

中国经济专题

对于新基建的梳理和思考

自2018年底提出之后，“新基建”不断被赋予更多的内涵和使命，2019年底的经济工作会议把新基建作为今年的三个主要发力点之一。在新冠肺炎疫情爆发的背景下，新基建更是被视为疫情后经济反弹的重要驱动力。本文对于“新基建”的范畴、意义、与传统基建相比的优势、投资规模等要点作梳理，我们认为新基建是拉动固定资产投资甚至内需消费的不可或缺的新增量，在未来3-5年甚至更长的时间维度内，都将释放增长巨大的潜力和投资机会。站在当下时点，新冠肺炎疫情在全球蔓延，经济增长承受巨大压力，提前加码“新基建”不啻为稳增长、稳就业、惠民生的一剂良方。

- **什么是“新基建”？** 我们对新基建的定义比较宽泛，包含两个维度：1) 发力于科技端的信息基础设施建设，如5G、数据中心、人工智能、工业互联网、新能源汽车充电桩等。2) 传统基建“补短板”、改善民生的基建项目，比如市政类的城际铁路、轨道交通、城市老旧小区改造、停车场、冷链物流、固废处理、环保新能源项目等等。第二类项目可以看做是对传统基建的延续和扩充。所以广义而言，新基建指的是能够推动新一轮基建稳增长的新项目。
- **为什么提“新基建”？** 传统基建投资开始失去增长动力的确是客观原因之一（铁路和公路投资增速连续几年微增长），但更重要的是，全球的科技发展和中国的高质量发展不断催生出“新基建”的需求。数字化撬动的下一次工业革命，需要5G、数据中心、工业互联网等新型信息基础设施。此外，随着国内区域协同发展进程加快，城际高速铁路、城市轨道交通的新需求也应运而生。老旧小区改造、停车场、充电桩、冷链物流等项目，则致力于提升人民生活质量，补市政建设之短板。
- **“新基建”与传统基建有什么不同？** 我们从效果、参与方、意义等方面归纳为以下几点：
 - 1) **新基建乘数效应更大。** 以5G为例，据信通院研究测算，5G将在未来五年带动1.2万亿建设投资，撬动产业链整体投资接近3.5万亿元。如果算上“5G+百行百业”的投资和消费拉动效应，工信部估算1个单位的5G建设投资可以拉动6个单位的经济增长，乘数效应可观。
 - 2) **在推动投资和生产的同时促进消费和内需。** 传统基础设施建设真正拉动本地经济增长通常有一定的时间滞后，有时甚至需要几年的时间。但新基建对产业链上下游，对投资和消费的拉动更为显著而迅速。例如在5G、工业互联网的带动下，我们观察到从去年三季度开始，手机、集成电路、工业机器人、IoT消费电子类产品的产量和销量都得到明显提振。
 - 3) **私人部门参与度更高，有助效率提升。** 有别于以往由政府一手包办，新基建项目涉及更多私人部门的参与，5G、工业互联网、数据中心、充电桩等细分领域的龙头公司中有不少是民企。多元化主体的参与，发挥各自所长，使得新基建项目的运作更市场化，从而前期项目决策、中期执行和后期运营管理的整套流程中，能够既权衡政策鼓励，又兼顾风险收益、杠杆状况、企业现金流水平等各个方面。
 - 4) **推动科技进步和运用，在数字化进程中争取先发优势。** 发力于科技端的新基建，是技术运用和推广的先决条件（如5G之于万物互联，充电桩之于新能源汽车）。以5G、数据中心、工业互联网为代表的信息基础设施建设，将是中国在下一轮以数字化为支点的全球工业革命中占得先机的必要条件。

丁文捷 博士

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

完整版详见英文报告“New infrastructure in China: What, why, how and where” – 12 Mar 2020

近期报告

1. 图说湖北经济——2020年2月20日
2. 新冠疫情影响追踪：从交通出行数据看疫情后返工状况——2020年2月11日
3. 疾风知劲草，岁寒见后凋——2020中国经济展望，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. 持续筑底，期待四季度阶段性企稳——8月中国经济，2019年9月17日
8. 猪价飙升，PPI下行压力增大——8月中国通胀数据点评，2019年9月11日
9. 低位徘徊，砥砺前行——7月中国经济报告，2019年8月15日
10. 年初至今中国贸易数据的几个趋势——2019年8月9日
11. 7.30 中央政治局会议要点速评——2019年7月31日
12. 中国五月经济数据快评·贸易战阴影下数据继续疲弱，静待月底 G20——2019年6月19日

■ 新基建的建设规模有多大？

我们预计2020年广义新基建的建设规模在整体基建项目的占比为20-25%左右。我们首先从资金来源及用途的角度做简单的估算，以地方政府专项债和PPP项目这两大新基建融资来源为例。2020年1-2月，全国共新增发行9,498亿元地方政府专项债券，其中82%投入基建项目，而基建之中的25%涉及广义新基建。PPP项目方面，在2020年1月底，进入执行阶段的PPP项目总额达到10万亿，据我们测算，其中24.4%投入到广义新基建。

此外，我们以广东省重点建设项目清单为例，做简单的案例分析。2020年广东省重点建设项目当年投资金额预计7,000亿元，其中4,412亿为基础设施建设投资。我们估算其中的1,742亿左右，即39%涉及广义新基建项目，包括信息基础设施（172亿），特高压及普通输变电网（420亿），海上风电（260亿），城际铁路（109亿），城市轨道交通（630亿）等。所以，从建设支出的角度看，5G为代表的信息基础设施建设规模并不大，从规模而言拉动建设投资的主力，是基建“补短板”和传统基建延伸的领域。与此同时，我们发现广东省2020年的新增的重点项目中，87%的投资额挂钩新基建项目，所以，新基建构成了今年固定资产投资不可或缺的增量。

- **基建投资增速预测。**一季度新冠疫情造成的停摆对建筑行业而言更严重。建筑行业复工率、农民工返程率目前仅为60%。我们预测今年一季度基建固定资产投资同比倒退1-2%，二季度之后工程进度逐渐加快，三四季度反弹。由于新基建涉及的产业链基本都在国内，受到全球疫情发展的负面输入型影响相对较小。全年来看，我们预计基建固定资产投资增速与去年持平，大致维持在3.5-4.5%（2019年为3.8%）。新基建将成为未来驱动投资和消费增长的不可或缺的新增量。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。