

行業與主題熱點點評

石油天然氣：《中國天然氣發展報告》（2017）白皮書發佈，行業市場化體制改革不斷深化

《中國天然氣發展報告》（2017）白皮書發佈。據中國經濟導報報導，近日由國家能源局油氣司、國務院發展研究中心資源與環境政策研究所、國土資源部油氣資源戰略研究中心聯合編寫的《中國天然氣發展報告》（2017）白皮書（以下簡稱“白皮書”）在於北京舉行的“2017年能源大轉型高層論壇”上發佈。白皮書指出，充分肯定天然氣的低碳性和清潔性，深化天然氣體制改革，全面放開競爭性環節，加強輸配等環節監管，降低用氣成本，帶動天然氣大規模高效利用，大幅提高天然氣在一次能源消費中的比重。由此，也進一步明確天然氣作為我國主體能源之一的戰略定位。

相關規劃密集出臺，天然氣行業迎來發展春天。2016年下半年以來天然氣行業相關規劃政策陸續出臺，為天然氣行業未來快速發展奠定基礎。根據國家發改委發佈的《天然氣發展“十三五”規劃》，2020年國內天然氣產量2070億方（年均增速8.9%），城鎮人口氣化率57%（2015年為42.8%），佔一次能源消費比例8.3%~10%（2015年為5.9%）；天然氣管道里程10.4萬公里（年均增速10.2%），幹線輸氣能力超過4000億方（年均增速7.4%）。天然氣行業迎來發展春天。

上游：推進油氣資源勘探開採體制改革。我國積極推進長寧、威遠、涪陵等葉岩氣示範區建設，推進葉岩氣規模、商業化開發。為加快推進貴州省葉岩氣勘查開發，國土資源部委託貴州省人民政府組織實施對貴州省正安葉岩氣勘查區塊探礦權拍賣出讓。上游勘探開採體制改革有序推進。

中游：加強管輸環節價格管理、成本監審降低輸配價格。2016年10月國家發改委正式公佈《天然氣管道運輸價格管理辦法（試行）》和《天然氣管道運輸定價成本監審辦法（試行）》，根據新規規定，天然氣管道運輸價格按照“准許成本加合理收益”原則，實行政府定價。2017年6月，國家發改委印發了《關於加強配氣價格監管的指導意見》，確定了配氣價格制定方法和延伸服務收費原則，指導地方加強配氣價格監管，降低偏高的配氣價格。

下游：推進天然氣利用及價格市場化。2016年下半年來關於推進天然氣價格市場化的政策陸續發佈，2017年4月上海市發改委發佈《關於調整本市工業用戶天然氣價格的通知》，《通知》提出下調工業用戶天然氣銷售（基準）價格0.4元/立方米，化學工業區用戶天然氣銷售（基準）價格下調0.1元/立方米。工業用氣價格下調有助於降低企業的用能成本，推動天然氣的需求。

重點關注上市公司：隨著天然氣行業市場化體制改革以及價格改革不斷深化，天然氣終端價格有望進一步下降，未來天然氣需求有望維持高速增長，進而推動天然氣全產業鏈發展，建議關注新奧股份、中天能源等天然氣產業鏈佈局完整的公司。

風險提示：天然氣需求不及預期、天然氣價格大幅波動、相關政策推進不及預期等。

【宏觀專題報告】居民加槓桿，還剩多少空間？

本輪房地產市場的繁榮主要依靠居民大規模舉債支撐，我國居民部門杠桿率近兩年在迅速飆升。在經歷過瘋狂加槓桿後，居民部門還剩多少負債空間？槓桿的背後存在哪些結構性問題？我們不妨來做一些測算。

居民槓桿飆升，換來地產繁榮。如果考慮到長短期貸款、住房公積金貸款，我國居民部門債務佔 GDP 的比重 17 年 7 月已經突破了 53%，如果按照當前速度擴張，到 2017 年底預計將達到 56% 左右。而在 2007 年的時候，我國居民部門的債務率還不足 20%。美國居民部門債務率從 20% 提升到 50% 以上用了接近 40 年時間，而中國用了不到 10 年，我國居民部門槓桿率飆升速度之快可見一斑。居民部門加槓桿，換來了房地產市場的繁榮，是近兩年我國經濟短期回升的主要動力。根據我們的測算，去年房地產相關行業貢獻了 35% 的經濟增長，而今年上半年雖然有所回落，但貢獻率依然有 27%。

房貸並未大降，短貸開始飆升。居民中長貸高增長已可謂眾所周知，而真正值得關注的是，居民短期貸款增速也在大幅回升。今年以來，居民短期貸款餘額增速大幅回升到 15%。消費性貸款爆炸式的增長，是居民短期貸款激增的主要推力。17 年前 7 個月，居民新增消費性短期貸款 1.06 萬億，累計同比多增 7137 億，而去年全年僅新增消費性短期貸款 8305 億。短期消費性貸款的爆發式增長同樣可能與地產銷售密不可分，去年下半年以來銀行房貸額度逐漸受限，部分居民購房貸款或借道短期消費貸款完成。此外，短貸高增背後可能還有其它幾個原因：近兩年購房開支驟增對居民部門整體消費能力有一定透支，部分消費依賴貸款實現；新一代 80 後、90 後、甚至 00 後居民借貸消費的意向更強一些；銀行有動力投放收益更高的消費信貸。事實上，除了銀行體系提供的貸款，近幾年迅速發展的互聯網金融也增加了居民的負債途徑，而這裡面絕大部分並未顯示在銀行的資產負債表上。

債務近超收入，上升空間有限。我國居民部門進一步加槓桿的空間還有多大呢？美國居民部門債務佔 GDP 的比重最高是在 2007 年，接近 100%，但隨著房地產泡沫破滅，逐步下降到了當前 79% 的水準；當前日本居民部門債務佔 GDP 的比重也在 70% 以上。所以與美、日相比，我國居民部門槓桿率僅超過 50%，看似還有一定的上升空間。但要衡量居民部門的償債能力，還要考慮居民部門分配到了多少可支配收入。我國居民部門債務佔居民可支配收入的比重已經達到了 90%，美國當前僅有 106%，日本的這一比例從 90 年代以來基本都低於 100%，再考慮到中國居民部門從父母、親戚、朋友獲得的隱性負債，我國居民加槓桿的空間已經不多。此外，目前我國居民淨存款比 16 年初縮水了 16%，已降至 13 年初水準，也意味著居民舉債空間並不大。

企業槓桿未降，金融過度繁榮。中國整體槓桿率偏高的主要原因在於企業部門債務過重，但近幾年企業部門去槓桿的效果並不明顯。2015 年以來，居民部門的槓桿率從不足 40% 提升到 50% 以上，政府部門從 43% 提高到 58%，但居民和政府部門刺激出來的需求改善，並沒有換來企業部門槓桿率的下降，企業部門槓桿率從 125% 進一步上升到 136%，經濟整體槓桿率從 208% 上升至 248%。根本原因在於金融部門過度繁榮，貨幣持續超發，導致了企業和居民輪番加槓桿。長期來看，必須堅持中性偏緊的貨幣政策，控制貨幣總量，打破剛兌、讓市場出清，同時進一步推動經濟改革，才能提高經濟的運行效率，真正實現經濟去槓桿，經濟也才能健康的運行。

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。