

基建的长期问题

证券研究报告

2022年09月12日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：欧洲制造大迁移》
2022-09-09
- 2 《宏观报告：风险定价-市场降温，
大盘价值短期盈亏比高-9月第1周资产
配置报告》2022-09-03
- 3 《宏观报告：宏观-短期扰动不掩经
济韧性》2022-09-01

对长期而言，财政政策对基建投资撬动能力的下滑或将会是一个难以避免的趋势。

政策逆周期调节的手段无非是地产和基建。经济的“去地产化”、财政对基建撬动能力的下滑，意味着两大调控手段都面临着约束，政策调控的效果正在下降。

政策调控效果的变化映射到资本市场上，则是与地产、基建相关的传统周期板块波动性的收敛。此前政策调控的风格以及效果，产生了宏观经济的周期，造就了传统周期板块大开大合的波动风格。而未来，政策调控效果不断弱化，宏观经济的周期波动可能并不会像此前一样剧烈，相应地，传统地产、基建相关的周期板块的波动幅度或将下降，甚至变得平稳。

需求侧调控政策效果的弱化是一个长期问题，这不仅仅会改变经济周期波动的形态，也会带来投资规则的变化——随着大开大合的“债务驱动投资”模式的退潮，金融数据对经济周期的领先性将逐渐消失，市场可能需要重新审视信用周期对投资的指示意义，淡化信贷数量的波动，更多关注结构变化和价格信号，并从需求数据中直接寻找复苏证据。

风险提示：疫情反复可能超预期；政策出台可能超预期；文中测算具有一定主观性，仅供参考。

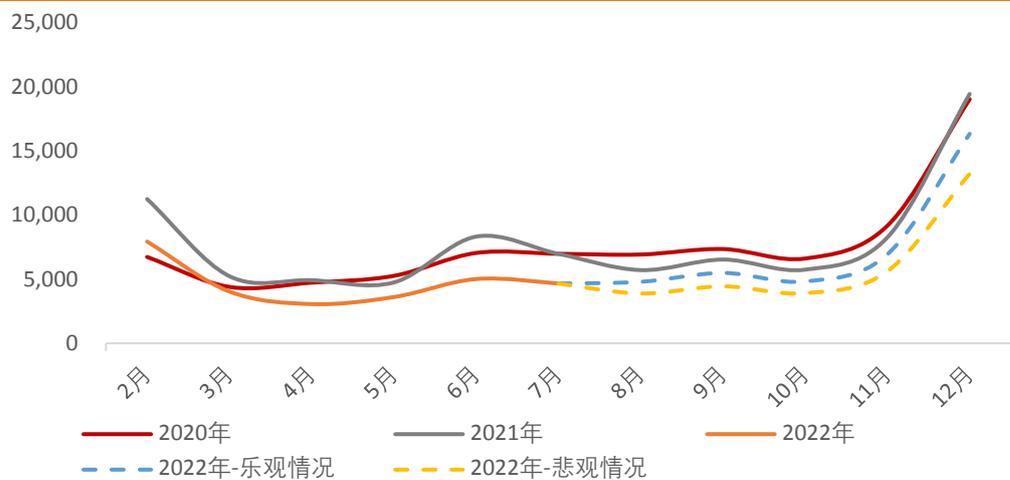
关于基建的短期问题，我们在此前的报告《不应低估政策力度》中已经进行了讨论，尽管局部地区的疫情反复可能会间歇性拖累 9-10 月的基建施工强度，但地方政府执行力的提升意味着这种扰动无碍大局，基建施工的走强将会在疫情受控以后得到延续。

这篇文章，我们想跳开短期的问题，谈一谈与基建周期、政策调控相关的中长期问题。我们认为，财政对基建撬动能力的减弱将会是长期性的，在经济“去地产化”的背景下，两大需求侧调控手段同时弱化，意味着传统经济周期的波动或将趋于收敛。

一、卖地收入下滑对财政的真实冲击有限，最大的冲击在城投

1-7 月，全国土地使用权出让收入 2.8 万亿元，较去年同期下降 1.3 万亿元，降幅高达 32%。按照乐观情况 8-12 月平均同比降幅收窄至 1-7 月的一半、悲观情况 8-12 月平均降幅与 1-7 月持平的假设来测算，预计全年土地出让收入将同比下滑 2-2.8 万亿元。

图 1：2022 年 4-7 月，国有土地使用权出让收入明显低于往年（单位：亿元）

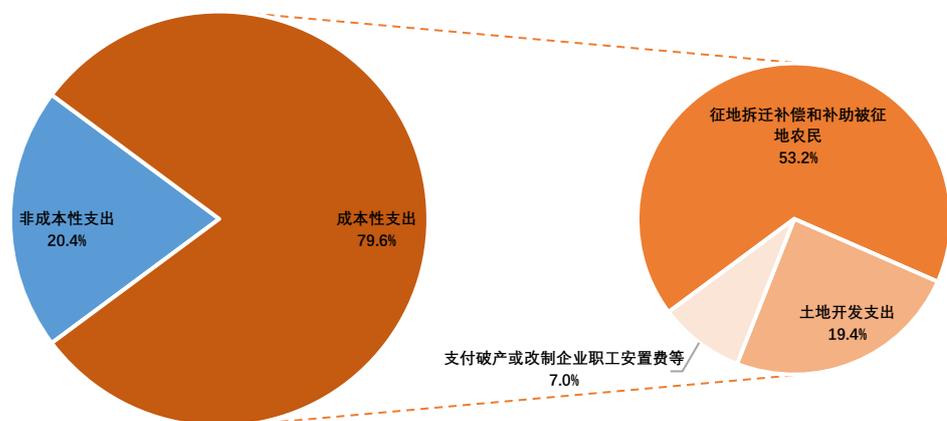


资料来源：WIND，天风证券研究所

卖地收入看似下滑幅度很大，但对财政的真实冲击有限。

土地出让收入并不完全由政府支配，只有扣除成本补偿性费用后的土地出让收入，才是地方政府可用的财力¹。财政部相关数据显示，2014、2015 年土地出让支出中，用于征地拆迁补偿、补助被征地农民、土地出让前期开发等成本性支出占土地支出总额的 82.4%、79.6%，而地方政府真正可以自由支配的非成本性资金的占比仅有 17.6%、20.4%。

图 2：2015 年土地出让支出中可由地方政府自由支配的非成本性资金仅有 17.6%



资料来源：财政部，天风证券研究所

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2016-04/05/content_5061328.htm

由于政府性基金实行“收支两条线”管理，以收定支，因此在土地完成出让之前，地方政府无需承担对应的成本性支出责任，卖地收入下滑对地方财政的真实冲击仅体现在非成本性支出上。按照 2015 年的占比来测算，如果 2022 年全国土地出让收入下滑 2-2.8 万亿元，对应的非成本性支出将减少 4200-5700 亿元。而这些非成本性支出的缺口，基本在政策性银行 6000 亿元以上的基建资本金工具的覆盖范围内。

卖地收入下滑最大的冲击在城投对于基建投资的资金配套。

地方政府在出让土地之前，首先要完成对土地的征收和开发，而这一工作通常由城投完成。具体流程为：

- ① 地方政府将土地征收、开发的项目委托给城投；
- ② 城投垫资进行征收、开发，完成三通一平或七通一平的土地在城投的资产负债表中形成一笔存货，同时形成一笔对地方政府的应收款；
- ③ 待地方政府将土地进行出让以后，向城投支付相应的工程款。

因此，卖地收入下滑，尽管地方政府无需承担 80% 的成本性开支，但同时也意味着，城投原本应当收回来应收款无法按时兑现。**卖地收入下滑约 80% 的影响，将由城投来承担。**

而城投平台是地方政府进行基建投资的落实主体，也是为基建投资提供资本金以外的配套资金的主体。城投收入的下滑，将直接拖累基建的配套融资，导致财政对基建投资的撬动能力出现下降。

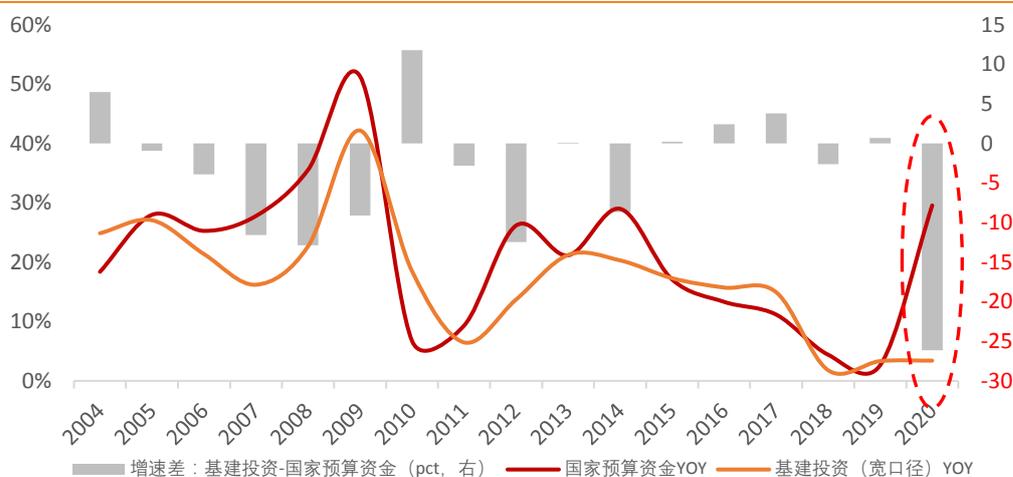
而这个问题不是一个短期问题，随着经济的“去地产化”，土地财政对基建配套资金的拖累将长期存在，持续地弱化财政政策对基建的撬动能力。

二、融资结构是基建不容忽视的长期变量

三轮隐性债务管控在约束地方政府举债的同时，也彻底改变了基建的融资结构，而这将成为影响财政撬动能力的关键因素，是不容忽视的长期变量。

2020 年，基建投资中国家预算资金（即财政投向基建的所有资金）为 3.3 万亿元，较 2019 年大幅增长 30%，财政投资在 2020 年不可谓不积极。但 2020 年，宽口径基建投资增速为 3.4%，较 2019 年仅仅提升了 0.1 个百分点，基建投资的表现与财政积极程度并不匹配。

图 3：2020 年，基建投资中国家预算资金增速大幅超出基建增速 26 个百分点



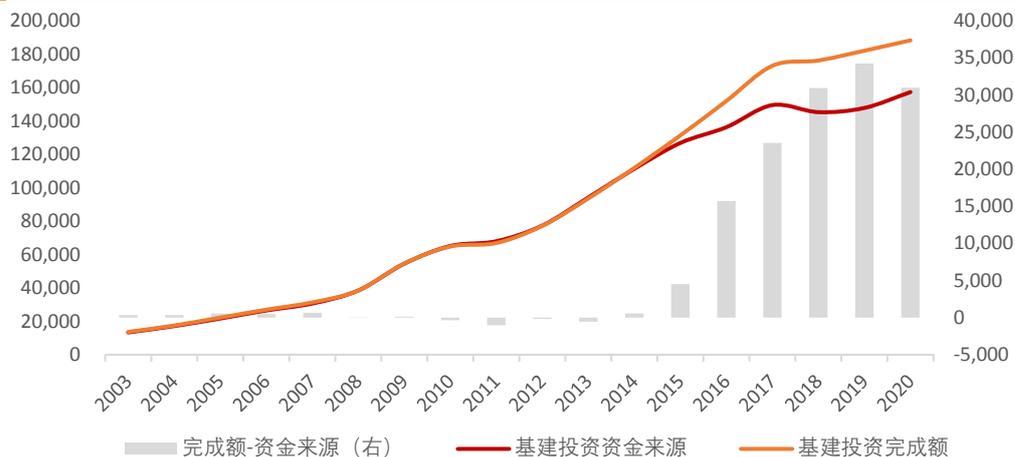
资料来源：WIND，天风证券研究所

什么原因造成了 2020 年“财政积极、基建平淡”的“异象”？作为连接财政与基建的枢纽，配套融资的结构性变化是背后的关键推手。

统计局针对固定资产投资主要披露两项数据——固定资产投资完成额以及固定资产投资资金来源。前者是实物工作量的货币化反映，可以理解为当年实际完成了多少固定资产投资；后者是项目单位在报告期内收到的用于固定资产投资的各种货币资金，可以理解为实收资金。

2014 年及以前，基建投资完成额与基建投资资金来源高度吻合，但从 2015 年起，二者之间产生了一个明显的裂口，基建投资完成额开始明显高于基建投资资金来源，并且这个裂口还在持续扩大。

图 4：2015 年起，基建投资完成额持续高于基建投资资金来源（单位：亿元）

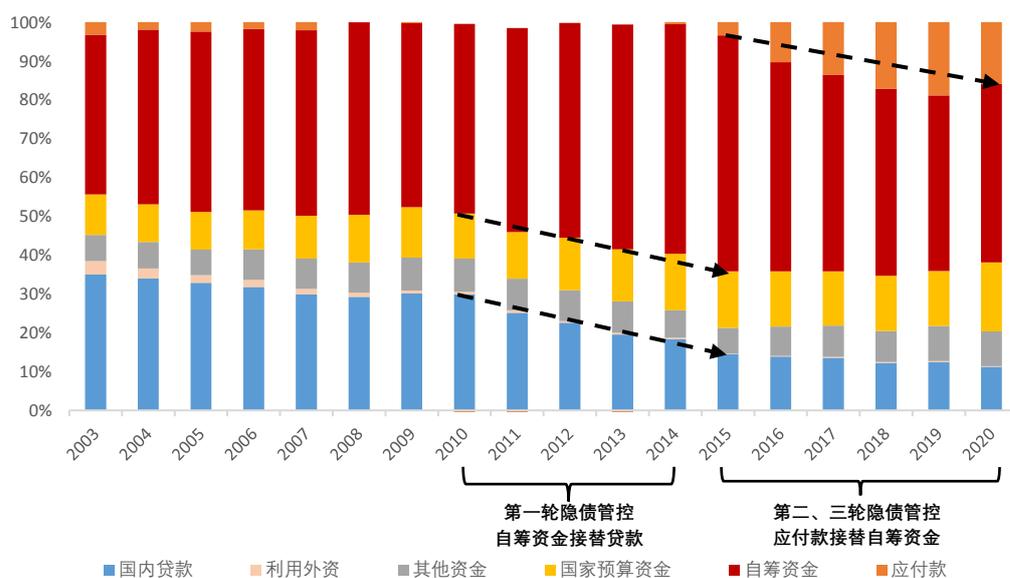


资料来源：WIND，天风证券研究所

这个裂口的本质是基建投资中的应付款，即没有相应的实收资金，但通过拖欠上游工程款的方式完成了项目投资，也是基建的一种变相融资方式。

融资结构的这一转变，背后的根源是 2014 年启动的第二轮隐性债务管控。2014 年 10 月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号文）²、2015 年落地实施的《新预算法》³标志着以“开前门、堵后门”为核心的第二轮隐债管控正式启动，加强了对地方政府违约举债的监管，城投融资受到了进一步限制。造成的直接后果是，从 2015 年开始，基建融资结构中自筹资金的占比在持续下降，而应付款则应运而生，成为基建融资中重要的组成部分。

图 5：2014 年启动的第二轮隐债管控，明显改变了基建的融资结构



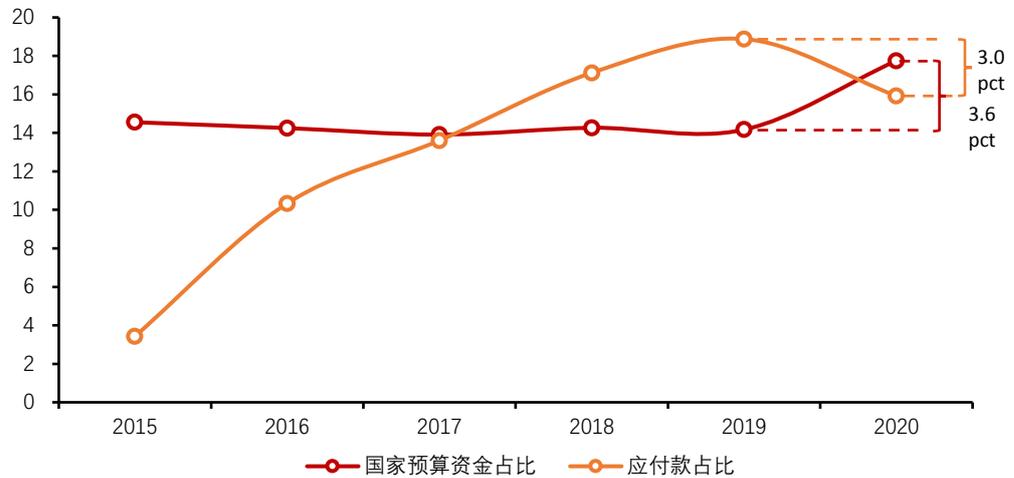
资料来源：WIND，天风证券研究所

² http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

³ <http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/201901/d68f06b9ab3e4fa9b8225ad2034c654e.shtml>

应付款占比的下滑是造成 2020 年“财政积极、基建平淡”的直接原因。2020 年，国家预算资金（即财政投向基建的资金）在基建投资完成额中的占比由 14.2% 提升至 17.8%，相比 2019 年提升了 3.6 个百分点。而同时，应付款的占比则相比 2019 年下滑了 3 个百分点。也就是说，2020 年投向基建的增量财政资金，基本都去填补了应付款下滑的缺口，并没有形成对配套资金的额外撬动。

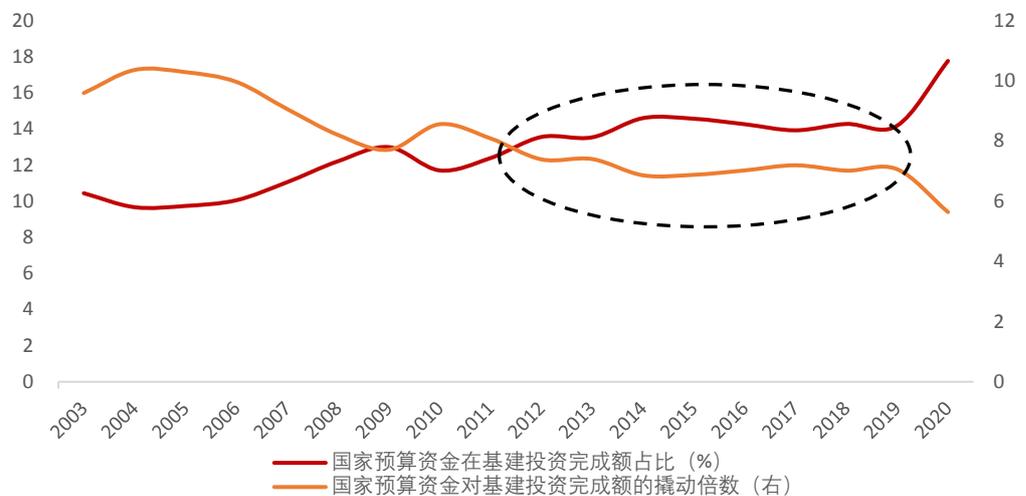
图 6：2020 年，基建投资完成额中，国家预算资金占比提升 3.6pct，应付款占比下降 3.0pct（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

正因如此，财政资金在 2020 年对基建投资的撬动能力大幅下滑。2015-2019 年，财政资金对基建投资完成额的撬动倍数基本稳定在 6.9-7.2 倍的范围内，而 2020 年则大幅下滑至 5.6 倍。

图 7：2020 年，基建投资完成额中，国家预算资金占比提升 3.6pct，应付款占比下降 3.0pct（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

为什么应付款在基建投资中的占比在 2020 年出现了下滑？三个原因：

①基建投资的上游是建筑、建工、建材企业，并且由地方政府主导的项目更是以民营企业居多。这些企业本身就存在垫资施工的情况，并且受疫情冲击更加明显，其承受下游资金占用的能力在疫情期间出现了恶化。

②2015-2019 年，应付款在基建投资中的占比在逐年提升，到 2019 年达到 19%，已经处于比较高的水平，进一步拉大应付款占比的空间本身就越来越小。

③2020 年，各级政府对拖欠民营企业欠款的清理、整治力度加大。2020 年 1 月 8 日，国常会要求各地各部门加大清理对民营企业欠款的力度，并且要求“未经被拖欠单位同意，

不得以商业汇票等非货币资金形式支付拖欠账款，变相延长拖欠时间”⁴。

我们认为，2022年，应付款对基建配套资金的掣肘会更加明显。与2020年相比，今年还有另外一个重要的变化——从2021年中开始的地产风险暴露，同时也在造成对基建上游施工单位的冲击，使得应付款这一变相融资方式面临更大的约束。

对短期而言，考虑土地出让收入下滑对城投的冲击、应付款可能的进一步下滑，尽管基建政策持续积极发力，但我们对今年总体的基建反弹空间保持较为谨慎的判断。（这与我们认为9-10月基建施工强度会有所提升的判断并不相悖，在地方政府执行力提升、8月工期回补、11-12月工期前置等因素下基建施工端走强是一个节奏上的问题。）

三、大开大合的政策调控正在成为“过去时”

基建融资结构的变化也会是一个长期性问题。一方面，严控隐债的定力没有发生改变，意味着基建的自筹资金部分未来的融资难度会持续加大；另一方面，地产问题得到解决之前，民营建筑、建材、建工企业承受基建下游欠款的能力也会逐渐弱化。基建可能正在塑造新的融资结构。

对长期而言，财政政策对基建投资撬动能力的下滑或将会是一个难以避免的趋势。

无论是土地出让收入长期下行对城投的拖累，还是融资结构的重塑，均指向同一个结果——财政对基建投资的撬动能力或将长期下行，“财政积极、基建平淡”可能会成为未来一个阶段的常态。

政策逆周期调节的手段无非是地产和基建。经济的“去地产化”、财政对基建撬动能力的下滑，意味着两大调控手段都面临着约束，政策调控的效果正在下降。

政策调控效果的变化映射到资本市场上，则是与地产、基建相关的传统周期板块波动性的收敛。此前政策调控的风格以及效果，产生了宏观经济的周期，造就了传统周期板块大开大合的波动风格。而未来，政策调控效果不断弱化，宏观经济的周期波动可能并不会像此前一样剧烈，相应地，传统地产、基建相关的周期板块的波动幅度或将下降，甚至变得平稳。

需求侧调控政策效果的弱化是一个长期问题，这不仅仅会改变经济周期波动的形态，也会带来投资规则的变化——随着大开大合的“债务驱动投资”模式的退潮，金融数据对经济周期的领先性将逐渐消失，市场可能需要重新审视信用周期对投资的指示意义，淡化信贷数量的波动，更多关注结构变化和价格信号，并从需求数据中直接寻找复苏证据。

⁴ http://www.gov.cn/premier/2020-01/08/content_5467600.htm

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com