

2020 年基建增速与经济效益分析

基建的财政空间与经济效益

我们预计 2020 年基建增速 3.7%，拉动 GDP 增长 0.52%。

- 近年，传统基建取得长足发展。综合交通网络不断完善，运力显著提升。公共领域投入持续增加，环境及服务极大改善。随着经济结构调整升级，“新基建”的概念被广泛提及。“新基建”代表未来发展方向，但与传统基建相比，“新基建”建设投资数额并不高。我们认为“新基建”代表方向，“旧基建”代表总量。
- 我们从基建的资金来源入手分析 2020 年基建财政资金空间的增量情况。根据财政空间增量估算 2020 年基建增速，并根据基建的经济效益，分析 2020 年基建对经济的贡献如何。
- 基建资金来源较为多元化，包括国家预算资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他资金。本文将国家预算内资金定义为狭义的财政空间，将自筹资金中的城投债、PPP 项目和政府引导基金定义为广义的财政空间。
- 我们估计 2020 年基建的财政空间增量约有 4,000 亿元至 8,600 亿元。2020 年基建的狭义财政空间约有 3.2 万亿元，与去年基本持平。我们认为 2020 年基建的广义财政增量约为 4,000 亿元至 8,600 亿元。
- 考虑到资金转化为基建投资额需要 2-3 个季度，那我们估算今年约有 4,000 亿元增量资金转化为基建投资额。由于狭义及广义财政资金占基建来源的 60% 至 70%，我们按 60% 计算，今年基建投资增量约为 6,700 亿元，基建投资增速约为 3.7%。
- 本文主要从投入产出表的分析框架来分析基建的经济效益；从数据的可得性和代表性，我们选取土木工程建筑业作为基建投资的代表。从全行业来看，专业技术服务、钢压延产品、金融服务、金属制品、石膏水泥制品是中间投入中占比最高的五种投入，分别占比 14.6%、11.6%、5.4%、5% 和 8.5%。但从工业品来看，钢材、金属制品、石膏水泥、其他建材以及电力热力是重要的中间品投入。基建增长将直接拉动这行业的需求。
- 根据投入产出表计算结果，我们得到工程建筑业的经济效应数据。1 亿元土木工程建筑业投入，可以直接增加 0.22 亿元的 GDP，增加 311 个就业岗位。从整个经济层面看，1 亿元土木工程建筑业投入，可以带动整个经济增加 2.16 亿元社会总产出，可以增加 0.77 亿元的 GDP，同时增加全社会就业岗位 550 个。如果按照我们上面的估算，今年基建增速为 3.7%，增量资金约为 6,700 亿元，那么会直接拉动 GDP 增长 0.15 个百分点，增加工作岗位约 208 万个；直接加上间接影响可拉动 GDP 增长 0.52 个百分点，增加工作岗位约 360 万个。
- 风险提示：经济修复不及预期，基建提速。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

王大林

(8610)6622 9232

dalin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060003

目录

1. “新基建”代表方向，“旧基建”代表总量.....	5
1.1 传统基建取得长足发展	5
1.2 新型基础设施建设助力产业转型升级.....	7
1.3 “新基建”代表方向，“旧基建”代表总量	10
2. 基建资金来源及财政空间	11
2.1 基建资金来源多元化	11
2.2 2020 年基建的财政空间增量约有 4000 亿元至 8600 亿元	14
3. 基建对经济的拉动作用.....	18
3.1 投入产出框架下的基建产业链.....	18
3.2 基建的经济效益	21
总结.....	23

图表目录

图表 1. 公共设施占基建比重约 45%.....5

图表 2. 基建投资与经济增长趋势一致.....5

图表 3. 交通运输营业里程逐年增加6

图表 4. 客货运量增长.....6

图表 5. 水利建设与生态保护成果明显.....6

图表 6. 城市公共设施不断完善.....6

图表 7. 环境污染治理投资大量增加6

图表 8. 生活垃圾无害化处理程度提升.....6

图表 9. 废水及其中主要污染物排放近期减少7

图表 10. 废气中主要污染物排放降低7

图表 11. “新基建”相关会议.....7

图表 12. 截至 2020 年 2 月中国移动 5G 套餐数量.....8

图表 13. 中国数据中心 IT 投资规模.....8

图表 14. 新基建报告指标体系.....9

图表 15. 各省市新基建指数.....9

图表 16. 2020 年重庆计划投资重大项目中新基建占比较低.....10

图表 17. 基建主要资金来源.....11

图表 18. 自筹资金占比较高.....11

图表 19. 各类基建项目投资额及资金来源.....11

图表 20. 城投债增速整体下降.....12

图表 21. PPP 项目投资额变化较小.....12

图表 22. PPP 项目主要用于交通运输和市政工程.....12

图表 23. 一般内预算资金中基建比重稳中略升.....13

图表 24. 政府性基金支出比重稳定在 3.5%至 5.5%.....13

图表 25. 两大基建行业中长期贷款余额下跌后有所回升.....13

图表 26. 国内贷款资金占基建投入比重下跌后略有回升.....13

图表 27. 除铁路运输外，其余基建项目主要为地方项目.....14

图表 28. 铁路运输投资额中央项目比重高但不断下降.....14

图表 29. 一般公共收支缺口增加.....15

图表 30. 政府性基金收支缺口增加.....15

图表 31. 截至 2020 年 5 月 31 日城投债发行情况.....16

图表 32. 2014 年以来政府引导基金快速发展.....16

图表 33. 2019 年底政府引导基金募集总额约为 4 万亿元.....16

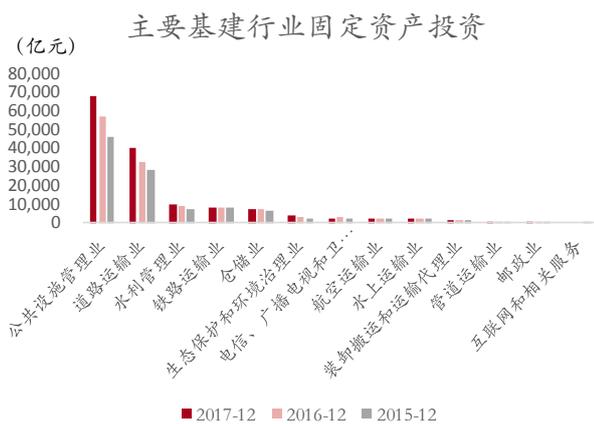
图表 34. 2020 年基建财政增量空间.....	17
图表 35. 基建在固定资产投资占比 20% 以上.....	18
图表 36. 基建行业产业链条较长.....	18
图表 37. 简化投入产出表.....	19
图表 38. 土木工程建筑业细分子行业.....	19
图表 39. 基建产业直接间接拉动作用.....	20
图表 40. 基建产业投入结构.....	20
图表 41. 1 亿元土木工程建筑业投入的经济效应.....	22

1. “新基建”代表方向，“旧基建”代表总量

根据国家统计局的口径，基建投资指“为社会生产和生活提供基础性、大众性服务的工程和设施，是社会赖以生存和发展的基本条件”。传统基建涉及铁路、道路、水上运输、航空、管道、邮政、电信、水利、生态保护和环境治理、公共设施等多个领域。在这些领域中，投入资金较大的主要为公共设施、道路、水利和铁路。

基建与经济同步性较高，同时又具有很强的逆周期调节及稳定作用，常常作用逆周期调节工具。从下图中可以看出，基建增速与GDP增速基本保持同步；而2007年至2008年间，在全球经济受到“次贷危机”冲击的时候，基建的逆周期调节作用发挥了相应的效果，使得经济快速企稳。

图表 1. 公共设施占基建比重约 45%



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基建投资与经济增长趋势一致



资料来源：万得，中银证券

1.1 传统基建取得长足发展

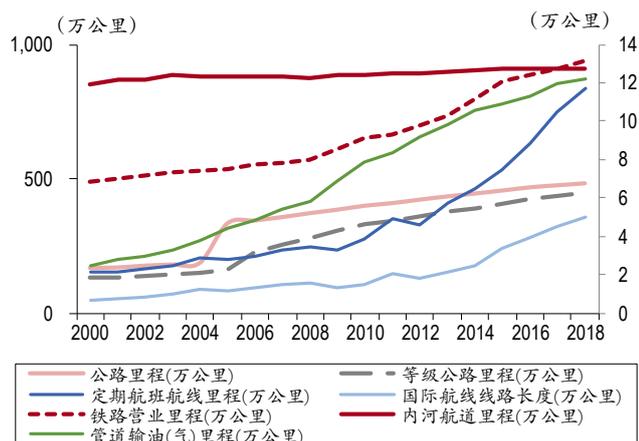
传统基建投资主要集中于交通运输和水利、环境和公共设施等方面。2000 年以来，我国基础设施建设取得了长足发展。

首先，综合交通网络不断完善，运力显著提升。（1）铁路方面，到 2018 年末，全国铁路营业总里程达到 13.17 万公里，电气化率和复线率分别达到 70.0%和 58.0%。高铁形成“四纵四横”的格局；到 2018 年末，高铁营业总里程 3.0 万公里，营业里程超过世界高铁总里程的三分之二，居世界第一位。

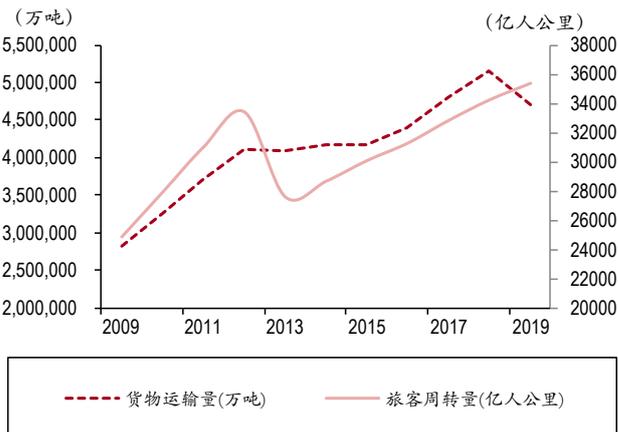
（2）公路方面，路网总里程增长迅速，通达度提高显著。到 2018 年末，全国公路总里程达到 484.65 万公里，其中 446.59 万公里为等级公路。（3）航运方面，机场规模不断拓展，设施水平及航线覆盖率提高。到 2018 年末，定期航班航线达 4,945 条，总里程达到 838 万公里，是 2000 年的 5.5 倍。（4）水运方面，大型港口、内河航运建设推进，2018 年，我国在全球集装箱吞吐量排名前十港口中占有七席，内河航道通航里程达 12.71 万公里，其中等级航道占比 52.3%。2019 年，全国旅客运输量总计 176 亿，旅客周转量 35,349.1 亿人公里，货运量 470.6 亿吨。

第二，公共领域投入持续增加，环境及社会服务极大改善。2017 年末，水利、生态保护和环境治理、公共设施固定资产投入分别为 2008 年的 7.05 倍、5.24 倍、6.74 倍；大量资金投入，使得生态环境、水利工程、公共设施得到了显著改善，基本社会服务能力不断提升。

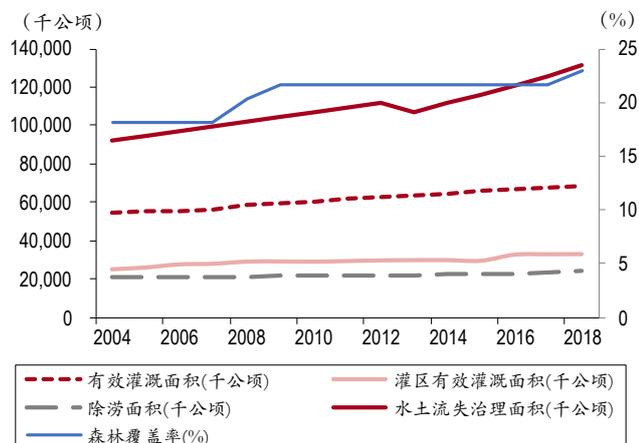
图表 3. 交通运输营业里程逐年增加



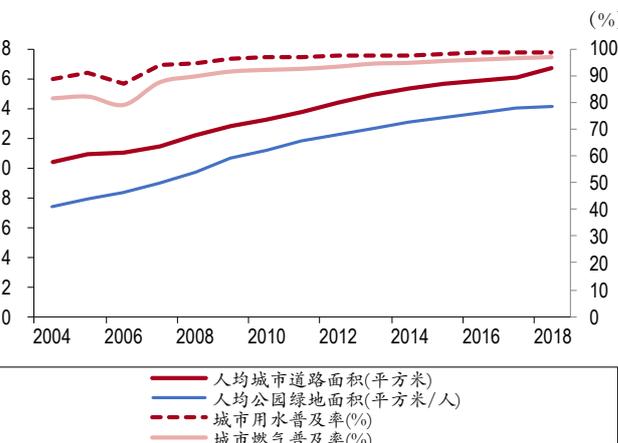
图表 4. 客货运量增长



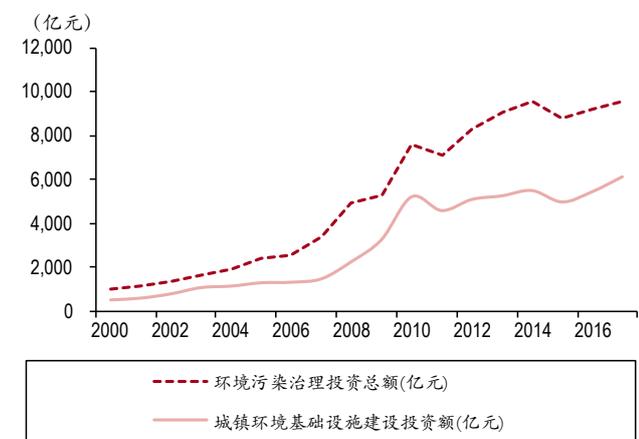
图表 5. 水利建设与生态保护成果明显



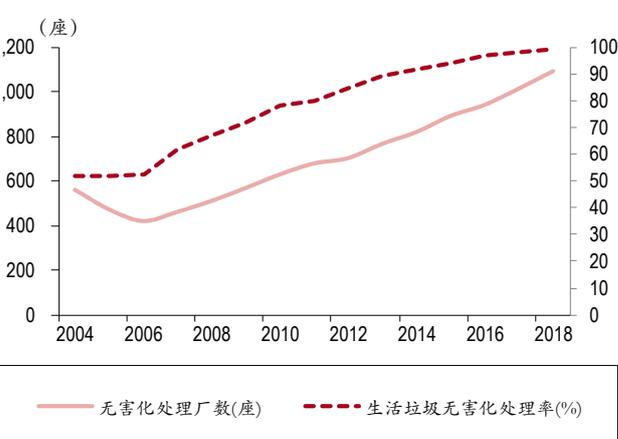
图表 6. 城市公共设施不断完善



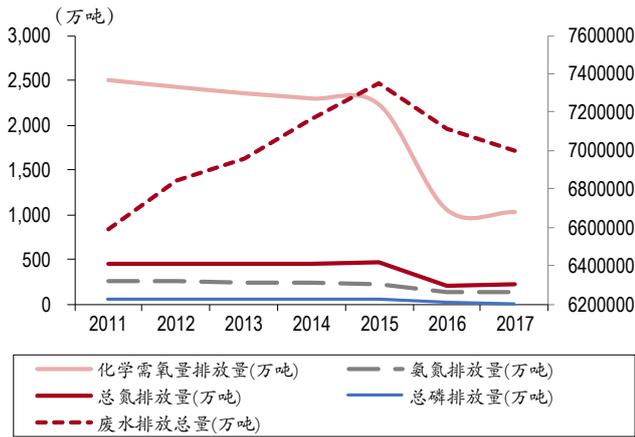
图表 7. 环境污染治理投资大量增加



图表 8. 生活垃圾无害化处理程度提升

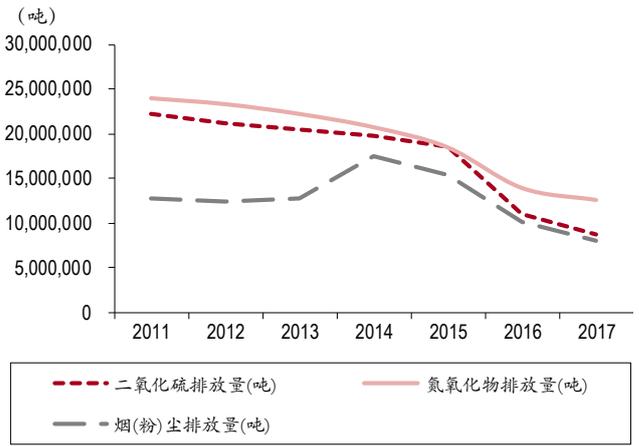


图表 9. 废水及其中主要污染物排放近期减少



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 废气中主要污染物排放降低



资料来源：国家统计局，中银证券

1.2 新型基础设施建设助力产业转型升级

从范围来看，“新基建”代表未来经济发展方向。2020年4月，发改委首次明确了“新基建”的范围，这包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三个方面。一是信息基础设施。主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。二是融合基础设施。主要是指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。三是创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

“新基建”再度成为热点，一方面是疫情严重影响经济，急需刺激经济的新举措；另一方面新基建的数字化、信息化、技术化特征代表了未来经济的发展方向，展现了国家对新型技术和转型升级的重视。

图表 11. “新基建”相关会议

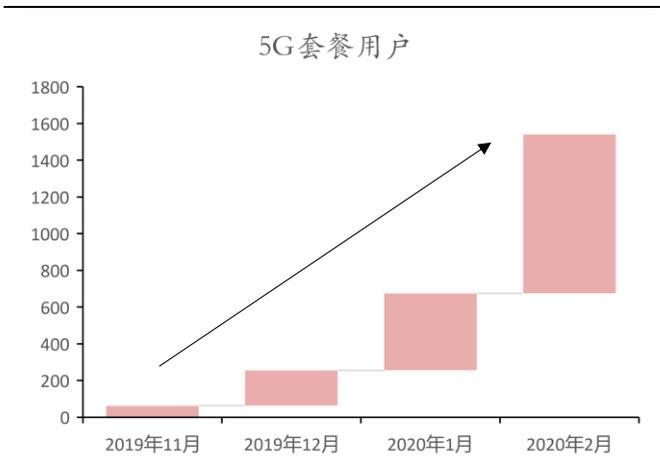
时间	政策/会议	具体内容
2018.12.09	中央经济工作会议	首次提到“新基建”概念。我国发展现阶段投资需求潜力仍然巨大，要发挥投资关键作用，加大制造业技术改造和设备更新，加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设。
2019.03.05	政府工作报告	加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。
2019.07.30	政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2020.02.14	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2020.03.04	中共中央政治局常务委员会	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。
2020.04.20	发改委新闻发布会	首次明确“新基建”范围，包含信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施。

资料来源：中国政府网，中银证券

新基建与传统基建聚焦不同领域，在投资主体和拉动经济方式方面也有不同之处。一是投资主体不同，传统基建基本由政府投资，新基建投资主体更加多元化，私营部门参与度更高，目前的大数据中心、人工智能、工业互联网、新能源汽车充电桩等领域均有实力强劲的民营企业参与，运作更加市场化，有利于提升项目运营效率，调动民间资本的积极性，形成多元化的融资体系。二是拉动的经济的着力点不同，传统基建主要是从投资端入手，无论是交通运输建设还是公共服务领域，都属于建设周期较长的项目，短期内产品难以真正传导至消费端，新基建中的数据中心、工业互联网、人工智能等不但能从投资端形成乘数效应、拉动经济增长，而且其建设周期更短，能够在更短的时间内形成消费级产品，投资和消费双重作用，带动经济发展。

