

基建投资为何低于预期？——缘由与展望

相关研究报告

《宏观动态跟踪报告*经济复苏正在“筑顶”》
2020-11-16
《宏观动态跟踪报告*中国经济的内生增长性持续增强》 2020-10-19

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
(首席经济学家) S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934
@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 在今年积极财政政策“加力提效”的情况下，基建投资仅温和回升，与市场预期发生背离。本文从以下几个角度探索 2020 年基建投资不及预期的原因：

1. 今年广义财政支出目标并未大幅提高。2020 年广义财政预算支出的增速较前三年实际有所下降。考虑到今年政府性基金预算将向一般财政预算调入资金可能在 1.8 万亿到 1.9 万亿之间，预算草案所提及的政府性基金支出同比增长 38% 恐难达到，增速实际或仅在 17% 至 18%。
2. 财政支出和赤字使用进度较慢。2020 年一般公共预算支出和政府性基金预算支出使用进度相较于 2019 年明显偏慢。全年广义财政赤字共计约 11.2 万亿，1-10 月广义财政累计赤字共计 5.4 万亿，还有 5.8 万亿额度尚未使用。
3. 基建项目质量与地方专项债要求难以匹配。其一，地方基建项目质量不高，使得专项债对基建投资的撬动作用有限，专项债做资本金比例仅约 10%。其二，债券发行节奏与项目融资需求不匹配，带来专项债资金沉淀的问题；其三，7 月以来棚改专项债重启，分流部分资金。
4. 财政支出更多向民生领域倾斜。今年政府更关注“六稳、六保”，目标函数发生变化，基建领域发力的意愿也不同于往常。在一般公共预算支出中，只有社保与就业、卫生健康、农林水以及债务付息支出是正增长，而科学技术、节能环保、城乡社区以及交通运输等基建相关支出均显著负增。
5. 气象因素影响项目建设进度。二季度以来，随着疫情逐步得到控制，复工复产加快，但进入 6 月之后，受强降水和洪涝灾害影响，工程项目推进再度受阻。

■ 展望后续，1) 四季度财政支出尚存较大空间，可支持今年末、明年初的基建投资平稳发力；2) 越来越多迹象表明，2021 年宏观政策基调将重新回到“稳杠杆”上，对地方政府债务监管、地方专项债的规范使用，都有保持力度、甚至进一步加强的势头。未来基建投资的上行动能，将更有赖于城市群、都市圈建设等中长期红利释放，提升基础设施建设的内生需求。预计在广义财政支出目标保持力度的前提下（财政政策不过度后撤），2011 年基建投资或将继续保持温和增长。

正文目录

一、	引言	4
二、	今年基建投资不及预期的缘由.....	4
2.1、	广义财政支出预算并未大幅提高	4
2.2、	财政支出和赤字使用进度偏慢.....	5
2.3、	基建项目质量难以匹配地方专项债要求.....	6
2.4、	财政支出更多向民生领域倾斜.....	10
2.5、	气象因素影响项目建设进度.....	10
三、	小结与展望.....	11

图表目录

图表 1	2020 年基建投资增速仍处低位	4
图表 2	2020 年积极财政政策力度空前	4
图表 3	2020 年广义财政支出增速相比前三年有所下降	5
图表 4	2020 年二本账向一本账调入资金规模可能较大	5
图表 5	一般公共预算支出完成进度偏慢	5
图表 6	政府性基金预算支出完成进度偏慢	5
图表 7	2020 年广义财政赤字约 12.1 万亿	6
图表 8	广义财政累计赤字使用进度偏慢	6
图表 9	一般公共预算收入累计同比降幅收窄	6
图表 10	土地出让收入累计同比大幅提高	6
图表 12	多数省份专项债用作项目资本金的比例不达上限	8
图表 13	交通基建相关领域专项债用于项目资本金比例偏低	8
图表 14	财政存款存在一定淤积	9
图表 15	2019 年专项债使用大量集中在棚改、土储领域	9
图表 16	2020 年 7 月开始专项债发行中棚改比例大幅提升	10
图表 17	今年基建投资主要受电热水行业支撑	10
图表 18	今年地方财政支出明显偏向六保目标	10
图表 19	2020 年 6-8 月降水量显著高于往年	11
图表 20	2020 年 6-8 月水泥指数大幅下滑	11

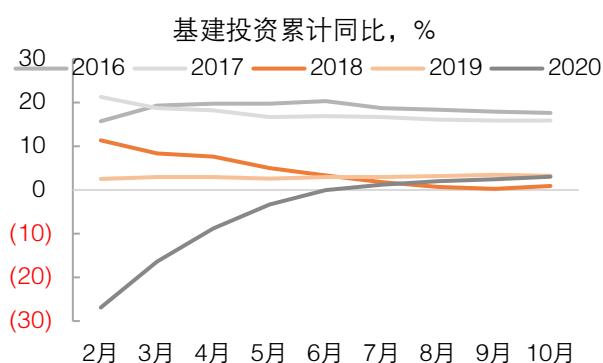
一、引言

今年二季度以来新冠疫情得到基本控制，伴随着密集的逆周期政策出台，中国经济走出 V 型复苏。10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，房地产投资累计同比提升至 6.3%，社会消费品零售总额当月同比也进一步回升至 4.3%，经济增长动力持续增强。但基建投资对中国经济的支撑作用却相对减弱。1-10 月基建投资累计增速仅 3%，在近 5 年同期增速中，仅高于资管新规推出的 2018 年（0.9%）（图表 1）。

在今年积极财政政策“加力提效”，预算赤字大幅提升的情况下，基建投资的回升幅度与市场预期产生背离。2020 年预算草案中，一般赤字相比 2019 年新增 1 万亿，并发行 1 万亿特别国债，地方专项债额度也提高了 1.6 万亿。广义财政赤字的提升幅度不可谓不大（图表 2）。

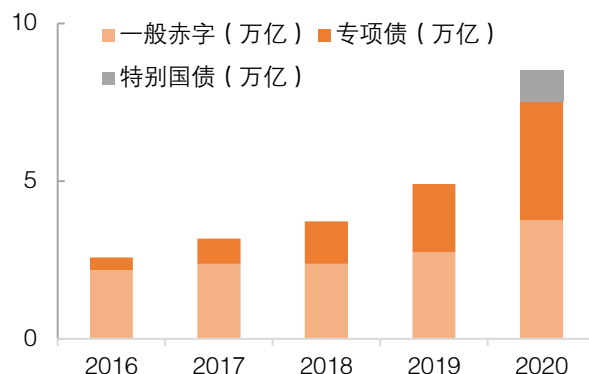
本文从以下几个角度探索 2020 年基建投资不及预期的原因：1) 今年财政支出目标相较于去年是否有明显提高？2) 财政支出实际执行进度如何？3) 地方专项债对基建投资的撬动作用如何？4) 疫情冲击下财政资金投向有何结构性特征？

图表 1 2020 年基建投资增速仍处低位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 2 2020 年积极财政政策力度空前



资料来源:2020 预算草案, 平安证券研究所

二、今年基建投资不及预期的缘由

2.1、广义财政支出预算并未大幅提高

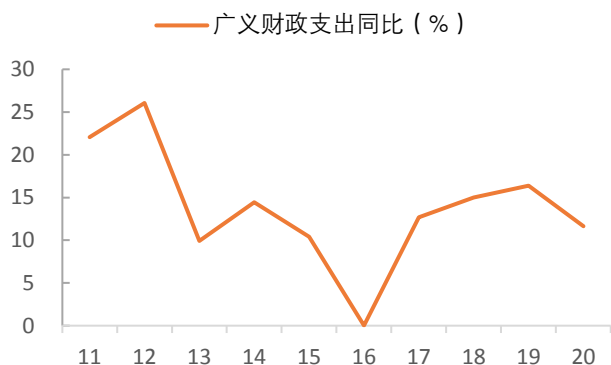
计算广义财政预算支出以及实际政府性基金支出增速，可以发现今年财政预算增长目标并不像市场预期的那样有大幅提高。

1) 今年广义财政支出增速较前三年实际有所下降。将一本账的公共预算支出和二本账的政府性基金预算支出相加，计算广义财政预算支出增速，可得 2020 年预算增速为 11.6%，分别低于 2017 年的 12.7%、2018 年的 15.0% 以及 2019 年的 16.4%（图表 3）。

2) 今年预算草案提及的政府性基金支出 38% 增速实际难以达到。根据预算草案计算的 2020 年政府性基金预算支出相较于 2019 年增长 38%，但这一增速未考虑到二本账需要调入一本账的部分。考虑到今年一般公共预算收入中有约 3 万亿需要从二本账、三本账（国有资本经营预算）以及结余收入中调入，大幅高于 2019 年调入的 1.9 万亿，从二本账调入一本账的资金可能较高（图表 4）。具体来看：中央层面，调入公共预算的约 3000 亿抗疫特别国债都纳入对地方的转移支付，因此不予以考虑；考察地方层面调入一本账的部分 21100 亿元，其中由三本账调入一本账的部分 792.57 亿元，

根据地方政府公开数据估算的地方结转结余资金约在 1500 至 2000 亿之间，也就意味着地方由二本账调入一本账的部分（包括特别国债 0.3 万亿），约在 1.8 万亿至 1.9 万亿之间，考虑这部分调入资金之后，政府性基金实际支出增速大概在 17% 至 18% 之间，若以预算草案所提的二本账支出增长目标推断，则容易夸大其对基建投资的推动作用。

图表3 2020年广义财政支出增速相比前三年有所下降



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2020年二本账向一本账调入资金规模可能较大



资料来源:2020 预算草案, 平安证券研究所

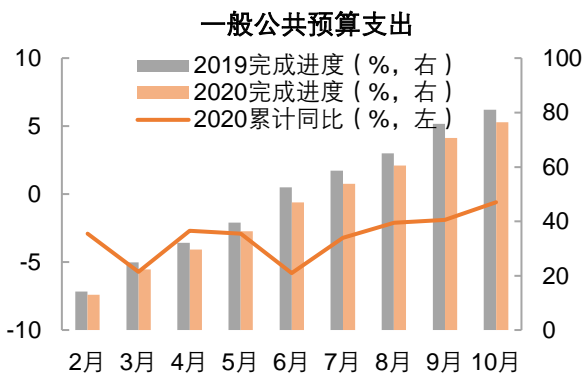
2.2、财政支出和赤字使用进度偏慢

从财政支出和财政赤字的实际使用情况来看，财政支出目标增幅不大并不是基建投资相对疲弱的唯一原因，财政支出进度也显著偏慢，存在“钱花不出去”的问题。

从一本账来看，今年上半年一般公共预算支出累计同比下滑 5.8%，直到 7 月财政支出跌幅才有相对明显的收窄，但 1-10 月一般公共预算支出依然下滑了 0.6%。1-10 月一般公共预算支出完成额占全年预算的 76.4%，显著低于 2019 年同期的 81%，支出进度明显偏慢（图表 5）。

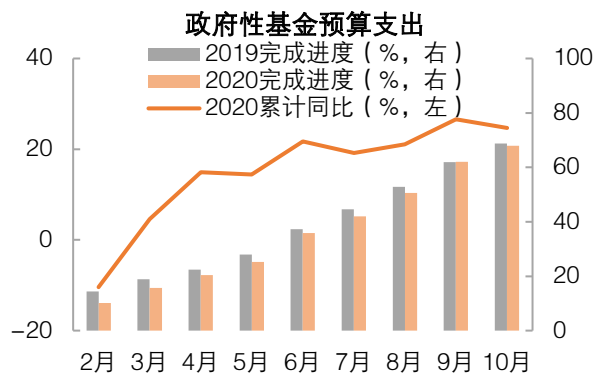
从二本账来看，1-8 月政府性基金预算支出累计同比持续低于 2019 年同期，9 月之后实现反超。1-10 月政府性基金支出完成额占全年预算的 67.9%，仍略低于 2019 年同期的 68.8%（图表 6）。

图表5 一般公共预算支出完成进度偏慢



资料来源:wind, 平安证券研究所

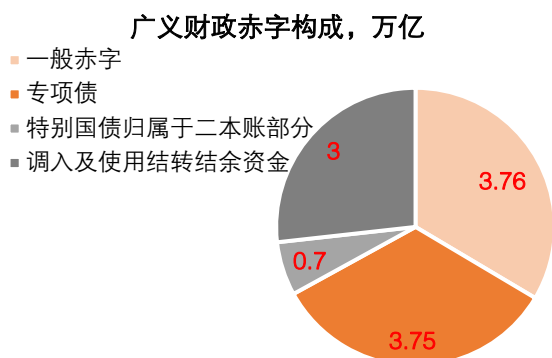
图表6 政府性基金预算支出完成进度偏慢



资料来源:wind, 平安证券研究所

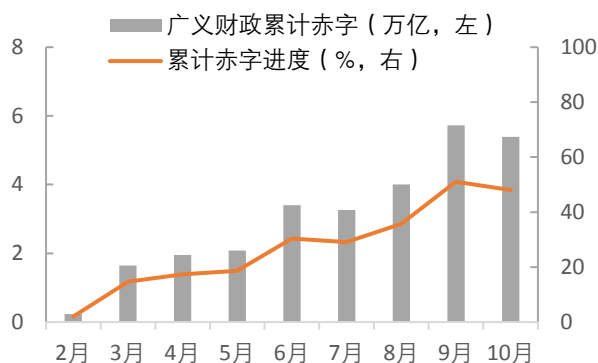
从赤字来看，今年广义财政赤字构成如下：1) 一般赤字 3.76 万亿，比 2019 年同期增加 1 万亿；2) 地方专项债 3.75 万亿，高于 2019 年同期的 2.15 万亿；3) 抗疫特别国债归属于二本账的部分约 0.7 万亿；4) 一般公共预算中调入及使用结转结余资金约 3 万亿（包括从二本账调入一本账的特别国债资金 0.3 万亿）。全年广义财政赤字共计约 11.2 万亿（图表 7）。1-10 月广义财政赤字累计共 5.4 万亿，赤字使用进度仅 48%，还有 5.8 万亿额度尚未使用（图表 8）。

图表7 2020年广义财政赤字约12.1万亿



资料来源:wind, 平安证券研究所

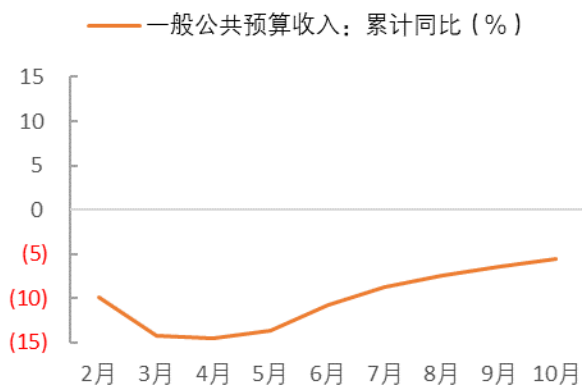
图表8 广义财政累计赤字使用进度偏慢



资料来源:wind, 平安证券研究所

考虑到目前一般公共预算收入累计同比跌幅已显著收窄（图表 9），且土地使用权出让收入累计同比已恢复到较高水平，财政收入已得到更好地保障（图表 10）。这意味着后续财政支出仍有较大空间。

图表9 一般公共预算收入累计同比降幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 土地出让收入累计同比大幅提高



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3、基建项目质量难以匹配地方专项债要求

从地方专项债来看，为了充分发挥专项债对基建项目的撬动作用，政府出台了允许专项债作重大项目资本金、调整专项债用途、鼓励发行长期专项债以匹配项目资金需求和期限等一系列政策（图表 11）。此外，根据企业预警通的统计，1-10 月专项债累计发行 33733 亿，完成全年专项债发行计

划的 90%。尽管相关政策支持力度较大，专项债发行进度也并不慢，但受制于多重因素，出现了“钱等项目”的现象，专项债资金搁置问题突出，对基建投资的支持力度有限。

图表 11 近年来专项债支持基建相关政策力度较大

时间	文件/会议	主要内容
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 9 月	国务院常务会议	提前下达专项债额度；将专项债用作项目资本金的领域扩展到交通、能源、冷链物流等；专项债额度向前期准备充分、具备开工条件的地方倾斜
2020 年 3 月		专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例从 20%提升至 25%
2020 年 7 月	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	鼓励发行长期专项债券；赋予地方一定自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时调整用途
2020 年 11 月	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	科学设计地方债发行计划；债券与项目期限不匹配的允许在同一项目周期内接续发行

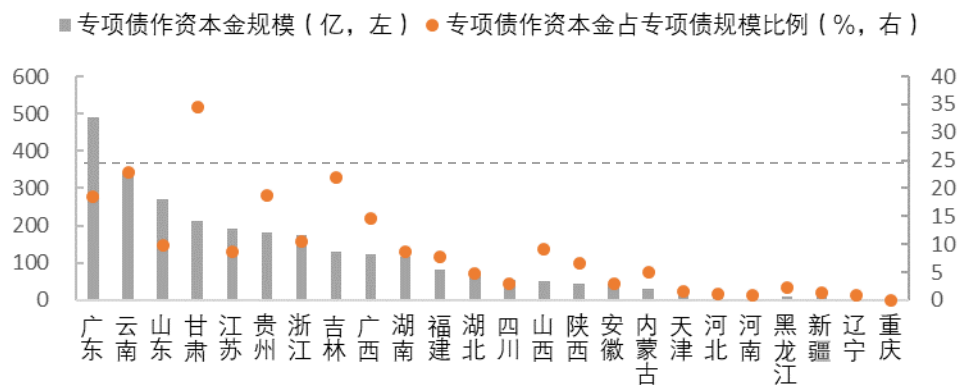
资料来源：政策文件，平安证券研究所

第一，地方基建项目质量不高，专项债资金难以有效利用。10月21日，财政部预算司王克冰表示，各地已有近 3000 亿元专项债券用作铁路、轨道交通、农林水利、生态环保等领域符合条件的重大项目资本金。这意味着目前用于项目资本金的专项债，占比在 10%左右，远低于 25%的红线。用于资本金的专项债占比低，从一个侧面反映项目收益不高制约了专项债资金的使用。

分省份来看，除了甘肃、云南、吉林、广东和贵州等少数省份，多数省份专项债用作项目资本金的比例距离 25%红线还有较大距离（图表 12）。**分项目类型来看**，交通基建等领域尽管专项债用作资本金规模较大，但专项债资本金占总投资的比例相对较低；棚改和土储才是专项债做资本金杠杆效应最强的领域（图表 13）。

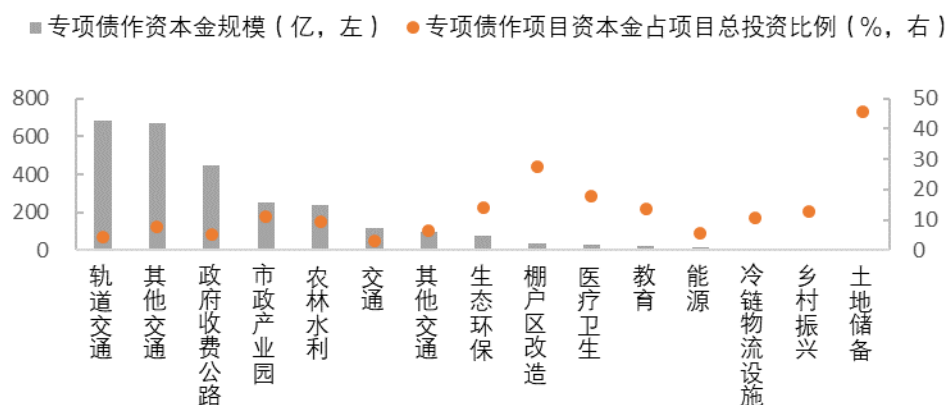
值得注意的是，尽管 2020 和 2019 年基建投资增速都偏低，但在专项债用于项目资本金这一政策的利用上，2020 年同 2019 年有所不同：2019 年由于重大项目已经在年初就已规划好，6 月出台的专项债用作重大项目资本金政策以及 9 月出台的专项债用作项目资本金领域扩展的相关政策，实质上可能对基建投资影响相对有限。而 2020 年初重大项目规划时应当能有准备、有计划地将专项债用作项目资本金，但其使用比例依然偏低，这或许说明符合条件的重大项目相对较少。

图表12 多数省份专项债用作项目资本金的比例不达上限



资料来源：企业预警通,平安证券研究所

图表13 交通基建相关领域专项债用于项目资本金比例偏低



资料来源：企业预警通,平安证券研究所

第二，债券发行节奏与项目融资需求不匹配，带来专项债资金沉淀的问题。5月专项债发行额度超1万亿，迎来专项债发行高峰，也带来了新增财政存款的大幅上升，而后续6-8月新增财政存款下行幅度并不大，直至9月才迎来新增财政存款的大幅下滑，这在一定程度上反映了专项债资金下达并

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_1145



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn