



策略周報

P2P 問題對市場影響有多大

P2P 風險暴露或將進一步波及實體及金融行業，但對股市影響有限。

- **本期話題：P2P 出現問題，對市場影響有多大？** 剛剛過去的 7 月可能是 P2P 行業近幾年來的至暗時刻，6-7 月，超過 200 家 P2P 平臺出現提現困難、跑路、清盤等情況，整個行業面臨洗牌。許多投資者對此表示擔憂：P2P 爆雷的持續發酵是否會給股票市場帶來衝擊？針對這一情況，本期我們就來探討 P2P 問題對市場、對實體經濟影響有多大？
- **P2P 本質職能應是借貸中介服務商，不應參與平臺交易。** 根據銀保監會等頒布的《網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法》，P2P 的職能是撮合借貸的中介，通過運用風控能力，幫投資人篩選出資質和信用較好的借款人，後果也由投資人自己承擔，平臺只收取服務費。中國的首家 P2P 企業誕生於 2007 年；2011-2013 年，P2P 的競爭日漸激烈，相關風險也在不斷積聚；2014-2017 年，監管加強，集中度有所提升。
- **高增速背後是風險的野蠻生長。** 2018 年 7 月，P2P 平臺的貸款餘額為 9,561 億，環比-27%，是 2014 年以來的首降，平均每天有 6 家以上平臺倒閉。P2P 資金流向為：個人貸、小貸公司貸款、債權打包產品、金融機構產品等。底層資產包括：消費信貸、小微貸款、供應鏈金融、資管計劃、貨幣基金、汽車抵押貸款、汽車質押等。
- **爆雷有宏觀環境壓力，也有行業內部問題。** 2017 年以來，在宏觀去杠杆的大環境下，整個金融行業承壓，2018 年，包括股票在內各類資產價格波動在一定程度上加劇了 P2P 借款人的兌付風險，影響平臺資產端質量；6 月以來監管對 P2P 風險的發聲，也給行業帶來了短期的下行壓力。但是，集體性違約潮出現的根本原因依然是平臺自身逾越了其中介的本職，同時在業務中存在經營瑕疵（造假、自融）、資金池龐氏模式甚至是造假行爲。
- **平臺風險暴露可能波及實體和金融行業，但對股市影響有限。** 隨著投資者對 P2P 行業信念被摧毀，行業面臨新投資人缺乏，老投資人離場的窘境，擠兌風險上升。由於 P2P 平臺資金流向主要為消費貸、小微貸以及資管計劃和供應鏈金融，其中不乏將資金投入金融市場以及流向小微企業的。因此，若 P2P 平臺破產事件大面積發生，小微企業可能面臨流動資金緊張，參股 P2P 的上市公司也將遭受情緒面衝擊，股市資金或將小幅淨流出，但這部分影響程度有限（當前全行業貸款存量 9,561 億，今年的問題貸款 445 億）；同時，由於 P2P 高度依賴一級市場資本推動（風投系 P2P 數量占 8%），因此風險持續暴露也將對一級市場帶來衝擊。
- **一周重要變化：** 北上資金淨流入規模大幅上升過百億。市場方面，場內杠杆持續下降，杠杆資金增倉意願下降；北上資金情緒持續回暖，全周資金淨流入規模大幅上升；股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅上漲；當周市場換手率小幅下降至 1.44%，漲跌停比例小幅上升至 1.44。宏觀層面，通脹略超預期，出口短期穩定。行業層面，原油價格繼續走弱，鋼鐵化工保持強勢。
- **風險提示：** P2P 平臺爆雷潮持續；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、投融资家、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

平台名稱	爆雷時間	地區	累計交易額(億)	累計出借人數(萬)	待償餘額(億)	平臺現狀
錢爸爸	2018/7/9	深圳	325	10	NA	警方介入
投融资家	2018/7/9	杭州	103	34	17	平臺跑路
銀票網	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

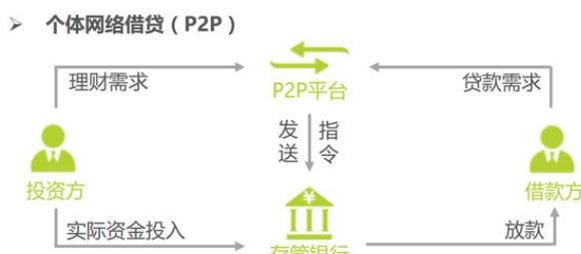
P2P 本質應是借貸中介服務商

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，帮投资人筛选出素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。

圖表 2. P2P 的規範運作模式



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

圖表 3. P2P 的產業鏈



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

時間	機構	文件名	主旨
2015/7/18	央行等十部委	《互聯網金融指導意見》	互聯網金融頂層設計正式落地。這份綱領性文件首次對於互聯網金融做了清晰的定義，同時明確網絡借貸包括個體網絡借貸（即 P2P 網絡借貸）和網絡小額貸款。
2015/8/6	最高法	《最高人民法院關於審理民間借貸案件適用法律若干問題的規定》	最高法發布司法解釋 首次明確 P2P 的擔保責任
2016/2/4	國務院	《關於進一步做好防範和處置非法集資工作的意見》	要求完善法規，儘快出臺非存款類放貸組織條例，P2P 網絡借貸、股權眾籌融資等監管規則，促進互聯網金融規範發展。
2016/8/1	中國互聯網金融協會	《互聯網金融信息披露標準——P2P 網貸（徵求意見稿）》	強制性披露指標 65 個、鼓勵性披露指標 21 項，分為從業機構信息、平臺運營信息與項目信息等 3 大方面披露信息。
2016/8/24	銀監會	《網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法》（12 個月的過渡期）	劃定了業務邊界，明確提出不得吸收公眾存款、不得歸集資金設立資金池、不得自身為出借人提供任何形式的擔保等十二項禁止性行為。
2016/10/13	銀監會等十五部委	《P2P 網絡借貸風險專項整治工作實施方案》	保護鼓勵網貸機構在依法合規的前提下創新發展，提升行業整體形象，回歸服務實體經濟和小微企業等普惠金融本質上來。
2016/11/28	銀監會等三部門	《網絡借貸信息中介備案登記管理指引》	為新註冊及已經設立并開展經營的網貸平臺備案登記給予指引。
2017/4/11	銀監會	《關於銀行業風險防控工作的指導意見》	持續推進網絡借貸平臺（P2P）風險專項整治。
2017/12/1	央行和銀監會	《關於規範整頓“現金貸”業務的通知》	暫停新批設網絡（互聯網）小額貸款公司，暫停新增批小額貸款公司跨省（區、市）開展小額貸款業務；已經批准籌建的，暫停批准開業；對於不符合相關規定的已批設機構，要重新核實業務資質。
2017/12/13	央行和銀監會	《P2P 風險專項整治整改驗收通知》	在 2018 年 4 月底前完成轄內主要 P2P 機構的備案登記工作、6 月底之前全部完成；並對債權轉讓、風險備付金、資金存管等關鍵性問題作出進一步的解釋說明。
2017/12/14	銀監會	《關於規範整頓“現金貸”業務的通知》	禁止消費金融公司通過 P2P 網貸撮合等任何方式為無放貸業務資質的機構提供資金發放貸款，禁止消費金融公司通過簽訂三方協議等方式與無放貸業務資質機構共同出資發放貸款。

資料來源：艾瑞諮詢，中銀證券

100%+ 增速背後也是風險的野蠻生長

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。

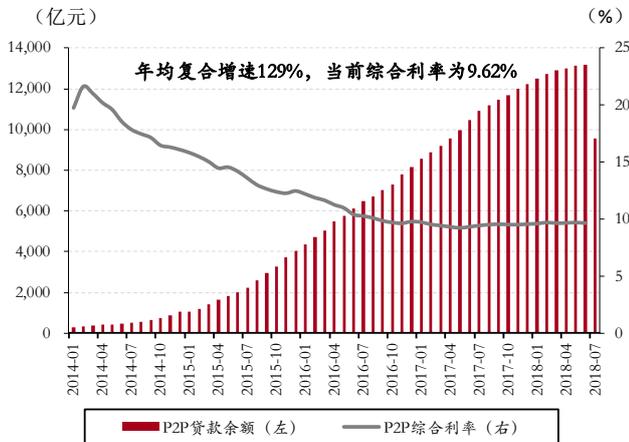
从成交情况来看：7 月平台成交额为 1,447 亿，相比 6 月环比减少 18%，比年初时 2,248 亿/月的成绩额减少了 36%。

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%。

圖表 5. P2P 貸款餘額為 9561 億，第一次出現下降



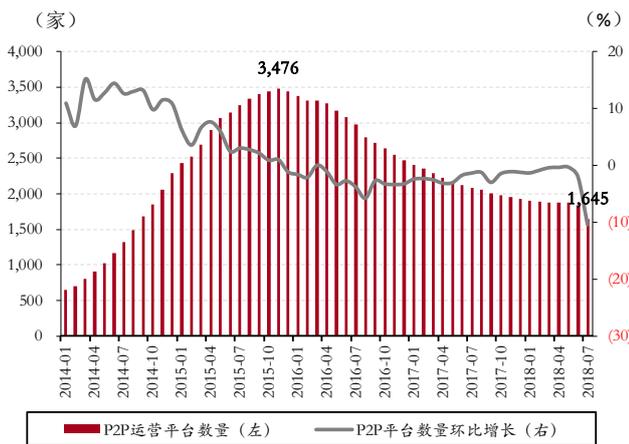
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 歷次 P2P 行業問題爆發的規模（累計）

時間	停業平台數	涉及人數 (萬)	占投資人數 (%)	涉及餘額 (億)	占貸款餘額 (%)
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

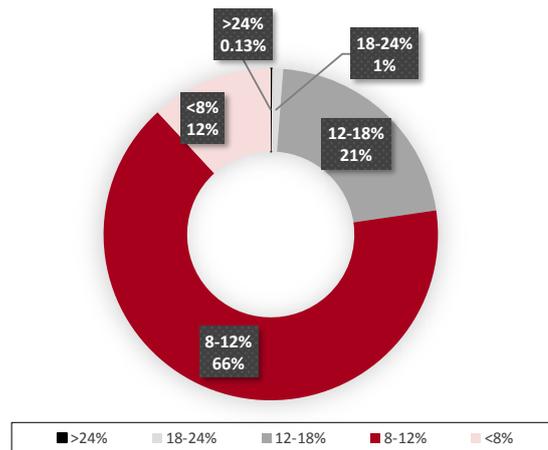
資料來源：網貸之家研究中心，中銀證券

圖表 7. P2P 平臺數量為 1645，不到高峰時的一半



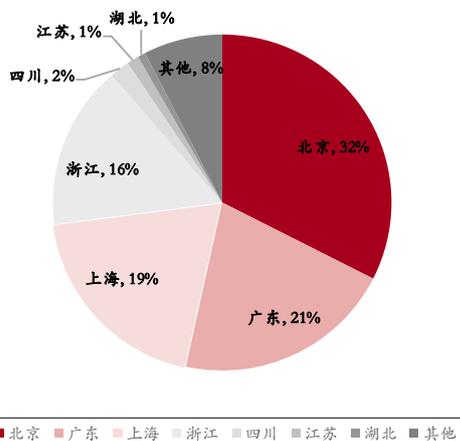
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 2018 年 7 月各綜合收益率區間的平臺數量分布



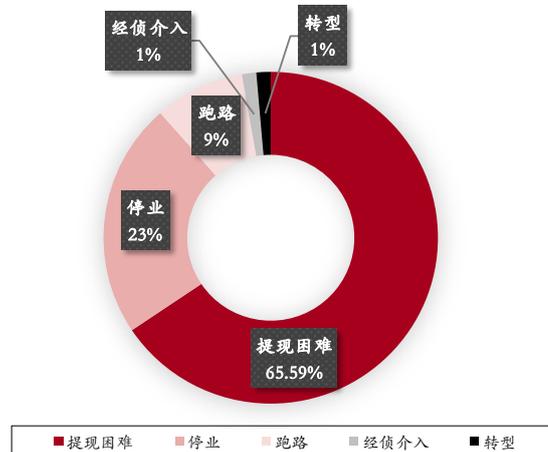
資料來源：網貸之家研究中心，中銀證券

圖表 9. 今年以來成交居前地區的成交量占比



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. P2P 平臺的爆雷類型分布



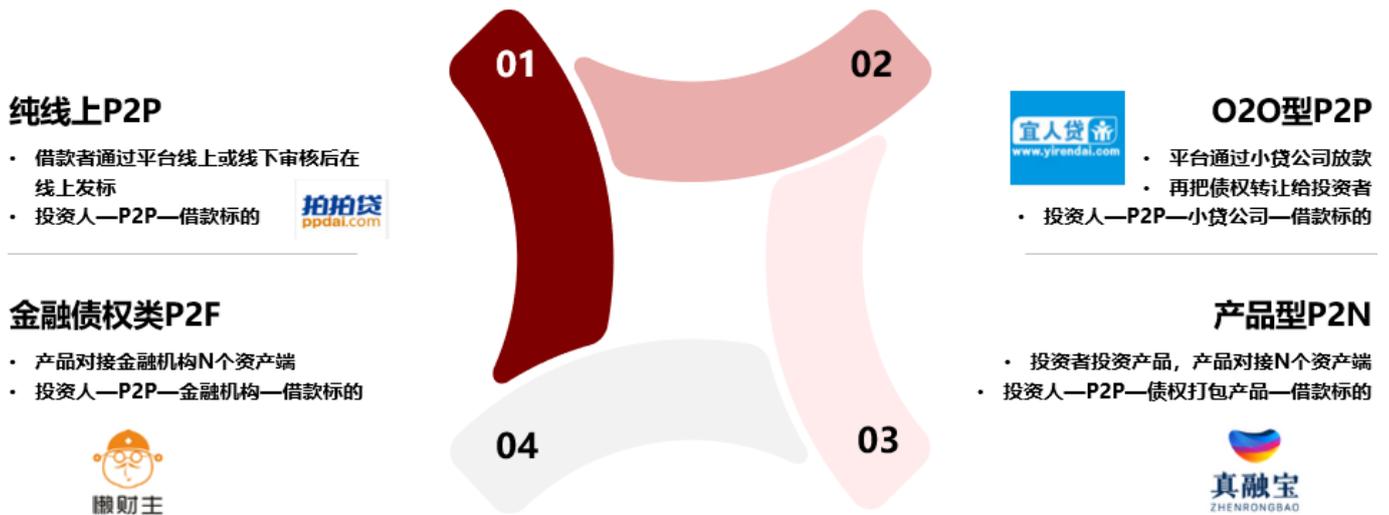
資料來源：網貸之家研究中心，中銀證券

從資金流向來看，P2P 底層資產可以分為四類：個人貸、小貸公司貸款、債權打包產品、金融機

構產品。根據網貸天眼的不完全統計，絕大多數 P2P 平臺都是 P2N 模式，即投資者并不直接投標而是投資產品，產品對接 N 個資產端，平臺把其他 P2P 平臺或者理財公司債權打包，組成一個一定期限的理財產品，然後賣給投資者，平臺在這個過程中扮演的是中介的中介的角色，所以這種模式的優點在于分散風險，缺點在于資產端過多，無法穿透至最底層標的。

這種模式下的底層資產通常為：消費信貸、小微貸款、供應鏈金融、資管計劃、貨幣基金、汽車抵押貸款、汽車質押等，占比較大的是消費信貸、小微貸款和資管計劃，其中不乏資金流入股市、債市，今年以來股票市場的價格波動也在一定程度上加劇了借款人的兌付風險，從而影響平臺的資產端質量。

圖表 11. P2P 行業的資金流向



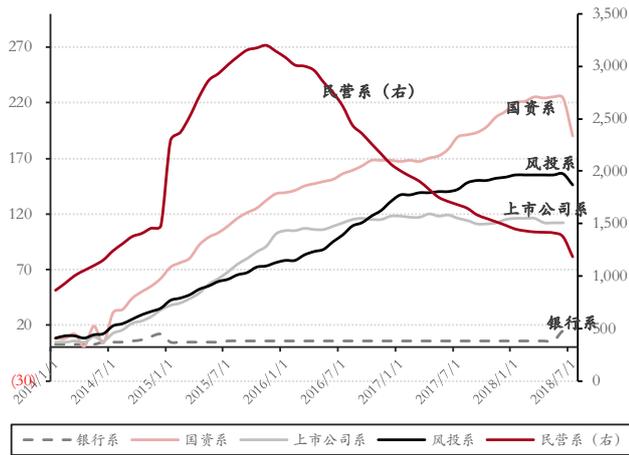
資料來源：網貸天眼，中銀證券

圖表 12. P2P 的四種業務模式

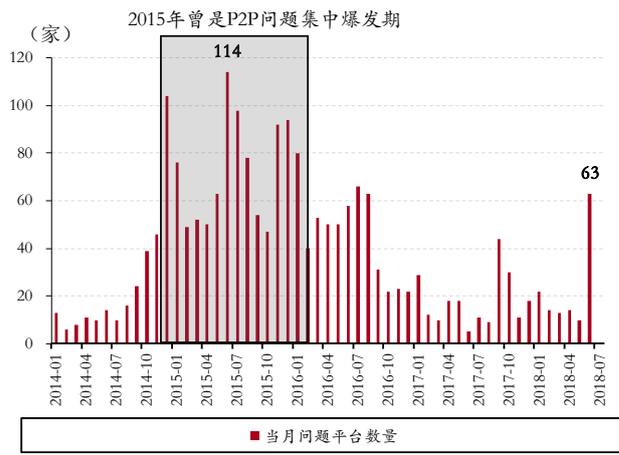
類型	代表機構	業務模式	資產流向路徑與底層資產
純線上 P2P	拍拍貸	借款者通過平臺線上或線下審核後在線上發標	投資人—P2P 平臺—借款人 底層資產：個人消費貸、房屋購置貸款為主
O2O 型 P2P	宜人貸	通過門店或合作的小貸公司、典當行等就先放款，再把債權轉讓給投資者	投資人—P2P 平臺—小貸公司—借款標的
產品型 P2N	真融寶	投資者不直接投標而是投資產品，產品對接 N 個資產端	投資人—P2P 平臺—P2P 債權打包產品—借款標的 底層資產：消費貸、小微信貸、供應鏈金融、資管計劃、貨幣基金、汽車抵押貸款、汽車質押貸款等
金融債權類 P2F	懶財主	產品對接金融機構 N 個資產端	投資人—網貸平臺—金融機構—借款標的 底層資產：金融機構產品

資料來源：網貸天眼，中銀證券

從 P2P 的參與方來看，當前的行業格局可以分為：銀行系、國資系、上市公司系、風投系和民營系。民營系平臺在 2015 年底見頂後持續走低，從最高時期的 3,200 多家減少至當前的不足 1,400 家，減少過半，其中很多是因為運營出現問題而退出市場。而銀行系平臺和上市公司系平臺近年來基本保持穩定，國資系和風投系則穩步增長，合計近 400 家，由此可見，隨著具有雄厚資本的國資、風投等正規軍的擴容，民營系面臨的競爭格局也越來越嚴峻，各類問題平臺也逐漸浮出水面。

圖表 13. P2P 行業參與者構成


資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 問題平臺數量變化情況


資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 部分參股 P2P 平台的上市公司

公司代碼	上市公司	所屬行業	總市值 (億)	P2P 平臺名稱	持股比例
600599.SH	熊貓金控	非銀行金融	20	銀湖網	100%
300044.SZ	賽為智能	建築	53	熊貓金庫	70%
300300.SZ	漢鼎宇佑	計算機	83	惠投無憂	100%
600318.SH	新力金融	非銀行金融	53	鼎有財	100%
000540.SZ	中天城投	房地產	343	微貸網	19%
002498.SZ	漢纜股份	電力設備	76	德眾金融	68%
600110.SH	諾德股份	電子元器件	60	招商貸	55%
300393.SZ	中來股份	電力設備	40	聯金所	51%
600338.SH	西藏珠峰	有色金屬	144	新博貸	50%
600818.SH	中路股份	汽車	43	壹佰金融	40%
002154.SZ	報喜鳥	紡織服裝	45	理財農場	32%
002487.SZ	大金重工	電力設備	21	銅掌櫃	29%
002209.SZ	達意隆	機械	14	今日捷財	25%
				中瑞財富	20%
				聯結理財	19%
				溫州貸	18%
				口袋理財	10%
				投哪網	12%
				廣州 e 貸	10%
				抱財網	10%

資料來源：金融界資訊，中銀證券

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。

圖表 16. 問題平臺數量占比與 M2 呈現反向關係


資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 平均借款期限增長延後了風險爆發的時間


資料來源：網貸之家研究中心，中銀證券

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和外
 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，将长期项目拆
 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。

對實體與金融系統影響未出清，對股市影響有限

平台的風險暴露可能將波及實體與金融系統。在持續不斷的爆雷潮下，投資者對 P2P 行業的信念在動搖，行業缺乏新增投資人入場，老投資人抽資離場，給 P2P 平台帶來了擠兌風險，導致流動性沖擊，最直接影響的是，全行業資金净流出，整體貸款餘額走低。流動性沖擊還會繼續引發兩方面的風險：一方面是平台的風險波及至金融系統以及實體經濟，另一方面是平台為了還本付息追求高風險高收益，誘發資產端信用風險。

平台的破產潮或將引發一級市場動蕩、小微企业流動資金緊張，但對股市影響有限。對於實力較弱的 P2P 平台，本身規模不大，也未穩定盈利，僅靠新增業務的服務費收入維持經營，一旦業務停擺，現金流壓力大增，這種流動性沖擊就會演變為財務風險，甚至會引發 P2P 行業的集體破產潮，由於 P2P 行業高度依靠一級市場資本推動（根據上文的数据，風投系 P2P 數量占比為 8%），這種破產潮或許將對一級市場帶來沖擊。同時，由於當前多數 P2P 平台實際都是對接多個資產端的产品型 P2N，實際資金流向為消費貸、小微貸款、供應鏈金融與資管計劃，其中供應鏈金融主要流向一些小微企业，支持其日常經營所需，受此影響，部分小微企业可能將面臨斷貸活資金鏈斷裂的風險；消費貸、小微貸款以及資管計劃中流向股市、債市的資金量或將減少，但考慮到當前 P2P 全行業貸款存量 9,561 億、今年的問題貸款 445 億，流向股市的也只是其中一小部分，體量並不算大，所以對股市的邊際影響十分有限。

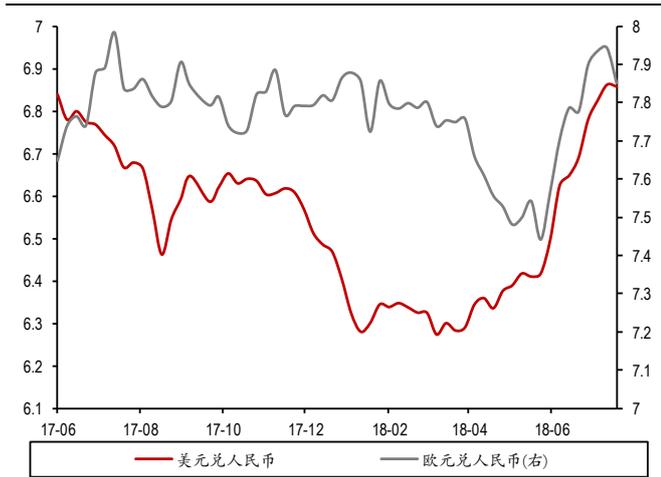
流動性沖擊還將誘發資產端的信用風險。如果平台在风控上不夠謹慎，或者為了償還投資者的本息，而引入了大量借款人，而對借款人資質審核不嚴，或者甚至存在自融等行為，那麼可能會將平台資金投向高風險項目，則更容易被流動性風險擊垮。此外，借款人的信用風險還在於，當整個 P2P 行業出現動蕩之際，會影響部分借款人的還款意願，導致實質性違約的發生，從而爆發更加嚴重、範圍更大的危機。

對於投資者而言，我國的理財產品選擇有限，部分產品門檻較高，對於融資者而言，尤其是一些小微企业和個人，在缺少有效擔保和抵押的情況下，銀行貸款融資困難。這樣的背景下，P2P 作為借貸雙方信息中介的誕生，有其合理與必然性，也確實解決了部分融資需求。但是，當前一些 P2P 平台並不是真正的信息中介，而是通過自我擔保、份額拆分、期限錯配等形式，逾越了信息中介的本分。那些最終被證實進行自融和資金池業務的平台，本質上將被證實是非法集資，最終被市場淘汰、被監管取締。

宏觀重要變化：進出口與通脹平穩

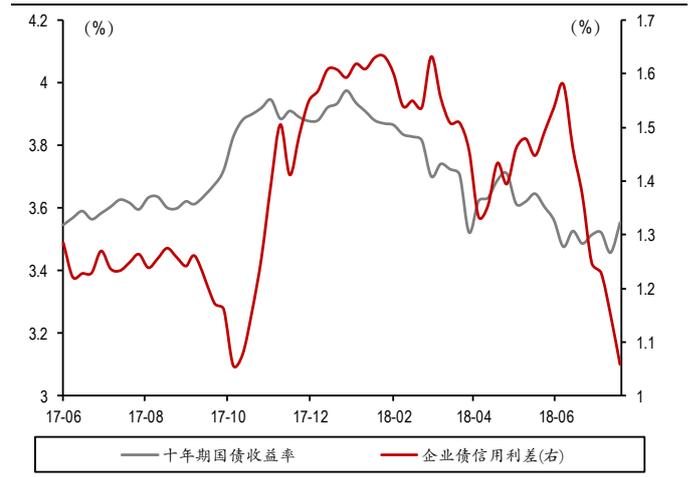
通脹略超预期，出口短期穩定。本周，人民币对美元汇率企稳，均值与上周基本保持一致。十年前国债利率在稳增长与较好的基本面数据影响下，大幅上升超9个BP，但宽信贷政策下信用利差继续大幅收窄。7月CPI同比2.1%，前值1.9%，非食品项大幅上升，PPI同比4.6%，前值4.7%，全年中枢预期进一步抬升。出口方面，7月进口继续大幅增长，同比增20.9%，出口略微反弹，同比增6%。

圖表 18. 人民幣匯率走勢



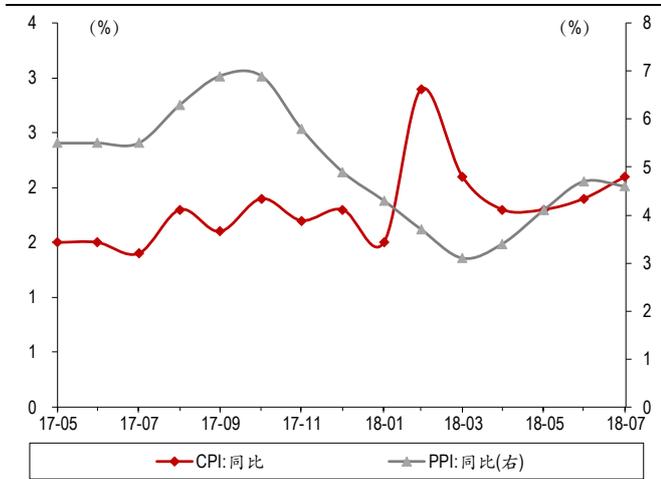
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 信用利差走勢



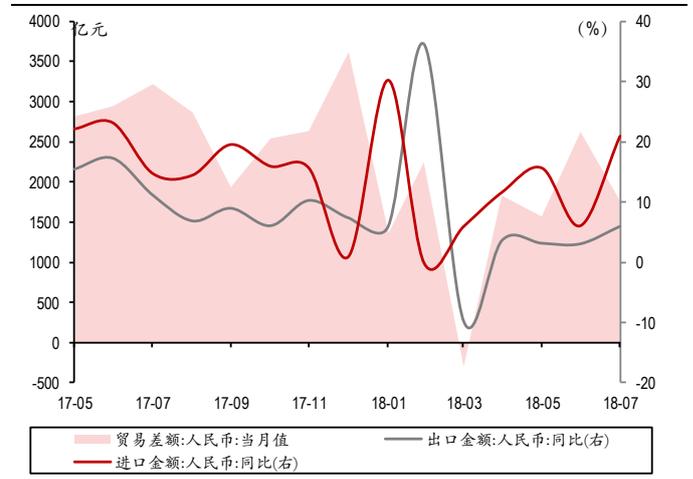
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. 通脹走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 21. 進出口走勢



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：鋼鐵化工保持強勢

原油價格繼續走弱，本周環比下跌1.7%；煤炭現貨受庫存與水電替代壓力，本周繼續下跌0.9%；有色板塊上周反彈后本周繼續趨勢性走弱；鋼鐵與化工在環保限產支撐下，現貨價格繼續走強；水泥在淡季的表現依舊欠佳。

圖表 22. 中上游主要原材料價格一周變化

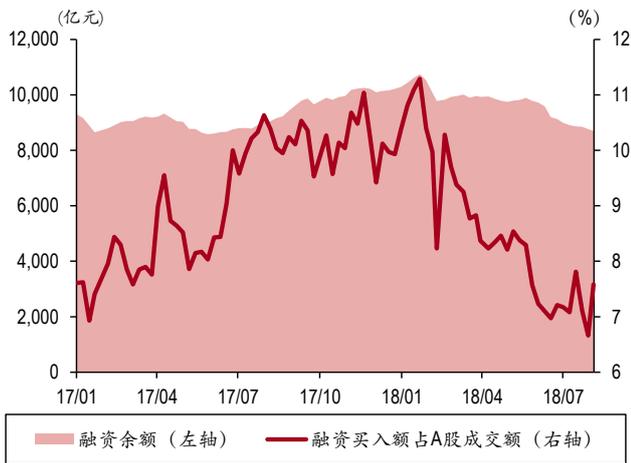
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	67.6	(1.7)	(0.0)	(5.5)
	EIA 全美庫存	千桶	407,389.0	(0.3)	0.9	0.5
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	575.0	(0.9)	(0.9)	(2.5)
	秦港煤炭庫存	萬噸	658.7	(5.9)	0.6	(4.1)
	發電集團日均耗煤	萬噸	18.6	(1.9)	2.7	10.4
有色	LME 銅	美元/噸	6,157.5	(0.7)	(0.7)	(1.7)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,219.2	(0.7)	(0.5)	(2.4)
	電池級碳酸鋰	元/噸	109,000.0	(4.6)	(7.0)	(15.4)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	158.7	0.9	1.5	3.7
	礦價綜合指數	\	76.9	2.4	1.0	5.4
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,001.2	(0.1)	1.1	0.4
建材	水泥價格指數	\	139.0	(0.3)	(0.3)	(1.1)
	玻璃價格指數	\	1,182.2	0.1	0.1	0.0
化工	尿素:山東	元/噸	1,893.0	0.6	(0.6)	(5.4)
	天然橡膠:上海	元/噸	10,175.0	1.8	0.6	1.4
	聚氯乙烯 PVC:華東	元/噸	1,870.0	(1.6)	(0.5)	(10.5)
	PTA:期貨	元/噸	6,798.0	4.1	6.4	15.1

資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：北上資金淨流入規模大幅上升過百億

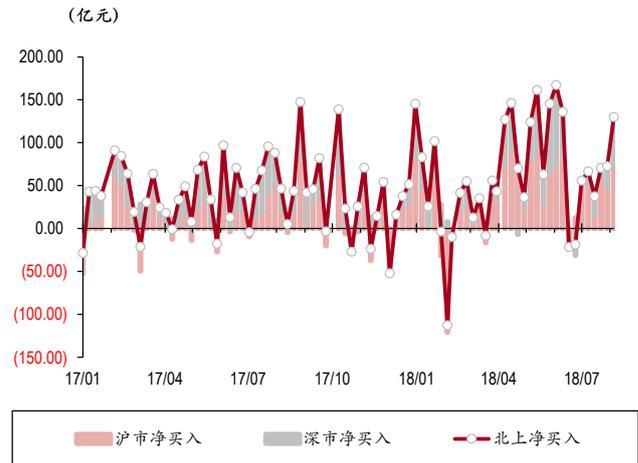
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿下降。场内杠杆资金方面，截至8月9日，两市融资余额来到了8,694.87亿元（前值8,764.70亿元），环比（-0.80%），杠杆资金规模连续十一周下滑，单周环比下降了69.83亿元；融资买入成交额占全市场成交占比为7.58%，环比（+13.81%）。

圖表 23. 兩市融資餘額連續十一周下滑



資料來源：萬得，中銀證券

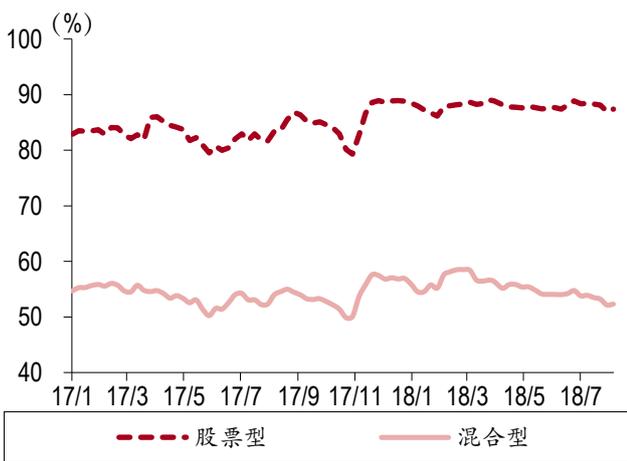
圖表 24. 北上資金淨流入規模大幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

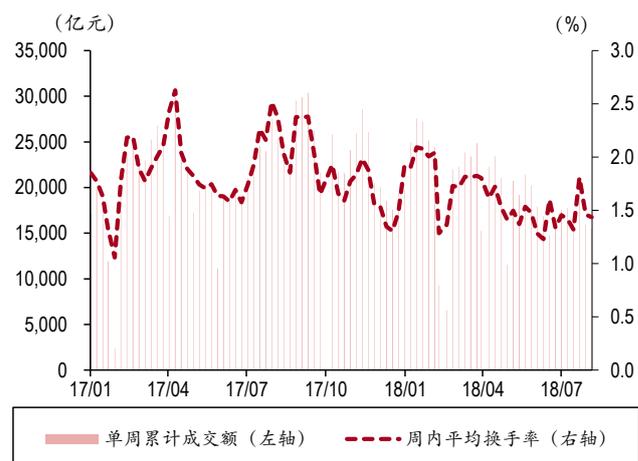
北上資金情緒持續回暖，全周資金淨流入規模大幅上升。本周陸股通合計淨流入129.75億元（前值72.56億元），海外資金呈現流入趨勢，北上資金淨流入規模大幅上升，环比+78.83%。其中滬股通淨流入74.59億元（前值48.02億元），环比增量26.57億元，深股通淨流入55.16億元（前值24.54億元），环比增量30.62億元，滬股通和深股通規模均大幅上升。

圖表 25. 權益類基金倉位小幅微漲



資料來源：萬得，中銀證券

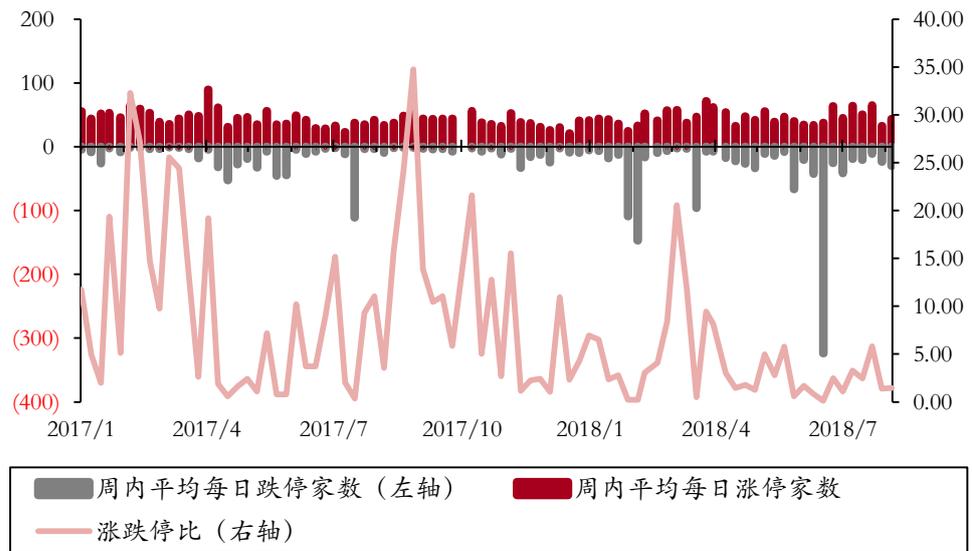
圖表 26. 上周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅上漲。機構倉位方面，截至8月10日，本周權益型基金倉位總體變化不大，略有上升。具體地，股票型基金最新倉位87.42%（环比增量+0.48%），混合型基金最新倉位52.32%（环比增量+0.31%），指標顯示機構投資者對混合型基金的信心仍顯不足。

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



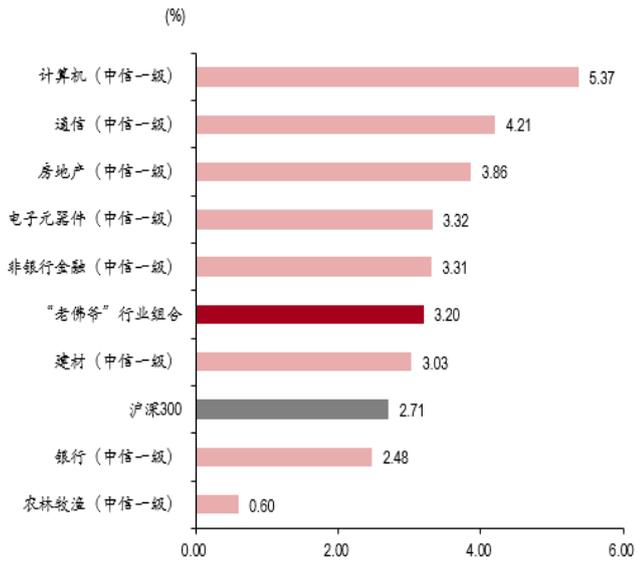
資料來源：萬得，中銀證券

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。

建議關注組合跟踪：上周表現回顧

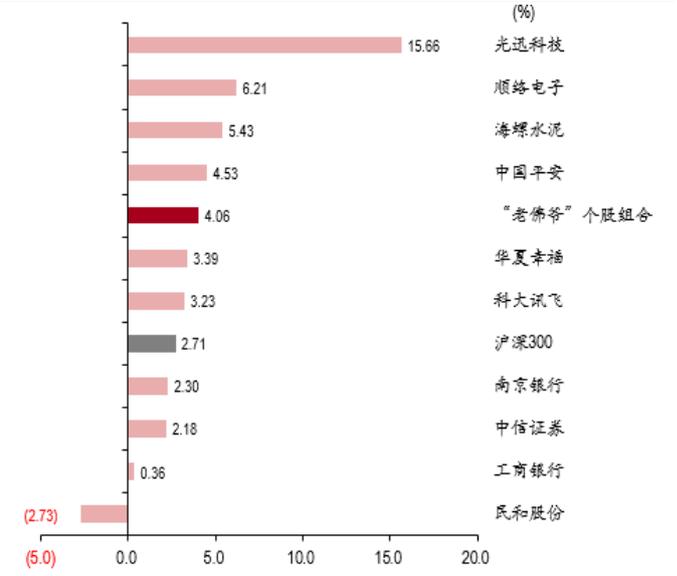
組合回顧：行業與個股組合均表現高于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為 3.20%，表現高于市場 0.49%；“老佛爺”個股組合絕對收益 4.06%，表現高于市場 1.35%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.11。

圖表 28. 上周“老佛爺”行業組合表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 29. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 30. “老佛爺”組合表現 (累計值)



資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

P2P 平台爆雷潮持續；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。

評級體系說明

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。

風險提示及免責聲明

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，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。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371