



# 张斌：基建内容的变化与 投融资转型



文 | 张斌

从统计局口径来看，过去这些年基建规模大概在 17 万亿-18 万亿之间。统计局口径分成三类，第一类是交通运输、仓储邮政，其中，“铁公机”约 6-7 万亿；第二类是电力、燃气及水的生产和供应，约 2-3 万亿；第三类是水利、环境和公共设施管理业，主要是公共设施管理业，约 8-9 万亿。以上是统计局的口径。现在还有新基建概念，新基建七大领域，其实大部分还是可以放在老基建统计口径里，有些可能不包含在内。从过去数据看，17-18 万亿的基建盘子中大概 14-15 万亿集中在政府及政府所属公司，有 2-3 万亿是民间资本。

统计局口径下基建的这三部分结构在过去十几年中发生很大的变化。大的变化方向是电力、燃气占比下降，增长比较有限，交通运输仓储类占比也在下降。基建占比上升比较快的是城市公共设施管理业。疫情暴发以后又发生变化，公共设施管理业增长很慢。但是如果放在过去十年来看，市政公共设施水利环境部分占比提高比较快。这是结构方面的变化。

## 基建投资

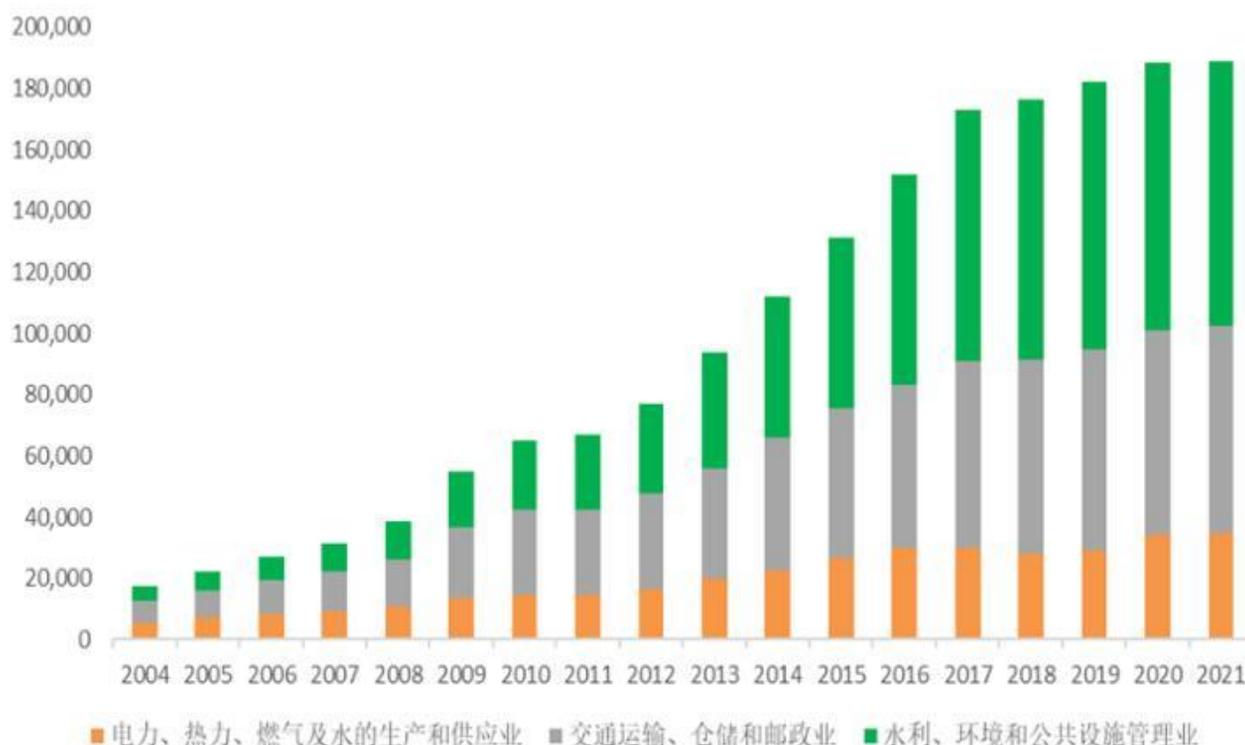


图 1：基建投资结构变化（2004-2021）

从总体规模来看，2018 年是一个节点。之前，基建保持 15%-20% 的增速，2018 年之后则有一个断崖式的下降，特别是疫情这一两年位于零增长附近。变化背后的原因，我认为是多方面的。一方面，基建结构变化可能跟产业结构、需求结构变化有关，国企很多基建比如电力、交通运输，跟快速工业化能够形成对应，但自从中国高速工业化、制造业发展步伐放缓，开始向服务业转型之后，基建的需求可能更多地向城市的公共设施、水利环境方面转换。另一方面，基建特别是疫情这一两年城市公共设施的建设大幅度放缓，整体与地方政府债务的治理、融资渠道，地方政府积极性下降和疫情管控措施有一定的关系。

关于基建发挥的作用，在学术界是非常热点的研究话题，特别是对中国高铁、高速公路的研究。这类研究不是评价项目本身的收益，而是评价有了这些项目之后，人员、物流的交通成本下降，对当地经济正面的溢出效应，包括对出口的推动、对人口流动的推动，也包括产业结构的变化、集聚经济的影响等等，这方面有非常多的研究。总的来说，普遍结论是比较支持这些交通基础设施对经济增长的正面作用。目前基建中增长比较多的是城市公共设施，但是学术界关于这部分的研究还非常少，可能是因为数据不太好获取，并且理论上怎么考虑这一问题也有待商榷。这些项目更偏重公益和准公益性质，评估时更侧重外溢效应，包括带来的规模效应，这部分影响不容易评估。无论如何，从生活当中也可以看到，这些城市公路设施（主要是城市道路、桥梁、排水、防洪、照明，包括地下管道）、水利环境的保护，都是我们城市生活必不可少的部分。

基建发挥的作用，除了项目本身的收益和外溢效应之外，还有一个我们平常不大关注，但其实也是非常重要的作用：过去十几年间，基建投资是信贷创造非常重要的支撑，同时也是稳定宏观经济非常重要的手段。基建投资不仅支撑了全社会信贷增长和经济景气程度，也支撑了地方的经济和社会稳定。从增量来看，政府债务+平台债务近年占全部债务增量的接近一半，而在10年前仅占1/4，意味着全社会的信贷增长背后，平台债务的增长是非常重要的组成部分，而平台债务中大部分是在做基建。

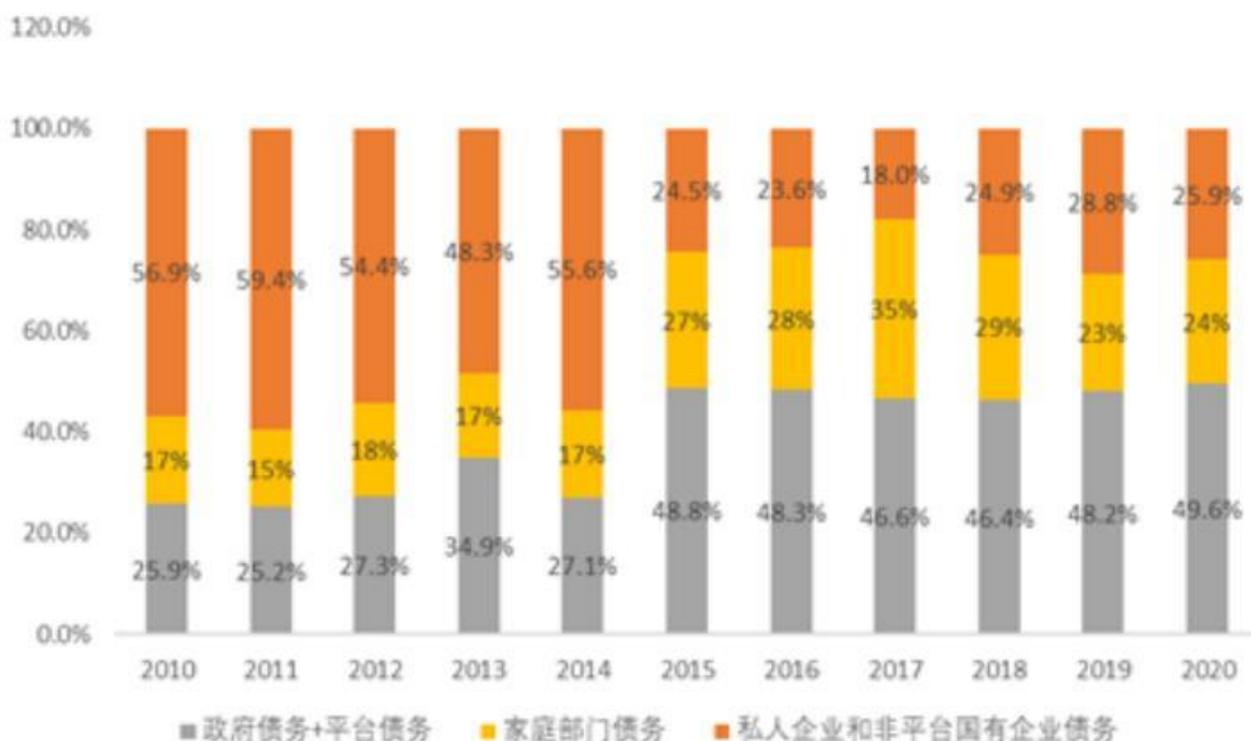


图 2: 政府、企业和居民在新增债务中的占比 (2010-2020)

很多人对此提出争议，认为债务增长来自于基建投资，带来了很多风险和问题，也包括对民营投资的挤出效应。当基建投资增速上升后，是不是真的挤压了民营投资呢？从数据来看，二者是高度正相关的。当基建投资增速上升时，随后往往伴随着民营固定资产投资增速的上升。同时能够看到，剔除价格影响之后的不变价基建投资上升了之后，贷款利率并没有上升。

放在工业化高峰期过去之后的大背景下，看看其他国家在类似发展阶段的情况。在生产率提升的高峰期和企业投资回报的高峰期过去之后，这一阶段都会面临一个普遍的现象，就是市场内生的信贷需求下降。这种信贷需求的下降会进一步带来全社会购买力增长速度下降，继而带来需求不

足和经济低迷的挑战。对比 20 世纪七八十年代的德国、法国、日本，韩国的 90 年代以后，再对比看中国，也可以发现一个共同的现象：当经济经历从制造到服务的转型期之后，企业部门债务增长大幅度放缓。日本、德国、法国、韩国在类似阶段企业债务/GDP 上升的倍数非常小，家庭部门的债务增长稍微快一点，而支撑信贷增长、债务增长的最主要的部分是政府部门。从 1970 年到 1990 年，日本政府债务占 GDP 的比重上升 5.6 倍，这些债务上升用于何处？里面主要是两个大项，一是基建，另一个跟社会保障支出有关的部分。

再看中国的情况，中国用最广义的口径，把国债、地方政府普通债、专项债，平台隐性债务囊括进来之后，从 2012-2021 年中国的政府债务比 GDP 上升了大概 3 倍。从类似阶段国际比较来看，一方面可以看到一个共性的趋势：市场的信贷需求、市场的债务扩张下降，尤其是企业债务扩张下降，而政府补上了这个缺口。从政府债务比 GDP 上涨的速度来看，中国也并没有做的特别突出，即使用最广义的政府隐性债务来看也是这样的。从现实当中也可以看到，基建投资伴生的信贷增长是很多地区维护现金流非常重要的支撑。这是基建维持宏观稳定的作用，支持全社会信贷增长、支持需求增长的作用。

基建中存在的问题分别从融资环节、投资环节两个方面来探讨。

从融资环节来看，债务、杠杆、金融乱象都和基建融资问题紧密相关，至今也没有彻底解决。如前所述，基建内容发生了很大的变化。过去做“铁

“公机”还有些盈利，但是要做城市公共设施盈利性就更差，做地下网管、城市道路、城市桥梁、城市照明、城市绿化、景区这些收益都非常有限。一方面项目越来越不赚钱但是社会有需要，与此同时用的又不是公共财政最便宜的钱，而是用商业金融机构那些高利息的钱，用高成本、短周期的钱。用银行贷款，后来还在用影子银行贷款，影子银行贷款利率高达10%-15%。这么快的债务增长，再加上利息很高，债务攀升速度自然很快。

在融资环节还有一个突出的问题是，很多地方政府确实存在预算软约束，很多项目也没想着真正还钱，这也导致了地方政府过度举债。

以上所述的两点，一是借贵的钱做收益少的项目，另一个是预算软约束，这两个放在一起，就是金融乱象、杠杆率的快速攀升、系统性金融风险各种担忧的根源。一定要看到，并不是说不该做基建，也并不是说当经济下行的时候不需要刺激经济，而是所采用的方式方法有问题。政府做的事情要商业金融机构出钱，这本质上就有很大的问题。

现在中央政府预算内的基建资金只有一万多亿，政府做的十四五万亿基建里面有一半是没有太多收益的。过去这些年，政府通过债务置换、专

**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\\_42711](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42711)

