

宏观点评 20240410

基建的开局与后劲

2024年04月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《3月非农: 市场“不相信”的三个理由》

2024-04-06

《二季度央行的宽松线索》

2024-04-04

■ 相较于 2023 年的“一枝独秀”，2024 年开年基建的热度似乎被制造业所掩盖。2024 年开年制造业投资增速反超了基建投资增速，且 3 月制造业 PMI 的表现也强于建筑业 PMI，这与过去两年“基建强、工业弱”的局势产生了背离。结合近期不断下探的水泥价格来看，至少开年的基建“成色”确实不足。往后看，2024 年基建面对地方化债、地方财力吃紧等逆风因素。不过好在基建可以搭上 2023 年年底增发国债、以及 2024 年即将发行的超长期特别国债的“顺风车”，这些顺风因素可以在一定程度上对冲基建投资的放缓风险。最终基建面临的顺风更强、还是逆风更烈，可结合基建开工的高频指标进行实时追踪。

■ 基建全链条如何形成？固定资产投资项目首先需要由发改委审批，审批通过后再由地方政府授权下属地方国有平台公司，通过公开招标的方式选定社会资本方。中标后再进行项目投融资、建设及运营等相关工作，项目完成后移交政府部门或授权平台公司，地方政府在合同约定定期内分期向社会资本方支付款项。故此，我们可以通过项目批复和招标情况、项目投融资情况以及项目开工建设情况三个维度，去及时追踪基建的动态。

■ 项目批复和招标：稳基建诉求的淡化，或早已“有迹可循”。政策端对制造业的重视程度赶超基建，不仅仅从重大会议上反复提及“新质生产力”一词可以看出，而且从发改委推进项目建设的意向“降温”也可以看出——通常领先于基建投资 6-9 个月的发改委审批固投项目金额，从 2023 年下半年开始就明显不及上年同期，这也解释了目前地方债发行慢、基建开工也慢的现象，为 2024 年开年基建投资增速的放缓“埋下伏笔”。

正因为 2023 年下半年发改委审批项目的减少，2024 年以来建筑业企业的订单情况也并不强。无论是从主要建筑企业新签合同金额同比增速、还是从建筑业 PMI 新订单指数来看，均有比较明显的下滑态势。我们认为除了房地产复苏未至的影响之外，建筑企业订单量的减少也与基建项目建设的的需求下滑相关。

■ 项目投融资：“此消彼长”的效应，将缩小基建投资增速放缓的幅度。在地方财力吃紧的情况下，与基建相关的两种地方性债券发行规模还偏小（2024 年以来新增专项债发行进度偏缓、化债基调下城投债净融资规模也大幅降低），这似乎又放大了基建投资“降温”的可能性。不过，我们认为有“三驾马车”拉动基建、以此减弱基建投资增速放缓的幅度：

一是来自于 2023 年财政的“余粮”，包括 2023 年年底增发万亿国债中的一半结转到 2024 年使用，以及 2023 年地方政府通过加大资产处置力度扩充其国有资本经营收入规模、并将这部分资金大幅调入地方一般公共预算。正因为“余粮”够足，目前财政端基建类支出正在不断走高，以此对冲基建投资增速放缓的风险。

二是 2024 年上半年国债发行将持续“在线”，为基建投资提供有力支撑。不同于地方债，2024 年以来普通国债的发行进度是偏快的，这可以保障全国财政收入的平稳运行、并为基建支出提供保障。除了普通国债，超长期特别国债大概率将从二季度开始放量发行，接力普通国债为基建“续航”。

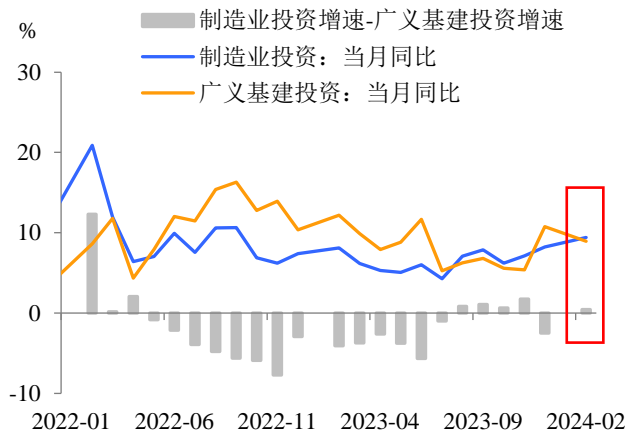
三是 2024 年下半年加快专项债发行将重新提上日程。鉴于上半年为国债发行的高峰期，通常与国债“错峰发行”的地方债可能会到二季度末（或三季度初）开始加速发行。新增专项债发行规模往往领先于基建投资走势 2-3 个月左右，因此届时发行加快的专项债也将对基建投资形成支撑。

■ 项目开工建设：近期几乎“清一色”呈现放缓态势，后续走势值得关注。与基建项目建设活动相关的一些高频数据能及时反映基建的动态，可以

分为沥青、螺纹钢、建筑钢材、水泥、挖掘机等方面。这些指标的历史走势大多与基建投资走势趋同，是提前洞悉基建景气度的“显微镜”。虽然用这些指标追踪基建动能各有利弊，但是近期它们几乎全都呈现出**放缓趋势**（包括但不限于水泥价格、沥青开工率、螺纹钢产量、建筑钢材成交量、磨机运转率等），这就表明了或许2024年稳基建的诉求的确不及上年。后续可对基建相关高频指标进行持续追踪，以此提前“把脉”基建动向。

- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 2024年开年制造业投资增速反超了基建投资增速



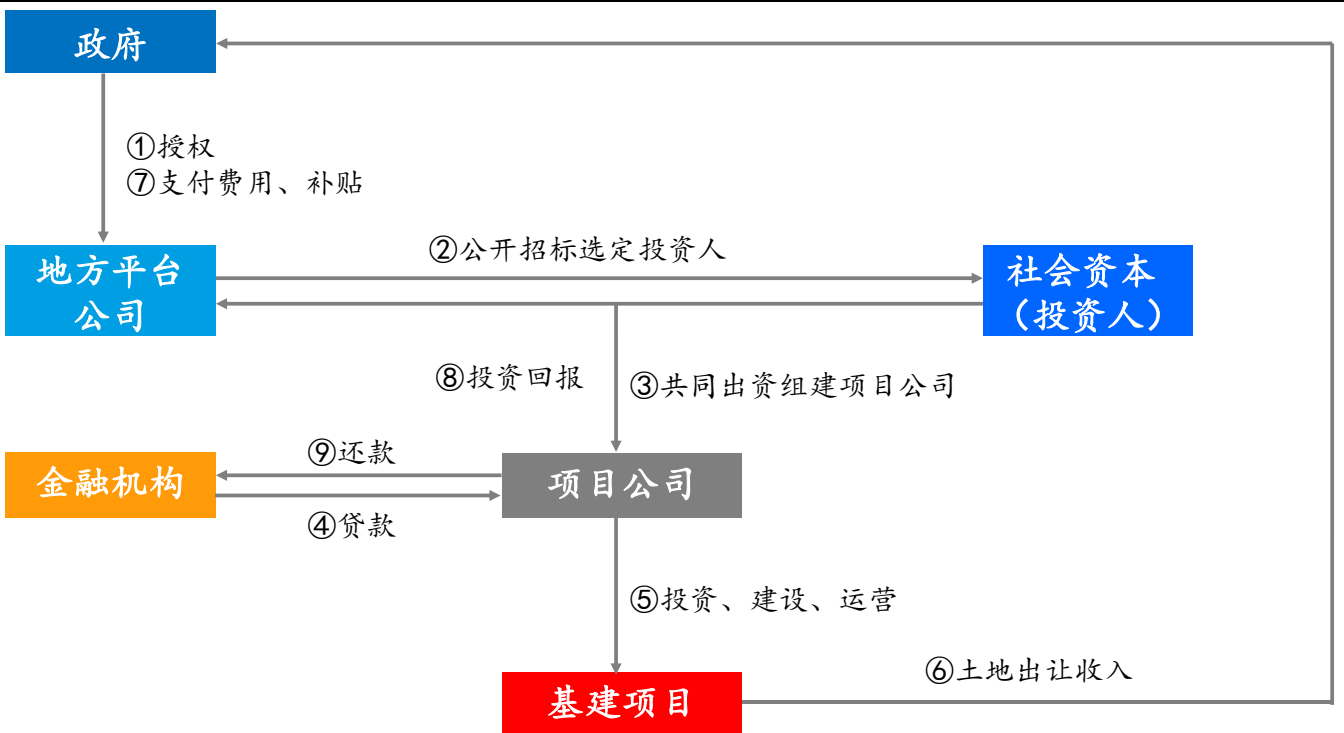
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 近期水泥价格不断下探



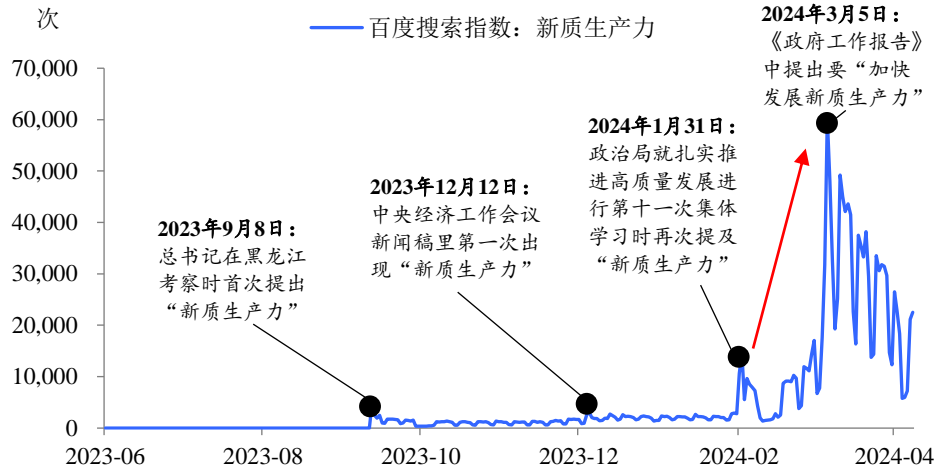
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图3: 基建项目传导链条



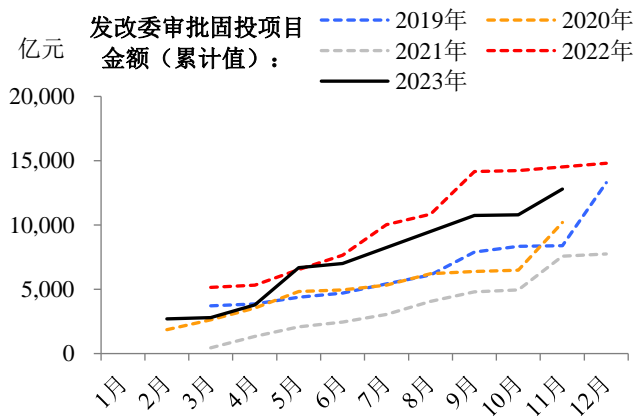
数据来源: 《我国城市基础设施投融资模式的梳理与思考》, 东吴证券研究所

图4：由于在政策措辞中反复提及，“新质生产力”关键词的搜索量近期大幅升高



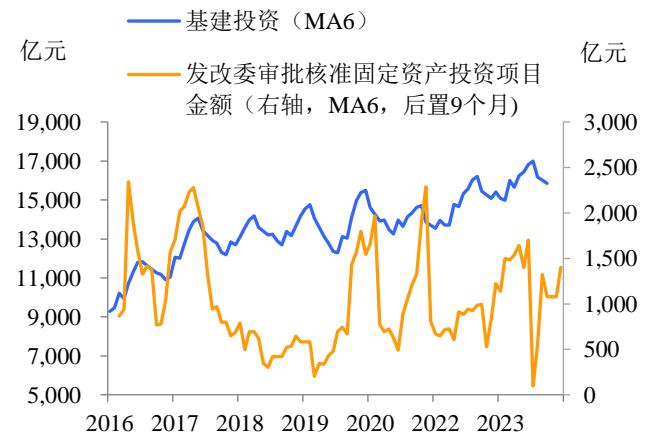
数据来源：百度指数，东吴证券研究所

图5：2023年下半年起，发改委审批固投项目金额就明显不及上年同期



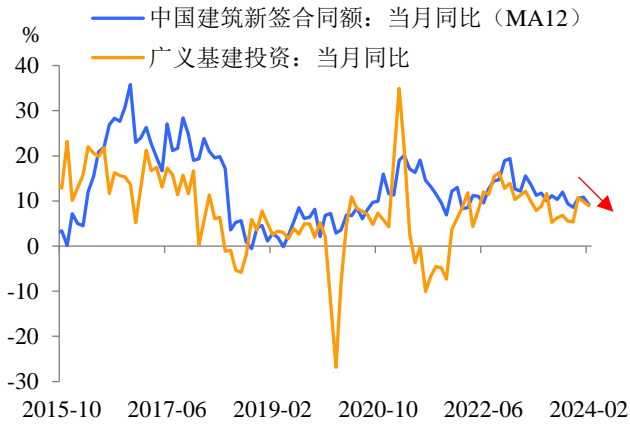
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图6：发改委审批固投项目金额大约领先于制造业投资6-9个月



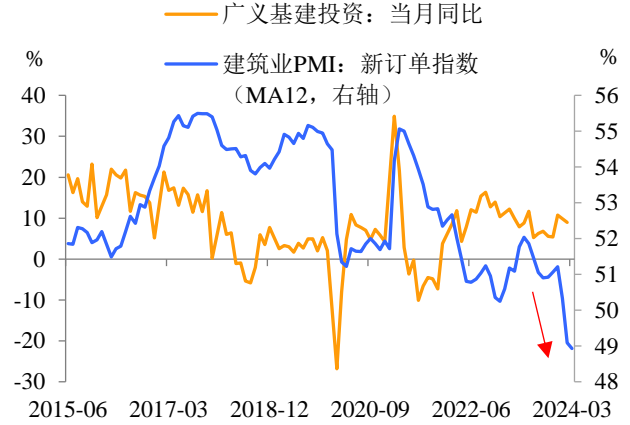
数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

图7: 建筑企业新签合同金额逐步走弱



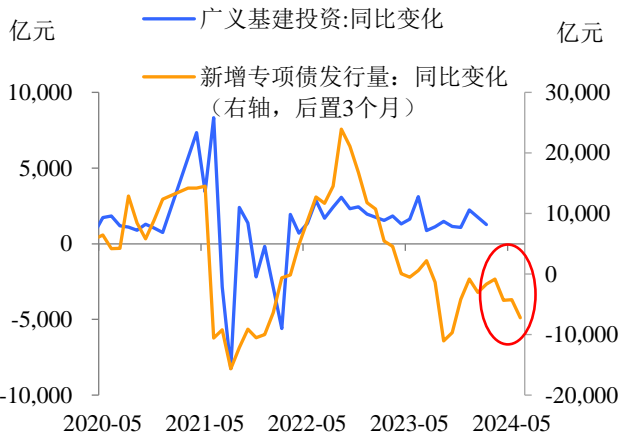
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 建筑企业 PMI 新订单指数降幅明显



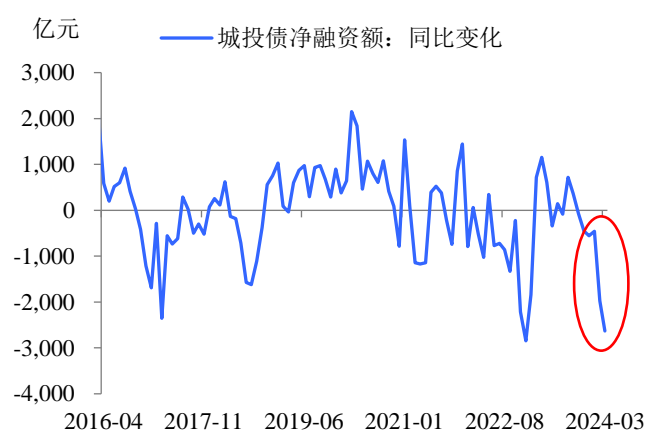
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 偏缓的新增专项债发行或会压制之后基建投资增速的上涨



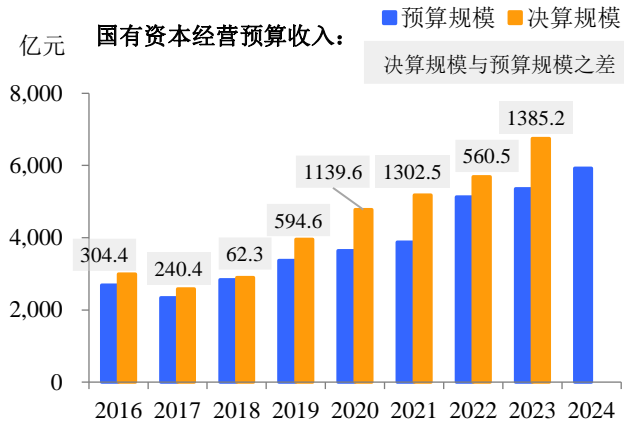
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 城投债净融资规模同比变化量不断探底



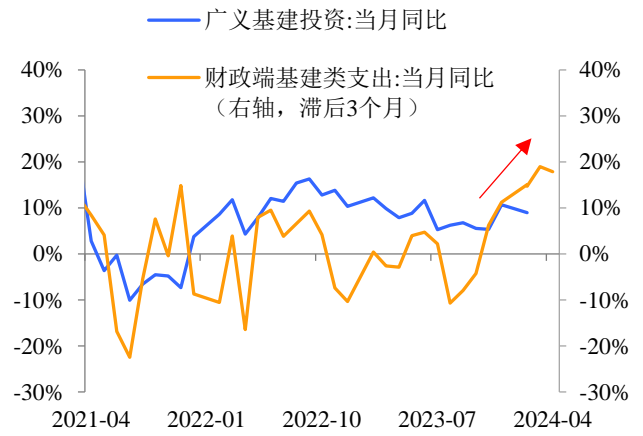
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023 年国有资本经营预算收入决算与预算规模之差创了历史新高



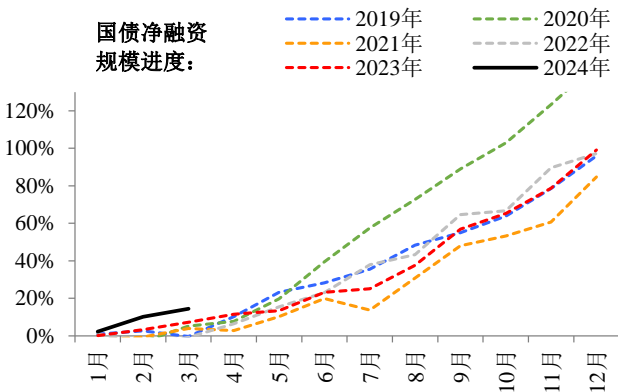
数据来源: Wind, 每年财政预算与决算报告, 东吴证券研究所

图12: 财政端基建类支出涨势明显



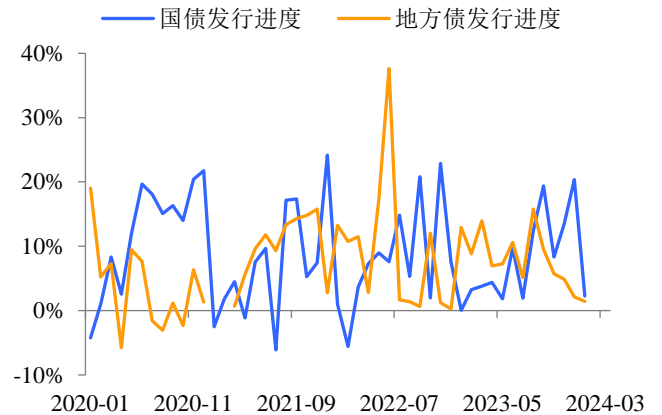
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 与地方债不同, 2024 年以来国债发行进度偏快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 国债与地方债往往“错峰发行”



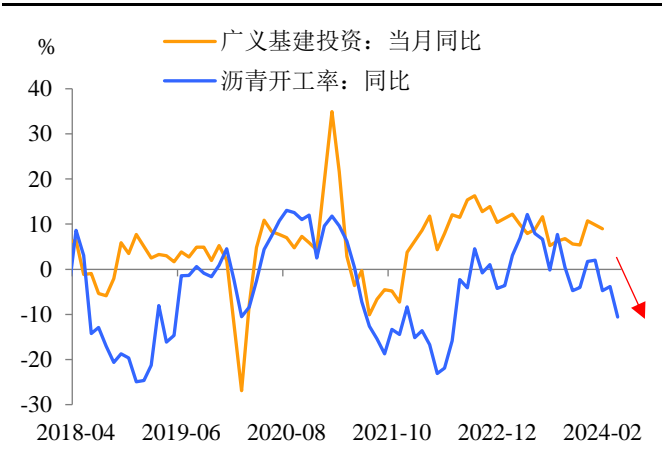
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 追踪基建项目开工情况的高频指标

指标	更新频率	注释	指标利弊之处
沥青			
沥青库存	周	沥青是道路建设的主要辅材，有80%的沥青用于道路建设。	
沥青开工率	周		
螺纹钢			
螺纹钢库存	周	螺纹钢是一种常用的建筑材料，通常用于加固混凝土结构和钢结构中。在基建领域，螺纹钢被广泛应用于桥梁、道路、建筑物等工程中，用于加固和支撑结构，提高工程的抗压、抗拉性能。	
螺纹钢产量	周		
建筑钢材			
建筑钢材库存	周日	基建工程通常需要大量的钢材来支撑建筑结构，如桥梁、高楼大厦、隧道、道路等。	
建筑钢材成交量	周日		
水泥			
磨机运转率	周	水泥是一种粘合材料，可以将各种建筑材料粘合在一起，形成坚固的结构。在基建工程中，水泥常常用于制作混凝土，用于浇筑建筑物的地基、墙体、柱子等。 房地产端约占水泥需求的25%-35%，基建端约占水泥总需求的30%-40%。 其中磨机是生产水泥的一种机器。	水泥不仅用于基建、还用于房地产，因此其相关指标走势受到多方力量的牵扯。
水泥发运率	周		
水泥产能利用率	周日		
水泥价格	日		
挖掘机			
挖掘机销量	月	基建是挖掘机的主要下游产业，很多基建项目在施工阶段都需要挖掘机作业，比如公路、轨交等。	更新频次较低；同时使用挖掘机销量来观测建筑业景气度时要谨慎，因为这些耐用资本品具有更新换代周期。
挖掘机开工小时数	月		

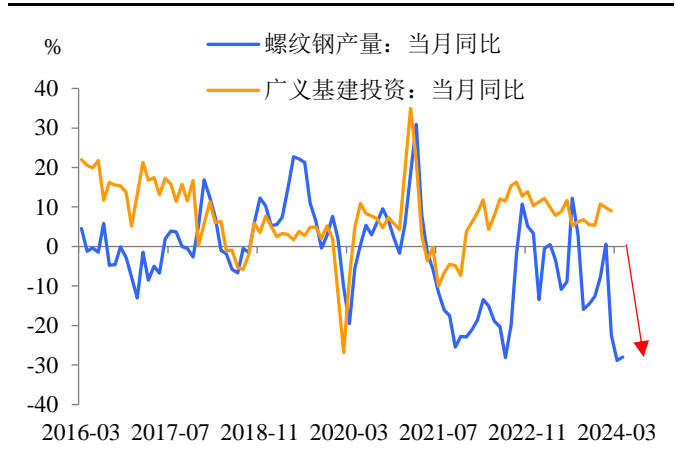
数据来源：东吴证券研究所整理

图16: 近期沥青开工率下滑



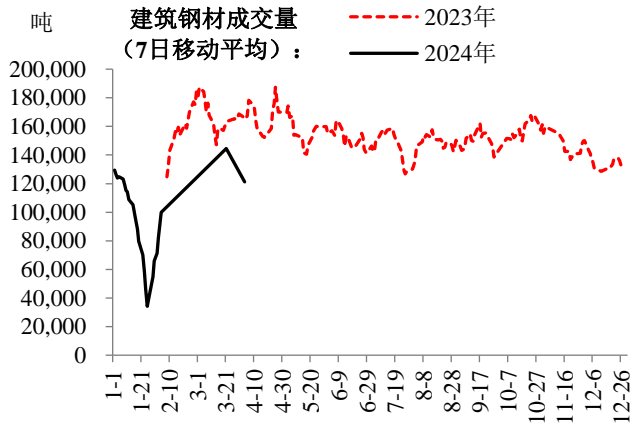
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: 螺纹钢产量降幅明显



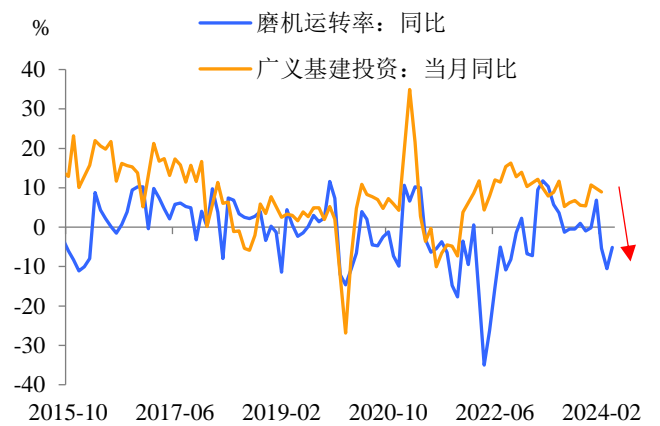
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 建筑钢材成交量明显不及 2023 年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 磨机运转率同样在放缓



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>