

# 基建与地产：变局还是定局？

## ——区域调研报告之五

宏观深度

◆**基建与地产，绕不过，避不开，几经周折，何去何从？**为此近期我们对西部两市的城投、开发商和银行进行了零距离接触。

◆**目前严控地方隐性债务增量的政策和违规举债的追责机制并没有放松，城投新增融资受限，基建或难有高增长。**严控新增隐性债务政策和追责机制仍限制城投新增融资，纯公益性项目目前只能通过政府债券和预算内资金解决，但政府、平台、金融机构在寻求合法合规的方式解决其融资；有收益项目可以通过项目贷款融资，但数量有限。目前主要推进在建项目，新增项目有限。**我们预判基建投资全年增速在9%左右，难有高增长，电力热力燃气、铁路、高速、轨交、管道、环保行业等偏向市场化和政策方向的投资或继续增长。**

◆**城投企业的再融资有所放松**，银行通过流动资金贷款（期限3年左右）支持再融资，城投债券的审批加快且融资条件改善（期限3-5年），非标询价意愿上升但融资成本仍较高（期限2-3年），去非标化明显；城投存量债务纳入地方政府隐性债务已经上报，但隐性债务化解方案待明确；城投的偿债能力对土地依赖性仍较强。**城投平台短期内风险下降，但仍存在转型困难。**

◆**棚改平台反映目前只推进2018年以前的棚改项目，这部分项目银行可提供信贷支持，但2019年新增项目只能通过专项债解决，严禁政府购买，部分金融机构寻求突破。**

◆**被调研的城市楼市销售火热，去化周期短，房企融资条件边际改善，拿地热情高涨。**基建扩张、“抢人”落户（2018年落户140万人）、提升住宅品质、上游涨价提高相关行业人员购房能力等因素继续推升部分热点城市房价，加之“五限”政策导致一二手房价格倒挂，新房销售火热，去化周期仅需4个月，土拍热度不减，施工加快，投资提速，同时房企融资条件改善，进一步推升投资。全国来看，预计一二线楼市或有支撑，但三四线动力或减弱，全年房地产开发投资同比或仍将保持在8%左右。

◆**银行信贷仍偏爱城投、地产，对小微信贷明显放松。**某银行房企白名单略松，另一家银行白名单收缩，但信贷额度未减，当地按揭需求较大，利率不降反升。监管机构对小微贷款有指标要求。为降低风险，部分银行会通过票据融资支持小微，争抢优质小微企业。

### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

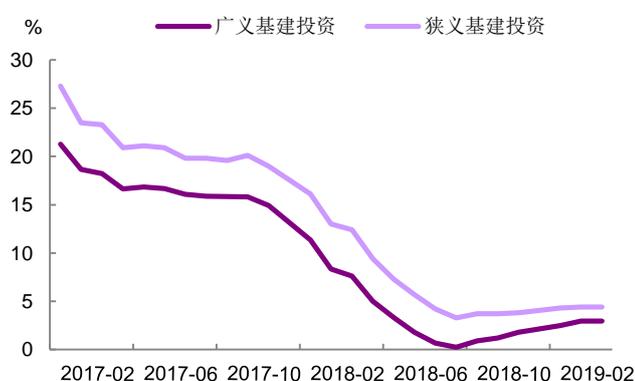
郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

## 1、变局还是定局？

中美贸易摩擦风云再起，中央层面成立就业领导小组，扩大内需或势在必行。实际上，从2018年7月底政治局会议确定“基建补短板政策”后，无论是从基建项目的审批量还是从资金供给端来看，均有不同程度的改善，狭义基建投资和广义基建投资从2018年10月起均开始反弹，但总体反弹力度有限。

从地产来看，2019年以来商品房销售面积下滑，但目前有下滑幅度收窄态势，价格反弹，新开工下滑，但施工上行，由于施工加快，导致建安投资上扬，进一步带动地产投资高位反弹，但整体土地出让面积下滑。总体来看，目前地产处于加快施工，减少拿地的略保守策略。但在“因城施策”的政策下，各城市在销售、开工、拿地、投资方面的差异较大。

图1：2018年10月份后基建投资开始反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所。广义基建包含电力，狭义基建不含电力。

图2：建安投资带动地产投资继续维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

**基建融资有何变化？未来各区域的地产政策如何调整？楼市如何演变？**为了回答这些问题，光大证券宏观研究团队于2019年5月开展了对中西部两市城投、开发商和银行的实地调研。

## 2、基建：路在何方？

从2016年11月以来中央出台多项政策剥离地方政府对城投的信用背书（表1），多项文件的宗旨包含两个层面的意图，一是严禁地方政府违规举债融资，切实避免增加地方政府的隐性债务，二是对违规举债的行为进行追责，追责涉及到两个方面，一方面是对违规举债的城投企业和政府人员进行追责，另外一方面是对违规给予平台企业举债的金融机构相关人员终身追责。2018年对城投的调研显示由于政策收紧，城投企业面临较大的融资压力，部分基建投资项目采取了“停缓调撤”的政策，基建投资出现快速下行，部分城投企业在贷款、债券和非标融资上均面临较大的再融资压力，存在一定的信用风险。本次调研显示严控地方政府新增隐性债务的政策和违规举债的追责机制并没有放松，城投企业的新增融资仍受到政策限制。

表 1：2016 年以来中央出台规范城投和地方政府举债的相关文件。

年份	文件名称	主要内容
2016 年	《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函〔2016〕88 号）	预案规定了县级以上地方各级政府设立政府性债务管理领导小组，建立地方政府性债务风险评估和预警机制，还规定了债务风险事件的应急响应，后期处置和启动响应的保障措施。
2016 年	《财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法》（财预〔2016〕175 号）	办法中规定了专员办对地方政府债务限额管理情况进行监督；对地方政府债务预算编制、调整、执行进行监督；对地方政府债务风险化解和应急处置进行监督；对地方政府融资行为进行监督和对融资平台公司融资行为进行监督。
2017 年	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）	通知中主要包括全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，切实加强融资平台公司融资管理，规范政府与社会资本方的合作行为，进一步健全规范的地方政府举债融资机制，建立跨部门联合监测和防控机制和大力推进信息公开。
2017 年	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）	通知中强调了严格按照规定范围实施政府购买服务，严格规范政府购买服务预算管理，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，和切实做好政府购买服务信息公开。
2018 年	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	通知中规范了金融企业对地方政府和国有企业投融资行为，主要包括资本金审查、还款能力评估、投资基金、资产管理业务、政策性开发性金融、合作方式、金融中介业务、PPP、融资担保、出资管理、财务约束、产权管理、配合整改、绩效评价和监督检查。
2018 年	《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号）	文件未公开
2018 年	《中共中央办公厅国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》（中办发〔2018〕46 号）	文件未公开

资料来源：相关政府部门网站，光大证券研究所整理

## 2.1、城投再融资政策较前期有所放松

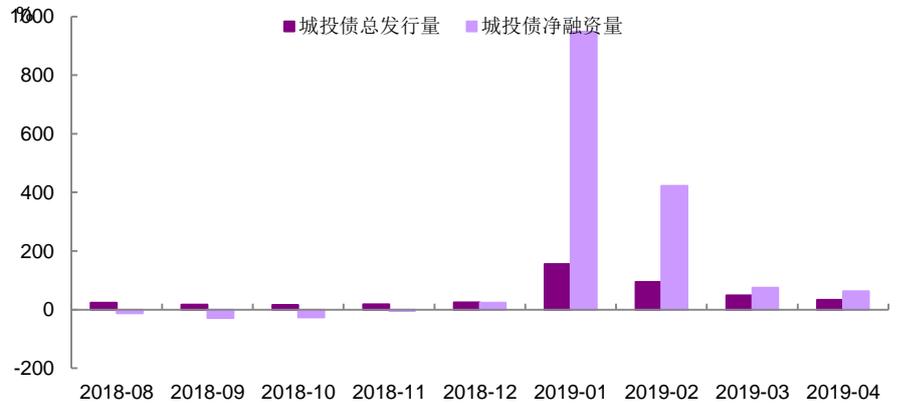
但由于城投前期的再融资城投收紧导致部分城投企业面临违约风险，为缓释城投的违约风险，目前城投企业再融资政策较前期有所放松。

2018 年国发 101 号文《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》要求：“按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险”，“在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”。根据上述文件的意见，目前金融机构对城投企业的再融资政策态度有所转变，具体而言：

- **银行通过流动资金贷款支持平台公司债务到期周转。**某平台反映 2018 年上半年银行停止发放流动资金贷款，7 月后重启，走访的城投均表示目前银行到期贷款可以通过三年期流动资金贷款进行周转。部分平台反映可以用银行贷款置换非标，但政策性银行目前还没有大规模推广“镇江模式”。
- **非标规范严格，对再融资有限制。**2019 年年初以来非标询价意愿上升，但更加规范严格，如融资租赁的标的物要求更严。此外，非标会限制公司其他方式的融资，如交易商协会要求非标负债不能超过有息债务的 30% 才能发债。另外，较高的融资成本亦限制部分企业的非标融资。
- **债券融资审批加快，城投再融资发债较容易。**2018 年 7 月前上报

到交易商协会的债券只给反馈，不给批文，但7月后下发批文速度加快；对交易所公司债，6个月内到期债券可借新还旧。地方商业银行承销的城投债，银行自身可以购买，只要通过审批一般都可发行，但占用授信额度。

图3：2019年1月份以来城投债总发行量和净融资量均较快增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

- **地价上涨，土地出让为再融资做最后的保障。**我们走访的区域内地价仍在上涨（如某城投反映，16年区域内地价120万/亩，19年达到685万/亩），卖地偿债成为避免违约的最后保障。某开发区有较大规模的待偿债务，2018年扩区，多划入100多平方公里的土地。

## 2.2、城投新增融资较为谨慎

但从被调研的企业来看，城投新增融资仍然较谨慎，主要原因还是“切实避免增加地方政府隐性债务”的政策限制，但对于公益性项目和有收益项目，融资政策有所差异。

- **调研显示，目前纯公益性项目只能通过政府债券和预算内资金解决。但政府和平台企业也在寻求突破，**通过公益性项目配有现金流的项目进行融资，某开发区平台反映，区域的政策性银行已有项目试点，但商业银行仍在观望。另外，部分城投企业目前已不再从事公益性项目建设，原因在于融资比较困难，政府拨款也较难，城投转型做棚改和其他有现金流的项目。
- **有收益项目可通过信贷融资。**政策性银行、商业银行均对有收益的项目进行信贷支持，但城投企业表示并没有强烈感受到信贷放松，还是按照既定路径在做。原因在于不能增加地方政府隐性债务的政策并没改变，追责政策还在趋严。

## 2.3、隐性债务规模上报与化解方案

**2018年地方政府组织上报隐性债务规模，目前已上报完成。隐性债务化解方法基本遵循27号文和46号文。**有的地方政府给出的化解方案还不清晰，如变卖资产、通过自身经营化解等，一般是要求十年内化解。但也有区域政府给出了明确的化解方案，如某平台债务在2021年后每年政府从

预算资金中拨付资金进行偿还。

## 2.4、棚改政策收紧

调研显示，2019年棚改政策有所收紧，具体而言：

- 对专门从事棚改的某平台企业反映 2018 年以前的棚改立项项目，政策性银行、商业银行均可以给予信贷资金支持。
- 但 2019 年新增棚改只能通过专项债融资，但也在寻求融资上的突破。某开发区平台反映，目前已经严格限制政府购买行为，2019 年新增的棚改项目只能通过地方政府发行专项债融资，但区域性银行在寻求创新，通过棚改中增加一些有现金流的项目进行贷款（给予土地配建商业地产）。
- 目前该区域多数棚改是安置房，货币化安置很少。平台企业反映，2016 年后随着区域内房价的上涨，拆迁居民不愿做货币化安置，而多选择实物安置（无时滞、且单价低于市价）。另外，2018 年 10 月，国务院常务会议明确指出，因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。

## 2.5、基建难有高增长

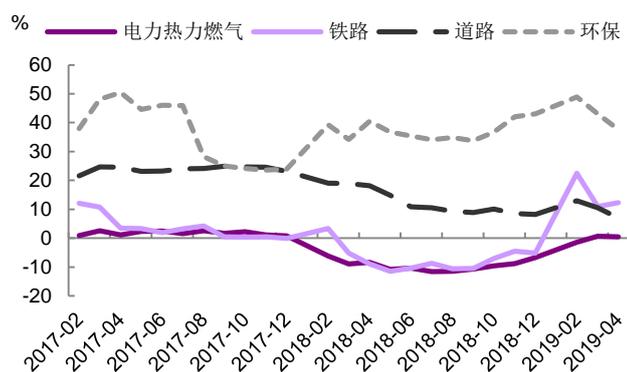
通过对城投企业的访谈，总体来看，新增基建投资较为谨慎。

- 基建投资主要为原有在建项目，新增项目多是特殊原因所致。某城投企业反映，2019 年企业投资在 40-50 亿，同比增长 30%-40%，主要原因在于区域内要修建重要国际会议会址和场馆。另有城投反映在建和新增项目是 5:5，但总体投资与 2018 年相比并未增多。也有城投反映在推进原有的在建项目，没有新增项目。
- “基建补短板”项目审批较严。某城投反映，2018 年 8 月向发改委上报了“基建补短板”项目，但后来没有配套资金下拨，项目至今停滞。
- 有现金流的基础设施项目融资畅通，但数量有限。部分城投通过公益性项目配套现金流项目进行融资。某城投企业反映，资金解决方式是 2019 开始的新增项目政府预算奖补 10 亿（与政府签订合同，当年到位），占总投资的 20%-30%，其余资金通过融资来解决。

总体来看，基建投资难有高增长，目前基建投资主要是推进原有的在建项目，新增公益性项目难做，基建补短板项目和有现金流项目均有限，基建投资难有高增长，但受益于 2018 年基数较低，预计全年基建投资增速在 9% 左右。

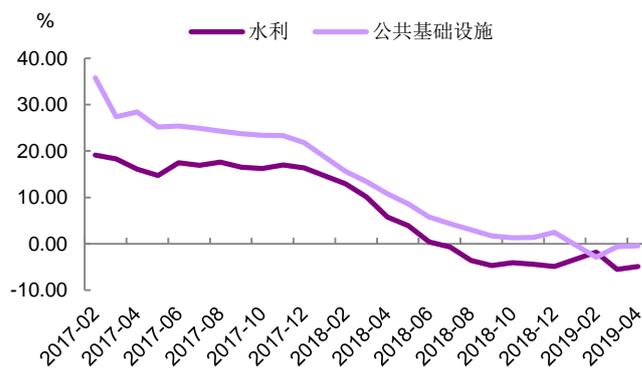
具体行业而言，电力热力燃气、铁路、高速、轨交、管道、环保行业等偏向市场化和政策方向的投资或继续增长，主要原因在于其具有一定现金流，项目融资较为容易。但以公益性项目为主的基建投资，例如水利、公共基础设施增长难有大作为。

图 4：市场化和政策推进的基建行业投资增长趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：偏公益性项目的基建行业投资增长放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.6、城投：短期风险下降

调研显示城投的再融资较前期有所放松，短期内城投风险下降，但再融资期限较短，银行贷款一般为三年，非标 2-3 年，债券 3-5 年左右。

**需要注意，城投在寻求转型过程中并不容易，需防范部分城投风险。主要关注以下四个方面：**

- 2019 年棚改只能通过专项债融资，棚改平台新增融资压力降低，但棚改平台原有积累的债务规模较大，资产负债率一般较高，需防范其未来的再融资风险。
- 产投融资平台只要有现金流的项目，融资仍较好，但要看其所属产业的风险状况。
- 原从事纯公益项目的平台转型不理想。有城投联保、互保现象。
- 据某银行反映非标还会压缩，到 2020 年基本完成，非标融资规模大的城投仍存在风险。

## 3、这里楼市热度不减

### 3.1、部分热点城市房价上涨较快

2016 年以来，对我们走访的某二线城市，统计局公布的新建住宅和二手房价格分别上涨了 50%和 25%。但部分受访者的真实感受是同区域过去两年房价或不止翻番。核心区与远郊区同时开盘或是房价数据比感受低的一个原因。那么房价为何上涨？

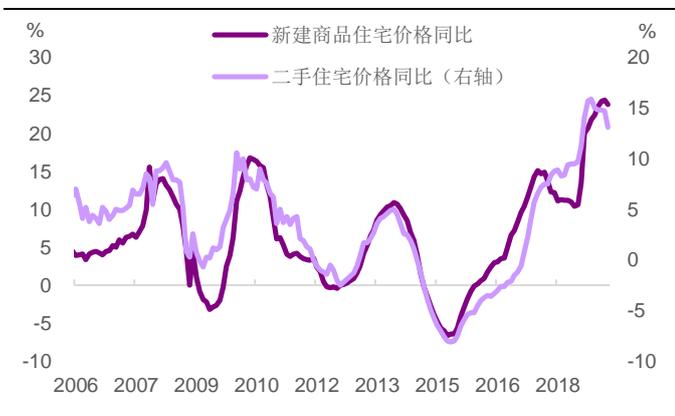
- **基建扩张提升人居环境。**十余条线地铁同时在建；规划打造地下综合管廊；文旅投入较大；机场吞吐量名列前茅，在建新航站楼；南水北调工程增大城市扩容能力；国际会议会址，大型体育馆等。
- **推行“抢人”政策，落户更容易。**该市义务教育和高等教育在全国名列前茅，在校大学生约 150 万，落户买房需求较大，过去两年实行了力度较大的人才引进计划，去年户籍人数大幅增加 140 万人。
- **集中规划、质量把关。**以前核心地段城中村较多，压制房价，过去

两年政府成立土地领导小组，供地集中规划，建房质量把关，外立面方案统一审批。

- **供给侧改革提振能源价格。**该市为周边五省重地，周边区域煤、油、汽及各类金属矿资源丰富，供给侧改革提振上游企业利润，增加相关行业居民的购买力，周边省份人口流失严重，部分流入该市。
- **大开发商进入，提升品质。**当地开发商表示，过去两年随着大房企的进入，土地、建安、管理成本都在上升，也成为房价上升的一个原因。

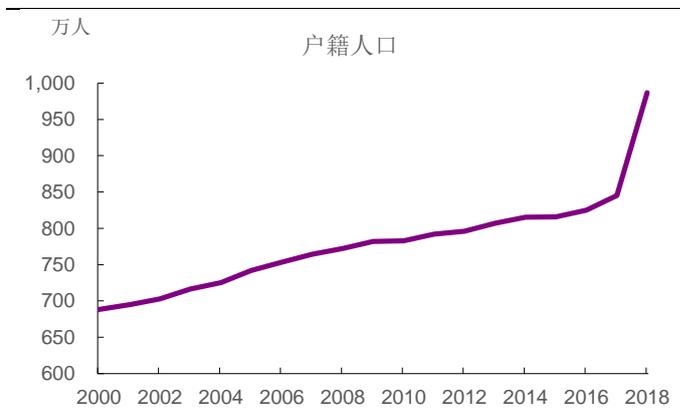
**但棚改对房价提振不强。**2015 年之前棚改门槛低，建造标准低，管理不规范，低价竞争，反而成为累积库存、压低房价的因素。而房价的上涨提升棚改的实物安置比例。

图 6：某市房价上涨较快



资料来源：Wind

图 7：引才计划使得户籍人口大增



资料来源：Wind

**“四限”难挡房价。**2017 年以来，该市出台了限价、限购、限贷、限售、限商等一系列政策，但并未阻挡房价的上升。

- **限价：**2017 年 9 月开始“一房一价”，物价局参照同区域同类别的产品去评估首批房价，如无可比房，则采用成本加成核算；同一楼盘不同批次申报预售价与上批网签价相比涨幅不能超过 2%。开盘限价对房企利润侵蚀明显。为应对限价，前期有利润积累的房企会推迟开盘，等周边后拿地、成本高的项目先开盘。
- **限购：**2017 年 1 月本地及外地家庭只能新购一套住房。2017 年 9 月又升级为本市户籍家庭限购 2 套、非本市户籍家庭限购 1 套。
- **限贷：**2017 年 4 月规定，首套房商贷首付比例不低于 30%，二套普通住房不低于 40%，二套非普通不低于 50%，三套房暂停商贷。2019 年暂停对市区外购房提取公积金，且公积金贷款首付比不低于 35%，精装房首付比不低于 40%。
- **限售：**2017 年 4 月规定购买一手和二手住房限售 2 年。

**但在人口大量流入等因素驱动的需求大增的背景之下，行政性限价使得**

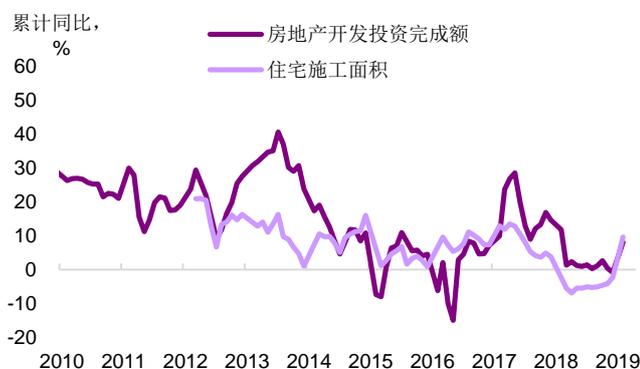
一二手房倒挂严重，日光盘频现，难以抑制房价上涨，反而激发了一些恐慌性或投资性购房的需求。

### 3.2、拿地火热

该二线城市住宅销售良好，去化仅需 4 个月。2018 年，住宅销售额同比增长 24%。但办公楼销售欠佳，去化超 50 个月。

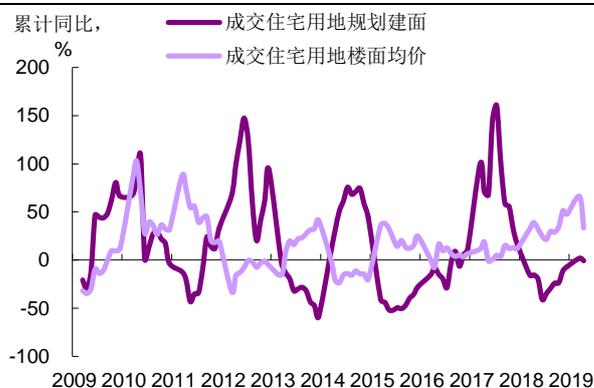
房价上涨，土拍火热，施工加快，投资提速。2018 年住宅成交土地面积去年同比增长 79%，今年前 4 月同比增长 115%。2018 年以来土地成交溢价率高达 35%。今年核心区地王频现。尽管有限价、限自持、证明自有资金，拿地依然火热。核心区住宅供地稀少，多是商业住宅综合体。拿地的加快也带动了施工和开发投资的提速。

图 8：某二线城市房地产投资



资料来源：Wind

图 9：某二线城市拿地量价齐升



资料来源：Wind

### 3.3、房企融资条件边际改善

大房企融资渠道丰富，前端融资较容易。2016 年以来，该二线楼市火热，多家全国性大房企涌入，银行普遍偏好房地产市场。银行的开发贷白名单主要涉及优质大型房企。部分银行对开发贷的授信严管控今年有适当宽松。

中型房企仍有特定的融资渠道。某地方中型房企具有发债资格，同时能实现以信托为主的非标融资，今年前融有所放松。开发贷也较为容易。

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\\_12259](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12259)

