

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 婧 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4097

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤
联系人：王梅婷
电 话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

当前我国基础设施投资增长形势 与未来走势分析*

今年以来基础设施投资表现低于市场预期，增长势头还有所放缓，从资金来源角度看主要在于财政等资金支出偏慢，PPP 项目净增投资额仍低于疫情前水平，严监管下城投债净融资额下降。从项目角度看，大部分地区基础设施项目计划数、计划投资额均有所增加，今年基础设施投资增长存在一定的项目基础。从主要的资金来源看，PPP 项目落地率提升、城投债融资放缓将分别形成向上、向下的拉动作用，同时财政支出进度将是影响基础设施投资增长的重要因素。通过对不同财政支出进度情形预测，全年基础设施投资增速预计在 3.5%-5%。未来需要通过加快预算内投资和地方政府债券发行进度、推动 PPP 项目落地等方式稳定基础设施投资增长。

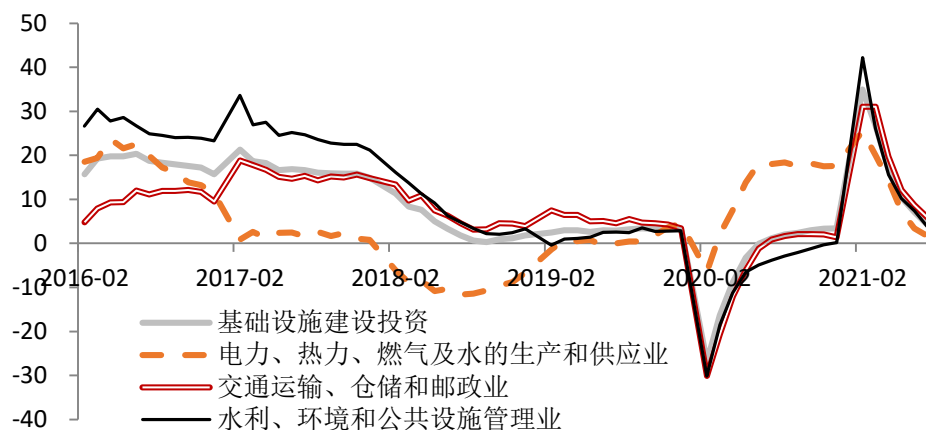
当前我国基础设施投资增长形势与未来走势分析

今年以来基础设施投资表现低于市场预期，增长势头还有所放缓，从资金来源角度看主要在于财政等资金支出偏慢，PPP 项目净增投资额仍低于疫情前水平，严监管下城投债净融资额下降。从项目角度看，大部分地区基础设施项目计划数、计划投资额均有所增加，今年基础设施投资增长存在一定的项目基础。从主要的资金来源看，PPP 项目落地率提升、城投债融资放缓将分别形成向上、向下的拉动作用，同时财政支出进度将是影响基础设施投资增长的重要因素。通过对不同财政支出进度情形预测，全年基础设施投资增速预计在 3.5%-5%。未来需要通过加快预算内投资和地方政府债券发行进度、推动 PPP 项目落地等方式稳定基础设施投资增长。

