

下半年地产竣工情况决定地产投资对 GDP 贡献能否稳定

- **2019 年上半年，房地产投资增速较高，超出市场预期，主要由于土地购置费增速维持高位，且建安投资回升力度较大。**具体来看，1-5 月房地产投资累计同比 11.2%，较去年同期升高 1 个百分点，且前 5 月房地产投资累计同比均维持在 11% 以上。房地产投资高企的主要原因有两点：第一，土地购置费增速下行但依然维持高位。1-5 月土地购置费累计同比 34.5% 下行至 27.2%，但整体区间依然较高。主要原因在于，2017 年开始，政府加大了土地供应的同时，房企在去库存政策后期补充土地储备意愿强烈，以及销售状况并不差，导致前期土地购置费同比一直处于高位。第二，建安投资增速由负转正。2019 年 2 月开始，建安投资由去年累计同比 -3.26% 上升至今年前 5 月的 5.49%。建安投资增速回升的核心原因在于 2017-2018 年房企销售了大量期房，2019 年以后交房压力上升，导致房企施工力度增加。**下半年看，土地购置费拖累地产投资下行比较确定，但建安投资增速能否保持稳定，尤其是竣工面积能有多高，决定了建安投资的回升空间以及能否企稳。**一方面，土地购置费对地产投资的拖累将逐渐显现。房企拿地以后，并非立即缴纳全部土地出让价款，而是分期缴纳，因此，土地成交一般领先于土地购置费。据统计，100 大中城市商品房用地成交总价一般领先土地购置费 1 年左右。2018 年 6 月以后，成交总价由 16.0% 逐渐下滑至 12 月的 -31.14%，说明进入 2019 年下半年，土地购置费将出现显著下滑，从而对地产投资形成较大拖累。另一方面，房企融资难度未有明显改善，叠加地产销售再度出现走弱迹象，可能导致停工面积增加，竣工面积难以出现明显上行。从当前的地产融资成本和融资形势来看，整体地产企业融资并未出现明显改善；同时，在 4 月和 5 月一二线城市地产销售小幅反弹之后，当前的销售数据再度开始走弱；两者结合，意味着地产企业的资金来源可能会再度走弱。在资金来源走弱的大背景下，我们预计，地产停工面积可能大幅上升，从而导致竣工面积不及预期，建安投资上行幅度有限。整体上看，由于建安投资决定地产投资对 GDP 的贡献，我们预计，下半年建安投资将难以进一步上行，但有望保持 3-5% 的增速，对 GDP 的贡献较上半年边际有所走弱。
- **中观层面，7 月生产依然偏弱。**从需求来看，7 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；100 大中城市土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；6 月乘用车汽车零售同比由跌转涨。从生产来看，7 月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；全国高炉开工率均值同比跌幅扩大。从价格来看，7 月以来原油、钢铁价格均值上升，水泥和有色价格均值下跌，预计 7 月 PPI 环比为负，PPI 同比继续下行；7 月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨，水果价格均值下跌，预计 CPI 环比小幅上涨，CPI 当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币微贬，全球股市上涨，国内工业品整体下跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金 3400 亿元。资金价格下降。债券市场方面，到期收益率下降，期限利差整体分化，信用利差整体走扩。外汇市场方面，人民币兑美元微贬，美元指数上涨，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格整体下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

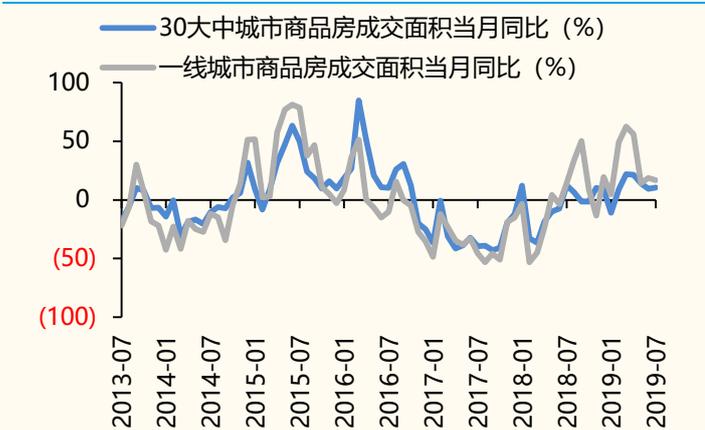
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，7月生产依然偏弱

