

## 稳增长数据“背离”，如何理解？

近几个月，基建投资与高频指标出现“背离”，原因几何？数据“背离”透露出哪些问题、又或如何解决？本文梳理，可供参考。

### ■ 一问：稳增长，高频指标和基建投资为何背离？主因钱等项目、项目缺钱等

近几个月，基建投资数据与高频指标指向出现背离。2022年前五月，宏观指标显示基建投资持续发力，基建类固定资产投资较去年同期增长8.2%；然而，反映基建的高频指标却出现背离，其中，压路机销量增速持续低迷、年初起出现大幅回落，5月同比虽略有回升至-43.6%，但仍为近年较低水平；与之类似，石油沥青开工率亦低于往年同期，上半年平均开工率近27%、仅为去年同期的六成。

除统计方法差异外，“钱等项目”、“项目缺钱”等问题，或是基建类宏观数据背离核心原因。稳增长诉求加强下，形象进度法等统计方法造成的数据高估或被扩大。虽然专项债发行与投向数据显示今年基建投资加速推进、规模抬升，但项目准备不充分与资金拨付不及时等“钱等项目”问题，与项目欠缺资本金等“项目缺钱”问题，或对基建资金形成实物工作量造成拖累，使高频指标表现不佳。

### ■ 二问：数据“背离”透露的问题或如何解决？项目、资金端齐加码或可缓解

项目审批加快、开工提速，资金使用监管加强等，或从项目、资金端共同缓解“钱等项目”等问题。2022年，专项债支持范围扩大，新基建、新能源被纳入申报范围；发改委核准项目节奏加快，5月新增核准投资金额较去年同期增长一倍。同时，去年年底以来，财政部及地区监管部门建立专项债资金穿透式监管，及资金使用绩效评价、进度通报预警等机制，或可加强专项债资金使用效率。

“准财政”等加码，调增基建信贷额度、支持项目资本金等，或可缓解“项目缺钱”等问题。2022年前5月，受减税退税与土地财政的影响，一般财政收入、政府性基金收入均明显下滑，财政歉收或使财政对基建资金支持不足，导致项目落地缓慢。近期，“准财政”等不断加码，新增八千亿元信贷额度投向基建，设立三千亿元金融工具补充重大项目资本金等，或对项目加速落地形成有力支撑。

### ■ 三问：本轮稳增长，或如何加力？新、老基建共同发力，对经济的影响凸显

不同以往，本轮稳增长，除传统基建外，新能源、新基建等亦是重点加力领域。稳增长仍在进一步加码，传统基建中，农村交通建设计划调增，新建农村公路目标较年初提升25%；水利建设投资加速，上半年投资完成额较去年同期增长近60%。同时，新基建、新能源项目政策不断推出，绿色审批通道建立、专项债支持范围扩大、项目资本金支持加码等，或指向新能源、新基建是未来加力重点。

稳增长加码下，传统基建持续放量，新基建、新能源等对经济拉动作用凸显。2022年前五月，部分央企的基建类新增订单持续放量，中国电建、中国建筑新增订单累计增速分别达29.3%、34.6%；同时，新能源、新基建对经济的影响加快显现，前五个月新能源汽车、通信基站等产品产量增速居前，较去年同期分别提升111.7%、23.1%；后续稳增长加力的持续性与项目落地情况仍需进一步观察。

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、一问：稳增长，高频指标和基建投资为何背离？	3
1.2、二问：数据“背离”透露的问题或如何解决？	4
1.3、三问：本轮稳增长，或如何加力？	7
风险提示：	9

