新框架看 2021 年基建投资

2020 年 12 月 24 日

观点

■ **基建投资分析框架的核心逻辑转向专项债。**去杠杆和防风险的政策背景下，传统的基于逆周期和信用扩张的基建投资分析逻辑和框架不再适用，核心表现就在于基建增速不再是经济增速的反向指标，也不再随社融增速同步波动。基建投资的债务驱动属性特征是不变的，这就意味着只是驱动基建增长的债务结构发生了变化：从依赖以往的政府隐性债务专项显性债务，其直观表现就是基建与专项债发行的同步波动。

■ **基于上述判断，沿用我们此前以“杜邦分析”思路构建的出口、制造业、消费新框架后，我们给出基于专项债视角的基建分析框架。**我们将基建投资拆解为 GDP、投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重和专项债的基建杠杆，即：

$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

■ **基建投资的平坦化增长。**2021 年财政刺激退出有度的背景下，我们预计专项债额度将从今年的 3.75 万亿减少至 3.5 万亿左右，同时预计明年大概率将允许部分专项债投向棚改和旧改，那么投向基建的专项债占 GDP 比重将大幅回落至 1.3-1.4%左右；由于财政刺激的退出，专项债对其他资金来源的替代将边际弱化，我们预计专项债基建杠杆小幅回升至 10 倍左右。综合上述判断，预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1%左右。

■ **“十四五”期间哪些基建是重点？**在基建整体增速平坦化的背景下，“十四五”期间的结构性投资机会更值得关注。我们以高频词检索入手，从目前已经公布的中共中央关于“十四五”规划的意见中，共提及 47 次“加快”，而其中 6 个“加快”涉及基建投资领域，主要包括新型基建、交通基础设施尤其是城市群和都市圈轨道交通网络化、防灾减灾尤其是江河水库工程建设、生态环保和物资储备等基础设施短板领域。

■ **风险提示：**经济修复明显超预期导致 2021 年政策退出力度比市场预期更大；专项债发行结构发生重大变化，投向基建领域占比明显低于预期；防风险和去杠杆政策方向出现明显变化。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201223：中央经济会议定调的“保质期”是多久？》2020-12-23

2、《宏观点评 20201222：升还是降？--2021 年中国出口份额怎么看》2020-12-22

3、《宏观点评 20201218：中央经济工作会议六大关注点》2020-12-18

4、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17

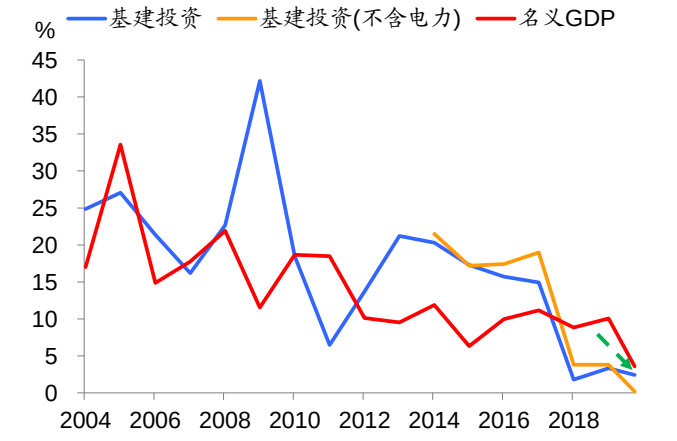
5、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评》2020-12-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 传统基建投资分析框架的失效？

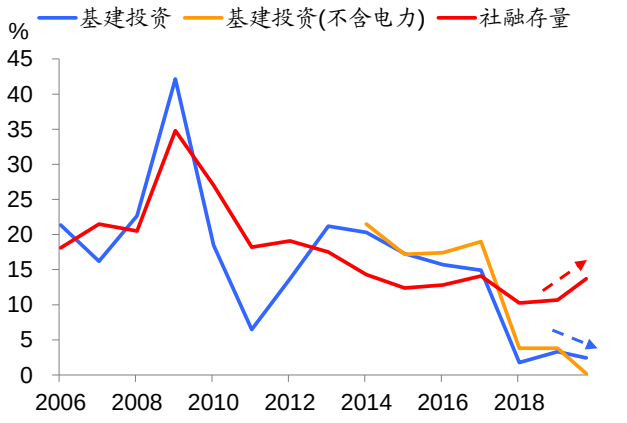
传统的基建投资分析逻辑和框架已经不再适用？传统上，我们分析基建投资可以基于以下逻辑和思路：从基建投资的政策驱动特性来看，其在我国经济发展过程中始终扮演着重要的逆周期调节角色，当经济面临快速下行压力的情况下，宽财政+宽信用+地方政府稳增长共同作用下，都会伴随明显的基建投资冲动，但显然，在今年疫情冲击经济的背景下，基建投资始终保持着不温不火的增速水平。从基建投资的属性来看，作为债务驱动的增长模式，历史上其增速始终与社融走势保持高度一致，但二者在今年呈现趋势上的明显背离。传统基建投资分析逻辑不再适用其背后对应的是弱化速度、强调高质量发展、调整经济结构、弱化债务驱动的经济发展模式的调整和转变。

