



宏观框架之一：从资金来源看基建增速

报告日期： 2022年6月30日

★预计全年基建增速在5.3%-8.6%之间

本文以预测财政资金为核心，并测算财政资金对社会资金的撬动来估算基建投资增速。预计今年财政资金投向基建的规模为6.02万亿元，杠杆撬动比例在3.3-3.4倍之间，对应的基建投资规模在19.88-20.48万亿之间，增速在5.3%-8.6%之间。在杠杆撬动比例较低的情况下，基建增速整体偏低。另外四季度基建投资节奏或放缓，对此下半年有望推出特别国债等增量工具。

★以史为鉴：资金来源的演进

社会资金经历了从快速增长到规范发展的历程，对应着基建增速由高转低。2008-2017年，社会资金是基建的主要资金来源：2008-2014，城投平台负债快速增长；2015-2017，PPP明股实债兴起。2018-至今，财政资金中的专项债成为主要的资金来源。社会资金扩张能够迅速拉动增长，但存在着项目收益低、举债成本高等问题，政府以土地收入作为主要偿债来源导致了预算软约束，最终地方债务积累。进一步，地价顺周期属性放大了经济周期波动，导致金融风险上升。专项债以项目收益为主要偿债来源，可持续性较强，但举债规模受限，基建增速下降。

★未来基建钱从哪来？

对于未来基建资金来源：其一，中央政府适度加杠杆；其二，财税体制改革释放中长期财政潜力；其三，鼓励社会资金参与有收益的基建项目是未来发展的大方向，任重道远。值得注意的是，城投和PPP明股实债等无序扩张的社会资金再难成为主要资金来源，未来相关监管政策放松的可能性极小。由于中央财政加杠杆、专项债扩张均存在约束，而财税体制改革、引入规范的社会资金任重道远，基建投资增速再难恢复到2018年之前的水平。但新基建提供有效供给、拉动有效需求，公益性基建缓解居民后顾之忧，发展的质量、可持续性将得到提升。

★风险提示

监管政策发生重大变动。

徐颖 FRM 资深分析师（外汇/贵金属）

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人 张粲东

从业资格号：F3085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

目录

1、从资金来源构建基建投资增速分析框架.....	5
1.1、目前的资金来源法存在问题.....	5
1.2、财政资金撬动社会资金的基建增速预测方法.....	7
2、预计今年基建增速在 5.3%-8.6%之间.....	11
3、以史为鉴：资金来源的演进.....	17
3.1、2008-2017，社会资金是主要资金来源.....	17
3.2、2018-至今，财政资金的重要性上升.....	19
4、未来基建钱从哪来？.....	20
4.1、财政资金：中央政府适度加杠杆.....	20
4.2、财政资金：财税体制改革释放财政潜力.....	20
4.3、社会资金：隐债监管难松动，提升项目收益是正道.....	21
4.4、基建增速或长期下降，但发展质量得到提升.....	22
5、总结.....	22
6、投资建议.....	23
7、风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 基建资金来源.....	5
图表 2: 基建资金来源占比.....	5
图表 3: 预算内资金低估了财政对于基建投资的影响.....	6
图表 4: 预算内资金和公共预算投向基建的部分接近.....	6
图表 5: 财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一.....	6
图表 6: 各项应付款规模逐渐增加.....	7
图表 7: 一般公共预算收入增速和 GDP 增速走势接近.....	8
图表 8: 历年预算完成度.....	8
图表 9: 基建支出占预算内支出比重约为 10%.....	9
图表 10: 基建支出占比小幅下降.....	9
图表 11: 土地出让金收支规模基本相等.....	9
图表 12: 土地出让金占政府性基金收入比重约为 80%.....	9
图表 13: 百城土地成交总价是土地出让金的领先指标.....	10
图表 14: 2014 年土地出让金用途.....	10
图表 15: 专项债发行规模逐年递增.....	10
图表 16: 专项债投向.....	10
图表 17: 新增专项债发行额领先基建投资约 3 个月.....	11
图表 18: 财政资金杠杆撬动倍数.....	11
图表 19: 公共财政收入增速迅速下滑.....	12
图表 20: 地产数据走弱, 经济内生修复动能不强.....	12
图表 21: 政府性基金收入增速迅速下降.....	13
图表 22: 去年专项债发行后置, 今年前置.....	13
图表 23: 2022 年城投债发行额未见明显增加.....	14
图表 24: 2022 年城投债净融资额未见明显增加.....	14
图表 25: 超 8 成新增城投债资金用于还本付息.....	14
图表 26: 近两年国开行贷款投向.....	14
图表 27: 公募基础设施 REITs 基本资料一览.....	15
图表 28: 财政资金来源汇总.....	16
图表 29: 基建投资规模预测.....	16
图表 30: 基建增速预测.....	16
图表 31: 分税制后财权上移.....	17
图表 32: 城投债发行规模上升.....	17

图表 33: 产能过剩导致 PPI 同比长期负增长	18
图表 34: 国企盈利能力变弱	18
图表 35: PPP 明股实债占比达到 8 成	19
图表 36: PPP 投资规模	19

基建是全年稳增长的重要抓手，也是中长期扩大有效供给，拉动有效需求的重要手段。扩大基建投资规模，就需要解决“钱从哪里来”的问题。近几年我国基建增速持续低迷，资金不足是重要原因。去年年末我国财政的超收节支，在一定程度上缓解了资金紧张的问题，但这似乎只是暂时性的办法，如不能找到增量资金，中长期基建规模的提升也就无从谈起。

综上，本文将论述以下几个方面：1) 从资金来源的角度构建短期基建增速的定量预测框架；2) 判断今年的基建增速会有多高；3) 分析资金来源在历史上的结构变化，推测未来的变化趋势，并对中长期基建增速做出定性判断。

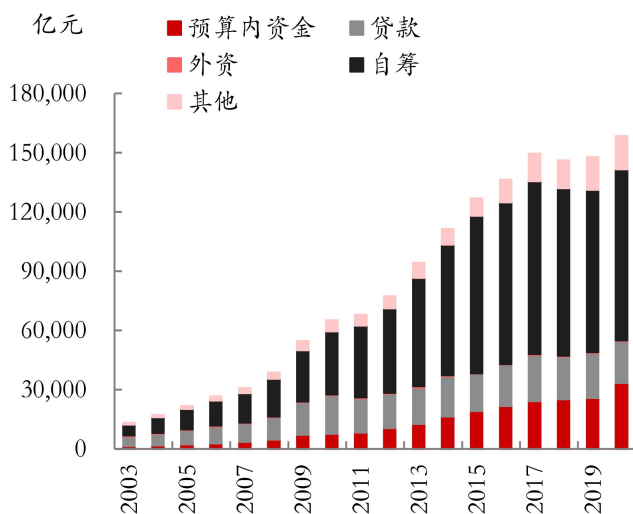
1、从资金来源构建基建投资增速分析框架

1.1、目前的资金来源法存在问题

市场往往使用资金来源法对基建增速进行预测，即分别测算统计局口径下的五种基建资金来源，并将其加总得到最终的基建增速。本文认为，该做法存在着低估财政资金对基建的影响，部分指标测算过于主观以及忽视各项应付款等问题。

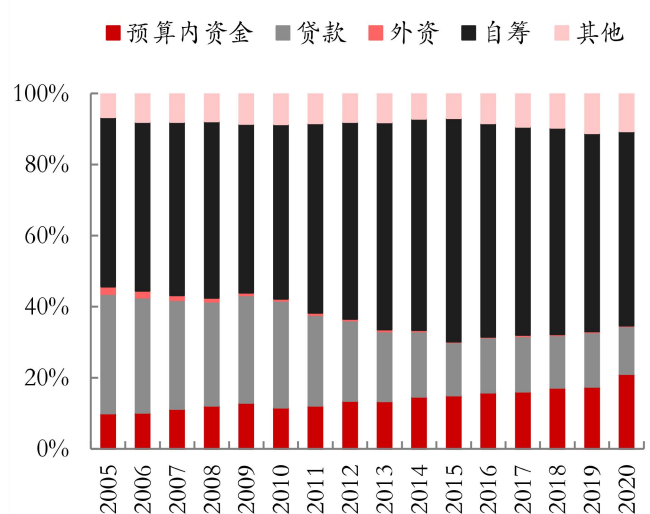
根据国家统计局的口径，基建资金来源包括国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五个部分，分别占全部资金来源的比重为 21.1%、13.4%、0.2%、54.7%和 10.6%（2020 年）。预算内资金、国内贷款和自筹资金占比较大，是影响基建资金规模的主要因素。

图表 1：基建资金来源



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：基建资金来源占比

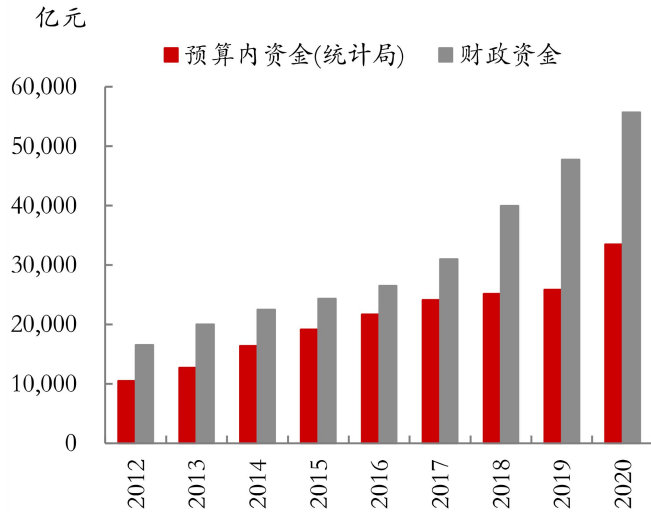


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

统计局基本解释了基建资金的构成，但在各种融资模式难以较好地和五项资金来源匹

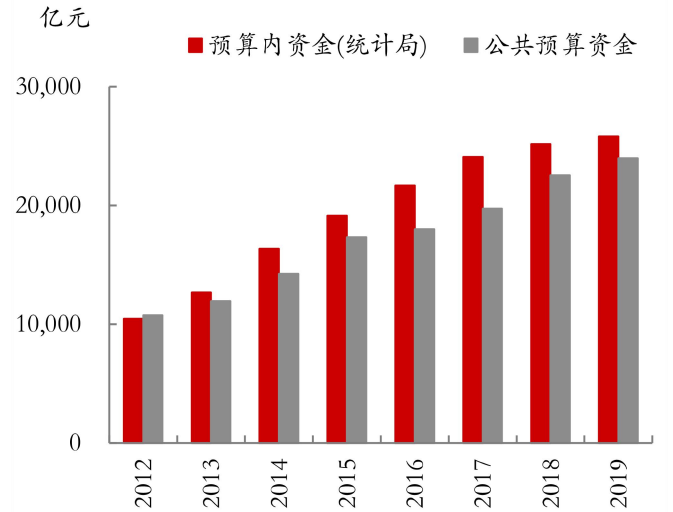
配，以至于资金来源法测算基建增速过于主观。

图表3: 预算内资金低估了财政对于基建投资的影响



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表4: 预算内资金和公共预算投向基建的部分接近



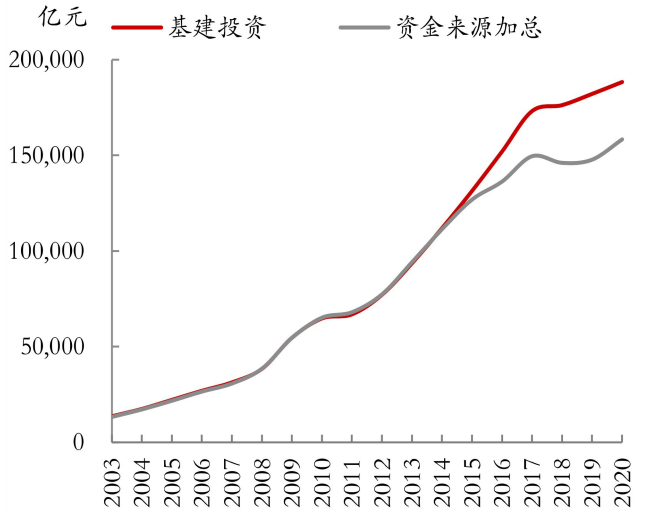
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

首先，预算内资金低估了财政对于基建投资的影响。诚然，财政投向基建的数据均较为公开透明，能够较精确计算，但财政资金不等于预算内资金。统计局口径的预算内资金规模介于一般公共预算部分和全部财政资金之间，这实际上低估了财政对于基建投资的影响。财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一，当经济下行压力增加时，财政政策基调转向积极，基建投资增速往往会上升。

图表5: 财政政策基调是影响基建投资增速的最重要因素之一



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6：各项应付款规模逐渐增加


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其次，除预算内资金外，其余四部分资金的数据可得性均比较差。其一，自筹资金定义较为抽象、笼统，除 PPP 社会资本和城投债等几部分资金外，其余部分的资金较不明确。即使是城投债，也难以精确计算投向基建的规模。另外从实际操作来看，部分预算内资金和国内贷款可能也被算进了自筹资金之中。其二，央行公布的投向基建领域贷款的数据并不连续，数据可得性比较差。其三，市场上基本没有可以用来判断利用外资和其他资金的指标。

最后，统计局口径的资金来源没有考虑各项应付款的问题。2014 年之前，基建投资规模和统计局口径的基建资金来源基本一致，但从 2015 年开始，基建投资规模明显超过基建资金来源，2020 年资金缺口接近 3 万亿元，占基建投资比重约为 16%。这部分缺口主要体现为各项应付款，而观测各项应付款缺乏抓手。

1.2、财政资金撬动社会资金的基建增速预测方法

本文对资金来源法进行改进，首先将全部资金来源划分为财政资金和社会资金。财政资金包括一般公共预算支出、政府性基金支出（土地财政部分）和专项债支出投向基建的部分；而基建全部资金来源减去财政资金就是社会资金，社会资金具体包括城投债、PPP 明股实债、银行贷款和非标等多种资金来源投向基建的部分。城投平台负债往往包括城投债、贷款等多种资金来源，也属于社会资金。

本文以预测财政资金为核心，并测算财政资金对社会资金的撬动来估算基建资金来源总规模，进而得到基建投资规模。

测算公式为：

$$\text{基建投资规模} = ((\text{一般公共预算支出} * \text{投向基建比例}_1) + (\text{土地财政支出} * \text{投向基建比例}_2) + (\text{专项债支出} * \text{投向基建比例}_3)) * \text{杠杆撬动系数} \quad (\text{公式1})$$

这样做的可行性在于：其一，财政资金数据均公开可得；其二，基建项目往往以财政资金作为项目资本金来撬动债务资金（专项债和特别国债资金等）和社会资金参与。这样做的相对优势在于：其一，简洁。两种方法测算财政资金的模式其实是一致的，但本文所提方法无需定量计算城投债、贷款和PPP等多种资金来源。其二，主观性有所下降。计算自筹资金、利用外资等部分主观性较强，但杠杆撬动系数有相对稳定的规律可循。

第一步，构建一般公共预算支出的测算框架。

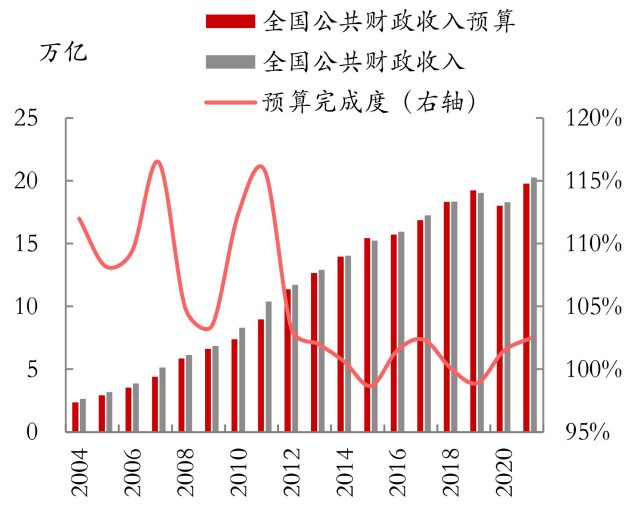
$$1) \text{ 一般公共预算支出} = \text{一般公共预算收入} + \text{其他财政资金部分} \quad (\text{公式2})$$

历年财政部均会制定一般公共预算的目标增速，今年为3.8%；另外也可以根据对经济形势、GDP增速的判断来对目标增速进行调整。

图表7：一般公共预算收入增速和GDP增速走势接近 图表8：历年预算完成度



资料来源：Wind，东证衍生品研究院



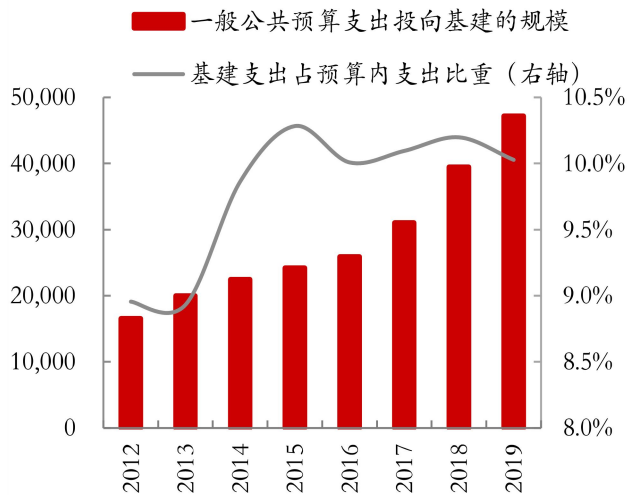
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其他财政资金包括四个主要的部分：一是预算赤字；二是地方财政调入资金及结转结余；三是政府性基金预算结转结余和国有资本经营预算结转结余；四是预算稳定调节基金的调入部分。财政部会在每年年初公布当年的预算草案，其中会披露与实际赤字相关的各项数据。

2) 计算投向基建比例。在一般公共预算支出中，和基建相关的项目主要集中在节能环保、城乡社区事务、农林水事务和交通运输四个一级科目中。剔除上述四个科目中与

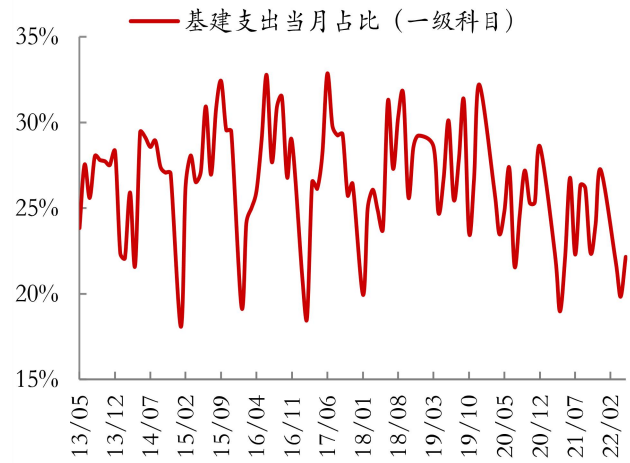
基建投资无关的支出，2020年一般公共预算中投向基建的资金比重约为8%。

图表9：基建支出占预算内支出比重约为10%



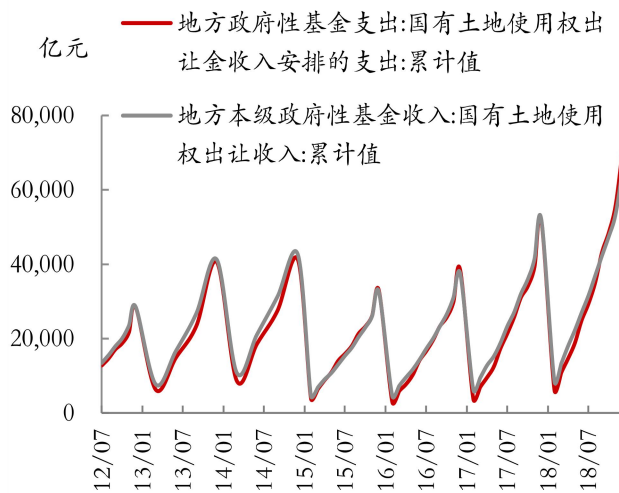
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：基建支出占比小幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表11：土地出让金收支规模基本相等



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表12：土地出让金占政府性基金收入比重约为80%



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

第二步，构建政府性基金支出（土地财政）的测算框架。

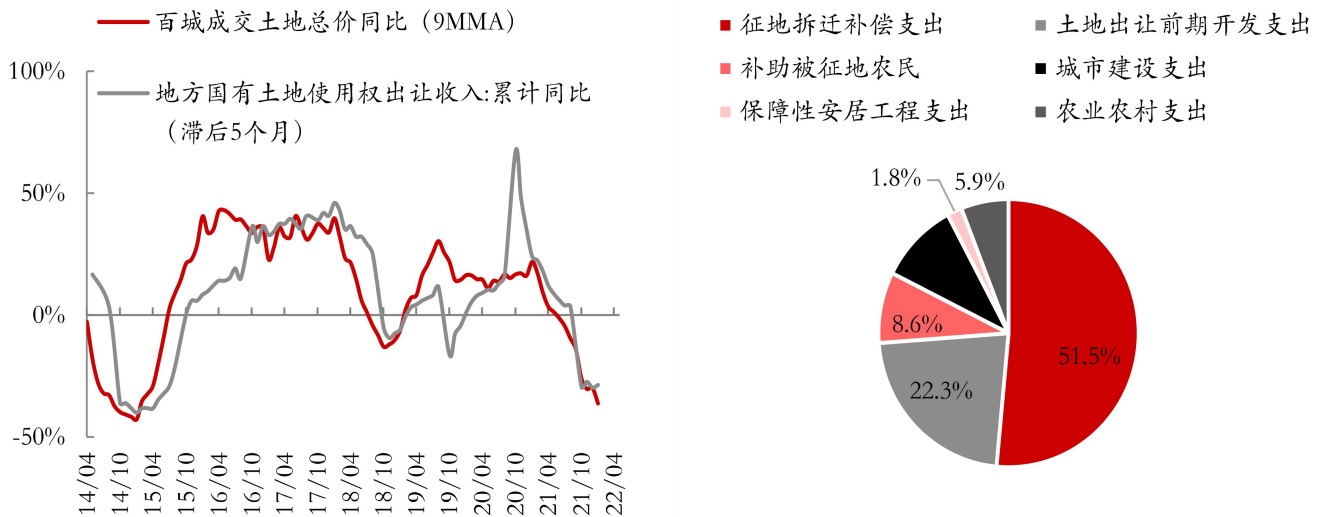
- 1) 测算土地财政投向基建的部分。土地出让收入和土地出让支出规模基本相等，大约占全国政府性基金支出的80%。即：政府性基金支出=土地出让支出/80%。

百城土地成交总价是土地出让收入的领先指标，可以据此对未来政府性基金支出增速

进行判断。

2) 投向基建比例。根据财政部公布的《2014年全国土地出让收支情况》，土地财政与基建支出相关的部分主要包括城市建设、农业农村、保障性安居工程三个方面，其支出总规模约占当年全部土地出让支出规模的20%。

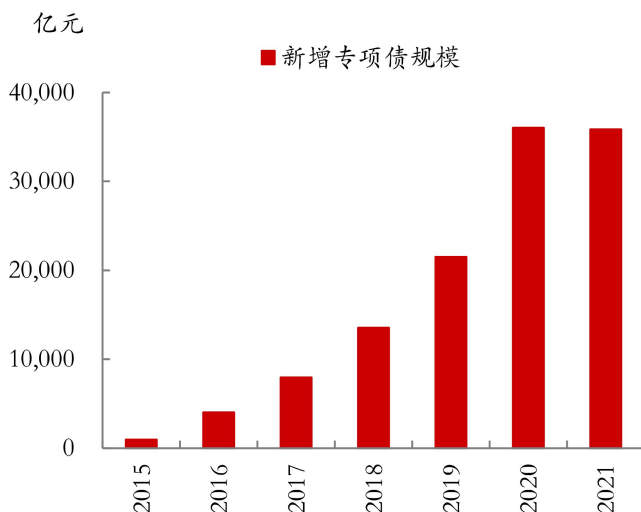
图表 13: 百城土地成交总价是土地出让金的领先指标 **图表 14: 2014 年土地出让金用途**



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

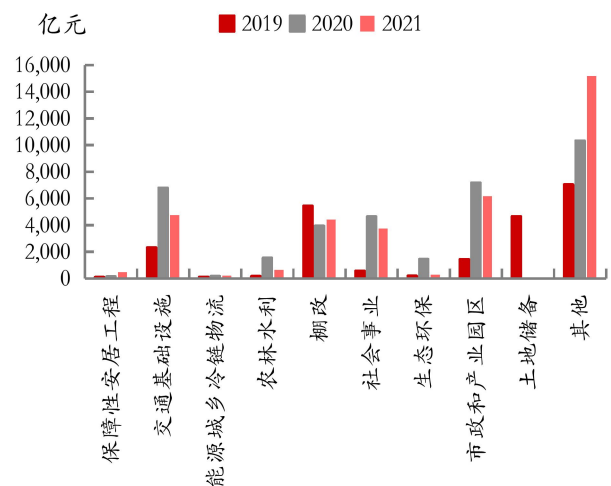
资料来源: 财政部, 东证衍生品研究院

图表 15: 专项债发行规模逐年递增



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 专项债投向



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

第三步, 测算专项债资金中投向基建的部分。

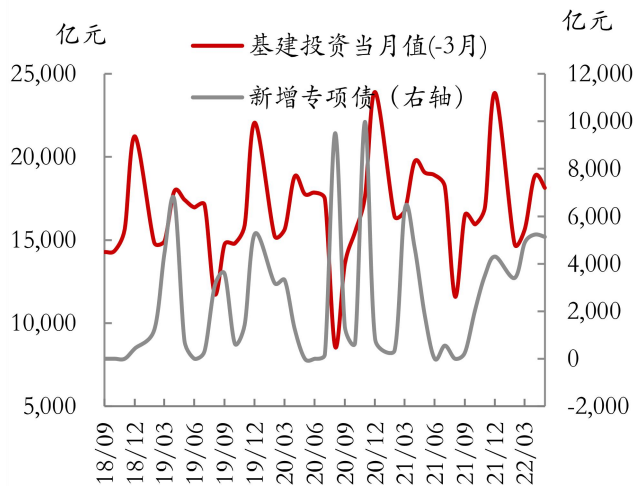
- 1) 当年前三个季度和上一年四季度的专项债发行额能够投入本年的项目之中。专项债每年皆有限额，发行节奏存在季节性规律，同时部分年份会给出较为明确的发行指引，由此便可以得到当年全部的专项债资金规模。
- 2) 2020年之前，专项债资金投向基建项目的比重较低，在2020年之后，专项债资金投向基建领域的比重逐渐上升至60%左右。

第四步，测算财政资金能够撬动的社会资金规模。

财政资金加杠杆存在一定规律：在2017年及之前，财政资金的杠杆撬动倍数大约在4-5倍之间，而2018年之后，这一倍数迅速下降至3.3倍左右。这和常识能够对应：其一，从2017年下半年开始，中央对于地方政府隐性债务的管控升级，新增地方政府隐性债务要终身追责。由于社会资本很容易演化成地方政府的隐性债务，各地政府对引入社会资金投资基建的动力变弱。其二，压低了社会资金规模的同时，专项债发行规模开始逐渐上升，财政资金逐渐开始替代社会资金。

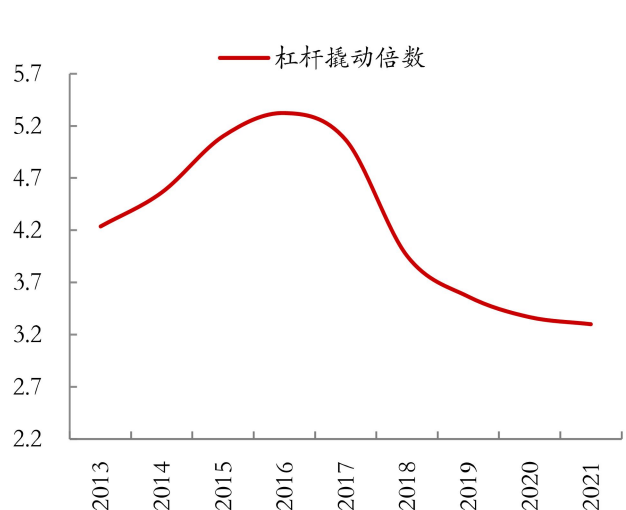
在监管中枢不发生明显变化的情况下，每年财政资金的杠杆撬动倍数大约在3.3倍左右，具体数值可以根据当年监管政策的变动进行微调。

图表 17: 新增专项债发行额领先基建投资约 3 个月



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18: 财政资金杠杆撬动倍数



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、预计今年基建增速在 5.3%-8.6% 之间

第一步，预测第一本账投入基建的部分。

- 1) 预计一般公共预算支出为 26.5 万亿元。

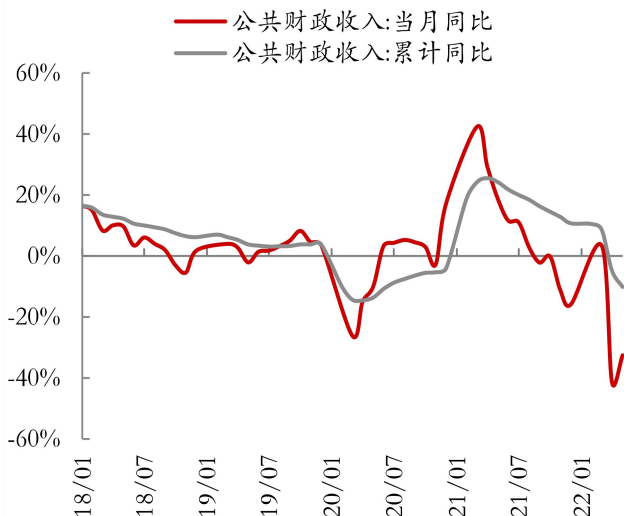
今年我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，财政收入增长受到制约，财政预算收入的目标增速为 3.8%（剔除 2.5 万亿的留抵退税），低于去年的

8.1%。3月国内疫情有所反复，企业生产经营活动受到限制，财政收入进一步承压。剔除留抵退税因素，1-5月一般公共预算收入增速为2.9%，已经低于目标增速。向前看，随着经济基本面的边际修复，财政收入增速也将逐渐上升。但由于疫情具有长尾效应，消费和地产投资修复节奏或偏慢，经济修复的内生动能不强，财政收入增速或难以达到目标，预计今年一般公共预算收入增速为3.5%，对应一般公共预算收入规模为20.96万亿元。另外，5月23日国常会将留底退税的规模增加了1400亿元，因此估计全年一般公共预算收入规模为20.82万亿元。

其他财政收入方面，根据财政部公布的数据，今年目标赤字率为2.8%，地方一般债限额为7200亿元。另外，中央预算稳定调节基金调入2765亿元，中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入9900亿元，地方财政调入资金及使用结转结余10620亿元，实际赤字将达到4.6%。预计一般公共预算支出为26.5万亿元。

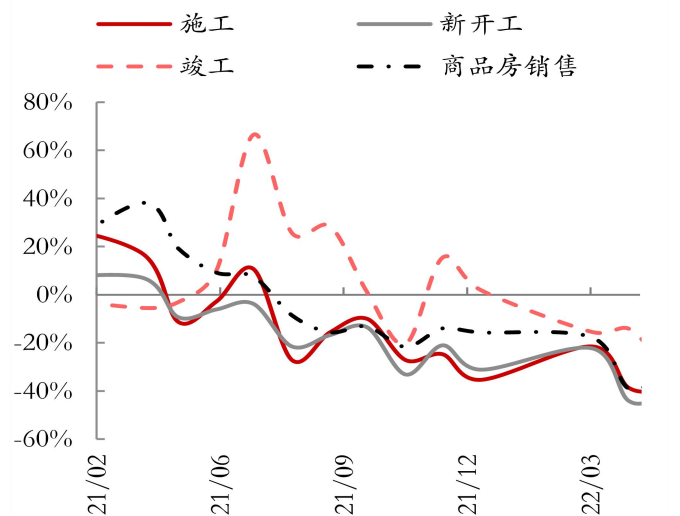
2) 一般预算内支出投向基建的比重可能下降至7%。四个一级科目支出占一般公共预算支出的比重由2021年末的27%逐渐下降至2022年5月的22%。剔除一级科目中与基建无关的部分，预计今年一般公共预算支出投向基建的比重将由8%下降至7%，对应资金规模为1.86万亿元。

图表 19: 公共财政收入增速迅速下滑



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 地产数据走弱, 经济内生修复动能不强



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

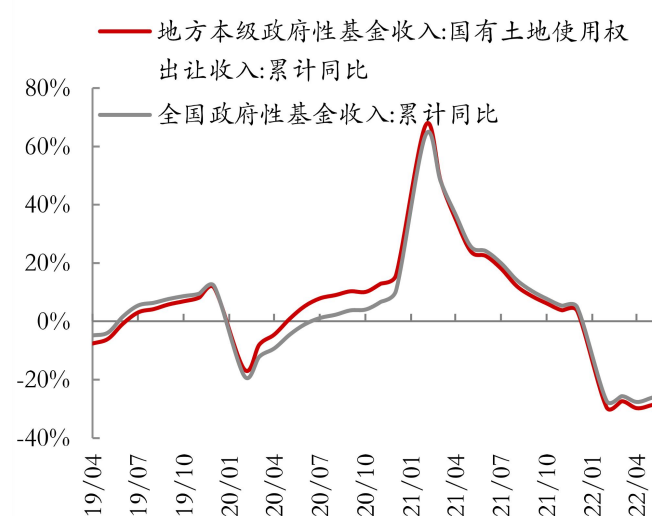
第二步，预测土地财政投入基建的部分。

1) 预计政府性基金支出（土地财政部分）规模为7.75万亿元。疫情冲击加剧了地产面临的下行压力，土地市场景气度持续低迷。1-5月地方政府土地出让金收入累计增速为-28.7%。向前看，由于稳定居民部门收入预期需要时间，地产市场修复的速度不会很快，土地出让收入也难有迅速、大幅的改善，预计全年土地出让金收入增速为-20%，对应的政府性基金支出（土地财政部分）规模为7.75万亿元。

2) 由于地方政府财政收入吃紧, 而部分日常性支出具有一定刚性难以与收入等比例下降, 因此预计政府性基金投入基建的比重由 20% 下降为 15%。

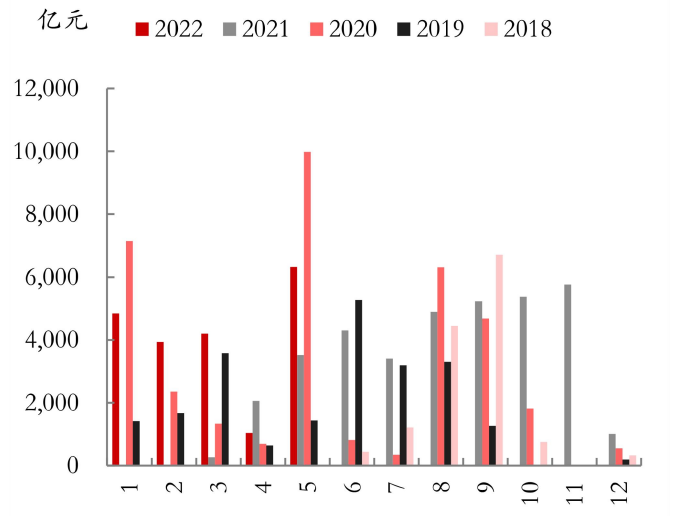
第三步, 专项债限额为 3.65 万亿元, 叠加去年四季度留存的 1.2 万亿元资金, 专项债可用总量约为 4.85 万亿元。今年一季度专项债投向基建的比例约为 62%, 因此专项债投向基建的总资金规模约为 3.0 万亿。

图表 21: 政府性基金收入增速迅速下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: 去年专项债发行后置, 今年前置

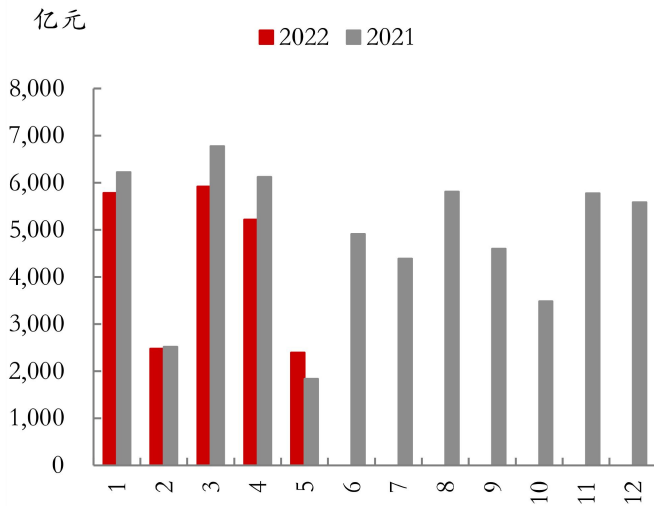


资料来源: 财政部, 东证衍生品研究院

第四步, 判断财政资金的杠杆撬动比例。为提高财政资金对于社会资金的撬动能力, 近期我国出台的政策包括: 1) 4月18日, 央行和外管局指出, “按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求, 不得盲目抽贷、压贷或停贷, 保障在建项目顺利实施”; 2) 5月19日, 国务院办公厅指出, 盘活存量资产扩大有效投资; 3) 6月1日国常会调增政策性银行 8000 亿信贷额度, 用于支持基础设施建设。综合来看, 财政资金对于社会资金的撬动能力将有所增强, 但增强幅度整体有限。

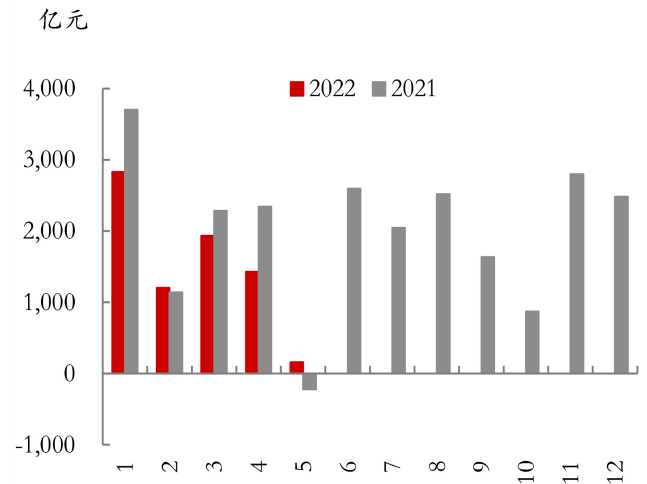
1) 城投平台监管政策边际放松, 但城投债投向基建的增量资金非常有限。一方面, 防范化解隐性债务风险的监管底线较为确定, 而在实际操作中, 地方政府隐性债务和城投平台合理融资较难区分, 因此城投债净融资规模难以大规模扩张。另一方面, 当前大部分新增城投债所募集的资金均用于借新还旧, 只有不足 10% 的城投债资金投入到了基础设施建设之中。

图表 23: 2022 年城投债发行额未见明显增加



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: 2022 年城投债净融资额未见明显增加

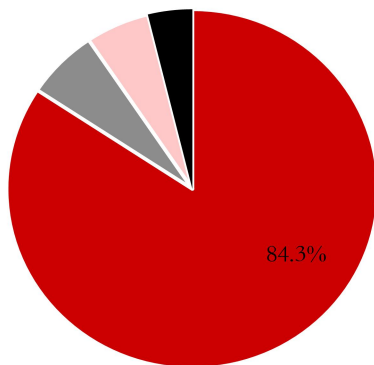


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2) 盘活存量资产或将在长期提升社会资金规模, 但短期效果或不明显。REITs 是盘活存量资产的主要方式, 其能够在保留资产管理权的前提下, 实现资产股权的出让, 从而获得资本回流。自 2021 年 6 月以来, 市场上陆续发行了 12 单公募 REITs, 总募集规模达到了 458.12 亿元, 带动项目投资约 2000 亿元。和专项债等资金来源相比, REITs 的规模仍然偏小, 并不是影响基建投资的主要资金来源。

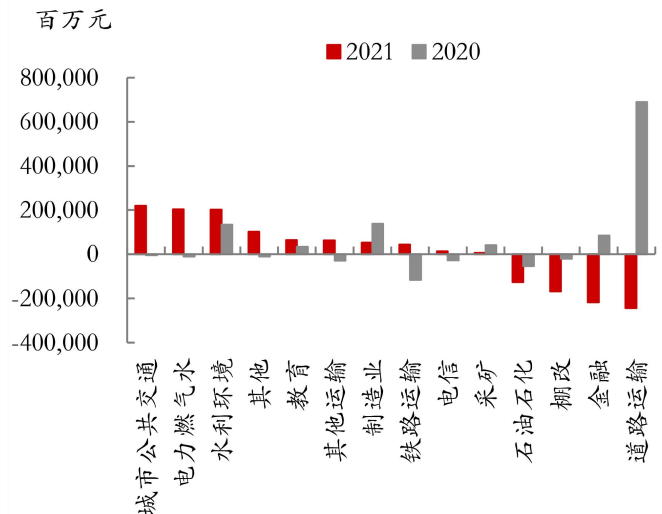
图表 25: 超 8 成新增城投债资金用于还本付息

■ 还本付息 ■ 基建投资 ■ 补充运营资金 ■ 其他



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 近两年国开行贷款投向



资料来源: 国家开发银行官网, 东证衍生品研究院

3) 政策行信贷规模增加, 能够带来一定的增量基建资金, 但也不宜高估。根据年度报告, 2021 年和 2020 年国开行新增基建贷款规模分别为 4875 和 6621 亿元, 2020 年农发行新增基建贷款规模为 3695 亿元。由此可见, 增加 8000 亿元贷款额度的政策能够显著拉升政策行基建贷款的增速。但值得注意的是, 政策行信贷有可能被用于对冲城投平台净融资的下降, 甚至是地方财政的缺口, 因此其带来的新增基建资金规模整体不宜高估。从历史上看, 2020 年政策行新增基建贷款规模超万亿元, 但财政资金的杠杆撬动比例并未上升。

图表 27: 公募基础设施 REITs 基本资料一览

证券简称	资产类型	发行规模(亿元)	募集份额(万份)	发行价格(元)	配售认购份额(万份)	发行规模(亿元)
中航首钢生物质 REIT	生态环保	13.38	10,000	13.38	6,000	13.38
华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	21.30	30,000	7.10	21,000	21.30
东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	34.92	90,000	3.88	54,000	34.92
华安张江光大园 REIT	园区基础设施	14.95	50,000	2.99	27,665	14.95
建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	28.80	90,000	3.20	63,081	28.80
博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	20.79	90,000	2.31	58,500	20.79
富国首创水务 REIT	生态环保	18.50	50,000	3.70	38,000	18.50
浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	43.60	50,000	8.72	37,148	43.60
中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	58.35	150,000	3.89	108,000	58.35
平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	91.14	70,000	13.02	55,281	91.14
华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	93.99	100,000	9.40	75,000	93.99
红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	18.40	80,000	2.30	48,000	18.40

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

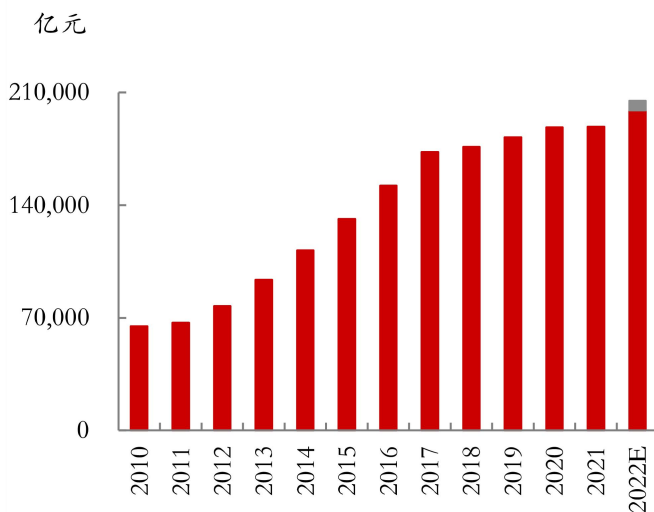
整体来看, 随着中央对于地方政府隐性债务的监管趋严, 财政资金撬动社会资金的能力是在下降的。即使监管政策小幅边际宽松, 能够带来的增量社会资金也较为有限。2020 和 2021 年, 财政资金的杠杆撬动比例分别为 3.36 和 3.29 倍。预计今年的杠杆撬动比例分别在 3.3-3.4 倍之间。

图表 28: 财政资金来源汇总

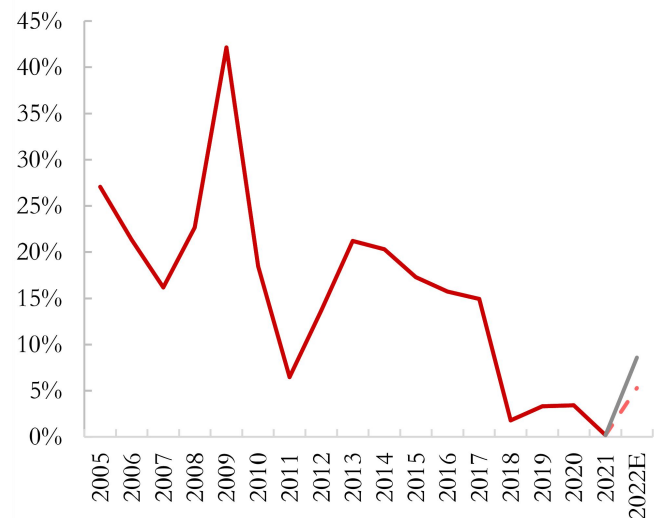
财政资金来源	支出 (万亿)	投向基建比例	投资金额 (万亿)	汇总 (万亿)
一般公共预算	26.5	7%	1.86	6.02
政府性基金 (土地财政)	7.75	15%	1.16	
专项债	4.85	62%	3.01	

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

根据公式 1, 一般公共预算资金、政府性基金和专项债投向基建的资金规模分别为 1.86 万亿、1.16 万亿和 3.01 万亿, 乘以杠杆撬动比例 (3.3-3.4 倍), 可以得到今年的基建规模在 19.9 和 20.5 万亿之间, 对应的基建增速在 5.3%-8.6% 之间。

图表 29: 基建投资规模预测


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 30: 基建增速预测


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

在杠杆撬动比例较低的情况下, 基建增速整体偏低。另外从政策的节奏来看, 三季度末专项债资金就会基本形成实物工作量, 四季度基建资金规模面临着大幅下滑的风险。从稳基建-稳增长的角度来看, 下半年有望推出增量政策工具。特别国债、上调预算赤字率和增加银行基建信贷投放等政策均有可能实施, 但大幅放松城投平台监管政策的可能性偏低。

3、以史为鉴：资金来源的演进

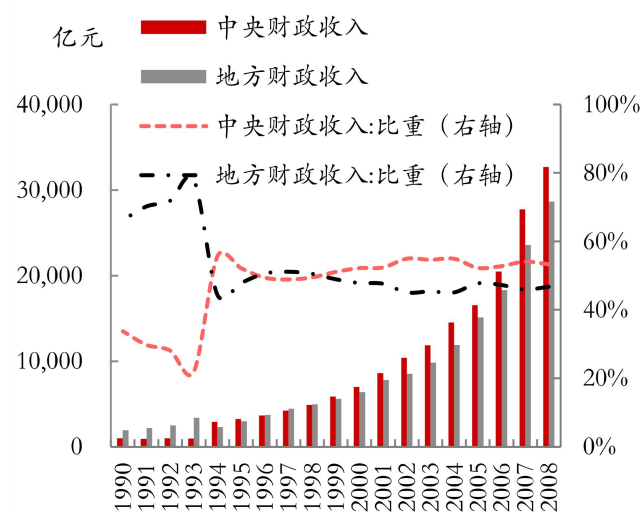
诚然，今年能够通过财政资金发力节奏的调整实现基建增速回升，但长期来看，基建项目的资金又将从哪里来？本部分将回顾历史不同阶段的主要资金来源，并在下一章讨论未来资金来自何方。

2008-至今，社会资金经历了从快速增长到规范发展的历程，对应着基建增速由高转低。2008-2017年，社会资金是基建的主要资金来源，从结构上看，2008-2014年，城投平台负债快速增长；2015-2017年，PPP明股实债迅速兴起。2018-至今，财政资金的重要性上升，专项债逐渐成为主要的资金来源。

3.1、2008-2017，社会资金是主要资金来源

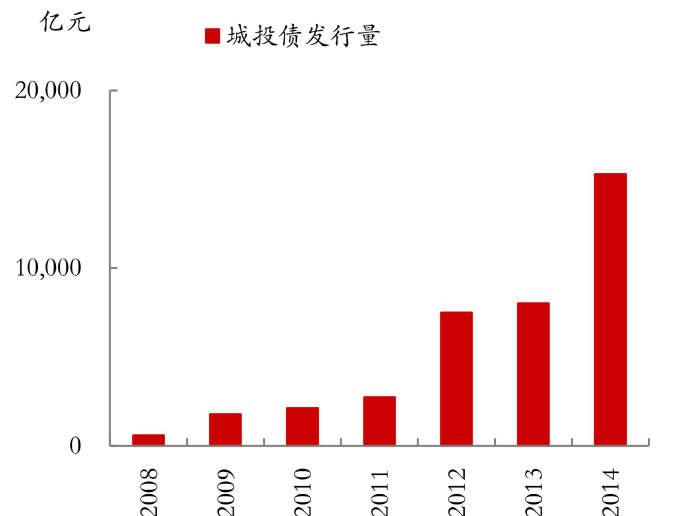
第一阶段，2008-2014年，官员晋升锦标赛、分税制改革制度基础叠加金融危机的冲击，城投平台成为基建融资的主要抓手。

图表 31：分税制后财权上移



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 32：城投债发行规模上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

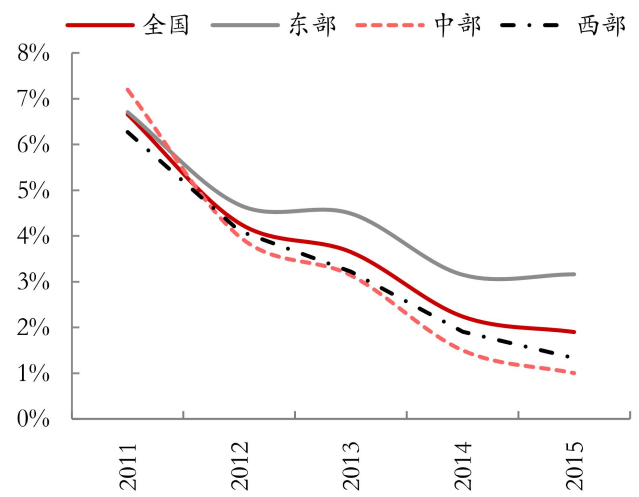
城投平台的投融资模式可以被总结为：“以地融资、举债投资”。地方政府可以将土地资源注入城投平台，并用土地相关收入作为抵押品或偿债来源撬动银行贷款、非银贷款等社会资金，另外城投平台也可以发行城投债为基建项目融资。在获取债务资金后，地方政府可以增加基建投资，改善城市生活质量，提高土地出让价格，进而撬动更大规模的债务资金进行循环。一开始城投平台的主要资金来源为银行贷款，但随着2011年之后相关的监管政策收紧，城投平台转而更多地以银信合作等方式吸收非银贷款。

这样的模式能够迅速创造大规模的信用。一方面，城投平台的抵押品实际上是政府信用，城投平台负债是地方政府的隐性债务，银行等金融机构愿意超越自身的资产负债表能力为城投平台融资；另一方面，土地将基建和地产绑定，地价的上涨不仅能够为基建项目撬动更多的资金，也能够通过房价上涨带动居民部门加杠杆，房地产市场繁荣，其上下游的企业加杠杆意愿也会增强。

但若不能带来相应的收益，债务资金的快速积累必将导致风险的上升。其一，城投债期限短、成本高，项目自身现金流难以覆盖举债成本。其二，税收等正外部性收益可能外溢至外地政府或中央政府，不仅如此，部分人口流出地存在着盲目举债、过度投资的问题，基建挤出了本应投向其他领域的资金，导致正外部性收益大幅下降。其三，基建环境改善带来地价上升，但债务规模扩张驱动资产价格上升难以长期持续。随着债务的不断积累，上述三条途径越来越难以为债务还本付息，城投平台借新还旧的现象越来越普遍。

图表 33: 产能过剩导致 PPI 同比长期负增长
图表 34: 国企盈利能力变弱


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



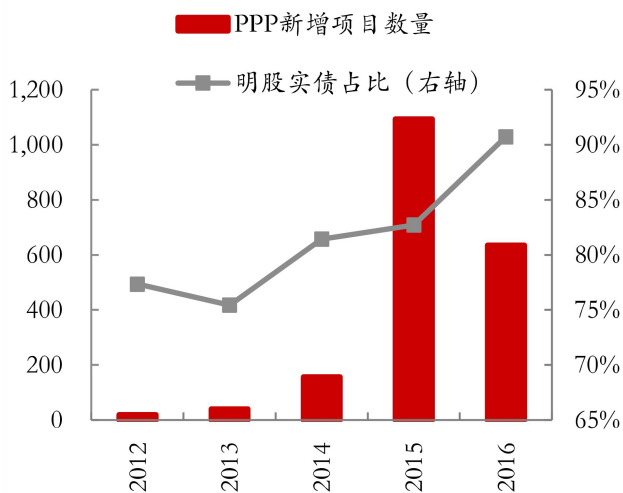
资料来源: 《中国财政年鉴》, 东证衍生品研究院

为了遏制地方政府隐性债务规模的进一步扩张，2014年7月，国务院出台了43号文，该文件的核心意图是以PPP模式和地方政府债券来代替城投平台为基建项目融资。

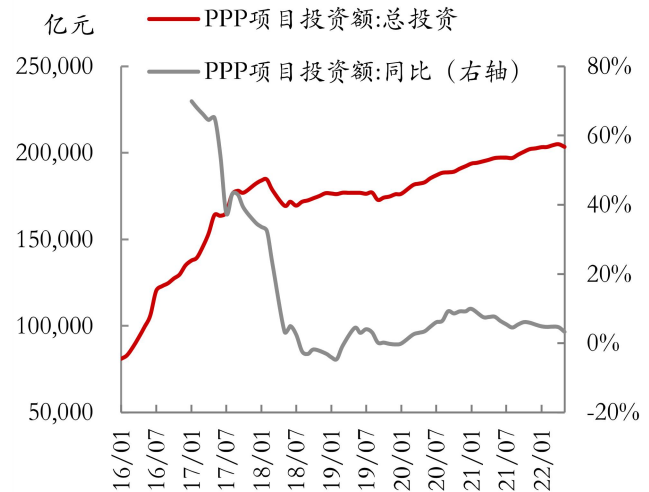
第二阶段，PPP模式开始兴起。2014年43号文剥离了城投平台的政府融资职能，同时鼓励地方政府就特定的项目以股权的形式引入社会资本，实行PPP融资模式。PPP模式的优势比较明显：一是降低了政府部门的债务压力，政府部门只要提供项目的资本金，就可以撬动3-4倍的社会资本。二是由于社会资本更为了解基建项目的运作模式，其参与到基建项目中往往可以降低项目的费用，提升项目的经营效率。三是由于土地资源可以和PPP项目相结合，PPP模式的信用撬动能力同样很强。

但在实际操作上，PPP模式遇到了一些问题。只有基建项目收益足够高，社会资本才

愿意参与到项目中来。为了稳投资，地方政府往往会向社会资本许诺固定收益，以明股实债的模式来吸引社会资本。在2015-2017年之间，超过80%的PPP投资均是以明股实债的模式实施的。

图表 35: PPP 明股实债占比达到 8 成


资料来源：财政部，东证衍生品研究院

图表 36: PPP 投资规模


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

为遏制地方政府隐性债务的迅速扩张，2017年下半年开始，各项监管政策明显收紧，PPP项目投资总额增速开始下降。

综合来看，社会资金快速扩张虽然能够迅速拉动基建投资增长，但都存在众多问题：一是项目的低收益难以匹配融资的高成本；二是预算软约束问题。地方政府以高成本举借了大量的债务资金，但地价的上涨不是无限的，随着偿债压力超过项目收益，债务又难以通过破产出清的方式化解，只得越来越依赖借新还旧，这实际上透支了未来发展的潜力。不仅如此，土地收益作为偿债来源其实扭曲了政府基建投资的逆周期属性，这加剧了经济周期的波动，和逆周期调节的初衷背道而驰。

3.2、2018-至今，财政资金的重要性上升

社会资金不规范发展带来债务的迅速积累，因此政策开始转向，财政资金的重要性提升，这主要体现为2018年之后专项债逐渐成为基建的重要资金来源。专项债模式的优势在于债务风险较小，可持续性较强：其一，专项债解决了举债主体和偿债主体不统一的问题；其二，专项债专款专用，项目收益即为偿债资金来源，不列赤字；其三，和作为信用债的城投债相比，专项债的利率债属性使得其融资成本更低。

但是，专项债能够撬动的信用规模比较有限。高收益的项目数量成为限制专项债规模扩张的主要因素。由于可投资的项目不足，专项债作为资本金的比例大约仅为10%，

明显低于 25% 的理论上限。在专项债资金投入项目的实际操作中，也可能存在着堵点。根据 2021 年各省公布的债务审计结果，部分专项债资金存在着闲置或者不规范使用等问题。另外，由于土地相关收益不再是偿债的主要来源，基建和地产之间的绑定关系实则有所松动。

基建资金来源从城投债、PPP 明股实债等社会资金逐渐向专项债转换，我们以一部分基建增速为代价，换取了资金来源、投融资模式的可持续性，这实际上就是中国经济从高速增长向高质量发展的转换的一个具体体现。

以史为鉴，一种良好的资金来源应当具有可持续的收益模式，这包括举债成本要和收益规模相统一、举债主体和受益、偿债主体要统一（破解预算软约束），同时也要符合经济增长模式的大背景。

4、未来基建钱从哪来？

在回顾历史资金来源演进的基础上，本部分结合当前政策，对未来基建钱从哪来做出判断。

4.1、财政资金：中央政府适度加杠杆

公益性基建项目带来的最主要的收益并非自身的投资收益，而是长期带来的正的外部性收益。政府能够以税收等形式获得这部分收益，且能够以较低成本获取期限较长的资金，因此财政资金是基建项目的合适资金来源。

未来公益性基建项目的规模将不断扩张，对应政府债务将逐渐增加。一方面，政策有必要激发潜在的经济活力，一是提高社会保障水平，帮助居民解决“养生丧死”等后顾之忧；二是通过建设乡村等手段缩小贫富收入差距，释放长期消费的动能。另一方面，随着我国逐渐步入人口老龄化与后工业化社会，居民对于养老、医疗、教育和服务等相关领域基础设施的需求在不断增加，这部分的基础设施往往公益属性较强。另外老龄化社会生产能力偏弱，这就需要在当前进行超前基础设施建设，政府杠杆率将会上升。

相较于地方政府，中央政府加杠杆的空间似乎更大。其一，在全国统一大市场的建设背景下，中央政府实际上获得了更多的外部性收益。其二，国债的融资成本还要低于地方政府债券，更适合为基建项目融资。其三，自 2008 年至今，我国中央政府的杠杆率增速明显低于居民杠杆率增速，略低于地方政府显性的杠杆率增速。

但中央政府加杠杆同样存在约束。中央政府的杠杆率迅速上升容易引发通胀并导致人民币汇率贬值。综合来看，未来中央政府有可能适度加杠杆稳基建。

4.2、财政资金：财税体制改革释放财政潜力

相较于赤字率的上升，以改革的方式释放财政资金潜力的约束可能更小。

一是税收制度的改革，将土地相关收入更多转变为税收。当前我国土地相关收入仍然主要以土地出让金收入体现在政府性基金收入之中。一方面土地出让金具有顺周期属性，不利于政府进行逆周期调节；另一方面，随着房地产金融属性的剥离，土地出让金收入也难以高速增长。而房产税等相关的税收模式，既具备逆周期调节的属性，也能够补充政府财力，减少政府收入波动。

二是预算管理制度的改革，明确各级政府之间的财权和事权。当前中央政府财权收入比重较大，但支出比重较小，未来可能将包括建设公益性项目在内的事权上移。各级地方政府之间的财权和事权也要明确，加强收入和支出统筹，保证基层政府财力。6月13日国务院办公厅发布了20号文，就是以改革思路释放财政资金潜力的一种体现。

4.3、社会资金：隐债监管难松动，提升项目收益是正道

隐债监管难松动。地价上涨、房价上涨已经使得居民杠杆率接近极限，严重削弱了未来的消费潜力。随着地产监管政策中枢趋紧，房地产市场的金融属性正在被剥离。无序扩张的社会资金再难成为基建主要的资金来源。事实上，央行和外管局“23条”等监管政策的松动只是针对城投平台的合理融资，地方政府隐性债务等无序扩张的社会资金监管并未松动，预计即使在未来经济下行压力比较大的时期，地方政府隐性债务等监管政策明显松动的可能性也非常小。

规范引入社会资金是未来发展的大方向。中央财经委第十一次会议明确指出，“要推动政府和社会资本合作模式规范发展、阳光运行，引导社会资本参与市政设施投资运营”。

规范引入社会资金，关键是要提升项目收益。从城镇化的角度来看，基建项目要更多建在人口流入地、产业聚集地；从行业的角度来看，面向数字经济领域，信息基础设施和融合基础设施的新基建项目收益较高，未来国家对新基建的支持力度还会增加。

随着新基建政策的不断推进，高收益类项目的数量也将逐渐增加。我国经济基本面长期面临着低端产能过剩、高端产能与有效需求不足，内生性通缩压力上升等问题，而新基建一方面能够以科技创新来扩大高端产能规模；另一方面也能够激发社会有效需求。全要素生产率提升，潜在经济增长活力被激发。为加快科技进步，也需要进行超前的基础设施建设。

PPP和REITs将成为社会资金参与基建项目的主要模式。经历了退库之后，PPP逐渐走向了规范发展的道路，近期对于PPP模式的政策支持力度有所提升。REITs能够盘活存量资产，提供增量资金，也是政策的重点发力方向。PPP和REITs模式相结合，一是丰富了社会资金参与基建项目的渠道；二是PPP社会资金也会具有相应的退出机制。

但值得注意的是，科技创新并非一蹴而就，高收益项目数量目前还偏少，新基建项目规模仅占全部项目的10%左右。为解决这一问题，地方政府更多地发起了可行性缺口补助和政府付费形式的PPP项目，在风险相对可控的前提下实现了PPP投资规模的平

稳增长。预计未来REITs模式也可能会采取类似的思路，即对于合适的REITs项目给予一定的政府贴息。

4.4、基建增速或长期下降，但发展质量得到提升

社会资金无序扩张导致的基建高速增长将退出历史舞台。无论是城投平台负债还是PPP明股实债，土地收益偿还的机制均能使得信用被快速创造，但债务驱动资产价格上升并不是无限的，居民部门和地方政府的杠杆率均已接近极限，居民部门开始减少当期和未来的消费。

未来发展的总体思路应是财税体制改革释放财政资金，同时引入规范社会资金。一方面企业的全要素生产率能够提升，新基建政策鼓励新技术和新产业发展，为中期经济转型提供基础。另一方面，高端产能逐渐释放，叠加医疗、养老、教育等基建水平提升，居民“养生丧死”等后顾之忧得到解决，中长期消费潜力将得到释放。

但在大量高收益项目出现之前，基建将经历一段低增速的时间。财政资金方面，中央政府加杠杆存在限制，专项债难以大幅扩张，而财税改革亦非一日之功；社会资金方面，未来社会资金的无序扩张被控制，引入规范的社会资金任重道远。综合来看，未来一段时间，基建投资增速难以恢复到2018年之前的水平。另外，由于基建和地产的绑定关系减弱，经济增速也会长期下行。但新基建提供有效供给，拉动有效需求，公益性基建缓解居民后顾之忧，经济发展的质量、可持续性将得到提升。

5、总结

本文从资金来源为抓手，一者构建短期基建投资增速的定量预测框架；二者回顾历史上的资金来源变动、分析当前政策，推断未来基建资金从哪里来，并对中长期的基建增速做出定性判断。

结论1：预计今年基建投资增速在5.3%-8.6%之间。本文基于财政资金撬动社会资金的思路，构建了基建投资增速的预测方法。分别测算财政资金所包括的一般公共预算支出、政府性基金支出和专项债资金规模，剔除与基建无关的部分，再乘以杠杆撬动倍数（3.3-3.4倍）计算同比，就可以得到基建增速预测值。通过上述方法，本文测算出今年的基建投资增速在5.3%-8.6%之间。

结论2：对于未来基建资金来源：其一，中央政府适度加杠杆；其二，财税体制改革释放中长期财政潜力；其三，鼓励社会资金参与有收益的基建项目是未来发展的大方向，任重道远。值得注意的是，城投和PPP明股实债等无序扩张的社会资金再难成为主要资金来源，未来相关监管政策放松的可能性极小。

结论3：基建增速长期下降，但发展质量得到提升。由于中央财政加杠杆、专项债扩张均存在约束，而财税体制改革、引入规范的社会资金任重道远，基建投资增速再难恢复到2018年之前的水平。另外，由于基建和地产的绑定关系减弱，经济增速也会长期

下行。向前看，新基建提供有效供给，拉动有效需求，公益性基建降低居民后顾之忧，经济发展的质量将得到提升。

6、投资建议

对于今年下半年而言，根据前期报告《经济曲折复苏，利率拾级而上》中的观点，基建将成为稳增长的重要抓手，如果存量政策效用退坡，中央大概率出台增量政策支持基建。在此环境之下，经济基本面整体修复，10Y国债收益率或上行至3.0%附近。但由于消费和地产内生修复动能不足，基建拉动经济增长的效果会打折扣，部分时期经济增速或低于预期，利率的上行不会一蹴而就。建议波段投资者密切关注各类经济指标，看短做短。

中长期来看，基建资金来源的变化将对利率产生深刻影响，利率或将下行。投资拉动的经济增长模式对于资本的依赖度较高，作为资本要素价格的利率更容易上行。随着“以地融资”模式向可持续发展的基建融资模式转变，科技创新-消费将成为未来经济发展的核心动力，其对于资本的需求将有所降低。另外，债务的大量累积将制约货币政策收紧的空间，利率长期易下难上。因此从长期来看，做多国债的胜率要高于做空。

7、风险提示

监管政策发生重大变动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金23亿元人民币，员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖，张燊东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com