

总量研究

下半年基建投资将迎来持续反弹

——光大宏观周报（2021-08-15）

要点

核心观点：

从政策、资金、实体三大视角来看，下半年基建投资将迎来持续反弹。政策层面看，下半年国内经济增速下行压力逐步显现，7月政治局会议表明，财政亟需发挥稳增长效力。资金层面看，预计今年后置的专项债额度将在年内发行完毕，意味着下半年大规模专项债发行将持续推进，有力推动基建投资持续反弹。实体层面看，7月后，高频指标不断释放基建投资反弹信号。水泥价格、石油沥青开工率、全钢胎开工率、大小螺纹钢价差等与基建相关的高频指标触底回升，呈现出超季节性表现。

经济增速下行压力逐步显现，财政需发挥稳增长效力。

下半年出口和地产投资增速均面临下行风险；制造业和消费复苏进程持续，但经济恢复不均衡、疫情持续扰动等问题，也会拖累消费和制造业复苏的节奏；“德尔塔”变异毒株的蔓延，将继续拖累线下服务业和低端劳动密集型制造业的复苏。7月政治局会议释放出财政更加积极发力的信号。后置的财政发力有望持续至明年，平滑经济波动，发挥稳增长效力，为明年二十大保驾护航。

资金层面看，专项债发行持续推进，有力支撑基建投资反弹。

进入下半年之后，非标压降对于基建投资增速的拖累将出现一定缓和。同时，专项债后置对基建投资的拖累也将逐步消退。随着5月以来专项债发行逐步进入正轨，6月广义基建投资增速如期反弹。

一是，年内已下达的专项债额度将发行完毕，发行窗口延长至12月。考虑到今年已下达的专项债额度，下半年剩余2.43万亿专项债等待发行。根据25个省份披露的三季度地方债发行计划，三季度新增专项债发行规模达到1.35万亿，高于二季度的9000亿元，预计近1万亿额度将预留至四季度使用。而去年三、四季度新增专项债发行规模为1.1万亿、2300亿元。从各月发行节奏来看，6、7月专项债发行规模高于去年同期，9月份预计迎来专项债发行高峰。

二是，预计今年12月可能提前下达2022年的专项债额度，保证明年上半年尤其是二季度之后基建投资力度。

三是，从投向角度来看，今年专项债投向更侧重于基建项目，投向比重高于去年同期。专项债投向中，今年1-7月基建占比为50%，高于去年下半年的41%。基建项目中，重心由去年下半年的交通运输、棚改转向市政产业园、城镇建设、城乡基建项目。同时，随着“十四五”重大项目的加快推进，专项债将发挥政府投资的带动作用，也进一步支撑专项债流向基础设施领域。

中观层面看，7月以来基建相关高频指标触底反弹。

7月起，与基建相关的高频指标呈现出领先或超季节性表现，指向基建投资开始发力。具体来看，7月以来石油沥青装置开工率提升，指向道路投资在逐步改善；在地产投资持续疲弱的状态下，7月中旬之后，水泥价格领先于季节性反弹；今年5月以来，全钢胎开工率超季节性回落，与同期地产新开工持续走弱相关，7月后开工率触底回升，较2018、2019年的季节性回升领先1个月，也指向基建投资开启反弹；7月后，大小螺纹钢价差触底反弹，结束4-6月的快速回落趋势，指向基建好于地产，表明基建投资景气度改善。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

财政平滑，货币放松，护航二十大——政治局会议学习体会——20210730 政治局会议点评（20210731）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（20210722）

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评（20210721）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——20210704 光大宏观周报（2021-07-04）

价格见顶回落，消费复苏加快——2021年6月PMI数据点评（2021-06-30）

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021年5月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-05-31）

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-31）

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

目 录

一、下半年基建投资将迎来持续反弹	4
1.1 政策层面看，经济增速下行压力逐步显现，财政需发挥稳增长效力	4
1.2 资金层面看，专项债发行持续推进，有力支撑基建投资反弹	4
1.3 实体层面看，7月以来基建相关高频指标触底反弹	7
二、海外观察	8
2.1 海外疫情：全球疫情持续扩散，疫苗接种稳步推进	8
2.2 金融与流动性数据：美债收益率小幅下行，通胀预期走平	9
2.3 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品涨多跌少	10
2.4 央行观察：多位美联储高管发表开启 Taper 言论	11
2.5 海外政策：美国财政刺激计划加快推进	12
三、国内观察	14
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价环比上涨	14
3.2 中游：高炉开工率上升，水泥价格指数跌幅收窄，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	15
3.3 下游：商品房成交面积同比由正转负，鲜菜价格上涨，猪肉水果价格下跌	16
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	17
3.5 国内政策：二季度货币政策执行报告强调增强跨周期调节、前瞻性与自主性	17
四、下周财经日历	18

