2020 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

2020 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

2020 年注定将被载入人类的史册。新冠肺炎疫情席卷全球，截至 5 月 12 日，全球确诊人数达到 407 万，其中，欧洲 155 万，北美 146 万，亚洲除中国外 60 万，南美 32 万，中国 8 万，非洲 6.6 万。虽然疫情仍在全球范围内蔓延，但是主要经济体的疫情已经得到较好的控制：德国、法国、意大利的新增趋势大幅放缓，美国和英国的新增确趋势也趋于平稳，如果不出意外，相信不久会掉头向下。

受疫情影响，2020 年 1 月以来全球股市大幅下跌。下跌主要集中于 3 月 5 日至 3 月 23 日，即疫情在欧美全面爆发时期，期间，美股更罕见的经历了四次熔断，标普 500 下跌 26%，除中国外的其他重要股指下跌幅度均超 20%，沪深 300 下跌了 16%。好消息是，资本市场在经历了 3 月风暴后，4 月普遍回弹，沪深 300 上涨 4.4%，标普 500 上涨 10.8%。综合而言，1 至 4 月，沪深 300 下跌 6.04%，标普 500 下跌 11.37%。A 股在灾年的相对稳定表现让人印象深刻。进一步分析发现有四个原因：1）中国率先在世界上大规模控制住了疫情、重启了经济；2）A 股的整体估值已在过去 20 年最低，投资者也认可低估值的吸引力；3）18 年、19 年的去杠杆已挤出民营上市公司绝大部分的财务杠杆风险；4）中国投资者对中美贸易战已经习以为常，逐步由非常悲观转为相对乐观。

从整体上看，本期投资者情绪变得更加负面，无论是对未来 A 股走势、房价走势的看法都比较悲观，对经济增长的预期也明显下降。这种情绪也反映在对投资品的选择中，本期受访者对理财、基金等保守型资产的投资意愿显著增加，对房地产和海外投资明显看淡。

我们认为投资者的担心有一定道理。此次疫情对经济的影响是巨大的，冲击程度远超 SARS 和金融危机。SARS 影响范围小，主要聚集在中国及周边，持续时间短，总感染人数只有 8422 人。即便是疫情最严重的中国在疫情最严重时期，当季 GDP 增速也只下跌 2%，达到了 9%，2003 年全年增速为 10%，属于高速增长。新冠疫情也不同于大萧条和金融危机这类经济本身的结构性问题，它更是一场自然灾难，对人类经济活动踩下急刹车。在疫苗和特效药问世之前，切断传染链的唯一有效方式就是实施测试、隔离和广泛的关闭，此前一直不愿采用此种方式的欧美国家，在不断攀升的病例面前，最终不得不采取选择学校停课、取消大型公共集会、关闭电影院、游乐设施等娱乐场所，这给经济、特别是服务业带来沉重打击。

2020 年一季度中国 GDP 同比下跌 6.8%，假设 1 月没有受到疫情影响，

则 2 月和 3 月经济实际上下滑了 13.2%。美国和法国一季度 GDP 同比下跌 4.95%和 5.2%，同样假设 1 月和 2 月没有受到疫情影响，则 3 月经济下滑幅度达到 19.7%和 18.6%。疫情对欧美等发达国家打击更大，因为他们的服务业占比通常在 70%以上，我国只有 52%。

大量服务业由于疫情而停摆，这对中小企业形成巨大压力，据 OECD 统计，发达国家中小企业就业占比在 60%以上，我国也是如此。据 2018 年全国经济普查，我国服务业中中小企业的就业占比约 70% ，其中，住宿餐饮、居民服务和修理、文化体育娱乐等行业，中小企业就业占比更是达到 90%以上，这几个行业也是受影响最严重的行业。疫情很可能使中小企业陷入现金流危机而倒闭，这不仅会对社会经济关系网造成破坏，也会形成大量失业，危害社会治安。

据美国劳动部统计，美国 4 月底的失业率飙升至 14.7%，疫情爆发前美国失业率不到 4%。中国统计局报告的城镇调查失业率不高，只有 5.9%，但同时报告的外出农民工则由 1.8 亿下降至 1.2 亿。我们在问卷中询问了疫情对受访者生活的影响。只有 4.8%的受访者表示自己没有受到影响，有 37.7%的受访者表示自己收入明显下降，有 5.8%的受访者表示失去了工作，失业和收入下降的人数共有 43%。

正是由于新冠疫情的巨大破坏性，欧美此次果断祭出援助计划。货币政策方面，发达国家利率几无下降空间，只能继续沿用量化宽松路线，由央行大量购买国债、公司债；同时，还有不少央行放松了对商业银行的监管，以保证其流动性。财政政策方面，据 IMF 统计，G20 国家此次出台的财政救助资金是 20 国 GDP 总规模的 2.3%，对比金融危机时期只有 0.5%。具体到个别国家，如果不包含对企业的贷款担保，美国、日本、德国的救助资金占 GDP 比例达到 10%，如果包含对贷款的担保，德国高达 36%，美国和日本分别为 13.5%和 19%。意大利和法国不包含贷款担保的救助资金占比相对较低，分别为 5%和 2.7%，但是两国为企业提供了客观的贷款担保，意大利包含贷款担保后的资金规模达到 GDP 的 35%，法国为 15.6%。相比之下，中国财政救助资金只有 GDP 的 2%。中国此次的谨慎，一方面可能与上一次救助力度过大，导致往后多年去杠杆的痛苦经历有关，另一方面也可能与我国较高的居民储蓄率有关。我们认为，随着疫情的持续发展，中国政府将不得不加大在需求端救市的力度，以防止大量中小企业因为疫情而破产关闭。

我们在问卷中询问受访者在疫情结束后对哪些社交活动顾虑较少，愿意参加。结果显示，餐馆吃饭和商场购物是最受欢迎的两项活动，分别有 43%和 49%的受访者选择此项。其次是乘坐地铁公交和搭乘飞机火车，分别有 25%和

30%的受访者选择此项。这几项都与人们的衣食住行等生活基本需求有关，当涉及到一些非必要的社交活动时，受访者的意愿就变得很低，例如酒店住宿、参加课外辅导、使用家政服务和美容护肤。这些都说明民众的心理在经济需求端起着非常重要的作用，而对疫情的有效控制是缓解民众恐惧心理的最重要举措。

相对于 2019 年的第四季度，2020 年的第一季度给全球投资者带来了百年一遇的挑战。今后十年，不确定性在增加，而不是减少。所以，我们继续建议投资者加大对黄金的投资以规避风险。其次，A 股和港股市场都有很好的性价比。在政府增大救市力度时，应该都会有更好的表现。尤其是中国的 IT、互联网、云计算等科技型企业，都有非常光明的未来。新冠疫情也从侧面证明了它们的强劲生命力。

第一部分：投资者情绪指数

受疫情影响，2020 年 1 月以来全球股市大幅下跌，下跌主要集中于 3 月 5 日至 3 月 23 日，即疫情在欧美全面爆发时期，期间，美股更罕见的经历了四次熔断，标普 500 下跌 26%。好消息是，资本市场在经历了 3 月风暴后，4 月普遍回弹，沪深 400 上涨 4.4%，标普 500 上涨 10.8%。综合而言，1 至 4 月，沪深 300 下跌 6.04%，标普 500 下跌 11.37%。

在此背景下，本期投资者情绪变得非常负面，无论是对未来 A 股走势、房价走势的看法都比较悲观，对经济的预期增长率也明显下降。这种情绪也表现在对投资品的选择中，本期受访者对保守型资产的投资意愿显著增加。不过受访者仍然对股票有一定投资意愿，这可能与我国股票市场的低估值环境有关。值得关注的是，受访者对投资黄金一直没什么兴趣，对虚拟货币的投资意愿自 2019 年 4 月以来持续走高。具体如下：

受访者对 A 股走势的看法比上期悲观许多，A 股预期回报率首次下降至负值。在本次调查中，约 51%的受访者认为 A 股会上涨（散户和金融业分别为 53.7%和 43%），比上期下跌 10 个百分点（散户和金融均下降 10 个百分点）。对 A 股的预期回报率是-1%（散户和金融业分别为-0.4%和-3%），比上期下降 2.1 个百分点（散户和金融分别下跌 2.4 和 1.9 个百分点）。

认为 A 股价格偏低和合理的人数继续增加。在本次调查中，大概有 22%的受访者认为 A 股价格偏低（散户和金融业分别为 21%和 24%），比上期提高了 1.4 个百分点（散户和金融业分别提高了 0.3 个和 5 个百分点）；62%的受访者认为价格合理（散户和金融业分别为 62.5%和 61.3%），比上期提高了 1.6 个百分点（散户和金融分别提高了 1.9 和 0.9 个百分点）；认为太贵的比例为 16%（散户和金融业分别为 16.4%和 15%），比上期下降了 3 个百分点（散户和金融分别下降了 2.2 和 5.8 个百分点）。

受访者认为 A 股很可能发生（可能性超过 50%）大跌的人数比上期略有增加，并显著高于 2019 年 8 月的结果。本期有 5.5%受访者认为 A 股会出现大跌（散户和金融业分别为 5.3%和 6.2%），比上期提高了个 0.3 百分点（散户下降了 0.2 个百分点，金融业提高了 1.8 个百分点），对 A 股出现大跌的预期概率为 24%（散户和金融业分别为 23%和 26%），比上期提高了 2 个百分点（散户和金融分别上升了 1.7 和 3.1 个百分点）。在 2019 年 8 月的调查中，只有 2.8%受访者认为 A 股会大跌，对大跌的预期概率为 18.6%。

受访者对港股继续维持悲观态度，预期回报率进一步下降。在本次调查中，约 29.2%的受访者认为港股会上涨（散户和金融业分别为 28.9%和 30%），比上期下降了 1.2 个百分点(散户下降了 2.1 个百分点，金融业提高了 1.5 个百分点)。预期回报率只有-5.8%（散户和金融业分别为-5.9%和-5.8%），比上期下降了 0.4 个百分点（散户和金融业分别下降了 0.6 个和 0.1 个百分点）。

受访者对房价的预期明显低于上期。本期约 53%的受访者认为未来房价会上涨（散户和金融业均为 53%），比上期下降了 8 个百分点（散户和金融业分别下降了 7.7 和 9.5 个百分点）。对房价的预期回报率是 1.6%（散户和金融业分别为 1.8%和 1.1%），比上期下降了 1 个百分点（散户和金融业分别下降了 0.7 和 1.9 个百分点）。

受访者对房价会发生大跌的预期显著提高。约 7.8%的受访者认为房价未来很可能发生大跌（散户和金融业分别为 8.2%和 6.7%），比上期提高了 5.5 个百分点（散户和金融业分别提高了 5.9 和 4.1 个百分点）。对房价出现大跌的预期概率为 25%（散户和金融业均为 25%），比上期提高了 6.2 个百分点（散户和金融分别上升了 6.7 和 4.8 个百分点）。

尽管大部分受访者认为我国房价与居民收入水平相比太贵，但持此意见的人数出现了下降，认为房价基本合理的人数在上升。具体来说，本次调查中，67%的受访者认为房价太贵（散户和金融业分别为 67.9%和 64%），比上期下降了 2.7 个百分点（散户和金融分别下降了 2.3 和 4 个百分点）。27.3%的受访者认为我国房价基本合理（散户和金融分别为 26.7%和 29.2%），比上期提高了 4.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 3.4 个和 7 个百分点）。5.7%的受访者认为房价偏低（散户和金融业分别为 5.4%和 6.7%），比上期下降了 1.6 个百分点（散户和金融业分别下降了 1.1 和 3 个百分点）。

受访者下调对经济增长和 A 股上市公司业绩的预期。本期，只有不到一半的人（46.8%）认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融持此意见的人数分别为 49.2%和 39.4%），比上期下降了 4.5 个百分点（散户和金融分别下降 4 和 5.8 个百分点），对 GDP 的预期增长率为 4.8%（散户和金融持此意见的人数分别为 4.9%和 4.6%），比上期下降了 0.3 个百分点（散户和金融分别下降 0.2 和 0.4 个百分点）。对 A 股上市公司的预期利润增长率为 9.1%（散户和金融业分别为 8.7%和 10.4%），比上期下降了 0.7 个百分点（散户和金融分别下降了 0.5 和 1.1 个百分点）。

受访者对汇率的看法相对平稳，散户和金融业的预期有所不同。整体而言，约 6.1%的受访者认为未来人民币汇率很可能发生大跌，比上期提高了 2.5 个百

分点，但是，汇率大跌的预期概率为 19.3%，与上期基本持平。其中，散户对汇率大跌的预期概率为 19.5%，比上期提高 0.7 个百分点，金融业对汇率大跌的预期概率为 18.5%，比上期下降了 1.7 个百分点。

去年以来，受猪肉价格影响，我国物价指数持续走高。在本次调查中，受访者对通胀的预期比上期略有增加，总体趋于平稳。受访者对通胀的预期增长率为 3%（散户和金融业分别为 3.2%和 2.5%），比上期提高了 0.3 个百分点（散户和金融分别提高了 0.3 和 0.4 个百分点）。

在本次调查中，投资者对保守型资产的投资意愿显著增加。对银行理财以及稳健型基金的净增加人数占比为 67%（散户和金融业分别为 68.9%和 60%），比上期提高了 31 个百分点（散户和金融业分别提高了 34.7 和 20 个百分点）。**对房地产的投资意愿大大下降**，受访者对房地产的净增加人数占比为-4%（散户和金融业分别为-4.3%和-3.2%），比上期下降 42 个百分点（散户和金融业分别下降了 44 和 37.3 个百分点）。

投资者对股票仍然表现出一定的投资意愿，比上期有所下降。本期受访者对股票的净增加人数为 16.3%（散户和金融业分别为 14.4%和 22.3%），比上期下降 6.6 个百分点（散户和金融分别下降 6.7 和 6.5 个百分点）。**受访者仍然愿意投资股票，我们认为有四个原因：1）中国率先在世界上大规模控制住了疫情、重启了经济；2）A 股的整体估值已在过去 20 年最低，投资者也认可低估值的吸引力；3）18 年、19 年的去杠杆已挤出民营上市公司绝大部分的财务杠杆风险；4）中国投资者对中美贸易战已经习以为常，逐步由非常悲观转为相对乐观。**

投资者对虚拟货币的投资意愿自 2019 年 4 月以来持续走高。在本次调查中，69.4%的受访者认为虚拟货币有投资价值（散户和金融业分别为 65.7%和 79%），比上期上升 4 个百分点（散户和金融业分别提高了 3.8 和 2.9 个百分点），比 2019 年 4 月底的调查结果上升了 20.3 个百分点（散户和金融业分别提高了 16.3 和 30.9 个百分点）。与此同时，约 50.4%的受访者认为区块链应用前景广阔（散户和金融业分别为 50.5%和 49.8%），比上期提高 5.4 个百分点（散户和金融业分别提高了 6.4 和 2.1 个百分点），比 2019 年 4 月上升了 13.6 个百分点（散户和金融业分别提高了 14.2 和 8.5 个百分点）。只有 9.7%的受访者认为区块链技术被高估（散户和金融业分别为 10%和 8.7%），比上期降低 4.6 个百分点（散户和金融业分别降低 5.1 和 2.9 个百分点），比 2019 年 4 月下降了 22 个百分点（散户和金融业分别下降了 22 和 20.6 个百分点）。另外还有约 39.9%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 39.4%和 41%），比上期下降 0.8 个百分点（散户下降了 1.3 个百分点，金融业提高了 0.9 个百分

点）。

关于中美贸易纠纷对中国经济影响有何影响，受访者的负面情绪变得越来越少。就短期影响而言，本期约 13%的受访者认为有正面影响，这个比例一直比较稳定；约 48.2%的受访者认为短期会有负面影响，比上期下降 4.1 个百分点，比 2018 年 9 月的调查结果下降 10 个百分点。认为短期没有影响的意见占比为 38.7%，比上期上升 3.6 个百分点，比 2018 年 9 月上升 8.5 个百分点。就长期影响而言，约 33.9%受访者认为长期会有积极影响，比上期提高 1.4 个百分点，比 2018 年 9 月提高 8.1 个百分点，约 31.5%的受访者认为长期不会有什么影响，比上期下降 2 个百分点，比 2018 年 9 月提高 4.6 个百分点，约 34.5%的受访者认为长期有负面影响，与上期基本持平，比 2018 年 9 月下降 2.8 个百分点。

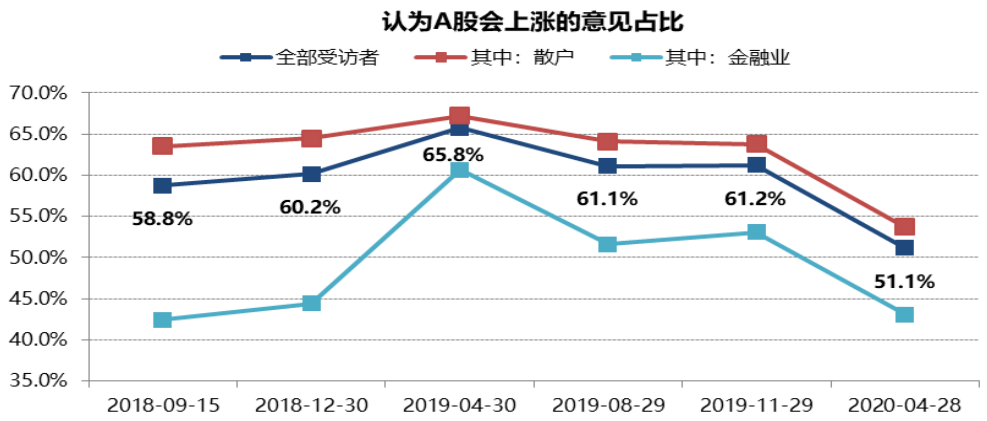
在本次调查中，我们设计了两个与疫情相关的问题。第一个问题是询问受访者在疫情结束后对哪些社交活动顾虑较少，愿意参加。结果显示，餐馆吃饭和商场购物是最受欢迎的两项活动，分别有 43%和 49%的受访者选择此项。其次是乘坐地铁公交和搭乘飞机火车，分别有 25%和 30%的受访者表示出参加意愿。选择酒店住宿和带孩子参加课外辅导的人数不高，分别为 13.4%和 15%，参加意愿最低的分别为使用家政服务和美容护肤，只有 7.7%和 5.3%的受访者选择了这两个选项。从这个结果可以看出，公众对社交活动仍然存在一定顾虑，参加意愿较高的活动多与人们的衣食住行等生活基本需求有关，而当涉及到一些非必要的社交活动时，受访者的意愿就变得很低。

第二个问题我们询问了疫情对受访者生活的影响。只有 4.8%的受访者表示此次疫情对自己的生活没有实质影响，有 37.7%的受访者表示自己收入明显下降，有 5.8%的受访者表示失去了工作，失业和收入下降的人数共有 43%，这与 42.4%的受访者表示自己减少了生活开支的结果吻合。另外，我们猜测，疫情会不会对消费者的生活态度产生影响，比如更注重健康，更愿意享受生活。结果显示，高达 67%的受访者确实表示自己今后会更加注意健康投资，但是愿意换新车的人数占比只有 15%，而愿意给自己换个更好房子的人数更少，只有 2.2%，这与前面受访者对房市悲观的态度吻合。此次疫情中国政府迅速和有效的防疫措施为世界瞩目，约 56%的受访者表示自己的民族自豪感显著增强，约 40.5%的受访者对外国政府指责中国的言论感觉非常不公平。

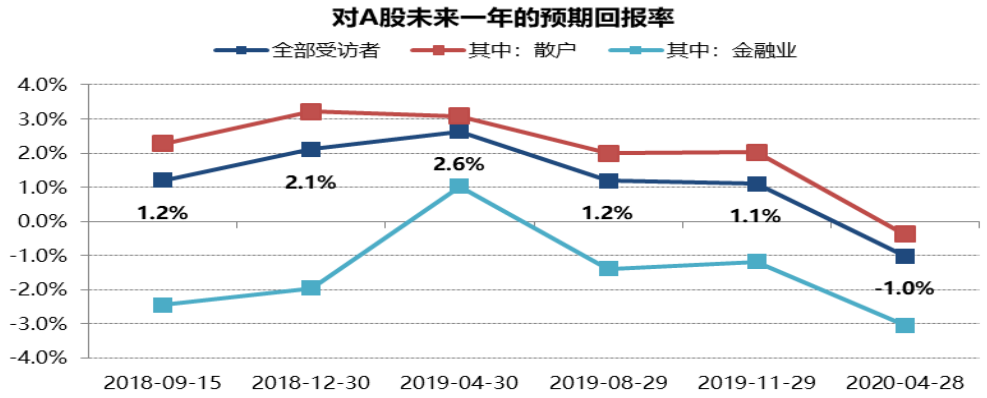
以上是报告的第一部分，是就本次问卷调查的结果进行的总结。报告的第二部分是对国内外宏观经济形势、以及我国 A 股上市公司的基本面分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表，并在图表下方进行简单的描述。

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

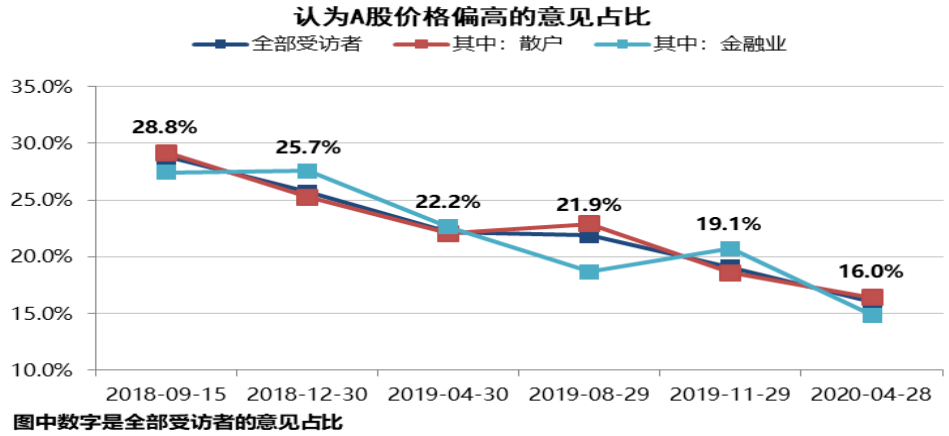


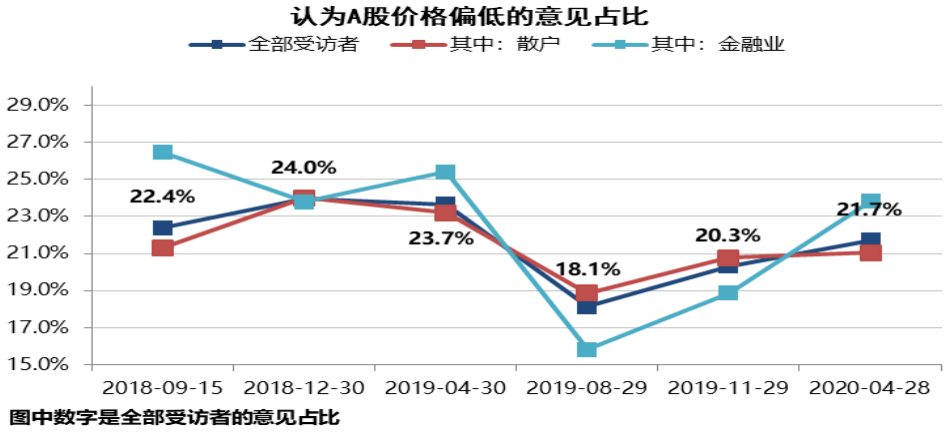
图中数字是全部受访者的意见占比

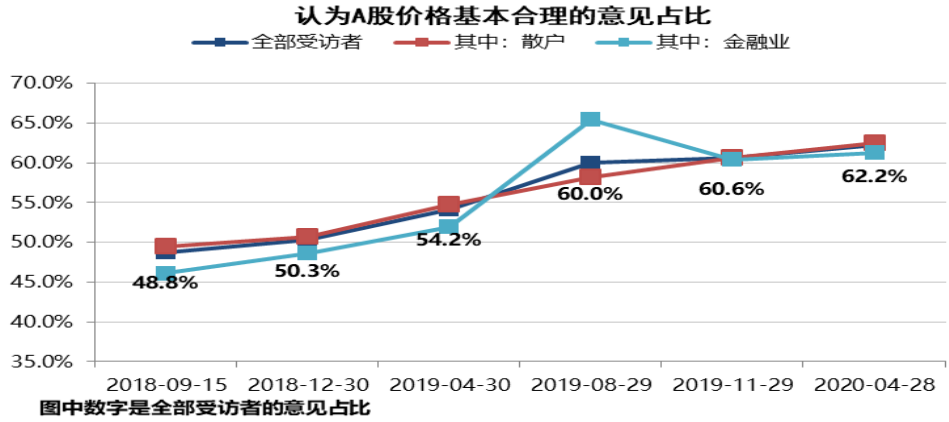
本期，全部受访者都对 A 股未来是否会上涨的问题发表了意见，这样上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

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：

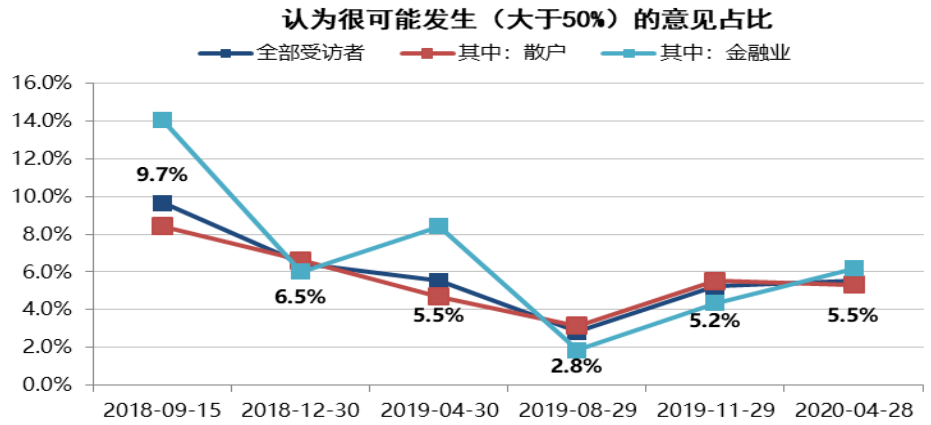




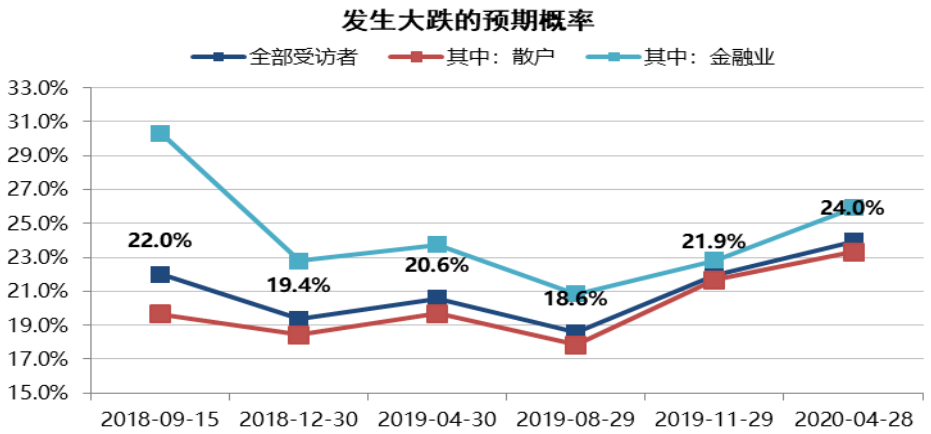


以全部受访者为例，本期有 2%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

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



图中数字是全部受访者的意见占比



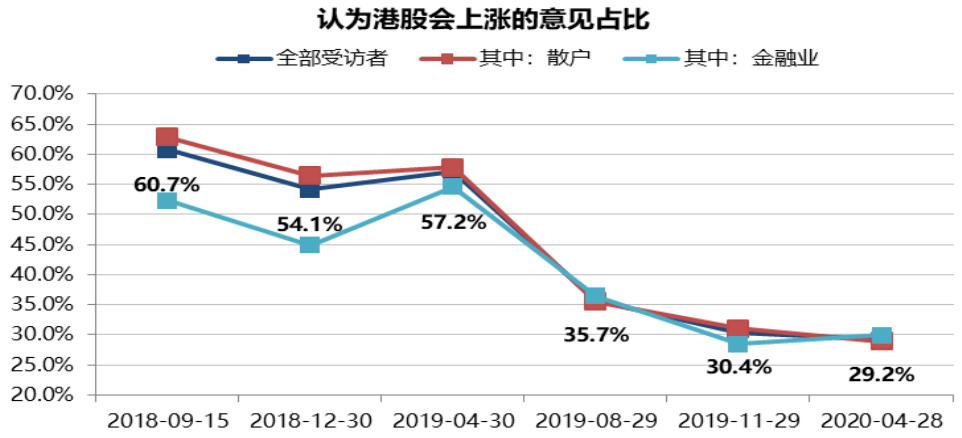
图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例，本期有 0.9%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

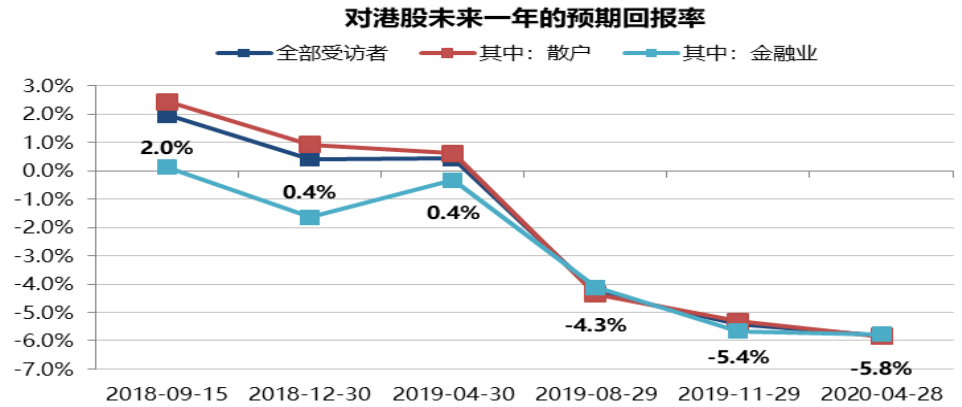
第一幅图统计的是认为 A 股发生大跌（跌幅超过 20%）的可能性大于 50%的意见占比。

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

问题 4：在将来的 12 个月，您认为香港股市（比如恒生指数）会怎样变化？



100%扣除该占比就是下跌意见占比；图中数字是全部受访者的意见占比



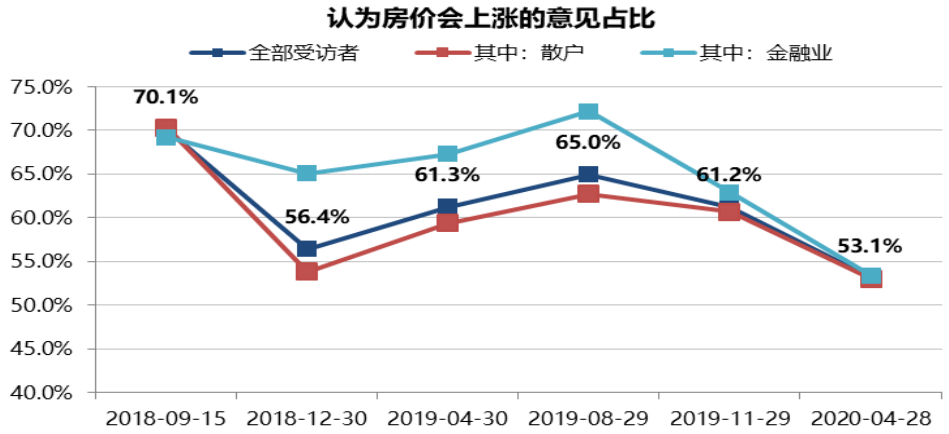
图中数字是全部受访者的意见占比

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

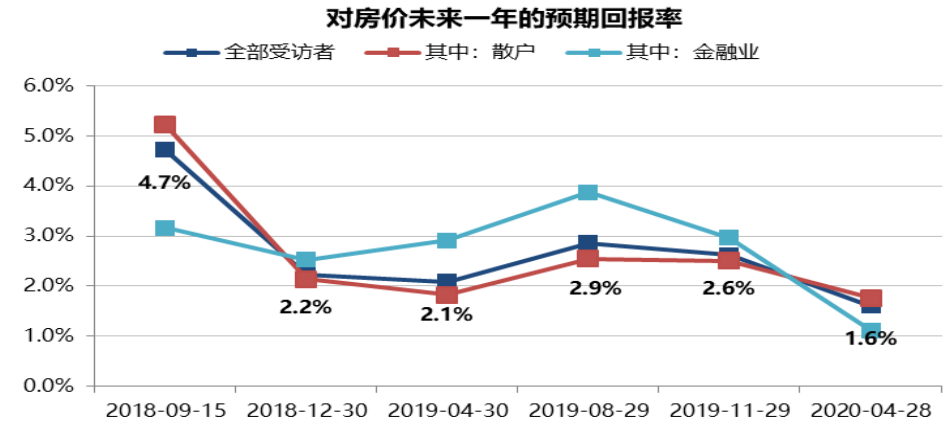
预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。

对房地产价格的看法

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；图中数字是全部受访者的意见占比

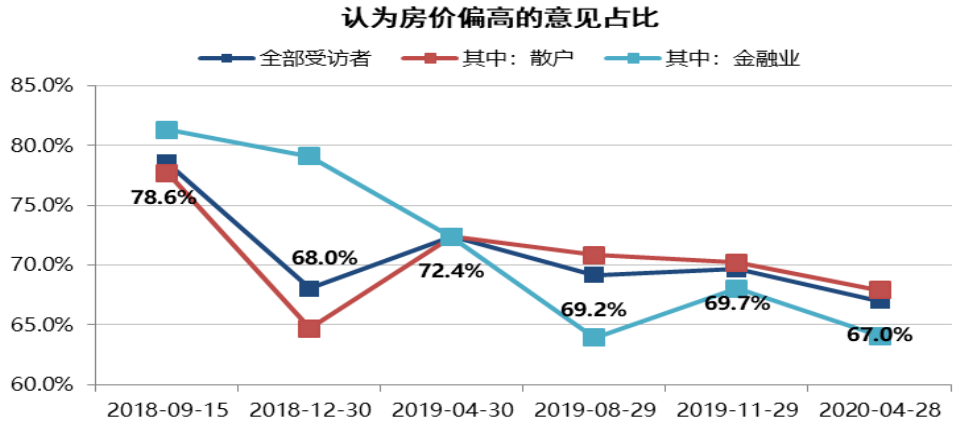


图中数字是全部受访者的意见占比

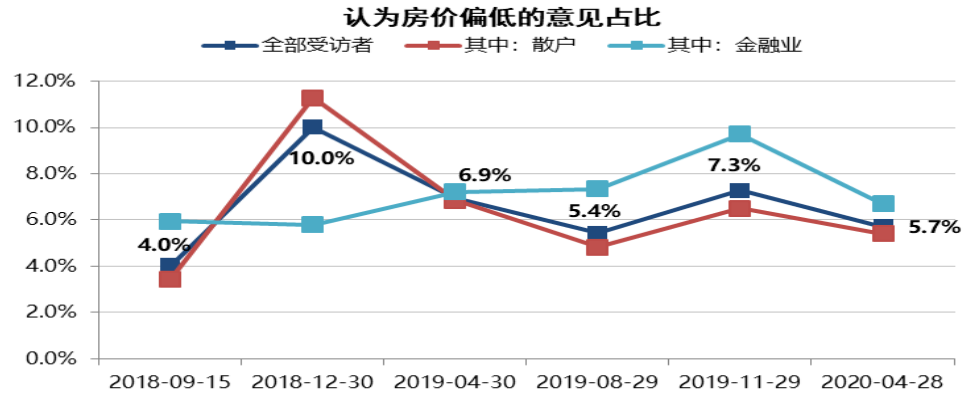
以全部受访者为例，本期有 0.6%的受访者对房价未来涨幅没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证上涨意见占比和下跌意见占比总和为 100%。

预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。

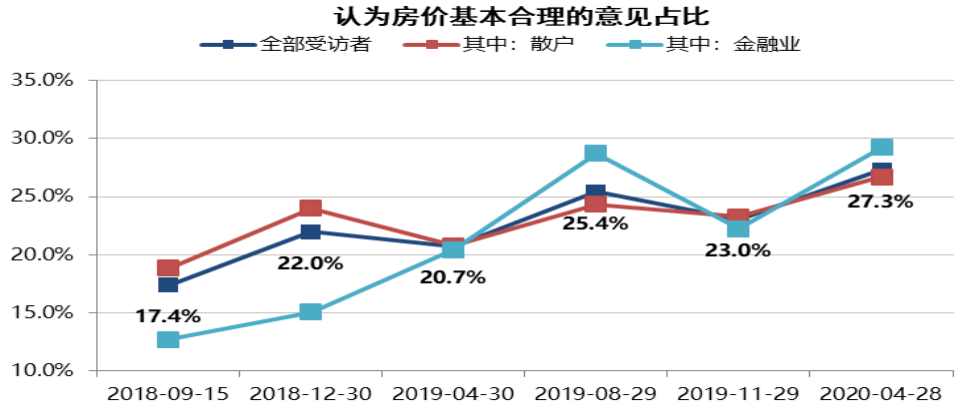
问题 6：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



图中数字是全部受访者的意见占比



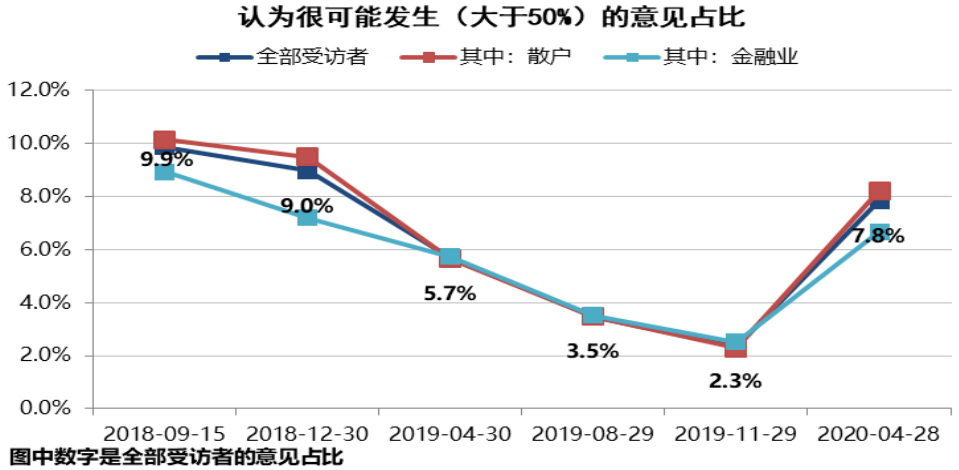
图中数字是全部受访者的意见占比



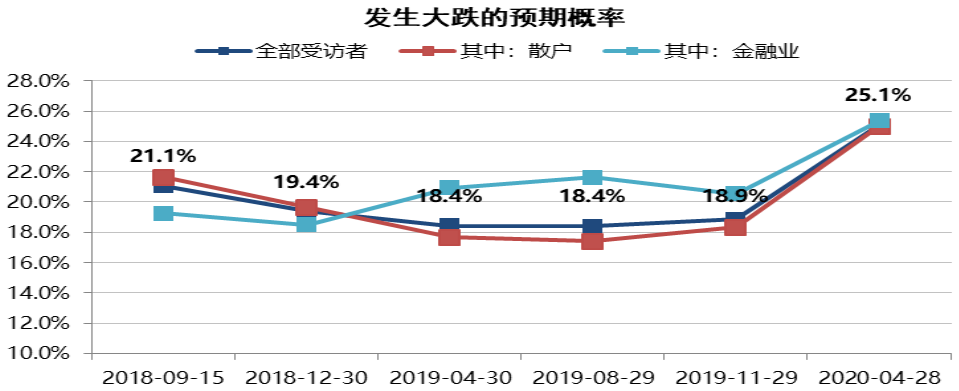
图中数字是全部受访者的意见占比

以全部受访者为例，本期有 1.8%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证上认为价格太低、太高和基本合理的占比总和为 100%。

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



图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

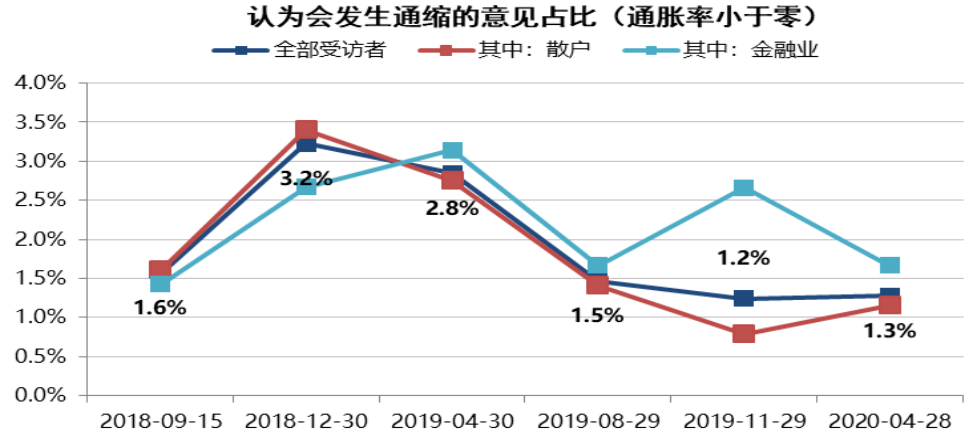
以全部受访者为例，本期有 0.6%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

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。

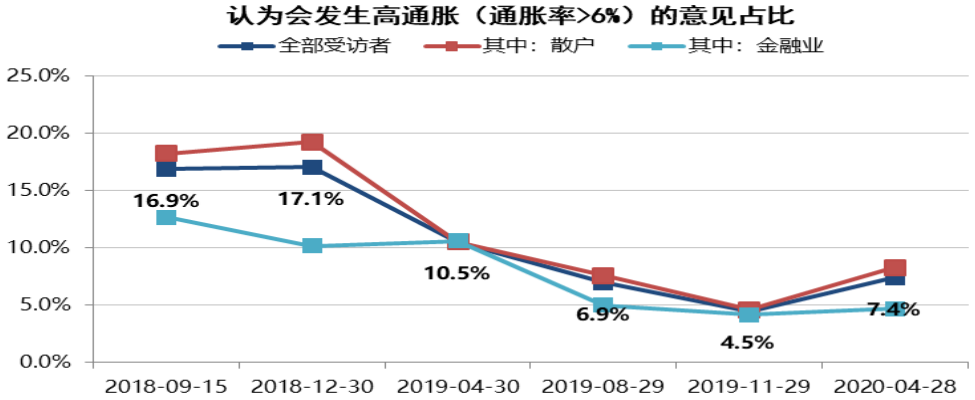
第二幅图发生大跌的预期概率=∑每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

对经济基本面的看法

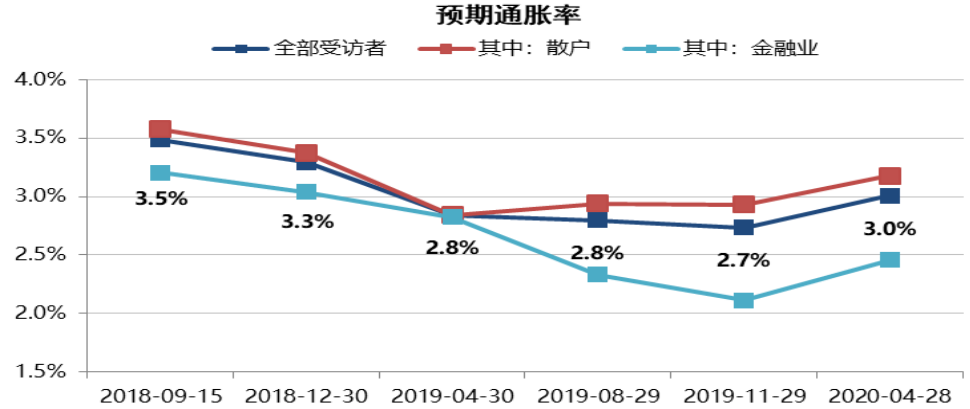
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 CPI 通胀率平均每年是多少？



图中数字是全部受访者的意见占比



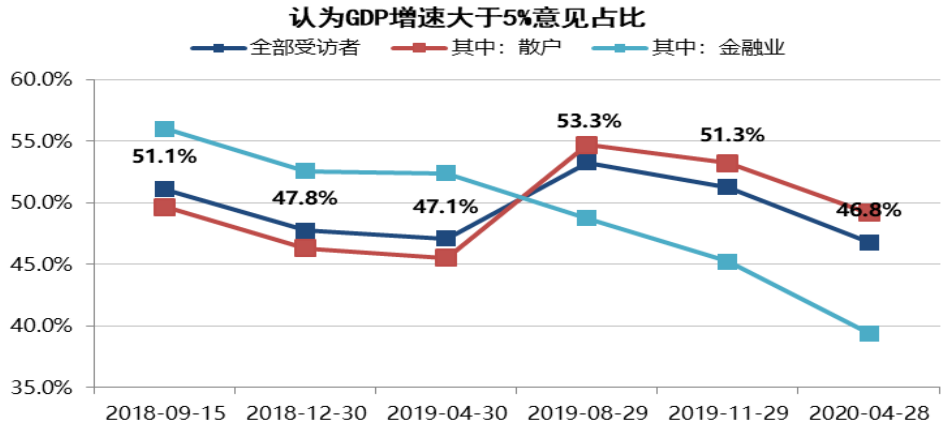
图中数字是全部受访者的意见占比



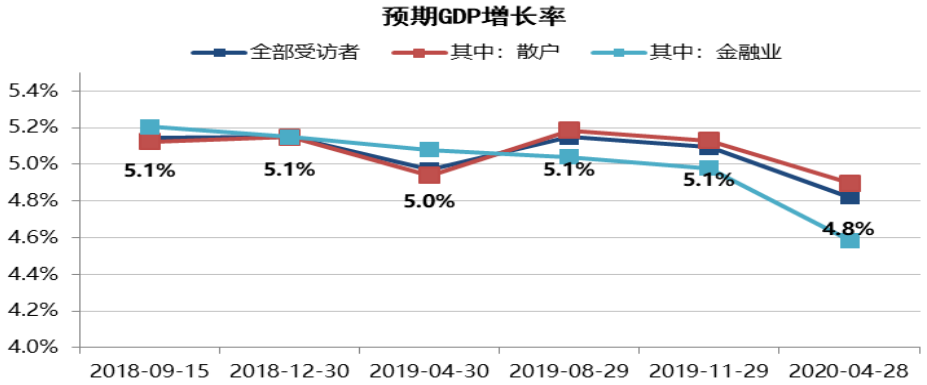
图中数字是全部受访者的意见占比

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

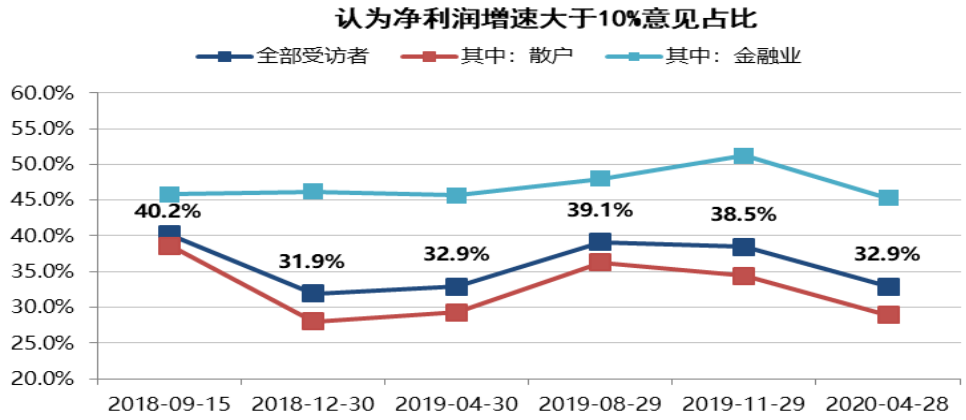


图中数字是全部受访者的意见占比

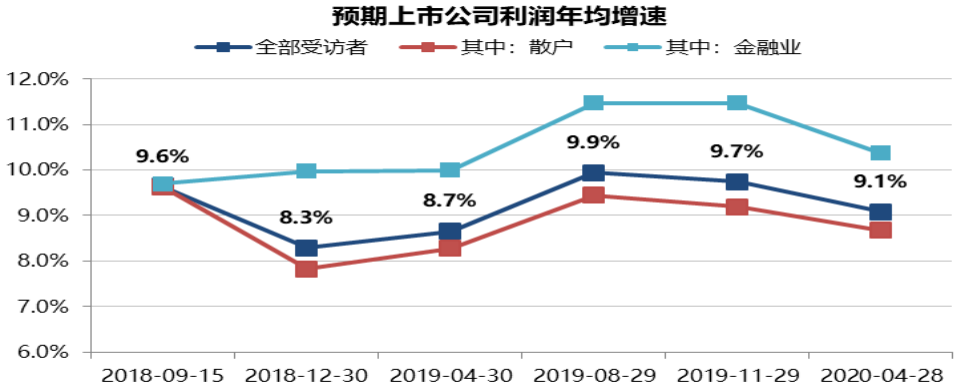
GDP 年均增速是否超过 5%非常重要，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1.3%的受访者对未来增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 5%的意见和小于 5%的意见占比总和为 100%。

预期通胀率=∑每个增速区间的中位数*在该区间的意见占比。

问题 10：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



100%扣除该占比就是下跌意见占比；图中数字是全部受访者的意见占比

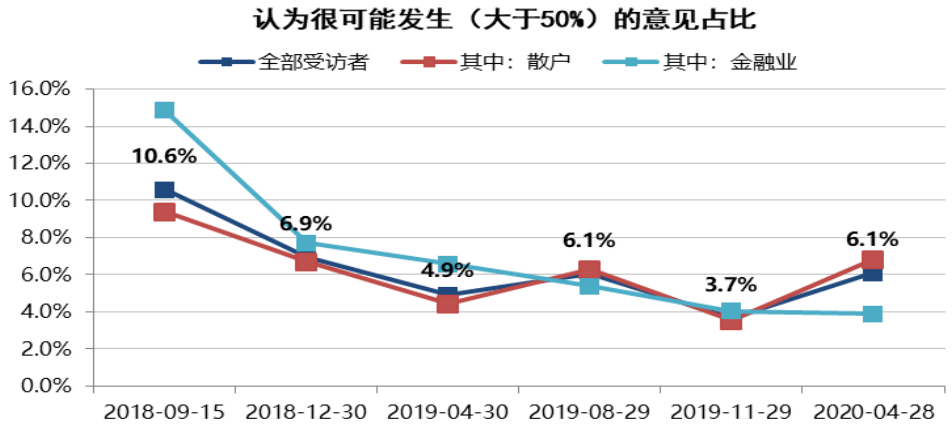


图中数字是全部受访者的意见占比

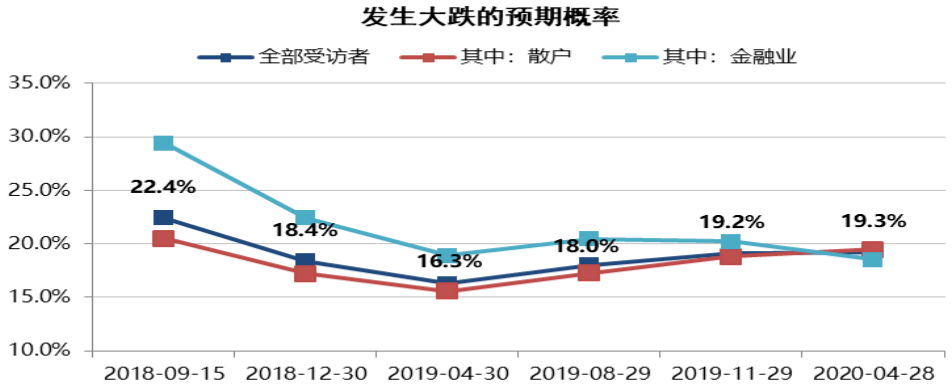
2004 年至今上市公司净利润年均增速是 10%，我们以此为分界，统计位于其上或其下的意见占比。以全部受访者为例，本期有 1.5%的受访者对未来上市公司净利润增速没有发表意见，在统计时剔除了这部分人数，从而保证大于 10%的意见和小于 10%的意见占比总和为 100%。

预期增长率=∑每个增速区间的中位数*在该区间的意见占比。

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



图中数字是全部受访者的意见占比



图中数字是全部受访者的意见占比

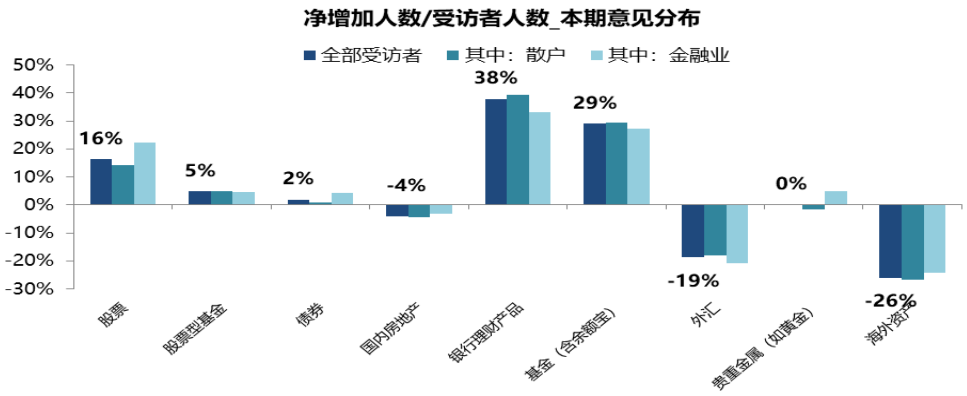
以全部受访者为例，本期有 2.4%的受访者对该问题没有发表意见，我们在统计时剔除了这部分人数，从而保证各区间的意见占比总和为 100%。

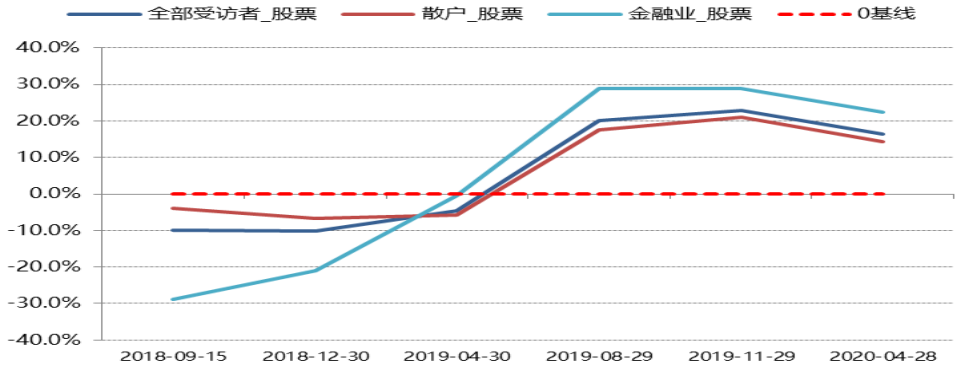
第一幅图统计的是认为汇率发生大跌（跌幅超过 5%）的可能性大于 50%的意见占比。

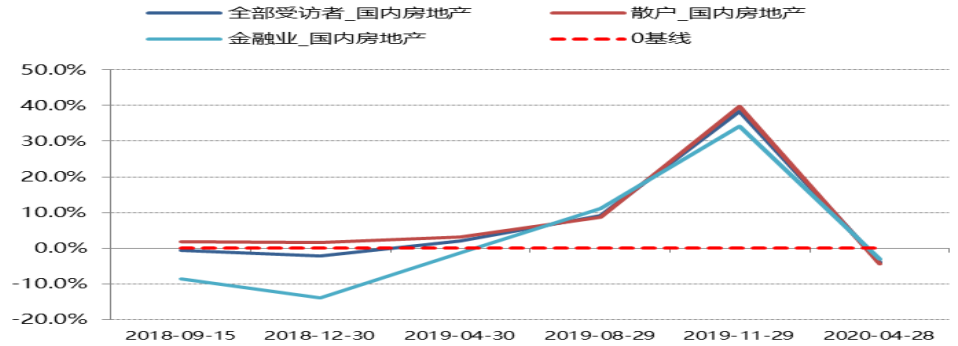
第二幅图的发生大跌的预期概率=∑每个概率区间的中位数*落在该区间的意见占比。

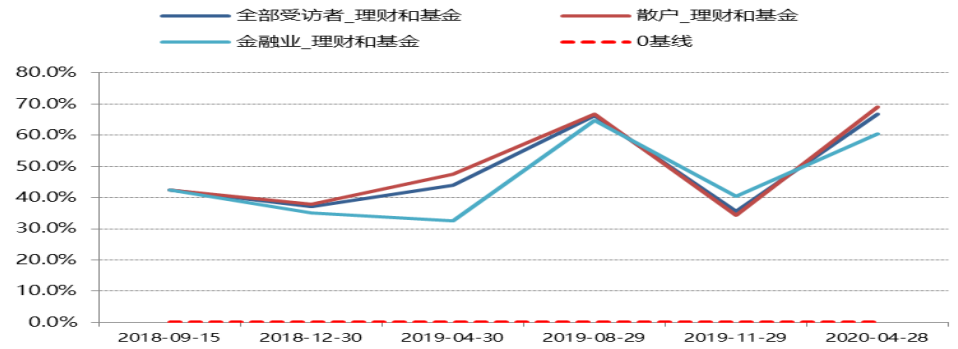
对未来投资的偏好

问题 12：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？

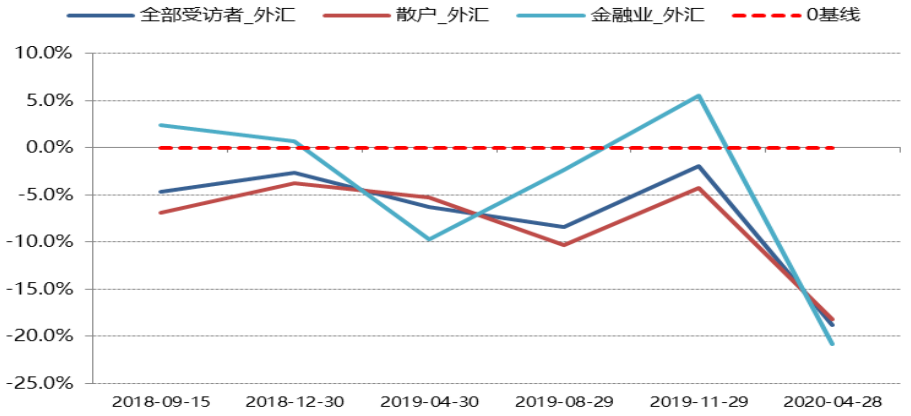


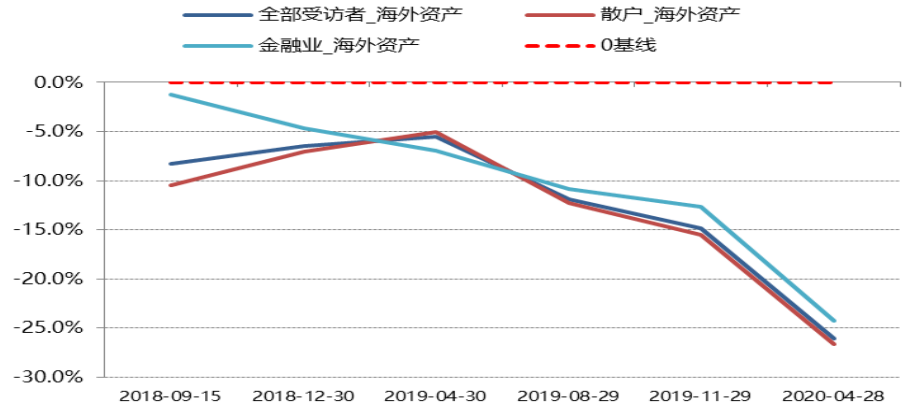


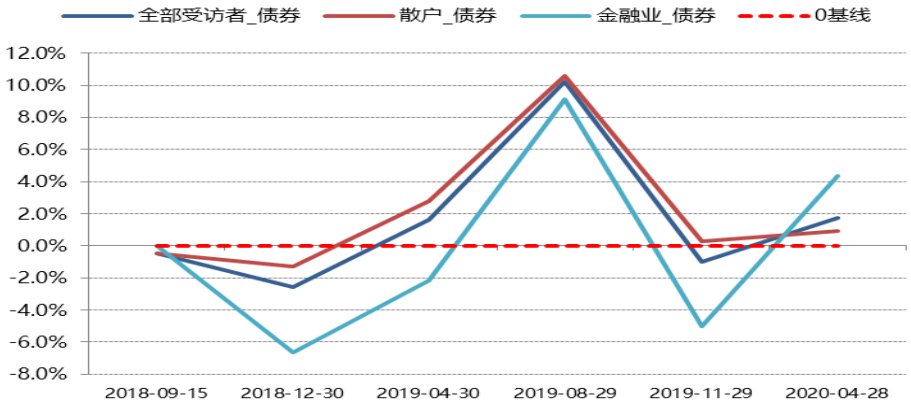




问题 13：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）





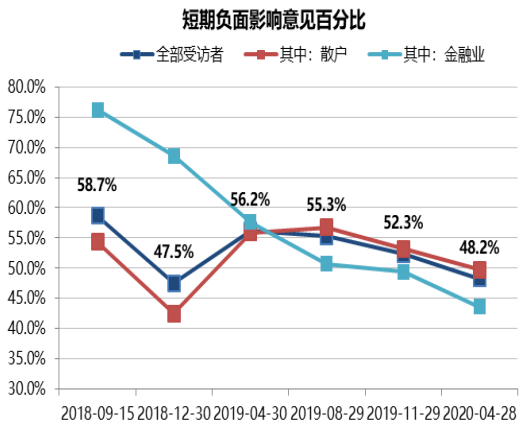


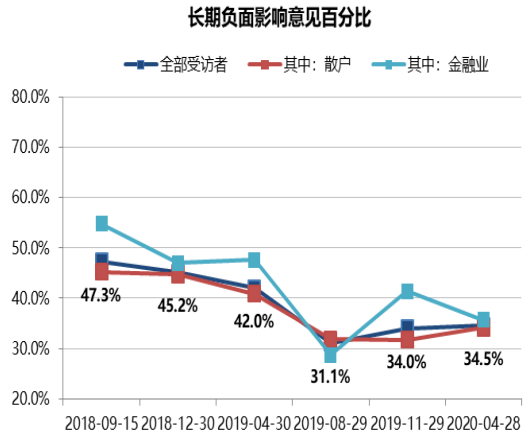
从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。

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

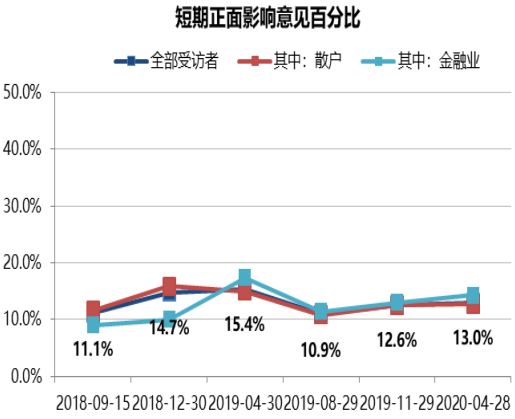
对中美贸易战的态度

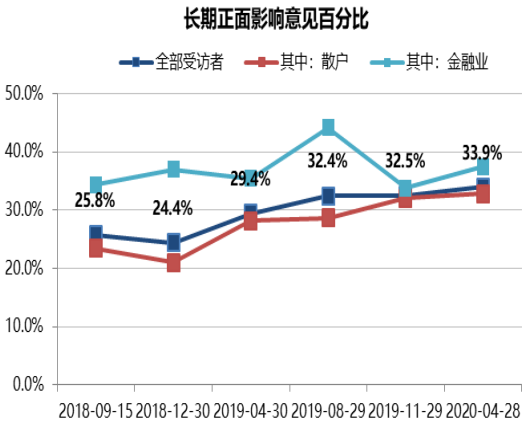
问题 14：如果中国和欧美的贸易关系就此破裂，对中国经济而言，您赞同下列哪些观点



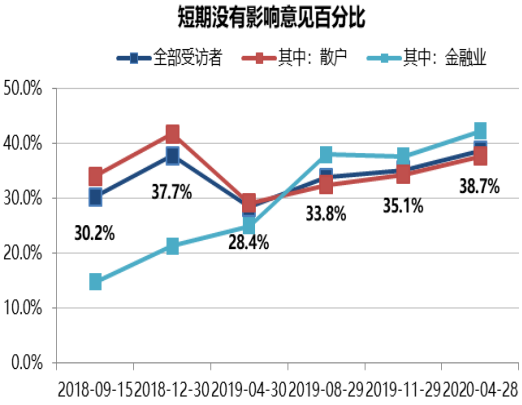


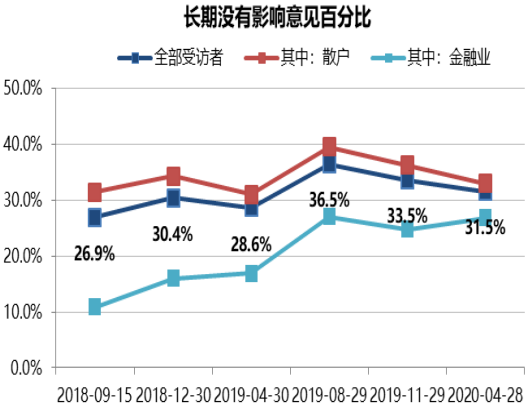
图中数字是全部受访者的意见占比





图中数字是全部受访者的意见占比



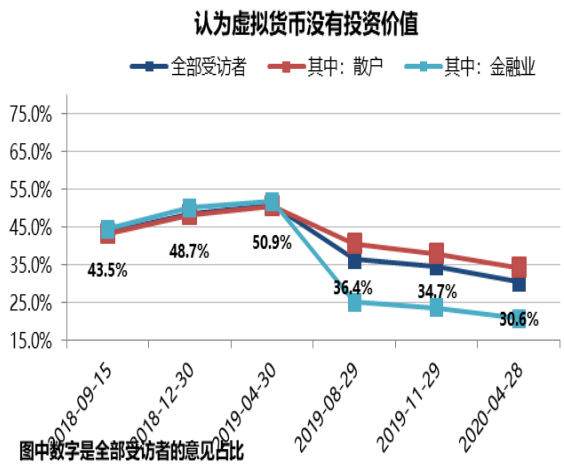


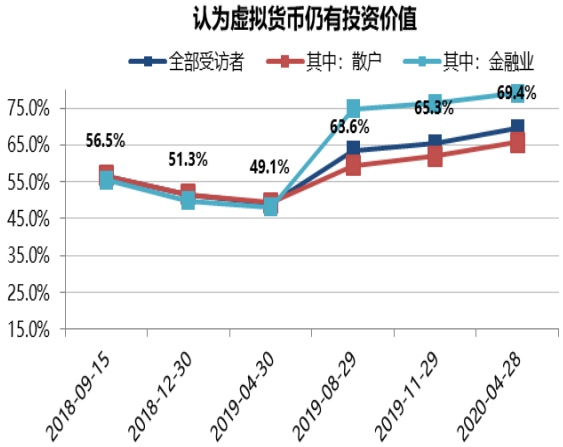
图中数字是全部受访者的意见占比

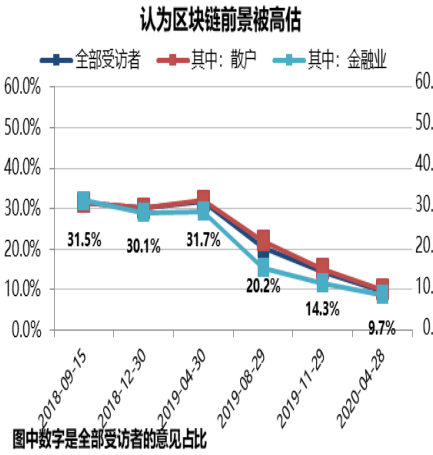
以全部受访者短期意见为例，短期负面意见、短期正面意见和短期没有影响的意见之和为 100%。意见占比=该意见人数÷受访人数

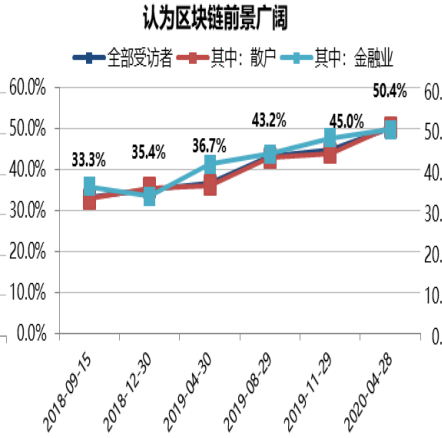
对虚拟货币和区块链态度

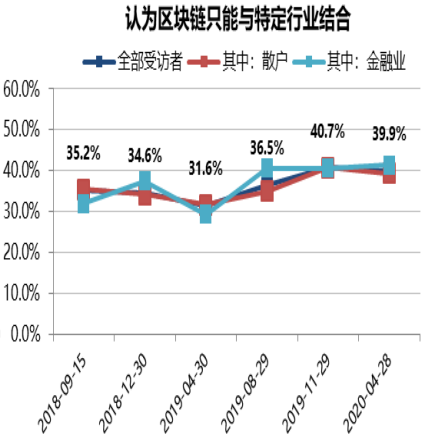
问题 15：关于虚拟货币（例如比特币）及其背后的区块链技术，您赞同下列哪些观点？











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

新冠疫情的影响

问题 16：如果国家宣布疫情结束，除正常上下班外，以下这些活动中，哪些是您顾忌相对较少，会尽快参与的？

如果国家宣布疫情结束，除正常上下班外，以下这些活动中，哪些是您顾忌相对较少，会尽快参与的？	全部受访者	其中:散户	其中:金融业受访者
在餐馆吃饭	43.1%	44.5%	38.9%
在电影院看电影	18.0%	17.8%	18.8%
在商场购物	49.0%	50.2%	45.1%
使用家政服务	7.7%	6.2%	12.5%
乘坐地铁、公交	24.6%	25.7%	21.3%
乘坐飞机、火车	30.2%	29.9%	31.1%
美容护肤/美发/按摩（含美甲）	5.3%	0.0%	22.0%
孩子上课外辅导班（包括早教）	15.0%	15.3%	14.0%
在酒店住宿	13.4%	12.9%	14.8%

	在餐馆吃饭	在电影院看电影	在商场购物	使用家政服务	乘坐地铁、公交	乘坐飞机、火车	美容护肤/美发/按摩	孩子上课外辅导班	在酒店住宿
上海	44.1%	19.0%	50.4%	9.8%	22.2%	27.7%	5.5%	19.6%	15.0%
北京	41.6%	16.4%	47.0%	6.9%	25.9%	36.0%	6.6%	15.5%	10.4%
广州	49.8%	19.1%	48.5%	5.8%	25.3%	30.7%	5.4%	14.1%	13.3%
深圳	44.4%	17.0%	49.4%	9.5%	28.6%	36.1%	7.1%	12.0%	13.3%
天津	39.8%	11.8%	48.0%	8.6%	26.7%	29.0%	6.3%	19.5%	9.0%
重庆	40.6%	17.4%	53.4%	10.0%	20.1%	29.7%	5.5%	13.7%	16.0%
成都	47.3%	17.3%	42.7%	5.3%	29.3%	38.0%	6.7%	14.7%	12.7%
武汉	43.5%	18.4%	53.7%	6.1%	15.6%	12.9%	0.7%	7.5%	10.9%
杭州	41.4%	20.0%	46.4%	7.1%	23.6%	34.3%	2.9%	15.7%	19.3%
南京	38.6%	17.2%	43.4%	4.8%	32.4%	26.2%	6.9%	20.7%	15.2%
青岛	40.3%	23.4%	53.2%	7.3%	21.0%	31.5%	3.2%	8.1%	14.5%
长沙	38.5%	16.2%	49.6%	9.4%	23.1%	23.1%	3.4%	15.4%	13.7%
西安	50.0%	30.4%	51.1%	4.3%	26.1%	30.4%	3.3%	8.7%	14.1%
全部受访者	**43.1%**	**18.0%**	**49.0%**	**7.7%**	**24.6%**	**30.2%**	**5.3%**	**15.0%**	**13.4%**

全部受访者意见占比=该意见数÷全部受访者人数

每个城市的意见占比=该城市该意见数÷该城市受访者人数

问题 17：新冠疫情对您和您的家人有何影响？（可多选）

新冠疫情对您和您的家人有何影响?	全部受访者	其中:散户	其中:金融业受访者
没有实质性的影响	4.8%	4.2%	6.7%
因为疫情，我或我的家人失去了工作	5.8%	5.9%	5.5%
因为疫情，我或我的家人收入由明显下降	37.3%	38.4%	33.8%
因为疫情，我或我的家人减少了开支	42.4%	42.6%	41.8%
中国政府对疫情的高效应对显著地增加了我的民族自豪感	55.9%	56.9%	52.7%
美国政府和媒体对中国政府关于疫情的指责让我觉得是非常不公平的	40.5%	40.4%	40.9%
疫情使我和我的家人更加注重健康投资	64.9%	65.6%	62.7%
疫情过后，我们会换个更大更好的房子	2.2%	2.3%	1.8%
疫情过后，我们会买辆新车	14.6%	15.4%	12.0%

	没有实质性影响	失去工作	收入明显下降	减少开支	增强民族自豪感	对中国的指责觉得非常不公平	更加注重健康投资	疫情过后会换更好的房子	疫情过后会买新车
上海	5.8%	6.3%	32.6%	38.6%	57.1%	36.3%	66.3%	1.2%	16.7%
北京	7.3%	5.7%	29.7%	38.8%	53.9%	42.6%	64.7%	1.3%	13.2%
广州	4.1%	5.8%	33.6%	41.1%	63.5%	42.3%	68.0%	4.6%	12.4%
深圳	5.0%	7.5%	42.7%	40.2%	49.4%	41.1%	64.3%	1.2%	16.2%
天津	5.0%	4.5%	33.9%	43.4%	58.4%	41.6%	57.9%	1.4%	12.2%
重庆	4.6%	4.6%	43.8%	42.5%	58.0%	40.2%	65.3%	2.7%	18.7%
成都	4.7%	3.3%	37.3%	46.0%	56.7%	42.7%	65.3%	0.7%	15.3%
武汉	0.0%	6.1%	71.4%	61.9%	57.8%	44.2%	64.6%	3.4%	14.3%
杭州	5.7%	5.7%	26.4%	46.4%	52.1%	36.4%	70.0%	7.1%	13.6%
南京	7.6%	5.5%	29.0%	40.0%	52.4%	37.9%	59.3%	2.1%	14.5%
青岛	2.4%	8.9%	35.5%	42.7%	55.6%	43.5%	70.2%	2.4%	11.3%
长沙	2.6%	6.8%	43.6%	36.8%	54.7%	42.7%	67.5%	0.0%	12.0%
西安	2.2%	5.4%	38.0%	42.4%	53.3%	34.8%	60.9%	2.2%	16.3%
全部受访者	**4.8%**	**5.8%**	**37.3%**	**42.4%**	**55.9%**	**40.5%**	**64.9%**	**2.2%**	**14.6%**

全部受访者意见占比=该意见数÷全部受访者人数

每个城市的意见占比=该城市该意见数÷该城市受访者人数

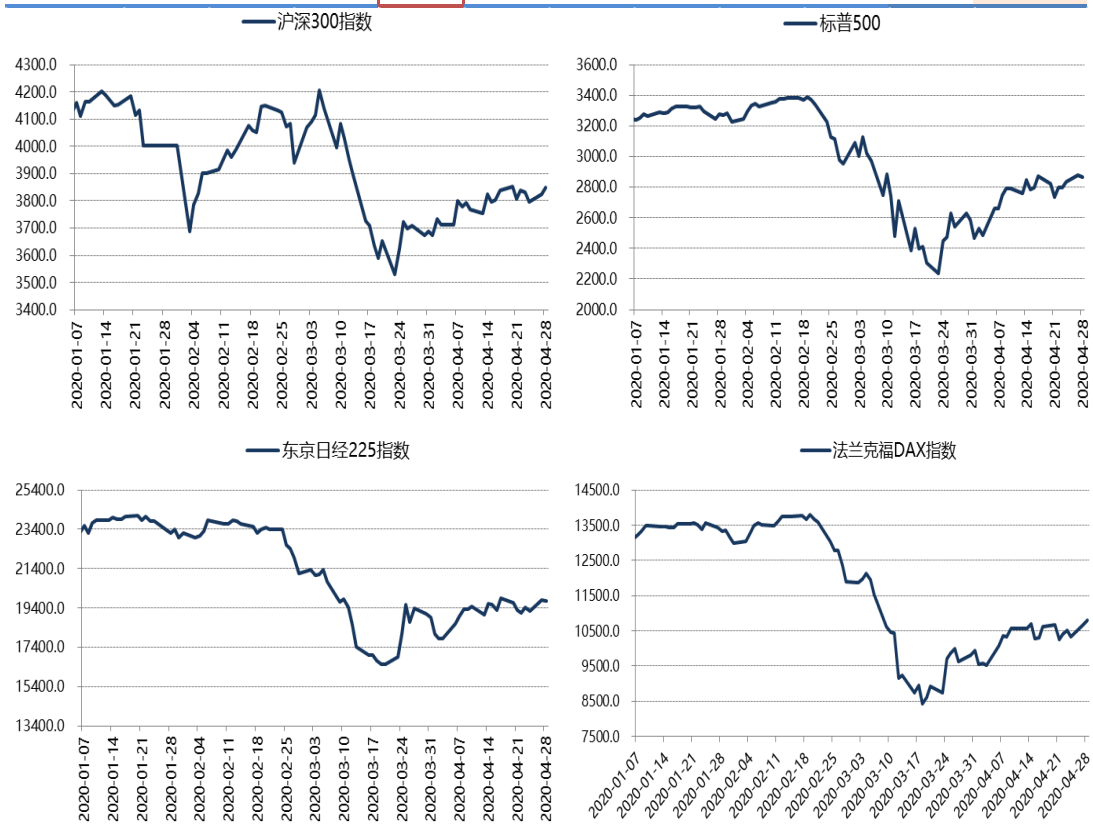
第二部分：资产价格及基本面图表分析

资产价格水平

股票价格水平

图 1：2020 年 4 月全球重要股指回报率比较

	2020年1月涨跌幅	2020年2月涨跌幅	2020年3月涨跌幅	2020年4月涨跌幅	最近半年年均涨幅	最近1年年均涨幅	最近2年年均涨幅	最近3年年均涨幅	最近5年年均涨幅	最近10年年均涨幅	2020年3月5日~3月23日跌幅
上证综指	-2.4%	-3.2%	-4.5%	2.2%	-4.1%	-8.7%	-4.5%	-3.8%	-8.7%	-0.2%	-9.8%
沪深300	-2.3%	-1.6%	-6.4%	4.4%	-1.0%	-1.6%	1.2%	3.8%	-4.1%	2.3%	-16.1%
恒生指数	-6.7%	-0.7%	-9.7%	4.1%	-8.7%	-17.3%	-10.7%	-0.1%	-2.7%	1.5%	-18.9%
日经225	-1.9%	-8.9%	-10.5%	4.5%	-13.8%	-11.2%	-6.2%	1.0%	0.3%	6.0%	-20.8%
韩国综指	-3.6%	-6.2%	-11.7%	10.2%	-7.2%	-12.2%	-12.3%	-4.3%	-1.9%	1.1%	-28.9%
新加坡海峡指数	-2.1%	-4.5%	-17.6%	3.3%	-20.6%	-24.6%	-15.8%	-6.9%	-6.0%	-1.5%	-26.0%
标普500	-0.2%	-8.4%	-12.5%	10.8%	-5.7%	-2.8%	4.0%	6.3%	6.5%	9.2%	-26.0%
富时100	-3.4%	-9.7%	-13.8%	5.1%	-17.8%	-19.7%	-10.9%	-6.1%	-3.1%	0.7%	-25.5%
巴黎CAC40	-2.9%	-8.5%	-17.2%	4.0%	-20.2%	-18.2%	-9.0%	-4.6%	-2.0%	1.8%	-27.0%
法兰克福DAX	-2.0%	-8.4%	-16.4%	8.7%	-16.1%	-12.5%	-7.5%	-4.6%	-1.2%	5.8%	-26.8%
意大利ITLMS	-1.3%	-5.5%	-22.3%	4.1%	-21.6%	-19.2%	-14.2%	-5.4%	-4.7%	-1.4%	-27.2%



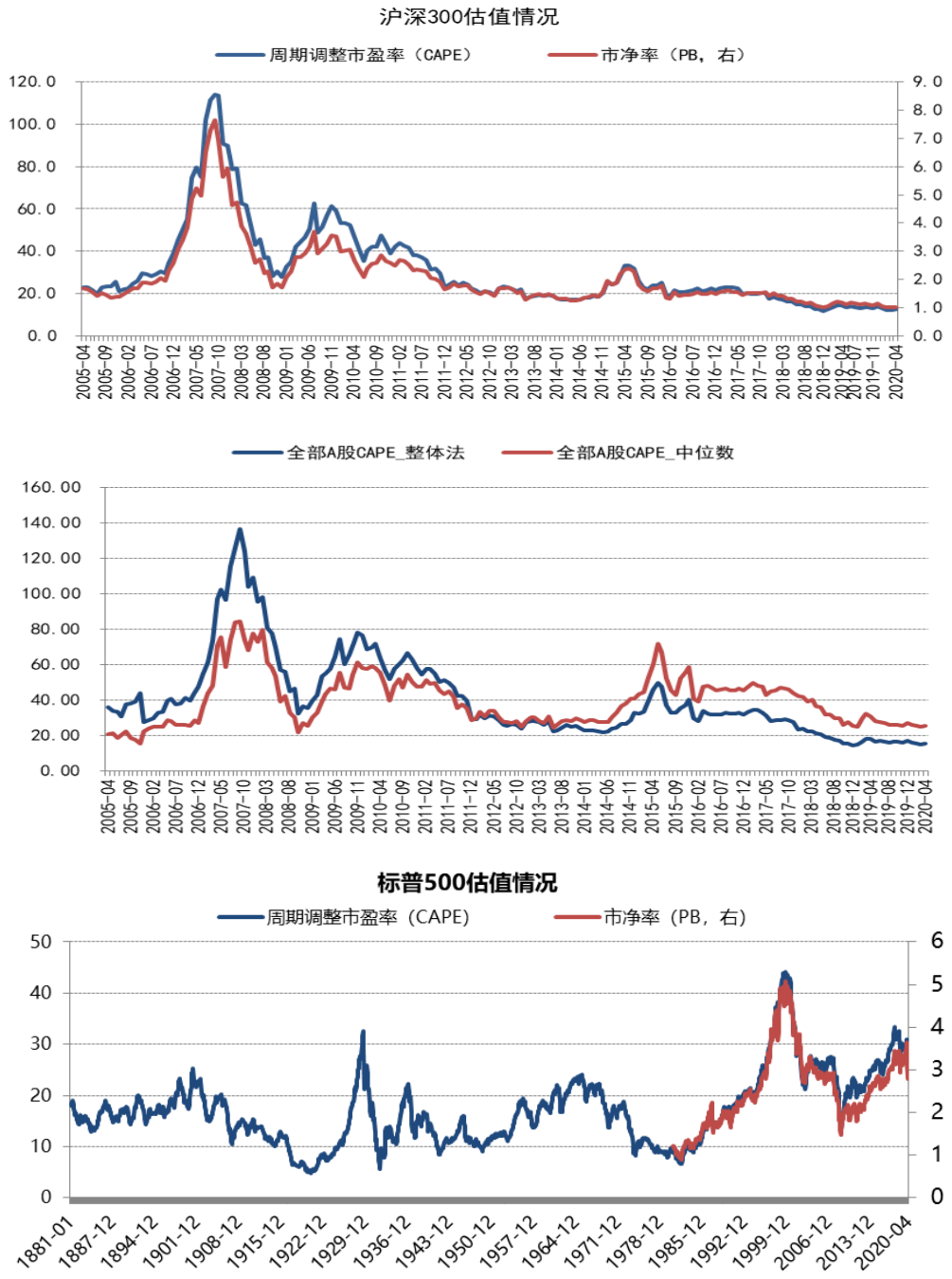
①1~3 月全球股指几乎都在下跌，下跌集中在 3 月 5 日至 3 月 23 日，即疫情开始在欧美全面爆发的时段。4 月全球股指止跌，普遍迎来上涨。②所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益率。③数据来源于 Wind 数据库。

图 2：2020 年 4 月中国 A 股上市公司分行业回报率

	2020年1~4月涨幅	最近1年回报	最近5年年均回报	最近10年年均回报	
				不含红利	含红利
农林牧渔	17.8%	16.6%	3.1%	6.1%	7.0%
医药生物	16.2%	24.6%	-0.2%	7.7%	8.6%
计算机	9.1%	15.7%	-9.3%	8.3%	9.0%
电气设备	7.1%	6.6%	-10.7%	-1.4%	-0.5%
建筑材料	7.1%	20.9%	0.7%	5.2%	6.6%
电子	6.8%	36.8%	0.6%	8.0%	8.6%
食品饮料	4.8%	21.7%	17.3%	13.6%	15.5%
通信	2.9%	-7.2%	-10.5%	0.6%	1.2%
传媒	1.6%	5.5%	-19.9%	1.6%	2.2%
国防军工	1.2%	-0.5%	-14.9%	2.7%	3.1%
机械设备	-0.7%	-2.9%	-14.8%	-0.5%	0.5%
商业贸易	-2.1%	-12.1%	-14.2%	-3.1%	-2.1%
汽车	-3.2%	-6.2%	-8.7%	1.7%	3.7%
休闲服务	-4.4%	0.8%	-3.2%	6.8%	7.5%
化工	-5.8%	-11.1%	-10.4%	-2.3%	-0.4%
建筑装饰	-5.9%	-18.6%	-17.9%	-0.1%	1.5%
纺织服装	-7.2%	-12.9%	-14.7%	-2.7%	-1.1%
公用事业	-7.2%	-11.2%	-14.1%	-2.0%	0.1%
轻工制造	-7.2%	-8.7%	-10.9%	1.1%	2.2%
家用电器	-7.8%	0.4%	1.6%	9.6%	11.8%
钢铁	-8.3%	-21.3%	-13.3%	-4.5%	-2.8%
银行	-10.6%	-11.0%	-2.6%	1.5%	6.1%
房地产	-10.7%	-12.7%	-10.1%	2.1%	3.8%
有色金属	-11.5%	-5.1%	-11.7%	-3.7%	-3.0%
非银金融	-12.5%	-10.8%	-8.0%	1.3%	3.0%
交通运输	-15.9%	-22.6%	-15.2%	-3.3%	-1.5%
采掘	-20.2%	-31.3%	-16.8%	-8.6%	-6.3%

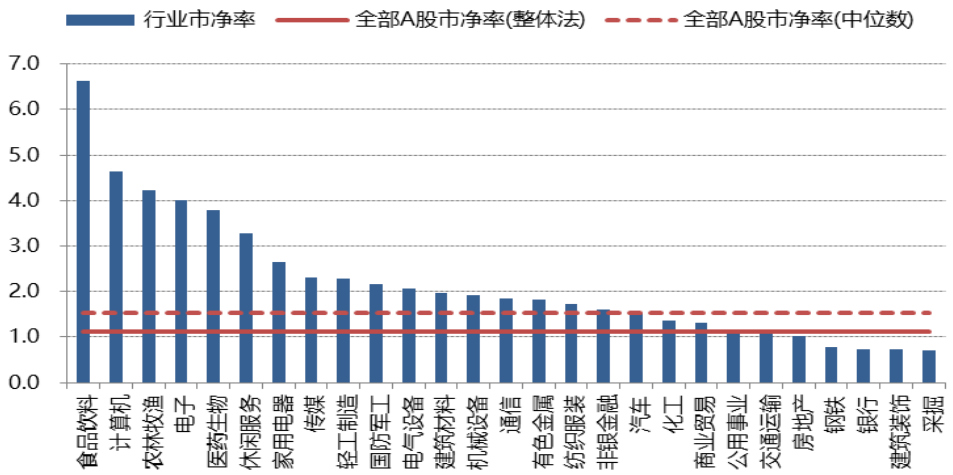
①该表列示不同行业在 2020 年 1 至 4 月的回报率以及历史回报率。所有回报率是名义回报率，均不包含红利再投资收益。②上市公司交易和财务数据来源于 CSMAR，指标来自本研究的计算。

图 3：2005 年 5 月至 2020 年 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）



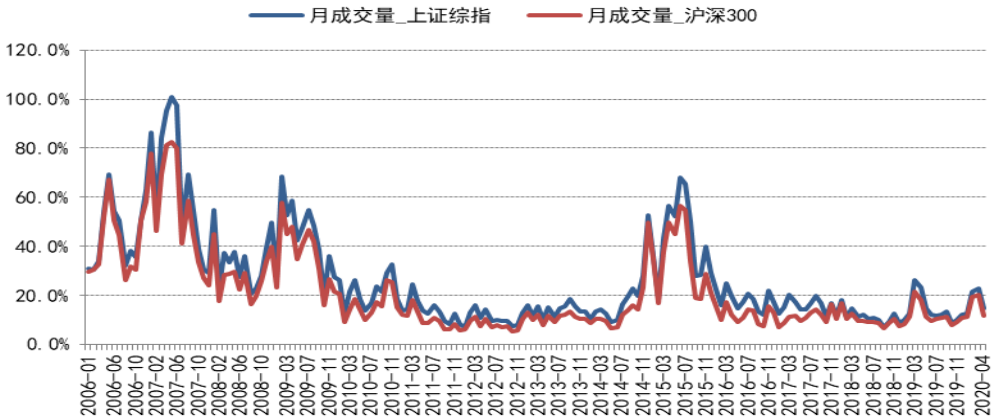
①截至 2020 年 4 月，我国沪深 300 指数的周期调整市盈率为 12.5 倍，市净率是 1 倍。全部 A 股用整体法计算的 CAPE 为 15.7 倍，中位数值为 25.5 倍。②美国标普 500 指数的周期调整市盈率已经下降为 26 倍，市净率是 2.9 倍。③美国标普 500 周期调整市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页，市净率来自 Wind。我国上市公司交易和财务数据来自 CSMAR，周期调整市盈率和市净率来自本研究的计算，计算方式请参见报告附表。

图 4：2020 年 4 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 4 月上证综指和沪深 300 月成交量情况

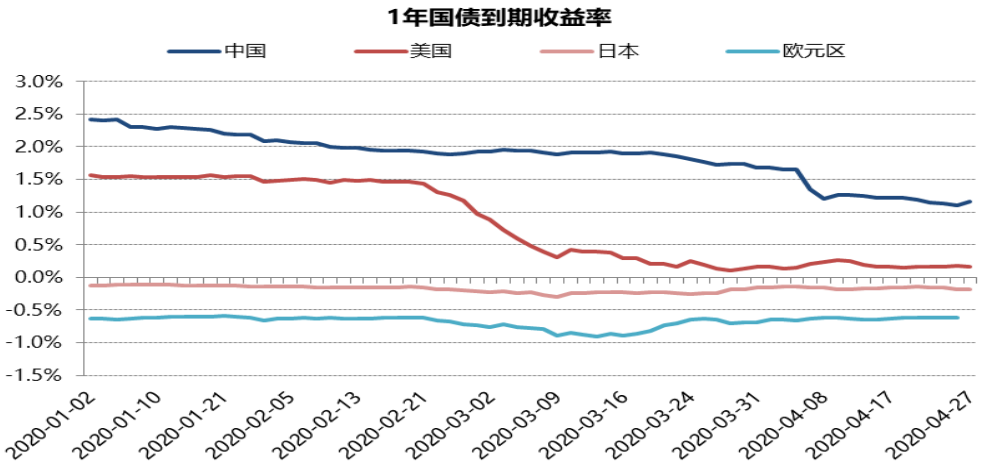


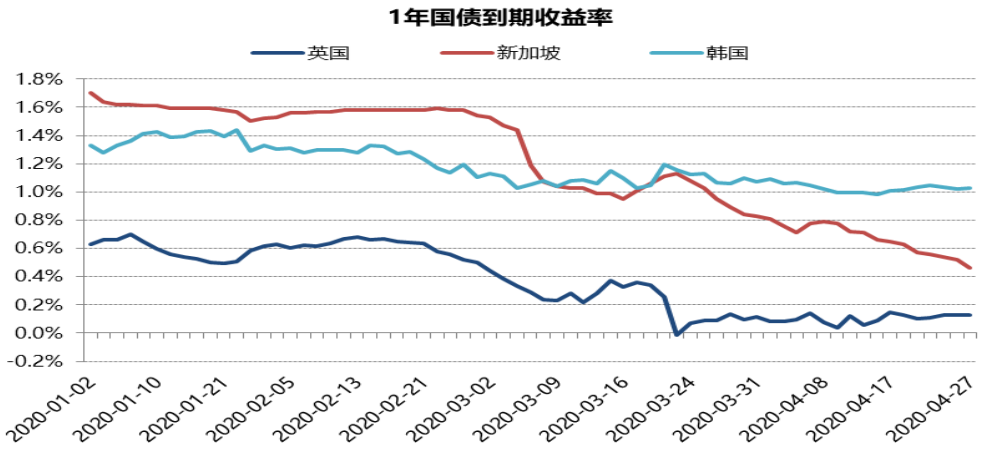
截至 2020 年 4 月，上证综指和沪深 300 的成交量分别为 15%和 12%。整体而言，A 股成交量仍然处于历史地位。②数据来源：上市公司交易数据来自 CSMAR，成交量占比来自本研究的计算。

债券价格水平

图 6：2020 年 4 月国债收益率情况

	中国	美国	英国	韩国	新加坡	日本	欧元区
基准利率名称	大型金融机构存款准备金率	基准利率					
2019年年末	13%	1.8%	0.8%	1.3%	1.9%	已经处于负值区间，没有操作空间	
2020年4月	12.50%	0.1%	0.1%	0.8%	0.6%		





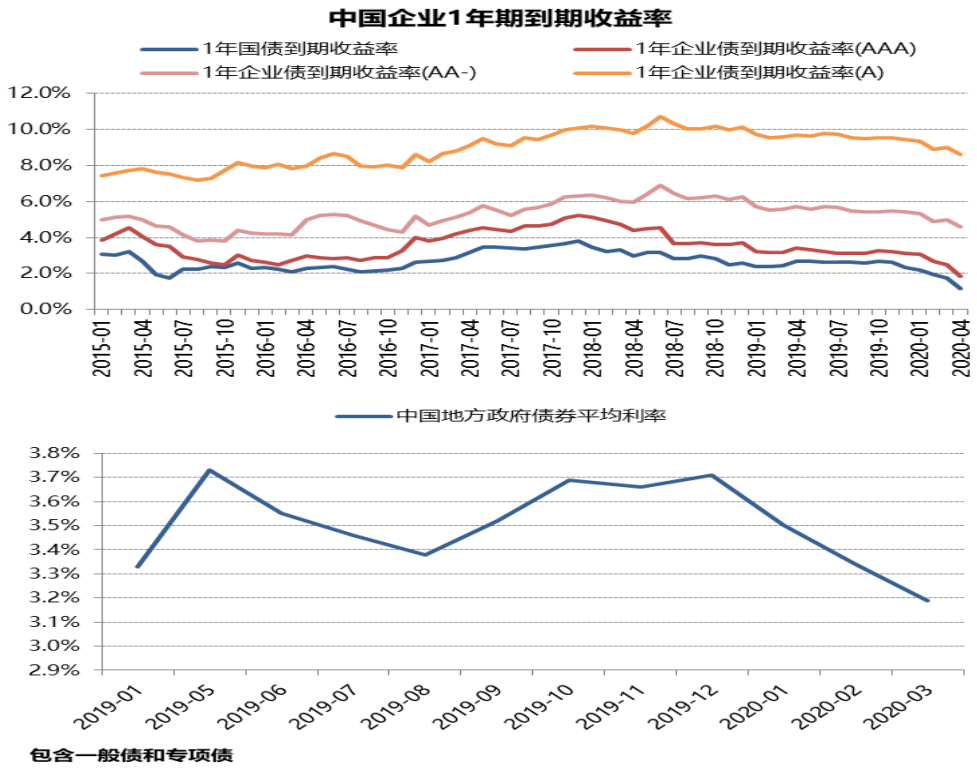
1 年期国债收益率能够反映基准利率情况。3 月 3 日，美联储宣布降低基准利率(联邦基金目标利率)0.5 个百分点，3 月 13 日宣布再下降 1 个百分点，目前联邦基金目标利率为 0.3%。截止到 4 月 27 日，美国 1 年期国债收益率为 0.2%。3 月 10 日，英国宣布降低基准利率 0.5 个百分点，3 月 18 日宣布再下降 0.15 个百分点，目前英国基准利率为 0.1%，1 年期国债收益率为 0.1%。欧元区和日本由于利率已经处于负值区间，只能继续采用购买国债的量化宽松政策。数据来源：Wind

图 6（续）：2020 年 4 月与美国 1 年期国债收益率差的情况

	与美国1年国债收益率的利差（百分比）									
	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-01	2018-01	2017-01	2016-01	2015-01
10年国债收益率										
美国	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.1	0.8	1.6	1.5	1.5
欧元区	-0.5	-0.6	-1.5	-1.8	-1.7	-2.4	-1.2	-0.3	0.0	0.2
日本	-0.2	-0.1	-1.1	-1.5	-1.6	-2.5	-1.8	-0.8	-0.4	0.1
英国	0.3	0.2	-0.5	-0.8	-0.7	-1.3	-0.4	0.6	1.2	1.2
韩国	1.1	1.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.7	0.7	1.0	1.2	1.9
新加坡	0.9	1.1	0.4	0.2	0.2	-0.4	0.3	1.5	1.8	1.7
中国	2.5	2.5	1.8	1.6	1.6	0.6	2.0	2.5	2.4	3.3
巴西	8.3	7.5	5.8	5.3	5.2	6.3	7.8	10.1	15.5	11.8
印尼	6.0	6.0	5.4	5.2	5.5	5.5	4.4	6.8	7.8	6.9
俄罗斯	5.9	6.6	5.5	4.8	4.6	5.6	5.3	7.3	9.8	13.7

2020 年以来，其他各国 1 年国债收益率、以及美国 10 年国债收益率，与美国 1 年期国债收益率的利差都在扩大，反映了市场对美元以及流动性需求的扩大。

图 7：2020 年 4 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 3 月大宗商品价格变动

类型	2020年1月涨跌幅	2020年2月涨跌幅	2020年3月涨跌幅	最近1年年均涨幅	最近5年年均涨幅	最近10年年均涨幅	2020年年初至3月	2008年
原油	-2.7%	-13.4%	-39.6%	-49.5%	-9.4%	-8.6%	-46.7%	-53.8%
澳大利亚煤	6.5%	-4.0%	-2.3%	-29.1%	0.4%	-3.5%	-1.4%	-13.6%
美国天然气	-9.5%	-5.6%	-6.4%	-39.0%	-8.5%	-8.4%	-32.4%	-19.0%
欧洲天然气	-21.4%	-20.0%	-6.5%	-47.5%	-19.9%	-11.2%	-47.2%	63.3%
日本天然气	0.0%	-1.9%	0.0%	-12.5%	-5.4%	-0.5%	-1.6%	50.1%
食品	2.6%	-4.2%	-2.7%	2.2%	-1.0%	-0.5%	-2.0%	-17.6%
铝	0.1%	-4.8%	-4.6%	-13.9%	-1.9%	-3.1%	-9.2%	-37.4%
铁矿石	3.4%	-8.4%	1.5%	2.9%	8.9%	-4.4%	4.7%	-63.2%
铜	-0.8%	-5.7%	-8.9%	-19.5%	-2.7%	-3.6%	-11.6%	-53.4%
黄金	5.5%	2.3%	-0.3%	22.4%	6.2%	3.6%	8.2%	1.6%
美国通胀	0.4%	0.1%	0.0%	1.6%	1.8%	1.7%	0.4%	0.1%

以2020年3月底价格水平为基准，对以前的价格按照美元通胀率进行调整

大宗商品普遍出现下跌，其中，原油价格在 3 个月内下跌了 46.7%，逼近 2008 年全年跌幅。

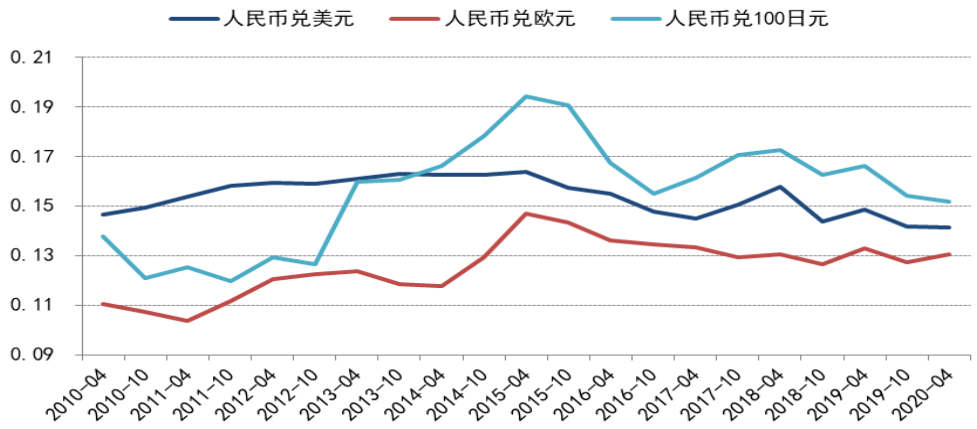
出于避险需求，黄金价格在 3 个月内上涨了 8.2%，从 2019 年 3 月至 2020 年 3 月，黄金价格已经上涨了 22%。黄金在 3 月曾出现小幅下降，可能与当时市场上的流动性需求激增有关。

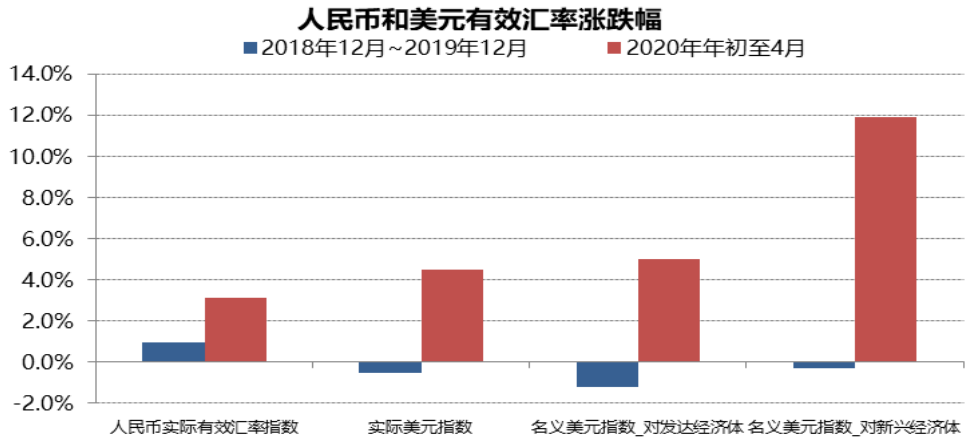
数据来源：世界银行

主要货币汇率水平变动

图 9：2020 年 4 月人民币兑主要货币汇率的变动

货币种类	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	最近1年变动率	最近5年年均变动率	最近10年年均变动率	2020年1至4月	2015年4月至2016年4
人民币兑美元	1.3%	-1.7%	-1.1%	0.2%	-4.8%	-2.9%	-0.4%	-1.3%	-5.3%
人民币兑欧元	2.3%	-0.9%	-1.3%	2.0%	-1.7%	-2.3%	1.7%	2.1%	-7.3%
人民币兑港元	1.1%	-1.4%	-1.6%	0.2%	-6.0%	-2.9%	-0.4%	-1.8%	-5.3%
人民币兑100日元	2.1%	-1.8%	-2.5%	-0.5%	-8.6%	-4.8%	1.0%	-2.8%	-13.9%
人民币兑英镑	1.1%	0.2%	3.1%	-0.3%	-1.0%	1.5%	1.8%	4.1%	0.2%
人民币兑加元	1.9%	0.1%	4.8%	-0.9%	-0.8%	0.2%	3.0%	6.0%	-1.2%
人民币兑澳元	3.6%	2.2%	5.7%	-4.4%	4.1%	1.5%	3.4%	7.1%	-0.5%





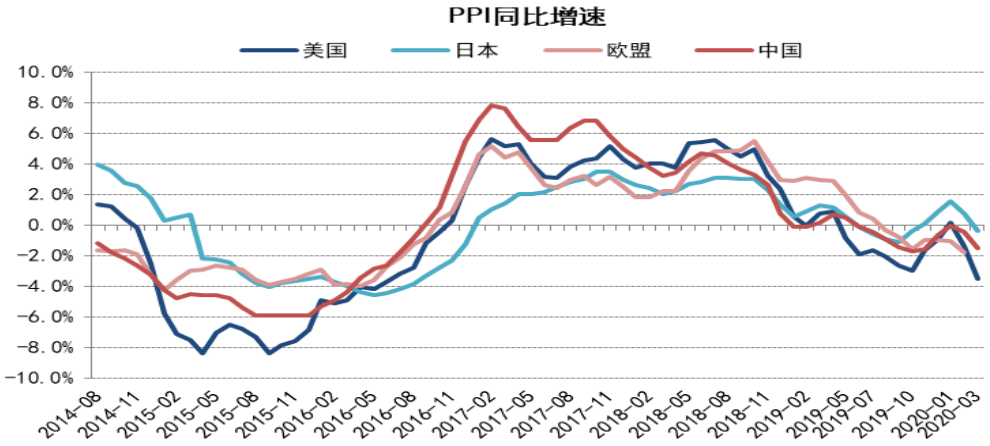
①2019 年 12 月末至 2020 年 4 月，美元实际有效汇率上涨 4.5%，特别是其相对新兴经济体货币上涨幅度达到 12%，反映了市场对美元需求的上升。人民币虽然相对美元贬值 1.3%。但是，人民币实际有效汇率上涨 3.1%。②有效汇率指一国货币兑多国货币汇率变动的加权平均数，通常以该国对多国的贸易额作为权重。③数据来源：Wind

通货膨胀

图 10：2020 年 3 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

序号	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
A1	中国CPI	4.4%	3.0%	2.2%	0.9%	1.4%	1.9%	2.2%	2.4%	2.1%	2.6%
A2	其中：食品CPI	18.3%	11.3%	4.3%	-4.2%	2.3%	2.7%	5.3%	4.5%	4.0%	5.1%
A3	其中：猪肉CPI	116.6%	69.3%	5.1%	-3.2%	2.0%	-5.5%		15.2%	14.7%	
A4	美国CPI	1.5%	1.7%	1.9%	2.4%	-0.1%	1.5%	2.3%	2.1%	1.6%	1.8%
A5	日本CPI	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%	2.3%	-0.9%	-0.8%	0.7%	0.5%	0.5%
A6	欧盟调和CPI	1.2%	1.2%	1.6%	1.7%	-0.1%	1.9%	2.0%	1.7%	1.2%	1.5%
B1	美国核心CPI	2.1%	2.4%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9%	1.1%	2.1%	2.1%	1.9%
B2	日本核心CPI	0.4%	0.3%	0.9%	0.3%	2.1%	-0.4%	-0.9%	0.7%	0.4%	0.4%
B3	欧盟核心CPI	1.4%	1.3%	1.1%	0.8%	0.7%	1.6%	1.5%	1.2%	1.1%	1.2%
C1	中国PPI	-1.5%	-1.4%	0.2%	7.6%	-4.5%	-1.9%	6.3%	2.7%	0.7%	0.9%
C2	美国PPI	-3.5%	-2.7%	0.8%	5.2%	-7.5%	-0.1%	9.0%	2.3%	-0.2%	1.5%
C3	日本PPI	-0.4%	-1.1%	1.3%	1.4%	0.7%	-0.5%	-0.9%	1.7%	-0.1%	0.5%
C4	欧盟PPI		-0.7%	3.0%	4.4%	-3.0%	0.5%	1.6%	2.3%	0.7%	1.3%

	CPI	食品	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
2020年3月同比	4.4%	18.3%	-0.3%	0.0%	-1.6%	3.1%	-1.8%	-3.4%	-0.5%	2.1%	8.2%	2.3%
2020年1月环比	1.4%	4.4%	-0.5%	0.0%	-0.3%	3.2%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.1%	8.6%	0.6%
2020年2月环比	0.8%	4.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-1.5%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2020年3月环比	-1.2%	-3.8%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.8%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%
2019年12月至2020年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%

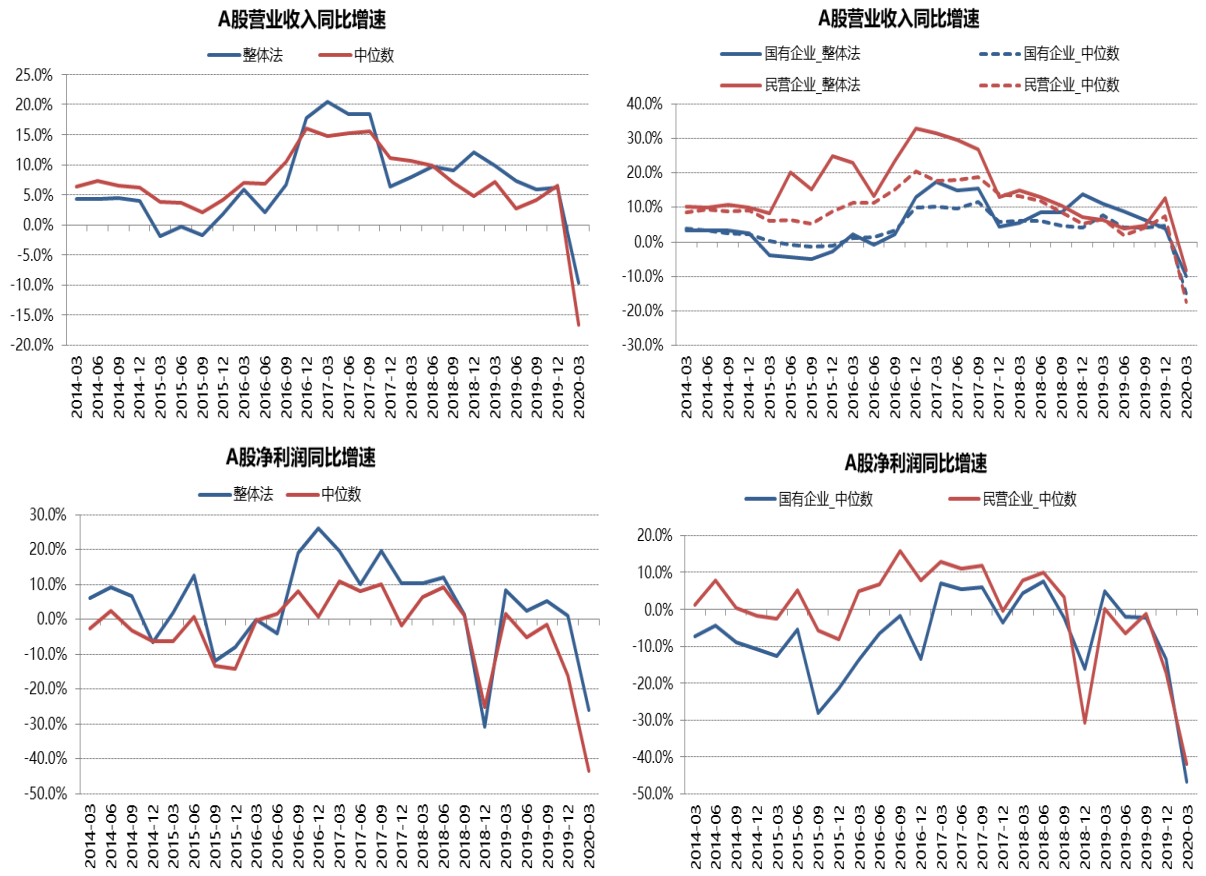


3 月份，食品类价格同比上涨 18%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.1%，分项中旅游 CPI 出乎意料的上涨 8.3%，从环比增速看，这主要源于 1 月份上涨，2 月和 3 月旅游 CPI 增速都为零。3 月，除了医疗保健，其他分项的 CPI 环比增长基本都为负或者为零。数据来源于 Wind。

中国上市公司基本面分析

该部分分析我国 A 股上市公司的财务信息，除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

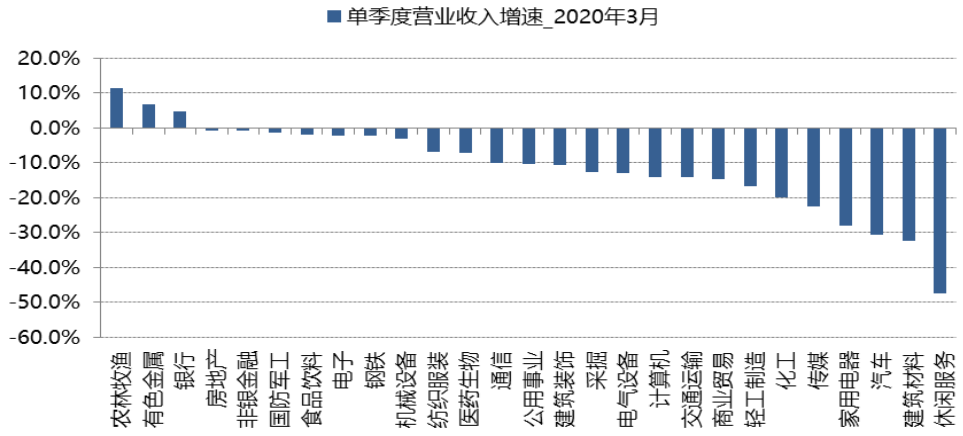
图 11：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速（剔除通胀）



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

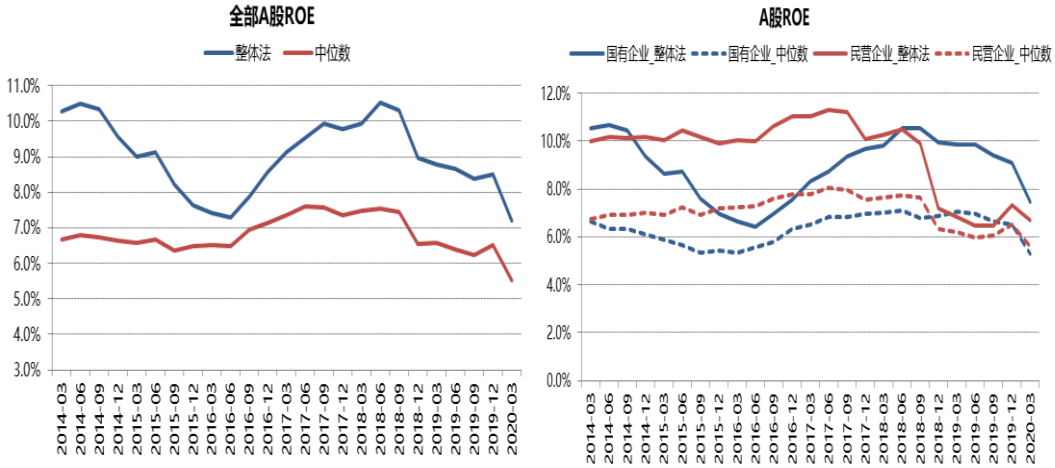
2020 年一季度，A 股营业收入同比增速为-9.6%，中位数值为-16.6%，这表明规模小的企业比规模大的企业营收增速下滑更为严重。

图 12：中国 A 股上市公司分行业单季度营业收入增速



除农林牧渔、有色金属和银行外，其他行业单季度营收增速普遍出现下跌，下跌最大的是休闲服务(包含旅游、酒店、餐饮业)

