



陶金谈基建领域投资逻辑： 把握宏观周期，紧跟行业 龙头

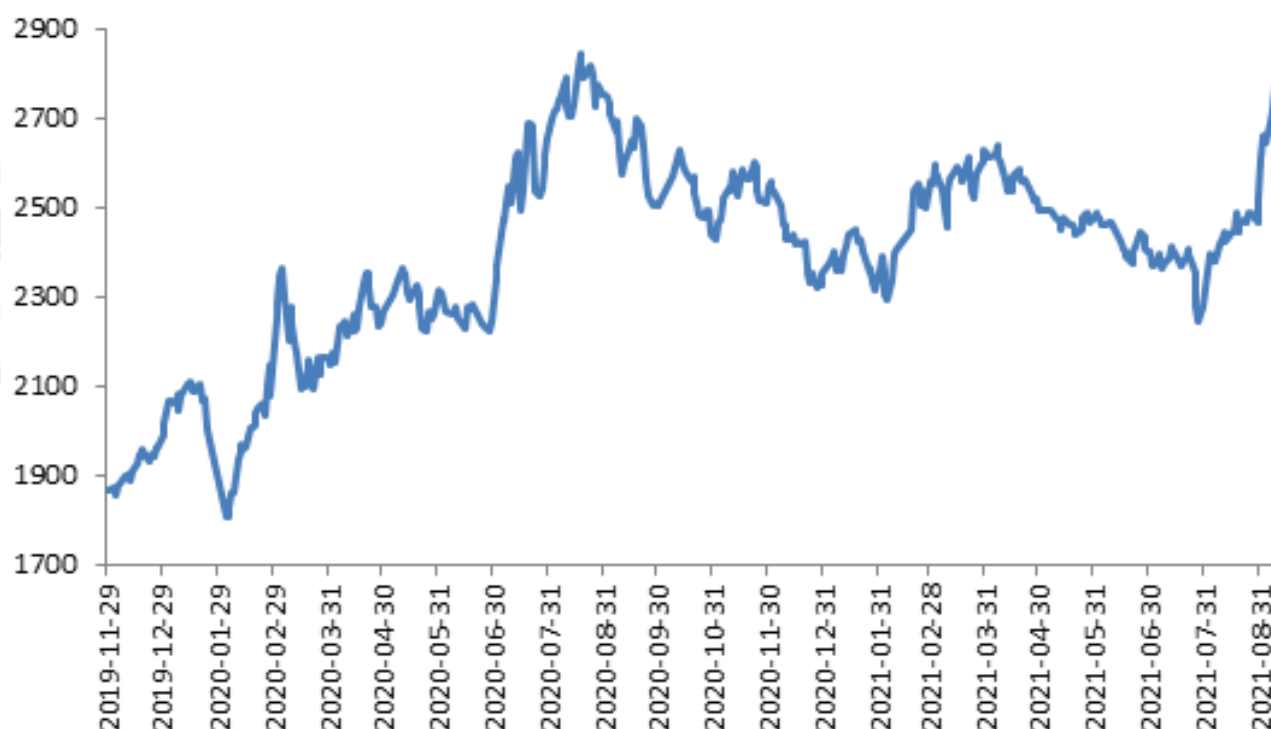


文/新浪财经意见领袖专栏作家 陶金



今年一季度以来，市场的风格可谓极致分化，上游、资源股、周期股猛涨，中下游、消费、蓝筹经历调整。基建上市公司也享受了经济复苏、政策托底等红利，自7月底政治局会议释放积极财政政策信号以来，传统基建板块已经上涨了23%。

年中政治局会议开完后，wind 老基建指数猛涨



资料来源: Wind, 星智研究

基础设施是指为社会生产和居民生活提供公共服务的物质工程设施，是用于保证国家或地区社会经济活动正常进行的公共服务系统。

基础设施包括交通、邮电、供水供电、商业服务、科研与技术服务、园林绿化、环境保护、文化教育、卫生事业等市政公用工程设施和公共生活服务设施等。它们是国民经济各项事业发展的基础。在现代社会中，经济越发展，对基础设施的要求越高；完善的基础设施对加速社会经济活动，促进其空间分布形态演变起着巨大的推动作用。建立完善的基础设施往往需较长时间和巨额投资。对新建、扩建项目，特别是远离城市的重大项目和基地建设，更需优先发展基础设施，以便项目建成后尽快发挥效益。

核心逻辑：需求和周期驱动

作为较为典型的周期股，尽管基建上市公司的营收来自各类领域的建设工程，这些工程来自各类需求，但很大程度上都与宏观层面的基建投资紧密关联。同时这些企业都属于传统行业，科技创新给他们带来的除当期业绩以外的估值空间很小，因此其股票走势基本与业绩一致，其业绩基本与宏观层面的基建投资增长情况相关。

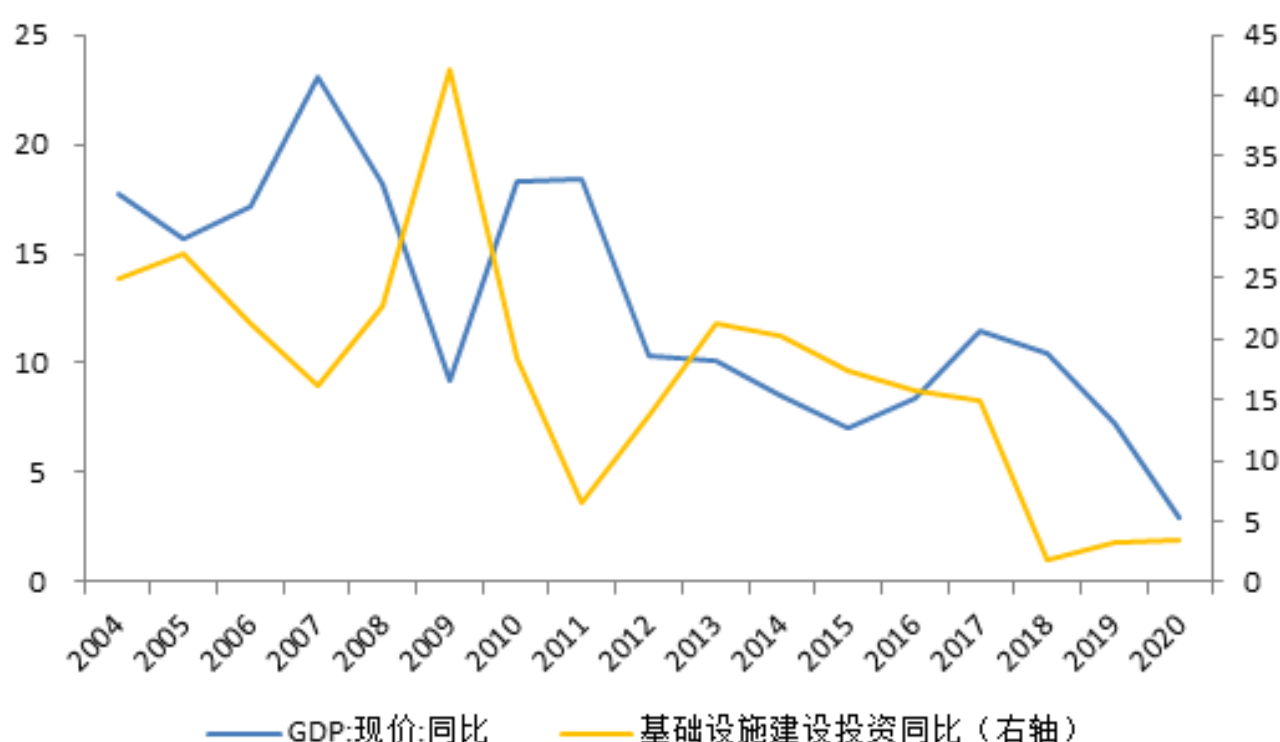
由此，分析基建投资增速，以及对应的宏观经济基本面，对基建上市公司的股票表现非常重要。

在投资驱动增长的年代，基建投资一直是中国经济的稳定器和基本盘。2004 年-2017 年，几乎每年的现价 GDP 增长趋势都与基建投资相反，这同时也反映了 2017 年以前，基建投资一直与宏观对冲政策相关联，基建也一直是财政政策调节经济运行的重要渠道，政府甚至有时候“绕过”财政货币政策，直接通过发改委等部门调节重大工程项目的审批节奏，客观上影响经济运行。因此，在 2021 年下半年经济下行压力加大之时，难怪市场认为基建将再度成为托底经济的重要手段。

不过，2017 年以后，基建的“逆周期”特征明显弱化，GDP 增速与基建投资增速呈现同步下行的趋势。一方面，经济发展主导力量正从投资向消费过渡、从投资向提高劳动生产率过渡、从工业向服务业过渡、从工业化向城市化过渡，总体趋势是在压制基建需求的。另一方面，基建投资的边际报酬递减越来越明显，新建工程对经济效率提升的作用正在减弱，

也一定程度上导致了央地财政安排和要求的转变，进一步约束基建投资的冲动。

基建的“逆周期”特征



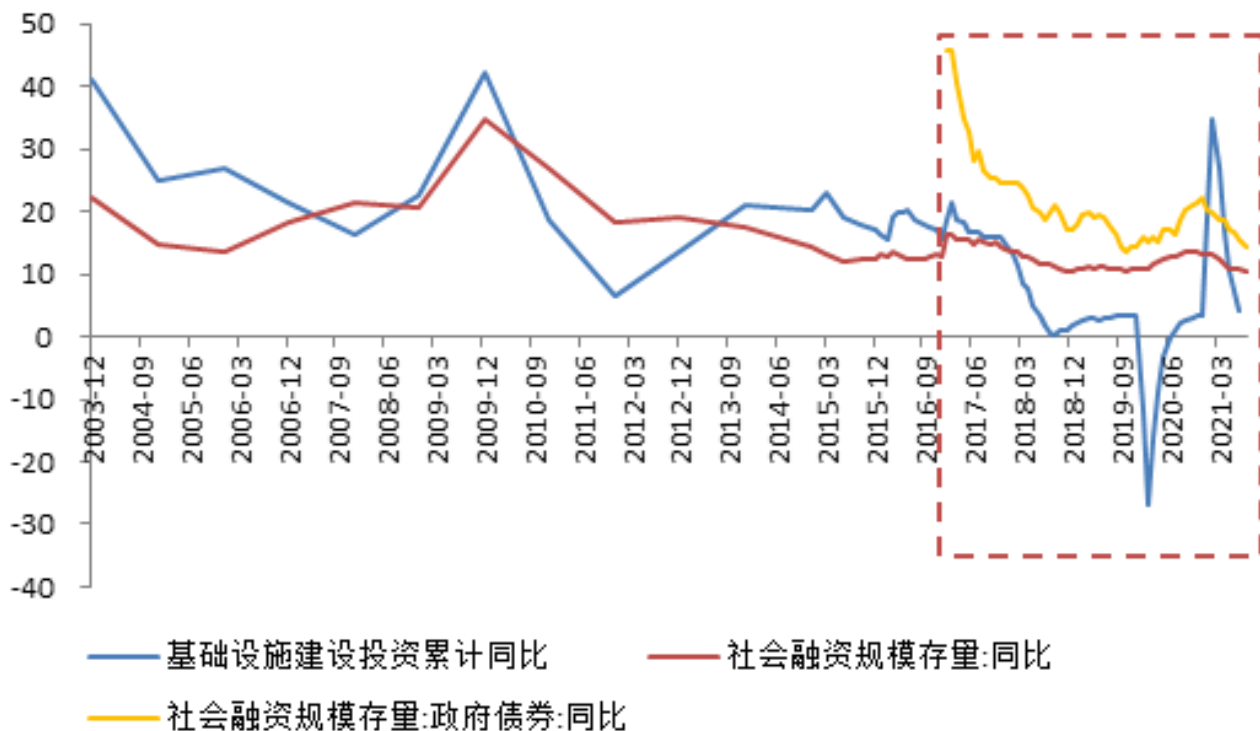
资料来源: Wind, 星智研究

当然，未来不可期，基建并未与宏观经济形势脱钩，反而随着行业成熟、竞争格局稳定，基建更与宏观经济周期挂钩。未来经济增长形势充满不确定性，若下行至一定程度，宏观政策的变化也可能是超预期的。因此不论怎样，观察基建投资的需求，仍然要结合宏观大势和财政政策研判。

为什么这里并未提及货币和债务周期？通常而言，货币和信用扩张时期，实体流动性较容易流入基建等投资领域，尤其是当政府融资能够触达

银行信贷时。但是，近十年来中国财政管理和体系日趋科学合理，基建背后的政府融资与银行信贷日渐脱钩。更重要的是，2018 年资管新规后，地方政府融资与社会融资中的非标融资、影子银行也明显脱钩，地方政府融资平台的基建投资偏向市场化，平台融资、非标融资的规模增长也在趋缓，再无大的周期波动，与基建投资波动的一致性也在减弱。但从数据看，以社会融资规模衡量的信用周期似乎仍然和基建投资增速呈现正相关，这背后是由于政府融资在 2018 年被纳入社融统计中，正相关关系主要是由政府融资所贡献，而政府融资更多与财政政策相关。因此，分析基建投资需求，重点在于判断财政政策力度与方向。事实上，基建投资的边际变化越来越与专项债融资挂钩，同时也需要关注 PPP 模式在基建领域中越来越多的应用。

基建投资与信用周期“若即若离”的关系



资料来源: Wind, 星智研究

值得注意的是,近两年大火的新基建的逻辑与传统基建并不相同。未来,以5G、新能源、特高压等为代表的新基建有望获得新的增长空间,但这些领域更多由企业部门所主导,遵循制造业投资逻辑和企业资本开支意愿,顺周期的特征更明显,很多情况下与传统基建并不相同,需要以具体

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_35079