

# 基建反弹，城投风险多大？

## ——疫情宏观分析系列之二十七

宏观深度

### 分析师

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

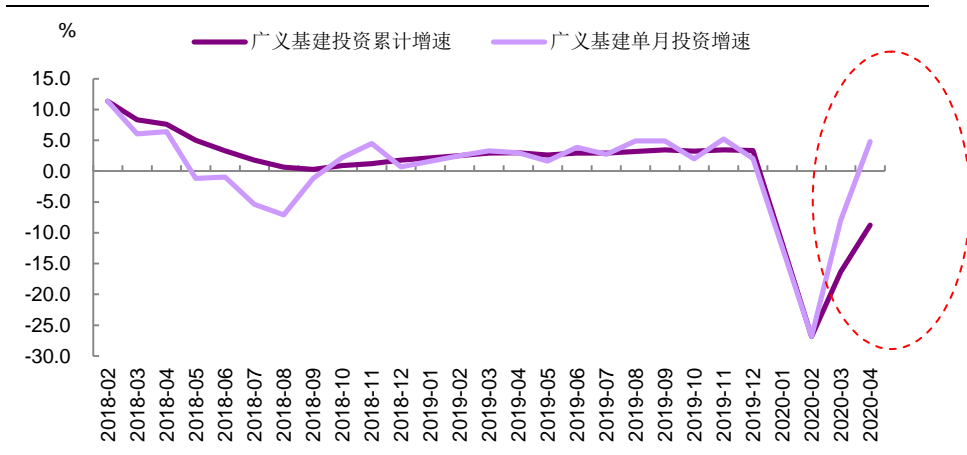
郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

- ◆ “疫”后基建投资同比增速在4月份单月达到4.8%，这是2019年以来基建投资单月的相对高点，基建投资的反弹体现了2、3月份停工后的集中赶工和部分基建政策的支撑。那么在地方政府隐性债务监管没有明显放松的情况下，基建投资是否会持续增长呢？如果基建投资持续增长，在当前基建投资仍主要依赖城投融资的情况下，城投风险是否会增加？
- ◆ 基建项目申报金额和基建资金来源额均反弹，预计2020年基建投资增速在10%左右，2-4季度单季基建投资增速或均在10%以上。
  - 从2019年9月份开始，基建项目申报加速，增长较快的是水利项目，基建项目申报加快，支撑后续基建投资。2020年1-4月基建项目申报金额同比增长140%，其中水利项目增长200%。2019年基建投资金额/基建申报金额中电力行业为39.8%，交通行业为60.9%，水利行业为76.7%。2020年一季度电力行业为23.1%，交通行业为27.7%，水利行业为17.3%，受疫情冲击影响，基建投资的落地金额明显放慢。预计后续投资会加快，其中水利项目下降最快，根据2019年经验，预计后续水利项目将加快投资。
  - 基建资金来源中专项债和城投债净融资量增长较快，支撑基建投资，非标资金收缩额降低，预算内资金、PPP资金平稳，REITs短期贡献有限。2020年1-5月专项债发行2.2万亿，全年计划发行3.75万亿，其中约有69%投向基建（2019年为34%），专项债作为资本金量增加到发行专项债规模的5%（2019年为0.3%），预计2020年专项债拉动基建规模在3.3万亿，同比增长约334%。2020年1-5月城投债累计净融资达到9400亿，占2019年城投总体净融资量的77%，城投债净融资量明显加快，对基建投资贡献加快。从2020年城投债的净融资规模来看，我们预计在1.8万亿左右，同比增长约47%。
- ◆ 城投债和专项债金额增加较多的主要是债务负担较低和财政收入增长较快的区域，短期内城投债的风险变化不甚明显。基建项目申报金额较高的区域也是财政收入下降更多、债务负担较大的地区。但申报项目并不完全代表真正会执行的项目，因为申报的项目不一定会被审批。城投债和专项债发行可能更好地反映城投风险。实际上，基建项目申报量快的区域，其城投债发行量和专项债发行量反而慢，并没有盲目融资。财政收入较快和债务负担较低的区域，城投债和专项债发行更快。这样来看，预计本轮的基建投资还没有盲目地加重区域城投的债务负担，区域城投的风险变化不是很明显。

## 基建投资增速反弹是否持续？

一季度疫情冲击下，部分基建停工，基建投资受到明显的供给冲击，基建投资同比增速大幅下滑，从3月份开始，随着国内复工的推进，基建投资作为“稳增长”手段，开始逐步反弹，4月份单月基建投资同比增速已经达到4.8%，是近一年以来基建投资单月的相对高点（图1）。

图1：4月份基建投资同比增速开始转正



资料来源：Wind

目前基建投资增速的反转有多方面原因，其中一方面原因是2、3月份部分基建项目停工，4月份复工后有集中赶工的现象；另一方面，自3月份以来中央出台了一系列政策支持基建投资，并提出新基建发展策略“稳增长”，与此同时，部分地方政府也提出了基建投资计划（表1）。

表1：2020年部分区域基建投资计划

区域	2020 基建投资计划
北京	年度计划投资 2523 亿元
福建	重点项目 1567 个，总投资 3.84 万亿元。其中在建项目 1257 个，总投资 2.97 万亿元，年度计划投资 5005 亿元；预备项目 310 个，投资 0.87 万亿元。
河北	省重点项目 536 个，总投资 1.88 万亿元，年计划投资 2402 亿元。
河南	重点建设项目 980 个，总投资 3.3 万亿元，2020 年计划完成投资 8372 亿元
黑龙江	重点项目 300 个，总投资额 8856 亿元，年度计划投资 2000 亿元
江苏	省重大项目 240 个，包括实施项目 220 个、储备项目 20 个。220 个实施项目包括计划新开工项目 117 个、续建项目 103 个，年度计划投资 5410 亿元，比上年增加 80 亿元。其中，基础设施项目 47 个，年度计划投资 2212 亿元。
山东	全年完成投资 4000 亿元
陕西	重点项目 600 个，总投资 3.38 万亿元，年度投资 5014 亿元
四川	重点项目 700 个，计划总投资约 4.4 万亿元，年度预计投资 6000 亿元以上
云南	推出 525 个重点项目，规划总投资约 5 万亿元，其中 2020 年计划完成投资 4400 亿元
浙江	全省扩大有效投资重大项目集中开工活动，共有 537 个重大项目参加，总投资 8864 亿元，年度计划投资 1473 亿元。其中，交通建设工程 23 个，总投资 542 亿元，占比 6.1%；高新技术与产业工程 291 个，总投资 5406 亿元，占比 61.0%；生态环保、城市更新和水利设施工程 223 个，总投资 2916 亿元，占比 32.9%。
重庆	重点项目 1136 个，总投资 2.6 万亿元，年度完成 3476 亿元。基础设施建设投入最大，包括交通、市政、水利、生态环保、能源、通信等项目 367 个，计划总投资约 1.45 万亿元，年度计划投资约 1600 亿元

资料来源：各省市发改委、Wind，光大证券研究所整理

实际上从 2018 年开始，在地方政府隐性债务监管下，地方政府融资平台违规融资被限制，地方基建投资资金来源明显收缩，尤其是非标资金的监管趋严，导致基建投资同比增速从 2018 年 4 月份后明显下滑，后续对地方融资平台和金融机构违规举债追责的政策一直没有放松，基建增速始终没有回到两位数以上的高增长。当前，基建投资在前期供给冲击后，有明显的反弹，叠加国家出台了较多支持基建投资的政策，那么未来基建投资是否会持续增长呢？如果基建投资持续增长，在当前基建投资仍主要依赖城投的情况下，城投风险是否会增加？

## 项目和资金均放量

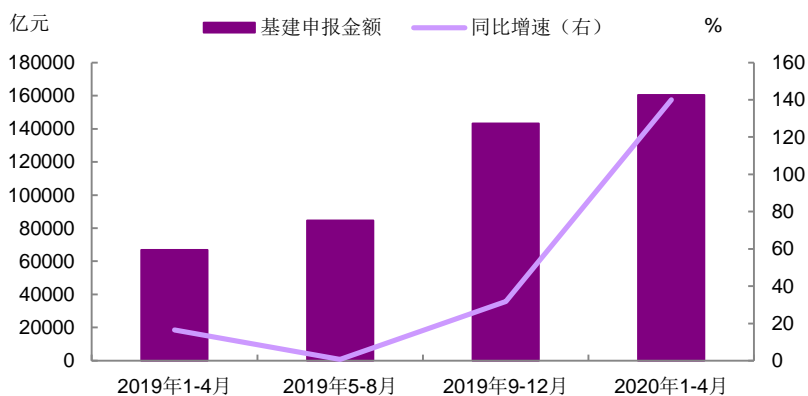
在分析基建投资增长过程中，要考虑两方面，一是项目量，即基建的需求量；二是资金量，即资金对于项目施工的支撑。下面从上述两个方向分析未来基建投资是否可以持续。

### 2019 年 9 月份后基建项目申报金额快增

从基建的申报项目量来看，2019 年 6 月针对基建投资增速低迷，国家出台了一系列政策支持基建投资，包括专项债作为资本金，加快专项债项目申报等一系列政策。

从去年 9 月份开始，基建投资项目申报金额明显加快，2019 年 9-12 月份基建项目申报金额同比增长 31.7%，今年 1-4 月份申报金额同比增长 139.9%（图 2）。

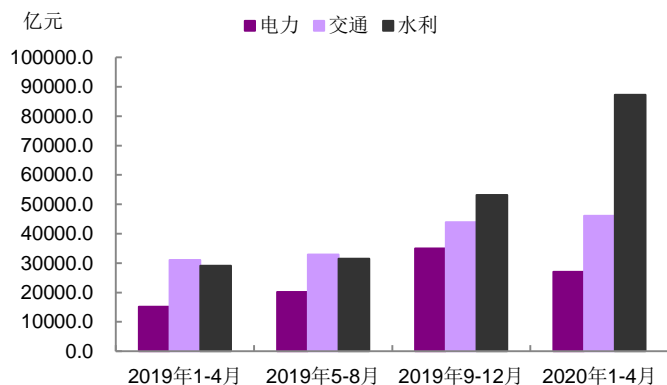
图 2：基建投资项目申报金额和同比增速



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，光大证券研究所

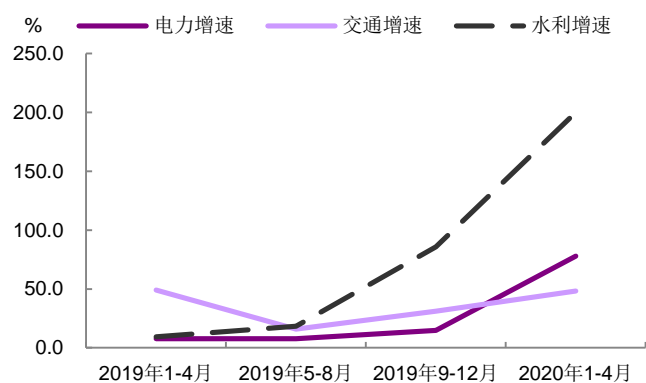
分行业来看，各行业申报金额增速均有所提升，其中水利项目增长最快，2020 年 1-4 月份同比增长 200.0%，其次为电力项目，同比增长 77.9%，交通类项目同比增长 48.3%（图 3 和图 4）。

图 3：基建项目分行业申报金额



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，光大证券研究所

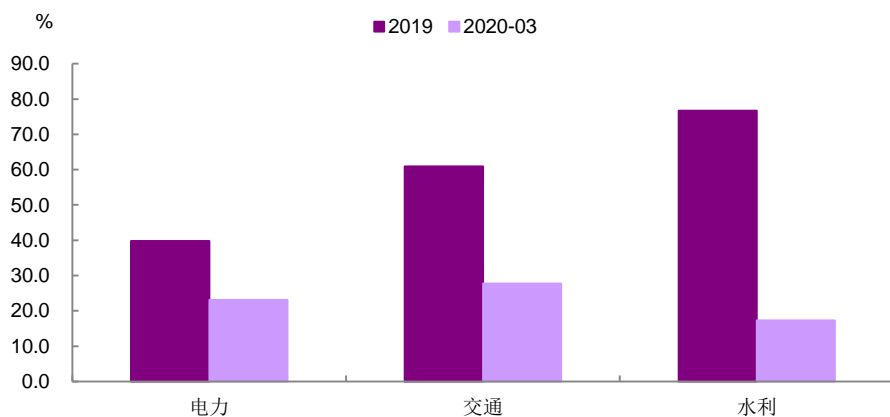
图 4：基建项目分行业申报金额同比增速



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，光大证券研究所

尽管项目申报金额加快，但由于受疫情冲击影响，基建投资的落地金额明显放慢。从2019年基建投资金额/基建申报金额来看，电力行业为39.8%，交通行业为60.9%，水利行业为76.7%。但从2020年一季度来看，电力行业为23.1%，交通行业为27.7%，水利行业为17.3%，明显低于去年的水平。预计后续投资会加快，其中水利项目下降最快，根据2019年经验，预计后续水利项目将加快投资（图5）。

图 5：全国基建项目分行业投资金额与项目申报金额之比

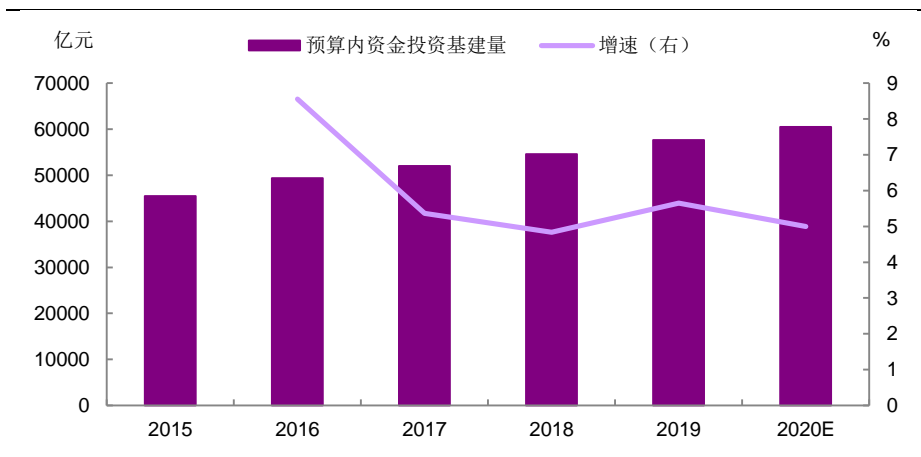


资料来源：全国投资项目在线审批监管平台、wind，光大证券研究所

项目申报加快并不能完全代表基建投资未来会增长加快，还要取决于资金支持。基建投资资金来源主要为预算内资金、专项债、城投债、非标资金、银行贷款、PPP。

从预算内资金来看，根据《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》披露数据来看，预计2020年财政收入下降5.3%，支出增长3.8%，财政赤字3.76万亿，调入资金和使用结转结余资金3.0万亿，发行特别国债1万亿。我们预计预算内资金对基建投资的投入在6万亿左右，同比增长约5%（图6）。

图 6：预算内资金投资基建量及增速

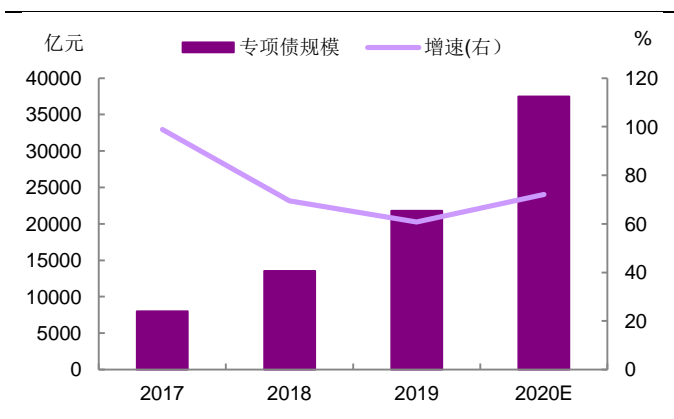


资料来源：Wind，光大证券研究所估算

从专项债资金来看，根据《2020 年政府工作报告》披露，今年专项债资金发行规模为 3.75 万亿，同比增长 72%，比 2019 年增速加快（图 7）。从今年的发行速度来看，2020 年 1-5 月发行专项债 2.2 万亿，超过去年全年发行的总量，发行明显加快。

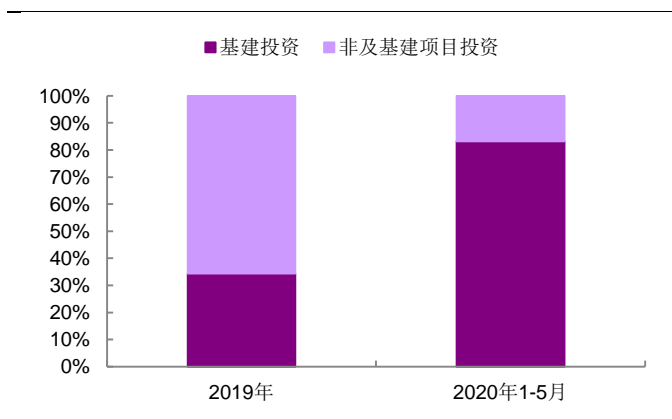
从专项债的投向来看，2019 年专项债中投向基建的资金仅为 34%，而从 2020 年 1-5 月份的数据来看，投向基建的资金达到了 83%，当然后续投向基建的比例可能会有所下降，主要原因在于后续可能会发行棚改专项债，占用一部分专项债额度，全年计划发行 3.75 万亿专项债，假设未来剩余的 1.55 万亿专项债，一半用于棚改，一半用于基建投资，则全年用于基建投资的专项债在 2.6 万亿左右，占总发行量的 69%，总体来看要明显高于 2019 年。

图 7：专项债发行规模和增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2020 年 1-5 月专项债加大基础设施投向

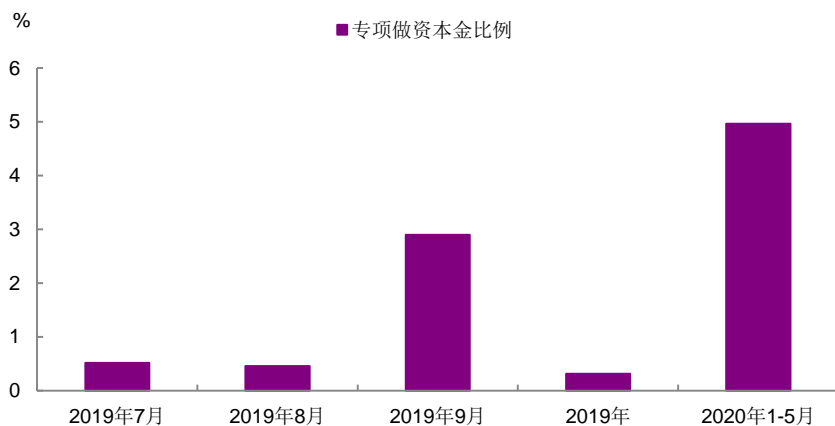


资料来源：wind，光大证券研究所

另外，2019 年 6 月中共中央办公厅和国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》要求“国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金”。2019 年 9 月份国常会要求“重点领域均可用专项债作为项目资本金，各省专项债用于项目资本金的

规模占其专项债规模比例可为 20%左右”，但从实际情况来看，根据发行的专项募集说明书来看，2019 年用作资本金专项债 68 亿，占 2019 发行专项债规模的 0.3%，2020 年 1-5 月用于资本金的专项规模为 1000 亿，占发行规模的 5%。

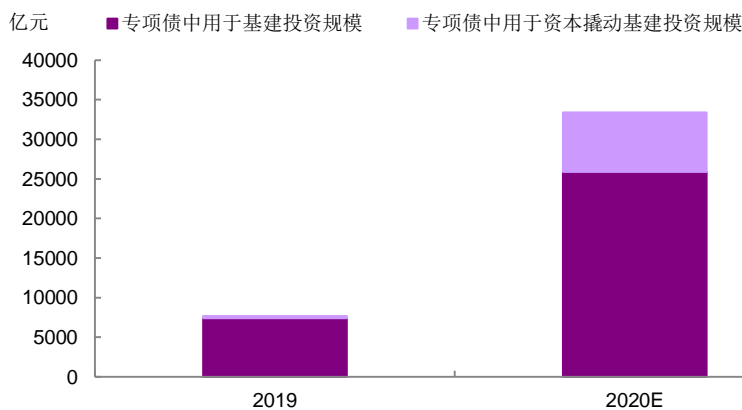
图 9：用于资本金的专项债比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

根据专项债用于投资基建的规模来测算，2019 年专项债拉动基建投资的规模约为 7600 亿，2020 年预计在 3.3 万亿，增长约 334%（图 10）。

图 10：专项债拉动基建投资的规模



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

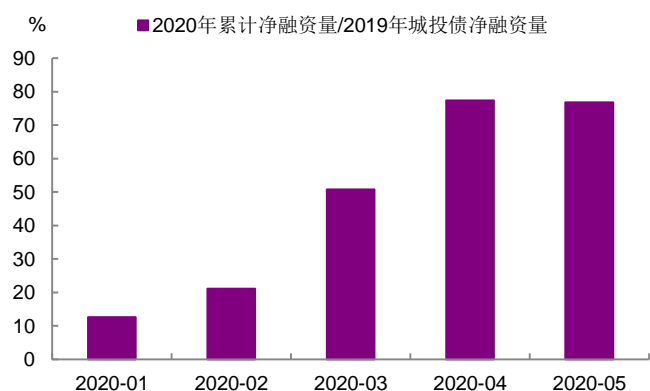
注：2019 年专项债投资基建规模=2.15\*34%+2.15\*0.3%\*4

2020 年专项债投资基建规模=3.75\*69%+3.75\*5%\*4

从城投债来看，2020 年 1-5 月城投债累计净融资达到 9400 亿，占 2019 年城投总体净融资量的 77%，城投债净融资量明显加快，对基建投资贡献加快。从 2020 年城投债的净融资规模来看，我们预计在 1.8 万亿左右，同比增长约 47%。

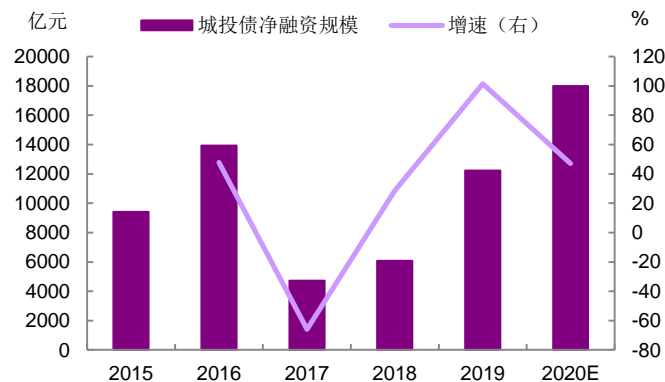


图 11：2020 年 1-5 月城投债快速增长



资料来源：wind，光大证券研究所

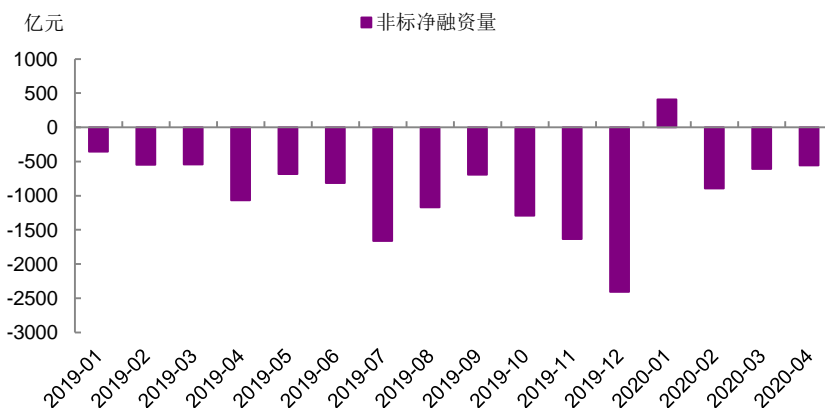
图 12：城投债净融资规模和增速



资料来源：wind，光大证券研究所预测

从非标融资来看，从 2017 年来至今，非标融资额一直在收缩调整，2020 年以来，社融中非标净融资量收缩规模明显下降，这表明对基建投资的拖累在减弱，我们预计今年非标资金收缩对基建的拖累将明显下降，但也不会有明显贡献。

图 13：社融中非标净融资量收缩对基建融资的拖累减弱



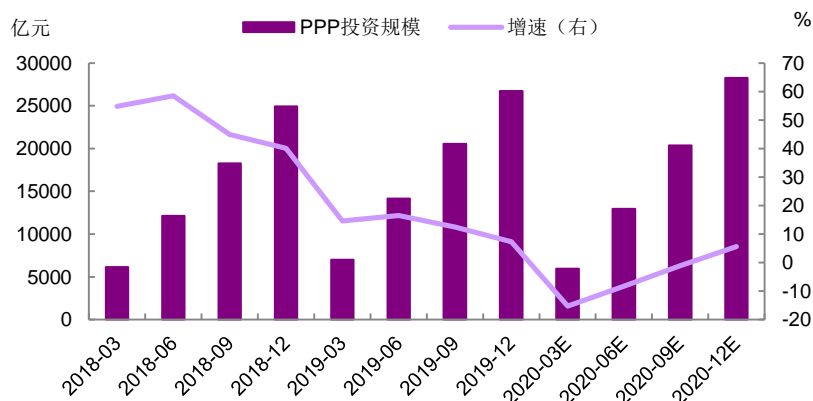
资料来源：wind，光大证券研究所

注：社融中非标净融资量=新增委托贷款+新增信托贷款

从 PPP 对基建投资贡献来看，我们预计 2020 年前三个季度或将对基建投资有所拖累，全年增速在 5% 左右（图 14）。

从基建 REITs 来看，在地方政府隐性债务追责限制下，地方政府基础设施融资途径受限，限制了基础设施投资，长期来看，基础设施 REITs 有望打破当前基础设施的融资困境，可以作为广义财政政策有益补充。但今年基础设施投资仍将以传统的城投、专项债、PPP 等形式为主，基础设施 REITs 对融资贡献主要是边际影响。

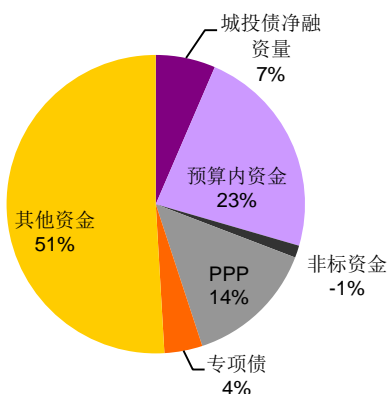
图 14: PPP 投资预测



资料来源: wind, 光大证券研究所预测

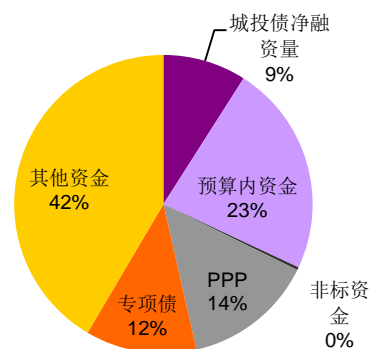
综上分析,与 2019 年相比,2020 年比较确切的是城投债和专项债要发力基建投资,占比会明显增加。根据基建项目申报和资金规模预计 2020 年全年基建投资增速在 10%左右,2-4 季度单季投资增速在 13.3%、13.8%和 14.9%

图 15: 2019 年基建投资资金来源占比



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 16: 2020 年基建投资资金来源占比预测



资料来源: wind, 光大证券研究所估算

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\\_4705](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4705)

