

未来基建能好么？

证券研究报告

2021年05月18日

宏观经济专题

摘要

如果下半年经济不出现大的恶化,当前的政策导向下 2021 年全年基建增速可能在 3%-5%的弱增长区间。从节奏上来看,一季度偏弱,二季度回升但增速预计也不会很高(2020Q2 当季同比 8.11%);三四季度经济的不确定性增加,专项债的发行节奏也偏慢,下半年基建预计并不弱。

风险提示: 经济走势超预期,货币政策明显收紧,外部形势恶化。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益:4月:谁在买利率? -2021年4月中债登和上清所托管数据点评》 2021-05-17
- 2 《固定收益:春节后,哪些主体收益率显著下行? - 信用债市场周报(2021-5-16)》 2021-05-16
- 3 《固定收益:央行在等什么? -固定收益点评(2021-05-16)》 2021-05-16

内容目录

1. 为何 2020 年基建低于预期?	4
2. 政策导向与基建	6
3. 专项债与基建	10
4. 2021 年基建怎么看?	13
4.1. 基建资金来源	13
4.2. 未来基建会如何?	15

图表目录

图 1: 财政支出力度并不算大	4
图 2: 财政支出向民生、防疫等领域倾斜。	4
图 3: 财政收支预算值、实际值	5
图 4: 2020 年年末财政存款余额高于季节性水平	5
图 5: 2020 年国有土地出让收入安排的政府性基金支出较少	5
图 6: 2020 年政府性基金收支缺口明显扩大 (收大于支)	5
图 7: 基建中长期贷款增速提高	6
图 8: 城投债净融资	6
图 9: 社融信托贷款、委托贷款继续收缩	6
图 10: 理财非标继续压降	6
图 11: 中央预算内投资仅小幅增加至 6100 亿元	6
图 12: 地方财政目标赤字低于去年	6
图 13: 交通固定资产投资	7
图 14: 铁路投资规模	7
图 15: 2020 年电力投资一枝独秀	8
图 16: 国家电网投资	8
图 17: 基建细项构成	8
图 18: 公共设施管理业投资增速	8
图 19: 新增专项债/特别国债规模 (实际可用于基建理论规模)	10
图 20: 部分省市二季度地方债发行计划	11
图 21: 地方债投向变化	12
图 22: 基建投资资金来源	13
图 23: 土地出让收支出现分化	13
图 24: 部分地区 2020 年政府性基金支出情况	13
图 25: 基建中长期贷款可能出现收缩	14
图 26: 城投债净融资	15
图 27: 城投债投向	15
图 28: 社融口径信托贷款、委托贷款增量变化	15
图 29: 2020 年信托到期规模小于往年	15

图 30: 2021 年基建预测	16
表 1: 2020 年年底部分地区督促加快专项债支出进度（不完全列表）	5
表 2: 全国交通运输工作会议预期目标	7
表 3: 各省重大项目投资计划	9
表 4: 部分地区老旧小区改造投资规模	12

1-4 月份，基础设施投资同比增长 18.4%，两年平均 2.19%，低于 2019、2020 年年底增速，该如何看待基建投资的变化？疫情后刺激以来，基建投资一开始被赋予较高的预期，但结果大幅偏低，为什么？

1. 为何 2020 年基建低于预期？

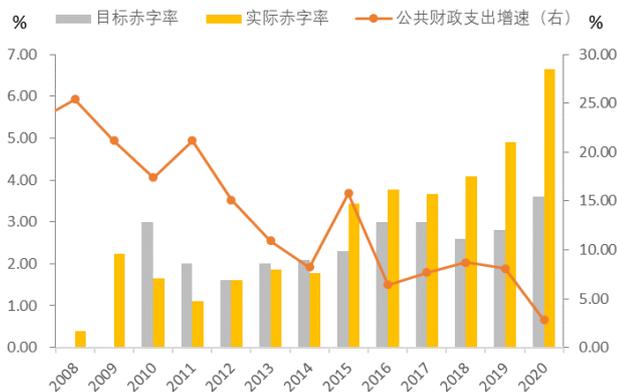
2020 年新增专项债 3.75 万亿元、特别国债 1 万亿元，市场对全年基建投资一度寄予厚望，而实际上 2020 年全口径基建投资增速仅 3.41%，显著低于市场预期。

如果从大的宏观背景来看，下半年出口、地产带动经济恢复，就业持续改善，政策对于基建托底的诉求也相应下降。

具体而言，我们也可以从资金来源的角度找到解释：

一是公共预算支出力度并不大，且投向基建的规模有限。2020 年财政预算赤字率 3.6% 以上，这与疫情冲击下财政收入受影响有关，实际对应到财政支出上的规模并不大。2020 年全年公共财政支出仅增长 2.8%，远低于 2019 年水平（8.1%）。与此同时，疫情之后财政更多地向公共卫生、民生支出倾斜，对基建的投入力度并未显著提高，环境保护、城乡社区事务支出明显下降。

图 1：财政支出力度并不算大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：财政支出向民生、防疫等领域倾斜。

支出项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
教育支出	3.00	4.10	8.40	6.80	7.80	6.70	8.50	4.40
科学技术支出	13.70	3.40		12.00	11.00	14.50	14.40	-4.90
文化旅游体育与传媒支出	11.10	5.50	9.30	2.90	6.40	3.70	2.30	3.60
社会保障和就业支出	14.60	9.80	16.90	13.30	16.00	9.70	9.30	10.90
卫生健康支出	13.30	9.80	17.10	10.00	9.30	8.50	10.00	15.20
环境保护支出	14.20		26.20		19.80	13.00	18.20	-14.10
城乡社区事务支出	21.90	15.40	11.50	17.10	15.60	10.20	16.10	-20.00
农林水事务支出	9.70	4.90	16.90	5.90		9.90	6.30	4.40
交通运输支出	13.10	10.90	17.70			3.70	1.20	3.20

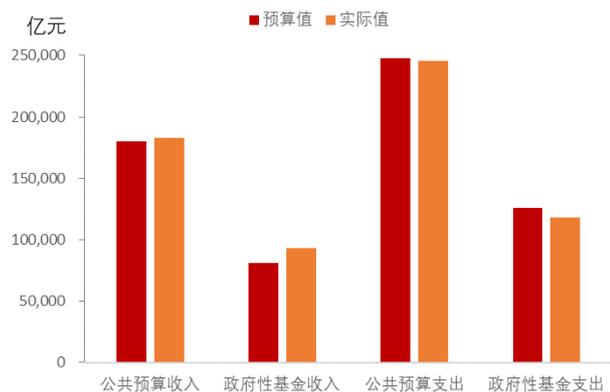
资料来源：Wind，天风证券研究所

二是专项债、特别国债资金存在结余。专项债和特别国债基本在三季度发行完毕，但不少地区由于项目准备不充分，实际使用进度偏慢。为此，财政部于 7 月、11 月两次发文督促加快地方债资金使用，同时允许及时调整用途。2020 年 12 月 29 日，财新网报道“年底前确实难以用完的资金和抗疫特别国债预留机动资金，按规定结转至下年使用”¹。

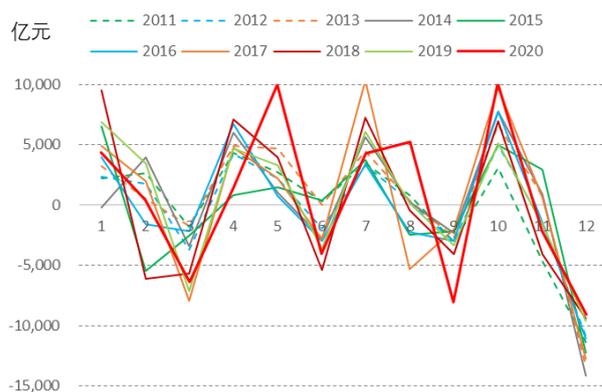
财政收支数据亦有体现：2020 年公共预算和政府性基金收支状况均好于年度预算，特别是政府性基金最为明显，土地出让走强带动基金收入增长 10.6%（预算-3.6%）、基金支出增长 28.8%（预算 38%）。2020 年政府性基金收支缺口 2.45 万亿，而融资规模 4.75 万亿（3.75 万亿专项债+1 万亿特别国债），虽然有收入超预期增长带来约 1.2 万亿的增量贡献，但是支出偏慢的问题确实存在。2020 年年底我们也看到多地督促加快地方债支出进度。

2020 年土地市场高景气度支撑政府性基金收入超预期增长，但政府性基金支出增长并不多，特别是国有土地出让收入安排的支出仅增长 1%（对应收入增长 15.9%）。2020 年年底政府性基金收支盈余高达 24,510，主要用于弥补公共预算赤字以及结余使用，当年支出并不多。

¹ economy.caixin.com/2020-12-29/101644330.html

图 3：财政收支预算值、实际值


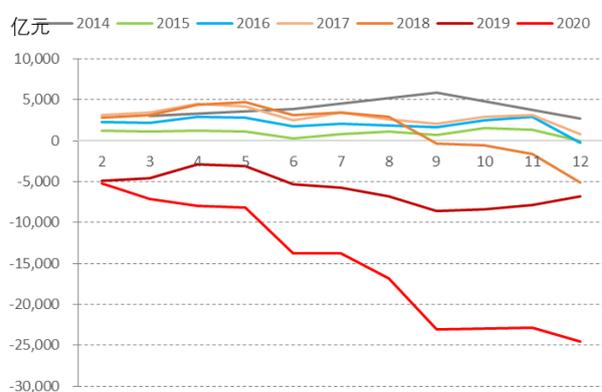
资料来源：财政部，天风证券研究所

图 4：2020 年年末财政存款余额高于季节性水平


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020 年国有土地出让收入安排的政府性基金支出较少


资料来源：iFind，天风证券研究所

图 6：2020 年政府性基金收支缺口明显扩大（收大于支）


资料来源：Wind，天风证券研究所

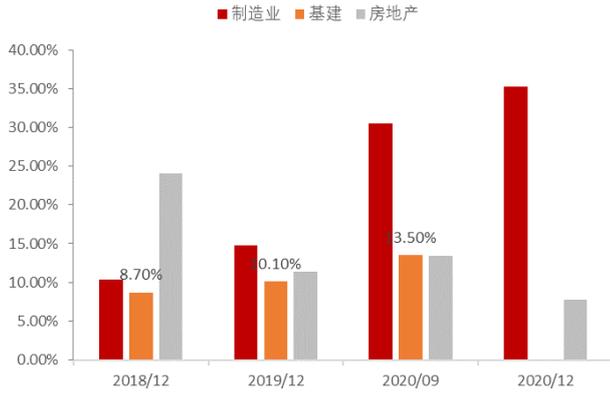
表 1：2020 年年底部分地区督促加快专项债支出进度（不完全列表）

日期	地区	主要内容
2020/10/10	广州市海珠区	海珠区财政局召开直达资金及专项债支出进度集体约谈专题会议
2020/11/10	江西新余	我市召开全市新增债券支出进度调度会
2020/11/10	海南保亭县	保亭县召开项目资金支出进度缓慢单位集体约谈会
2020/11/12	浙江	省财政厅对直达资金以及专项债券资金支出进度靠后市县区开展约谈
2020/11/16	安徽望江县	省财政厅来我县调研新增地方政府专项债券支出进度工作
2020/11/18	安徽黟县	县委常委、常务副县长姚晓俊主持召开直达资金、专项债专题调度会。
2020/12/01	湖南嘉禾县	嘉禾县财政局多措并举加强专项债券支出管理
2020/12/02	四川宜宾市	市财政局多措并举抓好专项债券工作
2020/12/02	甘肃兰州	兰州市多措并举切实加快专项债券支出进度
2020/12/25	安徽芜湖	市委常委、常务副市长宁波就我市专项债券支出进度问题进行专题调度约谈
2020/12/29	浙江嘉兴	关于政府专项债券检查情况的通报

资料来源：各地区政府网站，天风证券研究所

三是其他渠道的资金仍在收缩。2020 年基建总规模 18.8 万亿元，专项债、特别国债、贷款（约 3 万亿）、城投债净融资（1.8 万亿，实际用于项目建设比例并不高）四项合计仅约 8 万亿。因而，基建不及预期很可能是其他资金来源在收缩，例如地方财政困难的情况下配套资金不足、金融监管未明显松动非标融资进一步收缩，这也对基建投资形成了拖累。

图 7：基建中长期贷款增速提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：城投债净融资



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：社融信托贷款、委托贷款继续收缩



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：理财非标继续压降

资产种类	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(1) 债券	29.49%	43.77%	42.19%	53.35%	59.72%	62.46%
(2) 货币市场工具	21.50%	13.14%	11.46%	6.59%	6.57%	6.62%
(3) 非标准化债权类	15.73%	17.50%	16.22%	17.23%	15.63%	10.89%
(4) 现金及银行存款	22.48%	16.63%	13.91%	5.75%	5.46%	9.05%
(5) 权益类资产	7.84%	6.46%	9.47%	9.92%	7.56%	4.75%
(6) 衍生品、资管产品等	2.96%	2.50%	6.75%	7.16%	5.06%	6.23%
理财余额 (亿元)	235,000	290,500	295,400	220,400	234,000	258,600
非标规模 (亿元, 3)	36,966	50,838	47,914	37,975	36,574	28,162
非标规模 (亿元, 3+6)	43,922	58,100	67,853	53,756	48,415	44,272

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 政策导向与基建

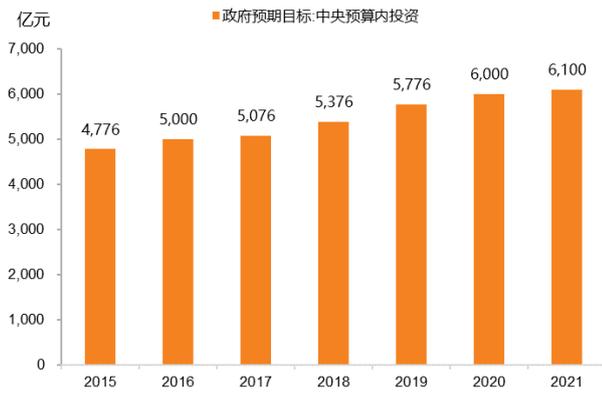
2020 年 12 月中央经济工作会议对财政政策继续保持积极基调，“保持适度支出强度”；与此同时，会议首次提到财政“更可持续”，同时强调地方隐性债务化解、过紧日子。

今年政府工作报告中，中央预算内投资规模仅小幅增长，去年的特别国债、国家铁路建设资本金未再出现；不过赤字率依然维持在 3.2%，新增专项债 36500 亿元；与此同时，地方财政赤字近年来首次出现下降。3 月 15 日国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，4 月 13 日《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5 号)强调，“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”；同时“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。

一方面财政在退出，政策关注政府杠杆和地方债务问题；另一方面赤字和专项债继续保持较大的规模，为未来留足空间。

图 11：中央预算内投资仅小幅增加至 6100 亿元

图 12：地方财政目标赤字低于去年



资料来源: iFind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

传统基建主要包括电力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储和邮政业三大行业，我们也可以从行业角度入手观察基建投资。

交通领域投资增长空间有限。2021年全国交通工作会议提出“推动交通发展由追求速度规模向更加注重质量效益转变”²，今年并未提出公路铁路水路民航具体投资目标。对于投资规模预期，2021年预计交通固定资产投资2.4万亿元左右³，无论按照哪个口径，都是偏低的（全国交通工作会议预计2020年交通固定资产投资34247亿元，交通运输部实际公布的数据是23,952.67亿元，即使按后一种也意味着至多只是小幅增长）。

表 2: 全国交通运输工作会议预期目标

2021年全国交通运输工作会议	2020年全国交通运输工作会议	2019年全国交通运输工作会议
预计明年全年完成交通固定资产投资2.4万亿元左右。	明年交通运输将完成铁路投资8000亿元，公路水路投资1.8万亿元，民航投资900亿元。在2019年实现具备条件的乡镇和建制村通硬化路基础上，2020年实现具备条件的建制村通客车。集装箱铁水联运量增长12%以上。乡镇快递网点覆盖率达到98%。	完成公路水路固定资产投资1.8万亿元左右。新改建农村公路20万公里，实现具备条件的乡镇、建制村通硬化路。新增内河高等级航道达标里程400公里。新增通客车建制村5000个，其中贫困地区3000个。新增直接通邮建制村5000个。确保北京大兴国际机场等重大项目如期建成。确保运输结构调整取得阶段性进展，实现铁路货运量增加3.5亿吨，集装箱铁水联运量增长15%以上。

资料来源: 交通运输部, 天风证券研究所

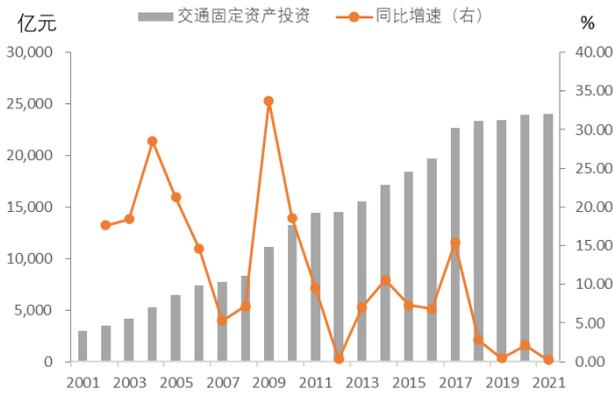
国铁集团2021年计划来投产新线3700公里、其中高铁1600公里，均前往年有所下降。2021年3月国家发改委等发布《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》，指出“在铁路规划建设中，一些地方存在片面追求高标准、重高速轻普速、重投入轻产出等情况，铁路企业也面临经营压力较大、债务负担较重等问题”，未来铁路建设要加强规划指导（如严格控制建设既有高铁的平行线路）、合理确定标准、有效控制造价、防范化解债务风险等。可以看到，当前政策对于铁路建设规模的诉求并不强，更加重视其中的问题和风险。

图 13: 交通固定资产投资

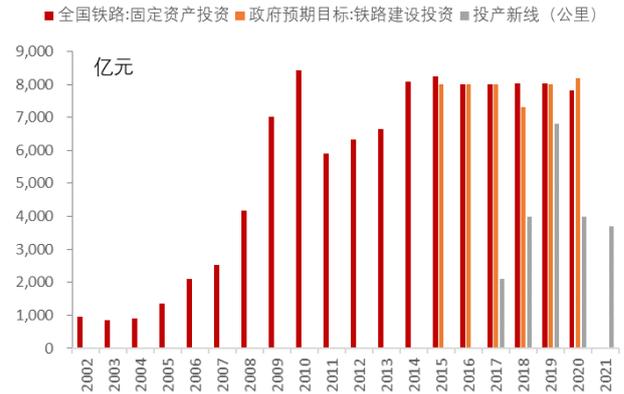
图 14: 铁路投资规模

² https://www.mot.gov.cn/zhuanti/2021jiaotongyunshugongzuo_HY/202012/t20201224_3507961.html

³ http://www.gov.cn/xinwen/2020-12/25/content_5573139.htm



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

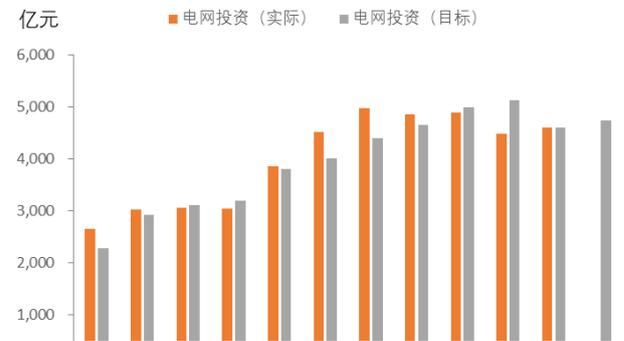
电力、水利投资预计继续保持高增长。2020年基建三大行业中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长17.60%，另外两大行业只是小幅正增长。2020年支撑电力投资的主要是特高压、新能源等，国家电网两度提高投资目标至4600亿元。对于2021年，国家电网投资目标继续提高（4730亿元），特高压项目密集开工，同时碳中和目标下对于风电、光伏等新能源的投入预计进一步加大⁴。水利方面，2020年水利管理业投资增速并不算慢，2021年水利工作会议对水利投资的表述依然积极，“高标准推进重大工程建设，加快黄河古贤等150项重大水利工程建设，争取早开多开”，“多渠道争取水利建设投资，在争取加大中央及地方水利投入力度的同时，用好用足金融政策，协调加大水利信贷支持力度，把地方政府专项债券、银行贷款作为水利建设的重要筹资渠道，鼓励和引导社会资本参与水利建设”⁵。

需要说明的是，电力、水利两大行业占比其实不高，电力投资占比约12%，水利管理业约5.5%，即使2021年实现10%-20%的高增速，对基建的拉动也只有2%-3%。

图 15：2020 年电力投资一枝独秀



图 16：国家电网投资



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_19677



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn