

# “转杠杆”背景下 2024 年基建投资增速几何？

## ——宏观深度研究

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 专题内容摘要

#### 核心观点：

中央经济与金融工作会议“财政政策适度加力”、“优化央地债务结构”的表述意味着 2024 年财政政策的安排或将鲜明地体现出“转杠杆”的特征。在这一背景下，我们采用新的基建投资预测框架，分别预测了预算内资金主导和企业部门主导的基建投资的增速，并估计了 12 省加强地方政府项目管理的影响。我们初步预测 2024 年基建投资增速为 7.4%；但是如果考虑更多省份地方政府也有债务整顿的压力，实际增速可能低于这一水平。

#### ➤ 一个估算基建投资的新方法

目前，市场常见的预测基建投资的方法是依据资金来源测算，但这一方法依赖缺乏基础资料的大量假设。我们构建了一个新的预测方法，把基建投资分为预算内财政资金主导、企业主导两部分，分别估算其增速，再加权得到总的基建投资增速。经过测算，我们认为，交运仓储邮政业中，财政资金大约主导其 30% 的固定资产投资；水利环境公共设施管理业财政资金的影响大概在 40% 左右；剩下的部分则主要由企业的投资决策主导。

#### ➤ 加杠杆：预算内资金投入基建增长较快

预算内资金对于基建投资的贡献有三个来源：1) 一般公共预算中用于基建投资的科目（包含财政支出三级科目的约 14 项）；2) 地方政府专项债等债务资金用于基建投资的部分；3) 政府基金预算除去债务资金支出中用于基建的部分（主要与土地出让收入支出用于基建的部分有关）。分别估算这三部分资金再进行加总，我们预计 2024 年财政资金用于基建投资的规模为 5.7 万亿元，同比增长 24.6%。中央政府加杠杆对此有明显贡献。

#### ➤ 如何估算企业部门对 2024 基建投资的贡献？

我们发现，基建行业的民间投资对该行业企业部门（包含国企、民企）的投资有较强的代表性。历史回溯也显示，这一方法对基建投资的波动有较好的拟合效果。根据近期水电热、交通运输、水利环境三大基建行业的民间投资趋势，我们结合行业政策推测，2024 年水电热、交通运输、水利环境行业中，企业部门投资的同比增速或分别为 12.5%、13.9%、-0.1%。

#### ➤ 去杠杆：加强地方项目管理可能影响基建投资增速

虽然中央财政预算内资金加杠杆投入基建，控制地方隐性债务的一些安排可能产生去杠杆的效果，并减少隐性财政赤字。我们的测算显示，近期一些财政整顿的安排对基建投资的影响可能在 5.9 个百分点左右。

#### ➤ 2024 年基建投资展望

结合预算内资金、企业投资，并进一步考虑了加强地方政府项目管理的影响，我们初步预测 2024 年基建投资同比或为 7.4%。在此基础上，我们继续考虑了特别国债更多投入基建、项目管理范围扩大这两种更乐观和更悲观的情形。若特别国债投入比例升至 60%，2024 基建投资增速或达到 8.0%；如果地方去杠杆力度进一步加强，则 2024 年的基建投资增速可能在 4% 左右。

**风险提示：**经济与政策低于预期，对长期深层次问题预期恶化，统计数据存在偏差，地产出现系统性风险，测算结果与实际情况存在偏差

### 相关报告

1、《外需、通缩和产能过剩风险无需担忧！——中国经济如何走向复苏（五）》2024.01.20

## 正文目录

1. 一个估算基建投资的新方法.....	4
1.1 通过财政资金、民间投资预测基建投资增速.....	4
1.2 财政、企业投资分别主导多少基建投资?.....	5
2. 加杠杆: 预算内资金投入基建的规模增长明显.....	8
2.1 一般公共预算或投入基建 2.7 万亿元.....	8
2.2 政府基金预算中债务资金或投入基建 3 万亿元.....	9
2.3 其他政府基金预算投入基建的规模有限.....	12
3. 企业部门的基建投资增速预测.....	13
3.1 民间投资可代表企业主导的基建投资.....	13
3.2 2024 年民间基建投资增速预测.....	14
4. 去杠杆: 加强地方项目管理或影响基建增速.....	16
4.1 重点省份加强对政府项目管理.....	16
4.2 对地方“降杠杆”影响的测算.....	16
5. 2024 年基建投资展望.....	18
5.1 2024 年基建投资同比增速或为 7.4%.....	18
5.2 更乐观与更悲观的情形.....	19
6. 风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 2022 年基建投资资金来源 (亿元) 及占比.....	4
图表 2: 基建投资中, 国有企业和政府 vs 民间投资占比.....	5
图表 3: 水电热行业投资的主要资金来源占比.....	6
图表 4: 交运仓储邮政业投资的主要资金来源占比.....	6
图表 5: 水利、环境和公共设施管理业投资的主要资金来源占比.....	6
图表 6: 2018-2022 年一般公共预算用于基建支出的 14 个三级科目 (亿元) ...	8
图表 7: 一般公共预算资金用于基建项目的资金估算 (亿元).....	9
图表 8: 专项债资金投向基建的占比.....	10
图表 9: 专项债及增发国债资金用于基建投资的规模 (亿元).....	11
图表 10: 估算政府基金预算 (除债务资金) 对基建的贡献 (亿元).....	12
图表 11: 水电热行业投资增速.....	13
图表 12: 水电热行业民间与总体投资增速的相关性.....	13
图表 13: 新方法对交运邮政仓储业投资增速估算的历史回溯.....	14
图表 14: 新方法对水利、环境和公共设施管理业投资增速估算的历史回溯....	14
图表 15: 三大基建行业的民间投资规模 (季调).....	15
图表 16: 交通运输与水利环境项目可能受影响的比例.....	17
图表 17: 新方法对 2024 年基建投资增速的预测.....	18
图表 18: 对 2024 年基建投资增速的预测 (乐观).....	19
图表 19: 对 2024 年基建投资增速的预测 (悲观).....	20

## 引言

12月召开的中央经济工作会议指出，2024年“积极的财政政策要适度加力”，与此同时，中央金融工作会议提出，要“优化中央和地方政府债务结构”。我们认为2024年财政政策的安排将鲜明的体现出转杠杆的特征。

中央财政方面，在2023年底中央已经发行1万亿国债支持灾后重建和提升防灾能力的基础上，我们推测2024年中央政府可能还会发行万亿级别特别国债。然而，对地方财政而言，从去年下半年以来对地方政府隐性债务的整顿可能还会影响地方政府的相关支出特别是基建投资。近期，包括内蒙古在内的12个重点省份<sup>1</sup>加强了对政府投资项目的管理<sup>2</sup>。

那么在财政“转杠杆”的背景下，如何看待今年的基建投资？本文对今年基建投资的几大核心变量的影响一一进行了测算，在此基础上对2024年基建投资增速作出预测。

<sup>1</sup> [严控城市轨道交通项目投资 在建项目要严格审核 腾讯新闻 \(qq.com\)](https://www.qq.com)

<sup>2</sup> 在1月初内蒙古自治区政府的常务会议上，会议强调“要全面落实国务院办公厅《重点省份分类加强政府投资项目管理办法》，压减非急需非刚性支出、维修改造项目、政务信息化建设和运维项目，严控‘三公’经费和一般性支出，让‘过紧日子’成为常态。”

[https://www.nmg.gov.cn/zwfk/zfxxgk/zfxxgkml/zfzdhy/zfcwhy/202401/t20240112\\_2440306.html](https://www.nmg.gov.cn/zwfk/zfxxgk/zfxxgkml/zfzdhy/zfcwhy/202401/t20240112_2440306.html)

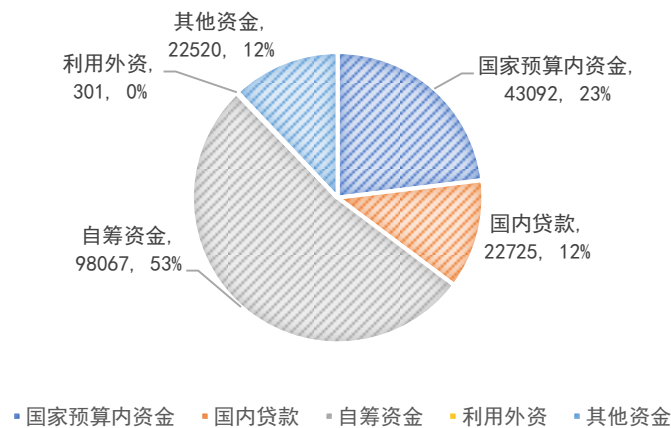
## 1. 一个估算基建投资的新方法

我们构建了一个新的预测方法，把基建投资分为财政主导、企业主导两部分，分别估算其增速，再加权得到总的基建投资增速。

### 1.1 通过财政资金、民间投资预测基建投资增速

目前，市场常见的预测基建投资的方法是从资金来源入手。资金来源通常包括预算内资金、国内贷款、自筹资金和其他资金这四个主要科目。但是，除了估计预算内资金（占比 23%）有较为扎实的数据作为依据外，估计其他科目资金时往往难以找到可供参考的依据，需要高度依赖假设<sup>3</sup>，这可能导致最终预测的基建投资增速会因假设的不同出现较大波动，影响预测的精准度。

图表1：2022 年基建投资资金来源（亿元）及占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

因此，我们把基建投资分为财政主导和企业主导两部分，分别估算三大基建行业中这两部分的增速，再根据这三个行业中财政、企业主导的基建投资比重，加权计算得到总的基建投资增速。我们认为，这个新方法对基建投资的波动有更好的解释和预测效果。

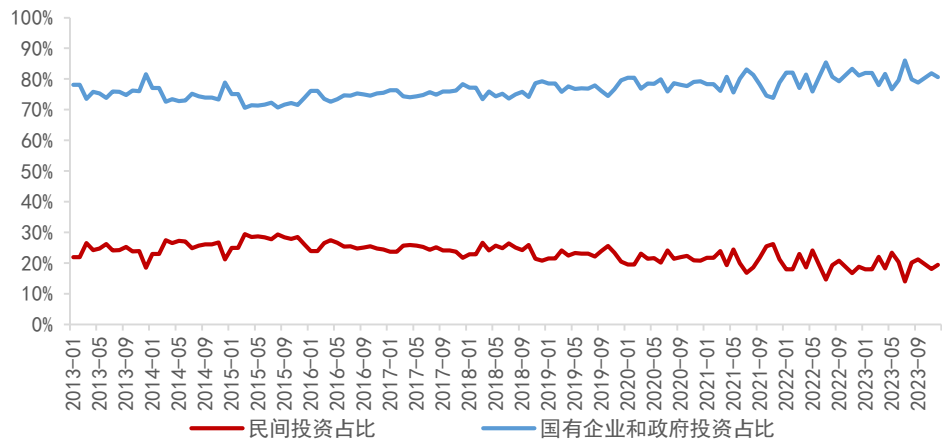
<sup>3</sup> 例如，自筹资金包括企业自有资金，非标融资，融资平台债务资金等。其中，对企业资本金的估算高度依赖于假设却难以找到可供参考的依据。又比如，试图利用融资平台债券余额增长来估算融资平台对基建投资资金的投入在地方政府开始大规模偿还隐性债务之后会变得非常不可靠。由于无法获得每年偿还隐性债务的规模，也就无法评估融资平台到底有多少债务被置换，可以为基建投资提供多少增量资金。

## 1.2 财政、企业投资分别主导多少基建投资？

与传统印象不同，基建投资中政府财政和融资平台并非绝对主导。2022 年，基建投资的资金来源中，预算内资金仅占 23.1%。除了有大量国企（如电网公司、各大发电集团、城市地铁公司等）参与基建，民间投资在基建中也有一定份额。此外，2018 年中央政府着手整顿隐性债务以后，融资平台的融资功能部分由专项债等正规政府债券所取代；而融资平台本身也在逐步向一般国企转型。

这意味着，当前的基建投资本质上可以分为由预算内资金（财政）主导和由企业主导的两部分。其中，企业包括基建国企、转型之中的融资平台以及参与基建项目的民企等。

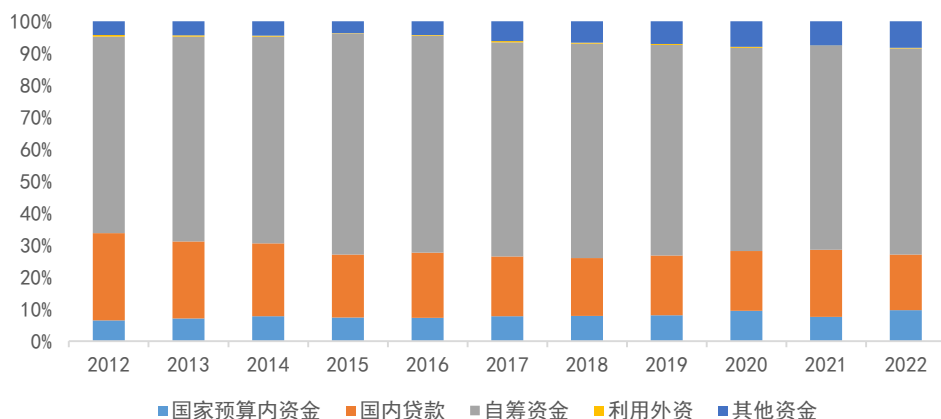
图表2：基建投资中，国有企业和政府 vs 民间投资占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

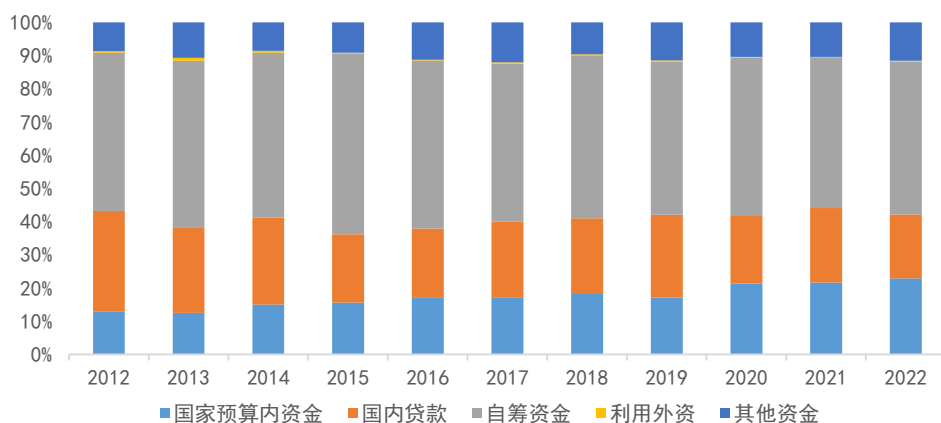
分行业来看，组成基建投资的三大行业中，财政资金的影响差异较大。从近年的数据来看，预算内资金在水电热行业的占比一直在 10% 以下；在交运仓储邮政业、水利环境公共设施管理业的比重分别在 20% 和 25% 以上。因此我们认为，水电热行业主要由企业投资主导，后两个行业则受政府财政支出较大影响。

图表3: 水电热行业投资的主要资金来源占比



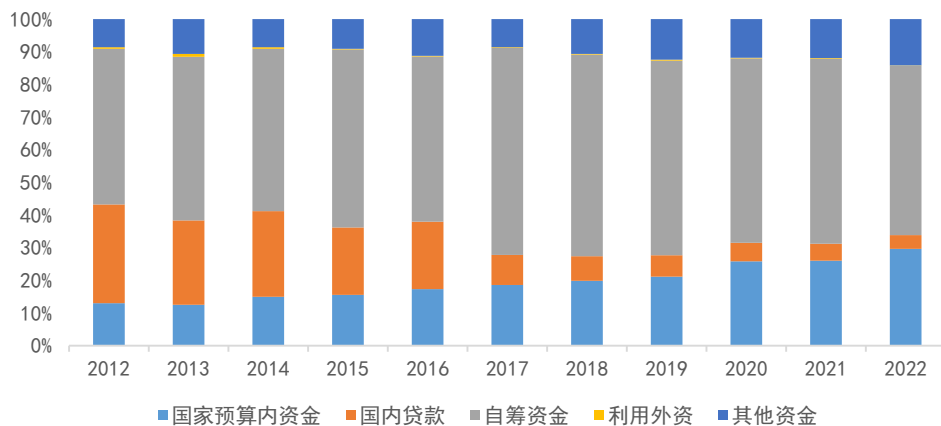
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 交运仓储邮政业投资的主要资金来源占比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 水利、环境和公共设施管理业投资的主要资金来源占比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当然，财政影响基建投资的权重可能还会高于直接出资比例。由于预算内资金分为可以做资本金的资金（一般公共预算的资金、政府基金预算专项债之外的资金）以及债务资金<sup>4</sup>（专项债、特别国债资金），做资本金的部分还有加杠杆的空间。这一部分借入的资金也算是财政主导投资的一部分。

我们粗略地估算资本金与债务资金占比为 1:1，并假定项目的平均权益负债比为 1:2<sup>5</sup>，负债部分首先由地方专项债、特别国债资金提供支持，则相关项目就还可以借入相当于资本金规模的贷款或者其他债务资金。这意味着交运仓储邮政业中，财政资金大约主导其 30% 的固定资产投资；水利环境公共设施管理业财政资金的影响大概在 40% 左右；剩下的部分则由企业的投资决策主导。

<sup>4</sup> 目前看专项债用作资本金并不是非常普遍，我们这里忽略其影响。

<sup>5</sup> 按照 2019 年国务院《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》的有关规定，大部分项目资本金下限为 25%，少量可以下调到 20%。但是在实际执行过程中资本金并没有这么低。

## 2. 加杠杆：预算内资金投入基建的规模增长明显

预算内资金对于基建投资的贡献有三个来源：1) 一般公共预算中用于基建投资的科目（包含财政支出三级科目的约 14 项）；2) 地方政府专项债等债务资金用于基建投资的部分；3) 政府基金预算除去债务资金支出中用于基建的部分（主要与土地出让收入支出用于基建的部分有关）。我们估计 2024 年财政资金用于基建投资的规模为 5.7 万亿元，同比增长 24.6%。

### 2.1 一般公共预算或投入基建 2.7 万亿元

一般公共预算用于基建投资的资金可以直接从财政决算表中 14 个三级子科目<sup>6</sup>获得。这些三级科目主要来自于 4 个与基建相关的一级科目，包括节能环保支出、城乡社区支出、农林水支出和交通运输支出。

图表6：2018–2022 年一般公共预算用于基建支出的 14 个三级科目（亿元）

全国一般公共预算支出		2018	2019	2020	2021	2022
节能环保	污染防治	2,441	2,630	2,435	2,033	2,007
	自然生态保护	617	799	691	632	638
	天然林保护	283	30	274	284	271
城乡社区	城乡社区公共设施	10,293	11,489	8,319	7,983	7,611
农林水	农村道路建设	186	219	260	257	216
	水利工程建设	1,809	1,931	1,792	1,717	1,702
	江河湖库水系综合整治	93	111	129	125	134
	南水北调工程建设	96	54	23	23	25
	农村基础设施建设	1,686	1,811	1,614	1,145	1,151
交通运输	公路建设	1,532	1,709	2,419	2,055	1,936
	港口设施	19	25	48	33	74
	铁路路网建设	610	875	708	392	760
	车辆购置税用于公路等基础设施建设支出	2,108	2,384	2,351	2,541	2,669
	车辆购置税用于农村公路建设支出	686	463	311	106	161
合计		22,457	24,530	21,374	19,326	19,354

资料来源：Wind，财政部，国联证券研究所

由于 2023 年仅公布了一般的公共预算支出，财政决算表尚未公布，我们对 2023、2024 一般公共预算用于基建的资金做进一步估计。

考虑到近年来财政支出更多向民生倾斜，我们参考之前的规律，假设 2022、2023

<sup>6</sup> 我们不直接使用一级科目，因为一级科目支出除了投资外，还包含了较多的人员费用支出。



年四个与基建相关的一级行业占全国一般公共预算的比重每年下降 1%；同时，我们假设 2022-2024 年，与资本形成相关的 14 个三级科目占一级科目的比重维持不变。此外，我们估算 2024 年全国一般公共预算支出的增速与我们预测的名义 GDP 增速基本一致（6%）。

需要注意的是，2023 年底增发的 1 万亿国债在 2023 年已经全部计入一般公共预算支出中<sup>7</sup>，但考虑第一、二批资金下达的时间都在 12 月底（12.18、12.30），我们预计这 1 万亿国债的资金将主要在 2024 年形成实物工作量。因此，在计算 2023 年投入基建相关的 14 个三级科目的支出时，我们在一般公共预算中扣除了 1 万亿国债。

同时，我们在 2024 年的 14 个三级科目支出中，加入了国债资金的贡献。根据财政部信息，第一批资金中（2379 亿元），有 47% 用于基建投资，其余用于受灾农田的恢复。第二批资金（5646 亿元）均用于基建相关项目。我们粗略推算，可能约有 80% 的国债资金在 2024 年投入了这 14 个三级科目。

综合考虑，我们推算出 2023、2024 年一般公共预算中用于基建投资的资金分别在 1.9、2.7 万亿元左右。

图表7：一般公共预算资金用于基建项目的资金估算（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
全国一般公共预算支出	220,906	238,874	245,588	246,322	260,609	274,574	280,448 <sup>8</sup>
全国一般公共预算支出（2023 年国债资金调整）	-	-	-	-	-	264,574	-
基建相关一级科目占全国一般公共预算支出比重	27.5%	28.0%	25.4%	23.7%	22.8%	21.8%	20.8%
基建相关 4 个一级科目支出	60,790	66,966	62,426	58,434	59,382	57,640	58,293
基建相关三级科目占一级科目比重	36.9%	36.6%	34.2%	33.1%	32.6%	32.6%	32.6%
基建相关 14 个三级科目支出（按比例预测）	22,457	24,530	21,374	19,326	19,354	18,786	18,999
基建相关 14 个三级科目支出（2023 年国债资金调整）	-	-	-	-	-	18,786	26,999

资料来源：Wind，财政部，国联证券研究所；注：红色为预测值

## 2.2 政府基金预算中债务资金或投入基建 3 万亿元

预算内资金对于基建投资贡献的另外一个重要来源来自于地方政府专项债和特别国债等债务资金。

2020 年以来，专项债用于基建投资的规模明显上升。在过去几年政府整顿隐性

<sup>7</sup> 财政部副部长朱忠明介绍，“议案决定在今年四季度增加发行 2023 年国债 1 万亿元……按此测算，2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。”

[https://www.gov.cn/zhengce/202310/content\\_6912077.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202310/content_6912077.htm)

<sup>8</sup> 这是剔除 1 万亿国债之后 2023 年支出 264,574 亿元增长 6% 获得的结果。

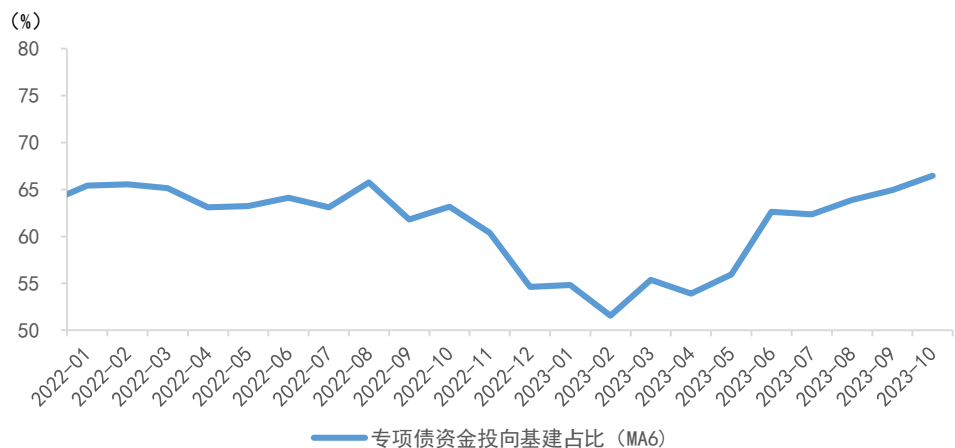
债务“堵后门”的同时，发行专项债变成为地方政府筹资“开前门”的手段。不仅专项债的发行规模大幅上升，用于基建的比例也明显上升。2020 年以来，按照国务院的要求，专项债资金更多地被投放到基建相关的领域。

参考财政部以及 Wind 中对专项债的资金用途的统计，我们粗略估算 2018 年到 2023 年专项债资金用于基建的比例从 10%逐步上升到 65%，并在此后保持在这 65%。

根据财政部副部长王东伟在 2023 年全年财政收支情况发布会的表述<sup>9</sup>，“2024 年将继续安排一定规模的地方政府专项债券，适当增加中央预算内投资规模等”，我们认为 2024 年地方专项债的发行额度或与 2023 年持平，为 3.8 万亿元。

再叠加我们估计的 65%的投入基建的比例，2024 年地方专项债投入基建的资金规模可能为 2.5 万亿元左右。

图表8：专项债资金投向基建的占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

**2024 年，特别国债投入基建的规模可能也有望明显增长。**

1 月初，财政部部长蓝佛安在采访中<sup>10</sup>表示，“我们合理、审慎确定赤字率水平，既适度扩大支出规模，满足实际需要，又‘留有后手’，为应对未来可能的风险挑战留出空间”，并介绍 2024 年财政政策的“适度加力”方面，主要是“加强财政资源统筹，组合使用专项债、国债……等多种政策工具”。我们推测，2024 年或有望再度推出万亿级别的特别国债，对基建投资构成支撑。

假设 2024 年 1 万亿特别国债落地，我们预计对基建的贡献可能达到 5000 亿元。关于 2024 年特别国债可能对基建的贡献，此前国债资金的使用情况为我们提供了参

<sup>9</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202402/content\\_6929627.htm](https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202402/content_6929627.htm)

<sup>10</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202401/content\\_6924239.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202401/content_6924239.htm)

考：

- 2023Q4，中央政府发行了1万亿国债，大部分用于基建投资<sup>11</sup>。其中，前两批资金分别在12月18日、12月30日下达。根据财政部信息，第一批资金中（2379亿元），有47%用于基建投资，其余用于受灾农田的恢复。第二批资金（5646亿元）均用于基建相关项目。所以前两批下达资金中，用于基建项目的资金占比为84%。
- 而在2020年中央增发的1万亿抗疫特别国债中，约有4000亿用于基础设施建设投资（《基建投资可能再超预期——2022年疫后稳增长系列之一》），投入基建的资金占比40%。2022年底中央也发行了一次特别国债，但这主要是对2007年发行的15年期特别国债的到期续作，并不带来增量资金，因此无需考虑其对基建投资的影响。
- 参考以往增发国债投入基建的比例（40%-84%），我们粗略估计，2024年若有特别国债，或有50%的资金投入基建。

综合上述讨论，我们估计2024年地方政府专项债和增发的国债资金用于基建投资的规模可以达到约2.97万亿元。

图表9：专项债及增发国债资金用于基建投资的规模（亿元）

年份	增发特别国债用于基建	新增专项债规模	继承前一年专项债	结转后一年专项债	专项债投向基建占比	投向基建金额
2024E	5000	38,000	0	0	65%	29,700
2023E	0	39,555	0	0	65%	25,711
2022		40,384 <sup>12</sup>	12,000	0	60%	31,430
2021		35,844	8,000	12,000	60%	19,106
2020	4,000	36,019	736	8,000	55%	19,815
2019		21,487	0	736	20%	4,150
2018		13,207			10%	1,321

资料来源：Wind，财政部，国联证券研究所；注：红色为预测值

<sup>11</sup> 投向包括8个领域：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

<sup>12</sup> 2022年新增专项债的四万亿规模中，既包含了年初预算的规模，也包含了下半年为了稳增长额外增发的5000亿元专项债。

### 2.3 其他政府基金预算投入基建的规模有限

债务资金以外的政府基金预算理论上讲也可以有一部分用于基建，特别是土地出让金相关的支出。例如，财政部曾经披露 2015 年，全国土地出让金收入安排的支出 33727.8 亿元，其中用于城市建设支出 3531.5 亿元，占比超过 10%。

但是我们的估算显示，这部分资金在 2019 年以后变得较为不重要，这一变化与 2018 年下半年中央政府着手整顿隐性债务有关：不仅新增隐性债务受到严格遏制，还要求地方政府逐步偿还隐性债务，对地方财政构成了较大压力。这可能导致政府基金预算（扣除债务资金）中用于基建支出的资金占比下降。在这种情况下，我们认为不宜通过线性外推来估算这一部分财政资金对基建投资的贡献。

我们用倒推法来估算 2018-2024 年债务资金以外基金预算对基建投资的贡献。首先，我们用预算内资金占基建资金来源的比重乘以当年基建投资的规模估算当年用于基建投资的预算内资金总规模。其次，我们用这个总规模减去一般公共预算和专项债（及增发国债）用于基建资金的金额，获得基金预算（除债务资金）对基建投资的贡献。

**图表10：估算政府基金预算（除债务资金）对基建的贡献（亿元）**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (E)	2024 (E)
预算内资金占比	17.2%	17.4%	21.1%	20.8%	23.1%	20.0%	-
基建投资总规模	176,183.5	182,050.4	188,258.3	188,653.7	210,386.6	227,722.4	
预算内资金总规模	30,303.6	31,676.8	39,722.5	39,268.5	48,557.8	45,496.7	56,698.8
来自一般公共预算	22,456.5	24,529.7	21,374.2	19,325.6	19,353.5	18,785.7	26,998.8
来自专项债和特别国债	1,352.7	4,150.2	19,815.1	19,106.4	31,430.4	25,711.0	29,700.0
来自政府基金预算（除去债务资金）	6,494.5	2,997.1	-1,466.9	836.5	-2,226.1	1,000	0
预算内资金同比增速		4.5%	25.4%	-1.1%	23.7%	-6.3%	24.6%

资料来源：Wind，财政部，国联证券研究所；注：红色为预测值

我们发现 2018 年以后，基金预算（扣除债务资金）用于基建的资金大幅下滑——与开始偿还隐性债务的时点惊人的保持一致。从目前的情况来看，这部分资金即使在类似 2019 年这样的正常年份，对于基建投资的贡献也非常有限。

我们估计 2023 年基金预算（扣除债务资金）的贡献可能与 2021 年相当，在 1000 亿元左右；2024 年在加强债务管理的背景下，基金预算（扣除债务资金）的贡献或可忽略不计。

综合对以上三类预算内资金的预测，我们估计，2024 年投入基建的预算内资金可能在 5.7 万亿元左右，同比增长 24.6%。

### 3. 企业部门的基建投资增速预测

我们发现，基建行业的民间投资对该行业企业部门（包含国企、民企）的投资有较强的代表性。历史回溯也显示，这一方法对基建投资的波动有较好的拟合效果。根据近期水电热、交通运输、水利环境三大基建行业的民间投资趋势，我们结合行业政策推测，2024年其企业部门投资的同比增速或分别为12.5%、13.9%、-0.1%。

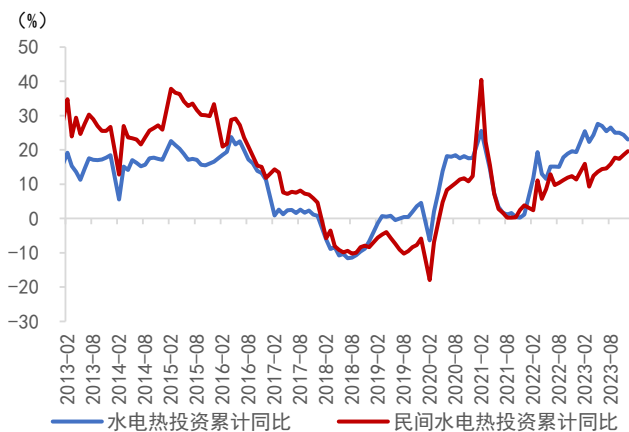
#### 3.1 民间投资可代表企业主导的基建投资

解决了如何测算预算内资金投入基建的规模，如何估算企业部门在基建领域的投资增长呢？统计局公布民间固定资产在基建相关行业的投资增速。由于企业部门都是利润主导的，即使是融资平台，也在2019年整顿隐性债务以后被要求像普通国企那么运转，似乎有理由相信民间基建投资增速可以作为整体企业投资增速的代表。

民间投资可以用于代表全部企业投资吗？我们的研究表明是可以的。

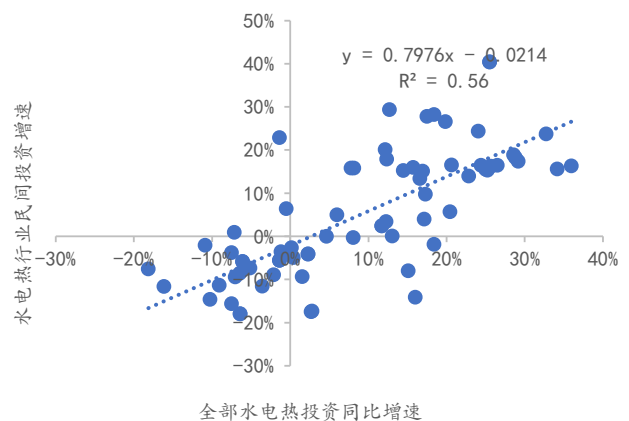
证据一，在财政资金参与较少的基建行业，民间投资的增速和该行业总体投资增速大体趋同。例如，在水电热行业，民间投资的同比增速与整体投资增速的拟合优度高达6成。这意味着，民企和国企在该基建领域的投资增速可能趋同。

图表11：水电热行业投资增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：水电热行业民间与总体投资增速的相关性



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为2018.1-2023.12

证据二，用民间基建投资增速替代整体企业投资增速，再加上财政的贡献，可以对基建投资的历史波动有较好的拟合效果。我们用上述的方法加权计算了2019-2023年的预算内资金、民间投资增速，得到了这五年交运、水利两大基建行业的总体投资增速，估算值与实际值的误差在-3.3%-3.6%之间。

**图表13：新方法对交运邮政仓储业投资增速估算的历史回溯**

年份	投入的预算内资金同比增速 (权重 30%)	对应的民间固定资产投资增速 (权重 70%)	估算的同比增速	实际的同比增速	估算-实际
2023	-6.3	13.9	7.8	10.5	-2.7
2022	23.7	6.8	11.9	9.1	2.8
2021	-1.1	3.8	2.3	1.6	0.7
2020	25.4	-3.8	5.0	1.4	3.6
2019	4.5	0.8	1.9	3.4	-1.5

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表14：新方法对水利、环境和公共设施管理业投资增速估算的历史回溯**

年份	投入的预算内资金同比增速 (权重 40%)	对应的民间固定资产投资增速 (权重 60%)	估算的同比增速	实际的同比增速	估算-实际
2023	-6.3	-1.2	-3.2	0.1	-3.3
2022	23.7	5.8	13.0	10.3	2.7
2021	-1.1	-2	-1.6	-1.2	-0.4
2020	25.4	-10.7	3.7	0.2	3.5
2019	4.5	-1.9	0.7	2.9	-2.2

资料来源：Wind，国联证券研究所

值得关注的是，一些准财政金融工具（政策性金融工具）的使用对基建投资的支撑也会反映在企业部门投资的数据中。这是因为这些工具通常是以向有关国企乃至民营企业提供支持的方式来完成基建投资的<sup>13</sup>。2022年推出的7399亿元的政策性开发性金融工具，以及调增政策性银行8000亿元信贷额度支持基础设施建设应该都属于这种情况。

### 3.2 2024年民间基建投资增速预测

如果要对2024年基建投资进行测算，我们又如何测算民间基建投资增速呢？

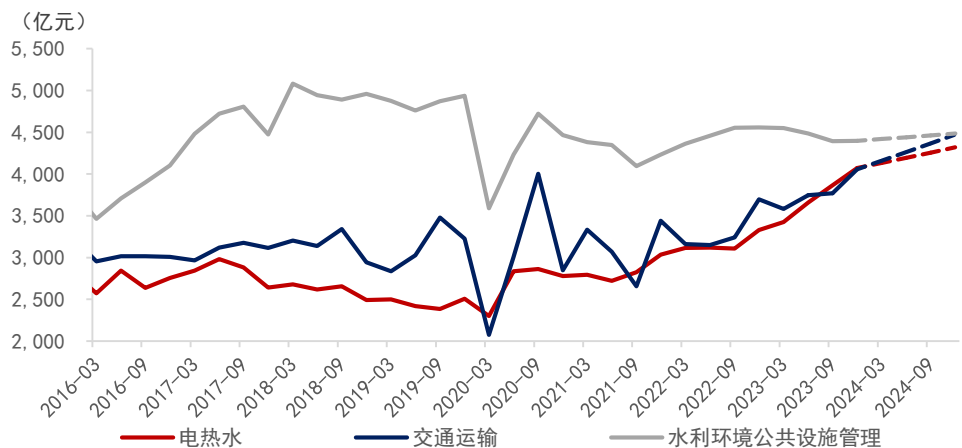
我们对三大主要基建行业的民间投资规模进行了季节性调整。根据最近一到两

<sup>13</sup> 理论上讲这些资金当然可以为预算内资金的项目提供配套资金，但是一般而言预算资金项目不会太缺配套资金（银行贷款、债券等）。政策性金融工具使用更为灵活，一般会用于满足纯粹市场化条件下不能完全满足融资需求的项目，起到提振基建投资的作用。

个季度的环比增速，结合其历史水平与行业政策，我们对 2024 年企业投资的同比增速进行预测：

- 2023 年，电热水行业投资保持较快增长。季节性调整后，Q1-Q4 的平均环比增速也在 5%左右，明显高于 2018 年以来的平均水平（1.7%，不包含 2020 年）。我们认为，这么高的增速或不可持续，2024 年电热水行业投资的季度环比增速可能回归历史平均水平 1.5%左右，由此推断 2024 年电热水行业企业投资部分的同比增速或在 12.5%。
- 2023 年，水利、环境和公共设施管理业的民间投资较为低迷。季节性调整后，水利投资在前三个季度环比负增长，且环比降幅持续扩大，但在四季度企稳回升，环比增速回到 0.1%。这可能与 2023 年底发行的 1 万亿国债侧重水利投资领域，带动相关企业投资，并带来配套行业政策利好有关。因此，我们预计，2024 年水利环境行业投资的季度环比或进一步回升至 0.5%(2018 年以来的平均水平)。以此推算，2024 年水利环境行业，企业投资的同比增速或-0.1%左右。
- 交通运输行业投资波动较大，在 2023 年也有较大幅度的波动。参考历史平均水平来看，交通运输行业的季度投资环比增速在 2.5%左右，因此我们预计，2024 年交通运输行业投资的环比增速可能继续保持在 2.5%左右，由此推断 2024 年交通运输行业企业投资部分的同比增速或在 13.9%左右。

图表15：三大基建行业的民间投资规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：虚线表示我们对 2024 年投资规模的预测

## 4. 去杠杆：加强地方项目管理或影响基建增速

在中央财政预算内资金加杠杆投入基建的同时，地方政府控制债务规模的一些安排可能产生去杠杆的效果，并减少隐性财政赤字。我们的测算显示，近期一些财政整顿的安排对基建投资的影响可能在 5.9 个百分点左右。

### 4.1 重点省份加强对政府项目管理

近期，一些重点省份加强了政府项目的管理，可能会对部分基建项目的投资构成约束。据财新 1 月 5 日报道<sup>14</sup>，目前要求“对 12 个重点省份严格管控政府投资项目融资、严格控制融资平台债务增量，金融机构新增融资审批权限上收至总行或总部。”

相关地区也在积极研究、落实要求。1 月 11 日，内蒙古自治区政府常务会议<sup>15</sup>强调了“要全面落实国务院办公厅《重点省份分类加强政府投资项目管理办法》，压减非急需非刚性支出、维修改造项目、政务信息化建设和运维项目，严控‘三公’经费和一般性支出，让‘过紧日子’成为常态”。1 月 15 日，吉林前郭县政府的常务会议也对《重点省份分类加强政府投资项目管理办法》进行了学习解读<sup>16</sup>。重庆市公共资源交易平台也发布了数个工程招投标终止公告，对建设计划作出优化调整，涉及的项目以道路建设为主。

### 4.2 对地方“降杠杆”影响的测算

我们认为，对于财政资金占比相对较高的交通运输与水利环境行业，其在一些省份的投资可能会受到影响。综合考虑这两个行业项目的平均建设周期、在重点化债省份投资的占比、新建项目比例、民间资金的占比，以及这两个行业投资规模在三大基建行业中的比例<sup>17</sup>，并假设 2023 年这些地区的这两个行业没有新增项目，并暂缓进度不足一半的项目。我们估计，2024 年中的基建投资中，约有 5.9% 的基建项目投资可能受到影响，包括 3.9% 的新增项目，以及 2.0% 的存续项目投资。

<sup>14</sup> 12 个重点省份包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。

<sup>15</sup> [https://www.nmg.gov.cn/zwyw/zyhy/zfcwhy/202401/t20240112\\_2440306.html](https://www.nmg.gov.cn/zwyw/zyhy/zfcwhy/202401/t20240112_2440306.html)

<sup>16</sup> [http://www.qianguo.gov.cn/xw/qgyw/202401/t20240117\\_517848.html](http://www.qianguo.gov.cn/xw/qgyw/202401/t20240117_517848.html)

<sup>17</sup> 由于一些指标只更新到 2022 年，为保持一致，这里的比例均使用 2022 年的数据。



**图表16：交通运输与水利环境项目可能受影响的比例**

	交通运输业	水利环境业	三大基建投资行业
新建项目占比 <sup>18</sup>	78%	83%	/
项目平均建设周期	4年	4年	/
重点化债省份的投资占比	35%	30%	/
该行业在基建投资中占比	36%	43%	/
民间资金占比	23%	25%	/
<b>对新增项目的影 响</b>	5.3%	4.6%	<b>3.9%</b>
<b>对存续项目的影 响</b>	2.7%	2.3%	<b>2.0%</b>
<b>对新增、存续项目影 响</b>	8.0%	6.9%	<b>5.9%</b>

资料来源：Wind，国联证券研究所

<sup>18</sup> 新建项目并非是当年开工的项目，其定义是从头开始建设的项目，可能已经在建了若干年。与新建项目对应的是扩建项目和改建项目。

## 5. 2024 年基建投资展望

在新的基建投资预测框架下，我们首先分别预测了财政、企业投资主导的基建投资增速，并进一步考虑了加强政府投资项目管理的的影响，初步预测 2024 年基建投资同比或为 7.4%。当然，考虑到财政整顿的影响可能超出 12 个省份的范围，实际同比增速可能低于这一水平。在此基础上，我们继续考虑了特别国债更大比例投入基建、项目管理范围扩大这两种更乐观、以及更悲观的情形。

### 5.1 2024 年基建投资同比增速或为 7.4%

在新的基建投资预测框架下，我们首先分别对 2024 年财政资金、企业投资主导的基建投资增速进行了预测，然后我们根据三大基建行业中财政、企业主导的权重，对预测结果加权处理。

结果显示，在不考虑地方化债压力等因素的情况下，叠加增发国债的进一步支持，2024 年基建投资的同比增速或有望达到 13.3%。再考虑加强地方项目管理的影响，这或下调基建投资增速 5.9 个百分点。我们初步测算，2024 年基建投资的同比增速可能在 7.4% 左右。

图表 17：新方法对 2024 年基建投资增速的预测

	企业主导			财政主导			合计	叠加项目管理影响	预测结果
	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业			
投资权重	91%	70%	60%	9%	30%	40%			
2023年投资规模（亿元）	46118	57148	57236	4561	24492	38158	227714		
2024同比增速（E）	12.5%	13.9%	-0.1%	24.6%	24.6%	24.6%	<b>13.3%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>7.4%</b>
2024年投资规模（E）	51885	65098	57163	5683	30517	47544	257891		

资料来源：Wind，国联证券研究所

不过，需要注意的是，近期一些非重点省份也有加强政府投资项目管理的迹象。根据上海一网通办消息，1月初，上海批准终止了智慧牧场升级改造项目<sup>19</sup>，以及现代农业有机肥配套中心项目<sup>20</sup>等。因此，在财政政策未进一步加码的情况下，我们初步测算的 2024 年基建 7.4% 的增速，可能是考虑加强地方政府项目管理影响后的上限。

<sup>19</sup> <https://www.shanghai.gov.cn/gwk/search/content/624a12ba5b6f4fc5846038f1cc4cf90f>

<sup>20</sup> <https://www.shanghai.gov.cn/gwk/search/content/21139423085544c09414a7f9652df688>

## 5.2 更乐观与更悲观的情形

在基准预测的基础上，我们考虑了更多可能的情况：更乐观的情形下，如果 2024 年有更高比例(60%)的特别国债资金投入基建，2024 基建投资增速或有望达到 6.7%；更悲观的情形下，如果地方降杠杆力度进一步加强，则 2024 年的基建投资增速可能在 4%左右。

### 5.2.1 乐观情形：更多特别国债支持基建

在基准预测中，我们假设 2024 年有 5000 亿元的特别国债支持基础设施建设。如果 2024 年增发的特别国债投入基建的比例上升至 60%左右，那么 2024 年财政主导的基建投资增速有望升至 26.8%，总的基建投资同比增速或有望升至 8.0%左右。

图表18：对 2024 年基建投资增速的预测（乐观）

	企业主导			财政主导			合计	叠加项目管理影响	预测结果
	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业			
投资权重	91%	70%	60%	9%	30%	40%			
2023年投资规模（亿元）	46118	57148	57236	4561	24492	38158	227714		
2024同比增速（E1）	12.5%	13.9%	-0.1%	26.8%	26.8%	26.8%	13.9%	-5.9%	8.0%
2024年投资规模（E1）	51885	65098	57163	5784	31056	48384	259370		

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 5.2.2 悲观情形：项目管理范围扩大

近期，我们注意到一些非重点省份对政府投资项目也加强了审核与管理。如果考虑将加强项目审核的影响扩大到更多省份，基建投资的增速可能会进一步下调至 4%左右。

据我们测算，如果加强项目管理的地区范围扩大，这些地区基建投资的占比从 30%-35%上升到 50%时，地方降杠杆对基建投资的影响从-5.9%扩大到-9.1%，

- 如果特别国债对基建投资的支持力度没有对应加强，则 2024 年基建投资的同比增速可能在 4.2%附近。
- 如果特别国债投入基建的比例相应有所上升，达到 60%，则 2024 年基建投资增速可能在 4.8%附近。

**图表19：对2024年基建投资增速的预测（悲观）**

2024年度同比	企业主导			财政主导			简单合计	叠加项目管理影响	预测结果 (悲观)
	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业	电热水行业	交通运输行业	水利环境行业			
50%特别国债投入基建	12.5%	13.9%	-0.1%	24.6%	24.6%	24.6%	13.3%	-9.1%	4.2%
60%特别国债投入基建	12.5%	13.9%	-0.1%	26.8%	26.8%	26.8%	13.9%	-9.1%	4.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) 经济与政策与预期不一致：如果稳增长政策的力度不及预期，经济修复速度可能慢于我们的估计；
- 2) 对长期深层次问题预期恶化：如果预期恶化，可能会导致预期的自我实现，经济修复速度可能慢于我们的预期；
- 3) 统计数据存在偏差：如果统计数据存在偏差，则我们估计的投资增速可能也存在偏差；
- 4) 地产出现系统性风险：如果地产出现风险事件，经济复苏可能弱于我们预期；
- 5) 测算结果与实际情况存在偏差：如果测算结果与实际情况存在偏差，则经济复苏可能早于或迟于我们的预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