

宏觀

環保限產，影響幾何？

環保風暴來襲。生態文明體制改革是此輪改革的重要構成，近期受到中央的高度重視，環保相關政策密集出臺。部委層面，環保部牽頭4部委6省市聯合印發《京津冀及周邊地區2017年大氣污染防治工作方案》，旨在強化“2+26”城市冬季大氣污染防治，全面降低區域污染排放負荷，涉及行業多達16個。中央層面，16年中央環保督察組成立，不僅實現31個省市全面覆蓋，督察力度也逐批上升，前三批督察問責、約談人數累計過萬，拘留人數過千。當前第三批中央環保督察已進入督察回饋階段，第四批也已完成督察入駐。

綠水青山就是金山銀山。環保政策加碼源於當前環境狀況持續惡化。以大氣污染為例，中國PM2.5濃度是美國的7倍、全球均值的1.3倍。環境惡化的根源在於以往中國經濟以工業投資驅動，石化、鋼鐵、煤炭、水泥、有色、化工等高耗能高污染行業是罪魁禍首，它們在支撐經濟增長的同時，也帶來了污染。從發達國家經驗看，治理污染有賴於經濟結構調整，隨著工業供給收縮，污染物排放量隨工業化率同步見頂回落。習主席曾指出“綠水青山就是金山銀山”，新常態下經濟更應注重增長的品質，從排汙到治汙勢在必行。

環保約束產能改善供需。從整體看，近幾年來中國環保政策不斷加碼，對高污染高耗能行業的無度擴張形成約束，過去5年來，石化、鋼鐵、煤炭、水泥、有色、化工等行業投資增速逐年下滑。而從具體行業看：

鋼鐵行業是16、17年去產能重點行業，16年大幅去產能6500萬噸，產能利用率觸底回升。《方案》要求重點城市鋼鐵限產50%，將對生產形成約束。7個重點城市鋼材產量占全國1/5，錯峰生產將導致產量縮減3600萬噸，若28個城市均錯峰生產，產量將縮減6400萬噸，17年鋼材產量或現負增長。

水泥行業過去幾年自主去產能，12年以來新增產能逐年下滑，16年降至2000萬噸、低於新增產量。《方案》要求不承擔民生任務的水泥企業全部實施錯峰生產。16年28個城市產量占全國的1/5，而17年前7月全國水泥產量同比僅增長0.3%，因而錯峰生產或將導致17年產量出現負增長。未來四年水泥行業將壓減3.9億噸熟料產能，熟料、水泥產能利用率將升至80%、70%。

煤炭行業過去幾年在逐步降低新增產能的同時，也加大力度淘汰落後產能，16年大幅去產能2.9億噸，引發煤價大漲。雖然《方案》中未提及煤炭行業錯峰生產，但受下游鋼鐵等行業錯峰生產影響，煤炭需求、生產或雙雙走弱。

電解鋁行業產量和產能保持穩定增長，《方案》要求電解鋁、氧化鋁限產30%。冀豫魯晉四省電解鋁產量、產能占比約40%，豫魯晉三省氧化鋁產量、產能占比80%，環保限產意味著採暖季電解鋁產量縮減12%、氧化鋁產量縮減24%。未來電解鋁、氧化鋁產能將持續收縮，產能利用率有望繼續回升。

火電行業當前產能利用率仍處低位，產能仍待去化。火電不在錯峰限產之列，短期影響較有限，但《方案》對火電行業實行了排汙許可證的控制制度，未來供給收縮力度或有所提升。

從復蘇到滯脹、盈利改善受阻。環保限產令高污染高耗能行業供給收縮，並引發工業品價格短期上漲。但與16年去產能所不同的是，17年環保限產對產量也形成了約束，因而17年很難出現16年“產能降產量升”的局面，工業品也將由“量價齊升”轉為“量縮價漲”。從宏觀角度看，16年工業產品的“量價齊升”對應的是經濟復蘇，而如果工業品步入“量縮價漲”階段，對應的經濟環境是滯脹，亦即經濟沒有增長，但是價格顯著提升。而在滯脹階段，一方面原材料價格上漲，同時貸款利率趨於上升，上游和銀行等行業明顯受益，但由於需求回落，中下游行業難以轉嫁成本，將顯著受損，因而整體看企業盈利難以繼續擴張。

債務週期分析——中國經濟分析框架

人口紅利消失，貨幣驅動增長。勞動力、資本和技術進步是驅動經濟增長的三大要素，由於勞動力供給下降，而技術短期穩定，從要素角度看如果不願放棄高增長目標，穩增長就只能靠增加資本投入。08年後每次穩增長都是靠投資，從09年到16年為了創造8.2%的平均GDP增速，中國每年投資增速高達19%，年均社會融資增速高達22%，廣義貨幣增速高達16%。

貨幣持續超發，債務急劇膨脹。00-08年中國貨幣與經濟增速匹配，M2/GDP穩定在140%左右。但09年開始，巨額貨幣投入並未增加中國經濟增長的潛力，導致貨幣增速與中國經濟增長脫節，M2/GDP逐年創新高。美國上世紀70年代以及本世紀頭十年均出現過貨幣增速與經濟增長的顯著背離，均與勞動力供給下降引發的潛在經濟增速下滑有關，也都引發了巨大的經濟後果。

中國債務結構，輪番加杠杆。由於貨幣持續超發，中國經濟債務問題日益嚴重。中國各經濟主體總負債率16年末接近370%，而08年這一比值還不到200%。09年-15年，企業部門債務率持續上升。企業部門負債/GDP從08年末的80%升至15年末的130%，16年去產能政策改善企業盈利，企業部門負債率維持在130%的高位。15年以後，居民和政府部門債務率大幅上升。最近3年的居民總負債累計增加約20萬億。14年末居民部門負債/GDP僅為40%，17年末預計將達56%。14年末政府部門負債/GDP為43%，到16年末升至56%。08年以後，伴隨著企業、居民和政府三大部門的債務擴張，金融部門的負債擴張最為顯著。09年開始銀行的非存款負債持續擴張，16年末銀行非存款負債/GDP高達130%，比08年末翻了一番。

地產泡沫嚴重，匯率長期承壓。美國兩次貨幣超發，70年代引發高通脹，00年後引發地產泡沫。中國09年後貨幣超發主要體現為房價上漲，M2增速與房價漲幅高度一致。貨幣超發也使匯率出現長期貶值壓力，外儲從14年的4萬億美元降至如今的3萬億美元左右，人民幣兌美元匯率一度貶值超10%。

去杠杆四法。去杠杆有四種方法：一是降低利率，亦即降低債務的擴張速度；二是債務減記，通過破產重組減少債務規模；三是提高通脹，降低債務的相對價值；四是提高經濟增長潛力。前兩種方法是降低杠杆率的分子，後兩種是增加杠杆率的分母。14-15年股債雙牛，降利率未能降杠杆。14-15年我國實施了低利率政策，雖然資本市場反應積極，但中國經濟杠杆率不降反升。如果利率下降導致政府舉債衝動激增，遠超居民和企業債務的下降，那麼低利率對降杠杆也是無效的。16-17年商品價格上漲，去產能未能推升通脹。16年開始供給側改革推進，鋼、煤等價格大幅上漲，PPI從15年最低時的-6%回升至目前的5.5%，推動上游企業盈利顯著改善。但下游需求乏力，消費品物價指數CPI持續低迷，意味著上游漲價並未向下游傳導，未來一年PPI重新向CPI回歸將是大概率事件。債務減記，打破剛兌。日本在債務減記方面步履蹣跚，泡沫經濟破滅以後日本銀行的壞賬長期未得到剝離，阻礙了經濟的出清。這與美國在次貸危機以後主動讓雷曼倒閉，積極剝離銀行壞賬形成鮮明對比。我國打破債務剛兌的進展也依然緩慢。改革供給要素，提高生產效率。長期來看，走出債務泥潭最有效的是提高經濟增長潛力，供給側改革指出了新的方向。經濟學上與供給對應的是經濟的各項生產要素，包括勞動力、土地、資本和技術進步等等，而這些生產要素都有提高的潛力。

貨幣放不放水，選擇決定未來！與供給側改革相應，需要的是真正穩健的貨幣環境，不能持續放水。美國雷根時代的供給改革之所以成功，離不開沃克爾當時收緊貨幣，提高利率，降低了通脹，使得落後的產業真正被淘汰。過去央行都沉迷在貨幣放水不可自拔，化身為經濟增長的使者，殊不知長期來看經濟增長和過量貨幣無關，而貨幣只會推動價格上漲，因此未來到底貨幣放不放水，要長痛還是短痛，是一個選擇。

8月外儲增加，流動性緊平衡——8月外儲資料點評

8月外儲增加。外管局公佈8月外匯儲備餘額為30915.3億美元，環比增加108.1億美元，連續第七個月回升。估值效應影響正向。8月美元指數小跌0.2%，歐元、日元對美元分別升值0.6%和0.3%，而英鎊對美元貶值2.1%。8月美、歐、英、日國債收益率分別下行18、19、18和7個BP，債券價格上漲。估值效應整體對外儲餘額影響正向。

匯率大幅升值。特朗普政策推進低於預期，朝核問題加劇不穩，8月美元維持弱勢，短期還需關注美稅改及聯儲縮表進展。而8月人民幣繼續走強，對美元大幅升值2.0%，資本流出壓力顯著緩解，匯率短期仍強。

流動性緊平衡。考慮到財政支出等因素，央行近期持續回收流動性，預計人民幣升值後8月外匯占款投放有望轉正，而8月央行累計淨回籠4080億，我們估算8月末超儲率仍在1.1%左右低位，金融市場整體流動性仍處緊平衡。

策略

期貨策略：量增價跌，股市期市中場歇息還是上攻見頂？

1、股期聯動態勢加強。市場在今年五窮六絕七翻身的基礎上，期市股市雙雙創出新高。8月21號萬德商品指數突破三重頂，率先創出2015年底以來大宗商品行情的新高，8月25日監管層表示市場走得穩得益於監管，上證綜指在金融與週期股共同發力下，突破3300箱頂，也創出了2016年初2638點以來的新高，股期聯動成為過去17年來第三輪連袂上漲，目前兩市聯動程度有進一步加強趨勢。

2、大宗創出新高，投資環境利多商品。大環境看美聯儲步入加息通道、中期看全球經濟復蘇、短期看美元指數創出新低，國內經濟看，預計經濟底部基本確立，環保限產催生與產能疊加，包括一帶一路的深化，進一步助推大宗商品創出新高，但短期市場對金秋旺季成色產生分歧，預計市場短線震盪難免。

風險提示：警惕秋季旺季不旺與股指回踩3300點引發震盪風險。

行業點評

電子元器件：水下風光無限好，行業巨頭紛紛攜手機“下水”

iPhone 8防水等級大概率提升至IP68。距離蘋果的下一代iPhone發佈已經只幾天的時間。從15年開始，蘋果在防水功能上申請的專利不斷冒出，去年的iPhone 7防水等級達到IP67也正式發出了A公司切入防水領域的

信號，現在越來越多的消息證實蘋果將繼續增強iPhone 8的防水性能，達到IP68級別。而Home鍵整合至螢幕下方，無疑也為蘋果增強防水性能加碼；

防水手機因需而起，漸成大勢。觸水是手機的第二大殺手，因此新世紀以來不少手機廠商均敏銳地發現了手機防水的龐大需求市場，紛紛製造防水手機。在功能機時代，各家廠商的三防機的防護措施大同小異，即對各個有可能滲水的地方嚴防死守。因此防水手機較為厚重。而在智慧手機時代前期，防水膠條、密封圈以及防水膠塞是廠商們慣用的“三板斧”，經典之作便是Moto Defy。此後，SONY Xperia Z 系列樹立了防水手機標杆，納米塗層的運用也讓美觀和防水效果得以共存。目前三星S7 edge等主流旗艦均達到了IP68級防水，A公司攜iPhone 7已經快速切入該領域，國內手機廠商龍頭華為亦不遑多讓。可以預計，帶有防水防塵功能的智慧手機一定會是大勢所趨，不可阻擋，並且也會成為未來智慧手機旗艦機型的必備附屬功能和一大賣點；納米塗層是主流的防水技術，市場競爭激烈。納米塗層是一種厚度約為人類頭髮千分之一的透明薄膜塗層材料。在納米尺度下，低凸的表面可以吸附周圍的氣體分子，形成一層穩定的氣體薄膜，避免了材料與水分子的直接接觸。此時，水滴的接觸角趨於最大值，手機表面顯示出超強的疏水性能。而由於表面的孔徑又遠小於水分子使其無法滲漏，因此形成了類似於荷葉托住水珠的防水效果。納米塗層是當前最為成熟和先進的手機防水技術，伴隨著防水型iPhone的到來，防水概念的熱度將會提升，這一技術有望被更多的投資者所關注，迎來又一波的投資熱潮。目前，全球知名的納米防水技術公司包括P2i、HZO、Liquipel以及和域戰士等，市場競爭非常激烈。不過目前，在納米塗層有技術儲備的基本上都是初創公司，未來在資本助力下，市場格局可能將有大幅度變動；

蘋果“黑科技”或提供防水新思路，如何組合引發關注。除了納米塗層技術，蘋果在防水問題上也努力嘗試了差異化的解決方案。目前蘋果在防水方面申請的專利包括“通過孔口排出液體”、“隱藏式介面的電子器件”及“耐液聲學設備”等，思路各不相同，效果有待驗證。不過，改變電荷分佈、利用高彈力橡膠及“網格雨傘”均是令人期待的新技術，未來蘋果將如何組合這些“黑科技”專利，從而使iPhone的防水效果達到最佳，將是大家非常關注的焦點；

防水引入將進一步提升產品價值量，相關供應商有望大幅受益。防水手機的普及勢必引發相關部件的升級，主要包含手機的聲學元器件、防水連接件以及內部電路板。涉及廠商主要為液態矽膠、納米塗層供應商、聲學原件供應商、連接件供應商以及防水檢測設備供應商。因此，我們看好控股LSR主要供應商廣東方振的長盈精密（300115.SZ），看好蘋果聲學器件主要供應商歌爾股份（002241.SZ），建議關注港股瑞聲科技（02018.HK），建議關注連接器龍頭、同時控股美特科技的立訊精密（002475.SZ）。

風險提示。手機防水技術推廣不及預期。

建築工程：“長租公寓”助家裝企業突破產值瓶頸，家裝行業迎新機遇

住房制度迎深刻變革，住房租賃市場有望加速。自2016年中央提出“房子是用來住的，不是用來炒的”後，住房租賃政策頻頻出臺，住房制度也迎來一次深刻變革。福利保障和租期穩定性是購房與租房的兩大不同，多地出臺的“購租同權”政策有望解決福利保障問題，而長租公寓模式和住房租賃市場規範化有望解決租期穩定性問題。另外“集體建設用地入市建設租賃住房”通過降低建設成本和增加供給，有效降低租金。以上推動下，住房租賃市場有望加速。

地產進入存量房時代，長租公寓大有可為。2016年北京、上海、深圳、廣州二手房成交占比分別達到69%、77%、73%、50.3%，全國比例達到41%。存量房時代的來臨將推動房地產企業經營模式的創新，相對傳統住房

租賃模式，長租公寓優勢明顯：1) 更穩定租賃期限；2) 可供選擇風格及良好居住環境；3) 專業物業管理以及其他生活附加服務。目前地產巨頭（萬科、龍湖、招商蛇口等）、地產服務商（鏈家、世聯行）、互聯網企業等紛紛佈局長租公寓市場，我們認為在租賃住房時代，長租公寓有望成為主流模式。

家裝龍頭優勢與長租公寓裝修高度契合。從需求角度看，長租公寓競爭門檻低，對裝修成本、品質、工期要求較高。而裝飾龍頭公司有望依託其豐富的設計施工經驗、高效且專業的供應鏈管理體系、標準化的施工流程管理等較好地滿足該需求；從區域佈局上看，家裝公司和長租公寓都是全國化佈局，單一城市分散化布點模式；從模式上看，集中式公寓適合整體精裝系、而分散式公寓適合家裝。因此兩者高度吻合。

家裝瓶頸有望打破，行業空間巨大。個性化和標準化的矛盾是家裝面臨的主要難題，這也是家裝企業產值瓶頸的主要原因。與自購房裝修相比，租賃裝修個性化要求相對較低，這有利於提高行業標準化程度，租賃住房時代和長租公寓發展加速有望推動家裝行業打破瓶頸。目前全國流動人口2.5億左右，租房比例67%，假設每3人租房1套，那麼全國租房需求是5667萬套。假設2030年長租公寓模式在住房租賃市場中占比20%，那麼長租公寓需求為1133萬套。假設未來龍頭企業市場份額占10%，那麼龍頭企業長租公寓運營量有望超過110萬套。假設每5年裝修一次，那麼龍頭企業的平均裝修需求是22萬套/年，而東易日盛、金螳螂目前家裝業務我們估計每年約1萬套左右，也就是說長租公寓的裝修需求為目前家裝龍頭業務量的22倍，市場空間巨大。

投資建議。住房租賃市場發展有望明顯加速。長租公寓優勢明顯，有望成為未來租賃住房的主要模式之一。我們認為這將推動家裝行業打破傳統的產值瓶頸，市值空間也有望打開。裝修價格、品質、工期是長租公寓對裝修的主要考慮因素，我們認為在家裝和住宅公裝領域擁有良好成本控制和品質控制能力，並且在標準化方面有優勢的公司有望充分受益，建議關注行業龍頭東易日盛、金螳螂、廣田集團、亞廈股份等。

風險提示。長租公寓發展不及預期風險，回款風險，互聯網家裝發展不及預期風險。

有色金屬：鋁庫存變動解析

今年以來，上期所鋁庫存持續走高引發關注。截至9月1日，上期所鋁庫存為50.39萬噸，較年初上漲了400%。庫存高企也引發投資者的擔憂，認為不斷的攀高的庫存水準對鋁價將帶來壓力，本文將對鋁庫存變動進行解析。

儘管今年上期所鋁庫存上漲幅度突出，但是與此同時，LME鋁庫存則不斷走低。截至9月6日，LME鋁庫存為132.45萬噸，較年初下降達40%。綜合兩處庫存，年初至今庫存不升反降，由230.67萬噸下降至182.75萬噸，降幅達21%。這反映出從全球鋁市場的供需角度仍在向好發展。

從國內社會庫存來，截至9月7日，SMM統計全國鋁錠庫存在164.10萬噸，較2016年年底的23.10萬噸上漲明顯。我們認為國內鋁錠庫存走高的背後是國內鋁行業企業備庫存，並且7-8月為電解鋁的傳統銷售淡季導致。但是今年以來國家對電解鋁“2+26”城市環保措施、清理違規違法產能的政策不斷出臺。7月份以後，國家開始監管階段，可以看到很多產能陸續停產。行業會議也回饋隨著供給側改革的推進，目前效果已經開始顯現，9月份國家抽查階段會加快去產能的速度，我們預計到取暖季節過後，國內庫存將出現下降。

風險提示：下游需求不及預期。

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。