



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 下半年基建的三条新线索

## 投资要点:

- **核心观点:** 7月政治局会议涉及的增量政策有限, 同时又要“力争实现最好结果”、巩固经济回升态势, 面对7月PMI环比下降1.2个点、经济动能转弱, 三季度形成更多工作量成为基建的使命。基建的存量政策将进一步盘活, 我们从三条线索观察下半年基建: “政策性金融工具+局部专项债”补资金缺口, “交通基建+十四五重大工程”是项目亮点, 重要项目协调机制打通流程堵点。综合来看, 预计全年基建增速在6.8%-9.3%之间。
- **政治局会议:** 7月PMI大幅下降1.2个点, 经济动能转弱。政治局会议提出“力争实现最好结果”和“巩固经济回升向好趋势”两个要求, 巩固经济的关键时间窗口在于三季度, 国常会指出“我国经济正处于企稳回升关键窗口, 三季度至关重要”。在三季度形成更多工作量成为当前基建投资的使命和任务。
- **资金缺口:** (1) 基建的预算内资金主要包括一般公共预算、土地出让收入安排的支出、专项债三块。上半年资金到位情况如下: 一般公共预算支出1.23万亿、土地出让支出3388亿、专项债2.1万亿, 合计约3.67万亿。  
(2) **方法一:** 假如下半年基建预算内资金达到2020或2021年水平, 分别存在1.26和1.35万亿的资金缺口。**方法二:** 按财政缺口推算基建资金缺口。今年相比年初预算存在2-3万亿的收支缺口, 对应下半年基建资金缺口约1.2万亿。  
(3) 如何补缺口: ①“3000亿+8000亿”政策性金融工具基本能补足下半年基建资金缺口; ②增量专项债是备用政策, 只有当基建增速或经济增速不及预期时才有可能推出, 即使推出也只是在东部沿海省份加码, 而不会在全国层面加量。
- **项目:** (1) 上半年铁路和公路投资负增长, 下半年将蓄势待发, 相关政策均已出台, 高频数据也显示边际改善。(2) “十四五”重大工程也仍将是下半年重点方向, 资金有保障、项目有储备、建设利长远。
- **重大项目协调机制:** (1) 该机制服务于短期稳增长, 不是长期机制; (2) 重点工作是做好两类资金投放和落地, 即3.45万亿专项债(特别是二季度发行的2.1万亿)、“3000亿+8000亿”政策性金融工具, 资金尽快转为实物工作量; (3) 机制优先支持重大项目、成熟项目; (4) **运作机制:** 联合办公、并联审批, 主动对接各省。

- **风险提示:** 经济增长不及预期; 房地产销售和投资下降超预期; 疫情形势发生变化。

## 内容目录

1. 政治局会议后：基建发力，巩固经济 .....	4
2. 资金缺口 .....	6
2.1. 下半年基建的预算内资金缺口：约 1.2 万亿.....	6
2.2. 如何补缺口：用好政策性金融工具+局部专项债 .....	11
3. 项目和机制 .....	13
3.1. 项目：交通基建蓄势待发，“十四五”项目储备充足.....	13
3.2. 机制：协调机制将保障三季度尽快形成工作量.....	15
4. 基建增速：预计全年为 6.8%-9.3% .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 房地产下行加大经济复苏不确定性 .....	6
图 2: 7 月 PMI 显示巩固经济仍需做好政策落地 .....	6
图 3: 基建资金来源 .....	7
图 4: 预算内资金增速决定基建到位资金和基建增速 .....	7
图 5: 各主要行业和基建的民间投资占比 .....	7
图 6: 专项债发行进度 .....	10
图 7: 专项债投向 .....	10
图 8: 2021 年底各省专项债余额距离限额的空间 (亿元) .....	13
图 9: 2021 年底各省债务率 (%) .....	13
图 10: 分行业的基建增速 .....	14
图 11: 6 月以来石油沥青装置开工率反季节性回升 (%) .....	14
图 12: 2017-2021 年各月基建投资完成进度 .....	16
图 13: 2017-2021 年基建投资完成进度的极差 .....	16

7月28日政治局会议后，下半年基建投资的三条新线索逐渐浮出水面。资金方面，专项债发行完毕后，是政策性金融工具还是“限额之下专项债”将会接力？项目方面，上半年拖后腿的交通基建，下半年会否一鸣惊人？机制方面，基建项目的堵点如何打通？

## 1. 政治局会议后：基建发力，巩固经济

7月28日政治局会议指出经济增长要“力争实现最好结果”，宏观政策方面，增量政策相对有限，重在已出台政策的落地。在此背景下，基建仍然是当前确定性最强的稳增长政策。

一方面，7月政治局会议没有强调经济增长目标，相比4月29日会议要求“努力实现全年经济社会发展预期目标”，本次会议没有再提经济目标，但强调“力争实现最好结果”，意味着仍然要稳增长。

另一方面，本次会议出台的增量政策相对有限，重在已出台政策的落地。4月政治局会议强调“要抓紧谋划增量政策工具”，本次会议在增量政策方面相对有限，面对经济运行中的矛盾和问题，会议指出“要保持战略定力，坚定做好自己的事”。这与此前的领导讲话精神基本一致，比如7月12日李克强总理主持召开专家和企业家座谈会指出“经济一揽子政策等实施时间才一个多月，还有相当的实施空间，要继续推动政策落地和效果显现”；再比如，7月19日总理强调“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。

经济增长动能转弱，需要抓紧存量政策落地，巩固经济回升态势。上半年经济在4月触底后，5月开始步入复苏轨道，但近期的地产风波增加了下半年经济复苏的不确定性。房地产销售经过6月环比反弹后，7月重新下降。7月PMI仅为49%，比6月大幅下降1.2个点，同时是疫情以来第三低，仅次于2020年2月、2022年4月，经济增长动能正在减弱。在此背景下，政治局会议强调要“巩固经济回升向好趋势”。

根据721国常会判断，巩固经济回升向好趋势的关键时间窗口在于三季度，国常会指出“我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要”。因此，政策层面近期多次要求基建要在三季度形成更多工作量。比如721国常会要求“在三季度形成更多实物工作量”，729国常会提出“在确保工程质量前提下在三季度尽快形成更多实物工作量”。

面对“力争实现最好结果”和“巩固经济回升向好趋势”两个要求，基建成为确定性最强的存量政策。疫情后，居民收入和就业恢复较慢，促消费政策效果有限；房地产政策重心在下半年将向“保交楼”倾斜；出口受外需影响大，全球经济增长下降，我国出口难以独善其身。只有谋划得当的基建政策，既可以“以工代赈”，又可以利在长远。下半年政策发力仍然会推动基建投资保持较高增速。

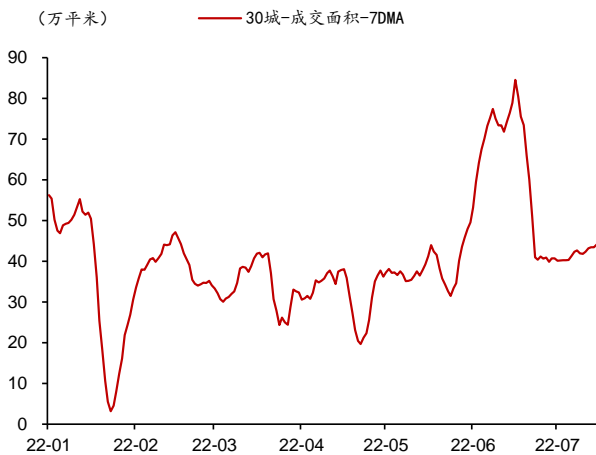
在政策确定发力的情况下，我们认为观察下半年基建的三条线索分别是，如何弥补资金缺口？哪些项目将是重点？新的协调机制如何打通流程堵点？

表 1：7 月和 4 月政治局会议表述比较

	4 月 29 日政治局会议	7 月 28 日政治局会议
形势定调	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的 <b>复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战</b> 。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。	当前经济运行 <b>面临一些突出矛盾和问题</b> ，要保持战略定力，坚定做好自己的事
总目标和工作基调	<b>疫情要防住、经济要稳住、发展要安全</b> ，这是党中央的明确要求。	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， <b>全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求</b> ，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价， <b>保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果</b> 。
疫情防控	要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹， <b>坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响</b> 。	要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。 <b>对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账</b> 。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹， <b>坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战</b> 。要坚决认真贯彻落实党中央确定的新冠肺炎疫情防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。
宏观政策	要 <b>加大宏观政策调节力度</b> ，扎实稳住经济， <b>努力实现全年经济社会发展预期目标</b> ，保持经济运行在合理区间。要 <b>加快落实</b> 已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要 <b>抓紧谋划增量政策工具</b> ，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	宏观政策 <b>要在扩大需求上积极</b> 。作为财政货币政策要 <b>有效弥补社会需求不足</b> 。
财政政策	实施好 <b>退税减税降费</b> 等政策。	用好地方政府专项债券资金，支持地方政府 <b>用足用好</b> 专项债务限额。
货币政策	用好各类货币政策工具。	货币政策要保持 <b>流动性合理充裕</b> ，加大对企业的 <b>信贷支持</b> ，用好 <b>政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金</b> 。
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地 <b>从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， <b>压实地方政府责任，保交楼、稳民生</b> 。
扩内需	要全力扩大国内需求， <b>发挥有效投资的关键作用</b> ，强化土地、用能、环评等保障， <b>全面加强基础设施建设</b> 。要 <b>发挥消费对经济循环的牵引带动作用</b> 。	宏观政策要在扩大需求上积极作为
外贸	要坚持 <b>扩大高水平对外开放</b> ，积极回应 <b>外资企业来华营商便利</b> 等诉求，稳住外贸外资基本盘。	要积极 <b>促进出口、扩大进口</b> ，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展。
六保	1、要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点 <b>产业链供应链</b> 、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。 2、要做好 <b>能源资源保供稳价</b> 工作，抓好 <b>春耕备耕</b> 工作。 3、要切实 <b>保障和改善民生，稳定和扩大就业</b> ，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。 4、要稳住 <b>市场主体</b> ，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。	1、要提高 <b>产业链供应链稳定性</b> 和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。 2、要强化 <b>粮食安全保障</b> ，提升 <b>能源资源供应保障能力</b> ，加大力度规划建设新能源供给消化体系。 3、要扎实做好 <b>民生保障</b> 工作。要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等 <b>重点群体就业</b> 工作。
平台经济	要促进平台经济健康发展， <b>完成平台经济专项整改</b> ，实施 <b>常态化监管</b> ，出台支持平台经济规范健康发展的 <b>具体措施</b> 。	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管， <b>集中推出一批“绿灯”投资案例</b> 。
金融监管	要 <b>有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线</b> ……要 <b>及时回应市场关切</b> ，稳步推进股票发行 <b>注册制改革</b> ，积极引入 <b>长期投资者</b> ，保持资本市场平稳运行。	要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些 <b>地方村镇银行风险</b> ， <b>严厉打击金融犯罪</b> 。
方法论	各级领导干部在工作中要有 <b>“时时放心不下”的责任感</b> ，担当作为，求真务实，防止各类“黑天鹅”、“灰犀牛”事件发生。各级党委和政府要团结带领广大干部群众齐心协力、顽强拼搏，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。	要充分调动各方面积极性。各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。 <b>经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。要发挥企业和企业家能动性，营造好的政策和制度环境，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投</b> 。

资料来源：新华社，德邦研究所

图 1：房地产下行加大经济复苏不确定性



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：7月 PMI 显示巩固经济仍需做好政策落地



资料来源：Wind，德邦研究所

## 2. 资金缺口

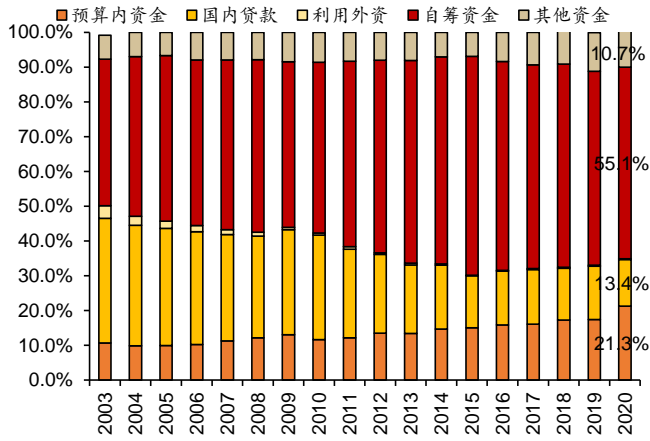
### 2.1. 下半年基建的预算内资金缺口：约 1.2 万亿

根据国家统计局数据，基建资金来源包括预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金等 5 类，2020 年上述五类占比分别为 21.3%、13.4%、0.2%、55.1%、10.7%，自筹资金、预算内资金、国内贷款三项合计接近 90%。

各项资金来源中，市场主要关注预算内资金，一是因为仅预算内资金可以粗略计算，自筹资金无法全面观察，而国内贷款也没有明确披露；二是因为基建是政府主导性投资，往往由预算内资金撬动社会资本，预算内资金增速基本决定了到位资金增速、基建增速，如图 4。

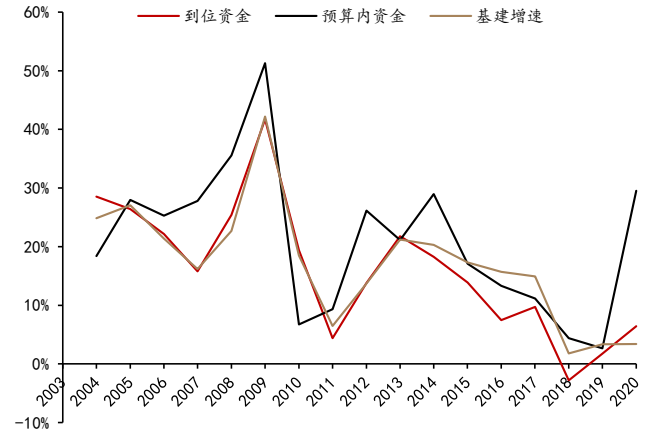
从投资主体来看，预算内资金所撬动的主要是国有资本。2021 年，基建的民间资本占比为 21.8%，非民间资本占比高达八成左右，主要是国有资本，外资在固定资产投资中占比较小，2017 年约为 3.9%。基建的三大行业中，民间资本占比分别为：电力、热力、燃气及水的生产和供应业 33.1%，水利、环境和公共设施管理业 19.7%，交通运输、仓储和邮政业 18.7%。因此，预算内资金加码或退潮时，会带动与之密切相关的国有资金同步变动，从而决定基建增速的高低。

图3：基建资金来源



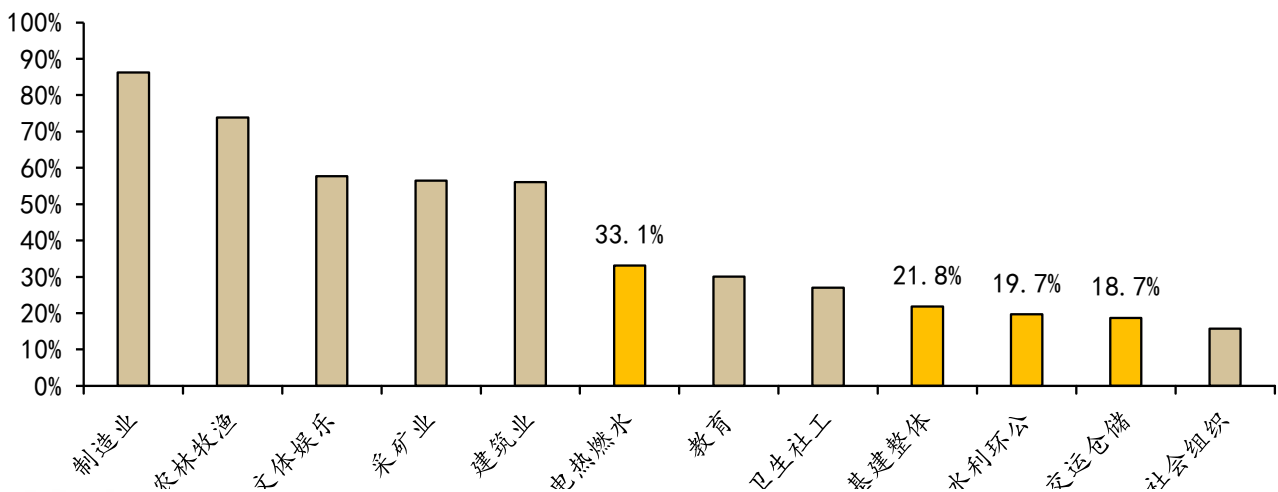
资料来源：Wind，德邦研究所

图4：预算内资金增速决定基建到位资金和基建增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图5：各主要行业和基建的民间投资占比



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\\_44611](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44611)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn