

## 基建投资资金从哪来？

### 摘要：

4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。同时，4月29日召开的中央政治局会议中也指出，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。当前，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，基建成为政府稳增长的重要抓手。因此，本文详细对基建投资的资金来源进行详细分解和跟踪，以便于对于当下的基建投资情况做出研判。

对于基建的定义，从国家统计局的相关报告中可以总结出，广义基建涵盖四类行业，包括公共事业（电力热力燃气及水的生产和供应），交通运输邮政业，水利环境和公共设施管理，以及信息传输业（电信、广播电视和卫星传输服务业）。其中水利环境和公共设施占比最高接近5成；交通运输邮政业占比其次，约33%；公共事业占比17%左右；而信息传输业占比较小，不到2%。

基建的资金来源主要可以分为财政资金和社会资金。根据统计局披露，固定资产投资来源主要分为国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五大项。其中，国家预算内资金主要观察一般预算支出和政府性基金预算支出中的专项债支出；而国内贷款主要观察银行贷款、非标等信托类贷款以及PPP项目融资情况；其他资金中主要观测城投债融资情况。

根据对于资金来源的分析，我们发现近年来由于对地方政府隐性债务的严监管以及资管新规的落地，预算内资金投放所能撬动的社会端融资减少，总体融资杠杆走窄，导致基建投资不及预期。因此后续需要持续关注预算内资金对于基建的支持力度以及地方债务监管是否存在边际放松的可能性。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员：

吴嘉颖 FICC 组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

## 基建投资的发展

过去几十年中，在城市化进程持续加快的浪潮下，基建投资作为我国固定资产投资中的主要项目之一，对于我国经济增长具有重要拉动力。4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。同时，4月29日召开的中央政治局会议中也指出，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。当前，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，**基建成为政府稳增长的重要抓手。**

对于基建的定义，从国家统计局的相关报告中可以总结出，广义基建涵盖四类行业，包括**公共事业**（电力热力燃气及水的生产和供应），**交通运输邮政业**，**水利环境和公共设施管理**，以及**信息传输业**（电信、广播电视和卫星传输服务业）。公共事业在广义基建中占比约17.6%，其中电力热力的生产供应占比12.7%、水的生产和供应占比约3.4%、燃气的生产和供应占比约1.5%。而交通运输邮政业在广义基建中占比约33.9%，其小项中道路运输业包含公共交通运输、公路旅客运输、道路货物运输，道路运输辅助活动，共占比22.1%。其余小项包含铁路运输业（4.4%）、仓储业（3.9%）、航空运输业（1.4%）、水上运输业（1.1%）、装卸搬运业（0.6%）、管道运输业（0.2%）以及邮政业（0.2%）。水利环境和公共设施管理业在广义基建中占比约47%，是基建中最主要的项目；其小项中公共设施管理主要包含排水系统、路灯、道路、桥梁、隧道、广场等市政设施管理，占比约39%。其余小项包含水利管理业（5.8%）以及生态保护和环境治理业（1.5%）。最后信息传输业占广义基建占比较小，仅为1.4%，不作为主要讨论项目。此外，国家统计局与万得对于广义基建的统计口径略有不同。具体来看，官方口径中不包括万得交通运输邮政业中的仓储业分项和电信、广播电视和卫星传输服务业中的软件和信息技术服务业分项，但由于这两个分项的占比较低，分别为3.9%和1.4%，因此本报告为了方便数据展示，将统一采用万得中的统计口径。

回顾2004年至2020年的广义基建年度增速数据可以发现，我国基建投资主要分为四个阶段。基建的周期变化更多受政策影响，在内外经济环境发生变化时，基建将发挥托底作用。

- **2004年至2008年：全面快速发展阶段**

在国内经济持续高速发展的背景下，基建在全面推进的同时，向中西部地区有所倾斜，资金来源渠道呈现多样化。国家一方面采取积极措施加大政府对基础产业和基础设施建设的投入，另一方面，鼓励外资和民营资本对基础产业和基础设施项目投资，使我国基础产业和基础设施水平又有了大幅提高，人民生活环境和城乡面貌得到明显改善。

- **2008年至2011年：四万亿大基建**

进入 2008 年，为应对国际金融危机对于国内经济造成的冲击，我国发行 4 万亿元的投资规划以扩大内需，使得 2009 年全年基建投资增速创下新高，同比增速拉升至 45% 以上。该轮基建投资方向主要是交通运输、仓储和邮政等行业，成为 2009 年 GDP 的主要贡献项（2009 年固定资产投资对 GDP 的同比增长贡献率达到 90% 以上）。

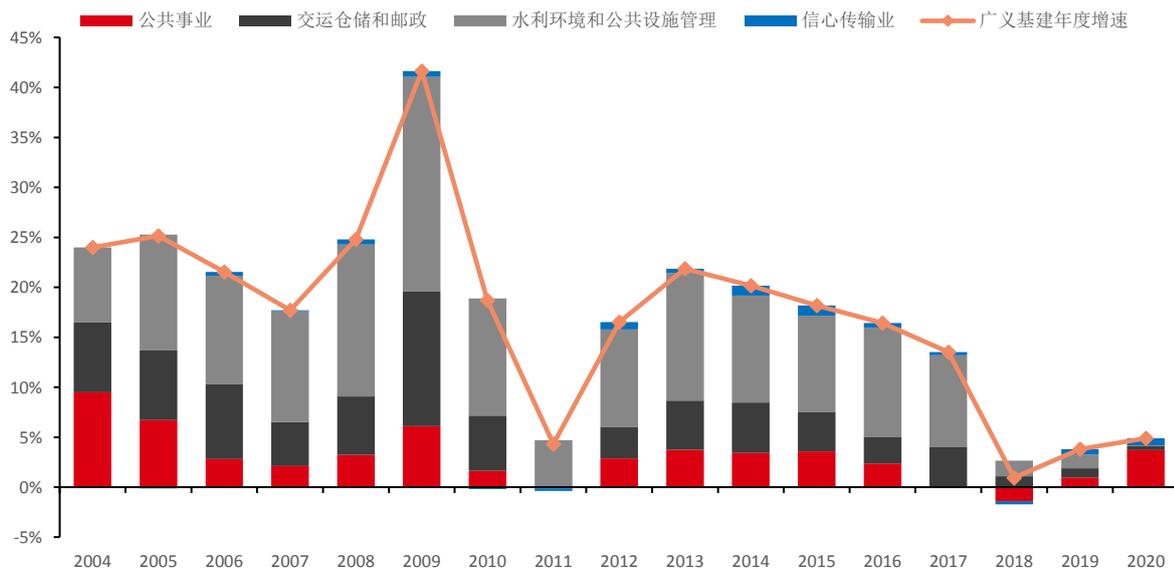
• **2011 年至 2017 年：经济内生动能减弱，基建投资稳经济**

2011 年后，欧元区主权债务危机爆发、美国失业率居高不下，全球经济动能减弱，对我国外贸出口造成较大影响。同时，我国人口红利逐渐消散，经济内生增长动力不足，国内需求增速走缓。为了刺激内需，国家全力推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目。因此，基建投资增速从 2012 年 2 月的 -2.4% 回升至 2013 年 3 月的 25.6%，2012 年至 2016 年，中国基建投资年均复合增长 18%。同时，自 2016 年开始，为了鼓励社会资金注入基建项目的投入，国家开始推行 PPP（政府和社会资本合作）模式，基建投资增速实现高位企稳，2016 年广义基建投资增速维持在 15% 以上。

• **2017 年至 2021 年：隐性债务监管加强**

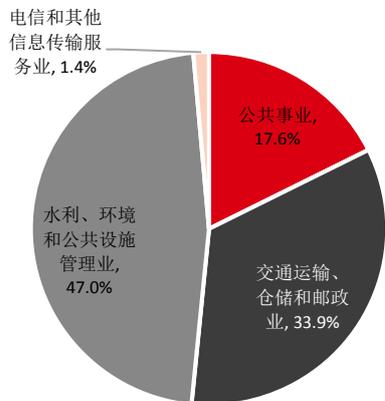
2017 年 7 月起，国家明确规定要严控地方债务增量，并妥善化解积累的地方债务风险，从严政治隐性债务。在降杠杆、严监管的政策背景下，地方隐性债务增速回落明显。根据 IMF 数据显示，2017 年隐性债务增速维持 37% 的高速增长，但 2018 年增速回落至 20%，且持续走低，政策作用明显。受此影响，基建增速快速回落，2018 年以来持续个位数增长。

图 1： 广义基建年度增速及分项增速走势 单位：%



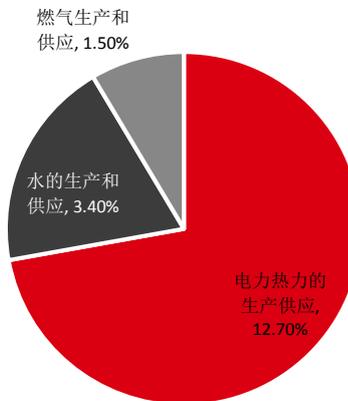
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 广义基建分项占比 单位: %



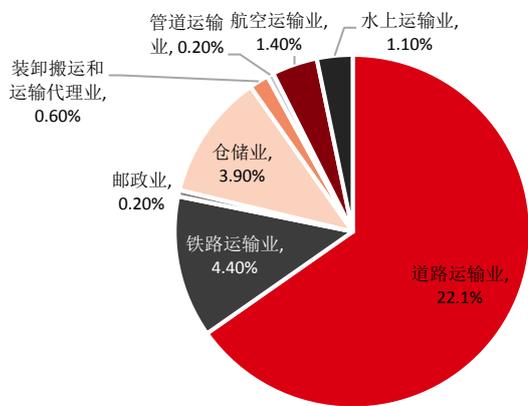
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 公共事业分项中各小项占比 单位: %



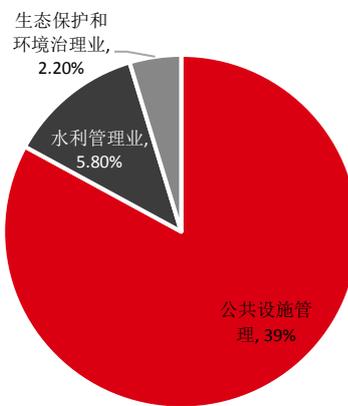
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 交通运输、仓储和邮政业分项中各小项占比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 水利、环境和公共设施管理分项中各小项占比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

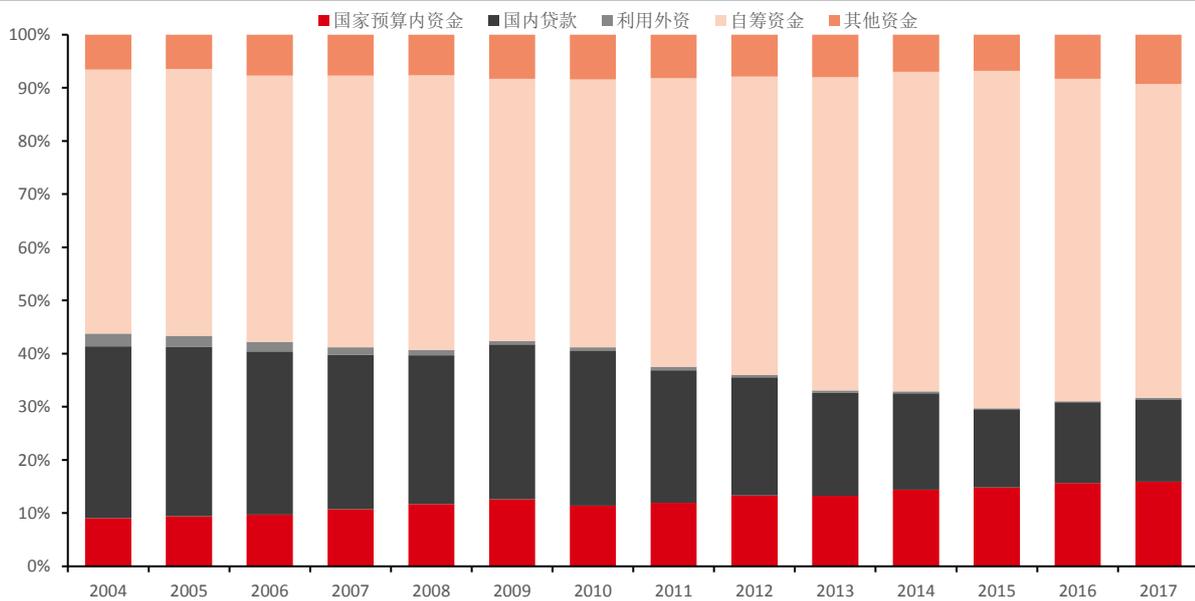
## 基建的五大资金来源

基建的资金来源主要可以分为财政资金和社会资金。根据统计局披露，固定资产投资来源主要分为国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五大项。1) **国家预算内资金属于财政资金，包括一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。**其中一般预算中用于固定资产投资的部分包括基建投资、车购税、灾后恢复重建基金和其他财政投资。各级政府债券也应归入国家预算资金。2) **国内贷款属于社会资金，主要指报告期固定资产投资项目单位向银行及非银行金融机构借入用于固定资产投资的各种国内借款，包括银行贷款、非银行金融机构贷款、通过银行理财产品和信托产品筹集的资金。**而其中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（包括煤代油贷款、劳改煤矿专项贷款等），地方财政专项资金安排的贷款、国内储备贷款、周转贷款也属于国内贷款范畴。3) **利用外资属于社会资金，指报告期收到的境外（包括外国及港澳台地区）资金(包括设备、材料、技术在内)。**包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资。不包括我国自有外汇资金(国家外汇、地方外汇、留成外汇、调济外汇和中国境内银行自有资金发放的外汇贷款等)。其中各类外资按报告期的外汇牌价的中间价折成人民币计算。4) **自筹资金属于社会资金，是指在报告期内筹集的用于项目建设和购置的资金。**包括企事业单位自有资金、股东投入资金和借入资金三类。其中企事业单位自有资金、股东投入资金属于属于权益性资金（内源融资+外源股权融资），而借入资金则属于债务性资金（外源债权融资）。5) **其他资金属于社会资金，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。**另外，需要注意的是，2006年后统计局将“债券”这项资金来源归进了其他资金中，因此城投债融资在2006年以后也计入其他资金范畴。

由于统计局未公布2017年以后的数据，我们观察2004年至2017年广义基建中国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资、其他资金五类资金来源的占比趋势走势可以发现，**国家预算资金、自筹资金占比在不断提升，而国内贷款的比例则逐渐下行，利用外资项目占比较小且出现走窄趋势。**我们认为国内贷款占比逐步走弱而自筹资金占比不断提升的主要原因是由于企业在实际中可能出于财务、工商手续方面的考虑，把部分银行贷款算作了自筹资金范畴，所以国内贷款在基建资金来源的占比可能有所低估。截止2017年以来资金来源占比分别为16.1%、15.6%、0.3%、58.6%、9.4%。此外，观察至今仍在更新的城市市政公用设施建设五类资金来源占比趋势可以发现，**近几年预算内财政资金占比逐步上升，而受到地方隐性债务强监管的持续影响，国内贷款与自筹资金两类融资来源占比逐步走低，侧面说明财政资金可撬动的杠杆比率持续下降。**

图 6: 广义基建投资五大资金来源占比变动

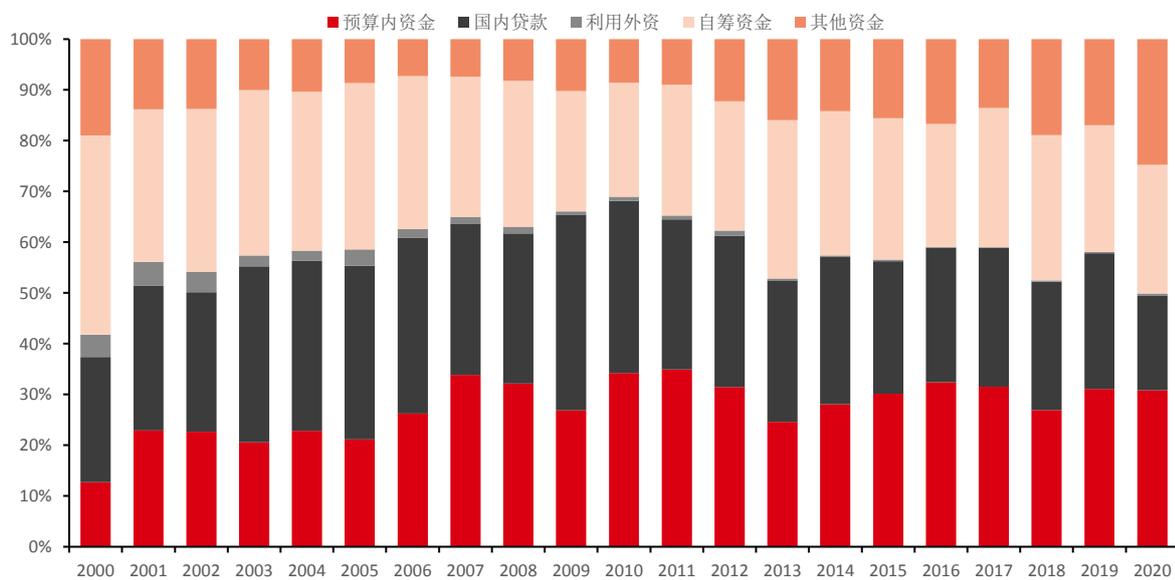
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 基建项目中城市市政公用设施建设投资五大资金来源占比变动

单位: %

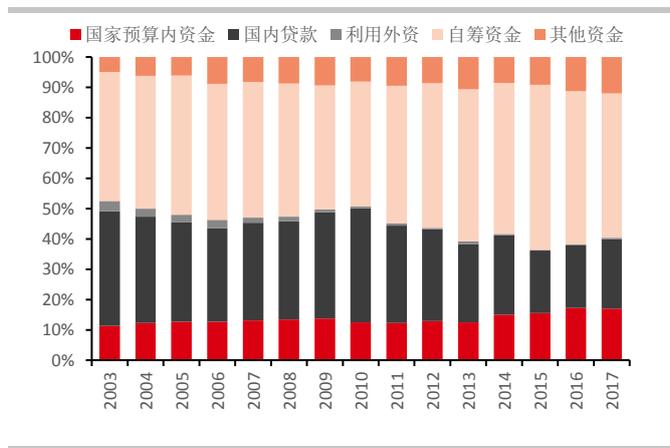
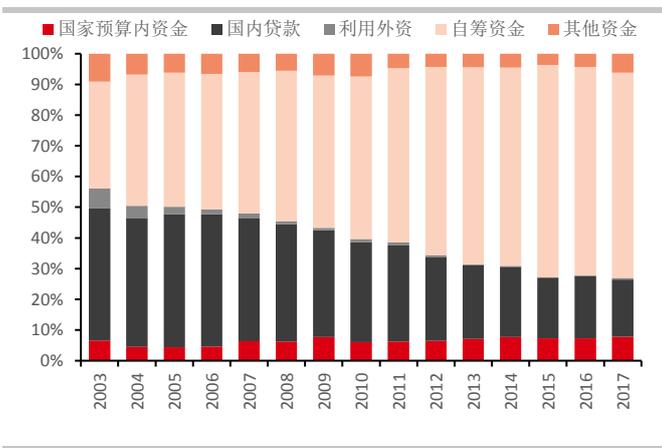


数据来源: Wind 华泰期货研究院

从基建的四大分项来看，交通运输邮政业与水利环境和公共设施管理业对于财政资金的依赖度较高，达到 10% 以上。而公共事业与信息传输业基建对于财政资金的依赖度较低，主要通过市场化融资完成。主要原因是由于交通运输邮政业建设周期较长、普遍回款速度较慢，因此财政资金所撬动的杠杆率偏低；水利环境和公共设施管理业基建更偏向于公益类基础设施，因此更依赖于财政资金的投放。而公共事业（电力热力燃气及水的生产和供应）类与信息传输类基建普遍建设周期短，且使用者付费频率较高，回款周期快，因此对财政资金的依赖度低。

图 8： 公共事业基建资金来源变动 单位：%

图 9： 交通运输邮政业基建资金来源变动 单位：%

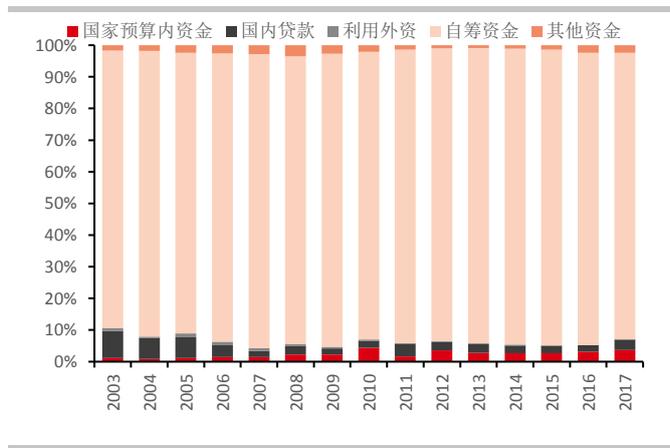
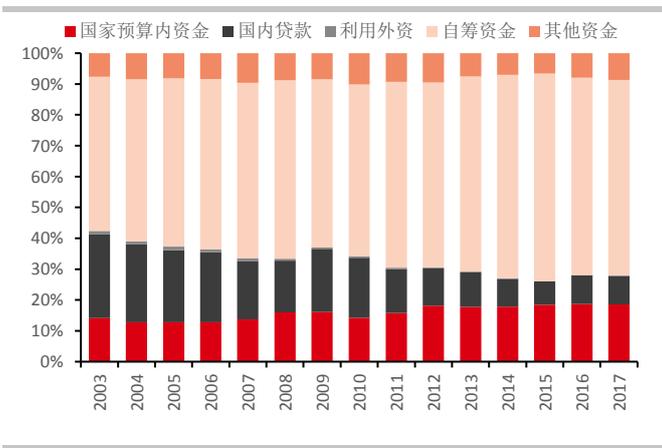


数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 水利环境和公共设施管理基建资金来源变动 单位：%

图 11： 信息传输业基建资金来源变动 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 基建融资之财政资金

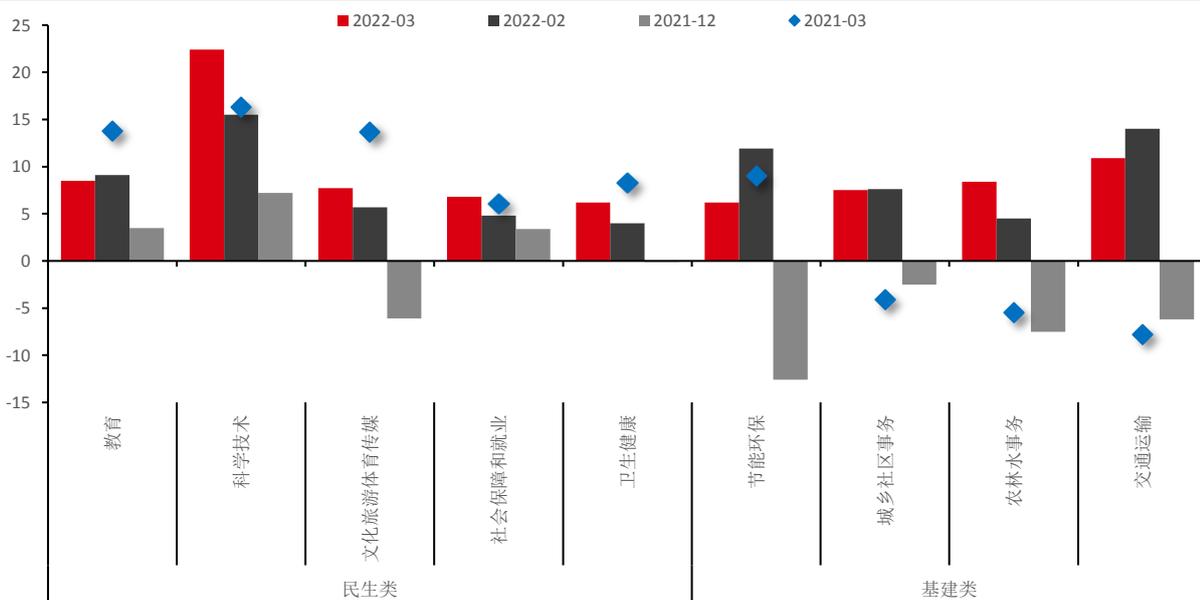
### 财政资金：一般公共财政支出

一般公共财政支出中主要分为民生类支出和基建类支出两大项目，其中基建类支出中包含节能环保、交通运输、城乡社区支出以及农林水事务支出四个类别，这四类支出在支出预算中的占比近年来稳定在 27% 左右。但这四大类别中并非所有支出都与基建存在高相关性。如城乡社区支出中，与基建有关的主要是城乡社区公共设施，占比约为 45%-50%，其余部分则属于民生类支出。由于本文主要观察趋势变化，因此不做细分。

根据财政部公布的 2022 年财政预算，2022 年中央基本建设支出预算数为 6400 亿元。其中，2022 年中央本级支出预算数为 1450 亿元，主要用于支持交通运输、科技创新、部门自身能力建设等中央本级重点投资领域和重大项目建设，并按规定落实到具体项目。回顾 22 年一季度，财政支出在基建端开始发力，一改去年同比持续走负的趋势，一季度四类基建支出累计同比持续提速，其中节能环保类支出同比增 6.2%，城乡社区事务类支出同比增 7.5%，农林水事务同比增 8.4%，交通运输类支出同比增 10.9%。但是，由于当前国内疫情反复，国内经济下行压力较大，居民消费与收入双双承压。财政支出虽然发力，受预算金额有限限制，更多着力于民生类支出，3 月基建类支出占总财政支出的 21.4%，同比下滑 2 个百分点。后续来看，预计未来各地方将加大力度“六保六稳”，一般公共财政支出将向民生类明显倾斜，而对基建端支撑有限。预计财政对基建的支撑将更依赖于以专项债为主的政府性基金支出。

图 12： 2022 年以来一般公共财政支出分项累计同比走势

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 财政资金：政府性基金支出——新增专项债

地方专项债是基建的重要资金来源，当前地方专项债属于政府性基金支出项目中。地方专项债按照用途可分为新增专项债和置换专项债两种，目前只有前者能为基建投资提供增量资金，因此新增专项债也是我们主要研究的对象。

2022 年以来，中央会议上多次提到关于地方专项债的使用管理。1 月 10 日国常会中表示，把稳增长放在更加突出的位置，坚定实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资按照资金跟着项目走的要求，尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。抓紧发行今年已下达的专项债，撬动更多社会投资，力争在一季度形成更多实物工作量。3 月 30 日国常会再度提及专项债：用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措。一要抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜。二要更好发挥专项债效能。合理扩大专项债使用范围。坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量。三要用改革的举措、市场的办法，发挥专项债“四两拨千斤”作用，吸引更多社会资本投入，支持民营企业投资。四要加强资金管理，防止沉淀闲置，严禁违规兴建楼堂馆所、形象工程。五要统筹把握国债、地方债发行。4 月 29 日政治局会议中会议要求“全力扩大内需，发挥有效投资的关键作用和消费对经济循环的牵引带动作用，全面加强基础设施建设”。政治局会议明确要继续力争实现年初预期目标，扩大内需是关键，重点推动有效投资和消费发力，其中全面加强基础设施建设与前日中财委会议保持一致，重点加强网络型基建、产业升级基建、城市及农村基础设施、以及国家安全基础设施，通过各地区各部门协同推动，强化土地、用能、环评等保障有助于基建发力维稳经济、就业。

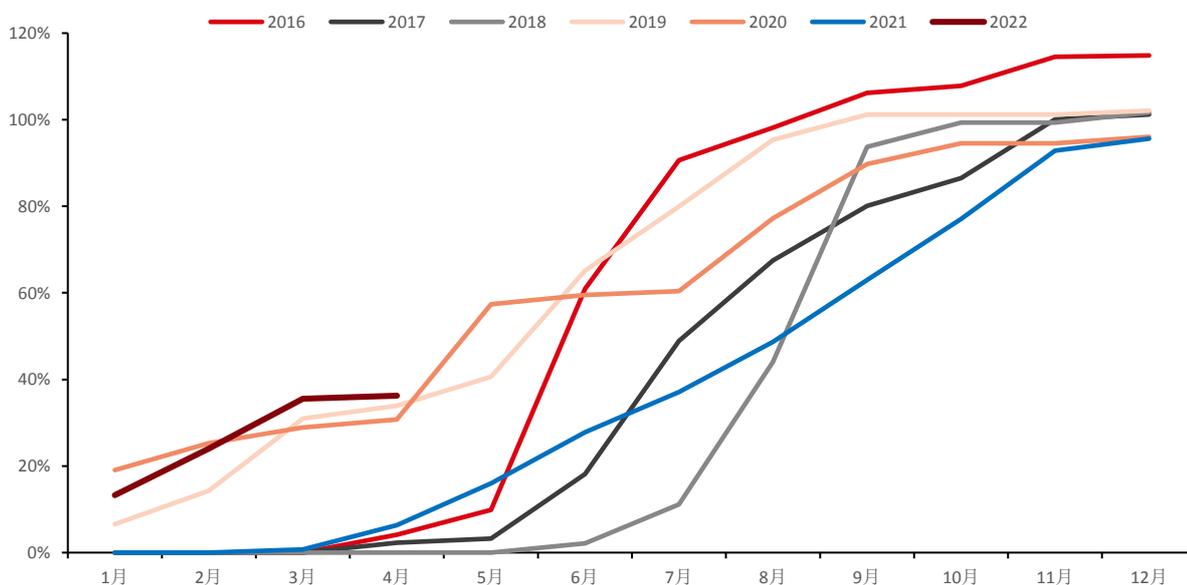
当前专项债提前批已完成 90%，全年进度完成 36.2%。截至 4 月 25 日，今年新增专项债累计发行 1.3 万亿元，今年提前批次专项债共 1.46 万亿元，占比达到 90.9%。对比往年，2019 年与 2020 年财政情况与今年较为相似，属于财政前置发力托底经济，从专项债发行完成政府预算进度来看，今年截止 4 月底新增专项债发行额度为 3.65 万亿元，当前发行占比约 36.2%，为 2016 年以来同期最高水平。

专项债投向基建的比例超过 60%。根据财政部官方报告，专项债资金主要有九大流向，分别是：市政和产业园区、交通基础设施、社会事业、保障性安居工程、农林水利、生态环保、能源城乡冷链物流、土储及其他，其中市政和产业园区、交通基础设施、农林水利、生态环保、能源城乡冷链物流五项属于基建类投资，而其余四项属于民生类投资。从近四年的专项债流向观察可以发现，受政策引导专项债投向重点不断变化。2019 年时，专项债主要发力在以棚改为主的保障性安居工程和土储两个项目上，两项合计占比达到 64.4%。

因此，2019年专项债对基建的拉动作用比较有限。但2019年9月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议时，明确指出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。2020年3月，明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。5月，监管开始允许棚改项目发行专项债，但仅限于存量在建项目，且需纳入省级棚改名单。因此进入2020年后，土储专项债几乎消失，保障性安居工程专项债也出现明显缩减，而市政和园区、交通基础设施和社会事业三大投向成为专项债新的发力点，专项债投向基建占比维持在60%以上。截止2022年4月底，新增专项债投向市政和产业园区的比重超30%，投向交通基础设施的比重接近20%。

图 13: 2016 年以来地方新增专项债发行进度一览

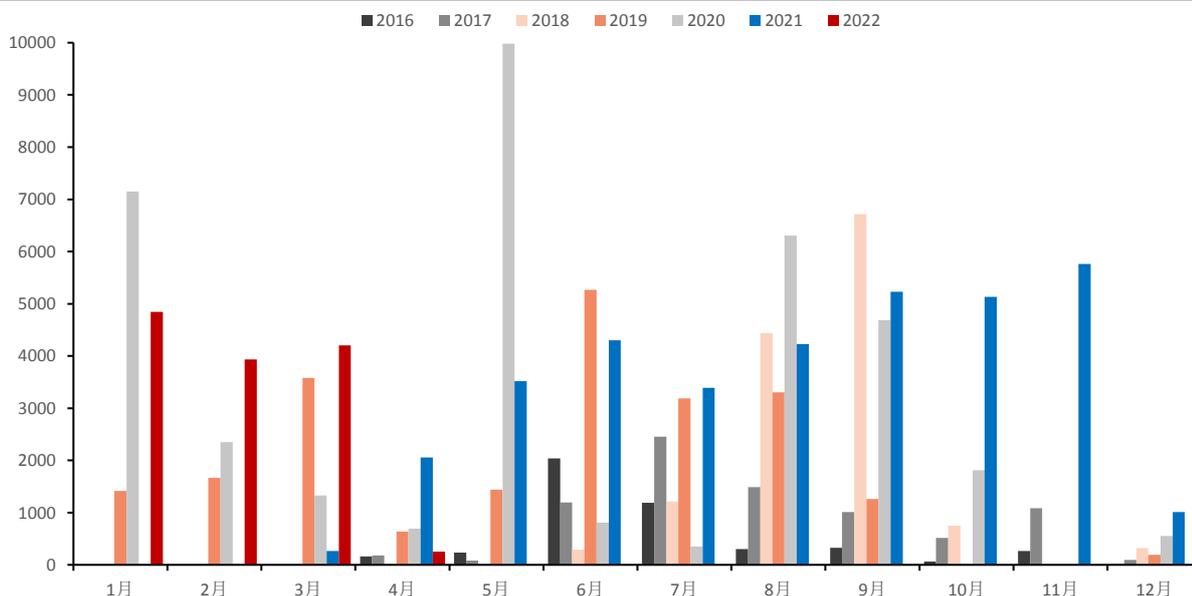
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 2016 年以来地方新增专项债发行情况一览

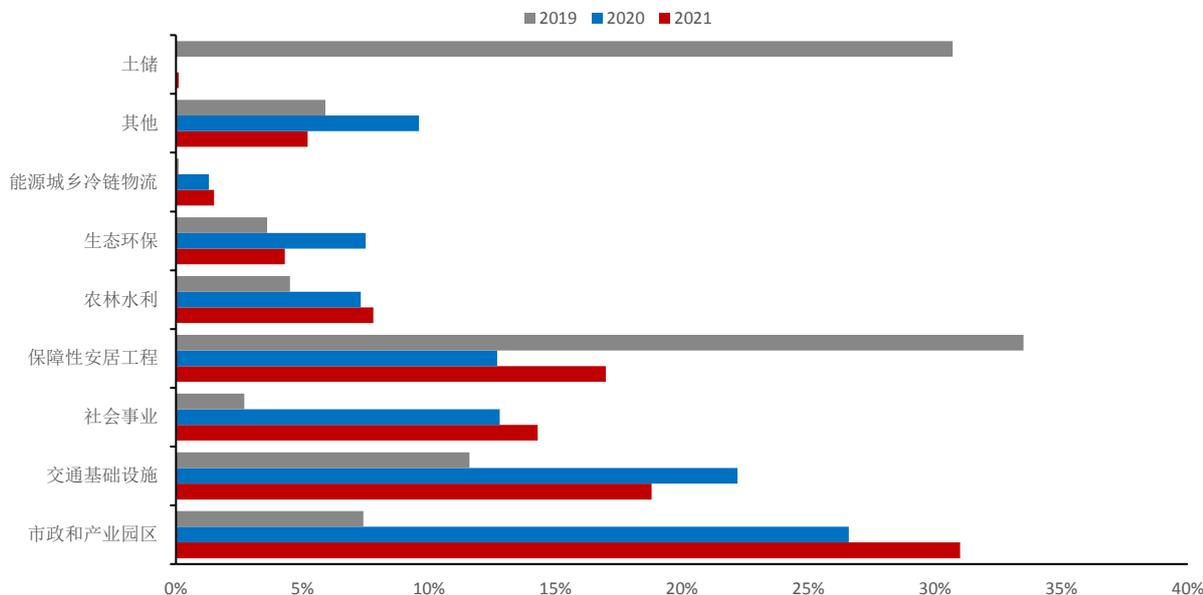
单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

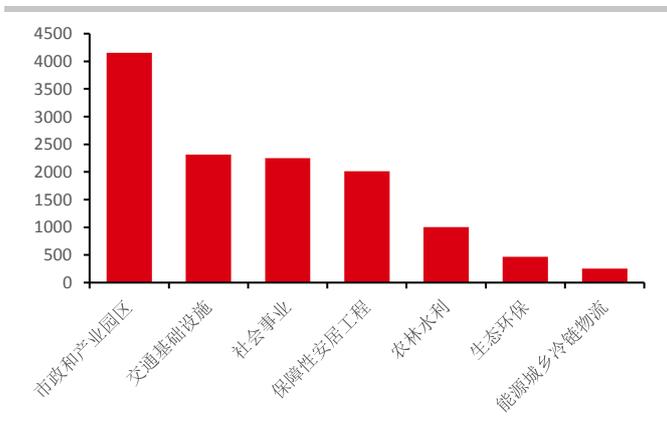
图 15: 2019、2020 和 2021 年专项债流向占比

单位: %



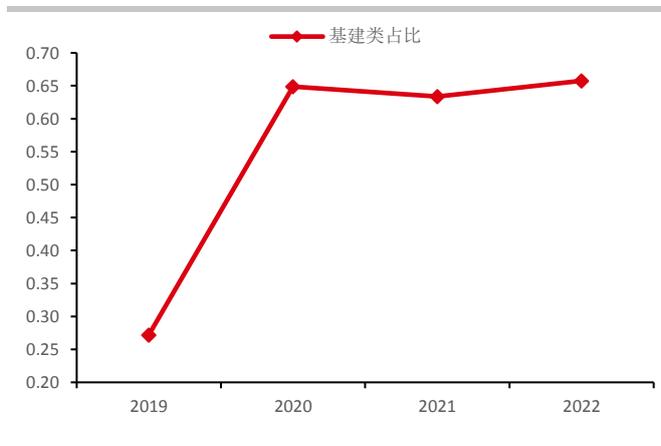
数据来源: Wind 财政部 华泰期货研究院

图 16: 2022 年一季度专项债资金流向 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 2019 年至 2022 年一季度专项债资金流向基建占比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 基建融资之社会资金

### 国内贷款：银行贷款

当前市场没有明确的数据追踪银行贷款资金对于基建融资的支撑，因此我们根据央行曾经披露的一些信息来测算银行贷款对基建融资的支撑。首先，央行在2011年披露了《2010年金融机构贷款投向统计报告》，其中主要金融机构（以银行为主）基础设施行业本外币中长期贷款新增了1.65万亿元，占当年全部新增本外币贷款的20%左右。此外，根据央行不完全披露的中长期贷款投向基础设施分项的同比走势可以发现，由于2010年正值国家四万亿大基建时期，因此基建中长期贷款同比增速显著走高，目前基建占全部新增本外币贷款占比应该较当年有明显回落，我们预测当前基建贷款占本外币全部新增贷款的15%左右。

另外，我们通过追踪央行发布的季度基础设施贷款需求指数发现，基建贷款需求与国家政策导向关系较大。2017年下半年起至2019年受地方隐性债务严监管的影响，基建发力不及预期，因此贷款需求指数也有所走弱；而2020年受新冠疫情影响，国家推动基建发力稳定经济，因此基建贷款需求有一定回升。今年作为十四五规划重大项目逐步落地的重要开端年，在当前经济外部环境复杂、内需不稳的背景下，我们观察到一季度基建贷款需求指数回升明显，创疫情前的新高，体现政策端通过刺激基建投资稳增长、稳经济的决心。

图 18: 基础设施贷款需求指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 基建两大分项中长期贷款同比走势 单位: %

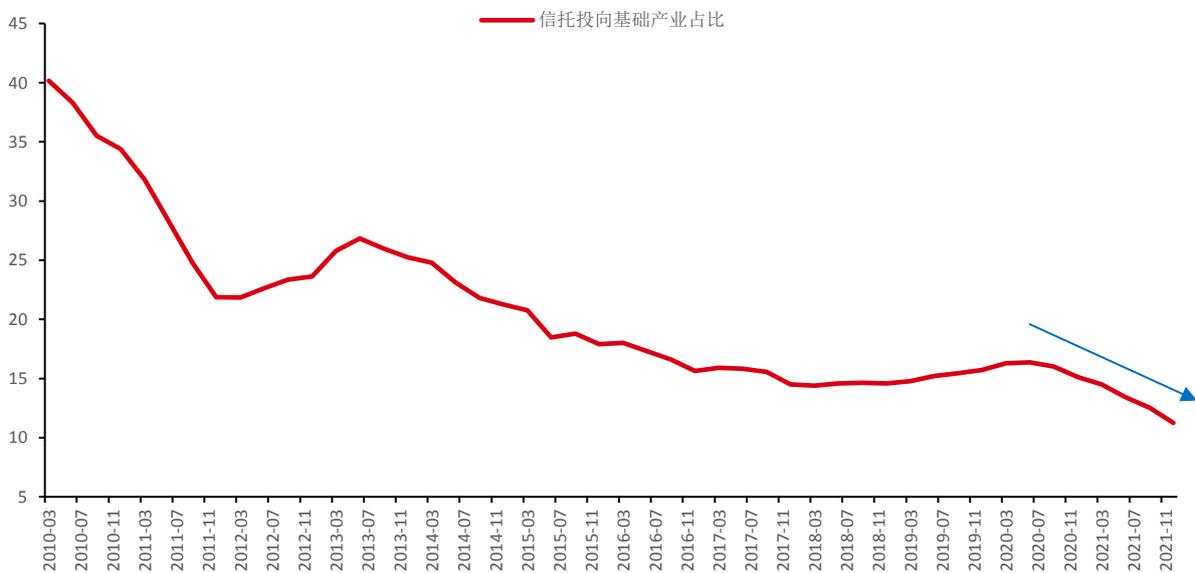


数据来源: Wind 中国人民银行 华泰期货研究院

### 国内贷款：信托贷款

关于非标资产中有多少资金流向了基建，由于委托贷款暂无明确的资金流向数据，我们主要观察信托贷款。通过信托贷款投向基础产业的占比走势可以发现，2010年以后，占比从40%的高位逐步回落，进入2015年以后占比稳定在15%左右。2018年4月资管新规出台后，对于信托贷款等非标资产从严管理，对金融机构资产管理业务的规范性要求，明确了统一资管产品的监管标准。因此，非标融资对基建的支持力度大幅收缩。当前信托贷款投向基建的占比再度走弱，占比为11%

图 20： 2010 年以来信托贷款投向基础产业占比持续回落，资管新规后回落加速 单位：%



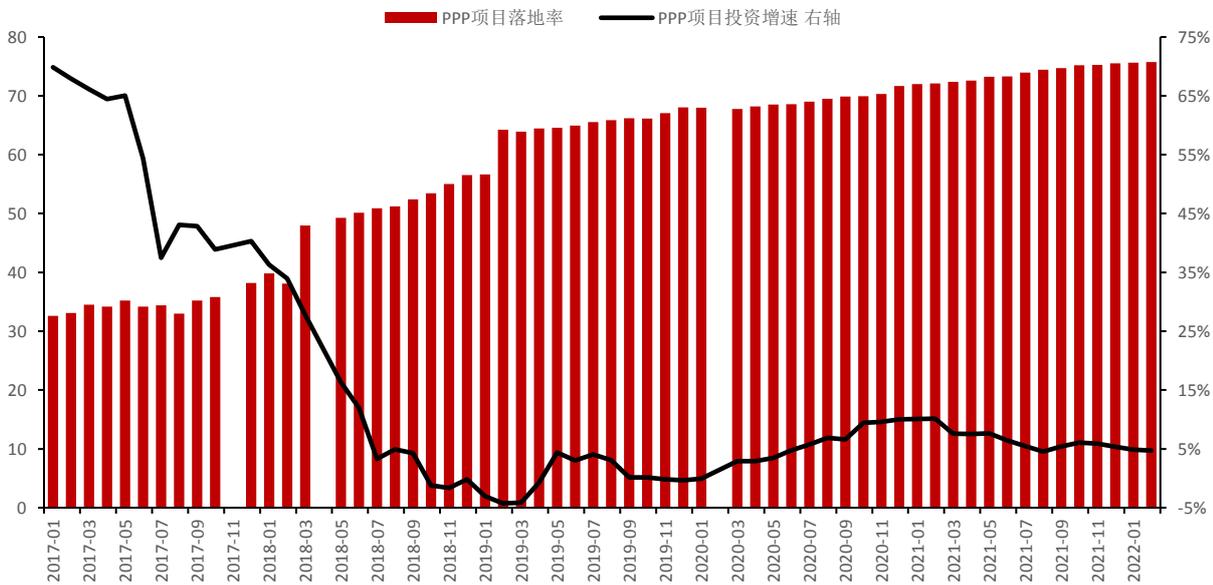
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 国内贷款：PPP 融资

PPP 项目即政府与社会资本依法进行合作的项目，受地方财政收支情况和地方负债率影响较大，因此在隐性债务监管约束下 PPP 项目规模仅有温和增长。具体来看 PPP 项目投资增速自 2017 年以来持续回落，至 2019 年以后维持在 5% 的增长率。此外，PPP 项目的主要资金流向中市政工程、交通运输业和片区开发三者合计占比超过 70%，主要流向基建项目，因此 PPP 融资情况对基建投资的影响较大。

图 21: PPP 项目投资增速近年来维持在 5% 左右

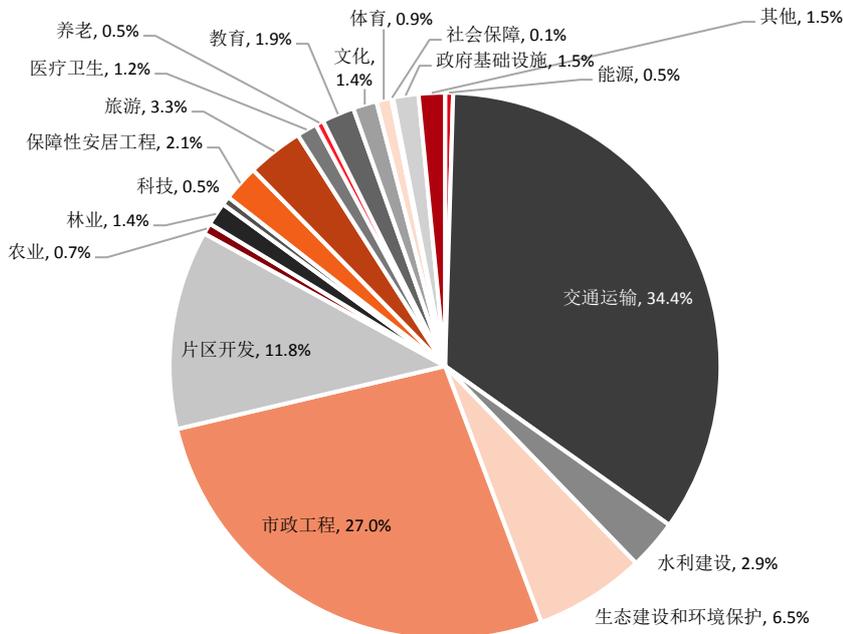
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: PPP 项目资金流向中市政工程 and 交通运输占比最大

单位: %



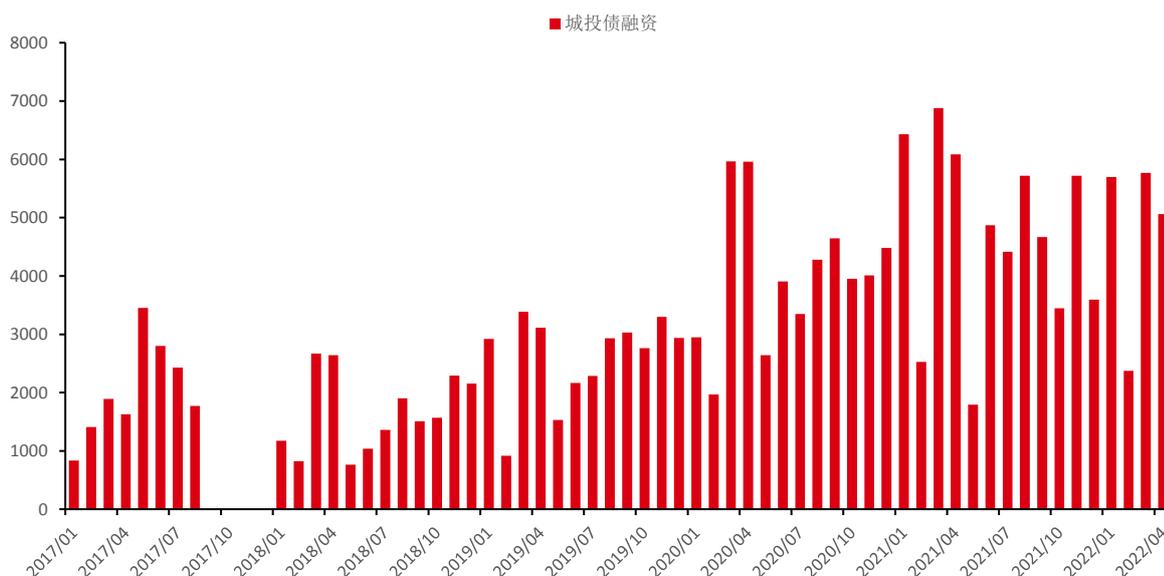
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 其他资金：城投债

从 2017 年以来的城投债发行规模可见，虽然近年来城投债发行规模持续走扩，但自 2018 年对地方政府隐性债务加强监管后，由于部分地方政府存量债务规模较大，负债率高，大部分城投债募集后用于偿还到期债务以及补充流动性资金，而用于项目建设的占比相对较低，城投债在基建中的作用逐步减弱。根据 2021 年城投债披露明细来看，明确表达募集资金用于项目建设的城投债规模接近 4500 亿元，占城投债总融资比例的 7.8%；而其中有部分项目（如保障安居类）不属于基建范畴，因此我们测算城投债融资对基建的实际支持不足 5%。而根据 2022 年 4 月最新城投债资金流向披露情况来看，仅有 283 亿城投债资金用于项目建设，4 月总融资量为 5060 亿元，占比仅为 5.6%，较 2021 年进一步下滑。

图 23： 2017 年以来城投债融资规模持续走高

单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)