

宏观点评 20201224

新框架看 2021 年基建投资

2020 年 12 月 24 日

观点

- **基建投资分析框架的核心逻辑转向专项债。**去杠杆和防风险的政策背景下，传统的基于逆周期和信用扩张的基建投资分析逻辑和框架不再适用，核心表现就在于基建增速不再是经济增速的反向指标，也不再随社融增速同步波动。基建投资的债务驱动属性特征是不变的，这就意味着只是驱动基建增长的债务结构发生了变化：从依赖以往的政府隐性债务专项显性债务，其直观表现就是基建与专项债发行的同步波动。
- **基于上述判断，沿用我们此前以“杜邦分析”思路构建的出口、制造业、消费新框架后，我们给出基于专项债视角的基建分析框架。**我们将基建投资拆解为 GDP、投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重和专项债的基建杠杆，即：

$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

- **基建投资的平坦化增长。**2021 年财政刺激退出有度的背景下，我们预计专项债额度将从今年的 3.75 万亿减少至 3.5 万亿左右，同时预计明年大概率将允许部分专项债投向棚改和旧改，那么投向基建的专项债占 GDP 比重将大幅回落至 1.3-1.4% 左右；由于财政刺激的退出，专项债对其他资金来源的替代将边际弱化，我们预计专项债基建杠杆小幅回升至 10 倍左右。综合上述判断，预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1% 左右。
- **“十四五”期间哪些基建是重点？**在基建整体增速平坦化的背景下，“十四五”期间的结构性投资机会更值得关注。我们以高频词检索入手，从目前已经公布的中共中央关于“十四五”规划的意见中，共提及 47 次“加快”，而其中 6 个“加快”涉及基建投资领域，主要包括新型基建、交通基础设施尤其是城市群和都市圈轨道交通网络化、防灾减灾尤其是江河水库工程建设、生态环保和物资储备等基础设施短板领域。
- **风险提示：**经济修复明显超预期导致 2021 年政策退出力度比市场预期更大；专项债发行结构发生重大变化，投向基建领域占比明显低于预期；防风险和去杠杆政策方向出现明显变化。

证券分析师 陶川
 执业证号：S0600520050002
 010-66573671
 taoch@dwzq.com.cn
 证券分析师 王丹
 执业证号：S0600520050003
 010-66573671
 wangdan@dwzq.com.cn
 研究助理 赵艺原
 zhaoyy@dwzq.com.cn

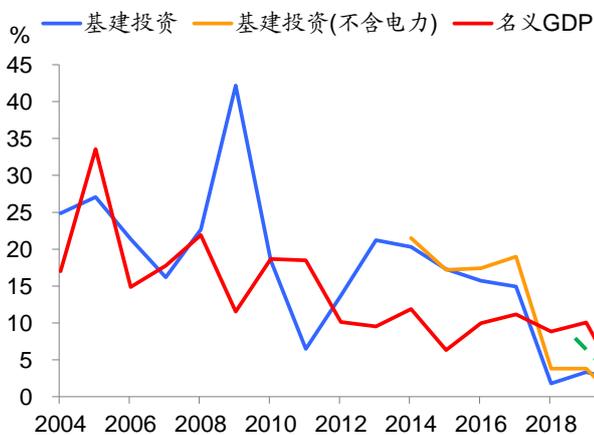
相关研究

- 1、《宏观点评 20201223：中央经济会议定调的“保质期”是多久？》2020-12-23
- 2、《宏观点评 20201222：升还是降？--2021 年中国出口份额怎么看》2020-12-22
- 3、《宏观点评 20201218：中央经济工作会议六大关注点》2020-12-18
- 4、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17
- 5、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中——12 月 15 日 MLF 超量续作点评》2020-12-15

1. 传统基建投资分析框架的失效？

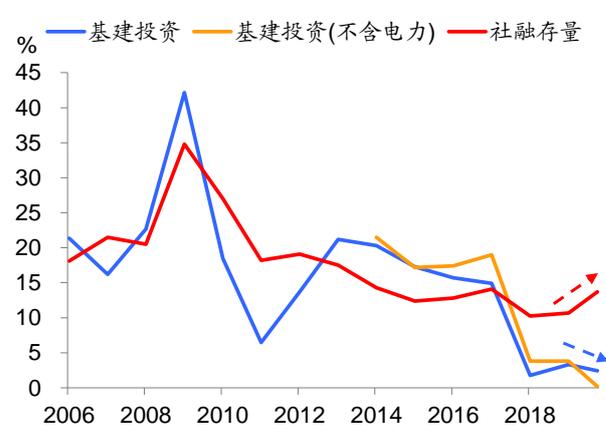
传统的基建投资分析逻辑和框架已经不再适用？ 传统上，我们分析基建投资可以基于以下逻辑和思路：从基建投资的政策驱动特性来看，其在我国经济发展过程中始终扮演着重要的逆周期调节角色，当经济面临快速下行压力的情况下，宽财政+宽信用+地方政府稳增长共同作用下，都会伴随明显的基建投资冲动，但显然，在今年疫情冲击经济的背景下，基建投资始终保持着不温不火的增速水平。从基建投资的属性来看，作为债务驱动的增长模式，历史上其增速始终与社融走势保持高度一致，但二者在今年呈现趋势上的明显背离。传统基建投资分析逻辑不再适用其背后对应的是弱化速度、强调高质量发展、调整经济结构、弱化债务驱动的经济发展模式的调整和转变。

图 1：今年基建投资并未表现出逆周期特征



数据来源：Wind，东吴证券研究所

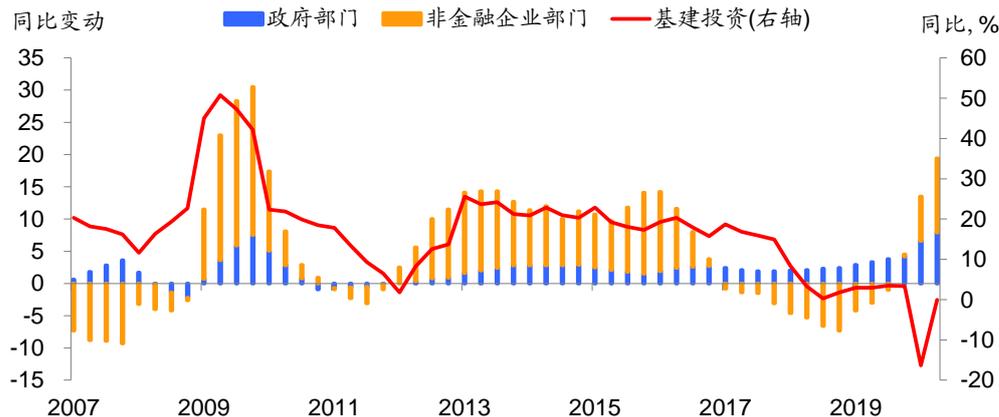
图 2：基建投资与社融走势出现明显背离



数据来源：Wind，东吴证券研究所

但本质上，基建投资的债务驱动属性并不会改变。从驱动经济增长的各项内需来看，基建投资作为典型债务驱动增长方式，其与杠杆率的同比变动高度一致（图 3），只是以往基建投资的高增由非金融企业部门（政府相关的城投类企业主体）的债务增长驱动（图 4），而约束地方政府隐性债务扩张后，基建投资更多要由政府部门的显性债务驱动，在数据上主要体现为专项债发行与基建投资的单月波动高度相关（图 5）。

图 3：基建投资增速与政府部门和非金融企业部门杠杆率的同比变动一致



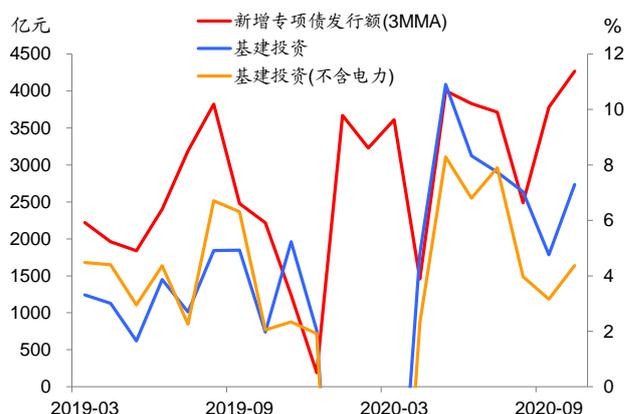
数据来源: BIS, Wind, 东吴证券研究所 (政府部门和非金融企业部门杠杆率为同比变动, 基建投资为同比增速)

图 4: 以往基建投资受地方国企债务扩张所驱动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 基建投资单月波动与专项债发行节奏相当一致

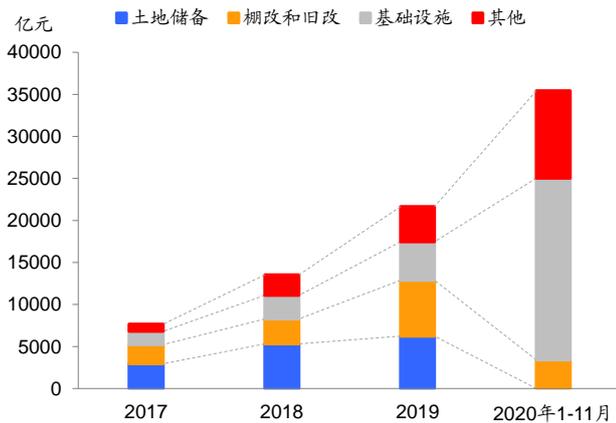


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 构建基于专项债的基建投资分析新框架

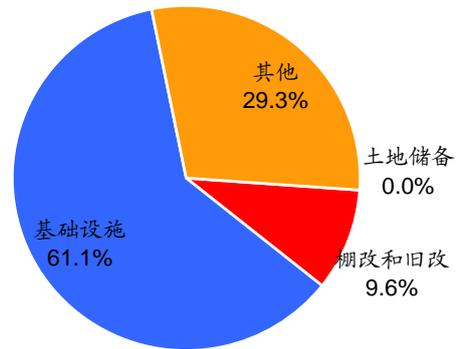
专项债成为构建基建投资新分析框架的基础。首先,作为地方政府的合法举债渠道,由于专项债纳入政府性基金预算管理,其额度不受赤字率限制,自2015年创设了专项债以来,其当年新增额度已经扩张到了当前的3.75万亿的规模;同时,由于不允许专项债投向土地储备,专项债投向基建的比重从以往的不到30%上升至今年的60%以上(图6),规模突破2万亿。随着专项债总体规模和投向基建占比的双重提升,专项债发行与基建投资走势高度相关,那么,专项债就可以作为我们构建基建投资新分析框架的基础和切入点。

图 6: 今年投向基建的专项债规模突破 2 万亿



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 今年前 11 个月专项债投向基建占比超过 60%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

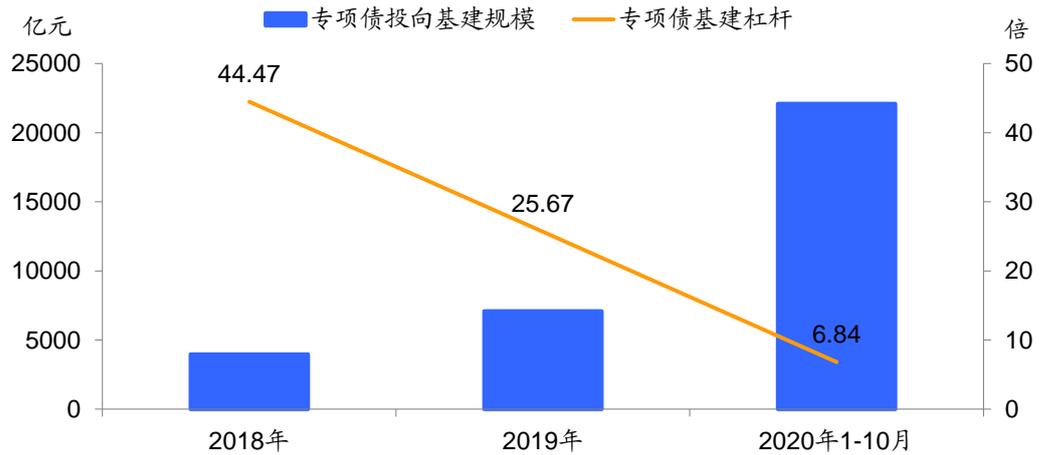
从当前专项债在基建投资中扮演的重要角色的视角来切入, 并且延续我们此前尝基于杜邦分析法的分析思路, 我们尝试构建新的基建投资新分析框架: 我们可以将基建投资拆解为如下三个分项:

$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

其中, 第二项投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重, 我们可以将其理解为广义赤字专项债中投向基建的占比; 第三项可以理解为“专项债的基建杠杆”, 即投向基建的单位专项债能够撬动的基建投资规模。

专项债基建赤字快速扩张, 但专项债基建杠杆快速下降。随着每年专项债新增额度的快速扩张, 投向基建的专项债规模也快速增长, 但在今年以前均控制在万亿以内, 占 GDP 比重也仅仅是从 2018 年的 0.4% 左右上升至 2019 年的 0.7% 左右。但今年由于前期禁止专项债投向地产相关领域, 而直到 7 月份才开始发行棚改专项债, 导致今年投向基建领域的专项债规模大幅提升; 且总量上出于疫后危机应对的需要, 专项债新增额度从去年的 2.15 万亿大幅提高至 3.75 万亿。今年前三季度专项债投向基建的规模超过 2 万亿, 占 GDP 比重达到 2.9 个百分点。量在快速扩张的同时, 对应的单位专项债基建杠杆从 2018 年的 44 倍快速下降至今年的 6.8 倍。我们倾向于认为, 专项债基建杠杆的快速下降, 不是专项债投资效率的下降, 而是专项债 (合法融资) 对其他资金来源形成替代导致。

图 8: 专项债的基建杠杆快速下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1: 基建投资增速的三因素分解

单位 (%)	2018	2019	2020Q1-Q3
名义 GDP 增速	10.5	7.8	1.4
投向基建的专项债/GDP	0.4	0.7	2.9
Δ	/	0.3	2.2
专项债基建杠杆	44.5	25.7	6.8
Δ	/	-18.8	-18.8
基建投资增速	1.8	3.3	3.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所（专项债基建杠杆单位为倍）

3. 2021 年及“十四五”基建投资展望

基建投资增速的平坦化。基于上述框架来展望 2021 年的基建投资，首先，名义 GDP 增速在低基数下大幅回升，预测其 2021 年的增速有望回升至 9%-10%，这里就不再赘

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_628