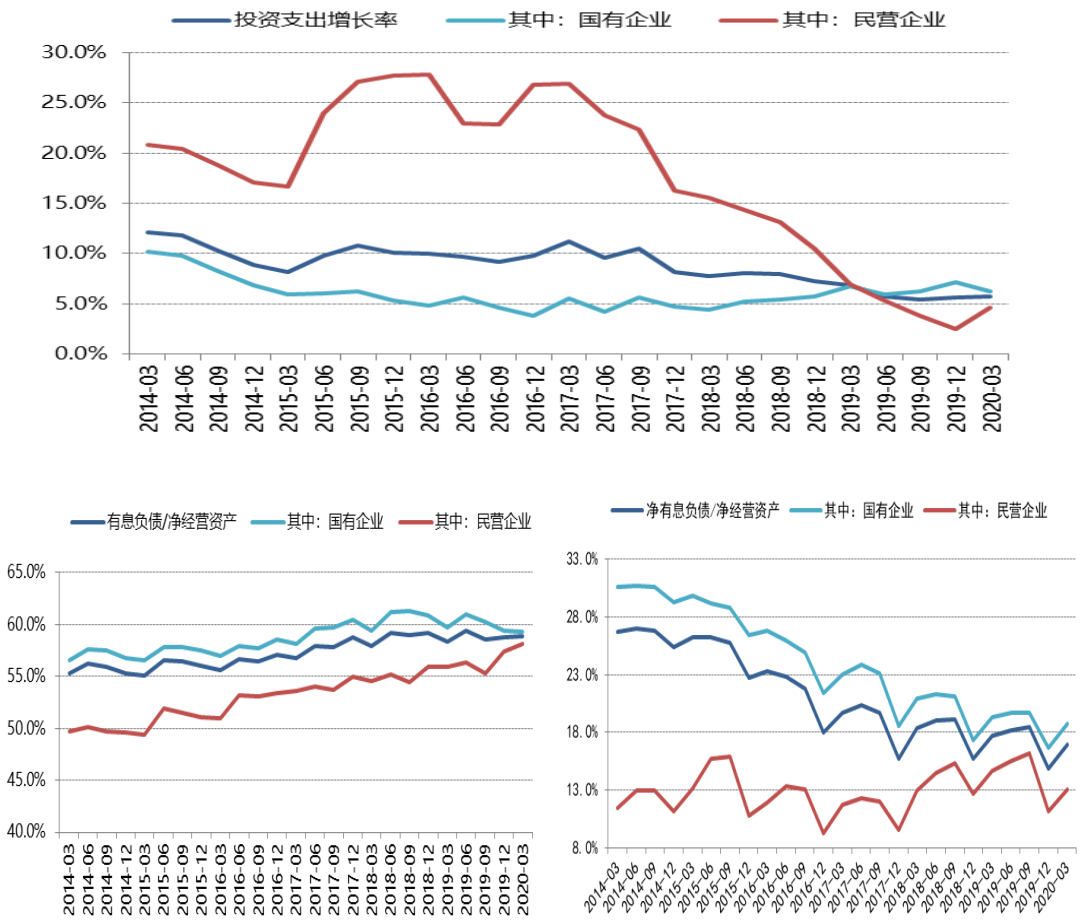
图 13：中国 A 股上市公司 ROE



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。

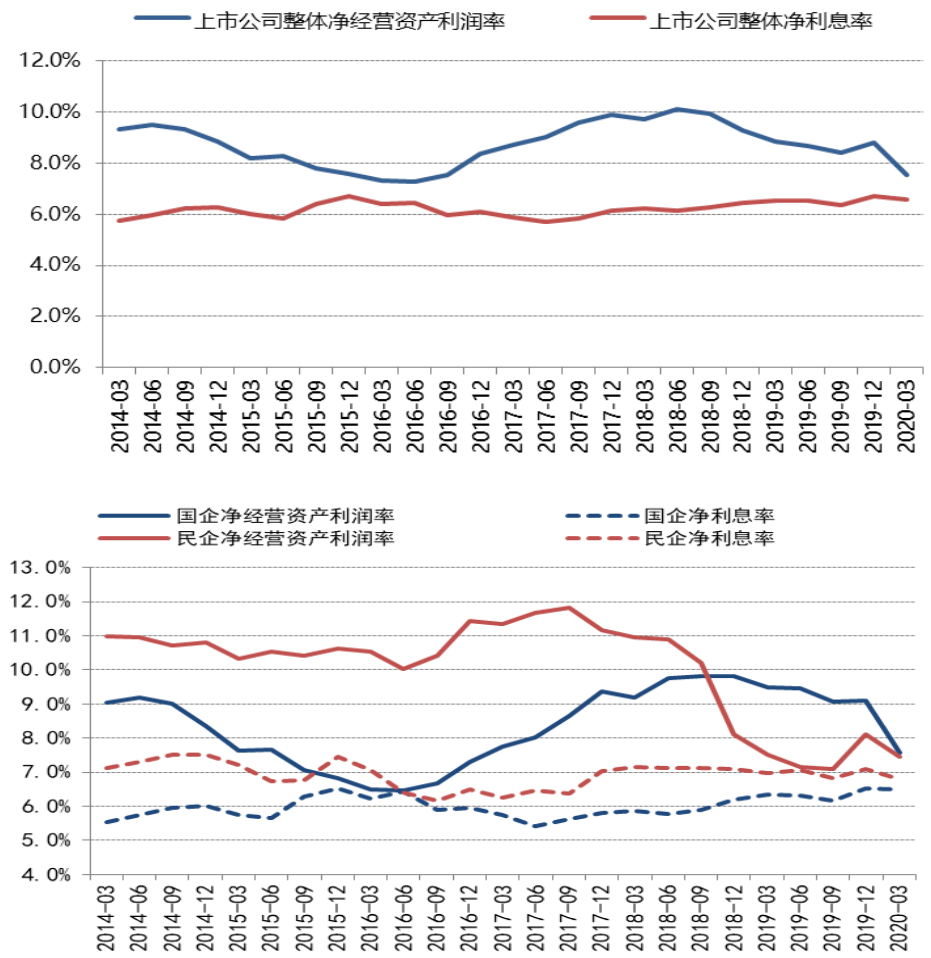
全部 A 股整体法下 ROE 为 7.2%，中位数为 5.5%；国有企业整体法下 ROE 为 7.5%，中位数为 5.3%；民营企业整体法下 ROE 为 6.7%，中位数为 5.6%

图 14：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及负债情况



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，目前已经低于国有企业。②民营企业净有息负债率自 2018 年一季度开始有所上升，但仍低于国有企业。③净经营资产增速是实际增速，剔除了 GDP 平减指数通胀。

图 15：中国 A 股上市公司税前利润与利息负担



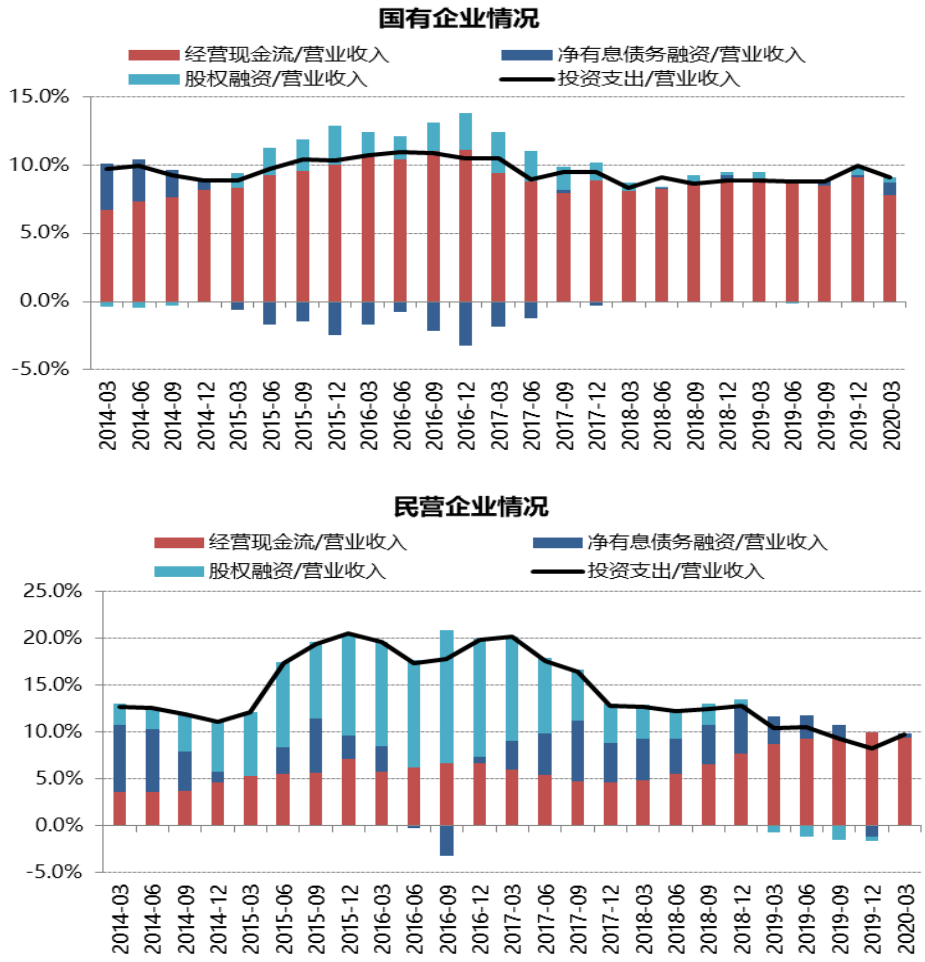
2020 年 3 月，全部上市公司净经营资产利润为 7.5%，低于 2019 年 12 月(8.8%)。

2017 年以前，民营企业的净经营资产利润率显著高于国有企业，2014~2017 年平均高出 3 个百分点，2017 年以后，民营企业的净经营资产利润率下滑严重，目前国企和民企的净经营资产利润率分别为 7.6%和 7.5%。

然而，民营企业利息负担显著高于国企，2014~2017 年，民营企业净利息率平均高出国企 3.1 个百分点，2017 年以后，民营企业的净利息率大幅下降，目前国企和民企的净利息率分别为 6.5%和 6.8%.

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

图 16：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



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。

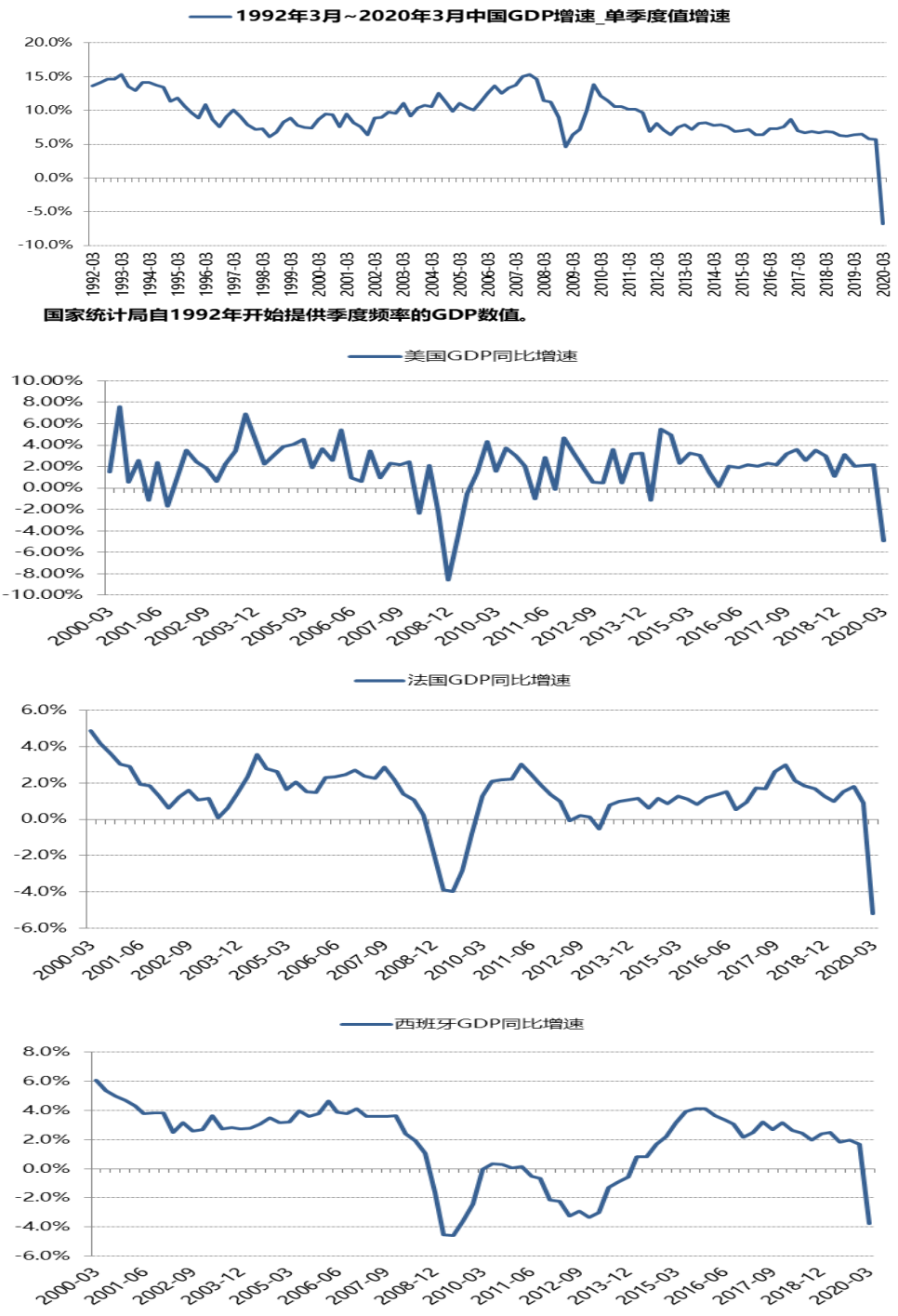
2014 年至 2017，民企投资支出占营业收入平均为 16.2%，显著高于国企，国企平均为 9.9%。在投资资金的来源方面，民企主要依赖外部融资，2014 年至 2017 年，经营现金流、债权融资、股权融资占营业收入平均为 5.3%、3%和 7.9%，相比而言，国企投资所需的资金非常充沛，仅经营现金流占营业收入平均为 9.1%。

2017 年以来，国企和民企的投资趋势出现分化，国企投资支出占营收比较稳定，从 10%下滑至目前的 9.1%。民企投资支出占营收从 20%的高位下滑至 10%。

宏观基本面分析

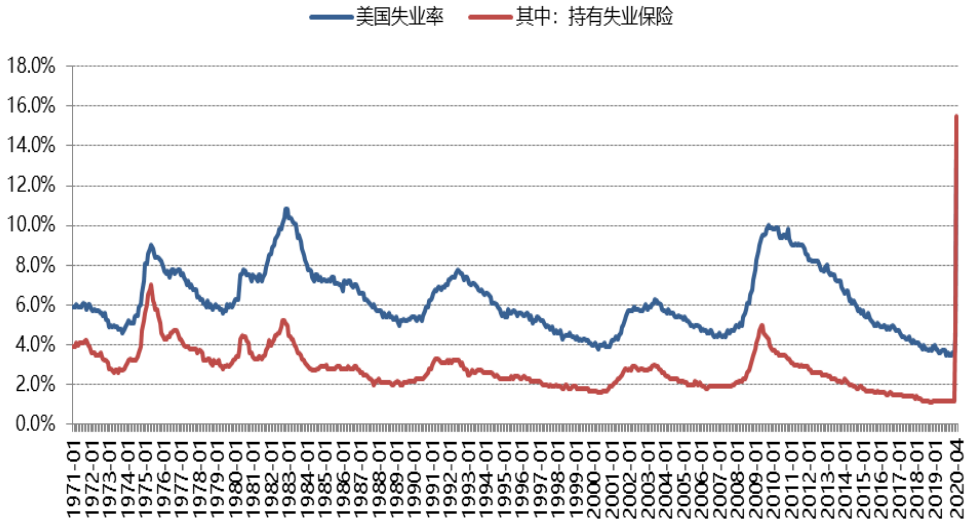
疫情对经济的冲击

图 17：疫情对经济增长的冲击



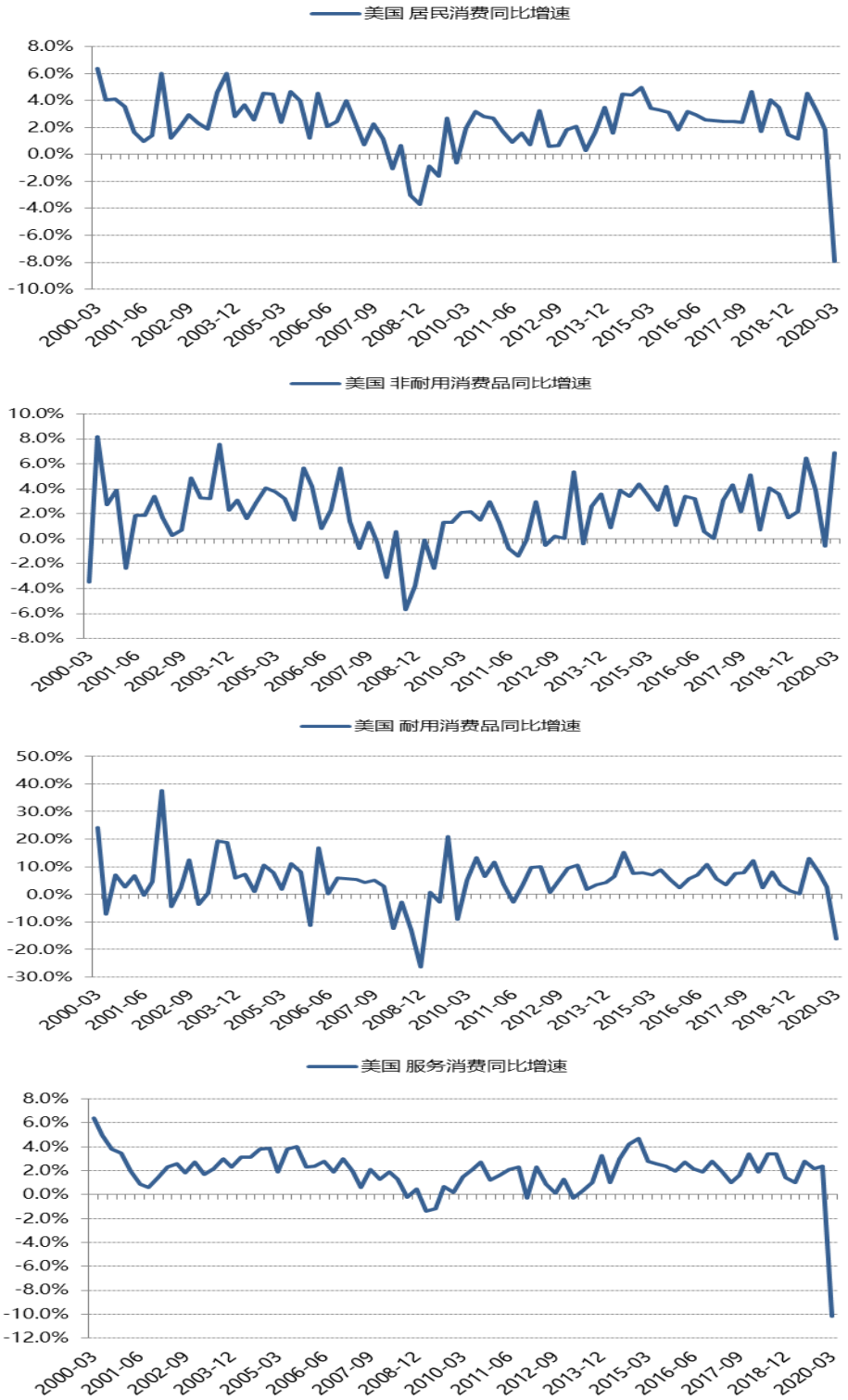
为单独反映疫情对经济的冲击，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。

图 18：疫情使得失业率飙升



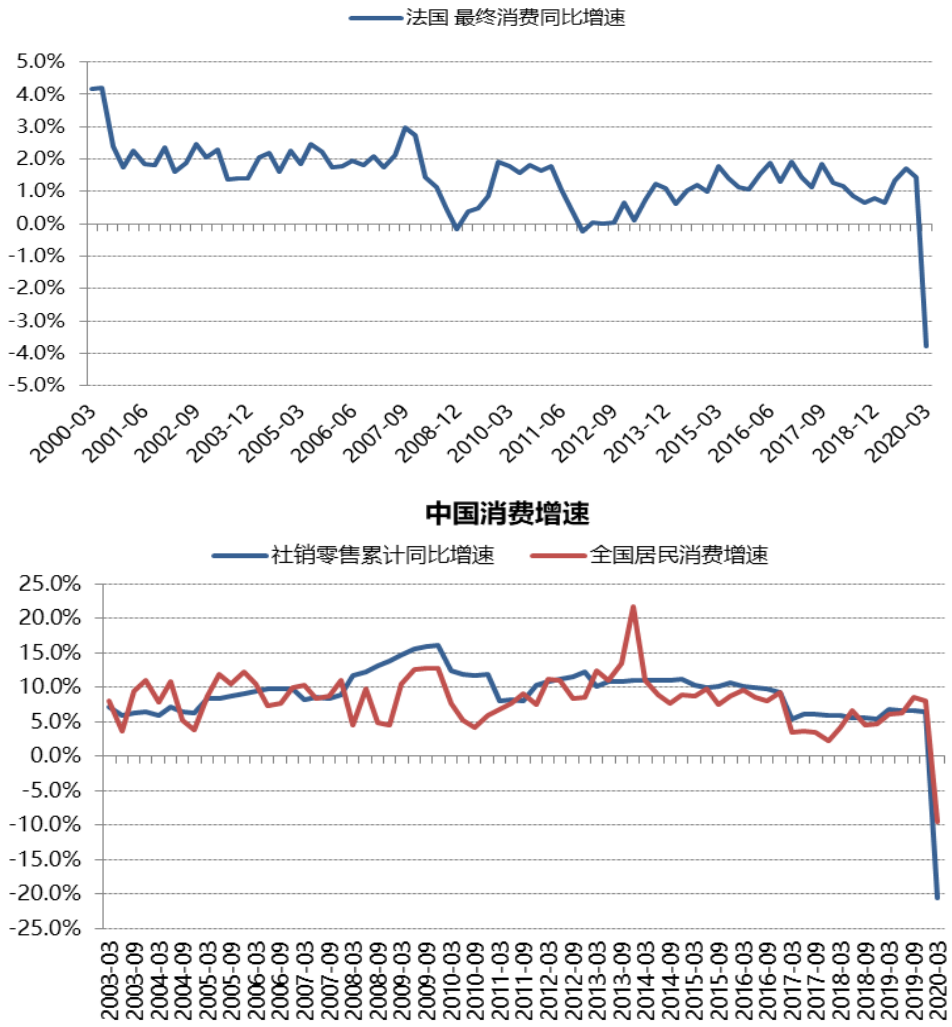
美国数据来自美国劳工部。

图 19： 疫情对居民消费的冲击：GDP 支出法下居民消费增速



数据来源：美国经济分析局。图中数字是历年居民消费的单季度值同比增速

图 19(续)： 疫情对居民消费的冲击：GDP 支出法下居民消费增速

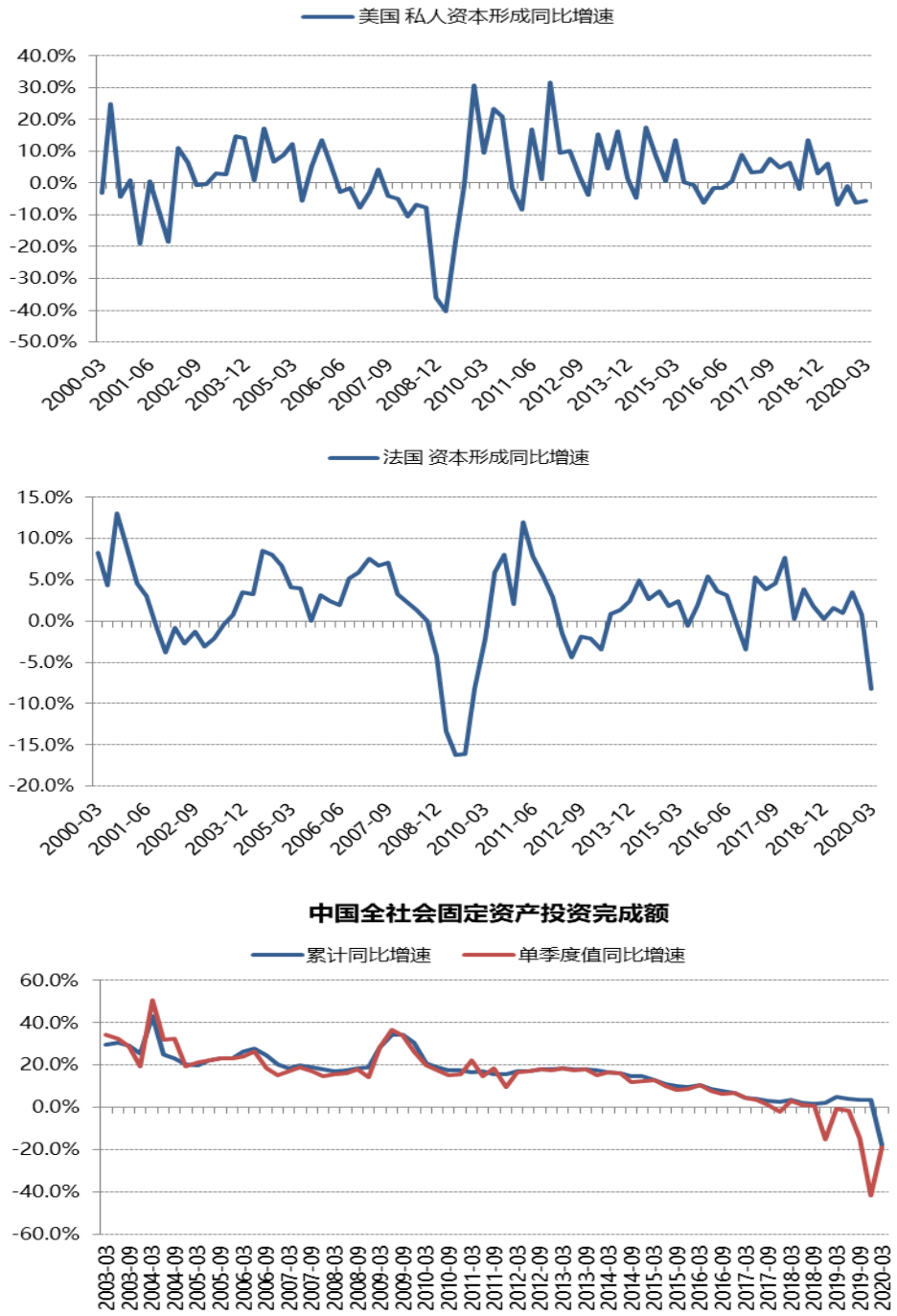


法国最终消费增速来自欧盟统计局。中国数据来自国家统计局。

中国不按季度提供 GDP 支出法的核算结果，只能采用替代指标。社销零售累计同比增速是统计局公布的数据。全国居民消费增速，利用的是城乡住户一体化调查人均消费支出，结合城乡人口数据计算的结果。

图中数字是历年消费的单季度值同比增速。

图 20： 疫情对投资的冲击：GDP 支出法下资本形成增速

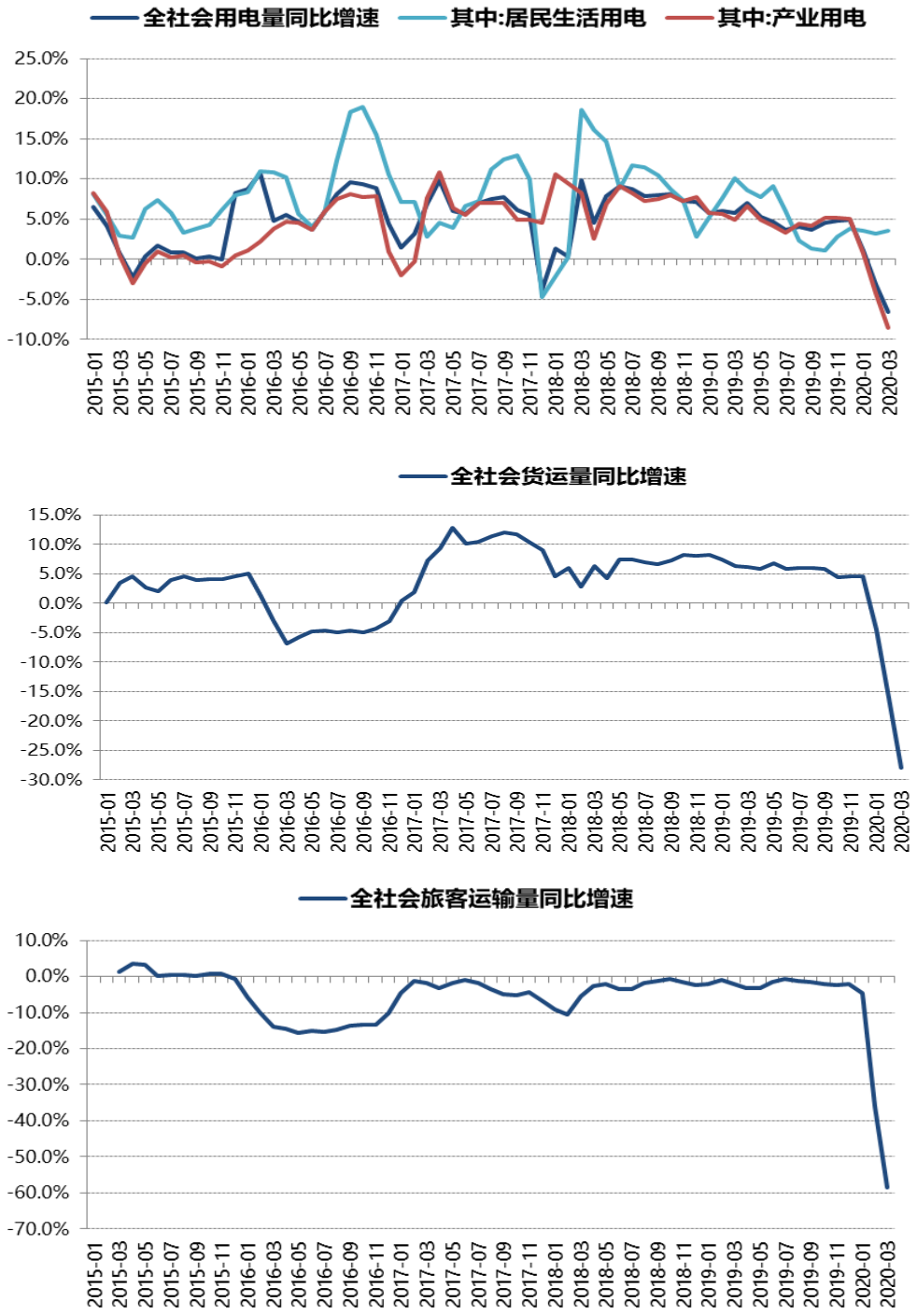


美国数据来自 BEA，法国数据来自欧盟统计局，中国数据来自国家统计局。

美国和法国投资增速，都是 GDP 支出发下资本形成的单季度值同比增速。

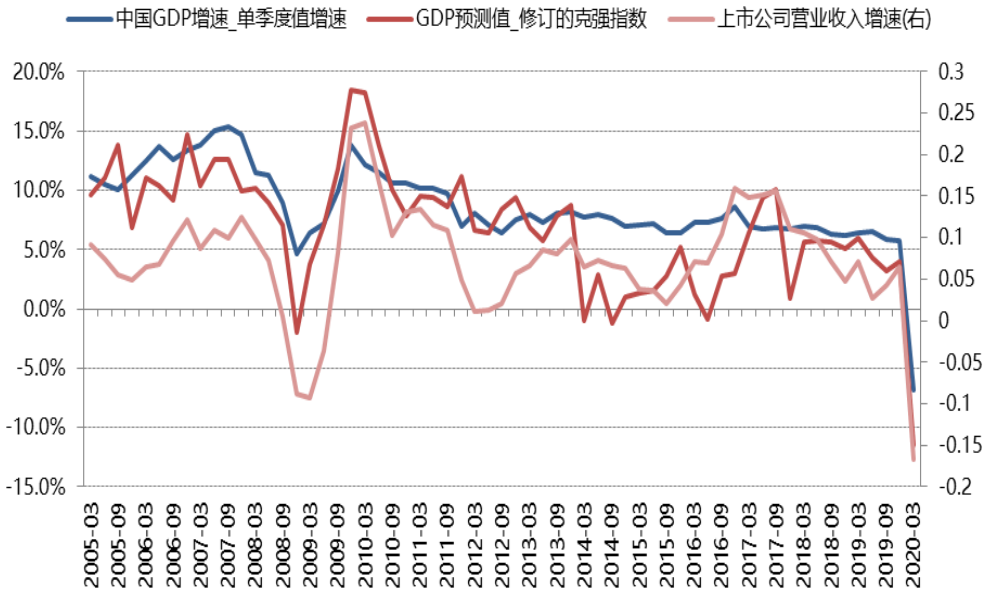
中国固定资产累计同比增速：统计局每年一季度给出一季度值以及一季度同比增速；二季度会给出 1 至 2 季度累加值，以及本年前两个季度累加值相比上一年前两个季度累加值的增速，以此类推，到第四季度就是全年值以及全年增速，这样的增速就是累计同比增速。单季度值同比增速：将统计局给出的累计值转化成单季度值，然后计算同比增速

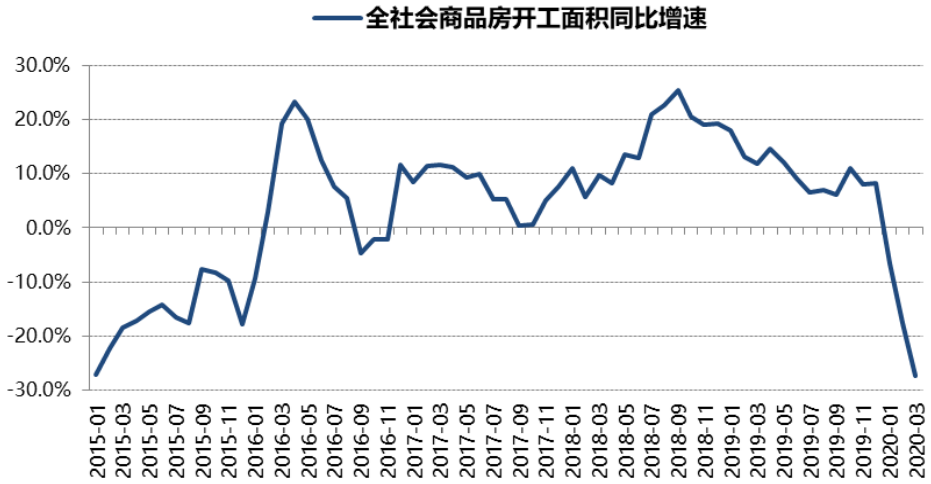
图 21：中国全社会用电量和货运量也在下降



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。这样 2020 年 3 月的同比增速就能单独反映疫情的影响。

图 22：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2020 年 3 月）





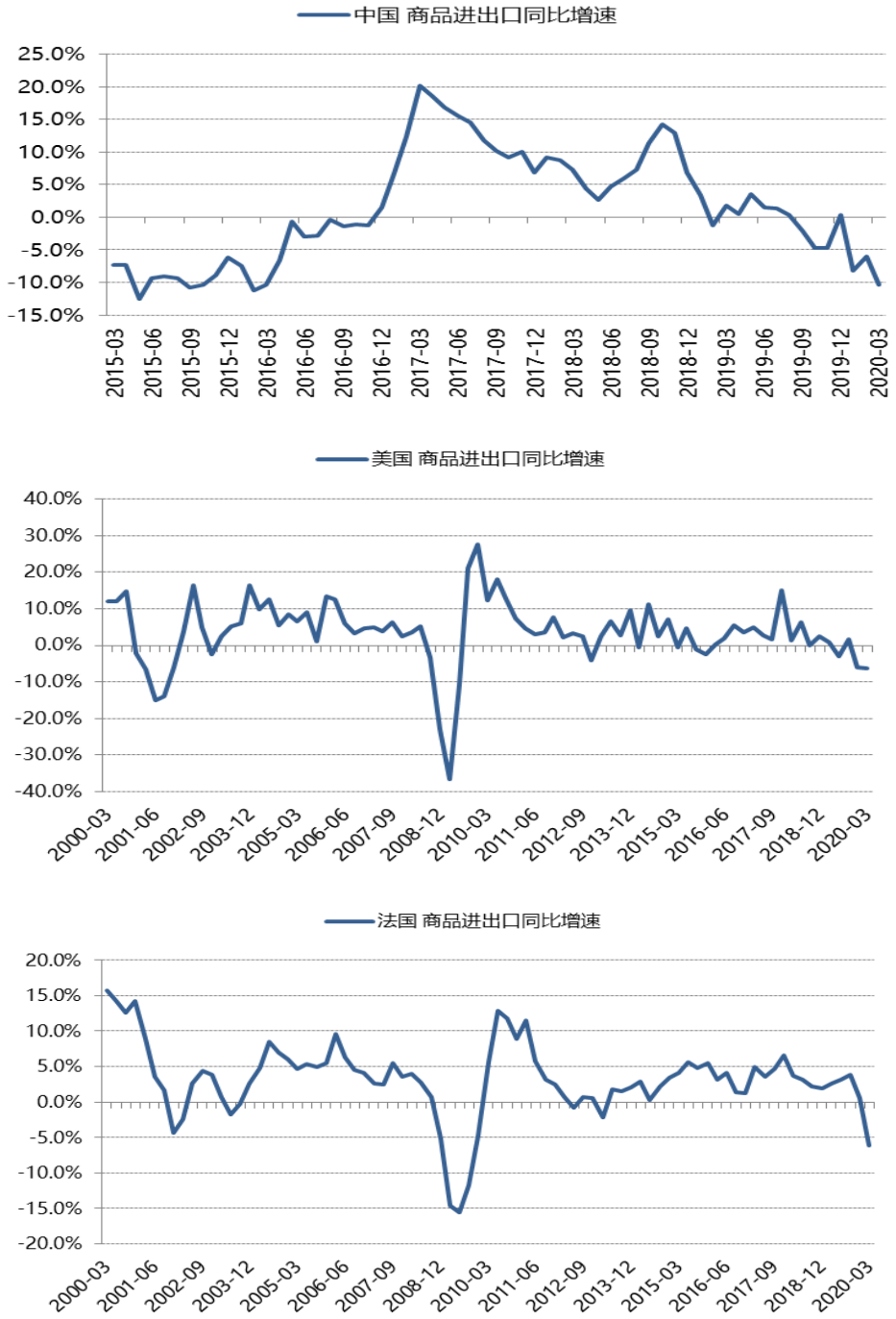
本研究用总货运量、全社会用电量、社会融资规模存量增速预测 GDP 增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间的数据构建拟合方程。

统计局按月公布商品房开工面积，本研究将每 3 个月的数值相加，这样每个时点都是一个季度值，然后计算同比增速。

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

国际贸易和资本流动

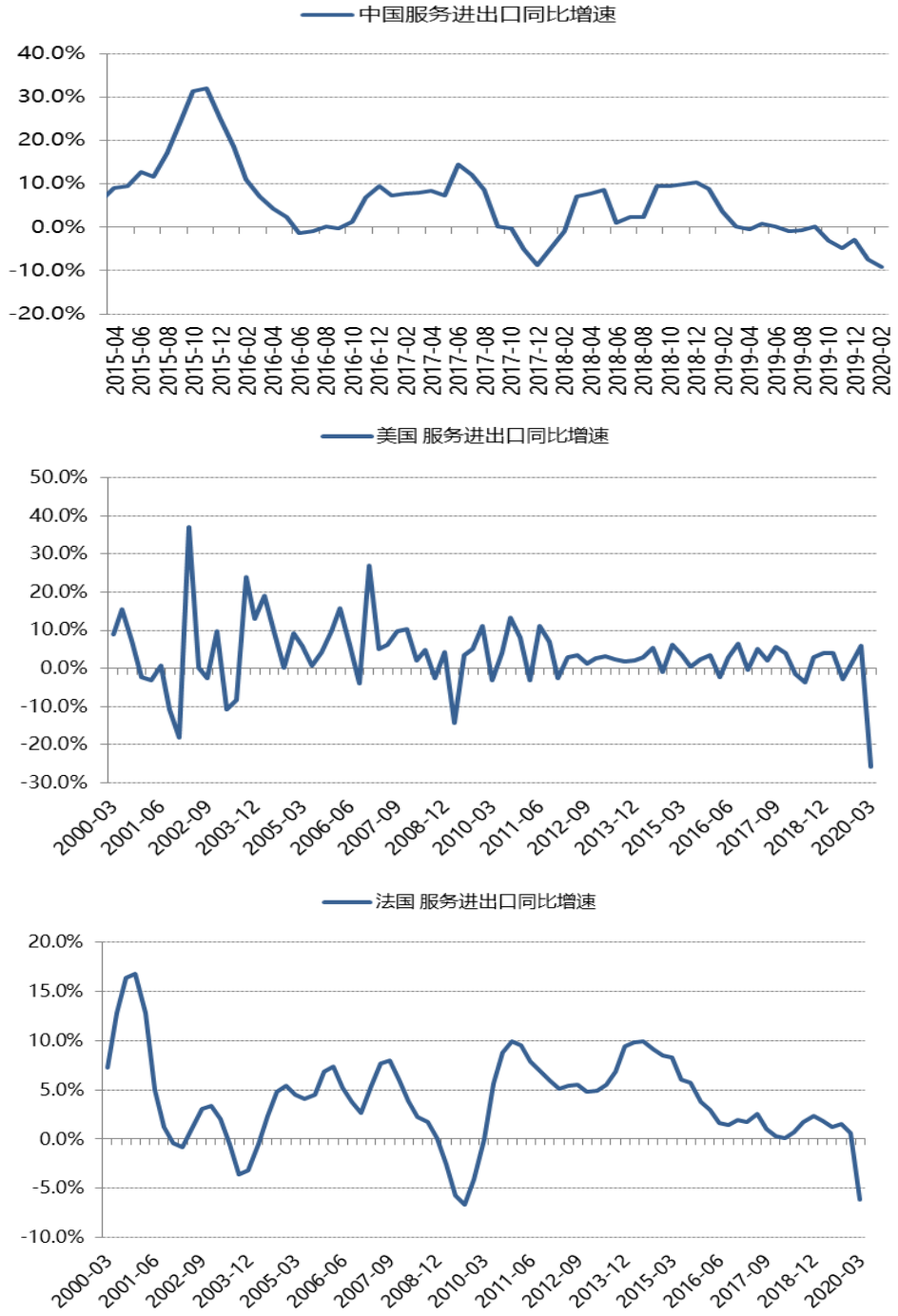
图 23：疫情对贸易的冲击



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。

中国数据来自海关统计，美国数据来自 EBA，法国数据来自欧盟统计局。

图 24：疫情对服务贸易的冲击



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。

中国数据来自海关统计，美国数据来自 EBA，法国数据来自欧盟统计局。

图 25：疫情造成资本加速离开新兴经济体

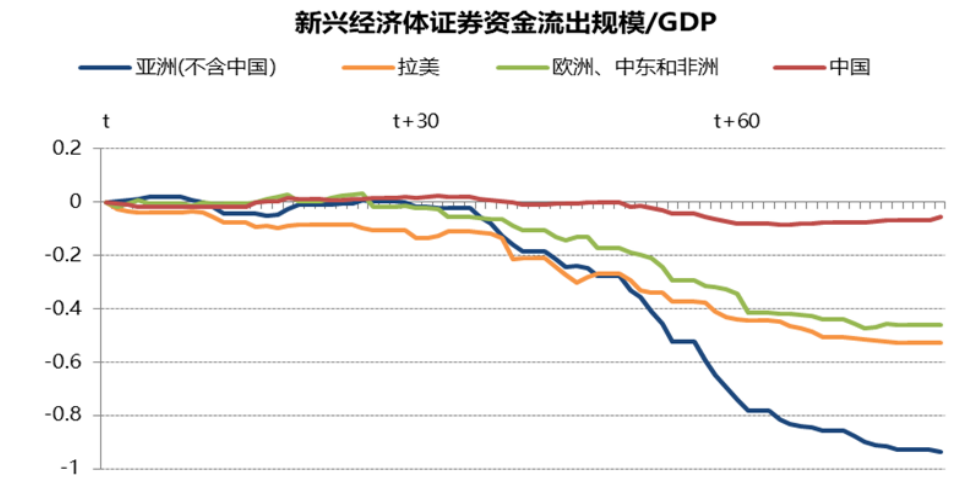


图 1 表示的是，自事件发生之日起(t)，到 30 天(t+30)、60 天(t+60)、90 天(t+90)为止，流出新兴经济体的证券资金规模与其 GDP 相比的规模。

图 2 反映的 是本次疫情开始(t)至第 30 天(t+30)、60 天(t+60)直至 4 月初为止，不同新兴经济体证券流出的相对规模。

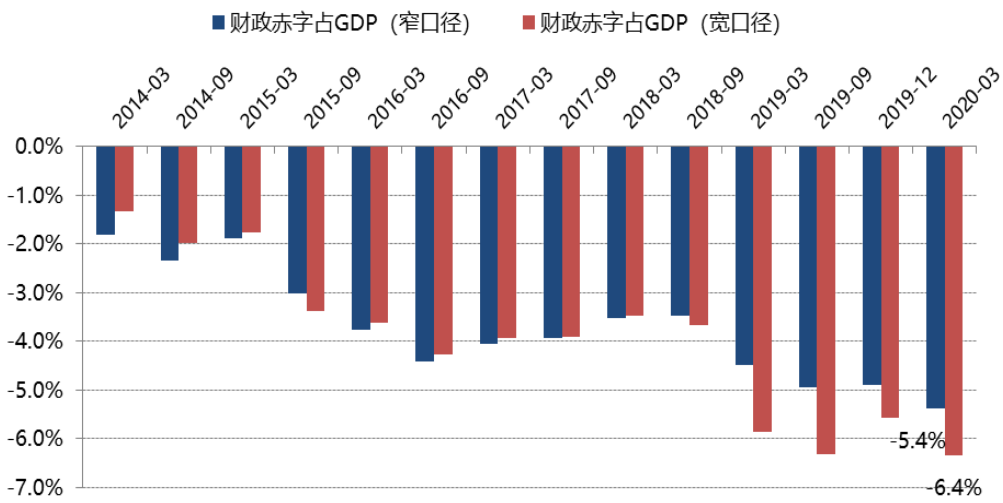
此次疫情中从中国流出的证券资金规模相比其他新兴国家要小得多。

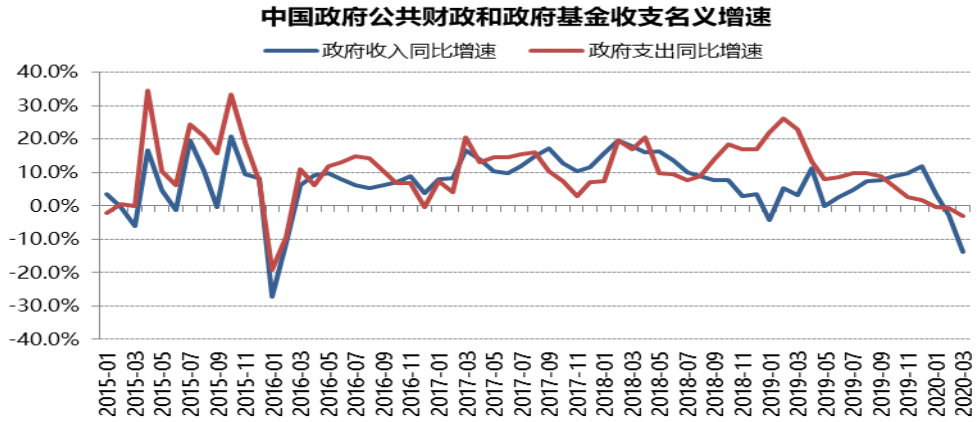
两幅图摘自 IMF“2020 年 4 月全球金融监测报告”。

中国货币政策和财政政策

财政政策

图 26：2020 年 3 月中国财政赤字占 GDP 比重





窄口径仅包含公共财政收支，宽口径则公共财政收支和政府性基金收支。

图 1 的财政赤字占 GDP 取折年数，所谓折年数是指将连续 12 个月的财政收支差额加总，除以连续 4 个四个季度的 GDP 之和。

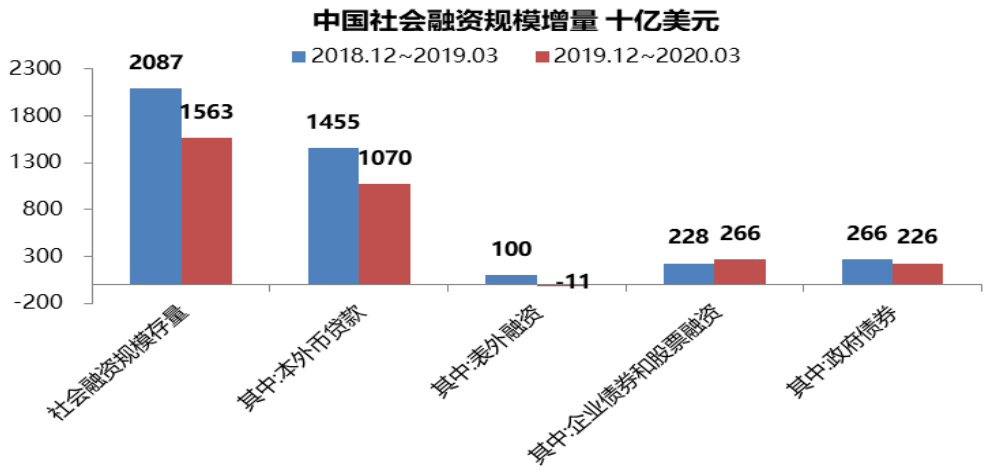
图 2 的政府收支增速都是单季度值同比增速，以单独反映疫情有无影响政府收支

数据来源：Wind

中国的货币政策

图 27：2020 年 3 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速

	2020-03	2019-09	2019-03	2018-03	2017-03	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%	13.0%	13.5%	17.0%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.0%	18.5%
	2020-03	2019-09	2019-03	2018-03	2017-03	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
基础货币增速	4.6%	-3.8%	-5.5%	6.3%	6.7%	8.5%	7.4%	12.3%	21.2%	28.7%
M2增速	10.1%	8.4%	8.6%	8.2%	11.2%	11.0%	13.6%	14.4%	17.3%	19.0%
	2020-03	2019-09	2019-03	2018-03	2017-03	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12
社会融资规模存量增速	11.5%	10.7%	11.2%	12.7%	29.7%	14.3%	17.5%	19.1%	18.1%	27.0%
本外币贷款增速	12.6%	12.3%	13.3%	12.4%	12.2%	13.6%	14.6%	16.3%	16.8%	21.4%
表外融资增速	-7.9%	-7.8%	-10.2%	5.6%	11.2%	15.6%	38.1%	36.3%	34.3%	93.7%
企业债券和股票融资	14.6%	11.5%	9.1%	8.3%	16.6%	22.3%	19.3%	30.9%	28.8%	36.2%
政府债券(含国债和地方政府债)	15.8%	14.2%	19.8%	23.6%						
其他	24.8%	30.8%	38.0%	36.1%						

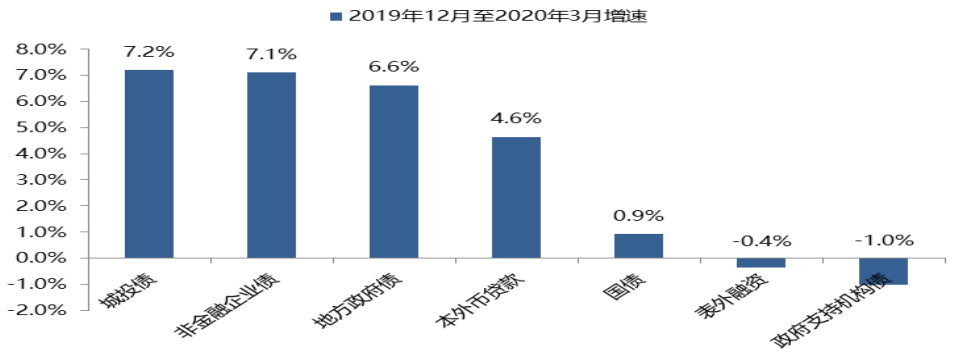


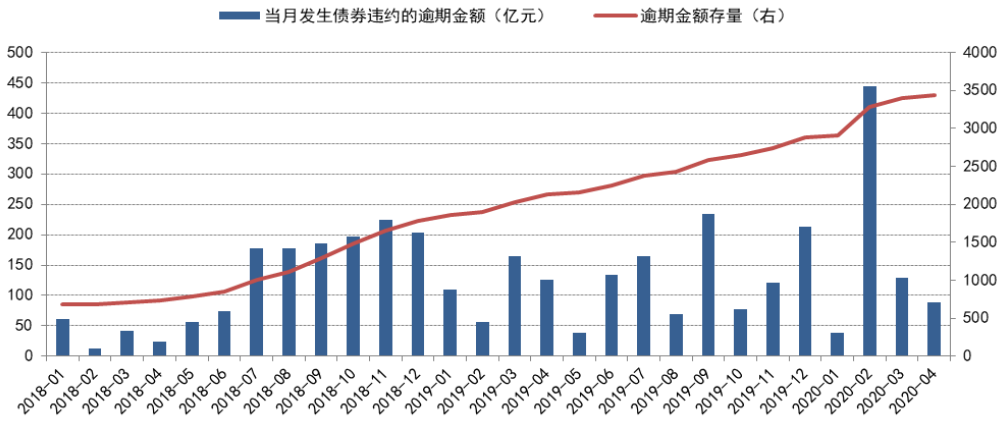
此次疫情下，央行的货币政策显得比较谨慎，仅降低存款准备金率 0.5 个百分点。表外融资继续缩水，我国大多数中小民营企业在过去很多年里都依赖表外融资。

中国债务水平和违约情况

图 28：2020 年 3 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）	2020-03	2019-12	2019-09	2019-03	2018-03	2017-03	2015-03	2013-03	2011-03
		占GDP比重								
贷款	165.97	169.5%	160.1%	160.1%	158.0%	155.4%	153.7%	140.5%	128.0%	122.6%
其中：住户贷款	61.32	62.6%	60.8%	60.1%	58.0%	55.3%	52.0%	41.4%	33.6%	30.2%
其中：非金融企业及机关团体贷款	104.64	106.9%	99.3%	100.1%	99.9%	100.2%	101.8%	99.1%	94.4%	92.4%
债券	69.08	70.5%	66.3%	65.8%	63.5%	60.9%	58.3%	37.7%	30.8%	24.6%
其中：国债	16.85	17.2%	16.9%	16.4%	15.9%	16.0%	16.0%	14.4%	13.8%	15.0%
其中：地方政府债	23.00	23.5%	21.8%	22.1%	20.7%	18.1%	14.8%	1.8%	1.2%	0.9%
其中：城投债	9.47	9.7%	8.9%	8.7%	8.4%	8.5%	8.3%	6.0%	3.1%	1.1%
其中：政府支持机构债券	1.92	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	0.3%
其中：非金融企业债	17.84	18.2%	16.8%	16.5%	16.6%	16.2%	17.2%	13.6%	11.1%	7.2%
表外融资	22.14	22.6%	22.4%	23.4%	25.7%	31.9%	33.4%	33.7%	26.7%	18.6%
合计	257.19	262.6%	248.8%	249.2%	247.2%	248.2%	245.4%	211.8%	185.5%	165.7%

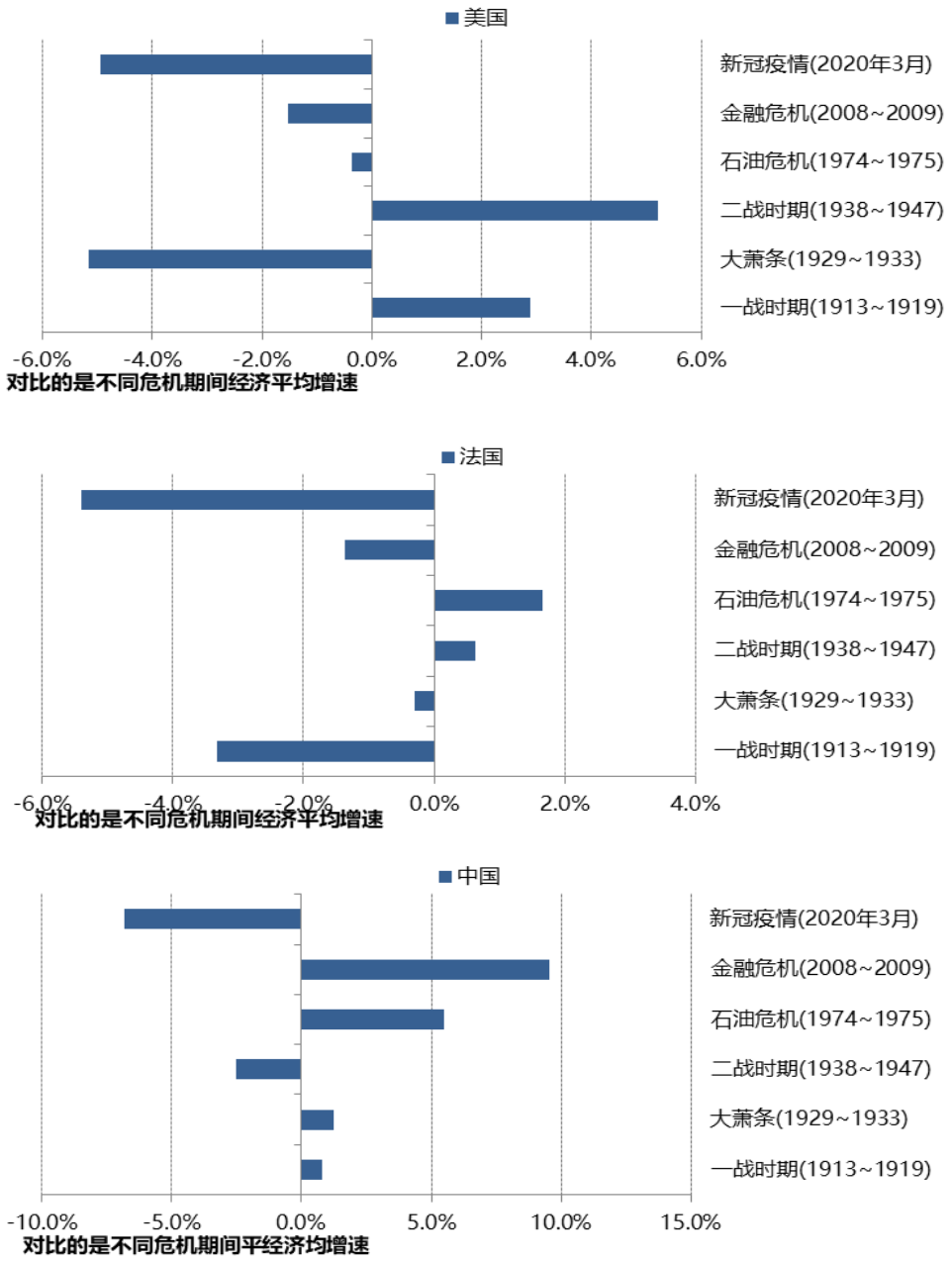




①截至 2020 年 3 月，我国非金融部门债务合计约 257 万亿，是 GDP 规模的 2.6 倍。相比 2019 年年末，城投债、地方政府债和非金融企业债增速较快。表外融资继续萎缩。②2020 年 1 月至 4 月，共发生债券违约 700 亿元，其中 2 月份发生违约 444 亿元。截至 2020 年 3 月，债券违约存量金额为 3435 亿元,。③数据来源及计算：贷款数据来源于 Wind，债券数据参见附录。

全球应对疫情的经济措施

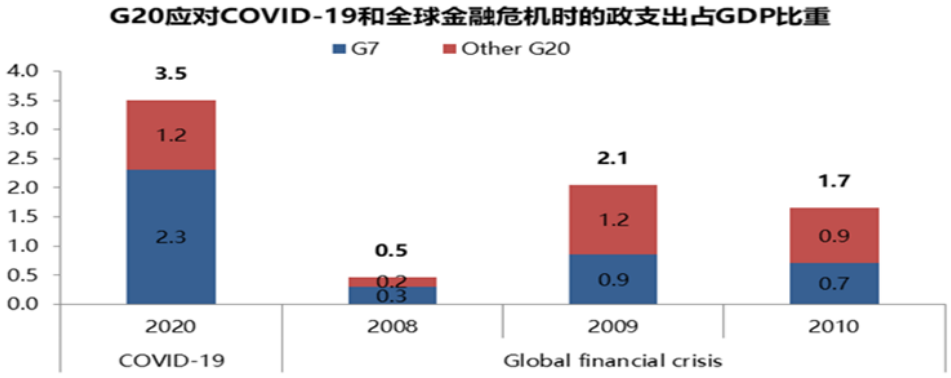
图 29：本次疫情对经济的影响远超金融危机



此次疫情下，央行的货币政策显得比较谨慎，仅降低存款准备金率 0.5 个百分点。从社会融资规模看，2020 年前三个月的融资规模还略小于去年同期值。

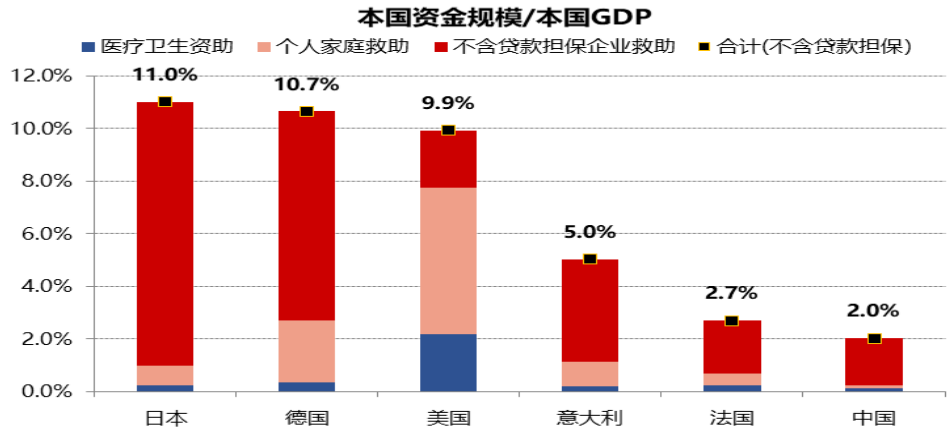
表外融资继续缩水，我国大多数中小民营企业在过去很多年里都依赖表外融资。

图 30：各国出台的财政支持措施比较

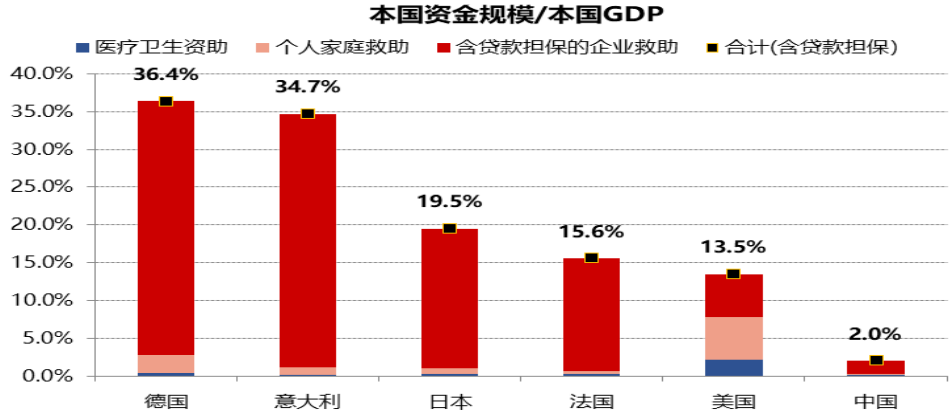


此图为G7和其他G20国家为应对危机宣布的财政支出，占G20集团的GDP比重

该图来自IMF“全球财政监测报告”（2020年4月）



不含对企业的贷款担保



包含对企业的贷款担保

图 1 是 G20 国家应对新冠疫情宣告的财政支出规模占 G20 国家 GDP 总和的比重，该图来自 IMF 财政监测报告(2020 年 4 月)。

图 2 和图 3 是本研究根据 IMF 官网提供的各国应对疫情的经济措施进行的整理。

图 31：主要国家财政救助措施估算表(亿美元)

		美国	中国	日本	欧盟	德国	法国	意大利
医疗卫生	疫苗研发	270.0			5.5			
	医疗救助(含测试)	2126.7	174.2	18.1	405.4	122.7	60.3	35.1
	地方政府转移等	2250.0		99.3	2629.4			
	合计	4646.7	174.2	117.4	3040.3	122.7	60.3	35.1

		美国	中国	日本	欧盟	德国	法国	意大利
个人家庭救助	救济金/带薪假	5503	160.1	361.2		896.2	120.5	183.0
	税收减免	6456						
	其他							
	合计	11959	160.1	361.2		896.2	120.5	183.0

		美国	中国	日本	欧盟	德国	法国	意大利
企业救助	提供贷款	4050	1192.4	1697.5		2443.2		766.9
	转移支付	600		550.8		547.8		
	税收减免		1454.3	2781.0			531.4	1.1
	贷款担保	7640		4243.8	1380.5	9696.1	3418.3	5812.2
	不含贷款担保	4650.0	2646.6	5029.3	0.0	2991.0	531.4	768.0
	含贷款担保	12290.0	2646.6	9273.1	1380.5	12687.0	3949.6	6580.2

说明:日本企业救助中，提供贷款一项包括疫情得到遏制后，加快恢复重建经济结构的975亿美元和借助日本开发银行和其他机构进行的其他预算外活动722亿美元。

	美国	中国	日本	德国	法国	意大利	欧盟
医疗卫生资助	2.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	1.7%
个人家庭救助	5.6%	0.1%	0.7%	2.4%	0.5%	0.9%	0.0%
不含贷款担保企业救助	2.2%	1.8%	10.1%	7.9%	2.0%	3.9%	0.0%
贷款担保	3.6%	0.0%	8.5%	25.8%	12.9%	29.7%	0.8%
含贷款担保的企业救助	5.7%	1.8%	18.5%	33.7%	14.9%	33.6%	0.8%
合计(不含贷款担保)	**9.9%**	**2.0%**	**11.0%**	**10.7%**	**2.7%**	**5.0%**	**1.7%**
合计(含贷款担保)	**13.5%**	**2.0%**	**19.5%**	**36.4%**	**15.6%**	**34.7%**	**2.5%**

该表本研究根据 IMF 官网提供的各国应对疫情的经济措施进行的整理

第三部分：问卷调查背景及指标计算说明

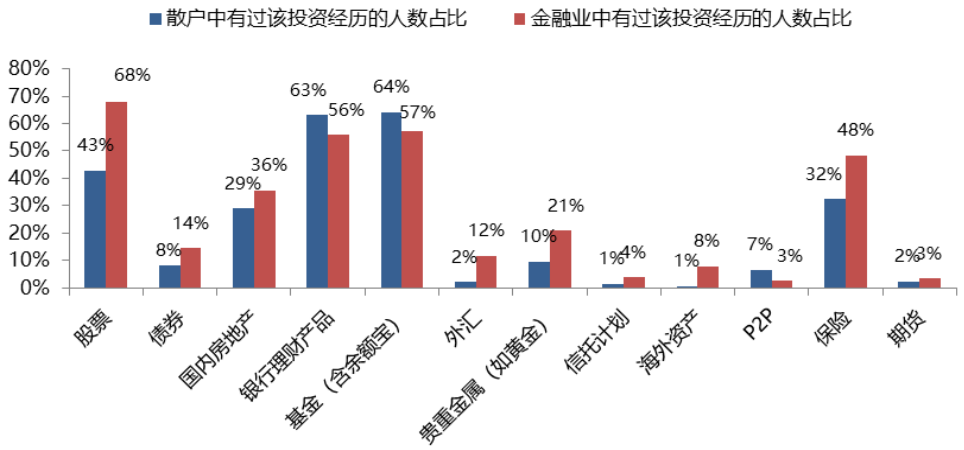
问卷调查的背景信息

图 1：本期问卷调查的样本量及地区分布

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

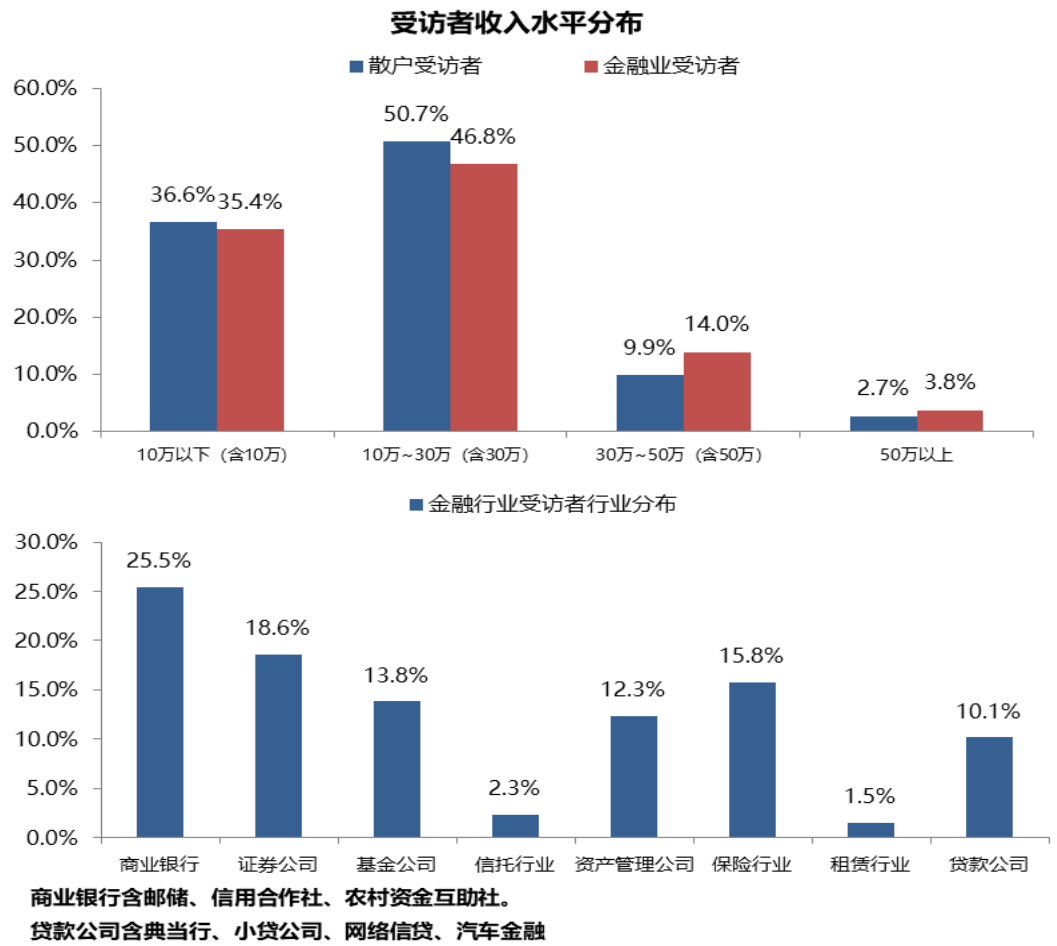
我们的受访者来自全国 13 个大中城市，这些城市的 GDP 占全国 26%。我们按照每个城市的 GDP 在该 13 个城市中的比重分配样本量。

图 2：受访者在过去一年的投资经历



以股票为例，蓝色柱子表示 1901 位散户中，有 43 的人在过去一年有投资股票的经历；红色柱子表示 601 位金融业从业人员中，有 68 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 35%年收入在 10 万以下，约 48%在 10 万~30 万之间， 13 个样本城市的人均 GDP 平均为 13 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