



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年10月22日

宏观
专题

基建投资增速缘何低迷？

李 曼 宏观分析师

编号：S1500519090009

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

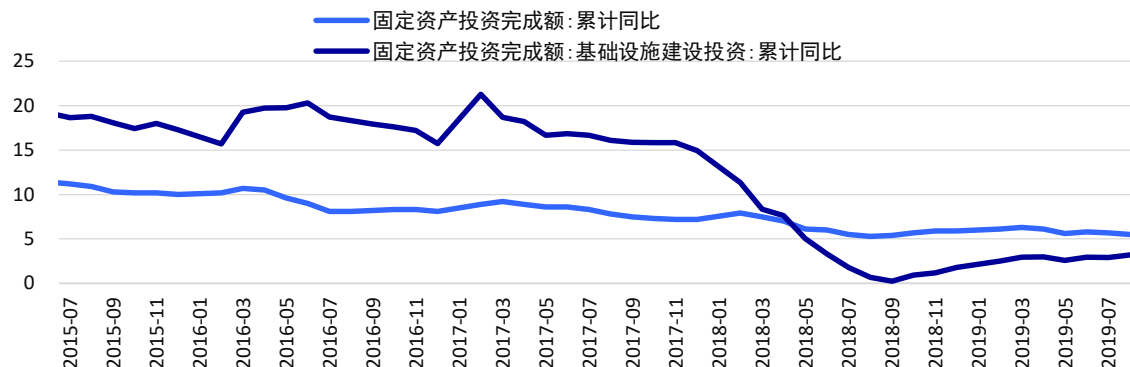
摘要

- 今年以来，外部环境复杂多变，国内经济下行压力加大，政策面多次强调通过稳基建手段来托底经济，但基建（广义）投资增速始终维持在2-3%的水平，改善程度非常有限。**本文通过探讨基建投资增速难见起色的原因，对未来基建投资增速作出展望。**
- 考虑到基建投资完成额和资金来源的高度一致性，我们从基建投资资金来源入手，探讨基建投资增速持续低迷的原因。将国家预算内资金和政府性基金视为财政资金，贷款、债券、信托、其他自筹资金以及PPP（社会资本）等视为社会资金部分，从政府和社会资金两方面进行分析。
- 我们发现，2019年基建投资增速始终低迷主要是受到社会资金收缩的影响。而进一步拆解社会资金，又主要是PPP项目持续整改、城投债融资规模改善较弱、非标融资渠道仍然趋紧这三方面的影响。
- **那么，未来基建投资增速能否进一步改善，以及能有多大幅度改善？我们从两个角度来回答。**
- 第一，从横向国际对比来看，我国的基础设施仍具建设空间。
- 第二，根据情景分析，乐观情形下，若提前下发专项债额度，或拉动2019年基建投资增速上升1.5至4个百分点。2020年，我们预计全年增速可能进一步回升至6-8%。

基建投资增速始终维持低位

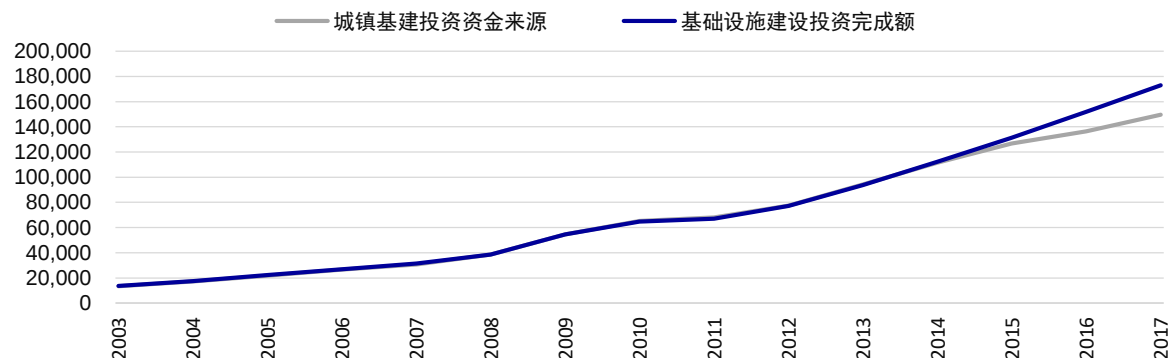
- 2018年，基建投资增速出现断崖式下滑，从二位数降至零。
- 2018年7月政治局会议提出六稳，其中就包括稳投资——“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”。之后政策层面对基建投资也一直维持了积极的态度，包括赤字率的提升，以及围绕专项债出台的一系列举措。
- 但是截至2019年9月，基建投资（广义）增速仅回升至3.4%，难言趋势改善。
- 考虑到基建投资完成额和资金来源的高度一致性，我们从基建投资资金来源入手，探讨基建投资增速持续低迷的原因。

基建投资增速始终难见起色（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

2016年以来，城镇基建投资资金来源与总基建投资额缺口扩大，但总体趋势一致（单位：亿元）

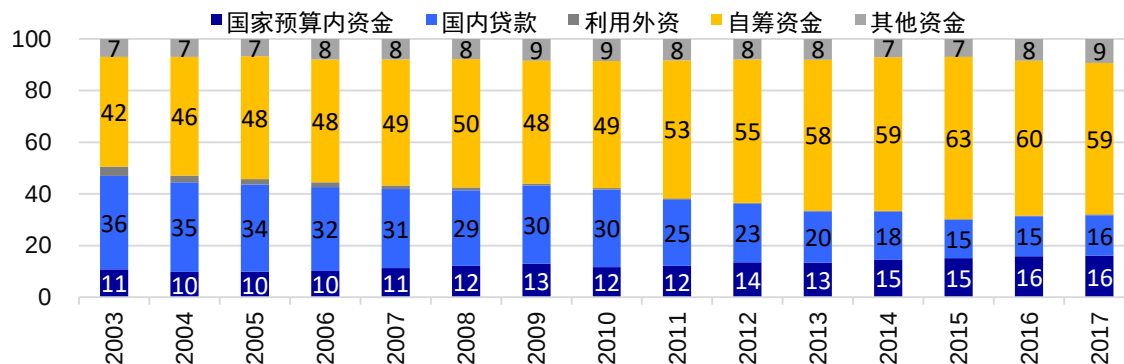


Source: 万得, 信达证券研发中心

基建资金来源拆分：社会资金收缩是基建增速低迷的主因？

- 基础设施建设投资资金主要由五个部分构成：国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金以及其他资金。其中国家预算内资金主要是指财政一般公共预算支出中对应基建的那部分；自筹资金则包括以债券、信托、其他非标形式筹集的资金以及政府性基金支出等。
- 将国家预算内资金和政府性基金视为财政资金，贷款、债券、信托、其他自筹资金以及PPP（社会资本）等视为社会资金部分，从政府和社会资金两方面分析基建资金来源情况。
- 经过粗略的计算，我们发现2019年基建投资增速始终低迷主要是受到社会资金收缩的影响。接下来我们对资金来源的细分项进行具体分析，并验证该结论。

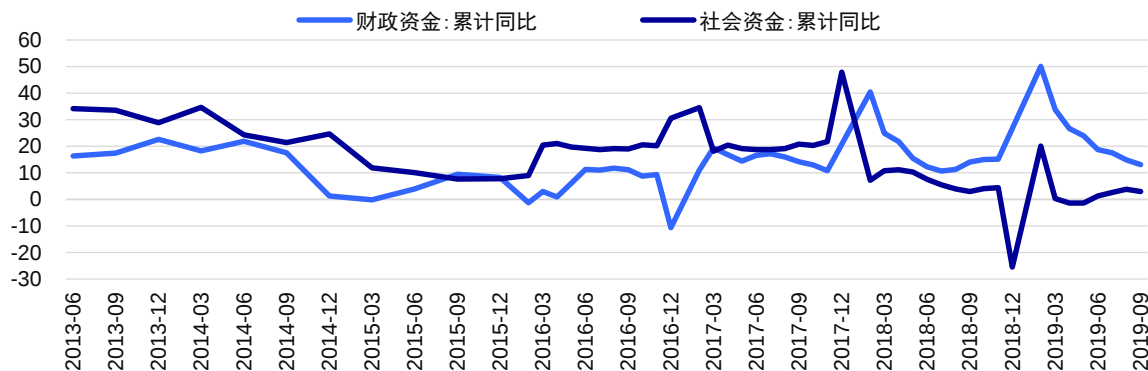
基础设施建设投资资金来源构成（单位：%）



注：基础设施建设主要由三个子行业构成：1）电力、热力、燃气及水的生产和供应业；2）交通运输、仓储和邮政业；3）水利、环境和公共设施管理业。

Source: 万得, 信达证券研发中心

2018年开始，社会资金增速慢于财政资金增速（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

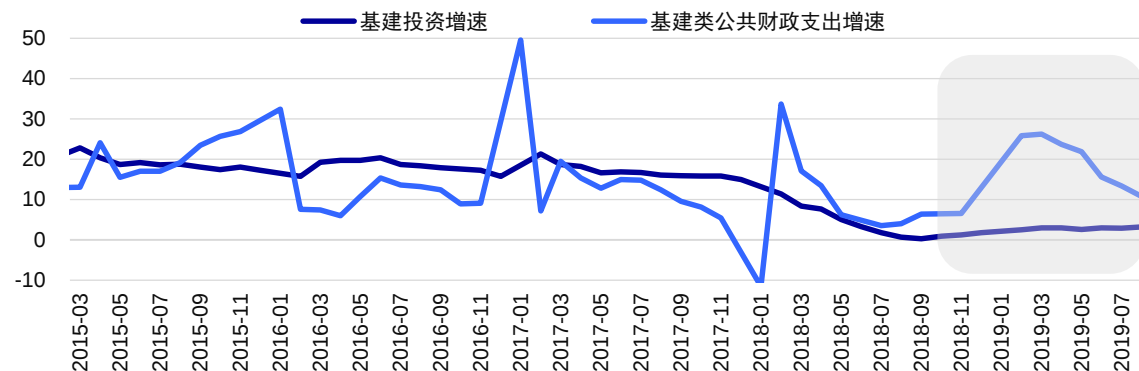
注：财政资金=基建类公共财政支出+基建类政府性基金支出；

社会资金=基建投资完成额-财政资金

财政资金——基建类财政支出力度明显加码

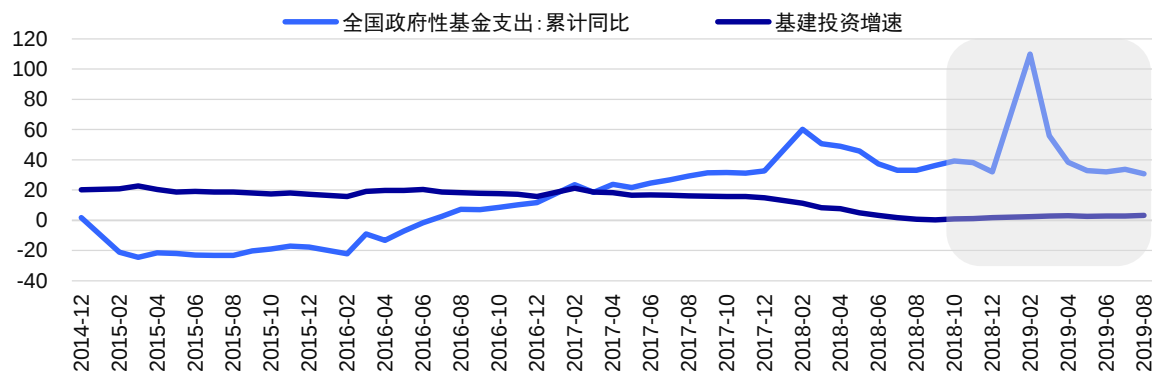
- 从公共财政支出和政府性基金支出的角度来看，财政对基建投资的支持力度明显加码：
- 2019年基建类财政支出（主要包括城乡社区、节能环保、农林水以及交通运输事务四类）增速较2018年明显加快；
- 政府性基金支出增速，从全年来看虽然呈回落趋势，但是整体增速维持在30%以上。

今年以来基建类财政支出维持较快增长（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

政府性基金支出呈回落趋势，但整体水平维持高位（单位：%）

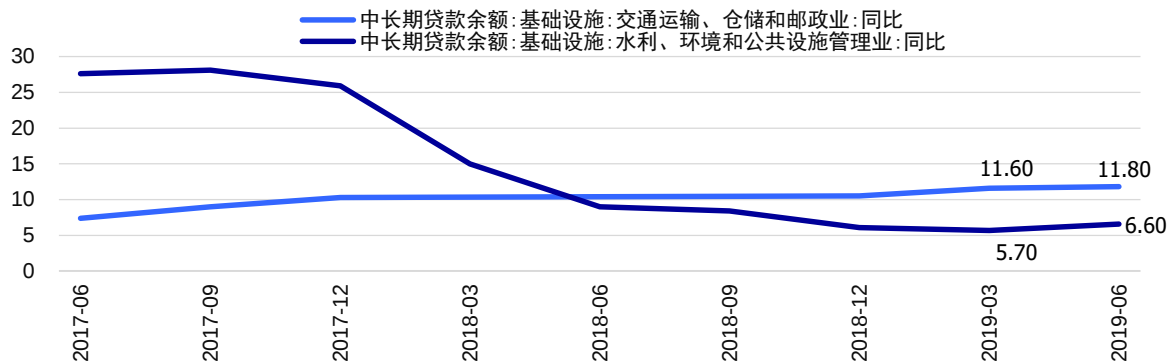


Source: 万得, 信达证券研发中心

社会资金——贷款增速增长幅度有限，PPP项目甚至有所收缩

- **贷款：**目前央行仅披露了交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业的贷款余额增速，2019年以来这两个行业增速较2018年均出现上升，但是幅度较小。电力、燃气及水的生产和供应业与这两个行业相比，贷款余额相对较小，且波动幅度不大。总体上，可以看出基建行业贷款增速上升幅度较为缓和。

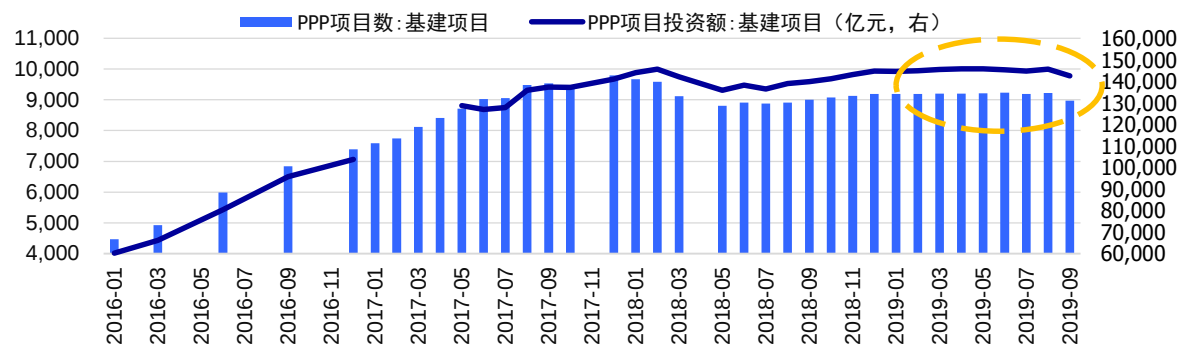
基建类贷款增速小幅上升（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

- **PPP：**自2017年11月10日92号文发布确定PPP清库操作，2018年成为PPP模式的规范之年和关键之年，大量项目整改、出库。2019年以来，“规范”发展仍是主旋律，截至三季度末，基建类PPP项目无论是数量还是投资额较2018年都出现进一步收缩。

基建类PPP项目甚至有所收缩



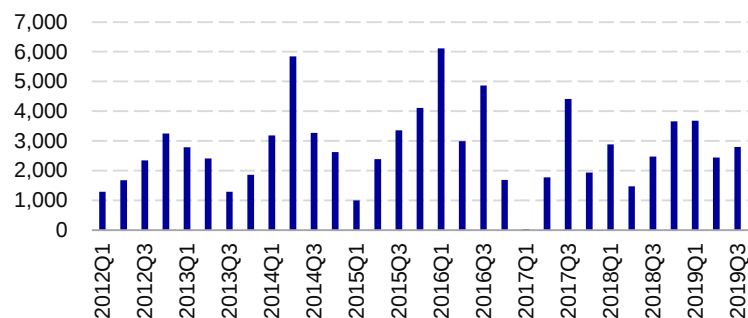
Source: 万得, 信达证券研发中心

注：基建类主要包括交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、片区开发、政府基础设施等领域。

社会资金——低基数下城投债净融资额回升明显，但是整体额度仍不高

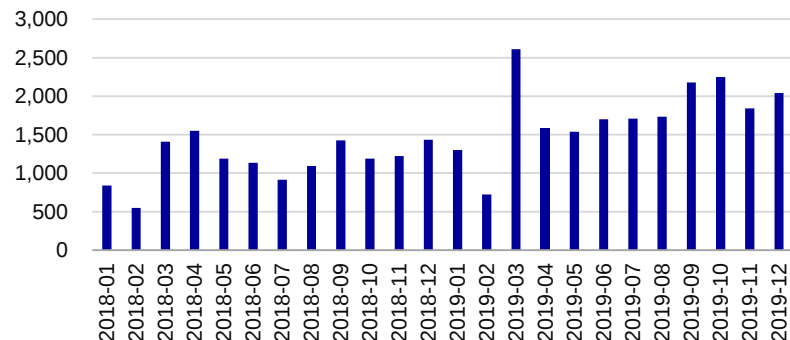
- 2017、2018年受严格规范发行等各类政策影响，城投债净融资额大幅萎缩。而随着政策面的边际放松，2019年城投债利率先上后下，净融资额在2018年的低基数背景下回升较为明显，但是整体额度仍偏低，截至3季度末，净融资总额为8910亿。主要有三点原因：
- **第一**，今年城投债到期规模较大；**第二**，5月金融机构风险事件和非银结构化产品造成的流动性冲击，中低评级城投债发行受到影响；**第三**，虽然监管层面有所放松，但是厘清城投平台和地方政府职能角色的方向不改，城投平台融资功能仍受限制。

城投债净融资规模仍不高（单位：亿元）



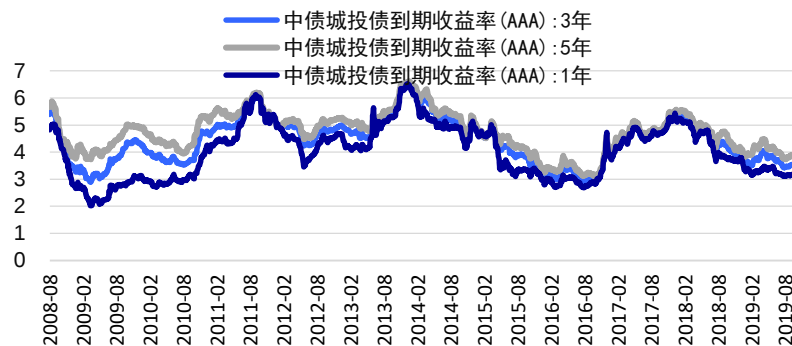
Source: 万得, 信达证券研发中心

城投债到期规模较大（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

城投债利率大幅下行（单位：%）

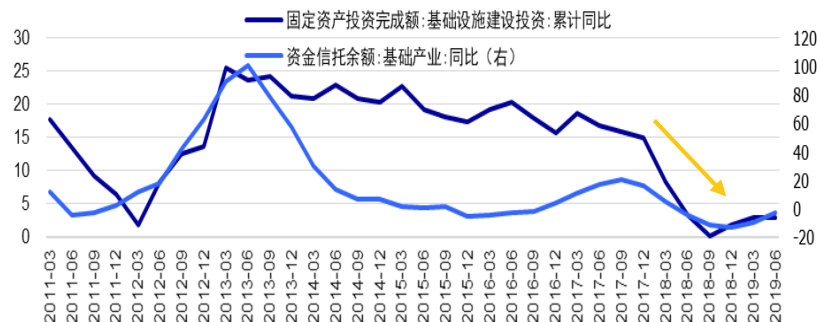


Source: 万得, 信达证券研发中心

社会资金——非标融资为最大的拖累项

- 非标渠道，是城投平台最主要的融资方式之一。2018年金融去杠杆导致非标融资规模大幅收缩，受此影响，流向基建领域的非标融资规模也明显下滑。
- 2019年以来，虽然基础产业的新增信托项目金额小幅回升，但仍位于历史较低水平，基础产业信托资金余额累计增速仍在负区间。这也是今年基建投资增速始终低迷的主要原因之一。

信托融资对基建投资增速的拖累非常明显（单位：%）

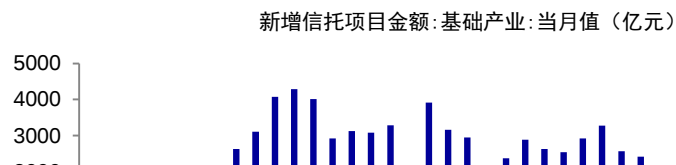


Source: 万得, 信达证券研发中心

非标融资持续收缩（单位：亿元）



投向基建的信托项目金额小幅回升，但仍位于历史较低水平



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_9462

