

宏观点评 20220630

开发性金融债支持基建透露了什么信号？

2022年06月30日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dzwzq.com.cn

相关研究

《2022Q2 货币政策委员会例会：下半年更加宽松？》

2022-06-30

《常态化核酸走向非常态？》

2022-06-26

《大类资产是如何为历次美国衰退定价的？》

2022-06-23

■ 周四国常会决定通过发行开发性金融债券筹资补充重大项目资本金至少透露了四个方面的信号。首先，**基建和项目投资是现阶段稳增长无可争议的主角**，以项目投资为抓手、支持就业，进而拉动消费；其次，33条稳增长一揽子政策新增的部分项目可能无法达到专项债的投资要求，需要其他工具进行配套，而**财政贴息支持下开发性金融债的融资成本较专项债会更低，客观上能够承受更低的项目收益率**；第三，**防止第三季度末至第四季度初出现“基建空窗期”**，2022年专项债额度要在6月底前基本完成发行、8月底前基本使用到位，考虑到2023年专项债提前批额度从审批下达到发行使用，最快可能要到第四季度，因此需要其他政策工具来防止基建出现“断层”。第四，我们也能看出**政府对于提高赤字率依旧比较谨慎**。

■ 其实这并不是政策性、开发性金融机构第一次在地方财政缺位的情况下，大规模支持基础设施建设。2015年至2017年，国开行和农发行也曾通过发行专项建设债券来补充重大项目的资本金。

■ **低融资成本+杠杆=基建投资企稳+地方财政压力缓解**。2015年国家开始整顿地方存量债务，专项债尚不成气候，但稳增长的压力不小，9月国家开发银行和农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行**长期专项建设债券**，并以此**建立专项基金**，中央财政按照债券利率的90%贴息。该基金根据国家发改委提供的各地优质项目中选择具体项目来投放资金。相对于其他政策工具，专项建设债规模大、成本更低（低至1.2%）、灵活度高、带杠杆（主要用途是补充项目的资本金），能有效拉动投资需求，**而且大大缓解了地方政府的支出压力**（图1）。

■ **2015至2017年在国内经济下行和外需疲软的双重压力下，专项建设基金曾被作为基建“稳增长”的主力**。专项建设资金分成七个批次，共计投放规模超2万亿（表2）。基金投放重点领域包括地铁、大型水利、农村电网改造、宽带乡村、棚改等公用设施或公益性的领域。

■ **专项建设基金从成立到退出主要经历了三个阶段：**

第一阶段为成立和“火速”落地阶段（2015年8月至2016年中）。彼时固定资产投资萎靡叠加外需疲软，我国出口同比增速转负，经济下行压力加大（图2）。**“迅速投放专项建设基金”位列官方促投资稳增长的十大举措之首**，仅在2015年便投放四批次，共计8,000亿元。

第二阶段政策调整，资金投放放缓（2016年下半年至2017年中）。贴息率新增**50%和70%两档**，**资金投向聚焦供给侧改革**。主要原因一是大规模的专项建设债券增加了财政贴息压力，并对社会资本和商业银行贷款产生挤出效应；二是专项建设债券对资金的申请、投放和使用的监管较严格，部分地方政府积极性不高，而前期资金投放速度较快，造成资金沉淀。

第三阶段逐步退出（2017年下半年）。2017年起我国经济呈现复苏的趋势，固定资产投资企稳，出口同比增速转正，稳增长压力下降（图3）。此外，鉴于其挤出效应和资金沉淀，专项建设债券和基金逐步退出。

■ 当前的时点推出基建投资基金，主要是为了应对今年稳增长任务重、财政收支压力大、疫情冲击下社会主体加杠杆意愿不足的困境。**除此之外，超前下达提前批专项债也是缓解基建资金约束的重要手段。**

基础设施建设已成为2022年中国经济增长的核心驱动力之一，一方面基建可优化经济增长物质基础，并作为一种生产要素投入直接作用于经济增长，另一方面可通过重点工程的落地以工代赈力，拓展就业岗位，实现稳就业这一重要目标。

2022年发改委所批准的固定资产投资项目额度明显高于往年，今年的资金需求量较高。从5月发改委项目审批核准数量与金额远超前3年同期，与前三年平均水平相比较，今年的同比增速达74%。根据日前

发改委将超前布局基础设施的这一表态来看，下半年的投资方向将集中在既利当前又利长远的水利、交通、地下综合管廊等项目，预计下半年的新增固定资产投资额还将保持在高位。

下半年推进的新一批大项目将面临资金的约束，超前下达提前批专项债、增设基础设施建设投资基金有助于在控制今年赤字规模的基础上达到稳经济、宽信用的效果。从基础设施建设的资金来源角度来看，专项债、公共财政支出、政府性基金支出以及 PPP 项目投资等传统资金来源有限，难以支撑基建投资增速维持在 8% 水平。一是今年的专项债已基本发行完毕，并将在 8 月底前基本使用到位。二是土地出让金的下降也对地方政府形成了较大的支付压力。

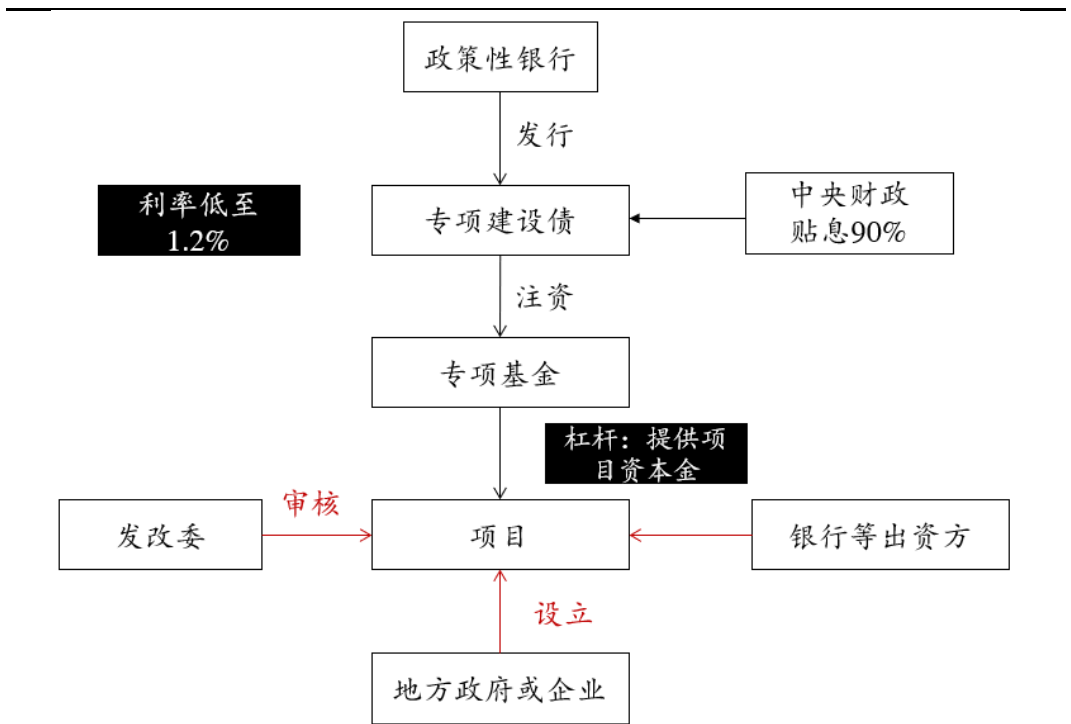
- **风险提示：**疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期。

表1: 5月推出的稳增长 33条新增了不少计划项目

项目	主要内容
水利	再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目,包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。
交通基础设施	<ul style="list-style-type: none"> ●港口:沿江沿海沿边及港口航道等综合立体交通网工程,确保应开尽开、能开尽开。 ●铁路:支持中国国家铁路集团有限公司发行3000亿元铁路建设债券。 ●农村道路:再新增完成新建农村公路3万公里、实施农村公路安全生命防护工程3万公里、改造农村公路危桥3000座。
能源	<ul style="list-style-type: none"> ●加快推动以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设; ●按程序核准和开工建设基地项目、煤电项目和特高压输电通道; ●重点布局一批对电力系统安全保障作用强、对新能源规模化发展促进作用大、经济指标相对优越的抽水蓄能电站,加快条件成熟项目开工建设。 ●加快推进张北至胜利、川渝主网架交流工程,以及陇东至山东、金上至湖北直流工程等跨省区电网项目规划和前期工作。
城市管廊	指导各地在城市老旧管网改造等工作中协同推进管廊建设,在城市新区根据功能需求积极发展干、支线管廊,合理布局管廊系统,统筹各类管线敷设。

数据来源:中国政府网,东吴证券研究所

图1: 2015年至2017年政策性银行发行专项建设债支持项目投资的基本流程



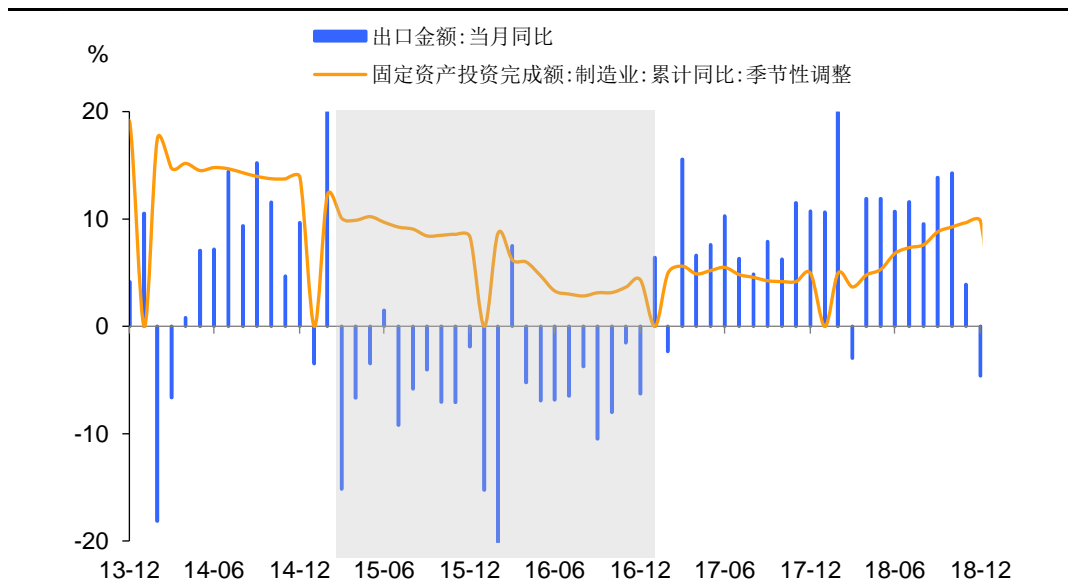
数据来源: 国家发改委, 东吴证券研究所绘制

表2: 2015-2017年专项建设基金梳理

批次及规模	时间	投向	贴息情况
第一、二、三、四批 (合计约8000亿元)	2015年	首批投向保障房、水利、城市管廊等22个项目, 而后逐步调整扩大	中央财政按照专项建设债券利率的90%给予贴息
第五批(约4000亿元) 第六批(约6000亿元)	2016年	五大领域: 棚户区改造等民生改善建设、重大水利工程等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、铁路等重大基础设施、增强制造业核心竞争力等转型升级项目 第五批为29个专项, 第六批为34个: 第六批在第五批基础上减少了体育设施建设、电动汽车充电基础设施、园区循环化改造三项。第六批增加的专项有八个, 包括城市地下综合管廊、集成电路、国家级新区基础设施建设等	中央财政按照专项建设债券利率的90%给予贴息
第七批(约2000亿元)	2017年	棚户区改造等民生改善建设、重大水利工程等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、铁路等重大基础设施、增强制造业核心竞争力等转型升级项目	中央财政按照专项建设债券利率的90%、70%及50%分档给予贴息

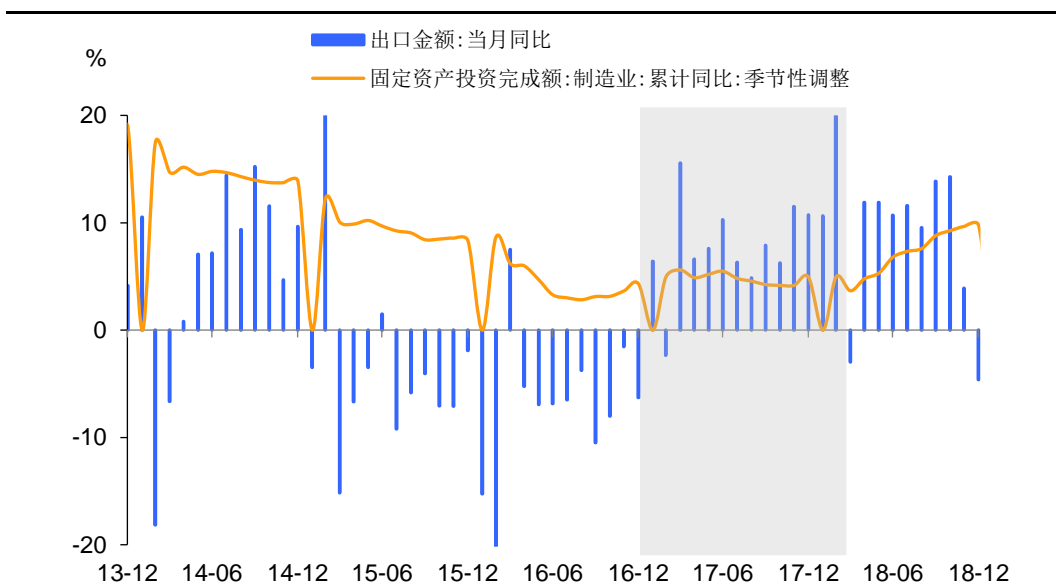
数据来源: 环球网, 21世纪经济报, 世华财讯, 东吴证券研究所

图2: 2015年我国出口同比增速转负、制造业投资低迷



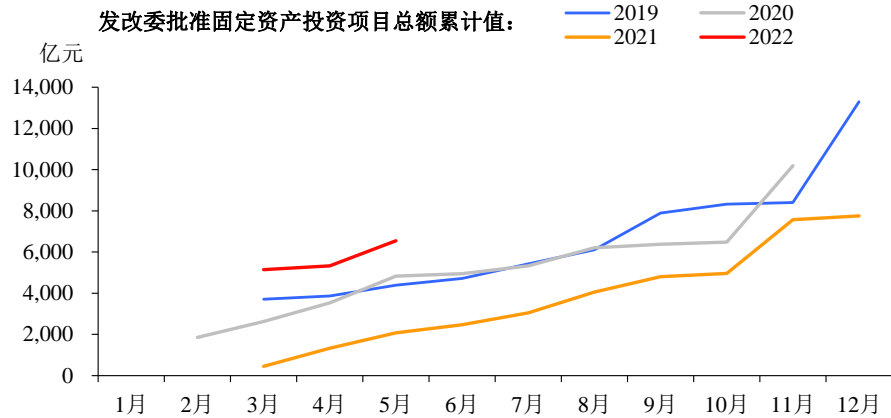
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：2017年我国固定资产投资企稳，出口同比增速转正



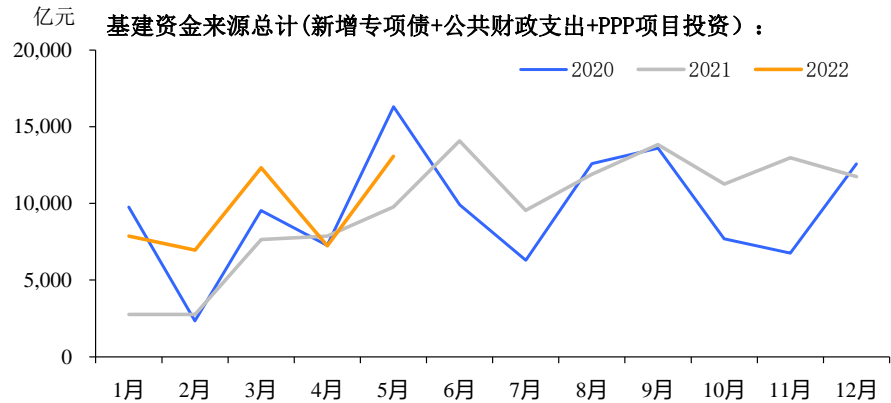
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：发改委 2022 年批准的项目额度高于往年



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图5：若无提前批专项债等其他利好政策支持，下半年基建资金来源面临限制



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

