

# 再论基建发力：幅度与节奏

## 评级及分析师信息

**宏观首席分析师：孙付**  
邮箱：sunfu@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120520050004  
联系电话：021-50380388

**宏观研究助理：李紫洋**  
邮箱：lizy2@hx168.com.cn  
联系电话：021-50380388

## 投资要点：

### ▶ 明年基建投资增速将较今年明显提升

今年以来基建投资增速中枢继续走低。下半年起新增专项债大量发行，但基建投资增速仍保持低迷。

中央经济工作会议中对明年财政支出强度和进度提出要求，要求政策发力适当靠前；同时提出“适度超前开展基础设施投资”。因此认为明年基建投资在增速上将较今年有较明显提升。

### ▶ 基建发力空间：资金端分析

预计明年财政赤字率3.0%，一般公共预算赤字在36300亿元附近；明年新增地方政府专项债券额度在37000亿元左右，较今年小幅提升。与此对应，预计明年一般公共预算支出将达到27万亿元左右，全国政府性基金支出总量与今年基本持平。财政资金投向基建的比例或将有所回升。

此外，关注过去年份财政结余带来的财政发力空间：金融机构财政存款余额今年明显上升。2020和2021两年结余的合计约4.5万亿元资金，将在未来年份以通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等方式，增加财政的发力空间。

### ▶ 明年基建项目准备较为充分

今年下半年以来，各地已开展明年专项债券项目的前期工作，明年专项债项目准备较为充分。近期财政部已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元。2022年专项债发行工作的进度较为提前，有利于资金的尽早使用并形成实物工作量，对明年投资增长形成及时拉动。

项目投向方面，明年基建或将在交通基础设施，市政和产业园区基础设施，以及电力基础设施建设上重点发力。

### ▶ 预计2022年基建投资增速约为6%

根据对资金以及项目情况的分析，预计明年全年基建投资增速将在6%左右。

其中明年上半年基建投资累计增速将持续回升；由于基数因素，下半年累计增速将在6%附近波动。

## 风险提示

宏观经济或政策发生超预期变化。

## 正文目录

1. 明年基建投资增速将较今年有所提升 .....	3
2. 基建发力空间：资金端分析 .....	4
3. 明年基建项目准备较为充分 .....	7
4. 预计 2022 年基建投资增速约为 6% .....	8
5. 风险提示 .....	9

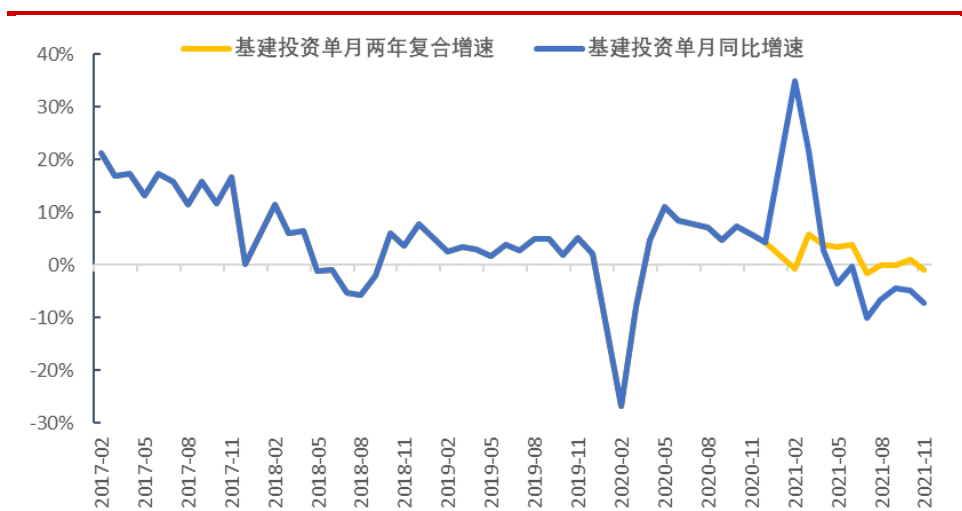
## 图表目录

图 1 基建投资增速中枢走低 .....	3
图 2 9-11 月地方政府新增专项债券发行量连续超过 5000 亿元 .....	3
图 3 预计明年全年一般公共预算收入增速约 5% .....	4
图 4 2020 年以来一般公共预算支出投向基建比例下滑 .....	5
图 5 11 月全国政府性基金收入增速降幅收窄 .....	5
图 6 今年以来金融机构财政存款余额上升 .....	7
图 7 固定资产新开工项目个数累计同比 (%) .....	8
图 8 预计 2022 年基建投资增速约为 6% .....	9
表 1 预计 2022 年财政赤字率 3.0%，新增专项债 3.7 万亿元 .....	6
表 2 2020 年和 2021 年财政执行与预算草案对比（亿元） .....	6
表 3 2019 年以来专项债提前批下达时间 .....	7
表 4 2021 年长三角地区铁路获批项目 .....	8
表 5 2022 年基建投资增速月度预测 .....	9

## 1. 明年基建投资增速将较今年明显提升

2021 年以来，基建投资增速中枢继续走低。从两年复合增长率看，截至目前，今年各月份基建单月增速均未超过 6%。7 月，随着地方政府隐性债务监管政策收紧，地方融资平台城投债、流动资金贷款等渠道净融资明显回落，基建投资当月同比增速与两年复合增速均转负。

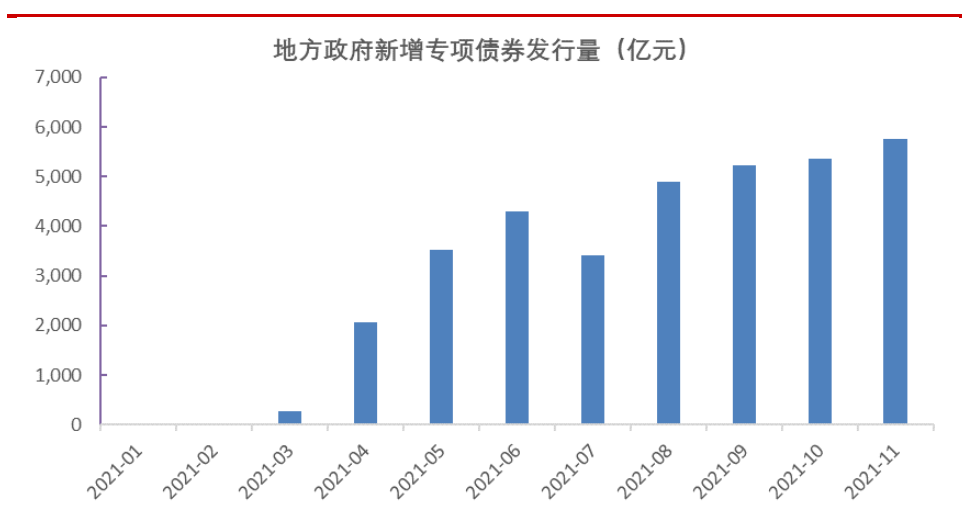
图 1 基建投资增速中枢走低



资料来源：WIND，华西证券研究所

由于今年财政支出节奏较为滞后，下半年起专项债发行放量，9-11 月连续三个月地方政府新增专项债券发行量超过 5000 亿元。但基建投资增速并未因此明显提振，根据统计局最新公布的 11 月数据计算，11 月单月基建投资的同比增速和两年复合增速分别再次降至-7.3%和-0.9%。

图 2 9-11 月地方政府新增专项债券发行量连续超过 5000 亿元



资料来源：WIND，华西证券研究所

12月10日中央经济工作会议中对明年财政支出强度和进度做出要求，要求政策发力适当靠前；同时提出“适度超前开展基础设施投资”。因此我们认为，明年基建投资在增速上将较今年有较明显提升。

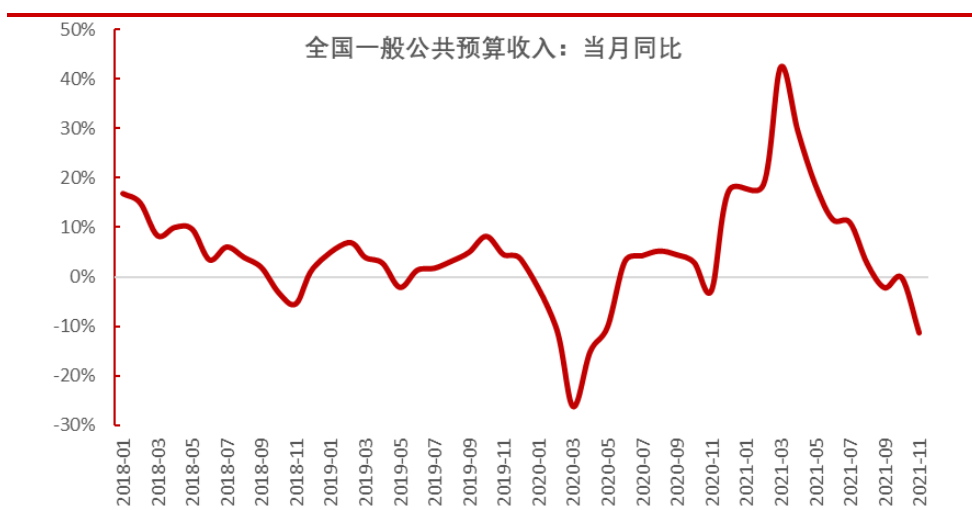
后文将从资金和项目两方面，对明年基建增速回升幅度进行探讨。

## 2. 基建发力空间：资金端分析

本节主要从全口径财政收支的角度，对于明年基建投资显性渠道的各个资金来源进行分析。

一般公共预算收支方面，随着经济增速的边际改善，预计明年全年一般公共预算收入增速将在5%左右，对应明年一般公共预算收入体量在21万亿附近。赤字率方面，预计明年财政赤字率3.0%，一般公共预算赤字在36300亿元附近。加上调入资金及使用结转结余，扣除补充中央预算稳定调节基金，预计明年一般公共预算支出将达到27万亿元左右。

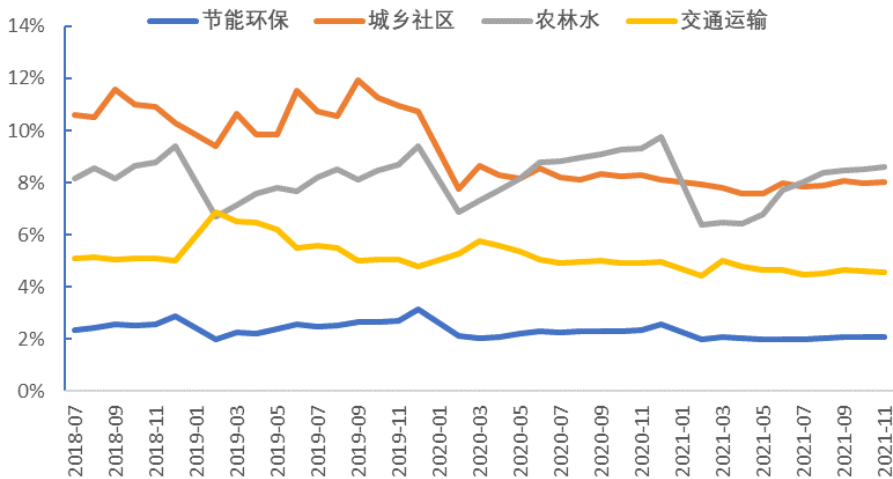
图3 预计明年全年一般公共预算收入增速约5%



资料来源：WIND，华西证券研究所

近两年一般公共预算支出中投向基础设施建设的资金比例持续回落。可以发现，2020年以来，包含基建项目较多的支出类别（交通运输、农林水事务、节能环保、城乡社区事务）占比走低。所以，**预计2022年一般公共预算中基建支出的比例将有所提升。**

图 4 2020 年以来一般公共预算支出投向基建比例下滑

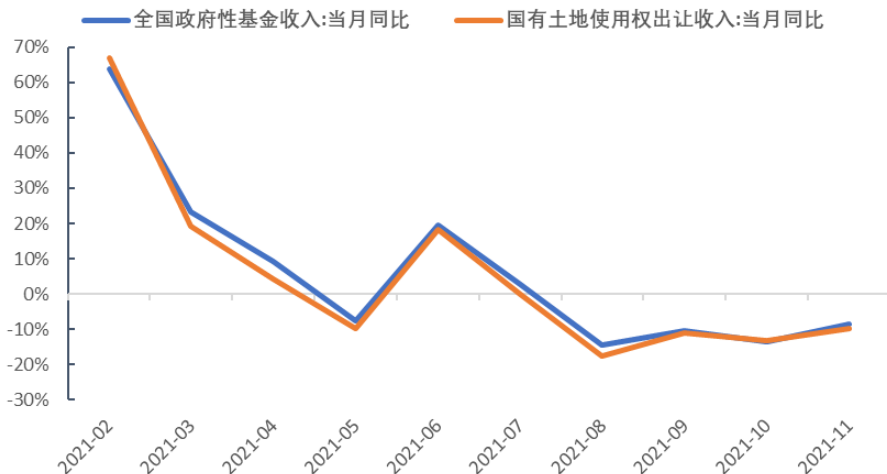


资料来源：WIND，华西证券研究所

政府性基金方面，由于土地市场降温，今年 8 月起，国有土地使用权出让收入持续同比下降，带动全国政府性基金收入同步回落。但根据 11 月财政数据，全国政府性基金收入单月增速已回升至-8.7%，降幅环比明显收窄。预计 2022 年内，国有土地使用权出让收入和政府性基金收入增速将逐步回升，预计明年全年全国政府性基金收入增速将在-1%左右。

地方政府专项债方面，我们预计明年新增地方政府专项债券额度在 37000 亿元左右，较今年小幅提升。因此，预计明年全国政府性基金支出总量将与今年基本持平。

图 5 11 月全国政府性基金收入增速降幅收窄



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 1 预计 2022 年财政赤字率 3.0%，新增专项债 3.7 万亿元

2010-2022E各口径财政赤字率测算一览														
	全国公共 财政收支 差额预算	全国政府 性基金收 支差额预 算	狭义赤字 合计	PSL新增 额度	政策性银 行金融债 净融资	城投债净 融资	铁道债净 融资	国债净融 资	地方债净 融资	广义赤字 合计	名义GDP	政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率	狭义赤字 率	广义赤字 率
2010	10500	656	11156		7037	2545	1450	7027	2000	20059	412119	3.0%	2.5%	4.9%
2011	9000	790	9790		11459	3172	890	4185	2000	21706	487940	2.0%	2.0%	4.4%
2012	8000	817	8817		13495	8691	1250	5149	500	29085	538580	1.6%	1.6%	5.4%
2013	12000	781	12781		10810	8422	1540	9166	2116	32054	592963	2.0%	2.2%	5.4%
2014	13500	807	14307		10500	15069	1625	8868	3008	39070	643563	2.1%	2.2%	6.1%
2015	16200	1721	17921	10812	10678	10337	1600	10700	36637	80763	688858	2.3%	2.6%	11.7%
2016	21800	4248	26048	9714	14599	14758	1330	13150	58022	111572	746395	3.0%	3.5%	14.9%
2017	23800	8299	32099	6350	12023	5305	1440	14734	41166	81019	832036	3.0%	3.9%	9.7%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	6439	1150	14463	33262	72137	919281	2.6%	4.1%	7.8%
2019	27600	21854	49454	2670	13853	12386	380	17547	30472	77308	990865	2.8%	5.0%	7.8%
2020	37600	44677	82277	202	25483	17583	600	40353	43681	127902	1016000	3.7%	8.1%	12.6%
2021E	35700	36739	72439	0	23000	18500	1020	27500	44700	114720	1124700	3.2%	6.4%	10.2%
2022E	36300	37000	73300	0	23000	18000	1200	30000	43300	115500	1209053	3.0%	6.1%	9.6%

资料来源：华西证券研究所

在对一般公共预算和政府性基金收支的判断中，值得注意的一点是过去年份财政结余带来的财政发力空间：

2020 年一般公共预算收入实际执行数较预算草案中增加约 3000 亿元，一般公共预算支出执行数较预算草案中减少约 2000 亿元，因此一般公共预算结余额度较预算草案中多出约 5000 亿元。政府性基金账目中，2020 年全国政府性基金收入实际执行数较预算草案中增加约 12000 亿元，全国政府性基金支出实际执行数较预算草案中减少约 8000 亿元。因此，综合一般公共预算收支和全国政府性基金收支，2020 年财政实际执行较草案中多出约 2.5 万亿元结余。

根据 2021 年 1-11 月的财政收支执行情况，预计 2021 年全年一般公共预算收入将达到 20 万亿元，一般公共预算支出在 24.5 万亿元左右；预计今年全国政府性基金收入达到 9.4 万亿，全国政府性基金支出在 12 万亿附近。对比 2021 年预算草案安排的财政收支情况，预计 2021 年一般公共预算和全国政府性基金口径较预算草案中将分别多出约 8000 亿元和 1.2 万亿元的结余。

2020 和 2021 两年结余的合计约 4.5 万亿元资金，将在未来年份以通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等方式，增加财政的发力空间。

表 2 2020 年和 2021 年财政执行与预算草案对比（亿元）

	一般公共预算 收入	一般公共预算 支出	财政赤字	全国政府性基 金收入	全国政府性基 金支出	新增地方债务 限额
2020 预算草案	180270.0	247850.0	37600.0	81446.1	126123.6	37500.0
2020 预算执行	182894.9	245588.0	37600.0	93488.7	117998.9	37500.0
2021 预算草案	197650.0	250120.0	35700.0	94526.6	131265.7	36500.0
2021E 预算执行	200000.0	245000.0	35700.0	94000.0	120000.0	36500.0
2021 1-11 月执行	191252.0	213924.0		76614.0	90998.0	

资料来源：财政部，华西证券研究所

从央行每月公布的金融机构财政存款余额看，2021 年以来财政部门存放在银行业金融机构的各项存款余额，在今年 11 月升至 6.8 万亿元，达到历史高位，可以侧面说明目前财政结余资金较为充沛。

图 6 今年以来金融机构财政存款余额上升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

### 3. 明年基建项目准备较为充分

项目方面,今年7月份,国家发改委已提前部署各地方抓紧抓早开展明年专项债券项目的前期工作,较往年提前了两个月的时间。9月,财政部、国家发改委正式下发通知,要求地方申报2022年专项债资金需求,重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等专项债券投向领域,优先支持纳入国家和地方“十四五”规划的项目。明年专项债项目准备较为充分。

除在项目准备方面较往年提前外,在12月16日国务院政策例行吹风会上,财政部透露,近期已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元,推动提前下达额度在明年一季度发行使用。因此从项目准备和资金下达两方面,2022年专项债发行工作的进度都较为提前,有利于资金的尽早使用并形成实物工作量,对明年投资增长形成及时拉动。

表 3 2019 年以来专项债提前批下达时间

年份	新增专项债各限额首次下达时间
----	----------------

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\\_35201](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35201)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn