

# 下调中国评级为哪般？

三月以来总计有两家二家国际评级机构“唱空”中国。3月初，穆迪刚刚宣布下调中国主权信用评级展望和71家企业的评级展望。3月31日标普也宣布下调了中国主权信用评级展望至负面，同时下调香港评级展望至负面。

标普称，中国经济再平衡的推进可能慢于之前的预期；预计中国政府和企业杠杆率将恶化，“投资比例可能远不如我们之前认为的那样稳定在GDP的30%-35%之间的可持续水平。”标普还指出，国务院和各部委之间存在协调问题，政府和市场之间也缺乏有效的沟通渠道……这些特性将随着时间的推移而导致资源配置不当。至于调整香港评级展望，标普的理由是：基于香港与大陆在金融和经济上的密切联系，香港评级展望的调整反映了标普今日对中国评级展望的相应调整。

穆迪在3月2日就率先将中国主权信用评级展望调降至负面。同时，该机构还将中国38家国有企业及授予评级的子公司、25家金融机构评级展望由稳定下调

至负面。穆迪当时下调中国评级展望的理由是：中国政府债务上升、外储下降和推进改革的不确定性。此外，穆迪确认中国主权债券信用评级为Aa3。

标普、穆迪何以如此嚣张？评级机构们是否真的如他们所标榜的那样“专业”和“独立”？这是我们需要深思的问题。

仔细思考以后，我们必须承认，我国经济确实存在上述两家机构所陈述的理由中的问题。但是，评级公司在一定程度上高估了我国

经济面临的困难，低估了我国推进改革、应对风险的能力。也不得不说此番评级公司下调中国评级展望的操作反映了一些海外机构对中国经济的某种习惯性看空；西方评级机构的信誉早已备受质疑，其权威性和重要性均在下降。但是比较乐观的是，市场投资者还是保持了较强的信心和良好的预期。从市场影响看，境内股票市场、债券市场、人民币汇率走势并未受到展望下调的影响，境外主权债券收益率、离岸人民币汇率也未因此出现波

动。投资者和政府都保持了一个比较冷静的投资情绪。

标普、穆迪等评级机构之所以敢对全球的企业甚至各个国家指手画脚，还是依靠其无可取代的行业地位。一般而言，企业、机构或国家发行债券时信用评级越高，需要付出的利息越低，融资能力越强；相反，信用评级越低，债券利息越高，融资能力越弱。评级机构们掌握着他们的钱包，影响力当然就不容小觑。

目前，全球投资者的决策依然高度依赖标普、穆

迪、惠誉三大国际评级机构。近年来，这三家“巨头”发布的评级报告占到全球的95%，行业的“霸主”地位也让这三家巨头获益匪浅。

再者，评级机构之所以会有如今的影响力，很大程度上源于其标榜专业性和独立性。但事实真的如此吗？它们真的能够在问题发生之前就提前预警么？大家都知道，2008年的危机源于“次贷泡沫”的破灭。而次贷之所以会出现泡沫，评级机构有着不可推卸的责任。2008年金融危机之前，评级机构

不仅没有及时发出预警，还给予了抵押贷款支持债券和抵押贷款极高的评级，这导致投资者蒙受了数千亿美元的损失。并且在08年金融危机的一场听证会上三大国际评级机构承认他们长期在犯“道德错误”，并承认向市场提供了虚假的评级信息。利益驱使之下，评级机构们不仅没有提前预警危险，而且在出现问题后推波助澜，加剧危机恶化。几年之后的欧债危机又是一个“血淋淋”的案例。

可见，评级机构并没有其所标榜的那么“专业”。而且其业务模式也决定了，所谓的“独立性”并不存在。目前，评级机构的大部分收入都来自于银行和债券发行人为获得评级而向评级机构支付的费用。“拿人手短，吃人嘴软”的道理大家都懂，收了对方的钱，评级机构给出的评级的参考价值自然就有限。

所以投资者对于评级机构所开出的评级，应持客观理性的态度进行分析思考，不要过于轻信。

15金工1班 范 烨



## 浅谈中国资金面现状

先来谈谈中国的一些现象：债务过高，导致三大评级机构下调对中国的信用评价；各种P2P平台庞氏融资的崩盘；楼市的各种火爆等等。其归根结底一个原因就是钱太多了。

### 一、资金来源

资金来自两个方面，一个是信贷及其衍生物，第二个是央行结算外汇占款时发放的。

信贷好理解些，就是借

m2\GDP来衡量，目前中国该数值达到200%，而美国只有100%，其他达到100%几乎寥寥无几；美国GDP比中国大66%，而中国的m2却比美国高72%，我国的“水分”可想而知。

### 三、资金去向

那么这多钱往哪里去？如果直接进入流通市场，那么平时的物价就飞上天了，所以必须找一个很大的池子来装下这些资金。首先能想到的股市和房市。股市的

展，钢材等又出现了产能过剩的情况，去产能成了一直在提的措施。

那对居民投资者而言，股市楼市不投，还能做什么呢？在李克强总理“互联网+”呼声下，一大批互联网金融如雨后春笋般冒出，然后该被查的被查，该跑路的跑路，原本居民们贪的是P2P的超高收益，却殊不知P2P贪的是他们的本金。在几次重大平台庞氏融资的断裂后，国家终于在今年出手

收缩流动性的时候，直接造成2000亿的资金缺口，企业不得不去民间融资，给企业带来巨大压力。如果简单粗暴的去杠杆结果可以参考去年6月份以后的股市。

2. 技术更新，改革。这个大方向没错，不过指望公务员里人才济济难度还是有点大的。

3. 财富再分配，主要是减税。对地方政府来说，自己的地方债都成泡沫了，哪来的钱，还降税。对国企来

说，既得利益的人们永远都不会满足，也就想想吧。

4. 主动去戳泡沫，举个简单例子，房地产价格降50%，银行坏账提高20%，那银行破产了，居民存款打水漂了，国家还怎么玩？

于是，没什么太好办法，就只能耗着呗。继续放贷，继续扩大货币供给量，至少还能维持短期的安稳。

15金工1班 单督明



钱，其数值近似于货币供应总量m2。简单讲下外汇占款及结汇：出口企业盈利获取外汇占款，外汇不能直接使用，只能存入商行转换成人民币。商行也不能直接使用，要找央行去换成人民币，这就是定期结汇。但是值得注意的是，央行结算是给商行的钱是通过增发人民币的途径实现的，也就是说外汇占款越多，市场上的钱就越多。

### 二、现状

中国总储蓄达60万亿，每月还在以5000亿的速度增加。信贷通胀程度用

话就只有2800多家上市公司，其中还包含着一些停牌的、苟延残喘的、已经上天的杂七杂八的股票，所以能装的毕竟有限。相比之下房市的容纳量就大多了，每月都有7000亿左右的资金进入房市。但这也催生了房价的虚高，对房价的感慨只能用无奈来形容。

其次，地方政府也不闲着，发行债券来大力发展基建，在一些小地方烂尾楼随处可见，“空楼”，“鬼宅”也成常态，地方债务泡沫扩大。当然，搞大基建的时候必然会带动下游产业发

管了，禁止有关企业的注册。

那么对一些民企而言这日子也很难过，话说市场上钱这么多，银行却不肯借，因为银行大部分的钱都借给了低效率的国企。放高利贷又吃不消，所以国家一直在鼓励直接融资，也就是股本融资来降低成本，让企业能运作起来。

### 四、对策

综上，中国目前有房市泡沫，去年已经捅过的股市泡沫，产能过剩，地方债泡沫等。那么该怎么应对呢？

1. 去杠杆，通过财政盈余来收缩流动性。比如去年

### 本期导读

## 话说壳资源

<<<第二版

## 债转股是良药还是毒药

<<<第三版

## 浅谈互联网医疗

<<<第三版

## 无人驾驶之眼

<<<第四版



# 解密债转股

近日，据媒体报道，时隔 17 年，债转股将“重出江湖”，首批试点规模将为 1 万亿元，并在三年甚至更短时间内实施，而这一轮中，财政将不再兜底。“市场化”将是此轮债转股与上世纪 90 年代末债转股的最大不同。

李克强在博鳌亚洲论坛开幕式上也提及，由于一些行业、企业经营困难，导致金融机构不良贷款比例上升，可以通过市场化债转股的方式降低企业的杠杆率。此轮债转股的“市场化”主要体现在，债转股对象聚焦为有潜在价值、出现暂时困难的企业，以国企为主。这类企业在银行账面上多反映为关注类贷款甚至正常类贷款，而非不良类贷款。因此，此轮债转股，并不支持过剩产能“僵尸企业”参与。

债转股，从定义上来说，是指国家组建金融资产管理公司（AMC）收购银行的不良资产，把原来银行与企业间的债权债务关系，转变为金融资产管理公司与企业间的控股与被控股的关系，原来的还本付息就转变为按股分红。在经济下行期，债转股的主要作用有二：一是降低银行不良贷款率；二是帮助企业去杠杆，减轻经营压力。

目前债转股的模式有两种：

一是银行主导型债转股。即国家允许银行持有一定数量的非金融企业股权，银行对企业的不良贷款直接转换为银行对企业的股权。通俗点说，就是银行放贷放成股东。

二是政府主导型债转股。即为定义所解释的模式。采取过此类模式的国家较多，如美国、日本等，我国前一轮的债转股也是通过该模式进行的。

1998—2002 年我国进行了一次较为成功的供给侧改革。1999 年启动的“债转股”就是此轮供给侧改革中的一

项重要举措。上一轮债转股实施过程中，四大资产管理公司（AMC，俗称“坏账银行”）陆续成立，从商业银行手中接入不良资产后，按照国家经贸委推荐的债转股企业名单，同企业谈判再确定具体转股方案。商业银行将不良资产转移给四大资产管理公司时，是按账面价值（本金 + 表内利息）的 1:1 收购，不良贷款所对应的表外利息无偿划转，共计剥离不良资产规模约达 1.4 万亿。来源具体可分为三部分：第一，财政部为四家 AMC 各提供了 100 亿元的资本金；第二，央行以 2.25% 的利率发放了 6041 亿元的再贷款；第三，资产管理公司向商业银行和国开行共发行了 8200 亿元的金融债券，利率亦为 2.25%，期限长达 10 年，意味着 10 年内需完成转股和退出的全过程。

债转股有力促进了国有企业“三年脱困”目标的如期实现，还取得了以下四个方面的成效。一是，显著降低了债转股企业的利息负担，使之实现了财务上的扭亏为盈。第二，为重要行业的重点企业赢得了发展的时间和空间。第三，促进了国有经济的战略性改组。第四，增强了债转股企业的再融资能力。从当时来看，效果非常显著，企业高负债和负净利的局面得以缓解，银行不良贷款大幅降低，资产质量明显提升。AMC 也获得了超过 3 倍的高收益。

根据财新周末的报道，目前问题贷款已经浮现了 5—6 万亿，相较银行业金融机构 200 万亿的总资产，这似乎并不高，但爆发的速度却令人担忧——根据财新最新报道，银行业金融机构不良贷款余额逾 2 万亿元，同比增长近 35%，不良贷款率为 2.08%。其中，商业银行不良贷款余额近 1.4 万亿元，比年初增加近 1200 亿元，同比增长约 45%；不良贷款率 1.83%，比年初提

高 0.1 个百分点。商业银行关注类贷款余额高达约 3 万亿，同比增长约 35%。作为上世纪末中国为国企脱困的“三支箭”之一，债转股在当前不良资产急升的背景下重新“披挂上阵”。

我国当前尝试推出“债转股”方案，符合经济发展现状和宏观政策意图。首先，非金融企业部门杠杆率高企是我国当前面临的主要问题之一，而债转股可以为企业一次性“空中加油”。其次，债转股能够为有潜力的企业赢得发展时间，符合中央经济工作会议“多兼并重组、少破产清算”的去产能思路。最后，债转股作为银行处置不良贷款的方式之一，有助于缓解银行的惜贷情绪。

此轮债转股因其实施背景，被赋予了三重功能目标：

一是化解银行债务风险；二是国有企业扭亏脱困；三是国有企业治理结构改革。其中，前两者属于直接目标，第三个目标则更为根本。因此，债转股是否从根本上促进了企业长期盈利能力的提升，应当成为评估这项政策的重要考量因素。在这方面，90 年代末的债转股效果并不是很理想。据调查，2000 年全国 80% 的债转股企业实现了扭亏为盈，但到 2002 年，该比例下降到了 70% 以下，部分企业又重新返困，扭亏成果并不稳定。主要原因在于，资产管理公司在推进国有企业重组方面，意愿和能力均显不足。

自刚性兑付被打破后，债券违约就暴露得越来越频繁，今年以来，相关风险事件更是密集出现。从银行

不良贷款率走势来看，今年的债券违约可能超过去年 1 倍。而地方政府尽管救助意愿强烈，但受财力限制。这种背景下，这些可能违约的企业中符合政府支持条件的极少。但中央政府目前力推的“债转股”重组方案也并不是能解决所有问题的“万能药”，投资者也要警惕债转股带来的以下风险。

一是警惕“僵尸企业”。对于一些非潜力企业，一旦选择它们作为债转股对象，不利于结构调整，难以改善企业经营状况，也增加了银行的损失；

二是防止流动性风险。银行本为债权人，但经债转股后，贷款变为股权，会拖延资金回笼时间，增加流动性风险；

三是严控道德风险。如

果银行产生道德风险，会导致银行总体风险上升。而如果企业产生此问题，一旦经营不善，则会将部分损失转嫁给银行。

从根本上讲，上一轮债转股仍以国家财政兜底为主。而本轮债转股将以市场化取向为主，不仅银行在债转股企业筛选、资产确定、条款细节等方面获得极大的自主权，在后期银行股权退出变现方面，也需要与之相匹配的市场化的定价机制和参与者。

此轮债转股虽还未正式实施，很多悬念依旧未解开，但以目前形势看，其影响已渐行渐近，熔盛重工也率先成为债转股的先例，与之相关的投资机会也逐渐涌现出来，大家可以细心观察，把握机会。



## 价值投资在中国股市适用吗

谈到价值投资，我们就要搬出一位大师级人物——巴菲特老先生。巴菲特说股票本质上是公司的部分所有权，股票的价格就是由股票的价值，也就是公司的价值所决定的。而公司的价值又是由公司的盈利情况及净资产决定的。虽然股票价格上上下下的波动在短期内很难预测，但长期而言一定是由公司的价值决定的。

但是，不得不说，其实在美国，华尔街绝大多数个人投资者，尤其是机构投资者，在投资理念上所遵从的理论与巴菲特的价值投资理念是大相径庭的。虽然那些基金经理表面上很尊重巴菲特，但他们骨子里还是奉承一套“波动性就是风险”、“市场总是对的”这样的理论。——引自《穷查理宝典（中文版）》序言（李录）

那么现在把环境搬到中

国国情之下，价值投资理念可行性高吗？有人说：“中国股市暴涨暴跌，不适合做价值投资”。那么事实真的是这样的吗？我们拿几个例子来说。先谈谈港股，2000 年中石油在香港上市之初就破发，股价一度跌到 1.1 港元。后来我们都知道巴菲特靠投资中石油赚了 7 倍的利润，那具体的情形是怎么样的呢？在 2000 年的时候美国经历了一场由科技股泡沫引起的股市暴跌，也让全球范围的投资者们吓了一跳，当时的股票市场并不是很景气，所以虽然中石油的利润在中国是数一数二的存在，人们依然不敢大肆买入中石油的股票。然而巴老爷子就是喜欢对着干，2002 年的时候国际油价大涨，巴老爷子想要买只石油公司的股票，最后他选定了中石油，他曾说过当时中石油的

估值应该在 1000 亿美元左右，可是按照 2002 ~ 2003 年的市值来估计只有 300 多亿美元左右，这中间存在着巨大的拓展空间，这是一方面的原因。还有一方面就是当时中石油的分红是非常可观的，拿着 45% 利润分红的公司怎么可能逃过巴老的法眼。巴菲特在 1.6 港元的时候买入并共抛出了 8 次，赚取了 700% 的收益，共计获利 35.5 亿美元。后来中石油在大陆上市，至于它的走势大家都懂的，这里就不多说了。

由于很多投资者对价值投资的理解是片面的，这使他们的想当然的认为只要用钱买好公司的股票就一定能赚钱。拿个极端的例子，2007 年的时候大批中国股民购买万科 A 的股票，股价一度涨至 40.78，然而 2008 年的熊市一下子就把股价打回原

形，不少中国股民开始抵制价值投资，这背后的原因恰恰是因为他们忽略了企业价值这一价值投资核心。短期内，股票价格可能偏离企业价值很远，但长期来说股票价格将最终反应企业价值，而在牛熊之间摇摆的就是企业的中心价值。这里容许我放个马后炮，不得不说当时的股民是在追高，而不是在投资。倘若价格完全偏离价值，你完全没有买入的必要，因为你要因此承担巨大的账面损失，即使那家公司再怎么的好你也不应该做这么愚蠢的事情。同样是万科 A，倘若你在 2011 年的时候买入再在现在卖出，你能赚取 2 倍的利润，而如果你是在 2005 年买入的话，那么你赚的可就不止 2 倍这样子的小数目了。因为你知道这么低的市值完全是不符合这家公司的估值的，这时候你要做

的就是静静的等待然后收网走人。

中国股市暴涨暴跌是符合周期性规律的，这对于价值投资者来说是好事，因为这样的股票估值区间更大，

你将有可能卖的更高买的更低。

15 金融 3 班 方佳伟





# 浅谈互联网医疗

互联网医疗近两年来发展地如火如荼，但其潜力远不止于此，政策支持、技术革新以及商业模式多样化使其未来有了更大的发展空间。

互联网医疗，是互联网在医疗行业的新应用，其包括了以互联网为载体和技术手段的健康教育、医疗信息查询、电子健康档案、疾病风险评估、在线疾病咨询、电子处方、远程会诊、及远程治疗和康复等多种形式的健康医疗服务。互联网医疗代表了医疗行业新的发展方向，有利于解决中国医疗资源不平衡和人们日益增加的健康医疗需求之间的矛盾，是卫生部积极引导和支持的医疗发展模式。

从政策上看，2012年起，国务院发布《卫生事业发展“十二五”规划》，从国家战略层面提出了推进医药卫生信息化建设；在之后的几年里，国务院、卫计委在发展“大健康产业”、“供给侧改革”等大背景下，陆续对限制互联网医疗行业发展的核心政策进行了发布，涉及医师多点执业、在线医疗、分级诊疗、医药电商等。医师自由执业、多点执业使得医师有更多的自主权，拓展了医师但行为权限与收入来源，增进医患沟通，使得医师能形成自己的品牌；在线医疗在一定程度上解放了医师资源，使得医师能将更多时间分配在患者身上；分级诊疗根据病况的严重程度进行分级，使得各个等级的医疗机构承担相应的医疗任务，解决大医院患者过多的情况，实现医疗资源的合理配置；医药分离的政策出台后，医院失去了对药物的垄断地位，配合电子处方、网售处方药等政策，网上药店能迎来发张热潮。

从技术上看，芯片技术、传感器技术等的革新为可穿戴医疗设备、监测设备、诊

疗设备等的互联网化提供基本保障。互联医疗配合机械、智能方面的技术，如果能实现医师在一端操作另一端的机械臂，一定能使医疗行业迎来一场革命；另一方面信息化、大数据存储、云计算技术的发展提升了传统医疗大数据的运营效率和应用价值。

从商业模式上看，BTA三大巨头阿里巴巴、百度、腾讯早在去年纷纷布局互联网医疗。近日，在“互联网+慢病管理贵州模式”发布会上，腾讯副总裁丁珂正式对外发布腾爱医疗战略及业务构成。丁珂表示，腾爱医疗主要由三项核心业务构成：智能终端、医生平台、定位于“健康基金+医保”的互联网金融业务，通过与医院、医疗机构及地方政府的合作，共同建立包括电子病历、健康档案等在内的大数据开放平台。丁珂指出，“腾爱医疗”的战略目的是要用互联网技术实现医疗信息共享，以开放合作的姿态帮助医疗产业实现改革。BTA用它们的平台为互联医疗打开了新通道，他们作为医患的“中间方”，在一定程度上起到了医疗机构的作用。若是管理得当，便能解决信息、安全等方面的问题，不仅为患者提供了更为便捷的医疗方式，也为医师提供更多服务的渠道。此外，许多传统药企开始布局互联网，利用现代信息数据技术更好地为患者服务或销售药品。

互联网医疗虽然有诸多优势，但也有其缺陷，信息安全、药品滥用、药品质量等方面的问题还需要制度配合，许多医疗技术也尚未成熟。但是从大方面看，互联网医疗正蓬勃发展，股市方面也有机会可以发掘。

15 金工 1 班 金卓超

# 债转股是良药还是毒药？



就在这个星期一，时隔17年后，一个叫做债转股的东西重出“江湖”。但是，对大部分人来说，这个词是陌生的，它究竟是什么意思呢？简单的说，就是将债务转化成股份，即将银行持有的企业债权资产转为对企业的股权投资。在4月4号的消息中显示：国开行高层表示，首批债转股规模为1万亿元，预计在3年甚至更短时间内，化解1万亿元左右规模的银行潜在不良资产。债转股主要致力于有潜在价值、出现暂时困难的企业，以国企为主。这类企业在银行账面上多反映为关注类贷款甚至正常类贷款，而非不良贷款。

但是，债转股这个政策对于中国股市和企业来说是一服良药还是一剂毒药呢？我们先来看看债转股有哪些作用及目标。首先，可

以降低银行的不良贷款率，缓解债务危机。其次，对于那些运营状况不佳的企业，可以扭亏为盈。这一消息一出，对这些国企构成重大利好，丢掉了一大堆债务的压力，财务报表突然变得好起来，只是自己的股权部分归于银行所有何乐而不为呢？对于A股市场而言，4月5日沪指放量上涨，债转股概念股异常活跃，原因在于债转股政策大大降低了投资者对于股市的担忧，可能可以促成股市的大反弹。债转股化解了银行的一些不良资产，解决了资本市场最担心的风险隐忧，相比已经暴露的风险，对风险隐忧的担心才是股票估值的最大压力，于是能更好的对股市进行估值与投资。但是，我认为，债转股并不是对银行业完全利好的，短期看可以降低银行的不良贷款率，但时间一长，风险没有真正的转移，还会占用银行的很多资本。而且，这些进行债转股的企业，本身就是一些经营出现问题，如果债转股不能有效改善企业的基本面，反而会对银行和企业形成新的负担，所以对于债转股的效果不能抱太大的希望。

就“毒药”而言，它毒

在哪里呢？其一是它不能解决企业债务这一根本问题，并会导致更多的僵尸企业和坏账。其二，银行原本可以收回抵押品，但一旦换成了欠债公司没有价值的股份，银行也就失去了这层能力。其三，在中国之前，日本也实行过这种制度，但银行与借贷人交叉持股，导致金融市场更加混乱，风险也转嫁于银行，最终日本以失败而告终。其四，数据表明，债转股的规模不会超过银行业贷款1%-2%，在不良率高企之际，这个比例的债务消除只能短期内减少不良贷款压力，但并没有显著改变整体前景，债转股并不能真正解决中国的不良贷款问题。

这样看来，债转股这个政策对于A股市场既有利于银行业板块的一面，又有不能从根本上解决高负债公司的债务问题的一面。所以，债转股这一政策是良药还是毒药呢？还要待实行后市场给出的它的答案！

15 金融 1 班 李泓泽

# 养老金入市原因分析

养老金入市是指把基本养老保险基金中的个人账户基金进行证券投资，将养老金投资于市场。证监会主席郭树清早在2011年就在公开场合提出了养老金入市的想法。但养老金作为一种社会保障，对老年人的生活乃至生存有着重大的影响，投入市场则意味着其可能面临损失的风险，所以关于养老金入市的问题始终引发着专家、学者和民众的争议，实施过程也略显坎坷。

近期，养老金入市的消息频繁传出，足以证明其入市预期愈发强烈，将成为必然趋势。国务院印发《全国社会保障基金条例》自今年5月1日起施行，不仅为日后养老金入市奠定了法律法规基础，更增强了民众对养老金入市的信心。

关于养老金入市预期愈发强烈的原因，有以下几点：

1、养老金年度收支结余不断减少，多省份养老金吃紧。

财政部《关于2014年全国社会保险基金决算的说明》显示，2014年全国企业职工基本养老保险基金收入23273亿元，支出19797亿元，结余3476亿元。财政部公布2015年全国社保基金预算情况，收入24308.84亿元，支出22581.54亿元，结余1727.3亿元。支出的增长率远高于收入增长率，据此形势发展，我国将于不久



的将来出现全国性养老金缺口。

虽然全国账面养老金存在结余，但由于没有得到合理的统筹和调配，许多省份收不抵支，养老金存在缺口。

养老金的缺口大多数依靠财政补贴进行补足，形式较为单一。如养老金入市且能得到妥善管理，则能使补足养老金缺口以及实现保值增值的方式更为多元化。

2、老龄化问题严峻，劳动力负担加重。

截止2014年底，我国60周岁及以上人口达15.5%，其中，65周岁及以上人口达10.1%，远远超过

老龄化标准。最新数据显示，我国人口赡养比为2.9:1，即平均2.9个年轻人供养一个老人。劳动力工资中相当的一部分被扣除，以作为养老金，劳动力负担十分沉重。加之放开二胎政策后人们的生育意识不强，未来劳动力有减少趋势，劳动力将不堪重负。如养老金能在资本市场上获取一部分收益，将大大减轻现存劳动力的负担。

15 中英 2 班 胡琪愉

# “软生产”的优劣与前景

在今年的两会上，李克强总理指出，当前我国发展正处于新旧动能迭代更替的关键时期，必须培育壮大新动能，加快发展新经济。那么我们不妨仔细思考，究竟什么才能算作新动能、新经济？

众所周知，国家的三大产业是农业、工业、服务业。关于农业，国家一直强调扶持农业，进行各种补贴，每年的中央一号文件已经成为中共中央重视农村问题的专有名词。关于工业，前阵子打的火热的供给侧改革与去产能依然是当下的主要任务。据统计，硬产业在我国GDP中依然占有47%的比重。既然如此，那么更具有前景，更具有想象力的“新经济”必然会出现服务业！而在服务业中，最具潜力的，应该是艺术与文化的创造，知识与信息的传播，我们在这里把它们称为“软生产”。

为什么这些不同于传统“硬产业”的生产活动会有如此的潜力？原因很简单。第一，“软生产”的生产成本非常低。这个过程并不需要消耗很多的能源或资本，也不会对生态环境造成破坏。它们的创造是人们思维本身的创造。比如“papi酱”，她录制一条视频只需一些基本的拍摄装置，一个无需布置的环境，需要消耗多少资源？第二，“软生产”的受关注度高。人们如今的需求以经渐渐扩展，更多地关注精神需求；加上互联网不断发展，让“软生产”的传播速度与传播面得以以几

何倍数增长，使得“软生产”的收益也成倍的增长但是边际成本几乎为0。因此更多的财富价值表现为满足人们精神需求的“软财富”。第三，它的定价打破了传统经济学里的劳动价值、成本价值或内在价值。都主要取决于人们的认可、精神效用、关注度、流量、时间价值、风险价值。

虽然“软生产”虽然极富想象力，但是依然非常不成熟。对于软财富而言，内在价值或客观价值根本就不存在。有时候投入很多成本并不意味着产生软价值；有时候没有投入，也可能产生巨大的软价值。我们可以参考京东商城的例子，京东商城2015年仍然处于亏损状态，2015年全年亏损94亿元人民币，仅第四季度就亏损76亿元，但是它的市值仍然高达400亿美元，投资机构仍然在给出增持的评级。这种情形用传统的投资分析方法都是难以解释的，充分说明了在软财富时代，内在价值、客观价值的不存在和软价值的不确定性。

但是我们仍然高兴地看到，中国人已经能够接受，周星驰一部《美人鱼》收获超过30亿元的票房；“papi酱”这样的网络红人可以获得超过1.2亿的估值；《琅琊榜》这样的互联网IP在电视台、互联网以及海外的版权收益总和，已让出品方收回了1.1亿元的投资成本，充分显示出软生产价值实现的潜力。这一系列的案例说明，随着越来越多的人意识到软生产的重要性，中国的软生产行业正在呈现出爆发式增长的态势。

软财富与软价值战略是引领经济转型的方向。只有通过大力发展软财富领域，赋予硬财富更多的“软价值”，引导新供给创造新需求，才能形成经济增长的新动能；只有通过更新供给结构，让经济回到“供给自动创造需求”的理想运行轨道，才能点燃经济增长的新引擎！

15 金工 1 班 范 烨



# 话说壳资源

壳资源是指股份制公司的股票具有在二级市场流通的资格，该公司也同时享有上市公司的相应权利和义务。但一般经营较好的公司是不会随意放弃这一资格的，只有经营亏损，面临退市风险的公司，才有意退出市场。其他想上市而无法获批的公司，此时可通过股权收购等手段成为已上市公司的大股东，这就是所谓的“借壳上市”。

借壳上市相比于直接上市有着很多好处。其中最大的优点就是壳公司由于进行了资产置换，公司的盈利能力大大提升，公司在股市上的价值可能迅速增长，因此企业所购买的股权价值可能成倍地增长，所得到的收益变得十分巨大。

简单来说借壳上市的做法一般分成三步，集团公司要先剥离一块优质资产上市，之后通过上市公司大比例的配股筹集资金，将集团公司的重点项目注入到上市公司中去，最后再通过配股将集团公司的非重点项目注入进上市公司完成借壳上市。

借壳上市的典型案例之一就是强生集团。强生集团是由上海出租汽车公司改制而成的，拥有较大的优质资产和投资项目。近年来，强生集团充分利用浦东强生的壳资源通过三次配股集资，先后将集团下属的第二和第五分

公司注入到浦东强生中去，从而完成厂集团借壳上市的目的。

借壳上市虽然有很多好处，给许多失去成长性的壳公司带来活力，使公司在转型后业绩出现大幅度增长，为资本市场注入很多优质资产和新经营的理念，活跃了市场交易的氛围。但是国内很多企业借壳上市的过程中，也暴露了很多不利的效应。

借壳上市很容易产生内幕交易，由于借壳上市会导致公司股价大幅度上升，所以一些知道内幕消息的人会在借壳之前购入壳公司股票牟利，构成内幕交易，这对市场交易的环境来说是不公平的。

借壳上市的过程中，我们很容易高估壳资源的价值，由此扰乱估值基础，很多经营不善的公司可能被借壳，由于对借壳有升值期望，会扭曲市场对公司的估值，让一些烂公司的市值依然很高，然而这些会让很多股民由此失去判断力因此亏钱。

借壳上市重组削弱，如今有退市制度。由于借壳的原因，让很多经营不善应该退市的公司最后都被借壳并购，导致原先应该淘汰的公司没有被淘汰。

15 金融 2 班 潘敏杰



# 浅谈量化基本过程及量化在投资中的实例分析

量化交易，一听名字，就觉得这是一个很神奇的投资方式。与技术面和基本面选股不同，量化在中国市场并不多见，而且需要运用程序软件等工具对历史数据进行分析来对未来的投资制定策略。而且，量化虽然能通过程序进行看似万无一失的计算，但是中国 A 股市场欠成熟的环境和可利用的量化模型并不是很多，所以让许多人对量化的前景并不看好。

对于我们这些初识这个概念的人，如何简单地进行量化呢？最主要的是要知道量化投资的基本结构，即策略、程序、回测。首先，策略方面，这时量化投资的核心。策略就是你主要是用什么技术指标进行投资，比如我在后面将要分析的布林线的量化，它的策略也就是运用布林线和股价线的不同位置关系来制定投资策略！所以其实量化在某一方面与技术面是息息相关的，只有明白了一些技术面的原理，才能在程序中表现出来。其次，程序来说，虽然看起来“高大上”了一点，但是能通过运用编程软件，例如 matlab 将所要表述的情况用语言写出来，这一层次也就达到了目的。第三步便可以可以说是对投资策略的检验和寻求较优投资回报了，回测指的利用自己已经程序化了的策略对过去的的数据，得出按照策略投资，过去的投资收益。但是在回测过程中，要避免为了得到一致假设而使假设变得过度复杂，这样的投资策略往往达不到什么好的效果。说到这里，就将最基本的量化过程阐述了一遍，当然，这都是最浅的部分，如要深入挖掘，还需多思考与实践。所以接下来我来对一个实际的量化模型做点简单分析

布林线作为这个模型的技术指标，由于它兼具灵活和顺应趋势的特点，而且根据股价的高低是相对的原理，围绕股价的波动制作了这个轨道，通过股价线与轨道的关系，来控制仓位，当然，这一切都是程序实现的。当确定好投资策略以后，就要根据不同的情况来确定量化的思路了：取 20 日均线作为中轨，再根据中轨

绘制出上轨和下轨。当股价由上穿下轨时，买入半仓；在未形成有效突破的时候，保持半仓不变。当股价上穿中轨时，且成交量放大，则买入半仓；股价下穿中轨，且成交量放大，则卖出半仓。股价下穿上轨时，卖出半仓，未有效突破中轨时，仍保持半仓。上面所说的就是量化过程的第一步，确定好大方向，定好自己要做的指标，然后就到了第二步，写出所要执行的程序。例如：

```
use=1000;
p=0;
stat=0;
% 初始化
use 表示可用资金，初始为 1000；p 表示当前持股数，当前为 0；stat 表示当前状态，0 为空仓，1 为半仓，2 为全仓。
If(close(t)>MA(i))&(open(t))<MA(i))&(volum(t)>volum(t-1))&(judge=0) % 日内上破中轨，继续加仓
If stat=0
p=use/2/close(t)
use=use/2
stat=1 （部分程序）
```

最后，就是第三步回测数据，但在这次量化的过程中，会发现，以 20 日均线定下来的中轨需要频繁地操作，而由于实际是五年的数据，所以持股时间久一点效果会更好，于是就体现了回测的重要性。该组成员就对他们量化的布林轨道进行优化，制作成以 30 日均线作为中轨，发现结果正是他们想要的低频模型。这便达到了量化最后想要达到的效果。从以上我对一组学长关于量化策略的投资报告的实际分析中阐述了量化的过程，你们有没有对量化的步骤有更好的了解呢？可能量化这些概念离我们太过遥远，很难理解与应用，但是为何不深入下去呢？你会发现股市与程序结合后，能擦出多少的神奇火花呢？我们拭目以待！

15 金融 1 班 李泓泽

# 无人驾驶之眼

美宣布将合法化谷歌无人驾驶，百度无人驾驶投入超 200 亿成百度最大投资项目。加上国内发布的一系列利好，无人驾驶概念在两会结束后迎来了爆发。无人驾驶，顾名思义就是全自动化的驾驶，想想这一技术如果真的全区发展起来，以后街上将减少了交通事故，减少了堵车，解放了人类的双手。

那么无人驾驶是如何做到自动驾驶呢？最核心的就是 LIDAR，即激光雷达传感器，它也被称为无人驾驶之眼。LIDAR 是个合成词，取自“light”（光）和“radar”（雷达）。此类传感器是靠向物体发出光，通过测量光反射所用的时间来检视周围环境的。这种技术能让无人驾驶变得更为安全。举个例子，夜晚中如果光线变暗，可能无法注意到周边的环境，但有了这个技术，就能看见肉眼无法看到的危险，证明了无人车能看到人类司机看不到的死角。所以无人驾驶概念爆发，接下来受益的相关产业链第一个就是传感器。最近，谷歌、苹果、福特这些大公司也开始涉及这一行业。福特第三代自动驾驶汽车采用新型激光雷达传感器。

目前激光雷达传感器探测范围一般在 100 米左右，不过 Velodyne 公司新开发的激光雷达传感器探测范围可达 200 米，且是

首款能够应对不同驾驶条件的车用激光雷达传感器。

苹果开发新型激光雷达传感器，或为自动驾驶做铺垫

苹果公司的最新专利“利用

谷歌涉足激光雷达？旨在降低无人驾驶汽车成本

谷歌最近发布的一则招聘信息称，公司在为无人驾驶汽车业务部门招聘一名激光方面的机械

早使用的激光雷达技术每辆车价格达到 7 万美元。光这一个核心技术的价格就有点过高了，7 万美元差不多 45 万人民币了，再加上车子其他硬件，一辆无人驾驶车

雷达这一行业将具有一定的前景。

在关注一段时间的研报以及相关新闻后，无人驾驶传感器的投资主要分为 3 个方向：1、ADAS 渗透率提高带来传感器本身和核心部件的快速增长，尤其如摄像头 CMOS 和雷达高频 PCB 等；2、传感器是环境感知硬件，实现自动驾驶功能需要算法及其他机构系统集成，后者附加价值更大；3、激光雷达的低成本解决方案或将是无人驾驶的主流方案。再看当下，无人驾驶概念爆发第一波后，整理了一段时间后，在清明节后再次迎来了爆发。不管是第一波的亚太股份（002284），金固股份（002488）的爆发，还是如今第二波的万安科技（002590），均胜电子（600699）的爆发，这些公司研究的方向主要还是聚集在算法及系统集成，摄像头，兼具传感器这一方向。几大核心技术几乎都触及了，只有激光雷达技术方面没有触及。

再看大盘，基本上已经站稳了 3000 点，后期还有向上的空间。近期题材股活跃，无人驾驶这一概念还会继续向上。Lidar 也许在近期就有一波爆发。即便不在近期爆发，在未来的一段时间内，也具有非常可观的前景。

15 投资 卢杜铮



2D 扫描光束脉冲进行三维深度点云技术”就可为自动驾驶做铺垫，即使该技术也可以用于其他用途。这是一款由苹果开发的新型激光雷达传感器。这项技术需要使用到的是一面固定的镜子、扫描镜、光电探测器和激光发射器。

工程师。谷歌称机械工程师将“负责创新性激光雷达的机械设计，以及复杂的光-机-电系统的生产工作”。

激光雷达技术不仅仅是无人驾驶的绝对核心技术，也正是现在无法突破的难点。谷歌公司最

成本估计在 100W 左右，过高的价格无法使其普及开来。未来无人驾驶车全区覆盖的目标基本已经能够确定，接下来就是解决成本的问题了。现在“降维”和“固态激光雷达”两项技术已经有望大幅降低激光雷达的成本。激光