



Research and  
Development Center

# 固定资产投资分析框架（下篇）

## ——基建投资、制造业投资与房地产投资

2021年10月20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 宏观分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话：+86 15502128053

邮箱：xiaozhangyu@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

## 固定资产投资分析框架（下篇）

### ——基建投资、制造业投资与房地产投资

2021年10月20日

#### 摘要：

本文为固定资产投资分析框架的下篇，主要梳理了基建、制造业、房地产投资的分析框架，并基于框架对近期固定资产投资的变化进行了分析和预测。

#### ➤ 固定资产投资预测方法论：“意愿-能力-观察指标”分析框架

**基建投资：**基建投资的意愿由政府决定，其本身是政府托底经济的手段之一，因此具有明显的逆周期性。政府部门的重大会议，以及工作文件是把握财政政策基调的重要信息来源。资金来源层面，近两年城投融资、非标资金监管力度较大的背景下，一般公共预算、土地使用权出让金收入、地方政府专项债券成为了分析基建投资资金来源的重要变量。建筑业 PMI 和沥青开工率分别是基建投资的同步指标和前瞻指标。

**制造业投资：**与基建投资由政府投资主导不同，民间投资在制造业投资中占到 8 至 9 成。制造业利润、利润率以及产能利用率是判断制造业投资意愿的核心因素。利润和产能利用率领先制造业投资的时长基本相同，都为一年左右。资金来源上，企业留存利润和银行贷款在制造业投资的资金来源中占到了较为重要的位置。出口是跟踪制造业投资的有效指标，领先制造业投资约一年。

**房地产投资：**销售是影响房地产投资意愿的核心因素，其好坏反映房地产需求的强弱，如果销售状况好，房企盈利预期提高，后续拿地、施工的积极性会更高。近年来，随着调控政策收紧和银行风控趋严，开发商的资金来源更多依赖于销售回款，因此房地产销售在影响房企投资意愿的同时，也决定了房企拿地、施工的能力。观测指标方面，房地产土地成交总价大约领先土地购置费 3 至 4 个季度，施工面积是判断建安投资的同步指标。

➤ **回顾与展望：前三季度制造业投资亮眼，四季度基建有望托底经济。**前三季度基建投资增速较慢主要有三大原因，一是财政不急于发力，二是专项债发行后置，三是优质项目储备不足。制造业投资的表现三大类投资中较为亮眼，但上半年没有出现预期中的大幅反弹。一是大宗商品大幅上涨的背景下，上中下游行业利润恢复不均衡；二是疫情反复扰动，导致制造业企业投资的信心不足。1-9 月房地产投资高位回落，地产销售景气度的降温抑制了地产企业拿地、开工的意愿和能力。展望四季度，专项债连续发行对基建的拉动作用将开始显现，基建投资增速有望回升，托底经济。制造业投资在前期利润高增、出口保持景气、政府政策支持，这三个因素的支撑下预计保持韧性。8 月房贷政策收紧力度加大，居民的购房意愿持续受到抑制，未来房地产投资面临进一步下行的压力。

➤ **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

## 目录

一、基建投资分析框架.....	5
1.1 基建投资的意愿 .....	5
1.2 基建投资的能力 .....	7
1.3 基建投资的观测指标.....	11
1.4 基建投资分析框架小结.....	12
二、制造业投资分析框架.....	13
2.1 制造业投资的意愿 .....	13
2.2 制造业投资的能力 .....	15
2.3 制造业投资的观察指标.....	16
2.4 制造业投资分析框架小结.....	17
三、房地产投资分析框架.....	18
3.1 房地产投资的意愿 .....	19
3.2 房地产投资的能力 .....	20
3.3 房地产投资的观测指标.....	21
3.4 房地产投资分析框架小结.....	22
四、三大类投资的互相作用机制.....	23
五、固定资产投资回顾与展望.....	23
5.1 前三季度固定资产投资回顾.....	23
5.2 四季度固定资产投资展望.....	29
风险因素 .....	31

## 表目录

表 1: 与基建投资相关重大会议, 以及工作文件整理.....	7
---------------------------------	---

## 图目录

图 1: 自 2008 年以来, 基建投资经历完整的三轮周期 .....	5
图 2: 基建投资上升周期的开启领先于 GDP 增速见底 .....	6
图 3: 2007 年至 2017 年国内贷款的占比下降, 自筹资金上升.....	8
图 4: 基建投资资金来源汇总.....	8
图 5: 基建相关四项支出占公共支出比重约为 28%.....	9
图 6: 公共财政收入和工业企业利润走势较为一致 .....	9
图 7: 土地使用权出让收入的变化和政府性基金收入基本一致.....	10
图 8: 政府性基金收入和支出金额大致相等 .....	10
图 9: 专项债用途汇总 .....	11
图 10: 专项债发行变化领先基建投资 3-5 个月.....	11
图 11: 建筑业 PMI 和基建投资的走势关联度较强 .....	12
图 12: 沥青开工率同比的拐点一般领先于基建投资拐点 1-2 个月 .....	12
图 13: 基建投资分析框架总结.....	13
图 14: 制造业投资与滞后一年的工业企业利润关联性较强.....	14
图 15: 制造业投资与滞后 15 个月的工业企业利润率一致性较强 .....	14
图 16: 制造业企业信心指数领先制造业投资半年至一年 .....	15
图 17: 产能利用率领先制造业投资 1 年 .....	15
图 18: 自筹资金在制造业投资的资金来源中占据了主导地位 .....	16
图 19: 工业企业的中长期贷款同比领先制造业投资约一个季度.....	16
图 20: 2020 年制造业投资结构.....	17
图 21: 制造业投资同比和滞后一年的出口同比有较强的关联性.....	17
图 22: 制造业投资分析框架总结.....	18
图 23: 建安投资和土地购置费是房地产开发投资的主要组成部分 .....	18
图 24: 地产销售领先投资 6 个月左右.....	19
图 25: 2016 年-2017 年, 商品房销售维持在较高的增速 .....	19
图 26: 其他资金占比自 2015 年开始连续六年占比上升 .....	20
图 27: 三道红线 .....	20
图 28: 房地产土地成交总价大约领先土地购置费 3 至 4 个季度 .....	21
图 29: 房屋施工面积整体与建安投资走势重合度较高.....	22
图 30: 房地产投资分析框架总结.....	22
图 31: 三大类投资的互相作用机制 .....	23

图 32: 前三季度三大类投资走势 .....	24
图 33: 地方债发行进度偏慢 .....	24
图 34: 制造业利润总额的两年平均增速达到了 19% .....	25
图 35: 能利用率和利润率处于历史较高区间 .....	25
图 36: 1-9 月非金融行业中长期贷款占比高于往年同期水平 .....	26
图 37: 贷款利率创历史新低 .....	26
图 38: 大类行业利润率 .....	27
图 39: 投资情况来看, 下游制造>中游原材料加工>下游消费 .....	27
图 40: 1-9 月国内多地疫情散点爆发 .....	28
图 41: 世界多地制造业 PMI 数据小幅回落 .....	28
图 42: 地产销售同比持续回落 .....	29
图 43: 定金及预收款和居民个人按揭贷款的两年平均增速下降 .....	29
图 44: 中高端制造业利润率 .....	30
图 45: 竣工面积增速持续大于新开工面积 .....	30

为了更深层次地理解基建投资、制造业投资、房地产投资，我们搭建了“意愿-能力-观察指标”分析框架。意愿和能力均为投资主体扩大或缩减投资的驱动因素，再加上有效的中高频指标（包括前瞻指标、同步指标）帮助观测各大类投资的情况。由于三种投资的主体不同，导致投资的目的以及资金的来源等因素也完全不同，因此我们需要依次对三种投资进行解析。

