

撬动杠杆，哪些基建受益？

——项目资本金比例下调点评

宏观简报

2019年政府工作报告中明确提出要适当降低基础设施等项目资本金比例。我国项目资本金制度从1996年开始建立，至今有过4次调整。目前我国基建投资资本比例均在20%以上，其中机场、港口、沿海及内河航运、邮政业为25%，而铁路、公路、轨道交通、电力、水利环境和公共基础设施资本金比例已经为20%。如果资本金下调至20%，机场、港口、邮政业受益。过往的经验表明基建投资资本金比例下调后一般在3-4月时间内对投资的支撑会显现。但不同行业受到的影响不同，因为现实中很难区分多少归因于资本金比例下调，多少归因于资本金本身的变化，以及其他资金来源的变化。我们预计今年基建投资的重点领域是交通运输行业（包括高铁、高速、轨交、港口、机场）和水利工程等行业。

分析师

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

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513030
guoyb@ebcn.com

基建是支撑 2019 年经济增长的重要变量。根据我们早前的专题报告《中国基建还有多大空间?》里面的分析,未来一段时间内基建投资年均增长 6-10% 比较合理。短期内最关键的问题是,在地方政府隐性债务比较高的情况下,资金从何而来? 2019 年政府工作报告中明确提出“适当降低基础设施等项目资本金比例”,这意味着同样的资本金可以通过撬动更高的杠杆来支持基建。当前基建投资各领域的资本金比例是什么状况? 资本金比例的下调对未来的投资有何影响?

我国项目资本金制度是从 1996 年开始建立的,当时设立资本金制度一方面是进行宏观调控,另一方面是为了防范金融风险。从 1996 年开始,我国历史上共进行过 4 次投资资本金比例的调整,涉及领域较广。归纳如表 1 所示。

表 1: 历年政策上规定的资本金比例

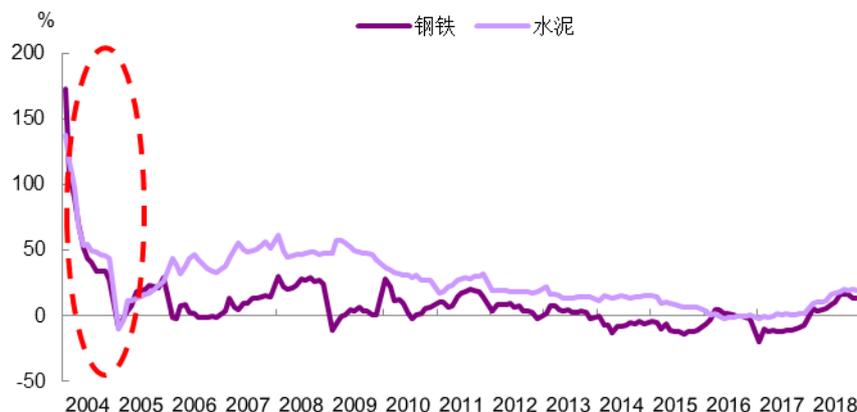
行业	1996	2004	2009	2015
电力	20%	——	——	20%
交通运输	35%	——	——	——
机场、港口、沿海及内河航运	——	——	30%	下调至 25%
铁路	——	——	25%	下调至 20%
公路	——	——	25%	下调至 20%
轨道交通	——	——	25%	下调至 20%
邮电	25%	——	——	——
煤炭项目	35%	——	下调至 30%	30%
钢铁	25%	提高到 40%	40%	40%
化肥项目	25%	——	25%	25%
机电、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业的项目	20%	——	——	——
玉米深加工	——	——	30%	下调至 20%
电石、铁合金、烧碱、黄磷	20%	20%	上调至 30%	30%
建材(水泥)	20%	提高到 35%	35%	35%
电解铝	20%	提高到 35%	上调至 40%	40%
房地产开发项目(不含经济适用房项目)	20%	提高到 35%	——	——
保障房	——	——	20%	20%
商品住宅	——	——	20%	20%
其他房地产开发项目	——	——	30%	下调至 25%

资料来源:《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》(国发〔1996〕35号)、《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》(国发〔2004〕13号)、《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》(国发〔2009〕27号)、《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发〔2015〕51号)

注:“——”表示当前政策未提及此行业资本金比例,将延续以前的资本金比例

我国在历史上对投资资本金比例有过上调也有过下调。2004 年 4 月,为抑制产能过剩行业发展,将钢铁行业资本金投资比例由 25% 上调为 40%,将水泥、电解铝行业资本金比例从 20% 提高到 35%。在 2004 年 4 月上调钢铁和水泥行业资本金比例后,其固定资产投资增速就出现断崖式下滑,由年初 170% 和 130% 的同比增速下滑至 2005 年 3 月的 -1.4% 和 -2.8% (图 1),这其中部分反映前期的高基数效应,但也一定程度反映出资本金比例的调整对固定资产投资增速的影响。

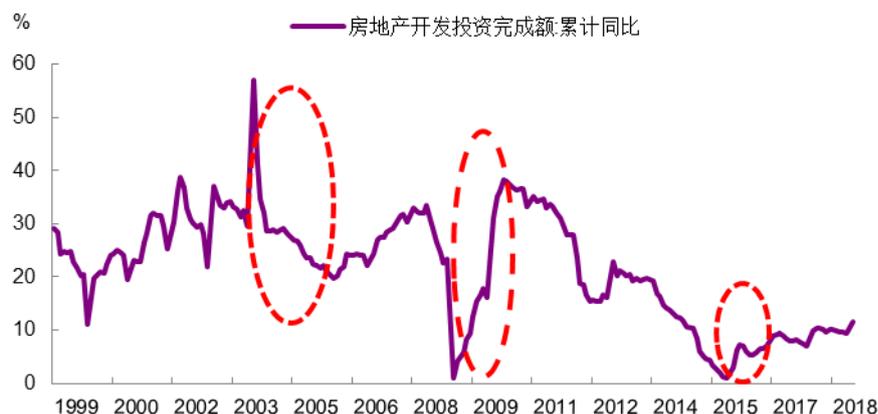
图 1：钢铁、水泥行业固定资产投资行业累计同比



资料来源：Wind

另外,以地产为例,其资本金比例的调整分为两个阶段,第一阶段是2004年房地产投资资本金比例由20%上调至35%,在2009年将保障房和商品住宅资本金比例下调为20%,其他房地产开发项目下调为30%,在2015年进一步下调其他房地产开发项目资本金比例至25%。如图2所示,在2004年上调地产资本金投资比例过程中,地产投资增速快速下行。但在2009年5月和2015年9月下调地产投资资本金比例后,地产投资增速均在后续一段时间呈现上行趋势(图2)。

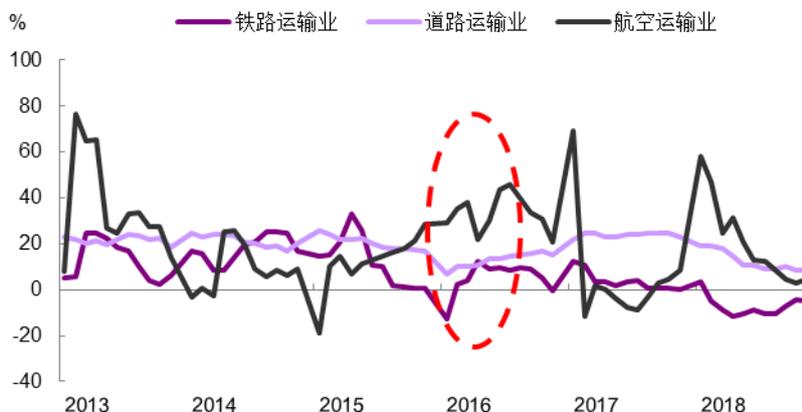
图 2：固定资产投资累计同比



资料来源：Wind

2015年9月机场、港口、沿海及内河航运项目资本金比例由30%下调至25%,铁路、公路、轨道交通资本金比例由25%下调至20%,如图3所示,在2015年9月份下调各行业资本金比例后,铁路、公路和航空运输行业固定资产投资累计同比增速均出现上行。

图 3：铁路、公路、航空业固定资产投资累计同比



资料来源：Wind

2019 年政府工作报告中明确提出“下调基建投资资本金比例”，预计会促进基建投资的上行。当前，我国基建投资资本比例均在 20% 以上，其中电力行业资本比例在 20%，机场、港口、沿海及内河航运项目资本金比例为 25%，铁路、公路、轨道交通资本金比例为 20%，邮政业资本金比例为 25%、水利环境和公共基础设施投资资本金比例均在 20%。

目前所有行业的资本金比例均不低于 20%，如果基建行业资本金全部下调至 20%，主要受益行业是机场、港口、沿海及内河航运项目，以及邮政业等基础设施项目。而电力、铁路、公路、轨道交通、水利环境和城市公共基础设施当前的资本金比例已经为 20%，或不受影响。

从历史经验来看，基建投资资本金比例下调后一般在 3-4 月时间内对基建投资的支撑会显现。但不同行业受需求影响不同，因为现实中很难区分多少归因于资本金比例下调，多少归因于资本金本身的变化，以及其他资金来源的变化。

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_13655

