基建投資觸底反彈 今年增速或達一成

▲分析指，從去年下半年國家發改委批覆的項目分布看，鐵路、公路、機場依然是基建的重要組成部分　新華社

蘇寧金融

2019年基建投資將繼續受到資金來源的約束，要實現前期20%以上的大幅增長可能性較低，但在穩增長目標引導下，基建投資增速仍將觸底反彈，全年有望實現5%至10%左右的增速。

蘇寧金融研究院宏觀經濟研究中心中心主任　黃志龍

最近兩個月，上海、重慶、武漢等城市基建投資加碼的信號已經十分明確，國家發改委也加快了大型基建項目的批覆節奏，新一輪基建投資浪潮大有滾滾而來之勢。那麼，相比上一輪，新一輪基建投資浪潮有哪些新特徵？最大的挑戰又將來自於哪裏呢？

基建投資與穩增長正相關

一直以來，基建投資都是「逆周期」調控和「穩增長」的主要政策工具。在中國經濟增速持續下行的2013年至2017年，基建投資增速長期高於總投資增速，並成爲減緩投資下行壓力的主導力量。然而，2018年以來基建投資增速卻一路下滑，至2018年9月末已降至3.3%的低點，同期固定資產投資增速也回落到5.3%的低位，並成爲中國經濟再度回落的重要因素。

歷史上，基建投資在2010年至2011年也曾出現過大幅回落，彼時中國經濟正處於國際金融危機之後的兩位數高增長階段。然而，也正是基建投資的大幅回落，帶動了固定資產投資從25.8%的高位快速回落到20.1%的階段性低點。

時間進入2019年，中國經濟再度面臨「下行壓力」的挑戰。爲了應對這一挑戰，中央經濟工作會議強調「加大基礎設施等領域補短板力度」，既是2019年七大重點工作任務之一，也是「宏觀政策要強化逆周期調節」的主要抓手，還是「較大幅度增加地方政府專項債券規模」後新增地方債務資金的主要投向。

值得注意的是，自2018年下半年中央提出「加大基礎設施領域補短板的力度」之後，新一輪基建浪潮已經到來。**從已批覆項目和未來的投資方向看，本輪基建投資有以下兩方面特徵：**

首先，城市軌道交通取代「鐵公機」，成爲新一輪基建投資的方向。2018年下半年以來，國家發改委批覆的基建項目投資規模達到1.46萬億元（人民幣，下同），特別是2018年四季度以來，基建項目的批覆節奏明顯加快，前期暫停的項目重新獲得了批覆。

新一輪基建浪潮的兩大趨勢

從批覆的項目分布看，鐵路、公路、機場依然是基建的重要組成部分。值得注意的是，許多一、二線城市前期被叫停的城市軌道交通項目，成爲本輪基建投資的重點，其中上海、武漢、濟南、長春、重慶、蘇州的軌道交通項目都獲得了批覆，累計投資規模超過9000億元。

其次，基建投資的範圍大幅擴展。傳統意義上，基礎設施一般是指水利、鐵路、公路、水運、航空、管道、電網等物質工程設施。

後來，國務院於2015年發布的《關於積極推進「互聯網+行動的指導意見」》，在全球範圍內第一次把互聯網作爲基礎設施範疇，這是基礎設施概念的一次重大變革。再後來，十九大報告指出，「加強水利、鐵路、公路、水運、航空、管道、電網、信息、物流等基礎設施網絡建設」。

2019年的中央經濟工作會議則要求，「加快5G商用步伐，加強人工智能、工業互聯網、物聯網等新型基礎設施建設」。由此可見，當前的基建投資已經全面擴展到工業、商業等新型基礎設施領域，這也成爲新一輪基建投資的重要方向。

新一輪基建浪潮的主要挑戰

基建大投資的方向已經明確，但也面臨資金來源不足的挑戰。事實上，2018年社會融資和總信用收縮，受影響最大的就是基建投資，這是因爲，基建投資與房地產和製造業投資最大的差異在於：基建投資自身難以形成穩定的現金流，而內生性現金流能力是影響一個投資項目能否在融資環境惡化的情況下保持自身高速發展的關鍵因素。

大體來看，基建投資按照資金來源分爲四類：自籌資金、國家預算內資金、國內貸款、外資和其他資金。而從國家統計局發布的數據來看，2017年，基建投資17.3萬億元總額中，自籌資金爲10.2萬億元，佔比高達59%；預算內資金爲2.77萬億元，佔比16%；銀行貸款與預算內資金規模相當；外資和其他資金僅佔9%左右。

進一步分析，自籌資金中四大渠道——非標融資、PPP（公私合營）融資、債券融資和其他融資的佔比分別爲40.8%、12%、9.5%和37.6%。2018年非標融資受資管新規的影響大幅萎縮，PPP融資也因PPP清理整頓政策受到較大衝擊。

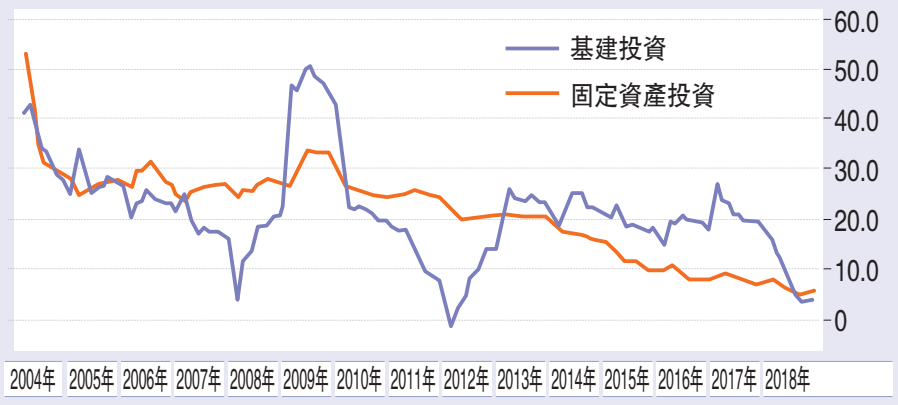
總結來看，2019年基建投資面臨的最大挑戰是資金來源問題，其中以下幾方面趨勢值得關注：

第一，自籌資金將持續承壓，特別是佔自籌資金主體部分的非標融資還將持續收縮，但下滑幅度將有所收窄；PPP清理整頓告一段落之後，PPP落地執行階段的投資額將不斷增加，PPP融資對自籌資金的拉動作用將有所提升。

第二，預算內資金將穩中趨降，預計2019年地方政府土地出讓收入將陷入低迷，但中央提出「較大幅度增加地方政府專項債券規模」，將能夠部分對沖基建投資預算內資金下滑的壓力。

第三，銀行貸款將較快增長，2019年金融機構將「加大對在建項目合理融資需求的支持力度，按照市場化原則，保障融資平台公司合理融資需求，防止盲目抽貸、壓貸和停貸」，這說明決策部門希望通過表內銀行貸款的增加，來對沖非標融資大幅收縮的影響。

近年內地基建投資及固定資產投資增速



數據來源：Wind資訊，蘇寧金融研究院整理

科創板引領A股制度創新

富途證券持牌人　鄔必偉

必偉解盤

中國國家主席習近平於去年底出席首屆中國國際進口博覽會的開幕式上，出人意料的宣布上交所將設立科創板。一石激起千重浪，市場關注度持續上升，因爲這是國家最高領導人宣布的，那可以認爲「只能成功，不能失敗」。

當前科創板密鑼緊鼓的籌備之中，外界對於科創板的制度創新抱有非常濃厚的興趣，現在除了已經確認的註冊制試點之外，還有「T+0」回轉交易、上市首日取消漲跌停、多重上市標準、同股不同權等改革猜測。

筆者認爲，A股市場有可能因爲科創板的設立，出現一些新的制度變化。

首先，科創板是上交所的一個板塊，理論上說，在科創板當中實行的很多制度，如果成熟且有活力，最終證明是有利於資本市場發展的，那肯定會推廣到其他板塊和交易所，這是一個順理成章的事情。而且，因爲是在一個全新的板塊當中試點，既沒有歷史包袱，整體風險又可控，從監管機構來說，是比較有意願去嘗試的。

其次，從制度角度來看，筆者覺得註冊制在科創板試點是對市場影響最小的，而註冊制本身是優於審核制的。其一，註冊制是讓市場去決定擬上市公司的好壞，而非監管者。而由監管者來做上市標準的判斷，可能會引發權力尋租的情況。其二，註冊制施行的充分披露原則，使得上市公司的高管和董事局有很大的自我約束動力，因爲如果披露不充分，就可能引發訴訟和經濟、刑事的處罰。這就使得內幕交易，信息披露規範等A股頑疾能得到有效控制。其三，海外成熟市場，無論是美國還是香港股市都是施行註冊制的。當然，各地的監管機構會根據各自需要做一些調整，都是很正常的，但制度原則都是由市場來決定。

港股改革做出示範

再次，筆者覺得「T+0」回轉交易，取消首日漲跌停制度，甚至是取消漲跌停制度，對於交易的活躍性和市場的健康成長，都是利大於弊的。雖然這可能會引起比如過度炒作、風險不可控等問題，但一個市場的充分流動性是市場發展的根本，隨着科技的發展，很多當年認爲很難控制的事情，現在都可以通過系統去處理，所以科創板在這些方面做出嘗試是可行的。

最後，就是改變以盈利爲核心上市標準，而引入參考市值、收入、研發佔比等創業公司常見的評估指標，以及考慮建立同股不同權機制，這對促進科技企業上市有非常正面的意義。這從港股市場去年的制度改革，包括允許同股不同權的科技公司，沒有營收的生物醫藥公司，已經在其他市場上市公司等三類公司可以來港上市之後，大大促進了科技公司赴港上市的熱情，使得2018年港股市場成爲全球集資王。

總之，我們看到，隨着科創板越來越臨近，A股制度創新的日子也一定越來越近了。期待科創板。

註：筆者為證監會持牌人，本人並無持有上述股票。

◀分析指，樓價升跌向來跟失業率呈「反向關係」　中新社

香港樓市的「10 years challenge」

美聯物業住宅部行政總裁　布少明

主樓布陣

最近環球經濟的消息好壞參半，好消息包括：中國人民銀行降準「放水」、美國聯儲局似放緩加息步伐、中美貿易戰會談有成果等，但同樣亦充斥壞消息：英國硬脫歐危機漸見濃厚，內地經濟下行壓力加大等，令全球投資者趨於審慎，儘管在新盤「掛帥」下，香港樓市漸有起色，但暫時未出現明顯方向。另一邊廂，近來社交媒體上流行玩「10 Years challenge」，即是各用戶公開自己現時與10年前的改變。筆者也順應潮流，趁機和香港樓市進行一次簡單的「10 Years challenge」。

其實樓市這十年間變化不少。爲方便作簡單比較，筆者以截至2008年及2018年每月平均數據爲基點，概覽一下樓市的十年變遷。美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，2008年全年私人屋苑每月平均實用呎價約4900元（根據全港100個著名中小型私人屋苑的成交個案，計算加權平均數），而當年每月平均二手註冊量約7333宗。

至於2018年全年私人屋苑每月平均實用呎價約13094元，較十年前約4900元大升逾1.67倍，反映樓價隨年月的增長，而經過十年上升周期後，去年樓價全年計是先升後回；反觀2018年每月平均二手註冊量僅約3234宗，較2008年急跌逾56%，間接反映去年環球經濟不穩、樓價位處高位，以及市場聚焦一手的結果。

既然正回顧十年的樓市，本人亦不妨在此「舊調重彈」，簡單闡述一下「失業率」對樓價的影響。筆者曾於月前專欄提及，其實市民的「飯碗」是否穩陣，即失業率的高與低，是影響樓市的「重中之重」，按照以往的樓價周期來看，樓價升跌向來跟失業率呈「反向關係」。

2008年失業率由1月份的3.4%緩升至2008年12月的4.1%，期內樓價亦由當年1月份約5049元跌約16%至4241元，可見樓價與失業率的反比例，皆因人人有工開，不用擔心失業時，住屋需求和樓價亦自然上升。

而由2018年1月至12月，失業率長期低企，一直維持於約2.8%的全民就業水平，創自1997年11月後的二十一年新低，全年樓價計雖變動不大，但明顯呈先升後回之勢。需要注意的是，其實全球經濟周期亦不會永停留在高峰，總有「高處不勝寒」的一天。萬一未來失業率開始觸底回升，樓市難免有所調整。但樓市究竟會調整多久？實難預料，但相信樓市不會偏離「隨着經濟走」的步調太遠，而股市的升跌亦往往牽引市場情緒，是樓市升跌的另一指標。