长江商学院
2023 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

2023 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主办的对资本市场投资人情绪和预期的调查。调查在全国 13 个重点城市展开，有效回收样本计划在 1500 份左右，其中，普通散户投资者 1000 份，金融行业从业人员 500 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。

长江商学院北京校区（总校）中国北京长安街 1 号东方广场东 3 座 3 层
邮政编 100738
M/ 86 186 1182 3676
T/861085188858-3237
www.ckgsb.edu.cn

引言与主要结论

全球资本市场在经历了 2022 年的共振下跌后，2023 年年初普遍迎来反弹：沪深 300 和上证综指 2022 年全年下跌 22%和 15%，2023 年年初至 4 月末，分别上涨 3.8%和 7.9%；恒生指数去年下跌 15.5%，今年上涨 1.4%。美国标普 500、日经 225、德国 DAX 和法国 CAC40 去年分别下跌 19.4%、9.4%、12.3%和 9.5%，今年分别上涨 7.7%、11.7%、14.6%和 14.8%。

本期投资者对股票市场的预期反映了资本市场的变化，与 2022 年 10 月份相比，本期受访者对 A 股的预期明显提高，约 74.3%的受访者认为 A 股会上涨(散户和金融业分别为 68.3%和 87.8%)，比上期提高 10.2 个百分点(散户和金融分别提高 13.6 和 6.3 个百分点)。自 2021 年 4 月开始，投资者对港股的预期不断好转，本期，投资者继续上调对港股的预期。约 61.2%的受访者认为港股会上涨(散户和金融业分别为 54.4%和 76.5%)，比上期上升了 9.9 个百分点(散户和金融业分别上升了 10.4 和 11.6 个百分点)。本期，投资者对股票和股票型基金的投资意愿大幅提高，愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 63.3%(散户和金融业分别为 62.2%和 65.8%)，比上期提高 21.7 个百分点(散户和金融业分别提高 16.8 和 31.2 个百分点)。

与股票预期回暖相反，本期投资者对房地产的预期整体延续了之前的悲观。从 2020 年 8 月至今，散户对房地产的预期呈下降趋势，金融业受访者对房价的预期比散户乐观，本期也下调了预期。本期约 52.7%的投资者认为未来房价会上涨(散户和金融业分别为 40.9%和 79.3%)，比上期下降 8.8 个百分点(散户和金融业分别下调了 8.8 和 4.2 个百分点)。愿意投资房地人数自 2020 年 8 月以来持续大幅下降，本期净增加人数占比为-27.3%(散户和金融业分别为-26%和-30.3%)。

从 2021 年 9 月到 2022 年 10 月，投资者对经济增长的预期整体呈现下降趋势，本期这种情绪有所缓解，但仍低于 2021 年 9 月的预期。本期，约 59.4%的投资者认为未来 GDP 增速能够超过 5%(散户和金融业分别为 55.9%和 67.3%)，比上期提高了 2.5 个百分点(散户和金融业分别提高了 3.7 和 1.5 个百分点)，比 2021 年 9 月下降了 3.2 个百分点(散户和金融业分别下降了 4.8 和 1.4 个百分点)。

投资者对经济增长的预期略高于经济的实际表现。2022 年的新冠疫情在很大程度上抑制了我国的消费和投资需求，今年年初，我国消费和投资得到一定

释放，但目前增长的恢复情况仍然不容乐观。如果比较单季度扣除通胀后的同比增长情况，2021 年一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.5%，2022 年一季度增长 1.9%，2023 年一季度增长 4.9%；固定资产投资 2021 年一季度增长 13.8%，2022 年一季度增长 7.8%，2023 年一季度增长 1.5%。表现最为疲软的是房地产行业，自 2021 年 4 月份以来，商品房开工面积同比增速持续下滑，于 2021 年末落入负增长区间，2022 年四季度同比下降 44%，2023 年一季度有所缓和，仍同比下降 19%。

A 股上市公司的表现从侧面印证了疫情后的经济复苏并非一帆风顺。从 2021 年三季度至 2022 年三季度，我国非金融类 A 股上市公司营业收入(TTM 值)扣除通胀后的增速从 17.7%下滑至 0.4%，四季度大幅反弹，2023 年一季度同比增长 12.2%。但是，上市公司的盈利能力却不太乐观，净利润(TTM 值)扣除通胀后的同比增速从 2022 年 6 月开始落入负增长区间，2023 年一季度同比下降 5.8%，净经营性资产回报率(ROIC)从 2021 年末的 8.3%下降至目前的 7.2%，净资产回报率(ROE)从 9.4%下滑至 8.3%。上市公司中，民营企业利润的下滑更为严重，从 2021 年年中至 2023 年一季度，民营企业净利润(TTM 值) 扣除通胀后的同比增速从 20%下降至-20%，净经营性资产回报率从 8.6%下滑至 6.5%，净资产回报率从 9.2%下滑至 6.7%。

较低的通胀率也反映出当下我国需求的不足。PPI 自 2021 年 10 月份以来一直在下降，到 2022 年 10 月已经落入至负增长区间。CPI 增速也不高，2022 年全年增长 1.8%，扣除能源和食品的核心 CPI 更低，只有 0.5%。进入 2023 年，通胀率仍在下降，截至 2023 年 3 月，PPI 同比下降 2.5%，CPI 和核心 CPI 同比增长 0.8%和 0.5%。

为应对需求的不足，我国加大了财政和货币政策的力度。2021 年末至今，包含公共财政和政府性基金在内的财政赤字占 GDP 比重从 5%扩大至 7.6%，大型和中小型金融机构的准备金率下调 1.3 个百分点至 10.8%和 7.8%，人民币贷款加权平均利率下降 0.6 个百分点至 4.6%，其中，个人住房贷款利率下调 1.4 个百分点至 4.3%。但目前融资增速尚未见明显提升，截至 2023 年一季度，社会融资存量同比增速约 10.3%，比 2022 年略高(9.8%)，与 2021 年的水平差不多。

2022 年，西方国家由于在新冠疫情中对经济的过度刺激经历了历史性的高通胀。在高通胀压力下，美联储于 2022 年 3 月启动了加息进程，其他央行紧随其后，一年之内，美国一年期国债收益率从近乎为零提高至 4.8%，欧元区 1 年期国债收益率早在 2015 年就已经落入负区间，目前也已经提高到 2.9%。高通胀和不断攀升的利率使经济下行压力巨大。本年初在美国不断出现的银行倒

闭现象体现了快速加息带来的风险。

全球商贸增长同样乏力。将各国商品和服务贸易按本国货币计价并扣除本国通胀后，从 2021 年至今，我国商品贸易增速从约 20%下降至 4.9%，美国、日本和欧元区的商品贸易增速从约 20%下降至-0.1%。我国服务贸易增速从约 30%下降至 9%，欧美日服务贸易增速从 20%下降至 13%。

当前，我国经济迎来了疫情后的反弹，但发展的阻力仍然很大，既有国内的原因，也有国际的原因。就国内因素而言，与两方面的信心不足有关。第一个是消费者信心不足，这很大程度上源于对失业的担忧和收入增长乏力。根据国家统计局公布的信息，尽管城镇调查失业率整体上保持稳定，但是青年(16~24 岁)失业率自 2018 年以来一直在上升，2018 年青年失业率约 10%，2020 年提高到 12.3%，2021 年约 14.3%，到 2023 年 4 月份已经达到 20%。央行《城镇储户问卷调查》的结果也反映出就业形式日趋严峻，从 2018 年一季度到 2023 年一季度，就业感受“形势严峻、就业难或看不准”的占比从 32%提高到 41.2%，就业感受“一般”和“形势较好、就业容易”的占比从 68 下降到 59%。与此同时，城镇居民可支配收入的同比增速则从 8.3%下降到 3.6%。

对就业和收入的担忧提高了居民的储蓄意愿，根据央行发布的《城镇储户问卷调查》，2018 年末，倾向于“更多储蓄”的居民占比约 42.5%，到 2022 年末达到 61.8%，2023 年一季度略下降至 58%，同一时间，我国住户存款持续上升，同比增速从 7.6%提高到 18%。

第二个是民营企业信心的恢复尚需时日。在过去 3 年中，我国企业，特别是民营企业同时承受着来自国内政策调整和国际环境两方面的巨大压力。自 2021 年以来，我国进行了一系列重大的政策性调整，包括房地产行业的“三条红线”、教培行业的整顿、互联网平台的反垄断，而这些行业都是民营企业相对集中的地方。其次，18 年以来的宏观去杠杆政策也对民营企业的融资能力带来了很大的挑战。

另一方面，以美国为首的西方对我国在贸易方面的限制力度有所加强，在从我国出口至美国的商品中，约 67%被加征关税，部分商品的关税税率达到 25%。民营企业在我国商品出口中的占比高达 60%，贸易战给我国制造业、特别是民营企业产生一定冲击。

内需的不足、民营企业的困境以及我国与西方国家的关系也引起了投资者的高度关注。我们询问了投资者“对投资影响最大的议题是什么”，排在第一位的是如何提高创新能力，约 53.8%的受访者选择了该项，比上期提高 5 个百分点。排在第二位的是如何保持民营企业的地位，约 48.8%的受访者认为这很

重要，比上期提高 13.8 个百分点。排在第三位的是我国与西方国家以及美国的关系，约 46%的受访者认为这很重要，比上期提高 4 个百分点。排在第四位的是扩大内需，约 45%的受访者认为很重要，比上期提高 3.6 个百分点。

因此，我们的调查和研究发现，要想实现经济的全面反弹，有两个关键因素：一是真正稳住房地产。2022 年下半年以来，政府对房地产行业的监管已经有所放松，出台了包含“金融十六条”等多条利好政策。但目前来看还需要加强政策的力度和落地能力。由于地产是支柱产业，稳不住地产就很难稳住经济的大盘。二是提振民企和消费者的信心。由于民企在经济增长、创新、就业中起到过半的贡献，民企不兴经济的大盘就不可能向好，经济不好老百姓的收入就无法提高，消费者也就自然没有信心。2023 年政府在两会上充分肯定了民营企业的重要性，强调了坚持“两个毫不动摇”和“三个没有变”。在我们询问受访者如何提高民企的信心时，约 70%的受访者认为应该加强宏观政策的连贯和稳定性，约 56%的受访者认为应该加强对私有产权的保护，约 52%的受访者认为应该在文化和舆论领域保护民营企业家，只有不到 3%的受访者认为民营企业不需要特殊的鼓励。

第一部分：投资者情绪指数

2022年，全球许多国家都经历了历史性的高通胀：美国PPI全年增长6.9%，CPI 增长 6.5%，扣除能源和食品的核心 CPI 也达到了 5.7%；欧洲通胀率更高，德国和法国 PPI 分别上涨 21.6%和 20.7%，CPI 上涨 9.6%和 5.9%，核心 CPI 上涨 5.4%和 4.2%；就连长期饱受通缩困扰的日本，2022 年也经历了近几十年来罕见的较高通胀率，PPI 全年增长 10%，CPI 和核心 CPI 增长 4%。

实际上本轮通胀自 2021 年下半年就已经开始。新冠疫情导致全球供应链中断，造成部分商品供不应求。能源作为重要的大宗商品，其价格变动会影响到其他商品和服务的成本。2022 年年初的俄乌冲突，进一步激化了能源危机。以原油为例，疫情爆发初期，强管控措施导致全球原油需求和产量下降。根据美国能源署(EIA)和世界银行提供的数据，疫情爆发前，全球原油日均产量约 1 亿桶，2020 年下滑至约 0.9 亿桶，直至 2022 年三季度末，产量才恢复至疫情前水平。需求的恢复早于产量，国际原油价格在 2020 年一度从每桶 60 美元跌至 20 美元，到 2021 年一季度末价格已经恢复至疫情前水平。2021 年二季度开始，各国逐渐放松对疫情的管控，全球能源价格快速上涨，从 2021 年 3 月至 2022 年 8 月，原油价格上涨了 50%，澳大利亚煤上涨了 3.3 倍，天然气价格指数上涨了近 6 倍。疫情和俄乌冲突也导致全球粮食价格上涨，这段时间，全球食品价格指数上涨了 18%。除大宗商品价格影响外，欧美国家为了应对疫情危机而实施的超宽松财政和货币政策也是刺激通胀的重要因素。

此轮高通胀，欧洲情况比美国严重，这是因为欧洲对能源的进口依赖度(净进口÷总消费量)相当高，欧洲对原油和天然气的进口依赖度大多在 70%以上，俄罗斯是其重要的贸易伙伴，在欧洲进口的原油和天然气中(含管道和 LNG)，来自俄罗斯的比重分别约 30%和 39%。美国虽然是能源消费大国，但也是重要的能源生产国，美国的原油进口依赖度只有约 15%，在天然气方面更是净出口国。俄乌冲突导致欧洲中断了与俄罗斯的能源贸易，出于运输成本的原因，国际天然气的交易具有较强的区域性，从 2021 年 3 月至 2022 年 8 月，美国天然气价格上涨了 2.4 倍，欧洲天然气价格上涨了 10 倍。

为了缓解欧洲的天然气危机，美国减少了向亚洲地区的供应，加大了对欧洲的出口，2021 年，在美国出口的液化天然气中，出口到欧洲的比例只有 28%，2022 年提高到 62%。2022 年，欧洲遇上了历史罕见的“暖冬”，再加上全球原油产量的恢复，从 2022 年四季度开始，大宗商品价格开始回落，但目前仍然处于高位。截至 2023 年 4 月，食品类大宗商品价格比 2019 年末高出 49%、原

油高出 30%、澳大利亚煤和欧洲天然气高出近 2 倍。

在高通胀压力下，美联储于 2022 年 3 月启动了加息进程，其他央行紧随其后，一年之内，美国一年期国债收益率从近乎为零提高至 4.8%，欧元区 1 年期国债收益率早在 2015 年就已经落入负区间，目前也已经提高到 2.9%。

大宗商品价格的回落以及利率的提高，一定程度上缓解了通胀压力，PPI 增速大幅下降，截至 2023 年 3 月，美国 PPI 同比增长-1%，德国 7.5%、法国 13%、日本 7.2%。CPI 和核心 CPI 同比增速仍然较高，美国分别增长了 5%和 5.6%，德国分别为 7.8%和 5.9%，法国分别为 5.7%和 4.6%，日本分别为 3.3%和 3.2%。

高通胀和不断攀升的利率使消费者和企业持续承压，特别是企业，需要承受来自大宗商品价格上涨带来的原材料成本上升、CPI 提高带来的工资成本上升，以及加息导致的信贷成本上升三重风险，经济下行压力巨大，美国的情况比欧洲略好。2022 年美国 GDP 全年增长 2.1%，2023 年一季度同比增长 2%；法国 2022 年增长 2.6%，2023 年一季度同比增长 0.83%；德国 2022 年增长 1.8%，尚未公布一季度情况；日本 2022 年增长 1%，2023 年一季度同比增长 1.3%。

与国外相比，我国的情况非常不同。近三年来，我国企业同时承受来自自然(疫情)、国际环境和国内政策调整三方面的巨大压力，这在相当程度上抑制了我国的投资和消费需求，因此，与欧美身处高通胀风险相反，我国的通胀水平在低位运行。2022 年，我国 PPI 全年下降 0.7%，CPI 增长 1.8%，核心 CPI 增长 0.5%，GDP 全年增长 3%。

2022 年下半年以来，政府对房地产行业的监管有所放松，出台了包含“金融十六条”等多条利好政策，2023 年初，投资和消费需求得到一定释放。但是，与 2021 年相比，目前的恢复情况尚未达到预期。如果比较单季度扣除 CPI 后的同比增长情况，2021 年一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.5%，2022 年一季度增长 1.9%，2023 年一季度增长 4.9%；固定资产投资 2021 年一季度增长 13.8%，2022 年一季度增长 7.8%，2023 年一季度增长 1.5%。表现最为疲软的是房地产行业，自 2021 年 4 月份以来，商品房开工面积同比增速持续下滑，于 2021 年末落入负增长区间，2022 年四季度同比下降 44%，2023 年一季度虽然有所恢复，但仍同比下降 19%。GDP 增速与上述指标表现基本一致，2021 年一季度增长 18.7%，2022 年一季度增长 4.8%，2023 年一季度增长 4.5%。

A 股上市公司的表现从侧面印证了疫情后的经济复苏并非一帆风顺。从 2021 年三季度至 2022 年三季度，我国非金融类 A 股上市公司营业收入(TTM 值)扣除 CPI 后的增速从 17.7%下滑至 0.4%，四季度大幅反弹， 2023 年一季度同比增长 12.2%。但是，上市公司的盈利能力却不太乐观，净利润(TTM 值)扣除

通胀后的同比增速从 2022 年 6 月开始落入负增长区间，2023 年一季度同比下降 5.8%，ROIC 从 2021 年末的 8.3%下降至目前的 7.2%，ROE 从 9.4%下滑至 8.3%。上市公司中，上市公司中，民营企业利润的下滑更为严重，从 2021 年年中至 2023 年一季度，民营企业净利润(TTM 值) 扣除通胀后的同比增速从 20%下降至-20%，ROIC 从 8.6%下滑至 6.5%，ROE 从 9.2%下滑至 6.7%。

再来看全球股市的表现，2022 年，由于全球经济普遍放缓，全球各大股指共振下跌：上证综指全年下跌 15.1%，沪深 300 下跌 22%，恒生指数下跌 15.5%，美国标普 500 下跌 19.4%，日经 225 下跌 9.4%，德国 DAX 下跌 12.3%，法国 CAC40 下跌 9.5%，只有英国富时 100 上涨 0.9%。2023 年初，尽管欧美通胀仍处于高位，但能源和粮食类大宗商品价格连续下降，通胀率有所缓解，特别是中国解除封控所带来的对经济大幅反弹的预期，给绝望的资本市场注入一丝希望，全球股市“涨声一片”，2023 年 1 至 4 月，上证综指上涨 7.9%，沪深 300 增长 3.8%，恒生指数上涨 1.4%，标普 500 上涨 7.7%，日经 225 上涨 11.7%，德国 DAX 和法国 CAC40 上涨 15%，英国富时 100 上涨 4.4%。

受资本市场回暖影响，与 2022 年 10 月份的调查相比，本期受访者对 A 股乃至港股的预期都明显提高，加大了对股票和股票型基金的投资意愿。对房地产的预期继续保持悲观，愿意投资房地产的人数明显小于希望减少的人数。从 2021 年 9 月到 2022 年 10 月，投资者对经济增长的预期整体呈现下降趋势，本期这种情绪有所缓解，但仍低于 2021 年 9 月的水平。自疫情爆发以来，投资者的避险情绪逐渐增强，愿意投资黄金的人数越来越多，本期延续了这个趋势。具体情况如下：

本期，投资者对 A 股的预期明显提高，约 74.3%的受访者认为 A 股会上涨(散户和金融业分别为 68.3%和 87.8%)，比上期提高 10.2 个百分点(散户和金融分别提高 13.6 和 6.3 个百分点)。投资者对 A 股的预期回报率是 2.9%(散户和金融业分别为 0.8%和 7.6%)，比上期提高 2 个百分点(散户和金融分别提高 2.9 和 1.1 个百分点)。

绝大多数投资者(约 91%)认为 A 股价格基本合理甚至偏低。在本次调查中，约 69.4%的投资者认为 A 股价格基本合理(散户和金融业分别为 66.7%和 75.6%)，比上期提高 3.5 个百分点(散户和金融业分别提高 3.7 和 4.2 个百分点)；约 21.6%的投资者认为 A 股价格偏低(散户和金融业分别为 23.2%和 18%)，比上期提高 3.3 个百分点(散户和金融业分别提高 3.5 和 2.3 个百分点)；认为股价偏高的人只有 8.9%(散户和金融业分别为 10%和 6.3%)，比上期下降 6.9 个百分点(散户和金融业分别下降 7.2 和 6.6 个百分点)。

自 2021 年 4 月开始，投资者对港股的预期不断好转，本期，投资者继续上调对港股的预期。在本次调查中，约 61.2%的受访者认为港股会上涨(散户和金融业分别为 54.4%和 76.5%)，比上期上升了 9.9 个百分点(散户和金融业分别上升了 10.4 和 11.6 个百分点)。对港股的预期回报率为 1.3%(散户和金融业分别为 0%和 4.3%)，比上期提高了 2.5 个百分点(散户和金融业均提高了 2.7 个百分点)。

2020 年 8 月以来，散户对房地产的预期整体呈下降趋势，本期延续了这种预期。相比之下，，从 2020 年末到 2022 年 10 月期间，金融业受访者对房价的预期明显比散户乐观，本期也下调了预期。本期约 52.7%的投资者认为未来房价会上涨(散户和金融业分别为 40.9%和 79.3%)，比上期下降 8.8 个百分点(散户和金融业分别下调了 8.8 和 4.2 个百分点)。对房价的预期回报率是 0.7%(散户和金融业分别为-0.7%和 3.8%)，比上期下降 0.8 个百分点(散户下降 0.9 个百分点，金融业持平)。

从 2018 年 9 月至今，投资者中认为房价偏高的人数整体呈下降趋势，认为房价基本合理的人数呈上升趋势。本期，约 58.2%的投资者认为房价偏高(散户和金融业分别为 59%和 56.2%)，比上期下降 3 个百分点(散户和金融业分别下降 1.5 和 6.2 个百分点)，比 2018 年 9 月下降 20.3 个百分点(散户和金融业分别下降 18.6 和 25 个百分点)；约 36%的受访者认为我国房价基本合理(散户和金融业分别为 35.2%和 38.2%)，比上期提高 4.4 个百分点(散户和金融分别提高 3.7 和 5.9 个百分点)，比 2018 年 9 月提高 18.7 个百分点(散户和金融分别提高 16.4 和 25.5 个百分点)；只有 5.6%的受访者认为房价偏低(散户和金融业均为 5.6%)，比上期下降了 1.3 百分点(散户比上期下降了 2.3 个百分点，金融业提高了 0.4 个百分点)。

从 2021 年 9 月到 2022 年 10 月，投资者对经济增长的预期整体呈现下降趋势，本期这种情绪有所缓解，上调了对经济增长的预期，但仍低于 2021 年 9 月的水平。本期，约 59.4%的投资者认为未来 GDP 增速能够超过 5%(散户和金融业分别为 55.9%和 67.3%)，比上期提高了 2.5 个百分点(散户和金融业分别提高了 3.7 和 1.5 个百分点)，比 2021 年 9 月下降了 3.2 个百分点(散户和金融业分别下降了 4.8 和 1.4 个百分点)；对 GDP 的预期增长率为 5.3%(散户和金融业分别为 5.2%和 5.6%)，与上期基本持平，比 2021 年 9 月下降了 0.2 个百分点(散户下降 0.3 个百分点，金融业基本持平)。本期，约 54.9%的受访者认为未来 A 股净利润增速能够超过 10%(散户和金融业分别为 47.4%和 71.4%)，比上期提高了 7.8 个百分点（散户和金融业分别提高 8 和 9.9 个百分点)，对 A 股上市公司的预期利润增长率为 12.6%(散户和金融业分别为 11.5%和 15%)，比上期提高

了 2 个百分点（散户和金融业分别提高 1.8 和 2.4 个百分点)。

尽管通胀水平较低，市场上出现了对通缩的担忧，但在我们的调查中，投资者对通胀的预期比较平稳。本期几乎没有受访者表示出对通缩的预期，认为会发生超过 6%高通胀意见占比也只有 3.2%(散户和金融业分别 4.3%和 0.8%)，比上期下降了 0.2 个百分点(散户和金融业分别下降 0.1 和 0.7 个百分点)。受访者对物价的预期增长率为 2.7%(散户和金融业分别均 2.8%和 2.6%)，比上期提高了 0.2 个百分点(散户和金融业均提高 0.2 个百分点)。

投资者对投资项目的选择与其预期一致。**本期，投资者对股票和股票型基金的投资意愿大幅提高，相应调低了对更为稳健的理财和基金的选择。**愿意投资股票、股票型基金的净增加人数占比为 63.3%(散户和金融业分别为 62.2%和 65.8%)，比上期提高 21.7 个百分点(散户和金融业分别提高 16.8 和 31.2 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 66.4%(散户和金融业分别为 70%和 58.3%)，比上期下降 11.9 个百分点(散户和金融分别下降 11.5 和 14 个百分点)。**2020 年以来，投资者的避险情绪逐渐增强，愿意投资黄金的人数越来越多，本期，这种情绪继续延续。**在本次调查中，愿意投资黄金等贵金属的净增加人数占比为 9.8%(散户和金融业分别为 8.4%和 12.8%)，比上期提高了 1.1 个百分点(散户下降 2.5 个百分点，金融业提高 8.2 个百分点)，比 2020 年 4 月提高了 9.8 个百分点(散户和金融业分别提高 10 和 7.8 个百分点)。**愿意投资房地人数自 2020 年 8 月以来持续大幅下降，**本期，愿意投资房地产的净增加人数占比为-27.3%(散户和金融业分别为-26%和-30.3%)，比上期提高 0.9 个百分点(散户提高 2.5 个百分点，金融业下降 2.5 个百分点)，比 2020 年 8 月下降 28 个百分点(散户和金融业分别下降了 26.6 和 31.6 个百分点)。

从 2018 年开始，我们就中美关系对我国经济的影响询问投资者的看法，自 2020 年 4 月以来，就短期影响而言，无论是散户还是金融业受访者，偏向负面看法的增多；关于长期影响两者存在分歧，散户更偏向正面看法，金融业更偏向负面。具体来说，本期约 60.2%的受访者认为短期内有负面影响(散户和金融分别为 56%和 69.9%)，比 2020 年 4 月提高 11.9 个百分点(散户和金融分别提高 6.3 和 26.3 个百分点)；只有 7.5%的受访者认为短期有正面影响(散户和金融分别为 6.3%和 10%)，比 2020 年 4 月下降 5.5 个百分点(散户和金融分别下降 6.3 和 4 个百分点)；约 32.3%的受访者认为短期内没有影响(散户和金融分别为 37.7%和 20%)，比 2020 年 4 月下降 6.4 个百分点(散户持平，金融业下降 22.2 个百分点)；再来看长期影响，本期约 37.7%的受访者认为长期内有负面影响(散户和金融分别为 23.8%和 69.6%)，比 2020 年 4 月提高 3.1 个百分点(散户下降 10.3 个百分点，金融业提高 33.9 个百分点)；约 42.3%的受访者认为长期有正面

影响(散户和金融分别为 51.3%和 21.2%)，比 2020 年 4 月提高 8.3 个百分点(散户提高 18.5 个百分点，金融业下降 16.1 个百分点)；约 20%的受访者认为长期内没有影响(散户和金融分别为 24.9%和 9%)，比 2020 年 4 月下降 11.4 个百分点(散户和金融业分别下降 8.2 和 17.8 个百分点)。

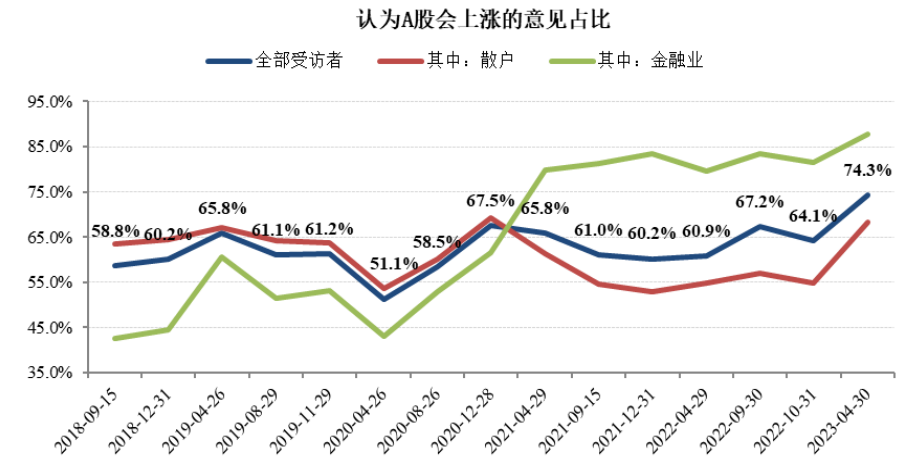
在对投资影响最大的议题中，排在第一位的是如何提高创新能力，约 53.8%的受访者选择了该项(散户和金融业分别为 55.8%和 49.5%)，比上期提高 5 个百分点(散户和金融分别提高 3 和 8.4 个百分点)。约 48.8%的受访者认为如何保持民营企业的地位很重要(散户和金融业分别为 52%和 42%)，比上期提高 13.8 个百分点(散户和金融分别提高 17.7 和 4 个百分点)。约 46%的受访者认为我国与西方国家以及美国的关系很重要(散户和金融分别约 45%和 47%)，比上期提高 4 个百分点(散户和金融分别提高 4.9 和 4.5 个百分点)。约 45%的受访者认为扩大内需很重要(散户和金融分别为 46%和 44%)，比上期提高 3.6 个百分点(散户和金融分别提高 4.4 和 2 个百分点)。约 40%的受访者认为国企改革很重要(散户和金融分别为 39.6%和 42.8%)，比上期提高 9.3 个百分点(散户和金融分别提高 10.8 和 7 个百分点)。但是，对于全球影响非常巨大的气候因素，受关注度只有 30%(散户和金融分别为 29%和 32%)，与上期基本持平(散户提高 1.4 个百分点，金融业下降 2.3 个百分点)。

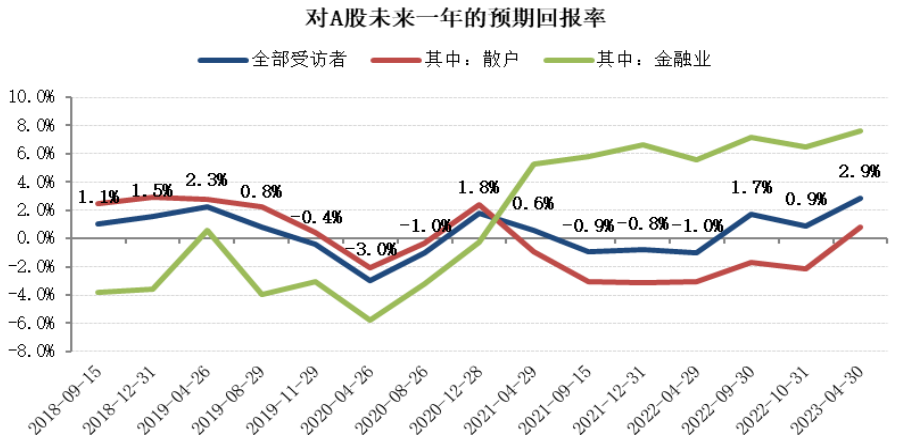
本次调查我们询问了受访者应该如何提振民营企业家信心，约 68.8%的受访者表示应该加强在宏观政策上的连贯性、稳定性(散户和金融业分别为 69%和 68%)，约 56%的受访者表示应该加强对私有产权的保护(散户和金融业分别为 57.9%和 52%)，约 52.8%的受访者表示在文化和舆论领域要保护民营企业家(散户和金融业分别为 54.7%和 48.5%)。

以上是报告的第一部分，报告的第二部分是对国内外宏观经济形势的分析。为避免报告过于冗长，第二部分，我们只列图表。

1.1 对股票价格的预期

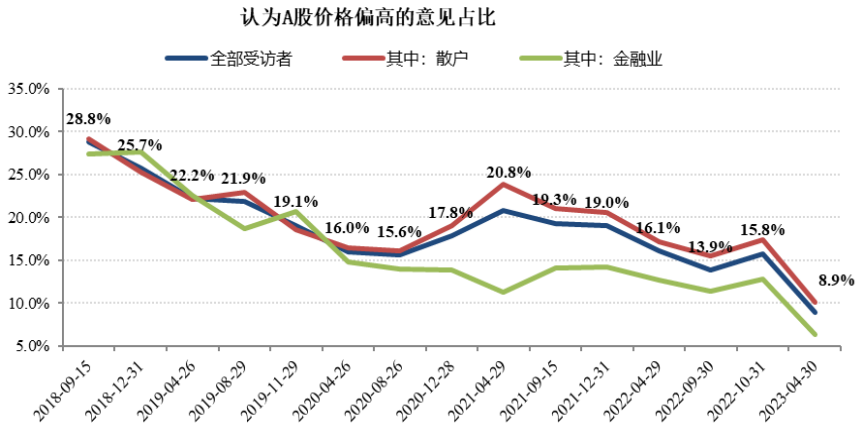
问题 1：在将来的 12 个月，您认为 A 股整体(比如沪深 300)会怎样变化？

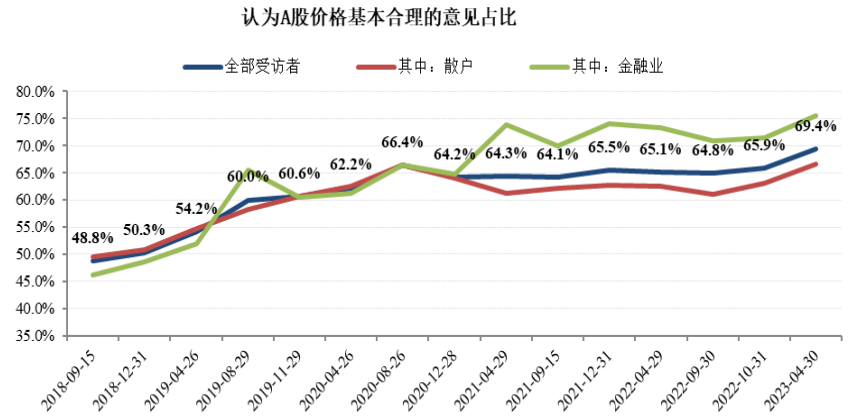


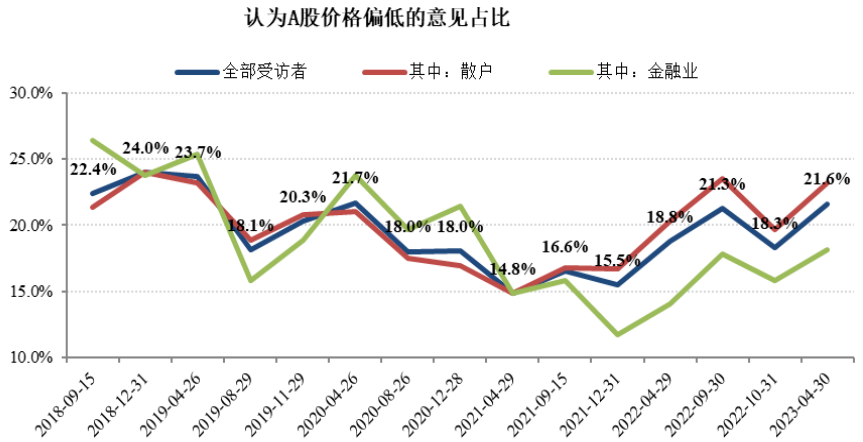


说明：①图中数字是全部受访者意见占比。②预期回报率=∑每个涨幅区间的中位数*在该区间的意见占比。 ③数据来源：长江商学院投资研究中心

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：

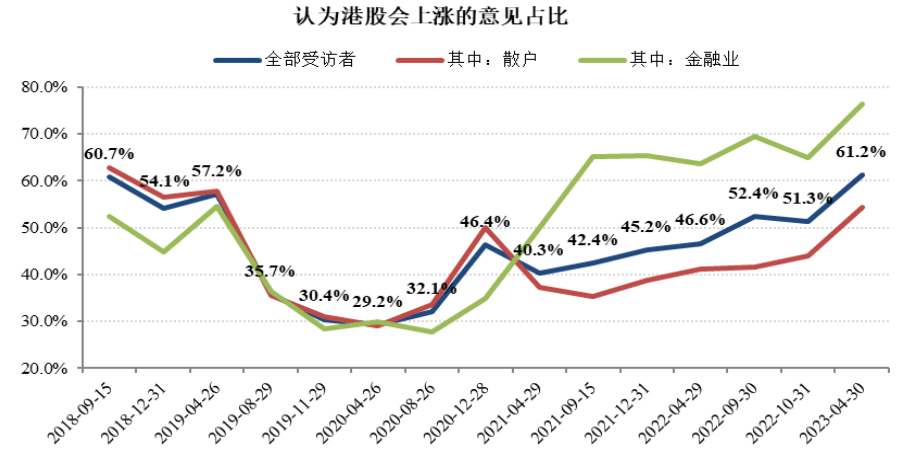


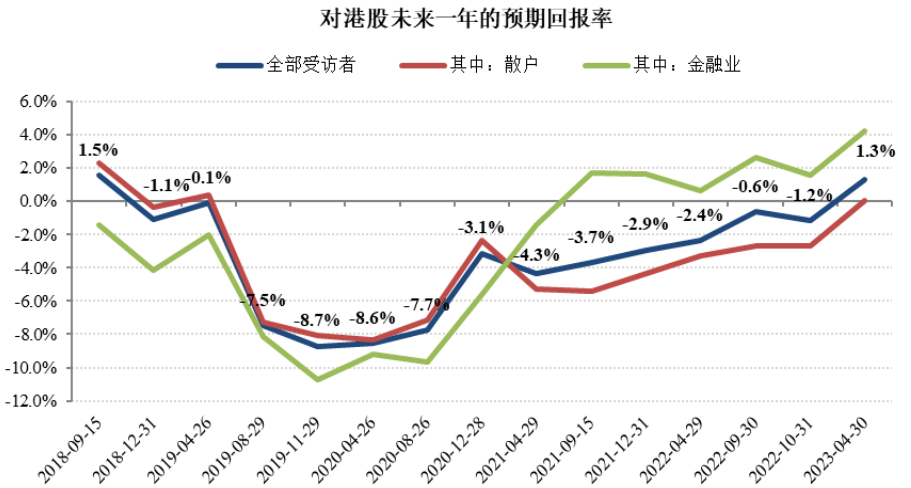




①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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？

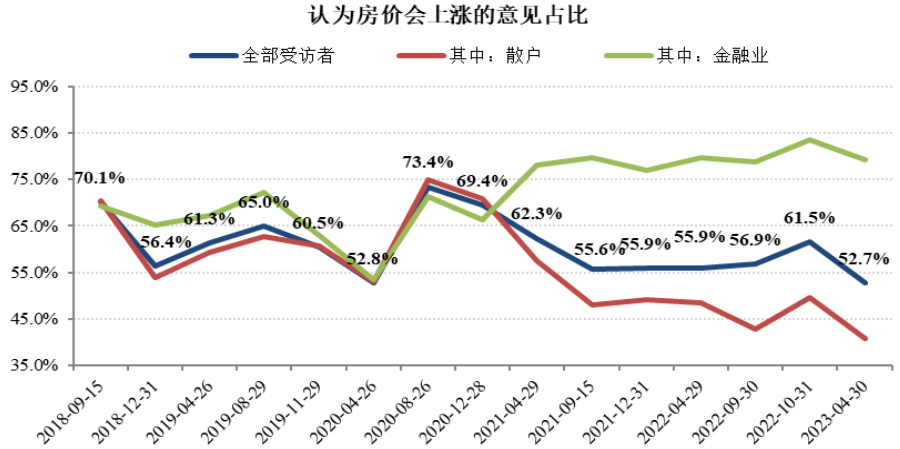


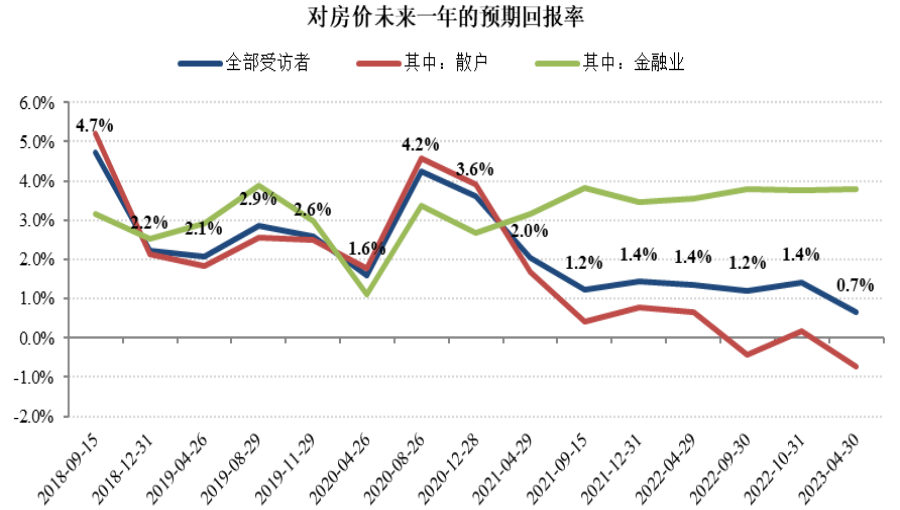


①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

1.2 对房地产价格的看法

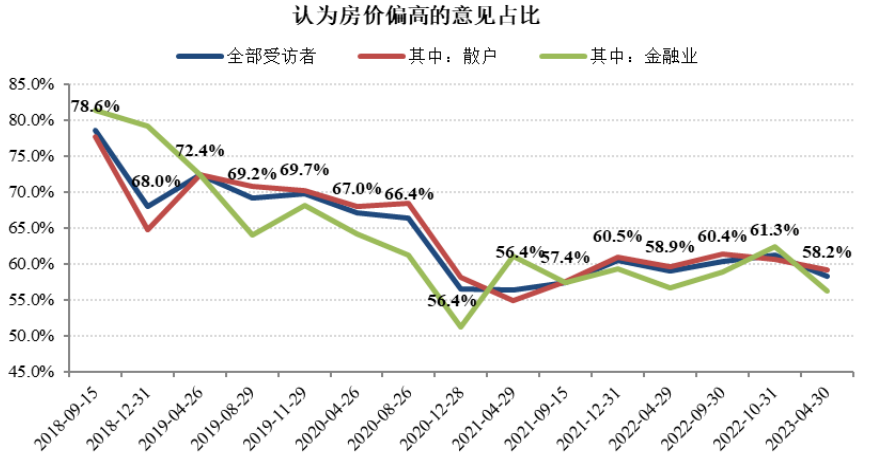
问题 4：在将来的 12 个月，您认为一、二线城市居民二手房的价格会怎样变化？

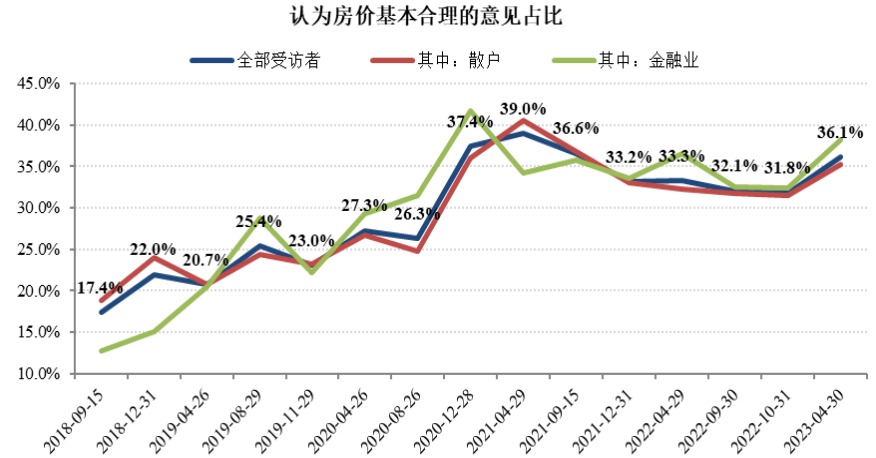


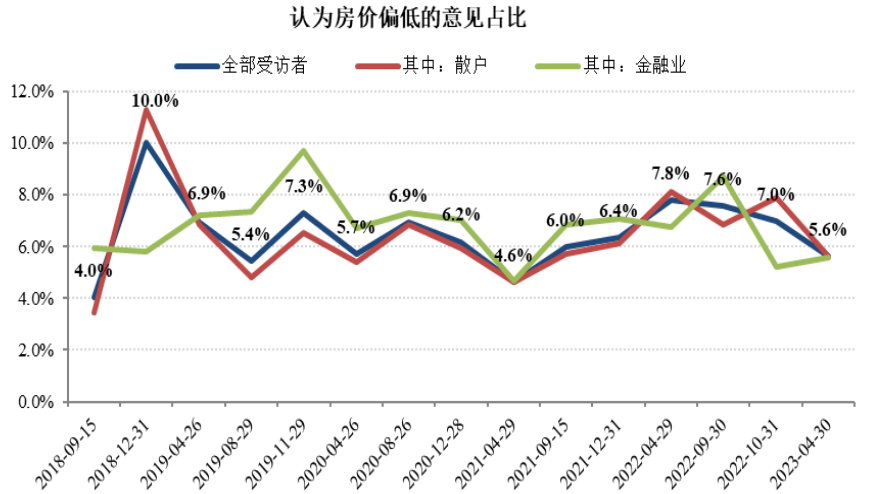


①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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：



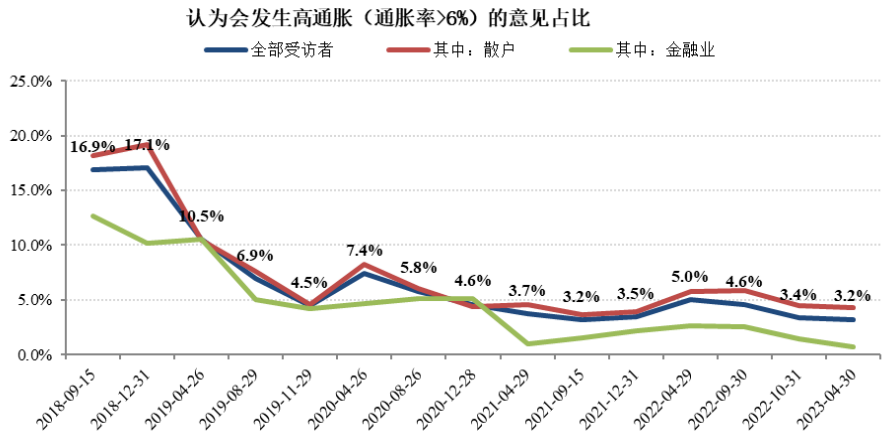


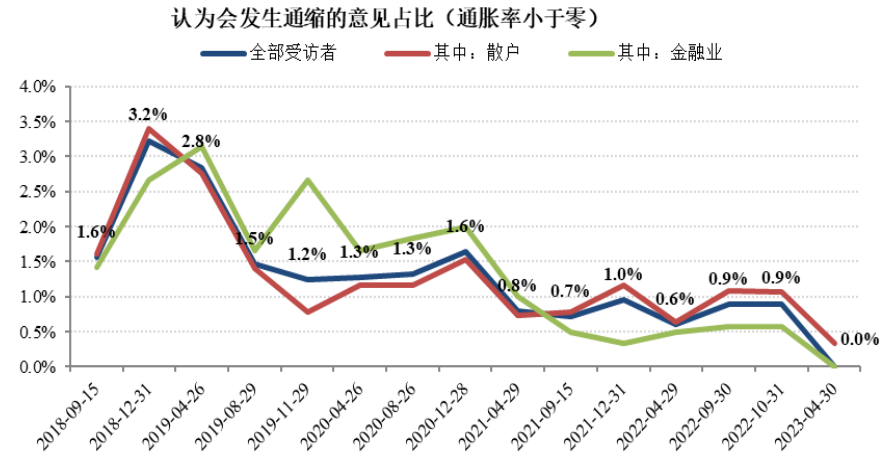


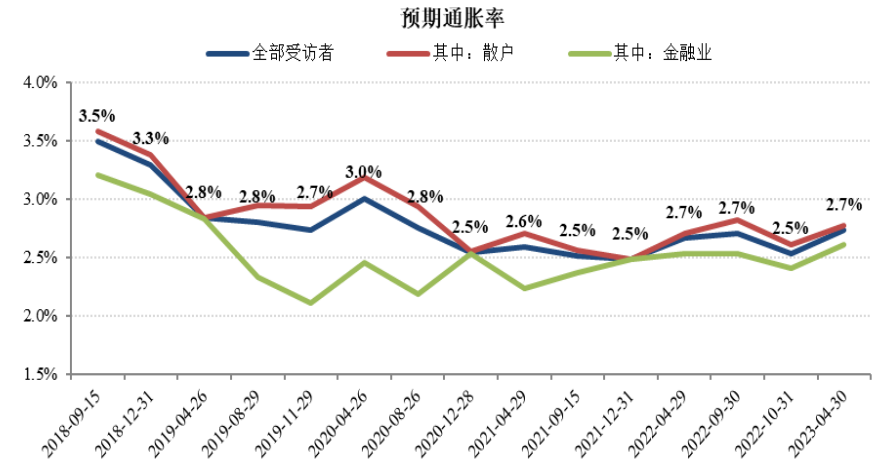
①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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？

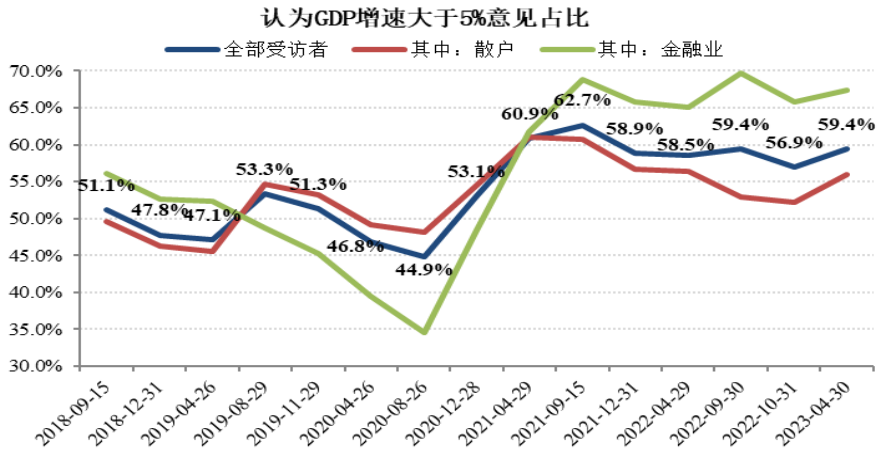


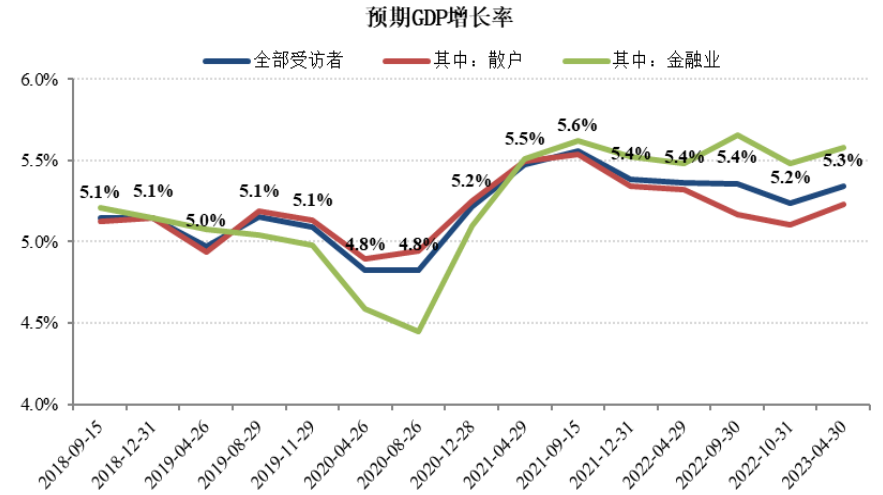




①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

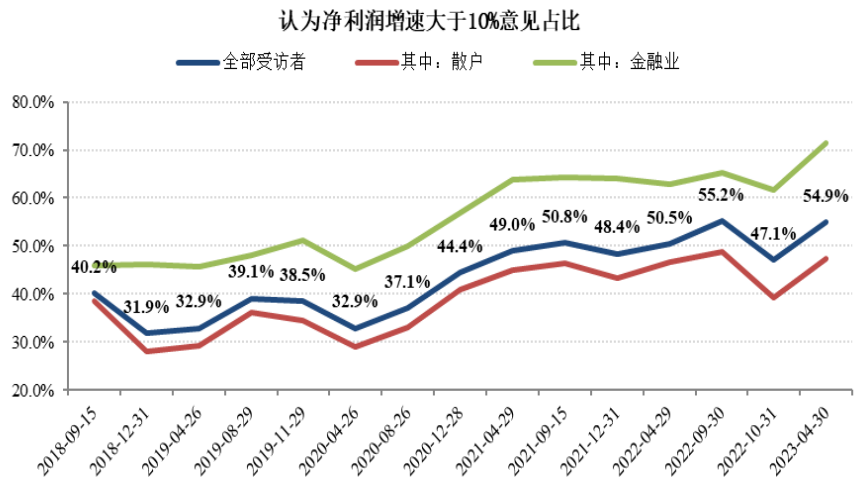
问题 7：您认为在将来的 5 年，中国 GDP 实际增速平均每年将是多少？

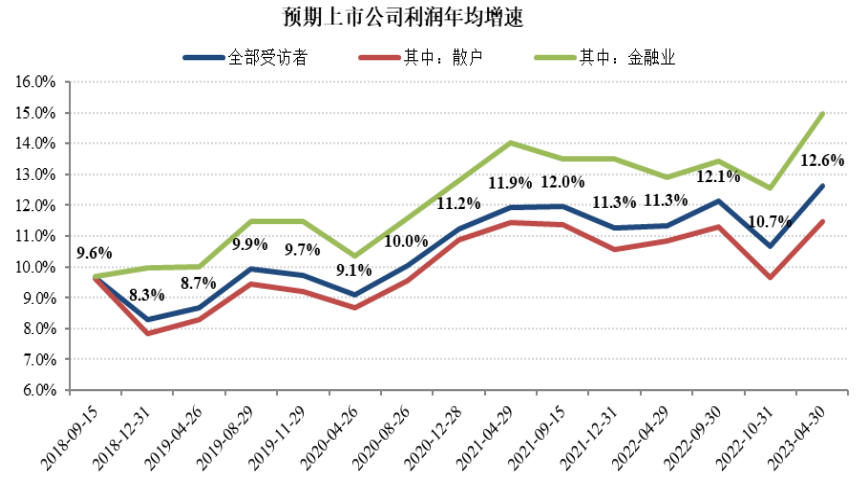




①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

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？

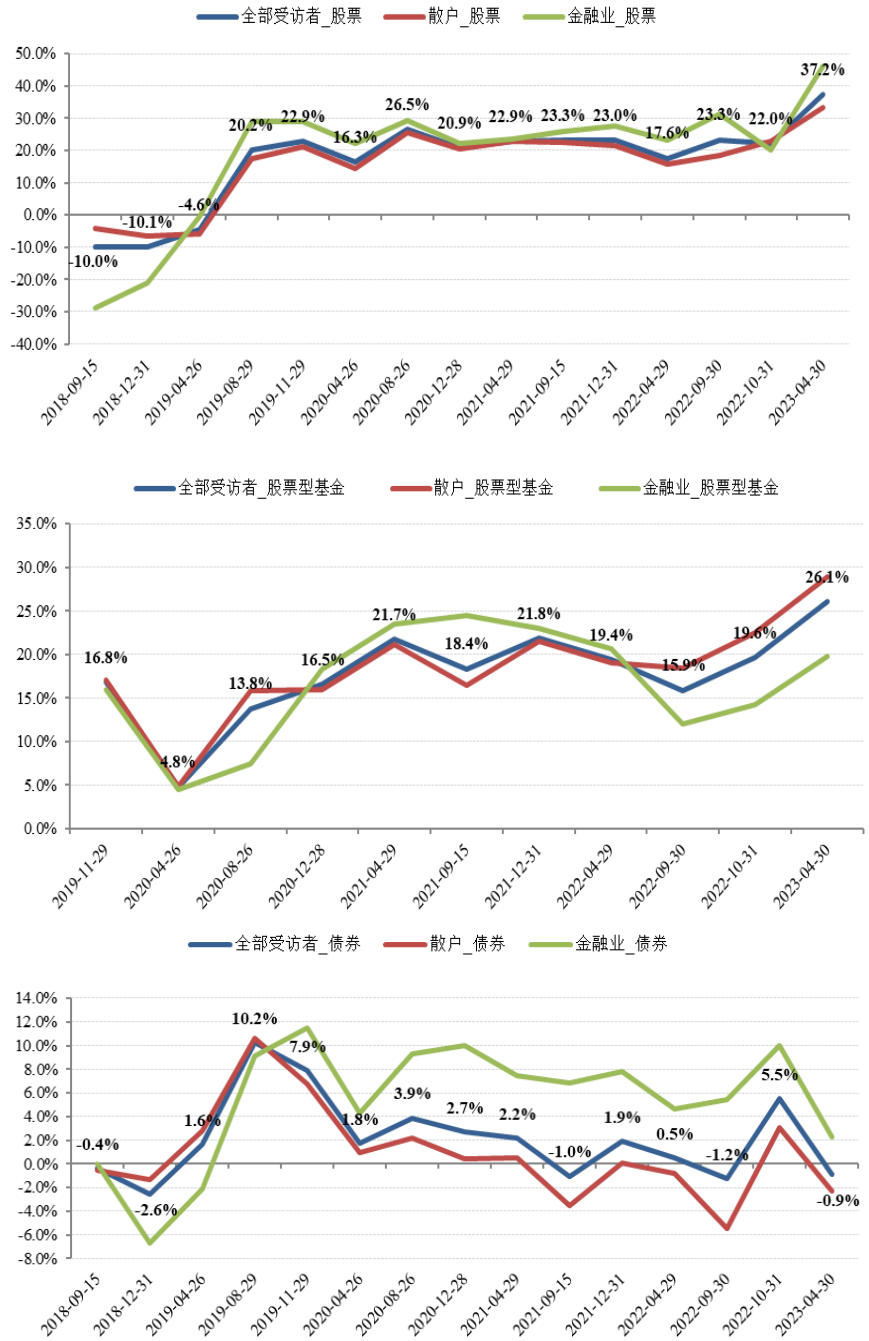




①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

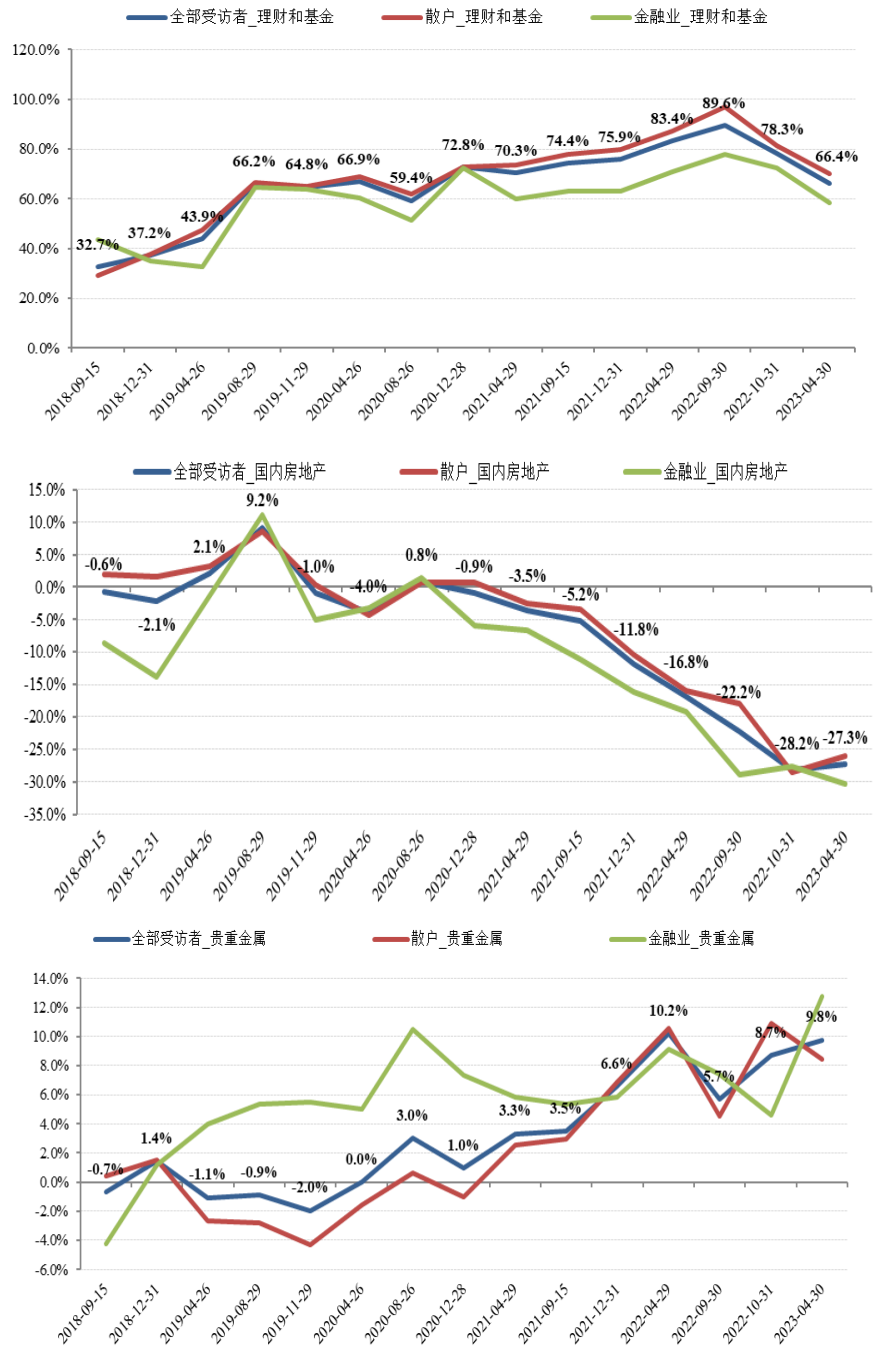
1.4 对未来投资的偏好

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？



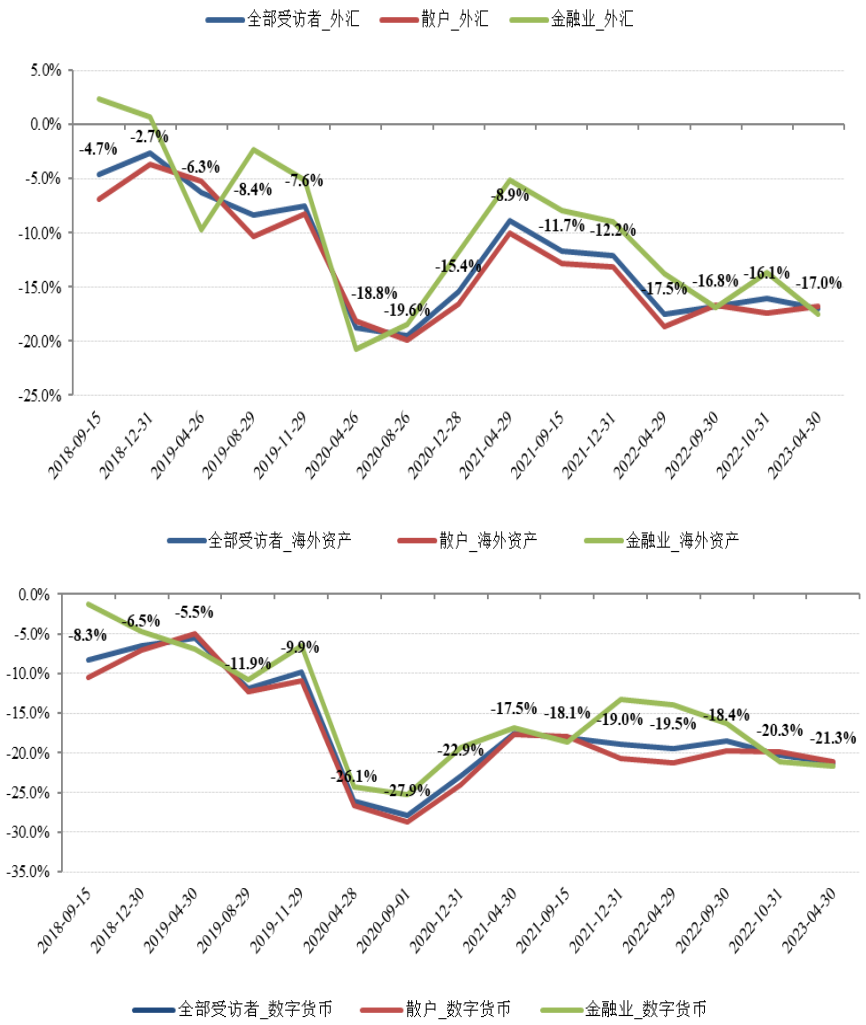
①说明：从 2019 年 11 月的调查开始，我们将基金拆分成股票型基金和收益偏稳定型基金。图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

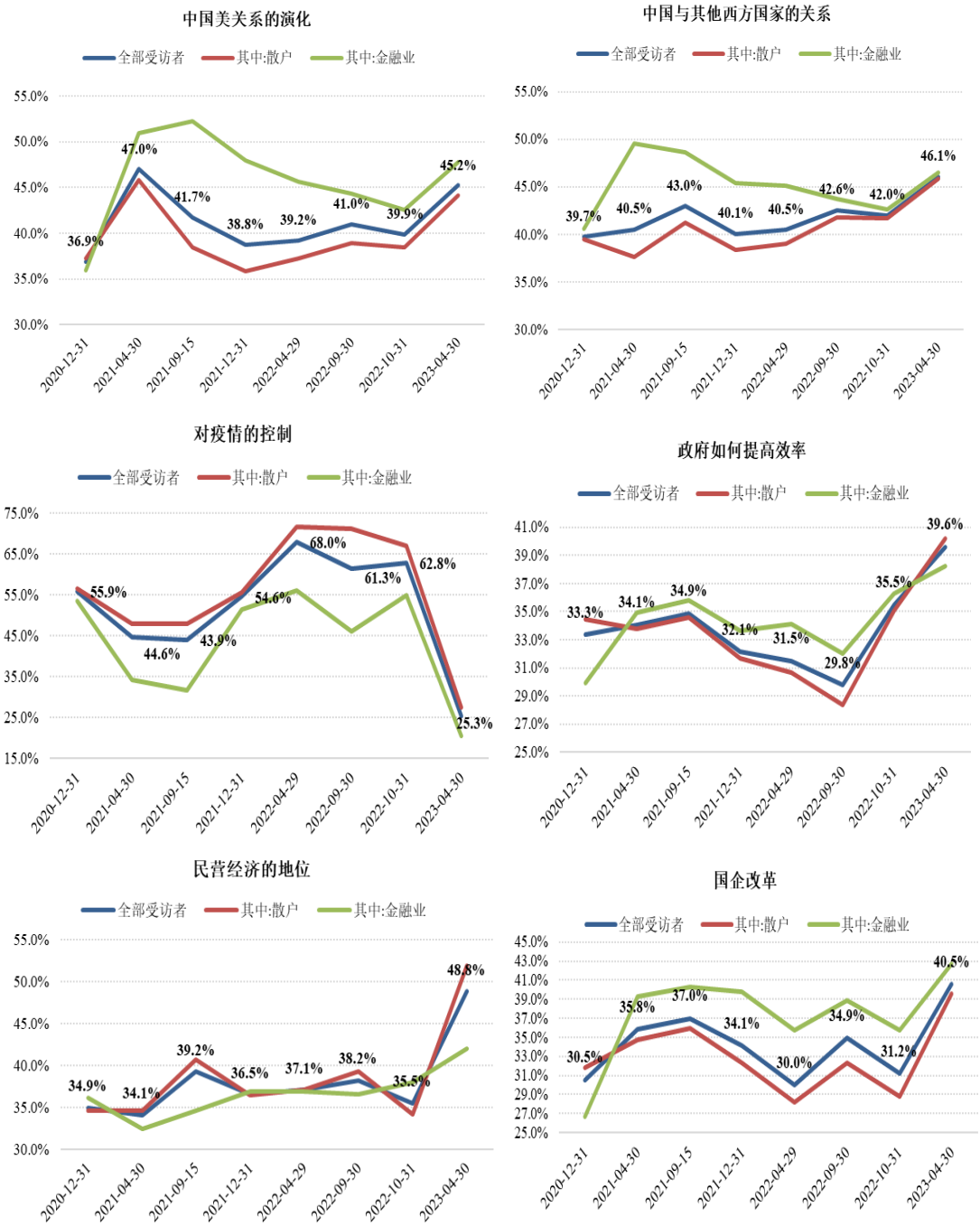
问题 9：在将来的 12 个月，您会增加或规避以下哪些投资？（续）



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

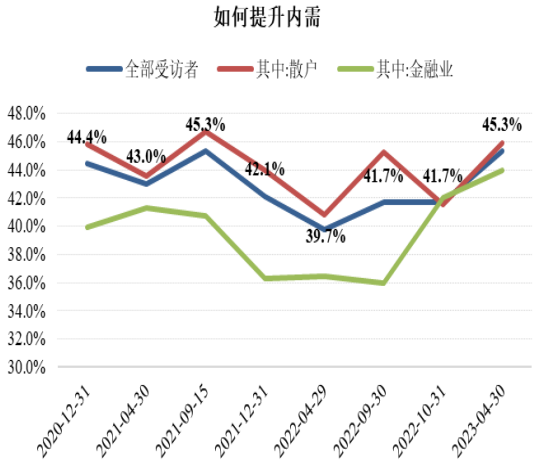
1.5 对投资影响最大的议题

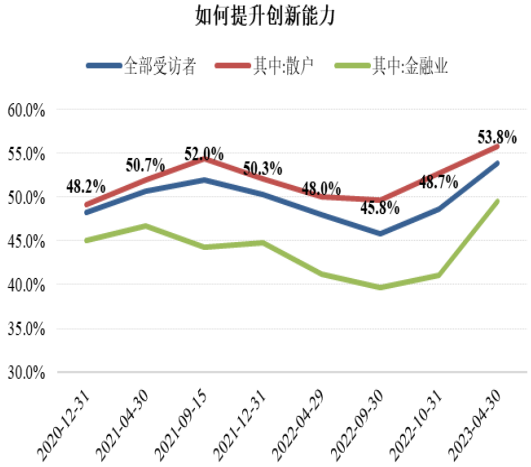
问题 10：在今后的 12 个月里，您认为对投资影响最大的议题是什么？（可多选）

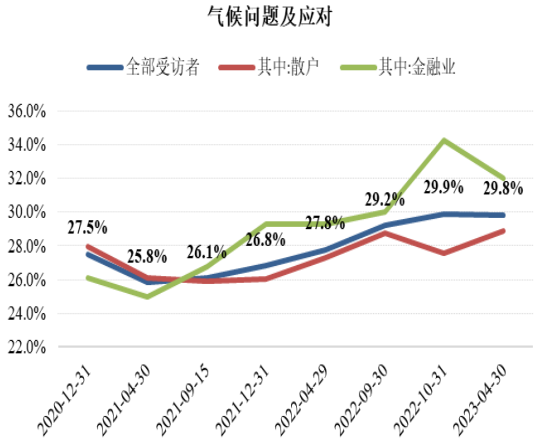


①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 10：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）

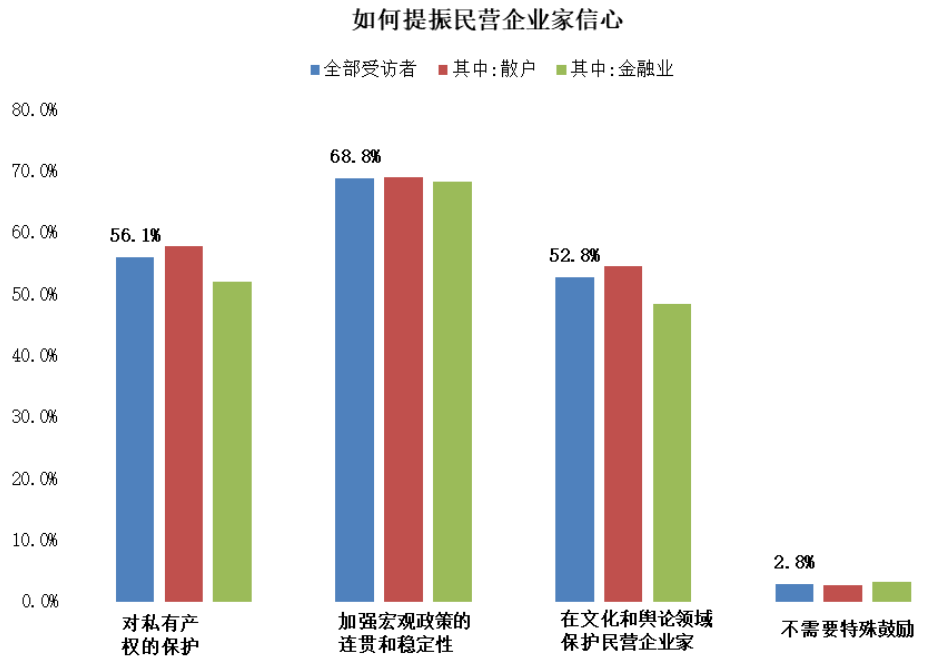






①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②数据来源：长江商学院投资研究中心

问题 11：您认为应该如何提振民营企业家信心？（可多选，续）



①说明：图中数字是全部受访者意见占比。②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 2023 年 4 月 30 日全球重要股指回报率比较(不含红利回报)

股指名称	2023年年初至4月末	2022年	2021年	2020年	2002年至2019年	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年
中国内地股综合股指	6.6%	-13.8%	-3.4%	20.3%		10.8%	3.9%	0.8%	
全A	7.6%	-17.3%	4.2%	19.2%	5.9%	9.9%	4.6%	1.7%	5.3%
其中:香港上市内地公司	4.9%	-2.1%	-8.5%	13.1%	14.0%	13.3%	4.8%	0.0%	4.3%
其中:美国中概股	-3.3%	-12.1%	-29.6%	45.7%		8.4%	-2.3%	-2.2%	
上证综指	7.9%	-15.1%	4.8%	13.9%	4.9%	4.6%	5.3%	1.5%	3.8%
深证综合	3.2%	-21.9%	8.6%	35.2%	9.2%	1.5%	4.5%	2.9%	7.0%
沪深300	3.8%	-21.6%	-5.2%	27.2%	8.0%	-1.8%	1.3%	1.1%	4.4%
中小板	-1.1%	-49.5%	14.2%	91.9%		-38.3%	1.2%	0.4%	3.5%
创业板	-2.9%	-29.4%	12.0%	65.0%		-5.3%	3.0%	5.5%	7.8%
科创板50	9.3%	-31.3%	0.4%	39.3%		1.3%	-5.6%		
恒生指数	1.4%	-15.5%	-14.1%	-3.4%	6.7%	-6.4%	-4.4%	-8.0%	-1.1%
标普500	7.7%	-19.4%	26.9%	16.3%	8.0%	0.1%	10.8%	8.9%	9.8%
日经225	11.7%	-9.4%	4.9%	16.0%	6.1%	6.9%	10.0%	5.6%	7.8%
富时100	4.4%	0.9%	14.3%	-14.3%	3.9%	2.2%	8.6%	0.3%	1.7%
法兰克福DAX	14.6%	-12.3%	15.8%	3.5%	9.4%	10.9%	11.3%	4.8%	6.7%
巴黎CAC40	14.8%	-9.5%	28.9%	-7.1%	4.0%	14.9%	16.5%	6.6%	6.5%
韩国综指	11.8%	-24.9%	3.6%	30.8%	7.7%	-6.9%	7.2%	0.6%	2.3%
新加坡海峡指数	0.5%	4.1%	9.8%	-11.8%	5.5%	1.1%	9.2%	-1.0%	-0.1%
意大利ITLMS	14.7%	-14.1%	23.7%	-5.6%	0.5%	10.2%	14.0%	4.3%	4.9%

①说明：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。中国内地股综合股指包括 A 股、港股内地股和美国中概股。②数据来源：中国内地股综合股指由长江商学院投资研究中心编制，其他股指来自 Wind。

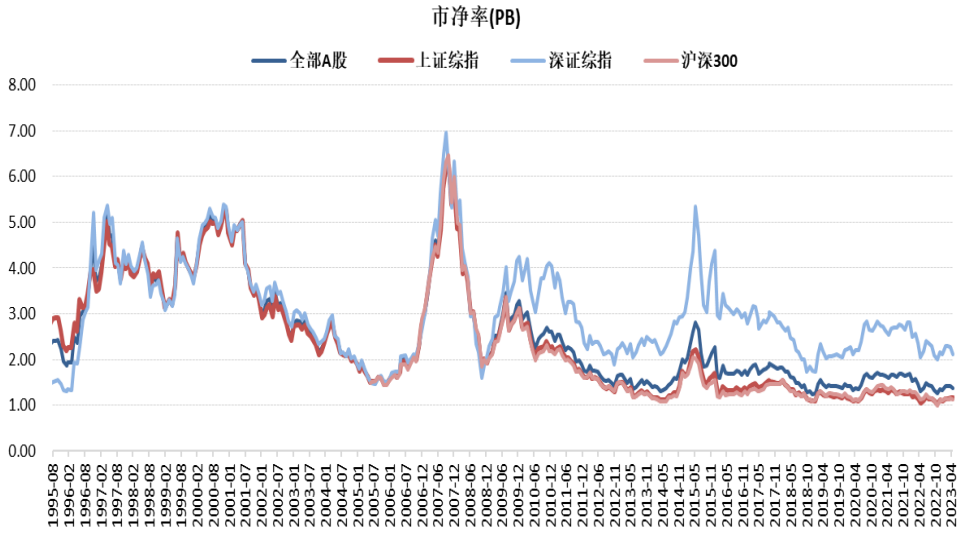
图 2：在 A 股和香港上市的内地股分行业回报率(不含红利回报)

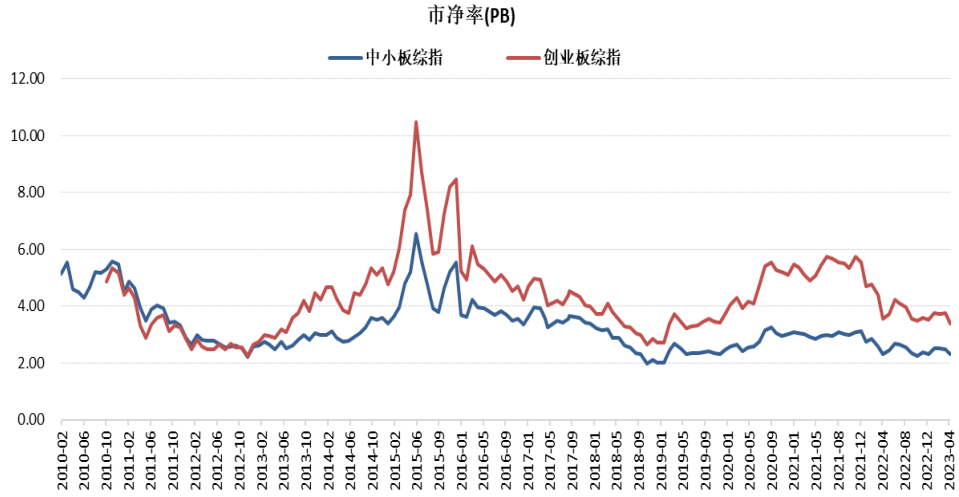
行业	2023年年初至4月末回报率		最近1年回报率			2023年年初至4月末回报率		最近1年回报率	
	A股	香港内地股	A股	香港内地股		A股	香港内地股	A股	香港内地股
游戏	102.1%	20.8%	94.8%	9.2%	纺织服饰/首饰	2.1%	-8.3%	5.5%	8.5%
数字媒体和出版	40.0%	-23.0%	51.0%	5.8%	自动化设备	1.9%		22.0%	
软件和通信服务	37.7%	13.7%	53.8%	27.8%	家具装饰用品	0.5%	-11.6%	3.5%	-9.6%
石油石化	35.3%	37.2%	26.7%	54.4%	酒类	-0.7%	9.9%	1.9%	33.2%
计算机及通信设备	27.5%	25.2%	28.3%	39.6%	医疗器械	-1.5%	-2.2%	2.0%	33.5%
半导体	24.4%	22.2%	21.2%	33.4%	农林牧渔	-2.2%	-47.9%	-1.9%	40.6%
贵金属	23.6%	29.6%	32.1%	46.2%	汽车及零部件	-2.2%	8.5%	8.7%	12.6%
影视院线	20.8%	32.5%	40.7%	66.2%	包装印刷造纸	-2.5%	-14.1%	8.6%	-29.4%
建筑及建筑材料	16.5%	13.9%	4.6%	5.4%	物流	-3.1%	2.7%	2.8%	9.5%
电子及电子元件	11.9%	-6.1%	13.5%	10.1%	医疗服务	-3.2%	-13.9%	-3.7%	8.3%
工业金属	9.8%	19.8%	12.8%	23.3%	电商	-4.5%	-29.0%	-0.9%	-20.8%
金融	8.7%	5.7%	6.3%	12.2%	化工	-4.9%	-2.0%	-1.7%	-3.9%
通/专用设备	8.6%	19.3%	24.4%	41.3%	食品饮料(不含酒)	-5.5%	-7.4%	-1.5%	2.7%
家用电器	8.4%	-0.5%	8.2%	5.5%	综合	-5.5%	13.3%	12.7%	26.1%
制药	6.7%	-2.3%	14.3%	16.4%	电力设备	-6.0%	2.0%	10.6%	-0.6%
交通运输-海陆空	6.1%	6.2%	10.4%	23.1%	文娱用品/日常消费	-6.5%	-4.3%	12.2%	-28.9%
教育	5.3%	-1.7%	22.9%	81.8%	电池	-6.6%	27.7%	-8.7%	113.8%
公用事业	5.1%	5.6%	6.7%	13.1%	房地产	-7.6%	-9.3%	-17.9%	-19.3%
国防军工	4.8%	27.7%	19.5%	50.4%	旅游住宿餐饮	-8.4%	-23.6%	20.8%	-3.2%
煤炭	3.4%	13.8%	-3.5%	23.0%	美容护理	-8.8%	-19.0%	-2.7%	-4.8%
专业服务	2.8%	0.0%	10.7%	-7.3%	商贸零售	-10.4%	5.2%	-1.5%	-3.9%
环保	2.7%	-9.1%	4.7%	-8.8%	能源金属	-11.8%	-11.9%	-20.1%	-12.1%
钢铁	2.1%	3.1%	-8.6%	-8.4%					

行业	2019年至2022年年均回报率		2015年至2019年年均回报率		行业	2019年至2022年年均回报率		2015年至2019年年均回报率	
	A股	香港内地股	A股	香港内地股		A股	香港内地股	A股	香港内地股
游戏	-12.6%	4.7%	-17.8%	-6.5%	纺织服饰/首饰	-6.6%	16.9%	-16.5%	19.4%
数字媒体和出版	-5.8%	-17.2%	-18.4%	-25.0%	自动化设备	10.5%		-9.7%	
软件和通信服务	-3.3%	0.7%	-12.6%	10.8%	家具装饰用品	-3.8%	-11.6%	-9.8%	-35.6%
石油石化	-3.9%	5.5%	-5.5%	3.9%	酒类	17.6%	11.4%	33.2%	21.9%
计算机及通信设备	-5.3%	1.4%	-1.3%	-4.5%	医疗器械	7.5%	-6.0%	-6.5%	14.4%
半导体	3.7%	19.3%	5.8%	2.8%	农林牧渔	-1.0%	46.8%	-0.1%	16.6%
贵金属	0.2%	8.0%	-1.3%	19.0%	汽车及零部件	13.5%	19.4%	-9.6%	9.5%
影视院线	-7.0%	-15.7%	-25.1%	-14.4%	包装印刷造纸	0.0%	5.1%	-14.0%	-4.7%
建筑及建筑材料	-1.1%	-3.2%	-6.3%	6.9%	物流	6.6%	-7.2%	-17.2%	-13.7%
电子及电子元件	-6.8%	0.6%	-2.3%	34.2%	医疗服务	9.3%	5.2%	-1.1%	6.6%
工业金属	12.4%	24.2%	-5.5%	6.1%	电商	-14.1%	24.3%	-10.1%	7.8%
金融	-8.5%	-1.8%	2.3%	7.3%	化工	12.0%	17.7%	-11.5%	-1.9%
通/专用设备	2.2%	3.2%	-13.5%	-3.6%	食品饮料(不含酒)	3.6%	12.6%	6.8%	8.6%
家用电器	-2.8%	25.3%	9.7%	-0.4%	综合	5.4%	-2.1%	-19.1%	-2.9%
制药	2.0%	0.4%	-2.8%	6.4%	电力设备	28.4%	25.4%	-11.4%	-5.2%
交通运输-海陆空	-2.4%	15.9%	-6.6%	1.1%	文娱用品/日常消费	0.4%	-25.4%	-4.4%	-32.8%
教育	-22.8%	-18.0%	-14.0%	21.3%	电池	35.2%	12.5%	-3.4%	-11.3%
公用事业	2.7%	12.0%	-9.9%	-3.9%	房地产	-12.2%	-18.6%	-6.4%	17.4%
国防军工	11.7%	10.0%	-13.8%	-16.9%	旅游住宿餐饮	12.4%	0.1%	-12.5%	-15.5%
煤炭	18.3%	32.0%	1.5%	16.3%	美容护理	7.0%	-9.1%	-7.9%	-3.3%
专业服务	2.7%	-8.6%	-10.7%	-25.6%	商贸零售	7.6%	-20.3%	-10.3%	-8.8%
环保	-5.6%	-10.7%	-17.2%	2.3%	能源金属	37.9%	-11.9%	1.7%	70.5%
钢铁	0.9%	-3.1%	-4.0%	17.5%					

①说明：行业分类综合参考了申万三级行业分类以及 wind 三级行业分类，具体见附录。
②数据来源：CSMAR，Wind。

图 3：1995 年至 2023 年 4 月中国 A 股及美国重要股指估值

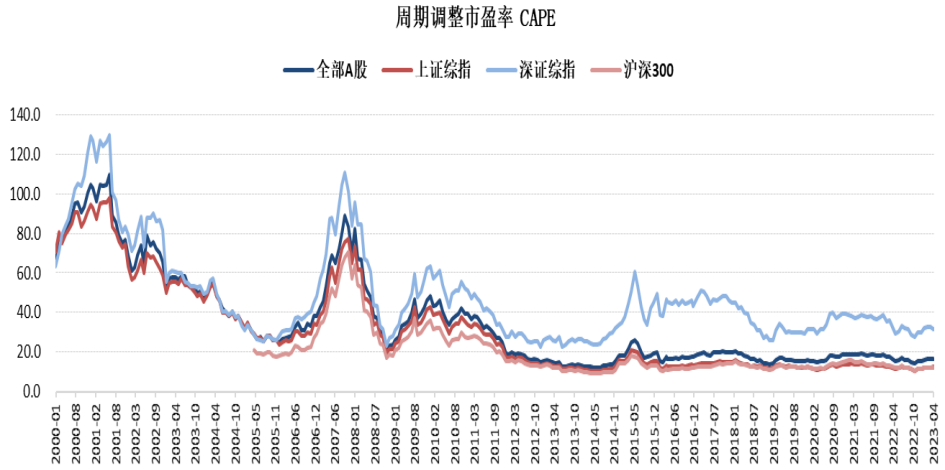


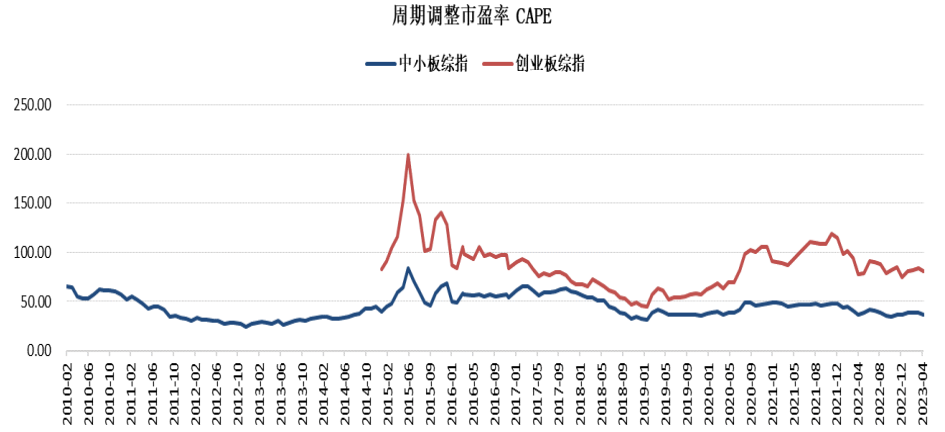


	市净率			周期调整市盈率(CAPE)		
	最低值	最高值	当前值	最低值	最高值	当前值
全部A股	1.25	6.30	1.39	12.06	109.76	16.32
上证综指	1.03	6.22	1.16	10.31	98.00	12.49
深证综指	1.30	6.97	2.11	22.58	129.95	31.40
沪深300	1.00	6.47	1.13	9.23	70.69	12.06
中小板综指	1.98	7.72	2.31	23.96	84.10	37.00
创业板综指	2.23	10.48	3.37	44.92	199.22	80.70

数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

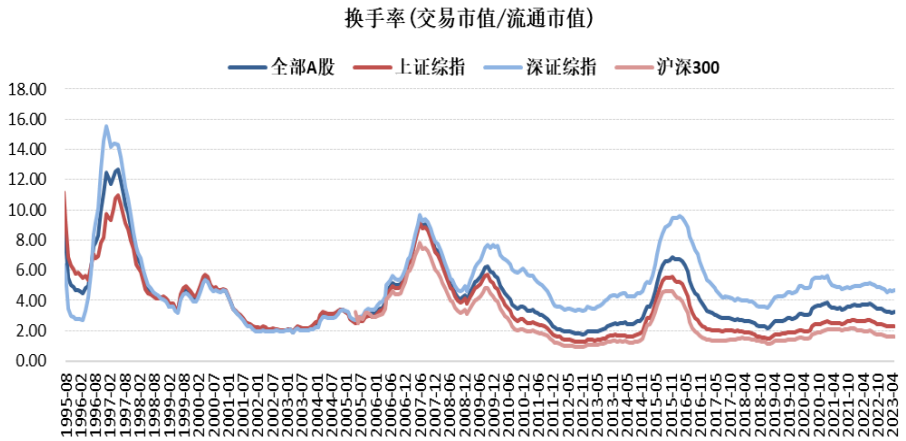
图 3：1995 年至 2023 年 4 月中国 A 股及美国重要股指估值(续)

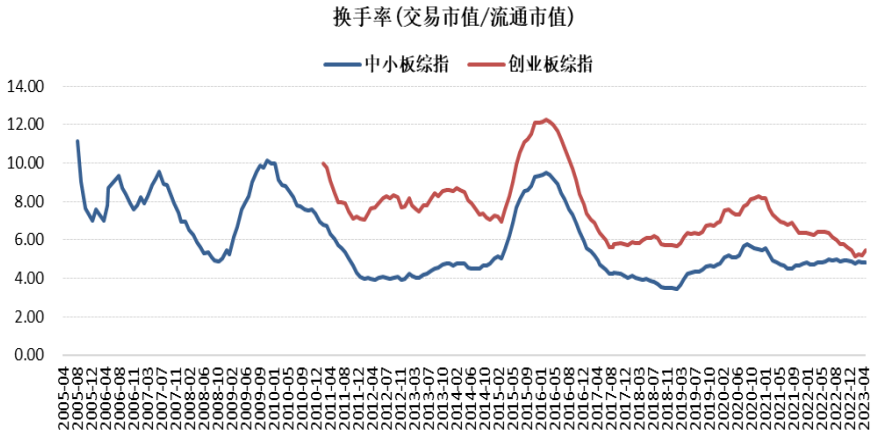




①说明：我国 CAPE 中的净利润取的是过去 5 年经通胀调整后的平均净利润。
②数据来源： CSMAR，Wind，长江商学院投资研究中心。

图 4：1995 年至 2023 年 4 月 A 股重要股指换手率情况





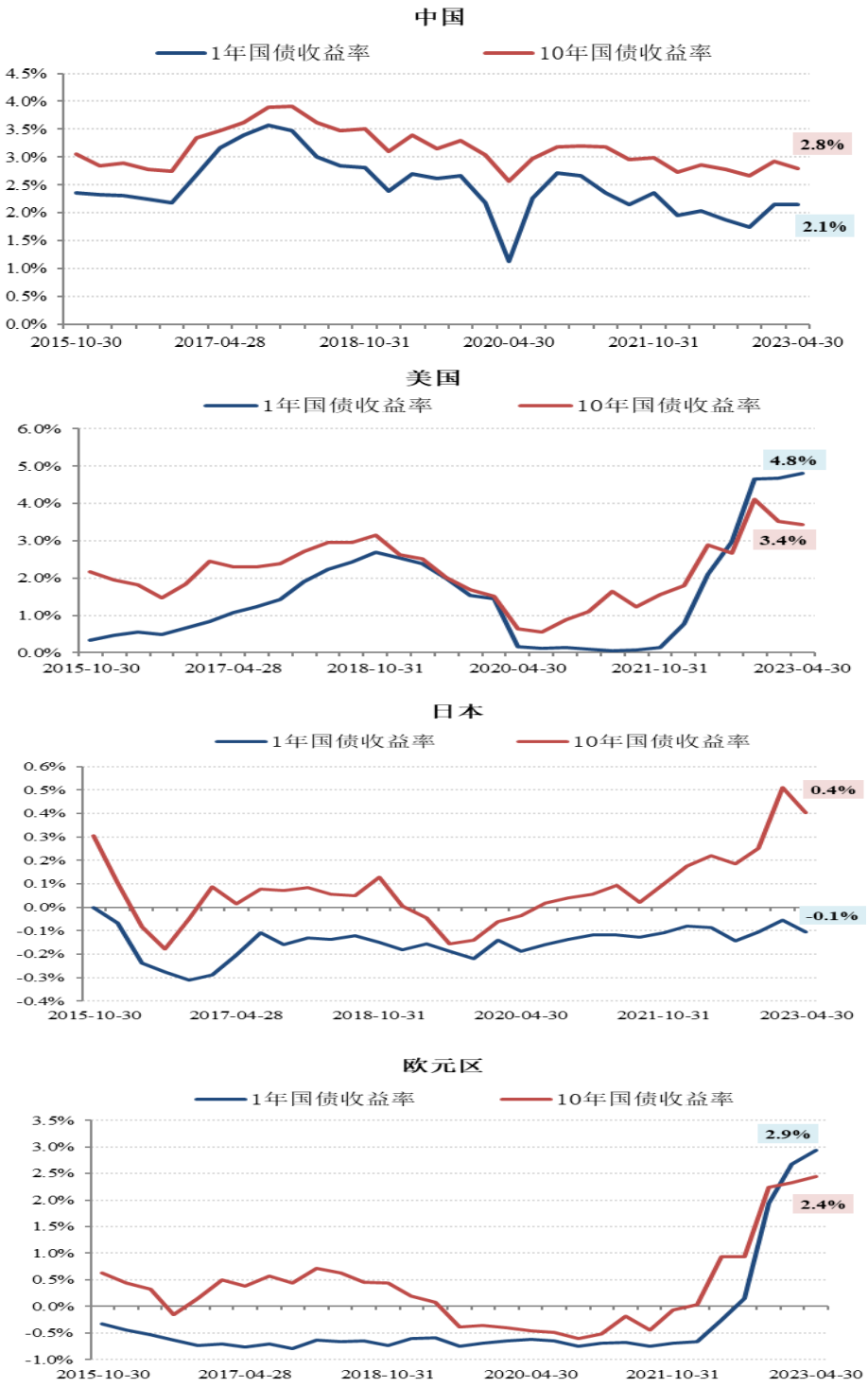
换手率(交易市值/流通市值)

	最低值	最高值	当前值
全部A股	1.77	12.65	3.25
上证综指	1.25	12.42	2.31
深证综指	1.89	15.56	4.66
沪深300	0.92	7.82	1.64
中小板综指	3.46	11.16	4.85
创业板综指	5.17	12.25	5.44

数据来源：CSMAR，长江商学院投资研究中心

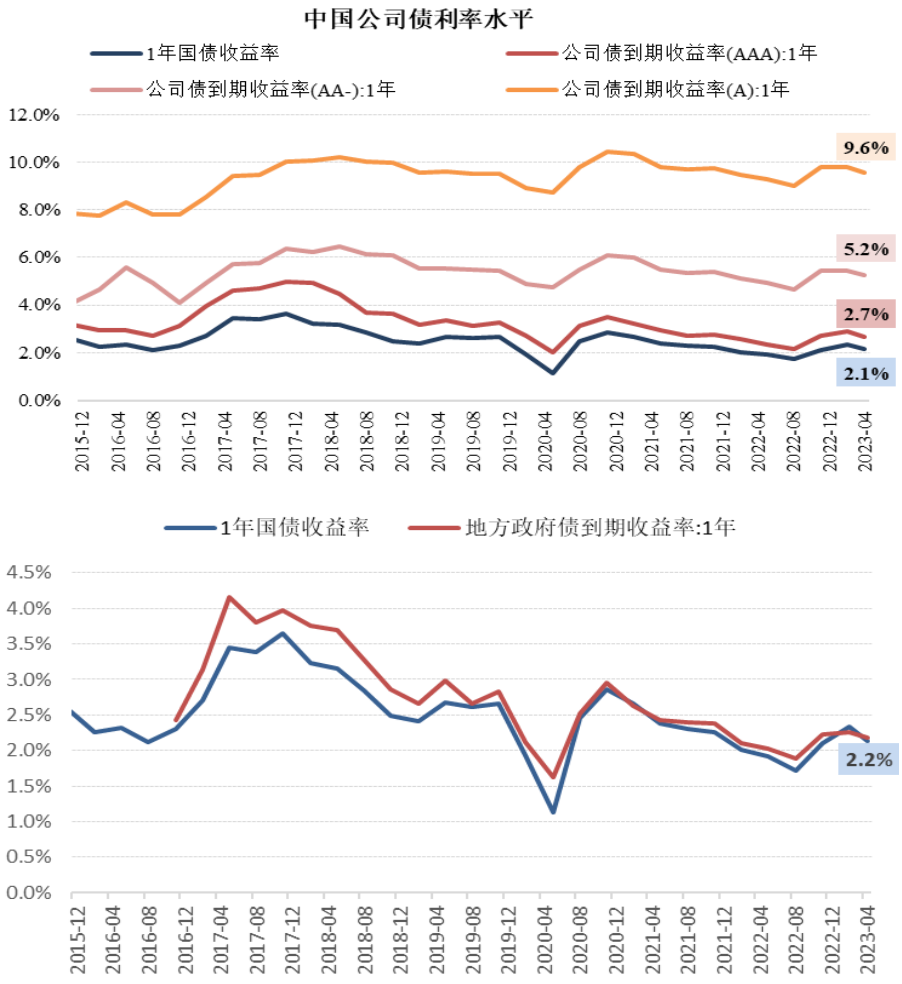
2.2 债券价格水平

图 5：截至 2023 年 4 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 6：截至 2023 年 4 月我国地方政府债和公司债利率

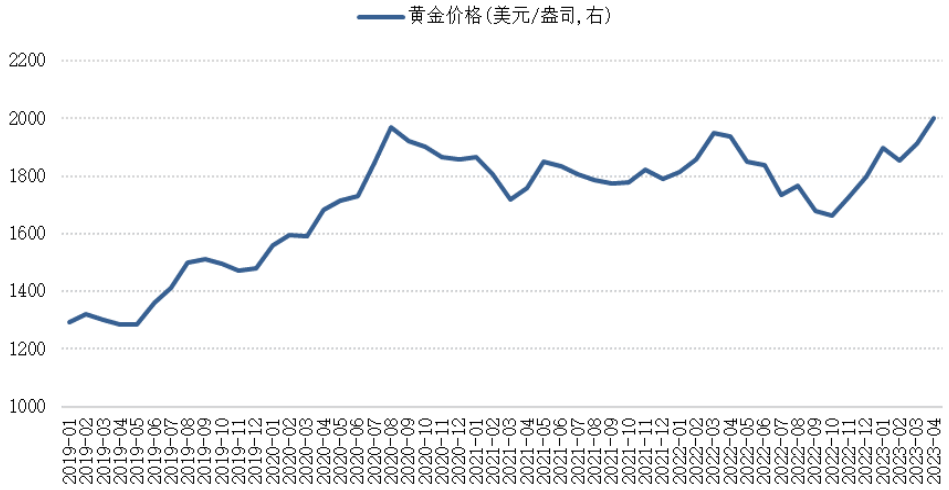


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.3 大宗商品价格水平

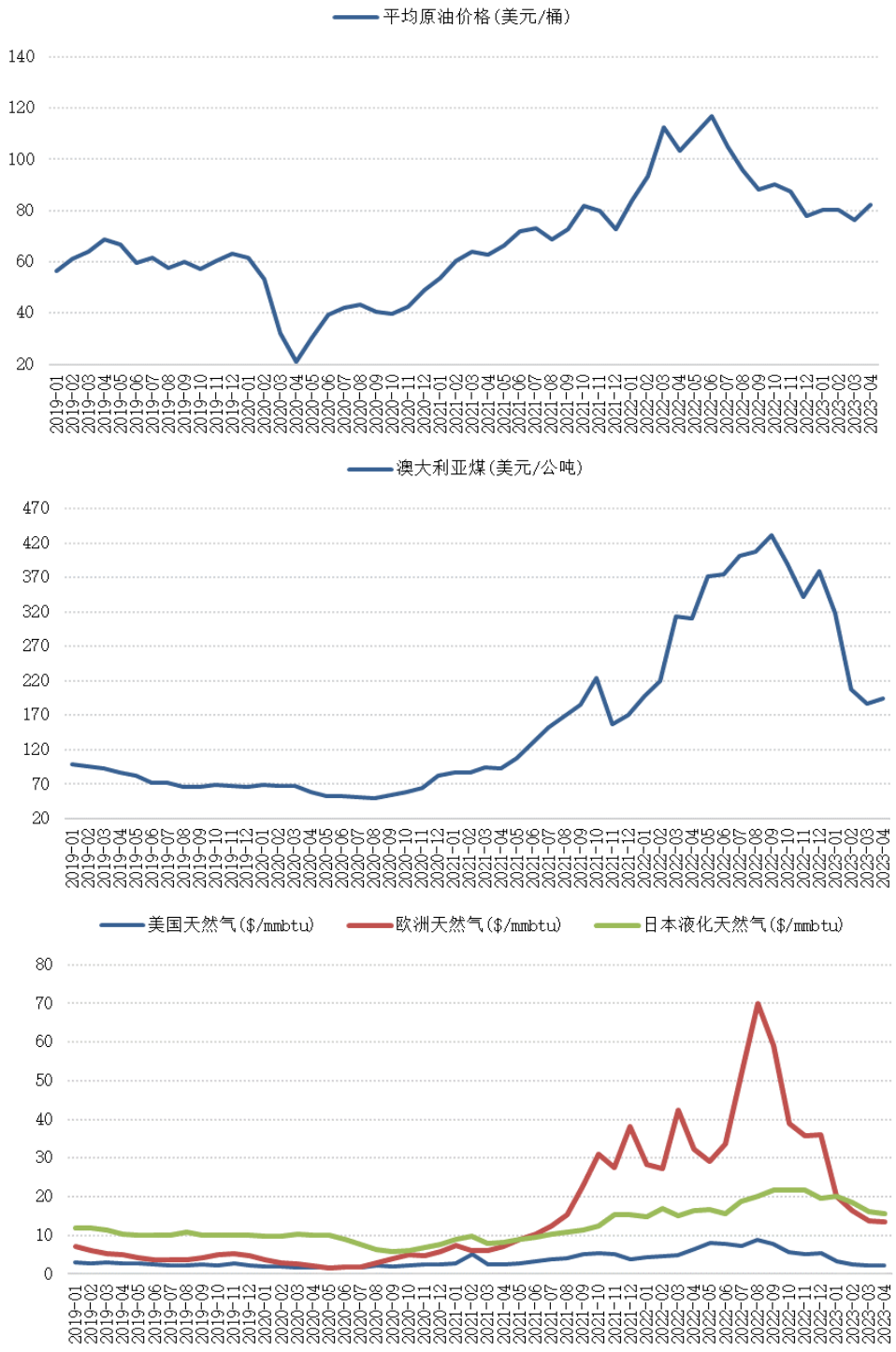
图 7：2023 年 4 月大宗商品价格变动及水平

	2023年年初至4月	2022年	2021年	2020年	2000年至2019年年均
能源类	**-16.4%**	**16.4%**	**76.3%**	**-19.4%**	**3.3%**
其中:原油	5.6%	7.1%	49.5%	-23.1%	5.0%
其中:澳大利亚煤	-48.8%	123.5%	104.3%	25.5%	4.1%
其中:南非煤	-59.0%	128.9%	67.3%	12.0%	4.2%
其中:美国天然气	-60.7%	47.5%	46.9%	13.4%	-7.0%
其中:欧洲天然气	-62.5%	-5.2%	549.0%	26.8%	0.2%
其中:日本天然气	-19.2%	27.1%	100.0%	-23.9%	3.7%
食品类	**1.4%**	**6.3%**	**18.6%**	**16.5%**	**3.4%**
其中:谷物	-0.9%	11.4%	19.5%	20.3%	3.2%
农业原材料类	**0.3%**	**-11.7%**	**0.6%**	**7.4%**	**2.1%**
其中:原木	2.0%	-10.2%	-3.0%	3.2%	1.9%
其中:棉花/橡胶/烟草等	-1.7%	-13.4%	5.2%	13.3%	2.5%
化肥类	-17.7%	-8.9%	163.9%	8.5%	3.9%
其中:磷矿	**15.0%**	**69.8%**	**112.0%**	**14.9%**	**2.7%**
其中:尿素	-39.7%	-41.6%	263.3%	12.6%	4.4%
其中:氯化钾	-27.6%	154.5%	9.1%	-23.7%	4.6%
基础金属类	**-0.2%**	**-7.8%**	**17.1%**	**28.6%**	**3.8%**
其中:铝	-2.4%	-10.9%	33.8%	13.7%	0.7%
其中:铁矿石	5.0%	-4.4%	-24.8%	67.8%	6.3%
其中:铜	5.2%	-12.3%	22.9%	27.9%	6.5%
其中:镍	-17.5%	44.6%	19.0%	21.6%	3.4%
贵金属	**10.5%**	**1.0%**	**-4.7%**	**28.3%**	**8.7%**
其中:黄金	11.2%	0.4%	-3.7%	25.6%	9.3%
美国CPI通胀	**1.7%**	**6.5%**	**7.0%**	**1.4%**	**2.1%**



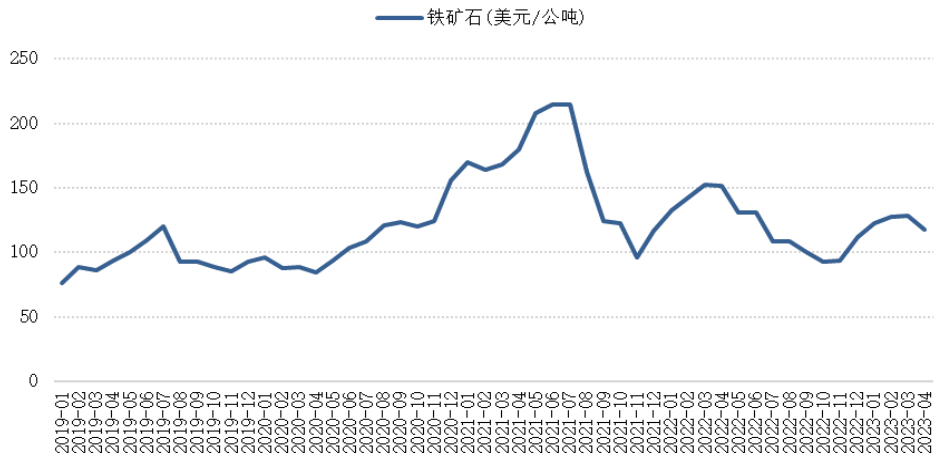
①说明：表中涨幅为名义增速。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

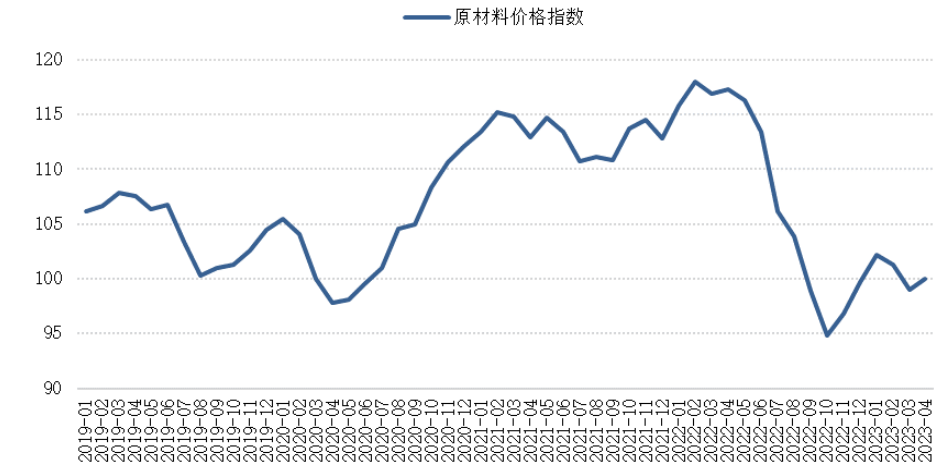
图 8：2019 至 2023 年 4 月大宗商品价格水平

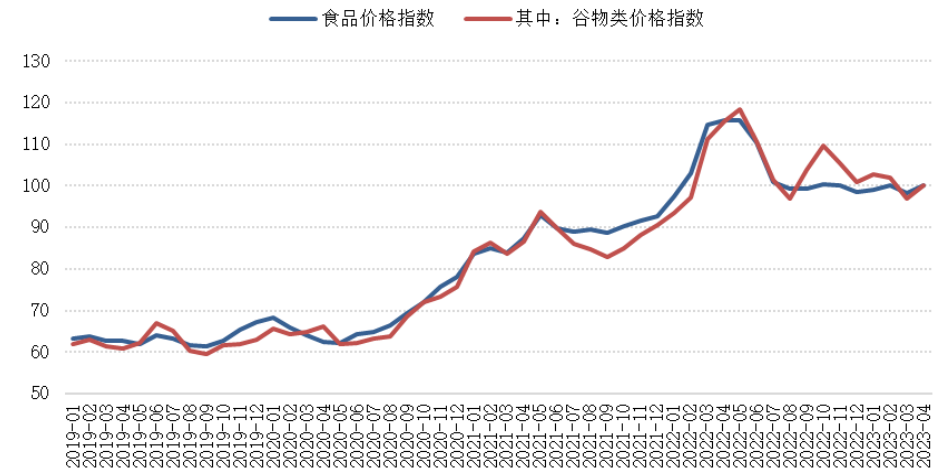


①说明：图中价格指数均是名义价格 。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

图 8：2019 至 2023 年 4 月大宗商品价格水平(续)





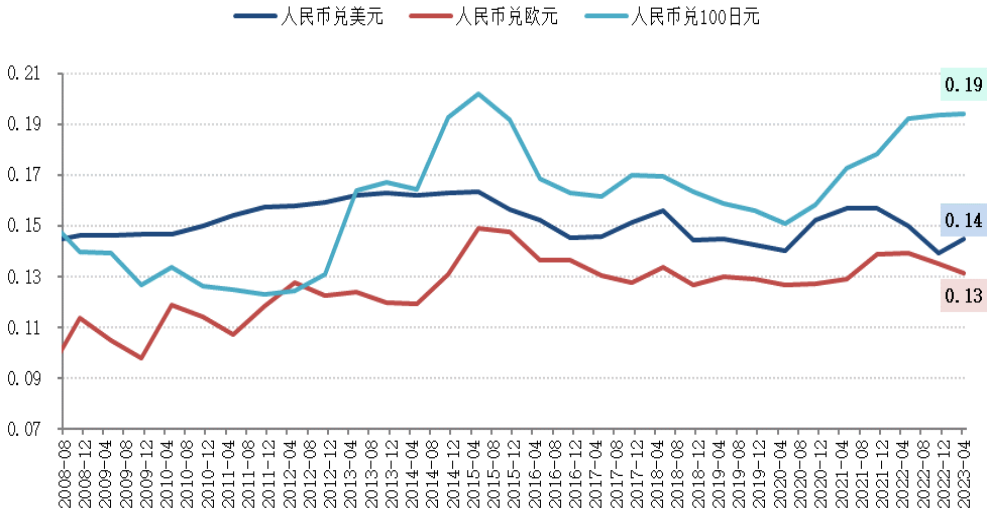


①说明：图中价格指数均是名义价格 。②数据来源：世界银行，长江商学院投资研究中心

2.4 主要货币汇率水平变动

图 9：截至 2022 年 4 月人民币兑主要货币汇率的变动

	2023年年初至4月末	2022年	2021年	2020年	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
人民币兑美元	0.8%	-8.5%	2.3%	6.9%	-3.6%	1.1%	-1.5%	-1.1%
人民币兑欧元	-2.6%	-2.7%	11.2%	-2.6%	-5.8%	1.2%	-0.4%	0.6%
人民币兑港币	1.4%	-8.5%	2.9%	6.4%	-3.6%	1.5%	-1.5%	-1.0%
人民币兑100日元	1.7%	5.8%	14.1%	1.3%	1.2%	8.8%	2.8%	1.7%
人民币兑英镑	-3.5%	2.5%	3.3%	2.9%	-3.2%	0.3%	-0.4%	0.8%
人民币兑加元	0.5%	-2.6%	2.2%	4.4%	2.9%	0.4%	-0.5%	1.6%
人民币兑澳元	1.8%	-1.9%	8.5%	-2.6%	3.4%	0.7%	1.0%	2.6%
人民币名义有效汇率	0.5%	-3.4%	7.0%	3.2%	-2.5%	2.5%	0.0%	0.8%
名义美元指数-对发达经济体	-1.5%	7.1%	4.7%	-5.0%	1.3%	0.6%	1.3%	2.1%
名义美元指数-对新兴经济体	-1.8%	3.7%	0.9%	0.7%	1.1%	-1.5%	1.3%	2.8%

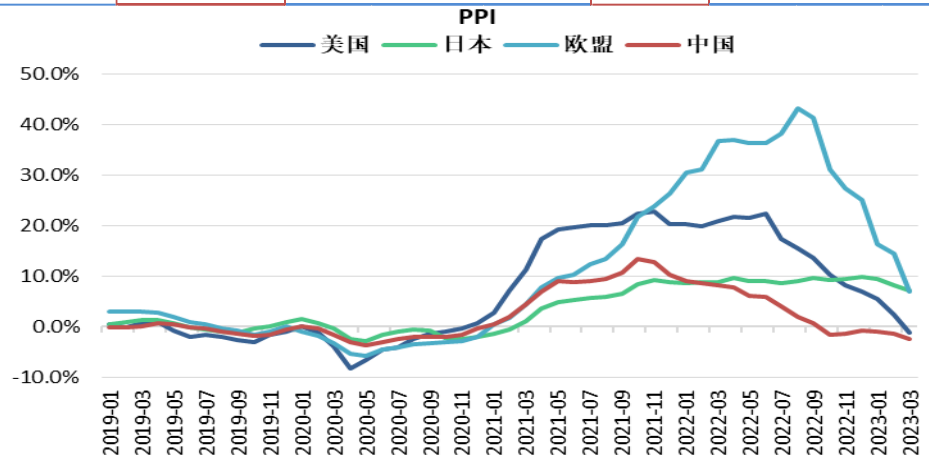


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

2.5 通货膨胀

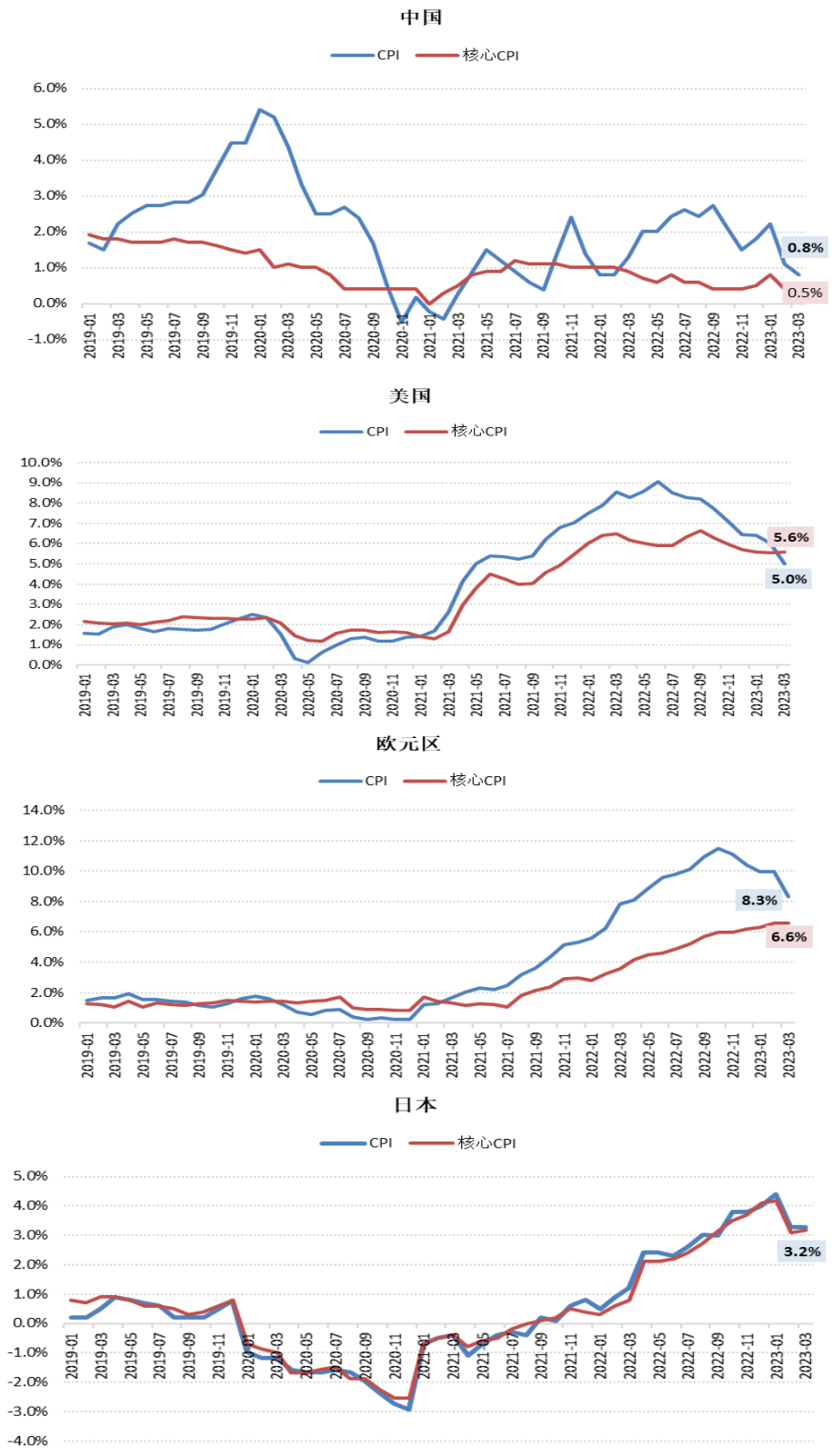
图 10：截至 2023 年 3 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平

	2023年年初至3月末	2022年	2021年	2020年	最近1年	最近3年平均	最近5年平均	最近10年平均
美国CPI	1.7%	6.5%	7.0%	1.4%	5.0%	5.4%	3.9%	2.6%
美国核心CPI	1.8%	5.7%	5.5%	1.6%	5.6%	4.5%	3.5%	2.7%
美国PPI	-0.3%	6.9%	20.4%	0.7%	-1.1%	10.0%	5.2%	2.3%
日本CPI	0.3%	4.0%	0.8%	-2.9%	3.3%	1.3%	0.7%	0.9%
日本核心CPI	0.0%	4.1%	0.4%	-2.5%	3.2%	1.2%	0.7%	0.8%
日本PPI	-0.4%	9.9%	8.9%	-2.1%	7.2%	5.7%	3.6%	2.0%
欧盟调和CPI	1.9%	10.4%	5.3%	0.3%	8.3%	5.9%	4.1%	2.4%
欧盟核心CPI	1.5%	6.2%	3.0%	0.8%	6.6%	3.8%	2.8%	1.8%
欧盟PPI	-4.3%	25.2%	26.3%	-2.0%	7.0%	15.2%	8.8%	4.1%
中国CPI	0.8%	1.8%	1.4%	0.2%	0.8%	0.8%	1.8%	1.8%
中国核心CPI	0.5%	0.5%	1.0%	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%	1.3%
中国PPI	-0.4%	-0.7%	10.3%	-0.4%	-2.5%	3.3%	1.7%	0.8%
CPI_食品	-0.7%	4.8%	-1.3%	1.3%	2.5%	-0.2%	4.2%	3.2%
CPI_猪肉	-24.3%	22.2%	-36.8%	-1.2%	9.7%	-19.4%	3.6%	2.2%
CPI_衣着	-0.1%	0.6%	0.6%	-0.1%	0.9%	0.6%	0.7%	1.3%
CPI_居住	0.1%	-0.3%	1.5%	-0.7%	-0.4%	0.3%	0.6%	1.2%
CPI_家用器具	0.6%	0.0%	2.0%	-1.5%	-0.3%	0.5%	-0.1%	0.0%
CPI_家庭服务	0.7%	2.2%	3.4%	2.3%	2.1%	2.6%	3.2%	4.4%
CPI_交通工具	-1.6%	-2.1%	1.0%	-2.0%	-3.3%	-1.5%	-1.6%	-1.5%
CPI_通信工具	-1.7%	1.7%	-4.2%	1.0%	-2.2%	-0.8%	-1.3%	-2.4%
CPI_通信服务	0.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.4%
CPI_教育服务	0.2%	1.2%	2.9%	1.9%	1.0%	2.1%	2.3%	2.5%
CPI_旅游	1.8%	3.9%	7.3%	-0.9%	5.3%	1.2%	2.7%	2.8%
CPI_医疗保健	0.6%	0.5%	0.5%	1.3%	0.9%	0.7%	1.4%	2.3%



数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 10：截至 2023 年 3 月美国、日本、欧盟、中国通货膨胀水平(续)



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

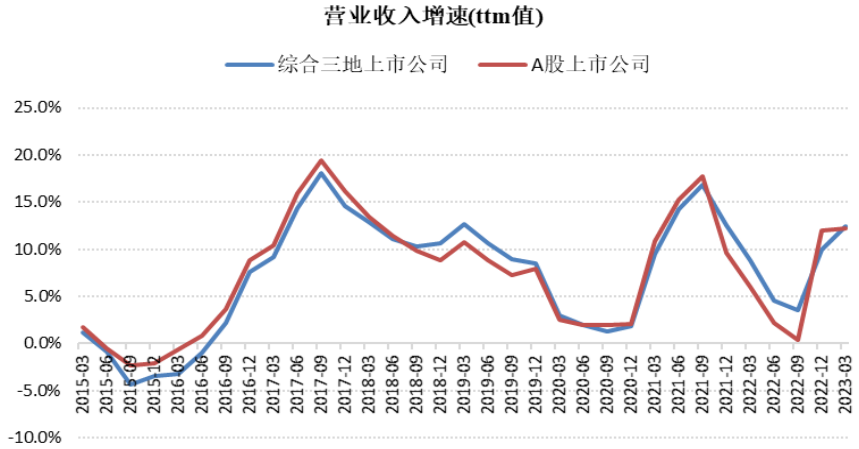
该部分分析在 A 股、香港和美国上市的中国公司财务报表信息。除非特别说明，所有指标均采用整体法计算，并剔除了金融行业。上市公司财务数据来源于 CSAMR 和 Wind，具体指标来自本研究的计算。由于涉及指标较多，计算方式较为复杂，我们在附录中提供具体的计算方法，这里只介绍结果。

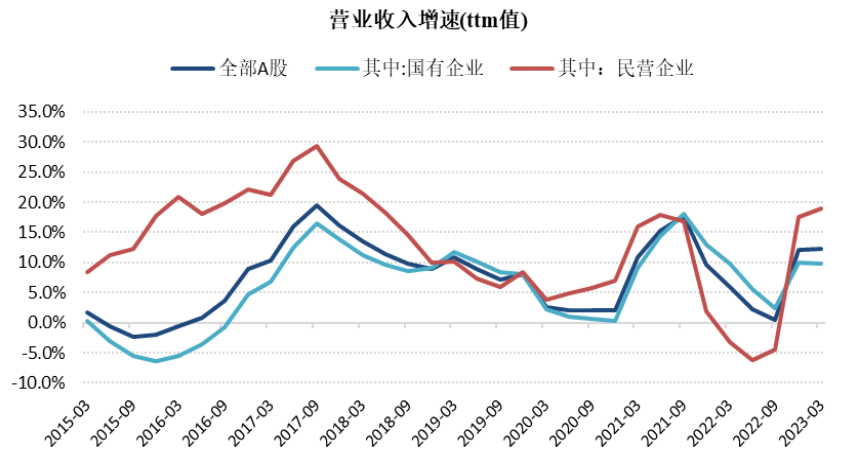
图 11：在 A 股、香港和美国上市的中国公司行业分布

行业	A股	香港上市内地公司	美国中概股
农林牧渔	106	2	
煤炭	38	6	
石油石化	47	45	1
能源金属	13	2	
工业金属	109	45	3
贵金属	12	3	
食品饮料(不含酒)	87	37	6
酒类	36	2	
纺织服饰/首饰	113	53	2
家用电器	88	9	
文娱用品/日常消费品	20	6	
包装印刷造纸	67	24	1
家具装饰用品	67	3	1
化工	384	23	6
制药	278	60	21
医疗器械	119	19	1
医疗服务	78	24	6
钢铁	45	5	
通/专用设备	438	31	6
自动化设备	73		
汽车及零部件	260	38	8
电池	82	6	
电力设备	249	15	1
半导体	125	11	7
电子及电子元件	303	7	
计算机及通信设备	169	38	11
软件和通信服务	295	84	62
建筑及建筑材料	238	40	2
国防军工	125	4	1
环保	129	21	2
公用事业	125	49	1
交通运输-海陆空	80	44	3
物流	46	8	2
电商	18	9	27
商贸零售	85	40	12
旅游住宿餐饮	28	21	6
教育	19	29	25
美容护理	33	7	
数字媒体和出版	74	22	2
游戏	32	5	
影视院线	35	17	3
专业服务	25	17	3
金融	129	119	38
房地产	115	167	7
综合	24	5	
总计	**5061**	**1222**	**277**

数据来源：Wind，CSAMR，长江商学院投资研究中心

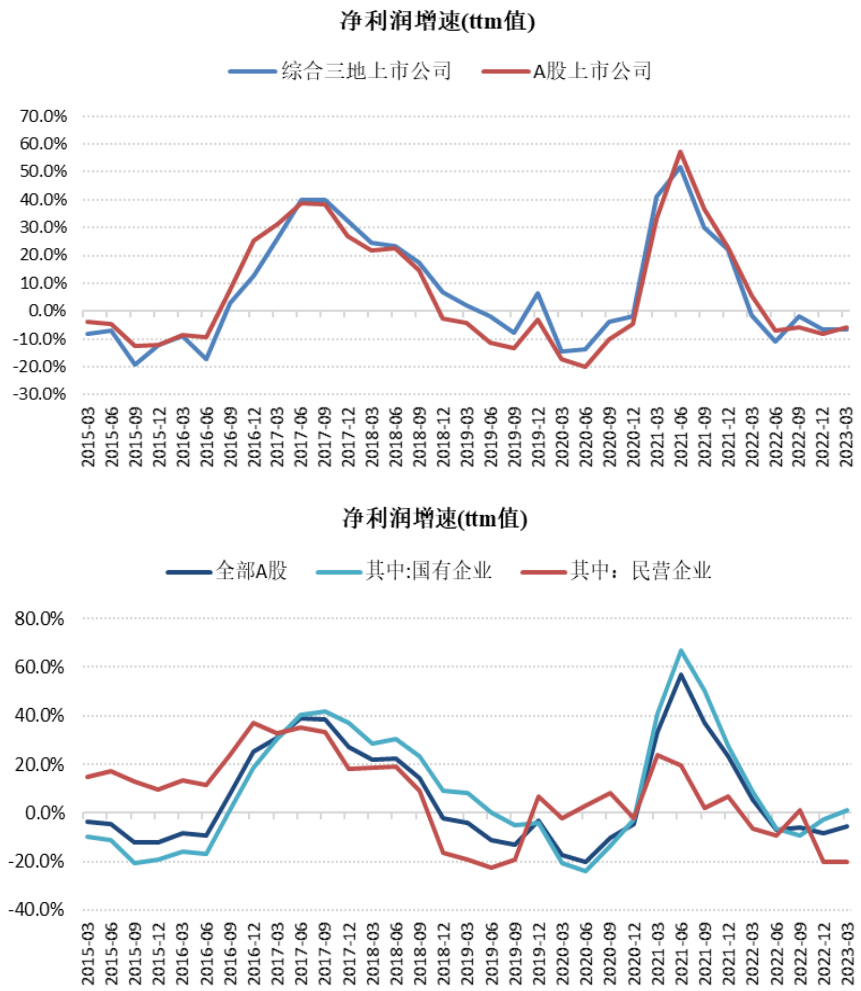
图 12：中国上市公司营业收入增速(剔除通胀，TTM)





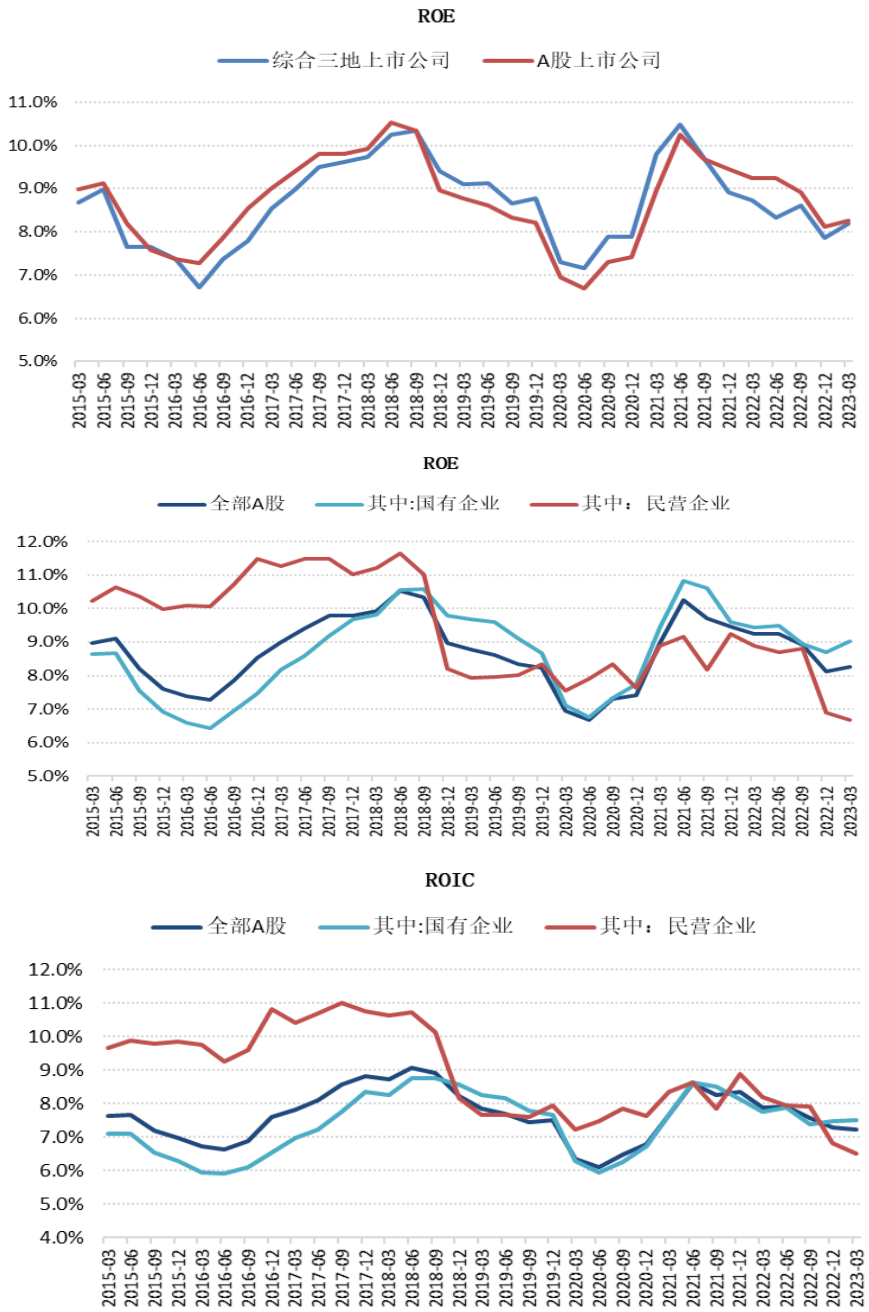
①说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：Wind，CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 13：中国上市公司净利润增速(剔除通胀)



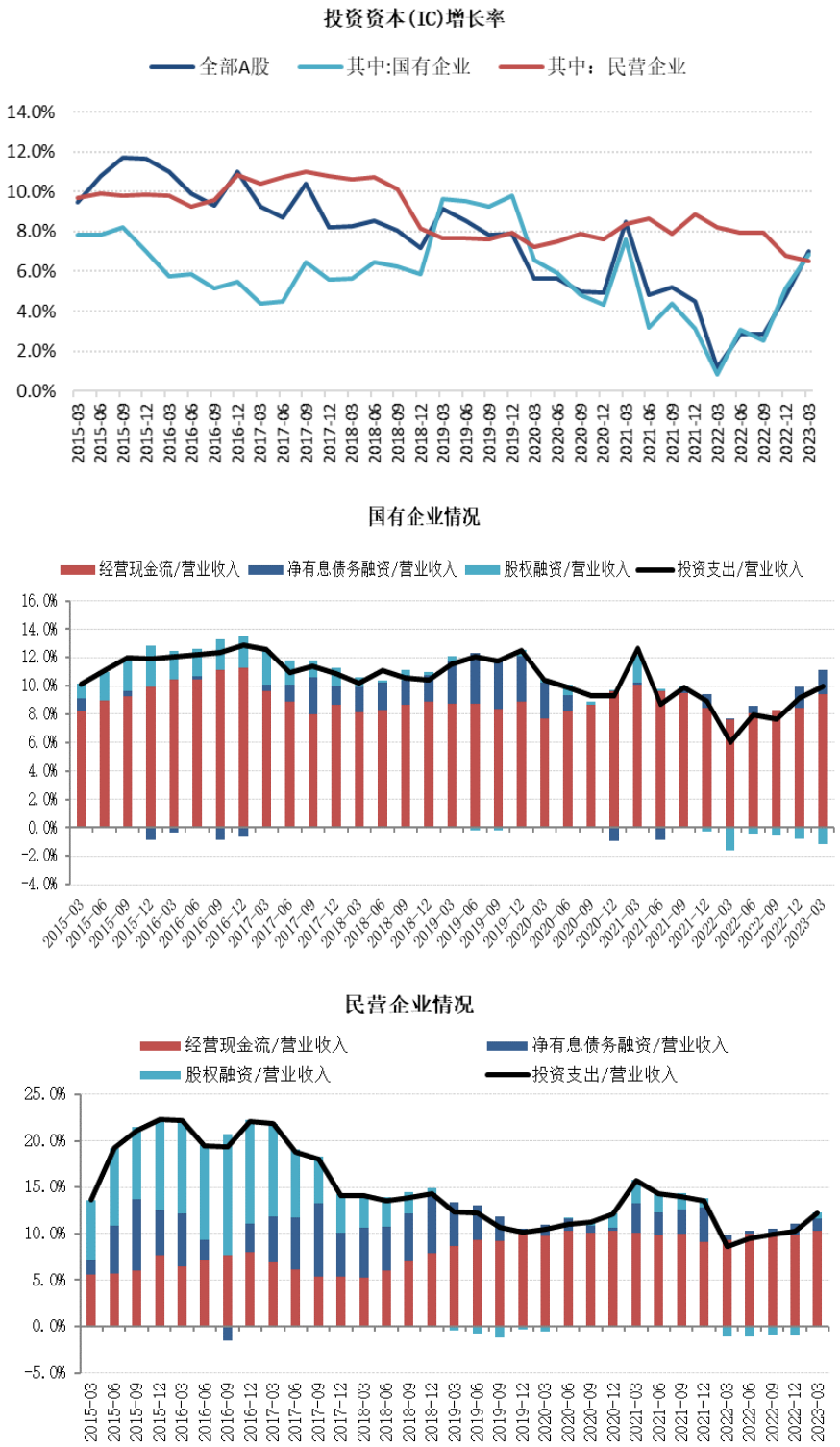
①说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：Wind，CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 14：中国上市公司资本回报率



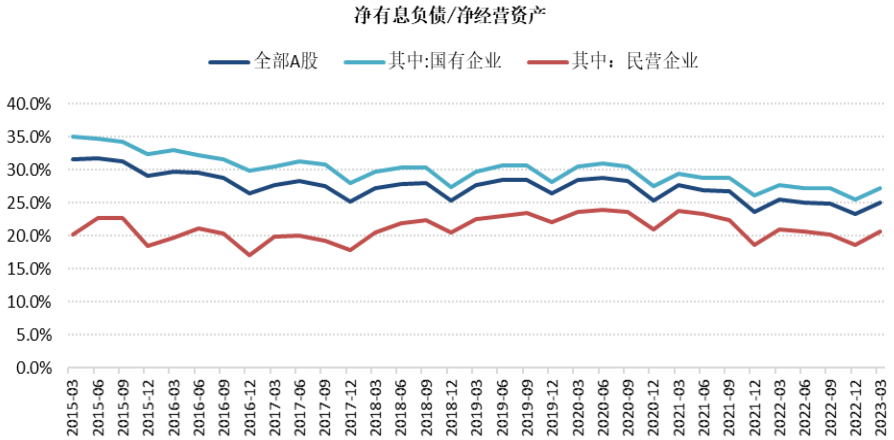
①说明：综合三地上市公司，指包括全部 A 股、在香港上市的内地公司以及在美国上市的中概股。②数据来源：Wind，CSAMR，长江商学院投资研究中心

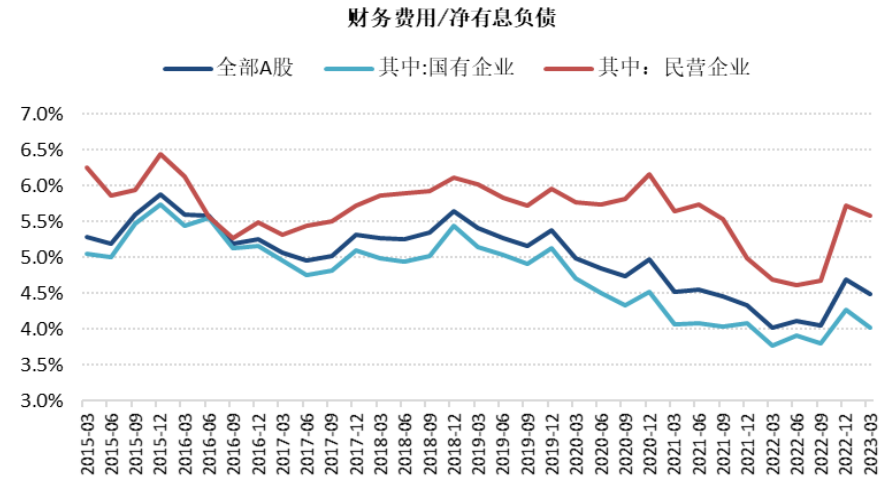
图 15：中国 A 股上市公司投资支出同比增速及资金来源情况



数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

图 16：中国 A 股上市公司负债、税前利润与利息负担



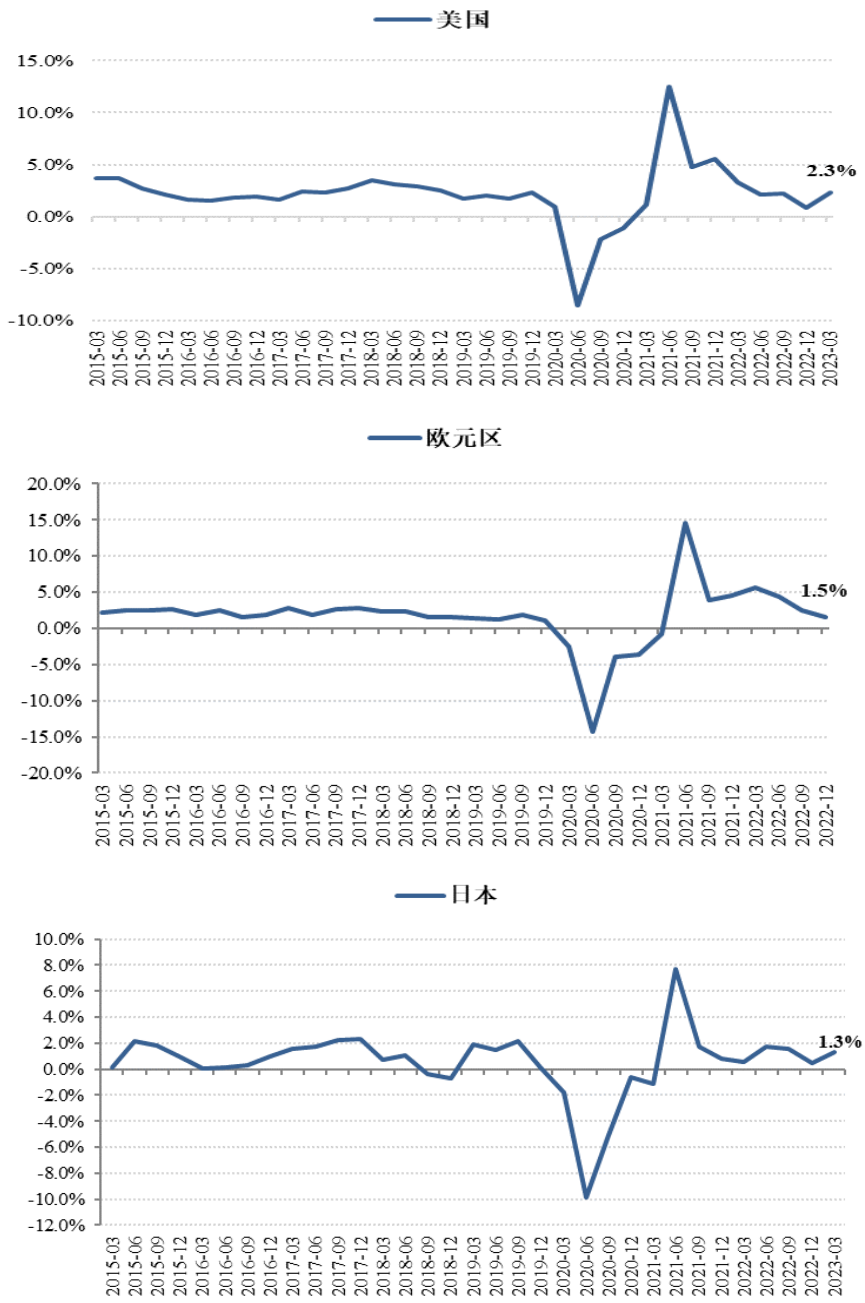


数据来源：CSAMR，长江商学院投资研究中心

第四部分：宏观基本面分析

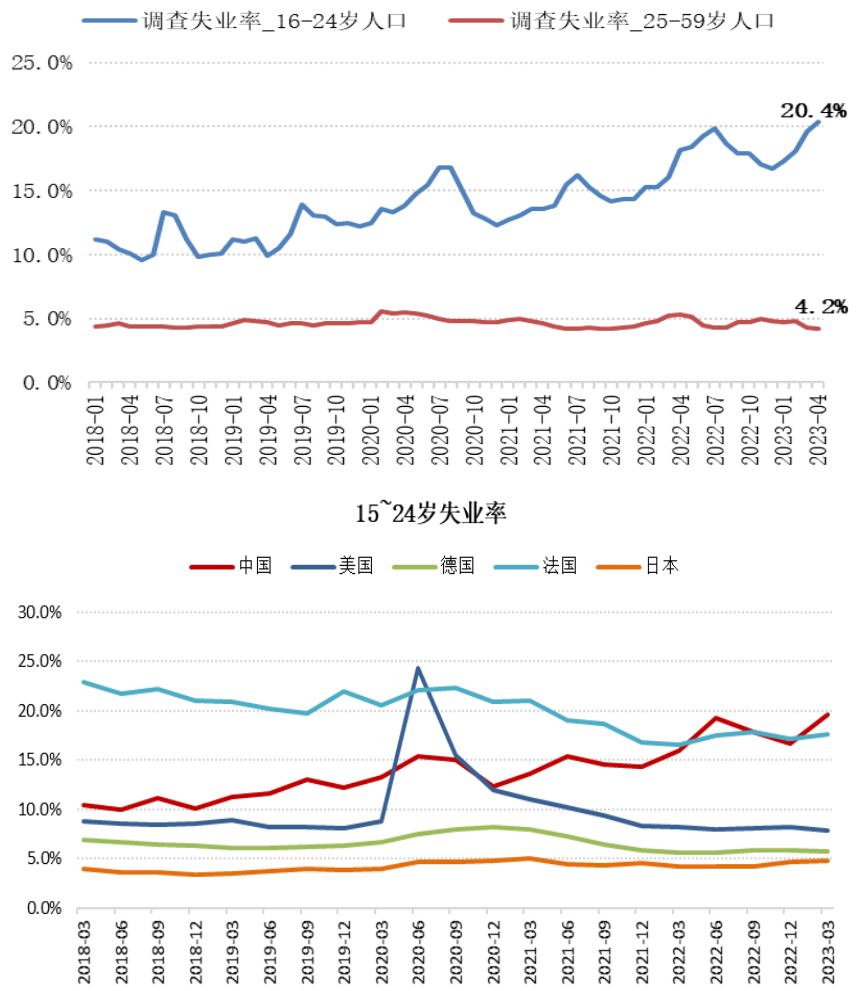
4.1 全球经济增长情况

图 17：主要国家 GDP 单季度值同比增速(剔除通胀)



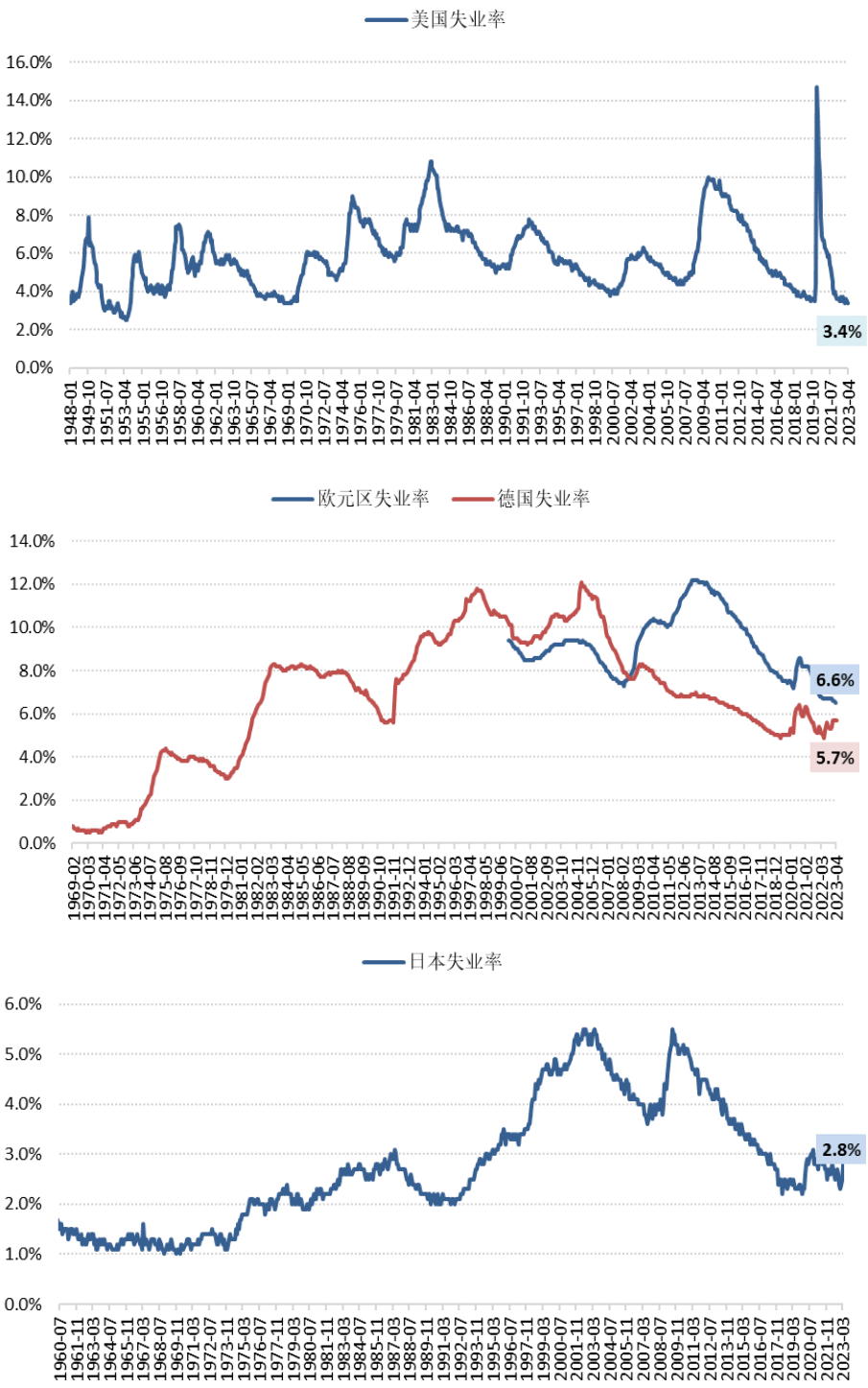
①说明：为单独反映疫情对经济的影响，图中数字是历年 GDP 单季度值的同比增速。②数据来源：长江商学院投资研究中心

图 18：中国失业率情况



①说明：我国失业率年纪区间是 16~24 岁；其他国家是 15~24 岁。②数据来源：Wind，OECD，长江商学院投资研究中心

图 18：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 19：中国全社会用电量、货运量、旅游运输量、商品房开工面积同比增速

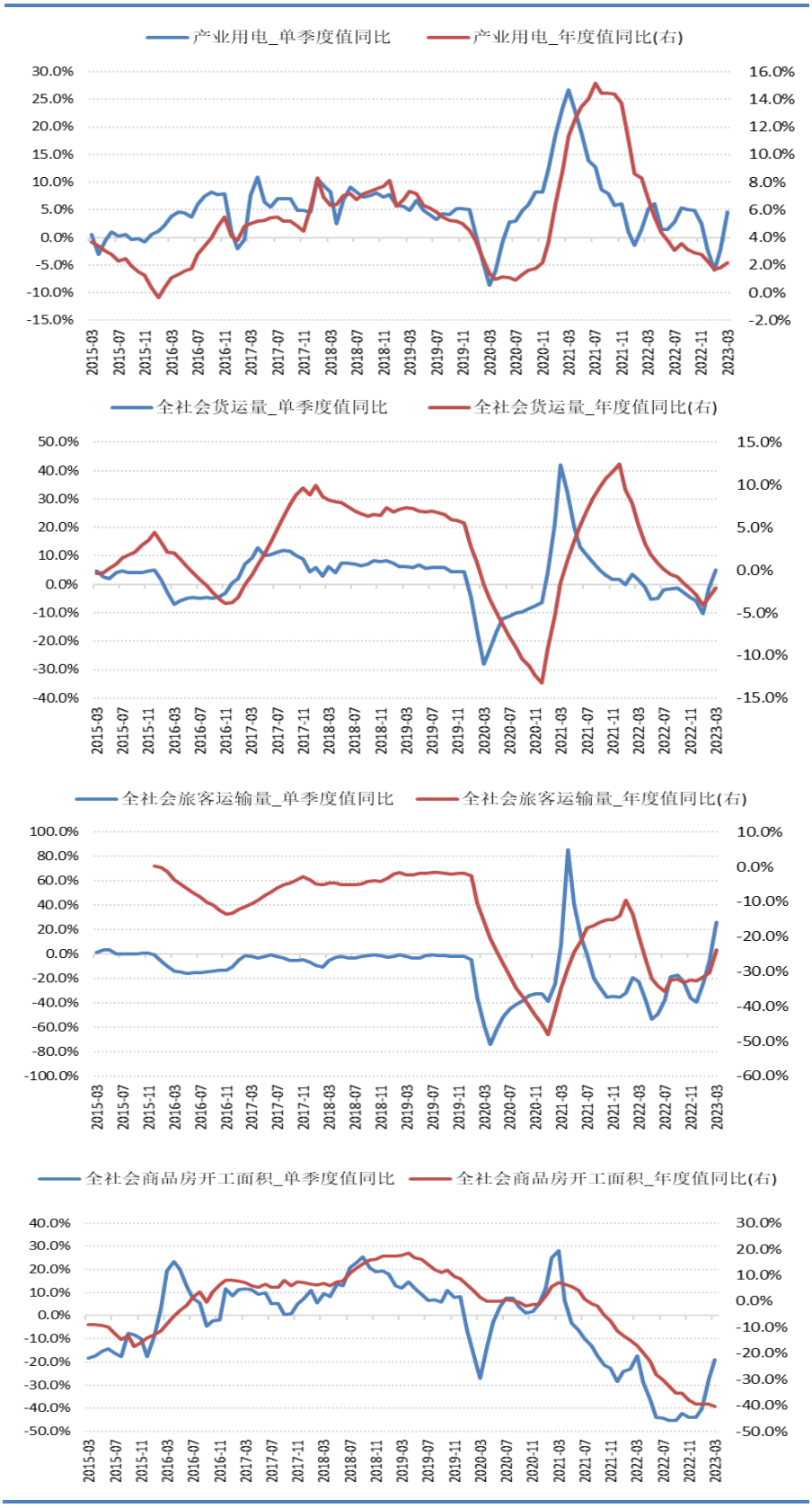


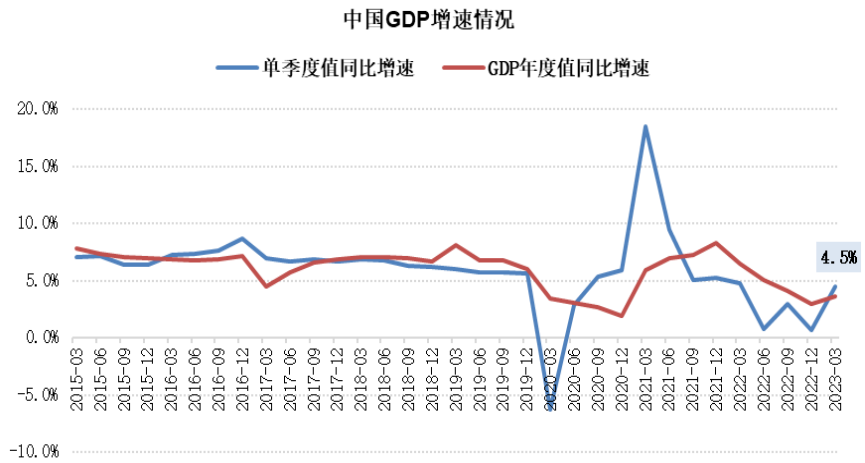
图 20：相关指标扣除通胀后同比增速

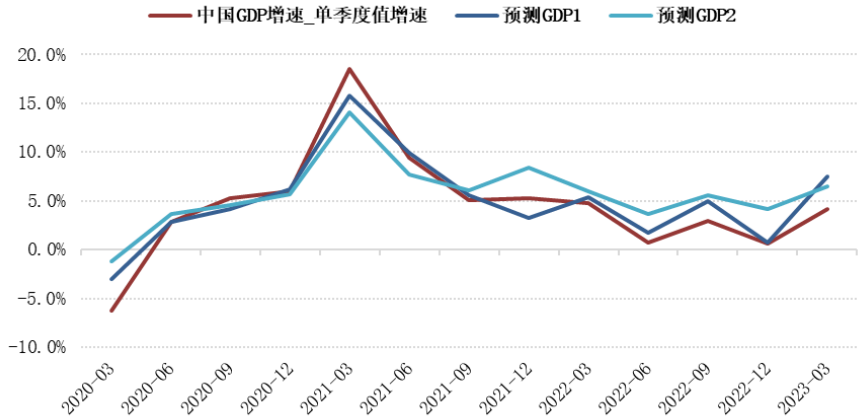
单季度值同比增速，扣除通胀率												
		2023年3月	2022年12月	2022年3月	2021年12月	2021年3月	2020年12月	2019年12月	2018年12月	2015年12月	2010年12月	2005年12月
社会消费品零售总额	扣除CPI	4.9%	-4.4%	1.9%	2.0%	33.5%	3.0%	3.1%	1.7%	14.0%	16.7%	42.5%
	统计局公布的累计同比	5.8%	-0.2%	3.3%	12.5%	33.9%	-3.9%	8.0%	9.0%	10.7%	18.8%	12.9%
固定资产投资完成额	扣除CPI	1.5%	0.9%	7.8%	75.7%	13.8%	-8.9%	-43.2%	-13.7%	7.2%	18.5%	28.0%
	扣除PPI	4.9%	3.5%	1.0%	61.5%	9.1%	-8.4%	-40.3%	-12.8%	15.7%	16.6%	24.1%
	统计局公布的累计同比	5.1%	5.1%	9.3%	4.9%	25.6%	2.9%	5.4%	5.9%	10.0%	24.5%	27.2%
全社会用电量		3.8%	-0.2%	6.3%	1.9%	22.4%	12.1%	4.9%	7.1%	8.2%	6.0%	11.3%
其中:居民生活用电		0.2%	14.3%	11.9%	8.5%	4.1%	9.3%	3.8%	2.8%	8.0%	5.6%	
其中:产业用电		4.5%	-2.2%	5.2%	1.0%	26.6%	12.4%	5.0%	7.7%	0.5%	6.0%	
全社会货运量		5.0%	-5.9%	1.7%	1.8%	42.0%	-6.5%	4.5%	8.3%	5.1%	13.4%	9.6%
全社会旅客运输量		26.3%	-39.1%	-22.5%	-35.5%	7.8%	-33.0%	-2.1%	-2.5%	-0.8%	15.3%	2.7%
全社会商品房开工面积		-19.2%	-43.8%	-17.5%	-28.6%	28.2%	4.7%	8.3%	19.2%	-17.7%	5.2%	5.2%
年度值同比增速，扣除通胀率												
		2023年3月	2022年12月	2022年3月	2021年12月	2021年3月	2020年12月	2019年12月	2018年12月	2015年12月	2010年12月	2005年12月
社会消费品零售总额	扣除CPI	-0.4%	-2.0%	4.8%	10.9%	6.4%	-4.9%	3.4%	2.2%	12.8%	17.9%	24.5%
固定资产投资完成额	扣除CPI	3.0%	3.2%	2.9%	3.5%	-0.8%	-6.1%	-17.0%	-1.1%	8.1%	18.9%	28.1%
	扣除PPI	6.5%	5.8%	-3.6%	-4.9%	-4.9%	-5.5%	-12.7%	-0.2%	16.7%	17.0%	24.2%
全社会用电量		3.3%	3.9%	7.1%	10.5%	10.6%	4.1%	4.7%	8.4%	2.9%	14.8%	14.7%
其中:居民生活用电		10.5%	13.8%	9.4%	7.3%	6.9%	6.8%	5.8%	10.3%	5.4%	11.3%	
其中:产业用电		2.2%	2.3%	6.7%	11.1%	11.3%	3.6%	4.5%	8.1%	0.4%	15.3%	
全社会货运量		-2.1%	-2.9%	5.4%	12.4%	-1.5%	-13.2%	5.5%	7.4%	4.4%	16.8%	11.1%
全社会旅客运输量		-23.7%	-32.7%	-19.9%	-14.1%	-34.7%	-45.1%	-1.8%	-3.2%	0.2%	15.1%	3.7%
全社会商品房开工面积		-40.3%	-39.4%	-17.1%	-11.4%	7.3%	-1.2%	8.5%	17.2%	-14.0%	41.9%	10.6%

说明：单季度值：连续3个月的值相加；年度值：将连续12月的值相加 社销零食扣除的是CPI通胀率，固定资产投资扣除的是PPI通胀率 数据来源：Wind,CEIC

①说明：单季度值-连续 3 个月的值相加；年度值-将连续 12 月的值相加；②数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

图 21：中国 GDP 增速及用相关指标预测值





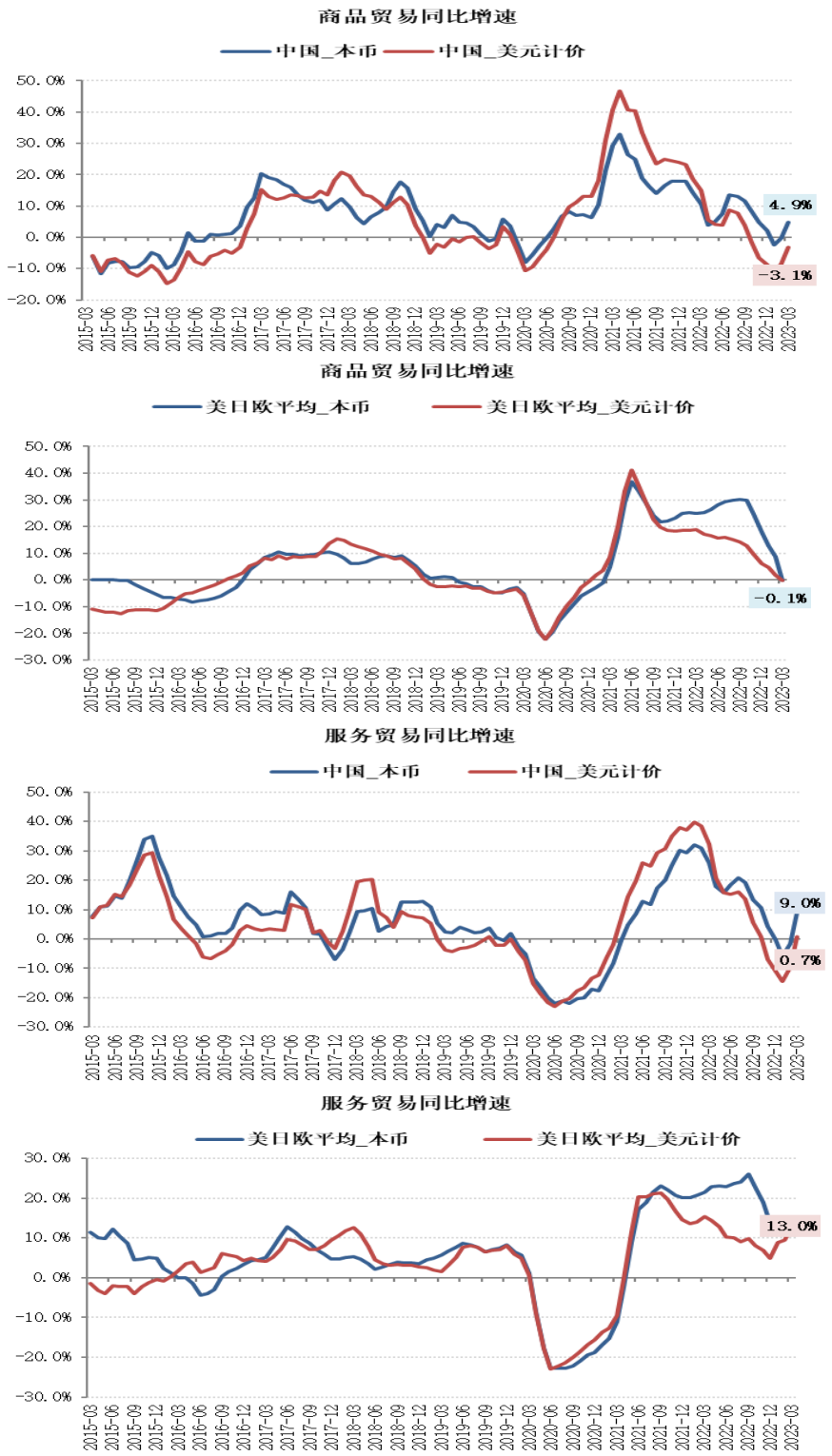
预测 1:用全社会用电量、货运量、旅客运输量、商品房新开工面积、新增社会融资量的增速预测 GDP 增速。用 2005 年 3 月至 2012 年 12 月期间的数据构建拟合方程。

预测 2：用社销零售同比增速以及固定资产投资同比增速预测 GDP 增速

数据来源于 Wind 数据库，指标来自本研究的计算。

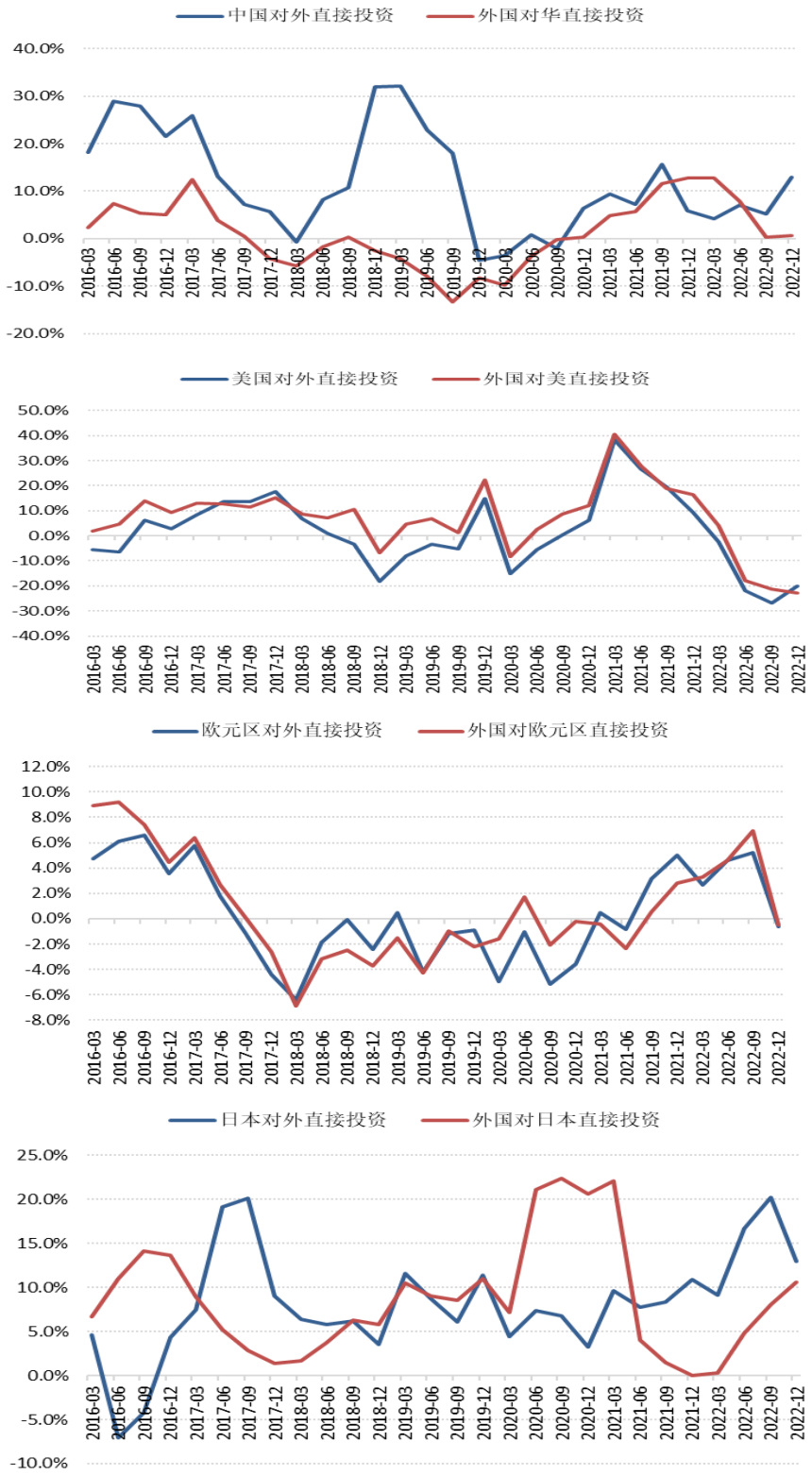
4.2 国际贸易和资本流动

图 22：商品和服务贸易同比增速(截至 2023 年 3 月)



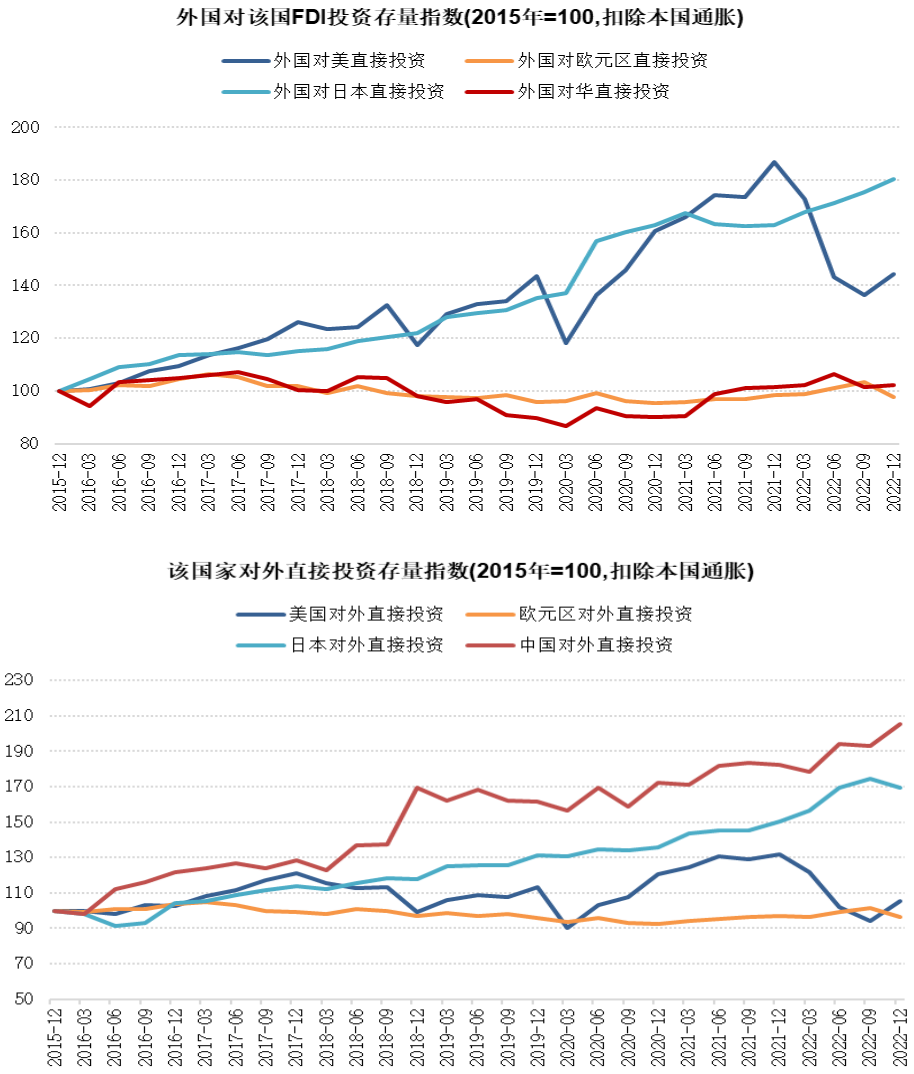
①说明：商品和服务贸易指进口和出口额之和。图中数字为单季度值同比增速。②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 23：FDI 存量同比增速(截至 2022 年 12 月)



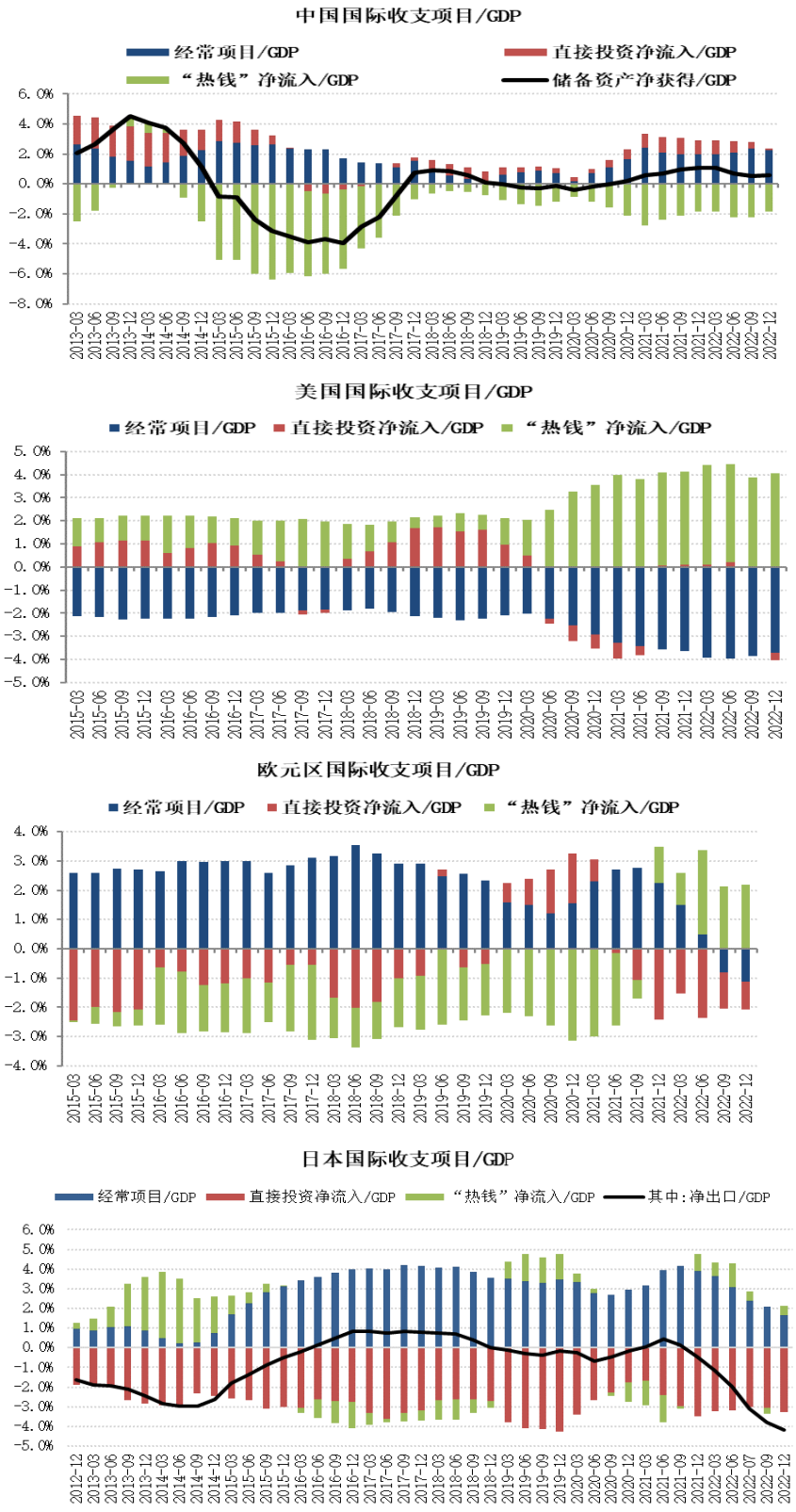
①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

图 24： FDI 存量指数（2015 年末水平=100）



①说明：用本币计价并扣除本国通胀；②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 2022 年 12 月)

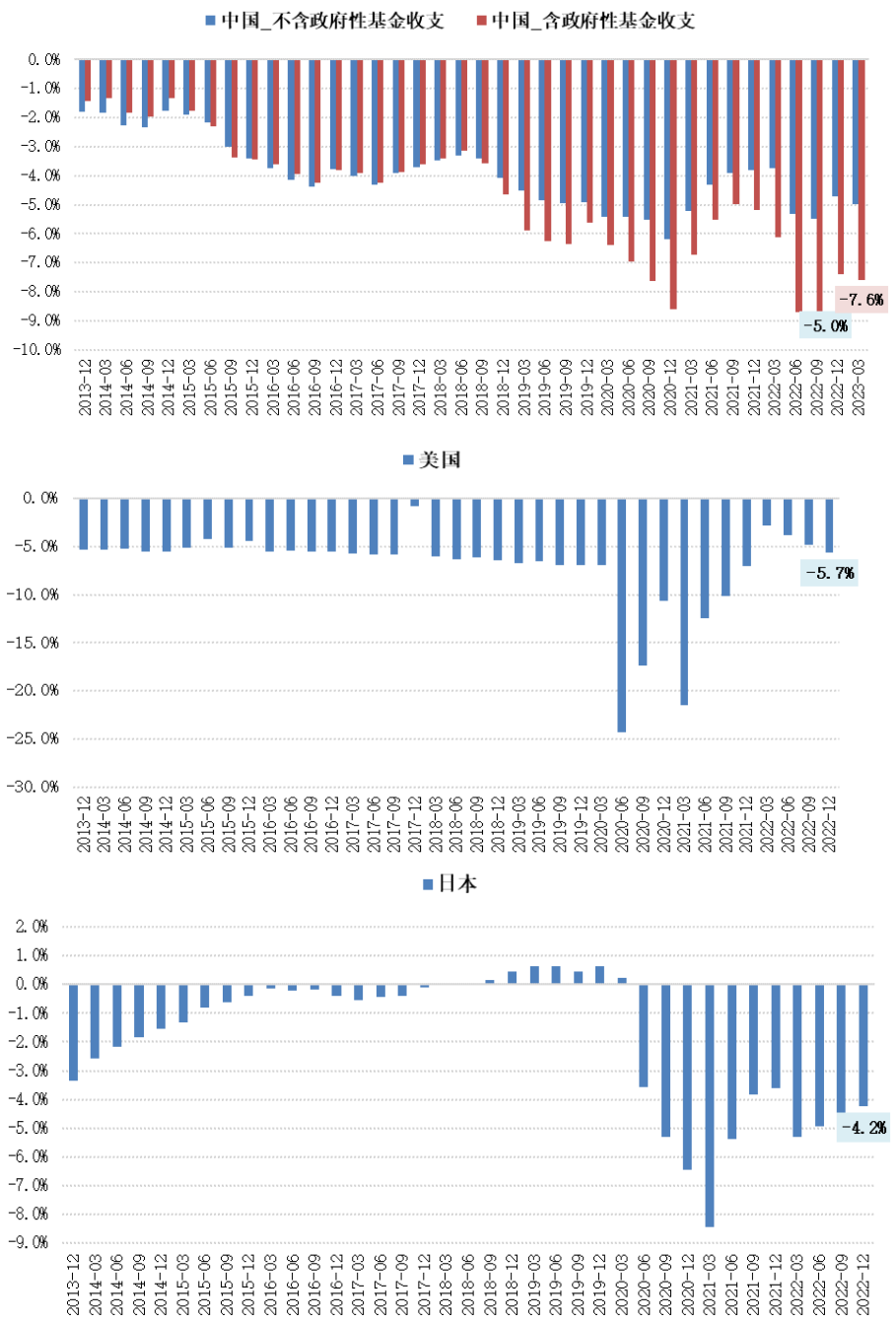


数据来源:Wind，长江商学院投资研究中心

4.3 主要国家财政政策和货币政策

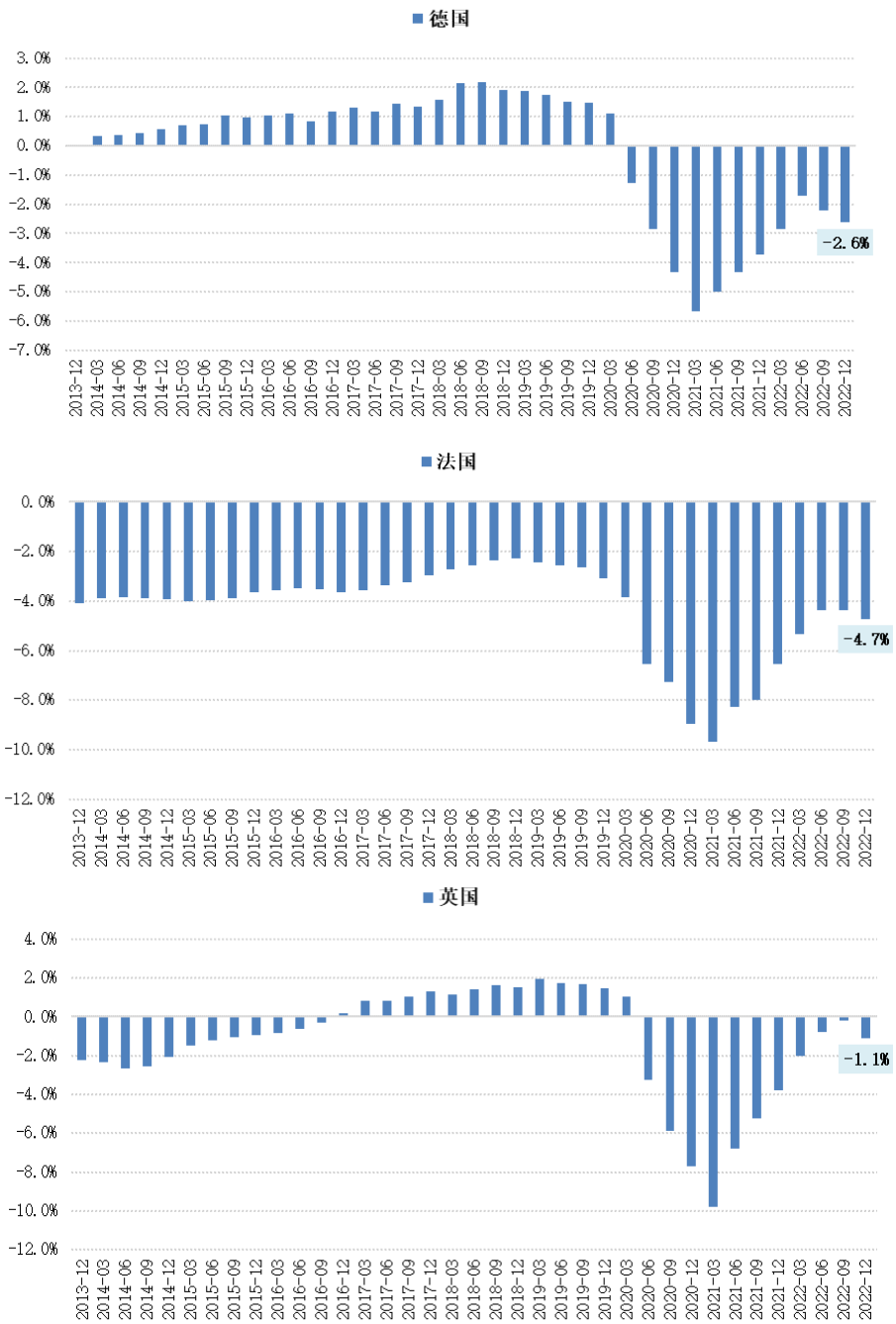
4.3.1 财政政策

图 26：2023 年 3 月各国财政赤字占 GDP 比重(TTM)



①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

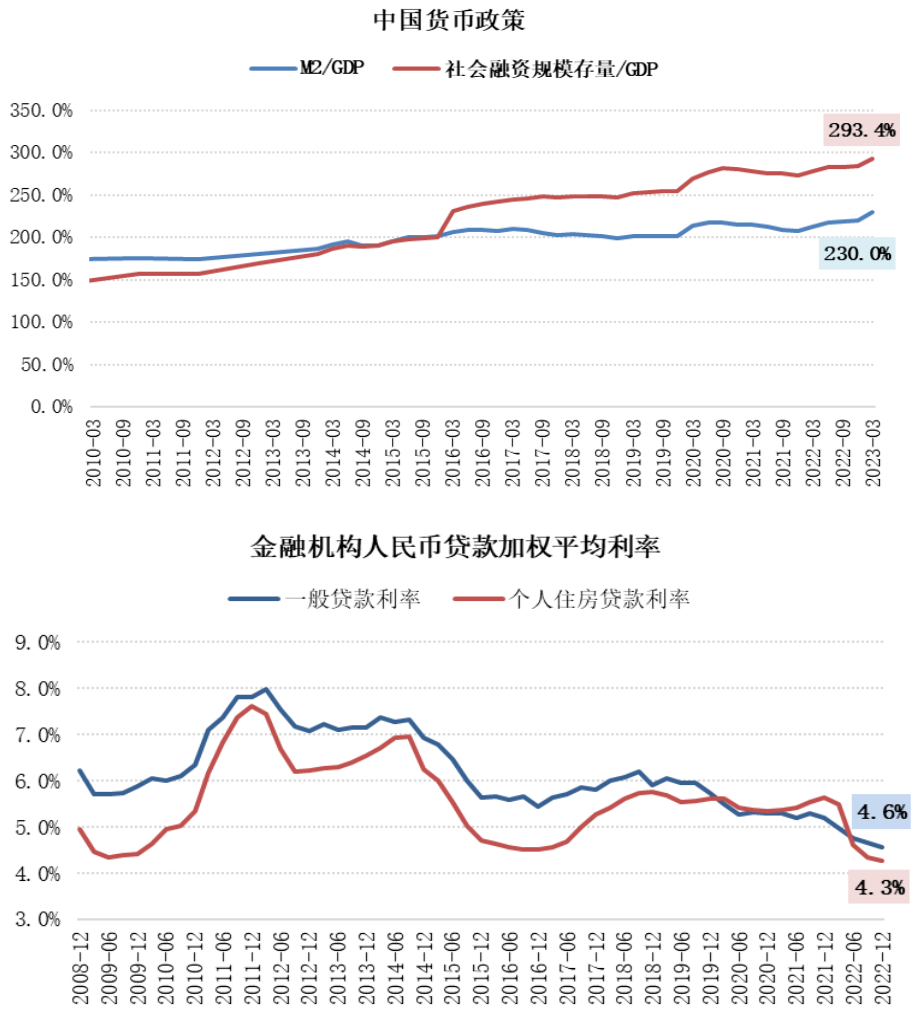
图 26：2022 年 12 月欧美主要国家财政赤字占 GDP 比重(续)



①说明：财政赤字(或盈余)占 GDP 取的是折年数，具体算法见附录；②数据来源：Wind，CEIC，长江商学院投资研究中心

4.3.2 货币政策

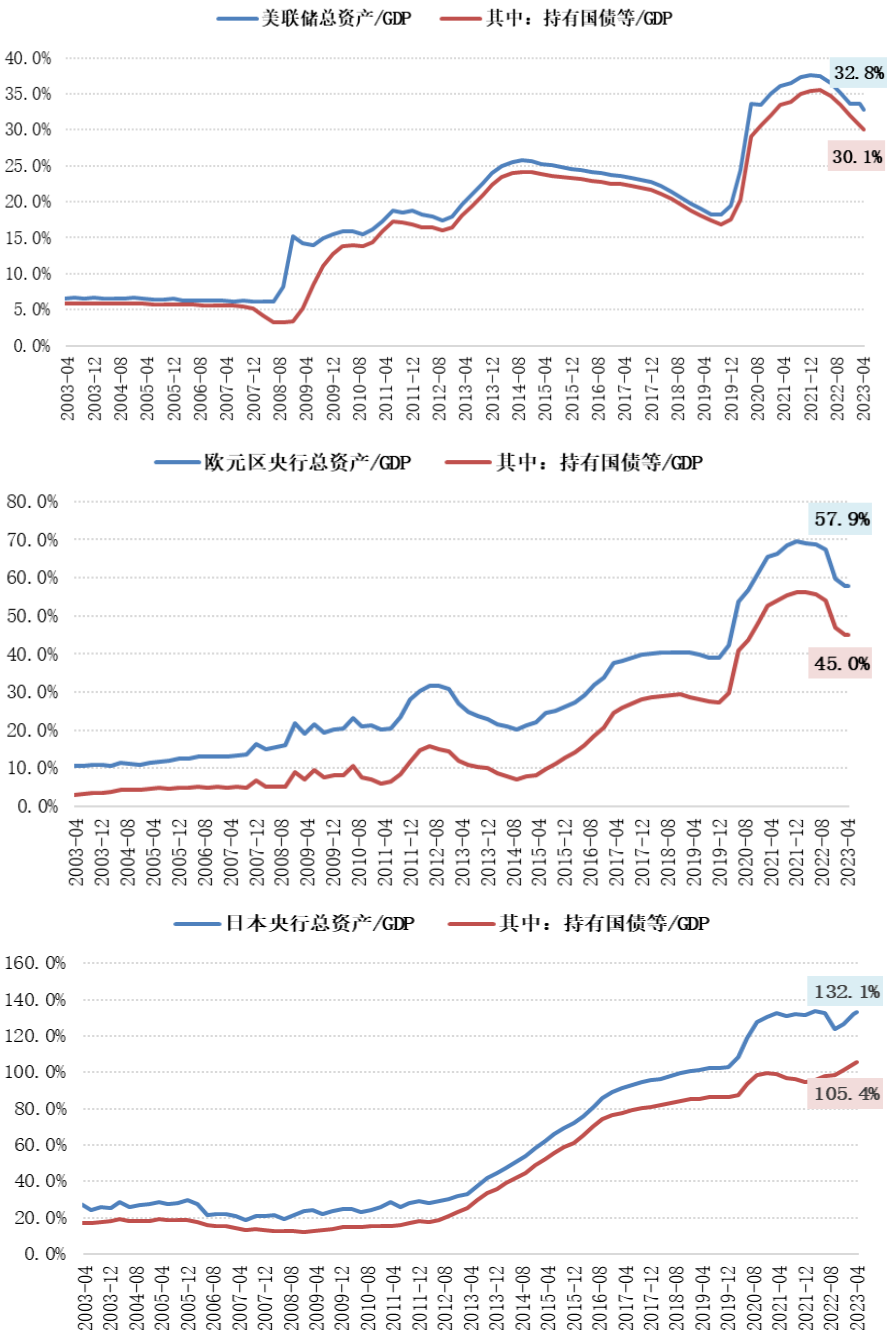
图 27：2023 年 3 月金融机构贷款利率水平和社会融资规模存量同比增速



	2023-03	2022-12	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2016-12	2014-12	2010-12	2007-12	2003-12
基础货币增速	6.6%	9.6%	-0.3%	1.9%	-2.0%	2.8%	11.8%	8.5%	28.7%	30.6%	17.1%
M2增速	12.7%	11.8%	9.0%	10.1%	8.7%	8.1%	11.3%	11.0%	18.9%	16.7%	19.6%
社会融资规模存量增速	10.3%	9.6%	10.3%	13.3%	10.7%	10.3%	30.5%	14.3%	27.0%	21.5%	22.3%
其中：贷款	11.7%	10.6%	11.6%	13.0%	12.3%	12.7%	12.6%	13.2%	19.7%	16.6%	21.6%
其中：表外融资	0.0%	-3.2%	-12.8%	-5.9%	-7.4%	-10.9%	4.6%	13.8%	71.4%	65.3%	42.8%
其中：证券融资	3.6%	5.7%	10.1%	15.8%	11.6%	8.7%	24.9%	22.1%	37.6%	44.0%	18.3%
其中：政府债券	13.5%	13.4%	15.2%	22.1%	14.3%	17.2%					

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

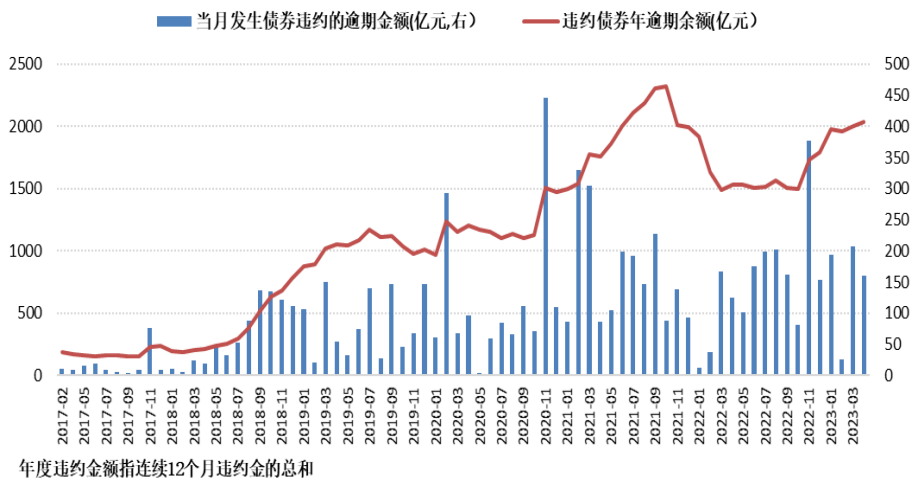


数据来源：Wind，长江商学院投资研究中心

4.4 中国债务水平

图 29:2023 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）	占GDP比重									
		2023-03	2022-12	2021-11	2020-12	2019-12	2018-12	2016-12	2014-12	2010-12	2007-12
国债	26.4	21.6%	21.6%	20.3%	20.7%	16.9%	16.2%	16.2%	14.6%	15.7%	18.3%
地方政府债	37.7	30.8%	29.8%	27.4%	25.8%	21.9%	20.1%	14.5%	1.8%	1.0%	0.0%
政府支持机构债	1.9	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	0.3%	0.0%
城投债	13.8	11.3%	11.0%	11.2%	10.8%	9.1%	8.3%	8.7%	6.0%	0.9%	0.0%
非金融企业债	21.0	17.2%	17.5%	18.3%	18.8%	16.7%	16.1%	17.1%	13.2%	7.0%	2.0%
住户贷款	76.2	62.3%	61.9%	63.2%	62.3%	56.1%	52.1%	44.7%	36.0%	27.3%	18.8%
非金融企业及机关团体贷款	145.7	119.0%	115.2%	109.1%	109.1%	99.7%	96.8%	99.8%	96.0%	94.3%	84.1%
总计	**322.6**	**263.6%**	**258.5%**	**251.2%**	**249.1%**	**222.4%**	**211.6%**	**203.0%**	**169.4%**	**146.4%**	**123.2%**



①债券数据统计范围参见附录。②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

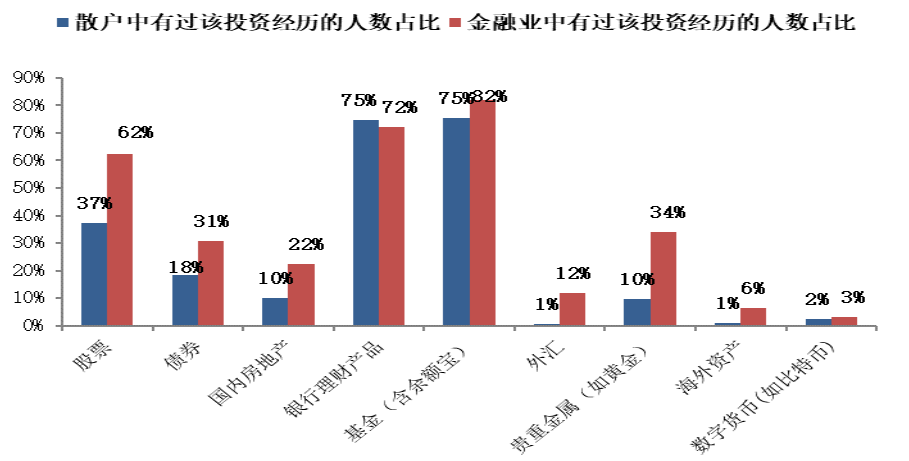
5.1 问卷调查的背景信息

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	散户样本量	金融行业样本量	总样本量
上海	3.7%	139	77	216
北京	3.4%	131	69	200
广州	2.4%	102	51	153
深圳	2.7%	101	49	150
天津	1.3%	89	46	135
重庆	2.4%	76	44	120
成都	1.7%	59	28	87
武汉	1.6%	58	27	85
杭州	1.5%	56	26	82
南京	1.4%	53	25	78
青岛	1.2%	50	23	73
长沙	1.2%	46	19	65
西安	0.9%	40	16	56
合计	26%	1000	500	1500

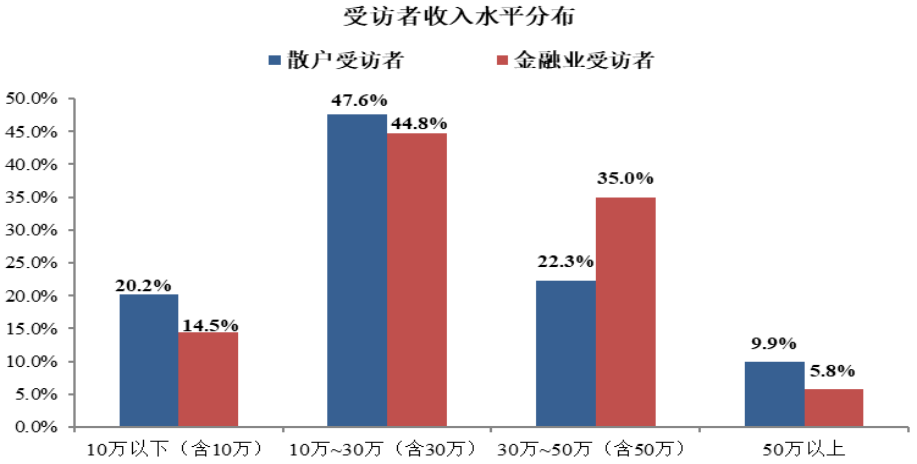
数据来源：长江商学院投资研究中心

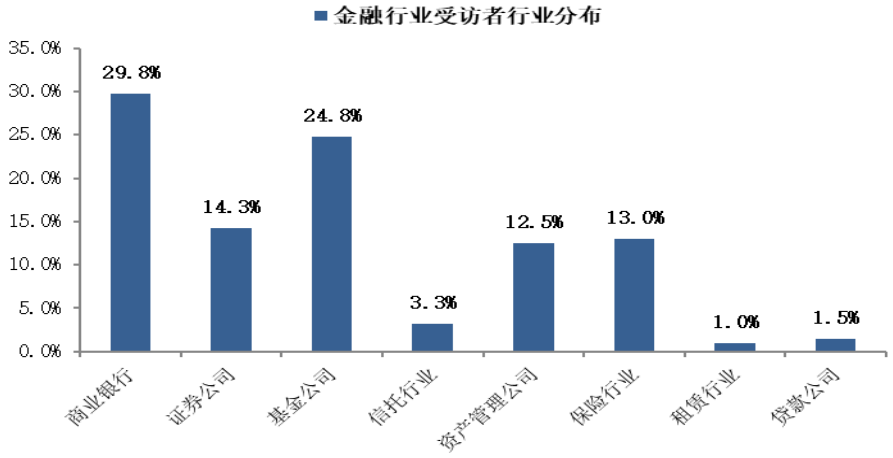
图 2：受访者在过去一年的投资经历



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 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过去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	△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

5.4 上市公司行业分类说明

本研究行业分类	所包含的申万第三级行业分类的项目
农林牧渔	粮油加工、林业III、畜禽饲料、种子、生猪养殖、海洋捕捞、其他农产品加工、果蔬加工、水产养殖、肉鸡养殖、水产饲料、其他养殖、农业综合III、动物保健III、食用菌、宠物食品、其他种植业、粮食种植
煤炭	动力煤、焦炭III、焦煤
石油石化	炼油化工、油品石化贸易、其他石化、油气开采III、油田服务、油气及炼化工程
能源金属	锂、钴
工业金属	铅锌、铝、铜、其他金属新材料、钨、磁性材料、稀土、其他小金属、钼
贵金属	黄金、白银、
化工	粘胶、氯碱、钛白粉、纯碱、无机盐、锦纶、煤化工、涤纶、氨纶、其他化学原料、其他化学纤维、非金属材料III、涂料油墨、其他化学制品、民爆制品、纺织化学制品、聚氨酯、有机硅、氟化工、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、钾肥、农药、氮肥、复合肥、磷肥及磷化工、膜材料、炭黑、其他塑料制品、其他橡胶制品、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、
制药	化学制剂、血液制品、中药III、其他生物制品、原料药、疫苗
食品饮料(不含酒)	烘焙食品、软饮料、肉制品、预加工食品、乳品、调味发酵品III、零食、保健品、熟食
酒类	白酒III、啤酒、其他酒类
纺织服饰/首饰	钟表珠宝、棉纺、其他纺织、非运动服装、辅料、家纺、鞋帽及其他、运动服装、纺织鞋类制造、印染、其他饰品、
家用电器	彩电、空调、家电零部件III、冰洗、照明设备III、其他黑色家电、厨房小家电、厨房电器、卫浴电器、其他家电III、清洁小家电、个护小家电
文娱用品/日常消费品	文化用品、娱乐用品
包装印刷造纸	大宗用纸、塑料包装、印刷、纸包装、特种纸、金属包装、综合包装
家具装饰用品	定制家居、瓷砖地板、其他家居用品、卫浴制品、成品家居
医疗器械	体外诊断、医疗设备、医疗耗材
医疗服务	医药流通、医院、其他医疗服务、线下药店、医疗研发外包、诊断服务
钢铁	冶钢辅料、铁矿石、特钢III、板材、长材、钢铁管材
通/专用设备	轨交设备III、工程机械整机、工程机械器件、金属制品、机床工具、制冷空调设备、其他通用设备、磨具磨料、仪器仪表、印刷包装机械、能源及重型设备、其他专用设备、纺织服装设备、楼宇设备、农用机械、
自动化设备	机器人、激光设备、工控设备、其他自动化设备
汽车及零部件	其他运输设备、汽车经销商、底盘与发动机系统、商用载货车、综合乘用车、轮胎轮毂、车身附件及饰件、汽车综合服务、商用载客车、其他汽车零部件、摩托车、汽车电子电气系统、电动乘用车、
电池	电池化学品、锂电池、锂电专用设备、蓄电池及其他电池、燃料电池
电力设备	电机III、电网自动化设备、输变电设备、线缆部件及其他、电工仪器仪表、配电设备、风电整机、风电零部件、硅料硅片、光伏辅材、光伏电池组件、光伏加工设备、逆变器、火电设备、其他电源设备III、综合电力设备商、
半导体	半导体材料、数字芯片设计、集成电路封测、分立器件、半导体设备、集成电路制造、模拟芯片设计
电子及电子元件	面板、消费电子零部件及组装、其他电子III、被动元件、印制电路板、光学元件、品牌消费电子、LED、电子化学品III
计算机及通信设备	通信终端及配件、通信网络设备及器件、通信线缆及配套、其他计算机设备、安防设备、其他通信设备
软件和通信服务	横向通用软件、IT服务III、垂直应用软件、通信工程及服务、通信应用增值服务、电信运营商、
建筑	玻璃制造、水泥制品、其他建材、水泥制造、耐火材料、玻纤制造、防水材料、管材、涂料、园林工程、国际工程、基建市政工程、房屋建设III、工程咨询服务III、装修装饰III、其他专业工程、钢结构、化学工程
国防军工	地面兵装III、军工电子III、航空装备III、航天装备III、航海装备III
环保	综合环境治理、固废治理、水务及水治理、环保设备III、大气治理
公用事业	火力发电、热力服务、光伏发电、风力发电、燃气III、水力发电、电能综合服务、其他能源发电、核力发电
交通运输-海陆空	港口、机场、航空运输、高速公路、航运、铁路运输、公交
物流	原材料供应链服务、公路货运、快递、中间产品及消费品供应链服务、仓储物流、跨境物流
电商	综合电商、电商服务、跨境电商
商贸零售	商业物业经营、贸易III、百货、多业态零售、超市、专业连锁III、旅游零售III、
旅游住宿餐饮	酒店、自然景区、旅游综合、餐饮、人工景区
教育	培训教育、教育运营及其他、学历教育
美容护理	洗护用品、医美服务、生活用纸、化妆品制造及其他、体育III、品牌化妆品、医美耗材
数字媒体和出版	教育出版、大众出版、广告媒体、营销代理、图片媒体、门户网站、视频媒体、文字媒体、
游戏	游戏III、
影视院线	电视广播III、影视动漫制作、院线
专业服务	会展服务、检测服务、人力资源服务、其他专业服务
金融	股份制银行III、城商行III、农商行III、国有大型银行III、证券III、租赁、金融控股、资产管理、信托、保险III、金融信息服务、期货、其他多元金融、
房地产	物业管理、房产租赁经纪、住宅开发、商业地产、产业地产

5.5 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	国债 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