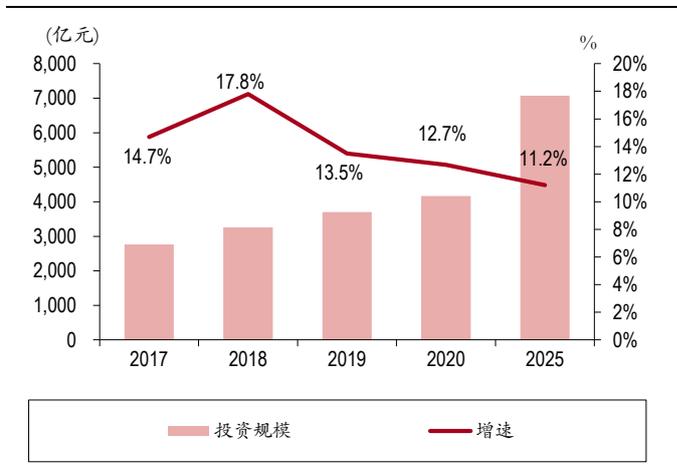
“新基建”领域近年在我国已有一定发展。首先看5G，5G于2019年10月底正式在我国商用，据移动官方网站数据，截至2019年底，三大运营商总投资达到412亿元，建成5G基站超过13万个，5G手机出货量1,377万部；2020年三大运营商5G相关投资预计达到1,803亿元。根据信通院预测，预计到2025年我国5G网络建设投资累计将达到1.2万亿元，带动产业链上下游以及各行业应用投资超过3.5万亿元，5G商用将带动超过8万亿元的信息消费，截至2020年2月，我国5G套餐用户达1,540万户。另一个备受关注的领域是大数据中心。工信部赛迪研究院数据显示，2019年我国拥有约7.4万个数据中心，在全球数据中心总量中占比大约为23%。2019年我国数据中心IT投资规模为3,698.1亿元，预计2020年将增长12.67%，达到4,166.8亿元，2025年达到7,070.9亿元。

图表 12. 截至 2020 年 2 月中国移动 5G 套餐数量



资料来源：中国移动官网，中银证券

图表 13. 中国数据中心 IT 投资规模



资料来源：赛迪顾问，澎湃投资，中银证券

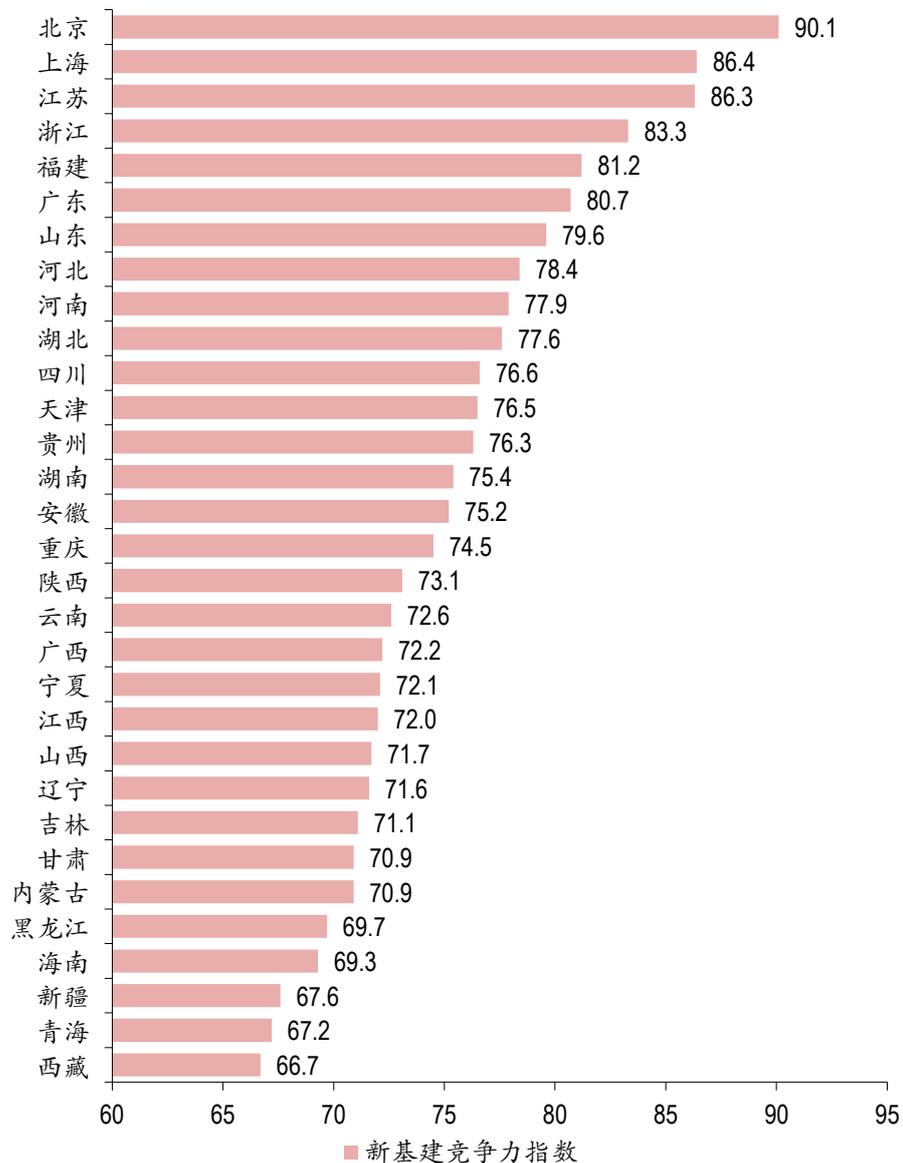
我国新基建建设成效显著，但各省市新基建水平差异明显。《中国新型基础设施竞争力指数白皮书（2020年）》利用3个一级指标和11个二级指标构成新基建竞争力指数，评价全国及各省新基建发展情况。报告显示，2019年我国新基建竞争力指数为75.3，其中新型网络基础设施指数为76.5，新型应用基础设施指数为74.0，全国新型行业基础设施指数为75.7。由于各地经济发展水平、要素投入以及资源禀赋等不同，尽管各省市均积极抓住新基建机遇，仍然差距较大。水平最高的是北京，新基建指数达到90.1，其次80~90分还有上海、江苏、浙江、福建、广东，均为东部地区，指数最低的两个省份为新疆、青海、西藏，均位于西部地区。

图表 14. 新基建报告指标体系

一级指标	评价内容	二级指标
新型网络基础设施指数	反映新一代信息网络发展情况	感知网络发展指数 宽带网络发展指数
新型应用基础设施指数	从要素投入角度来衡量新一代应用基础设施的建设情况	大数据发展指数 云计算发展指数 人工智能发展指数
新型行业基础设施指数	评价在网络基础设施和应用基础设施支持下形成的各类行业基础设施发展情况	智慧能源设施指数 智慧医疗设施指数 两化融合设施指数 智慧教育设施指数 智慧交通设施指数 智慧农业设施指数

资料来源：科技日报，中银证券

图表 15. 各省市新基建指数

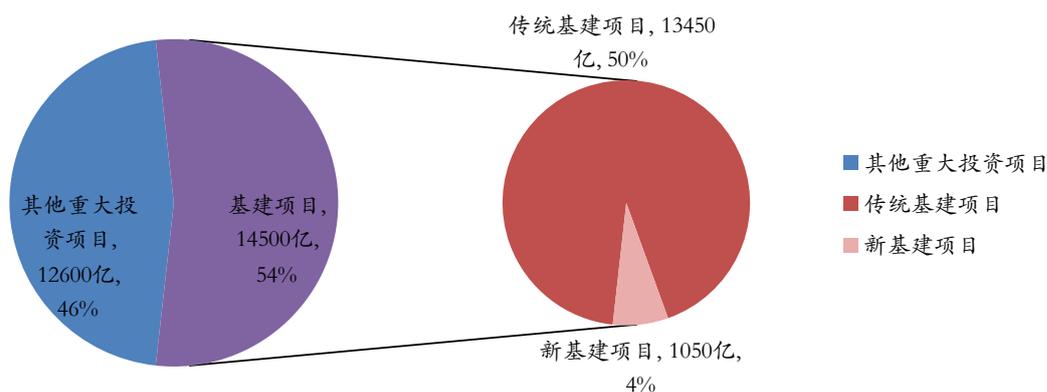


资料来源：科技日报，中银证券

1.3 “新基建”代表方向，“旧基建”代表总量

与传统基建相比，“新基建”建设投资数额并不高。2019年我国整体新基建竞争力指数为75.3，以指数相近的重庆市来分析。2020年重庆计划投资重大建设项目924个，估算总投资约2.72万亿元；其中涉及交通、市政、水利、生态环保、能源、通信等的基础设施行业为367个项目，总投资约1.45万亿元，主要为传统基建项目。新基建方面，2020年首轮新型基础设施建设项目共28个，总投资约1,054亿元，占比仅为3.9%。据重庆市发展改革委副主任戴明表示，截至4月17日，进入重庆新基建重大项目动态库的项目为250余个，总投资超2,300亿元。粗略计算，截止目前披露的新基建项目占全部基建总投资额的比重在15%以下。由此看来，以重庆市推断全国现阶段水平，整体基础设施建设中，尽管近期新基建建设飞速，但占比仍然较低。

图表 16. 2020年重庆计划投资重大项目中新基建占比较低



资料来源：新华网，重庆市人民政府，中银证券

“新基建”未来大有可为。再看新基建指数排名较高的江苏和广东，由于经济发达，财政实力雄厚，公共建设基础较好，产业集群效应明显等原因，新基建成果显著，可以视为未来我国整体新基建向高水平发展的目标。广东省2020年重大投资项目1,230个，总投资5.9万亿元，其中涵盖特高压、5G等新基建在内的基础设施建设相关项目443个，总投资额高达3.27万亿元。披露的新基建项目中，高速铁路、城际轨道交通等铁路工程总投资额将达5,683亿元；特高压总投资69亿元，2020、2021年两年建成；5G网络、数据中心相关项目年度计划投资额达172亿元。而新基建指数全国第三的江苏省，2020年重大项目投资计划为240个，其中与传统基建相关项目47个，2020年度计划完成投资2,212亿元；而与新基建相关的达到70个，2020年度计划总投资1,815.8亿元，与传统基础设施建设水平差距明显缩小。以江苏省、广东省推断全国未来发展方向，新基建发展空间较大，未来与传统基础设施建设的差距会进一步缩小。

现阶段“新基建”经济体量相对较小，经济效益主要在中长期，加之数据分类及统计的限制，本文基建的财政空间及经济效益更多着眼于传统基建。

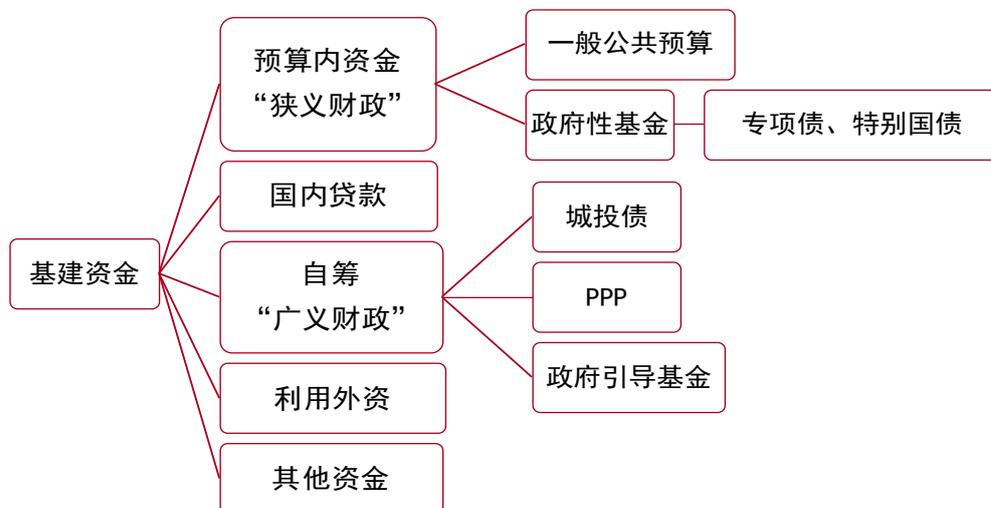
2. 基建资金来源及财政空间

2.1 基建资金来源多元化

基建资金来源较为多元化，包括国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。国家预算资金中用于基础设施建设的主要是一般公共预算和政府性基金预算。我国新预算法和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确全口径预算管理应该包括地方政府债务，因此各级政府债务，如专项债和特别国债，也归入此类。自筹资金是由各地区、各部门及企事业单位筹集用于固定资产投资预算外资金。国家预算内资金这里我们定义为狭义的财政空间，自筹资金中的城投债、PPP项目和政府引导基金我们定义为广义的财政空间。2017年基建资金中国家预算和自筹资金占比分别为55.78%、18.5%。

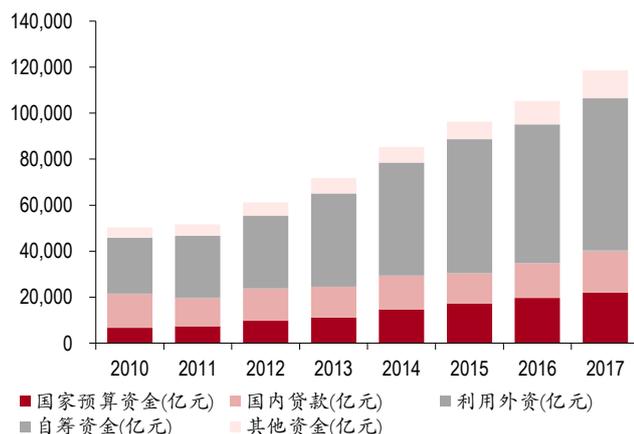
其余资金来源包括包括集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金。国内贷款指投资单位向银行及非银行金融机构借入的用于固定资产投资的各种国内借款，包括银行利用自有资金及吸收存款发放的贷款、上级主管部门拨入的国内贷款、国家专项贷款、地方财政专项资金安排的贷款、国内储备贷款、周转贷款等。利用外资包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资，可以采用设备、材料、技术等多种形式。

图表 17. 基建主要资金来源



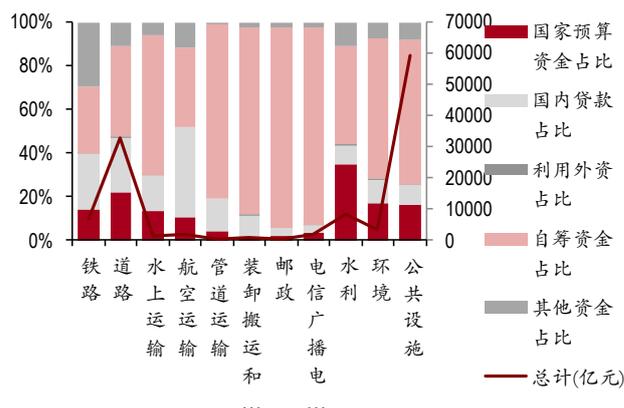
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 自筹资金占比较



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 各类基建项目投资额及资金来源

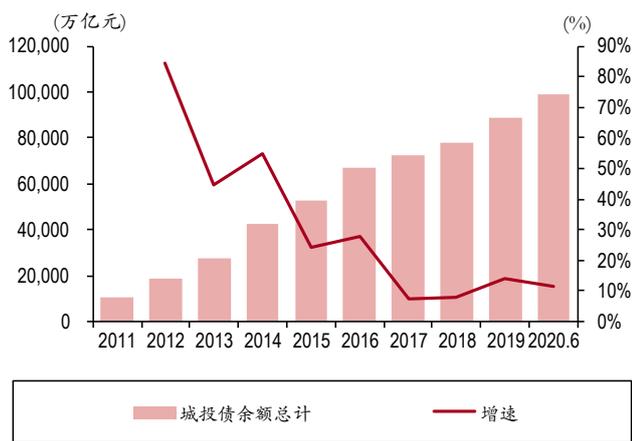


资料来源：国家统计局，中银证券

自筹资金是我国基建资金的主要来源。自筹资金自 2011 年起占比均超过 50%，但是近两年由于增速不及其他渠道，占比有所下降。各地区、各部门及企事业单位可以筹集的用于基建的资金渠道主要是城投债和 PPP 项目。城投债的发行主体是地方投融资平台，筹集主要目的是地方基础设施建设或公益性项目，一般由地方政府作为隐性担保。

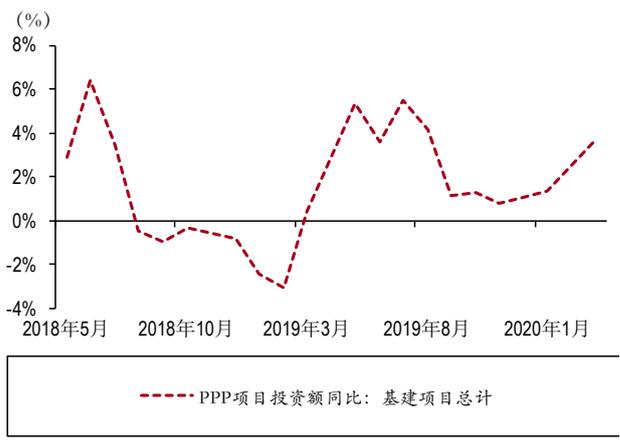
截至 2020 年 6 月 9 日，城投债仍存续 11,690 只，较年初增长 1,333 只，总存量达到 9.91 万亿，较年初增长 0.97 万亿。城投债存量不断增加，但是增速明显呈阶梯式下滑，近年来基本平稳在 10% 上下。PPP 项目投资行业中主要有交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、政府基础设施用于基础设施建设。至 2020 年 4 月，总计有 12.6 万亿投资额用于基建。此外自筹资金还包括铁道债、非标融资的信托贷款等，但是这些审批发放收窄、监管手段趋严等原因，此处不做分析。由此可见，自筹资金来源虽然仍在基建中占有较大体量，但是由于主要项目增速较为缓慢，因此近年来比重有所下降。

图表 20. 城投债增速整体下降



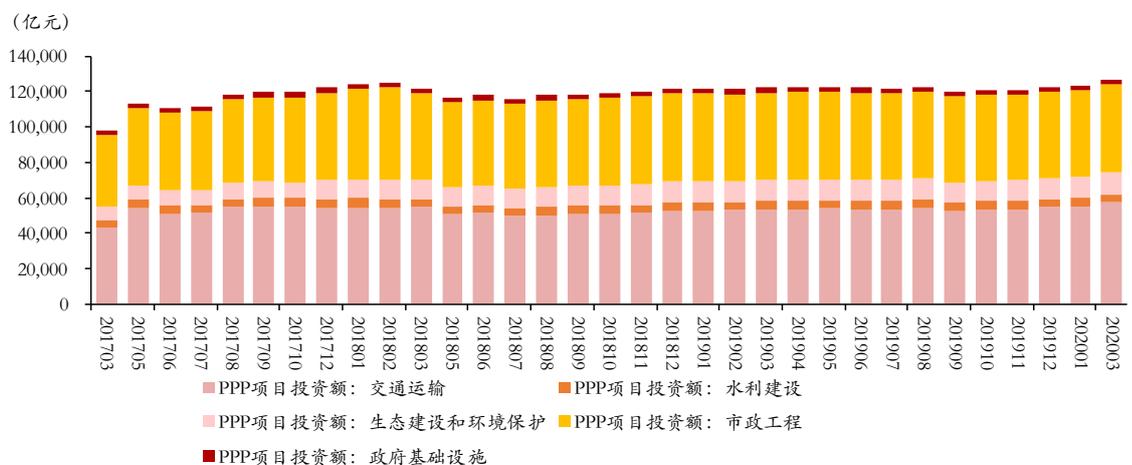
资料来源：万得，中银证券

图表 21. PPP 项目投资额变化较小



资料来源：万得，中银证券

图表 22. PPP 项目主要用于交通运输和市政工程



资料来源：万得，中银证券

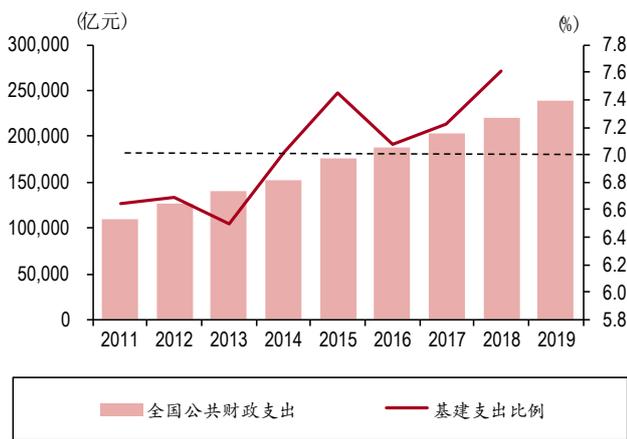
国家预算资金占比不断增加。由于国有资本经营预算和社会保障预算有专项用途，因此国家预算资金中用于基础建设的主要来自政府性基金预算、一般公共预算、地方政府债务。基建投入中国家预算资金持续保持较高速度增长，占比也从 2010 年的 13.36% 提高到 18.5%。

一般公共预算支出稳中有升。一般公共预算支出中通常包含工程建设支出，如水利工程建设、特大型桥梁建设等等。近年来，基建投资中的国家预算内资金渠道占一般公共预算支出的呈现上升趋势，目前在接近8%。

政府性基金收支专款专用，其中基建支出比例约为3.5%至5.5%。政府性基金支出中涉及基建方面的支出包括铁路建设基金、民航机场管理建设费支出、水利建设基金、国家重大水利工程建设基金等等。基建投入中属于国家预算内资金来源的投资增速与全国政府性基金收支变化基本保持一致，但是始终保持正增长状态。

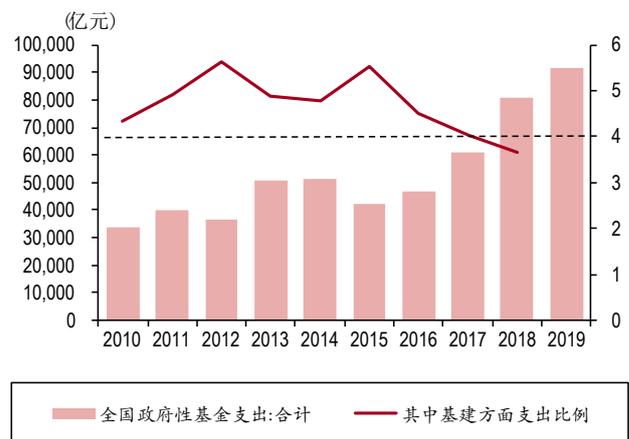
地方政府债务也是基建资金的重要来源。中央政府债务多为财政债务，主要与解决资金紧张或相应经济政策相关。地方政府债务主要是在财力难以支撑地方建设的情况下向社会举债，一般债务无用途限制，主要为缓解资金紧张或解决临时经费不足，专项债务一般要求专款专用，交通运输、市政设施、水利建设等基础设施建设是其重要内容。我国将地方政府债务纳入预算管理较晚，2017年才开始披露。

图表 23. 一般内预算资金中基建比重稳中略升



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 政府性基金支出比重稳定在 3.5% 至 5.5%



资料来源：万得，中银证券

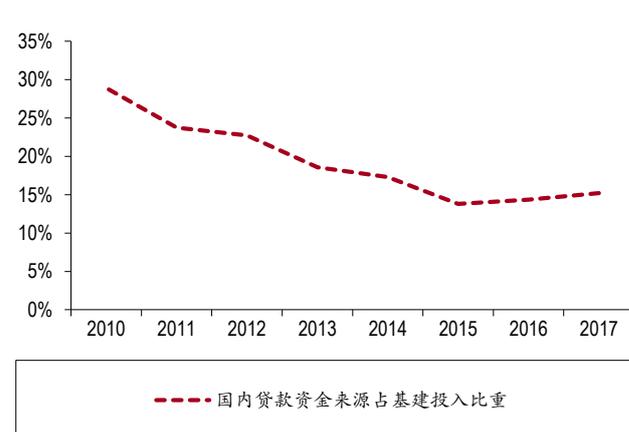
国内贷款资金来源变化较大。2010年-2015年，国内贷款资金来源占整体基建投入比重逐年迅速下跌，直到2016年、2017年才缓慢回升，2017年达到15.21%，但仍低于2014年的17.29%，整体与水利、环境和公共设施、交通运输、仓储和邮政业从主要金融机构获得的中长期贷款余额变化情况一致。

图表 25. 两大基建行业中长期贷款余额下跌后有所回升



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 国内贷款资金占基建投入比重下跌后略有回升

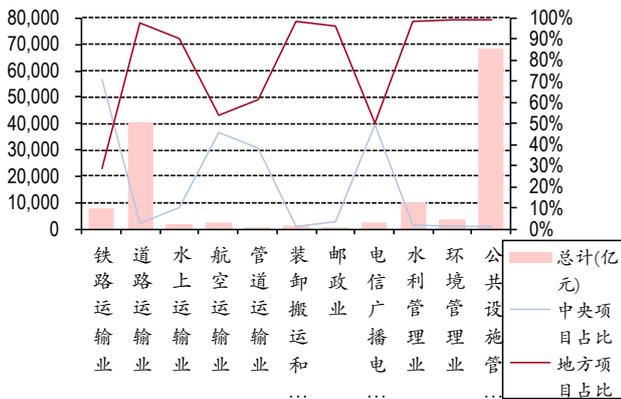


资料来源：万得，中银证券

利用外资的资金渠道占比较低，一般在 0.5% 以下，各年净额基本维持在 100~300 亿元之间。其他资金来源每年占比基本稳定在 10% 左右，每年变化较大。

中央项目占比大的领域确定性较强。铁路运输主要是中央项目，其他基建投资主要是地方项目。中央项目占投资额总计比重最高的为铁路运输业，2017 年达到 71.29%，其他均以地方项目为主。铁路运输投资中，中央项目常年维持在 80% 以上，但近期占比下降明显，2017 年中央项目投资额占比为 71.29%。道路运输、装卸搬运和其他运输、邮政、水利、环境、公共设施投资额中地方项目占比甚至接近 100%。

图表 27. 除铁路运输外，其余基建项目主要为地方项目



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 28. 铁路运输投资额中央项目比重高但不断下降



资料来源：国家统计局，中银证券

2.2 2020 年基建的财政空间增量约有 4,000 亿元至 8,600 亿元

上面介绍了基建的资金来源的结构及近些年的变化。我们将一般公共预算、政府性基金、地方政府专项债以及今年的特别国债归于狭义财政空间。我们将自筹中的城投债、PPP 项目以及近年比较热门的政府引导基金作为广义财政空间；我们重点分析占比较高的城投债增量。

我们先估算 2019 年的基建投资中财政资金的基数。我们分两步来完成这个估算，先估计 2019 年基建投资完成额，再根据基建资金来源中狭义财政和广义财政的比例计算出财政资金的基数。由于 2018 年起停止公布基础设施建设投资完成额，我们使用 2017 年基础设施建设投资完成额及 2018 年、2019 年基础设施建设投资累计增速计算 2019 年基础设施建设投资完成额。2017 年固定资产投资完成额为 17.3 万亿元；2018 年及 2019 年基础设施建设投资累计增速分别 1.79% 和 3.33%。我们得到 2019 年基建投资完成额约为 18.2 万亿元。按照 2017 年基建资金来源结构，预算内资金和自筹资金占比分别为 18% 和 55%，得到 2019 年预算内基建支出和基建自筹资金分别为 3.28 万亿元和 10 万亿元。我们以此为基数逐一来计算一下 2020 年基建的财政空间。

2.2.1 狭义财政空间

在狭义财政空间中，我们主要分析 2020 年一般公共预算、政府性基金、地方政府专项债和特别国债的增量空间。

2020 年一般公共预算基建支出预计为 1.86 万亿元。根据万得统计，2011 年至 2018 年，一般公共预算支出中基建支出占比约为 6.4% 至 7.6%。2020 年财政预算支出约为 247,850 亿元，我们按照 7.5% 投向基建计算，2020 年约有 1.86 万亿基建支出。

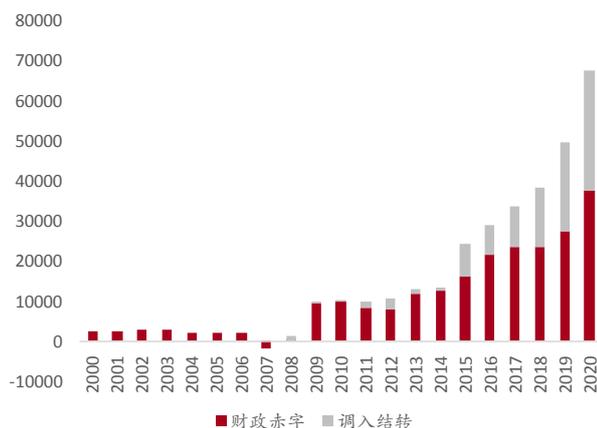
2020 年政府性基金支出中基建支出约为 4,300 亿元。根据万得统计，2010 年至 2018 年的政府基金性基金支出中，基建支出比例约为 3.5% 至 5.5%。2020 年政府性基金预算支出约为 12.6 万亿元，扣除 3.75 万亿的专项债和 1 万亿元的特别国债，剩余部分按 5.5% 计算，今年约有 4,330 亿元投资基建。

2020 年地方政府专项债用于基建方向约为 6,775 亿元。2018 年及 2019 年地方政府专项债中土地储备和棚户区改造项目的用途较多，占比超过 60%，基建项目占比约为 10% 上下；扣除土地储备及棚户区改造项目，基建项目投资占比约为 25% 上下。2020 年地方政府专项债额度 37,500 亿元，1-5 月发行 1.8 万亿元，其中 1,900 亿元明确用于基建相关领域。与之前年份不同，2020 年地方政府专项债不再用于土地储备和棚户区改造。我们假设剩下的 1.95 万中有 25% 的资金投向基建项目，那么 2020 年地方政府专项债中共有 6,775 亿元投向基建项目。

2020 年特别国债中约有 2,500 亿元用于基础设施建设。对于特别国债，我们假设特别国债平均用于抗疫和卫生领域；其中卫生领域中，特别国债将平均地用于医疗服务和医疗基础设施建设。那么 2020 年，将有 2,500 亿元特别国债将用于医疗基础设施建设。

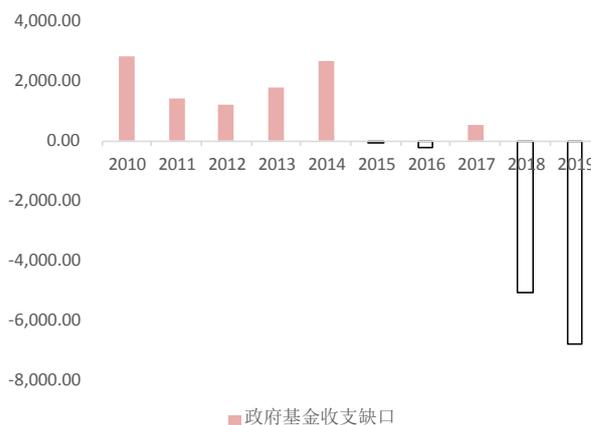
综合上述一般公共预算支出、政府性基金支出、地方政府专项债支出、特别国债支出，2020 年基建的狭义财政空间约有 3.2 亿元，与去年基本持平。不过需要注意的是，近年财政收支缺口不断增大，受疫情影响财政收入冲击加大，叠加今年继续推进减税降费措施，预算内财政资金仍有压力。

图表 29. 一般公共预算收支缺口增加



资料来源：财政部，中银证券

图表 30. 政府性基金收支缺口增加



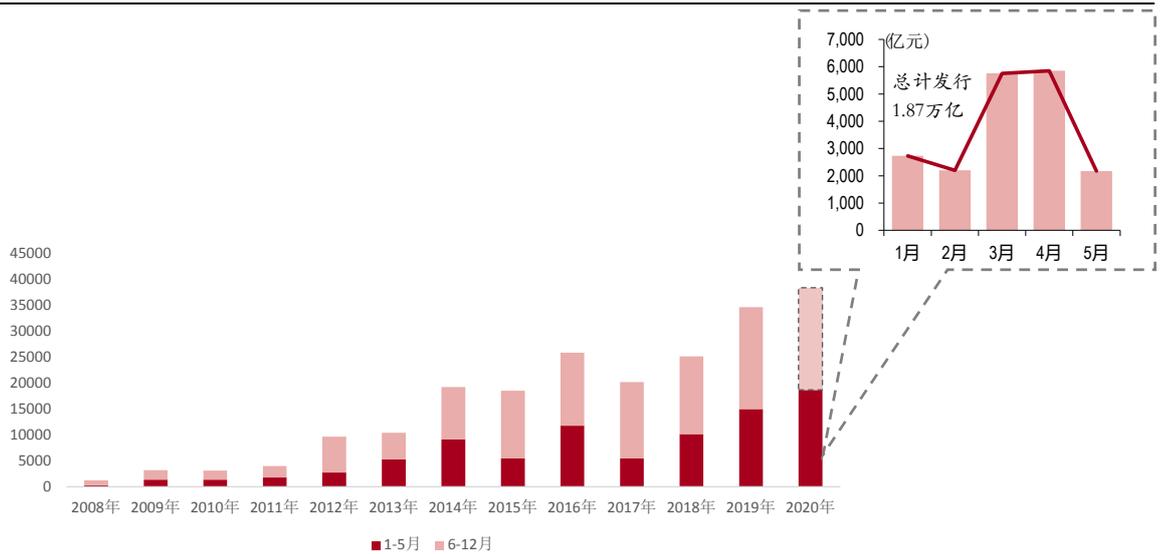
资料来源：万得，中银证券

2.2.2 广义财政空间

基建的广义财政空间我们可以考察城投债、PPP 项目和政府引导基金。目前基建政策大的方向是发挥基建托底经济的作用，补短板，不会用来大规模刺激经济增长。这个政策方向也会影响下半年广义财政资金的增量空间。下面我们来逐一分析。

城投债方面，我们预计 2020 年增量资金在 4,000 亿元到 8,600 亿元。2020 年 1-5 月份城投债发行 1.87 万亿元，较 2019 年 1-5 月份增加约 4,000 亿元。5 月 28 日总理在答中外记者问中指出目前推出的规模性政策主要用于纾困和激发市场活力，不是依赖上基建项目；中国经济结构发生很大变化，消费在经济增长中起主要拉动作用。按目前政策方向来看，更加注重经济结构的改善而非是大水漫灌。在这种情况下我们认为下半年城投债发行不会过快增长，从 5 月发行数据中我们也看到，5 月城投债发行量较 3-4 月有一个显著的下行。如果假设 1-5 月城投债增量为全年增量，那么城投债 2020 年增量为 4,000 亿元。如果假设 1-5 月份城投债增速为全年增速，那么 2020 年城投债增量为 8,600 亿元。但是不排除经济恢复大幅不及预期、预算内财政资金紧张，城投债发行提速的可能。

图表 31. 截至 2020 年 5 月 31 日城投债发行情况

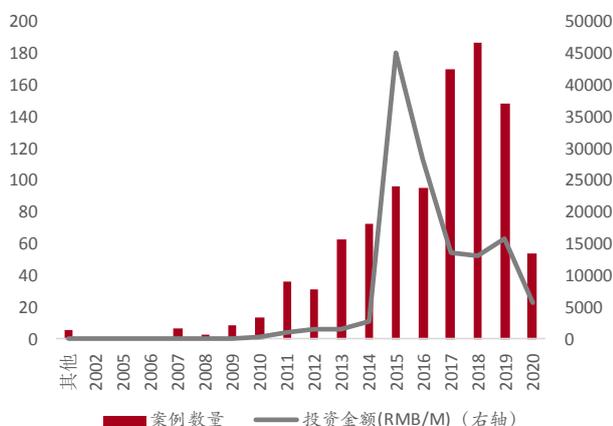


资料来源：万得，中银证券

PPP 项目总投资量和落地率稳定，我们假设对基建资金增量贡献较小。2017 年下半年到 2020 年 4 月 PPP 项目总规模维持在 17 万亿至 18 万亿之间，规模相对稳定。2019 年 PPP 落地率上升到 66%-68%，目前 PPP 的落地率在 67% 上下。PPP 项目总投资额相对平稳，落地率变化不大，整体看 PPP 项目投资额稳定，增量贡献相对较小。

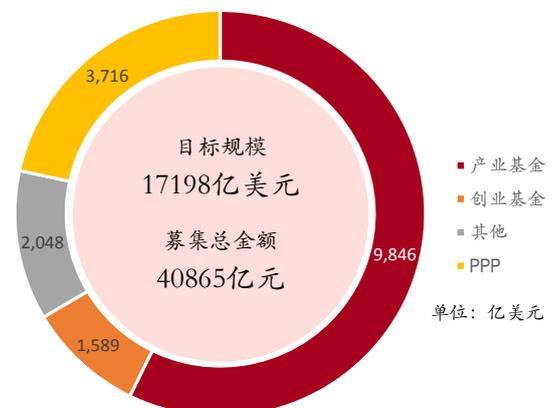
政府引导基金助力“新基建”。2014 年政府引导基金快速兴起，从存量资金上来看，政府引导基金目前规模约 4 万亿。根据清科报告显示，政府引导基金资金使用比例约为 50%，也就是说明，目前有 2 万亿元闲置资金。从政府引导基金直接使用的方向上看，约有 1% 的资金投向建筑工程方面，约有 60% 的资金投向高科技高技术方面。新基建更加注重政府引导，社会参与，我们认为政府引导基金未来在新基建领域将有所作为。但是受制于政府引导基金资金使用的流程相对较长，2020 年政府引导基金的项目落地速度尚难估计。

图表 32. 2014 年以来政府引导基金快速发展



资料来源：清科私募通，中银证券

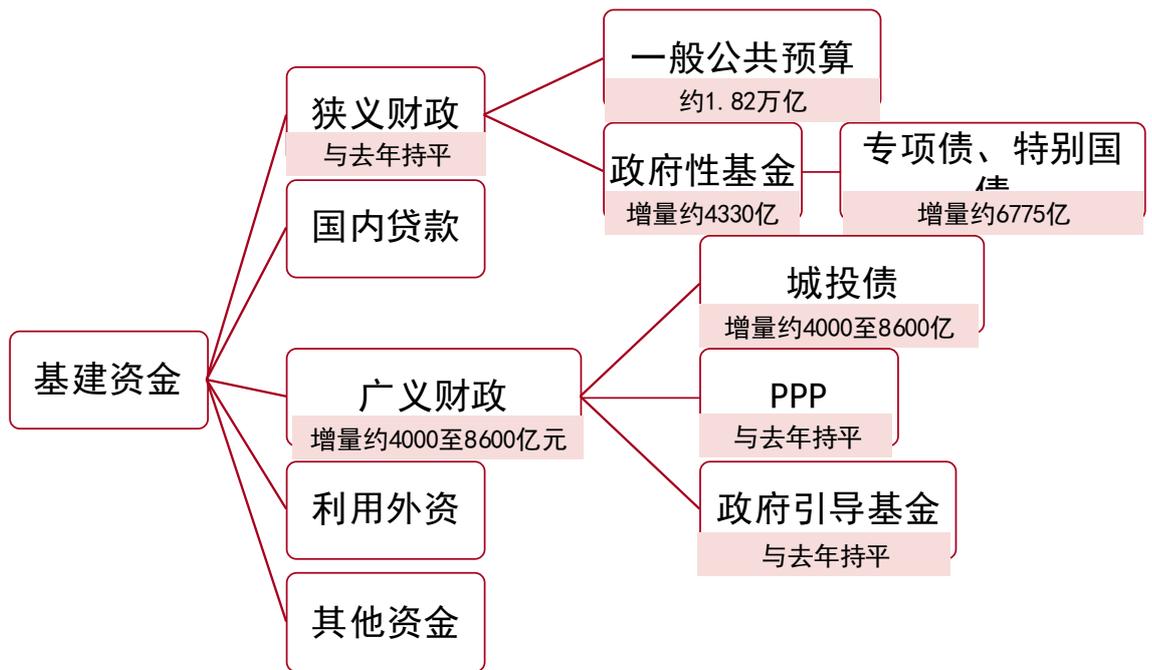
图表 33. 2019 年底政府引导基金募集总额约为 4 万亿元



资料来源：清科私募通，中银证券

整体上，在不考虑政府引导基金的情况下，我们认为 2020 年基建的广义财政增量约为 4,000 亿元至 8,600 亿元。考虑到资金转化为基建投资额需要 2-3 个季度，那我们估算今年约有 4,000 亿元增量资金转化为基建投资额。由于狭义及广义财政资金占基建来源的 60% 至 70%，我们按 60% 计算，今年基建投资增量约为 6,700 亿元，基建投资增速约为 3.7%。

图表 34. 2020 年基建财政增量空间



资料来源：万得，中银证券

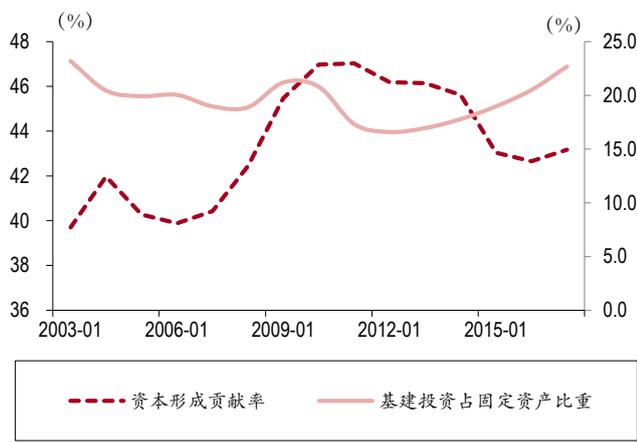
3. 基建对经济的拉动作用

简单来看，基建一方面能够满足人民生活水平提高的进一步需求，改善投资环境，促进经济发展；另一方面通过加强对基础设施的投入以扩大内需，使国民经济保持高速增长。

从宏观上看，支出法 GDP 中，资本形成占比在 40%至 50%之间，对经济增长的拉动作用也较高。而固定资产投资中，基建投资的占比约为 25%至 30%，是固定资产投资三个重要组成部分之一。

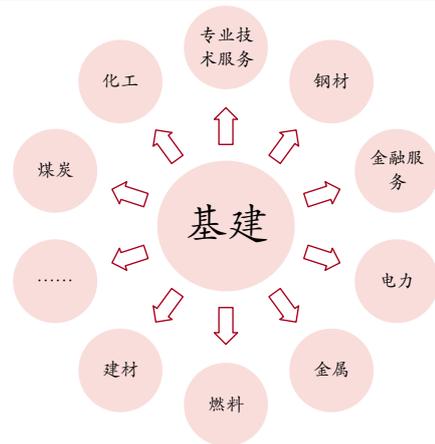
从中观上看，基建投资的产业链条也较长。从中间品投入上看，从制造业、电力热力到服务业都有涉及，中间品投入比例约为 70%到 80%。

图表 35. 基建在固定资产投资占比 20%以上



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 基建行业产业链条较长



资料来源：国家统计局，中银证券

3.1 投入产出框架下的基建产业链

3.1.1 投入产出分析框架及分析对象

本文主要从投入产出表的分析框架来分析基建的经济效益。我们首先简单介绍一下投入产出表的基本含义。投入产出表可以用来分析行业之间的联系。投入产出表共分为三个象限。第一象限为中间品象限， X_{ij} 表示第 j 部门中 i 部门的产品投入。第二象限是最终品象限，表示产品最终使用情况。第三象限初始投入象限，表示除中间品外各要素使用情况，也可以理解为各要素所创造的价值。

图表 37. 简化投入产出表

投入 \ 产出		中间品					最终品			进口	总产出
		部门1	部门2	...	农副产品 加工业	...	部门n	消费	投资			出口
中间投入	部门1	x ₁₁	x ₁₂	...	...	x _{1n}	f ₁₁	f ₁₂	f ₁₃	ex ₁	X1
	部门2	x ₂₁	x ₂₂	...	...	x _{2n}	f ₂₁	f ₂₂	f ₂₃	ex ₂	X2

	农林牧渔	→ b					c	d	e		

...	部门n	x _{n1}	x _{n2}	...	...	x _{nn}	f _{n1}	f _{n2}	f _{n3}	ex _n	Xn
初始投入	折旧	d ₁	d ₂	...	...	d _n					
	劳动报酬	l ₁	l ₂	...	...	l _n					
	生产税净额	t ₁	t ₂	...	...	t _n					
	营业盈余	p ₁	p ₂	...	...	p _n					
	增加值合计	V1	V2	...	...	Vn					
	总投入	X1	X2		Xj						Xn

注：

第一象限 中间品象限 第二象限 最终品象限 第三象限 初始投入象限

投入产出表中：

列，表示投入
行，表示产出

- b 从列角度看，农副产品加工业投入中包含了a/X_j比例的农林牧渔中间品
从行角度看，农林牧渔产出中有a/X_j的比例作为农副产品加工业的中间品使用
- c 从行角度看，农林牧渔产出中有b/X_i的比例用于消费
- d 从行角度看，农林牧渔产出中有c/X_i的比例用于投资
- e 从行角度看，农林牧渔产出中有d/X_i的比例用于出口

资料来源：国家统计局，中银证券

投入产出分析中，常用的系数有直接消耗系数矩阵 A 和完全消耗系数矩阵 B。其中，矩阵 A 中的第 ij 元素的公式如下：

$$a_{ij} = x_{ij} / X_j$$

完全消耗矩阵 B，由直接消耗矩阵计算而来，

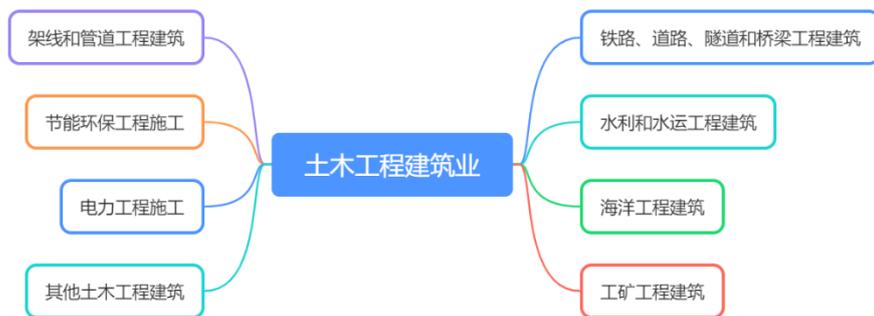
$$B = (I - A)^{-1} - I$$

在下面的分析中，我们将依赖于直接消耗系数矩阵及完全消耗系数矩阵来计算基建行业对经济的全面的影响。

3.1.2 土木工程建筑业

由于数据的可得性和代表性，我们选取土木工程建筑业作为基建投资的代表。根据统计局国民经济行业分类，土木工程建筑业包含铁路、道路、桥梁、水利等基建的多个领域。

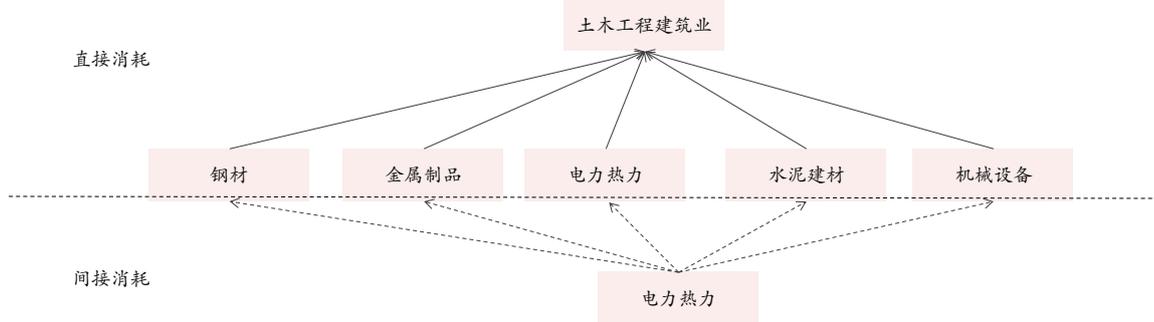
图表 38. 土木工程建筑业细分子行业



资料来源：国家统计局，中银证券

投入产出框架不仅可以分析土木工程建筑业的直接经济效益，还可通过产业间的关联分析其间接的经济效益。以土木工程建筑业的电力热力消耗为例，在土木工程建筑业的直接投入中电力热力投入占比约为 0.012，即 1 单位土木工程建筑产品直接消耗 0.012 单位电力热力。但是土木工程建筑业其他中间品如钢铁、水泥等产品的生产也会使用到电力热力。那么土木工程建筑业对电力的完全消耗系数为 0.09，意为 1 单位土木工程建筑产品，会消耗全社会 0.09 单位的电力。