## 一、基建投资分析框架

### 1.1 基建投资的意愿

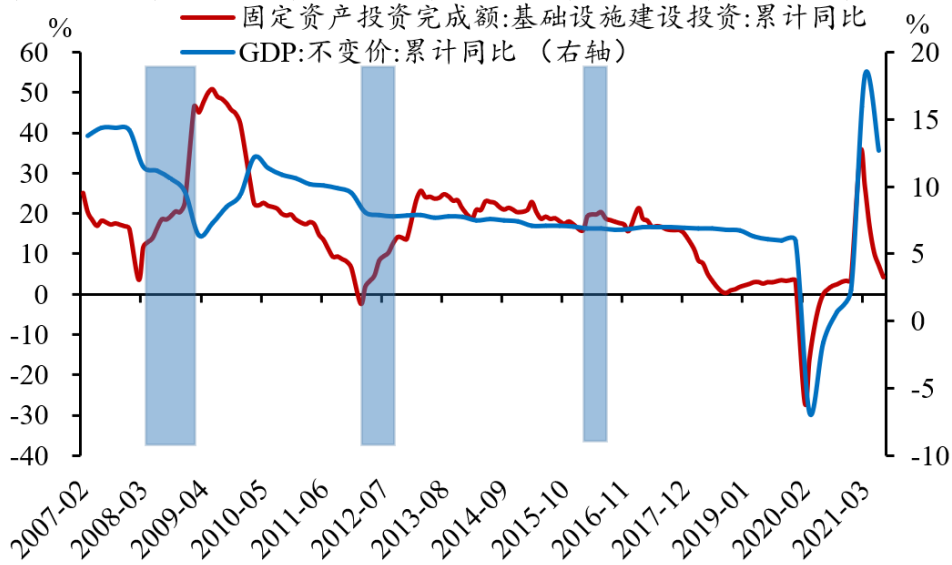
先看基建投资的意愿，基建投资主要由政府主导，是政府托底经济的手段之一，因此具有明显的逆周期性。自2008年全球金融危机以来，基建投资经历完整的三轮周期，分别为2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-2020Q1。前两轮周期分别持续16个季度（4年）、14个季度（3年半）。第三轮基建投资周期开始于2016Q1，在2017Q1达到高点，随后进入下降阶段，但是由于新冠疫情的扰动，此轮周期的下降阶段直至2020年Q1才结束。基建投资的增速和GDP的增速相关性较强，具体表现在，基建投资上升周期的开启领先于GDP增速见底，在前三轮周期中，分别领先约3个季度，2个季度和1个季度。基建投资的意愿主要来自于政府“稳增长”的政策基调。

图 1：自 2008 年以来，基建投资经历完整的三轮周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：基建投资上升周期的开启领先于 GDP 增速见底



资料来源：万得，信达证券研发中心

政府部门的重大会议，以及工作文件是把握财政政策基调的重要信息来源。把握政府基建投资意愿的有效途径包括政府部门举办的各种会议，如两会、政治局会议、中央经济工作会议、国常会等，还有政府发布的政府工作报告等相关文件。2020年疫情冲击之下，财政政策转向“更加积极有为”，增发赤字和特别国债，扩大专项债，对经济发挥了托底的作用。

**表 1：与基建投资相关重大会议，以及工作文件整理**

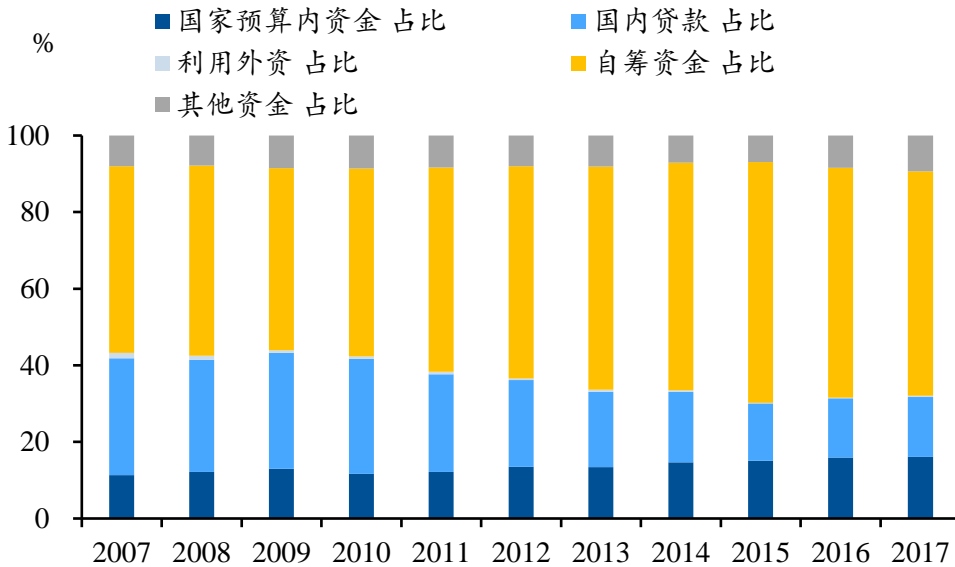
日期	会议/文件	政策内容
2020年2月21日	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。
2020年2月24日	国务院新闻发布会	<b>财政部将扩大地方政府专项债券发行规模</b> ，按照资金跟着项目走的原则，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效的投资。
2020年3月27日	政治局会议	要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度， <b>适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模</b> ，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
2020年3月30日	国常会	<b>要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债</b> ，按照“资金跟着项目走”原则，重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。 <b>各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。</b>
2020年4月17日	政治局会议	<b>提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券</b> ，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。
2020年5月6日	国常会	在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元基础上， <b>再按程序提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。</b>
2020年5月22日	政府工作报告	<b>财政赤字率按 3.6%以上安排，赤字规模增加 1 万亿；拟安排地方政府专项债 3.75 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例</b> ，中央预算内投资安排 6000 亿元。拟发行1万亿元抗疫特别国债。
2020年7月15日	国务院常务会议	各地要加快专项债发行和使用，支持两新一重、公共卫生设施建设，可根据需要及时用于加强防灾减灾建设， <b>尽快形成实物工作量，确保项目质量。对项目短期内难以建设实施、确需调整资金用途的，原则上要于 9 月底前完成并按程序报备。</b>
2021年12月16日	中央经济工作会议	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
2021年3月5日	政府工作报告	积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复， <b>今年赤字率拟按 3.2%左右安排，拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，不再发行抗疫特别国债。</b> 财政支出重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。
2021年4月30日	政治局会议	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。
2021年7月30日	政治局会议	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线， <b>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。</b>

资料来源：信达证券研发中心整理

## 1.2 基建投资的能力

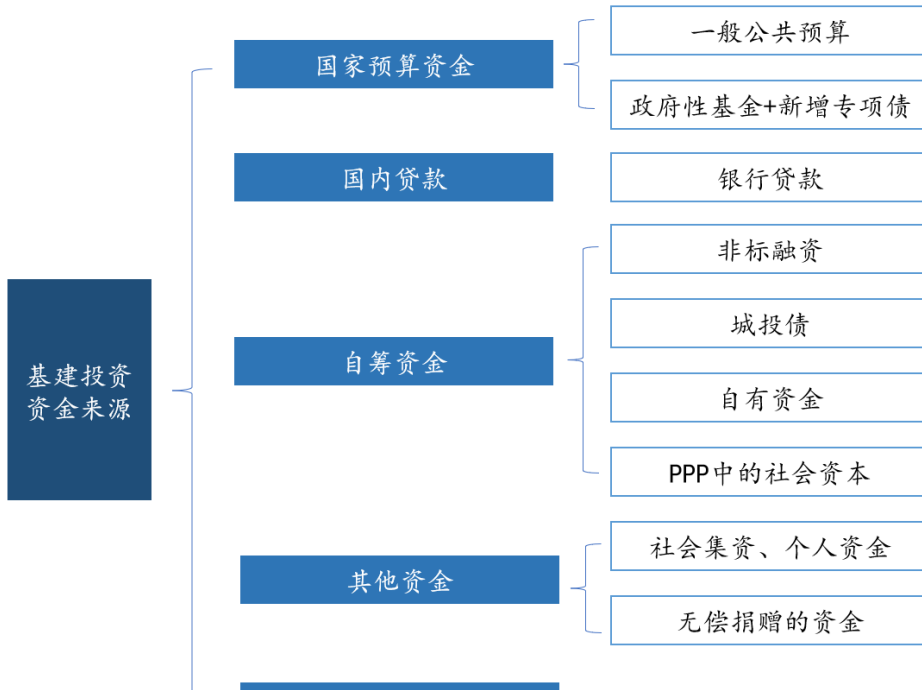
基建投资资金来源分为五大部分：**国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金**。2017 年五项占比分别为 16.1%、15.7%、58.6%、0.3%和 9.4%。从 2007 年至 2017 年资金来源的结构变化来看，国内贷款的占比不断下降，取而代之的是城投债、非标以及 BT、PPP 等商业模式的兴起，体现在自筹资金的占比持续上升。但同一时段，伴随着上述资金来源的急剧扩张，地方政府的显性、隐形债务迅速膨胀，引起了监管的重视。2017 年财政部等六部委联合发布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，提出加强平台融资管理，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，以及规范政府和社会资本合作（PPP）。对于非标，2017 年资管新规征求意见稿发布后，信托贷款和委托贷款也出现断崖式下跌。

图 3：2007 年至 2017 年国内贷款的占比下降，自筹资金上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：基建投资资金来源汇总



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\\_28039](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28039)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn