



Research and
Development Center

需求边际回暖 ——四季度股债双牛的逻辑之二

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

需求边际回暖——四季度股债双牛的逻辑之二

2022年10月16日

摘要: 6000多亿元基础设施投资基金有效地打通了项目资本金难安排、难到位的堵点, 基建有望继续扩张。此工具和政策性银行新增信贷额度、设备更新改造再贷款、专项债结存限额等增量工具形成合力, 共同推动企业信贷增长和宽信用落地。随着防疫严格指数的下降, 消费复苏也有积极信号。需求边际回暖, 经济处于复苏初期, 这是我们看好四季度股债双牛的第二个逻辑。

- **基建投资的堵点是怎样打通的?** 对于今年3万多亿的地方政府新增专项债券, 财政部多次强调要发挥项目资本金的撬动作用, 但实际中项目资本金占发行规模的比例仅在7%左右, 远不及政策上限, 结存限额用作项目资本金的占比也暂未看到提升, 撬动力并不显著。而今年投放的6000多亿元政策行基础设施基金恰恰是补充重大项目资本金的工具, 投资撬动力在10倍以上, 且资金投放速度较快。三大政策行都表示将尽快推动项目建设形成实物工作量。鉴于这一工具已经打通了基建投资的堵点, 我们预计后续基建仍然有望保持强劲势头, 全年基建投资可能达到15%以上。
- **聚焦基建细分领域, 基础设施基金和专项债结存限额在投向机构上有什么差别?** 不同之处在于基础设施基金投向较多的是重大交通、水利项目, 而专项债结存限额主要投向的是市政及产业园区, 作为项目资本金的部分主要投向的是省内城际铁路。相同之处在于两大工具主投的还是传统老基建, 新能源和新基建也有一些参与。
- **一系列的增量工具有利于推升企业信贷和宽信用落地, 消费也有望加快复苏。** 除基础设施基金、专项债结存限额外, 新的政策工具还包括政策行的新增8000亿元信贷额度和2000亿元以上的设备更新改造专项再贷款。这些工具都有支撑信贷的作用, 尤其是企业的信贷。那么在居民端, 消费的复苏也有积极信号。随着防疫严格程度的边际宽松, 如果四季度不出现严重的大规模疫情, 在一系列增量工具和促消费政策的推动下, 消费有望持续恢复。我们测算的三季度社零增速约在3.7%, 四季度社零在基数不高的情况下有望实现5.6%的增长, 全年社零增速有望达到2%左右。
- **需求边际改善是四季度股债双牛的逻辑之二。** 国开行披露, 商业银行会对基础设施基金所支持的项目进行配套融资, 也就是为项目公司提供配套贷款, 这也能助推企业信贷的增加。近期企业中长贷已进入上升期。历史经验表明, 企业中长贷增速回升利好股市, 初期价值股和成长股都有不错表现, 价值股的持续性可能更好。此外, 我国经济正处于复苏初期, 国内的通胀形势较为温和, 流动性有望继续保持宽松, 对债市也构成利好。
- **风险因素:** 气温下降疫情出现严重爆发、美国通胀继续超预期等

目 录

一、基建投资的堵点在哪.....	3
二、这个堵点是如何打通的.....	4
三、专项债券的投向和基础设施基金有哪些不同.....	7
四、需求边际回暖下的股债双牛逻辑.....	10
风险因素.....	12

图 目 录

图 1：基础设施投资基金运作流程（股东借款模式）.....	4
图 2：PSL 出现回升.....	4
图 3：委托贷款出现明显增长.....	5
图 4：水泥发运率持续改善.....	5
图 5：石油沥青装置开工率持续改善.....	6
图 6：农发行基础设施基金投向结构.....	6
图 7：进出口行基础设施基金投向结构.....	7
图 8：1-9 月新增专项债用作项目资本金投向结构.....	8
图 9：1-9 月新增专项债投向结构.....	8
图 10：截至 10 月 21 日新增专项债结存限额投向结构.....	9
图 11：年内基建投资有望保持 15%以上的增速.....	9
图 12：防疫严格指数降到了 70 以下.....	10
图 13：全年社零增速有望达到 2%.....	10
图 14：企业中长贷回升，价值股和成长股一般都取得了良好的表现。.....	11

表 目 录

表 1：新增专项债投向领域和作为项目资本金的投向领域.....	3
表 2：1-9 月新增专项债用作项目资本金投向情况（亿元）.....	7
表 3：1-9 月新增专项债整体投向情况（亿元）.....	7
表 4：截至 10 月 21 日发行的专项债结存限额用作项目资本金使用情况（亿元）.....	8
表 5：截至 10 月 21 日发行的专项债结存限额整体使用情况（亿元）.....	9

一、基建投资的堵点在哪

“在推进基础设施建设的过程中，项目资本金难到位等问题是制约项目建设和贷款投放的重要因素”，这是国开行官网上的一句文字。这句话既符合现实情况，也直击基建投资的堵点。

以地方政府投资基建为例，对于有收益性的项目，地方政府专项债券是主要的财政工具。2019年6月中央开始允许专项债券资金用作符合条件的重大项目资本金，去年财政部和发改委明确规定2022年各省项目资本金占专项债券规模的比例上限为25%。财政部也多次强调要发挥专项债券项目资本金“四两拨千斤”的撬动作用。

但实际中资本金占比并不高。1-9月新增专项债券用作项目资本金总量约为2455.24亿元，发行规模约为35364.67亿元（不包括9月底辽宁省67亿元结存限额的发行），占比仅为6.94%。5000多亿结存限额方面，截至10月21号，已发行了约1540.46亿元，用作项目资本金约为101.47亿元，占比约6.6%，资本金的比重没有出现提升。

由此，可以推出：无论是年内新增专项债还是作为增量政策的结存限额，对项目资本金的使用确实存在“难到位”的问题，专项债撬动投资的能力不足。其实这也不是今年才有的问题，去年项目资本金比例也和今年相近，都是个位数的占比。

至于比例不高的原因，我们认为有三点：第一是项目资本金投向领域是被限制的，导致大部分资本金都投向了铁路、收费公路等交通领域；第二是债券资金用于资本金对项目本身的收益提出了更高的要求，而现实中这样的项目可能并不多；第三是债券资金用于项目资本金在财务的实操过程中更加复杂。

表 1：新增专项债投向领域和作为项目资本金的投向领域

2022年新增专项债券资金投向领域	
一、交通基础设施	铁路、收费公路、机场(不含通用机场)、水运、城市轨道交通、城市停车场
二、能源	天然气官网和储气设施、城乡电网(农村电网改造升级和城市配电网)
三、农林水利	农业、水利、林业
四、生态环保	城镇污水垃圾处理
五、社会事业	卫生健康(含应急医疗救治措施、公共卫生设施)、教育(学前教育和职业教育)养老、文化旅游、其他社会事业
六、城乡冷链等物流基础设施(含粮食仓储物流设施)	
七、市政和产业园区基础设施	市政基础设施(供水、供热、供气、地下管廊)、产业园区基础设施
八、国家重大战略项目	京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、推进海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展
九、保障性安居工程	城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造(主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目)
十、新型基础设施	
十一、新能源	

资料来源:国务院、财政部官网，信达证券研发中心注：标红的10个领域为项目资本金可投向领域

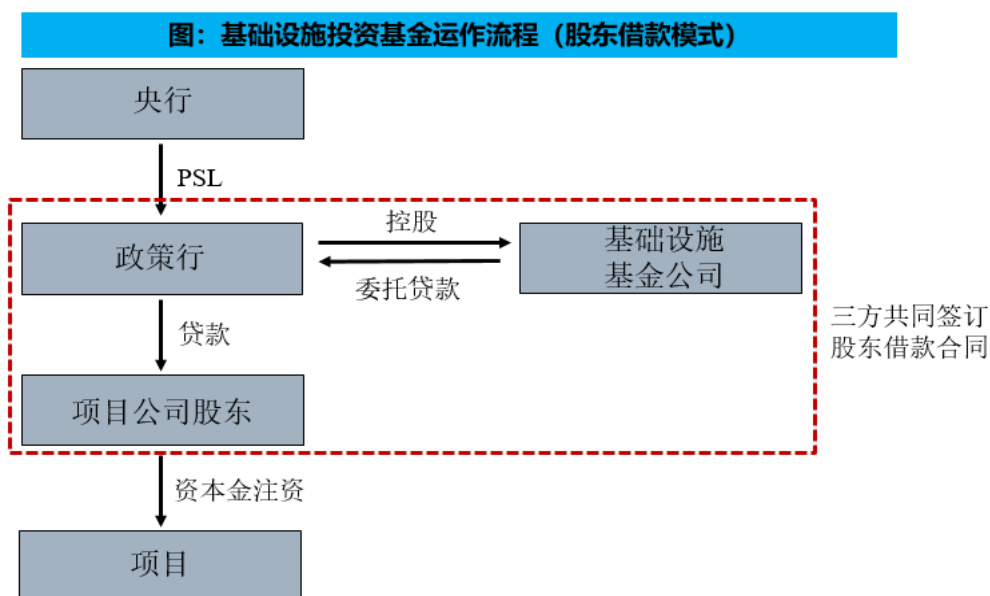
21 财经报道，近期监管部门明确专项债券可用作项目资本金的范围在原有10个领域的基础上增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施3项，专项债可作资本金领域由此扩大至13项。投向领域的扩大有利于资本金占比的提高，今年后续的结存限额和明年专项债资本金的占比可能会扩大。我们认为今年真正打通基建投资堵点的是政策性开发性金融工具。

二、这个堵点是如何打通的

国务院官网披露，央行支持三大政策行的 6000 多亿元的开发性金融工具主要用于补充重大项目资本金，国开行也披露其工具的使用集中在“五大基础设施重点领域，重大科技创新、职业教育等领域，以及其他可由地方政府专项债券投资的项目”，也就是说这样一个工具填补了今年专项债券项目资本金使用的不足，换句话说，地方政府项目资本金“难安排”的堵点已经被打通。

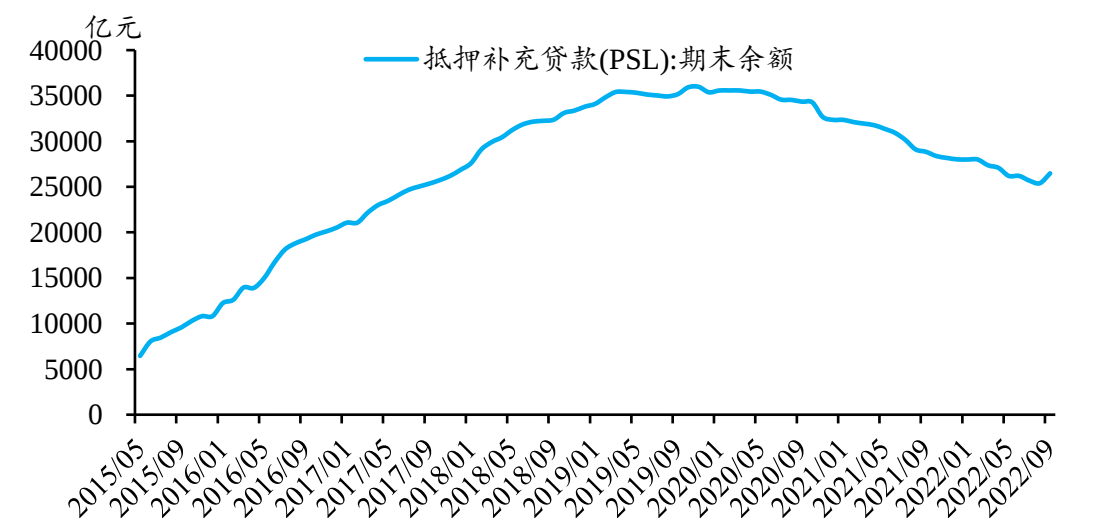
结合央行、三大政策行和 21 财经报道披露的信息，这一工具的运作模式是这样的：工具中的一部分先由央行以 PSL（抵押补充贷款）的形式提供给政策行，政策行接受基础设施基金公司的委托对项目公司发放贷款，项目公司股东再以贷款资金对项目进行增资。很显然这个过程会带来委托贷款的增加，即政策行接受基础设施基金公司的委托贷款。9 月 PSL 期末余额的增加和 8、9 月委托贷款的大幅增加也印证了这一运行模式。除委托贷款模式外，基础设施基金公司也可以直接入股项目实施主体。

图 1：基础设施投资基金运作流程（股东借款模式）



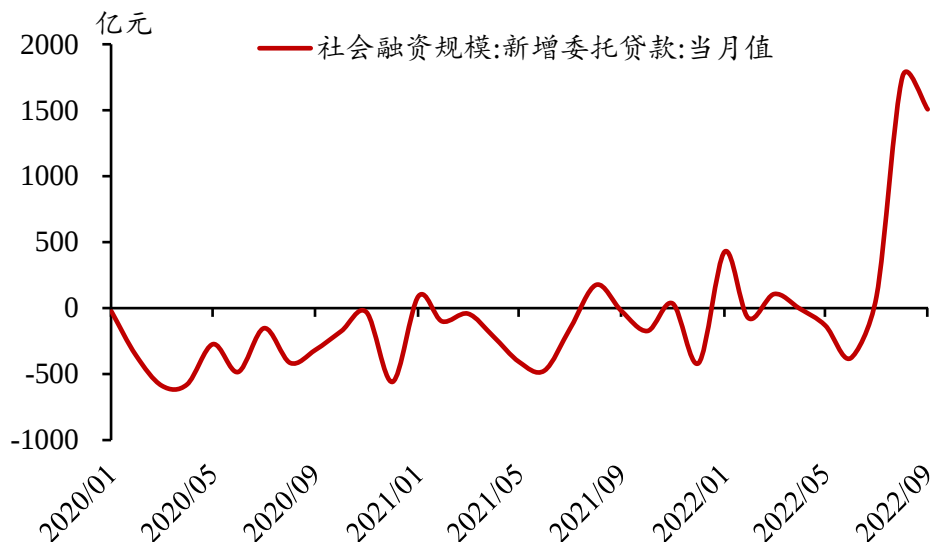
资料来源：央行、政策行官网等，信达证券研发中心整理

图 2：PSL 出现回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：委托贷款出现明显增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在具体使用中，国开行披露投放的 3600 亿元支持项目超 800 个，其中第二期的 1500 亿元支持项目 421 个；农发行披露前后两期共完成的 2459 亿元支持基建项目 1677 个，涉及项目总投资近 3 万亿元；进出口行披露完成的 684 亿元共支持 114 个重大项目，带动项目总投资近万亿元。**投资撬动力在 10 倍以上。**

基金的投放速度也比较快。6000 多亿工具中首期的 3000 亿包括国开行 2100 亿的基础设施投资基金和农发行的 900 亿基础设施基金，截至 8 月 26 日已全部投放完毕。第二批里国开行的 1500 亿元额度、农发行的 1559 亿元额度（包括增资的 559 亿元）、进出口行的 684 亿元额度（包括增加的 184 亿元），已于 10 月 12 日全部完成投放。总计 6700 多亿元的基金投放速度是比较快的。**同时三大行都表示后续要推进项目建设尽快形成实物工作量。**

在基建基金的支持下，基建高频数据也在持续改善中。

图 4：水泥发运率持续改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 5：石油沥青装置开工率持续改善



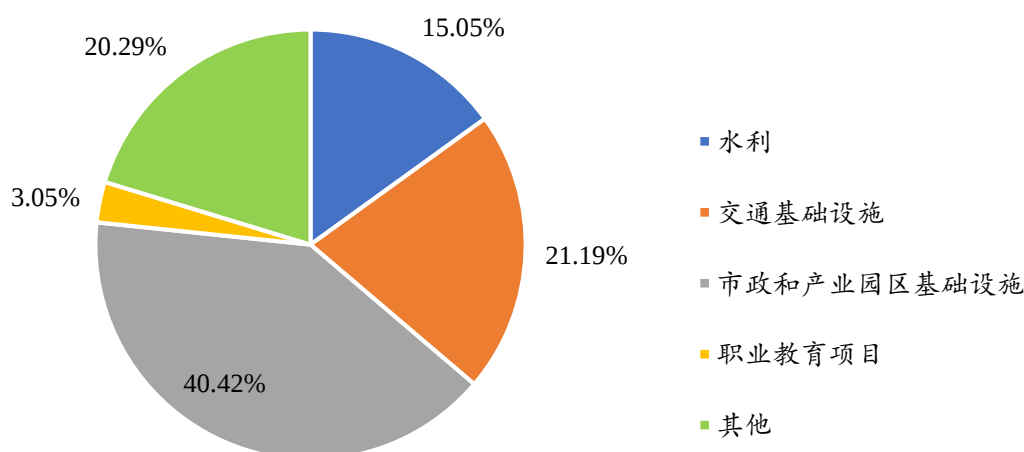
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

聚焦基础设施基金使用的细分领域，根据国开行官网引用新华社的报道，基础设施基金重点投向的是“交通、能源、水利等网络型基础设施建设，信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，城市基础设施建设，农业农村基础设施建设，国家安全基础设施建设，重大科技创新、职业教育等领域”。

农发行投资部表示：2459 亿元投向水利金额 370 亿元，交通基础设施项目金额 521 亿元，市政和产业园区基础设施项目金额 994 亿元，职业教育项目金额 75 亿元。

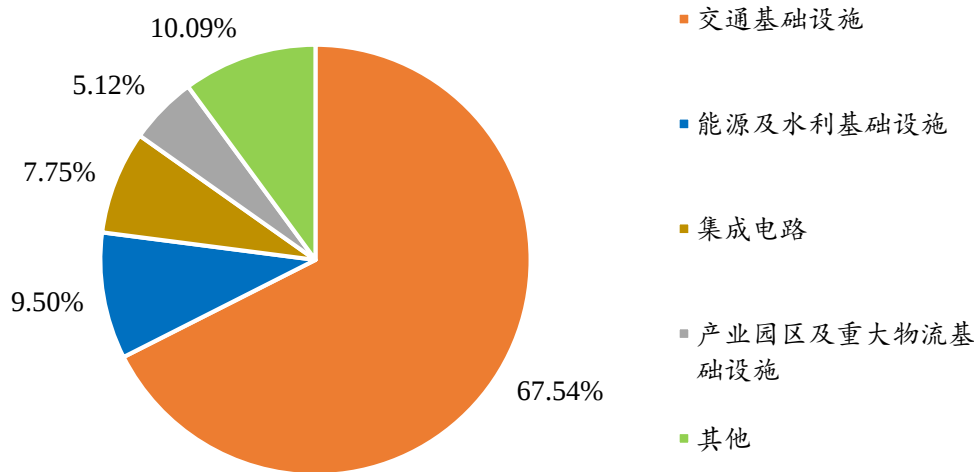
进出口行官网显示：684 亿元向港口、机场、铁路、公路等交通基础设施领域投放基金 462 亿元；向能源基础设施领域投放基金 65 亿元；向产业园区及重大物流基础设施领域投放基金 35 亿元。

图 6：农发行基础设施基金投向结构



资料来源: 农发行官网, 信达证券研发中心

图 7：进出口行基础设施基金投向结构



资料来源：进出口行官网，信达证券研发中心

三、专项债券的投向和基础设施基金有哪些不同

由于专项债券的发行者是地方政府，准确的是省级政府，所投的项目一般都是省内项目，基建中占比最大的是市政及产业园区基础设施，项目资本金中占比最大的是省内城际铁路。今年 1-9 月新增专项债用作项目资本金和整体投向情况如下：

表 2：1-9 月新增专项债用作项目资本金投向情况（亿元）

时间	铁路	收费公路	干线机场	内河航电枢纽和港口、城市停车场	天然气管网和储气设施、城乡电网	水利	城镇污水处理	供水	合计
1月	281.10	161.51	48.00	0.60	1.37	80.07	19.19	4.44	596.27
2月	164.96	103.14	14.00	3.31		48.82	11.84	0.65	346.71
3月	107.06	12.02	13.00	4.28		17.00		0.75	154.11
4月	21.08		46.68			0.00		2.00	69.76
5月	202.63	106.19	82.81	0.56	0.40	32.24	15.64	4.68	445.15
6月	473.12	152.18	46.14	13.89	9.08	39.67	14.92	22.58	771.58
7月	59.98	1.50	1.40			0.04		0.50	63.42
8月	8.24								8.24
合计	1318.18	536.53	252.03	22.63	10.85	217.83	61.58	35.60	2455.24

资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：不包括辽宁省 9 月 27 日 67 亿元中用作铁路项目资本金的 1 亿元

表 3：1-9 月新增专项债整体投向情况（亿元）

时间	市政及产业园区基础设施	新型基础设施建设	交通基础设施	社会事业	保障性安居工程	农林水利	生态环保	能源、城乡冷链物流基础设施	支持中小银行发展	总计
1月	1653.55		1055.18	763.23	646.98	440.61	168.88	115.33		4843.76
2月	1214.72		747.75	476.2	717.14	250.00	147.11	47.5		2921.42

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_47382

