

基建“稳增长”，常见误区

伴随稳增长“加力”，市场对基建投资的关注度上升，但仍存一些分歧与误解。常见的误区有哪些、怎样去正确理解？本文梳理，可供参考。

■ 误区一：资金前置，基建投资“前高后低”？不能仅看资金、落地才是关键

稳增长加力背景下，基建资金明显前置，市场部分观点认为基建投资会出现“前高后低”现象。年初以来，专项债资金靠前发力、基建支持加码，上半年发行进度达 93%，前五个月投向基建比重为 61%；一般财政基建支出保持较高强度，上半年增速约 8%。资金前置带动基建投资保持较高增速，但考虑到财政收支平衡压力逐渐凸显，后续支出可能减弱，部分观点认为基建投资强度后半年或下降。

判断基建发力，不能只看资金，需结合项目落地等分析；近期项目、资金端共同发力，或使得稳增长效果在下半年加快显现。尽管资金前置带动基建投资增长较快，但近几个月基建类微观指标却出现“背离”，或缘于项目、资金不匹配等。近期，项目审批和开工提速、“准财政”持续加力等，有助于缓解项目与资金不匹配、推动基建加速落地，高频指标石油沥青开工率也随之出现持续改善迹象。

■ 误区二：金融工具，撬动上万亿基建？旨在补充资本金，杠杆仍取决于项目

政策性、开发性金融工具的推出，引发市场对其撬动多少基建投资的讨论。政策性、开发性金融工具，由国开行、农发行分别设立、规模共三千亿元，主要用于补充重大项目资本金、或为专项债项目资本金搭桥，旨在“精准打通资本金无法到位造成的堵点，推动项目尽早开工”。金融工具的运用，或可推动更多项目达到最低资本金要求，加快相关项目和配套资金落地，对实体需求形成一定拉动。

但金融工具或不完全投向基建，且撬动多少资金取决于支持的项目质量。金融工具投向的重大科技创新领域或多为产业项目、不能完全归为基建。且金融工具撬动杠杆或取决于项目质量；重大项目质量高、外部融资占比近 70%，金融工具若全部用于支持重大项目，或与其他财政资金共带动约 1.4 万亿元外部资金；而专项债项目外部融资占比仅 13%，金融工具投向专项债项目带动的外部资金或有限。

■ 误区三：基建投资规模高估，影响几何？易高估财政资金缺口与社融增速

以同比推算基建投资规模，可能存在高估。当前一些基建投资预测，以 2017 年为基准、用同比推算，可得 2021 年基建投资近 18.9 万亿元；但这一方法或忽略统计口径等变化，高估基建规模。类似地，同比推算下、2021 年固定资产投资 76 万亿元，而统计局公布值仅 54 万亿元，推算偏差达 40%。利用基建投资占固定资产投资比例推算其规模或更合理，可得 2021 年基建投资为 13.5 万亿元。

基建投资规模的高估，可能导致基建稳增长产生的财政资金缺口、对信用环境的影响被夸大。若基于上述高估的 2021 年基建投资规模，以市场平均预期增速 8% 推算，今年基建投资或被高估近 5.8 万亿元。考虑到基建资金中预算内资金占比约 20%，高估基建投资或导致财政资金缺口、以及补缺口所需资金被夸大近 1.2 万亿元；假设其余均为外部融资，或导致社融增速被高估近 1.5 个百分点。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1.1、误区一：资金前置，导致基建投资“前高后低”？	3
1.2、误区二：金融工具，撬动上万亿基建？	5
1.3、误区三：基建投资规模高估，影响几何？	7
风险提示：	8

图表目录

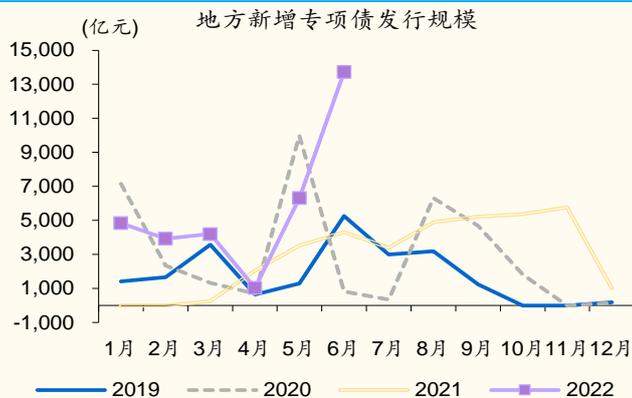
图表 1：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕	3
图表 2：2022 年，一般财政基建类支出维持较高强度	3
图表 3：近期，广义财政收支增速加速背离	3
图表 4：2022 年上半年，广义财政收支差创近年新高	3
图表 5：专项债发行与基建投资间存在一定时滞	4
图表 6：2022 年，基建投资与基建高频指标出现背离	4
图表 7：专项债使用进度较慢的两大原因	4
图表 8：部分城市审计报告披露专项债使用存在的问题	4
图表 9：2022 年 3-5 月，专项债新开工项目增多	5
图表 10：2022 年 6 月以来，石油沥青开工率持续回升	5
图表 11：政策性、开发性金融工具运行机制	5
图表 12：部分基建项目资本金要求	5
图表 13：2022 年，财政收入明显下滑	6
图表 14：重大项目需要一定财政资金做资本金	6
图表 15：金融工具重点投向三类项目	6
图表 16：2022 年上半年，专项债项目杠杆率约 13%	6
图表 17：据同比推算，2021 年基建投资 18.9 万亿元	7
图表 18：不同方法计算基建预算内资金占比	7
图表 19：固定资产投资统计口径、方法有所调整	7
图表 20：利用同比增速推算固定资产投资存在高估	7
图表 21：2021 年，基建投资规模近 13.5 万亿元	8
图表 22：近年，基建资金中预算内资金占比 20%左右	8

伴随稳增长“加力”，市场对基建投资虽关注度上升，但仍存一些分析与误解。常见的误区有哪些、怎样去正确理解？本文梳理，可供参考。

1.1、误区一：资金前置，导致基建投资“前高后低”？

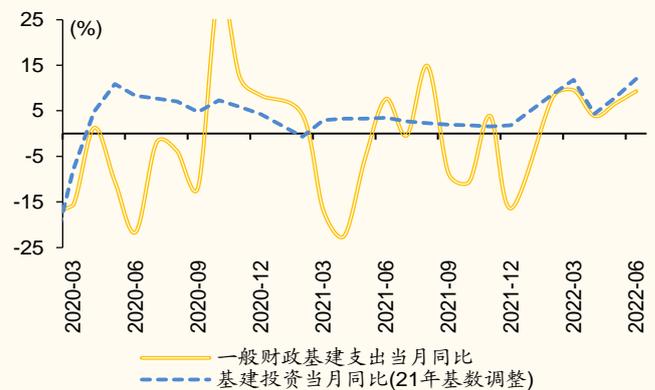
稳增长加力背景下，基建资金明显前置，市场部分观点认为基建投资会出现“前高后低”现象。年初以来，专项债资金靠前发力、基建支持加码，上半年发行进度达 93%，前五个月投向基建比重为 61%；一般财政基建支出保持较高强度，上半年增速约 8%。资金前置带动基建投资保持较高增速，但考虑到财政收支平衡压力逐渐凸显，后续支出可能减弱，部分观点认为基建投资强度下半年或下降。

图表 1：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕



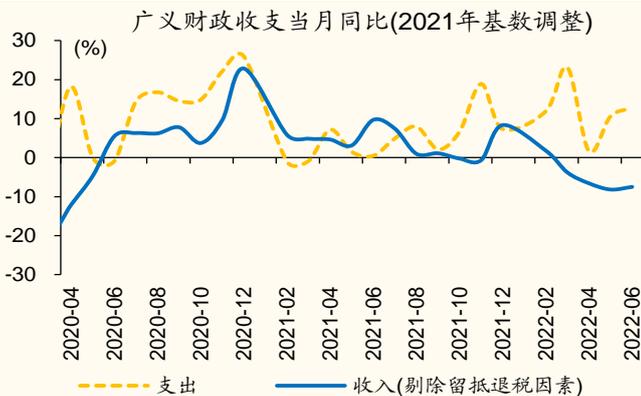
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2022 年，一般财政基建类支出维持较高强度



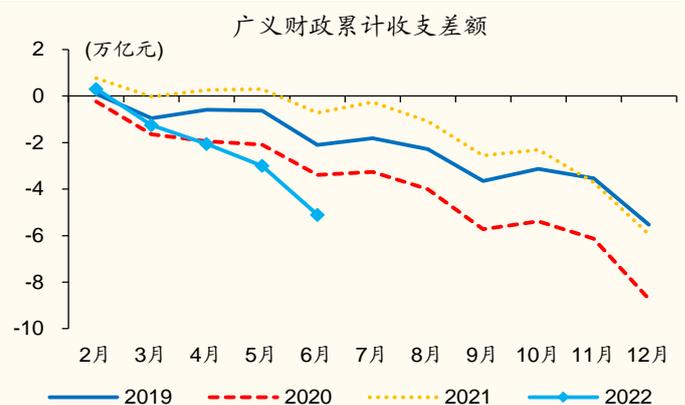
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：近期，广义财政收支增速加速背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：2022 年上半年，广义财政收支差创近年新高

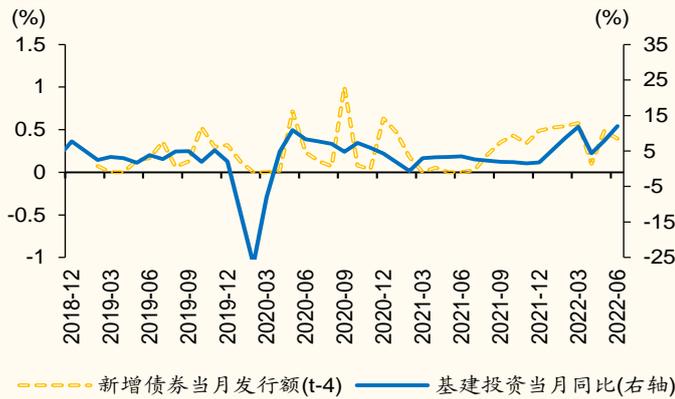


来源：Wind、国金证券研究所

尽管资金前置带动基建投资增长较快，但受资金、项目不匹配等因素影响，实际落地或存在“错位”。过往数据显示，新增专项债发行与基建投资或存在 4 个月左右时滞；且今年年初以来，基建投资虽有提速，但压路机销量增速却指向基建落地情况或不及预期。根据财政部¹及部分城市最新审计报告披露，基建项目落地滞后或缘于专项债分配下达不及时与项目准备不充分等因素。（详见《稳增长数据“背离”，如何理解？》）

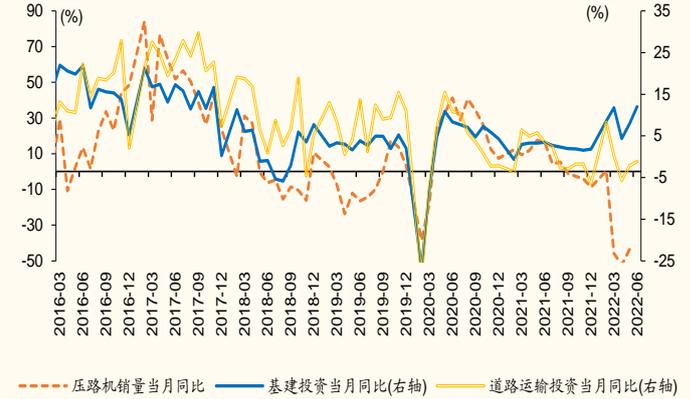
¹ http://sd.mof.gov.cn/gzdt/caizhengjiancha/202207/t20220707_3825613.htm

图表 5：专项债发行与基建投资间存在一定时滞



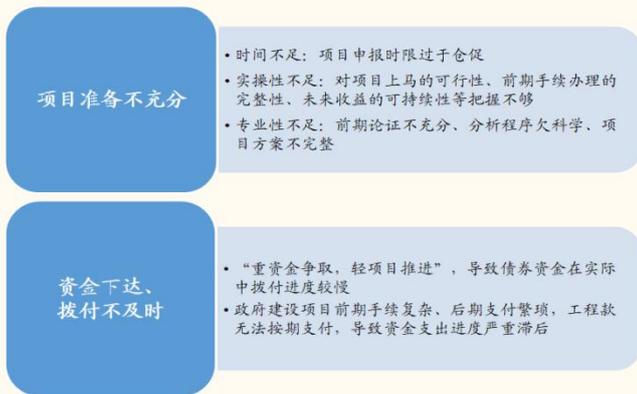
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：2022 年，基建投资与基建高频指标出现背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：专项债使用进度较慢的两大原因



来源：财政部、国金证券研究所

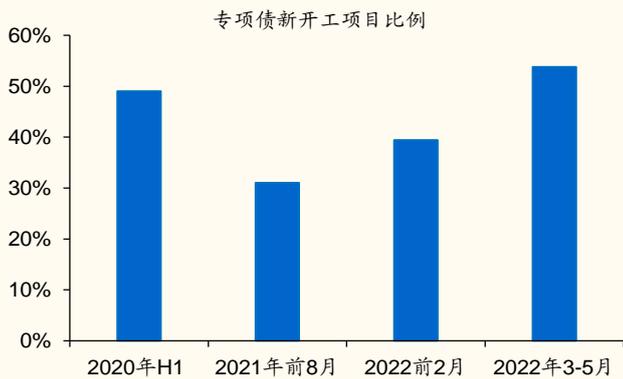
图表 8：部分城市审计报告披露专项债使用存在的问题

地区	2021 年审计报告专项债使用问题相关披露
贵阳市	1. 挪用专项债券资金。 2. 部分项目推进缓慢，专项债券资金闲置。 3. 专项债券资金使用管理不规范。
泰州市	1. 部分专项资金未及时分配下达。 2. 个别政府专项债券项目建设缓慢，部分资金闲置近两年仍未开工。
常州市	1. 市级政府专项资金分解下达不及时。 2. 上级转移支付分配下达不及时。未能按规定收到一月内分解下达。 3. 个别项目使用债券资金进度较慢或未开工建设。
三明市	1. 部分专项资金滞留、沉淀；因项目推进滞后等原因，专项资金沉淀在市民政局、经济开发区等预算单位。 2. 项目建设进度慢，部分专项债券资金未及时形成实物工作量。
辰溪县	1. 预算执行不到位，专项债券支出等科目远低于年初预算数。 2. 未能及时拨付专项债券到项目建设单位问题。

来源：各地政府网站、国金证券研究所

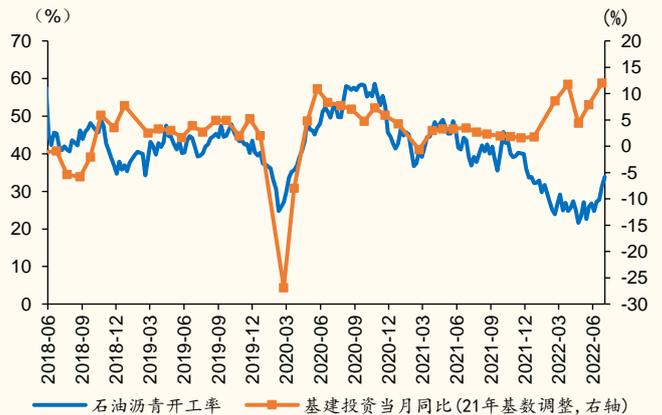
判断基建发力，不能只看资金，还需结合项目落地等分析；推进项目落地政策不断加码下，稳增长效果或在下半年加速显现。近期，项目端审批、开工提速，发改委 5 月新增核准投资金额较去年同期增长一倍，专项债新开工项目增多、3-5 月新开工比例较前两月提升 14 个百分点；资金端亦有“准财政”加持，调增基建信贷额度、创设金融工具打通资本金堵点等；项目、资金两端共同加力推动资金落地下，基建高频指标石油沥青开工率也出现持续改善迹象。

图表 9: 2022 年 3-5 月, 专项债新开工项目增多



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 10: 2022 年 6 月以来, 石油沥青开工率持续回升

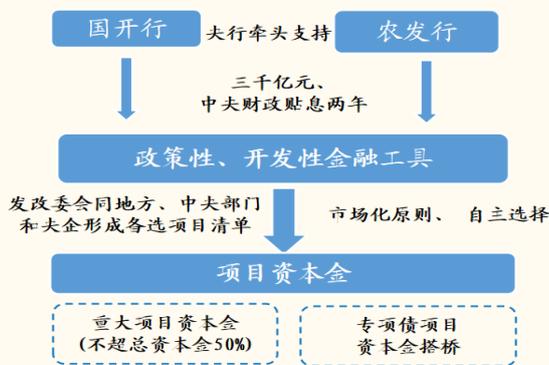


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、误区二：金融工具，撬动上万亿基建？

政策性、开发性金融工具的推出，引发市场对其撬动多少基建投资的讨论，部分观点认为至少带动超万亿基建资金。政策性、开发性金融工具，由国开行、农发行分别设立、规模共三千亿元，主要用于补充重大项目资本金、不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥；而其重点在于“精准打通资本金无法到位造成的堵点，推动项目尽早开工，尽快形成实物工作量”²。

图表 11: 政策性、开发性金融工具运行机制



来源: 人民银行、国金证券研究所

图表 12: 部分基建项目资本金要求

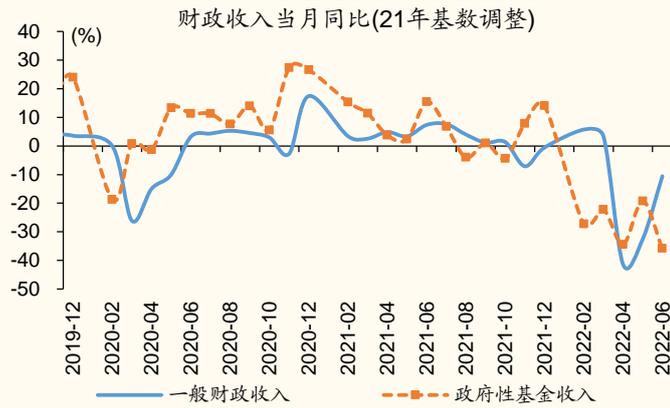
项目	项目最低资本金要求	
	2015年调整后	2019年调整后
城市轨道交通项目	20%	20%
港口、沿海及内河航运项目	25%	20%
机场项目	25%	25%
公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目	20%	15%
其他基础设施项目	20%	20%

来源: 政府网站、国金证券研究所

金融工具的运用，部分替代了财政收入下滑带来的资本金短缺，或有助于加快项目投资落地等。尽管一些重大项目质量比较好、较为容易获得配套融资，但地方财政收入的大幅回落，可能导致部分项目因缺少资本金而不能及时落地。政策性、开发性金融工具，可以至多替代一半的总资本金，推动更多项目达到最低资本金要求，加快相关项目和配套资金等落地，对实体需求形成一定拉动。

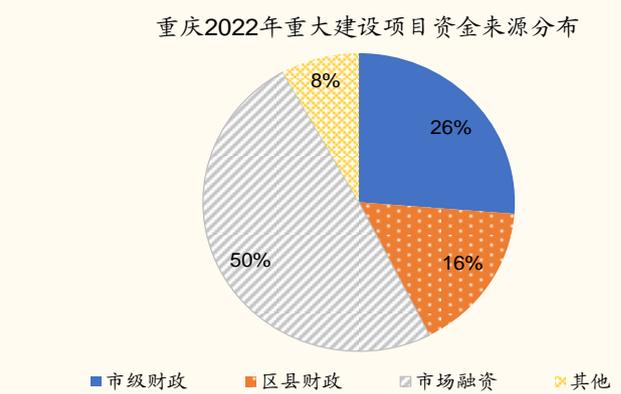
² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4605218/index.html>

图表 13: 2022 年, 财政收入明显下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 重大项目需要一定财政资金做资本金



来源: 重庆发改委、国金证券研究所

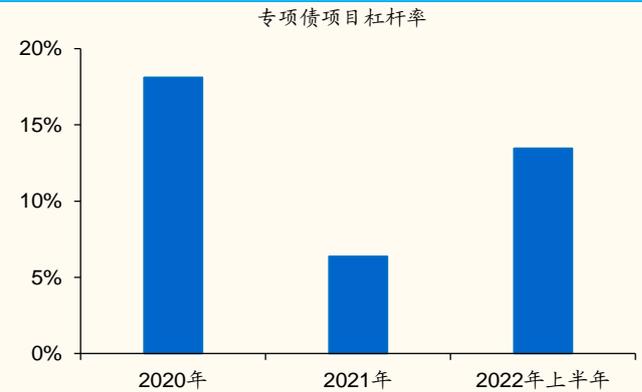
但金融工具或不完全投向基建, 且撬动多少资金取决于支持的项目质量。金融工具重点投向的三类项目中, 重大科技创新或更多投向前沿新兴、稳链补链等产业类项目、不能被归为基建。且金融工具撬杠杆或取决于项目质量; 重大项目质量高、外部融资占比近 70%³; 金融工具若全部用于支持重大项目, 或与其他财政资金共带动约 1.4 万亿元外部资金⁴。而专项债项目外部融资占比仅 13%⁵, 金融工具投向专项债项目带动的外部资金或有限。

图表 15: 金融工具重点投向三类项目



来源: 人民银行、国金证券研究所

图表 16: 2022 年上半年, 专项债项目杠杆率约 13%



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

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_44240



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn