

## 宏观框架之一：从资金来源看基建增速

报告日期：2022年6月30日

### ★预计全年基建增速在 5.3%-8.6%之间

本文以预测财政资金为核心，并测算财政资金对社会资金的撬动来估算基建投资增速。预计今年财政资金投向基建的规模为 6.02 万亿元，杠杆撬动比例在 3.3-3.4 倍之间，对应的基建投资规模在 19.88-20.48 万亿之间，增速在 5.3%-8.6%之间。在杠杆撬动比例较低的情况下，基建增速整体偏低。另外四季度基建投资节奏或放缓，对此下半年有望推出特别国债等增量工具。

### ★以史为鉴：资金来源的演进

社会资金经历了从快速增长到规范发展的历程，对应着基建增速由高转低。2008-2017 年，社会资金是基建的主要资金来源：2008-2014，城投平台负债快速增长；2015-2017，PPP 明股实债兴起。2018-至今，财政资金中的专项债成为主要的资金来源。社会资金扩张能够迅速拉动增长，但存在着项目收益低、举债成本高等问题，政府以土地收入作为主要偿债来源导致了预算软约束，最终地方债务积累。进一步，地价顺周期属性放大了经济周期波动，导致金融风险上升。专项债以项目收益为主要偿债来源，可持续性较强，但举债规模受限，基建增速下降。

### ★未来基建钱从哪来？

对于未来基建资金来源：其一，中央政府适度加杠杆；其二，财税体制改革释放中长期财政潜力；其三，鼓励社会资金参与有收益的基建项目是未来发展的大方向，任重道远。值得注意的是，城投和 PPP 明股实债等无序扩张的社会资金再难成为主要资金来源，未来相关监管政策放松的可能性极小。由于中央财政加杠杆、专项债扩张均存在约束，而财税体制改革、引入规范的社会资金任重道远，基建投资增速再难恢复到 2018 年之前的水平。但新基建提供有效供给、拉动有效需求，公益性基建缓解居民后顾之忧，发展的质量、可持续性将得到提升。

### ★风险提示

监管政策发生重大变动。

徐颖 FRM 资深分析师（外汇/贵金属）

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: [ying.xu@orientfutures.com](mailto:ying.xu@orientfutures.com)

联系人 张粲东

从业资格号：F3085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: [candong.zhang@orientfutures.com](mailto:candong.zhang@orientfutures.com)

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1、从资金来源构建基建投资增速分析框架.....        | 5  |
| 1.1、目前的资金来源法存在问题.....           | 5  |
| 1.2、财政资金撬动社会资金的基建增速预测方法.....    | 7  |
| 2、预计今年基建增速在 5.3%-8.6%之间.....    | 11 |
| 3、以史为鉴：资金来源的演进.....             | 17 |
| 3.1、2008-2017，社会资金是主要资金来源.....  | 17 |
| 3.2、2018-至今，财政资金的重要性上升.....     | 19 |
| 4、未来基建钱从哪来？.....                | 20 |
| 4.1、财政资金：中央政府适度加杠杆.....         | 20 |
| 4.2、财政资金：财税体制改革释放财政潜力.....      | 20 |
| 4.3、社会资金：隐债监管难松动，提升项目收益是正道..... | 21 |
| 4.4、基建增速或长期下降，但发展质量得到提升.....    | 22 |
| 5、总结.....                       | 22 |
| 6、投资建议.....                     | 23 |
| 7、风险提示.....                     | 23 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 1: 基建资金来源                  | 5  |
| 图表 2: 基建资金来源占比                | 5  |
| 图表 3: 预算内资金低估了财政对于基建投资的影响     | 6  |
| 图表 4: 预算内资金和公共预算投向基建的部分接近     | 6  |
| 图表 5: 财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一 | 6  |
| 图表 6: 各项应付款规模逐渐增加             | 7  |
| 图表 7: 一般公共预算收入增速和 GDP 增速走势接近  | 8  |
| 图表 8: 历年预算完成度                 | 8  |
| 图表 9: 基建支出占预算内支出比重约为 10%      | 9  |
| 图表 10: 基建支出占比小幅下降             | 9  |
| 图表 11: 土地出让金收支规模基本相等          | 9  |
| 图表 12: 土地出让金占政府性基金收入比重约为 80%  | 9  |
| 图表 13: 百城土地成交总价是土地出让金的领先指标    | 10 |
| 图表 14: 2014 年土地出让金用途          | 10 |
| 图表 15: 专项债发行规模逐年递增            | 10 |
| 图表 16: 专项债投向                  | 10 |
| 图表 17: 新增专项债发行额领先基建投资约 3 个月   | 11 |
| 图表 18: 财政资金杠杆撬动倍数             | 11 |
| 图表 19: 公共财政收入增速迅速下滑           | 12 |
| 图表 20: 地产数据走弱, 经济内生修复动能不强     | 12 |
| 图表 21: 政府性基金收入增速迅速下降          | 13 |
| 图表 22: 去年专项债发行后置, 今年前置        | 13 |
| 图表 23: 2022 年城投债发行额未见明显增加     | 14 |
| 图表 24: 2022 年城投债净融资额未见明显增加    | 14 |
| 图表 25: 超 8 成新增城投债资金用于还本付息     | 14 |
| 图表 26: 近两年国开行贷款投向             | 14 |
| 图表 27: 公募基础设施 REITs 基本资料一览    | 15 |
| 图表 28: 财政资金来源汇总               | 16 |
| 图表 29: 基建投资规模预测               | 16 |
| 图表 30: 基建增速预测                 | 16 |
| 图表 31: 分税制后财权上移               | 17 |
| 图表 32: 城投债发行规模上升              | 17 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 33: 产能过剩导致 PPI 同比长期负增长 ..... | 18 |
| 图表 34: 国企盈利能力变弱 .....           | 18 |
| 图表 35: PPP 明股实债占比达到 8 成 .....   | 19 |
| 图表 36: PPP 投资规模 .....           | 19 |

基建是全年稳增长的重要抓手，也是中长期扩大有效供给，拉动有效需求的重要手段。扩大基建投资规模，就需要解决“钱从哪里来”的问题。近几年我国基建增速持续低迷，资金不足是重要原因。去年年末我国财政的超收节支，在一定程度上缓解了资金紧张的问题，但这似乎只是暂时性的办法，如不能找到增量资金，中长期基建规模的提升也就无从谈起。

综上，本文将论述以下几个方面：1) 从资金来源的角度构建短期基建增速的定量预测框架；2) 判断今年的基建增速会有多高；3) 分析资金来源在历史上的结构变化，推测未来的变化趋势，并对中长期基建增速做出定性判断。

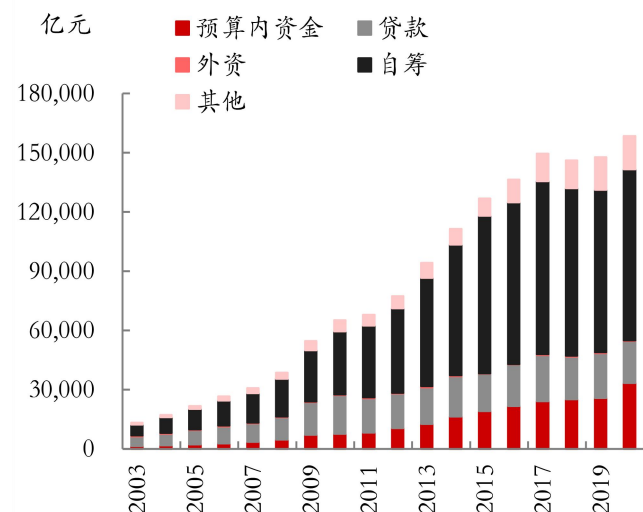
## 1、从资金来源构建基建投资增速分析框架

### 1.1、目前的资金来源法存在问题

市场往往使用资金来源法对基建增速进行预测，即分别测算统计局口径下的五种基建资金来源，并将其加总得到最终的基建增速。本文认为，该做法存在着低估财政资金对基建的影响，部分指标测算过于主观以及忽视各项应付款等问题。

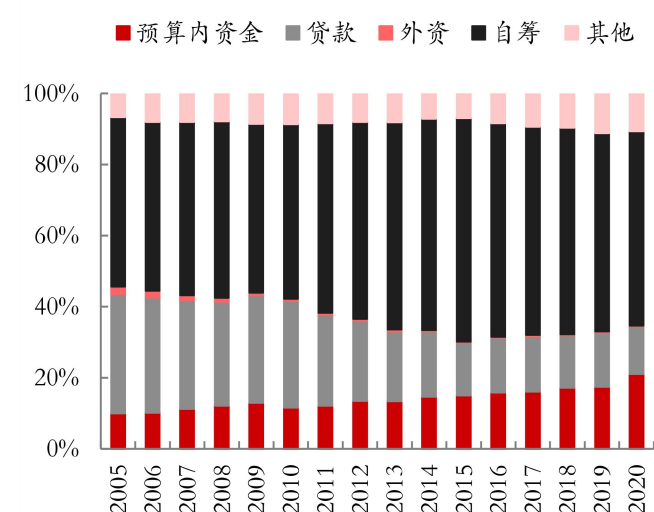
根据国家统计局的口径，基建资金来源包括国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五个部分，分别占全部资金来源的比重为 21.1%、13.4%、0.2%、54.7%和 10.6%（2020 年）。预算内资金、国内贷款和自筹资金占比较大，是影响基建资金规模的主要因素。

图表 1：基建资金来源



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：基建资金来源占比

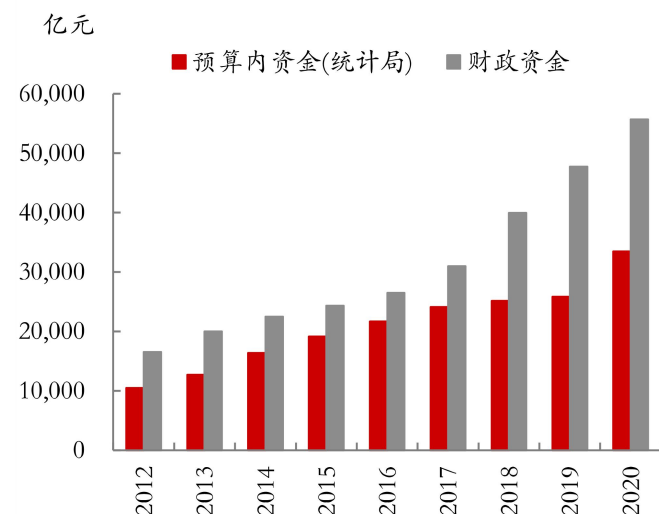


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

统计局基本解释了基建资金的构成，但在各种融资模式难以较好地和五项资金来源匹

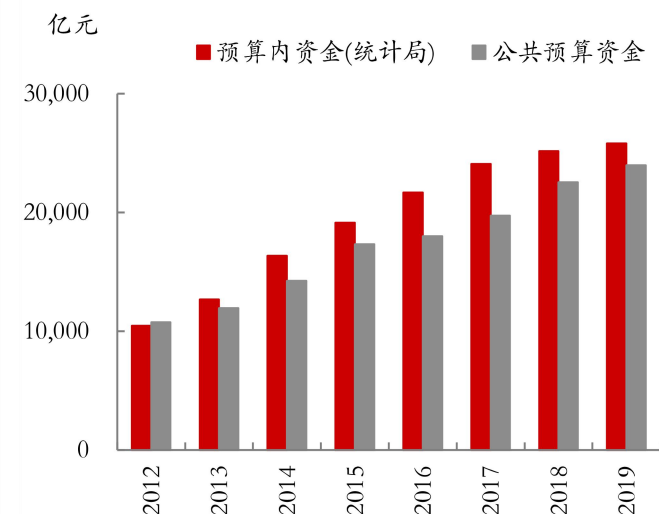
配，以至于资金来源法测算基建增速过于主观。

图表3：预算内资金低估了财政对于基建投资的影响



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：预算内资金和公共预算投向基建的部分接近



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

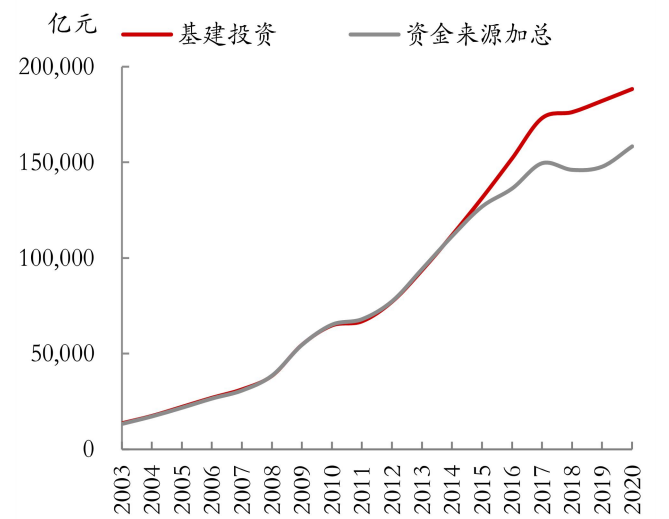
首先，预算内资金低估了财政对于基建投资的影响。诚然，财政投向基建的数据均较为公开透明，能够较精确计算，但财政资金不等于预算内资金。统计局口径的预算内资金规模介于一般公共预算部分和全部财政资金之间，这实际上低估了财政对于基建投资的影响。财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一，当经济下行压力增加时，财政政策基调转向积极，基建投资增速往往会上升。

图表5：财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：各项应付款规模逐渐增加



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其次，除预算内资金外，其余四部分资金的数据可得性均比较差。其一，自筹资金定义较为抽象、笼统，除 PPP 社会资本和城投债等几部分资金外，其余部分的资金较不明确。即使是城投债，也难以精确计算投向基建的规模。另外从实际操作来看，部分预算内资金和国内贷款可能也被算进了自筹资金之中。其二，央行公布的投向基建领域贷款的数据并不连续，数据可得性比较差。其三，市场上基本没有可以用来判断利用外资和其他资金的指标。

最后，统计局口径的资金来源没有考虑各项应付款的问题。2014 年之前，基建投资规模和统计局口径的基建资金来源基本一致，但从 2015 年开始，基建投资规模明显超过基建资金来源，2020 年资金缺口接近 3 万亿元，占基建投资比重约为 16%。这部分缺口主要体现为各项应付款，而观测各项应付款缺乏抓手。

## 1.2、财政资金撬动社会资金的基建增速预测方法

本文对资金来源法进行改进，首先将全部资金来源划分为财政资金和社会资金。财政资金包括一般公共预算支出、政府性基金支出（土地财政部分）和专项债支出投向基建的部分；而基建全部资金来源减去财政资金就是社会资金，社会资金具体包括城投债、PPP 明股实债、银行贷款和非标等多种资金来源投向基建的部分。城投平台负债往往包括城投债、贷款等多种资金来源，也属于社会资金。

本文以预测财政资金为核心，并测算财政资金对社会资金的撬动来估算基建资金来源总规模，进而得到基建投资规模。



测算公式为：

$$\text{基建投资规模} = ((\text{一般公共预算支出} \times \text{投向基建比例}_1) + (\text{土地财政支出} \times \text{投向基建比例}_2) + (\text{专项债支出} \times \text{投向基建比例}_3)) \times \text{杠杆撬动系数} \quad (\text{公式1})$$

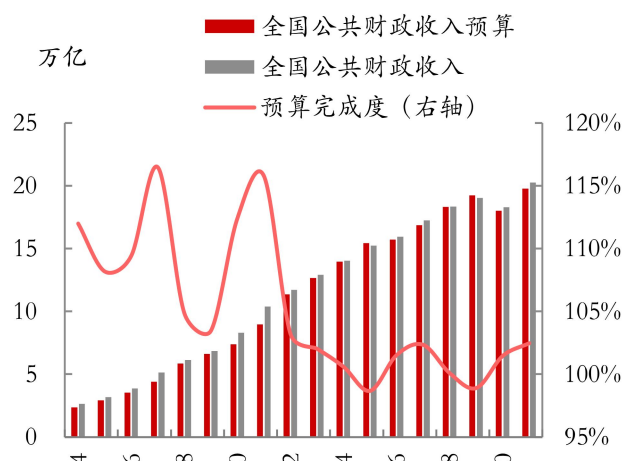
这样做的可行性在于：其一，财政资金数据均公开可得；其二，基建项目往往以财政资金作为项目资本金来撬动债务资金（专项债和特别国债资金等）和社会资金参与。这样做的相对优势在于：其一，简洁。两种方法测算财政资金的模式其实是一致的，但本文所提方法无需定量计算城投债、贷款和PPP等多种资金来源。其二，主观性有所下降。计算自筹资金、利用外资等部分主观性较强，但杠杆撬动系数有相对稳定的规律可循。

第一步，构建一般公共预算支出的测算框架。

$$1) \text{一般公共预算支出} = \text{一般公共预算收入} + \text{其他财政资金部分} \quad (\text{公式2})$$

历年财政部均会制定一般公共预算的目标增速，今年为3.8%；另外也可以根据对经济形势、GDP增速的判断来对目标增速进行调整。

图表7：一般公共预算收入增速和GDP增速走势接近 图表8：历年预算完成度



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\\_43473](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43473)

