

宏觀

下半年投資怎麼看？——從融資角度看投資

今年社會融資增速從12%下滑至9.8%。在融資收緊的大環境下，固定資產投資增速會持續下滑嗎？哪些方面可以發力來緩解投資的回落？

從融資角度看投資。固定資產投資與資金來源密切相關，財政支出、國內貸款和自籌資金是投資的三大主要資金渠道。其中自籌資金占比65%，主要包括企業的自有資金和非貸款類非標融資、債券融資等。今年多項金融監管政策的落地對非標融資產生較大影響，同時違約事件導致債券融資也出現下降，勢必會對投資產生負面衝擊。

上半年投資為什麼下滑？實際上，融資對投資的影響在上半年的數據中已有明顯跡象。平臺融資受限，基建投資大降。今年基建投資增速大幅下滑主要是因為城投公司相關投資減少，而城投公司投資減少與非標融資受限和規範地方政府融資直接相關。購地費用支撐，地產投資穩定。儘管上半年房地產投資表現較為穩定，但是全靠土地購置費，建安投資同比已持續多月為負。而土地購置費的上升來源於去年土地成交價款高增的滯後效應。同時，地產投資資金來源中銷售回款占比最大，但是今年個人按揭貸款增速持續回落。新興投資亮眼，融資制約已現。今年製造業和服務業投資中，新興行業投資明顯高於傳統行業。但是目前新興產業在投資方面的規模仍然不大，影響力有限。而從融資角度來看，市場流動性趨緊對製造業和服務業的融資制約已經顯現。

下半年投資怎麼看？如果保持目前的狀態，全年投資同比可能下滑至5%以下，拖累GDP增速超過0.5個百分點。基建投資方面，非標融資受限和債市風險偏好將制約城投公司再融資，拖累基建投資進一步下探。房地產投資方面，下半年地產銷售回款增速和外部融資增速均將明顯下降，資金約束疊加土地購置費增速回落，房地產投資增速大概率將出現下降。製造業投資方面，對終端需求下滑的擔憂或將制約企業的投資需求，而信用風險加劇也將導致企業融資困難，被動制約投資活動。考慮到下半年貿易戰的影響大概率將導致出口增速下降，在消費獨木難支的情況下，不排除政府出臺政策托底固定資產投資。而7月23日召開的國務院常務會議實際上已經給出了大的方向：“積極財政政策要更加積極，穩健貨幣政策要鬆緊適度”。

如何應對投資回落？首先，社會融資趨緊的狀況需要適度緩解，而目前央行貨幣政策已經有所調整，包括三次定向降准和擴大MLF抵押品範圍，但是流動性陷阱問題導致貨幣政策刺激效果不佳。未來將更多依靠結構性政策，大水漫灌已成過去式。實際上，更加積極的財政政策可能是未來更為有效的方向。具體來說，中央政府可以加大財政支出對沖城投公司資金受限，托底基建投資，包括發行專項債來定向支持部分惠及民生的基礎設施建設。國務院常務會議上也提出加快地方政府專項債券發行和使用，意味著下半年基建投資增速有可能出現回升。同時，為了激發製造業和服務業企業的

投資活力，加大減稅力度也成為積極財政的有效手段，主要方式有降低增值稅率和增加創新研發減稅力度。國務院常務會議提出減稅降費，在確保全年減稅1.1萬億以上的基礎上，將企業研發費用加計扣除比例提高到75%的減稅措施擴大到所有企業，這意味著減稅措施已經在路上。

行業研究

建築工程：政策放鬆行情可期，基金倉位降至2013年以來新低

政策迎階段性放鬆預期，建築板塊預期修復行情可期。我們認為，階段性政策放鬆是建築行業投資機會的重要方向之一。近段時間以來央行窗口指導信用債投資，我們認為有望解凍低等級信用債流動性；7月20日銀保監會發佈《商業銀行理財業務監督管理辦法(徵求意見稿)》、證監會發佈《證券期貨經營機構私募資產管理業務管理辦法(徵求意見稿)》、央行發佈《關於進一步明確規範金融機構資產管理業務指導意見有關事項的通知》在非標投資、節奏、計價方式等方面的監管尺度有所放寬，我們認為有望緩解今年以來非標融資驟降、實體再融資壓力增大等壓力。“去杠杆”政策影響下，地方政府債務新增和平臺公司非標融資壓力加大，同時PPP規範化政策不斷出臺，基建項目進度放緩，“基礎設施固定資產投資增速”下滑便是最直接的體現。近期的政策尺度有所放寬，有助於緩解這方面的壓力，進而有利於建築板塊的預期修復行情。

基金配置比例創2013年來新低。根據wind統計，截至到2018年6月底，全部基金在建築行業的持倉市值占股票投資市值比重為1.34%，而行業標準配置比例為3.05%，低配1.71%。其中配置比例創2013年以來新低，低於行業標配比例。基金配置比例是相對滯後的指標，難構成建築投資機會的充分條件，但反應了市場對板塊的悲觀預期，我們認為當前預期有望得到一定程度的修復。

基金重倉個股情況。截止到2018年6月底，基金重倉個股中，建築股按照市值排行位列前五的分別為東方園林（16.3億元）、葛洲壩（11.2億元）、中國建築（7.71億元）、中國鐵建（5.63億元）、中國交建（2.06億元）；按照持有市值占流通盤比例排行，位列前五的分別為東易日盛（11.7%）、東方園林（7.67%）、葛洲壩（3.38%）、中工國際（1.44%）、蘇交科（1.29%）。從重倉持股情況看，對個股的配置也相對較少，並且比較集中。

投資策略：行業政策預期邊際改善，建築行業明顯受益當前環境預期。基金配置比例創新低反應市場的悲觀預期。人民幣匯率貶值對國際工程是實質性利好，然而海外工程整體進度相對較慢。我們建議關注受益公裝復蘇和家裝模式逐步成熟的金螳螂和東易日盛；低估值並且業績增長確定性高的建築央企，如中國建築；業績高增長確定性較強的文科園林。

風險提示：訂單落地推遲風險、回款風險、融資持續收緊。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第571章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司（「海通國際證券集團」）並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失（無論是直接，間接或相應的損失）。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及 / 或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及僱員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。