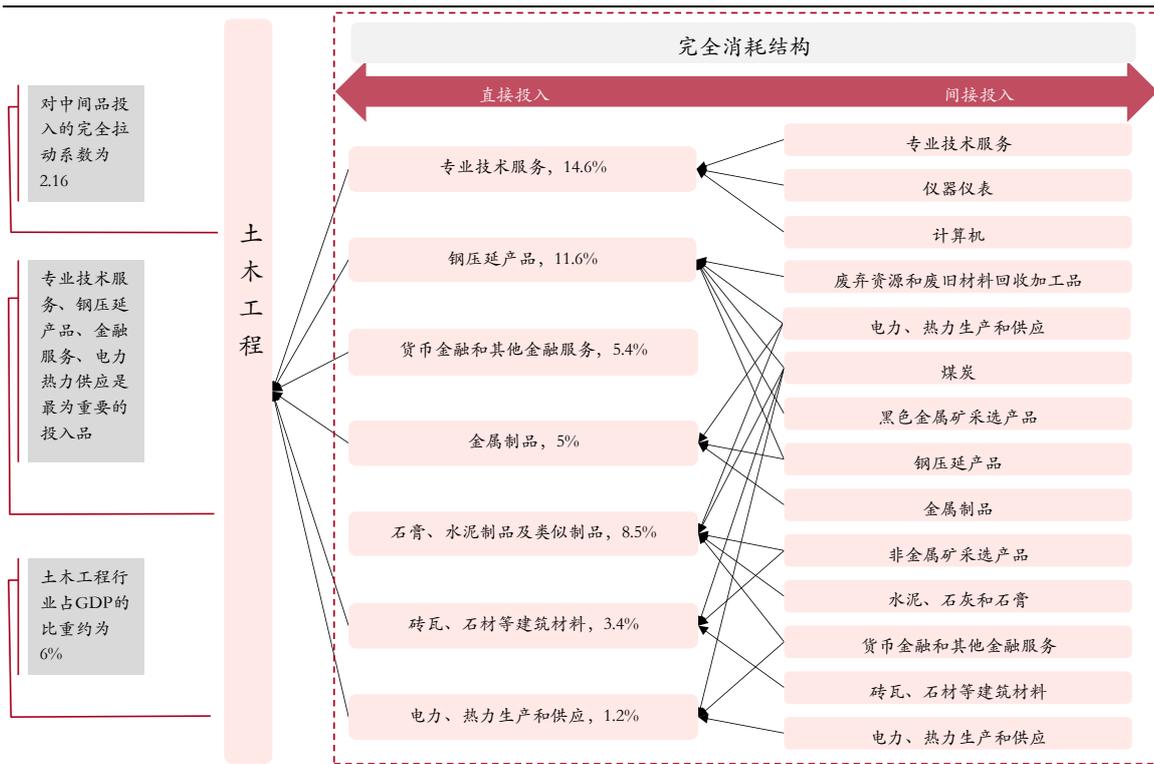
图表 39. 基建产业直接间接拉动作用



资料来源：中银证券

我们首先看工程建筑业的主要投入。从全行业来看，专业技术服务、钢压延产品、金融服务、金属制品、石膏水泥制品是中间投入中占比最高的五种投入，分别占比 14.6%、11.6%、5.4%、5%和 8.5%。但从工业品来看，钢材、金属制品、石膏水泥、其他建材以及电力热力是重要的中间品投入。

图表 40. 基建产业投入结构



资料来源：国家统计局，中银证券

3.2 基建的经济效益

在投入分析框架下，我们考虑基建投资对经济中不同部门的影响，进而测算出三部分的影响：包括直接效益、完全效益和诱导效益。我们主要分析工程建筑行业对经济总产出、GDP 以及就业的影响。整个计算过程需要用到直接消耗矩阵、完全消耗矩阵等系数，我们在之前的报告中也有所涉及。数据上我们使用最新公布的 2017 年 149 部门投入产出表。

3.2.1 测算方法

直接经济效应，表示由于工程建筑业的投入直接带来的行业总产出增加以及 GDP 的增长。计算公式如下：

$$DE_G = G \times \Delta Y = g_i \times \Delta y_j \quad (1)$$

$$DE_L = L \times \Delta Y = l_i \times \Delta y_j \quad (2)$$

其中， Δy 为工程建筑业增加的单位数， $j=102$ ； $G = (g_1, \dots, g_i, \dots, g_{149})$ ，为各行业增加值系数； $L = (l_1, \dots, l_i, \dots, l_{149})$ ，为各行业就业系数。

完全经济效应，既包含了工程建筑业的直接投入的影响，又包含了工程建筑业对经济的一层一层的间接影响。

$$CE_0 = U \times B \times \Delta Y_j \quad (3)$$

$$CE_G = G \times B \times \Delta Y_j \quad (4)$$

$$CE_L = L \times B \times \Delta Y_j \quad (5)$$

其中， B 为完全消耗矩阵， $U = (1, \dots, 1, \dots, 1)_{1 \times 149}$ 。

诱导效应，即工程建设增加了经济产出、增加就业、提高居民收入，同时居民再去消费，进一步刺激经济增长，产出增加。

$$H_0 = (U \times B \times \Delta Y) / (1-c) \quad (6)$$

$$H_G = (G \times B \times \Delta Y) / (1-c) \quad (7)$$

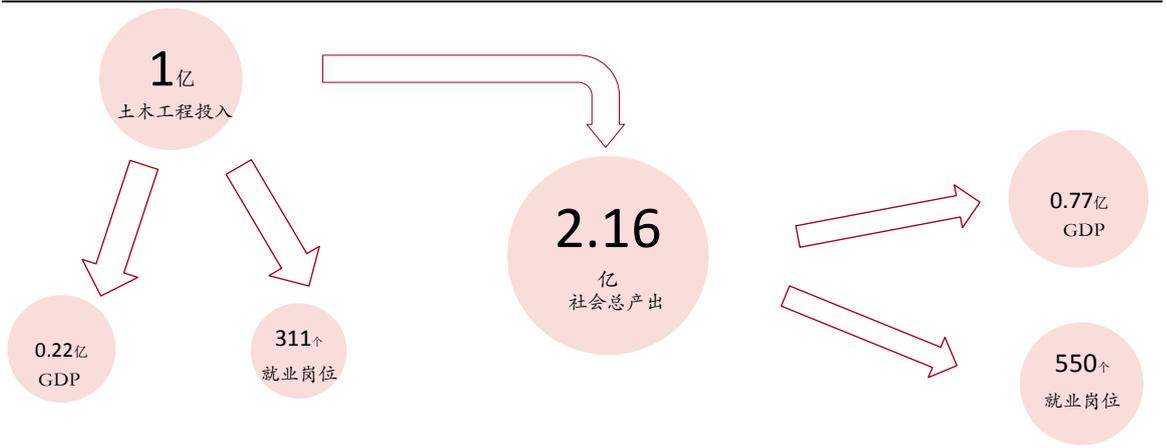
$$H_L = (L \times B \times \Delta Y) / (1-c) \quad (8)$$

其中， c 为居民的边际消费倾向。

3.2.2 测算结果

根据投入产出表计算结果，我们得到工程建筑业的经济效应数据。1 亿元土木工程建筑业投入，可以直接增加 0.22 亿元的 GDP，增加 311 个就业岗位。从整个经济层面看，1 亿元土木工程建筑业投入，可以带动整个经济增加 2.16 亿元社会总产出，可以增加 0.77 亿元的 GDP，同时增加全社会就业岗位 550 个。如果考虑到诱导影响，这里我们假设我国居民的边际消费倾向为 0.5，那么 1 单位土木工程投入可以增加 4.32 单位的社会产出，可以增加 1.55 单位的 GDP；而 1 亿元土木工程投入，可以增加 1,100 个就业岗位。

图表 41.1 亿元土木工程建筑业投入的经济效应



资料来源：中银证券

如果按照我们上面的估算，今年基建增速为 3.7%，增量资金约为 6,700 亿元，那么会直接拉动 GDP 增长 0.15 个百分点，增加工作岗位约 208 万个；直接加上间接影响会拉动 GDP 增长 0.52 个百分点，增加工作岗位约 360 万个。

3.2.3 数据模型的局限性

针对本文使用的数据模型，有以下几点说明。1) 统计局每 2 至 3 年公布一次国民经济投入产出。本文使用最新公布的 2017 年投入产出表数据。我们假设 2017 年到 2020 年社会经济结构在优化，但是短期未有重大结构性调整。2) 投入产出模型是线性模型，根据边际效用递减原理，计算出经济效益存在高估可能。

总结

基建与经济具有较高的同步性，同时又具有很强的逆周期调节及稳定作用。近年，传统基建取得长足发展。综合交通网络不断完善，运力显著提升。公共领域投入持续增加，环境及社会服务极大改善。但是随着经济结构调整升级，传统基础设施的范围不能完全满足经济发展和社会需求，“新基建”的概念被广泛提及。“新基建”代表未来发展方向，但与传统基建相比，“新基建”建设投资数额并不高。我们认为“新基建”代表方向，“旧基建”代表总量。

我们从基建的资金来源入手分析 2020 基建财政资金空间的增量情况。根据财政空间增量估算 2020 年基建增速，并根据基建的经济效益，分析 2020 年基建对经济的贡献如何。

基建资金来源较为多元化，包括国家预算资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他资金。自筹资金是我国基建资金的主要来源。自筹资金自 2011 年起占比均超过 50%，但是近两年由于增速不及其他渠道，占比有所下降。国家预算资金占比不断增加。一般公共预算支出稳中有升。政府性基金收支专款专用，其中基建支出比例约为 3.5%至 5.5%。国内贷款资金来源变化较大。本文将国家预算内资金定义为狭义的财政空间，将自筹资金中的城投债、PPP 项目和政府引导基金定义为广义的财政空间。

我们估计 2020 年基建的财政空间增量约有 4,000 亿元至 8,600 亿元。我们主要分析 2020 年一般公共预算、政府性基金、地方政府专项债和特别国债的增量空间。2020 年基建的狭义财政空间约有 3.2 万亿元，与去年基本持平。基建的广义财政空间我们可以考察城投债、PPP 项目和政府引导基金。我们认为 2020 年基建的广义财政增量约为 4,000 亿元至 8,600 亿元。

考虑到资金转化为基建投资额需要 2-3 个季度，那我们估算今年约有 4,000 亿元增量资金转化为基建投资额。由于狭义及广义财政资金占基建来源的 60%至 70%，我们按 60%计算，今年基建投资增量约为 6,700 亿元，基建投资增速约为 3.7%。

本文主要使用投入产出表的分析框架来分析基建的经济效益。从数据的可得性和代表性，我们选取土木工程建筑业作为基建投资的代表。从全行业来看，专业技术服务、钢压延产品、金融服务、金属制品、石膏水泥制品是中间投入中占比最高的五种投入，分别占比 14.6%、11.6%、5.4%、5%和 8.5%。只从工业品来看，钢材、金属制品、石膏水泥、其他建材以及电力热力是重要的中间品投入。基建增长将直接拉动这行业的需求。

根据投入产出表计算结果，我们得到工程建筑业的经济效应数据。1 亿元土木工程建筑业投入，可以直接增加 0.22 亿元的 GDP，增加 311 个就业岗位。从整个经济层面看，1 亿元土木工程建筑业投入，可以带动整个经济增加 2.16 亿元社会总产出，可以增加 0.77 亿元的 GDP，同时增加全社会就业岗位 550 个。如果按照我们上面的估算，今年基建增速为 3.7%，增量资金约为 6,700 亿元，那么会直接拉动 GDP 增长 0.15 个百分点，增加工作岗位约 208 万个；直接加上间接影响会拉动 GDP 增长 0.52 个百分点，增加工作岗位约 360 万个。需要注意的是由于投入产出模型是线性模型，因此计算结果可能存在高估的可能。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371