

7月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，定调了下半年的货币政策和财政政策。同日，央行货币政策司发布公告，宣布进行5020亿元的MLF操作，两项政策连续出台，现进行初步解读，以飨读者。

积极的财政政策有助于刺激GDP增长

会议提出，积极财政政策要更加积极。聚焦减税降费，在确保全年减轻市场主体税费负担1.1万亿元以上的基础上，将企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业，初步测算全年可减税650亿元。对已确定的先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税返还的1130亿元在9月底前要基本完成。加强相关方面衔接，加快今年1.35万亿地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。

今年上半年由于政府部门对于项目的合规性审查进行了加强，使得部分基建项目的进度未能按照预期推进，此次会议提出加快基础设施建设，对于先进制造业等的增值税留抵退税返还，尤其是明确提出加快地方政府专项债券发行和使用，符合要求的基建项目落地时间可期。财政部副部长刘伟解释说，“加快”两个字，是按照今年预算安排，希望在第三季度和第四季度把1.35万亿专项债券中尚未发行的部分，根据项目准备情况，由地方政府按市场化原则协商金融机构平稳有序发行。

另一方面，上半年财政收入增长加快，回旋余地相对较大，为企业减轻负担、提供流动性成为当前政策的主要着力点。对此，财政部税政司司长王建凡介绍，财政部将会同税务总局等部门迅速行动，抓紧制定操作文件。目前，深化增值税改革、降低收费、进一步支持小微企业和鼓励创新创业等减税措施已基本落地，装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电网企业增值税期末留抵退税工作正有序开展，个人所得税改革正在履行修法程序。

松紧适度的稳健货币政策 说明对杠杆的管理仍未放松

在货币政策方面，会议提出，稳健的货币政策要松紧适度。保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币信贷政策传导机制，落实好已出台的各项措施。通过实施台账管理等，建立责任制，把支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税等政策抓紧落实到位。引导金融机构将降准资金用于支持小微企业、市场化债转股等。鼓励商业银行发行小微企业金融债券，豁免发行人连续盈利要求。

7月是传统的税收大月，对于企业而言，短期流动性较为紧张，部分企业债也在近期集中偿还，在这样的背景下，就在国务院常务会议当天，央行再次开展5020亿元的1年期MLF操作，这也是迄今为止单次规模最大的MLF操作，对冲1700亿元逆回购到期量后，实现净投放3320亿元。今年以来，经济下行压力主要受到融资方面的影响，这次国务院常务会议未提及去杠杆，而是采用了“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”的表述。

事实上，在央行近段时间以来的净投放助力下，近期流动性充裕，缴税高峰平稳度过，货币市场利率整体回落，短端利率下行较快。具体来看，上周以来，上海银行间同业拆借利率（Shibor）全面下行，Shibor隔夜、7天期、1个月、3个月利率分别下行13.40个基点、1.10个基点、2.50个基点、7.70个基点；银行间质押式回购利率短降，隔夜、7天期利率分别下行12.69个基点、5.68个基点；3个月同业存单利率也大幅下行，从6月中旬的4.6%下降至3.7%。

求稳定、扩内需、保增长仍是当前财政金融工作主题

会议要求保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间。财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局。会议认为，激发社会活力，推动有效投资稳定增长，是推进供给侧结构性改革补短板、巩固经济稳中向好势头、促进就业的重要举措。

国家统计局日前发布的数据显示，上半年，全国社会消费品零售总额达到18万亿元，同比增长9.4%；最终消费支出对经济增长的贡献率为78.5%，比上年同期提高了14.2个百分点。“从上半年主要的情况来看，在经济增长的格局中，内需是决定力量，内需里面消费又是顶梁柱。”国家统计局新闻发言人毛盛勇表示。

毫无疑问，上半年消费数据交出了一份完美的答卷，而在投资方面，“保持经济增长稳中向好、更有效服务实体经济，关键要促进财政货币政策更好协同发力。”全国政协常委、财税专家张连起说，此次会议释放出下一步宏观政策发力的积极信号，积极的财政政策将在减税、投资上更加积极，货币政策则会保持合理充裕，从而更有力服务宏观大局。

在贸易压力的大背景下，保持经济增长率是应对压力的最有效手段，近期密集出台的政策在整体资金面偏紧的情况下，将解决大量就业的中小企业提到了很高的位置上，但是如何确保资金能够真正流到中小企业手中，在未来几个月内将会面临考验。随着流动性的充裕程度和稳定性的提升，经济结构调整和产业升级仍将会稳步进行。

睿视点

中航证券 薄晓旭

近期，由中国旅游研究院和携程旅游网大数据联合实验室共同发布了《2018年暑期旅游大数据报告》，报告根据往年暑期市场情况，结合中国旅游研究院按季度开展的中国城镇和农村居民出游意愿调查及携程平台游客预订情况和火车、航班等运力数据，对今年暑期旅游消费情况和市场规模进行分析，同时发布了暑期人气最旺的目的地、出境游国家与地区等排行。整体来看，暑期旅游市场呈现以下特征：

国内游维持高景气

中国旅游研究院开展的城镇和农村居民出游意愿调查数据显示，三季度居民总体出游意愿高达86.4%，选择8月出游的比例最高。根据携程平台游客预订情况和火车票、航班等运力数据预测，在全年超过50亿人次的国内旅游者中，暑期出行比例和出境游游客规模预计都将达全年出游量的五分之一。二孩线路、亲子游、私家团等产品热销，国内外游学夏令营供不应求。从出游目的地来看，国内热门城市包括三亚、北京、桂林、昆明、厦门、丽江、张家界、贵阳、兰州、西安等，多个城市和景点因为小视频爆红，也显示出新生代旅游主力人群消费更加个性化、潮流化。

花费方面，预计暑期游客人均消费将达到4000元，比2017年暑期多15%，其中，国内跨省游人均花费2800元左右，出境游人均花费超过6000元。随着居民可支配收入的不断提高，旅游消费逐渐常态化，“80后”“90后”成为旅游的主力人群，这一人群可支配

暑期旅游大数据发布，行业延续高景气



时间和金钱相对于“60后”“70后”更多，在时间和行程的自由度上更有把控力；加之更加丰富的旅游产品、更加完善的高铁网络以及在线平台的发展，未来几年国内游市场有望维持高景气。

亲子家庭游成为出游主力

近年来亲子游市场持续高速增长，消费升级推动供给端结构性变革，使得市场上亲子游产品更加多样化。从暑期预订信息来看，携程平台亲子家庭游占比为58%，同程平台亲子家庭游占比接近80%，主题乐园、动物园、海洋馆及玩水等亲子游传统热门主题的客流量从7月中旬开始进入加速上升区间。从线路上来看，国内长线亲子游热门线路主要集中在上海、广州、杭州、北京、天津、宁波、苏州、常州、南京等亲子游资源丰富、高铁沿线核心城市；出境亲子游热门线路集中于港澳、日本、澳大利亚、新西兰、美国、英国、法国等目的地。

其中，以研学性质的线路最受欢迎，具体细分需求方面，国内研学旅行最热门的是各类主题夏令营，包括科普夏令营、各类文化深度体验项目及名校为主的研学路线，如陶瓷文化、戏曲文化等主题研学旅行，以及北京、上海等地名校研学旅行，出游时长在一周左右，费用在2000~8000元每人，行程一周以上的高端长线研学线路费用在万元以上。境外游学则基本以发达国家为主，主要集中在美国、加拿大、英国、德国、法国、澳大利亚等主要的留学目的地，相比去年，今年的境外游学花费有小幅上涨，行程一周的线路费用一般在2万元左右，两周以上的行程费用则在3万元以上。

随着二胎放开、二孩时代到来，近年来亲子游市场经历着爆发式增长。根据驴妈妈平台的预计，到2018年末，我国亲子用户将达到2.86亿个，市场规模达到500亿元，同时，IP化、娱乐化、主题化、科技化也成为消费升级背景下

亲子产品的发展方向。

出境游继续升温

受国内经济增长、三四线城市活跃度提升影响，中国出境旅游市场与消费持续增长，2017年下半年以来出境游整体呈现回暖态势，行业景气度提升。国家移民管理局的数据也显示，2018年上半年全国各类出入境证件签发量达7856.4万件次，与2017年上半年相比增长18.2%；全国出入境边防检查机关共检查出入境人员3.1亿人次，同比增长7.7%，其中，内地居民出境人数增幅明显，共出境7794.1万人次，同比增长14.1%。

暑期假期时间长、签证放宽、航班增加、旅行社促销等因素刺激出境游继续升温，东亚、东南亚仍是最受欢迎的目的地。值得一提的是，受2018年世界杯影响，俄罗斯在暑期出境热门国家排名中从去年的第十名开外跃升至今年的第四名，仅从携程预订旅游产品赴俄的游客就超过5000人，其中“90后”“00后”占三分之一，年轻一代已崭露头角，成为出境游新主力。出境游热门目的地包括泰国、日本、新加坡、俄罗斯、西班牙、美国、越南、马来西亚、英国、意大利等地。

短期来看，人民币贬值一定程度上遏制了出境游需求，但从长期趋势来看，随着国内经济水平的提高、居民可支配收入的提升，出境游需求仍然不减，加之未来出境消费下沉，二三线出境游渗透率提升，预计出境游市场规模将保持稳定增长，国内出境人次继续攀升。

视频网站抢食院线市场，影院或将成为一门亏钱的生意？

中航证券 裴伊凡

日前，爱奇艺发布《2017网络大电影行业发展报告》，报告公布了2018年6月份爱奇艺网络电影的月分账票房排行榜和2018年年分账票房总榜。数据显示，截至6月30日，2018年上半年爱奇艺网络电影TOP10总票房分账超1.8亿元，相当于院线电影5.4亿元票房成绩。除了商业上的突破，2018年上半年，网络电影市场在指导部门和平台的规范化策略下，呈现出精品持续涌现，多种类型开花，青年人才涌现的发展态势。毋庸置疑，随着资本和人才的持续进入，中国网络电影市场近两年实现了票房数据、题材创新和制作水准的飞跃，行业正在经历裂变式成长，迎来更加激烈的结构化升级，是电影市场内容产业端不可忽视的新生力量！

根据艺恩的数据，2017年网络视频用户规模达到5.65亿人，是网络娱乐领域用户使用率最高的应用。视频用户进入全民化时代。而从2010年前后开始尝试的付费服务发展到今天，视频网站付费会员总数超过1.7亿人次，比例已经达到会员总数的42.9%。不论你接受与否，视频已经正式进入付费时代，内容货币化发展势头之强劲令人惊叹，对于传统的院线市场无疑是巨大的挑战。

一方面，视频网站的内容日益丰富，分流了相当一部分用户的娱乐时间。在碎片化娱乐消费的社会环境下，越来越多的人会选择网上观看电影取代线下

影。网络电影实则是中国电影市场独有的时代产物，在互联网高速发展的大背景下孕育而生，满足了细分人群和地域的差异化观影需求，不受时间和空间的限制，是传统院线市场的完美补充，丰富了电影发行的渠道，不仅延长了院线大片的上映时间，更为小众的影片带来了更多的长尾可能性。

经过近五年发展，中国网络大电影内容产量从2014年的450部提升至2017年的1800余部，无论是单片投资规模还是内容品质方面都有了质的提升，内容结构化升级，成为中国电影工业道路上一支强劲的生力军。目前，视频网站的竞争已经进入白热化阶段，独播内容成为用户卡位战的核心竞争力，而内容质量的提升是持续拉新、维护、留存VIP会员的不二之选，版权、分账等收益将进一步推动平台工业化水平，在传统影视娱乐市场外不断探索纯网发行电影新模式，挖掘更多的盈利增长点。

另一方面，艺恩数据显示，2017年我国票房同比增长13.45%，而银幕数量2017年同比增长为23.3%，这意味着银幕扩张的速度远超过票房增速，也意味着市场上存在着大量影院供给过度，摊薄了收入端，2017年影院毛利率普遍出现下滑，甚至有的出现负毛利率现象，可见行业竞争之激烈。

我国影院数量迅猛增长始于2012年，截至2017年年底，短短6年间，共增加了5302家影院，累计增长131.24%。从不同规模来看，2017年中

型影院（5~7个厅）是最典型的影院类型，以44.5%的数量占据全国45.0%票房份额，银幕数量、座位数量、观影人次和覆盖场次最多，其特点为放映空间适当，投资和运营成本相对较小；小型影院（2~4个厅）数量占比30.5%，票房占比仅7.9%；大型影院（8~10个厅）数量以16.5%的数量获得35.1%的票房，其在规模、票价、场次等方面的优势明显。此外，超级影院（≥16个厅）数量增至36家，同比增长28.6%。

运营效率方面，规模越大（厅数越多）的影院平均票价和平均上座率通常越高，观影体验更好，排片也更灵活，当然运营成本也随之增加，并存在一定的资源限制风险，因此适当的硬件规模设置和资源利用才能发挥最佳运营效率。

从影院地域分布来看，一二线城市仍然是主战场，影院市场较三四线城市相对成熟，能够带来稳定的票房产出效率。2017年，全国影院布局下沉较明显，五线城市新增影院数量同比增长10.3%，有望成为小镇青年主流的娱乐方式，未来市场潜力可观。

从影院硬件技术来看，技术的更迭能够为观众带来更好的观影体验，是票房

增长的直接驱动力。2017年全国影院中，3D影院基本达到全覆盖。在技术的驱动下，杜比和巨幕影院增速明显，杜比全景声影院为786家，同比增长20.2%，其中含杜比影院的影院为30家，同比增长2.5倍；杜比全景声影院票房23.5亿元，同比增长30.2%。IMAX影院为488家，同比增长28.1%；票房18.9亿元，同比增长3.9%。巨幕影院为260家，同比增长39.0%；票房7.0亿元，同比增长36.9%。

2017年可以说是影院市场跑马圈地的一年，也是票房大盘增长的主要动力之一。供需决定市场价格，快速飙升的影院数量，随即拉升起了场地租金价格，影院经营成本攀升，叠加视频网站的受众分流，将进一步加速影院坪效的下降。影院作为需要精细化运营的重资产，租金、水电、人工都是实实在在的成本，面对内忧外患的压力，影院想要提高经营效益，凭借优质的观影体验和丰富的场景化营销，吸引更多线下人流，创造更多的消费需求，是未来商业模式探索的必然选择。



金融课堂

融资融券交易，又称“证券信用交易”，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券或借入证券并卖出的行为。融资融券交易的投资者必须提供一定的担保和支付一定的费用，并在约定期内归还借用的资金或证券。

融资融券业务提供了新的证券投资模式，增强了证券市场资源配置功能，而另一方面，也增加了证券市场风险，投资者应该注意以下几方面的风险：

1. 杠杆交易风险

融资融券业务具有杠杆效应，在放大投资收益的同时也放大了投资风险。投资者将股票作为担保品进行融资融券交易时，既需要承担原有的股票价格下跌带来的风险，又要承担融资买入或融券卖出股票带来的风险，同时还须支付相应的利息和费用。

2. 强制平仓风险

投资者与证券公司间除了普通交易的委托买卖关系外，还存在债权债务关系。证券公司对于投资者信用账户的资产负债情况实时监控，在一定条件下可以对投资者担保资产执行强制平仓。

3. 监管风险

监管部门和证券公司在融资融券交易出现异常或市场出现系统性风险时，都将对融资融券交易采取监管措施，以维护市场平稳运行。

运行。

因此，投资者在进行融资融券交易前，要充分理解自身权利和义务，以及其中可能存在的风险，并通过以下几个方面做好风险防范。

一是要做好承受风险的心理准备，投资者要根据自己的风险偏好和风险承受能力决定是否参与。

二是要注重流动性管理。投资者需要全程监控保证金，保证其不低于所要求的维持保证金比例。融资融券交易使得投资者的行为更加短期化，所以投资者应加强资产的流

动性管理，尽量在基本稳定的宏观经济和市场环境中运用融资融券，并控制交易规模。

三是密切关注下列情况：融资融券整体余额以及个人融资融券余额变化情况；融资融券的额度、期限、利率，可充抵保证金的有价证券种类和折扣率，强制平仓的方式及其他有关事项。

总之，投资者应高度重视融资融券业务的“双刃剑”效应，学习融资融券业务的规则，熟悉证券公司的相关规定，增强对融资融券交易风险的认识，只有这样才能运用好这项业务，使其产生正面价值。

中航证券 李莹

融资融券业务风险及防范事项

特别声明：本文仅代表作者观点，本报仅提供信息发布平台

了解更多理财知识及正规理财产品，扫描二维码，
下载中航证券翼启手机端APP

