



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

经济仍有下行压力，长债收益率还存下行空间

2019年下半年宏观展望

2019年7月23日

分析师：张志鹏

Tel: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

执业编号：S0820510120010

联系人：杨松晓

Tel: 021-32229888-25525

E-mail: yangsongxiao@ajzq.com

- ◆ 2019年下半年预计经济仍有下行压力，资本市场与宏观政策的对赌博弈仍将继续。上半年韧性较强的地产投资在下半年或许迎来下行拐点，主要考虑到期房销售在近期已经开始出现下行，并且从房地产开发资金来源来看，信托资金的倾向也在下降；而从外需来看，近期中美贸易谈判的缓和并不能代表长期性的方向，全球需求疲弱也将继续抑制未来的出口增长；制造业投资在下半年仍将是固定资产投资中最薄弱的一环。
- ◆ 从货币政策来看，上半年受到中美谈判的不确定性以及包商银行事件的影响，央行对市场的流动性格外呵护，隔夜利率在六月份一度下行至1%以下。在下半年，通胀压力总体可控，中美利差扩大，在全球主要经济体降息的背景下，国内货币政策仍有进一步宽松的空间，社融增速尽管开始缓慢企稳，但宽货币向宽信用传导渠道仍不通畅，社融上行空间有限；而从财政政策来看，尽管基建托底的预期一直很强烈，但是受制于财政收入以及地方债务的压力，在财政赤字维持目前2.8%的情况下，扩张财政的实施空间仍旧有限。
- ◆ 从国际环境来看，全球开始步入宽松预期，美联储、欧央行先后释放宽松信号，印度、澳洲联储已经在上半年开启降息，7月韩国也开启降息窗口，而国内预计仍将采取结构性的宽松操作，长债收益率方面仍将有下行空间，但市场的预期差是决定收益率下行的关键因素。
- ◆ 2019年下半年，考虑到中美贸易谈判暂时缓和，国内相关改革和开放措施不断推进，叠加建国70周年的时间节点，市场风险偏好或得到一定程度的修复，三季度权益类资产或有阶段性表现，而在经济下行的背景下，利率债仍将具备长期性的配置价值。

目录

1

经济仍有下行压力，地产投资或迎来下行拐点

2

货币政策中性偏宽松，扩张财政实施空间有限

3

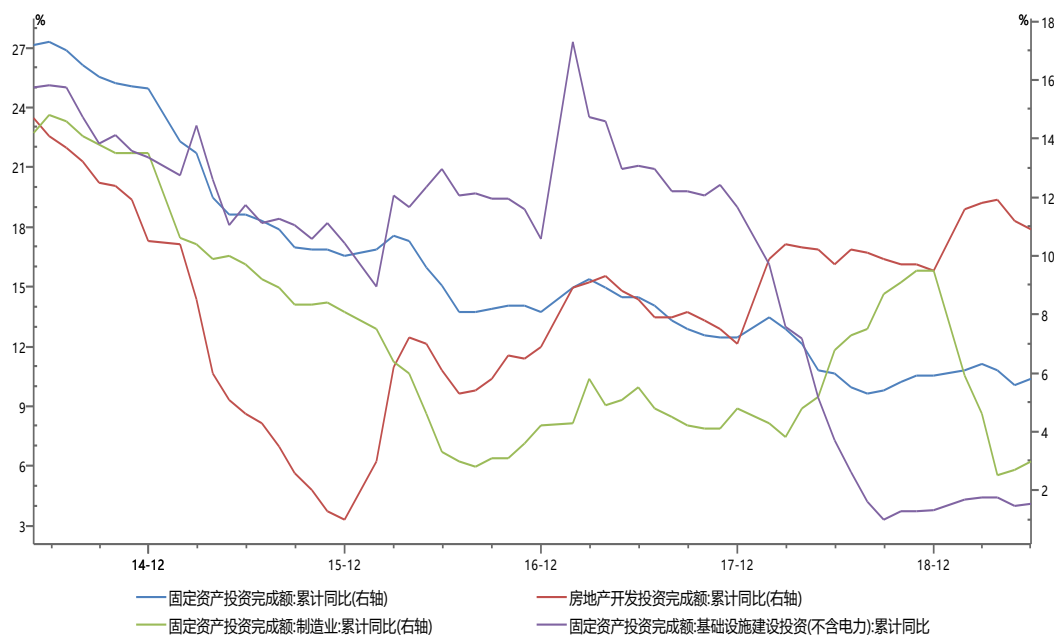
货币市场利率波动加大，社融增速开始企稳

4

全球宽松预期增强，长债收益率仍有下行空间

1.1 固定资产投资继续弱势下行

图1：固定资产投资完成额：累计同比



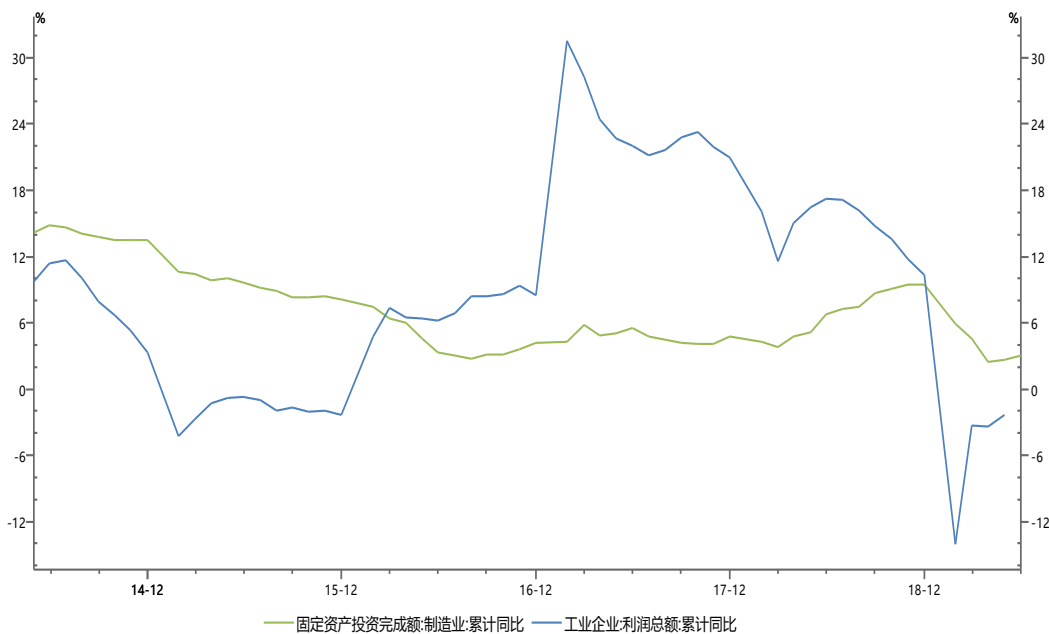
数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

◆ 从2019年上半年来看，2019年1-6月固定资产投资完成额累计同比增速为5.8%，整体增速仍呈现出弱势下行的情况。其中，地产投资表现韧性仍存，制造业投资仍在下行，基建投资在政策支持下开始出现底部企稳回升。

1.2 企业利润难言好转，制造业投资回升乏力

图2：制造业投资与工业企业利润



数据来源：Wind，爱建证券研究所

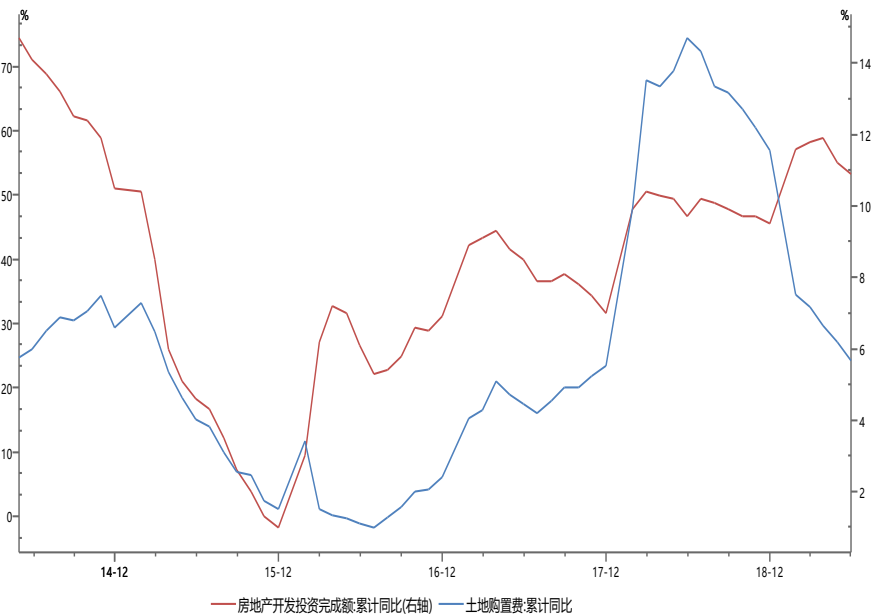
数据来源：Wind

◆ 从2019年上半年表现来看，制造业投资是目前固定资产投资中最薄弱的一环，由于企业利润迟迟难见好转，制造业投资也回升乏力，叠加外需疲弱以及中美贸易摩擦的不确定性，制造业投资预计仍将弱势下行。

