

宏观研究

证券研究报告

2023年05月23日

基建怎么了？

在经济内生复苏略有走弱之时，基建投资却也在悄然放缓。我们认为，土地出让收入超预期下滑导致财政收入承压是原因之一，而前期经济开门红超预期且稳就业压力较大的情况下，财政主动放缓在基建方面的发力可能是另一个原因。

如果土地出让节奏大致持平于过去两年，全年土地出让收入可能会较去年下滑 1.7 万亿元，在不新增政策性金融工具的情况下，全年基建增速可能仅有 2% 左右；即使按照我们年初预测，全年土地出让收入最终下滑 1.2 万亿元，基建增速也仅有 3% 左右。

而 3% 的基建增速，不足以支撑全年的稳增长目标，因此我们认为有必要在适当时机推出今年的政策性金融工具。我们预计今年 7 月是概率较大的政策窗口期，而完全对冲土地出让收入下滑对基建的影响，可能需要投放 3500-5000 亿元。

风险提示：房地产市场复苏存在不确定性，或将影响对土地出让收入的测算；出口、消费、房地产投资等表现可能会影响政策对基建投资的诉求；文中测算基于较多假设，可能与实际情况存在偏差。

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

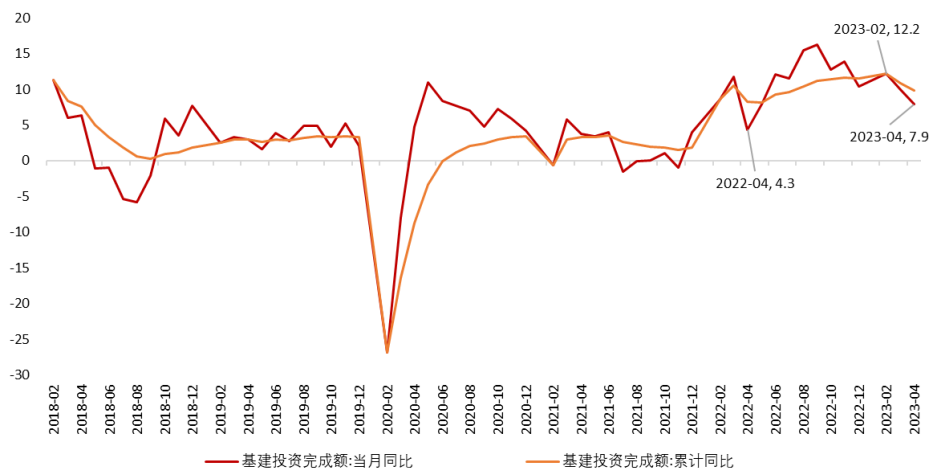
- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5 月第 4 周》 2023-05-21
- 2 《宏观报告：宏观-制造业复苏的行业差异化》 2023-05-19
- 3 《宏观报告：逐字逐句重点解读一季度货政报告》 2023-05-17

基建投资正在放缓。

进入二季度，市场关于基建的讨论并不多，一是一季度基建相关的融资额度较大，新增中长期基建贷款 2.16 万亿元，同比去年 1 季度增长 55%，环比去年 4 季度增长 192%，占一季度新增企业本外币中长期贷款的 32.2%。二是市场对复苏的关注主要集中于消费和地产，基建是稳增长的抓手，即复苏的反面，经济的内生复苏动力越好，基建发力的必要性也就越低。

然而在经济内生复苏略有走弱之时，基建投资却也在悄然放缓。仅看 4 月数据，基建投资累计增速尚有 9.8%，较 3 月回落 1 个百分点，但是当月同比增长 7.9%，较 3 月回落 2 个百分点，较年初（1-2 月）回落 4.3 个百分点，较去年高点（2022 年 9 月基建投资当月同比增长 16.3%）回落 8.4 个百分点。而且今年 4 月基数较低（2022 年 4 月基建投资当月同比增长仅 4.3%），说明基建投资的实际放缓幅度要比数据表现出的更大。

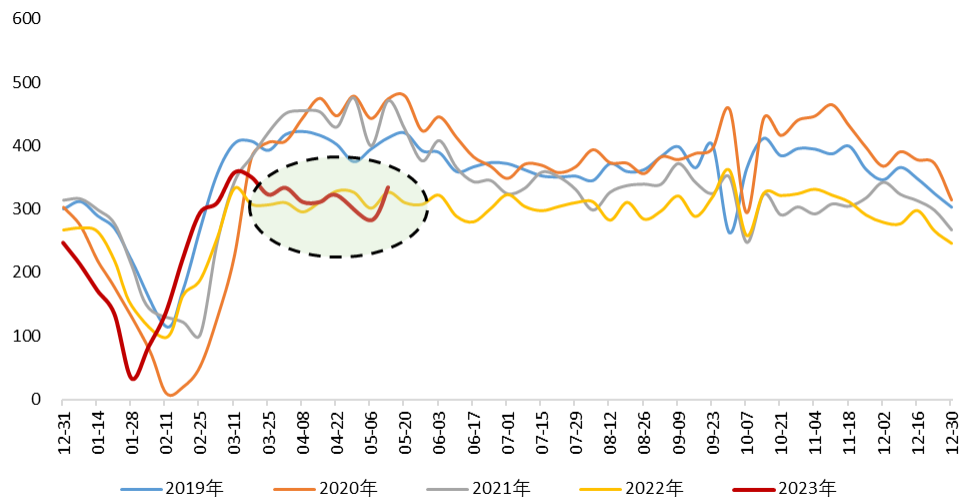
图 1：4 月基建投资当月同比增速录得 7.9%，回落 2 个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：2021 年数据采用两年复合增速

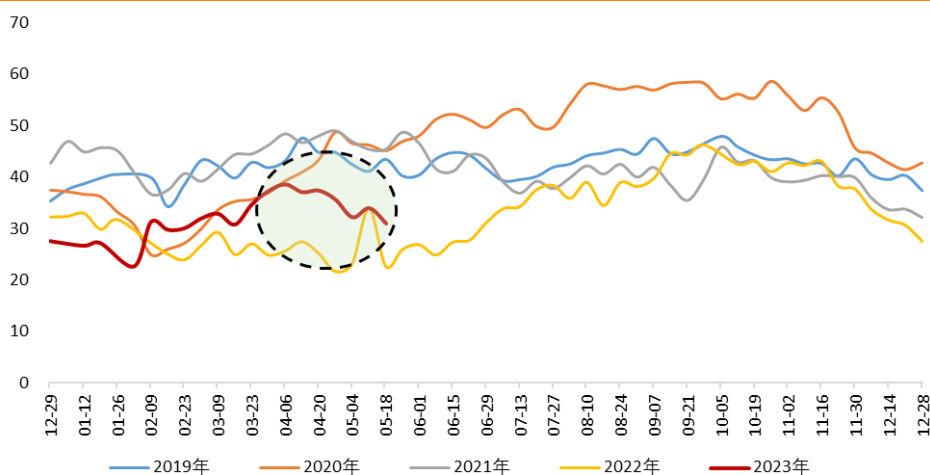
实际上，基建投资的放缓在与基建相关的螺纹钢、沥青、水泥等上游产品的高频数据中也早有体现。去年 4 月是基建投资的低点，然而当前螺纹钢的表观需求量仅持平去年同期，石油沥青开工率仅略高于去年同期，而水泥熟料产能利用率甚至大幅低于去年同期 26 个百分点。今年 3 月和 4 月国内挖掘机销量也大幅弱于往年同期水平。在去年同期存在疫情影响的情况下，今年基建相关的上游产品的高频数据仅与去年同期大致相当，充分体现了当前基建投资的放缓幅度。

图 2：3 月下旬开始，螺纹钢表观需求量明显下滑（单位：万吨）



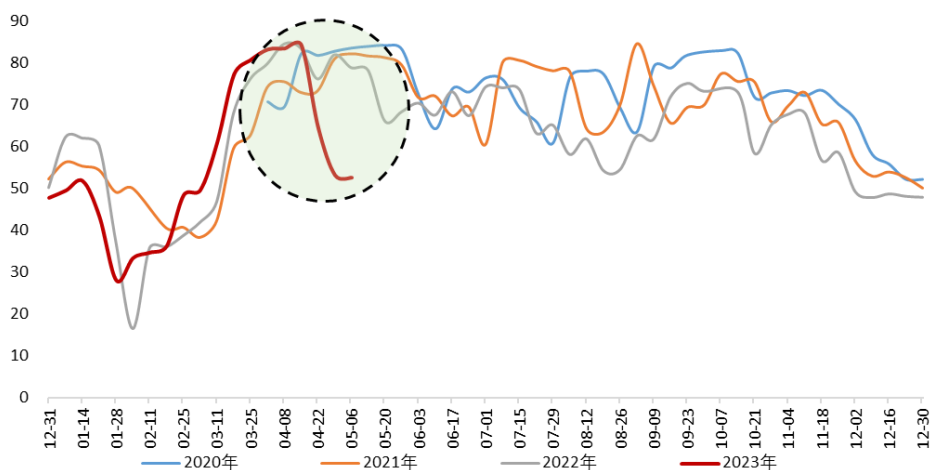
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：4 月上旬开始，石油沥青开工率大幅回落（单位：%）



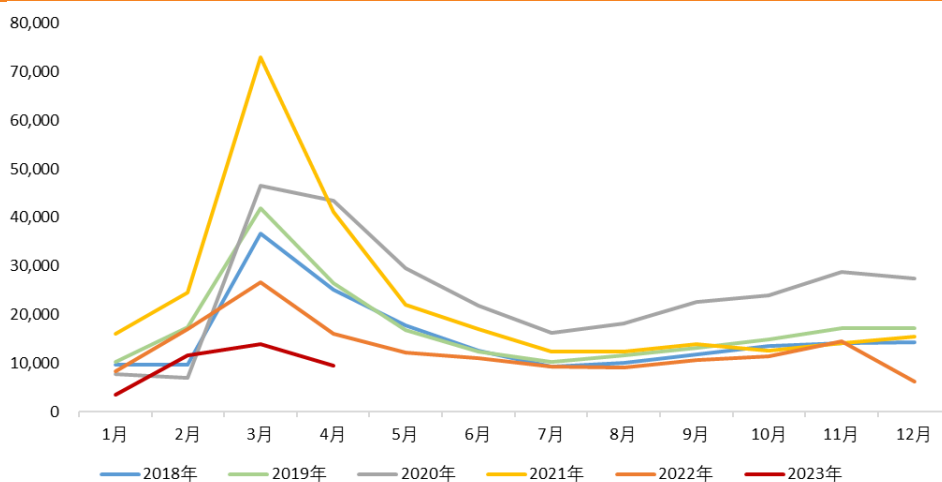
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：4 月中旬开始，水泥产能利用率大幅回落（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：3、4 月，国内挖掘机销量弱于往年同期（单位：台）



资料来源：Wind，天风证券研究所

作为稳增长的最直接抓手，基建投资为何明显放缓？

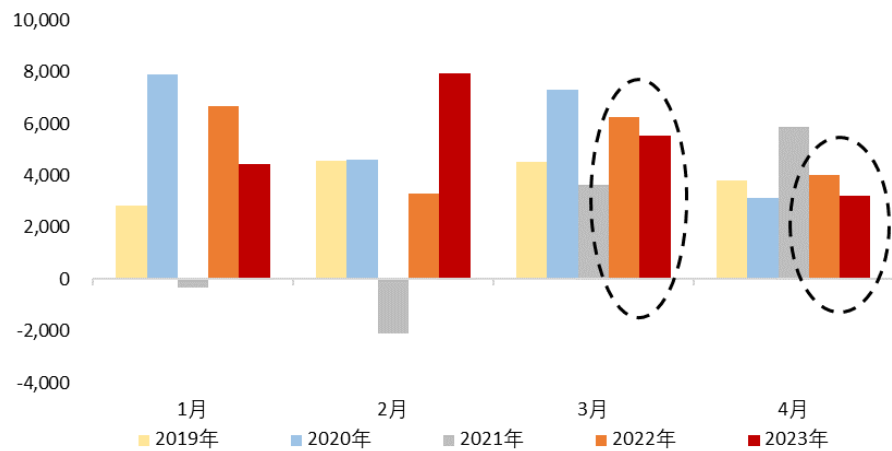
从财政的力度看，近期基建投资的回落看起来是政策发力主动放缓的结果。去年上半年

基建投资的问题是资金到位积极，但项目开工迟滞，投资金额没有反映在实物工作量上，而今年基建的约束是财政加杠杆出现了明显放缓。今年3月和4月，政府债净融资分别为5552、3238亿元，占全年净融资目标的比重分别为7%、4%（去年同期分别为9%、5%），净融资规模分别同比下滑了11%和19%。作为政府控制力较强的工具，政府债融资的放缓，说明财政的发力在主动放缓。

在今年一般公共预算支出增速保持在6.5-7%左右的情况下，交通运输方面的财政支出反而持续负增长，3月同比-0.6%，降幅在4月扩大到了-2.5%。今年1-4月，基建类支出（节能环保+城乡社区事务+农林水事务+交通运输）在一般公共预算中的占比为20.4%，较去年同期下滑了0.6个百分点，处于近5年来最低的水平。

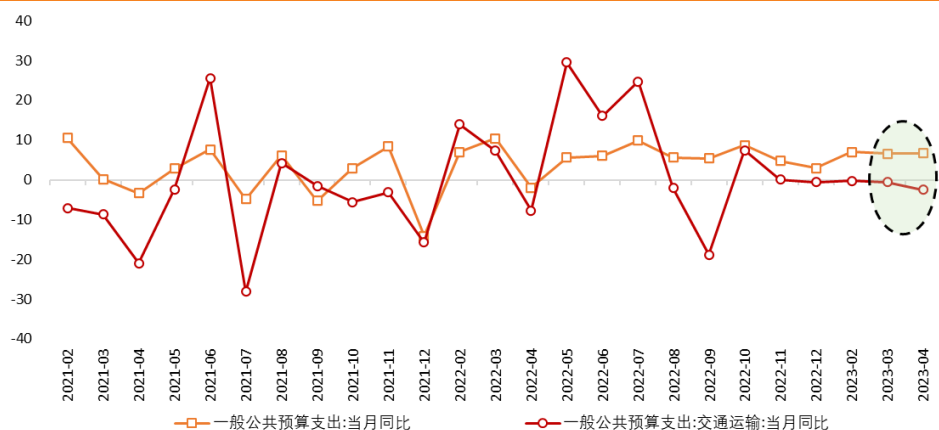
关于财政发力主动放缓的原因，我们在2月22日的报告《算算今年的财政空间——2023年财政政策展望》中曾提示，“由于经济开门红超预期，今年财政政策不会在上半年急于发力，到年中后再根据经济内生复苏状况相机抉择，节奏可能会慢于市场预期”。

图6：3、4月，政府债净融资连续缩量（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

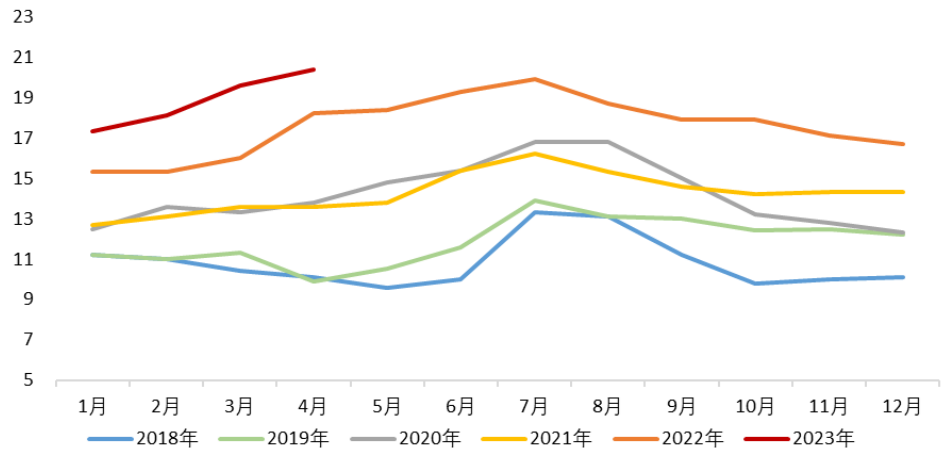
图7：今年以来，交通运输方面的财政支出持续负增长（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

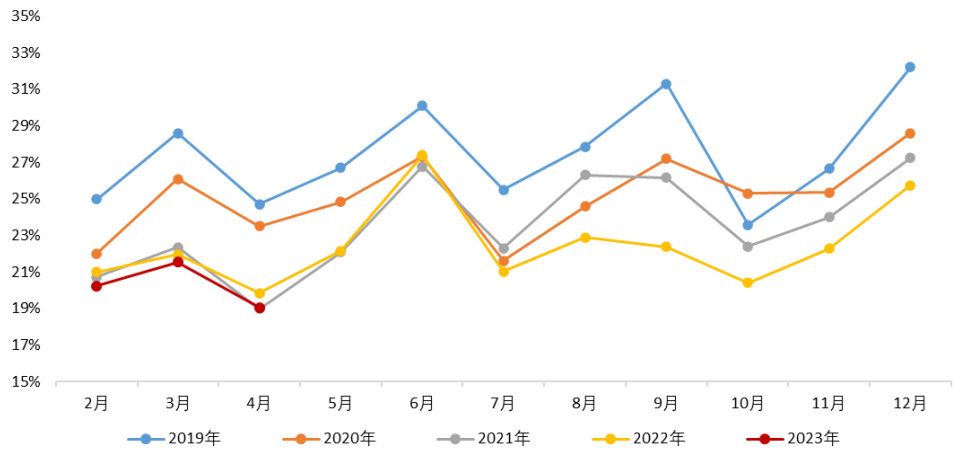
从财政支出的结构来看，财政支出的力度向民生领域有所倾斜。今年以来，一般公共预算支出中，社保和就业方面支出的占比处于近5年以来同期最高水，1-4月累计占比较去年同期提升0.6个百分点，我们认为财政对稳就业的加码在一定程度上挤出了财政对基建的投资。

图 8：今年以来，16-24 岁人口调查失业率明显高于往年（单位：%）



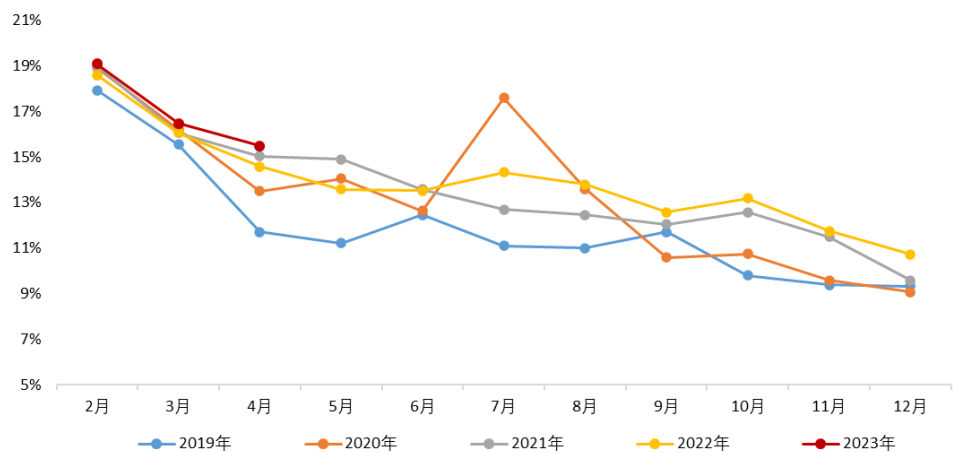
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：4 月，一般预算支出中，基建类占比较去年同期下降 0.8pct（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：4 月，一般预算支出中，社保和就业占比较去年同期提升 1pct（单位：%）



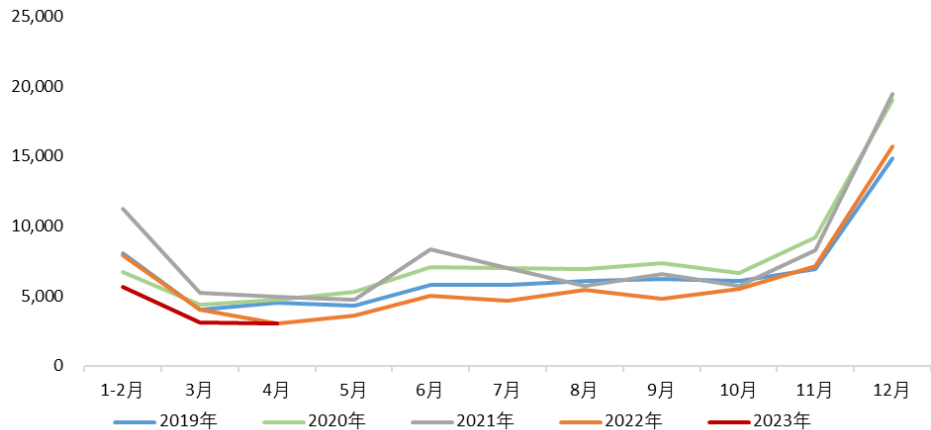
资料来源：Wind，天风证券研究所

除了财政发力主动放缓外，今年基建方面可能还会有“预算不足”的风险。根据两会

《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》¹中的内容，财政部对全年地方政府性基金预算本级收入的预期是增长 0.4%，由于其中绝大部分是土地出让收入（2022 年土地出让收入占地方政府性基金收入 91%），意味着年初财政部对全年土地出让收入的预期是大致持平于去年。

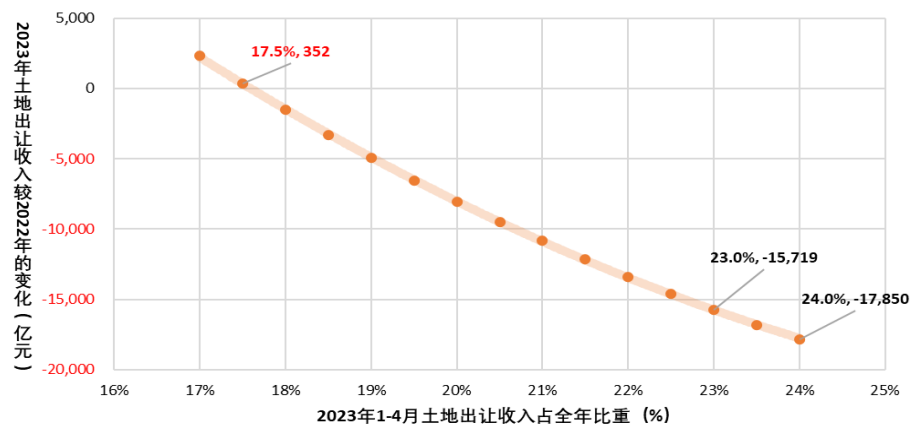
而这恰恰可能是潜在的风险点。根据我们此前预测，今年土地出让金可能再次负增长（详见《算算今年的财政空间——2023 年财政政策展望》，2023.2.22）。今年 1-4 月全国土地出让收入 11761 亿元，同比下降 21.7%。通常情况下，1-4 月土地出让收入占全年比重 20%以上，如果全年土地出让节奏和过去两年持平，预计全年土地出让收入在 5 万亿元左右，较去年下滑 1.7 万亿元。如果接下来没有增量政策工具作补充，这意味着今年地方政府在基建投资上可能还会面临着财政预算不足的压力。

图 11：1-4 月，土地出让收入仍然弱于往年同期（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：若全年土地出让收入持平去年，需要 1-4 月占比下降到 17.5%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

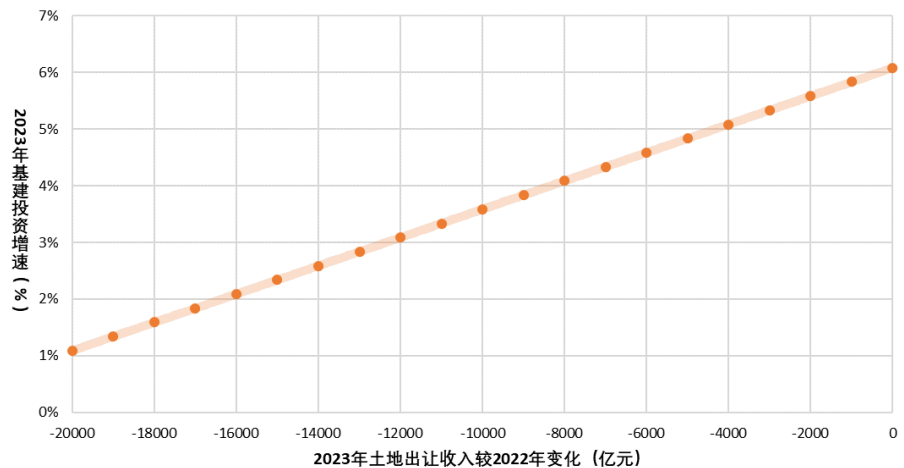
土地出让收入超预期下滑，拖累综合财力，我们认为财政收入承压也是基建投资放缓的原因之一。1-4 月，一般公共预算收入较去年同期增长 1263 亿元（剔除去年留抵退税因素），而政府性基金收入则较去年同期减少 2964 亿元，综合财力较去年同期合计减少了 1701 亿元，同比下滑 1.7%。

在不新增政策性金融工具的情况下，如果全年土地出让收入下滑 1.7 万亿元，则全年基建增速可能仅有 2%左右；即使按照我们年初预测，全年土地出让收入最终下滑 1.2 万亿元（详见《算算今年的财政空间——2023 年财政政策展望》，2023.2.22），基建增速也仅有

¹ http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/202303/t20230316_3872867.htm

3%左右。

图 13：若不新增政策性金融工具，不同卖地收入下滑对应的 2023 年基建投资增速



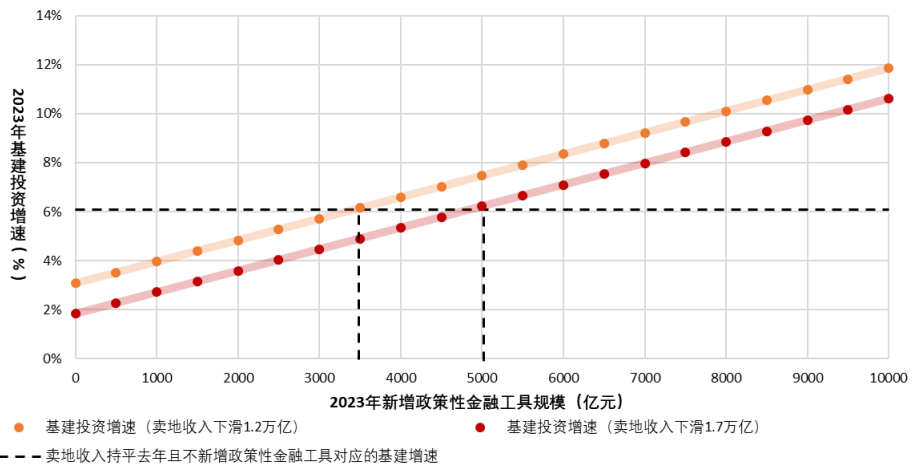
资料来源：Wind，天风证券研究所

而 3%的基建增速，不足以支撑全年的稳增长目标（详见报告《奠定不强刺激基调——中央经济工作会议解读》，2022.12.18），因此我们认为在适当时机推出今年的政策性金融工具可能是大概率事件。按照当前土地出让收入的增长趋势，如果不进行政策对冲，基建投资当月同比增速或将持续回落到 8、9 月份，届时可能会有较大的稳增长压力。

为了实现全年的经济发展目标，我们预计今年 7 月（6 月经济数据回落和月底政治局会议召开）是增量的政策性金融工具出台概率较大的政策窗口期。

在全年卖地收入下滑 1.2、1.7 万亿的假设下，如果要完全对冲掉土地出让收入下滑对基建投资的拖累，可能需要分别投放 3500、5000 亿元左右的政策性金融工具。

图 14：若全年土地出让收入减少 1.2、1.7 万亿元，需要新增 3500、5000 亿元政策性金融工具来对冲



资料来源：Wind，天风证券研究所

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