

如何看待基建回升？

证券研究报告

2020年08月17日

宏观经济专题

摘要

逆周期政策下基建明显发力，是未来稳增长的重要抓手。从资金来源看，支撑基建的主要是贷款、专项债、特别国债以及城投债等，但非标、债务收入之外的财政资金、应付款可能形成拖累。预计全年基建增速 10%左右，对应单月同比约 17%。

本次逆周期政策思路和以往不同，基建回升力度弱于前几轮稳增长时期，同时房地产政策再度收紧。仅靠基建刺激，对经济拉动的幅度和持续性有待观察，地产缺位的情况下本轮库存周期会弱于前期。

本次经济回升的速度和力度不及前期，短期内也很难走向过热，从稳就业角度考虑，政策虽然不会加码，但也不至于继续减量，货币政策保持中性、资金利率维持稳定，未来债券利率可能维持区间振荡，票息策略继续维持。

风险提示：经济回升超预期，货币政策收紧，大宗商品价格大幅上涨。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2020-08-16）》 2020-08-16
- 2 《固定收益：中报业绩预告透露了什么？ - 信用债周报（2020-08-16）》 2020-08-16
- 3 《固定收益：明年会有大通胀吗？ - 固定收益定期》 2020-08-16



内容目录

1. 基建快速升温	4
2. 政策导向：基建补短板、并未强刺激	5
3. 资金来源与基建	7
3.1. 基建资金来源有哪些?	7
3.2. 会有多少增量资金?	8
3.3. 哪些可能形成拖累?	10
3.4. 基建能回升多少?	11
4. 只有基建的稳增长	13

图表目录

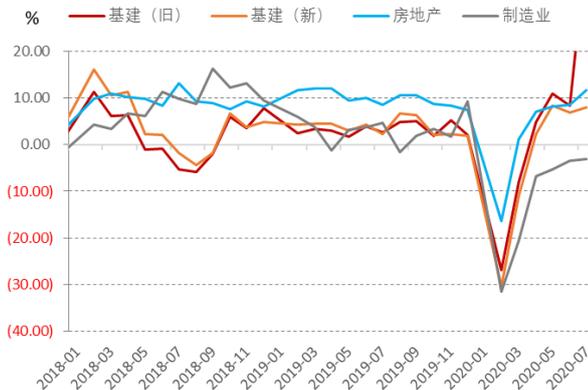
图 1: 基建增速回升最快（当月值同比）	4
图 2: 建筑钢材成交量	4
图 3: 挖掘机销量	4
图 4: 重卡产销量	4
图 5: 建筑业新签合同回升	5
图 6: 中国建筑新签合同稳步增长	5
图 7: 中央预算内投资目标	5
图 8: 铁路、水运投资	5
图 9: 政治局会议主要变化	6
图 10: 上半年铁路电力投资增长最快	6
图 11: 铁路投资	6
图 12: 基建投资资金来源	7
图 13: 基建资金来源	7
图 14: 基建资金来源结构	7
图 15: 1-7 月专项债投向	8
图 16: 基建贷款占全部新增贷款比例	9
图 17: 上半年新增贷款结构变化	9
图 18: 城投债净融资与资金利率	10
图 19: 城投债资金投向	10
图 20: 基建类信托发行量持续下滑	10
图 21: 社融非标同比增减	10
图 22: 政府性基金预算收入和土地出让	11
图 23: 土地出让	11
图 24: 基建投资与资金来源缺口较大	11
图 25: 基建投资增速与累计值同比	12
图 26: 固定资产投资口径调整后规模出现下降	12
图 27: 基建投资回升（2008-2009）	13

图 28: 基建投资回升 (2014-2016)	13
图 29: 基建、地产、制造业对投资的拉动分解.....	13
图 30: 基建、地产、制造业投资增速	13
图 31: 房地产与库存周期	14
表 1: 基建理论增速测算.....	12

1. 基建快速升温

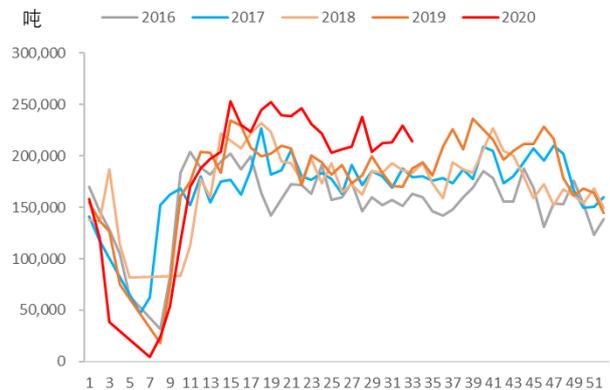
基建投资率先企稳回升。疫情以来基建作为稳投资、保就业的重要抓手率先恢复，春节之后政策推动优先推进重大项目复工复产，逆周期政策发力之下基建投资率先企稳回升。2月以来固定资产投资增速由-24.5%回升至-1.6%，降幅收窄 22.9%，其中基建、地产、制造业增速回升幅度分别为 29.3%、19.7%、21.3%。

图 1：基建增速回升最快（当月值同比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

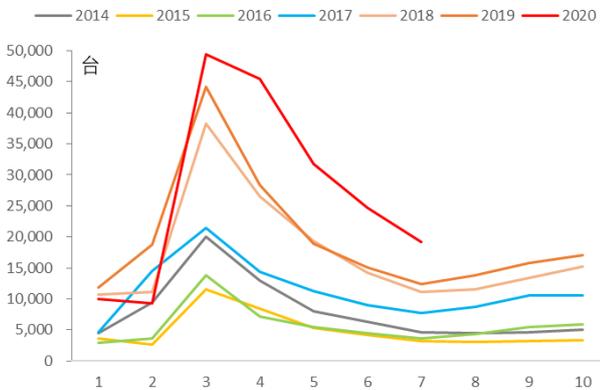
图 2：建筑钢材成交量



资料来源：MySteel，天风证券研究所

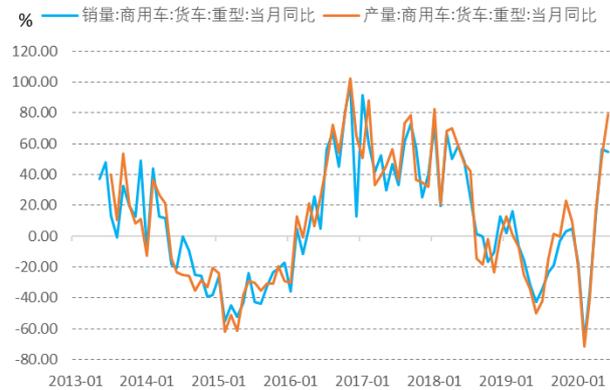
基建快速升温在相关数据上亦有体现。基建投资带动建筑业景气度回升，建筑钢材成交量持续高于往年水平，挖掘机、重卡销量大幅增长。从建筑业订单来看，疫情之后新签合同金额快速恢复，特别是基建合同增长最快。

图 3：挖掘机销量



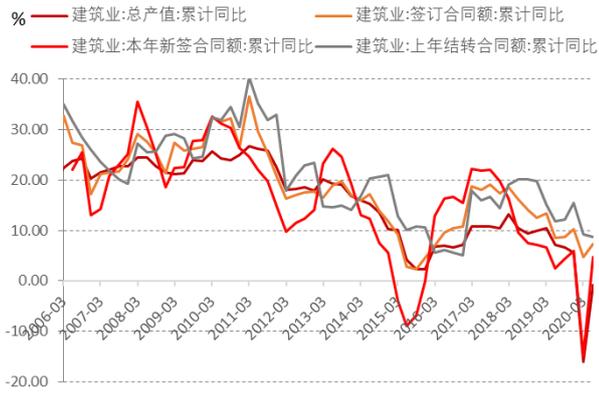
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：重卡产销量



