



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

明年固定资产投资增速如何看？

--10月经济数据点评

2019年11月14日

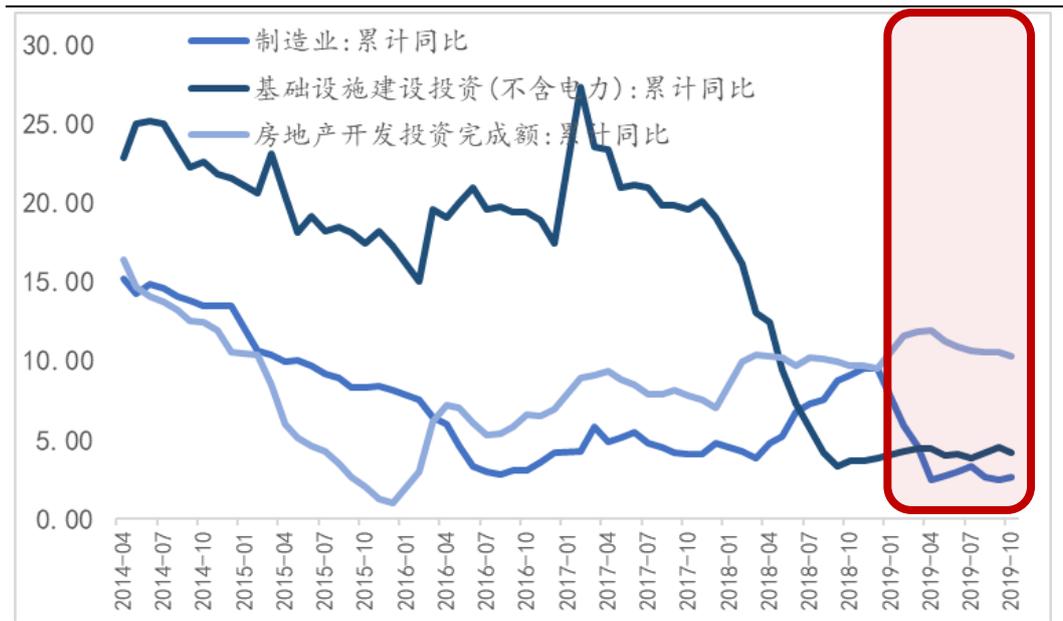
摘要:

- 2019年10月固定资产投资累计增速5.2%，较9月下滑0.2%。地产依然是稳定的中坚力量，增速仅下滑0.2%，保持在10.3%的高位。基建投资表现不及市场预期，回落0.3%至4.5%。制造业投资低位反弹，较9月上升0.1%。全年来看，地产投资高位缓慢回落，基建与制造业投资保持低位盘旋，地产是投资的中流砥柱。
- 明年固定资产投资如何看待？
 - 1、地产：竣工对整体增速的支撑继续存在。我们前期的报告《地产竣工增速反弹的量化测算》中，我们得出地产竣工增速至少将维持至2020年底，且2020年底的增速约在4%-5%。背后的支撑逻辑为目前个人房贷环境依然偏宽松，房企销售回款资金充足，保障了施工的来源。2018年房企大力补库存带来较高的拿地、新开工增速，为保证项目的交付顺利，房企需要加快完工。数据表现为回补新开工与竣工增速的缺口。
 - 2、基建：明年反弹可期。近年来基建增速屡不及预期，关键在于本来预期用于基建的资金并未有效投入使用，或用于偿还债务或用于其它用途。通过对于理论投入基建的资金量与基建实际使用金额进行对比，缺口量即为被用作其它用途的资金量。在假设资金缺口平稳的基础上，综合考虑资本金下调以及地方专项债扩容等因素，我们预计明年基建增速有望达到6%。
 - 3、制造业：已处于筑底阶段。制造业变动核心在于终端需求，其中出口对于制造业的影响尤为明显。贸易战的走势我们难以预测，假设维持现阶段状况不出现进一步恶化，那么在低基数作用下明年的出口增速读数也会有所好转。计算机电子通信等新兴行业以及基建地产上游行业将迎来反弹，合计占比约40%，将拉动制造业的增长。
- 综合来看，房地产投资增速将由于房企拿地放缓而缓慢下滑，但建安投资的增长仍将拉动相关上游行业需求；基建投资明年反弹概率较大，制造业投资已处于底部阶段。因此整体固定资产投资增速有望上行，对于明年需求侧不必过于悲观。

1 10月投资数据特点：地产保持中流砥柱

10月固定资产投资累计增速5.2%，较9月下滑0.2%。地产依然是稳定的中坚力量，增速仅下滑0.2%，保持在10.3%的高位。基建投资表现不及市场的预期，回落0.3%至4.5%。制造业投资低位反弹，较9月上升0.1%。

图1：2019年地产投资高位回落、基建制造业低位盘旋



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

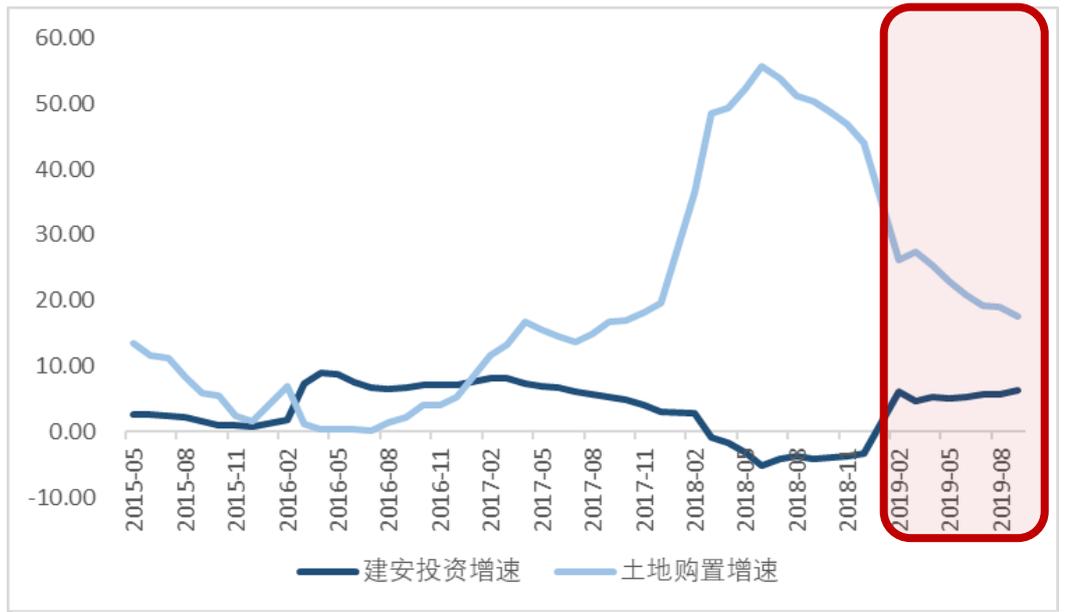
2 明年固定资产投资增速怎么看？

2-1 地产：竣工对整体增速的支撑继续存在

在我们前期的报告《地产竣工增速反弹的量化测算》中，我们得出地产竣工增速至少将维持至2020年底，且2020年底的增速约在4%-5%。背后的支撑逻辑为：1、目前个人房贷环境依然偏宽松，房企销售回款资金充足，保障了施工的来源。从10月的数据也可印证这一点，10月商品房销售额反弹0.2%至7.3%，个人按揭贷款以及定金预收款增速也都有0.5%的反弹。2、2018年房企大力补库存带来较高的拿地、新开工增速，为保证项目的交付顺利，房企需要加快完工。数据表现为回补新开工与竣工增速的缺口。

2020年地产投资结构将大概率延续2019年的走势，土地购置增速下滑，建安投资在竣工的支撑下继续向上反弹。即使由于房企拿地放缓拖累整体地产投资增速下滑，但建安投资的增长仍将拉动相关上游行业需求。假设信贷环境未发生明显变化，按照目前的增速线性推算，明年上半年建安投资增速将反弹至8%，土地购置增速将下滑至6%，整体地产投资增速保持在8%之上。

图2：2019年地产投资表现为土地购置下滑、建安增速上升



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2-2 基建：明年增速反弹依然可期

今年来基建增速屡不及预期，关键在于本来预期用于基建的资金并未有效投入使用，或用于偿还债务或用于其它用途，我们不得而知。但从总量上，可以对于理论投入基建的资金量与基建实际使用金额进行对比，缺口量即为被用作其它用途的资金量。在预测明年基建增速时，假设该缺口量变动保持平稳，以避免再次高估增速。

截至2019年9月，基建投资完成额14.45万亿。理论投入基建的资金规模测算过程大致如下：自筹资金主要包括政府性基金支出、城投债、非标以及PPP，其中政府性基金支出以及城投债约占50%。政府性基金支出为地方政府土地出让收入构成，一般占到全部土地出让收入支出的84%-88%，则1-9月此部分资金来源约3.6万亿。城投债净融资额约8000亿元。由于缺乏非标及PPP数据，按照经验比例，全部自筹资金将近9万亿元。地府债净融资额合计约3.2万亿。银行贷款按照以往与自筹资金1:2以及线性外推测算，约4万亿元。合计16万亿。即理论投入基建资金规模与实际使用规模之间约有1.5万亿元缺口，平均到每月即2000亿元左右的资金另作他用。

在缺口平稳的假设基础上，我们粗略估计明年的基建增速。此处仍需要多项假设。地方专项债按照近几年0.8亿、1.35万亿、2.15万亿的规模线性推算，2020年专项债有望达到3万亿。11月3日国常会指出降低部分行业基建项目的资本金比例，港口、沿海及内河航运项目资本金由25%降至20%，公路铁路生态环保等资本金比例降低5%。这些项目2018年的投资额约10万亿，按照5%最大下调比例测算，则可释放资本金5000亿元。假设到明年6月地方土地出让收入支出有5%的增速，城投债净融资规模保持稳定，资金来源中各分项的比例不发生明显变化，则明年基建增速有望达到6%。

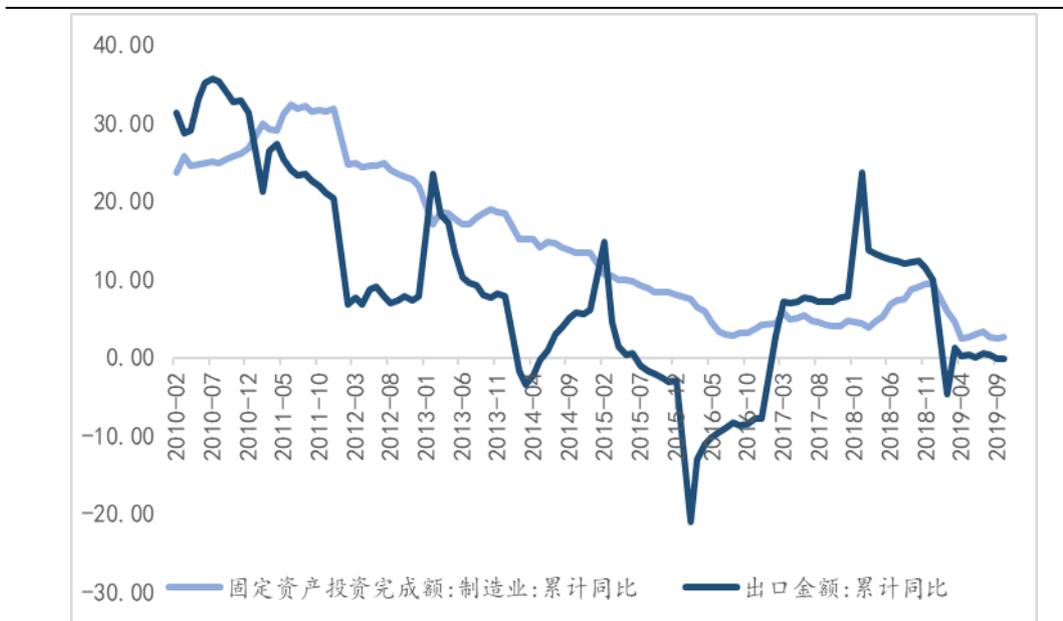
2-3 制造业：已处于筑底阶段

制造业终端需求的走势判断是预测制造业投资变动的核心。今年制造业表现较

差的原因即为地产、基建以及出口综合来看较为乏力，其中出口增速对于制造业的影响更加明显。贸易战的走势我们难以预测，假设维持现阶段状况不出现进一步恶化，那么在低基数作用下明年的出口增速读数也会有所好转。

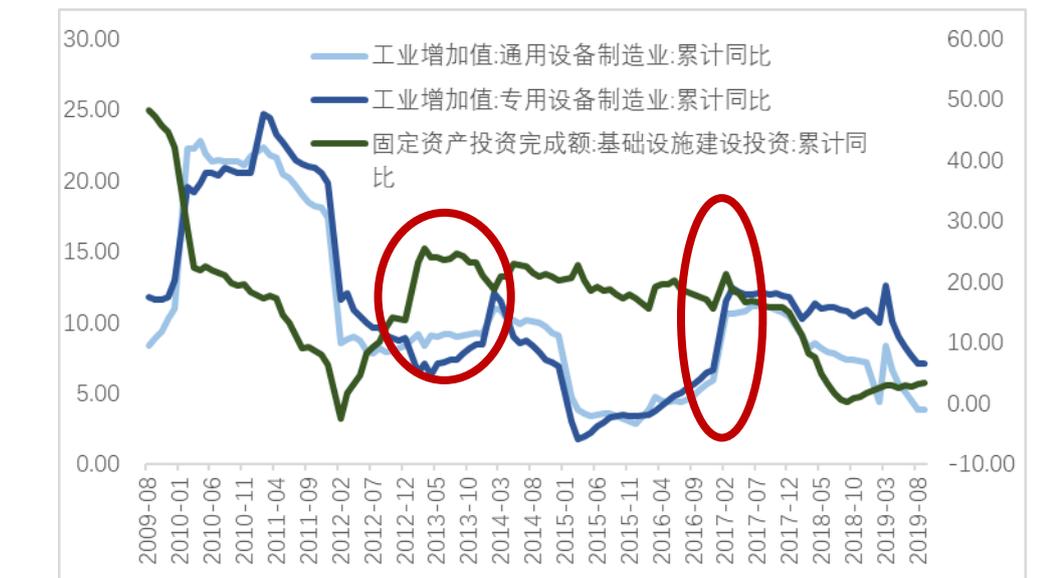
如进一步观测终端需求变动对行业的影响，以下行业投资企稳的概率较大。目前部分基建地产相关的上游行业已逐步回暖，如专用设备及通用设备；但仍有其它施工相关上游行业因为出口交货值的影响表现较差，包括化学原料制品以及非金属矿物制品。化学原料制品的出口交货值增速由3月的-2.4%下滑至9月的-13.4%，非金属矿物制品出口交货值增速由3月的6.9%下滑到9月的-3%，均对这些行业的投资情况形成拖累。如后期贸易摩擦改善，这些行业的投资增速将迎来反弹。另外，计算机电子通信、电气机械两个新兴行业的投资增速一直处于增长之中，成为支持制造业固定资产投资的重要力量。上述行业合计占比约40%，将对制造业增速形成拉动作用。

图3：制造业投资与出口走势相关性较强



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

图4：基建对通用、专用设备制造业的拉动



数据来源: Wind, 第一创业研究整理。

综合来看, 房地产投资增速将由于房企拿地放缓而缓慢下滑, 但建安投资的增长仍将拉动相关上游行业需求; 基建投资明年反弹概率较大, 制造业投资已处于底部阶段。因此整体固定资产投资增速有望上行, 对于明年需求侧不必过于悲观。

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_8984



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn