

基建投资资金从哪来？

摘要：

4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。同时，4月29日召开的中央政治局会议中也指出，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。当前，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，基建成为政府稳增长的重要抓手。因此，本文详细对基建投资的资金来源进行详细分解和跟踪，以便于对于当下的基建投资情况做出研判。

对于基建的定义，从国家统计局的相关报告中可以总结出，广义基建涵盖四类行业，包括公共事业（电力热力燃气及水的生产和供应），交通运输邮政业，水利环境和公共设施管理，以及信息传输业（电信、广播电视和卫星传输服务业）。其中水利环境和公共设施占比最高接近5成；交通运输邮政业占比其次，约33%；公共事业占比17%左右；而信息传输业占比较小，不到2%。

基建的资金来源主要可以分为财政资金和社会资金。根据统计局披露，固定资产投资来源主要分为国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五大项。其中，国家预算内资金主要观察一般预算支出和政府性基金预算支出中的专项债支出；而国内贷款主要观察银行贷款、非标等信托类贷款以及PPP项目融资情况；其他资金中主要观测城投债融资情况。

根据对于资金来源的分析，我们发现近年来由于对地方政府隐性债务的严监管以及资管新规的落地，预算内资金投放所能撬动的社会端融资减少，总体融资杠杆走窄，导致基建投资不及预期。因此后续需要持续关注预算内资金对于基建的支持力度以及地方债务监管是否存在边际放松的可能性。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员：

吴嘉颖 FICC 组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

基建投资的发展

过去几十年中，在城市化进程持续加快的浪潮下，基建投资作为我国固定资产投资中的主要项目之一，对于我国经济增长具有重要拉动力。4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。同时，4月29日召开的中央政治局会议中也指出，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。当前，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，**基建成为政府稳增长的重要抓手。**

对于基建的定义，从国家统计局的相关报告中可以总结出，广义基建涵盖四类行业，包括**公共事业**（电力热力燃气及水的生产和供应），**交通运输邮政业**，**水利环境和公共设施管理**，以及**信息传输业**（电信、广播电视和卫星传输服务业）。公共事业在广义基建中占比约17.6%，其中电力热力的生产供应占比12.7%、水的生产和供应占比约3.4%、燃气的生产和供应占比约1.5%。而交通运输邮政业在广义基建中占比约33.9%，其小项中道路运输业包含公共交通运输、公路旅客运输、道路货物运输，道路运输辅助活动，共占比22.1%。其余小项包含铁路运输业（4.4%）、仓储业（3.9%）、航空运输业（1.4%）、水上运输业（1.1%）、装卸搬运业（0.6%）、管道运输业（0.2%）以及邮政业（0.2%）。水利环境和公共设施管理业在广义基建中占比约47%，是基建中最主要的项目；其小项中公共设施管理主要包含排水系统、路灯、道路、桥梁、隧道、广场等市政设施管理，占比约39%。其余小项包含水利管理业（5.8%）以及生态保护和环境治理业（1.5%）。最后信息传输业占广义基建占比较小，仅为1.4%，不作为主要讨论项目。此外，国家统计局与万得对于广义基建的统计口径略有不同。具体来看，官方口径中不包括万得交通运输邮政业中的仓储业分项和电信、广播电视和卫星传输服务业中的软件和信息技术服务业分项，但由于这两个分项的占比较低，分别为3.9%和1.4%，因此本报告为了方便数据展示，将统一采用万得中的统计口径。

回顾2004年至2020年的广义基建年度增速数据可以发现，我国基建投资主要分为四个阶段。基建的周期变化更多受政策影响，在内外经济环境发生变化时，基建将发挥托底作用。

- **2004年至2008年：全面快速发展阶段**

在国内经济持续高速发展的背景下，基建在全面推进的同时，向中西部地区有所倾斜，资金来源渠道呈现多样化。国家一方面采取积极措施加大政府对基础产业和基础设施建设的投入，另一方面，鼓励外资和民营资本对基础产业和基础设施项目投资，使我国基础产业和基础设施水平又有了大幅提高，人民生活环境和城乡面貌得到明显改善。

- **2008年至2011年：四万亿大基建**

进入 2008 年，为应对国际金融危机对于国内经济造成的冲击，我国发行 4 万亿元的投资规划以扩大内需，使得 2009 年全年基建投资增速创下新高，同比增速拉升至 45% 以上。该轮基建投资方向主要是交通运输、仓储和邮政等行业，成为 2009 年 GDP 的主要贡献项（2009 年固定资产投资对 GDP 的同比增长贡献率达到 90% 以上）。

• 2011 年至 2017 年：经济内生动能减弱，基建投资稳经济

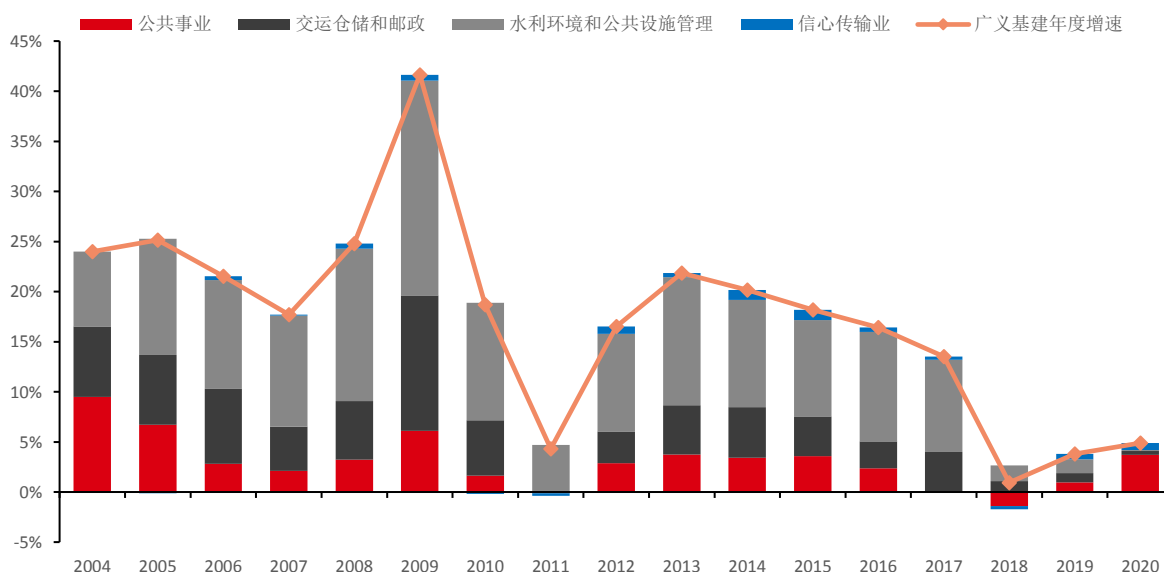
2011 年后，欧元区主权债务危机爆发、美国失业率居高不下，全球经济动能减弱，对我国外贸出口造成较大影响。同时，我国人口红利逐渐消散，经济内生增长动力不足，国内需求增速走缓。为了刺激内需，国家全力推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目。因此，基建投资增速从 2012 年 2 月的 -2.4% 回升至 2013 年 3 月的 25.6%，2012 年至 2016 年，中国基建投资年均复合增长 18%。同时，自 2016 年开始，为了鼓励社会资金注入基建项目的投入，国家开始推行 PPP（政府和社会资本合作）模式，基建投资增速实现高位企稳，2016 年广义基建投资增速维持在 15% 以上。

• 2017 年至 2021 年：隐性债务监管加强

2017 年 7 月起，国家明确规定要严控地方债务增量，并妥善化解积累的地方债务风险，从严政治隐性债务。在降杠杆、严监管的政策背景下，地方隐性债务增速回落明显。根据 IMF 数据显示，2017 年隐性债务增速维持 37% 的高速增长，但 2018 年增速回落至 20%，且持续走低，政策作用明显。受此影响，基建增速快速回落，2018 年以来持续个位数增长。

图 1： 广义基建年度增速及分项增速走势

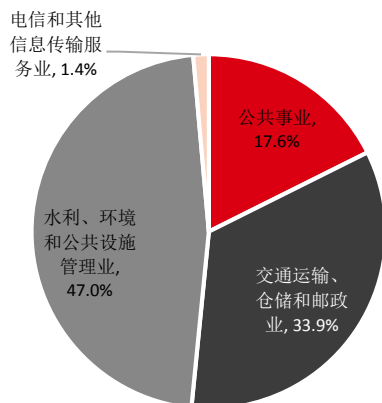
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 广义基建分项占比

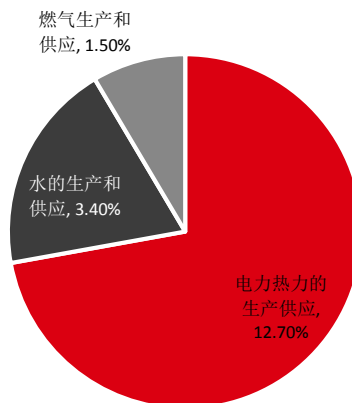
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

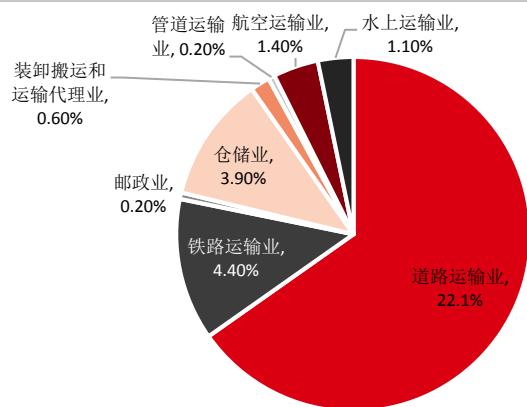
图 3: 公共事业分项中各小项占比

单位: %



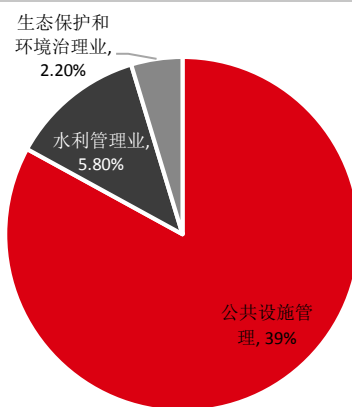
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 交通运输、仓储和邮政业分项中各小项占比
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 水利、环境和公共设施管理分项中各小项占比
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

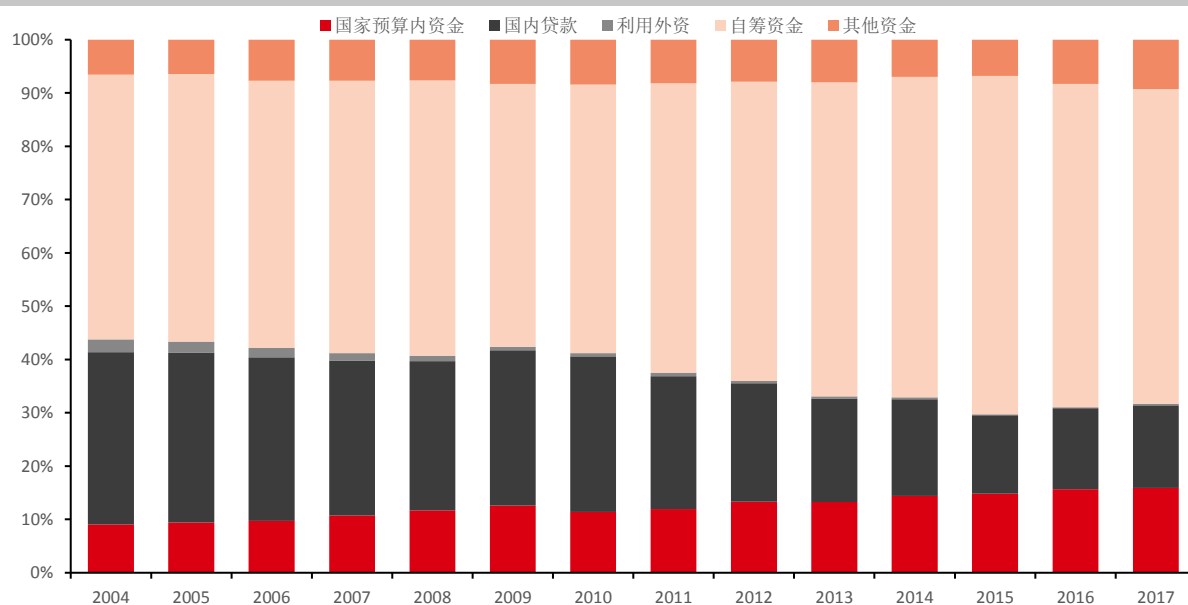
基建的五大资金来源

基建的资金来源主要可以分为财政资金和社会资金。根据统计局披露，固定资产投资来源主要分为国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五大项。1) **国家预算内资金属于财政资金，包括一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。**其中一般预算中用于固定资产投资的部分包括基建投资、车购税、灾后恢复重建基金和其他财政投资。各级政府债券也应归入国家预算资金。2) **国内贷款属于社会资金，主要指报告期固定资产投资项目单位向银行及非银行金融机构借入用于固定资产投资的各种国内借款，包括银行贷款、非银行金融机构贷款、通过银行理财产品和信托产品筹集的资金。**而其中银行利用自有资金及吸收存款发放的贷款、上级主管部门拨入的国内贷款、国家专项贷款（包括煤代油贷款、劳改煤矿专项贷款等），地方财政专项资金安排的贷款、国内储备贷款、周转贷款也属于国内贷款范畴。3) **利用外资属于社会资金，指报告期收到的境外（包括外国及港澳台地区）资金(包括设备、材料、技术在内)。**包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资。不包括我国自有外汇资金(国家外汇、地方外汇、留成外汇、调济外汇和中国境内银行自有资金发放的外汇贷款等)。其中各类外资按报告期的外汇牌价的中间价折成人民币计算。4) **自筹资金属于社会资金，是指在报告期内筹集的用于项目建设和购置的资金。**包括企事业单位自有资金、股东投入资金和借入资金三类。其中企事业单位自有资金、股东投入资金属于属于权益性资金（内源融资+外源股权融资），而借入资金则属于债务性资金（外源债权融资）。5) **其他资金属于社会资金，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。**另外，需要注意的是，2006年后统计局将“债券”这项资金来源归进了其他资金中，因此城投债融资在2006年以后也计入其他资金范畴。

由于统计局未公布2017年以后的数据，我们观察2004年至2017年广义基建中国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资、其他资金五类资金来源的占比趋势走势可以发现，**国家预算资金、自筹资金占比在不断提升，而国内贷款的比例则逐渐下行，利用外资项目占比较小且出现走窄趋势。**我们认为国内贷款占比逐步走弱而自筹资金占比不断提升的主要原因是由于企业在实际中可能出于财务、工商手续方面的考虑，把部分银行贷款算作了自筹资金范畴，所以国内贷款在基建资金来源的占比可能有所低估。截止2017年以来资金来源占比分别为16.1%、15.6%、0.3%、58.6%、9.4%。此外，观察至今仍在更新的城市市政公用设施建设五类资金来源占比趋势可以发现，**近几年预算内财政资金占比逐步上升，而受到地方隐性债务强监管的持续影响，国内贷款与自筹资金两类融资来源占比逐步走低，侧面说明财政资金可撬动的杠杆比率持续下降。**

图 6: 广义基建投资五大资金来源占比变动

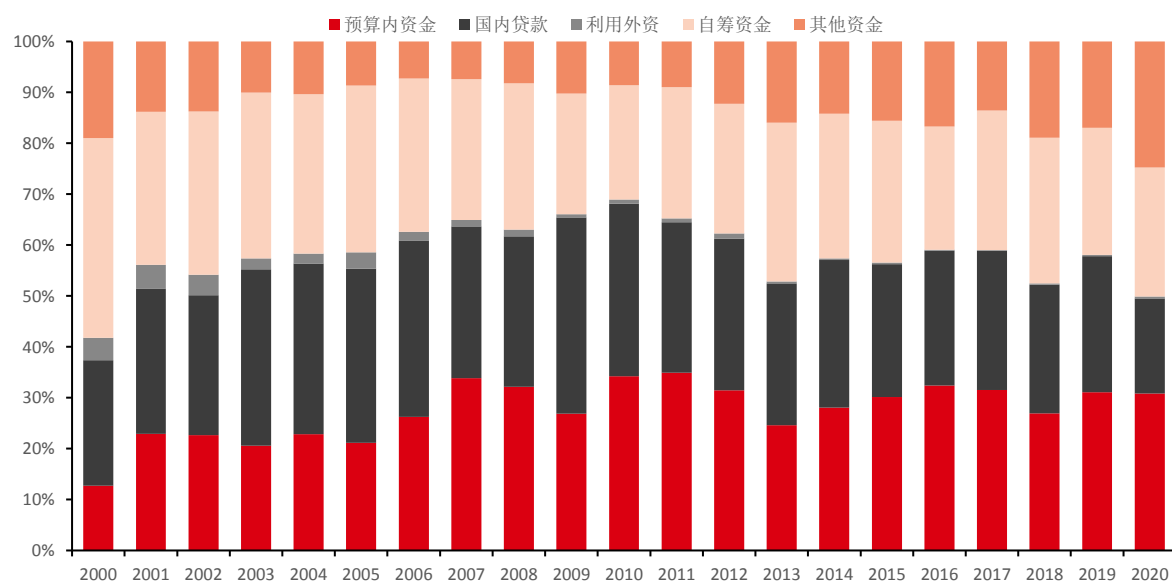
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 基建项目中城市市政公用设施建设投资五大资金来源占比变动

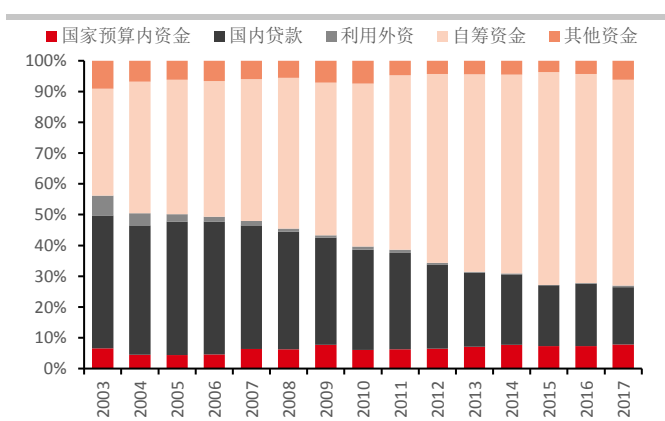
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

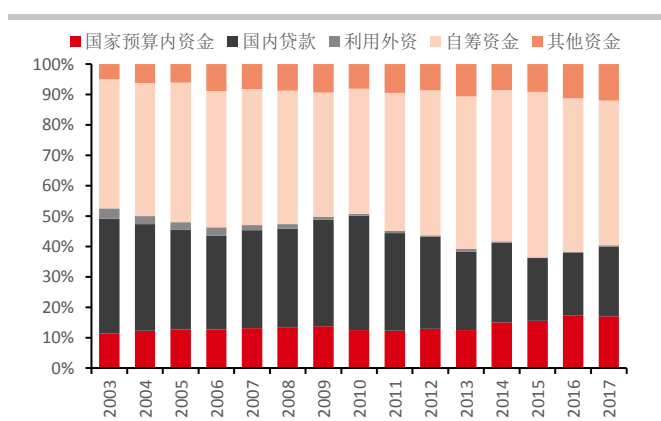
从基建的四大分项来看，交通运输邮政业与水利环境和公共设施管理业对于财政资金的依赖度较高，达到 10% 以上。而公共事业与信息传输业基建对于财政资金的依赖度较低，主要通过市场化融资完成。主要原因是由于交通运输邮政业建设周期较长、普遍回款速度较慢，因此财政资金所撬动的杠杆率偏低；水利环境和公共设施管理业基建更偏向于公益类基础设施，因此更依赖于财政资金的投放。而公共事业（电力热力燃气及水的生产和供应）类与信息传输类基建普遍建设周期短，且使用者付费频率较高，回款周期快，因此对财政资金的依赖度低。

图 8： 公共事业基建资金来源变动 单位：%



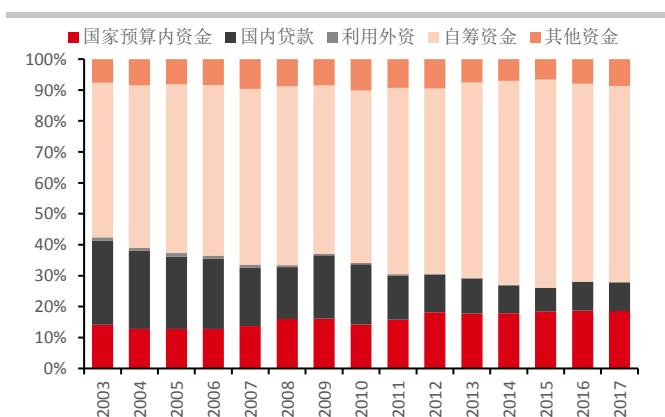
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 交通运输邮政业基建资金来源变动 单位：%



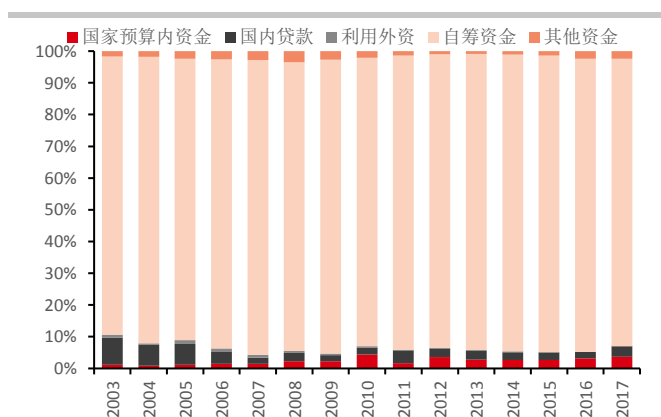
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 水利环境和公共设施管理基建资金来源变动 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 信息传输业基建资金来源变动 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

基建融资之财政资金

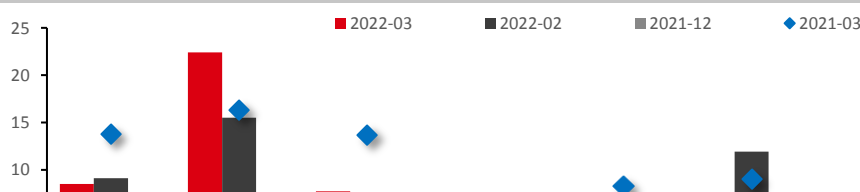
财政资金：一般公共财政支出

一般公共财政支出中主要分为民生类支出和基建类支出两大项目，其中基建类支出中包含节能环保、交通运输、城乡社区支出以及农林水事务支出四个类别，这四类支出在支出预算中的占比近年来稳定在 27% 左右。但这四大类别中并非所有支出都与基建存在高相关性。如城乡社区支出中，与基建有关的主要是城乡社区公共设施，占比约为 45%-50%，其余部分则属于民生类支出。由于本文主要观察趋势变化，因此不做细分。

根据财政部公布的 2022 年财政预算，2022 年中央基本建设支出预算数为 6400 亿元。其中，2022 年中央本级支出预算数为 1450 亿元，主要用于支持交通运输、科技创新、部门自身能力建设等中央本级重点投资领域和重大项目建设，并按规定落实到具体项目。回顾 22 年一季度，财政支出在基建端开始发力，一改去年同比持续走负的趋势，一季度四类基建支出累计同比持续提速，其中节能环保类支出同比增 6.2%，城乡社区事务类支出同比增 7.5%，农林水事务同比增 8.4%，交通运输类支出同比增 10.9%。但是，由于当前国内疫情反复，国内经济下行压力较大，居民消费与收入双双承压。财政支出虽然发力，受预算金额有限限制，更多着力于民生类支出，3 月基建类支出占总财政支出的 21.4%，同比下滑 2 个百分点。后续来看，预计未来各地方将加大力度“六保六稳”，一般公共财政支出将向民生类明显倾斜，而对基建端支撑有限。预计财政对基建的支撑将更依赖于以专项债为主的政府性基金支出。

图 12： 2022 年以来一般公共财政支出分项累计同比走势

单位：%



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_41355

