

# 策略周报 20160114:

## 年末行情如约而至，有色钢煤各自精彩

中财生生资本·投资部·丙科

### 观点简述:

央行的公开市场操作稳定年底流动性，既不会太宽松，料亦不会太收紧；中国 10 月出口继续疲软，我们预计人民币贬值周期还未结束；美国大选特朗普获胜成为美国第 45 届总统，利好石油、煤炭等资源类大宗商品；电力十三五规划正式发布，利好有色和新能源；神华等四大煤企签订长期协议，结合此前发改委的要求，能够看出国家对抑制煤价的决心，这也是推动去产能、降成本两项任务的关键工作之一；网络安全法的推出，机构密集调研网络安全企业，但我们认为目前这仍不是一个值得长期投资的行业。

年底是赚钱的好机会，但明年如何暂且还难说，经济还远谈不上摆脱衰退，而且可说是步步危机。风险方面，仍然重点观测和防范经济支撑不住出现“硬着陆”（引发系统性风险），或者政府和既得利益集团无法容忍经济的衰退而再度“印钱救市”（引发楼市报复性反弹，对股市形成抽血效应）两种情形。

### 本周热点:

#### 【电力发展十三五规划正式发布 八方面绘制蓝图】

11 月 7 日从能源局获悉，国家发展改革委、国家能源局正式发布《电力发展“十三五”规划》，规划是我国“十三五”电力发展的行动纲领，是编制相关专项规划的指导文件，是布局重大电力项目的重要依据。

从各电力类型的目标看，到 2020 年，常规水电装机要达到 3.4 亿千瓦；全国风电装机达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电 500 万千瓦左右；太阳能发电装机达到 1.1 亿千瓦以上，其中分布式光伏 6000 万千瓦以上、光热发电 500 万千瓦。“十三五”期间，全国核电要投产约 3000 万千瓦、开工建设 3000 万千瓦以上，2020 年装机达到 5800 万千瓦；气电新增投产 5000 万千瓦，2020 年达到 1.1 亿千瓦以上，其中热电冷多联供 1500 万千瓦。面对煤电装机过剩问题，《规划》提出，要取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，到 2020 年，全国煤电装机规模力争控制在 11 亿千瓦以内，力争淘汰火电落后产能 2000 万千瓦以上。

中国弃水、弃风、弃光现象比较严重。针对此问题，《规划》提出，要提高电力系统的调峰能力，加大调峰电源的建设规模，建设一部分调峰用的气电，以及加大燃煤电站灵活性的改造力度，加大煤电调峰的能力。

在电网发展方面，“十三五”期间，则要建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右。全国新增 500 千伏及以上交流线路

9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安。电网建设主要是从三个方面进行考虑和规划的，第一是输电通道的建设，重点考虑资源富集和受端的电源结构和调峰能力，第二个考虑是优化区域主网架，加强省间联络，进一步调整完善区域电网，第三个考虑是配电网的建设，要加大配电网建设，基本建成与小康社会相适应的现代配电网。

综合调节能力方面，“十三五”期间，抽水蓄能电站装机新增约 1700 万千瓦，达到 4000 万千瓦左右，同时开工建设 6000 万千瓦。还将部署约 500 万千瓦的调峰气电的建设。热电联产机组和常规煤电灵活性改造规模也将分别达到 1.33 亿千瓦和 8600 万千瓦左右。

电力在中国，无论是基础设施建设还是新兴产业的发展中，均是重头戏，尤其是大力发展其他电力能源，逐步取代对火电的依存度，更是功在当代、利在千秋的大事。另外，“西电东送”更是涉及到大规模的电力输送设备建设，而电力电缆是国内铜最大的一块需求。有色金属的熊市周期已经走完，即将迎来下一个牛市。而回望工业金属中，锌铝已经风生水起，铜价还在低位徘徊。西电东送，可能正是铜价下一个牛市的“第一把火”。**建议近期关注铜现货价格和铜企动向。**

### 【中国 10 月出口继续疲软】

周二(11 月 8 日)中国海关公布了最新贸易账，数据显示中国 10 月以美元计价的出口同比下降 7.3%，进口同比下降 1.4%。

中国 10 月出口同比下滑 7.3%，而 9 月为下滑 10%。10 月的出口降幅虽然有所收窄，但跌幅依然较大。而且考虑到最近人民币的持续贬值和圣诞订单已经结束，未来出口状况不容乐观，预计出口短期继续维持弱势。加上美国总统大选两位候选人都有明显的贸易保护主义倾向，无论谁当选，中国的外贸环境都会恶化，明年中国出口形势不乐观。

我们预计人民币的贬值还没有结束，明年人民币将会以 5%左右的节奏温和贬值。基于以下三个事实：一是出口不振，中国经济企稳后出口却维持疲软，人民币汇率压力仍将持续。二是美元加息预期，美国 12 月有加息的可能，加息预期会刺激资金回流美国，人民币汇率有继续下跌风险。三是货币因素，中国经济现在仍有潜在的下滑压力，货币政策即使没有过去那么宽松，货币投放也会一直在高位，给人民币汇率压力。

还有很重要的一点是，之前楼市的狂飙，除了银行、房地产公司和利益集团的推波助澜外，必然也少不了逐利的热钱身影。而中央政府这次看来是铁了心要抑制房地产泡沫了，房地产一旦遇冷回落，势必引发踩踏效应，从而加速热钱外逃，更增人民币贬值压力。

此外还想说一点，中国经济三驾马车之一的外贸失速，令中国经济增速进一步承压，这的确是我们不愿意看到的，但从另外一个角度看，中国此前的所谓出口，基本上不是贱卖劳动力就是贱卖资源，确实能赚一些快钱，但长远看对中国的发展和环境都极端不利。所以，在中国经济不面临大的系统性风险的前提下，我个人倒是乐见之前的这种所谓“出口”继续地不乐观下去，直到我们真正能够出口高附加值的商品为止。

【统计数据显示，下周（11 月 12 日-11 月 18 日）央行公开市场有 5750 亿逆回购到期，

100 亿央票到期，无正回购到期，若央行不进行其他操作，公开市场将自然净回笼 5650 亿。此外，下周三（11 月 16 日）有 1150 亿 MLF 到期。央行周五进行 1400 亿元 7 天期逆回购、700 亿元 14 天期逆回购操作。当日公开市场有 850 亿逆回购到期，因此当日净投放 1250 亿，本周净回笼 3000 亿。】

当前金融机构超储率并不高，流动性稳定性有所下降，加上外汇占款持续下降，导致流动性供给十分依赖央行主动投放，一旦央行流动性供给减少，或者市场流动性需求出现短期增加，则市场流动性供求就有可能趋向紧张，发生短期波动。11 月企业上缴税压力不大，但在流动性供求紧平衡格局下，仍需警惕不利因素对市场造成的冲击，尤其是年底阶段，机构出于应对考核等考虑，倾向于增加流动性储备，使得市场流动性供求更易出现紧张。

综合分析来看，由于政策放松受限于汇率波动及金融去杠杆，央行仍倾向于利用 OMO 和 MLF 等工具调节流动性，预计截止到明年春节前，资金趋于紧张的程度不大，但短期波动的可能性较大。加之美国大选后，全球资金开始有从新兴国家流回美国的迹象，国内资金纷纷进入股市和大宗商品，以规避人民币继续贬值的压力。目前需要时刻关注国内和国际金融市场动向和政府的举动。

目前看来，央行希望将流动性保持在一个其认为合理的范围内，只在泡沫严重的房地产等行业定向卡紧流动性。因此，年末的整体流动性不必太过担心，股市的年末吃饭行情还是可以期待的，大宗商品方面，煤炭涨得太疯，而且国家的调控意图也非常明显，多头的风险敞口偏大；有色金属则受到多方面因素的合力制约，一方面国际资金流向美国助推美元走高，导致用美元结算的国际大宗商品价格偏贵，这是制约有色多头的因素；另一方面人民币的贬值预期使得国内市场纷纷涌入大宗商品市场，这是制约有色空头的因素，合力相较之下，但还要考虑到美国特朗普上台对于资源类标的的提振作用、以及国内“西电东送”对铜价的支撑预期，我们判断有色整体上还是多头占上风。

【央行三季度货币政策执行报告：下一阶段将坚持实施稳健的货币政策，保持灵活适度，适时预调微调；在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险；要进一步加强重点领域风险排查，关注实体经济特别是产能过剩行业、房地产、地方政府性债务等领域风险；适当拉长资金供应期限，有利于防范资产负债期限错配和流动性风险。】

央行的作用很大一部分是调控市场流动性的问题，经济下行中，低利率及长期资金为企业能延续、持续经营换了时间空间。央行在时间维度的结构调整，及稳健的政策导向，是能一方面抑制资产泡沫和给实体经济喘息的机会。

自从前些年中国经济下行压力加大起，央行关于货币政策的口径就应该这样来解读：

稳健=稳健中略偏宽松；

稳健偏宽松=宽松；

适度宽松=极度宽松。

重提“抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，并且特别提到“产能过剩行业、房地产、地

方政府性债务”，进一步说明了国家抑制楼市泡沫的决心，但“在保持流动性合理充裕的同时”就意味着，央行下一阶段不会完全排除在继续收紧货币政策会造成崩盘的情况下，适当地刀下留情，让我们嗅到一点 2013 年中“钱荒”时候的味道。

之前说过，国家现在是进退两难的境地，一方面要收紧货币政策来抑制泡沫，另一方面又需要刺激政策来对抗经济下行压力。所以，近期应特别关注央行的公开市场操作，从中不但可以判断央行下一步的意图，也能在一定程度上推断我们所面临的经济状况。

### 【特朗普赢得大选】

11 月 9 日，共和党候选人特朗普已经达到 270 张选举人票，击败民主党候选人希拉里，即将成为美国第 45 任总统。他也将是超过 60 年来，首位从未有过州长或国会议员资历的美国总统。

特朗普当选美国总统可以说是今年除英国脱欧成功的最大黑天鹅事件。我们觉得他能成功上台，与其说是因为个人能力超过希拉里，不如说是靠着对于大刀阔斧改革的承诺，给了美国人希望。回顾 8 年前的历史，奥巴马上台后一个月内就兑现了增加本土就业机会的承诺。不顾 WTO 协议，签署了“买美国货”条款，规定经济刺激计划的资金只能购买美国产品。特朗普上台后或多或少也会兑现竞选时的承诺，中国面临较大的挑战。他一直主张实行贸易保护主义，主张对华强硬政策。对华贸易主张主要是：第一，当选后将命令财政部长把中国定为汇率操纵国，要求调整其汇率政策。第二，若是中国不配合美国的话，将会对来自中国的所有进口商品征收 45% 的惩罚性关税。

现在中美互惠合作是双边关系的主流。美国总统当选以后，会兑现竞选时的承诺，但一定不会 100% 兑现。如果以公正的历史视角看，奥巴马应该是近 20 年来对中国最友善的总统。奥巴马嘴上批评中国操纵汇率，上任以来连续 8 年顶住美国国内的压力，没有把中国列入汇率操纵国的名单。高举民粹旗帜的特朗普当选后，也许会选择拿中国部分产品开刀，征收高额的反倾销税。但对所有中国商品征收 45% 的惩罚性关税和把中国定为汇率操纵国这个竞选口号，他不管是作为成功商人还是作为美国总统，出于理性考虑都不会去做。最后引用美国驻华大使馆幕僚长费德玮在英国金融时报年度经济峰会的一句话：无论大选结果如何，无论谁当选，中美关系都将持续发展。

特朗普成功当选符合我们之前的预判，我们认为，其之前所承诺的“将中国列入汇率操纵国”、“征收惩罚性关税”等强硬政策，最终会是雷声大雨点小。但美国不敢把中国得罪得太厉害，并不意味着美国不敢对外采取更激进的态度，毕竟，共和党背后少不了军火商的支持。就算不发动战争，但是挑起局部地域纷争，乘机大卖军火是其很有可能干的事。如此一来，势将利好石油、煤炭等资源类大宗商品，以及黄金。对于 A 股来说，势将利好国防军工板块。

### 【神华等四大煤企签订明年长期协议】

11 月 11 日上午，神华集团、中煤集团与华能集团、大唐集团、国电集团在京签订了 2017

年电煤中长期合同。上述中长期合同签订情况具体为：数量按照前三年实际平均量，5500大卡动力煤基准价是535元/吨，调价依据按上月末市场实际成交价，价格变动供需双方风险各担50%，合同签一年，今年12月1日开始执行。

10月25日，国家发改委曾经召开会议，要求中国神华等各大煤矿商签订长期供货协议，在2017年供应合同中将价格限制在比当前价格更低的水平，5500大卡煤炭每吨不高于660元、5000大卡煤炭每吨不高于600元。应该说十月份会议的决定是偏向于电厂等用煤企业的，限定长期价格在较低水平既破坏了市场经济的公平性，也挫伤了煤炭生产企业坐上谈判桌的积极性。

本次长期协议的签订是深化电煤市场化改革以来具有标志性的一件大事。和以前定量不定价，没有什么约束的合同完全不同。此次合同的特点是既定量，又定价，定了一个较长的周期且有明确的定价机制。基准价是535元/吨，比第一次会议的660元/吨还低，看似煤炭企业吃了大亏。但因为协议规定，价格变动时供需双方风险各承担50%，在煤价价格维持高位并有持续上涨的预期下，煤炭企业更加偏爱浮动价格，愿意签订长期供货协议。协议又遵循了市场规律，又考虑了双方的利益诉求，可以说是一个双赢的解决方案。

2017年煤炭价格预测：从需求端来看，上述华能集团、大唐集团、国电集团三大发电集团总装机容量、电煤消耗量目前均占全国的44%左右。大型发电集团长期协议的成功签订给2017年煤炭价格定下了一个基调，明年因为发电厂库存不够抢煤而导致的煤价疯涨将不会再现。从供给端来看，9月30日，为了应对煤价上涨，国家发展改革委、国家能源局联合下发的《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》。煤炭先进产能释放期间，每月最多可增加848万吨。2016年平均每月煤炭产量为2.7亿吨，先进产能释放后，煤炭供给量增加3.1%。昨天，国家发改委宣布把先进产能的释放期限从2016年12月31日延长到2017年3月15日。可以看出政府在煤炭供给层面进行调控，严控煤价继续上涨的决心。

煤炭供给层面调控，严控煤价继续上涨，对于国家角度来讲，是去产能、降成本两大经济任务十分重要的一环。联合四大煤企实施限价措施，并延长释放先进产能的期限，必然逼迫落后产能关停，并且推动煤炭企业兼并重组，助推行业洗牌；同时，由于我国，尤其是中原地区的电力生产对于火电的依赖度仍然偏高，抑制煤价对于发电和用电企业来说，都将促使成本下降。若此举能顶住某些方面的压力长期为之，则有望助推去产能、降成本的经济任务跨上一个新台阶。

【政策力挺网络安全产业 机构密集调研相关公司】十二届全国人大常委会第二十四次会议7日表决通过了《中华人民共和国网络安全法》，这是我国网络领域的基础性法律，明确加强对个人信息保护，打击网络诈骗。该法自2017年6月1日起施行。

随着网络安全法的出台以及国产化的推进，国家对于网络安全日趋重视，而腾讯、阿里等互联网企业无不加重对于网络安全的投入力度。目前我国在网络安全方面的投入占整个IT

比重仅约 2%，远低于欧美国家 10%左右的水平，潜在空间将达千亿级别。为加强网络安全管理和软硬件基础产品自主可控建设，我国先后出台了系列扶持政策。“十三五”规划纲要明确提出实施网络强国战略，统筹网络安全和信息化发展，完善国家网络安全保障体系。随着移动互联网、云计算等信息经济的发展，我国网络安全需求将大幅上升，预计未来几年行业复合增速有望达 30%。除了立法层面，各细分行业政策落地也在推进中。11 月 3 日工信部首次发布《工业控制系统信息安全防护指南》，指出工业控制系统应用企业应从安全软件选择与管理、配置和补丁管理、边界安全防护、物理和环境安全防护、身份认证、远程访问安全、安全监测和应急预案演练、资产安全、数据安全、供应链管理、落实责任十一个方面做好工控安全防护工作，将安全行业的市场空间从传统的互联网和移动互联网进一步拓宽至物联网领域。因此利好一些网络安全软件企业。

我个人对网络安全产业还是存在一些疑虑，一如我当初主张，毕竟是在这个行业里待过，我很清楚国内软件业的现状：一者，人才尤其是高端流动性大；二者，写代码习惯不够好，经常为了赶进度而缺少注释或注释敷衍了事。如此一来，势必造成代码前后承接的断档，系统的更新和优化变得非常难以为之，除非全部重构。但是很多大型 IT 企业，代码规模已届天量，重构的资金、人力和时间成本，也不是企业能够承担的。于是，经常看到的就是修修补补、得过且过，系统所隐含的 Bug 风险极高。更严重的是，这些 Bug 很难排查，一旦在关键点出现漏洞，很有可能就是致命的。正是因为 IT 行业这样的现状，造成不仅是网络安全，甚至包括大数据和云计算等软件行业，发展总是受限，不可不察。个人以为，中国的 IT 软件行业，进行投资须十分谨慎小心。

### 风险提示：

股市年末的吃饭行情如约而至，有色、交运、基建各自精彩，如不出意外，食品饮料等消费板块很快也会起来。年底是赚钱的好机会，但明年如何暂且还难说，经济还远谈不上摆脱衰退，而且可说是步步危机。在策略周报中，我们重申过好几次的观点，此处不厌其烦再提示一下：中国经济“软着陆”的预期正渐行渐远，因此，无论是支撑不住出现“硬着陆”（引发系统性风险），还是政府和既得利益集团无法容忍经济的衰退而再度“印钱救市”（引发楼市报复性反弹，对股市形成抽血效应），均是我们应重点关注防范的风险。

#### 特别声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。