

# 中央财经委员会第十一次会议点评

## 基建下一步

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



### 事件：

2022年4月26日，中央财经委员会第十一次会议召开，指出“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础”。

### 平安观点：

- **本次会议释放三个信号：**一是，中长期看，基建投资在供给和需求两侧将发挥更重要地位；二是，提振市场对稳增长的信心，关注4月政治局会议如何定调。国内外超预期因素影响下，实现全年GDP增长5.5%左右的增速目标需要付出更艰苦的努力。尽管本次会议对基建短期稳增长的着墨不多，但会议要求“全面加强基础设施建设”，有助于提振市场对稳增长的信心；三是，前期部署的基建稳增长举措或仍需加力。今年一季度全口径基建投资同比增长10.5%，受项目开工和财政资金（尤其是专项债）拨付较早的影响较大，后续难以持续处于高位。由于部分重大基建项目是基于全国或地方层面十四五规划的，在引领产业发展和维护国家安全等方面已做相应部署。本次会议指出全面加强基础设施建设，或侧面印证此前所出台的各项稳基建政策尚需加力。
- **重点关注如何解决基建项目融资难题。**本次会议对重点建设领域做了部署，覆盖面广，有助于缓解合意基建项目不足的问题。不过，相比于项目安排，对资金保障的安排更偏原则性一些。**目前来看，资金预计还将是掣肘基建反弹的关键约束，关注后续政策如何细化、落实：**一是，预计2022年财政资金投向基建的增量有限，公共财政和土地出让收入都是如此；二是，算基建投资的综合账，能否突破专项债监管的核心要求，即所对接项目的现金流能够覆盖还本付息，还有待观察；三是，2018年后国内PPP模式进入平稳增长期，其更好支持基建投资需要相关制度的完善；四是，关注可能于今年召开的第六次全国金融工作会议上，隐性债务监管会否适度松动。2017年7月召开的第五次全国金融工作会议，指出“严控地方政府债务增量，终身追责，倒查责任”，地方政府为基建配套融资的动力变得不足，是2018年-2021年基建投资增速持续低迷的最主要压制因素。
- **基建投资下一步。**目前对基建投资稳增长有较高诉求。本次会议在统筹发展和安全保障等中长期目标的同时，也兼顾了短期扩大内需，释放了稳增长的积极信号。后续决定基建投资反弹空间的关键，仍在于基建融资难题能否缓解。因此需重点关注基建投资回报要算综合账能否突破专项债监管的收益自求平衡这一核心要求、及地方政府隐性债务监管会否适度松动。

2022年4月26日中央财经委员会第十一次会议召开，指出“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础”。本次会议立足长远，通过全面加强基础设施建设，以保障国家安全，畅通国内大循环、促进国内国际双循环，推动高质量发展。短期而言，疫情冲击下当前三重压力仍大，此次会议也释放了积极的稳增长信号。不过，考虑到会议部署更多是原则性的，今年基建投资能有多大反弹空间，要看后续政策如何细化落实，尤其是资金约束能否缓解。

## 一、三个信号

我们认为，本次会议释放了三个信号：

**第一，中长期看，基建投资在供给和需求两侧仍将有重要地位。**供给方面，基础设施是国土空间开发保护、生产力布局和国家重大战略的重要支撑，也有利于引领产业发展和维护国家安全，推动高质量发展。需求方面，房地产这一中国经济最重要的信用加速器已过景气高点，基建投资在拉动总需求中有必要承担更多职责。因此，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，在供需两端都有积极意义。

**第二，提振市场对稳增长的信心，关注4月政治局会议如何定调。**今年一季度GDP同比4.8%，为实现全年GDP增长5.5%（取目标增速区间中值），二季度到四季度平均需增长5.7%。目前国内疫情仍呈点多、面广之势，二季度疫情对经济的冲击程度大概率将超过一季度，实现全年增长目标存在一定难度。近期市场讨论是否会下调GDP增速目标，稳增长发力不及预期在资本市场上也有映射。尽管本次会议对基建短期稳增长的着墨不多，但其作为本轮逆周期调节的主要抓手，会议要求“全面加强基础设施建设”，有助于提振市场对稳增长的信心。

**第三，前期部署的基建稳增长举措力度可能仍需加力。**2021年7月政治局会议部署“推动今年（2021年）底明年（2022年）初形成实物工作量”后，开始准备稳基建工作。2021年9月，财政部和国家发改委下发通知，要求各地做好2022年新增专项债券项目资金申报（对比2021年的新增专项债券资金申报工作，是2021年2月才启动的）。今年元旦后，各省市自治区就开始陆续公布和集中开工2022年的重大项目，与往年相比早了2-3个月；新增地方专项债发行和使用也较早，今年一季度新增专项债共发行1.25万亿（2021年同期为264亿）、向项目单位拨付债券资金8528亿。

在报告《基建反弹成色如何？》中，我们从资金和重大项目两个角度对2022年基建投资进行了梳理，认为这两个因素都没有明显改善，预计基建投资全年增速可能不会太高。不过，一季度基建投资值得高看一眼，原因一是一季度基建投资占全年比例是四个季度中最低的，只有13%-15%，因此从数据上看同比的波动弹性大；二是今年项目开工和财政支出的时间前置，从同比角度看存在时间错位影响。今年一季度全口径基建投资同比10.5%，受专项债拨付较早的拉动较大，一季度在政府性基金收入同比下降25.6%的情况下，政府性基金支出逆势大增43.0%。目前，基建投资采用财务支出法核算，资金拨付后即可计入已完成投资，因此专项债资金拨付使用对基建投资有直接影响，但如此高的增速势难持续（具体见《公共财政还有更大发力空间—2022年一季度财政数据点评》）。

由于部分重大基建项目是基于全国或地方层面十四五规划的，在引领产业发展和维护国家安全等方面已做相应部署。本次会议指出全面加强基础设施建设，或侧面印证此前所出台的各项稳基建政策仍需加力，需要部署新一轮的稳基建政策。

## 二、后续关注

会议围绕构建现代化基础设施体系，对重点建设领域做了部署，有助于缓解合意基建项目不足的问题。一是，加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为建设重点，着力提升网络效应。二是，加强信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，推进重大科技基础设施布局建设，加强综合交通枢纽及集疏运体系建设，布局建设一批支线机场、通用机场和货运机场。三是，加强城市基础设施建设，打造高品质生活空间。四是，加强农业农村基础设施建设，以基础设施现代化促进农业农村现代化。五是，要加强国家安全基础设施建设，加快提升应对极端情况的能力。

不过，相比于项目，会议对资金保障的安排更偏原则性一些，包括加大财政投入、推动 PPP 模式规范发展和阳光运行等。目前来看，短期内资金预计还将是掣肘基建投资反弹高度的关键约束，关注后续政策如何细化、落实。

一是，预计 2022 年财政资金投向基建的增量有限。公共财政方面，2020 年和 2021 年，四个基建相关的支出分项（节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输）合计分别同比下降 6.9%、6.0%，比同期总的公共财政支出增速分别低 9.7 个百分点、6.3 个百分点。由于上述四个分项中都有民生性支出，因此公共财政支出真正投向基建的增速与总支出增速的缺口实际更大。2022 年公共财政预算支出同比 8.4%，因用于防疫和稳就业等民生性的支出诉求上升，我们认为 2022 年公共财政投向基建的增速可能继续为负。政府性基金方面，今年一季度全国土地出让金收入同比下降 27.4%，而目前土地一级市场仍显低迷，土地出让金收入增速短期预计还将下滑，拖累其对基建投资的支持（根据国家统计局，专项债投向基建的资金也应通过政府性基金预算计入国家预算资金。本文将专项债资金放在后面单独作为一条分析，主要是为了方便）。

二是，基建投资的回报要算综合账，能否突破专项债监管的核心要求，即所对接项目的现金流能够覆盖还本付息，尚有待观察。基建项目具有正的外部性，它产生的全部价值并不能完全体现在项目的现金流回报上，外部性正是基建投资需由政府主导的原因所在。从募集说明书来看，近年专项债投向基建的比例都在 7 成左右，但由于缺少现金流回报符合要求的项目，专项债资金趴在账上的例子并不少见。比如，2021 年四季度，新发行但实际未使用的资金有 1.2 万亿，结转到 2022 年使用。对 2022 年专项债资金的使用要求，最新的是 2021 年 12 月提前下达的 2022 年专项债券（1.46 万亿，占比 40%），原则上在今年 9 月底前拨付使用；对于第二批专项债券额度（2.19 万亿，占比 60%），尽可能在今年加快使用。今年 7 月全国范围内将实施专项债穿透式监管，若没有政策调整，不排除今年继续出现大规模专项债资金未使用的情形。

与以往相比，本次会议的一个特点是，强调重视基建投资的综合账。一方面，指出实现经济效益、社会效益、生态效益、安全效益相统一；另一方面，强调要注重效益，既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益。与经济效益相比，基建项目创造的社会效益、生态效益和安全效益等，更难科学估算，估算时的主观性也更高。

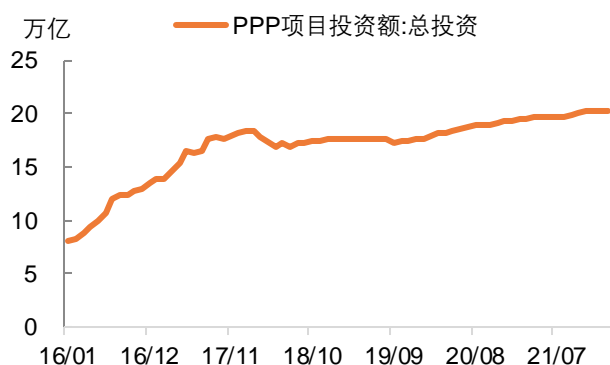
若政策突破专项债监管的核心要求——收益自求平衡，将收益考核从单纯的现金流回报拓宽至综合收益，则专项债对基建投资的支持有望起到立竿见影的效果，观察后续政策是否会这样调整。

三是，2018 年后国内 PPP 模式进入平稳增长期，要更好支持基建投资，需要相关制度的完善。2014 年 10 月，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）中，提出推广使用政府与社会资本合作模式，PPP 模式开始在国内快速发展。但一些问题也开始显现，比如地方政府借道 PPP 项目违规举债、明股实债项目中地方政府不能支付承诺的收益等。2017 年 7 月，国务院国资委发布《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》，对央企参与 PPP 业务，严格准入条件、严格规模控制、严肃追求责任。2018 年年初开始，国内 PPP 项目总投资额增长缓慢。

我们认为，与公募 REITs 一样，PPP 模式有助于盘活存量基建投资，进而为地方政府投资新的基建项目贡献资金。但鉴于 PPP 项目实施过程中的一些问题、央企国企参与面临的政策约束、以及民企作为社会资本方的积极性较弱，PPP 模式更好支持基建投资，还需要完善政策、加强引导、也需要时间。

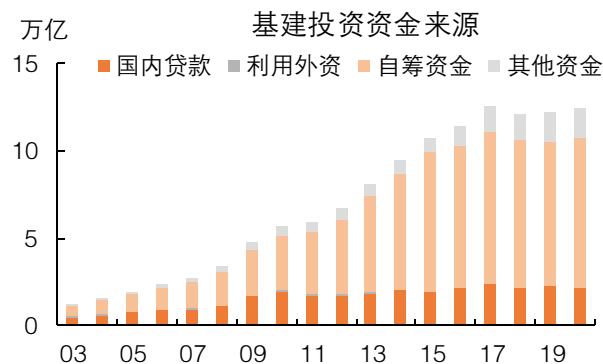
四是，关注地方政府隐性债务监管是否会适度松动。基建投资虽由政府主导，但真正来源于财政的资金（包括专项债投向基建的部分），长期占比不足两成，另外八成配套资金主要靠融资平台和项目公司筹集。2017 年 7 月召开的第五次全国金融工作会议，指出“严控地方政府债务增量，终身追责，倒查责任”，地方政府为基建配套融资的动力变得不足。这体现在数据上就是，基建投资资金来源除财政的部分（包括国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金），2017 年是历史高点，为 12.6 万亿，而即使在稳增长压力较大的 2020 年，也未能恢复到 2017 年的水平。

图表1 2018年后PPP模式进入平稳增长期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 除国家预算外的基建资金来源 2017年是高点



资料来源:wind, 平安证券研究所

近期，市场讨论平台融资监管政策会否放松，本次会议并未提及，我们认为可能需要看或于今年召开的全国第六次金融工作会议如何定调。4月18日，央行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，第11条指出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”，引起了城投融资是否会松绑的讨论。4月19日，中央深改委会议要求，“压实地方各级政府风险防控责任，完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为”。尽管城投合理融资和隐性债务不同，但实际操作中界定并不明晰，因此隐性债务高压监管，可能抑制城投的合理融资。按照以往每五年一次的频率，第六次全国金融工作会议可能在今年召开，关注其如何定调地方债务监管。

总的来说，中央财经委员会第十一次会议聚焦统筹发展和安全、构建现代化基础设施体系、为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础等中长期目标，提振了市场对短期稳增长的信心。会议对全面加强基础设施建设的重点领域做了详细安排，有助于缓解目前合意基建项目不足的问题。后续关注政策如何细化、落实，尤其是基建投资算综合账能否突破专项债监管的收益自求平衡这一核心要求，以及地方政府隐性债务监管是否会适度松动等，这些决定了今年基建投资增速反弹的高度。

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\\_41046](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41046)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn