

## 基建投资的春天？

——11.13 国常会完善基建资本金制度点评

### 主要结论：

- **11.13，国常会两大举措提振基建：**一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。其中，港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%，而对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，只要符合投资回报机制明确、收益可靠、风险可控，可适当降低资本金最低比例不超过 5%，也就是部分项目资本金比例可低至 15%；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%。**这两项措施基本可以概括为加杠杆、多渠道、结构性支持基建。**所谓加杠杆指的是项目资本金比的下调，同样的资本金可以通过撬动更高的杠杆来支持基建，多渠道是指可以通过产业基金、项目收益权资产证券化等方式融得资金，结构性是指本次下调并非全部，而是部分（即补短板项目），产能过剩行业项目并未下调。因此，在极限的假设下，符合条件的公路项目其最低资本金降至 15%，而其中 50% 可通过金融工具筹得，则本身的资本金比例只需要 7.5%。
- **历史上，我国一共进行过 4 次资本金比例的调整。**调高为应对经济过热，调低为应对经济下行，充分体现基建的逆周期属性。1996 年 8 月资本金制度建立（交运、煤炭 35% 以上；钢铁、邮电等 25% 以上；电力、建材等 20% 以上）；2004 年 4 月，为应对经济过热调高了最低资本金比例（钢铁 25% 上调至 40%、水泥 20% 上调至 35% 等），基建投资显著下行；2009 年 5 月，为应对国际金融危机调低了相关比例（钢铁、电解铝 40%，水泥 35%，煤炭、航运 30%，道路交通 25%，住房 20%），基建投资高位下行；2015 年 9 月除产能严重过剩行业（钢铁、煤炭、水泥等）外，其他项目的最低资本金比例总体调低 5%，之后基建投资触底回升。本次资本金调整是历史上第 5 次调整。
- **今年基建投资回升幅度低于预期，部分原因在于配套资金落实较慢，隐形债务监管趋严约束地方政府扩张意愿。**基建投资在经历去年大幅下跌后（20% 降至 0.2%），今年整体回升幅度并不高。10 月基建投资累计同比由年初 1.5% 缓慢回升至 3.3%，力度较弱，部分原因在于配套资金落实较慢；同时，过去两年对于地方债务约束政策并没有放松，使得地方政府扩张意愿偏弱。从资金来源看，减税影响下整体财政支出增速趋缓，银行贷款等传统资金来源增速平稳，非标融资收缩，专项债作为今年基建投资的主要来源之一，增量不算太高。
- **上周国常会的两项措施充分表明国家对于基建稳增长意愿上升，但具体落实和实际效果仍有待观察。**首先，前车之鉴，2019 年 6 月国办“33 号文”明确专项债作为项目资本金的政策也希望通过加杠杆的方式撬动更多资金投入基建，但由于满足条件的专项债较少导致结果收效甚微。其次，国常会两项措施虽充分反映国家对于基建投资稳定经济增长的诉求，但落实到具体项目依然要考虑市场化因素，银行会根据项目的收益、风险以及稳定性在最低资本金比例上“加点”形成最终比例。因此，资金来源能否改善，基建投资能否大幅上升仍有待观察。我们认为，随着配套资金的逐步落实以及政策对于基建稳增长的诉求逐渐上升，基建投资仍有望逐步改善，预计年底升至 5% 左右，明年有望升至 7%。
- **中观层面，11 月生产边际改善。**金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元贬值，全球股市分化，工业品价格上涨。

**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

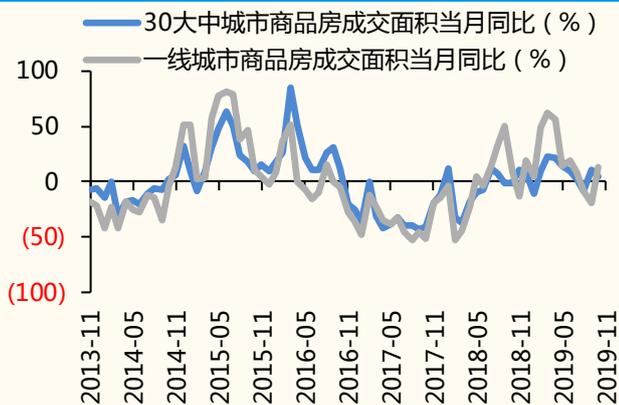
段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，11月生产边际改善

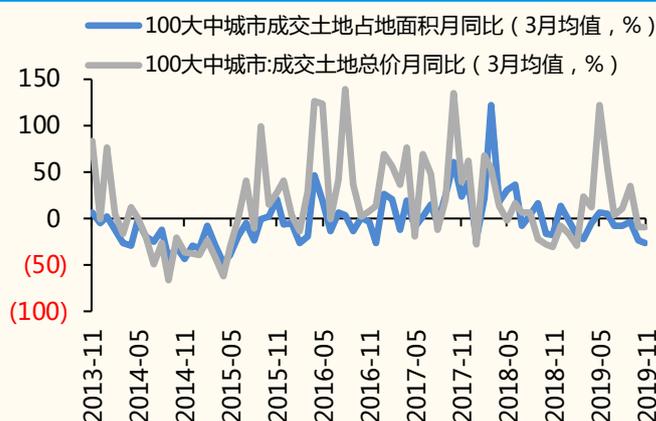
- 11月以来30大中城市商品房日均销售面积同比转负。内部结构上，一线城市同比涨幅维持前值，二线城市由涨转跌，三线城市跌幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-14.92%（前值4.44%）。一线城市同比12.12%（前值12.73%）、二线城市同比-24.43%（前值8.30%），三线城市同比-11.01%（前值-4.67%）。北京商品房销售面积同比由涨转跌，上海跌幅扩大，广州、深圳同比上涨。
- 11月土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比跌幅扩大；商品房用地成交面积同比跌幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-27.03%（前值-23.72%），土地成交总价同比为-9.15%（前值为-8.83%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-10.4%（前值-4.2%），工业用地成交面积同比为-29.7%（前值为-22.8%）。
- 11月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，乘联会汽车零售同比为-20.0%（前值-3.0%），乘联会汽车批发同比为-16.0%（前值-6.0%）。

图表1：11月以来商品房日均销售面积同比转负



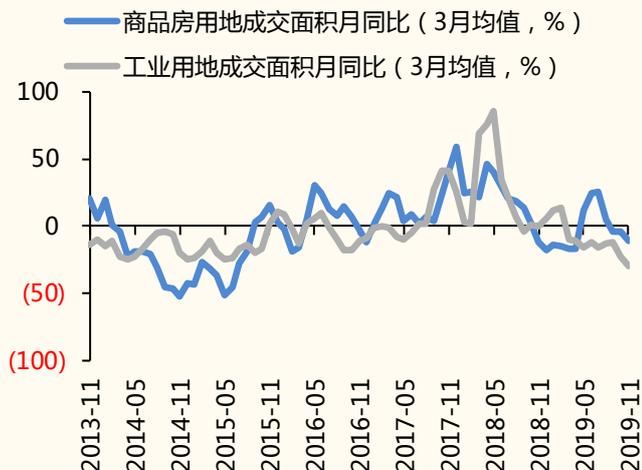
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：11月土地成交面积同比跌幅扩大



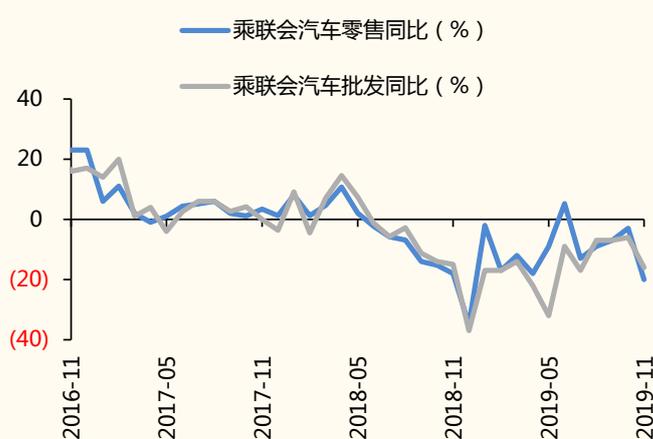
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：11月商品房用地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

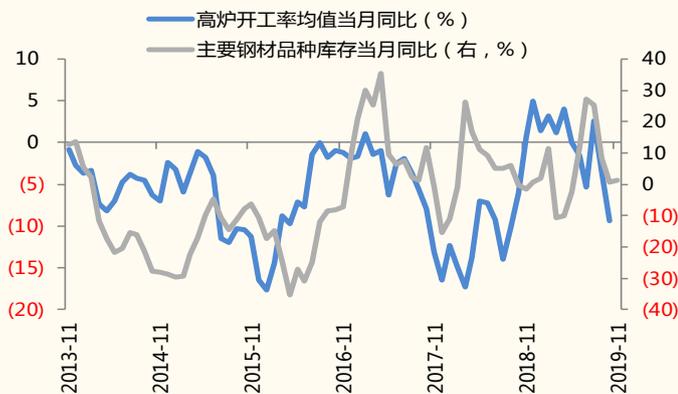
图表4：11月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

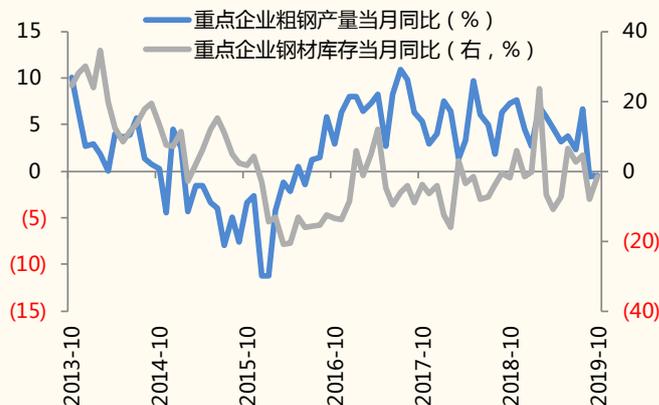
- 11月以来高炉开工率均值上升，钢铁社会库存涨幅扩大。具体来看，11月以来高炉开工率均值为65.06%（前值61.92%）。11月以来钢铁社会库存同比为1.33%（前值0.58%）。
- 11月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅回落。具体来看，11月以来六大发电集团日均耗煤同比为11.30%（前值19.29%）。

图表5：11月以来高炉开工率同比上升



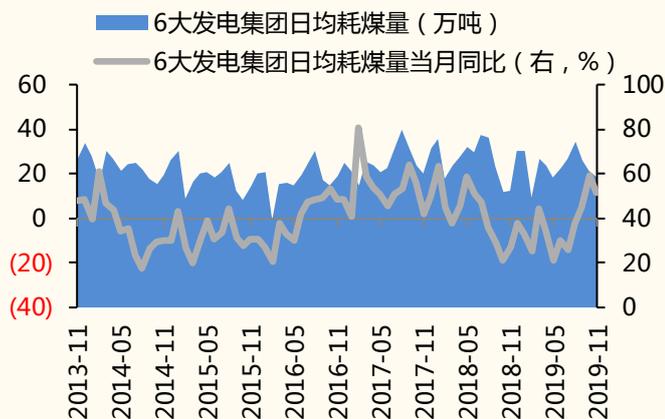
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：10月重点钢铁企业粗钢产量同比下行



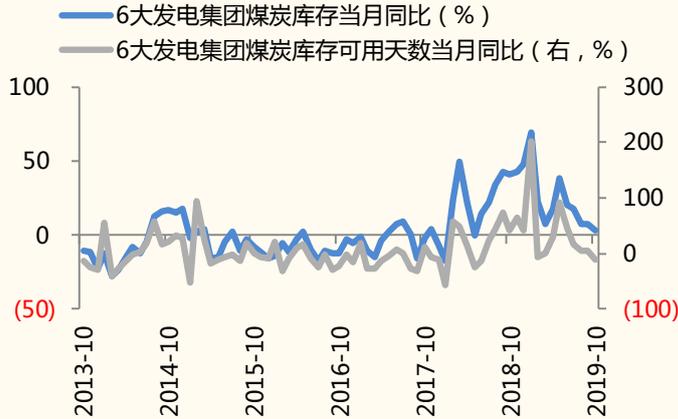
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：11月以来6大发电集团日均煤耗同比涨幅回落



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

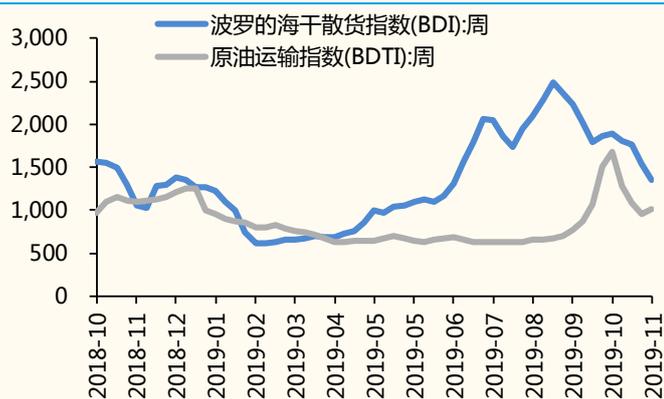
图表8：10月6大发电集团煤炭库存同比上行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

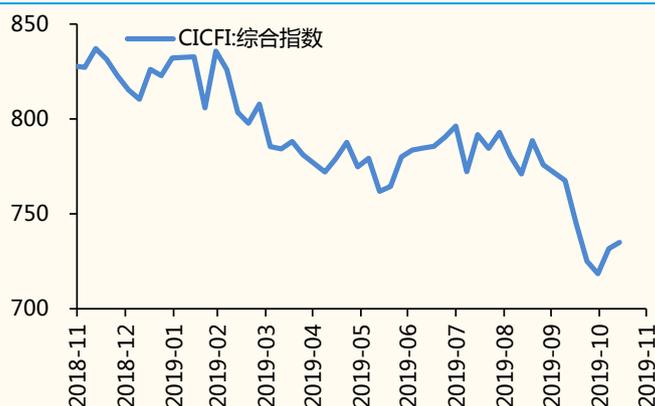
- 上周BDI下降、BDTI上升；CICFI、CCFI上升。
- 上周铁矿石日均疏港量、港口库存下降。上周焦炭港口库存下降，企业库存下降。

图表 9：上周 BDI 下降、BDTI 上升



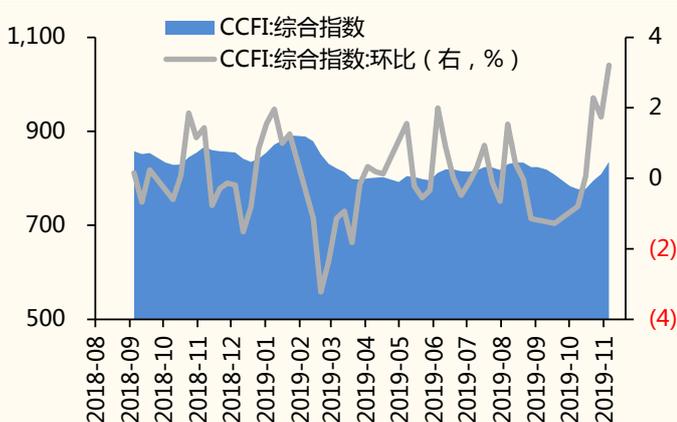
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 上升



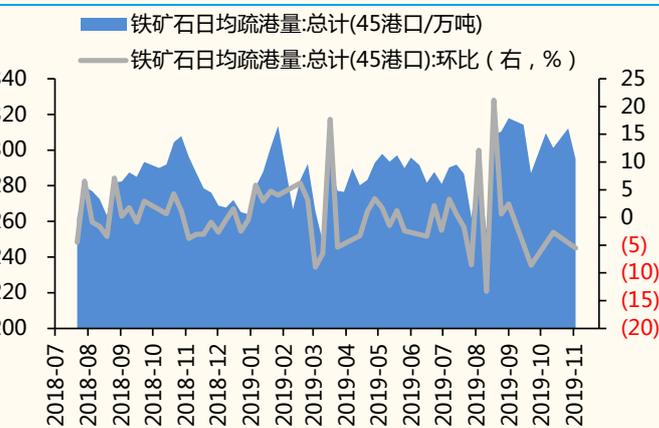
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 上升



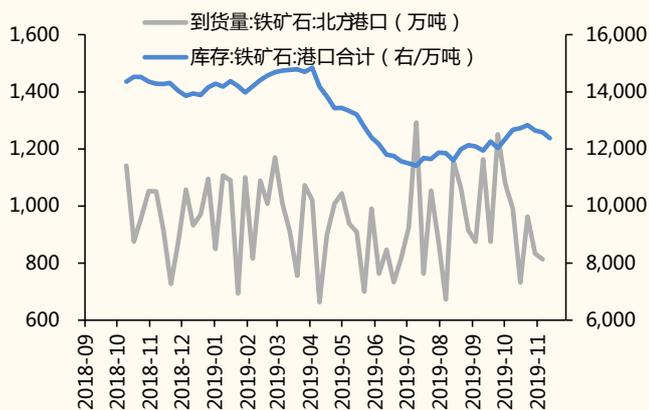
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



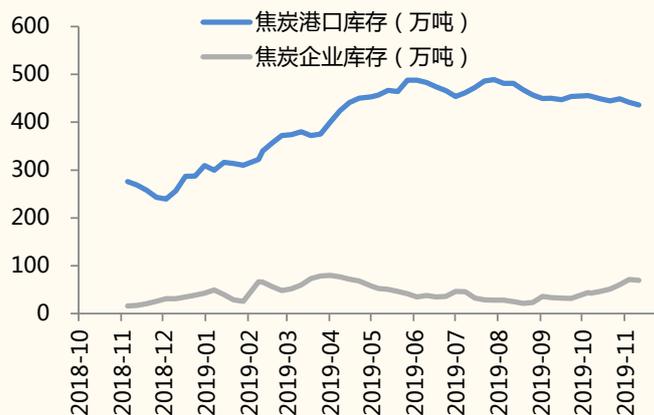
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存下降

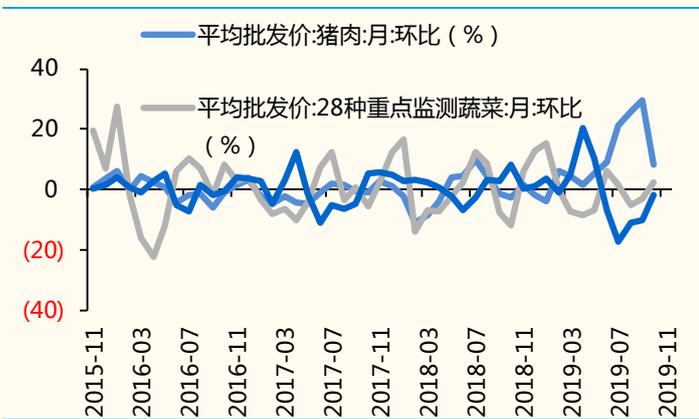


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 11 月以来猪肉价格均值涨幅缩小，蔬菜价格均值由跌转涨、水果价格均值跌幅收窄，水泥、钢铁和原油价格均值上升，有色、煤炭价格均值下降。农产品方面，11 月以来猪肉价格均值涨幅缩小 (8.24%，前值 29.57%)，蔬菜价格均值由跌转涨 (2.40%，前值-3.09%)，水果价格均值跌幅收窄 (-1.89%，前值-

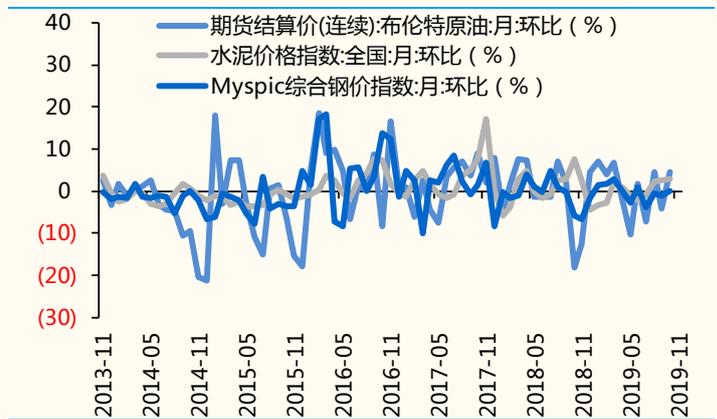
10.03%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-1.20%, 前值-0.62%), 原油价格均值由跌转涨 (4.51%, 前值-4.26%), 水泥价格均值上涨 (2.88%, 前值 2.70%), 钢铁价格均值由跌转涨 (0.03%, 前值-1.09%), 有色金属价格均值 下跌 (-1.03%, 前值-1.47%)。

图表 15: 11 月以来猪肉价格均值涨幅缩小



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 11 月以来水泥、钢铁、原油价格上升

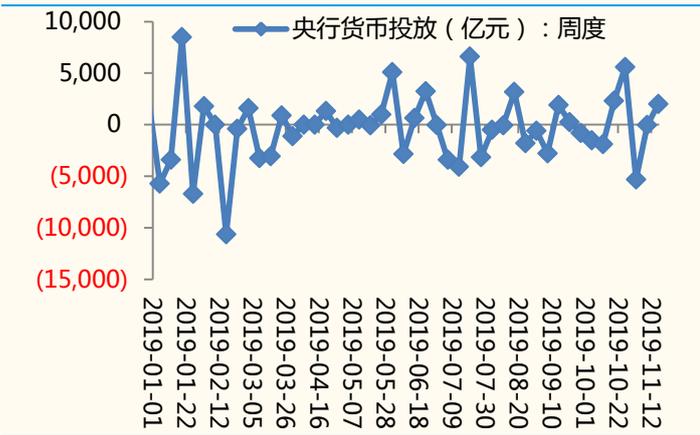


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面, 资金价格上升, 债券收益率分化, 人民币兑美元贬值, 全球股市分化, 工业品价格上涨

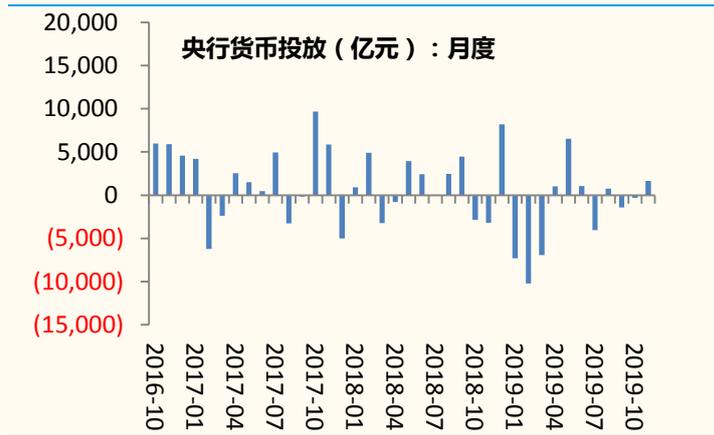
- 货币市场方面, 上周央行净投放资金 2000 亿元, 资金价格上升, 资金面有所缩紧。从资金投放量来看, 上周央行净投放资金 2000 亿元, 均为 MLF 投放。资金价格上升, 资金面有所缩紧。具体来看, 上周 R001 上行 83bp, R007 下行 49bp; DR001 上行 81bp, DR007 上行 32bp。R001-DR001 上行 2bp, R007-DR007 上行 18bp, 表明银行资金融出意愿下降, 非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面, 到期收益率分化, 期限利差收窄, 信用利差走扩。具体来看, 1Y 国债到期收益率上行 3bp, 1Y 国开债到期收益率持平前值; 10Y 国债到期收益率下行 4bp, 10Y 国开债到期收益率下行 8bp; 1YAAA 企业债到期收益率上行 4bp、1YAA 企业债到期收益率上行 2bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- 外汇市场方面, 人民币兑美元贬值, 美元指数下行, 人民币即期交易量下降。上周, 在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数下行, 美元兑日元、欧元、英镑贬值。
- 股票市场和商品市场方面, 全球股市分化, 黄金价格上涨, 原油价格上涨, 国内工业品价格上涨。国内股市方面, 上证综指下跌 2.5%; 创业板指下跌 2.1%。国外股市方面, 道琼斯工业指数上涨 1.2%, 纳斯达克指数上涨 0.8%, 德国 DAX 上涨 0.1%。国内商品市场方面, 螺纹钢价格上涨 3.9%, 铁矿石价格上涨 4.8%, 焦炭价格上涨 0.6%。国际大宗商品方面, COMEX 黄金价格上涨 0.6%; ICE 布油价格上涨 1.3%, LME 铜下跌 1.4%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 11 月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 11/11-11/15 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.78	83	11	25
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	3.02	49	19	(12)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.71	81	11	23
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.78	32	8	(26)
R001-DR001(bp)	7	2	(1)	2
R007-DR007 (bp)	24	18	11	14
SHIBOR:隔夜	2.69	79	10	14
SHIBOR:1周	2.74	17	5	(17)
7日年化收益率:余额宝	2.28	0	2	(34)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.97	3	(7)	(42)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.80	(12)	(12)	(93)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.31	93	122	116

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 11/11-11/15 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
<b>债券到期收益率</b>						
中债国债到期收益率:1年	2.70	2.65	2.69	3	2	9
中债国债到期收益率:10年	3.26	3.24	3.24	(4)	(5)	1
中债国开债到期收益率:1年	2.78	2.77	2.78	(0)	2	3
中债国开债到期收益率:10年	3.67	3.62	3.62	(8)	(9)	(2)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.30	3.27	3.30	4	4	(28)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.28	4.27	4.27	(1)	(11)	(6)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.51	3.48	3.51	2	3	(61)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.34	5.33	5.33	(1)	(11)	(9)
<b>期限利差(10Y-1Y, bp)</b>						
中债国债期限利差	60	54	55	(7)	(8)	(8)
中债国开债期限利差	90	84	84	(8)	(11)	(5)
中债企业债期限利差(AAA)	101	97	97	(6)	(14)	23
中债企业债期限利差率(AA)	185	182	182	(4)	(13)	53
<b>信用利差(企业债-国债, bp)</b>						
中债企业债信用利差(AAA):1年	62	57	62	1	1	(37)
中债企业债信用利差(AAA):10年	104	102	104	3	(5)	(7)
中债企业债信用利差(AA):1年	84	79	83	(1)	0	(70)
中债企业债信用利差(AA):10年	210	208	210	3	(5)	(10)
<b>国债期货</b>						
CFETS 5年期国债期货	99.70	99.60	99.70	0.2%	0.3%	0.3%
CFETS 10年期国债期货	99.60	97.85	98.01	0.4%	0.5%	0.3%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 11/11-11/15 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.03	6.99	7.01	0.3%	-0.3%	2.1%
美元兑离岸人民币	7.04	6.99	7.01	0.2%	-0.6%	2.0%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	215	-68	-68	-67	-184	-112
即期询价成交量: 美元兑人民币			348.8	-14.6	70.2	69.4
USDCNY: NDF 1年			7.08	0.4%	-0.5%	2.6%
CFETS人民币汇率指数			91.88	0.0%	1.0%	-1.5%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.59	118.14	118.28	-0.2%	0.8%	-0.4%

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\\_8925](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8925)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn