

研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 在今年一季度经济增长的动力中，最确定的可能基建投资，但基建投资可能也是最缺乏高频数据衡量的一项指标。在 1-2 月经济增长数据公布前，对于基建投资，尽管可以从资金端、项目端和施工端从侧面描绘基建投资的力度，但根据这三者想要准确预测基建投资增速仍存在较大的困难。
- 从资金端来看，基建投资的资金来源分为五部分，分别是预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，其中自筹资金、预算内资金和国内贷款是主要来源，2020 年这三者的比例分别是 55.1%、21.3%和 13.4%。自筹资金中又包含了政府性基金、PPP、城投债、自有资金等。从占比和数据可得性的角度，可以分别测算一季度土地出让金支出、专项债、财政支出、信贷投放对于基建的支持，大致匡算一季度基建增速。
- 今年一季度基建投资应当会出现开门红，增速较 2021 年明显提升。由于一季度天气寒冷、春节假期均对开工造成影响，一季度基建投资在全年中的占比在 15%左右，因此一季度基建投资增速的弹性更大，综合来看增速可能在 7%-10%左右。
- **实体经济：保供态度坚决，动力煤价格回落。**政策上保供限价态度较为坚决，但供需基本面对价格仍有支持，上周动力煤价格震荡回落。动力煤、铁矿石和螺纹钢价格分别回落 3.4%、4.1%和 4.2%。生产端节后恢复速度偏慢，整体弱于季节性；需求端房地产政策继续松动，但土地和房地产市场依旧低迷。
- **食品价格：消费进入淡季，食品价格下行。**春节后食品消费进入淡季，食品价格继续下行，上周农产品批发价格 200 指数下跌 3.2%，主要农产品批发价格呈下行态势，其中猪肉平均批发价环比下降 4.7%，猪肉价格可能于今年上半年探底。
- **大宗商品：情绪面主导，原油价格高位震荡。**上周情绪面主导原油价格，上行动力来自于地缘风险和 OPEC 增产不及预期，下行风险来自于伊核谈判的进展。多空交织下，上周原油价格小幅下跌，布伦特原油环比下降 1%，收于 93.5 美元/桶。有色金属价格同样受到俄乌局势反复压制，上周伦铜、伦铝价格分别小幅下降 2%和 0.6%。
- **金融市场：人民币继续升值。**上周资金面略有收紧，央行全口径净回笼 1500 亿元，其中 MLF 小幅超量续作，DR007 和 R007 均上行，短端利率明显上行，长端利率变化不大，期限利差收窄。稳增长预期下国内股市风险偏好边际修复，上周上证指数和创业板指均出现上涨，人民币继续升值，美元兑人民币收于 6.33。



目录

一、资金端视角下的基建投资	3
二、高频数据跟踪	5

图表目录

图表 1：基建资金来源以自筹资金和预算内资金为主	3
图表 2：年初以来土地市场同比大幅下降	3
图表 3：今年专项债发行加快	4
图表 4：2021 年财政支出进度较慢	4
图表 5：基建类支出在财政支出中占比下降	4
图表 6：一季度信贷投放占比逐年上升	5
图表 7：基建行业贷款占比	5
图表 8：高频数据跟踪	6

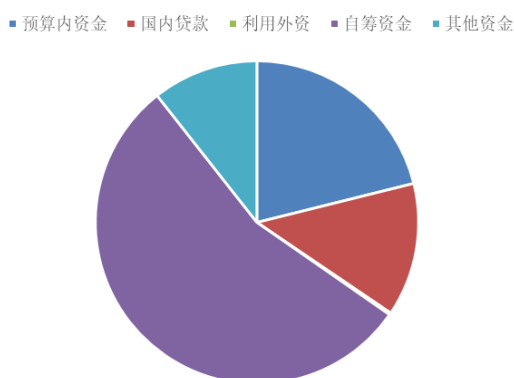
一、资金端视角下的基建投资

在今年一季度经济增长的动力中，最确定的可能基建投资，但基建投资可能也是最缺乏高频数据衡量的一项指标。在 1-2 月经济增长数据公布前，对于基建投资，尽管可以从资金端、项目端和施工端从侧面描绘基建投资的力度，但根据这三者想要准确预测基建投资增速仍存在较大的困难。

从资金端来看，基建投资的资金来源分为五部分，分别是预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，其中自筹资金、预算内资金和国内贷款是主要来源，2020 年这三者的比例分别是 55.1%、21.3%和 13.4%（图表 3）。自筹资金中又包含了政府性基金、PPP、城投债、自有资金等。从占比和数据可得性的角度，可以分别测算一季度土地出让金支出、专项债、财政支出、信贷投放对于基建的支持，大致匡算一季度基建增速。

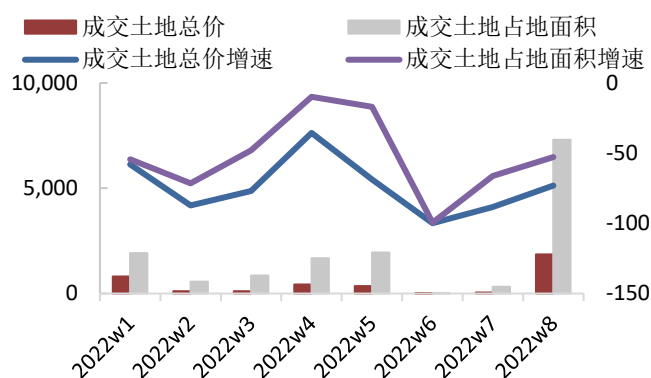
土地出让金方面，年初以来土地市场依旧冷清，2022 年前 7 周 100 大中城市成交土地占地面积为 7301.2 万平方米，成交土地总价为 1857.84 亿元，分别较去年同期下降 52.7%和 73.2%（图表 4），因此今年一季度土地出让金收入较去年可能有 50%左右的降幅，总收入降至 9000 亿左右。但土地出让金中并非全部资金用于基建，2014 年征地拆迁和补偿在土地出让金中的收入占比已经达到 50%左右，再加上补助征地农民，用于职工安置等其他成本，土地出让金净收益可能只有总收入的 30%左右，并且土地出让金用于农业农村的比例不少于总收入的 8%，土地出让净收益中还需要有 10%的资金用于保障性安居工程，因此土地出让金收入中用于基建的比例可能要少于 20%。以 20%的上限计算，今年一季度土地出让金对于基建的资金来源支撑可能是 1800 亿。

图表 1：基建资金来源以自筹资金和预算内资金为主



来源：Wind，莫尼塔研究

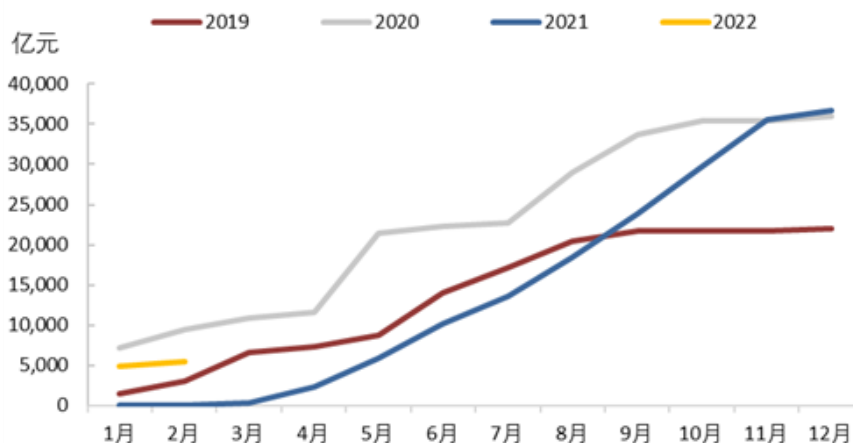
图表 2：年初以来土地市场同比大幅下降



来源：Wind，莫尼塔研究

专项债方面，今年一季度专项债对于基建有两大支撑，一是去年四季度新增专项债发行 1.2 万亿，但从四季度基建表现来看，至少有 50%的专项债尚未使用，但扣除棚改、保障性住房、医疗卫生、教育等非基建类项目后，有 60%左右的专项债用于基建，因此结转至今年的专项债资金可能为 3600 亿；二是今年一季度专项债发行明显加快，2022 年提前下达专项债额度 1.46 万亿，截至 2 月 17 日，已发行专项债 5416 亿元（图表 5）。但今年 1 月以来发行的专项债中，用于基建的比例进一步降低，并且专项债发行和形成实物工作量之间存在着时滞，因此一季度新增专项债对于基建的贡献可能也在 3000 亿左右。

图表 3：今年专项债发行加快

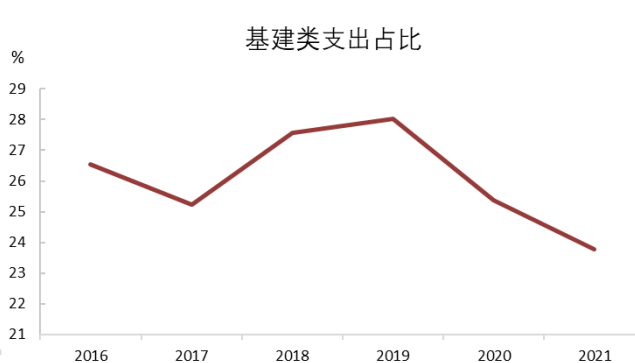
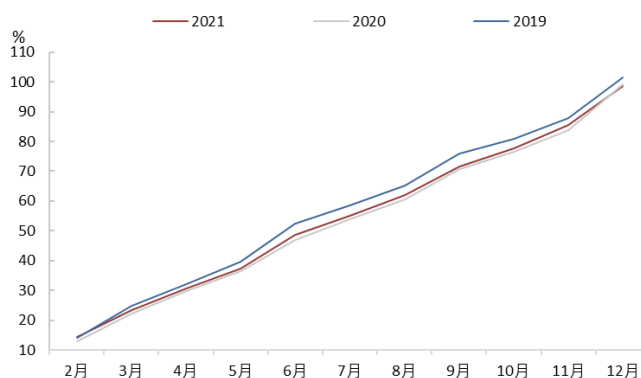


来源：Wind，莫尼塔研究

财政支出方面，相较于去年的财政后置，今年财政前置的特征可能会比较明显，财政支出速度较去年会有明显的加快。2020 年和 2021 年一季度财政支出的占比分别为 22.3%和 23.5%，明显低于 2018 年的 24.3%和 2019 年的 24.9%（图表 6），今年一季度财政支出进度可能在 24%-25%左右。但是从疫情发生以来，民生类支出在财政支出中的占比逐渐提高，基建类支出的占比下降，节能环保、城乡社区、交通运输和农林水事务四项在财政支出中的占比由 2019 年的 28%下降到了 2021 年的 23.8%（图表 7），在十四五期间，共同富裕下的财政政策更侧重于对政府服务补短板，这也意味着公共财政对于基建的支持进一步下降。从公共财政方面，在财政支出加快的情况下一季度的基建投资是比较有保障的，但全年来看仍存约束。

图表 4：2021 年财政支出进度较慢

图表 5：基建类支出在财政支出中占比下降



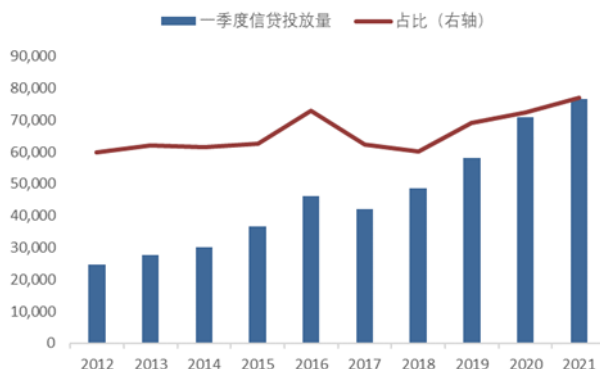
来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

国内贷款方面，1 月新增人民币贷款 3.98 万亿，超出市场预期，全年预计新增贷款应当较去年有所增加，可能约为 21 万亿左右。从贷款投放的节奏来看，近年来一季度贷款投放的占比逐步提升，去年一季度信贷投放占全年的 38.4%（图表 8）。今年贷款投放也将明显前置，预计一季度投放全年信贷的 40%左右，这也意味着一季度信贷投放可能是 8.2 万亿左右。并且一季度信贷投放中企业贷款占比更高，今年更是如此，1 月信贷投放中企业贷款占比为 84.4%，假设一季度企业贷款在新增信贷中占比约为 75%，那么一季度新增企业贷款约为 6.2 万亿。基建贷款在企业贷款中的比重变化较大，但 2018 年和

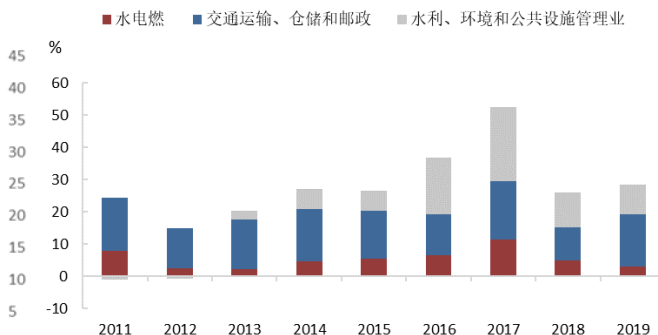
2019 年分别为 26.1%和 28.5%（图表 9），在今年一季度实体经济融资需求较弱，政策指导偏强的情况下，今年一季度基建贷款在企业贷款中的比例可能有所上升，再考虑到其中中长期贷款的占比，今年一季度国内贷款对基建的资金支撑可能是 1.6-1.9 万亿。

图表 6：一季度信贷投放占比逐年上升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：基建行业贷款占比



来源：Wind，莫尼塔研究

综合来看，今年一季度基建投资应当会出现开门红，增速较 2021 年明显提升。由于一季度天气寒冷、春节假期均对开工造成影响，一季度基建投资在全年中的占比在 15%左右，因此一季度基建投资增速的弹性更大，综合来看增速可能在 7%-10%左右。

二、高频数据跟踪

实体经济：保供态度坚决，动力煤价格回落。政策上保供限价态度较为坚决，但供需基本面对价格仍有支持，上周动力煤价格震荡回落。动力煤、铁矿石和螺纹钢价格分别回落 3.4%、4.1%和 4.2%。生产端节后恢复速度偏慢，整体弱于季节性；需求端房地产政策继续松动，但土地和房地产市场依旧低迷。

食品价格：消费进入淡季，食品价格下行。春节后食品消费进入淡季，食品价格继续下行，上周农产品批发价格 200 指数下跌 3.2%，主要农产品批发价格呈下行态势，其中猪肉平均批发价环比下降 4.7%，猪肉价格可能于今年上半年探底。

大宗商品：情绪面主导，原油价格高位震荡。上周情绪面主导原油价格，上行动力来自于地缘风险和 OPEC 增产不及预期，下行风险来自于伊核谈判的进展。多空交织下，上周原油价格小幅下跌，布伦特原油环比下降 1%，收于 93.5 美元/桶。有色金属价格同样受到俄乌局势反复压制，上周伦铜、伦铝价

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_37769

