



稳增长是今年最重要的宏观主线，并且稳增长有三个重要环节，基建、地产和消费。开年经济数据显示 1-2 月基建投资增速 8.6%，基本验证我们对年初基建“开门红”判断。后续基建将如何表现？开年基建兑现预期之后，市场开始关注基建动能的持续性。过去大部分时候，我们的默认理解是：中国的宽财政即为扩基建，缩财政即为收基建。可见基建逆周期属性之强。中国经济短周期被地产左右，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系。经验和逻辑均指向中国的基建投资受地产投资牵引。以地产作为参照系，我们基本上可以描绘出全年基建轮廓。

➤ **第一，若今年地产出现极端下滑，为全面对冲极端下滑，基建投资增速需要维持在 11%~19%。**

若按去年下半年以来的状态进行“自由落体式”下滑，则全年房地产开发投资将以历史罕见的极端增速下滑。我们估算这一极端下滑增速有可能落在-20%~-10%。若用基建对冲地产极端下滑，则今年基建投资增速至少需要达到 11%，甚至达到 19%，方能完全对冲地产在投资端的产生负面影响。

为完全对冲地产极端下滑，基建需要得到足量的资金保障，这意味着预算内的土地出让金不能过度缩减，或者预算外隐债调控或有松动。

需要强调的是，开年以来地产政策持续宽松，政策有意引导地产软着陆。全年地产失速的可能性不高，全年隐债调松、基建投资超过 10%的概率较低。

➤ **第二，若今年地产软着陆，基建投资处于平稳状态，预测今年基建投资增速在 6%~10%。**

地产作为系统性重要部门，若以“自由落体式”增速极端下滑，其在金融、就业以及财政方面的影响，基建无法完美对冲。我们倾向于认为今年最优的政策选择是地产软着陆，基建按照当下资金框架而平稳放量。

3 月 5 日两会给出今年财政预算收支框架，财政预算拨付给基建的资金规模也已明朗。按照 2018 年以来的预算内外资金比例，我们基本可以推算得到 2022 年全年基建投资规模。最终测算得到地产软着陆情境下，全年基建投资可能落在 6%~10%区间。

➤ **第三，把握今年基建投资节奏，关键看环比力度、同比基数以及疫情演绎。**

值得注意，三大因素均存在不确定性，准确估算月度基建节奏存在难度。基建规模年内如何分布，我们无法从过往数据得到启示，毕竟中国基建投资的季节性规律并不显著。去年不同季度、不同月份基建投资基数截然不同。此外，当前奥密克戎病毒传染性较高，未来是否还会扩散，并重点冲击哪些省份，冲击程度有多深，我们也无法提前预判。

即便月度节奏无法准确预测，上下半年基建节奏仍有两点较为明确：若今年地产软着陆，基建投资节奏大概率前高后低。若今年地产按照极端增速下滑，则基建或将大规模放量，下半年基建增速或高于上半年。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；地产政策效果不达预期；对政策解读的偏差及测算偏差风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1、《预测一季度基建投资增速或达 10%》——2022 年基建研究系列（一）
- 2、《基建发力，项目何处寻？》——2022 年基建研究系列（二）
- 3、《10%基建增速背后：项目还缺么？》——2022 年基建研究系列（三）

目录

前言	3
1 今年基建投资的节奏被地产牵引	3
1.1 基建和地产的经验相关性	3
1.2 基建对冲地产的政策逻辑	4
1.3 今年基建趋势取决于地产	5
2 地产极端下滑情形下 2022 年基建增速	6
2.1 对冲地产极致下滑，基建增速需要 11%至 19%	6
2.2 基建增速超过 10%所需政策条件	7
3 地产平稳发展情况下 2022 年基建增速	8
3.1 地产平稳发展，基建有序放量	8
3.2 最优政策选择下全年基建增速或在 6%~10%	9
4 全年基建投资的节奏把握	10
5 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

前言

我们一直强调稳增长是今年最重要的宏观主线，并且稳增长有三个重要环节，基建、地产和消费。按照财政资金拨付进度，我们之前估算今年一季度基建增速可达 10%。开年经济数据显示 1-2 月基建投资增速 8.6%，基本验证我们对年初基建“开门红”判断。**后续基建将如何表现？开年基建兑现预期之后，市场关注基建动能的持续性。**

过去大部分时候，我们的默认理解是：中国的宽财政即为扩基建，缩财政即为收基建。可见基建逆周期属性之强。中国经济短周期被地产决定，作为逆周期对冲项，基建常与地产负相关。**经验和逻辑均指向中国的基建投资受地产投资牵引。以地产作为参照系，我们基本上可以描绘出全年基建轮廓。**

1 今年基建投资的节奏被地产牵引

1.1 基建和地产的经验相关性

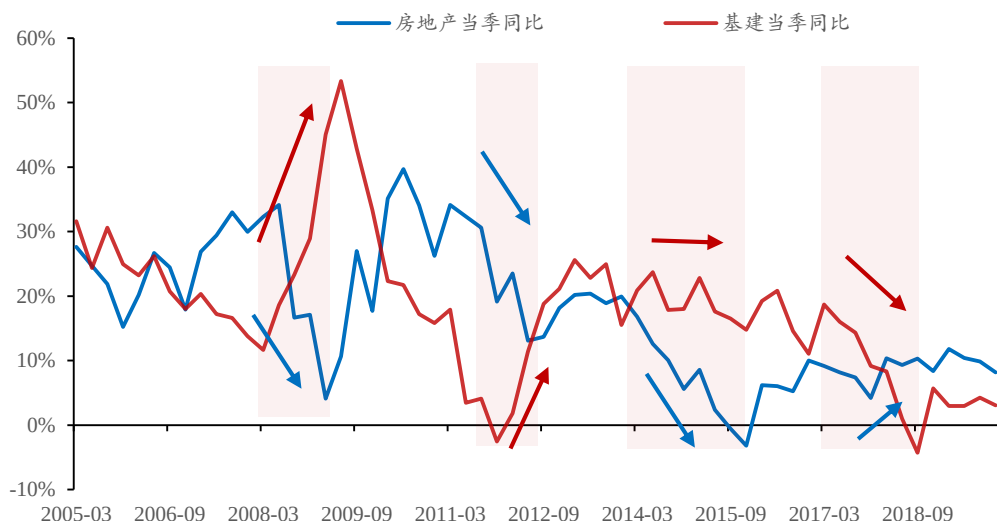
基建和地产投资，存在两组有趣的相关性。趋势上，基建和地产投资长期下行；周期上，两者呈现一定负相关。这两组关系描述了这样一种情形，基建和地产投资长期下行，然而短周期维度，基建扮演了地产投资对冲项的角色。

以 2008 年美国金融危机后，我国“四万亿”刺激计划时期为例，因受金融危机波及，当时地产链迅速收缩。2008 年 Q1 至 2009 年 Q1，房地产开发投资增速下行 28 个百分点。此时中国启用大规模基建投资，这一时段基建投资增速上行 33 个百分点。基建和地产投资在金融危机后形成非常完美的对冲关系。

地产下行压力比较大的 2012 年 Q1 至 Q3，当期我们也看到了基建投资快速上行，基建增速从 2% 上行至 19%，足足上行 17 个百分点。

类似地，我们还可以在 2015 年、2018 年，这两段时期同样观察到基建和地产呈现明显的此消彼长相关性。2015 年，地产快速下行，基建保持稳中有升；2018 年基建快速下行，地产破除 3-4 年的小周期规律，罕见地保持中高位增速。

图 1：历史上地产开发投资与基建投资增速存在反向对冲关系（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 基建对冲地产的政策逻辑

我们都知道，中国经济存在 3-4 年的小周期，亦为地产周期。每一次地产周期下行时，需要有逆周期政策加以对冲。而基建是中国重要的财政手段，自然承担起较强的逆周期对冲角色。不仅如此，基建和地产能够形成完美对冲，还有一个重要原因在于基建和地产是规模相当的固定资产投资。

基建对冲地产的政策逻辑之一，基建具有极强的逆周期属性。

基建资金来源主要有两部分，一部分是财政预算内资金拨付，直接在政府财政掌控之中。另一部分是预算外资金，主要由城投等基建承接主体通过贷款、债券、非标等形式展开的负债融资。

预算外资金看似由基建投资主体自行融资，实际上预算外资金融资相当程度受到政策影响，尤其是地方政府隐性债务监管。

可以说中国政府目前仍然掌握着极强的基建投资主导权，基建投资也就成为最为有效的逆周期财政工具。

基建对冲地产的政策逻辑之二，基建与地产对经济的拉动作用相仿。

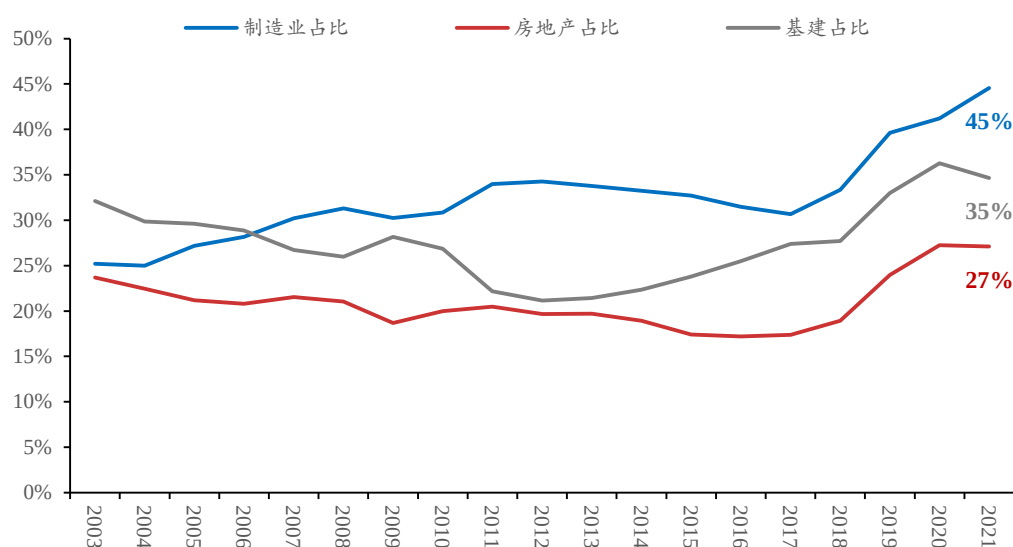
基建和地产，年度投资规模分别约为 19 万亿和 15 万亿（2021 年），两者相对固定资产投资总额的比重分别在 35% 和 27%（2021 年）。基建和地产，两者对于投资的贡献力度相当。

通过投入产出表分析，基建产业链增加值占 GDP 13%，房地产占 GDP 15%，当地产投资

下行-10%，或向下拖累 GDP 1.5 个百分点，而基建投资上行 10%，向上带动 GDP 1.3 个百分点。**两者对 GDP 产值的直接拉动力度相仿。**

房地产与基建投资都消耗类似建材。譬如螺纹钢，水泥，砂石料等。两者对能源、金属、化工品¹等大宗商品需求也同样类似。这意味着，基建对冲地产不仅能保证经济增速平稳，还能让上游建材行业稳定生产，避免大宗商品价格异动。**以往中国经济周期下行时，往往伴随着上游供给过剩压力，用基建对冲地产，在过去经验中有助于解决上游过剩问题。**

图 2：固定资产投资的三行业占比



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 今年基建趋势取决于地产

去年下半年以来地产快速走弱，至今地产未有显性修复。年内中国地产可能两种走势，一是延续去年底至今状态，投资呈现“自由落体式”下滑。我们测算得到，一旦 2022 年地产投资出现“自由落体式”下滑，同比增速最终可能会触及-20%至-10%的区间。另一种可能情况，也是我们期待看到的状态，政策及时开展积极有为对冲，年内地产投资稳定在 0%左右，至少不出现极端的-20%。

如果今年基建的使命仍在于对冲地产下滑，则今年基建趋势的主线逻辑也就异常清晰，地产有多弱，基建便有多强。地产投资可控，则今年基建投资也就较为温和。

预测今年基建投资增速，我们给定两种情况，分别针对的是地产投资的两种可能性。

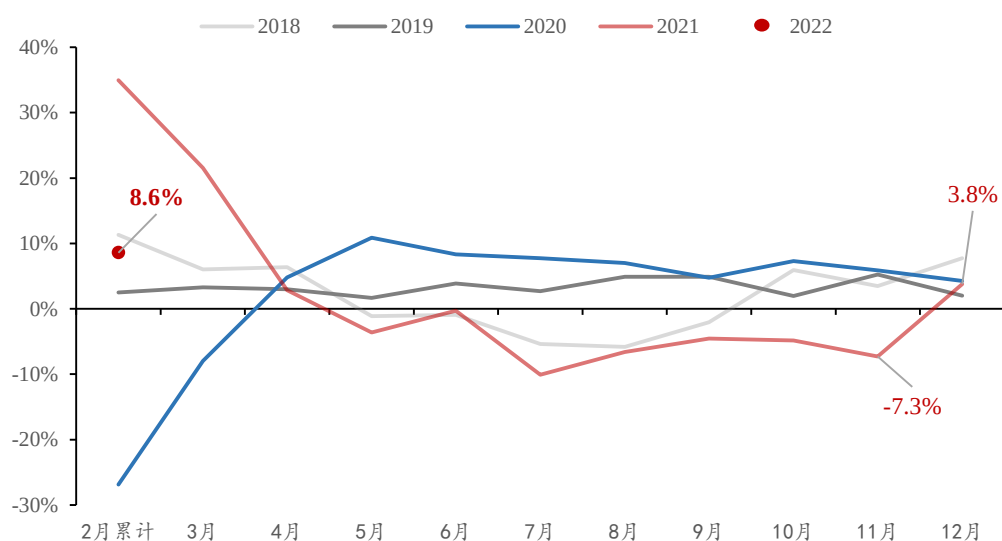
¹ 大宗商品主要有能源（煤炭天然气石油电力），金属（钢铁，铜铝等有色，金银），矿物（铁矿，锰合金等）；化工品（甲醇，乙二醇，聚烯烃，pvc，pta 等等）。

第一种情形，地产增速极端下滑。即地产政策迟迟没有放松，或者放松效果不明显，地产投资延续去年三季度以来的下行趋势。这一情形下，基建投资全年增速放量，各季度或均有超季节性表现。

第二种情形，地产增速平稳发展。地产宽松政策的效果在年中显现，投资增速在后续月份逐步回暖。这一情形下，基建投资上半年投资力度更强，开年表现较好，后续回落至正常区间。

两种情形下，全年基建投资增速具体将如何表现，我们将在下文进行具体测算。

图 3：去年 12 月开始基建明显放量（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 地产极端下滑情形下 2022 年基建增速

2.1 对冲地产极致下滑，基建增速需要 11%至 19%

地产增速极端下滑，是指在地产政策放松力度有限，房地产销售，房企融资仍未显著改善，房企开工、拿地意愿仍不见起色。我们之前报告《地产的底在哪儿》，曾对这种极端情况做出测算，得到 2022 年地产极端下滑增速可能触及 -20%至 -10%。

若基建以 1：1 比例对冲地产投资，极端情况下基建投资增速需 10%至 20%。

所谓 1:1 比例，即地产投资每减少 100 元，基建投资就需要额外增加 100 元。以这种方式进行对冲，我们测算得到对冲方式下，基建投资增速需要达到 9.2%-16.4%。

值得注意的是，基建每年有一个正常的增速，为了对冲地产下滑，全年最终基建投资需要在正常增速基础上再进行放量。

基建投资在 2018-2021 年四年复合增速为 2.2%。如果基建投资既要达到 2.2%的潜在增速

均值水平，同时还要对冲地产投资萎缩额度，那么**全年基建增速将达到 11.4%-18.6%**，为**2018 年以来基建投资增速最高值**。

表 1：2022 年对冲地产投资应有的基建投资增速测算（%）

第一组房地产开发投资测算			
两组假设		房地产开发投资同比	实现对冲基建应达增速
悲观假设	假设 2022 年开工更加不积极	-14.7%	13.6%
中性假设	假设 2022 年开工和 2021 年一样	-11.2%	10.9%
第二组房地产开发投资测算			
两组假设		房地产开发投资同比	实现对冲基建应达增速
悲观假设	假设 2022 年开工更加不积极	-21.0%	18.6%
中性假设	假设 2022 年开工和 2021 年一样	-11.9%	11.4%

资料来源：民生证券研究院测算。注：此处有两组测算，是因为测算房地产开发投资时，选用了两种建安投资测算方法，具体测算方法详见外发报告《地产的底在哪儿》。

2.2 基建增速超过 10%所需政策条件

基建超速放量，必要条件是基建资金充分到位。基建资金无外乎两部分，预算内财政拨款，或者预算外融资。若要保证全年基建投资增速超过 10%，今年预算内财政拨款，或者预算外融资，则不能同步收缩。

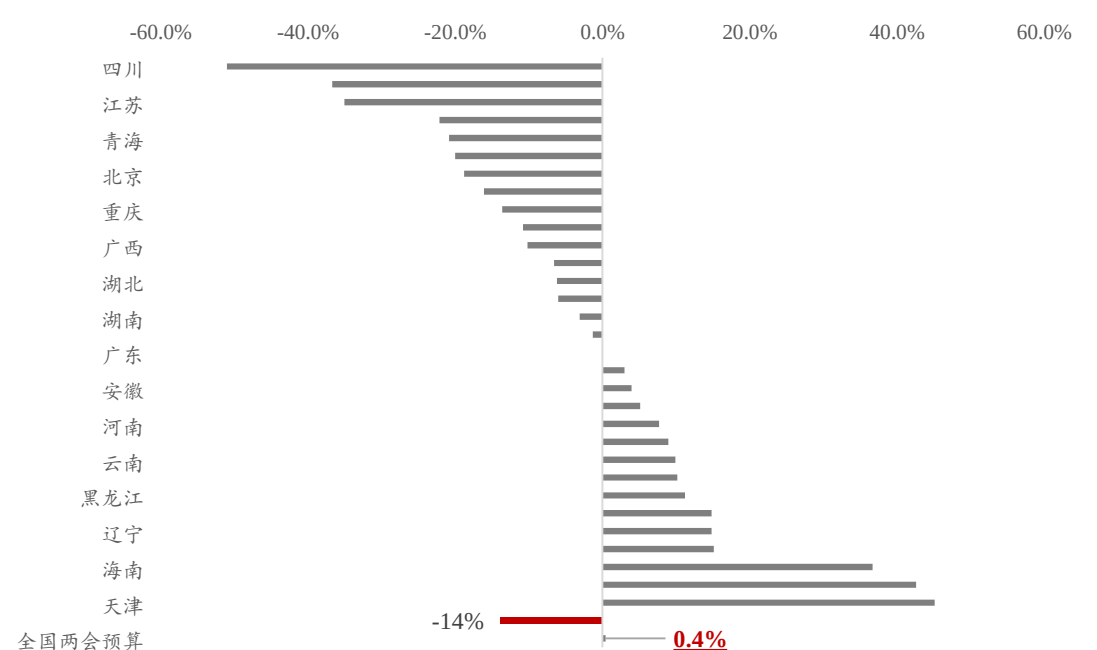
若全年基建增速超过 10%，需要保证土地出让金减收幅度有限，或放松隐债监管约束。

今年地方两会给出地方土地出让信息，预示地方政府预期 2022 年土地出让金收入将减少 1.4 万亿。今年全国财政预算拟定地方政府性基金（九成由土地出让金收入贡献）增速 0.4%。我们之前测算地产极端下滑情况下，今年土地出让收入将减收 3-4 万亿。

如果今年地产以极端速度“自由落体式”下滑，很难想象今年土地出让金仍然能够维持正增长，或者微弱减幅。这就意味之前地方或者全国财政给出的预算，可能暗含两条信息，一是今年地产政策需要进一步放松，地产需要托举；二是不排除传统模式之外的土地出让方式，从而即便地产下滑，全年土地出让减幅依然有限。

不论何种方式，今年基建若要保持 10%以上增速，土地出让金作为预算内重要的资金来源，其缩幅不能过大。同样，基于预算外资金占据基建一半融资规模。若要保持今年基建投资超过 10%，预算外资金也不能过度缩减。

图 4：2022 地方政府性基金预算超预期（%）



资料来源：wind，民生证券研究院整理

3 地产平稳发展情况下 2022 年基建增速

3.1 地产平稳发展，基建有序放量

地产无疑是系统性重要部门，中国如此，美国亦然。地产快速收缩引发的负面效应，不止于拖累 GDP 增速。地产极端下滑，会在就业、金融、财政等多个方面冲击宏观经济。所谓基建和地产的对冲，只是基于投资和 GDP 增速贡献维度。地产对经济多个方面的影响，并不是基建投资完全可以对冲。

既然基建无法完全百分百对冲地产，那么如果地产出现极端下滑，然后实施极端的基建投

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_40125

