

2018-9-16

行业研究 | 深度报告

评级 **中性** 维持

建筑与工程行业

基建稳增长，资金从何而来？

■ 基建资金来源构成及变迁

我国基础设施建设投资资金主要来源于国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金等五个方面，其中自筹资金作为中坚力量地位保持稳固，而国内贷款占比从2009年以后开启下滑趋势，我们认为这与2008年金融危机后政府通过拉动基建稳增长，BT等业务模式下表外融资大幅增加有关。具体而言：2006年预算内资金、国内贷款、自筹资金分别占比10%、32%和48%，而2016年则分别为16%、15%和60%，外资和其他资金占比始终未超过10%。

■ 2018 基建资金：自筹来源萎缩，贷款再担大梁

预算内资金：刚性支出压制基建支出弹性。近年我国公共预算中用于城镇固定资产投资的比例大概在15%~20%，而其中基建投资又占到城镇固定资产投资预算内资金的55%~62%。考虑到政府公共预算支出科目繁多，其中教育、国防、科技、政府部门等支出较为刚性，因此用于固定资产投资及基建的部分缺少较大提升空间，预计2018年基建投资国家预算内资金或在2.53万亿元左右。

国内贷款：政策鼓励加大放款，规模或显著增加。考虑到2018年以来表外融资大幅缩水，央行、银保监会纷纷发文鼓励银行加大放贷，确保在建项目，我们认为2018年新增贷款规模将较上年或有明显增加，预计全年来自银行贷款的基建资金（不含PPP）或达2.94万亿元；PPP贷款方面，考虑到目前PPP融资仍然偏紧，我们在悲观情况下预计2018年PPP银行贷款或为1.05万亿元。最终，2018年预计基建项目合计从银行贷款获得资金或达到3.99万亿元。

外资和其他资金：占比较小，额度稳中略升。历年基建投资到位资金中，外资+其他资金合计占比不到10%，预计2018年两者或合计约1.41万亿元。

自筹资金：政府性基金和专项债增加，非标大幅萎缩。我们认为自筹资金主要包括政府性基金、城投债、专项债、建筑企业股、债权融资及其他资金等。其中考虑到2018年土地市场交易较为旺盛及财政部要求10月份需完成全部1.35万亿专项债发行，预计政府性基金及专项债基建支出或分别为2.6万亿及1.1万亿元。另外，上市公司融资或达到0.3万亿、铁道债约0.1万亿、城投债约0.2万亿、非标约0、其他自筹资金约2.5万亿元，自筹资金总计约6.7万亿元。

■ 稳增长的资金缺口从何而来？

根据之前假设，我们预计2018年广义基建资金到位或同增约0.6%，在此基础上全年广义基建投资增速或达0%-5%，远低于2017年的14.93%。今年中美贸易摩擦以来，基建稳增长需求或逐渐提高，而可靠的资金供给则成为基建产能释放的关键。目前来看，政府支出相对刚性，如果财政发力大概率需加大举债力度；下半年银行信贷也已加快释放，但对基建倾斜程度还需看项目质地和资本金到位情况，我们认为以社会资本为主要发起方的合规PPP仍有用武之地。

风险提示：

1. 基建投资大幅下滑；
2. PPP规范政策进一步趋严。

分析师 毕春晖

☎ (8621)61118715

✉ bich@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020001

联系人 李家明

☎ (8621) 61118715

✉ lijm4@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《社保征收改革，建筑业影响几何？》2018-9-8

《去杠杆业绩降速，稳增长基建受益——建筑行业2018年中报总结》2018-9-2

《信用边际放松正逐步向民企传导》2018-8-25

目录

基建资金来源构成及变迁.....	6
2018 基建资金：自筹来源萎缩，贷款再担大梁.....	7
预算内资金：刚性支出压制基建支出弹性.....	7
国内贷款：政策鼓励加大放款，规模或显著增加.....	8
外资和其他资金：占比较小，额度稳中略升.....	9
自筹资金：政府性基金和专项债增加，非标大幅萎缩.....	10
稳增长的资金缺口从何而来？.....	13

图表目录

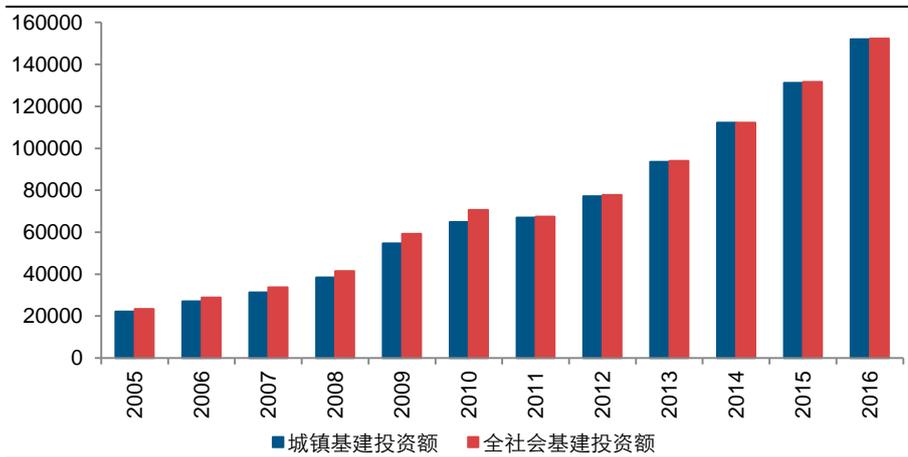
图 1：全社会基建投资额与城镇基建投资额大致相当（亿元）.....	4
图 2：基建投资额和资金到位情况（亿元）.....	4
图 3：基建投资额和资金到位同比增速情况（%）.....	4
图 4：各行业固定资产投资额与到位资金情况（亿元）.....	5
图 5：城镇固定资产投资额与到位资金情况（亿元）.....	5
图 6：2005 年以来房地产业固定资产投资资金配套率较高（亿元）.....	5
图 7：基建投资资金来源组成（亿元）.....	6
图 8：基建固定资产投资到位资金情况占比.....	6
图 9：一般公共预算支出情况.....	7
图 10：基建来自预算内资金情况及占比.....	7
图 11：一般公共预算支出情况（亿元）.....	7
图 12：基建来自预算内资金情况及占比（亿元）.....	7
图 13：基建贷款在非金融机构贷款占比（亿元）.....	8
图 14：非金融机构新增贷款情况（亿元）.....	8
图 15：PPP 管理库入库项目及落地情况（亿元，2017 年 11 月未公布）.....	9
图 16：基建投资其他资金情况和增速.....	10
图 17：基建投资利用外资情况和增速.....	10
图 18：政府性基金和土地出让金收入（亿元）.....	10
图 19：政府性基金和土地出让金支出（亿元）.....	10
图 20：建筑上市公司股权融资（亿元）.....	11
图 21：建筑上市公司债券净融资（亿元）.....	11
图 22：城投债总发行量.....	12
图 23：城投债净融资量.....	12
图 24：铁道债总发行量.....	12
图 25：铁道债净融资量.....	12
图 26：地方专项债总发行量.....	13
图 27：地方专项债净融资量.....	13
图 28：2011 年以来非金融机构新增贷款情况（亿元）.....	13

图 29: 狭义基建累计投资额及增速 (2018 年以来统计局未公布绝对额)	14
图 30: 电力、热力、燃气及水的生产供应业累计投资额及增速	14
图 31: 2014 年以来社会融资规模情况 (亿元)	14
图 32: 与 2016 年相比 2018 年预计基建到位资金情况 (亿元)	15
图 33: 2018 预计自筹资金到位情况 (亿元)	15
表 1: PPP 贷款落地额测算	9
表 2: 2014-2017 年政府性基金用于基建部分 (亿元)	11

基建投资为何依赖政府资金引导? 我国的基础设施包括道路、桥梁、铁路、机场、城轨、水利、通讯、给排水及供气等，是国民经济正常发展和居民日常生活的物质基础。但体量庞大的基础设施投资建设很难得到社会资本的青睐，因为一方面单项基础设施建设所涉及的投资额比较巨大，普通的社会资本难以独自承担，比如湖杭铁路 137 公里需投资 302 亿元、日潍高速公路投资 138 亿元；另一方面，大部分基础设施投入运营后，经济性比较弱或需要较长时间培育，导致社会资本回收期较长，所面临的经营风险较大。因此，基建投入一般需要政府主导，通过财政支出撬动信贷以及社会资金来实施。

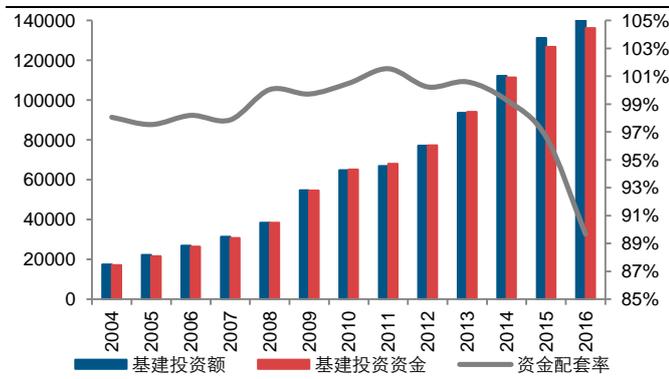
2015 年之前城镇基建投资额与到位资金大体匹配。 在统计局口径中，基建投资额是按照全社会固定资产投资统计，即包括城镇和农户投资，而到位资金中只包括城镇固定资产投资。剔除农户基建投资额（占比很小仅约 0.18%），2015 年之后城镇基建投资额与资金到位金额之间出现明显缺口：2004-2014 年基建投资资金到位率（到位资金/基建投资额）在 97% 以上，而到了 2015、2016 年，基建投资资金到位率一路下滑，分别为 96.64% 和 89.66%，到位资金增速放缓。

图 1：全社会基建投资额与城镇基建投资额大致相当（亿元）



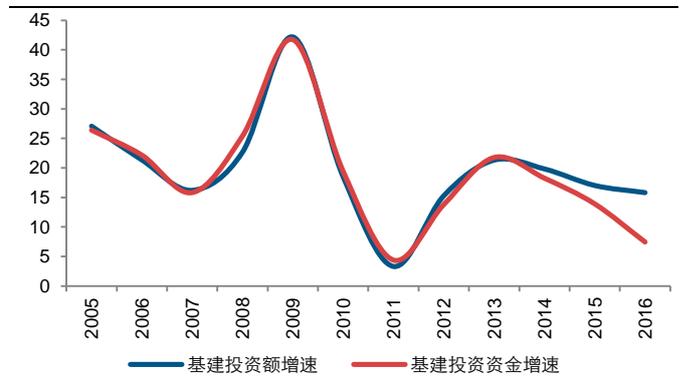
资料来源：统计局，长江证券研究所

图 2：基建投资额和资金到位情况（亿元）



资料来源：统计局，长江证券研究所

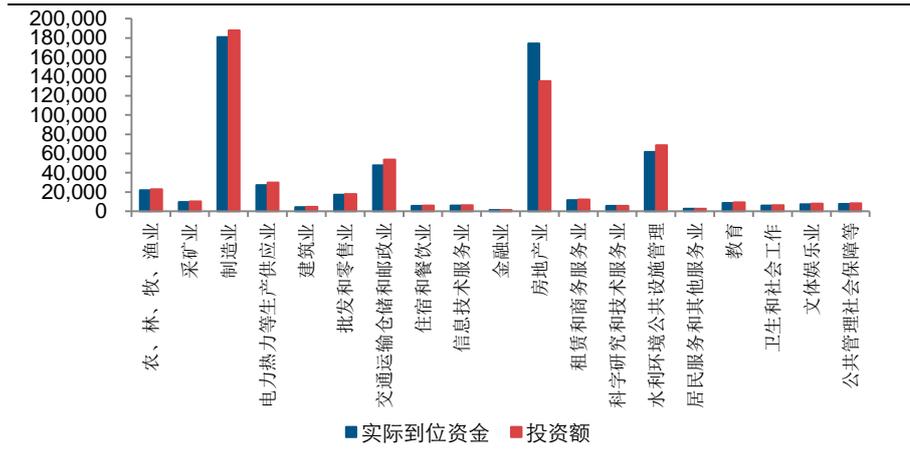
图 3：基建投资额和资金到位同比增速情况（%）



资料来源：统计局，长江证券研究所

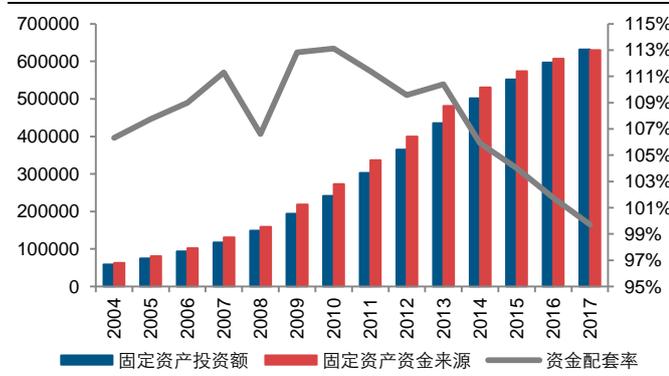
基建投资额与到位资金的偏差并非个例，诸多行业中仅地产业资金配套充裕。从 2016 年各行业资金到位情况来看，除了房地产业到位资金显著高于实际投资额外，基建、制造业、文体娱乐、农林牧渔等行业的到位资金均低于投资完成额：房地产业投资资金配套率达到 129%，而基建、制造业的到位资金配套率分别为 90%、96%。此外，如果所有行业加总，得到的城镇固定资产投资资金配套率达到 102%，到位资金量能够满足投资需求。

图 4：各行业固定资产投资额与到位资金情况（亿元）



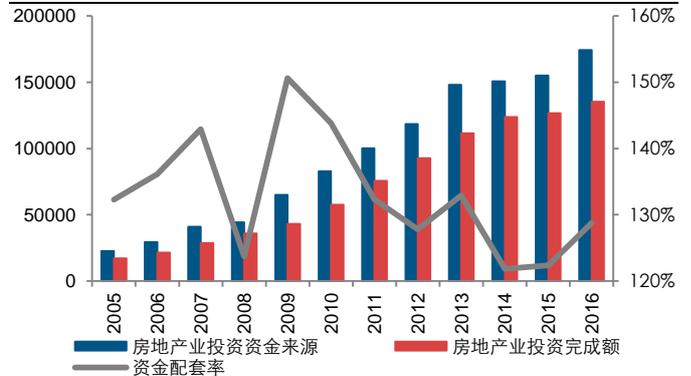
资料来源：统计局，长江证券研究所

图 5：城镇固定资产投资额与到位资金情况（亿元）



资料来源：统计局，长江证券研究所

图 6：2005 年以来房地产业固定资产投资资金配套率较高（亿元）

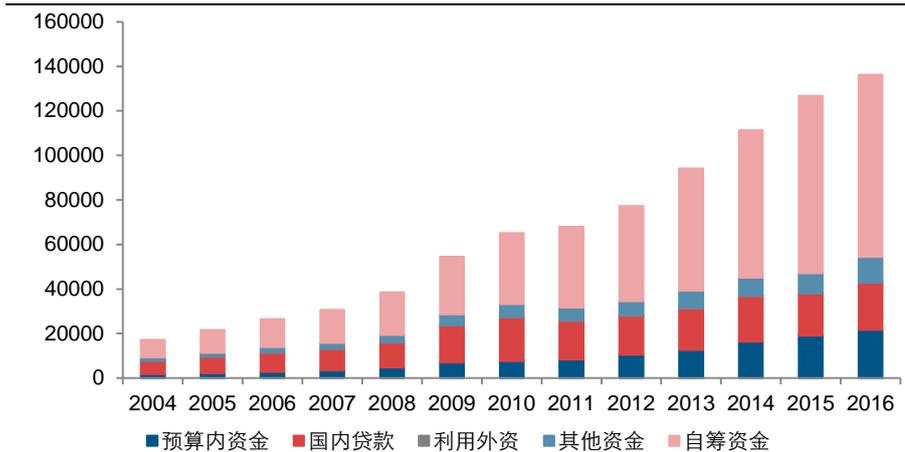


资料来源：统计局，长江证券研究所

基建资金来源构成及变迁

我国基础设施投资建设资金主要来源于五个方面：1) 国家预算内资金，分为财政拨款和财政安排的贷款两部分；2) 贷款，由金融机构（包括银行及非银金融机构）发放的用于基建投资各类借款；3) 利用外资，比如外国政府贷款或国际金融组织贷款等；4) 自筹资金，开展基建投资的地方政府、部门、企事业单位自筹资金；5) 其他资金，除以上以外的基建投资资金。

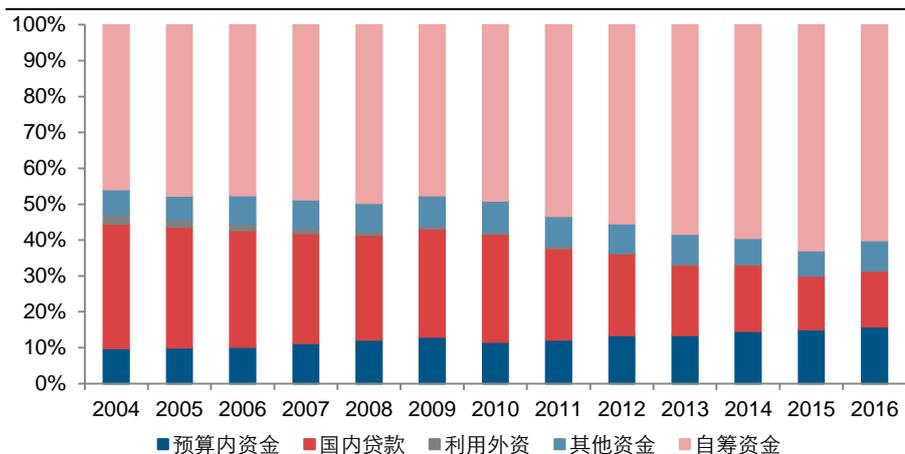
图 7：基建投资资金来源组成（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

08 年金融危机后，银行贷款在基建资金来源占比明显下滑。在 2006 年，预算内资金、银行贷款和自筹资金分别占到到位资金的 10%、32%和 48%，而到了 2016 年，预算内资金、银行贷款和自筹资金的占比则分别为 16%、15%和 60%，外资和其他资金占比始终未超过 10%。自筹资金作为中坚力量地位保持稳固，而银行贷款的占比从 2009 年以后开启下滑趋势，我们认为这或与 2008 年金融危机后政府通过拉动基建稳增长，BT 等业务模式下表外融资大幅增加有关。

图 8：基建固定资产投资到位资金情况占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

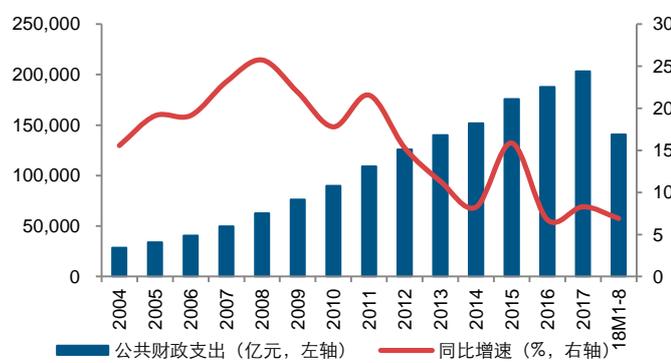
2018 基建资金：自筹来源萎缩，贷款再担大梁

预算内资金：刚性支出压制基建支出弹性

根据国家统计局网站，国家预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算，各级政府债券也应归入国家预算资金。而在实际统计过程中，基建投资预算内资金主要来自于一般公共预算，而政府性基金和政府债券列入到自筹资金。

基建投资预算内资金在一般公共预算支出占比缓慢提升。2016 年，基建固定资产投资中来自于国家预算内资金约为 2.17 万亿元较上年增加 13.3%，而国家预算内资金主要来自于政府一般公共预算支出，基建投资部分在公共预算支出占比达到 11.54%，较上年提升 0.67 个百分点。从历史来看，公共预算支出中用于基建投资占比提升最为明显发生在 2009 年，预计或跟 2008 年金融危机后国内采取积极的财政政策稳增长有关。

图 9：一般公共预算支出情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

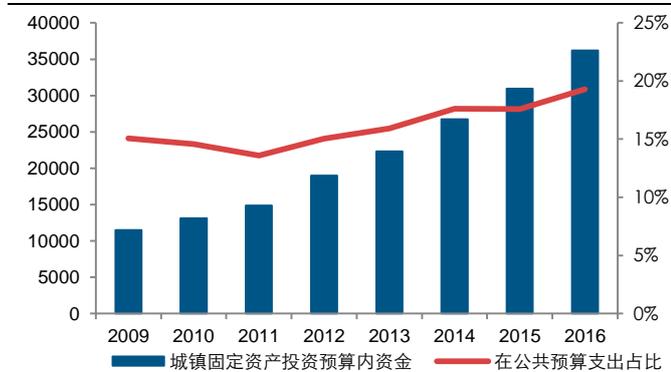
图 10：基建来自预算内资金情况及占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

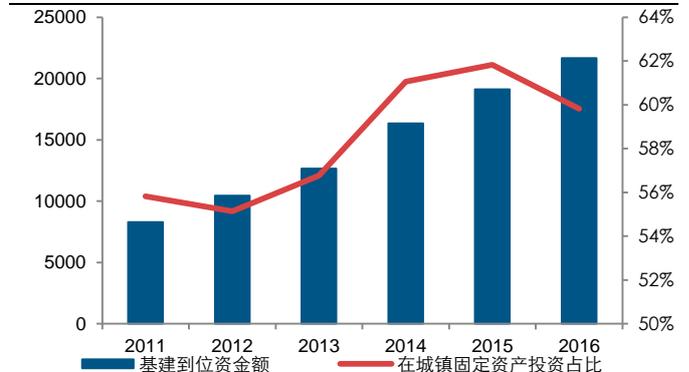
但国家预算内资金可用于基建的比例弹性不大。近年来我国公共预算中用于城镇固定资产投资的比例大概在 15%~20%，而其中基建投资又占到城镇固定资产投资预算内资金的 55%~62%。考虑到政府公共预算支出科目繁多，其中如教育、国防、科技、政府部门等支出较为刚性，因此用于固定资产投资的资金增长空间不大，导致国家预算内资金可用于基建部分也缺少较大提升幅度。

图 11：一般公共预算支出情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：基建来自预算内资金情况及占比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

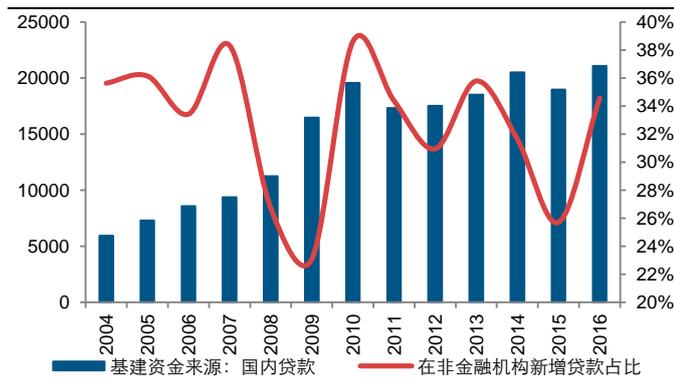
2018 年基建投资预算内资金有望达到 2.53 万亿元。2017 年固定资产投资国家预算内资金为 3.87 万亿元同增 7%，略低于一般公共预算支出 7.7% 的增速（财政部口径）；参考 2018 前 8 月份全国一般公共预算支出同增 6.9%，假设全年城镇固定资产投资国家预算内资金同增 7%，基建投资占比达到 61%，则预计 2018 年基建投资国家预算内资金或达到 2.53 万亿元。

国内贷款：政策鼓励加大放款，规模或显著增加

根据国家统计局网站，固定资产项目实际到位资金中的国内贷款，指的是向银行及非银行金融机构借入用于投资的各种国内借款，包括银行贷款、上级拨入贷款、国家专项贷款、地方财政专项资金贷款等。

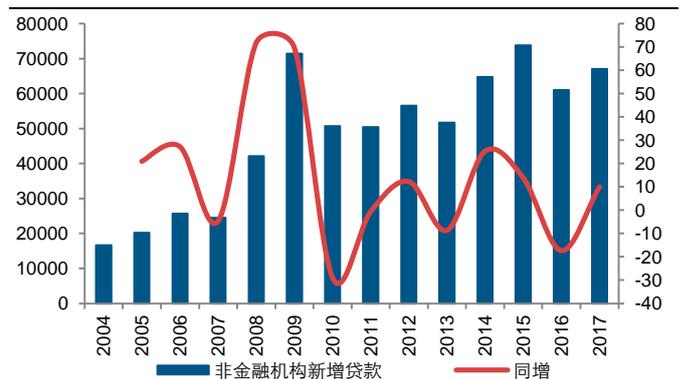
传统基建银行融资规模预计或将增加。基建投资资金中来自于国内贷款的部分，在过往年份占到非金融机构新增人民币贷款（非金融性公司及其他部门）的 25% 以上，其中低于 30% 主要集中在 2008-2009 年（金融危机）和 2015 年（43 号文限制政府平台融资）。考虑到 2018 年以来表外融资大幅缩水，央行、银保监会纷纷发文鼓励银行加大放款，确保在建项目，我们认为 2018 年新增贷款规模将较上年有明显增加，假设新增贷款同比增长 25%，基建投资资金（不含 PPP）在银行贷款占比为 35%，则预计 2018 年来自银行贷款的基建资金（不含 PPP）或达 2.94 万亿元。

图 13：基建贷款在非金融机构贷款占比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

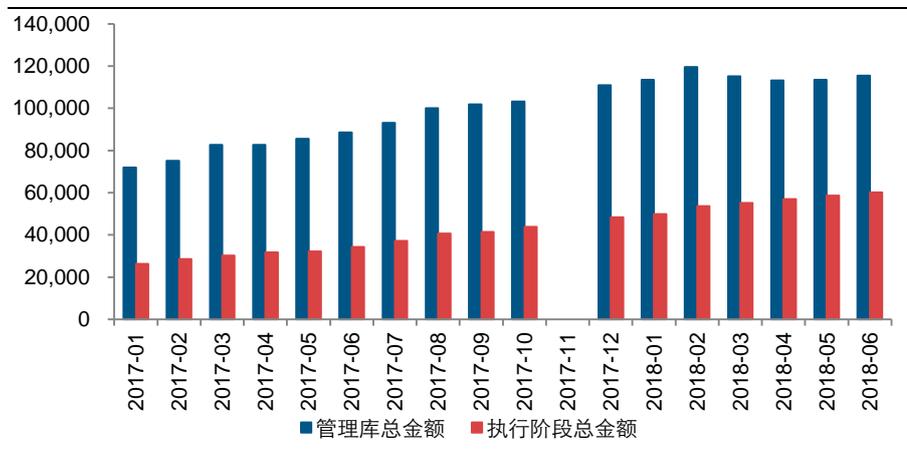
图 14：非金融机构新增贷款情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

PPP 模式有望在后续稳增长中发挥较大作用。PPP 模式大规模推广应用始于 2016 年，但由于 PPP 项目启动周期长、审批手续繁琐，落地实施需要花费较长时间，因此推广两年来实际产生的产值并不多：截至 2016 年底，PPP 签约落地投资额 2.2 万亿元；截至 2017 年底，已落地项目 2729 个投资额 4.6 万亿元，已开工项目 1159 个占落地项目总数的 42.5%；截至 2018 年 6 月底，PPP 已落地项目投资额 6.0 万亿元，已开工项目 1684 个投资额 2.5 万亿元开工率 45.9%。

图 15: PPP 管理库入库项目及落地情况 (亿元, 2017 年 11 月未公布)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 长江证券研究所

贷款落地是 PPP 项目实施的关键。 PPP 项目发起的资金来源, 30%靠资本金, 70%依赖信贷, 自 2015 年大力推广 PPP 模式, PPP 入库项目额 (管理库+储备库) 超过 17 万亿元, 而截至 6 月底落地投资额 6.0 万亿元, 开工投资额 2.5 万亿元, 推进进度总体偏慢, 究其原因主要在于融资进度不及预期。我们假设 PPP 项目平均落地周期为 1.5 年、执行周期为 3 年, 按照 2%-15%-30%-38%-15%的比例执行 (贷款资金与施工产值相一致), 考虑到目前 PPP 融资仍然偏紧, 我们在悲观情况下预计 2018 年 PPP 银行贷款或为 1.05 万亿元, 加上非 PPP 项目银行贷款, 则预计基建项目 2018 年从银行贷款获得资金或达 3.99 万亿元。

表 1: PPP 贷款落地额测算

PPP 新增落地额 (万亿元)	2014-2016	2017	2018(悲观)	合计	2018(中性)	合计	2018(乐观)	合计
	2.23	2.37	2.00		2.80		4.00	
2016	0.27			0.27		0.27		0.27
2017	0.47	0.03	0.03	0.53	0.04	0.54	0.06	0.56
2018	0.59	0.25	0.21	1.05	0.29	1.14	0.42	1.26
2019	0.23	0.50	0.42	1.15	0.59	1.32	0.84	1.57
2020		0.63	0.53	1.16	0.74	1.38	1.06	1.69
2021		0.25	0.21	0.46	0.29	0.54	0.42	0.67

资料来源: 财政部 PPP 中心, 长江证券研究所

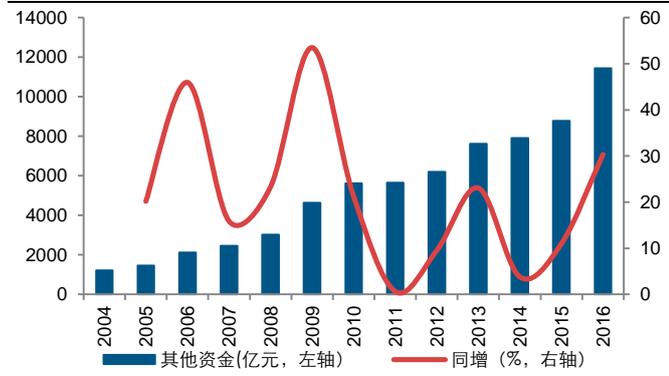
外资和其他资金: 占比较小, 额度稳中略升

根据国家统计局网站, 固定资产项目实际到位资金中, 利用外资部分主要包括对外借款、外商直接投资等; 其他资金部分则是收到的除预算内资金、国内贷款、外资、自筹资金之外的用于固定资产投资的资金, 包括社会集资、无偿捐赠的资金等。

外资和其他资金占比低影响较小。从历史来看, 基建投资到位资金中, 外资+其他资金合计占比不到 10%, 其中外资部分规模较少, 总体维持在 200-500 亿之间, 我们估计 2018 年也不会有太大增幅在 300 亿左右; 其他资金在 2016 年达到 1.14 万亿元, 假设

2017-2018 年增长率分别为 12%和 8%，则预计 2018 年规模或达到 1.38 万亿，即 2018 年外资+其他资金规模合计约 1.41 万亿元。

图 16: 基建投资其他资金情况和增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 基建投资利用外资情况和增速



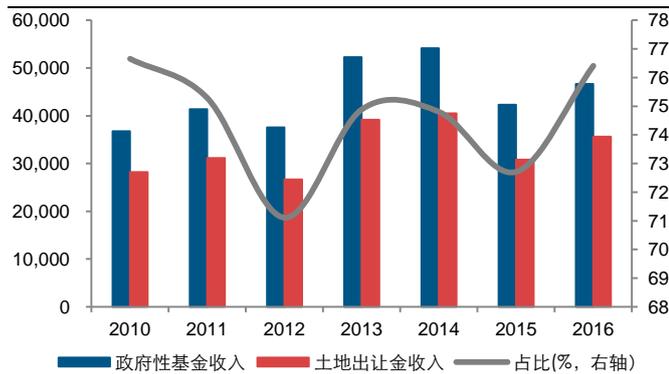
资料来源: Wind, 长江证券研究所

自筹资金：政府性基金和专项债增加，非标大幅萎缩

根据国家统计局网站，固定资产投资自筹资金部分，是指由各企事业单位筹集用于固定资产投资的资金，包括自有资金和从其他单位筹集的资金。我们认为自筹资金主要包括政府性基金、城投债、专项债、建筑企业股权融资和债权融资（不含贷款）及其他资金等。

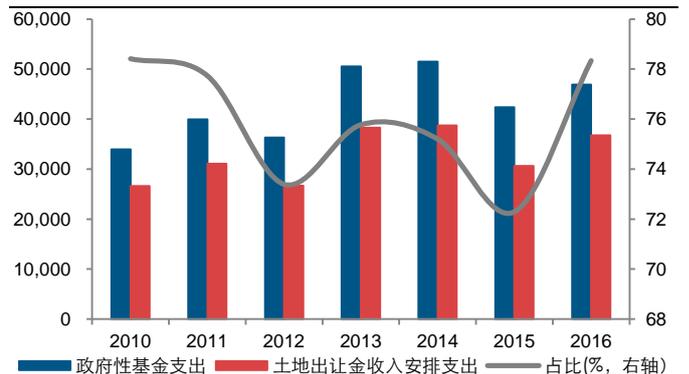
政府性基金跟土地出让息息相关。政府性基金预算是国家通过向社会征收及出让土地、发行彩票等方式获取收入，并专项用于支持特定基础设施建设和社会事业发展的财政收支预算；从金额上来看，政府性基金与国家土地出让收支密切相关，国有土地出让金占到政府性基金的 70-80%。考虑到 2018 年土地市场交易较为旺盛，前 8 月份政府性基金预算累计收入同增 31.5%，累计支出同增 33.2%，我们预计 2018 年政府性支出有望同比增长 25%达到 7.6 万亿元。

图 18: 政府性基金和土地出让金收入（亿元）



资料来源: Wind, 财政部, 长江证券研究所

图 19: 政府性基金和土地出让金支出（亿元）



资料来源: Wind, 财政部, 长江证券研究所

政府性基金可用于基建部分占比约 34%。政府性基金用于基建方面的支出，除了包括正常用于铁路、民航、水利、港口等基础设施建设，还包括国有土地使用权出让金收入中除拆迁以外的相关支出，比如 2013-2015 年全国土地出让支出中跟基建相关的支出部分占比分别为 32%、34%、32%。假设土地出让金中的 32%用于基建支出，则可计算出政府性基金用于基建的支出约占到 34%左右；预计 2018 年政府性基金支出有望达到 2.6

万亿元。

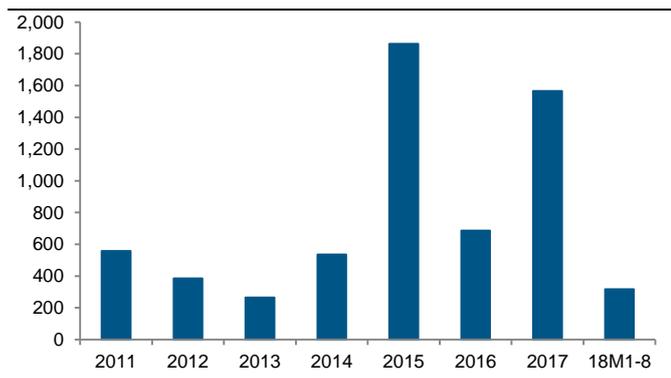
表 2：2014-2017 年政府性基金用于基建部分（亿元）

项目	2014	2015	2016	2017
全国政府性基金支出:铁路建设基金	547	441	394	420
全国政府性基金支出:民航发展基金支出	300	335	304	306
全国政府性基金支出:城市公用事业附加相关支出	247	316	246	128
全国政府性基金支出:港口建设费	185	189	188	207
全国政府性基金支出:南水北调工程基金	10	19	9	
全国政府性基金支出:城市基础设施配套费	1237	1154	1072	1278
全国政府性基金支出:国家重大水利工程建设基金支出	298	403	347	393
全国政府性基金支出:车辆通行费相关支出	1488	1539	1392	1868
全国政府性基金支出:用国有土地使用权出让收入安排的	12384	9796	11751	16195
全国政府性基金支出:污水处理非相关支出	0	0	324.7.3	438
合计	16696	14193	15702	20797
在全国政府性基金支出占比	32%	34%	33%	34%

资料来源：财政部，长江证券研究所

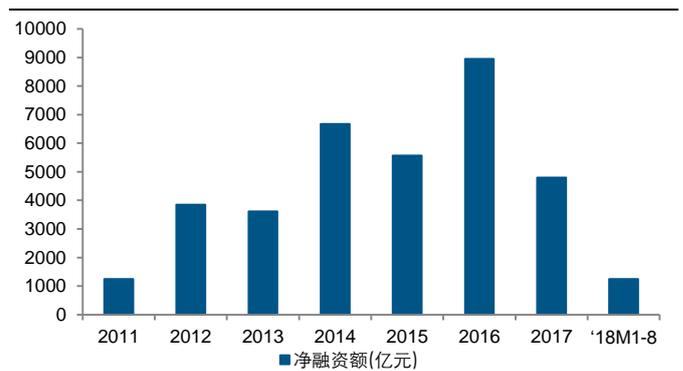
上市建筑企业股权和债权融资预计或超过 3000 亿。建筑企业上市后，可通过多元的融资渠道为建筑工程业务补充流动资金，其中股权融资包括 IPO、非公开发行、优先股、配股等，债权融资包括短融、中票、公司债等。2017 年，建筑板块（申万）股权累计融资 1566 亿元，信用债融资 4802 亿元；2018 年，前 8 月份建筑板块（申万）股权累计融资 317 亿元，信用债融资 1242 亿元，由于政府鼓励银行购买低评级信用债，预计下半年信用债融资或好于上半年，全年建筑企业股权+债券净融资额或超过 3000 亿元。

图 20：建筑上市公司股权融资（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

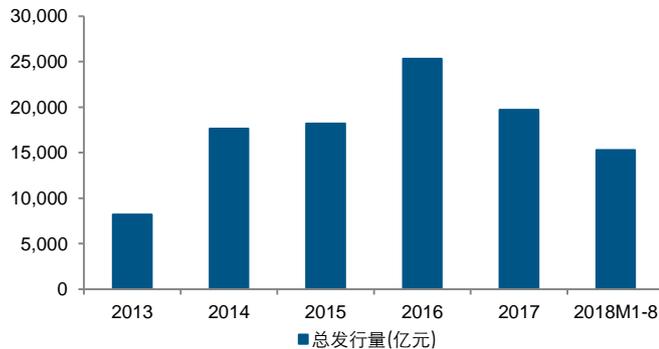
图 21：建筑上市公司债券净融资（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

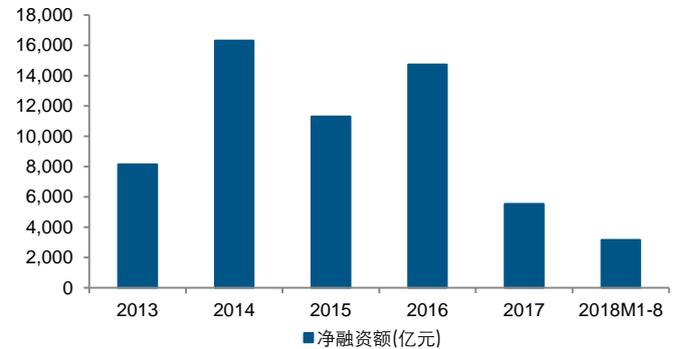
城投债全年净融资额或不及上年。城投债是以地方投融资平台作为发行主体，公开发行人企业债、短融、公司债和中期票据等，所融资金主要用于地方基础设施建设。受金融去杠杆等影响，城投债今年前 8 月份净融资额为 3144 亿元，不及上年同期净融资 3811 亿元。综合考虑 7 月底国常会要求“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，以及后续仍有大量城投债到期偿还，我们预计全年城投债净融资额或不容乐观。

图 22: 城投债总发行量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

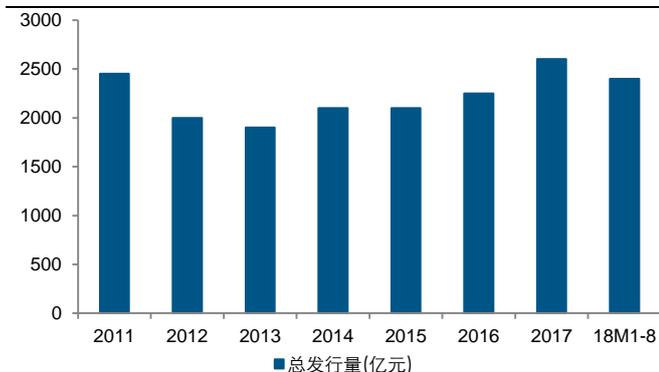
图 23: 城投债净融资量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

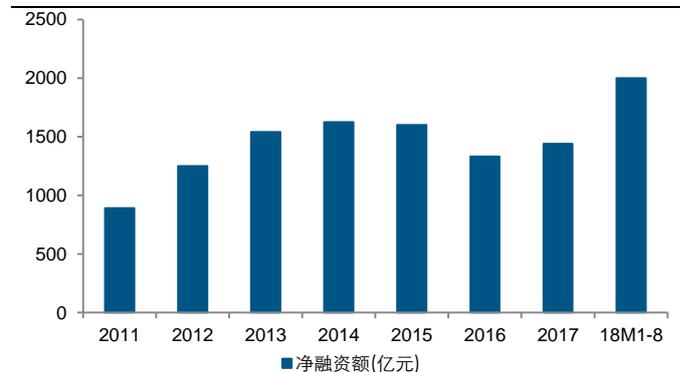
铁道债可用于基建部分或达到 50%。铁道债由中国铁路总公司发行,所募集资金主要用于铁路建设项目、装备购置和债务结构调整,三者之间的比例动态浮动。2012-2017 年铁道债净融资额在 1200 亿-1700 亿之间,2018 年前 8 月净融资达到 2000 亿元。考虑到 7 月底总理在西藏考察铁路施工现场提出“扩大有效投资加快中西部基础设施建设”,我们预计全年铁道债净融资额或超过 2000 亿元,假设用于基础设施建设部分达到 50% 则金额或达到 1000 亿以上。

图 24: 铁道债总发行量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

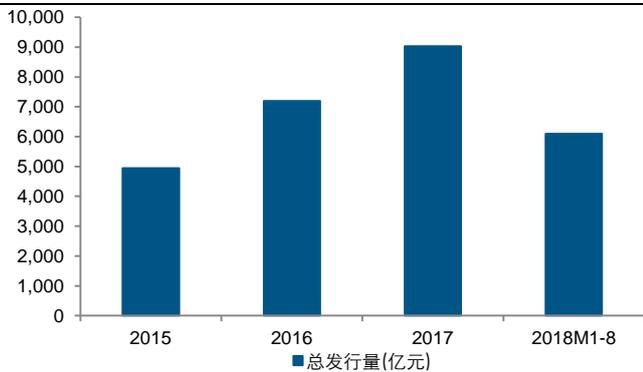
图 25: 铁道债净融资量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

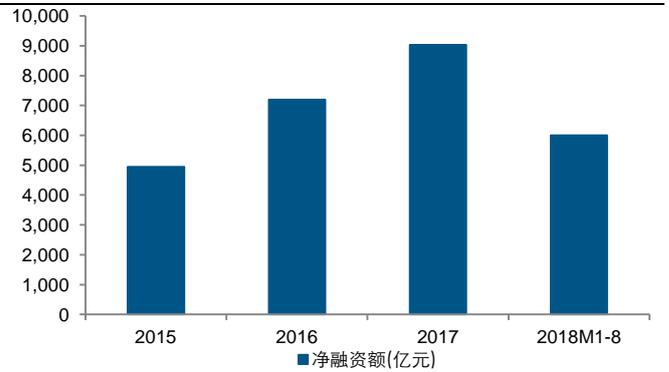
地方专项债全年额度 1.35 万亿元,下半年发行明显加快。根据《地方政府专项债券发行管理暂行办法》,地方政府专项债券是指省、自治区、直辖市政府为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。地方专项债可用于土地储备和棚改,道路交通等基础设施建设则是重点支持领域,我们预计或占到专项债的 50%~80%。2018 年前 8 月份已累计新增发行接近 6000 亿元专项债,根据财政部要求 10 月份需完成全部 1.35 万亿元的发行,以推动在建基础设施正常开展,因此 9-10 月专项债仍将保持大规模发行态势。

图 26: 地方专项债总发行量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

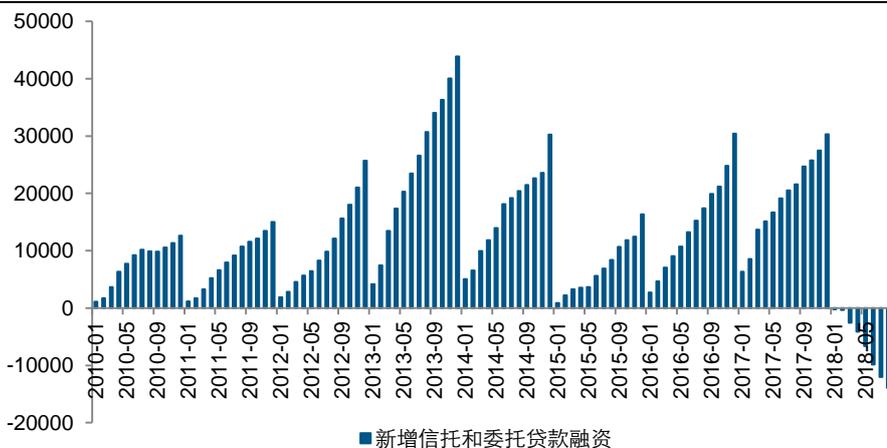
图 27: 地方专项债净融资量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

非标融资全年来看恐难转正。非标包括信托贷款、委托贷款等，主要投向地方基建和房地产，预计基建占比或达 40%-60%。2015-2017 年，信托贷款、委托贷款合计新增融资额分别达到 1.63 万亿、3.04 万亿和 3.03 万亿元；2018 年受资管新规影响，非标融资规模大幅缩减，前 8 月份新增融资为-1.4 万亿元，预计全年或很难转正，因此该块资金来源将大幅减少。

图 28: 2011 年以来非金融机构新增贷款情况 (亿元)

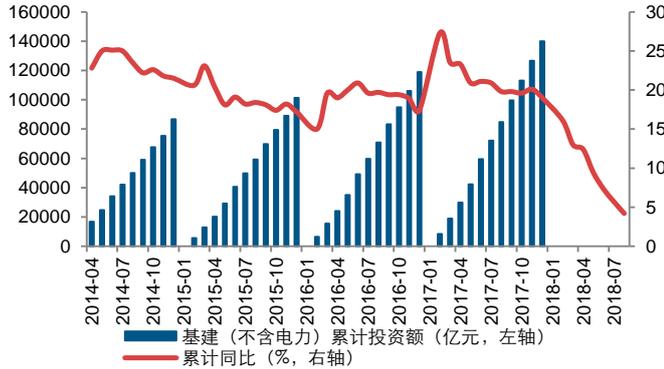


资料来源: 统计局, 长江证券研究所

除上述之外的其他自筹资金预计或显著稳定增加。除了政府性基金、城投债、专项债、上市公司融资以外，自筹资金还有类似于建筑公司企业债、产业基金等等，该部分在 2016 年预计约有 2 万亿元，由于没有太多的数据可循，我们假设 2017-2018 年分别增长 13%、9%，则 2018 年该部分资金有望达到 2.5 万亿元。

稳增长的资金缺口从何而来？

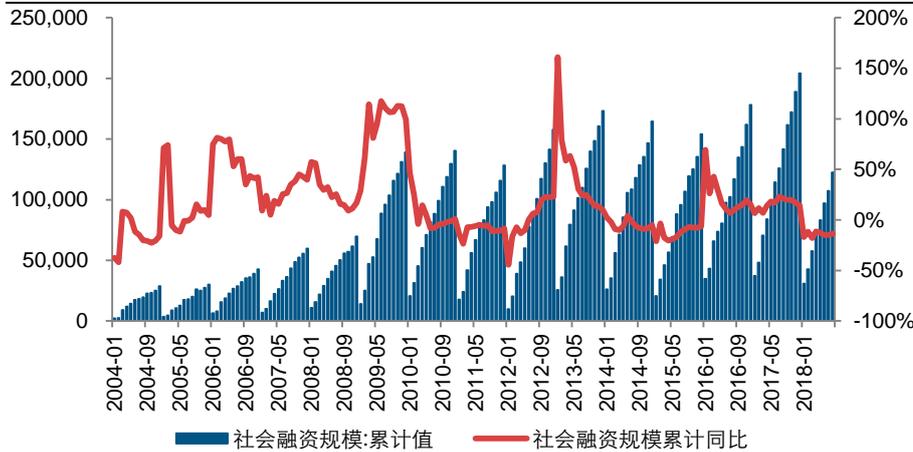
前 8 月基建投资增速大幅下滑，需求不振与融资困难是主因。2018 年前 8 月份国内狭义基建（不含电力）投资增速 4.20%，电力、热力、燃气及水的生产业累计投资增速为 -11.40%，总体来说广义基建投资维持微增。基建投资增速较上年同期出现显著下滑，一方面在于地方债务隐性风险整顿趋严抑制潜在需求，另一方面也是因为金融去杠杆下基建资金来源紧张（前 8 月份社融规模同降 13%）。

图 29: 狭义基建累计投资额及增速 (2018 年以来统计局未公布绝对额)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 30: 电力、热力、燃气及水的生产供应业累计投资额及增速

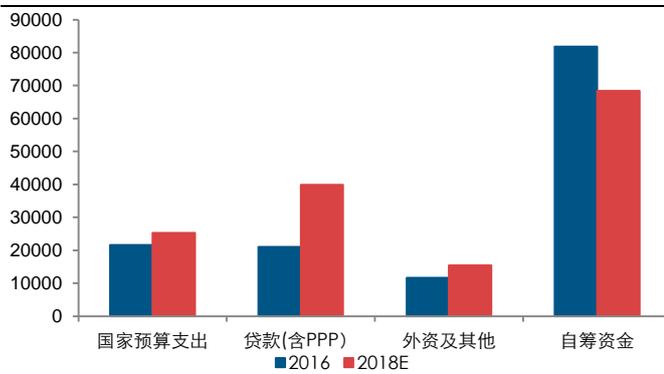

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31: 2014 年以来社会融资规模情况 (亿元)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

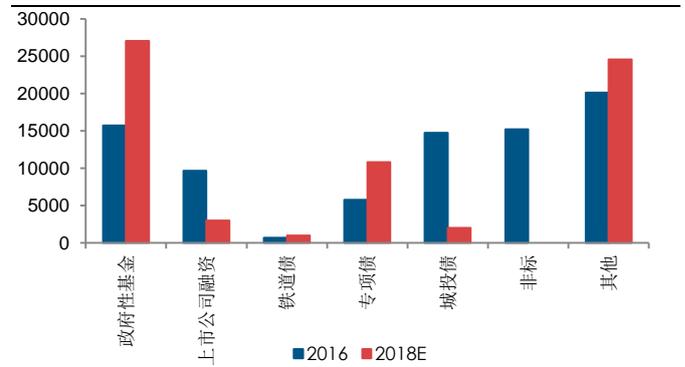
下半年专项债加快发行, 利好基建但效果有限。根据我们之前假设, 2018 年基建投资资金来源中, 政府预算预计或达 2.5 万亿、银行贷款 (不含 PPP) 约 2.9 万亿、PPP 贷款约 1.1 万亿、利用外资和其他合计约 1.4 万亿, 以及自筹资金约 6.7 万亿 (包括政府性基金约 2.6 万亿、上市公司融资约 0.3 万亿、铁道债约 0.1 万亿、城投债约 0.2 万亿、专项债约 1.1 万亿 (假设 80% 用于基建)、非标约 0、其他约 2.5 万亿), 累计或达到 14.7 万亿元, 2016 年广义基建投资到位资金 13.6 万亿元, 假设 2017 年同增 7% 达到 14.6 万亿元, 则 2018 年广义基建资金到位或同增约 0.6%。

图 32: 与 2016 年相比 2018 年预计基建到位资金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 2018 预计自筹资金到位情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

稳增长如需加大力度，宽财政或为必选之路。根据之前假设，我们预计 2018 年广义基建资金到位或同增约 0.6%，在此基础上全年广义基建投资增速或达 0%-5%，远低于 2017 年的 14.93%。今年中美贸易摩擦以来，基建稳增长的需求或逐渐提高，而可靠的资金供给则成为基建产能释放的关键，目前来看，政府支出相对刚性，如果财政发力大概率需加大举债力度；下半年银行信贷也已加快释放，但对基建倾斜程度还需看项目质地和资本金到位情况，我们认为以社会资本为主要发起方的合规 PPP 仍有用武之地。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。