

缺钱的基建如何“破局”？

——财政政策报告系列之十一

宏观深度

◆ 要点

基建投资低于预期主要是因为偏公益类的基建投资（占总体基建投资比重超过 80%）增长乏力。这类基建对财政依赖度较高，增速反弹乏力，究竟是财政对基建的支出力度不够还是财政支出乘数较低呢？

这类基建投资的事权主体多为地方政府，去年以来地方财政纪律规范带来财政乘数显著回落，而财政对基建支出的增加并未能抵消乘数下降对基建的拖累。此外，虽然财政的基建支出增速持续反弹，但土储棚改占用了较多的专项债。

从细分行业看，道路运输业、水利生态环保和公共设施管理业发展空间较大但多数领域收益性较差，而铁路运输业、水的生产和供应业等近乎完成“十三五”相应规划，发展空间结构性趋缓。未来需要发力的领域主要在市政设施、普通公路、生态环保等领域，但出于对地方政府隐性债务监管较严和吸引社会资本的考虑，政府还是会优先发展高速公路、铁路、停车场等有部分收益的领域。

9月初国常会议对专项债政策的调整，通过降低土储棚改对专项债占用可有效扩大财政支出基数，放宽专项债作项目资本金的领域和比例有助提高财政乘数，进而提振基建投资。我们预计基准情形下全年基建增速在 5%左右的水平，而如果地方政府发行并使用明年提前下达的新增专项债额度，则全年基建增速或略高。

总体而言，本轮基建增速下行既与接近“十三五规划”尾声、大部分建设提前完成目标有关，又有地方基建事权较重背景下财政纪律加强的影响。要真正解决基建资金问题，可能还需要在融资机制方面下更多的功夫，比如建立长效机制。不过，城镇化进度放慢、房地产销售和土地出让收入增速放缓，也一定程度上导致了基建增速放缓，即使建立基建融资模式的长效机制，也并不意味着基建能回到过去高增长时代。

分析师

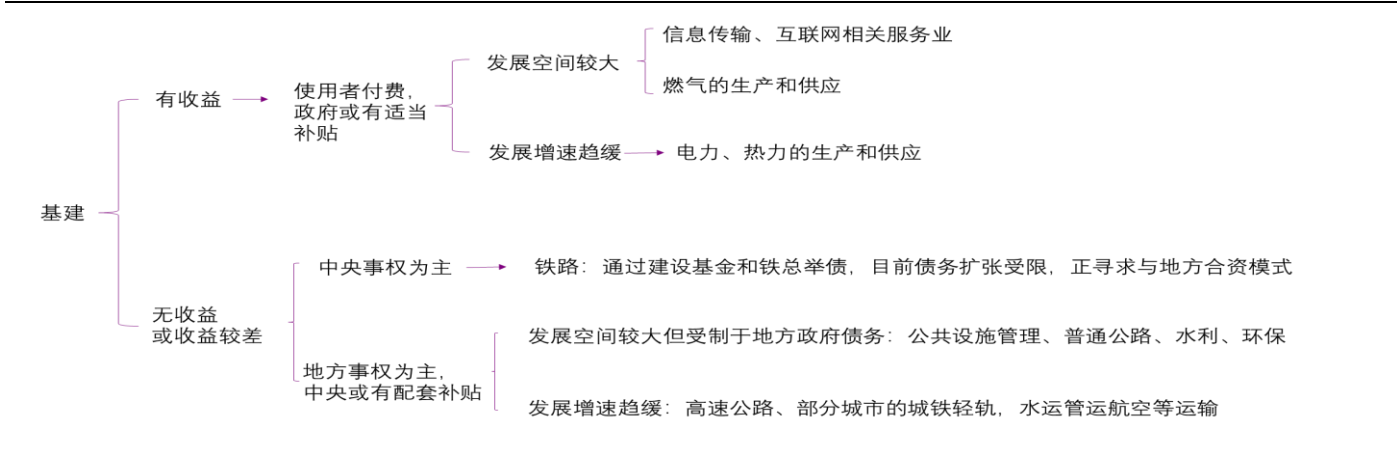
张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