图 1：今年基建投资并未表现出逆周期特征



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：基建投资与社融走势出现明显背离

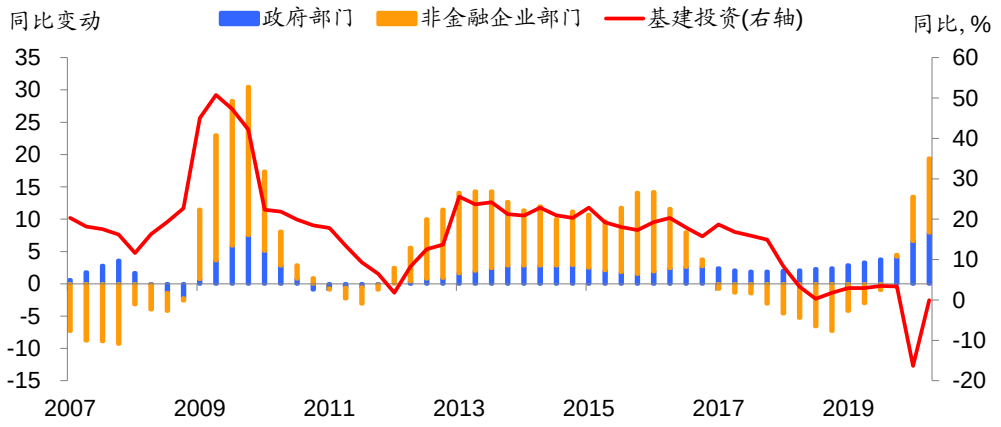


数据来源：Wind，东吴证券研究所

但本质上，基建投资的债务驱动属性并不会改变。从驱动经济增长的各项内需来看，基建投资作为典型债务驱动增长方式，其与杠杆率的同比变动高度一致（图 3），只是以往基建投资的高增由非金融企业部门（政府相关的城投类企业主体）的债务增长驱动（图 4），而约束地方政府隐性债务扩张后，基建投资更多要由政府部门的显性债务驱动，在数据上主要体现为专项债发行与基建投资的单月波动高度相关（图 5）。

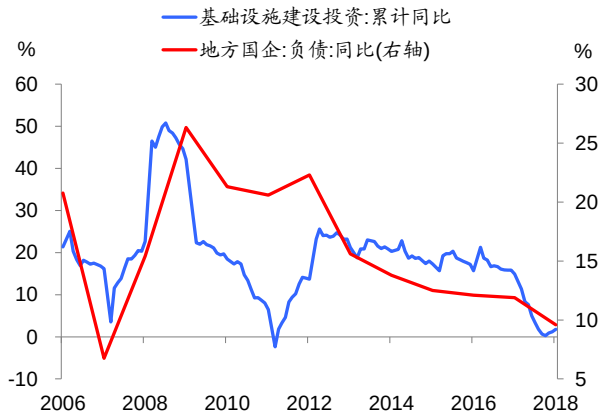
图 3：基建投资增速与政府部门和非金融企业部门杠杆率的同比变动一致

请务必阅读正文之后的免责声明部分



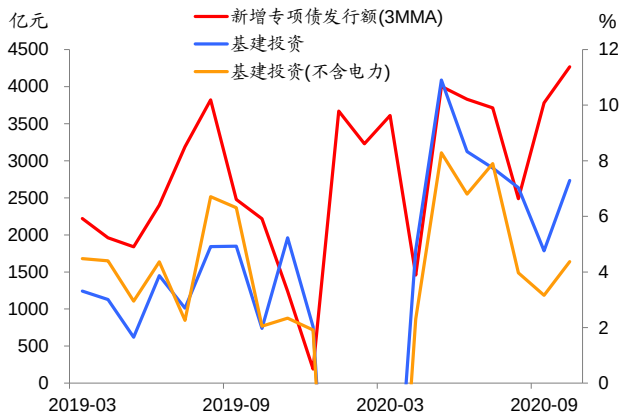
数据来源：BIS，Wind，东吴证券研究所（政府部门和非金融企业部门杠杆率为同比变动，基建投资为同比增速）

图 4：以往基建投资受地方国企债务扩张所驱动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：基建投资单月波动与专项债发行节奏相当一致



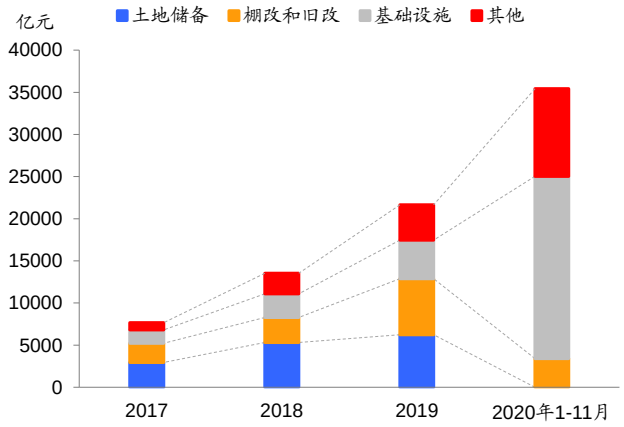
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 构建基于专项债的基建投资分析新框架

专项债成为构建基建投资新分析框架的基础。首先，作为地方政府的合法举债渠道，由于专项债纳入政府性基金预算管理，其额度不受赤字率限制，自 2015 年创设了专项债以来，其当年新增额度已经扩张到了当前的 3.75 万亿的规模；同时，由于不允许专项债投向土地储备，专项债投向基建的比重从以往的不到 30%上升至今年的 60%以上（图 6），规模突破 2 万亿。随着专项债总体规模和投向基建占比的双重提升，专项债发行与基建投资走势高度相关，那么，专项债就可以作为我们构建基建投资新分析框架的基础和切入点。

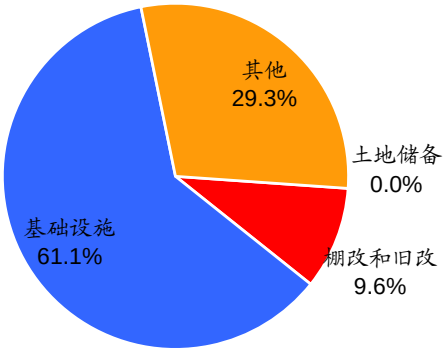
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：今年投向基建的专项债规模突破 2 万亿



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：今年前 11 个月专项债投向基建占比超过 60%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

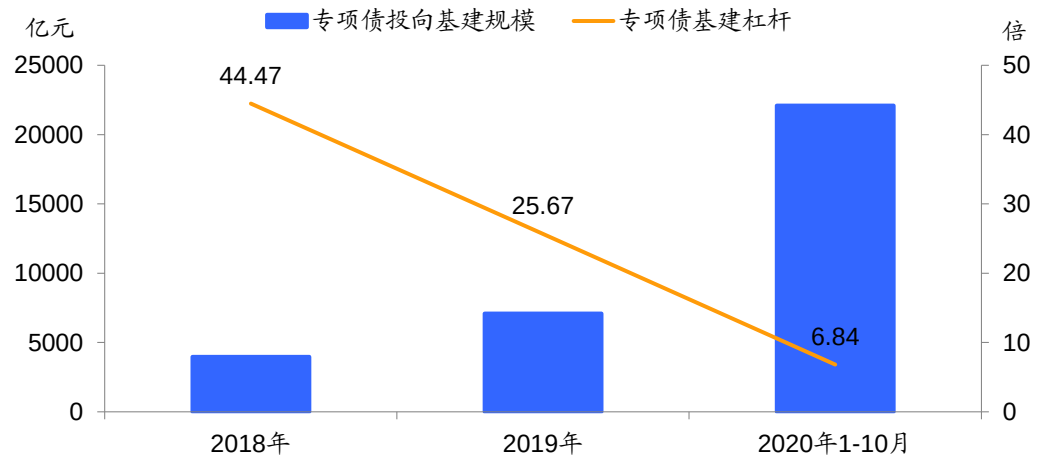
从当前专项债在基建投资中扮演的重要角色的视角来切入，并且延续我们此前尝基于杜邦分析法的分析思路，我们尝试构建新的基建投资新分析框架：我们可以将基建投资拆解为如下三个分项：

$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

其中，第二项投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重，我们可以将其理解为广义赤字专项债中投向基建的占比；第三项可以理解为“专项债的基建杠杆”，即投向基建的单位专项债能够撬动的基建投资规模。

专项债基建赤字快速扩张，但专项债基建杠杆快速下降。随着每年专项债新增额度的快速扩张，投向基建的专项债规模也快速增长，但在今年以前均控制在万亿以内，占 GDP 比重也仅仅是从 2018 年的 0.4%左右上升至 2019 年的 0.7%左右。但今年由于前期禁止专项债投向地产相关领域，而直到 7 月份才开始发行棚改专项债，导致今年投向基建领域的专项债规模大幅提升；且总量上出于疫后危机应对的需要，专项债新增额度从去年的 2.15 万亿大幅提高至 3.75 万亿。今年前三季度专项债投向基建的规模超过 2 万亿，占 GDP 比重达到 2.9 个百分点。量在快速扩张的同时，对应的单位专项债基建杠杆从 2018 年的 44 倍快速下降至今年的 6.8 倍。我们倾向于认为，专项债基建杠杆的快速下降，不是专项债投资效率的下降，而是专项债（合法融资）对其他资金来源形成替代导致。

图 8：专项债的基建杠杆快速下降



数据来源： Wind，东吴证券研究所

表 1：基建投资增速的的三因素分解

单位（%）	2018	2019	2020Q1-Q3
名义 GDP 增速	10.5	7.8	1.4
投向基建的专项债/GDP	0.4	0.7	2.9
△	/	0.3	2.2
专项债基建杠杆	44.5	25.7	6.8
△	/	-18.8	-18.8
基建投资增速	1.8	3.3	3.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所（专项债基建杠杆单位为倍）

3. 2021 年及“十四五”基建投资展望

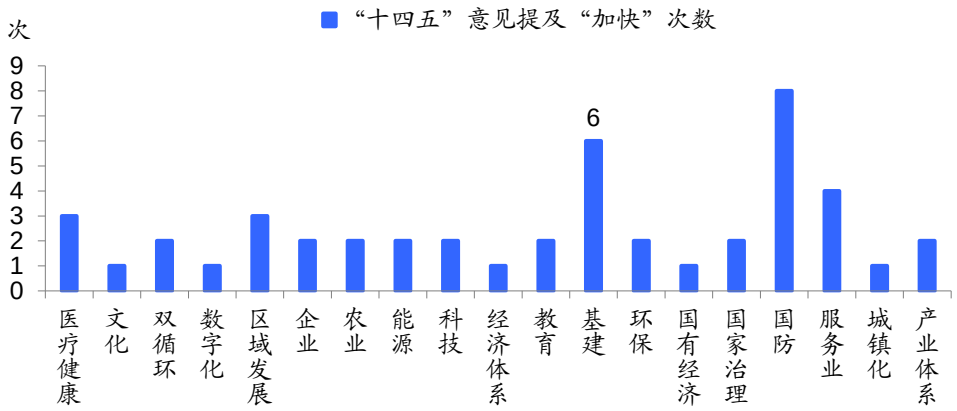
基建投资增速的平坦化。基于上述框架来展望 2021 年的基建投资，首先，名义 GDP 增速在低基数下大幅回升，预测其 2021 年的增速有望回升至 9%-10%，这里就不再赘述。其次，财政刺激退潮下，专项债整体规模及其投向基建领域的占比都将出现明显下滑，我们预计专项债额度将从今年的 3.75 万亿减少至 3.5 万亿左右，同时预计明年大概率将允许部分专项债投向棚改和旧改，那么投向基建的专项债占 GDP 比重将大幅回落至 1.3-1.4%左右；由于财政刺激的退出，专项债对其他资金来源的替代将边际弱化，我们预计专项债基建杠杆小幅回升至 10 倍左右。综合上述判断，我们预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1%左右。

“十四五”期间哪些基建是重点？在基建整体增速平坦化的背景下，“十四五”期间的结构性投资机会更值得关注。我们以高频词检索入手，从目前已经公布的中共中央关于“十四五”规划的意见中，共提及 47 次“加快”，而其中 6 个加快涉及基建投资领

请务必阅读正文之后的免责声明部分

域，主要包括新型基建、交通基础设施尤其是城市群和都市圈轨道交通网络化、防灾减灾尤其是江河水库工程建设、生态环保和物资储备等基础设施短板领域。

图 9：“十四五”意见基建投资使用了 6 个“加快”



数据来源：新华网，东吴证券研究所

表 2：“十四五”规划意见中提及基建领域需要“加快”发展的重点方向

	对基建投资的相关表述
1	加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设
2	加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络
3	加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度
4	加快江河控制性工程建设
5	加快病险水库除险加固
6	加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板

数据来源：新华网，东吴证券研究所

4. 风险提示

经济修复明显超预期导致 2021 年政策退出力度比市场预期更大；专项债发行结构发生重大变化，投向基建领域占比明显低于预期；防风险和去杠杆政策方向出现明显变化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn