

今年重大项目有望拉动多少 GDP？

报告导读

本篇报告我们着重探讨以下四个问题：

1. “重大项目投资”是怎样的概念？主要包括哪几类行业或产业？

重大项目是指符合各省市产业发展导向，对各省市经济社会发展具有重大影响和带动作用，投资规模较大，并按规定程序列入年度重大项目计划的固定资产投资项目。从以基础设施建设、生态环保工程为主，向科技创新、惠民保障、产业转型等方面不断扩大，主要涉及产业升级、基建以及民生三大领域。

2. 重大项目投资，对稳增长的现实意义有多大？

在外需承压、非必需耐用品消费（汽车）下行压力大、政策对放松地产调控始终维持审慎的情况下，稳增长可能还是得求助于逆周期特性最鲜明的基建投资。重大项目投资当中的基建投资占比可能在四成左右。

3. 重大项目投资对今年固定资产投资和 GDP 增速的拉动能达到多少？

如果按今年完成 9.75 万亿重大项目投资算，预计今年 PPI 中枢为-2%、固定资本形成对 GDP 不变价增长的贡献率为 40%，则重大项目投资对今年整体固定资产投资的名义增速拉动 9.8 个百分点、实际增速拉动约 12 个百分点，对 GDP 增速（不变价）的边际拉动约为 5 个百分点。重大项目规划库年内可能继续追加，实际落地力度可能力度更大。

4. 重大项目的配套资金如何解决？特别国债如何参与重大项目投资建设？

预计今年专项债总新增发行量 4 万亿元，假设其中 60%投向重大项目方向；假定今年专项债用作重大项目资本金的比例为 20%、重大项目资本金可加两倍杠杆，则专项债应用在重大项目端，共可撬动约 3.4 万亿元体量的资金。此外，预计今年新增特别国债 2 万亿元，假设 50%投向重大项目方向；预计今年中央预算内投资安排体量略高于 2019 年，特别国债+预算内投资对重大项目又能提供约 1.5 万亿元的资金。考虑后续还可能追加投资体量，今年重大项目投资总量或超过 10 万亿，其中政府出资比例可能在 40%左右，社会资本参与比重约 10%，其余约 5 万亿元的资金可能通过银行配套贷款等方式来解决。

风险提示：海外疫情防控不及预期；项目推进速度不及预期；预算内、专项债等途径对重大项目投资支持力度弱于预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《两会前瞻：经济增长目标还会有吗？》 2020.04.29
- 2 《日本失业率为何只有 2.5%？》 2020.04.28
- 3 《流动性冲击是否会导致金融危机和经济危机？》 2020.04.24
- 4 《G20 豪掷五万亿，多少子弹已落地？——全球 5 万亿美元经济刺激计划深度解析》 2020.04.12

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 重大项目投资的概念和现实意义如何？	3
1.1. “重大项目投资”是怎样的概念？主要包括哪几类行业或产业？	3
1.2. 重大项目投资，对稳增长的现实意义有多大？	3
1.3. “新基建”在各地 2020 年重大项目投资中占比多大？	4
2. 重大项目年度计划投资能带动多少 GDP？	6
2.1. 重大项目投资对今年固定资产投资和 GDP 增速的拉动能达到多少？	6
2.2. 重大项目规划库年内可能继续追加，实际落地力度可能更上一层	7
3. 重大项目的配套资金如何解决？	7
3.1. 2020 年前 4 个月，专项债新增发行基本都与基建相关	8
3.2. 特别国债如何参与重大项目投资建设？	8
3.3. 财政预算内资金对重大项目投资支持力度有多大？	8
风险提示：	9

图表目录

图 1： 新冠疫情冲击下固定资产投资尚未修复，需基建等重点项目的推进来稳投资，稳就业	4
图 2： 2020 部分地区重大项目投资金额的行业结构	4
图 4： 2019 年前 4 个月超八成投向土储棚改	8
图 5： 2020 年前 4 个月，专项债发行结构基本都与基建相关	8
表 1： 国务院政府工作报告中对重大项目投资的表述回溯	3
表 2： 2020 部分省份老旧小区改造规划	5
表 3： 2020 年和 2019 年重大项目投资计划概览	6
表 4： 部分省份/直辖市重大项目投资计划的资金来源概况	9

