

“三个时态”说基建，细看具体投向

摘要

- **进行时：基建投资进度偏慢，发力在即。**2021 年基建投资增速偏低，主要原因是财政支出节奏偏慢，专项债发行后置，加之原材料价格持续走高，对投资释放有所抑制。当下，国内与海外形势变化对基建投资加速形成了双支撑。国内来看，“稳增长”定调和财政支出前置对基础设施投资利好，预计接下来基建投资将持续回暖，对 2022 年的基建投资增速我们持乐观预期；价格方面，原材料价格继续高位回落，供需逐渐平衡，也是支撑基建投资的因素之一。海外 2022 年美联储政策对国内货币政策影响整体有限，但加息开启大宗商品价格或承压，契合国内上游原材料价格回落的节奏；同时，2022 年美国也将加强基建，这将利好其国内经济发展及国际竞争力提升。考虑到基建投资所需的人力与财力，2022 年起，我国老龄化将进入新的加速期，适度超前开展基建投资也是我国新经济发展和增强综合国力的长期需求。
- **过去时：彼时的四万亿与 ARRA。**面对 2008 年金融危机的冲击，中美当时都推出了促进经济恢复的基建计划，我国推出 4 万亿投资计划，在扩大内需、促进经济恢复方面发挥了重要作用。实施情况与最初计划相比，减少了重大基础设施投资的比例，增加了民生、创新与生态方面的投资。在 4 万亿的刺激下，基建投资增速持续上行，但 2013 年后基础设施投资对经济增长的正乘数效应逐渐减弱。美国 2009 年至 2016 年先后通过三项基建相关法案，ARRA 的实施也是美国较欧洲复苏更快的主要原因。美国在 2009 年和 2010 年基建实际支出激增，但这种增长是短暂的，2012 年后美国基建运营和维护支出持续增加，而资本支出在同一时间段内持续减少。从中美历史经验可看出，危机后基建投资对于经济复苏的作用很大，预计本次疫情之后，基建或再次在恢复进程中扮演重要角色。
- **未来时：短期关注传统基建升级，中长期看数字基建。**新基建自提出后关注点集中在数字基础设施建设等方面，这需要创新链、产业链、资金链和政策链等全方位支持，短期发展仍有制约，长期数字基础设施与绿色发展有望并行。从体量及落地的角度，短期建议重点关注传统基建升级的相关方向，我们梳理了 2020 年以来中央各部委发布的与新基建相关的文件，对更有可能发力的传统基建升级方向进行梳理，并按照 2019 年以来专项债投向规模，归纳了七大传统基建方向的升级路径与细分领域。
- **三时之外：资金来源与风险。**基建投资规模受到预算内支出和专项债两方面影响，从预算内来看，2022 年较 2021 年或有增长，但幅度不会太大，大概率在 5% 左右，专项债规模仍将较大，将在一定程度上带动基建投资增速回升。同时，需注意 2022 年对于化解地方政府隐性债务的推进情况。地方政府债务风险化解主要还是依靠属地，因此对高风险地区仍需提高警惕，对于这些地区的基建投资或产生影响。
- **风险提示：**政策释放不及预期，通胀压力超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内“稳增长”蓄势待发，美国鹰气十足引波动 (2022-01-07)
2. 三轮土拍对区域城投的影响——2021 年土拍市场回望与再融资影响分析 (2022-01-05)
3. 改善下仍有结构问题，滴灌政策将保驾护航——12 月 PMI 数据点评 (2022-01-01)
4. 财爸央妈齐上阵，安静的海外问题现 (2021-12-31)
5. 降息滴灌实体经济，美国基建法案落地难 (2021-12-24)
6. 国内基建“春风”提前吹，海外央行分化愈明显 (2021-12-17)
7. 异位，表现平平与结构改善——11 月经济数据点评 (2021-12-16)
8. 三重压力下的“稳”与“进”——2021 年中央经济工作会议解读 (2021-12-11)
9. 央妈呵护迎“暖冬”，彼岸复苏有变数 (2021-12-10)
10. 社融增速反弹，企业信心仍需提振——11 月社融数据点评 (2021-12-09)

