

基建与补库：后劲有多强？

——如何看待回暖动力之二

宏观动态

要点：

土储和棚改专项债将压缩,9月以来各地集中上报冬季具备开工条件的专项债项目,不过项目通过的比例不是很高。隐性债务监管未放松,财政资金、专项债和权益型金融工具的资本金乘数近年来有所下降。我们预计明年基建投资高点在二季度,全年增速或在6%左右,高于今年4%左右的增长率。

从需求端看,前几轮补库存的三个驱动因素是房地产、基建和外需,2016年开启的库存周期主要是供给端主导(环保督查加去产能,导致供给出清,库存回补)。展望未来,供给端约束减弱,从需求端来看,金融周期已经向下,去杠杆未结束,需求端对库存拉动不比从前,库存会改善,但力度可能不如从前。总而言之,历史不会简单重复,政府对经济增长“质”的重视程度远高于“量”,经济增速下行,但可持续性增强,市场也更为健康。

分析师

张文朗 (执业证书编号:S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

黄文静 (执业证书编号:S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebscn.com

郭永斌 (执业证书编号:S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebscn.com

邓巧锋 (执业证书编号:S0930517100005)
010-56513038
dengqiaofeng@ebscn.com

相关研报

《这两个指标真的预示经济好转吗？

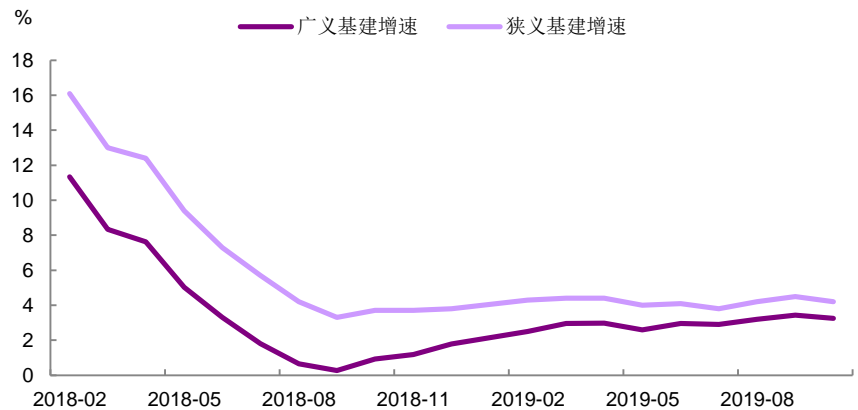
——发电量与财新PMI观察》

.....2019-11-21

1、基建回暖力度多大？

2019年1-10月广义基建投资同比增长3.3%，明显低于市场预期。实际上，2018年基建投资受隐性债务监管影响，出现超预期下滑，全年基建投资增速仅为1.8%，达到2012年以来的最低值。受基数效应和“稳增长”预期影响，市场普遍预期2019年基建投资会大幅反弹，但从基建投资的实际情况来看，今年以来基建投资始终“不温不火”，投资增速始终低于市场预期（图1），这到底是什么原因导致的呢？

图1：今年以来基建投资始终“不温不火”



资料来源：Wind。数据截止2019年10月。广义基建包含电力，狭义不包含电力。

按照基建投资收益的属性，我们将基建分为偏公益性项目和收益类项目，2017年两者投资占比大致为83:17¹。

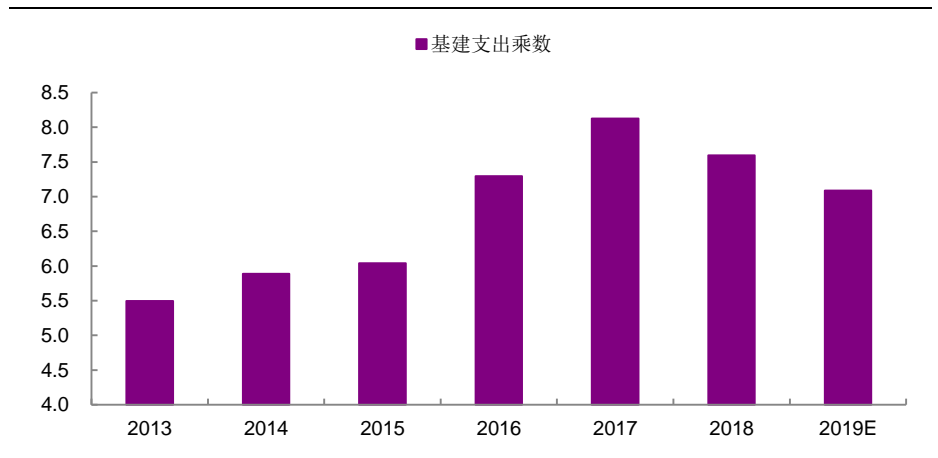
收益类基建中电力热力行业投资占比近80%，此类基建投资快慢主要受供需关系影响，当然也跟政府规划有关。电力热力行业在经历2012-2016年的高发展增速后已初具规模，工业生产活动放缓降低增量需求，未来行业发展增速或趋缓，进而对基建拉动明显减弱甚至带来负向拖累。而占比较小的信息传输和互联网相关服务业、燃气行业投资或由于5G兴起、能源结构调整等存在较大发展空间，但在今年或仅保持中等增速，明年及以后年度将进一步发力，但总体来看规模不高。

偏公益性项目在基建投资中占比规模较大，2017年以前公益性项目的融资模式主要通过政府拨款、自有资金等方式做资本金，然后撬动银行贷款等社会债务资金来完成。由于偏公益类项目收益性较差，其未来还款主要依赖地方政府财力，有增加地方政府隐性债务负担的隐患。2018年3月底财政部下发财金23号文，要求“国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金”。23号文下发后，新增公益性项目大多只能通过政府拨款的方式建设，2018年4月以后基建

¹ 参照2019年9月7日，光大证券研究所发布的报告《不缺钱的基建投资为何增长慢？——财政政策报告系列之十》。

投资同比增长快速下滑，如图 2 所示，政府资金对基建投资的乘数效应在 2018 年后下滑，这是基建投资低迷的主要原因。

图 2：基建支出乘数明显下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：计算方法为当年广义基建投资规模/公共财政支出和政府性基金支出（含专项债）对基建投资的支出。

2019 年新增专项债规模虽然显著扩大（由上年的 1.35 万亿增加至 2.15 万亿），但由于土储、棚改等占比近 70%，用于基建领域的资金不足 0.7 万亿。今年以来基建增速始终保持弱反弹状态，6 月起政策的逆周期调节力度开始加大。

6 月上旬国务院下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，打破了原来专项债不能做资本金的政策规定，“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，主要集中在铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气等项目上，但不得超越项目收益实际水平过度融资”，此类专项债在已发行专项债中占比不足 10%。同时，“鼓励多渠道筹集重大项目资本金。鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金，以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金，鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。”

9 月初国常会再次明确“各省专项债用于项目资本金的规模占其专项债规模比例可为 20%左右”，专项债用于资本金的领域扩大到“铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”等领域。

11 月初“国常会”再次要求完善固定资产投资项目资本金制度。其要求：“一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对‘补短板’的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发

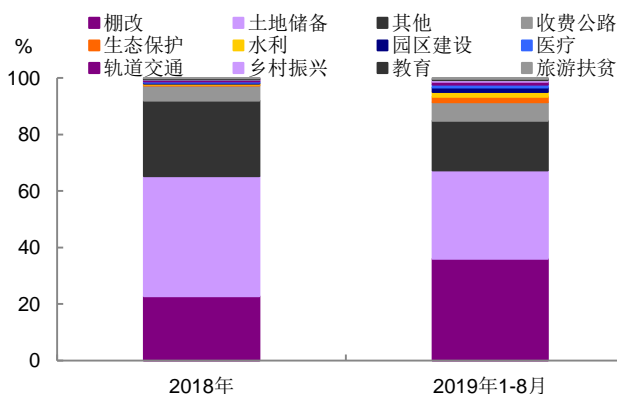
行权益型、股权类金融工具筹措资本金,但不得超过项目资本金总额的50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金”,但明确了筹措资本金不得违规增加地方政府隐性债务,不得违反国有企业资产负债率相关要求。

资本金政策一般从政策发布到效果体现需要3、4个月左右的时间,6月到11月国务院重点强调了解决基建项目资本金问题,但6月份政策发布至今,基建投资并没有显著的提速,其主要原因在于三个方面:

- 第一、目前对于隐性债务的监管并没有放松,尽管在政府财政资金和债务资金做资本金上有放松,但城投企业为避免增加地方政府隐性债务,态度普遍较为谨慎。
- 第二、专项债做资本金要求是重大项目,但对于重大项目的定义没有那么明确,有的平台企业较为谨慎。
- 第三、项目资本金在实际的操作过程中,由企业和金融机构在最低资本金比例基础上进行协调,由市场决定。

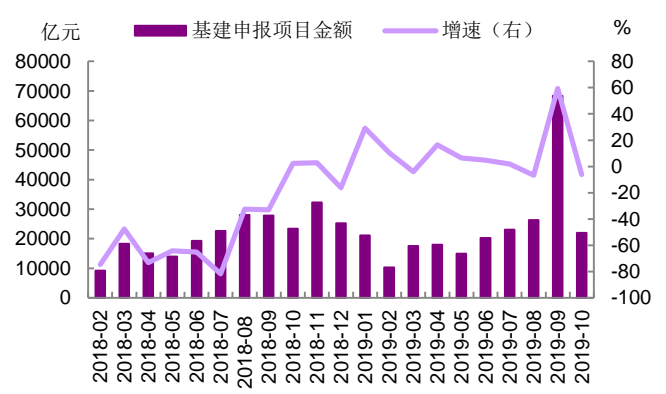
明年基建增速大概率高于今年,一是因为未来土储和棚改的专项债或将压缩,而主要投向基建。数据显示,从2018年和2019年1-8月新增债的用途来看,主要用于棚改和土地储备,2018年两类专项债券发行额度占比总额发行额度的65%,2019年1-8月为67%(图3),基建项目仅占30%左右,前期专项债发行主要用于土储和棚改,基建项目较少,9月份“国常会”明确提出了“新增专项债资金不得用于土储和房地产相关领域、置换债务等”,可有效增加基建领域专项债的发行额度。**二是因为9月份以来各地集中上报专项债项目,专项债储备项目较为充足,且都是具有一定开工条件的项目,9月份申报项目大增,同比增长59%(图4)。**

图3:前期专项债主要用于土储和棚改



资料来源:Wind,光大证券研究所整理

图4:9月份基建申报项目大幅增加

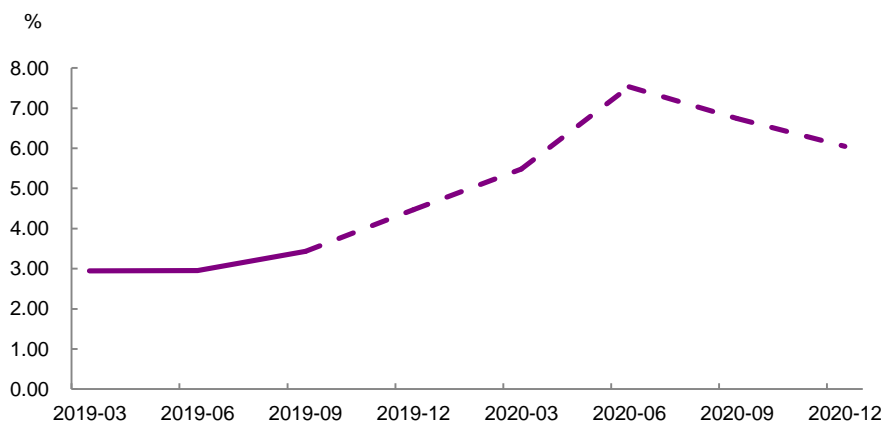


资料来源:全国投资项目在线审批监管平台

不过要注意,申报的专项债项目到底多少会通过审批有不确定性,另外,在对地方政府隐性债务监管没有放松的情况下,专项债做资本金和财政资金做资本金总体不宜于高估。而允许部分基建项目资本金通过权益型金融工具解决的规定,目前此类可续期债主要集中在高速公路、机场和轨道交通等收益性较好的领域,能否大范围推广也有待观察。

我们预计明年基建投资“先扬后抑”,全年增速在6%左右(图5)。从结构上看,电力行业或由于风电、光电抢装而跌幅收敛,交通类项目整体会高于城建类项目投资增速。

图 5：2020 年广义基建投资增速预计高于 2019 年



资料来源：Wind。注：虚线为光大证券研究所估算。

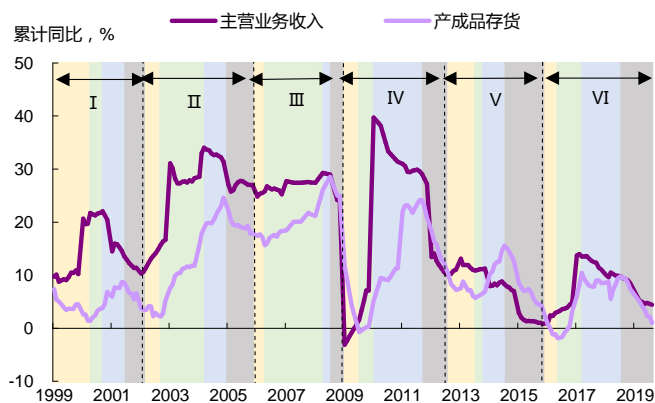
2、补库存后劲有多强？

我们再来看看市场十分关注的库存周期。1999 年以来，我国经历了 6 轮库存周期。分别是 1999-2002 年、2002-2006 年、2006-2009 年、2009-2013 年、2013-2016 年、2016 年至今。从历时看，每个库存周期大约 3-4 年。从时间上数，又一个 4 年即将过去，新一轮的库存周期的上升似乎应该开启了。（图 6）

库存周期与经济周期往往相生相伴。规模以上工业企业的库存在宏观上对应着 GDP 存货。而存货不仅是 GDP 的构成项，也是边际变动最大的项，二者高度相关。（图 7）

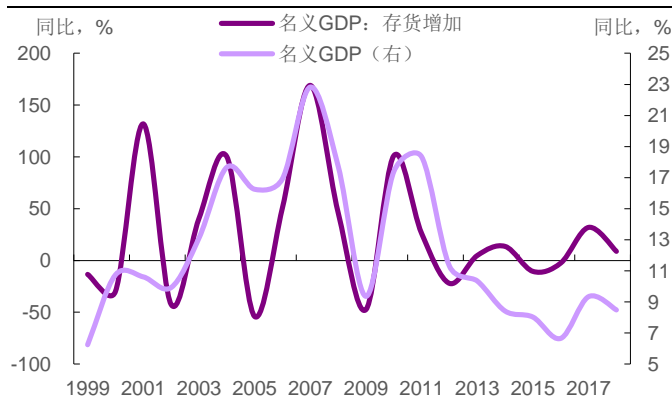
同时，库存与其他变量间有明显的领先-滞后关系：PMI——PPI、收入、利润——库存——制造业投资。PMI 是需求侧预期的先行指标，需求端预期向好，推动 PPI 上涨，推升利润和收入，库存周期由被动去库逐渐进入主动补库，进而扩大制造业固定资产投资。

图 6：过去 20 年的六轮库存周期



资料来源：Wind。黄色是被动去库期，绿色是主动补库期，蓝色是被动补库期，灰色是主动去库期，四个阶段由收入和库存的关系划分。数据截止 2019 年 9 月。

图 7：工库存周期与经济周期



资料来源：Wind。数据截止 2018 年。

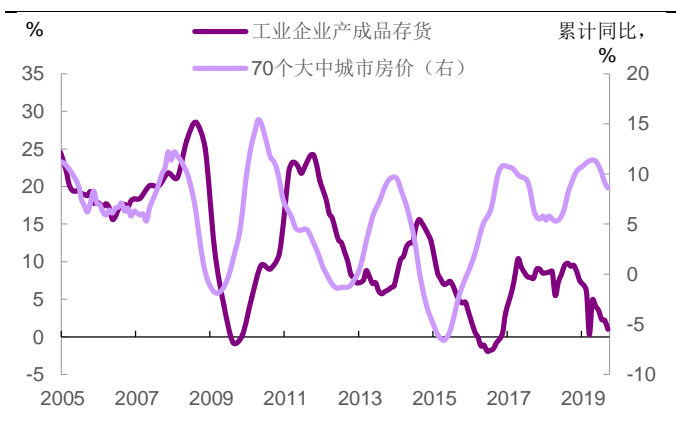
2.1、库存周期需求侧的三大驱动因素

纵观历史上的六轮库存周期，需求端的驱动力无外乎三类：房地产、基建和外需。

驱动一：房地产

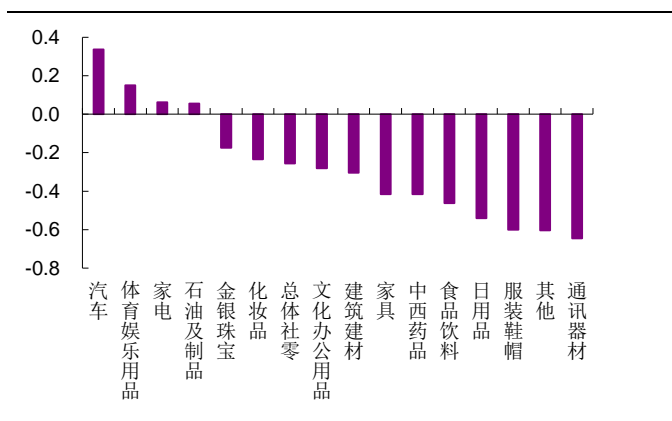
房地产投资先带动上游原材料补库，随后带动中下游产成品补库，同时推动制造业投资。但从 09 年后的三轮房价周期来看，房价的上涨对房地产投资、库存周期、制造业投资的拉动逐轮趋弱。（图 8）这与金融周期高企（信贷错配错用、私人杠杆高）有关，部分也反映一手房价的重要性下降，二手房价上升并不会带来多少建材需求。2012 年以前，各品类消费金额与房价均为正相关，家电、娱乐、汽车排名最靠前。12 年后，各品类消费与房价相关性大幅减弱甚至转负²。（图 9）

图 8：房价与库存周期



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 9 月。

图 9：2012-2019 年各类消费与房价的相关性



资料来源：Wind

驱动力二：基建

基建作为逆周期调节的重要方式，往往在经济和库存周期的低谷时先行启动，并首先拉动原材料的价格，进而带动原材料补库，而后经济企稳后，其他制造业的产成品库存以及固定资产投资才会被带动起来。由于受化解隐性债务的“紧箍咒”影响，基建投资也难以回到 09 年“四万亿”及之后几轮的“大干快上”状态，对库存的提振不如之前那么强。（图 10）

驱动力三：外部需求

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_8788



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn