

自2018年7月政治局会议以来，重振基建投资成为稳增长的关键政策之一，而“补短板”则是本轮基建投资的重点。在本篇报告中，基于对发改委项目审批进度以及财政部PPP项目库的详细分析，我们梳理了近期可能出现较快增长的基建领域。此外，我们亦从（包括地方专项债用途等）各方面评估各基建领域的资金“可得性”，以判断其可行性及落地速度。

## I

政策信号和领先指标均显示基建投资增长有望进一步加速

### 2

#### 01

#### 8年下

半年以来，

多项促基建政策陆续出

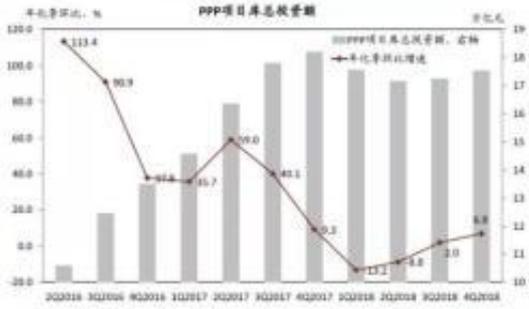
台，随即基建投资增速也开始回升。

2018年7月31日政治局会议将提振基建投资增长列为稳增长的主要政策之一[1]。而与之之前基建投资计划有所区别的是，对“补短板”领域有针对性的投资将是本轮基础设施建设的重点。

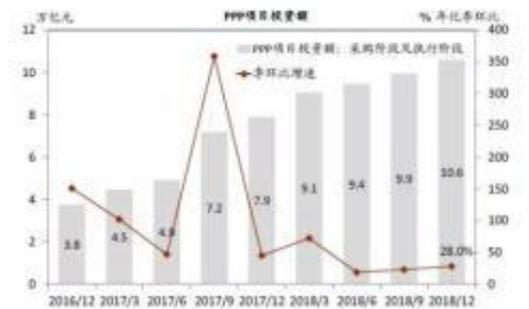
此后，随着增长下行压力加大，促基建的政策导向也愈趋鲜明、具体——去年10月31日发布的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（简称《指导意见》）[2]，详细就本轮促基建的总体方针、重点领域及具体落地执行做了更明确的部署。《指导意见》不仅划出了基建投资的一些重点领域，还在计划“执行层面”提供了更多的政策支持，包括提供项目资金，以及协调加强政府各部门、国企和私人投资在基建方面的合作。

在更有力的政策支持下，2018年下半年基建投资增速明显回升，同比增速从2018年8月的-5.9%的低点快速反弹至2018年12月同比7.7%的增速。（季调后）环比增速亦快速回升，2018年4季度基建投资的年化季环比增速达到28.4%，对比3季度的-7.5%的折年增速可谓是“V型反弹”。

图表: 2018 年上半年大幅下降之后, PPP 项目库总投资额下半年开始重拾升势。



图表: ...落地阶段的 PPP 项目也稳步回升



最后，项目资金的“可得性”是基建投资计划顺利执行的关键。值得注意的是，受资管新规细则和地方政府融资监管收紧的“双重打击”，2018年地方政府现金流开始有“捉襟见肘”之态[4]。进入2019年，地产和土地交易市场面临的不确定性可能使地方政府现金流更为吃紧[5]。为了缓解基建投资的资金压力，政府出台了一系列政策在各个层面为重点领域的基建投资补充资金——地方债发行明显加速，净发行量从2018年上半年的1.3万亿元上升至下半年的2.1万亿元（其中1.3万亿元为地方政府专项债）。

此外，仅今年1月，地方债净发行量就达到4180亿元，而2018年及此前几年的1月都没有净发行（一般而言春节后地方债才会开始发行）。同时，近期城投债发行节奏也有所加快。另一方面，2019年1月银行的非标资产余额在经历过去1年的持续萎缩之后再次环比扩张，可能反映出在执行层面对基建相关非标资产的监管有所放松、如允许到期续发[6]。

图表: 发改委发布了一系列重振基建投资的政策文件

时间	文件	部门	内容摘要
2018/9/14	关于促进通用机场有序发展的意见	国家发改委, 民航局	加快建设和完善通用机场网络, 是补足基础设施短板, 解决“落地难”问题的关键举措。
2018/10/10	“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施提升工程建设方案	国家发改委, 文化和旅游部	进一步加强西藏自治区、四省藏区、新疆自治区南疆四地州、四川凉山州、云南怒江州、甘肃临夏州等深度贫困地区的旅游基础设施和公共服务设施建设(主要包括相关地区的铁路及公路建设)。
2018/10/26	关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见	国家发改委, 生态环境部, 农业农村部, 住房城乡建设部, 水利部	加快推进长江经济带农业面源污染治理, 持续改善长江水质, 修复长江生态环境, 推动农业农村绿色发展和长江经济带高质量发展。
2018/10/31	国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	国务院	基础设施主要在脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、生态环保、农业农村、社会民生等领域。
2018/11/27	2019年新一代信息基础设施	国家发改委, 工业和信息化部	面向中西部和东北地区, 组织实施中小城市基础网络完善工程, 以省为单位开展相关区域内县城和乡镇驻地城域网扩容, IP城域网节点设备新建和扩容。
2018/12/21	国家物流枢纽布局和建设规划	国家发改委, 交通运输部	到2020年, 通过优化整合, 功能提升, 布局建设30个左右辐射带动能力较强, 现代化运作水平较高, 互联网接紧密的国家物流枢纽。
2019/1/28	进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)	国家发改委, 工业和信息化部, 商务部	鼓励汽车消费: 加快老旧汽车更新, 新能源车补贴, 促进二手车消费 鼓励城镇消费: 推动老旧小区改造, 发展住房租赁市场, 加强养老服务 消化“存量”: 建设国际消费中心城市(包括步行街改造升级), 加快推出5G商用牌照, 推进高清视频产品消费, 增设连锁商店 鼓励“短板”, 包括加快建设路, 停车场, 新能源汽车充电桩建设等

此外，在当 前国际贸易摩擦升级的背景下，我们认为也有必要重新审视中国各产业对进口的依赖程度

——某种意义上，“自给”能力不足的行业也可以定义为“短板”领域。

结合我们对进口依存度的分析及发改委等近期发布的各类文件及指导意见，政策对不少高进口依赖的“短板”行业的支持力度也会加大，其中包括半导体/芯片、电信设备、油气勘探和储运等方面。

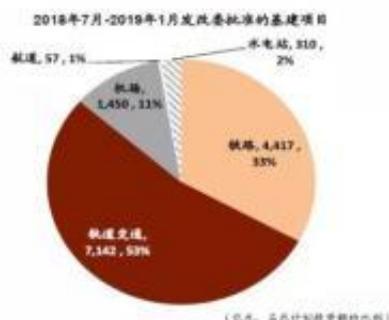
从总进口分布看，中国的半导体、原油、铁矿石、天然气及一些其它能源产品的总进口占国内消费比例较高。

飞机、计算机和通信产品、石油天然气、以及一些专用设备。

图表: 按项目类型和地区分类的发改委新批准基建投资分类

图表: 发改委去年7月以来新批准的交运项目组成

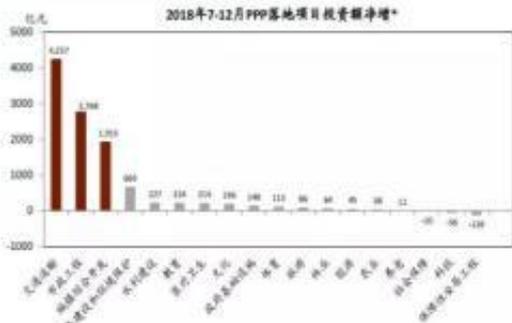
发改委2018/7-2019/1批准的基建项目计划投资额				
项目类型 (亿元)	总计	东部	中部	西部
铁路	4,417	2,685	0	1,732
轨道交通	7,142	4,506	2,180	456
机场	1,450	41	544	864
航道	57	57	0	0
水电站	310	0	0	310
总计	<b>13,377</b>	<b>7,290</b>	<b>2,725</b>	<b>3,362</b>



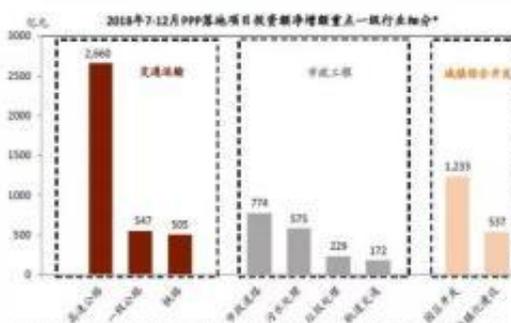
鉴于PPP相关的政策目前更注重项目执行的进度，而对入库方面的注意力有所降低，我们也从进入“落地”阶段的PPP项目中筛选出去年下半年以来新增投资额上升最快、增速最高的一些行业。

自2018年以来，处于“采购”和“执行”阶段的PPP项目比例快速上升。更有意思的是，PPP项目库形成机制可能也在转变——许多新项目在实际落地后才会直接纳入PPP项目库，而不像以前在“识别”和“准备”阶段即被纳入。

图表: 2018 下半年来, 按一级行业分类的 PPP 落地项目投资额净增...



图表: ...以及前3大行业的一级细分行业增量对比



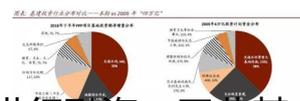
另一方面, 从2018年下半年的“增速”来看, 行业分布又呈现出不同的特征, 其中一些“新基建”行业的表现较为亮眼, 例如体育、文化娱乐、医疗卫生、林业、城镇综合开发、水利建设、能源以及环保等。细分行业来看, 铁路以及污水垃圾处理的增速比较突出。

图表: 新增地方专项债的资金用途

2018年7月至今新增专项债*资金用途		
资金用途	金额 (亿元)	占比 (%)
土地储备	5,505	56
棚户区改造与保障性住房	3,049	31
铁路	84	1
收费公路	748	8
生态和环境保护	77	1
轨道交通	69	1
市政工程	25	0
医疗	51	1
城镇综合开发	175	2
旅游	1	0
教育	63	1
农业	0	0
总计	9,847	100

\*由于部分数据不可得, 我们仅统计了2018年下半年8436亿元的新增专项债发行, 占新增专项债总发行的65%, 土地储备和棚户区改造占比有可能被高估。

资料来源: 财政部, 万得资讯, 中金公司研究部



与2009-10年相比，本轮基建投资项目将更多通过显性债务渠道进行融资，因此基建相关信贷可能不会出现像2009-10年那样的“井喷”式增长。

尽管2009-10的基建投资计划通常被称为“四万亿（基建）投资计划”，但在随后的3-5年，这些项目的累计融资远远超过4万亿元。但基建投资“井喷”带来了地方融资平台债务大幅增加的“后遗症”，银行非标融资快速膨胀、地方政府隐性杠杆上升。

由于2009-10年中央和地方政府均实施了强有力的财政刺激，2009年6月社融增速即飙升至31%，M2同比增速达到29%。相比之下，由于中央已经名令严防地方政府隐性负债上升，本轮项目融资可能会更加透明。与2009-10年度的贷款增长飙升形成鲜明对比的是，2019年1月社融同比增速为10.4%、M2同比增速仅为8.4%。往前看，更为审慎的监管框架已经建立，基建项目融资也会趋于理性、透明。

V

后续如何跟踪基建投资的审批立项、具体进度及其行业分布？

综合来看，我们的基准预测是2019年上半年基建投资增长的高点可能回到15%附近

——鉴于近期项目审批加快、政府融资增速上升，而去年2-3季度的基数都非常低。受PPP项目库清理、资管新规限制非标融资、以及财政部收紧对地方政府投融资的监管（财政部23号文与43号文）的多重影响，2018年上半年基建投资陷入停滞、甚至环比收缩。

短期内，一方面，基建投资的项目审批加快、融资回升、但同时，我们也要考虑到地方政府现金流吃紧[10]，因此，我们的基准预测是2019年上半年基建投资增长的高点可能回到15%附近。这一预测隐含今年上半年名义固定资产投资中的基建投资环比也将继去年下半年后进一步小幅回升。

往前看，我们仍将沿袭上文的分析框架，继续跟踪有关基建项目立项和执行等方面的高频指标，以更及时准确地判断基建投资增速回升的速度、行业分布及其可持续性。

我们将继续密切关注项目审批的进展（发改委和PPP项目库）、执行进度（PPP项目库落地情况）和项目融资（地方政府债券和城投债发行、非标融资和企业中长期贷款）。

我们认为，调整后社融增速仍然是衡量基建增长回升时点和幅度最有效的领先指标；社融中企业中长期贷款增速、非标融资环比变化、以及地方及城投债净发行节奏的则与基建融资相关性更高。

2019年1月，调整后社融增速[11]首次出现明显回升迹象，年化月环比增速反弹至14.9%，为2017年10月以来最高。此外，地方政府债净发行（包括新增地方政府专项债及其他）一月同比大幅多增约4180亿元，城投债发行加快，财政存款增速大跌，同时非标融资过去1年连月萎缩之后重回净扩张。这些数据信号均表明近期基建投资融资在恢复，基建投资增长有望进一步修复。

往前看，我们将继续跟踪这些高频指标，以衡量基建投资的资金到位速度。我们认为，基建投资的上行风险主要在于货币、财政、或监管政策超预期宽松；另一方面，基建增长不及预期的主要风险在于房地产和土地市场超预期下滑，因为这会加剧地方政府的现金流压力、影响项目资金到位速度。

更多精彩资讯，请来金融界网站([www.jrj.com.cn](http://www.jrj.com.cn))