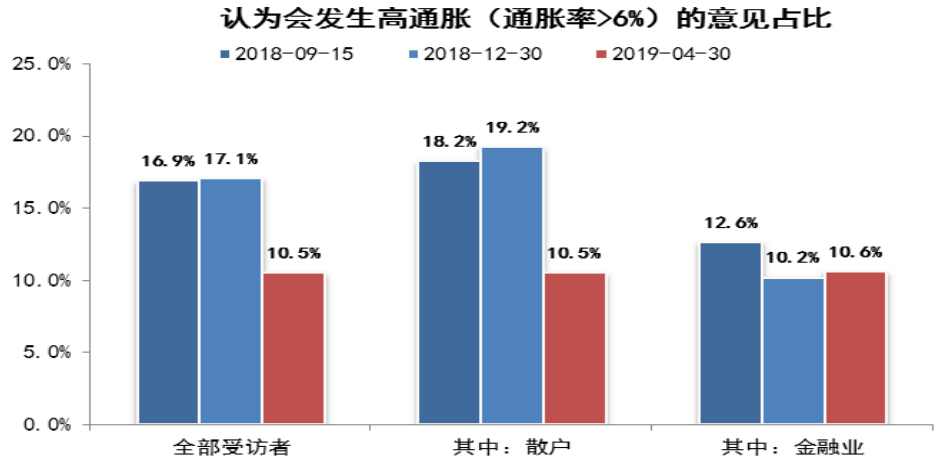
第一幅图统计的是认为房价发生大跌（跌幅超过 5%）的可能性大于 50%的意见占比。

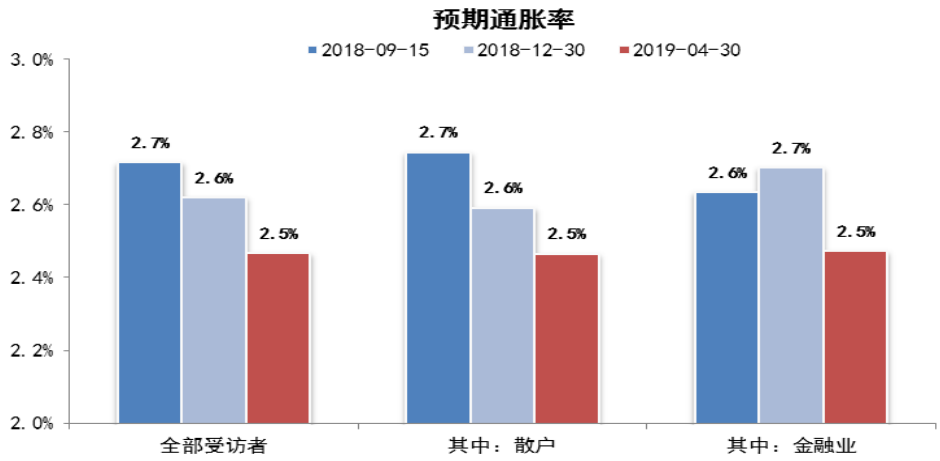
第二幅图发生大跌的预期概率=∑ 每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

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？



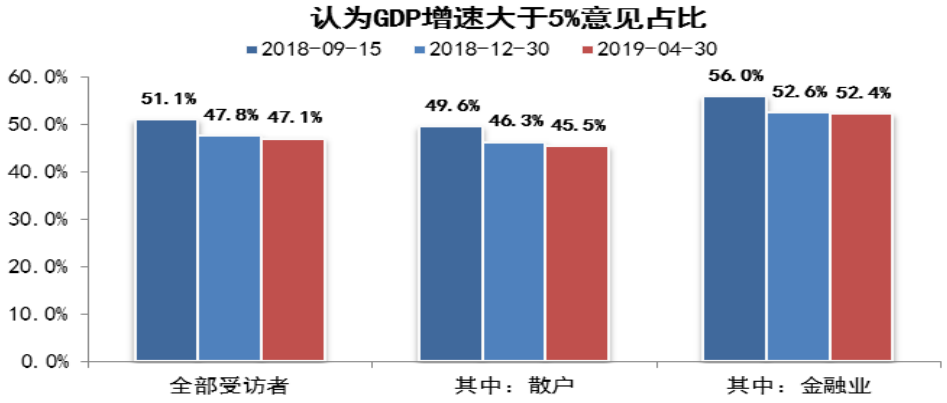




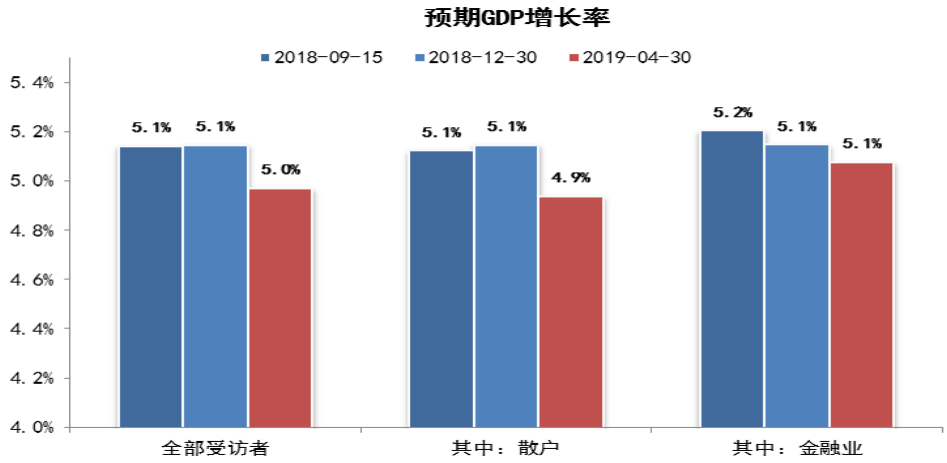
2018 年 1 月没有调查受访者对通胀的态度。

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 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？



100%扣除该占比就是认为增速小于5%意见占比

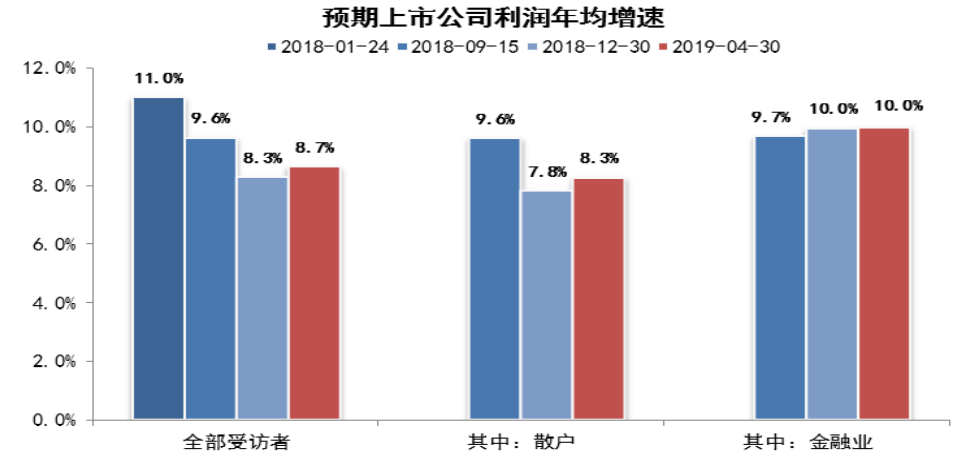


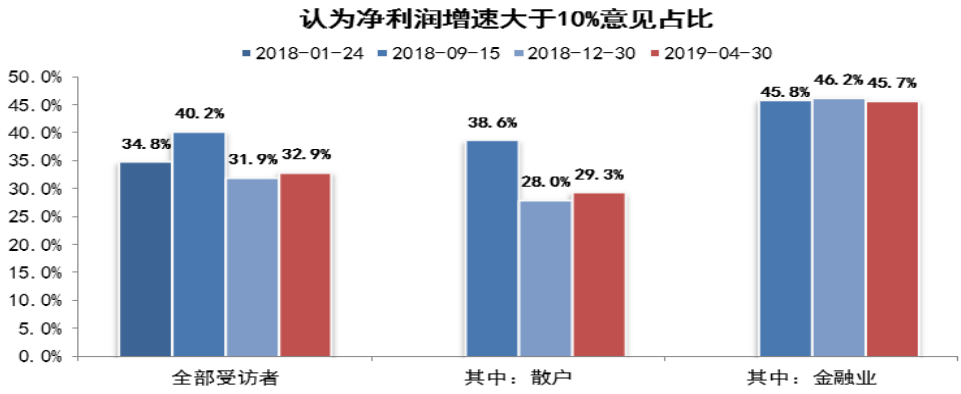
2018 年 1 月没有调查受访者对 GDP 增速的态度。

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 2.7%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？





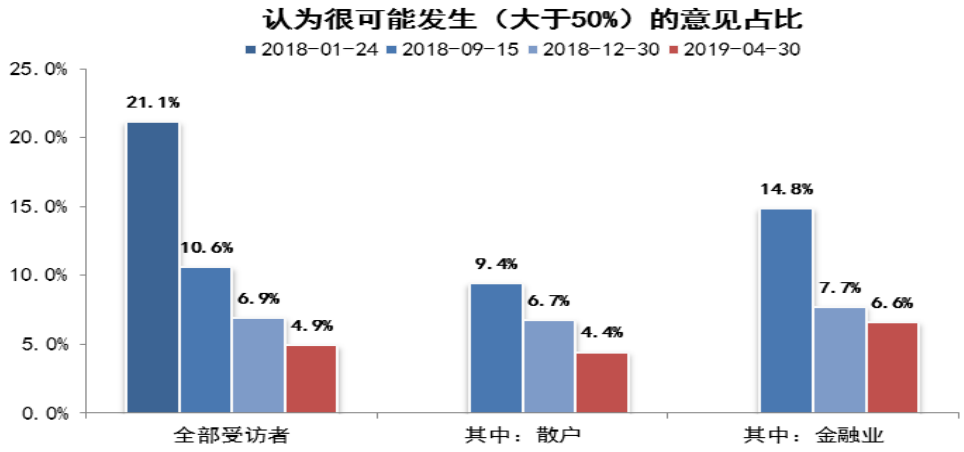
100%扣除该占比就是认为增速小于10%意见占比

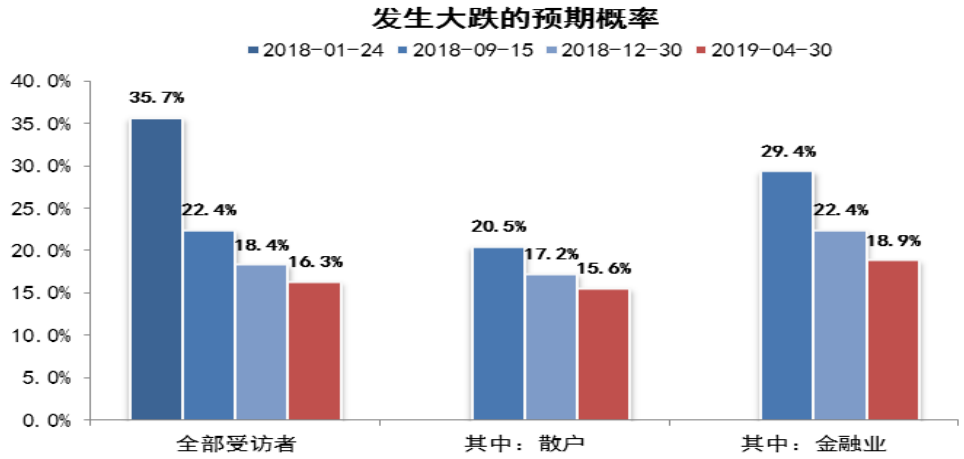
2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

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 4.9%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=Σ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？





2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

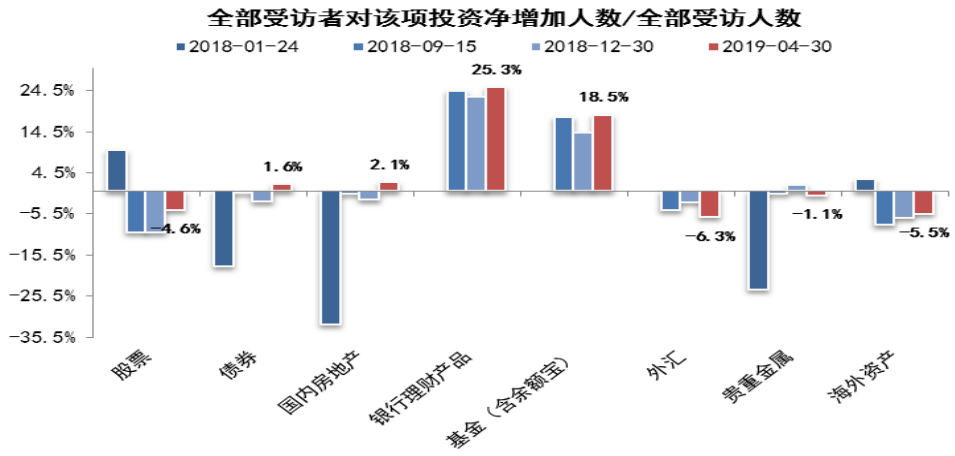
以全部受访者为例，本期有 5.5%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

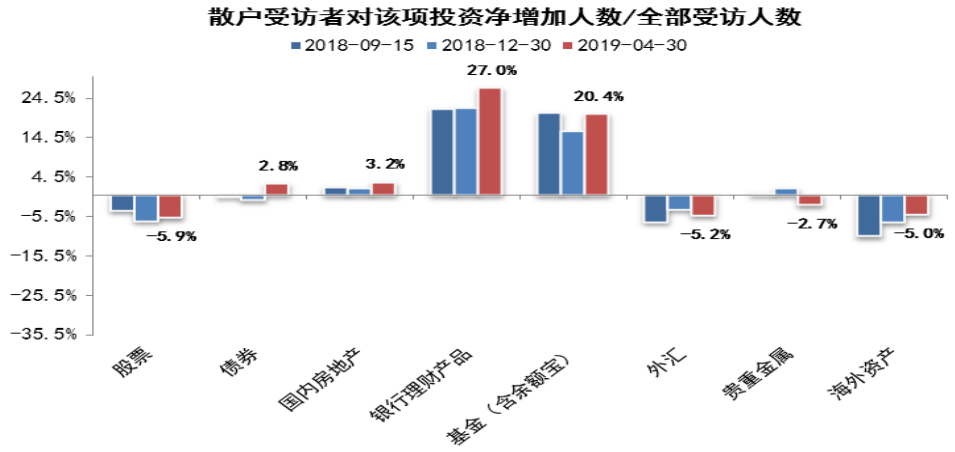
第一幅图统计的是认为汇率发生大跌（跌幅超过 5%）的可能性大于 50%的意见占比。

