

2020 年 11 月 6 日

如何判断今明两年基建投资？

——从资金来源视角分析与展望

投资要点：

本文从基建投资资金来源出发，通过对国家预算内资金、自筹资金、国内贷款等分别测算，对今年基建投资增速进行预判。

► 基础设施建设投资的规模与结构

2018 年起我国基建投资增速水平下降至 5% 以内，今年年初受疫情冲击更是出现负增长。后疫情时期基建投资恢复较快，1-9 月基建投资增速恢复至 2.42%。分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业恢复至高增速，组成基建投资的另两个行业增速较低。

► 从资金来源测算基建投资增速

(1) **国家预算内资金**：通过税收收入与国家预算草案对公共财政收入进行预判，再利用历年公共财政基建项目支出对投向基建比例进行估计，预测 2020 年基建投资国家预算内资金 28598 亿元。

(2) **自筹资金**：对政府基金性收入、债券类、非标类与 PPP 分别分析，预测 2020 年基建投资中来自自筹资金 108623 亿元。

(3) **国内贷款**：预计今年基建投资国内贷款 26000 亿元。

(4) **利用外资和其他资金**：预计今年基建投资利用外资和其他资金 28253 亿元。

► 预计 2020 年基建增速达到 5.18%

基于对不同资金来源投资金额的测算，将各个资金类别加总，预计 2020 年全年基础设施建设投资额将达到 191474 亿元，同比增速达到 5.18%。

► 2021 年基建投资增速或将达到 13%

目前在我国消费需求较难有大幅提高的背景下，经济恢复仍需依靠扩大投资需求拉动。我国提出在“十四五”期间建设轨道上的都市圈，这也为基础设施建设投资提供了新的空间。

2020 年我国货币政策宽松，下半年信贷与社融增速持续超预期，企业部门贷款中有大量金额用于基建投资。此外，2020 年财政政策于春节后开始扩张，地方基建项目储备不足导致部分专项债券额度未能落实，这部分结余的财政额度将会结转至 2021 年（拖拽效应）。加之 2020 年一季度基建投资增速基数较低，因此预计 2021 年基建投资将明显回升，增速或达到 13%。

风险提示

宏观经济出现超预期波动。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：李紫洋

邮箱：lizy2@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 基础设施建设投资的规模与结构	3
1.1. 基建投资的规模变化	3
1.2. 构成基础设施建设的三大行业	3
2. 从资金来源测算基建投资增速	4
2.1. 国家预算内资金	5
2.2. 自筹资金	8
2.3. 国内贷款	11
2.4. 利用外资与其他资金	12
3. 预计 2020 年基建增速达到 5.18%，2021 年提升至 13%	12
4. 风险提示	14

图表目录

图 1 基建投资增速恢复至近两年水平 (%)	3
图 2 年内基建投资增速呈先高后低特征 (%)	3
图 3 组成基建的三大行业投资增速趋势相近	4
图 4 2020 年电力业投资显著改善	4
图 5 水利、环境和公共设施管理业投资快速增长	4
图 6 电力业固定资产投资占比有所下滑	4
图 7 基建投资的资金来源结构	5
图 8 基建投资三大主要资金来源增速	5
图 9 税收占全国公共财政收入比例达到 80%以上	6
图 10 税收收入与公共财政收入增速变化一致	6
图 11 今年 6 月起税收收入增速恢复稳定	6
图 12 基建投资预算内资金高于财政投向基建的金额	8
图 13 今年公共财政支出投向基建比例预计达到 11%	8
图 14 全国政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让	9
图 15 城投债余额与存续债券数量	10
图 16 预计今年城投债融资将达到 20000 亿元	10
图 17 基建相关行业信用债发行额 (截至 2020 年 9 月) (亿元)	10
图 18 预计今年基建类非标融资新增为负 (亿元)	11
图 19 PPP 项目落地率持续提高	11
图 20 PPP 执行阶段投资额 (累计, 亿元)	11
图 21 基建相关行业国内贷款增速	12
图 22 预计今年基建投资国内贷款额约为 26000 亿元	12
图 23 预计 2021 年基建投资增速达到 13%	13
表 1: 公共财政支出用于基建项目统计 (亿元)	7
表 2: 全国政府性基金支出用于基建统计 (亿元)	9
表 3: 预计 2020 年基建投资各类别资金投资情况	13
表 4: 2021 年各口径财政赤字率测算 (亿元)	14

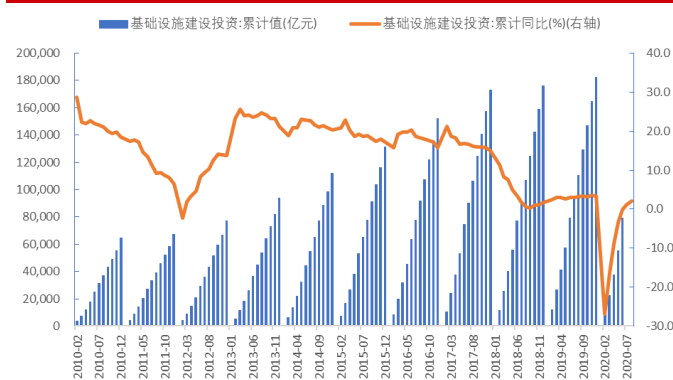
1. 基础设施建设的规模与结构

1.1. 基建投资的规模变化

基础设施建设投资增速近年来有所放缓。而在今年我国经济面临疫情冲击在上半年有所衰退的情况下，基础设施建设投资作为政策逆周期调节的常用工具，被市场赋予了高增长的预期。

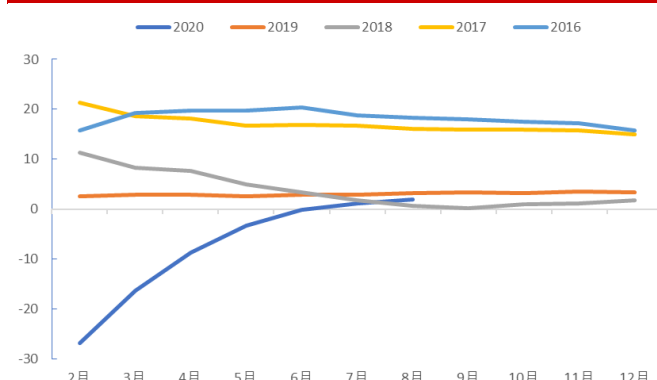
观察自 2013 年起我国基础设施建设投资额与增速，可以发现 2013-2017 年我国基建投资增速稳定在 20% 附近。2018 年与 2019 年基建投资同比增速明显下降，累计增速降至 5% 以内。2020 年基建投资在受到疫情影响较大程度回落后得到快速改善，7 月基建投资增速实现由负转正。截至 9 月的数据，全口径基建投资同比增速 2.42%，恢复至 2018 与 2019 年的增速水平。受到项目开工等季节性影响，基建投资增速在年内通常呈现“先高后低”的特征。

图 1 基建投资增速恢复至近两年水平 (%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 2 年内基建投资增速呈先高后低特征 (%)



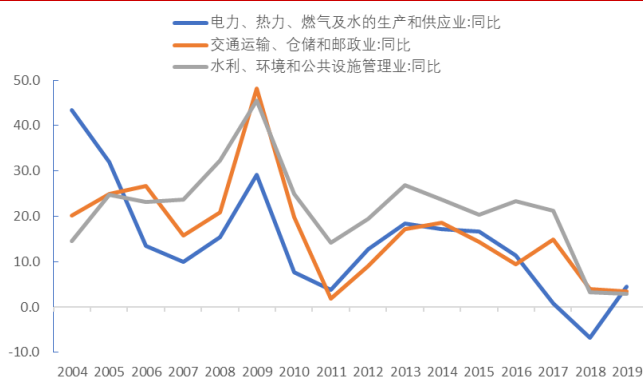
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

1.2. 构成基础设施建设的三大行业

为了避免工业和基础设施两大领域间的数据重复，目前国家统计局发布的基础设施数据中不包括电力、热力、燃气、水的生产和供应业。但本文采用的基建投资口径为全口径基础设施投资建设。全口径基础设施投资建设包括公共设施，如电力、电信、自来水、管道煤气、卫生设施、排污、固体废弃物的收集与处理；公共工程，如大坝、灌溉及排水用的渠道工程；交通运输设施，如公路、铁路、港口、机场、水路。即在固定资产投资中的电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业三个大类行业。

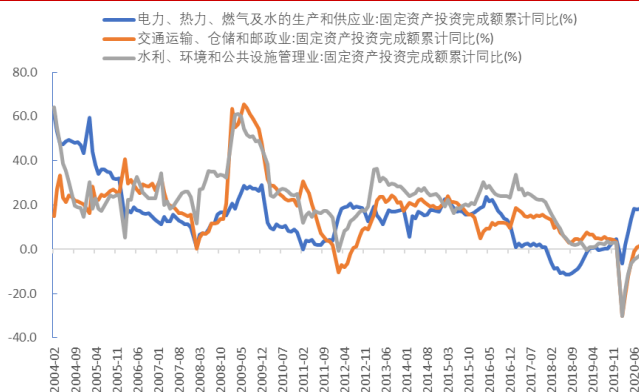
三个组成基础设施建设的行业在增速上保持着类似的趋势，总体上增速均在逐步降低。自 2017 年开始电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长出现明显下滑，增速相对于其他两个行业较低；但电力、热力、燃气及水的生产和供应业 2019 年的同比增速超过另两个行业。三个组成基础设施建设的行业均受到疫情明显冲击，2020 年 6 月前三个行业固定资产投资增速均快速改善，但在 7 月和 8 月投资改善的速度放缓。电力、热力、燃气及水的生产和供应业受到疫情冲击相对较弱，且在后疫情时期改善幅度较大，累计增速在 2020 年上半年达到 18.4%，回归至 2016 年以前的增速水平。相比之下，交通运输、仓储和邮政业与水利、环境和公共设施管理业受到疫情冲击则更加严重，截至 2020 年 8 月的数据，这两个行业的累计同比增速仍位于 0 附近。

图 3 组成基建的三大行业投资增速趋势相近



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

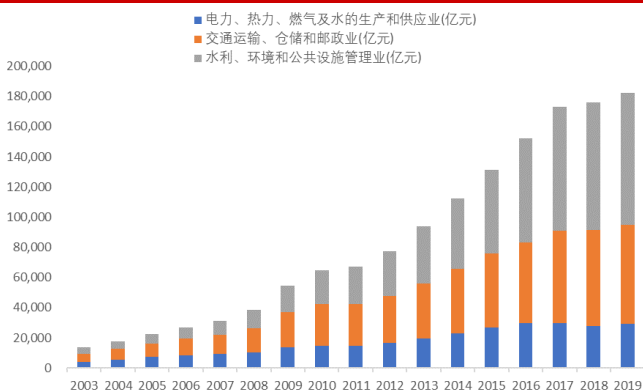
图 4 2020 年电力业投资显著改善



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

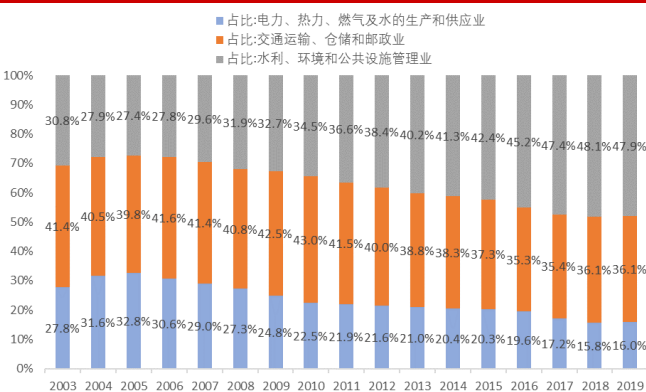
从结构上看，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资占基建投资的比重逐步上升，截至 2019 年占比接近 50%。电力、热力、燃气及水的生产和供应业的占比由 30%下降至 15%左右，交通运输、仓储和邮政业的占比相对稳定。

图 5 水利、环境和公共设施管理业投资快速增长



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 6 电力业固定资产投资占比有所下滑



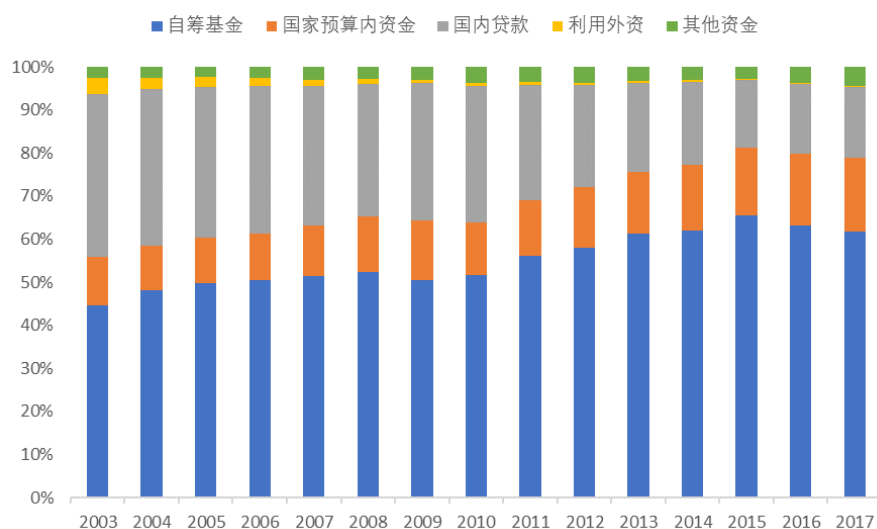
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

2. 从资金来源测算基建投资增速

基础设施建设的资金来源按照资金类别划分可以分为国家预算内资金、自筹资金、国内贷款、其他资金以及利用外资五个方面。其中，不同资金来源投资额中归类于基建投资部分由电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业三个行业加总而成。由于统计的可得性，基建投资资金来源的年度数据截止到 2017 年。本章将分别对基建投资的五个资金来源 2020 年投向基础设施建设的投资资金进行估计。

从基建投资资金来源的结构看，国家预算内资金、自筹资金与国内贷款是基建投资的主要资金来源，占比之和超过 90%。从时间上看，自筹资金与国家预算内资金占全部基建投资额的比例逐步提升，国内贷款与利用外资的比例在逐步下降。2017 年各项资金占比由高到低：自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、其他资金、利用外资的占比分别为 58.6%、16.1%、15.6%、9.4%、0.3%。

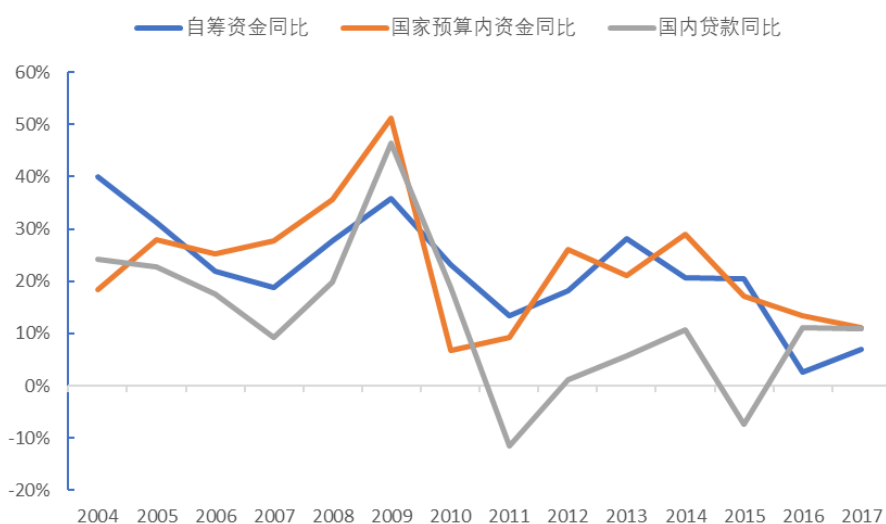
图 7 基建投资的资金来源结构



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

从国家预算内资金、自筹资金与国内贷款这三类主要资金来源的增速来看，自筹资金与国家预算内资金的增速较为同步，总体上呈现逐步降低的趋势。2016 年起自筹资金的增速明显下滑，降低至 10% 以下。国内贷款的增速自 2009 年达到高峰后迅速下降，维持在低增速，其中 2011 年与 2015 年来自国内贷款的资金呈现负增长。2016 年起，国内贷款增速有所恢复。

图 8 基建投资三大主要资金来源增速



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

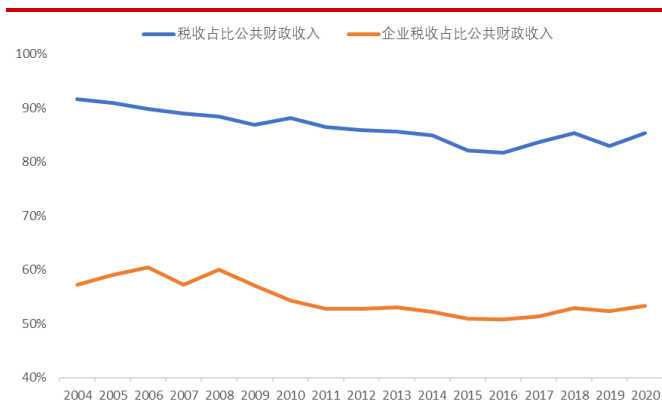
2.1. 国家预算内资金

国家预算内资金指一般公共预算中用于基础设施建设的资金。本节我们将通过对全国公共财政收入进行预判，并考虑结转结余和调入资金以及公共预算赤字，得

到对 2020 年公共财政支出的预测。此外，对公共财政支出投向基础设施建设的比例进行估计，最终得到对 2020 年基建投资国家预算内资金的测算。

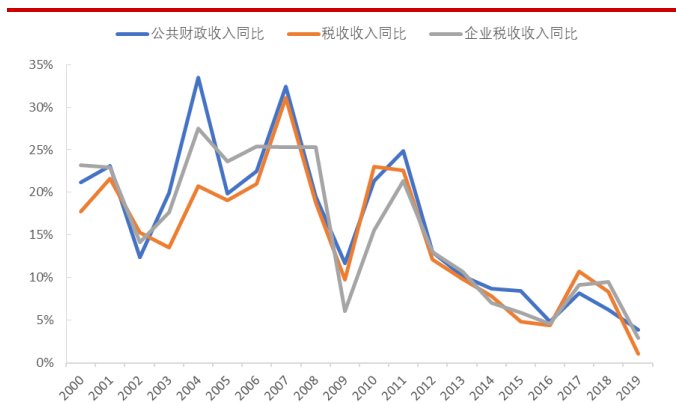
公共财政支出为公共财政收入与赤字之和，公共财政收入包括了全国公共财政收入与结转结余和调入资金。税收是全国公共财政收入中占比最大的部分：税收占公共财政收入的比重稳定在 80%以上，来自企业的税收（国内增值税、企业所得税以及 2017 年以前的营业税之和）占公共财政收入的比重稳定在 50%以上。

图 9 税收占全国公共财政收入比例达到 80%以上



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

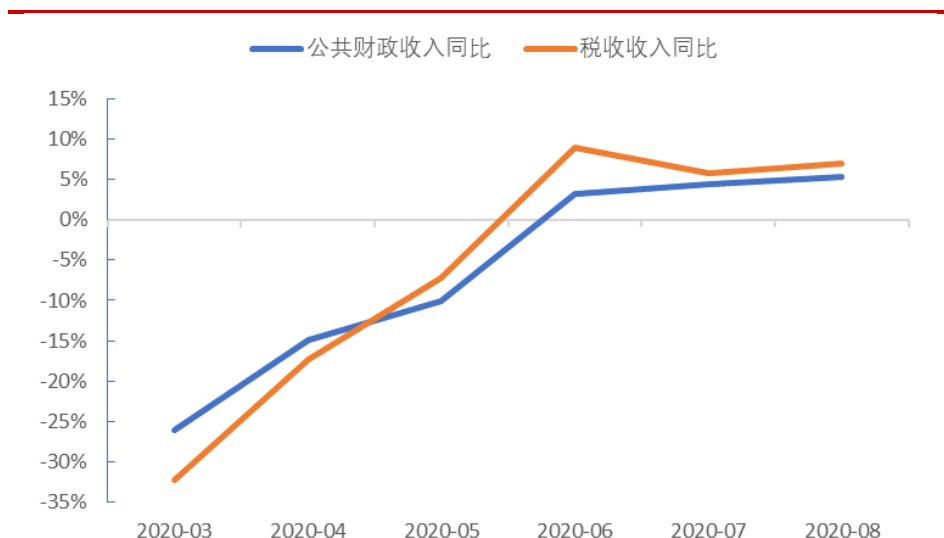
图 10 税收收入与公共财政收入增速变化一致



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

观察今年疫情发生以来的公共财政收入与税收收入增速，可以发现公共财政收入与税收收入在经历快速改善后，自 6 月起呈现稳定增长状态，税收收入同比增速稳定在 5%-10% 之间。若 2020 年全年税收收入同比增速为 4%，则今年税收收入为 164312 亿元；依据截至 8 月的数据，税收收入累计占公共财政收入的比重为 85.4%，若维持这一占比，则 2020 年全国公共财政收入为 192402 亿元。

图 11 今年 6 月起税收收入增速恢复稳定



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

依据财政部发布的《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》（后简称《报告》），汇总中央和地方，2020 年调入资金及使用结转

结余 29980 亿元。此外,《报告》还安排了 2020 年公共预算赤字 37600 亿元。将估算的 2020 年全国公共财政收入与调入资金、结转结余和公共预算赤字相加,预计 2020 年全国公共财政支出总计 259982 亿元。

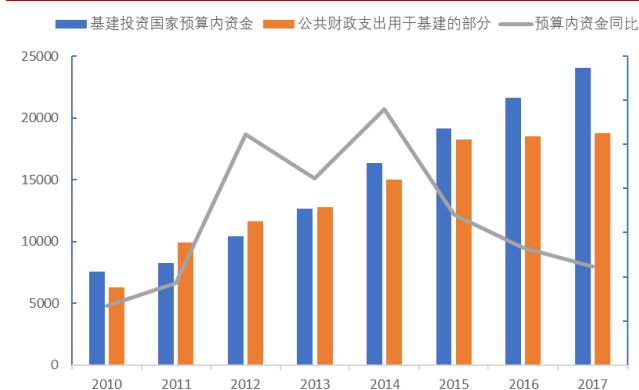
通过统计公共财政支出中用于基础设施建设的资金总和来计算公共财政支出投向基础设施建设的比例:

表 1: 公共财政支出用于基建项目统计 (亿元)

基础设施建设项目	2019	2018	2017
节能环保:退牧还草:退牧还草工程建设	16.80	17.76	18.97
节能环保:天然林保护:天然林保护工程建设	30.22	33.25	36.40
节能环保:退耕还林:退耕还林工程建设	29.33	33.38	34.16
城乡社区事务:城乡社区公共设施	11,488.59	10,292.49	9,527.41
农林水事务:农业:农村道路建设	218.90	185.80	174.88
农林水事务:水利:水利工程建设	1,930.97	1,808.56	1,884.53
农林水事务:水利:水利工程运行与维护	341.24	333.15	299.00
农林水事务:水利:农田水利	282.53	407.63	454.33
农林水事务:南水北调:南水北调工程建设	53.68	95.81	78.58
农林水事务:扶贫:农村基础设施建设	1,810.66	1,685.70	1,039.24
交通运输:公路水路运输:公路新建	0.00	1,531.83	1,573.73
交通运输:公路水路运输:公路改建	0.00	0.00	0.00
交通运输:公路水路运输:公路养护	832.98	0.00	779.67
交通运输:公路水路运输:特大型桥梁建设	0.00	0.00	0.00
交通运输:公路水路运输:公路客货运站(场)建设	0.00	0.00	0.00
交通运输:公路水路运输:港口设施	25.26	19.41	39.33
交通运输:公路水路运输:航道维护	87.25	79.10	92.29
交通运输:公路水路运输:口岸建设	15.61	10.12	17.70
交通运输:铁路运输:铁路路网建设	874.65	609.72	601.41
交通运输:民用航空运输:机场建设	0.00	165.53	111.95
交通运输:车辆购置税支出:车辆购置税用于公路等基础设施建设支出	2,383.92	2,107.75	1,324.39
交通运输:车辆购置税支出:车辆购置税用于农村公路建设支出	463.34	685.97	623.93
资源勘探电力信息等事务:电力监管支出:农村电网建设	0.00	0.00	0.00
资源勘探电力信息等事务:电力监管支出:信息系统建设	0.00	0.00	0.00
资源勘探电力信息等事务:电力监管支出:电力市场建设	0.00	0.00	0.00
国土资源气象等事务:气象事务:气象装备保障维护	2.55	2.92	4.16
国土资源气象等事务:气象事务:气象台站建设与运行保障	15.74	13.49	12.60
节能环保:能源管理事务:信息化建设	0.50	2.01	2.37
节能环保:风沙荒漠治理	11.38	17.28	45.25
基建项目支出总计	20916.1	20138.66	18776.28
公共财政支出	205560	220905.95	203329.98
公共财政中基建支出占比	10.18%	9.12%	9.23%

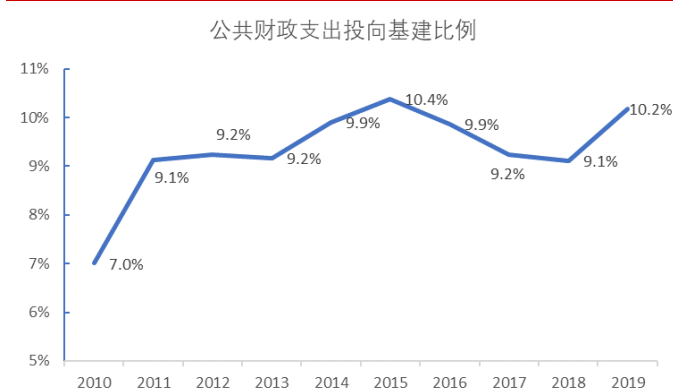
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 12 基建投资预算内资金高于财政投向基建的金额



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 13 今年公共财政支出投向基建比例预计达到 11%



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

经过对基础设施建设项目投资金额加总可得：2019 年全国公共财政支出中投向基础设施建设的资金总计 20916.1 亿元，占公共财政支出的 10.18%。对比基建投资中来自预算内资金的金额与公共财政支出中投向基建的金额，可以发现两者在 2010-2015 年基本一致，自 2016-2017 年开始有所分化，基建投资预算内资金高于财政支出投向基建的部分。

预计 2020 年公共财政支出投向基础设施建设的比例将达到 11%，则基建投资来自国家预算内资金的金额将达到 $259982 \times 11\% = 28598$ 亿元。

2.2. 自筹资金

自筹资金指由各企事业单位筹集用于基建投资的资金，包括各类企事业单位的自有资金和从其他单位筹集的用于基建投资的资金。自筹资金的统计范围包括：政府性基金收入、债券类、非标类、PPP 以及其他筹集资金和自有资金五个部分，是目前我国基建投资资金的主要来源。

1. 政府性基金收入

政府性基金收入主要包括全国政府性基金收入以及地方政府发行专项债券收入两部分。其中全国政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，占比在 70% 以上且逐年提高。土地出让收入增速波动较大，在今年受到疫情冲击后，房地产投资恢复较为迅速，房地产施工与新开工数据同样改善明显，预计今年土地出让收入增速下降至 8%，土地出让收入 76334 亿元。假设今年土地出让收入占全国政府性基金收入比例为 85%，则 2020 年全国政府性基金收入为 89804 亿元。

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_1619

