

如何理解基建融资新工具？

研究结论

- 在 6 月 29 日的国务院常务会议上，基建资金端又迎来新的部署。会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。在此过程中，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年。之后，根据中国人民银行有关司局负责人的表态，这 3000 亿元金融工具将由国家开发银行、中国农业发展银行分别设立。我们认为，这一政策部署的意义不容小觑，是基建融资模式进一步转变的标志。
- 我们认为，专项债的产生并用于项目资本金可以说是基建融资转变 1.0 的标志。过去数十年，我国的基础设施建设既支持了其他行业的发展，具有强外部性，同时大幅助力了经济增长——历轮稳增长周期中基建从未缺席。在这一过程中，源源不断的基建资金是高增长、高存量的重要前提。在过去几年中，融资模式大致可以分为两个阶段：**第一阶段，城投是最大主角；而第二阶段，专项债登上舞台并起到了重要推动作用。**相比用一般公共预算收入偿还债券本息、不追求项目收益的一般债，专项债以项目对应的政府性基金或专项收入还本付息，因此更加强调项目带来的现金流，尤其是在成为资本金后，其进入项目公司的所有者权益，以分红、转让股权所得价款、减资等形式来归还本息，这种方式已经在一定程度上接近于股权投资，相比之前依赖城投债和银行贷款的模式，可以认为是基建融资的一个重要转变。
- 自负盈亏的银行金融工具站上前台，代表着基建融资转变 2.0。6 月 29 日国务院常务会议之后，人民银行有关司局负责人强调，政策性、开发性金融工具投资应按市场化原则，依法合规自主决策、自负盈亏、自担风险，保本微利，投资规模要与项目收益相平衡。我们认为，“**自负盈亏、自担风险**”的表述以及国常会“**中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年**”的部署，都表明政府端对基建资金的支持进一步向股权融资的模式靠拢。
- 新基建、新能源行业重大项目被纳入专项债范畴是融资转变 2.0 的前提，相对传统基建，新型基础设施更接近产业项目，也更加容易产生现金流。相关制度配套已经在准备过程中，根据媒体公开报道，6 月末，监管部门就专项债扩大投向征求意见，细化新基建、新能源项目的支持领域。
- 类似股权融资的特质也会使得相关工具的使用不需要过于担忧赤字的问题，适合承压背景下的稳增长。一方面，专项债不纳入赤字，项目的现金流也好于其他一些无收益的公益项目，相对来说会比传统融资更加大胆：截至 6 月末，新增地方专项债发行规模逾 3.4 万亿元，基本发行完毕，目前各个地方已经被要求申报 2022 年第三批地方政府专项债券项目，而与此同时国债、一般债等并无扩张，可见专项债将继续成为扩大有效投资的主要抓手；另一方面，新出台的政策性、开发性金融工具将“保本微利”，这控制了“加杠杆”导致的风险。
- 进入基建融资 2.0 之后，政策端对基建的支持将更加灵活，更加具有股权投资的特征，也更加接近基础设施投资基金的模式。实际上，在地方层面，基础设施投资基金已经有所实践。展望后续，中央层面上对基建的支持尤其是政策性、开发性金融工具的使用可能也会参考地方经验，具有长周期、资金交付方式灵活的特点，由金融机构承担主要的管理职责且自负盈亏，这一融资模式有利于资金流入收益相对更好、运营更加规范的基建项目中去，在新发展阶段，回报较高的新基建或将受到更大利好。

风险提示

- 疫情的影响或持续时间超预期，经济增速回落，影响后续基建落地节奏。

报告发布日期

2022 年 07 月 11 日

证券分析师

陈至奕 021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn
孙国翔 sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

经济环比动能明显增强，服务业复工复产 2022-07-04
迎来加速期——6 月 PMI 点评

复苏的开端——5 月经济数据点评 2022-06-16

攻坚克难，回归正轨：宏观 2022 年中期策 2022-06-13
略

在 6 月 29 日的国务院常务会议上，基建资金端又迎来新的部署。会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。在此过程中，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年。之后，根据中国人民银行有关司局负责人的表态，这 3000 亿元金融工具将由国家开发银行、中国农业发展银行分别设立。我们认为，这一政策部署的意义不容小觑，是基建融资模式进一步转变的标志，本文我们将重点讨论这一问题。

基建融资转变 1.0：专项债的产生并用于项目资本金

过去数十年，我国的基础设施建设既支持了其他行业的发展，具有强外部性，同时大幅助力了经济增长——历轮稳增长周期中基建从未缺席。在这一过程中，源源不断的基建资金是高增长、高存量的重要前提。在过去几年中，融资模式大致可以分为两个阶段：

第一阶段，城投是最大主角。分税制改革后，地方政府财权与事权存在一定的不匹配，亟需新的融资方式，土地财政与地方融资平台也因此获得成长的土壤，为地方政府招商引资以及基础设施建设提供资金。2009 年 3 月，人民银行、银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出“鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府投融资平台等多种方式，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”，之后城投债发行量大幅增加。根据国家审计署公布的数据，2010 年年末，地方融资平台公司债务余额达 4.97 万亿，2013 年末进一步上升至 6.97 万亿（当时金融机构各项贷款余额为 71.9 万亿，城投债的这一规模已经不容小觑）。

第二阶段，专项债登上舞台并起到了重要推动作用。2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）出台，产生了深远的影响，地方自此被赋予举债的职能，隐性债务逐步走向显性化，2015 年开始推出的专项债更是取代了融资平台，成为基建除银行贷款外最重要的资金来源，其发行节奏甚至能主导基建增速的表现。2019 年 6 月《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》正式印发，专项债被进一步允许作为符合条件的重大项目资本金。

相比用一般公共预算收入偿还债券本息、不追求项目收益的一般债，专项债以项目对应的政府性基金或专项收入还本付息，因此更加强调项目带来的现金流，尤其是在成为资本金后，其进入项目公司的所有者权益，以分红、转让股权所得价款、减资等形式来归还本息，这种方式已经在一定程度上接近于股权投资，相比之前依赖城投债和银行贷款的模式，可以认为是基建融资转变 1.0。

基建融资转变 2.0：自负盈亏的银行金融工具站上台

6 月 29 日国务院常务会议之后，人民银行有关司局负责人强调，政策性、开发性金融工具投资应按市场化原则，依法合规自主决策、自负盈亏、自担风险，保本微利，投资规模要与项目收益相平衡。我们认为，“自负盈亏、自担风险”的表述以及国常会“中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年”的部署，都表明政府端对基建资金的支持进一步向股权融资的模式靠拢，这类增量金融工具有着重要的融资模式转变的意义。

新基建、新能源行业重大项目被纳入专项债范畴是融资转变 2.0 的前提，相对传统基建，新型基础设施更接近产业项目，也更加容易产生现金流。相关制度配套已经在准备过程中，根据媒体公开报道，6 月末，监管部门就专项债扩大投向征求意见，细化新基建、新能源项目的支持领域。

同时，类似股权融资的特质也会使得相关工具的使用不需要过于担忧赤字的问题，适合承压背景下的稳增长。一方面，专项债不纳入赤字，项目的现金流也好于其他一些无收益的公益项目，相对来说会比传统融资更加大胆：截至 6 月末，新增地方专项债发行规模逾 3.4 万亿元，基本发行完毕，目前各个地方已经被要求申报 2022 年第三批地方政府专项债券项目，而与此同时国债、一般债等并无扩张，可见专项债将继续成为扩大有效投资的主要抓手；另一方面，新出台的政策性、开发性金融工具将“保本微利”，这控制了“加杠杆”导致的风险。

走向基础设施投资基金

进入基建融资 2.0 之后，政策端对基建的支持将更加灵活，更加具有股权投资的特征，也更加接近基础设施投资基金的模式。实际上，在地方层面，基础设施投资基金已经有所实践：

- 根据杭州银行官网信息，杭州银行与政府共同设立了基础设施投资基金，采用债权、股权以及“债+股”混合等多种方式投资于基础设施项目建设，基金可采用有限合伙或契约型基金的法律形式，具有期限长，资金交付方式灵活的特点。
- 广东也在基础设施投资基金方面有所部署。2019 年 1 月 4 日，广东省发展改革委、广东省财政厅、广东省国资委印发《广东省基础设施投资基金管理办法》首期出资规模 120 亿元，通过广东省铁路建设投资集团有限公司一次性全部注入广东省基础设施投资铁路引导基金。

根据文件，这一“广东省基础设施投资铁路引导基金”由省铁投集团按照财政注资规模与基金管理公司共同设立，省铁投集团与基金管理公司签订双方委托协议，全权委托**基金管理公司管理广东省基础设施投资铁路引导基金，省铁投集团负责配合基金管理公司做好设立铁路引导基金的相关工作，不参与铁路引导基金的日常管理和经营决策，相应责任由基金管理公司承担。**

在项目建设的过程中，**铁路引导基金应按省委、省政府要求筹措铁路项目资本金，具体项目筹资应与省铁投集团沟通协商一致；省铁投集团要充分发挥利用自身资源优势，为铁路基础设施投资基金引入社会投资人提供支持。**此外，文件还指出，未来可以设立基础设施其他领域的引导基金，原则上同一领域不重复设立引导基金。

- 深圳也有类似的做法，且规模较大。2018 年 12 月末，深圳市基础设施投资基金揭牌暨签约仪式举行，深圳市基础设施投资基金首期整体规模 1000 亿元，远期整体规模将达到 2000 亿元。该基金由深圳市发改委会同财政委等部门共同组建，由深圳市特区建设发展集团有限公司、深圳市投资控股有限公司、深圳市创新投资集团有限公司 3 家市属国企共同出资，深圳市特区建设发展集团作为控股股东，签约时期就已经完成了第一批行业子基金社会资本遴选。

从实际运作来看，基础设施投资基金还会与相关企业直接合作。2020 年 9 月 A 股上市公司特发信息发布公告，表示与深圳市基础设施投资基金管理有限责任公司就数据中心等新基建领域构建战略合作关系，签署了《深圳市特发信息股份有限公司与深圳市基础设施投资基金管理有限责任公司战略合作协议》。从合作内容来看，主要包括四个方面：（1）双方拟共同出资设立合资公司，用于在数据中心领域进行投资运作，并由合资公司负责运作双方在深圳市及深圳市合作区域内的数据中心项目；（2）深圳市基础设施投资基金管理有限责任公司可协助深圳市特发信息股份有限公司开展数据中心项目中需相关部门审批事项的申报及审

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

批工作；（3）双方可采用联合设立产业基金的方式开展业务合作；（4）拟围绕包括但不限于数据中心等重点领域，共同筛选优质的新基建合作项目，或者向对方推荐合适的新基建项目。

展望后续，中央层面对基建的支持尤其是政策性、开发性金融工具的使用可能也会参考地方经验，具有长周期、资金交付方式灵活的特点，由金融机构承担主要的管理职责且自负盈亏，这一融资模式有利于资金流入收益相对更好、运营更加规范的基建项目中去，在新发展阶段，回报较高的新基建或将受到更大利好。

风险提示

疫情的影响或持续时间超预期，经济增速回落，影响后续基建落地节奏。

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_43915

