



Research and
Development Center

拐点隐现： 基建投资触底回升的时刻已经不远

2021年09月24日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

拐点隐现：基建投资触底回升的时刻已经不远

2021年09月24日

摘要：

- **基建投资基本概念：狭义与广义口径区别，基建投资的四个阶段。** 广义与狭义口径的主要区别在于投向行业有所不同，广义口径包含三大传统行业，狭义口径即统计局披露的“基础设施投资（不含电力）”。二者投资完成额存在差别，但增速走势趋于一致。从时间顺序上，基建投资可分为：项目申报与批复、融资、招标、施工共四个阶段，每一阶段都有相关数据可用于观察基建投资情况，分别具有领先、同步或滞后性。
- **基建投资有哪些资金来源？** 实际来源有三类，上年末结余资金、本年实际到位资金、各项应付款合计。其中实际到位资金是最主要来源，占比达80%以上，分为国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金来源共五项。统计结果上看自筹资金比重最大，我们的核心观点是，实际申报固定资产投资统计报表时，自筹资金易与财政资金、债券、PPP项目以及国内贷款等混淆，或造成统计结果“虚高”。这也意味着，通过资金来源测算基建投资的方法或存在较大误差。
- **如何观察专项债对基建的拉动？** 第一，关注专项债投向基建的比例。形成基建投资的是新增地方政府专项债，2020年以来基建已成为专项债的最主要投向，2021年1-8月累计占比63%，略低于去年同期。第二，评估地方项目储备与地方支出意愿。从新增专项债限额和地方政府重大建设项目上看，我们认为2021年地方项目储备好于往年，今年并不缺项目，发债进度滞后主要是地方偿债压力较大和项目审批从严，导致政府支出意愿不高。第三，考虑从发债到形成支出的时间差。这一时间差通常有1个月左右，政策面对资金使用效率的监管趋于严格，年内投资落地有望提速。
- **基建投资预测：9月触底、10月回升，全年增速可达2.8%-5.1%。** 2019年来专项债成为撬动基建投资的重要抓手，相比之下，其他资金规模的年内增长十分平稳。不同年份专项债的发行节奏各有不同，是影响基建投资的关键“X因素”。我们的预测过程有4步：1) 预估剩余月份发行节奏；2) 测算撬动效应，2021年专项债可拉动基建投资3.2万亿元；3) 预测其他资金来源，分2种情形：一是基于历史均值的乐观情形，二是考虑专项债多发“挤出效应”的中性情形；4) 预测基建投资：8月末至低点，9月增速或继续下行，上行拐点将出现在10月，全年基建投资增速可达2.8%-5.1%。
- **风险因素：** 全球疫情传播恶化；通货膨胀超预期；美联储政策提前收紧等。

目录

一、基建投资基本概念.....	5
1.1 狭义基建与广义基建口径区别.....	5
1.2 基建投资的四个阶段.....	7
二、基建投资的资金来源.....	12
2.1 来源一：国家预算资金.....	13
2.2 来源二：国内贷款.....	16
2.3 来源三：自筹资金.....	17
2.4 来源四：其他资金.....	18
三、专项债对基建的拉动.....	20
3.1 专项债用于基建的比例.....	20
3.2 地方项目储备和地方支出意愿.....	22
3.3 一般专项债发完，多久会形成支出？.....	25
四、基建投资展望：何时开始回升，幅度如何？.....	25
风险因素.....	28

表目录

表 1：广义与狭义口径基建投资的行业分类.....	5
表 2：2019 年新增专项债投向、发行额与占比.....	20
表 3：2021 年新增专项债券资金投向领域.....	22
表 4：2021 年新增专项债能够撬动的基建投资.....	26

图目录

图 1：两种口径的基建投资增速走势较为一致.....	6
图 2：广义口径基建投资中的三大行业占比.....	6
图 3：广义口径基建投资中的三大行业固定资产投资增速.....	6
图 4：各大门类行业中民间固定资产投资完成额占比（2016-2020 年平均）.....	7
图 5：国家发改委官网披露的中央项目审批结果与具体金额（2019 年至今）.....	8
图 6：部分省级行政区重大项目建设的年度计划完成额.....	8
图 7：2015 年起广义基建投资完成额与实际到位资金间差额明显扩大.....	9
图 8：城市与县城市政公用设施建设投资的上年末结余资金与各项应付款.....	9
图 9：建筑业新签合同额增速与广义基建投资增速的拟合度较好.....	10
图 10：中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑合计新签基建合同额增速.....	10
图 11：螺纹钢成交量、石油沥青消费量与基建投资增速.....	11
图 12：挖掘机、重型卡车等设备销量与基建投资增速.....	11
图 13：水泥、螺纹钢等建材价格与基建投资增速.....	12
图 14：基础设施建设的资金来源.....	12
图 15：本年实际到位资金五大分项的占比情况.....	13
图 16：历年来一般公共预算中的基建投向占比.....	14
图 17：全国公共财政支出与投向基建资金的增速.....	14
图 18：国有土地使用权出让金收入安排支出是政府性基金的最大支出项.....	15
图 19：国有土地使用权出让金收入安排支出的投向分布（2015 年）.....	15
图 20：国有土地使用权出让金收入安排支出中实际投向基建的部分.....	15
图 21：人民币贷款余额中基建贷款所占比重.....	16
图 22：通过预测贷款余额增速可估算 2021 年新增基建贷款.....	16
图 23：2017 年以来非标融资持续压降.....	17
图 24：资金信托投向基建的规模与占比双双下降.....	17
图 25：2011 年预算外收入纳入预算内管理后，自筹资金占比不降反升.....	18
图 26：《固定资产投资统计报表制度 2021》中的调查表式.....	19
图 27：截至 2021 年 8 月末，城投债净融资额接近去年同期水平.....	19
图 28：2017 年以来 PPP 项目总投资额增速持续处于低位.....	20
图 29：2020 年基建成为专项债的主要投向.....	21
图 30：截至 2021 年 8 月末，新增专项债基建投向占比 63%.....	22
图 31：2021 年地方项目储备好于往年，整体项目储备与去年相当.....	23
图 32：2021 年地方专项债发行进度仍较慢（截至 8 月末）.....	24
图 33：2021 上半年再融资债券发行量较高.....	24
图 34：政府性基金支出较疫情前水平仍有较大差距.....	24
图 35：在新增专项债变化较大的月份，基建投资通常滞后 1 个月左右反应.....	25

图 36: 预计 9 月和 12 月将成为专项债发行高峰	26
图 37: 2021 年 1-8 月新增专项债用作项目资本金的数额及投向	26
图 38: 2021 年其他资金规模明显好于去年, 与疫情前水平相当	27
图 39: 2021 年专项债多发的拉动作用主要体现在年末 (考虑滞后与撬动杠杆)	27
图 40: 2021 年基建投资增速预测	28

一、基建投资基本概念

1.1 狭义基建与广义基建口径区别

基建投资是对固定资产投资的一种划分,根据统计局的官方定义,基础设施投资指为社会生产和生活提供基础性、大众性服务的工程和设施,是社会赖以生存和发展的基本条件。市场上常用的基建投资指标有广义与狭义两种口径,二者最主要的区别在于投向行业有所出入。

广义口径下基建投资包含三大行业:电力、热力、燃气及水的生产和供应业+交通运输、仓储和邮政业+水利、环境和公共设施管理业。按照国民经济行业分类标准,以上门类行业还可进一步细分为大类、中类和小类行业。

狭义口径下基建投资即统计局披露的“基础设施投资(不含电力)”。统计局从2014年开始公布该口径下的基建投资数据,相比广义口径,狭义口径基建投资不含“电力、热力、燃气及水的生产和供应业”、“土地管理业”,但另含“电信、广播电视和卫星传输服务”和“互联网和相关服务”。

表 1: 广义与狭义口径基建投资的行业分类

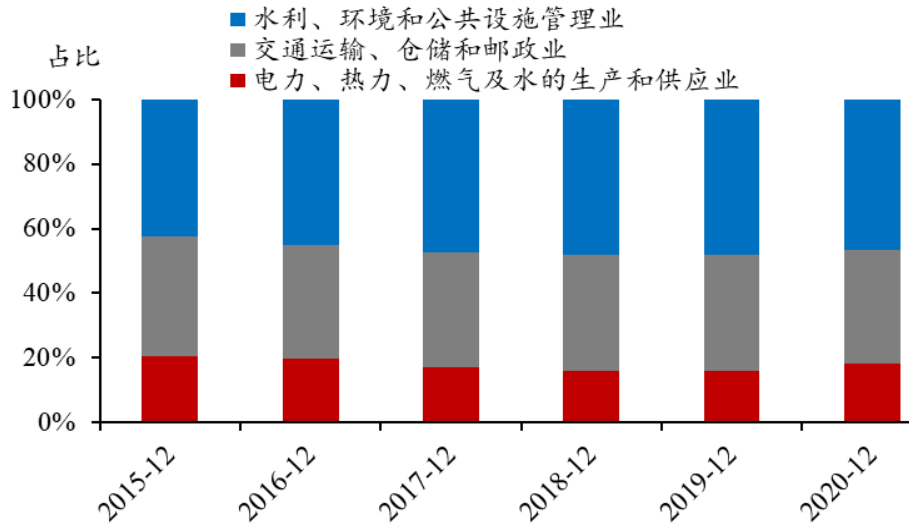
门类行业	大类行业	广义口径	狭义口径
电力、热力、燃气及水生产和供应业	电力、热力生产和供应业	√	
	燃气生产和供应业	√	
	燃气生产和供应业	√	
交通运输、仓储和邮政业	铁路运输业	√	√
	道路运输业	√	√
	水上运输业	√	√
	航空运输业	√	√
	管道运输业	√	√
	多式联运和运输代理业	√	√
	装卸搬运和仓储业	√	√
	邮政业	√	√
水利、环境和公共设施管理业	水利管理业	√	√
	生态保护和环境治理业	√	√
	公共设施管理业	√	√
	土地管理业	√	
信息传输、软件和信息技术服务业	电信、广播电视和卫星传输服务		√
	互联网和相关服务		√
	软件和信息技术服务业		

资料来源: 国民经济行业分类标准 (GB/T 4754-2017), 国家统计局, 信达证券研发中心

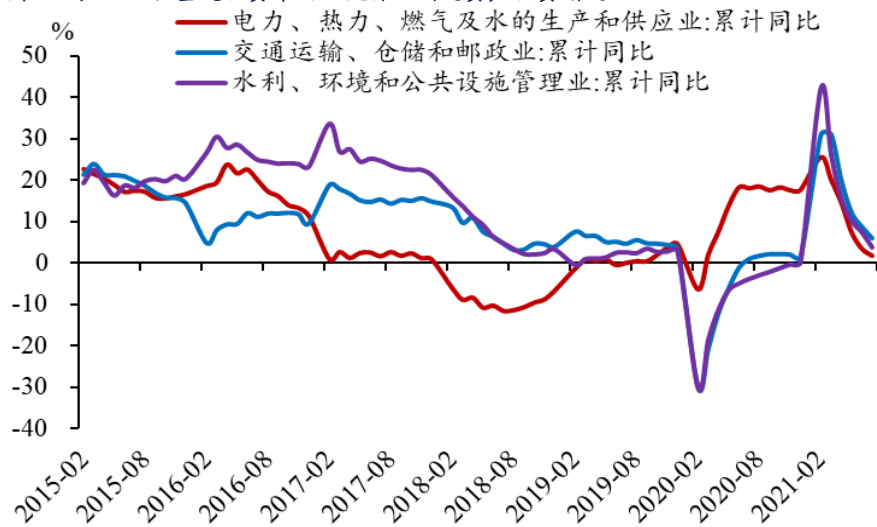
两种口径的基建投资完成额存在差别,但增速走势较为一致。分行业固定资产投资完成额的数据仅更新至2017年12月,但同比增速数据更新至今,据此可以推算出2018年1月及以后的分行业固定资产投资完成额。由于统计口径不同,过去几年广义、狭义口径基建投资完成额的绝对差值在2.5至3.6万亿元之间。从规模上看,是否考虑电力、热力、燃气及水的生产和供应业的影响较大,该行业固定资产投资完成额在广义基建投资中的占比达到17.8%左右。至于狭义口径下不含或另含的其他行业,由于规模较小,所造成的差异并不大。从增速上看,两种口径下基建投资走势较为一致,主要是2017-2018年增速裂口较大。分项来看,正是电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速在这一期间明显弱于其他两大行业增速。

图 1：两种口径的基建投资增速走势较为一致


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2：广义口径基建投资中的三大行业占比


资料来源: 国家统计局, 万得, 信达证券研发中心

图 3：广义口径基建投资中的三大行业固定资产投资增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 基建投资的四个阶段

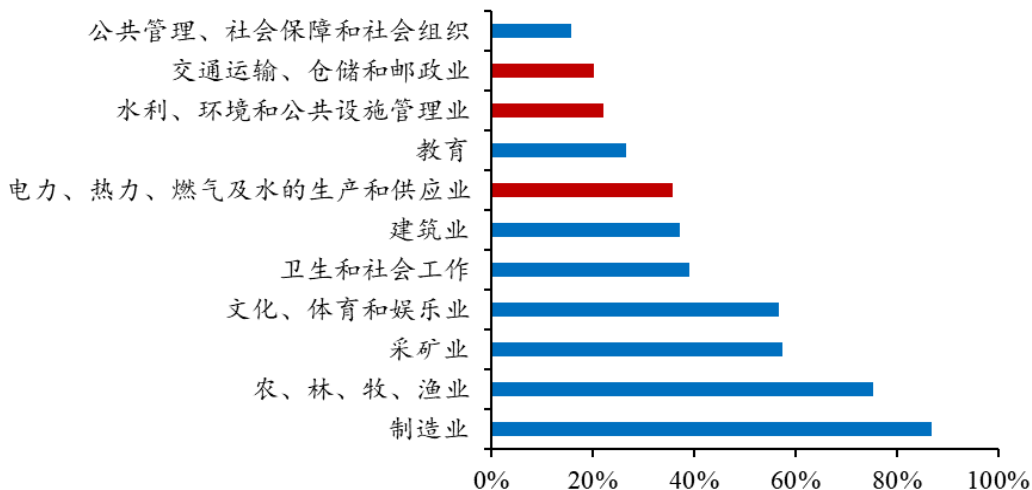
从时间顺序上看，一个基建项目的始末可概括为：项目申报、发改委批复、融资、招标、施工、竣工。根据不同环节的特点，我们将基建投资划分为四个阶段：

阶段一：项目申报与批复

项目从无到有需由投资人发起，申报基建项目的大多是政府或者国企。基建投资具有资金规模大、建设周期长、资本回收困难的特点，因此大部分基建项目都由政府或国企主导。相较其他行业，广义基建投资三大行业中民间固定资产投资的占比明显较低，其中交通运输、仓储和邮政业占比 20.1%，水利、环境和公共设施管理业占比 22.2%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业占比 35.7%。

相关部门对申报项目进行审批、核准和备案，受理通过的项目才具有开工资格。我国的固定资产投资项目需通过“全国投资项目在线审批监管平台”实现申报、审批，接受监管和服务（包括行政许可、政府备案、评估评审、项目实施检测等等），其中“中央项目”的综合管理部门为国家发改委，“地方项目”的管理单位通常为地方政府发改委。

图 4：各大门类行业中民间固定资产投资完成额占比（2016-2020 年平均）



资料来源：万得，信达证券研发中心

申报与批复阶段的量化指标可作为基建投资的领先指标，我们主要关注：

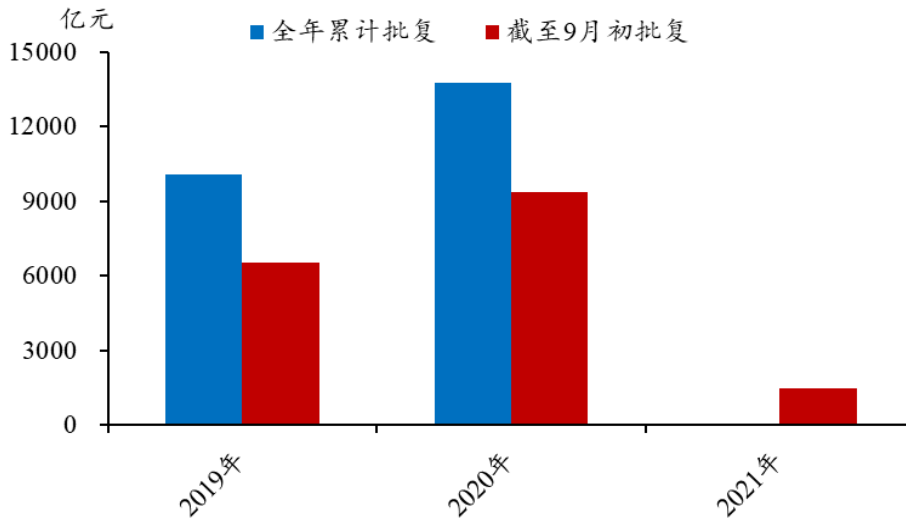
1) **中央项目的批复结果。**中央项目可大致分为两类，一类是政府投资项目，监管平台实行审批制管理；一类是企业投资项目，平台实行核准制或备案制管理。由于政府投资主导的中央项目数量居多，我们重点关注实行审批制项目的批复结果，相关文件可在国家发改委官网查询。据我们统计，2019 年累计批复 1.01 万亿元（以批复日期为准），2020 年累计批复 1.38 万亿元。2020 年广义基建投资完成额高于 2019 年，与批复数据呈现的投资热度相类似。截至 9 月 3 日，今年中央项目的累计批复金额为 1478 亿元，显著落后于 2020 年同期 9366 亿元、2019 年同期 6523 亿元的水平，与当前基建投资较弱的情形相吻合。

2) **地方政府的重大项目建设。**地方项目的审批、核准和备案流程与中央项目基本类似，我们可以在地方投资项目在线审批监管平台上查询受理结果，统计得到地方项目的投资金额。但地方项目数量远高于中央项目，逐一统计的可操作性较差。各省级行政区发改委每年会发布重大项目投资计划，披露项目名称、总投资额、年度计划完成额等。从结果上看，重大项目投资的实际完成额与计划完成额较为接近，部分省市甚至会超额完成，譬如 2020 年北京市计划投资 2523 亿元、实际完成 2665 亿元，浙江省计划投资 8155 亿元、实际完成超过 1 万亿元。因此，

地方政府重大项目建设可作为观察地方项目投资的有效依据。截至9月份，多半省市已发布今年的重大项目投资计划，整体计划投资完成额高于2020和2019年。

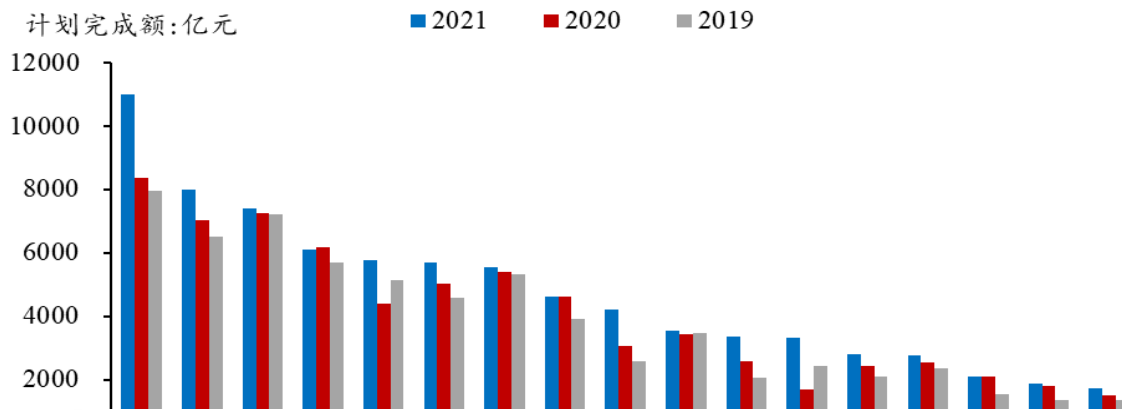
应当注意，“中央项目批复金额+地方重大项目计划投资额”与全年基建投资并不是准确对应的关系。第一，统计基建投资完成额时以实际财务支出为准，中央项目批复金额为项目总投资额，跨越一定年限，相比之下地方重大项目的年度计划投资额更符合实际统计标准。第二，地方重大项目通常包括基建、民生、产业创新、生态环保等项目，形成基建投资的是其中的基建项目，但部分省市并不分行业披露项目名单、分类标准也有不同，且少有省市会详细说明各项目的计划投资额，市场上根据项目数量测算基建投资占比的方法并不可靠。

图 5：国家发改委官网披露的中央项目审批结果与具体金额（2019年至今）



资料来源：国家发改委官网，信达证券研发中心

图 6：部分省级行政区重大项目的年度计划完成额



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_26973



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>