

# 我们为什么看好基建？

报告日期：2022-03-02

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_暗夜或已过，黎明将到来》2022-01-18
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_8大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-02

## 主要观点：

2021年，受财政支出偏慢、项目审批趋严等制约，基建投资增速达到近五年最低水平。2021年12月10日，中央经济工作会议提出要适度超前开展基础设施投资，基建成为稳增长的主要抓手。2022年基建投资会达到怎样的水平？本篇报告从资金、项目、节奏等方面对2022年基建投资进行定量预测。

### 一、资金端：预测2022年基建投资增速可达6%

中性假设下，2022年基建投资资金17.65万亿元，同比增速6.0%，悲观情景和乐观情景下的置信区间为[4.4%,7.6%]。历史回测看，2016至2020年基建资金增速和基建实际增速的平均偏差在3.6个百分点左右，表明从资金端预测投资增速有一定的精度，但仍存在误差；除2021年外，两者方向变动一致。具体来看，2022年国内贷款、自筹资金对基建增速起主要拉动作用。

#### 1.国家预算内资金：预计投入基建3.5万亿元，占比19.7%

2012年以来，国家预算内资金投入基建占比逐渐提升，由8%升至13%左右。我们假定在积极财政政策的要求下，2022年公共财政支出同比增长3%左右（2021年为0.9%），在“适度超前开展基础设施投资”的要求下，预计投入基建的比例小幅抬升至13.5%，得到中性假设下，2022年全年公共预算支出投入基建的资金约为3.5万亿元。

#### 2.国内贷款：预计投入基建3.7万亿元，占比20.9%

1) 信贷总量在2022年首月出现“开门红”，我们预计有较大规模新增信贷流入基建。向后看，预计货币政策稳中有松，后续可能再降准降息。2022年金融机构发放人民币贷款总量稳中趋增，规模或增至22万亿元。

2) 2012年以来，国内贷款投入基建的资金占金融机构新增人民币贷款的比例逐年下降，由2012年的21%降至2020年的11%。鉴于今年基建投资对稳增长的重要性较高，我们用2012-2020年基建贷款占新增人民币贷款比重均值作为权重，即约为17%，预测2022年国内贷款投入基建的资金为3.7万亿元。

#### 3.自筹资金：预计投入基建8.9万亿元，占比50.2%

结合各分项的测算，我们预计2022年用于基建投资的自筹资金总量为8.9万亿元，占基建总投资的50.2%；其中乐观情况为9.1万亿元，占比50.8%；悲观情况为8.6万亿元，占比49.5%。

1) 城投债：去年年初以来城投融资政策持续收紧，强调化解隐性债务，城投债净融资快速回落。监管新常态下，2022年城投融资大概率持平或稍弱于2021年，预测2022年城投债净融资额为1.8万亿元。根据我们的测算，城投债投入基建比例自2016年以来持续下行，2021年约37%，按该比例预测2022年城投用于基建资金0.65万亿元，占比3.7%。

2) PPP：从2019年起，PPP项目执行阶段年新增投资额开始逐年下降，2022年PPP新增投资额或持平2021年的1.2万亿元。假设PPP投资额中95%的资金将用于基建投资。执行项目的周期为三年左右，假设投资完成配比为4:4:2，则预计2022年PPP项目用于基建的投资为1.2万亿元，占比6.8%。

3) 专项债：在促基建、稳增长要求下，我们预计2022年地方政府新增专项债全年发行额为3.75万亿元左右。近年来专项债发行规模高增，投向基建的比例快速提升，我们测算，2020年和2021年专项债投向基建的比例约为65%和56%，较2016年的30%增长近一倍。预计2022年65%专项债用于基建投资，对应基建资金2.4万亿元，占比13.8%。

4) 政府性基金支出（不含专项债）：政府性基金支出主要来源于国有土地出让金收入，2021年下半年地产监管趋严，房企融资端快速恶化致地市成交遇冷，四季度以来政策适度纠偏，风向边际回暖，开春后多地下调首付比例，但中央“房住不炒”主基调未改，地产政策仍是边际小幅宽松，因此对政府性基金的拉动预计有限。考虑到去年基数较低，预计今年政府性基金支出增速小幅回升，规模为13.6万亿元，剔除专项债后总计为9.8万亿元。其中，假设中央政府性基金中32%用于基建投资，地方政府性基金中40%用于基建投资，预计合计投入基建资金3.0万亿元，占比16.8%。

5) 政策性信贷：我们预计净融资额为2.2万亿元，占比10.8%。

#### 4.外资及其他资金：预计投入基建1.63万亿元，占比9.2%

外资及其他资金运行平稳，占基建资金来源比例居于9%和11%间。2021年9月，发改委外资司司长刘小南表示，第五批重大外资项目将重点支持外资，2021年中央经济工作会议亦三次提及“外资”，叠加各地多措并举支持制造业引进外资，预

计 2022 年外资及其他资金用于基建的投资额小幅增至 1.63 万亿元。

●二、项目端：项目储备充足，审批有望提速

资金能否转化为落地项目是“基建潜在增速”兑现的重要环节，在资金来源充足的前提下，有三大要素支撑今年基建可能兑现“潜在增速”、摆脱去年“资金等项目”的窘境：1) 2021 年 6 月以来财政部等部门陆续发文要求及时将专项债额度落实到具体项目，预示项目储备和审批有望提速提质。2) 各地两会固定资产投资目标设定积极，需要基建大发力。3) 各地积极促稳、推进重大项目建设，我们测算今年各地计划投资总额同比增长 11%以上。

●三、节奏方面：2022 年基建投资可能“前高后低”

有三点支撑：1) 从历史经验来看，基建年内增速多为“前高后低”。2) 从新增资金来看，一季度新增专项债净融资或超 1 万亿，年初新增企业中长贷可能较多流入基建，财政信贷前置，基建资金来源较充足。3) 从结转资金来看，提前下发的 1.46 万亿专项债和 2021 年结转资金 1.28 万亿元为年初发力基建形成支撑，有助于在今年一季度更快形成实物工作量。

●风险提示

基建项目审批进度偏慢、财政支出力度不及预期、模型测算有偏差。

# 正文目录

1 资金端：预测 2022 年基建投资增速可达 6% .....	5
1.1 发力稳增长，基建预期强 .....	5
1.2 基建资金来源构成 .....	5
1.3 国家预算内资金：预计投入基建 3.5 万亿元，占比 19.7% .....	6
1.4 国内贷款：预计投入基建 3.7 万亿元，占比 20.9% .....	7
1.5 自筹资金：预计投入基建 8.9 万亿元，占比 50.2% .....	8
1.6 外资及其他资金：预计投入基建 1.63 万亿元，占比 9.2% .....	12
1.7 资金端：预测 2022 年基建投资增速达 6.0% .....	12
2 项目端：项目储备充足，审批有望提速 .....	14
3 节奏：2022 年基建投资可能“前高后低” .....	16
风险提示： .....	17

## 图表目录

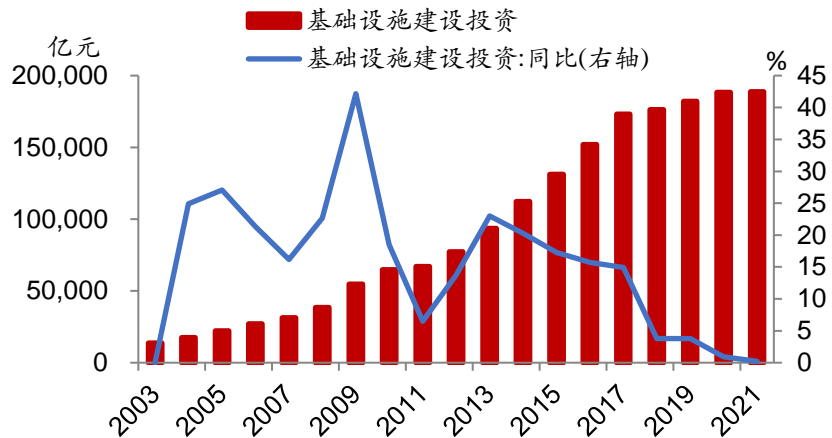
图表 1 2021 年基建投资为过去十年内同比增长率最低的一年 .....	5
图表 2 2020 年基建投资资金来源占比 .....	6
图表 3 2017-2021 年不同资金来源对基建投资的拉动 .....	6
图表 4 2022 年投入基建的国家预算资金预测 .....	7
图表 5 2022 年国家预算内资金占基建总投资比例预测 .....	7
图表 6 2022 年新增人民币贷款预测 .....	7
图表 7 2022 年国内贷款中基建投资额预测 .....	7
图表 8 基建投资中自筹资金的占比呈现逐年下降趋势 .....	8
图表 9 2022 年城投债融资中基建投资额预测 .....	8
图表 10 2022 年 PPP 投入基建金额预测 .....	9
图表 11 2022 年新增专项债预测 .....	10
图表 12 2022 年新增专项债中基建投资额预测 .....	10
图表 13 中央政府性基金投入基建测算 .....	11
图表 14 地方政府性基金(不包含专项债)投入基建测算 .....	11
图表 15 2022 年政府性基金中(不含专项债)基建投资额预测 .....	11
图表 16 2022 年政策性信贷中基建投资额预测 .....	11
图表 17 2022 年外资及其他资金中基建投资额预测 .....	12
图表 18 2022 年基建投资资金来源测算 .....	13
图表 19 2022 年基建投资资金来源中自筹资金部分预测 .....	13
图表 20 2017-2022 年不同资金来源对基建投资的拉动测算 .....	13
图表 21 2022 年全国固定资产加权增速目标为 8.1% .....	14
图表 22 2022 年各省重大项目梳理 .....	15
图表 23 从历史来看,基建年内增速多为“前高后低” .....	16

# 1 资金端：预测 2022 年基建投资增速可达 6%

## 1.1 发力稳增长，基建预期强

2013 年以来，基建投资增速中枢持续走低。去年全年基建投资为 188653 亿元，同比增速为 0.21%，低于 2020 年全年基建投资的同比增速 0.9%，为过去十年内同比增长率最低的一年。

图表 1 2021 年基建投资为过去十年内同比增长率最低的一年



资料来源：WIND，华安证券研究所

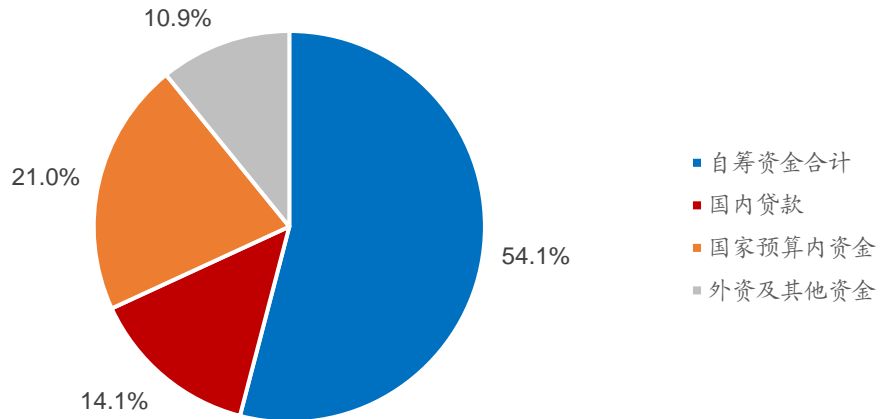
2021 年底中央经济工作会议以来，各大会议强调发力基建、基础设施建设成为稳定经济运行的重要抓手。2021 年 12 月 10 日，中央经济工作会议提出要继续实施积极的财政政策，提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资。2022 年 1 月 17 日 2021 年国民经济运行情况新闻发布会上强调，我国促发展投资潜力巨大，推动高质量发展、建设社会主义现代化国家仍需持续扩大有效投资；城乡区域发展差距仍然较大，基础设施和民生领域仍有许多薄弱环节；适度超前开展基础设施投资等政策正在发力，从投资的先行指标看，2021 年 1-12 月份，新开工项目 287760 个，比 1-11 月份增加 36767 个；新开工项目计划总投资比上年增长 3.3%，比 1-11 月份加快 0.6 个百分点，连续两个月加快。预计随着专项债加快发行，重大项目逐步落地，后续基建投资增速有望稳步提升。

## 1.2 基建资金来源构成

2022 年基础设施建设的增速会达到怎样的水平，能形成多少 GDP 增量？我们首先从资金角度加以估计。

根据国家统计局的统计口径，基建投资资金主要来源于国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资及其他资金，截至 2020 年，这几项占比分别为 21%、14%、54%、11%，前三者占比通常达到 90%，包括一般公共预算、国内贷款、城投债、PPP、政府性基金（其中有专项债）、政策性信贷等资金来源。其中，自筹资金是基建投资最大的来源，但 2016 年来自自筹资金增速大幅放缓，系地方融资受限、资管新规压降非标等政策影响。

图表 2 2020 年基建投资资金来源占比



资料来源：WIND，华安证券研究所

从分来源的资金拉动作用来看，据我们测算，2017-2019 年，基建投资资金增长的主要来源是包括 PPP、政府性基金支出和新增专项债在内的自筹资金；2020 年国家预算内资金和自筹资金（主要是新增专项债和政策性信贷）共同发力，拉动基建投资增长；2021 年基建投资的增长主要来源于国内贷款，而自筹资金拉动作用较低。

图表 3 2017-2021 年不同资金来源对基建投资的拉动

分项资金对基建总资金来源的拉动											
	国家预算内资金	国内贷款	城投债	PPP	政府性基金 (不包含专项债)	新增专项债	政策性信贷	广义非标融资	其他自筹资金	自筹资金合计	外资及其他资金
2017年	1.84	1.79	-1.16	11.72	4.25	1.27	-1.48	-0.06	-0.80	4.04	2.26
2018年	0.71	-1.19	0.29	6.53	6.64	2.80	-1.25	-20.18	61.03	-1.55	-0.03
2019年	0.38	0.74	1.33	-0.30	-0.13	19.66	3.30	-2.82	-2.42	-1.74	2.14
2020年	5.88	-0.89	3.79	-2.16	1.83	12.12	15.37	2.94	40.15	2.41	-0.06
2021年	0.18	11.66	-0.30	-2.12	2.42	-1.95	-2.00	0.86	-0.40	2.28	-0.06

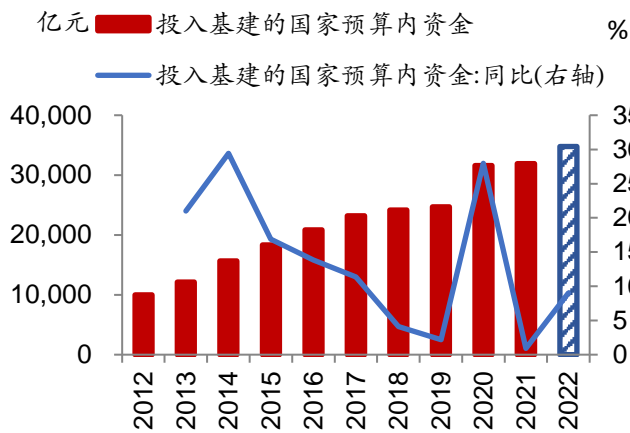
资料来源：WIND，华安证券研究所测算

### 1.3 国家预算内资金：预计投入基建 3.5 万亿元，占比 19.7%

2021 年国家预算内资金支出 25.0 万亿元，同比增速 0.9%，两年复合平均增速 3.1%，近年来回落态势明显。2012 年以来，国家预算内资金投入基建占比逐渐提升，由 8% 升至 13% 左右。我们假定在积极财政政策的要求下，2022 年公共财政支出同比增长 3% 左右（2021 年为 0.9%），在“适度超前开展基础设施投资”的要求下，预计投入基建的比例小幅抬升至 13.5%，得到中性假设下，2022 年全年公共预算支出 25.8 万亿元左右，投入基建的资金约为 3.5 万亿元，占基建资金来源比重 19.7%。

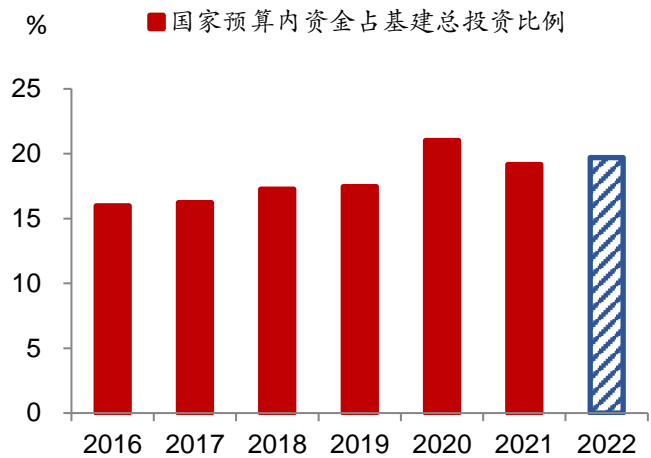


图表 4 2022 年投入基建的国家预算资金预测



资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

图表 5 2022 年国家预算内资金占基建总投资比例预测



资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

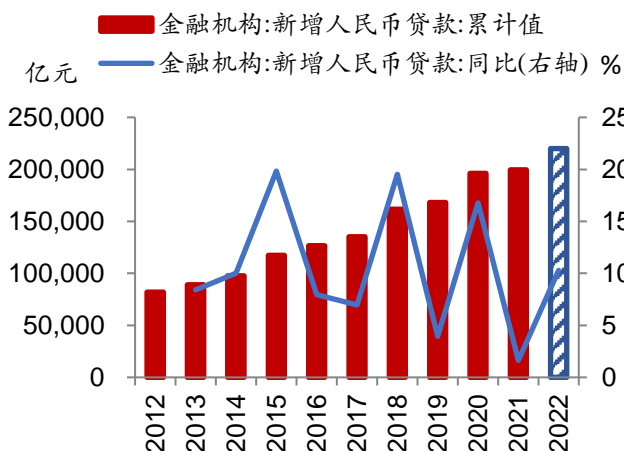
### 1.4 国内贷款: 预计投入基建 3.7 万亿元, 占比 20.9%

信贷总量在 2022 年首月出现“开门红”, 1 月新增信贷和社融达历史同期最高, 社融存量增速续升; 考虑到地产景气仍低迷、1 月制造业和非制造业扩张速度放缓, 合理推断有较大规模新增信贷流入基建。向后看, 预计货币政策稳中有松, 后续可能再降准降息。

**2022 年金融机构发放人民币贷款总量稳中趋增, 规模或增至 22 万亿元。**

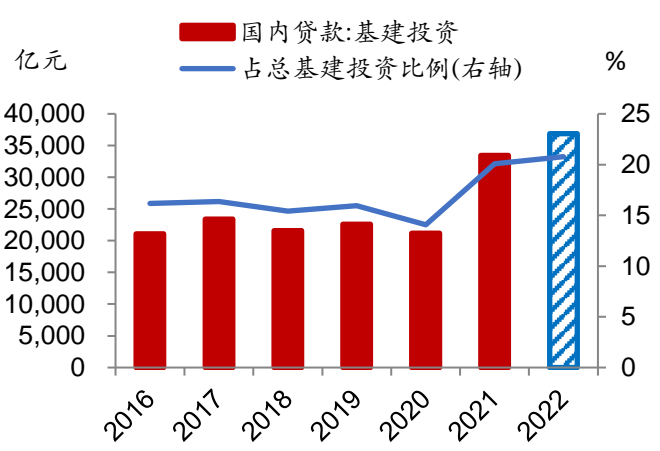
我们根据统计局数据测算, 2012 年以来, 国内贷款投入基建的资金占金融机构新增人民币贷款的比例逐年下降, 由 2012 年的 21% 降至 2020 年的 11%。鉴于今年基建投资对稳增长的重要性较高, 我们用 2012-2020 年基建贷款占新增人民币贷款比重均值作为权重, 即约为 17%, 由此预测 2022 年国内贷款投入基建的资金为 3.7 万亿元, 占基建投资资金来源的 20.9%。

图表 6 2022 年新增人民币贷款预测



资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

图表 7 2022 年国内贷款中基建投资额预测



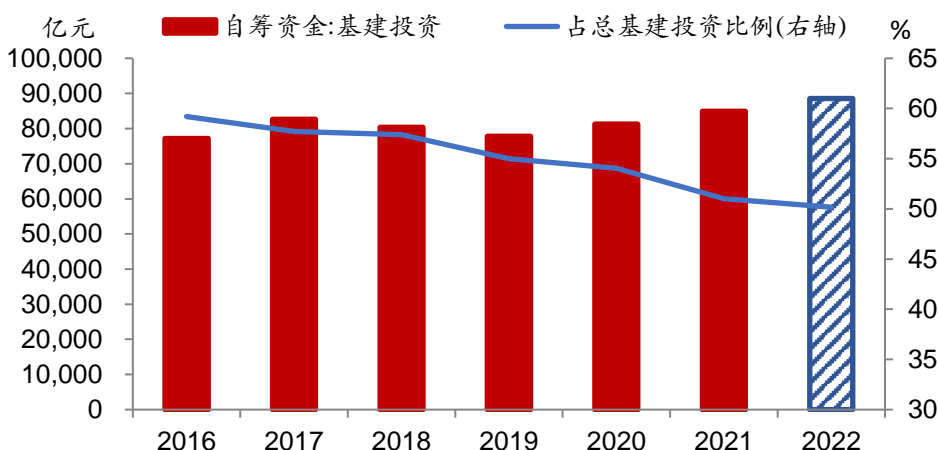
资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

## 1.5 自筹资金：预计投入基建 8.9 万亿元，占比 50.2%

自筹资金包括城投债、PPP、政府性基金（不含专项债）、专项债、政策性信贷、广义非标融资和其他自筹资金。自筹资金占基建资金来源比重自 2016 年以来逐渐下降，根据统计局数，自筹资金占比由 2016 年的 60% 左右降至 2020 年的 54%，我们测算 2021 年和 2022 年该比例或继续压降至 50% 左右。

结合各分项的测算，我们预计 2022 年用于基建投资的自筹资金总量为 8.9 万亿元，占基建总投资的 50.2%；其中乐观情况为 9.1 万亿元，占比 50.8%；悲观情况为 8.6 万亿元，占比 49.5%。

图表 8 基建投资中自筹资金的占比呈现逐年下降趋势



资料来源：WIND，华安证券研究所测算

### 1) 预计 2022 年用于基建投资的城投债融资额为 0.65 万亿元、占比 3.7%

2021 年城投债净融资额为 1.85 万亿元，同比增长-4.7%，系城投融资政策持续收紧、强调化解隐性债务，城投债净融资快速回落。监管新常态下，我们预计 2022 年城投融资为 1.8 万亿元左右。根据测算，城投债投入基建比例自 2016 年以来持续下行，2021 年约 37%，按该比例测算 2022 年城投用于基建的资金约为 0.65 万亿元，占比 3.7%。

图表 9 2022 年城投债融资中基建投资额预测

亿元 ■ 城投债投入基建金额 — 城投债投入基建金额占比（右轴）%

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\\_39019](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39019)

