

# 2020 年基建投资增速达到 7-8%并不难

## ——2020 年财政和基建展望

宏观专题报告

2019 年 11 月 25 日

### 报告摘要:

从公共财政收支预算展望出发，逐步引导至财政预算内基建资金来源，再全面展开分析基建资金的可能变化，2020 年基建投资增速达到 7-8%并不难。

#### ● 公共财政的回顾和展望：收入“开源”和增速均有限，支出放缓，赤字率可控

**2020 年公共财政收入增速可能较 2019 年小幅放缓。**受名义 GDP 增速下降和 PPI 中枢下行风险的影响，税收增速面临进一步下降压力，非税收增速因 2019 年基数较高可能将下行。“开源”方面，房地产税在明年征收难度极大，开征新税种近似于财政紧缩；快速上调国企上缴利润比例，不利于缓解未来老年化问题和养老金亏空压力，扩大上缴国企范围可能是补充手段之一。结转结余和稳定预算调节基金对财政收入的补充可能会继续上升。

**2020 年公共财政支出增速难以达到 2019 年高度，小幅放缓后可控制赤字率在 3%。**2019 年公共财政支出同比为前两年的两倍之多。在严苛的赤字控制约束下，继续维持高增速的支出是难以控制赤字率的，预计 2020 年公共财政支出增速介于 2018 年和 2019 年之间，不紧不松，导致预算内基建资金增速放缓。

#### ● 基建增速的回顾和展望：下限有保证，上限有空间

国内贷款增速在宽信用带动下反弹，剩余参与资金的额度可能继续走低，基金性支出（含专项债）是稳基建投资主力。为对冲经济下行，明年货币仍有宽松空间，可以提振基建国内贷款增速。近两年来，非标收紧、国开债和 PSL 支持力度下降、以及 PPP 和 P2P 暴雷引发民间投资积极性下降，剩余参与基建的资金可能继续走低。专项债不属于财政部赤字预算体系，属于基金性支出管理体系。专项债额度提升和支出比例倾斜，叠加补充资本金政策刺激，基建投资可能将达到 7.4%。

**中央与地方风险共担，政府覆盖率全面下调 5%，基建将拥有更大增长空间。**对于重大民生和基础设施项目，中央应会帮助地方政府分担财政支出压力，今年的发改委项目审核通过数量已经体现了中央加大投资的意愿。目前，两位数基建增速存在三个问题：（1）项目审核力度和质量？符合项目数量看中央的稳增长意愿；（2）地方政府怎么干？对土地财政的依赖，可能使地方政府将中央承担分离出来的资金投向房地产相关项目；（3）钱哪里来？国内贷款可以向基建提供进一步支持，PSL 和国开债支持力度可能上升，央行扩表好过于非标融资，至少是看得见的债务，成本也低。

#### ● 未来展望：宏观财政宽松配合基建投资上升稳增长

公共财政宽松空间受严苛赤字率限制较为有限，提升基金性支出来稳增长的可能性较高，受益的基建投资上有空间，下有保障。受今年专项债改革的带动，明年基建投资增速下限有保障。如果中央和地方风险共担，在重大民生和基础设施等项目上降低政府资金覆盖率，配合 PSL 和国开债等支持，基建投资增速还可进一步提高。需要注意的是，地方政府可能会将棚改、土储等房地产相关的专项债项目与其余项目重新包装整合，或是将来自中央愿意承担的项目中腾挪出来的资金投向房地产项目，压缩基建投资的空间。政府一再强调不愿“将房地产作为短期刺激工具”，“补短板”应不会变成另类的棚改项目。

#### ● 风险提示：

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

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

#### 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

### 相关研究

## 目录

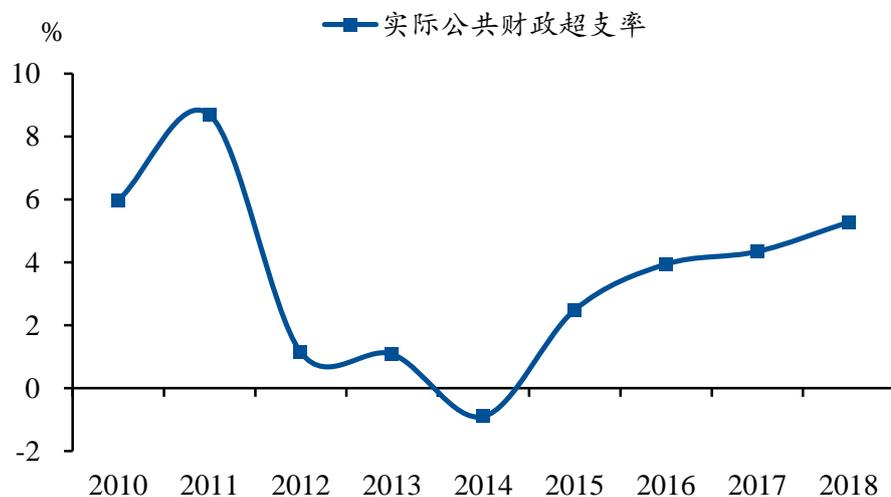
<b>一、公共财政的回顾和展望：收入“开源”和增速均有限，支出放缓，赤字率可控.....</b>	<b>3</b>
1.1 2019 年公共财政实际可用额度有限 .....	3
1.2 2020 年公共财政开源有限，收入增速可能小幅下滑 .....	4
1.3 2020 年公共财政支出降速，赤字率小幅上升 .....	6
<b>二、基建投资的回顾和展望：下限有保证，上限有空间.....</b>	<b>6</b>
2.1 基础设施仍有提升空间 .....	6
2.2 基建资金来源拆解、分析和展望 .....	7
<b>三、未来展望：宏观财政宽松配合基建投资上升稳增长.....</b>	<b>14</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>14</b>

## 一、公共财政的回顾和展望：收入“开源”和增速均有限，支出放缓，赤字率可控

### 1.1 2019 年公共财政实际可用额度有限

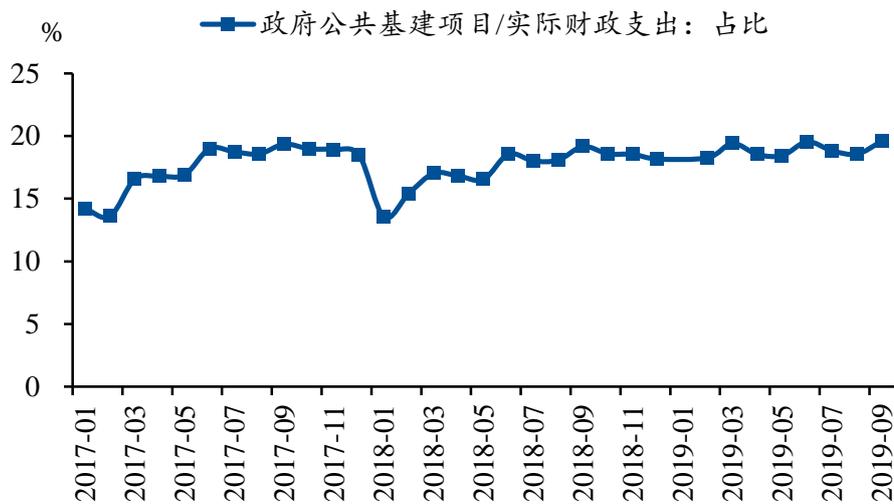
为实现公共财政收支平衡，今年四季度基建投资可能被压缩。财政部在对狭义赤字率（公共财政收支平衡）控制上一直较为严格，2019 年年初给出的预算是公共收入为 19.24 万亿元，公共支出为 23.52 万亿元，国企上缴利润等收入为 15144 亿元，赤字率为 2.8%。历史上，实际公共收入和预算公共收入差别较小，预计今年实际公共收入为 19.49 万亿元；实际支出的超支率已经连续四年攀升，考虑到今年公共预算支出同比增速已经比过去两年显著提升，超支率若继续走高恐将使赤字率大概率破 3%（图 1）。在严格控制 2.8% 赤字率和全年名义 GDP 为 8% 的假设下，2019 年实际公共支出超支率可能仅为 1% 左右，预计 2019 年公共财政支出为 23.76 万亿元（该数值为 2020 年预算支出做准备）。另一方面，1 月至 9 月的实际公共支出已经使用完 82%，高于去年同期的 79%，同时基建项目（社区服务+节能环保+交通运输）占比在今年也有所提升，四季度可使用于基建项目的公共财政支出所剩不多（图 2）。好在今年整体公共支出增速较高，预计公共财政内的基建项目增速由 9 月的 11.78% 下滑至 12 月的 10.05%，高于 2018 年的 6.7%，金额为 4.4 万亿元（用于第二部分分析基建资金来源）。

图 1：实际财政支出连续四年超支，且超支率逐渐走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：公共基建项目在财政支出占比在四季度可能下降



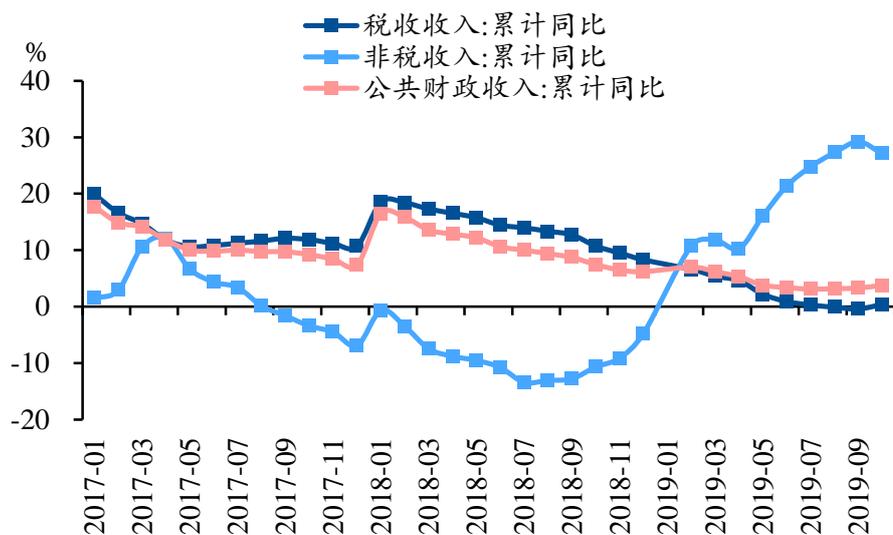
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.2 2020 年公共财政开源有限，收入增速可能小幅下滑

**2020 年公共财政“开源”有限。**2019 年税收收入增速在减税降费和 PPI 通缩影响下大幅下降，非税收收入增速显著上升，9 月累计同比增速高达 29.2%，一定程度上抵消了税收增速下滑的影响，有助于今年公共预算收入的完成（图 3）。展望明年，经济下行压力仍较大，PPI 中枢存在进一步下行的风险，名义 GDP 也将随之继续下行。同时，为了满足严控赤字率的要求，减税降费的空间会比较有限。需要注意的是，税率是容易降但不容易升的，持续下调税率近似于透支未来财政收入，预计 2020 年财政收入增速小幅放缓至 4.7%（税收增速因今年减税降费基数低而略微反弹，非税收增速下降），约为 20.15 万亿元（图 4）。

**房地产税明年难征收。**对于市场热议的房地产税，税基总量较大（房地产总值至少是百万亿元级别，甚至有估计为 2.5 倍 GDP）。毫无疑问，全国实行房地产税征收可以大幅提高财政收入。复旦大学张平教授在“浦山奖”获奖论文中讨论中国房地产税纳税机制设计的问题，在全国平均税率为 0.5% 的假设下分析各省市税率分布，“因城施策”可能是房地产税税率的未来方向。但是，房地产税对租金和房价的影响尚未清晰，房控政策如何变化也会成为难题。另一方面，征收新税种本质上仍是一种紧缩政策，近似于提高有房者的个人所得税，在经济下行阶段实施存在风险，预计 2020 年实施房地产税征收可能性极低。

图 3：非税收收入高增速一定程度上弥补了税收收入下滑的影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：税收收入增速与 PPI 走势较为一致，难有强力反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

快速上调国企利润上缴的比例无异于“寅吃卯粮”，需留空间应对未来养老金和社保的亏空压力。我国老年化高峰期将在未来十年到来，社保和养老金支出压力将逐渐上升。美国宾夕法尼亚大学的方汉明教授在 2018 年论文《中国养老金系统 (The Chinese Pension System)》中指出：除去政府的转移支付，大部分省市的养老金处于亏空状态，在两种不同养老金覆盖率变化和维持目前制度的假设下，模拟结果显示我国养老金分别将在 2025 年和 2030 年出现亏空。该文章指出国企分红比例上调是应对养老金和社保亏空的有效手段之一，近期国务院督促加快对国企利润划拨至社保基金也可以看出国企利润的战略作用，靠快速上调比例来对冲短期经济下行的可能性不高。今年中央财政“开源”的一个渠道就是增加特定国有金融机构和央企上缴利润，比例不变扩大范围也是一种“开源”手段。稳定调节基金和结转结余基金的调用也是平稳财政赤字率的有效方法之一。

### 1.3 2020 年公共财政支出降速，赤字率小幅上升

2020 年公共财政支出增速可能将下行，赤字率为 3%，赤字依旧可控。财政部预算支出的同比增速是根据前年实际财政支出来计算的，2019 年预算支出增速为 6.5%，大约是过去两年的两倍。在收入有限和严控狭义赤字率的大前提下，持续维持高增速的财政支出是难以实现的，我们预计 2020 年的公共支出预算同比增速将低于 2019 年。为了应对经济下行，2020 年预算支出增速为 2018 年和 2019 年的均值是较为合理的，同比约为 4.8%，金额为 24.91 万亿元。结合上述预算财政收入和支出，预计 2020 年公共财政赤字为 3.14 万亿元，赤字率为 3%，需要调入资金为 1.6 万亿元（包括中央和地方财政从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金，以及地方财政使用结转结余资金）。假设明年名义 GDP 增速较今年小幅下滑至 7.8%，数额为 104.8 万亿元，则 2020 年狭义财政赤字率预计为 3%（表 1）。自 2010 年以来，我国财政最高赤字率为 3%，似乎已经成了一条警戒线。如果赤字率少许突破 3%，宽松信号意义可能更大于实际意义（市场解读为稳增长是首要任务），表明 2020 年财政政策会超预期宽松。

表 1：2020 年公共财政预算展望

年度	公共预算收入	公共财政实际支出	公共财政预算支出	结转结余及调入资金	赤字	名义 GDP	赤字率
2018	183177	220906	209830	2853	23800	900310	2.64
2019	192500	237596	235244	15144	27600	972334	2.84
2020	201455	-	249105	16204	31445	1048176	3.00
	收入同比	实际支出同比	预算支出同比	-	赤字同比	名义 GDP 同比	-
2019	5.09%	7.56%	6.49%	-	15.9%	8.00%	-
2020	4.65%	-	4.84%	-	13.9%	7.80%	-

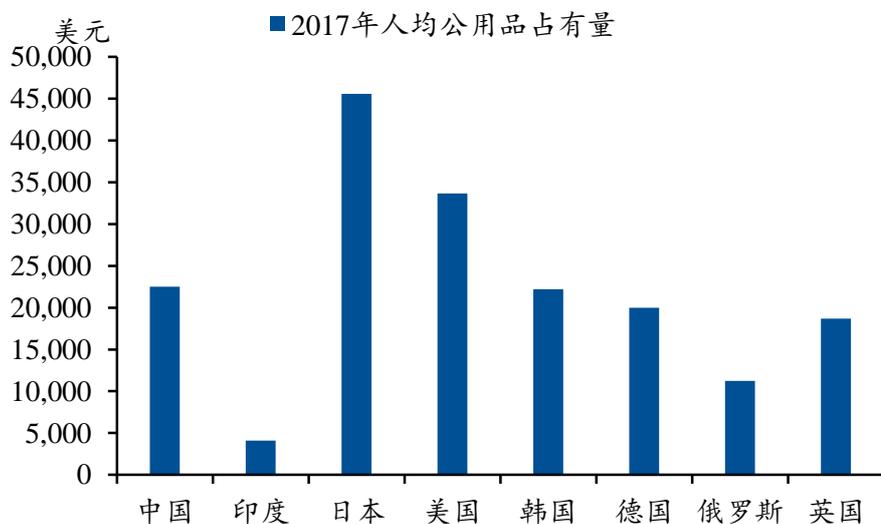
资料来源：Wind，财政部，民生证券研究院

## 二、基建投资的回顾和展望：下限有保证，上限有空间

### 2.1 基础设施仍有提升空间

中国基建在质和量上仍有上升空间。我国持续多年的基建高增速使得基建投资形成额在名义 GDP 中占比较高，过去数年均在 20% 以上。基建高增速带来了地方债务高和投资回报率低等问题，然而，我国基建还仍未饱和。首先在人均占有量上，我国人均可享受到的公共品存量（政府投资和购买）仍是不足的。根据 2017 年 IMF 的数据统计，我国人均占有量与英国、韩国和德国大致持平，远低于日本和美国（图 5）。同样人均占有量较低的印度，可能准备在 2020 年大量投资基建项目。然后在质量上，2017 年世界经济论坛将中国排在全球第 47 位，除了铁路交通外，其余的分项排名都比较低。虽然 2020 年基建项目有提质提量的空间，如何分配资源和控制债务风险需要相互权衡。

图 5：中国人均公用品占有量距离美国和日本仍有距离

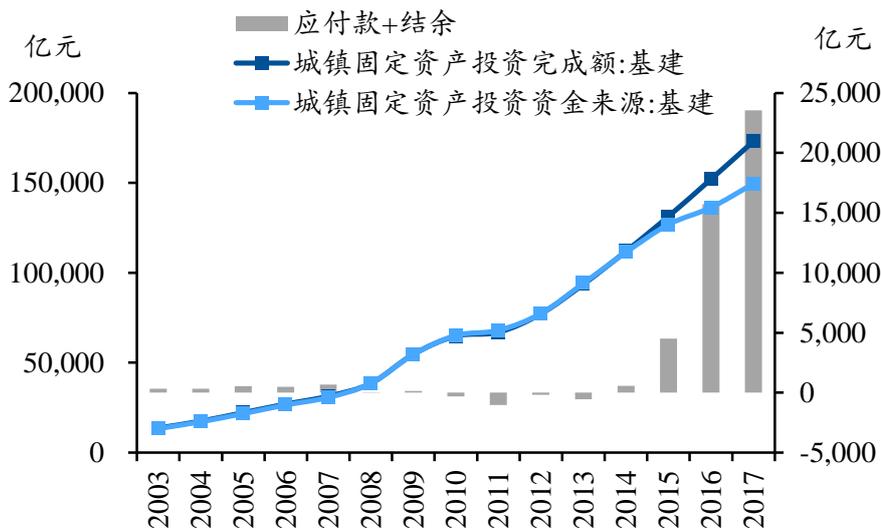


资料来源：IMF，民生证券研究院

## 2.2 基建资金来源拆解、分析和展望

我们从基建投资的资金来源来回顾和展望基建项目投资，资金来源分类包括：（1）预算资金；（2）国内贷款；（3）自筹资金；（4）外资+其他资金；（5）应付款+结余。首先，针对应付款+结余，根据 2017 年城镇基建投资来源，固定资产形成额与资金来源之间的缺口约为 2.3 万亿元。我们在之前的报告中提到过这个问题，可能是因为存在 BT 模式等原因，企业垫资建设完成后，地方政府再按绩效来评估验收（图 6）。我们假设资金缺口在 2017 年后保持不变。实际上，2018 年基建投资增速仅为 1.79% 的部分原因或许与应付款数额较大有关，地方政府在投资建设新增项目前需要偿付拖欠债务，使得应付款在缩小。外资占比较小，影响不大；其他资金数额较高，根据 2018 年固定资产投资报表说明，其他资金包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。假设外资和其他资金维持 2017 年水平，我们在这重点分析国内贷款、预算资金和自筹资金。

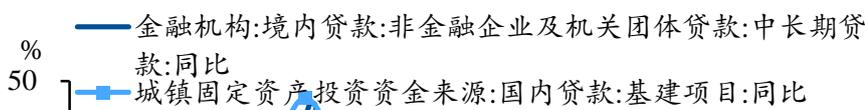
图 6：基建的应付款等资金缺口从 2015 年开始走扩



资料来源：Wind，民生证券研究院

国内贷款增速近两年应该是有所下降，明年增速有望反弹。2015 年 8 月，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十六次会议审议批准 2015 年地方政府债务限额时明确提出，“对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务，通过三年左右的过渡期，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换”。2018 年是债务置换任务的最后一年，将银行等金融机构贷款置换至政府债务上，势必对国内贷款增速施加下行压力，从 2017 年基建投资贷款走平，但金融机构中长期贷款上升也可以看出来（图 7）。加上近两年金融机构贷款增速在下行，预计基建项目的国内贷款增速下行是合理的，推测 2018 和 2019 年分别为 8% 和 7%，资金贡献分别为 2.5 和 2.7 万亿元。另一方面，2020 年货币政策仍有宽松空间，降息降准提振贷款，预计国内贷款增速可能回到 8%，贡献金额为 2.9 万亿元。

图 7：基建的国内贷款增速可能呈下行趋势



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\\_8810](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8810)

