



## 联讯证券专题研究

# 怎么看 2019 下半年？

2019 年 06 月 21 日

### 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002  
电话：010-66235770  
邮箱：liqilin@lxsec.com

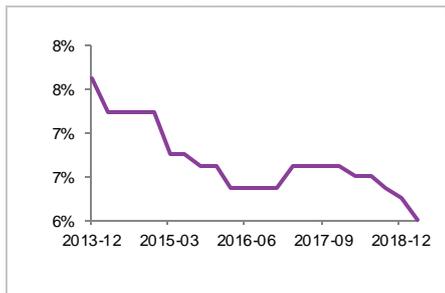
**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001  
电话：010-66235780  
邮箱：zhangdeli@lxsec.com

**研究助理：钟林楠**

电话：  
邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

- 《住房市场空间有多大》2019-05-30
- 《纠结的债市》2019-06-11
- 《5 月社融数据的亮点与隐忧》2019-06-12
- 《5 月经济数据反映了什么？》2019-06-14
- 《利率并轨专题》2019-06-19

### ◇ 怎么看 2019 下半年？

二季度经济增长动能再度转弱，近期开始出台逆周期调控政策对冲。我们认为，放松重大基建项目资本金等逆周期调控政策，能够起到一定托底经济的作用。但在防范居民债务和地方隐性债务压力下，“房住不炒”的调控思路没有变，隐性债务高压监管也没有实质性的放松。房地产和基建这两个传统的信用加速器，依然面临着强约束，现行政策并不足以对冲。外部贸易环境的不确定性，又加大了这种压力。短期内，至少今年下半年，内生性企稳的动能并不足，经济将继续处在被动补库存和主动去库存阶段。

预计下半年，政策会赋予稳增长更高的权重，货币政策和财政政策围绕稳增长发力。货币政策方面，内外部环境对货币条件边际松动的掣肘在下半年会趋于减弱，转向逆周期调节的概率在增大。财政政策方面，由于财政前置，传统的财政对冲空间并不大，需要“创新”工具，包括使用以前年份未用完的专项债额度、提高今年的新增专项债额度等。

落实到资产配置上，1) 债券：虽然从趋势来看，仍处于牛市阶段，但行情与回报可能一般，策略上建议保持偏长的久期，负债稳定的机构在控制杠杆与信用风险的前提下，可适当下沉资质抄底此前被错杀的中短期限高票息城投，负债期限若偏长，也可尝试拉长高等级信用久期；

2) 黄金：短期可能会有调整压力，但下半年仍有较大的上涨空间，因为反通胀保值和无风险债券这两个属性对它都有支撑；

3) 商品：下半年，原本平衡的基本面可能会滑向供过于求的被动补库存象限，最终演变成主动去库存的局面，商品有顺畅的做空机会；

4) 股票：一季度股票上涨，拥有经济触底反弹预期+贸易谈判顺畅+货币条件宽松+风险前期已经大幅释放等多个有利条件。下半年，无论是股票自身的风险状况还是经济政策环境，可能都难以与上半年尤其是一季度相比。在这种环境下，大部分投资者可能更多抱有逢高止盈，边走边看的思维去参与交易，股票可能会有砸坑后的反弹机会，但难有趋势性的牛市。

◇ 风险提示：政策对经济下行的容忍程度，高于市场预期



## 目 录

一、回顾不一样的 2019.....	4
二、下半年宏观经济展望.....	6
(一) 房地产：投资增速拐点已过，四季度可能加速向下.....	6
(二) 基建：地方债务监管，制约反弹空间.....	8
(三) 制造业：增速低点可能出现，但反弹动力不足.....	10
(四) 社消：增速尚未企稳，预计全年为 7.5%.....	11
(五) 出口：外需环境恶化，出口可能负增长.....	13
(六) 通胀：高点在四季度，可能阶段性破 3%.....	14
三、政策会如何应对？.....	17
(一) 货币政策：宽松仍有空间，但需平衡多目标.....	17
(二) 财政政策：传统财政手段空间不大，需要“创新”财政工具.....	19
四、利率趋势与大类资产展望.....	20

## 图表目录

图表 1: 今年一季度风险偏好快速修复.....	4
图表 2: 流动性分层与信用利差走扩.....	5
图表 3: 今年建安投资增速转正，以土地购置为主的其他费用增速持续放缓.....	6
图表 4: 从相关性看，土地出让金增速领先土地购置费用增速 1 个月.....	7
图表 5: 三线及以下城市是房地产施工的主体.....	8
图表 6: 5 月基建投资累计增速和当月增速，都出现回落.....	8
图表 7: 基建投资资金来源中，预算内资金占比不足两成.....	9
图表 8: 2018 年制造业高污染子行业企业数明显减少.....	10
图表 9: 增值税减免对 SW 各行业上市公司利润的提升.....	11
图表 10: 近年新购房有负债家庭的债务收入比，都要高于总量视角下的测算值.....	12
图表 11: 春节消费可以看作是全年消费的领先指标.....	12
图表 12: 两个口径的汽车销售数据分化，源于零售端加大了促销力度.....	13
图表 13: 中国出口份额虽有回落，但仍超过了日本和德国此前的峰值.....	14
图表 14: 今年 CPI 同比回升，主要是食品项带动.....	15
图表 15: 产出缺口领先 CPI 同比 2-3 个季度，今年 1 季度产出缺口回升.....	16
图表 16: 四季度 CPI 同比有单月破 3% 的风险.....	16
图表 17: 核心 CPI 稳定，不会对货币政策形成掣肘.....	17
图表 18: 贷款基准利率与 LPR 并不高，不是制约融资成本下行的主要因素.....	18
图表 19: 市场预计，下半年美联储降息概率将达到 100%.....	18
图表 20: 今年财政前置的特征明显.....	19
图表 21: 相比于前 5 个月，后续月份的公共财政和政府性基金的支出空间小很多.....	20
图表 22: 中美两国基本面，从分化到收敛.....	21



图表 23: 中美利差和境外机构持有的境内债券环比增量有较强正相关性.....	22
图表 24: 国债收益率曲线 5 年期以前曲线陡峭, 5 年期以上的后端十分平缓.....	22
图表 25: COMEX 黄金期货与十年美债的实际利率走势具有极高的负相关性.....	24
图表 26: 美国加征关税, 对 CPI 通胀会有一定的支撑.....	24
图表 27: 基建和周期商品的价格在大部分时候呈负相关性.....	25



## 一、回顾不一样的 2019

和 2018 年不同，2019 年上半年，宏观经济与金融市场没有明显的主线牵引，投资者的预期在宏观数据与政策变动以及事件驱动下出现反复变化，风险资产与避险资产的交易窗口也接连被打开。

具体而言，在年初时，由于地产与地方政府债务约束没有明显的松动，大部分人预期实体经济难以创造出优质资产，金融机构的风险偏好无法得到有效提升，加上银行体系固有的资本金不足和负债荒等问题，宽货币到宽信用的传导效果有限。因此，认为债券尤其是信用债会有更好的投资机会，权益由于企业盈利会趋于下行，基本面没有支撑，即使估值降至历史低位，也难有趋势性的机会。

但事实是，在财政资金前置（专项债提前放量）扩基建+地产周期分化（一二线城市触底，三四线棚改腰斩但开工前置）+央行一揽子政策（降准释放长钱降银行负债成本+CBS 解决资本金+提高小微不良容忍率）的组合下，一季度经济出现了超预期的韧性，社融总量超过了 8 万亿，房地产+基建出现了明显的反弹。

同时，中美贸易关系出现了短暂的改善，风险偏好明显回升，原本在极为悲观预期下普遍低仓位甚至空仓的权益投资者开始“踩踏式”的上车，上证综指在短短一两个月的时间内，便从 2440 点的低位快速修复到 3200 点的位置。大宗商品由于春节后的新开工旺季，需求有较强的支撑，即使面对着历史最高规模的供给，价格也依然出现了稳步上涨。而原本被看好的避险资产债券由于受到了风险偏好+预期差+地方债供给等多方位的压制，收益率调整，收益率曲线由牛平逐渐转为“熊陡”，不少市场人士开始提出经济将在二季度见底企稳的观点。

图表 1: 今年一季度风险偏好快速修复



资料来源：联讯证券，Wind

然而，进入二季度，经济金融环境与政策再度发生了转变。外部，中美贸易谈判再生波折，美国对中国 2000 亿美元商品征收 25% 的关税，风险偏好再次被打压。内部，由于一季度快速扩张的信贷使实体经济杠杆率再度飙升，且社融和名义 GDP 的增速走势出现背离，419 政治局会议重提“结构性去杠杆”。加上非洲猪瘟发酵带来的猪价反季节上涨和水果价格的快速飙升，通胀预期升温，原本宽松的货币政策开始微调，转向稳健



中性，财政逆周期调节的节奏也在放缓。4月和5月的社融、工业生产、消费等宏观指标较一季度也随之明显回落，此前被大部分投资者所预期的经济强韧性再次被证伪。

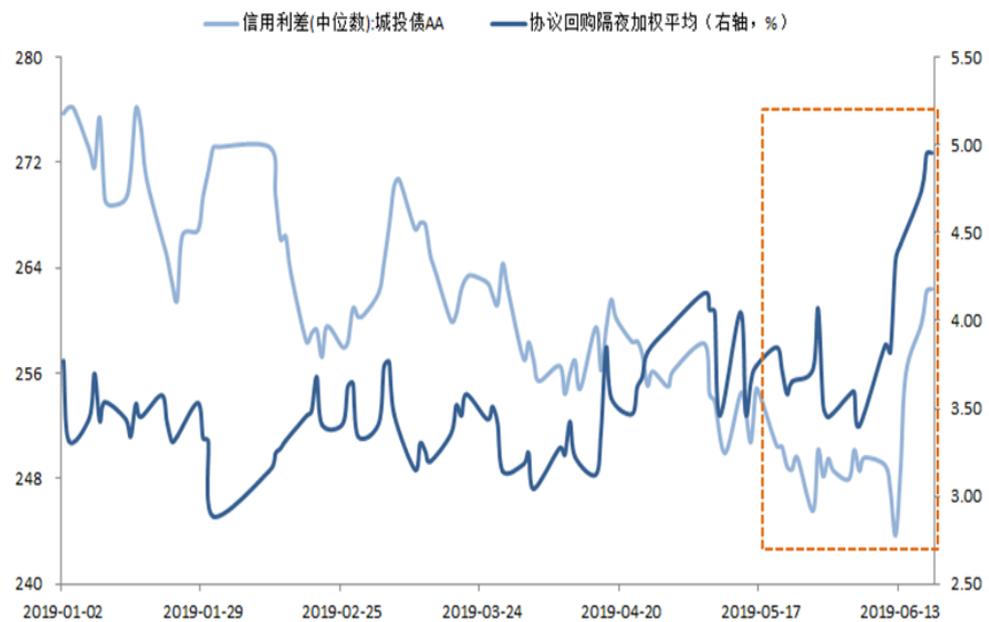
在流动性红利褪去+基本面压力卷土重来+风险偏好收缩的三重因素打压下，一季度暴涨的风险资产开始调整。上证综指从4月下旬开始，快速回落至2800-3000的区间位置。螺纹钢为代表的大宗商品在高供给和不弱的地产需求中间取得了相对平衡，围绕3700-3800的中枢点位震荡。

而在4月份经历过调整的避险资产，再度占据了上风。尤其是外围市场，在中国经济韧性减弱的背景下，欧洲、美国等发达经济体也接连出现了经济数据不及预期、权益市场暴跌等现象，黄金暴涨，全球债券收益率快速下行，美联储降息预期快速升温。

国内债市虽然在基本面与外围环境上有着较好的做多条件，但金融市场上出现了银行因为信用风险被托管，同业存单刚兑信仰被打破的事件，中小行的同业负债难度加大，部分投资者担忧是否会再度出现“同业存单再融资困难—赎回货基—利率债被抛售”的流动性风险，不敢放手做多，无风险收益率下行幅度并不大。

同时，由于传统的资金融出方提升了质押券的要求，持有较多中低评级信用债的非银资管（产品户）质押融资变得较为困难，资金市场上开始出现流动性与信用分层现象，不少中低评级信用债被迫折价抛售，信用债的等级利差开始走阔，央行货币政策为了稳定与防风险，在短期内再度出现了边际上的调整。

图表 2: 流动性分层与信用利差走扩



资料来源: 联讯证券, Wind

总而言之，2019年上半年，经济基本面与政策释放出来的信号比较混乱，金融市场的走势没有明显的主导性因素，权益凭借着一季度的快牛行情，成为了上半年表现最佳的资产之一。



## 二、下半年宏观经济展望

地产投资是支撑今年前几个月的经济的最核心力量，5月地产投资增速超预期回落，让下半年宏观经济面临的不确定性进一步上升。目前中美就贸易问题重回谈判，但回顾这一年多的谈判历程，以及双方冲突根源的复杂性，在短期情绪回暖之后，对中美贸易冲突应该要继续保持一份冷静。

近期逆周期调控政策已经加码对冲。中办和国办联合发文，放松了部分重大项目的资本金限制，允许使用地方政府专项债券所募集的资金作为资本金，并鼓励金融机构在合法合规的前提下进行配套融资。本周财科所某领导在接受外媒采访时表示，今年下半年提高地方政府债券发行额度的可能性越来越大。

我们认为，上述逆周期调控政策能够起到一定托底经济的作用。但在防范居民债务和地方隐性债务压力下，“房住不炒”的调控思路没有变，隐性债务高压监管也没有实质性的放松。房地产和基建这两个传统的信用加速器，依然面临着强约束，现有的政策组合并不足以对冲。外部贸易环境的不确定性，又加大了这种压力。短期内，至少今年下半年，内生性企稳的动能并不足，经济继续处在被动补库存和主动去库存阶段。

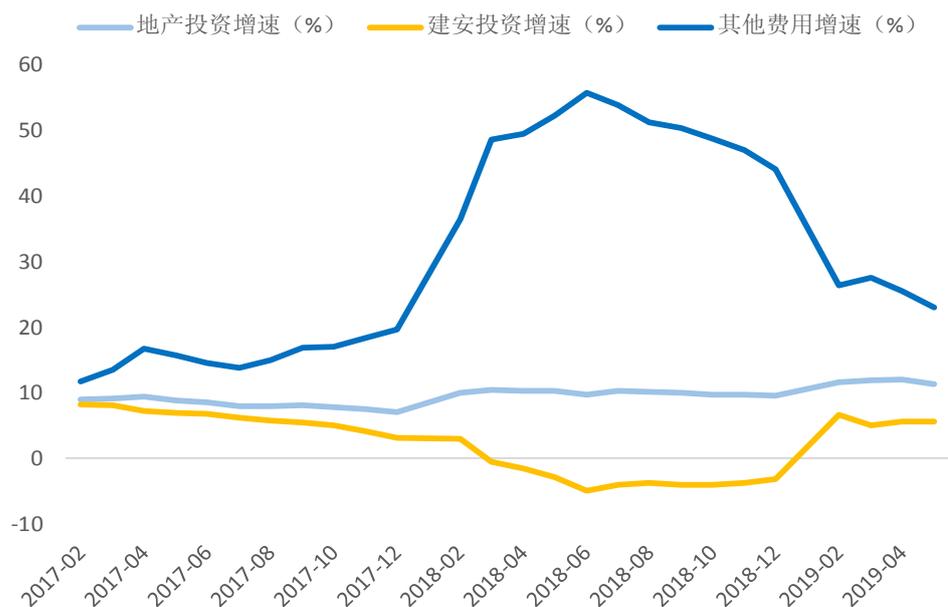
下面对经济基本面，包括各个终端需求和通胀，作具体分析。

### （一）房地产：投资增速拐点已过，四季度可能加速向下

1-4月房地产投资11.9%的累计增速，大概率是今年的高点。在三四线城市加快竣工的支撑下，三季度地产投资有支撑，四季度则有加速向下的风险。

二分法视角下，今年地产投资的显著特点是，建安投资增速转正，而以土地购置费为主的其他费用增速不断放缓。一上一下的两股力量，共同将地产投资增速维持在11%以上。

图表 3: 今年建安投资增速转正，以土地购置费为主的其他费用增速持续放缓



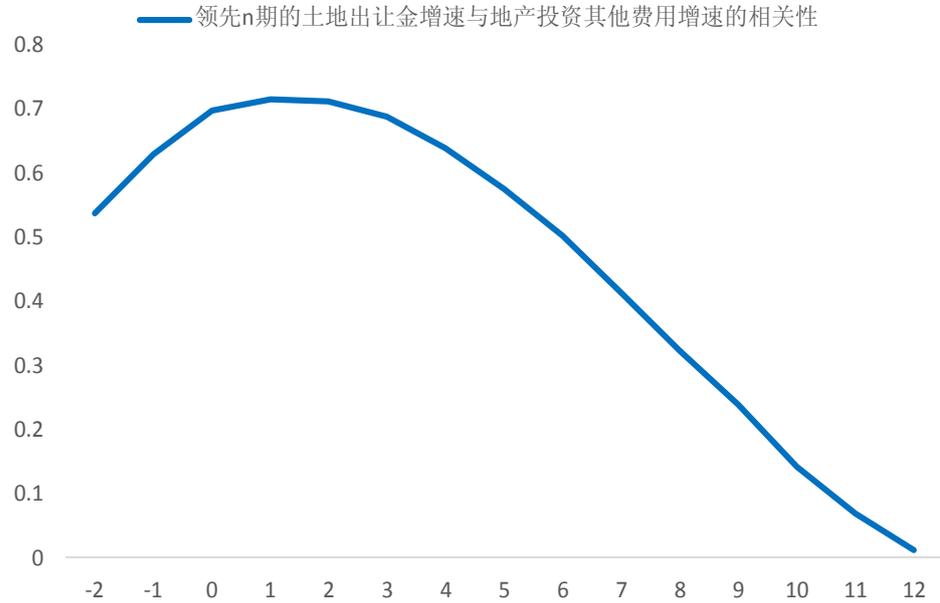
资料来源：联讯证券，Wind

预计其他费用增速将继续放缓，四季度可能降至个位。在现行政策下，开发商拍得



土地后，有一年的缴款期。而从土地成交价款增速对地产投资其他费用增速的领先性看，领先 1 期时的相关性最高，达到了 0.71。也就是说，土地成交只领先土地购置 1 个月左右，开发商拍得土地后 1 个月内缴款的可能性最大。

图表 4: 从相关性看，土地出让金增速领先土地购置费用增速 1 个月



资料来源：联讯证券，Wind

年初以来土地成交价款的增速转负，且跌幅不断扩大，前 5 个月达到了-35.6%，这给今年的土地购置费用带来较大压力。而 2018 年以土地购置费用为主的其他费用，占当年地产投资的比例达到了 35.5%，这使得今年的地产投资承压。

建安投资短期有支撑，但在四季度可能迎来拐点向下。最主要的原因是，当前“房住不炒”的调控基调并没有变，近期银保监会领导人在陆家嘴论坛上，指出了过度依赖房地产的风险，具有很明显的信号意义。

房企的融资环境也在进一步收紧。5 月中旬银保监会印发的 23 号文，对信托提出了较高的要求，切断了信托向房地产企业进行前端拿地融资的渠道，信托贷款相应的受到较大影响。根据我们草根调研，已经有部分大行暂停了地产信托的代销。随着时间的推移，对房企信托融资的冲击会进一步体现。

房企债券融资，同样面临着问题。短期来看，在政策呵护下，包商银行事件引发的流动性分层，已经得到初步缓解。但从更长的时间维度看，中小银行和非银机构，被动收缩资产规模是趋势。同业拆借中心发布的同业拆借回购违约处置细则，也在引导机构用质押物信用代替机构信用，质押品的标准将提高。这意味着房企，尤其是低评级的房企，发债将会更加困难。

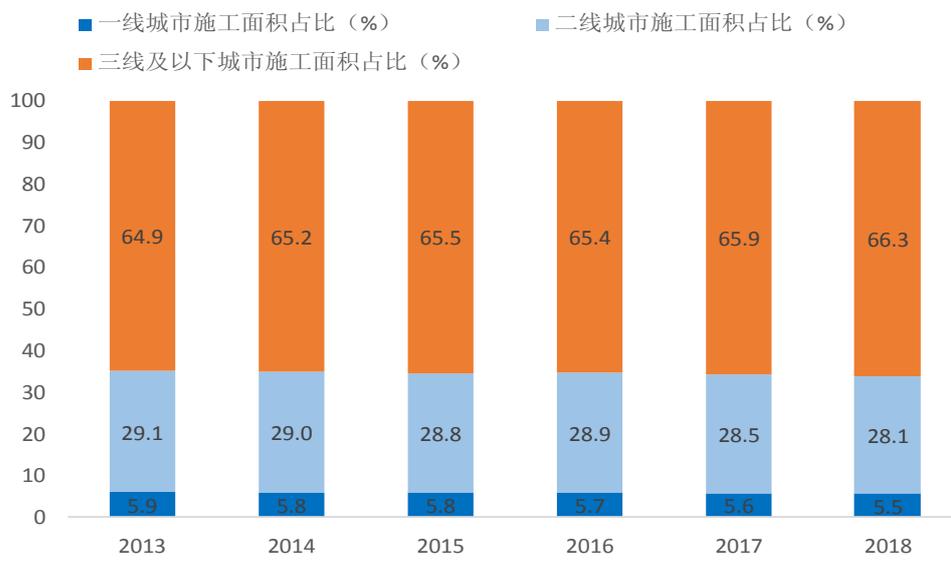
在“房住不炒”和融资环境收紧的双击之下，开发商将加快三四线城市项目的竣工。由于很多项目是施工到可以预售的，从满足预售条件到符合竣工标准，中间的施工周期，相对于整个项目周期而言并不长。

近年三线及以下城市的施工面积占比在 65%-66%，二线城市占比在 28%-29%，一线城市的施工面积占全国施工面积的比例不到 6%。广大三线及以下城市、非热点二线城市



市加快存量项目竣工，将使得第三季度的建安投资有支撑。

图表 5: 三线及以下城市是房地产施工的主体



资料来源: 联讯证券, Wind

不过由于这种从可以预售到满足竣工条件的施工周期并不长，四季度建安投资增速可能迎来拐点。叠加土地购置费用回落，四季度地产投资增速可能加速回落，预计全年地产投资增速在 7%左右。

## (二) 基建: 地方债务监管, 制约反弹空间

从 2018 年 7 月开始，市场对基建补短板就一直有预期，建筑建材板块经历了几轮炒作。但实际情况是，全口径基建投资的累计增速，仅从 2018 年 9 月的低点 0.3%，小幅反弹至今年 3 月和 4 月的 3.0%，而 5 月又回落到 2.6%。可以说，基建补短板的效果并不理想。

图表 6: 5 月基建投资累计增速和当月增速, 都出现回落



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11864](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11864)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn