



基建还会有多大力度？



2022年春季以来，由于疫情对经济基本面造成冲击，以及地产的持续不景气，政府对于“基建”作为稳增长抓手的重视程度明显抬升。5月23日，国常会要求“今年专项债8月底前基本使用到位”，6月1日国常会进一步要求“调增政策性银行8000亿元信贷额度”，用以支持基础设施建设。

那么展望2022年全年，融资端的发力究竟会如何推升基建投资？

下面我们将从融资端“政府融资”与“非政府融资”两大角度，测算今年基建投资的发力程度。我们认为今年全年基建投资增速为9.1%，截止三季度末基建投资累计增速应在11%左右，具体幅度取决于专项债下拨后形成实际支出的速度。

首先，我们从财政端的“一般公共预算”、“新增专项债”、“政府性基金（不含专项债）”三个角度入手，预测财政支出对今年基建投资增速的影响。

(1) 一般公共预算

一般公共预算内，“节能环保”、“城乡社区事务”、“农林水事务”、“交通运输”四个财政开支大项与基建相关，其余为民生开支项目。但基建大项中，又包含了大量行政性、养护性开支，需要予以剔除。通过进一步统计与基建相关的细分项目，我们发现2019年以来，由于受到疫情支出对于一般公共预算资金的挤占，一般公共预算内基建开支呈现下滑趋势。

2022年初，一般公共预算内基建项目开支增速一度为正，并高于民生项目开支增速，这与今年基建前置发力的宏观指导有关。但随着4月份上海与全国疫情蔓延，预计后续一般公共预算内基建支出将面临较大资金压力。

图 1：2020、2021 年一般公共预算内基建开支增速较低



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：一般公共预算内基建开支



资料来源：Wind、国海证券研究所

参考疫情较为严重的 2020 年(一般公共预算内基建开支全年增速-16.3%)，我们估计疫情扰动下，2022 年一般公共预算内基建开支增速，在前三季度拖累基建投资约 2075 亿，全年拖累 2917 亿。

(2) 新增专项债

新增专项债方面，今年专项债落地基建的资金有三个来源：

一是新发专项债。2022 年新增专项债额度 3.65 万亿，考虑到其中包含少量中小银行专项债额度，全年投向具体项目的专项债额度或在 3.5 万亿左右。

同时，今年要求专项债资金“8 月底前使用完毕”，但资金下拨不等

于形成实际工作量，必然有相当一部分专项债资金于四季度才形成投资。从往年数据来看，四季度基建投资在占全年比重在 29%左右，因此或有 10150 亿专项债资金在四季度形成投资。

二是 2021 年 11 月、12 月发行专项债，于 2022 年初支出。年末天气寒冷、施工进度缓慢，因此年末发行的专项债资金通常要结余到下一年。根据 Wind 数据显示，2021 年 11 月、12 月新增专项债发行 6607 亿元。

三是截至 2021 年 10 月的财政淤积资金，于 2022 年初支出。2021 年基建投资不及预期，部分源于专项债发行后资金淤积在财政账上，无法及时下拨。2021 年 10 月份财政性存款较往年同期高出 11826 亿，其中大部分可能是未及时下拨的专项债资金，这一部分资金同样结转到 2022 年使用。

所以，综合来看，2022 年前三季度可以使用的专项债资金为 43282 亿元。按照同样的计算方法，我们可以推算出 2021 年前三季度已使用的专项债资金为 16000 亿元，2022 年专项债资金增量为 27283 亿元。

与此同时，专项债资金投向基建领域的占比大概在 60%左右，因此今年前三季度由专项债拉动的基建投资增量约为 16370 亿元，全年增量 20474 亿元。

(3) 政府性基金（不含专项债）

政府性基金（不含专项债）方面，2022 年政府土地出让收入下降，对

于基建开支的拖累同样值得考虑。从历史上来看，百城成交土地总价增速领先政府性基金开支增速约 1 年左右。而 2020 年四季度“三道红线”政策实施之后，土地市场的快速冷却，将对 2022 年政府性基金收入、开支形成明显拖累。

我们判断 2022 年全年政府性基金（不含专项债）开支增速为-20%。假设政府性基金开支（不含专项债）中，投向基建的比例为 20%，那么 2022 年政府性基金开支（不含专项债）下滑，将会对基建投资形成前三季度 2215 亿元、全年 3774 亿元的拖累。

图 3：百城土地成交总价领先政府性基金支出 1 年左右



资料来源：Wind、国海证券研究所

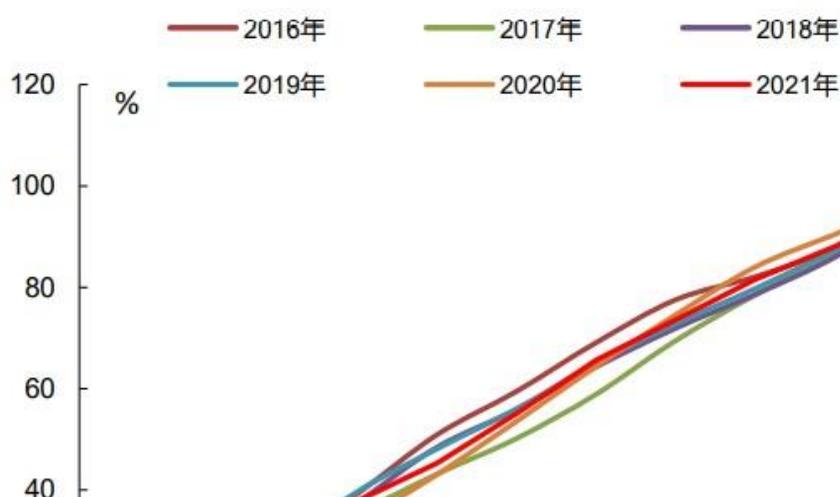
(1) 政策性银行贷款

6月1日国常会要求“调增政策性银行8000亿元信贷额度”，引起市场热议。但我们发现，即使考虑信贷额度上调后，今年政策性银行贷款对基建投资的增量贡献也不大。

从负债端来看，近年来政策性银行信贷增长主要依靠债务融资支撑，PSL处于净偿还状态。而2022年1-5月份政策性银行发债情况，反映出今年原本为政策性银行融资与信贷投放的“小年”。

根据2016年至2021年政策性银行发债数据，政策性银行发债节奏全年相当均匀，截至5月底，通常完成全年债务发行计划的43%-51%。

图4：政策性银行债务发行占全年比重均匀增长



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43049

