

中性 (维持)

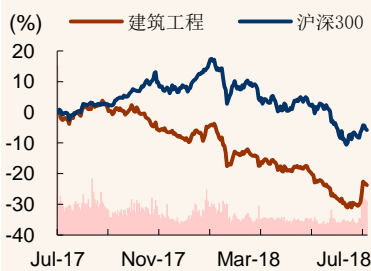
## 下半年基建投资的钱从哪来？

2018年07月30日

### 2018年下半年基建投资资金面分析

上证指数	2869
行业规模	占比%
股票家数 (只)	120 3.4
总市值 (亿元)	15416 3.1
流通市值 (亿元)	12858 3.2

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	6.2	-20.3	-23.6
相对表现	4.4	-0.7	-18.4



资料来源：贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《建筑行业定期报告—板块正当配置时》2018-07-29
- 2、《建筑行业基金持仓二季度报告—基金持仓至历史低位，化工、基建稳中有增》2018-07-24
- 3、《建筑行业定期报告—政策面边际改善持续强化，资金面或迎拐点》2018-07-22

王彬鹏

021-68407543  
wangbinpeng@cmschina.com.cn  
S1090517070004

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
S1090517070008

研究助理

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn

2018年上半年广义基建投资增速快速下滑，主要是受紧信用环境下融资困难以及一季度PPP清库影响。本文梳理了2004年以来三次基建投资增速下滑与基建资金变动的关系，并通过测算2018年基建资金的来源进而测算了基建投资的增速。我们认为随着PPP合规性提升和紧信用环境的改善，下半年基建投资增速有望触底回升。

- **基建投资面临下滑压力，电热气水投资下滑严重。**2018年上半年，广义基建投资增速仅3.3%，面临2004年以来基建增速第三次大幅下滑。从细分子行业来看，在基建投资总额中的占比近50%的水利环境公共设施投资增速仅6.3%，交运仓储邮政投资增速也下滑至6.3%，而电热气水投资受电源电网投资增速下行影响，增速快速下行至-10.3%。
- **基建资金对基建投资增速影响大。**2004年以来，基建增速先后经历了三轮20%以上的高速增长，历次高速增长中基建资金对基建投资增速影响都很大。当前基建投资中自筹资金占比较高，2016年基建投资到位的13.6万亿资金中预算内资金和国内贷款分别占比16%，包含非标的自筹资金占比60%。而今年上半年，2万亿左右非标资金规模快速收缩，叠加紧信用条件下国内贷款、政府债券发行受到影响，造成了当前基建投资增速的快速下滑。
- **基建资金面下半年有望明显改善。预算内资金有望稳定发力，上半年财政收入高增长，下半年财政支出有望加快，将提供约1.36万亿资金；自筹资金中专项债与PPP有望提供主要资金来源：**1)受土地出让收入增长支撑，政府性基金支出将高于上半年达到1.8万亿；2)上半年利用额度不到1000亿的政府专项债行在中央支持下将加速发行，1.3万亿资金将成为重要发力点；3)集中清库结束带动项目合规性提升叠加信用环境改善，PPP项目将稳步落地，乐观情况下，下半年PPP落地将带动约1.42万亿基建资金；4)央行两次降准，且窗口指导商业银行增配低评级信用债，城投债最受益，地方城投融资成本下降，城投债净融资额有望提升；此外，随着资管新规实施细则落地，非标压力缓解，非标及其他自筹资金融资预计也将逐渐回升。综上，在上半年基建投资增速处于明显下滑后，我们预计下半年基建投资增速在资金面的改善下明显回升，全年预计乐观/中性/悲观情况下预计广义基建增速分别为10.8/7.2/4.1%。此外在“扩大有效投资，加快中西部基础设施建设”的指引下，中西部扶贫建设和新农村建设有望成为重点投资方向。
- **投资建议：**在政府财政支出加速以及地方融资改善的预期下，建筑央企以及产业链前端设计板块最先受益，重点推荐具有扶贫概念的四川路桥、中国交建、中国铁建、中国中铁、中国建筑、苏文科以及葛洲坝，重点关注资金面全面改善后受益明显的岭南股份与东珠生态。
- **风险提示：**宏观经济下滑超预期，PPP落地不及预期，非标融资下滑超预期。

## 正文目录

前言	5
一、上半年基建投资增速受电力热力投资下滑影响大	5
1、水利环境公共设施占比逐渐提高	5
2、电力热力投资增速下滑严重	6
(1) 公共设施投资占比高，环保投资增速高占比较小	7
(2) 铁路投资稳定，道路投资保持高增长	7
(3) 电力热力占比高，近年来水的生产和供应占比高	8
二、基建资金来源制约基建增速	8
1、基建资金来源众多，自筹资金占比高	8
2、2004 年以来三次面临基建增速下滑压力	9
3、多股资金轮流支撑基建增速	10
三、PPP 快速落地，非标压力缓解，利好基建投资	14
1、国家预算内资金：国家财政收入高增长	14
2、自筹资金：非标下滑压力稍缓，政府专项债尚有较大发力空间	15
(1) 政府性基金收入：PSL 资金收紧或影响土地出让收入	16
(2) 政府专项债：政府鼓励，下半年财政的重要发力点	17
(3) 其他债券：城投债、铁道债、发改委专项债、项目收益债	17
(3) PPP：合规资金来源，最重要的基建投资抓手	18
(4) 非标：细则落地或缓解融资压力	19
3、国内贷款及其他：贷款快速增长，其他稳定可期	22
(1) 国内贷款：PPP 带动作用明显	22
(2) 其他资金来源	22
4、乐观情况下全年基建增速有望达到 10.8%	23
四、下半年基建投资钱从哪儿来？	24
五、投资建议	24
六、风险提示	25

## 图表目录

图 1：基建投资是经济增长的逆周期调节工具	5
-----------------------	---

图 2: 房地产投资与经济增长正相关性较强 .....	5
图 3: 基建投资快速增长 .....	6
图 4: 水利环境公共设施投资占比逐渐提高 .....	6
图 5: 水利环境公共设施管理业增速大部分时间内领先 .....	6
图 6: 水利环保公共设施投资各行业占比相对稳定 .....	7
图 7: 近年来环保投资增速领先各个子行业 .....	7
图 8: 2017 年交运仓储邮政投资中道路投资占比大 .....	7
图 9: 道路投资保持较高增速铁路投资稳定 .....	7
图 10: 2017 年电热气水投资中电力热力投资占比大 .....	8
图 11: 电热气水各行业投资增速对比 .....	8
图 12: 基建投资资金来源划分 .....	9
图 13: 2016 年基建投资中来源于自筹资金的占比大 .....	9
图 14: 基建投资经历了三个增速超过 20% 的高增长阶段 .....	9
图 15: 基建投资增速的阶段性变化与资金来源的变动呈现明显的相关性 .....	10
图 16: 2008 年新增的四万亿投资中资金来源 .....	11
图 17: 2008-09 年非金融公司新增中长期贷款猛增 .....	11
图 18: 2012-13 年非标迅速发展 .....	12
图 19: 自筹资金占比上升贷款占比下降 .....	12
图 20: 国有土地使用权出让收入波动中上升 .....	13
图 21: 土地出让收入占自筹资金的比重先升后降 .....	13
图 22: PPP 落地率快速提高 .....	14
图 23: 上市银行当年新增基建领域贷款迅速上升 .....	14
图 24: 1-6 月份公共财政收支速度较慢 .....	15
图 25: 1-6 月份公共财政收入占全年平均占比 53.5% .....	15
图 26: 国家公共财政投资与基建的比例逐年提升 .....	15
图 27: 2016 年全国政府性基金收入中 (不含专项债) 国有土地使用权出让收入金占据绝大部分 .....	16
图 28: 三四线城市对国有土地出让收入贡献大 .....	16
图 29: 近年城投债净融资金额呈下降趋势 .....	18
图 30: 7-8 月份城投债偿还量较 1-6 月份减少 .....	18
图 31: 发改委专项债与项目收益类债多集中于下半年 .....	18

图 32: 铁道部债券融资额相对比较稳定 .....	18
图 33: PPP 项目落地率不断提高.....	19
图 34: 新增信托项目金额中投向基础产业的资金快速下滑 .....	20
图 35: 社会融资中委托贷款资金 2018 年出现快速下滑.....	21
图 36: 2010 年以来国内贷款基本稳定 .....	22
图 37: 上市银行投向基建领域的资金快速增长 .....	22
图 38: 基建投资中其他资金稳步增长 .....	23
表 1: 多股资金轮流支撑基建增速.....	10
表 2: 2010-11 年出台的限制银行向地方政府融资平台进行贷款的政策.....	11
表 3: 政府性基金支出中应用于基建投资的支出在 2.89~3.24 万亿.....	17
表 4: 2018 年地方政府专项债务预计将新增 1.35 万亿 .....	17
表 5: PPP 项目投资完成额估算.....	19
表 6: 预计自筹资金将提供 9.19~10.05 万亿基建投资资金 .....	21
表 7: 乐观情况下全年基建投资增速将达到 10.8% .....	23

## 前言

投资作为我国经济增长的三驾马车之一，为我国经济发展贡献了重要的力量。它不仅是我们观察宏观经济的一个指标，而且是国家进行宏观调控的重要抓手。基建投资作为投资总量中的重要组成部分，2017年占固定资产投资总额的比例达到27%，是固定资产投资中的重要一环。在金融去杠杆、防范系统性金融风险的政策背景下，基建投资的融资端受到限制，2018年上半年基建投资增速遭遇严重下滑。广义基建累计增速由2017年的14.93%下滑到2018年上半年的3.3%。

本文回顾了以往历次基建投资的周期中不同行业的增速变化与资金来源的变动，梳理了基建投资的资金来源，并从国家公共财政、政府性基金收支、PPP、非标融资和国内贷款等角度分析了2018年下半年基建资金的来源，进而对2018年全年的基建投资增速进行测算。

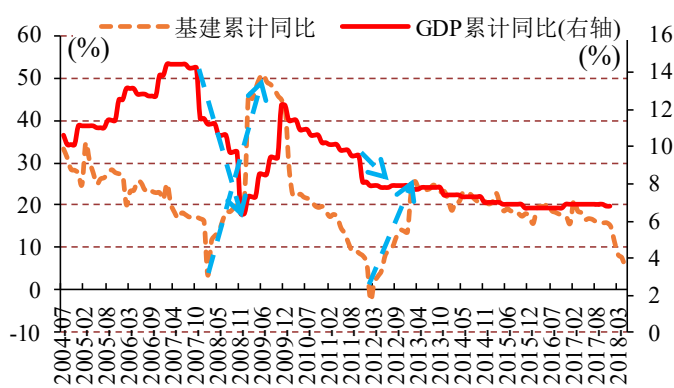
广义的基建投资包含交通运输、仓储和邮政投资，电力、燃气及水的生产和供应业投资，水利、环境和公共设施管理业投资三个行业的投资额。2018年起，国家统计局公布的基建投资增速（不含电力）中仅包含交通运输、仓储和邮政投资，水利、环境和公共设施管理业投资两个行业的投资增速，概念上而言属于狭义基建范围。本文广义基建投资增速是根据国家统计局公布的三个行业的累计投资额绝对值计算而来。在没有特别说明的情况下，本文中的基建均指广义基建。

## 一、上半年基建投资增速受电力热力投资下滑影响大

### 1、水利环境公共设施占比逐渐提高

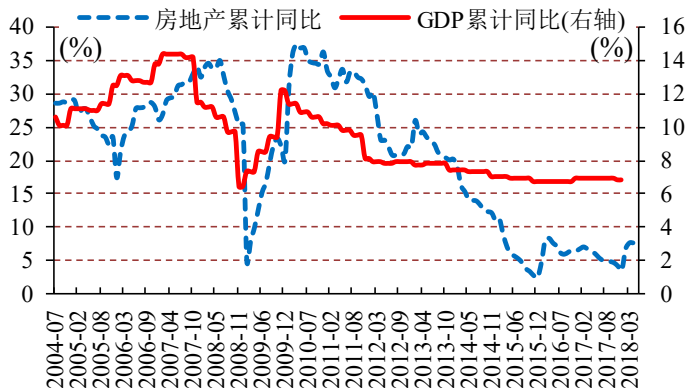
**基建投资是经济增长逆周期调节的工具。**从2004年公布基建投资增速以来与GDP增速进行对比分析，可以明显发现：基建投资增速在经济增速显著下滑时，会迅速提升，进而带动GDP增速的回升，如2008年和2012年都出现了基建投资增速回升与经济增速下行相向而行；而在经济发展相对稳定的过程中，基建增速多会逐步下行，如2004-07年和2009-11的经济上行周期与基建增速下行周期同步。与基建相比，房地产投资则表现出更加明显的顺周期增长性。

图1：基建投资是经济增长的逆周期调节工具



资料来源：Wind、招商证券

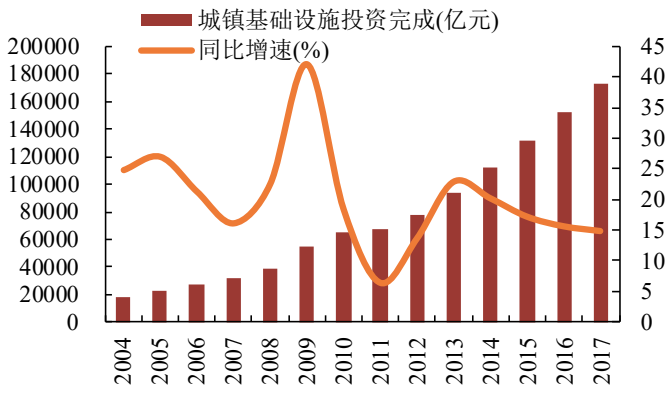
图2：房地产投资与经济增长正相关性较强



资料来源：Wind、招商证券

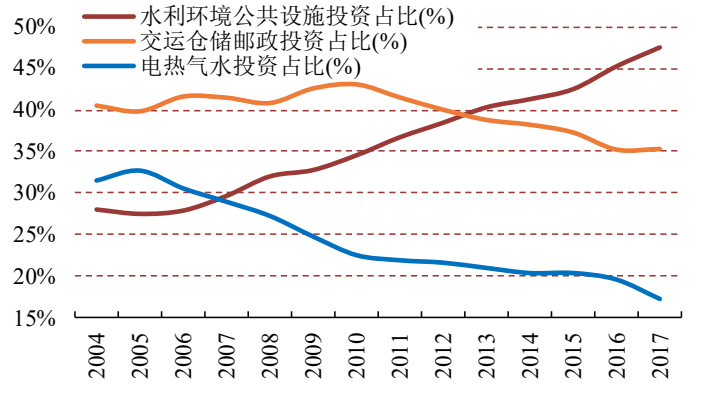
基建投资中，水利环境公共设施占据半壁江山。从基建投资的行业分布来看，水利环境公共设施投资逐渐成为基建投资中占比最大的部分，2017 年占比达 47%；电热气水投资占比逐渐下行，2017 年仅 17%；交运仓储邮政投资占比缓慢下行，近两年占比稳定在 35%左右。

图 3：基建投资快速增长



资料来源：Wind、招商证券

图 4：水利环境公共设施投资占比逐渐提高

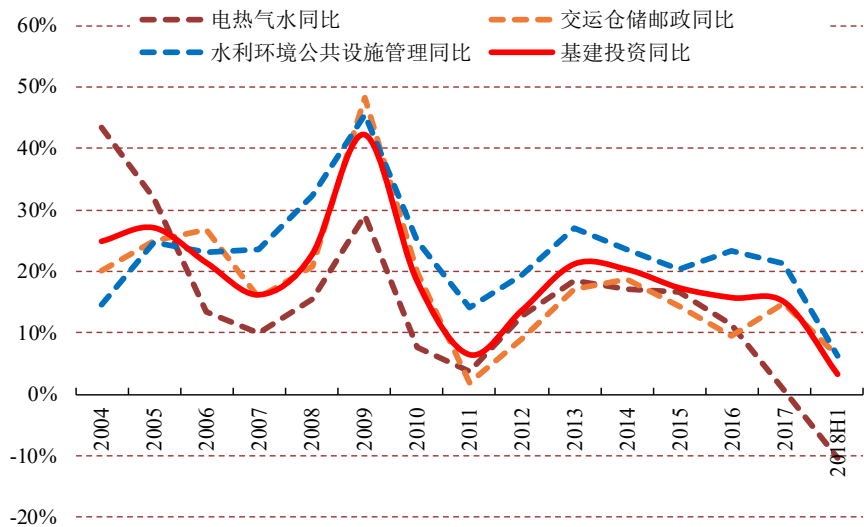


资料来源：Wind、招商证券

## 2、电力热力投资增速下滑严重

从基建的大类子行业来看，水利环境公共设施管理业投资增速占优，交运仓储邮政与基建投资增速同步性最好。从基建的一级子行业来看，交运仓储邮政与基建投资的同步性最好，大部分时间里二者的增速相差非常小；2010 年以来，水利环境公共设施管理业投资增速一直占优，最终体现为水利环境公共设施在基建投资中占比越来越高，2009 年仅 33%，2017 年占比已经达到 47%；随着电网结构的逐步完善，在三个周期中电热气水投资增长中枢逐渐降低，2018 年进入负增长区间。2018 年 1~6 月累计同比-10.3%，成为拖累广义基建增速的主要原因之一。

图 5：水利环境公共设施管理业增速大部分时间内领先



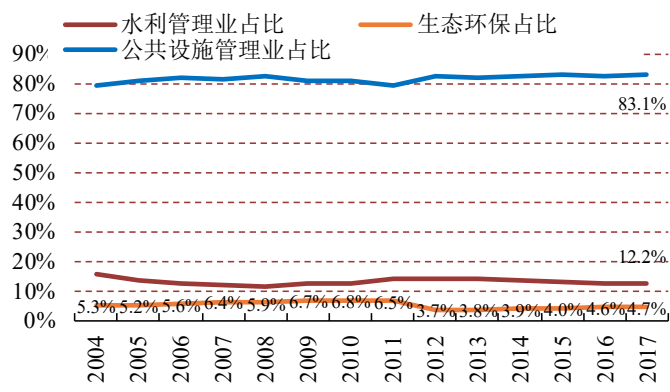
资料来源：Wind、招商证券

(1) 公共设施投资占比高，环保投资增速高占比较小

水利环境公共设施领域在基建投资中的比重逐年提高，地位越来越显著。从行业的进一步细分来看，水利管理、生态环保和公共设施管理业占比相对稳定，公共设施管理业的投资额占比一直维持在 80%左右；水利管理行业的投资额占比一直保持在 10%以上，近年来略有下降；生态环保行业的投资额占比稳步提升，2017 年达到 4.7%。

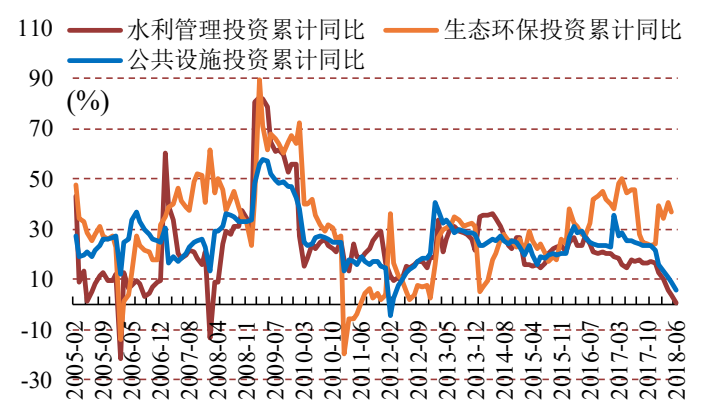
从细分行业的增速来看，近年来生态环保行业持续高增长，水利管理和公共设施投资增速下滑。生态环保投资的高增长与当前我国环保高压政策直接相关，也是基建行业中表现最为亮眼的子行业。进入 2018 年后，水利管理投资与公共设施管理投资增速面临严重下滑，2018 年上半年投资同比增速仅分别为 0.4%和 5.8%。

图 6：水利环保公共设施投资各行业占比相对稳定



资料来源：Wind、招商证券

图 7：近年来环保投资增速领先各个子行业



资料来源：Wind、招商证券

(2) 铁路投资稳定，道路投资保持高增长

道路运输业投资占交运仓储邮政行业的 67%，铁路运输业投资占 13%，仓储业投资占 12%，三大行业的总占比超过 92%。在 2008 年为应对金融危机的“四万亿”经济刺激投资中，“铁公机”（铁路、公路和机场等）投资额达 1.5 万亿元，极大的刺激了交运仓储邮政的投资。2009 年道路运输投资完成额同比增长 42.4%，铁路运输投资完成额同比增长 63.5%。此后，道路运输业一直保持约 20%左右的增速；铁路运输业投资趋于稳定，每年的投资额大概在 8000 亿左右，2015-17 三年的铁路运输业投资基本持平，2018 年 1-5 月的投资增速进入下行区间，同比减少 11.4%。

图 8：2017 年交运仓储邮政投资中道路投资占比大

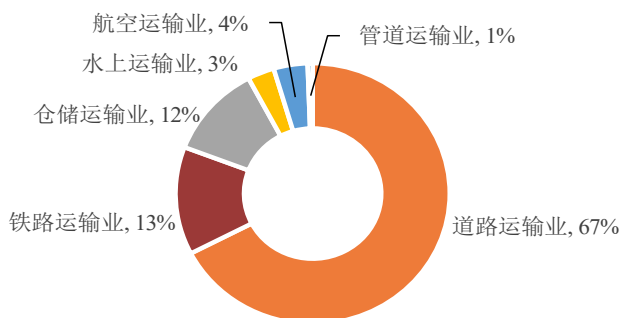
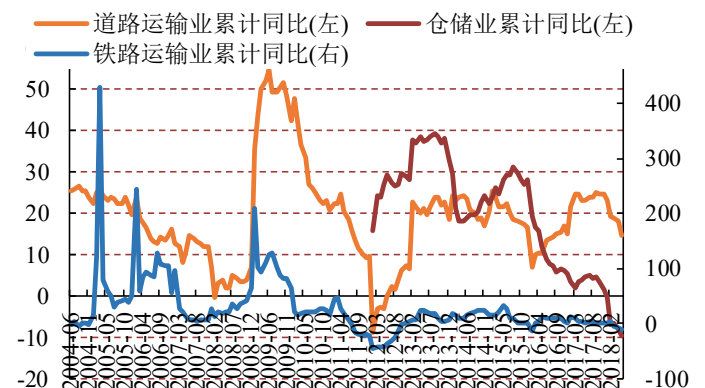


图 9：道路投资保持较高增速铁路投资稳定



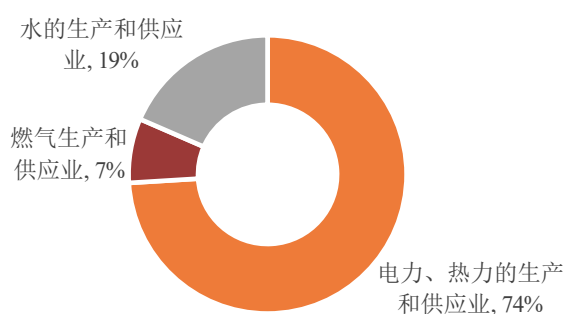
资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

### (3) 电力热力占比高，近年来水的生产和供应占比高

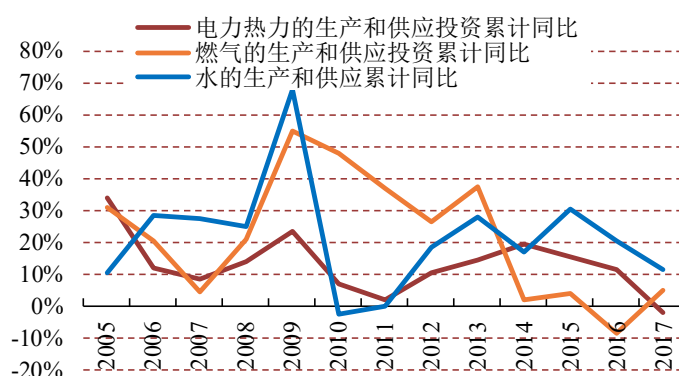
从行业投资结构上来看，2017年电力、热力的生产和供应占比达74%，水的生产和供应占比19%，燃气的生产和供应业占比7%。从二级行业增速来看，行业的投资具有较为明显的周期性。2005-09年和2015年至今水的生产和供应业投资增速较快，2009-14年，燃气的生产和供应投资增速较快，占比最大的电力热力的生产和供应投资增速一直处于中等水平。

图 10：2017 年电热气水投资中电力热力投资占比大



资料来源：Wind、招商证券

图 11：电热气水各行业投资增速对比



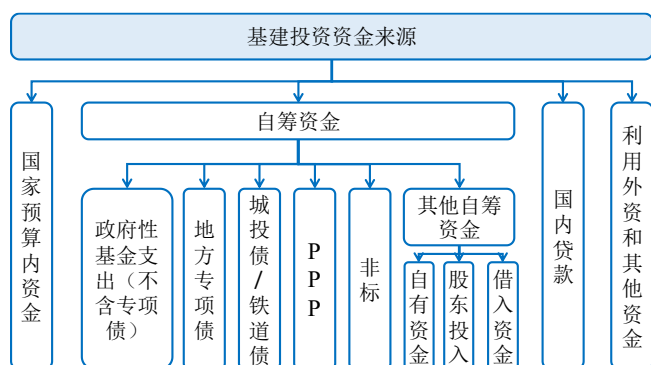
资料来源：Wind、招商证券

## 二、基建资金来源制约基建增速

### 1、基建资金来源众多，自筹资金占比高

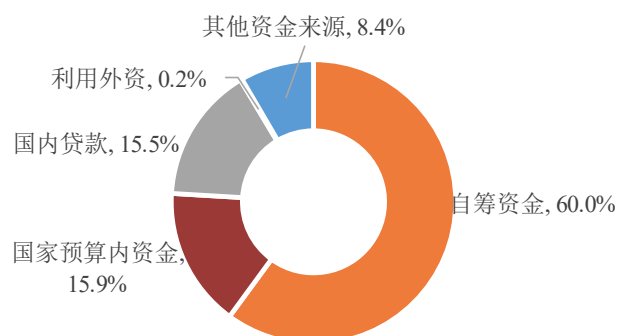
基建投资的资金来源可以分为国家预算内资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他类资金。国家预算内资金指纳入国家一般公共预算内的用于基础设施领域建设的资金；自筹资金包括政府性基金支出、地方专项债支出、城投债、铁道债、PPP、非标中用于基础设施领域投资的资金以及其他自筹资金；国内贷款指从商业银行或政策性银行获得的用于基础设施领域投资的银行信贷；其他资金包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等；利用外资指外资在基础设施领域的投资。利用的外资自2009年以来占比不超过1%。2016年，在基建投资的资金来源中，自筹资金占比最高，达到60%；国家预算内资金和国内贷款占比相当，分别为15.9%和15.5%，利用外资占比仅0.2%，其他资金来源占比达8.4%。

图 12：基建投资资金来源划分



资料来源：Wind、招商证券

图 13：2016 年基建投资中来源于自筹资金的占比大

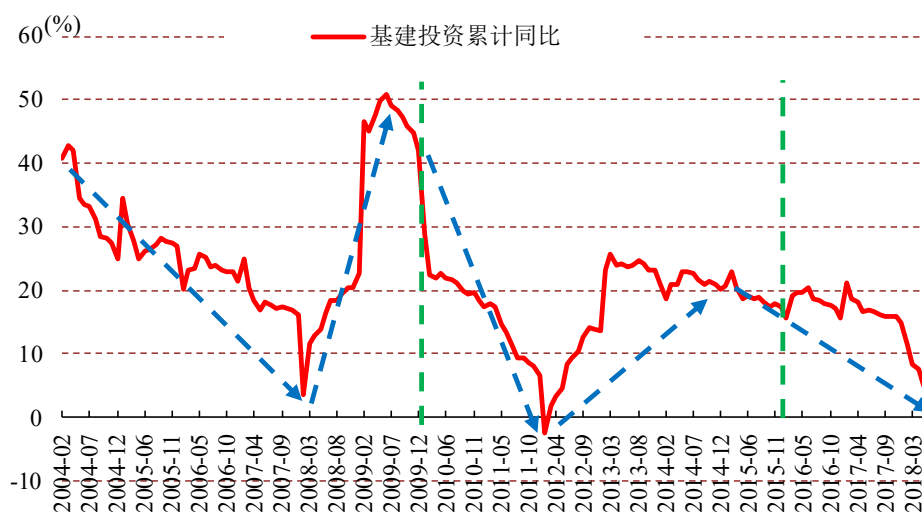


资料来源：Wind、招商证券

## 2、2004 年以来三次面临基建增速下滑压力

根据基建投资增速的周期性波动，大致可以将 2004 年以来的基建投资增速划分为三个周期：2004-09 年，2010-15 年和 2016 年至今。前两个周期均包含了一个下行区间和一个上行区间，目前处于 2016 年以来的下行区间。

图 14：基建投资经历了三个增速超过 20% 的高增长阶段



资料来源：Wind、招商证券

**第一阶段（2004-09 年）：**2004-07 年基建投资持续保持 15% 以上的高速增长，但增速逐步下降；2008 年初，基建增速触底，1-2 月累计同比增速仅 3.6%，后迅速回升，2008 年全年基建投资增速达到 22.7%；在“四万亿”的持续刺激下，基建投资增速持续上行，2009 年全年基建投资增速达到 42.2% 的历史高点。

**第二阶段（2010-15 年）：**在经历了“四万亿”经济刺激政策之后，基建增速快速下滑，于 2012 年中达到谷底。2010-11 年全年基建投资增速为 18.5%/6.5%，相对 2009 年的 42% 的高增长，增速降低超过 20%。2012 年前 5 个月，累计完成的基建投资增速仅 4.6%，但从 6 月份开始，基建投资增速快速上行，全年基建投资增速 13.7%；这一上升趋势延续

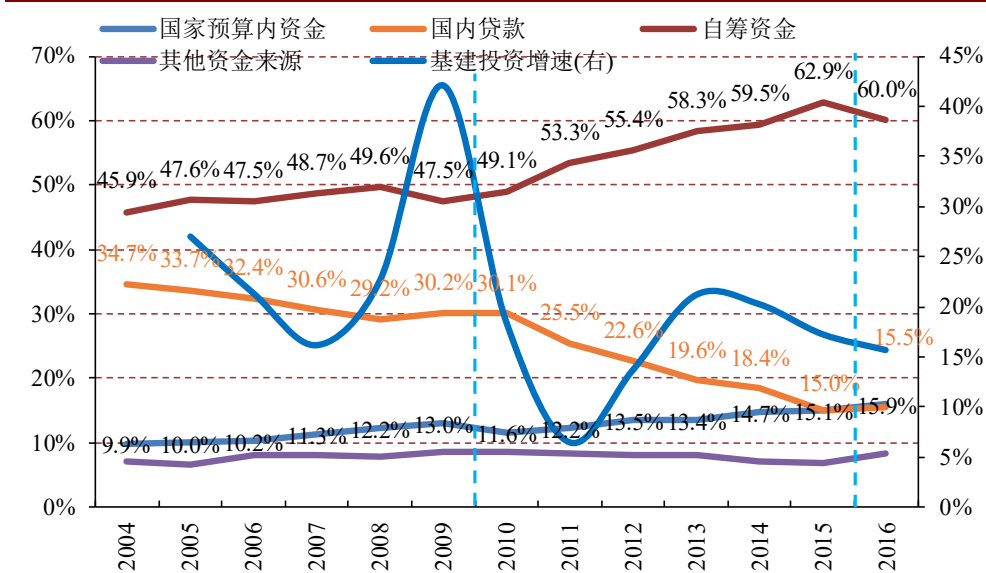
到 2014 年，2013-14 两年基建投资增速分别达到 21.2%和 20.3%，连续两年保持 20%以上增速。

**第三阶段（2016 年至今）：**基建增速由上一阶段的高点下滑，2016 年全年基建投资增速 15.7%，重新下降到 15%左右。2016-17 年全年基建增速分别为 15.7%和 14.9%，逐步下滑，进入 2018 年后基建增速进一步下滑，2018 年 1~6 月基建增速仅 3.3%左右。

### 3、多股资金轮流支撑基建增速

按照基建增速周期划分的三个阶段与资金来源的变动具有显著的一致性，一定程度上反映出融资问题是影响基建增速最重要的因素之一。

图 15：基建投资增速的阶段性与资金来源的变动呈现明显的相关性



资料来源：Wind、招商证券

表 1：多股资金轮流支撑基建增速

阶段划分	时间段	原因分析		重要的资金来源变量
		基建增速下滑	基建增速回升	
第一阶段	2004-2009	国际金融危机	“四万亿”经济刺激计划，财政收入高增长	财政投资，银行贷款
第二阶段	2010-2015	高基数效应与银行贷款受限	土地出让收入快速增长，非标快速增长	银行贷款，非标与国有土地出让收入
第三阶段	2016 至今	去杠杆形成的紧信用环境	--	非标，PPP

资料来源：招商证券

**第一阶段（2004-09 年）：**在 2008 年国际金融危机的大背景下，国家迅速出台“四万亿”经济刺激计划，推动了基建投资增速从低位快速恢复至高速增长：

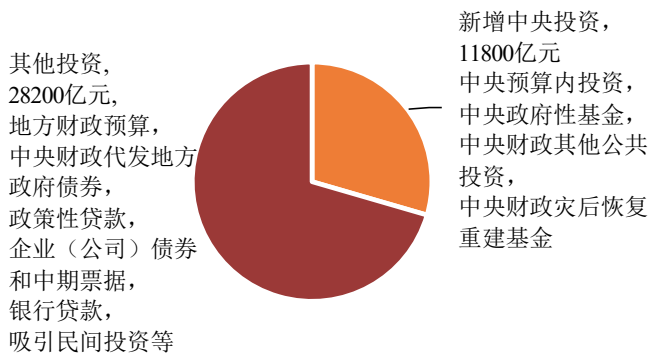
**1、“四万亿”主要来自中央与地方融资。**根据发改委 2009 年公布的“四万亿”资金的来源：中央新增投资 11800 亿元，主要来自中央预算内投资、中央政府性基金、灾后恢

复重建基金等；其他的 28200 亿元，主要来自地方财政预算、中央代发地方政府债券、政策性贷款、企业（公司）债券和中期票据、银行贷款、吸引民间投资等。“四万亿”资金中近 80%投资于基建领域，尤其是以“铁公机”（铁路、公路和机场）方面的投资达到 1.5 万亿元，促成 2008-09 年交运仓储邮政业投资完成额的快速增长。

**2、“四万亿”带动下地方融资平台利用政府信用进行信贷，银行资金成为基建高增长的重要支撑。**在“四万亿”经济刺激政策的带动下，各地融资平台以政府信用进行融资，进行基础设施建设，据估算这部分投资可能超过四万亿。金融机构新增中长期贷款数据显示，2009-10 年非金融性公司的新增中长期贷款达到 5 万亿和 4.2 万亿，估计其中大部分通过城投平台流向基建领域。

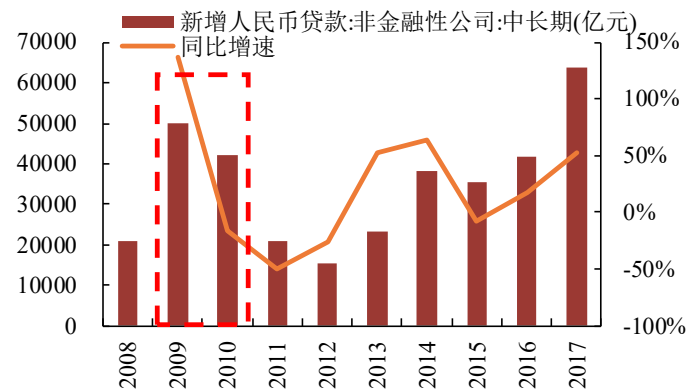
**3、财政收入高增速，基建来自预算内资金增速高。**2004~08 年，国家公共财政连续 5 年增速近 20%，财政收入的持续高增长为国家利用财政资金进行基建投资提供了空间。2005-09 年连续五年，基建投资的预算内资金支出增速在 25%以上，其中 2008-09 年更是达到 35.5%和 51.3%。预算内资金在基建的资金来源中占比小幅上升。

图 16：2008 年新增的四万亿投资中资金来源



资料来源：发改委、招商证券

图 17：2008-09 年非金融公司新增中长期贷款猛增



资料来源：Wind、招商证券

**第二阶段 (2010-15 年)：**经济刺激政策打开了地方政府举债融资的闸门，地方政府通过城投等地方融资平台进行融资，带动了基建投资的高增长，但同时地方政府债务迅速膨胀，银监会、发改委出台政策限制银行向地方城投平台提供贷款；为了解决融资问题，地方融资平台通过信托、基金子公司、券商等进行非标融资，躲避监管：

**1、银行贷款受限，表内信贷对基建支持力度减小。**政府通过融资平台融资进行基础设施建设的模式打通之后，政府债务水平快速提升；为了限制地方融资平台通过政府信用进行融资，2010-11 年，银监会和发改委先后出台多项政策加强地方融资平台的贷款管理。基建投资中国内贷款金额的增速快速回落，2011-13 年同比增速分别为-11.5%/1.1%/5.6%，而 2008-10 年增速分别为 20%/46%/19%。

表 2：2010-11 年出台的限限制银行向地方政府融资平台进行贷款的政策

日期	文件号	文件名称	内容概要
2010/6/10	国发〔2010〕19 号	国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题	项目贷款的期限一般不应超过项目建设期加上 10 年，最长一般不得超过项目建设期加上 15 年；搭桥贷款只能用于非生产性项目，严禁对生产性项目发放搭桥贷款；原定计划内资金到位后即应归还搭桥贷款本息，不得给予优惠利率，不得长期占用，更不得用作项目资金
2010/12/16	银监发[2010]110 号	中国银监会关于加强融资平台贷款风	一、严格落实贷款“三查”制度，审慎发放和管理融资平台贷款；二、准确进行融资平台贷款风险分类，真实反映

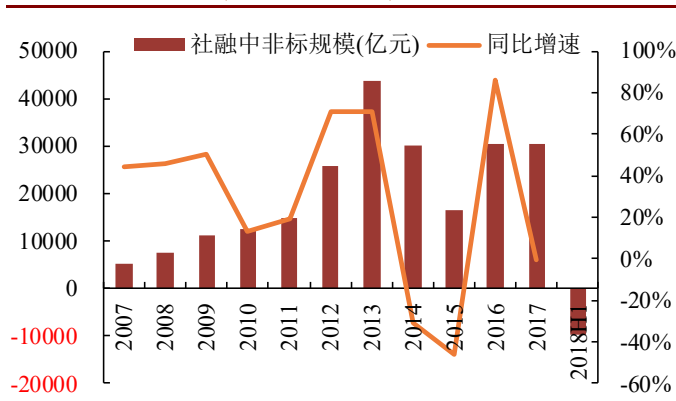
敬请阅读末页的重要说明

日期	文件号	文件名称	内容概要
2011/3/31	银监发[2011]34号	中国银监会关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作	和评价贷款风险状况； 一、严格加强新增平台贷款管理；二、全面推进存量平台贷款整改；三、切实强化平台贷款的规制约束；四、统一实施平台贷款现场检查；五、严格监测“整改为一般公司类贷款的风险”；六、依法加大平台贷款问责处罚力度；六、强化资本金约束。
2011/6/17	银监发[2011]191号	关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明	严格按照政策要求管控新增平台贷款；使用名单制与分类管理平台；对平台整改，有抵押担保、还款方式、贷款期限三类整改

资料来源：银保监会，发改委，招商证券

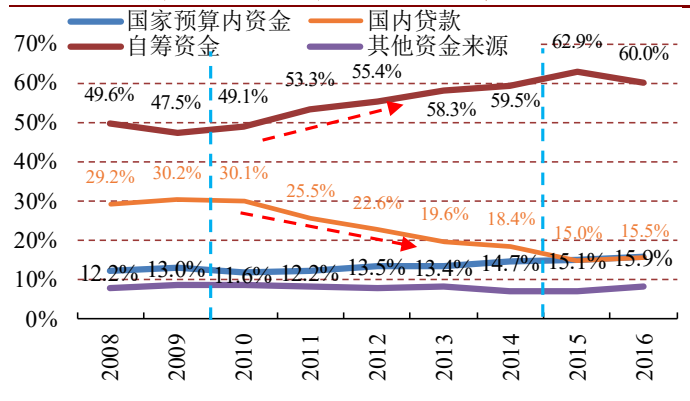
**2、非标快速增长，自筹资金占比迅速上升。**2010年起，地方融资平台通过非标进行融资的模式开始成长，2012年开始快速扩张。2012-13年社会融资统计中的非标（信托贷款+委托贷款）增速达到70%，资金信托中投向基础产业的资金也在2012-13年快速增长。非标的崛起带动了自筹资金在基建投资中的比重逐步提高，2010年自筹资金占比仅49%，而2015年自筹资金的占比达到了63%。

图 18：2012-13 年非标迅速发展



资料来源：Wind、招商证券

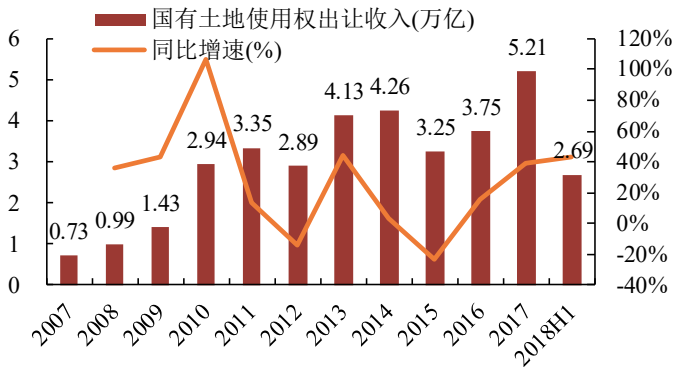
图 19：自筹资金占比上升贷款占比下降



资料来源：Wind、招商证券

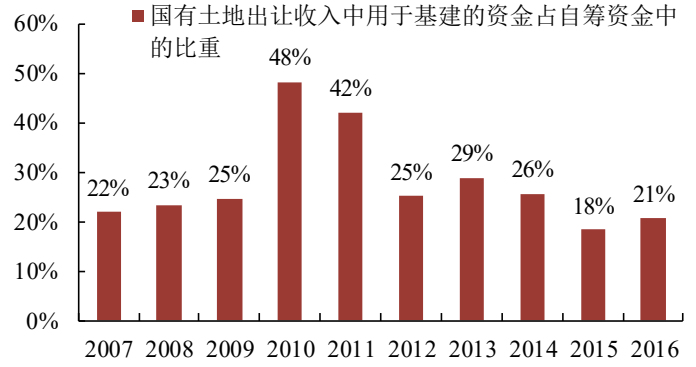
**3、国有土地使用权出让收入安排的基建相关支出占自筹资金的比例先升后降。**2010-2014年国有土地使用权出让收入安排的基建相关支出分别为1.54/1.53/1.10/1.59/1.70万亿，占土地出让收入的比重为57.9/49.2/41.4/41.5/43.9%，其他年份统计数据未公布，统一取为45%。以此为基础，计算出2007-17年国有土地使用权出让收入安排的基建相关支出占自筹资金的比例。2007-09年相对稳定；2010-11年受土地出让收入快速上升和基建支出比例较高影响，土地出让收入安排的基建相关支出占据自筹资金的比例达到48%。土地出让收入安排的基建支出支撑了基建高增后2010-11年的基建增速；2012年以后受土地出让收入增速放缓或下滑和自筹资金的快速增长影响，土地出让收入安排的基建支出占比快速下滑到15~30%的区间。

图 20：国有土地使用权出让收入波动中上升



资料来源：Wind、财经智库、招商证券

图 21：土地出让收入占自筹资金的比重先升后降



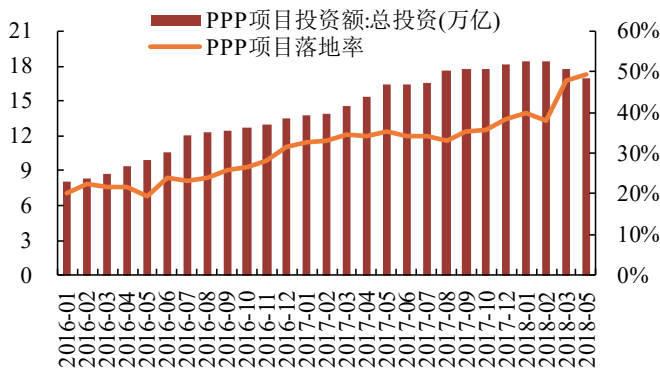
资料来源：Wind、招商证券

**第三阶段（2016-至今）：**供给侧改革推进，推动过剩产能出清；去杠杆，化解政府债务风险；“开正门堵偏门”，推进合规 PPP。在去杠杆、严控地方政府债务、防范系统性金融风险的总体思路指导下，表内贷款的比重将逐步提升：

**1、资管新规出台，非标通道融资下滑明显：**针对地方融资平台利用银信合作等方式躲避监管，2013 年和 2014 年分别出台《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》和《关于规范金融机构同业业务的通知》对理财资金投资非标和买入返售做出规定。银行则通过选择更多非银通道机构躲避监管。2017 年底资管新规（征求意见稿）出台，2018 年 4 月正式稿出台，银行通过银信合作、银行券商合作等方式投资非标，违规向地方政府融资平台融资彻底受到抑制。社融中的非标融资（委托贷款+信托贷款）迅速收缩，2018 年 1-6 月累计融资额为-9871 亿元。7 月份，资管新规实施细则落地，细则在大原则不变的基础上对非标稍有缓解，非标融资下滑速度有望放缓，但全年非标融资规模预计仍将保持下滑。

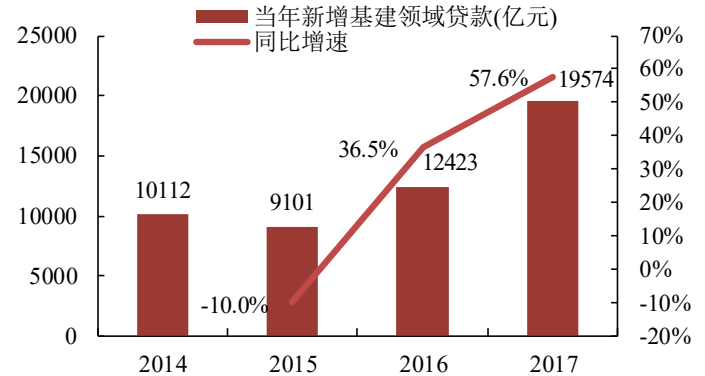
**2、PPP 落地加速，国内贷款占比提高：**2017 年，财政部连续发布 50 号文、87 号文等多个文件，限制地方政府担保、以政府购买等形式进行工程建设，约束地方政府违规举债、违规向融资平台提供担保；2018 年初，PPP 集中清库推动 PPP 合规性提升；在政府“开 PPP 正门，堵偏门”政策下，PPP 落地率和落地投资额快速提升，2018 年 5 月，落地率已经达到 49.3%，落地投资额约 5.6 万亿元。进而带动了银行基建领域的贷款迅速提高。通过统计 26 家上市银行基建领域的投资，2016-17 年增速达到 36.5%和 57.6%。预计国内贷款占基建资金来源的比例将在未来一段时间内上升，而自筹资金将比例将逐步下降。

图 22: PPP 落地率快速提高



资料来源：社科院、Wind、招商证券

图 23: 上市银行当年新增基建领域贷款迅速上升



资料来源：Wind、招商证券 注：上市银行包含 SW 银行中的 26 家上市银行，当年新增基建领域贷款=本年基建领域贷款余额-上年基建领域贷款余额

本轮基建投资增速的下行是 2004 年以来第三次基建投资增速下行。三个阶段的资金来源的主要变量由第一阶段的国内贷款转换到第二阶段的自筹资金，然后再转换到目前的国内贷款。虽然前后主要变量同为国内贷款，但现阶段 PPP 模式的发展，为基建过程引入了社会资本，银行的信贷也不再是以政府信用为担保，融资模式更加透明可控可持续。

每个周期中资金轮动，都容易引起资金来源的紧张，进而影响基建增速。当前，非标融资体系瓦解，PPP 融资的替代效果仍需等待时间检验；国有土地出让收入高增，但基建体量的增大，让土地出让收入在短期内支撑基建的效果减弱。为了进一步分析基建投资增速回升的可能性和途径，下面我们对基建投资的资金来源进行拆分，逐项分析每项资金来源的历史趋势与下半年融资改善的可能性。

### 三、PPP 快速落地，非标压力缓解，利好基建投资

#### 1、国家预算内资金：国家财政收入高增长

国家预算内资金指列入全国一般公共预算的用于基建方面的支出。全国一般公共预算以税收为主要收入来源，支出主要用于保障与改善民生、推动经济社会发展、进行国防建设等。国家预算内资金是政府能够直接控制、有稳定收入来源做支撑的用于基建投资的资金，虽然在基建投资的资金来源中占比并不高，但是其直接体现了国家进行基建投资的意愿。

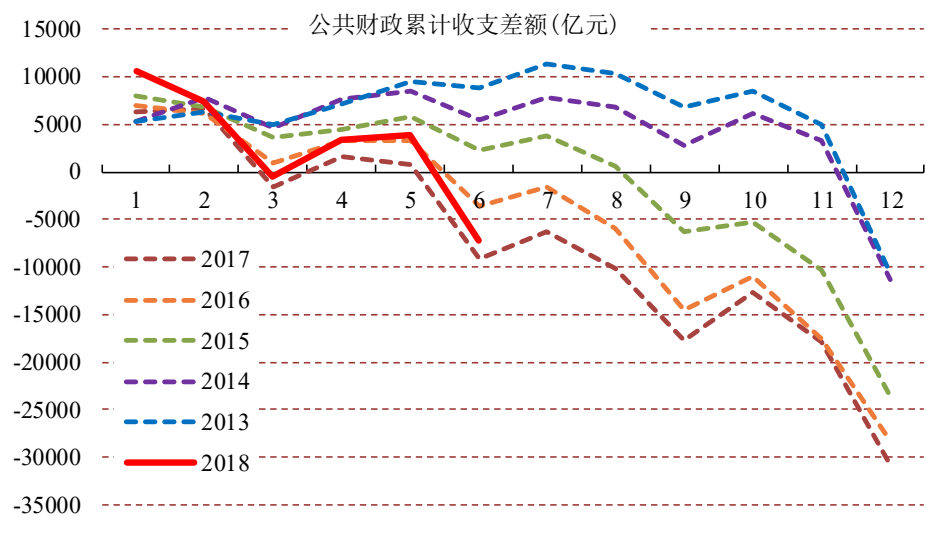
每年年初，全国人大会议将审议通过包含预算赤字的年度财政预算报告，国家根据财政预算安排财政支出，最终实际财政赤字由实际财政收入、实际财政支出等决定，具体计算公式为：实际财政赤字=国家财政实际收入-国家财政实际支出±预算稳定调节基金。近年来，实际财政赤字与预算赤字基本相同。在实际财政赤字与预算赤字相同的假设前提下，国家财政实际支出取决于国家财政实际收入与预算稳定调节基金。

**今年上半年财政收入高增长。**2018 年 1~6 月份，全国公共财政收入 10.43 万亿元，同比增长 10.6%，完成 2018 年全年预算总数的 57%。根据 2012-17 年 1~6 月份公共财政收入与全年财政收入增速对比，尤其是近两年全年财政收入增速都低于上半年财政收入增速，预测 2018 年全年财政收入增速约 10%，即 2018 年全年公共财政收入将达到 18.98

万亿元，实际财政收入完成数为预算数的 103.6%。

**实际财政支出进度较 2017 年放缓。**根据历年公共财政收支差额随月份变动研究显示，在 2018 年财政赤字预算与 2017 年财政赤字预算相同的情况下（2018 年全国公共财政赤字预算为 2.38 万亿元，与 2017 年持平），2018 年 1~5 月份财政支出仅 8.3 万亿，公共财政收支差额明显高于 2017 年，支出速度较慢。6 月份，财政支出 2.9 万亿，支出速度明显加快。在财政收入高增长的情况下，上半年财政支出较慢，下半年财政支出仍有较大提升空间。

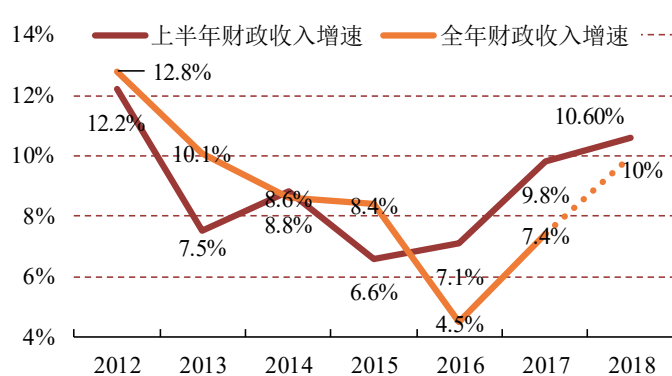
图 24：1~6 月份公共财政收支支出速度较慢



资料来源：Wind、招商证券

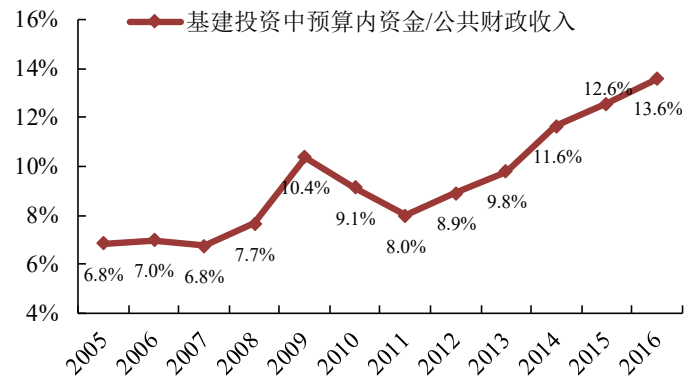
近年来，基建投资中预算内资金/公共财政收入的占比逐年提高，近五年基本保持 0.8~1% 左右的增速。按照近五年的增速来看，我们预计 2017-18 年基建投资中预算内资金/公共财政收入的占比分别为 14.4/15%。则 2018 年全年基建投资中预算内资金约 2.85 万亿。

图 25：1-6 月份公共财政收入占全年平均占比 53.5%



资料来源：Wind、招商证券

图 26：国家公共财政投资与基建的比例逐年提升



资料来源：Wind、招商证券

## 2、自筹资金：非标下滑压力稍缓，政府专项债尚有较大发力空间

自筹资金的来源主要包括：政府性基金收入、城投债和发改委专项债、非标和 PPP 等四大资金来源。其中，政府性基金收入（不含专项债）以国有土地出让收入为主，地方

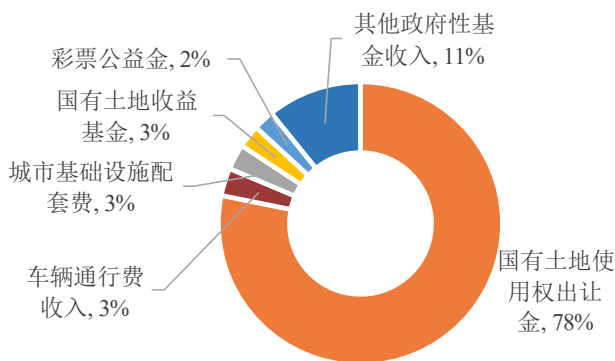
专项债纳入地方政府性基金预算管理，国有土地出让收入和地方专项债是政府性基金收入中的主要来源。根据财政部《政府性基金管理暂行办法》的规定，政府性基金预算编制遵循“以收定支、专款专用、收支平衡、结余结转下年安排使用”的原则。政府性基金支出根据政府性基金收入情况安排，自求平衡，不编制赤字预算。

### (1) 政府性基金收入：PSL 资金收紧或影响土地出让收入

**政府性基金收入中土地出让收入占比大。**2016 年，国有土地使用权出让收入占全国政府性基金收入（不含专项债）的 78%。近年来，土地出让收入与支出基本持平，故土地出让收入直接决定支出。而国有土地使用权出让收入与房地产销售密切相关，房地产销售良好、房价走高时地方政府推地意愿更强，土地出让收入更高。

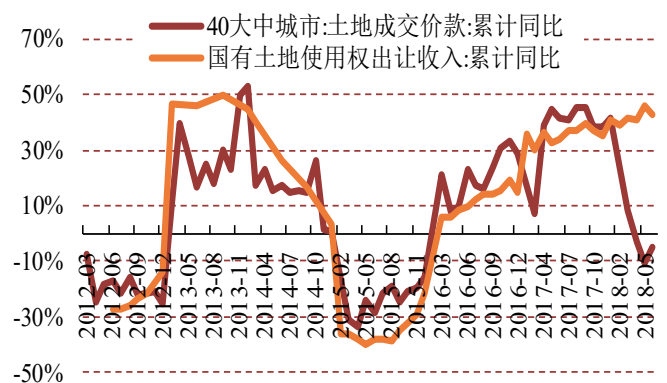
**三四线及以下城市土地使用权出让收入贡献大，PSL 收紧将对国有土地使用权出让收入增长造成负面影响。**一般情况下，全国国有土地使用权出让收入与 40 大中城市土地成交价款增速高度同步。而 2018 年 1~6 月，国有土地使用权出让收入与 40 大中城市土地出让收入增速出现巨大剪刀差，反应出三四线以下城市房地产市场的房地产市场景气度较高。PSL 收紧将直接影响三四线及以下城市棚改货币化安置的比例，进而影响三四线及以下城市房地产市场的景气度，将会对国有土地使用权出让收入增长造成负面影响。

图 27：2016 年全国政府性基金收入中（不含专项债）国有土地使用权出让收入金占据绝大部分



资料来源：Wind、招商证券

图 28：三四线城市对国有土地出让收入贡献大



资料来源：Wind、招商证券

2018 年 1~6 月，国有土地使用权出让金收入创下新高，达到 2.69 万亿，累计同比增速达到 43%。考虑到 PSL 收紧给三四线及以下城市造成的负面影响将传导到国有土地使用权出让收入上，而对政策的收紧程度尚有较大不确定性，我们对 2018 年全年土地出让收入做出乐观、中性和悲观三种情况下的假设，增速分别为 20/10/5%(乐观情况下下半年土地出让略高于去年下半年)，对应土地出让收入分别为 6.25/5.73/5.47 万亿。

近三年（2015-17 年）政府性基金收入中除土地出让收入外的其他收入相对稳定，均值为 9450 亿，统一取为 9500 亿。政府性基金收入（不含专项债）中，2010-14 年的政府性基金支出中应用于基建方面的支出（通过将政府性基金收入中应用于基建方面的支出进行加总除以政府性基金收入中的支出）占比分别为 56.3/48.4/41.9/41.8/43.5%，这里我们统一按照 45%进行计算，则预计全年政府性基金收入中将贡献 3.24/3.0/2.89 万亿基础设施投资资金来源。

表 3：政府性基金支出中应用于基建投资的支出在 2.89~3.24 万亿

单位：亿元	2017 年土地出让收入	土地出让增速	土地出让收入	政府性基金收入（不含专项债）	45%投资于基建
乐观		20%	62471	71971	32387
中性	52059	10%	57265	66765	30044
悲观		5%	54662	64162	28873

资料来源：招商证券

### （2）政府专项债：政府鼓励，下半年财政的重要发力点

近年来，地方政府专项债务增加限额逐渐增加，2018 年新增限额达到了 13500 亿元，提升幅度达到近三年最大值。而与此形成对比的是，上半年共发行 3821 亿元专项债，其中绝大部分是置换专项债，新增专项债券仅 432 亿元；截止 6 月底，政府专项债务余额为 61746 亿，距离年度地方政府专项债务限额仍有 2.44 万亿可利用空间。从两个角度推算今年 1.35 万亿地方政府专项债务新增限额将全部被使用：第一，2018 年 7 月 23 日国务院常务会议明确指出“加强相关方面衔接，加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效”，预计下半年地方政府在专项债的发行进度上将加快，进而推动基建投资的加快；第二，过去三年地方政府专项债务新增额基本使用完毕。考虑到上半年专项债发行较少，下半年地方政府专项债将有很大操作空间。

表 4：2018 年地方政府专项债务预计将新增 1.35 万亿

单位：亿元	地方政府专项债务增加限额	年末地方政府专项债务余额	地方政府专项债务限额	当年新增地方政府专项债务*
2015	1000	54949	60802	1000
2016	4000	55296	64685	4037
2017	8000	61468	72685	8000
2018E	13500	74968（预估数）	86185	13500（预估数）

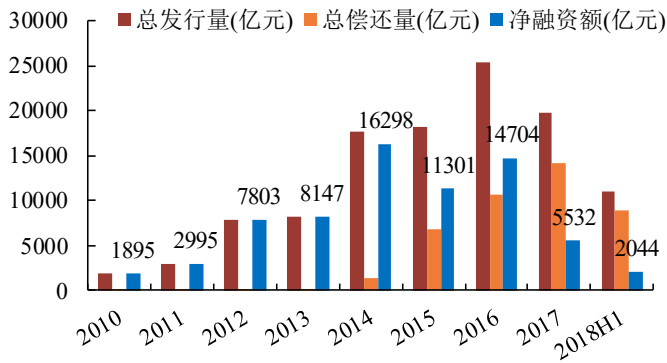
资料来源：Wind，财政部，招商证券 注：当年新增地方政府专项债务数据：2015 与 2017 年数据来自当年政府性基金收入决算表，2016 年数据来自当年《关于 2016 年中央决算的报告》，2018 年数据为预估数据。

### （3）其他债券：城投债、铁道债、发改委专项债、项目收益债

2017 年流动性偏紧导致发行大幅缩量，叠加城投债还债高峰，城投债净融资量仅 5532 亿元，较 2016 年 1.47 万亿的净融资量规模大幅缩小；而 2018 年上半年城投债出现还债高峰，总偿还量达到 8936 亿元，1~6 月份净融资额仅 2044 亿元；下半年城投债总偿还量 7307 亿元，偿还压力减小。

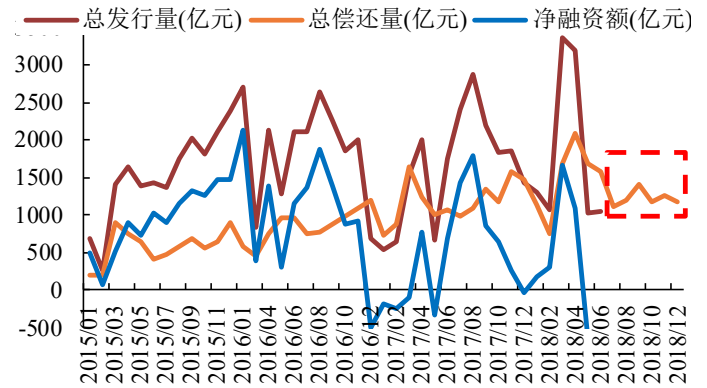
央行窗口指导银行，向一级交易商额外提供中期借贷便利(MLF)资金，用于支持贷款投放和较低评级产业类信用债投资，城投债成为最受益的品种，预计下半年城投债净融资将会小幅上升，全年城投债净融资额将会小幅上升，我们预计全年净融资额约 5000 亿。

图 29: 近年城投债净融资金额呈下降趋势



资料来源: Wind、招商证券

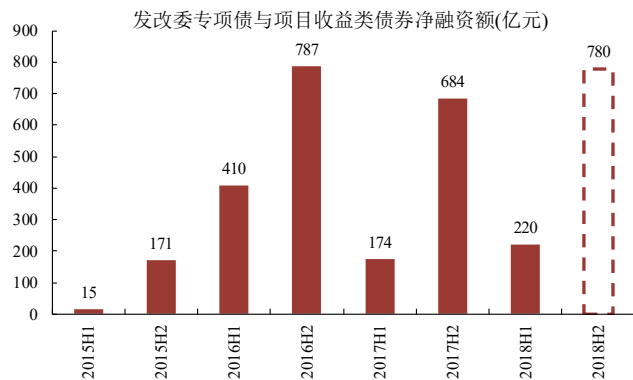
图 30: 7~8 月份城投债偿还量较 1~6 月份减少



资料来源: Wind、招商证券

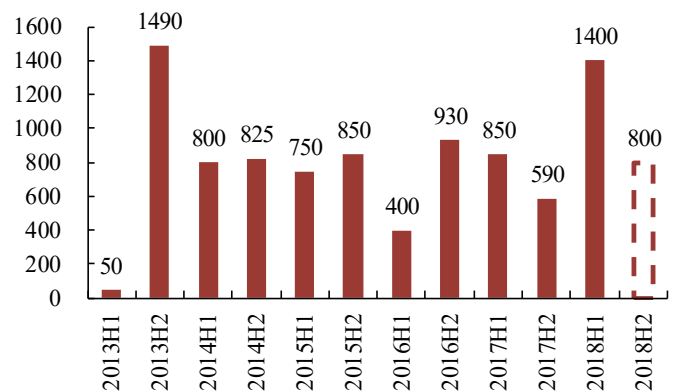
2015 年以来, 发改委陆续推出城市停车场建设专项债、城市地下综合管廊建设专项债、战略性新兴产业专项债、养老产业专项债、双创孵化专项债、配电网建设改造专项债、绿色债券、债转股专项债券、PPP 项目等 9 个专项债券发行指引。其中, 城市停车场建设专项债、城市地下综合管廊建设专项债和 PPP 项目专项债直接应用于基建投资, 2015-17 年这基建相关专项债净融资额为 53/834/680 亿元, 预计 2018 年净融资 700 亿元。此外, 以项目的未来收益为支撑发债融资的项目收益类债券近年来也逐渐发展, 2015-17 年净融资额达到 140/414/213 亿元, 预计 2018 年净融资额 300 亿元。两项合计预计 2018 年净融资额为 1000 亿元。铁道部专项债 2015-17 年净融资额分别为 1600/1330/1340 亿元, 上半年净融资额 1400 亿元, 预计全年净融资额将达到 2200 亿元。三项合计全年净融资额 3200 亿元。

图 31: 发改委专项债与项目收益类债多集中于下半年



资料来源: Wind、招商证券

图 32: 铁道部债券融资额相对比较稳定

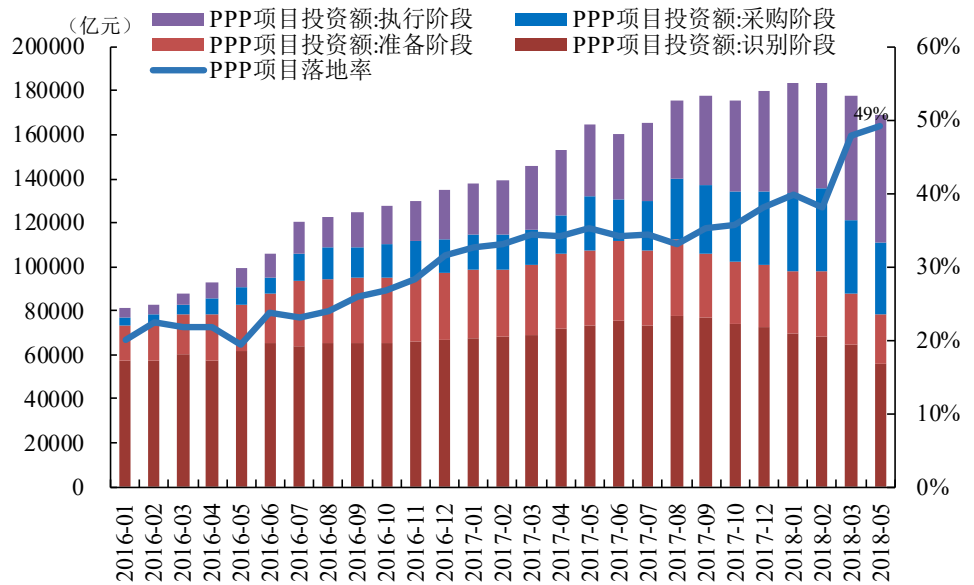


资料来源: Wind、招商证券; 单位: 亿元

### (3) PPP: 合规资金来源, 最重要的基建投资抓手

随着 2018 年一季度 PPP 集中清库工作的结束, PPP 模式进一步规范化, 进而带动了项目落地率的不断提高。截止 2018 年 5 月, PPP 项目落地率达到 49.25%, 同比提高 14.05%。PPP 项目主要集中于交通运输、市政工程等基建领域, 估计基建领域投资占 PPP 总投资的比例超过 90%。

图 33: PPP 项目落地率不断提高



资料来源: Wind、招商证券

PPP 模式贡献的基建投资的资金来源主要分为两部分: 企业、政府的资本金投入和银行贷款。国发 51 号文针对不同行业规定了 20%/25%/30%/35%/40% 等五个档次的资本金比例, 考虑到 PPP 项目以基建项目为主, 资本金比例多集中在 20%/25%/30% 三个档位, 因此资本金比例整体估算为 25%。在这 25% 的资本金中, 一般情况下企业出资比例一般为 90%, 政府出资比例为 10%。其他 75% 的项目资金一般通过银行贷款进行融资。

根据 Wind 数据, 截止 2018 年 5 月底, PPP 项目执行阶段金额 58579 亿元, 2018 年新增执行阶段金额 1.26 万亿。随着 PPP 清库结束, 项目合规性提升, 项目落地率将持续提升。综合考虑落地率快速提升、上半年已新增落地 1.26 万亿以及 2017 年新增落地 2.37 万亿等因素, 2018 年乐观/中性/悲观假设下, 将新增执行阶段项目金额分别为 3.0/2.7/2.4 万亿。假设 PPP 项目从落地开始建设, 平均建设期为 2.5 年 (30 个月), 项目投资在建设期内平均分布, 90% 的 PPP 为基建相关项目。估算出 2016-17 年 PPP 投资额分别为 4700/12800 亿元; 2018 年 PPP 项目投资额乐观/中性/悲观条件下将达到 2.53/2.49/2.45 万亿; 其中带动项目资本金 6325/6225/6125 亿元, 银行贷款 1.84~1.90 万亿, 其中银行贷款将体现在国内贷款项。

表 5: PPP 项目投资完成额估算

单位:亿元	2016	2017	2018E		
			乐观	中性	悲观
当年新增执行阶段	--	23700	30000	27000	24000
年末执行阶段项目	22300	46000	76000	73000	70000
基建项目金额	20070	41400	68400	65700	63000
当年基建投资额	4700	12800	25300	24900	24500
项目资本金	1175	3200	6325	6225	6125
基建贷款需求	3525	9600	18975	18675	18375

资料来源: Wind, 招商证券

#### (4) 非标: 细则落地或缓解融资压力

非标指标准化债权类资产范围之外的债权类资产, 一般意义非标包括委托贷款、信托贷

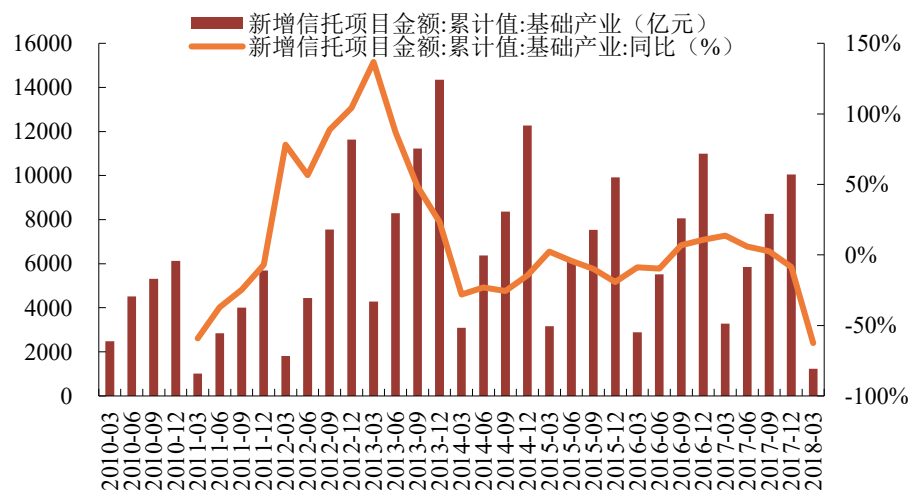
款、票据、资产收益权等。由于非标具有期限、流动性和信用转换功能，透明度较低，流动性较弱，规避了宏观调控政策和资本约束等监管要求，部分投向限制性领域。

非标的资金主要来源于银行理财、信托、券商资管等，近年来资产管理行业迅速发展，管理的资产规模不断扩大，非标资产规模水涨船高。另外，一些受到传统信贷途径限制的如房地产行业，通过非标进行高利率融资，推高了非标资产的收益率，进而推动了非标行业的发展。在非标资产高收益的推动下，银行理财资金等通过与信托机构、券商资管部门等非银金融机构合作，成立信托计划或定向资管计划，完成融资过程。在这个过程中，信托机构、券商资管部门等提供了融资通道，规避了宏观调控政策和资本约束等监管要求，部分投向限制性领域，层层嵌套，进行资金池操作等，增加了金融系统的风险。

非标中信托资金是基建投资中资金来源的重要组成部分。2015-17 年新增信托项目金额中投向基础产业的资金分别达到 9913/10986/10051 亿元。2017 年 11 月发布资管新规征求意见稿，受其影响，新增信托项目增速快速降低。2018 年一季度新增信托项目金额累计同比增速-42.8%，其中投向基础产业的资金仅 1229 亿元，同比增速-62.5%。2018 年 4 月，资管新规正式稿发布，延长了过渡期，减小了执行压力。7 月 20 日央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》中明确要求“过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求，但老产品的整体规模应当控制在《指导意见》发布前存量产品的整体规模内，且所投资新资产的到期日不得晚于 2020 年底”，这将缓解下半年基建项目非标融资快速下滑的压力。

综合考虑一季度信托资金变化（同比增速-42.5%）与当前紧信用环境改善的环境，分乐观/中性/悲观三种情况预计 2018 年全年新增信托项目金额中投向基础产业的资金增速分别为-30%/-40%/-50%，对应全年基建投资额为 7000/6000/5000 亿元。

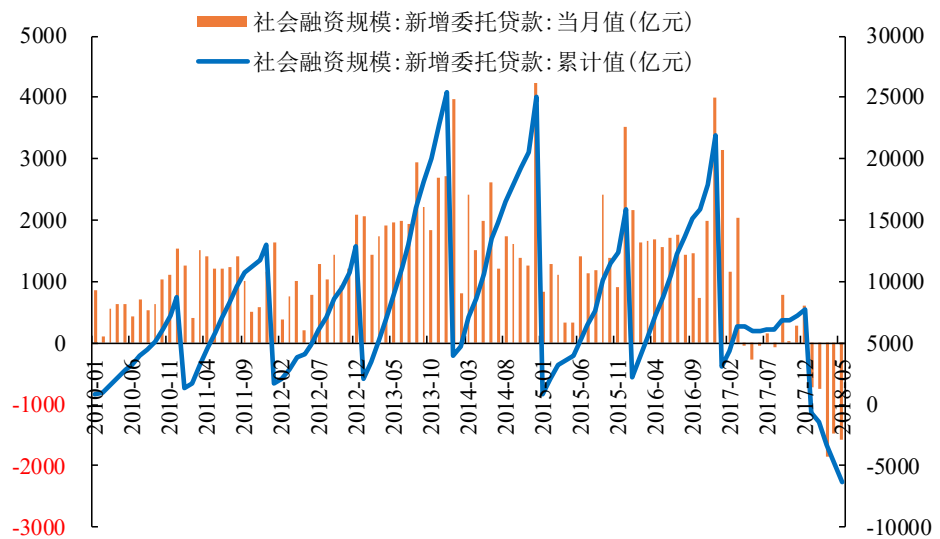
图 34：新增信托项目金额中投向基础产业的资金快速下滑



资料来源：Wind、招商证券

委托贷款也是基建投资中资金来源中非常重要的一部分。假设历年委托贷款中投向基建领域的比例与同期新增投向信托资金中投向基建领域的比例相同，则 2015-17 年投向基础设施领域的资金分别为 2413/2515/645 亿元。2018 年以来，新增委托贷款一直呈负增长状态。2018 年 1~6 月，新增委托贷款累计增加-8008 亿元，预计基建投资通过委托贷款中获得的资金来源较少。

图 35：社会融资中委托贷款资金 2018 年出现快速下滑



资料来源：Wind、招商证券

我们将 2016 年基建资金来源中自筹资金来源进行拆分，来测算非标的资金规模。2016 年自筹资金共 8.18 万亿，其中政府性基金 2.1 万亿，地方政府专项债 4000 亿，城投债净融资 14704 亿，发改委专项债净融资 983 亿，铁道部专项债 1330 亿，其他方式融资 39783 亿，其中通过委托贷款和信托获得的非标融资预计 1.35 万亿，PPP 资本金投入 1175 亿元，其他自有资金、股东投入资金、借入资金和其他非标融资约 2.51 万亿。除去信托资金和委托贷款途径获得的非标融资后的资金受资管新规影响较小，这部分资金 2017 年按照与基建投资相同的增速估计，资金总量将达到约 2.88 万亿。2018 年预计这部分资金还将实现平稳增长，乐观/中性/悲观情况下预计增速将分别为 15%/10%/5%，对应的 2018 年资金总额将为 3.31/3.17/3.02 万亿。基于以上测算，乐观/中性/悲观情况下，自筹资金有望提供 10.05/9.57/9.19 亿元基建投资资金。

表 6：预计自筹资金将提供 9.19~10.05 万亿基建投资资金

	乐观	中性	悲观
政府基金性支出	32387	30044	28873
政府专项债		13500	
城投债		5000	
发改委专项债		2200	
铁道债		1000	
PPP	6325	6225	6125
非标资金	7000	6000	5000
其他自筹资金	33100	31700	30200
自筹资金汇总	100512	95669	91898

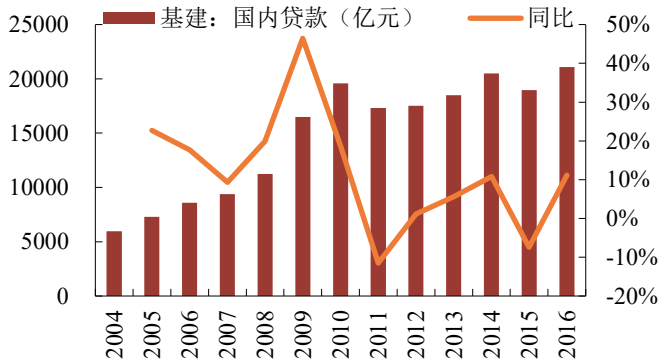
资料来源：招商证券；单位：亿元。

### 3、国内贷款及其他：贷款快速增长，其他稳定可期

#### (1) 国内贷款：PPP 带动作用明显

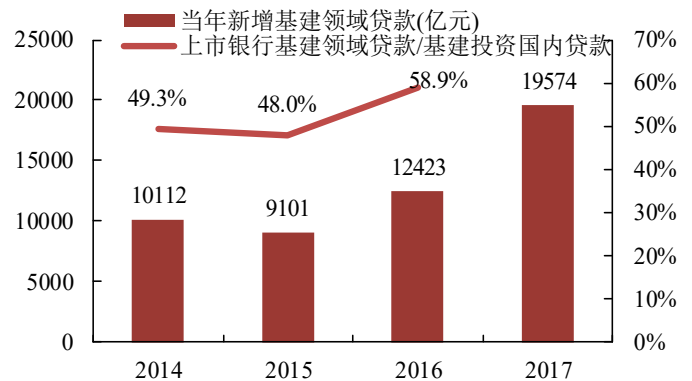
国内贷款一直是基建资金来源中非常重要的一部分。2012-15 年，基建投资中来自国内贷款的资金总量基本稳定。由于基建投资资金来源统计数据公布时间相对较晚，我们从上市银行的贷款余额中投向基建领域的资金量来初步测算基建投资中来自国内贷款的资金总量。2014-15 年 26 家上市银行投向基建领域的贷款下降，与统计局公布基建中国国内贷款的数据趋势相同；2016-17 年 PPP 项目开始大量落地，带动银行贷款中投向基建领域的新增贷快速增长。2015-17 年，上市银行新增投向基建领域的贷款分别为 0.91/1.24/1.96 万亿，2016-17 年同比增速分别为 36%/58%。上市银行向基建领域发放的贷款占国内贷款总量的比例分别为 48%/58.9%（2015 年/2016 年），提升明显。我们认为 PPP 的推进，是上市银行基建领域贷款占比提高的主要动力。预计 2017 年，上市银行基建领域贷款占基建投资中国国内贷款的比例还将继续上升，占比将达到 65%，进而估计 2017 年基建投资中的国内贷款将达到 3 万亿。2018 年一季度，PPP 集中清库，部分银行贷款暂停了清库期间的银行贷款，清库结束后银行贷款恢复正常。集中清库对全年银行贷款的发放进度产生负面影响，但考虑到 PPP 清库后项目合规性提升，银行贷款意愿将得到提升，乐观/中性/悲观三种情况下预计全年国内贷款投向基建领域的资金将增长 15%/10%/5%，则 2018 年全年基建领域中来自国内贷款的资金将达到 3.45/3.3/3.15 万亿。

图 36：2010 年以来国内贷款基本稳定



资料来源：Wind、招商证券 注：2017 年基建投资中来源于国内贷款的资金尚未公布

图 37：上市银行投向基建领域的资金快速增长

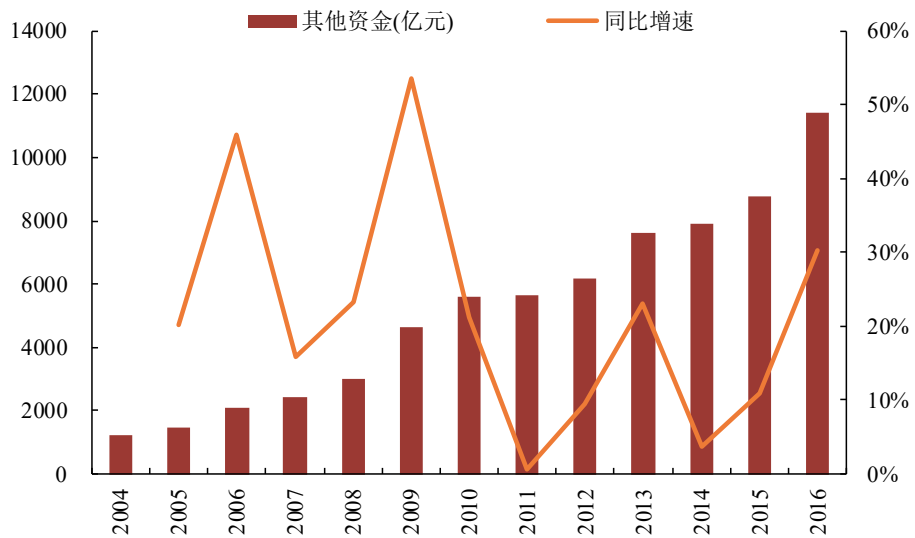


资料来源：Wind、招商证券 注：上市银行包含 SW 银行中的 26 家上市银行，当年新增基建领域贷款=本年基建领域贷款余额-上年基建领域贷款余额

#### (2) 其他资金来源

近年，其他资金来源总量持续增长，2013-16 年其他资金总量分别为 7358/7653/8469/11029 亿元，同比增速分比为 22%/4%/11%/30%。2016 年其他资金来源快速增长，我们认为主要是 PPP 推进丰富了资金来源所致。预计 2017 年其他资金来源将保持快速增长，2018 年其他资金增速将放缓。预计 2017-18 年其他资金总量增速分别为 15%/10%，对应 2017-18 年基建投资中其他资金总量分别为 1.27 万亿和 1.40 万亿。2014-16 年基建领域利用外资金额分别为 414/210/265 亿元，总量较小，预计 2018 年基建投资中利用外资约 300 亿元。

图 38: 基建投资中其他资金稳步增长



资料来源: Wind、招商证券

#### 4、乐观情况下全年基建增速有望达到 10.8%

通过汇总以上各项资金来源，乐观/中性/悲观情况下基建总投资将分别达到 17.78/17.15/16.62 万亿。考虑到 2015-16 年，基建投资的资金来源出现了资金缺口 4411/15715 亿，下半年紧信用条件的改善有望小幅减小资金缺口，按照 1.4 万亿资金缺口计算，则基建投资额将分别达到 19.18/18.55/18.02 万亿，同比增长 10.8/7.2/4.1%。

表 7: 乐观情况下全年基建投资增速将达到 10.8%

单位: 亿元	乐观	中性	悲观
预算内资金		28500	
政府性基金支出 (不含专项债)	32387	30044	28873
政府专项债		13500	
城投债		5000	
发改委专项债		2200	
铁道债		1000	
PPP	6325	6225	6125
非标资金	7000	6000	5000
其他自筹资金	33100	31700	30200
其他资金来源	14000	14000	14000
国内贷款	34500	33000	31500
利用外资		300	
<b>基建总资金来源</b>	<b>177812</b>	<b>171469</b>	<b>166198</b>
预计资金缺口额		14000	
考虑资金缺口后的基建投资	191812	185469	180198
考虑缺口后的广义基建增速	10.8%	7.2%	4.1%

资料来源: 招商证券

## 四、下半年基建投资钱从哪儿来？

上半年广义基建增速仅 3.3%，在稳增长的压力下，一系列利好基建投资的政策相继出台，预计基建投资增速将触底回升。具体来讲，下半年基建投资的资金支持将来自于以下几个方面：

**预算内资金：**今年 1~5 月份，财政支出速度较慢，一定程度上也影响了上半年的基建投资，从 6 月份开始，财政支出明显加速。上半年，共完成财政支出 11.16 万亿，按照 10% 财政收入增速和 2.38 万亿财政赤字计算，全年财政支出将达到 21.36 万亿，按照财政支出中基建相关支出与整体支出速度相同计算，下半年公共财政将提供 1.36 万亿资金。

**政府性基金（不含专项债）：**上半年作为政府性基金收入（不含专项债）最重要收入来源的国有土地出让收入快速增长，带动了政府性基金收入的快速增长。按照乐观估计，下半年政府性基金支出将为基建投资提供 1.8 万亿，高于上半年的 1.4 万亿，环比增速 28.6%。

**政府专项债：**上半年新增地方政府专项债仅 432 亿元，而新增限额 1.35 亿元。在国务院常务会议特别指出并强调的情况下，大概率地方政府专项债将新增限额将全部使用，从而将为基建提供约 1.3 万亿资金，远高于上半年和去年同期。

**PPP 快速落地：**2018 年一季度 PPP 项目集中清库，影响了 PPP 落地速度。而随着集中清库的结束和清库结束带来的项目合规性提升，PPP 落地速度将明显加快。乐观估计情况下，下半年 PPP 将新增基建项目落地投资额 1.42 万亿。当前，相比上半年紧信用的环境，当前融资环境改善，亦将有利于银行贷款的发放，进而推动项目落地。

**非标及其他自筹资金：**当前，资管新规实施细则落地，紧信用融资环境改善，央行出台的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》明确指出，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求。在这一指导意见下，基建投资中已有非标资产下滑压力将显著缓解。

在经历了上半年基建投资增速的快速下滑后，政策已显著有利于基建融资，预计下半年基建融资速度将提升。具体来说，预算内资金稳定发力；政府性基金支出（不含专项债）将高于上半年，环比增速达 28.6%；政府专项债的发行在中央支持下将加速，1.3 万亿资金将成为重要发力点；下半年 PPP 落地将带动约 1.42 万亿基建资金；此外，非标及其他自筹资金融资预计也将逐渐回升。综合来看，下半年基建投资的资金面将显著好转，

## 五、投资建议

国常会推动积极的财政政策和稳健的货币政策，资管新规实施细则落地释放紧信用环境改善信号，基建资金面改善的政策环境基本确定，基建投资增速拐点即将到来。从基建资金供给来看：1、专项债 1.35 万亿余量充裕，且其发行得到中央支持；2、上半年财政收入高增长，财政支出速度较慢，财政仍有很大发力空间；3、上半年土地出让收入快速增长，下半年仍有预计仍将保持较快增长；4、PPP 有望快速落地；5、非标老产品允许投资新资产满足重大项目融资需求；6、央行两次降准使银行资金得到补充，且窗口指导商业银行增配低评级信用债，保证地方融资平台流动性，使得地方城投融资成本下降，且下半年城投债借新还旧比例低，净融资额有望提升。从基建资金需求来看，

本周李克强总理已提出“扩大有效投资加快中西部基础设施建设”，我们认为中西部扶贫建设和新农村建设有望成为重点投资方向。

对于建筑行业来说，在政府财政支出加速以及地方融资改善的预期下，建筑央企以及产业链前端设计板块最先受益，重点推荐具有扶贫概念的四川路桥、中国交建、中国铁建、中国中铁、中国建筑、苏文科以及葛洲坝，重点关注资金面全面改善后受益明显的岭南股份与东珠生态。

## 六、风险提示

当前宏观经济环境下，PPP落地率提升，但可能存在PPP投资落地较慢、国内贷款放款较慢，拖累基建投资增速等情况；同时，尽管资管新规细则落地，紧信用政策有望缓解，但是当前环境下仍然面临紧信用条件下边际改善的政策传导速度问题；基建投资中，资金缺口问题不容忽视，资金缺口的进一步扩大也将对基建投资增速形成负面影响。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王彬鹏**：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

**郑晓刚**：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建筑建材行业研究。

**于泽群**：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。