1. 重大项目投资的概念和现实意义如何？

1.1. “重大项目投资”是怎样的概念？主要包括哪几类行业或产业？

重大项目是指符合各省市产业发展导向，对各省市经济社会发展具有重大影响和带动作用，投资规模较大，并按规定程序列入年度重大项目计划的固定资产投资项，按建设阶段分为两类：重大建设项目、重大前期项目。其中重大建设项目包括重大续建项目和重大新建项目。重大项目投资最开始是由中央统一安排、并下达到地方执行。根据我们对北京、上海、广东、重庆等地政府网站（发改委/住建部等）的回溯，2002-03 年左右，部分地方政府就开始以年度为单位报送重大项目投资计划。目前重大项目投资已经形成由两会政府工作报告给出整体方向，由各省份/直辖市制订整理具体项目、并制订投资计划的模式。

表 1：国务院政府工作报告，部分重点年份，对重大项目投资的表述回溯

重点年份	国务院政府工作报告中对重大项目投资的表述
2007 年	将加快大型水利、能源基地、铁路干线、国道主干线等重要基础设施建设
2009 年	中央政府将投资 9080 亿元，主要用于保障性住房、教育、卫生、文化等民生工程，节能环保和生态建设，技术改造与科技创新，农田水利、铁路、高速公路等重点基础设施建设和地震灾后恢复重建
2012 年	大力推进保障性安居工程建设
2013 年	过去两年新增 4 万亿元投资，其中中央财政投资 1.26 万亿元，主要用于保障性安居工程、农村民生工程、基础设施、社会事业、生态环保、自主创新等方面建设和灾后恢复重建
2015 年	为确保完成“十二五”规划重点建设任务，启动实施一批新的重大工程项目，主要涉及棚户区改造、城市地下管网等民生项目，中西部铁路和公路、内河航道等重大交通项目，水利、高标准农田等农业项目，信息、电力、油气等重大网络项目等

资料来源：历年政府工作报告，浙商证券研究所

2019 年国务院政府工作报告中明确紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目，中央预算内投资安排 5776 亿元。完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。

重大项目投资的内涵，从以基础设施建设、生态环保工程为主，向科技创新、惠民保障、产业转型等方面不断扩大。基础设施建设始终占据较大份额，但主要行业也从传统铁路、水利设施（如 03 年提及的三峡工程等），转向市政工程、城市轨交、高铁等方面。

我们分析了 2020 年各省份/直辖市的重大项目投资规划，从行业来看，主要涉及产业升级、基建以及民生三大领域。例如深圳市（以 2018-2020 年重大项目申请书分类为例），将重大项目类别分为八类：战略性新兴产业、制造业和优势传统产业、现代服务业、社会民生、城市更新、轨道交通、道路机场港口、城市安全环境资源。从经济学角度上，深圳市的重大项目子门类仍可归入三大领域：基建——城市更新、轨道交通、道路机场港口、城市安全环境资源；产业升级——战略性新兴产业、制造业和优势传统产业；民生工程——现代服务业、社会民生。

部分行业间的边界变得越来越模糊，行业之间在产业链上互有涉及、存在协同共进关系。2020 年各地重大项目规划中，民生改善项目得到较大强调。当前民生改善投资的主要概念包括保障性住房建设、棚户区改造、老旧小区改造等，考虑棚改节奏趋缓，其实主要就落实在老旧小区改造上。而老旧小区改造既包括地产领域的墙体粉刷/防水，加装电梯等方面，也涵盖涉及基建的老旧小区周边环境治理、市容建设等。

1.2. 重大项目投资，对稳增长的现实意义有多大？

今年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济增长、社会活动造成前所未有的冲击。一季度实际 GDP 增速-6.8%；一季度全国固定资产投资同比下降 16.1%，其中制造业投资累计同比-25.2%、地产投资累计同比-7.7%、基建投资累计同比-19.7%。基建、地产、制造业投资的下行各有其核心原因。基建在于疾控政策和农民工未返城的影响，工地开工制约；房地产销售和拿地萎缩，投资核心制约是资金来源；制造业投资最主要的制约因素在于企业主体对内外需的展望悲观。

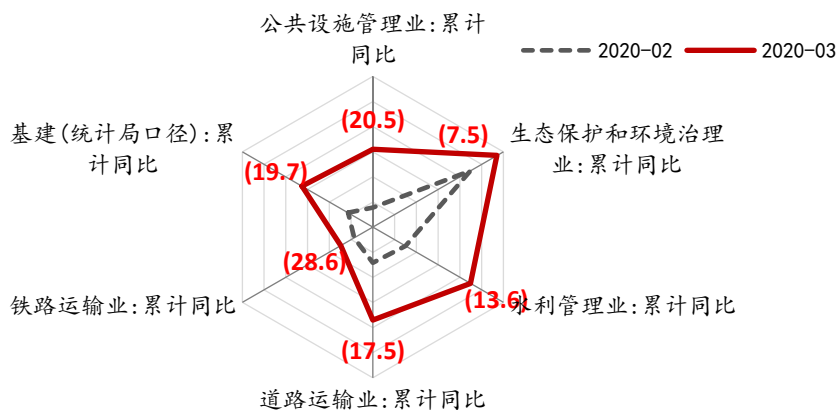
从3月份相对于1-2月数据的边际变化来看，基建项目正在加快开工，甚至对此前受拖累的工期进行赶工，在三项投资当中，基建投资负增长修复最快。

我们认为，各地以重大项目为抓手，带动基建、旧改等领域恢复施工，创造新的边际需求，是当前应对当前有效需求不足、提高工业企业产能利用率、促使产业链需求复苏的最可行路径。在国内原发疫情基本消除，绝大多数地区已可正常复工复产的背景下，影响经济增长的主要因素变成“短期内需求能否有效回升”？从3月份经济数据看来，这个答案尚不明朗；可能受疫情影响居民就业和收入等影响，市场期待的“报复性”消费反弹并未如期而至。而海外疫情的扩散和顶部拐点都有较大的不确定性，外需下行对国内外贸订单的影响可能从二季度开始体现。

在外需承压、非必需耐用品消费（汽车）下行压力大、政策对放松地产调控始终维持审慎的情况下，稳增长可能还是得求助于逆周期特性最鲜明的基建投资。今年“新基建”涉及的行业包含信息基础设施、智能交通/智慧能源、创新基础设施等多个方向，与年初地方两会给出的重大项目投资规划的主体方向有颇强的关联性。

据国家发改委，截至3月20日，除湖北省外1.1万个重点项目复工率为89.1%；由国家发改委调度的533个重大交通项目开复工率已经达到97.8%，分行业看，重大公路、水运项目复工率为97%，机场项目复工率为87%，重大水利工程复工率为86%。重大铁路项目、能源项目、外资项目均已基本复工。发改委称，施工强度还在逐渐恢复中。我们认为，各地以重大项目为抓手，带动基建、旧改等领域恢复施工，创造新的边际需求，是当前应对当前有效需求不足、提高工业企业产能利用率、促使产业链需求复苏的最可行路径。

图 1：新冠疫情冲击下固定资产投资尚未修复，需基建等重点项目的推进来稳投资，稳就业

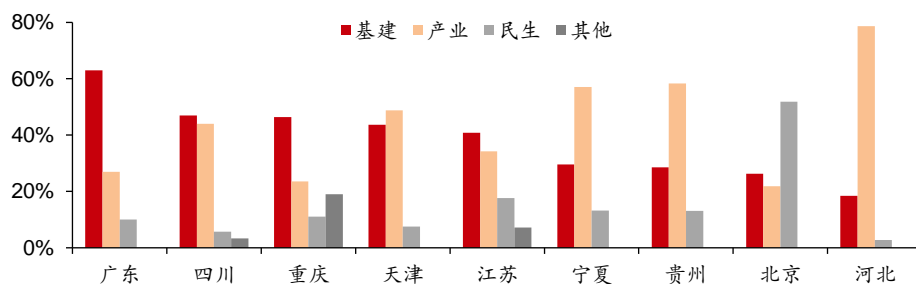


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 各地 2020 年重大项目投资中的行业结构如何？

截至4月下旬，各地公布的2020年重大项目规划中，广东、四川、重庆、天津、江苏、宁夏、贵州、北京、河北等地较为详细的给出了行业占比结构。对这些地区，传统基建（铁路轨交公路等）投资占比平均接近四成，产业升级投资平均占比略高于传统基建，为44%；民生工程投资平均占比为15%。

图 2：2020 部分地区重大项目投资金额的行业结构



资料来源：各地方发改委网站，浙商证券研究所

今年民生投资侧重老旧小区改造。“旧改”与“棚改”作为民生投资两大举措，其中棚改在 2017-2019 年推进力度较大，甚至在一定程度上平滑了本轮地产周期波动。棚改货币化安置今年进入收尾阶段，今年新增专项债规定不得用于棚改方向，我们认为民生投资将侧重于老旧小区改造。相比棚改，旧改主要落实在小区的配套基础设施改造（如加装电梯、更新供水/供电/墙体保暖系统等）。据住建部 2019 年估算，我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额或达 4 万亿元。

表 2：2020 部分省份老旧小区改造规划

序号	区域	省/市/自治区	2020 年老旧小区改造计划
1	华北地区	北京	加装电梯开工 400 部以上、竣工 200 部以上。
2		天津	-
3		河北	改造老旧小区 1369 个
4		山西	-
5		内蒙古	-
6	华东地区	上海	500 个住宅小区新增电动自行车充电设施，启动实施拎马桶改造 9000 户，完成旧住房综合改造 1000 万平方米
7		江苏	完成 500 个老旧小区综合整治，持续推进老旧多层住宅加装电梯
8		浙江	500 个城镇老旧小区改造
9		山东	40 万户以上老旧小区改造
10		安徽	城镇老旧小区 871 个，房屋总建筑面积 2448.11 万平方米，涉及住户 25.9 万户
11		福建	启动 33 万户老旧小区改造
12		江西	改造 1506 个老旧小区 涉及居民 33.1 万户
13	华中地区	河南	完成改造不少于 50 万户
14		湖北	2530 个小区的改造工程，涉及 34.3 万户居民。
15		湖南	改造 1000 个老旧小区
16	华南地区	广东	-
17		广西	1363 个小区、7726 栋楼、16.7 万套，总建筑面积 1236 万平方米
18		海南	153 个城镇老旧小区，涉及 893 栋楼、20623 户居民
19	西南地区	重庆	1700 个城市老旧小区、3000 万平方米
20		四川	老旧小区改造 4193 个，涉及 46.3 万户
21		贵州	老旧小区改造工程 5.96 万户
22		云南	老旧小区改造任务累计完成 70%以上;2021 年完成 100%。
23		西藏	-
24		陕西	2877 个小区的 9529 栋楼、36.4 万户居民。
25	西北地区	甘肃	-
26		青海	城镇老旧小区改造 3 万套、农牧民危旧房改造 1.5 万户、农牧民居住条件改善工程 3 万户。
27		宁夏	老旧小区 242 个、建筑面积 443.47 万平方米
28		新疆	-

资料来源：各地住建部，浙商证券研究所

2. 重大项目年度计划投资能带动多少 GDP?

2.1. 重大项目投资对今年固定资产投资和 GDP 增速的拉动能达到多少?

截至 4 月底, 已有 31 个省份/直辖市公布了 2020 年度的重大项目投资规划 (基本都预期在未来 3-5 年内完成), 规划总金额为 48.7 万亿元; 其中有 24 个省份/直辖市公布了 2020 当年需完成的重大项目投资额, 我们统计总计约 9.75 万亿元。在 24 个省份/直辖市中, 今年重大项目计划投资规模大于 5000 亿的省份有 9 个, 年度计划投资规模在 1000 亿至 5000 亿之间的省份有 13 个, 1000 亿以下的有 2 个。重大项目 2020 年与 2019 年的年度计划投资金额相比, 从有可比数据的 22 个省份来看, 今年的年度计划投资规模平均增长了 7%。

2019 全年, 固定资产投资 (名义值) 为 99.1 万亿元; 如果按今年完成 9.75 万亿重大项目投资算, 对整体固定资产投资拉动约 9.8 个百分点。我们预计全年 PPI 中枢可能在 -2% 左右; 则拉动整体固定资产投资 9.8 个百分点的名义增速, 大约对应 12 个百分点的实际投资增长。

今年一季度, 根据统计局公布数据, 最终消费支出拉动 GDP 下降 4.4 个百分点, 资本形成拉动 GDP 下降 1.4 个百分点。需要注意的是, 由于整体 GDP 增速同比负增长 6.8 个百分点, 所以尽管数字上表现是 Q1 资本形成对 GDP 增长的贡献率下降了, 但实质是固定资产投资 (资本形成) 降幅相对较小, 体现出相对韧性。2018-19 年, 固定资本形成对 GDP 增长的贡献率平均为 26.2%; 而 2009-2010 年, 固定资本形成对 GDP 增长的贡献率平均达到 67.3%。经济结构的转型是不可逆的, 我们认为今年的逆周期政策主要发力点在投资端, 有望使得资本形成的贡献率较 2018-19 年上行; 但达到 09-10 年水平仍较难。我们认为今年资本形成对不变价 GDP 增长的贡献率有望达到 40%。

不考虑固定资产投资和固定资本形成的口径差异, 重大项目投资对整体固定资产投资 (不变价增速) 拉动 12 个百分点, 对 GDP 增速的边际拉动约为 5 个百分点。

表 3: 2020 年和 2019 年重大项目投资计划概览

序号	区域	省/市/自治区	2020 年年 度重点项目 总数 (个)	总投资金额 (亿元)	2020 年年 度计划投资 完成额 (亿 元)	2019 年年 度计划投资 金额 (亿元)
1	华北地区	北京	300	未公布	2,523	2,354
2		天津	346	10,025	2,105	1,563
3		河北	536	18,833	2,410	7,335
4		山西	248	未公布	未公布	2,306
5		内蒙古	193	25,790	5,059	2,127
6	华东地区	上海	152	未公布	1,500	1,363
7		江苏	240	未公布	5,410	5,330
8		浙江	670	30,489	4,150	3,900
9		山东	321	未公布	未公布	1,296
10		安徽	6,878	未公布	13,055	12,534
11		福建	1,567	38,400	5,005	4,577
12		江西	335	11,195	2,390	2,060
13		河南	980	33,000	8,372	7,939
14	华中地区	湖北	894	31,570	未公布	2,066
15		湖南	160	10,000	3,050	2,573
16	华南地区	广东	1,230	59,000	7,000	6,500
17		广西	1,132	19,620	1,675	2,422
18		海南	105	3,772	677	915

19		重庆	924	27,200	3,445	3,459
20		四川	700	44,443	6,185	5,700
21	西南地区	贵州	3,357	未公布	7,262	7,204
22		云南	525	50,000	4,400	5,126
23		西藏	184	未公布	未公布	未公布
24		陕西	600	33,826	5,014	5,059
25		甘肃	158	9,958	1,779	1,340
26	西北地区	青海	80	2,824	未公布	1,151
27		宁夏	80	2,268	510	512
28		新疆	390	16,794	2,600	未公布
29		黑龙江	300	8,856	2,000	未公布
30	东北地区	吉林	未公布	未公布	未公布	未公布
31		辽宁	100	未公布	未公布	未公布
合计			23,685	487,862	97,576	98,711

资料来源：各地政府工作报告，各地发改委网站，浙商证券研究所整理

2.2. 重大项目规划库年内可能继续追加，实际投资强度可能更大

我们认为今年重大项目库可能在年内进一步追加，实际完成的投資可能较年初地方两会给出的规模更大。疫情一方面突出医疗卫生领域的民生短板，另一方面稳投资保就业的稳定经济发展需求，重大项目具有更大的必要性。例如：

2月27日广东省政府新闻办召开的发布会上，广东省发展改革委总经济师黄华东透露，针对本次疫情暴露出的一些领域短板问题，广东将新增一批具备开工条件的公共服务领域补短板项目纳入省重点项目管理，计划年内投资不少于500亿元；

2月14日，江苏省发展改革委副主任王显东表示，对于目前列入计划的项目，将实行动态调整机制，对各地新招引落地的大项目、好项目，也将在动态调整时予以增补；

3月18日河南省重点项目建设网发布的《关于补充申报2020年河南省重点项目的通知》指出，为充分发挥省重点项目对稳投资、稳增长、稳预期关键作用，积极应对疫情影响，努力夺取疫情防控和经济社会发展双胜利，按照省政府有关规定，决定补充选报一批省重点建设项目。

从2019年可得样本省份的历史数据回顾来看，年度实际投资完成额度约为计划投资额度的1.1倍。未来重点关注微观层面上的项目开工强度、部分重点工业原料的消耗量等，二季度或进入加速推进期。我们认为今年专项债、特别国债、财政预算内等方面资金都将加大对基建投资的力度，侧重于配给重大项目投资，资金端没有太大问题。两会的定期、北京疫情响应机制的下调，可能进一步加速经济活动、人员流动、项目开工的常态化，5月份开始，重点项目建设甚至可能对此前拖累的工期进行赶工加班。

3. 重大项目的配套资金如何解决？

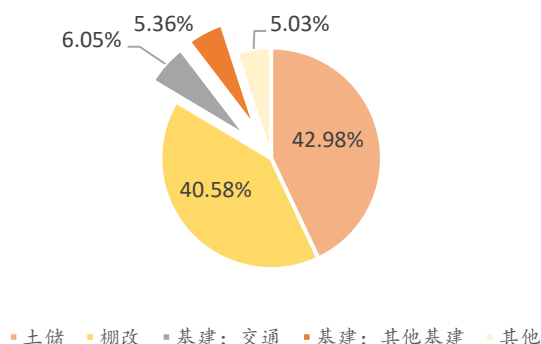
按资金来源分类，重大项目按资金来源分为两类：政府投资项目、社会投资项目。实际上我们认为，今年重大项目投资按资金来源分类的边界将越来越模糊，在专项债可用于重大项目资本金的比例上调至25%的背景下，以专项债为轴，撬动社会资本，国家财政预算内资金予以辅助，可能是重大项目资金端的主要解决模式。

3.1. 2020 年前 4 个月，专项债新增发行重点支持重大项目

截至 4 月末，年内新增专项债已发行 11975 亿元，占已经提前下达的 1.29 万亿额度超过 90%；4 月 20 日，财政部预算司一级巡视员王克冰表示，按照国务院常务会议决定，财政部近期拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度，并要求力争二季度发行完毕。我们预计全年专项债新增额度或达 4 万亿左右，较 2019 年的 2.15 万亿元有较大提高。

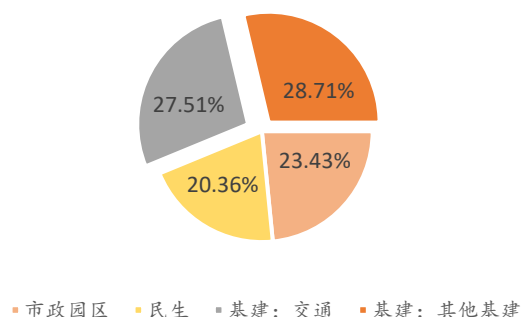
同时，今年新增专项债明确不得用于土储和棚改，根据财政部副部长许宏才介绍，今年专项债发行的具体投向主要包括交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区等七大领域，同时结合疫情防控和投资需求变化等适当优化投向，重点支持国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目，以及 5G 网络、数据中心、人工智能、物流、物联网等新型基础设施。2020 前 4 个月与去年同期的专项债投向结构比较，土储和棚改债金额占比由八成以上下降至 0，基建投资从 11% 左右上升到 55% 左右；其他占比均为与基建产业链关联度较高的市政园林、民生改善等项目投资。

图 4：2019 年前 4 个月超八成投向土储棚改



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2020 年前 4 个月，专项债发行结构基本都与基建相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 特别国债如何参与重大项目投资建设？

3 月 27 日政治局会议提示发行特别国债，为财政逆周期发力的“武器库”新填“弹药”，综合疫情冲击、减收增支、平衡财政等因素，我们预计财政部将新增发行约 20000 亿特别国债，或可投向收益较低、专项债无法覆盖的基建项目。

特别国债的特征使得其具有专项债所不具备的用途。特别国债是在特殊时期解决特定问题的一种政策安排，疫情对经济、就业产生的短期冲击背景下，动用特别国债来缓解就业问题能达到更好的政策效果。特别国债并不计入赤字安排，资金用途也较为多样，不必局限在某一方面，这对稳就业也产生了更多元的支持。不同于需要有严格项目收益匹配的专项债，特别国债投资的领域可以不追求项目收益，偏向以扩大就业为核心目标的公益性项目。

根据近期发改委、农村农业部、人社部等部委的已发文件，我们认为，特别国债可以运用在更注重“专项债无法发挥作用”的、低收益的公益性基建，如示范园道路、垃圾污水处理等，增加类似保洁、保安、消杀等公益性岗位，创造更多就业岗位。

3.3. 今年重大项目投资出资占比，政府：社会资本：银行或约为 4:1:5

从历年样本省份的重大项目出资结构回顾来看，政府资金（专项债、预算内资金等）主要起到撬动整体资金的杠杆作用，政府资金的占比在 20%~50% 间波动。为应对疫情进行逆周期调节，更多具有惠民生、公益性质的项目会上马，基建项目比重也较大，这些类型的项目更多依靠政府资金而非社会资本。在今年重大项目的资金来源结构上，我们认为政府出资比重可能有所上升，但社会资本和银行配套贷款等仍是主要的出资方。

表 4：部分省份/直辖市重大项目投资计划的资金来源概况

省/直辖市	重大项目投资中社会资本占比	政府资金占比
北京	2018 年重点项目 70%以上资金来源于社会资本。	小于 30%
河南	2019 年重大项目融资对接会，面向金融机构推介重大项目 1457 个，总投资 1.1 万亿元，融资需求 5899 亿元	小于 50%
四川	2020 年第一季度重大项目从全部投资项目的主体来看，民间投资项目 684 个，总投资 3710 亿元，超过全部项目总投资额的 50%（非民间投资的项目，出资端也会有民间资本的参与）。	小于 50%
湖南	2020 年 3657 亿元重大项目投资促“六保”，其中社会项目投资占比达 77.6%。	22.4%
甘肃	2015 年 1—5 月，总投资 1767 亿元，计划申请中央投资 363 亿元。可撬动银行贷款、企业自筹等社会投资约 1400 亿元（约 79.4%）。	20.6%

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

在政府资金来源的结构方面，我们认为更大的比例将依靠专项债而不是预算内投资。2019 年政府工作报告明确当年中央预算内投资安排 5776 亿元，比 2018 年增加 400 亿元。假设中央预算内投资全用于重大项目投资，与 2019 年的重大项目年度计划投资金额相比较，中央预算内投资在重大项目年度计划投资金额的比重不足 6%。考虑到今年为应对疫情对经济的负面影响，中央预算内支出增速或有所提升，但由于基数较小，不会对支出政府出资结构产生根本性的影响。同时，我们预计今年专项债规模大幅增加，专项债的出资比重实际上将会更大。

简单测算：今年专项债总新增发行量预计 4 万亿元，假设其中 60%投向重大项目方向；今年新政规定各地专项债用于重大项目资本金、占该省专项债的比例上调到 25%（上限），但实际运用中可能达不到这一比例，假定专项债用作重大项目资本金的比例为 20%、重大项目资本金可加两倍杠杆，则专项债应用在重大项目端，共可撬动约 3.4 万亿元体量的资金。此外，预计今年新增特别国债 2 万亿元，假设 50%投向重大项目方向；预计今年中央预算内投资安排体量略高于 2019 年，特别国债+预算内投资对重大项目又能提供约 1.5 万亿元的资金。考虑后续还可能追加投资体量，今年重大项目投资总量或超过 10 万亿，则其中政府出资比例可能在 40%左右，社会资本参与比重约 10%，其余约 5 万亿元的资金可能通过银行配套贷款等方式来解决。

4 月 30 日，证监会、发改委联合发文试点基础设施公募 REITs，我们认为发展 REITs 是盘活基础设施不动产市场的主要路径，公募 REITs 可进一步完善资本市场层次，丰富投资人的选择。未来社会资本参与基建项目的主体可能逐渐由企业切换至居民个体。

风险提示：

海外疫情防控不及预期；项目推进速度不及预期；预算内、专项债等途径对重大项目投资支持力度弱于预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn