

2020年3月17日

## 中国宏观观察

### 基建将成为“稳增长”的主动动力

- ① 中国“战疫”已经基本处于收尾阶段，“稳增长”逐渐被提上日程。然而，从拉动经济的“三驾马车”来看，现阶段靠消费和进出口拉动经济的可能性较小，投资将成为刺激经济增长的主要动力。
- ② 虽然通过多年的大规模建设，中国基础设施总量快速扩张，但人均水平普遍较低。考虑到中国的土地面积、人口密度以及城镇化发展需要，中国的基建仍有较大的投资空间。此外，新基建正在起步。在数字化时代，高科技产业投资持续高速增长。随着政策支持力度加码以及产业升级需求扩大，新基建有望迎来高速增长，成为中国经济的新引擎。我们测算，倘若中国的人均基础设施水平提升至发达国家标准，那么将带来67万亿的新增基建投资空间。
- ③ 基建投资资金面有所改善。专项债对基建支持力度增加。2020年来，地方政府新增专项债发行规模已接近万亿，基建投资占比40%多。我们认为，未来发行限额有望进一步提升。此外，通胀压力下降，为中国货币政策打开更大空间。猪肉价格回落叠加油价下跌，缓解了中国一度飙升的通胀上行压力。同时，全球再度同步宽松，增加中国货币政策的选择。
- ④ 基建投资虽然是提振增长的一剂“猛药”，但我们也不能忽视用药过度的副作用。一方面，基建投资发力，将增加中国政府的债务压力，推升宏观杠杆率。另一方面，基建投资的需求与收益难以匹配，一味追求收益的过度基建可能导致大批无用投资。在备受“疫情”冲击的困局中，投资将成为稳增长的主要动力。基建作为短期刺激增长的核心引擎，我们应该把握好其“度”与“量”，避免对其过度依赖。

#### 谭淳

karen.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1825

#### 蔡涵

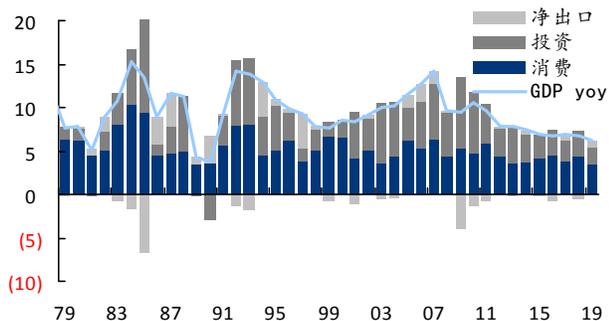
hanna.cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1805

#### 彭非

fei.peng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

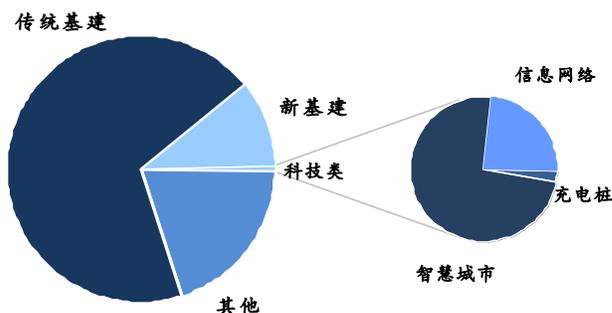
## 本周焦点图表

图表 1: 疫情下，消费和净出口难有表现



资料来源：万得，交银国际

图表 2: PPP 中，新基建项目占比分布



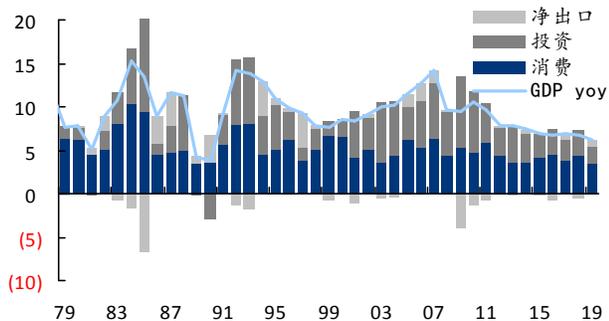
资料来源：万得，交银国际

## 疫情后，基建将成为“稳增长”的主动动力

新年伊始，新冠疫情爆发给全球经济带来巨大冲击。中国率先采取严厉的紧急应变措施，例如人流管控和封城隔离，以暂停紧急活动的高昂成本和代价来阻止疫情的蔓延。春节期间，餐饮旅游等服务业的停摆造成了万亿级别的减收。同时，因出行和工期的限制，工业产出也受到压抑。由于疫情对1季度经济活动的严重冲击，中国面临巨大的经济下行压力。2020年前两个月，固定投资同比下降24.5%，社会消费零售同比下降20.5%，创下历史新低。进出口大幅下滑，并出现71亿美元贸易逆差。

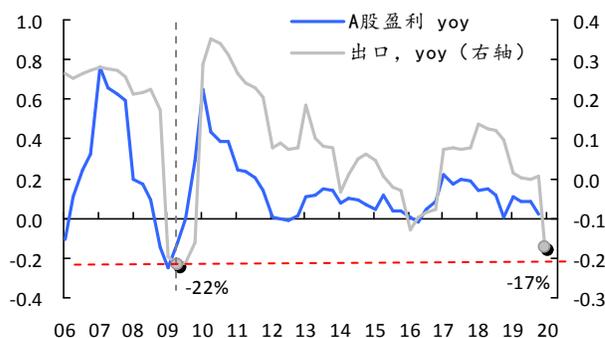
中国“战疫”已经基本处于收尾阶段，“稳增长”逐渐被提上日程。然而，从拉动经济的“三驾马车”来看，现阶段靠消费和进出口拉动经济的可能性较小，投资将成为刺激经济增长的主要动力，一如2009年。而在房地产市场“住房不炒”的调控背景下，基建将委以“稳增长”的重任。

图表 3: 投资、消费、净出口对增长的拉动



资料来源：万得，交银国际

图表 4: 外需降至零，严重拖累企业盈利



资料来源：万得，交银国际

2020年3月17日  
中国宏观观察

## 基建投资空间较大

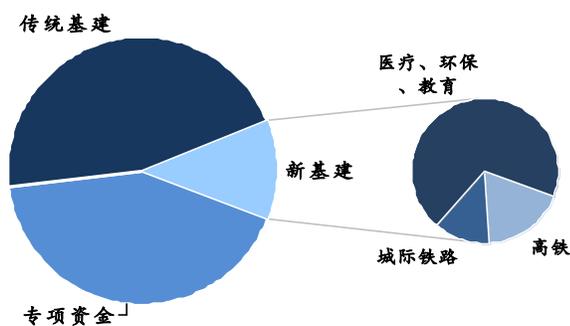
虽然通过多年的大规模建设，中国基础设施总量快速扩张，但人均水平普遍较低。考虑到中国的土地面积、人口密度以及城镇化发展需要，中国的基建仍有较大的投资空间。

中国基建总量巨大，尤其在交通运输和能源消耗方面，但人均水平较低。中国铁路营业里程，位居世界第二，仅次于美国，但铁路密度、人均铁路里程远低于发达国家。中国公共机场仅 235 个，相当于美国的 62%。我国城轨里程共计 5767 公里，位居世界第一，占全球总里程的 22%；但中国人均城轨里程 4.1 公里/百万人，较为落后。从传统基建项目来看，中国在公路、铁路、机场和电力仍有较大发挥空间。与此同时，中国在人均医疗、教育、养老等基建补短板领域，较发达国家仍有差距。

新基建正在起步，未来发展空间巨大。2018 年下半年，中央已提出加大基建领域补短板的力度；在 2018 年底的中央经济工作会议上则明确了“新基建”的定位。不同于传统基建的铁路、公路、机场、水电供应等领域，新基建主要顺应数字时代的需求，包括“5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网七个领域”。经测算，目前新基建与在部基建项目中占比大约在 10-12%。在数字化时代，高科技产业投资持续高速增长。随着政策支持力度加码以及产业升级需求扩大，未来新基建将迎来高速增长，成为带动中国经济的新引擎。

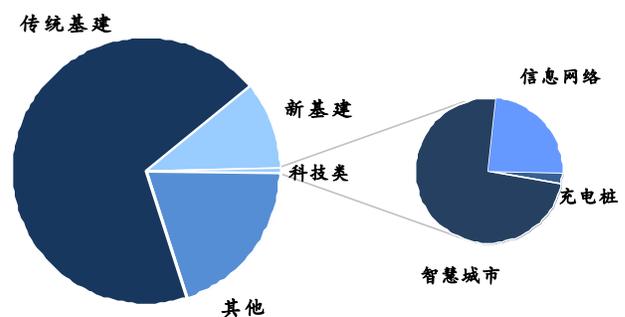
我们测算，中国的人均基础设施水平离美国仍有近 30% 的差距。倘若人均公共资本存量提升至美国标准，那么将带来 67 万亿的新增基建投资空间。

图表 5: 2020 年以来，政府新增专项债中新基建占比 12%



资料来源：万得，交银国际

图表 6: PPP 投资额中，新基建项目占比约 11%，其中科技类占比 0.5%



资料来源：万得，交银国际

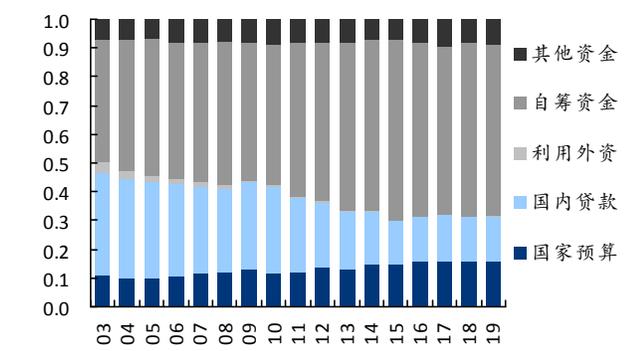
## 政策支持力度加码

专项债对基建支持力度增加。2020年来，地方政府新增专项债发行规模已接近万亿，且基建投资占比40%多，较往年提升。2月23日，习近平主席亦提出，“要扩大地方政府专项债发行规模，优化预算内投资结构”。我们预计，后期专项债的发行限额有望进一步提升，为基建投资提供资金。

通胀压力下降，为中国货币政策打开更大空间。由于新冠疫情导致的供应链冲击和超级猪周期等因素，中国通胀压力近十年来最高。但近期在储备冻猪肉投放等调控措施下，猪肉价格明显回落。而油价下跌引发的通缩预期，进一步缓解了中国的通胀上行压力。同时，全球再度同步宽松，增加中国货币政策的选择。

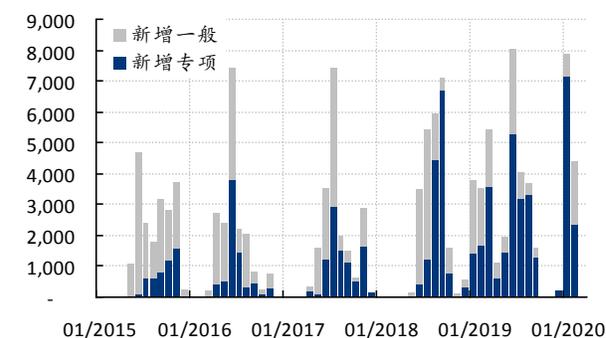
不过，基建投资虽然是提振增长的一剂“猛药”，但我们也不能忽视用药过度的副作用。一方面，基建投资发力，将增加中国政府的债务压力，推升宏观杠杆率。另一方面，基建投资的需求与收益难以匹配，一味追求收益的过度基建可能导致大批无用投资。在备受“疫情”冲击的困局中，投资将成为稳增长的主要动力，基建作为短期刺激增长的“核心”引擎，我们应该把握好其“度”与“量”，避免对其过度依赖。

图表 7: 自筹资金占比较大



资料来源：万得，交银国际

图表 8: 地方政府债券发行节奏提前



资料来源：万得，交银国际

## 经济领先指标

图表 9: 螺纹钢价格 (周度)



图表 10: 唐山高炉开工率 (周度)



图表 11: 铁矿石价格指数及进口量



图表 12: 铁矿石库存同比增速 (周度)



图表 13: 水泥市场价格 (周度)



图表 14: 西部地区水泥市场价格 (周度)



图表 15: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 万得, 交银国际

图表 16: 生猪、豆粕价格 (周度)



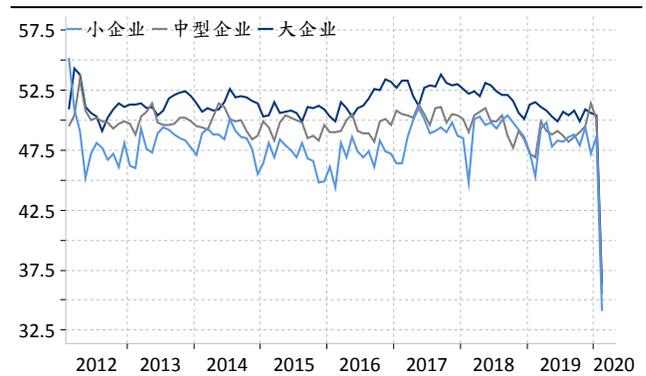
资料来源: 万得, 交银国际

图表 17: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



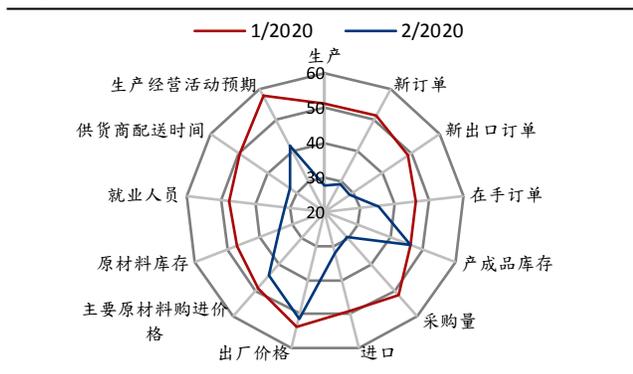
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 18: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)



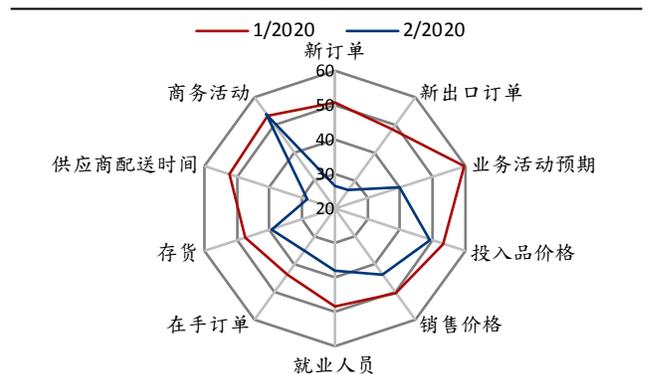
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 19: PMI 制造 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: PMI 非制造 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: 钢铁制造业 PMI 和粗钢产量 (月度)



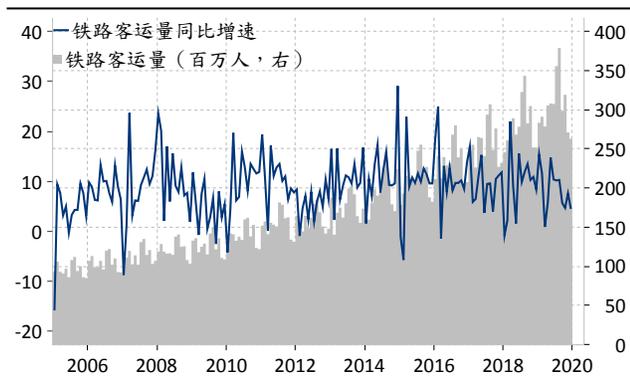
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: 钢材价格 (周度)



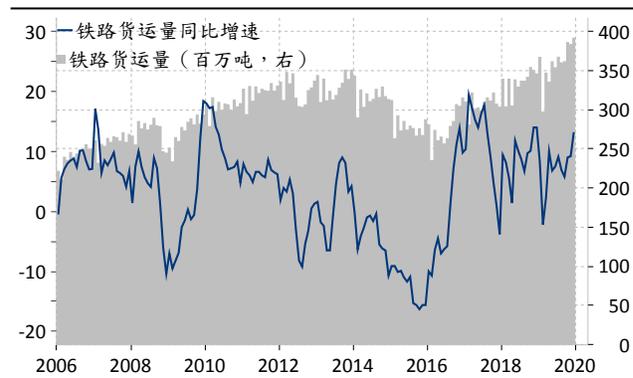
资料来源: CEIC, 交银国际

图表 23: 铁路客运量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 铁路货运量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 25: 卡车产量增速 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 挖掘机销量同比增速 (月度)



资料来源: 万得, 交银国际

图表 27: 汽车销量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 28: 水泥产量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 29: 房屋销售面积 (月度)



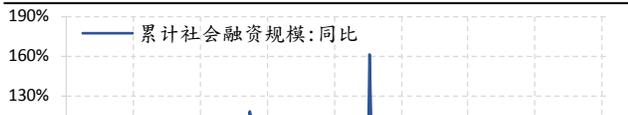
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 30: 房屋新开工面积 (月度)

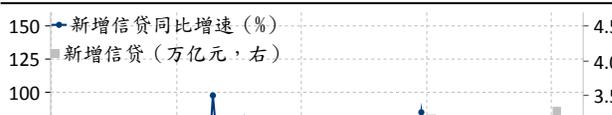


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: 社会融资规模 (月度)



图表 32: 新增信贷 (月度)



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\\_6430](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6430)

