

迎接动荡的年代



王汉峰

中金公司研究部

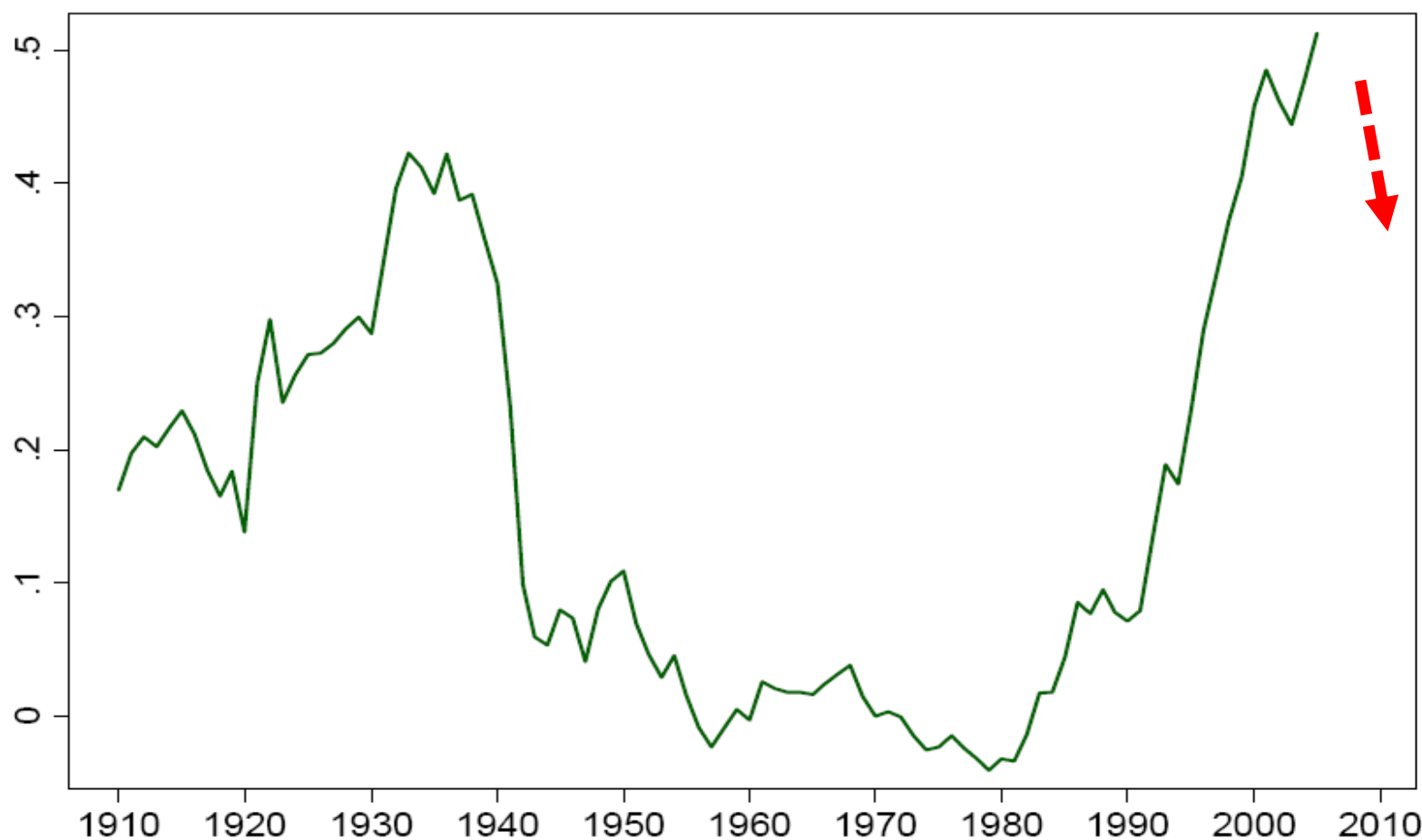
SAC: S0080513080002

2015年8月

欢迎来到金融世界！ 开启金融旅程前你最好能了解这张图

美国1906至今的金融行业的超额工资水平， ***Wage and human capital in the U.S. financial industry***, Thomas Philippon and Ariell Reshef, 2012。试问，金融行业在什么样的背景下容易取得超额工资？

B. Excess Relative Wage



动荡的年代：“投资策略”就是讨论“如何赚钱”

在如下三个问题上分享一点体会，供参考。

- **你的金融职业生涯开启将面临什么样的时代？** 当前以美元为单一中心储备货币的全球货币体系并非稳态，大概率将逐步改变；未来十年到二十年，中国在全球的金融实力最终要与经济实力相匹配，这一过程可能充满波折；全球主要经济体只有在情况糟糕到一定程度之后才会一起坐下来协商形成全球新的金融与货币体系，这将对二战后主导世界利益格局框架的以美国为中心的世界金融和货币体系的重大修正和升级。这将是史无前例的，其间必将充满博弈和波折。
- **中国市场分析中的特殊因素：** 股市真的跟经济没关系？为什么A股小盘股估值一直都那么贵？如何在转型市场中赚钱？
- **做好投资研究应该具备什么品质？** 投资研究中的“盲人摸象”理论。

目录

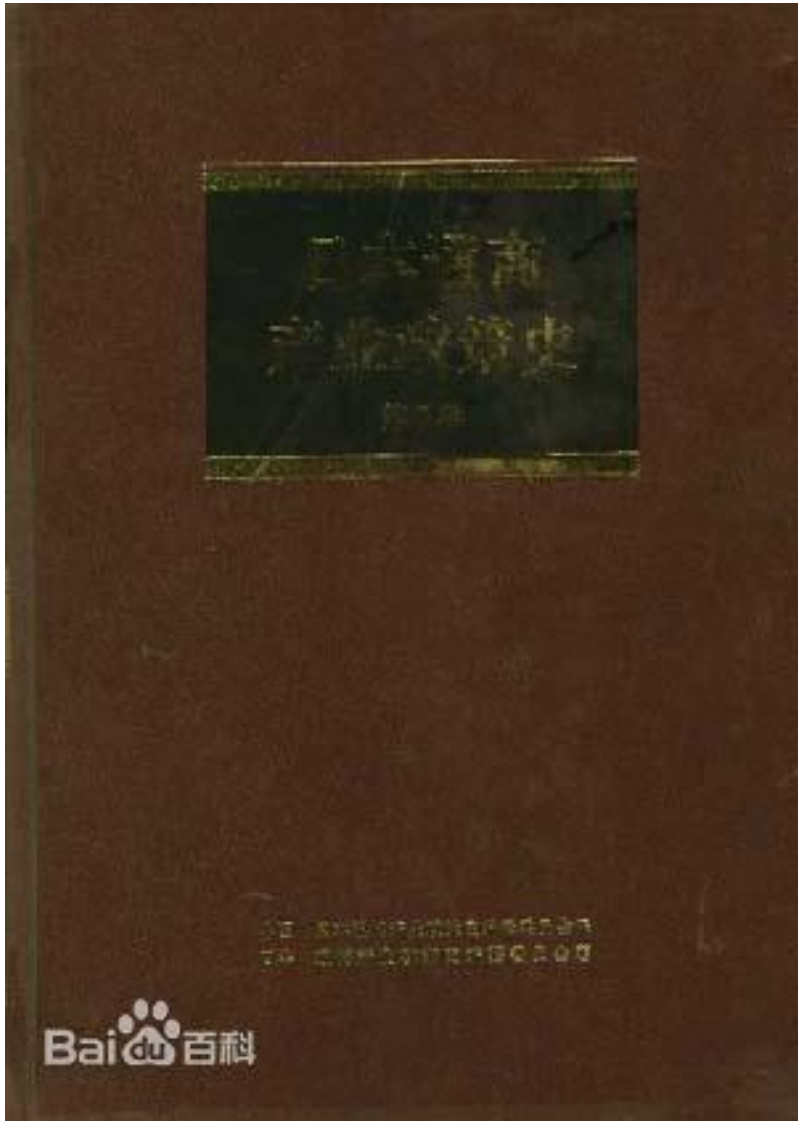
第一部分	解转型背景下的风险与机遇：中国的“老经济”与“新经济” -----	4
第二部分	放眼开世界：动荡的年代 -----	24
第三部分	中国市场分析框架：几个特殊问题 -----	31
第四部分	投资研究所需的基本品质 -----	63
第五部分	推荐阅读 -----	68

第一部分 分析当前中国经济环境的基本框架

转型：中国的“老经济”与“新经济”

深入研究日本产业变迁的历史：对理解中国经济结构调整很有裨益

《日本通商产业政策史》，全17卷，重点第一卷



日本相关研究汇编

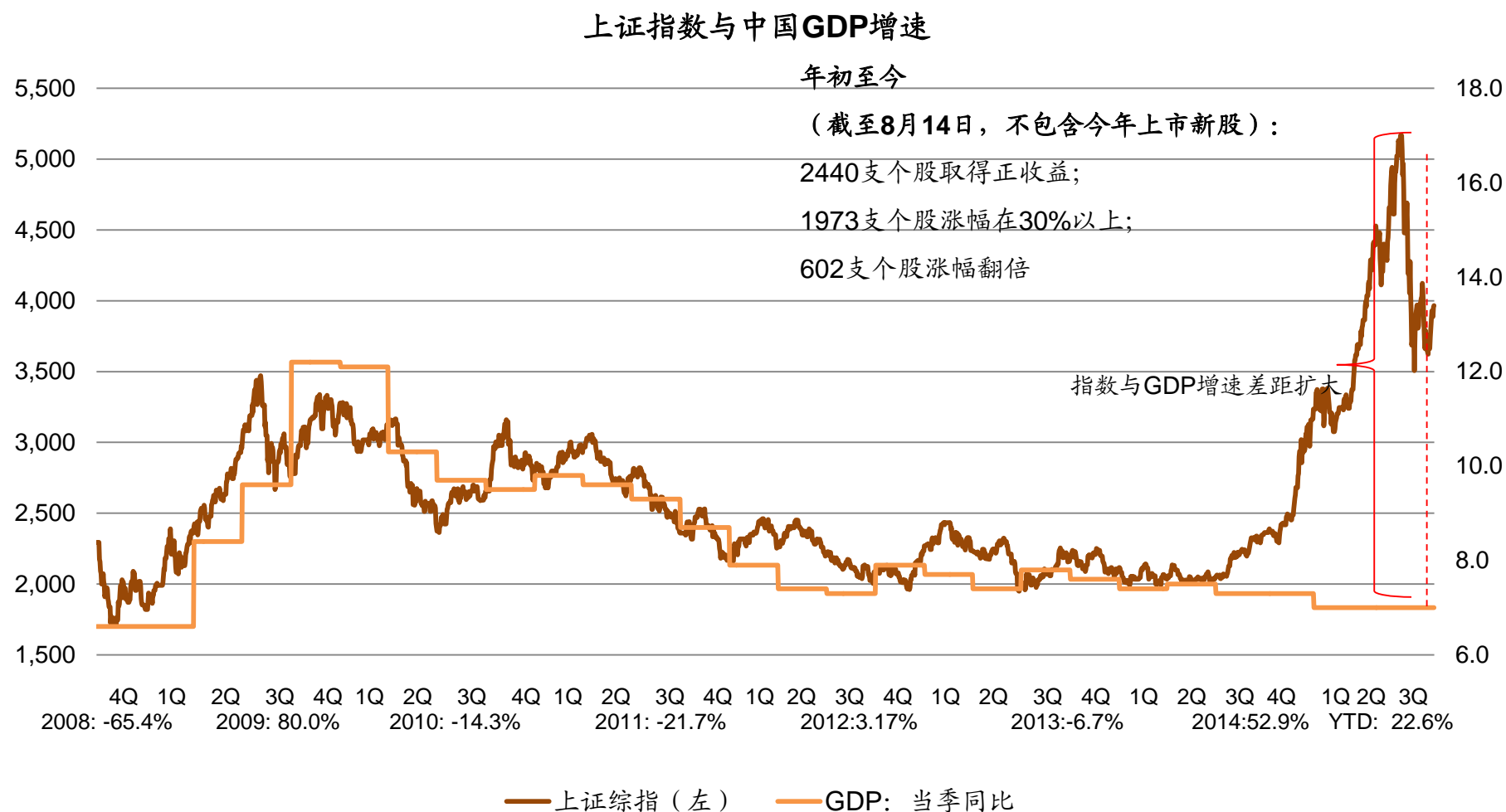
王汉铎@2010/06/22

鉴于中国与日本等经济体发展历史的诸多类似点，我在研究部同事的指导和协助下，在过去的几年中以日本等地区的发展经验为参照，根据中国自身市场环境和投资者关心的问题，做了一系列有关日本的对比研究。现将这些研究汇编，以给对这些研究感兴趣的同仁一个相对全面的图景。必须得承认，这些研究根据当时的市场环境和市场关注的问题而写，观点谬误之处在所难免，旨在提供信息和个人看法，欢迎讨论和批评指正。

结合对战后日本经济的研究以及《日本通商产业政策史》等著作对日本战后经济发展阶段的划分，我们可以将日本战后至今的经济和市场发展分为几个特征明显的阶段：战后修复与奠定基础期（1942-1960年）、高速增长期（1960-1971年，工业化及城镇化时期）、多样化时期（1971-1983年，即经济转型期）、经济泡沫化时期（1984-1989年）、泡沫破灭后的持续低迷期（1990至今）。在过去几年的研究中，我曾经就不同课题研究过日本的不同时期，这些时期以及对应的相关研究报告罗列如下表：

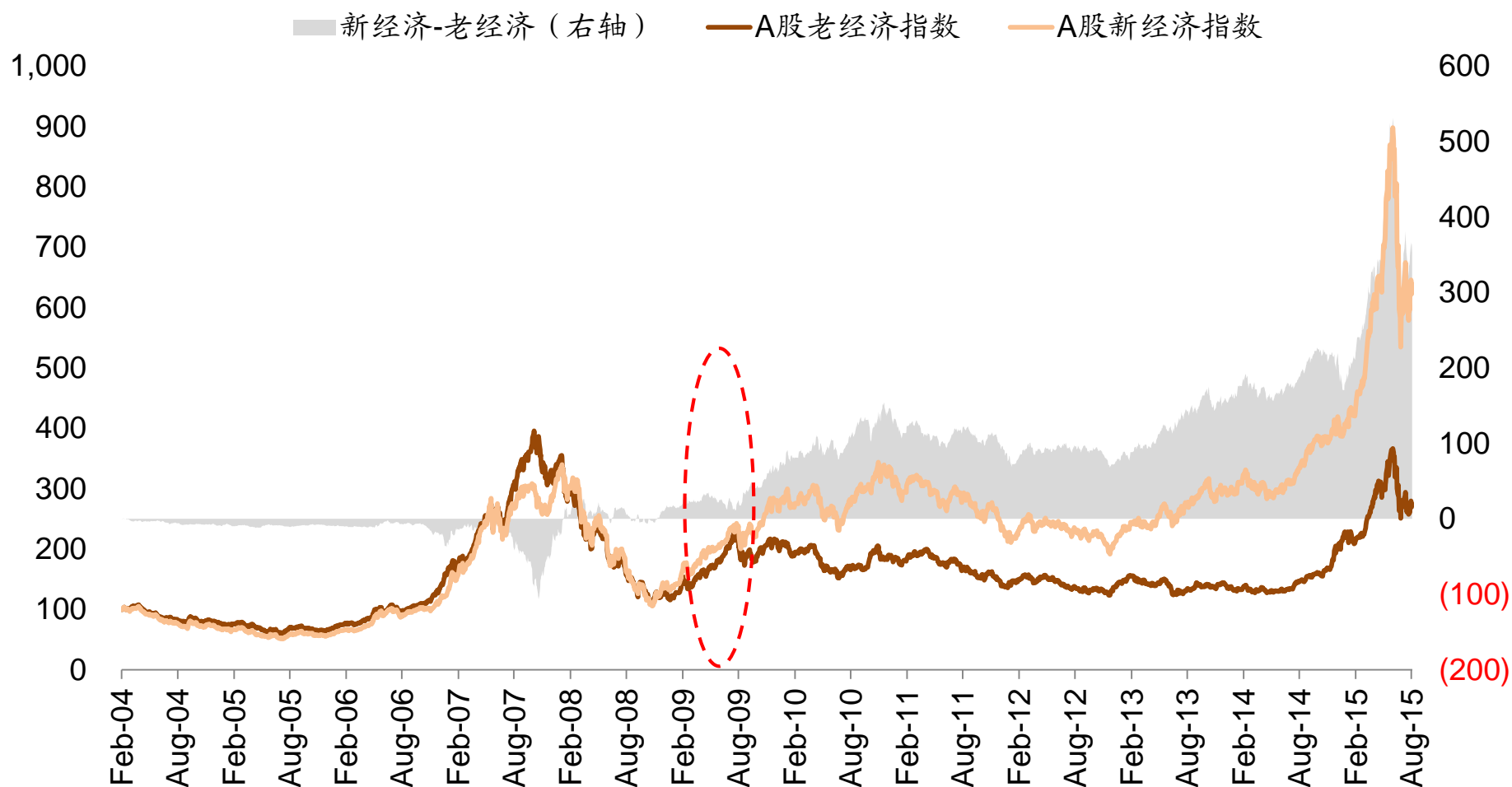
相关话题	关键词	相关研究报告
1、工业化和城镇化（1960年代）	高速增长，工业化、城镇化、消费升级	2010年3月23日《中国消费升级图谱》（第263页）及5月27日《劳动力成本上升推进产业机械化、自动化、智能化之策略篇》（第293页）
2、经济转型（1970年代）；	劳动力成本上升、能源危机、节能环保、汇率冲击，消费升级及产业结构升级、出口结构升级	2010年3月23日《中国消费升级图谱》（第263页）及5月27日《劳动力成本上升推进产业机械化、自动化、智能化之策略篇》（第293页）、2008年5月5日《高速增长时期的股市前景分析》（第61页）
3、高通胀、低增长时期（1970年代）	低增长、高通胀	2008年5月5日《高速增长时期的股市前景分析》（第61页）
4、汇率改革与资产价格泡沫（1983-1989）；	广场协议、日元升值、财政刺激、房地产泡沫、金融开放与利率市场化、银行对房地产及中小企业贷款	2007年4月20日《中国股市前景分析》（第1页）、2008年11月7日《走出熊市的第一步》（第149页）及2009年3月13日《中国经济的一线曙光》（第185页）
5、降息及财政刺激应对日本升值萧条，带来经济繁荣（1985-1987）；	日元升值萧条、降息、大幅财政刺激、基础设施建设	2008年11月7日《走出熊市的第一步》（第149页）及2009年3月13日《中国经济的一线曙光》（第185页）
6、泡沫破灭的过程（1990-1992）；	行业轮动、货币政策刺激、财政刺激、底部估值	2008年9月8日《日本泡沫破灭过程的启示》（第123页）
7、全球不平衡的演变（1987-1991）；	全球不平衡、美国巨额经常账户逆差、美元贬值、日本巨额顺差、流动性过剩、资产价格泡沫	2008年6月23日《全球不平衡演变下的投资策略》（第95页）、2007年4月20日《中国股市前景分析》（第1页）
8、数量型宽松货币政策的效果（2001年以后）；	通缩、数量型宽松、零利率、货币贬值、再通胀政策、漏出效应	2009年3月23日《数量型宽松货币政策的前景：来自大萧条的启示》（第213页）

中国过去几年面临经济结构调整，增速下滑，股市低迷

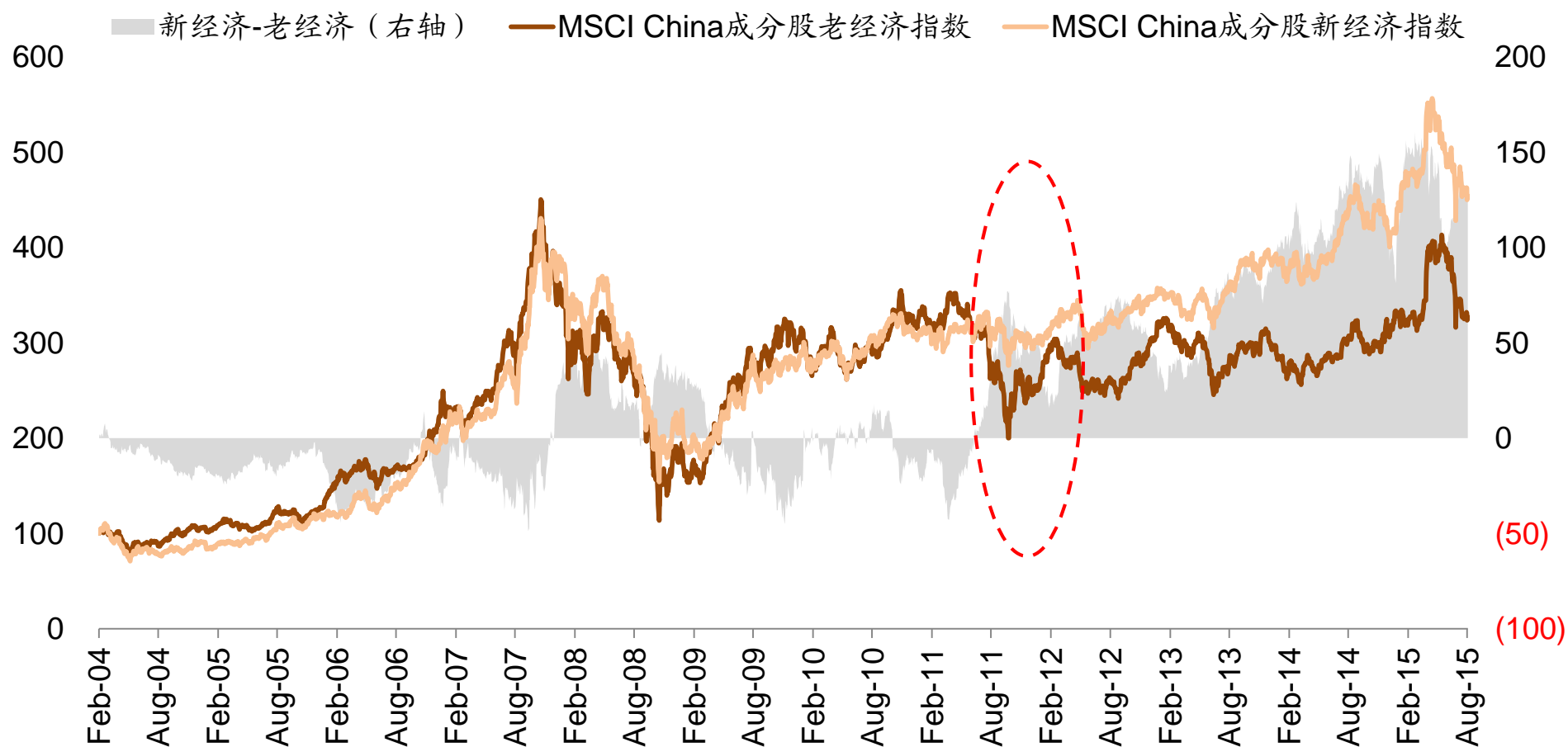


.....老经济持续低迷，新经济表现遥遥领先.....

但代表消费的新经济与代表投资的老经济表现迥异

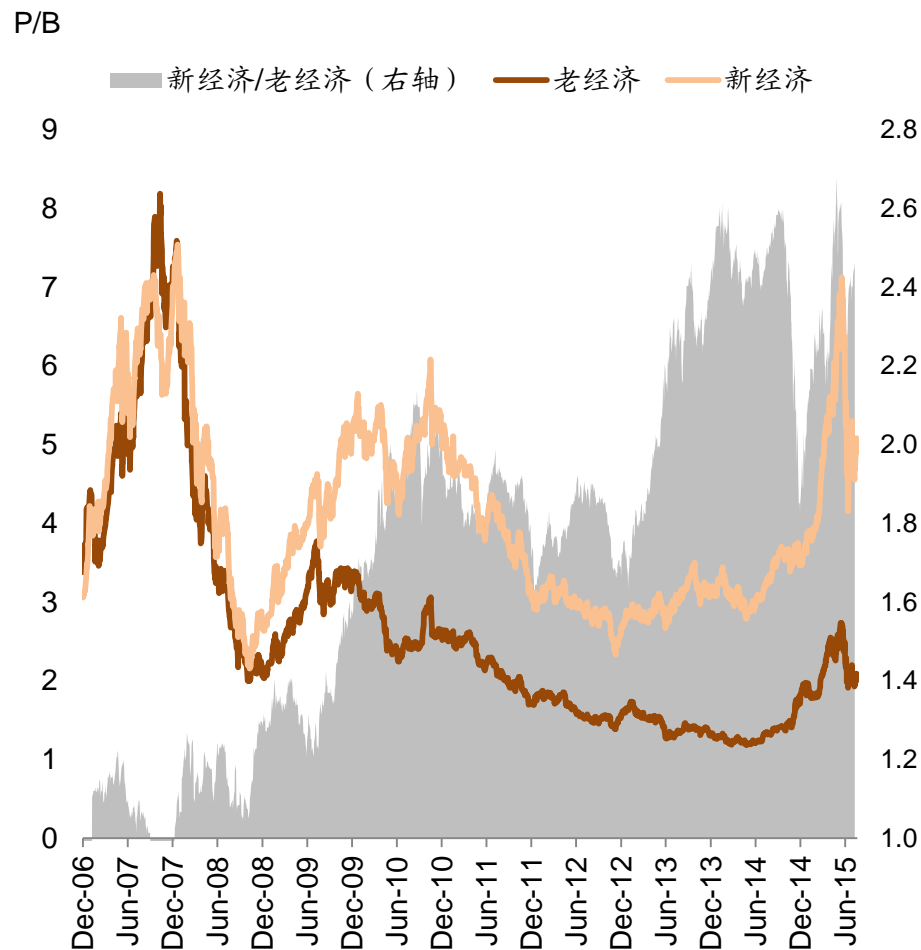
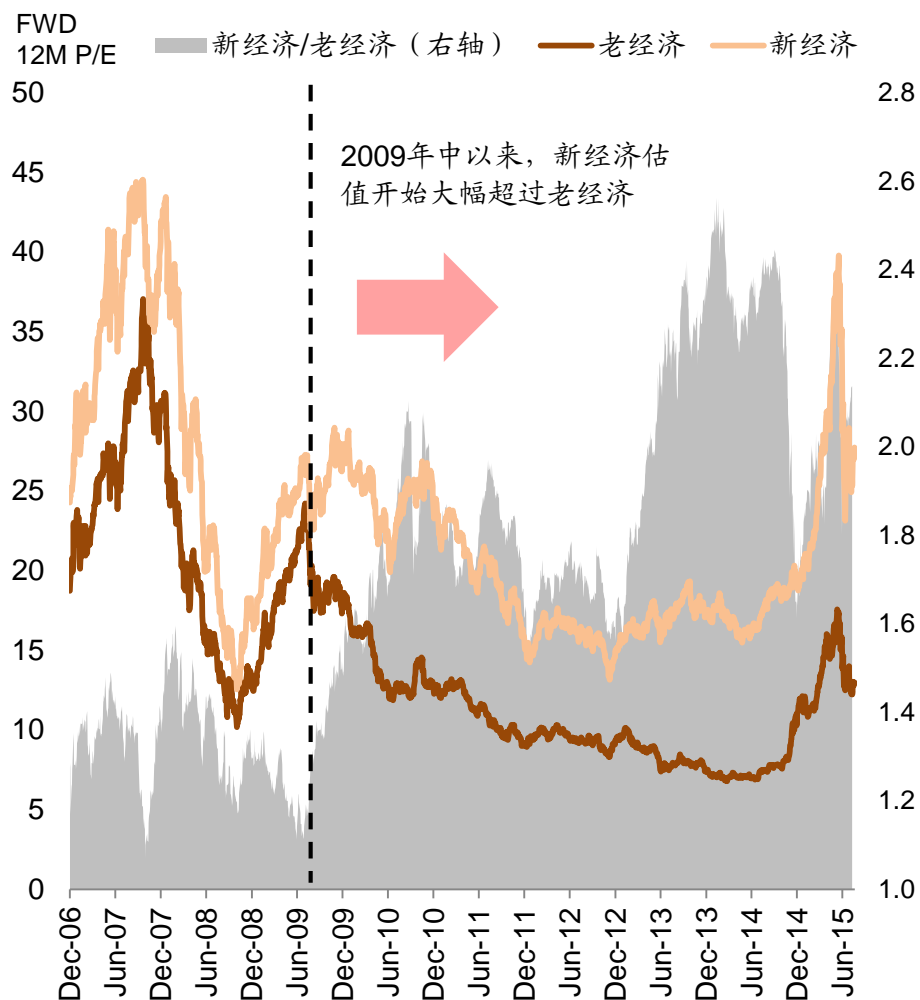


.....香港中资股也是如此



中国经济双城记

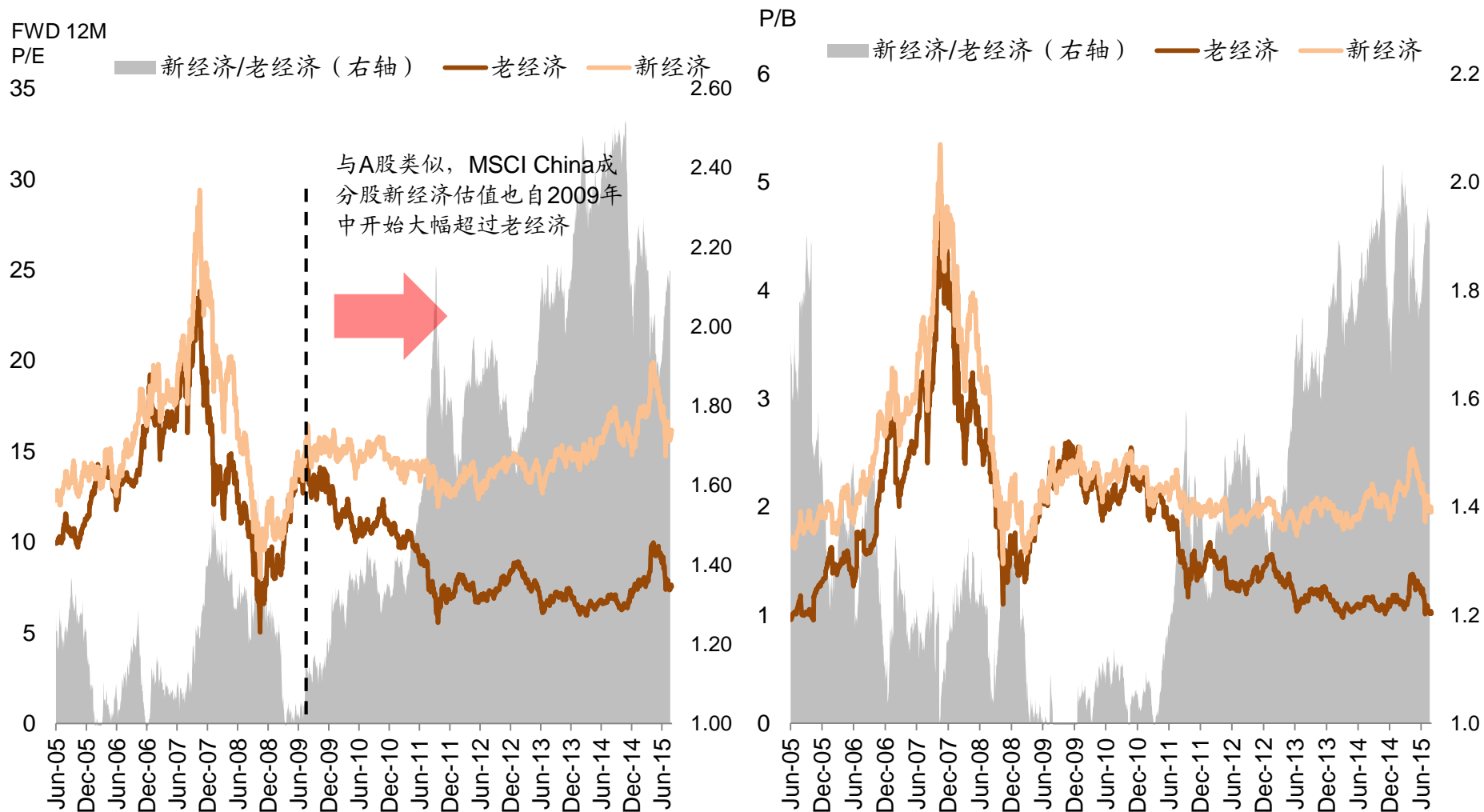
A股新经济估值明显高于老经济.....



资料来源: Wind, Fact set, 中金公司研究部

中国经济双城记

.....在香港市场也是如此

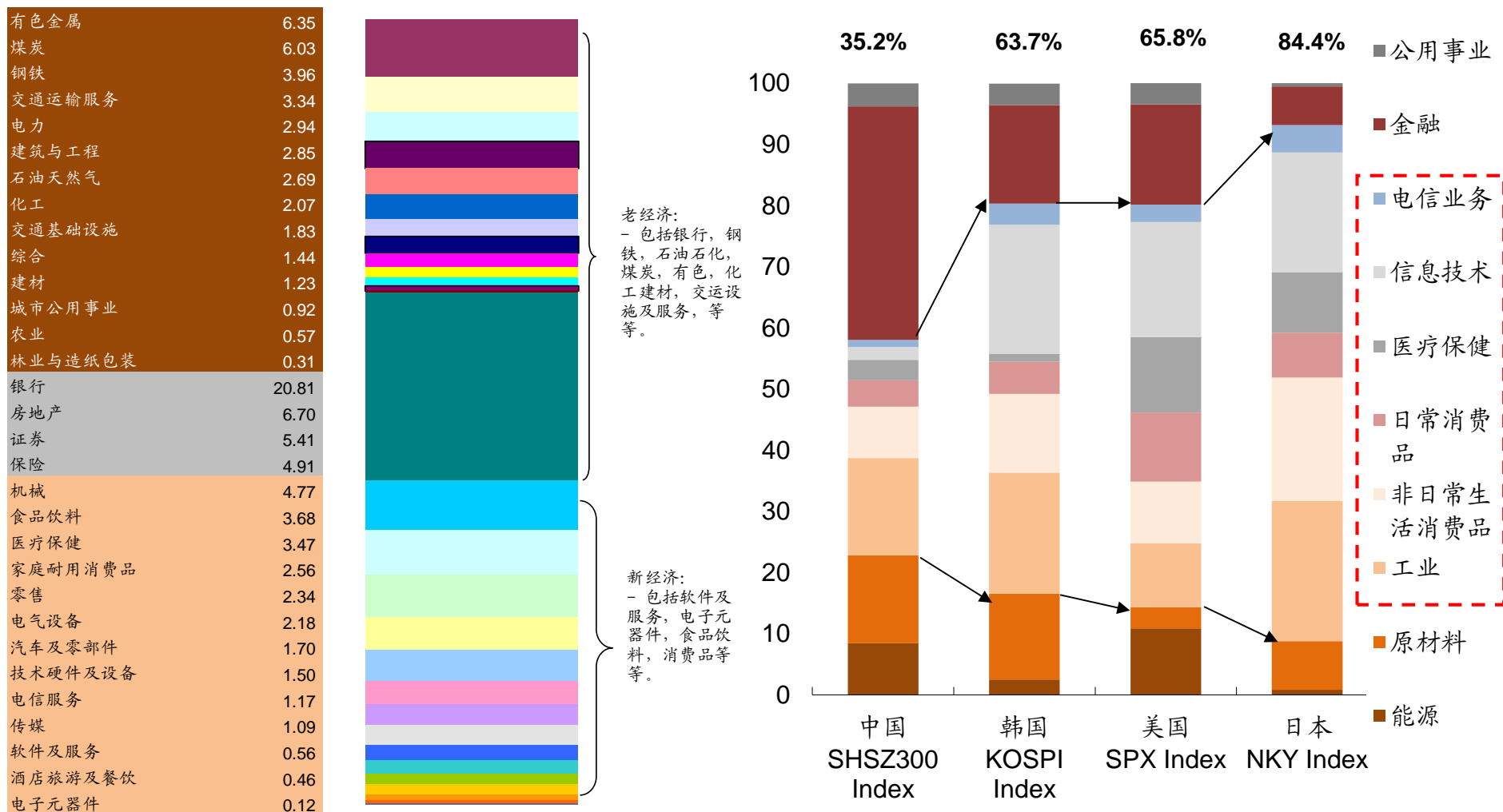


资料来源: Wind, Fact set, 中金公司研究部

中国经济“双城记”：“二分法”看中国市场

各国市场结构对比：中国老经济占比仍然偏高（参见2010年的研究）

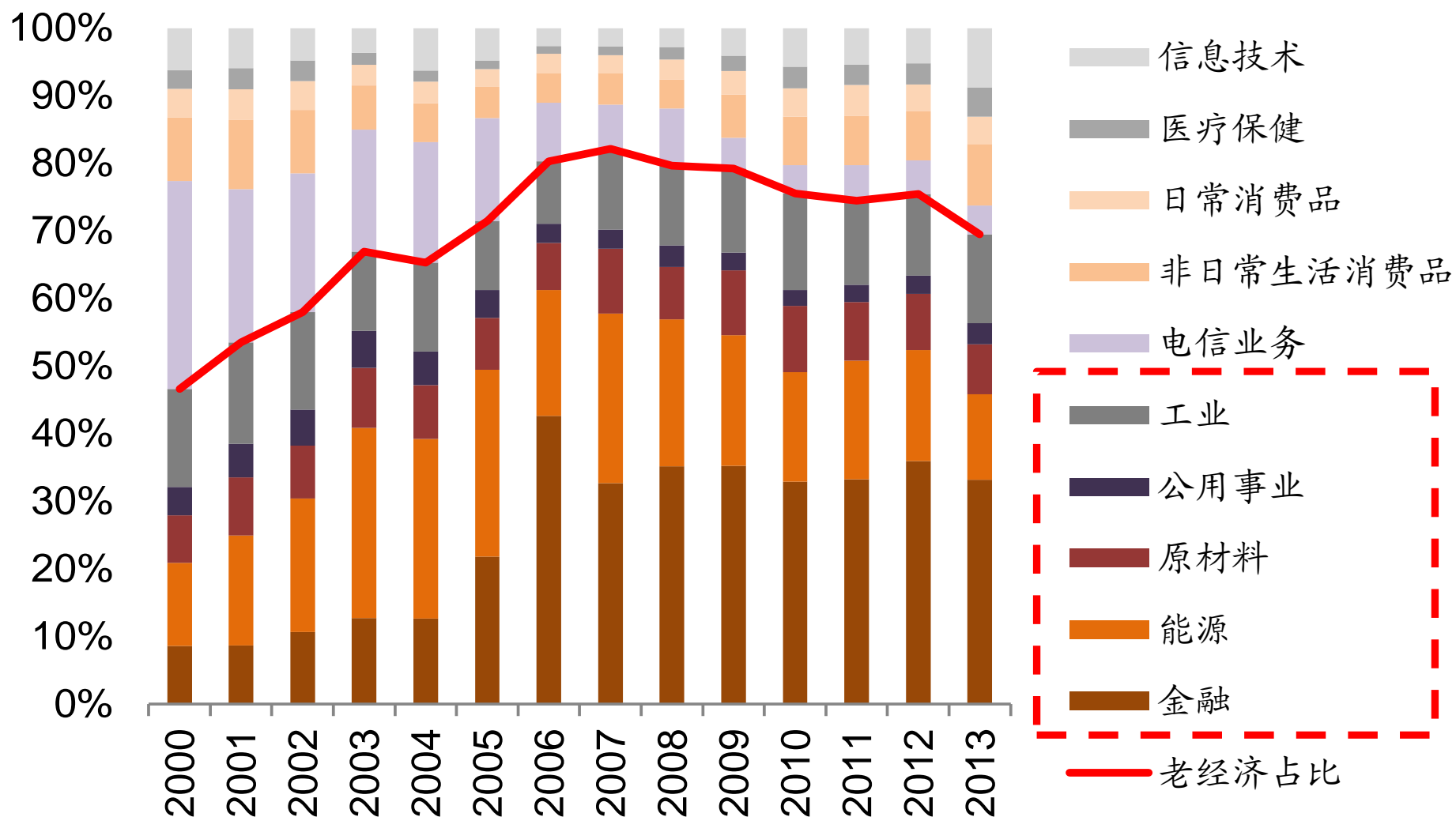
原图源自：2010年3月23日，劳动力成本上升推动中国经济结构转型系列报告之一，《中国消费升级图谱》



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

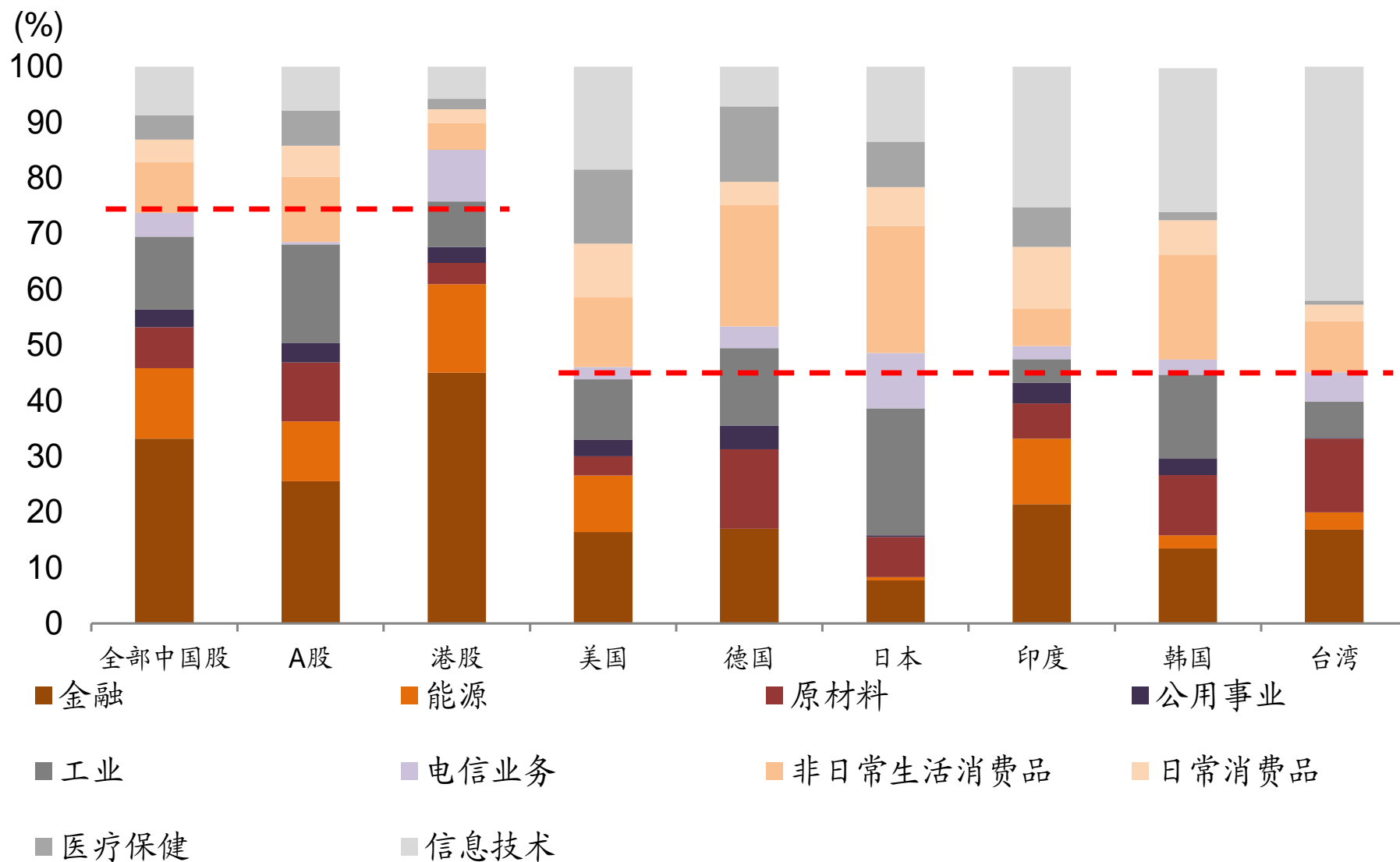
中国经济双城记

新经济与老经济的市值占比已经有了明显的改观（A股、香港中资股及美国上市的中国股）

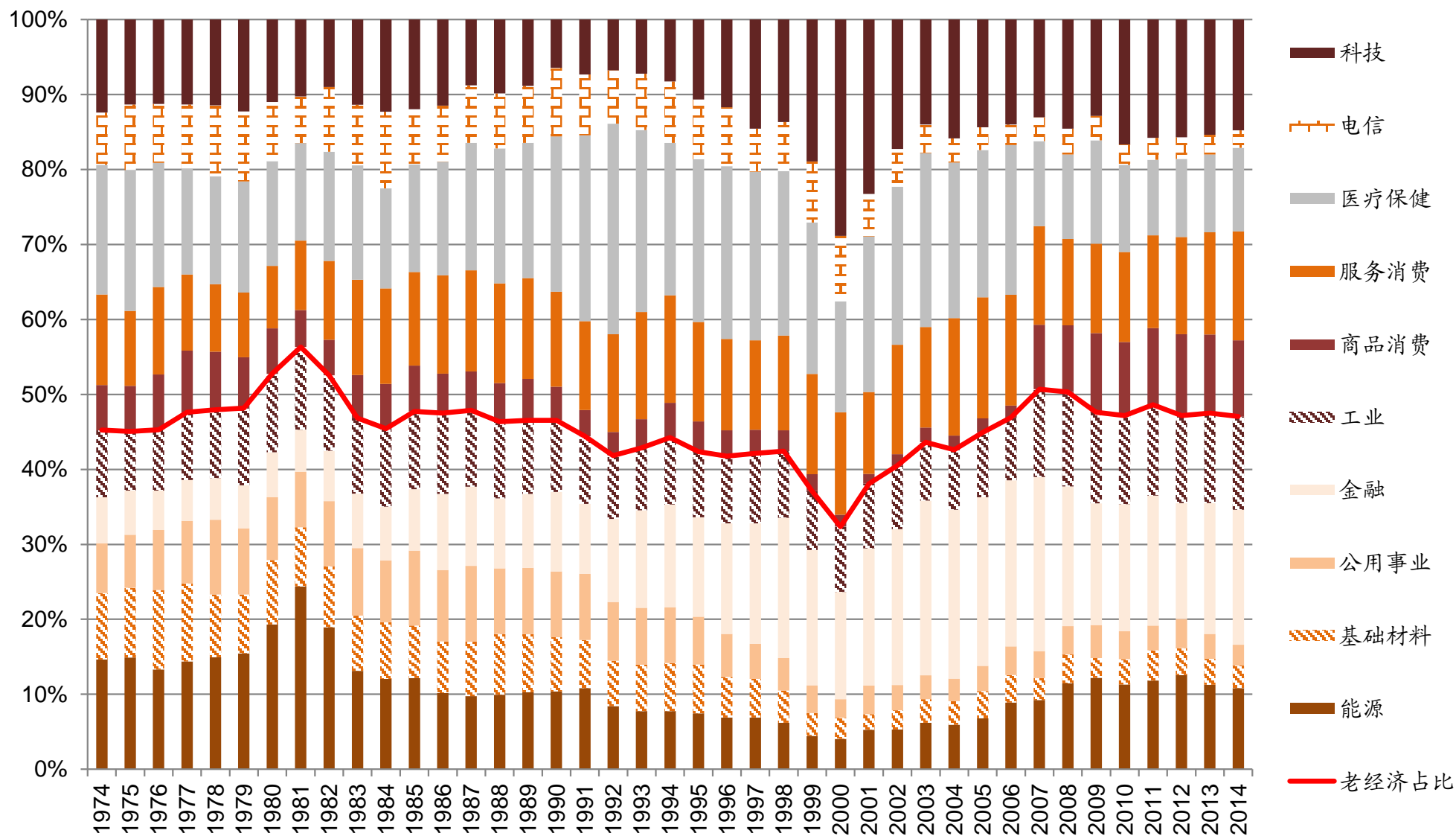


中国经济双城记

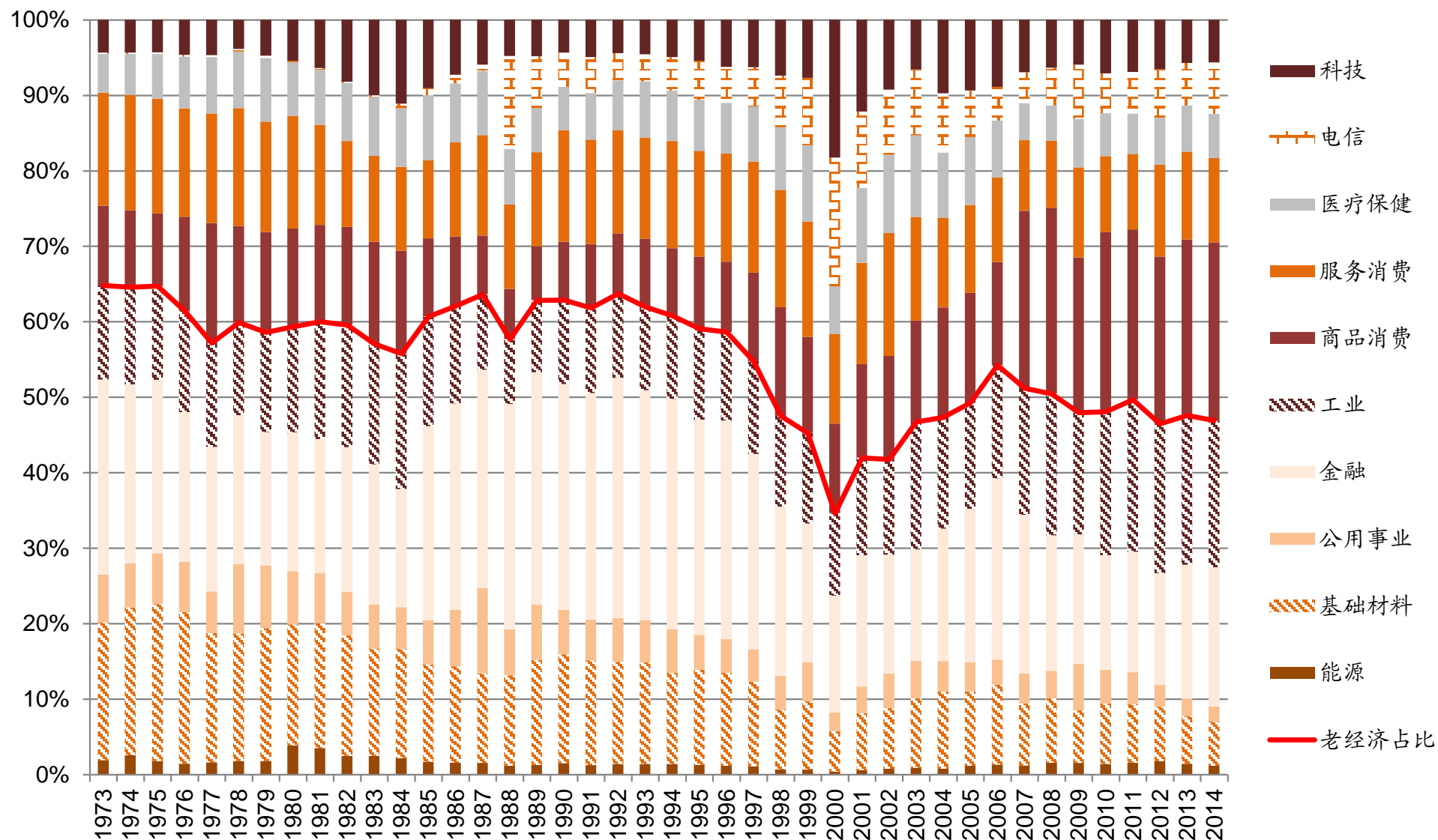
各国市场结构对比：中国老经济占比仍然偏高



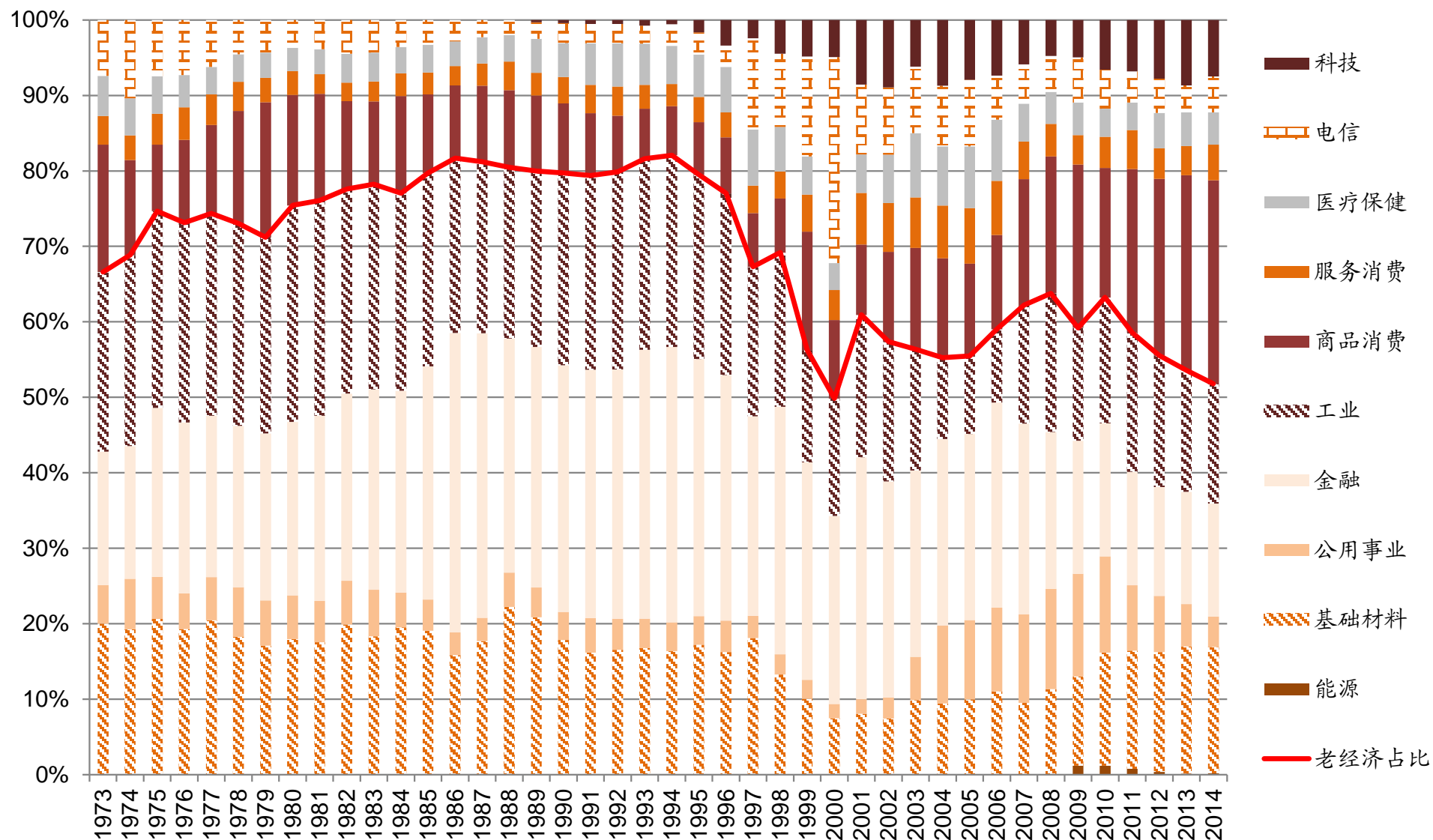
各个国家行业市值占比变化：美国



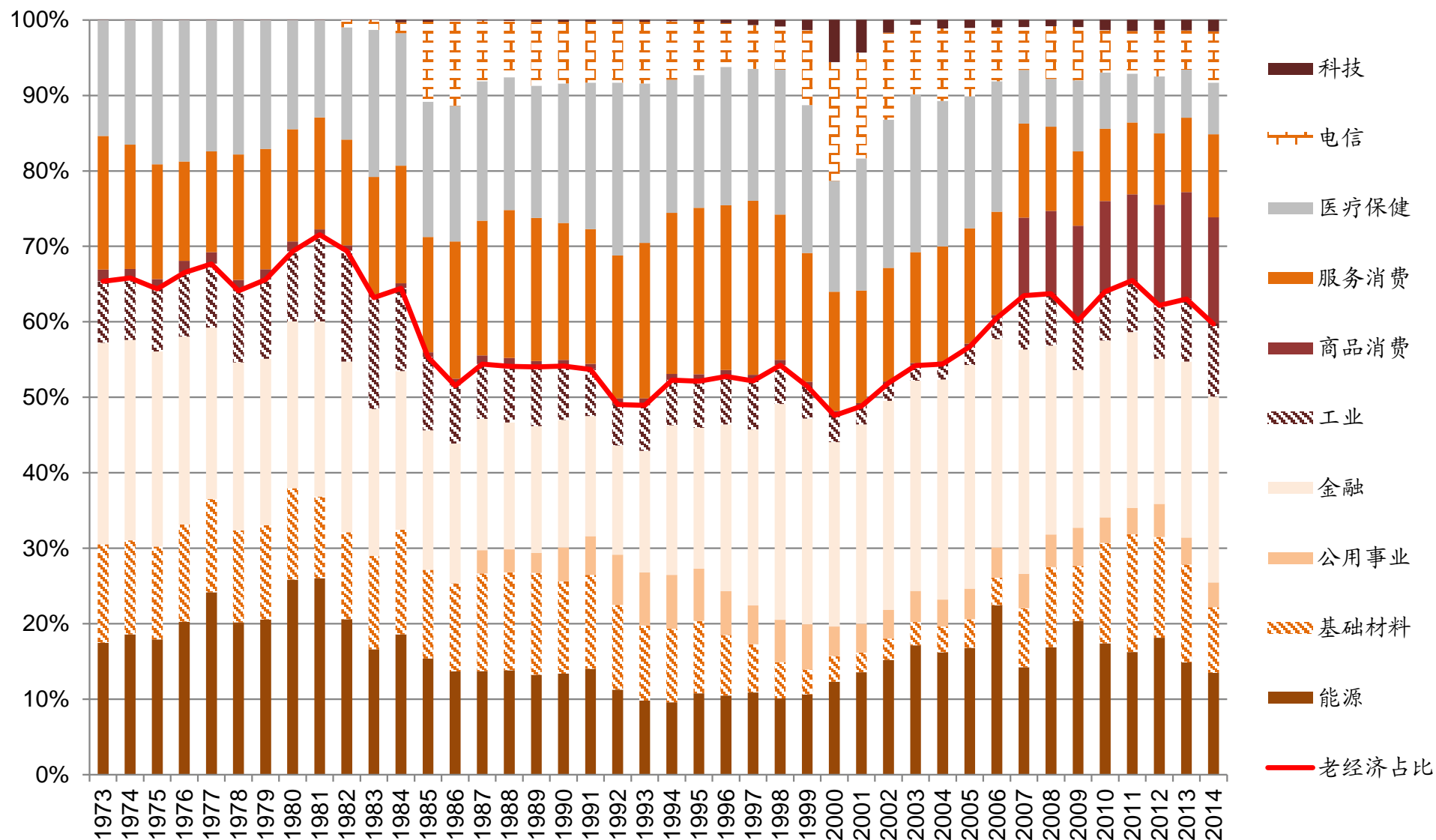
各个国家行业市值占比变化：日本



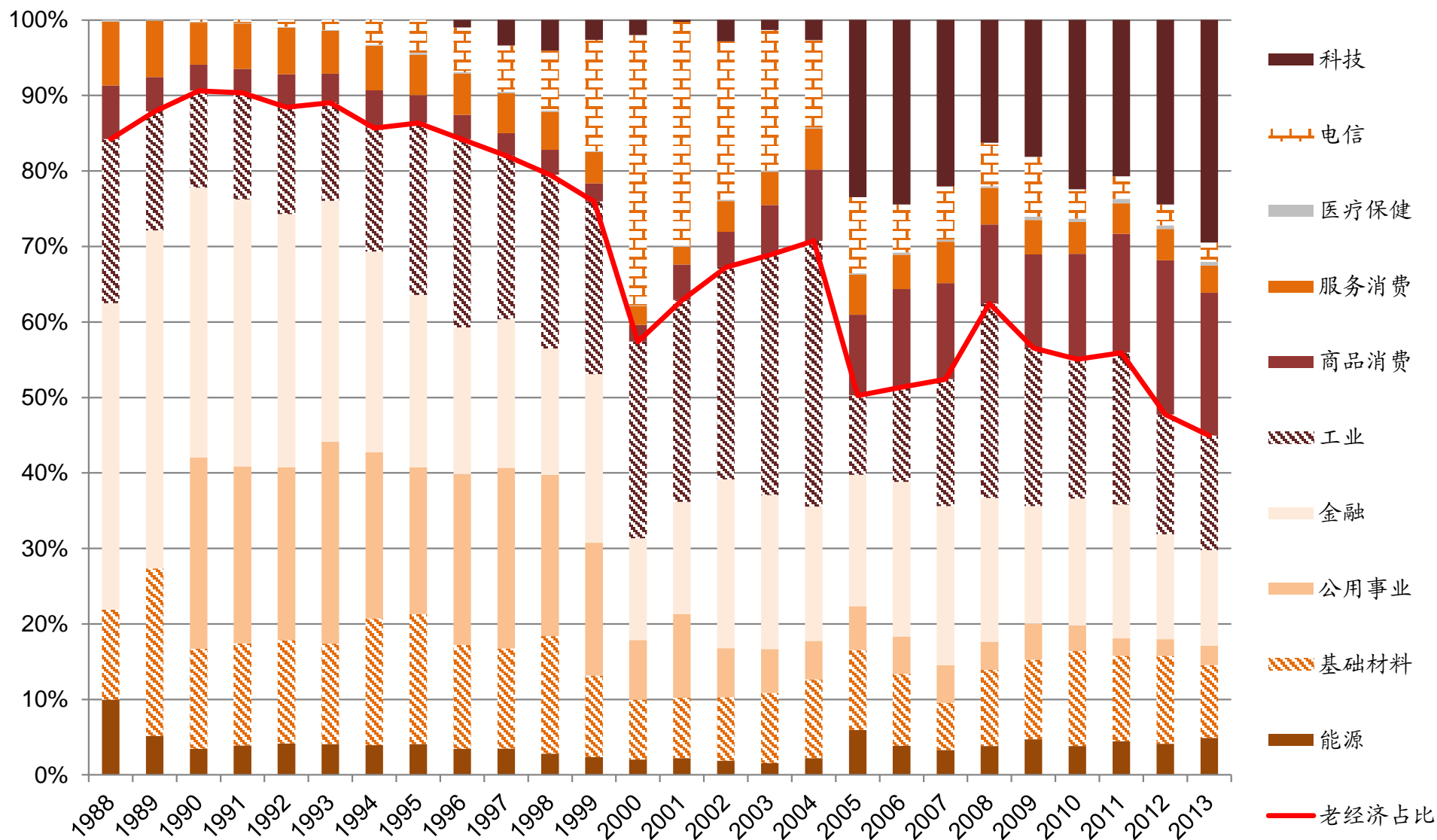
各个国家行业市值占比变化：德国



各个国家行业市值占比变化：英国



各个国家行业市值占比变化：韩国



各个国家行业市值占比变化：各国与中国

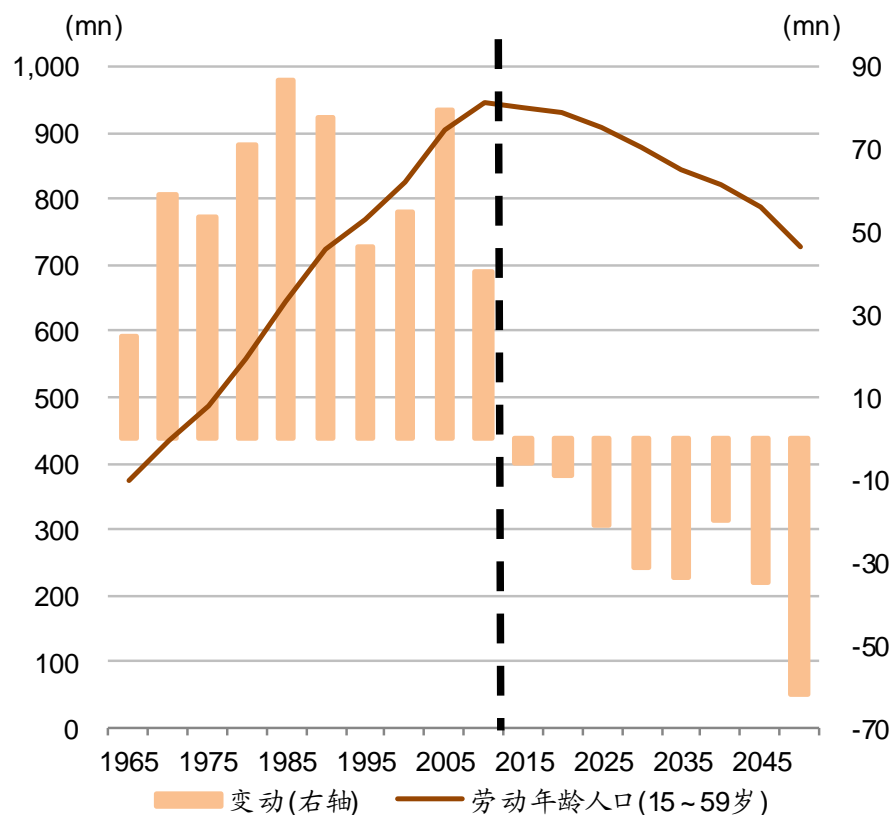
行业市值占比	中国	VS. 美国	VS. 日本	VS. 英国	VS. 德国	VS. 韩国	美国	德国	日本	英国	韩国
金融	33.2	↑	↑	↑	↑	↑	16.4	17.0	7.7	24.6	13.4
能源	12.6	↑	↑	↑	↓	↑	10.2	0.0	0.5	13.5	2.4
原材料	7.4	↑	↓	↑	↓	↓	3.5	14.3	7.2	8.7	10.8
公用事业	3.1	↑	↓	↑	↓	↑	3.0	4.3	0.3	3.3	2.9
工业	13.2	↑	↓	↓	↑	↓	10.9	13.9	22.8	9.7	15.1
电信业务	4.2	↑	↑	↓	↓	↑	2.2	4.0	10.0	6.8	2.7
可选消费	9.1	↓	↓	↓	↓	↓	12.5	21.8	22.8	11.0	18.8
日常消费	4.1	↓	↓	↓	↓	↓	9.7	4.2	7.0	14.1	6.2
医疗保健	4.3	↓	↓	↓	↓	↑	13.3	13.5	8.1	6.8	1.5
信息技术	8.7	↓	↑	↓	↑	↓	18.5	7.1	13.6	1.5	25.9

中国新经济和其他国家相比还有很大的相对发展空间

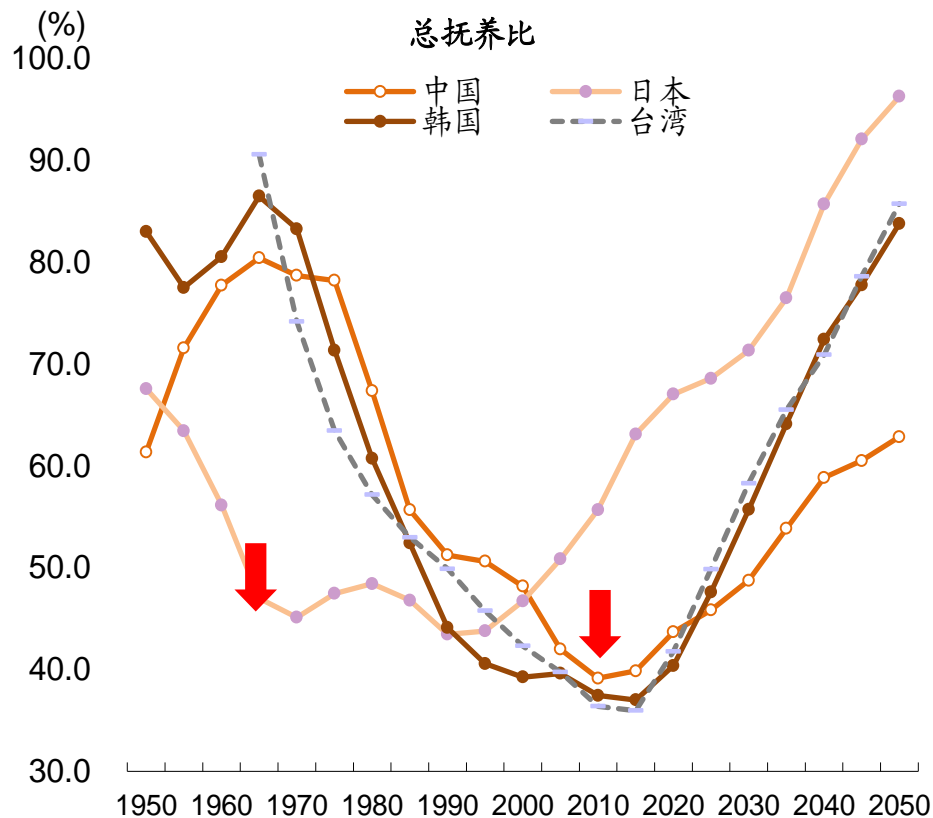
中国经济双城记：推动经济结构调整的内在原因

人口结构以及劳动力供给变化是推动中国经济转型的重要原因

劳动力总量开始收缩



人口抚养比迎来拐点



中国经济双城记：推动经济结构调整的内在原因

人口结构以及劳动力供给变化是推动中国经济转型的重要原因

一方面

- 进入城市的劳动力越来越少
- 城市化进程放缓
- 城市换相关投资，比如住房、基础设施建设投资相应放缓
- 固定资产投资相关板块产能过剩
- 制造业面临更高的用工成本，寻求产业升级

另一方面

- 城市用工荒
- 打工者谈判能力提升
- 劳动者收入占GDP比例提升
- 支持消费增长
- 与投资增速相比，消费增长强劲

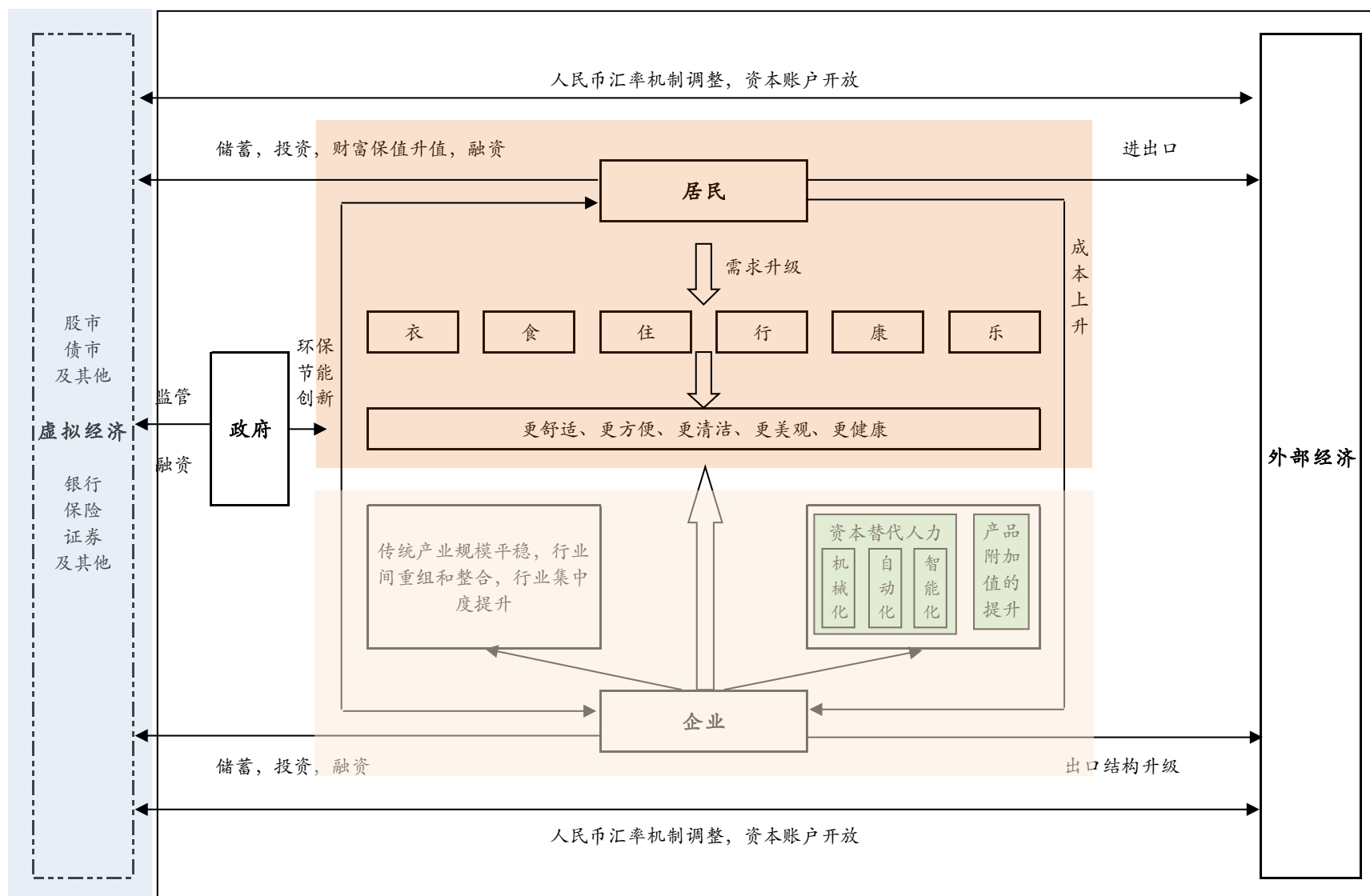


经济转型



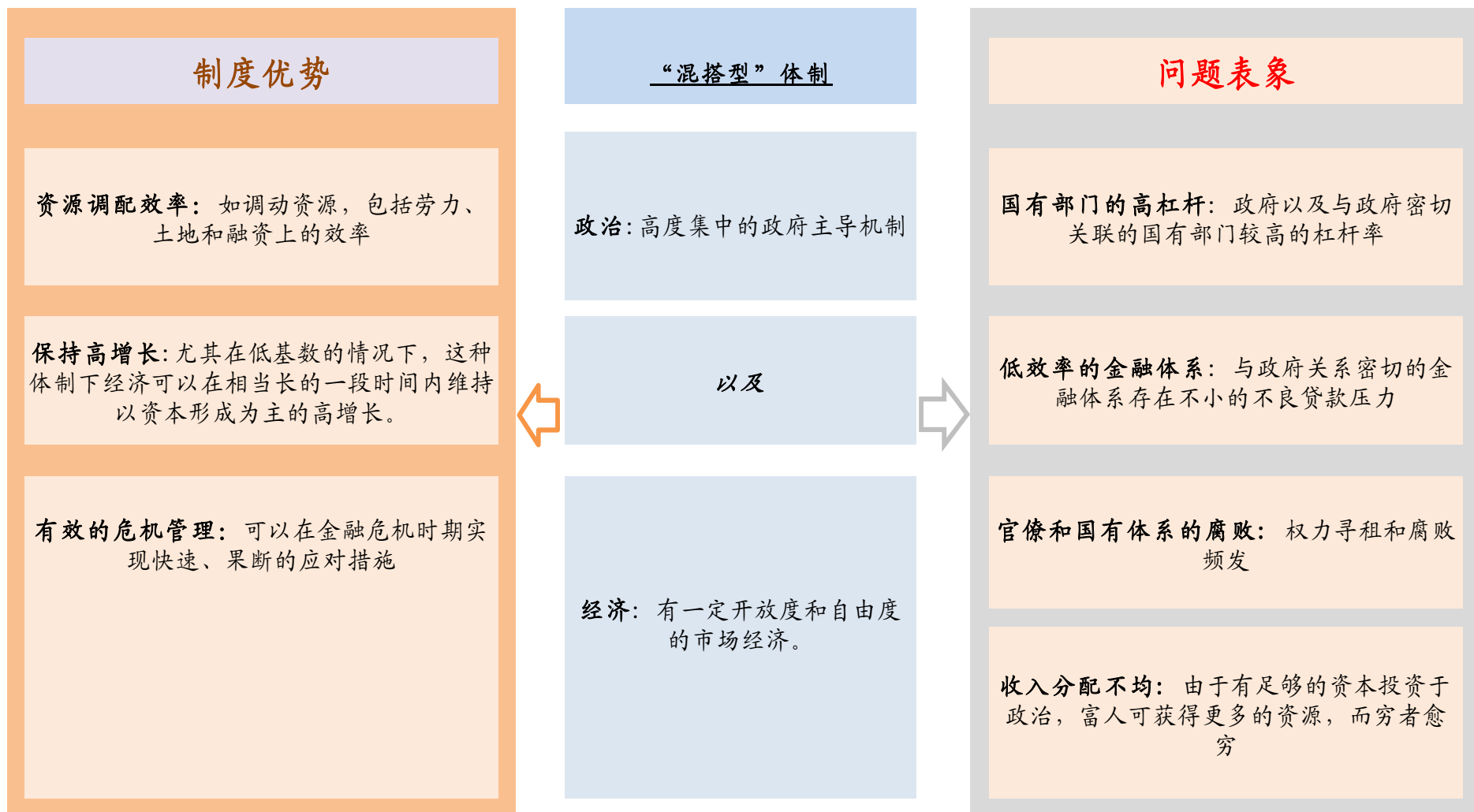
中国经济双城记

框架：劳动力成本上升推动中国经济结构转型、新老更替



中国经济双城记：中国改革的起点：问题表现在哪儿？

引发诸多经济问题的根源在于中国的“混搭型”体制，政治体制上相对集中，经济上又有一定程度的开放和自由度。中国发展三十多年，把这种“混搭体制”的“制度优势”发挥到极致，同时“问题表象”也越来越严重。

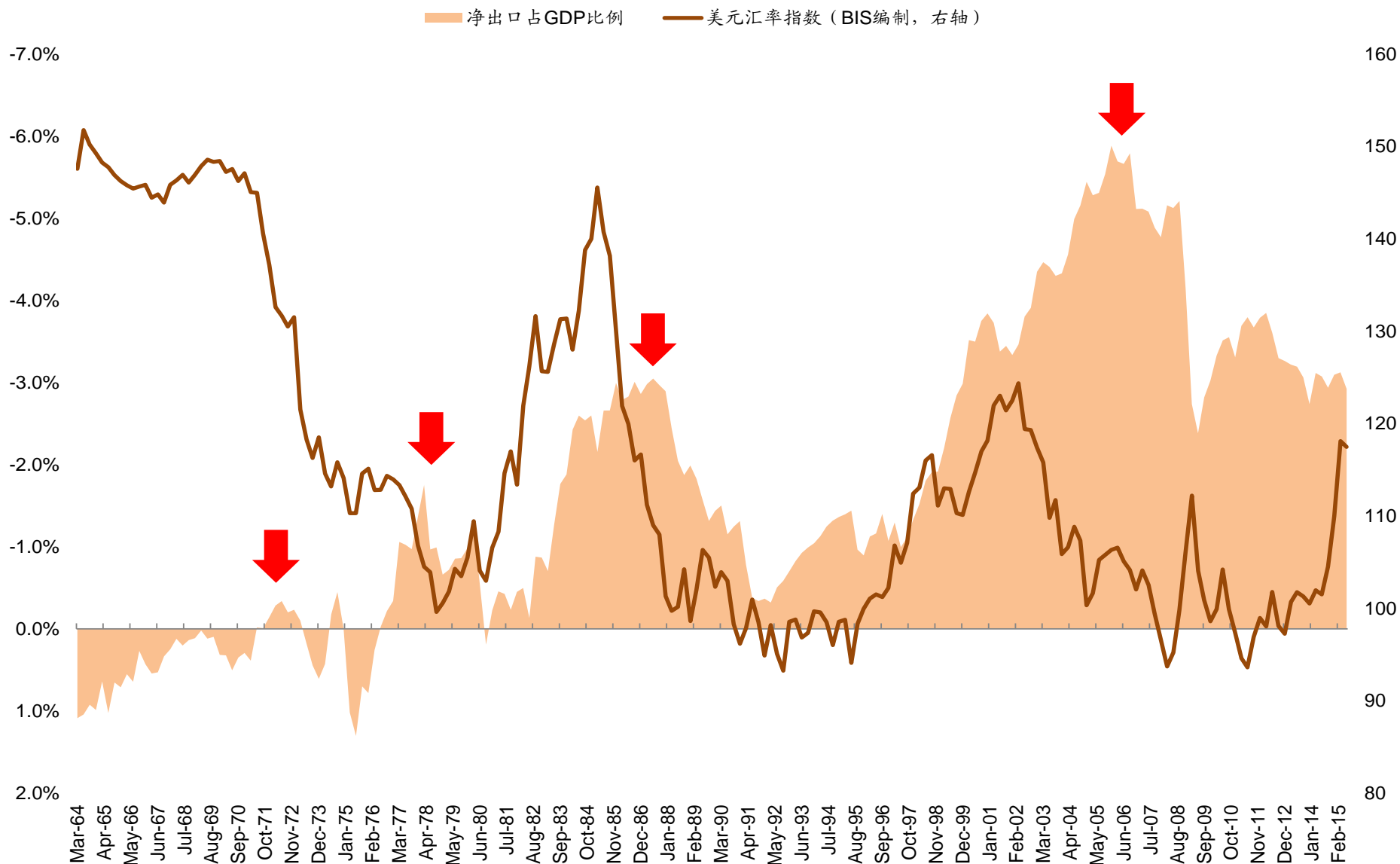


第二部分 放眼看世界

动荡的年代

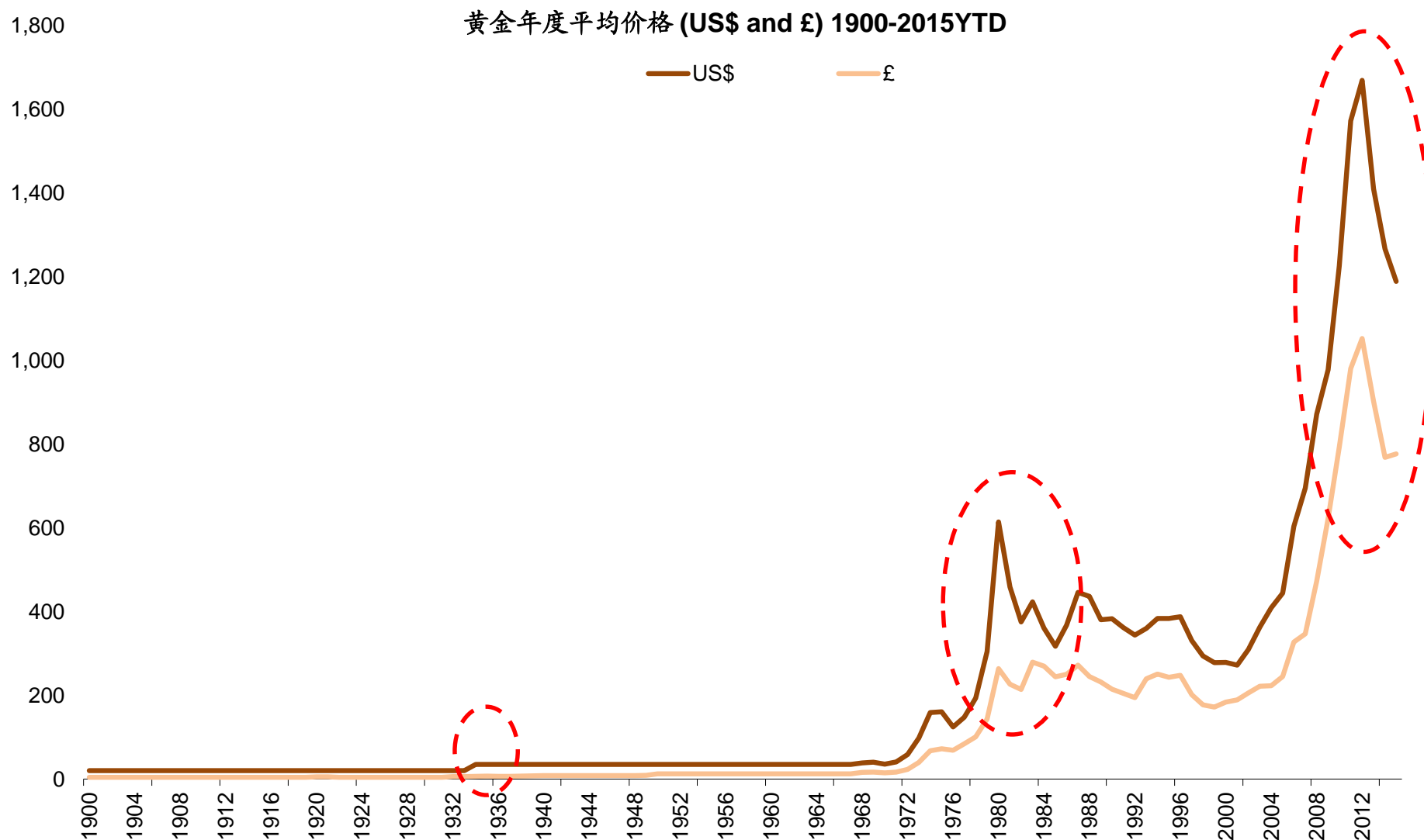
以美元为中心的货币体系，主导全球经济周期的波动

以一种货币为中心的全球货币体系并不稳定（Triffin Dilemma）。布雷顿森林体系下全球周期与美元周期高度相关，全球增长、通胀周期、资产价格、汇率等，与美元周期高度相关。



货币体系动荡期的黄金

货币体系的变革，不同货币出现竞争性贬值，导致的是所有货币对实物资产的贬值

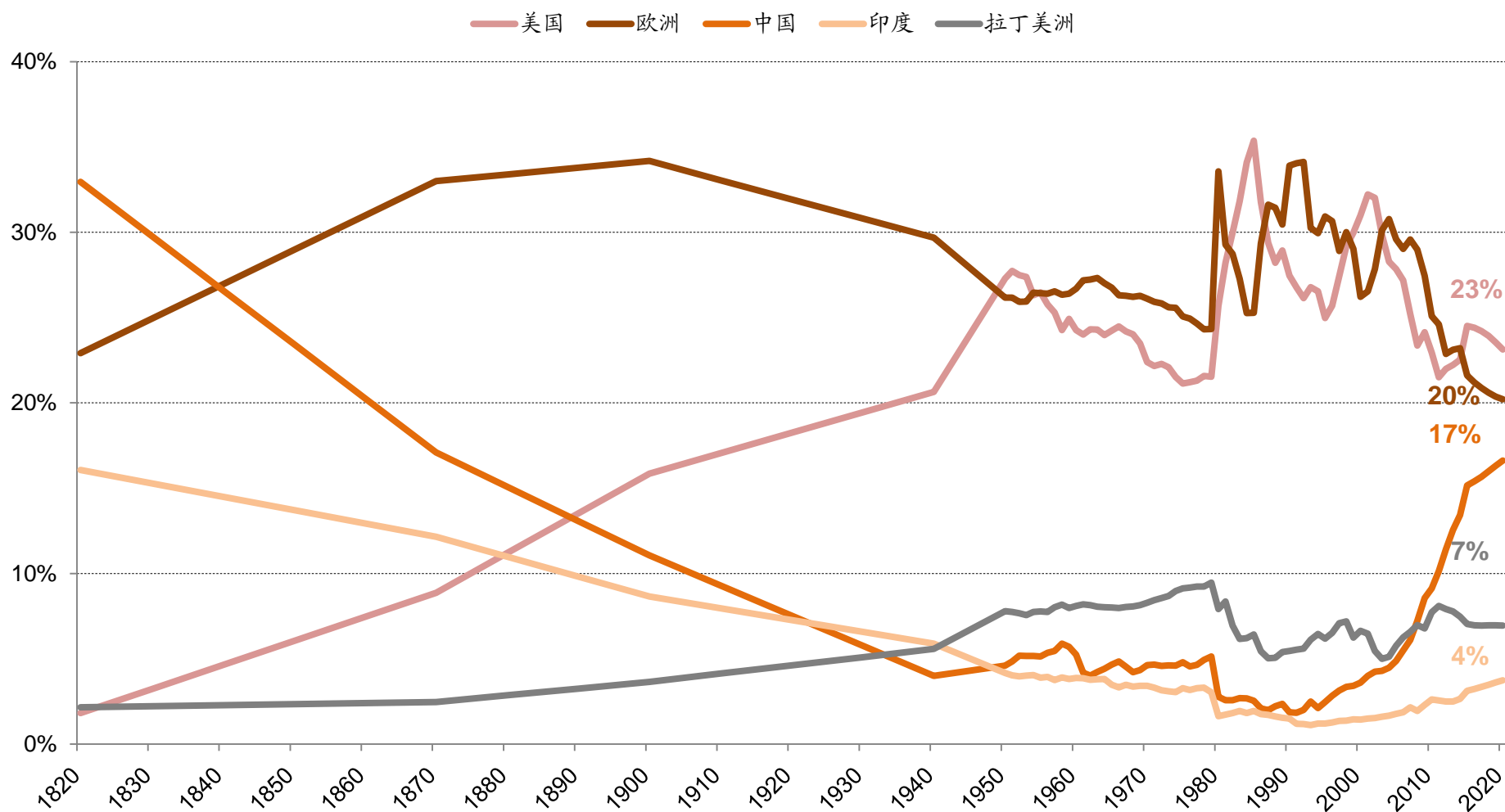


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

以美元为中心的货币体系，主导全球经济周期的波动

中国经济的崛起是过去二十年全球最重要的事件之一

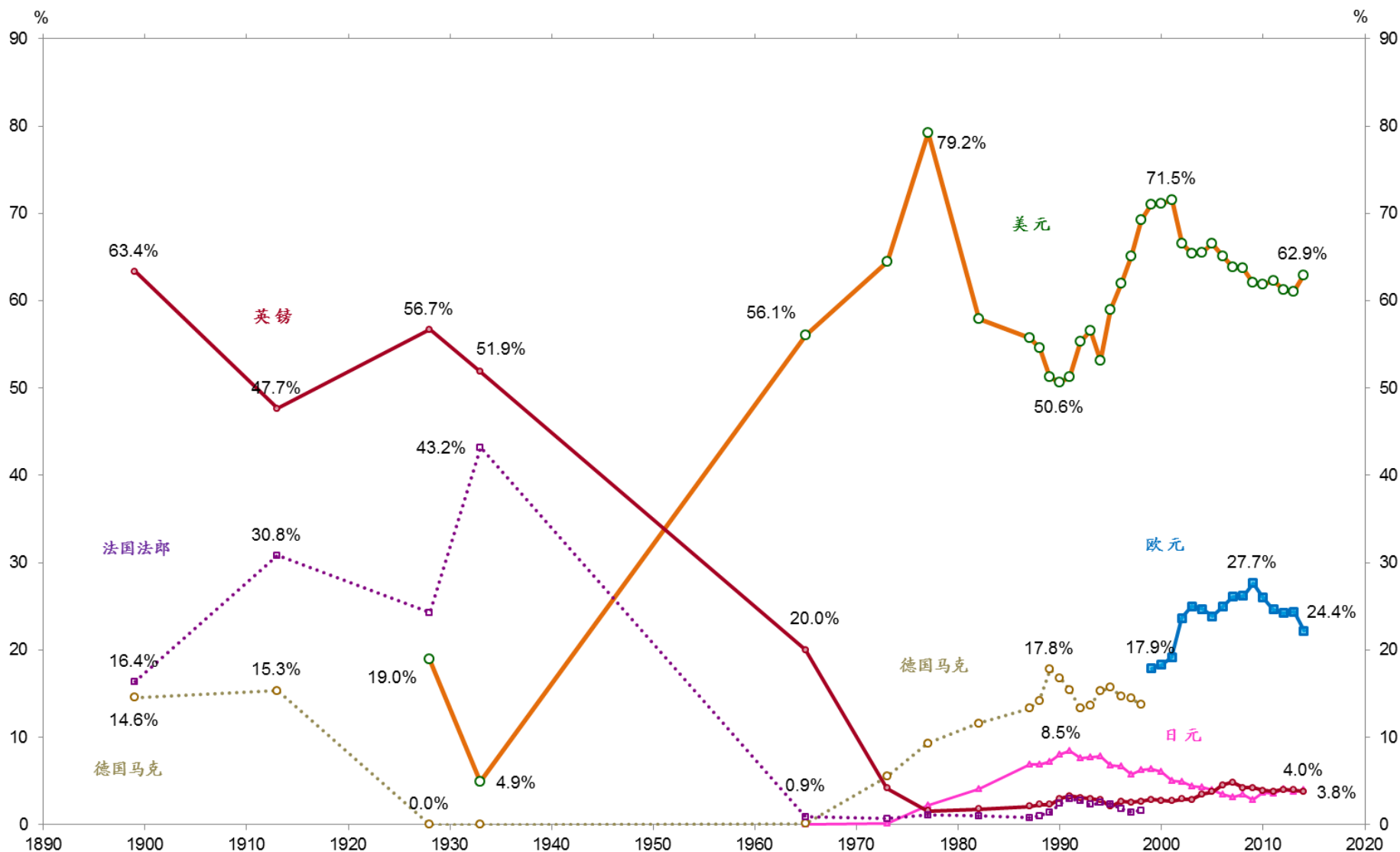
全球GDP占比，1820-2020E



资料来源：Source: Angus Maddison, University of Groningen, data post 1980 based on IMF data (GDP, Current Price, USD). 2020 is IMF's estimate. 中金公司研究部

以美元为中心的货币体系，主导全球经济周期的波动

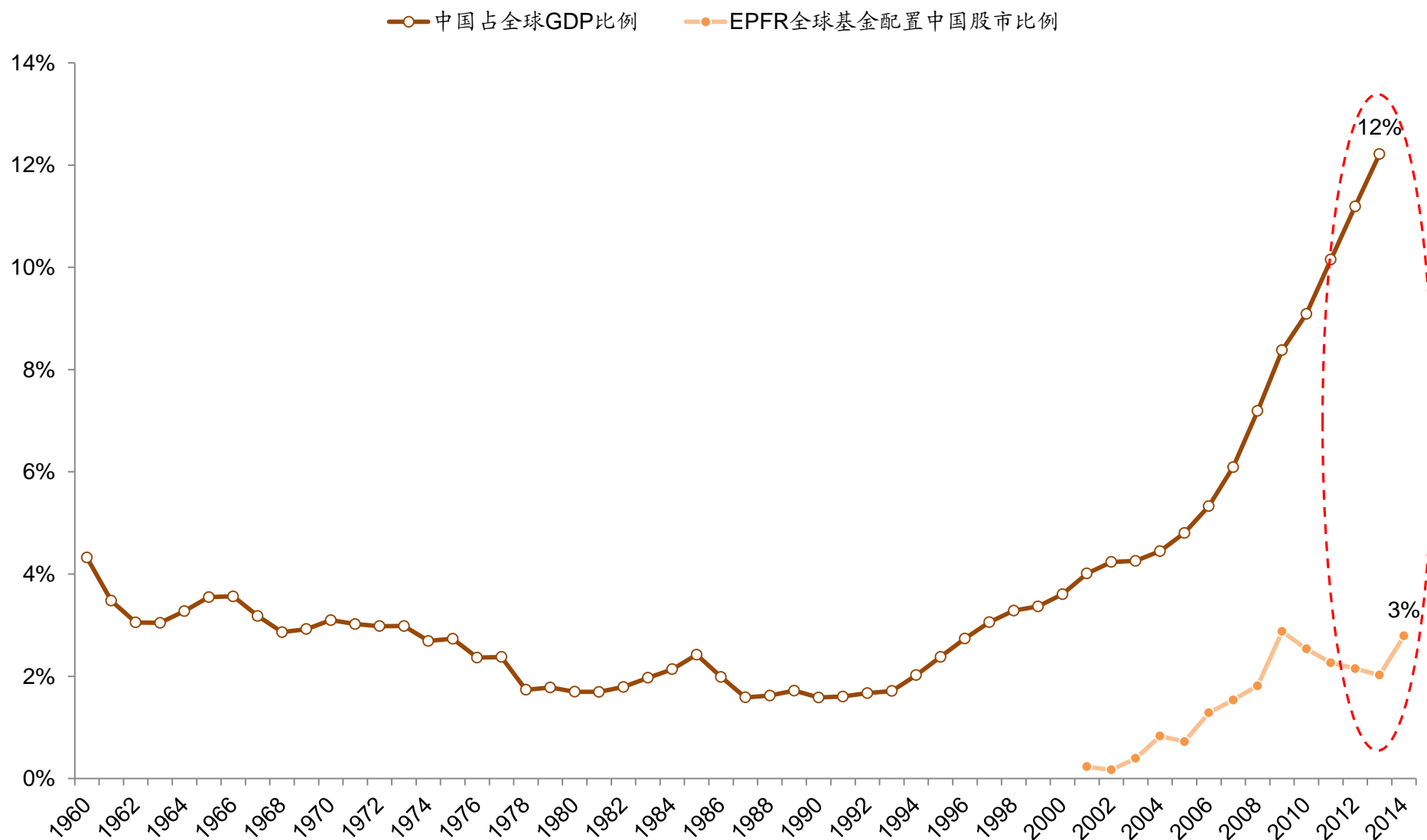
当前美元依然在储备货币中占主导地位



资料来源：参考Eichengreen等不同研究文章，中金公司研究部

中国，崛起中的全球金融力量

中国股票市场规模在全球来看基本与其经济规模相匹配，但资金配置较低



资料来源：世界银行，EPFR，中金公司研究部

核心结论：即将失落的十年？

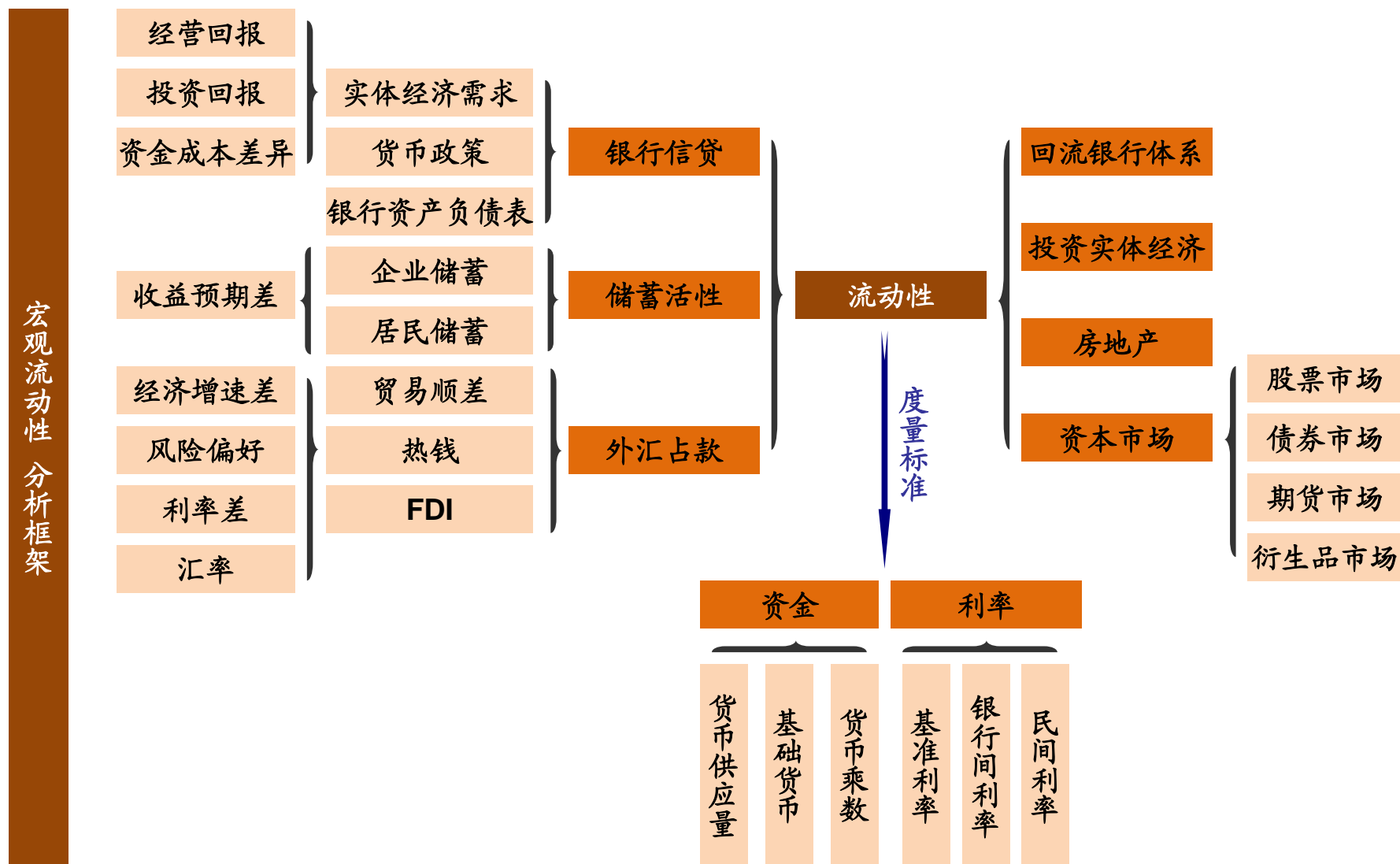
- **二战后确立的世界金融秩序已经不完全适应变化了的世界经济格局，即将迎来变革：** 经济基础决定上层建筑，当前世界经济的格局是战后从来未有过的；
- **相互竞争性贬值掠夺增长，将彻底摧垮现有的类“布雷顿森林体系”：** 当前全球一元货币为中心的货币体系并不稳定，正在面临变革。全球性的增长缺乏，各国通过货币贬值来掠夺增长，最终导致相互竞争性的贬值，可能会进一步摧垮现有的“类布雷顿森林体系”。情况只有糟糕到一定程度才会倒逼主要相关方坐下来探讨建立新的全球金融和货币框架。未来随着不同货币区的经济对比相对均衡，多元化的货币体系才可能是真正稳定的体系；
- **全球：货币体系的动荡带来增长动荡和预期紊乱：** 纸币体系下的货币体系转换前所未有。资产价格、物价、汇率动荡不安，股市投资面临不确定性加大，风险溢价上升；
- **美国：现有体系的维护者和受益者：** 美国是现有体系的建立者和维护者，但将逐步面临前所未有的挑战。美国在货币、贸易及金融中目前享受的现有体系带来的便利有可能缩窄。是否能够彻底改变，要视挑战者是否足够强劲且可持续；
- **中国虽是改变的发动者，自身也将面临考验：** 研究中国虽然是现有体系的挑战者，但也将面临较大的考验。相对僵化的基本制度与开放自由的现代经济金融所需要的灵活度、及时性有一定的矛盾。持续对的改革才能帮助中国成为成功的挑战者，通过考验。

几个特殊问题

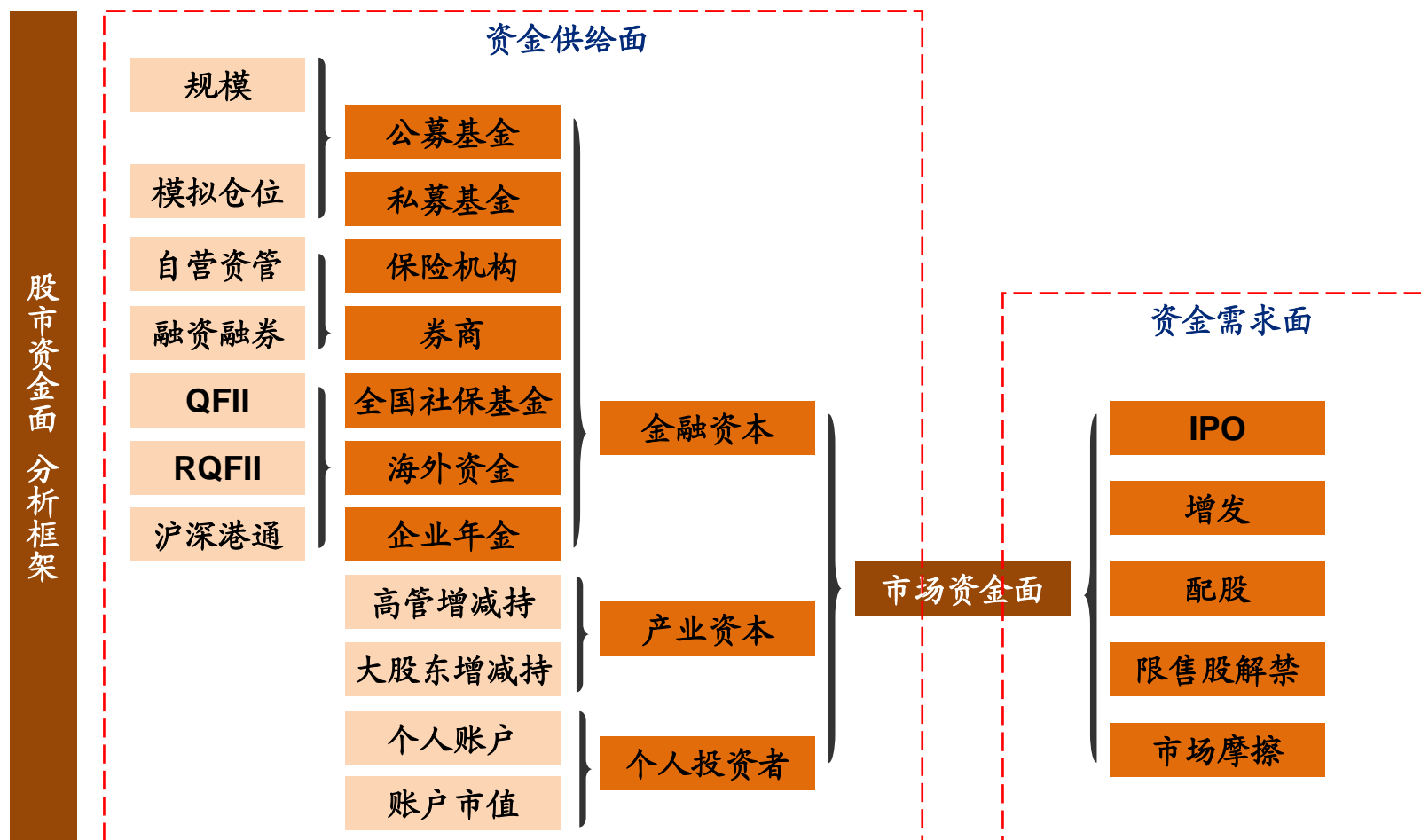
几个特殊的问题

- **流动性：** 相对封闭的体系，正在逐步开放
- **盈利增长：** 股市真的跟GDP没关系吗？
- **估值：** 为什么小盘股估值如此之高？
- **行业配置：** 自上而下的五因素打分模型框架

宏观流动性分析框架：相对封闭的体系



股市资金面：并非一成不变

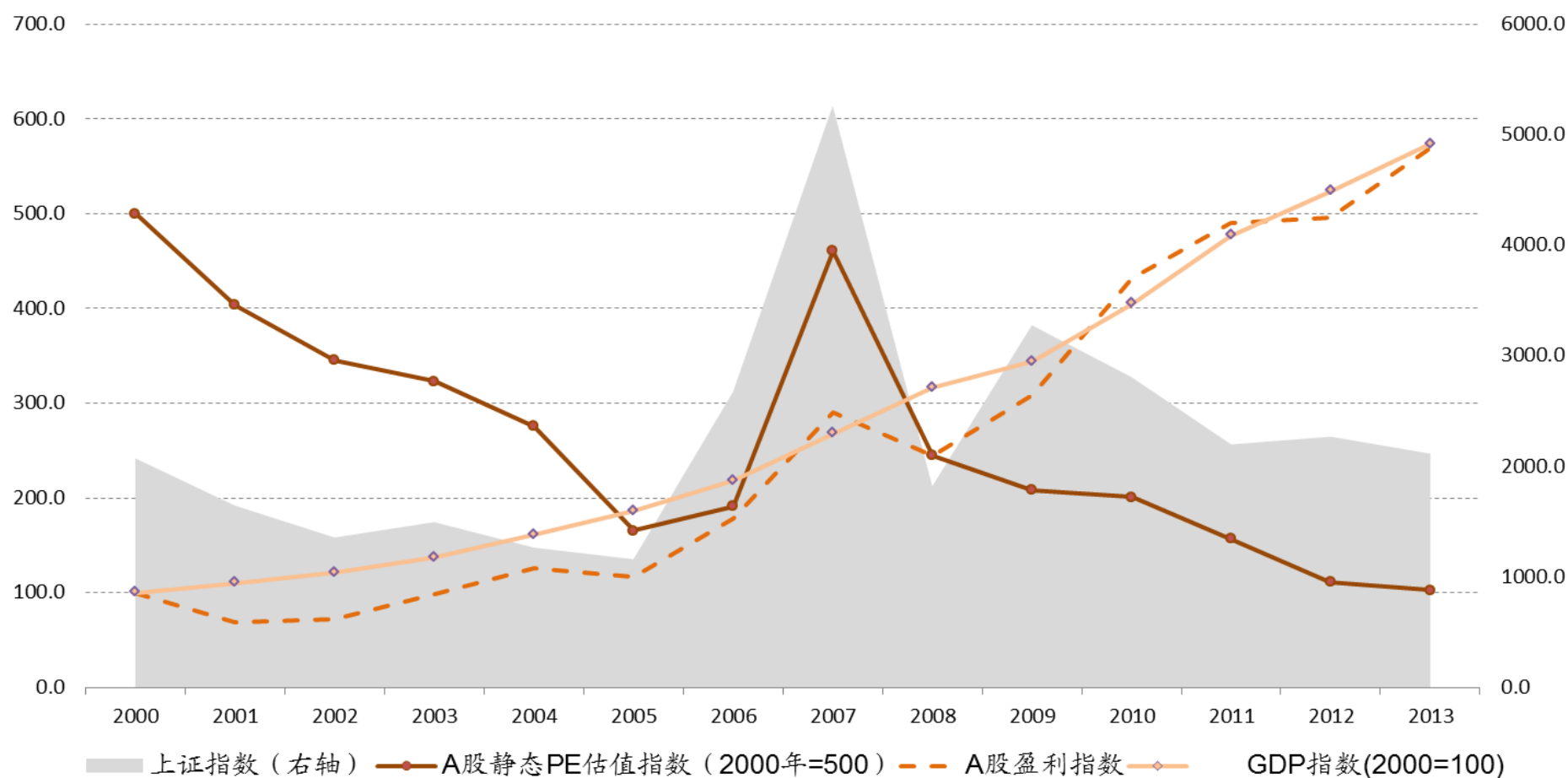


盈利增长：A股市场与GDP之关联 为何过去十多年，经济扩大5倍多，A股市场涨幅几乎为零？

整体市盈率估值从50X下降至10X，降幅接近80%；

盈利随经济增长约5倍。

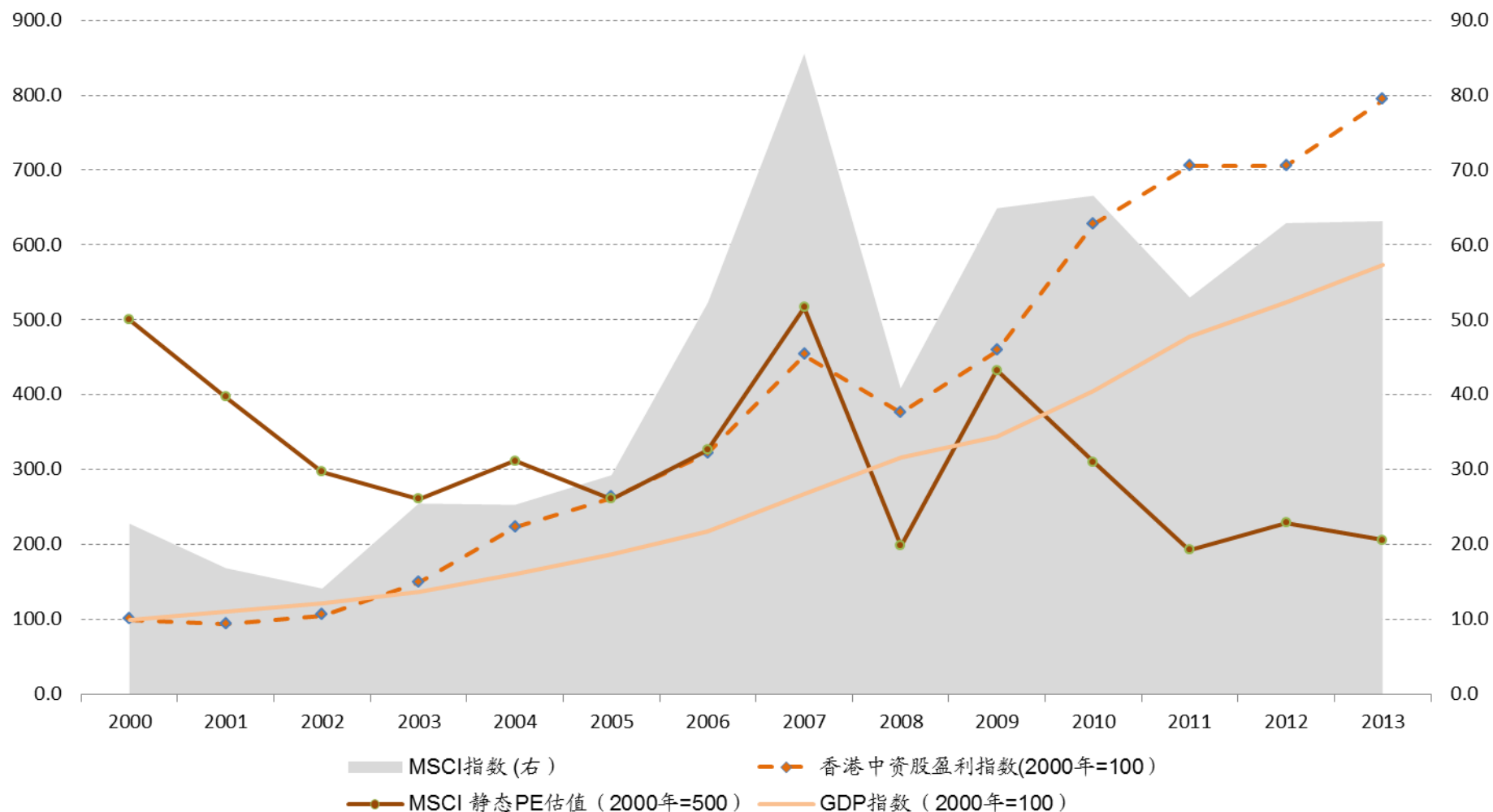
A股盈利随经济复合增长约6倍，估值下降了80%，指数点位几乎未变



盈利增长：A股市场与GDP之关联 对比港股：MSCI中国指数同期涨了近5倍。估值几乎未变，主要受盈利推动

香港中资股同期整体市盈率估值变化不大；

盈利随经济增长约5倍多。



资料来源：Wind，中金公司研究部

估值：为什么小盘股估值如此之高？

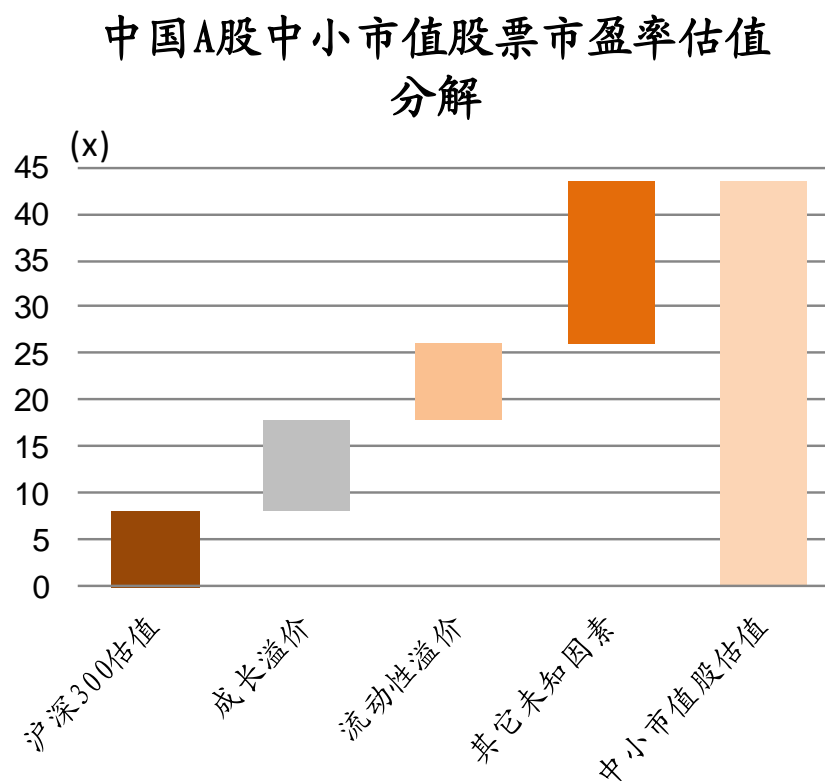
大小盘估值的测算

估值 测算	第一阶段增速													
	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	
风险溢价水平	3.0%	13.6	14.7	15.8	17.0	18.3	21.2	24.6	28.4	32.8	37.7	43.4	49.9	57.2
	3.5%	11.9	12.9	13.8	14.9	16.0	18.5	21.4	24.7	28.4	32.7	37.6	43.1	49.4
	4.0%	10.6	11.4	12.3	13.2	14.2	16.4	18.9	21.7	25.0	28.7	33.0	37.8	43.2
	4.5%	9.6	10.3	11.0	11.8	12.7	14.6	16.8	19.3	22.2	25.5	29.2	33.4	38.2
	5.0%	8.7	9.3	10.0	10.7	11.5	13.2	15.1	17.4	19.9	22.8	26.1	29.9	34.1
	5.5%	7.9	8.5	9.1	9.7	10.4	12.0	13.7	15.7	18.0	20.6	23.6	26.9	30.7
	6.0%	7.3	7.8	8.4	8.9	9.6	10.9	12.5	14.3	16.4	18.7	21.4	24.4	27.8
	6.5%	6.8	7.2	7.7	8.2	8.8	10.1	11.5	13.1	15.0	17.1	19.5	22.3	25.3
	7.0%	6.3	6.7	7.2	7.6	8.2	9.3	10.6	12.1	13.8	15.7	17.9	20.4	23.2
	7.5%	5.9	6.3	6.7	7.1	7.6	8.7	9.9	11.2	12.8	14.5	16.5	18.8	21.3
	8.0%	5.5	5.9	6.3	6.7	7.1	8.1	9.2	10.4	11.9	13.5	15.3	17.4	19.7
	8.5%	5.2	5.5	5.9	6.3	6.7	7.6	8.6	9.7	11.0	12.5	14.2	16.1	18.3
	9.0%	4.9	5.2	5.5	5.9	6.3	7.1	8.0	9.1	10.3	11.7	13.3	15.0	17.0
	9.5%	4.7	4.9	5.2	5.6	5.9	6.7	7.6	8.6	9.7	11.0	12.4	14.0	15.9
	10.0%	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	6.3	7.1	8.1	9.1	10.3	11.6	13.1	14.8
	10.5%	4.2	4.5	4.7	5.0	5.3	6.0	6.7	7.6	8.6	9.7	10.9	12.3	13.9

沪深300指数的市盈率估值区间

中小市
值指数
的估值
区间

中小盘对大盘估值溢价的分解

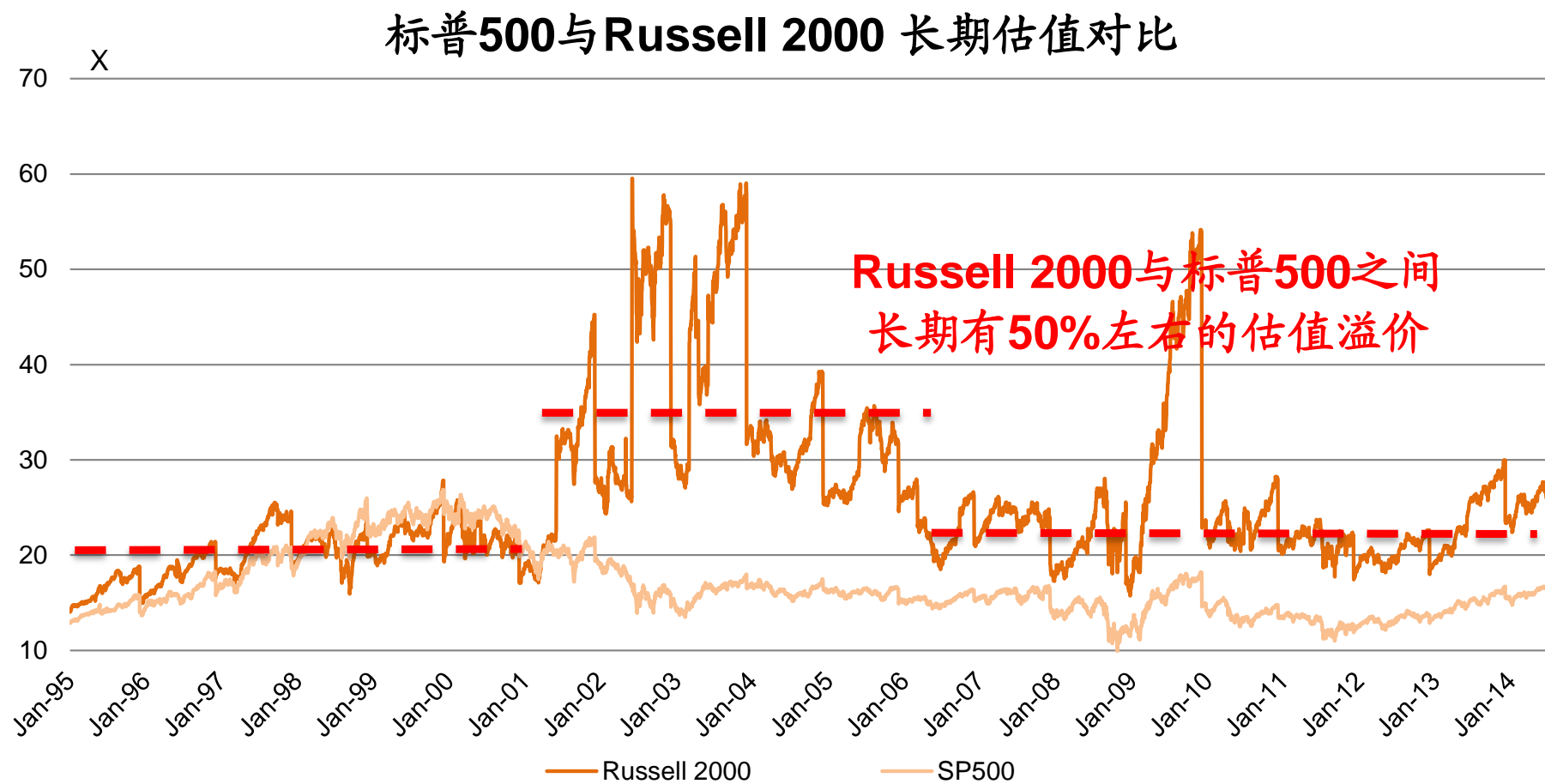


美国：大盘股指数与小盘股指数的长期走势

标普500与Russell 2000 长期表现对比

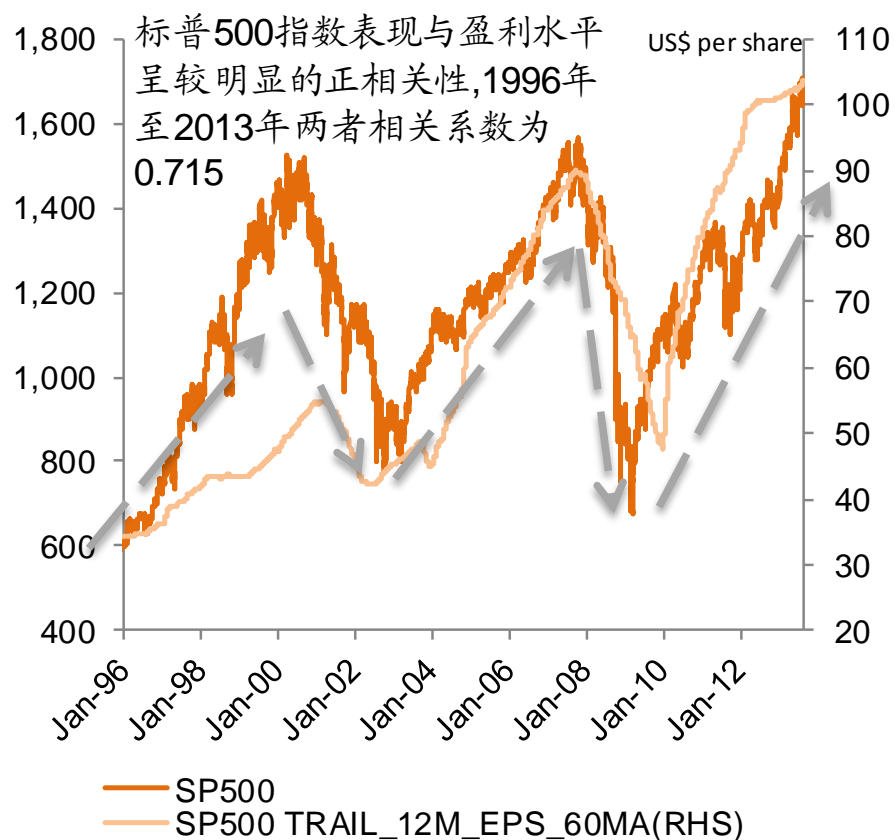


美国：大盘股指数与小盘股指数的长期估值



美国中小盘在长期跑赢大盘股，但两者表现差异主要源自盈利增长差异，而非估值

标普500与其盈利水平正相关

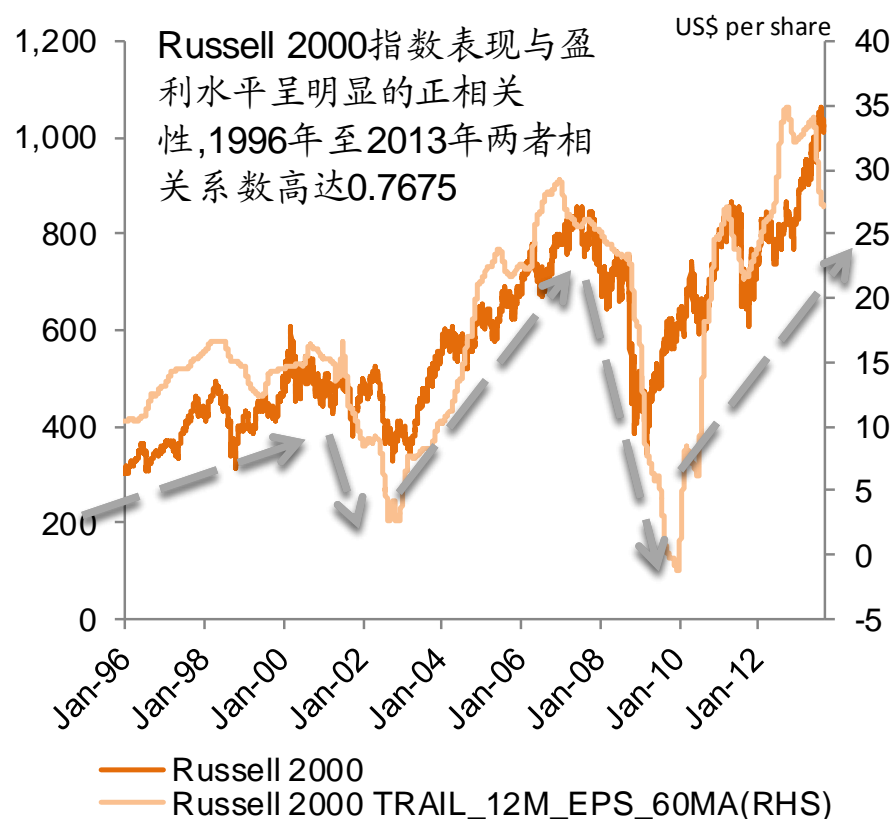


标普500与其估值水平相关性小

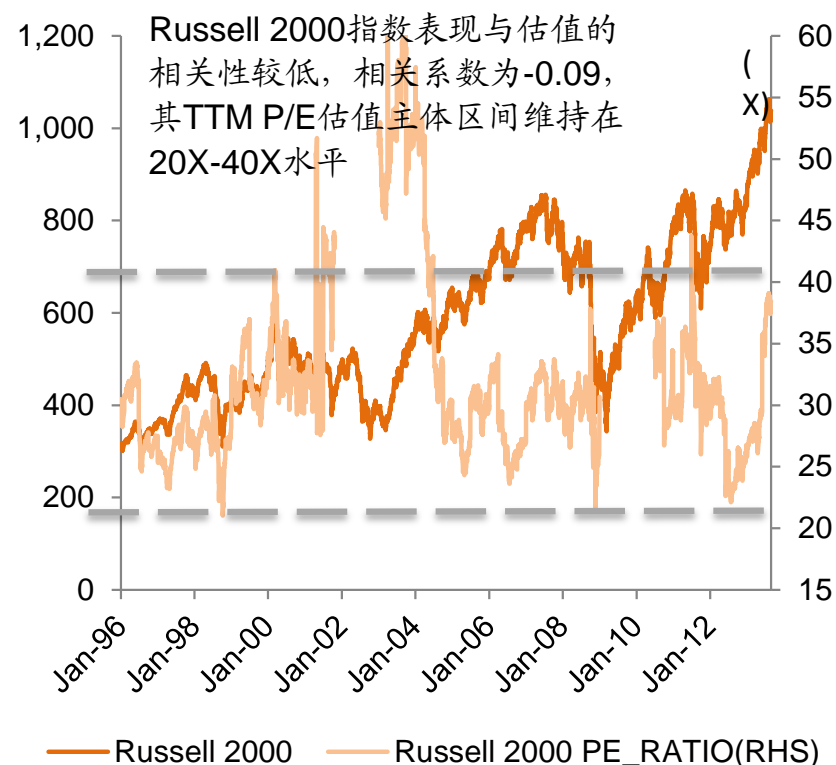


美国中小盘在长期跑赢大盘股，但两者表现差异主要源自盈利增长差异，而非估值

Russell2000与其盈利水平正相关



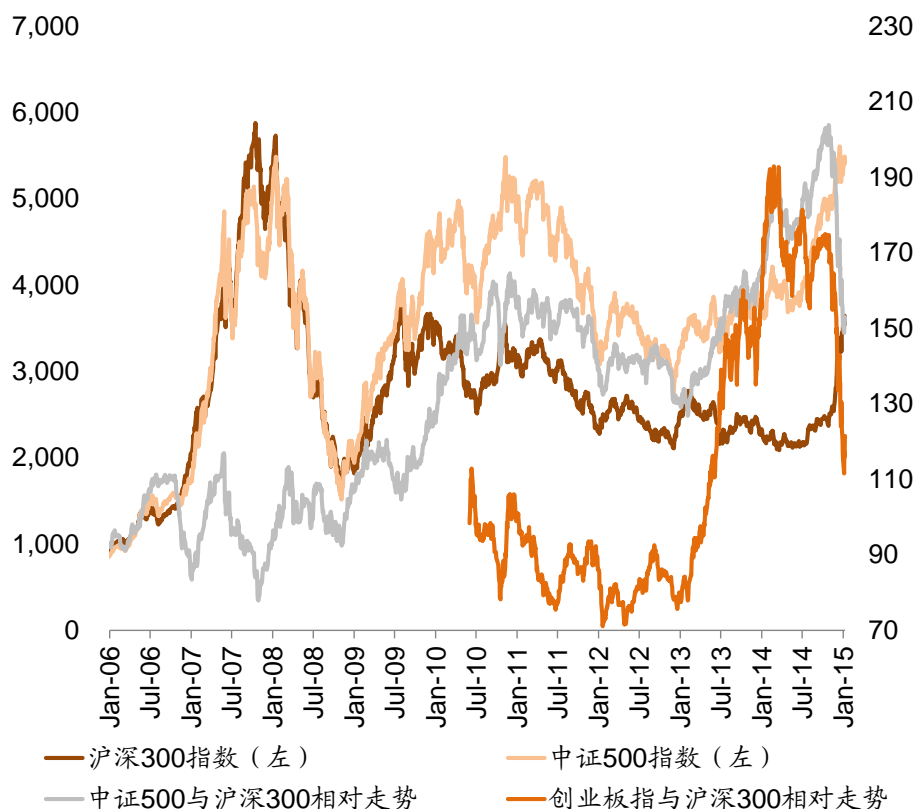
Russell2000与其估值水平相关性低



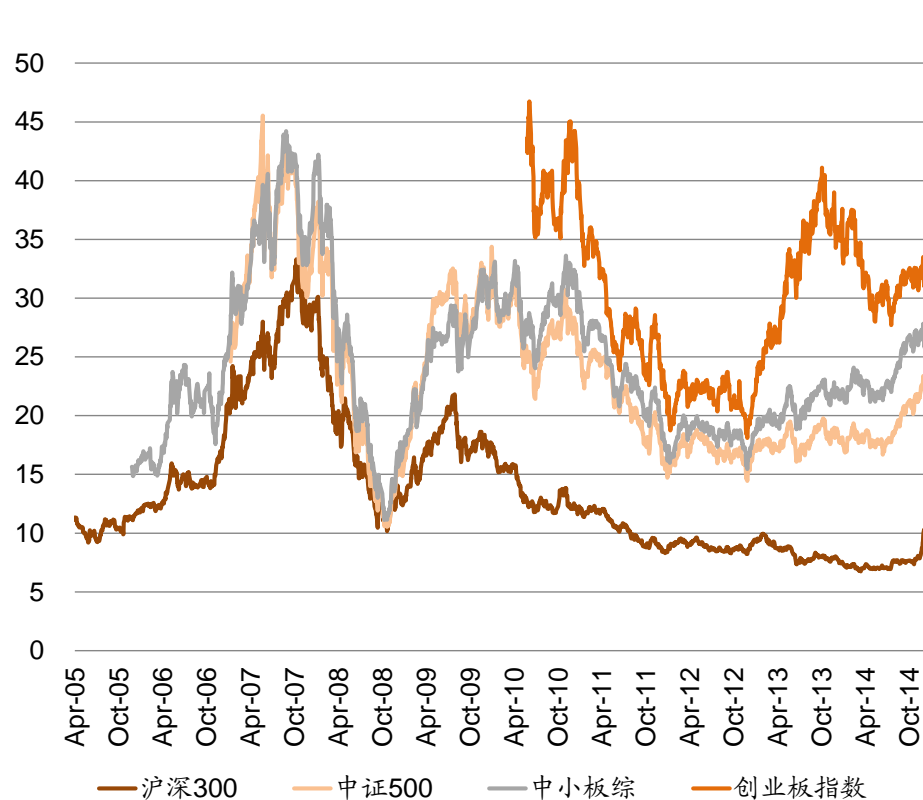
中国成长股现状：为什么成长股估值如此之高？

A股中小盘股票估值独特之处：1) 估值溢价绝对值异常之高；2) 估值溢价贯穿市场周期的每一个阶段

中证500/创业板与沪深300的相对走势

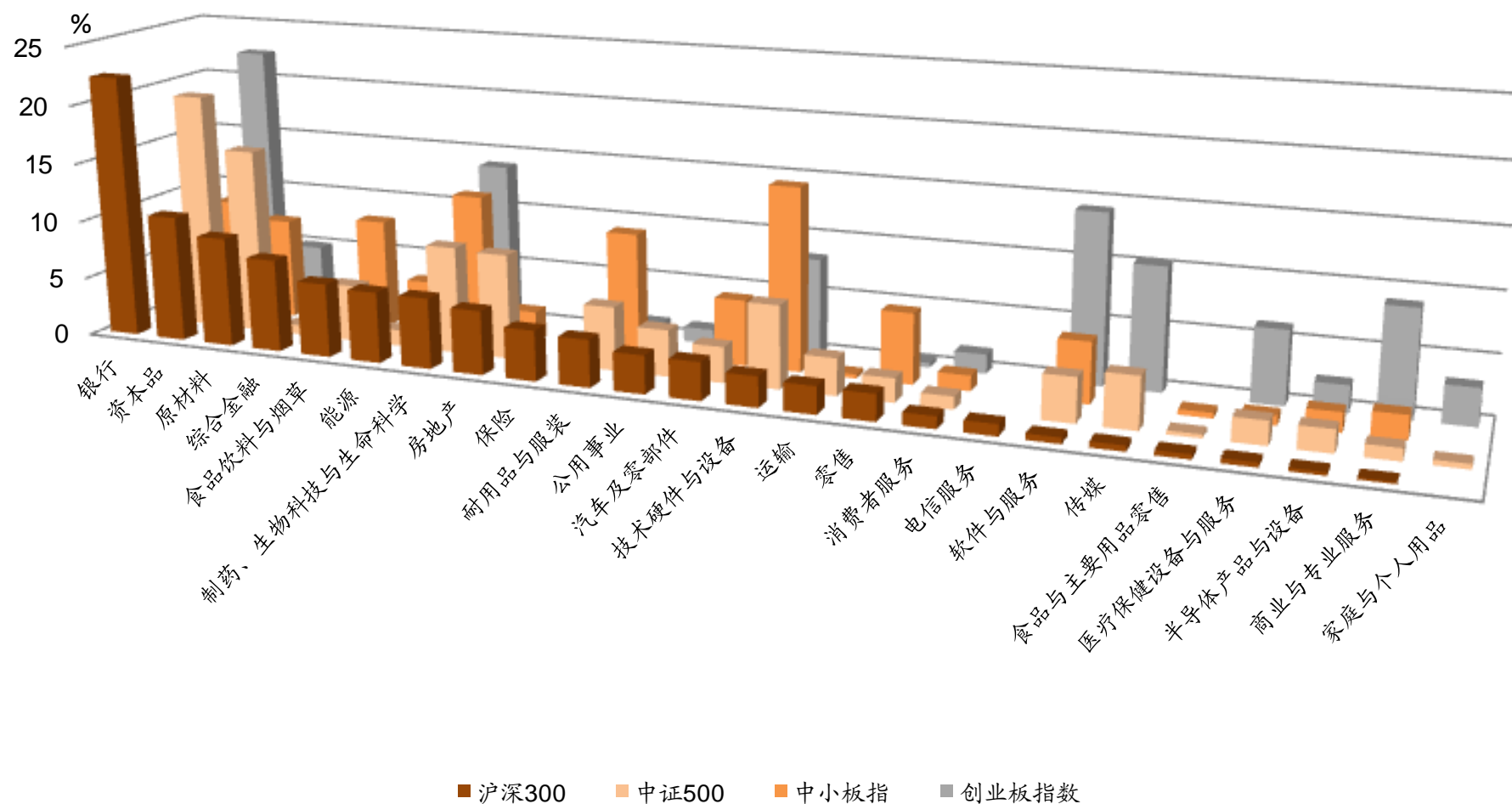


大盘、中盘、小盘指数市盈率估值对比



中国成长股现状：成长股相对集中在中小市值股票之中

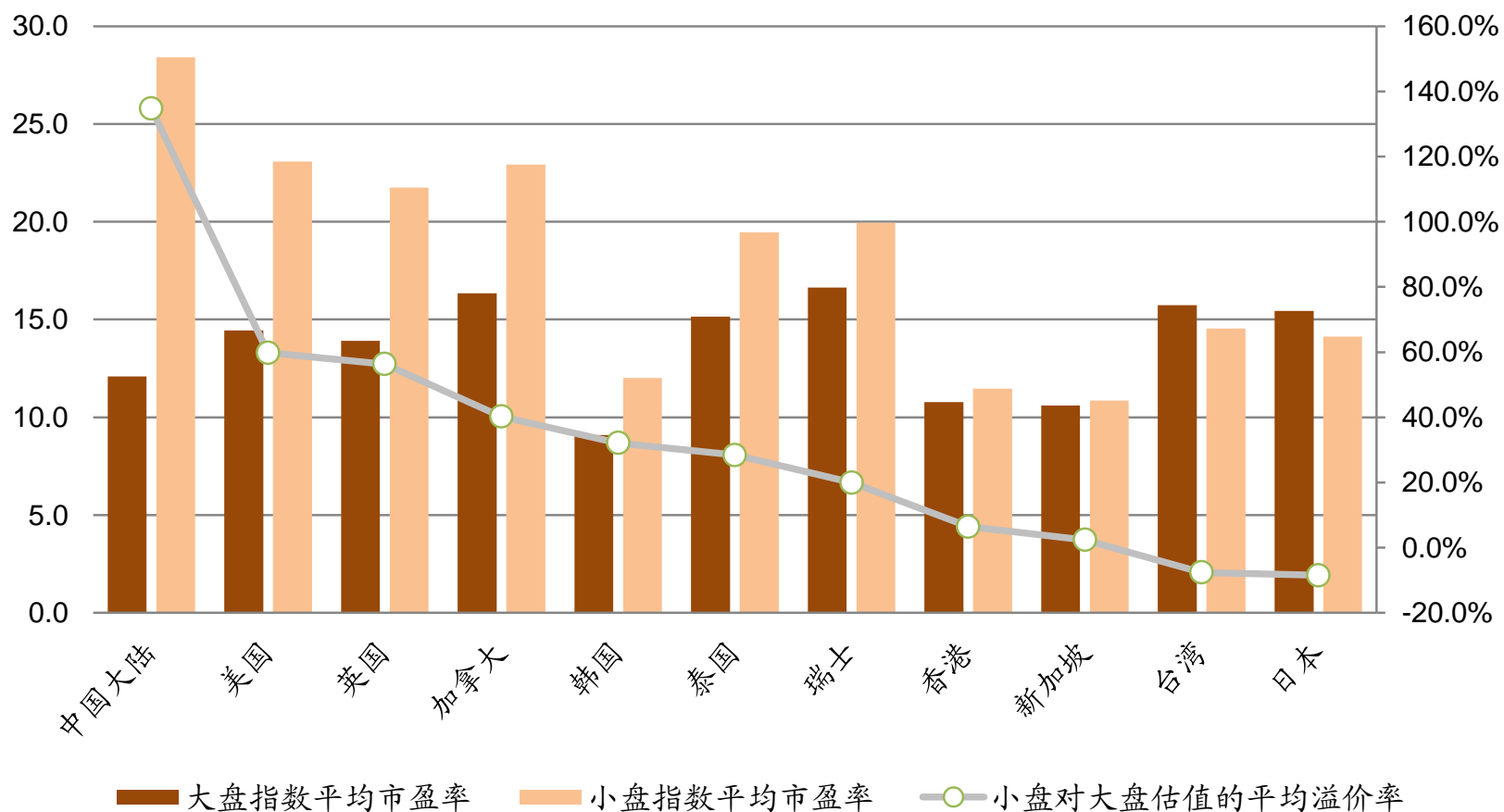
沪深300、中证500、中小板指和创业板指的行业权重存在较明显差异



中国成长股现状：A股中小盘估值的异常之处

图表列示了不同市场上小盘相对大盘股票的估值，以及不同市场上小盘股对大盘股平均溢价水平，两者均显示A股市场是非常突出的。

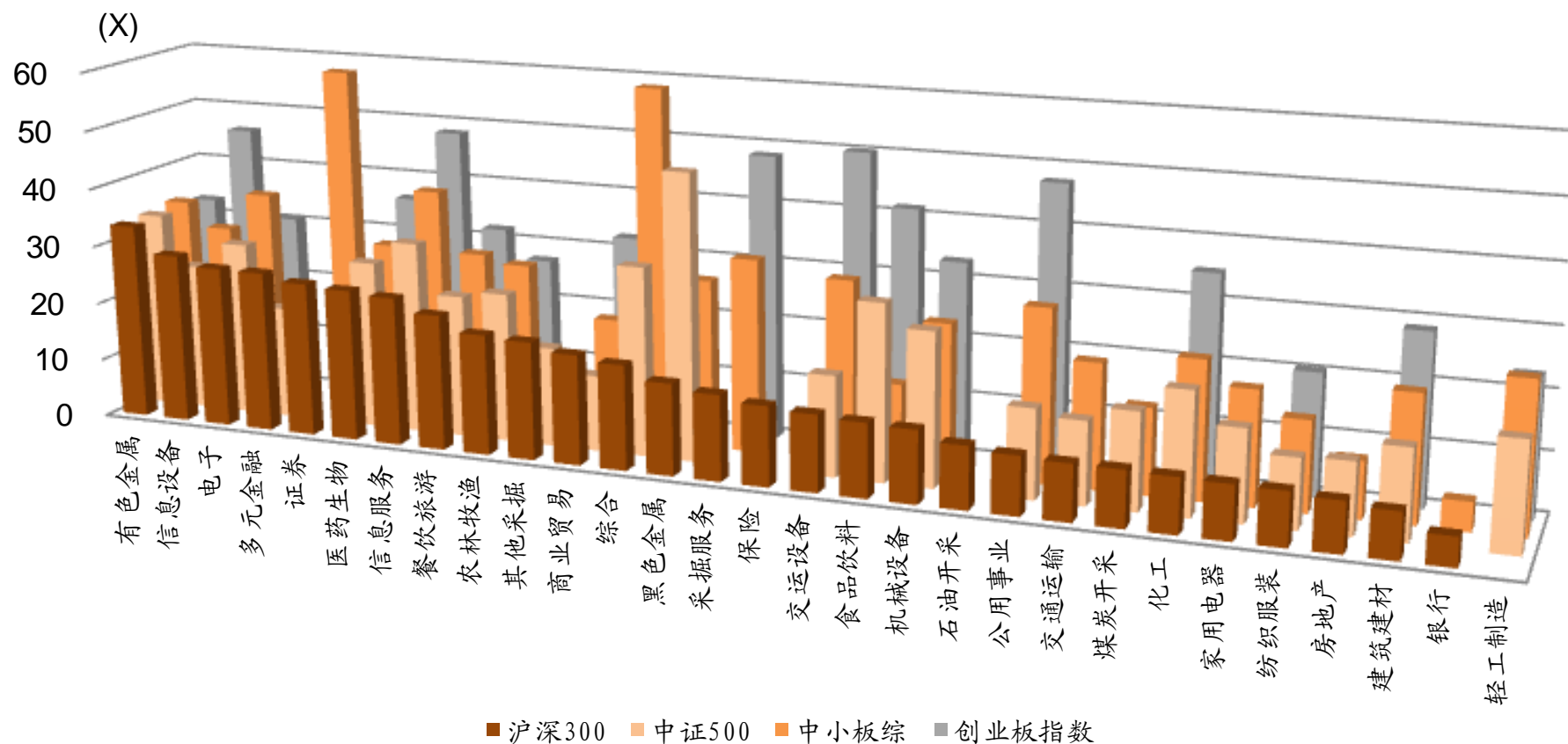
各市场大小盘估值差异比较



中国成长股现状：行业间的估值差异

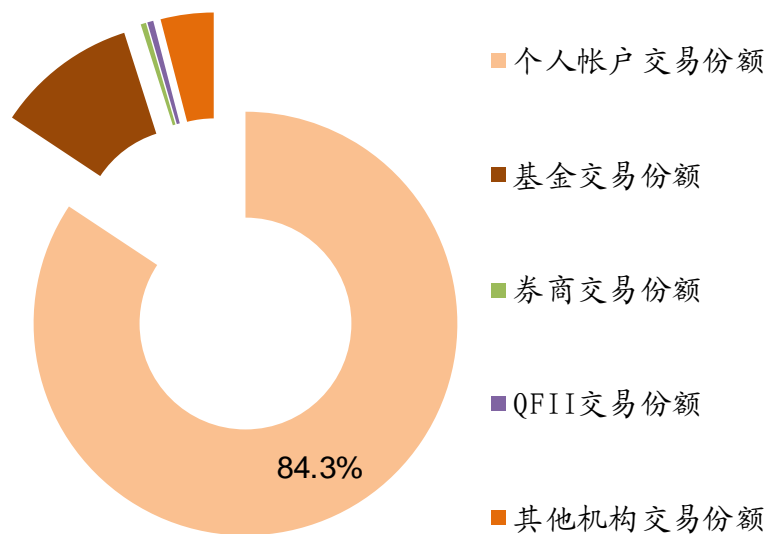
在同行业内部，在大多数情况下，中小盘的估值都比大盘的估值要高。

大小盘市盈率估值分行业对比：沪深300/中证500/中小板综合/创业板

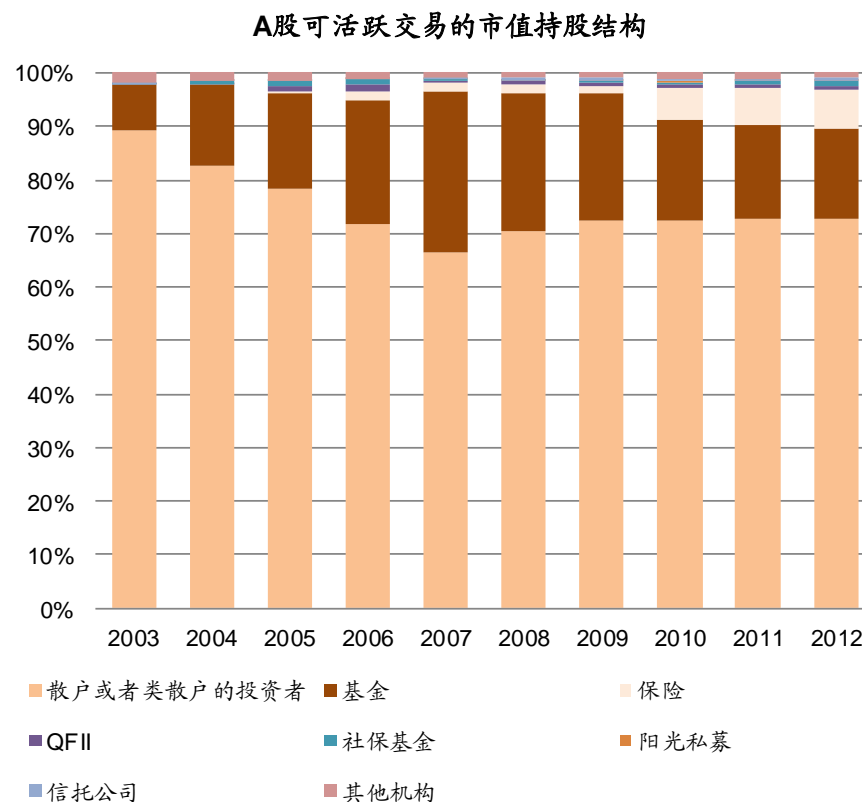


中国成长股现状：结构性问题依然存在

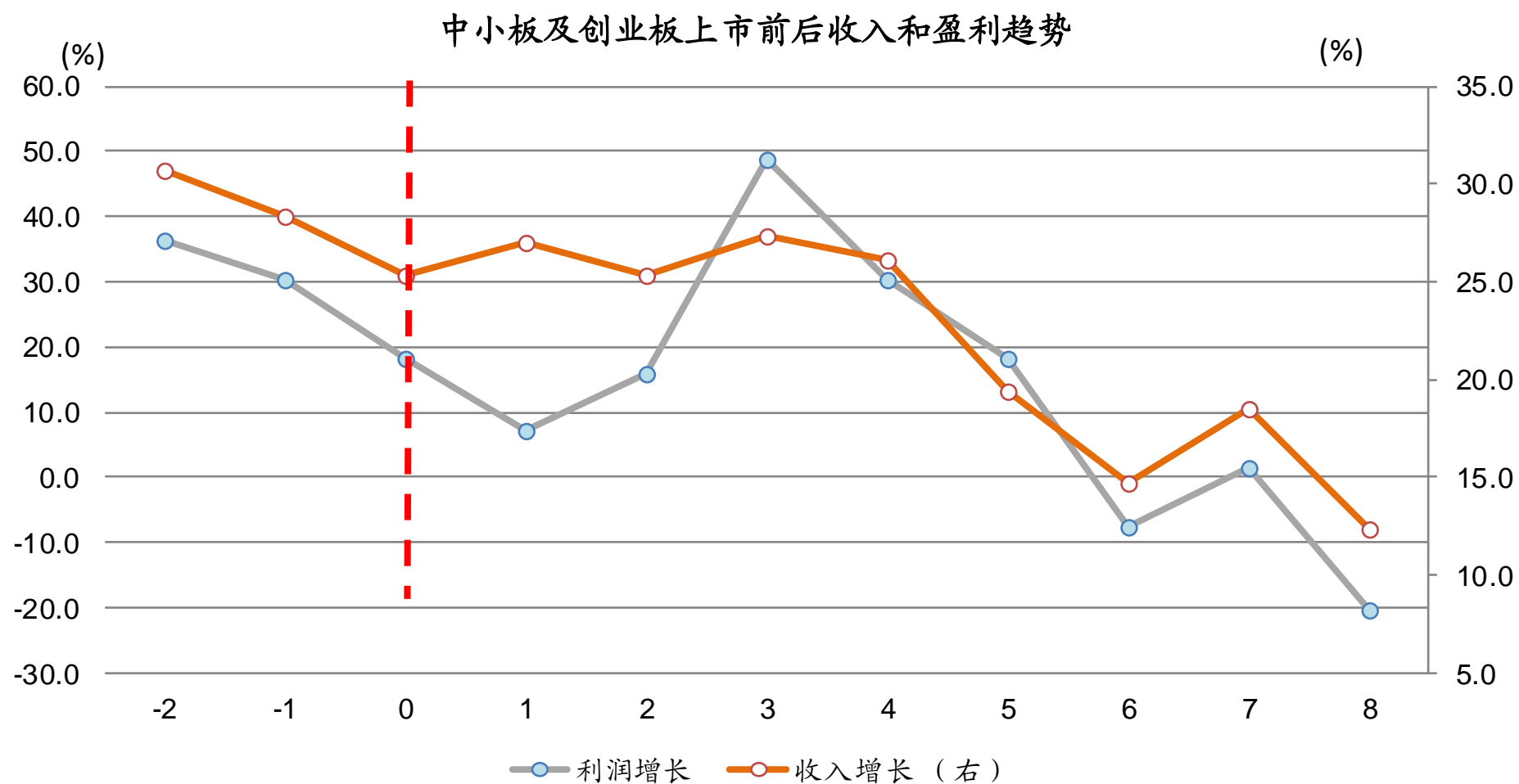
个人投资者交易量占总体交易量的绝大部分



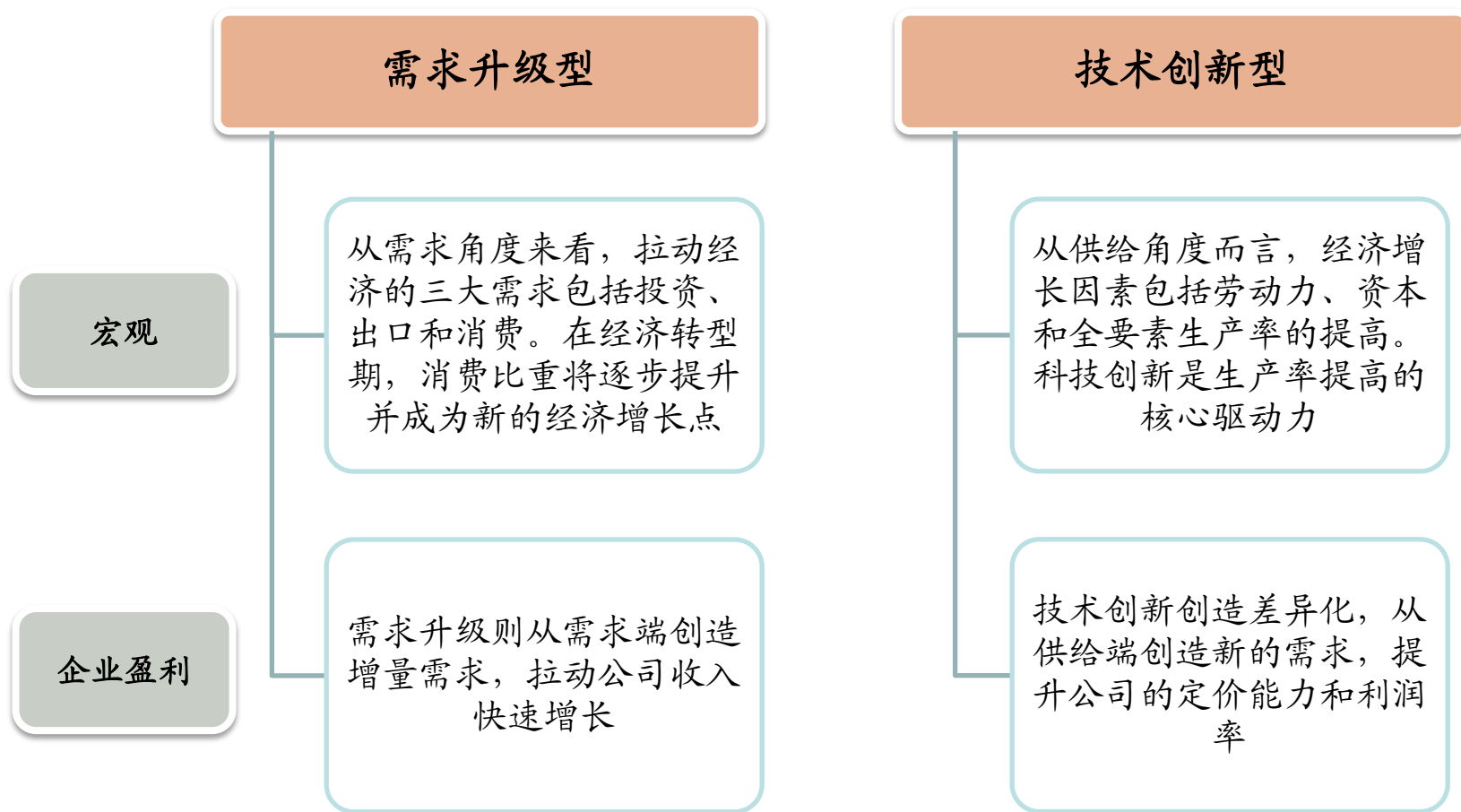
散户或者类似散户的投资者依然持有大部分的可活跃交易的市值



中国成长股现状：“伪成长”？

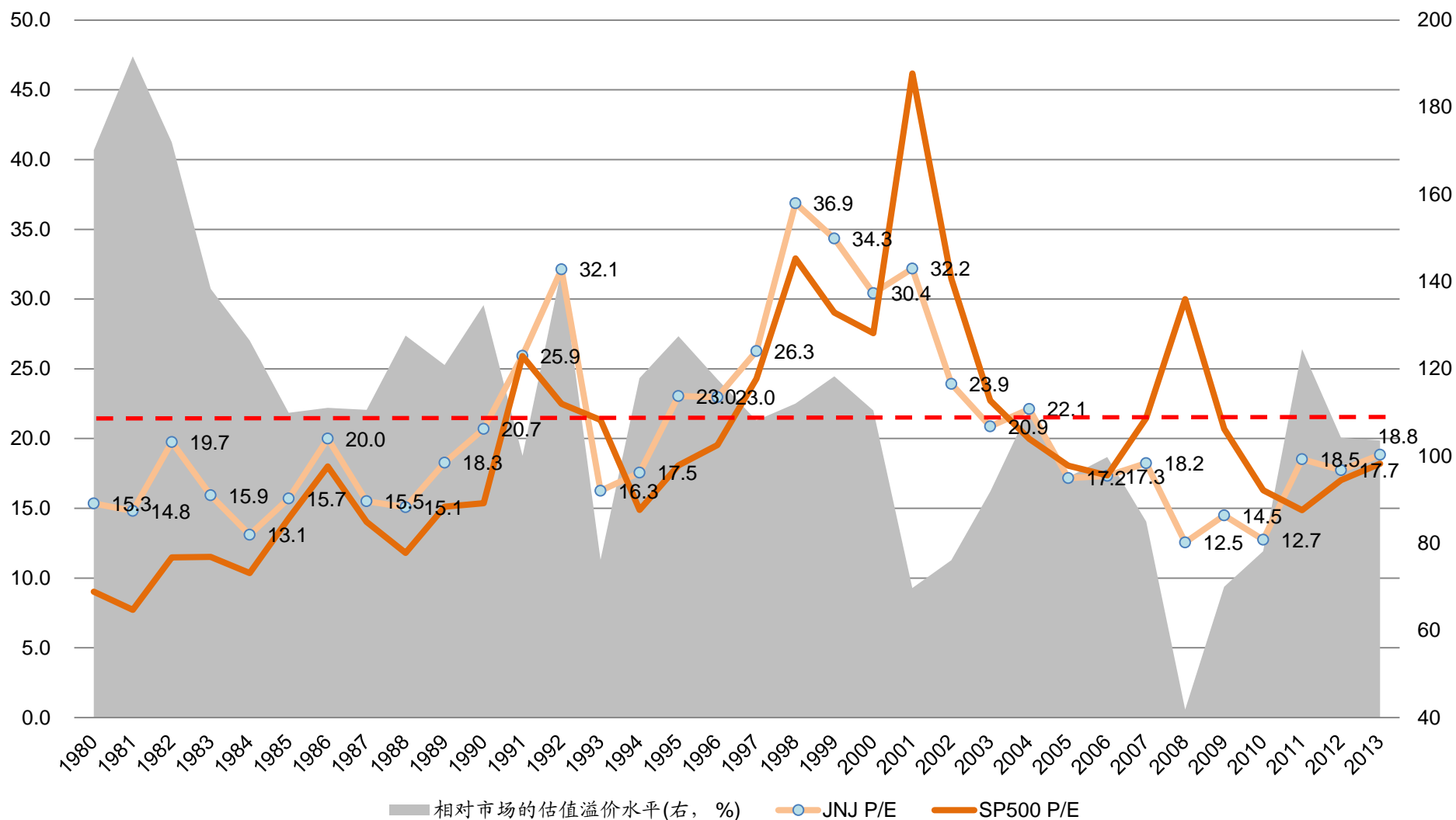


两种类型的成长股：需求升级型/技术创新型



美国：强生与标普500指数长期相对估值水平

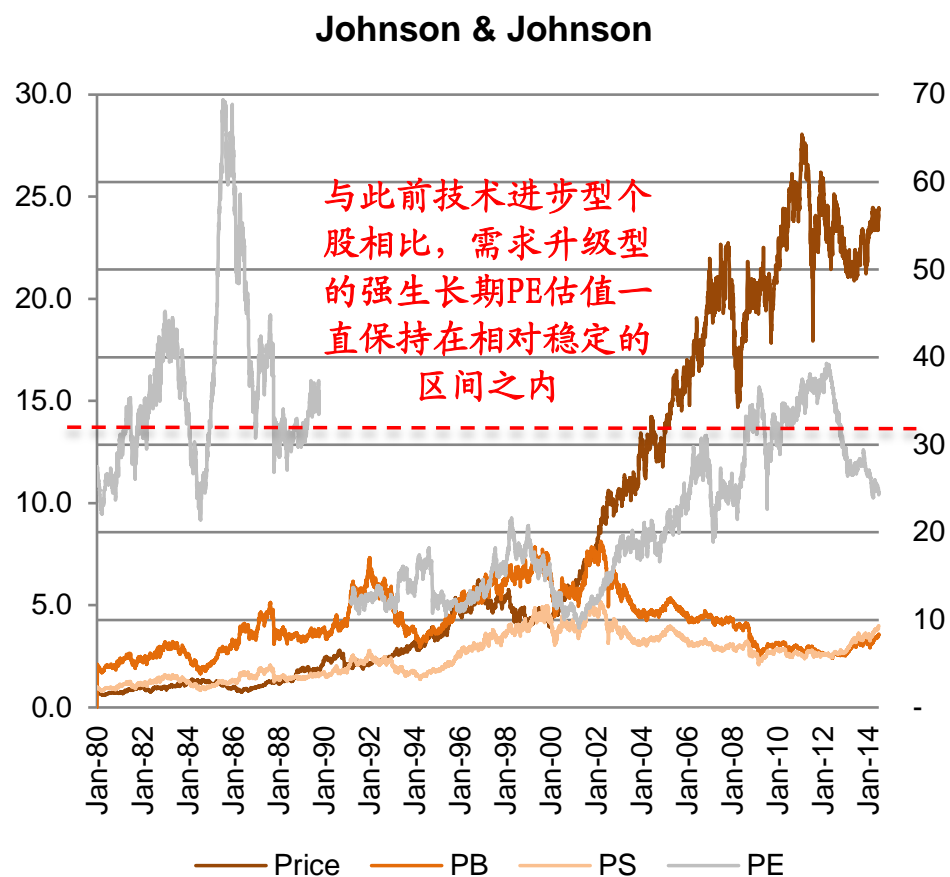
强生与标普500指数的长期相对估值水平



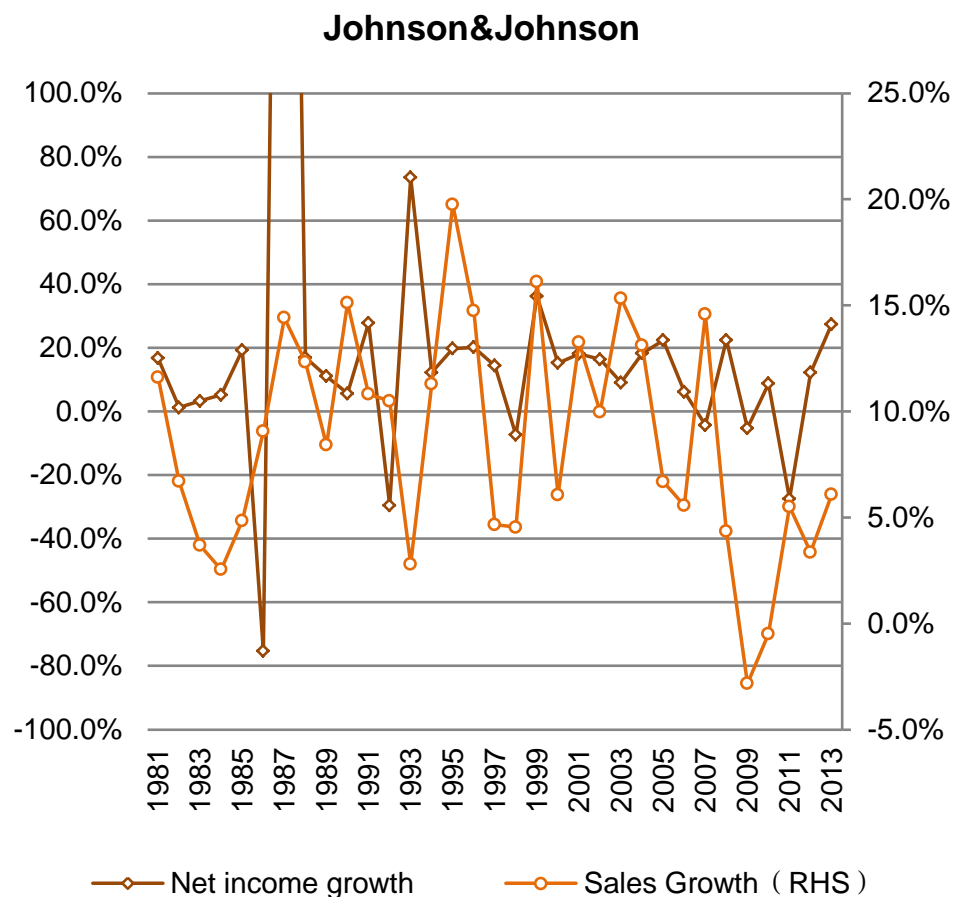
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

美国需求升级型成长股典型案例——强生

强生股价与估值（PE、PB、PS）

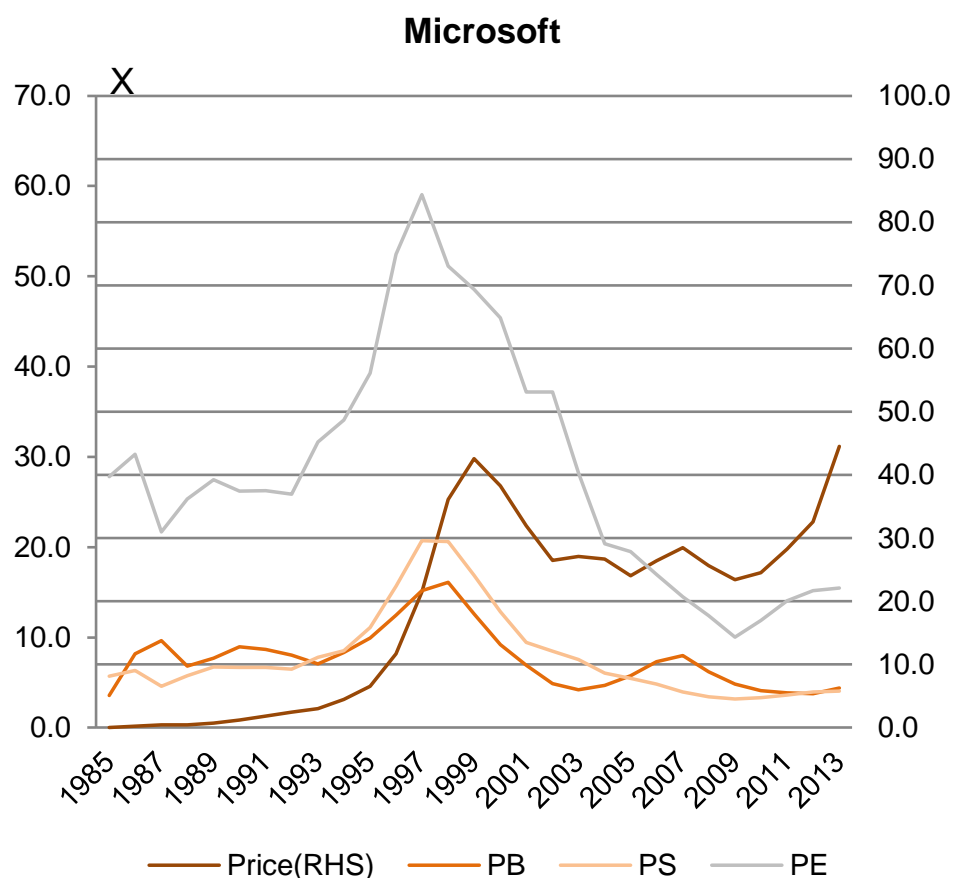


强生收入与盈利增长

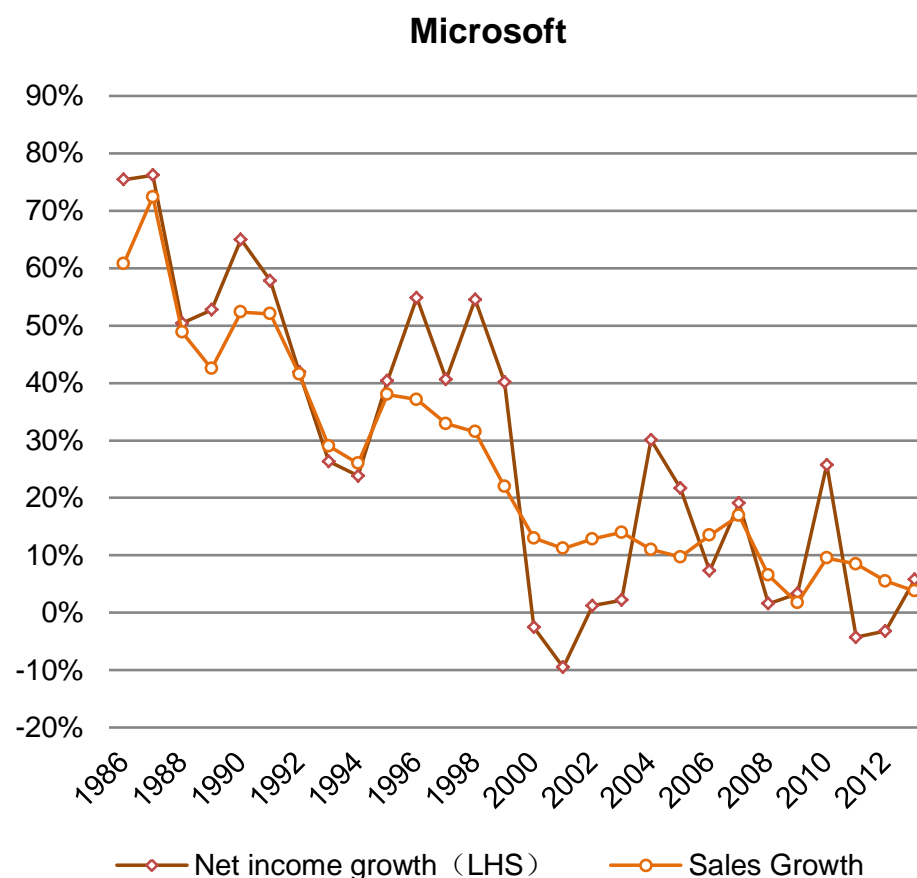


美国技术进步型成长股典型案例——微软

微软股价与估值（PE、PB、PS）

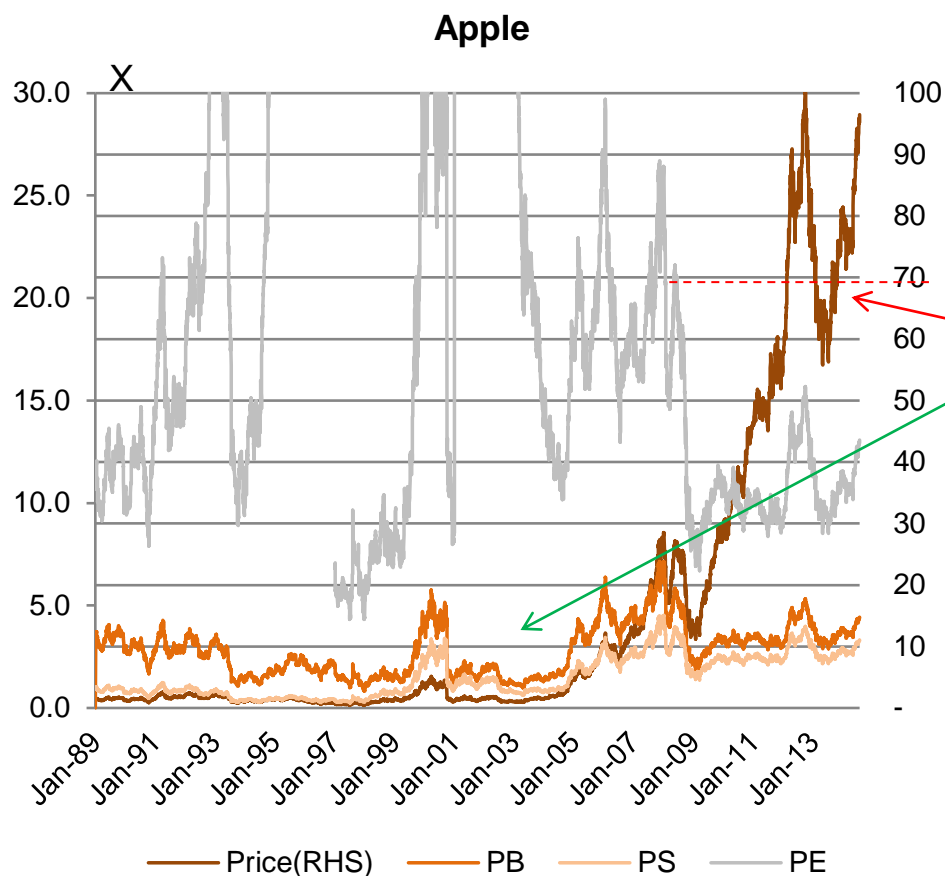


微软收入与盈利增长

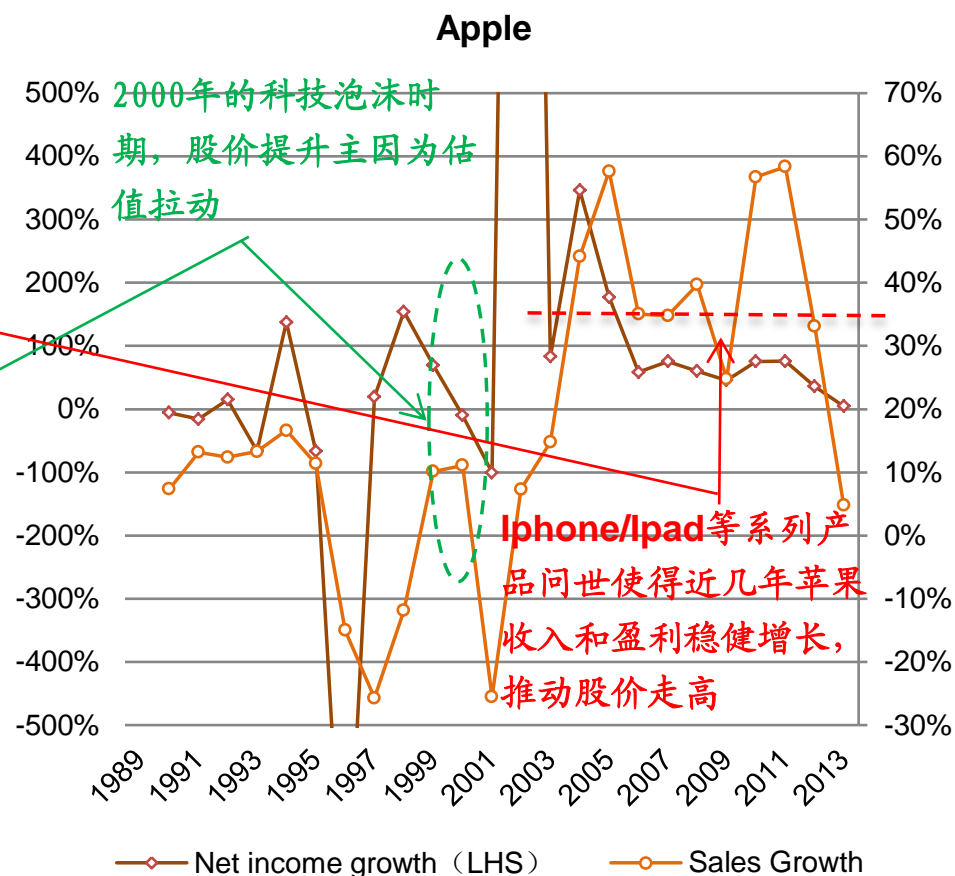


美国技术进步型成长股典型案例——苹果

苹果股价与估值（PE、PB、PS）

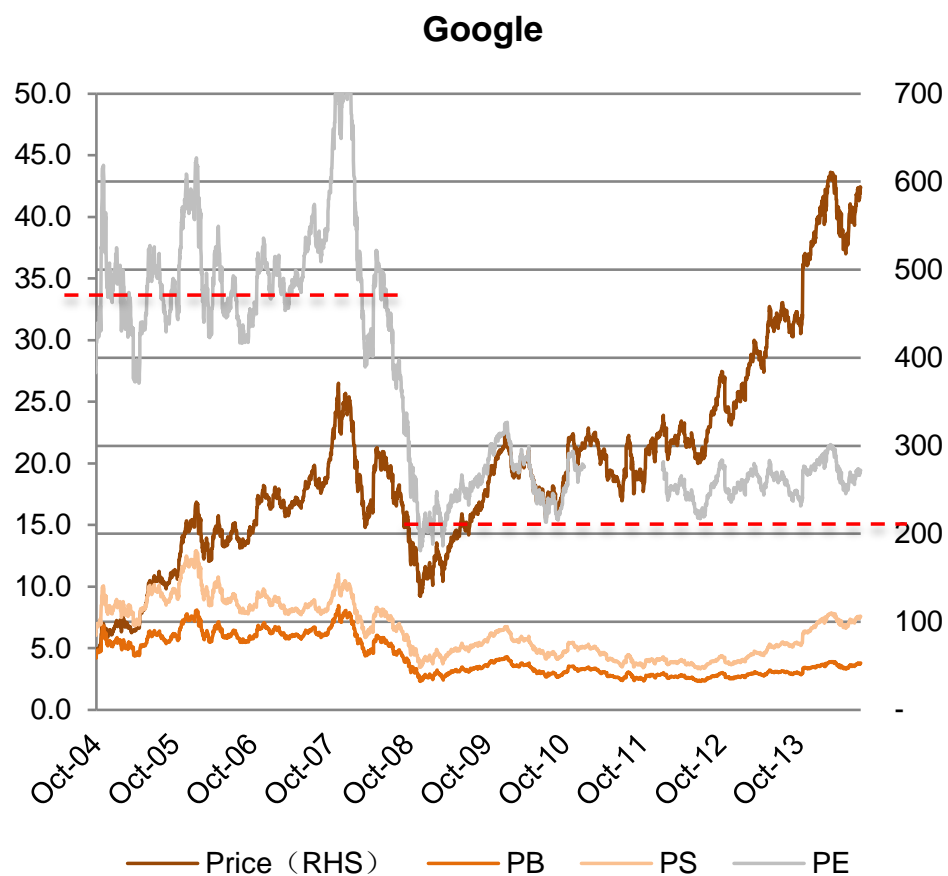


苹果收入与盈利增长

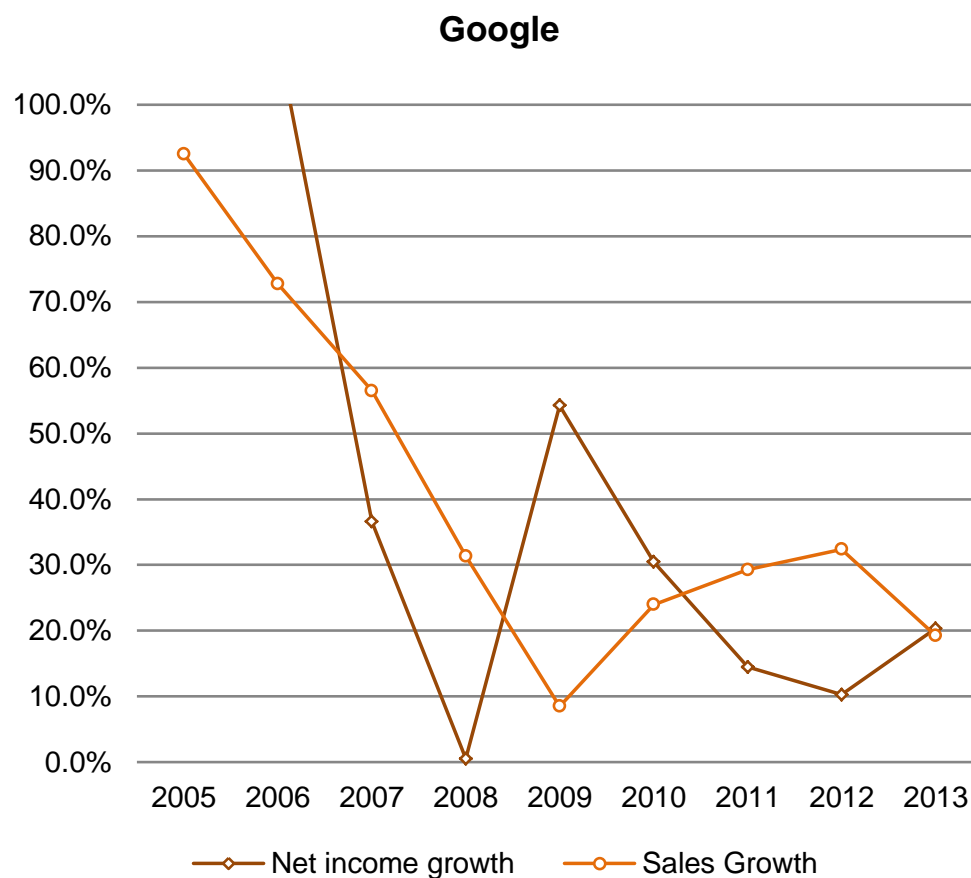


美国技术进步型成长股典型案例——谷歌

谷歌股价与估值（PE、PB、PS）

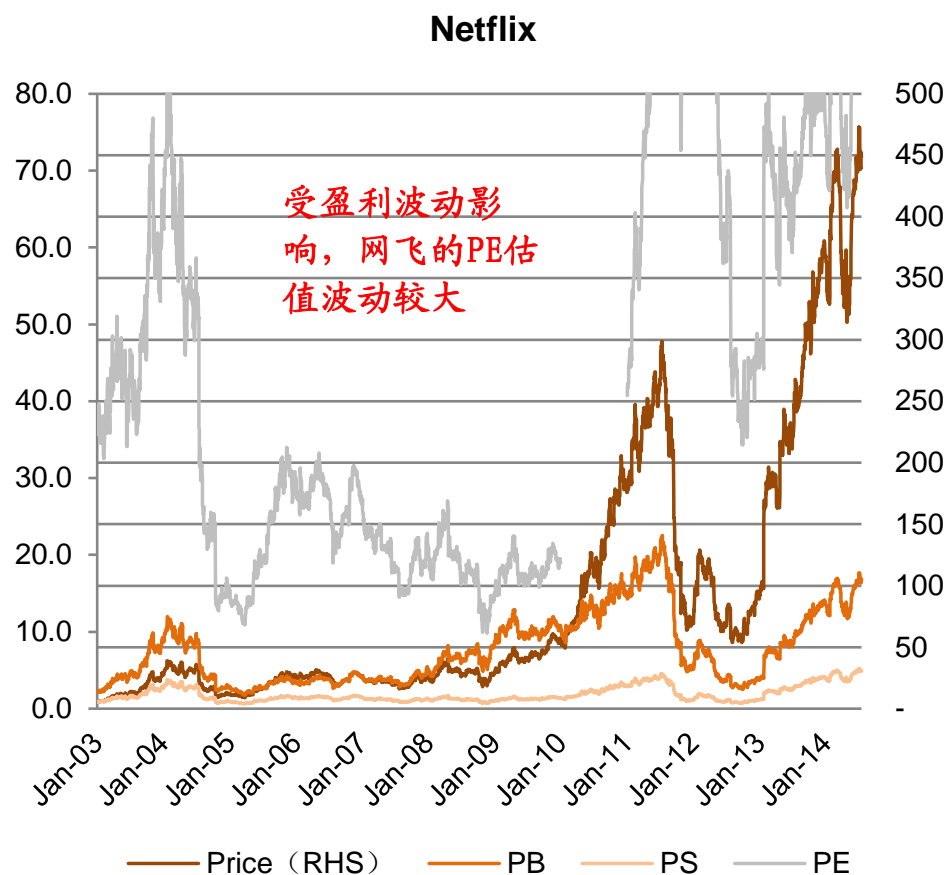


谷歌收入与盈利增长

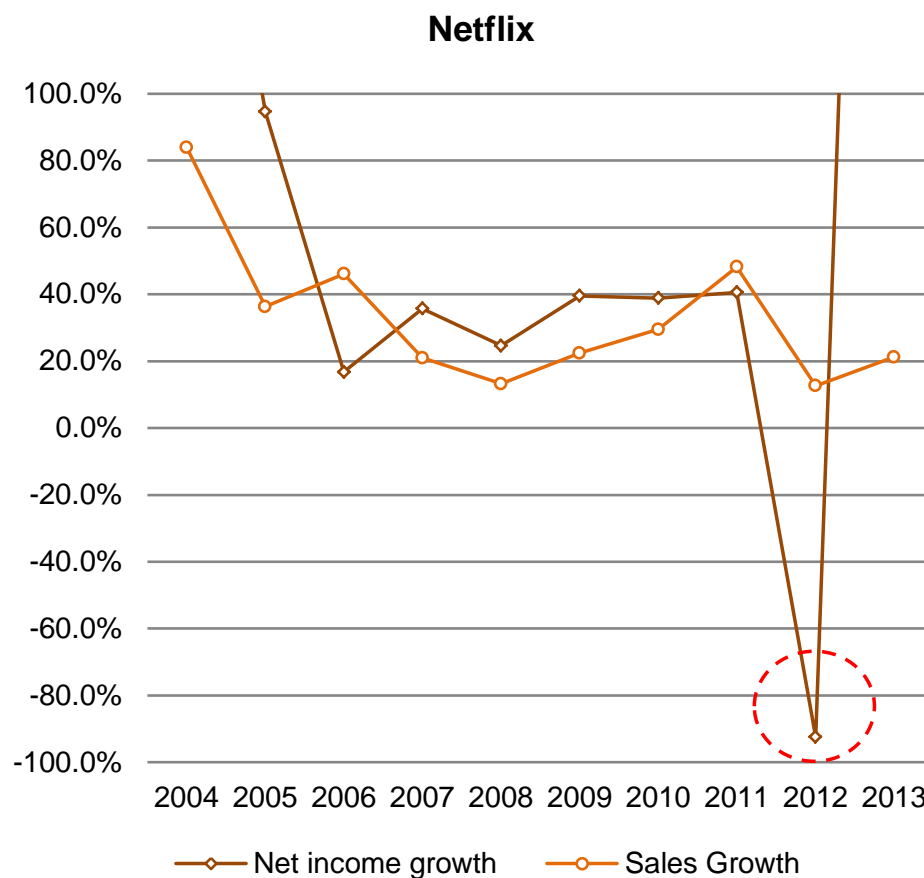


美国技术进步型成长股典型案例——奈飞

奈飞股价与估值（PE、PB、PS）

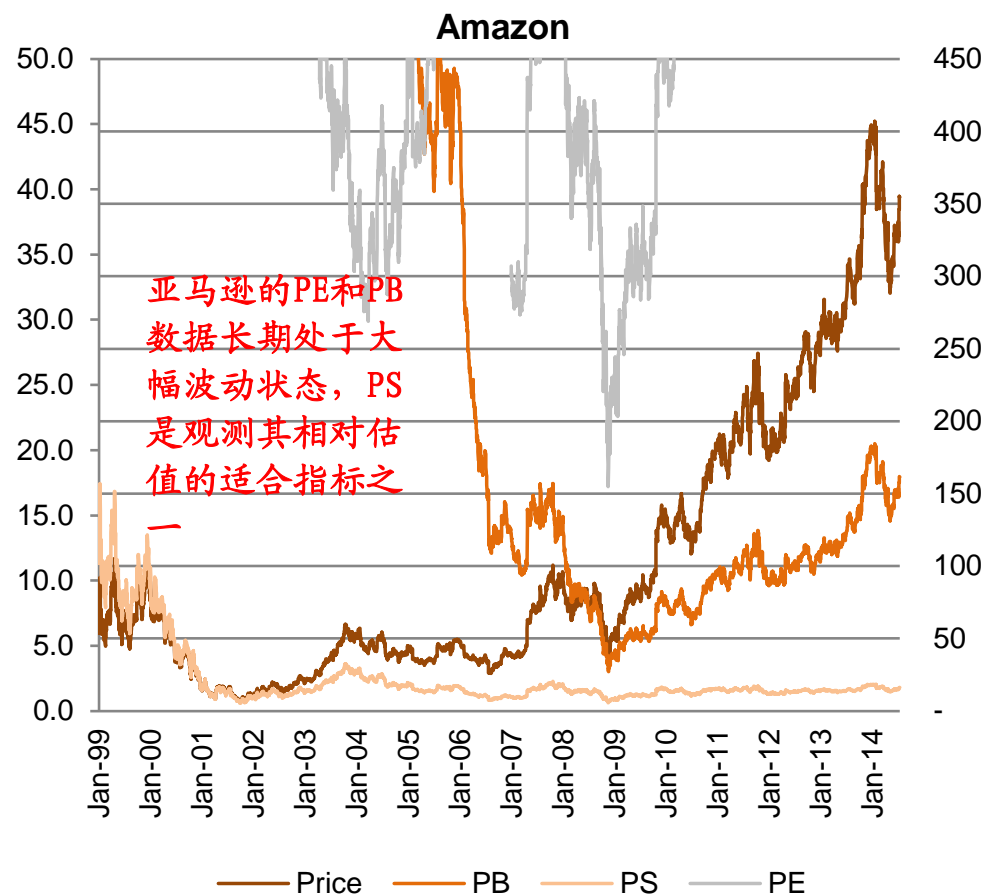


奈飞收入与盈利增长

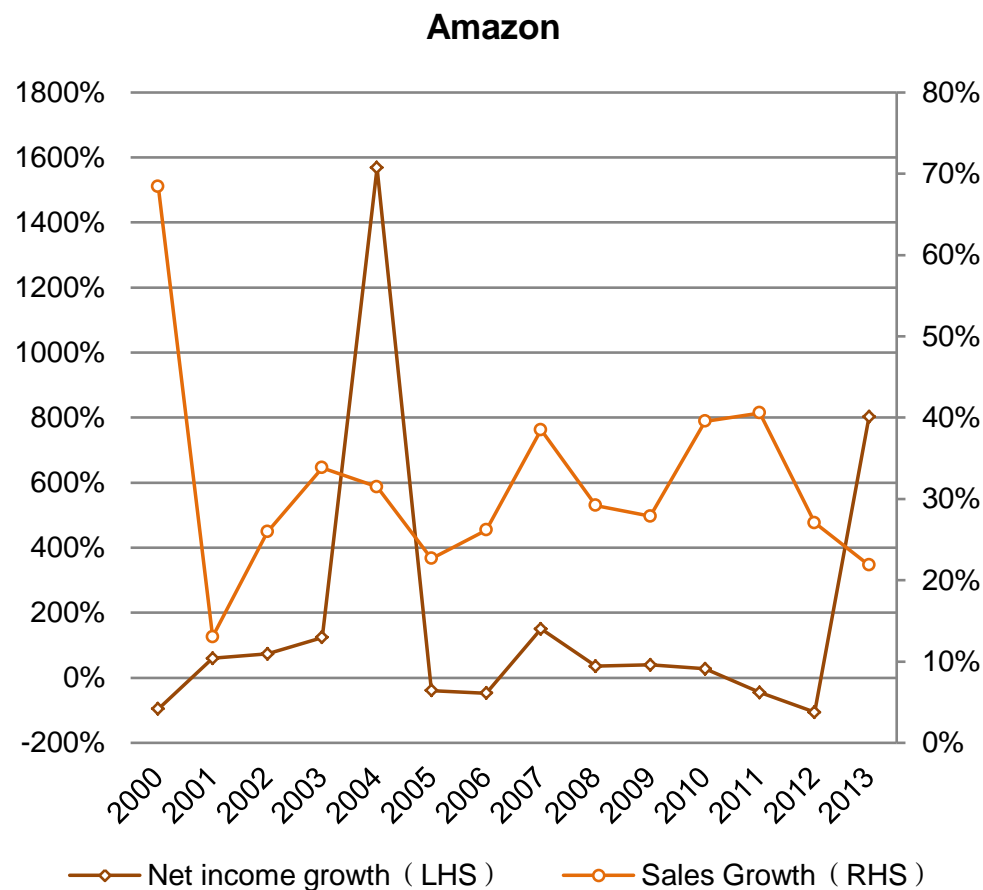


美国技术进步型成长股典型案例——亚马逊

亚马逊股价与估值（PE、PB、PS）

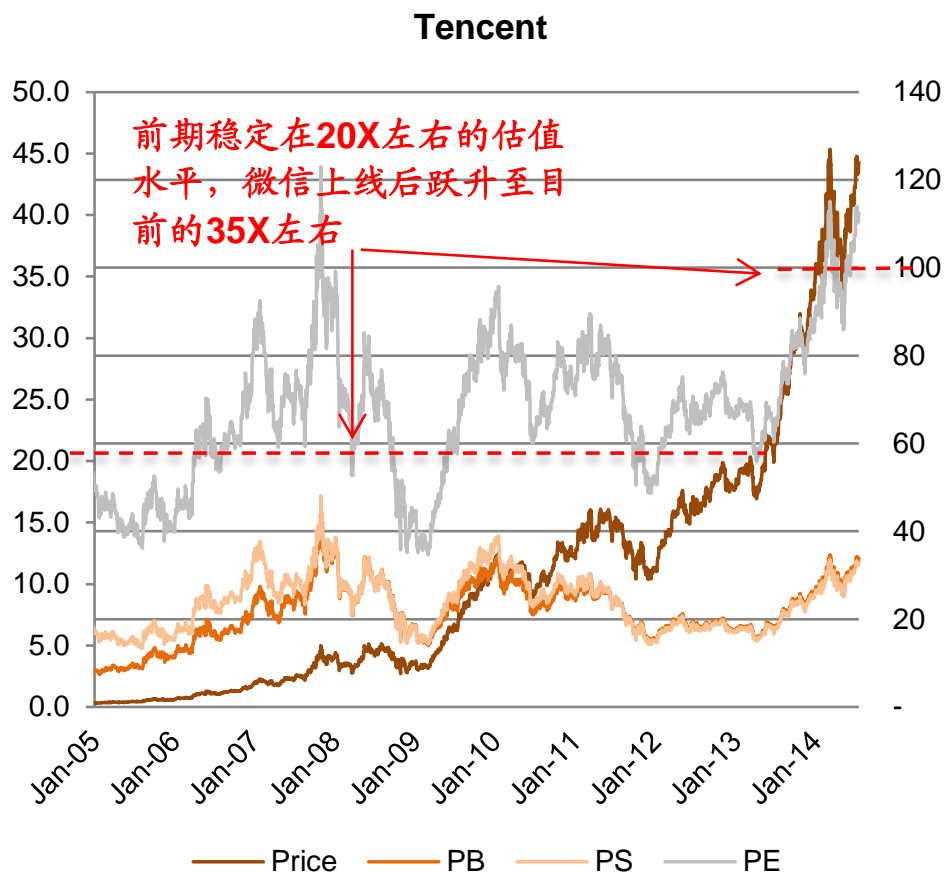


亚马逊收入与盈利增长

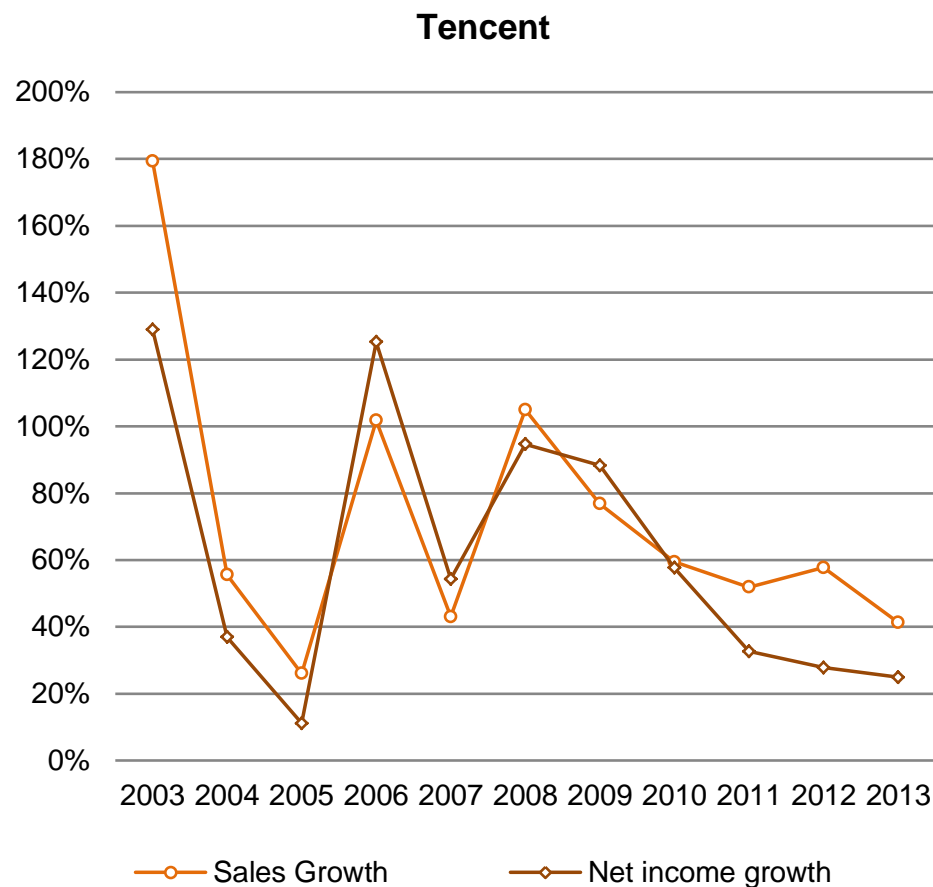


香港技术进步型成长股典型案例——腾讯

腾讯股价与估值（PE、PB、PS）

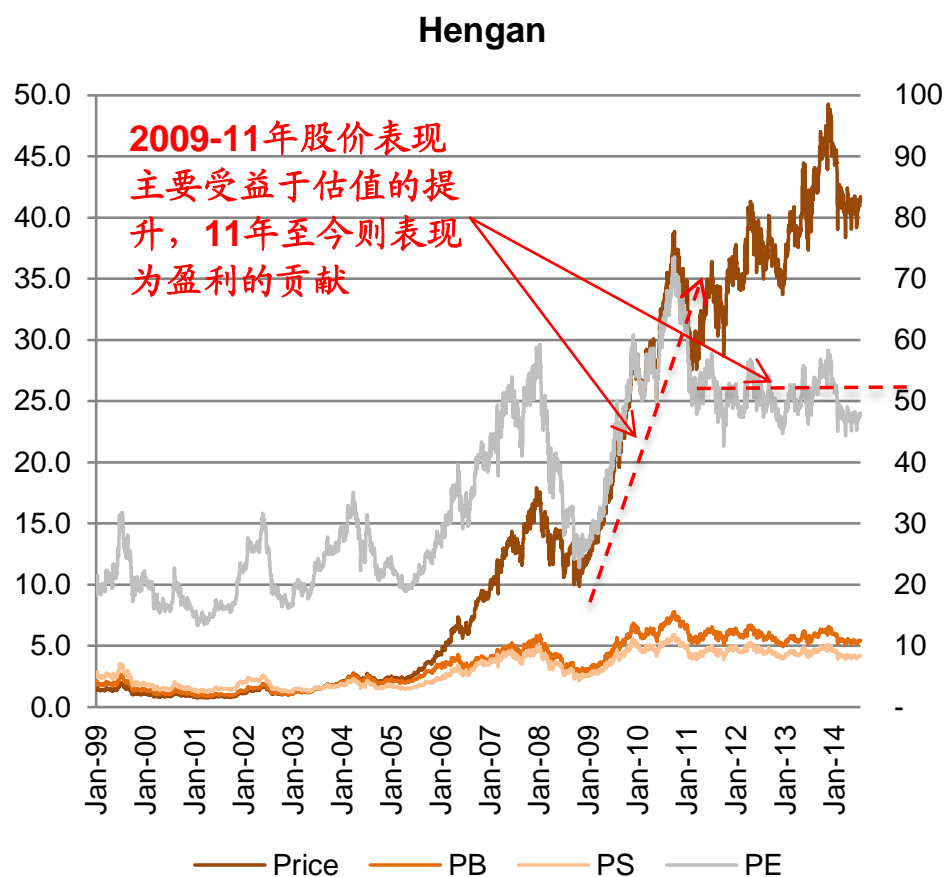


腾讯收入与盈利增长

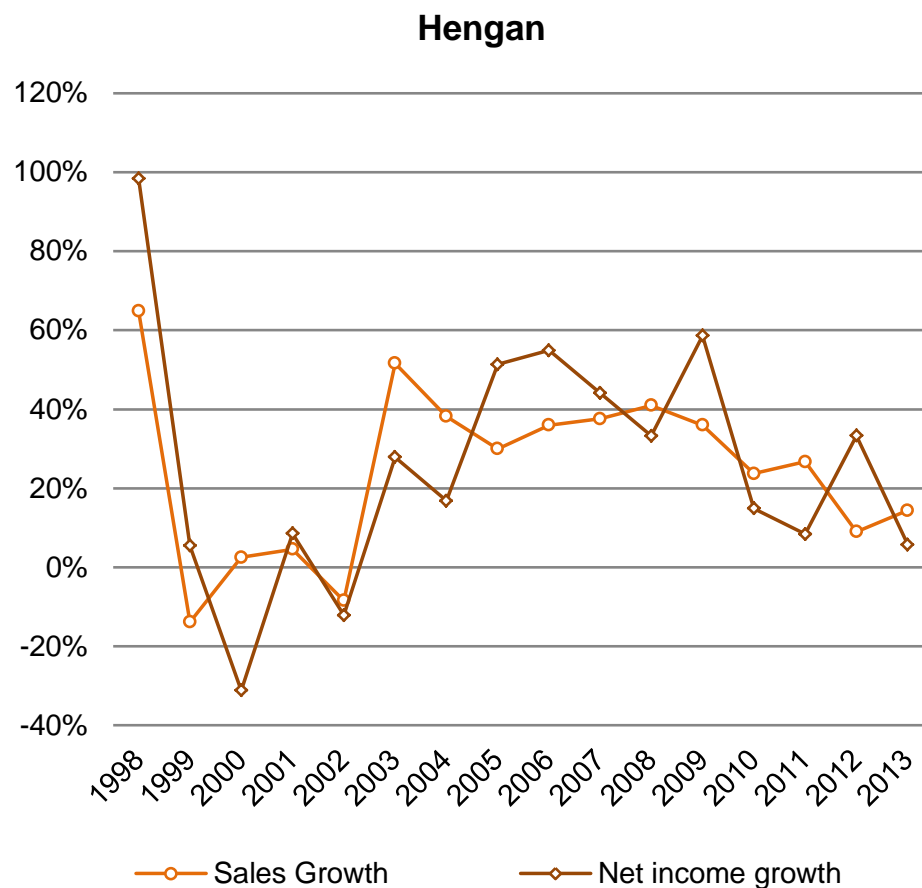


香港需求升级型成长股典型案例——恒安国际

恒安股价与估值（PE、PB、PS）

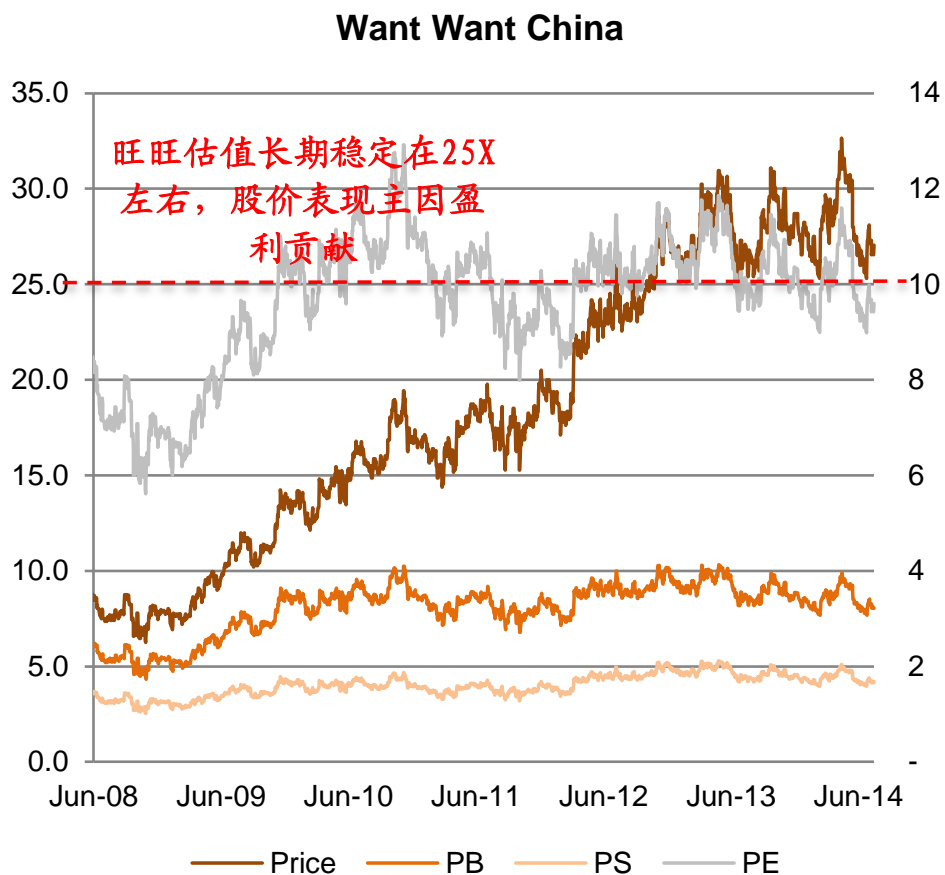


恒安收入与盈利增长

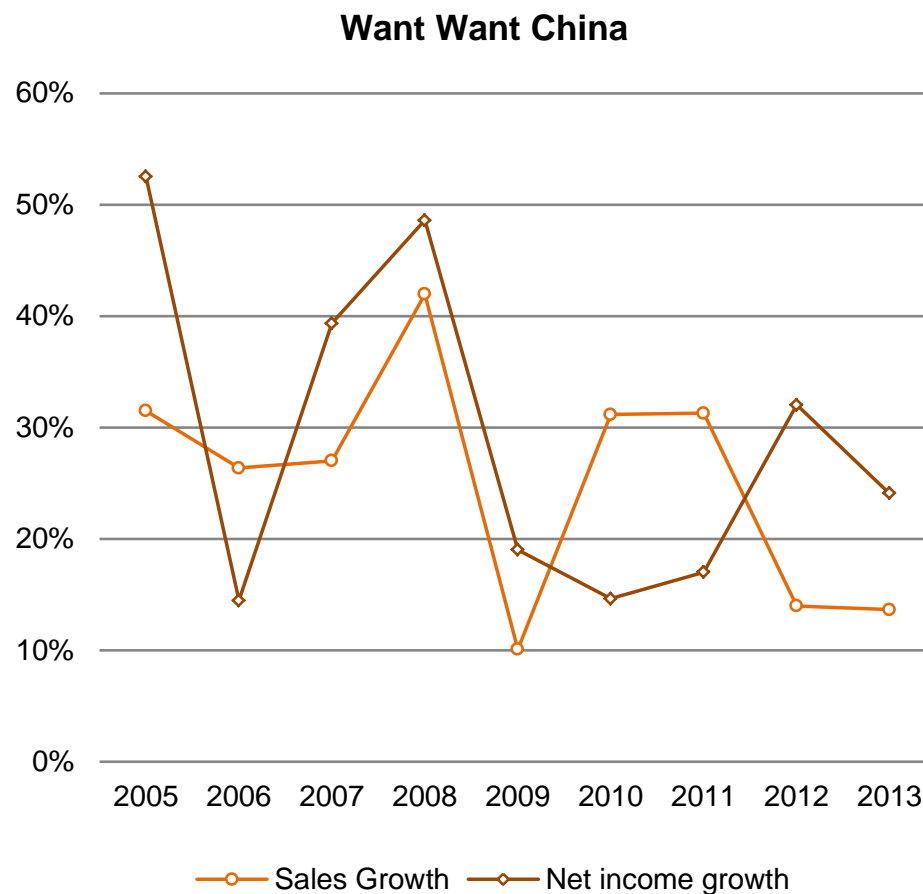


香港需求升级型成长股典型案例——中国旺旺

旺旺股价与估值（PE、PB、PS）



旺旺收入与盈利增长

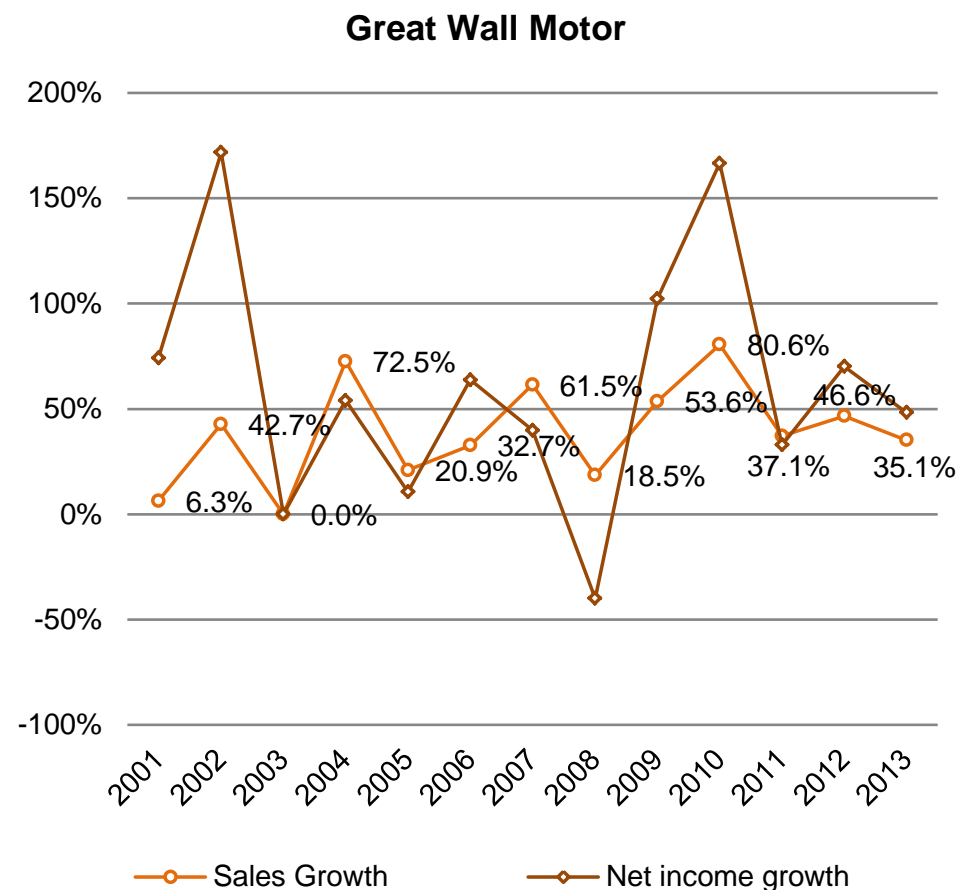


香港需求升级型成长股典型案例——长城汽车

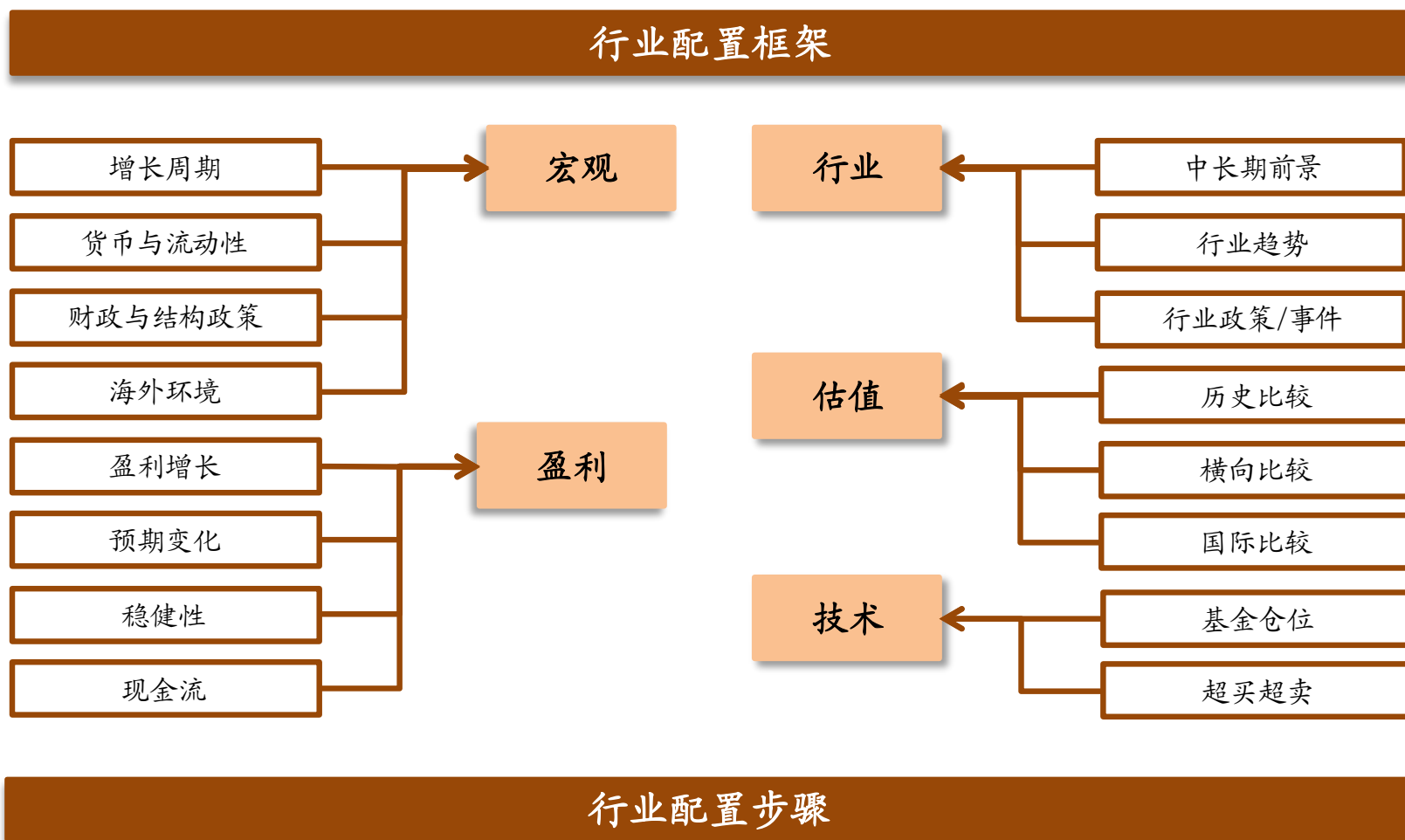
长城汽车股价与估值（PE、PB、PS）



长城汽车收入与盈利增长



行业配置框架：自上而下的“五因素打分模型”



行业配置框架：自上而下的“五因素打分模型”

行业	行业配置建议	打分合计	宏观					行业				盈利					估值				技术		
			小计	增长周期	货币流动性	财政与结构政策	海外环境	小计	中长期前景	行业趋势	政策/事件	小计	盈利增长	预期变化	稳健性	现金流	小计	历史比较	横向比较	国际比较	小计	基金仓位	超买超卖
保险	超配	5	5	4	4	4	5	5	5	4	4	5	5	5	4	3	5	5	5	3	5	5	3
证券及其他	超配	5	5	5	4	4	5	4	4	5	2	5	5	4	4	3	4	5	4	1	5	5	3
建材	超配	5 ↑	5	5	4	4	3	5	2	5	5	1	1	2	2	3	4	3	3	5	3	3	3
航空机场	超配	5 ↑	4	4	3	4	4	5	3	5	5	5	5	5	2	4	5	5	5	3	3	3	3
医药生物	超配	4	3	3	3	4	4	4	5	3	4	4	3	4	5	2	3	3	2	2	3	3	3
传媒互联网	超配	4	4	3	4	4	4	5	5	3	5	4	4	4	1	5	1	2	1	2	1	1	3
银行	标配	5	4	4	4	4	3	3	1	4	3	4	2	5	5	3	5	5	5	5	5	5	3
有色金属	标配	5 ↑	5	5	4	4	3	4	3	5	3	3	5	3	3	1	3	4	1	2	3	3	3
房地产	标配	4 ↓	4	4	5	3	5	5	3	4	5	3	2	3	5	1	3	3	3	4	3	3	3
建筑装饰	标配	4 ↑	4	4	4	4	3	2	3	4	1	3	3	4	3	2	4	3	4	4	3	3	3
港口航运	标配	4 ↑	3	3	3	4	4	3	2	3	3	5	5	5	1	5	3	2	3	3	3	3	3
电力	标配	4	2	4	3	3	3	4	3	5	3	5	4	5	3	5	4	4	4	4	3	3	3
煤炭	标配	3 ↓	5	5	4	4	3	3	2	5	2	1	1	1	1	1	4	4	4	5	1	1	3
环保及公用事业	标配	3 ↓	1	3	2	4	3	4	4	2	5	4	4	4	5	3	3	3	4	2	3	3	3
计算机	标配	3 ↑	3	3	3	4	4	4	5	2	4	5	5	5	1	5	1	1	1	2	1	1	3
汽车及其零部件	标配	3 ↑	2	4	3	3	3	3	4	1	4	2	2	3	2	1	5	4	5	5	3	3	3
家用电器	标配	3	3	4	4	3	3	1	3	2	2	3	3	3	3	4	5	4	5	5	3	3	3
餐饮旅游	标配	3 ↑	2	3	3	4	3	5	5	3	4	2	4	1	4	2	2	2	1	5	3	3	3
食品饮料	标配	3 ↓	2	3	4	3	3	2	4	1	3	4	2	4	4	5	4	5	4	4	3	3	3
钢铁	标配	2 ↓	4	5	4	4	1	3	2	2	5	1	1	1	1	3	2	1	3	2	3	3	3
基础化工	标配	2	2	4	3	3	3	2	2	2	3	3	4	3	2	1	1	2	2	1	3	3	3
机械	标配	2 ↓	5	5	4	4	4	2	3	4	1	1	1	1	2	2	1	3	1	1	3	3	3
电气设备	标配	2 ↓	3	4	4	3	4	3	3	4	2	2	3	1	2	4	2	2	2	3	3	3	3
农林牧渔	标配	2 ↓	3	4	3	4	4	3	2	3	4	2	2	2	3	4	2	3	2	1	3	3	3
轻工制造	标配	1 ↓	1	3	3	3	3	2	3	1	3	2	3	2	3	2	1	1	1	1	3	3	3
公路铁路物流	标配	1 ↓	1	3	3	3	4	2	2	3	2	2	2	2	5	2	3	2	3	3	3	3	2
纺织服装	标配	1	1	3	3	2	3	1	2	1	1	4	3	2	5	5	2	1	3	3	3	3	3
通信	低配	1	2	3	3	4	3	1	1	1	2	3	3	3	4	4	1	1	2	4	3	3	3
电子	低配	1	1	3	3	3	2	1	3	1	1	3	4	3	1	4	3	4	2	1	1	1	3
商贸零售	低配	1	1	3	3	3	3	1	3	2	1	1	1	2	4	1	2	1	3	3	3	3	3
石油石化	低配	2 ↑	3	3	4	4	2	1	1	3	1	1	1	1	3	3	5	5	5	4	1	1	3

中金策略：“一个团队，两种语言，内外市场，全球服务”

时间频率	报告类别	主要内容	近期报告
定期产品	周度	A股、H股周报 阐述对A股、H股市场的短期观点	2015.8.17: 《国企改革主题仍为短期主旋律》（A股） 2015.8.17: 《Awaiting policy and reform to help break doldrums》（H股）
		全球资金流向监测 追踪全球资金每周在不同资产类别、不同国家、不同行业的流向情况	2015.8.17: 《资金持续流出》
	月度	A股行业配置 依据中金行业配置框架（涵盖宏观、行业、盈利、估值、技术五方面的内容）提出未来3~6个月的行业超配、低配策略，结合市场动态及行业分析员观点做更新	2015.6.23: 《A股下半年行业比较与配置：更加注重增长复苏》 2014.10.27: 《行业比较与配置策略：2015，逐步加大对利率敏感板块的配置》
		季度及年度策略展望 阐述对下一季度、年度的市场观点	2015.6.23: 《2015下半年A股策略展望：去伪存真》（A股） 2015.6.23: 《2H15 outlook: recovery to fuel re-rating》（H股） 2014.10.27: 《年度策略展望：2015，股债双牛》（A股） 2014.10.27: 《A year of policy easing & structural reformmsg》（H股）
	季度	A股、H股业绩预览与回顾 结合中金行业分析员自下而上的观点，对A股、H股市场整体业绩情况进行预览或回顾	2015.7.27: 《A股1H15业绩预览：已有起色》（A股） 2015.7.27: 《1H15 earnings preview: upstream to drag, growth may stabilize》（H股）
		A股共同基金季度回顾 对基金定期季度披露的分析来追踪A股市场最重要的机构投资者：共同基金；包括对公募基金的资产配置、资金流向、板块配置以及个股配置的研究	2015.7.23: 《基金2Q15季报回顾：“去伪存真”进行时》
主题研究		对市场关注度较高、可能在中长期对市场产生较大影响的主题的分析	2015.8.9: 《港股市场在被“边缘化”吗？》 2015.8.3: 《主题策略：关注冬奥会主题》 2015.7.6: 《低息环境下的高股息股票》 国企改革系列报告：国企改革主题研究（1）—（10） 沪港通系列报告：沪港通主题研究（1）—（13） 新股申购系列报告：《新股申购策略》（1）—（22）
策略简评		对市场短期关注焦点的分析点评	2015.8.11: 《人民币贬值强化政策宽松预期》 2015.6.10: 《MSCI纳入A股只是时间问题》 2015.3.1: 《策略简评：补偿性降息基本符合预期》 2014.12.8: 《上证指数3000点附近的五大策略问题》

第四部分 如何做好研究？

投资研究所需的基本品质

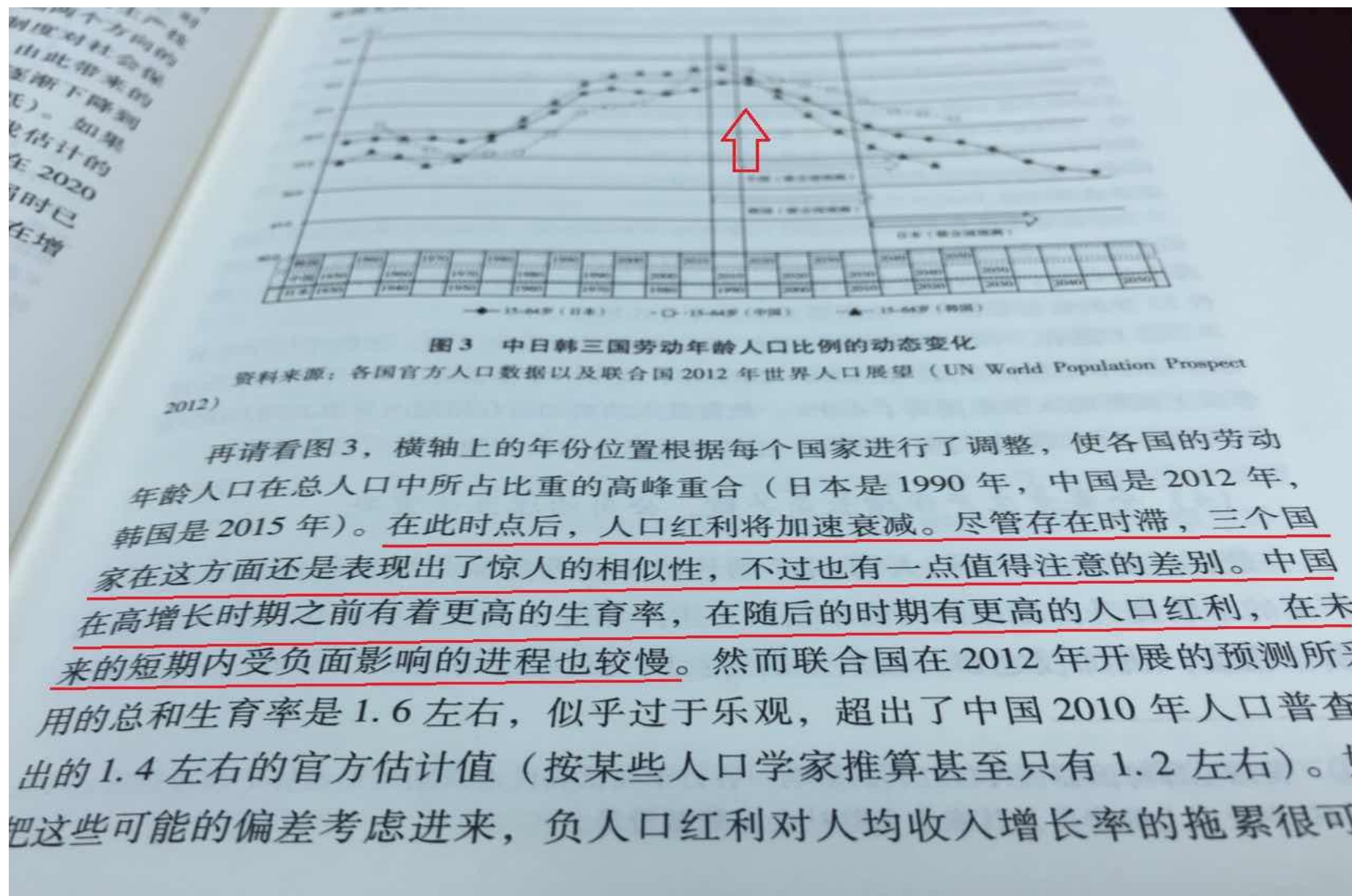
什么是“研究”？

研：石开

究：穴九。“九”是1-9共九个自然数的最后一个，引申为“最后”。“穴”指“洞穴”。“穴”与“九”联合起来表示“洞穴的终点”。本义：穷；尽。

做好投资研究的基本要求：勤勉挖掘、独立思考。

独立思考在投资研究中的重要性：举个例子



投资研究的“盲人摸象理论”

- **市场只有一个，但看法却往往有千万种：** 市场、行业或者公司只有一个，但不同的投资者即使在相同的时间，对同一个市场、行业或者公司，看法不同，甚至绝然相反；
- **每个人其实都不知道真相：** 原因在于投资者就象是“盲人”，每个投资者都基于自己掌握的信息来做出判断，就象盲人基于自己摸到的部分对整体大象做出判断；
- **多面的信息和角度保证更高的概率：** 在资质相同的情况下，在相同的时间内多“摸”几个部分，所得信息综合在一起，对比分析，对“大象”的形状形成正确判断的概率就会提高；
- **做一个投资界勤勉的盲人：** 研究形成的投资决策，虽然不要求或者保证每次判断都对，但要做到每次都以大的概率对；因此勤奋地摄取各方面的信息（争取多“摸”几个部分），对比分析，以提供做判断的基础，以相对大的概率形成正确的判断，非常有必要。

投资：“富丽”的人生，从“复利”开始

$$1.01^{365} = 37.783$$

$$0.99^{365} = 0.026$$

第五部分 开卷有益

推荐阅读一些书或文章

推荐阅读：书籍，文章

- 日本通商产业政策史，全17卷，第一卷是总论
- 乌合之众，勒庞
- 苏黎世投机定律，Max Gunther
- 中国近代史，徐中约
- 中国历史精神，钱穆