

从资金来源看基建投资的潜力

核心观点：

1. 基建投资资金来源分为五大部分：国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。2015 年以来，分布结构变化幅度不大。2017 年五项占比分别为 16.1%、15.7%、58.6%、0.3%和 9.4%左右。从占比来看，自筹资金在基建的资金来源中占据绝对优势，是基建投资的主要资金来源。

2. 从各资金来源看，自筹资金稳定增长，2020 年在基建来源中占比预计在 60%以上，国内贷款占比虽然逐年下降，但考虑宽货币政策叠加国内贷款在 2008 年的比例变化，预计今年其占比有所回升，利用外资占比不足 0.5%，几乎可以忽略不计，其他资金预计今年在基建中占比有望小幅提升，利用外资和其他资金两项来源合计占比预计上涨到 10%以上。

本周关注：海外疫情拐点 政策力度不及预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

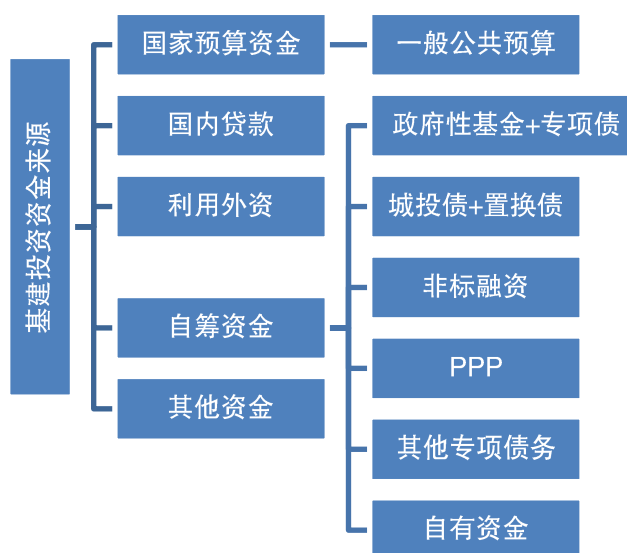
第 1 章	从资金来源看基建投资的潜力.....	3
1.1.	揭秘基建投资的资金来源.....	3
1.2.	从资金来源看基建增长潜力	4
第 2 章	上周重要数据跟踪.....	9
	免责声明.....	10

第1章 从资金来源看基建投资的潜力

1.1. 揭秘基建投资的资金来源

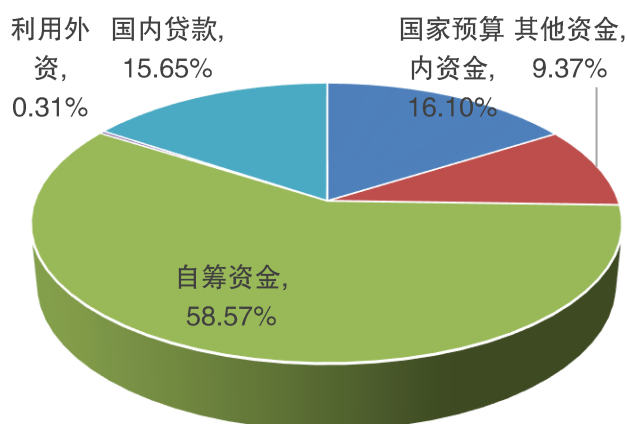
基建投资的资金来源分为五大部分：国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。2015 年以来，分布结构变化幅度不大。2017 年五项占比分别为 16.1%、15.7%、58.6%、0.3%和 9.4%左右。从占比来看，自筹资金在基建的资金来源中占据绝对优势，是基建投资的主要资金来源，尤其是其中的地方政府专项债务则是 2020 年基建投资资金来源的重中之重。

图 1.1.1：基建投资的资金来源



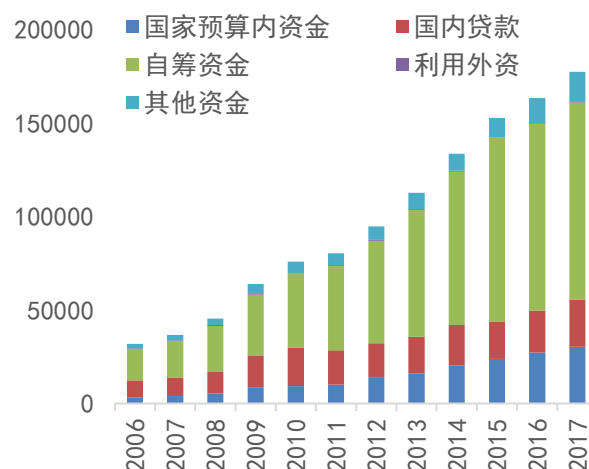
数据来源：公开资料 南华研究

图 1.1.2：2017 年基建资金来源构成（统计局口径）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.3：历年基建投资资金来源（单位：亿元）



数据来源：Wind 南华研究

1.2. 从资金来源看基建增长潜力

接下来，我们从各主要资金来源的含义及构成出发，看其未来能否提供充足的资金以支撑基建投资的增长。

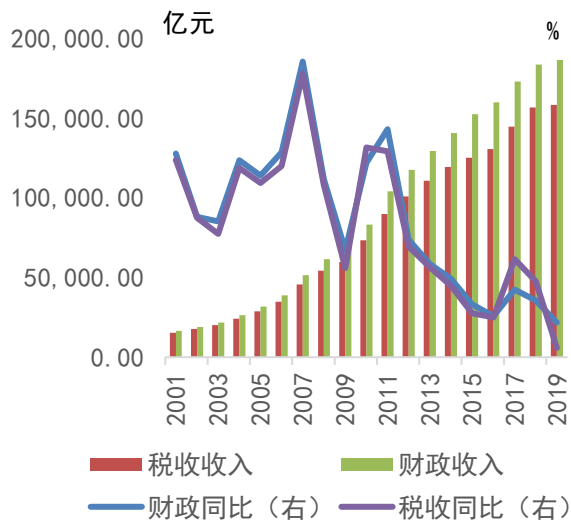
1.2.1. 国家预算内资金增速放缓

国家预算内资金的主要来源是通过财政预算方式集中的国营企业上缴利润和税收以及城乡各项税收。国家预算内资金的主要用途是预算内的各种经济建设，如文教科技卫生、国防和对外援助款项、国家行政管理等等。

由于近年来，国家减税降费的幅度越来越大，各类税收政策均进行了调整，财政及税收收入增速下降明显，财政收入的压力是存在的。但是，我们测算了下国家预算内资金中用于基建中大部分行业¹的资金占比，可以看出，尽管公共财政增速不断下滑，但是基建用到的预算内资金比例却在逐年攀升。但是，不可否认的是，投资于国家内预算资金的同比增速确实在逐渐下降的，意味着虽然资金占比在提升，但是依靠其进行基建投资的后劲明显不足。

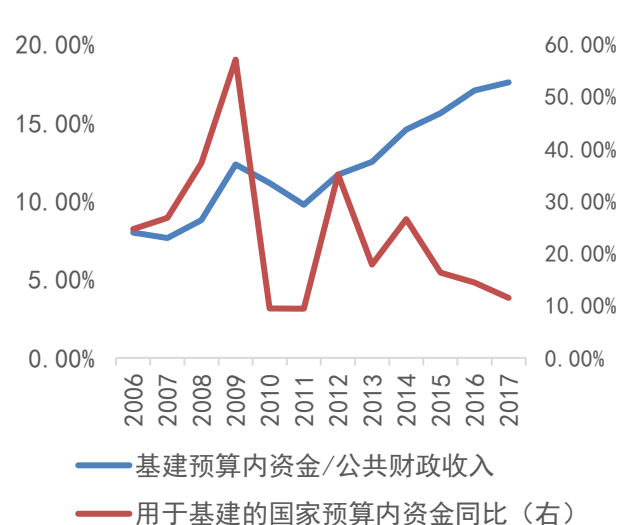
对于中央预算内资金，根据 2019 年政府工作报告，今年中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元。

图 1.2.1：财政及税收收入及同比



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：用于基建的国家预算内资金/公共财政收入



数据来源：Wind 南华研究

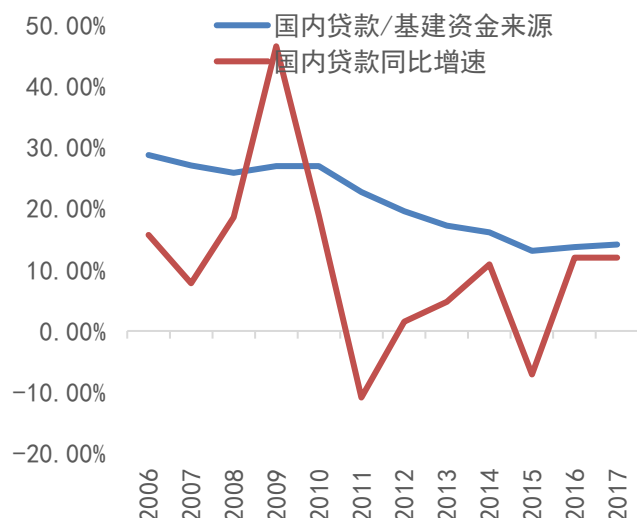
1.2.2. 国内贷款占比下降，辅助为主

可以看出，近 10 年左右国内贷款在基建资金来源中的比重总体是在下降的，2017 年用于国内贷款在基建资金来源中的占比仅为 15.65%。即便在 2008 年金融危机、国内投入 4 万亿大兴基建的时期，当时国内贷款增速大幅上涨到 46.56% 的情况下国内贷款占比也仅从 25.86% 上涨到 26.96%，占比仅是小幅微涨。考虑到上周预期内降准叠加

¹ 此处统计的基建行业包括交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，卫生、社会保障和社会福利业，公共管理、社会保障和社会组织，电力燃气水的生产供应业，信息传输、计算机服务和软件业，建筑业以及教育，并不完全对应统计局口径。

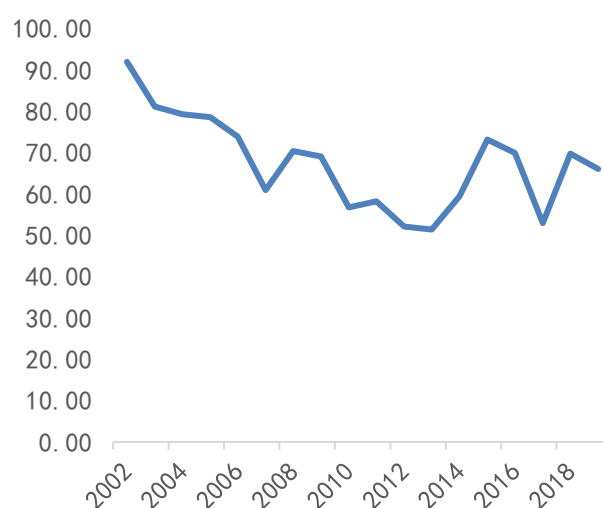
预期外的降息，国内贷款今年增速大概率上行，但其投资到基建中的比例料不会大幅上涨，国内贷款在基建领域的作用仍是辅助的资金来源。

图 1.2.3: 国内贷款占比及同比增速



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: 社融中新增人民币贷款占比相对稳定 (%)



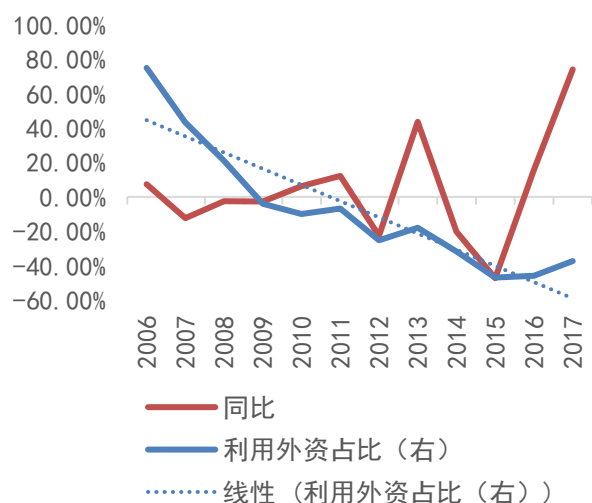
数据来源: Wind 南华研究

1.2.3. 利用外资与其他资金预计小幅上涨

利用外资是指报告期内收到的境外(包括外国及港澳台地区)资金(包括设备、材料、技术在内)，包括对外借款(外国政府贷款、国际金融组织贷款、出口信贷、外国银行商业贷款、对外发行债券和股票)、外商直接投资、外商其他投资(包括补偿贸易、加工装配由外商提供的设备价款、国际租赁，外商投资收益的再投资资金)。

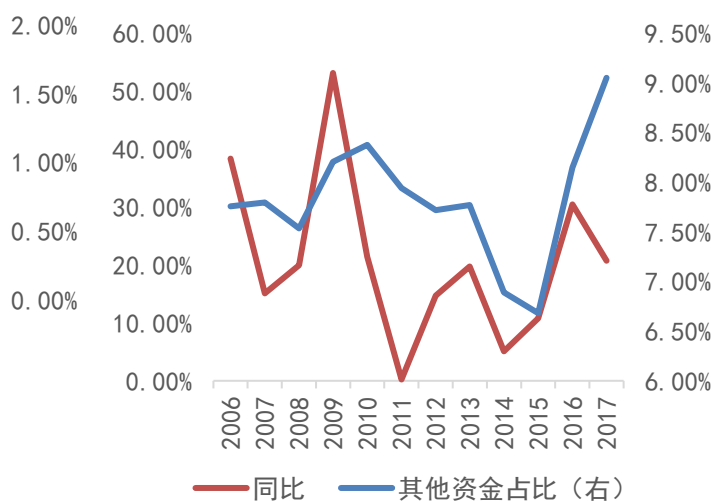
其他资金来源指在报告期内收到的除以上各种资金之外的用于固定资产投资的资金。包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。

图 1.2.5: 利用外资同比变化及占比情况



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.6: 其他资金同比变化及占比情况



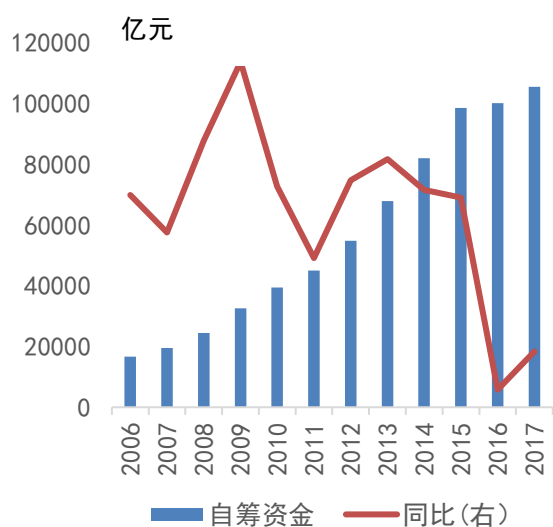
数据来源: Wind 南华研究

从 2017 年的数据看，利用外资与其他资金合计占比不到整个资金来源的 10%，尤其是利用外资占比不到 0.5%，其他资金占到 9.37%。从 2006 年以来的发展趋势看，利用外资来支持基建的占比直线回落，即便利用外资占比大幅提升，其投向基建的比例也仅是微幅提升，几乎可以忽略不计。相对而言，对照 2008 年，其他资金同比增速大幅上涨的同时，其占比也有明显的上涨，预计 2020 年其他资金在基建中的占比大概率提升，我们按照历年增加值测算，预计今年其他资金占比料上涨至 10% 以上。

1.2.4. 自筹资金稳定增长

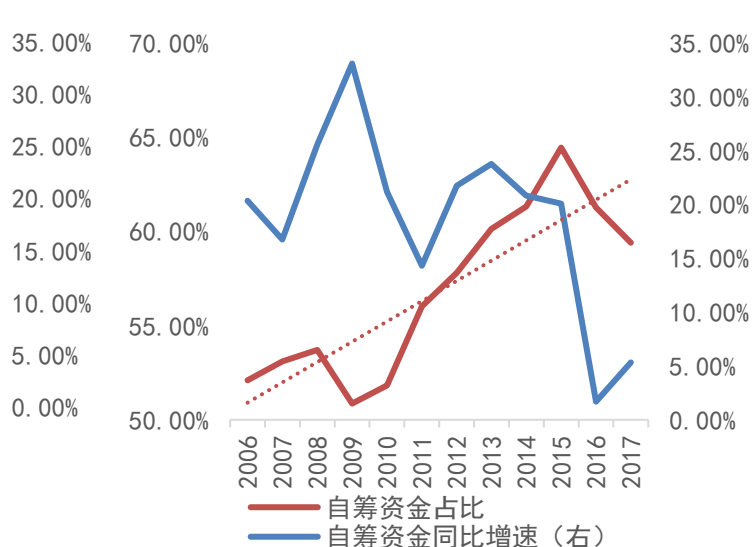
自筹资金指在报告期内筹集的用于项目建设和购置的资金，主要包括：政府性基金（新增专项债）、地方政府新增一般债、城投债、地方政府置换债、非标融资、PPP、政策性金融债、铁道债等其他专项债、自有资金等。自筹资金是基建投资的主要资金来源，近 15 年来在基建资金中占比均在 50% 以上，尽管 2017 年以来占比有所下降，但占比仍在 59% 左右，对基建投资增速影响较大，鉴于基建投资是 2020 年国内经济增长的主要抓手，不出意外 2020 年自筹资金在基建中占比将超过 60%。

图 1.2.7：自筹资金总量及同比变化



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.8：自筹资金同比增速及基建中资金占比



数据来源：Wind 南华研究

（1）政府性基金收入+地方政府专项债

全国政府性基金分为中央本级政府性基金和地方政府性基金，其中地方政府性基金规模一般远超中央本级政府性基金。政府性基金收入指的是国家通过提供土地或服务获取的收入，其中，征收及出让土地是最主要的收入来源，其余收入来源如车辆通行费收入、城市基础设施配套费、国有土地收益金、彩票公益等。

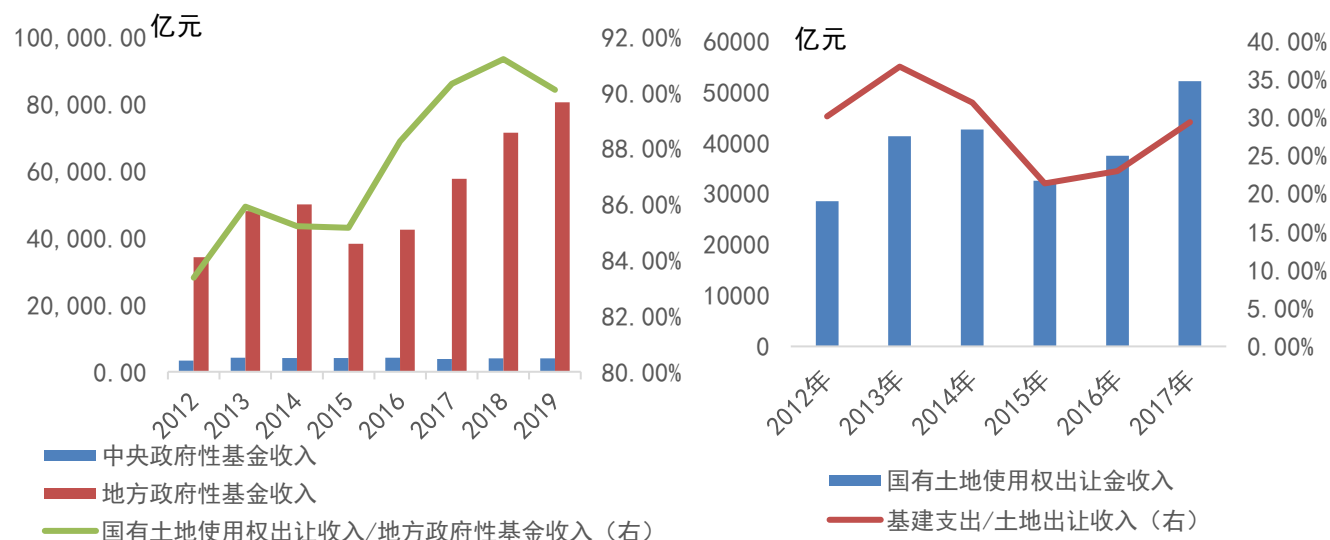
土地使用权出让收入是地方政府性基金收入的大头，决定了政府性基金用于支持基建的力度，而且基建支出占国有土地使用权出让金收入的比例也相对比较稳定，从最新数据来看，国有土地使用权出让金收入²占到地方本级政府性基金收入的 90.11%，而基建支出占土地出让金收入的比例基本稳定在 30% 左右。

土地出让金受土地市场供求及土地价格的影响。鉴于今年一季度经济遭遇短期冲击，

² 根据财政部 2019 年同比增速倒推，2019 年国有土地使用权出让金为 72516.94 亿元

房地产市场 2020 年以稳为主,基建成为扩大内需的主力军,房地产有望实行因城施策、边际放松。截至 4 月上旬,房地产市场成交面积已恢复至往年同期水平,在此预期下 2020 年土地出让金收入同比增速预计超过 2019 年,同时基建支出占土地出让收入的比重也会有所上涨,料上涨至 35%以上。

图 1.2.9: 国有土地使用权出让收入占政府性基金 90% 图 1.2.10: 基建支出占土地出让收入的比例相对稳定



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

地方政府专项债券是指为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券,通常以建成项目的收入作为担保,本身就是为了基建而设的,是基建投资的重要资金来源,且专项债的增长相对稳定。根据政治局会议传达的最新精神来看,2020 年地方政府专项债新增限额会有较大的增长,当前市场预期 2020 年新增专项债在 3~4 万亿,参照 2018 年投向基建比例³来看,对应基建投入约为 2.2 万亿。

(2) 其他类型债券

除了地方专项债,还有一些债券也被发行用来筹措基建所需的资金,例如城投债、铁道债、发改委专项债、项目收益债等,这些债券筹集的资金在基建资金中占比较小,资金流更稳定。

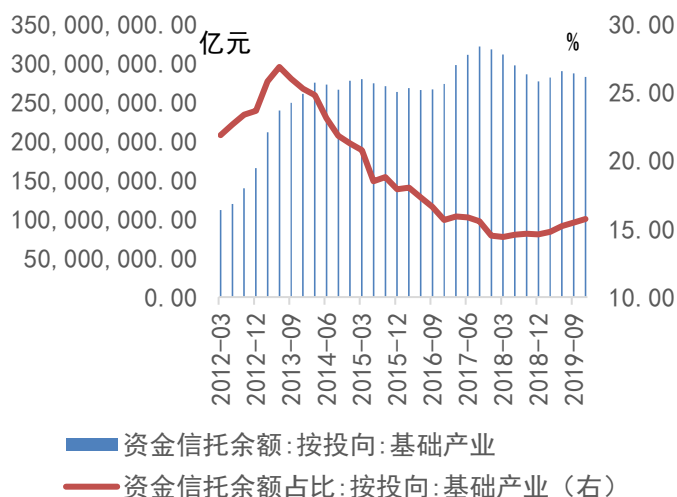
(3) 非标融资

信托产品中投向基建的主要是基础产业信托项目中的基础建设类。从资金信托余额以及其投向基建占比来看,一方面资金信托余额在 2014 年来基本保持稳定,另一方面投向基建的资金信托比例却在不断下降,2019 年 12 月投向基础行业的比例仅为 15.72%。从新增信托项目来看,不仅新增基础产业信托项目自 2013 年以来逐年下降,而且新增信托项目中基建占比也在不断下降,2019 年其中基础产业占比仅为 9.44%,不足一成。

除了信托外,非标融资还包括委托贷款和融资租赁,这三项非标融资合计起来在近几年也呈现出快速下降的态势,尤其是 2008 年在资管新规的影响下,非标融资大幅下降,可见近些年非标融资对基建资金的支持力度是在逐渐减弱的。

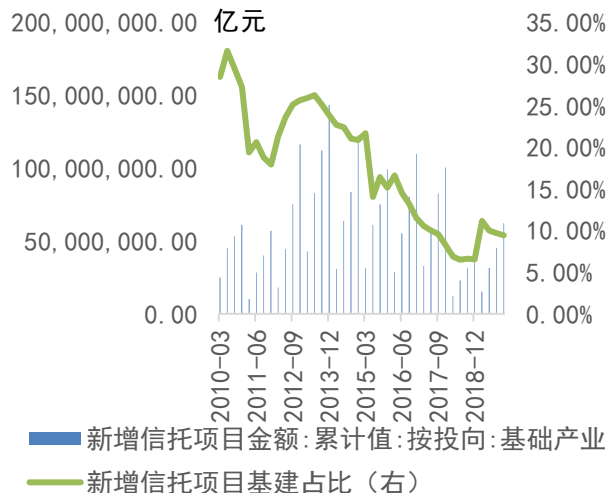
³ 据分析,2018 年地方专项债净融资额的投向中,近一半用于土地储备(土地储备是棚户改造、保障性住房等基建项目的前提,但不属于基建项目),扣除后约有 55%的资金会投向基建领域。

图 1.2.11：投向基础行业的资金信托占比不断下降



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.12：新增基础产业信托项目中基建占比下降

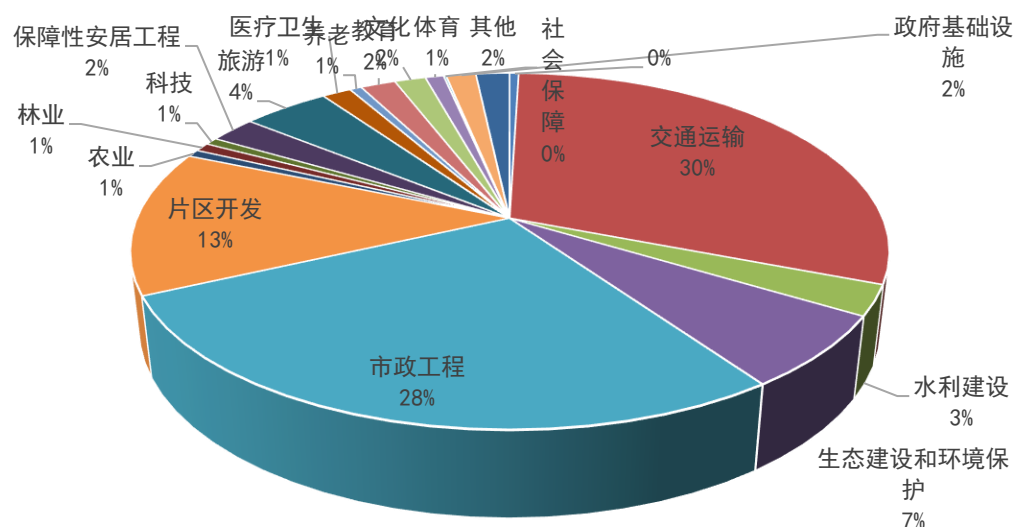


数据来源：Wind 南华研究

（4）PPP 项目

根据 2019 年 PPP 项目投资额的行业分布来看，2019 年，市政工程、交通运输、城镇综合开发、生态建设和环保、保障性安居工程、水利建设、政府基础设施、能源分别占 28%、30%、14.0%、7.0%、2%、3%、2%和 0%，合计占 86%。

图 1.2.13：2019 年 PPP 项目投资额行业分布



数据来源：公开资料 南华研究

（5）自有资金

自有资金指筹集的用于项目建设和购置的自有资金，是按财务制度规定归项目企业或单位支配的各种自有资金，包括企业折旧资金、未分配利润、企业盈余公积金、发行

股票筹集的资金及其他自有资金。不包括通过发行债券和集资方式筹集的资金。

总体而言,基建资金来源仍以自筹资金为主,国内贷款和其他资金作为辅助现金流。具体来看,自筹资金稳定增长,2020年在基建来源中占比预计在60%以上,国内贷款占比虽然逐年下降,但考虑宽货币政策叠加国内贷款在2008年的比例变化,预计今年其占比有所回升,利用外资占比不足0.5%,几乎可以忽略不计,其他资金预计今年在基建中占比有望小幅提升,利用外资和其他资金两项来源合计占比预计上涨到10%以上。

第2章 上周重要数据跟踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

指标名称	前值	预期	今值
3月外汇储备(亿美元)	31067.18	---	30606.33
3月CPI:同比(%)	5.2	4.7048	4.3
3月PPI:同比(%)	-0.4	-1.1381	-1.5
3月M0:同比(%)	10.9	---	10.8
3月M1:同比(%)	4.8	---	5
3月M2:同比(%)	8.8	8.7412	10.1
3月社会融资规模:当月值(亿元)	8554	---	51627
3月新增人民币贷款(亿元)	9057	20000	28500

数据来源: Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
美国	3月PPI:最终需求:环比:季调(%)	-0.6	---	-0.2
美国	3月PPI:最终需求:剔除食品和能源:环比:季调	-0.3	---	0.2
美国	3月PPI:最终需求:剔除食品和能源:同比:季调	1.3	---	1.4
美国	3月PPI:最终需求:同比:季调(%)	1.3	---	0.7
美国	3月核心PPI:环比:季调(%)	-0.1	---	0.2
美国	3月核心PPI:同比:季调(%)	0.5	---	0.6
美国	4月04日当周初次申请失业金人数:季调(人)	6867000	---	6606000
美国	3月CPI:季调:环比	0.1	---	-0.4
美国	3月CPI:同比(%)	2.3	---	1.5
美国	3月核心CPI:季调:环比	0.2	---	-0.1
美国	3月核心CPI:同比(%)	2.4	---	2.1

数据来源: Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点