



2022 年基建：上半场强势，下半场平淡

2022 年 07 月 10 日

上半年我国基建投资表现强劲，下半年基建演绎存在分歧：专项债退坡后，基建投资将断崖式下跌，还是稳增长加码后的继续扩张？我们的测算结果显示，下半年基建增速或略平于上半年。即上半年强势的基建，或将在下半年以更平缓的斜率收官。

► 上半年基建投资表现超预期“强势”。

去年基建投资累计同比几乎为零（0.2%），这是 2018 年以来最低基建投资读数。今年稳增长基调下，一季度基建投资同比增速跃升至 10%。

去年底和今年年初，这两段时间基建投资增速拉开了极大水位差，基建扩张环比扩张力度之强，使得市场开始意识到：基建已然结束了 2018 年以来的“躺平”姿态。2018 年-2021 年，基建投资同比增速波澜不惊，常年位于 3% 左右水平。在基建高增速加持之下，年初 A 股市场迎来了一轮基建链的定价重估。

上半年基建投资极为强势，不仅年初的快速增长令市场感到始料未及，更为重要的是，二季度基建投资表现依然好于预期。

受新冠疫情影响，内需相关板块，地产、消费等毫无意外快速下滑，然而基建以惊人韧性，迅速迎来修复。

► 对下半年基建，市场存在较大预期差。

下半年，市场对基建投资强度的分歧较大。

看空下半年基建投资的逻辑认为，下半年财政“缺钱”，将约束基建发力。

上半年，我国财政大力度的扩支减税，即大力度基建、大力度减税降费和大力度发行专项债。

截至今年二季度末，专项债已完成 93% 的全年融资额度，下半年专项债融资空间所剩无几。受限于财政收支情况，下半年基建投资或难以续力。

看多下半年基建投资的逻辑认为，稳增长政策加码，将续力基建高增速。

如果下半年地产投资磨底，则下半年稳增长政策或进一步加码。这也就意味着下半年基建或进一步放量，甚至超过上半年。

► 强势基建的下半场，我们认为更多是归于平淡。

无需过度忧虑下半年财政收入不足，基建也不会断崖式下跌。

上半年新冠疫情扰动及抗疫因素，财政透支了部分财力，约 1 万亿（测算详见《算一算抗疫的财政账本》）。下半年两项增量工具（政策性银行工具）将有效弥补财政收支缺口。故而暂且不用担忧财政资金不足约束基建投资。

根据我们计算，两项增量政策工具或撬动 1-2 万亿新增信贷投向基建。预测全年基建增速约 8%，上半年基建增速 8.3%，下半年基建增速月 7.0%。

我们还进一步测算，全年地产投资增速约为-6%。每年新增基建投资规模绝对值略高于地产，故而 8% 的基建投资增速能够有效覆盖-6% 的地产投资下滑。

这也意味着 8% 的全年基建增速已经“够用”，足够保持建筑业部门平稳。下半年基建增速不太可能突破 10%。总之，下半年基建增速略弱于上半年。

按照我们的估测，一至四季度基建投资增速或分别为 10.5%、7.2%、10.9%、3.5%；下半年基建投资增速波动或将大于上半年。

► 风险提示：疫情发展超预期，地产政策超预期，测算偏差。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1、《预测一季度基建投资增速或达 10%》——2022 年基建研究系列（一）
- 2、《基建发力，项目何处寻？》——2022 年基建研究系列（二）
- 3、《10%基建增速背后：项目还缺么？》——2022 年基建研究系列（三）
- 4、《被地产牵引的基建》——2022 年基建研究系列（四）

目录

1 基建上半场：专项债“守护”下基建放量	3
1.1 疫情也挡不住上半年基建发力	3
1.2 专项债前置从而保证基建放量	3
2 基建下半场：增量政策工具为基建“续航”	4
2.1 疫情过后财政面临万亿收支缺口	4
2.2 增量政策工具续力基建投资	5
3 下半年基建投资增速测算	6
3.1 从资金视角测算全年基建投资	6
3.2 增量工具加持下半年基建平稳续力	7
4 今年基建投资表现的含义	8
4.1 增速近 8%的基建能够对冲今年地产投资下行	8
4.2 测算显示下半年基建投资表现平稳	9
5 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

1 基建上半场：专项债“守护”下基建放量

1.1 疫情也挡不住上半年基建发力

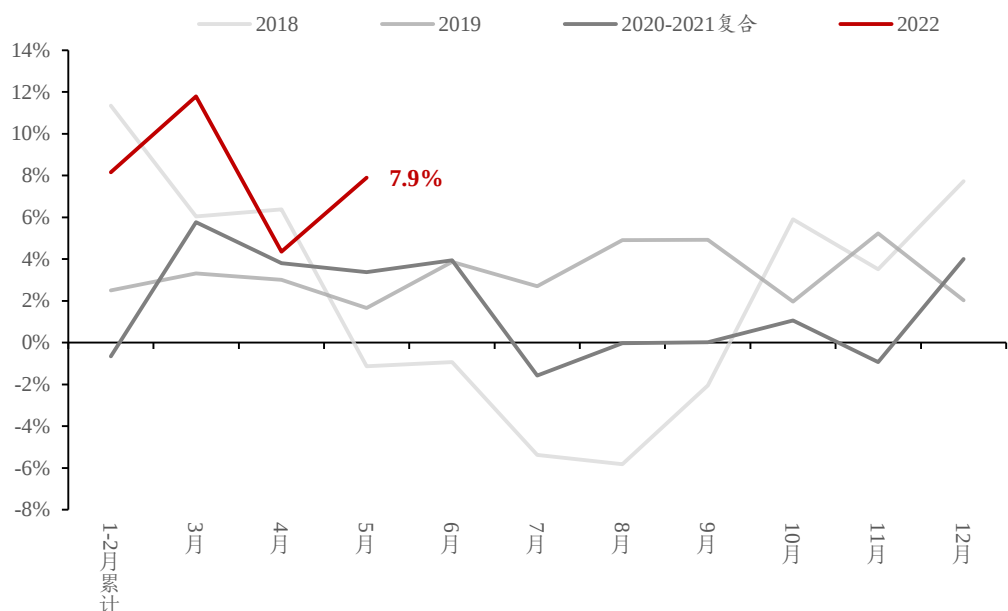
一季度基建投资同比增速达到 10.5%，创下近五年历史同期最高水平。

即便疫情，都没有太过压制基建投资表现。

4 月华东疫情暴发，地产、消费当月同比转负，基建投资仍表现出极强韧性，4 月基建投资同比增速达 4.3%，仍然高于 2019、2020-2021 同期表现。

5 月疫情有所修复，基建投资同比增速迅速上行 3.6 个百分点，回升至 7.9%，6 月复工复产仍在有序进行，预计基建同比将进一步走高。

图 1：上半年基建投资同比增速高企



资料来源：wind，民生证券研究院

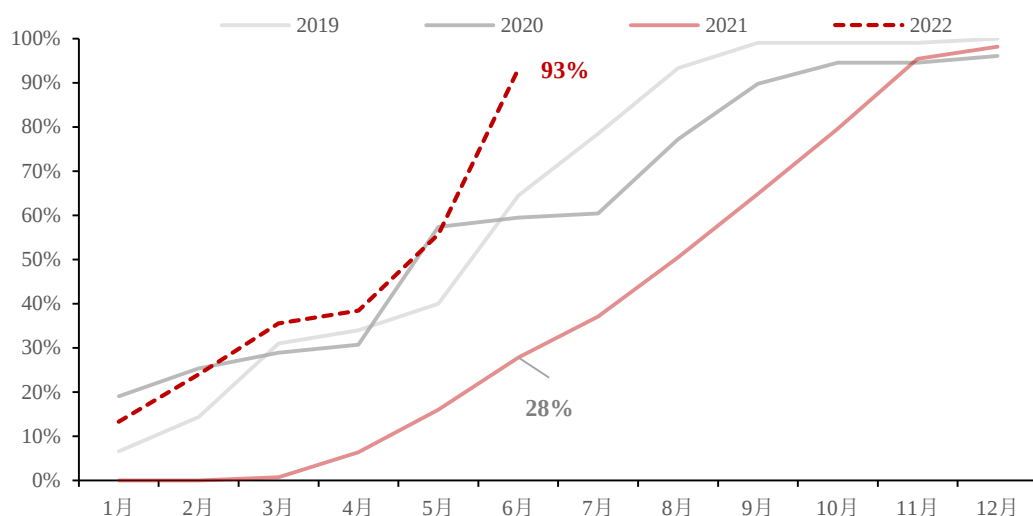
1.2 专项债前置从而保证基建放量

上半年基建放量，资金端主要依靠专项债支撑。

一季度基建投资放量，主要靠专项债。一笔是年初提前下达的 1.46 万亿元专项债；另一笔是 2021 四季度发行未使用的 1.2 万亿元专项债。

二季度华东疫情期间，税收和土地出让金收入快速下滑。然而二季度基建投资却一再超预期，背后的资金支持主要来自于前置发行的专项债。

往年专项债发行一般在 10 月结束，然而今年上半年，专项债发行便已接近尾声（发行进度达 93%）。专项债前置的现象非常明显。二季度专项债一共发行 2 万亿元，较去年多增 1.1 万亿元，不论从绝对规模还是发行进度，都达到历史最高水平，极大程度保证了疫情期间基建平稳放量。

图 2：二季度专项债发行节奏提速


资料来源：wind，民生证券研究院测算

2 基建下半场：增量政策工具为基建“续航”

今年 93% 的专项债额度已在上半年发行完毕，下半年几乎无专项债可发。再者二季度疫情冲击之下，中国税收和土地出让金收入大幅萎缩，较年初预算走低万亿。下半年用哪块资金支撑基建？

2.1 疫情过后财政面临万亿收支缺口

初步估测疫情扰动下，全年财政收支缺口走阔 1-2 万亿元。其中财政收入端因疫情下降 1 万亿元，常态化核酸或增加财政支出 7000 亿元。目前部分城市压降其他支出支持常态化核酸支持，我们假设常态化抗疫不新增财政收支缺口，则疫情扰动之下，今年财政收支或将面临 1 万亿元收支缺口。

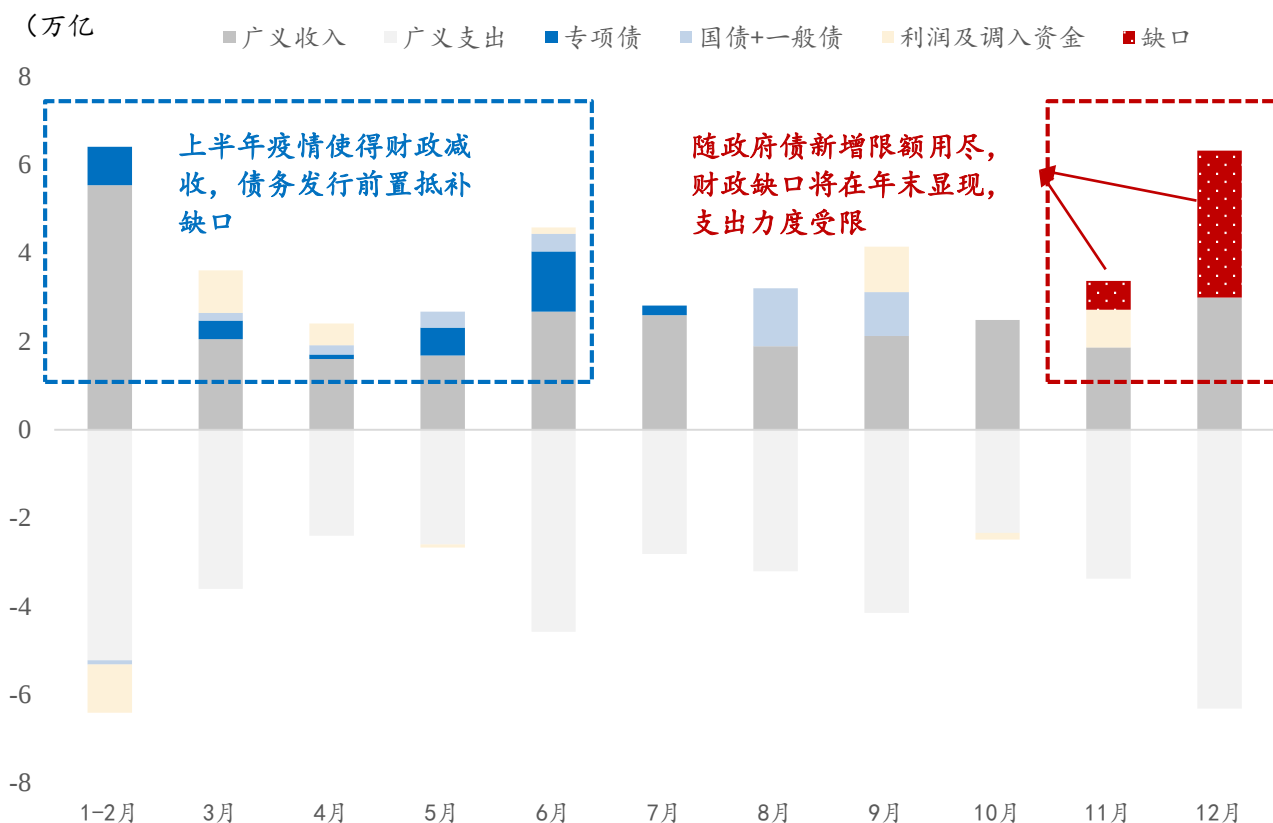
今年上半年专项债已发行 3.4 万亿，很大程度上是抵补疫情冲击形成的财政缺口。

专项债发行节奏大幅前置之后，下半年仅有 0.3 万亿元专项债待发行。上下半年专项债发行规模明显断层。若不及时弥补足量资金，下半年基建或将面临规模缩减。

此外，未来疫情发展仍具不确定性。目前安徽、江苏、西安、上海等多个省市疫情散发，疫中财政减收，税收和土地出让金面临不确定性。

下半年或需要增量工具撬动增量资金，以达成财政平衡，推进基建投资。

图 3：下半年财政支出力度受限，基建发力面临资金约束



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.2 增量政策工具续力基建投资

6月初和月末的两场国常会，先后提出两项增量政策工具。6月1日国常会提出调增政策性银行8000亿元信贷额度。6月29日进一步提出发行金融债券筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。

有政策性银行增量工具助力，下半年即便专项债断层，基建投资也能够延续上半年力度，全年投资表现仍将较过去五年显著扩张。

若后续财政启用其他增量政策工具，譬如发行特别国债、增扩赤字、提前使用未来年度债务额度等，都将让全年基建再上台阶。

然而我们认为，上述增量工具启用概率不大。除非后续疫情超预期发展，抑或地产硬着陆。

表 1：疫情后政策明确加大预算外资金对基建投入

时间	会议（文件）	扩大投资、基建表述	提及的资金来源	提及的基建方向
2022.1.18	国家发展改革委 1 月新闻发布会	• 适当超前开展基础设施投资	【预算内资金】 去年四季度发行的地方政府专项债券	• 【“十四五”规划 102 项重大工程】
2022.3.5	《2022 年政府工作报告》	• 要用好政府投资资金，带动扩大有效投资	【预算内资金】 • 地方政府专项债券 3.65 万亿 • 预算内投资安排 6400 亿元	• 【水利】【交通】【能源】【地下综合管廊】
2022.4.29	中央政治局会议	• <u>全面加强基础设施建设</u>	—	
2022.5.25	《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	• 进一步盘活存量资产、扩大有效投资	【预算外资金—盘活存量资产】 • REITS、PPP、其他盘活资产方式	• 【交通物流】【能源环境】 【“一老一小”领域项目】 【“十四五”规划 102 项重大工程】
2022.5.31	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	• 稳投资政策	【预算内资金—加快使用专项债、加快财政支出进度】 • 今年已下达的 3.45 万亿元专项债在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。 • 尽快下达转移支付预算，加快本级支出进度 【预算外资金—金融机构支持、发行专项债券】 • 加大金融机构（政策银行、商业银行、保险公司）对基础设施建设和重大项目的支持力度 • 支持发行 3000 亿元铁路建设债券	• 【新基建】【新能源】 适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围 • 【水利】【交通】【地下综合管廊】加快推进一批论证成熟的水利工程项目、加快推动交通基础设施投资、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设、稳定和扩大民间投资
2022.6.1	国务院常务会议	• 对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制	【预算外资金—政策性银行信贷】 • 调增政策性银行 8000 亿元信贷额度	
2022.6.30	国务院常务会议	• 确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措，扩大有效投资、促进就业和消费	【预算外资金—金融债券（或为政策性银行建设基金）】 • 通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，中央财政予以适当贴息。	

资料来源：国务院。民生证券研究院整理

3 下半年基建投资增速测算

3.1 从资金视角测算全年基建投资

我们从资金视角出发，测算下半年基建投资的增速表现。

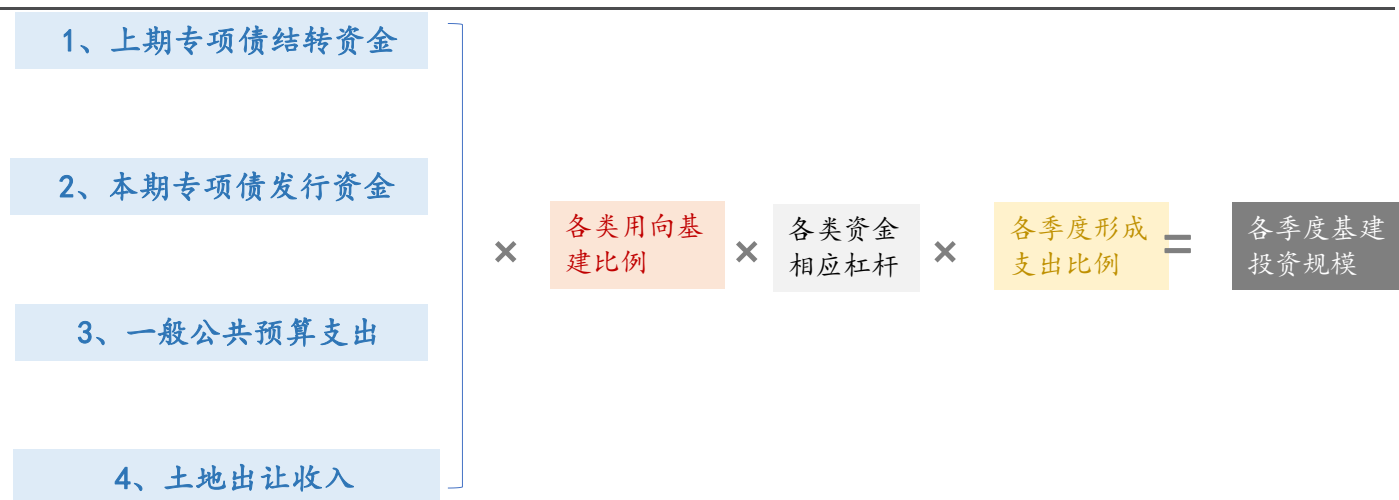
基建作为公共产品，投资由财政主导，相较制造业、地产投资，财政资金占基建资金比重最高。我们的测算中，将财政资金作为测算基建投资的起点。

首先，每年财政收支预算为已经公布的数据，我们只需要在此基础上，确定各季度财政资金用向基建的比例，以及财政资金撬动社会资金的杠杆比例，就能够得各季度基建投资资金规模。

其次，得到各季度可投向基建资金后，还需要考虑有多少资金能够在当期形成投资。四类资金对应项目审批门槛有差异、前期准备时间不同，因此各项资金即便已经从国库拨出，形成投资的节奏也有所不同。

最后，将四类财政资金在各季度形成的基建资金，乘以在各季度落地形成投资的比例，便能够得到，每一季度的基建投资规模。

图 4：四类资金构成基建到位资金



资料来源：民生证券研究院

3.2 增量工具加持下半年基建平稳续力

目前政策明确将调增 8000 亿政策性银行信贷规模，同时发行 3000 亿金融债用作重大项目资本金。

我们给山一组织情形 测算攻击佳增量下日能放样动多小桐塔其决次公

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=143745>

