

风已起，全球基建轮动

摘要

- **美国制造业回流与基建投资。**从美国制造业回流的政策演进来看，近年政策思路变化较大，近三位美国总统任期期间的政策侧重有所不同。奥巴马以“再工业化”作为主线，强调政府对创新的引导作用，尤其是在高新技术产业加大政府投资力度；特朗普秉持“美国优先”的施政框架，制造业回流的核心是促进制造业岗位的回流和创造；拜登的海外政策在部分层面更像特朗普时期，但国内政策的侧重与前两位都有不同。美国制造业回流进度在疫情后明显加快，美国联邦政府 R&D 投入在特朗普和拜登时期保持增长，但在奥巴马时期有所回落，从制造业回流的总体情况来看，回流进度在疫情后明显加快。基建投资增加与制造业回流有关，近两年增长也较明显，但未来短期，美国基建投资有两方面负面因素，分别是州和地方政府财政收支问题和利率高位问题。
- **新兴市场的基建。**中国方面，关注周期与方向。我国基建投资与经济短周期有一定重合性，这主要由于基建的周期变化更多受政策影响，而在内外经济环境发生变化，经济下行压力加大时，基建会承担起较重要的经济托底作用，与潜在经济增速逐渐回落一致的是，基建投资累计同比增速也是趋于回落的态势。从最新走势看，基建投资增速向正常化趋势回归，但新基建等方向给基建带来新增血液。其他新兴市场方面，关注潜力与国别。除中国外的新兴国家，尤其亚洲地区、非洲地区及南美地区，基建水平一般且未来需求较大，电力和运输是基础设施投资中投入最大的两个分项。具体来看越南和印度尼西亚，发展速度较快，但资金为阻力之一。
- **未来大基建：逆全球化下的全球趋势。**海外无论发达国家，如美国，还是新兴市场如越南、印度尼西亚，都在近年加快其国内基础设施建设，这与疫情后全球产业链供应链重塑、产业格局变化以及各国的政策重点变迁都有关。通过对美国、新兴市场的基建梳理，我们认为后续需要关注，其一美国制造业回流及基建投资加强的持续性，其二新兴市场基建增长的斜率和规模，其三基建发展细分方向的转变，建议关注新基建、“一带一路”及安全等。
- **风险提示：**地缘政治风险超预期，全球经济增长低于预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 从消费信贷看美国家庭资产负债表 (2023-09-30)
2. 涵煦徐行，蓄势而动——周期叠加下的转型节点与政策布局 (2023-09-01)
3. 国改带动川渝上市央企国企价值发现——国企改革系列专题之二 (2023-09-01)
4. 赋能现代化，把握国企重估机遇——国企改革系列专题之一 (2023-08-13)
5. 找工 or 招工？中美劳动力市场对比 (2023-08-07)
6. 波浪式前行下的调控与部署——7月中央政治局会议解读 (2023-07-26)

目 录

1 美国制造业回流与基建投资	1
2 新兴市场的基建	4
2.1 中国的基建：周期与方向.....	4
2.2 新兴市场的基建：潜力与国别.....	6
3 未来大基建：逆全球化下的全球趋势	8

上篇专题《从消费信贷看美国家庭资产负债表》，我们从信贷角度切入看美国消费，也了解到消费占美国经济的大头，但从近几年各主要分项对 GDP 的贡献程度看，投资对于经济的拉动作用也在加强，尤其美国制造业回流及其基建计划在疫情之后进展较快。本篇专题从美国制造业回流及基建计划入手，结合全球产业链的变迁，分析后续全球投资尤其是制造业和基建方面的布局变化。

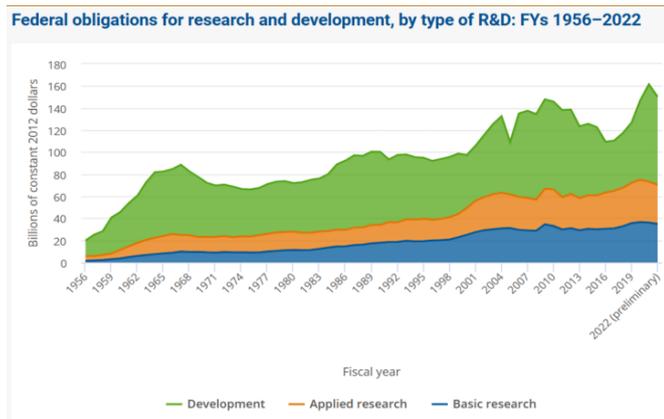
1 美国制造业回流与基建投资

从美国制造业回流的政策演进来看，近年政策思路变化较大，近三位美国总统任期期间的政策侧重有所不同。20 世纪七八十年代，美国开启“去工业化”，近年，美国政府的制造业回流计划在奥巴马任内开启，在全球产业链变迁、竞争格局变化、金融危机等因素的影响下，2009 年 12 月，奥巴马政府提出《美国制造业振兴框架》，以“再工业化”作为主线，强调政府对创新的引导作用，尤其是在高新技术产业加大政府投资力度，以促进资本密集型和高科技产业的进一步发展，同时在经贸规则的塑造上，更强调知识产权、营商环境等；2010 年 5 月，奥巴马政府出台《国家安全战略报告》，明确提出了“重振美国，领导全球”的新国家安全战略；2011 年 6 月，奥巴马在卡耐基梅隆大学启动先进制造业伙伴计划（AMP），意图联合工业、大学和联邦政府，投资新兴技术（信息技术），创造高质量的制造业就业机会，提高制造业的全球竞争力，AMP 计划投资 5 亿美元；2012 年开始，奥巴马政府通过联邦政府赠款建立了一批制造创新研究所（IMI），形成制造业创新国家网络（NNMI）。此外，奥巴马期间的政策提案也包括税收刺激、减免。2010-11 年，美国制造业出现阶段性回暖，此间，制造业增加了 30 多万个就业岗位，这是自上世纪 90 年代末以来，制造业就业岗位首次出现增长。但奥巴马的政策刺激主要针对高新技术产业，对整体美国制造业拉动效果一般。与奥巴马“再工业化”路线不同，特朗普秉持“美国优先”的施政框架，制造业回流的核心是促进制造业岗位的回流和创造。对内政策方面以税收改革为主要抓手，对外挑起贸易摩擦。美国宣布的回流和外国直接投资工作岗位从 2015 年的 7.5 万个增至 2016 年的 11.5 万个和 2017 年的 19.3 万个，但由于贸易行动的不可预测性，2018 年的制造业岗位降至 15.4 万，2019 年降至 11.7 万。由于疫情，回流在 2020 年有所回升，投资增加。总的来说，对内政策方面有一定成效，但对外政策对经济产生一定负面影响。奥巴马和特朗普时期，与之前制造业就业持续减少不同，两位在任期间，美国制造业就业岗位有所增加（除了疫情影响的 2020 年），但增长速度较缓，回流强度一般。拜登的海外政策在部分层面更像特朗普时期，但国内政策的侧重与前两位都有不同。对外政策方面，相比特朗普，拜登的政策看起来更温和，但大方向仍有所延续，且更注重与其他国家的联合，如 G7 集团加强发展中国家地区基建投资等。对内政策上，拜登同样鼓励制造业回流，但并不是以税收为主要抓手，也不是让政府引导创新，而是采取更直接的措施，如政府采购等。主要措施包括：增加 500 万制造业就业岗位、增加政府采购、对回流的企业实行税收优惠、对非美国产品征收更高的税等。2011 年 11 月，两会通过《基础设施投资和就业法案》（IIJA）；2022 年 8 月，拜登签署《通货膨胀削减法案》（IRA）和《芯片和科学法案》，与基建法案互相链接和补充。

美国制造业回流进度在疫情后明显加快，格局与之前发生较大变化。从联邦政府研发支出看出，近三位总统时期，美国联邦政府 R&D 投入在特朗普和拜登时期保持增长，但在奥巴马时期有所回落。自 20 世纪 50 年代初以来，联邦政府对研发的总体支持水平基本延续持续增加态势，20 世纪 50 年代中期用于研发的 20 亿至 50 亿美元在 2007 财年增加到 1300 亿美元左右。由于 2009 年美国复苏与再投资法案（ARRA）批准的研发经费增加了 187 亿美元，联邦研发支出在 2009 财年和 2010 财年达到了历史峰值，但随后在 2011-15 财年下滑，

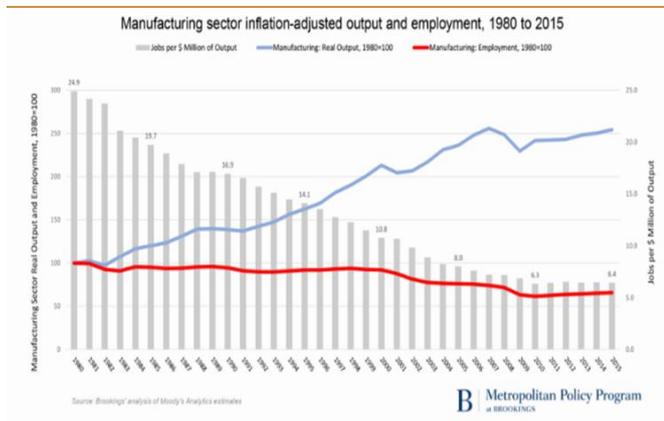
经通货膨胀调整后，2015 财年的水平比 2010 财年低 18%，部分由于 ARRA 提供的增量资金的减少，部分由于金融危机后美国经济扩张放缓，且联邦政府可自由支配的支出及联邦预算决策面临新压力，都使得联邦政府批准的研发经费减少，2016 财年资金联邦研发经费水平的持续下降则主要反映了研发支出定义的变化。随后，2017-21 财年联邦研发支出又呈现增长趋势，2019 财年报告的 1470 亿美元回到了 2010 财年的峰值，随后 2020 财年（1740 亿美元）和 2021 财年（1850 亿美元）继续升高。2020、21 财年联邦研发资金同比大幅增长的主要原因，也在于疫情刺激资金的增加。从结构上看，2013 年后，基础研究、应用研究和技术开发的投入基本都有增长。**从就业看**，2000 年后-2009 年间，美国制造业新增就业人数连年呈负增长态势，2010 年转为正增长，制造业新增就业在 2017 和 2018 年分别为 17.8 万人和 26.3 万人，增量较明显，制造业就业人数总量在非农就业人数中的比重并未发生明显变化，2008 年之后持续保持在 8.5%左右。**从制造业回流的总体情况来看**，回流进度在**疫情后明显加快**。根据 Kearney 公布的制造业回流指数（用于跟踪美国从低成本国家（LCC）和亚洲地区转移的程度），回流在 2019 年和 2022 年出现明显回升，美国本土制造业总值与从 LCC 和亚洲地区进口的制造业总值比例也在 2022 年才出现明显回升。根据 Forbes 与 Zogby 合作的民意调查结果显示，2022 年，调查公司的 55%CEO 计划重组其制造业务，其中 95%表示会在当年开展，2022 年，3.64 万个制造业岗位回流至美国，该数字比 2021 年增加了 53%。

图 1：美国联邦研发支出金额三大分项变化



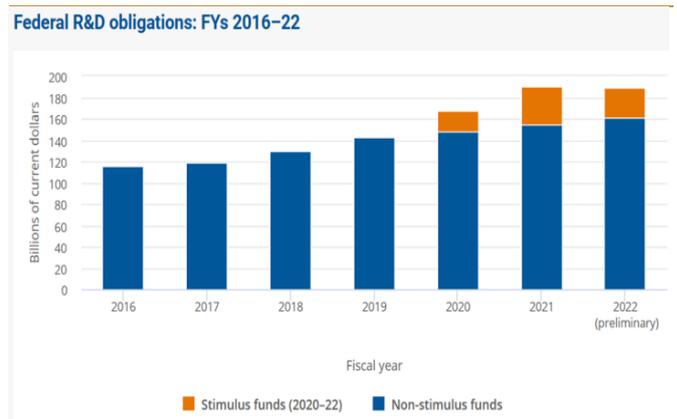
数据来源：美国财政部、西南证券整理

图 3：美国经通胀调整后制造业产出及就业变化



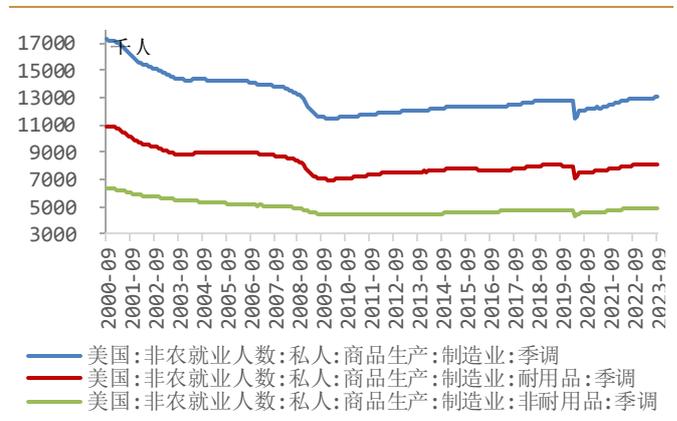
数据来源：布鲁金斯学会，西南证券整理

图 2：美国联邦财政支出资金 2016 年后变化



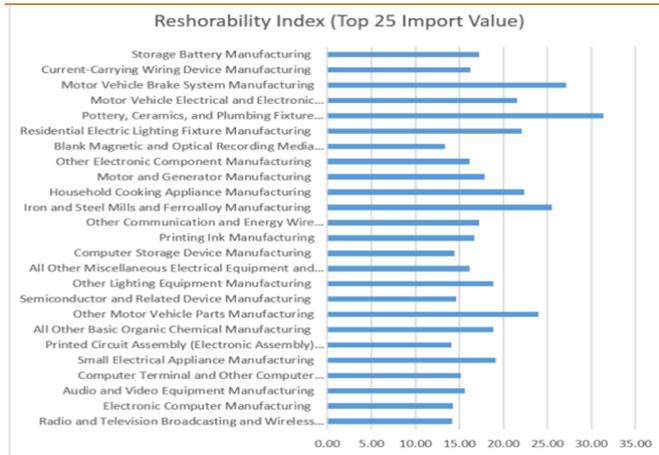
数据来源：美国财政部、西南证券整理

图 4：美国制造业非农就业人数变化



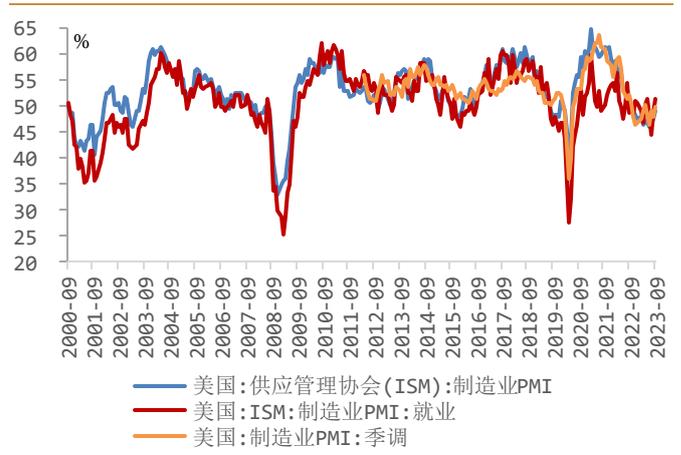
数据来源：Wind、西南证券整理

图 5：美国制造业细分领域回流指数情况



数据来源：BEA，西南证券整理

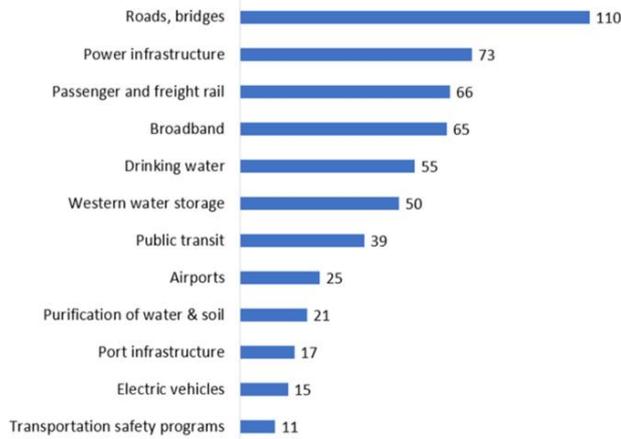
图 6：美国制造业 PMI 近期有所回升



数据来源：Wind，西南证券整理

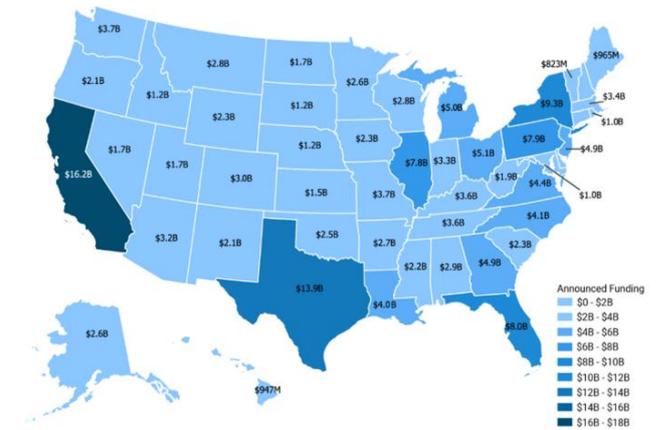
基建投资增加与制造业回流有关，近两年增长也较明显。2021 年 11 月签署的《基础设施投资和就业法案》（IIJA），最初版本是《美国投资法案》，约 5470 亿-7150 亿美元基础设施一揽子计划，包括铁路、公路等各方面项目，经过国会谈判，该法案被修改并更名为《基础设施投资和就业法案》，除了原法案中的交通和铁路提案外，还包括宽带、清洁水和电网能，修订后的版本包括约 1.2 万亿美元支出，其中 5500 亿美元是在国会计划定期授权的基础上新授权的支出。白宫表示截止 2023 年 7 月 31 日已授予的资金，只是基础设施法将资助的一小部分。2023 年 8 月，白宫表示，IIJA 的实施已经为近 7000 个项目提供了 2800 多亿美元的融资，其中至少 1200 亿美元用于公路建设。根据布鲁金斯学会的估算，这会每年新增 150 万个工作岗位。除 IIJA，《通胀削减法案》（IRA）中也有对与基建的支持。总体而言，按联邦机构提供的总资金衡量，各州申报项目获得了 IIJA 第一年拨款的 92%，各州主要通过联邦公路管理局项目 and 环境保护署直接获得资金。除地方申报项目外，还有联邦竞争性拨款项目，如弗吉尼亚州诺福克市 2.5 亿美元的防洪墙，圣路易斯地区新电池组件厂（1.97 亿美元），底特律 I-375 公路拆除项目（1.05 亿美元）。竞争性拨款项目可以直接获得联邦资金，而不需要从其所在州获得拨款，到 2022 年 10 月，只有 7% 的竞争性资金被授予。总的来看，州政府控制着较多资金，而相比之下，联邦竞争性项目通常规模较小，而且申请量较大，所以美国更加依赖地方和州支出来满足其基础设施需求。2019 年至 2020 年间，由于疫情期间联邦政府加大了对基础设施的关注，联邦政府出资增加了近 10%。但在项目进展较快下，相关价格也明显上涨。从 2021 年 1 月到 2022 年 12 月，生产者价格指数（PPI）中两个用于基础设施的商品指数（道路行业、能源和通信行业的材料投入）都上涨了约 25%，几乎是同期消费者价格指数（13.7%）涨幅的两倍。2023 年 8 月份，建筑和制造业支出达到 1980 亿美元，同比增长近 66%，为自上世纪 50 年代开始追踪这一数据以来的最高水平。但未来短期，美国基建投资有两方面负面因素，分别是州和地方政府财政收支问题和利率高位问题。一方面，州和地方财政收入呈下降趋势。2020 年和 2021 年，美国州和地方财政情况较健康，这很大程度上是由于《CARES 法案》和《美国救援计划法案》下大量联邦财政注入，但 2022 年州和地方收入的下降趋势比 2010 年以来的任何一年都要大，未来地方上与服务相关的财政支出或将削减，且由于大多数联邦项目要求 10% 到 51% 的地方匹配，收入下降可能会使各州和地方政府获得联邦资金减少。另一方面，更高的利率使债务（基础设施投资的主要来源）变得更加昂贵，数据市政债券发行量呈下降趋势。

图 7：美国基础设施投资和就业法案投资领域，十亿美元



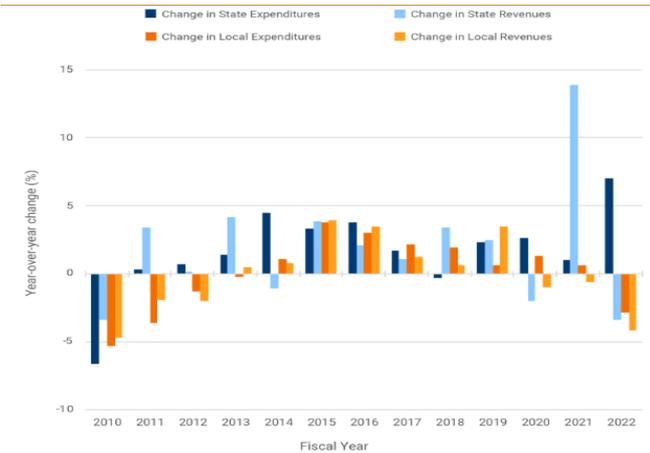
数据来源：美国白宫官网，西南证券整理

图 8：美国基建投资法案，各州宣布的金额数



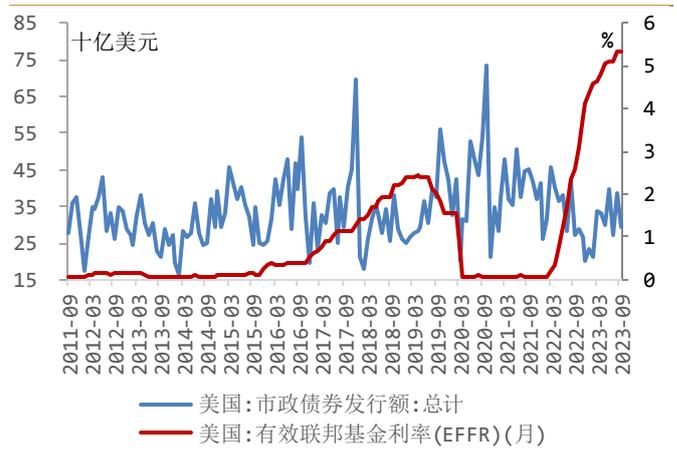
数据来源：布鲁金斯学会，西南证券整理

图 9：美国州和地方政府财政支出和收入变化，%



数据来源：美国白宫官网，西南证券整理

图 10：美国市政债券发行额与联邦基金利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 新兴市场的基建

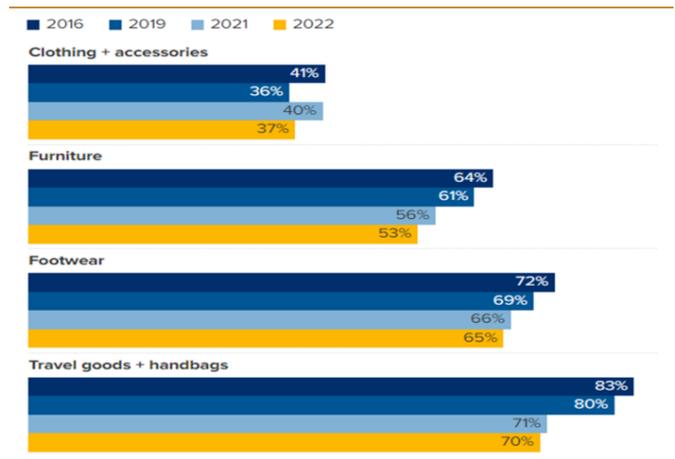
2.1 中国的基建：周期与方向

我国基建投资与经济短周期有一定重合性，长期有下行走势。从经济的扩展与收缩周期来看，我国经济的长周期 50-60 年，通常由重大创新带来的生产技术和效率极大提高引发，目前我们处于数字经济的转型期，也是新一轮长周期的初期阶段。而经济中周期通常有 9-10 年，1978 年改革开放以来，按照“谷-谷”形态划分，目前我们处于第五轮中周期。此外，一个中周期中通常包括 3 个短周期，短周期波动受国内外经济环境、货币投放、财政政策、产业政策导向等影响，1999 年以来我国经历了 6 轮完整的短周期，疫情前的 5 轮周期平均长度为 41 个月，与 40 个月的存货周期基本一致。疫情开始后第一个短周期拉长至 49 个月，目前，处于疫情后的第二个短周期（已有 41 个月），考虑到疫情对周期拉长的影响在减弱，以及 PPI 增速与产成品库存增速较强的一致性，PPI 在 7 月已出现触底回升，国内经济可能在今年四季度至明年一季度迎来新一轮补库，从而带动小周期回升。从基建增速看，2004

年有数据统计以来，也基本经历过完整的四轮周期，基本可以和短周期时间相对应，这主要由于基建的周期变化更多受政策影响，而在内外经济环境发生变化，经济下行压力加大时，基建会承担起较重要的经济托底作用。2004年后，基建增长斜率较高的时间段分别是2008年3月至2009年6月、2012年2月至2013年3月、2020年2月至2021年2月以及2021年12月至2022年3月，除2015年，基本都能和短周期对应，且会领先于经济短周期。且与潜在经济增速逐渐回落一致的是，基建投资累计同比增速也是趋于回落的态势。

图 11：我国基建投资与经济短周期有一定重合性


数据来源: Wind、西南证券整理

图 12：我国不同品类出口全球份额变化


数据来源: MDS Transmodal、西南证券整理

从最新走势看，基建投资增速向正常化趋势回归，但新基建等方向给基建带来新增血液。2023年1-9月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.2%，高于整体固定资产投资增速3.1个百分点。其中，铁路运输业、水利管理业、公共设施管理业和道路运输业投资增速分别为22.1%、4.9%、-1.2%和0.7%。9月单月，狭义基建投资同比增长4.97%，增速较8月回升1.02个百分点，在连续两个月增速回落后，基数回落及9月专项债发行规模仍大等因素影响下，增速有所回升。近期，多地召开经济部署会议，就四季度经济工作做出安排。其中，抢抓重大项目落地建设，形成更多实物工作量成为重点内容。9月底以来，已有重庆、四川、安徽、湖南等地召开重大项目开工仪式，一大批项目陆续开工或投产。据不完全统计，四季度各地开工新项目总投资已超过2.2万亿元。1-9月，地方债尤其是新增专项债的发行节奏整体相对均匀，已完成年内额度的九成，资金投向主要用于市政建设和产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施、保障性安居工程、农林水利等重点建设领域。新基建方面，2018年12月的中央经济工作会议中提出：“加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”，之后新基建的概念和发展逐渐完善。2023年1月，国务院国资委在京召开中央企业负责人会议，明确提出2023年将聚焦国家重大项目、产业链强基补短、基础设施建设，积极布局实施一批强牵引、利长远的重大项目，加大对5G、人工智能、数据中心、卫星互联网、工业互联网平台、物联网平台等新型基础设施建设的投入。此外，2022年12月发布的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，其中提出要加快交通基础设施建设。未来，传统基建仍将按照稳健速度发展，主要的增量或在新型基础设施和融合基础设施建设。

表 1：我国关于新基建的相关政策

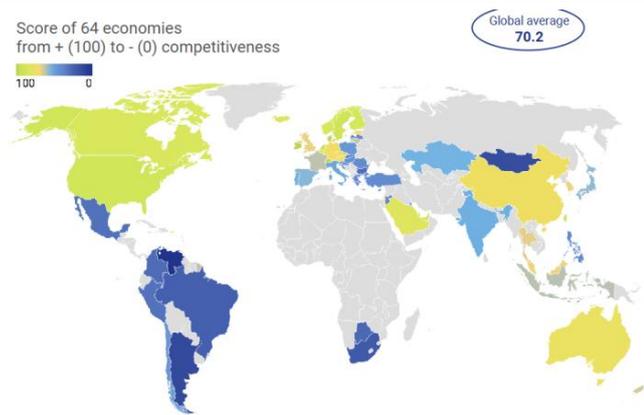
时间	文件或会议	内容
2018年12月	中央经济工作会议	加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板
2020年2月	中央全面深化改革委员会第十二次会议	统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年4月	国家发改委新闻发布会	首次明确新型基础设施的范围，是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系
2020年5月	政府工作报告	首次将新基建写入政府工作报告。加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级
2020年10月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设
2021年3月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设，打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2021年9月	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023年）》	到2023年底，在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施，社会主义现代化治理、产业数字化转型和民生消费升级的基础更加稳固
2021年9月	教育部等六部门关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见	到2025年，基本形成结构优化、集约高效、安全可靠的教育新型基础设施体系，并通过迭代升级、更新完善和持续建设，实现长期、全面的发展
2021年9月	《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》	到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景
2022年7月	住建部、国家发改委关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知	到2025年，城市建设方式和生产生活方式绿色转型成效显著，基础设施体系化水平、运行效率和防风险能力显著提升
2023年2月	中共中央 国务院印发《数字中国建设整体布局规划》	到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局

数据来源：国务院、国家发改委等官方网站、西南证券整理

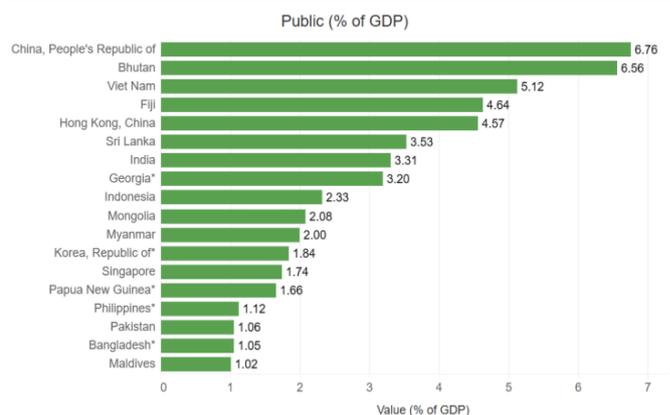
2.2 新兴市场的基建：潜力与国别

除中国外的新兴国家，尤其亚洲地区、非洲地区及南美地区，基建水平一般且未来需求较大。根据亚洲开发银行的估计，与亚洲开发银行合作的亚太国家和地区（中国、孟加拉国、不丹、斐济、格鲁吉亚、中国香港、印度、印度尼西亚、马尔代夫、蒙古、缅甸、巴基斯坦、巴布亚新几内亚、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、越南），2016年至2030年，亚洲发展中国家需要投资26万亿美元，即每年1.7万亿美元，才能保持增长势头；扣除减缓和适应气候变化的费用，将需要22.6万亿美元，即每年1.5万亿美元（基线估计）。亚洲发展中国家的基础设施投资仍主要由政府主导完成，占基建总投资的90%以上，相当于每年国内生产总值的5.1%，且远远高于私营部门投资基建占国内生产总值0.4%的比例。2010年至2014年，中国在基础设施方面的平均投资额占GDP的6.8%，包括印度和越南在内的几个国家在基础设施方面的投资也超过了GDP的5%。根据估算，电力和运输是基础设施投资中投入最大的两个分项，电力设施需要14.7万亿美元投资，交通需要8.4万亿美元，通讯需2.3万亿美元。据估计，每年的适应气候变化的成本为2000亿美元，主要来自电力部门，这对于通过投资可再生能源、智能电网和能效控制碳排放尤为重要。2015年，亚洲开发银行的25个成员国

在基础设施方面的投资近 8810 亿美元，远低于 2016 年至 2020 年五年期间所需的 1.34 万亿美元的年度投资（包括与气候变化相关的支出），这一基础设施投资缺口相当于同期年均预测 GDP 的 2.4%。分地区看，2016-2030 年，亚洲开发银行成员中，中低收入国家和地区（不包含印度）年均基建投资缺口占 GDP 的比重约为 5.4%，中高收入国家和地区（不包含中国大陆）该数值为 1.6%，此外，中亚、南亚、东南亚、太平洋、印度、印度尼西亚和中国大陆 2016-2030 年均基建投资缺口占 GDP 的比重分别为 2.3%、4.7%、3.8%、6.2%、4.1%、4.7%和 0.5%，金额分别是 50、1600、920、10、1120、470、680 亿美元。**非洲方面**，根据非洲开发银行测算，2018 年非洲基础设施融资缺口在 680 亿至 1080 亿美元之间。根据非洲基建集团 ICA 数据，2018 年非洲基础设施，其中各国政府仍然是最大的资金来源，占总额的 37.2%，其次是中国占 25.5%，ICA 成员占 20%，私营部门占 11.7%。在 2017 年至 2018 年达到峰值之后，2019 年和 2020 年双边和多边捐款有所下降，主要由于非洲大陆多个选举周期和疫情影响。**南美洲方面**，根据美洲开发银行，到 2030 年，拉丁美洲和加勒比地区基建投资需要再投资 2.22 万亿美元，其中 59%需要用于投资新建基础设施，41%用于维护和更换，就相对于每年至少需要将其 GDP 的 3.12%投资于基础设施（水处理、电力、交通运输、电新分别占 0.5%、0.81%、1.37%和 0.41%）。

图 13：2023 年全球竞争指数


数据来源：IMD，西南证券整理

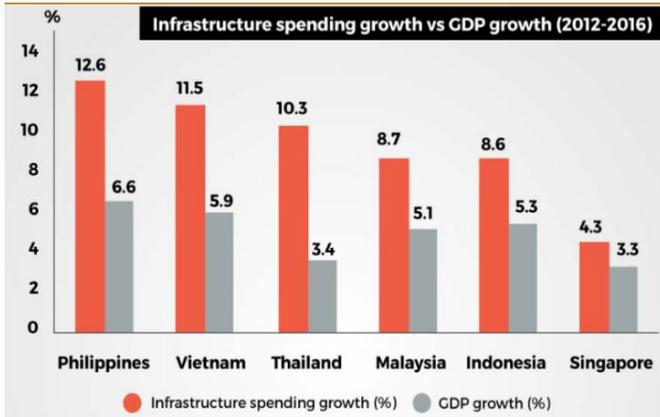
图 14：亚太地区基建投资占 GDP 的比重（2018 年）


数据来源：Asian Development Bank、西南证券整理

具体来看越南和印度尼西亚，发展速度较快，但资金为阻力之一。越南方面，根据世界银行数据，越南在全球基础设施排名（160 个国家）中排名第 47。根据全球基础设施中心（Global Infrastructure Hub）的数据，2021 年越南的建筑实际年增长率为 8.2%，如果越南想要确保经济增长，每年平均需要 250-300 亿美元用于基础设施建设，但国家预算只有 150-180 亿美元（占国内生产总值的 7%），2022 年至 2030 年期间的年平均增长率为 7.0%，为亚洲基建增长最快的市场之一。由于越南城市化和海外投资的增加，越南近期对基础设施需求激增，并进行了重大升级。2020 年，基础设施支出激增 35%，达到 200 亿美元（占 GDP 的 6%），2021 年上半年增长达到两位数。2021 年，越南政府制定基建计划，与 2016-2020 年的基础设施总支出相比，未来五年的基础设施支出将增加 38%（达到 1200 亿美元）。世界银行预计，2021-2026 年间，越南每年将在基础设施方面投入 250 亿美元，其中约 20%来自私营部门（占比较之前 10%明显升高，主要由于 2021 年越南 PPP 法生效）。从分项看，交通和电力是越南近年发展基础设施的大头。越南优先发展的主要交通项目包括：胡志明市新机场（150 亿美元）；胡志明市和河内的新地铁系统（100 亿美元）；连接胡志明市和河内的南北高速公路（50 亿美元）。印度尼西亚方面，特殊的多岛地理环境，给印尼的基建增

加了挑战,近年来,基础设施和交通一直是政府的主要优先事项。2019年,佐科·维多多(Joko Widodo)总统第二届任期开始时启动了一项4120亿美元的计划,以增加对交通基础设施的投资。与越南相似,印尼基础设施的问题之一是政府的预算有限,无法满足提供基础设施的融资需求,而预算分配每年都有增减。世界银行2017年估计,印尼的基础设施投资缺口将在五年内达到5000亿美元。维多多政府的目标是政府提供40%的资金,25%来自国有企业,其余35%来自私营部门,但私人基础设施投资难以激励,往往滞后于所需金额。

图 15: 东南亚国家基建投资增长与 GDP 增速对比



数据来源: PWC、西南证券整理

图 16: 印度尼西亚基建增速变化



数据来源: 印尼交通部、西南证券整理

3 未来大基建: 逆全球化下的全球趋势

海外无论发达国家(如美国等),还是新兴市场(如越南、印度尼西亚等),都在近年加快其国内基础设施建设,这与疫情后全球产业链供应链重塑、产业格局变化以及各国的政策重点变迁都有关。通过对美国、新兴市场的基建梳理,我们认为后续需要关注,其一美国制造业回流及基建投资加强的持续性,其二新兴市场基建增长的斜率和规模,其三基建发展细分方向的转变。关于第一点,美国基建走强的持续性与其联邦和地方财政的走势有关。疫情时期,美国出台多轮财政刺激政策,到疫情后,财政支出的力度仍大,基建支出的相当大一部分仍然是疫情刺激资金所支持的。在专题《他山之石:美国、日本财政政策对比》中,我们详细梳理了美国财政情况,联邦政府的赤字和债务在疫情前呈上升趋势,在采取多项财政措施应对疫情负面影响后,赤字和债务再次急剧上升。2022财年末,美国联邦政府预算赤字为1.38万亿美元(占GDP的5.4%),低于2021财年末的2.78万亿美元(占GDP的12.3%),但仍高于2019财年(即2020年初疫情爆发前结束的财政年度)占GDP的4.7%,也高于40年平均水平3.8%。而2023财年,美国赤字达到1.7万亿美元,相当于GDP的6.3%,较2022财年赤字规模继续上升23%。美国联邦支出可以分为两个主要类别,强制性支出和可自由支配支出,强制性支出占年度联邦支出的近三分之二,2017年美国公共基础设施资金中只有22%来自联邦政府。一方面,财政支出受到赤字和收入的约束,大幅增长的难度较高;另一方面,支撑州和地方支出的市政债券发行较之前有所放缓,这两个因素对于美国基建投入的增长有制约。另外考虑到2024年美国大选,投资方面的提案或将有所加强,但落到实际的资金是否能快速落实不确定性仍较高。关于第二点,新兴市场基建投资的增长斜率和规模,不同国家间的差距加大,但大多低到中收入国家和地区未来几年对于基建投资的增长斜率仍将较快,但绝对规模相对偏小,较为可观的为南亚、东南亚、非洲地区。

细分方向上，建议关注新基建、“一带一路”及安全等。新型基础设施方面，充电行业、电动汽车的增速或仍较大。2023年10月，毕马威发布《毕马威中国“一带一路”实践与观察》报告指出，“硬联通”的重点将落在建设以现代数字技术为基础的新型基础设施体系，未来“一带一路”共建国家新基建的发展一方面应充分发挥物联网、工业互联网、区块链等新兴技术的巨大潜力，激活数据要素潜能，推动经济转型升级；另一方面则应充分发挥数字化赋能的优势，促进数字经济与实体经济的融合；“软联通”方面，全球价值链不断深化发展，经济全球化正逐渐由要素型开放向制度型开放转变，即对外开放不再局限于进一步降低关税和非关税壁垒为特征的边境开放，而是聚焦于国内经济规则与国际经济规则的接轨，规则的“软联通”也将进一步向高质量的制度型开放发展，推进投融资、贸易、能源、数字信息、海洋、农业、环保、基础设施、反垄断等领域的规则对接，健全法律法规等配套投资保护和管理措施。十年来，“一带一路”倡议朋友圈不断壮大，中国已同150多个国家和30多个国际组织签署“一带一路”合作文件，拉动近万亿美元投资规模，形成3000多个合作项目。据商务部统计，1-8月，我国企业在“一带一路”共建国家新签工程合同额7253.5亿元，同比增长5.6%；完成营业额5295.2亿元，同比增长4.8%，“一带一路”基建合作保持较快增长。今年10月的“一带一路”峰会，部分企业已公布峰会召开期间新签约情况：中国铁建在铁路、地铁、高速公路、房建等多个领域签约重大项目并纳入企业家大会成果清单；中国能建签约或列入成果清单的项目总额近百亿美元，涉及沙特、阿联酋等24个国家；中国中铁签约柬埔寨暹罗哈夫经济特区项目。中央企业在全球190个国家（地区）有8000多个机构和项目，境外资产总额近8万亿元，较10年前翻了一番。据统计，10年来中央企业累计承担境外港口、铁路、机场等重大基础项目超200个。2013年至2022年，我国与“一带一路”共建国家货物贸易进出口额、非金融类直接投资额年均分别增长8.6%和5.8%；与共建国家双向投资累计超过2700亿美元；在共建国家承包工程新签合同额、完成营业额累计分别超过1.2万亿美元、8000亿美元。2023年前三季度，我国对共建国家进出口14.32万亿元，同比增长3.1%，占我国进出口总值的比重达46.5%。此外，安全方面，值得注意的是，2021年，美欧相继公布各自的全球基建方案，发达经济体布局对外投资加速，2021年，欧盟启动了名为“全球门户”（Global Gateway）的全球基建计划，投资额预计达3000亿欧元（约合人民币2.2万亿元）；G7集团的“重建更好世界”计划（B3W）也在继续推进；美国、日本和澳大利亚联合发起的蓝点网络（Blue Dot Network）倡议也于2021年6月活跃。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
