



李迅雷：基建的后劲



意见领袖 | 李迅雷 周岳 肖雨



一季度基建投资增速大幅反弹，广义口径（含电力）达到 10.5%，同时中央财经委会议强调“全面加强基础设施建设”，于是市场普遍对今年的基建投资给予非常乐观的预期。但是，市场似乎忽视了两点，第一点是通胀因素，一季度 PPI 累计同比增长 8.7%，意味着扣除价格因素的实际投资增速可能没有那么高。例如，作为道路建设的主要辅料，沥青一季度消费量同比下降 24.2%，价格则同比增长 22.7%。第二点是季节性因素，一季度的基建投资额占全年比重一般较低（通常不超过 15%）。

此外，我还发现，证券研究领域的宏观团队与固收团队对今年基建投资增速的预测普遍存在较大差异，哪怕同一家基金公司内部权益宏观研究员和固收利率研究员的预测差异也很大。这可能是因为方法论上的差别，宏观研究通常会从稳增长的必要性、发改委的项目数、重点工程的投资规

模、中财委文件里去看基建的预期增长率，似乎只要有意愿，就能实现目标。而固收团队研究基建的思路，因为本身就是研究债务的，会从“能不能实现”的角度去看，如认为隐性债务约束没有放松，金融机构怕被秋后算账，所以不敢大干快上。

近年来宏观研究领域的很多分析师对基建投资增速的预测一直高估得离谱，说明他们把政策的作用估计得过高。在这方面，我本人更倾向于相信固收研究员的分析框架和逻辑，因为他们一直与地方政府、企业等发债主体保持紧密联系。本文为中泰固收研究团队对基建投资增长前景的研究报告，他们更多是侧重研究基建的“能力”而非“意愿”。

基本结论

从三个角度看一季度基建高增。1) 总量高增背后存在扰动因素。价格对于名义增速支撑较大，投资统计额和实物工作量可能存在背离；一季度基建投资规模占全年比重较小，增速波动较大。2) 结构层面，各行业投资增速分化较大。邮政物流业、公共设施管理业和电力热力供应业成为主要拉动项。3) 从资金来源看，财政支出前置和专项债发力是关键，贡献了几乎全部基建资金同比增量。

基建意愿提升，但隐债“红线”未变。基建项目投资虽然由政府主导，但从历年资金来源看，财政资金以外的部分占比更大（七成以上），主要和平台或项目公司投融资活动相关联。从重点领域工作部署情况看，今年基建稳增长的意愿和力度均有明显提高，但是“严控隐债”的基调和红线目

前还没有变，地方政府只能在现有制度约束和财力范围内“尽力而为、量力而行”。

年内基建增速可能存在预期差。如果隐债监管政策不出现明显放松，同时没有增量政策工具出台的情况下，随着预算资金和专项债的支撑逐渐减弱，预计二季度起基建力度可能明显下降。乐观情形下，如果简单假设其他资金分项维持去年同期水平，预计 2-4 季度基建投资当季同比增速分别为 4.3%、4.1%和 1.6%。

投资是“抓手”，但不宜高估。4 月政治局会议明确提出“全力扩大国内需求”，关键是“发挥有效投资的关键作用”。考虑到出口大概率增速回落，消费受限于就业和收入修复，投资有望成为稳增长政策发力的重要“抓手”。但是综合当前政策发力效果看，我们测算的全年固投增速为 5.7%，高于 2021 年的 4.9%，和 2018、2019 年相近。

风险提示：稳增长政策超预期；城投债务监管大幅放松；基建增速超预期。

一季度基建投资增速大幅反弹，广义口径（含电力）达到 10.5%，同时中央财经委会议强调“全面加强基础设施建设”，年内基建发力似乎存在较大想象空间。我们从总量、结构、资金来源等不同角度对基建投资进行综合分析，探讨一季度基建高增长的成色，以及年内的后劲。

一、一季度基建成色如何？

从总量看，高增速背后存在扰动因素。一是价格：一季度 PPI 累计同比增长 8.7%，意味着扣除价格因素的实际投资增速可能没有那么多高。比如一季度道路运输业投资增长 3.6%，但作为道路建设的主要辅料，沥青一季度消费量同比下降 24.2%，价格则同比增长 22.7%，表明投资统计额和实物工作量可能存在明显背离。二是规模：一季度投资额占全年比重一般较低（不超过 15%），增速受政策阶段性发力和节奏变化的影响较大，历史上多次出现基建年初冲高后增速不断回落的情况，比如 2011 年、2015 年、2017 年和 2018 年等。

图表 1：一季度沥青消费量和价格明显背离（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：一季度基建投资额占全年比重变化（%）



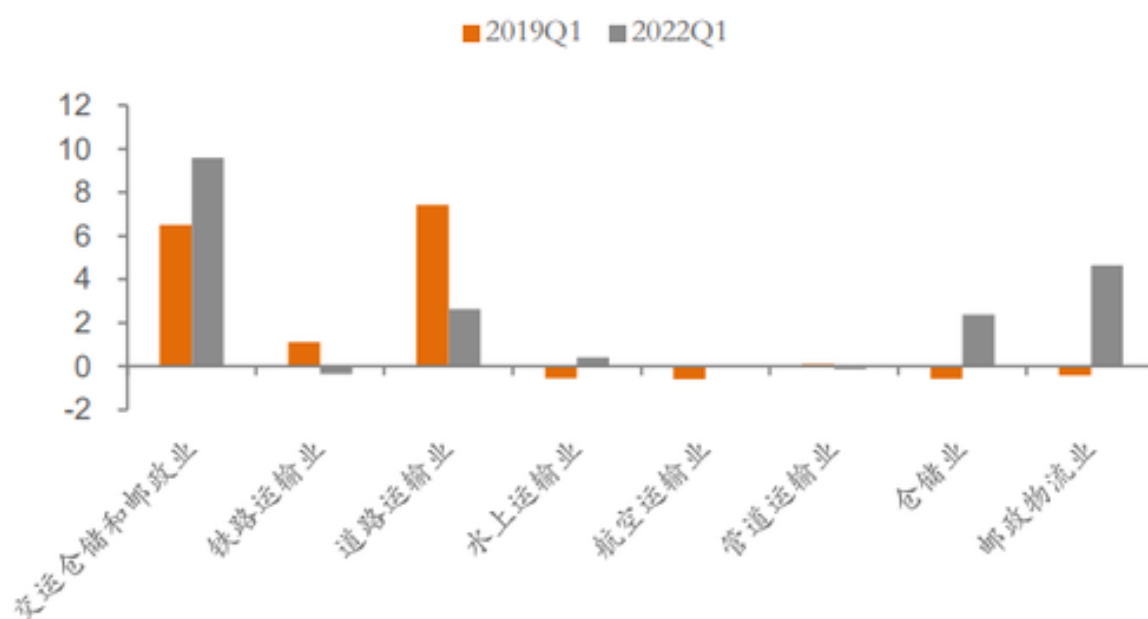
来源：WIND，中泰证券研究所

从结构看，二级子行业增速分化较大。广义口径基建投资一般包括三大行业：交运仓储和邮政业、水利环境设施管理业、电力热力燃气水供应业，2021 年占比分别为 35.9%、45.8%和 18.3%。对比 2019 年同期，今年一季度三大行业投资增速均大幅回升。

1) 交运仓储和邮政业：增量贡献主要来自邮政物流业。一季度交运仓储和邮政业投资同比增长 9.6%，其中道路运输业、铁路运输业等占比较大

的二级子行业增长表现一般，主要受邮政物流业（体量小、增速波动较大）的拉动。

图表 3：一季度交运仓储和邮政业投资贡献拆分（%）

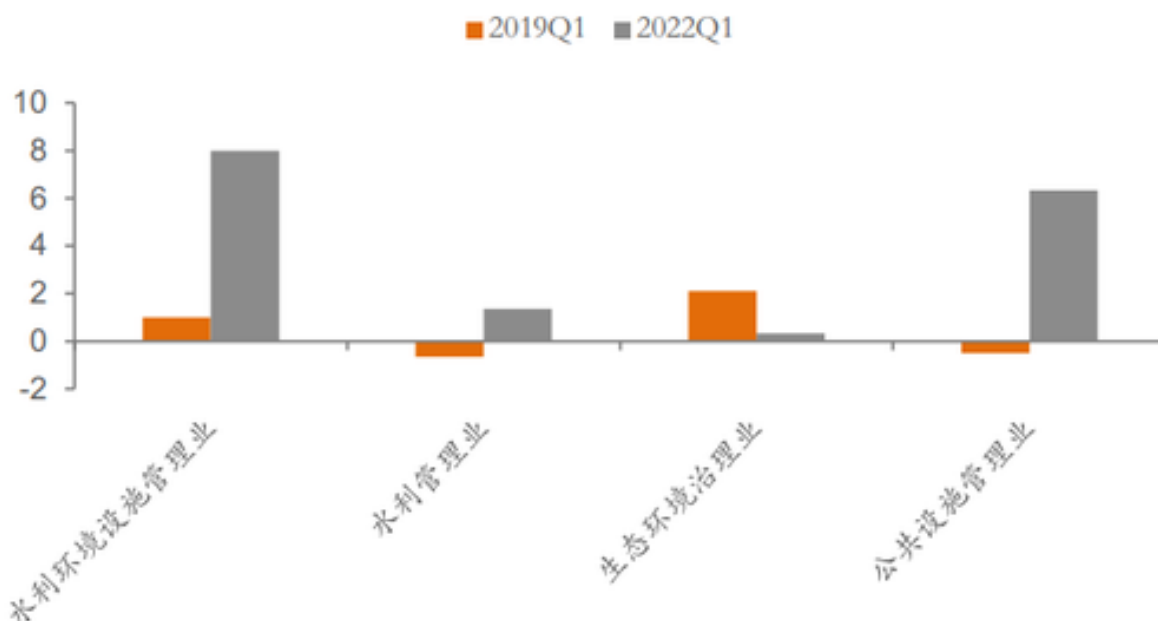


来源：WIND，中泰证券研究所

注：交运仓储和邮政业一季度投资增长 9.6%，其中铁路运输业、道路运输业分别拉动-0.4、2.6 个百分点，其他分项同理。图表 4、5 同。

2) 水利环境设施管理业：公共设施管理业贡献最大。一季度水利环境设施管理业投资同比增长 8.0%，而 19 年同期仅为 1%。二级子行业中，公共设施管理业占比最大，该领域项目投资和地方政府财力状况、平台债务融资关联度较高，过去几年受隐性债务监管约束增速持续低迷，今年一季度贡献率大幅上升至 6.3 个百分点，但增长持续性有待观察。

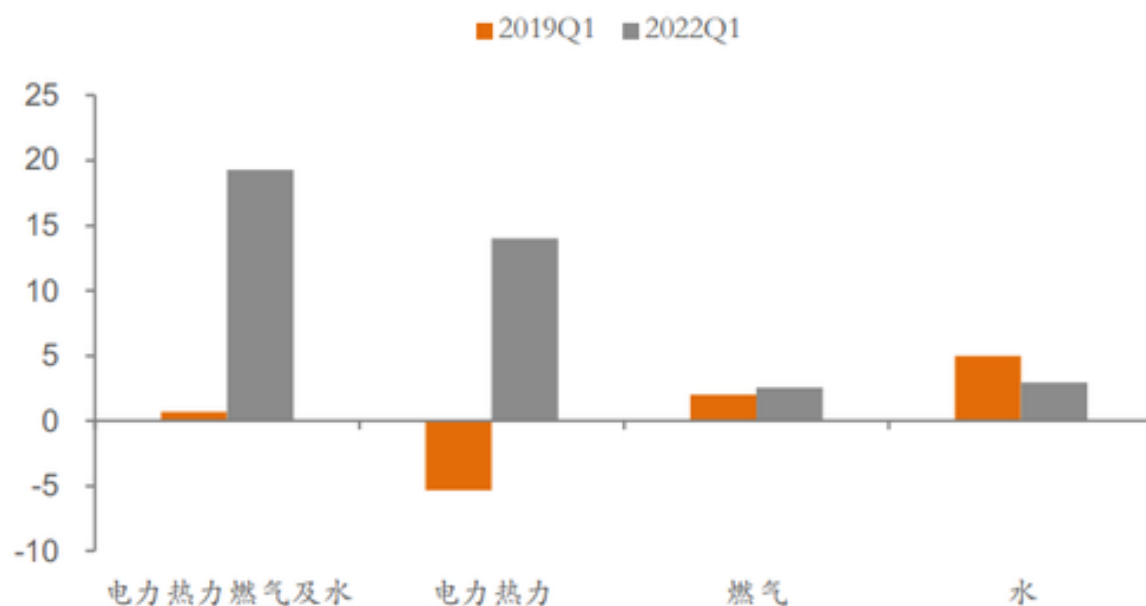
图表 4：一季度水利环境设施管理业投资贡献拆分（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

3) 电力热力燃气水供应业：电力热力供应业是主要拉动。一季度电力热力燃气水供应业投资同比增长 19.3%，较 19 年同期提高 18.6 个百分点。其中：电力热力供应业拉动率从 -5.3 个百分点变为 14.0 个百分点，该板块一般有对应的中央预算资金支持，项目投资主体主要是央企和地方国企，投资改善的制度约束较小。

图表 5：一季度电力热力燃气水供应业投资贡献拆分 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

考虑到各指标对应数据的可得性，我们主要基于 4 个资金科目分析基建投资的资金来源。1) 中长期贷款：根据基建领域投向的中长期贷款余额测算，按照 1 年平滑处理（平分到 4 个季度）；2) 预算资金：一般公共预算中和基建相关的四个分项支出加总；3) 专项债：将每个月用于基建项目的资金规模按照 2 年项目期平滑处理；4) 城投债净融资：直接依据 WIND 统计。

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_42037

