

为何基建投资增速起不来

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

证书编号: S0280517100001

刘娟秀 (分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

陈韵阳 (联系人)

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040020

● 为何基建投资增速起不来

年初以来基建投资不温不火。2019年1-7月基建投资同比增长2.91%，较2018年全年(1.79%)仅略有提升，7月基建投资单月增速从3.9%下降至2.7%。2019年上半年基建相关财政支出增速较2018年回升，地方专项债也提前放量，发改委加快基建项目审批，加上基数不断下降，为何基建投资增速仍然起不来？

终身问责机制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。从申报项目来看，2019年上半年地方政府推进基建项目积极性不强，这是因为，虽然政策要保障融资平台公司合理融资需求，也明确了地方政府隐性债务问责标准，但只要终身追责的机制还在，地方政府推基建的动力难以大幅提升。

基建投资资金来源始终是问题。从基建投资资金来源来看，自筹资金占比较大，包括政府性基金、地方专项债、城投债、非标等。土地市场降温导致土地财政增收放缓，随着房企融资渠道收紧以及调控政策不放松，土地收入或继续拖累政府性基金；PPP在经历退库清理后，项目质量得到提升，落地率和落地金额缓慢上升，因此这一资金来源可能延续上升的趋势，但仍然有限；政府以专项债为支点，支持重大项目通过发行专项债为资本金，可大约拉动基建投资增速回升2个百分点；非标融资在2018年一直处于收缩状态，虽然2019年非标缩量收窄，但整体依然负增长且还有20多万亿元存量待消化，除非监管政策对非标有所放松，否则2019年非标难以大幅放量。

从资金投入到基建反弹的时滞可能拉长。基建投资正式落地前，由于存在项目流程，资金的投入不会形成即时的产出，由于本轮政策不再像过去追求强刺激，这一轮资金投入到基建反弹的时滞可能比之前更长，因此，年初以来基建投资增速弱反弹可能主要来自于在建项目，很多审批项目可能还未落地。

三季度基建投资增速可能仍然低迷，四季度有望上冲，全年上升幅度有限。随着在建项目计入基建投资额，而新建项目还在时滞期，尚不能形成投资，因此三季度基建项目可能处于“青黄不接”的阶段，即便基数偏低，可能依然处于低迷期。随着新建项目的正式落地以及专项债作为资本金等政策效果显现，四季度基建投资增速有望上冲。旧改、新基建有利于促进基建投资，但一方面本轮政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严，非标融资依然制约基建投资；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率等问题待解，年内推进力度可能较为有限。从全年角度来看，基建投资增速上行幅度有限。

● 风险提示：地方债务风险

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 为何基建投资增速起不来.....	3
2、 一周高频数据观察.....	6
2.1、 高炉开工率回落	6
2.2、 钢材库存下降	6
2.3、 猪肉价格大涨	7
2.4、 房地产销售面积增速回落	7
2.5、 货币市场利率冲高回落	8
2.6、 人民币汇率先升后贬	9

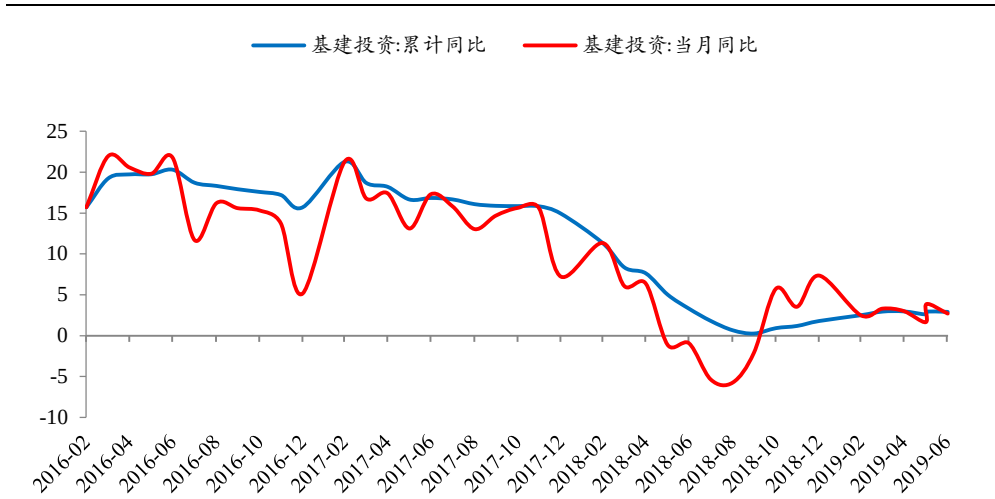
图表目录

图 1: 基建投资增速依然较低.....	3
图 2: 上半年基建相关财政支出增速回升	3
图 3: 地方专项债同比多增.....	4
图 4: 投向水利、交运中长期贷款增速仅小幅提升	5
图 5: 土地财政承压.....	5
图 6: 非标融资依然缩量	5
图 7: 这一轮资金投入到基建反弹的时滞可能比之前更长	6
图 8: 高炉开工率下降 (%)	6
图 9: 钢材库存下降.....	7
图 10: 猪肉价格大涨 (元/公斤)	7
图 11: 房地产销售面积增速回落 (%)	8
图 12: 货币市场利率冲高回落 (%)	8
图 13: 美元指数上涨.....	9
图 14: 人民币对美元拆分	9
表 1: 央行公开市场操作 (2019.8.12-8.16)	8

1、为何基建投资增速起不来

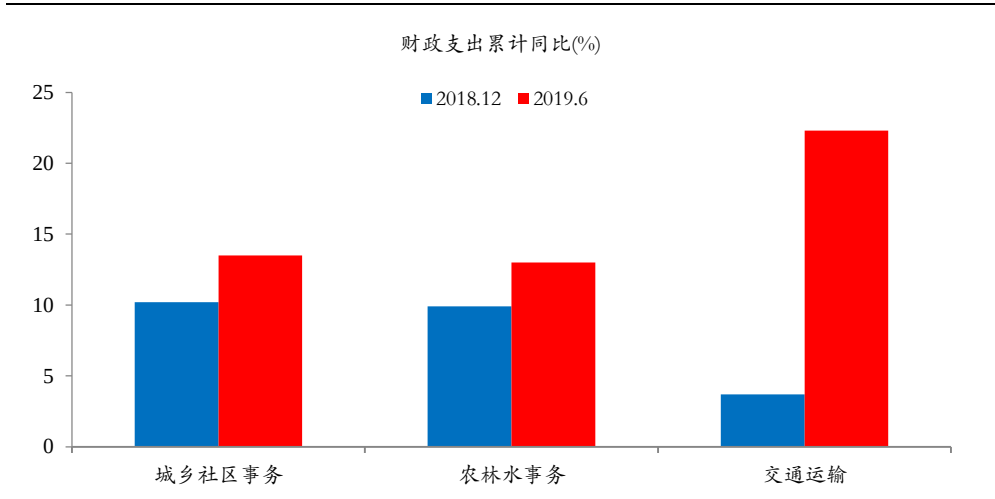
年初以来基建投资不温不火。2019年1-7月基建投资同比增长2.91%，较2018年全年（1.79%）仅略有提升，7月基建投资单月增速从3.9%下降至2.7%。2019年上半年基建相关财政支出增速较2018年回升，地方专项债也提前放量，发改委加快基建项目审批，加上基数不断下降，为何基建投资增速仍然起不来？

图1：基建投资增速依然较低

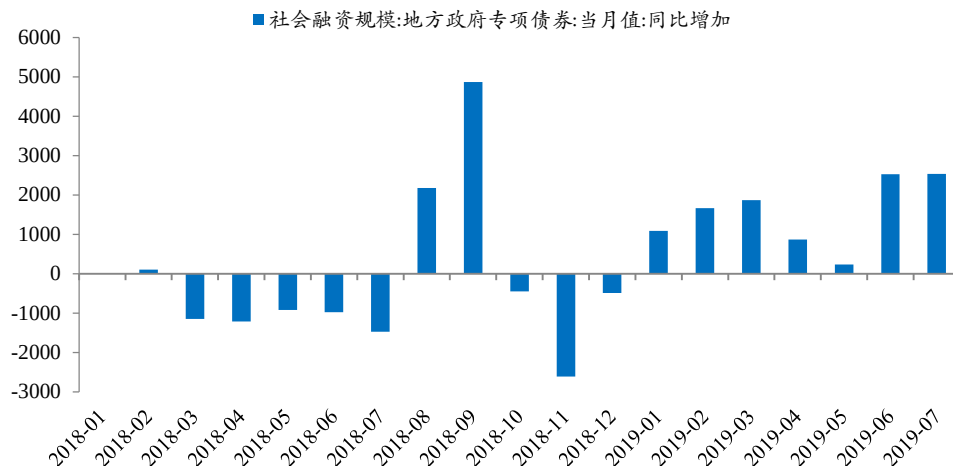


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：上半年基建相关财政支出增速回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 地方专项债同比多增

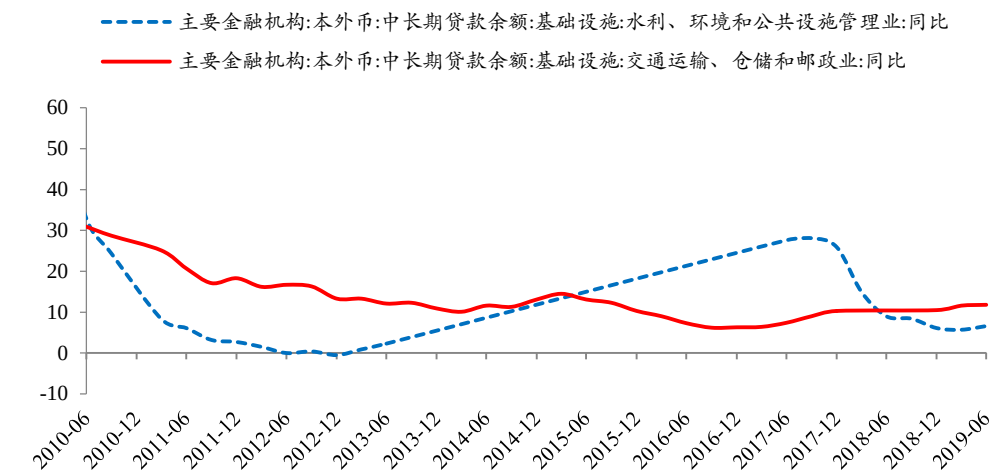
资料来源：Wind，新时代证券研究所

终身问责机制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。从申报项目来看，2019年上半年地方政府推进基建项目积极性不强，这是因为，虽然政策要保障融资平台公司合理融资需求，也明确了地方政府隐性债务问责标准，但只要终身追责的机制还在，地方政府推基建的动力难以大幅提升。

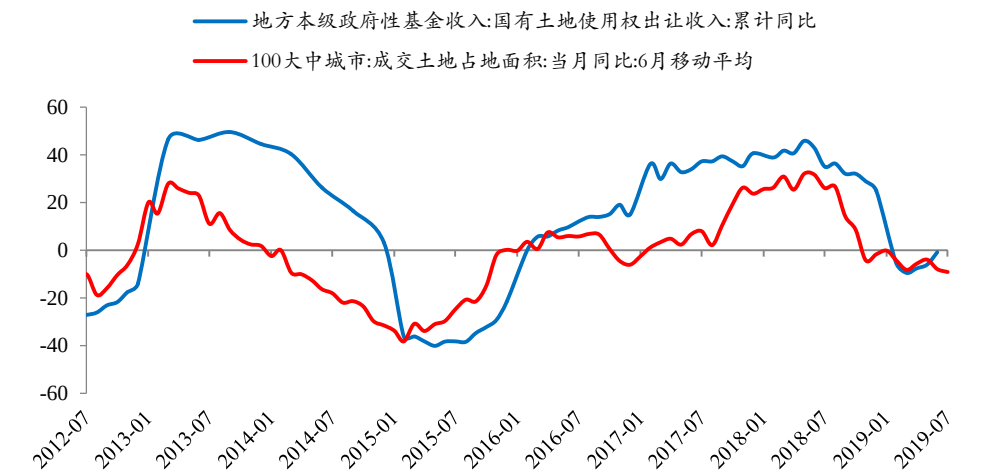
基建投资资金来源始终是问题。从基建投资资金来源来看，自筹资金占比较大，包括政府性基金、地方专项债、城投债、非标等。土地市场降温导致土地财政增收放缓，随着房企融资渠道收紧以及调控政策不放松，土地收入或继续拖累政府性基金；PPP在经历退库清理后，项目质量得到提升，落地率和落地金额缓慢上升，因此这一资金来源可能延续上升的趋势，但仍然有限；政府以专项债为支点，支持重大项目通过发行专项债为资本金，可大约拉动基建投资增速回升2个百分点；非标融资在2018年一直处于收缩状态，虽然2019年非标缩量收窄，但整体依然负增长且还有20多万亿元存量待消化，除非监管政策对非标有所放松，否则2019年非标难以大幅放量。

从资金投入基建反弹的时滞可能拉长。基建投资正式落地前，由于存在项目流程，资金的投入不会形成即时的产出，由于本轮政策不再像过去追求强刺激，这一轮资金投入基建反弹的时滞可能比之前更长，因此，年初以来基建投资增速弱反弹可能主要来自于在建项目，很多审批项目可能还未落地。

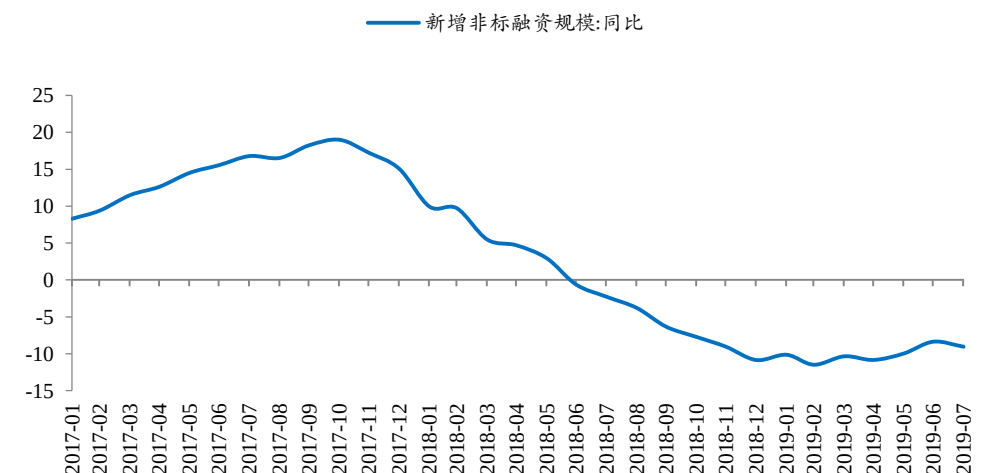
三季度基建投资增速可能仍然低迷，四季度有望上冲，全年上升幅度有限。随着在建项目计入基建投资额，而新建项目还在时滞期，尚不能形成投资，因此三季度基建项目可能处于“青黄不接”的阶段，即便基数偏低，可能依然处于低迷期。随着新建项目的正式落地以及专项债作为资本金等政策效果显现，四季度基建投资增速有望上冲。政治局会议提到“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设”。这不仅有利于稳定内需，还可以提升经济供给能力。旧改、新基建有利于促进基建投资，但一方面本轮政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严，非标融资依然制约基建投资；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率低等问题待解，年内推进力度可能较为有限。从全年角度来看，基建投资增速上行幅度有限。

图4：投向水利、交运中长期贷款增速仅小幅提升

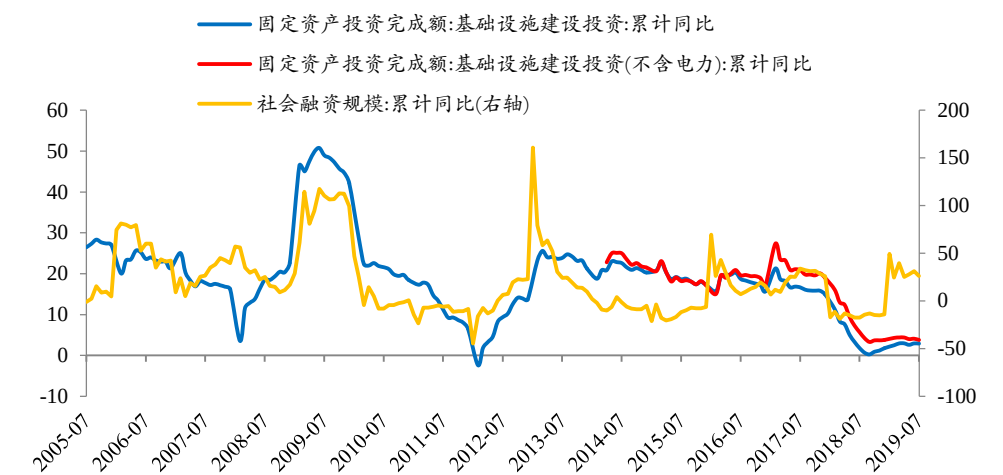
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：土地财政承压

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：非标融资依然缩量

资料来源：Wind，新时代证券研究所

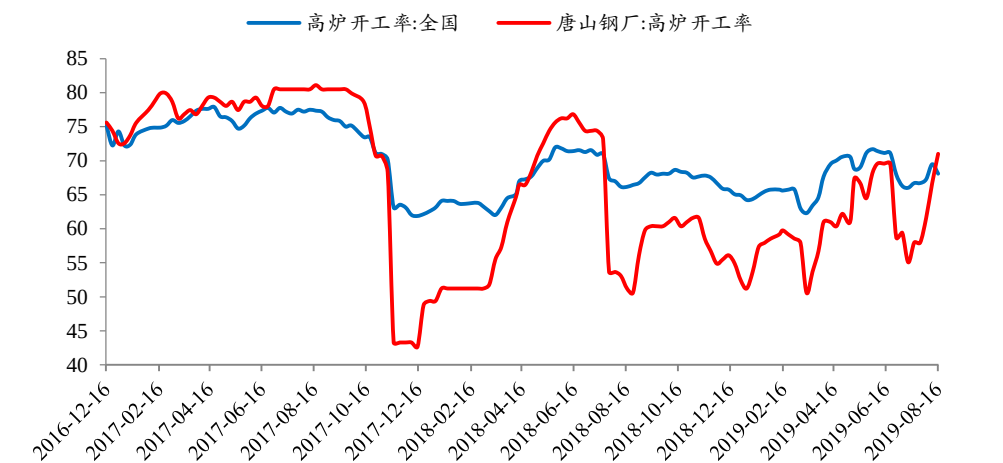
图7：这一轮资金投入到基建反弹的时滞可能比之前更长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、一周高频数据观察

2.1、高炉开工率回落

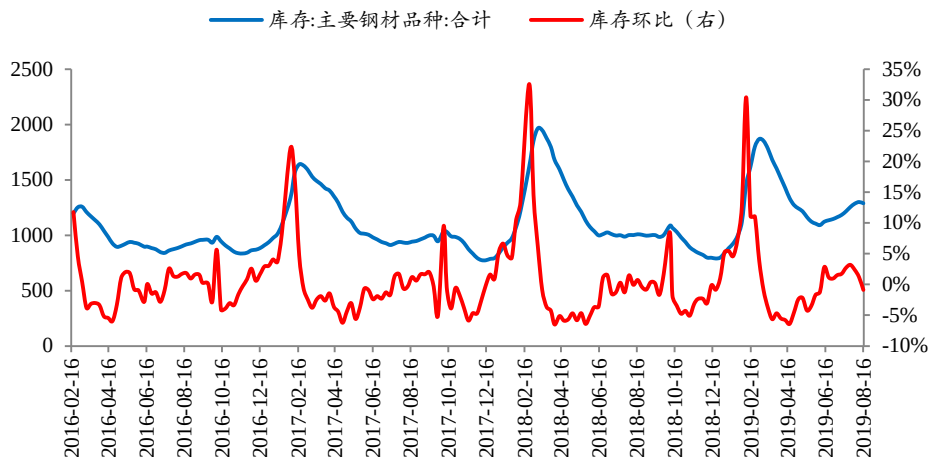
上周（2019年8月10日-2019年8月16日，下同），多地建材钢厂联合减产，全国高炉开工率回落2%至68.09%；6大发电集团日均耗煤量环比上升3.1%至75.4万吨。

图8：高炉开工率下降（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、钢材库存下降

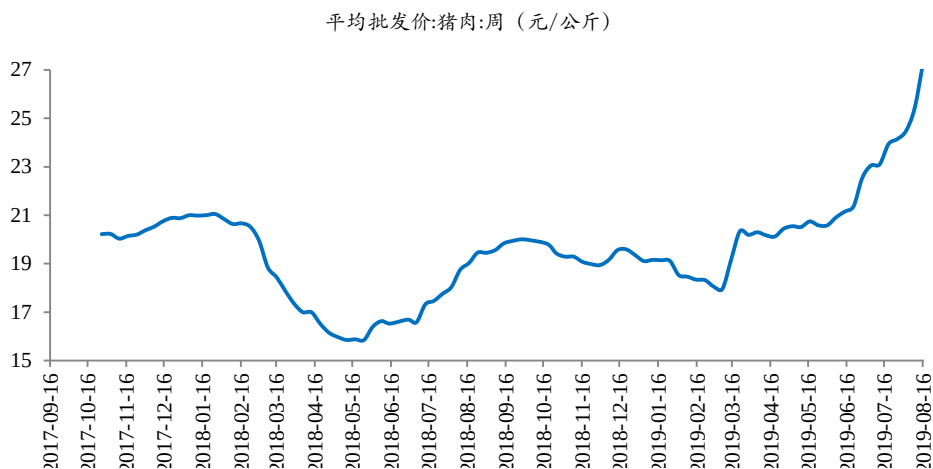
上周，多地建材钢厂联合减产，钢材产量下降，钢材社会库存环比下降0.9%，为9连升之后的首降；供需关系有所改善，螺纹钢期货价收涨2.7%。原油价格先涨后跌，布油价格一周收涨0.2%，WTI原油价格收涨0.7%。

图9： 钢材库存下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、猪肉价格大涨

上周，近期部分地区出现降雨天气，28种重点监测蔬菜价格上涨4%，涨幅高于前值（1.4%）。7种重点监测水果价格下跌5.1%，跌幅较前值（-3.2%）扩大。猪肉批发价一周上涨7.6%，涨幅高于前值（3.9%）。

图10： 猪肉价格大涨（元/公斤）

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_10647

