



“基建”稳增长，此次有何不同？

2020 年 3 月 18 日

核心观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴志武

wuzhw@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



1、在疫情全球性爆发的背景下，启动新一轮的基建投资，对稳定经济增长具有重大意义。在短期内，传统基建的作用仍然无法替代，但新基建将成为新亮点，一方面，新基建未来发展前景广阔，另一方面，新基建是中国经济实现转型升级的重要推进器。新旧基建组合拳副作用将会更小。一是，减轻了传统基建刺激后带来的产能过剩压力。二是，有利于提高投资效率，提高我国整体经济竞争力。

2、从基建资金来源来看，地方政府专项债券扩容将成为国家预算资金来源主要增长点；预计新增贷款增速上升、基建贷款占比提升，基建贷款规模将会大幅增长，从而成为基建投资资金来源重要的增量部分；自筹资金中，今年城投债到期规模将近 2.2 万亿，以及对政府隐性债务规范的影响，预计城投债规模将出现大幅增长，净融资额较去年仍有所增加。PPP 社会资本金最可能成为自筹资金来源中主要的增量资金。

独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

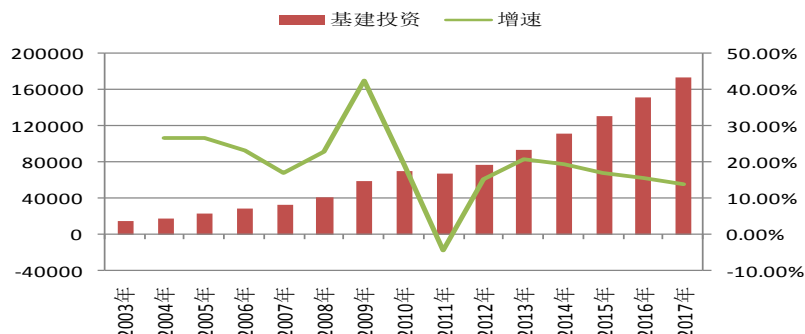
请务必阅读正文之后的免责声明

一、“基建稳增长”，此次有何不同？

1. 疫情全球性爆发呼唤新一轮基建投资

基建投资历来是我国促进经济增长、应对内外部经济风险的重要手段。基建投资从 2003 年近 14.6 万亿元，上升到 2017 年的 17.3 万亿元的规模，年均复合增长率高达 17.9%，超过了同期 GDP 增速，从 2003 年到 2017 年基建投资占全社会固定资产投资之比平均值超过了 24%，这对推动我国经济稳定发展、提升国家经济竞争力起到了重要作用。基建投资也是我国应对外部冲击的重要手段，2008 年美国次贷危机爆发，为了应对次贷危机带来的挑战，2009 年我国果断启动 4 万亿经济刺激计划，基建投资成为此次刺激计划的主要组成部分，当年我国基建投资增速也由 2008 年的同比增长 23%，上升到 2009 年的同比增长近 42.7%，GDP 增长也由当年一季度同比增长 6.4% 回升到当年四季度同比增长 11.9%，经济刺激计划的作用显著。然而，2017 年以后，我国基建投资增速不断下滑，从 17 年的 13.8%，下滑到我们预计的 2019 年增速 3.33%，成为我国经济下滑的重要原因之一，因此，稳定基建投资，成为当前稳定我国经济发展，确保实现全面小康社会和完成“十三五规划”的重要手段。

图 1 2003 年-2017 年基建投资情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

当前，COVID-19 疫情给我国经济带来了巨大的冲击。在《COVID-19 疫情对我国宏观经济的影响及政策建议》一文中，我们对疫情造成的影响作出了基础场景、悲观场景和恶化场景三种预计，三种场景分别对应 3 月份全面复工、4 月份全面复工和 6 月份全面复工三种情形。从目前我国疫情防控情况来看，疫情防控取得了重大进展，截止 2020 年 3 月 13 日，全国范围内新增新冠肺炎患者已经下降到个位数，不少省份实现新增新冠肺炎患者清零。同时，据 3 月 13 日工信部最新数据，除湖北以外，全国规模以上工业企业平均开工率超过 95%，企业人员平均复岗率约为 80%，中小企业开工率已达到 60% 左右。预计 3 月底我国企业复工能接近实现全面复工，这符合我们所预计的悲观场景。在悲观场景下，预计我国经济在一季度的增长率放缓至 0.7%，2020 全年 GDP 增长降至 4.9%，疫情会拉低全年增长率 1.1 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明

但这仅只是考虑到国内疫情爆发的影响情况，并没有对疫情扩散到全球引发的全球性危机作出估计。随着疫情向全球扩散，疫情带给我国经济的影响，尤其是对外贸进出口的影响将具有更大不确定性。从前 2 月外贸情况看，我国出口和净出口回落均较大。据海关统计，以人民币计，今年前 2 个月，我国出口 2.04 万亿元，下降 15.9%；贸易逆差 425.9 亿元，去年同期为顺差 2934.8 亿元，疫情对出口的影响十分明显。虽然去年我国主要贸易伙伴位次发生了变化，欧盟位列第一位，美国降到第三位，但由于美国和欧盟仍然排在我国出口和净出口位置的第一位和第二位，目前美国和欧盟的疫情已经较为严重，甚至有可能继续恶化，这势必影响到这些国家和地区的经济增长和消费需求，在此情况下我国出口形势仍将会继续恶化。考虑到疫情已成为全球性大流行，疫情的防控能力各国均不相同，疫情控制的时间未必会和国内一样较快地结束，因而，疫情的影响将会持续更长的时间。而从去年外贸出口对我国 GDP 增长的贡献率来看，较 2018 年出现明显回升，由 2018 年的-7.4%上升到 11%，如果在疫情的影响下，今年出口形势恶化，进而导致进出口额大幅回落，将会对经济增长造成较大的负面影响。虽然国内复工形势良好，但全球性疫情对国内经济的影响也可能使得经济增长向我们所预设的恶化场景演变。不仅如此，从产业链来看，如果全球性疫情短期内难以控制，时间延长将会显著影响到我国产业链的竞争力。

总而言之，在疫情全球性爆发的背景下，启动新一轮的基建投资，从而稳定经济增长和应对疫情恶化带来的冲击将具有重大的意义。

2. 传统基建仍将发力，“新基建”将成为亮点

传统基建投资是指对铁路、公路、机场、桥梁、水利等基建项目的投资，2009 年 4 万亿经济刺激计划基建投资主要是针对传统基建项目。由于传统基建对技术的要求相对不高，对经济增长的带动作用强，尤其对建筑业、水泥、钢铁、化工、机械设备等重工业具有明显的带动作用，同时，由于地方政府较长时期的经济建设经验积累，能够迅速调动资源满足大规模传统基建对土地、资金、人力需求等因素的要求。因而，地方政府对于传统基建投资较为热衷，也能够操作得得心应手。考虑到这一点以及我国不同地区经济发展阶段不同的特点，比如我国中西部地区传统基础设施建设仍有待加强，传统基建仍将会成为应对疫情冲击、稳定经济增长较为有效的主引擎。

但传统基建仍将发力同时，“新基建”也将成为新亮点。所谓“新基建”是指 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网。2018 年 12 月中央经济工作会议首次提出加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，到今天“新基建”的内涵已经拓宽到了上述七大领域。“新基建”最重要的特点是未来发展前景广阔，以 5G 为例，根据中国信息通信研究院的测算，预计 5G 从 2020 到 2025 年，将拉动中国数字经济增长 15.2 万亿，其中

请务必阅读正文之后的免责声明

由 5G 带动的信息产业增加值为 3.3 万亿元，预计通过 5G 技术带动其他产业增加值为 11.9 万亿元。根据 17 年 7 月国务院印发的《新一代人工智能发展规划》三步走战略目标，2020 年中国人工智能核心产业规模将超过 1500 亿元，带动相关产业规模超过 1 万亿元；2025 年核心产业规模超过 4000 亿元，带动相关产业规模超过 5 万亿元；2030 年核心产业规模超过 1 万亿元，带动相关产业规模超过 10 万亿元，可谓空间巨大。

“新基建”的实质是推动数字经济的发展，联合国发布的报告表明，2018 年中国数字经济规模已经达到 31.3 万亿，折合美元 4.73 万亿，而美国数字经济规模 12.34 万亿美元，如今差距仍然巨大。“新基建”另一个特点是对技术的要求较高，相较于传统基础设施，“新基建”是技术密集型产业，支持“新基建”发展的硬核是科技，是信息技术和数字技术的发展，新基建也将成为中国经济实现转型升级的重要推进器。由于“新基建”技术门槛较高，短期内也难以完全取代传统基建所发挥的作用，比如 5G 通信的发展速度取决于消费者对 4G 的需求黏性，而地方政府尤其是部分中西部地区可能囿于技术、人才、风险、消费需求、产业结构等因素影响，也没有像发展传统基建一样的资源调动能力。但相对于传统基建，新基建兼顾短期逆周期调节和中长期高质量发展要求，将成为基建投资发力稳增长新的亮点。

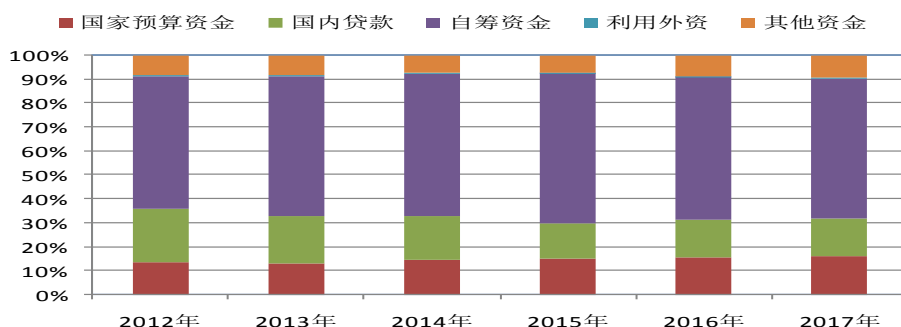
3、新旧基建组合拳副作用更小

“新基建”将成为这一轮逆周期调节的重要抓手。据报道，截至 2020 年 3 月 1 日，全国 13 个省市区发布了 2020 年重点项目投资计划清单。投资清单共包括 10326 个项目，其中 8 个省份公布了计划总投资额，共计 33.83 万亿元。而这 33.83 万亿元的基建项目和以往的不同之处，就是更多用于新基建投资。启动新一轮投资，新旧基建组合拳副作用将会更小。一是，减轻了传统基建刺激后带来的产能过剩压力。2009 年 4 万亿经济刺激计划后，由于刺激计划退出需求下降，导致我国很多产业出现了产能过剩。这一轮稳增长采用新旧基建组合拳模式，由于“新基建”正处于我国数字经济大规模发力的前夕，对“新基建”的需求方兴未艾，“新基建”的未来应用前景广阔，从而未来带来产能过剩的压力也较小。二是，有利于提高投资效率，提高我国整体经济竞争力。近年来，我国资本回报率趋于下降，已由 2008 年高峰期的 11% 左右下降到 2018 年的 5.5% 左右，但新基建的推进有利于提高资本回报率。从产业角度，与传统基础设施相比，新基建可以对工业、农业、交通、能源、医疗等垂直行业赋予更多、更大的发展动能、势能，由此产生明显的催化、倍增和叠加效应，从而带来效率的提升；从投资主体来看，传统基建主要由政府主导，但政府主导往往效率低下，而新基建由于与新产业、新业态、新商业模式，以及新产品紧密联系，市场化运作程度高，投资主体、投资模式是多元的，效率往往也较高。正因为如此，新基建的推进将会带动资本回报率的提升，也进一步提高了我国整体经济竞争力。

二、基建投资资金来源有何新特点？

基建资金从哪里来？按照统计局的官方定义，主要是五大类，即：国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金。其中自筹资金、国家预算资金、国内贷款是基建投资的主要来源，2012 年到 2017 年之间，三者平均数占基建资金平均数之比分别为 59%，15% 和 17%，合计占比超过 91%。

图 2 2012 年-2018 年基建资金来源情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

1、国家预算资金：政府专项债券将成为主要增长点

国家预算资金来源主要是公共财政支出和政府性基金支出。公共财政支出主要由税收和非税收入、结转及调入资金、赤字提供支持。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，超出一般公共预算收入将近 4.8 万亿元，缺口部分主要由结转及调入资金和赤字提供。税收方面，由于经济下行税基收窄，以及降税减费因素的影响，今年税收增速大概率呈现负增长；非税收入方面，国企利润上缴是主要增量资金来源，2019 年为了弥补降税减费导致的预算平衡压力，国企利润上缴和国有资产有偿使用收入出现大幅增长，但在今年经济增速下滑，国企经营未必向好的情况下，国企利润上缴增长空间预计有限。结转及调入资金主要是往年财政结余资金、预算稳定调节基金的划转，近年来我国实际赤字持续超出预算赤字，结转及调入资金的可用空间也较小。财政赤字方面，财政赤字率有上调空间，为应对疫情的冲击，可以由 2018 年的 2.8% 上调到 3% 或之上，如果今年 GDP 名义增速为 8%，赤字率为 3%，财政赤字可以增加将近 5000 亿元左右的资金。

政府性基金支出资金来源主要是土地出让收入和地方政府专项债。受到房地产调控的影响，我国土地出让收入近年来波动较大，2019 年前 3 月政府性基金收入同比增速下降到 -6.2%，但自此以后政府性基金收入同比增速逐步回升，2019 年全年国有土地使用权出让收入增长 11.4%。土地出让收入增速恢复增长，背后主要因素有市场利率下行以及部分城市因城施策调整房地产市场政策，房地产商拿地积极性上升。考虑到疫情对国内房地产市场的冲击只是短期的，冲击过后土地市场仍将保持升温态势，但今年由于疫情对房

请务必阅读正文之后的免责声明

地产业的冲击较大，房地产销售几乎陷入停滞，延迟复工导致施工进度延后，影响到预售时点，这势必导致销售回款速度放缓拖累到房企拿地积极性。因而，预计 2020 年土地出让收入增速将放缓。地方政府专项债虽受到政府债务限额的约束，但不纳入财政赤字，具有较强的灵活性。2 月 23 日总书记提出，要扩大地方政府专项债券发行规模。为了应对疫情造成的冲击，预计新增地方政府专项债券规模提高到 3.5 万亿元之上。由于去年地方政府专项债券投入基建的占比较小，国常会明确禁投领域后，预计专项债券投入到基建领域的资金将会大幅增加，将会为基建投资资金带来较多的增量资金。

自 2012 年以来，国家预算资金对基建的支持在“公共财政支出与政府性基金支出之和”中的占比一直保持小幅平稳攀升之势，由 2012 年的 6.46% 上升到 2017 年的 9.12%，考虑到应对疫情的需要，2020 年这一比例预计将会超过 2017 年。而随着赤字率的扩张以及政府性基金收入的增加，国家预算资金支出规模也将随之扩大，也将相应地带来较多的基建资金来源。从上述来看，相比公共财政支出，政府性基金支出将成为基建资金来源的主要增长点。

2、国内贷款：发力空间较大

近几年，我国人民币贷款余额增速波动较大。2014 年到 2019 年间，新增人民币贷款增速分别为 19.84%、7.94%、6.96%、19.51% 和 3.96%。商业银行贷款规模既受市场需求的影响，也受央行窗口指导的影响。当经济增长陷入低迷，市场对贷款的需求会减弱，但为了提振市场需求，央行可以对商业银行进行窗口指导，要求银行增加信贷规模。就今年的形势来看，由于银行贷款利率下调，以及央行设立 3000 亿元专项再贷款，贷款利率低到 1.6%，贷款需求将会增加，同时，疫情期间监管层要求商业银行不抽贷、不断贷以及加大对中小企业的支持，新增贷款规模增速预计将会比 2019 年要高。具体到基建领域，2012 年开始基建贷款规模在新增贷款中占比呈下降趋势，由 2012 年的 21.36% 下降到 2018 年的 14.8%，2019 年基建投资有所加强，基建贷款占比预计会有所提升。总体来看，如果新增贷款增速上升、基建贷款占比提升，基建贷款规模将会大幅增长，从而成为基建投资资金来源重要的增量部分。另外，政策性金融贷款利率相对较低，不受预算和监管指标约束，可以成为基建投资中较具优势的资金来源。过去央行通过对国开行等政策性银行发放抵押补充贷款（PSL）支持棚户区改造，当前也可以利用 PSL 扩大对基建投资的资金渠道。

3、自筹资金：PPP 社会资本金有望放量

自筹资金来源主要是非标资金、城投债、铁道部债券、专项金融债、PPP 社会资本金等，自筹资金是基建资金的主要来源，在基建资金来源中占比近 60%。近年来由于我国加强了对地方政府债务的规范，隐性债务受到明显约束，以及出于防范金融风险的需要，金融监管力度加强，基建自筹资金来源不同程度地受到了影响。非标融资方面，2018 年社会融资规模中非标融资为-29379.9 亿元，2019 年为-17620 亿元，请务必阅读正文之后的免责声明

非标融资规模仍在不断萎缩；铁道部债券 2019 年净融资 380 亿元，比 2018 年大幅下降近 800 亿元；专项金融债 2017 年后没有再发行。由于加强金融监管和对政府隐性债务的规范仍将不会动摇，非标融资和专项金融债仍可能面临收缩压力，而为了支持铁路建设，铁道部债券可能会小幅放量。

城投债方面，受到政策放松因素的影响，2017 年到 2019 年城投债净融资额在逐步回升。今年由于公开发行公司债券实施注册制，这对城投债发行构成了一定的利好。但考虑到今年城投债到期规模将近 2.2 万亿，以及对政府隐性债务规范的影响，预计城投债规模将出现大幅增长，净融资额较去年仍有所增加。自筹资金中最可能给基建投资带来增量资金的便是 PPP 社会资本金。经过 2017 年末和 2018 年初对 PPP 项目的清理和整顿，PPP 落地项目经过萎缩后又出现回升，在疫情的影响下，今年 PPP 落地项目速度有可能加快。特别是新基建项目具有较好的市场前景，通过 PPP 模式引导社会资本参与，更有利于项目贴近市场，从而提高了对社会资本的吸引力。

4、其他资金和外资：外资或将萎缩

其他资金是除以上各种资金之外的本年实际到位资金，主要包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等，这部分资金在基建投资资金来源中占比比较稳定。利用外资在基建投资资金来源中占比较小，由于目前全球性疫情大流行，外资投资风险加剧，外资对国内基建的投资可能会出现萎缩。

总结：疫情出现全球性爆发，将会给国内经济增长造成更大的冲击，基建投资将会成为应对疫情冲击的重要手段。由于新基建发展前景广阔，能够减轻旧基建刺激所带来的产能过剩压力，是促进国内经济转型升级的催化剂，将会成为这一轮基建投资的新亮点。从基建资金来源来看，政府专项债券、国内信贷以及 PPP 社会资本将会成为这一轮基建投资的主要增长点。为保障基建投资充足的资金来源，我们提出以下建议：提高赤字率，扩大赤字规模；提高地方政府专项债券发行规模，提高专项债券基建投资占比；利用政策性贷款支持基建投资；支持合规 PPP 项目的发展，推广 PPP 项目在新基建中的应用。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。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。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市东城区建国门内大 街 26 号新闻大厦 8 层	地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室
电话：0755-82872333 0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区万家 丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-82000210
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	传真：028-85288932
山东	吉林	西安
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室
总机：0531-88813809	电话：0431-85962598	电话：029-88626679
传真：0531-88813810	传真：0431-85962596	传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002	
总机：0371-60308673	电话：+852 36158342	
传真：0371-60308673	传真：+852 35966140	