



两条主线理解稳经济的抓手—— 基建

- 5月25日国务院电视电话会议强调稳增长需求。**在2022年5月25日国务院召开的全国稳住经济大盘的电视电话会议上，会议认为“中国经济发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升”，“经济下行压力持续加大”。会议强调“充分发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设，狠抓稳经济各项措施的落地见效”。
- 两条主线看基建。主线1：经济三驾马车看投资，投资里看基建。**在经济三驾马车中，消费受到疫情直接冲击，出口受到海外需求回落影响，使投资成为发力点。在投资中，地产受制于居民部门加杠杆的意愿、能力双重受抑，基建投资因而成为稳经济的主要发力点。**主线2：当前货币政策受制于海外流动性普遍收紧，更多有赖于财政政策发力。**
- 基建抓手的意愿：政策支持力度更大。**2022年基建获得的政策支持包括财政净投放力度加大、专项债的项目准备时间比以往更早以及下发速度更快、公募基础设施证券投资基金（REITs）试点进一步推进、城投政策松绑等。此外，2022年4月召开的中央财经委员会**首次将全面加强基建作为议题**，在政治局会议上也再度强调基建稳经济的重要性。
- 基建抓手的能力：多渠道资金支持。**1) 公共财政、专项债和特别国债预计成为主要资金发力点，对于公共财政，2021年的基建弱支出为2022年基建放量预留了明显空间，专项债发行额度更充裕、发行速度更快，而2022年存在发行特别国债的可能性。2) 对于国内贷款，在信贷需求整体低迷的情况下，基建贷款有望放量。3) 在地方政府自筹资金中，城投债、PPP和基建REITs均获得政策支持和持续的资金投入，而在市场方面，城投债融资成本降低、已发行多个基建REITs。
- 基建抓手方向：新老基建共振，新基建兼具成长性。**1) **传统基建确定性高。**铁路建设投资环比回升、高速公路建设速度超预期、机场建设速度稳定、城镇基建受重视。2) **新基建则兼具确定性与成长性。**工业互联网、5G基站建设、互联网大数据中心、特高压、新能源充电桩等新基建项目不但受到政策高度重视，也具有较长的长期成长性。
- 相关标的：新老基建齐飞。**我们筛选了一系列受益标的，我们在兼顾基建投资大主题的确定性的同时，也兼顾投资标的的估值安全边际，尽可能使得投资标的在当前投资环境中攻守兼备，整体的标的筛选从估值的绝对水平和历史百分位进行限制（详见**相关标的章节**）。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2022年5月26日

相关报告:

[多重风险因素下, 4月资金大幅流出——全球及美股资金全景图 5月刊 \(2022-05-10\)](#)

[资金流处于周期底部, 政策支持加强——中国股市资金全景图 5月刊 \(2022-05-05\)](#)

[政策底进一步夯实——4月政治局会议解读 \(2022-05-03\)](#)

[恒生指数 30年来首次触及 250 月均线, 战略性配置港股 \(2022-03-10\)](#)

[中国股票: 加仓 \(2022-02-25\)](#)

[2022年中国股市策略展望: 先下后上, 上半年需谨慎 \(2021-12-03\)](#)



扫码关注浦银国际研究

目录

概述	4
两条主线看稳经济抓手——基建	6
主线 1: 经济三驾马车看投资, 投资里看基建	6
主线 2: 货币政策受制约, 财政政策成为主要发力点	10
基建抓手的意愿: 政策加大支持	11
基建抓手的能力: 资金来源广泛	14
国家预算资金: 资金发力点包括公共财政、专项债和特别国债	14
国内贷款: 基建贷款有望放量	19
自筹资金: 资金发力点包括城投债、PPP 和基建 REITS	19
基建抓手方向: 新老基建共振, 新基建兼具确定性与成长性	23
传统基建: 稳增长需求下确定性高	23
新基建: 兼具确定性与成长性	25
相关标的: 新老基建齐飞	30
总结	32

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 的回落至 2020 年一季度疫情以来的最低水平	5
图表 2: 居民消费者信心显著下行	6
图表 3: 城镇调查失业率逼近新高水平 (%)	6
图表 4: 全球 PMI 边际下行	7
图表 5: OECD 综合领先指标边际下行	7
图表 6: 经济三驾马车各分项的贡献率中, 仅投资贡献率边际上升	8
图表 7: 100 个大中城市的土拍平均溢价率逼近历史新低	8
图表 8: 新开工同比增速断崖式下跌, 逼近历史新低	8
图表 9: 商品房销售同比增速 (%) 进入冰点时刻	9
图表 10: 中美 10 年期国债收益率 12 年来再次出现倒挂	10
图表 11: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比率 (%)	10
图表 12: 2022 年专项债发行速度快于往年	12
图表 13: 2022 年 4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议首次提及全面加强基建、构建现代化基建体系	13
图表 14: 基建 REITS 政策梳理	13
图表 15: 基建资金来源汇总	14
图表 16: 2021 年公共财政收入增速远高于支出增速	15
图表 17: 2021 年公共财政收入完成度大于支出完成度	15

图表 18: 土地出让收入同比%	15
图表 19: 历年专项债发行额度 (万亿)	16
图表 20: 历年专项债提前项下达情况	17
图表 21: 专项债投入基建的比重自 2020 年起稳定	17
图表 22: 历次特别国债发行额度 (亿元)	18
图表 23: 2022 年约 9500 亿特别国债将会到期	18
图表 24: 基础设施的贷款需求继续回暖处于多年高位	19
图表 25: 自 2022 年以来城投债利差下降	20
图表 26: PPP 项目阶段	20
图表 27: 2021 年公共财政收入增速远高于支出增速	21
图表 28: 2021 年公共财政收入完成度大于支出完成度	21
图表 29: 截至 2022 年 4 月 PPP 投资额分行业占比	21
图表 30: 已发行的主要公募基础设施 REITS	22
图表 31: 2022 年各省市传统基建相关政策	24
图表 32: 中国物联网产业规模 (亿元) 持续增长	25
图表 33: 三大运营商自 2019 年起累计新建 5G 基站数 (万) 预计增长稳定	26
图表 34: 中国数据中心市场规模 (亿元)	27
图表 35: 中国人均年数据量 (GB)	27
图表 36: 中国风电和光伏新增装机容量 (万千瓦)	28
图表 37: 中国新能源汽车销量 (万辆)	28
图表 38: 中国全社会用电量 (亿千瓦时/年) 逐年激增, 对特高压有大量需求	29
图表 39: 各省市新基建最新相关政策	29
图表 40: 新老基建相关标的	30

两条主线理解稳经济的抓手—— 基建

2022年5月25日下午，国务院召开全国稳住经济大盘的电视电话会议。会议指出现阶段“中国经济发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升”，面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。综合目前海内外复杂的宏观情况，我们认为，**基建将继续成为稳经济的主要抓手。**

概述

在2022年5月25日国务院召开的全国稳住经济大盘的电视电话会议上，会议认为目前“中国经济发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升”，“经济下行压力持续加大”。

会议强调下一步要“狠抓稳经济各项措施的落地见效”，重点做好以下工作：

- 加大宏观政策的调节力度，把稳增长放在更加突出的位置，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。
- 充分发挥有效投资的关键作用，**全面加强基础设施建设。**
- 保粮食能源安全和产业链供应链稳定，加快推动以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地的建设，加强原油、煤炭等能源储备能力的建设。

图表 1: 制造业 PMI 的回落至 2020 年一季度疫情以来的最低水平



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

因此,在稳经济需求迫切的大背景下,我们通过两条主线来理解基建投资为稳经济的主要发力点:

主线 1: 考虑拉动经济增长的三驾马车,即消费、出口、投资中,投资,尤其是基建投资方能成为稳增长的主要抓手:

- 消费: 疫情下消费意愿和消费者能力都受到冲击。
- 出口: 海外经济下行,叠加地缘政治冲突的影响,海外需求回落。
- 投资: 在消费和出口受到波及的情况下,投资将成为发力点。

在投资中,目前居民部门缺乏举杠杆的意愿和能力,再加上地产商资金压力较大,目前仍是存量销售回款为主,地产投资压力较大,因此,基建投资将成为稳经济的主要抓手。

主线 2: 货币政策 vs 财政政策,财政政策更容易成为稳增长的抓手。在当前宏观经济形势复杂、海外流动性普遍收紧的情况下,中国货币政策宽松空间受到制约。因此,财政政策扩张成为必然,而扩张的财政政策的落地更多靠的是基建投资。

因此,两条主线都共同指向基建投资。

两条主线看稳经济抓手——基建

我们分别从经济三驾马车和政策端两条主线出发来理解为何基建能够成为稳经济的主要抓手。

● 主线 1：经济三驾马车看投资，投资里看基建

投资、消费、出口在经济学上是拉动 GDP 增长的三驾马车。然而，目前消费被疫情制约、出口受海外需求回落制约，使得投资成为拉动经济的主要动力。

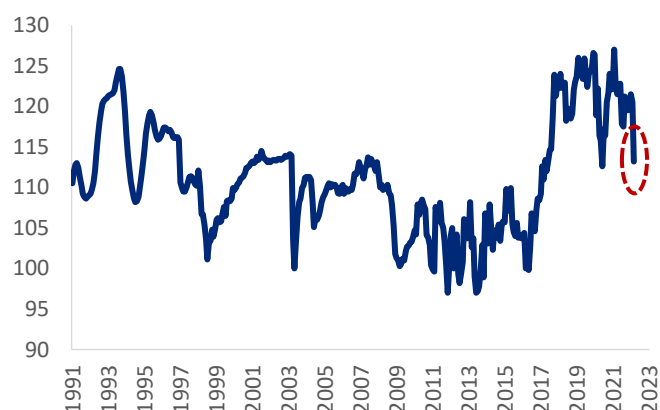
在投资中，地产和基建是中国经济的主要拉动力量。但是，地产受制于居民没有加杠杆的意愿和能力，预计地产投资的发力能力有限，而基建能够成为拉动经济的发力点。

1. 经济三驾马车看投资

1) 在经济的三驾马车中，首先是消费受到制约：

- 自 2022 年 3 月以来疫情管控，多个地区采取严格的防疫措施，且解封日期由于疫情反复迟迟未定，消费场景受阻，消费受到影响。
- 除了疫情管控的短期效应之外，居民的收入因为疫情管控而受到影响，并引发防御性储蓄，令消费者信心低迷，将导致消费疲软。
- 由于供应的影响，上游端成本增加，并逐渐转移到下游端消费者，进一步影响消费需求。

图表 2：居民消费者信心显著下行



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 3：城镇调查失业率逼近新高水平 (%)

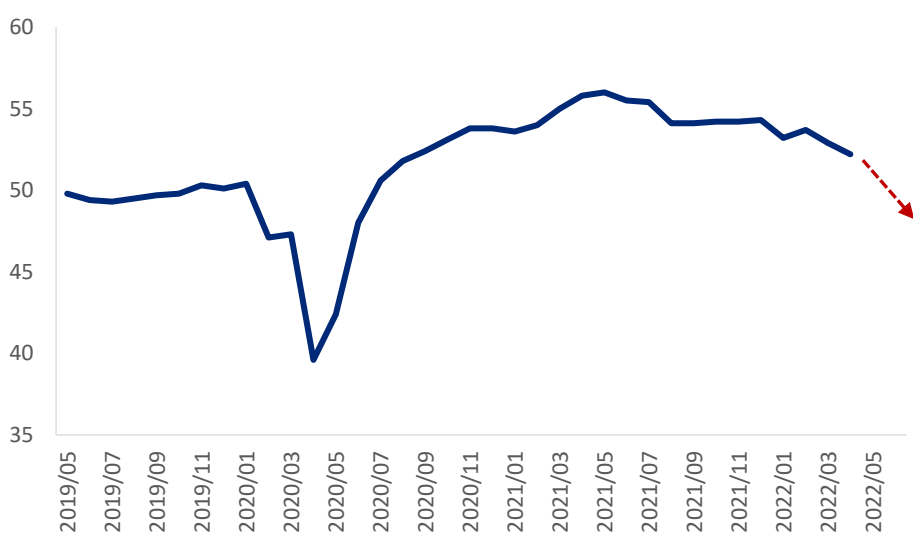


资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

其次，出口受到制约：

- 当前海外经济周期下行，且距离周期底部仍有空间，需求将相应回落。
- 海外各大央行都相继采取加息或缩表等紧缩政策，也将遏制需求。
- 产业转移消散影响出口。在近几年的产业转移中，低端人口密集型产业转向了劳动力更低廉、地租更低、补贴更好的东南亚国家，而高端产业链则回流欧美。
- 地缘政治冲突愈演愈烈，俄乌战争爆发为全球经济带来额外的负面影响，叠加全球贸易保护主义抬头，在中高科技领域和国家战略领域的关键产业回流发达国家，全球化趋势被逆转。

图表 4：全球 PMI 边际下行



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 5：OECD 综合领先指标边际下行

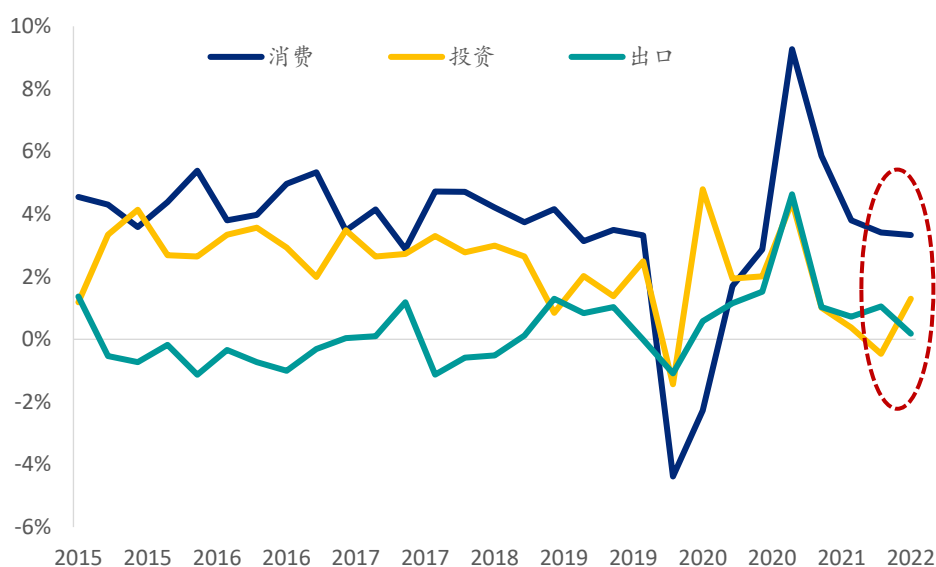


资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

2. 投资里看基建

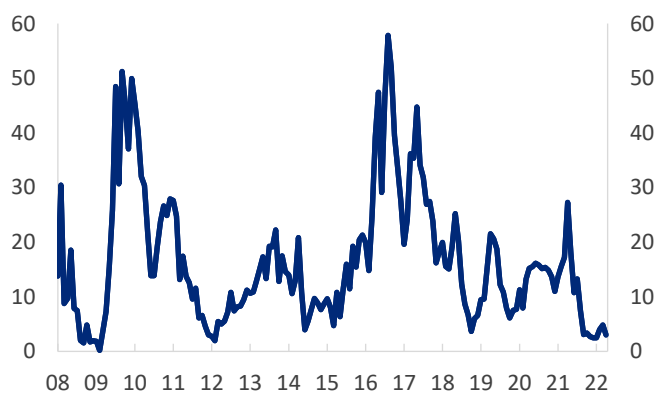
考虑到消费和出口受到制约，投资将成为主要的发力点。在投资中，地产投资虽然受制于政策的边际放松，但目前还难以成为稳经济的主要抓手。最主要在于需求端，同样受制于疫情，居民的收入、信心都受到冲击，并增加防御性储蓄，居民加杠杆意愿和能力都受到明显影响，地产销售端的情况传递至投资端，再加上目前的地产企业销售回款压力较大，这也加大了地产投资端的压力。因此，在拉动经济的投资选项中，**基建投资将成为稳经济的主要抓手。**

图表 6：经济三驾马车各分项的贡献率中，仅投资贡献率边际上升



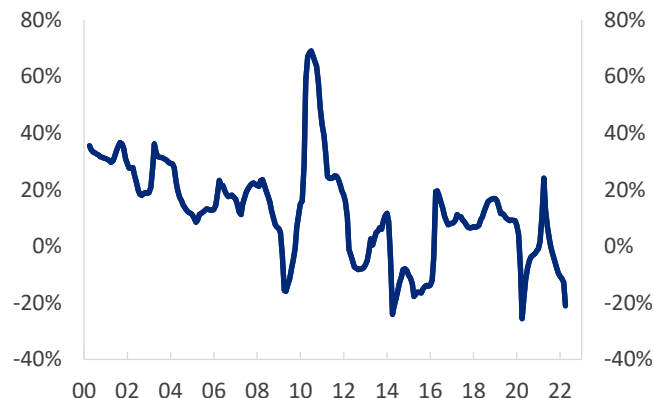
资料来源：Wind，浦银国际

图表 7：100 个大中城市的土拍平均溢价率逼近历史新高



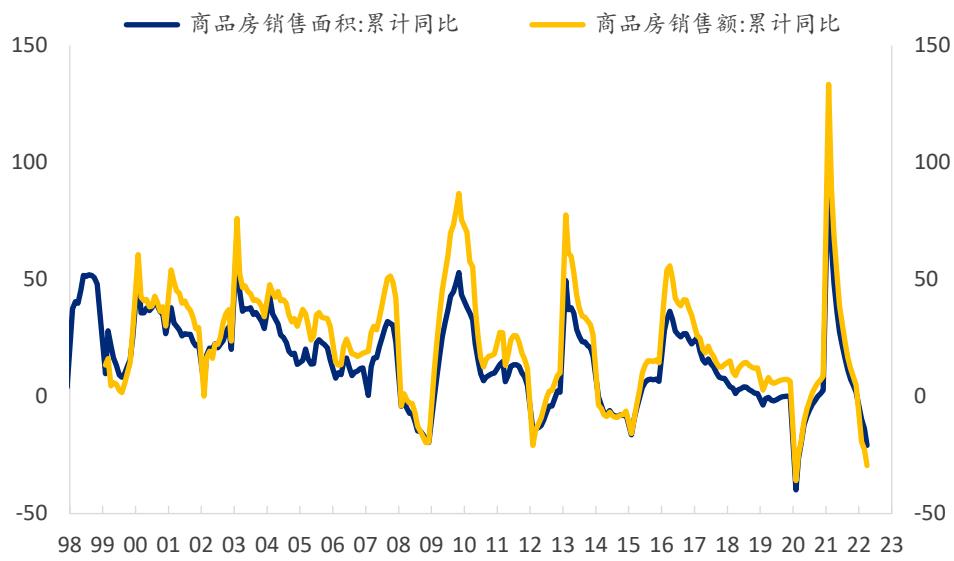
资料来源：FactSet，Bloomberg，浦银国际

图表 8：新开工同比增速断崖式下跌，逼近历史新低



资料来源：FactSet，Bloomberg，浦银国际

图表 9: 商品房销售同比增速 (%) 进入冰点时刻



资料来源: Wind, 浦银国际

● 主线 2：货币政策受制约，财政政策成为主要发力点

中国经济目前处于周期底部，稳经济亟需政策支持。

目前货币政策的宽松仍一定程度受制于海外的紧缩环境。当前海外央行普遍开启货币政策正常化进程。美联储在 3 月启动加息，并预计将在 5 月提高加息幅度并将于 6 月正式开启缩表；欧央行也即将在三季度停止 QE 最早将于 7 月份进行加息；此外，自 3 月以来，英国央行、新西兰央行、加拿大央行、挪威央行和韩国央行等全球主要央行均开始加息，流动性紧缩成为全球性趋势。在海外紧缩的大背景下，限制了我国央行进行大水漫灌式的宽松空间（详情请见《[美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快 7 月加息——SPDBI 全球央行观察（2022 年 5 月刊）](#)》）。

2022 年 4 月，在美联储加速紧缩的背景下，美债收益率快速上行，中美收益率出现 12 年来首次倒挂，叠加 2022 年净出口回落，人民币汇率下行压力浮现，限制了中国央行的宽松。

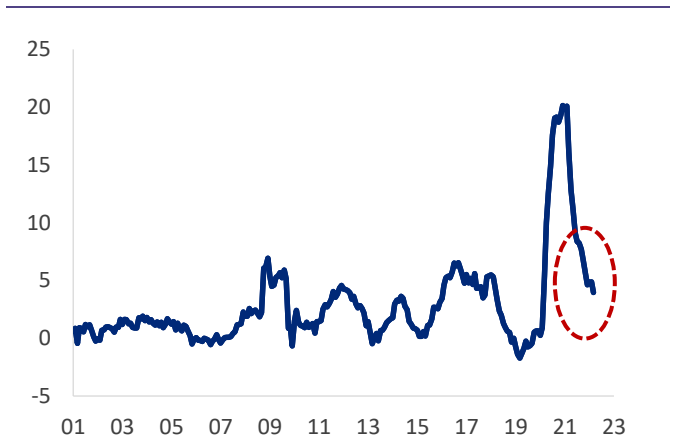
因此，在货币政策宽松受限的情况下，财政政策将成为发力点，而扩张财政政策的落地主要依赖基建投资作为抓手。

图表 10：中美 10 年期国债收益率 12 年来再次出现倒挂



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 11：美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比率 (%)



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

基建抓手的意愿：政策加大支持

2022 年以来，基建作为稳住经济大盘的抓手，政策支持力度也在不断加大：

- **财政净投放力度加大。**2022 年政府工作报告强调“提升积极的财政政策效能”，年初至今的财政净投放力度不断加大，与我们前述的分析一致。
- **2022 年专项债的项目准备时间比以往更早，下发速度更快。**2022 年专项债项目前期工作在 2021 年 7 月便开始通知，较以往 9 到 10 月份提早了 2 到 3 个月。此外，2022 年提前批专项债额度（1.46 万亿元）需在 5 月底前发行完毕，新下达额度则需在 9 月底前发行完毕。
- **公募基础设施证券投资基金（REITs）试点进一步推进。**2022 年 4 月 15 号，在证监会的指导下，上交所和深交所共同发布了关于基建 REITs 指引的三号文，向市场征求意见，有望进一步带动公共事业和基础设施投资增速加快。
- **城投政策松绑。**2022 年 4 月 18 日，中国央行印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调“按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”，基建配套融资的约束有望减少，符合基建发力的大背景。
- 2022 年 4 月 26 日，中央财经委员会第十一次会议召开，**研究全面加强基础设施建设问题**。会议指出了要同时加强传统基建和新基建的建设。其中，传统基建包括交通、能源、水利等基础设施建设；新基建则包括网络、云计算、人工智能平台等相关的基础设施建设。

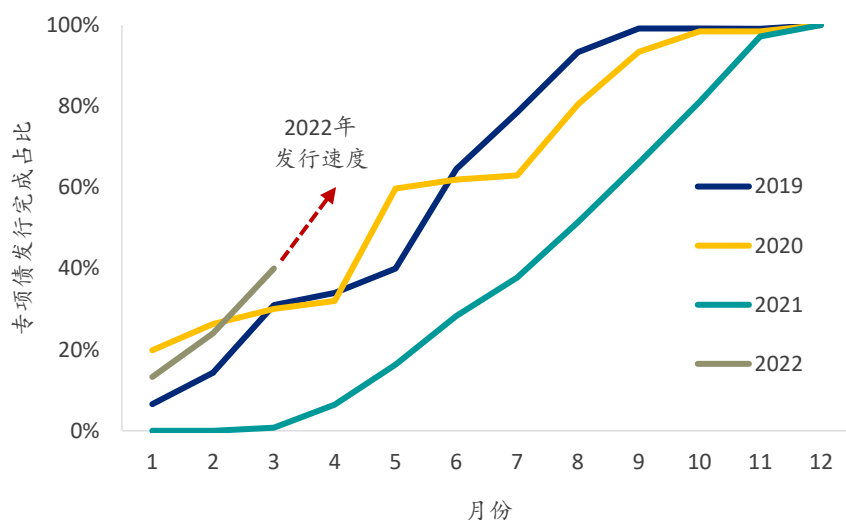
我们注意到，历次中央财经委员会会议的议题有两次直接提及基建，其中第一次出现在 2018 年 10 月的第三次会议上，但是仅特指川藏铁路项目。而 2022 年 4 月的第十一次会议则是提及全面加强基建、构建现代化基建体系，**首次**将全面、系统性建设基建作为议题，足以表明在基建意愿上的明显加强。

- 2022 年 4 月 29 日召开中共中央政治局会议，**强调稳增长、财政发力及全面加强基础设施建设**，会议内容包括“实施好退税减税降费等政策”，“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，**全面加强基础设施建设**”（会议解读详见 [《政策底进一步夯实——4 月政治局会议解读》](#)）。
- 2022 年 5 月 4 日，银保监会召开专题会议表示，支持发挥有效投资的关键作用，做好“十四五”规划重点领域和重大项目融资保障，**支持适度超前开展基础设施投资**。
- 2022 年 5 月 6 日国务院印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化

建设的意见》，指出“促进县城基础设施和公共服务向乡村延伸覆盖”，“支持边境县城完善基础设施”，“完善消费基础设施”，“完善市政设施体系，夯实县城运行基础支撑”，“推进数字化改造。建设新型基础设施，发展智慧县城”，“稳妥推进基础设施领域不动产投资信托基金试点”。

- 2022年5月16日，中国银保监会发文表示，着力促进国民经济实现良性循环，支持全面加强基础设施建设和发挥消费对经济循环的牵引带动作用。
- 2022年5月22日政府工作报告中表示，加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
- 2022年5月23日，中国央行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，强调金融系统要用好用足各种政策工具，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。
- 2022年5月25日召开的国务院全国稳住经济大盘的电视电话会议指出，充分发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设，抓紧推动一批论证多年条件成熟的重大项目开工建设，做到应开尽开能开尽开，加快下达中央预算的投资计划，加快地方政府专项债券发行使用，并扩大支持领域。

图表 12：2022 年专项债发行速度快于往年



资料来源：Wind，浦银国际

图表 13: 2022 年 4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议首次提及全面加强基建、构建现代化基建体系

中央财经委员会会议	时间	议题
第一次会议	2018 年 4 月 2 日	打好三大攻坚战的思路和举措, 研究审定《中央财经委员会工作规则》
第二次会议	2018 年 7 月 13 日	提高关键核心技术创新能力问题
第三次会议	2018 年 10 月 10 日	提高我国自然灾害防治能力和川藏铁路规划建设问题
第四次会议	2019 年 4 月 22 日	全面建成小康社会补短板问题和中央经济工作会议精神落实情况
第五次会议	2019 年 8 月 26 日	推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局问题、提升产业基础能力和产业链水平问题
第六次会议	2020 年 1 月 3 日	黄河流域生态保护和高质量发展问题、推动成渝地区双城经济圈建设问题
第七次会议	2020 年 4 月 10 日	涉及国家中长期经济社会发展战略若干重大问题
第八次会议	2020 年 9 月 9 日	畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题, 研究党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况
第九次会议	2021 年 3 月 15 日	促进平台经济健康发展问题和实现碳达峰、碳中和的基本思路和主要举措
第十次会议	2021 年 8 月 17 日	扎实促进共同富裕问题, 研究防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作问题
第十一次会议	2022 年 4 月 26 日	全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系 , 为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础

资料来源: 政府网, Wind, 浦银国际

图表 14: 基建 REITS 政策梳理

日期	相关文件	主要内容
2021 年 3 月 13 日	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITS) 健康发展, 有效盘活存量资产, 形成存量资产和新增投资的良性循环。
2021 年 7 月 2 日	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITS) 试点工作的通知》	充分认识基础设施 REITS 的重要意义。鼓励结合本地区实际情况, 研究出台有针对性的支持措施, 促进基础设施 REITS 市场健康发展。及时梳理汇总本地区基础设施 REITS 试点项目, 将符合条件的项目分类纳入全国基础设施 REITS 试点项目库, 做到应入尽入。
2021 年 12 月 31 日	《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITS) 有关工作的通知》	全国基础设施 REITS 试点项目库要坚持统计监测和协调服务的功能定位, 做到项目“愿入尽入、应入尽入”, 不得以任何理由拒绝项目入库。对各类申报项目, 没有名额限制、地域区别, 只要符合条件、质量过硬即可申报推荐。
2022 年 5 月 25 日	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITS) 健康发展, 进一步提高推荐、审核效率, 鼓励更多符合条件的基础设施 REITS 项目发行上市, 建立健全扩募机制, 探索建立多层次基础设施 REITS 市场。

资料来源: 政府网, Wind, 浦银国际

基建抓手的能力：多渠道资金支持

作为稳经济大盘的抓手，基建资金的来源多元，具体而言包括以下几个主要来源：公共财政支出、土地出让、贷款、专项债、城投债、PPP、基建 REITS 等其它来源。

图表 15：基建资金来源汇总

资金来源	概述
国家预算资金	1. 公共财政支出 2021 年超收短支为 2022 年预留支出空间
	2. 土地出让 土地出让收入明显减缓
	3. 专项债 发行额度更充裕、发行速度更快
	4. 特别国债 2022 年可能发行特别国债，且规模有望超 1 万亿
国内贷款	5. 贷款 信贷需求整体低迷的情况下，基建贷款或放量
自筹资金	6. 城投债 获政策支持，市场融资成本降低
	7. PPP 未落地的项目、投资额在提升预示未来将放量
	8. REITS 获政策支持，已有多个基建 REITS 上市

资料来源：政府网，Wind，浦银国际

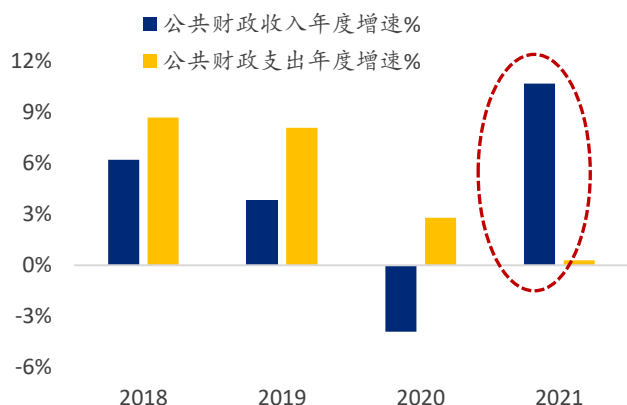
● 国家预算资金：资金发力点包括公共财政、专项债和特别国债

1. 公共财政支出：2021 年超收短支为 2022 年预留支出空间

公共财政支出中，往年用于基建的支出占比约 16%到 18%左右，2021 年来自公共财政支出的基建投资约 3 万亿，约占基建总投资的 16%。

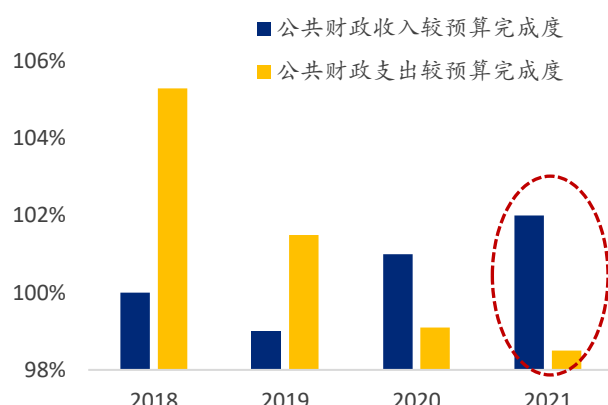
2021 年是公共财政的收入大年、支出小年，为 2022 年的基建投资提供一定的支撑。2021 年财政收入有一定超收，财政部表示主要来自经济恢复增长等因素的拉动。2021 年短支出主要原因是 2021 年稳增长压力不大，但是 2022 年稳增长压力较大，逆周期调节必要性大幅上升。2021 年的基建弱支出为 2022 年基建放量预留了空间。

图表 16: 2021 年公共财政收入增速远高于支出增速



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 2021 年公共财政收入完成度大于支出完成度

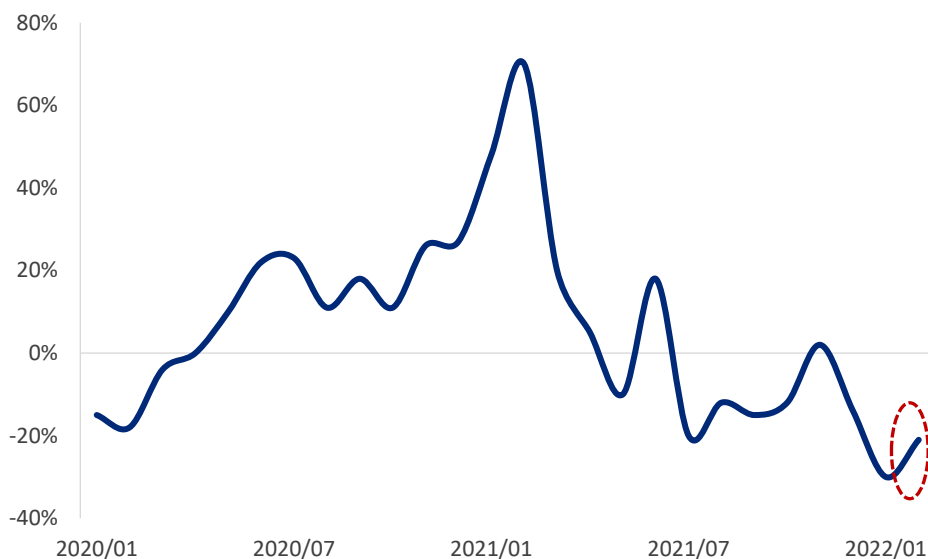


资料来源: Wind, 浦银国际

2. 土地出让: 收入明显减缓

在土地出让的收入中, 主要用于征地、拆迁补偿、土地开发和基建等。2021 年, 土地出让收入中用于基建的部分约为 2.5 万亿左右。但是随着房地产市场下行, 土地出让收入明显减缓, 这部分对基建的支持也将减弱, 需要其它资金来源补足。

图表 18: 土地出让收入同比%



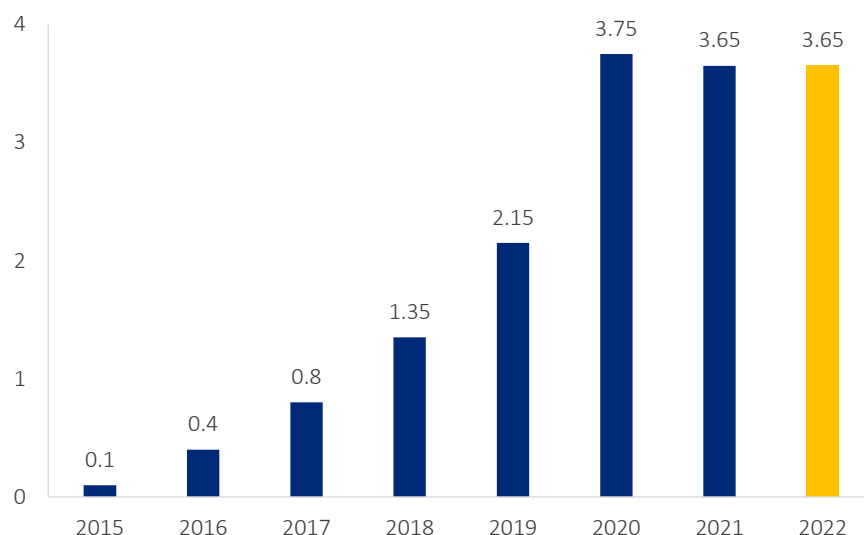
资料来源: Wind, 浦银国际

3. 专项债：发行额度更充裕、发行速度更快

地方政府专项债是基建重要的资金来源。专项债自 2015 年开始发行，发行额度不断提高。通常 3 月两会公布包括专项债在内的总债务限额，而在公布限额之前下达的额度称为提前项。从 2018 年底开始，国务院被授权可以下达专项债提前项。

- **发行额度更充裕。**从发行额度来看，2022 年专项债额度仍然很大，达到 3.65 万亿。此外要注意的是，尽管 2022 年专项债额度与 2021 年持平，但是 2021 年由于专项债发行时间后置，**四季度部分地方政府债未在当年使用**，转到 2022 年使用，因此 2022 年专项债资金较充裕。
- **发行速度快于往年。**1) 首先，从提前项下达的情况来看，尽管 2022 年提前项 1.46 万亿低于 2021 年提前项 1.77 万亿，但是 2021 年的提前项额度推迟至当年 3 月才下达，而 2022 年提前项已于 2021 年底下达，且 3 月已发行完毕。2) 从专项债各月发行速度来看，2022 年的发行速度比往年更快。
- **专项债投入基建的比例稳定。**自 2020 年以来专项债用于基建的占比稳定在 60%左右。

图表 19：历年专项债发行额度（万亿）



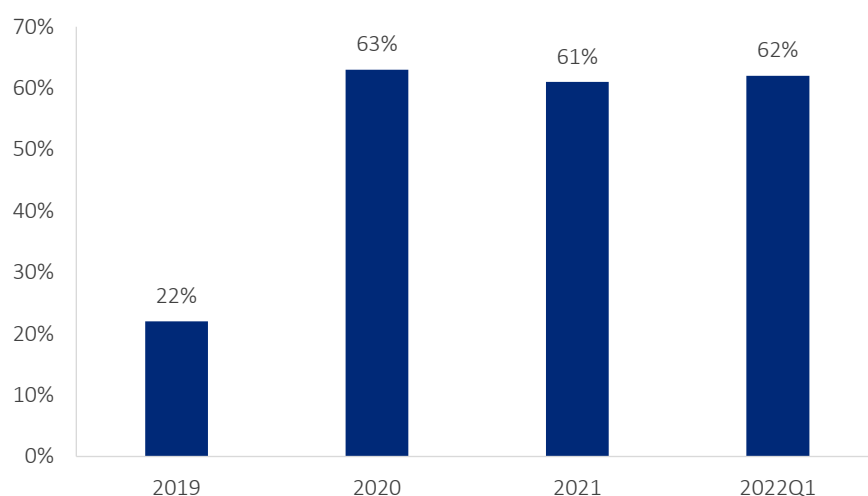
资料来源：Wind，浦银国际

图表 20：历年专项债提前项下达情况

事件	提前项下达时间	提前项下达额度	占总额度百分比
2019	2018 年 12 月	0.81 万亿	60%
2020	2019 年 11 月	1 万亿	46.5%
2021	推迟至 2021 年 3 月	1.77 万亿	47.2%
2022	2021 年 12 月	1.46 万亿	40%

资料来源：政府网，Wind，浦银国际

图表 21：专项债投入基建的比重自 2020 年起稳定



资料来源：Wind，浦银国际

4. 特别国债：发行概率较大，规模有望突破万亿规模

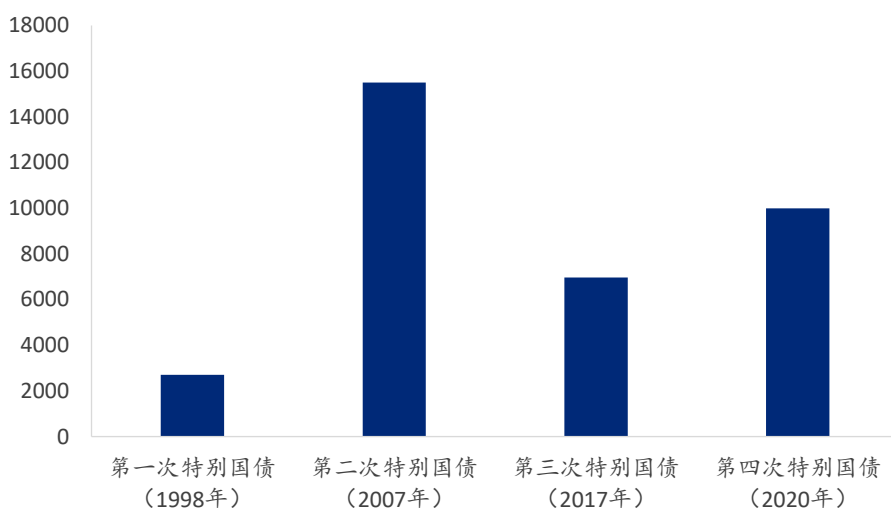
中国共发行过 4 次特别国债，包括 3 次新发和 1 次续发：**1998 年**（补充四大行资本金以达到巴塞尔协议的要求）、**2007 年**（双顺差带来外汇资金过多，流动性过剩，发特别国债购汇成立中投公司）、**2017 年**（到期续发）和 **2020 年**（用于抗疫支出）。相比普通国债，特别国债有如下特点：**1）**用于特定目的，服务于特定政策；**2）**纳入中央政府性基金预算管理，但不计入财政赤字，通过政府性基金转移支付下达地方；**3）**发行时间灵活。

2022 年再次发行特别国债的概率较大，原因如下：

- 2022 年将有约 9500 亿特别国债到期。如参考 2017 年滚动发行特别国债，2022 年大概率续发特别国债。
- 当前退税减税政策叠加疫情管控造成的支出，财政可能面临收入与支出端的双重压力。2022 年预计退税减税规模达到 2.5 万亿元，而当前疫情管控则会进一步减少税收、增加财政支出。因此，特别国债由于不计入赤字，将成为财政开源的理想方式。
- 当前稳增长需求，以及货币政策受海外流动性紧缩的制约，使特别国债更有助于逆周期调节、为稳增长需求实现融资。

由于 2022 年将有 9500 亿特别国债到期，考虑到到期额度以及目前稳增长带来的融资需求，预计如果发行第五次特别国债，规模有望超过 1 万亿。

图表 22：历次特别国债发行额度（亿元）



资料来源：财政部，Wind，浦银国际

图表 23：2022 年约 9500 亿特别国债将会到期

到期时间	到期额度 (亿元)
2022 年 9 月 18 日	319.7
2022 年 9 月 19 日	964
2022 年 9 月 29 日	363.2
2022 年 11 月 19 日	355.6
2022 年 12 月 11 日	7500
总计	9500

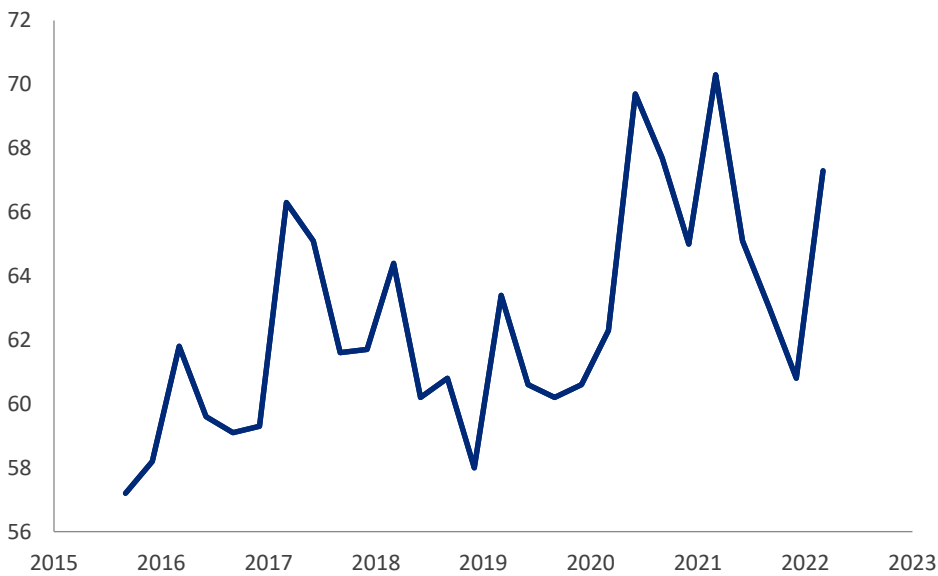
资料来源：财政部，Wind，浦银国际

● 国内贷款：基建贷款或放量

5. 贷款：信贷需求整体低迷的情况下，基建贷款或放量。

2021 年全年的中长期贷款增量为 15.3 万亿元，其中投向基建的占比约为 15% 左右。当前的央行“宽信用”主线清晰，信贷的供应较为充足，但与此同时，信贷需求尤其是居民信贷需求较为低迷。信贷供需的错配，加大了银行的放贷压力，基建类贷款属于目前阶段银行既符合政策取向又具有较高安全边际的发力方向，再叠加基建类信贷需求继续上行至高位(如下图)，预计 2022 年基建类贷款或有所放量，助力基建投资发力。

图表 24：银行家问卷调查显示基础设施的贷款需求继续回暖处于多年高位



注：基于银行家问卷调查的基础设施贷款需求指数

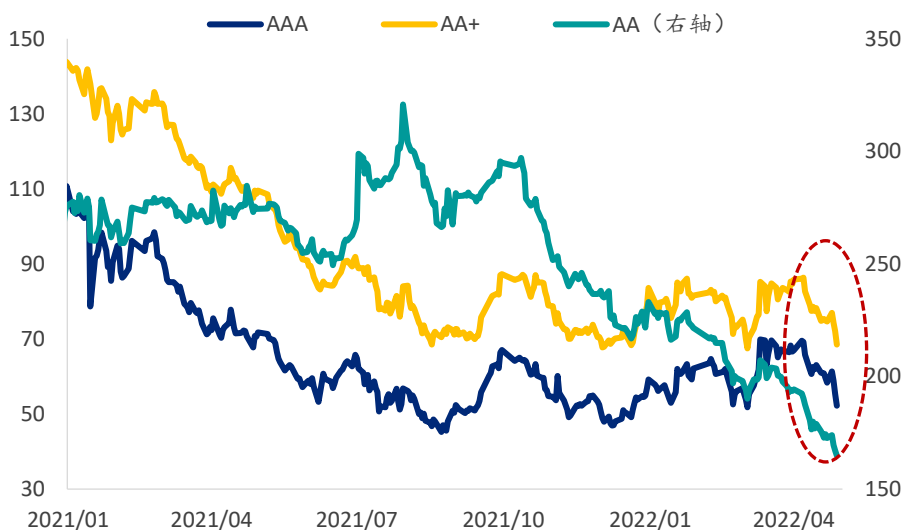
资料来源：Wind，浦银国际

● 自筹资金：资金发力点包括城投债、PPP 和基建 REITS

6. 城投债：政策支持叠加融资成本降低

2022 年城投债政策边际宽松。2021 年城投债为基建融资 1.9 万亿元，是重要的融资来源。**政策方面**，2022 年 4 月 18 日，中国人民银行、外管局联合印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》(简称“23 条”)，指出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，**保障在建项目顺利实施**”。结合 4 月 26 日中央财经委员会的内容，2022 年城投债政策将更加宽松。**市场方面**，自 2022 年以来城投债利差在下降，尤其是 AA 级城投债的利差降幅明显，一定程度上反映了信用风险下降、融资成本降低。

图表 25：自 2022 年以来城投债利差下降

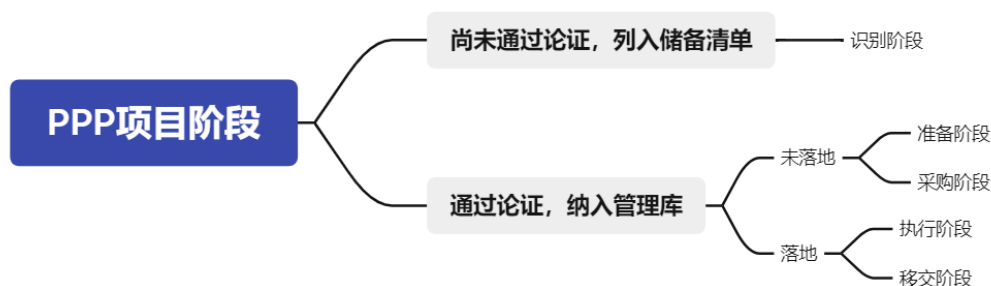


资料来源：Wind，浦银国际

7. PPP：未落地的项目、投资额在提升预示未来将放量

PPP 项目分为如下阶段：识别阶段、准备阶段、采购阶段、执行阶段、移交阶段。其中，识别阶段是指地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的储备项目，等待“两个论证”：1) 物有所值评价，以及 2) 财政可承受能力评估，并列入储备清单。在完成“两个论证”之后，进入准备、采购、执行和移交四个阶段，纳入管理库。其中，进入执行和移交被认为是项目已落地。

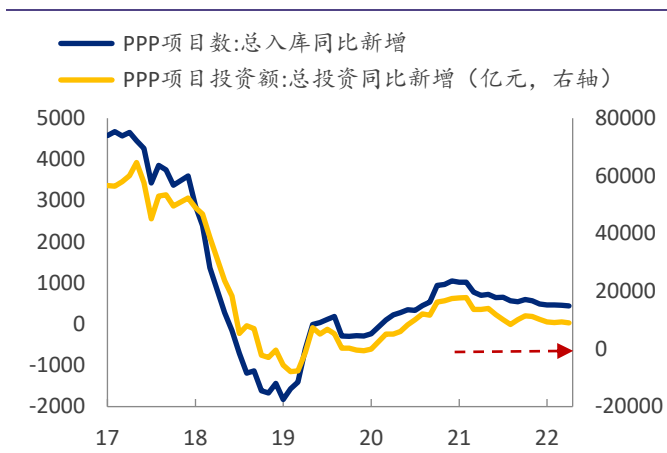
图表 26：PPP 项目阶段



资料来源：Wind，浦银国际

我们可以观察到 PPP 项目的总入库量 2021 年以来整体保持平稳，新入库数量年均保持在 400-800 个的水平，新增总投资额保持 1-1.4 万亿的水平。但 PPP 准备阶段、采购阶段的项目新增投资额都有所上行，伴随着落地阶段的到来，预计也将为基建企稳有所助力。

图表 27: 2021 年公共财政收入增速远高于支出增速



资料来源: Wind, 浦银国际

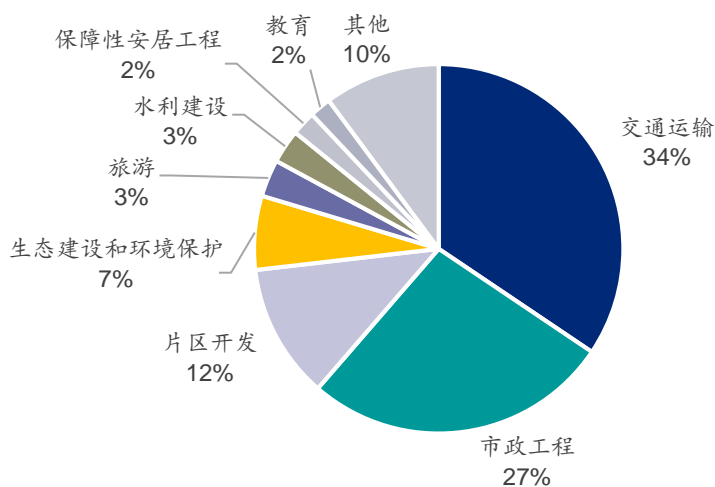
图表 28: 2021 年公共财政收入完成度大于支出完成度



资料来源: Wind, 浦银国际

具体就细分来看, PPP 整体以传统的交通运输、市政工程为主, 但涵盖范围广泛。

图表 29: 截至 2022 年 4 月 PPP 投资额分行业占比



资料来源: Wind, 浦银国际

8. 基建 REITS：政策支持、多个 REITS 陆续发行

REITS 是基建投融资的新模式，自 2021 年以来获得政策支持，并有多项基础设施 REITS 上市，自 2021 年 6 月 21 日起，首批基建 REITS 挂牌上市，2021 年 11 月底第二批 REITS 开始发售。目前的基建 REITS 整体偏低，但在市场整体投资渠道有限的情况下，相对低风险、稳收益的基建 REITS 产品有望获得快速发展，潜在的扩容空间较大。

2022 年 5 月 25 日国务院推文件鼓励发展基建 REITS 市场。国务院提出《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，推动基建领域 REITS 健康发展，进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施 REITS 项目发行上市，建立健全扩募机制，探索建立多层次基础设施 REITS 市场。

图表 30：已发行的主要公募基础设施 REITS

名称	市值	募集资金规模（亿元）
平安广州广河 REIT	99.57	44.66
中金普洛斯 REIT	78.57	46.68
浙商沪杭甬 REIT	53.06	18.82
东吴苏园产业 REIT	45.67	20.95
建信中关村 REIT	43.85	19.20
红土盐田港 REIT	31.10	14.73
富国首创水务 REIT	33.88	9.07
华夏越秀高速 REIT	28.53	14.91
博时蛇口产业园 REIT	28.22	14.14

资料来源：政府网，Wind，浦银国际

基建抓手方向：新老基建共振，新基建兼具确定性与成长性

新老基建同时发力是本轮稳经济大盘的亮点。其中老基建包括交通建设、水利设施等，新基建则是与数字化经济相关的基础设施。

● 传统基建：稳增长需求下确定性高

尽管基于数字经济、新能源的新基建越来越受到关注，传统基建仍然在基建项目中占比很大，是拉动经济的主要力量。

- **铁路：**根据国铁集团公布的数据，铁路方面的固定资产投资曾经在 2021 年出现低谷，但从 2021 年四季度开始，铁路投资额环比从负增长转为正增长。在 2022 年，多个省市出台了铁路、城市轨道交通等基建相关政策，包括北京将新增轨道交通 25.6 公里；浙江将完成投资 450 亿元以上，包括苏嘉甬铁路、甬舟铁路等项目，城市轨道交通完成投资 450 亿元，包括温州市域铁路 S2 线、宁波地铁 2 号线二期等。
- **公路：**在交通运输部公布的数据中，2022 年计划新改扩建高速公路 8000 公里以上。2022 年，北京计划 100 万平方米城市道路大修、20 项市级疏堵工程；江苏推进过江通道前期研究，力争建成 23 座，新增高速公路 600 公里、扩建 45 公里；福建计划建成高速公路 100 公里、国省道 150 公里；湖南 2022 年交通固定资产投资 1000 亿元，建设 1700 公里高速公路、4000 公里国省道。
- **机场：**在交通运输部公布的数据中，2021 年新颁证的民用运输机场共 7 个，而在 2022 年预计新颁证的民用运输机场共 8 个。
- **水利：**在 2022 年 1 月 10 日召开的国常会中提到“特别是前期已论证多年的重大水利项目要推动抓紧实施”，而在 2021 年曾遭受水灾的省份均有百亿到千亿级的水利基建计划。
- **保障房：**2022 年多个省市均有保障性租赁住房建设等计划，如北京、河南和浙江分别有 15 万套、20 万套和 30 万套保障房筹建。
- **乡村基建：**2022 年 5 月 6 日印发的《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》合理确定不同类型县城发展路径，包括培育发展县城特色优势产业、优化县城市政设施体系、强化县城公共服务供给、提升县城人居环境质量和促进县乡村功能衔接互补。

各省市传统基建相关政策梳理如下。

图表 31：2022 年各省市传统基建相关政策

省/市	传统基建相关政策
北京	2022 年新增轨道交通 25.6 公里；100 万平方米城市道路大修；20 项市级疏堵工程；筹集建设保障性租赁住房 15 万套
山东	现代水网、综合立体交通网、现代物流网、能源保障网、市政公用设施网、新型基础设施网、农村基础设施网等“七网”建设；济南机场二期改扩建项目
江苏	推进过江通道前期研究，力争建成 23 座；新增高速公路 600 公里、扩建 45 公里；2022 年计划开工约 15 万套、基本建成 7.3 万套保障房
浙江	2022 年铁路建设项目完成投资 450 亿元以上，包括苏嘉甬铁路、甬舟铁路等项目；城市轨道交通完成投资 450 亿元，包括温州市域铁路 S2 线、宁波地铁 2 号线二期等；加快实施海塘安澜千亿工程；2022 年保障性租赁住房计划直接投资约 240 亿元，力争新增开工筹集 30 万套
福建	计划公路水路投资完成 1000 亿元，2022 年建成高速公路 100 公里、国省道 150 公里、对接梳理交通运输现代服务业项目 30 个；“一河一网一平台”建设完成投资 418 亿元，治理河道 379 公里、建成安全生态水系 200 公里；铺设供水管网 6000 公里
湖南	2022 年交通固定资产投资 1000 亿元，建设 1700 公里高速公路、4000 公里国省道
河南	2022 年完成总投资额 2470 亿元的 359 个重大水利项目；建改造农村公路 5000 公里以上；筹集保障性租赁住房 7 万套

资料来源：政府网，Wind，浦银国际

● 新基建：兼具确定性与成长性

新基建主要是和数字经济相关的基础设施建设，主要包括工业互联网、5G基站、互联网数据中心等。

相比传统基建在高速发展数年之后，应稳增长需求而发挥余热，新基建有以下特点：

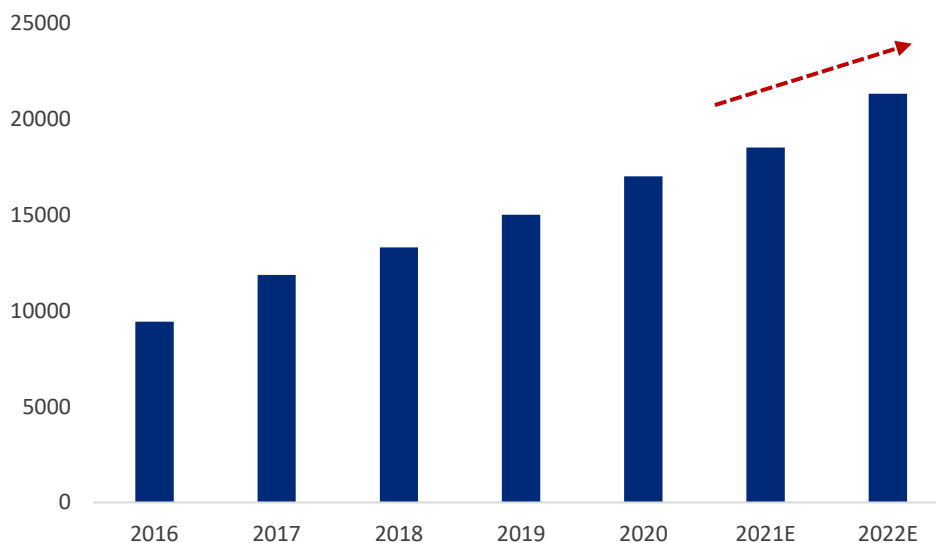
- **新基建与老基建类似，在特殊时期扮演着稳经济的重要角色，确定性大**，符合长期规划需求，不会随着热度衰退而改变趋势。包括5G基站的规划、东数西算工程、八大算力枢纽等，都是由国家龙头企业带头、牵动各省市统筹发展的项目，确定性大。
- **新基建供需缺口大，成长性高**。目前大数据机柜、新能源汽车充电桩等设施不足，而用电量、对网络数据的需求等都呈指数级上升。相比之下，铁路、公路、机场已经经历高速发展期，当前仅是因为稳增长需求而发挥余热。

具体而言：

1. **工业互联网**：工业互联网是新一代信息通信技术与工业经济深度融合的产物，将互联网、大数据等信息技术全方位应用在整个工业产业链中。

政策方面，工信部出台《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》确立未来三年工业互联网发展目标。工信部认为，2018-2020是工业互联网起步发展期，**2021年起是快速成长期**。工信部出台的文件给出了五方面、11项重点行动和10大重点工程，带动数字产业化。

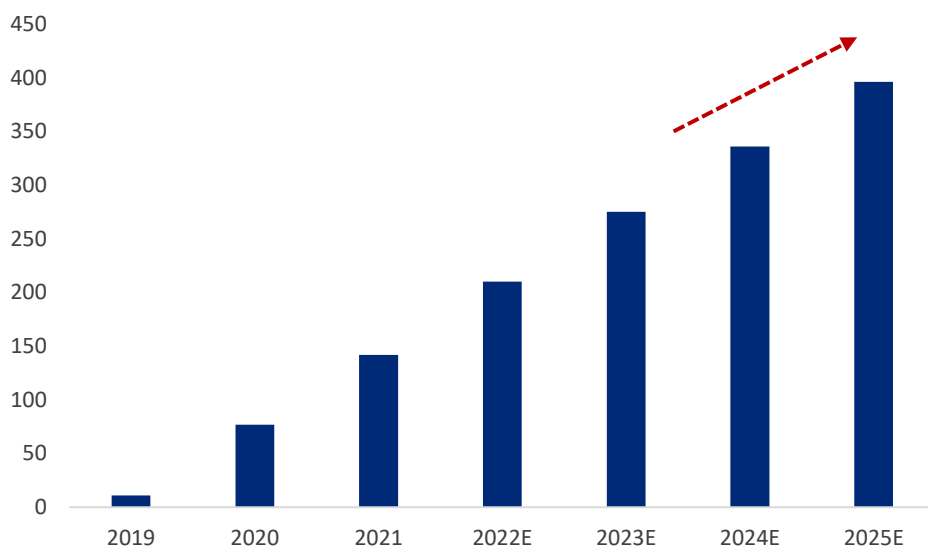
图表 32：中国物联网产业规模（亿元）持续增长



E=中国互联网协会预测 资料来源：中国互联网协会，浦银国际

2. 5G 基站：据工信部发布的数据，2021 年全年建成 5G 基站超过 65 万个，累计建成并开通 5G 基站 142.5 万个。2021 年，中国移动、中国电信、中国联通和中国铁塔共完成 1849 亿元 5G 投资，直接带动经济总产出 1.3 万亿元、经济增加值 3000 亿元。2022 年多省市出台政策继续新建 5G 基站，其中一季度新增 5G 基站 13.4 万个，累计 155.9 万个。

图表 33：三大运营商自 2019 年起累计新建 5G 基站数（万）预计增长稳定



E=工信部和运营商预测

资料来源：工信部，运营商网站，浦银国际

3. 互联网大数据中心（IDC）：作为数据存储和交换的中心，IDC 是大数据时代的核心设施，受到 5G、工业互联网、人工智能、云计算等技术的拉动。网信办指出，大数据中心的重要性日益凸显，大数据中心发展空间巨大。

1) 首先，大数据中心目前有巨大需求缺口：

- **纵向比较**，目前企业用户呈现爆发式增长，但是根据网信办 2020 年公布的数据，企业数据只有不到 2% 被存储下来，其中仅 10% 用于解析，潜在上行空间很大。
- **横向比较**，目前全球 40% 的 IDC 柜机在美国，8% 在中国，但是中国人口巨大，互联网用户显然多于美国。

无论是考虑大数据中心在信息化时代的核心地位，还是从纵向、横向对比来看，当前大数据中心的缺口巨大。

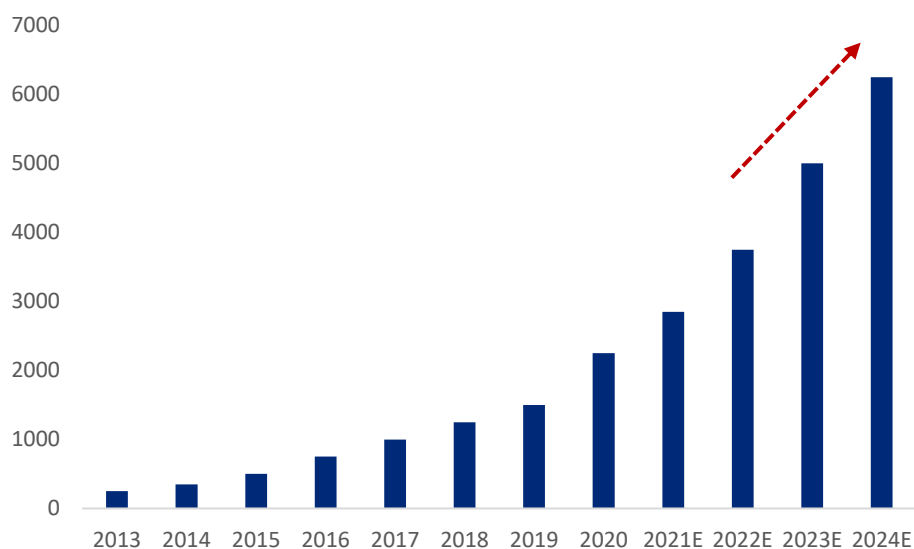
2) 政策面积极，行业处在增长早期：

- 2022 年 2 月，国家发改委、网信办等联合发文，在包括京津冀、长三角、粤港澳、成渝、内蒙等多地启动建设国家算力枢纽节点，

规划了全国一体化大数据中心体系，“东数西算”工程全面启动。

- 全国多个城市通过或出台数据中心相关政策,例如5月通过的《深圳市探索开展数据交易工作方案》将构建数据交易系统、数据商务服务系统、综合运营管理系统、全局信息存证系统、数据安全保障系统,“五位一体”的新型数据交易信息化平台。

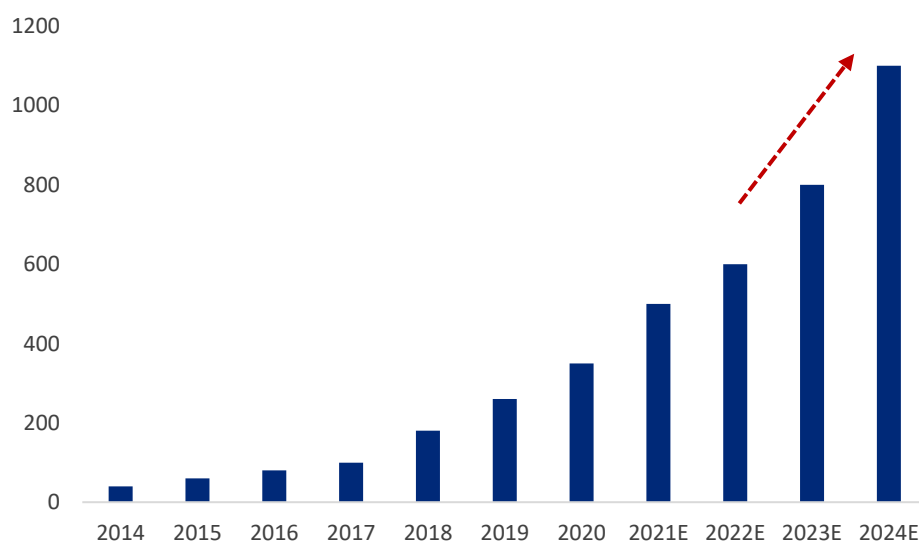
图表 34: 中国数据中心市场规模 (亿元)



E=信通院预测

资料来源: 信通院, 浦银国际

图表 35: 中国人均年数据量 (GB)

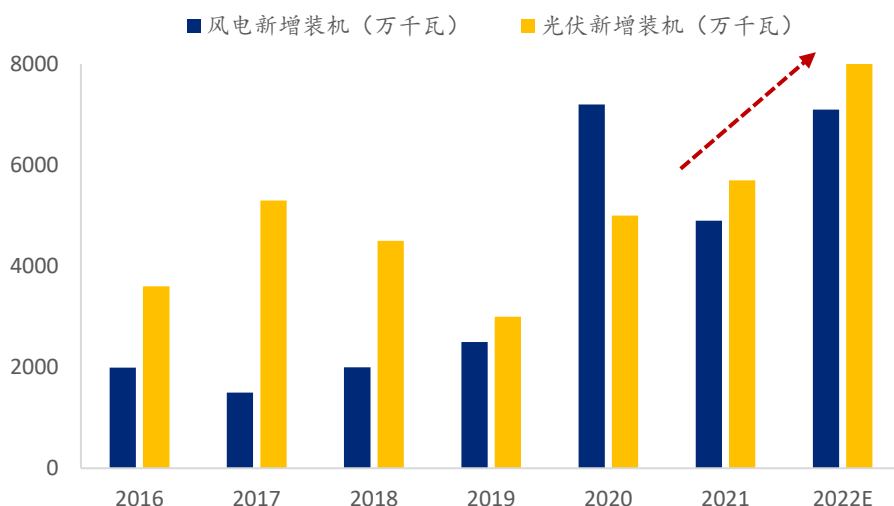


注: E=信通院预测

资料来源: 信通院, 浦银国际

4. **光伏和风电**：能源基建是建设重点之一。2021年10月26日国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》提出要优化调整能源结构，加快构建新型电力系统，新能源配套基建也将同步跟进。截至2022年3月，中国光伏和风电装机容量共约6.5亿千瓦，而2030年总装机容量目标为12亿千瓦，仍有很大发展空间。

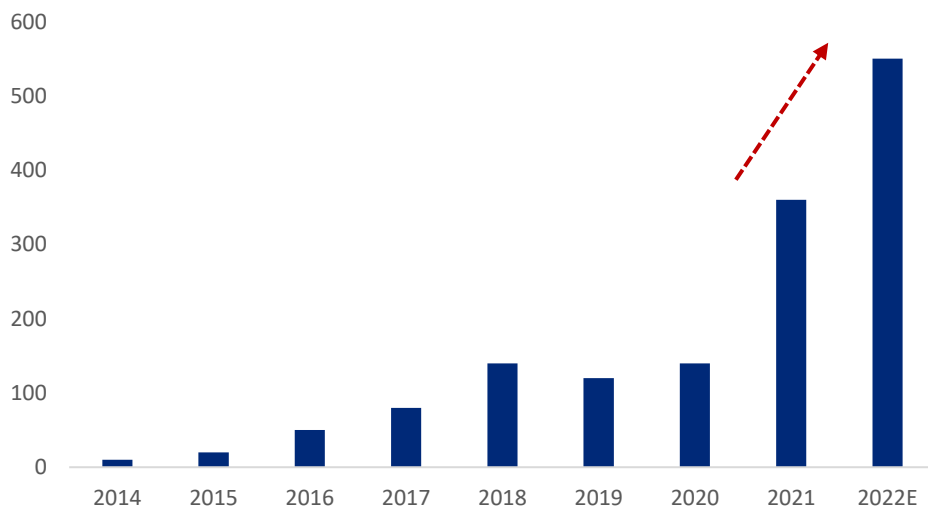
图表 36：中国风电和光伏新增装机容量（万千瓦）



E=浦银国际预测 资料来源：Wind，浦银国际

5. **新能源汽车充电桩**：中国新能源汽车开始逐渐普及，新能源汽车生产商越来越多，而随着原油价格上涨，新能源汽车吸引力更大。而目前新能源汽车充电桩的建设速度远未更上新能源汽车的普及速度。截至2021年9月，中国充电基础设施总数约220万个，车桩比约为3:1，充电桩缺口仍在。

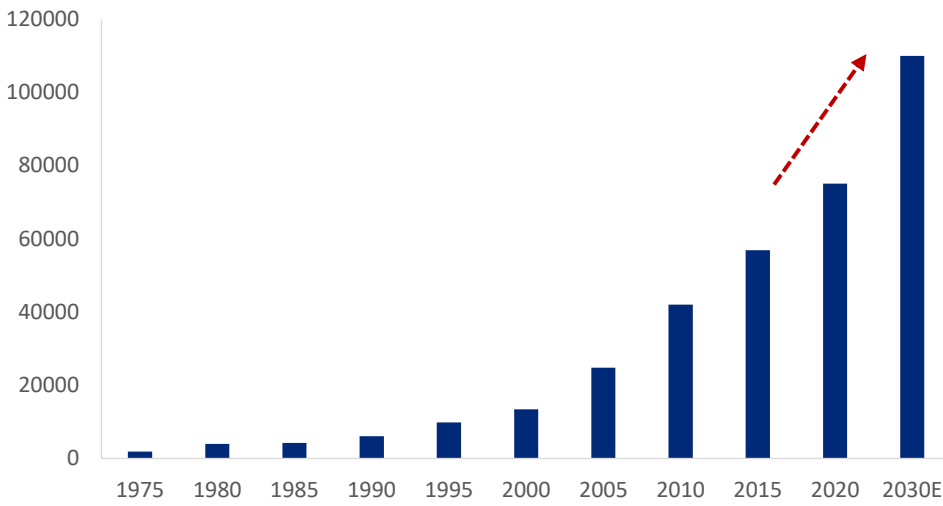
图表 37：中国新能源汽车销量（万辆）



E=浦银国际预测 资料来源：Wind，浦银国际

6. 特高压：特高压是特指 800 千伏以上的直流电和 1000 千伏以上的交流电，具有输电容量大、效率高、节能环保、输电距离远、占地少等优势。中国特高压技术目前处于世界领先水平，新一代特高压与之前相比交流容量从 500 千伏提高到 1000 千伏，直流容量从±500 千伏提高到±800 千伏。根据国家电网的统计，全年特高压建设项目的投资在千亿元量级。目前中国全社会用电量激增，但能源集中在西北部，需求集中在中东部，因此对于特高压有大量需求。

图表 38：中国全社会用电量（亿千瓦时/年）逐年激增，对特高压有大量需求



E=国家电网预测 资料来源：国家电网，浦银国际

图表 39：各省市新基建最新相关政策

省/市	新基建相关政策
北京	新增 5G 基站 6000 个，推动 5G 网络在各区域精准覆盖；完成剩余 58 座核心区燃油锅炉清洁改造、8000 户村庄煤改清洁能源
山东	千兆城市建设行动，2022 年底前全省千兆宽带用户数达到 200 万户；推动建设 30 个左右省级绿色数据中心；加大充电基础设施建设支持力度，配套建设充电基础设施的车位占总车位的比例达到 15% 以上，全省新建居民小区停车位 100% 建设电动汽车充电基础设施或预留建设安装条件
江苏	目标建成超过 25 万个 5G 基站，5G 用户普及率达 70%，用户数超过 6000 万；规划开发千万千瓦以上近海海上风电项目；建成各类充电桩累计超 80 万个
浙江	2022 年全省光伏发电项目开工 500 万千瓦、并网 450 万千瓦，省海上风电开工 100 万千瓦，并网 60 万千瓦
福建	布局新基建设施，包括 5G 网络、宽带网络、物联网、IPv6、卫星互联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等新技术基础设施
湖南	推动“双千兆”网络协同发展，深化 5G 和 IPv6 应用创新，科学布局数据中心、云计算设施
安徽	培育 1000 家以上数字化车间、智能工厂
四川	同重庆协同建设新一代信息基础设施，加快建设物联网、区块链、工业互联网、卫星互联网等新型基础设施；重点推进四川“三江”水电资源开发；推动建设川渝电网特高压交流主网架
河南	新增 5G 基站 4 万个

资料来源：政府网，Wind，浦银国际

相关标的：新老基建齐飞

我们筛选了一系列的新老基建的受益标的，在筛选时，我们在兼顾基建投资大主题的确定的同时，也兼顾投资标的的估值安全边际，尽可能使得投资标的在当前投资环境中攻守兼备，整体的标的筛选从估值角度有两个限制：

1. 远期市盈率不超过 30，剔除未盈利的标的。
2. 远期市盈率 5 年的百分位水平不超过 50%，即当前的远期市盈率水平低于 5 年的均值水平。

图表 40：新老基建相关标的

代码	公司	理由	远期市盈率	远期市盈率 5 年百分位
601186 CH 1186 HK	中国铁建	基建龙头。4 月基建项目中标总额超过 537 亿元，位列所有央企之首。一季度末期在手订单超过 5 万亿，可以保证未来业绩兑现。其 PB 远低于 1，且远低于其他建筑央企，性价比高。	4.0	13.2%
			2.1	9.4%
601668 CH	中国建筑	2022 年一季度新签合同额 8966 亿。虽然房建板块是主力，但是基建板块占比增加，新签订 2052 亿，比去年同期增长 23.8%。4 月基建项目中标总额 487 亿元，仅次于中国铁建。其一方面可以坐拥基建的确定性，一旦市场回暖，还可以获得地产估值修复带来的估值上调，兼具防御与进攻性。	4.2	23.8%
601800 CH 1800 HK	中国交建	2022 年一季度新签合同 4300 亿元，同比增长 4.9%，其中基建建设业务约 3800 亿元，同比增长 5.9%。4 月中标 418 亿元，位列央企第三，以公路和市政建设为主。短期其受益于拆分设计院资产上市，有助于价值重估，其交建 REITs 今年 4 月上市，考虑到其高速公路资产丰富，伴随着基建 REITs 的进一步落地，有助于其现金流加速回流。	7.9	59.6%
			2.9	31.7%
601390 CH 390 HK	中国中铁	八大央企之一，业务范围几乎涵盖所有传统基建领域，新增订单大幅增长，2022 年一季度签订新合同总计超过 6000 亿元，同比增长超过 80%，其中基建项目同比增长 94%，市政、公路贡献主要增长点。4 月中标总额 288 亿元，拿下多个铁路大单。2021 年受制于基建偏弱叠加成本端压力增大，但 2022 年压力有望明显改善。股权激励出台其中对净利润增速、ROE 等三个维度进行考核，有望助推业绩修复及估值修复。	5.4	35.8%
			3.6	34.7%
601618 CH	中国中冶	2022 年一季度新签合同 3201 亿元，同比增长 14%。冶金业务占国内 90% 份额、全球 60% 份额。除传统基建项目外，负责方舱医院等多个防疫工程建设。	6.9	14.8%
601868 CH 3996 HK	中国能建	在手订单充足，2021 年底在手订单 1.6 万亿元，2022 年一季度新签订单 2440 亿元，其份额与其它央企接近。	11.6	35.3%
			4.5	50.2%

接下页...

...接上页

代码	公司	理由	远期市盈率	远期市盈率 5年百分位
600039 CH	四川路桥	2022 年一季度签订新合同总计超过 140 亿元，同比增长约 29%，基建项目同比增长 29%。2021 年公司新增订单超千亿，创历史新高，期末在手订单额约为 2021 年公司营收 1.6 倍，未来的业绩释放有保障。而且其积极发展清洁能源，开展锂电产业链的建设，兼具防御与进攻性。	6.6	10.7%
603018 CH	华设集团	民营规划设计龙头，是国内唯一同时具有公、铁、水、空全方位设计能力的企业。传统基建业务稳健，与此同时公司积极布局数字化与绿色化，近期还涉及自动驾驶领域，兼具防御性与成长性。4 月公司宣布进行总额 3000 至 6000 万元的回购，一定程度上有助提振市场信心。	8.2	35.4%
001289 CH	龙源电力	风电业务占优势，风电装机容量超过 23000 兆瓦，持续保持全球最大风电运营商地位，2021 年利润同比 29%。考虑到风电作为稳经济抓手的重点，以及该公司在风电领域的份额，预计将直接受益。	23.12	17.6%
600905 CH	三峡能源	市值仅次于龙源电力，同属风电领域重点公司，毛利率较高，维持在 50%左右，资产负债率低于同行业平均，债务风险较低。将随着风电成为稳经济抓手重点之一而受益。	19.71	10.4%
941 HK	中国移动	运营商龙头企业，发力 5G、IDC、智能数字信息基础设施等业务。一季度业绩稳定，净利润同比增长 6.5%。多省市新建 5G 基站的政策下将直接受益。	7.4	20.0%
600050 CH 762 HK	中国联通	同为 5G 基站建设背景下的直接受益龙头企业，2022 年一季度营收和利润实现上市以来同期最高水平。	14.5 5.9	1.1% 4.5%
601728 CH 728 HK	中国电信	三大运营商之一，2022 年一季度 5G 用户净增 12%，产业数字化业务一季度收入同比增长 23.2%，呈高速增长趋势。	11.8 7.4	5.0% 15.5%
600845 CH	宝信软件	“IDC+工业软件”龙头。一季度稳定增长，归母扣非净利润 4.41 亿元，同比增长 20%。深耕钢铁行业并向其他行业做拓展，其产品覆盖了工业生产控制、运营管理等多项环节，属于智能制造、工业互联的直接受益标的。与此同时其 IDC 业务同样受益于行业龙头地位，其背靠宝武集团，在众多一线城市拥有众多 IDC 布局。	28.3	27.0%
300383 CH	光环新网	2021 年开始推进 IDC 战略布局，核心区域机柜数量持续上升，机柜上架率接近 80%。一季度业绩受到疫情承压，预计在各地 IDC 项目推进下具备增长潜力。	17.7	1.1%
603236 CH	移远通信	物联网技术开发商和蜂窝模组供应商，在物联网领域占比份额高，2020 年全球通信模组出货量份额占到 37%，收入份额占 28.6%，远高于其它标的公司。	29.8	2.7%
603019 CH	中科曙光	2021 年底纳入 MSCI A 股指数，由中科院推动，具备研发实力；在数据中心等新基建领域中涉及范围广，涉及高端计算、存储、安全、数据中心等。	22.84	0%

资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

总结

2022年5月25日下午，国务院召开全国稳住经济大盘的电视电话会议。在此背景下，我们通过两条主线来理解基建投资是中国稳经济大盘的主要抓手。我们梳理了稳经济抓手的意愿、能力和发力方向，并给出了相关标的推荐。

对于实现稳经济的有效途径，我们有**两条主线**，并同时指向基建投资：

- **主线 1：经济三驾马车看投资，投资里看基建。**在经济三驾马车中，消费受到疫情冲击，出口受到海外需求回落影响，使投资成为发力点。在投资中，地产和基建是拉动经济的两个选项，但是由于目前居民部门加杠杆的意愿以及能力都受抑，基建投资因而成为稳经济的主要发力点。
- **主线 2：货币政策受制约，更多有赖于财政端发力。**考虑到当前宏观经济形势复杂、海外流动性普遍收紧，中国货币政策宽松受到制约。因此，财政政策扩张成为选项，而扩张的财政政策的落地更多有赖于基建投资发力。

稳经济抓手的意愿：本轮基建投资政策支持力度更大，包括：

- 财政净投放力度加大、专项债的项目准备时间比以往更早以及下发速度更快、公募基础设施证券投资基金（REITs）试点进一步推进、城投政策松绑等。
- 2022年4月召开的中央财经委员会**首次将全面加强基建作为议题，在政治局会议上也再度强调基建稳经济的重要性。**
- 2022年5月25日，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，推动基建 REITs 健康发展，进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市。

稳经济抓手的能力：多渠道资金支持，主要来自国家预算资金、国内贷款和地方政府自筹资金：

- 在国家预算资金中，公共财政、专项债和特别国债预计成为主要资金发力点。对于公共财政，2021年的基建弱支出为2022年基建放量预留空间；专项债发行额度更充裕、发行速度更快；而2022年存在发行特别国债的可能性。
- 对于国内贷款，在信贷需求整体低迷的情况下，**基建贷款或放量。**
- 在地方政府自筹资金中，**城投债、PPP和基建 REITs**将为基建助力，均获得政策支持和持续的资金投入，而在市场方面，城投债融资成本降低、已发行多个基建 REITs。

稳经济抓手的发力方向：新老基建共振是亮点，而新基建相对传统基建更具成长性：

- **传统基建：**稳增长需求下确定性高，铁路建设投资环比大幅回升、高速公路建设速度超预期、机场建设速度稳定、城镇基建受到政策重视。
- **新基建：**兼具确定性和成长性，工业互联网、5G 基站建设、互联网大数据中心、特高压、新能源充电桩等新基建项目受到中央财经委员会会议以及多省市的政策文件的高度重视。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

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个人。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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