

2020 年上半年投资者信心指数运行情况分析报告

【编者按】为了解我国证券投资者在当前经济和市场环境下的心理和预期变化，中国证券投资者保护基金有限责任公司自 2008 年 4 月起，按月开展证券投资者信心调查并编制“中国证券市场投资者信心指数”（以下简称投资者信心指数）。2020 年上半年，投资者信心指数较好地反映了投资者对新冠肺炎疫情影响下 A 股走势和市场内外部环境的看法和预期，同时也呈现出一些新的特点。我们对上半年投资者信心指数运行情况进行分析，并与历史数据进行比较，在此基础上提炼结论，以期为证券监管部门和市场主体了解投资者信心变化提供参考。

2020 年上半年，新冠肺炎疫情的爆发对全球实体经济和金融市场造成巨大冲击，多国股票市场大幅下挫，我国 A 股市场在波动的同时表现出了较强的韧性和自我修复能力。在此过程中，投资者信心指数始终在 50 中值上方运行，各子指数呈现出不同的变动趋势。具体分析如下：

一、上半年投资者信心指数整体运行情况

（一）投资者信心指数一、二季度走势分化明显，6 月指数创 2019 年 4 月以来新高

2020 年上半年投资者信心指数呈现 V 型反转走势，始终位于 50 中值上方，平均值为 56.7，投资者对市场的预期总体偏向积极。受春节假期及新冠肺炎疫情影响，调查显示，1 月投资者信心指数为 55.9，未能延续 2019 年末的反弹走势，较 2019 年 12 月（61.4）环比下降了 8.9%，但仍高于 2019 年 11 月的 55.4。此后，2、3 月投资者信心指数出现连续下降，但降幅（2 月 2.9%、3 月 3.9%）明显收窄。在经历了一季度的“三连降”后，3 月投资者信心指数为 52.2，是 2019 年 2 月以来的最低值。进入二季度，投资者信心指数呈现出持续回升态势，4 月环比上升 6.5% 达到 55.6，在 5 月（58.3）创下上半年新高后，6 月投资者信心指数进一步大幅上升 9.4%，达到 63.8，在刷新 2020 年新高的同时创下 2019 年 4 月以来最高值。

表：2020 年上半年投资者信心指数及各项子指数统计表

2020年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	平均值
投资者信心指数	55.9	54.3	52.2	55.6	58.3	63.8	56.7
国内经济基本面	49.1	44.9	34.9	50.6	54.1	64.7	49.7
国内经济政策	64.3	62.7	58.7	62.4	65.9	73.2	64.5
国际经济金融环境	47.5	41.5	24.1	37.0	39.6	47.2	39.5
股票估值	56.3	52.3	60.2	57.5	56.4	56.6	56.6
大盘乐观	54.3	52.1	50.7	55.9	58.6	67.5	56.5
大盘反弹	51.8	55.4	49.0	51.1	54.1	58.2	53.3
大盘抗跌	62.1	61.3	62.0	64.6	66.2	68.4	64.1
买入指数	55.2	50.1	52.6	51.6	53.7	60.1	53.9

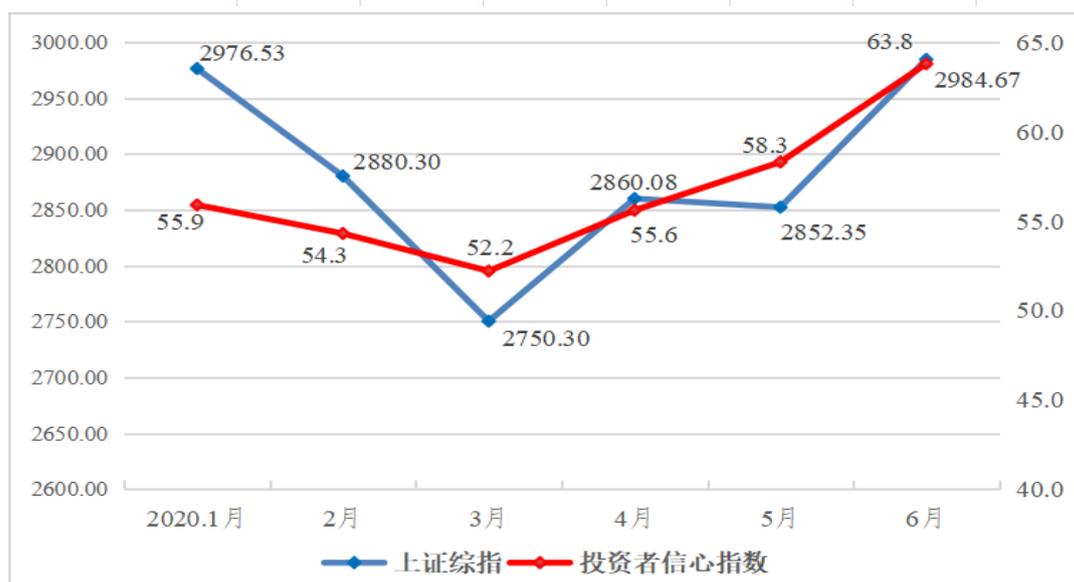


图 1：2020 年上半年投资者信心指数与上证综指走势对比图

(二) 上半年投资者信心指数延续了 2019 年 1 月以来历史最长偏乐观运行周期，“稳”的特征进一步显现

在全部 147 期（2008 年 4 月-2020 年 6 月）数据中，投资者信心指数历史平均值和中位数同为 54.8。2020 年上半年指数平均值为 56.7，其中有 4 期位于历史均值之上。值得注意的是，在指数运行历史上，有三个保持乐观区间（50 中值以上）在 12 个月以上的运行周期，而在全球疫情蔓延和国际金融市场动荡的背

景下，2020年上半年投资者信心指数仍延续了自2019年1月以来，共18个月的偏乐观运行态势，这也是截至目前指数编制历史上最长的偏乐观运行周期。

如图2所示，在经历了2008年的低迷之后，投资者信心指数于2009年1月至2010年4月，连续16个月保持在50中值以上，这是指数经历的第一个较长（超过12个月）乐观周期，均值为61.2。此后，指数进入调整期，波动幅度较大。2014年6月至2015年7月，投资者信心指数再次进入上升通道，连续14个月保持在乐观区间，均值达到64.7。此后，投资者信心指数再次进入调整期，与上次调整不同的是，指数波动幅度明显减小且波动重心稳定，2017年波动区间进一步收窄，企稳修复特征更加明显。在经历了2018年下半年的短暂低迷后，2019年以来投资者信心指数运行重心明显抬升，且始终位于50中值上方，虽然从均值（58.2）来看低于前两个乐观周期，但延续时间已达18个月，“稳”的特征进一步显现，实现指数编制历史上最长偏乐观运行周期。

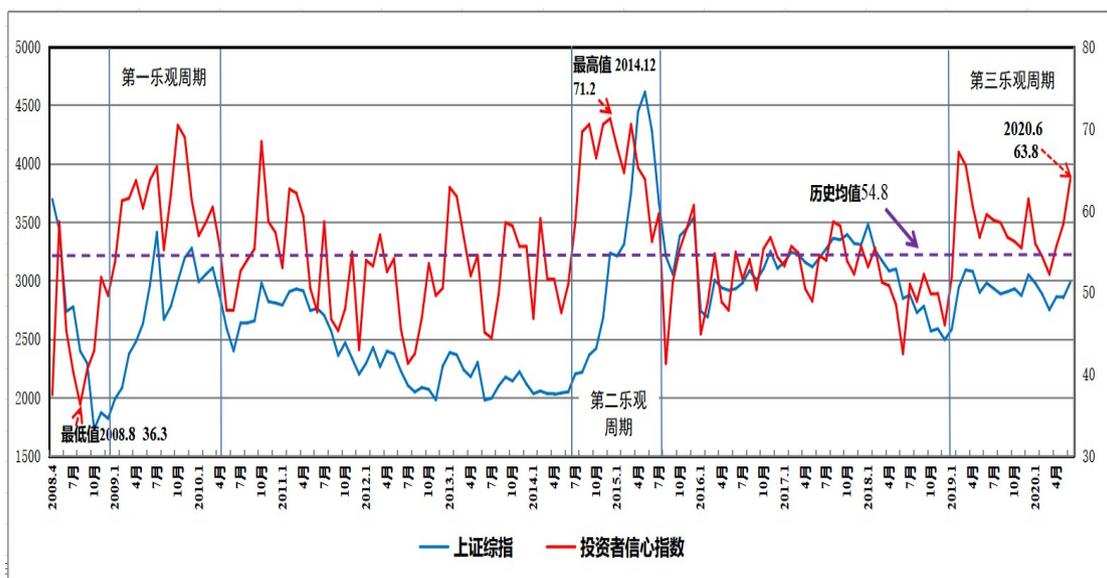


图 2: 投资者信心指数与上证综指走势对比图 (2008 年 4 月至 2020 年 6 月)

二、各项子指数变动情况

投资者信心指数由国内经济基本面、国内经济政策、国际经济和金融环境、股票估值、大盘乐观、大盘反弹、大盘抗跌和买入指数 8 个子指数拟合而成。我们通过对子指数的变动情况进行分析，得出如下结论：

(一) 国内经济基本面指数二季度加速回升，国际经济金融环境指数持续位于悲观区间

受新冠肺炎疫情因素影响，一季度投资者的国内经济基本面信心指数持续位于 50 中值下方，在 1、2 月分别环比下降 8.4% 和 8.6% 后，3 月进一步大幅下降 22.3%，仅为 34.9，降至 2013 年 8 月以来最低值。进入二季度，随着国内疫情防控形势持续好转、经济社会复工复产进程加快，国内经济基本面指数呈现明显回升势头，4 月跃升至 50.6，重返 50 中值上方；5 月为 54.1，接近 2019 年下半年平均值 (55.3)；6 月进一步升至 64.7，达到自

2019年5月以来最高值。可以看出，国内对疫情传播的及时有效控制和阻断，宏观经济加速复苏，为资本市场平稳运行提供了有利外部环境，对稳定投资者信心起到了积极作用。与国内经济基本面指数“先抑后扬”的走势相比，国际经济金融环境指数在二季度虽也有所回升，但上半年始终在50中值下方运行，多数投资者认为国际经济金融环境将对我国股市产生不利影响。

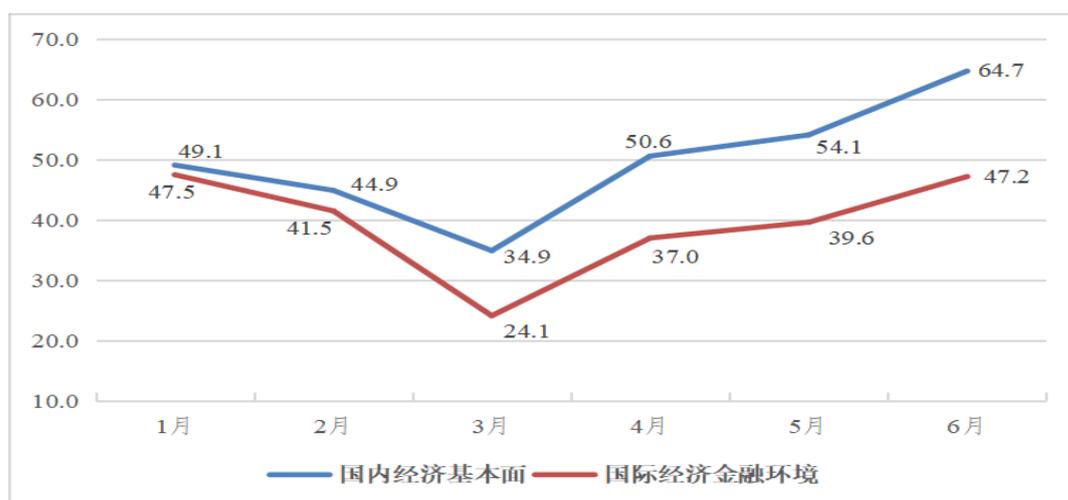


图3：2020年上半年国内经济基本面指数与国际经济金融环境指数走势图

（二）国内经济政策指数上半年表现最佳，政策利好有效提振投资者信心

2020年上半年，中央、各部委出台多项重大政策应对疫情冲击所带来的负面影响，这些政策的推出对促进国内经济发展具有重要意义，对资本市场也产生了积极影响。与此同时，随着创业板、新三板改革不断深入，各项基础制度进一步完善，多层次资本市场体系加速形成，有效增强了投资者对A股未来发展的信心。尽管在市场波动过程中，国内经济政策指数也不可避免地出现小幅回落，但该指数上半年仅在3月（58.7）短暂回落至60

以下，其余月份均位于 60 以上，6 月更是达到 73.2 高值，平均值为 64.5，高于历史均值 59.2，在 8 个子指数中表现最佳。上半年投资者对于国内经济政策有利于股市的信心持续保持在较高水平。

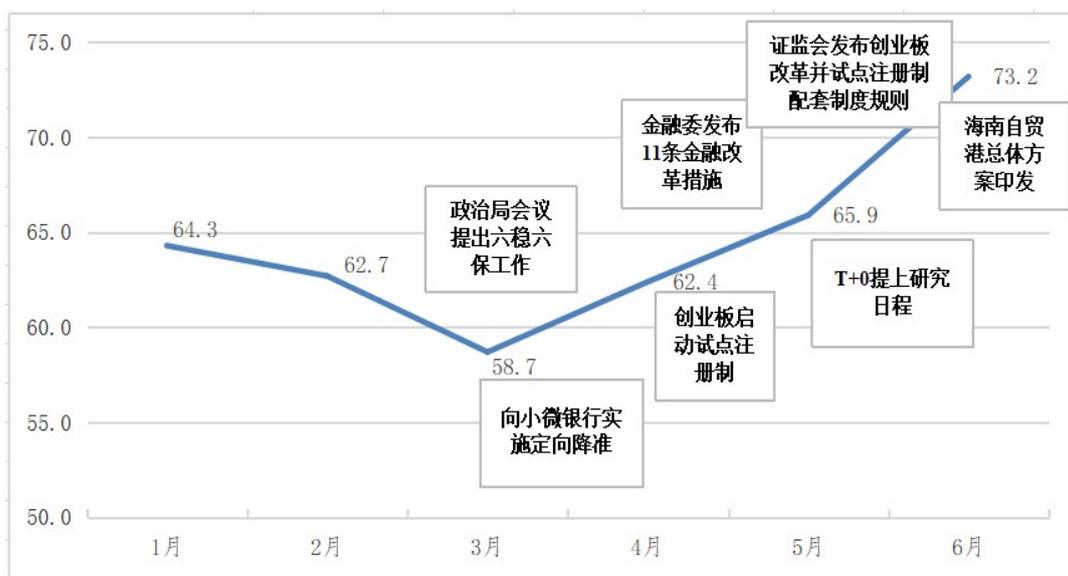


图 4：2020 年上半年国内经济政策指数走势图

（三）股票估值指数连续 24 个月位于中值上方，投资者对 A 股整体估值水平的预期保持稳定

股票估值指数用于衡量投资者对股票估值的认可程度。该指数越高，表明认为当前股票价格低于其真实价值或合理投资价值的投资者占比越高。从该指数的运行规律来看，当投资者信心指数处于调整波动期时，股票估值指数通常会围绕某一重心上下波动；而当投资者信心指数出现趋势性上涨或下跌时，股票估值指数通常会呈现同向阶梯式变动趋势，若持续出现反方向变动，则表明投资者认为当前股票价格与其合理投资价值产生背离，投资

者信心指数可能随之发生反转。2020年上半年，在经历1、2月的持续下降后，3月股票估值指数先于总指数发生反转，环比大幅上升15.1%，达到半年最高值60.2。随着大盘持续上涨，4、5月股票估值指数出现一定回落，分别为57.5和56.4，总体保持稳定。值得注意的是，在市场明显上涨，投资者信心指数大幅上升的6月，股票估值指数既未出现大幅度上涨，也未发生反向变动，而是微升0.4%，由5月的56.4升至56.6。这在一定程度上说明投资者在保持谨慎的同时，对支撑股票价格的内生因素的信心得到巩固。

我们注意到，虽然在2009年1月-2010年4月这一较长乐观周期中，投资者信心指数均值高达61.2，但股票估值指数均值仅为46.3，两者严重背离，说明在此期间投资者信心的上涨主要由政策和资金推动。另外，在2015年5月-2018年6月的38期数据中，股票估值指数仅在2017年11月、12月和2018年2月勉强站上50中值，分别为50.5、50.2和50.0，投资者对A股估值的认可度不高。与上述两个时期形成鲜明对比的是，自2018年7月以来，股票估值指数已连续24个月位于偏乐观区间，且运行稳定，投资者对A股整体估值水平已形成稳定预期，这也成为2019年1月至2020年6月，投资者信心指数实现历史最长偏乐观运行周期的重要支撑。

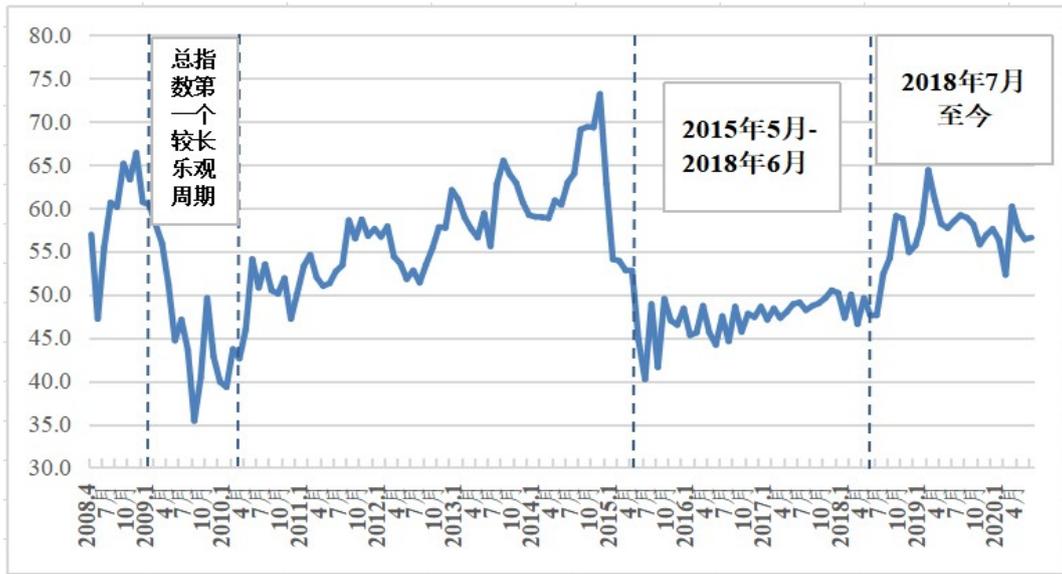


图 5：股票估值指数历史走势图（2008 年 4 月至 2020 年 6 月）

（四）大盘乐观和投资者买入指数始终守于中值上方，投资者对大盘企稳回升的预期在 3 月底即有所显现

大盘乐观和投资者买入指数是最能直观体现投资者对大盘上涨预期的子指数。从上半年走势来看，在 3 月国内经济基本面指数、国际经济金融环境指数均降至深度悲观区间时，大盘乐观和投资者买入指数依然位于 50 中值上方，特别是 3 月买入指数与股票估值、大盘抗跌指数同时出现回升，环比上升 5.0%，达到 52.6，投资者对大盘企稳回升的预期在 3 月底即有所显现。另外，从均值来看，上半年大盘乐观指数均值为 56.5，与 2019 年下半年（56.7）基本持平；而投资者买入指数均值为 53.9，高于 2019 年下半年的 52.0。通常来看，投资者对于买入意愿的选择往往更加谨慎，这种市场内相关因素指数与外部环境指数呈反方向变动的情况在指数编制历史上并不常见，说明即使在疫情影响最严重、市场面临诸多不确定因素的情况下，投资者对 A 股企

稳向好的预期也并未发生根本性的改变，这是 2020 年上半年投资者信心指数能够延续偏乐观周期的重要原因。

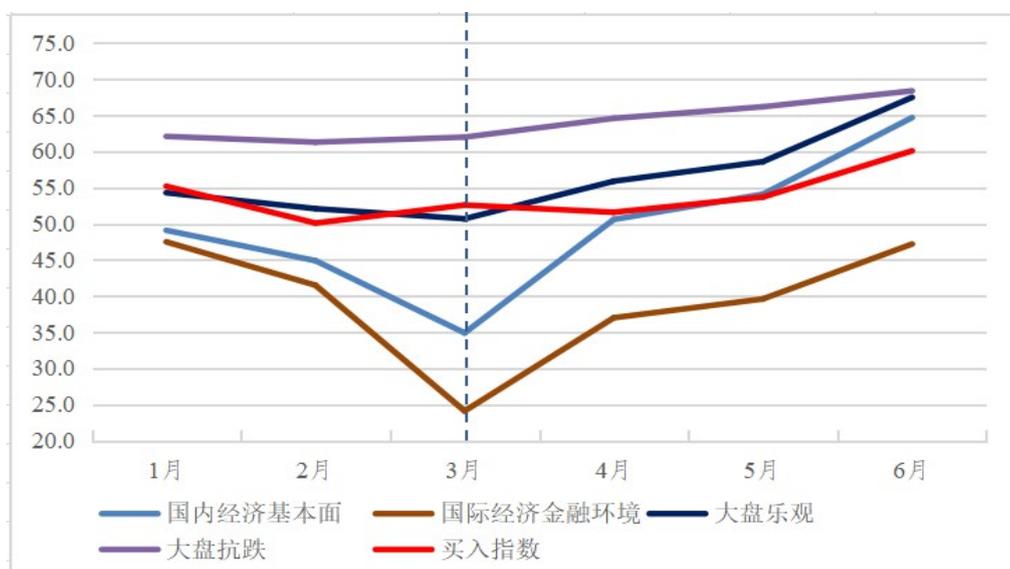


图 6：2020 年上半年市场内部因素指数与外部环境指数走势图

（五）6 月大盘反弹指数升至 2015 年 7 月以来次高值

大盘反弹指数不同于大盘乐观、投资者买入等直观反映投资者情绪的子指数，该子指数用于考察 A 股下跌后在未来一段时间内再涨回来的可能性的的大小，从下跌后的反弹预期来反映投资者对市场的信心。在指数编制历史上，该指数均值为 49.7，呈现均值较低、波动幅度小的运行特点，总体来看投资者对 A 股反弹能力的信心偏低。2020 年，在经历了 1 月的下跌后，2 月大盘反弹指数环比大幅上升 6.9%，达到 55.4，成为当月唯一环比上升的子指数，投资者对大盘下跌后的反弹预期明显增强。随着大盘的下挫以及新冠肺炎疫情在全球的蔓延，3 月大盘反弹指数未能延续回升走势，转向降至 49.0。此后，随着 A 股企稳回升，4 月大盘反弹指数（51.1）重回 50 中值上方，5 月为 54.1，6 月则

进一步大幅上升7.6%，升至58.2，创2015年7月以来次高值(2019年2月为58.8)。在指数编制历史上，除2019年2月以外，仅有14期高于该值，全部分布于2009年1月至2010年4月(2009年3月同为58.2，不包含在内)、2014年6月至2015年7月这两个总指数较长乐观运行周期内。由此可见，投资者对于当前大盘下跌后实现反弹的信心达到历史较高水平。

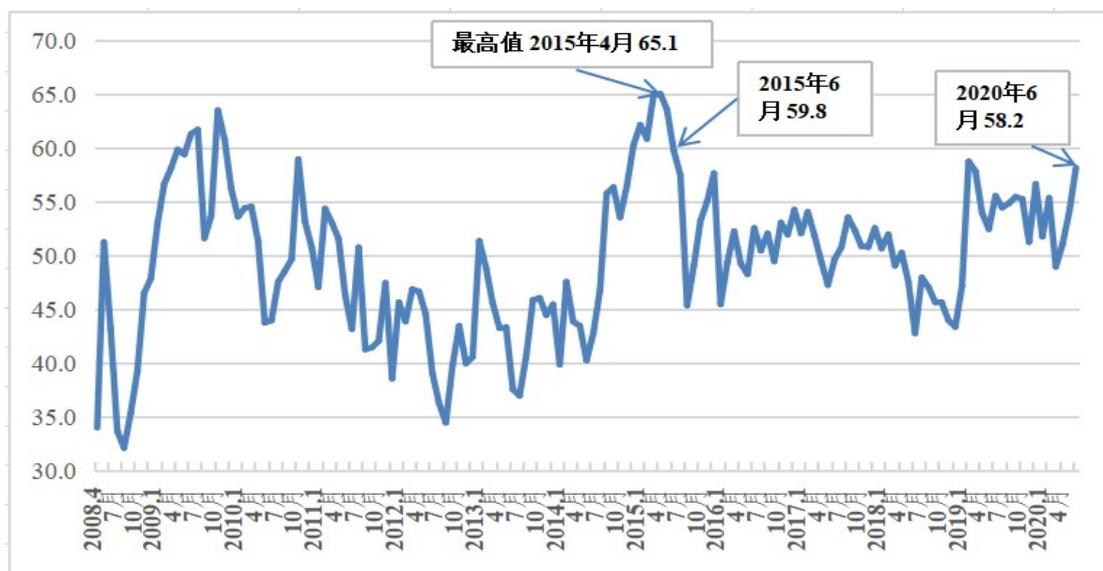


图7：大盘反弹指数历史走势图（2008年4月至2020年6月）

三、结论

1.我国及时有效的疫情防控和复工复产措施对稳定投资者信心发挥了重要作用。此次疫情是全球性的公共危机，其对世界经济的影响，不亚于2008年金融危机。疫情虽然在一定程度上影响了我国资本市场运行节奏，但并未从根本上动摇投资者对A股的信心。在有效阻断疫情传播并做好常规防控的基础上，国家及时有效的复工复产措施，对改善经济基本面、维护资本市场稳定、提振投资者信心发挥了关键作用。

2. 二季度信心指数的上涨是建立在投资者较长时期对 A 股整体估值稳定预期基础上，加之宏观经济回暖、利好政策支撑共同作用的结果。通过上述分析我们了解到，在投资者信心指数第一个较长乐观周期（2009 年 1 月-2010 年 4 月）中，股票估值指数长期显著低于总指数，投资者信心的上升主要由政策和资金推动。而在 2020 年二季度投资者信心指数连续上涨之前，股票估值指数已在超过一年半的时间里持续位于偏乐观区间且运行稳定。由此可见，此轮投资者信心的上涨是稳定估值预期与外部利好共同作用的结果。

3. 投资者投资信心的稳定性有所增强，大起大落现象逐渐减少。在 2019 年 1 月至 2020 年 6 月的乐观周期中，尽管投资者信心指数均值低于前两个乐观周期，但稳定性更强，波动幅度明显减小，这与我国资本市场生态的逐步完善、投资文化的日渐成熟密不可分，投资者更加关注上市公司股票的内在价值，在危机和机遇面前能够多一份冷静，投资理念更加成熟。

（中国证券投资者保护基金公司
调查评价与研究部 吴祖欣）

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。