

建筑装饰

2019年建筑行业投资策略
弱势过渡与曲折回归

评级：中性（维持）

分析师：邢立力

执业证书编号：S0740518100001

电话：021-20315138

Email: lijs@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	128
行业总市值(百万元)	1485226
行业流通市值(百万元)	1195316

行业-市场走势对比



相关报告

<< 进取心仍强，性价比仍高 >> 2018.10.31

<< 基建投资的宏观框架与第二过渡周期 >> 2018.10.30

<< 渐行渐近的地产/基建投资弱共振 >> 2018.09.25

投资要点

■ 核心内容

建筑行业在城镇化进程中遵循库兹涅茨周期，而2008年之后，我国地产、基建存在显著的小周期，并且主导宏观经济的走势。“小周期”分析是建筑行业投资策略的基本依据。通过基建的视角建立建筑行业的宏观框架并对接下来的周期走势进行推演是本文的主要目的，并基于此对2019年建筑板块的投资做出建议。本文分四个部分：第一部分是基建投资的宏观框架；第二部分对基建投资的第二过渡周期进行论述；第三部分分析房地产周期的回归问题；第四部分是2019年建筑行业的投资逻辑与标的推荐。

■ 基建投资的宏观框架

基建投资在城镇化推进过程中有其刚需的一面，但2008年之后更多体现“稳增长”的政策属性，站在这个角度，基建投资是“必要性”和“执行力”的结合体。“必要性”即“稳增长”的意愿，取决于内需、外需冲击对GDP增长的压力。内需变量包括消费、固定资产投资，外需即出口，外需不仅影响“必要性”，还通过外汇占款影响基础货币投放，从而对基建投资的融资环境产生影响。“执行力”即能力，包括政府融资、产业链协同、企业产能三个部分。政府融资是基建投资的“发动机”，决定基建的规模，涉及货币环境、信用环境、资金组合，货币-信用环境决定政府融资的规模。资金组合即基建资金来源的融资工具组合，在每一轮周期中都有变化或者创新，另外政府融资模式在一定程度上改变着基建项目的商业模式。产业链协同主要指上游材料的供应，决定基建的成本，包括量和价两个维度。企业产能即基建企业消化订单的能力，其取决于施工能力、资金实力、商业模式和杠杆约束。政府融资、产业链协同、企业产能之间也是相互影响制约的，政府资金的充裕程度会改变企业的回款情况从而影响企业的资产负债率，尤其在目前央企、国企降杠杆的背景下，这一点变得非常重要。以上介绍的核心变量以及之间的联系都可以通过周期的视角分析，包括经济增长周期、社融周期、财政周期、上游原材料的量价周期、基建企业的杠杆周期等，最终都可用于对基建投资周期的分析中。

■ 基建投资的第二过渡周期

新一轮基建周期已经在2018年四季度宣告开启，其开启的主要条件依旧是内需外需的叠加冲击，与以往不同的是中美贸易摩擦改变了外需冲击的性质；本轮基建周期最大的特征是过渡周期，即弱周期：从政策定位来看，基建更像是短期的麻醉剂，因为目前的经济冲击都已长期化，短期强刺激并不可取；从2008年之后三轮基建周期的内部联系看，已经从需求端切换至供给侧，供给侧改革的大背景决定了需求释放的力度有限；从基建体系存在的问题来看，政府融资、产业链协同、企业产能均面临约束，不具备开启强周期的条件。

■ 房地产周期的曲折回归

房地产行业处于周期尾部，2015年二季度以来的这轮周期持续时间最长、量级较大，目前销售端量、价均未出清、土地市场骤冷、投资结构性见底，周期回归的大趋势较为确定，但扩内需、逆周期调控的政策基调决定了房地产周期的回归将是曲折的，政策存在边际改善空间、低库存具有缓冲作用、因城施策自带结构稳定性是核心原因。在房地产周期曲折回归的过程中，房地产建安投资将迎来修复。相对稳定资金来源下的交付压力与拿地趋缓共同带来的房企资金支出结构的调整是建安投资修复的主要驱动力。

■ 投资逻辑与推荐标的

基建的第二过渡周期与房地产周期曲折回归过程中的建安修复决定了2019年建筑行业收入端将迎来弱势修复；利润端，由于上游供给侧改革逐渐打破、下游业主资金改善、PPP业绩加速释放以及增值税下调等因素，弹性较大；基建与地产政策均存在空间；基于以上判断，2019年建筑行业投资逻辑是政策与基本面共振的基本构架，且以经济企稳为界划分为两段，在稳增长过程中，基建领域推荐中国铁建、中国中铁、苏交科、隧道股份等；房地产产业链推荐中国建筑、上海建工等；考虑到经济企稳可能带来的板块风格切换，届时建议关注风险出清的园林个股与转型标的：文科园林、葛洲坝等。

■ 风险提示：政策风险、核心假设风险等

内容目录

前言	- 7 -
第一部分：基建投资的宏观框架	- 7 -
宏观框架的核心变量综述	- 7 -
基建投资周期划分	- 8 -
基建投资“必要性”分析	- 9 -
一、外需冲击对基建投资的影响机制	- 10 -
二、出口周期性波动	- 10 -
三、内外共振是需求冲击的基本特征	- 10 -
基建投资“执行力”分析	- 12 -
一、政府融资分析	- 12 -
二、产业链协同	- 27 -
三、企业产能	- 30 -
基于“必要性”与“执行力”框架的总结	- 32 -
第二部分：基建投资的“第二过渡周期”	- 33 -
新一轮基建周期已经开启	- 33 -
基建稳增长具有充分的必要性	- 34 -
本轮基建周期的最大特征是“过渡周期”	- 35 -
基建周期的内在联系	- 35 -
基建投资“执行力”的三重矛盾	- 36 -
第三部分：房地产周期的曲折回归	- 39 -
尚未出清的地产周期	- 39 -
房地产周期与基建周期的协同	- 43 -
房地产周期曲折回归中的建安修复	- 45 -
房地产周期的曲折回归	- 45 -
房地产建安的修复逻辑	- 47 -
第四部分：2019 年投资策略	- 49 -
行业基本判断	- 49 -
投资逻辑与标的	- 51 -
风险提示	- 52 -

图表目录

图表 1: 基建投资核心要素.....	- 8 -
图表 2: 狭义基建投资周期划分.....	- 8 -
图表 3: 狭义基建投资与 GDP 增速之间的关系.....	- 9 -
图表 4: 必要性分析框架.....	- 9 -
图表 5: 外需冲击机制分析.....	- 10 -
图表 6: 出口与 GDP.....	- 10 -
图表 7: 内需外需冲击节奏.....	- 11 -
图表 8: 基建投资执行力框架.....	- 12 -
图表 9: 基础货币与基建投资增速.....	- 13 -
图表 10: 央行资产负债表.....	- 13 -
图表 11: 外汇占款在基础货币中的比重.....	- 14 -
图表 12: 对其他存款性公司债权比重.....	- 14 -
图表 13: MLF 余额 (亿).....	- 14 -
图表 14: PSL 余额 (亿).....	- 14 -
图表 15: 基础货币与外汇占款的关系.....	- 15 -
图表 16: 经常账户与资本账户差额.....	- 15 -
图表 17: 政府存款与基础货币增速的关系.....	- 15 -
图表 18: 政府存款占基础货币的比重.....	- 15 -
图表 19: 货币信用环境与基建投资增速.....	- 16 -
图表 20: 狭义基建投资来源与基建投资完成额.....	- 17 -
图表 21: 狭义基建资金来源结构.....	- 17 -
图表 22: 狭义基建资金来源分解.....	- 17 -
图表 23: 基建投资资金组合与基建项目商业模式.....	- 18 -
图表 24: 预算内资金占总资金来源的比重.....	- 19 -
图表 25: 公共财政收入及同比增速.....	- 19 -
图表 26: 调节资金.....	- 19 -
图表 27: 财政赤字.....	- 19 -
图表 28: 国内贷款规模以及同比增速.....	- 20 -
图表 29: 国内贷款占总资金来源的比重.....	- 20 -
图表 30: 政府性基金收入与同比增速.....	- 20 -
图表 31: 土地出让金在政府基金收入中比重.....	- 20 -
图表 32: 土地出让金与狭义基建同比增速.....	- 21 -
图表 33: 普通专项债发行.....	- 21 -

图表 34: 地方债券分类	- 21 -
图表 35: 地方债发行	- 22 -
图表 36: 2015-2017 年增量地方债	- 22 -
图表 37: 2015-2017 年置换地方债	- 22 -
图表 38: 城投债发行规模	- 23 -
图表 39: 城投平台相关政策	- 24 -
图表 40: 社融中非标资金规模	- 25 -
图表 41: 非标资金在社融中的比重	- 25 -
图表 42: 新增信托资金投向基础产业的比重	- 25 -
图表 43: 资金信托余额中基建占比	- 25 -
图表 44: BT 债务结构	- 26 -
图表 45: BT 债在地方债务中的比重	- 26 -
图表 46: 全国 PPP 成交规模	- 26 -
图表 47: PPP 项目资本金结构	- 26 -
图表 48: 专项建设债	- 27 -
图表 49: 狭义基建投资结构	- 28 -
图表 50: 三家央企的成本结构	- 28 -
图表 51: 建安投资与材料费价格指数	- 28 -
图表 52: 建安投资人工费价格指数	- 28 -
图表 53: 固定资产投资建安价格指数	- 29 -
图表 54: 地产基建实际投资与水泥产量增速	- 29 -
图表 55: 水泥产量与价格指数	- 29 -
图表 56: 水泥设计总产能	- 30 -
图表 57: 水泥新增设计产能	- 30 -
图表 58: 基建主要上市公司的资产负债率与营业收入增速	- 31 -
图表 59: 基建主要上市公司经营性现金流净额	- 31 -
图表 60: 基建主要上市公司股权融资情况	- 31 -
图表 61: 应收账款与长期应收款比重的变化	- 32 -
图表 62: 广义与狭义基建投资增速反弹	- 34 -
图表 63: 外需冲击逐渐显现	- 34 -
图表 64: 2018 年基建政策变化	- 34 -
图表 65: 居民杠杆	- 35 -
图表 66: 地方政府余额/名义 GDP	- 35 -
图表 67: 基建周期之间的内在联系	- 36 -
图表 68: 地方公共财政与土地出让金收入增速	- 37 -

图表 69: 专项债净融资额.....	- 37 -
图表 70: 城投债净融资额.....	- 37 -
图表 71: 社融中的非标资金.....	- 37 -
图表 72: 全国水泥价格.....	- 38 -
图表 73: 螺纹钢价格.....	- 38 -
图表 74: 基建上市民企资产负债率.....	- 38 -
图表 75: 2018Q3 建筑央企资产负债率.....	- 38 -
图表 76: 商品房销售周期.....	- 39 -
图表 77: 房地产销售结构.....	- 40 -
图表 78: 棚改规模.....	- 40 -
图表 79: 商品房价格周期.....	- 40 -
图表 80: 百城住宅平均价格.....	- 41 -
图表 81: 百城价格结构.....	- 41 -
图表 82: 百城土地成交与溢价率.....	- 41 -
图表 83: 土地流拍.....	- 42 -
图表 84: 各线城市土地流拍率.....	- 42 -
图表 85: 新开工面积增速.....	- 42 -
图表 86: 新开工与竣工面积增速.....	- 42 -
图表 87: 竣工与建安投资增速.....	- 43 -
图表 88: 房地产开发投资与建安投资.....	- 43 -
图表 89: 房地产相关收入与地方政府财政收入.....	- 44 -
图表 90: 商品房销售面积与狭义基建投资增速.....	- 44 -
图表 91: 基建投资与房地产开发投资的关系.....	- 44 -
图表 92: 十年期国债利率.....	- 45 -
图表 93: 房地产按揭贷款利率.....	- 45 -
图表 94: 部分地产政策.....	- 46 -
图表 95: 十大城市待售面积.....	- 46 -
图表 96: 80 城库存与去化周期.....	- 47 -
图表 97: 去化周期结构数据.....	- 47 -
图表 98: 房地产销售结构.....	- 47 -
图表 99: 房地产建安投资与资金来源.....	- 48 -
图表 100: 房地产开发资金来源结构.....	- 48 -
图表 101: 房地产开发资金来源分部增速.....	- 48 -
图表 102: 房地产现房与期房销售面积增速.....	- 49 -
图表 103: 现房与期房销售占比.....	- 49 -

图表 104: 建筑板块收入增速	- 49 -
图表 105: 基建与房建板块收入增速	- 49 -
图表 106: 建筑行业新签订单同比增速	- 50 -
图表 107: 主要基建央企新签订单增速	- 50 -
图表 108: 中国建筑房建订单同比增速	- 50 -
图表 109: 建筑行业毛利率	- 51 -
图表 110: 建筑行业净利率	- 51 -
图表 111: 建筑行业现金流	- 51 -
图表 112: 房地产开发资金: 应付工程款	- 51 -

前言

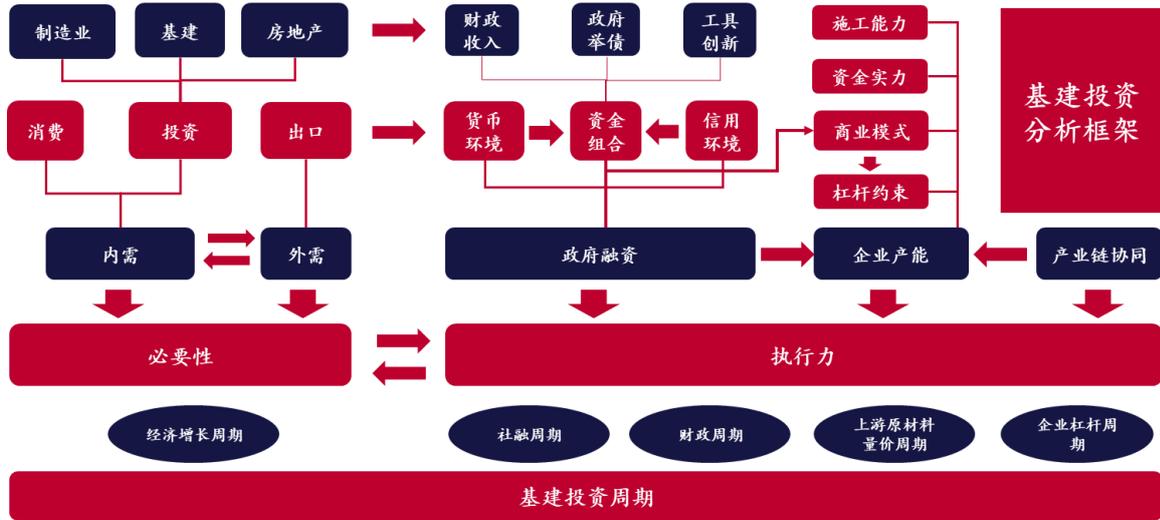
建筑行业在城镇化进程中遵循库兹涅茨周期，而 2008 年之后，我国地产、基建存在显著的小周期，并且主导宏观经济的走势。“小周期”分析是建筑行业投资策略的基本依据。通过基建的视角建立建筑行业的宏观框架并对接下来的周期走势进行推演是本文的主要目的，并基于此对 2019 年建筑板块的投资做出建议。本文分四个部分：第一部分是基建投资的宏观框架；第二部分对基建投资的第二过渡周期进行论述；第三部分分析房地产周期的回归问题；第四部分是 2019 年建筑行业的投资逻辑与标的推荐

第一部分：基建投资的宏观框架

宏观框架的核心变量综述

基建投资在城镇化推进过程中有其刚需的一面，但 2008 年之后更多体现“稳增长”的政策属性，站在这个角度，基建投资是“必要性”和“执行力”的结合体。“必要性”即“稳增长”的意愿，取决于内需、外需冲击对 GDP 增长的压力。内需变量包括消费、固定资产投资，固定资产投资主要涵盖基建、地产、制造业。外需即出口，外需不仅影响“必要性”，还通过外汇占款影响基础货币投放，从而对基建投资的融资环境产生影响。“执行力”即能力，包括政府融资、产业链协同、企业产能三个部分。政府融资是基建投资的“发动机”，涉及货币环境、信用环境、资金组合，货币-信用环境决定政府融资的规模。资金组合即基建资金来源的融资工具组合，在每一轮周期中都有变化或者创新，另外政府融资模式在一定程度上改变着基建项目的商业模式。产业链协同主要指上游材料的供应，包括量和价两个维度，在供给侧改革的政策环境下，上游材料供应会出现紧张的局面，且建材价格对需求变化的弹性变大，从而影响基建项目的成本。企业产能即基建企业消化订单的能力，其取决于施工能力、资金实力、商业模式和杠杆约束。政府融资、产业链协同、企业产能之间也是相互影响的，政府资金的充裕程度会改变企业的回款情况从而影响企业的资产负债率，尤其在目前央企、国企降杠杆的背景下，这一点变得非常重要。以上介绍的核心变量以及之间的联系都可以通过周期的视角分析，包括经济增长周期、社融周期、财政周期、上游原材料的量价周期、基建企业的杠杆周期等，最终都可用于对基建投资周期的分析中。

图表 1: 基建投资核心要素

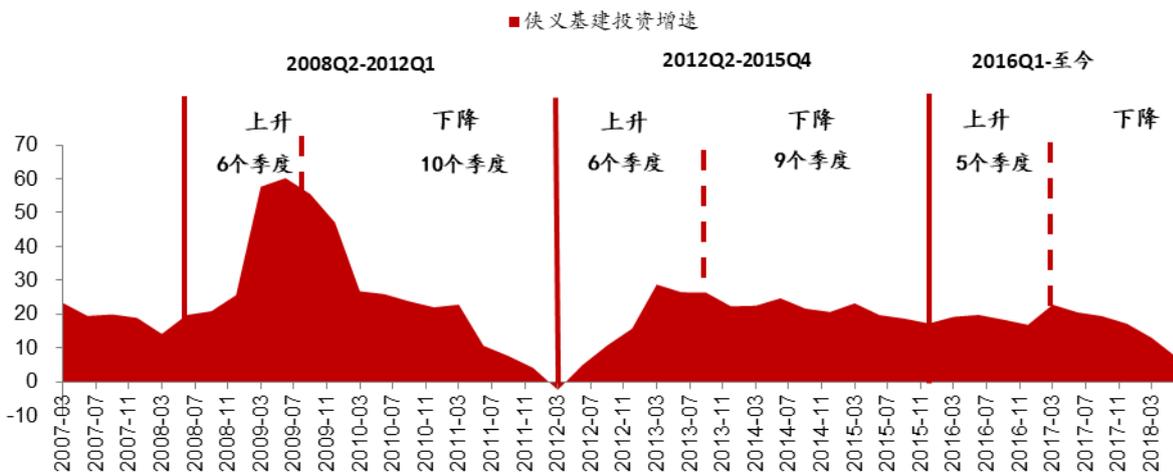


来源：中泰证券研究所

基建投资周期划分

以 2008 年全球金融危机为起点，基建投资经历三轮周期，分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-至今，前两轮周期分别持续 16 个季度、15 个季度，上升阶段皆为 6 个季度，下降阶段分别为 10 个季度、9 个季度。第三轮基建投资周期起始于 2016Q1,在 2017Q1 达到高点，上升阶段 5 个季度。从能级来看，三轮周期依次递减，上升阶段投资增速的振幅快速衰减。需要说明的时，本文在划分一轮周期的向上阶段和向下阶段时并没有严格选择投资增速的绝对高点作为分界点，而是选择投资增速曲线出现明显且趋势性下滑的点位。另外本文认为 2018 年四季度第三轮周期已经结束，新一轮周期已经开启，但详细论述在第二部分，所以在这一部分暂且将第三轮周期划分为“2016Q1-至今”。

图表 2: 狭义基建投资周期划分



来源：wind，中泰证券研究所

从基建投资与 GDP 增速的关系来看,2008 年以来基建投资周期与 GDP 的增长周期具有较高的一致性,基建投资增速一般领先 GDP 增速见底,三轮周期中分别领先 3 个季度、2 个季度、1 个季度。基建投资与 GDP 周期的一致性主要由于“基建稳增长”的政策选择。

