

长江商学院 2021 年投资者情绪问卷调查 (CKISS) 四季度报告¹

刘劲、陈宏亚²

长江商学院投资研究中心

2022 年 1 月

1 长江商学院投资者情绪调查 (CKISS) 是由长江商学院投资研究中心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 刘劲是长江商学院会计与金融学教授、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

受访者整体上延续了对 A 股的保守预期，下调了对房地产的预期，但是金融业比散户明显乐观

在本次调查中，约 60.2%的受访者认为 A 股会上涨，比上期下降 0.8 个百分点，比 2020 年年末调查下降 7.3 个百分点。对 A 股预期回报率是-0.8%，只比上期上调 0.1 个百分点，比 2020 年年末调查下降 2.6 个百分点。

与 2020 年末相比，受访者整体下调对房地产的预期，本期约 55.9%的受访者认为未来房价会上涨，比上期提高了 0.3 个百分点，比 2020 年年末调查下降 13.5 个百分点。对房价的预期回报率是 1.4%，比上期提高了 0.2 个百分点，比 2020 年年末调查下降 2.2 个百分点。

金融从业者和散户对投资有着非常不同的判断，金融从业者明显较散户乐观。对于 A 股在今后 12 个月的走势，52.8%的散户认为会上涨，但金融从业者有 83.5%；对今后 12 个月 A 股回报率的预期，散户是-3.2%，而金融从业者是 6.6%；对于今后 12 个月一二线城市的房价走势，只有 49.2%的散户认为会上涨，但金融从业者有 77%；对今后 12 个月房价的回报率预期，散户是 0.8%，而金融从业者是 3.5%。

尽管欧美国家通胀飙升，受访者对我国的通胀预期保持稳定

2021 年一个很大的变化是通胀在欧美国家飙升：截至 2021 年 11 月，美国 CPI 同比增长 6.8%，欧元区同比增长 4.9%，其中，德国增长 6%，法国增长 3.4%，这是自上世纪 70 年代中期石油危机和 80 年代初期美国储贷危机以来，CPI 首次达到这么高的水平。

虽然目前通胀是个全球性风险点，但我国的 CPI 不高，11 月末的同比增速只有 2.4%。PPI 则由于具有全球联动性而发生 13%的同比增幅。本期受访者下调了对国内通胀的预期，本期认为会发生超过 6%高通胀的意见占比为 3.5%（散户和金融业分别 3.9%和 2.2%），比上期提高了 0.3 个百分点（散户和金融业分别提高 0.2 和 0.7 个百分点）。本期对物价的预期增长率为 2.5%（散户和金融业均为 2.5%），与上期持平。

受访者整体下调了对长期经济增速的预期，与政府对经济的整体判断相吻合

受访者对市场的保守情绪来自于对长期经济增长的担忧，本期，受访者下调了对长期经济增速的预期，约 58.9% 的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业分别为 56.6% 和 65.8%），比上期下降了 3.8 个百分点（散户和金融业分别下降了 4.1 和 3 个百分点）；对 GDP 的预期增长率为 5.4%（散户和金融业分别为 5.3% 和 5.5%），比上期下降 0.2 个百分点（散户和金融业分别下降 0.2 和 0.1 个百分点）。

这些调查结果与政府对经济的整体判断相吻合。虽然 2021 年整体经济增速是 8.1%，但从第一季度到第四季度，增速的趋势一直处于下滑状态，其中第四季度同比增长只有 4%。12 月 8 日至 10 日举行的中央经济工作会议，对我国经济形势做出了新的判断，提出我国经济面临的三个严峻挑战——供给冲击、需求收缩、预期转弱。我们的数据在 2021 年第一季度就发现了预期转弱的现象，后面几个季度的发展更是持续了这一势头。

一个正常运作的资本市场对经济有很强的前瞻性。我们的调查发现投资人在 2021 年持续下调对未来的预期，为社会和政府提供了有用的经济数据。我们的分析发现资本市场的压力主要来自于国际压力和国内政策调整等七个方面，具体来说：

第一，新冠疫情。受传播力更强的 Omicron 变种影响，全球疫情大幅飙升，欧盟、北美、拉美、大洋洲，这些地区 Omicron 占病例总数的份额已经接近 70%，部分国家达到 90%，Omicron 已经成为世界主流病毒，而且已有疫苗并不能对感染 Omicron 起到很好的保护作用。好消息是从重症率和死亡率来看，Omicron 的毒性似乎比以往变种要低，同时已有疫苗对重症和死亡的保护保持了高位。根据目前的发展形势，Omicron 很可能让欧美国家绝大部分人都对新冠产生某种意义上的免疫：或者是因为疫苗，或者是因为感染。我国对疫情动态清零的策略使中国在上成为新冠感染率最低的主要国家，但同时这种政策也给经济带来了巨大的成本，尤其体现在交通、餐饮、住宿、旅游等服务业上。Omicron 的极高传染性无疑对这种政策带来了前所未有的挑战。

第二，国际高通胀风险。在供给端，疫情严重冲击了全球供应链。截至 2021 年三季度，全球大部分地区的投资活动仍低于疫情前水平；大宗商品的生产和服务贸易额也没有完全恢复，只有商品贸易额已经基本达到疫情前规模，但不同地区存在较大差异，东亚和东南亚地区恢复较好，北美、欧盟、南美、非洲等地区仍低于 2019 年水平。在需求端，为对抗疫情，欧美国家出台了极为宽松的财政和货币政策，目前欧美的通胀水平回到了四十年来的高点，这给各国央行带来巨大的压力从而可能提前开启货币政策正常化进程，短期内总需求必然承压。

第三，审慎偏紧的财政和货币政策。在过去两年整个应对新冠疫情的过程中，和世界主要国家相比，无论是财政政策还是货币政策，中国都是以稳见长。尤其在 2021 年，中国整体债务对 GDP 的比率基本没有变化。这在全球范围内是非常保守的做法。2021 年，欧美日继续维持超宽松货币政策，美日欧央行的资产规模已经远远超出金融危机时期，如果计算 2019 年末至 2021 年 11 月各国广义货币增量占 GDP 的比重，美国、法国、英国等国家都提高了 20 个百分点以上，日本和德国分别提高了 18 个和 11 个百分点，而我国只提高了 7 个百分点。

第四，房地产政策的调整。2021 年可谓近些年来对房地产调控最为严厉的一年。本着“房住不炒”的原则，监管层在 2020 年 8 月推出了“三条红线”政策控制房地产公司的短期和长期杠杆率，同时对金融机构提出了一系列针对房地产紧缩的政策。由于中国房地产业融资长期依赖以银行为中心的金融体系，并且整体以较高杠杆运行，其中有些企业以高杠杆状态运行。来势猛烈的收紧政策不仅让地产的销售价格和销售量直线下降，也同时让地产行业突然陷入流动性危机，其中杠杆过高的企业，比如恒大，就突然陷入债务危机。而债务危机通过从高杠杆公司向低杠杆公司的传导，从地产公司向产业的上下游传导，就让地产业整体受到巨大冲击。由于地产产业及其上下游占到中国 GDP30% 左右，这种剧烈冲击自然会直接影响到投资者情绪和预期。

第五，2021 年，对 IT 巨头的反垄断浪潮在世界上此起彼伏，但我国无论在力度和广度上都极大地超过了美国和欧洲，我国政府和监管部门对互联网巨头的限制和惩戒是全方位的，这些措施在股价上可以看得很清楚：2021 年，阿里全年下跌近 50%，规模远小于阿里的拼多多下跌了 67%，腾讯、京东和美团都下跌了约 20%；而美国的对标企业 GAFA 则表现良好，谷歌、苹果、脸谱分别上涨了 65%、52% 和 23%，亚马逊较差些，但也上涨了 2.4%。

第六，教培行业在 2021 年经历了几十年来最彻底的重组。在“双减”政策的指导下，教培行业在短短的几个月里基本实现了去资本化。中国中小学教育由于高考体制带来的孩子和孩子之间、家长和家长之间的零和竞争、内卷，在教育新政下是否能得到实质性的缓解还有待观察，但教培行业的上市公司在 2021 年基本失去了 80% 的投资价值，对就业和消费都会有直接或间接的影响。

第七，在长远来看，“共同富裕”的强调可能是 2021 年对中国社会和经济意义最为深远的事件。解决贫富分化问题，实现共同富裕是全球性的大问题。在中国，更是社会主义意识形态的基本要求。除了政治因素之外，共同富裕也是中国经济进一步快速发展的核心要求。中国进一步发展的实质是要跨越所谓中等收入陷阱，通过发展科技、产业升级，从中等收入的发展中国家发展为

高收入的发达国家。扩大中产阶级、减小贫富分化有助于提振内需，助力于这种跨越。但由于共同富裕的尝试需要对税收、经济进行深刻的结构化调整，其对资本市场的影响还不明朗。资本市场需要时间来理解、消化这一系列的深刻调整。

以上所述的七个方面，新冠疫情属于人与自然的博弈；欧美发达国家的高通胀属于来自国际的压力；其它的几个方面，比如去杠杆、房地产调控、互联网反垄断、教培行业的彻底重组、共同富裕的努力，都是中国内部经济、社会结构调整的举措。

可以说，2022 年的资本市场一定是个充满不确定性的年度，尤其是新冠疫情和国际因素带来的不确定性。但中国国内结构调整给资本市场带来的压力有希望获得很大程度上的缓解。所以，在 2022 年的第一个月份，资本市场触底反弹并不是没有希望。

第一部分：投资者情绪指数

受传播力更强的 omicron 变种影响，全球疫情大幅飙升，欧盟、北美、拉美、大洋洲，这些地区 Omicron 占病例总数的份额已经接近 70%，部分国家达到 90%，omicron 已经成为世界主流病毒，而且已有疫苗并不能对感染 Omicron 起到很好的保护作用。好消息是从重症率和死亡率来看，omicron 的毒性似乎比以往变种要低。以人口老龄化较为严重的意大利为例，从 2020 年 12 月至 2022 年 1 月，意大利新冠疫情的重症率(ICU 人数占确诊人数)从千分之一下降至千分之 0.2，死亡率(死亡人数占确诊人数)从 3.5%下降至 1.8%，意大利 omicron 的感染率为 63%。

在这种情况下，欧美很多国家并没有对 Omicron 采取更严格的规避措施，而是强调疫苗的作用，准备和新冠病毒长期共存。2020 年底，欧美国家的管控要求是“除日常锻炼和购买生活必需品外，确诊者必需居家隔离”，而现在则是推荐居家隔离或者根本没有任何限制。根据目前的发展形势，Omicron 很可能让欧美国家绝大部分人都对新冠产生某种意义上的免疫：或者是因为疫苗，或者是因为感染。这对我国未来的防疫政策形成了极大挑战：延续目前严防死守、动态清零的政策可能让经济付出很大代价，尤其体现在交通、餐饮、住宿、旅游等服务业上；采取放开措施选择与病毒共存，病例数必然激增，医疗系统承压，由于国内绝大多数民众从没有感染过新冠病毒，omicron 对我国民众的影响还是未知数。

疫情严重冲击了全球供应链。我们将最近 4 个季度的投资额或贸易额相加除以 2019 年全年的水平，截至 2021 年三季度，全球大部分地区的投资活动仍低于疫情前水平。欧元区和日本的投资规模约为 2019 年的 95%，泰国、马来西亚、新加坡等东盟国家的投资水平只有 2019 年的 86%，我国、美国和韩国情况稍好，分别为 109.8%、103.8%和 101.5%。大宗商品的生产也没有完全恢复，2021 年末的原油产量约为 2019 年末的 93%，粗钢产量约为 95%。全球商品贸易额已经基本达到疫情前规模，但不同地区存在较大差异。从出口情况看，截至 2021 年三季度，东亚和东南亚地区的商品贸易额分别为 2019 年的 112%和 106%，欧盟、北美、南美和非洲约为 2019 年的 95%。疫情对服务业冲击最大，截至 2021 年二季度全球服务业出口额约为 2019 年的 92%。

2021 年各国财政赤字相比 2020 年末都略有收缩。目前(2021 年三季度)，美国财政赤字占 GDP 比重约 9.2%(赤字和 GDP 均为连续 4 个季度值之和)，比

去年收缩 1.3 个百分点，法国为 8.5%，收缩 0.6 个百分点，日本为 3.9%，收缩 2.6 个百分点，德国 4.3%，与去年水平相当。我国为 5%(含政府基金收支)，比去年下降 3.6 个百分点。2021 年，欧美日继续维持超宽松货币政策，美日欧央行的资产规模已经远远超出金融危机时期，如果计算 2019 年末至 2021 年 11 月各国广义货币增量占 GDP 的比重，美国、法国、英国等国家都提高了 20 个百分点以上，日本和德国分别提高了 18 个和 11 个百分点，而我国只提高了 7 个百分点。

供应链冲击和超宽松财政货币政策共同推动了全球各类资产价格的上涨。首先是大宗商品，截至 2021 年 11 月，原油同比上涨 89%，煤上涨 151%，美国和日本天然气上涨 100%，欧洲天然气则上涨了 470%，铝和铜上涨了 36%，食品类平均上涨 20%。由于 PPI 主要反映生产领域的价格变动，大宗商品的上涨一般都会引动 PPI 的跟进，截至 2021 年 11 月，美国和欧盟的 PPI 同比上涨 23%，我国约 13%，日本约 9%。

2021 年最大的变化是 CPI 通胀在欧美国家高企，截至 2021 年 11 月，美国 CPI 同比增长 6.8%，欧元区同比增长 4.9%，其中，德国增长 6%，法国增长 3.4%，日本仍然较低，只有 0.6%。这是自上世纪 70 年代中期石油危机和 80 年代初期美国储贷危机以来，CPI 首次达到这么高的水平，进入 2000 年以来，美国、德国、法国的通胀率常年不到 3%，2008 年和 2010 金融危机期间 CPI 通胀也只在 2.8% 左右。

我们认为此次 CPI 大涨可能与以下两个因素有关：第一，疫情改变了消费者的消费结构，受限于管制，很多服务类消费得不到释放，由于居家隔离时间较长，消费者对商品的需求大增，特别是各类休闲产品。以美国为例，截至 2021 年三季度，美国居民扣除通胀因素后的商品消费量是 2019 年的 115%，服务只有 98%。在商品类消费中，家具和陈设品、运动器材、乐器、电子设备、通信设备、珠宝手表、书籍等，这几类商品的消费量最高，超过 2019 年购买量的 20%。第二，此次货币超发的方式与以往存在重大差异，央行除降低利率外，还直接把钱发到居民手中，而以往救市则需要经过银行→企业→居民层层传导，对消费的刺激肯定没有那么直接显著。仍以美国为例，2020 年二季度至 2021 年三季度，美国居民收入中来自政府转移支付的比例平均约 23%，期间一度高达 27%。此前，包括 08 年金融危机时期该项占比一直都稳定在 17% 左右。

2021 年全球股市也是继续高歌猛进。美国标普 500 上涨 27%，英国富时 100 上涨 15%，德国 DAX 指数上涨 16%，法国 CAC 上涨 30%，日经 225 较低，只上涨了 5%。

综上所述，目前全球最大的风险主要来自两个方面：一是病毒是否会出现不好的变异，二是全球经济是否会陷入滞胀，第二个风险实际上取决于第一个。如果病毒毒性继续减弱，2022年欧美国家很大概率会放开所有管制，生产投资活动得以恢复，这将有利于通胀的控制。

2021年，我国情况与国外有所不同。首先，与国外对疫情呈现疲态、管制放松相反，本期受访者对疫情的关注程度显著提升，有55%的受访者认为疫情控制对未来投资很重要，而在今年3月和8月进行的调查中该比例只有44%。其次，疫情期间，我国的财政和货币政策一直比较谨慎，今年以来更趋于收紧，财政赤字占GDP比重从8.6%下降至5%，M2占GDP比重从215%下降至210%，从2月开始，政府重启了降杠杆的过程，到11月末，非金融部门总债务占GDP比重从254%下降至251%。再看通胀，我国的CPI不高，11月末的同比增速只有2.4%，PPI则由于具有全球联动性而发生13%的同比增幅。

2021年A股不同板块的表现差异较大，上证综指全年上涨4.2%，深证综指上涨8%，沪深300下跌5.6%，中小板和创业板表现较好上涨约13%，科创板下跌1.3%，综合来看，全部A股在2021年上涨了5.2%。

需要特别注意的是，内地约有1300家公司在香港和美国上市，主要是房地产、教育和互联网、生物医药、信息技术类公司，这些公司的股价并没有反映在A股指数中。如果将A股、港股、美股中的所有中国内地公司放在一起编制一个中国综合股指，2021年该指数的回报是-13%，其中，互联网行业、房地产行业以及教育行业下跌最严重，回报率分别为-37%、-39%和-85%。

这三个行业也是今年受政策影响最大的行业。2021年，对IT巨头的反垄断浪潮在世界上此起彼伏，但我国无论在力度和广度上都极大地超过了美国和欧洲。从叫停蚂蚁金服上市，到对一众互联网企业的罚款，到责令滴滴出行从美国退市，我国政府和监管部门对互联网巨头的限制和惩戒是全方位的，根本性的。这些措施在股价上可以看得很清楚：2021年，阿里全年下跌近50%，规模远小于阿里的拼多多下跌了67%，腾讯、京东和美团都下跌了约20%；而美国的对标企业GAFA则表现良好，谷歌、苹果、脸谱分别上涨了65%、52%和23%，亚马逊较差些，但也只上涨了2.4%。

教培行业在2021年经历了几十年来最彻底的重组。在“双减”政策的指导下，教培行业在短短的几个月里基本实现了去资本化。中国中小学教育由于高考体制带来的孩子和孩子之间、家长和家长之间的零和竞争、内卷，在教育新政下是否能得到实质性的缓解还有待观察，但教培行业的上市公司在2021年基本失去了80%的投资价值，对就业和消费都会有直接或间接的影响。

由于互联网公司和教培公司都在美股上市，这两个板块的下跌还受到中美关系的影响。拜登政府不但没有试图改善中美关系，还采取了更加系统性的方式和中国对抗，一方面在国际上拉排他性朋友圈；另一方面出台更有针对性的政策对付中国公司。例如，2021年12月2日，美国证券交易委员会(SEC)完善了《外国公司问责法》，要求外国公司提供审计底稿供美国检查，否则可能3年内被勒令退市，中概股应声大跌。12月3日，滴滴就在其官方微博上宣布，即日起启动在纽交所退市、在港股上市的准备工作。

2021年可谓近些年来对房地产调控最为严厉的一年。本着“房住不炒”的原则，监管层在2020年8月推出了“三条红线”政策控制房地产公司的短期和长期杠杆率，同时对金融机构提出了一系列针对房地产紧缩的政策。由于中国房地产业融资长期依赖以银行为中心的金融体系，并且整体以较高杠杆运行，其中有些企业以高杠杆状态运行。来势猛烈的收紧政策不仅让地产的销售价格和销售量直线下降，也同时让地产行业突然陷入流动性危机，其中杠杆过高的企业，比如恒大，就突然陷入债务危机。而债务危机通过从高杠杆公司向低杠杆公司的传导，从地产公司向产业的上下游传到，就让地产业整体受到巨大冲击。由于地产产业及其上下游占到中国GDP30%左右，这种剧烈冲击自然会直接影响到投资者情绪和预期。

本期的调查结果与上述背景分析较为契合。总体来说，投资者情绪继续了上个季度的趋势，整体偏悲观，但金融从业者对A股和房价的预期明显比散户更加乐观。和上季度相比较，受访者维持了对股市和房地产回报的估计，调整不大，预期回报率保持在低位运行。投资者对市场的保守情绪来自于对长期经济增长的担忧，受访者普遍下调了对长期经济增速的预期。虽然目前通胀是个全球性风险点，但投资者持续下调了对国内通胀的预期。具体情况如下：

2021年，受访者整体上延续了对A股的保守预期，但是，金融业比散户明显乐观。在本次调查中，约60.2%的受访者认为A股会上涨（散户和金融业分别为52.8%和83.5%），比上期下降0.8个百分点（散户下降1.7个百分点，金融业上升2.2个百分点），比2020年年末调查下降7.3个百分点（散户下降16.5个百分点，金融业上升22个百分点）。**整体而言，本期维持了对A股预期回报率低位估计**，预期回报率是-0.8%（散户和金融业分别为-3.2%和6.6%），只比上期上调0.1个百分点（散户下降0.1个百分点，金融业上升0.8个百分点），比2020年年末调查下降2.6个百分点（散户下降5.6个百分点，金融业上升6.9个百分点）。

大部分受访者认为A股价格基本合理，在本次调查中，约65.5%的受访者持此观点（散户和金融业分别为62.8%和74%），比上期上升1.4个百分点（散

户和金融业分别上调 0.5 和 4 个百分点)；认为股价偏高的人数为 19% (散户和金融业分别为 20.5%和 14.3%)，与上期意见基本持平，整体比上期下降 0.3 个百分点 (散户下降 0.5 个百分点，金融业上调 0.1 个百分点)；认为股价偏低的人数为 15.5% (散户和金融业分别为 16.7%和 11.7%)，比上期下降 1.1 个百分点 (散户和金融业分别下降 0.1 和 4 个百分点)。

本期，散户和金融业受访者对港股的上涨预期比上期有所提高，与 2020 年末的调查相比，金融业比散户更加乐观，但对港股的预期回报率估计仍然处于低位。在本次调查中，约 45.2%的受访者认为港股会上涨 (散户和金融业分别为 38.8%和 65.4%)，比上期上升了 2.8 个百分点 (散户和金融业分别提高了 3.6 和 0.3 个百分点)，比 2020 年年末调查下降 1.2 个百分点 (散户下降 11.2 个百分点，金融业上升 30.6 个百分点)。对港股的预期回报率为-2.9% (散户和金融业分别为-4.4%和 1.6%)，比上期提高了 0.8 个百分点 (散户提高了 1 个百分点，金融业与上期持平)，比 2020 年年末调查提高了 0.2 个百分点 (散户下降 2 个百分点，金融业上升 7.2 个百分点)。

与 2020 年末相比，受访者整体下调对房地产的预期，与对股票的预期类似，金融业比散户明显乐观。本期约 55.9%的受访者认为未来房价会上涨 (散户和金融业分别为 49.2%和 77%)，比上期提高了 0.3 个百分点 (散户提高了 1.2 个百分点，金融业下降了 2.7 个百分点)，比 2020 年年末调查下降 13.5 个百分点 (散户下降 21.6 个百分点，金融业上升 10.6 个百分点)。对房价的预期回报率是 1.4% (散户和金融业分别为 0.8%和 3.5%)，比上期提高了 0.2 个百分点 (散户提高了 0.4 个百分点，金融业下降 0.4 个百分点)，比 2020 年年末调查下降 2.2 个百分点 (散户下降 3.1 个百分点，金融业上升 0.8 个百分点)。

从 2018 年三季度至 2020 年末，散户和金融业受访者中认为房价基本合理的人数大幅上升，认为房价偏高的人数大幅下调。然而，进入 2021 年，这种趋势出现逆转，认为房价基本合理的人数持续下降，认为房价偏高的人数持续上调。具体来说，本期 60.5%的受访者认为房价太贵 (散户和金融业分别为 60.8%和 59.3%)，比上期上升 3 个百分点 (散户和金融业分别提高 3.4 和 2 个百分点)，比 2020 年末提高了 4 个百分点 (散户和金融业分别提高 2.8 和 8.1 个百分点)；33.2%的受访者认为我国房价基本合理 (散户和金融业分别为 33%和 33.6%)，比上期下降了 3.4 个百分点 (散户和金融分别下降 3.8 和 2.2 个百分点)，比 2020 年末下降了 4.2 个百分点 (散户和金融业分别下降 3 和 8.1 个百分点)；6.4%的受访者认为房价偏低 (散户和金融业分别为 6.1%和 7.1%)，比上期提高了 0.4 个百分点 (散户和金融业分别提高了 0.4 和 0.2 个百分点)，比 2020 年末上调了 0.2 个百分点 (散户提高 0.2 个百分点，金融业持平)。

散户和金融业受访者认为虚拟货币仍具备投资价值的人数超过认为没有投资价值的人数，但是，与 2020 年末相比，认为有投资价值的意见明显下降，特别是金融业受访者发生大幅回调。在本次调查中，约 59.2%的受访者认为未来虚拟货币仍有投资价值（散户和金融业分别为 63.6%和 44.9%），比上期下降了 0.4 个百分点（散户下降了 1.1 个百分点，金融业提高了 1.3 个百分点），比 2020 年末调查下降了 11 个百分点（散户和金融业分别下降了 3.6 和 34 个百分点）。

散户和金融业受访者认为区块链应用前景广阔的人数超过认为区块链应用前景不明确的人数，特别是自 2020 年末以来，认为前景广阔的人数显著增加。本期约 65.2%的受访者认为区块链前景广阔（散户和金融业分别为 65.4%和 64.6%），比上期提高了 1.4 个百分点（散户提高了 1.9 个百分点，金融业下降了 0.2 个百分点），比 2020 年末调查提高 21 个百分点（散户和金融业均提高了 21 个百分点）。

受访者对市场的保守情绪来自于对长期经济增长的担忧，本期，受访者下调了对长期经济增速的预期，约 58.9%的受访者认为未来 GDP 增速能够超过 5%（散户和金融业分别为 56.6%和 65.8%），比上期下降了 3.8 个百分点（散户和金融业分别下降了 4.1 和 3 个百分点）；对 GDP 的预期增长率为 5.4%（散户和金融业分别为 5.3%和 5.5%），比上期下降 0.2 个百分点（散户和金融业分别下降 0.2 和 0.1 个百分点）。约 48.4%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%（散户和金融业持此意见的人数分别为 43.3%和 64.2%），比上期下降了 2.3 个百分点（散户和金融业分别下降 3.1 和 0.1 个百分点），对 A 股上市公司的预期利润增长率为 11.3%（散户和金融业分别为 10.6%和 13.5%），比上期下降了 0.7 个百分点（散户下降 0.8 个百分点，金融业与上期持平）。

全球流动性泛滥以及资产价格暴涨并没有引发受访者对高通胀的担忧，受访者对通胀的预期保持平稳。本期认为会发生超过 6%高通胀的意见占比为 3.5%（散户和金融业分别 3.9%和 2.2%），比上期提高了 0.3 个百分点（散户和金融业分别提高 0.2 和 0.7 个百分点）。本期对物价的预期增长率为 2.5%（散户和金融业均为 2.5%），与上期持平。

从 2020 年年末开始，我们增设了一个问题，询问受访者认为哪些事情对投资的影响最大，和上季度相比，本期投资者更关注对新冠疫情的关注程度显著提高。具体来说，本期有 54.6%的受访者认为疫情控制对未来投资影响巨大（散户和金融业分别为 55.6%和 51.4%），比上期提高 10.7 个百分点（散户和金融业分别提高了 7.8 和 19.8 个百分点）。

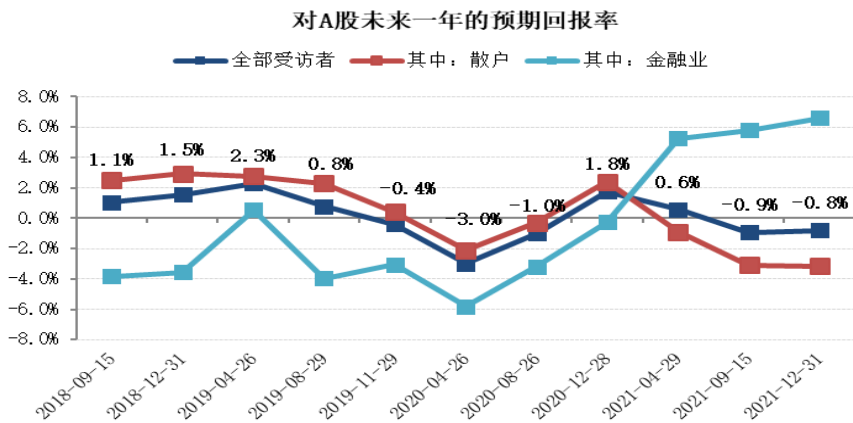
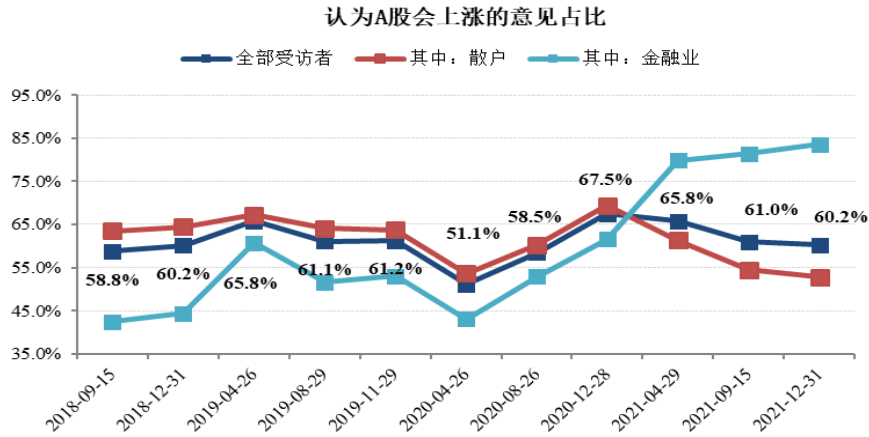
本期，愿意投资股票、股票型基金、以及理财和稳健型基金的人数继续保

持稳定，愿意投资黄金等贵金属的人数自 2019 年 11 月以来稳定提高，愿意投资房地产的大幅下降。本期愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 44.9%（散户和金融业分别为 43%和 50.6%），比上期提高 3.2 个百分点（散户和金融业分别提高 4.1 个 0.2 个百分点）；愿意投资银行理财以及稳健型基金的净增加人数占比为 74.9%（散户和金融业分别为 79.9%和 63.2%），比上期提高了 1.6 个百分点（散户提高 2.1 百分点，金融业受访者与上期持平）；愿意投资贵金属的净增加人数占比为 6.6%（散户和金融业分别为 6.8%和 5.8%），比上期提高了 3.1 个百分点（散户和金融业分别提高 3.9 和 0.5 个百分点）。愿意投资房地产的净增加人数占比为-11.8%（散户和金融业分别为-10.4%和-16%），比上期下降 6.6 个百分点（散户和金融分别下降 7.1 和 5 个百分点）。愿意投资数字货币的净增加人数占比为-7.6%（散户和金融业分别为-9.7%和-0.7%），比上期提高 2.5 个百分点（散户和金融分别提高 3.2 和 0.3 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。

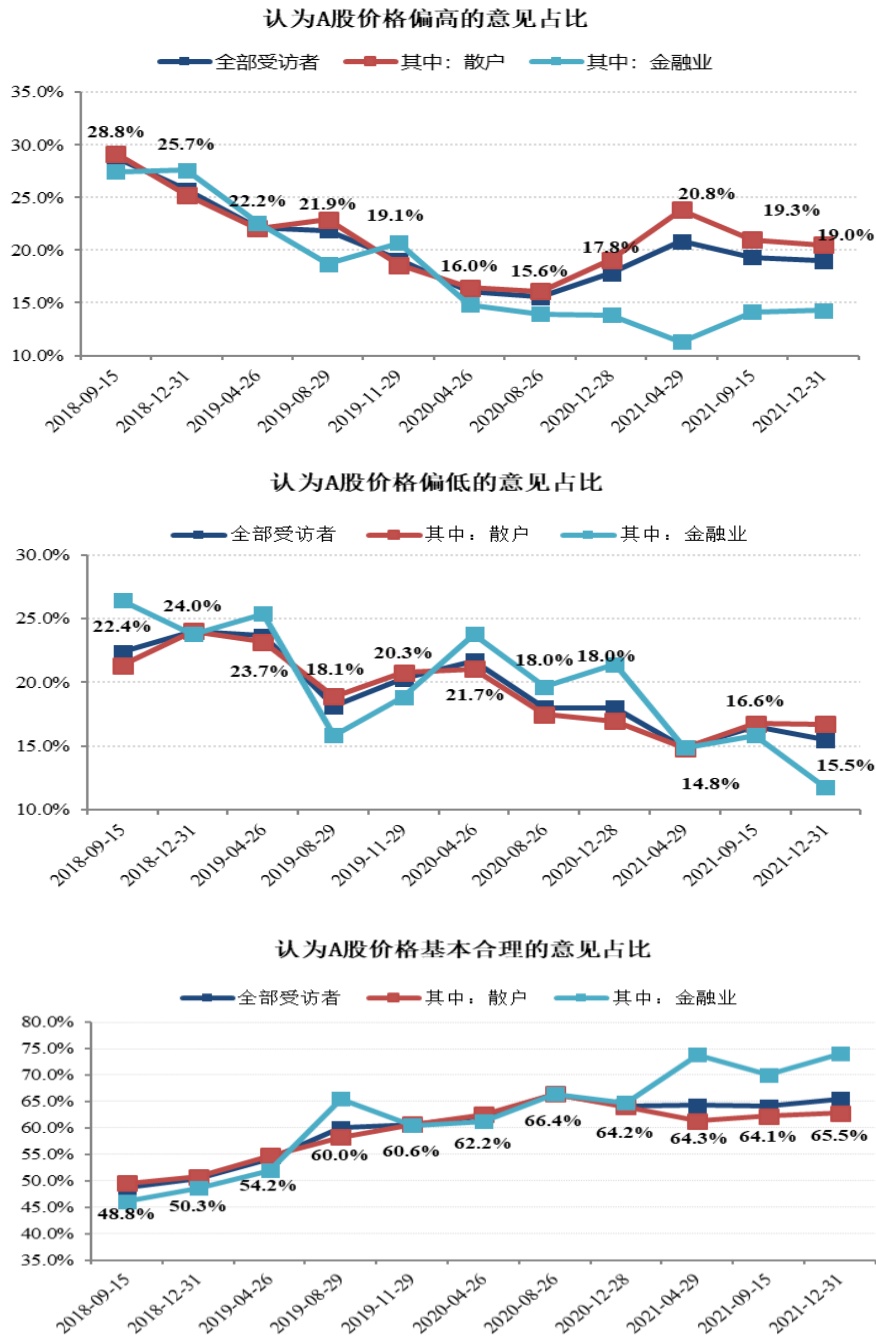
1.1 对股票价格的预期

问题 1：在将来的 12 个月，您认为 A 股整体（比如沪深 300）会怎样变化？



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

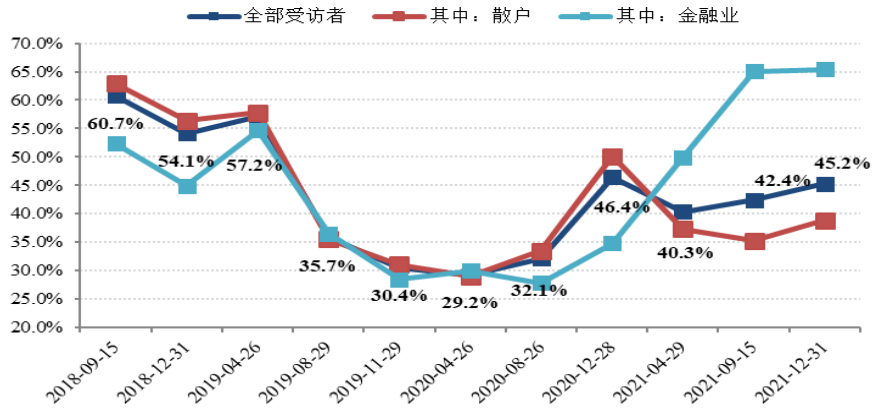
问题 2: 如果把 A 股上市公司的市值和其盈利能力做比较, 您认为目前 A 股的价格是:



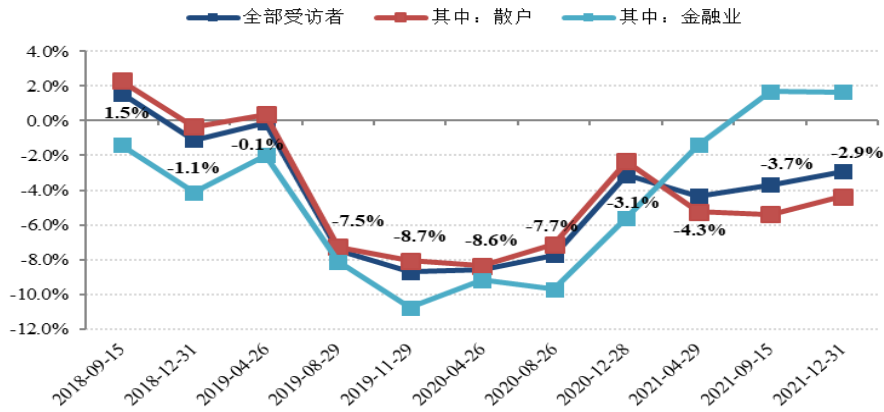
说明: 图中数字是全部受访者意见占比, 以下各图均是如此。数据来源: 长江商学院投资研究中心

问题 3：在将来的 12 个月，您认为香港股市（比如恒生指数）会怎样变化？

认为港股会上涨的意见占比



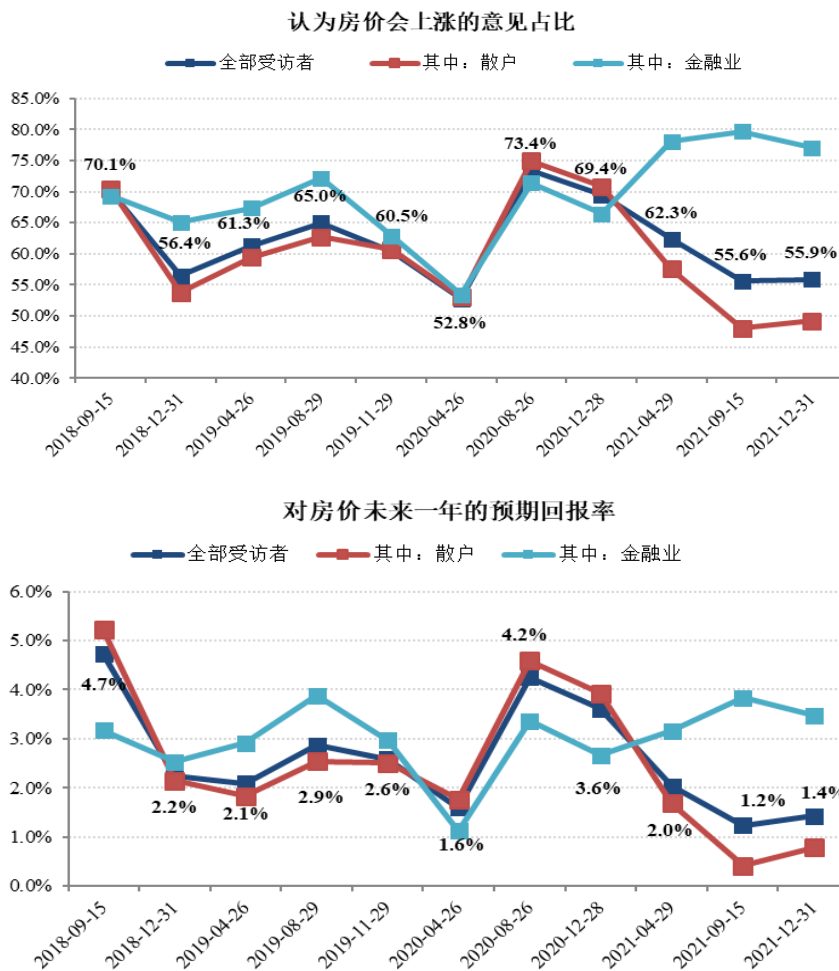
对港股未来一年的预期回报率



数据来源：长江商学院投资研究中心

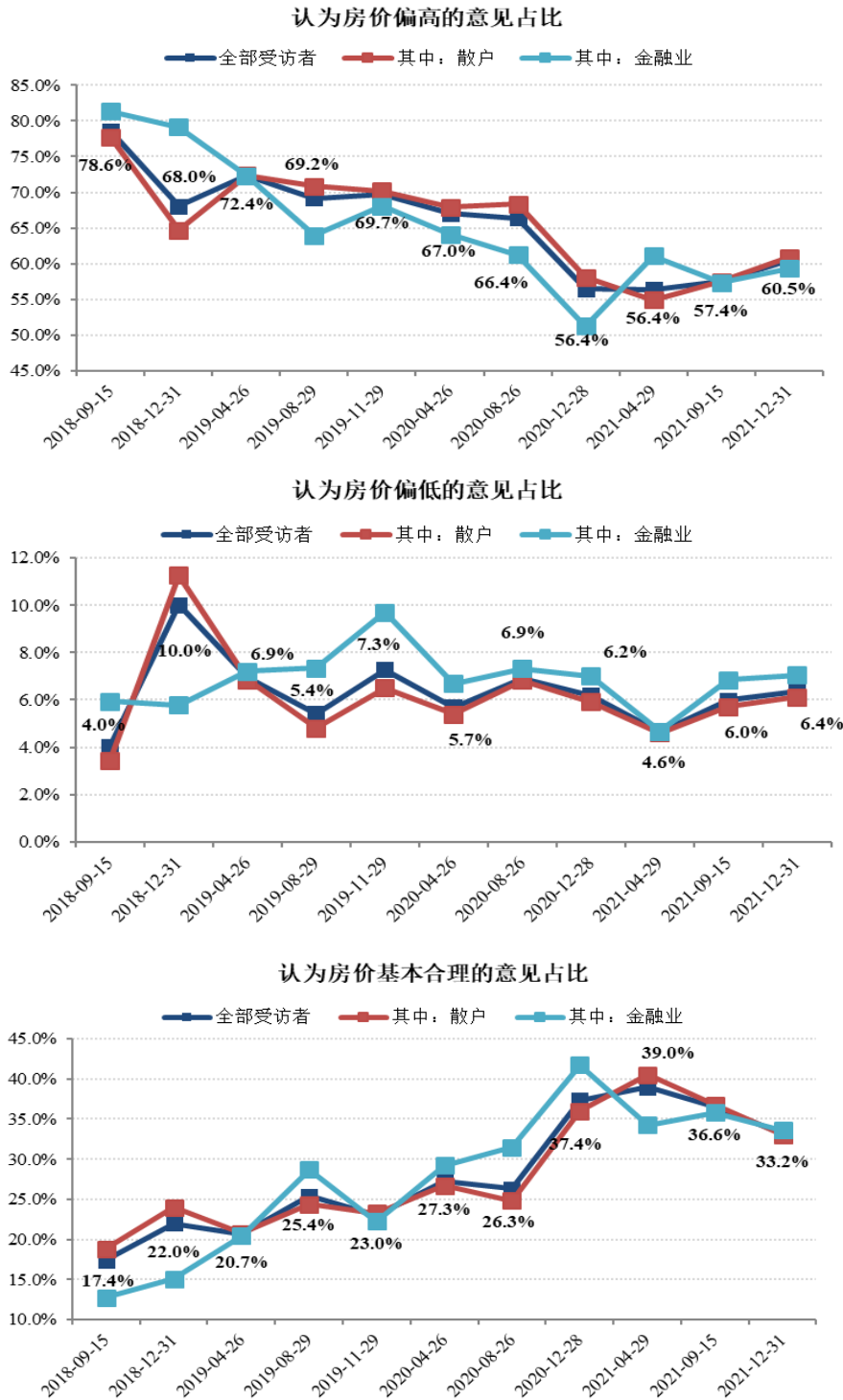
1.2 对房地产价格的想法

问题 4：在将来的 12 个月，您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化？



数据来源：长江商学院投资研究中心

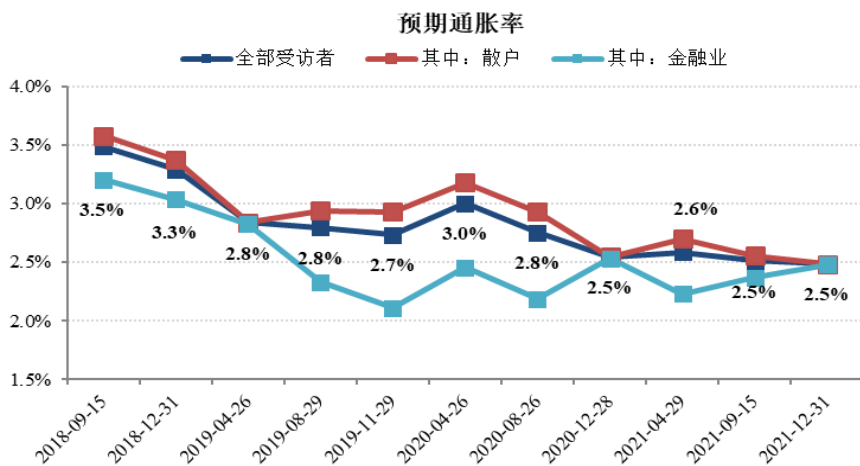
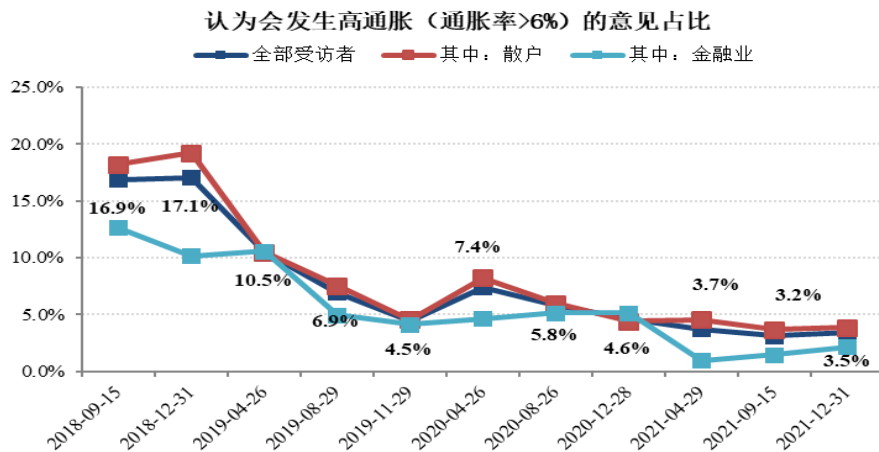
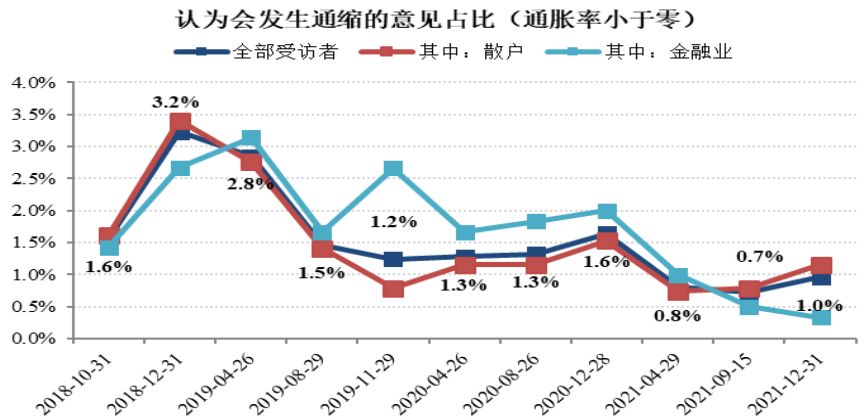
问题 5：如果把一、二线城市的房价和城市居民的财富和收入做比较，您认为目前这些城市的房价是：



数据来源：长江商学院投资研究中心

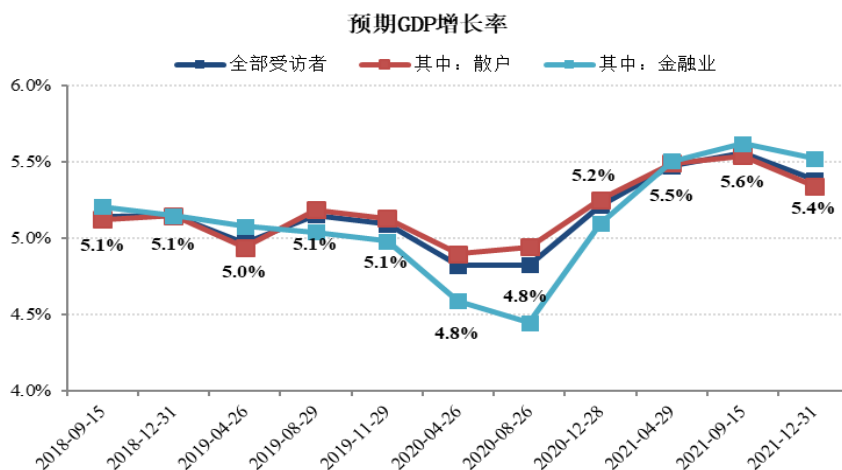
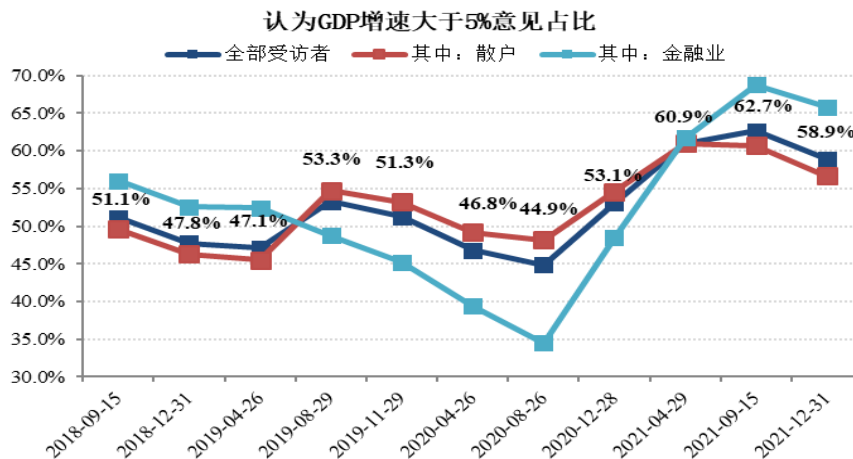
1.3 对经济基本面的看法

问题 6：您认为在将来的 5 年，中国 CPI 通胀率平均每年是多少？



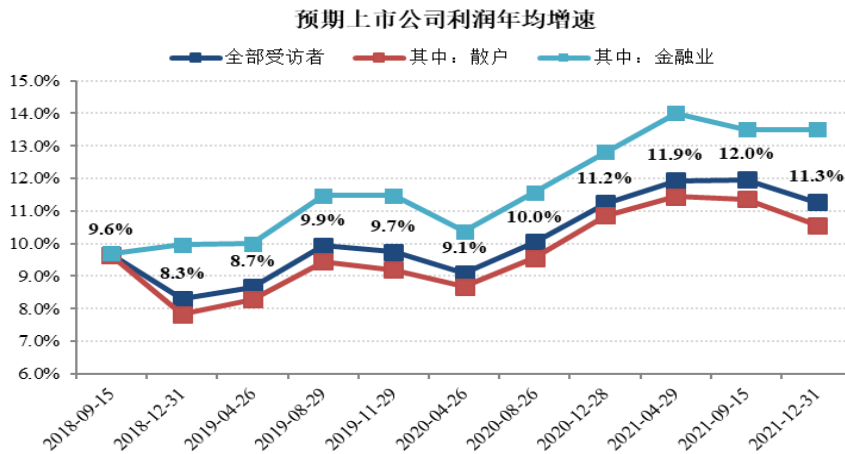
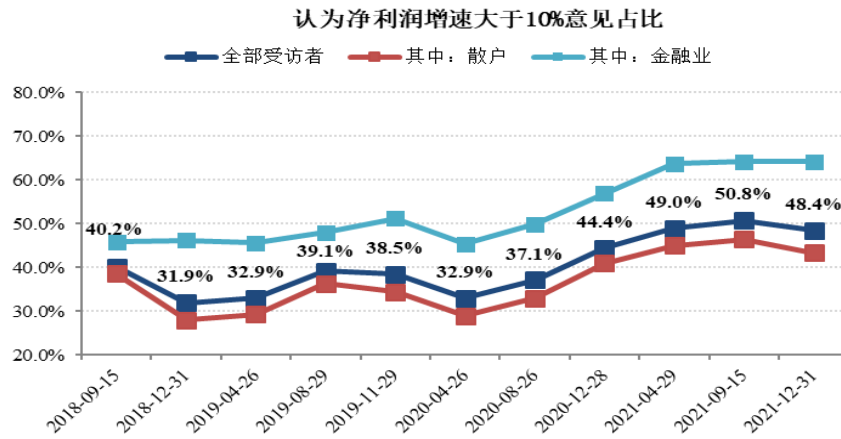
数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？



数据来源：长江商学院投资研究中心

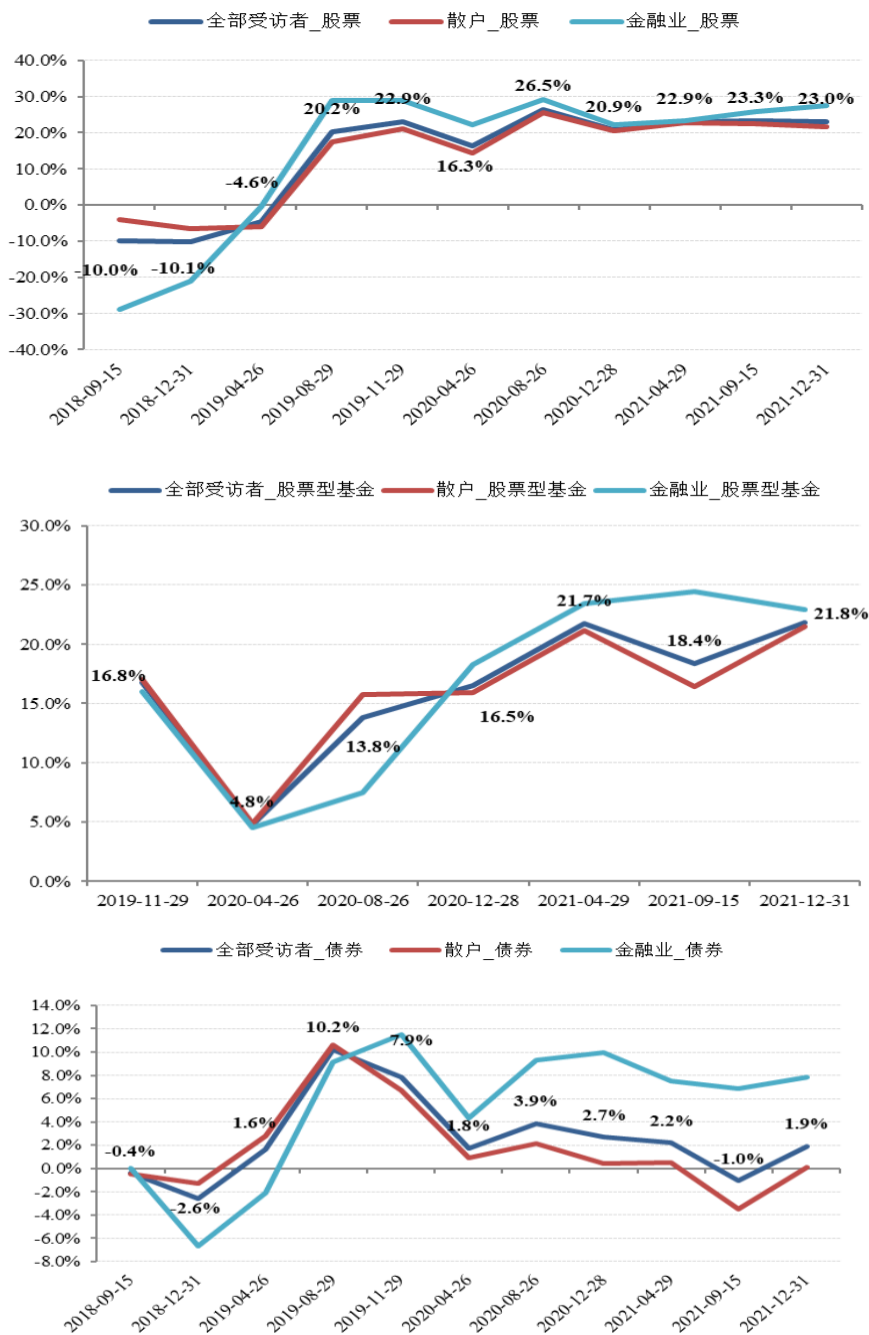
问题 8：您认为在将来的 5 年，中国 A 股上市公司的净利润平均每年将增长多少？



数据来源：长江商学院投资研究中心

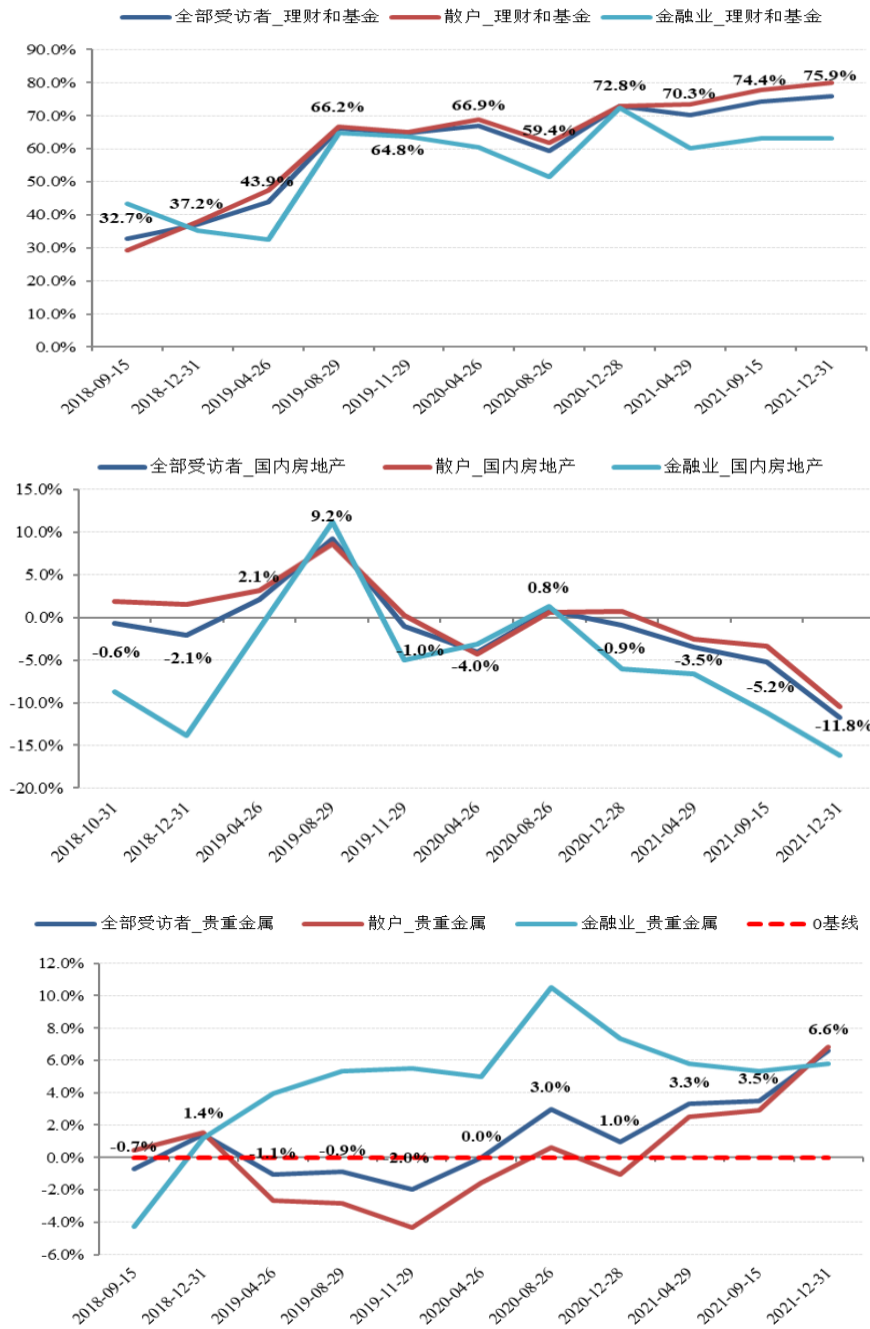
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



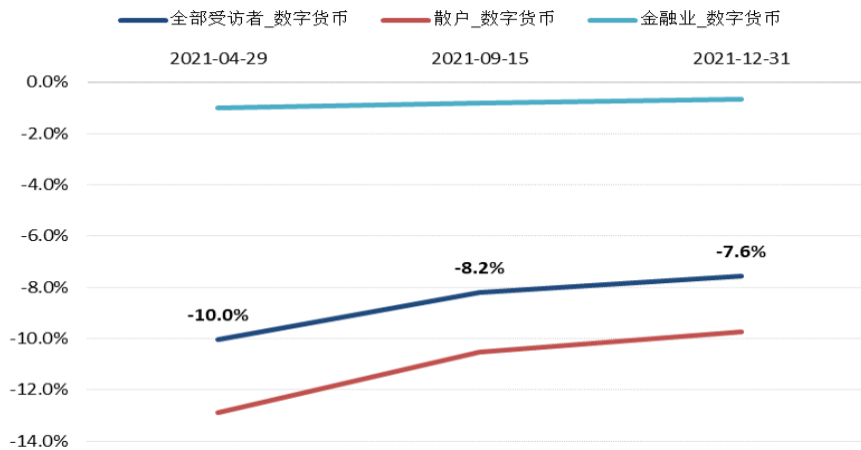
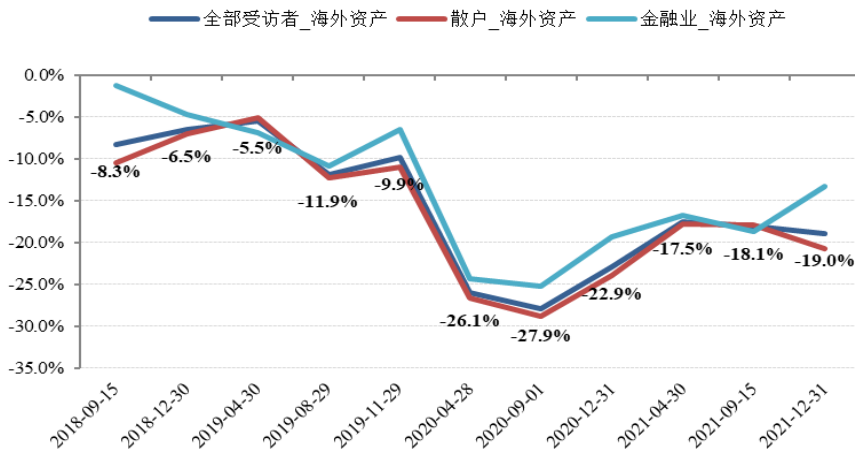
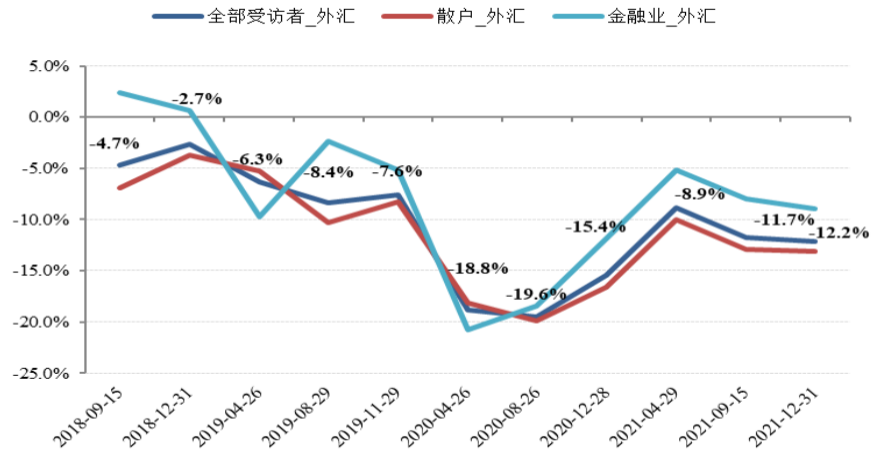
说明：从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



数据来源：长江商学院投资研究中心

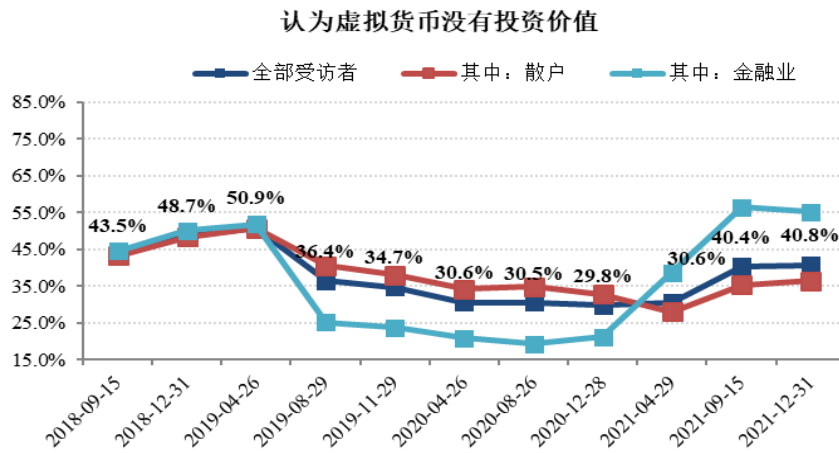
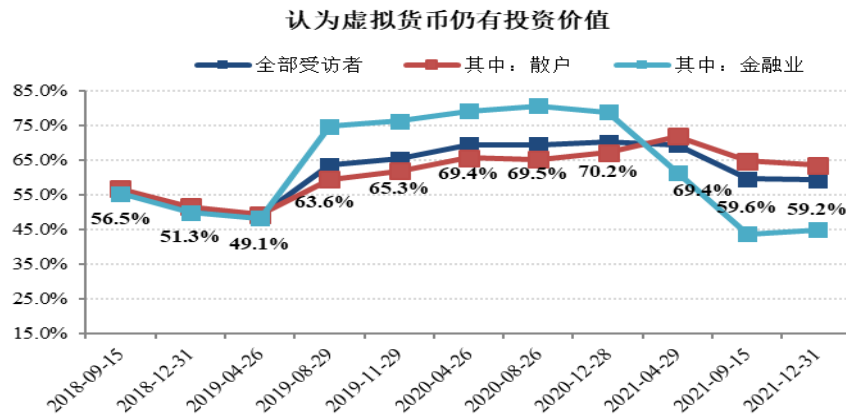
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？(续)



数据来源：长江商学院投资研究中心

1.5 对虚拟货币和区块链态度

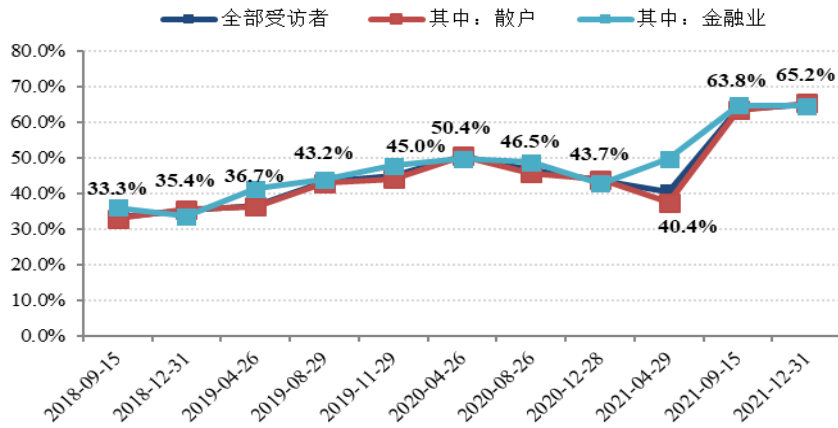
问题 10: 关于虚拟货币(例如比特币)及其背后的区块链技术,您赞同下列哪些观点?



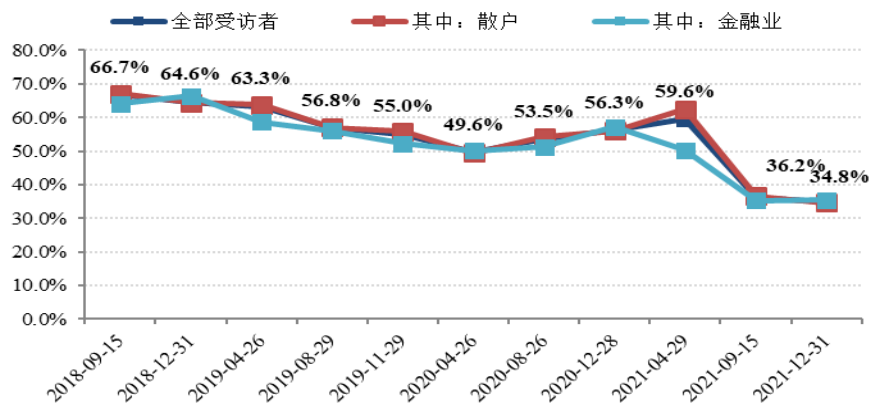
数据来源: 长江商学院投资研究中心

问题 11：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？

认为区块链前景广阔



认为区块链应用前景不明确

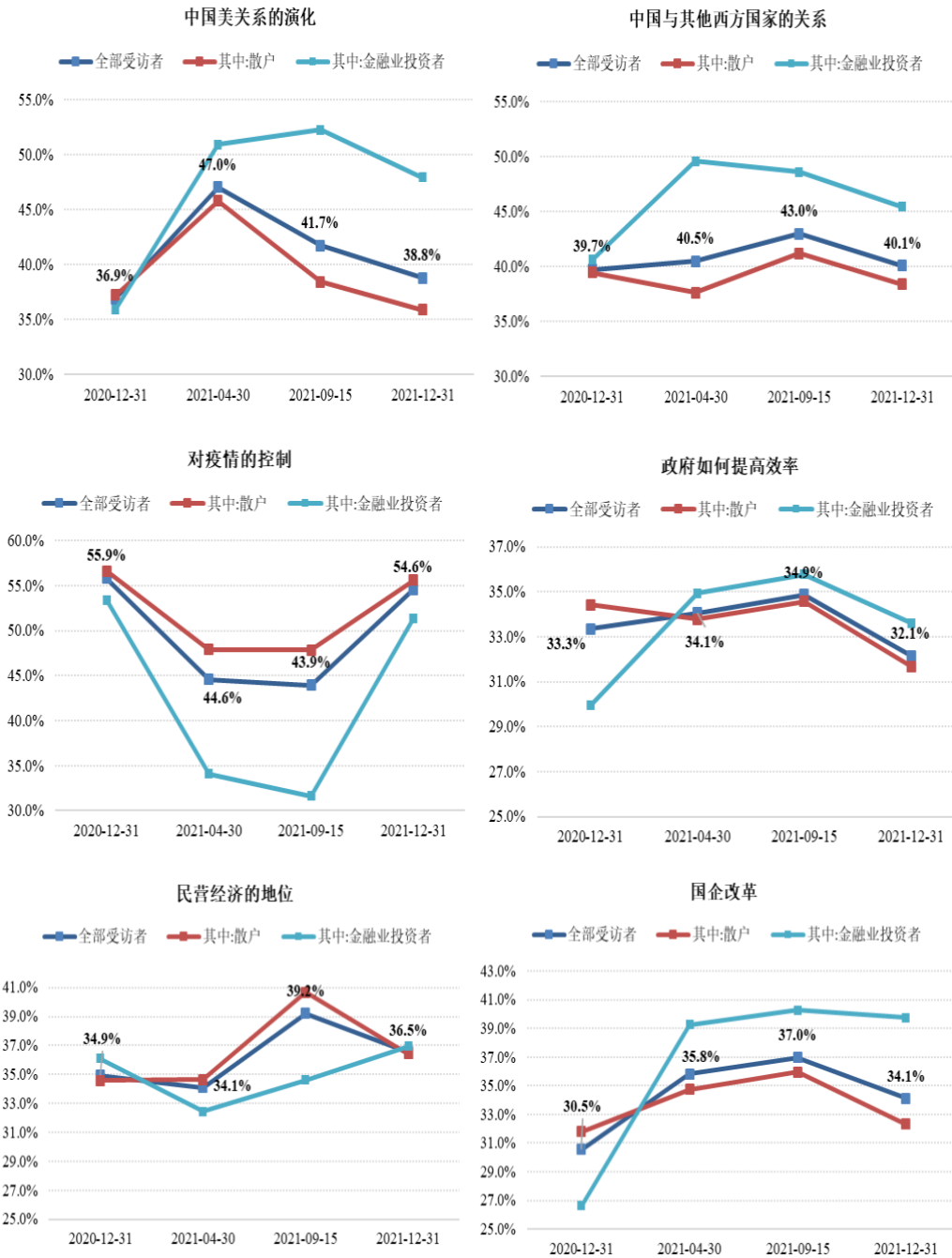


自 2021 年 9 月开始，关于区块链应用前景问题，本研究仅仅要求受访者在“区块链应用前景广阔”和“应用前景不明确”之间做出选择，而之前的调查则要求受访者在“区块链应用前景广阔”、“区块链应用前景有限”和“区块链技术可能被高估”三个选项之间做出选择。图 2 “认为区块链应用前景不明确”，本期之前的数据实际上是“区块链应用前景有限”和“区块链技术可能被高估”两项答案的合计。

数据来源：长江商学院投资研究中心

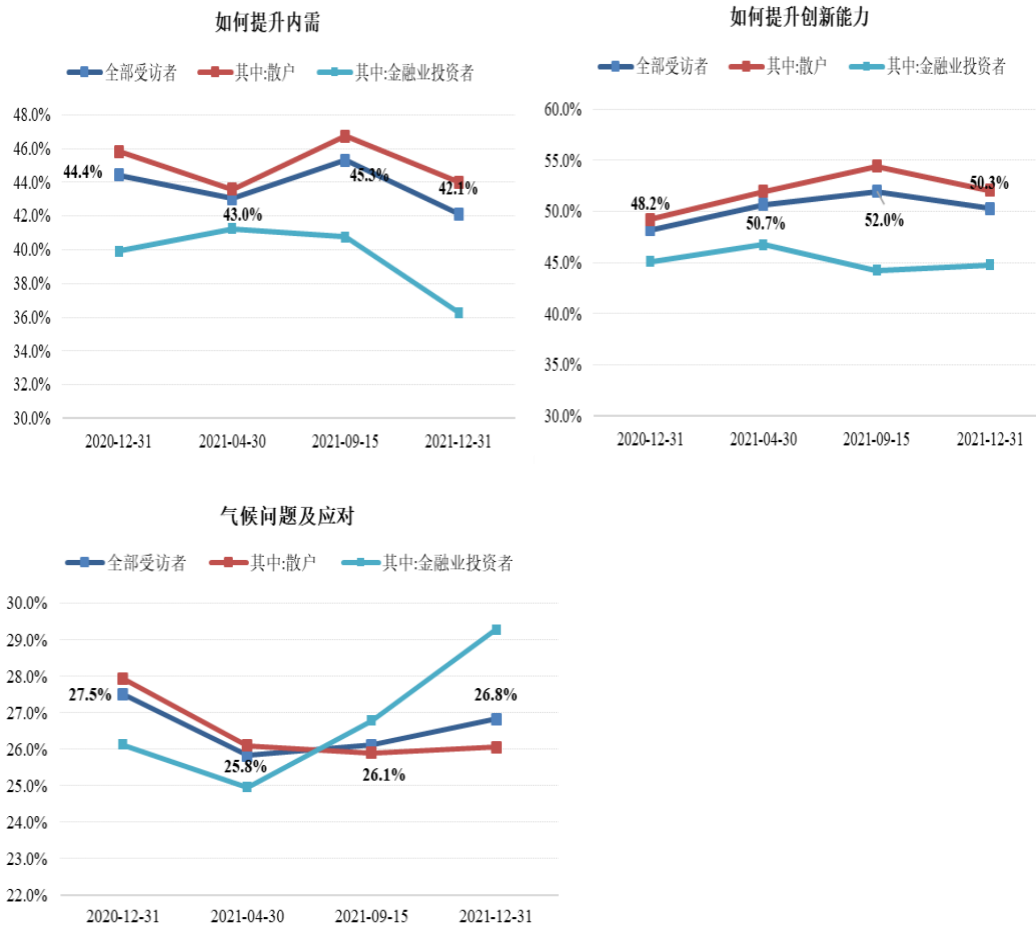
1.6 对投资影响最大的议题

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



数据来源: 长江商学院投资研究中心

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



数据来源: 长江商学院投资研究中心

第二部分：资产价格水平

2.1. 股票价格水平

图 1：截至 2021 年 12 月 30 日全球重要股指回报率比较 (不含红利回报)

股指名称	2021年				最近1年(2021年)	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
	一季度	二季度	三季度	四季度				
上证综指	-0.5%	3.9%	-0.6%	1.4%	4.2%	13.2%	3.1%	5.1%
深证综合	-4.8%	11.2%	-2.9%	5.1%	8.1%	25.7%	5.0%	11.3%
沪深300	-2.2%	2.5%	-6.8%	1.1%	-5.6%	17.8%	8.3%	7.7%
中小板	-29.4%	49.0%	-0.1%	7.9%	13.3%	45.3%	17.4%	12.9%
创业板	-6.6%	25.5%	-6.7%	2.4%	12.0%	38.5%	11.1%	16.4%
科创板50	-10.4%	27.2%	-13.8%	0.5%	-1.3%			
恒生指数	4.9%	0.9%	-14.8%	-6.0%	-15.1%	-3.7%	1.0%	2.3%
标普500	5.4%	8.6%	0.2%	10.9%	27.2%	24.0%	16.4%	14.3%
日经225	7.2%	-2.2%	2.3%	-2.2%	4.9%	12.9%	8.5%	13.0%
富时100	4.8%	3.9%	0.7%	4.5%	14.6%	3.2%	0.7%	2.9%
法兰克福DAX	9.4%	3.5%	-1.7%	4.1%	15.8%	14.6%	6.7%	10.4%
巴黎CAC40	9.7%	6.9%	0.2%	10.0%	29.2%	14.9%	8.1%	8.5%
韩国综指	6.8%	7.4%	-6.9%	-3.0%	3.6%	13.4%	8.0%	5.0%
新加坡海峡指数	12.2%	-1.9%	-1.4%	1.3%	9.9%	0.6%	1.7%	1.7%
意大利ITLMS	10.8%	2.7%	2.4%	6.2%	23.7%	14.1%	7.4%	6.6%

说明：①股票回报率均是名义回报率，这些股指都不包含红利再投资收益。

数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 2：中国综合股指回报率

股指名称	年均股票回报率(不含红利再投资)		
	2021年	2020年	2010年至2019年
上证综指	4.2%	13.9%	0.9%
深证综合	8.1%	35.2%	3.3%
沪深300	-5.6%	27.2%	3.0%
中小板	13.3%	91.9%	-0.3%
创业板	12.0%	65.0%	5.2%
科创板	-1.3%	39.3%	
恒生指数	-15.1%	-3.4%	2.3%
中国综合股指	-13.2%	22.1%	2.2%
全A股指	5.2%	22.3%	1.5%
香港内地股指	-16.5%	17.8%	3.4%
美国中概股指	-42.3%	36.7%	2.9%

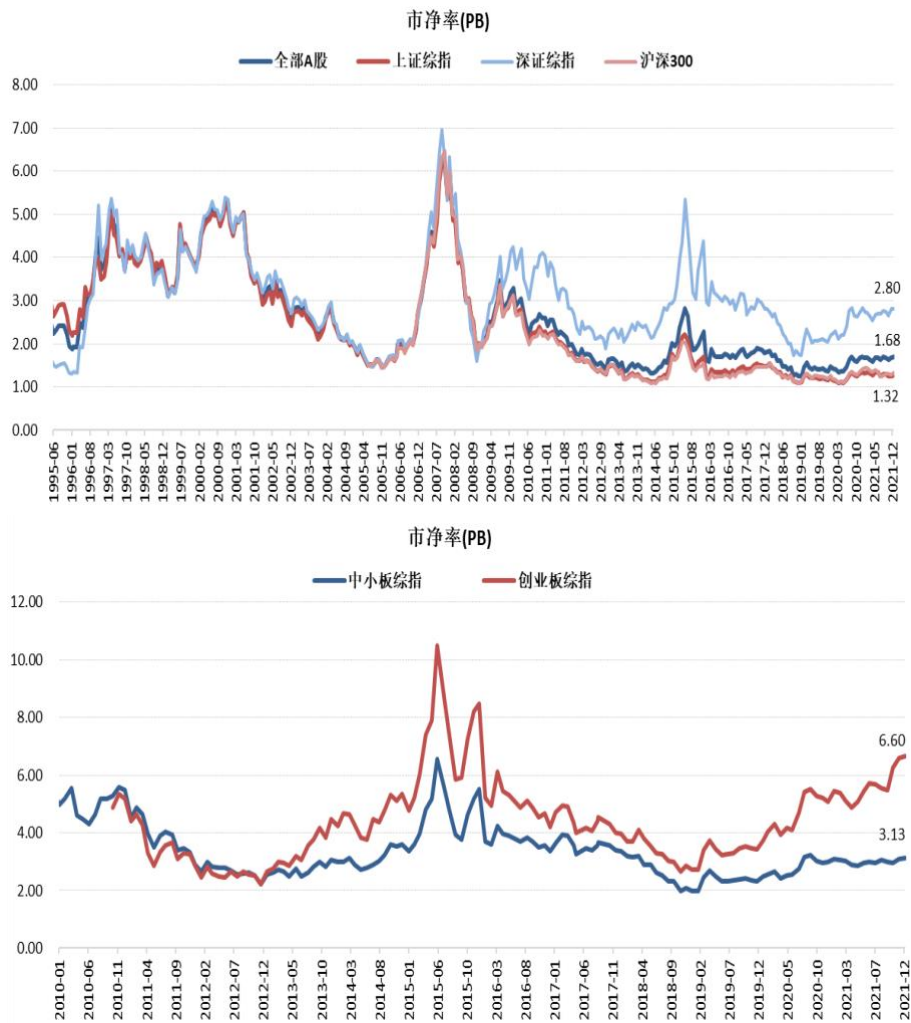
数据来源：中国综合股指囊括 A 股、港股内地股和美国中概股，股价数据来自 CRSP、Wind 和 CSMAR，股指由长江商学院投资研究中心编制。

图 3：中国综合指数分行业回报率(不含红利回报)

Wind行业分类	2021年	2020年	2010至2019 年年均	2021年样 本量	2021年市值 (万亿人民币)
基础化工	43.3%	37.4%	-0.7%	412	6.20
电气部件与设备	40.4%	62.4%	-2.8%	278	6.15
公用事业	35.9%	0.5%	0.1%	167	3.39
金属/非金属采矿	32.0%	28.3%	-5.5%	240	5.48
能源开采	27.6%	-21.5%	-5.5%	122	4.75
金属与玻璃容器	25.6%	-5.2%	-1.6%	23	0.12
工业机械	22.7%	34.5%	-2.4%	375	3.10
综合	21.2%	-21.8%	-2.6%	30	0.43
建筑与工程	18.8%	-15.5%	-0.3%	135	1.71
半导体产品	17.7%	77.0%	5.5%	125	5.32
贸易公司与工业品经销商	14.3%	6.1%	-2.8%	40	0.31
汽车零售	7.2%	36.9%	-5.6%	26	0.29
纸与林木产品	6.7%	8.8%	1.3%	57	0.31
环境与设施服务	6.1%	2.1%	0.0%	89	0.56
建筑材料与建筑产品	6.0%	18.6%	3.7%	109	1.62
纺织服装	4.2%	24.5%	0.6%	156	1.56
交通运输	3.7%	-8.1%	0.3%	124	2.70
航天航空与国防	3.7%	65.2%	-0.6%	67	1.60
航空货运与物流	2.3%	35.3%	4.9%	45	1.06
计算机、通信和其他电子设备制	1.7%	23.9%	5.5%	502	8.01
商务/专业服务	0.1%	16.6%	4.1%	106	0.55
汽车与汽车零部件	-0.8%	100.9%	1.3%	235	6.24
媒体/出版	-2.1%	-0.4%	-4.4%	32	0.28
电信服务	-4.0%	-26.3%	2.3%	15	1.01
建筑机械与重型卡车	-4.0%	11.7%	-2.4%	66	1.35
生物科技与制药	-5.6%	52.1%	5.9%	397	8.60
食品饮料烟酒	-9.0%	77.3%	8.3%	248	9.36
家庭耐用消费品(不含电子产品)	-10.7%	34.4%	10.6%	111	1.98
金融	-12.2%	-3.3%	3.1%	245	21.83
中国综合股指	-13.2%	22.1%	2.2%	5913	134.80
消费品批发零售	-19.0%	1.5%	-4.1%	150	1.14
住宿餐饮	-19.0%	54.9%	10.2%	59	1.33
消费电子产品	-21.4%	39.9%	3.3%	25	0.39
休闲设备与用品	-23.8%	-8.0%	0.1%	31	0.19
医疗服务	-24.1%	83.9%	14.0%	34	0.60
软件与服务	-27.7%	21.8%	6.2%	288	3.38
非耐用品消费(不含食品)	-29.6%	19.9%	2.7%	49	0.48
医疗保健设备和用品	-37.1%	102.8%	7.1%	96	1.90
互联网公司	-37.3%	41.6%	21.1%	154	14.81
影视娱乐	-39.1%	13.4%	-1.5%	55	0.52
房地产管理和开发	-39.3%	-7.2%	6.7%	268	3.25
教育	-85.1%	45.6%	15.2%	74	0.31

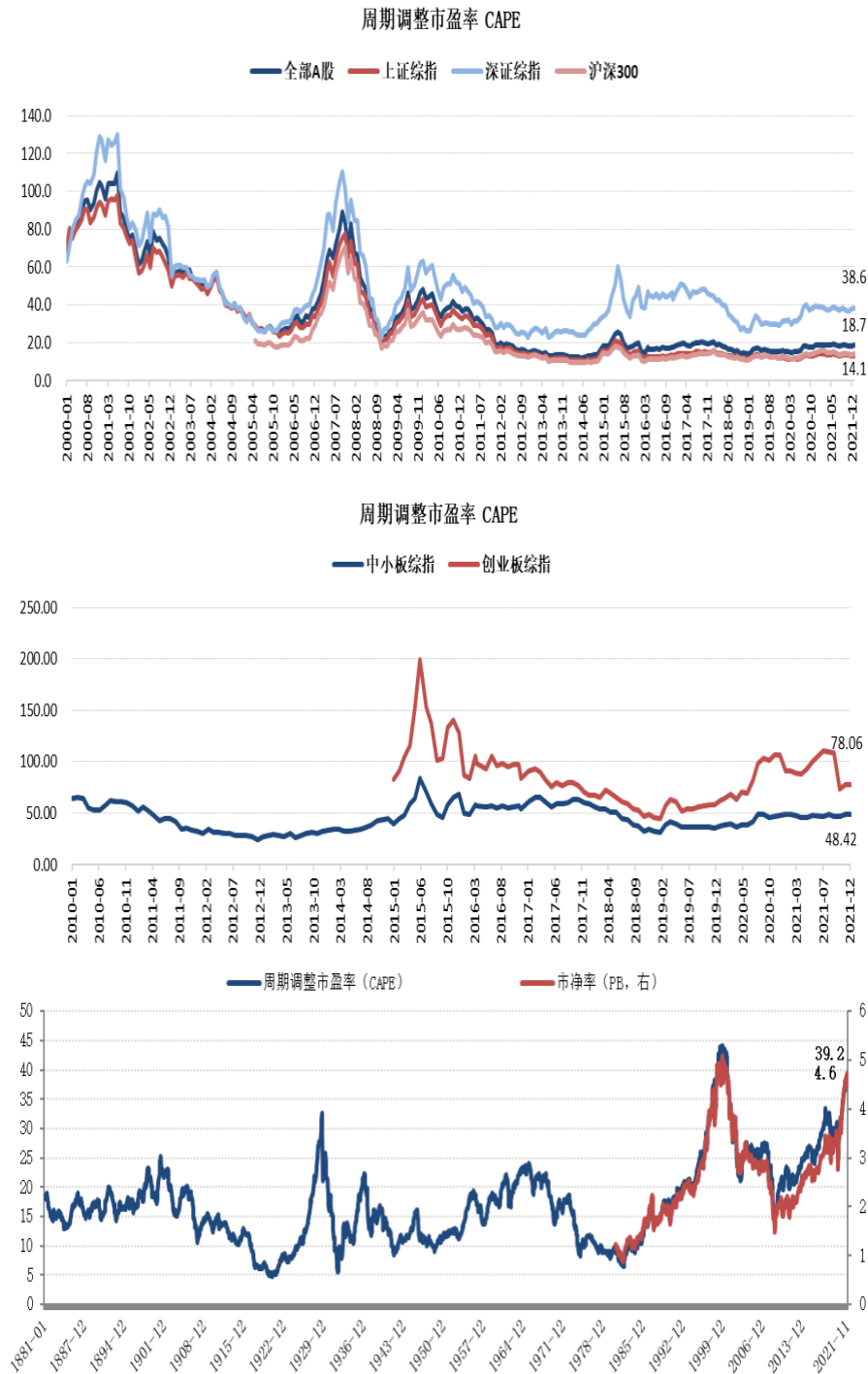
说明：中国综合股指囊括 A 股、港股内地股和美国中概股，股价数据来自 CRSP、Wind 和 CSMAR，行业分类采用万得行业分类。股指由长江商学院投资研究中心编制

图 4：1995 年至 2021 年 12 月中国 A 股及美国重要股指估值



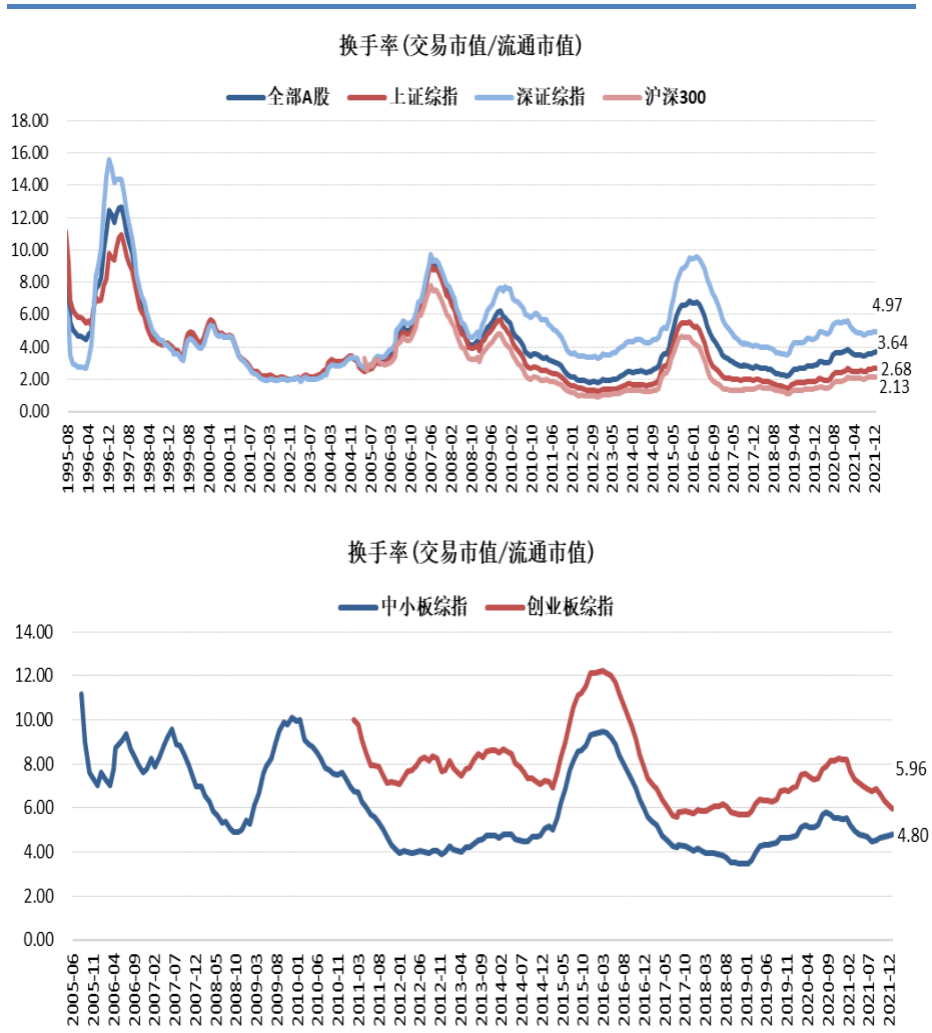
数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

图 4：1995 年至 2021 年 12 月中国 A 股及美国重要股指估值(续)



我国 CAPE 中的净利润取的是过去 5 年经通胀调整后的平均净利润，数据来源：CSMAR，Robert.Shiller 个人网页，长江商学院投资研究中心。

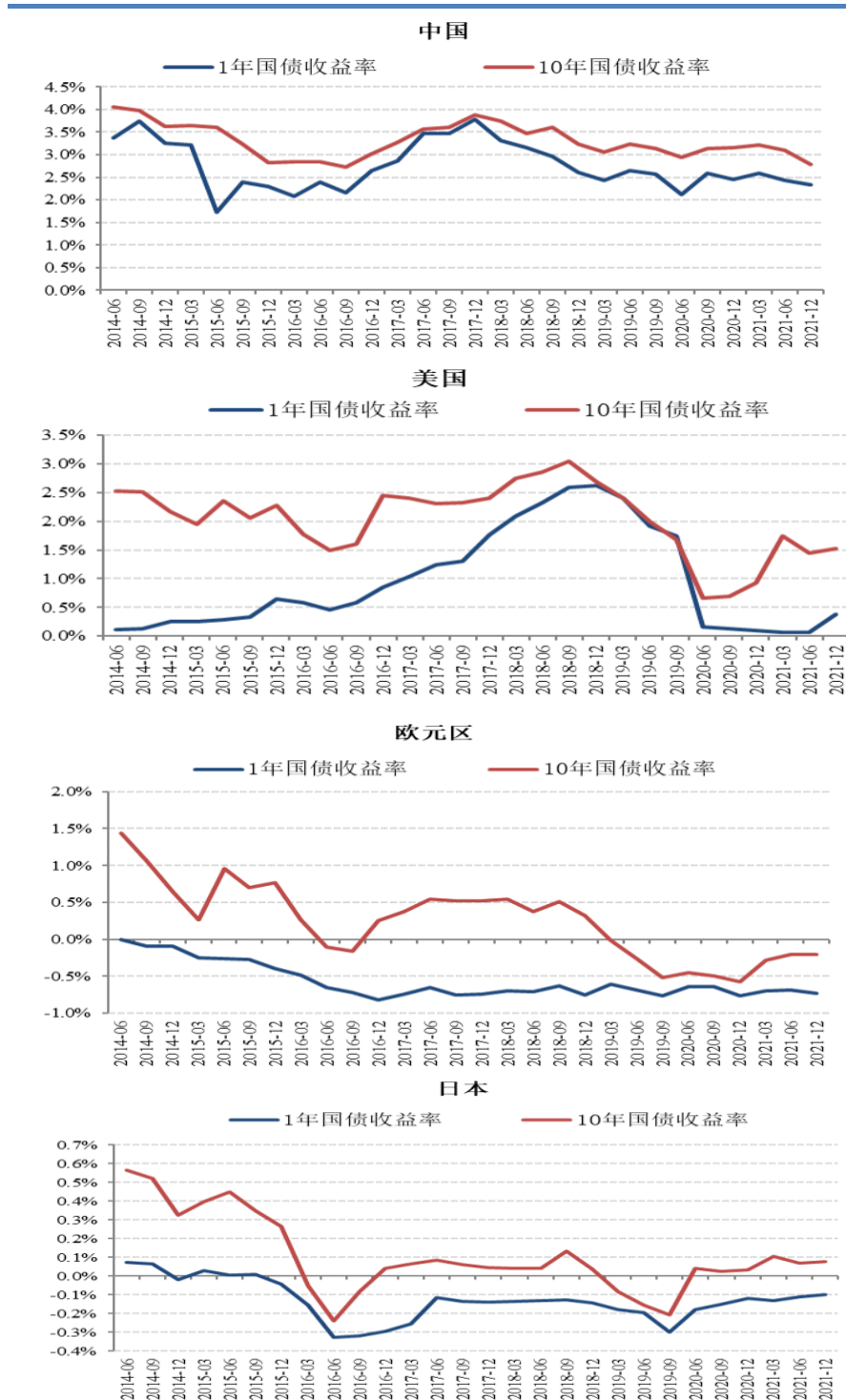
图 5：1995 年至 2021 年 12 月 A 股重要股指换手率情况



数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

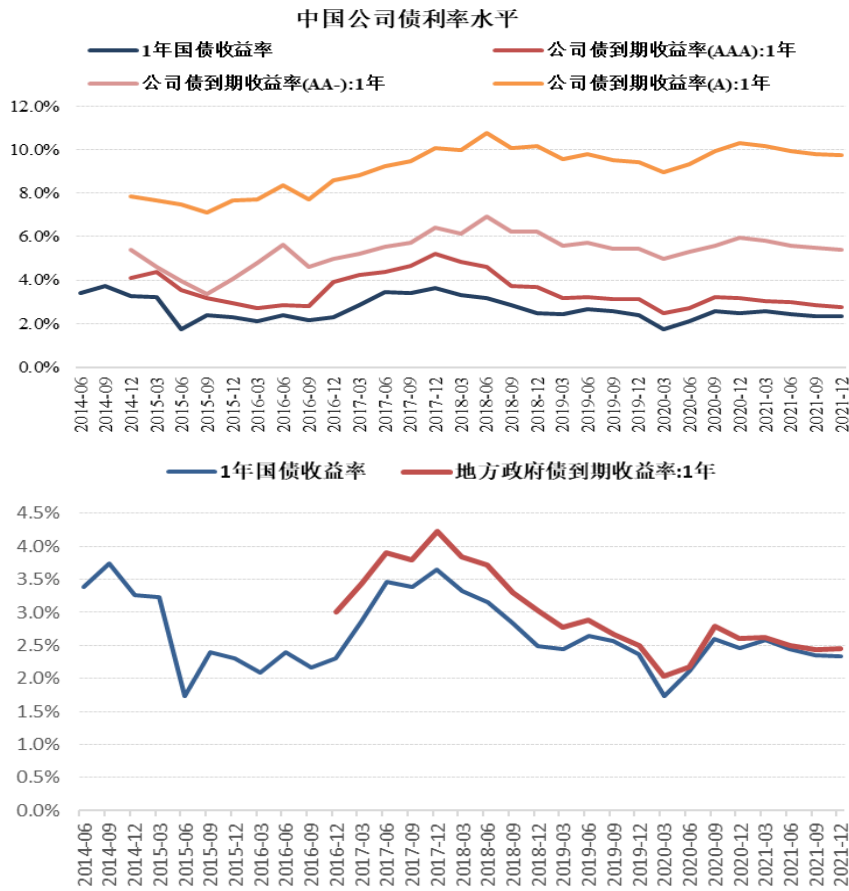
2.2 债券价格水平

图 6：截至 2021 年 12 月国债收益率情况



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 7：截至 2021 年 12 月我国地方政府债和公司债利率

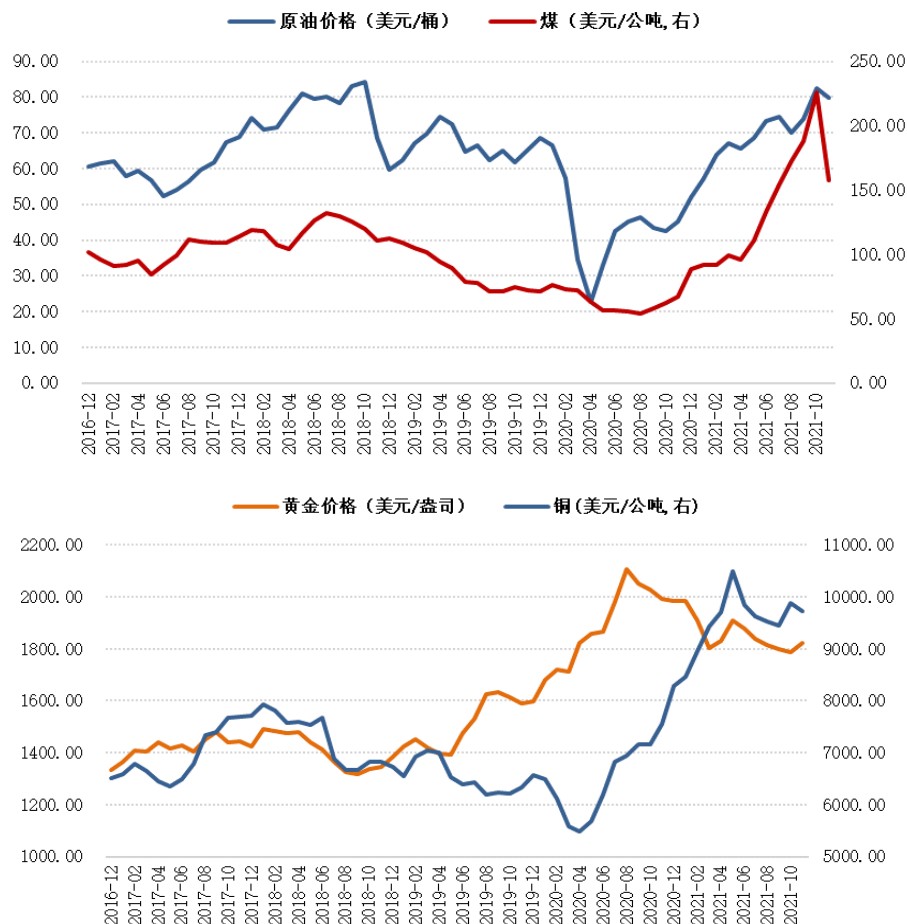


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.3 大宗商品价格水平

图 8：2021 年 11 月大宗商品价格变动

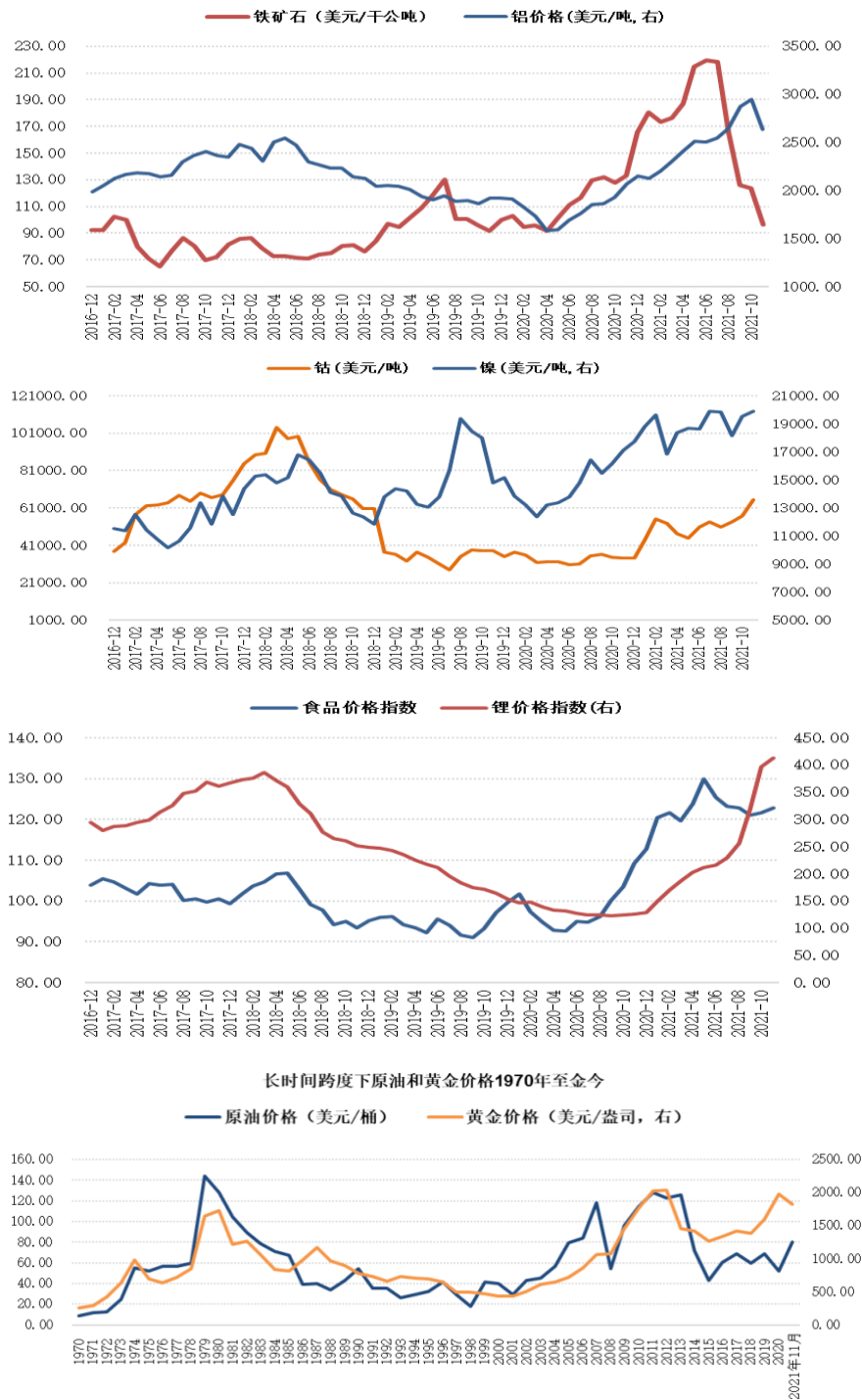
大宗商品类型	2021年					最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
	一季度	二季度	三季度	10和11月	年初至11月				
原油	31.0%	12.5%	1.4%	9.8%	64.0%	88.9%	8.6%	12.0%	-2.7%
澳大利亚煤	14.3%	36.9%	42.9%	-15.2%	89.7%	150.7%	16.1%	8.8%	3.3%
美国天然气	0.8%	26.4%	58.0%	-1.8%	97.5%	92.3%	6.7%	14.9%	4.5%
欧洲天然气	4.6%	68.0%	121.7%	20.9%	371.4%	471.2%	49.5%	37.1%	9.3%
日本天然气	29.6%	-3.2%	19.0%	11.6%	66.7%	105.8%	3.0%	11.0%	-2.7%
食品	7.8%	7.5%	-2.6%	2.8%	16.1%	20.0%	13.1%	6.4%	0.6%
铝	8.7%	11.7%	15.9%	-7.0%	30.9%	36.2%	10.8%	8.7%	2.4%
铁矿石	8.2%	27.5%	-41.9%	-22.7%	-38.1%	-22.6%	9.5%	5.7%	-3.4%
铜	15.6%	7.2%	-3.2%	4.3%	25.2%	37.6%	16.2%	12.3%	2.5%
黄金	-7.5%	6.8%	-3.2%	2.6%	-2.0%	-2.4%	14.3%	8.0%	0.5%
镍	-3.3%	13.4%	-1.5%	10.9%	19.8%	24.1%	21.1%	12.1%	
钴	56.6%	-1.0%	6.8%	23.6%	104.7%	104.8%	6.0%	17.1%	
锂	46.5%	18.8%	49.3%	30.7%	239.6%	251.6%	21.7%	11.5%	
美国通胀	1.7%	2.6%	1.0%	1.3%	6.7%	6.8%	3.3%	2.9%	2.1%



说明：表中涨幅为名义增速；图中价格指数以 2021 年 11 月价格水平为基准

数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

图 8：2021 年 11 月大宗商品价格变动(续)

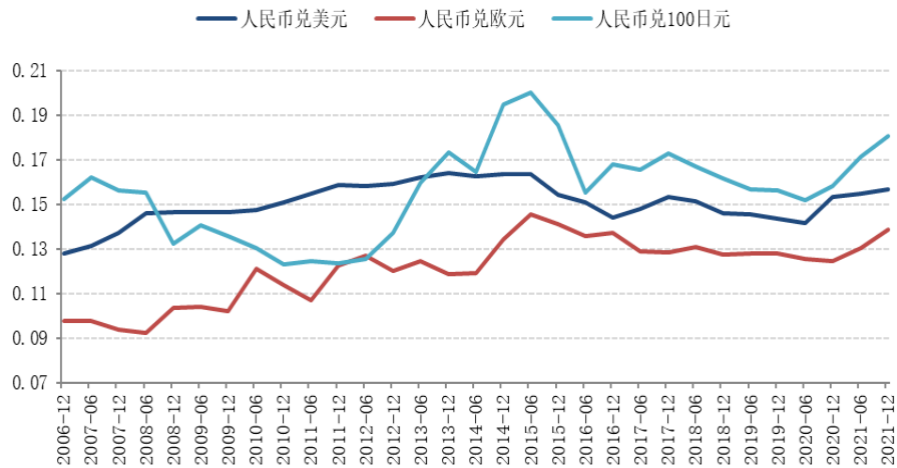


说明：图中价格指数以 2021 年 11 月价格水平为基准
数据来源：世界银行，Bloomberg，长江商学院投资研究中心

2.4 主要货币汇率水平变动

图 9：截至 2021 年 12 月人民币兑主要货币汇率的变动

汇率	2021年					最近3年 平均	最近5年 平均	最近10年 平均
	一季度	二季度	三季度	四季度	最近1年			
人民币兑美元	0.7%	-1.7%	0.4%	-1.7%	-2.3%	-2.4%	-1.7%	0.1%
人民币兑欧元	-4.0%	-0.2%	-2.1%	-4.1%	-10.0%	-2.7%	-0.2%	-1.2%
人民币兑港币	0.4%	-1.5%	0.1%	-1.9%	-2.9%	-2.3%	-1.8%	0.1%
人民币兑100日元	-5.8%	-1.9%	-0.9%	-4.3%	-12.4%	-3.6%	-1.4%	-3.7%
人民币兑英镑	1.6%	-1.0%	-2.6%	-1.2%	-3.2%	-0.3%	0.2%	-1.2%
人民币兑加元	1.7%	0.1%	-2.4%	-1.6%	-2.2%	-0.2%	-0.5%	-2.1%
人民币兑澳元	-0.4%	-2.9%	-4.0%	-0.8%	-7.9%	-1.4%	-1.6%	-3.2%
人民币名义有效汇率	2.0%	0.9%	1.4%	2.4%	6.9%	2.7%	1.2%	1.8%
名义美元指数-对发达经济体	2.0%	-0.7%	2.0%	1.5%	4.9%	-0.5%	-1.1%	2.1%
名义美元指数-对新兴经济体	1.5%	-1.5%	1.8%	0.2%	1.9%	0.8%	0.3%	2.5%

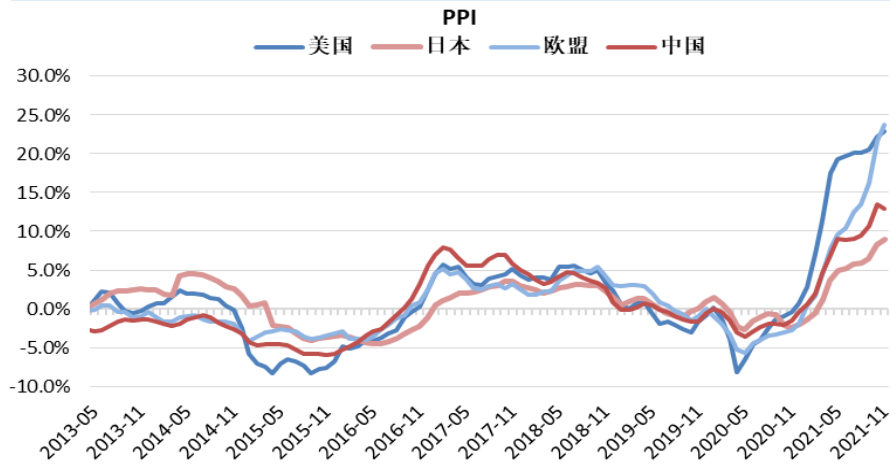


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

图 10：截至 2021 年 11 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

2021年11月CPI同比增速				
	CPI	CPI-能源	CPI-食品饮料烟酒	CPI(剔除能源和食品)
比利时	7.1%	55.7%	2.0%	2.1%
美国	6.8%	33.3%	5.8%	4.9%
卢森堡	6.3%	45.0%	1.6%	2.4%
德国	6.0%	21.6%	4.2%	4.1%
荷兰	5.9%	46.4%	1.4%	2.6%
挪威	5.8%	91.2%	-3.4%	2.1%
西班牙	5.5%	35.8%	3.0%	1.6%
爱尔兰	5.4%	28.1%	1.7%	3.8%
英国	5.1%		2.5%	3.9%
奥地利	4.1%	23.8%	1.7%	2.7%
希腊	4.0%	35.5%	3.0%	0.7%
瑞典	3.9%	26.0%	1.1%	2.3%
意大利	3.9%	31.2%	1.2%	1.3%
冰岛	3.9%	13.0%	1.7%	3.5%
丹麦	3.8%	28.0%	1.5%	1.7%
韩国	3.8%		6.2%	1.9%
芬兰	3.5%	20.3%	2.3%	1.7%
法国	3.4%	21.9%	0.4%	2.1%
中国	2.8%		3.7%	0.7%
葡萄牙	2.6%	14.6%	1.3%	1.8%
瑞士	1.5%	17.8%	-1.2%	0.9%
日本	0.6%	15.6%	1.4%	-1.2%

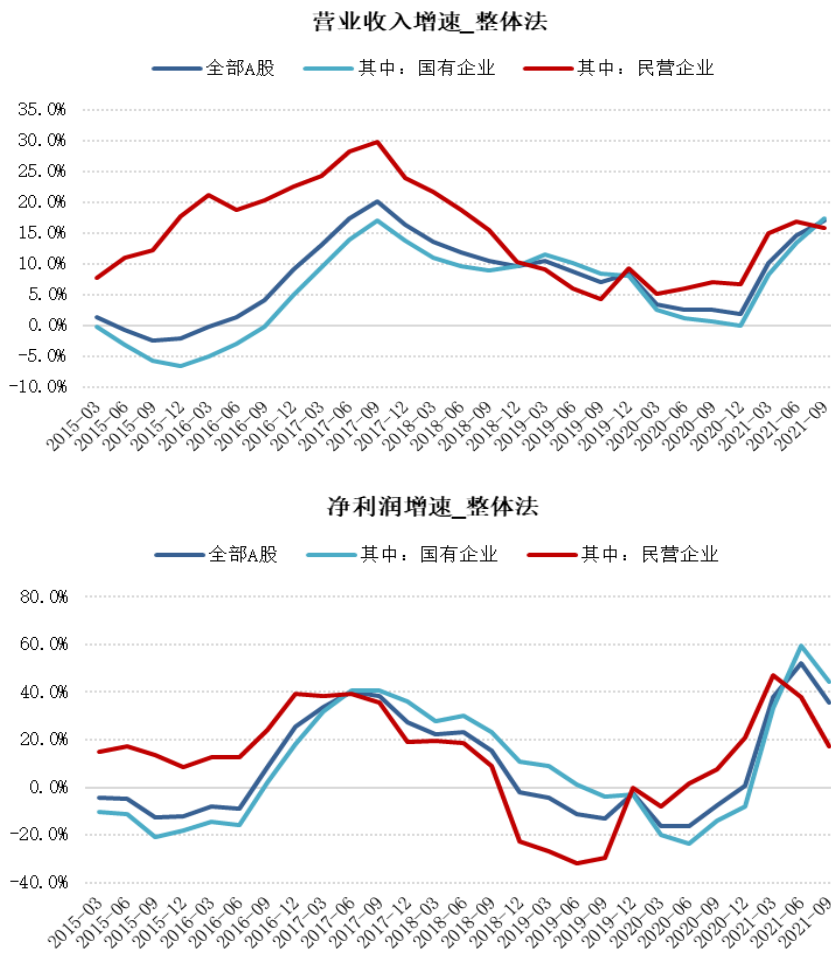


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

第三部分：中国上市公司基本面分析

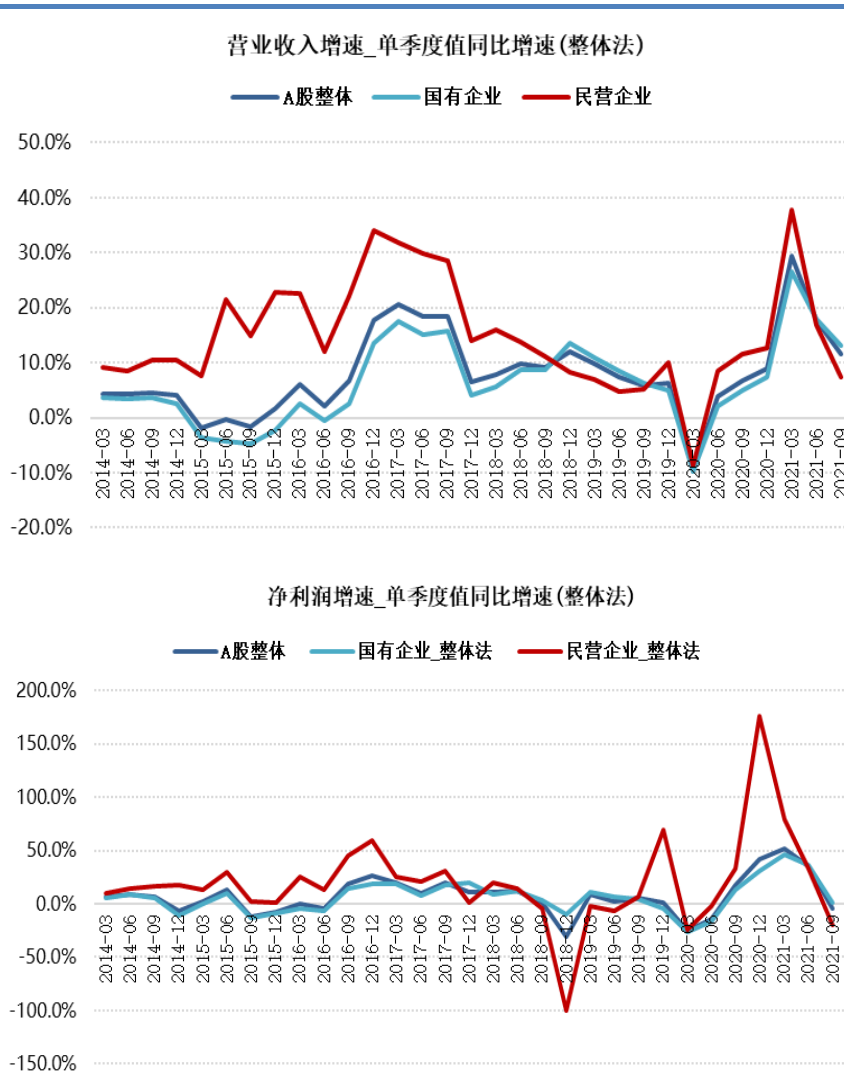
该部分分析我国 A 股上市公司的财务信息，除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

图 11：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速(剔除通胀，TTM)



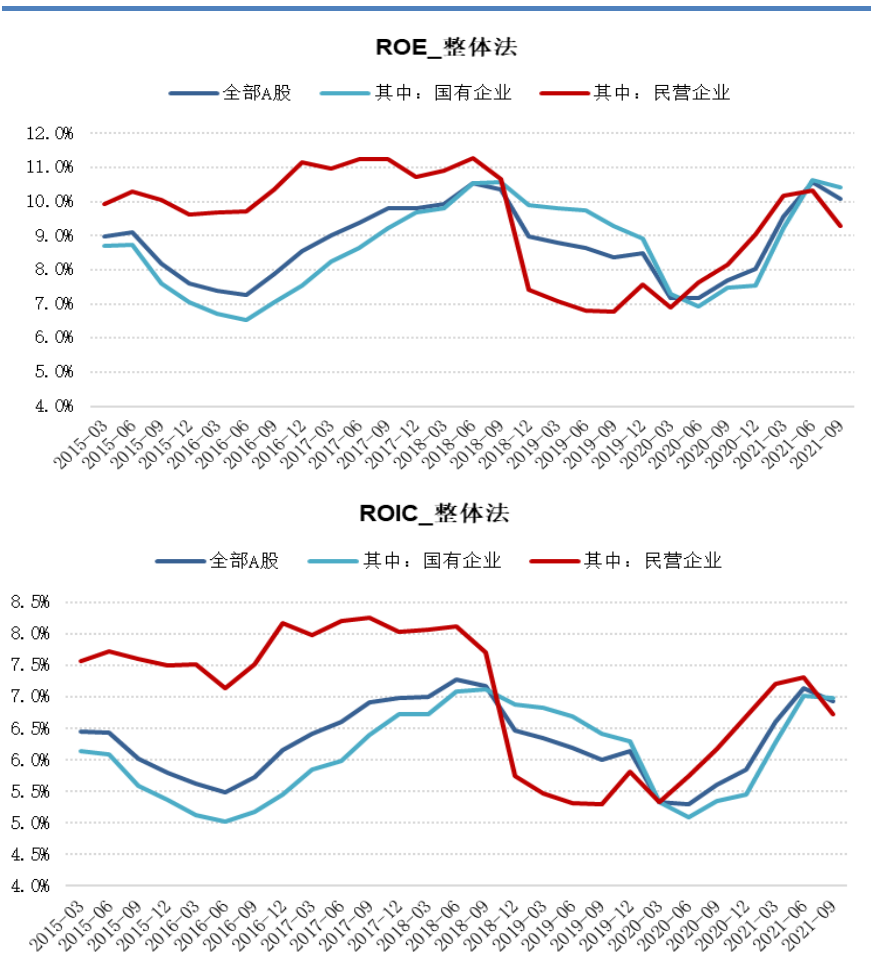
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 12：中国 A 股上市公司营业收入和净利润增速(剔除通胀, 单季度值同比增速)



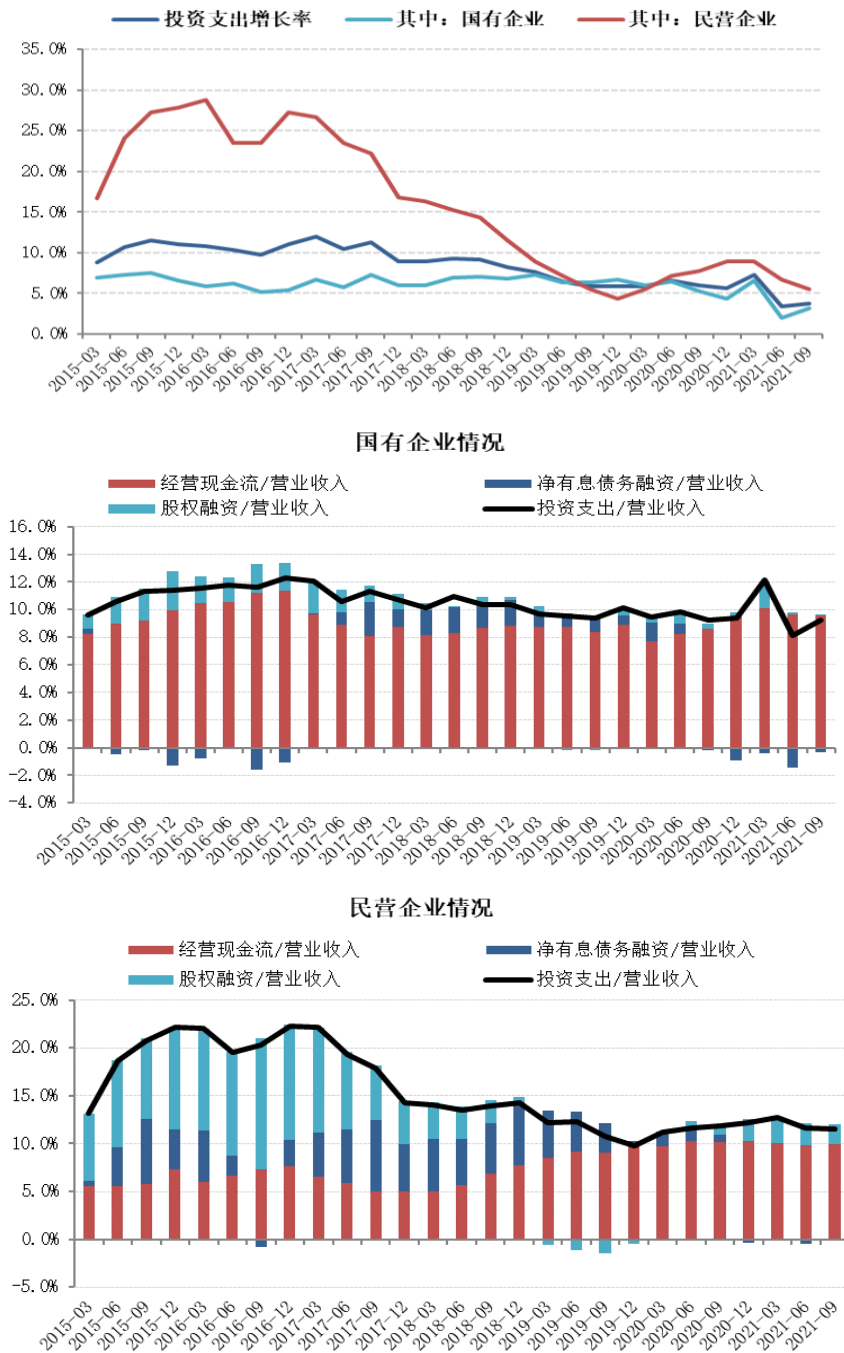
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国 A 股上市公司 ROE 和 ROIC



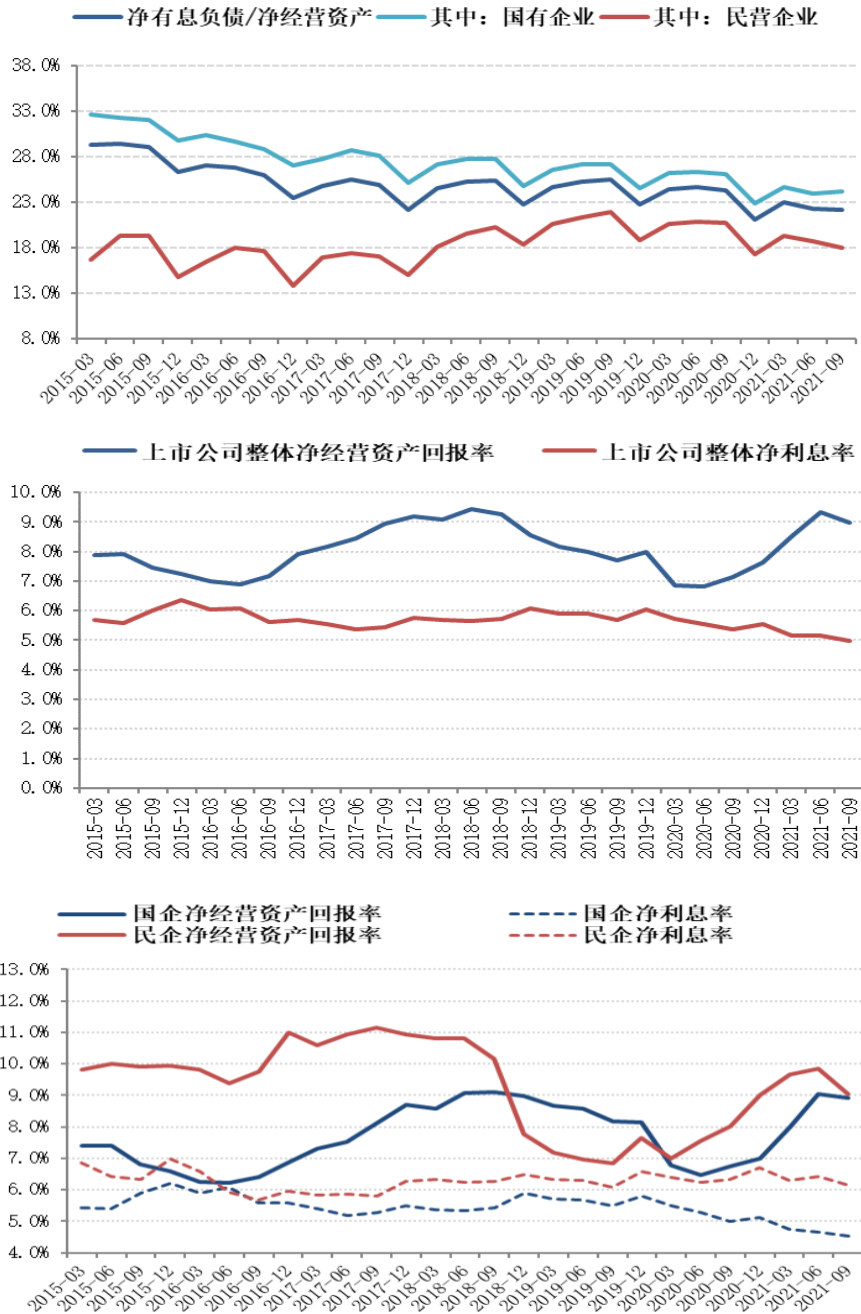
数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 15：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

第四部分：宏观基本面分析

4.1 新冠疫情现状

图 16：全球疫情及疫苗接种情况

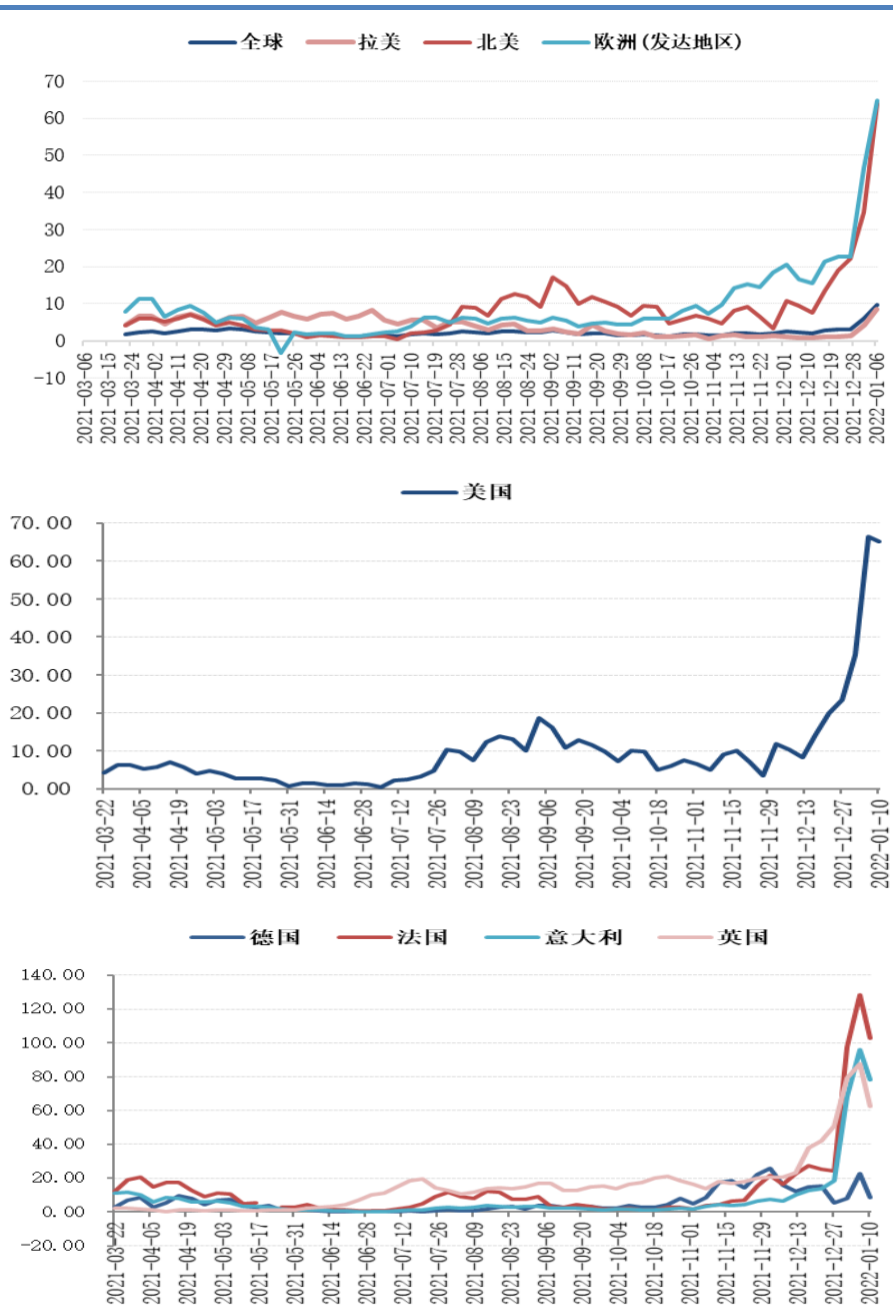
全球疫情分布_2022年1月10日

	确诊病例数 (百万)	死亡人数 (万人)	人口 (亿)	感染率(每百人 中感染人数)	死亡率(死 亡人数/确 诊人数)	疫苗接种率	
						接种疫苗人 数/总人口	完成两针人 数/总人口
全球	310.6	549.6	78.7	3.9	1.8%	59.3%	50.4%
欧洲(发达地区)	80.3	108.3	5.3	15.2	1.3%	73.7%	69.9%
北美	64.2	87.1	3.7	17.3	1.4%	75.3%	63.6%
拉美	49.6	156.3	6.6	7.6	3.2%	70.5%	60.2%
南亚	46.7	70.8	19.6	2.4	1.5%	59.3%	43.1%
西亚	20.2	19.4	2.8	7.3	1.0%	48.4%	43.0%
东欧	17.5	46.3	2.2	8.1	2.6%	46.5%	42.2%
东南亚	15.3	30.8	6.7	2.3	2.0%	63.5%	49.8%
非洲	10.1	23.0	13.7	0.7	2.3%	15.2%	9.9%
东亚	3.0	3.2	16.6	0.2	1.1%	86.6%	83.4%
中亚	1.5	2.3	0.7	2.1	1.5%	47.5%	34.0%
大洋洲	1.3	0.5	0.4	3.0	0.4%	61.3%	58.7%

	确诊病例数 (百万)	死亡人数 (万人)	人口(亿)	感染率(每百人 中感染人数)	死亡率(死 亡人数/确 诊人数)	疫苗接种率	
						接种疫苗人 数/总人口	完成两针人 数/总人口
中国	0.1	0.5	14.4	0.0	4.5%	87.4%	84.2%
日本	1.8	1.8	1.3	1.4	1.0%	80.2%	78.9%
韩国	0.7	0.6	0.5	1.3	0.9%	86.5%	84.1%
德国	7.6	11.4	0.8	9.0	1.5%	74.0%	71.4%
法国	12.3	12.6	0.7	18.2	1.0%	78.9%	74.6%
英国	14.7	15.0	0.7	21.5	1.0%	76.2%	70.0%
意大利	7.6	13.9	0.6	12.5	1.8%	81.1%	74.7%
美国	61.6	84.0	3.3	18.5	1.4%	74.3%	62.0%
印度	35.9	48.4	13.9	2.6	1.3%	63.8%	45.5%

数据来源:Our World In Data, 长江商学院投资研究中心

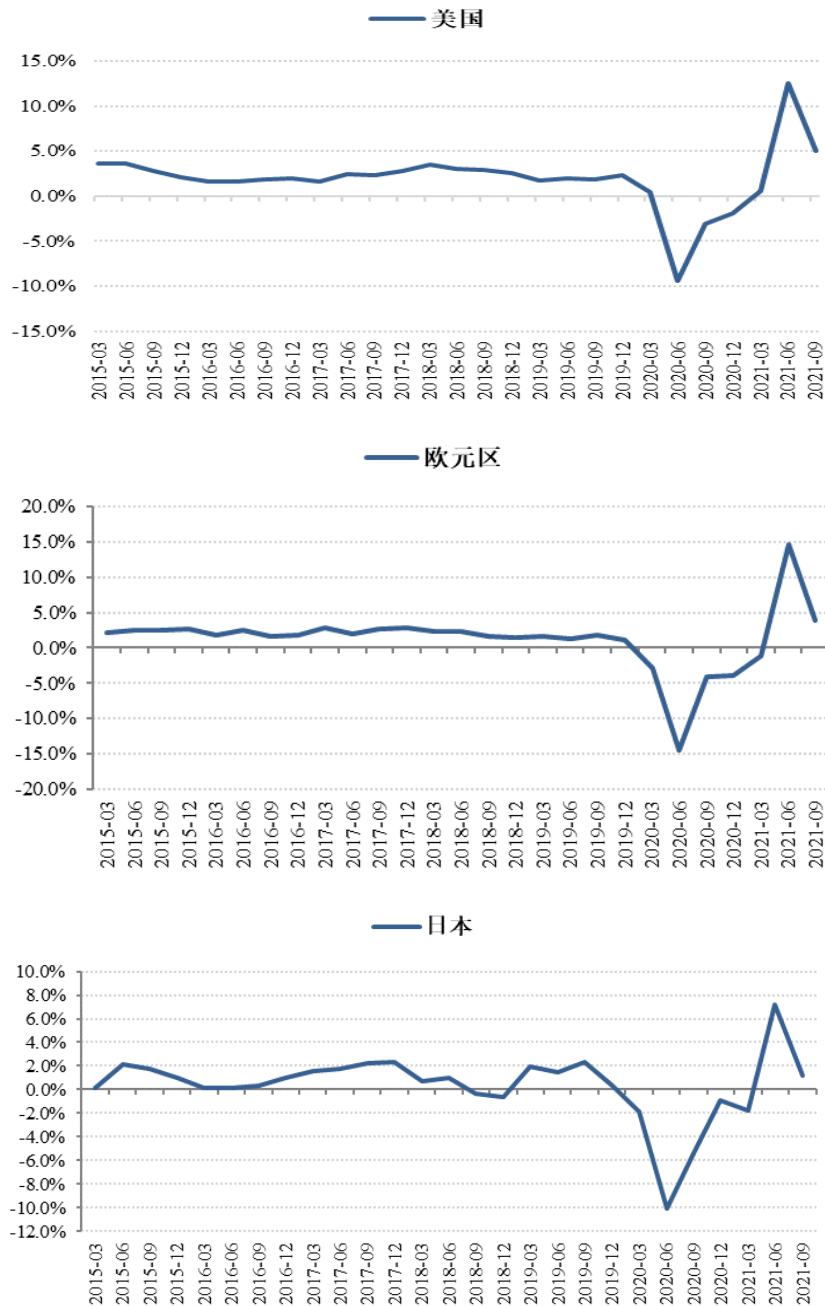
图 17：全球主要区域疫情增速：每 3 日新增病例数/万人口数



数据来源:Our World In Data, 长江商学院投资研究中心

4.2 全球经济复苏情况

图 18：主要国家 GDP 单季度值同比增速(剔除通胀)



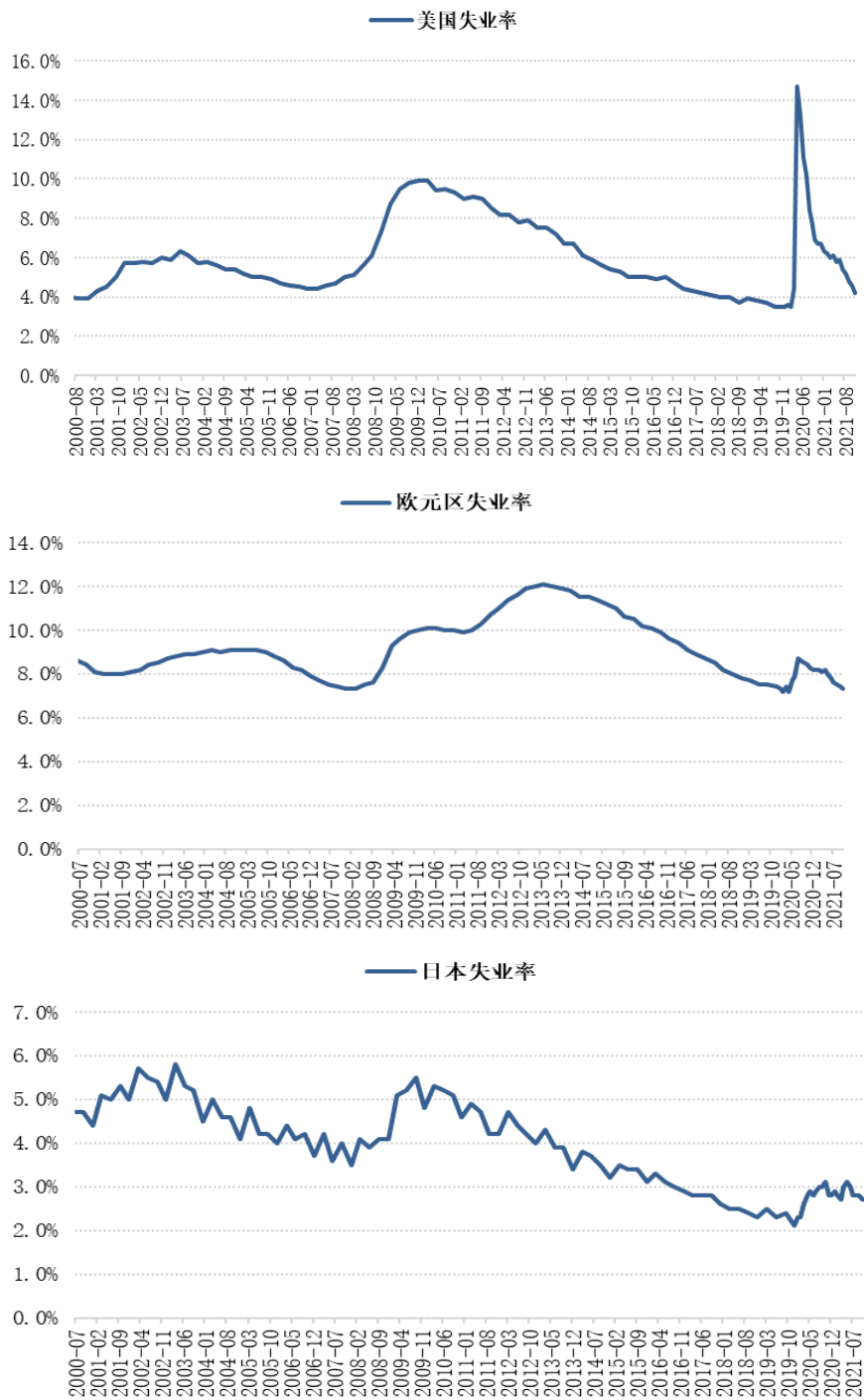
说明：为单独反映疫情对经济的影响，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。数据来源：长江商学院投资研究中心

图 19：失业率情况



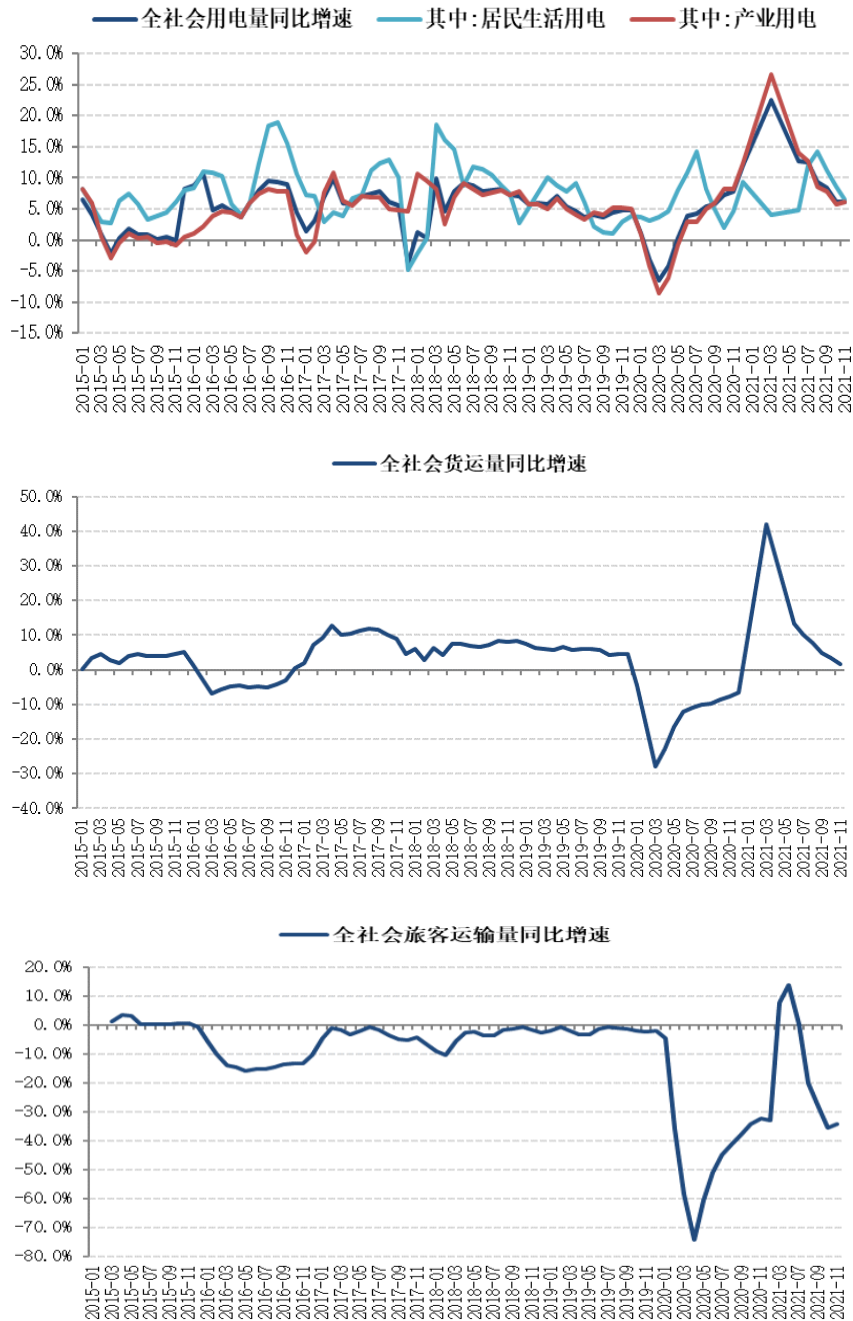
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 19：失业率情况(续)



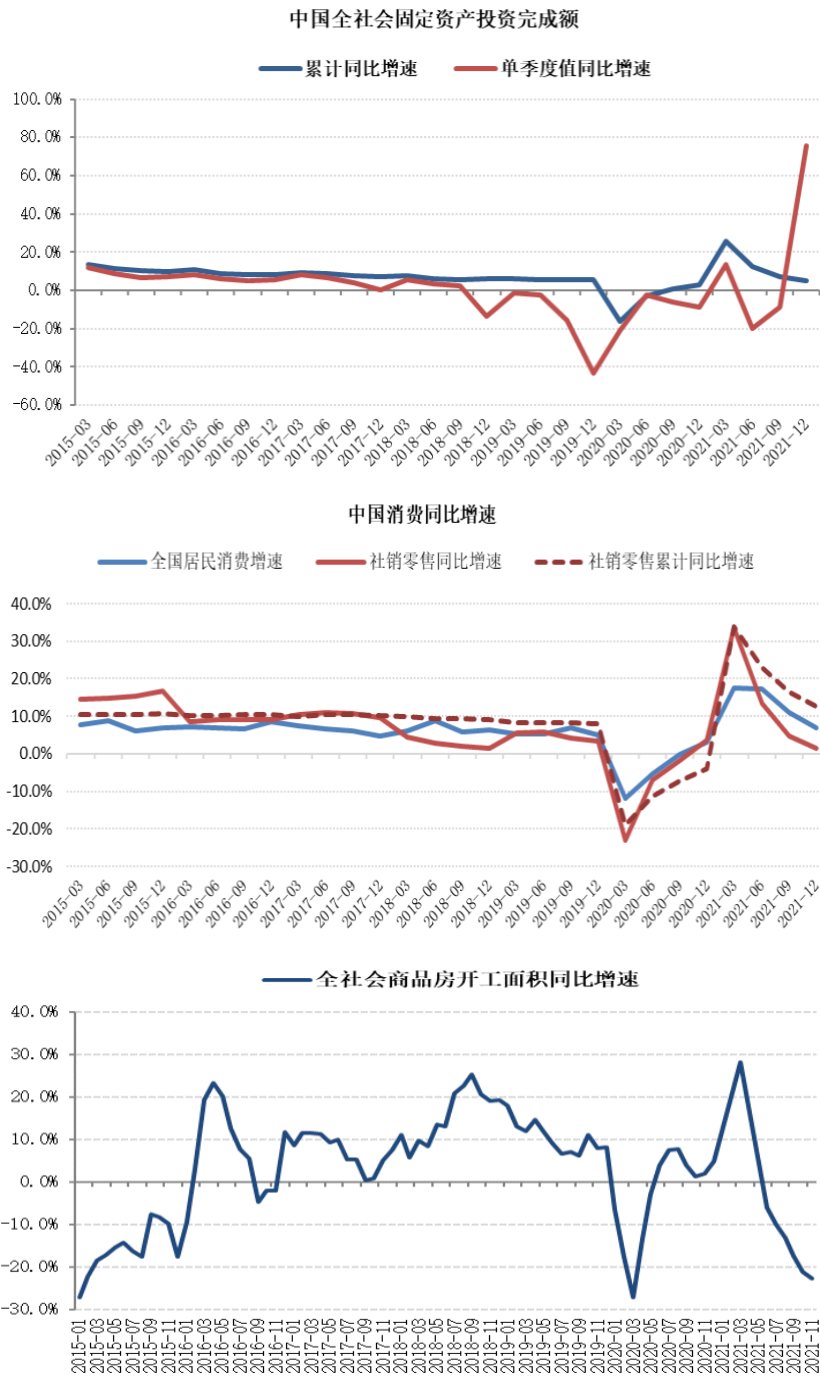
数据来源:Wind, 圣路易斯联储数据库, 长江商学院投资研究中心

图 20：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量单季度值同比增速



说明：所有增速是单季度值同比增速；数据来源：CEIC，长江商学院投资研究中心

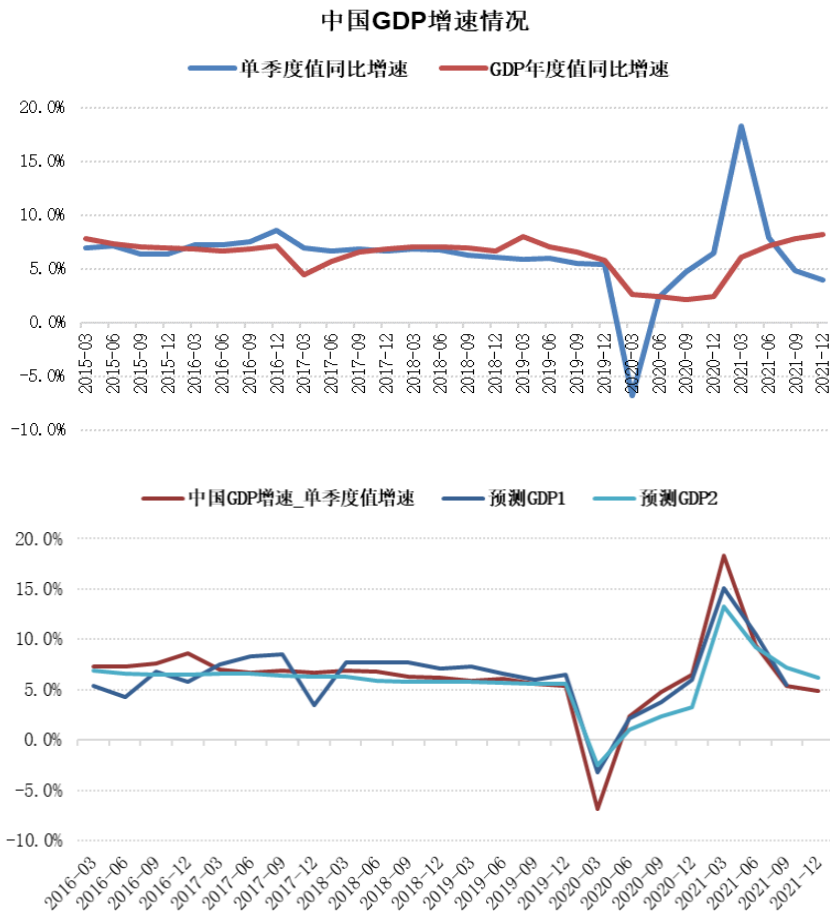
图 21：用相关指标预测中国 GDP 增速（截至 2021 年 12 月，均剔除通胀）



说明：全国居民消费增速用的是城乡住户一体化调查的居民消费数据计算的

数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 22：中国 GDP 增速及用相关指标预测值



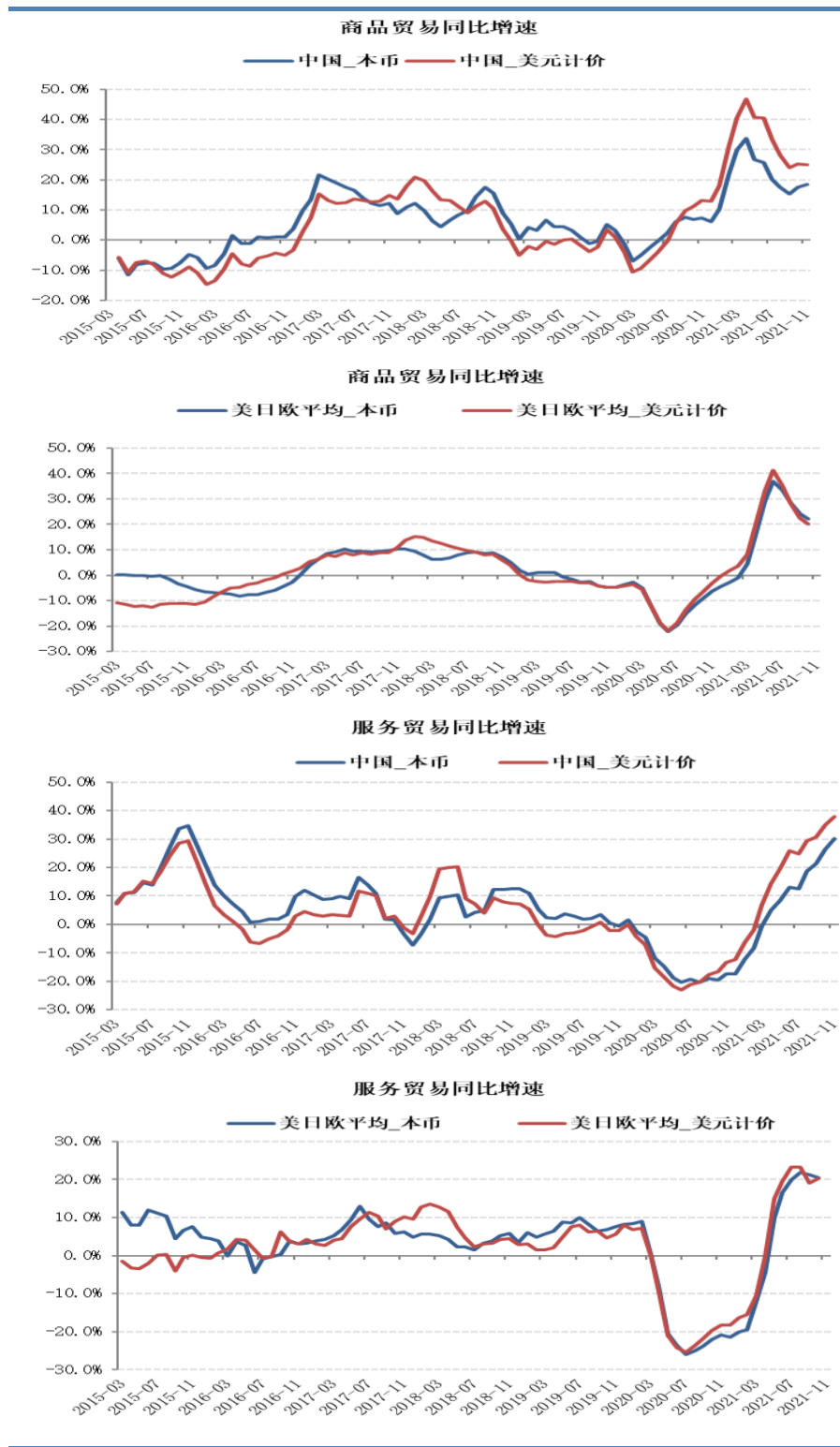
预测 1:用全社会用电量、货运量、旅客运输量、商品房新开工面积、新增社会融资量的增速预测 GDP 增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间的数据构建拟合方程。

预测 2: 用社销零售累计同比增速、以及固定资产投资累计同比增速预测 GDP 增速

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

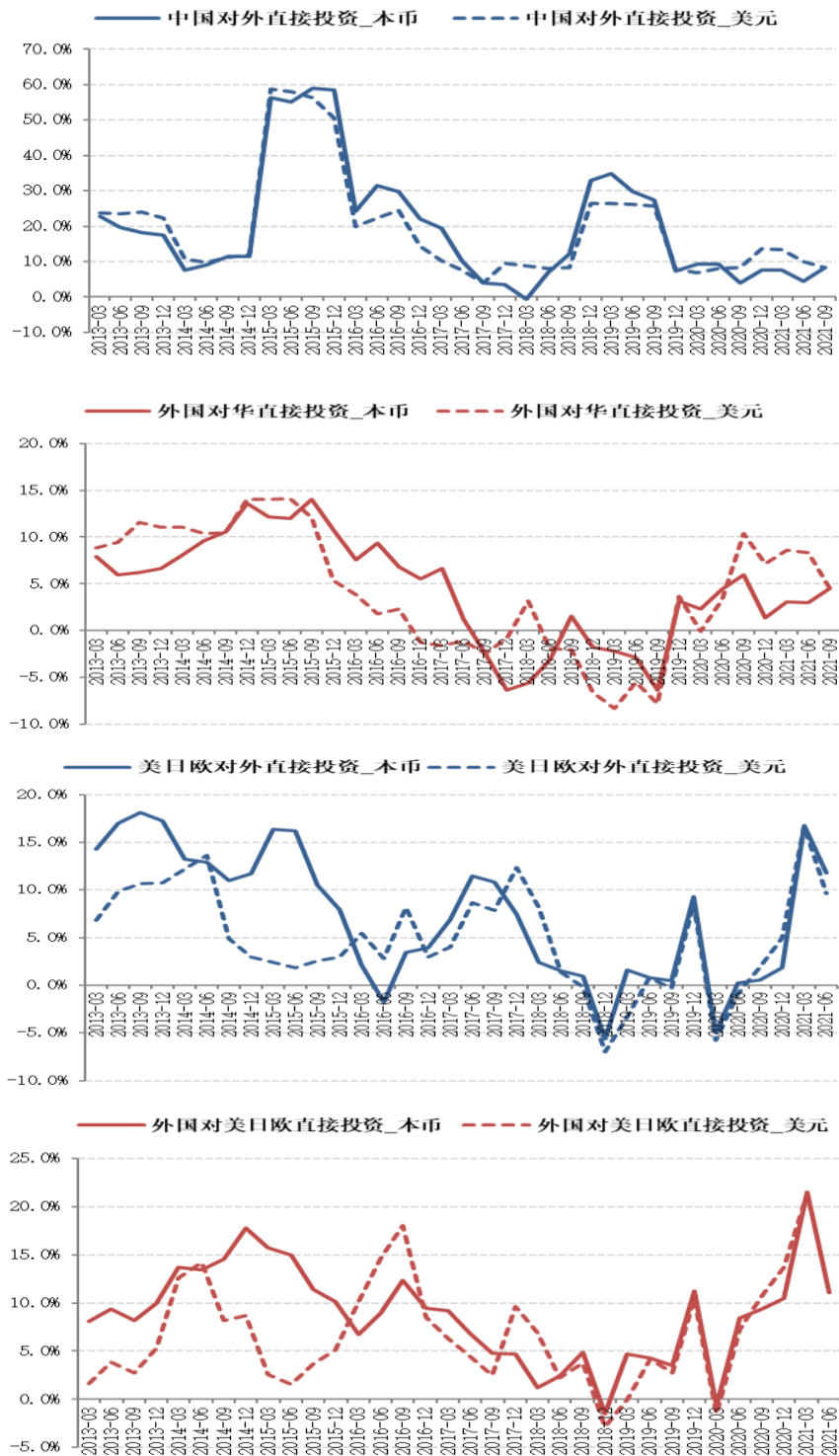
4.3 国际贸易和资本流动

图 23: 商品和服务贸易同比增速 (截至 2021 年 11 月)



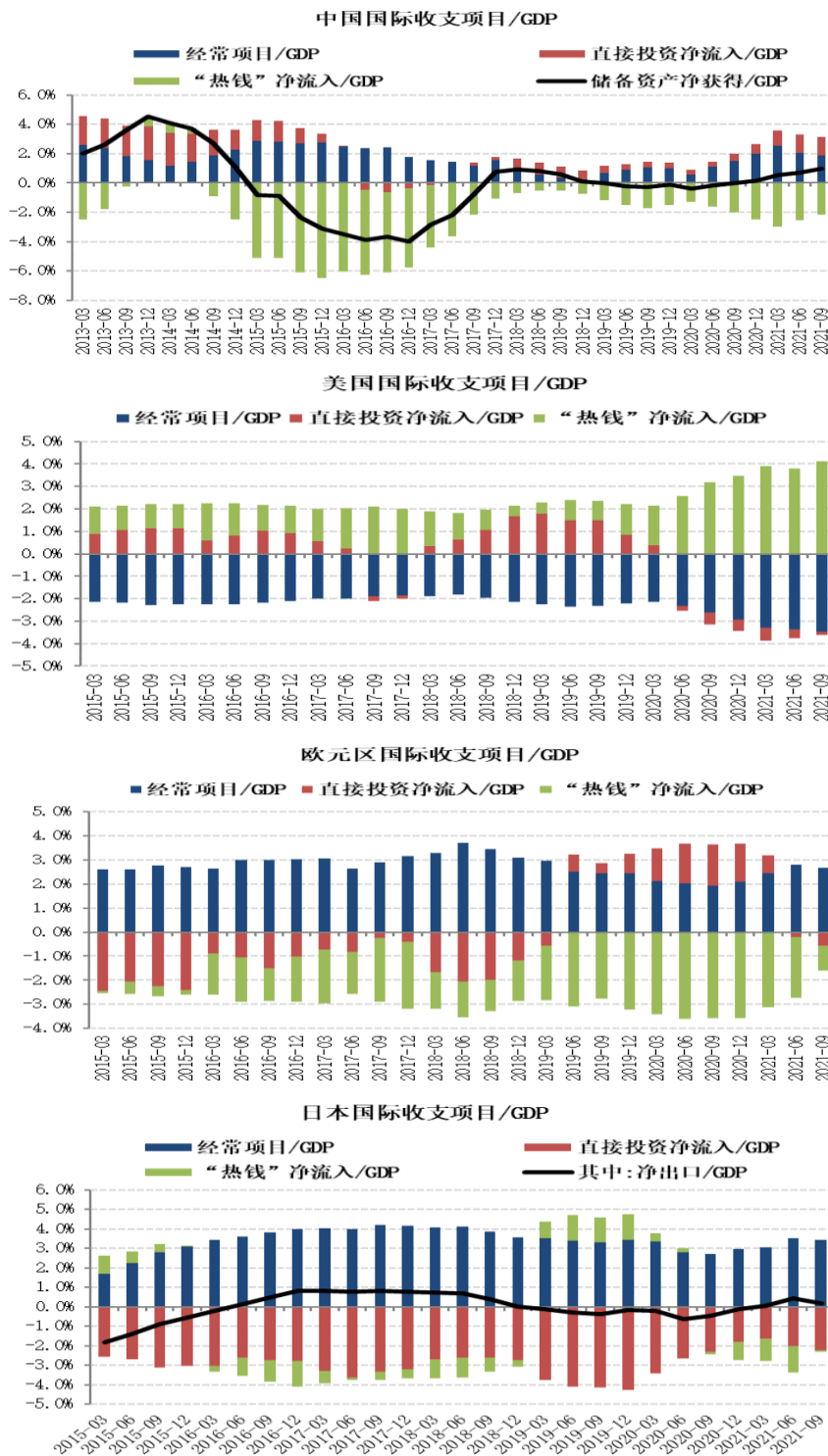
说明: 商品和服务贸易指进口和出口额之和。为单独反映疫情的冲击, 图中数字为单季度值同比增速。数据来源:Wind, 长江商学院投资研究中心

图 24: FDI 存量同比增速 (截至 2021 年 9 月)



数据来源: Wind, 长江商学院投资研究中心

图 25: 中国、美国、欧元区、日本国际收支（截至 2021 年 9 月）

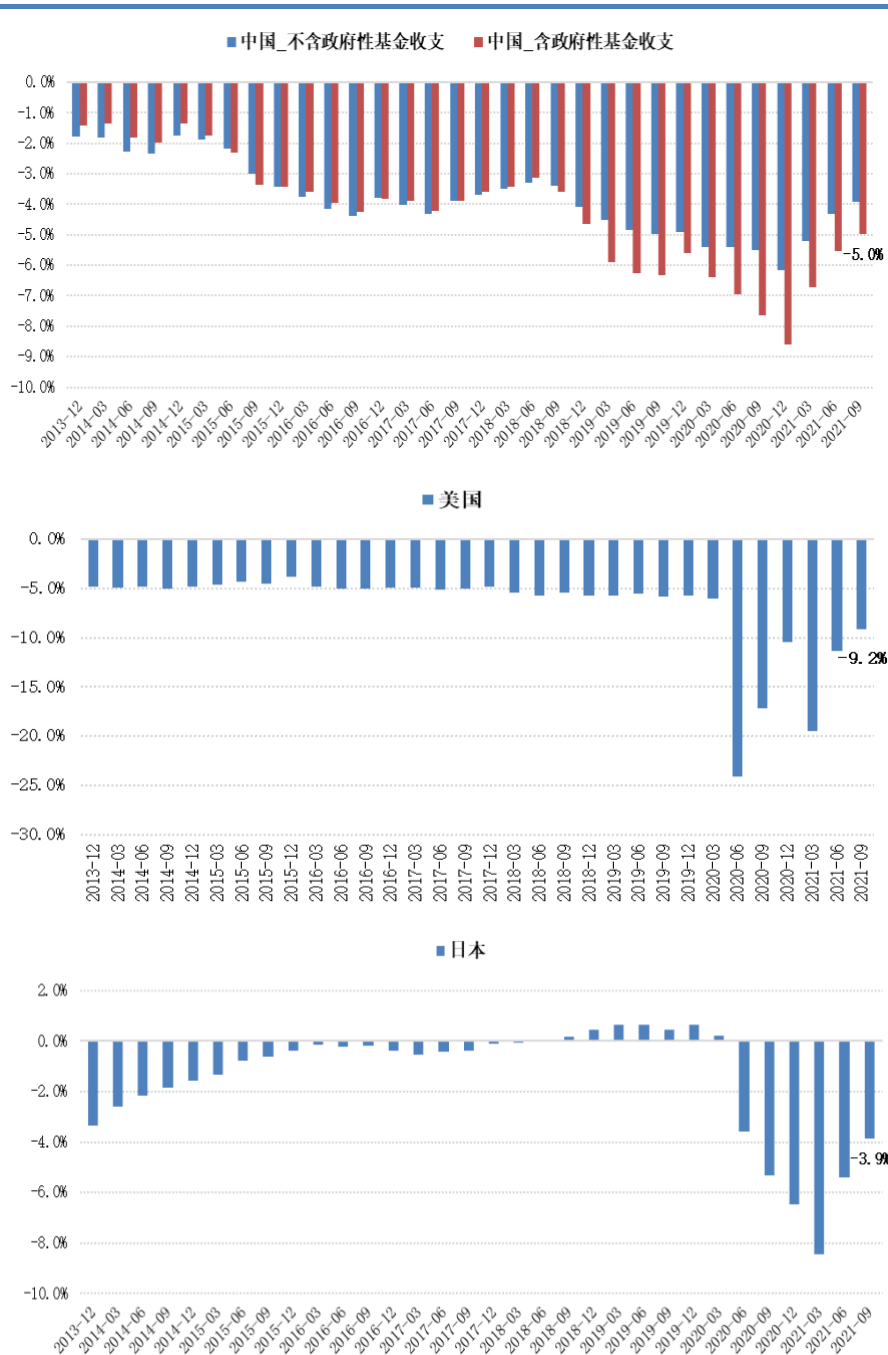


数据来源:Wind, 长江商学院投资研究中心

4.4 主要国家财政政策和货币政策

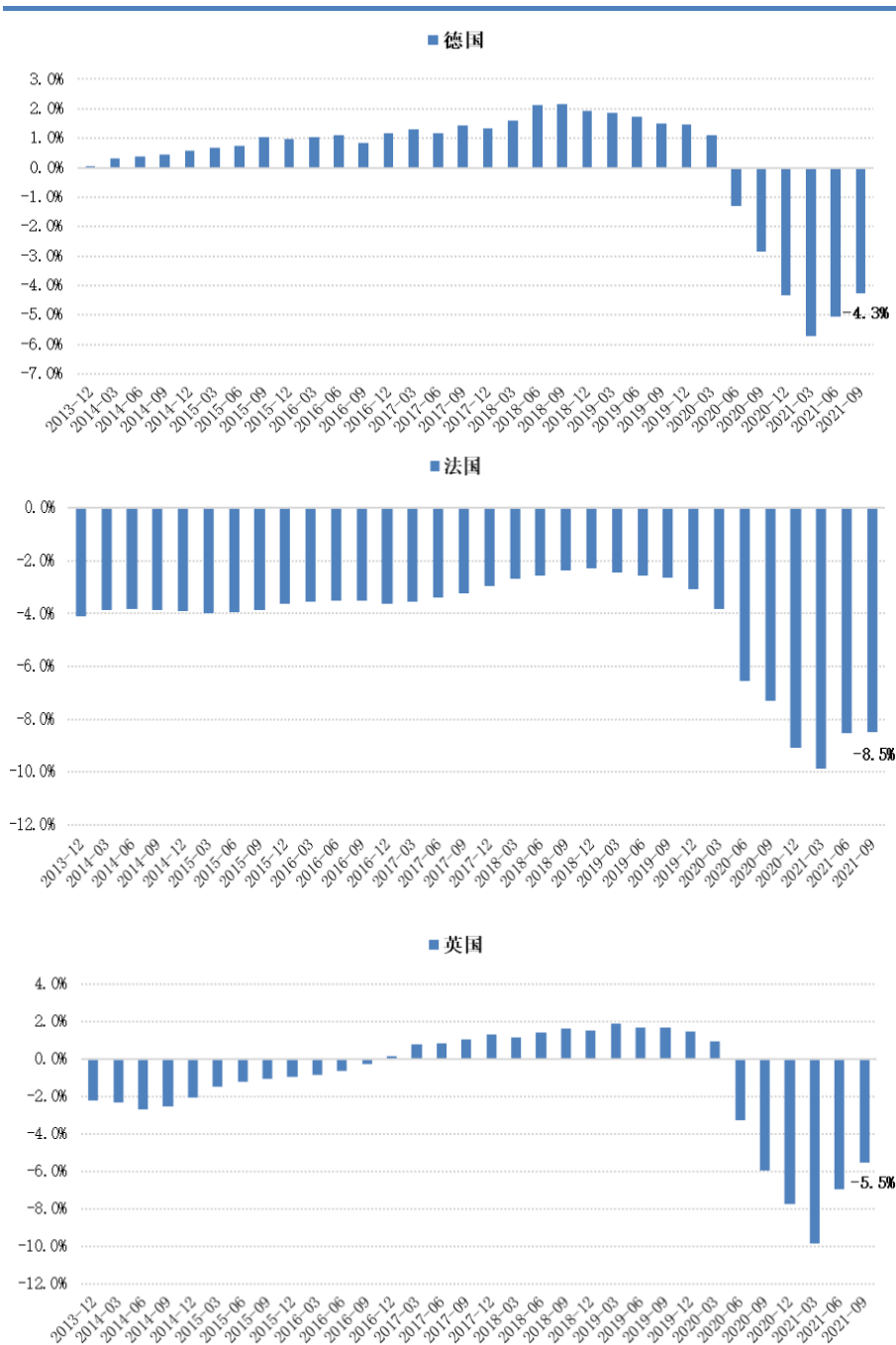
4.4.1 财政政策

图 26：2021 年 9 月各国财政赤字占 GDP 比重 (TTM)



说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

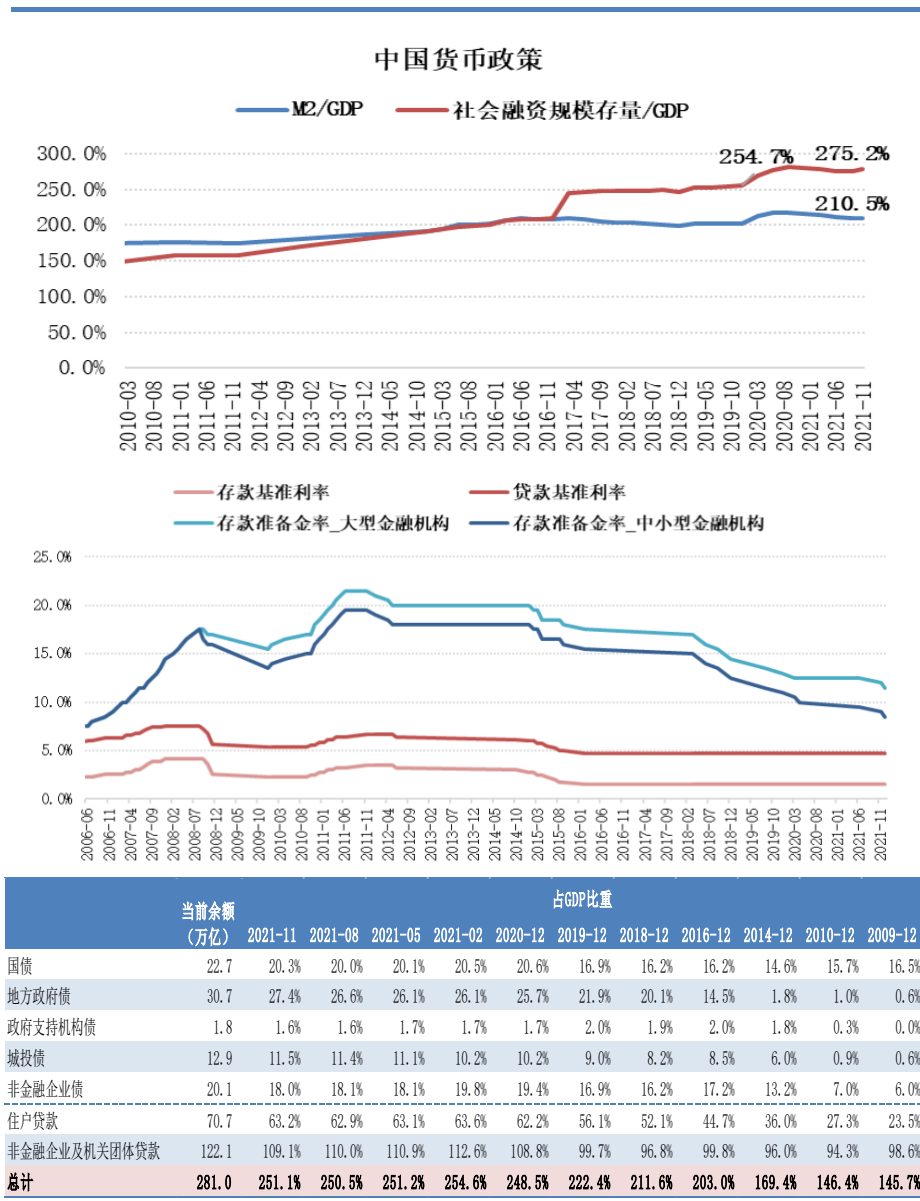
图 26：2021 年 9 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；数据来源：Wind, CEIC, 长江商学院投资研究中心

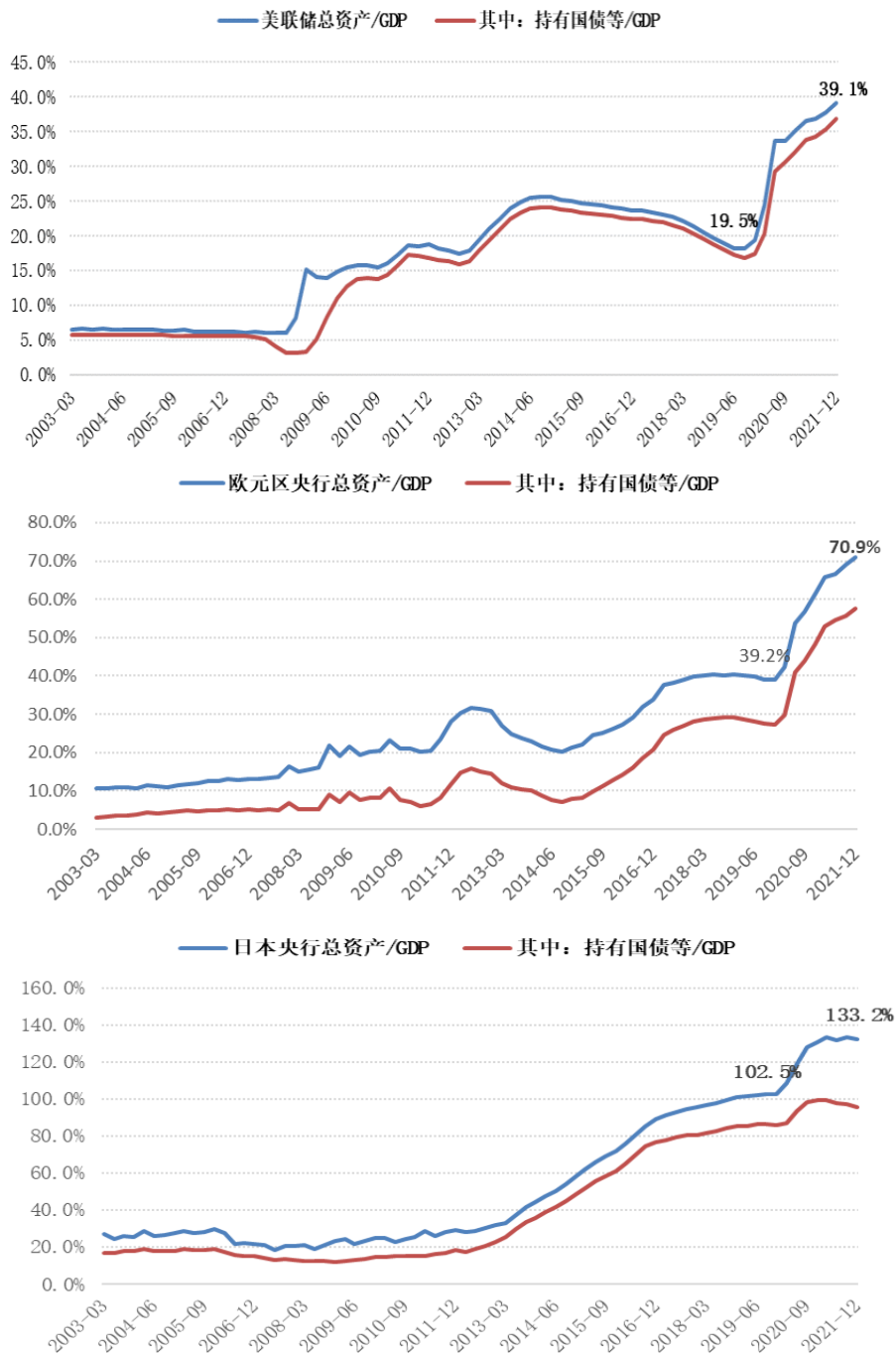
4.4.2 货币政策

图 27：2021 年 11 月人民银行基准利率水平和社会融资规模存量同比增速



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 28：美国、欧元区央行和日本央行货币政策



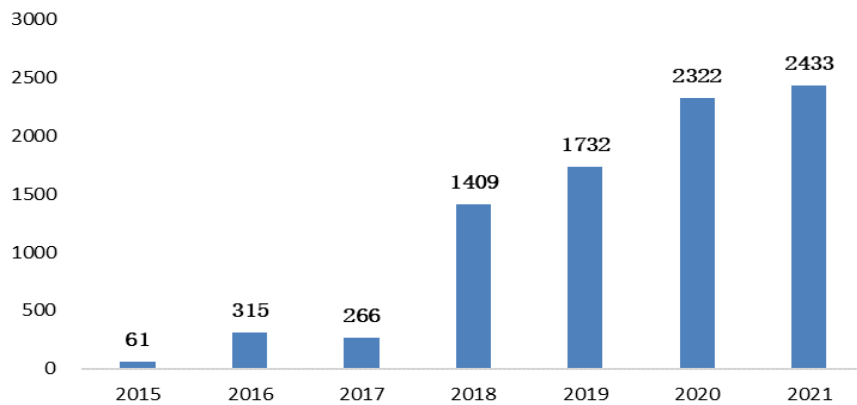
数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

4.5 中国债务水平

图 29:2021 年 12 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)				占GDP比重						
	2021-11	2021-08	2021-05	2021-02	2020-11	2020-08	2019-08	2018-08	2017-08	2016-08	
国债	22.7	20.3%	20.0%	20.1%	20.5%	20.4%	19.2%	16.6%	16.2%	16.3%	16.2%
地方政府债	30.7	27.4%	26.6%	26.1%	26.1%	26.1%	25.8%	22.3%	20.1%	17.6%	13.4%
政府支持机构债	1.8	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%
城投债	12.9	11.5%	11.4%	11.1%	10.2%	10.5%	10.4%	8.8%	8.2%	8.6%	8.5%
非金融企业债	20.1	18.0%	18.1%	18.1%	19.8%	19.5%	19.3%	16.8%	16.3%	16.5%	16.7%
住户贷款	70.7	63.2%	62.9%	63.1%	63.6%	62.9%	61.6%	55.5%	52.0%	48.8%	43.6%
非金融企业及机关团体贷款	122.1	109.1%	110.0%	110.9%	112.6%	110.4%	110.2%	101.1%	100.0%	101.2%	102.5%
总计	281.0	251.1%	250.5%	251.2%	254.6%	251.5%	248.2%	223.2%	215.0%	210.9%	203.0%

2021年1至8月发生违约情况与往年相比，亿元



债券数据统计范围参见附录，数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

第五部分：问卷调查背景及指标计算说明

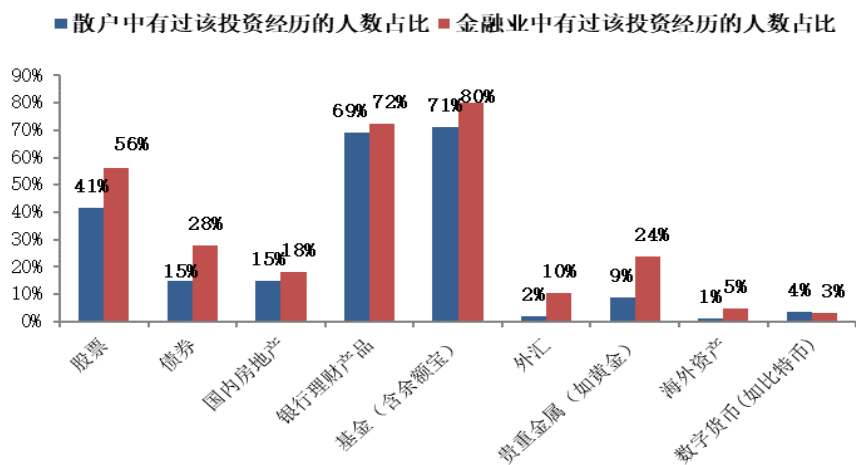
5.1 问卷调查的背景信息

图 1：本期间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	3.8%	14.6%	277	264	87	83
北京	3.6%	13.6%	258	241	82	76
广州	2.5%	9.4%	179	183	57	58
深圳	2.7%	10.4%	198	183	63	58
天津	1.4%	5.3%	101	168	32	53
重庆	2.5%	9.4%	179	166	57	53
成都	1.7%	6.7%	127	114	40	36
武汉	1.5%	5.9%	112	112	35	35
杭州	1.6%	6.1%	115	106	36	34
南京	1.5%	5.6%	106	110	33	35
青岛	1.2%	4.7%	89	94	28	30
长沙	1.2%	4.6%	87	89	27	28
西安	1.0%	3.8%	72	70	23	22
合计	26%	100%	1900	1900	600	601

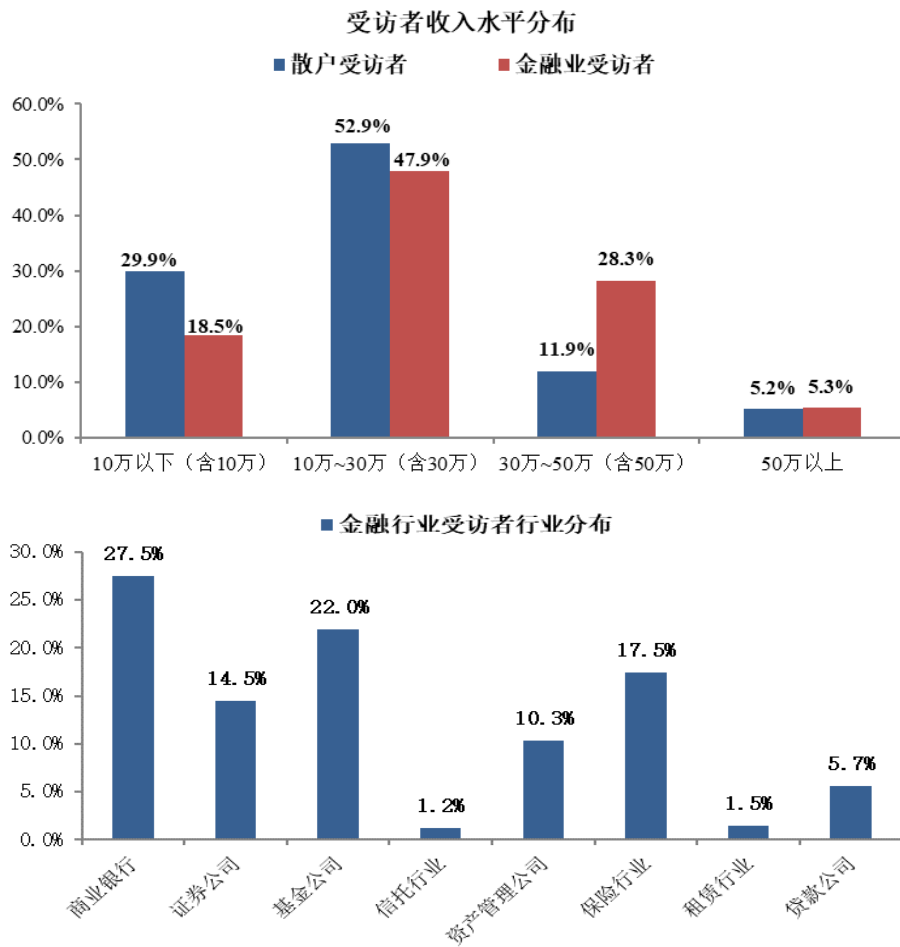
数据来源：长江商学院投资研究中心

图 2：受访者在过去一年的投资经历



数据来源：长江商学院投资研究中心

图 3：受访者的其他特征



数据来源：长江商学院投资研究中心

5.2 财政盈余/赤字占 GDP 比重

我国财政收支包括公共财政收支和政府性基金收支。国家统计局按月公布公共财政和政府性基金收支的累计值，我们先将每月的累计值转化成当月值，然后将连续 12 个月的收入和支出分别加总，这样每个月都可以得到一个财政收支的年度值。我们再以同样的方式将连续 4 个季度的 GDP 加总得到 GDP 的年度值，由于 GDP 按季度公布，每个季度中间两个月份取最近季度的 GDP 年度值。最后用折年后的财政赤字/盈余除以折年后的 GDP 值。美国以及其他国家的财政盈余/赤字占 GDP 比重，也是类似的处理。

5.3 考虑农民工的失业率估算

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

5.4 重要财务指标的计算说明

指标名称	计算说明/包含内容
总体说明	①所有指标，除分行业对比或特别说明外，均剔除了金融行业。②指标计算采用整体法。
周期调整市盈率	上市公司的盈利波动较大，会表现出一定周期性，因而在计算市盈率时通常要对盈利进行调整。作为分母的净利润是经过通胀调整的去5年的平均净利润，市值是经过通胀调整的当期市值。
营业收入增速	先将每只股票连续四个季度的营业收入相加，然后用整体法计算营业收入增速，保持前后期样本的一致性。增速剔除了通胀率。
ROE	先将每只股票连续四个季度的净利润和营业收入分别加总，然后用整体法计算ROE，保持分子和分母样本的一致性。
金融资产	货币资金、交易性金融资产、应收利息、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期应收款
有息负债	短期借款、交易性金融负债、衍生金融负债、应付利息、长期借款、应付债券、长期应付款、一年内到期的非流动负债
净经营资产	经营资产-经营负债
净有息负债	有息负债-金融资产
净经营资产利润率	息前税后利润/净经营资产
税后利息率	税后利息/净有息负债
负债率	净有息负债/净经营资产
权益融资	Δ 所有者权益+ Δ 应付股利-本期净利润
债权融资	Δ 净有息负债
投资支出	一般指 Δ 净经营资产 如果是考察企业投资及其所需资金来源，则投资支出需要如下调整：投资支出= Δ 净经营资产+ Δ 应付股利+本期净利润和经营现金流中应付项目差-本期净利润和经营现金流中应收项目差

5.5 上市公司行业分类说明

本研究采用的行业分类	包括的具体行业
农业	农业、林业、畜牧业、渔业、农林牧渔服务业
采矿业	煤炭开采和洗选业；石油和天然气开采业；黑色金属矿采选业；有色金属矿采选业；非金属矿采选业；开采辅助活动
建筑业	房屋建筑业；土木工程建筑业；建筑安装业；建筑装饰和其他建筑业
公用事业	电力、热力生产和供应业；燃气生产和供应业；水的生产和供应业
原材料制造	非金属矿物制品业；黑色金属冶炼及压延加工；有色金属冶炼及压延加工；金属制品业；石油加工、炼焦及核燃料加工业；橡胶和塑料制
化工医药	化学原料和化学制品制造业；化学纤维制造业；医药制造业
机械制造	电气机械和器材制造业；专用设备制造业；通用设备制造业；仪器仪表制造业
汽车	汽车制造业
铁路/航空航天	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
食品制造	农副食品加工业；食品制造业
酒/饮料制造	酒、饮料和精制茶制造业
纺织服装/家具/文体用品/印刷	纺织业；纺织服装、服饰业；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业；木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业；家具制造业；文教、工美、体育和娱乐用品制造业；造纸及纸制品业；印刷和记录媒介复制业
交通运输服务	运输业(铁路、道路、水上、航空、装卸搬运)
仓储/邮政	仓储业；邮政业
批发零售	批发业；零售业
住宿餐饮	住宿业；餐饮业
房地产	房地产业
金融	货币金融服务；资本市场服务；保险业；租赁业
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；信息传输、软件和信息技术服务
传媒	新闻和出版业；广播、电视、电影和影视录音制作业；文化艺术业；体育
专业服务	教育；研究和试验发展；专业技术服务业；卫生；科技推广和应用服务业；生态保护和环境治理业；机动车、电子产品和日用产品修理业；商务服务业
其他	其他制造业；废弃资源综合利用业；综合；公共设施管理业

5.6 中国债券余额统计

中国债券余额统计包括以下指标，其中，城投债数据来自 wind。

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

关于作者:

刘劲

哥伦比亚大学博士

长江商学院会计与金融学教授

投资研究中心主任

Email: jliu@ckgsb.edu.cn

陈宏亚

长江商学院投资研究中心研究员

Email: hychen@ckgsb.edu.cn