

2017年08月10日

銷售部 - 投資策略

宏觀點評

7月物價資料點評

2017年8月9日，國家統計局公佈7月通脹資料，CPI同比微降至1.4%，仍處低位，PPI同比繼續穩定在5.5%。我們的觀點是：通脹依然穩定，貨幣政策難鬆。

7月CPI微降。7月CPI環比上漲0.1%，同比小幅回落至1.4%。儘管鮮菜、蛋價上漲，但豬肉價格續跌，鮮果價格季節性回落，食品價格環降0.1%，但同比跌幅收窄至1.1%；暑期旅遊出行人數增多，飛機票和旅行社收費價格季節性上漲，非食品價格環漲0.2%，但同比降至2.0%。

8月CPI穩定。8月以來肉類、鮮菜等食品價格環比季節性回升，預測8月CPI環比上漲0.1%，同比或將穩定在1.5%。

7月PPI走平。7月PPI環比上漲0.2%，但基數也有攀升，同比繼續穩定在5.5%。從行業來看，黑金、有色冶煉加工價格環比漲幅擴大，是PPI上漲的主要貢獻，煤炭采選降幅收窄，油氣開採、石油加工降幅擴大。

8月PPI續穩。8月以來煤價有所走弱，但鋼價續漲，油價再度被上調，預測8月PPI環比上漲0.3%，同比穩定在5.6%。

貨幣政策難鬆。雖然近期商品、食品環比漲價，但食品上漲主要來自季節性，再加上去年商品價格基數也在大幅走高，整體通脹依然穩定。央行最近表態繼續實施穩健中性的貨幣政策，處理好穩增長、調結構、控總量的關係。其中控總量是在金融工作會議上首次提出，意味著未來貨幣總量增長將會受到約束，貨幣政策難以放鬆。

債券點評

7月債券託管資料點評

1) 7月地方債和存單發行大增，國債、信用債供給上升，政金債小幅縮量。7月中債登和上清所託管量新增1.49萬億，增量環比上升3184億。其中，地方債新增7538億，增量環比增加2925億；同業存單供給繼續增長，7月持有量增加4331億，環比增加491億；記帳式國債新增1924億，環比增加85億；政金債減少126億，增量環比下降971億；信用債的供給小幅增加，其中企業債新增371億，短融超短融減少668億，中票增加693億。

2) 廣義基金：7月持倉繼續增加，仍以同業存單為主。7月廣義基金持倉量增加6646億，增量環比減少1377億，其增量佔機構新增總量的比例為45%。券種方面，同業存單增持最多，為4296億，相比6月增加

1009 億；國債增持 792 億，政金債增持 368 億，中票增持 727 億，企業債增持 192 億；短融超短融類減持 200 億。

3) 商業銀行：持倉大增，以國債和地方債為主。7 月商業銀行持倉量增加 8087 億，環比增加 3636 億，其增量佔機構新增總量的比例為 56%，是最主要的增持機構。分機構和券種來看，大行增持國債 832 億，減持同存 1151 億、政金債 802 億、短融超短融 406 億、中票 142 億；城商行增持國債 540 億、政金債 168 億、中票 99 億，減持同存 107 億；農商農合增持同存 675 億、中票 84 億、企業債 81 億、政金債 43 億、國債 37 億、短融超短融 18 億。總的來看，受地方債供給大增的影響，商業銀行 7 月份僅增持了國債，政金債、同存、信用債等配額受到擠佔，7 月均有所減持。

4) 保險、券商持倉均下降。7 月保險持倉下降 1161 億，增量環比增加 1914 億，全面減持了同業存單 546 億、記帳式國債 538 億、政金債 134 億、商業銀行債 68 億、短融超短融 51 億、中票 18 億、企業債 9 億。券商持倉量減少了 655 億，增量環比下降 1641 億，主要減持了 77 億的中票、35 億的同業存單、29 億的短融超短融、29 億的政金債和 15 億的企業債，增持了 9 億的國債。

5) 境外機構和外資行小幅增持。7 月境外機構債券持倉量增加了 399 億，增量環比上升 38 億，主要增持了 378 億的國債和 11 億的同業存單，減持了 4 億的政金債。7 月外資行持倉量增加 254 億，增量環比下降 93 億，主要增持了 149 億的同業存單、82 億的國債和 26 億的政金債。

6) 債市槓桿率季節性下降。7 月中債登待回購餘額 4.16 萬億，相比 6 月環比下降 1.1 萬億，槓桿率 109.6%，相比 6 月的 112.8% 也有季節性回落。具體到各機構來看，券商槓桿率 262%，商業銀行槓桿率 107.5%，保險槓桿率 104.5%，廣義基金槓桿率 122.7%，相比 6 月均有所回落。

7) 債市等待方向。7 月地方債發行大增，國債繼續加量，債市供給壓力凸顯；與此同時，存單供給量和廣義基金持倉量連續兩個月大幅增加，顯示出 6 月以來監管的邊際緩和。而目前來看，政策面壓力暫緩，資金面中性穩健，經濟穩中趨緩，債市震盪陷入僵局，配置盤較弱，交易盤也不活躍。未來打破僵局還要取決於經濟基本面及監管政策的變動，短期債市仍震盪為主，給予 10 年國債利率區間 3.3-3.7%。

行業與主題熱點點評

煤炭：取暖季環保限產或催生焦鋼補庫行情

動力煤供給端收縮或有利將來煤價穩定。1) 神木之後，府谷也發文表示從 8 月 10 日起嚴整煤炭運銷，加強煤管票管理（榆林煤炭網）；2) 為配合內蒙 70 周年大慶，8 月 1 日至 12 日停供火工品 12 天，對炮採煤礦生產有一定限制（搜狐財經）；3) 山西成立 10 個省級督查組，督查重點煤企（煤炭市場網）；4) 8 月起神華哈爾烏素露天礦、寶日希勒露天礦暫停生產，可能影響商品煤產量 2200 萬噸（中國神華公告）。5) 22 省上調上網電價或有利改善電企盈利空間，穩定煤價（北極星電力網）。我們認為 19 大召開前安檢難言放鬆，嚴安檢已是常態，不會影響過多產量。

動力煤旺季高點或現，短期難言拐點，中期走進淡季仍是趨勢。天氣仍然炎熱，神華上調 8 月長協價 8-13 元/噸（煤炭資源網），但旺季最大的日耗可能已現（本周沿海六大電廠庫存下降 4.1% 至 1189 萬噸，日耗

煤量下降 11.6%至 75 萬噸，可用天數回升至 15.9 天），故，雖然本周有一系列可預期利好，秦港 5500KC 仍下跌 0.6%報 632 元/噸。

取暖季鋼鐵限產或催化 8 月補庫行情，9、10 月旺季值得期待。近期政策提出：京津冀採暖季鋼鐵限產 50%，焦化限產 30%（21 世紀經濟報導）。如果取暖季不能正常生產，企業可能需要提前備貨，導致短期煤鋼需求增加，而 wind 數據顯示，7 月最後一周，鋼廠焦煤庫存仍在下降（環比-1%，同比-15%，處於低位），焦化廠焦煤庫存增 2.6%至 701 萬噸。我們認為，庫存雖有增長，但並沒有過快增長，是在近期天氣過熱，開工需求受影響的條件下完成的。

地產資料下滑仍受淡季天氣因素影響，基本面趨勢難言拐點。7 月主要 40 城地產銷量同比增速回落至-23%（wind 數據），百城土地成交面積大幅回落，但淡季拿地少本來就屬於歷史規律，市場有些擔憂屬於正常，但我們認為，目前暫時難言基本面趨勢下滑。這和天氣因素關係很大，7 月中旬重點鋼企粗鋼產量 1858 萬噸，環比+0.44%（中鋼協）。8 月 4 日，唐山鋼坯價報 3600 元/噸，較前一周+3.7%（wind 數據）。

投資建議：焦煤股仍值得看好，焦煤供需旺盛的格局有望保持到 10 月份。發改委制訂了動力煤價上下限，調控目標只是讓動力煤煤價回歸合理綠色區間。仍然建議關注所有焦煤公司：潞安環能，平煤股份，冀中能源，山煤國際，上海能源，中煤能源，陽泉煤業，兗州煤業，陝西煤業，中國神華，新集能源，藍焰控股，瑞茂通，開灤股份，*ST 鄭煤。

風險提示：內蒙安檢結束，產能會有增長，政策實施時間和力度不確定，去產能慢於預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。