图目录

图 1：自筹资金增速与基建投资资金来源增速高度相关	5
图 2：自筹资金是影响基建投资资金的主要变量	5
图 3：2020 年下半年以来，信托贷款规模持续压降	5
图 4：近年来广义基建投资与新增专项债发行相关度较高	5
图 5：2019-2021 年新增专项债发行规模	6
图 6：全国 25 个省市专项债计划发行与实际发行情况	6
图 7：2020 年以来新增专项债投向基建比重	7
图 8：2020 年以来新增专项债投向	7
图 9：7 月中旬以来，全国水泥价格快速反弹	8
图 10：7 月起石油沥青开工率触底回升	8
图 11：7 月以来大小螺纹钢价差触底回升	8
图 12：7 月以来全钢胎开工率回升	8
图 13：美国新增确诊快速上升（7 天移动平均）	9
图 14：疫苗接种比例持续上升	9
图 15：美国 10 年期国债收益率小幅下行	9
图 16：英、法、德及日本 10 年期国债收益率走势分化	9
图 17：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行	10
图 18：美国投资级企业债利差走势分化	10
图 19：美联储资产规模小幅上升（十亿美元）	10
图 20：美、欧央行资产规模上升，日央行资产规模下降	10

图 21：全球股市多数上涨.....	11
图 22：大宗商品价格涨跌分化	11
图 23：原油价格环比下跌.....	14
图 24：动力煤、焦煤价格环比上涨，环比趋势分化.....	14
图 25：铜价环比上涨，库存同比上升.....	15
图 26：铝价环比上涨，库存同比下降.....	15
图 27：高炉开工率环比上升	15
图 28：水泥价格指数环比下跌	15
图 29：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	16
图 30：钢坯库存同比上升.....	16
图 31：商品房成交面积同比由正转负.....	16
图 32：土地供应面积同比降幅收窄	16
图 33：鲜菜价格上涨，猪肉水果价格下跌	17
图 34：乘用车日均零售销量同比由正转负	17
图 35：货币市场利率下行.....	17
图 36：债券市场利率趋势分化	17

表目录

表 1：美欧日央行官员表态.....	12
表 2：美国经济热力图	13
表 3：欧元区经济热力图.....	13
表 4：英国经济热力图	13
表 5：日本经济热力图	14
表 6：下周全球经济数据热点	18

一、下半年基建投资将迎来持续反弹

1.1 政策层面看，经济增速下行压力逐步显现，财政需发挥稳增长效力

下半年出口和地产投资增速均面临下行风险，经济恢复不均衡、疫情的持续扰动等问题，也会拖累消费和制造业复苏的节奏。

第一，地产投资和出口增速进入缓步下行区间。从开发商资金来源看，今年以来表外融资规模持续压降，房地产销售回款成为主要支撑项。随着 3 月份房地产销售下行拐点确认，开发商资金来源增速也同步回落，带动地产投资增速进入下行区间。今年 4 月以来，地产投资增速已经连续 3 个月回落。出口方面，今年 4 月以来，新出口订单 PMI 持续走低，7 月非防疫物资各链条出口增速普遍出现回落。四季度，随着欧美主要经济体将逐步接近群体免疫状态，美国大流行病失业补贴发放结束，欧美国家的供需缺口将逐步弥合，届时出口承压态势将进一步凸显。

第二，制造业和消费复苏进程持续，但节奏放缓，高度受限。制造业方面，出口增速下行压力显现，加之工业品价格维持高位导致下游企业利润承压，均会拖累制造业复苏步伐。7 月份制造业 PMI 数据录得 50.4%，已经滑落至荣枯线附近，显示出制造业扩张放缓。消费方面，经济恢复不均衡性，导致居民收入结构性分化、储蓄率回落较慢，加之疫情反复阻碍服务业恢复，均限制消费复苏的高度。

第三，“德尔塔”变异毒株的蔓延，将继续拖累线下服务业和低端劳动密集型制造业的复苏，经济恢复的不均衡性仍将存在。

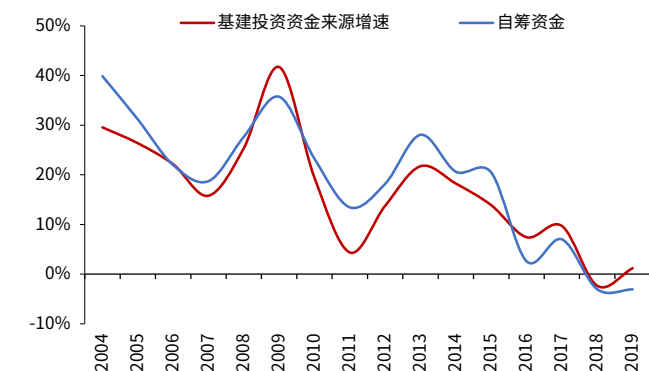
7 月政治局会议释放出财政更加积极发力的信号。后置的财政发力有望持续至明年，平滑经济波动，发挥稳增长效力，为明年二十大保驾护航。7 月政治局会议提出，“统筹做好今明两年宏观政策衔接，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。

1.2 资金层面看，专项债发行持续推进，有力支撑基建投资反弹

从资金视角来看，近年来专项债成为基建投资资金来源的重要补充。自 2018 年以来，广义基建投资增速与新增专项债发行增量相关度较高。2017 年以来，“开正门堵偏门”背景下，非标融资压降、城投债借新还旧比重上升，投向基建的自筹资金大幅收缩，这也是导致 2018 年基建投资增速快速回落的主要原因。与此同时，为托底基建投资，政府通过适度增加地方专项债额度，赋予地方政府合理的举债途径。2018 年-2020 年间，每年专项债发行增量分别为 5500 亿元、8000 亿元、16000 亿元，同期广义基建投资的增量分别为 3100 亿元、5900 亿元、6200 亿元。可见，专项债发行规模的扩大，成为基建投资资金来源的重要补充。

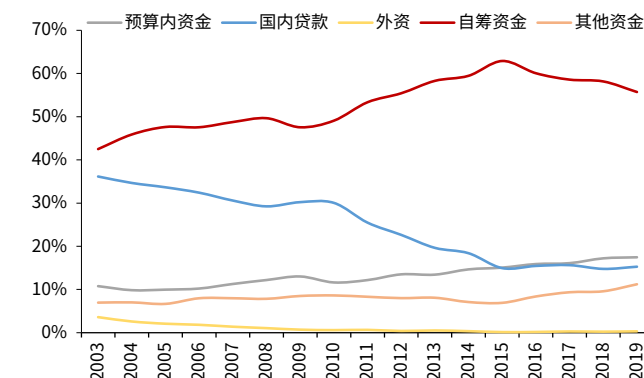
进入下半年之后，非标压降对于基建投资增速的拖累将出现一定缓和。2020年上半年，受新冠疫情影响，非标严监管态势出现阶段性放缓，进入2020年下半年之后，随着国内经济逐步恢复常态，非标融资进入持续压缩状态。这一方面，导致上半年非标融资持续拖累基建投资增速，另一方面，也意味着若非标监管暂未进一步趋严，下半年非标融资同比压降幅度将放缓。

图 1：自筹资金增速与基建投资资金来源增速高度相关



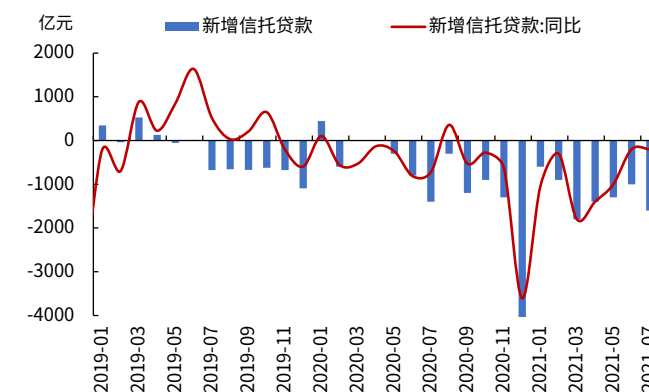
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：自筹资金是影响基建投资资金的主要变量



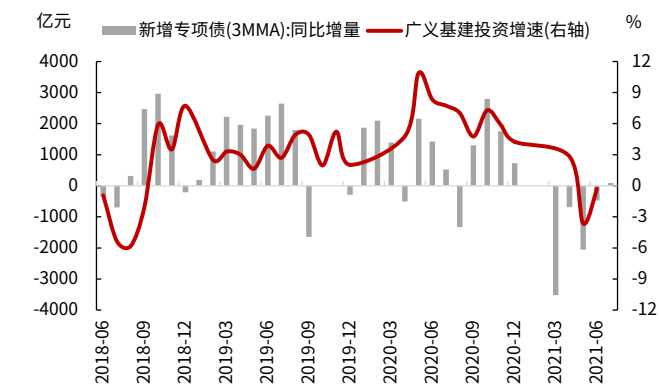
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2020 年下半年以来，信托贷款规模持续压降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：近年来广义基建投资与新增专项债发行相关度较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

随着5月以来专项债发行逐步进入正轨，6月广义基建投资增速如期反弹。下半年从资金和投向角度来看，专项债发行提速将支撑基建投资持续反弹。

一是，年内已下达的专项债额度将发行完毕，发行窗口延长至12月。

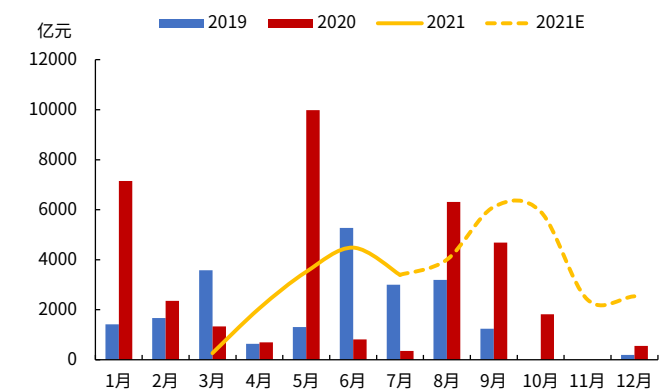
7月政治局会议提出“推动今年底明年初形成实物工作量”；7月20日，财政部新闻发布会提到“适当放宽地方发行时间要求”；8月10日，据《21世纪经济报道》，“从多位地方财政、地方债承销行人士处获悉，地方将预留部分专项债额度在今年12月发行，这部分资金需在明年年初支出形成实物工作量”。

考虑到从专项债发行到资金下达再到项目开工需要一定时间，“形成实物工作量”的要求将使得今年专项债需要在年内发行完毕。加之地方存在预留 12 月专项债发行额度，以稳定明年一季度经济增长的诉求，我们预计今年专项债发行窗口将延长至 12 月。

整体来看，预计下半年专项债发行规模远高于去年同期，四季度增量贡献明显。考虑到今年已下达 3.47 万亿专项债额度，下半年剩余 2.43 万亿专项债等待发行。根据 25 个省份披露的三季度地方债发行计划，三季度新增专项债发行规模达到 1.35 万亿，高于二季度的 9000 亿元。根据这一计划，预计近 1 万亿额度将预留至四季度使用。而去年三、四季度新增专项债发行规模为 1.1 万亿、2300 亿元。

从各月发行节奏来看，6、7 月专项债发行规模高于去年同期，9 月份预计迎来专项债发行高峰。今年 6、7 月新增专项债发行规模分别为 4485 亿元、3392 亿元，较去年同期多增 3674 亿元、3043 亿元。目前来看，8 月新增专项债发行 2565 亿元（考虑到 8 月 22 日当周的待发行规模），表明 7、8 月新增专项债实际发行不及各地披露的发行计划（7、8 月预计发行 4130 亿元、5637 亿元），与专项债管理趋严有关，今年二季度也曾出现过类似情况，但延后的额度多数在二季度末发行完毕。因此，我们预计 7、8 月末未发行额度将部分延后至 9 月份发行，使得专项债发行高峰也将延后至 9 月份到来。

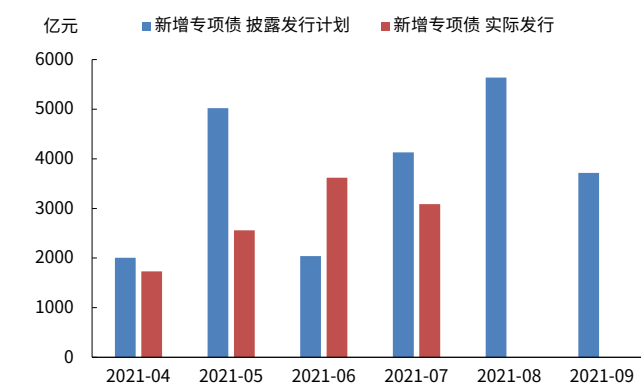
图 5：2019-2021 年新增专项债发行规模



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：2021 年 8-12 月新增专项债发行量为预测值

图 6：全国 25 个省市专项债计划发行与实际发行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

二是，预计今年 12 月可能提前下达 2022 年的专项债额度，保证明年上半年尤其是二季度之后基建投资力度。

8 月 5 日，据《21 世纪经济报道》，发改委要求“地方做好明年上半年专项债项目准备工作，各地要在 10 月底前将一批符合条件、已完成前期工作的项目录入重大项目库，确保这批项目具备尽快开工建设的条件”。

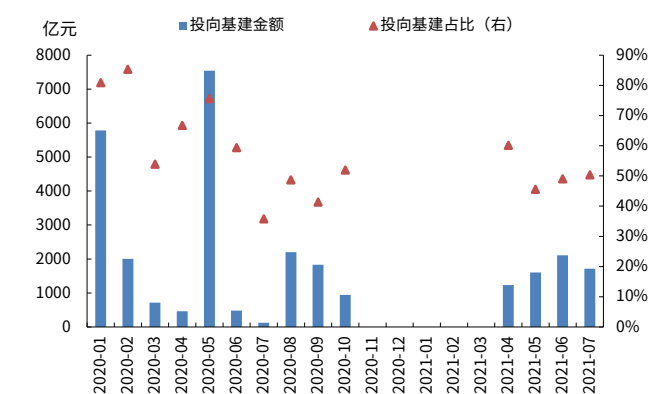
我们预计今年将提前下达 2022 年的专项债发行额度，以实现专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量的目标。此前，在 2019 年 9 月，发改委曾摸底地方上报 2020 年专项债部分新增项目，随后在 11 月末提前下达 2020 年新增专项债限额 1 万亿，基本于 2020 年一季度发行完毕。可见，专项债的提前下达将保障明年上半年的项目落地，将使得基建投资反弹持续至明年上半年，有效对冲明年上半年国内经济增速的下行压力。

三是，从投向角度来看，今年专项债投向更侧重于基建项目，投向比重高于去年同期。

随着棚改工作步入收尾期，今年以来对基建的分流效应逐步减弱。专项债投向中，今年 1-7 月棚改占比为 15%，明显低于去年下半年的 33%，今年 1-7 月基建占比为 50%，高于去年下半年的 41%。基建项目中，重心由传统的交通运输转向市政产业园、城镇建设、城乡基建项目。

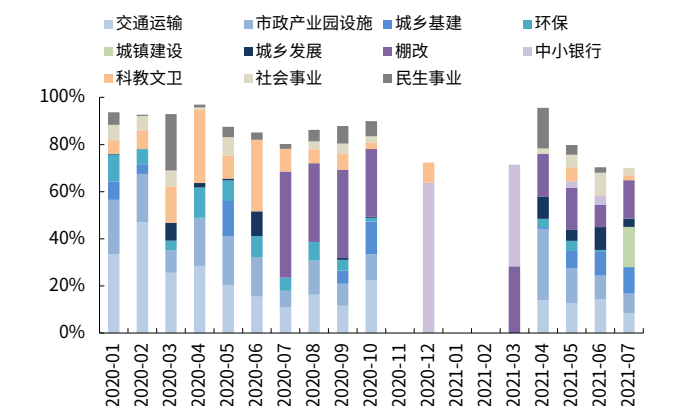
随着“十四五”重大项目的加快推进，专项债将发挥政府投资的带动作用，也进一步支撑专项债流向基础设施领域。政治局会议提出，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设；7 月 12 日，李克强总理表示，支持用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。近期据《21 世纪经济报道》，监管要求储备 2022 年专项债项目，依然禁止专项债投向租赁住房建设以外的土地储备，允许投向交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等领域，同今年口径保持一致。

图 7：2020 年以来新增专项债投向基建比重



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2020 年以来新增专项债投向



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 实体层面看，7 月以来基建相关高频指标触底反弹

7 月起，与基建相关的高频指标开启触底反弹，呈现出领先或超季节性表现，指向基建投资开始发力。具体来看，石油沥青开工率、水泥价格、全钢胎开工率、以及大小螺纹钢价差均摆脱前期疲弱状态，7 月后明显回升。

石油沥青下游约有 80% 用于道路投资，而道路投资在基建投资中占比 26%，是监测基建投资的重要指标。7 月以来石油沥青装置开工率提升，指向道路投资在逐步改善。

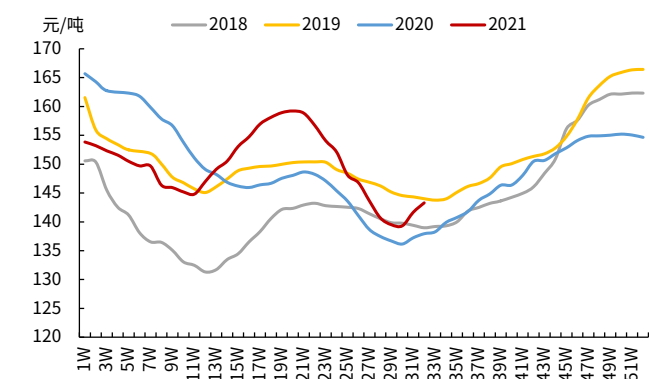
水泥下游为房地产、基建以及农村建设，三者比重相当。在地产投资持续疲弱的状态下，7 月中旬之后，水泥价格领先于季节性反弹，意味着基建投资在逐步改善。

全钢胎中接近 90% 用于货车的配套和替换，对应基建、地产投资。今年 5 月以来，全钢胎开工率超季节性回落，与同期地产新开工持续走弱相关，7 月后开

工率触底回升，较 2018、2019 年的季节性回升领先 1 个月，也指向基建投资开启反弹。

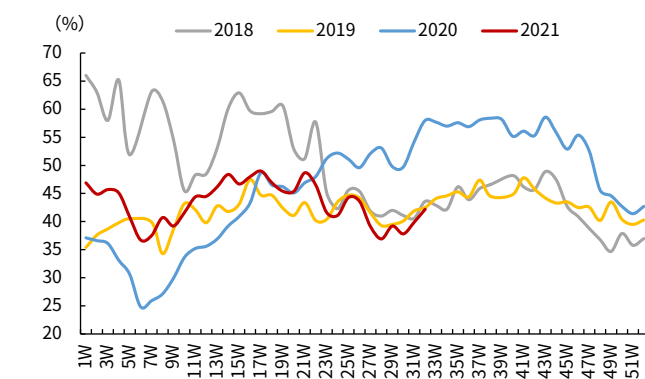
大小螺纹钢价差可用来代表基建和地产的相对景气度。大螺纹钢用于基建，小螺纹钢用于地产。大小螺纹钢价差扩大，表明基建更好。这一指标在 7 月之后同样呈现出触底反弹，结束 4-6 月的快速回落趋势，表明当前基建投资景气度改善。

图 9：7 月中旬以来，全国水泥价格快速反弹



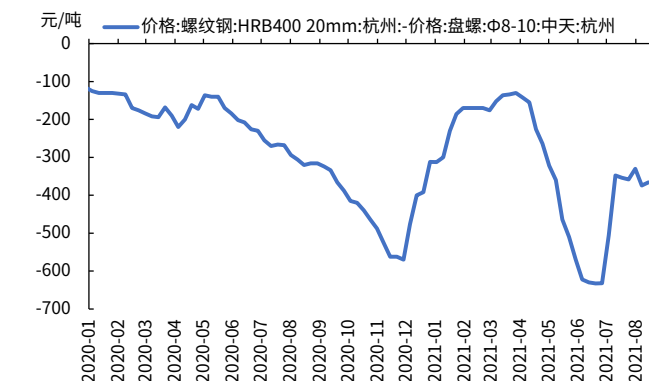
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：7 月起石油沥青开工率触底回升



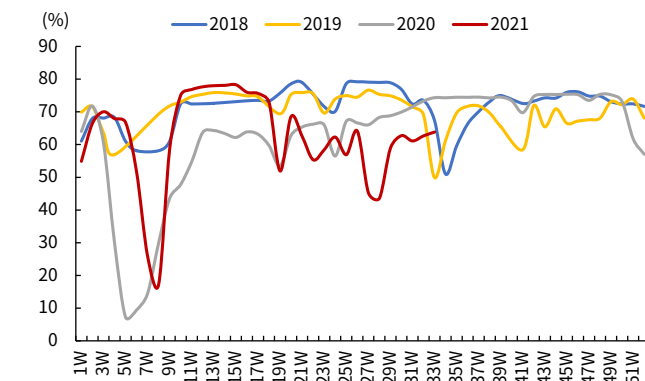
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：7 月以来大小螺纹钢价差触底回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：7 月以来全钢胎开工率回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

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_25187

