

经济下行期，基建能否扛起稳增长大旗？

——宏观 8P（第 1 期）

相关研究：

《2021年1-12月中国典型房企销售业绩TOP200研究成果》

《月读数据【第51期】|2021年商品房成交“双18”，开发投资同比回落至4.4%（2021年1-12月）》

《亿翰月报【2022年1月】：土地与住宅成交惨淡，行业洗牌，格局重塑（第43期）》

《地产后周期月度观察【2022年1月】：增收不增利，定制家居企业迎“暴雷潮”》

《一文读懂房产税的四大问题》

投资要点：

□ 基建增速创十年新低，两大原因导致基建投资低迷

自2021年下半年以来，我国经济面临较大的下行压力。基建当仁不让的成为了“稳增长”的重要抓手，而市场亦对于此抱有较大的期望。但是，那么基建能否扛起稳增长的大旗呢？

要了解事物的未来，最好了解它的过去。自2017年以来，基建增速持续下行，表现萎靡。从2017年14.93%下滑至2020年的3.41%，2021年基建增速更是降至0.21%，创下十年新低。我们认为，2021年，基建增长乏力，主要是因为政府发力基建的意愿不足，且发力的能力也因为资金等原因而相对受限。

政府意愿：随着2021年经济增速的回升，监管当局对于拉动基建刺激经济的动力亦相对疲弱。随着复产复工的持续开展，叠加2020年低基数的影响，2021年GDP同比增长8.1%。尽管7月份以后，国常会提出：“要针对经济运行新情况加强跨周期调节”，但是全年经济增长的压力较小，基建的动作不大。

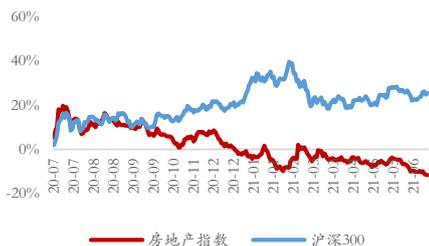
政府能力：基建投资的基础是要有基建的需求，而经过了连续几轮大规模的基础设施建设后，我国传统的“老基建”的建设已逐渐饱和，整体的基建建设已逐渐进入成熟期。金不足仍然是困扰基建投资的核心问题。从构成上来看，基建投资主要以预算外资金为主，包括专项债在内的预算内资金占比较低。而预算外资金的融资主体则主要为地方城投，而近年城投融资政策持续收紧，财政纪律对于基建投资形成了明显的约束。

□ 2022基建研判：政府发力意愿有所提高，基建增速或达5%

而从近年的情况来看，尽管政府提振基建的意愿较强，但资金和项目的问题仍然难解。一方面，城投融资政策仍在持续收紧；而另一方面，贵州和广东两个省披露的重大项目投资清单来看，基建项目的增速仍然维持低位。拖累基建发力的两个重要因素并没有明显的改善。而高频数据来看，而进入2022年以来的高频数据亦显示，尽管整体基建有所提振，但是发力的幅度有限，部分重要的子行业的投资情况甚至较2021年同期有所恶化。

我们认为，在当前经济下行压力较大的情况下，2022年基建投资的规模必将高于2021年，但整体的增速可能仍然处于低位。从过去的几年的经验来看，即便是在经济下行压力最大的2020年，整体基建投资的增速亦仅为3.4%。考虑到2022年为政治大年，且地产存在较大的下行压力，我们预计基建投资增速或将略高于2020年，维持在5%左右。

近十二个月行业表现



引言

自 2021 年下半年以来，我国经济面临较大的下行压力。中央经济工作会议公报指出，“明年经济工作要稳字当头…各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。作为政府逆周期调节的重要工具，基建当仁不让的成为了“稳增长”的重要抓手，市场对于基建亦抱有较大的期望。但从 2021 年的基建投资来看，2021 年基建投资增长几乎停滞，增长仅 0.21%。那么基建投资停滞的原因是什么？哪些是影响基建投资的核心因素呢？2022 年，在一片风雨飘摇之际，基建投资能否扛起“稳增长”的大旗呢？

1、基建增速创十年新低，两大原因导致基建投资低迷

要预测事物的未来，最好了解它的过去。自 2017 年以来，基建增速持续下行，表现萎靡。从 2017 年 14.93% 下滑至 2020 年的 3.41%，2021 年基建增速更是降至 0.21%，创下十年新低。而从单月来看，12 月，基础设施投资（-0.6%）同比维持负增长，降幅较前期收窄 3.8 个百分点，基建投资较为乏力。具体拆分来看，基建整体上可以分为三大类：（1）电力、热力、燃气及水的生产和供应业；（2）水利、环境和公共设施管理业。（3）交通运输、仓储和邮政业；根据测算，三大行业 2021 年投资规模分别为 3.45、8.64 和 6.77 万亿元，分别同比+1.10%、-1.20%和 1.60%。从整体来看，三大类整体增速均处于低位，水利增速更是转负，基建投资整体不振。

图表：基建投资重要子行业的增速持续下行（%）



资料来源：亿翰智库、wind

具体来看，水利、环境和公共设施管理业在三大行业中占比最高，而持续转负的增速更是使其成为基建持续不振的主要原因。而在水利、环境和公共设施管理业的子行业中，公共设施管理业最为重要，投资规模高达 6.83 万亿，占整体基建投资的比重高达 36.20%。而该

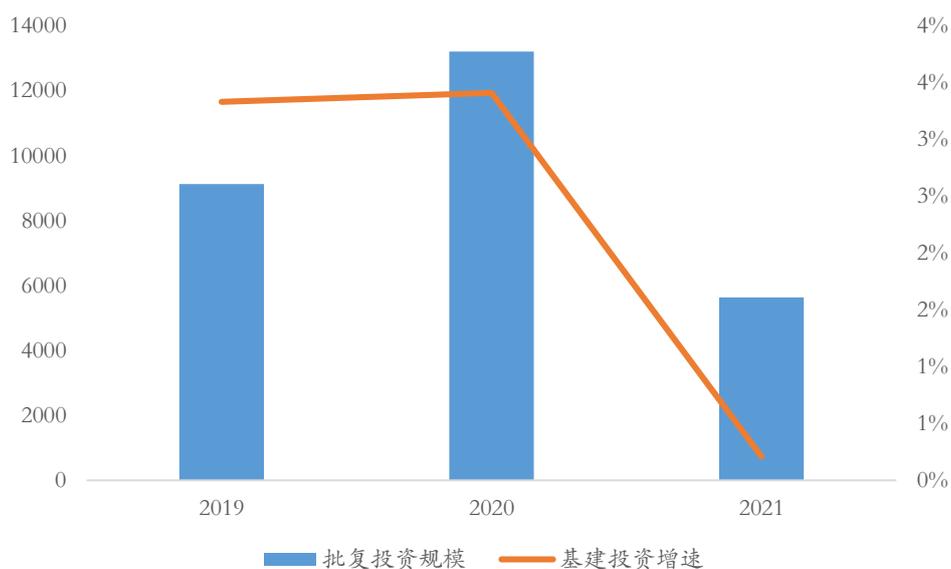
项自 2020 年以来持续转负，2020、2021 年公共设施管理业同比下滑 1.4%、1.3%，成为拖累项。无独有偶，从其他的主要子行业来看，情况亦不乐观。根据测算，另外一个重要子行业道路运输业的投资规模高达 4.78 万亿，占基建投资规模的 25.34%，是基建投资中最重要的子行业之一。然而我们发现，近年道路运输业的增速亦相对低迷。2020 年、2021 年的道路运输业的增速分别为 1.80%和-1.20%，2021 年的增速则出现负增长，为近年新低。

整体来看，基建的低迷并非个别现象，且持续时间较长，影响大。考虑到我国基建投资主要由政府主导，对于基建投资表现不佳的原因，可以主要分为政府意愿和政府能力（配套资金和配套项目）两个层面进行分析。我们认为，2021 年基建增长乏力，主要是因为政府发力基建的意愿不足，且发力的能力也因为资金等原因而相对受限。

1.1 政府意愿：2021 年经济下行压力小，政府拉动基建刺激经济的动力不强

政府意愿是基建发力的核心前提。但随着 2021 年经济增速的回升，监管当局对于拉动基建刺激经济的动力亦相对疲弱。随着复产复工的持续开展，叠加 2020 年低基数的影响，2021 年 GDP 同比增长 8.1%。尽管 7 月份以后，国常会提出：“要针对经济运行新情况加强跨周期调节”，但是全年经济增长的压力较小，基建的动作不大。由于大型基建项目一般需要经过申报、审批、融资等阶段，申报和审批跟政府发力基建的力度有较大的关系。我们可以通过观察发改委批复项目的规模来判断政府发力的力度。根据亿翰智库的监测，整个 2021 年，发改委总共审批项目 11 个，总投资规模达 5634.29 亿元，同比下滑 57.34%，批复项目规模几近腰斩。与之相对应的，是基建投资 2021 年几乎停滞的增长，这也是近 10 年来基建投资增速最慢的一年。

图表：发改委批复基建投资项目的规模（亿元）



资料来源：亿翰智库、国家发改委网站

1.2 政府配套能力：基建需求逐渐饱和，财政纪律约束基建发力

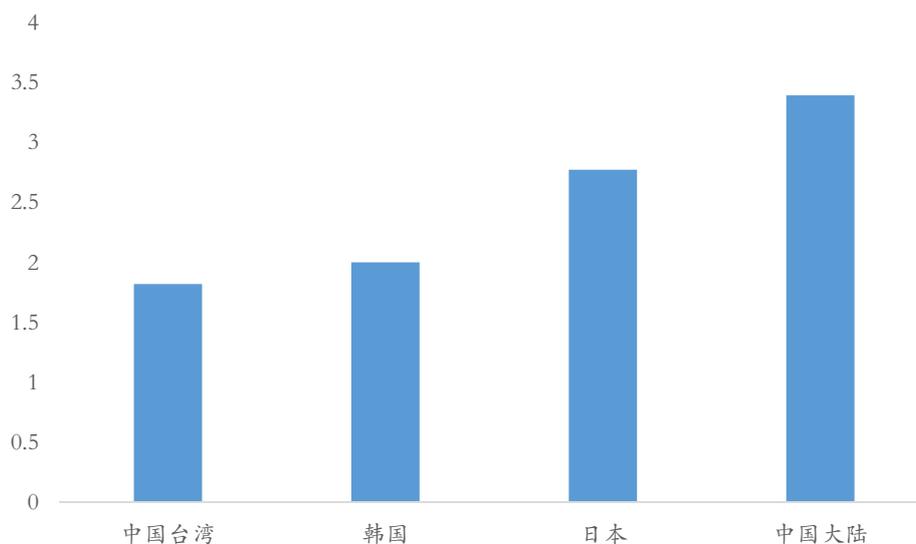
在保证政府意愿的情况下，实现基建发力，还需要足够的能力（配套的资金和项目）来保障基建项目的投资与落地。2021 年，基建投资的乏力跟政府发力基建的能力受到较大约束有较大的关系。而关于政府的能力，我们将重点从项目和资金两个方面对基建投资进行分析。

1.2.1 配套项目：基建需求逐渐饱和，基础设施建设进入成熟期

基建投资的基础是要有基建的需求，而经过了连续几轮大规模的基础设施建设后，我国传统的“老基建”的建设已逐渐饱和，整体的基建建设已逐渐进入成熟期。以公路建设为例，考虑到世界各国环境差异甚大，且文化习惯等因素对于道路建设亦形成一定的影响，我们选取了和中国大陆文化相对相近的东亚地区作为比较。根据中国台湾地区交通部的数据进行测算，截至 2018 年末，中国大陆的人均道路里程达 3.39 米/人，高于韩国和中国台湾地区，处于相对领先地位。考虑到韩国和台湾经过了长时间的基础设施建设，基础设施需求接近饱和，增长缓慢。而对应的，我国的基础设施建设亦已逐渐进入成熟期。

而在 2020 年 11 月举行的中国高交会中国高新技术论坛上，对于我国新型基础设施建设和“十四五”时期经济发展方向，国务院发展研究中心原副主任侯云春谈到“经过过去几轮大规模的基础设施建设投资，应该说道路、城市基础设施建设都搞得差不多了。”亦侧面印证我国基础设施建设已逐渐进入成熟期的事实。

图表：人均道路里程（米/人）

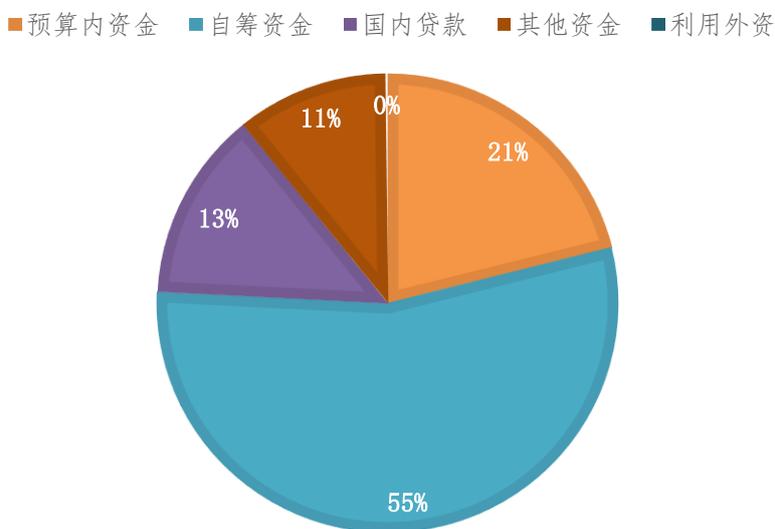


资料来源：亿翰智库、wind、中华民国交通部

1.2.2 配套资金：专项债难当大任，财政纪律约束基建发力

除了政府对于基建发力较弱，“缺钱”也仍然是困扰基建投资的大问题。从到位资金的组成来看，整体基建到位资金可分为5部分：预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金五类。其中，预算内资金可以理解为国家在预算之内由财政支持基建的资金。然而经过我们的测算，发现长期以来预算内资金占整体基建到位的比例维持在比较低的水平，如2019年基建投资中只有17.5%来自预算内资金。2020年，由于增长压力增大，政府大力发力基建，预算内资金占基建到位资金的占比有所上升，但所占比例仍然不高，仅为21.25%。

图表：2020年各项资金占基建到位资金的比例



资料来源：亿翰智库、wind

关于市场关心的专项债的问题，我们认为：专项债用于基建的规模小，使用效率低。对于拉动基建投资，专项债难当大任。根据国家统计局对于预算内资金的定义：国家预算包括一般预算、政府性基金预算等项，各类预算中用于固定资产投资的资金全部作为国家预算资金填报，且各级政府债券也应归入国家预算资金。据此来看，专项债资金亦应该算作预算内资金的一部分。尽管专项债规模近年增长相对较快，从2018年的1.32万亿膨胀至2021年的3.58万亿，但仍然属于预算内资金，在基建到位资金中所占比例不高。另外，尽管专项债看上去规模较大，但实际上投入基建的比例并不高。根据我们的测算2020年-2021年，专项债投入基建的比例分别为36%和28%，整体规模仍然偏小。

而从使用机制上，专项债存在“重募集，轻管理”的问题，资金使用效率不高。在专项债募集完成后，由于受到项目前期准备不足、配套融资困难的影响，出现债券发行后资金依然趴在账上，未形成实物投资的现象，部分省市甚至使用专项债购买理财产品。

而由于专项债使用效率的问题，2021年7月1日财政部印发了《地方政府专项债券项

目资金绩效管理办法》，提出“在专项债券资金使用过程中，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行双监控”，并“鼓励引入第三方机构对重大项目开展重点绩效评价。专项债券项目资金绩效管理结果将作为专项债券额度分配的重要测算因素”。这意味着专项债的审批也更加严格，对项目的质量也提出了更高的要求，符合专项债使用要求的项目或将变得更少。受此影响，2021年下半年18个省市调整原有的专项债用途，根据地方政府债务信息公开平台的数据，截至2021年12月31日，18个省市合计披露的调整金额约为384亿元，从专项债资金募集的年份来看，最早可以追溯到2018年，而2020年闲置资金的规模最大，占比高达37.1%。这也在侧面印证了整体专项债发行后闲置的资金较多，使用效率低的事实。**整体来看，后续专项债发行对于基建投资的拉动不宜高估。**

而关于预算外资金，自筹资金是难以绕过去的主体。根据测算，2020年，自筹资金占基金到位资金的比例高达54.7%。由于基建投资具有一定程度的公益性，收益率低，投入时间长，因此基建项目的主要执行主体以地方城投平台为主，而自筹资金中的相当大的一部分亦来自于城投平台融资。从过去的历史来看，基建投资的增速和城投债务的扩张有较强的相关性。根据粤开证券的估算，基建投资周期与城投平台债务扩张周期表现出了高度同步性，自2004年以来二者的相关系数高达0.84。

就城投平台本身而言，城投融资受监管政策和市场流动性的影响较大。自2018年以来，中央多次强调防范化解地方隐性债务风险，城投融资有所受限，而对应的基建投资增速亦快速下行至个位数。2021年，监管当局对城投平台分为“红黄绿”三档，严格控制债务水平较高的地区新发城投债，整体城投债融资情况有所收紧。全年城投债共发行58516.92亿元，同比增速降至26.76%，较2020年降低了17.49个百分点，城投融资明显收缩。而对应的，2021年的基建增速亦创下10年新低，增长速度仅为0.2%。**财政纪律对于基建的发力起到了较为明显的约束作用。**

2、2022 基建研判：政府发力意愿有所提高，基建增速或达 5%

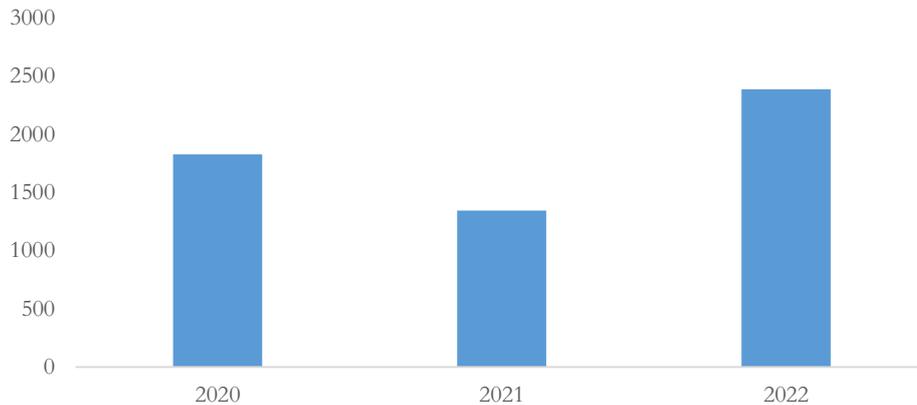
2.1 影响因素追踪：政府意愿明显提高，资金和项目问题难解约束基建发力

那么在分析了2021年基建不振原因的情况下，2022年的情况是否有所改善呢？下面将进行具体的分析：

首先看政府意愿，这是基建提振的大前提。在2021年12月的中央经济工作会议中指出“要保证财政支出强度，加快支出进度...适度超前开展基础设施投资”。而在今年1月10日召开的国务院常务会议提出“把稳增长放在更加突出的位置...有针对性扩大最终消费和有效投资，这对顶住经济新的下行压力、确保一季度和上半年经济平稳运行具有重要意义”。从政府的表态来看，**2022年政府提振基建投资的动力相对较强。**

而从发改委批复的项目规模来看，截至 2 月 15 日，国家发改委累计批复项目 3 个，分别为新建西安至重庆高速铁路、天津至潍坊高速铁路、长江上游涪陵至丰都河段航道整治工程，总投资额高达 2387.74 亿元。整体投资规模较 2021 年的同比增长 77.59%，创下自 2020 年的新高。从批复项目的规模来看，2022 年政府提振基建的实际动力较强。

图表：2022 年 1-2 月发改委批复规模创三年新高（亿元）



资料来源：亿翰智库、国家发改委

而就配套项目来看，各地为扩大有效投资，稳定宏观经济大盘，纷纷加大政府投资力度，加快基础设施建设，积极扩大投资量、实物量和经济增长量。目前已有北京、上海、广东、江苏、山东、浙江、河北、安徽，四川，陕西等省、市发布了 2022 年重大项目投资清单。从基础设施投入的规模来看，我们选取广东、贵州两个省份作为东部沿海和西部内陆地区的观察指标。广东 2022 年基础设施工程年度计划投资 4993 亿元，占全部项目年度计划投资的 55.5%，较 2021 年增长 1.07%，增速较低。

而相对而言，贵州的基础设施投资尽管相对于广州更加积极，但整体增速并不算高。2022 年贵州围绕深入实施“六网会战”、加快补齐民生短板，安排重大基础设施项目 436 个，包括凤山、观音、花滩子等大型水库项目，贵阳至广州铁路达速改造、铜仁至吉首、贵阳至南宁、盘州至兴义等铁路项目。重大基础设施和新型城镇化投资共计 3762.95 亿元，同比增长 5.61%，维持稳健增长的态势。从以上两个省份披露的基建投资规模来看，

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_38965