1.3 房地产投资或迎来下行拐点

- ◆ 2019年1-6月，房地产开发投资完成额累计同比增速为10.9%，高于去年同期的9.7%。
- ◆ 其中，土地购置费有所回落，新开工面积和竣工面积均出现下行倾向。

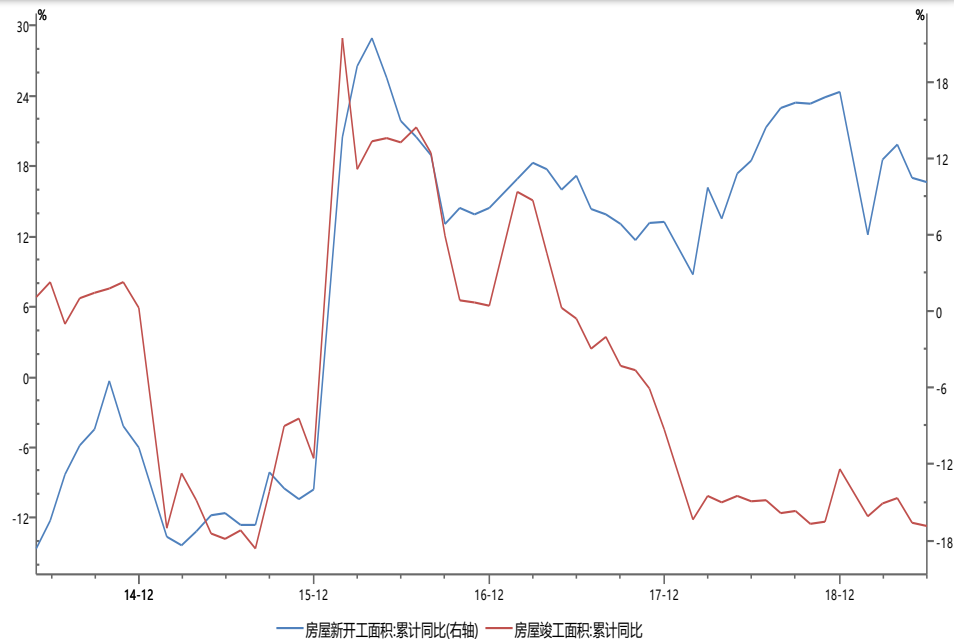
图3：房地产开发投资完成额与土地购置费



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

图4：房屋新开工面积与竣工面积



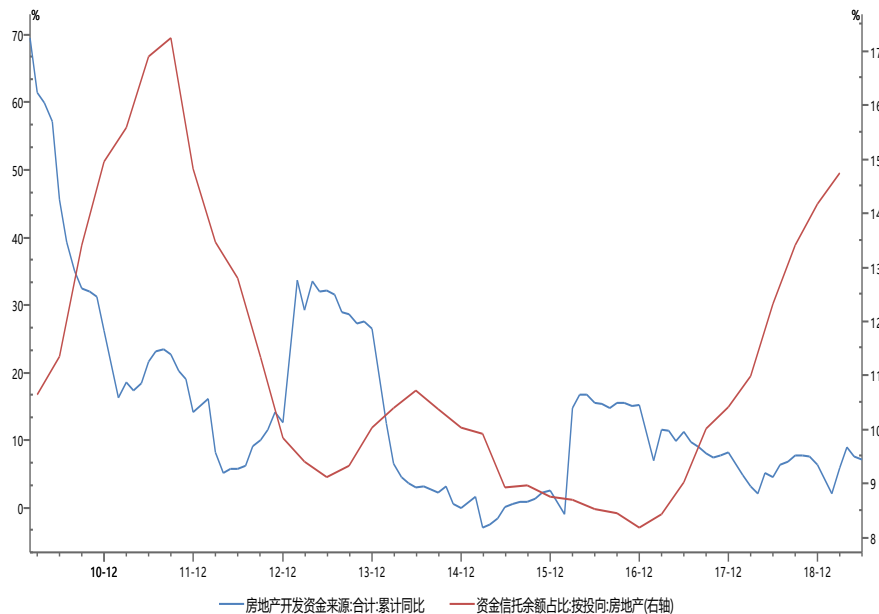
数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

1.4 房地产投资或迎来下行拐点

- ◆ 从房地产开发资金来源来看，依旧处于低位弱势区间，而最近信托中对地产融资的限制，从源头上控制房地产开发资金来源。
- ◆ 而期房销售面积近期也开始出现拐头向下的倾向，考虑到销售面积是房地产开发投资的领先指标，预计未来房地产开发投资完成额也会出现下行倾向。

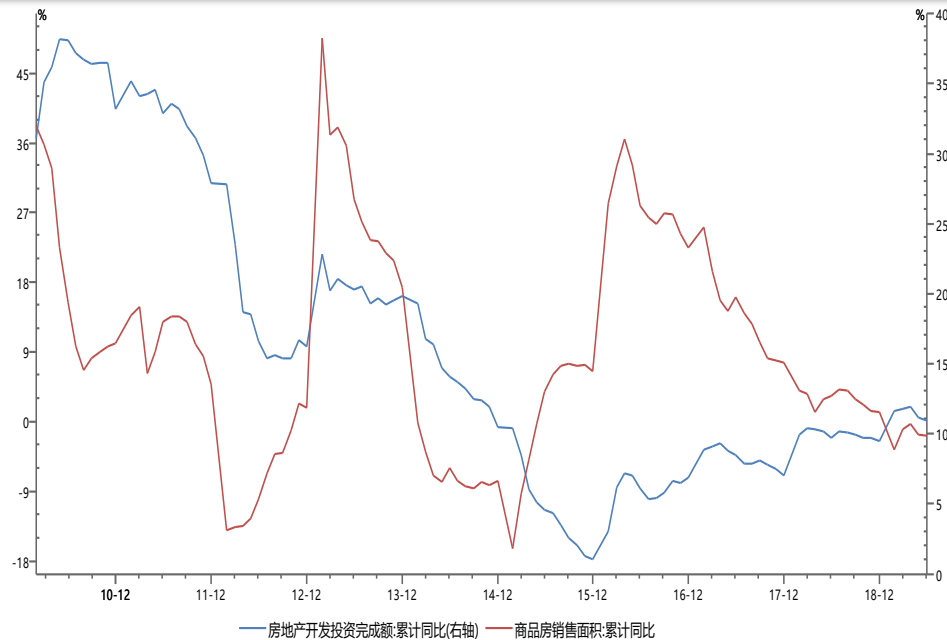
图5：房地产开发资金来源



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

图6：房地产开发投资完成额与期房销售面积



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

1.5 基建投资托底回升

- ◆ 从地方政府债务余额来看，2019年的余额持续增加，但是地方政府最重要的一项收入来源——政府性基金收入增速却一直在下降，甚至从2019年开始，出现了负增长。
- ◆ 在相关政策支持下，地方政府专项债发行规模提升明显，为基建投资提供了较为充足的资金。

图7：地方政府债务余额与政府性基金收入

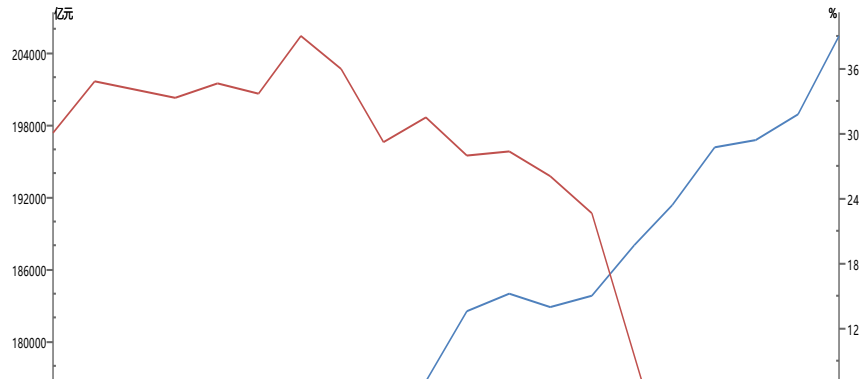


图8：地方政府专项债发行情况



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_11234

