

为什么基建增速可能低于预期？

证券研究报告
2020年09月25日

作者

今年市场对基建投资增速反弹的预期较高，但实际的反弹力度偏弱，全口径基建投资单月增速仅在5月达到10.9%，随后6-8月单边下行，8月增速仅为7.0%。常规解释和表面原因主要集中在降雨洪水等气候因素影响项目施工、财政支出进度偏慢、资金拨付效率偏低等。

我们尝试探讨可能造成基建投资增速低于预期的几个深层次原因，包括：一般公共预算减收压力下消费性支出对投资性支出的挤占、政府性基金扩容后地方优质项目储备相对不足、盘活财政存量资金机制下政府性基金结转腾挪至一般公共预算等。这些原因可能导致基建增速系统性低于预期，而不仅仅是暂时性的偏低。

总的来看，在这些因素的共同作用下，随着财政支出加快、气候影响减弱、同比基数降低，今年后续几个月的基建增速仍然有小幅升至两位数左右的空间，但全年增速可能只在5%左右。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示： 财政支出提速超预期；2021年专项债额度提前下达

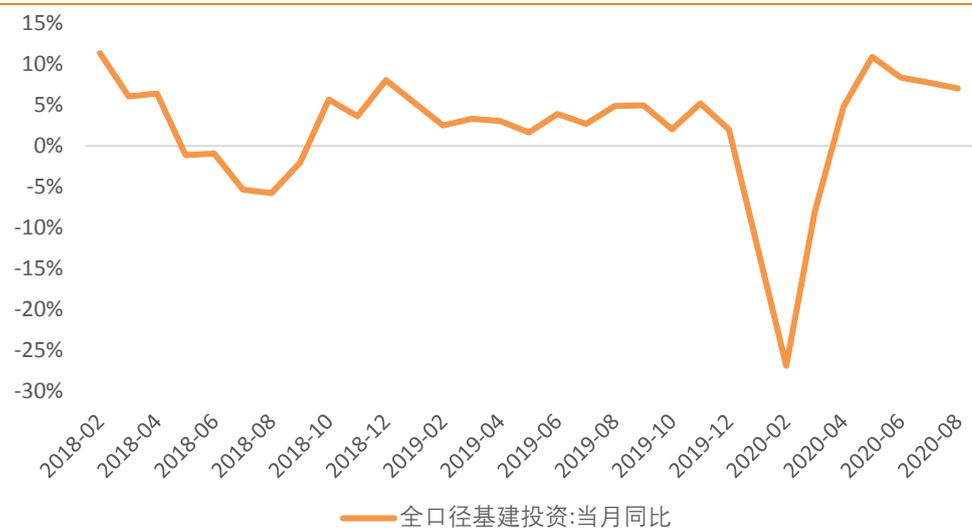


今年市场对基建投资增速反弹的预期较高，一般认为全年/下半年增速可以达到两位数。但实际情况是，全口径基建投资单月增速仅在5月达到10.9%，随后6-8月单边下行，8月增速仅为7.0%。参考9月的相关高频数据，钢材表观消费量旺季不旺，水泥价格反弹力度偏弱，基建投资增速似乎仍然没有明显起色。

常规解释和表面原因主要集中在降雨洪水等气候因素影响项目施工、财政支出进度偏慢、资金拨付效率偏低等。除此之外，我们尝试探讨可能造成基建投资增速低于预期的几个深层次原因，包括：一般公共预算减收压力下消费性支出对投资性支出的挤占、政府性基金扩容后地方优质项目储备相对不足、盘活财政存量资金机制下政府性基金结转腾挪至一般公共预算等。这些原因可能导致基建增速系统性低于预期，而不仅仅是暂时性的偏低。

总的来看，在这些因素的共同作用下，随着财政支出加快、气候影响减弱、同比基数降低，今年后续几个月的基建增速仍然有小幅升至两位数左右的空间，但全年增速可能只在5%左右。

图 1：复工复产以来基建投资增速的反弹力度并不强



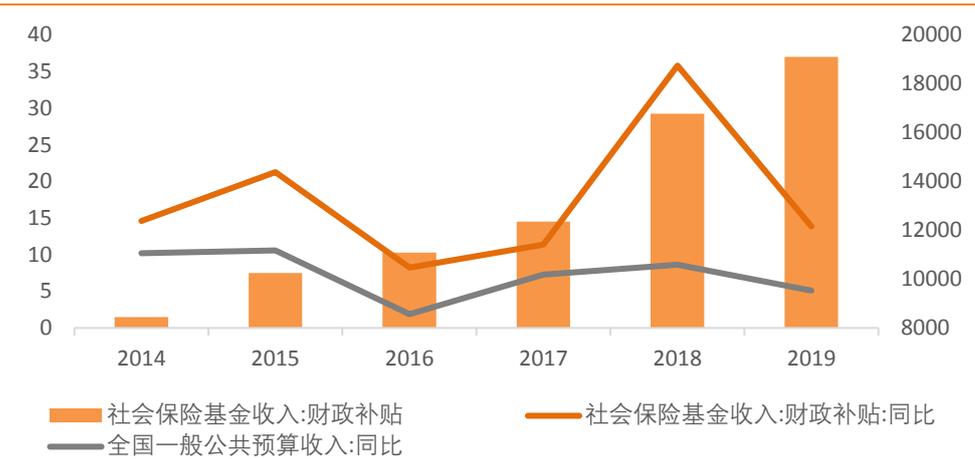
资料来源：WIND，天风证券研究所

一、一般公共预算减收，消费性支出挤占投资性支出

收入端，经济下行叠加减税降费，地方公共预算财政的减收压力较大。根据财政预算报告，今年地方一般公共预算本级收入同比增速-3.5%，1-8月累计同比增速-5.1%。

另一方面，财政的消费性支出压力有增无减。除了常规刚性支出外，几个方面的问题值得注意，一是地方债务尤其是隐性债务偿还压力，2015年我国曾进行一次地方债务甄别，随后在2015-2019年间累计发行置换债券约15万亿，基本完成了该批地方债务的置换工作。但15-18年地方又以各种形式积累了大量隐性负债，按照3-5年的存续期，今年可能正值债务偿还的高峰期。二是社保补贴的压力，人口结构老龄化导致社保收支平衡压力加大，财政补贴社保的规模逐年递增且增速持续高于财政收入增速，2019年达到1.9万亿。考虑到疫情之后一系列社保减免政策出台，今年的财政补贴规模可能达到2.2-2.3万亿，占全国一般公共预算收入总量的约11%。

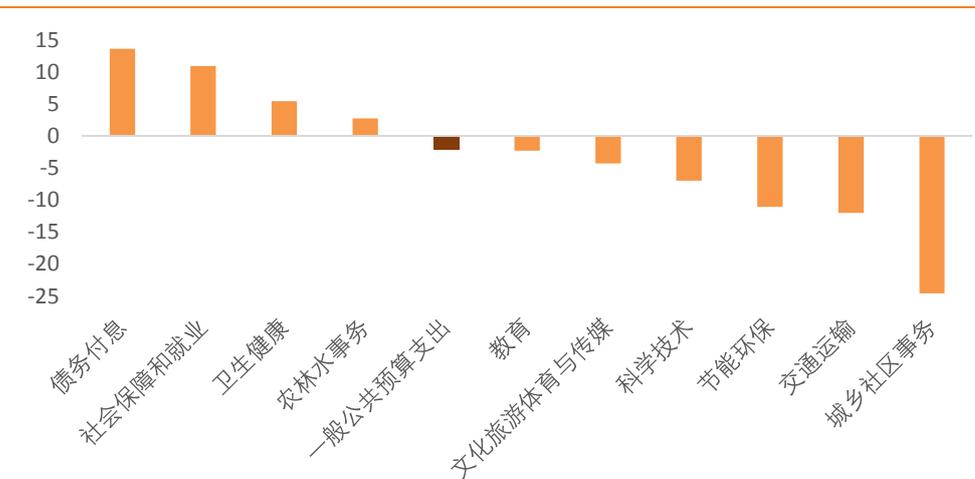
图 2: 财政补贴社保的规模逐年递增、增速较高(%/亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

一般公共预算减收压力下, 消费性支出压力增长可能对投资性支出形成挤占。作为验证, 今年 1-8 月全国一般公共预算支出累计同比增速-2.1%, 增速较高的项目主要是: 债务付息、社会保障和就业、卫生健康, 整体上对应了偿债支出和新冠疫情下保民生、保就业、防控疫情等相关支出; 增速较低的项目主要是: 节能环保 (-11.1%)、交通运输 (-12.0%)、城乡社区事务 (-24.6%), 整体上对应了基建相关的环保、交运、公用事业等支出。相应的, 从基建相关行业的固定资产投资增速来看, 除了中央财政主导的铁路投资之外, 上述行业投资增速整体偏弱。

图 3: 财政支出用于基建相关支出的增速较低 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

二、政府性基金大幅扩容, 地方项目储备相对不足

与一般公共预算不同, 今年地方政府性基金经历了一次大幅扩容。虽然地方政府性基金收入预算同比下滑 3.3%, 但新增专项债同比增长 74% 至 3.75 万亿, 此外还多增 8000 亿特别国债 (1 万亿特别国债中拨付给地方政府性基金的为 8000 亿), 因此地方政府性基金支出预算同比增长 39.8%, 大幅高于 2019 年的实际支出增速 13.9%。

表: 政府性基金 2019 年实际收支和 2020 年预算收支明细

单位	地方实际/预算 亿元	中央拨付 地方	地方 专项债	地方实际/预算 总收入	地方实际/预算 总支出	实际/预算支出 同比增速
2019	80476.13	1065.45	21500	103041.58	88251.39	13.9%
2020	77834.64	8007.63	37500	123342.27	123342.27	39.8%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

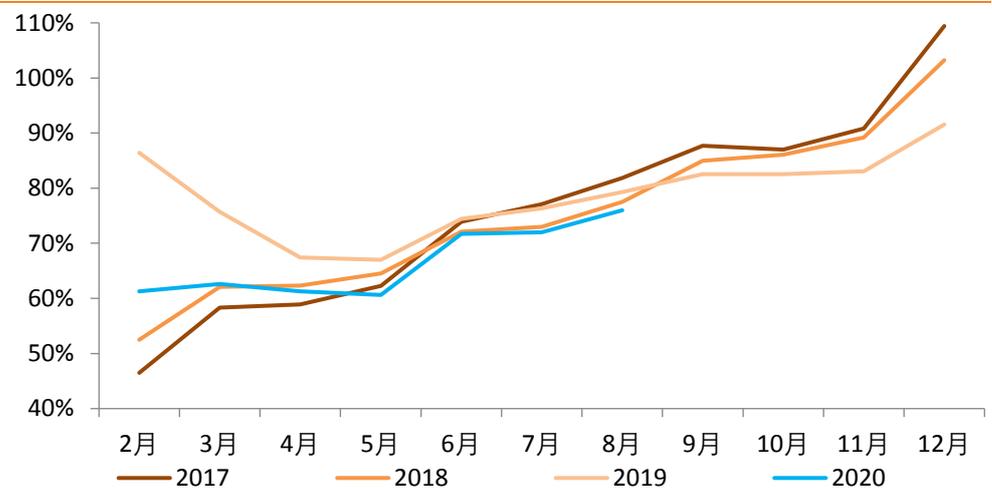
经济方面，3 季度延续复苏符合市场的但与一般公共预算不同，政府性基金的支出强调“收益性”，尤其是专项债，财政部、发改委等相关部门对资金对接的项目质量有一定要求，需要项目能实现收益和融资的自平衡。根据《预算法》和《预算法实施条例》，政府性基金预算应当根据基金项目收入情况和实际支出需要，以收定支；专项债务列入政府性基金预算，用于有收益的公益性事业发展。

然而现实情况是，除房地产相关的卖地等收入以外，地方能实现收益-融资自平衡的“优质”项目相对有限，在决策层逐渐淡化 GDP 增速考核、严肃整顿财政纪律后，地方对项目建设的推进更加审慎，相关监管部门也没有在审批环节明显放松项目质量要求。**资金-项目“错配”的结果是**，近年地方政府性基金支出多与房地产有关，专项债中的大多数也都投向了土储和棚改，对基建的支持力度有限，例如 2018/2019 年的新增专项债中，投向基建的比例仅为 33%/35%。

为了缓解这一现象，2019 年 9 月国常会要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域，随后专项债对基建的支持力度有所增加。但这并不能从根本上解决地方缺乏优质项目的问题，尤其是在今年政府性基金大幅扩容之后，优质项目相对于资金更显匮乏，这也导致今年政府性基金支出进度偏慢。截至 8 月底，政府性基金支出的序时进度仅为 76%，为 2015 年以来最慢。今年 7-8 月社融增速与 M2 增速走势连续两个月背离，原因之一正是政府债券融资规模较大，但财政资金滞留在银行存款中没有有效投放，导致社融增速偏高、M2 增速偏低。另外根据新华社的消息，部分地方已经开始储备明年的专项债项目，意味着今年后续的项目接续可能更加有限。

与此同时，**专项债的适用范围重新扩大**。除年初增加的旧改、新基建、应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等方向之外，7 月 2000 亿专项债资金用于支持 18 个地区的中小银行补充资本金；8 月棚改专项债重启，目前净融资规模已达 3100 亿，占同期新增专项债的 1/3。

图 4：今年政府性基金支出进度偏慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、盘活财政存量资金机制下政府性基金的结转腾挪

从前述分析可知，地方财政资金短缺主要体现在用于偿还债务、补贴社保以及发放工资等消费性支出方向，不能形成任何资产，因此只能通过一般公共预算资金对接；地方政府性基金相对充裕，但必须对接具有一定收益性的资产，不可用于消费性支出，然而地方符合条件的优质项目相对不足。简单来说，地方既“缺项目”又“缺钱”，但在《预算法》约束下一般公共预算和政府性基金“两本账”不能直接互通。

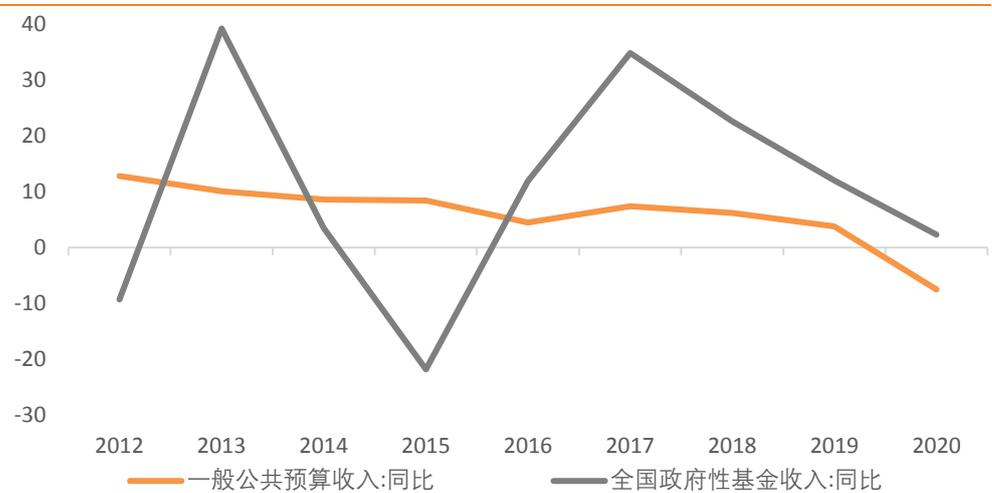
尽管如此，“两本账”仍然存在间接互通的渠道。2015 年国务院下发《关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知》，要求“各级政府性基金预算结转资金原则上按有关规定继续专款专用。结转资金规模较大的，应调入一般公共预算统筹使用”，因此，超收/短支形成的政府性基金结余可以结转至下一年并进入一般公共预算。

以 2019 年为例，地方政府性基金预算收入 9.6 万亿，预算支出 9.6 万亿；2019 年实际收入 10.3 万亿，实际支出 8.8 万亿。由此形成的约 1.5 万亿政府性基金结余，大部分被调入 2020 年的地方一般公共预算；2020 年地方一般公共预算共调入资金及使用结转结余 21100 亿元，大部分来自上一年的政府性基金结余。

考虑到土地出让金收入超预期、优质项目相对不足、地方可能存在结转结余资金进入一般公共预算的动机，今年政府性基金大概率继续超收且短支。因此，如果单独根据政府性基金收入情况或者预算支出数来估算基建投资增速，很可能会有所高估。从数据来看，今年地方政府性基金本级预算收入下滑 3.3%，实际上 1-8 月收入累计同比已经增长 3.5%；但按照预算支出的序时进度计算，1-8 月已经累计短支约 9100 亿。

在国内疫情有效防控、经济稳步复苏的大背景下，内生增长动力正在逐步改善，如果勉强推动政府性基金与低质量项目结合，收益和融资成本不能平衡，反而会成为未来的财政包袱。因此从跨期财政预算平衡和防控地方财政风险的角度来考虑，这种结转结余有一定合理性。

图 5：2016 年以来政府性基金收入增速持续高于一般公共预算收入增速（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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_2356