邓巧锋 （执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

公益类基建为何进展慢？

我们在《不缺钱的基建投资为何增长慢？》报告中对收益类基建项目进行拆分，指出收益类的项目基建投资增速跟供需关系比较密切，受融资的约束并不大。实际上，收益类基建占总体基建投资的 20% 不到，而公益类基建占总体基建投资的比重达 80% 以上。那么，公益类基建投资受什么约束呢？未来如何演变呢？接下来我们按照附图 1 的框架（详细数据分解见附表 1）回答这些问题。

图 1：都是基建，但“待遇”不同



资料来源：光大证券研究所绘制

偏公益类基建主要包括水利环保和公共设施管理、交运和邮政、水的生产和供应等领域，在整体基建投资中占比近 80% 且波动较大，成为影响基建投资增速的关键变量。该类基建对财政的依赖度较高，那今年以来的基建低增速，究竟是财政对基建的支出力度不够还是财政乘数较低呢？总体来看我们认为今年基建尤其是偏公益类基建增速放缓主要是因为财政乘数继续下行，同时财政对基建支出力度并没有更大力度跟进。

首先，今年预算内财政对基建的支出未减弱，但专项债力度不及预期且财政支持的持续性有待观察。基建投资的财政资金包括公共预算、政府性基金中的若干专项基金和专项债部分支出。今年公共财政在交运、生态环保等领域支出增速较快，公共设施管理和水利等领域支出小幅增长；政府性基金并未披露月度支出细项，但土储、棚改占年度新增专项债比例近 70%，此外还有医疗养老、教育等民生项目专项债，使得今年专项债对基建类项目支持力度不及预期（表 1）。

表 1：专项债投向拆分（%）

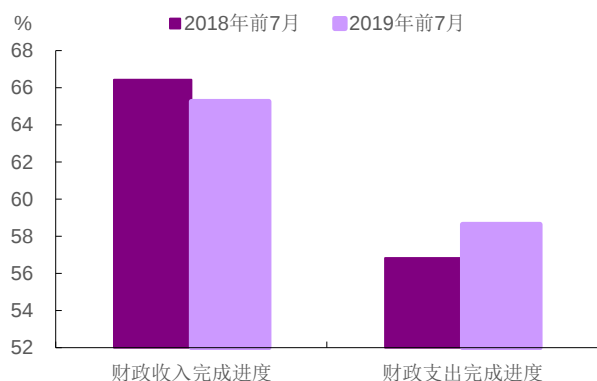
	交通运输邮政业				水利环保和公共设施管理			电力热力燃气及水的生产和供应	工业园区	医疗养老	学校	土储	棚改	其他
	铁路	收费公路	非收费公路	其他	水利	环保	公共设施管理							
2018 年	0.5	6.2	3.2	1.9	0.5	1.8	7.6	1.4	2.1	0.9	2.3	43.7	27.2	0.5
2019 年前 7 月	1.1	6.9	1.7	1.7	0.8	2.1	9.8	0.5	1.9	1.3	0.8	33.3	37.9	0.3

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

而年内财政支持的持续性有待观察。原因是今年前 7 月公共财政收入进度较去年同期慢而支出进度较去年同期快（图 2），而全年财政收入实现 5% 增

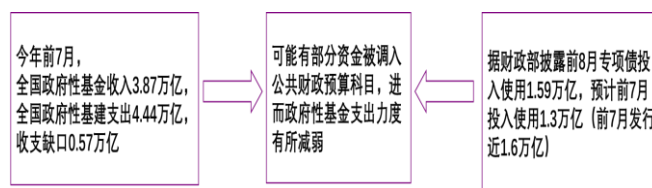
长目标的难度较大，所以财政支出一定程度上有所透支下半年额度。同时政府性基金收入虽然能实现年度收入目标，但从图3来看前7月政府性基金可能有部分资金被调入到公共预算，进而政府性基金支出年内大幅扩张的可能性减低。从这一点可以更好理解今年提前下达明年新增专项债部分额度并不得用于土储棚改置换债等领域的用意。如果2020年专项债能在今年提前发行，可有助增强4季度财政资金对基建项目的支持。

图2：公共财政收入进度与支出进度



资料来源：Wind。注，完成进度为累计实现收入/支出与当年全年收入/支出比例，2019年为全年收入/支出总额为财政预算数。

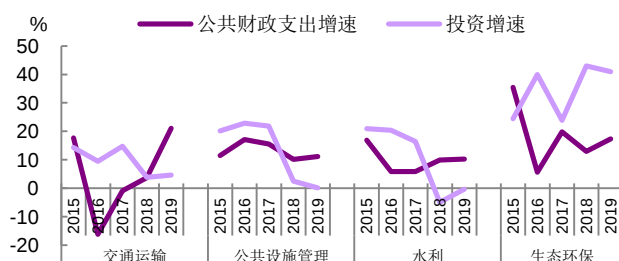
图3：政府性基金可能有部分资金被调入到公共预算



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制

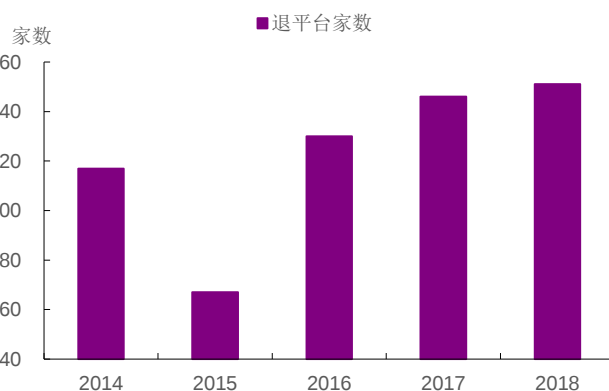
财政乘数下降使得财政资金的杠杆作用有所减弱。2018年财金23号文对资本金审查趋严，提出不得将债务性资金作为地方建设项目的资本金，叠加资管新规出台对影子银行监管的加强，是财政乘数下降的重要原因。图4显示今年以来交运和公共设施管理行业的财政支出增速虽不同程度改善，但投资增速却维持在低水平，或说明基建的重要参与方——城投公司的贡献度有所下降。图5表明，2017年以来城投公司退平台数量一直在增加（有出于担任PPP社会资本方、申请发行交易所公司债、地方政府融资平台整合等多种原因），而根据银监发[2012]12号文规定，“退出类新增贷款应严格遵循产业政策、信贷政策和一般公司贷款条件，各银行不得向退出类平台发放保障性住房和其他公益性项目贷款”，一定程度上制约退出类平台融资。

图4：交运和公共设施管理行业支出与投资背离明显



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间截至2019年前7月，指标均为累计增速。

图5：2016年以来城投公司退平台数量一直较高



资料来源：城投企业全口径融资统计表，光大证券研究所整理

综合来看，从近 2240 家发债城投公司投资性现金流出中的“购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目来看，2018 年城投公司在公益类领域投资增速均有不同程度放缓，其中公共设施管理、交运领域增速下滑明显（表 2），而在土储、棚改等领域投资增速的放缓也使得土储棚改更多依赖财政资金包括专项债资金的支持。

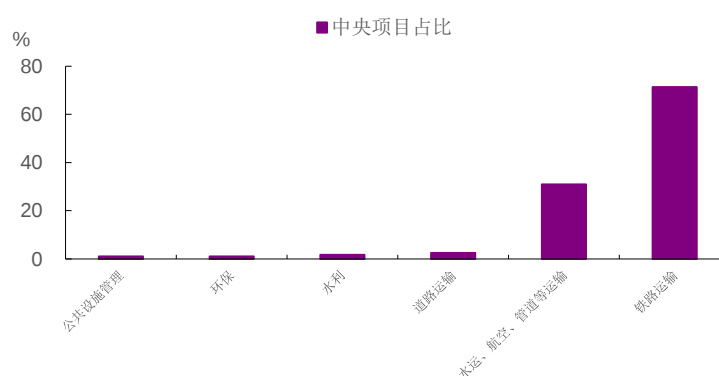
表 2：城投公司会计科目“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”总额¹年增速（%）

各行业	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
交通运输	5.3	8.3	12.5	8.5	5.2	2.2	13.5	10.9
水利	8.6	57.7	14.2	6.3	3.5	13.7	0.5	-6.3
生态环保	9.7	15.1	5.1	6.8	13.2	6.1	9.8	9.7
公共设施管理	11.2	18.6	17.3	10.5	6.7	2.4	6.5	4.4
园区建设	18.1	15.2	13.9	4.1	8.4	3.1	13.5	-4.6
教育	-3.6	17.3	15.2	21.3	0.6	8.0	-1.1	2.1
医院	34.2	12.0	49.9	7.1	-10.3	-0.1	74.6	16.5
土储	35.1	30.0	27.4	9.5	14.0	6.7	3.8	-10.8
保障性住房	15.4	92.3	15.8	-11.5	26.7	1.0	-4.3	-19.1

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注，单位为%。注，实际操作中存在项目建设进度与现金流支出进度不匹配的可能，但 2000 多家公司合计值具有一定的代表性。

我们将偏公益类基建项目分为发展空间较大和结构性发展趋缓的两类，同时区分其属于中央还是地方事权。若偏公益类基建项目属于地方事权，则受地方政府隐性债务管理趋严的冲击相对更大一些。整体而言，水利环保和公共设施管理领域主要为在地方事权，而在铁路运输领域中央事权占比略高一些，具体见图 6。

图 6：中央项目在偏公益类基建投资中的占比



资料来源：《固定资产投资年鉴（2018）》，光大证券研究所整理。

¹统计范围为发行过债券已有公开财务信息披露、从事基建类投资的 2242 家城投公司，虽然截至 2018 年底全国有 11737 家城投公司，但发债的城投公司规模较大，具备一定的代表性。具体计算方法为根据城投公司的经营范围和主要营业收入来源将其现金流进行分领域均分并加总。

但根据今年6月国办印发的《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》（详见附表2），央地事权划分有所变化。变动主要体现在两方面：①适度加强中央财政事权，将公路领域的“界河桥梁”和“边境口岸汽车出入境运输管理”，水路领域的“国境、国际通航河流航道”和“西江航运干线”等内容上划为中央财政事权；②适当下划部分财政事权，将铁路领域“干线铁路”的组织实施从中央财政事权调整为中央与地方共同财政事权，将民航领域“通用机场”从中央与地方共同财政事权调整为地方财政事权。**整体来看，地方政府在铁路、道路等领域中的事权责任有所增加。**

发展空间较大的领域

发展空间较大的偏公益类基建主要包括普通公路、轨道交通、生态环保以及公共设施管理。以下为行业分析：

道路运输业

道路运输业投资中占比较高的主要有：公路运输业投资（包括新建和维护保养）和城市公共交通项下的轨道交通投资。2018年至今，公路运输业投资增速下滑成为基建增速放缓的重要原因。

公路运输业

按《中国公路法》的规定，公路按其在公路路网中的地位可分为国道、省道、县道和乡道，并按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从央地事权来看，地方政府承担省道及以下道路、以及国道部分的建设和养护等支出责任。表3为近年全国公路总运营里程和年度新建里程情况。2017、2018年新建公路里程降至约7万公里的水平，县道及以下的道路建设规模显著下降，或与区县级城投举债规范相关。

表3：全国公路总里程及远近期规划情况（单位：万公里）

年份	全国公路里程	国道	国家高速公路	普通国道	省道	省级高速公路	普通省道	县道	乡道	村道
2012	423.8	17.3	6.8	10.54	31.2	2.82	28.39	54.0	107.7	206.2
2013	435.6	17.7	7.1	10.60	31.8	3.36	28.43	54.7	109.1	214.7
2014	446.4	17.9	7.3	10.61	32.3	3.88	28.40	55.2	110.5	222.5
2015	457.7	18.5	8.0	10.57	33.0	4.39	28.58	55.4	111.3	231.3
2016	469.6	35.5	9.9	25.56	31.3	3.18	28.15	56.2	114.7	225.1
2017	477.4	35.8	10.2	25.61	33.4	3.42	29.96	55.1	115.8	230.1
2018	484.7	36.3	10.6	25.75	37.2	3.71	33.51	55.0	117.4	231.6
2013-2030 国家公路网规划			11.8+远期规划1.8	26.50		3.90				
十三五规划（2020）	500.0		11.1			3.9				

资料来源：交通运输部，光大证券研究所整理

从投资结构看，收费与非收费公路占比均接近5成，2018年非收费公路的资金来源下降更为明显。交通运输部自2008年以来逐步取消政府还贷二级公路收费，目前收费公路集中在高速公路和一级公路²。非收费公路与收费公路在建设、养护的资金来源不尽相同。前者多依靠车辆购置税、燃油消费税

²根据2018年12月交通运输部公布的《收费公路管理条例（修订草案）》，未来新建收费公路只能是高速公路。

和财政拨款来实现，后者则主要依靠征收车辆通行费来实现，近年来车辆购置税对其也有支持。2018 年地方隐性债务的规范使得非收费公路建设进度显著放缓（表 4、5），而收费公路同样面临债务压力和资金难题。2017 年全国收费公路债务余额 5.3 万亿，当年收支缺口达 4026.5 亿，随着前期建设的公路集中进入养护期，和按照现行条例部分高速公路到期停止收费，收费公路的收支缺口有进一步扩大的可能。

表 4：年度公路新建里程情况（单位：万公里）

年份	全国	国道	国家高速公路	普通国道	省道	省级高速公路	普通省道	县道	乡道	村道
2013	11.9	0.3	0.3	0.1	0.6	0.5	0.0	0.7	1.4	8.5
2014	10.8	0.2	0.2	0.0	0.5	0.5	0.0	0.5	1.5	7.7
2015	11.3	0.6	0.7	0.0	0.7	0.5	0.2	0.2	0.8	8.9
2016	按照《国家公路网规划（2013-2030 年）》，结合各省（区、市）路网调整情况，2016 年公报中国道、省道、县道、乡道、村道里程的统计口径作了部分调整，历史不可比									
2017	7.7	0.4	0.3	0.1	2.1	0.2	1.8	-1.1	1.1	5.0
2018	7.3	0.5	0.3	0.1	3.8	0.3	3.6	-0.1	1.6	1.5

资料来源：交通运输部，光大证券研究所整理

表 5：地方政府隐性债务治理趋严后，非收费公路增速下滑更明显

年份	公路投资		高速公路		普通国省道		农村公路	
	规模（亿元）	增速（%）	规模（亿元）	增速（%）	规模（亿元）	增速（%）	规模（亿元）	增速（%）
2013	13692.2	7.7	7297.8	0.8	3899.6	51.4	2494.8	/
2014	15460.9	12.9	7818.1	7.1	4611.8	18.3	3031.0	21.5
2015	16513.3	6.8	7950.0	1.7	5336.1	15.7	3227.3	6.5
2016	17975.8	8.9	8235.3	3.6	6081.3	14.0	3659.2	13.4
2017	21253.3	18.2	9257.9	12.4	7264.1	19.5	4731.3	29.3
2018	21335.0	0.4	9972.0	7.7	6378.0	-12.2	4986.0	5.4

资料来源：交通运输部，光大证券研究所整理

保障公路投资的工具箱数量有限，仅能发挥一定支撑作用。保障公路投资的工具包括加大燃油消费税征收力度，鼓励通过 PPP 方式盘活存量资产、参与新增项目投资，加大土地公路的综合开发力度等。2018 年 2 月国税局发文加强成品油消费征收力度，乐观预计今年能增长到 5000 亿（2017 年燃油消费税规模为 3598 亿），较 2018 年增量税收或仅有百亿。此外，社会资本可通过 PPP 方式盘活存量基础设施（如将政府还贷公路转换为经营性公路吸引社会资本参与），但由于政府还贷公路的收益远低于经营性公路³，且根据现行条例政府还贷公路收费期限短于经营性公路，因此对社会资本的吸引力有限⁴。社会资本在参与新建收费公路的积极性也较有限，主要是由于当前收费公路建设逐步向中西部地区延伸（今年上半年，东北和中西部公路运输业投资增速反弹幅度较大，表 6），面临造价成本高且车流量较低等问题，收益性远不如东部，或需地方政府搭配补助或公路土地的综合开发。

³2017 年政府还贷和经营性高速公路收入分别为 269 万元/公里和 457 万元/公里。

⁴但根据《收费公路管理条例（修订草案）》，政府收费公路收费权转让前的偿债期和受让后的经营期累计不得超过 30 年，较现行规定明显延长，未来政策落地后或对存量政府收费公路的盘活起到一定作用。

表 6：各地区公路运输业投资增速情况（单位：%）：

省份	2019 年上半年增速	2018 年增速	2017 年增速	2018 年占比
东部地区	3.5	15.4	14.6	31.7
东北地区	18.9	-15.0	-5.9	2.6
中部地区	11.4	9.6	-2.2	18.6
西部地区	0.8	-8.9	21.6	47.1

资料来源：交通运输部，光大证券研究所整理

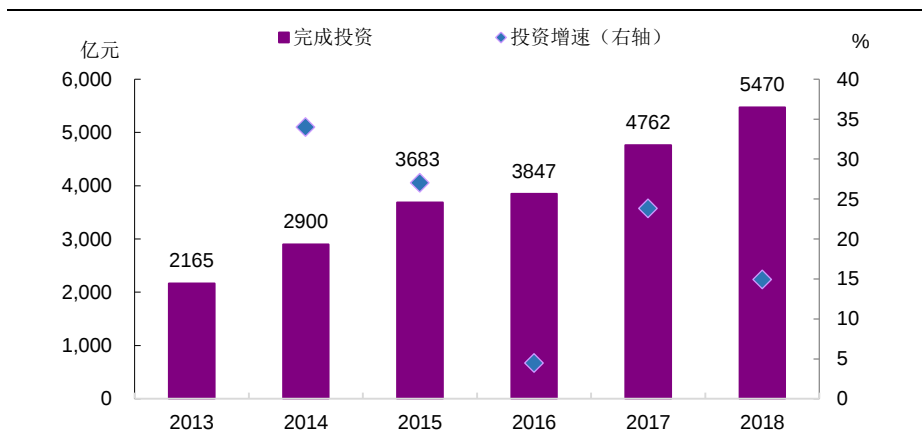
未来公路建设仍有空间，但面临资金筹措难题。从“十三五规划”目标来看，非收费公路较收费公路存在更大建设空间⁵，但面临资金筹措难题，主要是由于减税降费压缩政府支出空间，地方政府隐性举债管控较严，车辆购置税对收费公路支持力度较大等原因。随着新能源汽车、高效节能车的推广，将更加限制燃油税作为普通公路融资机制的主要来源。而且根据我们统计，去年全年和今年前 7 月政府新增专项债中用于公路建设的占比均约 9.5%，但今年收费公路占比进一步提高（由去年的 6.2% 提高到 6.9%），非收费公路占比有所下降。

未来需要通过更好的税收制度设计、减少收费公路对税收的“占用”（如建立完善收费公路偿债期和养护期“两期收费”制度）、加强公路土地的综合开发力度等，才能更好地保障非收费公路建设，完善公路路网。

轨道交通

轨道交通主要包括地铁、轻轨、有轨电车等（其中地铁占比超过 80%），近年来轨道交通投资保持较高增速，2017 年该类投资占道路运输业投资比例超过 13%。

图 7：近年来城市轨道交通投资增速较快



资料来源：城市轨道交通学会，光大证券研究所整理

由于轨道交通投资巨大、公益性特征明显，2018 年国务院印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（52 号文），严格轨道交通建设

⁵ 2013 年国新办就《国家公路网规划(2013 年-2030 年)》情况举行发布会时指出，“未来我国公路网总规模约 580 万公里，其中国家公路约 40 万公里，占总规模的 7%，省级公路占 9%，乡村公路占 84%”，普通省道和乡道距离规划目标较远。
http://xxgk.mot.gov.cn/jigou/zcyjs/201807/t20180731_3052538.html

申报条件，包头被叫停地铁建设项目，遏制住了城市轨道交通建设的快速扩张。52号文要求，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金。表7为意见的具体要求，相较2003年版本意见对财政预算收入、地区生产总值的要求提高，并新增了客运强度指标。而在正式意见发布之前的草案中，还有对地方政府近三年债务率的要求。根据当时征求意见稿，已批复建设规划的43城市中有13个城市或不符合新规⁶。

表 7：52 号文严格轨道交通建设申报条件

类别	一般财政预算收入	地区生产总值	市区常住人口	初期客运强度	远期客流规模	目前投资强度
地铁	>300 亿	>3000 亿	>300 万人	每日每公里 0.7 万人次	单向高峰小时 3 万人次以上	万元/公里
轻轨	>150 亿	>1500 亿	>150 万人	每日每公里 0.4 万人次	单向高峰小时 1 万人次以上	万元/公里

资料来源：《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，投资项目文件，光大证券研究所整理

轨道交通建设刹车的背后是对地方政府财力的担忧。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，其不完全统计的28个城市中，城轨交通平均单位车公里运营收入和成本分别为17.2元和23.8元，平均单位人公里运营收入和成本分别为0.48元和0.84元。28大城市平均运营收支比为78%，其中仅有杭州、青岛、深圳和北京超过100%，对资源的经营收入较高。

而根据城市轨道交通学会披露的2018年各城市客运强度来看，开设地铁的城市中仍有12个客运强度低于0.7万人次/公里日，进而需要财政给予一定补贴（附表），部分地方政府存在规划过于超前的问题。截至今年7月底，财政部PPP项目管理库中有39个轨道交通项目，大部分为特许经营、可行性缺口补助类型。但从缺口补助金额来看，地方政府支出压力较大（部分政府动用了政府性基金预算），同时对未来票务收入的预测偏乐观，这可能会进一步加大财政压力。虽然各地政府试图通过推进TOD综合开发（Transit-oriented Development）提高轨道交通的收益，但其综合利用开发程度并不够，收益模式尚待时间培育。

但庞大的存量在建规模，在融资不出现断裂的情况下，会支撑轨道交通投资保持较高增速。根据中国城市轨道交通协会常务副会长周晓勤的观点，“目前城市轨道交通进入高位稳定发展的阶段，全国6000多公里在建规模、4000亿~5000亿元/年的投资规模、800多公里/年建成运营的规模，仍将会持续一段时间”。根据52号文的规定，从GDP和人口角度虽有7个城市不符合

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_10157