一、今年以来我国基础设施投资增速低于预期

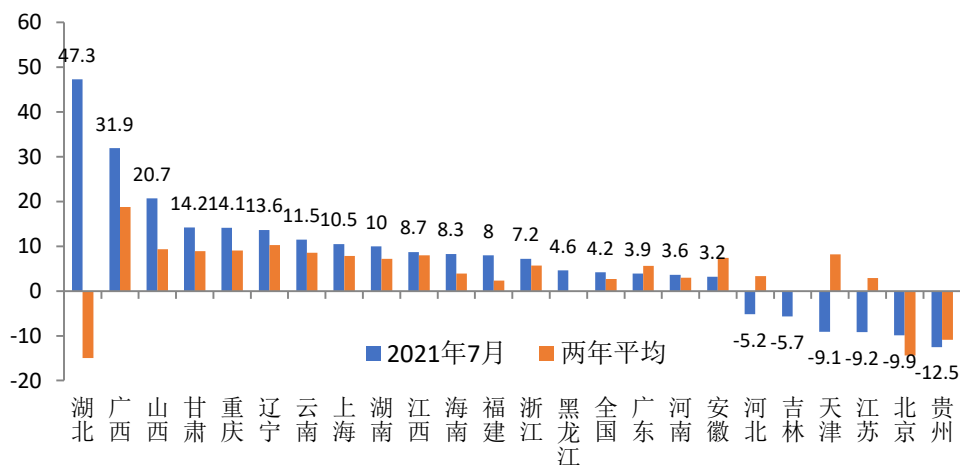
2018 年以来，我国基础设施投资增速开始明显放缓，从过去的两位数增长降至个位数，2019 年基础设施投资（含电力，下同）增速为 3.3%。2020 年在较大力度的财政政策支持下，基础设施投资增速一度有所回升，也被寄予成为拉动投资、稳定经济增长的重要手段。但今年以来基础设施投资表现低于市场预期，增长势头还有所放缓，今年前 7 个月同比增长 4.2%，两年平均增速为 2.7% 左右。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长较快，两年平均增速为 9.5%，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业投资增速相对较慢，两年平均增速分别为 3.4%、-0.1%。分地区看，大部分省份在上年较低基数下基础设施投资增速有所回升，比如湖北前 7 个月增速达到 47%，但从两年平均增速看仍较低，为 -15%。除了贵州增速持续负增长外，大部分西部地区基础设施投资增速高于全国平均水平。

图 1：基础设施投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 2：各地区 2021 年 1-7 月基础设施投资增速（%）

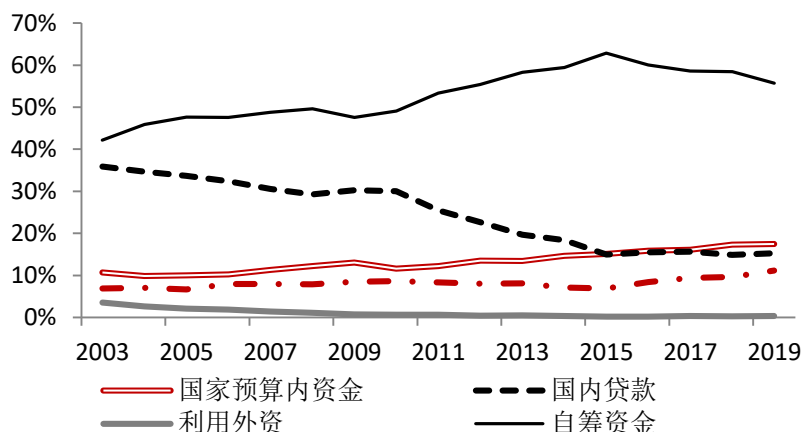


资料来源：各地区统计局网站，中国银行研究院

从基础设施投资资金来源看，目前数据较为滞后，额度数据只公布到 2017 年，2018-2019 年为增速数据。PPP、城投债等自筹资金的占比较高，2015 年达到高点后有所回落，2019 年为 55.7%。国家预算内资金占比总体上升，2019 年为 17.5%，国内贷款占比稳定在 15% 左右。根据国家统计局指标解释，国家预算内资金包括一般预算、政府性基金预算，而专项债纳入政府性基金预算管理，专项债近年来发行额度大幅增加，这可能会对近两年资金来源结构产生影响。从主要的几类资金来源看，国内银行贷款用于基础设施领域的增速保持较快增长，今年 6 月末公布数据的上市银行用于上

述三类基础设施行业的贷款增长 15.1%，增速快于贷款总体增速。今年基建投资增长持续低于预期，主要还在于财政等资金支出偏慢。

图 3：基础设施投资资金来源占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

（一）一般公共预算中基础设施相关支出下降

近年来，我国一般公共预算支出中基础设施相关支出占比有所降低，节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输这四类科目的支出占比从 2019 年的 28% 降至 2020 年的 25.4%，今年前 7 个月进一步降至 22.4%。而教育、社会保障和就业、卫生健康等科目支出占比上升至今年前 7 个月的 39.2%，这与近年来政府加强对社保、教育、医疗等民生支出的政策导向有关。债务付息的支出占比也持续上升，反映政府债务偿还压力依然较大。值得注意的是，如果进一步看每个科目的细分项支出，其中实际用于基础设施建设的支出占这四类基础设施支出的比重降至 2019 年的 26%，这也就意味基础设施建设支出占公共财政支出的比重大概在 7.3%。

同时，今年财政支出进度偏慢，前 7 个月累计同比增长 3.3%，两年平均增速为 0%，低于收入增速（两年平均为 4.7%），也低于 2019 年同期水平（9.9%）。从支出进度看，前 7 个月财政支出完成年度预算的 55.1%，低于疫情前水平（2018、2019 年分别为 59.8%、58.6%）。在基础设施财政支出占比下降、财政支出进度放缓的背景下，节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输等基础设施相关财政支出下降，今年

前 7 个月为 3.08 万亿元，同比下降 4.8%。从不同地区看，今年前 7 个月，除了北京、浙江财政支出进度较 2019 年同期加快，其他省份财政支出进度基本都有所减慢。贵州、云南、陕西、重庆、四川等西部地区支出进度降低较多，下降了 10 个百分点以上。这一方面可能在于随着经济的逐步恢复，财政加快支出的迫切性下降，另一方面在于对于地方债务、投资项目审核的监管加强。比如，政府今年加强了对高铁、地铁、轻轨项目的严格审查，部分西部地区相应调整了相关规划。

图 4：不同科目财政支出占比（%）

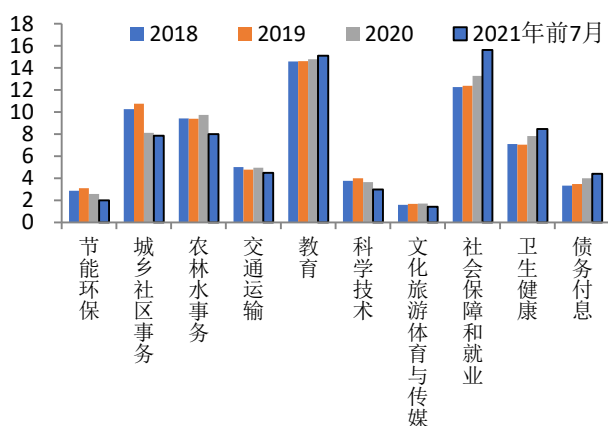
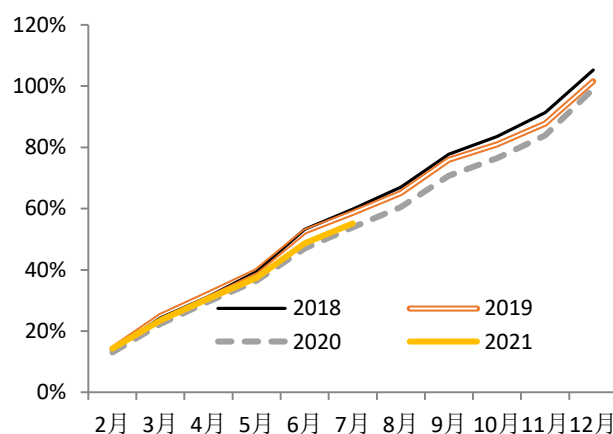
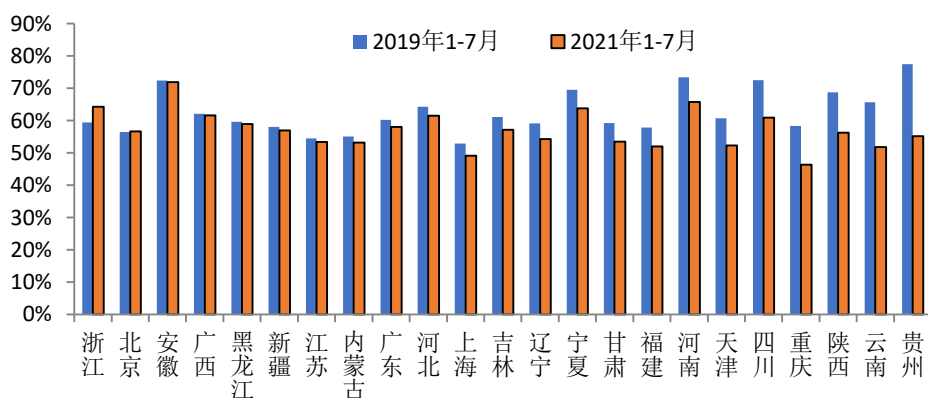


图 5：今年财政支出进度偏慢



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：各省一般公共预算支出进度



资料来源：财政部，中国银行研究院

（二）政府性基金支出进度偏慢，尤其是专项债发行和使用进度滞后

政府性基金支出也慢于往年，一方面，在政府性基金中占比较高的国有土地使用权出让金，其支出增速慢于收入增速，前 7 个月其收入、支出两年平均增速分别为 12.8%、0%，支出进度（支出与收入之比）为 91.7%，低与疫情前 100%左右的水平。另一方面，地方政府专项债务收支已纳入政府性基金预算管理，今年前 7 个月新增专项债累计发行 1.35 万亿元，比上年同期少 9115 亿元，完成全年计划额度的 37%，进度远低于上年同期的 60%。从不同地区发行情况看，2020 年各地地方政府债务余额进一步增加，财政收支压力较大，在防风险压力下新增地方政府专项债的发行会受到一定限制，可以看到今年债务余额与 GDP 之比较高的地区专项债发行规模相对较低。

图 7：国有土地使用权出让金收支增速

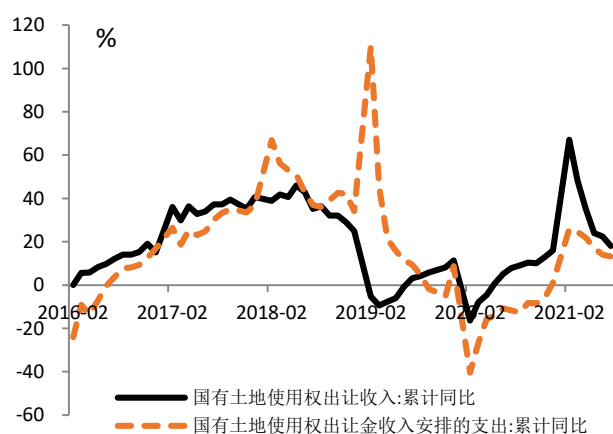
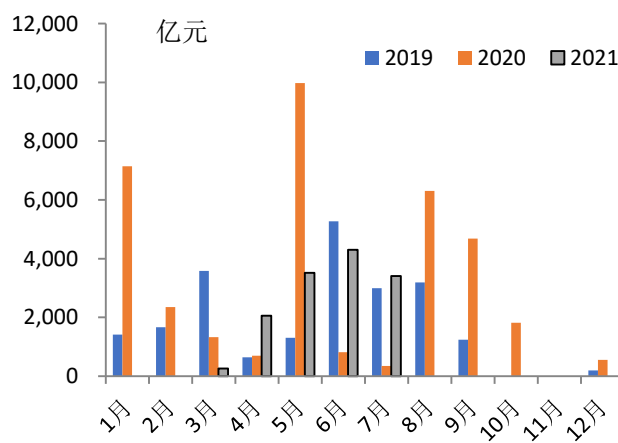
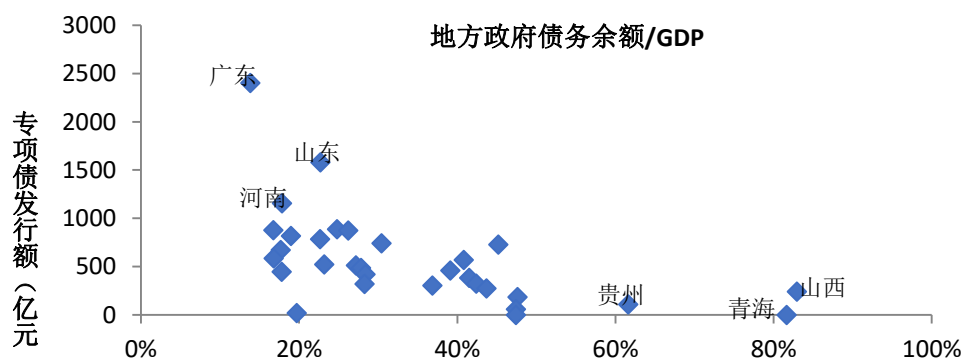


图 8：专项债月度发行量



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 9：地方政府债务余额/GDP 与地方政府专项债发行额



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）PPP 项目净增投资额仍低于疫情前水平

基础设施领域是 PPP 项目投向的重点领域，落地项目 87% 的资金投向了市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发、水利建设、能源等基础设施。截至今年 7 月末，PPP 项目中基础设施相关项目总投资额为 10.8 万亿元。去年以来 PPP 落地项目净增投资额较疫情前有所降低，今年前 7 个月基础设施项目净增投资额为 7284 亿元，高于去年同期水平（4268 亿元），但要低于疫情前水平（2019 年为 14113 亿元）。不同地区中，部分地区如四川、贵州、浙江、广西、青海等 PPP 项目净增融资额持续降低，而大部分地区今年前 7 个月净增融资额虽然仍低于疫情前同期水平，但较上年同期有所增加。天津、重庆、湖南甚至还高于疫情前水平，这主要与其项目落地率较快提高有关，今年 7 月末天津、重庆、湖南 PPP 项目落地率分别为 74.5%、57.3%、73.2%，分别较上年末提高 32.6、22.4、9.9 个百分点。

图 10：PPP 落地项目中基础设施相关项目月度净增投资额

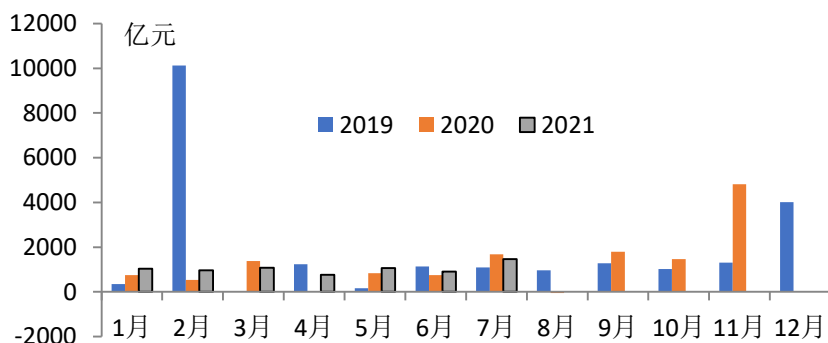
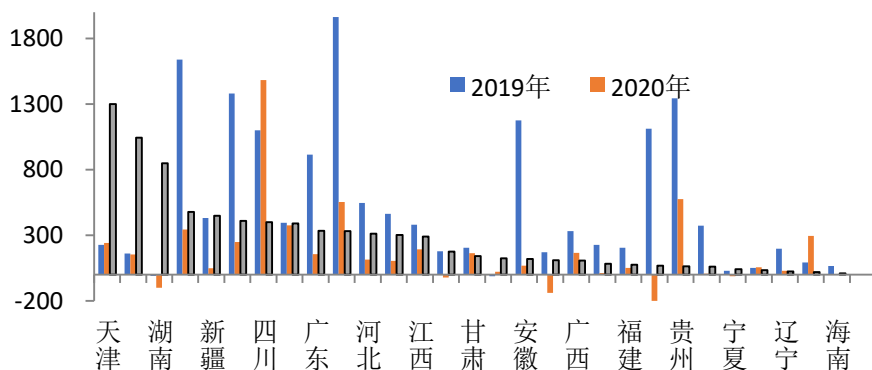


图 11：不同地区近年 1-7 月份 PPP 项目净增融资额（亿元）

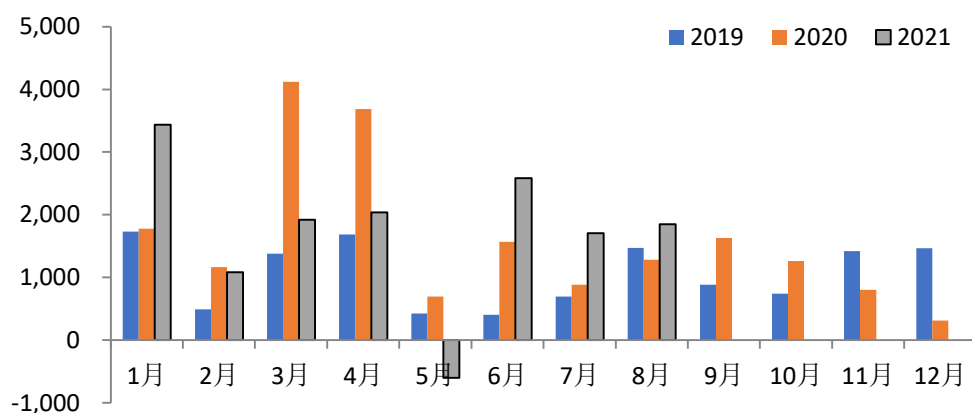


资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）城投债净融资额下降

2020 年在逆周期政策作用下，城投债发行明显增加，全年净融资 1.9 万亿元，同比增长 50%。今年一季度城投债发行保持较大规模，此后政府加强对地方融资平台监管，4 月发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》提出“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。6 月份银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》，要求加强融资平台公司新增融资管理。二季度后城投债发行量较上季度有所下降。同时城投债发行多用于偿还到期债务。今年城投债偿还量明显增加，前 8 个月累计偿还 2.48 万亿元，同比增长 53%。这使得城投债净融资额下降，今年前 8 个月约为 1.4 万亿元，同比下降 7.7%。大部分地区城投债存量余额增速较上年有所放缓。

图 12：城投债月度净增投资额



资料来源：Wind，中国银行研究院

此外，今年新增社会融资规模中委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票规模下降，前 7 个月分别同比下降 1296、8810、2369 亿元，这意味着基础设施从非标渠道融资也有所收窄。

二、未来基础设施投资趋势判断

从政府项目储备看，今年大部分地区基础设施项目储备数有所增加，有些地区进

行跨周期的项目储备安排，比如北京自 2019 年实施“3 个 100”工程，即每年集中推动 100 个基础设施项目、100 个民生改善项目、100 个科技创新及高精尖产业项目；辽宁提出基础设施高质量发展三年行动方案，拟用 2020 至 2022 年三年时间实施一批“两新一重”重点领域的重点项目。项目储备中新基建的安排也有所增加。从当年投资计划额度看，除天津、贵州等地区外，大部分地区计划投资额都较上年有所增加。从找到数据的省份看今年计划投资额总体较上年增加 11%左右。因此，从项目角度看，基础设施投资增长存在一定的项目基础。

表 1：部分地区重大项目安排情况

地区	项目安排情况		投资额（亿元）	
	2020	2021	2020	2021
北京	新开工项目 120 个，续建项目 180 个，力争当年竣工项目 78 个。2020 年安排重点推进前期工程 250 项。	新开工项目 120 个，续建项目 180 个，力争当年竣工项目 73 个。2021 年安排重点推进前期工作项目 200 个。	计划 1056，实际 1230	1132
天津	112 项	能源保障、对外交通、轨道交通、港口水运、公共空间提升、城市安全等 97 项	920	811.6
河北	新开工基础设施 4 项，续建 5 项，建成投产 4 项	新开工基础设施 11 项，续建基础设施 33 项，建成投产 29 项	445.8	-
山西	建设基础设施项目 61 项，前期基础设施项目 37 项	新基建 33 项，重大传统基础设施 76 项，新开工重大基础设施项目 35 项	-	-
辽宁	2020 年至 2022 年三年左右，首批计划滚动实施项目 2002 个，总投资 8208 亿元		超 1500	
上海	城市基础设施类 57 项，计划建成 3 项，新开工 8 项	城市基础设施类 53 项，计划建成 5 项，新开工 6 项	-	-
江苏	基础设施项目 47 个	基础设施安排项目 36 个	2212	2266
浙江	生态环境和公共工程包 261 个，交通建设工程包 219 个	生态环境和公共工程包 241 个，交通建设工程包 213 个	3414	3841
安徽	铁路、公路、水运、机场项目和农林、水利重大工程建设，共安排项目 377 个	铁路、公路、水运、机场项目和农林、水利重大工程建设，共安排项目 411 个	1589.6	1654
福建	交通 117 个、能源 42 个、城乡建设和 218 个	交通 101 个、能源 50 个、城乡建设和 277 个	-	-

江西	建成投产基础设施 16 项、生态环保项目 6 项，续建基础设施 36 项、生态环保项目 9 项，新开工基础设施 18 项、生态环保项目 4 项	建成投产基础设施 23 项、生态环保项目 3 项，续建基础设施 35 项、生态环保项目 7 项，新开工基础设施 26 项、生态环保项目 1 项	1354.4	2001
山东	-	重大基础设施项目 86 个	1094.9	1400
河南	基础设施项目 116 项、新型城镇化项目 58 项、生态环保项目 59 项	新型基础设施项目 61 项、新型城镇化项目 91 项、重大基础设施项目 142 项、生态环保项目 75 项	-	-
湖北	重大基础设施类 81 项、生态类 28 项	重大基础设施、生态类 128 项	866.1	-
湖南	基础设施 75 个、生态环保 13 个	基础设施 119 个、生态环保 18 个	-	917
贵州	重大基础设施项目 900 个	重大基础设施项目 953 个	2076	1909.6
重庆	交通、市政、水利、生态环保、能源、通信等板块 367 个	“新基建”项目 41 个、“新型城镇化”项目 23 个、重大基础设施项目 303 个	1600	2011
四川	基础设施项目 266 项	基础设施项目 270 项	2903.2	
甘肃	-	农业水利 18 个、生态环保 10 个、交通物流 62 个、能源 24 个、城市基础设施 15 个		1580
宁夏	重大基础设施 21 项	基础设施项目 22 个	151.2	185.8

资料来源：中国银行研究院

从主要的资金来源看，一般公共预算支出方面，今年公共财政预算支出为 25 万亿元，同比增长 0.9%，从预算的历史完成情况看实际支出基本都要高于预算支出，按照 102% 的预算完成比率、基础设施支出占比 24% 进行测算，全年用于基础设施的公共财政支出同比下降 1.8%。即便参照 105% 的历史较高预算完成率测算，用于基础设施的公共财政支出增速仅为 1.1%，仍为历史较低增速。再考虑目前支出进度，可测算今年 8 月至 12 月份基础设施支出增速，102%、105% 的完成率下基础设施支出分别增长 1.5%、7.5%。

政府性基金方面，今年全国政府性基金支出预算数为 13.1 万亿元，同比增长 4.08%，按照 94%、100% 的预算完成比率，基础设施支出占比 41% 进行测算，今年 8-12 月份用于基础设施的政府性基金支出将同比增长 13.9%、26%。

PPP 方面，今年前 7 个月基础设施相关项目落地率为 65%，较年初提高 2.6 个百分点，预计年底可提高到 67%，若未来 5 个月保持月均 2000 亿元的净投资额，2021 年年底基础设施项目投资额将同比增长 17.2%，8-12 月份平均增速将比上年同期增速增加 4.1 个百分点。

城投债方面，若未来 4 个月保持月均 1000 亿元的净融资额，全年净融资额为 1.7 万亿元，2021 年年底城投债存量余额约为 12.7 亿元，同比增长 15%，8-12 月份平均增速比上年同期降低 7.4 个百分点。

根据各主要资金来源占比进行简单测算，基础设施投资增速将主要取决于财政支出进度。如果支出进度较慢，这 5 个月基础设施投资将比上年同期低 2.7 个百分点，全年基础设施投资增速平均在 3.7% 左右，如果 8-12 月份财政支出加快较快，则将比上年同期低 0.5 个百分点，全年基础设施投资增速平均在 4.7% 左右。如果政府性基金预算完成比率达到 110%，这 5 个月基础设施投资增速将比上年同期高 0.2 个百分点左右，全年基础设施投资增速平均在 5.1% 左右。预计全年基础设施投资增速在 3.5%-5% 之间。

表 2：基础设施投资增速预测

不同情形		基础设施投资增速预测	
		8-12 月份平均	全年
支出进度一般	一般公共预算完成率 102%；政府性基金预算完成率 94%	3.1%	3.7%
支出进度较快	一般公共预算完成率 105%；政府性基金预算完成率 100%	5.3%	4.7%
进度明显加快	一般公共预算完成率 105%；政府性基金预算完成率 110%	6%	5.1%

资料来源：中国银行研究院

三、加快基础设施投资建设的几点建议

近期受疫情、洪涝等因素冲击，经济景气度明显回落。未来一段时间，出口、房地产市场等前期带动经济的重要力量面临拐点，经济下行压力将有所增大，在此背景下基础设施投资将成为稳定经济增长的重要手段。因此，多措并举通过加快基建投资带动投资进而稳定增长，显得十分迫切而又必要。

一是适度加快预算内投资和地方政府债券发行进度，促进资金与项目的对接。目前各项支出尤其是地方政府专项债进度较为滞后，特别是一些中西部地区，财政支出进度尤为滞后。考虑到资金到位到使用并形成实物工作量需要时间，各地需要在已有项目基础上推动加快项目前期准备工作，推进资金与项目的对接落地，同时做好项目执行、资金使用的管理。中央要加大均衡性转移支付力度，积极支持各地特别是财政困难地区。在此过程中，要注意做好财政与金融政策配合，避免债券的集中大规模发行对流动性造成较大冲击。

二是推动 PPP 项目落地，引导社会资金参与基础设施建设。经过 2017 年底以来的集中清理，PPP 项目质量逐步提升、运行不断规范，基础设施相关项目落地率还有进一步提升空间，在地方政府债务风险压力较大、鼓励社会资金进入等背景下提升 PPP 项目落地率对于稳定基础设施投资仍可以发挥一定作用。目前青海、广西、辽宁、山西等地区项目落地率较低，要做好项目用地、资金等政策配套，合理设计项目结构，进一步推动 PPP 项目落地率提高。

三是引导地方政府融资平台转型。随着政府对融资平台公司监管的进一步加强，融资平台公司转型的迫切性提高。各地融资平台需要结合政策导向、地区发展、自身条件等方面探索转型模式，比如园区投资运营管理、产业投资等。在此过程中需要注意处理好与政府相关的存量债务的处理和化解，在转型经营中处理好在管理、业务等方面与政府的关系。

四是做好 REITS 试点与推广。目前我国基础设施领域 REITS 还处于试点阶段，今年首批试点 9 个产品，发售基金规模 314 亿元，可带动新项目总投资超过 1700 亿元。

未来要合理调整扩大试点范围，在试点中不断完善项目审核标准、产品结构和法律法规体系、配套税收支持政策。推动 PPP 与 REITS 的有效结合，通过 REITS 产品为成熟的 PPP 项目提供退出渠道，促进提升 PPP 项目的建设和运营质量。