



程实：基建托底将支持中国经济增长动能切换



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实、张弘硕

“博观而约取，厚积而薄发。”上半年国内财政存款余额高企反映了政府建设资金充裕。然而，受制于基建资金支出约束，财政资源后置及基建项目收益表现不佳三大因素协同影响，上半年基建投资放缓不前。进入下半年，受到基数效应影响，预料7~8月基建增速或由正转负，但我们认为，临近第三季度末基建投资将触底反弹并加速回升。

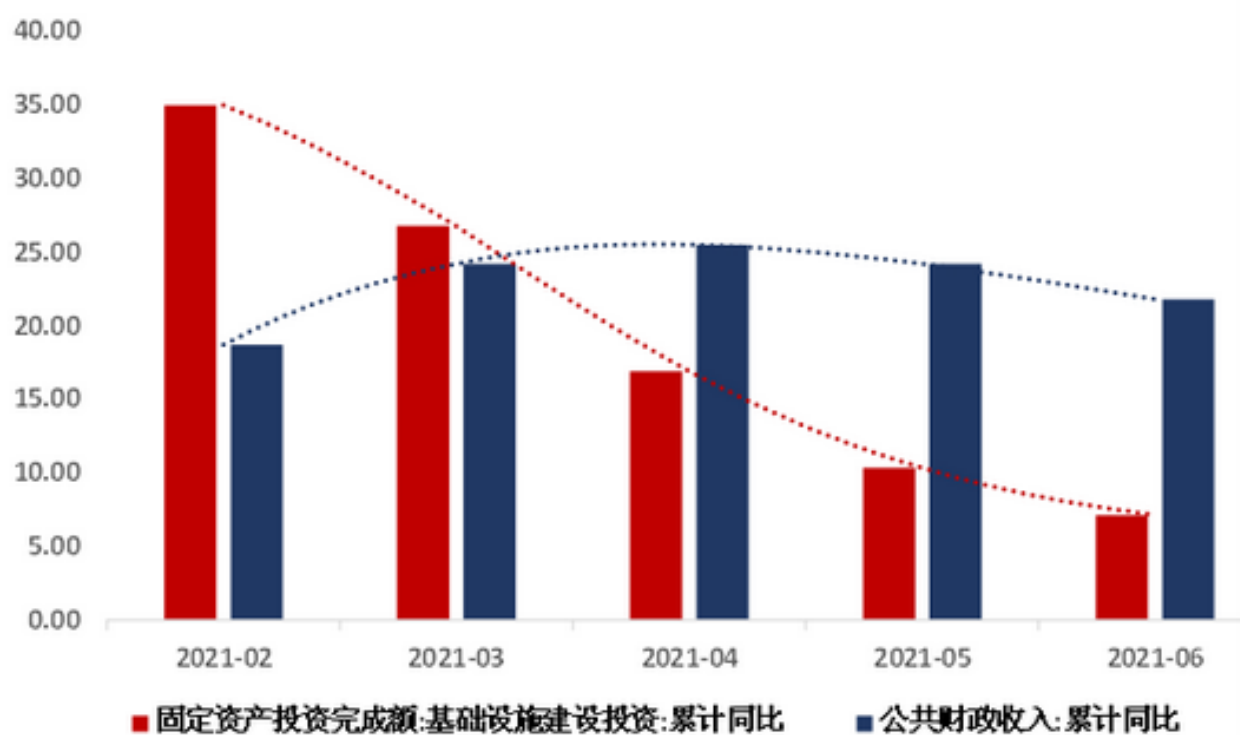
宏观层面，经济增长动能切换过程中内生压力已逐步显现，“宽财政”与“松货币”边际改善将支持基建托底经济；微观层面，棚改债对基建债的挤压效应逐步消退，伴随国家对“两新一重”、城市更新与乡村建设的政策倾斜，专项债资金投向基建领域的占比将进一步提高。尽管今年国家对稳定宏观杠杆率以及降低地方政府杠杆率的基本要求不会改变，地方政府隐形债务压力仍将继续限制基建投资的发力空间，但我们认为基建投资作为“逆周期”和“稳增长”的主要政策工具，仍可起到托底经济增长与熨平经济波动的作用。

基于我们进一步的实证测算，随着下半年专项债下放速度加快，若今年专项债资金使用额度达3.6万亿元，专项债对广义基建将拉动3.6个百分点，而专项债对广义基建拉动将对我国GDP增长创造0.6个百分点的贡献率。然而，考虑到最终消费支出对我国GDP增长的贡献率高达近60%，中国经济增长的主引擎仍将依赖消费是否可有效提振。

建设资金充裕与基建投资放缓背离的原因

今年上半年财政存款两年平均同比增速连续 6 个月处于高位。同时，根据我们计算，2020 年政府性基金结余约 9500 亿元，比 2019 年的约 6000 亿元有了大幅增加。财政资金较充裕情况下，基建类领域相关支出却整体放缓（图 1）。我们从三个维度解释了财政存款高企与基建投资放缓背离的逻辑。

图 1：公共财政收入与基建投资走势背离（单位：%）



资料来源：Wind、作者整理

1. 资金来源受约束。

基建融资一般有 5 个部分：预算内资金（公共财政支出）、国内贷款、自筹资金、利用外资，以及其他资金。其中自筹资金占比 59%，是基建的

最大资金来源，主要包括政府性基金（专项债与土地出让金）、债券（如城投债）、非标、PPP（政府和社会资本合作）、企事业单位自筹资金。

近年来，我国宏观杠杆率高企难下，后疫情时期国家再次强调稳定和降低宏观杠杆率和地方政府债务风险的重要性。因此，严格的地产调控政策，日益趋紧的城投债发行，持续压降的非标融资（如资管新规下以委托贷款、信托贷款及券商资管计划投向基础产业的产品余额显著下行），以及规范化要求的 PPP 项目使得基建项目在资金来源的渠道上开始收窄，基建融资成本抬高。此外，国内贷款占基建融资的比重为 16%，而信贷对基建投资的支持力度近年来也同样开始收紧。去年银行对基建类贷款同比增速（11.8%）低于银行对公贷款增速（12.7%）。

从去年第四季度开始，商业银行整体对城投企业贷款意愿也普遍下滑。实际上，基建的资金来源在 2019 年国家开始强化地产调控后，就已经开始受到约束。这使得近两年来基建融资对政府专项债发行的依赖程度进一步增强。

然而，从今年上半年专项债发行规模来看，1~6 月新增专项债发行进度为 28%，显著低于过去两年同期水平。基建投资在其他资金端受到约束的情况下，专项债发行却又为何只退不进？我们认为，约束专项债发行增速的主要是财政平衡与基建项目要求两个因素。

2. 财政逆周期发力的必要性不高。

从历史上看，基建投资都是“逆周期”调控和“稳增长”的主要政策工具。从过去 20 年，我国 4 次基建扩张的情况来看，通过基建支持经济往往发生在经济周期中经济增速下行压力较大的阶段（图 2）。而今年上半年中国经济已经实现了较平稳且持续的恢复。因此，财政逆周期发力的必要性不是非常高。同时，财政资源后置有利于平衡财政收支，为下半年和明年财政政策留有更大空间。

图 2：过去 20 年来的四次基建扩张



资料来源：Bloomberg Wind、作者整理

3. 基建投资由“量”转“质”影响专项债发行速度。

自 2017 年以来，新增专项债额度逐年加速递增，然而基建表现却始终未有明显起色。我们认为除了对基建资金来源约束外，更重要的因素是

专项债投向的基建项目收益持续走低，从而影响了专项债发行的节奏。过去几年由于专项债发行规模大、速度快，以及发行过程中审核与管理机制不完善，导致了政府对高质量项目的识别与储备不足，部分地区甚至出现过滥用套用专项债资金等问题。而进入今年以来，项目质量已明确成为财政部发行专项债快慢与否的重要考量。

具体来说，财政部今年已明确要求专项债项目要有一定收益，项目融资需要与收益相平衡。同时，国务院今年4月下发的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中指出，要根据预算收入进度和资金调度需要，合理安排专项债资金发行规模和节奏。这意味着专项债资金投向基建项目会严格根据该项目实施进度进行分配、发行和使用。

综上，正是由于财政对项目收益与融资匹配要求越发严格，导致了短期内专项债资金投向基建项目的规模和速度受到制约。

下半年基建发力的宏微观条件

尽管上半年基建投资放缓。但进入下半年，我们认为基建投资增速仍将具有发力空间。从数据来看，今年5月开始新增专项债发行增速小幅提升，而6月新增专项债发行进一步提速。这意味着，下半年专项债发行的速度和规模将进一步提升。虽然受到基数效应影响，预计7~8月基建增速或由正转负，但从宏观和微观两个层面分析认为第三季度末基建投资将触底反弹并加速回升。

1. 宏观层面。

一是，考虑到经济增长动能由外需转向内需过程中，经济的不确定性与下行压力加大。财政政策将更加积极，基于 IMF（国际货币基金组织）的实证研究，基建投资发力将有助于托底经济并有效熨平经济在恢复过程中产生的内外生波动。同时，基建投资可有效为劳动力市场创造更多的就业岗位。今年 6 月城镇新增就业数据显示我国年轻群体失业率显著高于正常年份，反映今年新供给冲击已逐步影响至劳动力市场。因此，新老基建的投资提速将有助于缓解劳动力市场当前的结构性问题。

二是，货币政策的边际支持力度增强也将有助于基建发力。随着央行货币政策将由中性偏紧转向中性偏宽松，商业银行对基建类项目偏紧的授信额度或将一定程度上边际放松。

2. 微观层面。

一是，棚改和土地储备（土储）对专项债资金投向基建项目的“挤压效应”不再。随着全国棚改计划接近尾声，严格地产调控政策，棚改债占比并

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_32950