## 图表目录

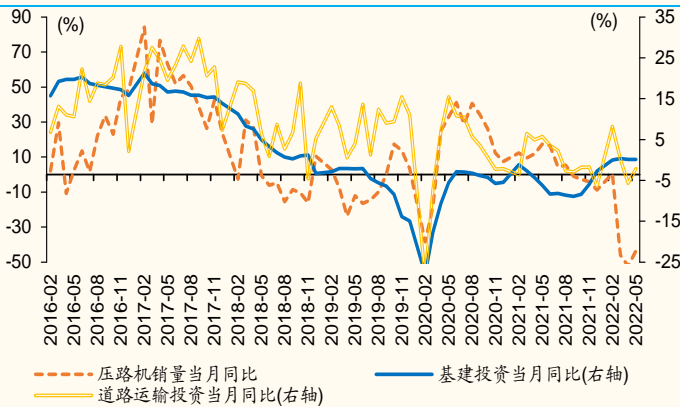
图表 1：2022 年前五月，基建投资与高频指标背离	3
图表 2：石油沥青开工率处于近年较低水平	3
图表 3：宏微观数据统计方法有所不同	4
图表 4：基建类重大项目中，新基建占比近 15%	4
图表 5：专项债资金闲置的两大原因	4
图表 6：重大项目需要一定财政资金做资本金	4
图表 7：2022 年，专项债支持范围进一步扩大	5
图表 8：2022 年 5 月，发改委核准项目金额明显抬升	5
图表 9：部分地区二季度重大项目建设提速	5
图表 10：2022 年，专项债资金使用监管加强	5
图表 11：2022 年，财政收入明显下滑	6
图表 12：政策性、开发性金融工具做资本金运作模式	6
图表 13：近四周，全国粉磨开工率略有回升	6
图表 14：近四周，水泥发运率持续改善	6
图表 15：2022 年前五月，专项债投向基建占比超六成	7
图表 16：产业园基建项目中智能高科技占比近三成	7
图表 17：重大项目不仅基建，产业发展亦是重点	7
图表 18：2022 年上半年，重大产业类项目是投向重点	7
图表 19：2022 年，农村公路投资目标提升	8
图表 20：2022 年上半年，水利建设投资持续发力	8
图表 21：2022 年一季度，5G 基建建设明显提速	8
图表 22：2022 年一季度，新能源建设明显提速	8
图表 23：近期，新基建、新能源推进政策不断出台	8
图表 24：前五个月，新能源、新基建相关产出提速	9
图表 25：2022 年部分央企新增基建类订单额明显提速	9

近几个月，基建投资数据与高频指标出现“背离”，原因几何？数据“背离”透露出哪些问题、又或如何解决？本文梳理，可供参考。

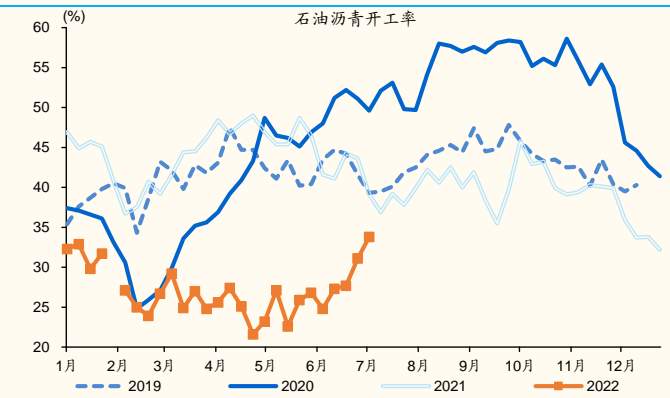
### 1.1、一问：稳增长，高频指标和基建投资为何背离？

近几个月，基建投资数据与高频指标指向出现背离。2022年前五月，宏观指标显示基建发力明显，基建类固定资产投资较去年同期增长8.2%；然而，反映基建活动的压路机销量增速却明显低迷、自年初出现大幅回落，5月同比虽略有回升至-43.6%，但仍为近年较低水平；类似地，石油沥青开工率亦低于往年同期，上半年平均开工率近27%、仅为去年同期的六成。

图表 1: 2022 年前五月，基建投资与高频指标背离



图表 2: 石油沥青开工率处于近年较低水平



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

基建相关宏观微观数据“背离”，或一定程度上缘于统计方法差异，项目发力方向不同等。固定资产投资核算中，5000万元以上项目多采用形象进度法估算投资额<sup>1</sup>，但工程进度受主观因素影响较大，或使投资金额被高估；而微观数据多采用取样、调研等方式估算，数据可得性与样本代表性或对数据质量产生影响。此外，今年基建类重大项目中，数字基础设施等新基建项目亦是投向重点、数量占比近15%，而此类项目加力或难被传统基建高频指标捕捉。

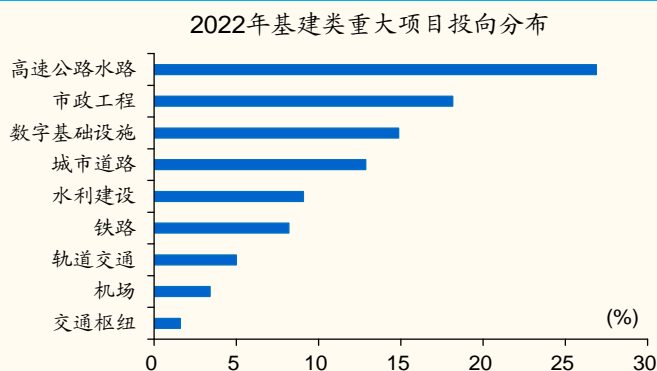
<sup>1</sup>资料来源：[http://www.tzxm.gov.cn/flfg/normativeDoc/201908/t20190823\\_11990.html](http://www.tzxm.gov.cn/flfg/normativeDoc/201908/t20190823_11990.html)  
<http://tjj.panzhuhua.gov.cn/ztzl/tjzs/1542515.shtml>

图表 3: 宏观数据统计方法有所不同

分类	统计方法	可能存在的偏差
宏观指标	5000万元以下项目投资额	财务支出法 财务支出与实际进度或存在一定时滞, 影响数据质量
	5000万元以上项目投资额	形象进度法 工程进度估计受主观判断影响较大, 或影响数据质量
微观指标	开工率、开工小时数等	取样、调研等 数据可得性约束与样本是否具有代表性, 或影响数据质量

来源: 政府网站、Wind、国金证券研究所

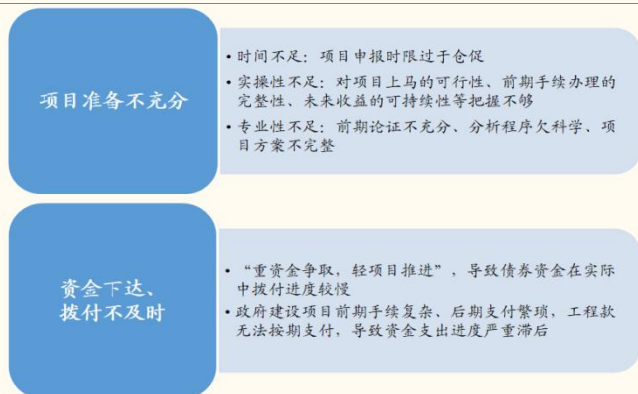
图表 4: 基建类重大项目中, 新基建占比近 15%



来源: 各地发改委、国金证券研究所

统计方法差异背后, “钱等项目”、“项目缺钱”等问题, 或是基建类宏观数据背离的核心原因。稳增长诉求加强下, 形象进度法等统计方法造成的数据高估或被扩大。虽然专项债发行与投向数据显示今年基建投资加速推进、规模抬升, 但项目准备不充分与资金拨付不及时等“钱等项目”问题, 与项目欠缺资本金等“项目缺钱”问题, 或对基建资金形成实物工作量造成拖累, 从而使得高频指标表现不佳。

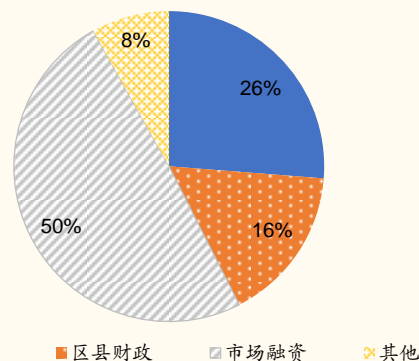
图表 5: 专项债资金闲置的两大原因



来源: 财政部、江西省财政厅、国金证券研究所

图表 6: 重大项目需要一定财政资金做资本金

重庆2022年重大建设项目资金来源分布



来源: 重庆市发改委、国金证券研究所

## 1.2、二问: 数据“背离”透露的问题或如何解决?

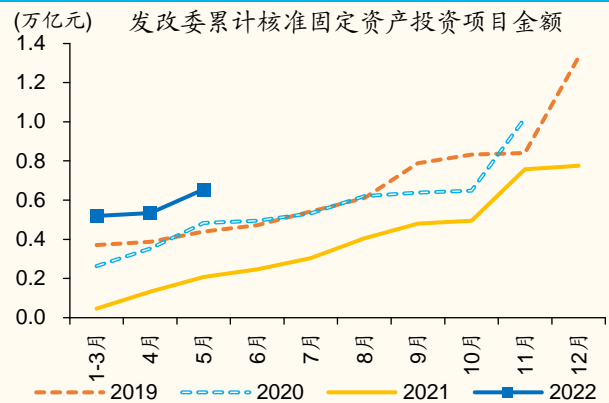
项目审批加快、开工提速, 资金使用监管加强等, 或从项目、资金端共同缓解“钱等项目”等问题。2022年, 专项债支持范围进一步扩大, 新基建、新能源等被纳入项目最新申报范围; 发改委核准项目节奏加快, 5月新增核准投资金额10亿元, 较4月增长67%、较去年同期增长一倍; 海南、新疆、内蒙古等地区重大项目投资提速, 二季度完成度较一季度明显提升。同时, 去年年底以来, 财政部及部分地区监管部门推出专项债资金穿透式监管、项目资金使用绩效评价机制、进度通报预警机制等政策, 或可加强专项债资金使用效率。

图表 7: 2022 年, 专项债支持范围进一步扩大



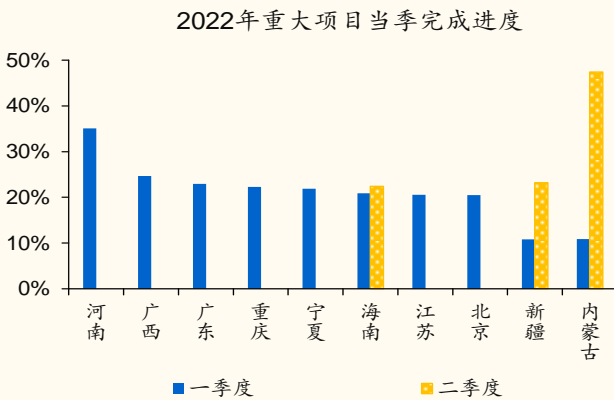
来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 8: 2022 年 5 月, 发改委核准项目金额明显抬升



来源: 发改委、国金证券研究所

图表 9: 部分地区二季度重大项目建设提速



来源: 各地发改委、国金证券研究所

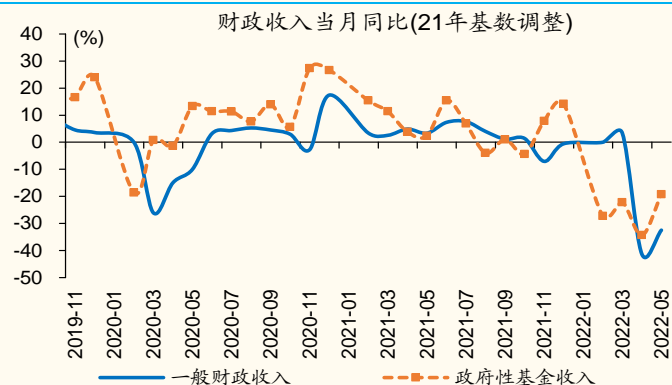
图表 10: 2022 年, 专项债资金使用监管加强

时间	部门	内容
2021年12月	财政部	尽快实现专项债券穿透式监测全覆盖; 从 2022 年起对所有项目资金使用情况进行绩效评价。
2022年2月	财政部新疆监管局	对专项债券项目实行穿透式监测, 开展全生命周期绩效管理, 围绕债务资金流向和债务项目运作流程开展日常监管和现场核查调研等, 关注项目建设进度和债券资金使用情况。
2022年4月	财政部浙江监管局	全链条跟踪资金使用进度情况, 按照发行规模、财政拨付进度、建设单位实际使用进度的闭环跟踪体系, 及时掌握债券资金使用进度, 引导加快形成实物工作量。
2022年5月	广东省财政厅	进一步优化专项债券资金拨付流程, 要求省市财政部门在资金下达3日内办结转贷手续。建立支出进度通报预警机制, 对专项债券实行穿透式监测, 狠抓专项债券支出进度管理, 由省府性债务领导小组办公室每月通报资金拨付和实际支出进度。

来源: 财政部、地方财政厅、国金证券研究所

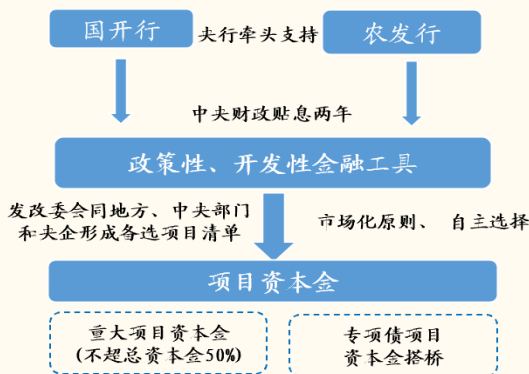
“准财政”等加码，调增基建信贷额度、支持项目资本金等，或可缓解“项目缺钱”等问题。2022年前5月，受减税退税与土地财政的影响，一般财政收入、政府性基金收入均明显下滑，财政歉收或使财政对基建资金支持不足，导致项目落地缓慢。近期，“准财政”等不断加码，新增八千亿元信贷额度投向基建，设立三千亿元金融工具补充重大项目资本金等，或对项目加速落地形成有力支撑。

图表 11: 2022 年, 财政收入明显下滑



来源: Wind、国金证券研究所

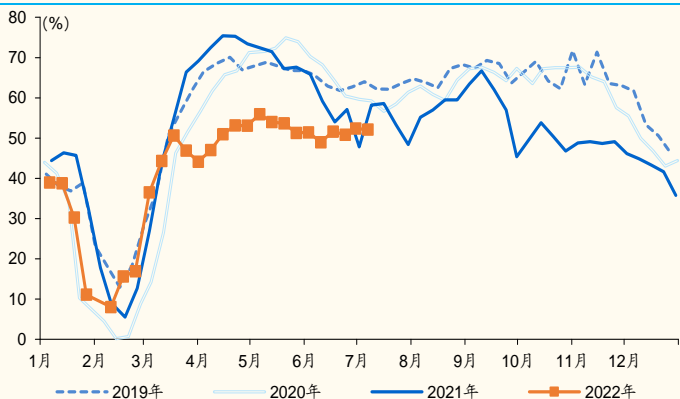
图表 12: 政策性、开发性金融工具做资本金运作模式



来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

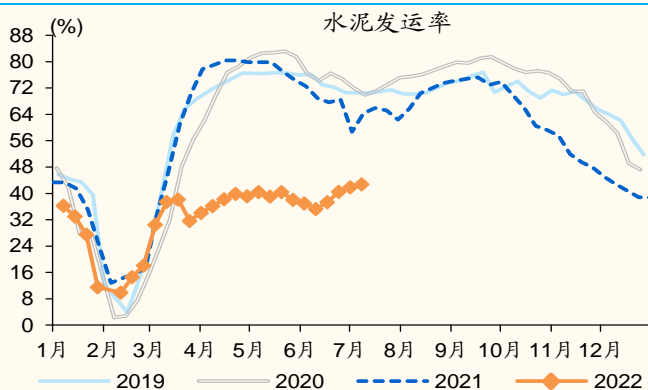
“钱等项目”与“项目缺钱”等问题缓解下，部分基建高频指标也出现一些积极变化。其中，反映水泥生产企业开工情况的粉磨开工率近四周略有回升，7月第二周达52.1%，相较6月第二周的49%提升约2个百分点，虽仍低于过往同期水平，但整体呈现缓慢改善态势；水泥发运率近一月亦持续改善，7月第二周达42.8%，相较6月第二周的35.3%提升近8个百分点；水泥生产与输送指标连续四周改善，或指向基建项目落地加快。

图表 13: 近四周, 全国粉磨开工率略有回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 近四周, 水泥发运率持续改善



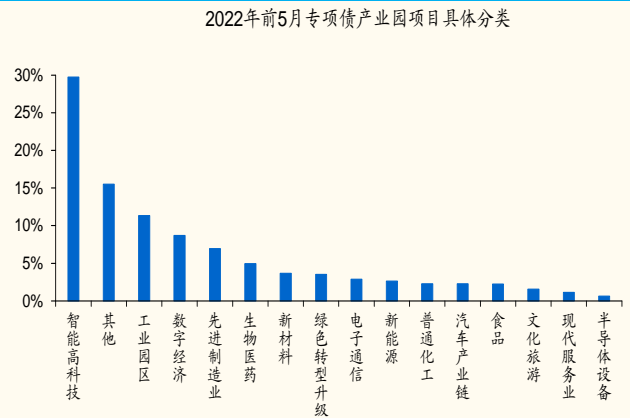
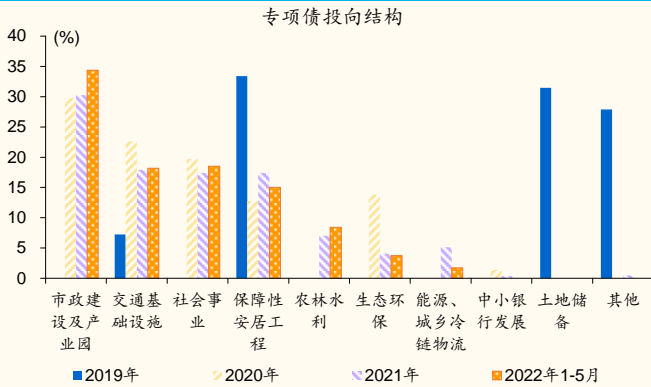
来源: Wind、国金证券研究所

### 1.3、三问：本轮稳增长，或如何加力？

不同以往，本轮稳增长不仅注重基础设施建设，产业转型升级等亦是重点投向。2022年前五月，专项债资金投向基建类项目占比达61%，较去年全年提升近6个百分点；其中，市政和产业园配套项目占比较高，达34.4%，产业园配套基建项目中，智能高科技等战略新兴产业为重点支持方向。与之类似，重大项目中产业类项目亦是投资重点，2022年地方产业类重大项目数量占比近48%；上半年，产业类新开工重大项目投资占比达55%。

图表 15：2022 年前五月，专项债投向基建占比超六成

图表 16：产业园基建项目中智能高科技占比近三成

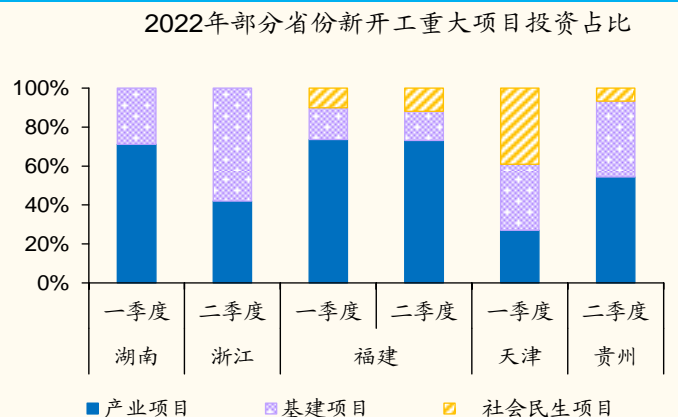
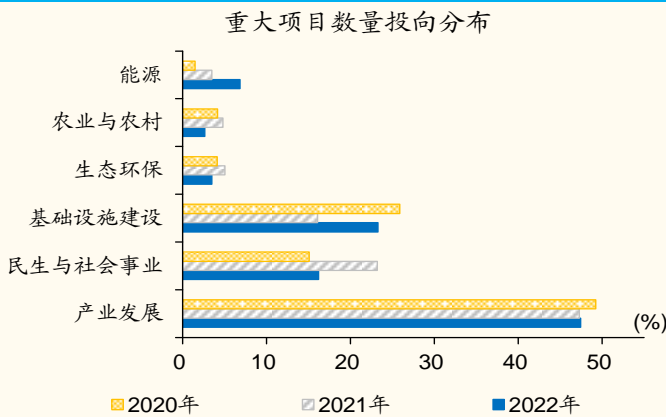


来源：财政部、国金证券研究所

来源：中国债券信息网、国金证券研究所

图表 17：重大项目不仅基建，产业发展亦是重点

图表 18：2022 年上半年，重大产业类项目是投向重点

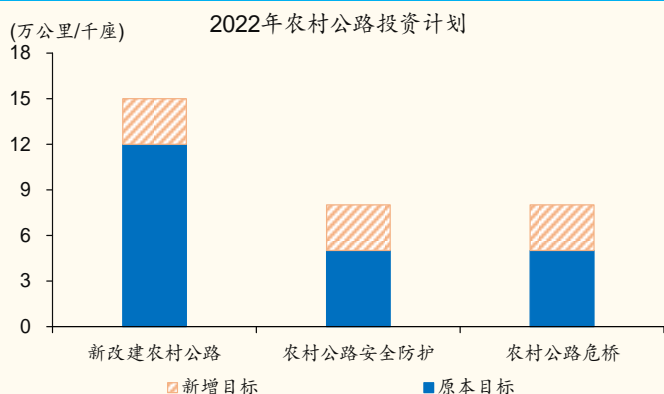


来源：各地发改委、国金证券研究所

来源：各地发改委、国金证券研究所

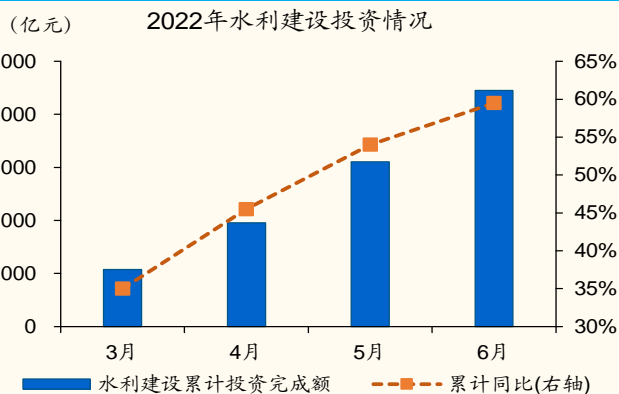
稳增长仍在进一步加码，农村公路、水利建设之外，新基建、新能源等亦是未来发力方向。2022年5月，交通运输部调增农村交通建设计划，其中，新建农村公路目标较年初提升25%；水利建设投资持续加速，上半年完成4449亿元投资，较去年同期增长近60%。新基建、新能源亦明显提速，2022年一季度，新增5G基站数量、光伏并网量较去年同期分别增长179%、148%；同时，新基建、新能源项目推进政策不断出台，绿色审批通道建立、专项债支持范围扩大、项目资本金支持加码等，或指向新能源、新基建是未来加力重点。

图表 19: 2022 年, 农村公路投资目标提升



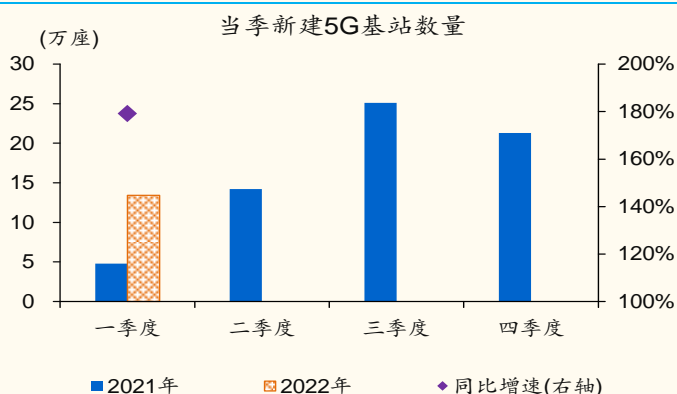
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表 20: 2022 年上半年, 水利建设投资持续发力



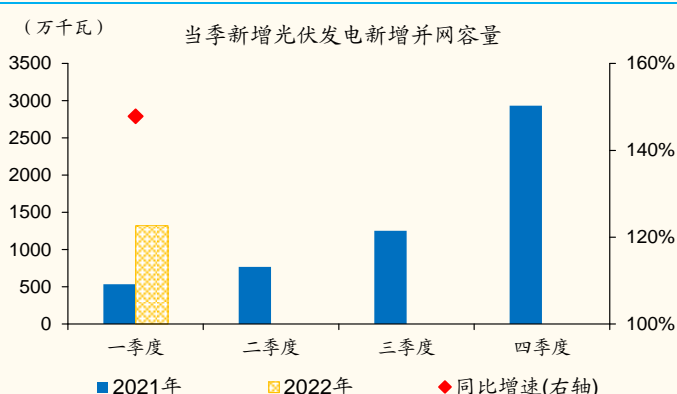
来源: 水利部、国金证券研究所

图表 21: 2022 年一季度, 5G 基建建设明显提速



来源: 工信部、国金证券研究所

图表 22: 2022 年一季度, 新能源建设明显提速



来源: 国家能源局、国金证券研究所

图表 23: 近期, 新基建、新能源推进政策不断出台

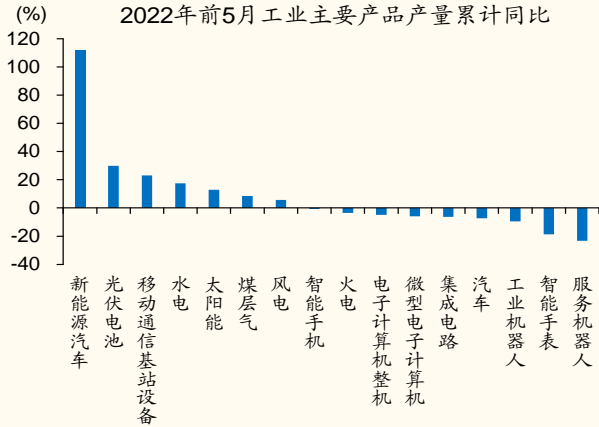
时间	事件	主要内容
2022/5/30	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	完善新能源项目投资核准(备案)制度, 建立 <b>新能源项目集中审批绿色通道</b> ... 利用好现有资金渠道支持新能源发展。研究将 <b>新能源领域</b> 符合条件的公益性建设项目 <b>纳入地方政府债券支持范围</b> 。
2022/6/28	发展改革委新闻发布会	进一步加大统筹力度, 发挥政策叠加效应, 加快提升8大算力枢纽的影响力和集聚力, 有效带动大数据中心产业上下游投资。
2022/6/29	第三批专项债项目申报	此批申报项目可在交通基础设施、能源、保障性安居工程等既有九大领域的基础上, 将 <b>新型基础设施、新能源项目</b> 纳入申报范围。
2022/6/29	国常会	运用政策性、开发性金融工具, 通过发行金融债券等筹资3000亿元, 用于补充包括 <b>新型基础设施</b> 在内的重大项目资本金, 但不超过全部资本金的50%, 或为专项债项目资本金搭桥。

来源: 政府网站、国金证券研究所



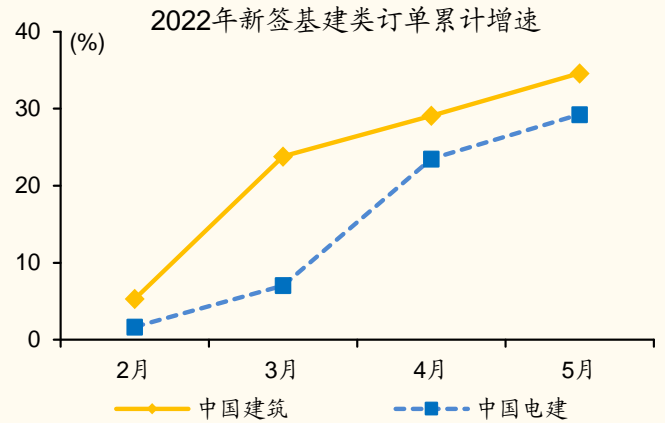
稳增长加码下，传统基建持续放量、新基建、新能源等对经济拉动作用凸显。2022年前五月，部分央企的基建类新增订单持续放量，中国电建、中国建筑新增订单累计增速分别达29.3%、34.6%；同时，新能源、新基建对经济的影响正加快显现、经济进入修复通道，前五月新能源汽车、通信基站等产品产量增速居前，较去年同期分别提升111.7%、23.1%。后续稳增长加力的持续性与项目落地情况仍需进一步观察。

图表 24：前五月，新能源、新基建相关产出提速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：2022年部分央企新增基建类订单额明显提速



来源：Wind、国金证券研究所

### 经过研究，我们发现：

- (1) 近几个月，基建投资数据与高频指标指向出现背离，除统计方法有差异外，“钱等项目”与“项目缺钱”等，或是基建类宏观数据背离的核心原因。
- (2) 项目审批加快、开工提速，资金使用监管加强等，或可缓解“钱等项目”等问题；“准财政”加码，新增基建信贷额度、支持项目资本金等，或可改善“项目缺钱”问题；核心矛盾缓解下，近期部分基建类高频指标出现积极变化。
- (3) 本轮稳增长，农村公路、水利建设加码外，新能源、新基建或是未来加力重点。近期数据显示，传统基建持续放量，新基建、新能源等对经济拉动作用凸显，经济进入修复通道，后续稳增长加力的持续性与落地情况仍需观察。

### 风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

**特别声明:**

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402