



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年10月22日

宏
观
专
题

基建投资增速缘何低迷？

李 曼 宏观分析师

编号：S1500519090009

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

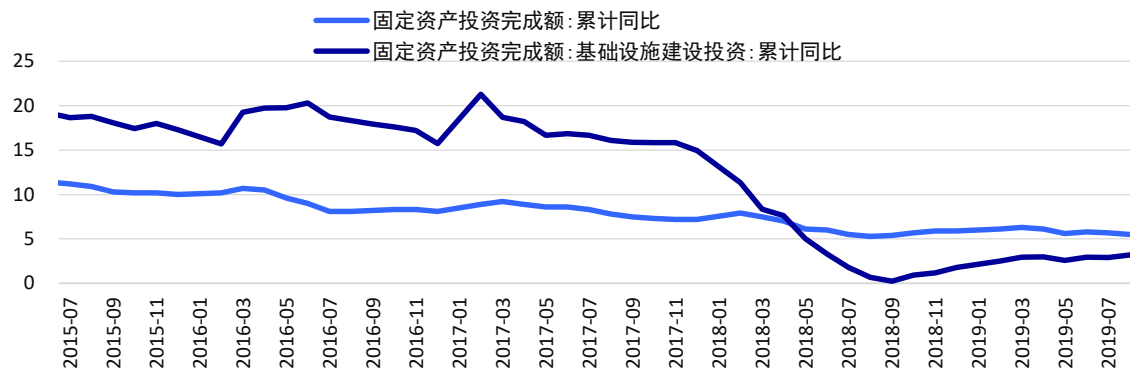
摘要

- 今年以来，外部环境复杂多变，国内经济下行压力加大，政策面多次强调通过稳基建手段来托底经济，但基建（广义）投资增速始终维持在2-3%的水平，改善程度非常有限。**本文通过探讨基建投资增速难见起色的原因，对未来基建投资增速作出展望。**
- 考虑到基建投资完成额和资金来源的高度一致性，我们从基建投资资金来源入手，探讨基建投资增速持续低迷的原因。将国家预算内资金和政府性基金视为财政资金，贷款、债券、信托、其他自筹资金以及PPP（社会资本）等视为社会资金部分，从政府和社会资金两方面进行分析。
- 我们发现，2019年基建投资增速始终低迷主要是受到社会资金收缩的影响。而进一步拆解社会资金，又主要是PPP项目持续整改、城投债融资规模改善较弱、非标融资渠道仍然趋紧这三方面的影响。
- **那么，未来基建投资增速能否进一步改善，以及能有多大幅度改善？我们从两个角度来回答。**
- 第一，从横向国际对比来看，我国的基础设施仍具建设空间。
- 第二，根据情景分析，乐观情形下，若提前下发专项债额度，或拉动2019年基建投资增速上升1.5至4个百分点。2020年，我们预计全年增速可能进一步回升至6-8%。

基建投资增速始终维持低位

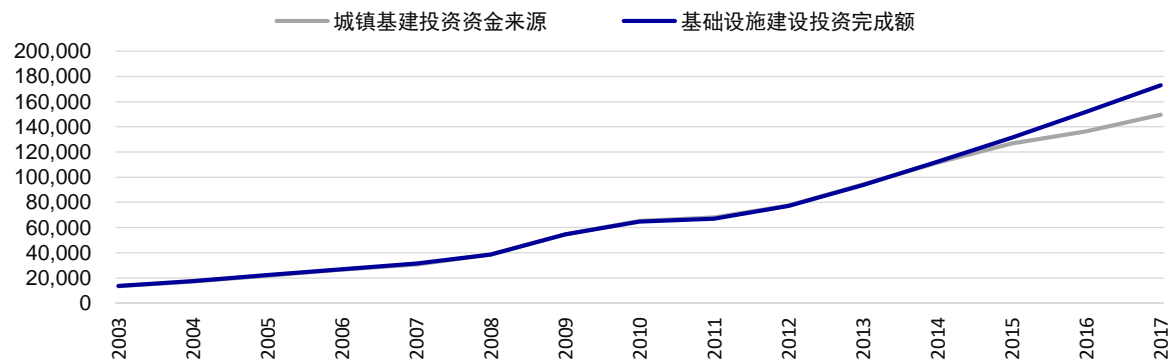
- 2018年，基建投资增速出现断崖式下滑，从二位数降至零。
- 2018年7月政治局会议提出六稳，其中就包括稳投资——“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”。之后政策层面对基建投资也一直维持了积极的态度，包括赤字率的提升，以及围绕专项债出台的一系列举措。
- 但是截至2019年9月，基建投资（广义）增速仅回升至3.4%，难言趋势改善。
- 考虑到基建投资完成额和资金来源的高度一致性，我们从基建投资资金来源入手，探讨基建投资增速持续低迷的原因。

基建投资增速始终难见起色（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

2016年以来，城镇基建投资资金来源与总基建投资额缺口扩大，但总体趋势一致（单位：亿元）

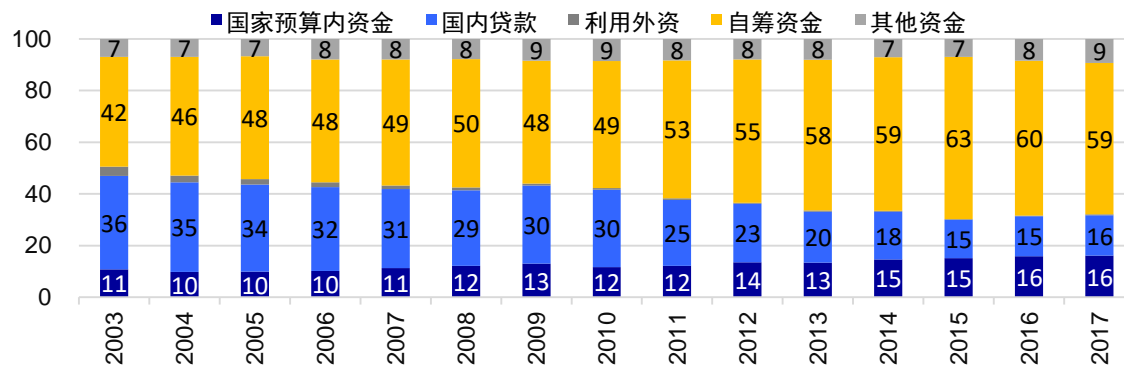


Source: 万得, 信达证券研发中心

基建资金来源拆分：社会资金收缩是基建增速低迷的主因？

- 基础设施建设投资资金主要由五个部分构成：**国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金以及其他资金**。其中国家预算内资金主要是指财政一般公共预算支出中对应基建的那部分；自筹资金则包括以债券、信托、其他非标形式筹集的资金以及政府性基金支出等。
- 将国家预算内资金和政府性基金视为财政资金，贷款、债券、信托、其他自筹资金以及PPP（社会资本）等视为社会资金部分，从政府和社会资金两方面分析基建资金来源情况。
- 经过粗略的计算，我们发现**2019年基建投资增速始终低迷**主要是受到社会资金收缩的影响。接下来我们对资金来源的细分项进行具体分析，并验证该结论。

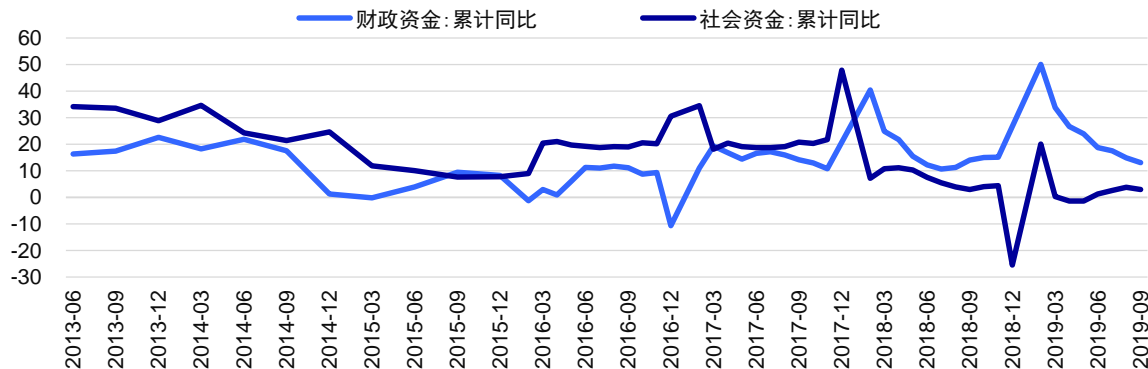
基础设施建设投资资金来源构成（单位：%）



注：基础设施建设主要由三个子行业构成：1) 电力、热力、燃气及水的生产和供应业；2) 交通运输、仓储和邮政业；3) 水利、环境和公共设施管理业。

Source: 万得, 信达证券研发中心

2018年开始，社会资金增速慢于财政资金增速（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

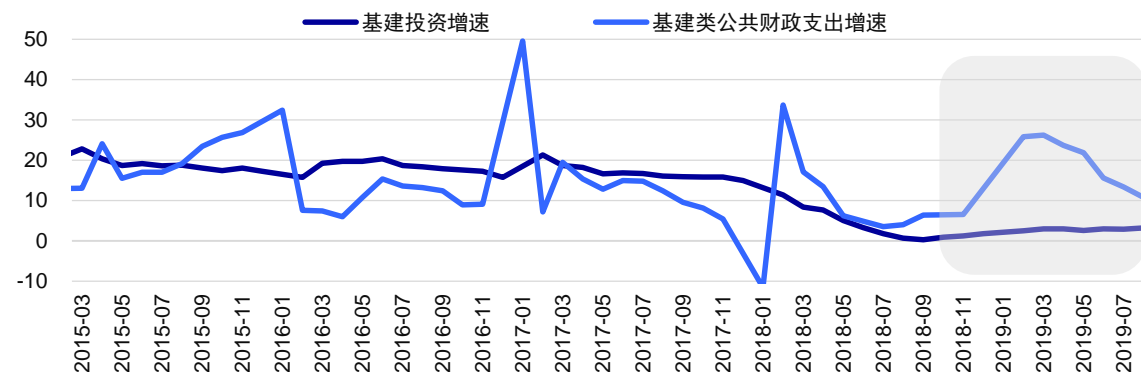
注：财政资金=基建类公共财政支出+基建类政府性基金支出；

社会资金=基建投资完成额-财政资金

财政资金——基建类财政支出力度明显加码

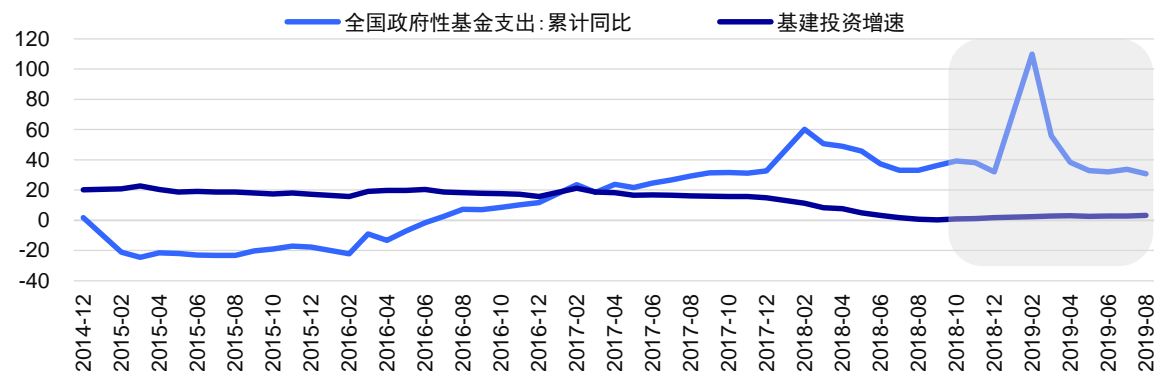
- 从公共财政支出和政府性基金支出的角度来看，财政对基建投资的支持力度明显加码：
 - 2019年基建类财政支出（主要包括城乡社区、节能环保、农林水以及交通运输事务四类）增速较2018年明显加快；
 - 政府性基金支出增速，从全年来看虽然呈回落趋势，但是整体增速维持在30%以上。

今年以来基建类财政支出维持较快增长（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

政府性基金支出呈回落趋势，但整体水平维持高位（单位：%）

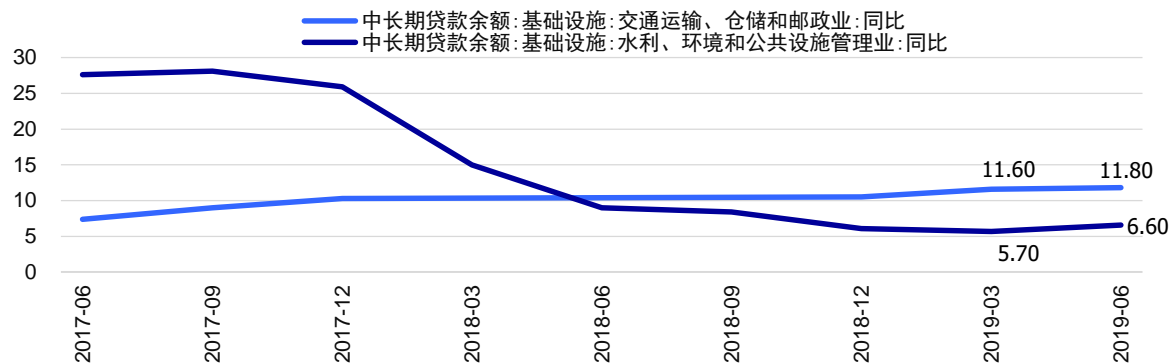


Source: 万得, 信达证券研发中心

社会资金——贷款增速增长幅度有限，PPP项目甚至有所收缩

■ **贷款：**目前央行仅披露了交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业的贷款余额增速，2019年以来这两个行业增速较2018年均出现上升，但是幅度较小。电力、燃气及水的生产和供应业与这两个行业相比，贷款余额相对较小，且波动幅度不大。总体上，可以看出基建行业贷款增速上升幅度较为缓和。

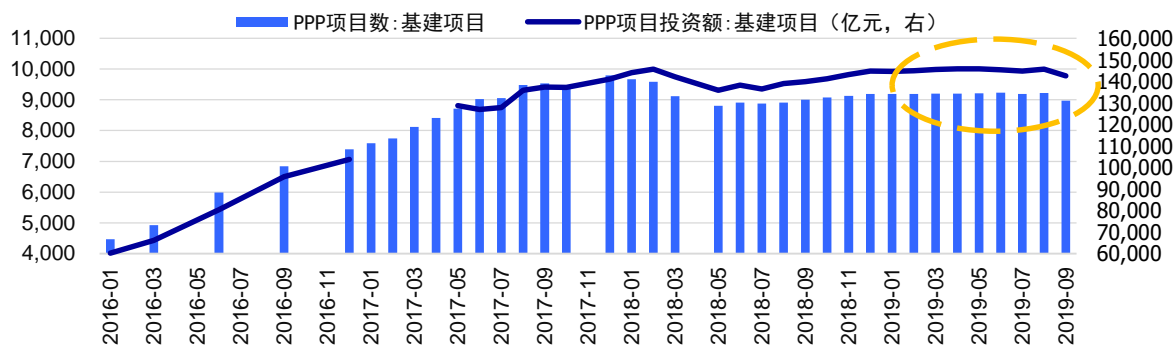
基建类贷款增速小幅上升（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

■ **PPP：**自2017年11月10日92号文发布确定PPP清库操作，2018年成为PPP模式的规范之年和关键之年，大量项目整改、出库。2019年以来，“规范”发展仍是主旋律，截至三季度末，基建类PPP项目无论是数量还是投资额较2018年都出现进一步收缩。

基建类PPP项目甚至有所收缩



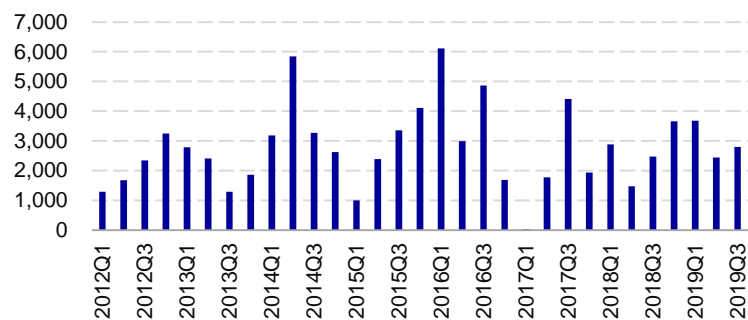
Source: 万得, 信达证券研发中心

注: 基建类主要包括交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、片区开发、政府基础设施等领域。

社会资金——低基数下城投债净融资额回升明显，但是整体额度仍不高

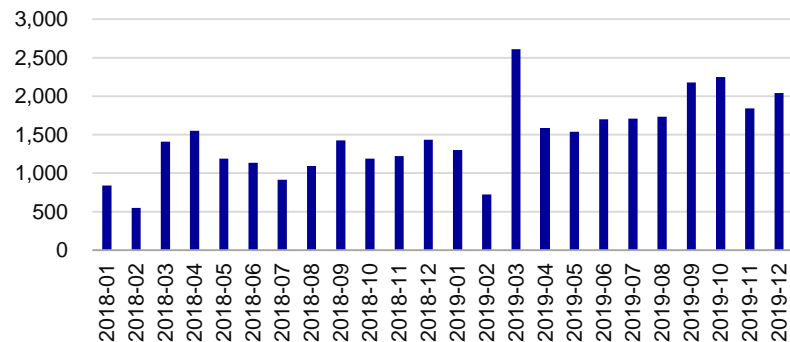
- 2017、2018年受严格规范发行等各类政策影响，城投债净融资额大幅萎缩。而随着政策面的边际放松，2019年城投债利率先上后下，净融资额在2018年的低基数背景下回升较为明显，但是整体额度仍偏低，截至3季度末，净融资总额为8910亿。主要有三点原因：
 - **第一**，今年城投债到期规模较大；**第二**，5月金融机构风险事件和非银结构化产品造成的流动性冲击，中低评级城投债发行受到影响；**第三**，虽然监管层面有所放松，但是厘清城投平台和地方政府职能角色的方向不改，城投平台融资功能仍受限制。

城投债净融资规模仍不高（单位：亿元）



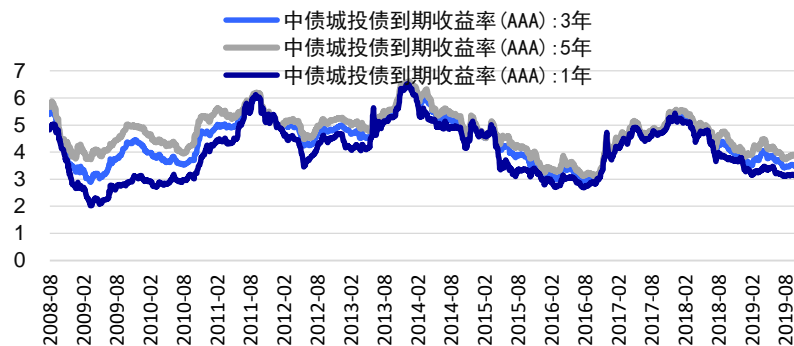
Source: 万得, 信达证券研发中心

城投债到期规模较大（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

城投债利率大幅下行（单位：%）

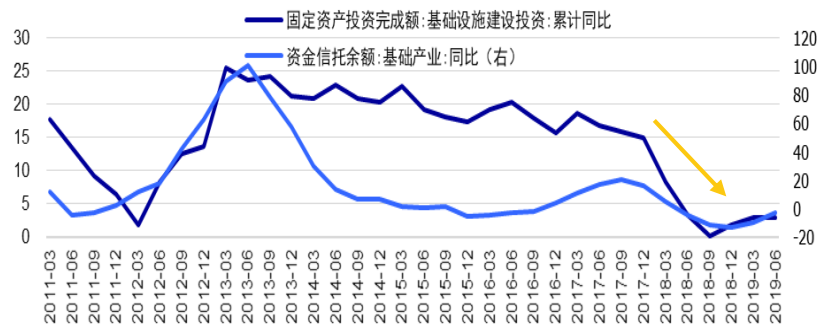


Source: 万得, 信达证券研发中心

社会资金——非标融资为最大的拖累项

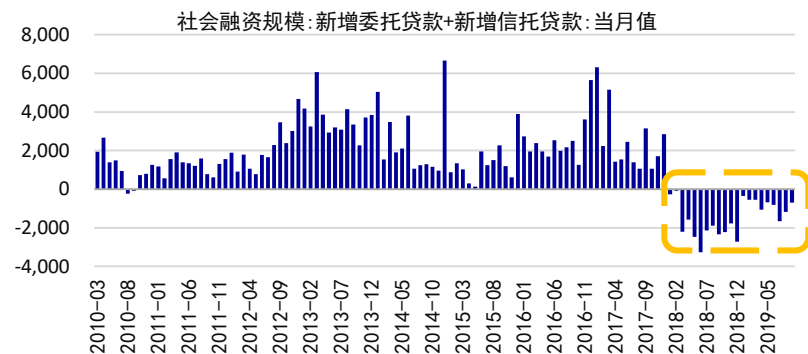
- 非标渠道，是城投平台最主要的融资方式之一。2018年金融去杠杆导致非标融资规模大幅收缩，受此影响，流向基建领域的非标融资规模也明显下滑。
- 2019年以来，虽然基础产业的新增信托项目金额小幅回升，但仍位于历史较低水平，基础产业信托资金余额累计增速仍在负区间。这也是今年基建投资增速始终低迷的主要原因之一。

信托融资对基建投资增速的拖累非常明显（单位：%）



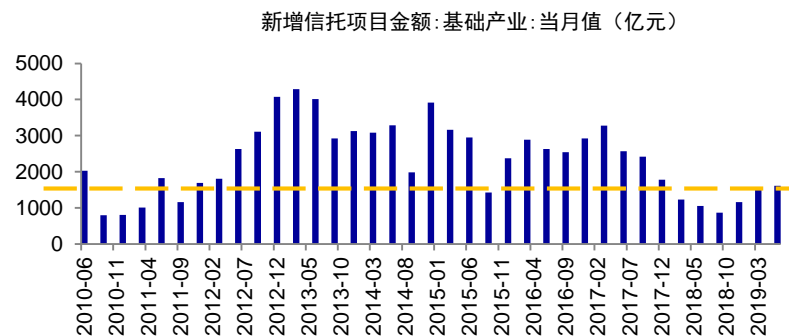
Source: 万得, 信达证券研发中心

非标融资持续收缩（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

投向基建的信托项目金额小幅回升，但仍位于历史较低水平

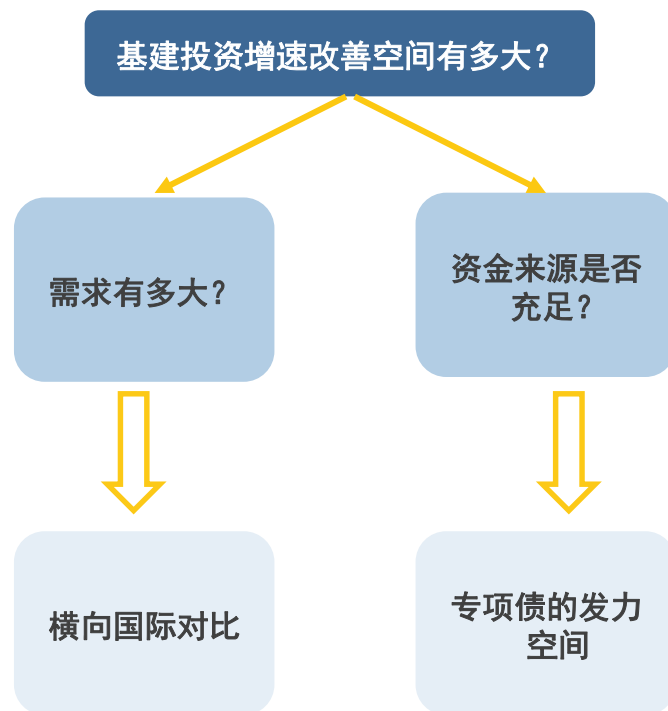


Source: 万得, 信达证券研发中心

未来基建投资增速能否进一步改善？

- 综上所述，2019年基建投资增速始终低迷主要是受到社会资金收缩的影响。而进一步拆解社会资金，又主要是PPP项目持续整改、城投债融资规模改善较弱、非标融资渠道仍然趋紧这三方面的影响。
- 那么，未来基建投资增速能否进一步改善，以及能有多大幅度改善？我们将从两个角度来回答。
 - **第一，需求有多大？**即我国的基础设施的整体水平是否还有建设空间？
 - **第二，资金来源够不够？**即考虑到PPP、城投债、非标融资渠道改善程度在今后一段时期可能都相对有限，并且受监管政策的影响较大，难以做准确推测，我们从目前的政策重点入手，讨论专项债券的发力空间有多大？

基建投资增速分析框架



Source: 信达证券研发中心

与国际水平相比，我国的基础设施仍具建设空间

- 根据世界经济论坛发布的《2019年全球竞争力报告》，在基础设施竞争力评估中，我国位列36，其中交通类基础设施排名24位，公用事业类基础设施排名65位。
- 细分来看，我国在道路连通性、列车服务效率、机场连通性、电力供应等方面已经位于世界前列。
- 但是在公路基础设施质量、铁路密度、航空运输服务效率、海港服务效率、接触不安全饮水风险率、供水可靠性、互联网使用率等方面还处于世界中下游水平，亟待提高。
- 综合来说，我国基础设施虽然在总量层面已经取得了显著进展，但并不存在过度投资的问题，人均基础设施存量仍显著低于发达国家；此外，在基础设施质量以及公用事业领域也还有很大的提升空间。

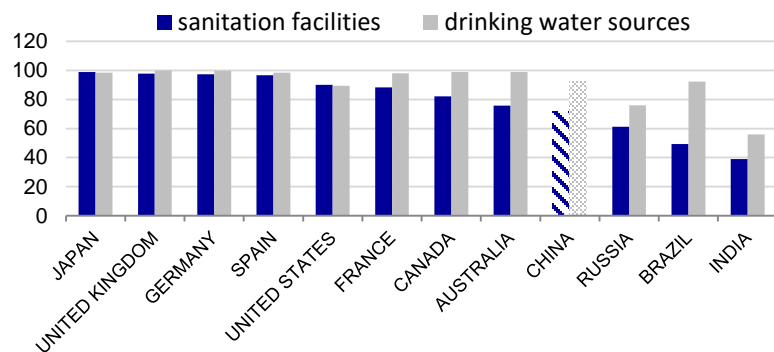
中国基础设施竞争力指标情况

Index Component	Value	Score *	Rank/141
2nd pillar: Infrastructure 0-100	-	77.9 ↓	36
Transport infrastructure 0-100	-	68.9 ↑	24
2.01 Road connectivity 0-100 (best)	95.7	95.7 ↑	10
2.02 Quality of road infrastructure 1-7 (best)	4.6	59.7 =	45
2.03 Railroad density km/1,000 km[2]	7.2	17.9 ↑	61
2.04 Efficiency of train services 1-7 (best)	4.5	59.0 =	24
2.05 Airport connectivity score	4,925,931.0	100.0 =	2
2.06 Efficiency of air transport services 1-7 (best)	4.6	60.7 =	66
2.07 Liner shipping connectivity 0-100 (best)	187.8	100.0 =	1
2.08 Efficiency of seaport services 1-7 (best)	4.5	58.6 =	52
Utility infrastructure 0-100	-	86.9 ↓	65
2.09 Electricity access % of population	100.0	100.0 =	2
2.10 Electricity supply quality % of output	4.9	99.0 ↑	18
2.11 Exposure to unsafe drinking water % of population	18.0	83.6 ↓	74
2.12 Reliability of water supply 1-7 (best)	4.9	64.9 -	68
3rd pillar: ICT adoption 0-100	-	78.5 ↑	18
3.01 Mobile-cellular telephone subscriptions per 100 pop.	115.0	95.8 ↑	78
3.02 Mobile-broadband subscriptions per 100 pop.	95.4	N/Appl.	36
3.03 Fixed-broadband Internet subscriptions per 100 pop.	28.5	57.1 ↑	32
3.04 Fibre internet subscriptions per 100 pop.	23.9	N/Appl.	6
3.05 Internet users % of adult population	54.3	54.3 ↑	93

Source: 世界经济论坛《2019年全球竞争力报告》，信达证券研发中心

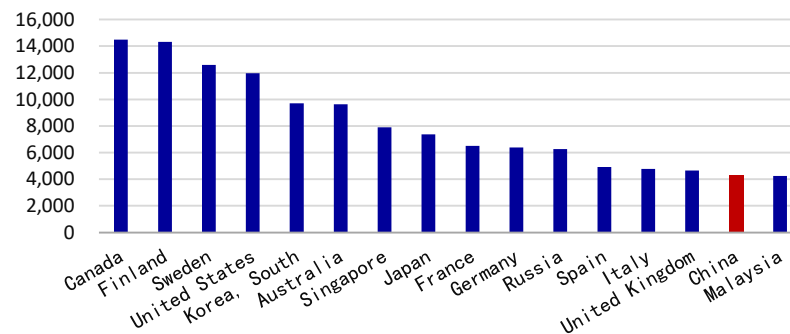
各国基础设施建设情况比较

各国饮用水和卫生设施评估分数



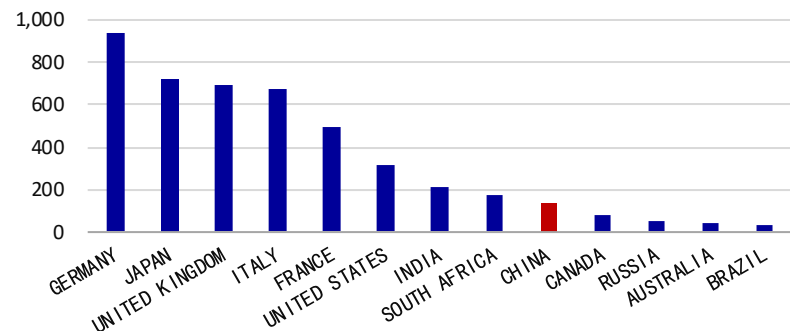
Source: 联合国, 信达证券研发中心

各国人均用电量排名 (单位: kWh)



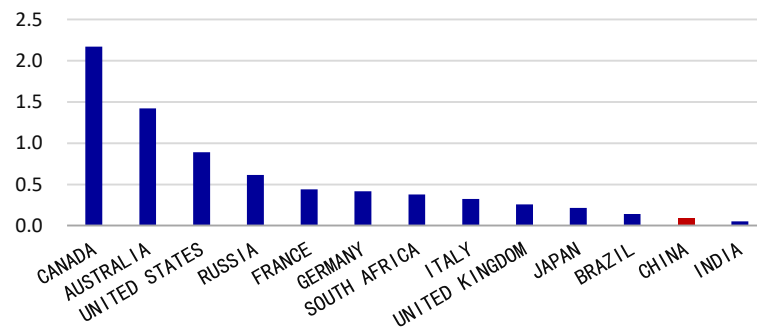
Source: CIA, 世界银行, 信达证券研发中心

各国铁路密度 (单位: 公里/万平方公里)



Source: CIA, 世界银行, 信达证券研发中心

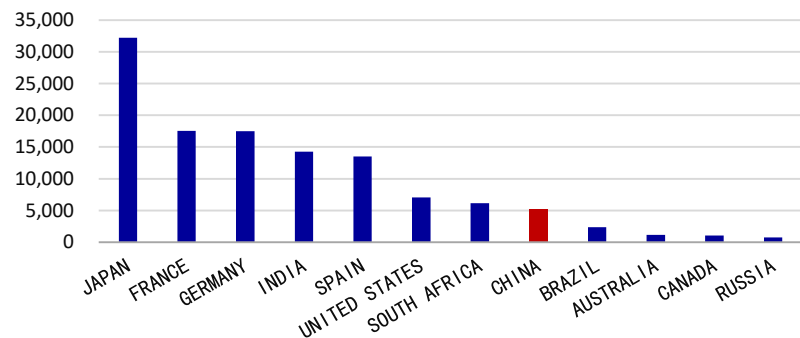
人均铁路里程 (单位: 米/人)



Source: CIA, 世界银行, 信达证券研发中心

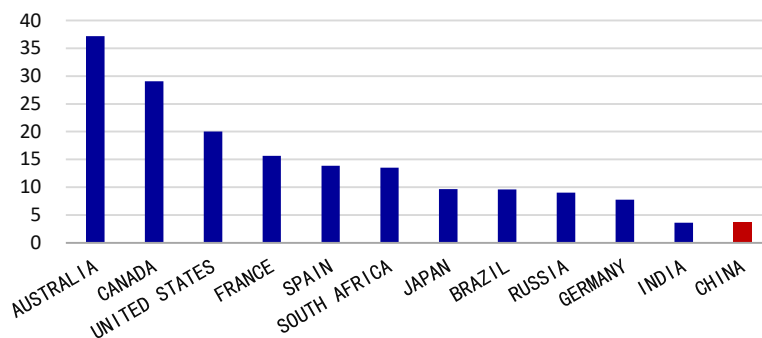
各国基础设施建设情况比较（续）

各国公路密度（单位：公里/万平方公里）



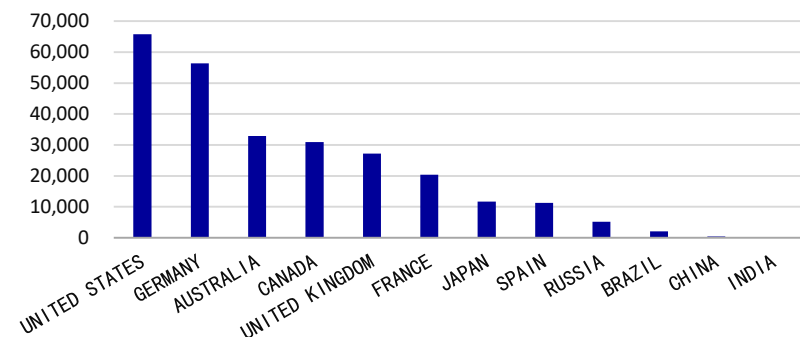
Source: CIA, 世界银行, 信达证券研发中心

人均公路里程（单位：米/人）



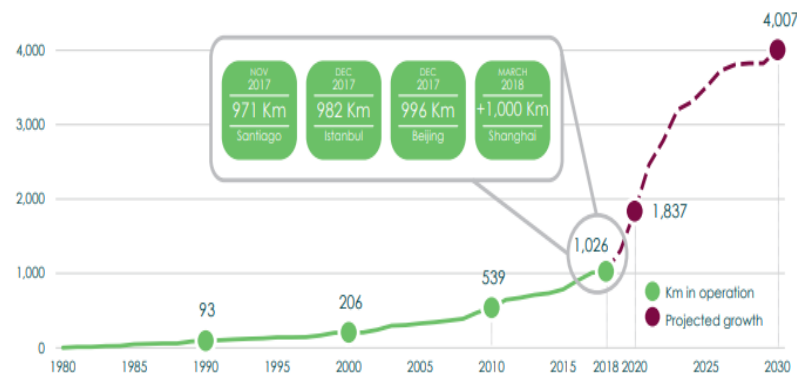
Source: CIA, 世界银行, 信达证券研发中心

各国安全互联网服务器（每百万人）



Source: 世界银行, 信达证券研发中心

城市轨道交通还有巨大增长空间（单位：公里）

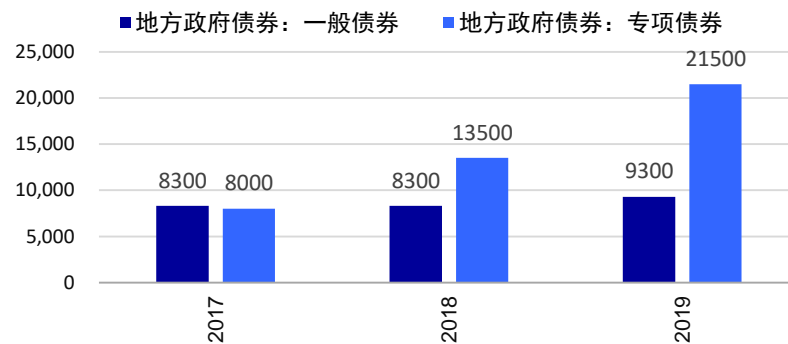


Source: UITP, 信达证券研发中心

规范地方政府举债“开正门”：专项债成为拉动基建的核心力量

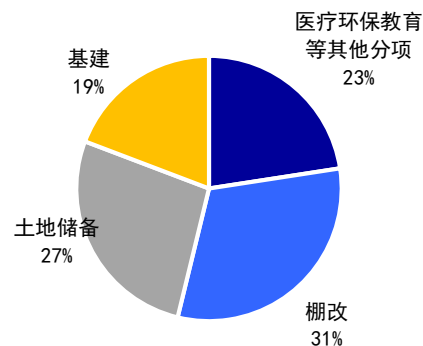
- 为规范地方政府举债，财政部通过开“正门”发行专项债券，以满足地方政府在稳增长和补短板方面的资金需求。2019年财政预算安排新增地方政府债务限额3.08万亿元，其中一般债务9300亿元，专项债务21500亿元，截至9月已基本发行完毕。
- 今年专项债额度较2018年大幅增加了8000亿元，市场最初普遍认为对基建投资增速在专项债资金的投入下，能看到明显的回升。但是我们整理今年以来的专项债资金投向情况发现，真正投入基建的资金占比仅为19%，大多数都流入了土地储备和棚改领域，这也是为何专项债效果迟迟不见起色的根本原因。

地方政府债新增债务限额（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

专项债券资金投向情况



Source: 万得, 信达证券研发中心

国务院、财政部发文严控专项债投向，但是否提前发行2020年额度仍存在变数

- 针对2018年专项债资金大幅流入土地储备和棚改领域的情况，9月国常会和财政部先后表示：提前下达2020年额度，同时不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
- 我们提示，提前下达的2020年专项债额度，若于2019年发行，从原则上看是不合规的：**专项债纳入政府性基金预算管理，必须符合《预算法》，这就要求当年的收入和支出必须纳入当年预算，提前下达的额度显然并未在年初预算体现。**
- 但是在实操中，也不排除官方根据经济形势作出额外的部署。

近期专项债主要政策梳理

日期	部门	主要内容
2018. 12. 29	全国人大	在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。
2019. 9. 5	国常会	一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。二是将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。
2019. 9. 7	财政部	进一步扩大专项债券作为项目资本金的领域，将专项债券可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。具体由现有4个领域项目进一步扩大为10个领域项目：铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水。鼓励地方在符合政策规定和防控风险的基础上，尽量多安排专项债券用于项目资本金。以省份为单位，专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例一般控制在20%左右。

Source: 国务院, 财政部, 信达证券研发中心

乐观假设下，若提前发行专项债，或拉动2019年基建投资增速上升1.5至4个百分点

- 按照全国人大规定，提前下达2020年专项债额度不超过今年新增限额（2.15万亿）的60%以内，即不超过1.29万亿元。我们认为按照60%极端比例提前发行的可能性不大，进行情境分析：
 - 假定1：提前下达专项债额度比例区间为10%-60%
 - 假定2：不同基建项目资本金要求比例区间在20%-40%：
 - 假定3：按照今年专项债资金流向，不再流入土储和棚改项目，即基建项目占比为80%。
- 结果如下表所示，我们预计提前发行专项债，或拉动2019年全年基建投资增速上升1.5至4个百分点。2020年，我们预计全年增速可能进一步回升至6-8%。

情景分析：专项债对基建投资增速的影响测算

提前下达专项 债额度比例	提前下达专项 债额度（亿元）	20%可作资本 金（亿元）	不同基建项目资本金要求比例下，拉动的基建投资资金（亿元）					Δ基建投资增速				
			20%	25%	30%	35%	40%	20%	25%	30%	35%	40%
10%	2150	430	3440	3010	2723	2519	2365	1.93%	1.69%	1.53%	1.41%	1.33%
20%	4300	860	6880	6020	5447	5037	4730	3.87%	3.38%	3.06%	2.83%	2.66%
30%	6450	1290	10320	9030	8170	7556	7095	5.80%	5.07%	4.59%	4.24%	3.99%
40%	8600	1720	13760	12040	10893	10074	9460	7.73%	6.76%	6.12%	5.66%	5.31%
50%	10750	2150	17200	15050	13617	12593	11825	9.66%	8.46%	7.65%	7.07%	6.64%
60%	12900	2580	20640	18060	16340	15111	14190	11.60%	10.15%	9.18%	8.49%	7.97%

Source: 财政部, 信达证券研发中心

研究团队简介、机构销售联系人

研究团队简介

胡佳妮：固定收益分析师。

2012年毕业于中国人民大学，金融学硕士，同年7月加入信达证券研发中心策略组，负责股票市场和流动性策略研究，2014年6月起负责资产配置和债券市场研究。

李 曼：宏观分析师。

2017年研究生毕业于财政部财政科学研究所财政学专业，2013年本科毕业于中南财经政法大学税务专业。2017年7月加入信达证券研究中心，负责宏观经济、固定收益研究。

机构销售联系人

华北

袁 泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

张 华：010-83252088 13691304086 zhanghuac@cindasc.com

巩婷婷：010-83252069 13811821399 gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本：021-61678580 18121125183 wangliben@cindasc.com

文襄琳：021-61678586 13681810356 wenxianglin@cindasc.com

洪 辰：021-61678568 13818525553 hongchen@cindasc.com

华南

袁 泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

国际

唐 蕾：010-83252046 18610350427 tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。