图表 3: 狭义基建投资与 GDP 增速之间的关系

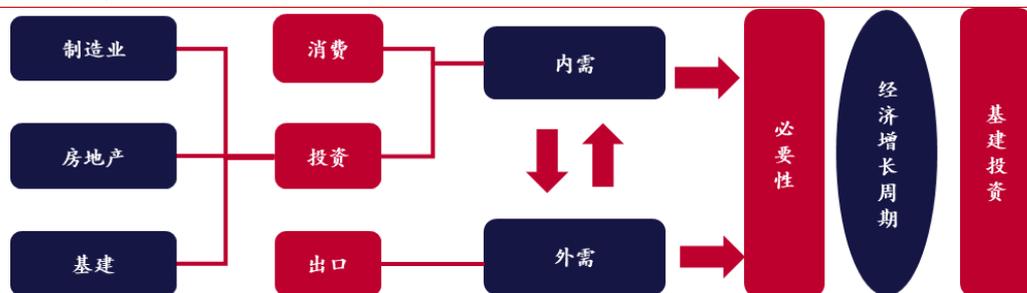


来源: wind, 中泰证券研究所

基建投资“必要性”分析

“必要性”就是分析“基建稳增长”的触发机制,核心是分析宏观经济的需求冲击。按照传统的思路,需求冲击分为内需、外需,主要涉及消费、固定资产投资、出口三个方面,固定资产投资主要包括制造业、基建、房地产。从最近十年的经验来看,我国内需、外需的波动周期具有显著的相关性,每一轮基建周期开启条件非常相似,即内需、外需冲击共振导致 GDP 大幅下滑。2008 年全球金融危机全面爆发之前,国内的货币政策已经处于加速收紧通道,房地产、制造业投资出现显著下滑;第二轮周期起始于 2012 年二季度,2010 年到 2011 年三季度同样经历货币政策的剧烈收缩,地产、制造业、社零总额等数据快速走弱,出口增速在这一时期也快速恶化;第三轮周期开启前期,货币相对宽松,但 2015 年宏观经济面临的问题是制造业的产能过剩与房地产的高库存,固定资产投资同样出现明显下滑,消费数据也逐渐走弱,出口数据负增长。

图表 4: 必要性分析框架

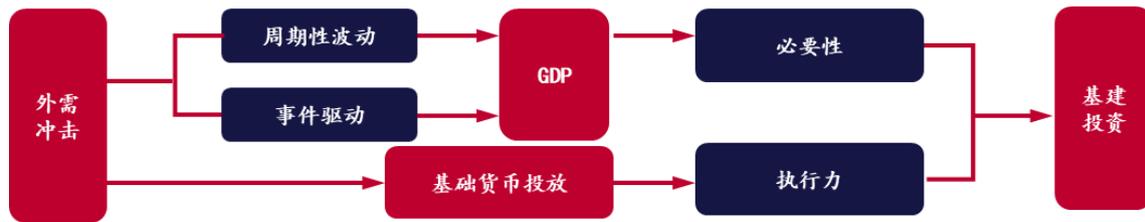


来源: 中泰证券研究所

一、外需冲击对基建投资的影响机制

外需对我国宏观经济的影响举足轻重，2017年进出口总额占名义GDP比重为33.6%，货物和服务净出口对GDP累计同比的拉动为0.6。外需对基建投资的影响主要有两条路径，一方面通过冲击GDP的增长影响“基建稳增长”意愿，另一方面通过“外汇占款”影响基础货币的投放，改变基建融资的货币环境。第二点在分析基建投资“执行力”部分时进行分析。

图表 5: 外需冲击机制分析

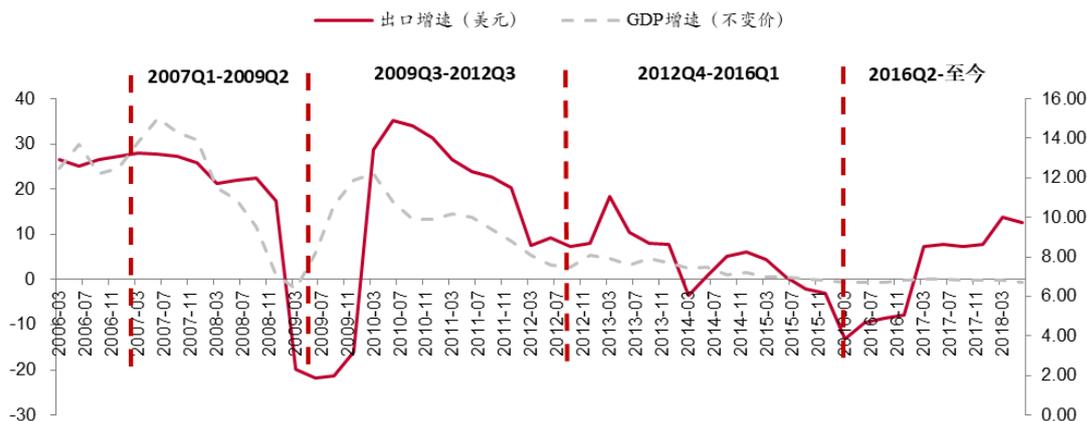


来源: wind, 中泰证券研究所

二、出口周期性波动

我国的出口增速具有周期性波动的特点,且与GDP波动高度相关。从2007年开始划分,经历了1个下降周期、2个完整周期、1个上升周期,分别为2007Q1-2009Q2、2009Q3-2012Q3、2012Q4-2016Q1、2016Q2-2017Q1。2007年一季度开始的下降周期中,出口数据领先GDP一个季度见顶、滞后一个季度见底,之后两个完整周期中,出口与GDP皆同时见底,最近一个上升周期中,出口数据滞后GDP三个季度见顶。

图表 6: 出口与GDP



来源: wind, 中泰证券研究所

三、内外共振是需求冲击的基本特征

GDP与出口的下行周期呈现显著的叠加效应,2007以来的三轮经济下行周期中,GDP与出口共振向下的阶段分别是2007Q3-2009Q1、2010Q3-2012Q3、2015Q1-2016Q1,持续时间分别为7个季度、9个季度、5个季度。在GDP与出口共振向下的阶段,我们从固定资产投资、

消费两个维度考察内需的波动，固定资产投资包括基建、房地产开发以及制造业，其中房地产开发投资剔除土地购置费：

- (1) **2007Q3-2009Q1**: 出口增速下滑 47.5 个百分点；基建投资增速上升 37.7 个百分点，节奏方面，先下行 5.8 个百分点，再上行 43.5 个百分点；房地产开发投资增速大幅下行 20.5 个百分点，制造业投资下滑 8.3 个百分点；社零总额增速小幅下滑 0.9 个百分点，但在节奏上先上行 6.1 个百分点，再下滑 7 个百分点。整体来看，内需伴随外需快速下滑，尾部冲击更加明显，从而引发基建对冲。
- (2) **2010Q3-2012Q3**: 出口增速下滑 27.7 个百分点；基建投资下滑 15.1 个百分点，节奏方面先下行 28.3 个百分点，再上行 13.1 个百分点；房地产开发投资下滑 11.9 个百分点，先上行 7.4 个百分点，再下行 19.3 个百分点；制造业投资增速下滑 1.4 个百分点，先上行 7.5 个百分点，再下行 8.9 个百分点；社零总额增速下滑 4.1 个百分点。这一阶段内需的波动特点与上一时期类似。
- (3) **2015Q1-2016Q1**: 出口增速下滑 19.1 个百分点；基建增速小幅下滑 1.4 个百分点，先下滑 3.4 个百分点，再上行 2.0 个百分点；地产投资先下滑 6.1 个百分点，再上行 6.2 个百分点；制造业投资、社零总额增速分别下滑 7.1 个百分点、1.7 个百分点。这一阶段各项数据波动大幅收敛，基建、地产投资在尾部出现共振对冲。

通过对以上三个阶段外需下滑过程中内需变化的分析，可以得出三方面的结论：第一、外需的冲击确实伴随着内需下滑；第二、尾部都出现加速冲击的迹象；第三，基建率先对冲，但逐渐趋弱，在第三阶段，与地产投资共振对冲。

图表 7: 内需外需冲击节奏

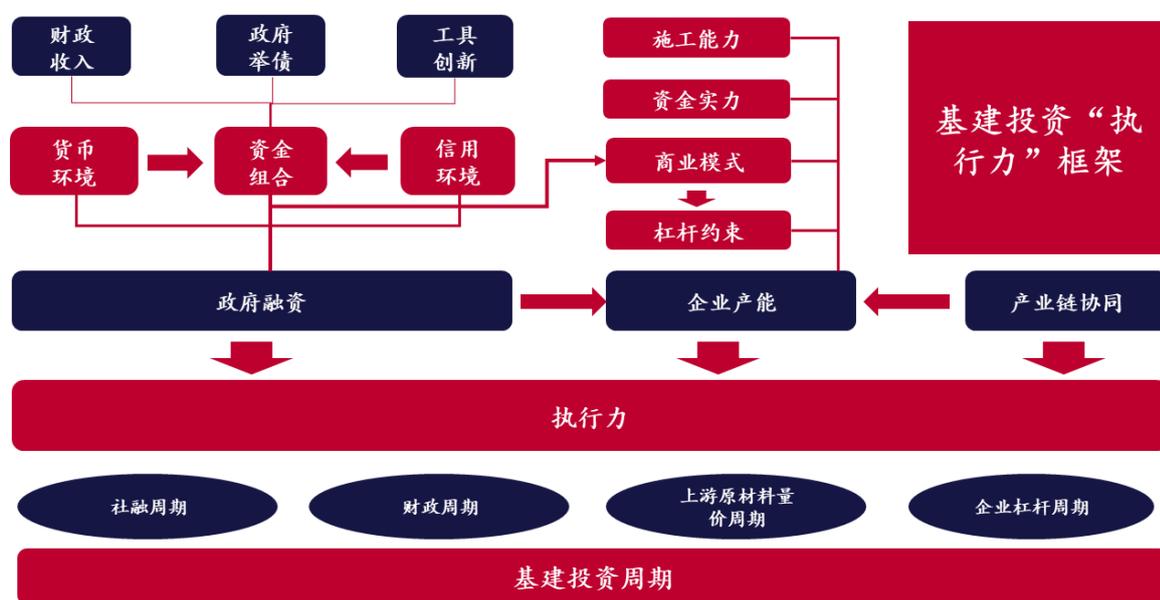
		2007Q3-2009Q1	2009Q2-2010Q1	2010Q2-2012Q3	2012Q4-2013Q3	2013Q4-2016Q1	2016Q2-2017Q2
GDP 增速	波段划分	下降阶段	上升阶段	下降阶段	上升阶段	下降阶段	上升阶段
		7 个季度	4 个季度	10 个季度	4 个季度	10 个季度	5 个季度
	波动幅度	-8.6	5.8	-4.7	0.6	-1.4	0.2
		2007Q2-2009Q2	2009Q3-2010Q2	2010Q3-2012Q3	2012Q4-2014Q4	2015Q1-2016Q1	2016Q2-2018Q1
出口增速	波段划分	下降阶段	上升阶段	下降阶段	震荡阶段	下降阶段	上升阶段
		9 个季度	4 个季度	9 个季度	9 个季度	5 个季度	8 个季度
	波动幅度	-49.7	56.9	-27.7	—	-19.1	26.7
		2007Q3-2009Q1	2009Q3-2010Q1	2010Q3-2012Q3	2012Q4-2013Q3	2015Q1-2016Q1	2016Q2-2017Q2
GDP 与出口重叠部分		下降阶段	上升阶段	下降阶段	—	下降阶段	上升阶段
		7 个季度	3 个季度	9 个季度	—	5 个季度	5 个季度
出口增速		-47.5	50.5	-27.7	—	-19.1	20.8
固投增速	基建	+37.7 (-5.8; +43.5)	-33.4 (单边下行)	-15.1 (-28.3; +13.1)	—	-1.4 (-3.4; +2.0)	+1.3 (震荡上行)
	地产	-20.5 (震荡下行)	+17.1 (单边上行)	-11.9 (+7.4; -19.3)	—	+0.1 (-6.1; +6.2)	-0.4 (震荡下行)
	制造业	-8.3 (震荡下行)	-3.5 (单边下行)	-1.4 (+7.5; -8.9)	—	-7.1 (单边下行)	-0.9 (-3.3; 2.4)
社零增速		-0.9 (+6.1; -7)	+2.9 (单边上行)	-4.1 (震荡下行)	—	-1.7 (震荡下行)	+0.1 (震荡上行)

来源: wind, 中泰证券研究所。

基建投资“执行力”分析

政府融资、产业链协同、企业产能是决定基建投资“执行力”的宏观、中观、微观三要素。政府融资是基建投资的核心，由于地方公共财政具有“吃饭财政”的特点，地方政府的基建投资资金来源主要依靠土地财政和大量举债。产业链协同主要指在基建投资所需的人力、物力的投入，既包括量的供应，也涉及价的变化，产业链协同对基建投资的成本有较大的影响；企业产能是基建企业消化订单的能力，是基建投资微观分析的关键点，尤其是在 PPP 等投融资项目占比提升、建筑国企央企进入降杠杆周期的背景下。

图表 8：基建投资执行力框架



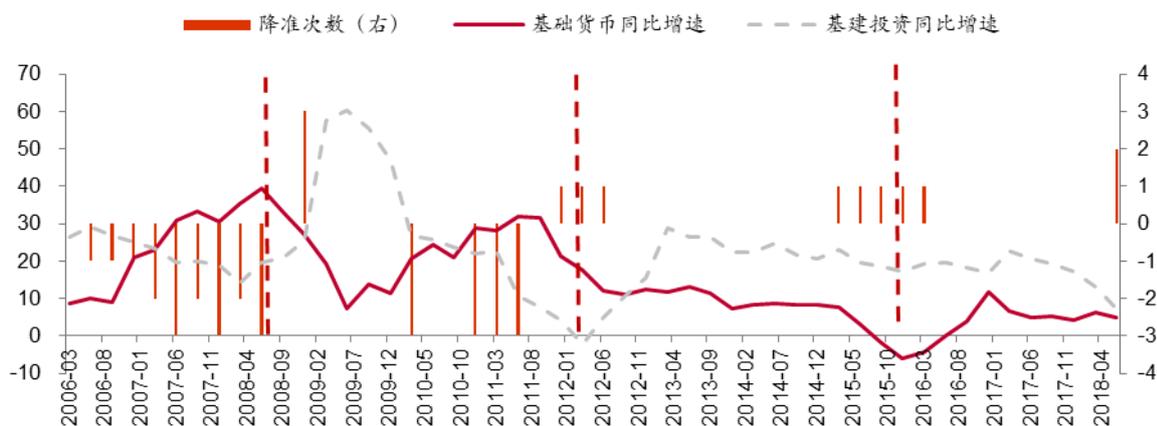
来源：中泰证券研究所

一、政府融资分析

1、货币环境

基建周期的本质是政府融资周期，融资环境与资金组合是分析政府融资的两个关键点，融资环境包括货币环境与信用环境。货币环境可以从货币乘数（降准）和基础货币数量两个角度分析。在每一轮基建投资周期开启阶段，都伴有一定次数的降准，2008Q4 央行降准 3 次、2011Q4-2012Q2 降准 3 次、2015Q1-2016Q1 降准 5 次，而基础货币数量也在一定程度上呈现周期性波动的特点，虽然与基建投资没有固定的节奏上的关系，但在基建投资的每一轮周期中，基础货币总量的变化都起到推波助澜的作用，尤其是在基建投资的下行阶段，基础货币投放都出现明显放缓的现象。

图表 9: 基础货币与基建投资增速



来源: wind, 中泰证券研究所

通过对央行资产负债表的简化, 可以进一步对基础货币数量进行进一步的分析, 根据央行资产负债表, 影响基础货币投放的主要变量可以简化为: 基础货币=外汇占款+对政府债权+对其他存款性公司债权-债券发行-政府存款+其他。进一步可以分为外部变量和内部变量, 外部变量即外汇占款, 其余为内部变量, 则等式可以转变为: 基础货币=外汇占款+(对政府债权+对其他存款性公司债权 -政府存款-债券发行)+其他;

2007 对政府债权达到 1.63 万亿, 之后波动很小; 央票发行的主要目的是对冲外汇占款对基础货币的被动投放, 2010 年开始央票进入退出周期, 目前已经停止发行; 因此决定基础货币内部投放的核心变量是对其他存款性公司的债权与政府存款, 以上等式可以进一步简化为: 基础货币=外汇占款+(对其他存款性公司债权-政府存款)+其他。基于此基础货币数量的变化可以进一步归纳为三个特点: 内生性、外部周期性冲击、财政存款的缓冲机制

图表 10: 央行资产负债表

负债	资产
储备货币	国外资产
货币发行	外汇 (央行口径外汇占款)
其他存款性公司存款	黄金
	其他
不计入储备货币的金融性公司存款	对政府债权
债券发行	对中央政府债权
国外负债	对其他存款性公司债权
政府存款	对其他金融性公司债权
自有资金	对非金融公司债权
其他负债	其他资产

来源: 央行官网, 中泰证券研究所

■ 内生性

2008-2011 年外汇占款在基础货币中的比重在 100-130% 区间波动，之后一路下滑至 2017 年的 68%，与此形成鲜明对比的是对其他存款性公司债权在基础货币中占比从 2013 年开始大幅提升，对其他存款性公司债权指央行对商业银行、政策性银行等其他存款性公司的再贴现、再贷款、逆回购操作和结构性货币政策工具余额，属于主动的货币调整政策，其比重从 2014 年一季度的 4.5% 提升到 2018 年二季度的 32.5%，这反映了基础货币的投放从外生转向内生。基础货币内生性一定程度上得益于 2013 以来央行货币政策的工具创新，包括 SLO、SLF、MLF、PSL 等，截至 2018 年三季度 MLF、PSL 余额分别高达 5.38 亿、3.24 亿。

图表 11: 外汇占款在基础货币中的比重



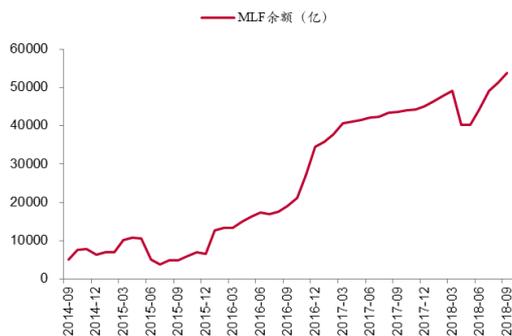
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 对其他存款性公司债权比重



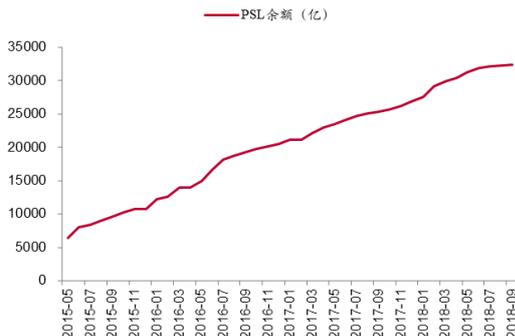
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: MLF 余额 (亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: PSL 余额 (亿)



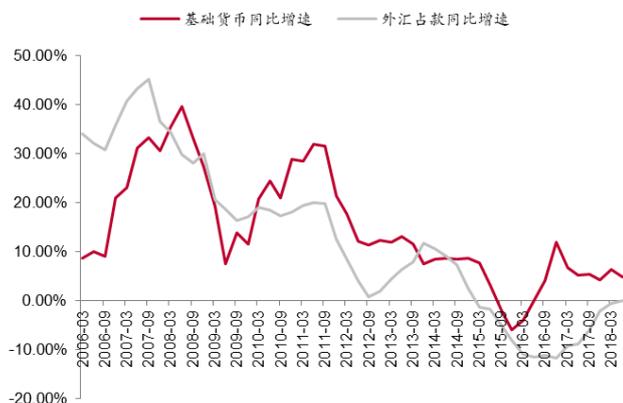
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 外部周期性冲击

外汇占款与基础货币的波动高度相关，呈现显著的周期性。外汇占款最终来源于国际收支，主要是经常项目盈余、资本与金融账户下的直接投资 (FDI) 与其他投资的资金流入。经常项目盈余取决于进出口，出口具有显著的顺周期属性，进口取决于国内需求。资本与金融账户中的其

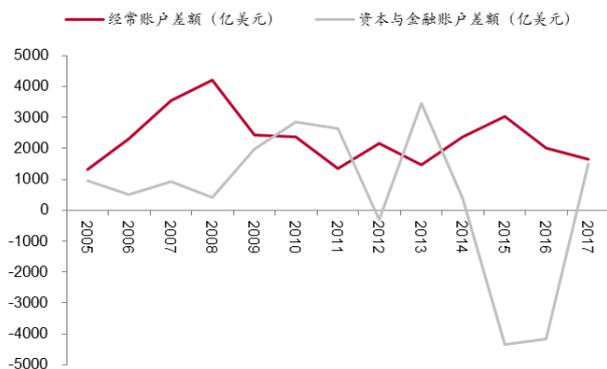
他投资与人民币汇率变化高度相关，比如 2012 年、2014 年、2015 年汇率贬值造成该科目出现较大的负差额。外汇占款波动的周期性主要来自出口的顺周期性以及国内利率逆周期调节带来的汇率波动。

图表 15: 基础货币与外汇占款的关系



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 经常账户与资本账户差额

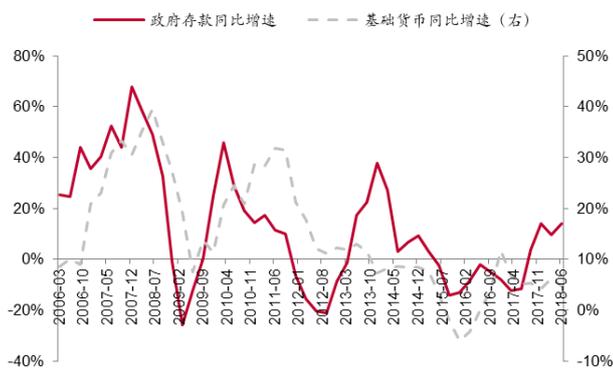


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 政府存款的缓冲机制

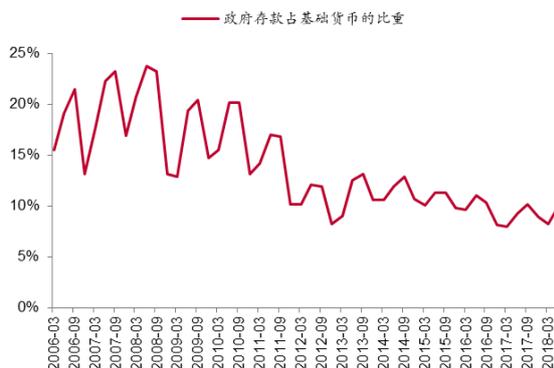
政府存款是央行资产负债表的负债端，其增加将减少基础货币的数量。2012 年以来政府存款占基础货币的比重在 10%左右。政府存款与基础货币的波动表现出较强的正相关性。每一轮基建周期都伴随准备金率的降低与基础货币的投放，营造宽松的融资环境，配合政府融资，加之公共财政与土地财政具有较强顺周期属性，在基建投资的上升阶段政府融资旺盛，形成净收入，从而政府存款规模扩大，对冲基础货币投放，在一定程度上对货币宽松形成对冲，而在基建投资下降周期，政府存款的减少对基础货币的投放形成一定的支撑。

图表 17: 政府存款与基础货币增速的关系



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 政府存款占基础货币的比重



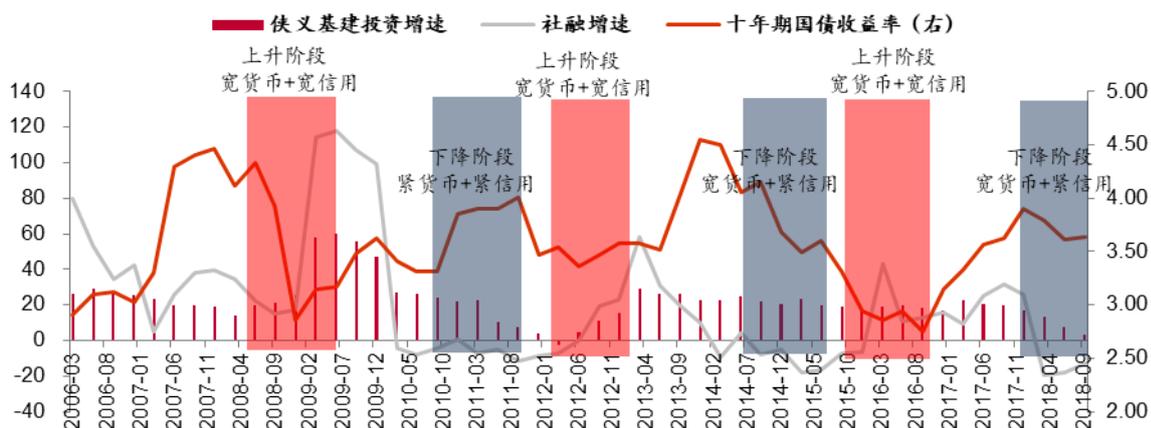
来源: wind, 中泰证券研究所

2、信用环境

信用环境对基建投资有直接影响，社融增速与基建投资增速相关系数高达 0.74。由于货币环境与信用环境关系密切，我们结合货币环境分析信用环境对基建投资的影响，用社融增速的高低刻画信用环境的松紧，用

十年期国债利率作为银行流动性的指标，国债利率上升代表货币收紧，反之则代表货币宽松。为了简化分析，我们选择每一轮基建周期的首、尾两段，分析货币-信用环境对基建周期开启与结束的影响。我们发现宽货币、宽信用是三轮基建投资周期开启的共同特点；而三轮基建周期下行阶段的货币、信用环境并不相同，第一轮基建周期在紧货币、紧信用的环境中结束，后两轮周期尾部都呈现宽货币、紧信用的特点。从而可以看出，“信用”是更关键的变量，宽货币传导至宽信用才能对基建产生真正的刺激作用。

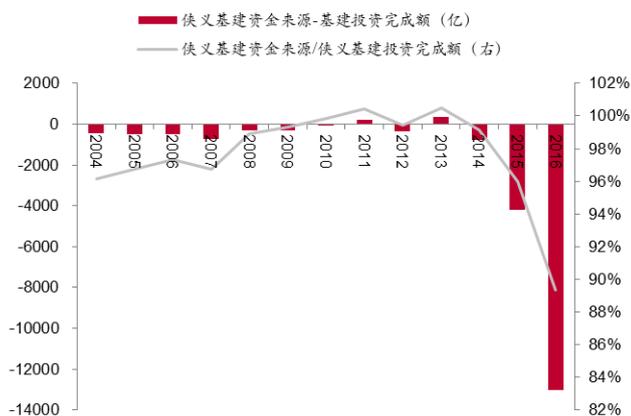
图表 19: 货币信用环境与基建投资增速



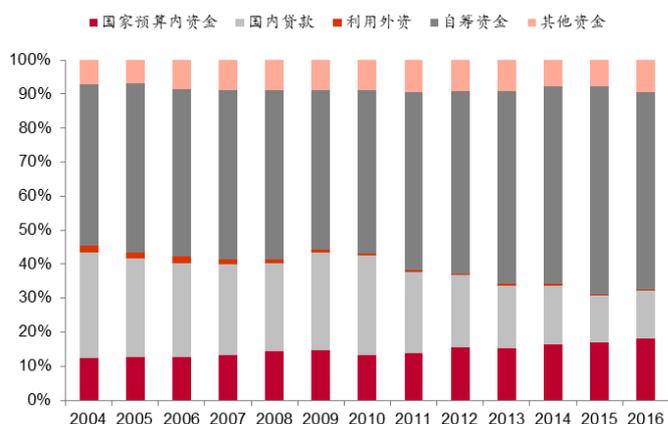
来源: wind, 中泰证券研究所

3、资金组合

按照统计局的口径，基建资金来源主要有预算内资金、自筹资金、国内贷款、利用外资、其他资金五个大类，2016 年各类资金的占比分别为 18.0%、58.1%、14.3%、0.2%、9.4%，其中自筹资金占比最高，且种类多样，主要包括政府性基金、城投债、非标融资、PPP 等。传统按照分拆资金来源预测基建投资增速的方法有明显的局限性：首先基建投资完成额与基建资金来源并不相等，且最近三年两者之间的缺口大幅扩大；其次，基建资金的筹措受货币信用环境影响较大，很难对分项做出合理的假设；最后，基建资金作为一个组合在每轮周期中都有创新，线性外推并不合适。本文对基建投资的分析采用简化的思路，找出核心的资金组合，定性地分析每一轮基建资金的特点。

图表 20: 狭义基建资金来源与基建投资完成额


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: 狭义基建资金来源结构


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 狭义基建资金来源分解

名称	比重 (2016 年)	分项	备注
预算内资金	18.0%	一般公共预算	包含地方政府一般债
		国债	
		政府性基金	包含地方政府专项债
自筹资金	58.1%	城投债	
		专项建设债	国开行、农发行向储蓄银行定向发行的专项债券
		非标融资	信托资金等
		其他	自有资金、PPP 中的社会资本、铁路建设债、政府引导基金等
国内贷款	14.3%	一般贷款	银行表内贷款为主
		政策性银行贷款	国开行、农发行、口行
利用外资	0.2%	—	
其他资金	9.4%	—	除以上各种资金以外的资金, 包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。

来源: 统计局, 中泰证券研究所

基建投资的核心资金来源可以分为三类: 第一类, 基础性资金来源, 是基建投资资金长期且稳定的来源, 包括预算内资金、国内贷款、土地出让金等; 第二类, 阶段性资金来源, 既包括城投这类已经长期存在但逐渐走向没落的资金来源, 也包括专项建设债等仅短期存在资金来源; 第三类, 潜力型资金来源, 即逐渐繁荣且有望在下一轮基建周期中发挥重要作用的资金来源, 比如专项债、PPP 等。分析前两类资金来源主要看其强弱, 分析第三类资金来源主要看趋势。为了简化分析, 基建三轮周期按照年度数据划分, 分别为 2008-2011 年、2012-2015 年、2016 年至今。三轮基建周期的资金来源及强弱评判归纳如下表:

图表 23: 基建投资资金组合与基建项目商业模式

基建资金组合	第一轮周期: 2008-2011 年	第二轮周期: 2012-2015 年	第三轮周期: 2016-至今
第一类资金	预算内资金★★	预算内资金★★	预算内资金★★★
	国内贷款★★★	国内贷款★	国内贷款★★
	政府性基金★★★	政府性基金★★★	政府性基金★★★
第二类资金	城投债★	城投债★★★	城投债★★
		BT★★★	
		非标★★★	非标★
			专项建设债★★★
第三类资金	地方政府一般债★	地方政府一般债★	地方政府一般债★★
			普通专项债★★
		PPP★	PPP★★
基建商业模式	传统承包模式	BT 模式	PPP 模式

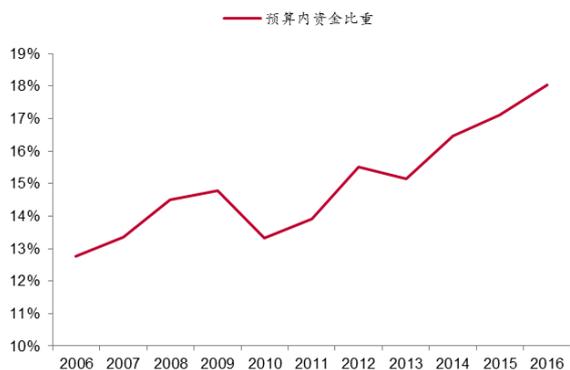
来源: 中泰证券研究所。备注: ★表示较弱、★★表示中等、★★★表示强

■ 预算内资金

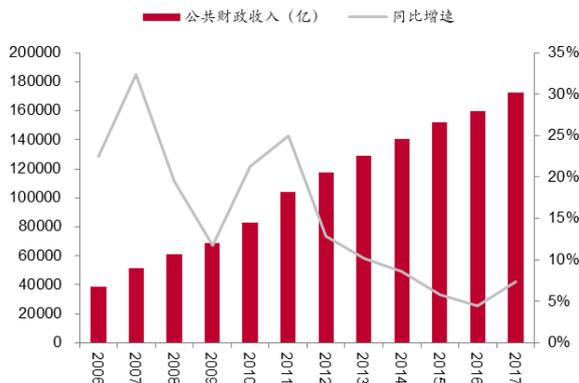
按照统计局的解释, 预算内资金包括一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算, 但在实际操作过程中, 预算内资金主要来自一般预算, 政府性基金资金归在自筹资金部分。预算内资金在基建资金中的占比呈现不断上升的趋势, 从 2008 年的 14.5% 上升至 2016 年的 18.3%。公共财政收入、调节资金、财政赤字是分析预算内资金的三个关键因素, 三者是预算内资金的主要来源, 其中调节资金=结转结余资金+中央稳定资金净调入资金-地方财政结转下年支出-地方政府债券还本支出。

- (1) 公共财政收入跟经济增长密切相关, 在 2008-2011 年出现较大的波动, 2012-2016 年财政收入增速趋势性下滑, 2017 年企稳回升
- (2) 调节资金方面, 2014 年之前对预算资金基本做贡献, 2015 年开始, 调入资金大幅转正, 2015-2017 年调入资金分别为 7351 亿、6489 亿、6963 亿, 成为预算资金的重要来源
- (3) 财政赤字方面, 2008 年中央财政赤字 1800 亿, 地方财政没有安排财政赤字, 而 2009 年中央财政赤字大幅提升至 7500 亿, 地方财政赤字 2000 亿, 财政赤字大幅提升形成预算内资金的强支撑, 并提升预算内资金在基建资金来源中的比重。2011、2012 年财政赤字回落, 从 2010 年的 10000 亿回落至 2012 年的 8000 亿; 2013 年财政赤字规模快速扩张, 达到 12000 亿, 相比 2012 年多增 4000 亿, 支撑第二轮基建投资的扩张。之后财政赤字逐年递增, 2017 年达到 2.38 万亿。

财政赤字的扩张、调节资金的增加是支撑预算内资金占比提升的核心原因, 尤其在第二轮基建周期中, 有效对冲了公共财政收入增速的下滑带来资金紧缩。

图表 24: 预算内资金占总资金来源的比重


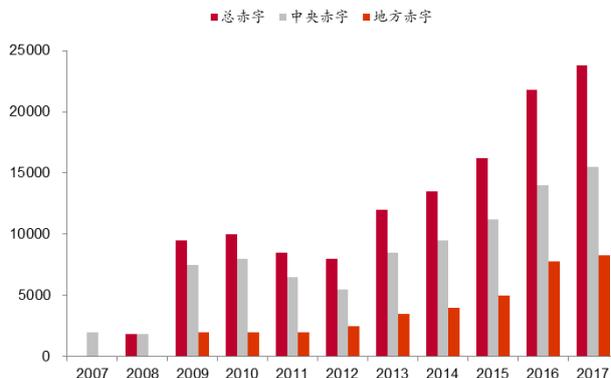
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: 公共财政收入及同比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 调节资金

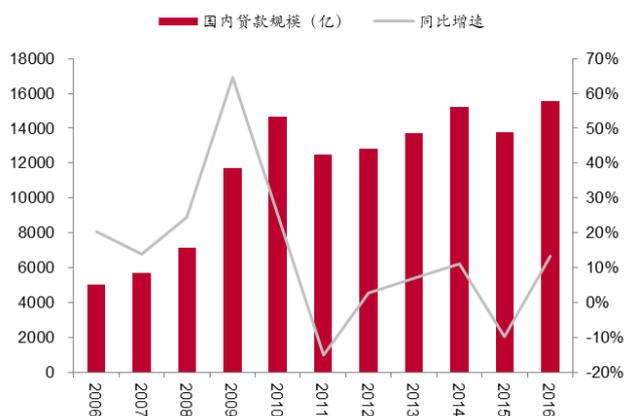

来源: 财政部官网, 中泰证券研究所

图表 27: 财政赤字


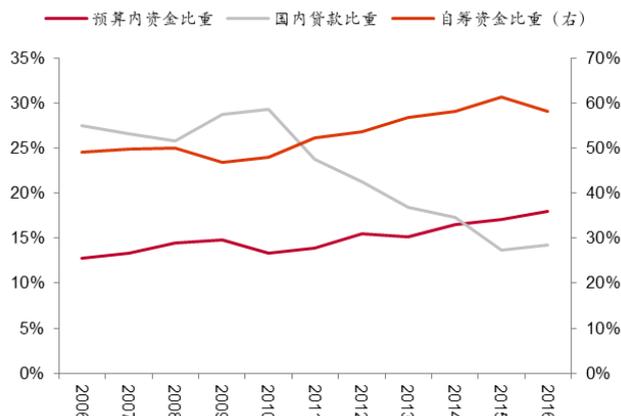
来源: 财政部官网, 中泰证券研究所

国内贷款

国内贷款是第一轮基建周期资金的重要来源, 2008 之前国内贷款资金占基建资金来源的比重处于下降通道, 2008 年为 25.75%, 之后两年明显提升, 2010 年为 29.3%。根据审计署 2010 年全国地方性债务审计报告, 2010 年底银行贷款占地方债务的比重为 79%。2011 年内贷款资金占基建资金来源的比重出现趋势性下滑, 2015 年仅为 13.7%, 2016 年有所反弹, 为 14.3%。国内贷款逐渐式微背后是预算内资金与自筹资金的崛起。在第二轮基建周期中城投债大规模发行、非标资金崛起, 快速推升自筹资金的比重。这背后体现了基建投资经过第一轮周期的大幅扩张后资金来源多元化的趋势, 且资金从表内逐渐走向表外。

图表 28: 国内贷款规模以及同比增速


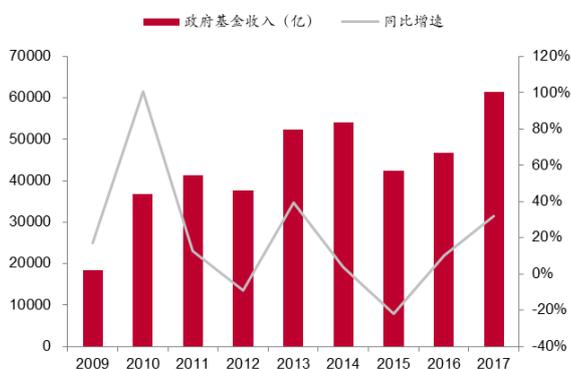
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 国内贷款占总资金来源的比重


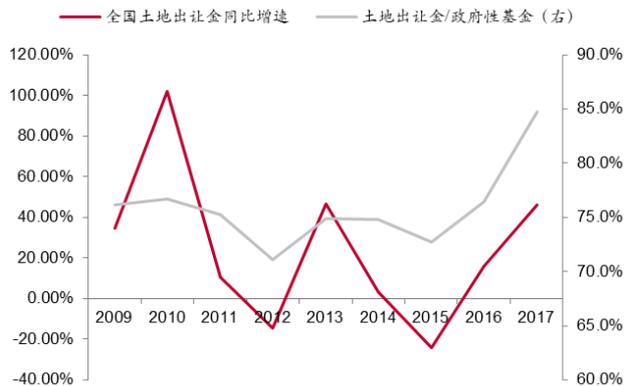
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 政府性基金

由于我国公共财政具有“吃饭财政”的特点，政府性基金是地方政府可支配资金的重要来源，土地出让金是政府性基金的核心部分，占比一直保持 70% 以上，2017 年高达 84.7%。政府性基金主要支出领域是基建，这部资金有三大特点：1、政府性基建规模较大、增速快。2017 年全国政府性基金收入规模为 6.15 万亿，是 2008 年的 3.93 倍，其中土地出让金规模 5.21 万亿，是 2008 年的 5.02 倍，2017 年狭义基建投资规模是 2008 年的 4.37 倍，土地出让金的扩张略快于狭义基建投资；2、土地出让金与基建投资增速高度相关。主要原因在于房地产周期与基建投资周期的存在较高的相关性，上文已有分析；3、最近三年专项债发行提速。2015-2017 年专项债发行规模分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿，加之 2016 年以来土地出让金本身处在加速扩张周期，可以说在第三轮基建周期中政府性基金的作用显著加强

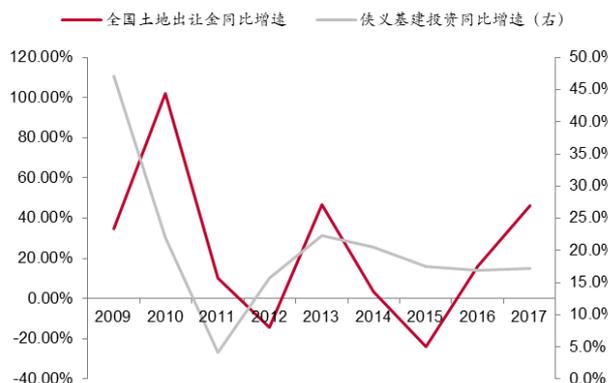
图表 30: 政府性基金收入与同比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 土地出让金在政府基金收入中比重


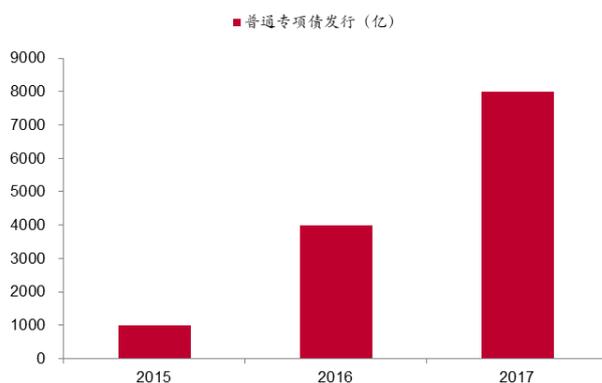
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 土地出让金与狭义基建同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 33: 普通专项债发行



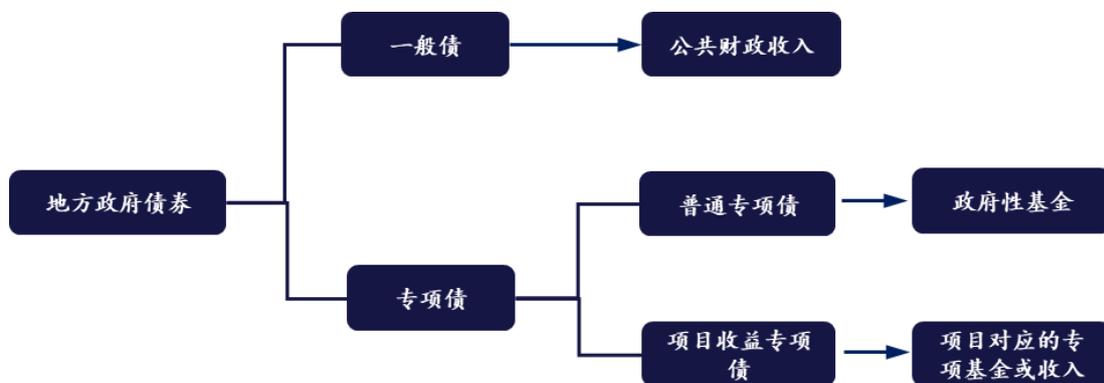
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 地方政府债

地方政府债是基建资金来源的第三类, 即逐渐繁荣有望在下一轮基建周期中发挥重要作用的资金来源。地方政府债分为一般债和专项债, 专项债又分为普通专项债和项目收益专项债。一般债由公共预算资金偿还, 普通专项债由政府性基金偿还, 项目收益专项债的偿还资金来源于项目对应的专项基金或专项收入。按照地方政府债的发展历史, 可以分为以下几个阶段:

- (1) **财政部代发代还:** 地方政府债发行始于 2009 年, 2009 年和 2010 年地方政府债全部由财政部代发代还, 每年额度 2000 亿
- (2) **部分地区试点自发代还:** 2011 年 10 月, 国务院批准上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。省(市)政府债券仍由财政部代办还本付息。2013 年 6 月, 自行发债试点范围扩大, 增加江苏省和山东省
- (3) **自发自还:** 2014 年 5 月, 经国务院批准, 上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还。2015 年 3 月, 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》印发, 一般债券由各地按市场化原则自发自还, 发行和偿还主体为地方政府。

图表 34: 地方债券分类

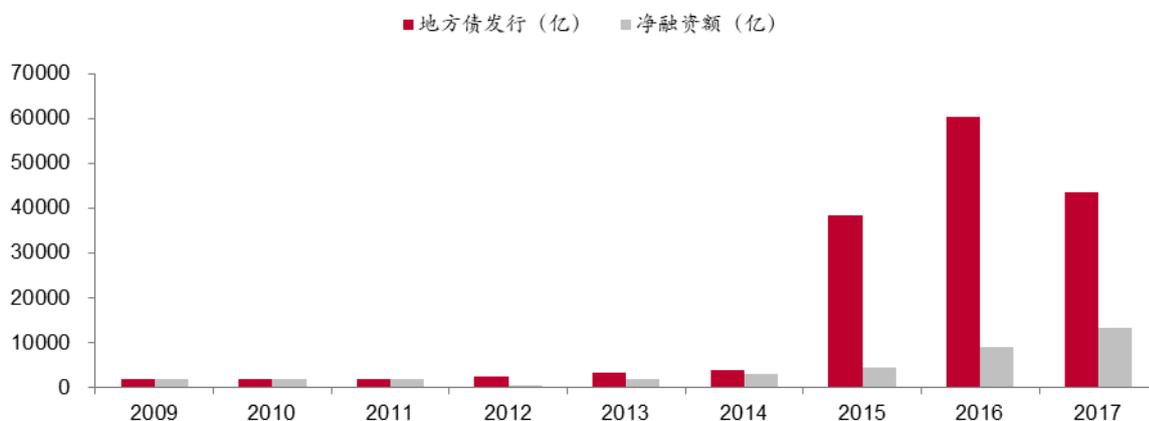


来源: 中泰证券研究所

从发行规模来看, 2014 年之前地方债发行规模和地方财政赤字相同,

2009-2011 年均为 2000 亿，2012-2014 年逐渐递增，分别为 2500 亿、3500 亿、4000 亿。2014 年新预算发布，发行地方债成为地方政府唯一合法举债方式，叠加 2015 年开始的地方债务置换，2015-2017 年地方债发行规模爆发，分别为 3.84 万亿、6.05 万亿、4.36 万亿，其中置换债分别为 3.20 万亿、4.90 万亿、2.77 万亿。地方债净融资额也快速扩大，由于债务置换的影响，地方债净融资等于发行总量减去置换和到期偿还，2015-2017 年净融资额分别为 4636 亿、9021 亿、13484 亿。新增债务（发行量-置换量）规模基本与地方财政赤字与普通专项债发行规模之和接近，而普通专项债一定程度上可以理解为政府性基金的赤字。经过连续三年的债务置换，地方政府债务期限、利率结构优化，短期压力减轻，为短期的扩张腾挪了空间，2018 年专项债限额大幅提升至 1.35 万亿，将成为基建投资强有力的支撑

图表 35: 地方债发行



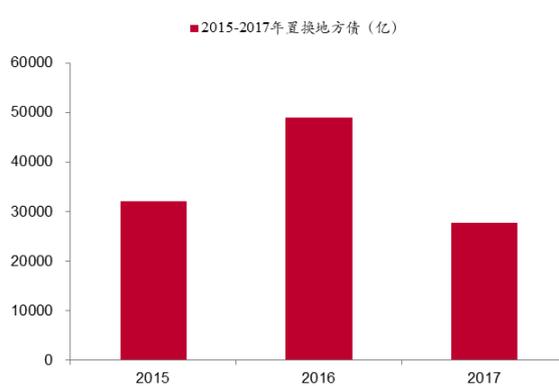
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 2015-2017 年增量地方债



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 2015-2017 年置换地方债



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 城投债

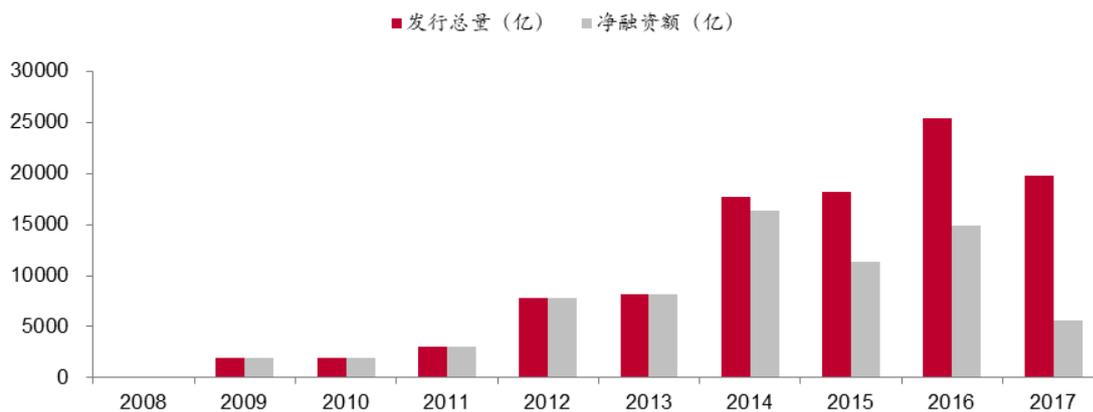
城投平台是基建投资体系的基石，是银行贷款、城投债、非标等基建资金的载体，2010 年底城投平台相关债务在地方政府债务中的比重为 46.4%，到 2013 年上半年占比为 39%。城投债作为城投资金的重要组

成部分，从 2008 年金融危机爆发之后进入黄金发展期。从城投债的发展脉络来看，在第一轮基建周期中崭露头角，在第二轮中快速繁荣，在第三轮由盛而衰。值得重点关注的是 2014 年以来城投衰退过程中的政策变化：

- (1) **2014 年-2015 年一季度**：2013 年上半年政治局讨论经济形势会上首次提出“三期叠加”的判断，这标志着新一届政府对经济形势认知的转变，2013 年对地方政府债务进行审计，2014 年 43 号文的发布标志着剥离城投平台政府融资职能的开启
- (2) **2015 年二季度-2016 年上半年**：2015 年经济下行压力较大，5 月份国务院发布 40 号文，对银行业金融机构支持地方政府融资平台在建项目做出了系统要求，要求银行业金融机构要在全面控制风险的前提下，不得盲目抽贷、压贷、停贷，之后发改委接连发布 1327 号文、3127 号文，城投平台融资迎来松绑
- (3) **2016 年下半年-2018 年上半年**：这个时期经济整体平稳，城投平台相关政策再次收紧，代表文件是 2017 年财政部等六部委联合发布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，提出加强平台融资管理，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源
- (4) **2018 年 7 月份-至今**：2018 年以来中美贸易摩擦不断升级，内需渐弱，经济下行压力加大，7 月份国常会提出督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投平台融资又显松绑迹象

整体来看，城投平台融资职能的剥离将是一个中长期且充满波折的过程，城投债务融资规模也将呈现波动的特征，在后续的基建投资中发挥阶段性作用。

图表 38：城投债发行规模



来源：wind，中泰证券研究所

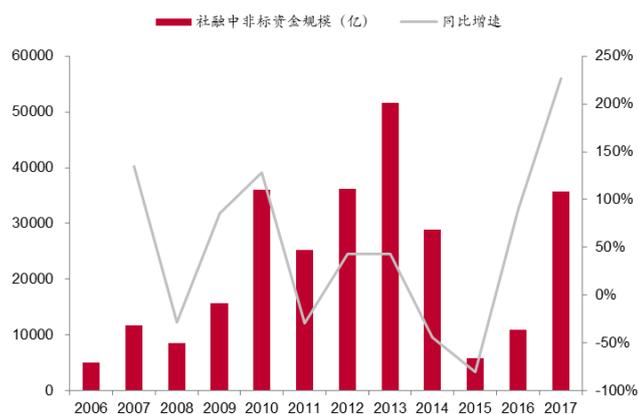
图表 39: 城投平台相关政策

发布日期	部门	文件/会议	核心内容
2014 年 9 月	发改委	《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》	从资产质量、融资成本和地方政府性债务风险等多个方面新增了城投企业的发债准入审核条件
2014 年 10 月	国务院	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文）	明确政府债务的融资主体仅为政府及其部门，不得通过企事业单位等举措，剥离融资平台政府融资功能
2014 年 10 月	财政部	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（351 号文）	启动地方政府存量债务清理甄别工作，特别强调了债务的甄别和处理将依据审计口径
2015 年 2 月	发改委	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	企业与政府签订的建设-移交（BT）协议收入、政府制定红线国内土地的未来出让收入返还，暂不能作为发债偿债保障措施
2015 年 5 月	国务院	《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》（40 号文）	要求银行业金融机构要在全面把控风险前提下，不得盲目抽贷、压贷、停贷
2015 年 5 月	发改委	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（1327 号文）	鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资
2015 年 11 月	发改委	《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（3127 号文）	简化申报程序，豁免发改委复核环节及放宽符合条件的发债企业数量指标限制等措施相继实施
2016 年 11 月	国务院	《地方政府性债务风险应急处置预案》（88 号文）	对地方政府性债务风险应急机制做出了系统性安排
2017 年 4 月	财政部等六部委	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50 号文）	加强平台融资管理，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式，要求或决定企业地方政府变相融资
2018 年 7 月	国务院	国常会	积极财政更加积极，保障融资平台合理融资需求

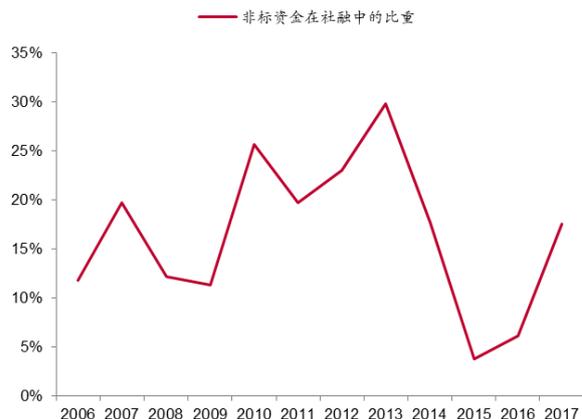
来源：wind，中泰证券研究所

■ 非标资金

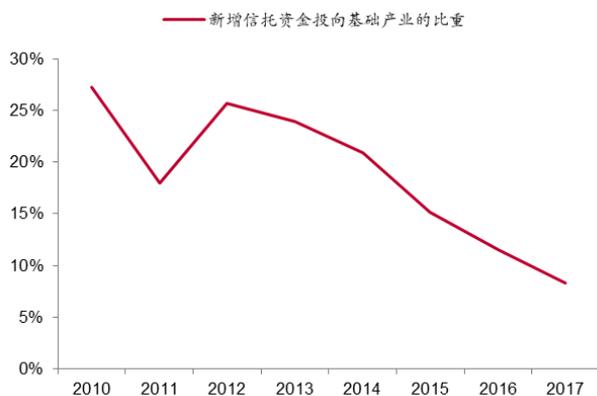
非标资金是第二轮基建周期资金组合中的一大亮点，2013 年社融中非标资金新增规模高达 5.16 万亿，占比 29.8%，为历史最好水平，2014 年随着政策收紧，规模大幅收缩，2017 年信托资金明显反弹，规模回升。由于公开数据有限，无法对非标资金投向基建的资金规模进行准确分析，本文主要分析信托资金对基建投资的资金支撑，以小见大。信托资金的投向主要方向包括工商企业、金融机构、基础产业、房地产等，其中基础产业主要为基建领域。第二轮基建周期中，信托资金投向基础产业的资金占比最高达到 2012 年的 25.7%，2013、2014 年比重为 23.9%、20.9%，2015 年之后随着监管趋严出现显著下滑，2017 年为 8.3%。从资金存量来看，2014 年资金信托余额中广义/狭义基建占比分别为 16.1%、13.4%，之后也呈现逐渐回落的趋势；从地方政府债务角度来看，根据审计署的报告，截至 2013 年上半年，信托融资的债务规模为 1.43 万亿，占整体债务的比重约 8%。信托资金对基建投资的支撑不言而喻，非标资金的重要性可见一斑。

图表 40: 社融中非标资金规模


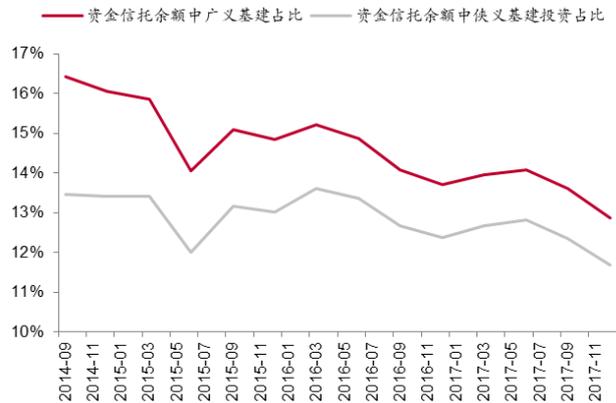
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: 非标资金在社融中的比重


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: 新增信托资金投向基础产业的比重


来源: wind, 中泰证券研究所

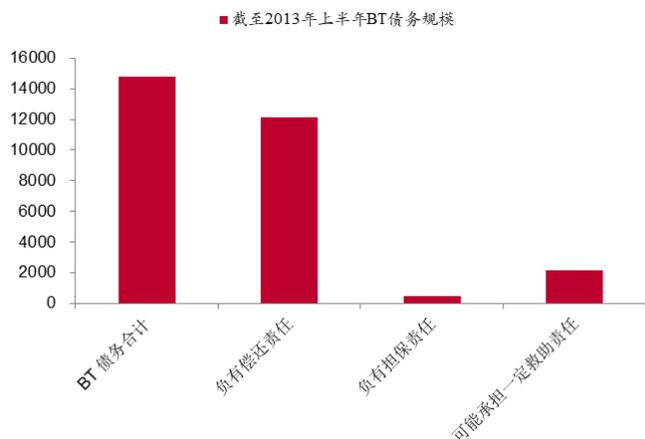
图表 43: 资金信托余额中基建占比


来源: wind, 中泰证券研究所

■ BT 与 PPP

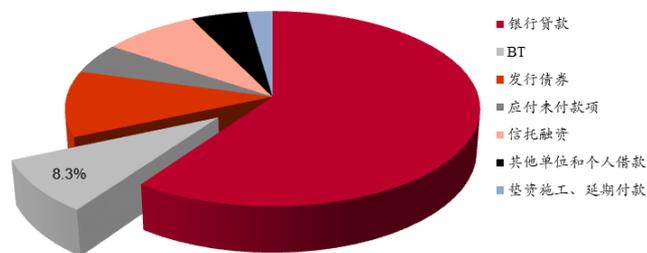
理论上 BT、PPP 均属于微观层面的商业模式,但由于其巨大的规模与爆发性,从宏观的视角看更加清晰。基建的商业模式基本配合了基建资金核心组合的变化。第一轮基建周期中,贷款、预算内资金、政府性基金担当主力,传统总承包是基建主流模式;第二轮基建周期中,以 BT 为核心的投融资项目爆发,基建资金来源更加多元化,非标融资崛起,对投融资项目的资本金形成强有力的支撑。根据审计署的审计报告,截至 2013 年上半年,地方政府的 BT 规模高达 1.48 万亿,占总债务的 8.3%。由于 BT 模式操作过程具有隐蔽性,容易形成隐性债务,但基建投资与财政压力的矛盾依旧尖锐,2014 年 PPP 作为 BT 替代工具正式推广,并在第三轮基建周期中成为主导基建领域供给侧改革的核心。

图表 44: BT 债务结构



来源: wind, 中泰证券研究所

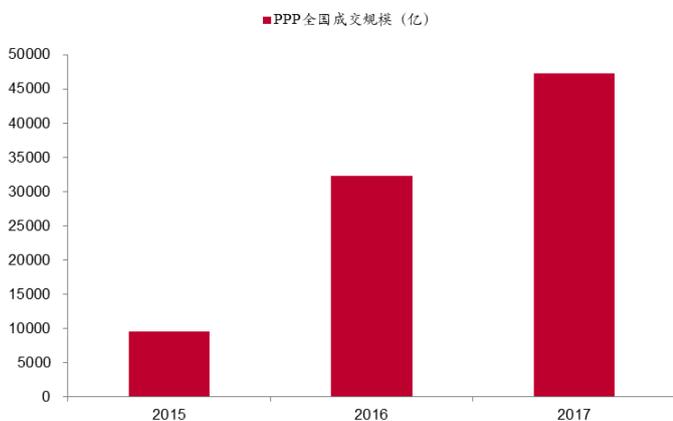
图表 45: BT 债在地方债务中的比重



来源: wind, 中泰证券研究所

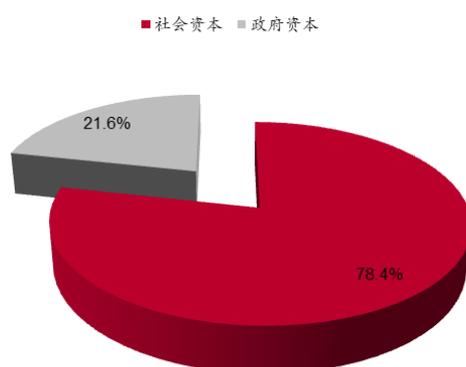
PPP 模式一方面体现了中央控制地方政府隐性债务的决心,另一方面是巨大的基建投资规模与有限的政府财力之间矛盾的体现,这种矛盾的解决最终诉诸于基建投资参与者的多元化以及各方杠杆的重新分配。PPP 资金来源包括资本金和银行贷款,银行贷款一般占 70%以上。资本金的参与方分为政府资本和社会资本两类,通过对 100 个处于执行阶段的大型项目分析可以发现,政府资本在 PPP 资本金占比约为 21.6%,社会资本金为 78.4%。社会资本中基建企业是主要资金承担者,尤其是 23 号文发布之后。从 PPP 在第三轮基建周期中的实际效果来看,新签订单在 2016、2017 年爆发,全国 PPP 项目成交规模 3.2 万亿、4.7 万亿,PPP 项目占建筑央企基建项目比重约为 27.8%。但由于 PPP 政策在 2017 年逐渐进入规范周期,加之央企、国企降杠杆的压力,PPP 项目开工和推进比较缓慢,对基建投资贡献并不显著。

图表 46: 全国 PPP 成交规模



来源: 明树数据, 中泰证券研究所

图表 47: PPP 项目资本金结构



来源: 明树数据, 中泰证券研究所

■ 专项建设债

专项建设债在 2015 年底推出,重点投向棚户区改造等民生改善工程、

重大水利工程等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、交通能源等重大基础设施以及增强制造业核心竞争力等转型升级项目，专项建设债具有以下几个特点：1、定向发行，规模大。起初专项建设债主要向国开行和农发行定向增发，从第五批开始定向发行的对象扩大至工农中建四大国有行、全国性股份制商业银行、中资保险机构和社保基金等金融机构。从规模来看，2015-2016年投放6批专项建设债，资金规模达1.8万亿；2、杠杆资金，投资方式灵活；专项建设债不是贷款，投放方式包括资本金投资、股权投资、地方投融资基金等，属于杠杆资金，投资期限一般8-20年；3、资金成本低：专项建设债采用贴息发行的方式，中央财政一度贴息90%，后来采用分档贴息的方式。专项建设债在2017年基本叫停，但低成本、大规模、加杠杆的特点使其在第三轮基建资金组合中发挥重要作用，是基建融资灵活性的显著体现。

图表 48: 专项建设债



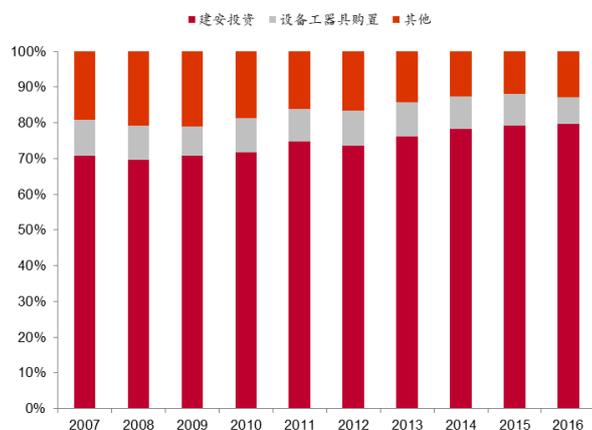
来源：中泰证券研究所

从近十年基建资金组合的变化来看，基建资金经历了从表内到表外再回归表内的过程，基础性资金的作用难以替代，但阶段性资金也功不可没，潜力性资金正不断冒头。基建资金组合的迭代一方是体现了政府不断增大的资金压力，另一方面也佐证了其灵活多元且不乏创新的融资手段。

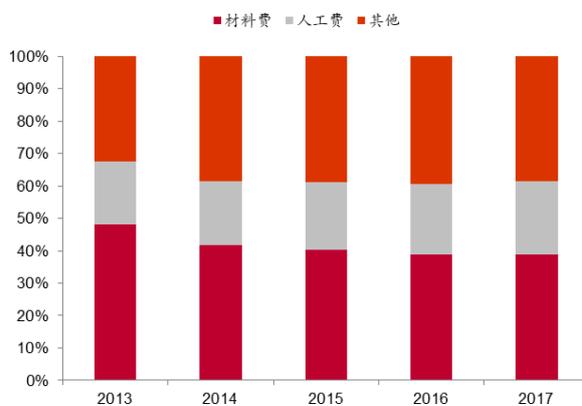
二、产业链协同

基建投资分为“量”和“价”两部分，“价”的变化取决于上下游的供需关系。从微观角度看，相同项目在不同时期的材料、人工投入的“量”变化不大，从而“价”的波动是影响基建项目成本的主要因素。基建投资包括建安投资、设备工器购置及其他费用三分部，2016年建安投资占基建投资的比重接近80%，建安投资基本涵盖了主要的材料、人工等投入，因此对建安价格因素的分析是问题的关键。由于数据有限，我们用整个固定资产投资的建安价格指数作为基建建安投资价格指数的近似值。材料与人工成本是建安投资最主要的组成部分，因此也是影响建安价格指数的关键变量，由于缺少官方数据，无法对建安投资中材料与人工成本的比重有准确的把握，但可以从基建企业的成本结构中窥其一斑。根据中国中铁、中国铁建、中国交建三家企业的成本数据可以发现，材料费、人工费合计占总成本的60%以上，2017年材料费用、人工费用占总成本的比重分别为38.8%、22.6%。材料费的价格波动是建安投资价格指数的主导因素，材料费价格指数与建安价格指数波动高度一致，人工费价格指数2012年以来处于下降趋势，但一直在100以上，即人工费

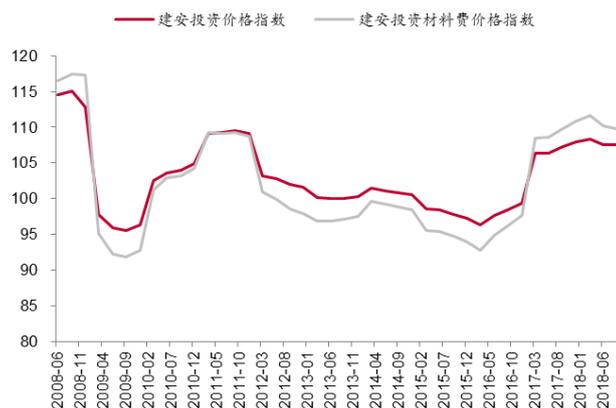
仍处于上涨趋势，涨幅有所收窄。

图表 49: 狭义基建投资结构


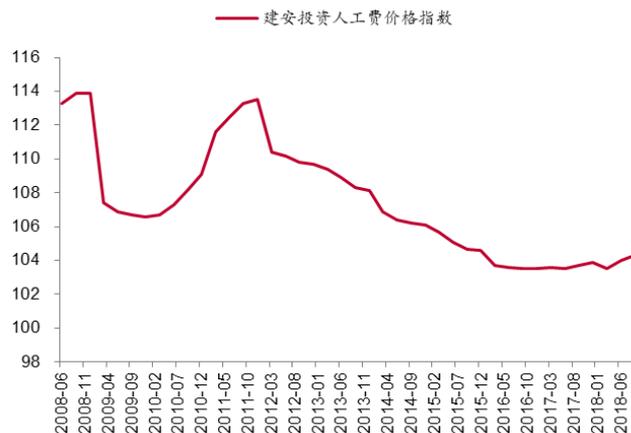
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 三家央企的成本结构


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: 建安投资与材料费价格指数


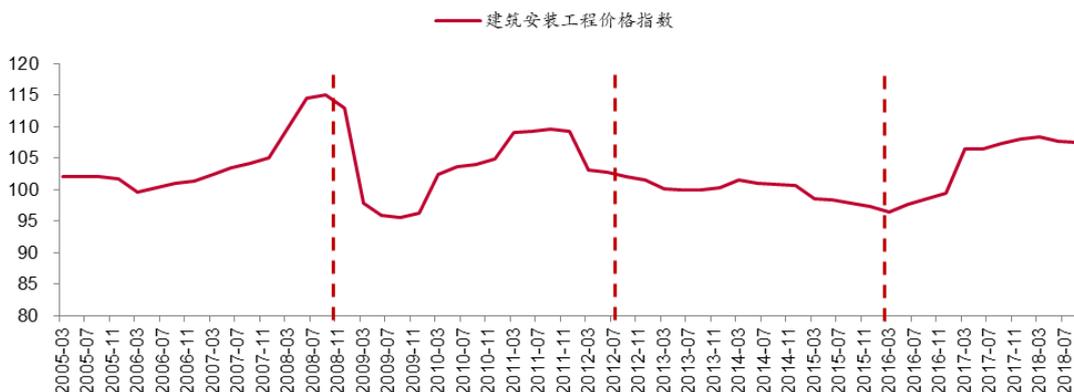
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: 建安投资人工费价格指数


来源: wind, 中泰证券研究所

从建安价格指数的波动规律来看，在三轮基建周期中，第一轮和第三轮价格指数都出现过显著上涨，第二轮仅微弱反弹。造成这种现象的原因主要是需求与产能的匹配不同。第一轮基建周期中，需求爆发，上游水泥、钢铁等行业产能快速扩张，量价齐升，加之人工费大幅上涨，建安投资价格指数显著上升；第二轮周期上游材料产能仍然处于快速扩张状态，并且逐渐过剩，导致材料价格对需求的弹性大幅降低；第三轮周期中供给侧改革缩减产能，供需格局优化，材料价格指数大幅上涨。接下来，通过水泥行业的具体分析对以上判断进行验证。

图表 53: 固定资产投资建安价格指数



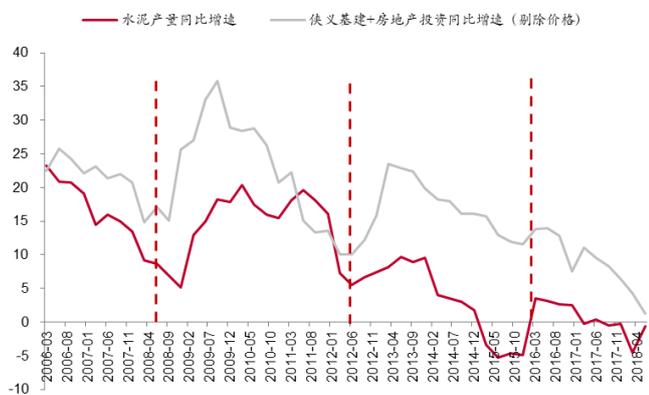
来源: wind, 中泰证券研究所

由于水泥没有库存，其产量能及时反应需求端的变化，是分析上下游协同较好的指标，我们从产能、产量、价格三个维度分析基建周期中水泥供应的协同情况：

- (1) **第一轮周期(2008-2011年)**：“四万亿”对需求端产生剧烈刺激，水泥产能处于快速扩张期，2011年水泥设计产能相比2008年增长85%，水泥在基建、地产投资增速上升周期中量价齐升，在下降周期中量价齐跌
- (2) **第二轮周期(2012-2015年)**：水泥产能扩张趋缓，产能逐渐过剩，在基建、地产投资上升阶段，水泥价格对产量反应钝化，这种情况相对有利于基建投资扩张，量的供应保障较强，而价的弹性较弱
- (3) **第三轮周期(2016-至今)**：由于去产能与环保限产的影响，水泥价格上涨远高于量的反弹。目前本轮周期已经进入尾部，而水泥价格却仍在高位。

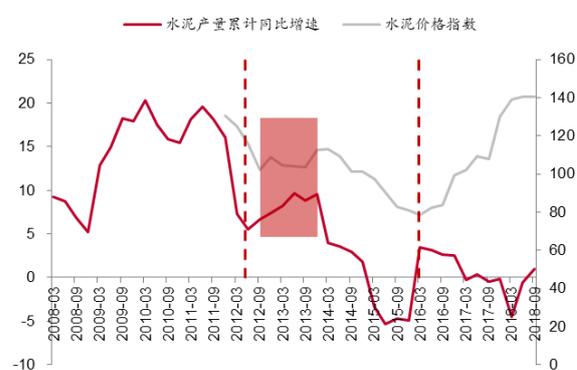
整体来看，上游建材与基建、地产的投资在前两轮周期中有较好的协同，尤其是第二轮周期，而在第三轮周期中由于供给侧改革的影响，周期尾部出现量价背离。

图表 54: 地产基建实际投资与水泥产量增速



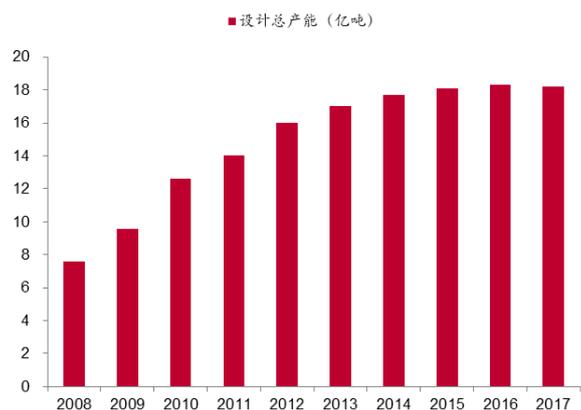
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: 水泥产量与价格指数



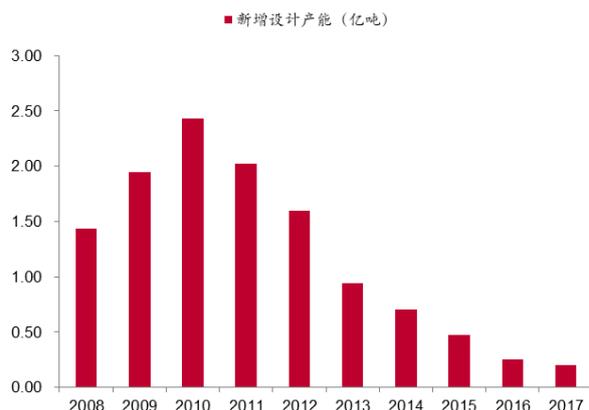
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: 水泥设计总产能



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: 水泥新增设计产能



来源: wind, 中泰证券研究所

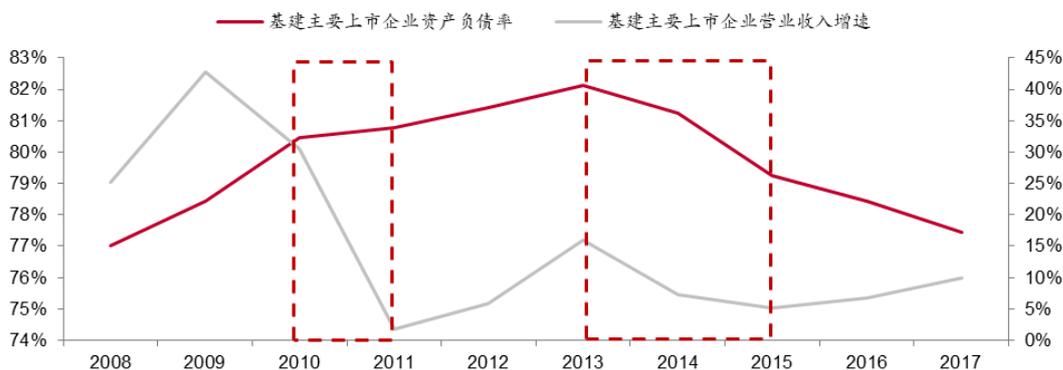
三、企业产能

企业产能即消化订单的能力, 涉及施工能力、资金实力、商业模式与杠杆约束四个方面。经过多年的大规模的基建积累, 我国基建企业的施工能力是世界级的, 且企业众多, 整体施工能力不存在问题。资金实力、商业模式与杠杆约束这三个变量是分析的重点。

1、资金实力

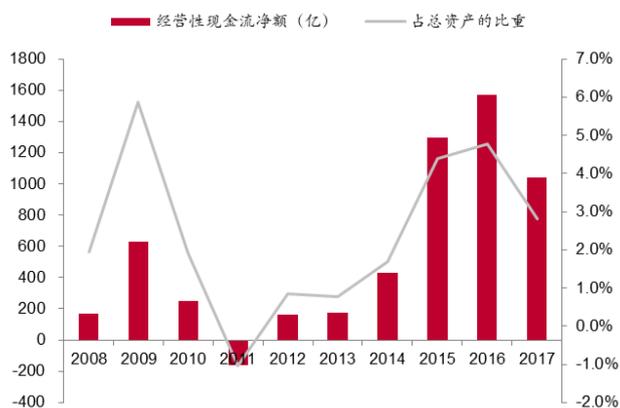
基建是“垫资”行业, 资金是企业扩张的前提条件, 在企业规模快速扩张过程中大量资金沉淀为应收账款或长期应收款, 资金缺口推升资产负债率, 反之在规模扩张放缓的时期, 如果沉淀的资金能够转化为现金流, 资产负债率会得到改善。从实际情况来看, 2009-2010 年、2012-2013 年基建上市企业收入出现明显加快, 资产负债率也有显著的提高, 2016-2017 年, 收入增速微弱提升, 而资产负债下降, 出现背离。在收入增速下行过程中, 2011 年资产负债率出现上升, 2014-2015 年则出现明显下降。2011 年在基建企业扩张速度明显下行的背景下资产负债率小幅上行主要原因在于货币、信用双紧导致回款大幅恶化, 从而实际的资金缺口并未合拢。2014-2015 年资产负债率的大幅下降是规模扩张放缓、经营性现金流、权益融资的共同结果, 其中经营性现金流大幅改善是主导因素。2016-2017 年基建企业规模微弱扩张, 资产负债率持续下降主要是国资委考核趋严, 国企央企通过精细化管理、权益性融资等方式主动降杠杆的结果, 另外经营性现金流也保持较高的水平。

图表 58: 基建主要上市公司的资产负债率与营业收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 基建主要上市公司经营性现金流净额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 60: 基建主要上市公司股权融资情况

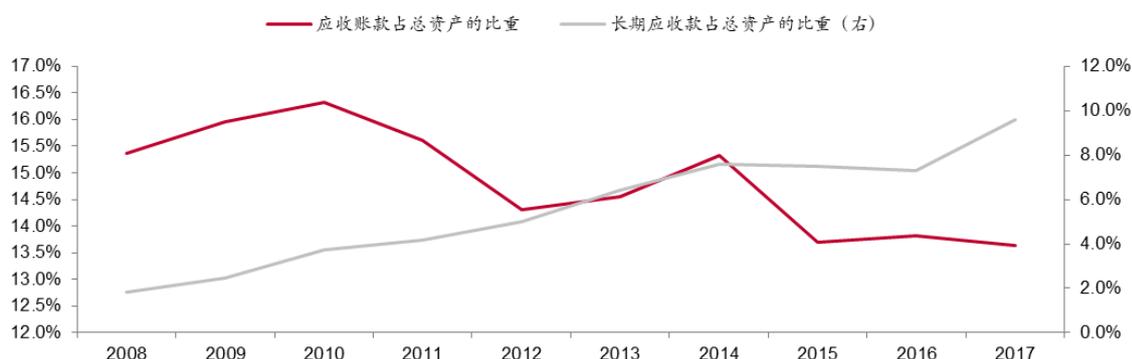


来源: wind, 中泰证券研究所

2、商业模式

基建投资三轮周期的轮动也伴随着行业商业模式的变迁，第一轮周期以传统承包模式为主，第二轮周期中 BT 模式爆发，而第三轮周期 PPP 成为增量项目的主要来源。投融资类项目比重的提升是基建投资资金压力的体现，基建企业的融资属性逐渐加强，在微观层面的体现便是基建企业资产负债表中应收账款与长期应收款的此消彼长。2010 年应收账款占基建企业总资产的比重一度高达 16.3%，2017 年已经降低至 13.6%，而用于计量投融资项目的长期应收款则从 2008 年的 1.8% 上升至 2017 年的 9.6%，且在 2013 年、2017 年出现加速上升的现象，BT、PPP 对资产负债表的重构可见一斑。

图表 61: 应收账款与长期应收款比重的变化



来源: wind, 中泰证券研究所

3、杠杆约束

资金实力、商业模式决定了基建企业扩张的动能与方式, 由于国企央企是基建行业的主要参与者, 在没有杠杆约束的情况下, 即使商业模式不断向投融资项目切换, 国企央企凭借其强大的融资优势、通过提升资产负债率的方式也可完成一轮基建稳增长的任务, 这一点在前两轮基建周期中体现得淋漓尽致。而在投融资项目占比不断提升、国企央企存在杠杆约束的环境下, 要平衡杠杆与资金的压力, 必然诉诸于权益性融资, 不然企业产能问题将成为制约基建投资规模扩张的重要因素。

基于“必要性”与“执行力”框架的总结

上文对基建的宏观框架进行了论述, 并结合最近十年的具体数据进行了简要的分析, 利用建立的宏观框架将三轮基建周期的轮动特点进一步归结为五个方面: 相似的必要性、趋紧的融资环境、不断更迭的资金组合、逐渐削弱的产业链协同、杠杆约束的企业产能。

一、相似的必要性

内需、外需共振冲击是三轮基建周期开启的共同条件, 出口增速的波动呈现一定周期性, 并且与 GDP 波动存在较强的相关性, 尤其在经济进入下行周期时。内需方面, 基建、地产、制造业投资在周期尾部存在加速冲击的特点, 基建一般率先见底对冲。内需方面, 基建与房地产投资在前两轮周期中遵循对冲、共振、双杀的波动规律, 在第三轮周期中, 由于地产、基建政策节奏错位, 造成两者对冲的消失。

二、趋紧的融资环境

每一轮基建投资都伴随一次货币宽松, 包括降准带来的货币乘数上升与其他货币政策对基础货币数量的投放, 货币政策与财政政策配合默契。从基础货币的投放角度来看, 外汇占款依旧处于主导地位, 但影响减弱, 基础货币通过创新工具的投放和降准政策的频繁使用不断内生。整体来看通过外汇占款被动投放基础货币营造的宽松氛围逐渐消散。

三、更迭的资金组合

基建投资的资金组合整体来看经历从表内到表外再回归表内的过程, 并且主导了基建商业模式的变迁。预算内资金的地位逐渐加强, 政府性基金的地位难以撼动, 国内贷款在第二轮基建周期中快速衰落, 但在第三

轮周期中出现反弹。城投平台作为基建体系的基石，在前两轮周期中发挥了核心作用，在第三轮周期中开始衰落，但过程波折。非标资金是第二轮基建周期资金组合的亮点，目前已成拖累。BT 模式在第二轮周期中昙花一现，却成为 PPP 大规模推广的引子。专项建设债作为第三轮基建周期的量身工具，在 2017 年戛然而止。资金组合的不断更迭的本质是地方政府越来越大的资金压力。

四、削弱的产业链协同

在前两轮基建周期中，上游材料供应与下游需求协同较好，尤其在第二轮周期中，由于产能逐渐过剩，材料价格对需求的回升并不敏感，基建项目的成本较低。但在第三轮周期中去产能与环保限产导致周期进入尾部阶段时，上游原材料价格仍处于高位，不利于基建投资的下一轮扩张。

五、渐遇约束的企业产能

在前两轮周期中，基建企业通过提升资产负债率的方式实现规模扩张，完成基建“稳增长”任务，不存在产能问题。而目前国企、央企面临杠杆约束，产能问题由此而生。企业产能问题是资金实力、商业模式与杠杆约束的矛盾综合体。首先，基建项目商业模式变迁本质上是政府与企业杠杆在短期的重新分配，企业的融资属性不断加强，在规模扩张过程中资产负债率的压力不断加大，而目前政策端要求基建国企央企降杠杆，这构成一组矛盾；其次，通过权益性融资可以兼顾资金压力与降杠杆的政策要求，但涉房企业的可转债、定增被叫停，且二级市场目前疲软，限制了基建国企央企的权益性融资，这是第二组矛盾；最后 PPP 模式自身存在高风险、低收益的矛盾，对社会资本的吸引力有限，23 号文发布之后，资本金需要穿透，资本金压力更多的落在了企业头上，这是第三组矛盾。以上三重矛盾在一定程度上限制了企业消化订单的能力。

第二部分：基建投资的“第二过渡周期”

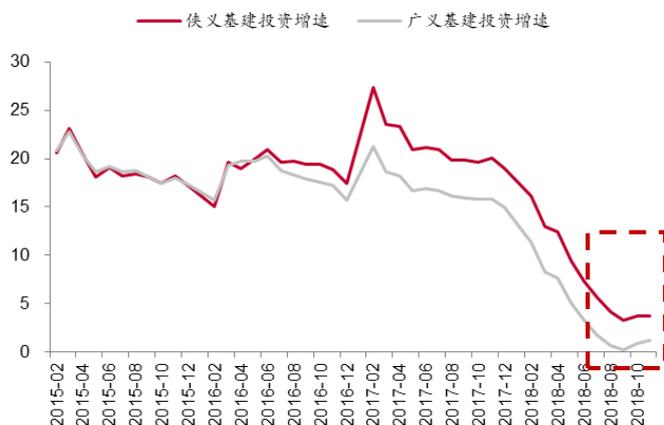
第一部分搭建了基建投资的“必要性-执行力”分析框架，并对最近十年三轮基建投资进行了系统的回顾。第二部分的主要内容是基于“必要性-执行力”的框架对新一轮基建周期进行推演，包括这轮基建周期开启的条件、时点、性质和量级。

新一轮基建周期已经开启

本轮基建周期在 2018 年四季度基本已经宣告开启，主要原因有三点：1、宏观层面条件已经具备。前文提出 2008 年之后，内需、外需的叠加冲击是每一轮基建周期乃至宏观经济小周期开启的共同条件，目前这一条件已经具备。三季度 GDP 增速 6.5%，减速明显。外需方面，下半年出口逐渐回落，考虑到中美贸易摩擦导致的抢出口现象与全球经济的周期性回落，后续外需压力将明显增大；2、政策层面，基建稳增长的基调已经明朗，7 月份国常会政策出现转折，三季度地方专项债加码，12 月中央经济工作会议提出强化逆周期调节、稳定总需求、加强基建补短板等，基建领域政策已经进入实质性兑现阶段；3、从基建投资自身来看，2018 年四季度基建投资的反弹比较确定。2017 年四季度基建领域停缓工现象显著，而 2018 年相对较少，基数效应是支撑四季度基建反弹的重要基

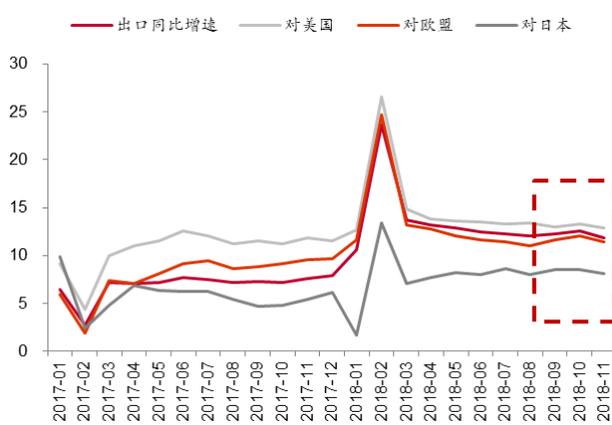
础。根据过往三轮基建投资的经验，基建周期的上升阶段一般 4-6 个季度，2019 年将处于上升通道

图表 62: 广义与狭义基建投资增速反弹



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 63: 外需冲击逐渐显现



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 64: 2018 年基建政策变化

发布日期	部门/会议	内容
2018 年 12 月	中央经济工作会议	强化逆周期调节、稳定总需求、积极的财政政策要加力提效；较大幅度增加专项债券的规模，在基建的投资方向上提出城际交通、物流、市政基础设施等投资力度
2018 年 10 月	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，基建补短板提出九大重点任务十大配套措施。
2018 年 9 月	国常会	加大简政减税降费力度，聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。
2018 年 9 月	财政部	下发《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》，明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，原则上不再开展完全政府付费项目。
2018 年 8 月	银保监会	地方政府债券参照国债和政策性金融债，取消“商业银行投资部门投资于本行所主承地方债券的金额，在债券存续期内，不应超过当只债券发行量的 20%”的限制。
2018 年 8 月	银保监会	下发 76 号文，要求“在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、运作规范的基础设施补短板项目的信贷投放”
2018 年 7 月	国常会	要求积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，加快地方专项债发行，保障融资平台公司合理融资和在建项目资金需求，保持经济运行在合理区间

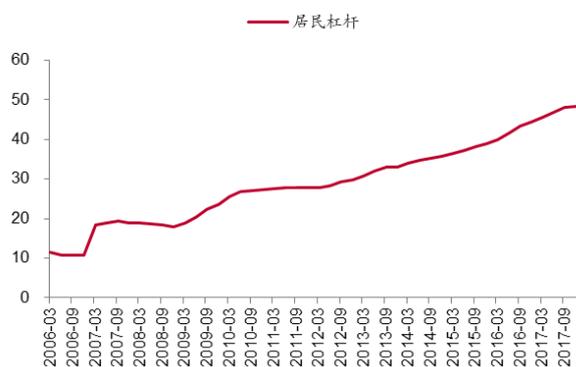
来源: 政府网站, 中泰证券研究所

基建稳增长具有充分的必要性

外需冲击在接下来的一轮周期中占重要地位，中美贸易摩擦改变了外需冲击的性质，国内供给侧的改革大方向目前也尚未发生变化，内、外皆面临中长期问题，这意味着短期强刺激已经不可取，调控政策已经做中长期打算了，比如减税、进一步对外开放等，但内需外需冲击叠加造成短期经济失速的风险是存在的，政策工具箱里也必须储备短期工具，短期能起到立竿见影效果的依旧是地产与基建。两者各有优势，地产产业链更长，对经济拉动效应明显，在宽货币、紧信用的背景下，对政策更

加敏感；基建投资在调控上可收可放，相对自如。但从政策的成本角度来看，基建是第一选择；首先，最近几年在地产去库存的过程中，居民杠杆快速上升，而政府杠杆稳中有降。对地方政府杠杆的高低存在争议，主要是地方隐性债务规模。最近两年城投融资、非标资金大幅萎缩，而PPP贡献实际投资规模有限，可想而知地方隐性债务的增量是有限的，而地方的财政收入尤其是土地财政是显著增长的，加之基建投资增速不断下滑，有理由相信地方政府杠杆是略有下降的；其次，地方政府杠杆在堵偏门、开正门的过程中逐渐透明化，风险降低，且经过2015-2017年大规模债务置换，短期压力缓解。最后从行业自身来看，存量项目较为充足，PPP已经逐渐规范，基建投资反弹具备微观基础。

图表 65: 居民杠杆



来源: BIS, 中泰证券研究所

图表 66: 地方政府余额/名义 GDP



来源: wind, 中泰证券研究所

本轮基建周期的最大特征是“过渡周期”

经济周期推演的一个隐含假设是经济运行具有一定的规律和惯性，即未来的现象包含历史的成分，基建周期也是同理，但具体问题也需要具体分析，周期在轮廓上是相似的，内容却千差万别。本文结合2008年之后历轮周期的轮动特点以及当下基建体系面临的问题论述“基建第二过渡周期”的观点

基建周期的内在联系

最近十年的三轮周期并不是割裂或独立的，2008年四季度开启的“四万亿”像坠入经济之湖的巨石，成就第一轮周期的波澜壮阔，波浪层层传递，构成第二轮周期的能量之源，而第三轮周期中“三去一降一补”像一把利刃开始清理宏观经济机体积累的问题，这场手术的麻醉便是地产与基建的政策宽松，外需的改善也为供给侧改革创造了有利条件。如果说第一轮周期是需求端的大开，第三轮周期则是供给侧带来的大合，而第二轮周期承前启后，过渡特征鲜明：

1、宏观层面

2012年“十八大”召开，新一届领导人对宏观经济的认知与调控思路发生转变，2013年提出“三期叠加”的重要论断，2014年提出“新常态”，2015年中央工作经济会议提出推进供给侧改革与“三去一降一补”五大

任务

2、政策层面

2013 年对地方债务进行审计，2014 年新预算与 43 号文发布，着手处理地方政府债务问题。货币工具也进行创新，如 SLO、SLF、MLF、PSL，更加注重微调，基础货币内生性加速

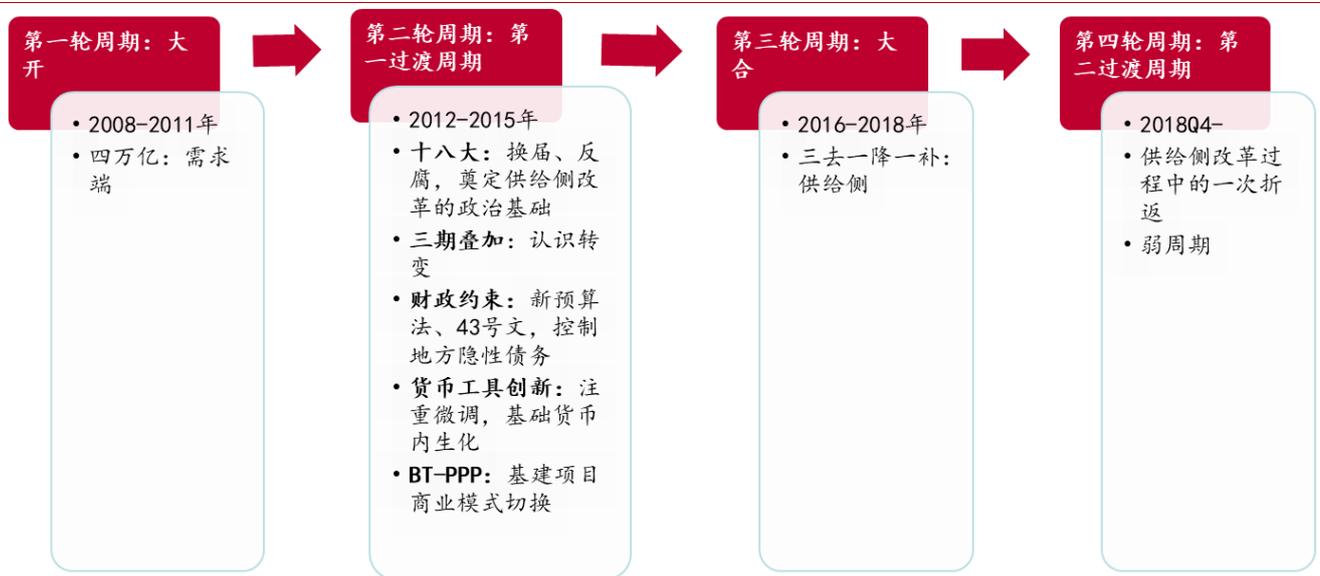
3、行业层面

基建项目商业模式伴随地方债务的处理从 BT 向 PPP 切换，基建国企央企进入降杠杆周期

整体来看，第二轮周期领导层对宏观经济调控思路发生了重大转变，并着手布局供给侧改革，这也决定了第三轮基建投资的主要功能已经转变成成为供给侧改革创造条件。

按照前三轮周期轮动的特点，从大开（需求端）到大合（供给侧），中间夹着一轮过渡周期，接下来的基建周期也将带有显著的过渡特色：首先，供给侧改革的大趋势并没有发生转变。如果说前一轮过渡周期的宏观背景是政府换届、宏观经济调控战略与思路的转变，是在扩内需的氛围中酝酿供给侧改革，这一轮周期则是供给侧改革推进过程中的一次折返；其次，本轮基建周期开启的条件仍然是内需、外需的共振冲击，但内、外问题已经长期化，这意味着短期强刺激并不可取，基建的功能不再是刺激经济的“子弹”，而是短期的“麻醉”。基建投资动能的收敛趋势是延续的

图表 67：基建周期之间的内在联系



来源：中泰证券研究所

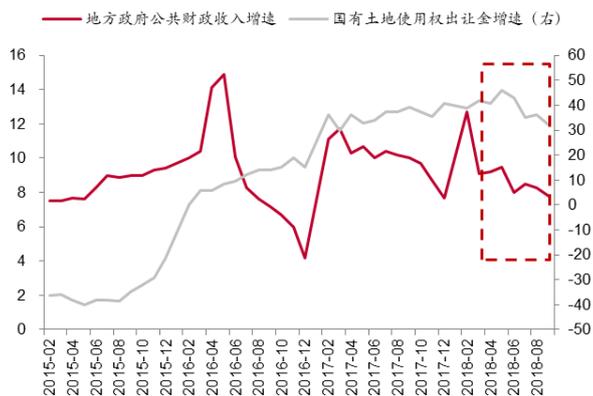
基建投资“执行力”的三重矛盾

政府融资、产业链协同、企业产能是决定基建体系“执行力”的宏观、中观、微观三要素，政府融资决定基建规模、产业链协同决定成本、企业产能决定执行效率，目前自上而下矛盾重重：

■ 政府融资：财政承压资金归表，体系规范效率损失

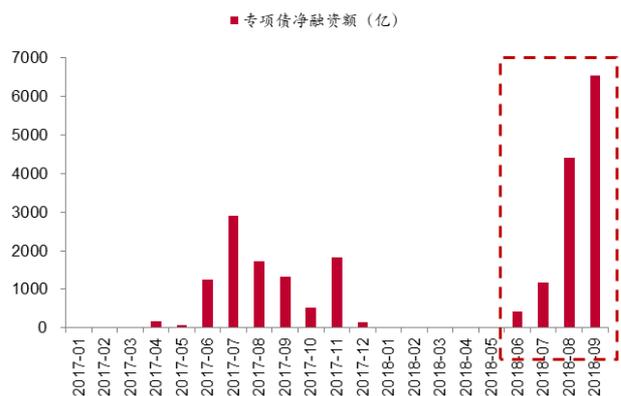
从基建资金的来源来看，目前公共财政收入与土地财政已经明显疲软，经济增速下行、减税政策、土地市场降温是主要的原因，地方政府收入端短期难有大的起色，决定基建资金规模的核心在于负债端。从资金组合在三轮基建周期中的更迭特点来看，资金归表是大势所趋，契合金融监管、杠杆透明的政策调控思路。2019年地方政府专项债等合规融资渠道有望发挥重要作用。基建资金归表势必带来整个基建体系的规范化，但同时也将以一定程度上效率损失为代价，毕竟最近十年基建体系的活力很大程度上来自于地方政府融资的灵活性与体制带来的信用优势。

图表 68: 地方公共财政与土地出让金收入增速



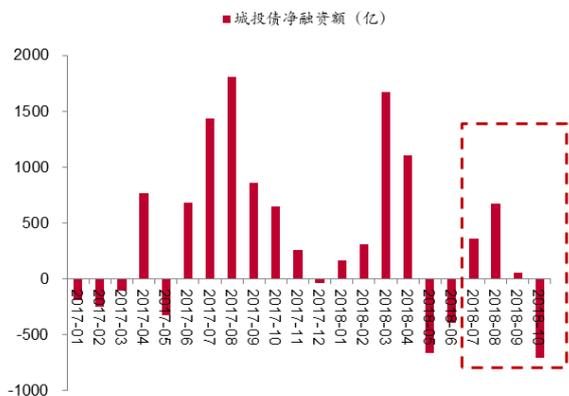
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 69: 专项债净融资额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 70: 城投债净融资额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 71: 社融中的非标资金



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 产业链协同: 难以避免的高成本

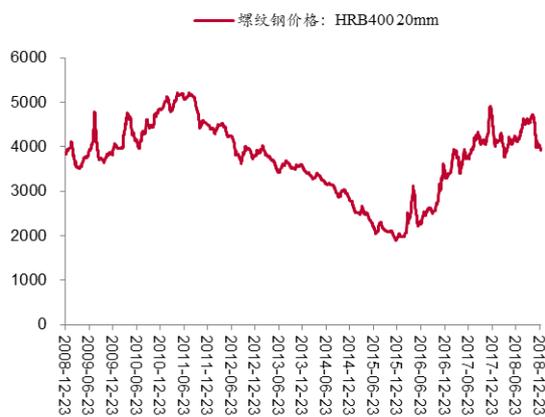
第三轮基建周期尾部的最大特点是供给侧改革造成下游需求与上游材料价格的大幅背离，目前水泥价格、螺纹钢等价格均处于高位，这势必带来基建项目成本的提升。随着扩内需、稳增长政策的兑现，下游需求大幅下滑的概率较小，上游材料对基建项目成本端的压力将持续存在。

图表 72: 全国水泥价格



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 73: 螺纹钢价格

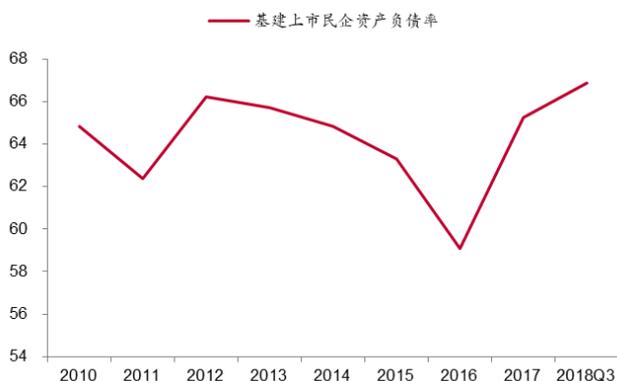


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 企业产能: 杠杆约束, 产能受限

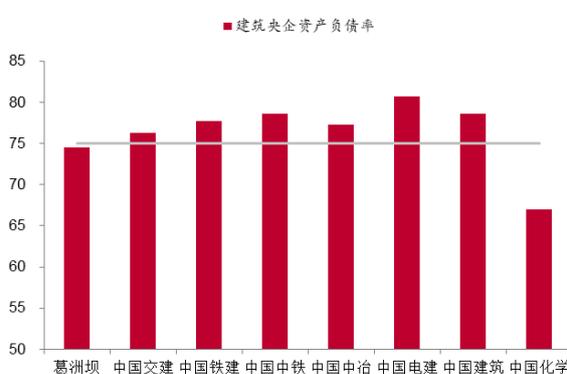
基建领域目前面临较强的杠杆约束, 上市民企资产负债率三季度已经攀升至 66.9% 的高位, 国企、央企皆进入降杠杆的周期。根据国资委的要求建筑央企资产负债率在 2020 年降至 75% 以下, 国有企业平均资产负债率到 2020 年末比 2017 年末降低 2 个百分点左右。在杠杆强约束、融资项目占比已经较高的背景下, 基建企业要继续实现扩张, 一方面需承接更多传统承包项目, 改变订单结构, 另一方面须借助权益性融资兼顾杠杆压力与资金需求。

图表 74: 基建上市民企资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 75: 2018Q3 建筑央企资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

综上所述, 接下来的基建周期将呈现弱周期的特征: 从政策定位来看, 基建更像是短期的麻醉剂, 因为目前的经济冲击都已长期化, 短期强刺激并不可取; 从十年中三轮基建周期内部联系看, 供给侧改革的大背景决定了需求释放力度有限; 从基建体系存在的问题来看, 政府融资、产业链协同、企业产能均面临约束, 不具备开启强周期的条件。

第三部分：房地产周期的曲折回归

房地产是周期之母，但在本文中，选择以基建周期为主线，主要原因在于本轮地产周期具有较大的不确定性。这种不确定性主要来自两个方面：1、地产周期并未出清，仍然处于回归通道；2、地产与基建周期协同出现分歧，经济下压力下地产周期出清可能非常曲折；而在诸多不确定性中，房地产建安投资的修复趋势却存在相对确定的逻辑，不确定的是修复的量级。

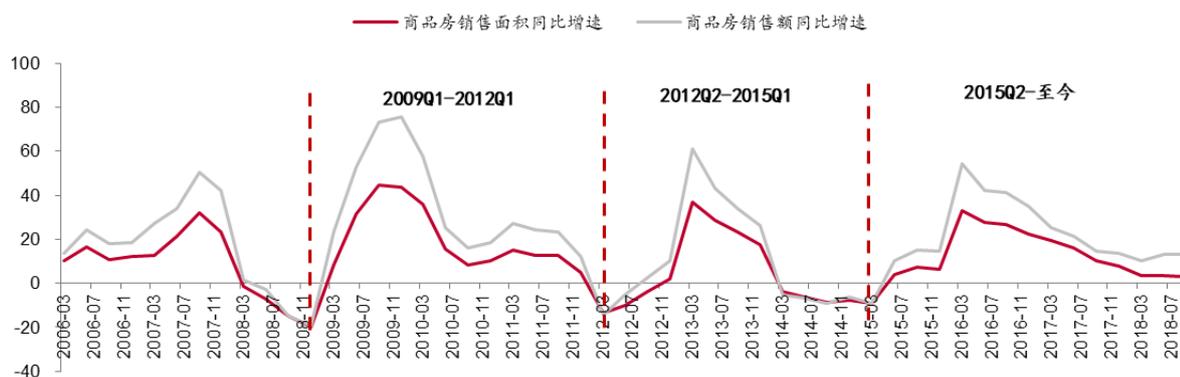
尚未出清的地产周期

房地产小周期可以从三个维度进行刻画：1、销售，包括量、价两个层面；2、拿地，也涉及库存问题；3、房地产开发投资，包括新开工、建安、竣工等。

■ 销售：量价均未出清

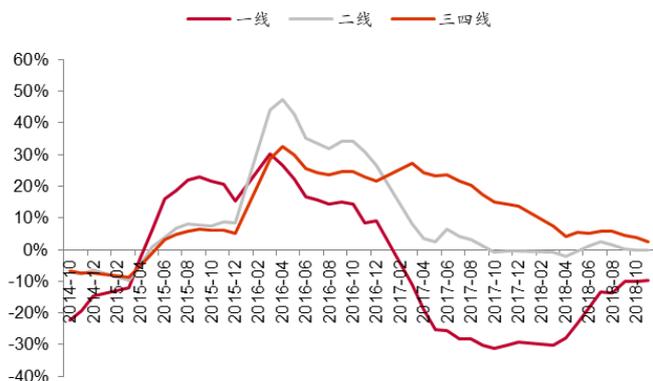
从销售来看，2008年之后房地产行业经历了三轮周期，分别是2009Q1-2012Q1、2012Q2-2015Q1、2015Q2-至今，前两轮周期分别历时13个季度、12个季度，2015年二季度开启的这一轮周期持续时间最长，目前已经长达15个季度，其中2016年度销售增速22.5%，仅次于2009年。因城施策、棚改货币化安置带来的资金能级不断转化使的一线、二线、三四线成交交替上涨是本轮周期的基本特征。目前销售增速不断回归，但尚未出清。销售持续出现负增长是地产小周期进入尾声的基本特点，例如2008Q1-2008Q4、2011Q4-2012Q2、2014Q1-2015Q1。而截至2018年的三季度，本轮地产销售单季度尚未出现负增长。

图表 76：商品房销售周期



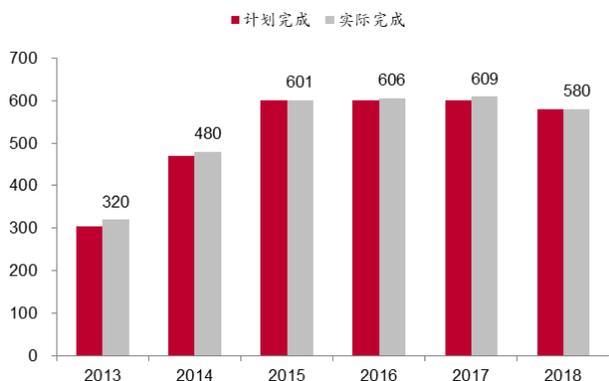
来源：wind，中泰证券研究所

图表 77: 房地产销售结构



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 78: 棚改规模



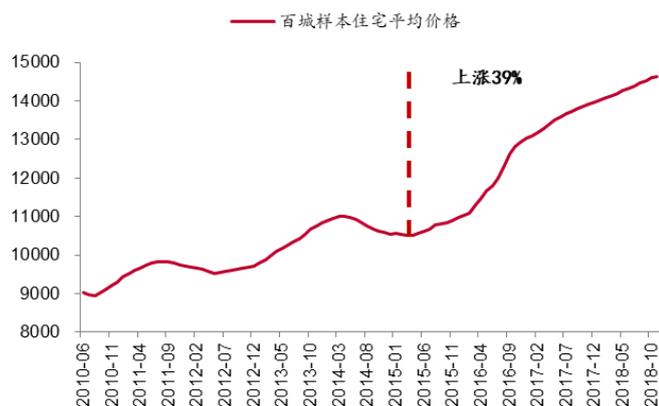
来源: wind, 中泰证券研究所

从价格的角度来看, 自 2015 年 5 月份以来, 百城价格指数环比已经持续 43 个月为正, 是自 2008 年以来房价上涨时间最长、涨幅最大的一轮周期。与销售类似, 房价周期尾部的特点也是价格持续回落, 比如 70 城新建住宅价格指数环比在 2008 年 8 月-2009 年 2 月、2011 年 10 月-2012 年 5 月、2014 年 5 月-2015 年 4 月期间分别出现 7 个月、8 个月、12 个月的回调。

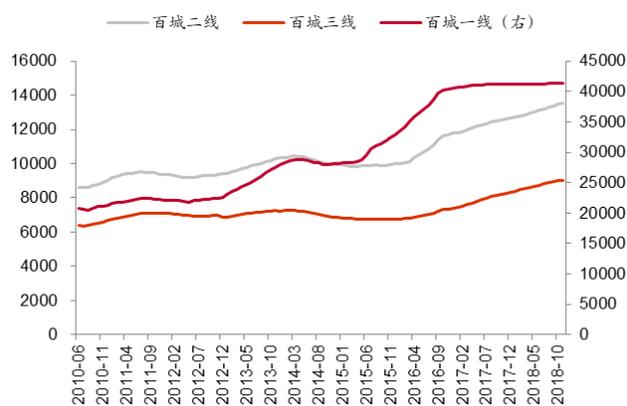
图表 79: 商品房价格周期



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 80: 百城住宅平均价格


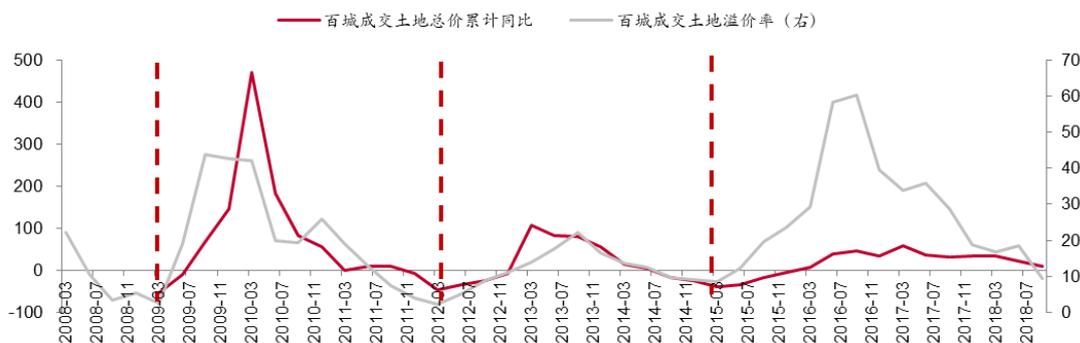
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 81: 百城价格结构


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 拿地: 骤然趋冷

经过 2017 年土地市场的火爆行情, 2018 年土地成交骤然趋冷, 流拍率大幅抬升, 百城土地成交溢价率回落至前两轮周期的尾部区域, 百城土地成交总价全年同比回落 2.14%, 其中三、四季度同比下滑 6.3%、25.0%。土地市场遇冷并不意味着周期见底, 2011Q4-2012Q3、2014Q2-2015Q2 分别出现长达 4、5 个季度的土地成交负增长, 且幅度较大, 因此从周期视角看, 土地成交并未见底。

图表 82: 百城土地成交与溢价率


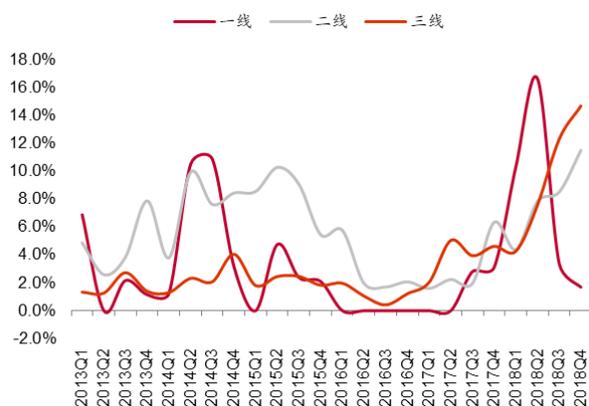
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 83: 土地流拍



来源: CREIS, 中泰证券研究所

图表 84: 各线城市土地流拍率

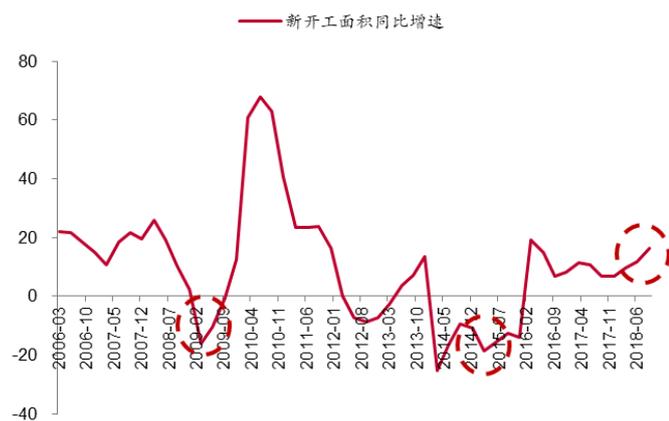


来源: CREIS, 中泰证券研究所

■ 投资: 结构性出清

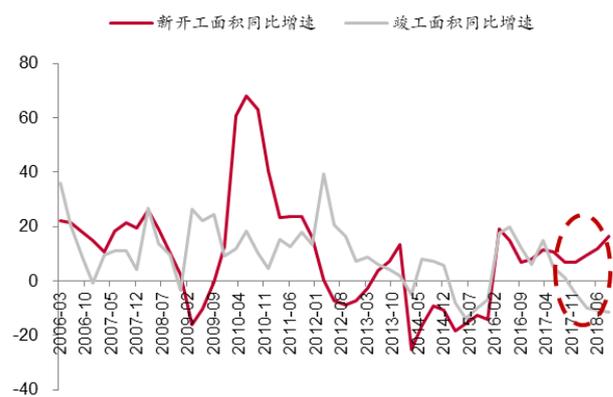
2018 年房地产投资指标出现两组显著的背离, 分别是新开工与竣工背离、房地产开发投资与建安投资背离。新开工与竣工背离主要由于宏观“降杠杆”造成的资金快速收紧, 开发商通过新开工获得预售证快速回流资金, 同时减轻施工强度, 减少开支; 房地产开发投资与建安投资背离, 一方面源于土地购置费的支付时滞与缴费周期缩短, 另一方面在于施工强度降低, 统计口径从形象进度法向财务支出的过渡也有一定影响, 但不改变趋势。从前两轮周期尾部新开工、建安、竣工的表现来看, 目前建安投资、竣工已经处于绝对底部, 而新开工仍然处于高位, 房地产投资结构性出清。

图表 85: 新开工面积增速



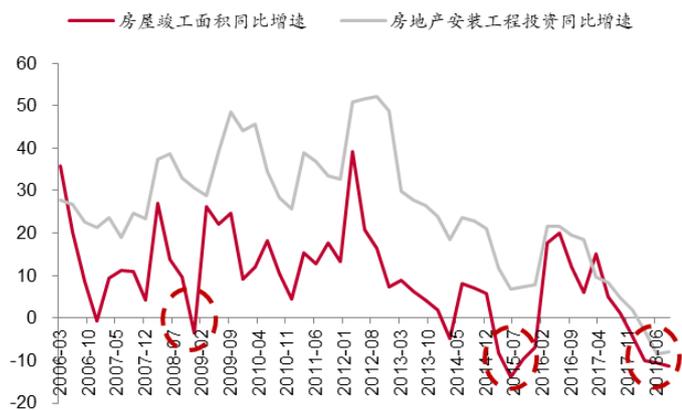
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 86: 新开工与竣工面积增速



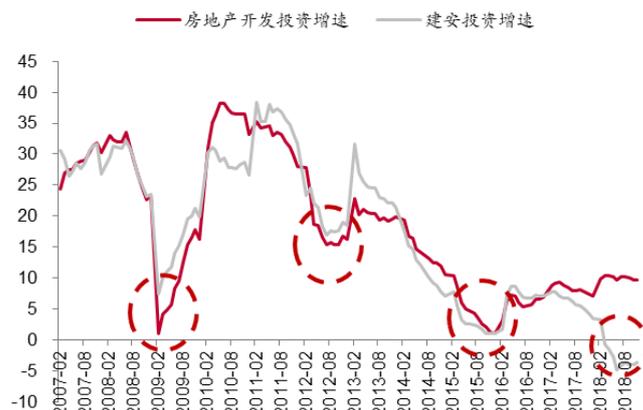
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 87: 竣工与建安投资增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 88: 房地产开发投资与建安投资



来源: wind, 中泰证券研究所

房地产周期与基建周期的协同

基建与房地产的核心关系有两层: 1、基建与房地产都是资金密集型行业, 对货币政策敏感; 2、房地产通过地方财政为基建提供重要的资金支持, 基建与房地产建安投资具有规则的波动关系。这两层关系都体现了经济稳增长过程中房地产与基建周期的协同, 在数据上体现是:

■ 房地产销售与基建投资相关性较高

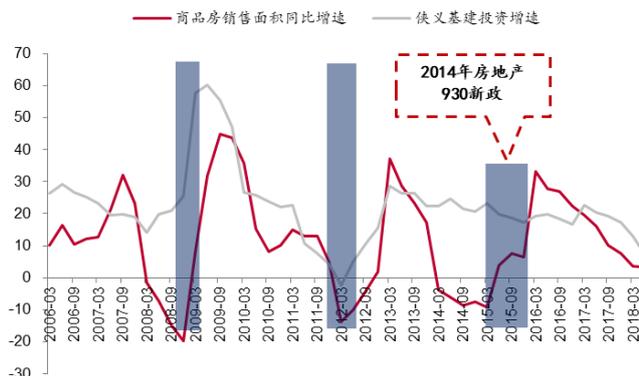
在三轮基建周期中, 房地产销售与基建投资波动具有较高的同步性, 主要原因有两方面: 1、每一轮“稳增长”的开启都建立在货币宽松的基础上, 基建投资与房地产销售同时受益, 基建投资由于政府强大的执行力, 项目能够快速落地执行; 2、房地产行业的收紧一般是货币与产业政策紧缩同时发力的结果, 对基建的资金面会产生较大的冲击。2017 年地方土地出让金与涉房税收之和占地方政府公共财政收入与政府性基金收入之和比重高达 46%, 而且是在不计算增值税与所得税中房地产相关收入的前提下, 地产对基建的资金的重要性可见一斑。第三轮周期中, 基建投资晚于地产销售三个季度反弹主要原因在于政策错位, 2014 年 930 新政地产松绑, 而基建处在 43 号文、新预算法等紧缩政策的压制之下。

图表 89: 房地产相关收入与地方政府财政收入



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 90: 商品房销售面积与狭义基建投资增速



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 基建与地产建安投资具有规则的关系

最近十年的三轮周期中,基建与地产投资基本遵循标准的三段式:对冲、共振、双杀, GDP 在对冲阶段企稳回升,共振阶段高位震荡,双杀阶段下一个台阶。基建与地产投资之间的对冲在三轮周期中逐渐减弱,在最近的一个周期中基本消失,主要系房地产、基建政策出现错位所致。房地产开发投资与基建投资形成对冲的核心原因在于房地产销售向投资传递有一定时滞,而基建投资与房地产销售在多数时间里是同步波动的。过去三轮周期中,房地产销售均领先房地产开发投资见底,领先时长分别为 1 个季度、2 个季度、3 个季度,时滞拉长和库存变高有一定关系,尤其是第三轮周期。第三轮周期中,地产与基建投资对冲的消失主要原因在于 2014 年基建政策与房地产政策错位,房地产销售领先基建三个季度见底,正好抵消房地产销售到投资三个季度的传导时滞,从而对冲消失。

图表 91: 基建投资与房地产开发投资的关系



来源: wind, 中泰证券研究所

房地产周期曲折回归中的建安修复

前文对房地产周期的分析主要表达两层意思，一方面房地产周期整体尚未出清，仍然处于回归的过程之中；另一方面，在经济稳增长过程中，地产周期与基建周期是高度协同的。这其中便引发一个关键问题，在新一轮稳增长过程中，地产周期与基建周期是否还会协同，我们认为这种关系是局部的。目前地产周期整体处于回归趋势，尤其是销售端，但考虑到经济下行压力较大，政策宽松迹象已经显现，这种回归将是曲折的。另外本轮地产周期自身的结构是分化的，房地产建安投资与竣工处于历史绝对低位，存在修复的空间。

房地产周期的曲折回归

本轮地产周期处于回归通道，但在节奏上是曲折的，逻辑主要有三方面：

■ 政策存在边际改善空间

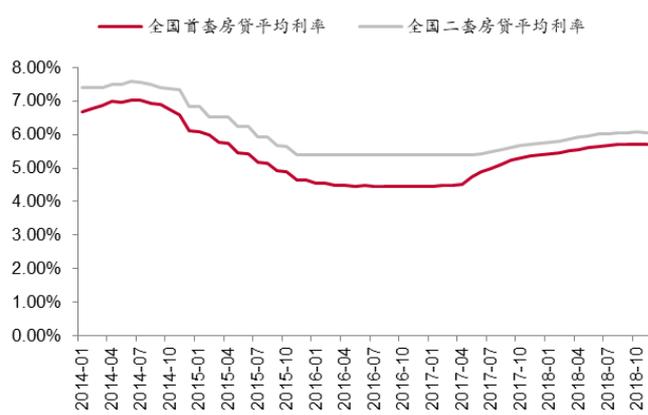
首先，稳增长一定伴随着货币宽松，在货币-信用传导过程中，房地产行业存在信用优势；其次，根据前文的分析，地产周期与基建周期是协同的，房地产行业是短期拉动经济的有利手段，也是地方财政的有利支撑，缓慢的出清过程更加合理；最后因城施策的政策构架本身存在结构性政策空间；地产政策目前在两个层面已经出现边际改善，一方面货币宽松，融资环境有所好转，11月份全国首套房按揭利率出现见顶迹象，二手房按揭利率略有回落；另一方面区域性的政策已经出现边际好转。

图表 92：十年期国债利率



来源：wind，中泰证券研究所

图表 93：房地产按揭贷款利率



来源：融 360，中泰证券研究所

图表 94: 部分地产政策

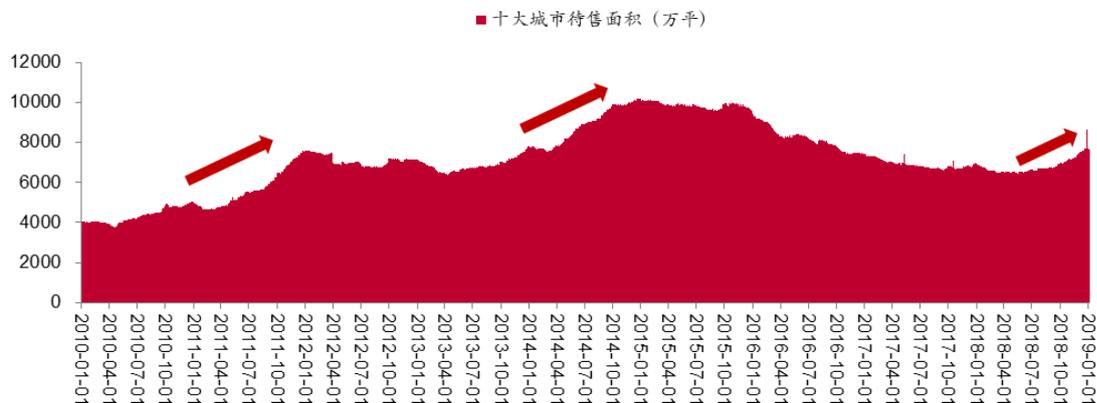
城市	时间	涉及方面	具体内容
深圳	2018-07	企业限购、个人限售	企业限购: 停止办理企事业单位、社会组织等法人单位购买新建商品住房和二手住房网签手续/个人限售: 居民家庭新自取得不动产权利证书之日起 3 年内禁止转让
普洱	2018-07	限购、限售	非本市户籍限购 1 套, 满两年可交易
宁德	2018-07	限价、限购、限售	商品房销售价格确定后, 原则上不得调整, 确需调整的, 须间隔 12 个月, 且单栋未售套数不得少于 20 套。调整幅度且不得超过年度控价目标; 取得不动产权证未 3 年的, 不得上市交易
上海	2018-07	企业限购、限售	企业购买商品住房必须同时满足设立年限已满 5 年、在本市累计缴纳税款金额已达 100 万人民币、职工的企业除外。商品住房再次上市交易年限从“满 3 年”提高至“满 5 年”
昆明	2018-07	限购	非云南省户口只能买 1 套新房: 在昆明市主城区五区及三个国家级开发(度假)园区范围内, 暂停向已拥有上述区域内 1 非云南省户籍人士销售新建商品住房; 暂停向未满十八周岁非云南省户籍人士销售新建商品住房;
南京	2018-08	企业限购	企业限购: 在全市范围内暂停向企事业单位及其他机构销售商品住房
沈阳	2018-08	限购	限购扩围到全市: 对户籍居民家庭在市内拥有 2 套及以上住房的, 暂停向其销售限购区域的商品住房。
海口	2018-08	限价	房企须 9 月 28 日前主动核实成本重新申请备案价格
北京	2018-09	公积金	实行贷款额度与借款人住房公积金的缴存年限挂钩, 每缴存一年可贷 10 万元, 缴存年限不够一整年的, 按 1 整年 120 万元。
苏州	2018-11	人才引进、限购	引进人才购首套自住住房, 可不受户籍个税等限制, 同时享有人才乐居补贴等优惠政策; 非苏州户口的必须缴纳 12 个月 600 分才可以在相城区购房

来源: 政府官方网站, 中泰证券研究所

■ 低库存的“缓冲”

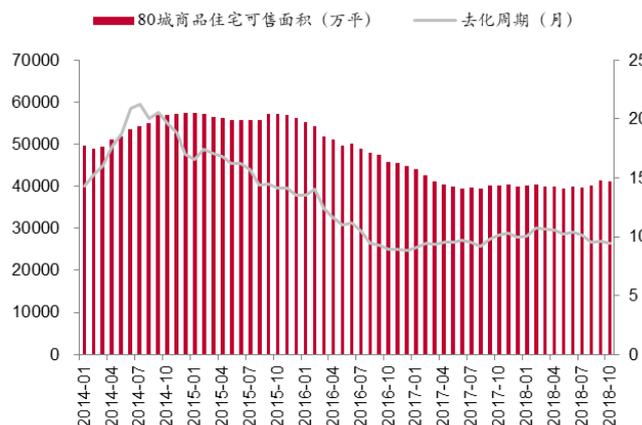
库存是房地产销售量、价之间的夹层, 也是销售向拿地传导的毕竟之路。在库存较低的环境下, 理论上房价对销量的增长比较敏感, 而对销量的下降迟钝, 销售与拿地之间关系也是如此。库存在一轮地产周期中是不断变化, 销售处于上升阶段时, 库存去化加速, 而周期进入尾部时, 由于销售的大幅恶化, 库存则会出现爬升, 因此目前低库存状态可能因为后续的销售而改变。上文我们分析认为政策端的边际改善将使房地产销售缓慢出清, 不会出现大幅下滑, 这意味目前低库存状态可以维持, 从而减缓周期出清。

图表 95: 十大城市待售面积



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 96: 80 城库存与去化周期



来源: CREIS, 中泰证券研究所

图表 97: 去化周期结构数据

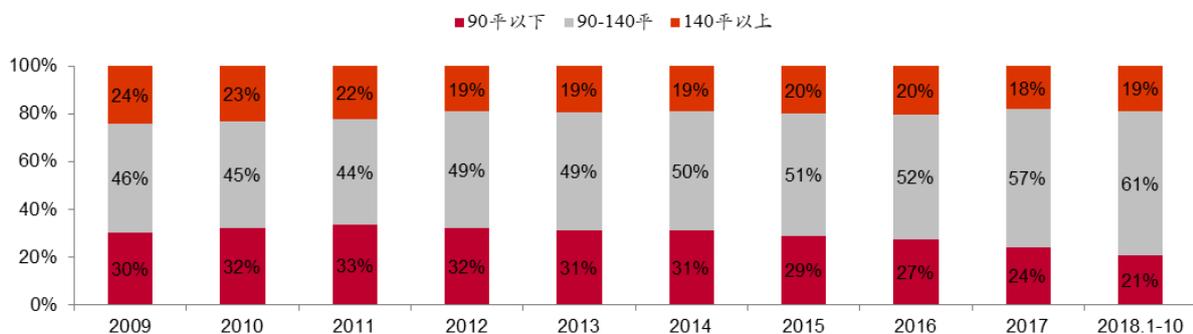


来源: CREIS, 中泰证券研究所

■ 因城施策的结构稳定性

本轮房地产周期最大的特点是政策端因城施策带来的不同区域的市场热度此消彼长, 结构性的上升周期也意味着结构性的下降周期, 这本身就构成一种稳定性。抛开区域结构, 从房地产销售的产品结构来看, 2015 年以来改善型需求 (90-140 平) 占比持续提升, 而代表刚需的 90 平以下户型成交占比不断下降。在目前“房住不炒”政策定位下, 未来刚需房的成交占比有望提升

图表 98: 房地产销售结构



来源: CRIC, 中泰证券研究所

房地产建安修复的逻辑

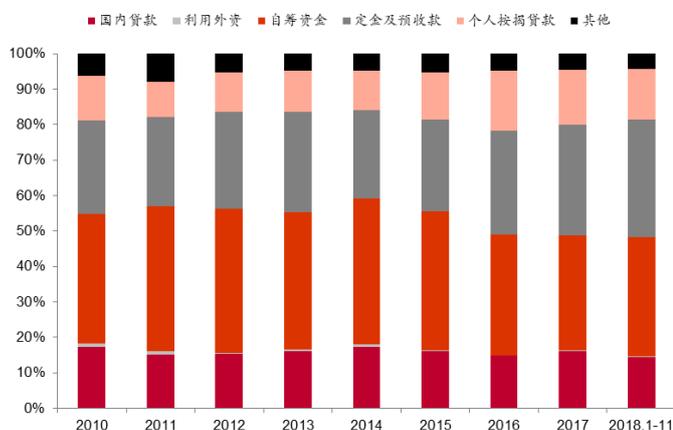
房地产建安投资本质上是资金问题, 涉及资金的总量与支出结构两个维度。按照前文的分析, 预计 2019 年房地产销售增速小幅回落, 这意味着定金与预收款增速将有所回落。考虑到货币环境有望继续保持宽松, 按揭贷款利率出现见顶迹象, 按揭贷款、国内贷款等有望出现改善。整体来看, 房地产开发到位资金有望保持平稳, 契合地产周期曲折回归的判断, 而房地产建安修复的主要动力将来自于房企资金支出的结构调整。

图表 99: 房地产建安投资与资金来源



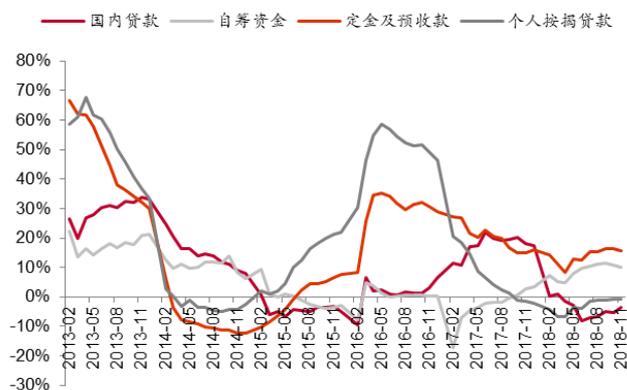
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 100: 房地产开发资金来源结构



来源: wind, 中泰证券研究所

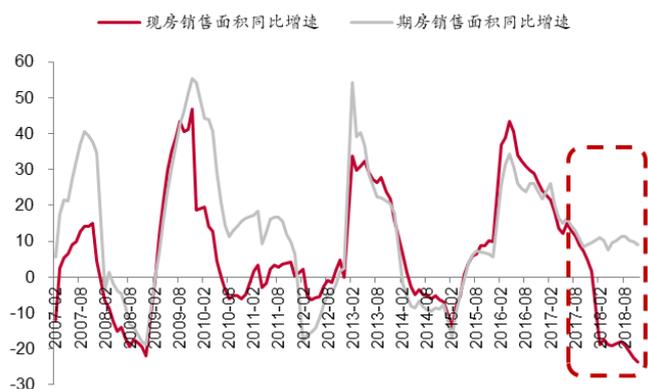
图表 101: 房地产开发资金来源分部增速



来源: wind, 中泰证券研究所

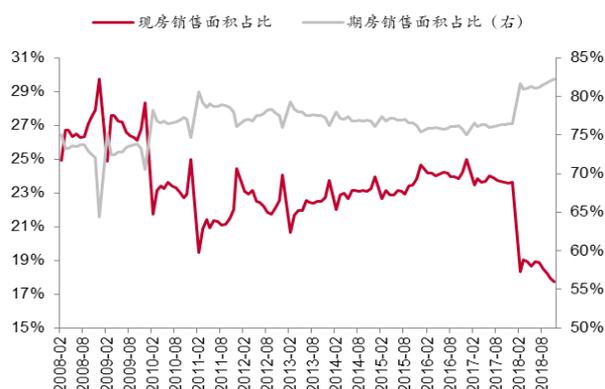
地产周期的曲折回归、开发资金来源的稳定为房地产建安修复营造了温和的环境。房地产开发商资金支出向施工与竣工倾斜主要取决于拿地节奏放缓、交付压力加大。2018 年期房与现房销售出现显著的背离，1-11 月份期房销售面积增速 9.1%，而现房增速为-23.6%，期房在销售占比大幅提升至 82.2%，创历史最高水平。现房与期房销售的背离是对目前低库存以及新开工维持高位背后房企资金压力的验证，同时也意味着未来一段时间房企面临一定的交付压力，并促使资金支出向后端倾斜，从而支撑建安投资修复，并体现为新开工与竣工背离的收敛。

图表 102: 房地产现房与期房销售面积增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 103: 现房与期房销售占比



来源: wind, 中泰证券研究所

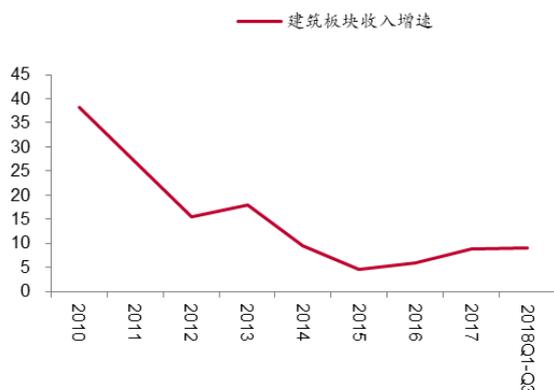
第四部分: 2019 年投资策略

行业基本判断

■ 收入: 弱势修复

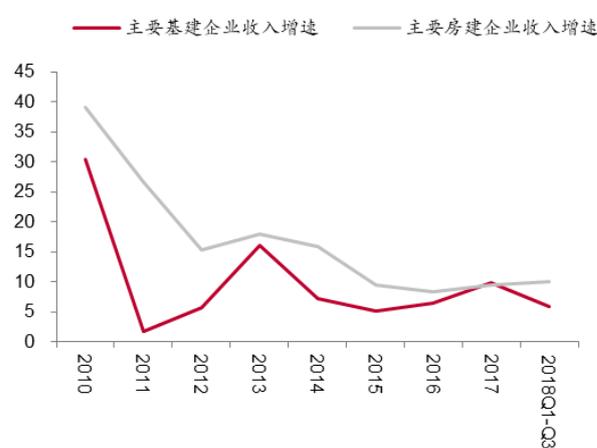
本文利用两大部分内容论述了基建周期与房地产周期的特点, 基建开启第二过渡周期、房地产周期曲折回归决定了基建与房地产建安投资将是弱共振的格局, 这意味着 2019 年建筑行业收入端的修复相对较弱。

图表 104: 建筑板块收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 105: 基建与房建板块收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 订单: 基建小幅向上、房建稳中有落, 投融资增量有限

2019 年建筑行业订单增速有望保持平稳, 结构上, 基建订单将出现反弹, 而房建订单由于房企拿地节奏的放缓可能在今年高基数的基础上略有回落; 由于基建周期的过渡属性, 增量订单将以中大型项目居多, 且集中在铁路、城轨、市政等主流领域, 有利于综合性龙头企业的集中度提升; PPP 等投融资项目增量有限, 主要在于本轮基建资金以表内资金为主, 另外企业端存在杠杆压力, 承接能力有限。

图表 106: 建筑行业新签订单同比增速


来源: CRIC, 中泰证券研究所

图表 107: 主要基建央企新签订单增速

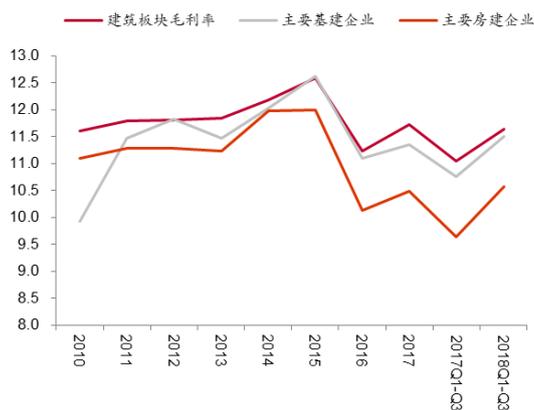

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 108: 中国建筑房建订单同比增速

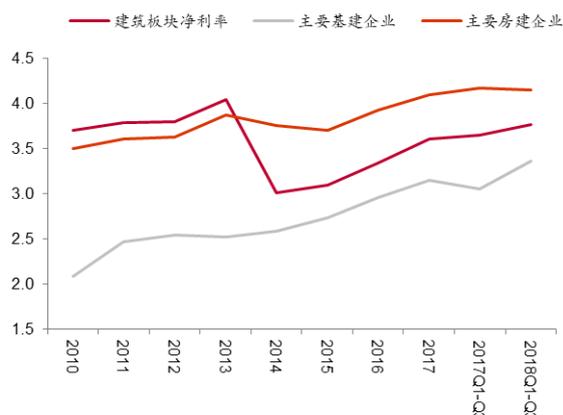

来源: wind, 中泰证券研究所

■ 盈利: 修复空间较大

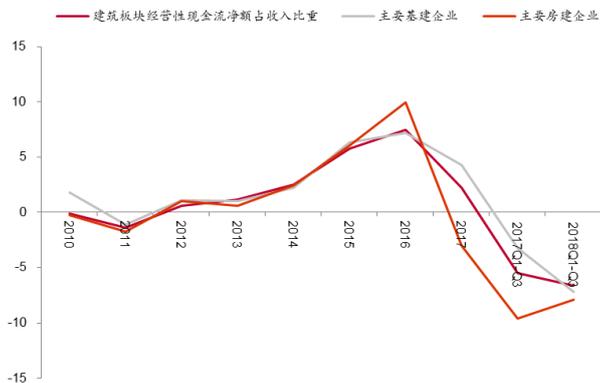
相较于收入端的弱势修复, 2019 年建筑行业利润端的弹性更为显著, 主要原因有三点: 1、上游供给侧改革的打破以及下游业主资金面的改善从成本与资产端对盈利进行修复, 行业现金流有望显著改善; 2、PPP 等高毛利项目进入业绩释放高峰期, 占比进一步提升, 推升基建企业毛利率; 3、宽松的货币环境以及增值税下调也会对利润有所帮助。

图表 109: 建筑行业毛利率


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 110: 建筑行业净利率


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 111: 建筑行业现金流


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 112: 房地产开发资金: 应付工程款


来源: wind, 中泰证券研究所

投资逻辑与标的

基建过渡周期的本质是弱周期，基建的投资逻辑是强政策、弱基本面的构架，在经济下探过程中，政策围绕基建体系三重矛盾仍然会进行松绑，政策高点尚未到来。目前基建股处于政策开始实质性兑现、基本面逐渐出现改善的阶段，仍然具备配置价值。**推荐标的：中国铁建、中国中铁、苏交科、隧道股份等**

稳增长的宏观背景决定了地产政策存在一定博弈空间，从而决定了房地产周期的曲折回归，房地产建安投资将迎来修复。建议选择激励确定、订单储备充分、业务模式综合、估值较低的行业龙头：**中国建筑、上海建工等**

根据本文的宏观周期框架，宏观经济在一轮基建周期中将会出现阶段性企稳，从而证明稳增长政策的有效性，2019 年下半年 GDP 或出现短期企稳，建筑板块可能出现风格切换，建议关注风险出清的园林个股以及

转型标的：文科园林、葛洲坝等

风险提示

- **政策风险：**建筑行业与政策密切相关，基建政策在执行层面可能出现低预期的情况，房地产政策边际改善也有可能出现反复，从而增加行业基本面的不确定性
- **核心假设风险：**本文分析过程隐含的一个假设是经济波动是阶梯式的，从而随着经济下行压力的加大政策不断加码，最终会出现宏观经济的阶段性企稳，该假设也存在一定风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。