

换届时期的基建表现

光大期货研究所

撰写人：于洁

从业资格号：F03088671

投资咨询号：Z0016642

撰写日期：2021/11/25

● 主要观点

回顾过去二十年的党代会，除了十九大，前四次会后均出现基建投资增速高峰。换届周期曾经是官员晋升机制驱动的“GDP 锦标赛”带来的经济波动，即通过货币信贷和财政来支持容易出政绩的基建工程，造成基建投资在换届第二年脉冲式上行。

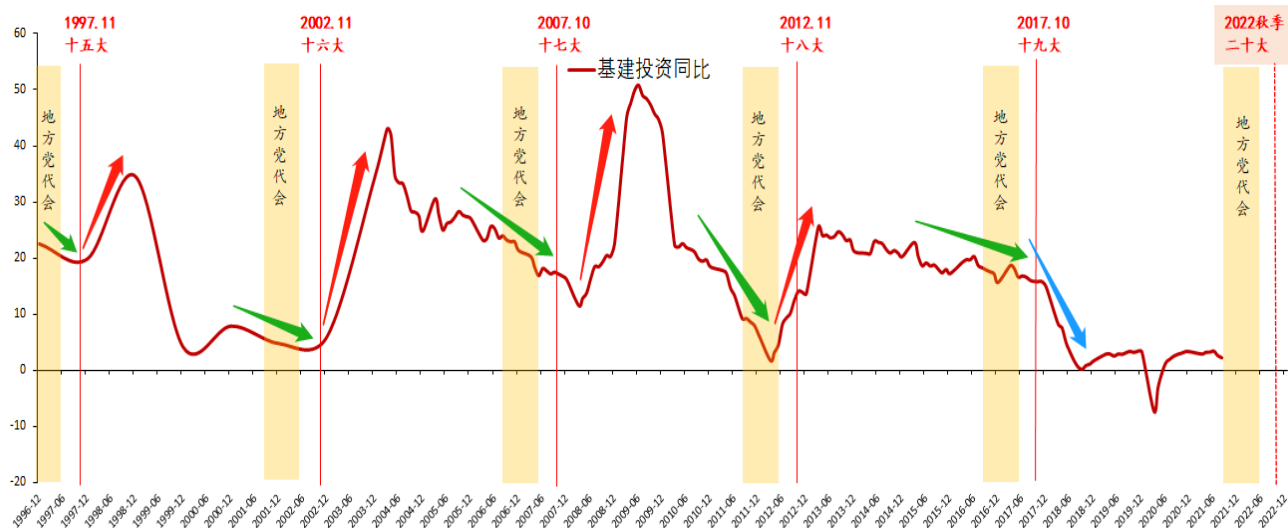
当前中国经济处于长期经济转型和中短期疫后新常态的衔接处，晋升机制已不能用“GDP 锦标赛”概括，基建拉动经济的必要性和性价比不复当年。2022 年预计国内财政政策和货币政策保持战略定力，基建不具备大幅加杠杆的空间。

换届时期的基建表现

一、基建的换届效应

回顾过去的五次党代会，除了十九大，前四次会后均出现基建投资增速高峰。

图表 1：基建投资同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 2：历届党代会召开时间

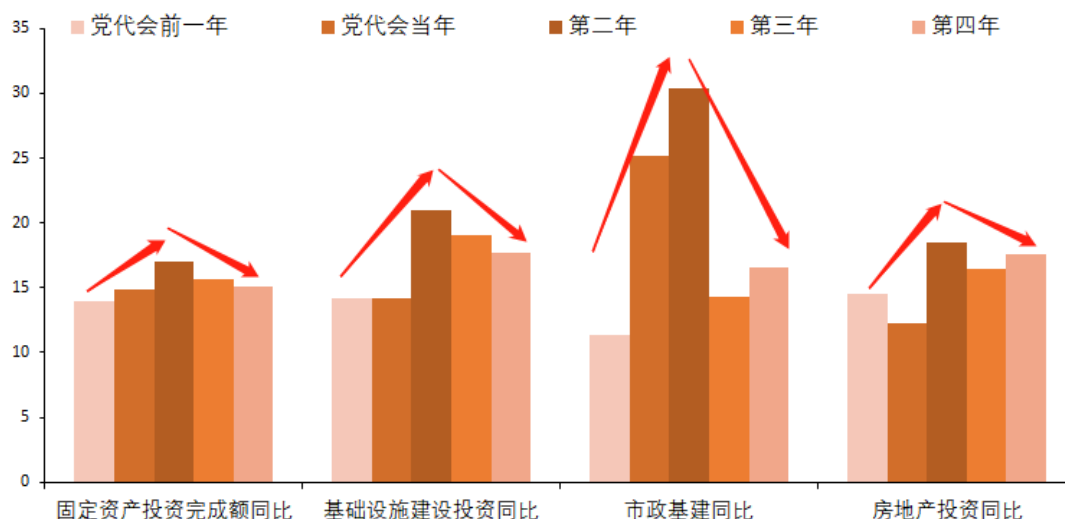
1、中国共产党第一次全国代表大会（1921.07 上海→南湖）	11、中国共产党第十一次全国代表大会（1977.08 北京）
2、中国共产党第二次全国代表大会（1922.07 上海）	12、中国共产党第十二次全国代表大会（1982.09 北京）
3、中国共产党第三次全国代表大会（1923.06 广州）	13、中国共产党第十三次全国代表大会（1987.10 北京）
4、中国共产党第四次全国代表大会（1925.01 上海）	14、中国共产党第十四次全国代表大会（1992.10 北京）
5、中国共产党第五次全国代表大会（1927.04 武汉）	15、中国共产党第十五次全国代表大会（1997.09 北京）
6、中国共产党第六次全国代表大会（1928.06 苏联莫斯科）	16、中国共产党第十六次全国代表大会（2002.11 北京）
7、中国共产党第七次全国代表大会（1945.04 延安杨家岭）	17、中国共产党第十七次全国代表大会（2007.10 北京）
8、中国共产党第八次全国代表大会（1956.09 北京）	18、中国共产党第十八次全国代表大会（2012.11 北京）
9、中国共产党第九次全国代表大会（1969.04 北京）	19、中国共产党第十九次全国代表大会（2017.10 北京）
10、中国共产党第十次全国代表大会（1973.08 北京）	

资料来源：wind，光大期货研究所

经济学界将此现象归于政治周期（特指党代会周期），曾经是官员晋升机制驱动的“GDP 锦标赛”。这种规律不仅存在于基建投资，固定资产投资、市政基建、房地产投资也均在换届的时候改善，换届的第二年达到了最高点，随后进入下行趋势。去除掉趋势项的波动项更为明显，换届当年和第二年相较于其他年份的正向波动非常明显，尤其是基建投资，换届第二年的改善幅度非常大。市政基建在总投资额里的占比比较小，但是主要包含道路桥梁、轨道交通、绿化卫生等等民生工程，这几项占比大概七八成，这些通常是展现民生改善的重要方式，时间周期也更长一点，

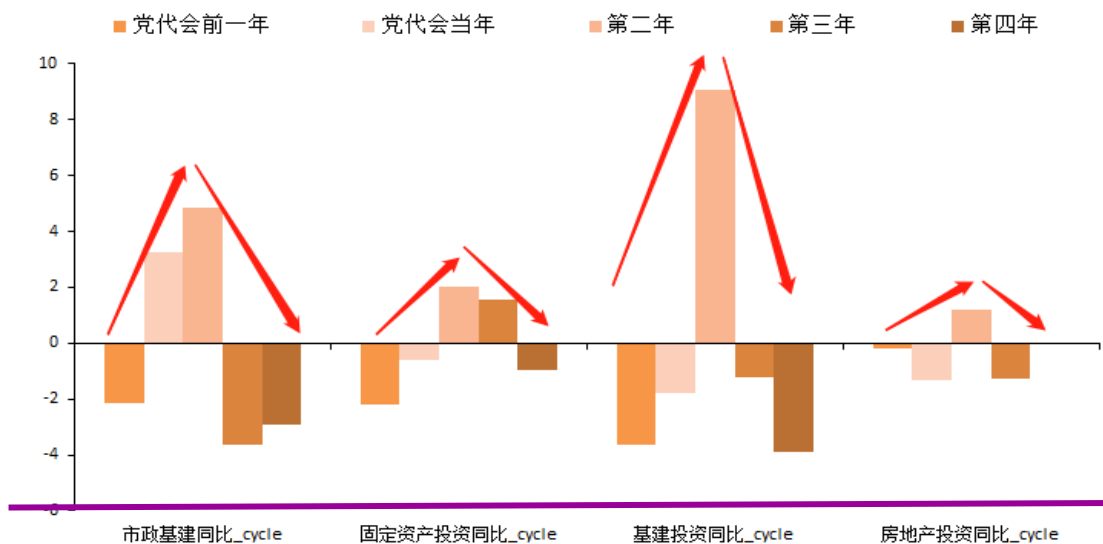
更能反映基建在换届周期的特点。

图表 3：固定资产投资及分项同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 4：固投同比在换届周期的表现-HP 滤波处理（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

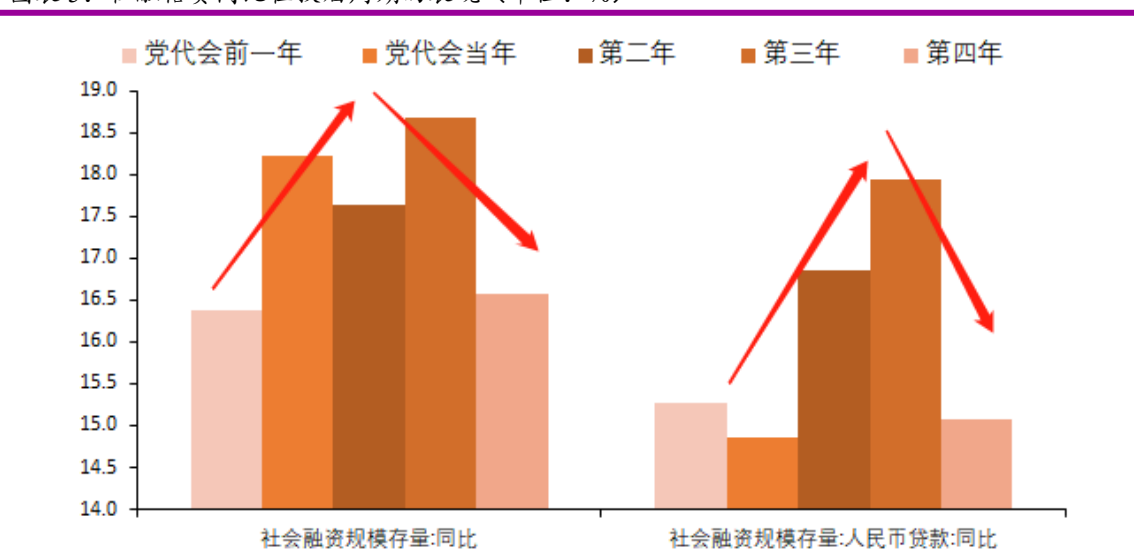
二、投资随换届周期波动的成因

我们从货币信贷政策、财政政策来分析投资的周期形成的原因。社融和人民币贷款在党代会当年就有明显的增加，改善的幅度比第二年更大。货币和信贷可以理解为先行指标，在党代会当年就开始改善（在全国党代会召开前一年的时间里地方政府换届陆续换届完成），在党代会召开第

二年形成实物投资量带动基建投资上行。

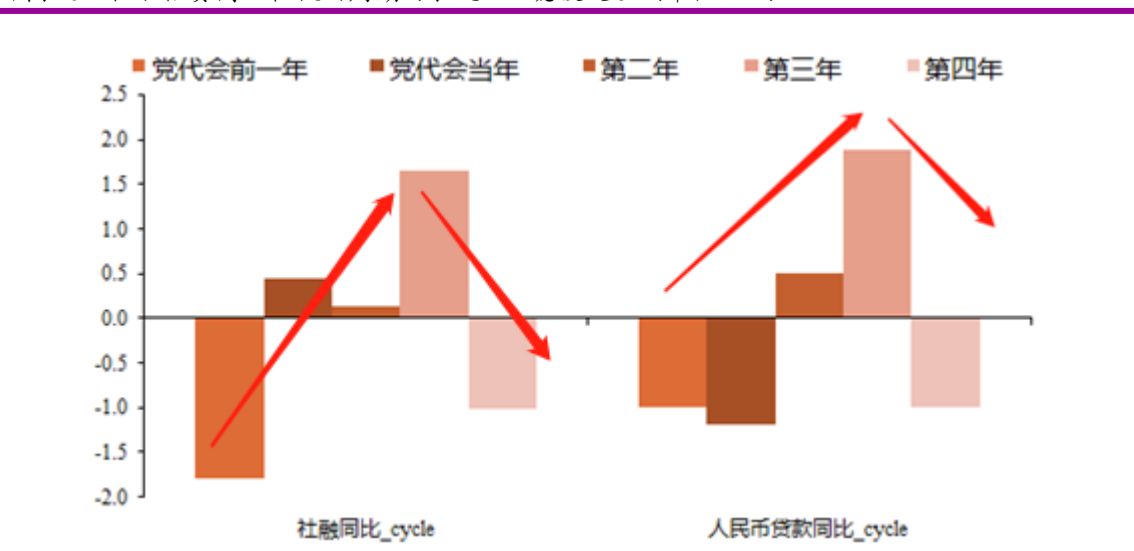
党代会召开前一年，社融波动项大幅的下滑可以理解为不同主体的共同影响。首先是实体经济的贷款需求，在政策不确定性较强时，企业贷款会比较谨慎。另外政府受到的约束也比以往更大，从监管发文来看，党代会前中央政府对地方官员的审查和监督会更加严格，对地方政府增加包括预算外支出在内的财政开支的行为带来限制和约束，而各级政府对于银行仍具有一定的干预能力，也会影响当地的信贷投放。货币的换届周期特征跟信贷相似，在换届当年就明显改善，尤其是 M1 同比和 M1-M2 增速差，与信贷同理。

图表 5：社融信贷同比在换届周期的表现（单位：%）



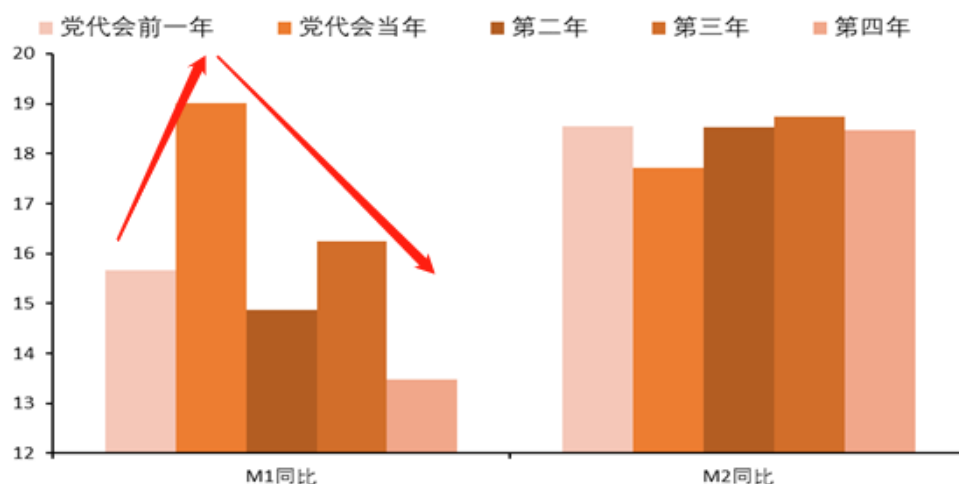
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 6：社融信贷同比在换届周期的表现-HP 滤波处理（单位：%）



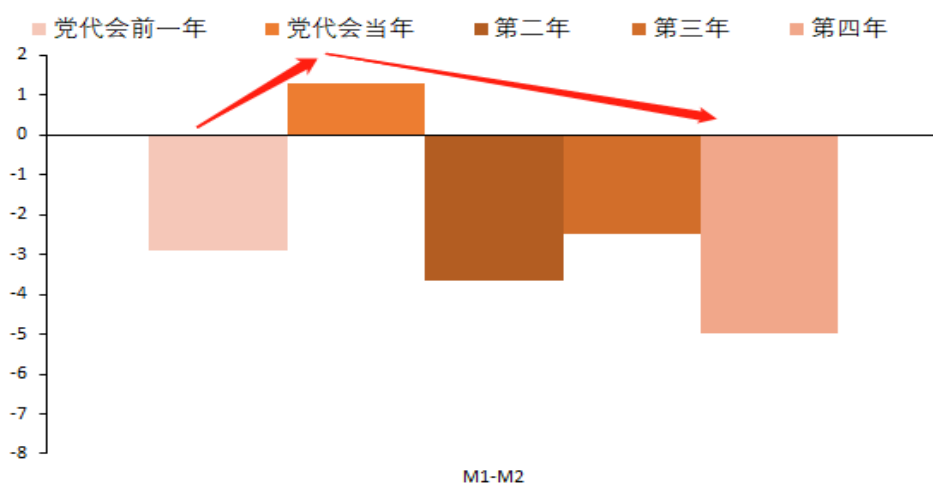
资料来源：wind，光大期货研究

图表 7：M1、M2 同比在换届周期的表现（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

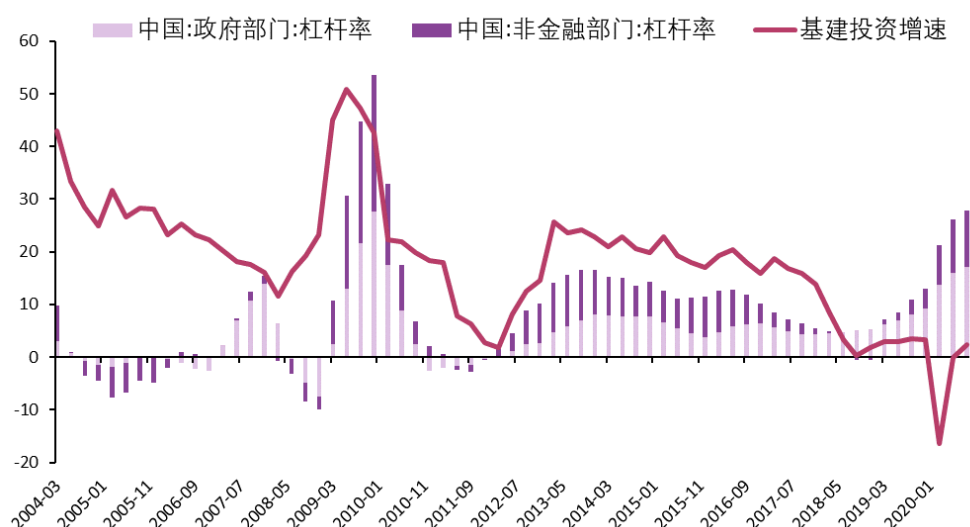
图表 8：M1-M2 剪刀差在换届周期的表现（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

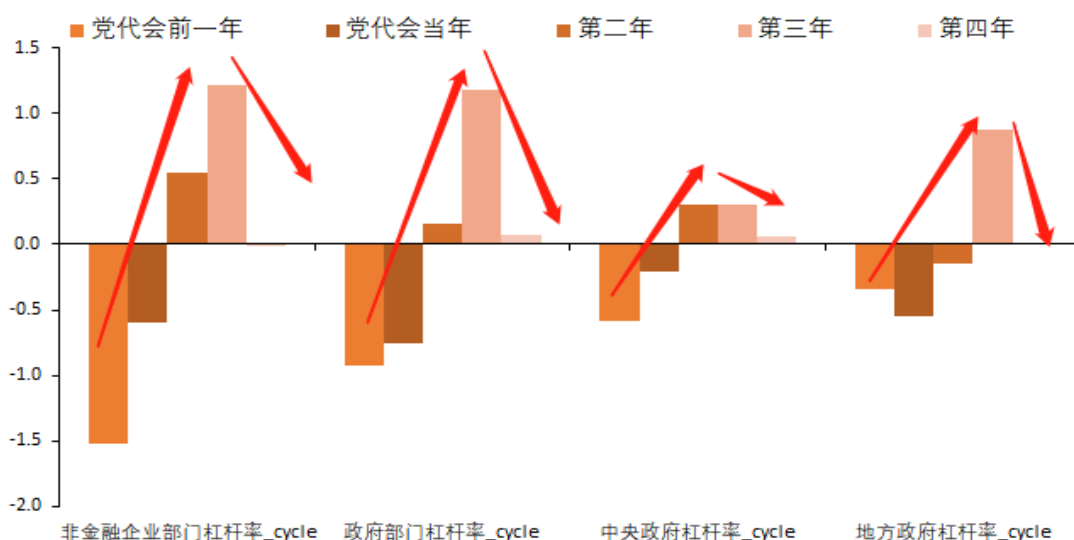
基建的本质是债务驱动，所以从杠杆率来看也可以发现一些有理可循的规律。从杠杆率在换届周期的表现来看，党代会前一年的杠杆率大幅减少，当年改善，第二、第三年明显好转，在第三年达到峰值。相比较经济周期、信贷货币周期，杠杆率也有明显的周期特征但是后置的特征比较明显，并且党代会召开前一年的负向波动较深，可以看出临近换届对政府加杠杆的约束。

图表 9：基建投资增速和杠杆率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

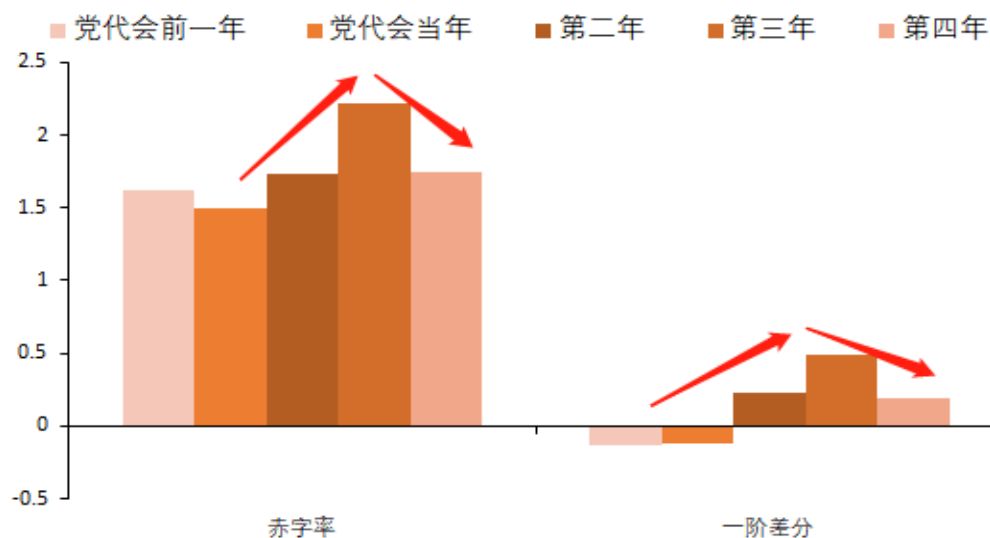
图表 10：各部门杠杆率在换届周期的表现-HP 滤波处理（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

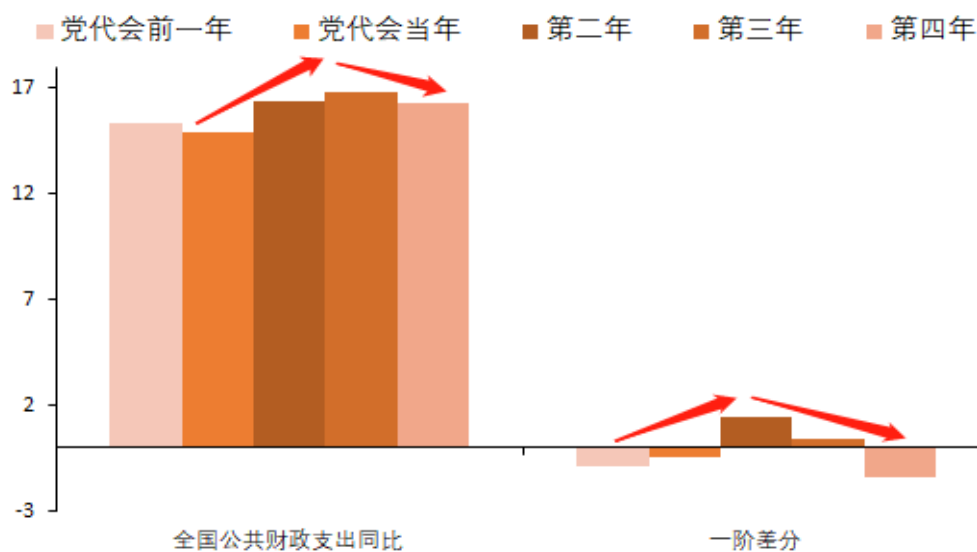
加杠杆离不开财政的支持，这里我们简单做了下一阶差分，发现赤字率和全国公共财政支出也是呈现前高后低的周期性，从党代会召开当年开始改善，党代会召开第三年达到峰值。跟杠杆率特征相同的还有会议召开前一年向下波动幅度最深，有学者研究认为财政的换届特征是因为在任职初期财政支出的增加源于晋升激励，而后期财政支出的下降可能是担心如果留任，本届的财政扩张将导致下一届较重的财政负担（高楠，梁平汉（2014））。

图表 11：赤字率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 12：全国公共财政支出同比（单位：%）

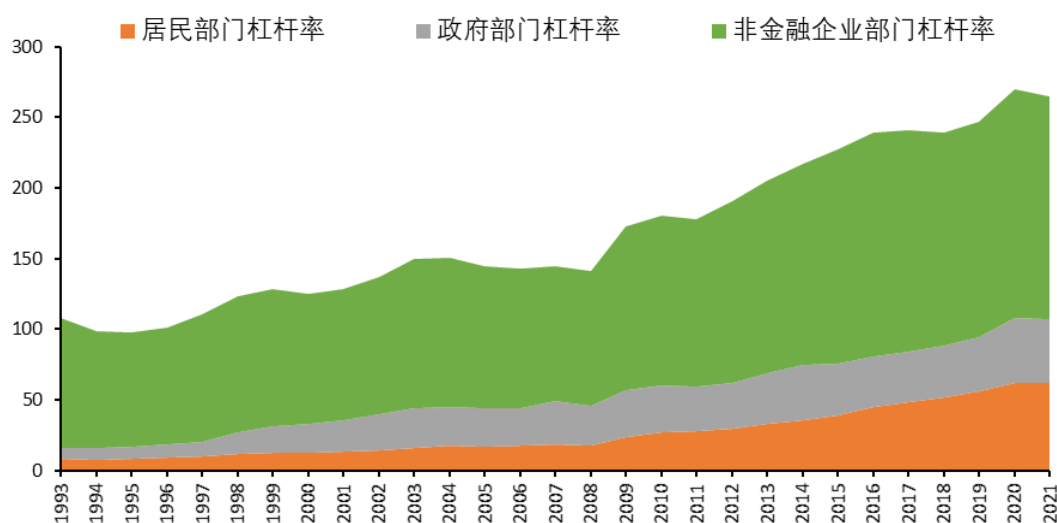


资料来源：wind，光大期货研究所

三、历史是否会重演？

我们认为明年历史重演、基建脉冲式上涨并不具备条件。前文我们提到，基建的本质是债务驱动，疫情以来基建未见起色但杠杆率加速上涨至近三十年的最高。明年各国财政政策退坡，国内积极财政继续退出、财政赤字将减少，本轮周期不具备加杠杆的空间。

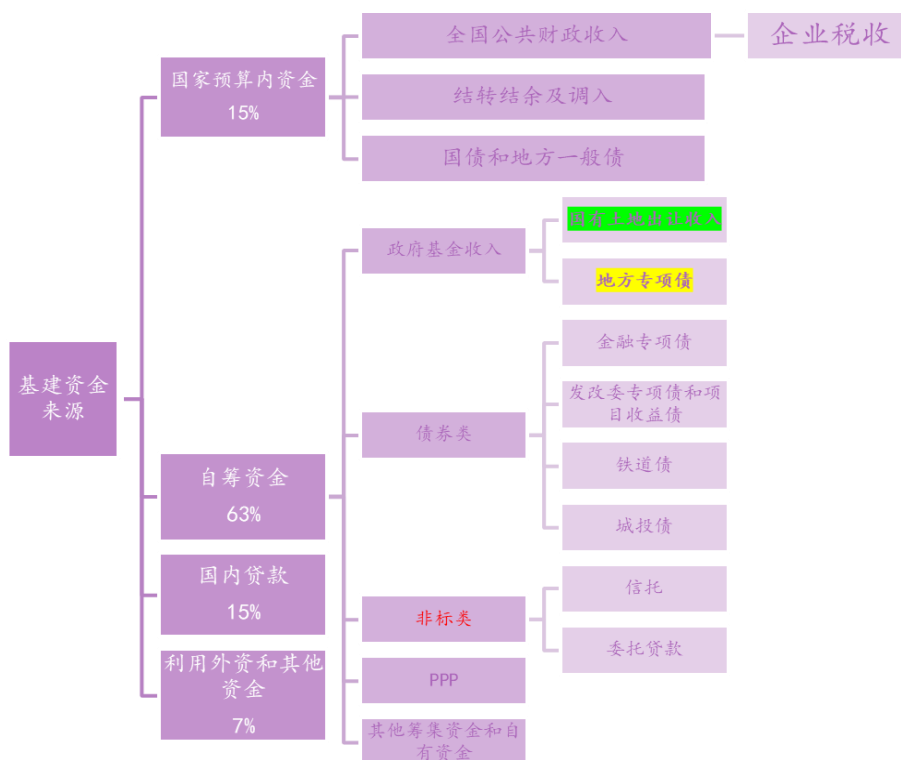
图表 13: 杠杆率走势 (单位: %)



资料来源: wind, 光大期货研究所

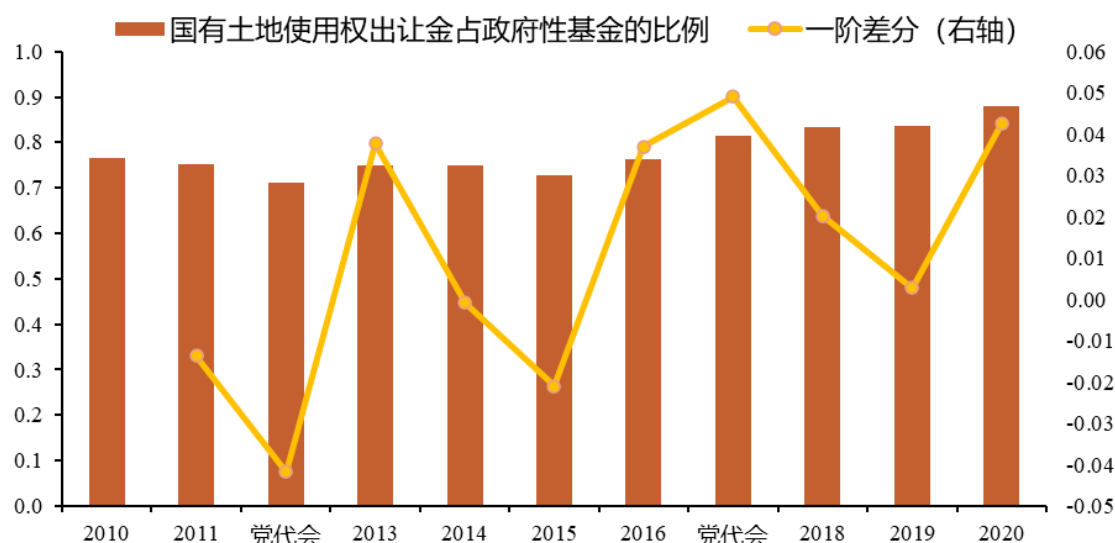
从基建资金来源上来看, 基建投资对于政府性基金 (主要是土地出让收入) 的依赖性比较强, 2017 年换届之年土地出让收入占政府性基金的比例高达九成。现如今房企在三道红线的压力下拿地也将不太乐观, 对基建投资也是一个利空点。

图表 14: 基建资金来源 (单位: %)



资料来源: wind, 光大期货研究所

图表 15：土地出让金占政府性基金的比例和一阶差分（单位：%）

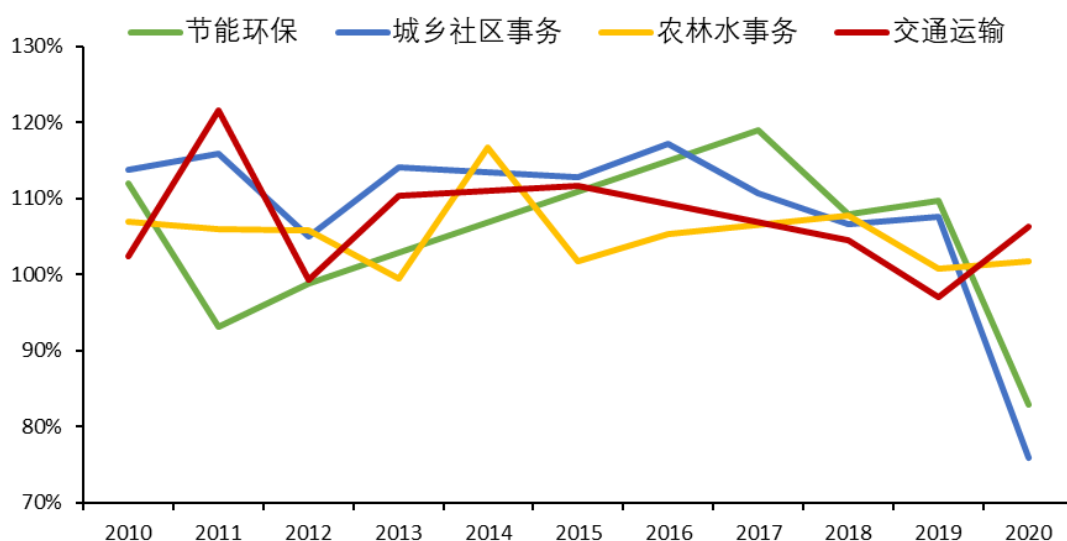


资料来源：wind，光大期货研究所

疫情以后财政支出重点向民生倾斜，并且结构上对基建的支持力度减少，2020 年基建类支出的预算执行率大幅降低，是近十年的最低值。2021 年截至 10 月，基建类支出两年平均增速大幅负增长，同民生类支出形成鲜明对比。

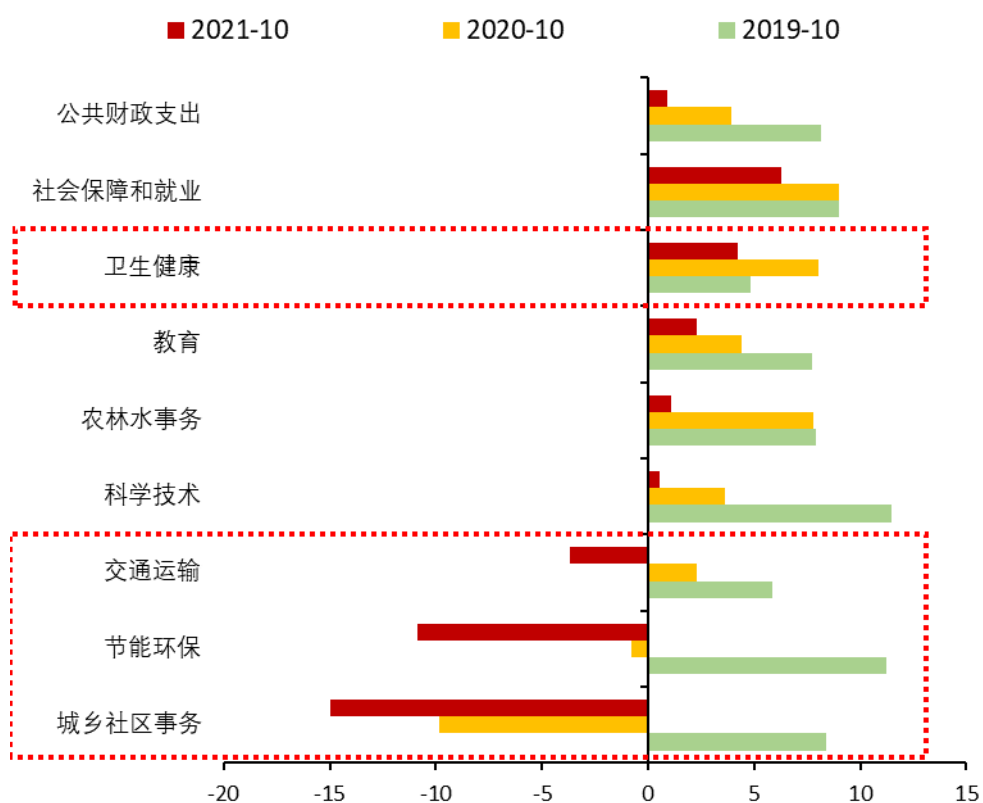
综上，换届周期曾经是地方政府晋升机制驱动的“GDP 锦标赛”带来的经济波动。当前处于长期经济转型和中短期疫后新常态的衔接处，晋升机制已不能用“GDP 锦标赛”概括，基建拉动经济的必要性和性价比不复当年。

图表 16：基建类支出的预算执行率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 17: 财政支出分项累计同比 (单位: %)

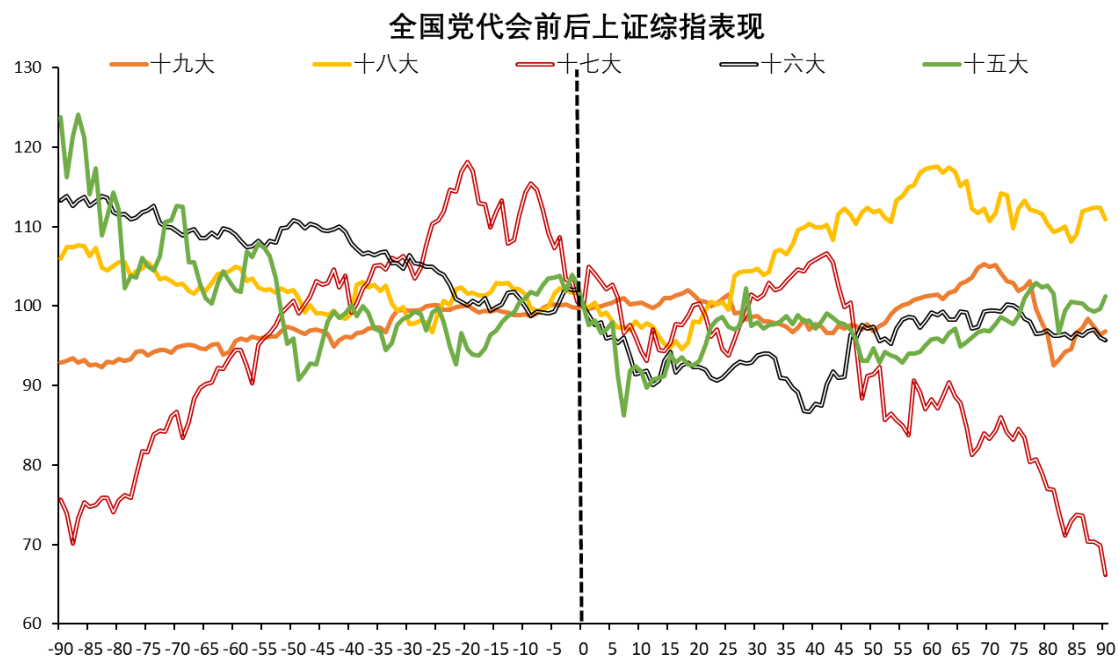


资料来源: wind, 光大期货研究所

四、 换届周期视角下的大类资产表现

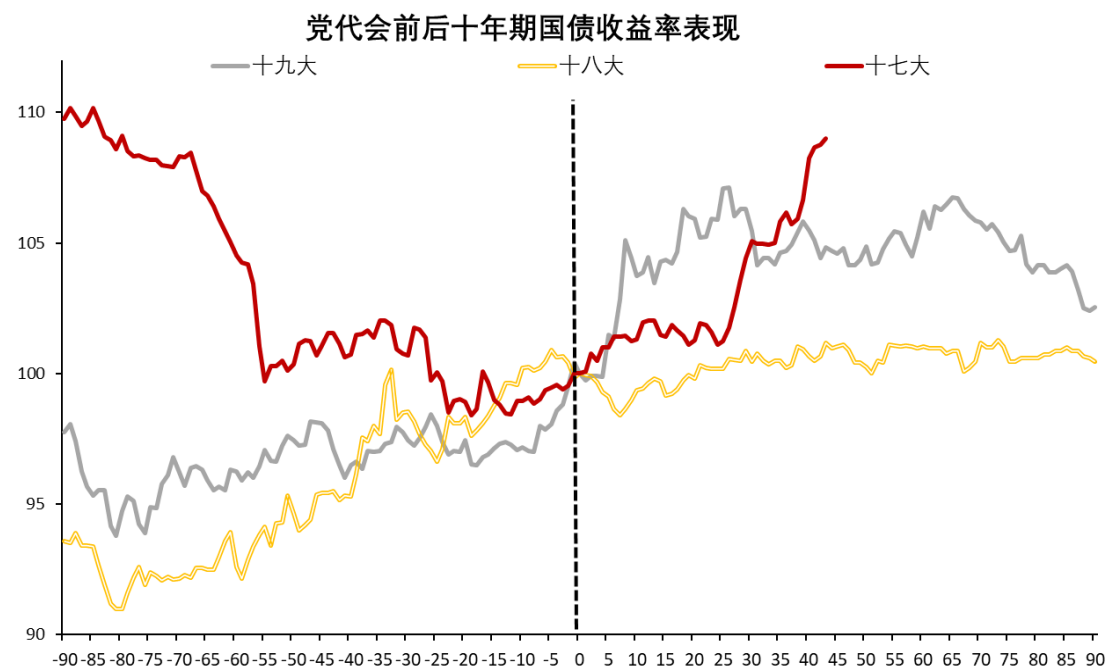
最后, 我们复盘了历次党代会前后大类资产的表现: 股指表现相对中性, 上涨下跌概率较平均; 十年期国债收益率和南华商品指数在党代会召开以后均有明显的上涨趋势, 表明市场对会后政策和经济预期乐观。

图表 18: 全国党代会前后上证综指表现 (会议当天为 100, 做标准化处理)



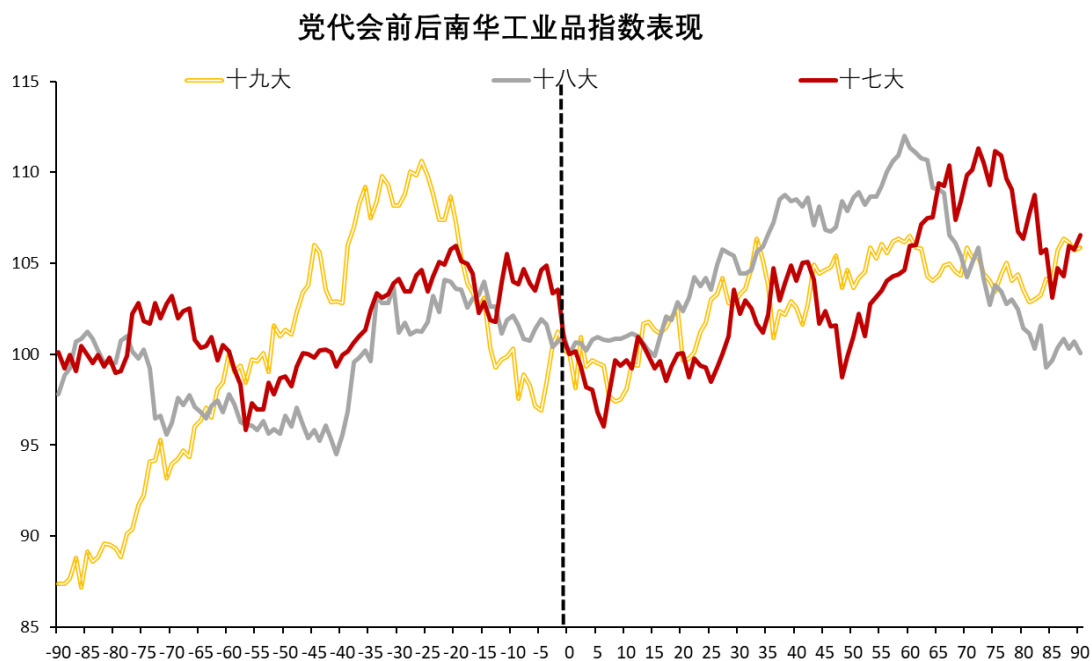
资料来源: wind, 光大期货研究所

图表 19: 全国党代会前后十年期国债收益率表现 (会议当天为 100, 做标准化处理)



资料来源: wind, 光大期货研究所

图表 20：全国党代会前后南华工业品指数表现（会议当天为 100，做标准化处理）



资料来源：wind，光大期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。