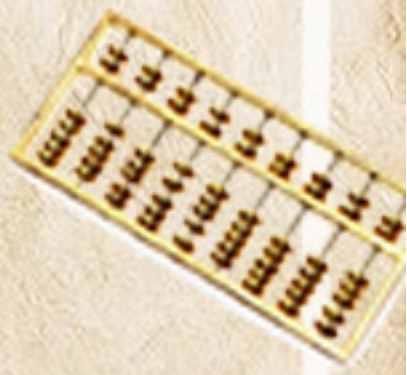




财金汇

第二期



浙江财经大学·金融学院

金融工程学会

主办单位：浙江财经大学金融学院金融工程学会
顾问：陈荣达 蔡国金 朴哲范 王聪聪
总指导：叶秀
指导老师：钟立新 吕剑 蒋超

主编：康妮妮
副主编：黄译数 叶迅
美术总监：叶迅
文字总监：黄译数
文字副总监：陈雨吟
文字编辑：王欣然 曹丹宁 陈浥康 陈雨吟 王章
版式编辑：陈雨吟 葛诗琴 盛墨 徐芷怡
责任校对：江曼
技术顾问：王子健
封面：叶迅 徐思澄

2017 年 03 月 15 日

目录

CONTENS

货币战争

跌跌不休的人民币	01
美元风暴	03

衍生市场

保险公司利用金融衍生工具规避风险	04
二元期权简析	09

时事追析

浅谈双十一中的定金博弈论	11
论“房地产税”	13
黄金高位震荡幕后三推手	15

知识干货

聚焦金融市场中的“黑天鹅”事件	17
-----------------	----

理财有道

2016 下半年股票投资策略	19
----------------	----

跌跌不休的人民币

16年末，美元正逐步走强，人民币却跌跌不休。尽管最近一段时间，央行采取相关政策，也难以力挽狂澜，难以扭转人民币下跌的颓势。

在过去的十几年里，人民币起起伏伏，但总的来说还是呈现出升值的趋势，现如今为什么会如此“大幅度”的贬值？

首先，要想搞清楚人民币为什么会贬值，就要搞清楚在过去这十几年里，人民币为什么会持续升值。过去这些年，中国经济迅速发展，到处都是投资的机会，国外商人纷纷来到中国进行投资，海外的资金大量流入，推升人民币汇率。另一方面，中国成为了世界工厂，出口

快速增加，贸易顺差也逐渐增加，这也推动了人民币汇率的上升。然而，目前出口占GDP的比重以大幅下降，这个支撑人民币升值的重要因素，现如今已近失去了原有的优势。贸易顺差的减少也使人民币升值失去了一个重要支撑。

其次，受到美元强势升值的影响，16年12月美联储加息预期愈来愈强，美元恐持续走强，在现行汇率形成机制下，人民币对美元可能因此承受更强的下行压力，亦使得跨境资本流出的压力加大。在美联储加息之剑高悬并不断释放信号的背景下，美元上涨能动性较强，非美元货币普遍走弱。而目前中国实行的人民币汇率中

间价定价机制是参考一篮子汇率运行机制决定的，篮子货币用于保障汇率稳定，美元的强势升值，人民币要被动贬值以维持篮子汇率稳定。除此之外，美联储加息，美元持续走强，使投资者都报以比较悲观的态度，市场难以到达原有的预期，而中国政府现在尽量减少对市场的干预，对外汇市场干预最小化，让市场自己决定，因此人民币难以迅速一改颓势。

最后，随着G20杭州峰会闭幕以及人民币正式加入SDR（特别提款权），在国庆过后，人民币便启动了本轮“连跌行情”。10月13日人民币对美元中间报价6.7296，连续第七天下





调，较前日夜盘跌 96 点，美元指数则在各种利好之下气势如虹，一度突破了 98；10 月 21 欸人民币中间价下调 247 个基点，报 6.7558，刷新了逾六年新低亦为 8 月 29 日以来最大调降幅度。

当日 9：52，在岸人民币跌破 6.75 大关，至今更是突破 6.8。

虽然人民币中间价跌破 6.8，但是与发达经济体货币和其他新兴经济体货币相比，贬值幅度相对较小，且最近有所回升。此外，针对人民币贬值的背后还有央行的影子，所以，针对美元人民币可能还会贬值，但贬值的空间是有限的。从中长期角度看，中国经常项目保持顺差，外汇储备充裕，金融体系稳健等因素决定了人民币汇率的下行不太会演化为长期趋势。而且，习近平上

台后一直强调实干兴邦，并且大力扶持科技发展，调整供给侧改革，这些都将对人民币汇率形成支撑。

小知识：

“汇率”亦称“外汇行市”或“汇价”，是一国货币兑换另一国货币的比率，是以一种货币表示另一种货币的价格。由于世界各国货币的名称不同，币值不一，

所以一国货币对其他国家的货币要规定一个兑换率，即汇率。

从短期来看，一国的汇率由对该国货币兑换外币的需求和供给所决定。

在长期中，影响汇率的主要因素主要有：相对价格水平、关税和限额、对本国商品相对于外国商品的偏好以及生产率。

撰写：陈温康
编辑：葛诗琴



美元风暴

美元近日势头愈发强劲，前几日美元指数更是冲上 102，刷新近 14 年来新高。全球市场只有一个声音，美元，美元……至此，全球市场进入美元时刻。

一、大选之后 美国经济数据一片向好

特朗普当选后民众对未来预期乐观，美国经济前景向好迹象增加。

相关数据包括，美国 10 月耐用品订单大幅回升，环比涨 4.8%，涨幅创 2015 年 10 月以来新高；11 月密歇根大学消费者信心指数终值 93.8，创 5 月份以来终值最高；失业人数仍然维持低位，美国 11 月 19 日当周首次申请失业救济人数 25.1 万，保持在历史低位。

二、美元上窜，人民币跌跌不休

与美元强势走高相呼应的，则是全球货币“无一幸免”。欧元兑美元跌破 1.06 关口，日元冲破 113，人民币的跌跌不休。

三、美元疯涨怎么看

美元近来的强势，主要由三个大方面造成：

① 11 月份纪要中显示，美国官员们对 12 月份加息相对的自信。部分官员认为，12 月是今年之内剩下的唯一行动机会，对美联储的信誉很重要，因为此前联储一直重申会在今年之内采取行动、进行再次加息。

② 本周内出台的一系列相对利好的经济数据。消费者对特朗普当选的初步反应相对积极，同时对个人财务和国家经济前景的改善感到乐观。

③ 市场对于特朗普就任后将推出的财政刺激政策的预期，进一步推动了美元走强。财政刺激将推高通胀，因此美国国债价格下跌，收益率上涨，也随之推高美元。

四、配置美元资产是 2017 年最好的理财方式吗

先来讲个小故事：2005 年人民币比美元汇率是 8.2:1，有位美国人拿 100 万美元来到中国投资，换成了 820 万人民币。他用 620 万在上海买了几套房子，剩下的 200 万 + 房租用于消费。2015 年房价涨了 2 倍，达到 1860 万。他把房子一卖，按照 2015 年 6.2:1 的汇率，换成了 300 万美元回老家去了。10 年时间，不仅生活逍遥，吃喝玩乐样样不落下，而且 100 万美元变成了 300 万，堪称人生赢家。

仔细分析这个故事，美国朋友其实做对了三件事：

① 他将自己的钱换成了一个正在升值的货币。

② 他投资了以该货币计价、并且在 10 年中大幅增值的资产。

③ 他长期持有资产，吃透红利之后再卖出资产，换回了货币。

这些年中国房产的投资回报率要远远高于美国的任何资产，所以他的选择显得特别明智。但这位美国老兄如果当初不是买房子，而是买了 07 年的中石油，说不定现在还套在里面，连本钱都捞不回来。

撰写：徐芷怡 陈温康
编辑：葛诗琴

保险公司利用金融衍生工具规避利率风险

摘要：保险公司作为金融服务机构，其经营、盈利能力受到利率因素影响较大。本文通过三家保险公司股价与不同期限利率的实证分析，证明了保险公司股价易受到利率波动的影响。并试图通过金融衍生品的运用帮助保险公司规避利率风险。本文主要介绍两种方法：分别是国债期货的套期保值及在保单中嵌入期权。

关键词：保险公司 利率风险 衍生工具 国债期货 嵌入式期权

1. 保险公司面临的利率风险

1.1 保单中涉及的利率

- 预定利率：寿险经营者因占用了客户的资金，而承诺以年复利的方式赋予客户的回报。
- 保单抵押贷款利率：投保人把所持有的保单直接抵押给保险公司，按照保单现金价值扣除一定贷款利率获得资金。

1.2 利率风险的表现形式

- 当预定利率高于实际利率时产生利差损（保险资金投资收益率低于承诺给投保人的回报率）
- 当预定利率低于实际利率时，由于保险与储蓄产品间存在一定的课替代性，可能出现投保人大量退保的风险。
- 实际利率经常波动时，给寿险公司的资产负债匹配管理带来困难。

1.3 与银行利率风险的不同

- 保险资金可以投入股市。资产相比银行更加多样化
- 寿险期限的不确定性使得期限匹配更加困难

2. 保险公司股价与利率波动关系的实证研究

模型选用：

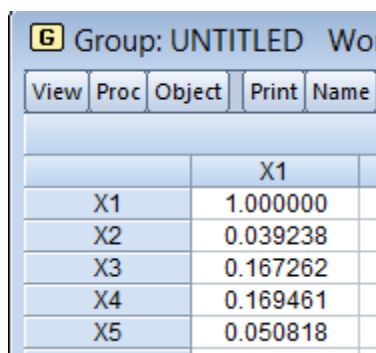
三家保险公司的股票收益率作为被解释变量；以上证指数收益率；利率作为被解释变量。即 $R = \beta R_m + \gamma I + u$

其中 R_m 表示上证指数收益率， I 表示利率， u 代表残差项。

数据选择：

时间跨度均为 2013 年 2 月—2016 年 10 月。股票收益率为每月数据（每月最后一个交易日相对于上月最后一个交易日）。利率选取 Shibor ,6 个月、1 年、10 年其国债到期收益率。

第一步：多重共线性检验



	X1
X1	1.000000
X2	0.039238
X3	0.167262
X4	0.169461
X5	0.050818

Figure 1 上证指数收益率与利率相关系数

X1 为上证指数收益率, x2,x3,x4,x5 分别为 Shibor ,6 个月、1 年、10 年其国债到期收益率取对数的值。从相关系数的分析结果可以看出, 上证指数收益率虽与利率有一定相关性, 但相关系数都不显著, 最大值的绝对值小于 0.02。这里解释一下相关系数为正是由于国债的到期收益率与利率呈负相关。

多重共线性检验排除了解释变量相互关联的可能, 使模型中利率风险因子的可信度更高。

且间接说明了整个 A 股市场的平均收益率受到包括利率在内的多种因素的影响, 利率不能作为决定性因素; 并且相比 shibor 和 10 年期的长期利率, 6 个月和一年期的利率变动对上证指数的影响更大。

第二步: 将中国太保, 中国平安, 中国人寿三个保险公司股票收益率的平均值序列与解释变量做回归分析, 试图寻找利率对公司股票价格的影响。回归分析中使用收益率的结果并不显著, 因此改为股票价格和利率的一阶差分, 下图中被解释变量为三家上市保险公司股票价格一阶差分, x1 位上证指数一阶差分, x2 为 shibor 一阶差分, ser01 和 ser02 分别为 6 个月和一年期的国债到期收益率一差分。

解释变量	shibor	6 个月	1 年
敏感因子	1.2078	1.2392	-1.1571

模型中 ser01 和 ser02 两个变量 p 值分别达到 0.7257 和 0.7748, 回归分析结果不可靠。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.219349	0.391077	-0.560883	0.5780
X1	0.013217	0.001610	8.208528	0.0000
X2	1.207865	0.592829	2.037461	0.0483
SER01	1.269233	3.592255	0.353325	0.7257
SER02	-1.157192	4.016957	-0.288077	0.7748
R-squared	0.650117	Mean dependent var	-0.034960	
Adjusted R-squared	0.615128	S.D. dependent var	4.217281	
S.E. of regression	2.616318	Akaike info criterion	4.865852	
Sum squared resid	273.8048	Schwarz criterion	5.066593	
Log likelihood	-104.4817	Hannan-Quinn criter.	4.940686	
F-statistic	18.58095	Durbin-Watson stat	1.980637	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Figure 2 保险公司股票价差与利率的回归结果

因此可以得出的结论是，如果通过股票收益率来衡量保险公司的价值，则利率变化对保险公司价值并无显著性影响。在研究保险公司所面临的利率风险时，最好的办法是通过保险公司的资产负债缺口来做 VAR 或久期分析，但笔者无法得到足够多的内部数据来衡量保险公司的利率敏感性资产和负债的具体金额。而由于信息不对称等种种原因，中国 A 股市场股票的价格往往无法及时反映公司所面临的风险。因此，回归分析结果显示出一定的无序性。（具体表现在可决系数 R^2 较小）

虽然回归的结果并不十分理想，但仍旧能得出一些结论。与整个 A 股市场表现出的利率敏感性因子不同的是，保险公司股票的收益率更容易受 shibor 的影响（体现在 x_2 的 p 值相对较小）。因此，舍弃 6m, 1y 的两个利率的解释变量，重新进行回归分析。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.222970	0.382048	-0.583619	0.5626
X1	0.013240	0.001512	8.758719	0.0000
X2	1.235352	0.549030	2.250063	0.0297
R-squared	0.648944	Mean dependent var	-0.034960	
Adjusted R-squared	0.632228	S.D. dependent var	4.217281	
S.E. of regression	2.557538	Akaike info criterion	4.780308	
Sum squared resid	274.7221	Schwarz criterion	4.900752	
Log likelihood	-104.5569	Hannan-Quinn criter.	4.825208	
F-statistic	38.81960	Durbin-Watson stat	2.007633	
Prob(F-statistic)	0.000000			

shibor 的风险因子为 1.1235352。隔夜拆借利率与保险股票收益呈现出弱负相关。得出结论，利率变化尤其是短期利率例如银行间货币市场的拆借利率对保险公司股票价值有较大影响。保险公司作为利率风险暴露较大的机构，有必要采取措施规避利率风险。

3. 利用利率期货规避风险

3.1 原理

从理论上来说，资产和负债的利率风险可以通过填平久期缺口来实现。即在发售保单的同时用得到的钱买入固定利率国债，当后续市场实际利率下降时，国债的收益可以对冲保单产生的利差损。但是保单的截止日不确定，展期购买国债会造成损失。假设保单的预定利率与 10 年其国债相同，10 年内的利率风险可以完全对冲，但 10 年后，若投保人未死亡，则会产生风险暴露。

与购买国债的道理类似，所有的利率风险都可以通过购买利率期货来对冲，国内现有国债期货包括 10 年期与 5 年期的。相比购买国债现货，利用期货保证金的杠杆可以在削弱风险的同时尽可能减少资金占用，目前业界很多公司采用这种方法来管理自身的资产风险。（期货也可能存在期限错配的问题）

在利用国债期货对冲风险的时候，保险公司面临着最优套期保值比例的选择。假设保险公司持有固定利率保单现货，担心市场利率下跌所带来的利差损风险，则可以通过持有国债期货多头来对冲风险。当未来市场利率下跌，国债期货市场上实现的收益可以用来填补保单的利差损。但由于保单不存在二级交易市场，保单价值的计算也需要专业的保险精算来完成，笔者试图用国债现货资产代替保单资产，以期实现最优套期保值比例计算过程的模拟。在保险公司的实际运用中，只需将一下模型中的国债现货价格替换成保单的实际价值即可。

3.2 最优套保比率的确定

目的：

试图通过最近 50 个交易日现货与期货价格分析出一份国债现货的风险需要多少份期货合约来进行对冲。即最优套期保值比率，该比率是使得持有一份套保资产的收益率方差最小的现期比率。

方法：

利用最小二乘法通过 eviews 实现

原理：

理论上最小方差到期保值比率为 $n = \rho \sigma(h) / \sigma(g)$ 。其中 ρ 表示期货与现货价格的相关系数， $\sigma(h)$ 表示期货价格标准差， $\sigma(g)$ 表示现货价格标准差。实际操作中， n 也可以用最小二乘法求出，笔者用 eviews 通过历史数据的一元线性回归得到如下结果。

回归方程为 $x = a + by + \eta$ （ η 表示残差）

Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	93.65801	0.649882	144.1153	0.0000
Y	0.037711	0.006637	5.681781	0.0000
R-squared	0.402112	Mean dependent var	97.35044	
Adjusted R-squared	0.389656	S.D. dependent var	0.033340	
S.E. of regression	0.026047	Akaike info criterion	-4.418648	
Sum squared resid	0.032565	Schwarz criterion	-4.342167	
Log likelihood	112.4662	Hannan-Quinn criter.	-4.389524	
F-statistic	32.28264	Durbin-Watson stat	0.449856	
Prob(F-statistic)	0.000001			

其中 x 代表 10 年期国债现货价格（国债二级市场交易不活跃，利用 10 年期国债到期收益率倒挤出理论现货价格）； y 代表十年期国债 T1610 期货价格。

得到 $b=0.0377$ 。即一份现货国债可以用 0.0377 份期货合约来进行对冲。特别说明，这里的份数不包含一手期货的合约乘数。

但考虑到可决系数 R^2 仅为 0.402，回归结果误差较大。原因可能是用 10 年期国债到期收益率计算出的 10 年其国债现货的理论价格与实际二级市场中的交易价格有区别。

4. 利用嵌入式期权规避风险

期权：人寿险种本身就附带有嵌入期权。若市场利率上升，以储蓄为目的的投保人可以选择不交保费，这相当于保险公司自己卖出了一份利率的看涨期权，当利率上涨时投保人会行权。使得保险公司遭受业务缩减的损失。理论上，卖出一份看涨期权可以通过买入一份看跌或买入一份看涨来对冲。

但与单纯的期权市场不同的是，期权市场的投资者一定会有在标的资产的市场价格对自己有利的时候行权，但投保人买保险不单单是为了收回预定利率，所以投保人不一定会行权。即使投保人行权，保险公司的损失也是未来原本会产生的保费收入现值，而非真正在期权市场上卖出一份看涨期权带来的损失，因此无法通过利率期权来实现利率风险的对冲。且国内市场上本身不存在场内交易的标准化利率期权。

可以采用附加新的嵌入式期权的方式来规避由利率变动带来的内涵选择权风险。例如“保单抵押贷款”，即投保人把所持有的保单直接抵押给保险公司，按照保单现金价值的一定比例获得资金的一种融资方式。若借款人到期不能履行债务，当贷款本息积累到退保现金价值时，保险公司有权终止保险合同效力。如果贷款利率与寿险保单的预定利率挂钩，则可以有效避免投保人退保。

二元期权简析

二元期权又称数字期权、固定收益期权，非有即无期权，是一种收益和亏损预先确定的期权。

简单来说，投资者可以在选择平台上的股票、指数、外汇、商品期货进行期权投资，只需要判断涨跌方向就可以交易，不需要考虑涨跌的幅度。

二元期权的交易具有一些优点：

一、便于风险控制

投资者在每笔交易之前便能准确知晓潜在的利润和损失，便于评估每项期权的风险。

二、回报较高

如果操作成功，那么一笔交易就可获得 80% 甚至更高的回报。

三、即时收益

可快速开立新的二元期权，并在短时间（如 5 分钟）内完成交易。如果投资者在投资过程中，刚刚获取到某个可能影响某项特定资产（如黄金）的重要信息，就可以马上购买二元期权，在几分钟之内便可能获取投资利润。

四、交易简单

投资者只需判断基础资产的变动方向（即上升或下降），即可完成交易，无需为了准确预测价格变动范围和幅度而进行广泛的调查或评估复杂的财务报告。

五、交易灵活

通过联网计算机或智能手机，实现 7×24 小时二元期权交易。



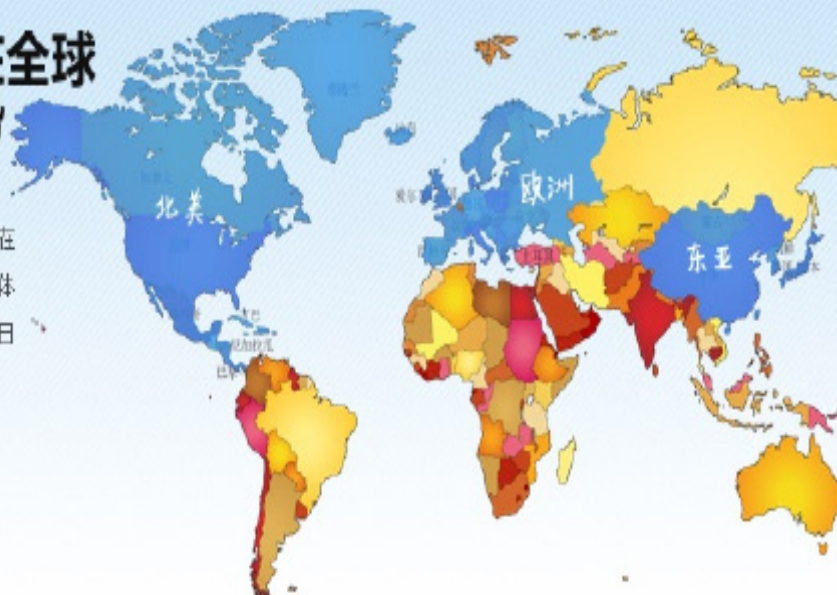
通达二元期权中国四川总代理，诚招个人、公司代理

联系电话：18200388806

QQ: 1638052562 huangye88.com

二元期权在全球的发展趋势

二元期权起源于欧洲，目前在北美、欧洲以及东亚的监管体系已初步形成，其中中国和日本市场发展最为迅速。



六、交易品种广泛

包括外汇、黄金、石油、股票、股指等交易产品，可以交易逾 450 种资产，覆盖近 20 个国家。比如投资者投资 100 美元并预测欧元 / 美元的汇率一小时后将上涨。如果预测正确（即使涨幅很小），他将获得 70% 的收益即 70 美元。假如预测错误，他将损失 85 美元。

我们可以看到“游戏规则”对于投资者是不公平的，虽然期权经纪商没有要求佣金和交易费用，但从概率学角度看，最后受益的还是期权经纪商。

二元期权虽名为“期权”，但并不具备期权的行权功能，期满前，交易者不能进行任何操作；期满时，交易者手中期权将自动平仓。

而且，二元期权属场外期权，其缺点主要包括透明度较低、流动性较差、风险较大，如市场风险、流动性风险、信用风险和结算风险等。对于二元期权这一新兴金融产品，建议公众要客观、公正地对待。在当前金融市场环境下，二元期权交易能够得到部分中小投资者的青睐，说明其具有一定吸引力。

但投资者在参与二元期权交易之前，必须做到三点：一要认清二元期权。全面了解二元期权及其优缺点，特别是对其高风险要有足够清醒的认识。例如，其 7×24 的交易特点，可能促使投资者频繁无度地投资，加速亏损。二要认清经纪商。通过网络或交流，做足功课，根据交易平台界面文字、入金币种、出金难易程度、是否操纵数据以及服务好坏等慧眼识“商”，筛选出正规的交易平台。同时，对于经纪商关于二元期权“高收益”的片面宣传应保持清醒的头脑。三要认清自己。衡量自己的投资技能、抗风险能力和投资心态，判断自己是否适合二元期权交易。

浅谈双十一中的定金博弈论

14 金融工程 2 班 曹丹宁

一、案例描述

离一年一度的双十一国际盛典还有十二天，然而精明的马云爸爸早就开始谋划起了各种预热会场，打出了限量预售、定金翻倍，1 元秒杀，抢红包等夺人眼球且经久不衰的战略，让各类商品好货早早就“主动”装满了我们的购物车。通过运用课堂上学过的博弈论理论，我也试着分析了一下埋藏于双十一中关于定金的博弈论。

定金翻倍作为双十一中的经典优惠活动意思就是剁手党们在 11.11 日前的一段时间内支付商家制定的相应定金数额，并要在 11.11 日当天支付剩下的尾款，即可在已经优惠的尾款上再减掉双倍定金的价钱。但是包含有一个附加条件：剁手党们可以在双十一当天选择不再继续支付尾款，但是并不返还之前所付的定金。即便定金不能退换，这个定金翻倍的优惠活动，依然吸引了不少淘宝买家早早就掏出了自己的钱包，预定了自己早就看中的款式。

二、案例分析

1. 参与人：

卖家、买家

2. 行动：

对于卖家来说 — 发货 / 不发货

对于买家来说 — 支付定金 / 不支付定金

3. 战略：

(买家) 不支付定金 — (卖家) 不发货

(买家) 支付定金 — (卖家) 发货

(买家) 支付定金 — (卖家) 不发货

4. 支付函数：

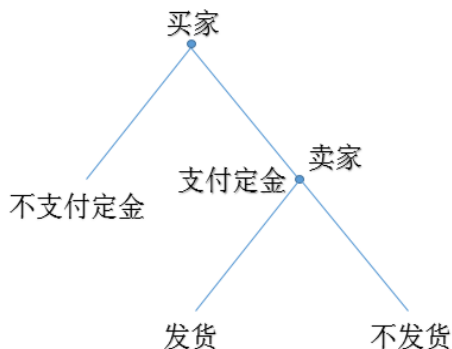
买家可以提前锁定想要的商品，并获得价格优惠，如果不按时支付尾款，也会损失定金。卖家可以扩大销量，赚取利润，也可能失去一笔订单，一个可以赚钱的机会。买家通常只需支付很小部分（通常是小于 50）的定金，就可以买到使定金翻倍的优惠且花费比双十一当天更少的单价购买到心仪的商品。卖家通过定金翻倍，既吸引了一大批想要剁手的买家又可以提前锁定一大批消费者，从预定款的销售相应改变自己的供货策略。

三、博弈均衡

在这个案例中，对于卖家而言，如果买家放弃支付尾款，因为定金无法退还的规则，卖家始终可以获得买家之前支付的定金。如果买家选择继续支付尾款，卖家发货，不但提高了商品的销售量，而且还很可能从商品中获得比定金多得多的收益。所以综上可以证明，无论买家是否选择支付尾款，卖家的策略都是最优的。

而对于买家来说，如果选择支付尾款，那么就能以最优惠的价格拿到想买的商品，并且提前就预约好了自己想要的尺码颜色，不必担心双十一当天因为喜欢的商品款式太热门而缺货，卖家买家都皆大欢喜。如果不选择支付尾款，买家也只仅仅失去了几十块钱的定金，失去了一个再优惠的机会，完全在风险承受范围之内。所以，对买家来说，支付定金都是相对最优的策略。

并且我认为，如果买家肯为一件商品提前支付定金，那么他 / 她一定是足够喜欢和了解这件商品并做好了在双十一当天购买此商品的准备，因为定金翻倍活动的期限还是相当长的，我认为买家有足够的时间通过百度或其他买家对该商品的评价获取足够的信息，去了解、研究和考虑是



否入手这件商品，并为此支付定金，因此我觉得买家不支付尾款的概率相对来说是很小的。所以，这个博弈存在一个均衡，并且是相对占优均衡。 $(\text{买家}, \text{卖家}) = (\text{支付定金}, \text{发货})$ 是这个博弈中的最优策略，也是这个博弈的相对占优均衡。因为无论是买家不支付定金或不支付尾款，还是卖家不发货，他们的收益都要小于买家支付定金并且卖家发货所得到的收益。

四、生活中的其它应用

在我们的日常生活中，定金这个概念其实并不陌生。在日常交易中，普通的卖家会担心买家拿了货之后逃之夭夭，或者以货物品质不合格或其他理由拒绝付款，而同样的，买家也会担心卖家拿了钱之后提交的货物品质有问题。

假设买卖双方都是理性的并且是期望货物交易的。那么，对买卖双方而言最好的策略是：买方先通过第三方（银行）支付一笔定金，卖方收到定金后先发一批货，其中定金要高于这批货的成本，但低于这批货的市场价值。运用博弈论，可以证明这种策略不管对方的行动是什么，对买卖双方来说都是严格最优的，也就是博弈论中“严格占优策略”的概念。

首先，对卖方而言，收到了定金后再发货，如果买方毁约，因为收到的定金高于先发那批货的成本，所以卖方收益一定为正；而如果买方继续支付尾款，那么就按买卖双方合同上所约定的价格继续供货，买卖双方都达到了自己的预期目标。所以

在这个博弈中，不管买方是否毁约，卖方的策略都是最佳的。

与此同时，对买方而言，因为定金数额相对较小，所以即使汇去了定金，卖方毁约，定金也有第三方的汇款证明，可以追回，况且如果卖方想要继续交易，就一定会发出第一批货。买方收到货物后，如果确认对方的货物合格，就会选择继续按合同履行；如果发现对方的货物不合格，那么中断交易也只是损失了定金与这批货的成本之差。因此，对买方而言，不管卖方货物是否合格，支付定金都是相对最优的策略。所以，支付定金这个策略就达到了占优策略均衡。

所以，为什么市场上有普遍的定金或抵押制度呢？从理论上讲，如果一个博弈中每个人都有占优策略，那么占优策略均衡将是唯一的均衡，即博弈中每个人都会选择自己的占优策略。这样一种结果是最容易预测的，因为它是唯一的解。而且，占优策略均衡只要求每个参与人是理性的，并不要求理性作为共同知识，这就减轻了理性对人的苛刻要求。对于日常生活中的许多博弈而言，特别是在双方并不熟悉的情形下，如果每个人都有占优策略，那么占优策略均衡一定是最有可能发生的结果。尽管我们每个人在交易的最初阶段，都希望找到占优策略，但是遗憾的是多数时候博弈并不存在占优策略。以“定金博弈”为例，

如果买卖双方有任何一方并不想维持继续交易的关系，那么就不能保证双方都有占优策略，占优策略均衡自然不存在了。为此，还需要寻找更为普通的纳什均衡，此时可能均衡有很多个。而且，有时占优策略从个人角度看是最优的，但是从社会利益或者整体利益角度看，往往不是最优的，甚至是最差的，例如著名的囚徒困境案例。但是对于双十一中的定金翻倍策略而言，占优策略均衡能为社会带来很多方面的福利，推动国民经济和生产力的发展。

论“房地产税”

“房地产税”这个话题在每一次楼市异动后都会被提起。政府每次推出的限购，信贷调控政策似乎都仅仅是狗皮膏药，只能使沸腾的楼市短暂地被封印。那么所谓的“房地产税”究竟能否成为楼市调控的一记大招呢？

房地产税不是房产税，加一个字，就是完全不同的另外一个税种。房地产税包括很多环节，比如开发、流通、保有等。针对保有环节的税收，才是我们一直频繁提及的房产税。据财税部门的政策设计，房地产税将减少房产建设和交易环节税费，增加保有环节税收。也就是说，房地产的开发成本降低，购买成本升高。

众所周知，一线城市的房价之所以上涨，其根源在于土地供应的长期受限。如今，房价更多取决于其金融属性，而非商品属性。如今购房的大多数人对房屋的需求并不大，他们看中的的是一个投机的市场，这些投资者的出现使得本就稀缺的土地资源掌握在对房子没有刚需的人手中。在资产收益率普遍偏低的大背景下，手中有钱并且想要更多钱的人为了更高的收益率纷纷投身于房地产市场。

政府征收房产税的初衷并非是打压，而恰恰是维护房地产的健康持续发展，纠正如今这种畸形的市场形态，减少房地产行业的泡沫。2011年1月28日，上海、重庆两市作为试点城市开始房产税征收。在上海，家庭人均住房建筑面积少于60平方米的，给予免税；在重庆，纳税人在房产税征收施行前拥有的独栋商品住宅，免税面积为180平方米，新购的独栋商品

住宅、高档住房，免税面积为100平方米。这些规定，实际上将大部分的老百姓“排除”出了缴税群体。对于那些为了满足自住需求的购房者，不必过多考虑房地产税的问题，只要价格合适就可以择机购买。

而对于房价，业内普遍认为，房地产税确实能在一定程度上抑制人们持有多套房，但却不能算是打压房价的利器。从上海、重庆的试点情况看，房价上涨的势头也没有得到根本遏制，决定房价最根本的因素还是供求关系。

重庆和上海的房产税试点不成功，本来大众期待的“房地产税”并没有想象中那么有效，做出如此判断的三个重要依据：

1、房地产税的试点对两地房地产的价格抑制效果并不明显，房价依然在上涨。

2、房地产税收入无法取代土地出让金收入，也无法实现调节财税关系、贫富差距。

3、房地产税试点抑制投资投机的需求作用有限。在资产收益率普遍偏低的大背景下，房地产市场仍是投资者青睐的宝地。

而普通百姓的对此的心态不尽相同，大致可以分为两类。

1. 普通购房者一方面怕房地产税增大自己的税负，另一方面希望借此机会可以“逼”更多人出手房源，从而抑制甚至降低房价。

2. 对于那些有投资投机购房需求的人，需要认真考虑未来房地产税推出后，对他们持有成本和投资收益的影响。考虑是否出手和什么时候出手。

3. 拥有多套房产的人持房观望，对于未来的盈利减少和可能房价下跌，将会考虑是否要出手自己手中的房地产资源。

在给房地产市场降温的问题上，许多金融人还是认同房地产税这个方法的。总结一下，其有如下三个优点：

1. “房地产税”作为一种财产税，可以调节收入分配，缓解贫富差距。

2. 将不可持续性的卖地收入变为可持续性的房地产税，并成为地方政府的公共服务的可持续性资金来源之一。

3. 可以利用房地产税来进行楼市调控，一定程度上抑制房价上涨速度。

中国房地产业协会原副会长朱中一表示：中国房地产税征收是大势所趋，但尚未完成立法，而立法需要多次审议。按照2个月召开一次全国人大常委会会议的节奏，房地产税几乎不可能在年内出台。

中原地产首席分析师张大伟认为：房地产税基础工作以及草案与立法议案推进缓慢，至少仍需要四、五年时间，且有条件开征房地产税的可能只是一、二线经济发达的城市。

那让我们来看看外国怎么做？

据了解，美国、英国、加拿大、德国等百余个国家都已经向人民征收房地产税，税率平均在1.5%左右。而民众对征税的接受程度，取决于这些钱是否让他们切身感受到基础设施和公共服务的变化与质量。

以美国的房产税为例，房产税是地方政府非常重要的税源，也几乎是基层教育经费的来源，学区往往能够获得大头。而在征税的通知表格里，能够让人感觉到纳税人的义务与光荣。

在于其他资产收益率普遍较低的情况下，想要抑制甚至降低房价，应该大力发展其他资产并且扶持资助新兴产业。只有宏观经济不再疲软，不只房地产收益率一家独大，才有可能成功将资金从房地产处吸引到其他资产来，才能“逼”出更多的房源，成功为房地产市场降温，从而使普通百姓拥有一套房子不再是一个奢侈的梦。

撰写：徐芷怡

编辑：徐芷怡



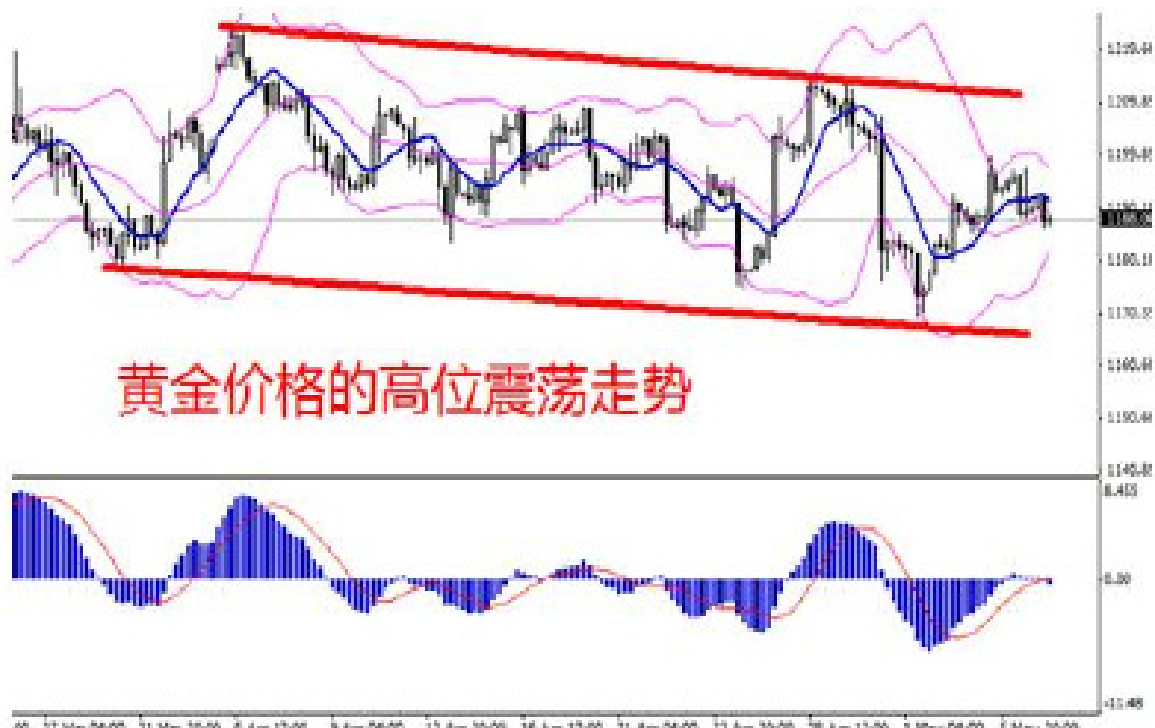
黄金高位震荡幕后三推手

2016年以来，金价大幅走高，截至2017年1月，2017年金价已上涨5.7%，触及2016年11月中旬以来的高点。1月24日因美元汇率从7周低位反弹，金价受高位获利了结的压力从稍早触及的两个半月高位回落，并最终转而下落，盘中最低触及1206.70美元/盎司。1月25日市场异动，特朗普扬言调查“选民欺诈”，美元指数随之跌至十周新低。但美元的大跌并未提振金价，国际黄金跌穿1200美元关口，盘中一度跌至约1193美元，同日国际现货黄金亚市盘初在1208美元/盎司附近窄幅整理。眼下金价陷入高位震荡的格局，市场对美国总统特朗普政策的忧虑，以及欧洲面临的不确定性或将有助于刺激避险情绪，帮助金价维持2017年以来的涨势。

虽说有时黄金会被当成避险工具，为担心金融系统震荡的投资者提供避风港，但事实上，很多时候金价的变动是由不那么能引起恐惧的因素驱动的，例如经济政策的实施、政治局势的变化。此次黄金高位震荡局面的幕后，大致有以下三个推手：

一、国内“加息”阴霾笼罩，国债期货大跌。继央视MLF涨价后，1月25日国债大跌，中国10年期国债期货收跌近0.8%，10年期国债收益率一度涨至3.34%，创逾一个月新高。10年期国开现券成交收益率一度涨至4.05%，为2015年7月以来首次突破4%。中国央行上调MLF利率被视为加息的前瞻动作，暗示货币政策逐渐从隐性收紧到显性收紧，这将对债券市场造成长期的压力。受此影响，无风险资产国债快速跳水，黄金随之承压。而据路透援引消息人士称，中国五大商业银行春节后将阶段性下调存款准备金率1%。1月24日，中国人民银行对22家金融机构开展MLF操作共2455亿元，降准加息已在路上。五年期国债期货主力合约随即收跌约0.36%，十年期国债期货主力合约收跌0.82%。看起来数月以来的趋势压制依旧有效，黄金中期方向或延续震荡下挫走势。





黄金价格的高位震荡走势

二、国外风险偏好回归，引爆股市的做多情绪。1月25日特朗普正式就任及一系列政策的推出，包括对“万亿美元”基础设施建设的蓝图等，市场风险情绪回归，美股大涨，吸引大批投资者涌入。市场预测特朗普的财政刺激政策将大概率上推升通胀，美联储将加快年内升息步伐。对此，金价遭受打压，资金面上黄金ETF持仓再现同时流出，其中SPDR黄金ETF持仓继续流出2.96吨，十多月来首次回落至800吨下方，黄金承压。

三、特朗普建墙，投机需求压抑牵动黄金下行。“明天（1月25日）是国家安全计划的大日子！我们将建墙！”——美国总统特朗普签署了有关建设美墨边境墙的命令的消息，进一步发酵并通过压抑投机需求，再度掀动了黄金的快速下行。通常在地缘政治和金融市场动荡的时候，黄金被视为替代投资。特朗普带有保护主义色彩的讲话以及缺乏细节的政策，促使一些投资人转投黄金。综合较高的债券收益率和股市等因素，抵消了美元的走弱，共同导致了黄金承压大幅下挫。不过考虑到，近期英国退欧法案即将公布以及意大利修宪将生效等风险事件仍存，黄金短期回调幅度或将有限。

综上，因重磅数据少整体影响有限，美元指数收盘失守100关口并未对黄金形成支撑，ETF持仓再现持续流出也暗示黄金多头继续上攻意愿弱，受假期临近影响市场交投意愿也不强，同时全球股市估值过高，黄金受“特朗普大刺激”预期重燃打压与美债价格重挫拖累的焦虑也是催化剂。虽然黄金2017年大势开盘，但全年仍将风险相伴。

一、“黑天鹅事件”概述

黑天鹅事件 (Black swan event) 指非常难以预测, 且不寻常的事件, 通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。从次贷危机到东南亚海啸, 从 9.11 事件到“泰坦尼克号”的沉没, 瑞士央行放弃欧元兑瑞郎汇价下限后, 瑞郎的暴涨。黑天鹅存在于金融市场、商业、经济、个人生活等各个领域。

二、“黑天鹅事件”的特点

- (1) 具有意外性;
- (2) 产生重大影响;
- (3) 事后人们或多或少认为它是可解释和可预测的。

金融市场的黑天鹅事件是以市场趋势的突变为特征的, 即原有的市场趋势会毫无征兆地突然终结, 出现对原有趋势强烈反转的单边市。

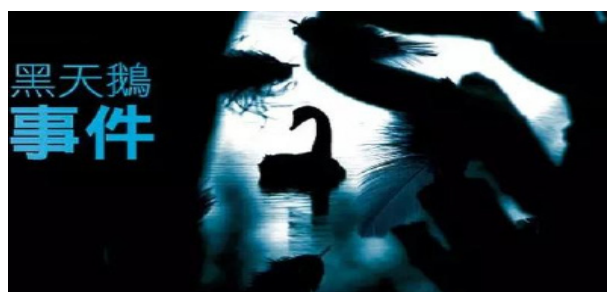
三、历史上著名的“黑天鹅事件”

1. 泰坦尼克号

1912 年 4 月 10 日, 泰坦尼克号在北大西洋撞上冰山而沉没, 由于缺少足够的救生艇, 1500 人葬身海底, 成为迄今为止最著名的一次海难。

2. "9.11" 事件

2001 年 9 月 11 日, 恐怖分子劫持了四架飞机撞向美国纽约世贸中心与华盛顿五角大楼。3000 多人丧生, 美国的经济此后一度处于瘫痪状态。



聚焦金融市场 “黑天鹅事件”

3. 欧债危机

2009 年 12 月, 全球三大评级公司分别下调希腊的主权债务评级, 由此造成“欧洲五国 PIIGS”的信用评级全部被调低。时隔两年, 欧债危机向欧洲核心国家, 政府的紧缩政策遭到国民游行抗议, 经济社会矛盾全面爆发。

四、2016 年金融市场“黑天鹅事件”

1. 英国脱欧 (6 月)

英国脱欧在一定程度上也干扰了美联储五月份加息的节奏。

2. 欧洲又发生大规模恐袭 (7 月)

欧元遭到猛烈抛售, 促使投资者一股脑涌向避险资产, 黄金、银涨幅超过 1% 新兴市场货币上涨。

3. 德银危机 (9 月)

遭股价暴跌、航运业巨额亏损、巨额罚款及政府拒绝支持的危机, 一旦破产, 欧洲都会承受巨大打击, 欧盟的金融和经济秩序迎来大洗牌。

4. 人民币入篮 (10 月)

这是货币基金组织的创新, 也是中国的一个机会, 所以全世界都相对比较瞩目。

5. 美国大选 (11 月)

特朗普的上台, 可能给美国乃至全世界比较大的刺激, 所以从目前的美国股市到美元汇率的走势, 双高的这种局面, 在历史周期当中是非常少见的。

6. 意大利公投失败

伦齐宣布辞职，欧元暴跌。日元、黄金等避险资产纷纷上扬，欧元波动性大幅上升，银行类股则跌至近三年低点。

7. 美联储加息（12月）

从前年一直在酝酿，随着第二次美联储议息会议的临近，市场预计美联储（FED）下月加息几成定局。

五、2017 还有哪些“黑天鹅”？

1. 不断上升的预算赤字限制税收改革

公司税改革和大幅削减企业税率将优先进行。但是遭到了民主党和许多关注赤字的共和党人的抵制。如果特朗普的减税计划全部执行，到 2018 年美国政府的赤字规模将飙升至 1.2 万亿美元。对债务增加的担忧可能阻碍公司税改革完全实施

2. 不断上升的通胀引发美联储逐步收紧货币政策

随着核心 PCE 升至 1.7%，通胀水平正在接近美联储设定的 2% 目标。考虑到特朗普的政策将带来劳动力收紧和贸易限制，通胀可能会超过美联储的目标。通胀升高将让美联储以市场预期更快的速度加息。

3. 债券收益率持续上升

特朗普当选之后，债券市场遭遇重挫，美债收益率升至多年新高，持续抛售意味着市场对加息的预期大增，这将增加企业的借贷成本。

4. 英国将留在欧盟，脱欧不会发生

要使英国公投结果反转，使其仍留在欧盟必然会引起强烈的抗议，但是政治方面的事谁都不说准，以下是野村认为英国可能留在欧盟的两种情况：

一种情况是，英国可能通过普选来决定英国脱欧是否需要苏格兰和威尔士议会

的同意。如果英国脱欧遇到障碍，保守派可能会举行选举，届时脱欧的反对派可能会赢得选举。

第二种发转剧情是由欧盟领导完成英国所希望的改革，比如重新定义劳工的自由运动。

六、反思警示

1. 你不知道的事比你知道的事更有意义。

在人类社会发展的进程中，对我们的历史和社会产生重大影响的，通常都不是我们已知或可以预见的东西。股市会突然崩盘，美国地产泡沫会引发谁都没有预料到的次贷危机，一场突如其来的大雪会使得大半个中国陷入瘫痪状态，带来上千亿的损失……

2. 众所周知，全球经济存在众多隐忧。然而，市场却好像无动于衷，继续歌舞升平，愈炒愈热。

在牛市停不下来的同时，愈来愈多人对“好得难以置信”的经济状况忧心忡忡，担心突如其来事情会在波平如镜的湖面激起滔天巨浪。难就难在，投资者说不出“黑天鹅”何时驾临、来自何方。

黑天鹅的道理是，再高明精准的技术分析或风险管理模型，都不能减低投资者在超级股灾中损手烂脚的可能。

3. 生活只是少数重大事件的累积结果。

回顾过去，极少数根本无法预料却影响巨大的黑天鹅事件，决定了我们一生的命运，甚至决定一个国家的命运。

撰写：陈雨吟

盛 墨

编辑：葛诗琴

2016 年下半年股票投资策略

报告简介

2016 年上半年 A 股的疲弱走势并未超出预期，但市场节奏与一致预期偏离非常明显，投资者热切期盼的春季反弹行情在股灾之后才出现，而且反弹幅度也远远弱于预期。

2015 年下半年以来，市场的参与主体有了明显的变化，以证金公司为主的救市资金已经成为一只重要的力量，而两融资金这些以往最活跃资金，有的被强平消灭或者吓得不敢再入场，有的胜利逃亡，部分资金远离股市，进入房地产等有利可图的市场。市场参与者的活跃度总体是一个降低的趋势。在全球经济都有担忧，地缘政治紧张的大背景下，主力机构发动大行情的条件并不成熟，行情没起来对场外资金的吸引力也偏弱，预计股市仍主要是场内资金博弈，这也注定了走势的曲折，资金的消耗也将带来股指波动的收敛。

经过 2013-2015 年上半年的牛市，未来股市需要休养生息，在无风险利率难降、风险偏好难升的大背景下，驱动市场的力量重新回归基本面。偏好难升的大背景下，驱动市场的力量重新回归基本面。

基本面分析方法则是指对宏观经济、行业和公司基本情况的分析，包括公司经营理念策略、公司报表等的分析。它包括宏观经济运行态势和上市公司基本情况。宏观经济运行态势反映出上市公司整体经营业绩，也为上市公司进一步的发展确定了背景，因此宏观经济与上市公司及相应的股票价格有密切的关系。

本文采取自上而下的分析方法，从宏观、中观和微观三个层面论述了市场下半年的情况，并提出五大价值版块，且在相应的板块中找到具有弹性的股票。

1、投资策略的理论依据或逻辑

1.1 策略的现实背景

2016 年上半年 A 股的疲弱走势并未超出预期，但市场节奏与一致预期偏离非常明显，投资者热切期盼的春季反弹行情在股灾之后才出现，而且反弹幅度也远远弱于预期。

图表 1.1 上半年三阶段各指数波动幅度

指数	下跌 1 月 4 日-1 月 28 日	反弹 1 月 29 日-4 月 14 日	区间震荡 4 月 15 日-6 月 30 日	上半年
上证综指	-24.96%	16.07%	-4.96%	-17.22%
中小板综	-30.31%	23.25%	-0.13%	-14.22%
创业板指	-29.76%	21.92%	-4.16%	-17.92%

资料来源：wind 资讯

如果把上半年的行情分成两个大的阶段，一是一月份市场的急跌，二是其余时间的震荡筑底。第一阶段市场几乎全军覆没，第二阶段指数反弹有限，但结构性行情非常精彩，

新能源汽车电池产业链、黄金以及铅锌小金属、酿酒食品、无人驾驶、虚拟现实、量子通信等强主题均出现超大盘几倍的涨幅。这反映出市场的风险偏好集中在景气行业以及前沿科技中具有广阔市场空间的主题之中，这对未来投资者把握市场的热点与节奏都提供了指引。总结上半年上涨和下跌板块：次新股、充电桩、装饰园林、稀土永磁、智能电网、OLED 概念、黄金概念、锂电池、汽车电子、量子通信。位居涨幅榜前列，而下跌板块包括养老、阿里云计算、免疫治疗等。

2015 年下半年以来，市场的参与主体有了明显的变化，以证金公司为主的救市资金已经成为一只重要的力量，而两融资金这些以往最活跃资金，有的被强平消灭或者吓得不敢再入场，有的胜利逃亡，部分资金远离股市，进入房地产等有利可图的市场。市场参与者的活跃度总体是一个降低的趋势。在全球经济都有担忧，地缘政治紧张的大背景下，主力机构发动大行情的条件并不成熟，行情没起来对场外资金的吸引力也偏弱，预计股市仍主要是场内资金博弈，这也注定了走势的曲折，资金的消耗也将带来股指波动的收敛。

经过 2013-2015 年上半年的牛市，未来股市需要休养生息，在无风险利率难降、风险偏好难升的大背景下，驱动市场的力量重新回归基本面。

基本面分析方法则是指对宏观经济、行业和公司基本情况的分析，包括公司经营理念策略、公司报表等的分析。它包括宏观经济运行态势和上市公司基本情况。宏观经济运行态势反映出上市公司整体经营业绩，也为上市公司进一步的发展确定了背景，因此宏观经济与上市公司及相应的股票价格有密切的关系。

1.2 策略的理论依据或逻辑

自上而下的技术分析认为，宏观经济环境的变化会导致资产收益率的波动，因而行业层面的分析依赖于宏观经济指标的指导。此外，由于不同行业所处经济产业链上的位置决定了其现金流量的不均衡，周期性行业和非周期性行业在经济周期的各阶段表现会有较大差异，因而传统的观点认为应当在经济处于景气阶段时选择周期性行业，而在经济衰退时选择非周期行业。本文从宏观、中观和微观角度出发构建全面的指标体系，并期望通过建立量化模型判断行业风格切换，在合适的时机重新配置资产，以达到获取超额收益的目的。[1]

2、投资策略的构建

2.1 宏观

2.1.1 经济增长趋稳，预计全年 6.7%

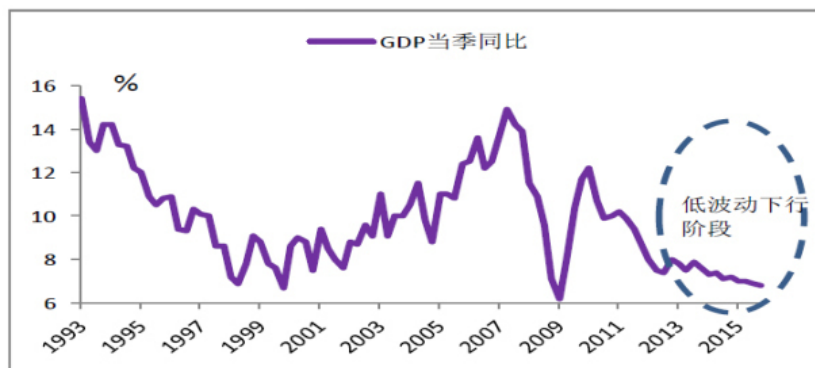
过去几年，中国经济告别了此前的高波动时代，进入了低波动下行阶段。在低波动下行阶段，经济多次产生“小周期”反弹，但持续时间一般都只有 1-2 个季度，反弹的高度也非常小。

一季度经济的回暖，主要是由前期政策放松，以及房地产销售改善所带动，仍属于“小周期”反弹。但制造业投资和民间投资的持续下滑，使得经济“小周期”反弹在二季度逼近尾声。近期房地产销售的回落会使下半年房地产投资承压，但上半年金融业对经济的拖累将在下半年得到缓解，再加上基建投资的持续发力，下半年经济仍有望趋稳，

预计全年 GDP 增长为 6.7%。

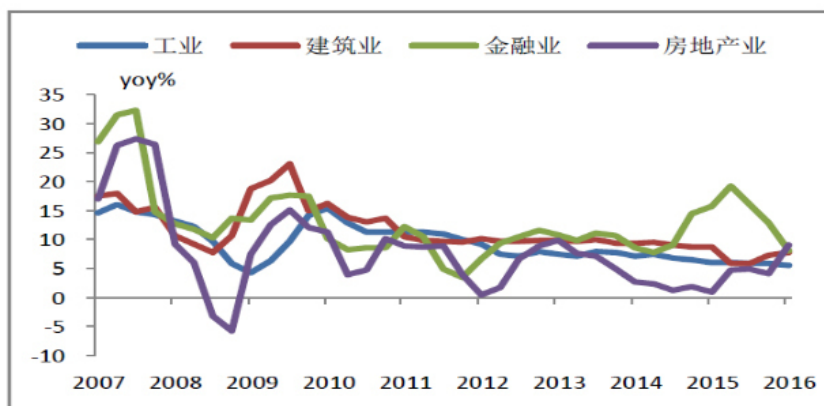
具体而言，在“去产能”的大背景下，工业将继续保持低位运行。房地产仍以“去库存”为主基调，随着房地产投资的逐步回落，下半年整体投资还会有所下降。受收入增速持续下降的影响，消费增速在下半年仍将缓慢下滑。

图表 2.1 经济不断下行



资料来源：wind 资讯

图表 2.2 工业不断萎缩



资料来源：wind 资讯

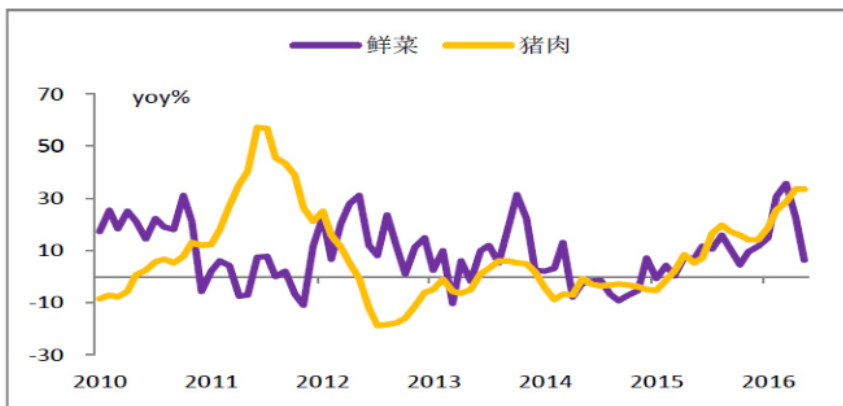
2.1.2CPI 和 PPI 明显分化

上半年 PPI 和 CPI 都有所上升，但下半年两者将发生明显的分化。大宗商品价格的上升驱动 PPI 同比降幅继续收窄，但猪肉价格跨过拐点后会使得下半年 CPI 增速明显下降。

由于非食品 CPI 保持低位稳定，蔬菜和猪肉价格成为扰动上半年 CPI 变化的关键因素，随着蔬菜价格已经回落到合理水平，CPI 也回落至 2% 以下。6 月份以来，猪肉价格出现了一定程度的回落，似乎正在跨过拐点，再考虑到去年下半年猪肉价格的高基数，猪肉同比增速在下半年会有明显下降，从而带动整体 CPI 继续下行。我们预计，下半年一些月份 CPI 同比增速会掉至 1.5% 附近，全年 CPI 为 1.9%。

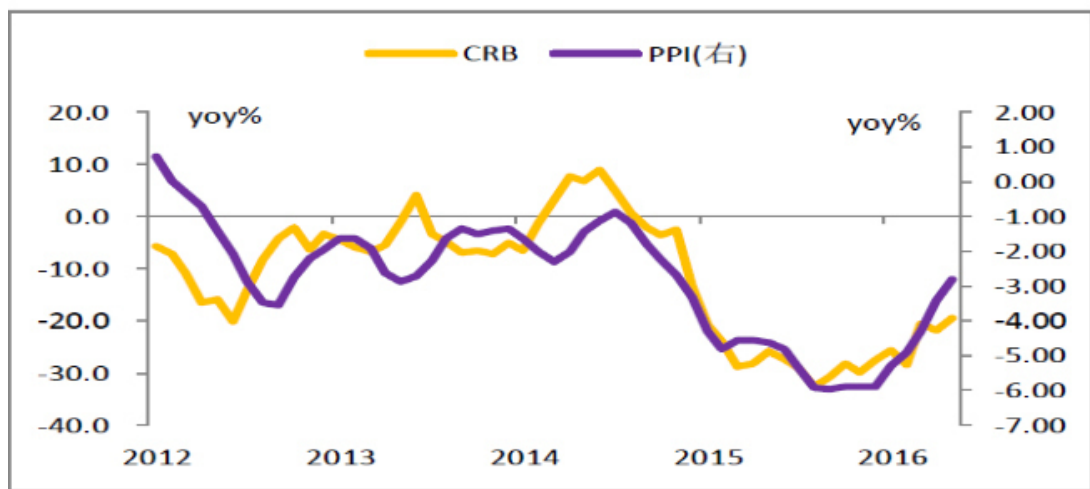
年初以来，大宗商品从底部反弹，带动 PPI 同比增速从去年底的 -5.9% 明显收窄至 6 月份的 -2.6%。虽然我们认为下半年大宗商品的上涨势头可能不会有上半年那么强，PPI 的环比增速会有所下降，但鉴于去年下半年 PPI 的基数较低，下半年 PPI 同比降幅仍会持续收窄。我们预计，年底月度 PPI 同比增速有望转正，全年 PPI 为 -2.5% 左右。

图表 2.3 蔬菜价格明显回落



资料来源：wind 资讯

图表 2.4 大宗商品反弹带动 PPI 回升



资料来源：wind 资讯

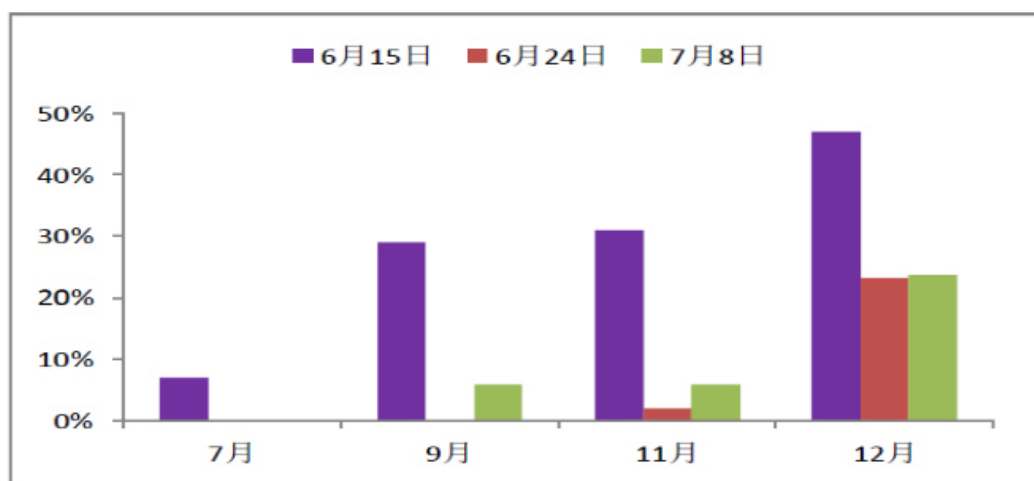
2.1.3 美联储年内加息或落空，人民币贬值预期稳定

英国脱欧“黑天鹅”成真，引发全球金融市场动荡，中长期可能会对英国和欧盟经济产生负面冲击。随着全球经济和金融市场风险的增加，美联储加息的预期大大减弱。截至 7 月 8 日的美国联邦基金利率期货显示，7 月加息概率跌至 0，9 月和 11 月的加息概率都只有 5.9%，12 月的加息概率为 23.6%。这意味着，市场认为年内美联储加息大概率将要落空。

截至6月30日，人民币对美元中间价贬值至6.6312，半年贬值了2.1%。CFETS汇率指数从年初的100.94贬值至94.88，人民币一篮子汇率指数贬值了6%。受英国脱欧的冲击，美元指数有所上升，使得人民币短期贬值幅度不小。但这种贬值是有序的，贬值的预期是稳定的，与去年8月和今年1月的情形完全不同。

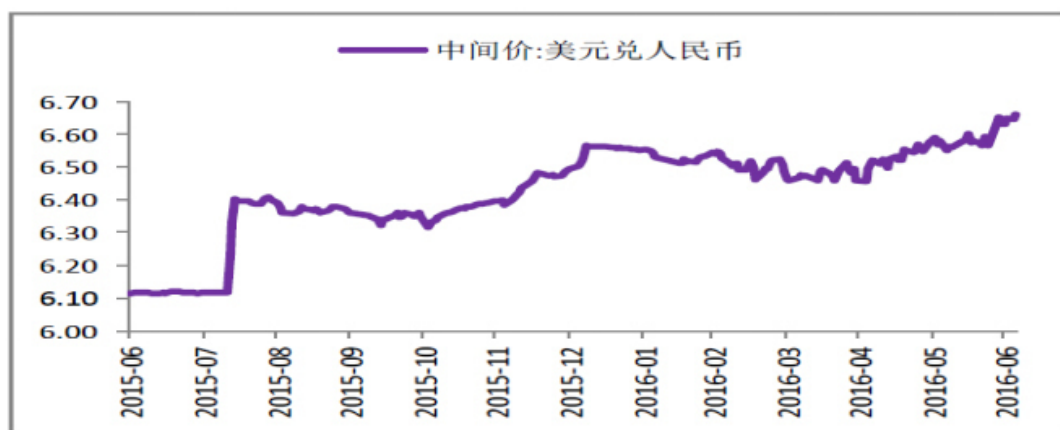
美元虽然在短期走强，但美联储年内的加息概率大幅降低，这反而会在中期内令美元走弱。也就是说，人民币近期的被动贬值将会是暂时的。另外，贬值本身并不可怕，可怕的是贬值预期的失控。随着人民币汇率形成机制的进一步完善和透明，更加灵活的反应市场的变化，人民币的贬值预期变得越来越稳定。预计，到年底人民币对美元中间价将有序贬值至6.75左右，年内贬值约4%。[2]

图表 2.5 联邦基金利率期货显示的加息概率



资料来源：wind 资讯

图表 2.6 人民币中间价上半年贬值 2.1%



资料来源：wind 资讯

2.1.4 宽财政、紧信贷，货币政策相机而动

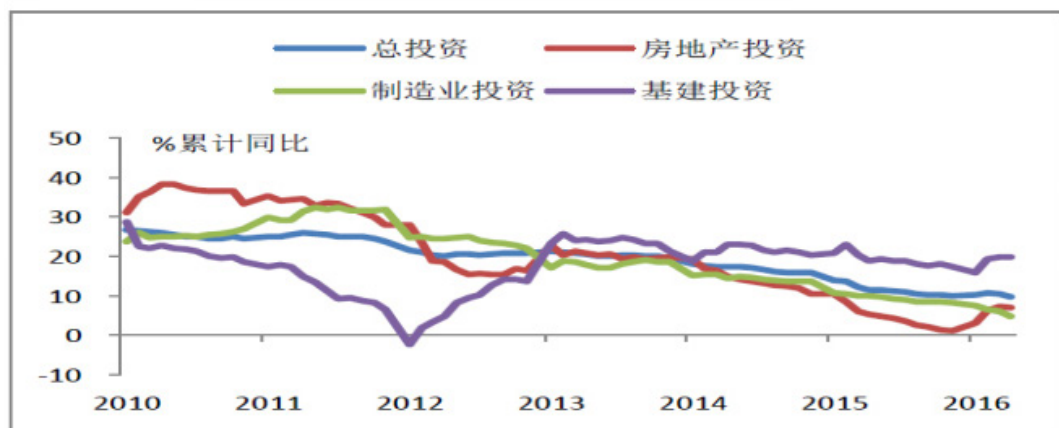
制造业和民间投资一直疲软乏力，如果下半年再缺少了房地产投资的支持，基建投资稳增长的任务将变得更重。所以，下半年财政政策仍会维持积极的基调，主要体现在基建投资增速仍有望维持 20% 左右的高水平，可能的增量着力点在城市轨道交通和水利方面。近日，国务院常务会议原则通过了《中长期铁路网规划》，据媒体报道，未来五年城市轨道交通预计增加投资 1.84 万亿元左右。另外，在南方大面积洪灾之后，增加水利投资变得顺理成章。

过去几年，信贷一直保持着平稳增长，这是央行实施稳健货币政策的关键。除了 2015 年由于稳定金融市场使得新增贷款增速有所超标外，2012 年至 2014 年年均新增贷款增速都维持在 10% 左右。今年 1-6 月份新增人民币贷款 7.5 万亿元，同比增长 14.8%，虽然比一季度 25.5% 的增长有所下降，但仍明显高于往年的平均水平。所以，从维持信贷平稳增长的角度看，下半年央行也有可能会主动收紧信贷。[3]

货币政策更可能根据经济和资金外流情况进行相机抉择。央行自去年 10 月份以来已经大半年没有启用降息的工具，降息的步伐比此前明显下降。在存贷款利率限制完全放开之后，降息的实际意义降低。我们预计，年内启动降息是小概率事件。

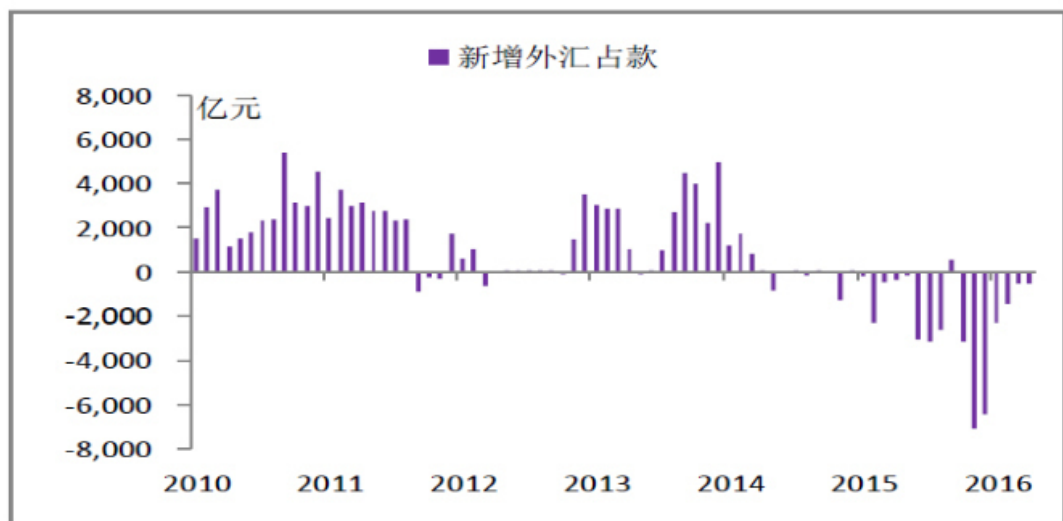
调整存款准备金率的一个核心功能是对冲外汇占款，如果外汇占款增加，则需要提高存款准备金率回收多余的流动性；如果外汇占款持续减少，则需要降低存款准备金率来弥补流动性的不足。自 3 月初降准以来，央行一直按兵不动，主要原因之一就是二季度外汇占款降幅明显收窄，4、5 月份新增外汇占款减少额都只在 500 亿元左右，比一季度月均减少 3000 亿元以上明显收窄。如果下半年外汇占款降幅仍保持目前的节奏，下半年只需要降准一次就可以完全覆盖。

图表 2.7 基建投资维持高位



资料来源：wind 资讯

图表 2.8 新增外汇占款降幅收窄



资料来源：wind 资讯

2.2 中观

截止 2016 年 6 月 30 日收盘，A 股平均市盈率 14.43 倍，上海市场平均市盈率 14.46 倍，深圳主板平均市盈率 23.99 倍，中小板平均市盈率 49.64 倍，创业板平均市盈率 76.88 倍，其中创业板平均市盈率是上海市场的 5.32 倍；指数方面，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指市盈率分别为 14.36、32.89、34.49、54.38 倍，创业板指数估值是上证综指估值的 3.79 倍。

从历史估值来看，大盘股估值略低于历史均值，中小市值股票估值依旧处于中等和偏高的位置。目前，上证综指市盈率低于历史均值，深证成指市盈率高于历史均值；沪深 300 指数市盈率有所回升至历史均值附近，中证 500 指数市盈率高于历史均值，中小板指市盈率和创业板指市盈率与历史均值接近。[4]

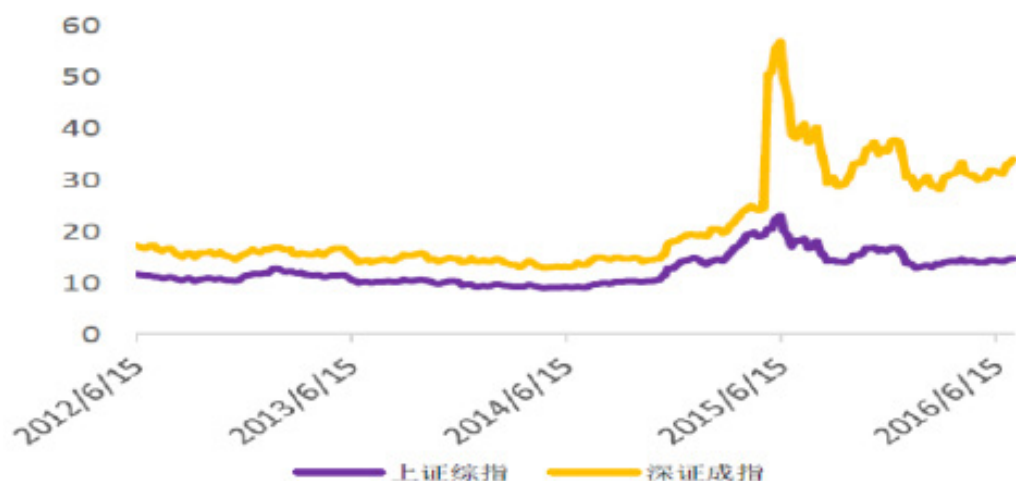
截止 2016 年 6 月 30 日，通过对比上证综指与其他主要国家的市盈率和市净率的情况，发现上证综指的市盈率和市净率处于其他主要国家市场较低的水平，而深证成指、中小板指以及创业板指市盈率和市净率处于偏高水平。经过 2015 年 5 月和 2016 年年初的股市暴跌，创业板指数市盈率有所回调但目前仍居高位，上证综指有所回调但目前相对历史均值仍低，下半年在国家继续保持积极的财政政策和稳健的货币政策的预期下，价值虚高的部分可能会有所“回归”，大盘估值在风险偏好稳步回升的投资环境中有望缓慢的回调。[5]

展望 2016 年下半年，由于上海主板受到银行保险等金融大盘股的影响，显得整体市盈率较低，但得益于目前供给侧改革的加速落地和金融改革的稳步推进，预计下半年上证上市公司盈利增速将会好转；中小创企业所处的成长阶段让其更易享受高估值溢价，但目前监管层对欺诈造价、内幕交易和市场套利交易等打击日益趋严，长期有利于市场的稳定性发展，对短期的风险偏好也有所降温，对中小板指和创业板指的高估值或将缓慢回归。

截止 7 月 15 日，创业板业绩预告披露率达 96.2%，中小板披露率 99.6%，主板披露率为 30.2%，其中主板披露数据不全，不予参考。2016 年 1 季度上海主板上市公

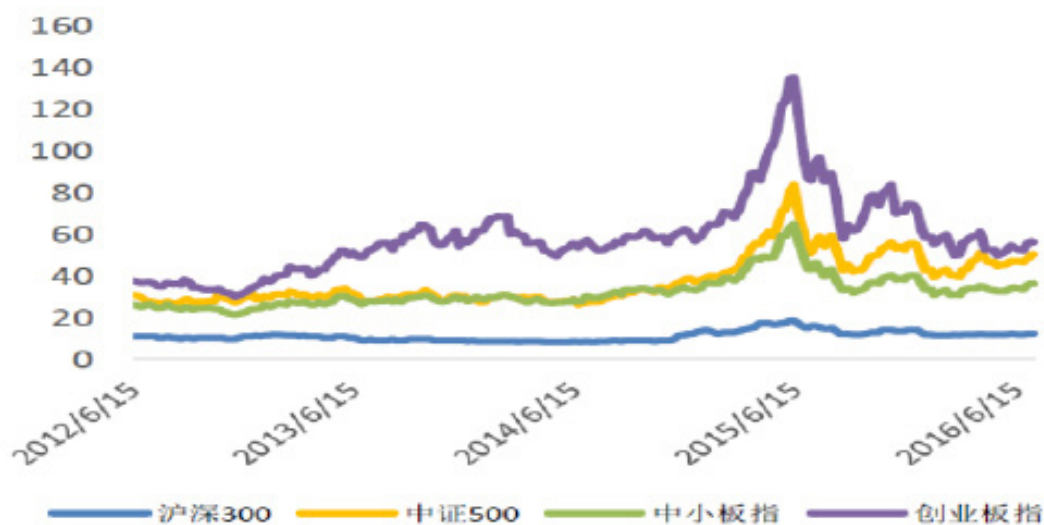
司盈利增速为-1.73%，预计下半年上海主板上市公司盈利增速在0-1.0%左右，估值合理区间在13-16倍，指数区间在2750-3350点；2016年一季度中小板盈利增速为15.39%，参考2季度中报预告的中小板净利润同比增速平均值为39%，预计中小板全年盈利增速为25%左右，中小板指的估值区间在30-33倍，中小板指区间在6000-8000点；2016年一季度创业板上市公司盈利增速为61.8%，由于温氏股份净利润在创业板中占比较大且高速增长，故剔除温氏股份观察得到创业板一季度的盈利增速为39.29%，参考2季度中报预告的创业板净利润同比平均值为51.5%、剔除温氏股份后为31.2%左右，预计创业板全年的盈利增速为35%，创业板指的估值区间44-60倍，创业板指区间在1800-2450点。

图表 2.9 上证综指、深证成指市盈率走势



资料来源：wind 资讯

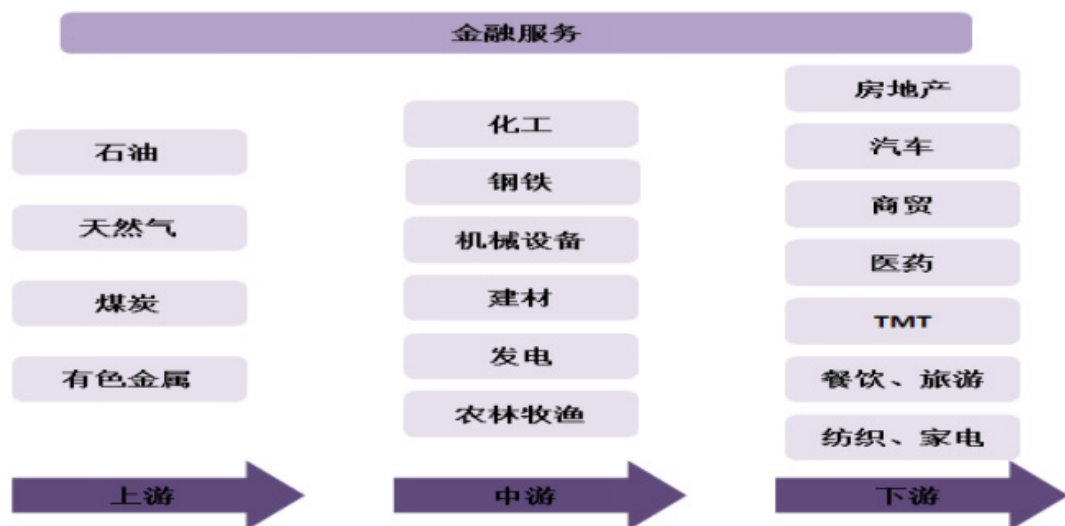
图表 2.10 大中小盘指数市盈率对比



资料来源：wind 资讯

通过对上中下游分析，在全球经济没有明显好转的前提下，我们认为上游行业因其产品价格长期下降，供应方减产，导致从去年年底开始部分产品触底反弹，并在今年创出阶段性反弹高点，随着价格回升，供应方也逐步恢复生产，但在长期供应关系没有明显改善的情况下，预计下半年大宗商品价格将会回归理性价格区间。中游行业因受经济周期、固定资产投资、上下游供需等因素的影响较为严重，化工、钢铁、机械设备、建材、发电行业上半年营业收入和净利润保持总量平稳发展、增速下降的处境，行业前景并不十分乐观；农林牧渔行业，猪肉因供需关系变化，也将在 3 季度后价格将处于平稳走势。我们较看好下游行业，其中部分行业的细分子行业营业收入增长率、净利润增长率、净资产收益率均保持较高增长，预计在近期内不会发生重大变化，行业景气度较高。

图表 2.11 行业结构图



资料来源：wind 资讯

2.2.1 上游 – 触底反弹

今年上半年，原油、天然气、焦煤、铁矿、铜等大宗商品均走出触底反弹行情，但在全球经济未见明显复苏的基调下，此轮上涨只能是长期价格下跌后的修复行情，各大商品在触及主要卖压价格区间后，均出现价格回调，也为下半年的走势留下伏笔。黄金因保值、避险、美元等原因走势超预期，上涨势头良好，但也可以从旁证明经济疲软的走势还在延续。

NYMEX 原油在今年 2 月触及最低点 26.05 美元 / 桶后强劲反弹，最高上行至 51.53 美元 / 桶，上涨幅度接近 100%；NYMEX 天然气在今年 3 月触及最低点 1.611 美元 / 百万 BTU 后反弹，最高点为 2.983 美元 / 百万 BTU，最高涨幅 85.16%；DCE 焦煤于去年 11 月先行触底，最低价为 484.5 元 / 吨，今年 4 月创出近期新高 818.5 元 / 吨，最高涨幅 68.94%；DCE 铁矿石于去年 12 月最低点为 282.5 元 / 吨，今年 4 月创出近期新高 502 元 / 吨，最高涨幅 77.7%；LME 铜今年 1 月创出新低 4318 美元 / 吨，今年 3 月创出近期新高 5131 美元 / 吨后一直横盘整理，最高涨跌幅 18.83%，是以上大宗商品

里涨幅最小的品种；现货黄金于去年 11 月创出近年来最低点 1046.54 美元 / 盎司，今年 7 月创出近期新高 1375.15 美元 / 盎司，最高涨幅 31.4%。

图表 2.12 NYMEX 原油



资料来源：wind 资讯

图表 2.13 NYMEX 天然气



资料来源：wind 资讯

图表 2.14 NYMEX 焦煤



图表 2.15 NYMEX 天然气铁矿



资料来源: wind 资讯

2.2.2 中游 – 受困经济不振

位于中游的行业，因受经济周期、固定资产投资、上下游供需等因素的影响较为严重，化工、钢铁、机械设备、建材、发电行业上半年营业收入和净利润保持总量平稳发展、增速下降的处境，行业前景并不十分乐观；农林牧渔行业因猪肉价格创出新高、鸡蛋价格触底反弹，养殖业利润增速较快，但预计在 3 季度补栏猪肉上市后，猪肉价格将会出现稳中略降的走势，下半年利润增速有可能减缓。

化工行业由于经济需求减少，企业数量由 2011 年高点急速下降致 22000 家以下，经过 5 年的修复逐渐恢复至 25000 家，但距最高点 30000 家还有差距；营业收入总量保持稳定，但同比增速持续下降；化工行业僧多肉少的情况再次出现，势将影响企业的营收与利润。

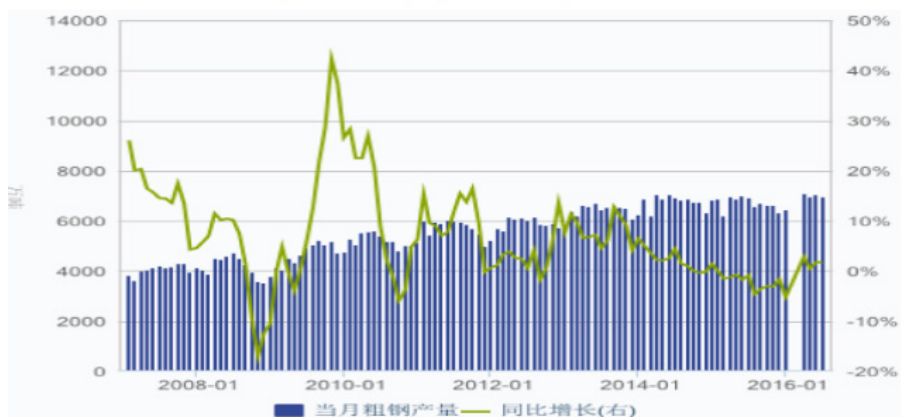
图表 2.16 化工企业数量



资料来源: wind 资讯

钢铁行业是重要的中游行业之一，上游承载有矿产、煤炭行业，下游衔接机械、房地产、家电及轻工、汽车、船舶等行业。近年来在需求下滑，结构调整过程中粗钢量稳中有退，同比增长率逐步下降，利润率也大幅下滑，部分企业甚至亏损，普通型钢厂发展不容乐观。

图表 2.18 粗钢产量和同比增长率



资料来源: wind 资讯

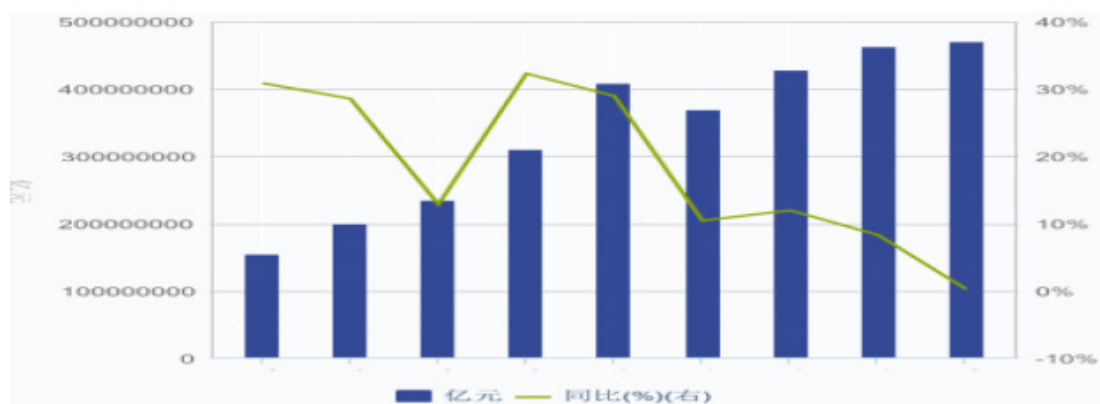
图表 2.19 钢铁企业利润率



资料来源: wind 资讯

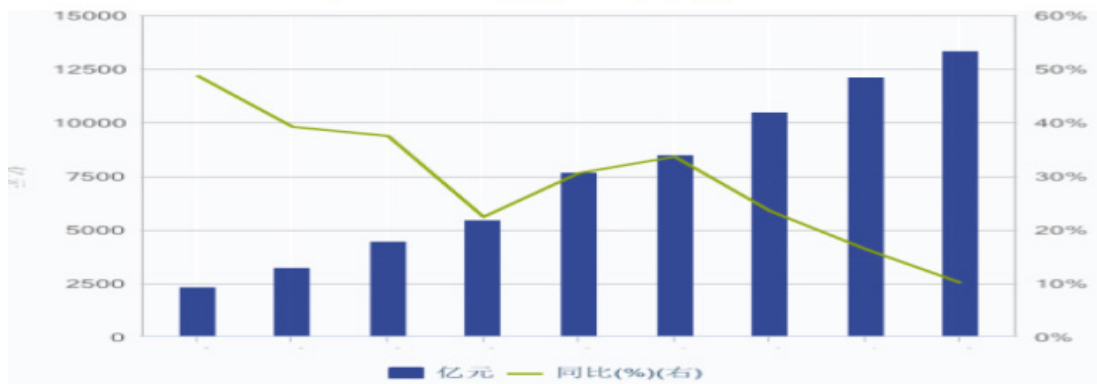
机械设备包括工业机械、工程机械（建筑）、重型机械、能源设备等，又可划分为多层次子行业，此次我们主要分析工业机械领域，通用设备收入停滞不前以及增速减缓，导致通用设备固定资产投资增速持续下滑，行业前景短期内没有改善迹象。

图表 2.20 通用设备收入及增速



资料来源: wind 资讯

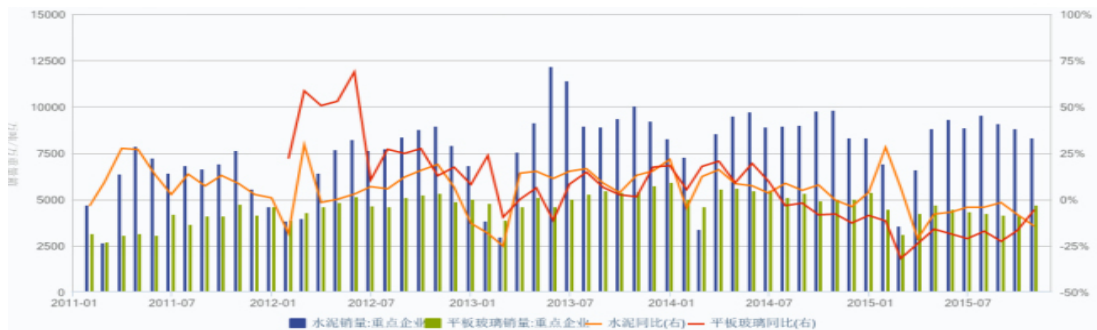
图表 2.21 通用设备固定资产投资



资料来源: wind 资讯

建材行业发展周期与国民经济的发展周期有着密切的关系,表现出周期性的特征。水泥和玻璃总量明显下滑,增速已降至 0 轴以下,整体表现较弱。

图表 2.22 水泥和玻璃销量及增速



资料来源: wind 资讯

发电行业主要的发电形式是水力发电、火力发电和核能发电,但随着化石燃料资源的日渐枯竭,转换使用可再生能源水能、太阳能、风能、地热能、海洋能等来发电,电力板块在装机总量下滑的前提下,核电装机占比大幅上升。发电投资可以作为整体经济动向的先行指标,呈正相关关系;发电量可以作为当前经济发展变化的映证,今年发电量增速减缓,发电量总额保持不变。

图表 2.23 月度发电量



资料来源: wind 资讯

农林牧渔行业，猪肉价格创出新高，猪粮比也随即创出新高，猪肉价格大幅上涨后，补栏量也随即上升，作为 6 个月的出栏期，预计在今年 3 季度猪肉价格有望走稳；鸡蛋期货价格在今年 3 月跌出新低后，随即大幅上涨，最高涨幅 44%。每年的经济工作会议都会向第一产业释放政策红利，且在三大产业构成中，第一产业占比较为稳定，行业发展稳中略升。

图表 2.24 36 城市猪肉价格



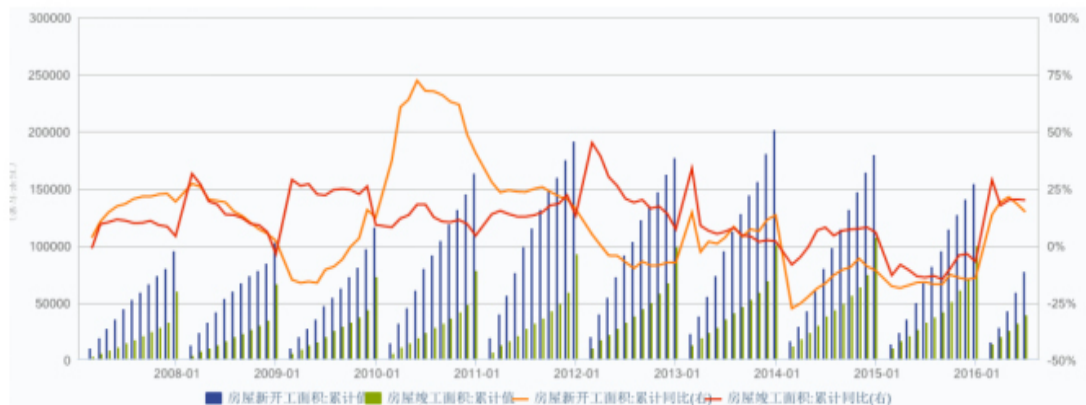
资料来源：wind 资讯

2.2.3 下游 - 乐观看好

第二产业与第三产业贡献率对调趋势十分明显，经过十年的重合交织，2014 年开始剪刀差已经出现，并且有逐步扩大的趋势，第三产业贡献率稳步提升，逐步替代第二产业，成为中国经济新支柱，给与了计算机、软件、环保、文化娱乐、体育等行业发展机会，经济结构调整稳步推进。

房地产投资对上下游贡献率极高，对其他行业来说具有推动发展和拉动需求的带动效应，房地产行业发展能带动其上下游相关 50 多个行业。土地成本是房地产开发成本中占比最大的构成部分，近期结构性调整和去库存的政策方针，致使土地供应量有所下降，各地屡现地王，导致土地溢价大幅增长，土地成本进一步提高。房屋开工面积和新房竣工面积在经历了 2 年下降后，今年已有所好转，重回升态。

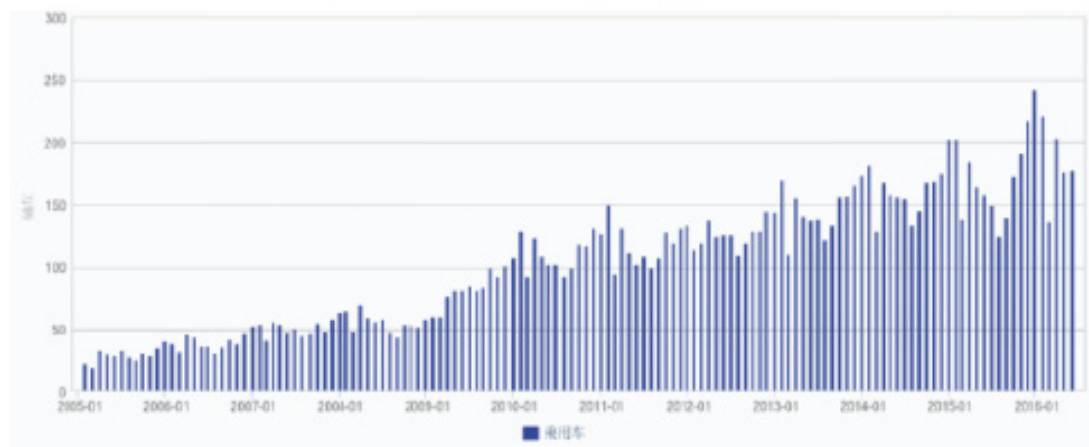
图表 2.25 房屋新开工与竣工面积增长情况



资料来源：wind 资讯

汽车行业在制造和销售环节保持较好的增速，反映出人均收入增加后的消费需求和经济发展的需求。随着国家节能减排政策的实施，汽车行业里我们较为看好新能源汽车的生产与销售，其增速远高于中国汽车行业整体增速，发展势头强劲，且处于行业发展成长期，政策支持红利将不断释放，行业前景良好。

图表 2.26 中国国内制造乘用车销量



资料来源：wind 资讯

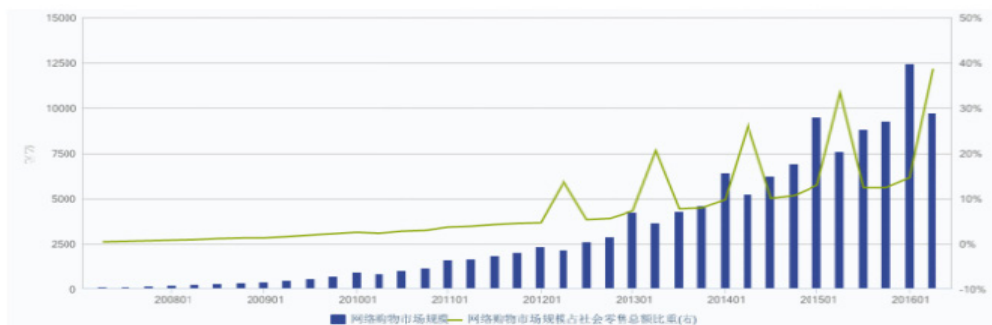
图表 2.27 中国节能与新能源汽车产量



资料来源：wind 资讯

商贸行业中我们较看好电商运营模式，按照交易主体分为：B2B（企业对企业）、B2C（企业对消费者）、C2C（消费者对消费者）、C2B（消费者对企业）、O2O（线上对线下）等，目前国内较为主流的模式是B2C和C2C两种。其中网络交易规模2016年1季度已经达到9715亿元，占社会零售总比重的40%；同时，手机网民成为商家必争之地，其规模已达到6亿多人，体量巨大，近期增速保持在10%以上。

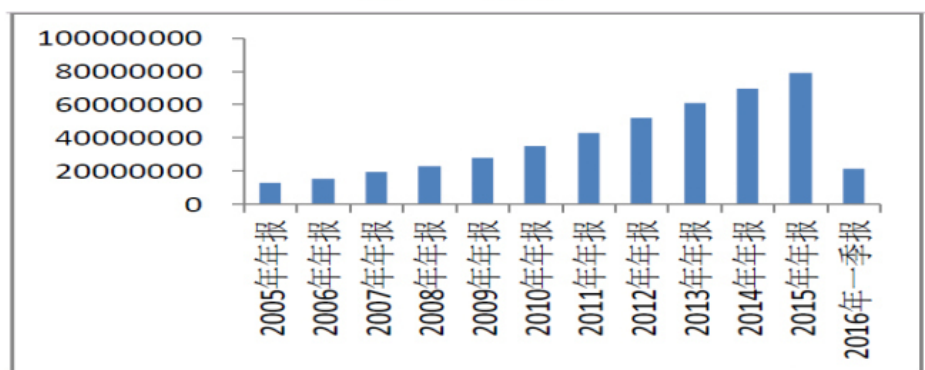
图表 2.28 网购交易规模及占社会零售总额比重



资料来源: wind 资讯

医药行业虽然行业增速已经下降,但受老龄化不断加重以及卫生费用持续快速增长以及占 GDP 比重逐步提高等有利因素的影响,医药行业的增长仍将确定,预计 2016 年全年行业利润增速仍在 10%–15%。聚焦创新药、精准医疗、医疗服务和医疗器械四大重点领域仍是未来新医改的主要趋势,中成药、辅助类药物、普药等领域受到的冲击最为明显,而创新药、高壁垒的仿制药受到国家政策的持续大力支持且竞争压力小,将持续保持良好的竞争力,强者恒强的逻辑日益明显。

图表 2.29 营业收入



资料来源: wind 资讯

TMT 行业,软件行业包括软件产品和 IT 服务。其中软件产品包括基础软件和应用软件。IT 服务贯穿 IT 应用系统整个生命周期是各项服务的统称,包括支持服务和专业服务两大类。软件行业营业收入和净利润均保持每年 15% 左右的增长率,前景良好。

传媒产业是由若干个子板块构成的一个完整产业体系,包括传媒信息服务、传媒制造、相关信息资源服务和多种经营等细分子行业,各行业互相关联,密不可分,传媒产业中信息服务较为重要。传媒行业 2015 年营业收入创出 27.37% 的增长率,净利润增长率在 19.54%。

电信行业从 1G 到 2G、从 2G 到 3G、从 3G 到 4G,更新换代升级的时间从十年左右缩短至数年,4G 才使用了不到 2 年的时间,现在 5G 又要开始准备登场,技术升级所需时间急剧减少。正是由于技术更新换代更快,部分企业并不能紧跟技术潮流推陈出新,导致被市场淘汰,现电信行业营业收入增长率和净利润增长率近些年都下降到负值,前景堪忧。

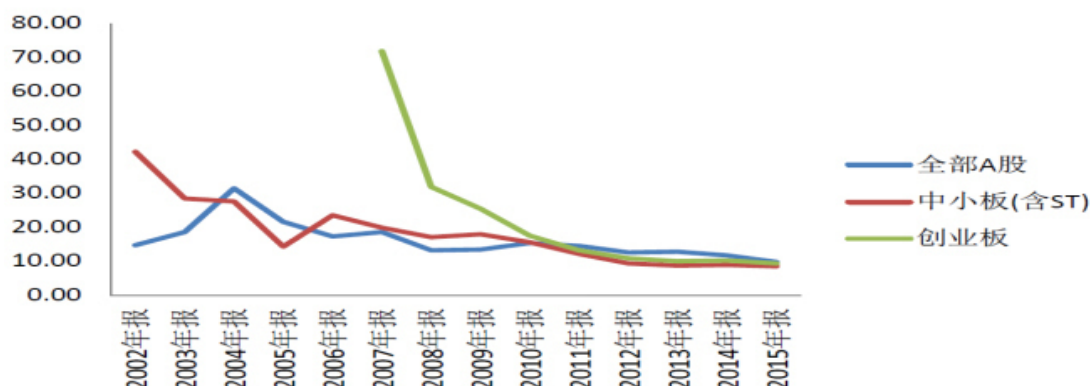
餐饮、旅游、纺织、家电行业与 GDP 具有较强的相关关系，属可选择消费。餐饮、旅游收入均保持稳定增长，前景较好。

2.3 微观

2016 年，我国正处于调结构的过程中，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板为首要任务，稳健的货币政策和积极的财政政策为结构性改革提供合适的条件，化解过剩产能和库存，整体上看已初见成效，但需求疲弱下降将导致营业收入的下滑，大宗商品近期大幅涨价，导致下游企业生产成本提高，进而降低归母净利润，上下游企业盈利两级分化较为严重。把主板、中小板、创业板按照行业划分，主板以传统产业为主，中小板和创业板多以新兴产业为主，经济转型分化现象明显，热点转换明确，“新经济”处于快速发展阶段，显示出小企业灵活多变，成长性较好的特点，传统产业为基础的“旧经济”复苏乏力，归母净利润增速明显下降；预计 2016 年下半年 A 股整体盈利水平下降趋势依旧，但预期降幅趋缓，保持调结构下的恢复性增长，新兴行业将保持较高增速，传统行业归母净利润增速停滞不前，将会拖累经济整体走势。

全部 A 股净资产收益率由 2004 年峰值 31.38% 下滑至 2015 年 9.84%，且中小板和创业板在 2011 年之后全部下滑至全部 A 股均值之下，在同样净资产收益率下降的趋势下，主板行业收益质量明显好于中小板和创业板，或可理解主板在经济调整结构过程中，保持压缩过剩产能与资产，提升净资产收益质量，中小板和创业板在适应经济转向中，扩展新兴业务，前期投入与收益未能成正比，影响净资产收益质量。预计今年年底全部 A 股净资产收益率将继续下滑，但维持在 9.2% 以上。

图表 2.30 全部 A 股净资产收益率历年走势图



资料来源：wind 资讯

全部 A 股营业收入除 2009、2010 年同比增长快速增加外，其余年份大部分处于下降状态，2015 年更是增速跌破 0 轴，为 -2.07%；中小板和创业板营业收入持续下降，但近期创业板营业收入增长率有所回升，为 28.88%。[6] 预计今年年底全部 A 股营业收入增长率将有所回稳，在 2.2-3.1% 之间。

全部 A 股归母净利润由 2007 年峰值 61.43% 下滑至 2015 年 -1%，中小板和创业板在 2014 年之后有所好转，2015 年中小板和创业板归母净利润分别为 13.25% 和

24.69%，增速有所好转，但中小板和创业板归母净利润的增长是由外延并购所导致，因此存在极大的不稳定性。预计今年年底全部 A 股归母净利润将有所回稳，在 3.2-4% 之间。

在经历了上一轮牛市后，加之杠杆资金助涨助跌的作用，致使大多数行业股价相对偏高；实体经济却没有走出与股价相一致的行情，在业绩难以维持的条件下，最终导致策略研究估值偏高的结果，我们认为 A 股估值依然处在回归的过程中，但向下的趋势已经减缓，下半年影响行业估值走势的核心因素是业绩增速和股价增速的双高走势，因此对于行业估值，我们尽可能选择业绩有保障的行业，以保障估值的合理性，抛弃业绩与前景较差的行业。

综合各方面指标判断，农林牧渔、休闲服务、医药生物、传媒、计算机和汽车行业的盈利增速较为稳定，估值方面上述行业目前市盈率处于中位数附近，处于合理区间；股价虚高行业因去年同期财务基数较小，下半年业绩或能支撑现有估值水平，如国防军工、电气设备板块，预计中报业绩和年报业绩同比增速有可能超预期，有利于估值修复，合理下拉估值区间。

3、投资策略的风险及应对措施

3.1 主要风险

市场经过一波纠结的反弹之后，负面的信息传导可能开始被放大。上半年房地产火爆的销售在下半年预计出现降温，大宗商品价格在上涨之后供求关系有可能再次转差，出现一波走弱，洪涝灾害造成较大的损失以及对局部地区物价的刺激等，使得在 3 季度末、四季度初，经济增速下行压力再次凸显，而债务问题等负面因素也可能被市场放大，使得这一段时间，投资者的风险偏好降低，从而市场再次陷入牛皮整理。

G20 会议的召开，全球协作与减少金融动荡的努力会使得市场趋于稳定。人民币纳入 SDR 在今年十一月正式生效，预计外国央行购买人民币的需求开始增加，推动人民币开始止跌反弹。CPI 保持低位运行，PPI 转正等数据可能使得投资者的悲观情绪缓解。中央经济会议的召开，市场开始寻找新的政策机会，但 11、12 月份限售股解禁的规模增大，市场面临的减持压力会制约市场的上攻。

3.2 应对策略

下半年股市运行的宏观环境与大逻辑不变，A 股震荡市特征依旧，但结构性行情仍值得重点布局，操作需关注各种风险因素的浮现，审慎发掘投资价值，波动操作为主。

4、投资策略的股票组合

4.1 军工

军工在十八大后受到投资者的关注，曾经历了一轮疯狂炒作，最初的逻辑是军工企业重组，军工资产证券化，到目前这方面的进展实际落后于市场的预期。今年六月以来，军工股开始启动，成为阶段的热点。

本轮军工的上涨，其逻辑已经有了明显的变化，那就是军工企业的基本面有了质的变化。首先是装备技术到了突破点。航空方面，大型战略运输机运 20 开始列装、四代歼击

机歼 20 列装也近在咫尺，军民协作的 ARJ21 喷气式支线客机开始投入运营、喷气式干线飞机 C919 预计今年首飞，C929 的研制开始浮出水面，预计这是超万亿的市场，对相关产业链的企业是一个长期的发展机遇。大型舰船方面，我国自行设计建造的航母正在进行中，大型现代驱逐舰、两栖登陆舰等陆续下水交付部队，南海局势的持续紧张使得海军建设的紧迫性更强。航天方面，第 23 颗北斗导航卫星升空，精度提升后，军民的需求都快速上升。其他如军方参与，使用我国自主设计芯片的神威超级计算机夺得超级计算机排名第一，以及无人机、预警机等等的广泛应用，军事装备迎来了前所未有的发展良机，2015 年 3 月，中国宣布年度军费预算增长 9.2%，裁军 30 万之后，用于装备的费用将相应提升，这一减一加中，一些具有战略意义的尖端装备将受益最大。

4.2 国企改革

在7月4日全国国有企业改革座谈会上，习主席强调要理直气壮地做强做大做优国有企业，国企改革在2016年是落实之年。

2015 年初，国资委完成了中国南车与中国北车、国家核电与中国电力、南光集团与珠海振戎、五矿集团与冶金科工、中国远洋与中国海运、外运长航与招商局集团的合并重组，重组前“中国神车”最高涨幅达到启动前的 9 倍，合并后股价从最高点跌去 70%，市场对国企改革预期经历了过山车的变化。随后的第一批 6 家央企试点企业，表现明显平稳了许多。

今年以来，诚通集团、国新公司两家央企确定为国有资本运营公司试点企业，第二批央企国企改革试点企业已正式公布，国企改革的进程近期明显加快，而且方式多样。

4.3 量子通信与信息安全

2016 年 7 月，我国将发射全球首颗“量子科学实验卫星”，量子通信成为我国少有的国际上领先的技术。在《第十三个五年规划纲要》中，量子通信和天地一体化信息网成为十大重点推进项目，未来量子计算机方面的进展以及针对量子计算机带来的信息安全问题将引起世人的密切关注。

斯诺登事件之后，信息安全对国家安全的重要性更加突出，随着量子通信技术的突破，我国在量子通信方面正积极的布局，当上千公里的光纤量子通信“京沪干线”建成，世界首颗量子科学试验卫星发射升空后，军民两用的广阔前景使得量子通信倍具想象空间。

4.4 生物医药

据报道，生物医药“十三五”规划已基本制定完成，按照相关工作流程，这一规划将在今年下半年正式出台。已有的信息显示，“十三五”期间我国生物医药产业将重点发展重大疾病化学药物、生物技术药物、新疫苗、新型细胞治疗制剂等多个创新药物品类，同时发展生物 3D 打印技术等重大医疗技术。医疗改革是政府今年工作的一个重点，仿制药一致性评价、分级诊疗制度以及医疗服务价格改革都在积极推进中，虽然医保控费等对医药企业的盈利增长构成负面影响，但仿制药一致性评价等措施将大量淘汰落后企业，让出市场给优质企业，即使药品降价，优质企业也可以通过市场的此消彼长来获得稳定利益，

这样的供给侧结构性改革效果也要区别看待。鼓励创新，也促使企业加大研发投入，紧跟世界医药研发的脚步，在重点领域获得突破，在这样的变革中，优质企业可以踏实做自己的事，相信未来医药界也能出世界型的企业。

4.5 体育、旅游及文化传媒娱乐

居民加杠杆是保持经济平稳增长的一个重要手段。服务业占 GDP 的比重逐年增加，服务业的景气度总体高于制造业。足球等体育产业受到高层的重视，足球、篮球的市场化提升了相关产业的发展以及民众参与体育锻炼的热情，马拉松赛事的普及和民众的追捧便是很好的例证。巴西里约奥运会将在 8 月召开，市场对体育产业的关注度有望提升。

随着消费收入的提升，人们对于旅游的消费逐年增加，从国内游到附近的国外游，循着国际货币的贬值动向选择旅游地成为一种风潮，主营国际旅游的上市公司将长期受益。

文化传媒娱乐方向，随着视频技术的进步，网红、直播等网络新生事物开始出现，国家加强监管对其中部分低俗的内容会产生致命的影响，但互联网影视播放、互联网教育等未来发展空间巨大，技术的进步也使得虚拟现实 VR，增强现实 AR 逐步进入消费领域，巨大的市场使得文化传媒娱乐等领域具备爆发的潜力。

图表 4.1 模拟股票交易

证券代码	证券简称	持仓比例 (%)	最新价格 (元)
000069	华侨城 A	3.01	6.83
002180	艾派克	7.04	31.93
002428	云南锗业	6.70	16.9
002520	日收精机	3.17	14.41
000066	长城电脑	5.42	12.3
002013	中航机电	4.35	16.46
002384	东山精密	5.38	18.8
511880	银华日利	40.27	101.54

参考文献

- [1] 齐岳，何曼筠. 经济新常态下主要股票投资策略的赢利案例研究 [J]. 金融教育研究，2016（29）：24-28.
- [2] 杨志勇. 股票投资价值趋势分析及长期投资策略 [J]. 民营科技，2016（4）：227-228.
- [3] 亢苏皖，程永文. 中国股市风格转换投资盈利性测度 [J]. 科技和产业，2016（16）：147-152.
- [4] 陈乾. 十大券商 2016 年 A 股投资策略慢牛可期谨慎投资 [J]. 投资与理财，2016（1）：34-35.
- [5] 曹月佳. 面对经济下行要注意什么 [J]. 国际融资，2016（186）：50-51.
- [6] 李伟. 投资股票也要讲策略 [J]. 中国科技财富，2015（7）：60-61.

撰写：王欣然等
编辑：陈雨吟

