

“转杠杆”背景下 2024 年基建投资增速几何？

——宏观深度研究

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

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

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¹加强了对政府投资项目的管理²。

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。

¹ [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)

² 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暂行办法》，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/zwgk/zfxxgk/zfxxgkml/zfzdh/y/202401/t20240112_2440306.html

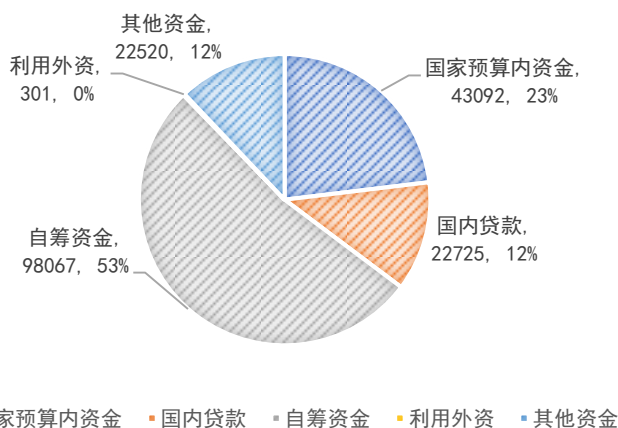
1. 一个估算基建投资的新方法

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³，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。

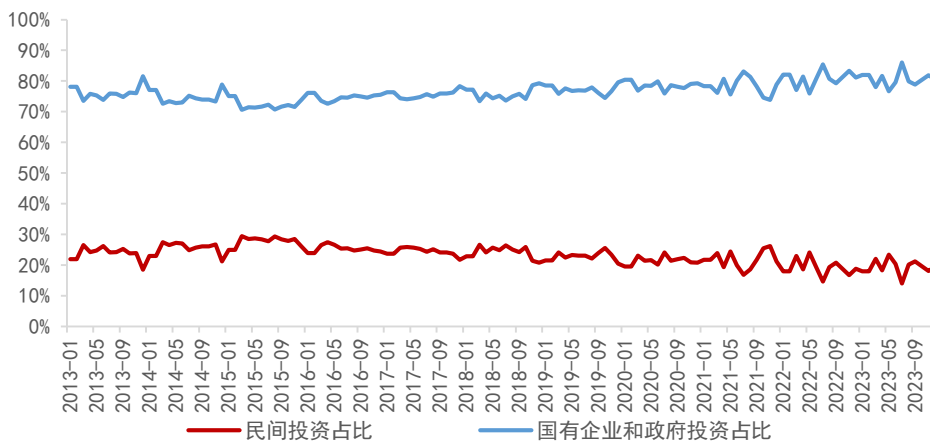
³ 例如，自筹资金包括企业自有资金，非标融资，融资平台债务资金等。其中，对企业资本金的估算高度依赖于假设却难以找到可供参考的依据。又比如，试图利用融资平台债券余额增长来估算融资平台对基建投资资金的投入在地方政府开始大规模偿还隐性债务之后会变得非常不可靠。由于无法获得每年偿还隐性债务的规模，也就无法评估融资平台到底有多少债务被置换，可以为基建投资提供多少增量资金。

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。

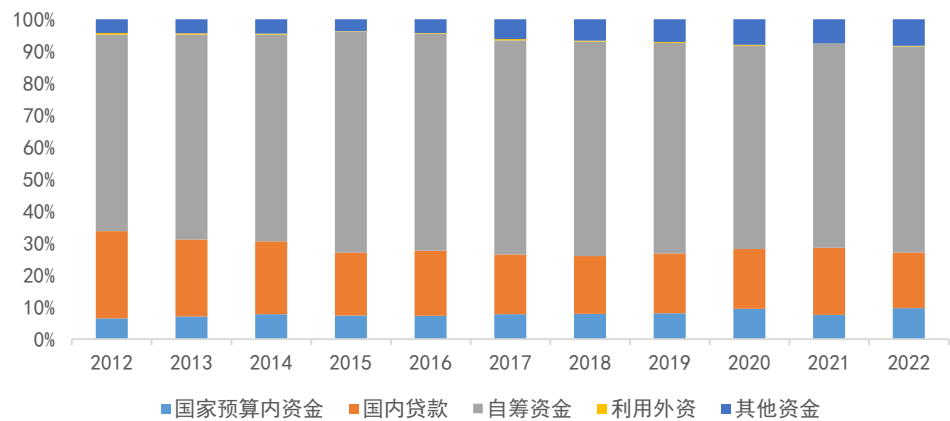
图表2：基建投资中，国有企业和政府 vs 民间投资占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

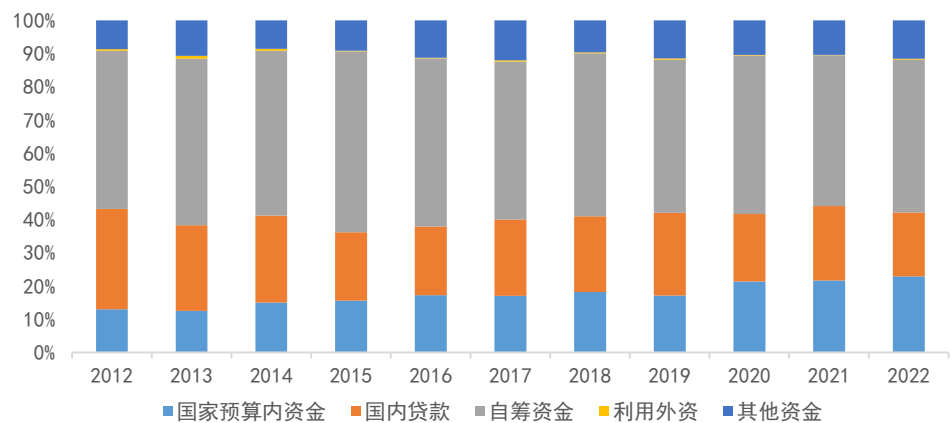
分行业来看，组成基建投资的三大行业中，财政资金的影响差异较大。从近年的数据来看，预算内资金在水电热行业的占比一直在 10% 以下；在交运仓储邮政业、水利环境公共设施管理业的比重分别在 20% 和 25% 以上。因此我们认为，水电热行业主要由企业投资主导，后两个行业则受政府财政支出较大影响。

图表3：水电热行业投资的主要资金来源占比



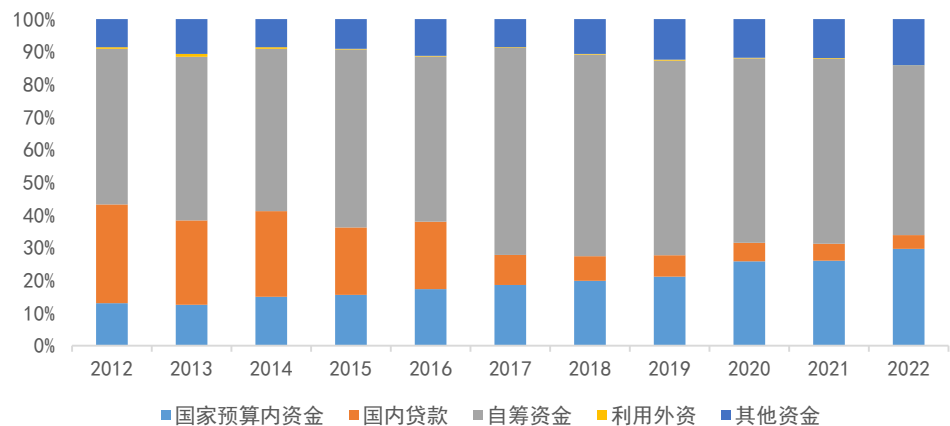
资料来源：Wind，国联证券研究所

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⁴（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 1:2⁵，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。

⁴ 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。

⁵ 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⁶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

⁶ 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⁷，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 ⁸
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

⁷ 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

⁸ 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。

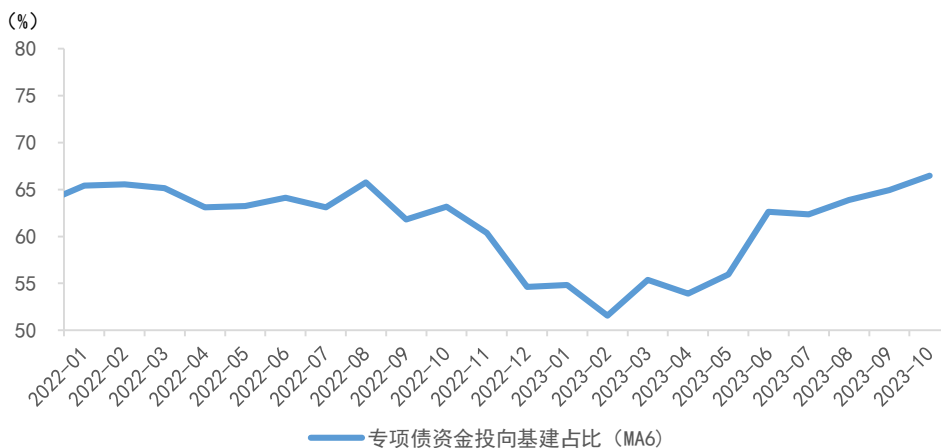
债务“堵后门”的同时，发行专项债变成为地方政府筹资“开前门”的手段。不仅专项债的发行规模大幅上升，用于基建的比例也明显上升。2020 年以来，按照国务院的要求，专项债资金更多地被投放到基建相关的领域。

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⁹，“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¹⁰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

⁹ https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202402/content_6929627.htm

¹⁰ https://www.gov.cn/zhengce/202401/content_6924239.htm

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/796011020233010043>