

建筑装饰

如何看待财政对于基建投资的影响？---固定资产投资那些事儿之三

证券研究报告
2018年09月05日

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业专题研究:建筑?科技力之 KATERRA:行业首只独角兽诞生,装配式指明未来建造趋势》 2018-09-02
- 《建筑装饰-行业专题研究:行业上半年订单汇总分析:基建新签增速普遍下滑,政策转向下订单增速有望回升》 2018-08-21
- 《建筑装饰-行业专题研究:百花齐放、百舸争流—多维度考察北京主要互联网家装发展情况》 2018-08-20

2018年1-7月基建投资增速延续下行,行业流动性环境仍待改善

2018年1-7月固定资产投资累计同比增速为5.50%,为1999年以来最低增速。广义基建投资同增1.80%,较前值回落1.51个百分点。房地产投资方面,土地购置相关投资为地产投资增速高企的主要因素,同期11.3%的土地购置面积增速也进一步体现了土地购置相关投资的强势。基建与地产工程建设量相对应的水泥产量2018年1-7月累计同比仍处负增速,同时平板玻璃累计产值同比增速同样为负,说明基建与房建相关建设活动的低迷。

流动性环境方面,社融与M2增速有所上行,或因在央行定向降准以及前期紧信用政策有所缓解的情况下,“商业银行-企业”端流动性传导边际改善。但在非标融资显著下滑以及企业活期存款增速较弱的背景下,结合民企发债融资能力的减弱,建筑行业资金情况依然难言宽松。7月23日国常会后,需要关注财政能力范围内,政府对于基建投资起到的影响,因此基建资金来源中的政府相关部分值得进一步分析。

政府性基金支出或为支撑点,其他偏政府类基建支出多数有所弱化

一般公共预算支出中基建相关部分、地方政府债券、政府性基金(非专项债部分)以及其他准财政资金(此处分为政策性银行类资金、非民企类机构资金、政府类非预算资金)构成了政府对基建资金来源的直接影响部分。通过分析政府相关各项资金来源分项的变化,可以得出:

第一,2018年我国一般公共预算支出中基建相关支出的发力空间较为有限,但政府性基金支出有望起到更为关键的作用,主因2018年我国土地使用权出让金收入显著提升。第二,政府在基建投资上的另一边际好转的分项为地方政府债券的发行加速,下半年将会有约1.29万亿的募集资金或可用于基建,但仍然需要考虑到地方政府债券发行节奏的不确定性。第三,在准财政资金方面,除了PSL趋势较为乐观,政策性金融债、专项建设债等政策性银行的债券资金募集方面,预计难以看到大幅提升的局面。其中城投平台的债券发行节奏同样存在诸多不确定性,在2018年城投债迎来第一个还债高峰之时,预计难以看到城投债净募集资金的大幅提升。

政府仍可以通过其他方面对基建投资产生显著影响

首先,加强政策的可预期性,从而带动机构资金向合规基建项目中流入。其次,加快相关审批流程。比如8月以来,合规城轨项目的审批进度明显加快。再次,财政政策与货币政策寻求高效配合,从而促进政府相关债券资金募集的流畅性。同时通过进一步推进PPP项目的合规化,来吸引更多的社会资本进入基建项目的投资。

投资建议

综上所述,我们认为地方政府债券(专项债与一般债)和地方政府基金性支出或为政府加强基建相关投入的主要手段,但我们认为其目的在于确保合规在建项目的顺利进行,从而温和处理存在已久的地方政府债务问题。目前政府对于专项债发行的推动以及基建补短板的强调,可以在一定程度上显著推进合规在建项目的进行,充分避免地方政府去杠杆环境下合规项目所受到的不必要的影响。

对于建筑行业而言,政策对于基建投资的边际好转也是对建筑板块近年来积聚风险的一个缓慢释放,从而前期压抑估值的因素有望弱化,因此目前阶段我们维持对于行业“强于大市”评级。但从全年基建投资的角度来看,基建投资增速即使在下半年大概率出现反弹,全年增速仍受到资金来源增长的限制。

风险提示:我国固定资产投资增速加速下行,地方政府投融资监管趋严

内容目录

1. 基建投资增速延续下行，行业流动性环境仍待改善	4
2. 基建投资资金来源中与财政相关分项概述	8
3. 政府性基金支出或为支撑点，其他偏政府类基建支出多数有所弱化	14
3.1. 一般公共预算收支差额或维持稳定，但难担起基建资金增量重任	14
3.2. 土地购置费大增下，政府性基金支出中非专项债部分或延续强势	16
3.3. 地方政府债券发行进度加快，合规在建项目的推进或将加速	17
3.4. 除铁道债外，政策性金融机构与城投平台债券融资有所弱化	19
4. 政府相关基建投资或边际好转，但仍然难以快速扭转基建投资趋势	21
5. 投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：基建投资各分项增速变化（单位：%；注：部分分项暂时未公布 7 月数据）	4
图 2：投资增速情况（单位：%）	5
图 3：基建投资增速情况（单位：%）	5
图 4：房地产投资开发增速拆分（单位：%）	5
图 5：水泥产量累计同比增速对比（单位：%）	5
图 6：土地购置面积累计同比增速对比（单位：%）	6
图 7：新开工面积累计同比增速对比（单位：%）	6
图 9：M1、M2、社融增速（单位：%）	6
图 10：社会融资各分项增速变化（单位：%）	6
图 11：社融、M2、非标项目分类简图	7
图 11：基建投资增速与部分流动性指标间关系（月数据，单位：%）	7
图 12：基建投资增速与部分流动性指标间关系（年数据，单位：%）	7
图 13：2017 年上半年公共财政支出中与基建相关分项占比（左图）；基建资金来源中与政府相关的分项（右图）	9
图 14：基建投资与财政支出累计同比增速关系	9
图 15：财政支出中基建相关四大分项增速与基建增速关系	9
图 16：2018 年 6 月底地方政府债务余额概况（单位：亿）	11
图 17：一般债券和专项债券的发行情况（单位：亿）	11
图 18：2018 年收入预计和支出安排（单位：亿）	11
图 19：政府性基金支出预算（单位：万亿）	12
图 20：2015 年土地出让金支出的各分项占比	12
图 21：其他准财政支出分类	13
图 22：基建资金来源中与政府相关的分项	13
图 23：财政支出与收入累计同比增速	15
图 24：历年目标赤字率和目标赤字额（单位：左-亿元，右-%）	15

图 25：我国政府性基金支出与土地出让金紧密相连（单位：万亿）	16
图 26：土地购置面积累计同比增速（单位：%）	16
图 27：国开债当年净融资额（单位：亿）	19
图 28：农发债当年净融资额（单位：亿）	19
图 29：PSL 当年累计新增额同比增速较 2017 年显著提升	20
图 30：2018 年 Q2 与 Q3 近 5 年城投债第一个偿还高峰（单位：亿）	20
图 31：铁路建设债券当年净融资额（单位：亿）	21
图 32：城投债当年净融资额（中债标准；单位：亿）	21

表 1：基建资金来源各大分项（注：各大分项占比数据为 2016 年数据，目前 2017 年数据暂时并未公布）

表 2：近两年财政部相关文件汇总

表 3：全国公共财政支出中用于基建投资的支出细项及金额（亿元）

表 4：2018 年 8-12 月公共财政合计用于基建支出金额预测（亿元）

表 5：全国政府性基金实际支出剩余空间粗略测算（单位：亿）

表 6：全国政府性基金支出中非土地出让金相关部分中用于基建投资的支出细项及金额（亿元）

表 7：2018 年 6-12 月地方政府债务可用额度依然可观

表 8：18 广东债 19 法律意见书（2018 年 7 月 6 日发布，下表中信息为截止至该文件发出日期时状况）

表 9：基建资金来源各大分项边际趋势预测（注：各大分项占比数据为 2016 年数据，目前 2017 年数据暂时并未公布）

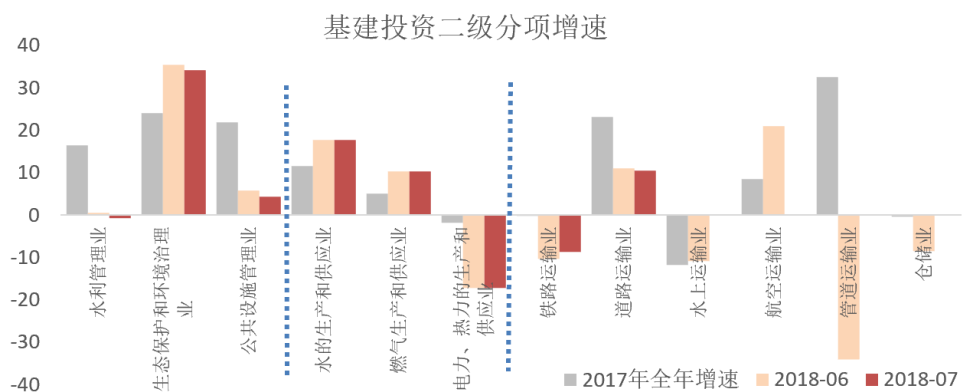
2018年7月23日的国常会上李克强总理提出“积极财政政策要更加积极”，同时指出“稳健的货币政策要松紧适度，保障合理融资需求”；7月31日的中央政治局会议同样提出“坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。此外，李克强总理对于川藏铁路工程的考察以及近日中国铁路总公司人士对于“今年铁路固定资产投资额重返8000亿以上”言论的肯定，都预示着2018年下半年的基建投资增速或受到一定程度的提振。而近期我们看到2018年1-7月基建投资数据仍然呈现低迷，本文试图通过分析政府在基建投资资金来源中的角色，从而简要判断若政府要推动基建投资的情况，可能从哪方面入手。

1. 基建投资增速延续下行，行业流动性环境仍待改善

近日统计局公布2018年1-7月固定资产投资数据，固定资产投资累计同比增速为5.50%，为1999年以来最低增速，最新数据较2018年1-6月回落0.5个百分点，主因基建投资数据延续下行态势。分项来看，广义基建投资同增1.80%，较前值回落1.51个百分点；房地产开发投资同期为10.20%，维持高位；制造业投资为7.30%，提升0.5个百分点。

目前整体投资增速下滑基本符合预期，随着地方债务监管趋严以及金融机构去杠杆的逐步深化，广义基建三大分项2018年1-7月投资增速延续下滑趋势，但7月23日国常会后近期政策层面的变化让市场对于政府基建托底燃起些许预期，我们将在本文从政府层面对于基建资金来源的影响角度来简要分析今年下半年基建投资情况。此外，在制造业以及房地产相关投资相对强势的背景下，我们也将从建筑行业角度来简要观察房地产投资中所反映出建设活动的变化。

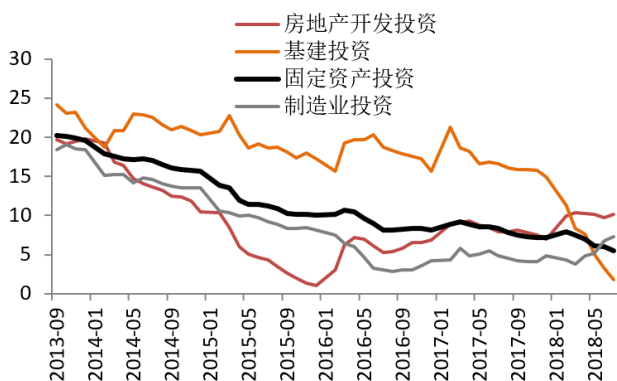
图1：基建投资各分项增速变化（单位：%；注：部分分项暂时未公布7月数据）



资料来源：Wind，天风证券研究所

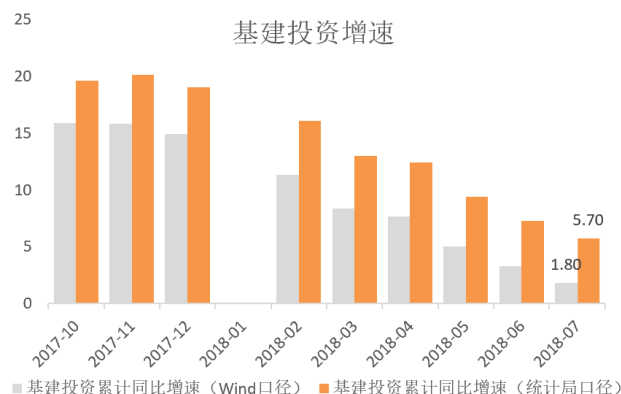
与建筑行业息息相关的**基建投资**中**公共设施管理业**（2017年占总额39.4%）与**道路运输业**（2017年占总额23.3%）两项下滑显著，**1-7月投资额同比分别为4.30%与10.50%，较2017年增速分别下滑17.5和12.6个百分点**。其中公共设施管理是指各级政府部门对公共设施的规划和管理，包括市政设施管理、供水设施管理、公交设施管理、园林设施管理、环卫设施管理等，公共设施管理业与道路运输业与政府投入均有较强关联。在地方政府去杠杆以及债务终身追责的背景下，保持谨慎投入以及静待中央政策指示似乎为2018年上半年地方政府在基建项目上的主要态度。

图 2：投资增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：基建投资增速情况（单位：%）

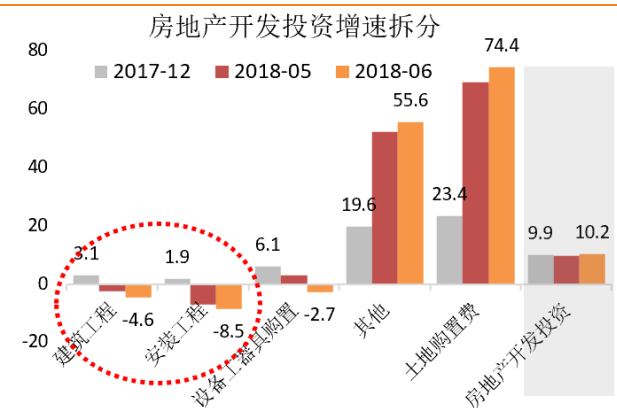


资料来源：Wind，天风证券研究所

除了基建投资外，房地产投资增速的维持高位也同样瞩目。建筑行业主要关注房地产开发投资中与建设相关的分项，而 2018 年上半年房地产开发投资中的建筑工程分项累计同比增速仅为-4.6%，土地购置相关投资为地产投资增速高企的主要因素，同时 2018 年 1-7 月高达 11.3%的土地购置面积增速也进一步体现了土地购置相关投资的强势。与基建与地产工程建设量相对应的水泥产量 2018 年 1-7 月累计同比仍处负增速，同时平板玻璃累计产值同比增速同样为负，说明基建与房建相关建设活动的低迷。

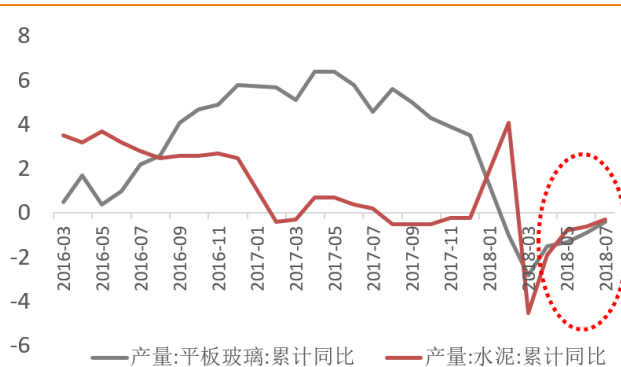
如果房地产土地购置面积与新开工面积增速进行不同等级城市拆分的话，可以看到 2018 年上半年土地购置面积方面，三线城市和非重点城市（注：一二三线以外城市）的增速显著高出其他分项，其中三线城市增速为 29.4%，非重点城市为 13.44%，这在一定程度上反映了房企主要的拿地方向。此外，对于与未来施工投入相关的新开工面积方面，非重点城市增速从 2017 年 4 月开始显著领先于其他分项，2018 年 1-7 月增速达到 16.55%，同期全国增速为 11.80%。

图 4：房地产投资开发增速拆分（单位：%）



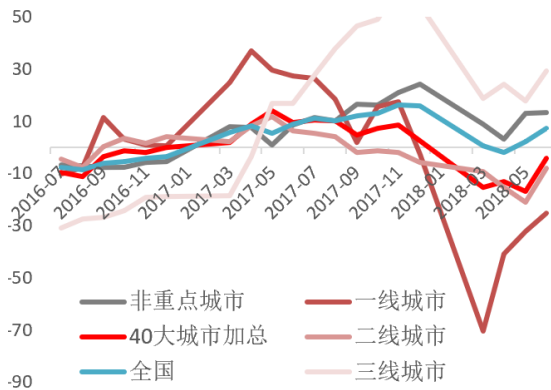
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：水泥产量累计同比增速对比（单位：%）



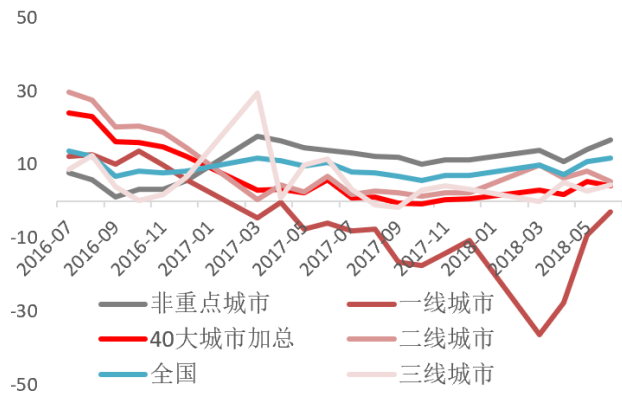
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：土地购置面积累计同比增速对比（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：新开工面积累计同比增速对比（单位：%）



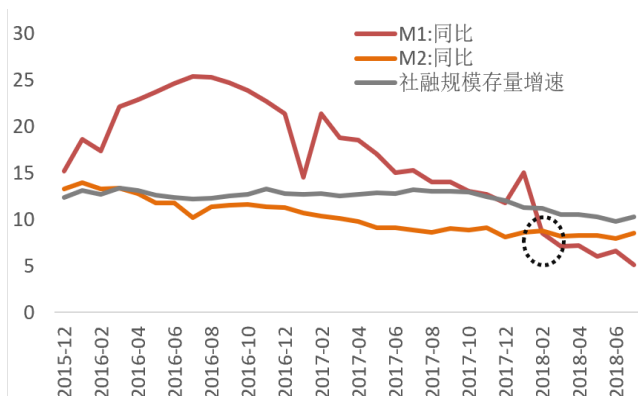
资料来源：Wind，天风证券研究所

流动性环境方面，社融与 M2 增速有所上行，或因在央行定向降准以及前期紧信用政策有所缓解的情况下，“商业银行-企业”端流动性传导边际改善，新增人民币贷款规模从 2018 年 1-6 月的 12.7% 微升至 12.9%。但各个指标的增速差异中同样呈现出部分结构性变化。

首先，在资管新规与宏观审慎管理的背景下，银行表外资产延续回表趋势，2018 年 1-7 月社融分项中的非标相关项增速较 2017 年全年增速显著下降（图中红框项目）；其次，M1 与 M2 增速差的走扩或预示着企业活期存款状况的恶化，结合民企发债融资能力的减弱，建筑行业资金情况依然值得关注；再次，M2 增速与社融增速的差异或源于“金融去杠杆”持续推动下银行与非银金融机构之间资金“多层嵌套”的减少，此时相比 M2 增速，社融增速的变化或对建筑行业流动性环境更具指示性意义。

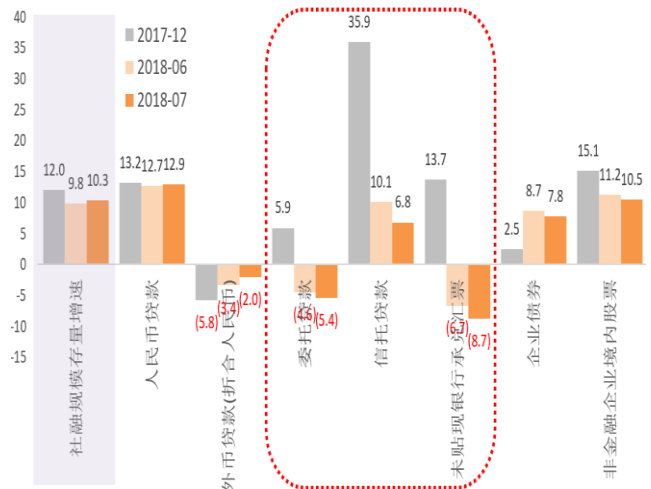
综合来看，基建和房建的流动性环境依然难见好转，但在 7 月 23 日国常会之后，在“稳健的货币政策要松紧适度，保障合理融资需求”的指引下，人民币贷款以及财政投放等合规资金渠道对于基建支持将有所提升，（8 月 14 日财政部公布的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》中明确提出加快专项债券发行进度，这应是国常会与 7 月中央政治局会议精神的延续）而财政在相关项目支出的确定性会对银行的贷款发放产生引领作用，即使基建项目资金来源中财政相关投入占比并不高，但需要给予重要关注，我们将在下文进一步讨论。

图 8：M1、M2、社融增速（单位：%）



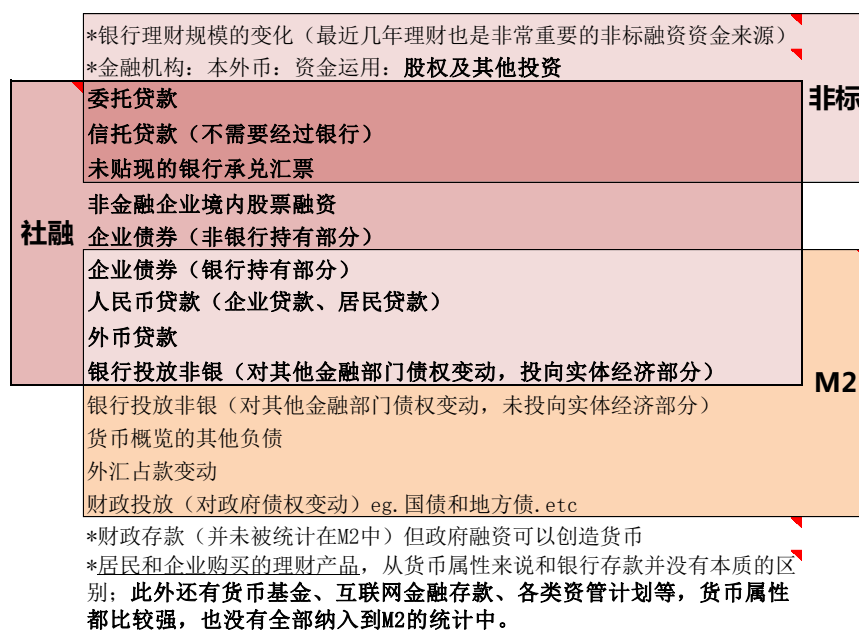
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：社会融资各分项增速变化（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10 : 社融、M2、非标项目分类简图

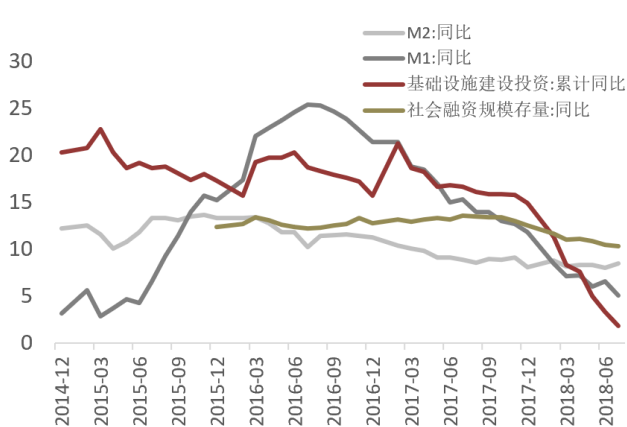


资料来源：央行官网，天风证券研究所

由于建筑行业业务模式的“加杠杆”属性，流动性往往是影响基建投资以及建筑行业产值的重要因素。历史数据上来看，基建投资增速与 M1、M2 以及社融增速间在部分时间段里存在一定的同步性，比如 2008-2011 年以及 2016 年至今，但在部分时间段内并无显著关联。我们认为主要由以下原因造成：

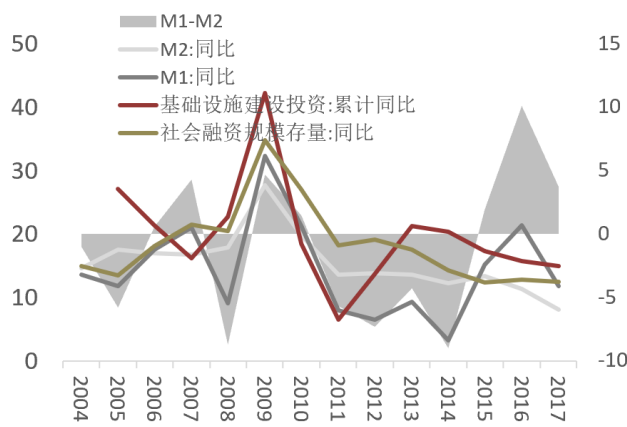
第一，流动性因素只是影响基建投资增速的主要因素之一，其余因素如政策方向、人口结构变化、地方政府投资意愿等同样影响基建投资增速，而不同时间段内基建增速或由不同因素来主导，比如 2016 年后，基建投资在地方政府债务严监管与“去杠杆”的背景下逐步下滑，与流动性指标的变动较为一致；第二，基建的资金来源中各大分项占比或在各个时间段内有所不同，而 M2 与社融等指标的覆盖类别变化较小，因此在部分时间段内可能会出现基建投资增速与流动性指标的关联程度减弱。

图 11 : 基建投资增速与部分流动性指标间关系(月数据,单位:%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12 : 基建投资增速与部分流动性指标间关系(年数据,单位:%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

基于政策方向以及其衍生出的财政、准财政资金投放，我们试图通过分析基建资金来源中受政府直接或间接影响的主要分项情况，从而简要分析中央以及地方政府在下半年基建投资中可以给予的支持空间。

2. 基建投资资金来源中与财政相关分项概述

在分析政府对于基建投资影响之前，需要明确一下基建资金来源的五大分项，以及政府在各个分项中所起到的作用。

我国基建资金来源分为**国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金**共五大类，其中**国家预算内资金、国内贷款和自筹资金**是基建资金的主要来源，2016 年占比分别为 15.89%、15.47%、60.05%。国家预算内资金同比增速近几年有所回落，但占比逐年提升，从 2010 年的 11.64% 增至 2016 年的 15.89%；国内贷款增速 2016 年重新回正，但占比从 2010 年的 30.05% 下降至 15.47%；自筹资金占比快速提升，从 2010 年的 49.07% 增长至 2016 年的 60.05%，主因自筹资金中城投债净融资、非标融资以及政府性基金中基建相关支出的快速增长，预计随着城投债净融资与非标融资在 2018 年以来的弱化，基建资金来源中自筹资金的比例有望下滑。

表 1：基建资金来源各大分项（注：各大分项占比数据为 2016 年数据，目前 2017 年数据暂时并未公布）

类别	占比	分项	备注	是否在预算体制内
自筹资金	60.05%	政府性基金	以土地出让金为主，含地方专项债，专项债券期限可以拉长到 15 年。 基建相关资金投向用于各工程项目建设，作为资本金（政府预算安排或相关主体筹措）以外的政府性资金投入	准财政
		城投债净融资	不包括在地方政府债券和专项债券额度中。	准财政
		PPP 中社会资本、以及非标融资	基于 2016 年处于执行阶段的 PPP 项目金额， 推出 PPP 中社会资本占比为 4.91% (保守假设社会资本占比达到 30%)。	
		铁路建设债券	中铁总为发债主体，国务院批准铁路建设债券为政府支持债券。	准财政
		专项建设债券	由国开行、农发行向邮储银行定向发行的专项债券，资金用途定向为 专项建设基金 。由财政贴息 90%，使用资金的企业成本仅为 1.2%。	准财政
		政府各部门引导基金及购买服务	政府引导基金 主要以基础设施和公共服务项目为标的，以财政资金作为引导，吸引金融资本加入，再以股权投资方式对接项目，进一步吸引其他投资人进入。	准财政
预算内资金	15.89%	一般公共预算支出（包含地方一般债）	中央以及地方预算内资金 ，以及地方一般债。在中央 2018 年一般公共预算收入预计和支出安排中， <u>地方财政赤字为 8300 亿元，与 2017 年持平，通过发行地方政府一般债券弥补。</u>	是
		国债		是
国内贷款	15.47%	国内贷款	以 银行表内贷款 为主	
		政策性金融债	由国开行、农发行、以及口行发行，用以支持基础设施、基础产业等国家重大项目。 <u>主要以贷款形式投向相关项目。</u>	准财政
		抵押补充贷款（PSL）	由央行向国开行、农发行、口行发放，用于不同专项。（国开行-棚户区改造、地下综合管廊等；农发行-重大水利工程过桥贷款、水利建设、棚户区改造、农村公路贷款）	准财政
其他资金	8.39%		指在报告期收到的除以上各种资金及利用外资（可忽略不计）之外的用于固定资产投资的资金，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	0.19%			

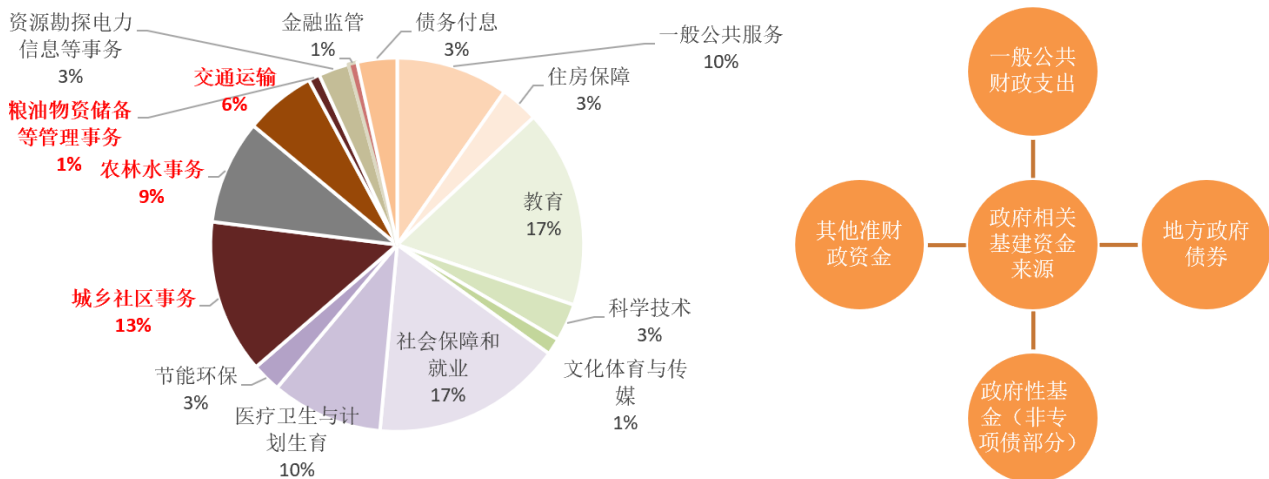
资料来源：Wind、财政部官网、天风证券研究所

从表面来看，每年的实际赤字率和财政托底的力度有着较大的关联，而基建资金来源里的预算内资金，尤其是对赤字率有主要影响的公共财政支出，可占到基建资金来源的 15.89%（2016 年数据），但通过简要数据分析，**我们认为预算内资金增速和基建投资增速的同步数据或滞后数据并没有明显的相关性，甚至在部分时期还存在负相关现象。**

在下面图中，近七年数据显示财政支出增速和基建投资增速基本没有明显的关系，同样我们用财政支出中与基建相关的四大分项累计同比增速与基建投资增速同样没有明显的正相关，相关系数为-0.61。（按照财政部预算执行报告的口径，**预算内资金指的是一般公共预算支出¹**，下图中各大分项构成一般公众预算支出的主要部分。其中**城乡社区、交通运输、农林水以及粮油物资储备等项下面的部分子分项与基建相关**（以下简称“基建四项”），此外其余部分分项或也会存在与基建相关部分）。出于数据可得性，我们通过截取不同时间段数据来观察基建四项的占比，近六年基建四项在一般公共预算支出的占比大致在28%-33%之间，而基建四项下面的子分项中有部分支出和基建并不相关，与基建直接相关的支出占公共财政实际支出比例在6.5%-8.5%区间小幅波动。

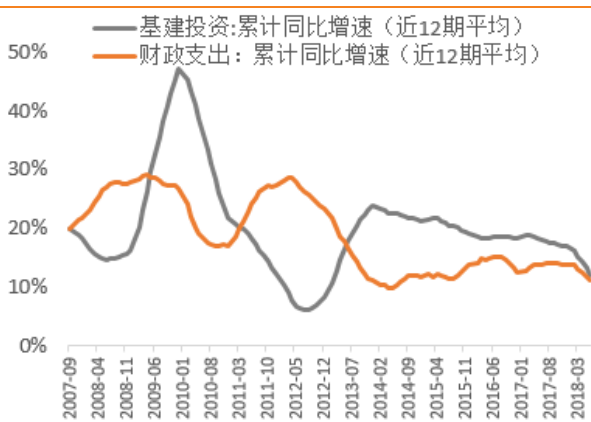
我们认为公共财政支出或与基建相关的公共财政支出同基建投资增速关系较弱主要由以下因素造成。第一，基建四项仅占整体一般公共预算支出的三成左右（与基建直接相关的不到一成），当民生类项目支出占比提升时，政府或降低基建相关支出；第二，当仅观察基建四项支出累计同比增速与基建增速关系时，依然难以看到显著的相关性。主要因为基建投资来源中政府预算内资金占比往往不到两成，且在一般公共预算支出有限的情况下，地方政府更多依赖其他资金渠道来推进相关基建项目。

图 13：2017 年上半年公共财政支出中与基建相关分项占比（左图）；基建资金来源中与政府相关的分项（右图）



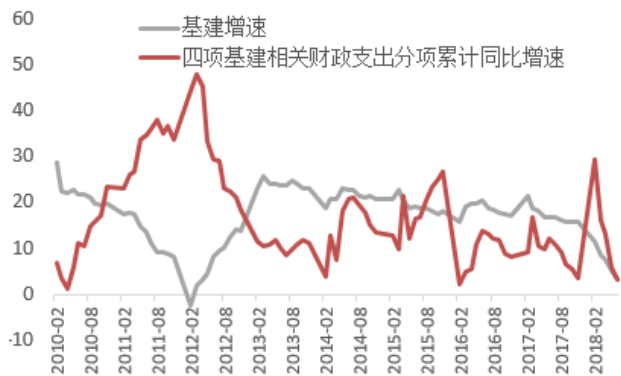
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：基建投资与财政支出累计同比增速关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：财政支出中基建相关四大分项增速与基建增速关系（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

地方一般债券和专项债券方面（以下简称“一般债”、“专项债”）。在 2014 年下半年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号)发布后，地方政府只能够

¹ 通常简称为财政支出

通过地方债券和 PPP 两种方式进行融资。无收益的公益性项目需要由地方政府发行**一般债**融资，主要以一般公共预算收入偿还。有一定收益的公益性项目可由政府发行**专项债**来取得项目资金，并以对应的政府性基金或专项收入偿还，相关资金作为**资本金以外的政府性资金**投向用于各工程项目建设。

关于地方政府债券有三点需要注意。

首先，上述两类地方政府债券的发行需要控制在限额以内，每年的可发行额为**前一年未使用额度加上本年新增额度**（2018 年地方债务限额包括年初新增额度 2.18 万亿，其中地方政府一般债务 0.83 万亿、地方政府专项债务 1.35 万亿）；

其次，一般债和专项债的资金用途和来源不同，比如一般债筹集资金可用政府部门的流动性资金补充（近年来也有部分用于债务置换），用途更加灵活。而专项债则对融资项目的收益以及特定用途有所要求，目前专项债有两大类（**普通专项债：近年来主要用于债务置换，其他用途包括重大基础设施建设、城镇化项目、公益性事业发展项目等；项目专项债：试点品种正在不断推出，目前有土储专项、公路专项以及棚户区改造专项；**财政部目前正在积极探索其他类型项目的相关专项债，将同样以试点发行的方式逐步推进）；

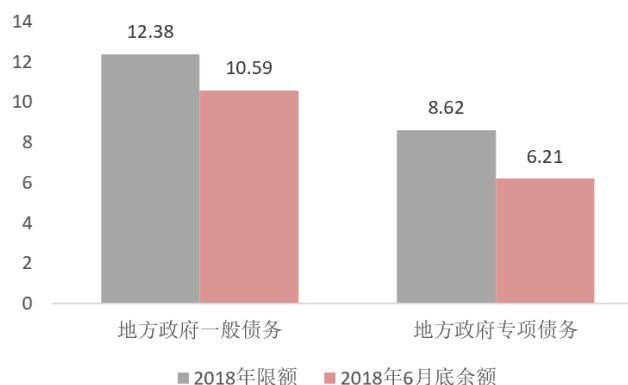
再次，地方政府债券发行的推进是地方政府债务市场化推进的重要一步，则需充分考虑**资本市场情况**。若地方一般债券与专项债券发行提速，则会加大债券市场利率债券供给，从而或对长端利率形成一定的压制。政府需要在债券发行的行政调控和债券市场供需间做好平衡。

表 2：近两年财政部相关文件汇总

日期	相关文件	内容摘要
2017/6/1	财政部印发《地方政府 土地储备专项债券 管理办法》（62 号文）	2017 年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展，今后逐步扩大范围。
2017/7/12	财政部和交通运输部联合印发《 地方政府收费公路专项债券 管理办法(试行)》（97 号文）	指出 2017 年在政府收费公路领域开展试点，发行收费公路专项债券
2018/3/1	财预〔2018〕28 号《关于印发<试点发行地方政府 棚户区改造 专项债券管理办法>的通知》	2018 年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作
2018/3/27	财预〔2018〕34 号《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》	提高政府债券资金使用效益，发挥政府规范举债的积极作用，支持补齐民生领域短板；加快地方政府债务限额下达进度；用好地方政府债务限额。
2018/4/23	财预〔2018〕65 号《关于加强地方预算执行管理加快支出进度的通知》	要求地方加快下达转移支付预算、加快资金拨付进度、对结余结转资金加快预算执行，主要目的在于充分、高效利用现有预算资源。
2018/5/8	财库〔2018〕61 号财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》	发行地方政府债券偿还到期地方政府债券的，如债券到期时库款比较充裕，在严格保障财政支付需要的前提下，地方财政部门可使用库款垫付还本资金。待债券发行后，及时将资金回补国库；公开发行的 一般债券 ，增加 2 年、15 年、20 年期限；公开发行的 普通专项债券 ，增加 15 年、20 年期限；
2018/8/14	财政部在官网公布了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	省级财政部门应当合理把握专项债券发行节奏，科学安排今年后几个月特别是 8、9 月发行计划，加快发行进度。各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。

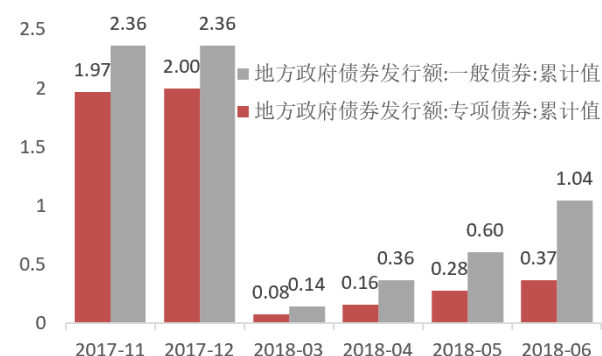
资料来源：Wind，财政部官网、天风证券研究所

图 16：2018 年 6 月底地方政府债务余额概况（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：一般债券和专项债券的发行情况（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

政府性基金支出。财政部规定，对具有一定收益的公益性事业可以通过发行专项债券进行融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还，故政府性基金中对应基建资金来源包括两部分：**地方政府新增的专项债和非专项债部分中投向基建支出部分**。此处我们单独谈论政府性基金支出中非专项债部分，该部分同样构成了基建资金来源的重要一项（往往划归在自筹资金的大分类当中），相关支出分项大致包括铁路建设基金、水利建设基金、南水北调工程基金、国家重大水利工程建设基金、以及占比最高的国有土地使用权出让收入安排的相关支出等等。**政府性基金支出同样可以分为中央层面和地方层面，且相关支出预算与收入预算基本相匹配。**

图 18：2018 年收入预计和支出安排（单位：亿）

政府性基金收入	中央政府性基金收入	3863
	上年结转收入	386
	收入总计	4249
	地方政府性基金本级收入	60302
	其中：国有土地使用权出让收入	54662
	中央政府性基金对地方转移支付收入	984
	地方政府专项债务收入	13500
	收入总计	74786
政府性基金支出	中央政府性基金支出	4247
	中央本级支出	3263
	对地方转移支付	984
	地方政府性基金相关支出	74786
	其中：国有土地使用权出让收入相关支出	66932
汇总	全国政府性基金收入	64165
	上年结转收入	386
	地方政府专项债务收入	13500
	收入总计	78050
	全国政府性基金支出	78049

资料来源：《关于 2017 年中央和地方预算执行情况与 2018 年中央和地方预算草案的报告》，天风证券研究所

（注：一般在预算草案中，政府性基金总收入为“全国政府性基金收入+上年结转收入+地方政府专项债务收入”，该值往往与全国政府性基金支出相等，体现出预算层面的“以收定支”原则。比如 2017 年政府性基金预算中收入和支出均为 5.55 万亿，2018 年均为 7.81 万亿

而实际收支情况下，或由于土地出让金收入超预期等原因，导致政府性基金总收入超出预算，而多出的部分可用于调入一般公共预算资金和结转下年支出两部分构成。比如 2017 年实际情况为政府性基金总收入为 6.98 万亿，而相关支出为 6.08 万亿，收大于支 0.91

万亿左右，在同期一般公共预算收入中，地方财政使用结转结余及从地方预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金合计为 0.85 万亿，在一定程度上体现了预算“四本帐”间的统筹作用。此外需要注意的是，政府性基金实际支出比预算值多出 0.52 万亿，同时土地使用权出让收入相关支出恰恰多出 0.53 万亿，或在出让土地使用权收入方面，体现了实际层面上的“以收定支”。

在财政部 2018 年 3 月 20 日印发《预算稳定调节基金管理暂行办法》中也对于收入超过支出的处理方式做出指引，当中第二章第六条中指出，政府性基金预算结转资金规模超过该项基金当年收入 30% 的部分，应当补充预算稳定调节基金……政府性基金预算连续结转两年仍未用完的资金，应当作为结余资金，可以调入一般公共预算，并应当用于补充预算稳定调节基金。）

从图 19 中中央与地方政府性基金支出预算可以看出，我国政府性基金支出主要以地方政府为主，中央政府占比较低；此外，我国地方性政府基金支出中主要以与土地使用权出让收入安排的支出为主，占比从 2011 年到 2016 年的 80% 左右，上升到 2017 与 2018 年的 90%，可以说土地使用权的出让收入已成为地方政府综合财力的重要一环。因此土地使用权出让相关支出中与基建相关的部分需要进一步讨论。

出于数据可得性考虑，此处列出 2015 年土地出让金支出的各项占比（目前 2016 年后财政部不再披露该细分数据）。图中“橙色”分区为“成本性补偿性费用”，包含了须依法支付的征地拆迁补偿以及土地开发支出（合计占比超过 70%）。只有扣除了成本补偿性费用后的土地出让收益，才是政府可用的财力。2015 年在该部分中仅土地开发支出（占比约 19%）与基建相关。

图中“灰色”分区为“非成本性支出”（占两成），政府可以相对自由的使用这部分资金，2015 年该区域中有保障性安居工程与农业农村支出与基建相关，占比 13% 左右。（注：农业农村支出中可能有部分支出与基建无关，比如教育支出）

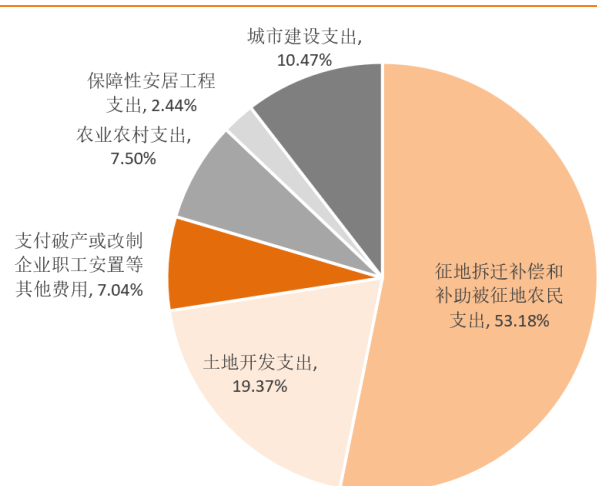
综上，如果基于 2015 年数据推论，土地出让金相关支出中，与基建相关部分可能占 20%-33% 之间（即 1.34-2.21 万亿左右）。由于征地补偿支出的占比较大，且各地区情况有所不同，则预计上述比例区间可能有所变化。

图 19：政府性基金支出预算（单位：万亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2015 年土地出让金支出的各分项占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

其他准财政支出。除了基建投资来源中与政府支出直接相关的部分，政府也可以通过其他方式来间接影响部分基建资金来源的增速，也可以粗略称之为“准财政”资金，我们大致分为三类，第一为政策性银行类资金（下右图中红色），第二为非民企类机构资金（下右图中灰色），第三为政府类非预算资金（下右图中橙色）。

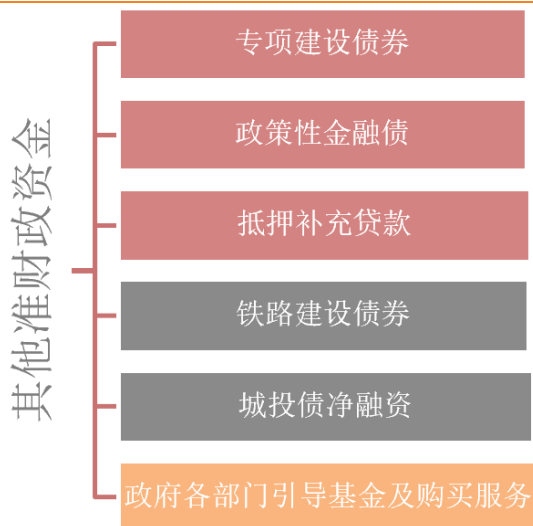
第一类政策性银行类资金方面主要由国开以及农发行为资金流动“中心轴”，包括但不限于专项建设债券（发行主体为国开以及农发行，敬请注意与地方政府专项债的区分，募集

资金流向专项建设基金)、**政策性金融债**(由国开与农发发行,募集资金主要以贷款形式投向相关项目)、**抵押补充贷款**(即PSL,由央行向国开、农发以及口行发放,用于不同专项,比如国开行用于棚改、地下综合管廊等,农发行用于重大水利工程过桥贷款、农村公路贷款等)。

第二类非民企类机构资金,包括由**城投平台**、**中铁总**等机构提供的基建资金。城投平台曾经在地方基建中扮演关键角色,在2014年国发43号文推出后,城投公司的政府性融资职能被逐渐剥离,但目前城投公司投资在其独特历史背景下依然是地方基建资金来源中重要部分,可以通过观察城投债的发行节奏来间接判断其在基建资金来源中的贡献。此外,中铁总可以通过发行**铁路建设债券**来补充铁路建设资金,从而推进不同时期国家铁路建设规划的额推进,目前国务院已经批准铁路建设债券为政府支持债券。

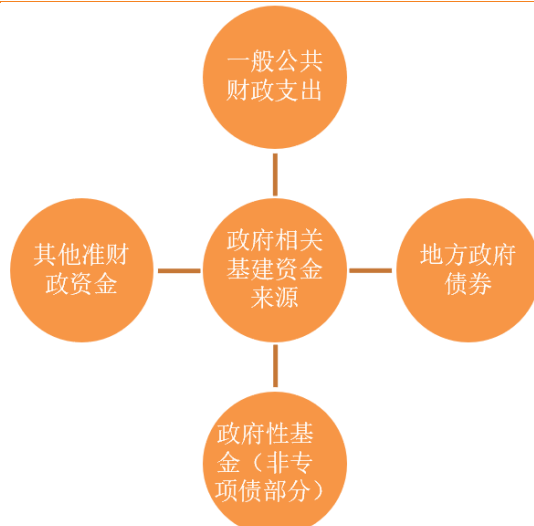
第三类政府类非预算资金包括不在上述分类,但依然受政府财政影响的**基建资金来源**。比如政府各部门引导基金以及政府购买服务。但严格意义来说,在各部门引导基金中,财政资金一般仅作为引导,社会金融资本或为此项分类的主力,因此此处的分类仅为理清资金主导权而粗略列出。

图 21 : 其他准财政支出分类



资料来源：天风证券研究所

图 22 : 基建资金来源中与政府相关的分项



资料来源：天风证券研究所

综合文章本文的第二部分为“看得见”的政府相关基建资金来源的分类(见上方图 22),但众所周知的是,目前我国地方政府隐性债务量仍不能忽视,目前中央正在积极化解由地方隐性债务所带来的潜在风险,故此部分基建资金来源或难以成为未来基建资金增量的主要方向。

注：**地方政府隐性债务**：通过违规举债、变相举债所形成的，且未纳入政府债务限额管理的地方政府债务。一般存在形式--地方政府融资平台等单位替地方政府融资，由地方政府提供担保、违规出具承诺函、提供偿还资金等；PPP 模式在发展初期也出现过一定数量的项目提升地方政府隐性债务的情况，比如政府对于 PPP 项目作出还款承诺，但基于 PPP 模式的长期特征，相关承诺支出并不在年度预算支出与三年中期规划中列出，从而在实质上构成地方政府的负债。

中诚信国际董事长闫衍在 2018 年 3 月 10 日举办的 2018 年亚布力金融风险论坛上指出，中国地方政府隐性债务总规模在 20 万亿到 30 万亿之间(2018 年 7 月底全国地方政府债务余额，即“显性债务”，为 17.16 万亿)，并介绍了数据测算的三个口径，

“口径一，将地方融资平台各种类型的债务进行统计以后，再加上与 PPP 有关的所形成的地方政府债务，以及棚改所形成的债务，所计算出的隐性债务总额，2016 年底大概是 27 万亿。

口径二，根据融资平台的有息债务，以及与其他的 PPP 有关的债务，还有棚改的债务，测

算以后总量大概在 30 万亿。

口径三，我们把平台进一步划分为纯平台和总平台以后再测算它所形成的隐性债务，我们测算的总量大约是 19 万亿。”

此外，关于项目资本金中政府相关基建资金来源部分，我们可以看到政府可以通过多种渠道去补充相关项目资本金，其中包括在财政预算内资金、国家批准的各种专项建设基金、统借国外贷款、土地批租收入、地方政府按规定收取的各种费用及其他预算外资金等。另外也有部分项目或全部使用政府投资资金，此时不需要进行融资方案分析；以投资补贴、贷款贴息等方式投入的政府投资资金，对具体项目而言不属于权益或债务资金，可视为一般现金流入，即补贴收入。

3. 政府性基金支出或为支撑点，其他偏政府类基建支出多数有所弱化

3.1. 一般公共预算收支差额或维持稳定，但难担起基建资金增量重任

此部分我们将简要讨论上述基建资金来源中与政府相关的四大分项(见图 22)的拓展能力，以及政府在上述四大分项之外去影响基建投资增速的其他方式。

一般公共预算支出方面。往往年初政府工作报告中所确定的目标赤字率与目标赤字额为一一般公共预算支出预测的重要线索之一。目标财政赤字额度是年初的计划，一般公共预算财政收支差额是年末实际执行情况，后者基于当年实际经济情况可以对计划进行调整。

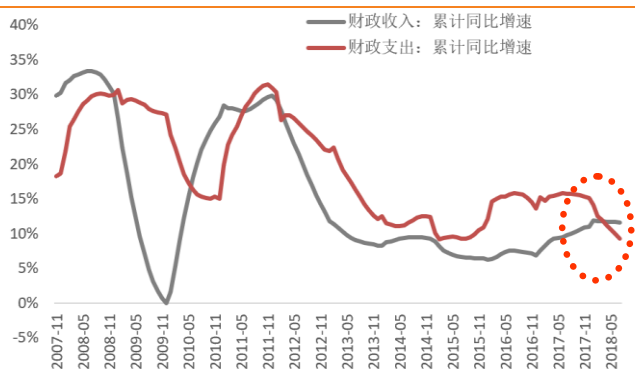
天风固收团队文章《算一算，财政到底积不积极？》(2018 年 7 月 18 日)指出，**财政目标赤字额是真正纳入我国财政预算体系内的部分，理论上对实际赤字形成强约束，但由于：实际一般公共预算收支差额=一般公共预算收支差额-净调入的调节性基金-净动用结转资金。受约束的是这个一般公共预算收支差额，相当于在一一般公共预算以外有一个可调入调出的资金池(有调节性基金和结转资金构成²)，因而，实际的一一般公共预算收支差额可突破目标赤字额。所以一般公共预算支出的力度可以从预算赤字率以及可调节资金池的大小来判断。**

简单来说，如果实际一般公共预算收支差额为-10，但一般公共预算收支差额为-7，那么多花出去的 3 可以从可调节资金池中(中央预算稳定调节基金以及地方预算稳定基金及结转结余资金)调用。

从预算赤字率来看，2018 年该值为 2.6%，下滑 0.4 个百分点，但目标额并无变化，仍为 2.38 万亿。2018 年上半年财政收入累计增速反超财政支出有助于减轻下半年提升财政支出时所面临的压力，但不变的整体目标赤字额仍会形成制约。**从可调节资金池来看，天风固收团队文章《算一算，财政到底积不积极？》(2018 年 7 月 18 日)提出“预计经历 2017 年的调入对冲后，调节性资金总体已所剩无几……则 2018 年的一一般公共预算收支差额面临：目标赤字额的不变+可调节资金的下降”。**

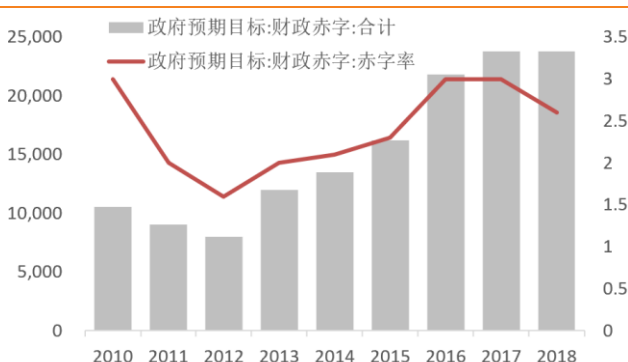
² 包括中央预算稳定调节基金以及地方预算稳定基金及结转结余资金，一般公共预算连续结转两年仍未用完的资金应当作为结余资金补充预算稳定调节基金。

图 23：财政支出与收入累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：历年目标赤字率和目标赤字额（单位：左-亿元，右-%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，从定量分析来看，我们通过一般公共财政支出中上文提到的“基建四项”相关支出（主要包括农林水事务、交通运输、城乡社区事务和粮油物资管理事务四大项，下表中列出了与基建投资相关的主要二级分项）来预估一般公共财政支出中投入基建的空间，可以得出 2018 年 8-12 月公共财政支出中可用于用于基建支出的金额约为 6741 亿元，全年在 16308 亿左右，约占 2017 年基建投资完成额的 9.42%。（注：基建资金来源与基建投资完成额会有一定的差异，此处数据仅供参考）

表 3：全国公共财政支出中用于基建投资的支出细项及金额（亿元）

类别	财政对应支出细项	2012	2013	2014	2015	2016	2017
农林水事务	水利工程建设	1177.03	1211.57	1346.11	1973.75	1884.03	1884.53
	南水北调工程建设	35.08	80.57	59.18	60.29	43.18	78.58
交通运输	铁路路网建设	628.41	394.62	723.32	744.72	632	601.41
	机场建设	70.06	140.01	154.31	197.07	113.08	111.95
	特大型桥梁建设	17.58	12.58	13.58	35	10.82	0
	口岸建设	10.38	14.41	12.31	12.96	14.43	17.7
	公路新建	510	656.44	722.73	1024.73	1097.62	1573.73
	公路改建	304.19	402.33	477.46	543.68	583.07	0
	港口设施	47.11	31.58	31.86	46.44	40.38	39.33
城乡社区事务	城乡社区环境卫生	980.46	1163.8	1389.31	1653.49	1915.03	2270.45
	城乡社区公共设施	4603.01	5524.49	6667.12	8135.67	9344.44	9527.41
粮油物资管理事务	仓库建设	1.48	3.8	2.49	0.17	35.67	31.57

资料来源：Wind，财政部，天风证券研究所

此处为大致计算流程，通过观察上表中历史数据，基建支出占公共财政实际支出比例在 6.5%-8.5% 区间小幅波动，全国公共财政支出预算/实际支出比例在 95%-100% 区间波动，2018 年全国公共财政支出预算为 209830 亿元，取全国公共财政支出预算/实际支出比例均值 98.05%，预估 2018 年全国公共财政实际支出 213993.9 亿元。据财政部数据截至 2018 年 7 月全国公共财政实际支出累计 125537 亿元，从支出节奏上来看，2018 年 1-7 月支出占总预算的 59.83%，去年同期数据为 60.03%，节奏基本接近，预计 2018 年 8-12 月还有 88456.87 亿元支出空间，取基建支出占公共财政实际支出比均值 7.62%，预估 2018 年 8-12 月公共财政支出中合计用于基建支出的金额为 6741.01 亿元。

表 4：2018 年 8-12 月公共财政合计用于基建支出金额预测（亿元）

	合计用于基建支出	全国公共财政支出（实际）	基建支出占公共财政实际支出比	全国公共财政支出（预算）	全国公共财政支出预算/实际比例
2012	8384.79	125712.3	6.67%	124300	98.88%
2013	9636.2	139744	6.90%	138246	98.93%
2014	11599.78	151662	7.65%	153037	100.91%
2015	14427.97	175768	8.21%	171500	97.57%
2016	15713.75	187841	8.37%	180715	96.21%
2017	16136.66	203330	7.94%	194863	95.84%
2018	16307.78	213993.9	7.62%（均值）	209830	98.05%（均值）
截至 2018 年 7 月累计		125537			
预测 2018 年 8-12 月 剩余空间	6741.011	88456.87			

资料来源：Wind，财政部，天风证券研究所

3.2. 土地购置费大增下，政府性基金支出中非专项债部分或延续强势

政府性基金支出方面。政府性基金预算以收定支，支出弹性较大，2012-2017 年全国政府性基金支出预算/实际比例在区间 75%-120%波动。根据全国政府性基金 2018 年预算支出 78048.98 亿元，取 2012-2017 年全国政府性基金支出预算/实际比例均值 95.02%，预估 2018 年全国政府性基金实际支出 82137.86 亿元，据财政部数据截至 2018 年 7 月全国政府性基金实际支出累计 33223 亿元，**预估 2018 年 8-12 月全国政府性基金实际支出剩余空间 48914.86 亿元。**2018 年 1-7 月国内土地购置面积累计同比达到 11.30% 的高峰，在土地出让金预计高增的背景下，我国政府性基金支出完成预算的压力并不大。

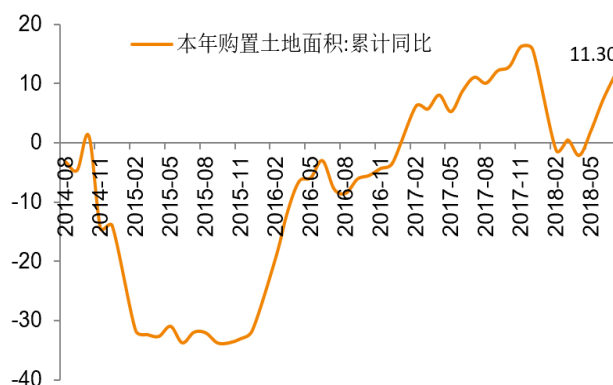
若基于 2015 年数据推论，土地出让金相关支出中，与基建相关部分可能占 20%-33% 之间（此处取 27%），取土地出让金相关支出占政府性基金支出占比为 90%。则可以得出**2018 年全年政府性基金支出中投入基建相关部分为 1.48 万亿到 2.44 万亿之间，约占 2017 年基建投资完成额的 8.5%-14.1%**，并且上述计算中我们并没有计入非土地出让金相关支出部分（预计约占政府性基金的 10% 左右，其中基建相关支出占比相对并不高）。

图 25：我国政府性基金支出与土地出让金紧密相连（单位：万亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：土地购置面积累计同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从土地出让金相关支出节奏上来看，2018 年 1-7 月累计支出占年初预算为 44%，略低于去年同期的 46%，节奏相近。2017 年我国政府土地出让金相关收入为 5.2 万亿，超出预算 1.35 万亿，而同期土地出让金相关支出为 5.18 万亿，与相关收入基本持平，或由于土地开发支出以及其他配套开伴随着土地供给的提升以及开发速度加快而提升。从政府性基金整体角度来看，若全年政府性基金收入显著大于相关支出，上文中提到多出的部分可

用于调入**一般公共预算资金**和**结转下年支出**。其中结转下年支出部分会受到相关政府性基金对应项目的“专款专用”原则不同项目间调配难度大，而调入一般公共预算资金部分会在一定程度上提升一般公共预算支出的强度，且资金使用的灵活性相对较大。综上，政府性基金收入的超预期增长，在一定程度上确实可以起到增强政府当年项目相关支出（“专款专用”）以及次年财政支出能力的作用。

表 5：全国政府性基金实际支出剩余空间粗略测算（单位：亿）

	全国政府性基金 支出（实际）	全国政府性基金支 出（预算）	全国政府性基金 支出预算/实际
2012	36069	35614.07	98.74%
2013	50116	37537.17	74.90%
2014	51388	48116.19	93.63%
2015	42364	50594.1	119.43%
2016	46852	41421.91	88.41%
2017	60700	60700	100.00%
2018	82137.86	78048.98	95.02%（均值）
截至 2018 年 7 月累计	33223		
2018 年 8-12 月剩余空间	48914.86		

资料来源：Wind，财政部官网，天风证券研究所

表 6：全国政府性基金支出中非土地出让金相关部分中用于基建投资的支出细项及金额（亿元）

指标名称	2012	2013	2014	2015	2016
铁路建设基金	622.50	625.80	547.00	440.77	394.04
铁路建设附加费	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
民航发展基金支出	236.09	236.66	299.55	335.44	304.00
民航基础设施建设基金	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
民航机场管理建设费	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
港口建设费	152.85	203.47	185.32	188.86	187.57
水利建设基金	489.95	570.28	611.26	未披露	未披露
南水北调工程基金	23.47	47.69	10.02	19.36	9.45

资料来源：Wind，天风证券研究

3.3. 地方政府债券发行进度加快，合规在建项目的推进或将加速

地方政府债券方面。2018 年下半年地方政府债务可用额度依然可观，在考虑进去 2018 年新增地方政府一般债务与专项债务的 2.18 万亿额度下，我们用 2018 年地方政府债务限额 21 万亿，减去 2018 年 6 月末余额 16.80 万亿，**可以得出 2018 年下半年依然有 4.20 万亿可用额度。**

但由于上述算法考虑了去年未使用额度，由于未使用额度分布不均匀（部分经济发达地区或存在剩余额度较多，且预计难以使用的情况；同时由于和专项债在用途上的限制性，故部分地区的多余额度一般难以转移至额度欠缺的地区），需要提醒的是，今年人大批复的地方一般债新增额度与专项债新增额度更能代表可用于基建的资金增量。因此在新增口径（地方政府一般债务 0.83 万亿、地方政府专项债务 1.35 万亿）下，1-7 月已累计发行 6429 亿元，**剩余未发行的一般新增债还有 1871 亿元。**今年专项债 1-7 月已发行 1503 亿元，**剩余未发行额度有 11997 亿元，合计 1.29 万亿可用额度。**我们认为这个数据更能代表**资金增量**，需要注意的是专项债募集资金的使用需要与特定项目相对应，比如甲项目即使盈余，也难以随意调用至乙项目，因此专项债的推进与政府存量债务合规化相辅相成。

表 7：2018 年 6-12 月地方政府债务可用额度依然可观

	18 年限额	18 年 6 月末余额	18 年 7-12 月可用额度
地方政府一般债务(单位:万亿)	12.38	10.59	1.79
地方政府专项债务(单位:万亿)	8.62	6.21	2.41
加总	21.00	16.80	4.20

资料来源：Wind，财政部官网、天风证券研究所；注 2018 年地方债务限额包括年初新增额度 2.18 万亿，其中地方政府一般债务 0.83 万亿、地方政府专项债务 1.35 万亿。

目前各地方政府即将完成债务置换即将完成，为满足地方政府基础设施建设等投资需求，新增债券发行工作也将陆续开启。根据 2018 年 1 月财政部预算司副司长王克冰在财政部新闻发布会上发言，2017 年年底全国地方政府已累计发行置换债券 10.9 万亿，1 月份尚未置换的非政府债券形式存量政府债务还有 1.73 万亿，预计今年 8 月底可以全面完成置换工作。根据财政部数据，2018 年 1-6 月新发置换债务 1.078 万亿，仍有 0.65 万亿需要在 2018 年 8 月底前完成置换，因此，上述 4.20 万亿可用额度剔除 0.65 万亿置换债务占用额度后，2018 年下半年依然有 3.55 万亿左右可用额度（新增债务额度仍为 1.29 万亿，政府可采用上一年未使用额度来发行置换或者还本债券，因此债务置换对新增发债额度远未造成压力），预计下半年将有更多基础设施建设等投资需求相关的地方债券发出。

近期财政部公布的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》将更有助于上述专项债剩余额度的发行，如果充分利用一般债券与专项债券的话，下半年将会有约 1.29 万亿的募集资金或可用于基建（约占 2017 年基建投资额的 8%左右）。但仍需要注意的是，专项债券对于项目的收益性要求较高，叠加资本市场供需变化因素，全年总计地方政府债券发行额度的利用仍有不确定性。

出于简要讨论地方政府专项债券对应项目种类的考虑，我们取近期核准发行的 2018 年广东省本级收费公路专项债券(1 期)-2018 年广东省政府专项债券(15 期)（18 广东债 19）所对应的投资项目来举例。从该专项债券所募投资项目（共十一个）来看，有九个项目已经取得广东省发改委可研批复，有两个项目仅出具了可研报告；七个项目已经实现开工，有四个项目尚未开工；资金偿还方面，所有工程项目取得的车辆通行费收入，按照该项目对应的专项债券余额统筹安排资金，专门用于偿还到期债券本息。综上，可以看出地方专项债券对于项目未来的收入来源有着较高要求，同时通过专项债券所募得资金可用于已开工项目以及大多数已经取得当地发改委可研批复的项目。结合目前我国基建“补短板”以及防控地方债务风险的调控基调，我们认为取得可研批复的已开工项目可能为地方政府专项债券募资的主要投入方向。

表 8：18 广东债 19 法律意见书（2018 年 7 月 6 日发布，下表中信息为截止至该文件发出日期时状况）

项目名称	取得可研批复时间	开工日期	项目主体
汕头至湛江高速公路清远清新至云浮新兴段公路项目	2014 年 8 月 4 日	2014 年 9 月	广东省南粤交通清云高速公路管理中心
湛江东海岛至雷州高速公路项目	2015 年 8 月 25 日	2015 年 9 月	广东省南粤交通东雷高速公路管理中心
河惠莞高速公路龙川至紫金段公路项目	2015 年 11 月 17 日	2015 年 12 月	广东省南粤交通河惠莞高速公路管理中心
怀集至阳江港高速公路怀集至郁南段一期工程项目	2015 年 12 月 28 日	2015 年底	广东省南粤交通怀阳高速公路管理中心
大(埔)丰(顺)(五)华高速公路丰顺至五华段公路项目	2016 年 11 月 22 日	2016 年 12 月	广东省南粤交通大丰华高速公路管理中心
深圳至中山跨江通道项目	2015 年 12 月 21 日	2016 年 12 月	深中通道管理中心

汕湛高速公路云浮至湛江段吴川支线项目	2017年5月31日	2017年12月	尚未成立, 本项目前期工作由广东省南粤交通投资建设有限公司(以下简称“南粤交投”)负责
湛江环城高速南三岛大桥项目	2017年11月22日	未开工	尚未成立, 前期工作由南粤交投负责
武深高速与韶赣高速始兴联络线项目	2018年1月出具可研报告, 尚未取得广东省发改委批复	未开工	尚未成立, 前期工作由南粤交投负责
宁莞高速与沈海高速潮州东联络线项目	2018年6月19日	未开工	尚未成立, 前期工作由南粤交投负责
韶赣高速公路欧山互通立交工程项目	2017年1月出具可研报告, 尚未取得广东省发改委批复	未开工	尚未成立, 前期工作由南粤交投负责

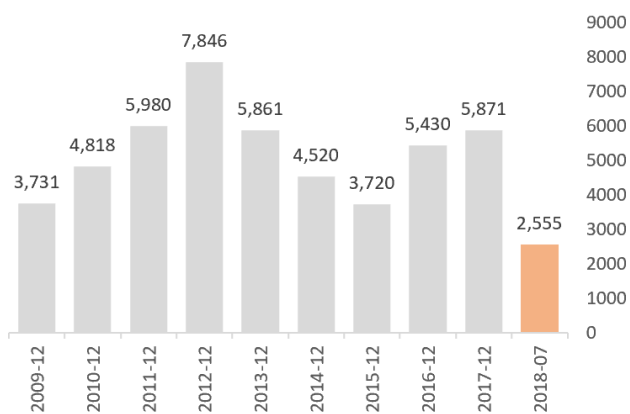
资料来源: 中财网, 天风证券研究所

3.4. 除铁道债外, 政策性金融机构与城投平台债券融资有所弱化

第一类政策性银行类资金主要由国开以及农发行为资金流动的“中心轴”。

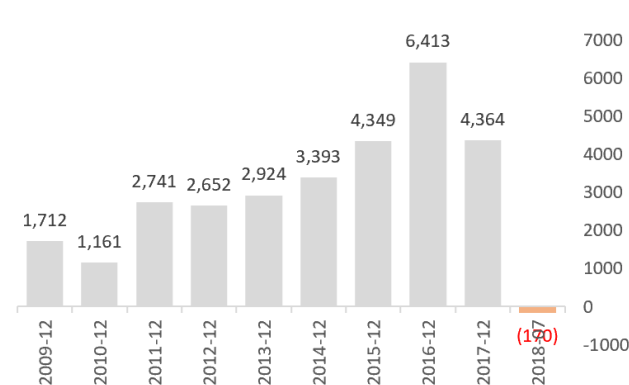
政策性金融债与专项建设债(发行主体为政策性银行)方面, 2018年上半年, 国开债(包含政策性金融债与专项建设债)净融资额1743亿元, 同增47%, 1-7月增加至2555亿; 农发债(包含政策性金融债与专项建设债)净融资2947亿元, 同增73%, 1-7月净融资额为净流出170亿。**2017年两者合计净融资额为10235亿, 约占2017年基建投资的5.91%。**发行节奏上, 近10年国开债一般上半年净融资量要大于下半年, 除了2009年和2017年。农发债近十年净融资变化则没有明显的规律, 在2016年达到6413亿峰值后, 有一定的下行趋势。即使国开债净融资额在2018年1-7月显著提升, 但基于农发债净融资额的下滑以及后期政府专项债对于政策性金融债在一定程度上的“挤出效应”, 我们认为2018年两者合计净融资额难以超过2017年全年净融资额。

图 27: 国开债当年净融资额(单位: 亿)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

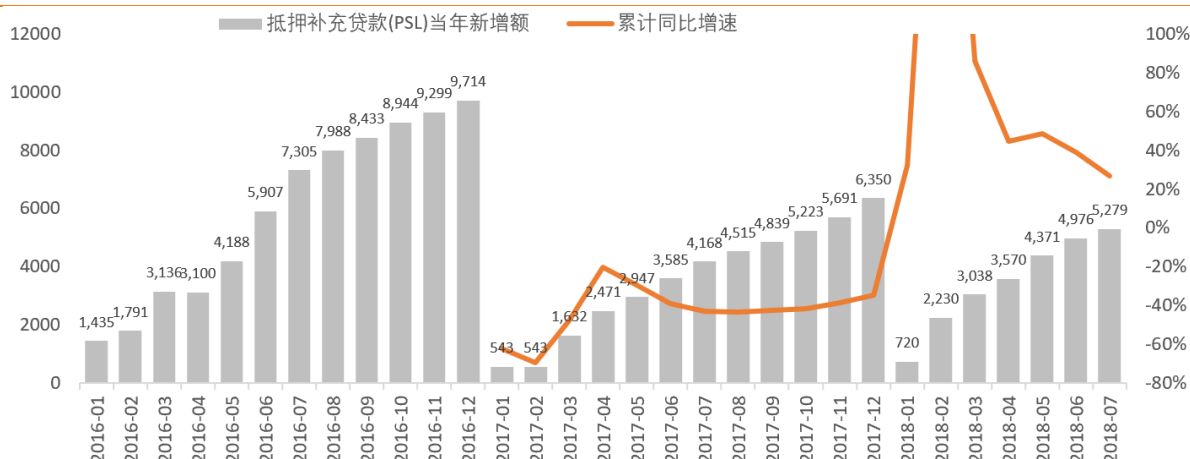
图 28: 农发债当年净融资额(单位: 亿)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

抵押补充贷款方面(即PSL, 由央行向国开、农发以及口行发放, 用于不同专项, 比如国开行用于棚改、地下综合管廊等, 农发行用于重大水利工程过桥贷款、农村公路贷款等), 2018年以来PSL累计发放额增速显著提升, 1-7月达到5279亿, 同增27%。保守估测全年增速为20%, 则2018年PSL全年发放额为7620亿(2017年全年发放值乘以1.2), 占2017年基建投资完成额的4.4%。

图 29：PSL 当年累计新增额同比增速较 2017 年显著提升（单位：左-亿人民币，右-%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二类为非民企类机构相关资金，包括由城投平台、中铁总等机构提供的基建资金。

城投债作为曾经我国基建投资的主力之一，目前正处于地方政府“去杠杆”的风口浪尖。在地方债务严监管的背景下，城投平台进入了新的十字路口。但在债务合规化的情况下，城投债依然为基建资金的重要来源之一，**2018 年 1-7 月（中债标准口径）城投债净融资为 2559 亿**，主因 2018 年 Q2-Q3 城投债到达了近五年里的第一个偿还高峰，两季度总偿还量达到 9835 亿（全年需偿还 1.71 万亿），而下一个偿还高峰会在 2020 年 Q4 到 2021 年 Q3，届时每季度偿还量在 4000 亿以上。

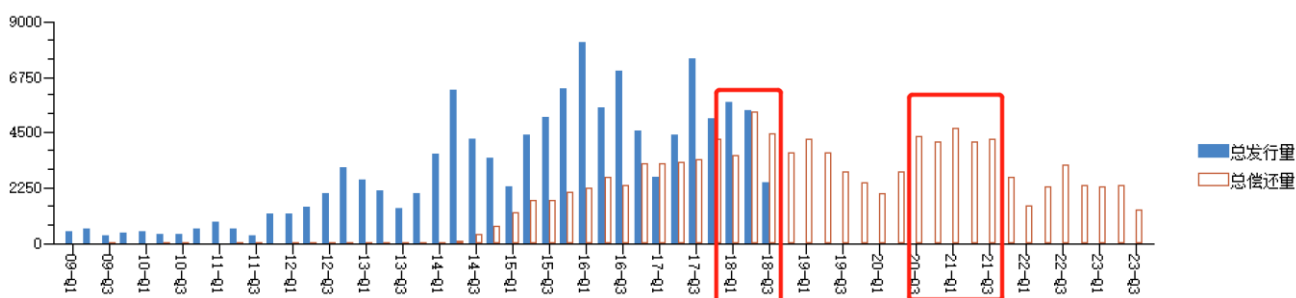
关于城投债，天风固收团队在《城投债投资的 1 个确定和 4 个不确定——信用债市场周报》（2018-08-19）中指出，

“银保监会也在引导金融机构加大对基础设施领域的投资，但是前提条件也提的比较明确——“在不增加地方政府隐性债务的前提下”这个要求也是比较明确的；另外，对于基础设施补短板项目也有要求，应该是“资本金到位、运作规范”的项目；对于融资平台公司的融资需求，也需要“按照市场化原则满足”。”

“金融机构面临的种种约束（不增加隐性债务和市场化原则），并不影响城投融资整体向好的大方向，但是结构上分化仍然存在。也就是说，城投整体融资会改善，但并不一定是所有城投平台的融资环境都将改善，这将由金融机构的态度所决定”，**下半年城投债的整体发行节奏仍有不确定性。**

我们保守假设全年城投债融资额与 2017 年 12 月持平，即 5533 亿，占 2017 年基建投资完成额的 3.2%。

图 30：2018 年 Q2 与 Q3 近 5 年城投债第一个偿还高峰（单位：亿）

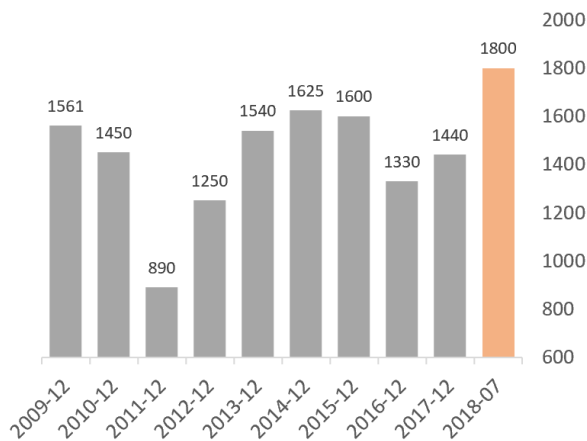


资料来源：Wind，天风证券研究所

除了城投债外，由中铁总发行的**铁路建设债券**为铁路类型基建相关资金的重要补充。**2018 年 1-7 月铁路建设债券发行 1800 亿**，显著高于近九年每年全年发行量。根据 8 月 7 日《中

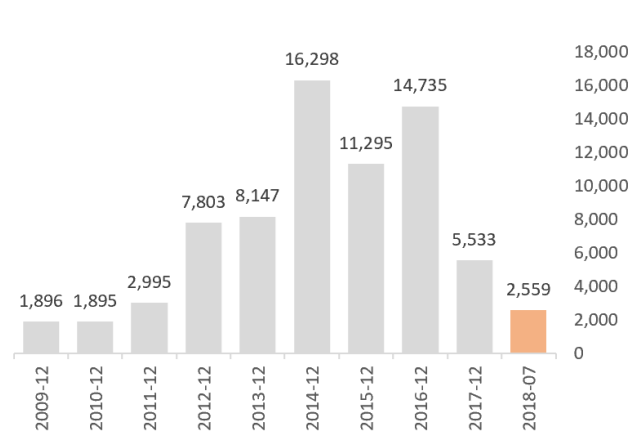
国经营报》报道，某中铁总人士确认：“在铁路机车车辆投资增长和基建潮加速推进的双重刺激下，2018 年铁路固定资产投资额将重返 8000 亿元以上”，铁路建设债券的加快发行与此趋势形成验证。但根据 wind 数据显示，2014–2017 年，全国铁路固定资产投资额均超 8000 亿大关，分别完成 8088 亿元、8238 亿元、8015 亿元和 8010 亿元。**2018 年全年铁路相关投资预计难以取得高位同比增速。**

图 31：铁路建设债券当年净融资额（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：城投债当年净融资额（中债标准；单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三类政府类非预算资金，包括不在上述分类中的其他资金来源，但依然受政府财政影响，比如政府各部门引导基金以及政府购买服务，但在基建资金来源中占比并不显著，且在 2017 年财政部 87 号文《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》发布后，政府购买服务的规范化对于部分不合规基建项目形成一定的遏制。我们会在下一个相关专题中对此类分项进行进一步讨论。

4. 政府相关基建投资或边际好转，但仍然难以快速扭转基建投资趋势

通过上文简要分析，可以初步得出以下结论。

第一，2018 年我国一般公共支出中基建相关支出的发力空间较为有限，主因全年目标赤字额不变以及可调节资金的下降。而同为预算内资金的政府性基金支出有望起到更为关键的作用，主因 2018 年我国土地使用权出让金收入显著提升，在以收定支的情况下政府性基金相关基建支出有望进一步提升，全年可投入基建的数额在 **1.48 到 2.44 万亿** 之间。

第二，政府在基建投资上的另一边际好转的分项为地方政府债券的发行加速，近期财政部公布的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》将更有助于上述专项债剩余额度的发行，如果充分利用一般债券与专项债券的话，下半年将会有约 **1.29 万亿**（此处为“新增”口径，“余额+新增”口径为 **3.55 万亿**）的募集资金或可用于基建，但仍然需要考虑到地方政府债券发行节奏的不确定性。

第三，在准财政资金方面，除了 PSL 趋势较为乐观，政策性金融债、专项建设债等政策性银行的债券资金募集方面，预计难以看到大幅提升的局面，2017 年国开与农发行债券净融资额为 1 万亿左右。城投平台的债券发行节奏同样存在诸多不确定性，在 2018 年城投债迎来第一个还债高峰之时，预计难以看到城投债净募集资金的大幅提升。而铁路建设债券净融资有望持续放量，但铁路投资将更加注重补短板与项目的合规性，铁路固定资产投资增速预计难以博得高位同比增长。且由于铁路建设投资在基建投资额占比近年来逐渐减少，料铁路投资难以成为支撑基建投资显著回升的中坚力量。

表 9：基建资金来源各大分项边际趋势预测（注：各大分项占比数据为 2016 年数据，目前 2017 年数据暂时并未公布）

类别	占比	分项	备注	边际趋势预测
自筹资金	60.05%	政府性基金	以土地出让金为主，含地方专项债，专项债券期限可以拉长到 15 年。基建相关资金投入用于各工程项目建设，作为资本金（政府预算安排或相关主体筹措）以外的政府性资金投入	稳定
		城投债净融资	不包括在地方政府债券和专项债券额度中。	弱
		PPP 中社会资本、以及非标融资	基于 2016 年处于执行阶段的 PPP 项目金额，推出 PPP 中社会资本占比为 4.91%（保守假设社会资本占比达到 30%）。	弱
		铁路建设债券	中铁总为发债主体，国务院批准铁路建设债券为政府支持债券。	强
		专项建设债券	由国开行、农发行向邮储银行定向发行的专项债券，资金用途定向为专项建设基金。由财政贴息 90%，使用资金的企业成本仅为 1.2%。	偏弱
		政府各部门引导基金及购买服务	政府引导基金主要以基础设施和公共服务项目为标的，以财政资金作为引导，吸引金融资本加入，再以股权投资方式对接项目，进一步吸引其他投资人进入。	-
预算内资金	15.89%	一般公共预算支出（包含地方一般债）	中央以及地方预算内资金，以及地方一般债	稳定
		国债		-
国内贷款	15.47%	国内贷款	以银行表内贷款为主	-
		政策性金融债	由国开行、农发行、以及口行发行，用以支持基础设施、基础产业等国家重大项目。主要以贷款形式投向相关项目。	偏弱
		抵押补充贷款（PSL）	由央行向国开行、农发行、口行发放，用于不同专项。（国开行-棚户区改造、地下综合管廊等；农发行-重大水利工程过桥贷款、水利建设、棚户区改造、农村公路贷款）	偏强
其他资金	8.39%		指在报告期收到的除以上各种资金及利用外资（可忽略不计）之外的用于固定资产投资的资金，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	0.19%			-

资料来源：Wind、财政部官网、天风证券研究所

除了上文中讨论的相关资金渠道之外，政府仍然可以通过其他方面对基建投资产生显著影响。

首先，加强政策的可预期性，从而带动机构资金向合规基建项目中流入。2018 年上半年基建投资的快速下滑不仅仅由于地方政府投融资监管压力的提升，也源于银行机构对于部分在建项目前景的悲观，部分曾经看似“合规”的项目面临着停摆的风险，而新疆、湖南等地对于在建项目的自查更是加剧了银行机构对于基建项目的额抵触情绪。若政策对于合规项目的推进进一步明晰，尽力减少合规在建项目所面临的政策不确定性，这样收益较为确定的部分基建项目或依然为银行资金以及其他社会资金的青睐方向之一。同时也进一步减少了民营企业承接合规项目的风险性。

其次，加快相关审批流程。比如 8 月以来，合规城轨项目的审批进度明显加快，近日国家发改委批复苏州市城市轨道交通 6 号线、7 号线、8 号线及 S1 线等 4 个项目，以及吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划。合规的项目的快速上马或伴随着新增基建资金的逐步到位。

再次，财政政策与货币政策寻求高效配合，从而促进政府相关债券资金募集的流畅性。同时通过进一步推进 PPP 项目的合规化，来吸引更多的社会资本进入基建项目的投资。

从全年基建投资的角度来看，在政策边际好转下，基建投资增速即使在下半年大概率出现

反弹，全年增速仍受到资金来源增速的限制，依然会延续逐年下降的趋势。

5. 投资建议

综上所述，我们认为地方政府债券（专项债与一般债）和地方政府基金性支出或为政府加强基建相关投入的主要手段，但我们认为其目的在于确保合规在建项目的顺利进行，从而温和处理存在已久的地方政府债务问题。目前政府对于专项债发行的推动以及基建补短板的强调，可以在一定程度上显著推进合规在建项目的进行，充分避免地方政府去杠杆环境下合规项目所受到的不必要的影响。

如果在建项目持续停滞，垫资所造成的压力会使城投平台风险加剧，“城投信仰”若出现快速崩塌的话则势必形成连锁效应，从而加剧由隐性债务所带来的系统性风险。

对于建筑行业而言，政策对于基建投资的边际好转也是对建筑板块近年来积聚风险的一个缓慢释放，从而前期压抑估值的因素有望弱化。

6. 风险提示

我国固定资产投资增速加速下行，地方政府投融资监管趋严

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com