中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

2020 年 03 月 11 日

# 宏观动态跟踪报告

# 透视新旧基建的四大不同

**证券分析师**

**陈骁** 投资咨询资格编号 S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

**魏伟** 投资咨询资格编号 S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

**研究助理**

郭子睿 一般证券从业资格编号 S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@ PINGAN.COM.CN

**本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。**
**请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。**

目前，全国超过 20 个省市公布了重点投资项目，投资计划规模合计超过 40 万亿，其中 2020 年计划投资规模超过 7 万亿元，基建投资在投资计划中占有较大的比重。这与 2008 年国际金融危机之后我国推出“四万亿”刺激计划具有一定的相似性。虽然二者都是稳增长的重要举措，但我们认为当前的新基建计划与“四万亿”投资计划存在如下四点不同：

■ **投资计划的内涵不同**

2009 年的“四万亿”投资计划是应对国际金融危机临时出台的举措，资金大多投向铁路、公路、机场、棚户区改造以及灾后重建等传统领域。2020 是中国“十三五”规划的收官之年，也是“十四五”规划的启动之年，当前政府出台的投资计划是立足于未来 5 年的经济发展，是我国经济结构转型的战略选择，而非仅仅是为对冲新型疫情冲击而临时出台的刺激性措施。从投资项目来看，当前的投资计划并不仅仅是传统的基建领域，还包括以 5G 建设、数字中心等为代表的新基建，这与我国“三去一降一补”中补短板和高质量发展是一致的。

■ **对经济增长拉动的效果不同**

“四万亿”的投资计划短期显著刺激了经济增长，但没有改变中国经济长期持续下行的态势，并带来了投资效率低下、传统行业产能过剩以及整个宏观经济杠杆率的大幅攀升。新型基建一方面未来增长空间较大，另一方面投入产出效率较高。短期对经济托而不举，中长期着眼于高质量发展。根据《2020 中国 5G 经济报告》可知，我国 5G 产业每投入 1 个单位将带动 6 个单位的经济产出。与传统旧基建相比，新型基建的规模依然较低，PPP 项目中新基建占比大致在 12.7%，不会带来产能过剩等后遗症。

■ **新旧基建计划的货币环境不同**

金融危机之后，我国采取了大规模的货币宽松政策，贷款基准利率短短四个月下调超过 2 个百分点，货币和信贷增速连续 15 个月保持 20%以上增速。当前的货币政策强调科学稳健把握逆周期调节力度，注重货币政策未来正常化的空间，在追求内外平衡的同时，以我为主。货币政策通过降准和 SLF-MLF-LPR 的降息保持温和宽松。

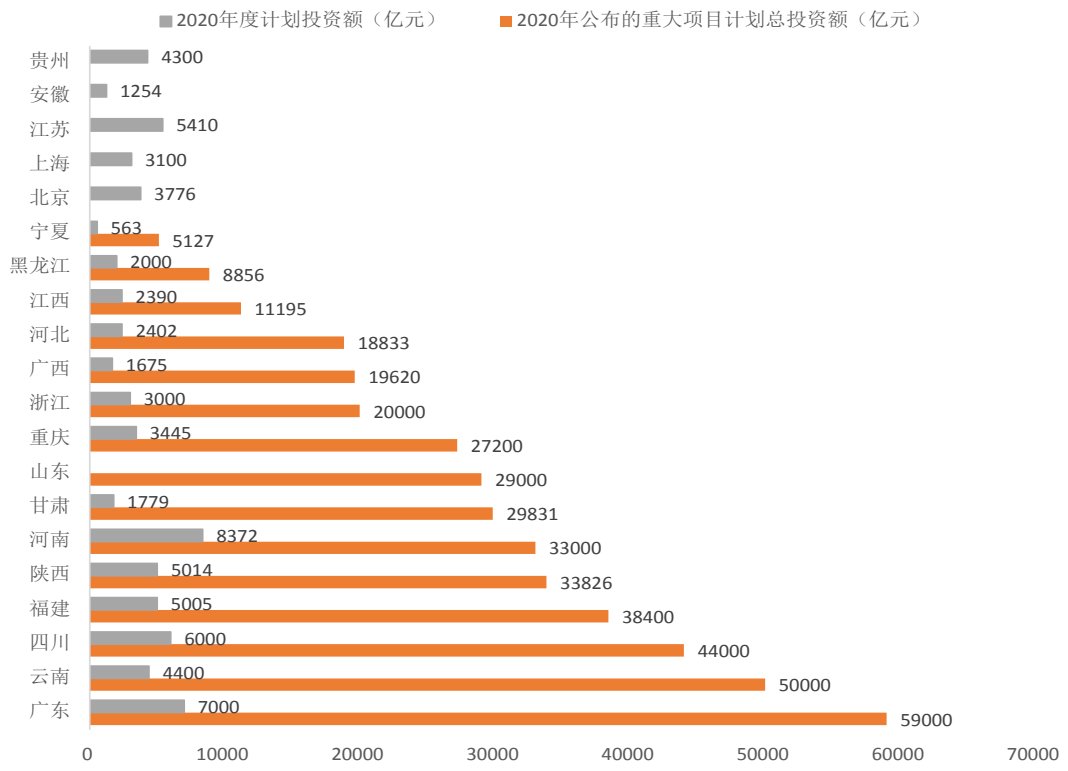
■ **新旧基建计划的资金来源不同**

在减税降费、严控地方政府隐性债务和非标融资的环境下，新基建融资主要来源于：其一，公共财政赤字率的提升，有望突破 3%；其二，专项债的扩容突破 3 万亿，资金使用效率更高，全年专项债有望 70%投向基建领域；其三，政策性金融发力；其四，吸引社会资本参与，尤其是新基建领域，如 PPP 模式、保险资金、产业基金等；其五，不排除国家发行特别国债的可能，这将取决于经济的下行程度和基建的反弹程度。预计 2020 年基建投资增速有望反弹至 8%-10%左右。

自2月份以来，全国各省市陆续公布2020年的重点工程项目投资计划。截至3月5日，全国超过20个省市公布了重点投资项目，投资计划规模合计超过40万亿，其中2020年计划投资规模超过7万亿。从已经公布的投资项目规划来看，基建投资在投资计划中占有较大的比重。如云南省投资计划将近5万亿，基建投资规模将近3.6万亿。云南省在实施“四个一百”重点项目和“补短板、增动力”省级重点前期项目计划的基础上，再次提出实施基础设施“双十”重大工程[1]。如此大规模的基建计划引起了市场的热议，并与2008年全球金融危机之后的“四万亿”进行对比。

2008年9月国际金融危机爆发后，中国经济增速迅速回落，外需低迷导致出口增速骤降转负，经济面临硬着陆的风险。2008年11月，中国推出了扩大内需，促进经济平稳发展的投资计划，要求到2010年底需投资4万亿，其中与基建相关的投资占比超过80%。同样，本次新冠肺炎疫情也对我国的经济增长带来严重的负面冲击。从拉动经济的“三驾马车”来看，消费一方面受制于居民收入增速的震荡下行和杠杆率的高企，自2012年以来一直处于震荡下行的趋势，另一方面，本次疫情对消费产生较大的负面冲击，2020年消费难以乐观。外贸方面，1-2月份的出口增速下行幅度显著高于进口增速的下行，净出口顺差近8年来首次转为逆差。海外疫情蔓延会通过两种渠道影响出口增速：其一是全球经济增长下行导致外需走弱；其二是部分加工贸易产业链的中断，长期出口增速难以乐观。2020年我国的贸易顺差将会缩窄，外贸对经济增长的贡献将低于2019年。可见稳增长的重任需要固定资产投资发力，这也是市场将当前投资计划与“四万亿”进行类比的主要原因。

**图表1　2020 年部分省市的计划投资额（亿元）**




*资料来源：WIND,平安证券研究所*

虽然当前的新基建计划与“四万亿”投资计划都是稳增长的重要举措，但我们认为二者存在如下四点不同：

[1] 10 个在建项目为滇中引水、渝昆高铁、玉磨铁路、能通全通工程、昆明机场改扩建、九湖保护、区域医疗中心、昆明国家物流枢纽、乌东德电站送电、大瑞铁路等项目。10 个新开工项目为昆丽高铁、昆明第二机场、沿边铁路、“互联互通”工程、滇中城际铁路、大滇西旅游环线、沿边高速、跨境电网和智能电网、5G 网络全覆盖、多式联运物流网等项目。

第一，**投资计划的内涵不同**。2009年的 “四万亿”投资计划是应对国际金融危机的临时出台的举措，资金大多投向铁路、公路、机场、棚户区改造以及灾后重建等传统领域。2020是中国“十三五”规划的收官之年，也是“十四五”规划的启动之年，**当前政府出台的投资计划是立足于未来5年的经济发展，是我国经济结构转型的战略选择，而非仅仅是为对冲新型疫情冲击而临时出台的刺激性措施**。从投资项目来看，当前的投资计划并不仅仅是传统的基建领域，还包括以5G建设、数字中心等为代表的新型基建。

“新基建”并非新概念。2018年底召开的中央经济工作会议就曾强调要加快“城际交通、物流、市政基础设施，以及5G、人工智能、工业互联网等新型基础设施建设”，随后“加强新一代信息基础设施建设”被列入2019年政府工作报告。2019年的中央工作会议要求引导资金投向“战略性、网络型基础设施建设，通信网络建设，川藏铁路等重大项目建设”。2020年1月3日召开的国常会再次提及新基建——“大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造”。疫情之后，“新基建”呈加速态势。

广义来讲，“新基建”包括新型基础设施建设以及传统基础设施建设中具有较大增长空间的新兴子行业，如5G基站建设、大数据云计算、人工智能、工业互联网、特高压、充电桩以及城市轨道交通等。可见，“新基建”投资计划是我国“三去一降一补”中补短板的重要部分，是促进我国经济结构转型和高质量发展的重大战略举措。

**图表2　　2009 年“四万亿”投资计划的资金投向**

| 重点投向 | 资金测算 |
|---|---|
| 廉租住房、棚户区改造等保障性住房 | 约 4000 亿元 |
| 农村水电路气房等民生工程和基础设施 | 约 3700 亿元 |
| 铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造 | 约 15000 亿元 |
| 医疗卫生、教育、文化等社会事业发展 | 约 1500 亿元 |
| 节能减排和生态工程 | 约 2100 亿元 |
| 自主创新和结构调整 | 约 3700 亿元 |
| 宅后恢复重建 | 约 10000 亿元 |

*资料来源：发展改革委网站，平安证券研究所*

**图表3　　新型基建包含的七大领域**

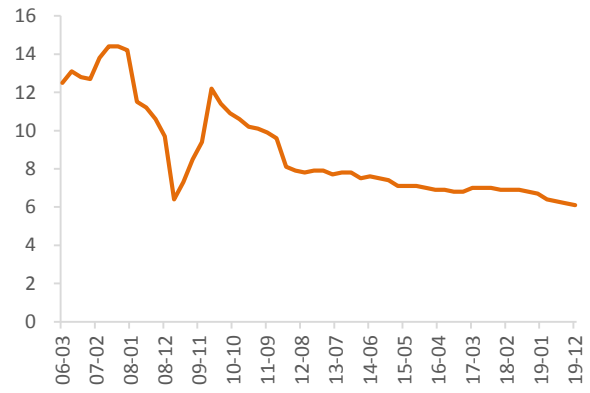
*资料来源：百度图片，平安证券研究所*

第二，**对经济增长拉动的效果不同**。2008年国际金融危机之后，在中国一揽子刺激经济政策下，经济增速出现显著的反弹，GDP增速于2009年二季度开始触底反弹，并连续四个季度维持在10%以上。随后经济出现过热，CPI同比增速自2009年底开始攀升，于2010年下半年超过3.5%；PPI同比增速自2009年底由负转正，连续22个月保持4%以上的增长。**“四万亿”的投资计划短期显著刺激了经济增长，但没有改变中国经济长期持续下行的态势，并带来了投资效率低下、传统行业产能过剩以及整个宏观经济杠杆率的大幅攀升。**

**与传统基建相比，新型基建一方面未来增长空间较大，另一方面投入产出效率较高**。以 5G 行业为例，根据平安证券通信组的测算，预计 2020 年-2025 年，5G 室外基站的总体建设规模有望达到 547 万站，总体建设投资规模约 9910 亿元。若再加上室内覆盖、小基站、传输网络、IT 支撑系统以及业务网等其他项目的投资，运营商在 5G 时代的资本开支规模将会大大超过 4G 时代规模。5G 发展将极大重塑医疗、工业、娱乐、安全、物联网等领域的发展，推动消费市场供给端的升级，激发居民新一轮的消费热情，促进工业生产的自动化和智能化，提升工业生产的效率。**根据 2019 年 12 月 13 日中国国际经济交流中心与中国信息通信研究院在最新发布的《2020 中国 5G 经济报告》，我国 5G 产业每投入 1 个单位将带动 6 个单位的经济产出。**

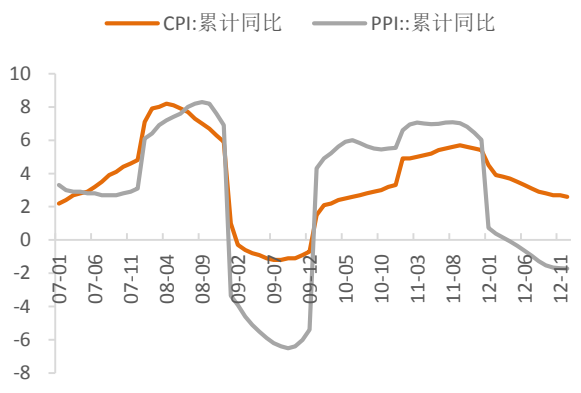
**与传统旧基建相比，新型基建的规模依然较低，不会带来产能过剩等后遗症**。目前，各个省市尚未公布具体的不同类型基建项目的投资额度。我们从目前已经发行的专项债资金使用可以窥见一斑。2020 年财政部提前下达地方政府债务额度 18480 亿，其中新增专项债 1.29 万亿，新增一般债 5580 亿元。截至 3 月 6 日，专项债已经发行 9926 亿，占提前下发规模的 76.9%；一般债已经发行 2882 亿，占提前下发规模的 51.6%。可以看见，专项债所有的资金都投向基建相关领域，保障性安居工程（棚改等）的规模基本为零。但投向新型基建的项目还是较少，主要资金还是流向交通运输、政府基建、园区开发、水利建设等。此外，从 PPP 在库项目可以看出，新型基建在 PPP 项目融资中的占比依然较低，比例大致在 12.7%。

**图表4　2008 危机后 GDP 增速显著反弹（%）**



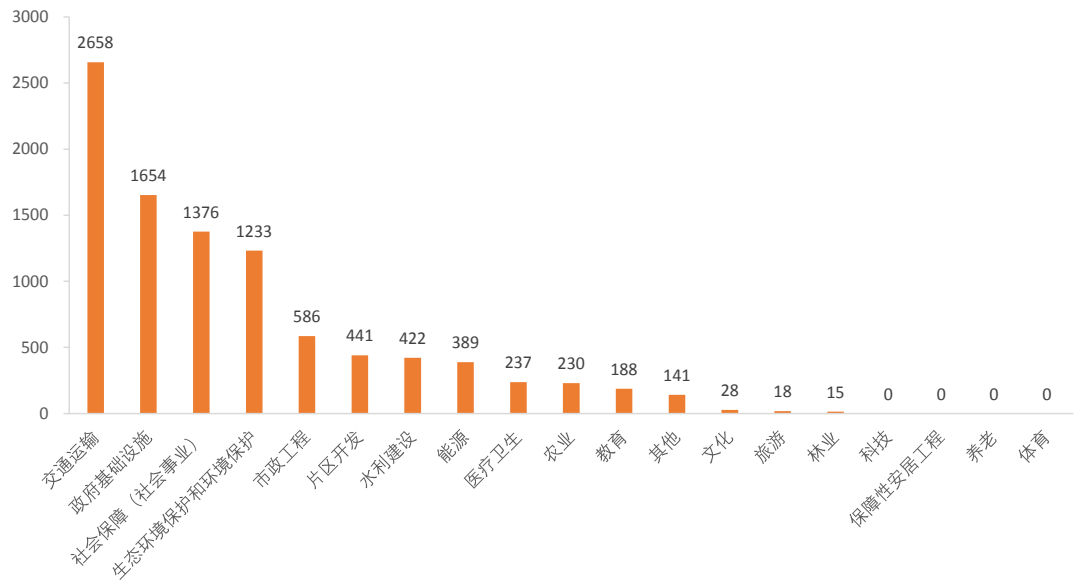

*资料来源：Wind，平安证券研究所*

**图表5　CPI 和 PPI 快速上涨，经济过热（%）**



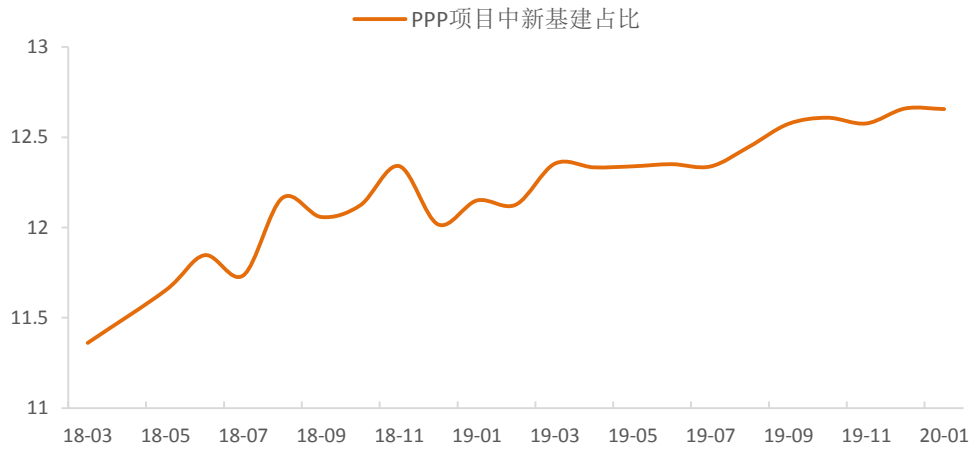

*资料来源：Wind，平安证券研究所*

**图表6　2020 年提前下发专项债的资金使用（亿元）**




*资料来源：WIND,平安证券研究所　注：数据截至 2020 年 3 月 6 日。*

**图表7　PPP 项目中新型基建占比稳步提升，但依然较低（%）**




*资料来源：WIND,平安证券研究所*

第三，**新旧基建计划的货币环境不同**。金融危机之后，我国采取了大规模的货币宽松政策，贷款基准利率从2008年9月初的7.56%连续5次下调，到2008年12月下调到5.40%，短短四个月下调超过2个百分点；同时大型金融机构的存款准备金率连续三次下调，从17.5%下调到15.5%。在连续的货币宽松下，M2同比增速自2009年2月起，连续15个月保持20%以上的增速，最高时逼近30%的增速；人民币贷款余额增速自2009年1月起，连续17个月保持在20%以上的增速，最高时逼近35%的增速。货币政策呈现“大水漫灌”状态，受此影响，房价也出现大幅飙升。

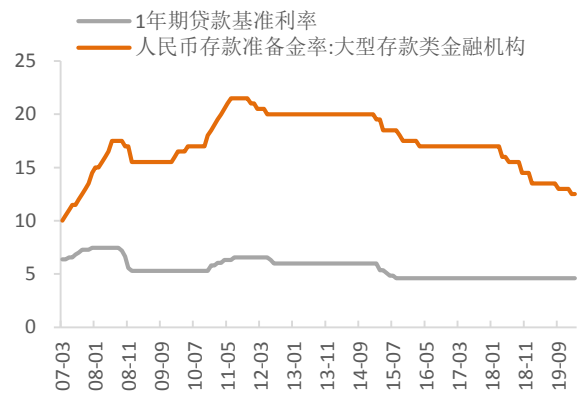
目前，货币政策要求广义货币M2和社会融资规模增速与国内名义生产总值增速相匹配，多次强调坚决不搞“大水漫灌”。**科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度**，这要求货币政策要**科学把握总量的度、有效把握结构的度以及加大改革力度，进一步深化利率和汇率的市场化改革。**自2019年8月

LPR报价改革以来，1年期LPR报价利率下调4次，从4.31%下调到4.05%，总幅度为26个BP；5年期LPR（房地产利率）报价利率下调2次，从4.85%下调到4.75%，总幅度为10个BP。货币政策总体表现为温和宽松。

最近随着新冠肺炎疫情在全球的蔓延，美联储在3月3日意外降息50个BP，其它经济体纷纷跟随采取不同程度的降息，这也引发了市场讨论中国央行是否采取跟随措施进行降息。**我们认为美联储的意外降息进一步打开了中国央行货币政策宽松的空间，但并不存在是否跟进的问题，因为无论美联储是否会降息，中国央行都会降息，关键在于降息的时点和幅度**。中国央行高层官员曾多次表态，中国的货币政策追求内外平衡，但是以内为主，未来中国将是为数不多保持货币政策正常的国家。在2020年1月份，美联储在议息声明中表示对经济前景较市场更为看好，表示对未来的降息相对较为谨慎。而面对新型疫情对国内的负面冲击，春节后首个交易日人民银行便同时下调7天和14天逆回购利率10个BP，这充分说明中国货币政策的相对独立性。

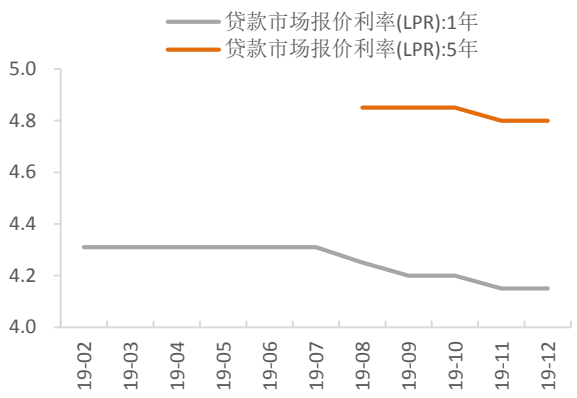
展望后市，中国央行仍将采取降准和SLF-MLF-LPR层面的降息来加强逆周期调控。短期判断上，国内工业企业的复工复产进度、消费的回补程度以及海外疫情蔓延对外需的影响将成为政策关注的重点。具体操作上，3月份专项债大量发行，同时1-2月份经济数据公布，是观察降准或定向降准的重要窗口期。4月份无论全球还是国内疫情形势都将更为明确，也可以综合评估疫情对宏观经济负面影响的程度，是观察存款基准利率是否会下调的重要时间窗口。目前海外疫情呈发散状态，不排除存款基准利率在3月份下调的可能。

**图表8　2008 危机后货币政策大幅宽松 （%）**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

**图表9　1 年期和 5 年期 LPR 温和下调（%）**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

第四，**新旧基建计划的资金来源不同**。根据发改委的官方解释，2009年的4万亿元投资中，新增中央投资

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_6628