目 录

1 进行时：基建投资发展进度偏慢，发力在即.....	1
1.1 国内因素之“稳增长”和原材料价格回落	1
1.2 海外因素之美国加息预期及其自身基建计划.....	3
1.3 长期的老龄化问题.....	4
2 过去时：彼时的四万亿与 ARRA.....	6
3 未来时：短期关注传统基建升级，中长期看数字基建.....	7
4 三时之外：资金来源与风险.....	10

2020 年，新基建概念出炉，各地方也紧锣密鼓出台相关规划，2021 年 12 月中央经济工作会议指出要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资，重点投向九大领域（与 2021 年相同）：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施（含粮食仓储物流设施）、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目，以及保障性安居工程。2022 年，尤其上半年经济下行压力加大，投资端作为拉动国民经济的三驾马车之一或将持续发力，本篇专题，我们梳理了现阶段的基建投资，传统基建与新基建的关系，从短期和中长期发展逻辑展望基建投资可能的重点投向，建议重点关注传统基建升级的七大方向，尤其是与交通运输和城市建设相关的领域。

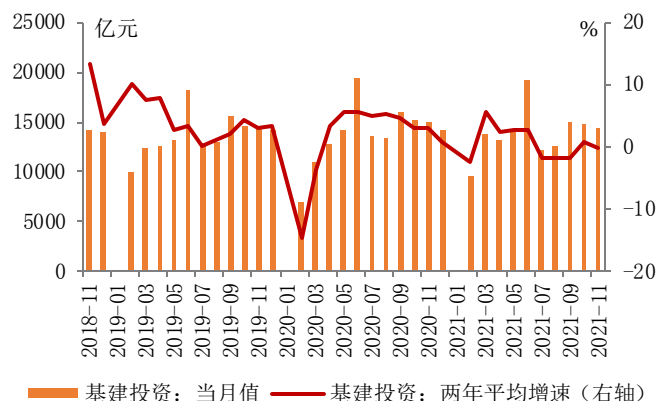
1 进行时：基建投资发展进度偏慢，发力在即

2021 年基建投资增速偏低，其重要原因在于财政支出节奏偏慢，专项债发行后置，再加上原材料价格持续走高，对基建投资释放有所抑制。站在当下时点看，国内与海外形势变化对 2022 年基建投资加速形成了双支撑。

1.1 国内因素之“稳增长”和原材料价格回落

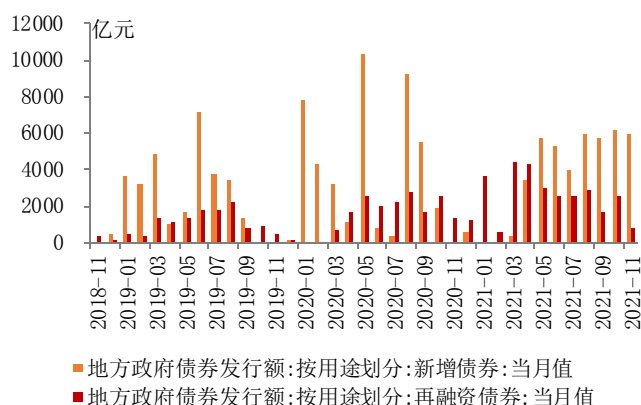
多重原因导致 2021 年基建投资偏慢，基建投资将成为 2022 年“稳增长”拉动力量之一。2021 年基建投资偏慢，一方面地方监管趋严，严控地方隐性债务风险，预算内资金、城投债、非标等对基建的支持力度回落；另一方面基建投资缺乏优质项目，2008 年四季度开启的 4 万亿投资大幅提振传统基建，发展至今传统基建未来空间较小，但新基建提出时间较短，相关优质项目稀缺。从数据来看，在疫情、专项债发行进度、地方隐性债务监管、环保政策等因素影响下，2021 年 1-11 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.5%，低于整体固定资产投资增速 4.7 个百分点，增速较前值继续回落；其中，除水利管理业投资增长 2.1%外，公共设施管理业、道路运输业和铁路运输业投资增速都为负值。11 月单月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 3.61%，虽然地方债发行仍高，但天气转冷，再加上散点疫情的负面影响，降幅较前值扩大 1.09 个百分点，两年平均增速回落至-0.10%，在三大投资中表现平淡。12 月的中央经济工作会议提到我国经济存在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，目前我国经济复苏不平衡，供应链问题、需求端不足等因素使得经济复苏动能有所减弱。消费或继续受到散点疫情影响，奥密克戎毒株仍在传播，冲击一季度的消费复苏，出口受到基数效应、海外供需缺口缩小及供应链逐渐改善影响增速或有回落，投资对于 2022 年尤其是一季度的“稳增长”意义较大。

图 1：当前基建投资增速不高



数据来源：Wind、西南证券整理

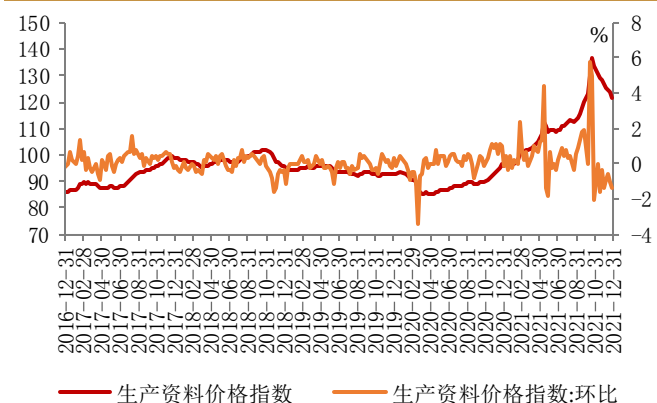
图 2：2021 年下半年地方新增专项债发行提速



数据来源：Wind、西南证券整理

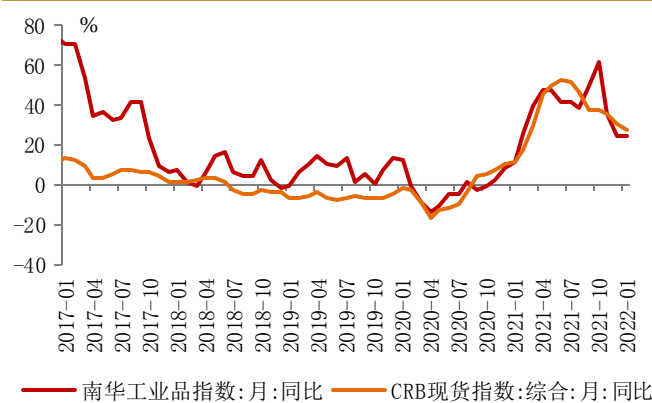
两方面因素支撑 2022 年基建投资。从政策来看，“稳增长”定调和财政支出前置对基础设施投资形成利好。中央经济工作会议要求保证财政支出强度，加快支出进度，预计财政支出结构将进一步向疫情前回归，向民生方面倾斜，农林水、交通运输、节能环保等的财政支出占比有望提高，二十大前后重大项目工程逐渐开建；同时，会议明确指出适度超前开展基础设施投资，目前 2022 年提前批专项债额度已下达 1.46 万亿元，预计 2022 年新增专项债规模依然较大，且地方债发行有望前置，近期或将开启发行，这些积极因素将支持后续基建投资，在基数逐渐回落下，预计接下来基建投资将持续回暖，对 2022 年的基建投资我们持乐观看法，全年增速保守预期在 5% 左右，实际增速可能更高。**从价格水平来看，**2022 年原材料价格或将继续高位回落，供需逐渐平衡，这也是支撑基建投资增速上行的一个重要因素。基建投资促进经济增长的主要逻辑在于拉动相关产业链的需求，其主要涉及的品类大多在中上游，2021 年下半年，在供需不平衡的影响下 PPI 持续走高，若基建大力开建可能会进一步加剧部分大宗商品供需不平衡的情况，从而推高通胀水平。但近期“保供稳价”等政策落实力度不断加大，价格快速上涨势头得到遏制，上游原材料价格见顶回落，在多部门联动遏制煤炭价格非理性上涨，煤炭供应增加的影响下，11 月 PPI 由环比上月上涨 2.5% 转为持平，同比涨幅回落 0.6 个百分点至 12.9%。且 PMI 数据也显示原材料价格回落明显，11 月 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别大幅回落 19.2 和 12.2 个百分点至 52.9% 和 48.9%，12 月两指数继续回落 4.8 和 3.4 个百分点至 48.1% 和 45.5%。上游价格的高位回落为基建投资提供了更为有利的条件。

图 3：生产资料价格指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：南华工业品指数增速继续回落

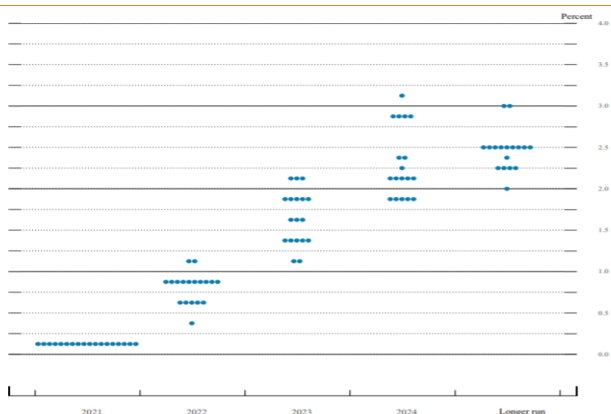


数据来源：wind、西南证券整理

1.2 海外因素之美国加息预期及其自身基建计划

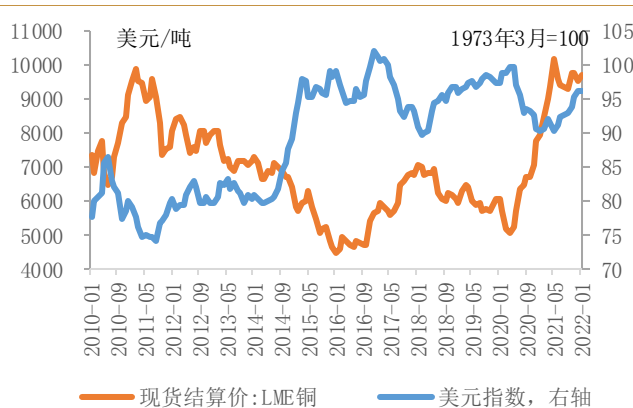
2022 年美联储政策对国内货币政策影响整体有限，但加息预期开启大宗商品价格或承压，契合国内上游原材料价格回落的节奏。美联储 2021 年 12 月议息会议纪要论调显著偏鹰，12 月美联储已加快 Taper 节奏，加息预期提前，综合美联储内部观点仍有分歧，疫情、通胀变化和就业市场的不确定性，再加上中期选举的政治性因素及美股等资产变化，我们预计加息或在 5 月、6 月开启，整体对我国货币政策影响有限，上半年我国货币政策将继续稳健偏松，支持实体经济发展。未来加息、缩表进度或也将随之加快，这将给美元带来升值压力（可参见《波动、震荡，背离后方向如何？》），因为大多大宗商品以美元结算，大宗商品价格或承压，国内原材料价格高位回落的趋势不变，承接上文逻辑，原材料价格扩大基建投资的压力减弱。

图 5：美联储 12 月议息会议点阵图



数据来源：FED、西南证券整理

图 6：美元与铜价大致呈负相关关系



数据来源：wind、西南证券整理

此外，2022 年，美国将在基建方面增加支出，一方面其国内经济发展需要，另一方面与国家关系有关。2021 年 11 月 15 日，美国总统拜登签署《基础设施投资和就业法案》，这一基建法案由拜登在 2021 年 3 月提出，美国参议院和众议院审批期间，其总金额从 2.25 万亿美元一路缩水至 1.2 万亿美元，投资将主要集中于修建道路、桥梁等交通基础设施，更新完善供水系统、电网和宽带网络等。拜登最初的基建计划规划了美国未来 8 年的具体基建和加税计划，旨在重振美国的交通基建和制造业，改善美国芯片、能源等领域的地位并保持竞争力。对比最初的版本，最终敲定的“瘦身”版本取消了在清洁能源、生产及研发、住房及教育补贴和家庭社区方面的支出，但传统基建如道路、公共交通、矿井修复等方面变化不大。从拜登的计划看，美国增加其在基建投资方面的支出一方面意图改善基建状况、刺激就业和经济复苏；另一方面，拜登基建计划也与国际关系有关，希望借此在国际竞争中取得优势地位。在刺激制造业就业的同时，吸引某些企业回流美国，增加其自身的竞争力，此外在某些领域加强国际合作，某些领域强化竞争关系。经过多年积累，我国在基建方面基础较好，未来我国仍需加强新基建以保持相对优势。

表 1：拜登基建法案最初与最终版本对比

	1.2 万亿美元基建法案 (单位：亿元)	2.6 万亿美元基建法案 (单位：亿元)	最终版本相对最初版本的金额变化
原本每年正常年度预算案	6500	/	6500
道路及桥梁	1100	1540	-440
铁路	660	740	-80
公共交通	390	770	-380
机场	250	250	0
港口	170	170	0
电动车	150	1570	-1420
道路安全	110	190	-80
社区关爱	10	240	-230
矿井修复	210	160	50
电力基础设施	730	820	-90
宽带	650	1000	-350
供水	550	1110	-560
抗灾设施	500	500	0
清洁能源	0	3630	-3630
生产及研发	0	5660	-5660
住房及教育补贴	0	3870	-3870
家庭及社区	0	4000	-4000
合计	11980	26220	-14240

数据来源：白宫、公开资料、西南证券整理

1.3 长期的老龄化问题

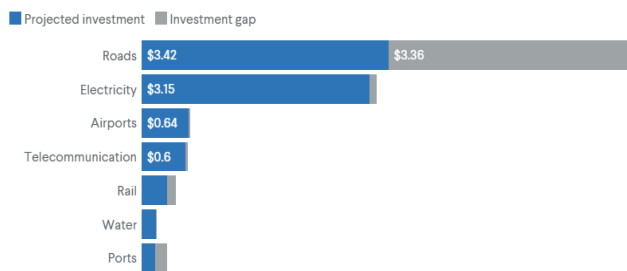
考虑到基建投资所需的人力与财力，2022 年起，我国老龄化将进入新的加速期，适度超前开展基建投资也是我国新经济发展和增强综合国力的长期需求。基础设施网络对于经济发展有着重要意义，但美国主要的基建系统约在上世纪 60 年代至 80 年代建造，除安全问题外，不断上升的维修成本在一定程度上阻碍了经济的发展。从美国的经验来看，基础设施发展落后与其老龄化相关。自 1980 年代以来，美国土木工程师协会(ASCE)定期编制有关美国基础设施状况的“成绩单”，2019 年将美国基础设施评为 D+（严重不足），2020 年评分调增为 C-，并预计未来十年美国基础设施缺口约 2.6 万亿美元，若不加以弥补，到 2039 年将拖累 10 万亿美元 GDP 增长。分项来看，交通运输方面缺口最大，目前约四分之一的桥梁存在缺陷，其中 10%被归类为结构缺陷，14%被归类为功能过时；根据美国交通运输部统计局的数据，虽然美国机场承载了世界上最多的乘客，但其航空基础设施也不堪重负，2019 年约有 20%的进出港延误。与其他主要国家相比，美国基础设施相对落后，根据世界经济论坛的全球竞争力报告，2019 年美国在广泛的基础设施质量衡量指标中排名世界第 13 位，低于 2002 年的第 5 位。基建不足与美国相关行业劳动力较紧缺有关，2019 年美国超过 65 岁人口占总人口比重为 16.45%，超过我国 4.98 个百分点，但从两国趋势看，老龄化程度都在逐渐加深。此外美国基建相关工作提供相对更高的工资，2018 年美国基础设施工人的年薪在十分位点和四分位点的数值分别为 27590 美元和 33920 美元，而对应的全国所有工人的收入分别为 20690 美元和 25740 美元，差距明显。

从长期人口老龄化及工资水平变化的角度看，提前布局基础设施建设是必然要求。在《乘风破浪，驶向万亿蓝海》中，我们提到未来十年中国人口老龄化进程将持续加速，2030年60岁及以上的老年人口占比或将达到25%左右，2055-2060年老年人口将达到峰值，且“未富先老”和地区的不均衡性加大了应对老龄化的难度。随着我国人口红利逐渐过去，我国劳动力供需紧张主要体现在结构性紧张，体力劳动力偏紧，考虑到我国人口结构的变化，基础设施建设需要适度超前。

图 7：2016-2040 年美国基建缺口，道路缺口最大

U.S. Infrastructure Investment Gaps by 2040

Projected public and private infrastructure spending by sector, 2016–2040 (trillions of 2015 dollars)



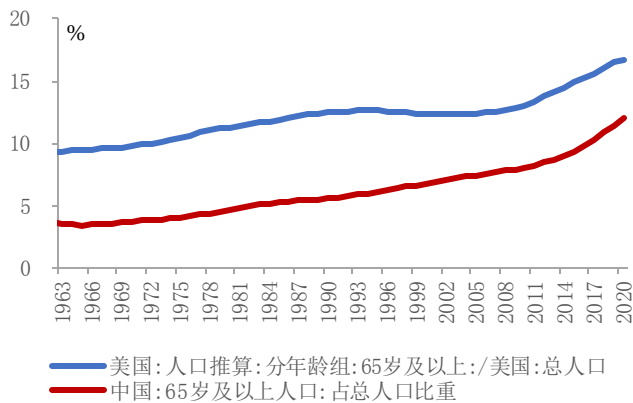
Notes: Investment gap is the difference between projected investment and the investment required to match the best-performing peer countries, accounting for differences in country characteristics. Projected investment assumes the United States continues to invest at current levels and accounts for economic and population growth.

Source: Global Infrastructure Hub.

COUNCIL ON
FOREIGN
RELATIONS

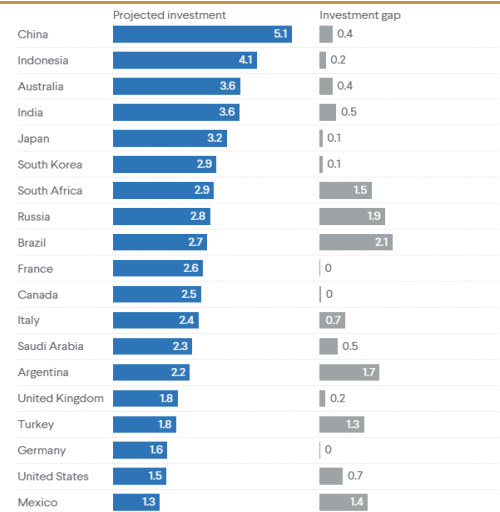
数据来源：Global Infrastructure Hub、西南证券整理

图 9：美国老龄化程度逐渐加深



数据来源：Wind、西南证券整理

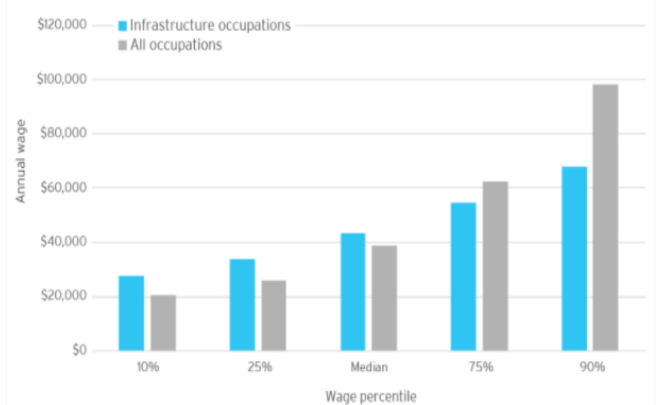
图 8：与主要国家相比，美国基建投资不足



Notes: Includes Group of 20 (G20) individual members. Investment gap is the difference between projected investment and the investment required to match the best-performing peer countries, accounting for differences in country characteristics. Projected investment assumes countries continue to invest at current levels and accounts for economic and population growth.

数据来源：Global Infrastructure Hub、西南证券整理

图 10：基建相关行业工资较全行业平均工资更高



数据来源：Brookings、西南证券整理

2 过去时：彼时的四万亿与 ARRA

2008 年，我国推出 4 万亿投资计划，在扩大内需、促进经济恢复方面发挥了重要作用。2008 年全球金融危机爆发后，中国经济增速快速回落，出口出现负增长，经济面临硬着陆的风险。为应对危局，中国于 2008 年 11 月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，即“四万亿计划”。重点投向基础设施建设领域：一是加快建设保障性安居工程；二是加快农村基础设施建设；三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；四是加快医疗卫生、文化教育事业发展；五是加强节能减排和生态环境建设；六是加快自主创新和结构调整；七是加快地震灾区灾后重建各项工作；八是提高城乡居民收入；九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元；十是加大金融对经济增长的支持力度。**资金来源上**，除新增中央政府投资 1.18 万亿元（包括中央预算内投资、中央政府性基金投资、中央政府其他公共投资和灾后重建基金等）外，其余部分通过地方政府投资、企业投资、银行贷款及其他社会投资（包括民间投资）等方式筹集。**实施情况上**，根据 2010 年发改委统计，与最初的计划相比，减少了重大基础设施的投资，“铁公鸡”等传统基建投资占比较计划减少了超过 10 个百分点，但增加了民生、创新与生态方面的投资。在 4 万亿的持续刺激下，基建投资增速持续上行，2009 年全年基建投资增速达到 42.16%，其中建筑央企受益最大，2009 年新签订单增速均超 40%。在 2008-2014 年期间，我国基建投资年度平均同比增速高达 20.71%，但基建蓬勃发展的同时也伴随着地方政府隐性债务的不断扩张。随着 2014 年下半年新《预算法》和管控地方政府债务的 43 号文的正式出台，政策对于隐性债务的监管体系建立。从大趋势上看，1980 至 2010 年间，我国基建投资持续高速发展，但 2013 年后基础设施投资对经济增长的正乘数效应逐渐减弱。

图 11：扩大内需 4 万亿投资中传统基建规模最大

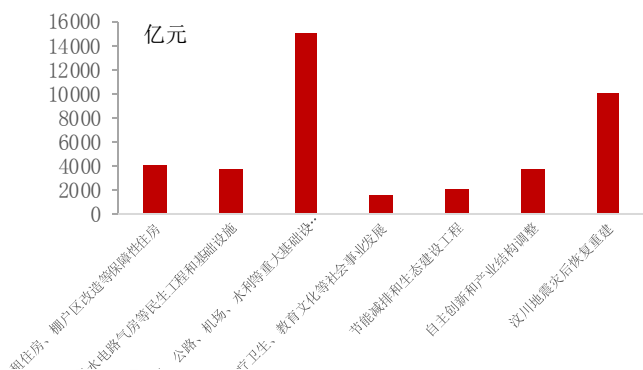
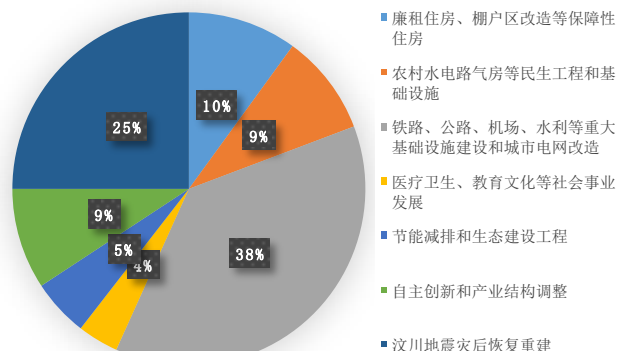


图 12：扩大内需 4 万亿投资投向构成



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_35905

