



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论
NEW FINANCE REVIEW

2022年经济增长前景和 宏观经济政策选择

盛中明 中国金融四十人研究院青年研究员

杨博涵 中国社会科学院大学博士研究生

余永定 中国社会科学院学部委员

盛中明、杨博涵、余永定(2022),“2022年经济增长前景和宏观经济政策选择”,新金融评论工作论文,2022年第2期(总5期),中国金融四十人论坛。

发表日期:2022.03.04 | 更新日期:2022.03.08

2022 年经济增长前景和宏观经济政策选择*

◎盛中明 杨博涵 余永定

摘要：为了贯彻中央“稳增长”的战略方针，中国应该努力争取在 2022 年实现 5.5% 的 GDP 增速目标。为了实现这一目标，基础设施投资增速应该成为经济增长重要推动力。中国目前的基础设施投资融资体制和融资结构并不能完全适应通过增加财政支出刺激经济增长的需要。政府有必要显著增加预算内资金对基础设施融资的贡献并适度放宽对自筹资金的限制。中国政府必须不断在经济增长和金融稳定之间寻找平衡。在 2022 年，天平应该更多向增长倾斜。

关键词：经济增长 宏观调控 基础设施融资 积极财政政策

2021 年 12 月 10 日，中央经济工作会议提出 2022 年经济工作“要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，实现经济稳定增长面临更多困难和挑战。会议还要求，“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。显然，中国政府已经把“实现经济稳定增长”确定为 2022 年中国宏观政策的首要目标。

作者盛中明系中国金融四十人研究院青年研究员，杨博涵系中国社会科学院大学博士研究生，余永定系中国社会科学院学部委员。

一、2022 全年 GDP 增速目标

2021 年，中国 GDP 增速达到 8.1%。四个季度同比分别增长 18.3%、7.9%、4.9% 和 4.0%；环比分别增长 0.3%、1.3%、0.7%、1.6%。应该看到，8.1% 的 GDP 增速在很大程度上是 2020 年 GDP 增速仅有 2.3% 造成的。如果扣除基数效应，2021 年的经济增速应该是运行在低于 2019 年的 6% 的。如果假定未发生疫情、2020 年 GDP 对 2019 年的同比增速为 6%，并以此作为计算 2021 年 GDP 增速的基数，则 2021 年 GDP 的增速显著将低于 5%。目前业界广泛使用 2020 年-2021 两年平均来度量 GDP 增速。这也是扣除基数效应的一种方法。为了准确反映 2021 年经济运行状态，必须寻找适

*关于本文基础设施建设投资测算口径的特别说明：2017 年以后，国家统计局开始集中对固定资产投资的核算方法和口径进行调整。主要包括：统计流程从原来的层层上报转为各调查企业直接在联网直报平台报送；统计方法上，试点将统计制度从“形象进度法”转向“财务支出法”。带来的结果之一是固定资产投资数据被挤掉了一定“水分”。

本文的测算，本应基于“挤水分”后的固定资产投资数据做出分析。但 2017 以后统计局不再公布各行业固定资产投资的绝对值，亦未对 2017 年以前的绝对值做出口径变动后的同步调整。所以，本文在通过口径调整后的增速和口径调整前的绝对值测算基建三大行业的绝对值时并未考虑统计数字的缩水问题。

如果要在考虑缩水问题的基础上对 2022 年的基建投资资金需求做出测算，本文尝试了如下办法：在 2017 年公报中，统计局公布固定资产投资(不含农户)为 631684 亿元，而现在统计局公布数据中 2017 年固定资产投资(不含农户)为 451729.31 亿元，缩水率为 71.5%，若对本文中测算得到的 2020 年基建投资绝对值(18.83 万亿)也进行同比例的缩水调整，则为 13.46 万亿元。

但在这一结果下，我们却得到一个与事实相悖的结论：根据统计局公布的相关数据计算，2020 年基建投资中来源于预算内的比例为 21.3%，则来自预算内的资金为 2.89 万亿。我们基于财政部公布的财政决算数据，可知其中来自一般公共预算和土地出让收入安排支出的部分分别为 21374 亿和 8105 亿，合计 2.94 万亿。如此一来，2020 年本应不需要专项债资金投入基建。但 2020 年却有 1.77 万亿左右的专项债资金投入了基建领域，纵然专项债资金存在资金闲置的问题，但不致于不形成分毫的实物投资。

所以，即使我们了解固定资产投资的核算方法和口径发生了变化、本文测算得到的基建投资需求可能高估，我们也没有合适的办法对测算得出的结论做出合乎逻辑的修改。

当的基数。但是，这样一个理想的基数似乎并不存在。尽管如此，根据物价、产能利用、就业、经常项目差额等诸多宏观经济指标，不难判断：2021年中国GDP增速是低于“潜在经济增速”的。中央提出“稳增长”在一定程度上也肯定了这种判断。

应该如何确定2022年的GDP增速目标？一方面，由于基数效应削弱，2022年增速应该低于8.1%。另一方面，由于可以假设中国的潜在经济增速为6%，2022年增速应以达到潜在增速为目标。但是，由于疫情造成诸多不利影响和不确定性，2022年GDP增速低于6%也是可以接受的。市场普遍认为2022年GDP增速应该是5.5%。本文的问题是：如果2022年GDP的增速目标是5.5%，中国的基础设施投资增速应该有多高？

从宏观经济的角度来看，经济增长过程是总供给和总需求相互作用的过程。从年初到年终为止的时段中，可以假设全年所需要的生产要素（机器设备、劳动力和生产技术水平）的数量和质量是给定的。生产要素在多大程度上能够得到利用，即在多大程度上能够创造出尽可能高的GDP，则取决于总需求。总需求由消费需求、投资需求和净出口（进口-出口）三大部分构成。投资主要由制造业投资、房地产投资和基础设施投资三个变量构成。消费需求、投资需求和净出口是收入、利息率、资产价格、通胀预期和外部环境等诸多变量的函数，是由市场上各种错综复杂的关系所决定的。虽然政府政策无法决定，但仍在不同程度上能够影响这些变量。在中国目前的制度环境下，政府最能影响甚至直接控制的唯一宏观经济变量是基础设施投资。通过对基础设施投资增速的影响，政府可以影响固定资产投资（或资本形成）增速并进而影响GDP增速。

在确定GDP增速目标为5.5%之后，首先需要估计消费、净出口对GDP增长的拉动作用（拉动几个百分点）。然后确定为满足GDP增速目标投资应该实现的增长速度。在投资中，制造业和房地产投资增速是不受政府直接控制的。因而，只有在确定这两类投资增速之后，才能判断为实现GDP增速5.5%的目标，基础设施投资的增速应该有多高。

二、为实现 GDP5.5% 的实际增速， 2022 年固定资产投资应该达到的增速

基于 2020 年支出法 GDP 数据和 2021 年统计局给出的消费、投资（资本形成）、进出口的增长贡献数据，可推得 2021 年消费、投资、进出口占 GDP 比例分别为 55.5%、40.7%、3.8%。^①

2021 年第一季度，消费、投资和净出口对经济增长的拉动分别为 9.3、4.4、4.6 个百分点；第二季度为 5.9、1.0、1.0 个百分点；第三季度为 3.8、0.4、0.7 个百分点；2021 年第四季度为 3.4、-0.5、1.1 个百分点。2021 年全年，消费、投资和净出口拉动 GDP 增长分别为 5.3、1.1、1.7 个百分点，消费、投资和净出口对 GDP 增速的贡献率分别为 65.4%、13.7%、20.9%。^②

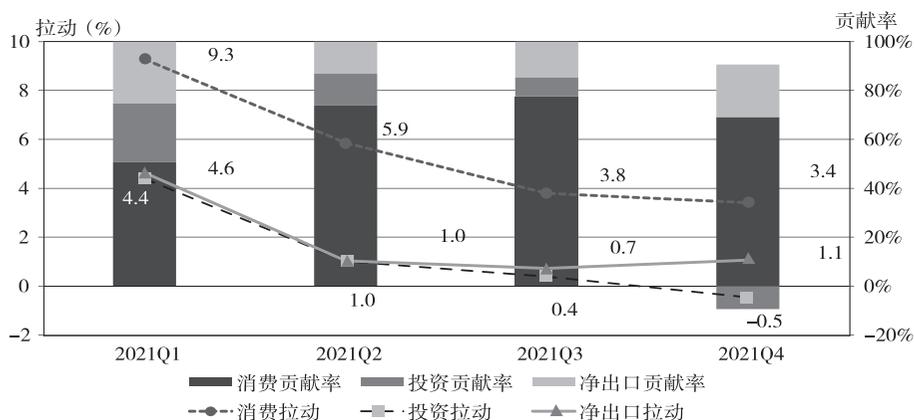


图1 中国需求侧对增长的拉动与贡献率

数据来源：国家统计局。

① 2021 年，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动经济增长 5.3、1.1、1.7 个百分点，对经济增长的贡献率分别为 65.4%、13.7%、20.9%。依据国家统计局公布的 2020 年支出法 GDP，可算得 2021 年消费、投资（资本形成）、进出口占 GDP 比例分别为 55.5%、40.7%、3.8%。

② 季度数据见国家统计局国家数据；年度数据见《国家统计局局长就 2021 年国民经济运行情况答记者问》，2021 年 1 月 17 日，http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202201/t20220117_1826479.html。

（一）2022年消费预期增速

到目前为止，国家统计局尚未公布不变价计的消费增速。需要用CPI对统计局提供的支出法GDP中的消费数据进行平减，以便得到消费增速的不变价数据。^①从图2可以看到，从2010年以来，中国消费增速与GDP增速的差距在不断缩小，消费对GDP的拉动作用在减小。2019年消费增速和经济增速都约为6%。2020年消费增速低于经济增速。2021年消费增速比经济增速快约2个百分点，这种情况应该同基数效应有较大关系。考虑到2019年以来，通胀、利率等影响消费者决策的因素变化不大，我们假设2022年消费增速与经济增速的关系类似2019年。因而，可以预期2022年消费增速约为5.5%。

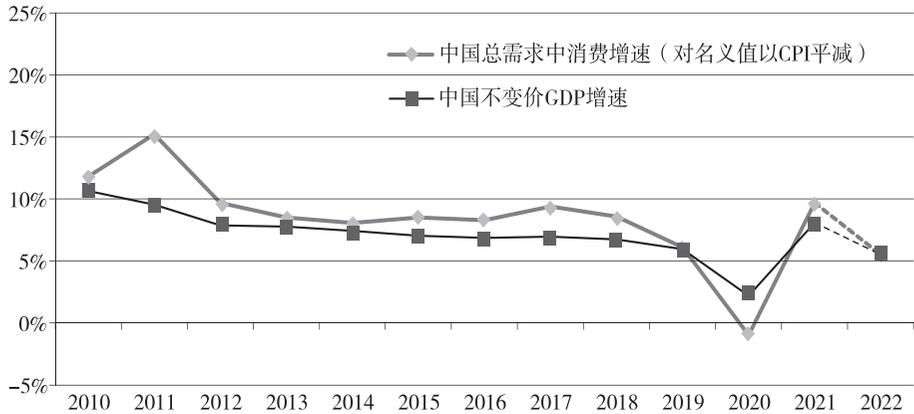


图2 中国消费增速与经济增速

数据来源：国家统计局。

注：虚线表示预期值。

（二）2022年净出口预期增速

2021年，中国进出口增速双双创下十年新高，进出口规模达到了6.05万亿美元，首次突破6万亿美元关口。其中，出口总值3.36万亿美元，较上年

^① 在计算过程中，我们使用的是1978年到2020年的支出法GDP中最终消费数据（名义值）。为了得到不变价的消费增速，我们使用以1978年为100的CPI对每年的最终消费进行平减，然后算得增速。

增长 29.9%，进口总值 2.69 万亿美元，同比增长 30.1%。按人民币计算，则进口增长 21.5%，进口总值 17.37 万亿人民币，出口增长 21.2%，出口总值 21.73 万亿人民币。业内当前普遍认为，如此高的基数对 2022 年中国的外贸进出口增速必将形成一定影响。

IMF 预期 2022 年世界经济增速为 4.4%，美国经济增速为 4.0%^①。通过图 3 可以看到，2017 年以来中国出口增速与美国经济增速较为相关。考虑到 2018 和 2019 两年出口增速较为稳定，在全球经济放缓的大背景下，不妨假设 2022 年中国出口增速为这两年的平均值 6.0%，则出口总值达到 23.04 万亿人民币。从图 4 可以看到，2017 年之后，中国的进口增速与 GDP 增速比较一致，类似对出口的处理，我们使用 2018 年和 2019 年平均值来预测 2022 年中国进口增速，得到增速值为 7.29%，进口总值将达到 18.64 万亿人民币。则 2022 的预期净出口总值为 4.41 万亿人民币，相比前一年的 4.36 万亿人民币，可得到 2022 年中国净出口增速约为 1%。

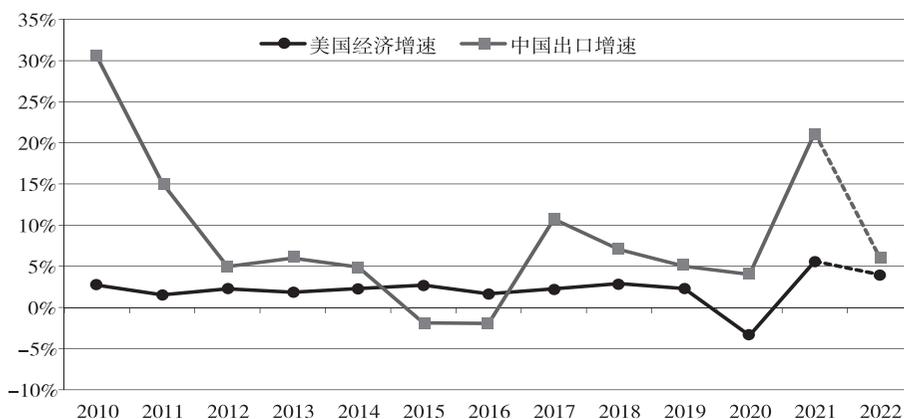


图 3 美国经济增长与中国出口增速

数据来源：IMF。

^① IMF 世界经济展望数据库 (World Economic Outlook Database), <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2022/Update/January/English/Data/WEOJanuary2022update.ashx>

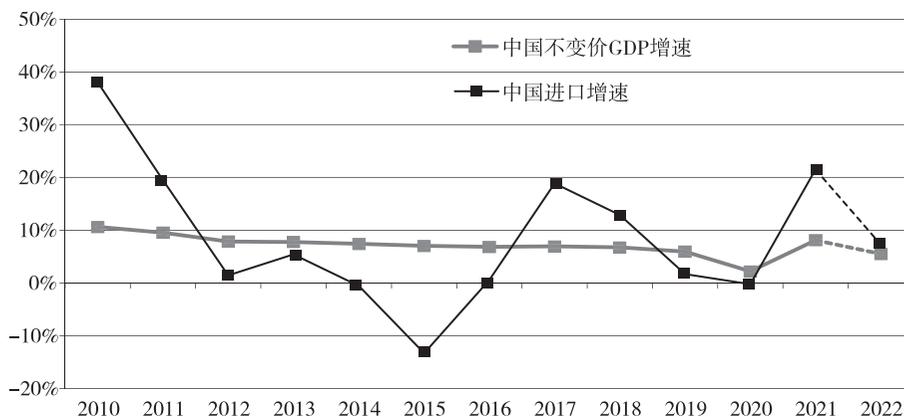


图4 中国GDP增速与进口增速

数据来源：国家统计局、海关总署。

注：虚线表示预期值。

(三) 2022年固定资产投资应实现增速

在已知2021年消费、投资（资本形成）和净出口占GDP的份额为55.5%、40.7%、3.8%的基础上^①，可算出2022年消费和净出口对GDP增长的预期贡献为3.1个百分点。这样，资本形成对GDP增长的贡献就应为2.4个百分点。而这又意味着2022年资本形成的增速应为5.9%。

由于难以获得关于资本形成的系统数据，分析经济增长往往需要使用固定资产投资的概念。但资本形成和固定资产投资在概念上、特别是在统计数字上存在较大差距。为了确定为实现5.5%的GDP增速目标，基础设施投资增速应实现的增速，需要从资本形成转到固定资产投资概念。根据历史数据，可以假定固定资产投资和资本形成的换算比例为：

^① 由于统计局尚未公布2021年支出法GDP中消费、资本形成和净出口的值。在这里我们利用统计局公布的2021年消费、资本形成和净出口对经济增长的贡献率（分别为65.4%、13.7%、20.9%），算得在2021年消费、资本形成和净出口的增长数额，再同2020年公布的消费、资本形成和净出口的数额相加，得到2021年消费、资本形成和净出口数额，从而算得2021年三大需求的份额。这一份额也可以通过近五年的份额均值来估计。

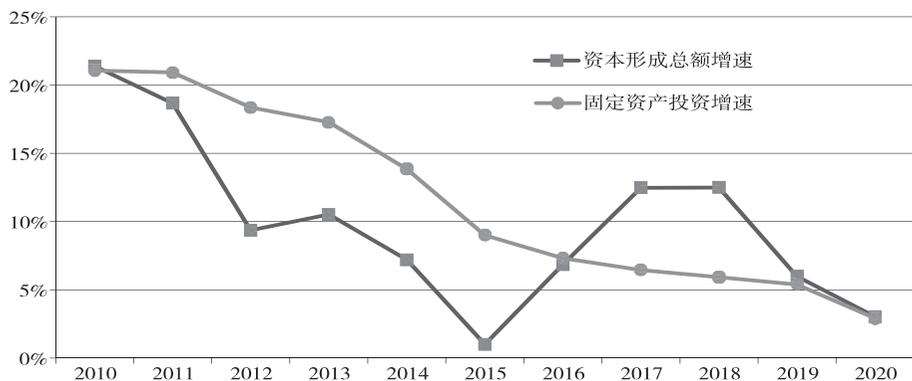


图5 中国资本形成总额增速与固定资产投资增速

数据来源：国家统计局。

$\frac{\text{固定资产投资总额}}{\text{资本形成}} = 1.2$ 。在此基础上可以推算出为实现5.5%的GDP年增速，固定资本投资名义增速应该达到5.7%。^①

由于推断2022年固定资产投资增速高度依赖一系列假设，而且这种推断并非基于固定资产投资增长的自身规律（如，某种投资函数），其局限性不言自明。但是，比较其他研究结果，似乎上述关于固定资产投资增速的结果同市场共识还是基本一致的（表1）。

三、2022年为使固定资产投资增速达到5.7%， 基础设施投资应该达到的增速

2020年全国固定资产投资比上年增长2.9%。其中制造业、房地产和基础

^① 若资本形成增长5.9%，可得到2022年资本形成额（2020年不变价）约为47.8万亿人民币，为了得到资本形成总额的名义值，我们使用了OECD数据中我国的GDP平减指数（以2020年为100，2021年预期为103.8，2022年预期为105.8），将资本形成的增长数额乘到名义值，预期2022年资本形成总额的名义值为48.0万亿人民币（名义增速为6.2%）。2022年对应的固定资产投资为57.6万亿人民币，相比2021年固定资产投资的54.5万亿人民币，增长5.7%。同时，可以注意到在2019年，我国资本形成额名义增速为6.0%，固定资产投资增速为5.4%，与我们预期的2022年增速接近。

表1 各机构与学者对中国2022年固定资产投资增速的预测

预测方	预期中国2022年固定资产投资增速值
中国宏观经济研究院	3%至4%
中国金融四十人论坛	4.10%
植信投资	6.50%
银河证券	4.90%
中泰证券	3.50%
德邦证券	2.5-5.5%
新华财经	5%
海通证券	3.80%
交通银行金融研究中心	4.50%
中信证券	4%
申万宏源	5.60%
刘伟(人大)、苏剑(北大)	较2021年回落
李稻葵(清华大学)	5%至8%
经济学家智库	4.70%
世界银行	4.40%

资料来源：各媒体和网站。

设施投资分别为-2.2%、7.0%和0.9%。据国家统计局网站数据，2021年全国固定资产投资增速4.9%。其中，制造业投资增速13.5%；基础设施投资增速0.2%（电热燃水、交仓邮、水环公共设施合计口径）；房地产投资增速4.4%。鉴于上述三项投资（2020年估算值）在固定资产投资中的占比分别为39%、35%、26%，^①2021年它们对固定资产投资增长的拉动分别为4.0%、0.1%、0.8%。

^① 2017年之后，国家统计局没有公布制造业和基础项目的固定资产投资绝对值数额，仅公布房地产固定资产投资绝对值数额，因此只有通过增速以及2017年的数进行估算。基础设施包括三大行业：（1）电力、热力、燃气及水的生产和供应业（简称“电热燃水”）；（2）交通运输、仓储和邮政业（简称“交仓邮”）；（3）水利、环境和公共设施管理业（简化“水环公共设施”）。2017年，基础设施固定投资额为173085.26亿元，制造业固定投资额为193615.67亿元。按照统计局公布的三大行业增速计算，则2020年基础设施固定投资额为188264.17亿元，制造业固定投资额为213772.65亿元。则三者总和为543479.77亿元。基础设施占比35%，制造业占比39%，房地产占比26%。

2022年固定资产投资中的三个组成部分将能维持多高的增速呢？首先，估计房地产开发投资增速。2020年6月房地产开发投资增速由负转正，全年实现7%的增速。2021年房地产投资增速由前2个月38.3%的高点逐月下跌，1月-12月累计同比增速为4.4%。可以推测，一方面，2022年政府不会明显改变房地产调控政策，另一方面，政府也不希望房价和房地产投资增速急剧下跌。可以假设2022年由于政府调控，以及保障房建设等情况，房地产投资增速为4.0%。这个增速在诸多预测中是偏高的。表2展示了国内机构对于2022年房地产投资增速的预期。若2022年政策积极，实现4.0%这一比2021年略低的房地产投资增速是有可能的。

表2 各机构对中国2022年房地产投资增速的预测

预测方	预期中国2022年房地产投资增速值
中信证券	2.80%
诸葛找房	3.80%
植信投资	4.50%
长江证券	3.50%
中国宏观经济研究院	0.00%
华西证券	-2.40%
平安证券	1.00%
海通证券	0.26%
东方证券	3% - 5%
亿翰智库	-5.00%

其次，估计制造业投资增速。2010年因前期基础设施投资的滞后作用，制造业投资增速一度显著上升，并开始超过退出了刺激计划的基础投资增速。2011年第四季度制造业投资增速达到30%以上。制造业投资和房地产开发投资成为固定资产投资增长的主要驱动力。制造业投资增速有其由制造业特点决定的自身规律，同时受房地产开发投资增长的影响和基础设施投资增长的滞后影响（先要降低存货）。由于前两者增速的回落，制造业投资开始持续下跌，2016年8月份跌到2.8%的最低值。此后，尽管制造业投资增长恢复，但增速未曾超过10%。2019年末制造业投资增速已经降低到3%之下。在2020年疫情期间，制造业投资受到的负面（2月的增速为-31.5%）冲击大于其他投资，全

年增速下降2.2%。与此相对照，2020年基础设施投资增长0.9%，房地产开发投资增长7.0%。2021年制造业投资全年增速13.5%，明显高于基础设施投资和房地产开发增速，除受房地产的较高增速和出口增长强劲之外，基数效应也应该起到一定作用。考虑到2022年出口增速降幅可能比较大，基础设施投资增速上升的拉动作用可能不会在2022年明显显现，除非出现某种特殊情况，2022年制造业投资增速的增长速度可能会明显低于2021年。

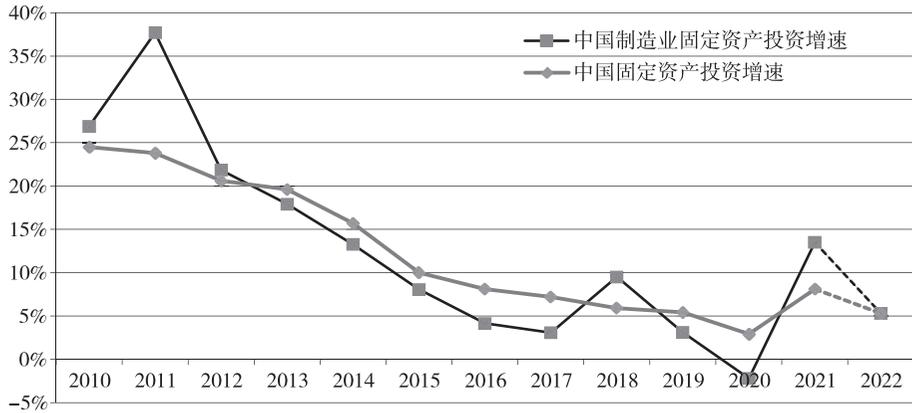


图6 固定资产投资增速与制造业投资增速

来源：国家统计局。

注：虚线表示预期值。

历史上，制造业投资增速因其在固定资产投资中的比例较高，制造业投资增速同固定资产投资增速比较接近。因而，可以假设，2022年制造业投资增速将保持同固定资产投资增速大致相当的速度，即可以实现5.7%的增速。

基础设施投资从来都是中国经济增长的重要推动力，并在熨平经济周期的宏观经济调控过程中发挥着无可替代的作用。2009年全球金融危机期间，基础设施投资累积增速为42%。此后便在波动中迅速下行。自2017年以来，基础设施投资增速更是持续下跌进入低速增长时代，从2017年增速14.9%下滑到2019年的3%左右。2021年则更是下降到0.4%增速，基础设施投资如此之低的增速必然成为固定资产投资增长一进而GDP增长的严重拖累。

在假定 2022 年房地产增速可以达到 4.0%，制造业投资和其他投资增速 5.7%，并已知 2021 年制造业投资、基础设施投资和房地产投资在固定资产投资中的占比为：42%、33%、25% 情况下，可以计算出为使固定资产投资增速达到 5.7%，基础设施投资应该实现的名义增长速度为 6.0%。

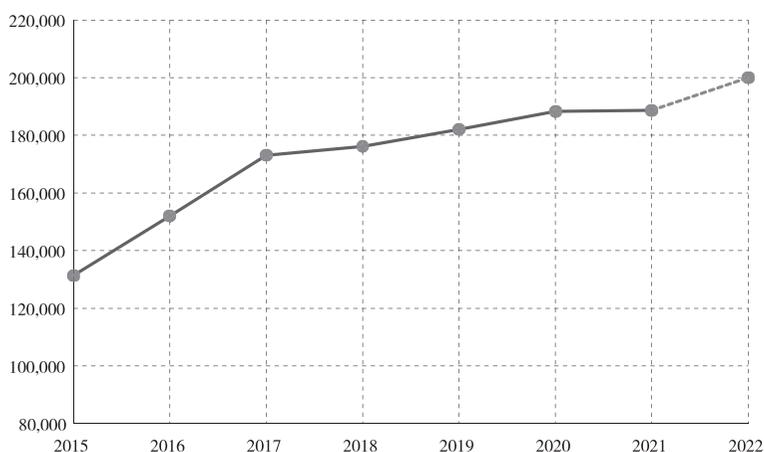


图7 中国基础设施固定资产投资数额（亿元）

数据来源：国家统计局。

注：2017 年之后，国家统计局不再公布固定资产投资中基础设施投资数额，而是公布增速，本图的基础设施固定资产投资数额是根据 2017 年之后官方公布的增速计算出来的。虚线表示 2022 年为估计值。

统计局 2017 年以后不再公布相关数据，但通过倒算可知 2021 年基础设施投资额为 18.87 万亿元人民币。因而，可以推算出，如果 2022 年基础设施投资增速为 6.0%，则同年的基础设施投资量应为 20 万亿人民币。

四、近年来基础设施投资的变化趋势

基础设施包括三大行业：（1）电力、热力、燃气及水的生产和供应业（简称“电热燃水”）；（2）交通运输、仓储和邮政业（简称“交仓邮”）；

(3) 水利、环境和公共设施管理业（简称“水环公共设施”）。在这三大行业中，“水利、公共设施”投资规模逐渐趋于主导地位，在2021年达到全基建行业的45.8%，显著高于其他两大行业。

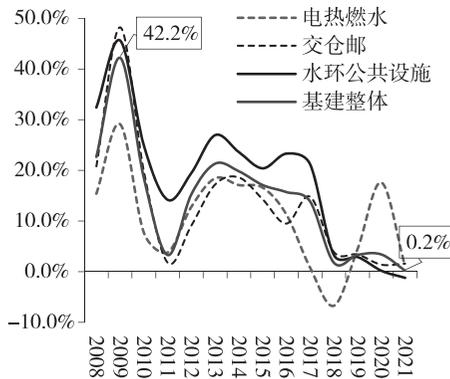


图8 基建投资增速

数据来源：Wind。

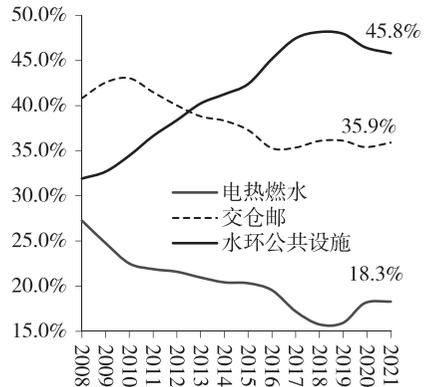


图9 基建投资结构变动

数据来源：Wind。

在占据基建投资主导地位的同时，“水环公共设施”行业的投资增速却在2017年以后显著下滑，从2017年的21.2%降至2021年的-1.2%。对2021年整体基建增长的贡献率低至-267.1%（“水环公共设施”投资增量占基建总投资增量的比重），将整体投资增速向下拉动了0.6个百分点^①，成为2021年基础设施投资增速低迷的最主要原因。

基建行业还可以进一步拆分为12个子行业。同时观察这12个子行业的投资增速和占比，可以发现对基础设施投资增速负面影响最大的是“水环公共设施”中的公共设施管理业投资。通过倒算^②可知2021年公共设施业投资规模6.8万亿元，为所有基础设施子行业投资规模之最，占整个基建行业投资

① “电热燃水”、“交仓邮”分别将整体基建增速向上拉动了0.2和0.6个百分点。

② 2017年后基建整体及合行业的投资规模不再公布，这里用2017年以后行业的固定资产投资增速倒算出对应时间段的投资规模。

36.2%，但其2021年的增速仅为-1.3%，将基建投资增速向下拉动了0.5个百分点。其次为道路运输业，规模占比为25.3%，增速为-1.2%，将基建投资增速向下拉动了0.3个百分点。12个子行业中，2021年水上运输业和航空运输业分别实现了17.9%和18.8%的高增速，但由于二者在基建中占比较低（合计仅2%），所以对整体基建增速的拉动并不明显。

表3 基建相关各子行业对整体基建2021年增速的拉动、投资占比及其增速

基建相关行业	对2021增速基建 增速的拉动	2021年投资占比	2021年投资增速
公共设施管理业	-0.5%	36.2%	-1.3%
道路运输业	-0.3%	25.3%	-1.2%
水的生产和供应业	-0.2%	4.6%	-4.2%
生态保护和环境治理业	-0.1%	4.2%	-2.6%
铁路运输业	-0.1%	3.9%	-1.8%
燃气生产和供应业	0.0%	1.6%	-2.2%
管道运输业	0.0%	0.2%	-1.4%
水利管理业	0.1%	5.4%	1.3%
水上运输业	0.1%	0.9%	17.9%
航空运输业	0.2%	1.1%	18.8%
仓储业	0.2%	3.9%	6.6%
电力、热力的生产和供应业	0.4%	12.4%	3.2%

数据来源：Wind。

在基建行业中占首要地位的公共设施管理业又可以进一步细分为市政设施、游览景区、城乡市容、公园、绿化和环境卫生管理。根据可获取的最新数据，其中投资占比最大的为市政设施管理（66.3%）。因而，基建投资增速低迷或可主要归诸于城市市政建设和道路投资增速的放缓。

五、2022年各类资金来源应达到多大规模 才能实现6%的基建增速

基础设施投资资金来源包括：预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金五类。

表4 公共设施管理业包含的行业小类

行业小类	投资占比 (2017年)	说明
市政设施管理	66.3%	指污水排放、雨水排放、路灯、道路、桥梁、隧道、广场、涵洞、防空等城乡公共设施的抢险、紧急处理、管理等活动
游览景区管理	17.2%	指对具有一定规模的自然景观、人文景物的管理和保护活动，以及对环境优美，具有观赏、文化或科学价值的风景名胜区的保护和管理活动；包括风景名胜和其他类似的自然景区管理
城乡市容管理	5.5%	指城市户外广告和景观灯光的规划、设置、设计、运行、维护、安全监督等管理活动；城市路街整治的管理和监察活动；乡、村户外标志、村容镇貌、柴草堆放、树木花草养护等管理活动
公园管理	4.6%	指主要为人们提供休闲、观赏、运动、游览以及开展科普活动的城市各类公园管理活动
绿化管理	4.2%	指城市绿地和生产绿地、防护绿地、附属绿地等管理活动
环境卫生管理	2.2%	指城乡生活垃圾的清扫、收集、运输、处理和处置、管理等活动，以及对公共厕所、化粪池的清扫、收集、运输、处理和处置、管理等活动

资料来源：国家统计局。

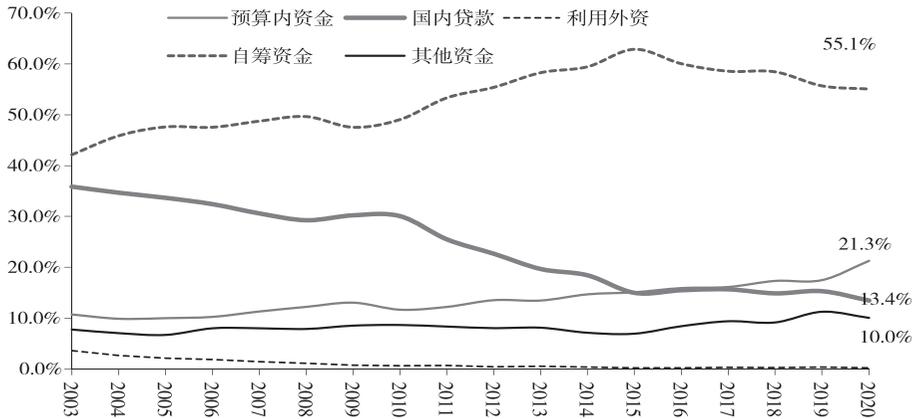


图10 2003年-2020年中国基础设施投资资金来源结构

资料来源：Wind。

说明：贷款等项也可归类为自筹。

基础设施投资资金来源结构现状和历史变化趋势有如下特点：

一是国家预算内资金占比持续上升，从2003年的10.7%上升至2020年的21.3%，但占比依然不高，并非基建投资中的主导性资金来源。根据国家统计局的解释^①，政府一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算中用于固定资产投资的资金全部作为国家预算资金填报，各级政府债券也归入国家预算资金。

二是银行贷款占比持续下降，从2003年35.9%下降至2020年13.4%。

三是自筹资金占比持续上升，从2003年42.1%上升至2020年的55.1%，是基建投资的最主要来源。根据国家统计局的解释，自筹资金包括各类企事业单位的自有资金和从其他单位筹集的用于固定资产投资的资金，但不包括各类财政性资金、从各类金融机构借入资金和国外资金。

从实践来看，基建投资资金来源中的自筹资金包括四大主要部分：1) 企业自有资金；2) 企业各类非标准化融资中用于基建项目的部分；3) 基建领域PPP项目中来自非政府主体的出资；4) 城投公司筹集的城投债资金。

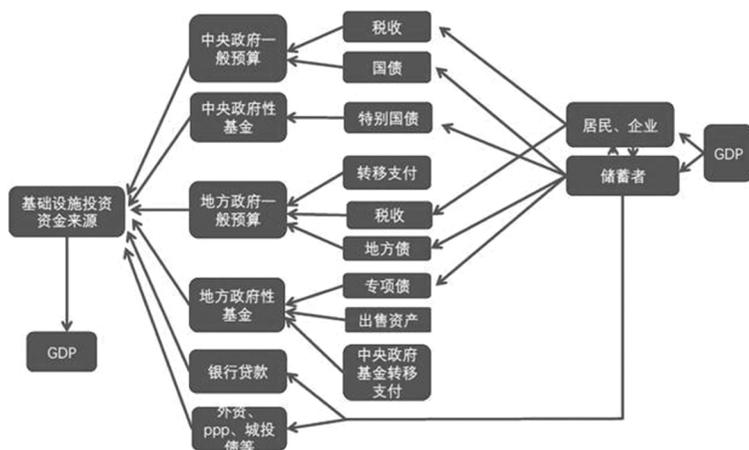


图 11 基础设施投资的资金来源

① 见国家统计局关于固定资产投资相关指标的解释：http://www.stats.gov.cn/tjsj/zbjs/201912/20191202_1713051.html

图 11 刻画了基建资金在各社会主体间的流动情况。可以看出，居民和企业，特别是居民作为纳税人、储蓄者和最终投资者，是基础设施投资资金的最终投资者。而居民和企业的提供资金的能力不仅取决于收入，而且取决于他们的储蓄倾向。

（一）预算内资金

预算内资金可以细分为三部分：政府一般公共预算、政府性基金中的专项债、对应于政府性基金中土地出让收入安排的支出。中央政府一般公共预算收入主要源于税收及国债发行，地方政府一般公共预算收入主要源于中央对地方转移支付、地方税收及地方债发行。政府性基金收入中，中央以养路费、车辆购置附加费、铁路建设基金、民航基础设施建设基金等收入为主，规模有限；特别国债计入中央政府性基金收入。地方政府性基金收入以国有土地使用权出让为主；地方政府专项债计入地方政府性基金收入。

为了测算 2022 年基础设施建设投资的预算内资金数额，需要分别测算基建预算资金中来源于一般公共预算、土地出让收入相关支出和专项债的具体数值。

1. 来自一般公共预算的资金

一般公共预算—基建相关一级科目支出—基建相关三级科目支出（实际投入基建的资金）——来自中央一般公共预算的投入、来自地方一般公共预算的投入。

一般公共预算中的政府支出科目分“类”、“款”、“项”三级，为了方便理解，我们这里将“类”、“款”、“项”分别称为一、二、三级科目，其范围逐渐收窄，对应支出用途逐渐具体。

基建相关的支出在一级科目上有节能环保、城乡社区、农林水和交通运输四类。但基建相关一级科目的支出有一部分也会用于相关的行政管理或者补助支出，并不会全额形成基建投资。因而实际投入到基建项目的资金要从三级科目（项）来观察。

因为 2021 年政府预算三级科目的数据目前不可得，这里我们用 2020 年基

建相关三级科目汇总数占一级科目汇总数比例估算 2021 年一般公共预算中基建相关一级科目支出中有多少金额直接用于基建投资。

根据 2020 年的全国财政决算表得表 5，可见 2020 年一般公共预算中实际形成基建资金的支出（三级科目汇总）大致为 2.14 万亿元，仅为一般公共预算基建相关一级科目汇总（6.24 万亿）的 34.2%。

表 5 2020 年一般公共预算中用于基建的三级（项）级科目支出

项级科目	支出数（亿元）
污染防治	2435
自然生态保护	691
天然林保护	274
城乡社区公共设施	8319
农村道路建设	260
水利工程建设	1792
江河湖库水系综合整治	129
南水北调工程建设	23
公路建设	2419
港口设施	48
铁路路网建设	708
车辆购置税用于公路等基础设施建设支出	2351
车辆购置税用于农村公路建设支出	311
农村基础设施建设	1614
合计	21374

资料来源：2020 年全国财政决算。

现在已知，根据最新数据，2021 年一般公共预算中基建相关一级科目汇总为 5.86 万亿元^①。假设 2021 年基建相关三级科目汇总数占一级科目汇总数比例与 2020 年一致，为 34.2%，则 2021 年一般公共预算中实际形成基建投资的金额为 2 万亿元（表 6）。

那么 2022 年一般公共预算需要提供多少资金支持基础设施建设投资呢？2020 年基建总投资额 18.8 万亿，来自一般公共预算的资金 2.14 万亿（表 3），

^① 财政部公布的 2021 年财政收支数据。

占比为11.35%。根据前文的测算，2022年基础设施投资的资金需求为20万亿元。如果2022年基础设施投资资金中来自一般公共预算的比例与2020年一致，则2022年一般公共预算中直接用于基础设施建设投资的资金额（三级科目汇总）为2.27万亿元。假设2021年基建相关三级科目汇总数占一级科目汇总数比例与2020年一致，为34.2%，则2022年一般公共预算支出中基建相关的一级科目汇总额应为6.63万亿元。

由表6可知，基建相关一级科目占一般公共预算支出的比例近年持续下降，从2019年的28.0%降至2021年的23.8%。由于2022年稳增长的重要性凸显，可假定这一比例回升至25%，则对应于基建相关一级科目汇总支出的6.63万亿元，2022年一般公共预算需达到26.52万亿，同上年相比增速为7.7%。

2022年一般公共预算中应达到的2.27万亿元基础设施投资资金中，出自中央和地方一般公共预算的金额各是多少呢？2020年中央财政一般公共预算中的基建投资仅有716亿元，占一般公共预算基建资金(基建相关三级科目汇总，21374亿元)的3.3%。假设央-地一般公共预算基础设施投资出资比例不变，2022年中央和地方一般公共预算中用于基础设施投的资金则应分别为760亿元和2.19万亿元，两者合计为2.27万亿元。

表6 对一般公共预算中投向基建领域资金的测算（亿元）

	2019	2020	2021	2022E
一般公共预算中基建相关一级科目（类）汇总（A）	66966	62426	58577	66309
节能环保	7390	6333	5536	-
城乡社区	24895	19946	19450	-
农林水	22863	23948	22146	-
交通运输	11818	12198	11445	-
一般公共预算中基建相关三级科目（项）汇总（B）	22689	21374	20056	22704
基建三级科目汇总占一级科目汇总比例(B/A)	33.9%	34.2%	34.2%	34.2%
一般公共预算支出（C）	238858	245679	246322	265237
基建相关一级科目占一般公共预算支出的比例(A/C)	28.0%	25.4%	23.8%	25.0%

资料来源：财政部，自行计算。

2. 来自政府性基金预算中“土地出让收入安排”的资金

在政府预算中，“国有土地出让收入”^①和“国有土地出让收入安排的支出”两项数值并不完全相同，“国有土地出让收入”可能用于其他用途以及调出政府性基金预算，2020、2021年“国有土地出让收入安排的支出”在“土地出让收入”中的占比分别为89.8%和89.1%（表7）。历史数据显示，“国有土地出让收入安排的支出”中大部分用作征地补偿、土地平整，也可能有少部分调转用于一般公共预算，只有10%左右直接形成基建投资。

由于全国性的“国有土地出让金”相关支出数据不可获得，这里用2020年湖南省的情况加以估算。根据湖南省2020年决算草案，2020年湖南省全省“国有土地出让收入安排的支出”2447亿元，其中大部分用于征地和拆迁补偿和土地开发，基建相关的支出有“城市建设支出”和“农村基础设施建设”两项，合计256亿元，占“国有土地出让收入安排的支出”的10.5%。

假设2020年、2021年和2022年全国“国有土地出让收入安排的支出”占“土地出让收入”比例与2019年相同。已知2020年和2021年全国“国有土地

表7 对土地出让收入投向基建领域资金的测算（亿元）

	2020年	2021年	2022年（预测）
国有土地出让收入（A）	84200	87051	84439
国有土地出让收入安排的支出（B）	75605	77540	75214
国有土地出让收入安排的支出占土地出让收入比例（B/A）	89.8%	89.1% ^②	89.1% ^③
国有土地出让收入安排的支出中直接用于基建的比例（湖南省的比例替代全国）	10.5%	10.5%	10.5%
国有土地出让收入安排的支出中直接用于基建的金额	7903	8105	7862

数据来源：财政部、湖南省财政厅。

① 需要特别注意的是，在政府预算表中，国有土地出让收入=国有土地使用权出让金收入+国有土地收益基金+农业土地开发资金，后两者基于土地出让收入按比例提取。而在政府预算执行报告以及月度的财政收支报告中，国有土地出让收入是以三者合计的数值出现，并不做区分。

② 假设与2019年一致。

③ 同上。

出让收入”分别为84200亿元和87051亿元，则可假设2020、2021年全国“国有土地出让收入安排的支出”分别为75605亿元和77540亿元。再假设其中用于基建的比例也为10.5%，则2020、2021年全国“国有土地出让收入安排的支出”中用于基建的数额分别为7903、8105亿元（表5）。

假设2022年全国“国有土地出让收入安排的支出”在“土地出让收入”中的比例与2021年相同，为89.1%。考虑到房地产市场下行压力和土地市场的降温，可设2022年“全国土地出让收入”增速为-3%，则2022年全国“土地出让收入”应为8.44万亿，而“国有土地出让收入安排的支出”则应为7.52万亿元（表7）。假设直接投向基建领域的支出在“土地出让收入安排支出”中的比例仍为10.5%，则2022年“土地出让收入”中用于基础设施投资的为7862亿元。

3. 来自政府性基金预算中的专项债资金

由于专项债的资金闲置问题在2020年专项债大幅扩容后愈发突出，较难直接测算2020年新增的投向基建领域的地方债中有多少形成了实际投资额^①。

已知2020年基建总投资额为18.83万亿，其中预算内资金来源占比为21.3%（图10），为4万亿元。已知4万亿元中来自一般公共预算和土地出让收入的部分分别为2.14万亿（表5）和7903亿元（表7），则来自专项债的部分应为1.07万亿元。

考虑到2020年新增了3.75万亿的专项债和1万亿的特别国债，都已足额发行。根据广发证券和其他一些机构的整理^②，可设专项债投向基建的比例约为34%，即1.28万亿元；1万亿特别国债中，有3000亿调入中央一般公共预算，这部分已经被囊括到一般公共预算的支出了，因此不考虑；剩下7000亿的特别国债转移给地方使用，大部分用于基建和防疫相关支出，假设用于基

^① 这里假设2019年投向基建的专项债是全额形成基建投资的，按照上文的方法对2019年的数据测算后发现：2019年，一般公共预算、专项债、土地出让收入对应支出用于分别为2.27万亿、2823亿元和6816亿元，合计3.23万亿元，相当于当年全部基建投资完成额的17.8%，与资金来源数据中2019年17.5%的占比基本吻合。所以，本文测算基建投资预算内来源的方法基本准确。

^② 广发证券发展研究中心：《回归再均衡——2021年财政政策展望》https://mp.weixin.qq.com/s/yu0tWT4G1r-aYwYMcFN4_Q

建的比例为70%，为4900亿元。那么，2020年实际新增的、用于基建的地方专项债和特别国债合计为1.77万亿。其中有1.07万亿形成了实际投资额，比例为60.8%。

那么，2022年地方政府专项债应该发行多少？是否还需要发行特殊国债？

由于已经测算出2022年基础设施投资规模应该达到20万亿，才能实现5.5%的经济增速。假定2022年基建预算内资金比例与2020年一致为21.3%，来自预算内的资金规模应为4.25万亿。在已经估算出2022年用于基础设施投资的来自中央和地方一般公共预算和土地出让收入的资金分别为22704亿元和7862亿元后，可知为补充用于基础设施投资的预算内资金的不足，2022年用于基础设施投资的专项债资金应为11934亿元（表8）

假设专项债用于基建的比例为35%，并设定专项债发行后实际形成投资额的不同比例，可得如下结果（表8）：

若专项债发行后，可足额形成实物投资，那么2022年需新增3.4万亿专项债。若专项债发行后，形成实物投资比例达到85%，那么2022年需新增4万亿专项债。若专项债发行后，形成实物投资比例为70%，那么2022年需新增4.9万亿专项债。

表8 2022年实际用于基础设施投资的各类预算内资金的应有规模（亿元）

预算内资金需求				42500
来自一般公共预算				22704
来自土地出让				7862
来自专项债	基建专项债可形成实物投资的比例	需要新增专项债发行额度	70%	48710
			85%	40114
			100%	34097
				11934

说明：“来自专项债”的数字11934亿元，是扣除来自一般公共预算和土地出让金后，用来补足预算内资金缺口来计算的资金。

（二）银行贷款

在最近十余年中，国内贷款在基建资金来源中的比例大幅降低，规模增速也在波动中下行，2020年增速降至-6.3%。考虑到2015-2019年基建资金中的贷款比例基本稳定在15%左右。用这五年的比例均值（15.2%）作为2022

年贷款在基建资金中的比例，则为使基建总规模达到20万亿，2022年银行为基础设施投资发放的贷款至少应为3万亿元。

根据人民银行金融统计数据新闻发布会的介绍，2021年全年新增人民币贷款19.95万亿元，同比多增3150亿元。2021年末，广义货币供应量M2和社会融资规模分别同比增长9.0%和10.3%。考虑到中国的通胀形势和央行的货币政策目标，2022年银行应可以为基础设施投资提供3万亿元贷款。

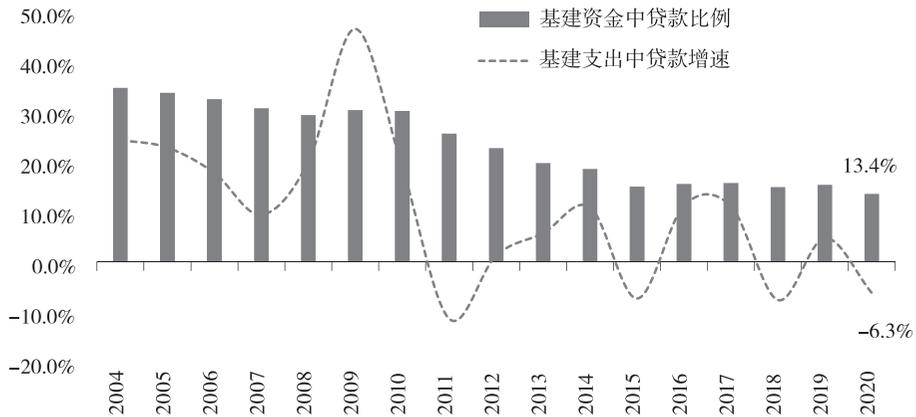


图12 基建资金中贷款的比例和增速

数据来源：Wind, 自行测算。

（三）自筹资金

假定2022年基建投资资金中来源于外资和其他资金的比例与2020一致，分别为0.2%和10%，如果基建资金的总规模为20万亿元，则外资和其他资金应该分别为395亿元和2万亿元。由于已经假定源于政府预算和银行贷款的基建投资资金分别为4.25万亿和3万亿，2022年基建自筹资金需达到10.7万亿。

自筹资金包括四大主要组成部分^①：1) 企业自有资金；2) 企业各类非标准化融资中用于基建项目的部分；3) 基建领域PPP项目中来自非政府主体的

^① 实践中的自筹资金并不只来源于这四个方向，但囿于数据的可得性，仅就四个主要部分分析。

出资；4) 城投公司筹集的城投债资金。假设2022年基建投资中，企业自有资金的规模可以达到15%，为1.6万亿元。其他三个来源中，非标融资可以判断几乎为零，来源于PPP项目的大概有0.9万亿，那么剩下8.2万亿左右的资金可能需要城投平台发债予以覆盖。

1. 非标准化融资

非标准化融资，简称“非标”，指的是在银行贷款、债券等标准化融资工具以外的融资手段。在2008年“四万亿”计划推出后，金融机构投放了大量信贷资金，出现了一些风险，随后金融监管部门采取控制信贷总量的方式，限制信贷资金过度投向地方融资平台领域。于是，信托贷款或者以信托为通道的委托贷款，以及券商资管计划成为基建投资的重要来源。其中信托贷款存量在2017年达到8.5万亿的峰值，券商定向资管计划存量在2016年达到14.7万亿的峰值（图13）。

但2017年以后，政府对非传统融资进行了强监管，很多不规范的信托融资和资管计划等都得到了严格治理和清理，信托贷款和券商定向资管计划存量规模迅速下滑。到2021年，可以判断非标融资几乎没有增量。2022年，基建资金中来源于非标融资的部分也可能基本为零。

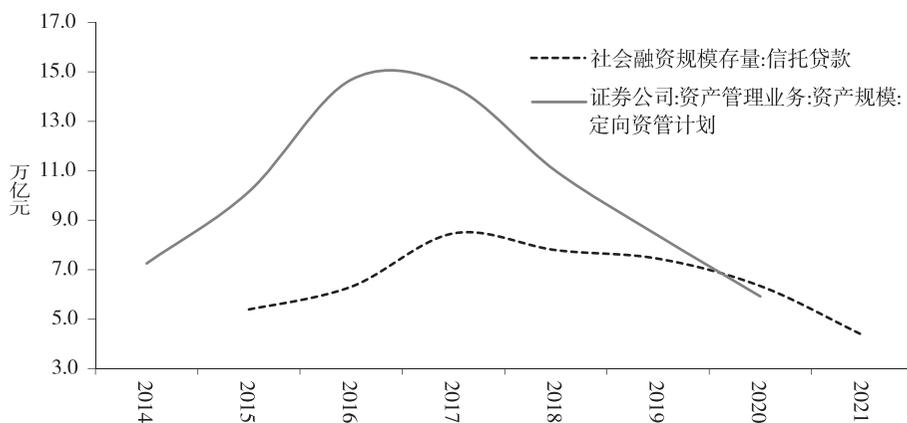


图13 信托贷款和券商定向资管计划历年存量规模

数据来源：Wind。

2.PPP项目

根据财政部PPP项目信息平台公布的最新数据，2021年1-10月开工建设PPP项目448个、投资额8460亿元，同比增长8.4%。由于11-12月开工建设数据尚不可得，若将11-12月开工建设投资额替换为入库项目投资额，则估算2021年全年开工建设的PPP项目投资额合计为1.14万亿元。

截至2021年10月末，PPP项目管理库中投向基建领域的比例为72.3%，用此比例估算2021年PPP项目投向基建领域的投资额为8228.9亿元。

由于PPP项目的初衷在于探索一种在公益事业领域政府与社会资本合作的优化模式，并非单纯为了给项目提供融资，加之其也处于进一步规范的阶段，假设其2022年增速能与2021年前10个月一致，则2022年来自PPP项目的资金可达到8920亿元。

3.城投债

城投公司的主营业务包括市政工程、城市轨道交通和道路建设，是基础设施建设的主力。城投公司发行的债券发挥了重要的基建融资功能。根据截至2022年2月23日Wind数据库对城投公司的分类和债券发行数据，2021年新发行了6.2万亿城投债。但由于城投监管趋严，城投债扩张速度有所放缓，2019-2021年的规模增速分别为50.5%、43.3%和26.0%。

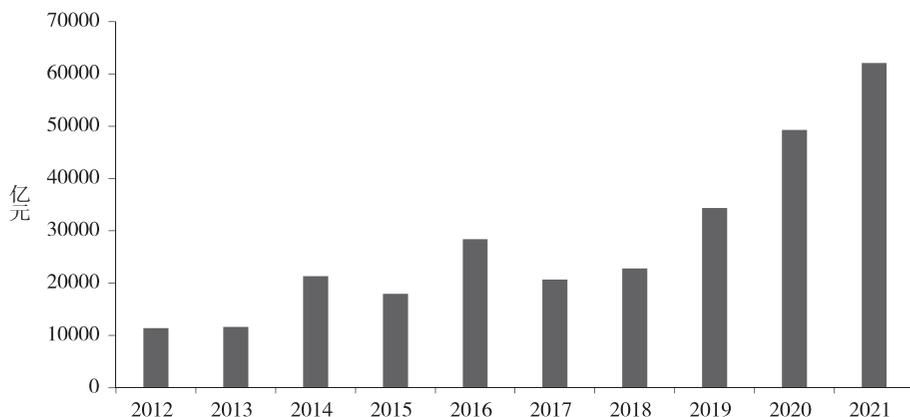


图14 城投债历年新发行规模

数据来源：Wind。

如果假定城投债资金全部用于基建领域，那么为补足资金投资的缺口，2022年城投债新发行应达到8.2万亿元，增速为31.6%。

汇总以上计算，可得2022年为达到合适的基建增速，各基建资金来源在基本结构不变的前提下，应达到的具体规模（表9）。

表9 2022年为达到合适的基建增速，各基建资金来源应达到的规模（亿元）

2022年基建资金总需求					199976
预算内资金					42500
来自一般公共预算					22704
来自土地出让					7862
来自专项债	需要新增的专项债总额	基建专项债可形成实物投资的比例	70%	48710	11934
			85%	40114	
			100%	34097	
银行贷款					30396
自筹资金					106613
来自自有资金					15992
来自PPP					8920
来自城投债					81701
利用外资					395
其他资金					20073

六、宏观政策应如何支持实现6%的基建增速

自2010年第一季度以来，中国经济进入了长达11年的几乎是逐季的经济增速下滑过程。尽管在经历了30多年的高速增长之后，经济增速有所下调是难以避免的，但经济增速从接近10%下降到6%以下之后仍难以确定是否已经筑底，这一事实不能不令人焦虑。“稳增长”的必要性是无可置疑的，但可能性如何呢？

如果采取扩张性的财政政策会导致通货膨胀失控、金融脆弱性严重恶化，我们就可能确实需要较低的经济增速。但如果通货膨胀并没有失控，金融脆弱性并没有那么严重，就应该采取更具有扩张性的财政政策、货币政策，争取实现尽可能高的经济增速。

首先，在2022年，通胀不是对中国经济的主要威胁。2021年全年CPI同

比上涨0.9%，PPI由10月份的峰值13.5%下降到12月的10.3%，环比增速为-1.2%。虽然接下来不确定因素依然很多，例如，地缘政治冲突以及石油、天然气价格存在很大不确定性，全球供应链尚未得到修复，我们应该对通货膨胀始终保持高度警惕，但除非出现不可预知的黑天鹅事件，中国还不需要把抑制通货膨胀作为宏观经济政策的首要目标。

其次，中国金融的脆弱性是大家担心的另一个问题。衡量金融脆弱性有一系列的指标，最常用的指标大概是杠杆率。总体杠杆率方面，中国和欧洲、美国差不多，但显著低于日本。中国的突出问题是企业宏观杠杆率非常高。但并不存在全球适用的衡量企业杠杆率高低的临界值。中国企业的高杠杆率同企业盲目扩张有关，甚至可能与货币政策在某些时候过于宽松有关。但总体来讲，高杠杆率是中国高储蓄率的反映。高储蓄要在国内找到出路，就必须有某些部门高负债，如企业部门。事实上，中国的问题是由于储蓄过剩，中国只得输出实际资源，取得对美国等国的债权。从地缘政治的角度来看，这种债权的不安全性高于国内债权。同时，考虑到我们的外债比较少、我们的制度优势等因素，中国对高杠杆率的容忍程度要高于西方市场经济国家。我们固然要高度警惕金融风险，但企业高杠杆率问题还未严重到威胁中国金融体系稳定的程度。更何况历史经验告诉我们，降低杠杆率的最有效途径是提高经济增长速度。只有通过强劲的经济增长才能真正降低杠杆率，否则就会出现越砍债务，经济增长速度越低，杠杆率越高的尴尬局面。此外，股票市场的健康发展也是降低企业杠杆率的有效途径。

总之，中国虽然存在着通货膨胀上升、企业杠杆率过高等问题，但是我们面对的主要问题、主要矛盾的主要方面是有效需求不足、是经济增速持续下滑。疫情导致的供给冲击恶化了通胀形势，但随着疫情好转和供应链的修复，相信通胀形势会日趋好转。因而，在2022年中国无疑应该执行比以往更具扩张性的财政、货币政策。

扩张性财政政策的核心就是增加政府开支，这往往（但不一定）也意味着增加政府财政赤字。任何扩张性财政政策都会产生一些不利于经济未来发展的消极后果，主要表现为：政府债务上升、金融脆弱性加剧和通胀的恶

化。因而，在危机过后，政府就需要执行退出政策，消除由于前期的逆周期政策而产生的后遗症，让经济实现自主增长。在实践中，退出过程可能在短期完成也可能拖延很长时间。在某些情况下，退出政策执行不当可能会对经济造成比经济衰退本身更为严重的长期影响。这样，在制定抵消增速因某种内在或外在原因而下降的扩张性政策时，应该尽量掌握好扩张力度和扩张的具体手段和路径，以免或减少误伤和减轻后遗症。

就中国的情况而言，由于体制特点，中国扩张性财政的主要特点是增加财政开支用于支持基础设施投资，并通过增加基础设施投资创造的“挤入效应”刺激私人投资，进而刺激整个经济的增长。在1998年亚洲金融危机期间、在2009年全球金融危机期间，中国都是这样做的。为了一方面实现“稳增长”的目的，另一方面尽量减少刺激政策的后遗症，避免通胀和金融风险失控，2022年中国基础设施投资增速的确定不仅要考虑其必要性也要考虑其可能性，并预判在执行扩张性财政政策以支持基础设施投资时可能遇到的问题。

根据本文的分析结果，为了实现5.5%的实际GDP增速，在其他宏观经济总量按我们设定的速度变化的条件下，基础设施投资名义增速应该达到6%，相应的名义总量为20万亿。在这20万亿中，21%来自预算内资金（一般公共预算、土地出让金和专项债），15%来自银行贷款，53%为自筹资金以及5%的包括外资的其他资金来源。

2022年基础设施投资是否能够实现6%的增速，首先要看是否有足够的项目储备；其次要看地方政府是否有足够的积极性；最后要看是否有足够的资金支持。

（一）基础设施投资空间和项目储备

2021年基建投资增速低迷主要是“公共设施管理”投资，特别是其中的“市政设施管理”投资下降导致的。同现实情况相对照，中国各级城市，包括北京、上海这样的大都会，在市政设施领域的短缺依然十分严重，不存在投资饱和的问题。

不仅如此，十四五规划提出推进“新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设。面向服务国家重大战略，实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程，推进重大科研设施、重大生态系统保护修复、公共卫生应急保障、重大引调水、防洪减灾、送电输气、沿边沿江沿海交通等一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设”。^①可见，无论是在传统的市政设施和交通运输领域，还是在新基建领域，中国的基础设施投资需求都是极其巨大的。

当然，基础设施投资需求并不等于投资的实现。其中的关键环节是项目储备。2009年“四万亿”的经验显示，匆忙上马的项目必然导致资源的浪费和效率的下降，并为经济的后继发展留下后遗症。发改委提出“适度超前开展基础设施投资”是完全正确的。但是存在项目储备是“超前开展”的前提。2022年基础设施投资的展开，不应重复当年操之过急的错误。

（二）地方政府积极性

基础设施投资的最主要领域是市政设施建设。尽管企业是基础设施建设的主要实施者，但地方政府在地方一级的基础设施投资中扮演规划、协调和监督的重要作用。2020年地方政府发行专项债3.75万亿元。但地方政府基金收支总量却存在1.98万亿的超收额。^②2021年的情况是，1-2月均未发行新增地方政府专项债，3月新增发行264亿，其后4-6月有所加速（图15），但基建投资当月同比增速却由正转负，7月份增速为-10.1%。专项债的发行和使用状况说明，2021年中国基础设施投资增长缓慢，地方政府缺乏积极性是一个重要因素。

进一步考察可以发现，地方政府对基础设施投资的积极性不高主要原因似乎有二：第一，地方政府还债压力巨大，它们必须首先努力降低杠杆率，越来越多的资金被用来付息和偿还债务，而不是用于基础设施投资；第二，

^① 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，2021年3月。

^② 由于财政部并未公布地方政府性基金支出的细目，难以判断存在巨额超收额的原因。

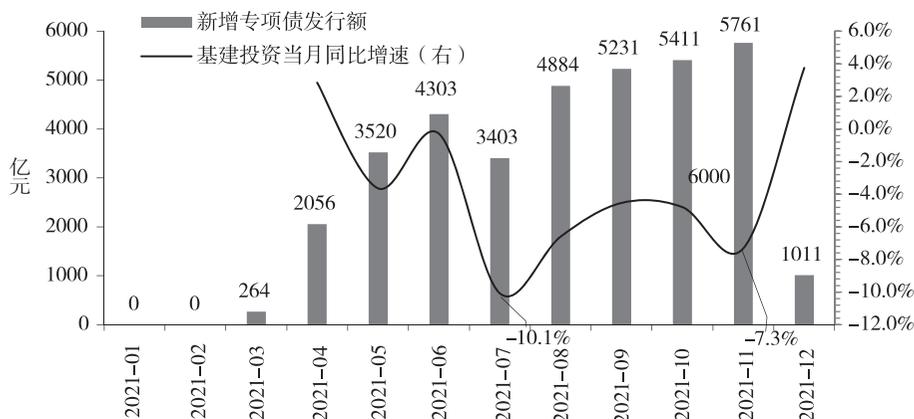


图 15 2021 年各月新增地方专项债券发行额^①与基建投资月同比增速

数据来源：财政部中国政府债券信息公开平台、Wind。

“终身追责”使它们不愿冒投资失败的危险。

“鱼与熊掌不可兼得”。为了执行扩张性的财政政策，中央政府必须在降低政府杠杆率（特别是地方政府）和稳增长之间作出取舍，掌握好两者的平衡。总体而言，去杠杆不能以降低经济增速为代价；要发挥地方政府规划、组织、监督基础设施投资的作用。

（三）基础设施投资的融资结构

基础设施，就其性质而言，是公共产品，一般而言，在短期之内是很难盈利，唯其如此，私人投资者一般不会愿意为基础设施投资提供融资。只有以公共福利为目标而不是以盈利为目标的政府才会为基础设施投资提供资金。

无论是从银行贷款还是在资本市场发债为基础设施投资筹集资金，相应的资金提供者、最终投资者都是以盈利为目标的。即便是国有商业银行也必须实现自身的利润目标。

现在来看，当年四万亿的融资，存在一个基本矛盾：一方面，在经济不

^① 不包括再融资债券发行。

景气期间，追求利润最大化的投资者不愿意投资。政府只好推出“刺激计划”，通过推动基础设施投资创造“挤入效应”，以带动经济增长。另一方面，由于不愿意扩大财政赤字、不愿意通过增发国债为基础设施投资提供资金，中央政府鼓励地方政府从银行和资本市场为基础设施投资筹措资金。与此同时，中央银行则执行了极具扩张性的货币政策，加以配合。问题是：信贷和资本市场资金的提供者，恰恰就是那些因经济不景气，预期投资回报低、风险大而不愿投资的市场化投资者，如各类基金、信托公司、保险公司、养老金和个人。为了从市场筹集用于基础设施投资的资金，地方政府融资平台必须为投资者提供能够足够高且安全的回报。例如，地方政府通过城投公司（融资平台）发行公司债。这些公司债必须能够满足追求稳定收益和较低风险的大型金融机构投资者对金融资产安全、收益、流动性、期限性等诸多要求。不仅如此，城投公司和地方政府还使市场相信，这些公司债有政府的隐性担保。问题是：基础设施投资按定义就是不可能提供正常商业回报的。这样，无论金融工具如何花样翻新，通过信贷和资本市场为基础设施融资，最终仍难以避免金融风险的上升。例如，一些城投公司当期现金流不足以支付利息，经常面临“借新还旧”的窘境。为了避免出现系统性金融风险，政府又不得不拆东墙补西墙，把问题转移到其他领域。可以说，“四万亿”后中国出现的一系列金融乱象^①，在很大程度上是政府过度依赖信贷和资本市场为基础设施融资以及政府政策的反复造成的。

我们把基础设施投资资金来源分为两大部分：预算内资金和自筹资金^②。前者主要包括一般公共预算资金、专项债和土地出让支出；后者包括城投投资、银行贷款和其他。中国基础设施投资的融资结构有以下几个特点：

第一，在中国，预算内资金在基础设施投资资金来源中的比例非常低，一般仅仅为20%左右。而自筹资金则高达80%左右。

^① 国内有不少专著对“四万亿”之后金融乱象产生的具体过程进行了描述与分析。例如，可参阅张明、高海红、刘东民等著：《透视中国影子银行体系》，中国社会科学出版社，2014年。

^② 这里，我们把专项债归入预算内资金；银行贷款归入自筹资金。这种分类同一般的流行分类有所不同。

在预算内资金中，直接形成基建投资的资金在一般公共预算支出中的比例持续下降，在2020年这一比例仅为8.7%（表6）。中央政府一般公共预算对基础设施投资资金的贡献则更是少之又少，仅几百亿元，基本可以忽略不计。

第二，在预算内资金中，地方政府发行的专项债则是预算内基础设施投资资金的最重要来源。^①

为了防止地方政府过度借债，政府对专项债发行设立了很高的门槛，要求“专项债提供融资的建设项目，应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模”。在现实中，能够满足这种要求的基础设施建设项目十分稀少。对专项债的项目收益与融资资金平衡要求（项目收益可覆盖本息1.1倍以上）同基础设施投资的公益性质存在冲突。但是，由于专项债的公共债务性质，即便收益率低，但信用风险也低。长期投资者如商业银行自营账户、保险是有意愿购买专项债的。

在现行专项债管理制度下，专项债从获得额度、项目申报、发行到资金分配的每一个环节都必须满足严格的条件，且手续繁杂。2020年仅有60.8%的新增专项债形成了当年的实物投资与此恐怕不无关系。

土地出让支出则存在不可持续问题，其对基础设施投资的作用将越来越有限。这里就不进一步讨论了。

第三，在通过加大基础设施投资力度，刺激经济增长的同时，中央政府不但不希望过多增加一般公共预算赤字，同时也不希望过多增加地方政府债务，对地方政府借债进行了限制。同时，地方政府也不希望增加自身债务。这样，一方面要进行基础设施建设，另一方面又不愿意负债（或不被允许），地方政府便建立“地方政府融资平台”（或称城投公司），以企业和公司的身份发行城投债或从银行借贷。事实上，“自筹”金额远大于“预算内”金额。

^① 地方政府债券分为一般债券和专项债券：一般债券是为没有收益的公益性项目发行的政府债券；专项债券是为有一定收益的公益性（准公益性）基础设施项目发行的政府债券。目前两者的比例大致是1:2。专项债的发行额度由财政部下达到省财政厅，再由各省发行债券获得资金后分配给各市县使用。

自筹资金中的最主要部分是城投债。同专项债的发行主体不同，城投债的发行主体不是地方政府而是城投公司（地方政府融资平台）。两者虽然连体但法律地位不同。同专项债相比，城投债债务的本金偿还和利息支付，完全取决于投资项目自身产生的现金流。尽管城投公司有政府背景，但城投债信用已经完全同地方政府脱离。同一般公共支出和专项债相比，“自筹”资金的最重要特点是不再有政府的显性或隐性担保。由于没有政府担保，同专项债相比，城投债的融资成本自然要高于专项债。但是，对于风险容忍程度较高的投资者如银行理财、信托、券商、基金来说，城投债依然是一种不错的选择。

为了遏制地方政府隐性债务的增长，自2010年以来，银保监会（当时为“银监会”）逐渐形成了对地方政府融资平台的“名单制”管理。名单上不同类别的平台公司在债券发行上会受到不同程度的限制。城投债融资量的减少应该同监管的强化有关。

在自筹资金中，银行的基础设施建设相关贷款主要是投向政府融资平台（城投公司）的。基础设施贷款是长贷款，而银行贷款的期限一般不应超过三年。但是，由于中国的银行规模巨大资金充裕，贷款可以滚动。同时，尽管对于纯公益性的项目银行不会贷款，但公益性项目可以同非公益性项目打包。因而，为城投公司提供贷款符合银行取得长期、稳定收益的战略目标。因而，银行对地方政府融资平台贷款有很高的积极性。

但是，为了遏制地方政府隐性债务的增加，监管部门对银行为地方政府融资平台提供贷款进行了严格限制。例如，对在地方政府融资平台“名单”内的企业，银行必须在满足一系列条件之后才能贷款。对银保监会批准退出地方政府融资平台“名单”的企业，银行可以贷款，但贷款条件较为苛刻。对城投公司融资的严格监控，应该说是近年来银行基础设施贷款额持续减少、在融资总额中比例下降的主要原因。

理论上，基础设施投资资金可以完全由政府一般公共预算提供，如果因此出现预算赤字，政府可以发行国债弥补。在这种情况下，融资成本可以实现最小化。但通过一般公共预算为基础设施投资提供资金，不仅可能使政府

债务失控，而且还会产生低效率和道德风险等问题。反之，如果政府财政早已处于困难境地，无法为基础设施投资融资，或出于效率和防范道德风险考虑，政府就会尽量减少“预算内”融资，而通过各种形式的“自筹”为基础设施投资筹资。而“自筹”必然导致融资成本的上升。为了抑制因“自筹”同基础设施公益性的矛盾所带来的金融风险（影子银行、违约等），监管机构必须对各种形式的“自筹”进行严格管理。例如，提高债券发行的门槛、限制和禁止银行对某些从事基础设施投资的企业和公司提供贷款。严监管必然导致资金的可获得性下降，资金成本的上升。由于无法得到充裕的低成本资金，无法通过基础设施投资对冲各种冲击，经济增速开始下降，而经济增速的下降反过来使政府的财政状况进一步恶化，最终结果是经济增速下降和财政状况恶化、金融风险加剧的恶性循环。

（四）基础设施投资融资结构的调整

显然，中国目前的基础设施投资融资结构反映了政府在维持经济增长和避免政府财政状况恶化、金融风险加剧之间找到最佳平衡点的意图。但最佳平衡点也是可以调整的。就中国目前情况来看，“稳增长”已经成为中国宏观经济政策的优先目标。为了实现5.5%的GDP增速，中国的基础设施投资增速应该达到6%。基础设施融资金额应该达到20万亿元。

在基本维持以往融资结构的前提下，中国应该能够为基础设施投资筹集足够的资金。但是由于公共预算在基础设施投资融资中的比例过低，在经济增速持续下跌背景下，追求低风险、高收益的市场投资可能不愿意为公益性的基础设施投资项目提供更多资金，或要求取得更高风险回报。同时，严格的监管也加大了融资主体取得必要资金，资金供给者提供所需资金的难度。

为保证基础设施投资获得充分的低成本融资，有必要对中国的基础设施投资融资结构进行调整。

第一，提高一般公共预算在基础设施投资融资中的比例。由于基础设施的公益性，基础设施投资在短期内（甚至长期内）是无收益或低收益的。因而，政府动用一般公共预算中的通过税收或通过发行国债得到的资金为基础

设施投资提供融资，是公共财政的应有之义。在实践中，一些国家因为财政困难，无法筹集到资金，或出于效率、避免道德风险等考虑，通过增加公共开支之外的手段为基础设施投资筹集资金。中国并不存在这样的问题。我们应该增加一般公共预算对基础设施投资的支持力度，并使一般公共预算成为基础设施融资的主体。

第二，提高赤字率，扩大国债发行规模。在不改变融资结构的前提下，为了达到合适的基建增速，2022年一般公共预算支出应达到7.7%的增速，假设2022年一般公共预算收入增速与2019年一致为3.8%（考虑到减收压力，已经是较为乐观的估计），则一般公共预算实际收支缺口为5.5万亿，较2021年提高1.12万亿元。在改变融资结构后，一般公共预算实际收支缺口会进一步扩大，应允许2022年赤字率进一步提高，提高程度取决于稳增长目标的实现状况。如果因基础设施投资导致财政赤字增加，政府完全可以通过发行国债来弥补财政赤字。中国的国债市场还不够发达。增发国债既有利于增加基础设施投资也有利于深化中国的国债市场，何乐而不为？

第三，为支持地方政府进行基础设施投资，可以考虑增加中央政府对地方政府的转移支付，以代替缺乏市场需求的地方政府专项债和城投公司城投债的发行。

此外，还可以考虑通过发行财政贴息债券或者政策性金融机构债支持公益类基建。这类不纳入预算、低利息率的债券是中央财政支持地方基础设施投资的一种变通办法。

第四，提高专项债的使用效率。

现行的专项债管理制度下，专项债难以形成地方可支配财力，使用效率低。2022年，若专项债发行后形成实物投资的比例分别为100%、85%和70%，那么2022年分别需新增3.4万亿、4万亿和4.9万亿专项债。所以，专项债对基建的支持作用很大程度上取决于债务资金形成实物投资的效率。

第五，给予商业银行更大的自主权，允许商业银行在平衡收益与风险的基础上，决定各类基础设施相关债券的购买和对城投公司的贷款。当然，获得较大自主权的商业银行应该经过严苛审批，以获取相应资格。

第六，通过金融创新，为基础设施融资开辟新渠道。中国金融机构正开始尝试在基础设施投资融资工具和渠道上进行创新，以扩大融资规模降低融资成本和减少融资风险。例如，在某些省份，正在尝试用不动产信托(REITs)为基础设施投资筹集资金。在这方面西方发达国家已经做过很多尝试（表10），值得我们借鉴。

表 10 基础建设融资渠道与市场工具

融资模式		基建融资渠道		市场融资工具
资产类型	工具	项目融资	企业融资	资金池
固定收益融资	发放债券	项目债券 地方债券 绿色债券 (sukuk)	公司债券，绿色债券 次级债券	债券指数、债券基金、 交易型开放式指数基金 (ETFs)
	获得贷款	面向基建项目的单一/联合投资贷款、银团贷款	面向基建企业的单一/联合投资贷款 银团贷款、证券贷款、贷款抵押债券	债务基金（普通合伙人） 贷款指数、贷款基金
混合	混合类型	次级贷款、次级债券、夹层融资	次级债、可转债、优先股	夹层投资基金（普通合伙人）、混合债务基金
股权融资	上市公司	收益型公司 (YieldCos)	发行基金/公共事业股； 设立封闭式基金、不动产投资信托 (REITs)、 基建投资信托 (IITs)、 有限合伙企业 (MLPs)	基建上市公司股权基金、股指、信托、交易型开放式指数基金 (ETFs)

来源：Croce, R. D., Paula, J., & Laboul, A. (2015). Infrastructure financing instruments and incentives. The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD).

第七，为了保证基础设施投资融资的顺利进行，货币当局必须同财政当局配合，实现扩张性货币政策，压低利息率，从而降低各种同基础设施投资相关的融资成本。

小 结

为了贯彻中央“稳增长”的战略目标，中国应该努力争取在2022年实现5.5%的GDP增速目标。为了实现这一目标，基础设施投资增速应该达到6%，投资总量应该达到20万亿。

中国目前的基础设施投资融资体制和融资结构并不能完全适应通过增加财政支出刺激经济增长的需要。从基础设施投资的资金来源可以看出，一般预算支出、专项债、银行贷款、城投债等自筹资金的比例是逐渐提高的，这些资金的成本又是逐级增加的。换言之，越贵的资金用得越多。

为了实现基础设施投资的增长目标，政府有必要对现有基础设施融资结构进行调整，显著增加一般公共预算对基础设施融资的贡献。各种监管可以适度放松，让企业和金融机构在筹融资过程中有更大自主权。金融机构为解决基础设施投资融资困难的种种金融创新应该得到鼓励。

为了实现增长目标，中国政府必须不断在经济增长和金融稳定之间寻找平衡。在2022年，天平应该更多向增长倾斜。基础设施投资是否能够实现较高增速是2022年“稳增长”的关键。

China's Growth Outlook and Macroeconomic Policy Choice in 2022

SHENG Zhongming, YANG Bohan, YU Yongding

Abstract: To implement the government's strategic guideline of "stabilizing growth", China should target a GDP growth rate of 5.5 percent in 2022. To achieve this goal, infrastructure investment should be the major driver of economic growth. Currently, the investment and financing mechanisms for infrastructure projects as well as the structure of financing are not aligned with the need to stimulate growth through fiscal expansion. It is necessary for the government to increase the share of budgetary expenditure in infrastructure financing and ease restrictions on self-financing of infrastructure projects. The Chinese government must strike a balance between economic growth and financial stability. In 2022, the balance should shift more toward growth.

Key Words: Economic growth; macroeconomic adjustment; infrastructure financing; proactive fiscal policy