



# 策略周报

## P2P 问题对市场影响有多大

**P2P 风险暴露或将进一步波及实体及金融行业，但对股市影响有限。**

- **本期话题：P2P 出现问题，对市场影响有多大？** 刚刚过去的7月可能是P2P行业近年来的至暗时刻，6-7月，超过200家P2P平台出现提现困难、跑路、清盘等情况，整个行业面临洗牌。许多投资者对此表示担忧：P2P爆雷的持续发酵是否会给股票市场带来冲击？针对这一情况，本期我们就来探讨P2P问题对市场、对实体经济影响有多大？
- **P2P本质职能应是借贷中介服务商，不应参与平台交易。** 根据银保监会等颁布的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，P2P的职能是撮合借贷的中介，通过运用风控能力，帮投资人筛选出资质和信用较好的借款人，后果也由投资人自己承担，平台只收取服务费。中国的首家P2P企业诞生于2007年；2011-2013年，P2P的竞争日渐激烈，相关风险也在不断积聚；2014-2017年，监管加强，集中度有所提升。
- **高增速背后是风险的野蛮生长。** 2018年7月，P2P平台的贷款余额为9,561亿，环比-27%，是2014年以来的首降，平均每天有6家以上平台倒闭。P2P资金流向为：个人贷、小贷公司贷款、债权打包产品、金融机构产品等。底层资产包括：消费信贷、小微贷款、供应链金融、资管计划、货币基金、汽车抵押贷款、汽车质押等。
- **爆雷有宏观环境压力，也有行业内部问题。** 2017年以来，在宏观去杠杆的大环境下，整个金融行业承压，2018年，包括股票在内的各类资产价格波动在一定程度上加剧了P2P借款人的兑付风险，影响平台资产端质量；6月以来监管对P2P风险的发声，也给行业带来了短期的下行压力。但是，集体性违约潮出现的根本原因依然是平台自身逾越了其中介的本职，同时在业务中存在经营瑕疵（造假、自融）、资金池庞氏模式甚至是造假行为。
- **平台风险暴露可能波及实体和金融行业，但对股市影响有限。** 随着投资者对P2P行业信念被摧毁，行业面临新投资人缺乏，老投资人离场的窘境，挤兑风险上升。由于P2P平台资金流向主要为消费贷、小微贷以及资管计划和供应链金融，其中不乏将资金投入金融市场以及流向小微企业的。因此，若P2P平台破产事件大面积发生，小微企业可能面临流动资金紧张，参股P2P的上市公司也将遭受情绪面冲击，股市资金或将小幅净流出，但这部分影响程度有限（当前全行业贷款存量9,561亿，今年的问题贷款445亿）；同时，由于P2P高度依赖一级市场资本推动（风投系P2P数量占8%），因此风险持续暴露也将对一级市场带来冲击。
- **一周重要变化：** 北上资金净流入规模大幅上升过百亿。市场方面，场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿下降；北上资金情绪持续回暖，全周资金净流入规模大幅上升；股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅上涨；当周市场换手率小幅下降至1.44%，涨停比例小幅上升至1.44。宏观层面，通胀略超预期，出口短期稳定。行业层面，原油价格继续走弱，钢铁化工保持强势。
- **风险提示：** P2P平台爆雷潮持续；利率上行。

2018年7月，P2P行业的成交量出现今年以来最大幅度的下降(-18%)，行业流动性风险加大，实力较弱平台面临洗牌，实力较强的平台也面临考验。究其原因，一方面是因为P2P行业进入风险集中爆发期，一批规模较大的平台出现问题：钱爸爸、投融家、银票网、牛板金、唐小僧等多家累计交易额在百亿级的P2P平台也未能幸免，其中牛板金为杭州P2P平台，最早以活期产品为主，目前已被杭州警方立案侦查，银票网为上海P2P网平台，主要以票据抵押为主，目前实控人已自首，警方正以涉嫌非法集资犯罪立案；另一方面，P2P行业负面舆情事件较多，出借人负面情绪较重，对于行业信心有所减弱，投资热度直线下降，从而导致资金流入骤减，平台资金的兑付压力增加。

P2P行业上一次引发广泛社会关注是在2015年，以易租宝跑路为代表的P2P违约潮事件，每月有约70家平台出现问题。经历了当年千家平台倒闭后，P2P行业当前生态又是如何？这一持续爆雷潮将如何演化？这是否会对金融市场和实体经济带来进一步的冲击？

图表 1. 近期爆雷的部分百亿级 P2P 平台

平台名称	爆雷时间	地区	累计交易额(亿)	累计出借人数(万)	待偿余额(亿)	平台现状
钱爸爸	2018/7/9	深圳	325	10	NA	警方介入
投融家	2018/7/9	杭州	103	34	17	平台跑路
银票网	2018/7/6	上海	140	11	5	警方介入
牛板金	2018/7/3	杭州	391	17	NA	警方介入
唐小僧	2018/6/18	上海	750	2.5	9.3	警方介入

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

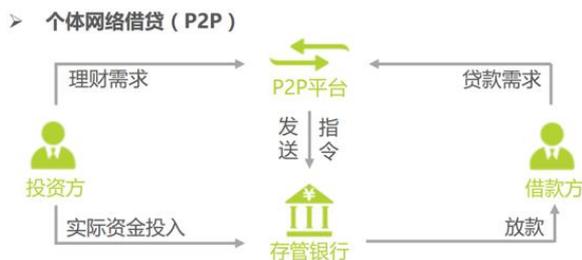
## P2P 本质应是借贷中介服务商

P2P即网络借贷信息中介机构，根据银保监会等多个部委于2016年8月联合颁布的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》（银监会令[2016]1号）的定义：

**网络借贷信息中介机构（P2P平台）：**依法设立、专门从事网络借贷信息中介业务活动的金融信息中介公司。该类机构以互联网为主要渠道，为借款人与出借人（即贷款人）实现直接借贷提供信息搜集、信息公布、资信评估、信息交互、借贷撮合等服务。

**P2P的职能是撮合借贷的中介，自身并不参与借贷行为。**根据监管的定义，P2P平台在整个交易中，职能仅限于运用风控能力，帮投资人筛选出资质和信用较好的借款人，给出建议费率和投资期限，投资决策最终是由投资人自己做出的，后果也由投资人自己承担，平台只收取服务费。

图表 2. P2P 的规范运作模式



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 3. P2P 的产业链



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

P2P 最早诞生于 2005 年，作为世界上最早的 P2P 公司，英国公司 Zopa 通过互联网实现有理财需求的投资者和有资金需求的借贷者之间的信息匹配，完成用户之间资金的借入和借出，整个过程无需银行介入，该模式逐渐在美国日本等世界范围内推广起来。

**2007 年，中国陆续出现 P2P。**2007 年国内首家 P2P 网络借贷平台拍拍贷在上海成立，这一阶段是 P2P 的起步期，主要复制国外的模式，基本上没有出现违规的情形。

**2011-2013 年，P2P 平台猛增。**这一阶段，随着平台数量的剧增，P2P 的竞争日渐激烈，相关风险也在不断积聚，2013 年可统计的出现经营困难、倒闭或跑路时间高达 74 起，使得 P2P 风险再一次成为舆论的焦点。

**2014-2017 年，监管加强，集中度提升。**这一阶段的 P2P 行业是集中度不断提升的时期。继 2016 年《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》和《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》落地，2017 年又相继出台《网络借贷资金存管业务指引》和《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》，形成了 P2P 行业监管制度体系。

图表 3. P2P 行业发展时间线



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**图表 4. P2P 行业监管政策梳理**

时间	机构	文件名	主旨
2015/7/18	央行等十部委	《互联网金融指导意见》	互联网金融顶层设计正式落地。这份纲领性文件首次对于互联网金融做了清晰的定义，同时明确网络借贷包括个人网络借贷（即 P2P 网络借贷）和网络小额贷款。
2015/8/6	最高法	《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》	最高法发布司法解释首次明确 P2P 的担保责任
2016/2/4	国务院	《关于进一步做好防范和处置非法集资工作的意见》	要求完善法规，尽快出台非存款类放贷组织条例，P2P 网络借贷、股权众筹融资等监管规则，促进互联网金融规范发展。
2016/8/1	中国互联网金融协会	《互联网金融信息披露标准——P2P 网贷（征求意见稿）》	强制性披露指标 65 个、鼓励性披露指标 21 项，分为从业机构信息、平台运营信息与项目信息等 3 大方面披露信息。
2016/8/24	银监会	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》（12 个月的过渡期）	划定了业务边界，明确提出不得吸收公众存款、不得归集资金设立资金池、不得自身为出借人提供任何形式的担保等十二项禁止性行为。
2016/10/13	银监会等十五部委	《P2P 网络借贷风险专项整治工作实施方案》	保护鼓励网贷机构在依法合规的前提下创新发展，提升行业整体形象，回归服务实体经济和小微企业等普惠金融本质上来。
2016/11/28	银监会等三部门	《网络借贷信息中介备案登记管理指引》	为新注册及已经设立并开展经营的网贷平台备案登记给予指引。
2017/4/11	银监会	《关于银行业风险防控工作的指导意见》	持续推进网络借贷平台（P2P）风险专项整治。
2017/12/1	央行和银监会	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	暂停新批设网络（互联网）小额贷款公司，暂停新增批小额贷款公司跨省（区、市）开展小额贷款业务；已经批准筹建的，暂停批准开业；对于不符合相关规定的已批设机构，要重新核查业务资质。
2017/12/13	央行和银监会	《P2P 风险专项整治整改验收通知》	在 2018 年 4 月底前完成辖内主要 P2P 机构的备案登记工作、6 月底之前全部完成；并对债权转让、风险备付金、资金存管等关键性问题作出进一步的解释说明。
2017/12/14	银监会	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	禁止消费金融公司通过 P2P 网贷撮合等任何方式为无放贷业务资质的机构提供资金发放贷款，禁止消费金融公司通过签订三方协议等方式与无放贷业务资质机构共同出资发放贷款。

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

## 100%+增速背后也是风险的野蛮生长

从贷款余额来看：截至 7 月底，P2P 平台的贷款余额为 9,561 亿，比 6 月的 13,170 亿减少了 27%，这也是 2014 年以来贷款余额第一次出现下降，平台爆雷涉及的用户数累计已达 112 万人次，占投资人数的 6%，累计涉及金额 778 亿，占贷款余额的 8%。

从平台数量来看：截至 7 月底，P2P 平台存续数量为 1,645 家，比 6 月减少了 191 家，平均每天有 6 家以上平台倒闭，环比变化创历史最低（-10.4%），年初以来已倒闭 286 家。当前数量已不到高峰期（2015 年 11 月，3,476 家）的一半，2013 年以来，已经有 4,740 家平台陆续倒闭。

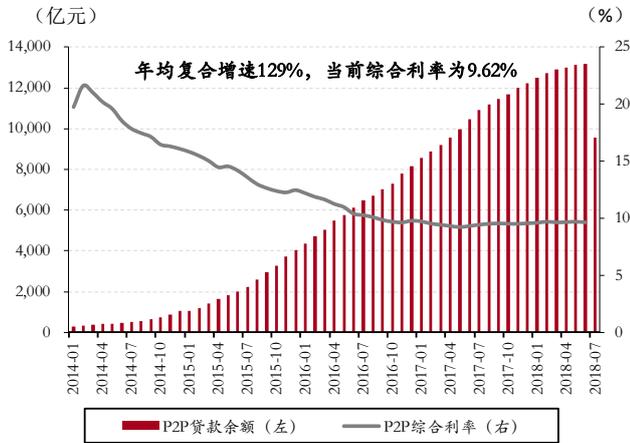
从成交情况来看：7 月平台成交额为 1,447 亿，相比 6 月环比减少 18%，比年初时 2,248 亿/月的成绩额减少了 36%。

从收益率来看：当前的综合利率平均为 9.62%，多数平台为 8%-12%，数量占比 65.50%；其次为 12%-18%，占比为 21.48%，8% 以下低息平台占比 11.82%，24% 及以上的高息平台占比仅为 0.13%。

从地域分布来看：北京、上海、广东、浙江等地成交额长期居前，2018 年以来北京的交易额占全国的 32%、广东 21%、上海 19%、浙江 16%。

从爆雷类型来看：根据网贷之家的数据，问题平台中，提现困难类型占比最多，达到了65%，停业类型占比为22.94%，跑路类型占比为8.72%，经侦介入和转型类型占比均为1.25%。

图表 5. P2P 贷款余额为 9561 亿，第一次出现下降



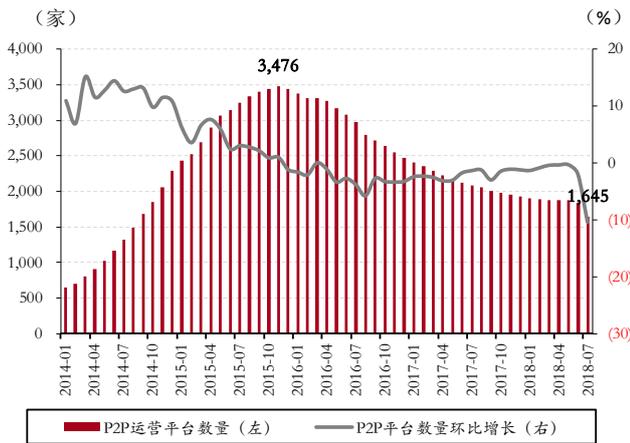
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 历次 P2P 行业问题爆发的规模 (累计)

时间	停业平台数	涉及人数 (万)	占投资人数 (%)	涉及余额 (亿)	占贷款余额 (%)
2013年	93	2	6	16	6
2014年	394	6	5	68	7
2015年	1688	28	5	171	4
2016年	3429	45	5	258	3
2017年	4039	57	4	333	3
2018年7月	4740	112	6	778	8

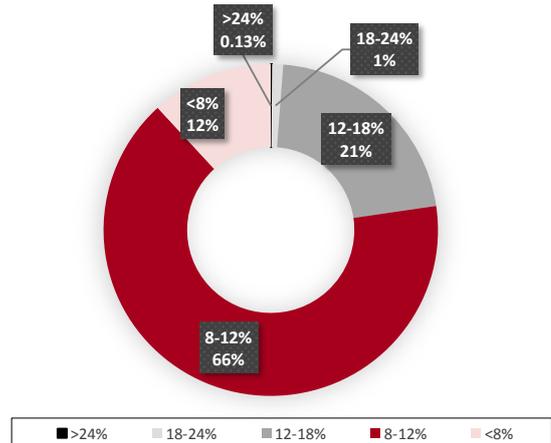
资料来源：网贷之家研究中心，中银证券

图表 7. P2P 平台数量为 1645，不到高峰时的一半



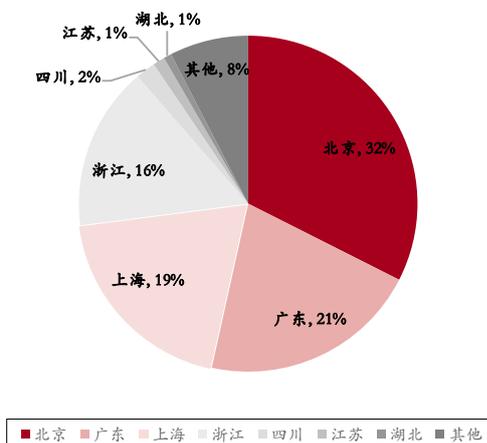
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2018 年 7 月各综合收益率区间的平台数量分布



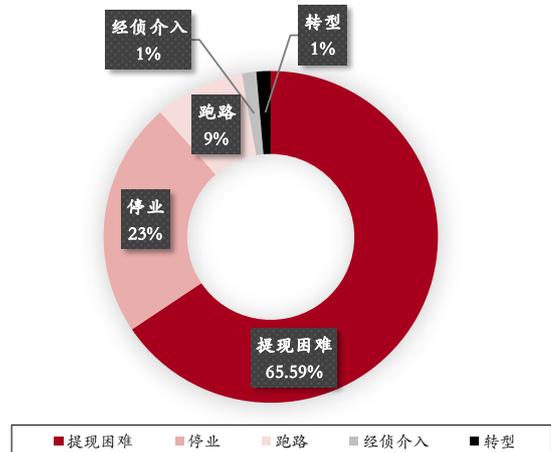
资料来源：网贷之家研究中心，中银证券

图表 9. 今年以来成交居前地区的成交量占比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. P2P 平台的爆雷类型分布

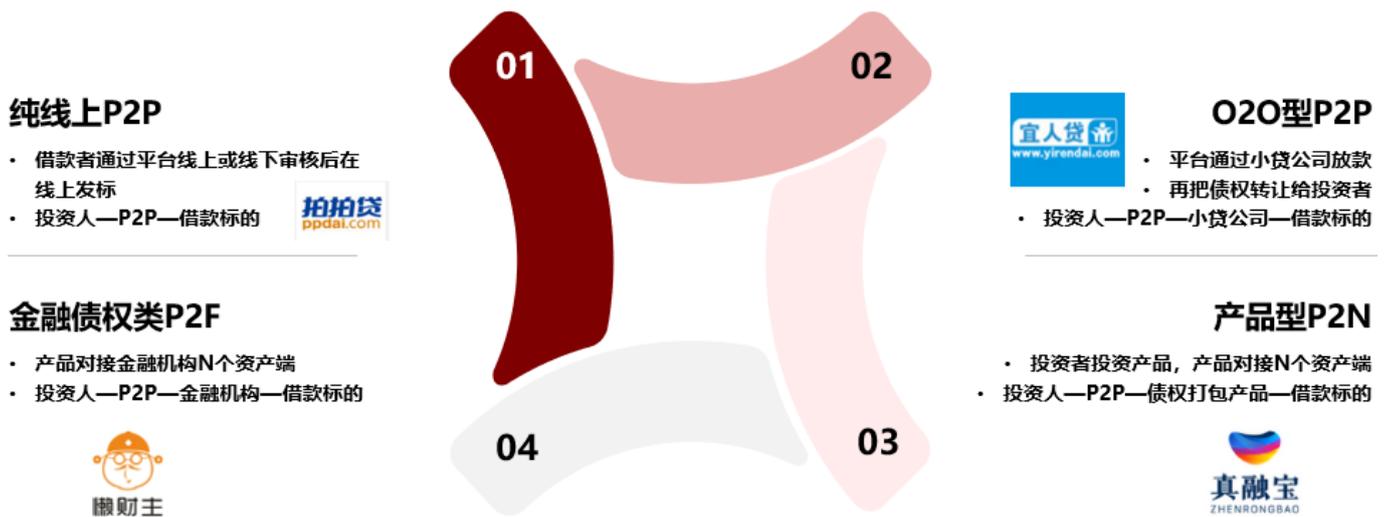


资料来源：网贷之家研究中心，中银证券

从资金流向来看，P2P 底层资产可以分为四类：个人贷、小贷公司贷款、债权打包产品、金融机构产品。根据网贷天眼的不完全统计，绝大多数 P2P 平台都是 P2N 模式，即投资者并不直接投标而是投资产品，产品对接 N 个资产端，平台把其他 P2P 平台或者理财公司债权打包，组成一个一定期限的理财产品，然后卖给投资者，平台在这个过程中扮演的是中介的中介的角色，所以这种模式的优点在于分散风险，缺点在于资产端过多，无法穿透至最底层标的。

这种模式下的底层资产通常为：消费信贷、小微贷款、供应链金融、资管计划、货币基金、汽车抵押贷款、汽车质押等，占比较大的是消费信贷、小微贷款和资管计划，其中不乏资金流入股市、债市，今年以来股票市场的价格波动也在一定程度上加剧了借款人的兑付风险，从而影响平台的资产端质量。

图表 11. P2P 行业的资金流向



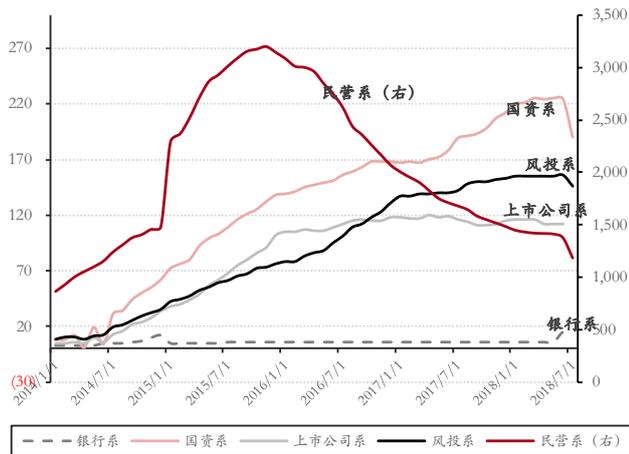
资料来源：网贷天眼，中银证券

图表 12. P2P 的四种业务模式

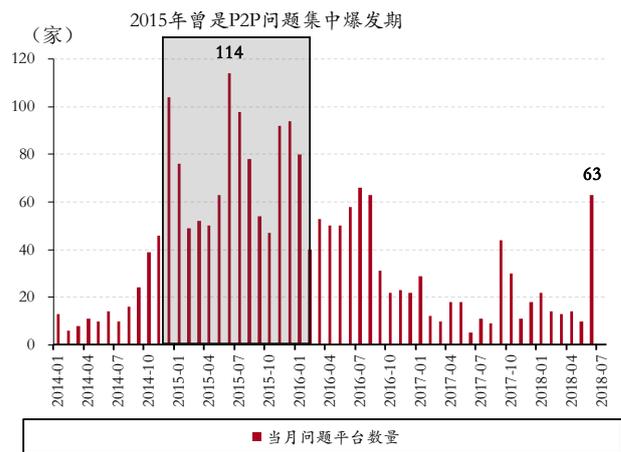
类型	代表机构	业务模式	资产流向路径与底层资产
纯线上 P2P	拍拍贷	借款者通过平台线上或线下审核后在线上发标	投资人—P2P 平台—借款人 底层资产：个人消费贷、房屋购置贷款为主
O2O 型 P2P	宜人贷	通过门店或合作的小贷公司、典当行等就先放款，再把债权转让给投资者	投资人—P2P 平台—小贷公司—借款标的
产品型 P2N	真融宝	投资者不直接投标而是投资产品，产品对接 N 个资产端	投资人—P2P 平台—P2P 债权打包产品—借款标的 底层资产：消费贷、小微信贷、供应链金融、资管计划 货币基金、汽车抵押贷款、汽车质押贷款等
金融债权类 P2F	懒财主	产品对接金融机构 N 个资产端	投资人—网贷平台—金融机构—借款标的 底层资产：金融机构产品

资料来源：网贷天眼，中银证券

从 P2P 的参与方来看，当前的行业格局可以分为：银行系、国资系、上市公司系、风投系和民营系。民营系平台在 2015 年底见顶后持续走低，从最高时期的 3,200 多家减少至当前的不足 1,400 家，减少过半，其中很多是因为运营出现问题而退出市场。而银行系平台和上市公司系平台近年来基本保持稳定，国资系和风投系则稳步增长，合计近 400 家，由此可见，随着具有雄厚资本的国资、风投等正规军的扩容，民营系面临的竞争格局也越来越严峻，各类问题平台也逐渐浮出水面。

**图表 13. P2P 行业参与者构成**


资料来源：万得，中银证券

**图表 14. 问题平台数量变化情况**


资料来源：万得，中银证券

**图表 15. 部分参股 P2P 平台的上市公司**

公司代码	上市公司	所属行业	总市值 (亿)	P2P 平台名称	持股比例
600599.SH	熊猫金控	非银行金融	20	银湖网	100%
300044.SZ	赛为智能	建筑	53	惠投无忧	100%
300300.SZ	汉鼎宇佑	计算机	83	鼎有财	100%
600318.SH	新力金融	非银行金融	53	微贷网	19%
000540.SZ	中天城投	房地产	343	招商贷	55%
002498.SZ	汉缆股份	电力设备	76	联金所	51%
600110.SH	诺德股份	电子元器件	60	新博贷	50%
300393.SZ	中来股份	电力设备	40	壹佰金融	40%
600338.SH	西藏珠峰	有色金属	144	理财农场	32%
600818.SH	中路股份	汽车	43	铜掌柜	29%
002154.SZ	报喜鸟	纺织服装	45	今日捷财	25%
002487.SZ	大金重工	电力设备	21	中瑞财富	20%
002209.SZ	达意隆	机械	14	联结理财	19%
				温州贷	18%
				口袋理财	10%
				投哪网	12%
				广州 e 贷	10%
				抱财网	10%

资料来源：金融界资讯，中银证券

P2P 的爆雷并非偶然，有外部宏观环境的压力，也有来自行业内部的问题。2017 年，在宏观去杠杆的大环境下，监管收紧让整个金融行业承压。2018 年以来，各类资产价格的变动以及 6 月以来监管对 P2P 风险的发声，对行业带来了短期的下行压力，但是，集体性违约潮出现的根本原因依然是平台自身的问题暴露。

从宏观因素来看，P2P 平台的问题发生率和 M2 的增速呈现负向关系。也就是说，在流动性偏紧的环境中，容易诱发 P2P 行业的风险，而同时，P2P 行业平均借款期限已经从 2014 年的 6 个月增长至如今的 12 个月以上，这就使得去年资金面紧张带来的流动性问题延缓到了今年集中爆发。

**图表 16. 问题平台数量占比与 M2 呈现反向关系**


资料来源：万得，中银证券

**图表 17. 平均借款期限增长延后了风险爆发的时间**


资料来源：网贷之家研究中心，中银证券

今年的资产价格大幅波动也导致资金从 P2P 行业净流出。2018 年，我们国家面临内部金融风险 and 外部贸易战带来的风险，实体经济面临较大的不确定性：汇率波动较快、股市震荡、上市公司的股权质押面临短期平仓压力需要资金赎回，这些因素也都导致了资金从 P2P 中抽出。

同时，高层对 P2P 风险的警示也加剧了短期内平台的提现压力。2018 年 6 月 14 日，银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上明确表示，“收益率超过 6% 就要打问号，超过 8% 就很危险，10% 以上就要准备损失全部本金”。7 月 9 日央行副行长潘功胜也指出，“互联网金融风险是金融风险的重要方面，要用 1-2 年的时间完成互联网金融风险专项整治，化解存量风险，消除风险隐患，同时初步建立适应互联网金融特点的监管制度体系”，这些警示均让投资者对 P2P 的可靠性产生质疑，也加剧了短期内 P2P 平台的提现压力。

但是，这些短期的事件性原因仅仅是 P2P 资金面紧张的催化剂，爆雷的核心原因在于 P2P 平台逾越了其中介的本职，同时在业务中存在经营瑕疵（造假、自融）、资金池庞氏模式甚至是造假行为。

**资产端质量差、虚假标的：**除了资产端信用等级较差或恶化带来的资产减值，部分 P2P 平台还发布虚假短期标信息，虚构借款人及借款资金用途，欺骗投资人进入平台投资。

**逾越中介本职的自融行为和资金池业务：** P2P 平台的本质只是中介机构，本身不应当沉淀任何资金，那么便不存在挤兑的情况，但是在现实中，平台为了追逐更高收益，利用平台进行融资，输送给关联企业进行高风险的投资。如果投资收益不及预期，或者出现较多坏账，就会导致无法支付投资人的本息。为了化解短期内的风险，一些 P2P 平台只能以更高的收益率来吸引更多的投资资金，去偿还上一批的投资人的本息，也就是借新还旧，即形成了“庞氏骗局”。

**资金池业务：**目前大多数的 P2P 平台都存在资金池业务模式。平台为了吸引投资人，将长期项目折成短期项目，并且采用到期一次性还本付息的方式，滋生了大量的期限错配、长借短投等风险隐患。作为资金池业务，只要钱保持流入状态，且外部环境不出现大的变化，就可以维持平台的正常付息，但是，一旦出借人集体转让借款标的、赎回资金，或者是新资金流入骤降，期限错配的风险便会在短期内无限放大，最终可能加剧挤兑风险，严重时则会导致平台爆雷。

## 对实体与金融系统影响未出清，对股市影响有限

平台的风险暴露可能将波及实体与金融系统。在持续不断的爆雷潮下，投资者对 P2P 行业的信念在动摇，行业缺乏新增投资人入场，老投资人抽资离场，给 P2P 平台带来了挤兑风险，导致流动性冲击，最直接影响的是，全行业资金净流出，整体贷款余额走低。流动性冲击还会继续引发两方面的风险：一方面是平台的风险波及至金融系统以及实体经济，另一方面是平台为了还本付息追求高风险高收益，诱发资产端信用风险。

平台的破产潮或将引发一级市场动荡、小微企业流动资金紧张，但对股市影响有限。对于实力较弱的 P2P 平台，本身规模不大，也未稳定盈利，仅靠新增业务的服务费收入维持经营，一旦业务停摆，现金流压力大增，这种流动性冲击就会演变为财务风险，甚至会引发 P2P 行业的集体破产潮，由于 P2P 行业高度依靠一级市场资本推动（根据上文的数据，风投系 P2P 数量占比为 8%），这种破产潮或许将对一级市场带来冲击。同时，由于当前多数 P2P 平台实际都是对接多个资产端的产品型 P2N，实际资金流向为消费贷、小微贷款、供应链金融与资管计划，其中供应链金融主要流向一些小微企业，支持其日常经营所需，受此影响，部分小微企业可能将面临断贷活资金链断裂的风险；消费贷、小微贷款以及资管计划中流向股市、债市的资金量或将减少，但考虑到当前 P2P 全行业贷款存量 9,561 亿、今年的问题贷款 445 亿，流向股市的也只是其中一小部分，体量并不算大，所以对股市的边际影响十分有限。

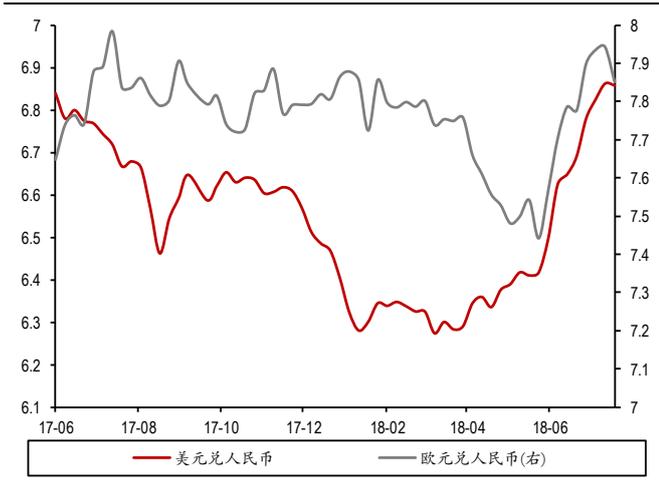
流动性冲击还将诱发资产端的信用风险。如果平台在风控上不够谨慎，或者为了偿还投资者的本息，而引入了大量借款人，而对借款人资质审核不严，或者甚至存在自融等行为，那么可能会将平台资金投向高风险项目，则更容易被流动性风险击垮。此外，借款人的信用风险还在于，当整个 P2P 行业出现动荡之际，会影响部分借款人的还款意愿，导致实质性违约的发生，从而爆发更加严重、范围更大的危机。

对于投资者而言，我国的理财产品选择有限，部分产品门槛较高，对于融资者而言，尤其是一些小微企业和个人，在缺少有效担保和抵押的情况下，银行贷款融资困难。这样的背景下，P2P 作为借贷双方信息中介的诞生，有其合理与必然性，也确实解决了部分融资需求。但是，当前一些 P2P 平台并不是真正的信息中介，而是通过自我担保、份额拆分、期限错配等形式，逾越了信息中介的本分。那些最终被证实进行自融和资金池业务的平台，本质上将被证实是非法集资，终将被市场淘汰、被监管取缔。

## 宏观重要变化：进出口与通胀平稳

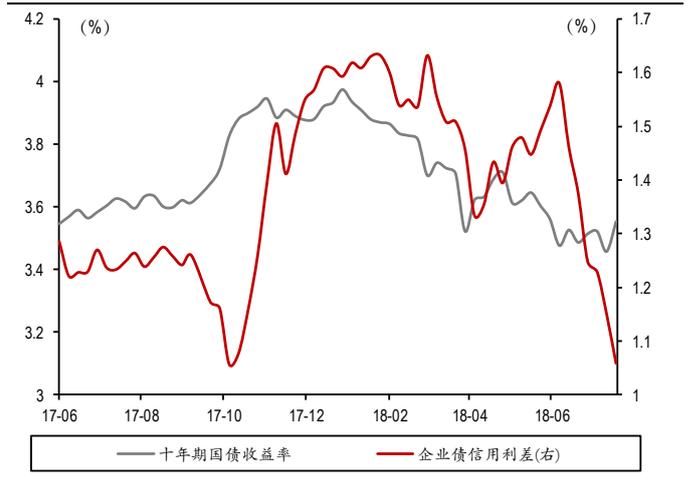
**通胀略超预期，出口短期稳定。**本周，人民币对美元汇率企稳，均值与上周基本保持一致。十年前国债利率在稳增长与较好的基本面数据影响下，大幅上升超9个BP，但宽信贷政策下信用利差继续大幅收窄。7月CPI同比2.1%，前值1.9%，非食品项大幅上升，PPI同比4.6%，前值4.7%，全年中枢预期进一步抬升。出口方面，7月进口继续大幅增长，同比增20.9%，出口略微反弹，同比增6%。

图表 18. 人民币汇率走势



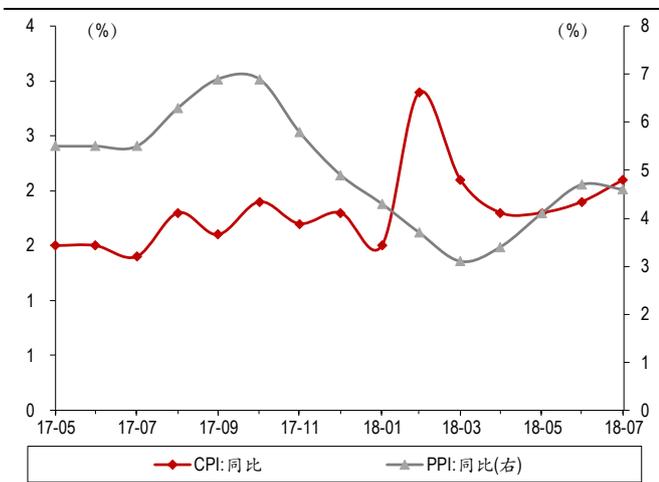
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 信用利差走势



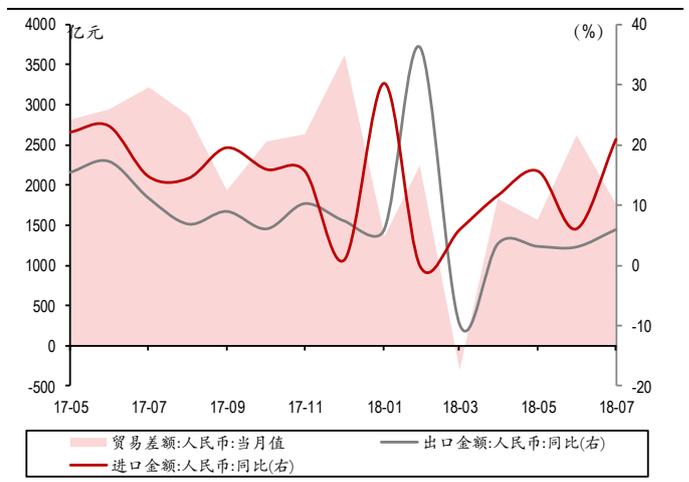
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 进出口走势



资料来源：万得，中银证券

## 行业重要变化：钢铁化工保持强势

原油价格继续走弱，本周环比下跌1.7%；煤炭现货受库存与水电替代压力，本周继续下跌0.9%；有色板块上周反弹后本周继续趋势性走弱；钢铁与化工在环保限产支撑下，现货价格继续走强；水泥在淡季的表现依旧欠佳。

图表 22. 中上游主要原材料价格一周变化

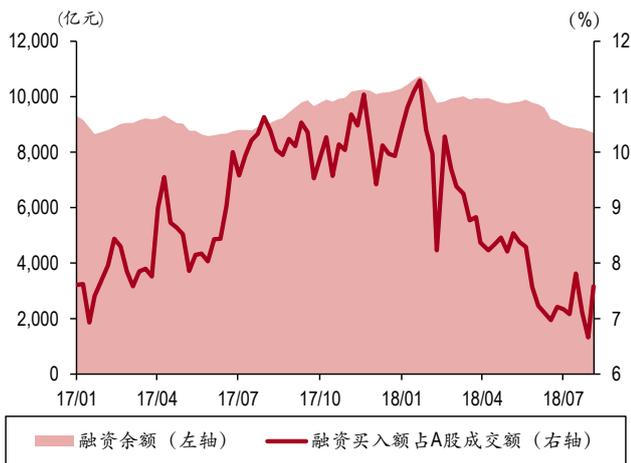
	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	67.6	(1.7)	(0.0)	(5.5)
	EIA 全美库存	千桶	407,389.0	(0.3)	0.9	0.5
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	575.0	(0.9)	(0.9)	(2.5)
	秦港煤炭库存	万吨	658.7	(5.9)	0.6	(4.1)
	发电集团日均耗煤	万吨	18.6	(1.9)	2.7	10.4
有色	LME 铜	美元/吨	6,157.5	(0.7)	(0.7)	(1.7)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1,219.2	(0.7)	(0.5)	(2.4)
	电池级碳酸锂	元/吨	109,000.0	(4.6)	(7.0)	(15.4)
钢铁	钢价综合指数	\	158.7	0.9	1.5	3.7
	矿价综合指数	\	76.9	2.4	1.0	5.4
	主要城市钢材库存	万吨	1,001.2	(0.1)	1.1	0.4
建材	水泥价格指数	\	139.0	(0.3)	(0.3)	(1.1)
	玻璃价格指数	\	1,182.2	0.1	0.1	0.0
化工	尿素:山东	元/吨	1,893.0	0.6	(0.6)	(5.4)
	天然橡胶:上海	元/吨	10,175.0	1.8	0.6	1.4
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	1,870.0	(1.6)	(0.5)	(10.5)
	PTA:期货	元/吨	6,798.0	4.1	6.4	15.1

资料来源：万得，中银证券

## 市场重要变化：北上资金净流入规模大幅上升过百亿

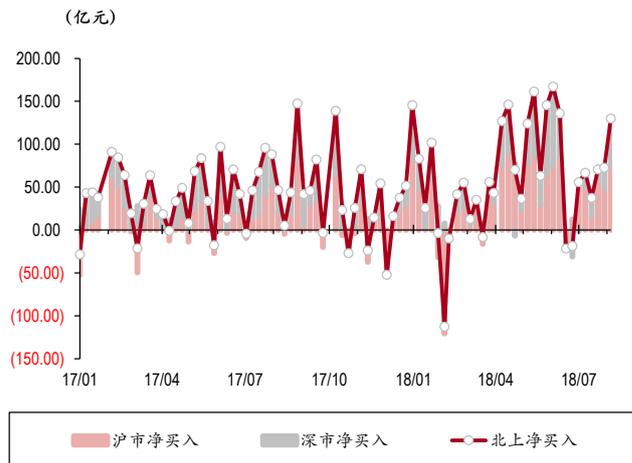
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿下降。场内杠杆资金方面，截至8月9日，两市融资余额来到了8,694.87亿元（前值8,764.70亿元），环比（-0.80%），杠杆资金规模连续十一周下滑，单周环比下降了69.83亿元；融资买入成交额占全市场成交占比为7.58%，环比（+13.81%）。

图表 23. 两市融资余额连续十一周下滑



资料来源：万得，中银证券

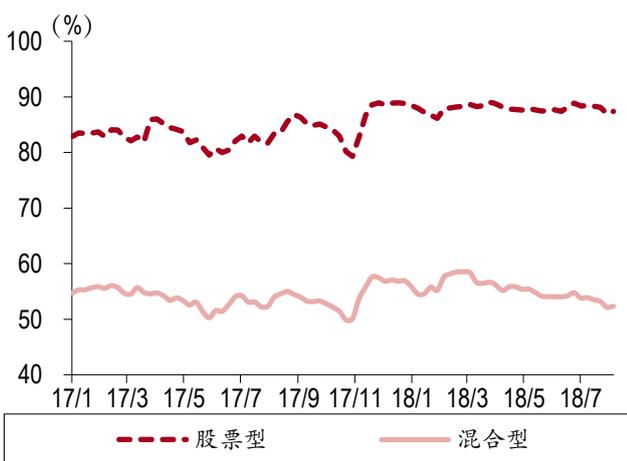
图表 24. 北上资金净流入规模大幅上升



资料来源：万得，中银证券

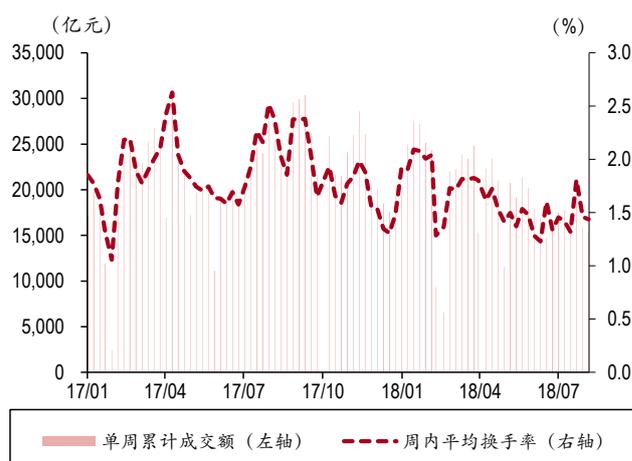
北上资金情绪持续回暖，全周资金净流入规模大幅上升。本周陆股通合计净流入129.75亿元（前值72.56亿元），海外资金呈现流入趋势，北上资金净流入规模大幅上升，环比+78.83%。其中沪股通净流入74.59亿元（前值48.02亿元），环比增量26.57亿元，深股通净流入55.16亿元（前值24.54亿元），环比增量30.62亿元，沪股通和深股通规模均大幅上升。

图表 25. 权益类基金仓位小幅微涨



资料来源：万得，中银证券

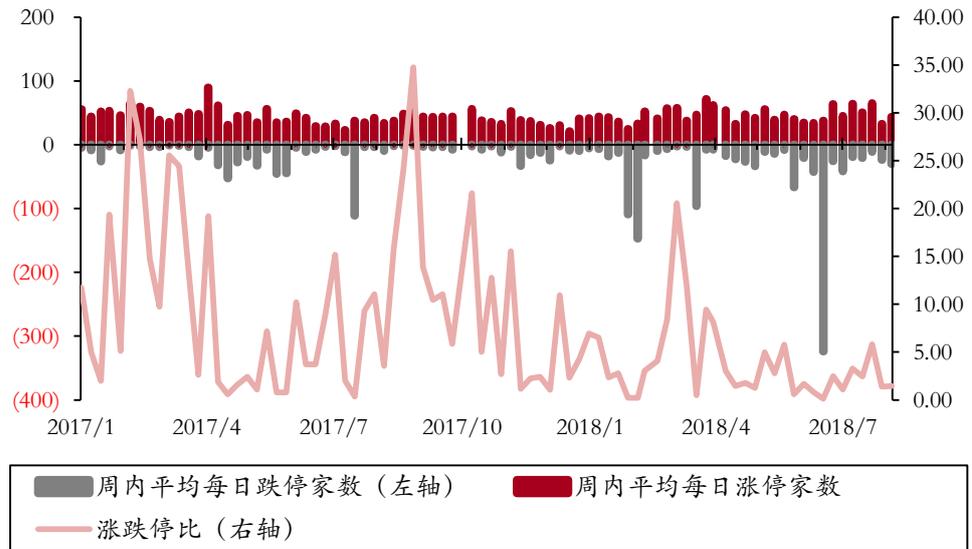
图表 26. 上周全市场换手率小幅下降



资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅上涨。机构仓位方面，截至8月10日，本周权益型基金仓位总体变化不大，略有上升。具体地，股票型基金最新仓位87.42%（环比增量+0.48%），混合型基金最新仓位52.32%（环比增量+0.31%），指标显示机构投资者对混合型基金信心仍显不足。

图表 27. 涨跌停比小幅上升，指标显示本周市场情绪较为谨慎



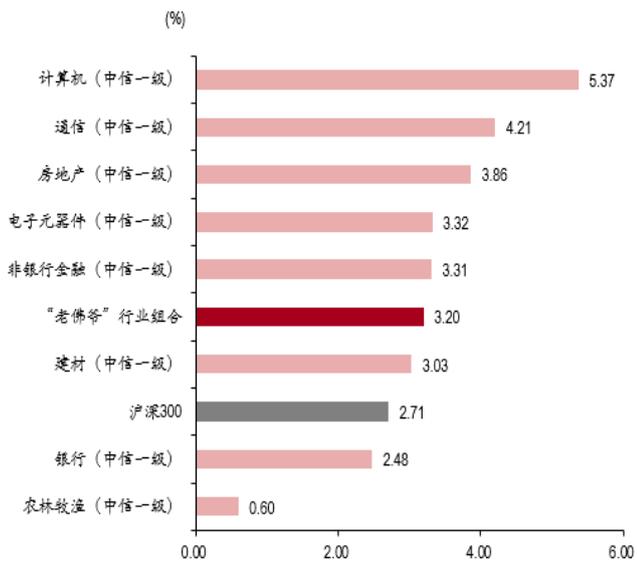
资料来源：万得，中银证券

当周市场换手率小幅下降至 1.44%，涨跌停比例小幅上升至 1.44。本周市场成交情况整体较为稳定，市场单周累计成交额 15,470.39 亿元（前值 15,911.77 亿元），环比 (-2.77%)，规模小幅下降；全市场自由流通换手率下降至 1.44%（前值 1.46%），下降了 0.02 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比小幅上升至 1.44（前值 1.39），上升了 0.05，全周涨停家数超过跌停家数，该指标显示市场交易情绪较为谨慎。

## 建议关注组合跟踪：上周表现回顾

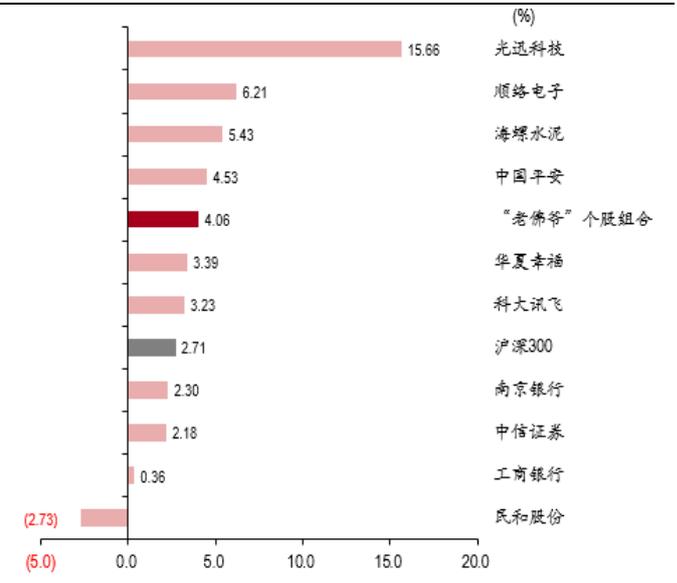
**组合回顾：**行业与个股组合均表现高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为3.20%，表现高于市场0.49%；“老佛爷”个股组合绝对收益4.06%，表现高于市场1.35%。2017年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.11。

图表 28. 上周“老佛爷”行业组合表现



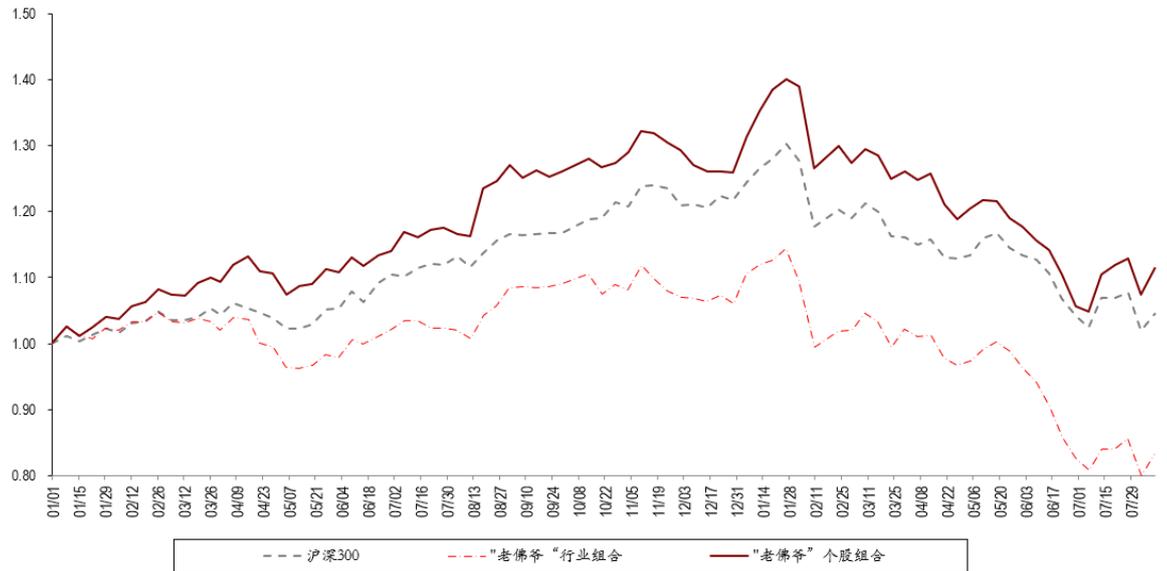
资料来源：万得数据及中银证券

图表 29. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得数据及中银证券

图表 30. “老佛爷”组合表现 (累计值)



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

P2P 平台爆雷潮持续；利率上行。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 2DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371