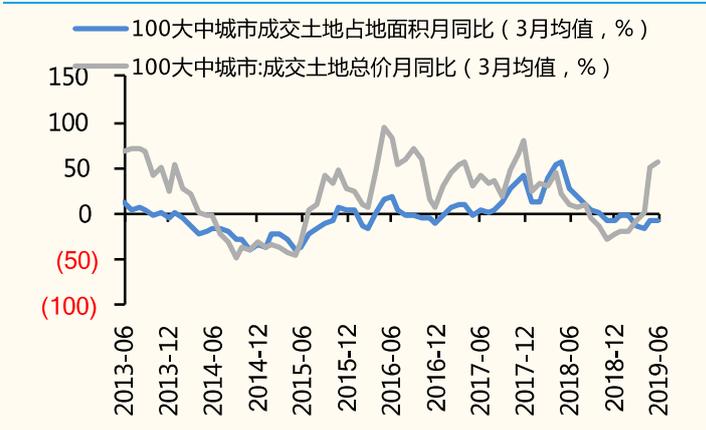
- 7月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅小幅上升。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅扩大，三线城市同比由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为10.5%（前值9.5%）。一线城市同比16.7%（前值18.6%）、二线城市同比11.0%（前值2.6%），三线城市同比-18.4%（前值15.3%）。北京商品房销售面积同比涨幅扩大，广州同比跌幅收窄，深圳同比涨幅收窄，上海同比由涨转跌。
- 6月土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；商品房用地成交面积同比涨幅收窄，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-15.3%（前值2.7%），土地成交总价同比为38.4%（前值为119.3%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为12.1%（前值51.0%），工业用地成交面积同比为-38.3%（前值为-24.9%）。
- 6月汽车零售同比由跌转涨。具体来看，截止6月30日，乘联会车市零售同比为5.2%（前值-9.0%），乘联会车市批发同比为-15.0%（前值-32.0%）。

图表1：7月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



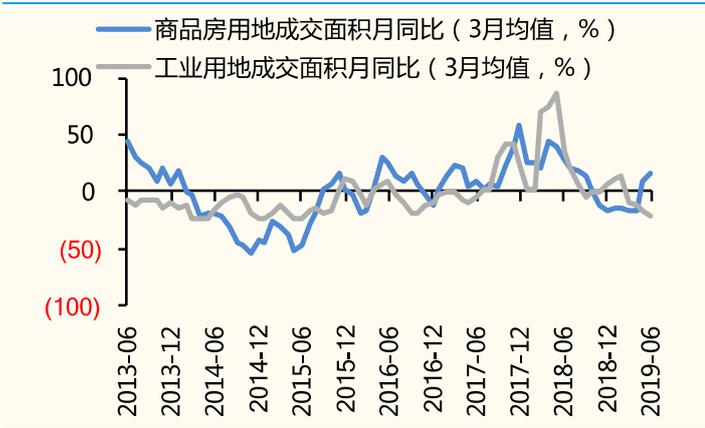
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：6月以来土地成交面积同比由涨转跌



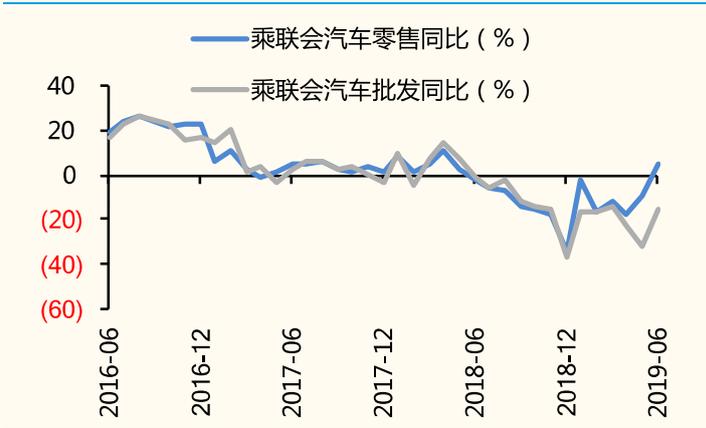
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：6月以来商品房用地成交面积同比涨幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

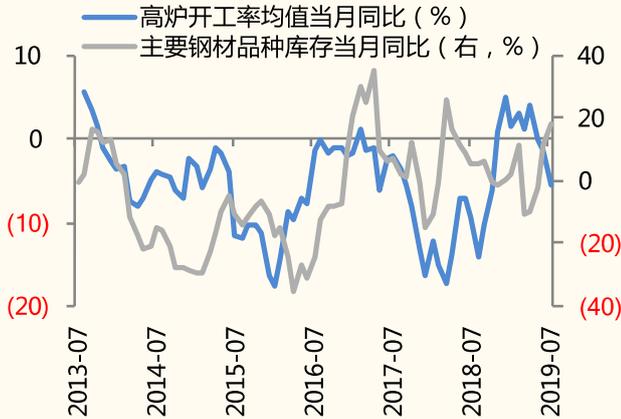
图表4：6月汽车零售同比由跌转涨



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

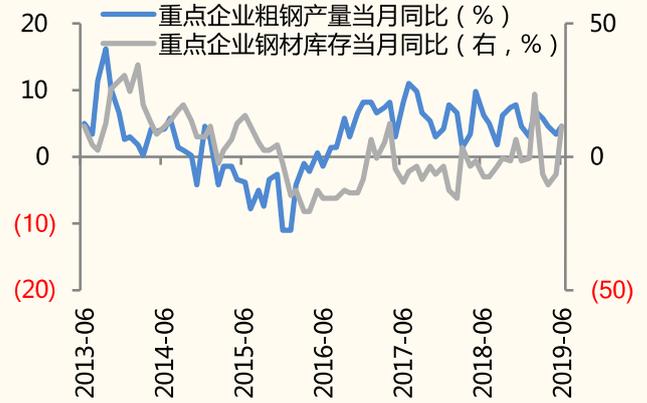
- 7月以来高炉开工率均值同比跌幅扩大，钢铁社会库存同比涨幅扩大。具体来看，7月高炉开工率均值为66.3%，同比为-5.6%（前值-1.5%）。钢铁社会库存同比为17.9%（前值11.8%）。
- 7月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，7月以来六大发电集团日均煤耗同比为-17.0%（前值-10.1%）。

图表5：7月以来高炉开工率同比跌幅扩大



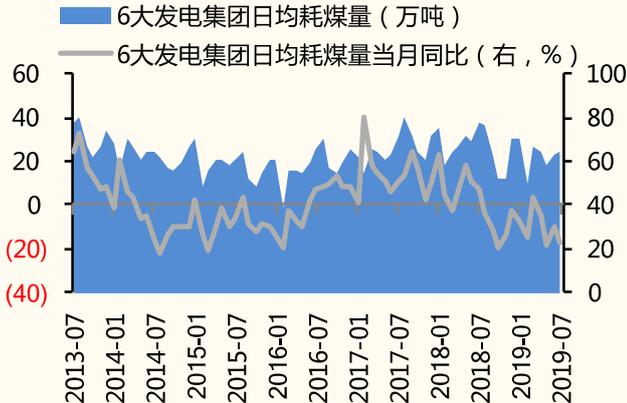
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：6月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



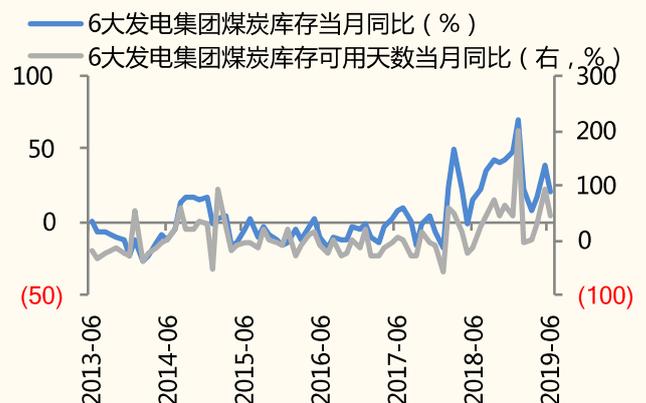
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：7月以来6大发电集团日均耗煤同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

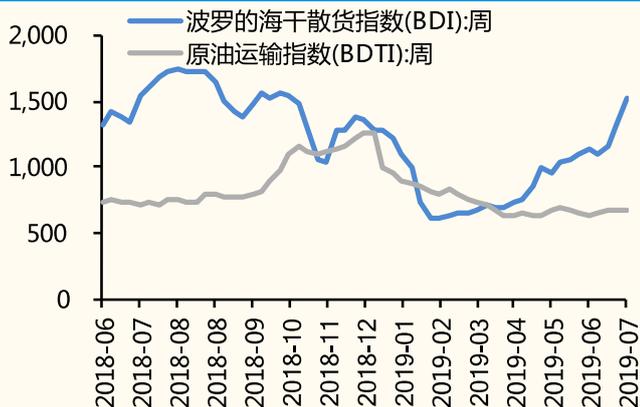
图表8：6月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 上周BDI上升，BDTI下降；CICFI上升，CCFI下降。
- 上周铁矿石日均疏港量下降至281.0万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存下降2.6%，焦炭企业库存上升27.4%。

图表 9: 上周 BDI 上升, BDTI 下降



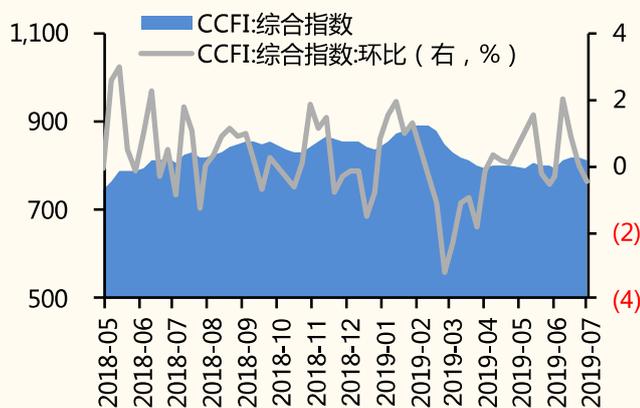
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 上升



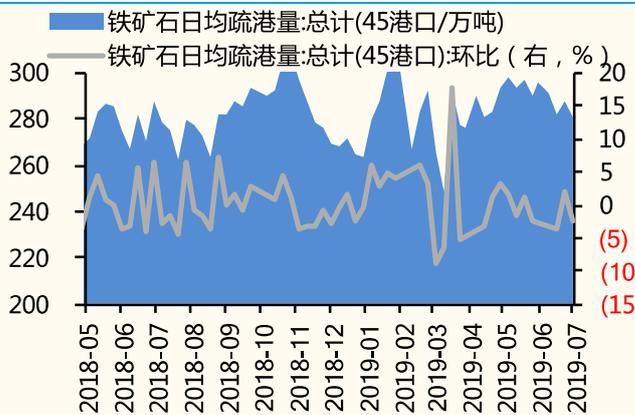
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



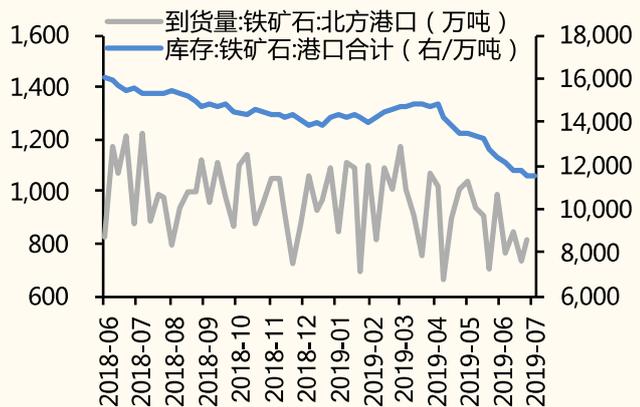
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



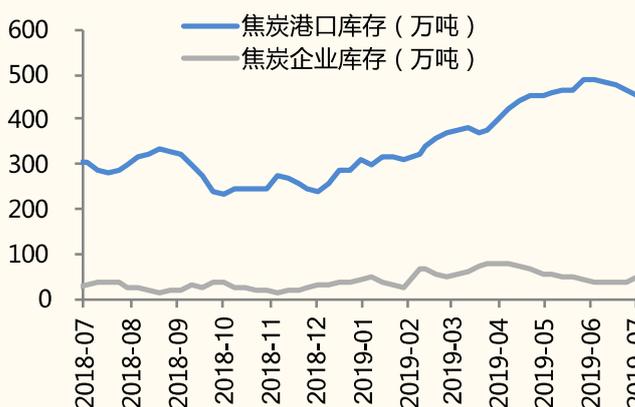
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存上升, 港口库存下降

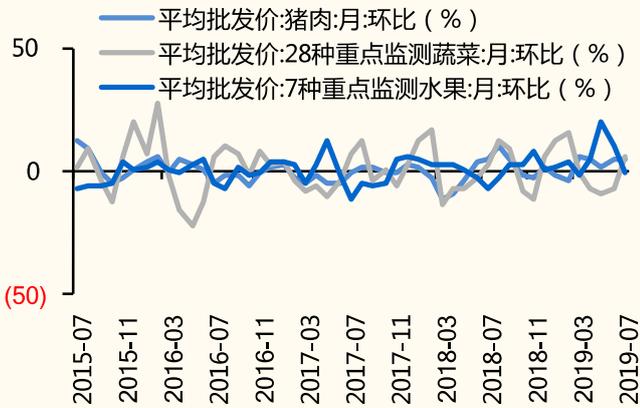


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 7 月以来猪肉、蔬菜价格均值上涨, 水果价格均值下跌, 原油、钢铁价格均值上升, 水泥和有色价格均值下降。农产品方面, 7 月以来猪肉价格均值环比上升 (5.0%, 前值 5.1%), 蔬菜价格均值上升 (5.6%, 前值 -6.7%), 水果价格均值下降 (-0.8%, 前值 10.3%); 工业品方面, 原油价格均值上升 (1.0%,

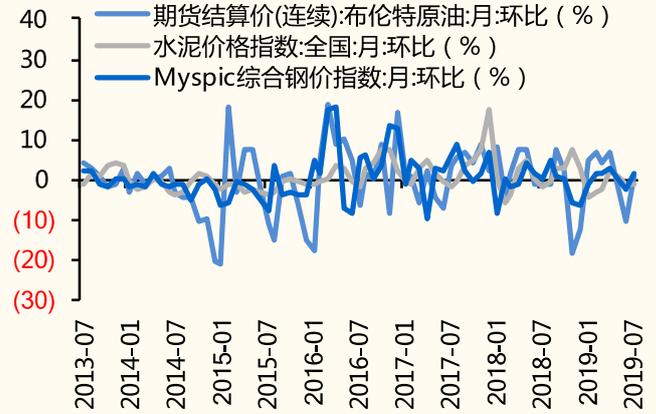
前值-10.3%)，水泥价格均值下降(-1.3%，前值-1.0%)，钢铁价格均值上升(1.7%，前值-2.8%)，有色价格均值下降(-0.8%，前值-1.4%)。

图表 15: 7月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 7月以来原油和钢铁价格均值上升

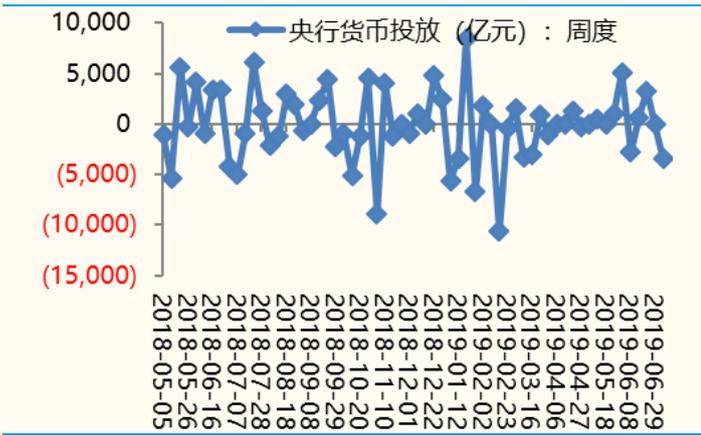


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币兑美元微贬，全球股市上涨，国内工业品价格整体下跌。

- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 3400 亿元，资金价格下降，资金面偏松。从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 3400 亿元，其中十四天逆回购到期 3400 亿元。资金价格整体分化。具体来看，上周 R001 下行 42bp，R007 下行 55bp；DR001 下行 33bp，DR007 下行 39bp。R001-DR001 下行 9bp，R007-DR007 下行 16bp。
- 债券市场方面，到期收益率下降，期限利差分化，信用利差整体走扩。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 5bp，1Y 国开债到期收益率下行 6bp；10Y 国债到期收益率下行 5bp，10Y 国开债到期收益率下行 5bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 6bp、1YAA 企业债到期收益率下行 4bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 5bp、10YAA 到期收益率下行 5bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元微贬，美元指数上涨，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率微贬。美元指数上涨，美元兑日元贬值、兑欧元、英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格整体下跌。国内股市方面，上证综指上涨 1.1%；创业板指上涨 2.4%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 1.2%，纳斯达克指数上涨 1.9%，德国 DAX 上涨 1.4%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 2.0%，铁矿石价格下跌 1.1%，焦炭价格下跌 1.8%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.6%；ICE 布油价格下跌 0.2%，LME 铜下跌 1.7%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 7月以来央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 07/01-07/05 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	1.13	(42)	(42)	(139)
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.11	(55)	(55)	(103)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	1.06	(33)	(33)	(142)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.17	(39)	(39)	(87)
R001-DR001(bp)	7	(9)	(9)	2
R007-DR007 (bp)	(6)	(16)	(16)	(16)
SHIBOR:隔夜	1.06	(32)	(32)	(150)
SHIBOR:1周	2.27	(33)	(33)	(63)
7日年化收益率:余额宝	2.28	(3)	(3)	(34)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.17	(4)	(3)	(22)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.35	(6)	(6)	(37)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.45	11	(101)	30

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 07/01-07/05 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.66	2.58	2.60	(5)	(5)	(0)
中债国债到期收益率:10年	3.23	3.15	3.17	(5)	(5)	(6)
中债国开债到期收益率:1年	2.72	2.66	2.67	(6)	(6)	(8)
中债国开债到期收益率:10年	3.61	3.54	3.56	(5)	(5)	(8)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.17	3.12	3.14	(6)	(6)	(45)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.38	4.33	4.34	(5)	(5)	1
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.66	3.63	3.65	(4)	(4)	(48)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.44	5.39	5.40	(5)	(5)	(2)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	57	54	57	(1)	(1)	(5)
中债国开债期限利差	89	86	89	1	1	(0)
中债企业债期限利差(AAA)	122	119	120	1	1	46
中债企业债期限利差率(AA)	178	175	175	(1)	(1)	46
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	55	52	54	(1)	(1)	(45)
中债企业债信用利差(AAA):10年	120	116	117	1	1	6
中债企业债信用利差(AA):1年	106	101	105	1	1	(48)
中债企业债信用利差(AA):10年	226	222	223	1	1	3
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	99	100	0.2%	0.2%	0.2%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.5%	0.5%	0.3%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 07/01-07/05 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.89	6.84	6.88	0.1%	0.1%	0.2%
美元兑离岸人民币	6.90	6.82	6.90	0.4%	0.4%	0.4%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	173	20	173	169	169	129
即期询价成交量: 美元兑人民币			315.0	31.2	-44.3	35.6
USDCNY: NDF 1年			6.91	-0.1%	-0.1%	0.2%
CFETS人民币汇率指数			92.66	0.0%	0.0%	-0.7%
巨潮人民币实际有效汇率指数	121.18	120.54	120.77	0.8%	0.8%	1.7%
巨潮人民币名义有效汇率指数	114.58	113.97	114.19	0.3%	0.3%	-0.1%

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_11619



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn