

## 宏觀

### 貨幣松了錢卻少了，放水為何難出銀行間？

監管政策落地，貨幣逐步寬鬆。本輪國內調控和監管政策收緊開始於2016年下半年，央行統籌下的貨幣政策和宏觀審慎，逐漸成為深刻影響金融、經濟領域的雙支柱調控框架，但是在具體落實節奏和強度上又有些細微差別。宏觀審慎支柱發揮效力需要多項監管政策的落地實施，但是在2017年的時候，很多監管政策還未完全落地實施，所以2017年的主題是收緊貨幣政策，通過管住貨幣的“總閘門”，實現控制金融和經濟領域杠杆的目的。但是2018年以來，各項監管政策相繼落地後，宏觀審慎支柱開始發揮功效，貨幣政策則逐漸回歸中性，甚至略有寬鬆。

貨幣逐漸松了，錢卻還少了！儘管貨幣政策邊際上有所放鬆，但今年以來實體的直觀感受不是錢多了，而是錢更少了。截至5月中國廣義貨幣M2同比增速繼續維持在8.3%的歷史低位，其中M1增速從去年的10%以上大降至6%，反映整體的銀行存款增長依然乏力。銀行對存款的爭奪戰也更加激烈，今年以來銀行大額存款利率普遍上浮，負債成本較高的結構性存款呈現爆發式增長。另一方面，銀行表外理財儘管沒有納入貨幣統計，本質上和表內存款非常像，也是存量貨幣的一種表現形式，但今年這一塊增長也相對有限。

錢為啥會少？貨幣難出銀行間！經濟中大部分的貨幣還是通過商業銀行體系創造出來的，而不是央行“印”出來的。但是金融監管政策逐步收緊後，商業銀行體系創造貨幣的部分途徑被封堵了，貨幣難以流出銀行間。第一，銀行通過非銀金融機構創造信用貨幣的渠道被封堵，導致銀行股權及其它投資增速從16年64%的高位一路降到今年5月的-2%。第二，同業存單、同業理財被限，影響銀行體系創造貨幣的效率。第三，因為通過非標進行融資的企業，很多是受到信貸政策限制無法從銀行拿到貸款的，而今年債券市場的信用風險加劇，所以銀行通過非銀機構創造貨幣渠道受限後，通過貸款、債券創造貨幣的規模增速不增反降，最終導致整體貨幣增速下降。

信用整體收縮，究竟誰最受傷？今年以來非金融企業的總存款、尤其是活期存款出現大幅下降，企業部門受到信用收縮影響是最明顯的。從企業類別看，本輪非標融資收縮比較明顯，而依賴非標融資較多的還是房地產企業和地方融資平臺，受到信用收縮的衝擊也會更大一些；在相同行業內部，中小型企業、尤其是民營類企業受到的衝擊更大；此外，從信用等級來看，中低信用等級的企業受到融資約束更明顯。

貨幣結構寬鬆，長痛還是短痛？在信用事件頻發、經濟下行壓力增大的背景下，近期對於貨幣政策寬鬆、監管政策放鬆的呼聲越來越高了起來。根據我們前面的分析，信用收縮、貨幣低增主要原因是監管政策收緊，而僅僅放鬆貨幣政策對於緩解信用風險和融資壓力幫助不會太大。那麼究竟應不應該放鬆監管政策呢？從長期經濟和金融健康發展的角度來看，17年以來金融監管收緊的一大目的

是建立符合市場化方向的監管規則，彌補之前監管領域的空白和漏洞，是不應該放鬆的！但是如果堅持改革、整治金融亂象、建立新規則，就要經歷陣痛，所以歸根到底仍是長痛和短痛的選擇問題。近期，貨幣政策從實施和表態上都有進一步的邊際放鬆，且更多出臺一些結構性的寬鬆政策。但是這種結構性的寬鬆能否避免流動性進入房地產或融資平臺，金融嚴監管政策是否會因受到信用和經濟壓力而有結構性的調整，其實當前還存在很大不確定性。長痛還是短痛，這的確是一個問題！

## 固定收益

### 博世轉債發行報告

博世轉債規模4.3億，網上申購（搖號抽籤），下限1000元、上限100萬元，無需定金。轉債目前平價99.3元，債底偏低為74.70元。博世科是西南地區大型環境綜合治理企業，以水污染治理為核心，同時快速拓展土壤修復、固廢處置、環評等各項業務。與可比公司相比，市值偏小，估值中等。總的來說，博世科的正股基本面尚可，目前在手訂單充足，業績增長迅速；但環保類企業現金流不佳、負債率高，需考慮再融資風險的問題。從轉債來看，博世轉債的轉股價已經達到了理論上的下限（前20日均價），初始平價達到99元左右，相比此前的廣電和湖廣轉債，博世轉債對市場的吸引力明顯更強。在股價不出現大幅波動的情況下，轉債上市破面風險較小。但轉債規模不大，一級申購很難拿到量，可更多關注上市首日的交易機會，如果首日溢價率依然偏低，則可以考慮低吸機會。

風險提示：股市下跌、中籤率較低、上市首日價格較低。

## 行業研究

### 有色金屬：有色專題報告一下半年最佳子板塊：鈷

鈷銅集中在剛果金、贊比亞礦脈段。據USGS數據，剛果金、贊比亞合計擁有全球鈷儲量53%，銅儲量6%。剛果金資源占整個礦脈帶：銅約40%，鈷約80%。礦脈帶整體的鈷銅比達到1：15，而剛果金的資源更占優，平均達到1：12。

新礦業法執行發酵會加劇供給寡頭現象。對企業盈利影響最大的是暴利稅問題。一旦礦業法嚴格執行，可以預見的是，小礦企所受打擊高於大企業，原因在於：1) 小礦企由於規模效益低，開採成本往往高於大礦山，2) 其進入礦業界晚，缺少資金沉澱。因此，礦業法一方面抬高礦產成本，另一方面也將促使供給端更加寡頭。

18、19年供給增量集中在KCC和RTR。18年的主要擴產源在華友鈷業（5000噸），嘉能可的Katanga。而2019年的主要增量來自嘉能可的Katanga和歐亞資源擴產1萬噸。而在2020年之後，大型礦山擴產基本終結。

上半年產業去庫存。國內動力電池18年前5個月同比需求增速超過100%，3C產品同比增速在18年一季度後開始回暖，產量-銷量不斷下行，3月份以後已經變為負值，顯示下游廠也在進行去庫存。在經歷1個季度的庫存去化，當前行業庫存水平較2017年健康。

去鈷化影響幾何？筆記本電腦和平板電腦是3C中去鈷的重要突破領域。單台設備的含鈷量在20-50克，按照當前原材料價格計算，單台設備原材料成本在30元以內，因此成本倒逼壓力不大。動力電池應用需要長期的產業磨合。由於2017年鈷價上漲100%的刺激，高鎳電池的話題在2017年底和2018年初才引發產業界的討論，實際落實到量產化需要的時間是以年度計算的。針對需求遠景，用更遠的角度考量，即使未來按照低鈷化的8公斤單車耗量，如果按照年產1000萬輛純電動車計算，遠景年需求鈷量就在8萬噸，而這樣的增量，需要8個1萬噸年產量的礦產匹配，當前看難度還是不小。

結論：長期供不應求，下半年供需格局不斷改善。上半年的價格下行主要和產業去庫存相關，當前產業庫存水平相較2017年更為健康。而下半年，補貼新政之後，隨著中下游對於高里程車型的產業磨合後，需求環比會逐漸加速；供給端，剛果金礦業法的執行發酵，會使得礦產寡頭效應更為凸顯。因此2017年下半年：供給降+需求增。尤其是產業庫存水平下降，很容易引發供需錯配。建議關注龍頭標的：洛陽鉬業、華友鈷業、寒銳鈷業、盛屯礦業。

風險提示。產業去鈷化提速或者供給端發現新礦山。

根據公司2018年一季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券賬戶）持有【600711 盛屯礦業】超過總股本1%。

## 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，僱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。