



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

研究院·资产负债管理部

行内偕作·宏观专题

2021年09月3日

跨越周期，托底增长

——岁末年初基建投资展望

■ 一般而言，政府是多数基建项目的发起者，因此政策对基建投资有着重要影响，在不同政策环境下，政府可以通过改变资金投放和项目审批节奏来控制基建投资，从而对经济进行调节。近年来，中央对地方政府债务的监管不断加强，基建投资受到的约束增加。今年末明年初，随着我国经济复苏动能逐渐减弱，稳增长压力凸显，宏观跨周期调节政策的必要性上升，基建在资金和项目两端所面临的政策约束将有所松动。

■ 从资金上看，全年基建资金供给相对充裕，以专项债为重点的资金投入将有所增长，国内信贷亦将起到配套支持作用，但城投等其它渠道对基建投资的支撑可能仍然较弱。但因财政投放滞后，预计将有部分资金延后至明年初使用，起到支撑明年开年经济增长，平滑经济周期的重要作用。

■ 从项目上看，根据部分省、市、自治区政府公布的重大项目建设计划，以及年初建筑业订单情况，今年新项目储备充足，投资金额不减。同时，在常态化防疫政策支持下，项目施工平稳有序，工程进度未受疫情拖累。

■ 通过测算，全年增速约为 5.8%。节奏上，由于从政策放松到资金划拨，再到形成投资需要一定时间，所以投资可能要到四季度才会出现明显上行。同时，考虑到部分年末过审的项目可能要到明年初才能正式开工，因此，跨周期调节的政策亦将对明年上半年的基建投资增速形成一定支撑。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

邹萌，信贷资产证券化团队主管

资产负债管理部

☎：0755-89278297

✉：zoumeng1@cmbchina.com

黄翰庭，宏观经济研究员

招商银行研究院

☎：0755-83085377

✉：huanght@cmbchina.com

靳逸寒，战略客户经理

北京分行战略客户七部

☎：010-66421738

✉：jyh0210@cmbchina.com

目录

一、背景：增长趋弱，政策放松	1
二、资金：后置发力，推动供给	2
三、项目：储备充足，施工平稳	4
四、全年基建投资增速测算	5
五、结论	6

图目录

图 1：基建投资占 GDP 比例在 2017 年达到高点	1
图 2：2018 年后基建投资增速显著下滑	1
图 3：民间投资占比偏小表明基建行业收益率较低	2
图 4：今年以来基建投资增速持续低迷	2
图 5：近几年各项资金来源占比较为稳定	3
图 6：已发行专项债中约六成投向基建领域	3
图 7：8-9 月将成为专项债年内发行高峰	3
图 8：一般公共预算支出中基建占比逐年下降	3
图 9：城投债净融资较上年明显回落	4
图 10：资管新规后非标融资大幅收缩	4
图 11：各省重大项目投资额与去年基本持平	5
图 12：建筑业订单表明基建项目充足	5
图 13：投资进度与时间表现出稳定的线性关系	6
图 14：1-7 月基建投资占全年比例较为稳定	6

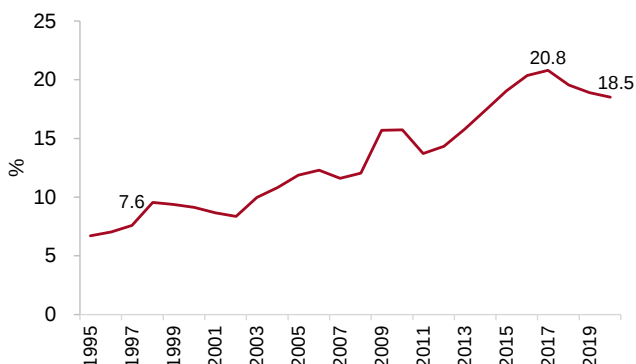
一、背景：增长趋弱，政策放松

基建投资是宏观逆周期调控的重要手段。1997 年亚洲金融危机、2008 年全球经济危机爆发后，我国均开展了大规模的基础设施建设，投资金额高速增长，拉动经济快速复苏。基建投资在经济增长中的作用不断提升，占 GDP 的比重由 1997 年的 7.6% 一路上涨至 2017 年 20.8% 的高点（图 1）。由于政府或城投公司等类政府机构是基建项目的主要发起者和资金提供者，政府可以通过调节项目审批节奏和资金投放规模来控制基建投资增速。

近年来，中央对地方政府债务的监管不断加强，基建投资受到的约束增加。在 2008 年后近十年的投资扩张中，地方政府为推动地区经济，通过城投平台等机构，积累了大量隐性债务，对经济安全和财政可持续性构成不利影响。随着我国经济增速放缓及债务付息支出上升，财政收支压力不断加大，风险日益凸显。因此，2017 年以来，中央多次强调防范化解地方债务风险，完善预算管理，严控债务增量，政策的重心逐渐向“防风险”倾斜，同时加强项目审计，实施终身问责，使地方政府推动基建的激励下降。受此影响，2018 和 2019 年基建投资同比增速大幅下降（图 2），基建投资在 GDP 中的比重也开始下滑。

图 1：基建投资占 GDP 比例在 2017 年达到高点

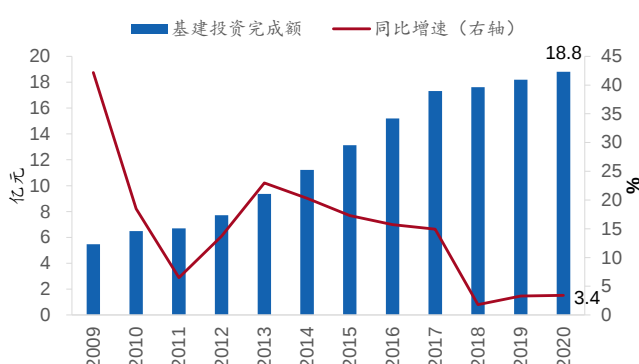
基建投资占 GDP 比例



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：2018 年后基建投资增速显著下滑

基建投资完成额与同比增速

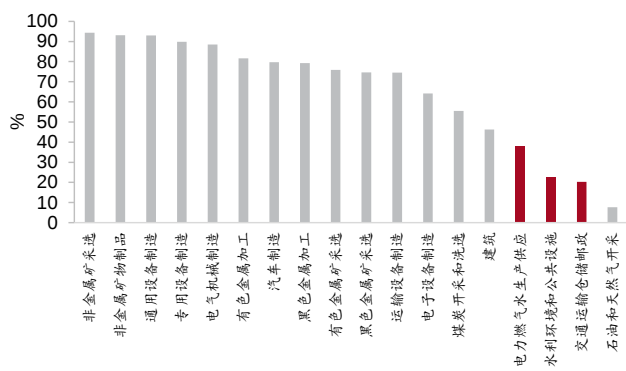


资料来源：Wind、招商银行研究院

疫情冲击高峰过后，基建投资未能如市场所预期出现高速增长，主要原因在于“防风险”的政策约束快速回归。复工复产后，在出口与房地产投资的支撑下，我国经济快速恢复，实施逆周期调节政策的必要性下降，货币和财政政策自去年中以来一直在逐步回归中性。今年上半年，宏观经济总体正处于“稳增长压力较小的窗口期”，宏观政策“防风险”、“调结构”权重上升，社融、财政支出及政府债务发行都明显减速，尤其是在严控地方政府隐性债务，压降广义政府杠杆率的大背景下，基建项目审批趋严，城投平台融资受限，使财政对基建的支撑不及预期。由于基础设施的公共物品属性，多数项目周期长、投资高、收益低，民间投资在基建中的占比相对较低（图 3），政府投入的下降直接导致了 2021 年基建投资增速持续低迷，7 月当月两年平均增速甚至由正转负（图 4）。

图 3：民间投资占比偏小表明基建行业收益率较低

各行业民间固定资产投资占比

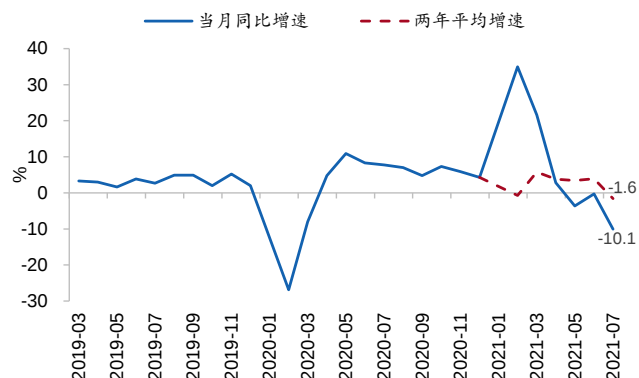


注：红色柱体为基建相关行业。

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：今年以来基建投资增速持续低迷

基建投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

随着我国经济复苏动能逐渐减弱，稳增长压力凸显，宏观跨周期调节政策的必要性上升。当前中国经济增长的动力正在逐渐下行，出口虽然仍保持韧性，但随着海外生产能力的恢复，景气度将逐渐减弱。房地产投资在政策的压制下，热度消退。消费受疫情反复冲击，以及收入分化拖累，改善缓慢。经济增长动能仍在艰难转换中，消费和制造业投资等内生动力不足以支撑经济稳步增长，通过扩大基建投资托底经济增长的必要性有所提升。7月30日政治局会议指出，“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”。这意味着未来财政有望逐渐发力，基建在资金和项目两端所面临的政策约束或有所松动。

二、资金：后置发力，推动供给

基建投资的资金来源包括五种，分别是国家预算资金、自筹资金、国内信贷、利用外资和其他来源。国家预算资金和自筹资金可进一步细分为一般公共预算、政府性基金、专项债、城投债、PPP和非标融资等。从结构上看，随着资本市场直接融资工具的发展，项目公司可通过股权融资、上级企业借款、应收账款ABS等多种渠道补充资金，因此企业自筹资金的占比在2015年以前呈现明显上升趋势，而国内贷款的比例则受到挤压，有所下降。不过，这一趋势在2015年之后逐渐终止，各部分比例相对稳定，按照国家统计局公布的最新数据，2019年预算内资金占基建融资总额的17.6%、自筹资金占56.2%、国内贷款占15.4%、利用外资及其他合计占10.8%（图5）。

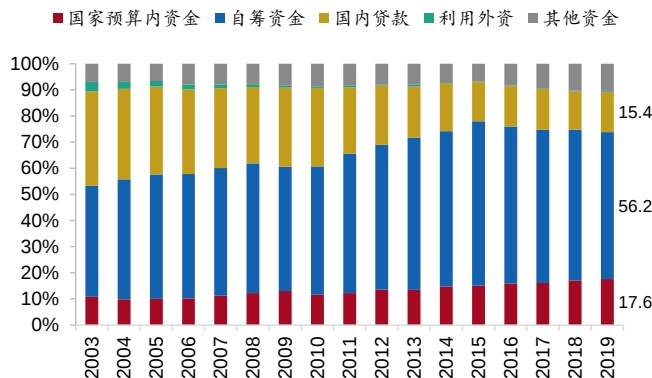
财政资金是基建投资的重要来源，起到充当项目资本金、补充建设资金、撬动社会资本的基础性作用。今年财政政策表现出明显的后置特征。在防范化解地方政府隐性债务风险、推动广义政府杠杆率下降的约束下，1-7月财政政策的积极程度较往年有所减弱。全国一般公共预算支出累计完成55.1%，略高于2020年的54.4%，但低于2019年的57.8%。地方债累计发行量为39,979亿元，发行进度占全年计划发行量的57.6%，显著慢于往年同期水平。由于7月经济下行压力已经显现，未来财政政策将加大逆周期调节力度。总体上看，全



年基建资金供给相对充裕，但因财政投放滞后，预计将有部分资金延后至明年初使用，起到支撑明年开年经济增长，平滑经济周期的重要作用。

图 5：近几年各项资金来源占比较为稳定

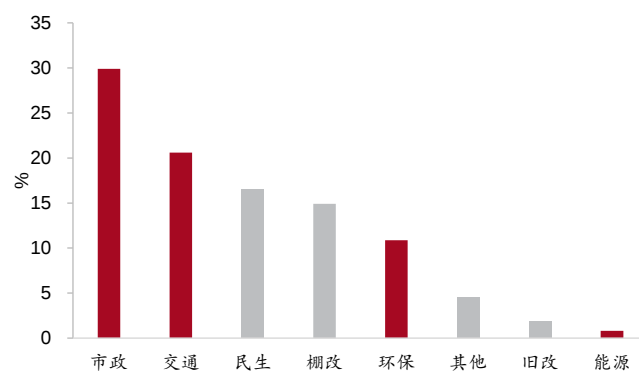
各项资金来源占比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：已发行专项债中约六成投向基建领域

2021 年 1-7 月新增专项债投向

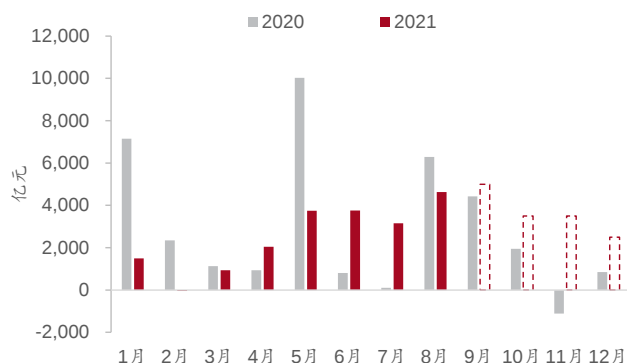


资料来源：Wind、招商银行研究院

专项债资金额度充足，但因发行“后置”，年内全部使用完毕可能性较低。今年经国务院批准并报全国人大常委会备案，财政部下达的新增地方政府专项债务限额 34,676 亿元，较上年减少 2,824 亿元，属于历史次高水平。基建是专项债支出的主要领域，1-7 月发行的新增专项债中，投向基建的比例约为 60%（图 6），主要涉及交通、能源、生态及市政等方向。9-12 月仍剩余约 1.5 万亿元新增专项债额度，约占全年可发行额的 43%。从历史经验看，今年新增专项债限额发行完毕可能性较大，8-9 月或是年内发行高峰（图 7）。但由于专项债发行后还需经过资金划拨、项目开工等步骤才能形成实物工作量，四季度发行专项债所筹措的资金大概率无法全部投出，部分将顺延至明年初使用，从而更好地实现政治局对“统筹做好今明两年宏观政策衔接”的目标。目前，仅 12 月就有超 2,000 亿元的预留额度，这部分资金的投放大概率将延后至明年。预计顺延至明年初的资金占比可能达到 10% 左右。

图 7：8-9 月将成为专项债年内发行高峰

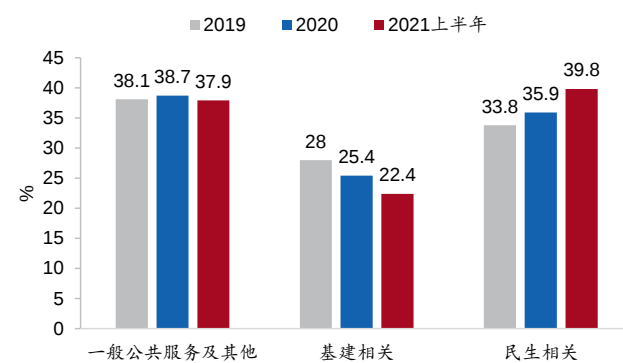
新增专项债当月净融资额



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：一般公共预算支出中基建占比逐年下降

一般公共预算支出主要构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

一般公共预算和政府性基金作为基建资金的传统来源，下半年存在增长空间，但幅度有限。近年来，一般性公共预算中基建相关支出占比明显降低，从 2019 年的 28% 降低至今年上半年的 22%（图 8）。下半年随着财政逐渐发力，



再加上十四五期间重大项目陆续开工，这一支出或将有所上升，但民生和债务付息压力下，升幅可能有限。除一般性支出外，政府性基金支出也是基建资金的重要来源，下半年重点城市仍将举行 1-2 轮集中供地，地方政府土地出让收入有保障。但在“房住不炒”政策基调下，年内卖地收入出现大幅上涨的可能性较低。同时，土地出让收入划归税务部门征收，以及提升投向农业农村比例的政策规定，都将导致投向基建的政府性基金支出受到拖累。

国内信贷是基建项目重要的配套资金来源，一般与财政资金投放具有同步性。从历史数据来看，近几年投向基建领域的国内信贷约占全部人民币贷款的 15%，假定今年这一比例维持不变，且预计 2021 年末信贷余额增速约为 11.6%，对应全年新增信贷量约 20 万亿元，假设年内资金实际使用进度为 90%（与专项债相同），则全年基建贷款增量 2.7 万亿，按进度下半年 1.67 万亿，较前 7 月多 6,400 亿。

随着地方财政收支规范化，及政府债务管理体制机制的完善，城投、PPP、非标等渠道被显著压缩，对基建投资的拉动亦相应减弱。城投方面，考虑到中央治理地方政府隐性债务、防范系统性金融风险的决心未变，城投平台预算软约束逐渐被打破，年初以来城投债净融资较上年明显回落，且资金用途更加集中于偿还债务，对基建的拉动作用大幅减弱。非标融资方面，金融去杠杆及资管新规实施后，非标融资规模大幅萎缩，信托贷款与委托贷款规模持续下降，对基建投资贡献越来越小。PPP 方面，随着规范化治理的不断深入，PPP 项目泛化虚化现象得到有效控制，使得 2019 年以来新落地项目数量和金额增速均有所下滑，提供的增量资金有限。

图 9：城投债净融资较上年明显回落

城投债净融资额

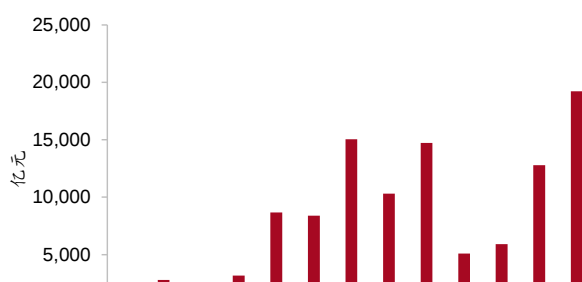
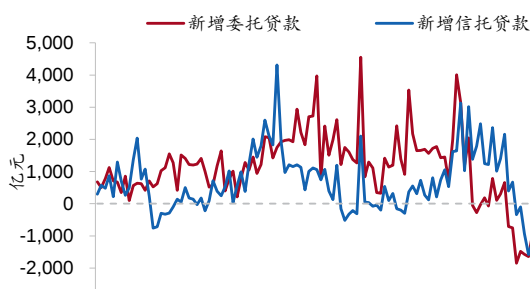


图 10：资管新规后非标融资大幅收缩

新增信托贷款与委托贷款



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_26443

