

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

促投资政策一再加码，明年基建怎么看？

报告摘要

11月13号国务院决定降低部分基础设施项目最低资本金比例。此前国务院亦曾推出两项促进投资的政策。我们认为**明年基建项目储备较为充分，也不太可能存在资金不足的问题，明年尤其是明年上半年基建投资增速可能出现相当显著的提高。**

降低部分基建项目最低资本金比例的效果大概率在明年体现。从规模上讲，本次调降部分基建项目资本金比例最多每年释放6811亿元资金；释放的资金若用于其他基建项目的资本金最多每年拉动34057亿元基建投资（按5倍杠杆推算），拉动基建同比增速提高19.3个百分点。当然，实际的影响很难达到上述效果。2015年9月调降资本金比例并未导致四季度基建增速提高，而是推动2016年上半年基建增速提高3个百分点。参照2015年经验，我们预计政策效果大概率在明年上半年体现。

我们预计明年财政赤字较今年增加3670亿，新增地方专项债较今年增加10000亿。如果这两部分均用于基建，不考虑杠杆，可拉动基建增速提高7.8个百分点。当然，这两部分增量资金不一定全部用于基建，但如果考虑到银行贷款等配套资金，其对基建的拉动作用可能也会较为显著。

我们预计促投资政策的效果在明年上半年可能相当显著。此前推出的两项促投资政策主要是解决资金不足问题，但仅推高基建增速0.5个百分点。这说明资金不足只是基建增速较低的次要原因，主要原因可能是基建项目储备不足。今年推出的促投资政策以及明年新增政府债券进一步扩大13670亿元使得明年不太可能存在资金不足问题。9月4号国务院推出的加快地方政府专项债券发行使用的措施使得地方政府今年四季度就开始储备明年的基建项目，项目会相对充足。此外，提前下达的明年专项债额度不得用于土地储备和房地产相关领域，这会使得明年一季度的专项债向基建领域集中，对明年上半年尤其是一季度的基建投资有较大的促进作用。

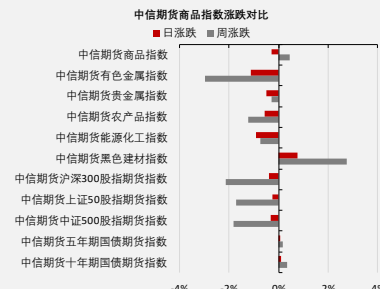
【周度策略】

股市短期震荡偏多。近期新股破发现象增多，场内资金不足，再融资可能进一步稀释场内资金。不过，本周一央行调降OMO利率反映货币政策略偏宽松。再考虑到股市已经回调至近期低位，风险已经得到一定的释放，短期股市有望上涨。

期债短期震荡偏多。虽然中美贸易磋商边际向好有利于改善经济增长预期，但10月份金融经济数据显示当前经济依然存在明显的下行压力。央行货币政策执行报告认为我国不存在持续的通胀及通缩基础，猪通胀对货币政策的约束较为有限。本周一央行调降OMO利率超出市场预期，货币的边际宽松有望推动期债小涨。

商品市场短期震荡。10月份金融经济数据印证四季度经济总体趋弱，但房地产一枝独秀。上周房屋新开工超预期提振黑色产业链价格，但持续性有待观察。IMO新规降低高硫燃料油的需求预期导致燃料油大跌，短期波动率会维持高位。

风险提示：明年基建项目储备不足



投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

专项组

策略研究员：

刘高超

010-57762988

liugaocao@citicsf.com

从业资格号:F3011329

投资咨询号:Z0012689

联系人：

刘道钰

021-60816784

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号:F3061482

指标列表

日均耗煤量	房地产
粗钢产量	开工率
农产品指数	农产品价格
生产资料指数	CRB 指数
SHIBOR	SHIBOR 期限
国债收益率	利率曲线
人民币汇率	美元指数
欧美国债收益	股票指数
原油库存	PTA 库存
PVC 库存	PP 库存
螺纹钢库存	铁矿石库存
LME 铜库存	LME 铝库存
LME 锌库存	LME 镍库存
大豆库存	豆油库存
棕榈油库存	菜油库存
豆粕库存	玉米库存

股指期货折溢价

商品期货周涨跌幅

商品期货周持仓量、成交量变化

目 录

报告摘要	1
一、促投资政策一再加码，明年基建怎么看？	3
（一）降低部分基建项目最低资本金比例的效果大概率在明年体现	3
（二）预计明年财政赤字较今年增加 3670 亿，新增地方专项债增加 10000 亿	5
（三）促投资政策的效果在明年上半年可能相当显著	6
二、市场回顾与展望	8
三、品种精粹	10
四、数据跟踪	12
免责声明	17

图表目录

图 1：2009 和 2015 年调降固定资产投资项目资本金比例后基建投资增速	5
图 2：政府预期财政赤字率	6
图 3：2019 年上半年新增专项债发行规模占比	7
图 4：固定资产投资三大分项的累计同比增速	8
图 5：房屋新开工面积当月及累计同比增速	8

一、促投资政策一再加码，明年基建怎么看？

11月13号国务院决定降低部分基础设施项目最低资本金比例。此前国务院亦曾推出两项促进投资的政策。6月10号国务院允许将专项债券作为部分重大项目资本金。9月4号推出加快发行使用地方政府专项债券并扩大专项债可用作项目资本金范围的政策。由于项目储备不足、资金不足等多种原因，这些政策在今年的效果很有限。我们认为明年基建项目储备较为充分，也不太可能存在资金不足的问题，明年尤其是明年上半年基建投资增速可能出现相当显著的提高。

（一）降低部分基建项目最低资本金比例的效果大概率在明年体现

11月13号国务院常务会议决定降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点。

从规模上讲，本次调降部分基建项目资本金比例最多每年释放6811亿元资金；释放的资金若用于其他基建项目的资本金最多每年拉动34057亿元基建投资（按5倍杠杆推算），拉动基建同比增速提高19.3个百分点（2018年基建投资规模为17.6万亿）。各个基建项目类别释放的资金规模详见表1。需要强调的是，实际的影响很难达到上述效果。首先，国务院确定调降的项目类别只有港口、沿海及内河航运，这一部分对应的基建投资规模只有1705亿元，释放85亿资金。其余项目类别需要根据项目收益及风险来具体衡量调降幅度，不一定能够下调5个百分点。其次，释放的资金不一定全部用于其他新增项目的资本金，可能只是弥补了已有规划项目的资金缺口。从这个角度来讲，调降部分基建项目资本金政策的实际影响具有较大的不确定性。

表1 调降部分基建项目资本金的影响

项目类别	港口、沿海及内河航运	公路	铁路	物流	城建	生态环保
行业类别	水上运输业	道路运输业	铁路运输业	装卸搬运和运输代理业、仓储业	公共设施管理业	生态保护和环境治理业
2018年固定资产投资规模（亿元）	1705	43608	7598	7882	69969	5466
资本金调降释放资金规模（亿元）	85	2180	380	394	3498	273

资料来源：中信期货研究部

从历史经验来看，此次调降基建项目资本金比例与 2015 年 9 月的调降最相似。

自 1996 年建立固定资产投资项目资本金制度以来，国务院曾 4 次调整项目资本金最低比例。其中，2004 年为应对经济过热适当调高了比例，2009 年为应对国际金融危机适度调低了相关比例，2015 年和今年为应对国内经济下行压力适度调低了相关比例。2015 年与今年的宏观经济环境比较类似，经济面临下行压力，但压力也不是很大，经济波动相对较小。在具体的调降范围上，2015 年与今年都是主要调降基建部分，幅度是 5 个 BP。

表 2 固定资产投资项目最低资本金比例的政策变动

时间	政策文件	变化方向	政策要点
2019-11-13	国务院常务会议	调低	将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，下调幅度不超过 5 个百分点。
2015-09-09	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	调低	城市轨道交通、铁路、公路项目由 25%调整为 20%，港口、沿海及内河航运、机场项目由 30%调整为 25%。 其他房地产开发项目由 30%调整为 25%（保障性住房和普通商品住房项目维持 20%不变） 玉米深加工项目由 30%调整为 20%
2009-05-25	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	调低	钢铁、电解铝项目，最低资本金比例为 40%。 水泥项目，最低资本金比例为 35%。 煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目，最低资本金比例为 30%。 铁路、公路、城市轨道交通、化肥（钾肥除外）项目，最低资本金比例为 25%。 保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。 其他项目的最低资本金比例为 20%。
2004-04-26	《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》	调高	钢铁项目资本金比例由 25%及以上提高到 40%及以上； 水泥、电解铝、房地产开发项目(不含经济适用房项目)资本金比例由 20%及以上提高到 35%及以上。
1996-08-23	《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》	——	交通运输、煤炭项目，资本金比例为 35%及以上； 钢铁、邮电、化肥项目，资本金比例为 25%及以上； 电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业的项目，资本金比例为 20%及以上。

资料来源：中信期货研究部

我们认为本次调降部分基建项目资金本比例的主要影响到明年才会体现。2015 年 9 月在调降部分基建项目资本金比例之后，当年四季度基建投资增速并没有提高，反而略有下降；2016 年 1-2 月份基建投资增速进一步降低；从 2016 年 3 月

份开始，基建投资增速才出现了明显的提高。2016 年上半年基建增速较 2015 年全年的增速提高 3 个百分点，但下半年基建增速持续下滑，全面基建增速较 2015 年反而下降 1.6 个百分点。与 2015 年类似，我们预计年内基建增速难有改善，政策的影响可能到明年才会体现。2009 年调降项目资本金比例与今年背景差异很大，参考价值小。

图 1：2009 和 2015 年调降固定资产投资项目资本金比例后基建投资增速



数据来源：Wind 中信期货研究部

（二）预计明年财政赤字较今年增加 3670 亿，新增地方专项债增加 10000 亿

我们预计明年的财政赤字较今年增加 3670 亿，新增地方专项债增加 10000 亿。如果这两部分均用于基建，不考虑杠杆，可拉动基建增速提高 7.8 个百分点。当然，这两部分增量资金不一定全部用于基建，但如果考虑到银行贷款等配套资金，其对基建的拉动作用可能也会较为显著。具体测算方法如下：我们预计今年名义 GDP 增速为 7.2%，与前三季度增速相同；预计明年名义 GDP 增速为 8.0%。一般认为财政赤字率的警戒线是 3%。2010 年以来我国政府预期财政赤字率从未超过 3%。考虑到明年的稳增长目标，我们预计政府预期财政赤字率为 3%。据此推算明年预期赤字为 31270 亿元，较今年增加 3670 亿元。国债限额与地方一般债限额受 GDP 约束，它们的增速一般与名义 GDP 增速接近。从过去几年经验来看，国债限额增速高于地方一般债限额增速，这可能反映政府对地方一般债的把控更为严格。因此我们先谨慎地推算新增地方一般债规模。我们预计明年新增地方一般债扩张与今年一样，均为 1000 亿元，也就是达到 10300 亿元。预期赤字减去新增地方一般债得到新增国债为 20970 亿元。专项债一般用于有收益的项目，不列入赤字。原则上讲，只要有足够多的能够自负盈亏的项目，专项债规模可以较大幅度地增加。当然，政府为了控制债务规模，也会适度控制专项债规模。过去两年新增地方专项债规模分别同比增加 5617 和 8000 亿元。明年新增地方专项

债扩张可能增加至 1 万亿元。

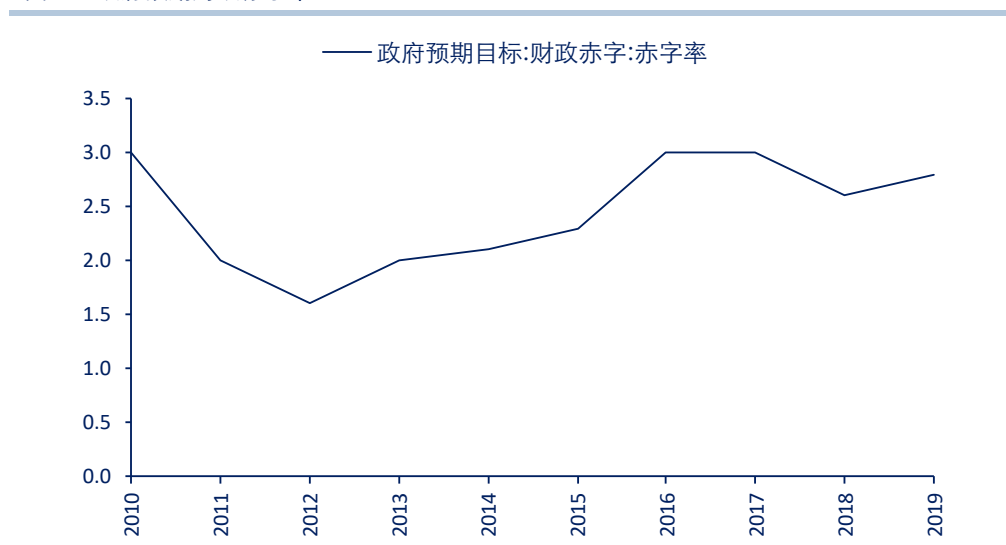
表 3 2020 年新增国债及地方债预测

单位：亿元

时间	GDP	目标财政赤字率	国债限额	国债限额增速	地方一般债限额	地方一般债限额增速	预期赤字	新增国债	新增地方一般债	新增地方专项债
2016	740061	3.0%	125908	12.5%	107072	7.9%	21800	14000	7800	4000
2017	820754	3.0%	141408	12.3%	115489	7.9%	23917	15500	8417	7883
2018	900310	2.6%	156908	11.0%	123789	7.2%	23800	15500	8300	13500
2019	965132	2.8%	175208	11.7%	133089	7.5%	27600	18300	9300	21500
2020E	1042342	3.0%	196179	12.0%	143389	7.7%	31270	20970	10300	31500

资料来源：中信期货研究部

图 2：政府预期财政赤字率



数据来源：Wind 中信期货研究部

（三）促投资政策的效果在明年上半年可能相当显著

我们认为基建项目储备不足是今年基建增长乏力的主要原因，资金不足只是次要原因。此前国务院曾推出两项促进投资的政策，但基建增速仅提高 0.5 个百分点，效果较小。6 月 10 号国务院允许将专项债券作为部分重大项目资本金。9 月 4 号国务院决定加快发行使用地方政府专项债券并扩大专项债可用作项目资本金范围。在这两项政策推出后，基建投资增速从上半年的 2.95% 提高至前三季度的 3.44%，增速提高 0.5 个百分点。这两项政策主要是释放基建资金，其对基建增速的拉动作用较小说明资金不足并非当前基建增长乏力的主要原因。我们认为主要原因在于基建项目储备不足。政府主导的基建项目通常在上一年底制定预算时就大体确定了，年中推出促投资政策的效果可能面临项目储备不足的问题。

我们认为明年基建投资不会受到资金不足的约束。首先，明年的财政赤字较今年

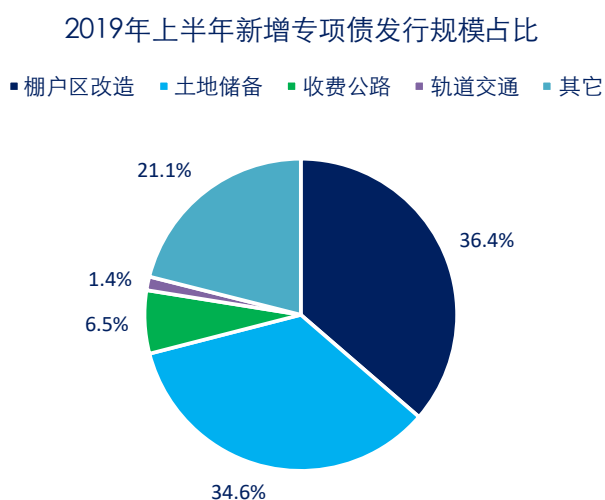
增加 3670 亿，新增地方专项债较今年增加 10000 亿，这部分资金量不小。如果这两部分均用于基建，不考虑杠杆，这部分增量资金可拉动基建增速提高 7.8 个百分点。其次，专项债可用于项目资本金的政策以及降低部分基建项目最低资本金比例的政策也会释放相当部分的资金。

由于今年四季度提前储备明年的基建项目，明年上半年新开工的基建项目可能较多。对于 9 月 4 号国务院推出的加快地方政府专项债券发行使用的措施，此前部分投资者认为提前下达的专项债额度可能在年内发行，而我们非常明确地表示不会再年内发行。（参见报告《提前下达的专项债额度不可能今年发行——周报 20190917》）现在 11 月份已经过去 2/3，事实大体已经证明年内不会提前发行明年的专项债额度。国务院的原文中明确提到，“按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”。今年国务院较早发布加快地方政府专项债券发行使用的措施主要是为了让地方有充足的时间去储备项目。我们预计明年开春之后基建项目会大量开工，这会带动明年上半年基建增速出现较为显著的提高。

此外，9 月 4 号国务院政策要求提前下达的明年专项债额度不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，这会使得明年一季度的专项债向基建领域集中，对明年上半年尤其是一季度的基建投资可能有较大的促进作用。今年上半年发行的专项债中只有一小部分用于基建。其中 36.4% 用于棚户区改造，34.6% 用于土地储备。提前下达的明年专项债被禁止用于这两部分，只能向基建领域集中。

综上所述，我们判断明年上半年基建投资增速可能出现相当显著的提高。

图 3：2019 年上半年新增专项债发行规模占比



数据来源：Wind 中信期货研究部

二、市场回顾与展望

上周 10 月份金融、经济数据相继公布，主要数据均低于市场预期，但房屋新开工显著好于市场预期。10 月份社会融资规模仅 6189 亿元，同比减少 16.1%；工业增加值当月同比增长 4.7%，增速较 9 月份回落 0.9 个百分点；社会消费品零售总额当月同比增长 7.2%，增速下滑 0.6 个百分点，实际当月同比增速仅 4.9%，增速下滑 0.9 个百分点。1-10 月份固定资产投资累计同比增长 5.2%，增速回落 0.2 个百分点。其中，制造业投资累计同比增长 2.6%，增速提高 0.1 个百分点；基建投资累计同比增长 3.3%，增速回落 0.2 个百分点；房地产开发投资累计同比增长 10.3%，增速回落 0.3 个百分点。制造业投资增速虽然略有回升，但仍处于历史低位，反映制造业投资仍然增长乏力；9 月份基建投资表现出一定的改善迹象，但随着专项债发行完毕，基建增速再次回落，反映年内基建可能难有持续改善；房地产投资增速回落主要因为土地购置费增速的回落，不能反映其对实体经济的作用。**值得注意的是，10 月份房屋新开工面积当月同比增长 23.2%，增速提高 16.6 个百分点；新开工面积的较大幅度的增长带动 1-10 月份施工面积同比增速提高 0.3 个百分点至 9.0%。**新开工面积的大幅增长可能与 6 月份土地购置面积的回暖有关，但也可能是暂时的波动。**从历史数据来看，新开工当月增速波动较大，单月的大幅波动通常不代表趋势。**比如 2015 年 9 月房屋新开工当月同比增速也曾从此前的-16.7%大幅提高至 15.3%，但下一个月就回落此前的趋势水平。

图 4：固定资产投资三大分项的累计同比增速

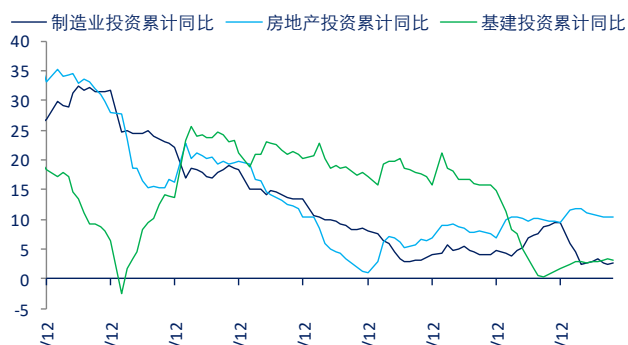
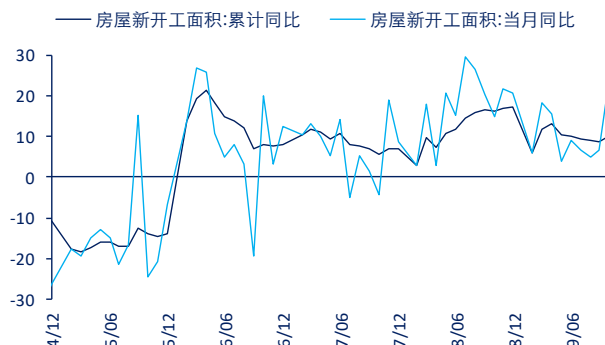


图 5：房屋新开工面积当月及累计同比增速



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_8898

