

5月份宏观月报

基础设施REITs：权益导向，公募破冰，稳定投资

■ 核心观点

第一，短期看，基础设施 REITs 有助于增加地方政府收入，降低债务风险，扩大基建投资融资来源。长期看，基础设施 REITs 有望为资本市场提供优质的金融产品，有利于完善储蓄转化投资机制，改善直接融资和间接融资失衡，降低实体经济杠杆率。

第二，基础设施 REITs 试点的项目要求符合国家政策，聚焦优质资产，经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流，并具有持续经营能力、较好增长潜力。首批试点项目优选“六大区域”、优先支持“六大行业”和鼓励“五大类园区”试点。

第三，允许公募基金持有 REITs 是本次《通知》的一大亮点，这就意味着，未来基础设施 REITs 的规模可以做的很大，流通的单位份额额度可以比较小，大大增强基础设施 REITs 的流动性。

第四，基础设施 REITs 的运行参与主体包括地方政府、公募基金、个人投资者以及各类机构投资者，未来可能存在如下问题：其一，地方政府官员的任期不同，会导致参与基础设施 REITs 的积极性存在较大分化；其二，公募一旦取得“基础设施项目完全所有权或特许经营权”后，需要参与基础设施的运作、维护、后续发展，这与公募基金财务投资的理念和定位可能冲突；其三，基础设施 REITs 的产品设计较为复杂，普通个人投资者短期可能难以理解。根据文件要求，个人投资者最多只享有基金份额的 16%，那么公募是否有动力花较大的成本向个人投资者销售存在较大的不确定性。

本月市场重点

■ 基础设施 REITs：权益导向，公募破冰，稳定投资

4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。同时，证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）公开征求意见。有如下几点值得关注：

（一）为何要推出基础设施 REITs

短期看，基础设施 REITs 有助于增加地方政府收入，降低债务风险，扩大基建投资融资来源。基础设施 REITs 通过盘活存量优质的基础设施资产，提升了基础设施资产的流动性，扩大了地方政府的收入来源。基础设施 REITs 坚持“权益导向”，依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易，有助于缓解地方政府过去主要依赖债务融资，从而降低地方政府的杠杆率和债务风险。同时，文件规定鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，扩大基建投资融资来源，这种投资循环可以更好的发挥基建投资稳增长的作用。

长期看，基础设施 REITs 有望为资本市场提供优质的金融产品，有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆。基础设施 REITs 依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易，为资本市场提供优质的金融产品。文件规定，基础设施 REITs 需要将 90% 以上可供分配利润按要求分配给投资者，这意味着产品的收益可能会高于利率下行大趋势下固定收益类产品的收益，同时规避了股票市场的高波动性，未来有望成为居民理财的重要选择，有利于完善储蓄转化投资机制。

（二）首批试点项目具有什么特点

基础设施 REITs 试点的项目要求符合国家政策，聚焦优质资产。包括：其一，原始权益人企业信用稳健，最近 3 年无重大违法违规行为；其二，经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力；其三，现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入。

文件规定，首批试点项目优选“六大区域”，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域；优先支持“六大行业”，仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目以及信息网络等新型基础设施；鼓励“五大类园区”试点，包括国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区、国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等。

（三）基础设施 REITs 的交易架构如何

允许公募基金持有 REITs 是本次《通知》的一大亮点，文件提到，设立公开募集基础设施证券投资基金，经过中国证监会注册后，公开发售基金份额来募集基金。这就意味着，未来基础设施 REITs 的规模可以做的很大，流通的单位份额额度可以比较小，大大增强基础设施 REITs 的流动性，也可以让更多的投资者分享优质的基础设施资产带来的潜在收益。

申请募集基础设施基金，拟任基金管理人应当符合如下条件：其一，公司成立满 3 年，公司治理健全，内控制度完善；其二，设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验；其三，具有不动产研究经验，并配备充足的专业研究人员；其四，具备健全有效的基础设施基金投资管理、项目运营、风险控制制度和流程。

（四）未来运行可能存在的问题

基础设施 REITs 的运行参与主体包括地方政府、公募基金、个人投资者以及各类机构投资者，未来可能存在如下问题：

其一，地方政府官员的任期不同，会导致参与基础设施 REITs 的积极性存在较大分化。对于任期较短的官员，为了短期内大幅增加财政收入，可能会集中将本地的基础设施优质资产进行证券化；对于任期较长的官员，优质的基础设施资产是本地收入的一个重要来源，参与证券化的积极性可能会不高。

其二，公募一旦取得“基础设施项目完全所有权或特许经营权”后，需要参与基础设施的运作、维护、后续发展，这与公募基金财务投资的理念和定位可能冲突。文件规定，原始权益人应当以战略配售方式持有不低于 20% 的份额，锁定期限不少于五年。那么五年之后，原始权益人的份额找不到新的投资者，Reits 的实质控制权和运维责任都会落在基金管理公司的身上。

其三，基础设施 REITs 的产品设计较为复杂，普通个人投资者短期可能难以理解。根据文件要求，个人投资者最多只享有基金份额的 16%，那么公募是否有动力花较大的成本向个人投资者销售存在较大的不确定性。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2020Q1	2020-3	2020-4	2020-Q2	2020E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.1	-6.8	-	-	1.0	3.3
工业增加值同比 (%)	5.7	-8.4	-1.1	-0.0	-2.6	1.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.4	-16.1	-16.1	-10.0	-2.0	4.7
名义消费同比 (%)	8.0	-19.0	-15.8	-10.0	-8.0	1.5
出口同比 (%)	0.5	-11.4	-6.6	-20.0	-20.0	-10.0
进口同比 (%)	-2.7	-0.7	-1.0	-15.0	-8.0	-5.0
贸易盈余 (亿美元)	4219	130.57	199.3	13.9	-1309	2753.6
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.9	4.9	4.3	4.0	4.0	3.7
PPI 同比 (%)	-0.3	-0.6	-1.5	-2.1	-0.6	-3.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.7	10.1	10.1	9.5	8.6	8.9
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.40	1.25
存款准备金率-大型机构 (%)	13.0	12.5	12.5	12.5	12.0	11.0
人民币兑美元汇率中间价	6.98	7.09	7.09	7.06	7.00	6.70

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 国务院推动要素市场化配置体制机制改革

事件描述: 4月9日, 中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。

点评: 宏观调控政策通常可以分为逆周期调控政策和结构性改革政策。构建更加完善的要素市场化配置体制机制属于重大结构性改革举措。在当前疫情海外蔓延, 国内经济下行压力较大, 市场主体信心较为疲弱之际, 该举措的推出虽然短期内很难立刻起到稳增长的作用, 但有助于提振市场信心, 从中长期改善劳动生产效率, 提升潜在经济增速。目前, 我国商品和服务价格 97% 以上由市场定价, 但土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场发展相对滞后, 成为高标准市场体系建设的一个突出短板。《意见》分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向, 明确了完善要素市场化配置的具体举措。土地要素方面, 着力增强土地管理灵活性; 劳动力要素部分, 着力引导劳动力要素合理畅通有序流动; 资本要素方面, 资本市场改革将迎来再提速; 技术要素部分, 着力激发技术供给活力, 促进科技成果转化, 有助于营造科技创新的环境; 数据要素部分, 着力加快培育数据要素市场。

■ 一季度经济数据显示短期经济低谷已过

事件描述: 4月17日, 国家统计局发布一季度经济数据, 2020年一季度, 我国实际 GDP 同比增速-6.8%; 工业增加值同比-8.4%; 社零同比-19.0%; 贸易盈余 130.57 亿美元。

点评: 3月份统筹疫情防控和经济社会发展成效显著, 主要经济指标降幅呈现不同程度收窄, 其中投资回升相对较快,

尤其是房地产投资和基建投资，消费回升相对较慢。一季度 GDP 实际增速为-6.8%，经济低谷已过。展望后市，经济将会缓慢修复，难以出现大幅的 V 型反转，预计二季度 GDP 增速将会小幅转正，至于全年的经济增长目标仍待两会明确。后续经济修复的挑战主要来源于外贸和消费。海外疫情仍在蔓延，不排除跨年的可能，外需的大幅走弱将会体现在二季度的外贸数据。外贸持续的大幅下降不仅仅只影响作为“三驾马车”的净出口，还会影响消费和制造业投资。消费的挑战来源于居民收入增速的下滑、消费信心的低迷以及消费习惯的可能改变，消费占 GDP 的比重超过 60%，稳消费对于稳经济至关重要。

■ “4.17” 政治局会议：淡化经济增速，更大政策对冲，释放改革红利

事件描述: 4 月 17 日，中共中央政治局召开会议，首提“六保”，淡化经济增速，更加强调脱贫攻坚。

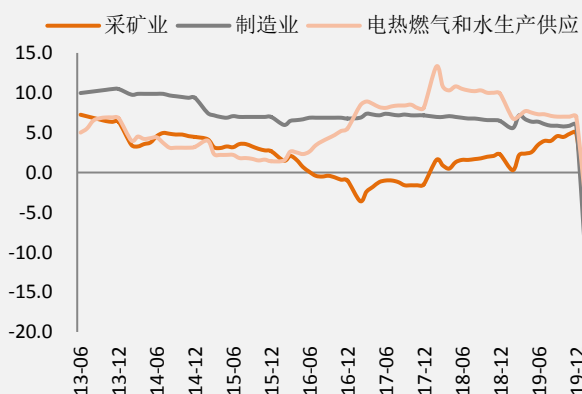
点评：“六稳”和“六保”唯一的重合就是就业，且都放在首位，可见就业形势的重要性。我们认为保就业需要财政纾困和经济刺激共同发力。对受损较大的个体和企业进行直接的补贴纾困，短期有助于防止大量的企业破产和居民的收入过快下滑。当然，中长期就业问题的缓解仍需要经济增长的拉动。本次政治局会议提及“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，这与 3.27 政治局会议提法“确保实现决战决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”存在显著不同，在一季度 GDP 大幅负增长的背景下，不必过于追求小康任务中 GDP 翻番的目标。不过，我们认为设置温和的全年经济增长目标，如 2-3%，仍然非常必要：其一，一定的经济增速是保就业的重要前提；其二，合理的经济增速是确保不发生系统性金融风险的基础；其三，设置经济增长目标有助于调动地方政府的积极性。逆周期调控政策将继续加码。本次会议提及“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，3.27 政治局会议是加大，从加大到更大，表明后续力度会进一步加码。积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，这与 3.27 政治局会议的表述一致。预计财政政策在两会之后会显著发力。

月度经济数据预测

■ 工业：预计 4 月工业增加值 0.0%

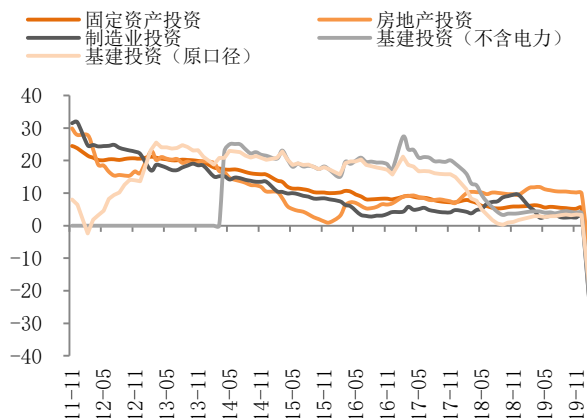
3 月份工业增加值-1.1%，较 1-2 月份已经出现明显改善，这一方面受益于我国疫情防控形势好转和国内复工复产深入推进，另一方面也受益于 3 月份出口积压的订单陆续交付。

4 月，工业增加值有望边际回暖，但恐仍将维持弱势。高频数据上，随着工业企业复工复产逐渐完成，国内重大项目逐渐开工，工业增加值有望进一步改善。短期预计 4 月工业增加值 0.0%。



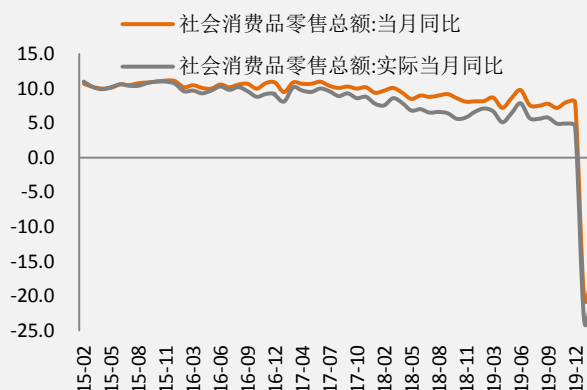
■ 投资：预计 4 月固定资产投资增速-10.0%

4 月，国内固定资产投资依旧面临较大的压力。由于海外疫情在 4 月出现了大幅度恶化，外需的进一步衰减对制造业投资的打击进一步增加，因此，制造业投资在内需不振的情况下难有较大的反弹。房地产投资方面，房地产市场逐渐回暖，房地产投资 3 月已经转正，后续随着房地产销售继续回暖以及房地产融资环境的改善，房地产投资有望继续缓慢回升。基建投资是我国稳增长的重要抓手，各地方政府也密集出台当地的基建投资计划，但由于面临着融资困境，短期难以大幅反弹。短期预计 4 月固定资产投资累计增速-10.0%。



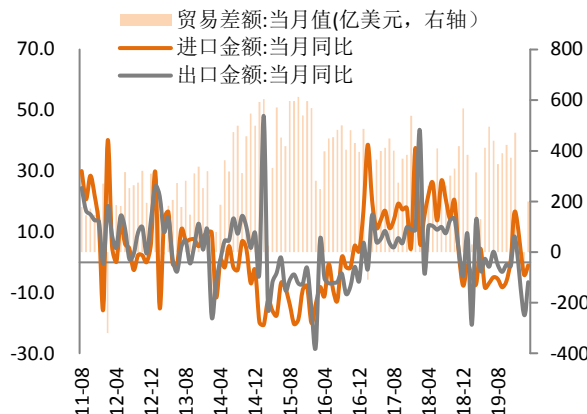
■ 消费：预计 4 月社零消费增速-10.0%

疫情之前，我国社零增速受制于居民收入增速和居民杠杆率的高企而处于震荡下行态势，本次疫情进一步增大了消费压力。各类日用消费品的相对亮眼表现及房地产相关消费的可能回升可能会拉动 4 月社零收窄降幅，各地对汽车消费的刺激可能也会对相关消费形成小幅提振，但石油类消费受制于原油价格恐难有强劲表现。因此，我们预计消费的下行趋势短期仍将维持，但降幅将会收窄，短期预计 4 月社零消费增速-10.0%



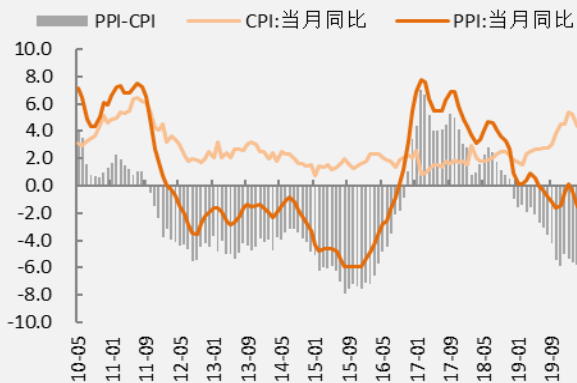
■ 外贸：预计 4 月出口增速-20.0%，进口增速-15.0%

3 月，由于我国复工复产进度加快，进出口增速呈现边际改善的状态，但受制于海外疫情的发展，依旧处于负增长的状态。4 月，海外疫情进一步恶化，外需不振的影响将进一步显现，出口压力将进一步增加；而我国部分外贸行业“两头在外”的情况，将从产业链中断的校对进出口形成压力，进口的短暂回升也难以维持。整体看，3 月的进出口属于短暂回弹，4 月的进出口将边际恶化，短期预计，4 月出口增速-20.0%，进口增速-15.0%。



■ 通胀: 预计 4 月 CPI 同比 4.0%, PPI 同比-2.1%

3 月, 随着交通运输条件的改善, 物资供应更加充足, 居民囤货需求下降, CPI 增速有所回落, 这表明我国 CPI 高点已过。由于我国粮食储备相对充足, 海外粮价的上涨对我国 CPI 的影响较小, 4 月, CPI 仍将延续缓慢下行的态势。PPI 方面, 在全球经济衰退的环境下, 大宗商品通缩压力进一步增加, 尤其原油市场在 4 月 20 日出现了负结算价, PPI 的通缩压力短期将继续延续。预计 4 月 CPI 同比 4.0%, PPI 同比-2.1%。



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 (2020.03)	当月预测 (2020.04)	下月趋势 (2020-05)
工业	6 大发电日均耗煤量同比	-24.04%	-13.09%	↑
	发电量同比 (规上口径)	-4.60%	-1.20%	↑
	高炉开工率	64.75%	68.65%	↑
	粗钢产量同比	-1.70%	-13.58%	↑
	水泥价格同比	1.94%	-0.22%	↓
	工业增加值同比	-1.10%	0.00%	↑
	工业企业利润累计增速	-36.70%	-32.00%	↑
投资	新增中长期贷款占比	0.50	0.52	↑
	发改委基建项目批复规模 (亿元)	903.18	476.80	↑
	固定资产投资增速	-16.10%	-10.00%	↑
消费	消费者信心指数	118.90	122.50	↑
	城镇居民人均可支配收入同比	-3.90	-	-
	社会消费品零售总额增速	-15.80%	-10.00%	↑
外贸	PMI 新出口订单	46.40	33.50	↑
	PMI 进口指数	48.40	43.90	↑
	BDI 指数	626.00	635.00	↑
	CCBFI 指数	905.34	951.89	↑
	CCFI 指数	897.69	870.33	↓

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_5442

