

2020年09月06日

“旧改”的经济效应

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **政策全面推进旧改，加大财政和政策性金融支持力度，或可带来结构性提振**
7月以来，中央全面推进旧改，对旧改内容做了界定和拓展，有助于增加旧改的收益渠道。7月20日，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求到“十四五”期末，力争基本完成2000年前建成小区的旧改任务。文件对旧改内容做了拓展，比如新增了移动通信、充电桩等基础设施，公共卫生、幼儿园等服务设施。旧改内容的拓展，有助于增加旧改的收益渠道，改善现金流。

为扩大旧改资金来源，政策还加大财政资金、专项债、政策性银行等支持，并鼓励居民出资、PPP等形式吸引社会资金。7月中旬，国开行和建行与5省9市签署协议，计划提供4360亿元贷款、支持市场力量参与旧改。7月底，中央财政向各省追加下达城镇保障性安居工程补助资金，用于旧改。年初至今，地方政府已发行至少18只专项债用于旧改、融资229亿元，远大于2019年8亿元的规模。

从现有项目来看，旧改投资收益较低、经营现金流偏弱，社会资金参与积极性相对不高，对旧改的推进形成一定制约。比如PPP库9000多个项目中，旧改项目仅有6个，支付方式也以政府付费为主，项目自身的经营现金流较弱。年初至今披露资金信息的38个旧改专项债项目中，仅1个项目有市场化融资，其余项目均依靠资本金和专项债筹资；部分项目主要依靠土地出让收入等来偿还债务。

为解决现金流对旧改的制约，多数项目计划通过配套商业租赁、车位出租等经营性收入，来获得收入现金流。从2020年专项债旧改项目的收入来源看，大多数项目采取了车位出租（78.9%）、广告投放（65.8%）和商业物业租赁（52.6%）等方式来获得预期收益。近一半的项目，预期通过这三项，获得90%以上的收益。此外，还有项目计划通过物业费、充电桩运营、垃圾和污水处理等方式获得收益。

根据规划，2020年旧改投资规模或超1500亿，四川、两湖、东北等地区，后续或值得关注。2020年，全国计划改造小区3.9万个、居民近700万户，较2019年翻番。根据各省市公布的数据推算，全国旧改投资或超1500亿元。截至7月，中西部地区旧改计划规模较大、开工率较低；尤以四川、两湖、东北等地区，仍有较大规模的旧改项目尚未开工。后续伴随开工加快，这些地区旧改或明显上量。

旧改项目涉及的水电气设施、建材等基础类需求，或将直接受益；安装电梯、更新家电等改善型需求也可受到提振。按照“保基本”的原则，政策重点支持基础类旧改内容，比如屋面外墙、水电道路等。伴随旧改加速推进，基础类的水电气设施及部分建材等，完善类的电梯、充电桩等，或是直接受益的领域。同时，部分老房翻新、家电更新等需求，也可能同步释放，对改善型消费品形成一定提振。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化；旧改计划完成进度不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-高增的地产销售，消失的地产“周期”》-2020.9.1

《宏观经济专题-从“项目”和“资金”角度，看基建投资演绎》-2020.9.1

《宏观经济点评-经济的三大亮点》-2020.8.31

目 录

1、 国内热点：“旧改”的经济效应.....	4
2、 高频数据跟踪.....	11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格和猪肉平均批发价均下跌.....	11
2.2、 汇率表现：美元指数上升，人民币对美元升值.....	12
2.3、 大宗商品：商品期货多数上涨，能化指数领涨.....	12
3、 中观行业跟踪.....	13
3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨.....	13
3.2、 中游：钢价上涨，水泥价格、玻璃价格延续上行.....	15
3.3、 上游：原油结算价下跌，有色金属价格多数上涨.....	17
4、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 7 月底，中央财政追加下达旧改补助资金.....	5
图 2： 2020 年旧改专项债融资大幅高于 2019 年.....	5
图 3： 专项债旧改项目资金来源中，市场化融资项目仅有 1 个.....	6
图 4： 进行市场化融资的旧改项目占比很低.....	6
图 5： 专项债旧改项目中，大部分资金来自于财政支持.....	6
图 6： PPP 项目库中仅有 6 个老旧小区改造项目.....	7
图 7： 部分专项债旧改项目对土地出让收入依赖超 80%.....	7
图 8： 旧改项目大多通过车位、广告等获得预期收益.....	7
图 9： 近一半的项目，通过三项获得超 90%的预期收益.....	7
图 10： 多数项目预期收益中，车位、广告、物业三项占比较高.....	8
图 11： 2020 年，旧改规模较 2019 年翻倍.....	8
图 12： 2020 年，估算全国旧改拉动投资或超 1500 亿元.....	8
图 13： 西部旧改计划规模最大、开工率较低.....	9
图 14： 分省来看，河南、山东、四川等省旧改规模较大.....	9
图 15： 东部旧改大省开工率较高.....	9
图 16： 四川、两湖、东北等地后续旧改开工或有明显上量.....	9
图 17： 水电气设施、建材等基础类设施建设需求或受到直接提振.....	10
图 18： 老房/二手房翻新的占比在逐步提升.....	10
图 19： 单位旧改建筑面积，对建材的可能拉动.....	10
图 20： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格下跌.....	11
图 21： 农业部猪肉平均批发价下跌.....	11
图 22： 人民币对美元升值，美元指数上升.....	12
图 23： 人民币对欧元升值、对日元升值.....	12
图 24： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-75 基点.....	12
图 25： 离岸、在岸人民币日均价差为-1 基点.....	12
图 26： 30 大中城商品房成交面积环比增加.....	13
图 27： 30 大中城商品房一线城市成交面积增加.....	13
图 28： 30 大中城商品房二线城市成交面积增加.....	14
图 29： 30 大中城商品房三线城市成交面积增加.....	14

图 30: 100 城供应土地占地面积增加	14
图 31: 100 城供应土地挂牌均价上涨	14
图 32: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 33: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降.....	15
图 34: 钢价、线材、长材价格指数上升	15
图 35: 前周全国高炉开工率下降	15
图 36: 水泥价格指数上升	16
图 37: 玻璃价格指数上升	16
图 38: 长江有色市场铜、铝平均价格下跌	16
图 39: 长江有色市场铅、锌平均价格下跌	16
图 40: 上期所铜库存增加、铝库存减少	17
图 41: 上期所铅、锌库存均减少	17
图 42: 焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨	17
图 43: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降.....	17
图 44: 国际原油期货结算价格下跌	18
图 45: LME3 个月铜、铝价格上涨.....	18
表 1: 文件要求,“十四五”期末,基本完成旧改任务.....	4
表 2: 中央文件对旧改内容做了拓展	4
表 3: 政策多措并举扩大旧改资金来源	5
表 4: CPI 分项同比.....	11
表 5: 食品分项周度环比 (%)	12
表 6: 商品期货市场核心品种表现	13
表 7: 商品期货市场细分品种表现	13

1、国内热点：“旧改”的经济效应

事件：

7月20日，国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》；8月27日，住建部公布数据显示，1-7月全国旧改开工442.74万户，占年度目标任务任务的62.7%，较6月末提高了15.6个百分点。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

点评：

7月以来，中央全面推进旧改，明确提出2020-2025年的旧改目标，要求“十四五”期末基本完成旧改任务。7月20日，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，对未来几年的旧改任务做了明确。2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到“十四五”期末，结合各地实际，要力争基本完成2000年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。

表1：文件要求，“十四五”期末，基本完成旧改任务

年份	任务目标
2020年	新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户。
2022年	基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制。
“十四五”期末（2025年）	结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

政策对旧改项目的范围做了界定和拓展，新增通信设施、充电桩等升级消费相关项目，有利于增加旧改的收益渠道。《指导意见》对旧改的内容做了界定，分为基础类、完善类、提升类，并对各项的涉及范围作了拓展。其中，基础类较以往新增了移动通信等基础设施、光纤入户，完善类新增充电设施、智能快件箱，提升类新增公共卫生、幼儿园等设施。这些消费和服务升级相关设施纳入旧改，或有助于边际改善旧改项目的收入现金流。

表2：中央文件对旧改内容做了拓展

类型	定义	范围
基础类	为满足居民安全需要和基本生活需求的内容，主要是市政配套基础设施改造提升以及小区内建筑物屋面、外墙、楼梯等公共部位维修等。	其中，改造提升市政配套基础设施包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水、供电、弱电、道路、供气、供热、消防、安防、 生活垃圾分类、移动通信等基础设施，以及光纤入户、架空线规整（入地）等。
完善类	为满足居民生活便利需要和改善型生活需求的内容，主要是环境及配套基础设施改造建设、小区内建筑节能改造、有条件的楼栋加装电梯等。	其中，改造建设环境及配套基础设施包括拆除违法建设，整治小区及周边绿化、照明等环境，改造或建设小区及周边适老设施、无障碍设施、停车库（场）、 电动自行车及汽车充电设施、智能快件箱、智能信包箱、文化休闲设施、体育健身设施、物业用房等配套设施。
提升类	为丰富社区服务供给、提升居民生活品质、立足小区及周边实际条件积极推进的内容，主要是公共服务设施配套建设及其智慧化改造。	包括改造或建设小区及周边的社区综合服务设施、 卫生服务站等公共卫生设施、幼儿园等教育设施、周界防护等智能感知设施 ，以及养老、托育、助餐、家政保洁、便民市场、便利店、邮政快递末端综合服务站等社区专项服务设施。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

为扩大旧改资金来源，政策还加大财政资金、专项债、政策性金融等支持，并鼓励居民出资、PPP等形式吸引社会资金。7月17日，在住建部推动下，国开行和建设银行与5省9市签署战略合作协议，支持市场力量参与城镇老旧小区改造，未来五年内，合计提供4360亿元贷款¹。7月底，中央财政向各省追加下达城镇保障性安居工程补助资金，用于城镇老旧小区改造；河南、四川等旧改大省，均获得超2500万元的追加补助。年初至今，地方政府已发行至少18只专项债用于旧改、融资229亿元，远大于2019年8亿元的规模²。

表3: 政策多措并举扩大旧改资金来源

资金来源	具体举措
居民出资	积极推动居民出资参与改造，可通过直接出资、使用（补建、续筹）住宅专项维修资金、让渡小区公共收益等方式落实。研究住宅专项维修资金用于城镇老旧小区改造的办法。支持小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造。
政府支持	将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，中央给予资金补助，按照“保基本”的原则，重点支持基础类改造内容。
金融服务	支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。国家开发银行、农业发展银行结合各自职能定位和业务范围，按照市场化、法治化原则，依法合规加大对城镇老旧小区改造的信贷支持力度。
社会力量	通过政府采购、新增设施有偿使用、落实资产权益等方式，吸引各类专业机构等社会力量投资参与各类需改造设施的设计、改造、运营。支持规范各类企业以政府和社会资本合作模式参与改造。
税费减免	在城镇老旧小区改造中，为社区提供养老、托育、家政等服务的机构，提供养老、托育、家政服务取得的收入免征增值税，并减按90%计入应纳税所得额；用于提供社区养老、托育、家政服务的房产、土地，可按现行规定免征契税、房产税、城镇土地使用税和城市基础设施配套费、不动产登记费等。

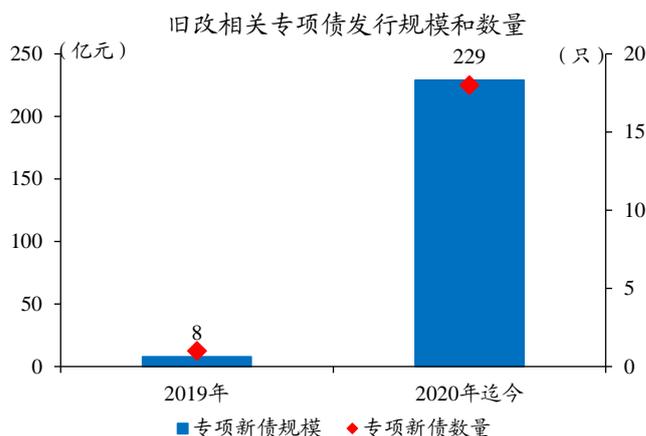
资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图1: 7月底，中央财政追加下达旧改补助资金



数据来源：财政部、开源证券研究所

图2: 2020年旧改专项债融资大幅高于2019年



数据来源：Wind、开源证券研究所

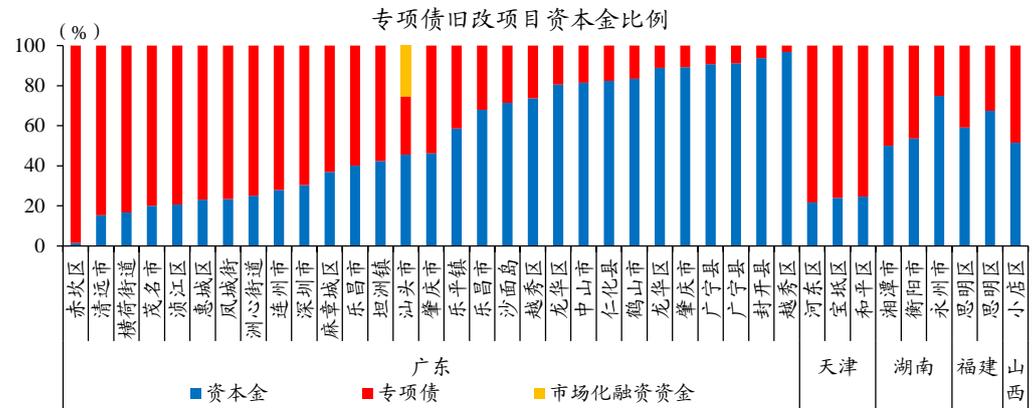
从现有项目来看，资金来源仍是重要制约；资本金、财政资金占比较高，杠杆撬动能力偏弱。以专项债旧改项目为例，年初至今披露资金信息的38个项目中，仅1个项目撬动了市场化融资，且市场化融资占项目总投资的比重仅为25.6%。其余项

¹ 资料来源：人民网。

² 数据截至2020年9月5日。后文所有提到的专项债旧改项目数据，均截至9月5日。

目全部依靠资本金和专项债筹资，资本金占比中位数高达 50.8%³。在 28 个明确资金来源的专项债旧改项目中，24 个项目 100% 的资金都来自于财政和专项债的支持。

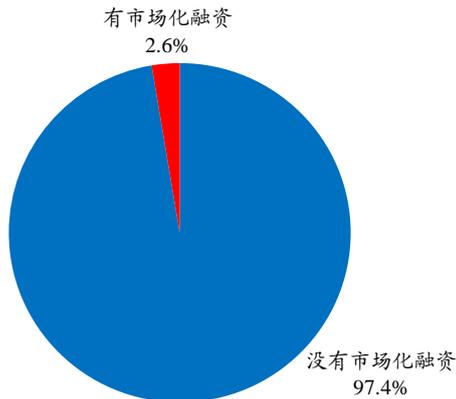
图3: 专项债旧改项目资金来源中，市场化融资项目仅有 1 个



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 进行市场化融资的旧改项目占比很低

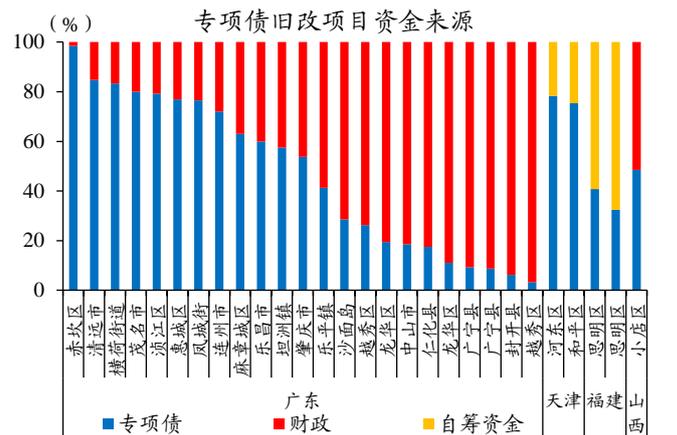
专项债旧改项目中进行市场化融资项目占比



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 专项债旧改项目中，大部分资金来自于财政支持

专项债旧改项目资金来源

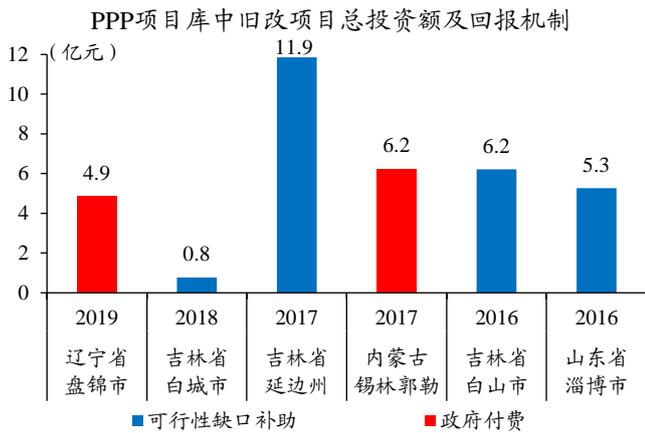


数据来源: Wind、开源证券研究所

社会资金参与旧改项目积极性相对较低，主要和旧改项目投资收益较低、经营现金流偏弱有关。旧改项目具有较强的公益性，社会资金的参与积极性相对较低。比如 PPP 管理库 9000 多个项目中，老旧小区改造项目仅有 6 个，支付方式也以政府付费为主，项目自身的经营现金流较弱。在专项债旧改项目中，部分项目主要依靠土地出让收入（即政府性基金）来偿还债务。

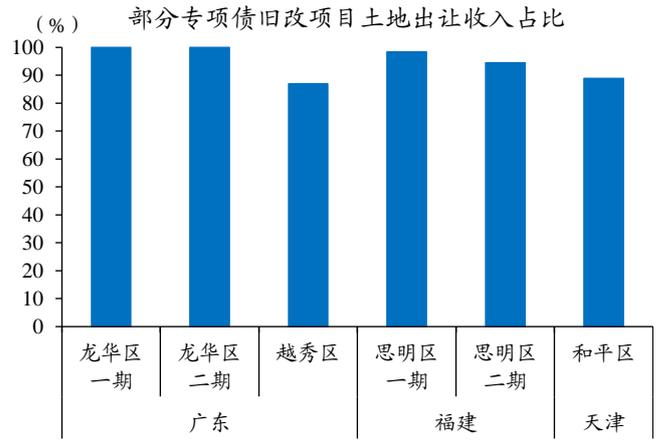
³ 有的项目没有直接披露资本金，但披露了财政资金、自筹资金等资金来源分项，可以据此推算出资本金的比例。

图6: PPP项目库中仅有6个老旧小区改造项目



数据来源: Wind、开源证券研究所

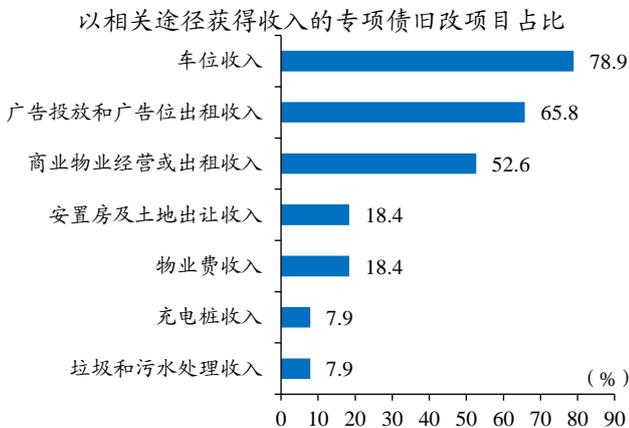
图7: 部分专项债旧改项目对土地出让收入依赖超80%



数据来源: Wind、开源证券研究所

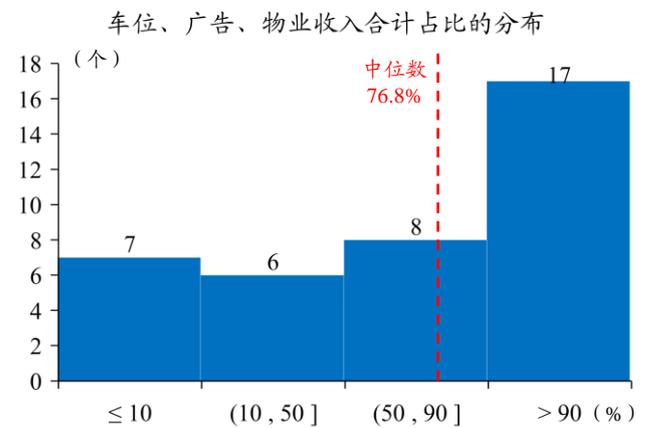
多数项目计划通过配套商业租赁、车位出租、广告投放等经营性收入, 来获得收入现金流; 实际收益情况, 或有待观察。从2020年专项债旧改项目的收入来源看, 大多数项目采取了车位出租、广告投放和商业物业租赁等方式获得预期收益, 占项目总数的比重分别达到78.9%、65.8%和52.6%。近一半的项目, 计划通过这三项获得90%以上的预期收益。此外, 还有项目计划通过物业费、充电桩、垃圾和污水处理等方式获得收益。考虑到流量收费存在不确定性, 项目实际收益情况或有待观察。

图8: 旧改项目大多通过车位、广告等获得预期收益



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 近一半的项目, 通过三项获得超90%的预期收益



数据来源: Wind、开源证券研究所

