



## 未来基建增长大概率下一个台阶

### 摘要

基建、房地产和制造业投资既是固定资产投资的主要构成部分，也是拉动大宗商品需求的“三架马车”，今年以来，基建投资增速下滑明显，对于整体固定资产投资形成了明显的拖后腿效应，不过由于房地产投资支撑较强，同时制造业投资有所回暖，使得大宗商品需求仍然良好。展望2018年，我们认为基建投资大概率会再出现前高后低的情况，而且整体的增速可能会在下降一个台阶，主要理由如下：

#### 一、地方政府和国企整体杠杆率过高要求降杠杆

2016年全国有3个省份债务余额占当年财政收入比重超过5倍，有6个省份达到300%以上，有11个省份超过100%，而且这个数据还不包括一些通过其他渠道融资的债务，存在较大程度低估，实际地方负债总额会更多。此外，负债比例较高的大多数是欠发达省份，大规模举债很可能在未来对这些地区的财政造成很大负担，甚至导致区域性金融风险，也难以保证财政支出运用到最紧缺最需要的民生领域。所以从控制地方债总量和比例的角度来看，削减部分高负债省市的举债规模是最直接的方式，这自然也会直接影响到这些地区的基建规划。

从国企的角度来看，近年来国有控股企业负债率降幅十分有限，仍然显著高于其他类型的企业。2016年以来，随着供给侧改革的推进，实体经济逐渐焕发活力，不仅过剩行业负债情况大幅改善，而且民生投资也有明显回暖，此时国有企业去杠杆的时点已经到来。

#### 二、未来基础建设将会往更加“精细化”的方向发展

未来基建的发展会更多以解决区域发展重大问题和民生问题为主，比如高速铁路在未来较长一段时间内仍然会是大力发展的基建对象，因为既能解决我国铁路运力不足的问题，又能拉动区域和城市群经济增长，一方面促进不平衡不充分发展问题的解决，另一方面构建小时经济圈，有利于疏解大城市病。

#### 三、经济结构转型带动财政支出结构转变和基建增速下降

十九大报告没有再提具体的GDP或人均GDP数量目标，也没有再提速度概念，这一方面意味着未来各级政府部门保GDP增长的倾向将会有根本改变，另一方面地方财政支出结构也会发生很大变化，未来的财政支出结构会更加往满足人民对美好生活的向往、解决发展不平衡不充分问题的方向优化。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

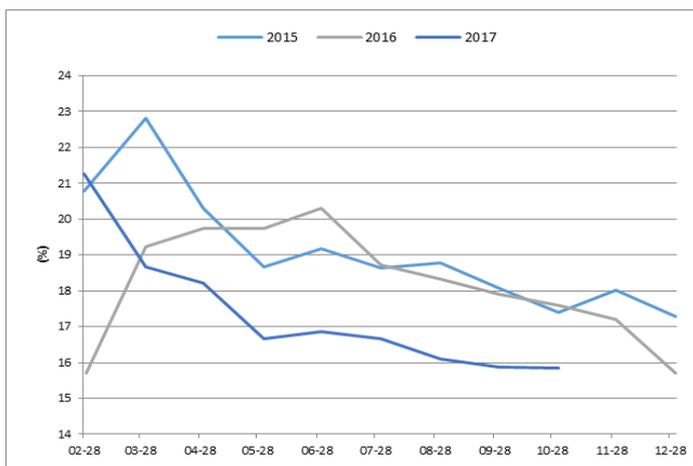
010-83168383

## 未来基建增长大概率下一个台阶

今年8月份包头地铁建设被全面叫停，同时呼和浩特两条地铁建设和呼鄂高速及新机场建设也被叫停，近期这一消息逐渐发酵，引发市场对未来基建方向的思考。去年9月份，包头地铁建设规划已得到国家发改委的正式批准，作为已批复的规划，被全面叫停是比较罕见的事件，明显透露出未来基础设施建设方向将发生重大转变的信号。

基建、房地产和制造业投资既是固定资产投资的主要构成部分，也是拉动大宗商品需求的“三架马车”，今年以来，基建投资增速下滑明显，对于整体固定资产投资形成了明显的拖后腿效应，不过由于房地产投资支撑较强，同时制造业投资有所回暖，使得大宗商品需求仍然良好。展望2018年，我们认为基建投资大概率会再出现前高后低的情况，而且整体的增速可能会在下降一个台阶，主要理由如下：

图1、基建投资历年增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

### 一、地方政府和国企整体杠杆率过高要求降杠杆

从近年地方政府审计部门公布的政府性债务数据和当地GDP及财政收入比较可以看到，地方债务余额占当地当年财政收入最高的比例达到了将近6倍，占GDP比重最高达到83%，全国30个省市里面（除去未公布数据的西藏），有3个省份债务余额占当年财政收入比重超过5倍，从高到低分别是贵州、甘肃、青海，有6个省份达到300%以上，分别是湖南、宁夏、广西、云南、内蒙古和海南，有11个省份超过100%。对于占比最高的贵州省来说，地方政府即使每年把全部财政收入用于偿还债务，不计算利息支出，也至少需要6年才能还完，而且这个数据还不包括一些通过其他渠道融资的债务，存在较大程度低估，实际地方负债总额会更多。此外，负债比例较高的大多数是欠发达省份，大规模举债很可能在未来对这些地区的财政造成很大负担，甚至导致区域性金融风险。

从地铁建设的具体情况来看，地铁属于高额投资的基建项目，根据发改委《关

于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》的规定，轨交项目资本金比例不得低于40%，政府资本金占当年城市公共财政预算收入的比例一般不超过5%。从包头地铁案例中可以看到，整个包头市地铁1号线和2号线一期工程总投资为305.52亿，需要由包头市财政筹措的资本金为项目总投资的40%，共计122.21亿元，而2016年全年包头市一般公共预算收入为271.2亿元，即使122亿均摊到整个一期工程的建设，也即4-5年，每年也要支出20-30亿元，超过发改委5%的规定。对于还债压力较大的地方来说，不仅有可能发生债务风险问题，而且必然会削减其他民生支出，包括教育医疗等，难以保证财政支出运用到最紧缺最需要的民生领域。所以从控制地方债总量和比例的角度来看，削减部分高负债省市的举债规模是最直接的方式，这自然也会直接影响到这些地区的基建规划。

表 1、全国各地地方政府债务余额占 GDP 与当年财政收入比重（地区后没有标注数字的为 2017 年数据）

地区	占当年财政收入比重	占 GDP 比重
贵州（2015）	582.35%	83.36%
甘肃（2015）	562.61%	61.63%
青海	561.45%	52.05%
湖南（2015）	438.23%	37.79%
宁夏（2014）	388.38%	47.96%
广西（2015）	386.75%	34.87%
云南	350.57%	42.96%
内蒙古	339.63%	37.78%
海南（2014）	305.65%	48.48%
黑龙江（2015）	271.47%	20.98%
重庆（2015）	260.01%	35.65%
山东（2014）	232.96%	19.71%
四川	230.52%	23.72%
安徽（2015）	229.27%	23.21%
陕西（2015）	227.25%	25.76%
辽宁（2013）	227.01%	27.89%
吉林（2015）	223.88%	19.28%
河北（2015）	222.26%	19.75%
新疆	218.40%	29.40%
浙江（2014）	216.87%	22.25%
河南（2014）	194.94%	15.28%
江西	183.92%	21.39%
湖北（2014）	172.87%	16.21%
福建（2015）	165.70%	16.23%
山西	147.14%	17.55%
江苏（2015）	131.48%	15.06%
天津（2015）	97.18%	15.67%

上海 (2015)	88.41%	19.55%
广东 (2015)	87.43%	11.25%
北京	73.67%	14.58%

从国企的角度来看，近年来国有控股企业负债率从最高的61.8%下降至61%，降幅十分有限，而且仍然显著高于其他类型的企业。投资方面，在2013-2016年投资增速大幅下滑的时期，诸如股份制、私营等企业的投资增速均在下降，但国企投资扮演了中流砥柱的作用，在此期间一直保持在10%以上，特别是2016年初有一个较大幅度的上升，这一方面稳住了宏观经济增长，使经济转型有更长的缓冲期，但另一方面也使国企的负债率高居不下。2016年以来，随着供给侧改革的推进，实体经济逐渐焕发活力，不仅过剩行业负债情况大幅改善，而且民生投资也有明显回暖，此时国有企业去杠杆的时点已经到来。

图2、分类型工业企业资产负债率情况

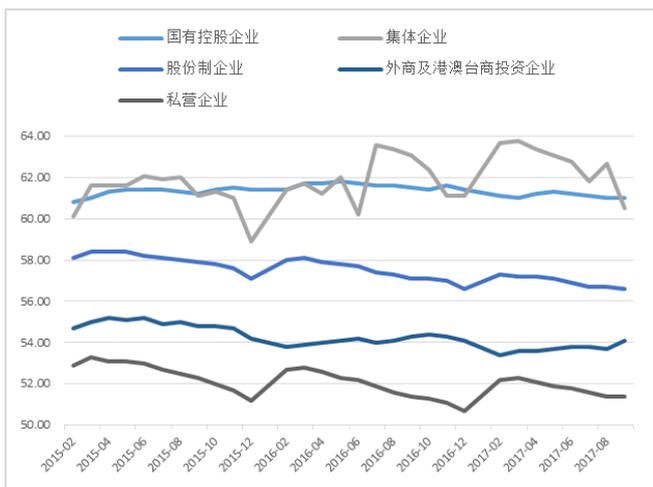
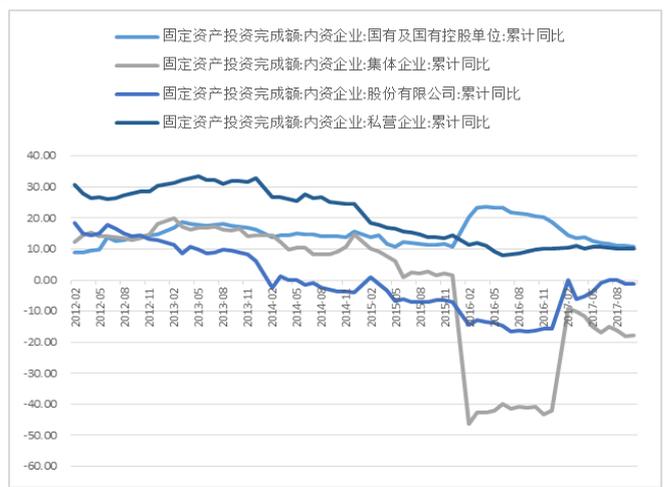


图3、分类型企业固定资产投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

## 二、未来基础建设将会往更加“精细化”的方向发展

过去那种大干快上、拼总量、拼速度的经济增长模式已经成为历史，由于服务业在国民经济产业结构中逐渐占据更高的比重，未来也将吸引更多的就业人口；而随着技术的逐渐发展，基建所属的工业领域所需的就业人口大概率会出现负增长，所以大规模搞基建实际上对于促进就业的拉动作用已经逐渐变弱。未来基建的发展会更多以解决区域发展重大问题和民生问题为主，比如高速铁路在未来较长一段时间内仍然会是大力发展的基建对象，因为既能解决我国铁路运力不足的问题，又能拉动区域和城市群经济增长，一方面促进不平衡不充分发展问题的解决，另一方面构建小时经济圈，有利于疏解大城市病。

我们仍然以包头地铁为例，目前除了包头之外，还有咸阳、银川、西宁、扬州等城市地铁规划已经进入申报流程，等待国家发改委批复；唐山、保定、烟台、

株洲、九江等城市正在抓紧研究和制定地铁规划；另有秦皇岛、沧州、绵阳、南充等城市提出地铁项目设想。2013年，国家发改委将地铁项目审批权下放至省级政府，这意味着降低了城市轨道交通的审批门槛，这一举动让中国地铁建设的步伐进一步加快，仅四川成都一个城市一年时间就批了三条地铁线。地铁项目审批权的下放甚至点燃了一些三四线城市的热情，截至2016年底，获准建设城市轨道交通的城市由2012年的35个增加至43个。过去五年，拥有地铁运营线路的城市由17座增加至27座，运营线路里程由1740公里增长至3169公里。

实际上，对于国内大部分三四线城市来说，由于财政实力较弱，人口较少，兴建地铁既会造成较大负担，也不必要。地铁每公里造价高达6-8亿，像包头这种财政年收入不过200多亿、常住人口不过300万的城市来说，兴建地铁的意义到底何在呢？何况地铁建成之后还有高昂的维护费用，目前北京上海这种人流密度极高的城市地铁运营仍然处于普遍亏损状态，好在发达省市有足够的财力支持地铁运营，而对三四线城市来说，如果人流量不足的话，毫无疑问会对地方财政持续造成极大的压力，而且长期来看对于民生的改善裨益并不大。所以未来在基础设施建设上面，更加“精细化”和有针对性的投资会成为方向，而且从PPP的角度来看，基建需要能够真正满足民众的需求才能有稳定的盈利，否则就无法吸引民间投资，也无益于解决财政的问题。

从最新公布的铁路十三五规划来看，在十二五期间，“四纵四横”高速铁路已基本建成，中西部路网骨架加快形成，十三五期间铁路规划的各项指标年均增速目标比十二五期间均有了较大幅度的下调，未来铁路建设将围绕一带一路、京津冀协同发展、长江经济带发展等战略，构建高速铁路网络、推进城际铁路建设等。从这份铁路规划可以看到，我国基建的高速发展期已进入一个明显的拐点。

表2、十三五和十二五铁路规划指标对比

指标	十二五规划		十三五规划	
	五年增加值	年均增长率	五年增加值	年均增长率
营业里程（万公里）	2.9	6.36	2.9	4.8
高速铁路营业里程			1.1	11.6
复线率（%）	9	4.4	7.0	>2.0
电气化率（%）	14	6.08	9.0	>2.5
客运量（亿人）	23.2	27.62	14.6	9.5
货运量（亿吨）	18.7	10.3	3.4	2.0
国家铁路货运量（亿吨）			2.9	2.1
旅客周转量（亿人公里）	7238	16.52	4040	6.0
货运周转量（亿吨公里）	15256	11.04	2030	1.7
国家铁路货运周转量			1902	1.8

资料来源：WIND 资讯 南华研究

### 三、经济结构转型带动财政支出结构转变和基建增速下降

随着经济结构的转型、经济增长目标的淡化和对民生问题的重视，要求地方

政府更多把财政资金用于民生支出，而非基建支出。在十九大报告中可以看到，尽管经济社会发展目标的规划时间提前，但这一目标没有再提具体的 GDP 或人均 GDP 数量目标，而是重点强调要使“人民生活更为宽裕，中等收入群体比例明显提高，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小，基本公共服务均等化基本实现，全体人民共同富裕迈出坚实步伐”。这显示出新发展思路 and 理念对于提高发展质量和效益、解决发展矛盾的高度重视，不是盲目追求发展，而是要“保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感。”

其次是报告中没有再提速度概念，不再有“平稳较快发展”、“又好又快发展”等提法，而是指出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力。”

十九大报告的这些新变化，一方面意味着未来各级政府部门对于 GDP 的观念和保 GDP 增长的倾向将会有根本改变，地方政府大兴基建以拉动 GDP 的动机减少；另一方面地方财政支出结构也会发生很大变化。实际上这种变化在过去几年里已经发生，诸如社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、城乡社区事务等民生支出增速大幅高于地方财政支出整体增速，而交通运输支出则低于整体水平，所以未来的财政支出结构会更加往满足人民对美好生活的向往、解决发展不平衡不充分问题的方向优化。

图 4、民生类支出增长情况

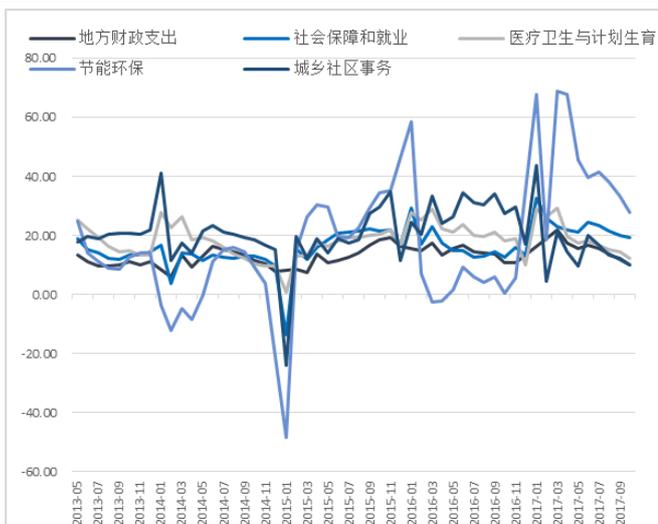
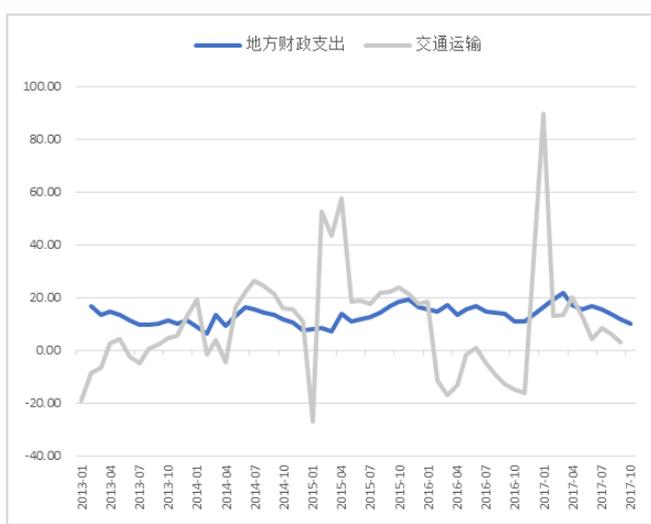


图 5、交通运输支出增长情况

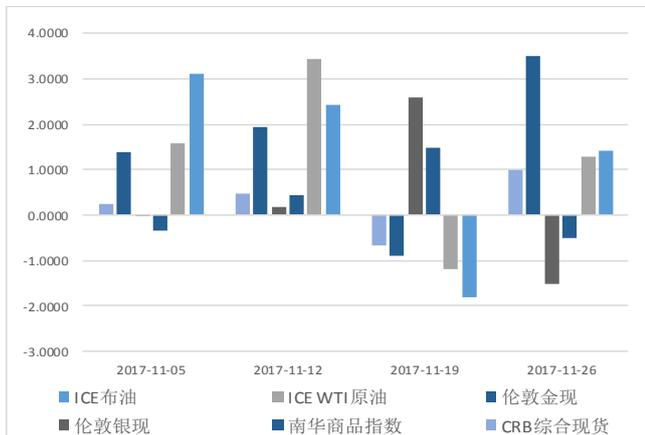


资料来源：WIND 资讯 南华研究

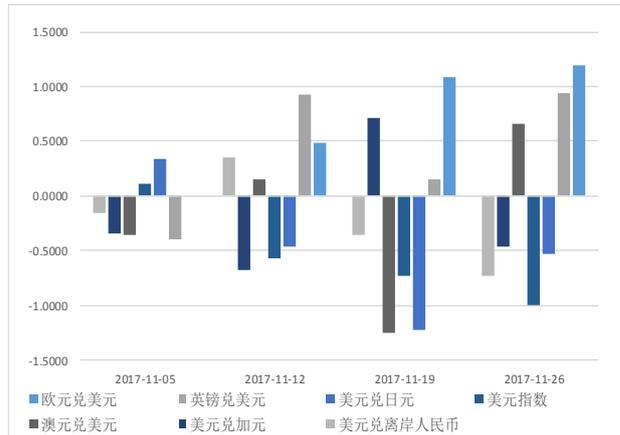
**【本周全球大类资产表现】**

2017年11月26日

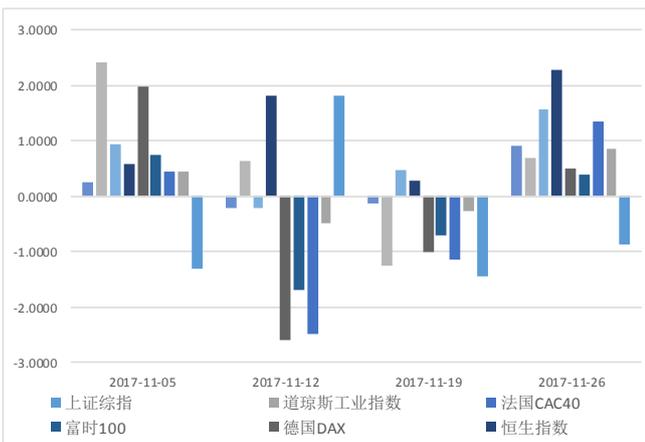
**主要大宗商品涨跌幅**



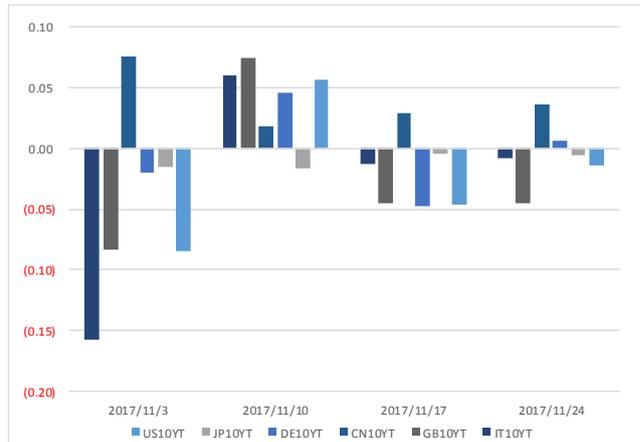
**全球主要货币对涨跌幅**



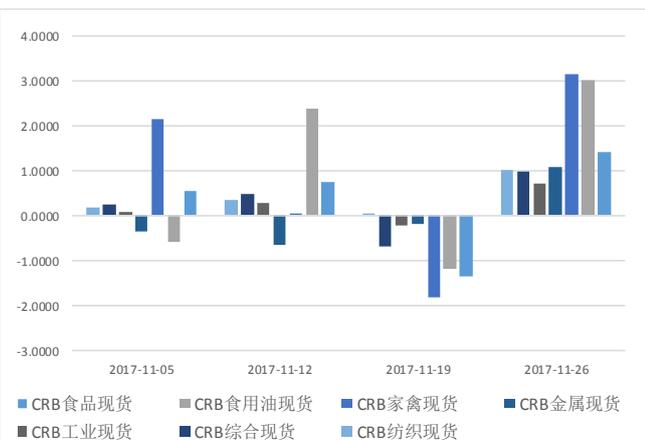
**全球股指涨跌幅**



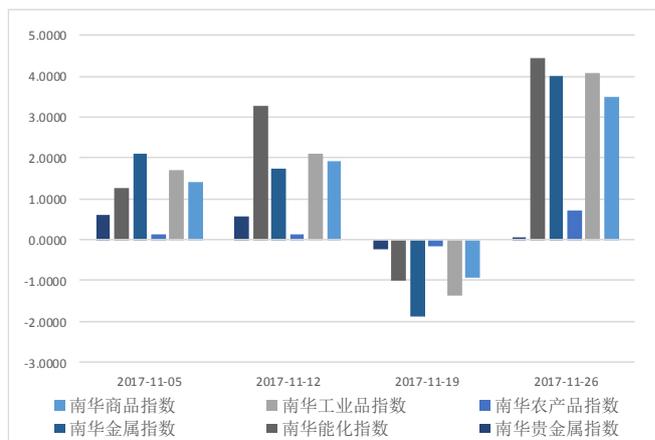
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话：0663-2663855

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话：0573-83378538

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室  
电话：0592-2120366

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话：0574-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)