

宏观专题

复苏中的投资机会（一）：基建独木难成林，关注地产增量政策

2022 年 08 月 25 日

【策略观点】

- ◆ 历史上基建投资在稳增长中更多的是充当楔子，而非稳增长主力军，基建稳增长背后是房地产投资和消费上行。广义基建投资仅占总 GDP 的约 10%，其上下游产业链相对简单，对就业和经济的贡献有限，房地产能够将基建对经济的影响扩大化，从而实现稳增长。且基建投资和房地产投资相伴相生，一方面，基建投资能够带来居民生活条件改善，带动房地产需求；另一方面，房地产是基建资金来源和基建项目收益能力的重要保障，确保基建投资的可持续性。
- ◆ 当前弱地产、弱消费大环境下，基建独木难成林。2001 互联网泡沫和 2008 金融危机期间，我国经济面临的压力主要来自外需放缓，国内经济动能仍保持平稳增长；本轮经济波动主要受损的是内需，但政策仍聚焦于基建。因此，尽管宏观层面基建在稳增长中的地位持续提升，但从中微观看，基建形成实物工作量偏慢，对经济带动力不足，国内经济复苏进程不及预期。
- ◆ 基建地产共振向上或为下半年稳增长重点，关注地产增量政策。国内看，稳就业压力对经济增速仍有要求，预计下半年将以发展促就业，以就业保民生，推动经济增速上行、回归合理区间是当务之急；外部环境看，中美大国博弈格局延续，下半年经济增速不宜过低。因此，稳增长需要扭转房地产下行趋势，使基建地产需形成共振效应。根据日本与美国地产危机经验，年内实现“保持经济运行在合理区间目标”需要房地产政策加大发力，当前降息政策直指房地产行业，预计后续仍有增量政策。

【风险提示】

- ◆ 全球通胀回落不及预期
- ◆ 国内疫情超预期扩散
- ◆ 海外资本市场波动


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《能源专题二：下半年全球石油紧平衡逐渐打破，新老能源延续高景气》

2022.08.01

《行业联合专题：全球锂资源十年周期全面复盘和未来展望》

2022.07.26

《从俄乌冲突对 A 股军工产业链带来四大技术升级启示》

2022.07.11

正文目录

1 基建稳增长依赖内需全面发力	4
1.1. 历史经验：基建稳增长背后是房地产投资和消费上行	4
1.2. 基建与地产难以分割	6
2. 当前弱地产、弱消费大环境下，基建独木难成林	7
2.1. 宏观层面：基建在稳增长中的地位持续提升	7
2.2. 中微观层面：基建形成实物工作量偏慢，对经济带动力不足	9
2.2.1. 基建相关产品生产偏慢	9
2.2.2. 基建资金来源增量有限，难以支撑其高速增长	9
2.3. 国内经济复苏路漫漫	11
3. 政策破局猜想：静待花开还是主动发力	11
3.1. 基建地产共振向上或为下半年稳增长重点	11
3.1.1. 2022 年经济增速目标淡化，但仍有硬性要求	11
3.1.2. 稳增长需要基建地产需形成共振效应	12
3.2. 美国与日本对地产危机的处理——稳经济与调结构间的平衡	13
3.3. 关注房地产增量政策	14

图表目录

图表 1：基建稳增长的实质是拉动内需，投资与消费共振上行	4
图表 2：基建投资带动房地产投资增长	5
图表 3：广义基建投资占国民经济的比重约 10%	5
图表 4：基建-房地产良性循环，最终影响消费	6
图表 5：基建对民间资本的撬动能力减弱	6
图表 6：预算内资金和自筹资金占基建资金来源的比重趋增	6
图表 7：房地产是地方财政的重要支撑	7
图表 8：政策对基建稳增长的偏重提高	7
图表 9：基建增速逆势上行，其余动能出现放缓	8
图表 10：基建投资项目加速推进	8
图表 11：基建相关原材料产量负增长	9
图表 12：沥青水泥钢材开工率不及往年同期	9
图表 13：地方政府专项债增速回落	9
图表 14：疫后主要由政府加杠杆（NIFD 口径）	9
图表 15：城投债发行额下降	10
图表 16：2021、2022 年为偿还高峰期	10
图表 17：地方政府隐性债务政策	10
图表 18：国内经济景气程度下降	11
图表 19：消费者信心指数创有记录以来新低	11
图表 20：实体经济信贷需求大幅回落	11
图表 21：国内就业压力较大	12
图表 22：中美经济增速差收窄	12
图表 23：日本经济增速“下台阶”	13
图表 24：日本政府负债率攀升	13
图表 25：日本各行业占 GDP 比重	13

图表 26: 美国房地产市场在政策作用下明显回暖	14
--------------------------------	----

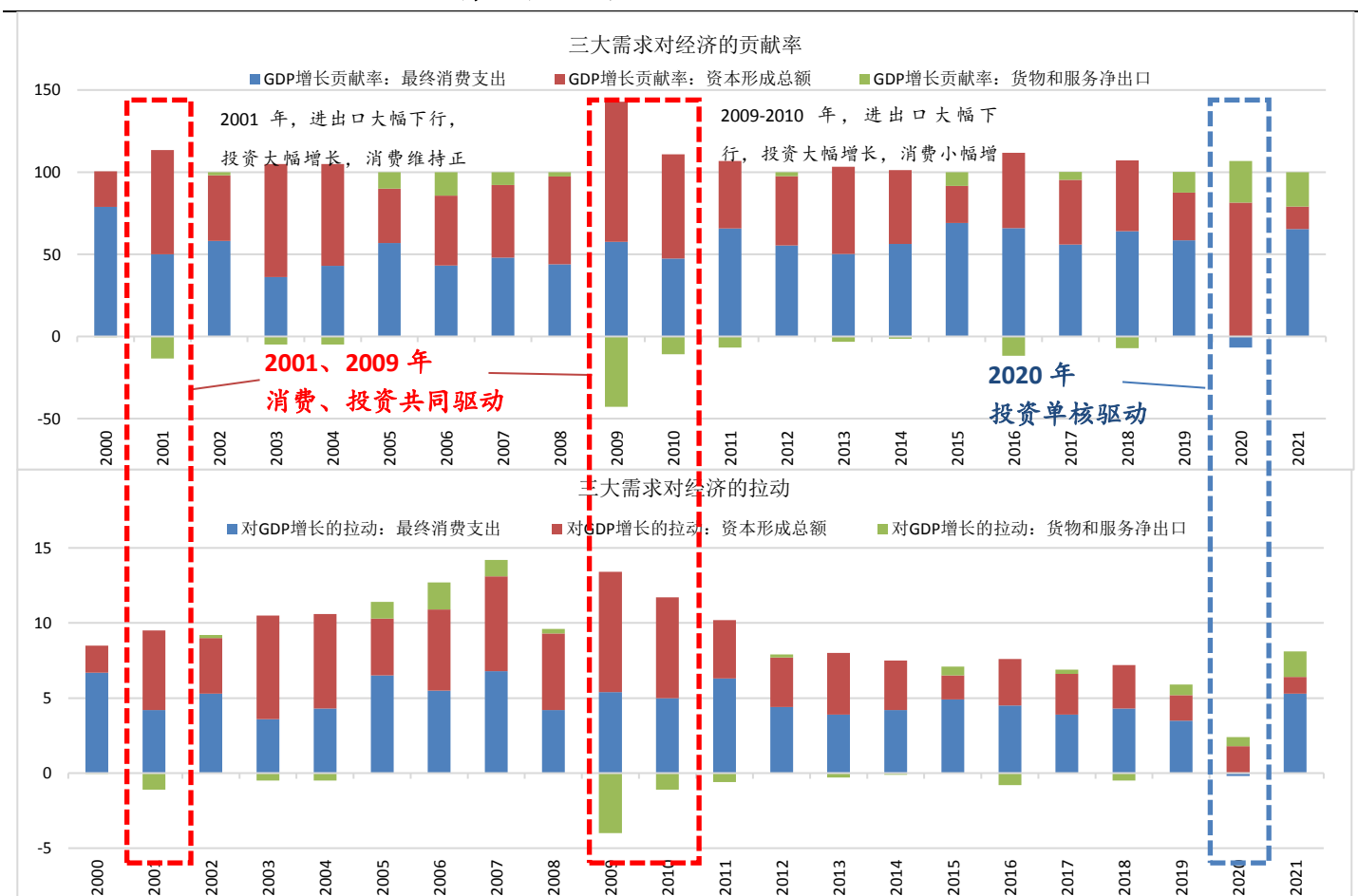
7月28日政治局会议明确指出，下半年经济工作要“要保持战略定力”，同时财政货币政策聚焦于支持基础设施建设投资，预示着下半年基建仍将是稳增长的主要支撑。但在当前地产下行、消费偏弱的环境中，基建面临资金、项目等方面约束，对经济的拉动效果或有所折扣。全面扩内需，推动基建形成实物工作量，将成为下半年稳增长破局关键。

1 基建稳增长依赖内需全面发力

1.1. 历史经验：基建稳增长背后是房地产投资和消费上行

历次我国经济增速放缓时期，扩大投资成为对冲经济下行压力、实现稳增长的重要举措，尤其基建投资具有较强的逆周期特征，在稳增长中起到主要抓手的作用。但基建并非孤军作战，实现稳增长依赖基建、地产、消费等多种动能的联动。

图表 1：基建稳增长的实质是拉动内需，投资与消费共振上行

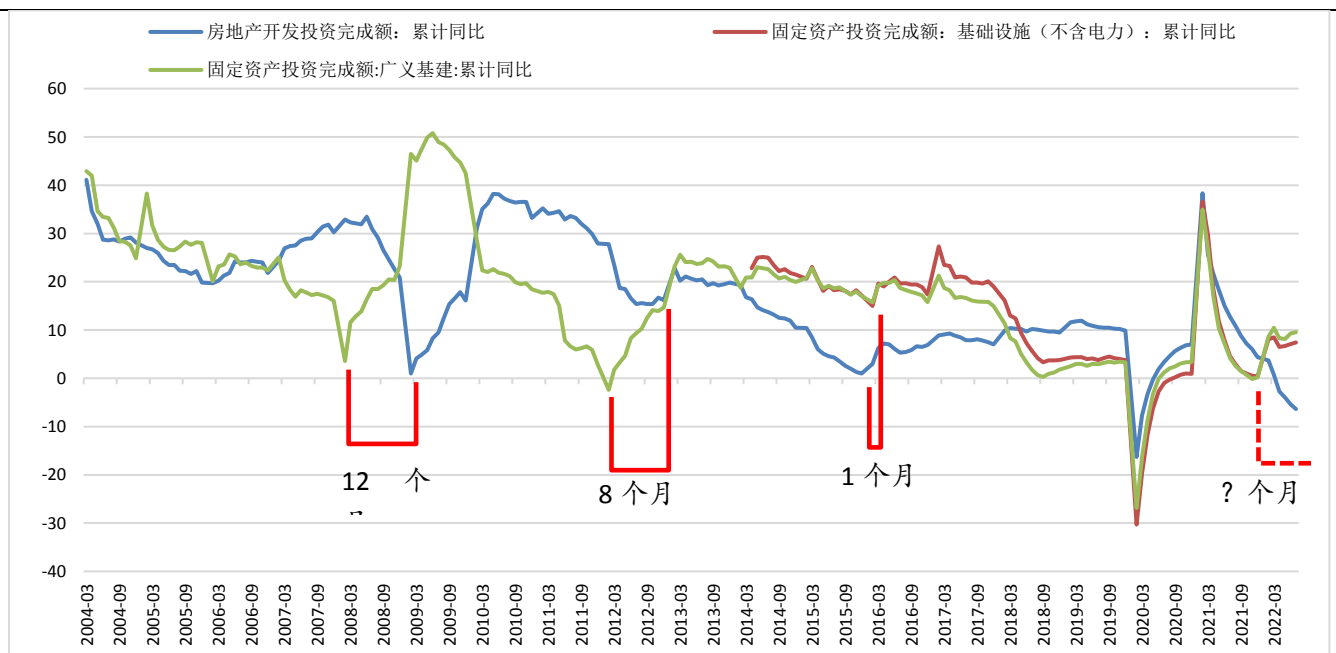


资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至2021年

内需保持平稳，是历次危机中投资稳增长的重要保障。2001 互联网泡沫和 2008 金融危机期间，我国经济面临的压力主要来自外需放缓，而国内经济动能仍能保持平稳增长。此时拉动投资能够起到较好的扩内需效果，从而填补外需缺口。如 2009、2010 年我国启动“四万亿”计划，投资全面发力，当年资本形成总额拉动 GDP 8.0、6.7 个百分点，较 2008 年高 2.9、1.6 个百分点；同时也拉动了国内消费增长，最终消费支出拉动 GDP 5.4、5.0 个百分点，较 2008 年高 1.2、0.8 个百分点。投资与消费共振上行，经济增速得以快速企稳。

从投资内部来看，历次基建上行周期中，基建投资和房地产投资相伴相生。一方面，基建投资能够带来居民生活条件改善，带动房地产需求；另一方面，房地产开发有助于加速城镇化和人口集聚，提升基础设施的使用率和收益率。历史上基建投资大幅增长后，均伴随着房地产投资上行。如 2008 年、2012 年和 2015 年三轮基建周期中，基建投资增的拐点分别较房地产投资拐点领先 12 个月、领先 8 个月和落后 1 个月。其中 2015 年基建与房地产投资同步上升，主要原因在于此轮周期由棚改拉动，属于房地产投资先行，其他两次周期中，基建投资均对房地产投资有明显的带动作用。

图表 2：基建投资带动房地产投资增长

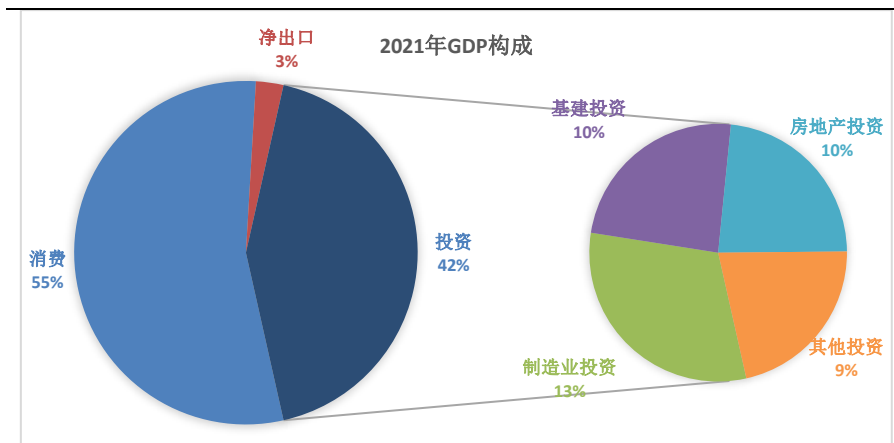


资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年 7 月

注：广义基建指电力燃气水的生产供应业、水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储和邮政业，下同

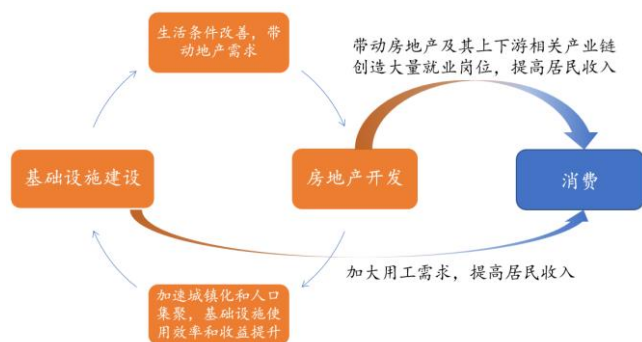
基建投资在稳增长中更多的是作为楔子，而非稳增长主力军。广义基建投资仅占固定资产投资的约四分之一、总 GDP 的约 10%，其上下游产业链相对简单，对就业和经济的贡献有限。且近年来，民间资本参与基建投资的意愿不足，如 2016 年之前，民间投资同比增速高于基建投资整体，但在 2016 年以后二者增速差逆转，以政府为主导的逆周期基建投资对民间资本的撬动能力趋弱，甚至可能存在挤出效应。因此仅凭政策性基建投资难以在经济下行浪潮中力挽狂澜，实现稳增长实际上更多依赖于基建投资驱动下的房地产、消费等领域全面复苏。

图表 3：广义基建投资占国民经济的比重约 10%



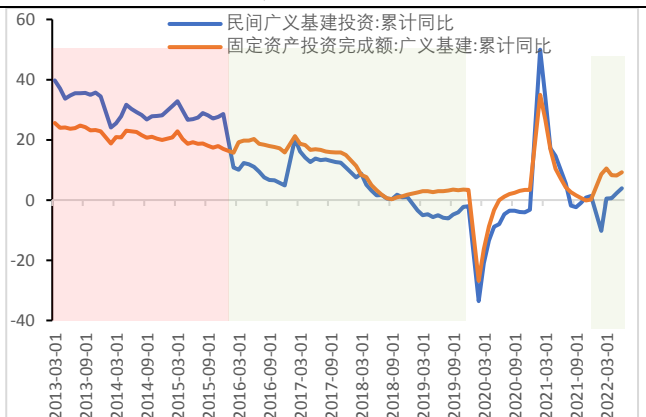
资料来源：国家统计局，Choice，东方财富证券研究所

图表 4：基建-房地产良性循环，最终影响消费



资料来源：东方财富证券研究所

图表 5：基建对民间资本的撬动能力减弱

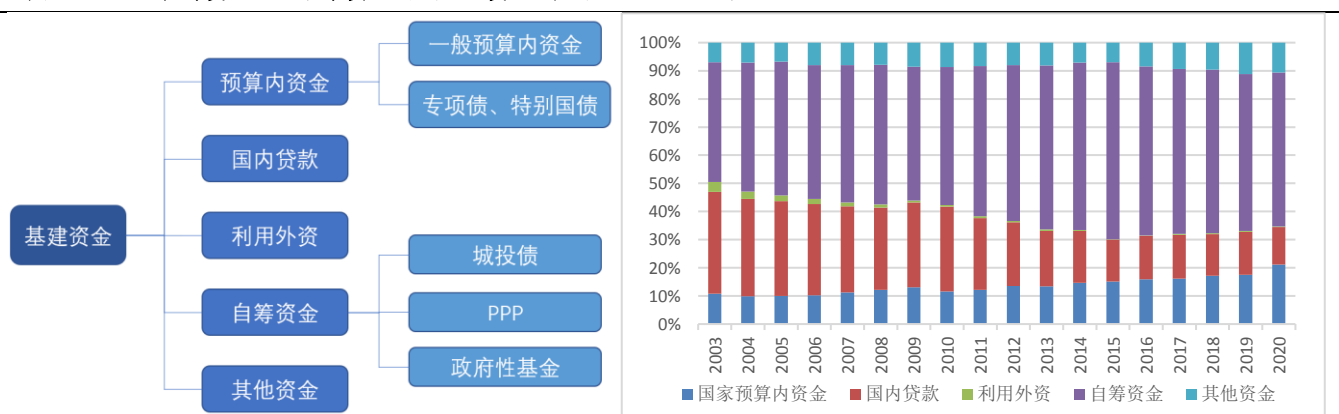


资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至2022年7月

1.2. 基建与地产难以分割

土地财政是地方政府基建资金的重要来源。根据国家统计局口径，我国基建资金来源分为国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五部分，2020 年占比分别为 21.3%、13.4%、0.2%、55.1%、10.7%，较 2003 年变化 10.6、-22.4、-3.4、12.9、3.8 个百分点，国家预算内资金和自筹资金比重趋增，而国内贷款比重趋降。自筹资金占比过半，是基建资金的主要来源，分为城投债、PPP 和政府性基金三大类。其中，城投债主要以地方政府注入城投公司的待开发土地作为抵押，土地的价值决定了其融资额度、偿债能力；政府性基金收入超九成来自国有土地使用权出让收入，也对土地财政高度依赖。

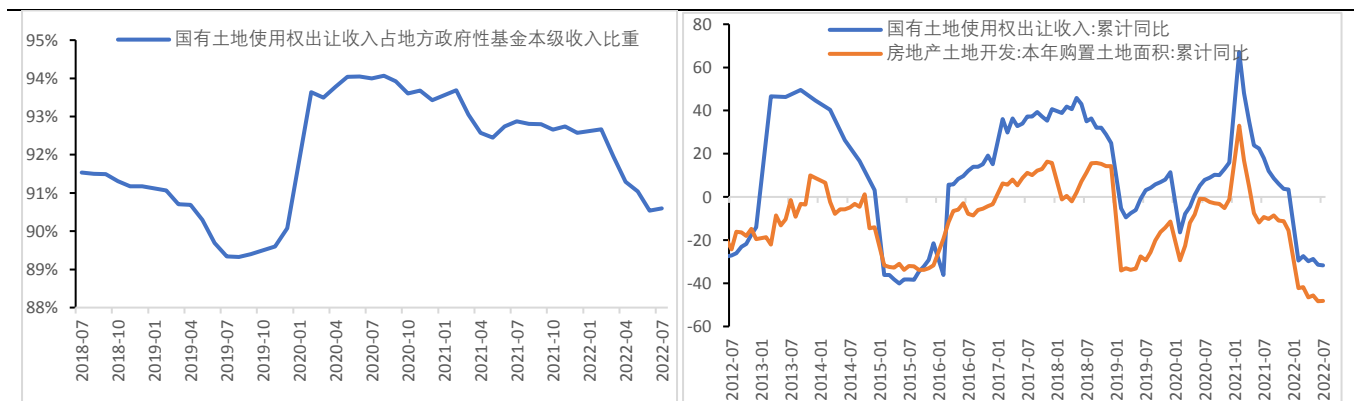
图表 6：预算内资金和自筹资金占基建资金来源的比重趋增



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所，数据截至 2020 年

房地产业支撑地方政府土地财政。房企购置土地面积与国有土地使用权出让收入高度相关，历史上房地产市场高景气时期，地方政府土地财政收入亦随之走高。而 2021 年下半年以来，房企土地购置面积大幅下滑，地方土地出让金收入承压。同时房地产业遇冷将使土地估值下降，城投公司负债率提高，违约风险增大。因此房地产市场受挫，将直接影响地方财政，最终引发基建资金减少。

图表 7：房地产是地方财政的重要支撑



资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年 7 月

2. 当前弱地产、弱消费大环境下，基建独木难成林

本轮经济波动不同以往，主要受损的是内需，外需方面由于全球供需失衡，反而成为经济的重要支撑。从三大需求看，2020 年货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.6 个百分点，没有出现明显下降，到 2021 年对 GDP 的拉动提高至 1.7 个百分点，创 2006 年以来新高；而最终消费支出 2020 年对 GDP 的贡献为负，2021 年在低基数效应下消费有所回升，但从两年平均增速来看，2020-2021 两年，社会消费品零售总额平均增速为 4.0%，远低于 2019 年以前 8% 以上的增长水平；同时受房地产走弱影响，2021 年资本形成总额拉动 GDP 增速 1.1 个百分点，对 GDP 增长的贡献率仅 13.7%，均创 1990 年以来新低。当前国内疫情仍有反复，需求收缩、供给冲击、预期减弱“三重压力”持续存在，尤其是地产和消费的修复进程偏慢，或将拖累基建对经济的拉动效果。

2.1. 宏观层面：基建在稳增长中的地位持续提升

图表 8：政策对基建稳增长的偏重提高

	基建	房地产	消费
4月29日 政治局会议	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地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， 促进房地产市场平稳健康发展	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用
5月24日 国务院常务会议	今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等 优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款 启动新一轮农村公路建设改造。支持发行3000亿元铁路建设债券	因城施策支持刚性和改善性住房需求	放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元
7月28日 政治局会议	用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额 用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金	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，压实地方政府责任，保交楼、稳民生	未提及

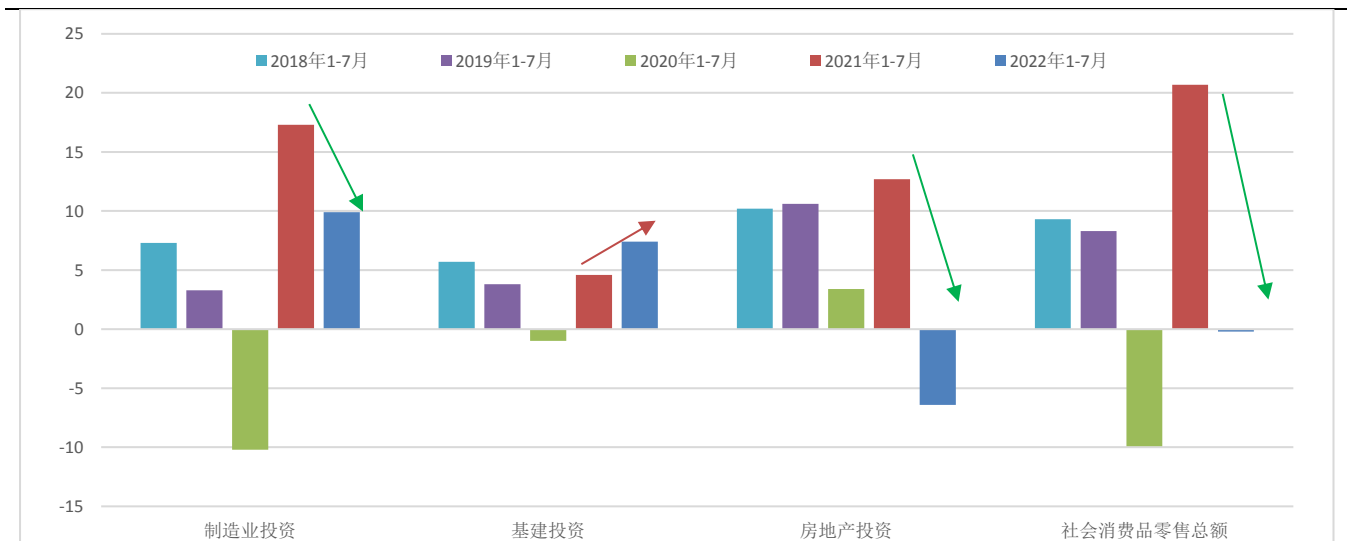
资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

一是近期政策关于下半年增长动能的表态，对基建的偏重程度明显提升。如 4 月政治局会议对基建、房地产、消费等国内需求领域均有重要部署，强调“全面加强基础设施建设”、“促进房地产市场平稳健康发展”、“发挥消费对经济循环的牵引带动作用”等；而 7 月份的政治局会议中，拉动经济增长压力集中于基建领域，房地产方面强调“稳定房地产市场”，消费方面则未提及。7 月份的政治局会议通常定调下半年经济政策方向，预示着基建将是下半年稳

增长的核心抓手。

二是基建投资增速相对平稳，其余内需下行明显。1-7 月份几大内需动能中，社会消费品零售和房地产投资同比增速均为负值，制造业投资和出口处于整体下行趋势，仅基建投资增速逆势走高。且与 2019 年同期相比，基建投资增速显著高于疫情前，消费和地产均有较大幅度回落，基建托底经济作用显著。

图表 9：基建增速逆势上行，其余动能出现放缓



资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年 7 月

三是基建项目蓄势待发。7 月以来，各部委、各地加快基础设施建设政策密集出台，基建施工进度明显提速。据中证网援引 Mysteel 不完全统计，今年 7 月全国共开工 5669 个项目，环比增长 19.5%；总投资额 34827 亿元，环比增长 12.1%，同比增长 26.2%，其中基建项目是重点领域之一。

图表 10：基建投资项目加速推进

文件	内容
住建部、发改委	《关于加强用地审批前期工作积极推进基础设施项目建设的通知》
自然资源部等7部门	《“十四五”全国城市基础设施规划建设规划》
	一是推进城市基础设施体系化建设，增强城市安全韧性能力；二是推动城市基础设施共建共享，促进形成区域与城乡协调发展新格局；三是完善城市生态基础设施体系，推动城市绿色低碳发展；四是加快新型城市基础设施建设，推进城市智慧化转型发展。
	全面加强基础设施建设，强化用地要素保障，做实做细做优交通、能源、水利等项目前期工作，提升用地审批质量和效率。
	加强网络型基础设施建设。加快铁路拓展成网 到2025年高铁（含城际）运营里程

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_45559

