

# 中國經濟專題

## 對於新基建的梳理和思考

自 2018 年底提出之後，“新基建”不斷被賦予更多的內涵和使命，2019 年底的經濟工作會議把新基建作為今年的三個主要發力點之一。在新冠肺炎疫情爆發的背景之下，新基建更是被視為疫情後經濟反彈的重要驅動力。本文對於“新基建”的範疇、意義、與傳統基建相比的優勢、投資規模等要點作梳理，我們認為新基建是拉動固定資產投資甚至內需消費的不可或缺的新增量，在未來 3-5 年甚至更長的時間維度內，都將釋放增長巨大的潛力和投資機會。站在當下時點，新冠肺炎疫情在全球蔓延，經濟增長承受巨大壓力，提前加碼“新基建”不啻為穩增長、穩就業、惠民生的一劑良方。

- **什麼是“新基建”？** 我們對新基建的定義比較寬泛，包含兩個維度：1) 發力於科技端的信息基礎設施建設，如 5G、數據中心、人工智能、工業互聯網、新能源汽車充電樁等。2) 傳統基建“補短板”、改善民生的基建項目，比如市政類的城際鐵路、軌道交通、城市老舊小區改造、停車場、冷鏈物流、固廢處理、環保新能源項目等等。第二類項目可以看做是對傳統基建的延續和擴充。所以廣義而言，新基建指的是能夠推動新一輪基建穩增長的新項目。
- **為什麼提“新基建”？** 傳統基建投資開始失去增長動力的確是客觀原因之一（鐵路和公路投資增速連續幾年微增長），但更重要的是，全球的科技發展和中國的高質量發展不斷催生出“新基建”的需求。數字化撬動的下一代工業革命，需要 5G、數據中心、工業互聯網等新型信息基礎設施。此外，隨著國內區域協同發展進程加快，城際高速鐵路、城市軌道交通的新需求也應運而生。老舊小區改造、停車場、充電樁、冷鏈物流等項目，則致力於提升人民生活質量，補市政建設之短板。
- **“新基建”與傳統基建有什麼不同？** 我們從效果、參與方、意義等方面歸納為以下幾點：
  - 1) **新基建乘數效應更大。** 以 5G 為例，據信通院研究測算，5G 將在未來五年帶動 1.2 萬億建設投資，撬動產業鏈整體投資接近 3.5 萬億元。如果算上“5G+百行百業”的投資和消費拉動效應，工信部估算 1 個單位的 5G 建設投資可以拉動 6 個單位的經濟增長，乘數效應可觀。
  - 2) **在推動投資和生產的同時促進消費和內需。** 傳統基礎設施建設真正拉動本地經濟增長通常有一定的時間滯後，有時甚至需要幾年的時間。但新基建對產業鏈上下游，對投資和消費的拉動更為顯著而迅速。例如在 5G、工業互聯的帶動下，我們觀察到從去年三季度開始，手機、集成電路、工業機器人、IoT 消費電子類產品的產量和銷量都得到明顯提振。
  - 3) **私人部門參與度更高，有助效率提升。** 有別於以往由政府一手包辦，新基建項目涉及更多私人部門的參與，5G、工業互聯、數據中心、充電樁等細分領域的龍頭公司中有不少是民企。多元化主體的參與，發揮各自所長，使得新基建項目的運作更市場化，從而前期項目決策、中期執行和後期運營管理的整套流程中，能夠既權衡政策鼓勵，又兼顧風險收益、杠桿狀況、企業現金流水平等各個方面。
  - 4) **推動科技進步和運用，在數字化進程中爭取先發優勢。** 發力於科技端的新基建，是技術運用和推廣的先決條件（如 5G 之於萬物互聯，充電樁之於新能源汽車）。以 5G、數據中心、工業互聯為代表的信息基礎設施建設，將是中國在下一代以數字化為支點的全球工業革命中占得先機的必要條件。

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 /  
 (86) 755 2367 5597  
 dingwenjie@cmbi.com.hk

完整版詳見英文報告“New infrastructure in China: What, why, how and where” – 12 Mar 2020

### 近期報告

1. 圖說湖北經濟——2020年2月20日
2. 新冠疫情影響追蹤：從交通出行數據看疫情後返工狀況——2020年2月11日
3. 疾風知勁草，歲寒見後凋——2020中國經濟展望，2019年12月2日
4. China Economy in Oct – Look beyond seasonality for stabilization in Nov and Dec – 15 Nov 2019
5. China inflation in Sep: Pork price up higher – 15 Oct 2019
6. China-US trade talk: Phase One Deal for tentative truce – 14 Oct 2019
7. 持續築底，期待四季度階段性企穩——8月中國經濟，2019年9月17日
8. 豬價飆升，PPI下行壓力增大——8月中國通脹數據點評，2019年9月11日
9. 低位徘徊，破碼前行——7月中國經濟報告，2019年8月15日
10. 年初至今中國貿易數據的幾個趨勢——2019年8月9日
11. 7.30 中央政治局會議要點速評 – 2019年7月31日
12. 中國五月經濟數據快評 - 貿易戰陰影下數據繼續疲弱，靜待月底 G20 – 2019年6月19日

## ■ 新基建的建設規模有多大？

我們預計2020年廣義新基建的建設規模在整體基建項目的占比為20-25%左右。我們首先從資金來源及用途的角度做簡單的估算，以地方政府專項債和PPP項目這兩大新基建融資來源為例。2020年1-2月，全國共新增發行9,498億元地方政府專項債券，其中82%投入基建項目，而基建之中的25%涉及廣義新基建。PPP項目方面，在2020年1月底，進入執行階段的PPP項目總額達到10萬億，據我們測算，其中24.4%投入到廣義新基建。

此外，我們以廣東省重點建設項目清單為例，做簡單的案例分析。2020年廣東省重點建設項目當年投資金額預計7,000億元，其中4,412億為基礎設施建設投資。我們估算其中的1,742億左右，即39%涉及廣義新基建項目，包括信息基礎設施（172億），特高壓及普通輸變電網（420億），海上風電（260億），城際鐵路（109億），城市軌道交通（630億）等。所以，從建設支出的角度看，5G為代表的信息基礎設施建設規模並不大，從規模而言拉動建設投資的主力，是基建“補短板”和傳統基建延伸的領域。與此同時，我們發現廣東省2020年的新增的重點項目中，87%的投資額掛鉤新基建項目，所以，新基建成為了今年固定資產投資不可或缺的增量。

- **基建投資增速預測。**一季度新冠疫情造成的停擺對建築行業而言更嚴重。建築行業復工率、農民工返程率目前僅為60%。我們預測今年一季度基建固定資產投資同比倒退1-2%，二季度之後工程進度逐漸加快，三四季度反彈。由於新基建涉及的產業鏈基本都在國內，受到全球疫情發展的負面輸入型影響相對較小。全年來看，我們預計基建固定資產投資增速與去年持平，大致維持在3.5-4.5%（2019年為3.8%）。新基建將成為未來驅動投資和消費增長的不可或缺的新增量。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 買入  | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%        |
| 持有  | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%        |
| 未評級 | : 招銀國際證券並未給予投資評級             |

### 招銀國際證券行業投資評級

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 優於大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標  |
| 同步大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標  |

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。