

## 宏观专题

### 下半年基建投资高增，幅度和结构如何？

今年基建投资增速明显回升已成为市场共识，但回升幅度仍存在不确定性。目前今年已过半，国内疫情总体趋于稳定，各类支持政策、各省投资计划逐步明确，为基建投资的测算提供了良好基础。本报告首先分析了近年来基建投资低增的原因，再从基建投资资金来源、重大项目投资计划两大角度测算了全年基建增速，最后从区域结构、投向结构、新老结构等方面分析了今年基建投资的结构性特点。

**核心结论：**乐观情形下，全年基建投资增速有望超11%，对应下半年单月增速可能破20%。

**1、近两年基建投资增速为何较低？今年基建呢？** 1) 融资收紧是近两年基建增速偏低的核心原因。从货币环境看，2016年下半年以来金融体系逐步去杠杆，货币供应增速下降，加大了基建项目的融资约束。从政策环境看，2017年5月起地方政府债务监管趋严，明确了“终身问责，倒查责任”原则，地方政府投资积极性明显下降。直至2019年下半年基建融资支持政策才逐步出台，但对地方政府债务的监管仍未有明显放松。2) 统计方法调整等因素是基建增速偏低的重要原因。2017年统计局开始试点将固定资产统计方法从较为主观、易被粉饰高估的“形象进度法”转变为更加客观准确的“财务支出法”，可能压低基建投资的增速。3) 融资环境好转将推动今年基建高增。今年流动性充裕，叠加专项债等政策发力，将有效缓解基建投资的融资约束，推动地方政府投资意愿和能力回升。

**2、今年基建投资高增幅度如何？乐观情形下，有望11%以上**

>从资金来源看，基建投资增速可能有11%-14%。首先应明确，从资金来源来预测会有较大偏差，主因基建投融资之间缺口巨大，且基建资金来源多样，分别预测后再汇总存在累计误差。因此，从基建资金来源测算的意义，可能更多在于定性判断基建投资的变动方向和大体幅度，并从融资端出发，结构性地分析基建投资的发力点。具体预测如下：预算内资金约32400亿，国内贷款约30400亿，自筹资金政府性基金（除专项债和抗疫国债）约35100亿，专项债26100亿和抗疫国债7000亿，城投债约14800亿，PPP约4850亿，非标融资约1200亿，其他自筹资金约43770亿，外资约380亿，其他资金约24200亿；整体基建资金来源增速高达26%；鉴于2016年之后基建投融资增速的差距逐步扩大，预计今年增速差距可能有12-15个百分点，对应基建投资增速11%-14%。

>从各省重大项目投资看，基建投资增速可能超11%。各省已披露的重大项目投资特点如下：1) 基建占比高。狭义基建占比约1/3，广义基建占比更高。2) 投资规模较大。重大项目基建投资占整体基建投资比重约1/4，有较强指引作用。3) 与基建投资增速走势较为一致。此外，更为本质的是，重大项目投资计划综合反映了当年的融资和政策环境、地方政府和社会资本的投资意愿，由此看重大项目投资可作为观察验证基建投资增速的较好指标。统计发现今年25省重大项目年度计划投资增速回升至7.1%，考虑到今年货币环境明显宽松，地方政府保增长的意愿较强，假设今年基建投资与重大项目投资的增速差与去年的4.2个百分点持平或小幅扩大，对应全年基建投资增速有望达到11%以上。

>综上，全年基建投资增速有望11%以上，对应下半年单月增速可能突破20%。不过，鉴于地方政府实际积极性、今年雨水多发、下半年货币可能边际收紧等约束，11%以上的预测应属于较乐观的预期，实际可能会低些。展望明年，若按往年正常水平，结合基数，明年基建投资增速将前高后低，当月同比下半年可能转负，全年累计增速显著回落。

**3、今年基建投资的结构特征：**1) 区域结构：从各省市重大项目投资增速看，西北地区投资增速提升，东南沿海多省下滑。2) 投向结构：从专项债投向看，园区建设、市政水务占比提升，交通物流、环保占比下降。3) 新老结构：“铁公基”等老基建为主，新基建旨在调结构、体量较小（市场一致预期是占比10-20%）。基于本文分析，倾向于认为，范围宽泛、市场化投资、系统性等因素导致新基建当前绝对规模难以准确测算，而且主流的基于专项债投向来测算新基建规模，在方法上可能存在缺陷。对应的，新技术落地应用的效果、未来发展的方向和空间更加值得关注。

**风险提示：**疫情超预期演化、政策超预期发力、极端天气持续干扰。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《6月PMI超预期回升的信号》2020-06-30
- 2、《修复斜率放缓，后续怎么走？—全面解读5月经济》2020-06-15
- 3、《务实，不折腾—<2020政府工作报告>9信号》2020-05-22
- 4、《疫情下积极财政的空间和发力点》2020-03-07
- 5、《稳字当头—2019经济全面回顾与2020展望》2020-01-18



## 内容目录

近两年基建投资低增的两大原因.....	4
两大角度测算基建投资高增幅度.....	6
从资金来源看，基建投资增速可能有 11%-14% .....	6
从各省重大项目投资看，基建投资增速可能超 11% .....	16
今年基建投资的三大结构性特征.....	18
区域结构：西北地区增速提升，东南沿海多省下滑 .....	18
投向结构：园区建设、市政水务占比提升，交通物流、环保占比下降.....	19
新老结构：老基建为主，新基建规模难准确估计、方向和空间更重要.....	20
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 2016 年下半年开始货币供应增速大幅下滑 .....	4
图表 2: 基建增速随“非标”贷款增速一同回落.....	4
图表 3: 近年来基建相关政策经历了由紧到松的转变 .....	4
图表 4: 试点财务支出法的三个省份 2017 年后固投增速明显下降 .....	6
图表 5: 融资环境好转将推动今年基建高增.....	6
图表 6: 基建项目申报规模反映了地方政府基建投资意愿的高低.....	6
图表 7: 基建投资完成额持续大于基建投资资金来源，且缺口不断扩大.....	7
图表 8: 基建投资资金来源：自筹资金占比最高.....	7
图表 9: 基建投资资金来源占比：自筹资金占比呈提升态势 .....	7
图表 10: 基建资金来源测算表（亿元） .....	8
图表 11: 预算内资金：基建占比稳步提升.....	8
图表 12: 国内贷款：基建占比波动较大 .....	9
图表 13: 国内贷款：商业银行与政策性银行基建贷款增速的走势相反 .....	9
图表 14: 国内贷款：国开行基建贷款增速与国开债净融资增速走势类似.....	9
图表 15: 基建国内贷款增速预测 .....	9
图表 16: 政府性基金：土地出让收入决定了地方政府性基金收入.....	10
图表 17: 专项债：上半年已发行超过 2.2 万亿元 .....	10
图表 18: 专项债：上半年约 72% 用于基建投资 .....	10
图表 19: 专项债：不同项目做资本金撬动倍数差异较大 .....	11
图表 20: 目前各省份 2020 年棚改计划下降 3 成左右 .....	12
图表 21: 城投债：各年净融资规模及增速波动较大.....	12
图表 22: PPP 项目中社会资本金规模测算 .....	13
图表 23: 近年来非标融资呈缩减态势.....	13
图表 24: 各类基建相关债券发行额（亿元） .....	14
图表 25: 其他自筹资金：假设近年来保持平稳 .....	14
图表 26: 其他资金：趋势较为稳定，增速震荡上行.....	14
图表 27: 基建资金来源测算表（亿元） .....	15
图表 28: 基建资金来源与投资增速差距逐步扩大 .....	15
图表 29: 各省重大项目投资计划 .....	16
图表 30: 2016-2019 年重大项目投资额与增速 .....	17
图表 31: 重大项目投资增速与基建投资增速走势较为一致.....	17
图表 32: 各省重大项目年度投资计划普遍会超额完成 .....	18
图表 33: 基建投资走势预测.....	18

---

图表 34: 各省重大项目投资增速 .....	19
图表 35: 专项债基建投资中各领域的占比变化 .....	19
图表 36: 近两年提及新基建的重要会议 .....	20
图表 37: 新基建相关政策 .....	21
图表 38: 新基建的三大方面 .....	22
图表 39: 新基建的八大领域 .....	22

基建投资是今年逆周期政策的主要抓手，今年增速较去年明显回升已成为市场共识，但回升的幅度仍存在较大的不确定性。目前全年时间已经过半，国内疫情总体趋于稳定，各类支持政策、各地投资计划也已逐步明确，为基建投资的测算提供了较好的基础。本文首先对近年来基建投资低增予以定性分析，随后从**基建投资资金来源**、**各地重大项目投资计划**两大角度对全年基建增速进行了定量测算，最后从**区域结构**、**投向结构**、**新老结构**等方面分析了今年基建投资的结构特点。

## 近两年基建投资低增的两大原因

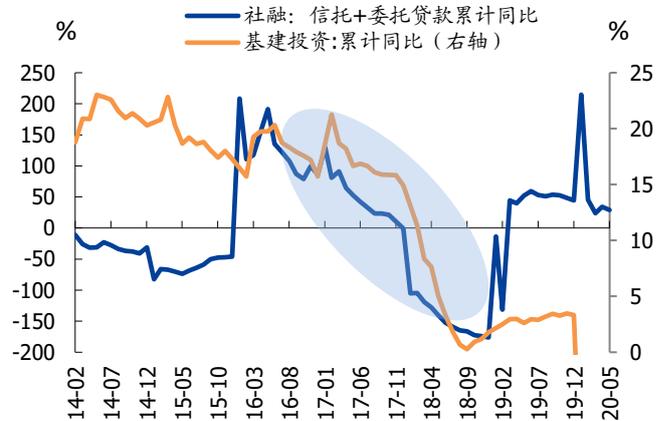
融资收紧是近两年基建增速偏低的核心原因。(1)从货币环境来看，2016年下半年以来，我国金融体系逐步开始去杠杆，货币供应增速大幅下滑，M2同比由14-15年的12%左右持续下滑至2018年的8%左右，并一直维持低位。货币环境持续收紧加大了基建项目的融资约束，进而压制投资增速。

图表1: 2016年下半年开始货币供应增速大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 基建增速随“非标”贷款增速一同回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(2)从政策环境来看，2017年5月至2018年3月的一系列文件对地方政府、国企、金融机构做出了严格约束，明确了“终身问责，倒查责任”的原则，严控地方政府债务。这导致地方政府基建投资积极性明显下降，“非标”贷款等隐性债务增速也大幅回落，在缓解了地方政府债务风险的同时，基建投资增速也从2017年的14.9%断崖式下跌至2018年的1.8%。直至2019年下半年各种基建融资支持政策才逐步出台，但对地方政府债务的监管仍并未有明显放松。

图表3: 近年来基建相关政策经历了由紧到松的转变

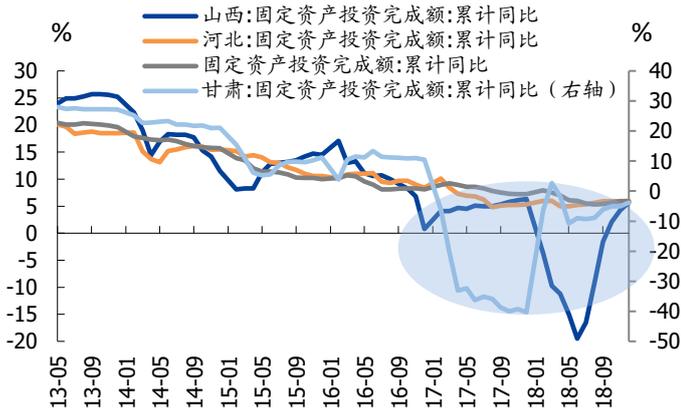
时间	来源	文件/会议	内容
2017/5/3	财政部	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	规范政府和社会资本合作 (PPP)。 <b>地方政府</b> 举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券方式，除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。
2017/7/14	-	第五次金融工作会议	要把 <b>国有企业</b> 降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量， <b>终身问责，倒查责任</b> 。
2018/3/7	财政部	财政部部长答记者问	针对地方债务问题，财政部将继续采取“开前门”和“堵后门”并举的措施，进一步规范和加强地方政府债务管理...将加大督查问责的力度，做到 <b>终身问责，倒查责任</b> 。
2018/3/30	财政部	《关于规范金融企业	<b>国有金融企业</b> 除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有

		对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。
2018/10/31	国务院办公厅	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	坚持既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落的原则，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用。
2018/12/26	-	中央经济工作会议	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模...加强人工智能、工业互联网、物联网等 <b>新型基础设施建设</b> ，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板
2018/12/29	人大常委会第七次会议	《提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》	授权国务院提前下达 <b>2019年</b> 地方政府新增一般债务限额 <b>5800亿元</b> 、 <b>新增专项债务限额8100亿元</b> ；授权国务院在 <b>2019年</b> 以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 <b>60%以内</b> ， <b>提前下达下一年度新增地方政府债务限额</b> （包括一般债务限额和专项债务限额）。
2019/6/10	国务院	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	<b>允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。</b>
2019/11/27	国务院	《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	一、进一步完善投资项目资本金制度 二、 <b>适当调整基础设施项目最低资本金比例</b> 。港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 <b>25%调整为20%</b> 。 三、鼓励依法依规筹措重大投资项目资本金。
2019/11/27	财政部	-	提前下达了 <b>2020年</b> 部分新增专项债务限额 <b>1万亿元</b> 。同时，要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作， <b>早发行、早使用，确保明年初即可使用见效</b> ，确保形成实物工作量。
2020/3/4	-	政治局常委会会议	要选好投资项目， <b>加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设</b> 。要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 <b>5G网络、数据中心等新型基础设施建设</b> 进度。
2020/4/17	-	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。 要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造， <b>加强传统基础设施和新型基础设施投资</b> ，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。

资料来源：国务院、财政部等，国盛证券研究所

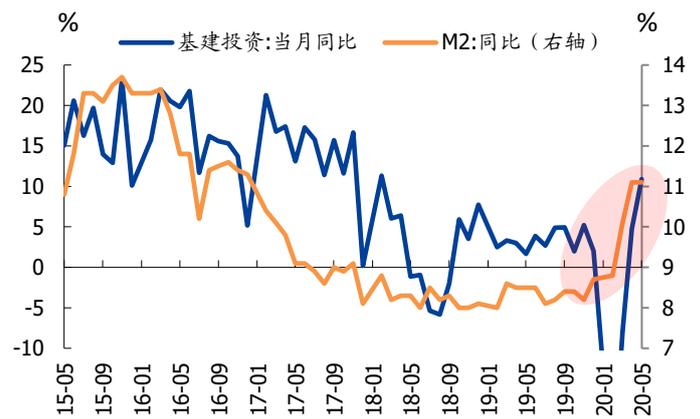
统计方法调整等因素是基建增速偏低的重要原因。2016年，中央审议通过了《关于深化统计管理体制提高统计数据真实性的意见》提出“要加快统计制度方法改革创新”，2017年统计局开始在河北、山西、甘肃等省试点，将固定资产统计方法从较为主观、易被粉饰高估的“形象进度法”转变为更加客观准确的“财务支出法”，并于2018年开始逐步推广。在未调整基数的情况下，这可能压低基建投资的增速。

图表4: 试点财务支出法的三个省份2017年后固投增速明显下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

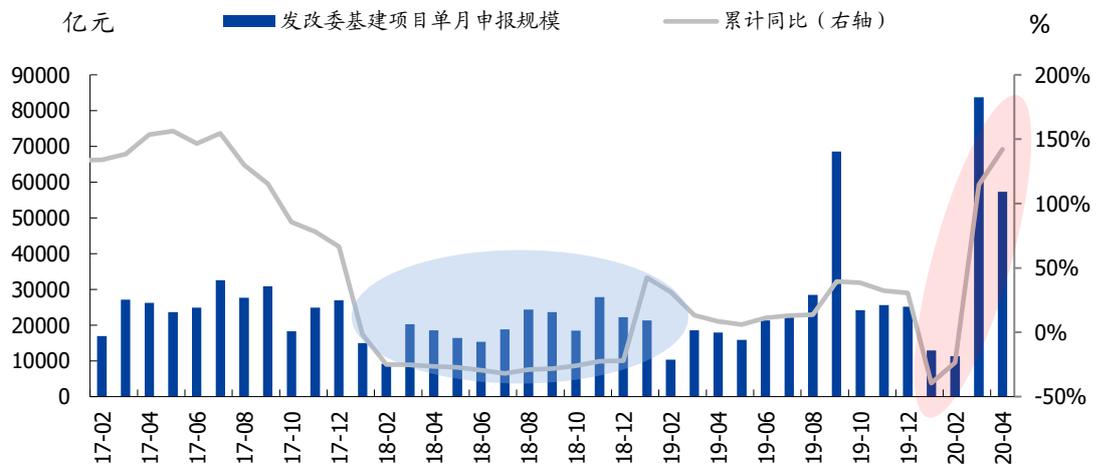
图表5: 融资环境好转将推动今年基建高增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

融资环境好转将推动今年基建高增。今年融资端明显改善,5月M2增速已达11.1%,央行行长易纲明确表示要“确保流动性合理充裕,保持广义货币M2和社会融资规模增速明显高于去年”,叠加专项债等政策发力,将有效缓解基建投资的融资约束,推动地方政府基建投资意愿回升,反映为1-4月地方政府基建项目申报规模增长超140%。虽然地方政府债务监管、统计方法等因素仍可能有负面影响,但预计基建投资仍将实现明显高增。实际上,5月单月的基建投资增速已经高达10.9%,是18年以来的次高增速。

图表6: 基建项目申报规模反映了地方政府基建投资意愿的高低



资料来源: 发改委, 国盛证券研究所预测

## 两大角度测算基建投资高增幅度

### 从资金来源看, 基建投资增速可能有11%-14%

基建投资的资金来源主要包括: 预算内资金、国内贷款、自筹资金(政府性基金、专项债、特别国债、城投债、PPP、非标融资、其他自筹资金)、外资、其他资金。

在具体测算前,应当明确的是,从基建资金来源预测基建投资增速的误差较大。首先,基建投融资之间存在巨大缺口。自2015年以来,基建投资完成额持续大于基建投资资

金来源，且二者间的缺口呈持续扩大的态势。2017年，融资与投资的缺口规模高达2.4万亿元，占当期基建投资规模的14%，这种缺口的规模甚至超过了同期基建投资的增量。而此后由于基建资金来源数据不再披露，缺口后续走势难以准确判断，也难以验证和调整基建资金来源的测算，对基建投资增速的预测造成了极大干扰，使得从基建资金来源预测基建投资增速的误差较大。

图表7: 基建投资完成额持续大于基建投资资金来源，且缺口不断扩大

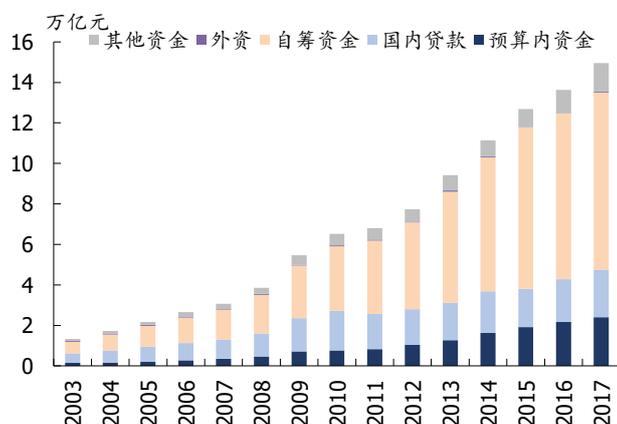


资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

基建的投融资缺口可能源于两方面：一方面可能是相对高估了投资。首先，如上所述，前期评估投资使用的“形象进度法”较主观，导致投资可能被粉饰高估。其次，根据统计局解释，固定资产投资包括城镇固定资产投资加上农村企事业组织项目投资，而城镇固定资产投资资金来源可能并不包含农村企事业组织投资。另一方面可能是低估了融资。基建建筑企业上游是钢铁、水泥等原材料供应商，一般采用现货现款的方式结算。下游多是具有政府背景的平台公司，一般是根据工程阶段进行分期付款。这就使得建筑企业往往具有较大规模的稳定的应收账款，相当于为基建项目提供的“垫资”，这些资金会随着物料的使用逐步计入投资，但并不计入资金来源，导致基建投资的资金来源被低估。

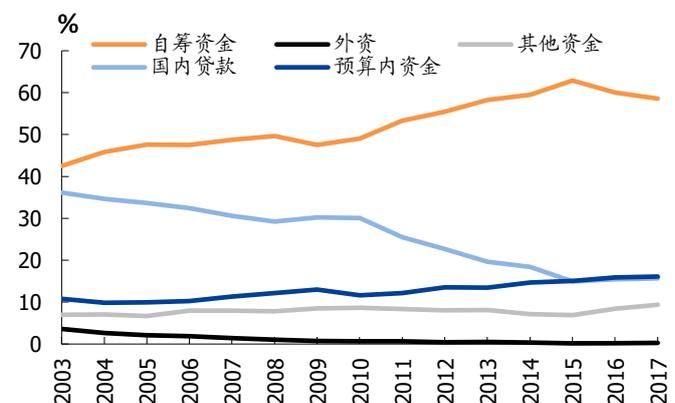
其次，基建资金来源多样，分别预测后汇总可能造成误差累积。基建资金来源可分为预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资、其他五大类。其中自筹资金占比60%左右，可细分为政府性基金（除专项债）、专项债、城投债、PPP、非标、其他债券、自有资金等。由于预测时需要逐个细项分别预测并最后汇总，必然会导致各细项的预测误差不断累积，降低了整体基建资金来源测算的准确性。

图表8: 基建投资资金来源: 自筹资金占比最高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 基建投资资金来源占比: 自筹资金占比呈提升态势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

因此，对基建资金来源测算的意义，可能更多在于定性判断基建投资变动的方向和大致幅度，并从融资端出发，结构性地分析基建投资的发力点。具体基建资金来源预测如下：

图表 10: 基建资金来源测算表 (亿元)

年份	预算内资金	国内贷款	自筹资金							其他自筹 (自有资金、产业 债等)	外资	其他资金	合计
			政府性基金(除专项债)	专项债&抗疫特别国债	城投债	PPP项目 社会资本金	非标	其他债券	其他				
2010	7579	19573	13923	-	2545	-	2807	1750	10931	400	5621	65130	
2011	8285	17323	16302	-	3172	-	3338	2450	10997	457	5656	67980	
2012	10453	17519	14859	-	8676	-	5716	2000	11611	326	6194	77353	
2013	12662	18502	20614	-	8381	-	9765	1900	14235	502	7622	94183	
2014	16331	20500	21030	-	15035	-	6732	2100	21323	414	7908	111373	
2015	19119	18973	17393	250	10280	-	3345	10163	38345	210	8777	126853	
2016	21663	21084	18566	1000	14624	-	5249	13143	29264	265	11439	136296	
2017	24082	23398	24531	2000	5003	2760	4203	5316	43774	460	14006	149533	
测算依据	财政支出 预算*基建 占比(假设 线性增长)	商业银行 和国开行 的基建贷 款增速	(中央本 级预算+预 计地方土 地收入)* 基建占比	新增专项 债*基建占 比+资本金 撬动+抗疫 国债	预计净融 资增速	新增执行阶 段投资*基 建占比*开 工率*社会 资本比例	预计非标 增速*基建 占比	近年平均 规模	2017年规 模	2010-2017 年以来平 均水平	2010-2017 年以来平 均增速	-	
2018	26509	24326	30248	3375	5783	4476	-2471	2897	43770	379	16807	156097	
2019	29382	25645	33903	5375	11369	4630	-1708	2242	43770	379	20168	175154	
2020	32400	30400	35100	33100	14800	4850	-1200	2500	43770	379	24202	220301	
环比增加	3018	4755	1197	27725	3431	220	508	258	0	0	4034	45146	
2019同比 增速	11%	5%	12%	59%	97%	3%	31%	-23%	0%	0%	20%	12%	
2020同比 增速	10%	19%	4%	516%	30%	5%	30%	12%	0%	0%	20%	26%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1. 预算内资金

根据《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》，2020 年全国一般公共预算支出 247850 亿元，增长 3.8%。回顾历史可发现，基建投资资金来源中的国家预算内资金占全国财政支出的比例在 2015 年后稳步上升，2017 年为 11.8%，我们预计 2018 年后该比例维持上升态势，2020 年升至 12.6% 左右。同时考虑到全国公共财政支出的实际值一般会大于预算值，取近 3 年均值 103.7%，则 2020 年实际公共财政支出预计为 257076 亿元，其中基建投资约为 32400 亿元，同比增长 10.2%。

图表 11: 预算内资金: 基建占比稳步提升



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\\_4129](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4129)

