

基建投资资金来源剖析及增速预测

——宏观预测专题报告二

宏观专题报告

2019年05月23日

报告摘要:

日前,湖南、青海、浙江等多地发布最新一批重大建设项目清单,总投资规模高达数万亿元。5月份以来,海南、江西、重庆等地还陆续集中开工一批重大项目。2019年度中国基建投资增速到底如何?资金是否充足?

● 融资是基建投资增速的决定性因素

基建融资与基建投资基本一致,可以通过基础设施建设资金来源来预测基建投资增速。

● 基建投资对经济增长的影响

基建投资是政府稳增长的重要抓手,但是传统基建投资无助于推动经济转型升级,不利于巩固近几年中国的供给侧改革成果,中美贸易摩擦升级或不会通过加大传统基建投资对冲。

● 基建投资资金来源的制约因素

基建投资资金来源分为五大部分:国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。从占比来看,广义财政成是基建投资资金的主要来源。

截至2019年4月,地方政府显性债务余额合计19.68万亿。地方政府隐性债务余额约34.11万亿。其中,融资平台贷款约为13.9万亿,信托贷款约2.76万亿,委托贷款约4.21万亿,融资租赁约2.74万亿,BT等模式约2.40万亿。地方政府债务风险加大及相关监管对城投企业融资和PPP融资具有一定制约。《政府投资条例》实施后,通过BT等模式形成的隐性政府债务或将大幅缩减。

土地出让收入决定了政府性基金对基建的支持力度。金融去杠杆使得城投债净融资额下降,信托贷款和委托贷款下跌。若税收收入因经济下行压力进一步降低,政府或将面临缩减基建预算支出或扩大赤字率的权衡。

● 基建投资增速预测

在中性、乐观、悲观三种情景下,2019年度基建投资同比增速分别为7.5%、9.8%和5.5%。

● 2019年基建投资增速或呈倒U型

截至2019年4月,公共财政支出累计同比增速达到15.2%,远高于年度预算的8.7%。社融存量同比增长10.4%,较去年底高出0.6个百分点。随着公共财政支出和社融增速下行,资金相对不足使得基建投资增长承压,2019年度累计同比增速或呈倒U型,在三季度达到峰值后逐渐下行。

● 风险提示:

地方政府债务监管加强,土地市场发展超预期或不及预期,非标融资发展不及预期,积极财政政策超预期。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127730

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

相关研究

1、通货膨胀的季节调整与预测模型——

宏观预测专题报告一 20190408

目录

一、融资是基建投资增速的决定性因素	3
(一) 基础设施投资的特点与分类.....	3
(二) 基建融资与基建投资基本一致.....	4
二、基建投资对经济增长的影响	5
(一) 基建投资是政府稳增长的重要抓手.....	5
(二) 传统基建投资无助于推动经济转型升级.....	5
(三) 中美贸易摩擦升级或不会通过加大传统基建投资对冲.....	5
三、基建投资资金来源的制约因素	6
(一) 基建投资资金主要来自广义财政.....	6
(二) 地方政府债务对资金来源的制约.....	6
(三) 土地出让收入决定了政府性基金对基建的支持力度.....	8
(四) 金融去杠杆对城投平台融资的制约.....	9
(五) 减税降费与赤字率对一般公共预算的制约.....	9
四、基建投资增速预测	9
(一) 预算内资金.....	10
(二) 国内贷款.....	11
(三) 利用外资与其他资金.....	11
(四) 自筹资金.....	12
(五) 中性情况下基建投资预计增长 7.5%.....	15
五、2019 年基建投资增速或呈倒 U 型	16
风险提示	17
附表：固定资产投资综合定报表式	18

日前，湖南、青海、浙江等多地发布最新一批重大建设项目清单，总投资规模高达数万亿元。5月份以来，海南、江西、重庆等地还陆续集中开工一批重大项目。2019年度中国基建投资增速到底如何？资金是否充足？

我们认为：融资是基建投资增速的决定性因素。基建融资与基建投资基本一致，可以通过基础设施建设资金来源来预测基建投资增速。

基建投资是政府稳增长的重要抓手，但是传统基建投资无助于推动经济转型升级，不利于巩固近几年中国的供给侧改革成果，中美贸易摩擦升级或不会通过加大传统基建投资对冲。

基建投资资金来源分为五大部分：国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。从占比来看，广义财政成是基建投资资金的主要来源。

截至2019年4月，地方政府显性债务余额合计19.68万亿，地方政府隐性债务余额约34.11万亿。地方政府债务风险加大及相关监管对城投企业融资和PPP融资具有一定制约。《政府投资条例》实施后，通过BT等模式形成的隐性政府债务或将大幅缩减。土地出让收入决定了政府性基金对基建的支持力度。金融去杠杆使得城投债净融资额下降，信托贷款和委托贷款下跌。若税收收入因经济下行压力进一步降低，政府或将面临缩减基建预算支出或扩大赤字率的权衡。

在中性、乐观、悲观三种情景下，2019年度基建投资同比增速分别为7.5%、9.8%和5.5%。截至2019年4月，公共财政支出累计同比增速达到15.2%，远高于年度预算的8.7%。社融存量同比增长10.4%，较去年底高出0.6个百分点。随着公共财政支出和社融增速下行，资金相对不足使得基建投资增长承压，2019年度累计同比增速或呈倒U型，在三季度达到峰值后逐渐下行。

一、融资是基建投资增速的决定性因素

（一）基础设施投资的特点与分类

基础设施是指那些对产出水平或生产效率有直接或间接的提高作用的经济项目，为整个生产过程提供共同生产条件。根据世界银行1994年的一份报告《为发展提供基础设施》，根据服务对象的不同，基础设施可以分为社会基础设施和经济基础设施两大类，其中社会基础设施直接服务于人本身，比如医疗、护理、教育、休闲，还有监狱等行政类基础设施。经济类基础设施主要服务于特定区域内的工商企业。

根据投向行业的不同，设施可以分为传统基础设施和新型基础设施。传统基础设施主要包括交通、机场、港口、桥梁、通讯、水利及城市供排水、供气等。相关行业主要包括：（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。新型基础设施包括5G、人工智能、工业互联网、物联网等。

基础设施建设具有三大特点：（1）先行性和基础性。基础设施所提供的公共服务是所有的商品与服务的生产所必不可少的，若缺少这些公共服务，其他商品与服务（主要指直接生产

经营活动) 便难以生产或提供; (2) 重资本。基础设施, 特别是大型基础设施, 大多属于资本密集型行业, 需要大量资本投入; (3) 长周期。建设周期比较长, 投资后形成生产能力和回收投资的时间往往需要许多年。

基础设施项目的提供方式可以分为三大类: (1) 公共机构主导模式(地方政府发行债券或地方政府融资平台代替政府融资); (2) 公共机构和商业机构合作的模式, 即 PPP 模式, 指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率, 通过特许经营、股权合作等方式, 与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。项目的具体运作方式主要包括委托运营、管理合同、建设-运营-移交、建设-拥有-运营、转让-运营-移交和改建-运营-移交等。(3) 商业机构主导模式, 提供服务的责任也随之转移给私营部门服务提供方。

(二) 基建融资与基建投资基本一致

根据中国的固定资产投资统计报表制度, 500 万元及以上投资项目的法人或单位需要每月上报固定资产投资完成情况、到位资金与应付款情况。

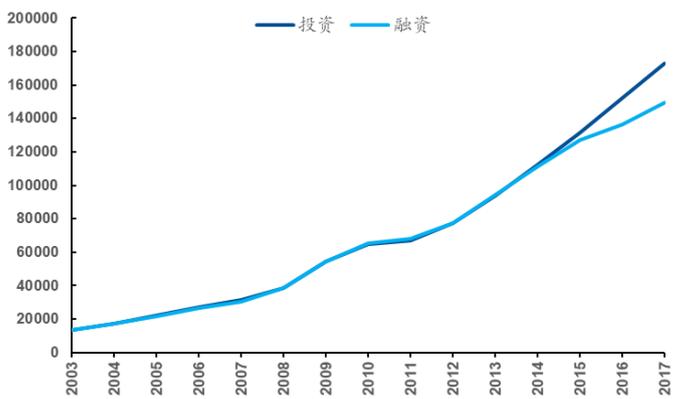
完成投资额是以货币表示的工作量指标, 包括实际完成的建筑安装工程价值, 设备、工具、器具的购置费, 以及实际发生的其他费用。没用到工程实体的建筑材料、工程预付款和尚未进行安装的需要安装的设备等, 不能计入投资完成额。

本年实际到位资金指在报告期收到的, 用于固定资产投资的各种货币资金。包括国家预算资金、国内贷款、债券、利用外资、自筹资金和其他资金。

各项应付款指本年项目建设和购置中应付未付的投资款。包括应付工程款、应付器材款、应付工资、应付有偿调入器材及工程款、其他应付款、应交税金、应交基建收入、应交投资包干结余、应交能源交通建设基金、应交预算调节基金及其他应交款。

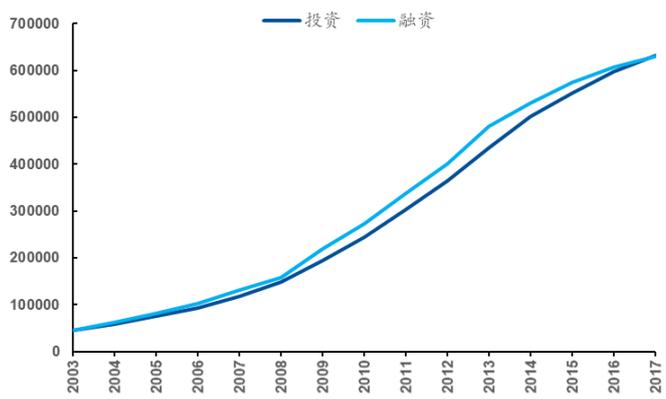
因而, 在没有拖欠应付款的情况下, 固定资产投资完成额与实际到位资金应当相等。2015 年之前, 基础设施建设投融资金额基本一致。然而, 自 2015 年开始, 投资完成额明显高于资金来源总额, 或是由于建筑企业通过 BT 模式垫资增加。由于 2018 年开始, 固定资产投资资金来源不再公布, 我们假设 2018 年投融资差异比例保持不变。因而, 可以通过基础设施建设资金来源来预测基建投资增速。

图 1: 基础设施建设投融资(亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 城镇固定资产投资投融资(亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、基建投资对经济增长的影响

(一) 基建投资是政府稳增长的重要抓手

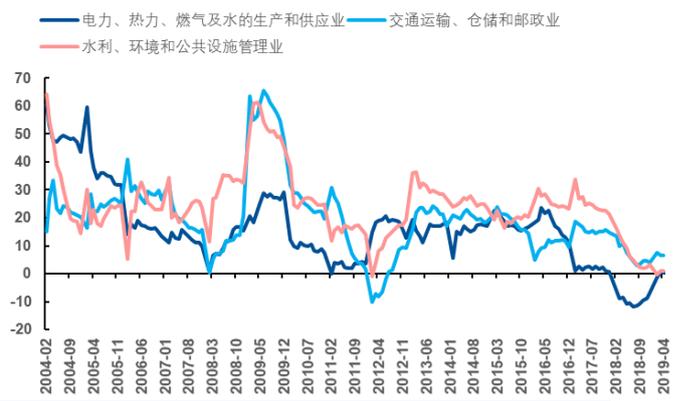
基建投资是政府稳增长的重要抓手之一。由于基建投资的大部分资金来源于广义财政，当经济面临下行压力时，政府就会增加财政支出，扩大基建投资稳定经济增长。基础设施投资不仅可以通过需求拉动的乘数效应与资本积累效应直接影响经济增长，还是具有外部性的准公共物品，能间接对经济增长产生长期影响¹。

图 3：基建投资是稳增长的抓手 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：传统基建三大行业投资累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 传统基建投资无助于推动经济转型升级

中国社会科学院发布的《工业化蓝皮书：中国工业化进程报告（1995-2015）》显示，中国 2015 年即已步入工业化后期后半阶段。虽然城市化对传统基础设施依然存在一定需求，但投资的边际收益递减，无助于推动经济转型升级，同时还会带来一定的债务和金融风险。2018 年中国基建投资增速下行，既有去杠杆对资金来源的制约。但电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速明显低于其他行业，也表明需求已经越过峰值。因此，中央经济工作会议把 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设列为 2019 年经济建设的重点任务之一，以推进数字经济发展，改善投资结构，为推动供给侧结构性改革创造新动能。《2019 年政府工作报告》在促进投资方面，相对于 2018 年，也仅仅是增加了 680 亿元铁路投资。

(三) 中美贸易摩擦升级或不会通过加大传统基建投资对冲

2019 年 5 月，随着中美两国彼此加征关税，中美贸易摩擦升级，中国经济下行压力加大，通过加大传统基建投资对冲经济下行压力的呼声也随之高涨。虽然传统基建在短期内仍然能够起到一定扩大内需作用，但也可能加剧产能过剩，不利于巩固近几年中国的供给侧改革成果，也与加力提效的积极财政政策有所不符。而扩大减税降费、促进财富分配平等化却有助于推动居民收入水平提升和消费增长，培育经济的内生动能。因而，中美贸易摩擦升级或不会通过加大传统基建投资对冲。

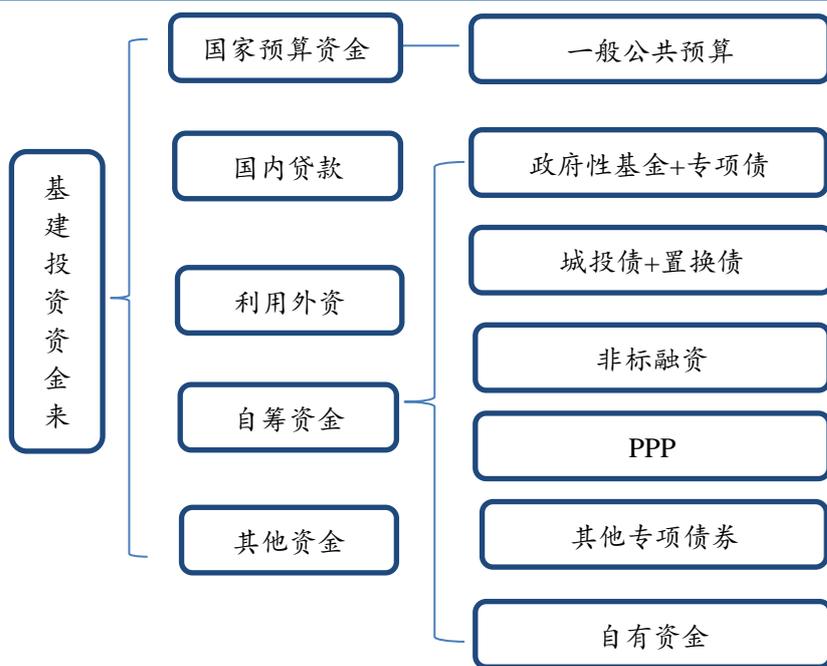
¹ 李平,王春晖,于国才.基础设施与经济发展的文献综述[J].世界经济,2011,34(05):93-116.

三、基建投资资金来源的制约因素

(一) 基建投资资金主要来自广义财政

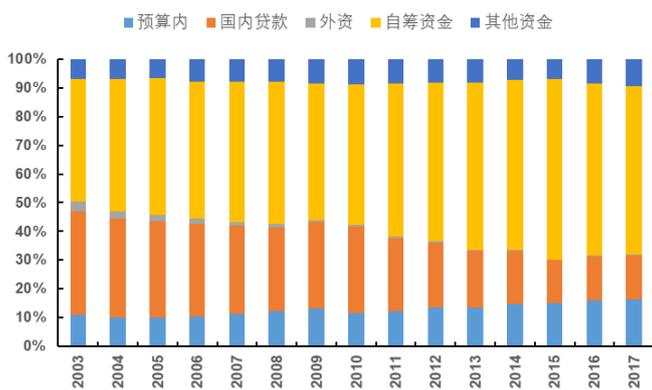
基建投资资金来源分为五大部分：国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。2015 年以来，分布结构变化幅度不大。2017 年五项占比分别为 16.1%、15.7%、58.6%、0.3%和 9.4%左右。从占比来看，广义财政成是基建投资资金的主要来源。

图 5：基础设施建设的资金来源



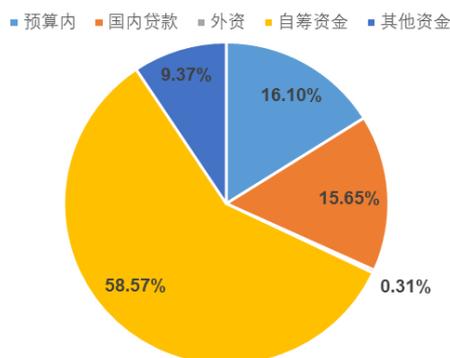
资料来源：民生证券研究院整理

图 6：历年基础设施建设资金来源占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2017 年基建资金来源占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

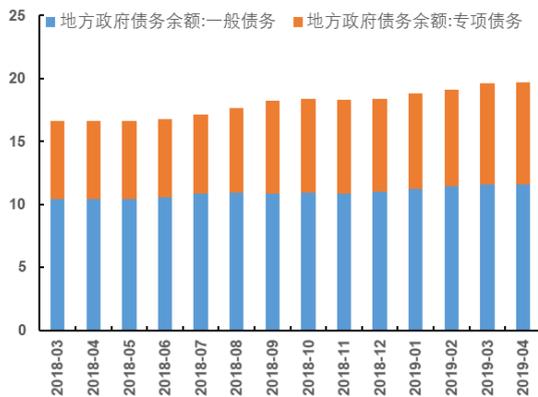
(二) 地方政府债务对资金来源的制约

1、地方政府债务风险上升

地方政府债务可以分为显性债务和隐性债务。截至 2019 年 4 月，地方政府显性债务余额

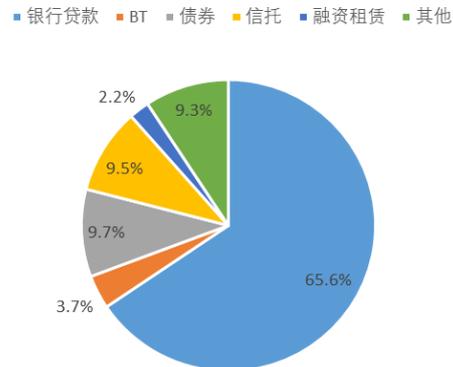
合计 19.68 万亿，其中，一般债务 11.57 万亿，专项债务 8.11 万亿。根据债务形式划分，其中政府债券 19.36 万亿，非政府债券形式存量政府债务 3151 亿。

图 8：地方政府显性债务构成（万亿）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2013 年 6 月地方政府隐性债务构成来源占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

地方政府隐性债务可以从资金来源的角度进行测算。根据《全国政府债务审计结果》，从债务资金来源看，政府或有债务的主要来源有银行贷款、BT、债券、信托融资、融资租赁等。截至 2017 年末融资平台存量债务以银行贷款为主，委托贷款、信托贷款、债券次之²。

2008 年末融资平台贷款余额仅为 1.7 万亿，2009 年末窜升至 7.38 万亿，2010 年末达到 9.09 万亿。到 2013 年 6 月末，平台贷款余额 9.7 万亿元，同比增速为 6.2%，低于各项贷款平均增速 9 个百分点。假设地方融资平台贷款增速维持 6.2% 的年均增速，则到 2019 年 4 月末，融资平台贷款约为 13.9 万亿。

债券方面以城投债为主。根据中债标准，截至 2019 年 4 月末，城投债余额为 8.1 万亿。

资金信托投向基础行业的金额占信托贷款余额的比例自 2013 年起不断下降，到 2018 年末仅为 2.76 万亿，占比已经降至 14.59%。假设 2019 年 4 月资金信托投向基础行业的金额不变，则信托贷款为隐性债务贡献大约 2.76 万亿，约占信托贷款余额的 35%。

委托贷款投向融资平台或基建的尚无公开数据，但有新闻报道委托贷款成为地方融资平台资金暗渠。我们假设委托贷款投向地方融资平台的占比为 35%，2019 年 4 月委托贷款 12.03 万亿，则委托贷款为隐性债务贡献大约 4.21 万亿。

融资租赁方面，根据《2018 年中国融资租赁业发展报告》，截至 2018 年底，全国融资租赁租赁合同余额为 6.65 万亿元，同比增长 9.38%；投向方面，交通运输设备 17%，基础设施及不动产 16%，建筑工程设备 7%，基建合计约 40%。因而，假设 2019 年融资租赁增速为 9%，则 2019 年 4 月底合同余额为 6.85 万亿元，为隐性债务贡献约 2.74 万亿。

2017 年度基建资金来源占投资完成额的 86.4%，我们假设 2018 年基建投资完成额的 13.6% 是仍通过 BT 等模式完成的，2019 年 4 月与 2018 年底该部分隐性债务金额不变，则 2019 年 4 月 BT 等模式为隐性债务贡献约 2.40 万亿。

² 闫衍. 地方政府隐性债务风险与融资平台转型[J]. 金融市场研究, 2018(05):1-14.

综合以上六项，2018 年末全国地方政府的隐性债务余额大约为 34.11 万亿，加上 19.68 万亿的显性债务，合计共有 53.79 万亿的债务余额，占 2018 年度 GDP 的 59.8%，较 2013 年 6 月末大幅增加，地方政府债务风险上升。

2、地方政府债务对资金来源的影响

地方政府债务对城投企业融资有一定影响。平台公司债务成为政府隐性债务的主要组成部分。为了防范化解地方政府债务风险，2014 年 10 月 2 日，国务院印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，规定对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。地方政府债务置换可以有效降低平台公司债务负担，提升平台公司债务融资能力。截至 2019 年 4 月，非政府债券形式存量政府债务仅剩 3151 亿，城投公司债务腾挪空间有限，制约了其发债能力。另一方面，由于地方债务违约风险提升，商业银行贷款时更加谨慎。过高的负债率使得城投公司贷款融资能力下降。

地方政府债务限制了 PPP 的野蛮生长。得益于国家的大力推广，PPP 逐渐成为基建的重要资金来源。但是，部分地方政府受到资金约束，通过承诺回购社会资本方的投资本金、承担社会资本方的投资本金损失、向社会资本方承诺最低收益、对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款举债等方式进行变相融资，形成约定以财政资金偿还的地方政府隐性债务。因而，财政部和发改委的 PPP 项目库都进行大范围清理，不规范的 PPP 项目被清退出库。仅财政部 PPP 项目管理库 2018 年清退 2557 个项目，涉及投资额 3 万亿元。2019 年 3 月财政部又公布了《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，通过明确合法合规 PPP 项目的正负面清单，来为防止地方政府假借 PPP 名义举债融资，避免增加地方政府隐性债务。

2019 年 5 月 5 日，国务院发布《政府投资条例》，提出自 2019 年 7 月 1 日起政府投资项目不得由施工单位垫资建设。通过 BT 等模式形成的隐性政府债务或将大幅缩减。

(三) 土地出让收入决定了政府性基金对基建的支持力度

图 10: 土地出让收入决定地方政府性基金收入 (%)



图 11: 土地出让收入与对应支出增速接近 (%)



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_12394