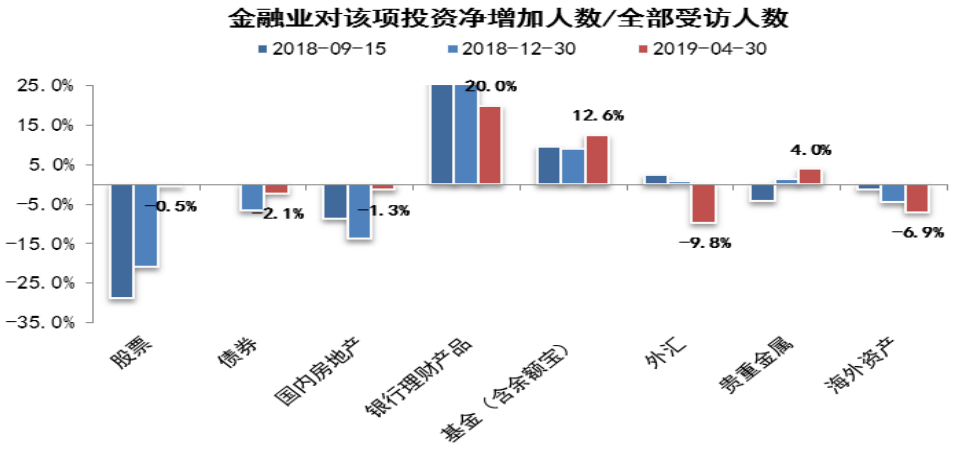
第二幅图发生大跌的预期概率=Σ 每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

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？





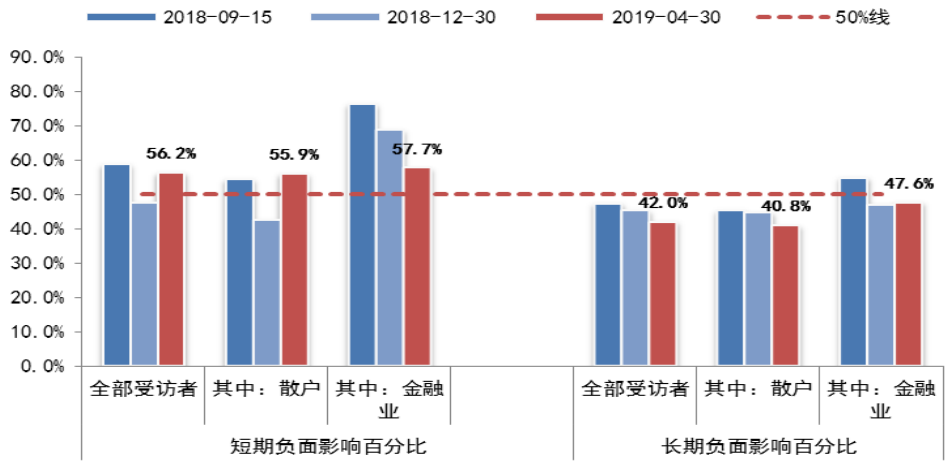


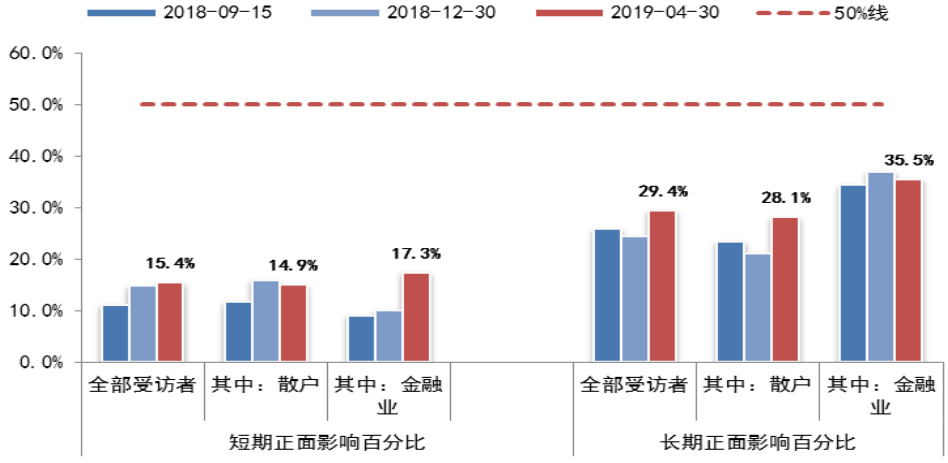
2018 年 1 月没有区分散户和金融业从业人员。

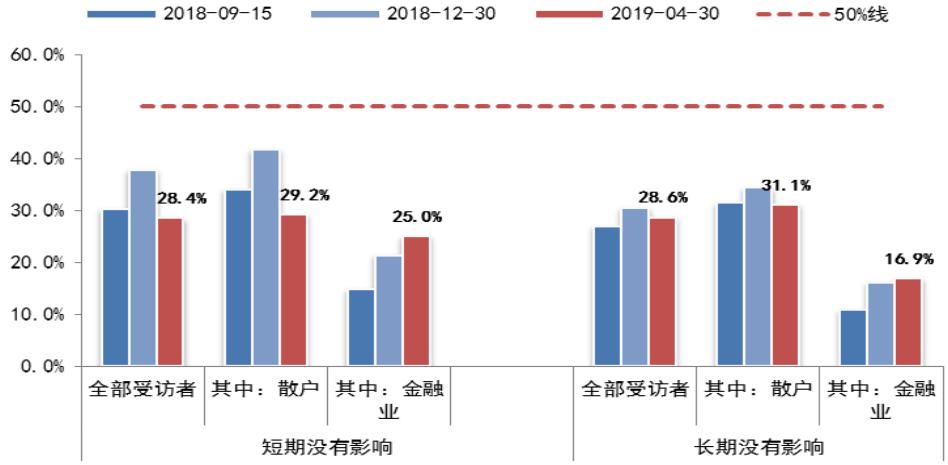
净增加人数=增加该项投资的人数−减少/规避该项投资的人数。在计算意见占比时，我们除以总人数 2529 人，而不是除以总意见数（该题是多选题，各意见之和远超总人数 2529 人），因为我们统计的是在所有受访者中有多少人愿意/规避该项投资。

对中美贸易战的态度

问题 13：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



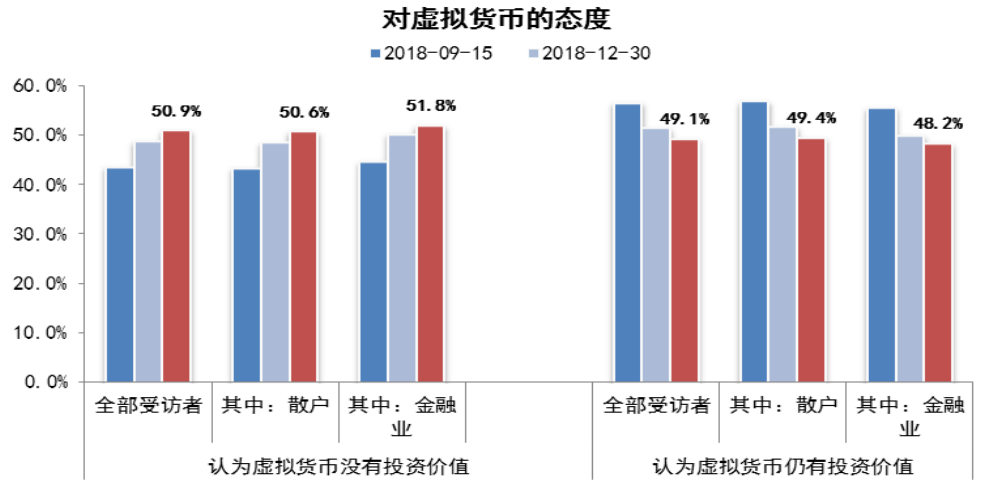


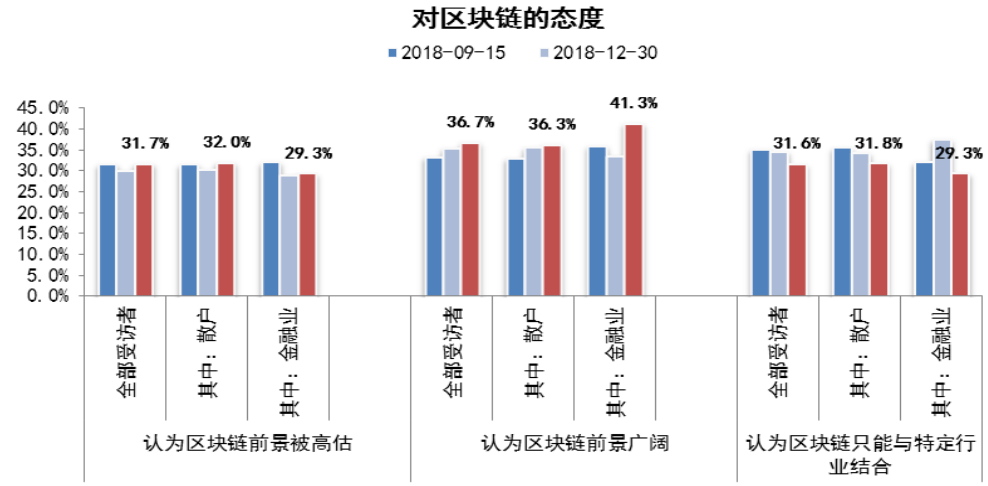


2018 年 1 月没有调查此项。以全部受访者短期意见为例，短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷总人数（2529 人）

对虚拟货币和区块链态度

问题 14：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？





2018 年 1 月没有调查此项。

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÷总人数（2529 人）

第二部分：资产价格及基本面图表分析

资产价格水平

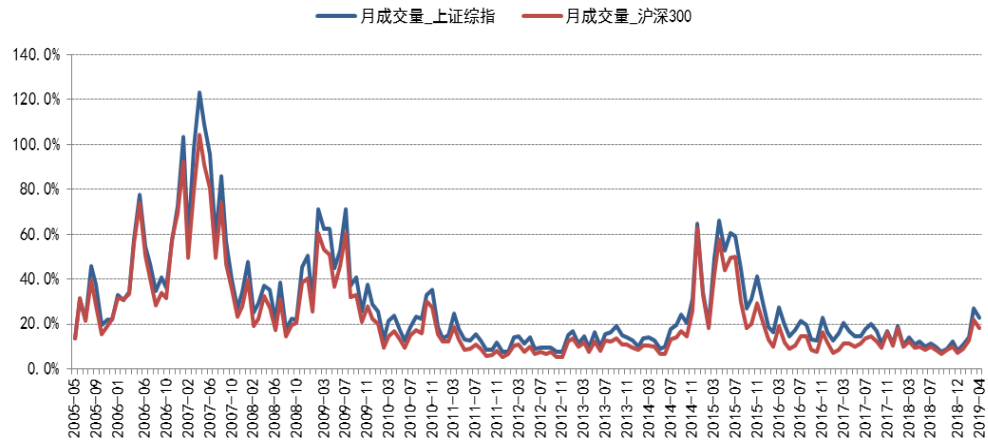
股票价格水平

图 1：2019 年 4 月全球重要股指回报率比较

股指名称	年初至本期末回报率	最近1年回报率	最近2年均回报率	最近3年均回报率	最近5年均回报率	最近10年均回报率
上证综指	23.4%	-0.1%	-1.2%	1.6%	8.7%	2.2%
沪深300	30.0%	4.2%	6.7%	7.4%	12.6%	4.1%
中小板	28.5%	-13.6%	-4.6%	-3.0%	5.8%	4.1%
创业板	29.8%	-10.1%	-6.3%	-8.8%	4.8%	
恒生指数	14.9%	-3.6%	9.8%	12.1%	6.1%	6.7%
标普500	17.5%	11.2%	11.2%	12.6%	9.4%	12.9%
日经225	11.2%	-0.9%	7.7%	10.1%	9.2%	9.7%
富时100	10.3%	-1.2%	1.5%	5.9%	1.8%	5.7%
法兰克福DAX	16.9%	-2.1%	-0.4%	7.1%	5.1%	10.0%
巴黎CAC40	18.1%	1.2%	3.0%	8.0%	4.5%	5.9%
韩国综指	8.0%	-12.4%	0.0%	3.4%	2.4%	4.9%

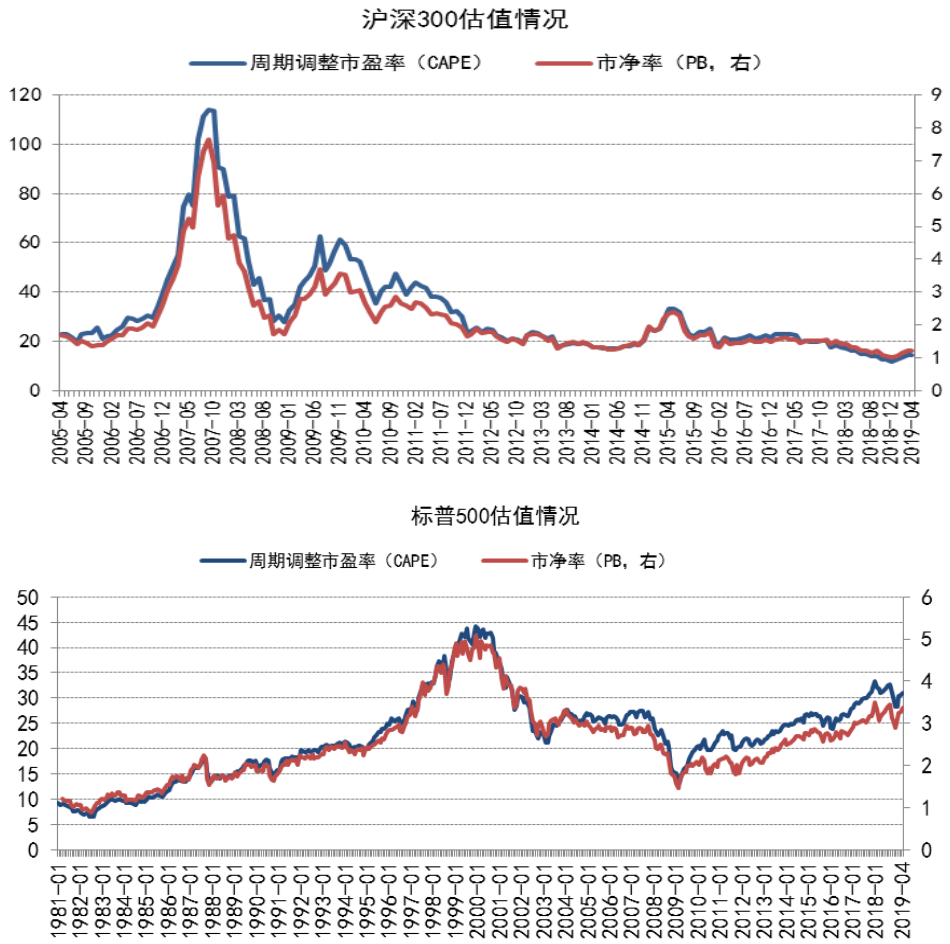
①年初至本期末指的是 2018 年 12 月末至 2019 年 4 月末这段时间的涨幅。所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。②年初以来，全球重要股指均发生较大幅度上涨，我国股指涨幅最高。但是，长期来看，我国股票年均回报率偏低，10 年年均涨幅低于全球其他重要股指。③数据来源于 Wind 数据库。

图 2：2006 年 4 月至 2019 年 4 月上证综指和沪深 300 月成交量情况



①截至 2019 年 4 月，上证综指和沪深 300 的当月成交市值占总流通市值的比例分别为 23%和 18%，超过最近 5 年平均水平（分别为 22%和 17%）。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR，成交量占比来自本研究的计算。

图 3：2006 年 4 月至 2019 年 4 月中国 A 股和美国标普 500 周期调整市盈率（CAPE）和市净率（PB）



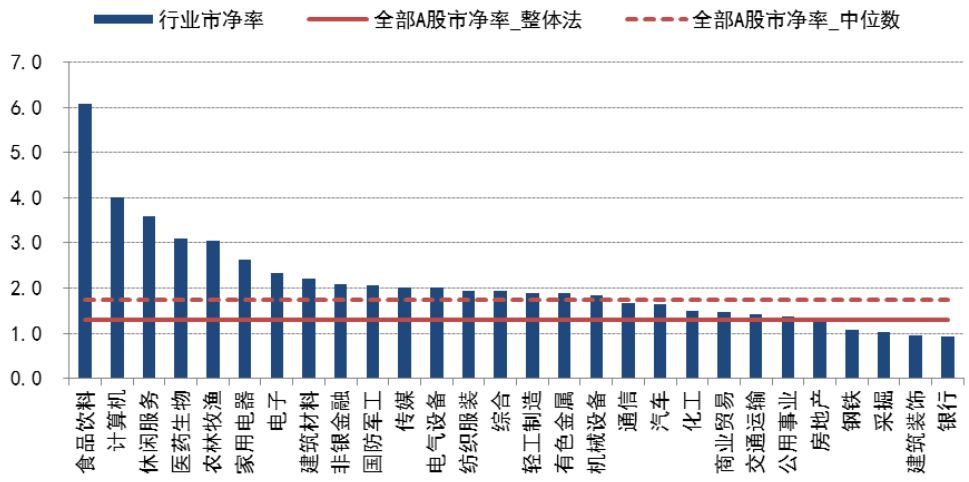
①截至 2019 年 4 月，我国沪深 300 指数的周期调整市盈率为 14.5 倍，市净率是 1.2 倍。上证综指的周期调整市盈率为 15.3 倍，市净率是 1.3 倍。美国标普 500 指数的周期调整市盈率为 31.1 倍，市净率是 3.4 倍。②美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页，市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR，周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算，计算方式请参见报告附表。

图 4：2019 年 4 月中国 A 股上市公司分行业回报率

	年初至今回报率		最近1年回报率		最近5年回报率		最近10年回报率	
最高的5个行业	食品饮料	54.8%	食品饮料	30.5%	食品饮料	27.0%	食品饮料	18.8%
	农林牧渔	50.4%	非银金融	23.9%	非银金融	18.5%	家用电器	16.7%
	非银金融	45.2%	农林牧渔	17.2%	家用电器	16.1%	医药生物	12.1%
	家用电器	40.6%	通信	8.8%	农林牧渔	13.5%	银行	11.5%
	通信	36.3%	家用电器	5.9%	计算机	13.5%	计算机	11.1%
	年初至今回报率		最近1年回报率		最近5年回报率		最近10年回报率	
最低的5个行业	银行	14.5%	钢铁	-14.2%	纺织服装	3.2%	化工	1.0%
	钢铁	12.2%	轻工制造	-16.4%	有色金属	2.0%	有色金属	0.7%
	采掘	10.6%	有色金属	-18.2%	电气设备	1.4%	钢铁	0.5%
	建筑装饰	9.3%	纺织服装	-19.1%	机械设备	0.9%	电气设备	-1.0%
	公用事业	9.1%	传媒	-20.4%	传媒	-6.9%	采掘	-2.7%

①表列示了不同期间 A 股股票回报最高和最低的 5 个行业。②年初至本期末指的是 2018 年 12 月末至 2019 年 4 月末这段时间的涨幅。所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。③在过去 10 年中，食品饮料、农林牧渔、家用电器等靠近消费端的行业回报较高，而化工、有色、采掘等重工业行业回报较低。④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 5：2019 年 4 月中国 A 股上市公司分行业市净率



①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。

债券价格水平

图 6：2019 年 4 月中、美、日、欧国债收益率情况

	国家	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
1年期国债收益率	中国	2.7	2.8	3.0	2.3	3.6	2.9	1.0	2.9	2.9	2.7
	美国	2.4	2.7	2.2	0.6	0.1	0.2	0.5	1.6	1.1	0.6
	日本	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.0
	欧元区	-0.6	-0.7	-0.7	-0.5	0.1	0.1	1.0	-0.7	-0.5	0.0
10年与1年国债利差	中国	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	2.1	0.5	0.6	0.8
	美国	0.1	0.5	0.7	1.3	2.6	1.8	2.7	0.8	1.3	1.8
	日本	0.1	0.3	0.2	0.2	0.5	0.8	1.2	0.2	0.3	0.6
	欧元区	0.7	1.2	1.3	0.8	1.6	2.4	2.8	1.0	1.0	1.7

①2009 年至今的这十年间，美国 1 年期国债利率显著上升，目前是 2.4%，结合最近美联储的会议记录，美国加息周期大概率已经结束。10 年间，中国 1 年国债利率相对平稳，保持在 3%左右，目前是 2.7%。欧元区和日本继续负利率政策。②10 年间，美国 10 年国债与 1 年国债利差下滑显著，目前接近于零，只有 0.1%，这一般被视为经济衰退的前兆。日本和欧元区利差也处于下降趋势，目前分别是 0.1 和 0.7 个百分点。我国利差相对平稳，基本在 0.6 个百分点。③表中数字均为百分比，数据来源：Wind

图 7：2019 年 4 月我国不同类型债券的到期收益率与 1 年国债的利差

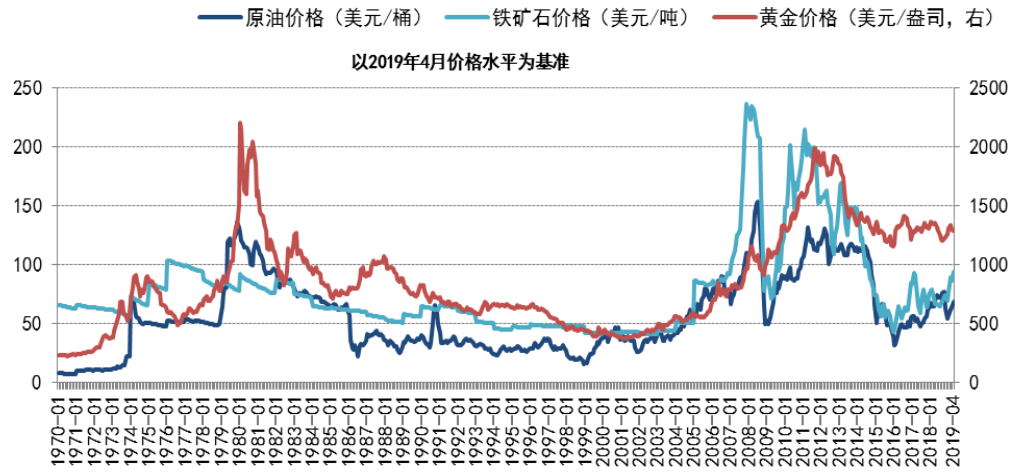
	债券类型	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
利差	1年国开债	0.2	0.1	0.8	0.4	1.1	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6
	1年地方债（AAA）	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.1		0.4	0.3	
	1年铁道债	0.7	0.8	1.4	0.6	1.3	1.3	0.6	1.0	1.0	1.1
	1年商业银行普通债（AAA）	0.5	0.7	1.3	0.5	1.1	1.2		1.0	1.0	
	1年商业银行普通债（AA）	0.7	1.1	1.7	1.0	1.5	1.5		1.3	1.4	
	1年商业银行普通债（A）	1.2	1.8	2.2							
	1年企业债（AAA）	0.7	0.8	1.4	0.7	1.3	1.3	1.0	1.1	1.1	1.2
	1年企业债（AA）	1.0	1.5	1.9	1.6	2.2	2.1	1.7	1.6	1.7	1.9
	1年企业债（A）	7.0	7.3	6.8	7.0	6.1	6.2	4.5	6.5	6.3	5.6
	1年城投债（AAA）	0.8	1.0	1.6	0.8	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2	1.4
	1年城投债（AA）	0.9	1.3	2.0	1.1	2.3	3.1	2.4	1.5	1.6	2.1
基准收益率	1年国债	2.7	2.8	3.0	2.3	3.6	2.9	1.0	2.9	2.9	2.7

①目前，我国 1 年期 A 级企业债与 1 年国债利差达到 7 个百分点，其他种类债券与 1 年国债的利差水平相差基本不大，平均在 1 个百分点左右。 ②虚线以左的数字指在该期末不同类型债券的到期收益率与 1 年国债的收益率差。虚线以右的数字是该段时间内的平均利差。③表最末行列示了相同期间 1 年期国债的到期收益率。③表中所有数字均为百分比，数据来源：Wind

大宗商品价格水平

图 8：2019 年 4 月大宗商品价格变动

	年初至今价格变动	最近1年价格变动	最近3年年均价格变动	最近5年年均价格变动	最近10年年均价格变动
原油	27.1%	-0.3%	18.9%	-8.1%	3.2%
澳大利亚煤	-14.4%	-7.4%	19.6%	3.6%	3.2%
美国天然气	-32.9%	-4.0%	11.7%	-10.6%	-2.7%
欧洲天然气	-38.3%	-29.0%	7.4%	-14.4%	-5.3%
日本天然气	-5.8%	11.9%	18.3%	-7.6%	3.4%
铝	-3.9%	-18.2%	5.5%	0.4%	2.6%
铁矿石	35.5%	42.5%	15.4%	-3.9%	4.6%
铜	6.0%	-6.0%	9.7%	-0.7%	3.9%
黄金	2.8%	-3.7%	1.2%	-0.2%	3.7%
美国通胀	1.2%	1.5%	2.1%	1.4%	1.8%

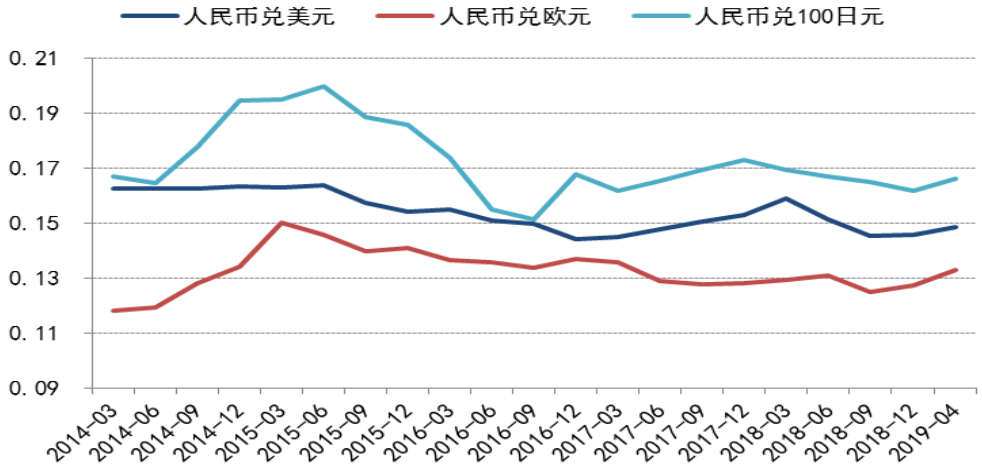


①表列示的是各类大宗商品价格在不同期间的涨跌幅，涨跌幅均剔除了美元通胀率。②年初至本期末指的是 2018 年 12 月末至 2019 年 4 月末这段时间的涨幅。③年初以来，除天然气和铝之外，其他主要大宗商品价格均发生了不同程度的上涨，特别是原油和铁矿石涨幅非常明显。④下图中黄金、原油和铁矿石的价格，是以 2019 年 4 月的价格为基准，对以前各期的价格按照美元通胀率进行调整而得，这样，任意两个期间价格的涨幅就是实际涨幅。截至 2019 年 4 月，黄金价格是每盎司 1286 美元，原油价格是每标准桶 69 美元，铁矿石价格是每吨 94 美元。④数据来源：世界银行

主要货币汇率水平变动

图 9：2019 年 4 月人民币兑主要货币汇率的变动

货币种类	年初至本期末变动	最近1年变动率	最近2年年均变动率	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
人民币兑美元	2.0%	-5.8%	1.2%	-1.4%	-1.8%	0.1%
人民币兑欧元	4.3%	1.9%	-0.2%	-0.8%	2.5%	1.9%
人民币兑100日元	2.7%	-3.8%	1.5%	-0.2%	0.0%	1.5%
人民币兑英镑	-0.3%	1.3%	1.1%	2.8%	3.6%	1.5%
人民币兑港币	2.1%	-5.8%	1.6%	-1.0%	-1.5%	0.3%
人民币兑加元	0.7%	-1.6%	0.6%	1.0%	2.4%	1.3%
人民币兑澳元	1.6%	0.8%	4.2%	1.2%	3.8%	0.4%

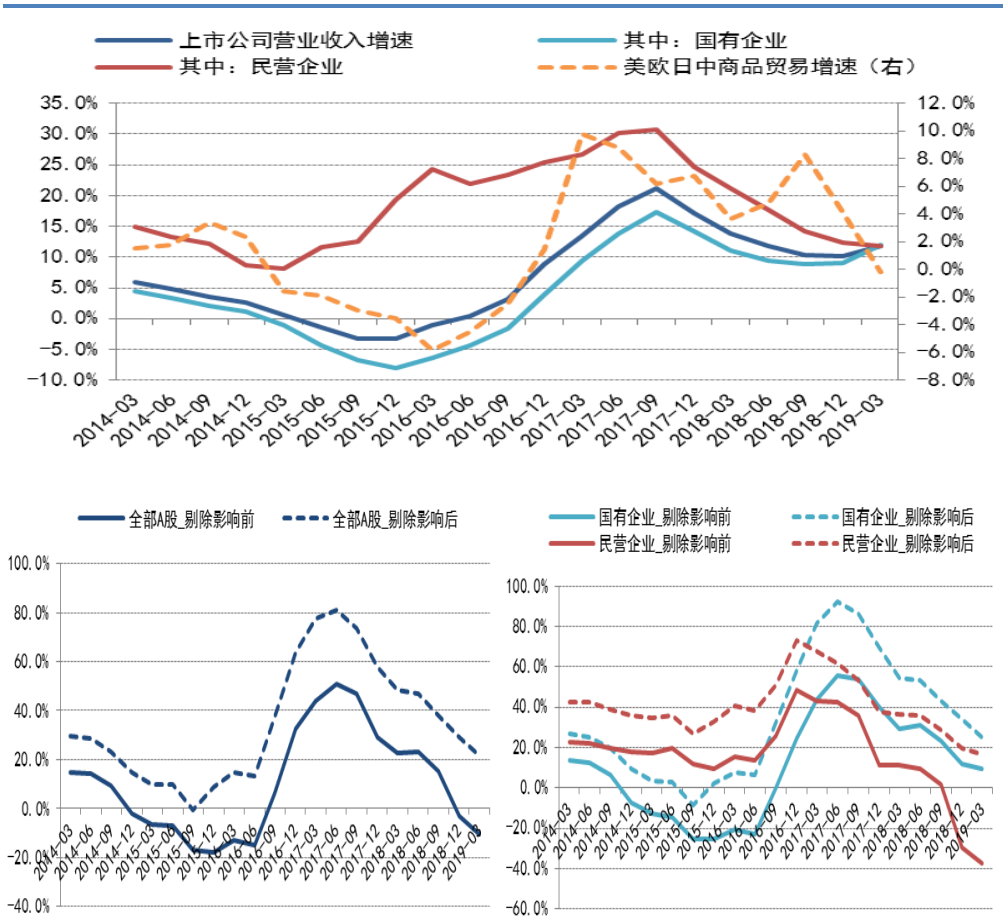


①表列示的是人民币兑主要货币汇率在不同期间的涨跌幅。②年初至本期末指的是 2018 年 12 月末至 2019 年 4 月末这段时间的涨幅。近 5 年来，人民币兑美元和日元汇率整体处于贬值状态。年初以来，除兑英镑外，人民币相对其他主要货币均发生了不同程度的上涨。③下图是近 5 年来人民币兑美元、欧元和日元的汇率水平。④数据来源：Wind

中国上市公司基本面分析

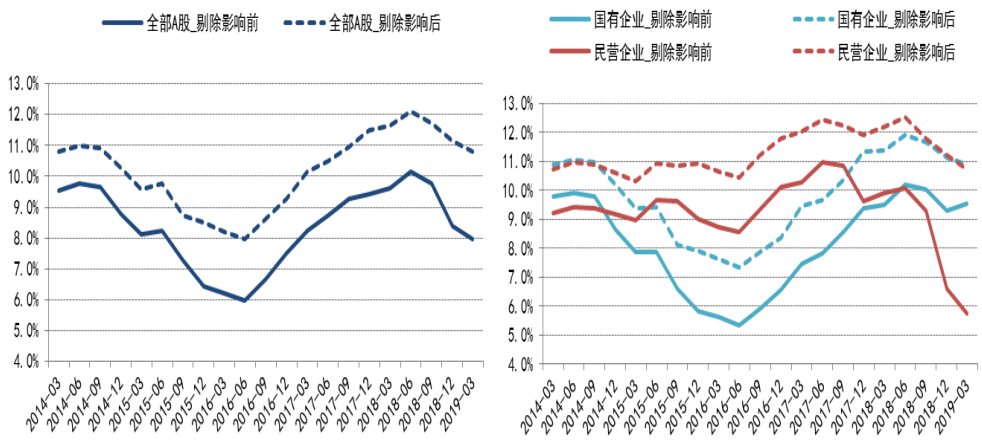
该部分我们分析我国 A 股上市公司的财务信息，所有数据均更新至 2019 年一季度。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。由于国有企业规模较大，从而权重较大，这使得全部上市公司的整体表现更接近国有企业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 10：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速（剔除通胀）



①2017 年三季度至 2019 年一季度，上市公司营收增速明显下滑，特别是民营企业。营收增速的下降应该与国际贸易低迷有关，2018 年，民营经济在出口总额中的占比为 60%，国际市场走低对民营经济影响更大。②差不多在相同期间，上市公司净利润增速也大幅下滑。考虑到近期上市公司频发商誉减值，我们计算了剔除资产减值影响后的净利润增速，以虚线表示。可以发现，资产减值对民营企业近期业绩影响较大，包含资产减值的净利润增速下滑至-37.5%，而不包含资产减值的净利润增速为 17%。无论是否剔除资产减值，下滑趋势不变。③营收和净利润增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀率。

图 11：中国 A 股上市公司 ROE



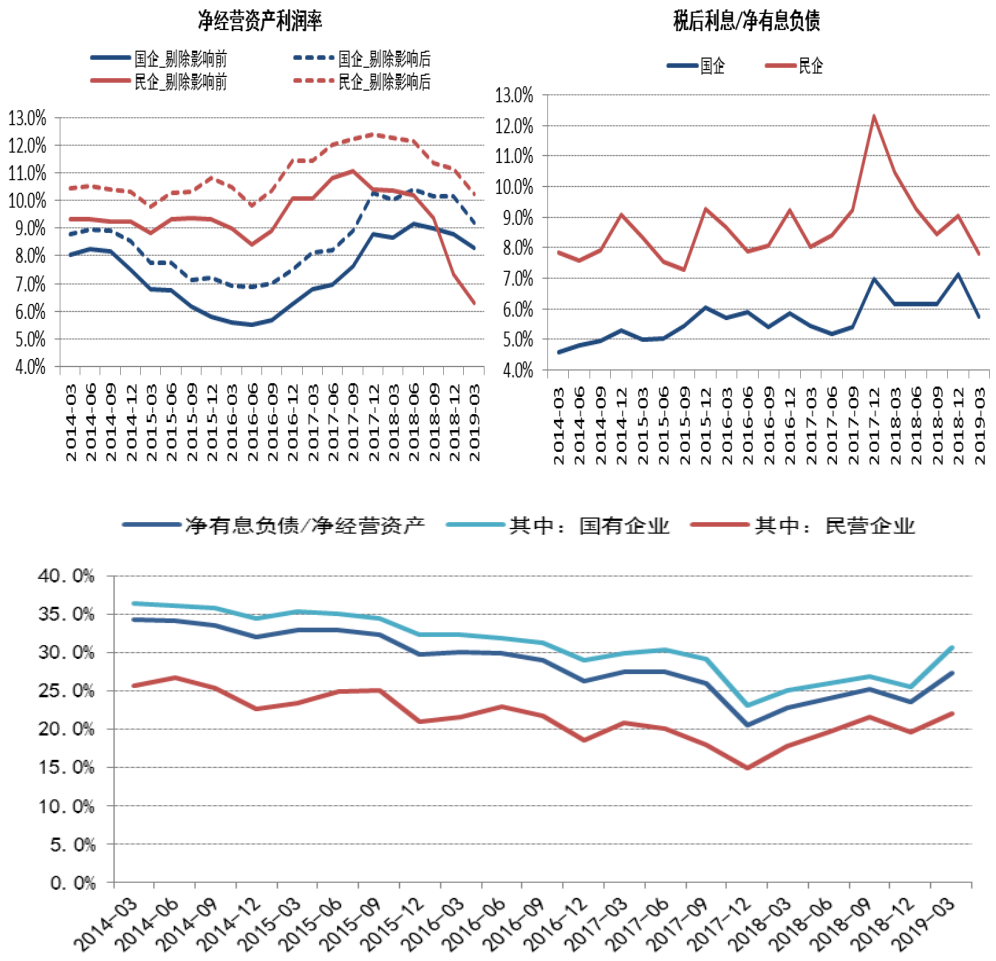
与净利润的增速趋势一致，A 股上市公司 ROE 也出现下滑，目前水平是 8%。我们计算了剔除资产减值影响后的 ROE，以虚线表示。同样，民营企业包含资产减值损失的 ROE 下滑严重，只有 5.7%，而不包含资产减值损失的 ROE 仍有 10%，但下滑趋势不变。

图 12：中国 A 股上市公司分行业 ROE

行业名称	ROE_2019年3月 剔除资产减值影响前	ROE_2019年3月 剔除资产减值影响后	未剔除资产减值影响 最近5年平均值	未剔除资产减值影响 最近10年平均值	行业名称	ROE 2019年3月 剔除资产减值影响前	ROE 2019年3月 剔除资产减值影响后	未剔除资产减值影响 最近5年平均值	未剔除资产减值影响 最近10年平均值
建筑材料	21.3%	22.6%	10.6%	12.3%	计算机	7.8%	13.1%	12.0%	10.6%
食品饮料	20.7%	21.3%	18.8%	21.6%	轻工制造	7.6%	10.3%	7.7%	6.7%
钢铁	15.6%	16.2%	3.4%	3.0%	采掘	7.4%	9.4%	4.4%	9.3%
房地产	14.7%	16.7%	13.7%	13.9%	纺织服装	7.3%	10.9%	9.9%	10.0%
家用电器	13.6%	17.9%	18.0%	17.3%	公用事业	6.7%	8.2%	11.2%	9.8%
银行	13.4%	20.4%	16.8%	20.5%	机械设备	5.0%	9.5%	6.3%	10.5%
休闲服务	12.2%	13.6%	8.7%	8.9%	电气设备	4.5%	8.7%	7.3%	9.1%
建筑装饰	11.2%	14.1%	12.1%	12.9%	有色金属	4.4%	7.8%	3.3%	5.9%
汽车	11.0%	12.7%	16.2%	18.3%	通信	2.9%	4.0%	4.2%	4.7%
非银金融	10.5%	11.7%	13.3%	12.6%	电子	2.1%	7.1%	6.3%	4.4%
医药生物	10.2%	12.6%	13.6%	14.6%	国防军工	2.0%	4.3%	2.8%	6.0%
化工	9.7%	11.8%	8.3%	10.4%	农林牧渔	0.5%	5.2%	6.3%	7.0%
交通运输	8.9%	9.3%	9.3%	10.2%	综合	-0.2%	8.1%	6.1%	5.5%
商业贸易	8.7%	10.9%	7.5%	9.2%	传媒	-2.2%	6.8%	8.6%	9.1%

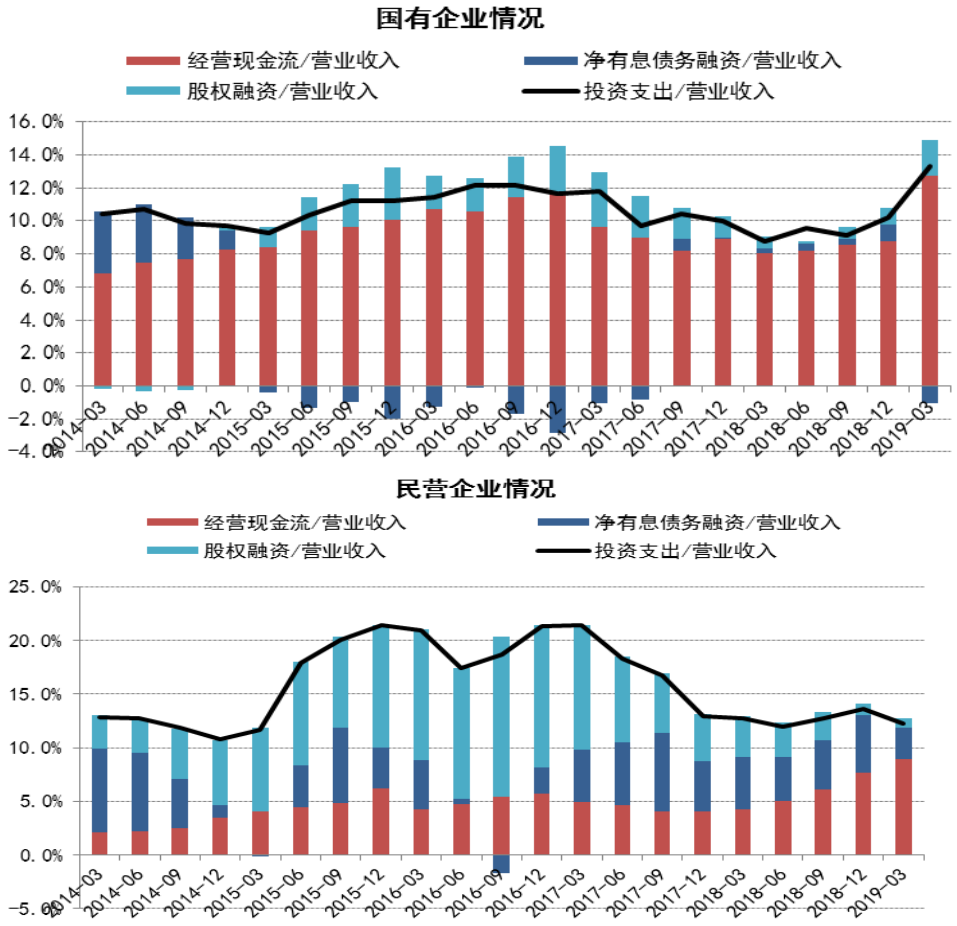
对比各行业当前 ROE 和近 10 年平均值，钢铁、建筑材料和休闲服务的业绩有明显改善，其他大部分行业都发生下滑，其中，下滑最多的传媒、银行、汽车、农林牧渔、机械设备和电器设备。

图 13：中国 A 股上市公司负债水平及利息负担情况



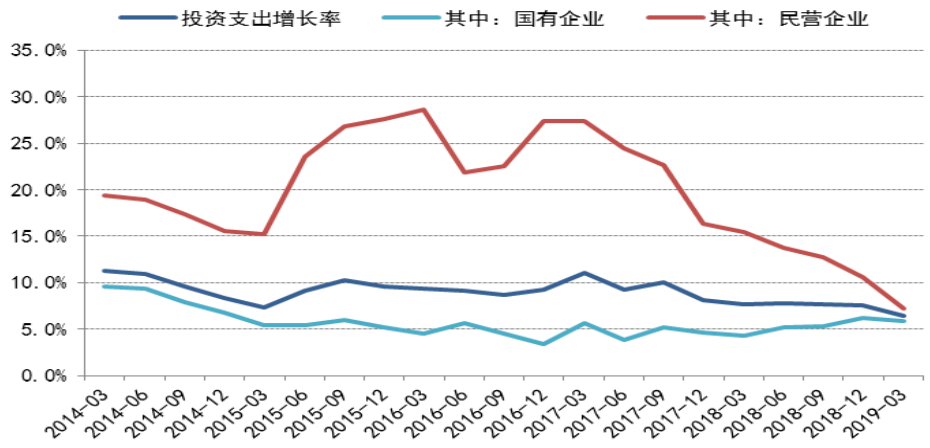
①ROE 可以分解为净经营资产利润率和杠杆贡献率。与 ROE 趋势一致，2018 年以来，无论是否包含资产减值损失，A 股上市公司净经营资产利润率均呈现下滑趋势。而同一期间，国企和民企上市公司的有息负债率逐渐提高，民企从 15%提高到 22%，国企从 23%提高到 31%。②民营企业净经营资产利润率下滑严重，特别是包含资产减值损失的利润率已经下跌至国有企业之下。不过剔除资产减值损失影响后的利润率仍然高于国企。③民营企业盈利能力显著高于国企，但利率负担远高于国企。2014 至 2018 年三季度，民营企业净经营资产利润率平均为 9.6%，国企平均为 7.2%，2018 年四季度和 2019 年一季度，民营企业不包含资产减值损失的净经营资产利润率平均为 10.7%，国企平均为 9.7%。2014 年至今，民营企业利息率平均为 8.7%，国有企业只有 5.6%。

图 14：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业投资及其资金来源



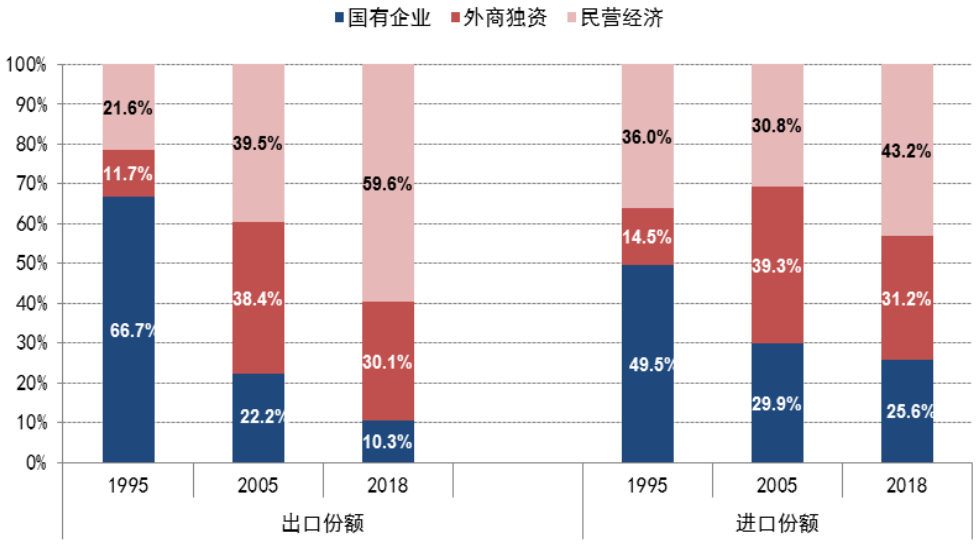
①企业投资支出所需的资金有三种来源：一是来源于自身经营产生的现金流，即经营现金流，二是来源于债权融资，包括银行贷款、债券发行等，三是股权融资。我们将民企和国企的投资支出及其资金来源除以营业收入以剔除规模因素进行比较。②2014 年至今，民企投资支出占营业收入平均为 15.7%，显著高于国企（平均为 10.6%）。民企投资所需支出主要依赖外部融资，特别是股权融资，经营现金流、债权融资、股权融资占营业收入平均为 4.7%、4.1%和 7.1%，相比而言，国企投资所需的资金非常充沛，仅经营现金流占营业收入平均为 9.2%。③2018 年三季度以来，国企和民企的投资趋势出现分化，国企投资支出占营收比从 9%上升至 13%，民企自 2017 年一季度以来一直处于下降趋势，目前相对规模为 12.3%。

图 15：中国 A 股上市公司并区分国有和民营企业投资支出同比增长率



①投资支出增长率是净经营资产增长率。2017 年二季度之前民营企业投资支出增速远高于国有企业，二季度开始大幅下滑，目前已经与国有企业相当。②净经营资产增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀。

图 16：中国进出口总额中国有企业、民营企业以及外商独资企业的份额

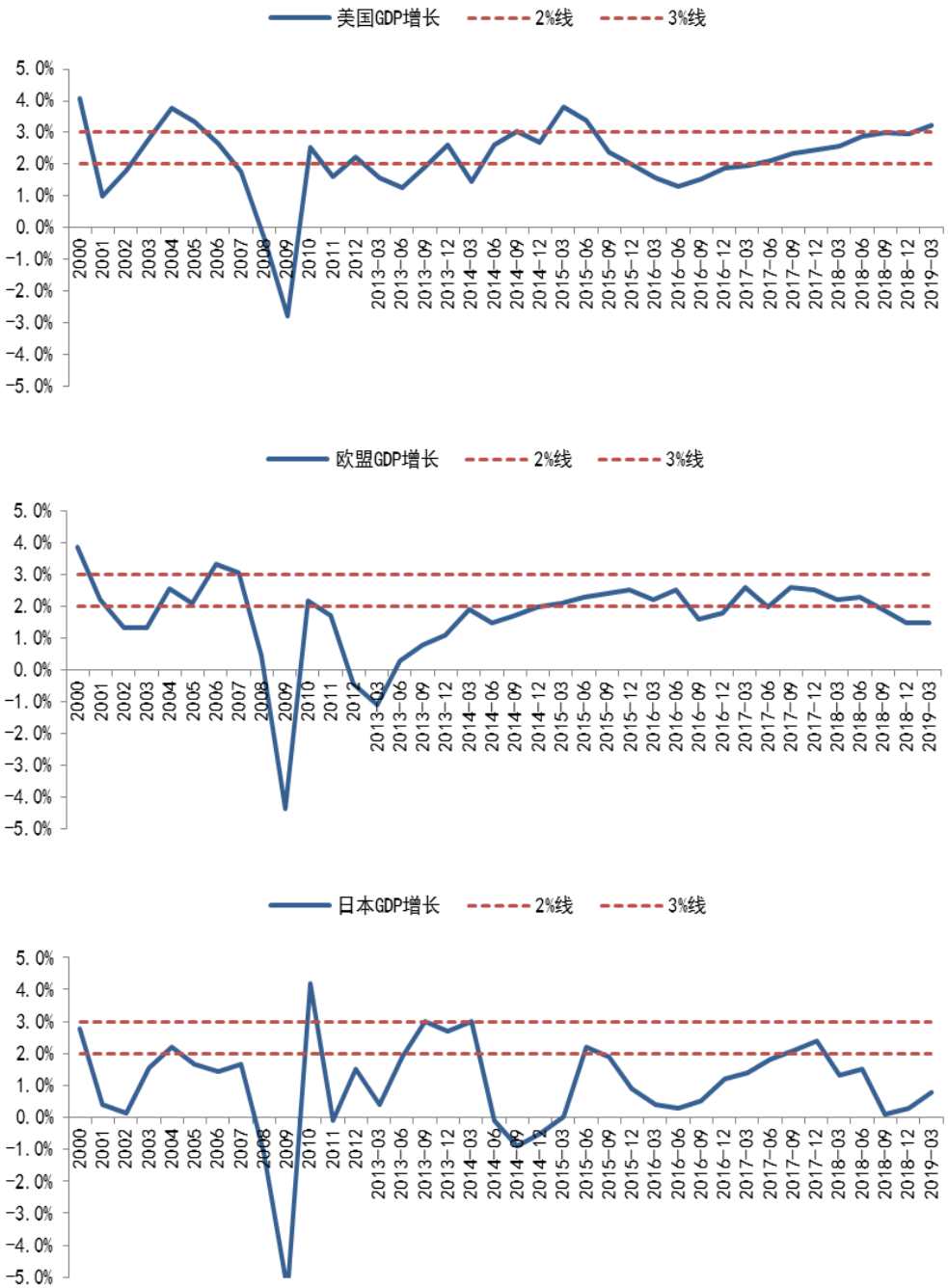


①海关总署分别提供了国有企业、外商独资企业、私营企业和其他企业的进、出口金额，我们将私营企业和其他企业视为民营经济，计算不同类型企业的占比。②可以看到，民营经济在出口总额中占比达到 60%，在进口总额中的占比也有 43%，他们必然会受到中美贸易纠纷较大影响，反映在上市公司层面，就是营收、利润、投资增速的下滑。③数据来源：CEIC。

宏观基本面分析

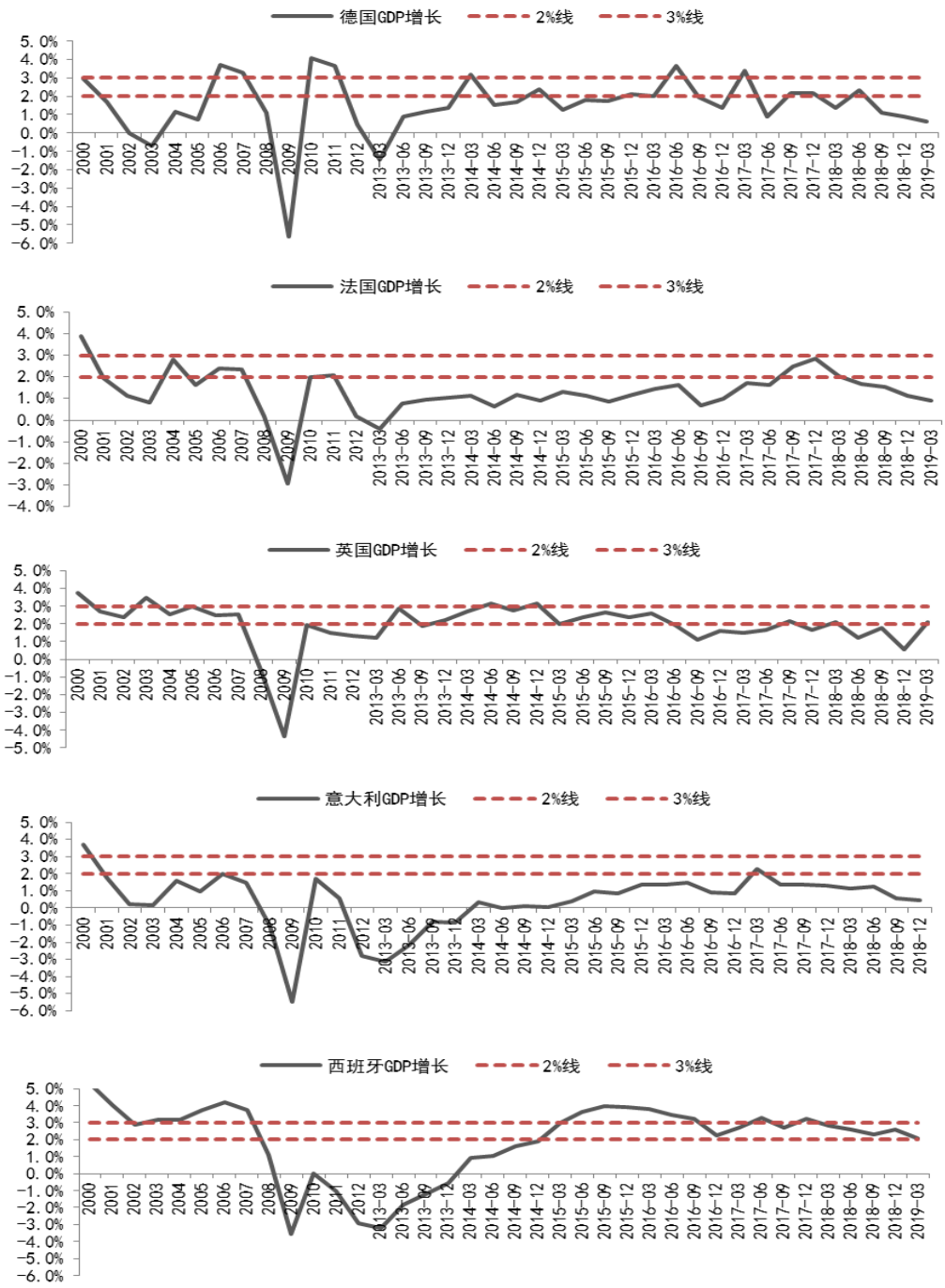
主要国家经济增长

图 17：美国、欧盟和日本 GDP 实际增速



①美国经济增长强劲，2018 年全年增速达到 3%，2019 年一季度达到 3.2%。欧盟地区 2019 年一季度 GDP 同比增速为 1.5%，比去年同期下滑 0.7 个百分点，日本 2019 年一季度增速只有 0.8%。②数据来源于 Wind 数据库。

图 18：欧盟主要成员国 GDP 实际增速

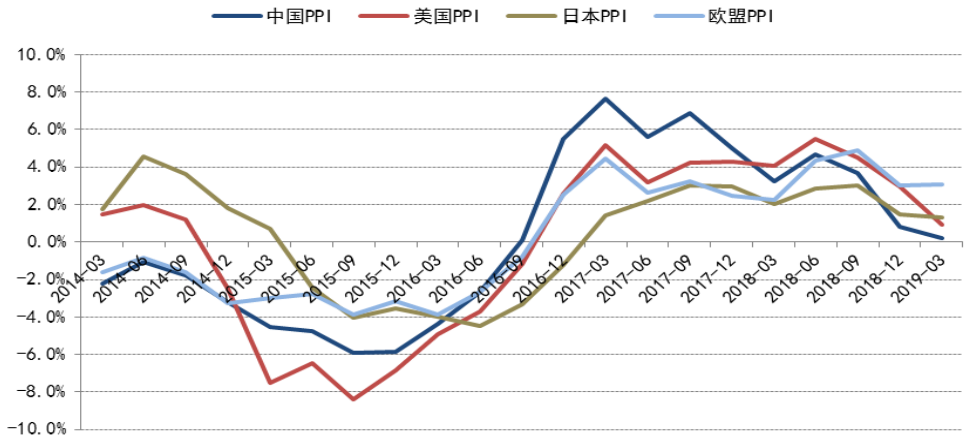


①2015 年至 2018 年 6 月，欧盟地区 GDP 年均增速达到 2.3%，从 2018 年下半年开始，该地区经济增长明显下滑。造成明显下滑的主要原因来自德国、法国和意大利，德国、法国 2019 年一季度同比增速为 0.6%和 0.9%，意大利 2018 年全年增长 0.5%，英国比较意外，2019 年一季度达到为 2.1%。②数据来源于欧盟统计局。

通货膨胀

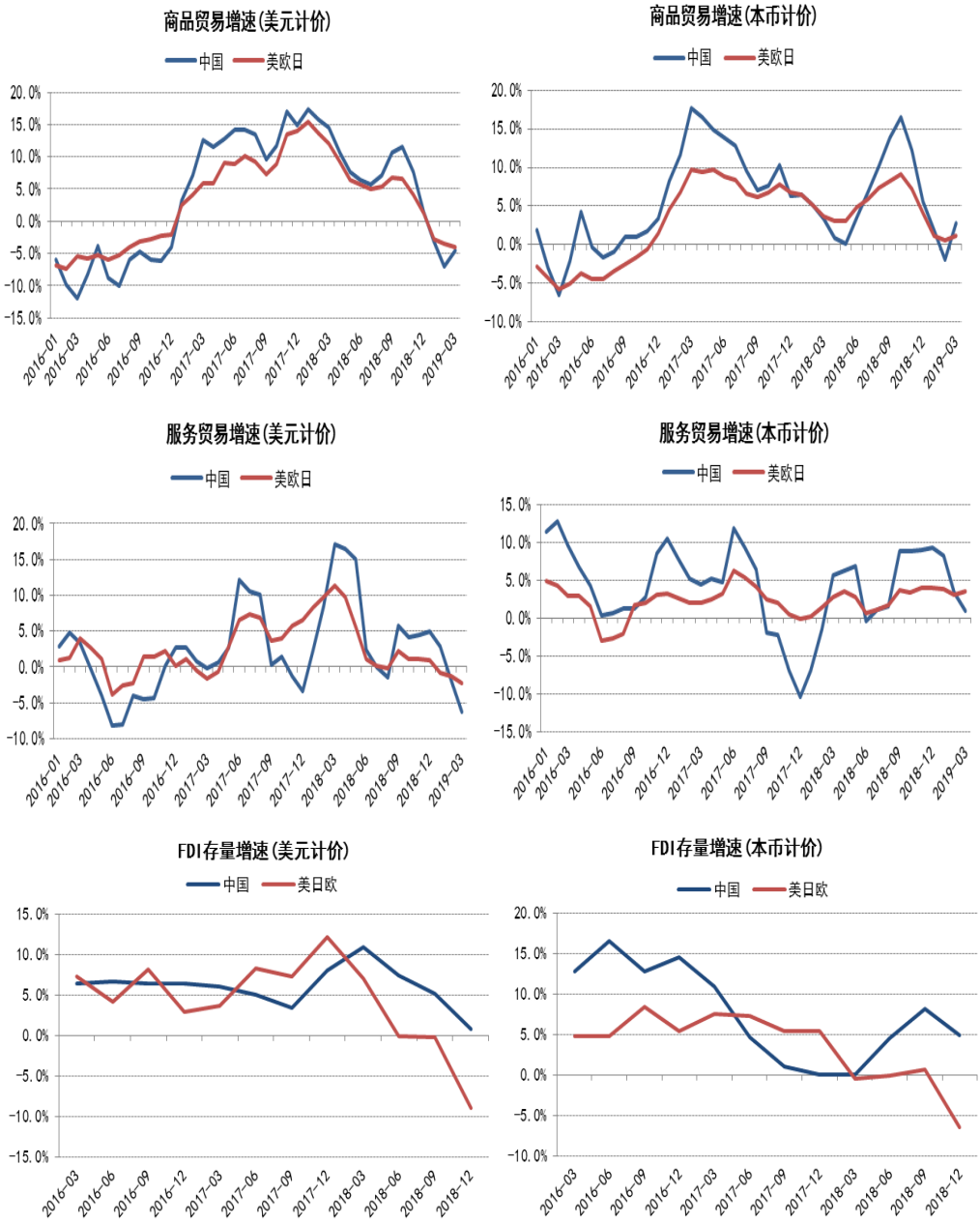
图 19：2019 年 4 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

通胀指数名称	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
中国CPI	2.5%	2.4%	1.7%	2.4%	1.8%	3.3%	-1.5%	1.8%	1.8%	2.3%
中国食品CPI	6.2%	3.4%	0.8%	7.1%	2.3%	7.0%	-1.4%	1.3%	2.0%	4.1%
中国猪肉CPI	14.3%	-1.4%	-16.1%	33.6%	-7.2%	5.3%	0.0%	-1.8%	1.5%	2.1%
美国CPI	2.0%	2.5%	2.5%	1.1%	2.0%	2.3%	-0.7%	2.0%	1.5%	1.6%
日本CPI	0.9%	1.4%	0.6%	-0.3%	3.4%	0.4%	-0.1%	0.5%	0.9%	0.3%
欧盟调和CPI	1.9%	2.3%	1.5%	-0.2%	0.8%	2.6%	1.3%	1.4%	0.9%	1.5%
美国核心CPI	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	1.8%	2.3%	1.9%	2.1%	2.0%	1.8%
日本核心CPI	0.9%	1.0%	0.8%	-0.4%	3.2%	0.2%	-0.1%	0.4%	0.8%	0.2%
欧盟核心CPI	1.4%	1.3%	0.9%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	1.1%	1.0%	1.2%
中国PPI	0.7%	3.3%	3.4%	-3.4%	-1.9%	-0.7%	-6.4%	3.3%	0.4%	0.6%
美国PPI	0.9%	5.0%	3.8%	-4.0%	2.4%	0.3%	-11.4%	2.5%	-0.1%	1.0%
日本PPI	1.2%	3.0%	2.2%	-4.4%	4.3%	-0.7%	-4.1%	0.9%	0.4%	0.0%
欧盟PPI	3.1%	5.5%	2.3%	-4.0%	-1.1%	2.7%	-3.7%	2.3%	0.3%	1.0%



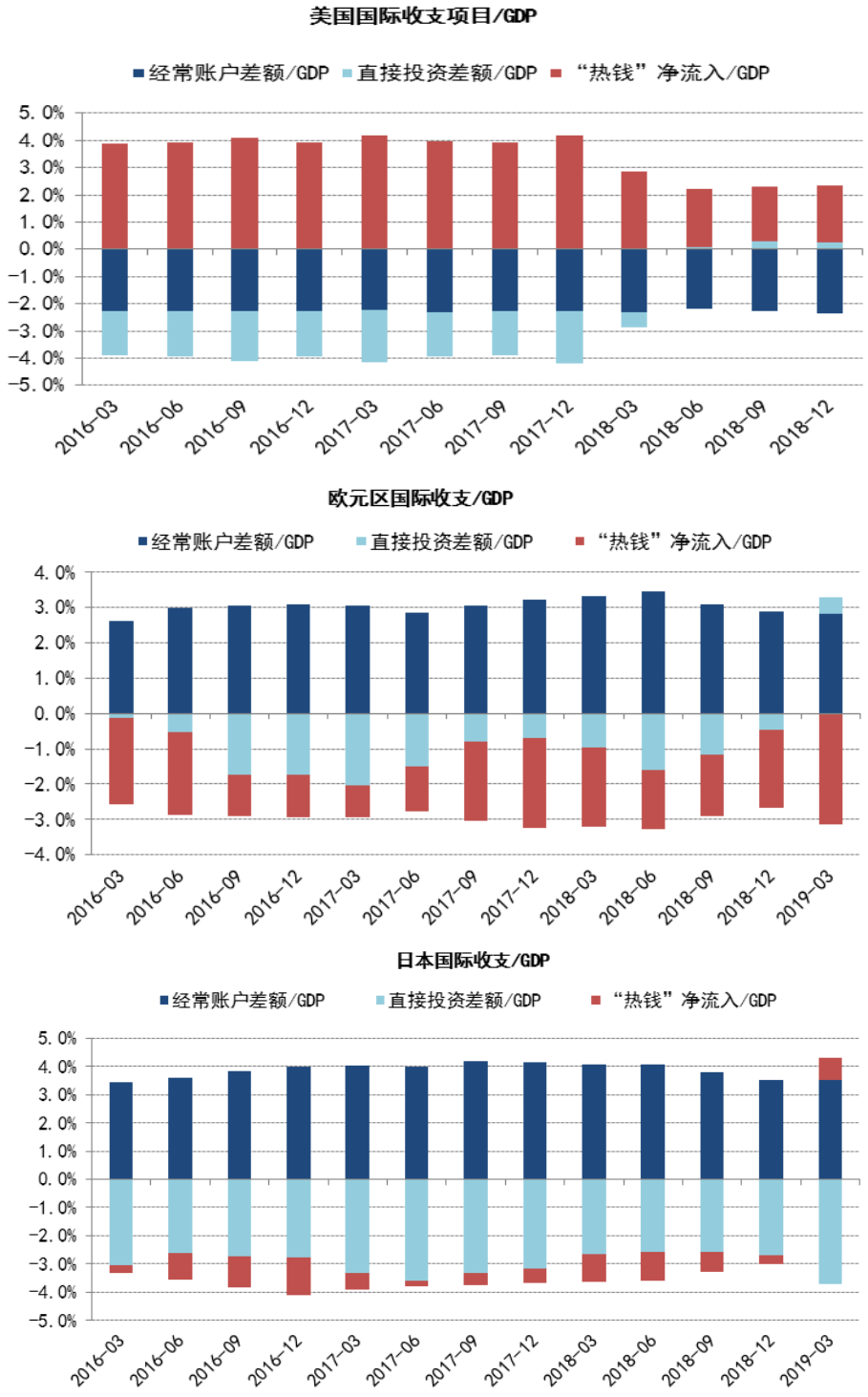
①工业品大部分是可贸易品，因而生产资料价格指数（PPI）在全球具有一定同步性。PPI 在 1 年前仍有约 3%的涨幅，此后一路下跌，目前相对于去年同期水平，涨幅不到 1%。欧盟地区的 PPI 较高，可能与当地负利率政策有关。②各国 CPI 涨幅一直比较平稳。③表中各期的通胀率指通胀指数的同比增速。数据来源于 Wind。PPI 的数据目前只更新到 2019 年 3 月。

图 20：美国、日本、欧盟、中国贸易和 FDI 存量同比增速



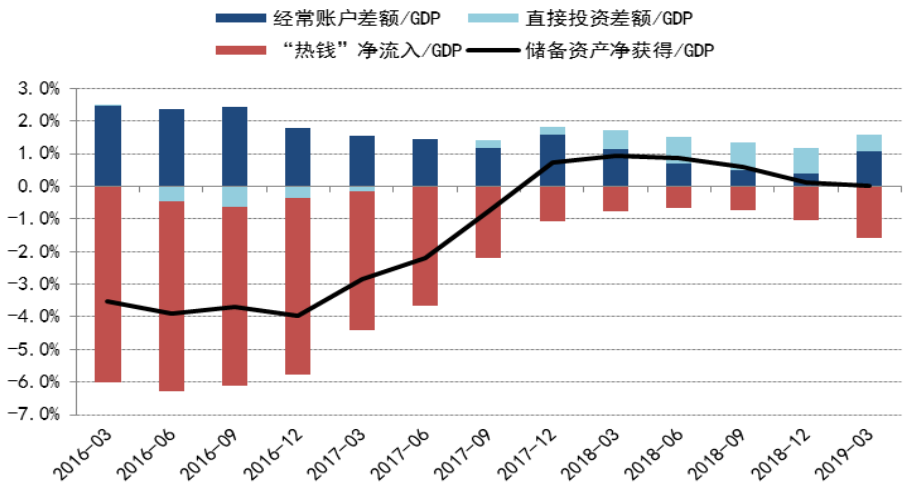
①美国、欧盟、中国和日本贸易总额占全球比重为 60%，扣除欧盟内部交易后的占比为 38%。FDI 总额占比为 66%，扣除欧盟内部交易后的占比为 45%，因而这四个国家或经济体的国际收支具有一定全球代表性。②2018 年以来，全球贸易和投资增速下滑明显。③商品、服务贸易指进口和出口额之和，FDI 存量指流入和流出存量之和。以本币计算的增速，是按照本币计价的贸易和投资金额剔除各国通胀后计算实际增速，以美元计算的增速，是按照美元计价的贸易和投资金额剔除美元通胀后计算实际增速。美日欧三地贸易投资总额增速是按照各国贸易和投资金额加权计算而得。④数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 21：2016 年 3 月~2018 年 12 月主要国家国际收支主要项目占 GDP 比重



数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 22：2016 年 3 月~2019 年 3 月中国国际收支主要项目占 GDP 比重



经常账户和 FDI 账户与实体经济直接相关，也是国际收支最重要、最基本的项目。我们将证券和衍生品投资账户、其他投资账户和误差与遗漏项合并，视为“热钱”。以经常账户为例，在每个期间上，将连续 4 个季度的经常账户金额和 GDP 值分别加总，经常账户金额按同期美元兑人民币汇率换算成人民币，然后计算比值。

2019 年一季度，我国经常账户顺差占 GDP 比重为 1%，比 2018 年全年水平要高。美国的经常账户逆差并没有因为贸易战而缩小，占 GDP 比重仍维持在-2%左右。欧元区和日本的经常账户顺差大幅上升，目前占 GDP 分别为 2.9%和 3.5%。日本大规模的经常账户顺差并不是来自商品和服务净出口，而是由于大规模对外直接投资所产生的红利收入。

理论上，发达国家对外直接投资的规模大于外国对本国的投资规模，表现为直接投资账户逆差（负值，流出大于流入），日本对外直接投资规模较大，目前，该账户净流出占 GDP 比重达到-3.7%；欧元区一直是直接投资逆差，但是 2019 年一季度发生了较大变化，该账户目前表现出微弱的顺差。美国对外直接投资和外国对美国直接投资规模都非常大，目前直接投资账户表现为微弱的顺差，占 GDP 比为 0.3%。我国对外直接投资净流入占 GDP 比重为 0.5%。

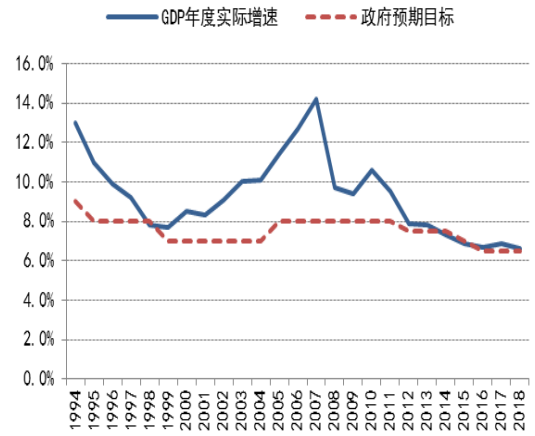
目前，美国的“热钱”占 GDP 比为 2.1%，日本“热钱”规模不大， 2019 年一季度“热钱”表现为净流入，占 GDP 比为 0.6%，在此之前，日本的“热钱”一直表现为净流出。热钱流出规模较大的是欧元区和我国，占 GDP 比分别为-3.1%和-1.6%，特别是我国，在资本管制下，“热钱”流出规模本来已经变小，但是 2019 年一季度再次扩大。

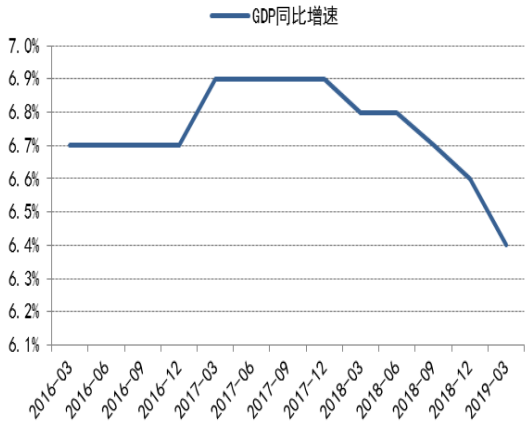
数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

中国经济增长

图 23：统计局公布的中国 GDP 实际增速

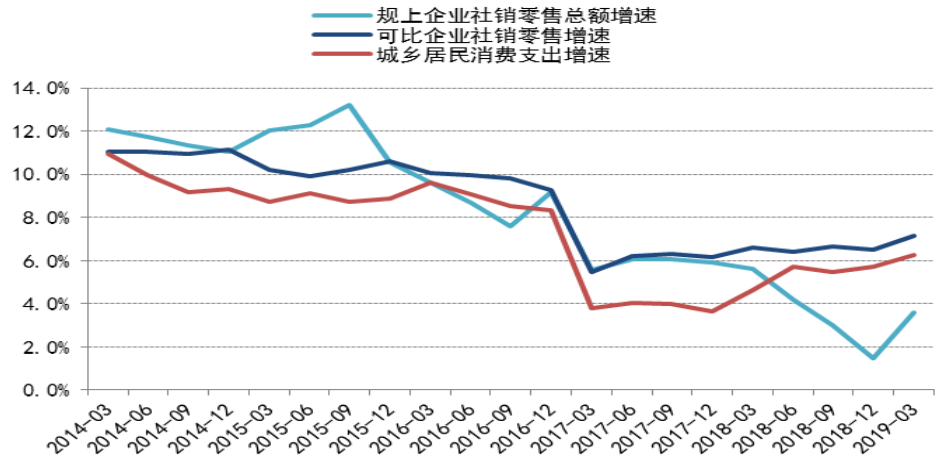
中国 GDP 年度实际增速与政府预期目标对比　　2016.3~2019.3 中国 GDP 同比实际增速





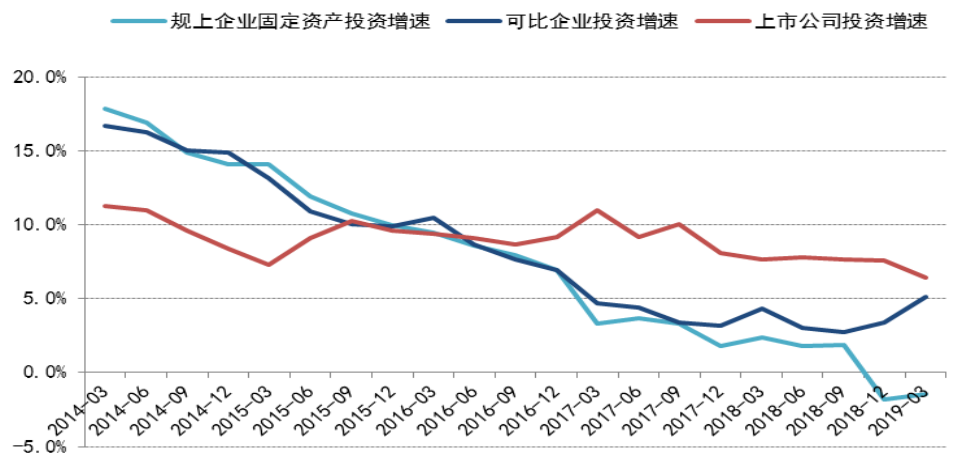
①2012 年开始，我国 GDP 增速非常契合政府预期目标。截至 2019 年 3 月，我国 GDP 同比增速为 6.4%。②数据来源于 Wind 数据库。

图 24：中国城乡居民消费支出和社销零售总额同比增速



①国家统计局公布了规模以上企业社销零售总额，据此可以计算规上企业社销零售总额增速。统计局还单独披露了可比企业社销零售同比增速，所谓可比企业，就是前后期都纳入统计口径的企业，排除了破产或掉入统计口径之下的企业。但是，社销零售只包括商品消费以及住宿和餐饮消费，大部分服务消费不在此统计，因而有一定局限性。②统计局分别公布了城镇和乡村人均消费支出，可以根据城乡人口计算出城乡居民消费总额增速，这个增速可能更加接近 GDP 中的消费支出增速。③为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 25：中国规模以上企业固定资产投资增速和上市公司投资增速



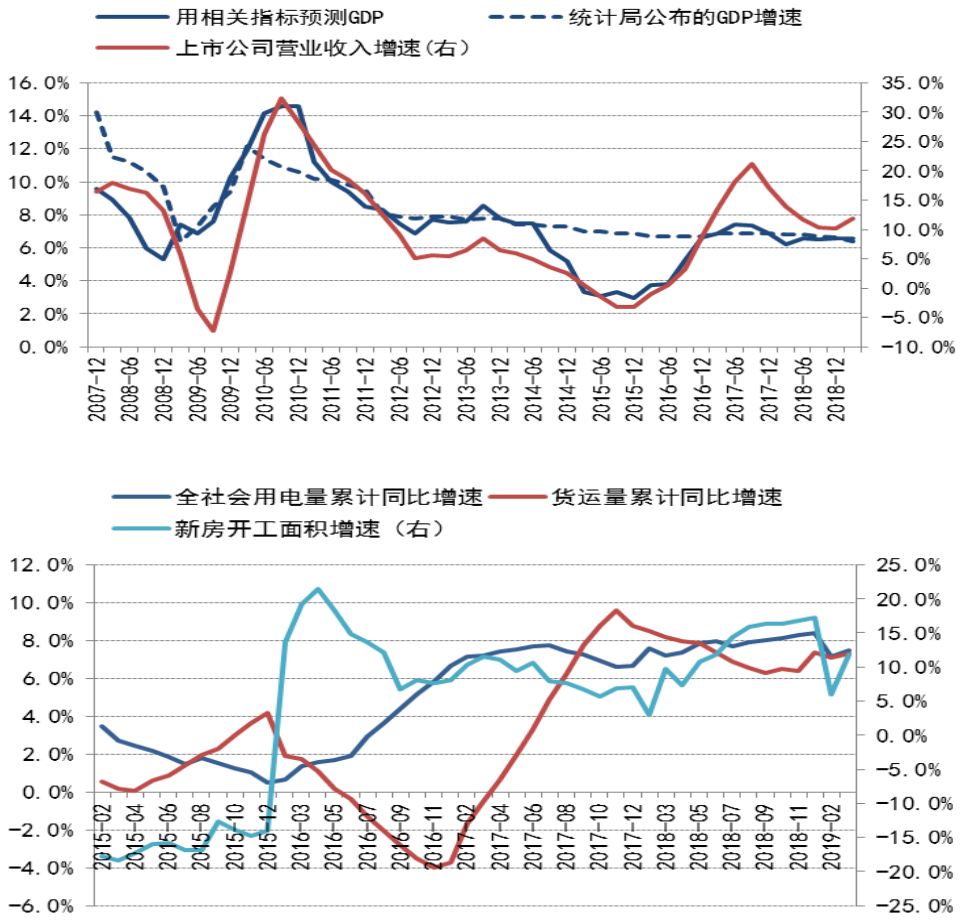
①国家统计局公布了规模以上企业固定资产投资完成额，据此可以计算规上企业投资总额增速。统计局还单独披露了可比企业固定资产同比增速，所谓可比企业，就是前后期都纳入统计口径的企业，排除了破产或掉入统计口径之下的企业。②上市公司投资增速指净经营资产增长率。③为了与 GDP 增速对应，两个增速都剔除了 GDP 平减指数通胀率。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 26：中国分行业固定资产投资增速

	本月末	半年前	1年前	3年前	5年前	7年前	10年前	最近5年平均值	最近10年平均值
通信和信息技术	25.3%	6.4%	4.8%	24.3%	41.7%	82.8%	7.5%	21.8%	18.2%
文化、体育和娱乐业	22.7%	19.3%	25.3%	11.1%	21.0%	24.0%	60.1%	15.5%	23.6%
采矿业	14.8%	6.2%	2.5%	-18.1%	12.1%	20.8%	32.9%	-5.0%	5.9%
教育	14.7%	8.3%	26.9%	25.9%	18.6%	14.2%	34.4%	18.5%	19.7%
房地产业	11.4%	8.1%	7.7%	8.2%	16.3%	27.0%	8.0%	7.8%	16.9%
科研、技术和地质勘查	7.7%	10.0%	11.5%	10.4%	28.4%	18.8%	62.6%	17.7%	24.4%
租赁和商务服务业	7.3%	11.9%	21.9%	32.3%	34.7%	28.3%	30.3%	22.5%	29.3%
交通运输仓储邮政	6.5%	3.2%	9.7%	7.9%	20.4%	-7.2%	55.0%	14.1%	18.6%
制造业	4.6%	8.7%	3.8%	6.4%	15.2%	24.8%	27.3%	7.8%	16.4%
卫生和社会工作	3.4%	8.3%	19.1%	24.5%	16.9%	27.5%	52.7%	21.1%	25.9%
金融业	2.3%	-17.8%	-5.6%	8.9%	25.0%	158.1%	140.1%	-2.9%	24.2%
农业	1.7%	12.4%	25.4%	35.4%	30.9%	53.3%		28.3%	
水利环境和公共设施	1.0%	2.2%	13.8%	30.5%	24.6%	3.8%	60.8%	20.1%	23.6%
公共事业	0.7%	-10.7%	-8.9%	19.4%	15.1%	18.4%	18.3%	8.6%	11.4%
公共设施管理业	-0.6%	1.7%	13.4%	31.0%	23.6%	2.4%	56.0%	20.0%	23.5%
建筑业	-8.3%	-8.4%	-1.2%	6.0%	-1.8%	67.7%	66.8%		
住宿和餐饮业	-8.6%	-0.7%	12.3%	-8.2%	16.1%	27.8%	41.4%		
居民服务等其他服务业	-11.1%	-9.4%	2.1%	13.0%	15.2%	19.6%	107.8%	5.3%	22.1%
批发和零售业	-19.2%	-16.7%	-11.1%	-1.5%	33.2%	25.9%	44.0%	4.1%	18.3%
公共管理和社会保障	-21.5%	-10.2%	16.1%	21.3%	5.9%	11.4%	57.8%	6.7%	10.3%

数据来源于 Wind 数据库。

图 27：用相关指标预测中国 GDP 增速

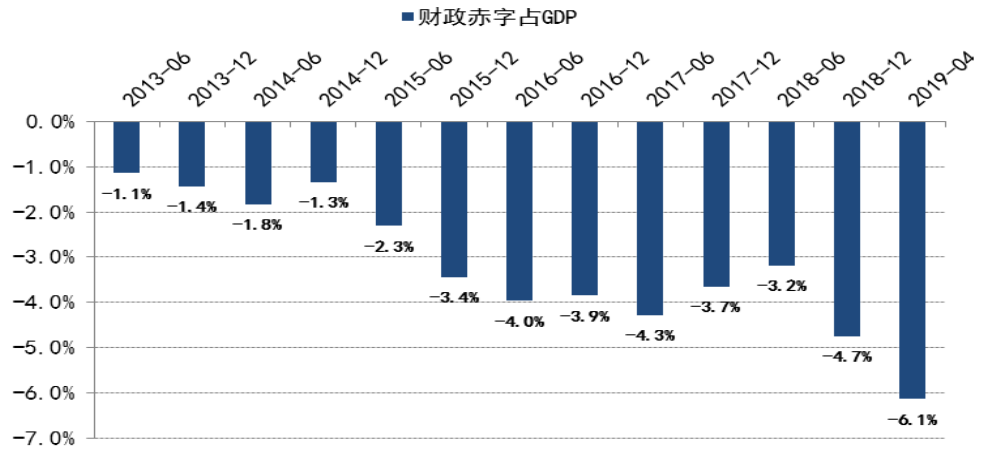


①英国著名杂志《经济学人》在 2010 年推出三项指标用于评估中国 GDP 的增长情况，这三个指标分别是铁路货运量、工业用电量和新增贷款增速，我们进行了调整，用公路和铁路总货运量、全社会用电量、社会融资规模存量增速替代原来的三个指标。②由于货运量和全社会用电量增速均是实际增速，因而社会融资规模存量增速也扣除了 GDP 平减指数通胀率。我们用 2007 年~2012 年 20 个季度的数据来构建拟合方程。我们还选取上市公司营业收入增速作为对比指标。③相关指标预测的 GDP 增速与上市公司营收增速趋势比较一致。在 2013~2016 年预测值远远低于统计局的数字，2017 年开始预测值与统计局的数字开始吻合。数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

中国货币政策和财政政策

财政政策

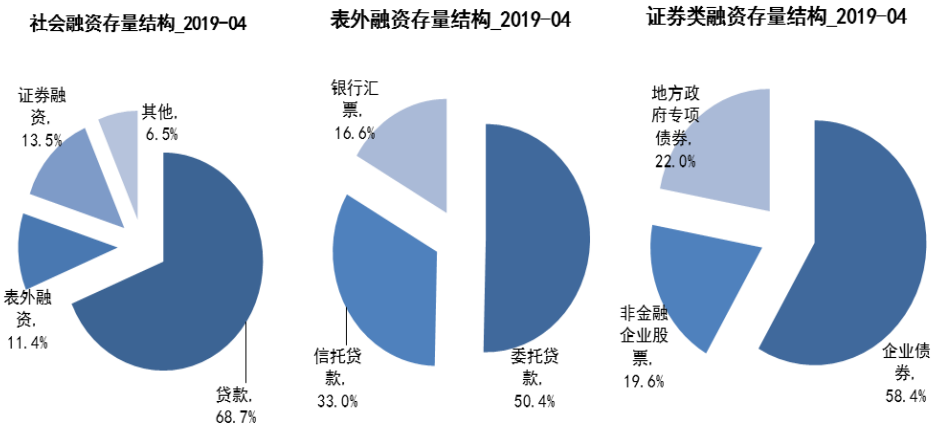
图 28：2019 年 4 月中国财政赤字占 GDP 比重（折年数）



①2018 年下半年开始，财政赤字显著扩大，截至 2019 年 4 月，财政赤字占 GDP 比达到-6.1%。②财政收支包括公共财政收支和政府性基金收支，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。具体计算方式见第三部分指标计算说明。③数据来源：Wind

货币政策

图 29：2019 年 4 月中国社会融资规模结构



①统计局公布了社会融资规模的存量和流量，流量数据波动较大，所以分析存量数据。②数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

图 30：2019 年 4 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速

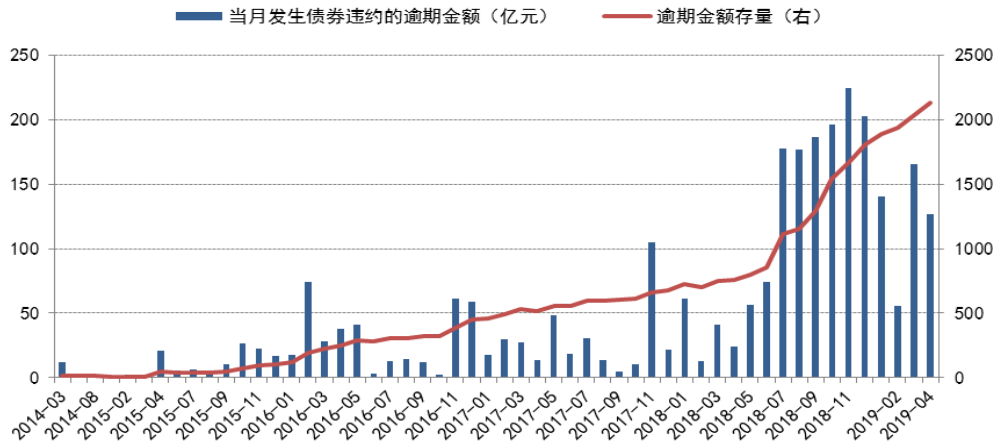
	2019-04	2018-10	2018-04	2017-04	2016-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
1年存量基准利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.8%	3.0%	3.0%	3.5%	2.8%
1年贷款基准利率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	5.6%	6.0%	6.0%	6.6%	5.8%
存款准备金率_大型金融机构	13.5%	14.5%	16.0%	17.0%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%	18.5%
存款准备金率_中小型金融机构	11.5%	12.5%	14.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%	19.0%	16.5%
	2019-04	2018-10	2018-04	2017-04	2016-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
基础货币增速	-1.5%	-2.8%	2.2%	7.7%	11.8%	8.4%	7.5%	12.3%	21.3%	24.7%
M2增速	8.5%	8.0%	8.3%	11.0%	11.3%	11.0%	13.6%	14.4%	17.3%	18.9%
社会融资规模存量增速	10.3%	10.2%	11.9%	16.6%	12.9%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%	27.0%
其中：贷款	8.7%	8.4%	8.2%	8.8%	8.7%	9.4%	10.4%	11.9%	12.4%	16.5%
其中：表外融资	-1.5%	-1.1%	0.7%	2.0%	0.9%	2.7%	5.6%	4.7%	3.9%	7.0%
其中：证券融资	1.2%	1.0%	1.2%	2.0%	3.3%	2.6%	2.2%	3.3%	2.8%	3.3%
其中：其他	2.0%	2.0%	1.8%	3.9%	0.0%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.9%	0.1%
CPI通胀	2.3%	2.4%	1.8%	1.2%	1.8%	1.3%	2.6%	2.6%	4.1%	4.3%
	2019-04	2018-10	2018-04	2017-04	2016-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
表外融资增速	-10.9%	-7.7%	4.7%	12.6%	5.6%	15.6%	38.1%	36.3%	34.3%	93.7%
其中：委托贷款	-5.4%	-4.4%	-1.3%	9.2%	10.2%	13.4%	18.8%	12.9%	17.6%	22.8%
其中：信托贷款	-2.7%	-0.8%	5.7%	6.7%	4.1%	2.8%	13.6%	12.9%	2.8%	9.9%
其中：未贴现票据	-2.8%	-2.5%	0.4%	-3.3%	-8.8%	-0.6%	5.7%	10.6%	13.9%	61.0%

①该表列示的是不同融资项目在该期间的同比增速。社会融资全部采用存量数据计算增速，增速没有扣除通胀。②表中有两个表外融资增速，第一个表外融资增速是用表外融资存量占社会融资规模存量的比重，乘以表外融资同比增速，表达的是表外融资对社会融资总额增速的贡献，这样，贷款、表外、证券和其他四类增速加总，就是社会融资规模存量增速。第二个表外融资增速是表外融资存量本身的增速。③2018 年，央行两次下调存款准备金率，以大型存款类金融机构为例，存款准备金率从 17%下调至 14.5%，2019 年 1 月央行再次下调至 13.5%。M2 和社会融资规模增速保持平稳，表外融资下降明显，从 2018 年下半年开始同比增速一直为负值。③数据来源：Wind

中国债务水平和违约情况

图 31：中国非金融部门债务规模占 GDP 比重以及我国债券违约情况

	当前余额（万亿）	2019-04	2019-04	2018-10	2018-04	2016-04	2014-04
		占GDP比重					
贷款	144.77	158.1%	153.3%	151.5%	144.9%	130.4%	124.0%
其中：住户贷款	50.98	55.7%	53.8%	51.4%	42.1%	34.7%	26.2%
其中：非金融企业及机关团体贷款	93.79	102.4%	99.5%	100.1%	102.8%	95.7%	97.8%
债券	59.59	65.1%	63.5%	61.4%	51.8%	33.8%	23.3%
其中：国债	14.96	16.3%	16.4%	16.2%	15.5%	14.1%	15.7%
其中：地方政府债	19.36	21.1%	20.8%	18.3%	9.7%	1.4%	0.5%
其中：城投债	8.11	8.9%	8.2%	8.5%	8.0%	4.7%	0.7%
其中：政府支持机构债券	1.61	1.8%	2.0%	2.0%	1.9%	1.7%	0.0%
其中：非金融企业债	15.56	17.0%	16.1%	16.4%	16.7%	11.9%	6.3%
表外融资	23.89	26.1%	27.5%	31.7%	32.5%	32.3%	13.0%
合计	228.25	249.2%	244.3%	244.6%	229.2%	196.5%	160.3%



①截至 2019 年 4 月，我国非金融部门债务合计约 228 万亿，是 GDP 规模的 2.5 倍。银行贷款是 GDP 的 1.58 倍，其中，住户部门的贷款上升较快，目前比重为 56%，非金融企业部门贷款占 GDP 比重保持在 100%左右。 债券占 GDP 比重为 65%，其中，地方政府债券和城投债上升较快。表外融资占 GDP 比重为 26%，与 2018 年相比，略微下降。②2018 年下半年以来，我国债券违约事件发生较为频繁，平均每月约 165 亿元的债务发生违约。截至 2019 年 4 月，债券违约存量金额为 2132 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

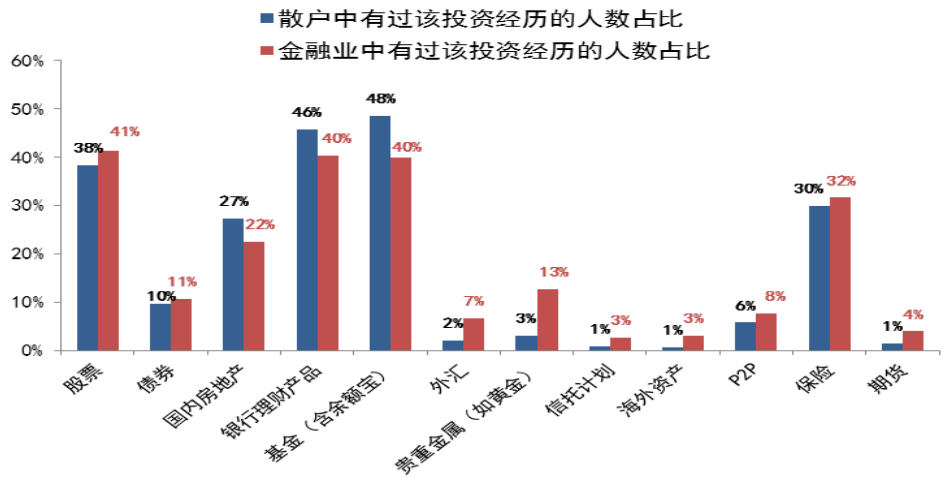
问卷调查的背景信息

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	3.63%	13.78%	268	264	83	83
北京	3.37%	12.79%	244	241	76	76
广州	2.54%	9.64%	186	183	57	58
深圳	2.69%	10.21%	185	184	58	58
天津	2.09%	7.93%	170	173	53	53
重庆	2.26%	8.59%	168	168	53	53
成都	1.70%	6.47%	116	114	36	37
武汉	1.65%	6.26%	113	112	35	35
杭州	1.50%	5.70%	107	107	34	35
南京	1.42%	5.41%	100	112	35	35
青岛	1.33%	5.06%	95	98	30	31
长沙	1.22%	4.64%	90	89	28	29
西安	0.93%	3.52%	59	79	22	22
合计	26%	100%	1901	1924	600	605

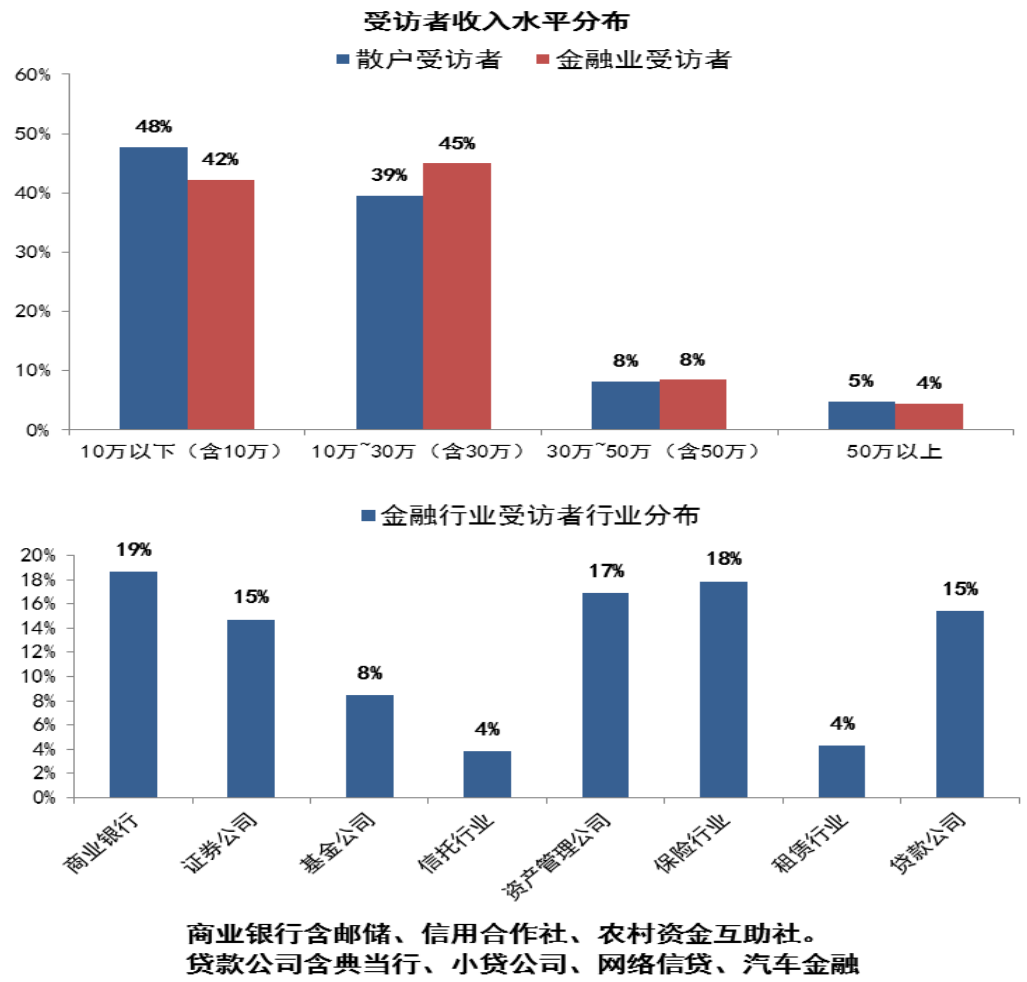
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

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 1924 位散户中，有 38%的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 605 位金融业从业人员中，有 41%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



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

上市公司基本面分析所涉及指标的计算说明

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

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。

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