

## 宏观点评 20220630

# 基建投资基金的来龙去脉

2022年06月30日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书: S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《2022Q2 货币政策委员会例会：下半年更加宽松？》

2022-06-30

《常态化核酸走向非常态？》

2022-06-26

《大类资产是如何为历次美国衰退定价的？》

2022-06-23

■ 如何在控制财政压力的情况下，充分发挥财政、尤其是基建稳增长的作用？这可能是 2022 年下半年经济和市场的的核心主线。一方面，今年以来在疫情冲击、地产下滑等影响下，财政缺口扩大、地方政府财政面临不小的压力；另一方面，高层反复强调基建是今年稳增长的主要抓手。从 6 月 1 日国常会提出“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”，到呼之欲出的基础设施投资基金。通过有限的财政资金撬动大规模社会资金参与的思路逐步明确，“新瓶装旧酒”，历史上设立基金、支持基建的做法并不少见。

■ 以史为鉴，政府牵头的基建投资基金能够提高政府资金使用的效率，阶段性提振基建投资，但是做好项目筛选和跟踪，严控政府隐性债务风险依旧是绕不过去的痛点。

■ 2015 年至 2017 年：专项建设基金托底经济。2015 年国家开发银行和农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行长期专项建设债券，并以此建立专项基金，中央财政按照债券利率的 90% 贴息。该基金根据国家发改委提供的各地优质项目中选择具体项目来投放资金。相对于其他政策工具，专项建设债规模大、成本更低、灵活度高，能有效拉动投资需求，而且不会直接增加地方政府的支出压力。

■ 2015-2017 年在国内经济下行和中美贸易摩擦的双重压力下，专项建设基金曾被作为基建“稳增长”的主力。专项建设资金分成七个批次，共计投放规模超 2 万亿。基金投放重点领域包括地铁、大型水利、农村电网改造、宽带乡村、棚改等公用设施或公益性的领域。

■ 专项建设基金从成立到退出主要经历了三个阶段：

**第一阶段为成立和“火速”落地阶段（2015 年 8 月至 2016 年中）。**彼时固定资产投资萎靡叠加贸易摩擦下我国出口同比增速转负，经济下行压力加大（图 1）。“迅速投放专项建设基金”位列官方促投资稳增长的十大举措之首，仅在 2015 年便投放四批次，共计 8,000 亿元。

**第二阶段政策调整，资金投放放缓（2016 年下半年至 2017 年中）。**贴息率新增 50% 和 70% 两档，资金投向聚焦供给侧改革。主要原因一是大规模的专项建设债券增加了财政贴息压力，并对社会资本和商业银行贷款产生挤出效应；二是专项建设债券对资金的申请、投放和使用的监管较严格，部分地方政府积极性不高，而前期资金投放速度较快，造成资金沉淀。

**第三阶段逐步退出（2017 年下半年）。**2017 年起我国经济呈现复苏的趋势，固定资产投资企稳，出口同比增速转正，稳增长压力下降（图 2）。此外，鉴于其挤出效应和资金沉淀，专项建设债券和基金逐步退出。

■ 2018 年：设立基础设施投资基金，但是会额外增加地方财政负担。2018 年国内经济政策条件复杂，国内去杠杆叠加中美贸易摩擦加剧，经济下行要较大。7 月政治会议明确表示“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”。除了提前下达 2019 年专项债额度外，成立基础设施投资基金、引入社会资本进行市场化投资也是地方的重要手段，其中以广东省为代表（图 3）。

■ 该机制的核心特点是地方财政需要出资参与基金成立，基金再选择和以银行等金融机构或优质民企为代表的社会资本合作进行重要基建项目的融资。而这一方式对于地方财力捉襟见肘的地区可能并不适用。

■ 当前的时点推出基建投资基金，主要是为了应对今年稳增长任务重、财政收支压力大、疫情冲击下社会主体加杠杆意愿不足的困境。除此之外，超前下达提前批专项债也是缓解基建资金约束的重要手段。

基础设施建设已成为 2022 年中国经济增长的核心驱动力之一，一方面基建可优化经济增长物质基础，并作为一种生产要素投入直接作用于

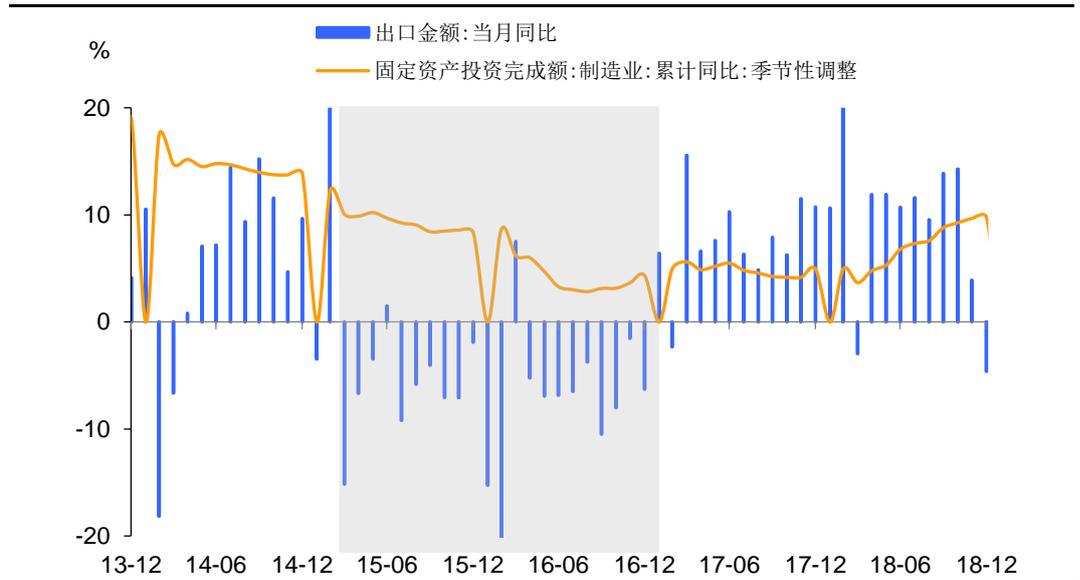
经济增长，另一方面可通过重点工程的落地以工代赈力，拓展就业岗位，实现稳就业这一重要目标。

2022 年发改委所批准的固定资产投资项目额度明显高于往年，今年的资金需求量较高。从 5 月发改委项目审批核准数量与金额远超前 3 年同期，与前三年平均水平相较，今年的同比增速达 74%。根据日前发改委将超前布局基础设施的这一表态来看，下半年的投资方向将集中在既利当前又利长远的水利、交通、地下综合管廊等项目，预计下半年的新增固定资产投资额还将保持在高位。

下半年推进的新一批大项目将面临资金的约束，超前下达提前批专项债、增设基础设施建设投资基金有助于在控制今年赤字规模的基础上达到稳经济、宽信用的效果。从基础设施建设的资金来源角度来看，专项债、公共财政支出、政府性基金支出以及 PPP 项目投资等传统资金来源有限，难以支撑基建投资增速维持在 8% 水平。一是今年的专项债已基本发行完毕，并将在 8 月底前基本实用到位。二是土地出让金的下降也对地方政府形成了较大的支付压力。

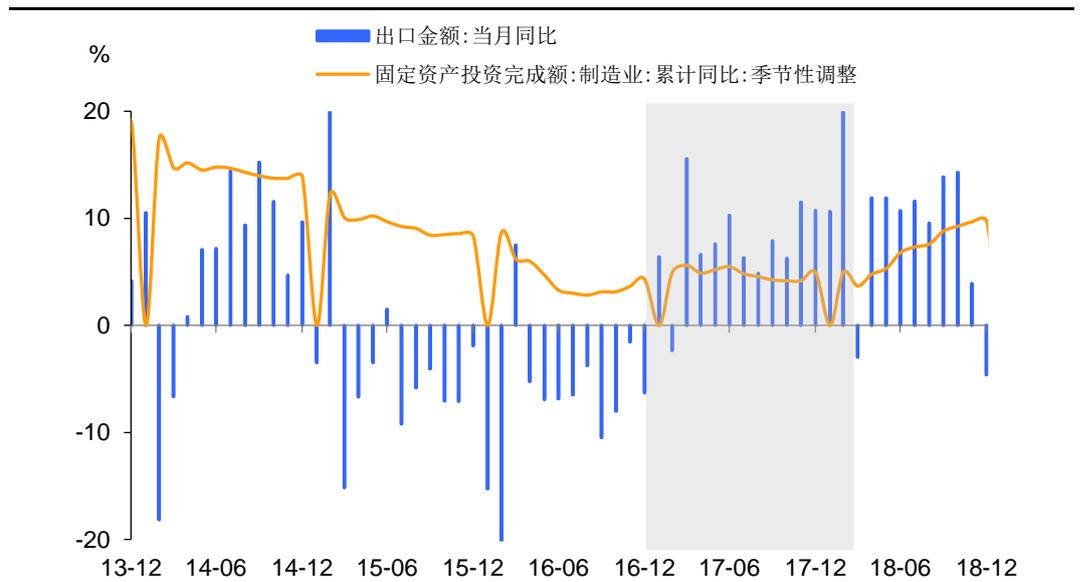
- **风险提示：**疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期。

图1：2015年我国出口同比增速转负、制造业投资低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2017年我国固定资产投资企稳，出口同比增速转正



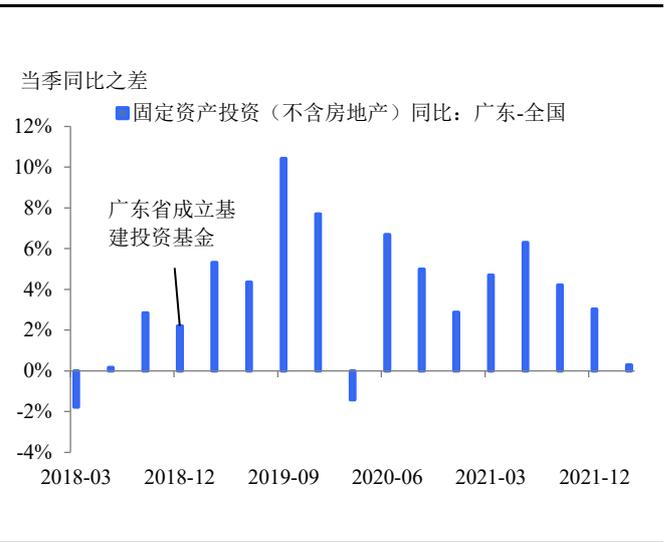
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 广东省成立基建投资基金的基本情况

	广东省	深圳市
成立时间	2018年12月	2018年12月
牵头部门	省发改委、财政厅、国资委	市发改委会同财政委等部门共同组建
方式	财政以资本金形式注入国企, 由该企业出资并引导社会资本共同参与成立基金  主要为重大基础设施项目提供资本金  基金自主选择银行、证券、保险、大型国企、优质民企等社会资本合作设立直投项目子基金、行业子基金、地市子基金等进行细分投资	发挥政府投资杠杆作用, 提高政府投资效率, 吸引社会资本参与深圳城市基础设施建设,
出资	财政(首期出资120亿元)	财政(首期出资600亿元)+国企、城投
规模	-	首期: 1000亿元 远期: 2000亿元
投资方向	铁路等省委、省政府交办的重大基础设施项目	城市基础设施建设

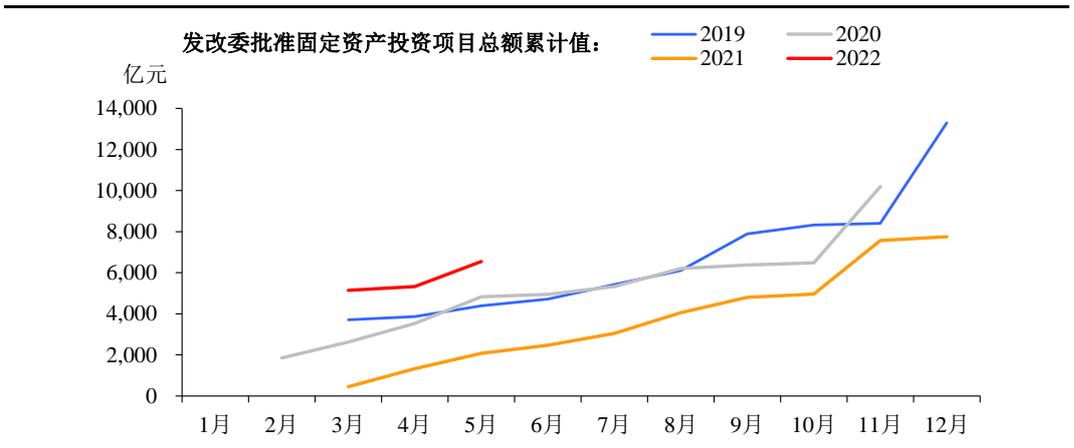
数据来源: 广东省政府网, 东吴证券研究所

图4: 2019年广东省固定资产投资明显好于全国



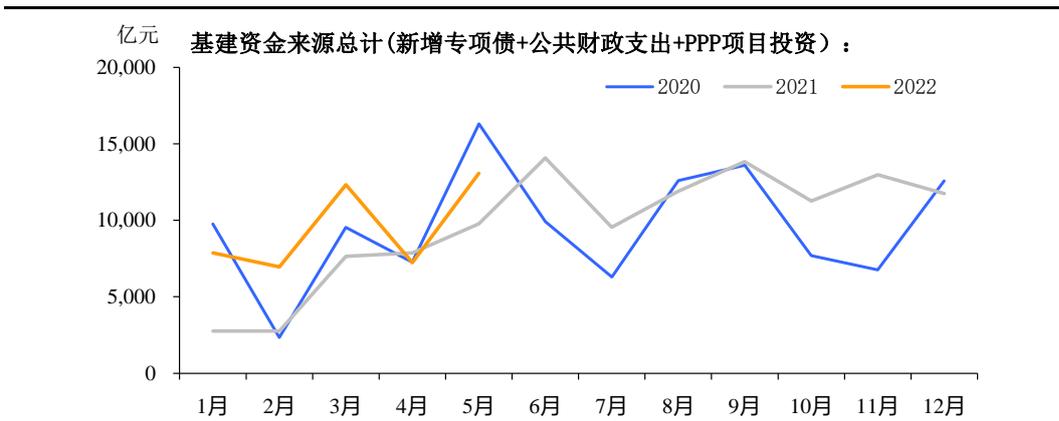
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 发改委2022年批准的项目额度高于往年



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图6: 若无提前批专项债等其他利好政策支持, 下半年基建资金来源面临限制



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

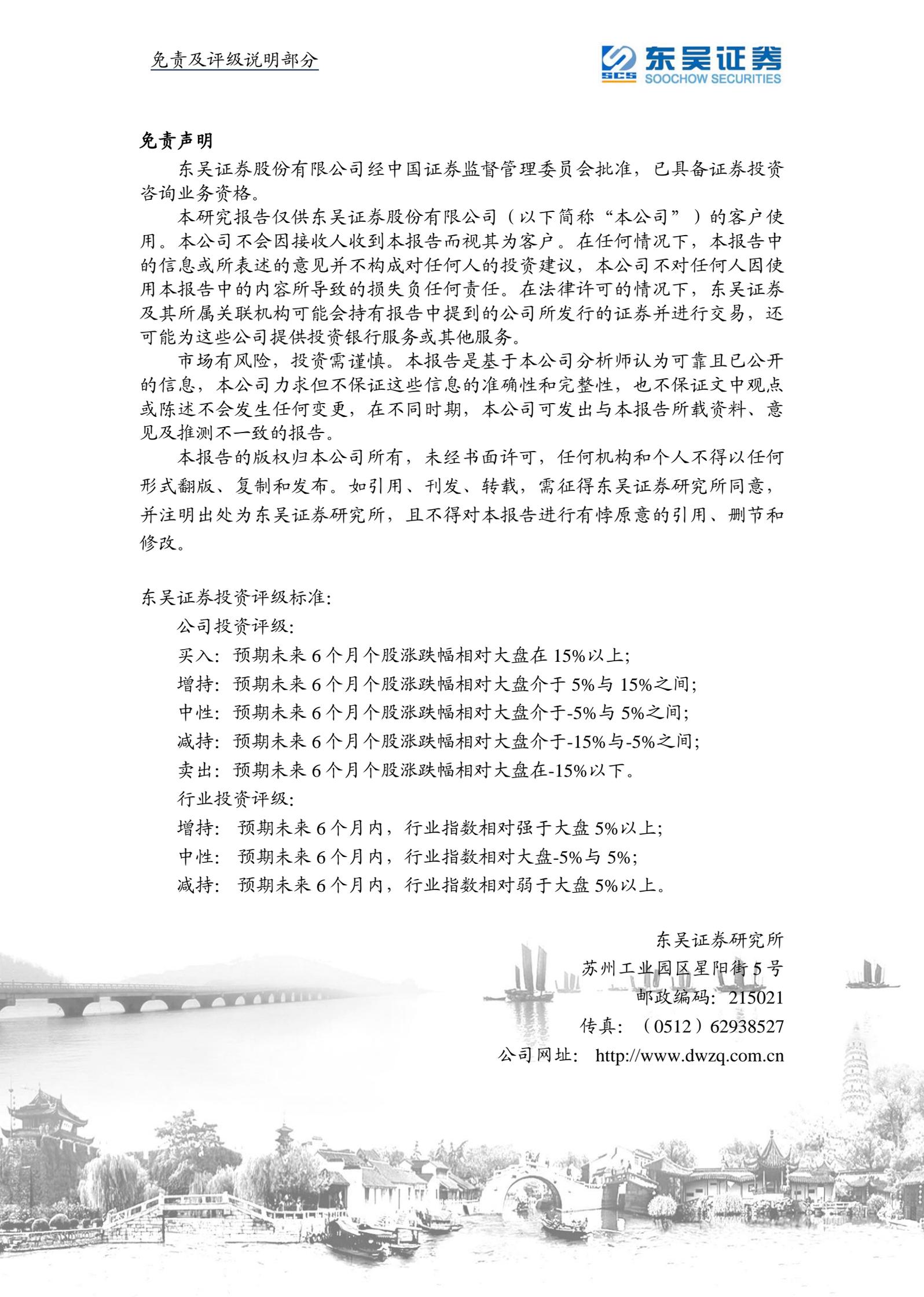
## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>