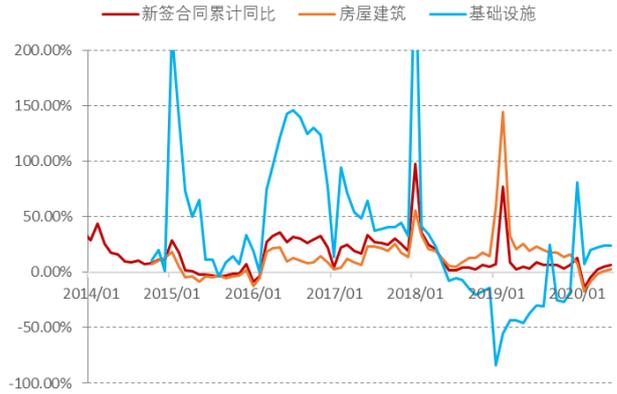
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：建筑业新签合同回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：中国建筑新签合同稳步增长



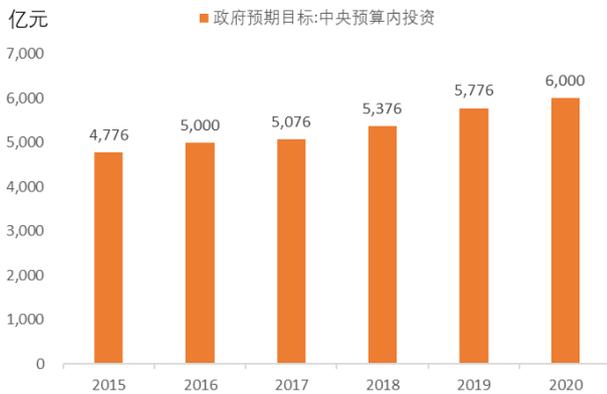
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 政策导向：基建补短板、并未强刺激

财政政策力度基本符合预期。今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模增加 1 万亿，新增专项债 3.75 万亿，同时发行 1 万亿特别国债。其中，1 万亿赤字和 1 万亿特别国债，全部支援地方，资金直达市县，主要用于“六保”以及医疗基础设施建设。政策刺激还是有较大的力度，整体符合预期。

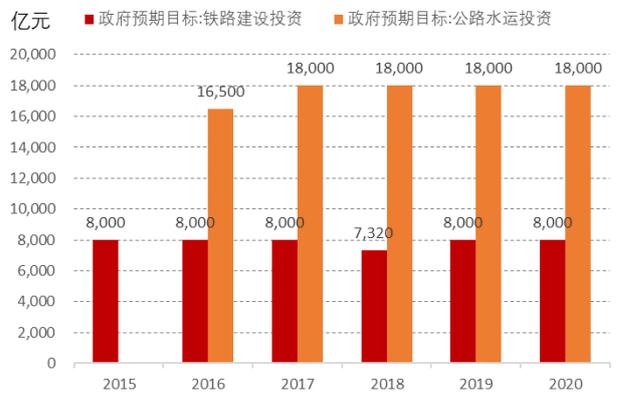
预算内投资、公路水运投资基本持平。2020 年中央预算内投资安排 6000 亿元，仅较去年增加 224 亿元。政府工作报告未设铁路、公路水运投资目标。按照此前交通工作会议的部署，2020 年预期目标是完成铁路投资 8000 亿元左右，公路水路投资 1.8 万亿元左右。5 月 19 日国新办新闻发布会再次确认公路水路投资 1.8 万亿元的年度目标。

图 7：中央预算内投资目标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：铁路、水运投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

政策注重实效，同时严控地方债务。7 月 30 日政治局会议继续提到“财政政策要更加积极有为”，且进一步指出要“注重实效”、“要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”。这事实上也与 7 月 29 日财政部发布的《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》(以下简称《通知》)的要求相吻合。财政继续发力的同时，对地方债务继续从严管理，6 月 8 日全国财政厅(局)长座谈会要求“强化违法违规举债责任追究，不能因为应对疫情就不重视债务风险，不能因为财政困难就违规举债制造新的风险，绝不为解决短期问题而留下后遗症，牢牢守住不发生系统性风险的底线。”¹可以看到，政策虽然有力度，但还是有坚守，从这个角度而言基建投资可能也很难超越此前几轮稳增长时期。

¹ www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202006/t20200608_3528179.htm

图 9：政治局会议主要变化

内容	2020年7月30日	2020年4月17日
前期总结	面对新冠肺炎疫情严重冲击……经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，三大攻坚战扎实推进，经济结构持续优化	今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。在党中央坚强领导下，全国人民众志成城、顽强拼搏，在常态化疫情防控中经济社会发展运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复。我国经济展现出巨大韧性，复工复产正在逐步接近或达到正常水平
当前形势	当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识， 加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局	当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。
政策总体要求	要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。	在疫情防控常态化前提下 ，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济社会发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。
财政	财政政策要更加积极有为、 注重实效 。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。
货币	货币政策要更加 灵活适度、精准导向 。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。	稳健的货币政策要更加灵活适度， 运用降准、降息、再贷款等手段 ，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
资本市场	要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展	无
就业	采取有效措施缓解疫情对青年人就业影响，强化外出农民工就业服务，引导返乡农民工就近就业。	要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重。
地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
投资基建	要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。
消费	要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。	要积极扩大国内需求。要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。
改革开放	要更大力度推进改革开放，用深化改革的办法优化营商环境，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放	要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制。要坚定扩大对外开放，保障国际物流畅通，严把防疫物资出口质量关，推动共建“一带一路”高质量发展。

资料来源：新华社，天风证券研究所

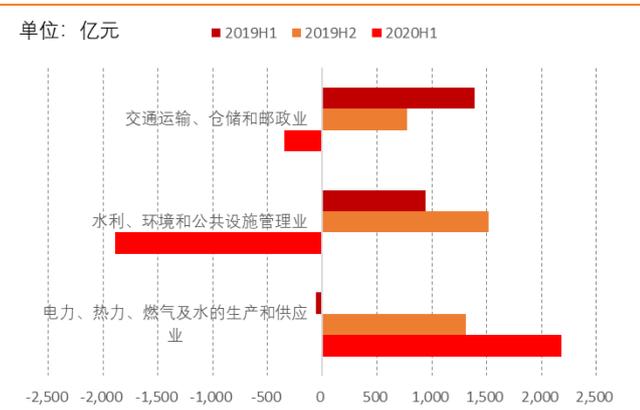
我们还可以从国家电网、国铁集团以及水利项目获得类似的信息：**基建投资力度加大，但并未强刺激。**

国家电网 7 月 21 日召开 2020 年年中工作会议，会议表示将全年固定资产投资调增至 4600² 亿元，预计带动社会投资超过 9000 亿元，整体规模将达到 1.4 万亿元。今年以来国家电网两次调增年度投资计划，最初计划 4080 亿元，3 月调增至 4500 亿元，7 月再度调增至 4600 亿元，与 2019 年全年投资规模持平。

水利投资方面，今年南方雨水较强，未来水利投资将是重点方向。7 月 8 日国常会研究部署了 2020-2022 年重点推进 150 项重大水利工程建设，总投资约 1.29 万亿元，平均每年约 4000 亿元，同时意味着项目储备比较充足。

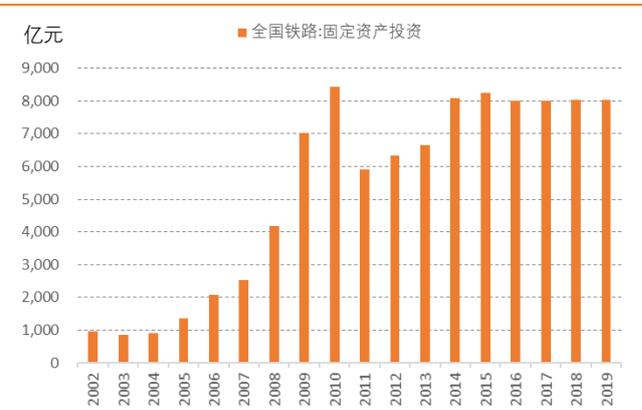
铁路方面，受疫情影响，一季度铁路投资仅完成 799 亿元，同比下降 21%，二季度**国铁集团调增了铁路投资计划（8200 亿元）**，同进加大了在建工程组织实施力度，完成投资 2459 亿元，同比增长 11.4%。上半年，全国铁路固定资产投资完成 3258 亿元，超去年同期 38 亿元，同比增长 1.2%。近年来全国铁路投资基本在 8000 亿元，与当年同期基本持平，疫情以来国铁集团客运收入和盈利都受到冲击，虽然增加 1000 亿资本金但落实到投资的规模相对有限。

图 10：上半年铁路电力投资增长最快



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：铁路投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

² <http://www.cb.com.cn/index/show/bzyc/cv/cv13454591649>

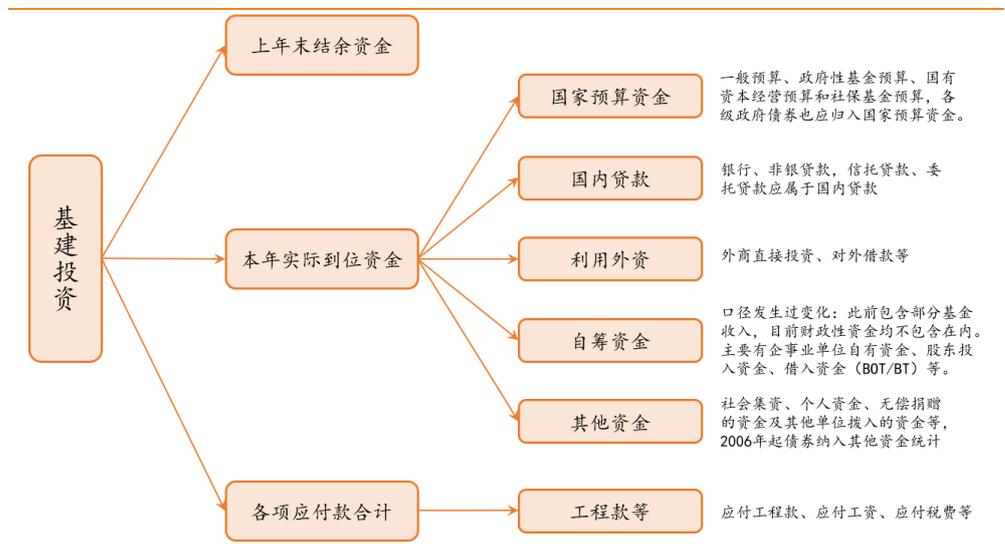
3. 资金来源与基建

基建增速的预测方法通常有两种：一是通过政策合意的 GDP 增速倒推基建增速，二是通过资金来源进行拟合。由于本次保就业思路和以往存在区别，而且并未设立明确的 GDP 增速目标，单纯目标 GDP 增速倒推基建的思路可能并不合适，我们重点观测资金来源对基建投资进行测算。

3.1. 基建资金来源有哪些？

统计局的资金来源分类。按照统计局历年《固定资产投资统计报表制度》，本年基建投资资金来源包括上年末结余资金、本年实际到位资金，上年末结余资金规模较小，通常关注本年实际到位资金。本年实际到位资金包括国家预算资金、国内贷款、债券、利用外资、自筹资金和其他资金，其中债券（企业债、公司债、中票等）自 2006 年起纳入其他资金统计。由于政府收支科目变化，固定资产投资资金来源统计亦经历过口径调整。目前财政四本账（含政府债券）均属于国家预算资金，根据定义社融非标（委托贷款、信托贷款）也属于国内贷款。

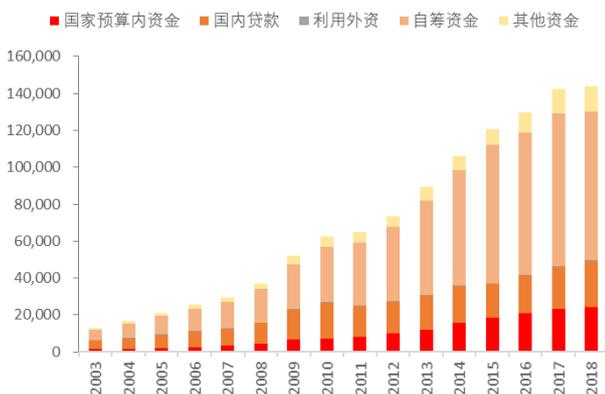
图 12：基建投资资金来源



资料来源：《固定资产投资统计报表制度（2011/2014/2019）》，天风证券研究所

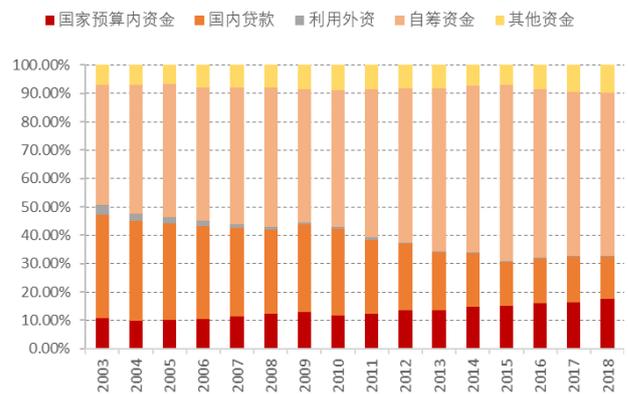
大体而言，基建资金来源可以包括以下几类：公共预算资金、政府性基金（含专项债）、银行贷款、非标（信托、委贷、租赁等）、城投债、铁道债、PPP、BT/BOT 等。如果按照 2012 年以来的《固定资产投资统计报表制度》，四本账都属于“国家预算资金”，银行和非银贷款属于“国内贷款”。需要关注的是，基建资金来源中有 60%属于“自筹资金”，考虑到基建投资整体还是由政府主导，自筹资金可能主要还是由债务融资和财政资金构成。

图 13：基建资金来源（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：基建资金来源结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 会有多少增量资金？

鉴于基建资金来源统计的复杂性，我们无意于进一步拆分基建资金来源（特别是自筹）及其增速。这里我们重点关注几种常规的资金来源：公共预算、政府性基金预算（专项债、特别国债）、银行贷款、城投债/铁道债以及非标等。

（1）专项债、特别国债

特别国债共 1 万亿，其中 3000 亿计入一般公共预算并由中央偿还；7000 亿通过政府性基金转移支付下达至县市，由地方负责偿还。

具体投向上，特别国债主要用于公共卫生和重大疫情防控救治体系建设、应急物资保障体系建设等基建项目，该部分资金可作为项目资本金。根据第一财经报道³，特别国债可预留不高于 20% 的资金用于后续解决基层特殊困难。按此计算，7000 亿特别国债中用于基建相关支出最高约为 5600 亿元。

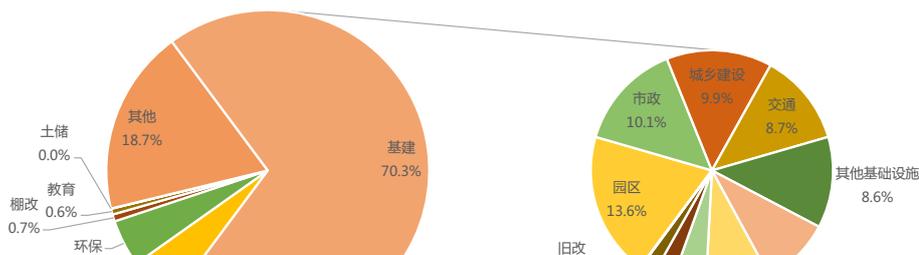
2020 年新增专项债 3.75 万亿，上半年发行新增专项债 2.24 万亿，支出 1.9 万亿元，占发行额的 85%，下半年剩余额度约 1.5 万亿。

具体投向上，1-7 月专项债基建相关约 70%，主要是园区建设（13.6%）、市政建设（10.1%）、城乡建设（9.9%）和交通（8.9%），资金投放向两新一重倾斜。7 月 29 日财政部《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94 号）要求新增专项债“坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目”，虽然棚改债近期开始发行，但预计规模有限，主要还是投向基建相关领域。

此外，7 月 1 日国常会允许专项债用于补充中小银行资本金，21 世纪经济报道披露规模可能约 2000 亿元。

特别国债和专项债都可以用做项目资本金，目前专项债用做资本金的比例约 2200 亿。考虑到基建项目整体的资本金比例并不低，因而额外撬动的贷款等债务融资在 2000 至 4000 亿的区间。

图 15：1-7 月专项债投向



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3091

