

## 宏观周报

# 从“棚改”到“旧改”，基建投资再发力

### ■ 核心观点

第一，“旧改”和“棚改”都是我国重大的民生工程和发展工程，都是在经济存在较大下行压力时推出的稳增长举措，但二者存在着较多的区别；

第二，旧城改造侧重基建投资，通过投资改善居住环境从而拉动消费，对房地产的影响较为有限，这与我国当前严控房地产的意图是一致的。棚户区侧重通过拉动房地产投资来稳增长，此外，棚户区改造还有帮助三四线房地产去库存，化解房地产市场风险的作用；

第三，老旧小区改造公益性较强，难以产生足够的经营性收入，这决定了老旧小区改造融资很难通过地方政府专项债以及 PPP 融资配套的方式，财政资金大概率会成为其资金的主要来源；

第四，目前，“棚改”已接近尾声，未来老旧小区改造投资总额可高达 4 万亿元。而且，老旧小区改造项目投资周期很短（一般半年内完成），边际效益明显，能迅速转化为消费能力，是符合当前稳增长的重要举措。

## 本周市场重点

### ■ 从“棚改”到“旧改”，基建投资再发力！

2019 年，基础设施建设投资成为稳增长的重要抓手。6 月 10 日，国务院发布通知允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持，充分发挥基建投资稳增长的作用。本周国务院召开常务会议，提出加快改造城镇老旧小区，在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。“旧改”和“棚改”都是我国重大的民生工程和发展工程，都是在经济存在较大下行压力时推出的稳增长举措，但二者存在着较多的区别；

**第一，“旧改”侧重基建投资，“棚改”侧重地产投资。**旧城改造的政策重点主要集中在改造老旧小区的居住环境，对于老旧小区的水电路及光纤等配套设施进行改造升级，提高城镇居民的生活质量。**旧城改造侧重基建投资，通过投资改善居住环境从而拉动消费，对房地产的影响较为有限，这与我国当前严控房地产的意图是一致的。**棚户区改造是为改造城镇危旧住房，通过实物安置和货币化安置相结合的方式改善人民的居住条件。棚户区改造涉及到房屋的拆旧建新，侧重通过拉动房地产投资来稳增长。此外，棚户区改造还有帮助三四线房地产去库存，化解房地产风险的作用。棚改货币化安置通过诱导居民加杠杆，也带来了部分城市房价过快上涨以及对居民消费产生了挤出效应等副作用。

**第二，“棚改”资金来源广泛，“旧改”资金来源渠道有限。**棚改的资金来源主要有财政拨款、地方专项债券融资、政策性银行贷款、PPP 融资配套等。自 2014 年起，棚改进入加速推进阶段，每年棚户区改造完成套数都在 500-600 万套，其中央行通过 PSL 工具向国开行提供低息贷款发挥重要的作用。**老旧小区改造公益性较强，难以产生足够的经营性收入，这决定了老旧小区改造融资很难通过地方政府专项债以及 PPP 融资配套的方式，财政资金大概率会成为其资金的主要来源。**

事实上，2017 年住建部已经开始允许部分城市进行老旧小区改造试点工作，2018 年 3 月北京市出台了《老旧小区综合整治工作方案（2018-2020 年）》。其中要求，对于必须改造的内容，应该由市财政局提供配套资金；对于根据居民意愿决定是否改造的项目，可以采取多种融资方式，如政府提供资本金，承建的企业根据项目的收益进行融资，或者搭建融资平台，吸引社会资本参与。整体来看，由于小区改造项目的盈利有限，难以大规模撬动社会资本的参与，政府的财政资金大概率会成为主要资金来源。

**第三，“棚改”接近尾声，“旧改”未来空间较大。**我国的棚户区改造最早开始于 2009 年，并于 2014 年进入加速阶段，截至到 2018 年底（从 2014 年开始），计划完成 2830 万套，实际完成 2912 万。2019 年棚改目标 285 万套，相比 2018 年的目标腰斩，基本各个省市的棚改目标全线下调。叠加自 2018 年下半年开始，国开行也收紧了通过 PSL 工具提供配套棚改资金，我国的棚户区改造基本接近尾声。根据国务院参事仇保兴的初步估算，**我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。**城市老旧小区综合改造一方面能够通过补齐幼儿园、小超市等短缺的服务设施消除扩大居民消费的障碍，另一方面也能开拓银发消费、幼儿消费等新消费模式，在一定程度上可以缓解消费增速持续下行的压力。此外，与棚户区改造以及传统“铁公基”投资项不同的是，老旧小区改造项目投资周期很短（一般半年内完成）、边际效益明显、资金周转很快、能迅速转化为消费能力。

综上所述，**老旧小区改造和棚户区改造虽然都是为对冲经济下行压力推出用来稳增长的重大民生工程，但二者存在较多的区别。**老旧小区改造侧重基建投资，通过投资改善居住环境从而拉动消费，对房地产的影响较为有限，这与我国当前严控房地产的意图是一致的。老旧小区改造公益性较强，难以产生足够的经营性收入，这决定了老旧小区改造融资很难通过地方政府专项债以及 PPP 融资配套的方式，财政资金大概率会成为其资金的主要来源。目前，“棚改”已接近尾声，未来老旧小区改造投资总额可高达 4 万亿元，而且，老旧小区改造项目投资周期很短（一般半年内完成），边际效益明显，能迅速转化为消费能力，是符合当前稳增长的重要举措。

## 上周市场动态

### ■ 沪伦通正式启动，A 股国际化进程加速

**事件：**6 月 17 日，中国证监会和英国金融行为监管局联合发布公告，正式启动沪伦通。同日，上交所上市公司华泰证券股份有限公司发行的沪伦通下首只全球存托凭证（GDR）产品在伦交所挂牌交易。

**点评：**沪伦通作为中国与境外证券市场重要的股市联通计划，对 A 股国际化进程具有里程碑意义。从 2017 年开始，沪伦通车预期不断升温，但受英国脱欧影响，沪伦通进度一再被迫延迟甚至在 2018 年底陷入停滞。直到 2019 年 5 月，外管局出台《存托凭证跨境资金管理办法（试行）》，结合 2018 年 10 月出台的《互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》，存托凭证的相关政策安排基本完备，沪伦通进程提速推进。从沪伦通制度安排来看有两大特点：一是初期对基础股票与存托凭证的转换机制实行总额度管理和审批限制；二是东西向业务同时开展，但东向 CDR 限于以存量股票为基础证券发行。上述举措旨在我国资本项目管制尚未完全开放的背景下，保证外汇管理和资本市场的平稳运行。从影响来看，沪伦通为国内优质企业提供高效且成本较低的海外上市机会，同时满足境内投资者的境外投资需求，有望促进 A 股估值体系与国际接轨，加速资本市场对外开放进程。

### ■ 最高法出台 17 条科创板司法保障意见

**事件：**6 月 21 日，最高人民法院发布《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》。从依法保障以市场机制为主导的股票发行制度改革顺利推进、依法提高资本市场违法违规成本、建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度等方面提出 17 条举措。

**点评：**本次最高法针对科创板出台的意见是历史上首次为资本市场基础性制度改革安排而专门制定的系统性、综合性司法文件，值得重点关注的是，《意见》在司法层面首次肯定“同股不同权”的公司治理安排，体现鼓励科创板上市公司构建与科技创新特点相适应的公司治理结构；首次明确投资者适当性要求没做到的，券商将面临赔偿，要求券商作为中介机构承担法律责任。此外，近期上交所启动科创板发行上市保荐业务现场督导；密集发布包括《关于科创板股票及存托凭证交易有关事项的通知》《上海证券交易所科创板首次公开发行股票发行与上市业务指南》在内的科

科创板监管新政；《监管部门关于基金参与科创板投资的相关监管要求》中强调杜绝基金涉科创板通道业务；证监会表态维稳科创板上市初期市场。上述举措旨在防范创业板开板初期的非理性投机行为，通过制度设计护航科创板。

### ■ 美联储公布年内降息重磅信号

**事件：**6月20日凌晨2点，美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在2.25% - 2.50%不变。缩表仍在进行中，临近9月停止缩表时限。

**点评：**美联储此次释放降息预期更多是出于对通胀预期下行的担忧，若通胀预期继续快速下行，不排除美联储最早于7-9月降息25个基点的可能性。我们认为，当前市场认为美联储年内将降息2-3次的预估可能过度，美联储年内降息一次的概率更大。若经济运行超预期，通胀预期得到修复，也不能排除美联储年内维持利率不变的可能性。考虑到本轮经济下行更多是内生因素以及货币政策有效性的递减规律，预计此轮货币政策转宽不仅难以给经济带来中长期的较强支撑，还会导致债务规模进一步积累增加经济的潜在风险。此外，欧美央行先后向市场释放了转向宽松的预期，全球货币政策转向宽松的态势确立。对中国央行而言，稳增长的政策空间有所增加，防风险的逼仄空间也得到拓展。

## 重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.6.21)	最新值分位	本周均值 (2019.6.17-21)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.17	70.4%	1.50	72.3%	-45.12bp	-50.40bp
R007	2.05	68.2%	2.30	72.5%	-24.53bp	-21.58bp
SHIBOR:3M	2.90	81.4%	2.93	81.8%	-1.62bp	2.04bp
1年期国债收益率	2.66	83.0%	2.71	83.4%	0.97bp	0.29bp
10年期国债收益率	3.23	75.0%	3.23	74.7%	-1.24bp	-7.33bp
1年期国开债收益率	2.80	80.2%	2.82	80.3%	-7.21bp	1.03bp
10年期国开债收益率	3.62	75.5%	3.62	75.2%	-3.84bp	-8.17bp
美元兑人民币:中间价	6.85	70.3%	6.88	70.7%	-0.18%	0.52%
美元指数	96.20	56.5%	97.06	58.6%	0.04%	-0.72%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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\\_11855](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11855)

