

基建“稳增长”，常见误区

伴随稳增长“加力”，市场对基建投资的关注度上升，但仍存一些分歧与误解。常见的误区有哪些、怎样去正确理解？本文梳理，可供参考。

■ 误区一：资金前置，基建投资“前高后低”？不能仅看资金、落地才是关键

稳增长加力背景下，基建资金明显前置，市场部分观点认为基建投资会出现“前高后低”现象。年初以来，专项债资金靠前发力、基建支持加码，上半年发行进度达 93%，前五个月投向基建比重为 61%；一般财政基建支出保持较高强度，上半年增速约 8%。资金前置带动基建投资保持较高增速，但考虑到财政收支平衡压力逐渐凸显，后续支出可能减弱，部分观点认为基建投资强度后半年或下降。

判断基建发力，不能只看资金，需结合项目落地等分析；近期项目、资金端共同发力，或使得稳增长效果在下半年加快显现。尽管资金前置带动基建投资增长较快，但近几个月基建类微观指标却出现“背离”，或缘于项目、资金不匹配等。近期，项目审批和开工提速、“准财政”持续加力等，有助于缓解项目与资金不匹配、推动基建加速落地，高频指标石油沥青开工率也随之出现持续改善迹象。

■ 误区二：金融工具，撬动上万亿基建？旨在补充资本金，杠杆仍取决于项目

政策性、开发性金融工具的推出，引发市场对其撬动多少基建投资的讨论。政策性、开发性金融工具，由国开行、农发行分别设立、规模共三千亿元，主要用于补充重大项目资本金、或为专项债项目资本金搭桥，旨在“精准打通资本金无法到位造成的堵点，推动项目尽早开工”。金融工具的运用，或可推动更多项目达到最低资本金要求，加快相关项目和配套资金落地，对实体需求形成一定拉动。

但金融工具或不完全投向基建，且撬动多少资金取决于支持的项目质量。金融工具投向的重大科技创新领域或多为产业项目、不能完全归为基建。且金融工具撬动杠杆或取决于项目质量；重大项目质量高、外部融资占比近 70%，金融工具若全部用于支持重大项目，或与其他财政资金共带动约 1.4 万亿元外部资金；而专项债项目外部融资占比仅 13%，金融工具投向专项债项目带动的外部资金或有限。

■ 误区三：基建投资规模高估，影响几何？易高估财政资金缺口与社融增速

以同比推算基建投资规模，可能存在高估。当前一些基建投资预测，以 2017 年为基准、用同比推算，可得 2021 年基建投资近 18.9 万亿元；但这一方法或忽略统计口径等变化，高估基建规模。类似地，同比推算下、2021 年固定资产投资 76 万亿元，而统计局公布值仅 54 万亿元，推算偏差达 40%。利用基建投资占固定资产投资比例推算其规模或更合理，可得 2021 年基建投资为 13.5 万亿元。

基建投资规模的高估，可能导致基建稳增长产生的财政资金缺口、对信用环境的影响被夸大。若基于上述高估的 2021 年基建投资规模，以市场平均预期增速 8% 推算，今年基建投资或被高估近 5.8 万亿元。考虑到基建资金中预算内资金占比约 20%，高估基建投资或导致财政资金缺口、以及补缺口所需资金被夸大近 1.2 万亿元；假设其余均为外部融资，或导致社融增速被高估近 1.5 个百分点。

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、误区一：资金前置，导致基建投资“前高后低”？	3
1.2、误区二：金融工具，撬动上万亿基建？	5
1.3、误区三：基建投资规模高估，影响几何？	7
风险提示：	8

图表目录

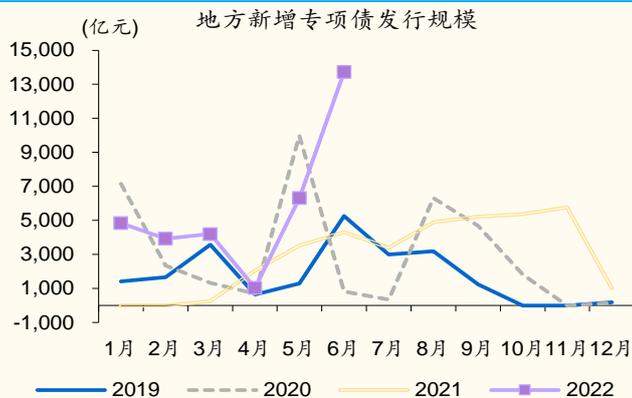
图表 1：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕	3
图表 2：2022 年，一般财政基建类支出维持较高强度	3
图表 3：近期，广义财政收支增速加速背离	3
图表 4：2022 年上半年，广义财政收支差创近年新高	3
图表 5：专项债发行与基建投资间存在一定时滞	4
图表 6：2022 年，基建投资与基建高频指标出现背离	4
图表 7：专项债使用进度较慢的两大原因	4
图表 8：部分城市审计报告披露专项债使用存在的问题	4
图表 9：2022 年 3-5 月，专项债新开工项目增多	5
图表 10：2022 年 6 月以来，石油沥青开工率持续回升	5
图表 11：政策性、开发性金融工具运行机制	5
图表 12：部分基建项目资本金要求	5
图表 13：2022 年，财政收入明显下滑	6
图表 14：重大项目需要一定财政资金做资本金	6
图表 15：金融工具重点投向三类项目	6
图表 16：2022 年上半年，专项债项目杠杆率约 13%	6
图表 17：据同比推算，2021 年基建投资 18.9 万亿元	7
图表 18：不同方法计算基建预算内资金占比	7
图表 19：固定资产投资统计口径、方法有所调整	7
图表 20：利用同比增速推算固定资产投资存在高估	7
图表 21：2021 年，基建投资规模近 13.5 万亿元	8
图表 22：近年，基建资金中预算内资金占比 20%左右	8

伴随稳增长“加力”，市场对基建投资虽关注度上升，但仍存一些分析与误解。常见的误区有哪些、怎样去正确理解？本文梳理，可供参考。

1.1、误区一：资金前置，导致基建投资“前高后低”？

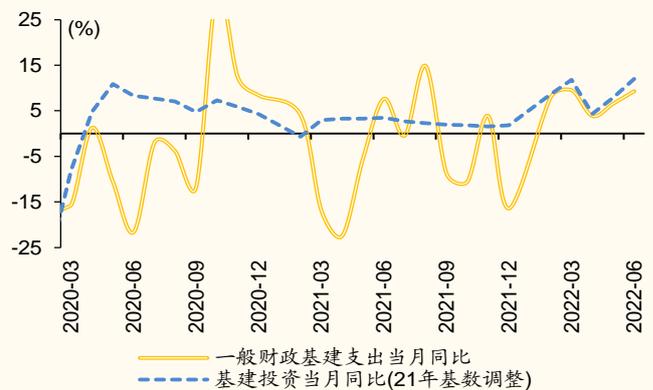
稳增长加力背景下，基建资金明显前置，市场部分观点认为基建投资会出现“前高后低”现象。年初以来，专项债资金靠前发力、基建支持加码，上半年发行进度达 93%，前五个月投向基建比重为 61%；一般财政基建支出保持较高强度，上半年增速约 8%。资金前置带动基建投资保持较高增速，但考虑到财政收支平衡压力逐渐凸显，后续支出可能减弱，部分观点认为基建投资强度下半年或下降。

图表 1：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕



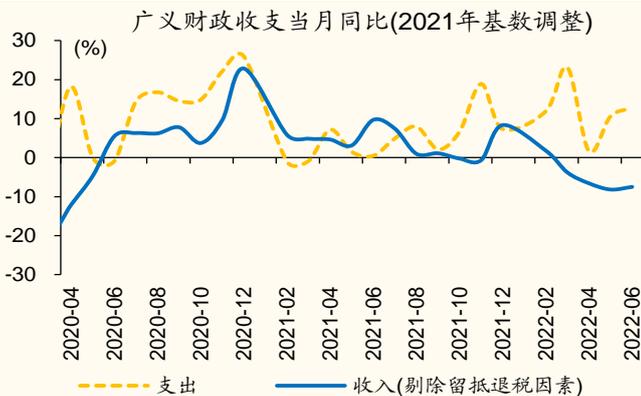
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2022 年，一般财政基建类支出维持较高强度



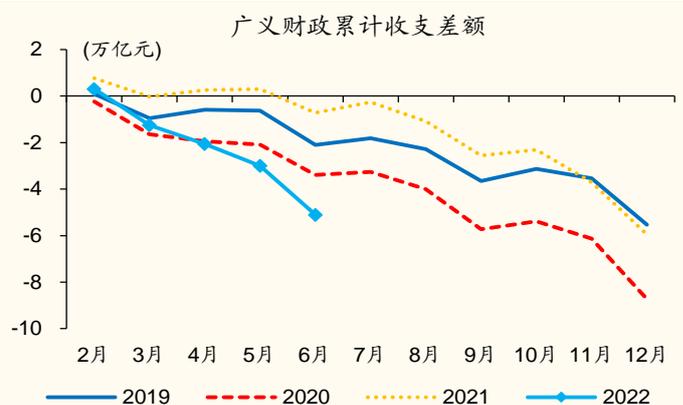
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：近期，广义财政收支增速加速背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：2022 年上半年，广义财政收支差创近年新高

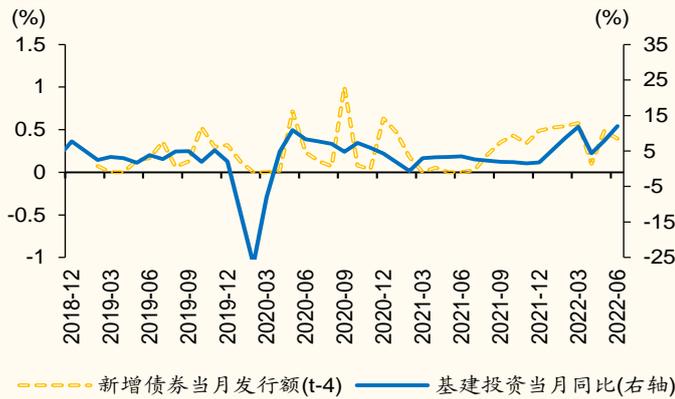


来源：Wind、国金证券研究所

尽管资金前置带动基建投资增长较快，但受资金、项目不匹配等因素影响，实际落地或存在“错位”。过往数据显示，新增专项债发行与基建投资或存在 4 个月左右时滞；且今年年初以来，基建投资虽有提速，但压路机销量增速却指向基建落地情况或不及预期。根据财政部¹及部分城市最新审计报告披露，基建项目落地滞后或缘于专项债分配下达不及时与项目准备不充分等因素。（详见《稳增长数据“背离”，如何理解？》）

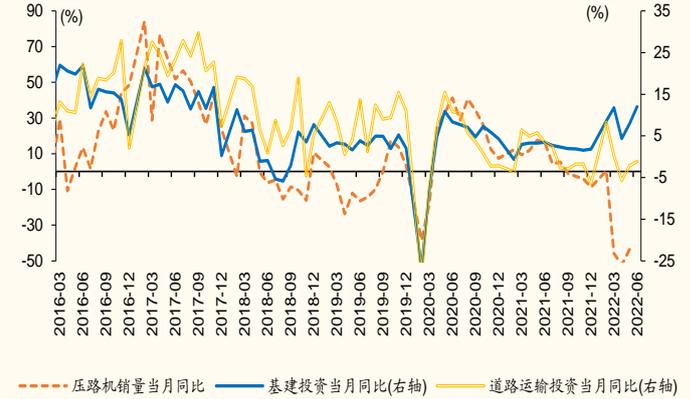
¹ http://sd.mof.gov.cn/gzdt/caizhengjiancha/202207/t20220707_3825613.htm

图表 5：专项债发行与基建投资间存在一定时滞



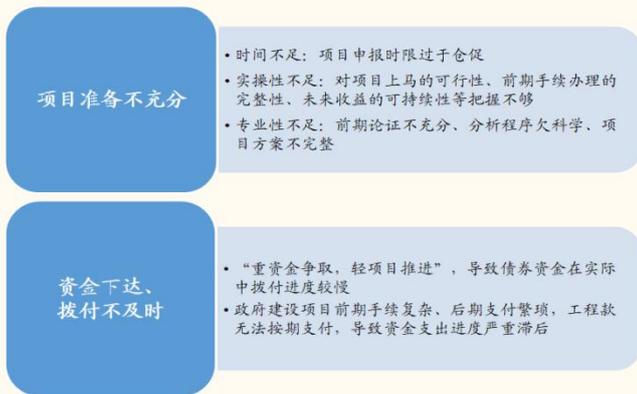
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：2022 年，基建投资与基建高频指标出现背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：专项债使用进度较慢的两大原因



来源：财政部、国金证券研究所

图表 8：部分城市审计报告披露专项债使用存在的问题

地区	2021年审计报告专项债使用问题相关披露
贵阳市	1. 挪用专项债券资金。 2. 部分项目推进缓慢，专项债券资金闲置。 3. 专项债券资金使用管理不规范。
泰州市	1. 部分专项资金未及时分配下达。 2. 个别政府专项债券项目建设缓慢，部分资金闲置近两年仍未开工。
常州市	1. 市级政府专项资金分解下达不及时。 2. 上级转移支付分配下达不及时。未能按规定收到一月内分解下达。 3. 个别项目使用债券资金进度较慢或未开工建设。
三明市	1. 部分专项资金滞留、沉淀；因项目推进滞后等原因，专项资金沉淀在市民政局、经济开发区等预算单位。 2. 项目建设进度慢，部分专项债券资金未及时形成实物工作量。
辰溪县	1. 预算执行不到位，专项债券支出等科目远低于年初预算数。 2. 未能及时拨付专项债券到项目建设单位问题。

来源：各地政府网站、国金证券研究所

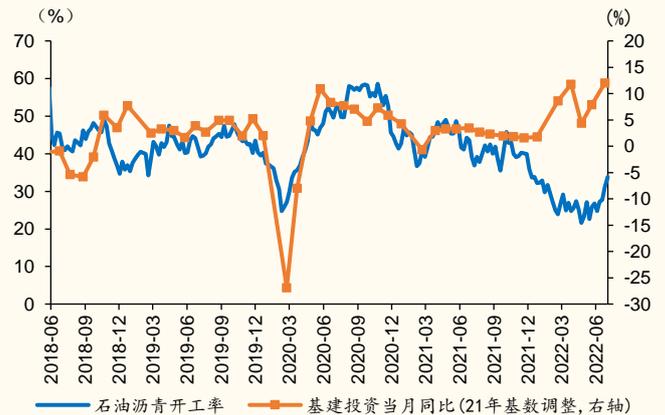
判断基建发力，不能只看资金，还需结合项目落地等分析；推进项目落地政策不断加码下，稳增长效果或在下半年加速显现。近期，项目端审批、开工提速，发改委 5 月新增核准投资金额较去年同期增长一倍，专项债新开工项目增多、3-5 月新开工比例较前两月提升 14 个百分点；资金端亦有“准财政”加持，调增基建信贷额度、创设金融工具打通资本金堵点等；项目、资金两端共同加力推动资金落地下，基建高频指标石油沥青开工率也出现持续改善迹象。

图表 9：2022 年 3-5 月，专项债新开工项目增多



来源：中国债券信息网、国金证券研究所

图表 10：2022 年 6 月以来，石油沥青开工率持续回升

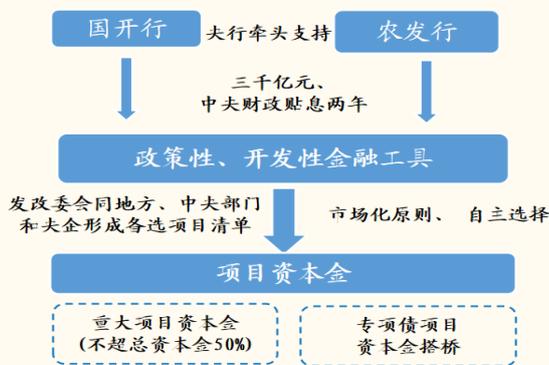


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、误区二：金融工具，撬动上万亿基建？

政策性、开发性金融工具的推出，引发市场对其撬动多少基建投资的讨论，部分观点认为至少带动超万亿基建资金。政策性、开发性金融工具，由国开行、农发行分别设立、规模共三千亿元，主要用于补充重大项目资本金、不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥；而其重点在于“精准打通资本金无法到位造成的堵点，推动项目尽早开工，尽快形成实物工作量”²。

图表 11：政策性、开发性金融工具运行机制



来源：人民银行、国金证券研究所

图表 12：部分基建项目资本金要求

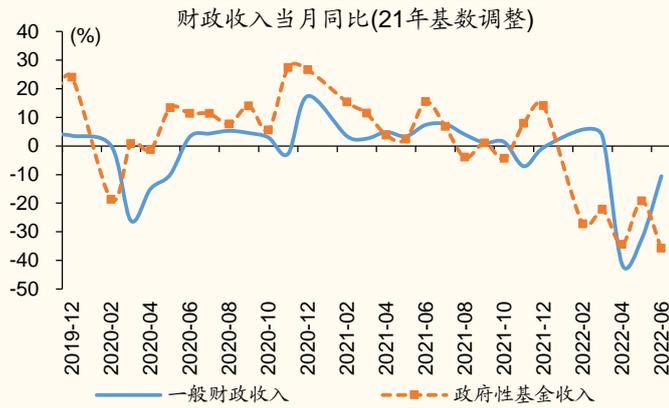
项目	项目最低资本金要求	
	2015年调整后	2019年调整后
城市轨道交通项目	20%	20%
港口、沿海及内河航运项目	25%	20%
机场项目	25%	25%
公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目	20%	15%
其他基础设施项目	20%	20%

来源：政府网站、国金证券研究所

金融工具的运用，部分替代了财政收入下滑带来的资本金短缺，或有助于加快项目投资落地等。尽管一些重大项目质量比较好、较为容易获得配套融资，但地方财政收入的大幅回落，可能导致部分项目因缺少资本金而不能及时落地。政策性、开发性金融工具，可以至多替代一半的总资本金，推动更多项目达到最低资本金要求，加快相关项目和配套资金等落地，对实体需求形成一定拉动。

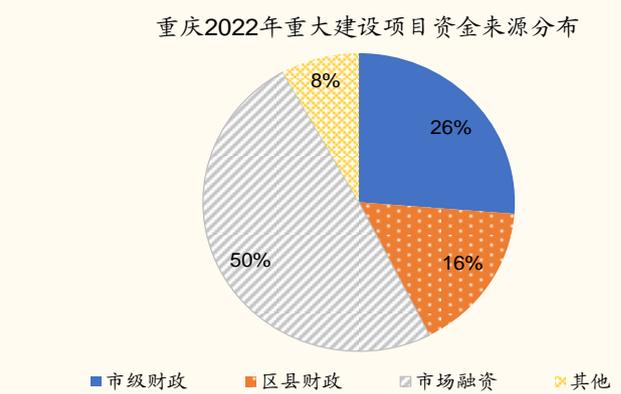
² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4605218/index.html>

图表 13: 2022 年, 财政收入明显下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 重大项目需要一定财政资金做资本金



来源: 重庆发改委、国金证券研究所

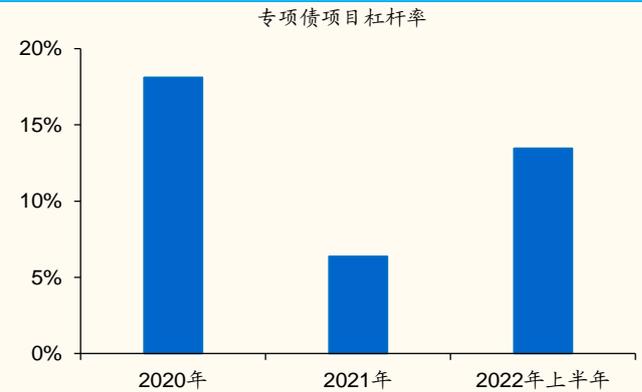
但金融工具或不完全投向基建, 且撬动多少资金取决于支持的项目质量。金融工具重点投向的三类项目中, 重大科技创新或更多投向前沿新兴、稳链补链等产业类项目, 不能被归为基建。且金融工具撬杠杆或取决于项目质量; 重大项目质量高、外部融资占比近 70%³; 金融工具若全部用于支持重大项目, 或与其他财政资金共带动约 1.4 万亿元外部资金⁴。而专项债项目外部融资占比仅 13%⁵, 金融工具投向专项债项目带动的外部资金或有限。

图表 15: 金融工具重点投向三类项目



来源: 人民银行、国金证券研究所

图表 16: 2022 年上半年, 专项债项目杠杆率约 13%



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

³依据宁夏省、重庆市披露的重大项目资金来源计算财政资金比例、平均值为 30.6%; 假设重大项目中财政资金全部用做项目资本金。

⁴这里的外部资金指非财政资金。由于金融工具投向重大项目不超过总资本金的 50%, 因此 3000 亿元资本金或带动 1.4 万亿元外部资金。

⁵依据财政部 2022 年上半年财政收支新闻发布会披露数据, 计算得出上半年专项债项目外部融资占比为 13.4%。

1.3、误区三：基建投资规模高估，影响几何？

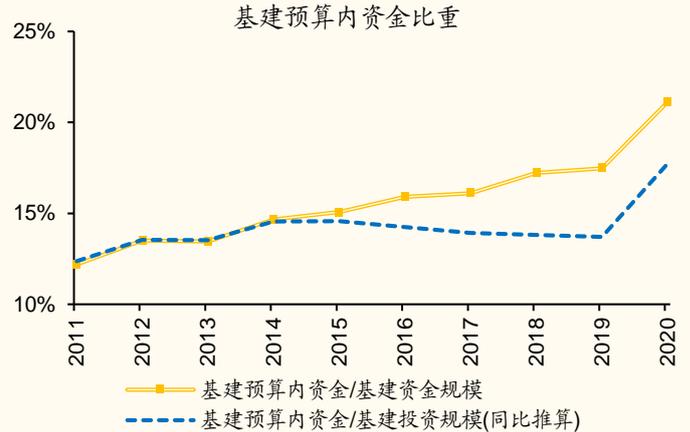
简单以同比推算基建投资规模，可能存在高估。当前一些基建投资预测，以 2017 年为基准，用同比推算基建投资绝对规模，2021 年达 18.9 万亿元。然而，基于推算的基建投资规模得出的预算内资金支持比例，近年来明显低于基建资金来源中预算内资金占比，指向基建投资规模或存在高估。为降低推算误差，可以考虑用同比倒推的基建和固定资产投资绝对规模之比，与公布的固定资产投资规模相乘来推算基建投资规模，可得 2021 年基建投资规模约 13.5 万亿元、明显低于部分人推算的 18.9 万亿元。

图表 17：据同比推算，2021 年基建投资 18.9 万亿元



来源：Wind、国金证券研究所

图表 18：不同方法计算基建预算内资金占比



来源：Wind、国金证券研究所

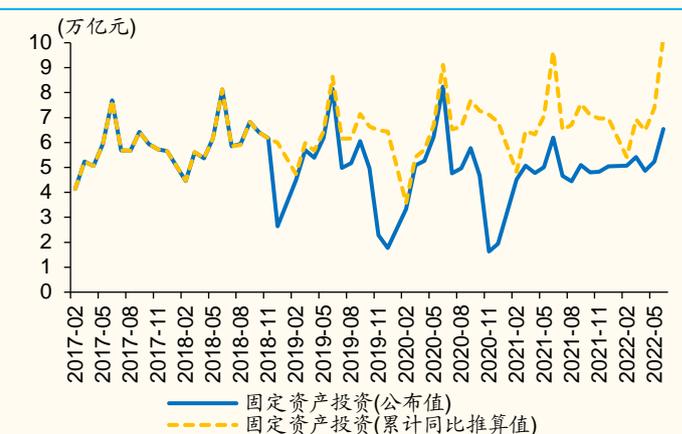
类似地，受统计口径调整、方法变更等因素影响，利用同比增速推算固定资产投资规模，推算偏差达 40%。2017 年以来，固定资产投资统计制度有所调整，部分试点地区固定资产投资由形象进度法转为财务支出法、调查方法与采集方式亦有变更，或使 2017 年前后固定资产投资规模的可比性降低；若以 2017 年为基准，用累计同比推算可得，2021 年固定资产投资规模 76 万亿元，而统计局公布的只有 54 万亿元，推算偏差约为 40%。

图表 19：固定资产投资统计口径、方法有所调整

	以往固定资产投资统计制度	2017年固定资产投资统计制度方法改革试点
计算方法	形象进度法	财务支出法
统计对象	1. 500万元以上投资项目 2. 全部房地产开发企业	1. 河北、山西、甘肃，国务院有关部门、中国铁路总公司等有跨区项目的单位的现行固定资产投资统计制度确定的所有固定资产投资项目 2. 其他试点地区：“一套表”联网直报的调查项目为主
调查方法	1. 500万元以上投资项目：全面调查 2. 全部房地产开发企业：全面调查	采集固定资产投资项目和房地产开发项目的固定资产投资财务支出数据。
采集方式	调查单位报送纸质统计报表，乡镇统计中心录入并逐级上报	1. 试点地区和有关单位5000万元及以上项目在联网直报平台统一部署和报送。 2. 河北、山西、甘肃三省500万元至5000万元项目按照项目联网直报的模式，由项目单位登陆国家统计局联网直报门户填报。

来源：统计局、国金证券研究所

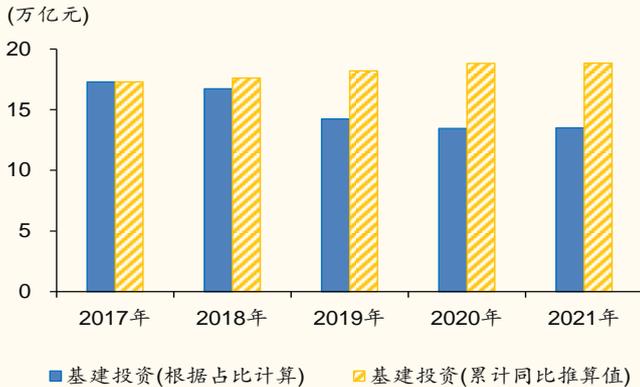
图表 20：利用同比增速推算固定资产投资存在高估



来源：Wind、国金证券研究所

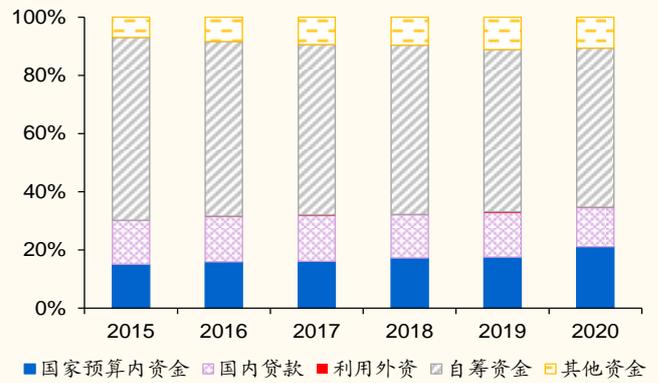
基建投资规模的高估，可能导致基建稳增长产生的财政资金缺口、对信用环境的影响被夸大。若基于上述高估的 2021 年基建投资规模，以市场平均预期增速 8%推算，今年基建投资或被高估近 5.8 万亿元。考虑到基建资金中预算内资金占比约 20%，高估基建投资或导致财政资金缺口、以及补缺口所需资金被夸大近 1.2 万亿元；假设其余均为外部融资，或导致社融增速被高估近 1.5 个百分点。

图表 21: 2021 年, 基建投资规模近 13.5 万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 近年, 基建资金中预算内资金占比约 20%



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 稳增长加力背景下, 基建资金明显前置, 部分人士就此推演、认为基建投资会出现“前高后低”的情况; 然而, 判断基建发力, 不能只看资金, 还需结合项目落地等分析; 项目、资金齐加码下, 稳增长效果或在下半年加快显现。
- (2) 金融工具的运用, 部分替代了财政收入下滑带来的资本金短缺, 或有助于加快项目投资落地等; 但金融工具或不完全投向基建, 不能全部归结为基建资金; 且金融工具能够撬动多少资金或主要取决于支持的项目质量。
- (3) 考虑到统计口径调整、方法变更等影响, 简单以同比推算基建投资规模, 可能存在高估; 基建投资规模的高估, 可能导致基建稳增长产生的财政资金缺口、对信用环境的影响被夸大。

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