

两会前瞻： 如何衡量政策对基建的拉动效果？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们认为 2025 年传统基建端的政策推力或相对有限。主要原因在于：

- 1) 增量政策更关注消费以及制造业；2) 基建内部从传统基建向“两重”转移；3) 部分存量政策或转移至防风险端。

摘要：

首先，从政策端来看，我们认为 2025 年传统基建端的政策推力或相对有限。主要原因在于：1) 增量政策更关注消费以及制造业；2) 基建内部从传统基建向“两重”转移；3) 部分存量政策或转移至防风险端。

其次，基于政策端的表述与倾向，我们对能够落地于基建端的资金工具做进一步的梳理。2025 年基建端的存量资金工具主要是国债以及专项债，而城投债与央企稳增长专项债有望成为增量资金工具，也值得进一步追踪。存量工具方面，国债优势在于扩容相对明显，劣势在于落地速度相对偏慢。专项债优势在于工具成熟，落地偏快，劣势在于落于基建的总量有减少风险。增量工具方面，当前央企专项债与城投债发行出现积极现象，尽管短期放量仍较少，但趋势值得 2025 年进一步跟踪。

再次，基于上述政策端的表述与倾向，以及对于资金工具的梳理，我们认为在政策向消费转移，地方资金倾向防风险的背景下，2025 年总量资金相对有限。但从节奏来看，2024 年的资金从 8 月起开始放量，根据资金落地时间的推算，2024 年四季度至 2025 年一季度项目资金到位量相对充足，2025 年一季度实物工作量前置概率偏高，预计一季度狭义基建投资增速能维持在 5%-6%左右的水平。

最后，从近期实物工作量的验证来看，节后建筑业整体复工慢于往年同期，可能受到 2024 年四季度建筑业赶工影响，需求有所前置。但资金到位偏暖下，节后第三周起，实物工作量有所增加，复工进程有所加快。2025 年专项债资金发放表现尚可，截至 2.28，2025 年共公告发行约 5968 亿元，已超 2024 年同期（2024 年 1-2 月共发行 4034 亿元）。

风险提示：政策落地不及预期，宏观经济不确定性

宏观研究组

研究员：
姜 婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

仲鼎
从业资格号：F03107932
投资咨询号：Z0021450

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

摘要:	1
一、政策端: 聚焦于“两重两新”	4
二、资金端: 防风险背景下资金或以托底为主	6
(一) 存量资金工具	7
1. 国债: “两重”增量资金或低于“两新”	7
2. 专项债: 总量上升, 但基建比例或有所下滑	8
3. 政策性银行专项借款与配套贷款: 暂无明显扩容	10
4. 结构性货币政策工具: 存量政策工具尚未使用完毕	11
(二) 增量资金工具	12
1. 央企专项债: 已发行 500/5000 亿元	12
2. 城投债: 流入项目的资金有加速迹象	12
三、实物工作量: 一季度仍有一定韧性	13

图表目录

图表 1: 2024 年 12 月以及去年 12 月政治局会议对重点经济工作的部署	4
图表 2: 制造业 PMI 自 2024 年 8 月起连续三个月高于荣枯线	5
图表 3: 2024 年两新政策对家电、汽车消费的拉动效果显著	5
图表 4: “两重”具体投向	6
图表 5: 稳增长资金工具梳理	7
图表 6: 1 万亿超长期特别国债发行节奏	8
图表 7: 公共财政总支出与基建类支出累计同比	8
图表 8: 库存去化对于地产止跌回稳意义重大	9
图表 9: 2019 年专项债土储、棚改占比 65%	9
图表 10: 新增专项债发行节奏	9
图表 11: 新增专项债发行额	9
图表 12: 近两年同期专项债投向	9
图表 13: 专项借款项目审批流程	11
图表 14: PSL 新增额	11
图表 15: 专项借款项目审批流程	11
图表 16: 2021 年以来央企专项债发行规模与数量变化	13
图表 17: 借新还旧债发行规模及占比变动	13
图表 18: 资金领先基建投资约 3 个月	13
图表 19: 专项债发行同比变化量（扣除特殊）与基建投资	13
图表 20: 基建实物工作量指数	14
图表 21: 电力实物工作量指数	14
图表 22: 交通实物工作量指数	15
图表 23: 水利实物工作量指数	15

一、政策端：聚焦于“两重两新”

整体来看，我们认为 2025 年传统基建端的政策推力或相对有限。主要原因在于：1) 增量政策更关注消费以及制造业；2) 基建内部从传统基建向“两重”转移；3) 部分存量政策或转移至防风险端；

第一，2025 年政策倾向或逐渐从投资端向消费端倾斜，投向“两新”的比例或进一步增加，而投向“两重”的比例或随之下降。从政策表述上来看，2024 年 12 月政治局会议确定了 2025 年前两项重点工作分别是全方位扩大国内需求、以科技创新引领新质生产力发展。与之相反，2023 年 12 月会议确定的 2024 年前两项重点工作分别是以科技创新引领现代化产业体系建设、着力扩大国内需求。这凸显了当前中央对扩内需、稳增长的重视程度。而在扩内需之中，提出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，“提振消费”放在首位，而且要“大力提振”。

图表1：2024 年 12 月以及去年 12 月政治局会议对重点经济工作的部署

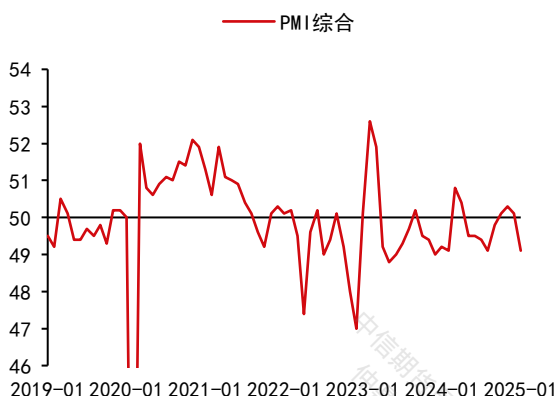
	2024 年 12 月	2023 年 12 月
扩内需与产业升级	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。 要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环
防风险	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
城乡发展	要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。	要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。
绿色发展	要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。	要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国。
民生	要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。	要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。

资料来源：中国政府网、中信期货研究所

从增量政策来看，2024 年已有部分政策逐步向消费端转移。2024 年 7 月，《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》对外发布。文件提出，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费

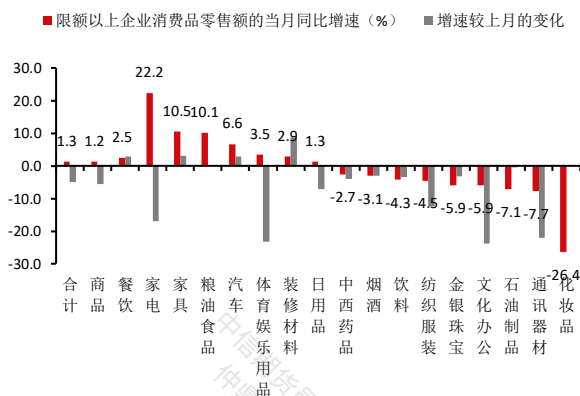
品以旧换新，其使用投向与 2023 年底发行的一万亿特别国债已有明显不同，是第一次中央级别的财政资金以直接传导至居民部门和企业部门的方式拉动经济基本面，意义深远。站在 2025 年初回顾这一政策，我们发现其对于 2024 年下半年经济复苏的贡献较大，平滑了 2024 年 5 月以来消费下行的趋势。根据蓝部长以及后续国新办发布会的表述，2025 年“国家发展改革委将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措，待履行相关程序后适时公开发布”，中央经济工作会议上也提出实施提振消费专项行动，预计 2025 年超长期特别国债用于“两新”的比例或延续甚至进一步提升。2025 年 1 月 8 日国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍加力扩围实施“两新”政策，同时发改委和财政部联合发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。新的“两新”政策也侧面验证 2025 年政策对于“两新”的关注度将进一步提升。

图表2：制造业 PMI 自 2024 年 8 月起连续三个月高于荣枯线



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：2024 年两新政策对家电、汽车消费的拉动效果显著



资料来源：Wind、中信期货研究所

第二，从投向来看，政策对于基建投资的方向聚焦于“两重”。所谓“两重”，是指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。2024 年《政府工作报告》提出，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。”2024 年 12 月 7 日，发改委披露 2024 年用于“两重”的 7000 亿元超长期特别国债已分三批安排到项目，统筹推进“硬投资”和“软建设”。从投向来看，“两重”建设兼顾安全和发展，更具备战略性与长期性，但与更偏向基础设施修建的传统基建相比，短期单位资金商品需求消耗量或有一定下滑。

图表4：“两重”具体投向

8 个方面	17 个投向（部分）
粮食安全	科技研发
能源安全	绿色智能数字基础设施
产业链供应链安全	农村转移人口市民化配套的就业、教育、医疗、住房、养老等公共保障体系
城市基础设施及保障性安居工程基础设施	高标准农田建设
生态环境保护	城市地下隐患管线维修、更新和升级改造
交通物流重大基础设施	绿色产业体系
社会事业	能源原材料重点领域
其他重点领域	重点行业设备更新和技术改造

资料来源：中国政府网、中信期货研究所

第三，在防风险与稳增长之间平衡下，部分存量可拉动基建的政策或转移至防风险端。在 2024 年 11 月 4 日至 8 日人大常委会中提到的化债方案中，有一条为从 2024-2028 年每年抽取 8000 亿专项债用于化债。同时，官方表述中也有提及“专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面”，这意味着 2025 年或另有部分额度的专项债用于消化存量地产库存。专项债是当前地方政府拉动基建及商品需求的重要资金来源，因此该政策的调整反映出地方政府对防风险的优先考量。尽管一揽子化债政策使得地方政府能够较大程度的减轻负担，更有利于推动长期经济发展，但若将时间窗口缩短至 2025 年，这一化债政策或对短期侵蚀部分基建投资。

二、资金端：防风险背景下资金或以托底为主

基于上述政策端的表述与倾向，我们对能够落地于基建端的资金工具做进一步的梳理。展望 2025 年，化债背景下基建资金或仍以托底为主。存量资金用于基建投资的比例或有所降低，但随着防风险政策的推进，或有新的资金工具逐步加入。

按发行主体划分，与基建的政策资金工具主要有：1）中央：国债（超长期特别国债、一般债等）；2）地方：专项债等；3）政策性银行：专项借款、配套贷款等；4）央行：结构性货币政策工具等；5）城投：城投债等；6）央企：稳增长专项债等。

图表5：稳增长资金工具梳理



资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

（一）存量资金工具

从存量工具来看，执行力度相对较强，且相对确定将在 2025 年延续的资金工具主要有国债以及专项债。

1. 国债：“两重”增量资金或低于“两新”

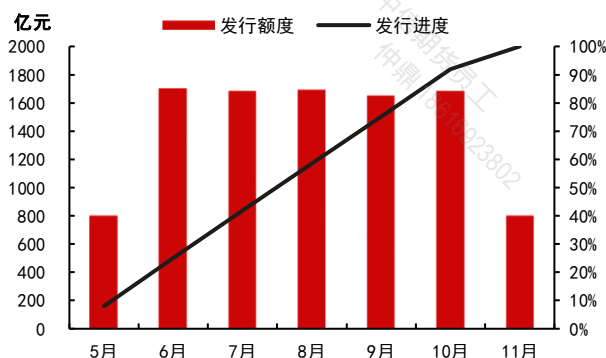
2025 年超长期特别国债发行量或大于 2024 年。2024 年 12 月 12 日的中央经济工作会议对于财政政策的表述较为积极。会议提出“要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率”，并明确指出“增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施”。考虑到 2024 年共发行超长期特别国债 1 万亿元，预计 2025 年超长期特别国债的额度会进一步增加，具体额度有待 2025 年 3 月的两会作详细披露。

从投向来看，鉴于政策表述，国债或有更大比例的“两重”向“两新”转移。2024 年的 1 万亿超长期特别国债中有 7000 亿用于与基建相关的“两重”，剩余 3000 亿用于“两新”。根据上文所述，从 2024 年 12 月政治局会议强调“提振消费”以及近期关于两新政策的表述来看，2025 年两新的比例有望延续甚至增长，而对基建的边际贡献或有所降低。不过，鉴于超长期特别国债的总量增加空间较大，即使出现比例的下降，其落于基建的资金总量相比于 2024 年仍较大概率上升。比如，假设 2025 年新增超长期特别国债 2 万亿元，即使投向两重的比例从

70%下降至 50%，其 2025 年能够落于“两重”的资金仍有 1 万亿元，大于 2024 年的 7000 亿元。

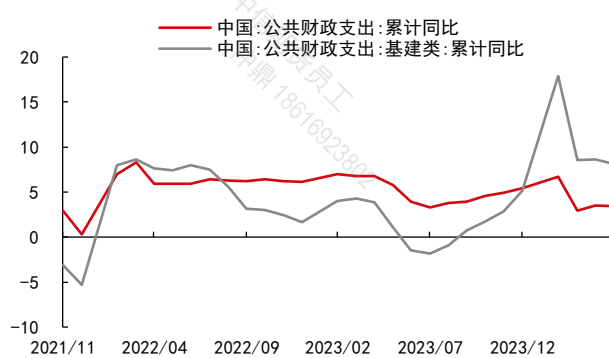
从节奏来看，超长期特别国债落地至实物工作量的节奏相对偏慢。参考 2024 年发行经验，在 2024 年 5 月 13 日财政部公布超长期特别国债发行安排，超长期特别国债于 2024 年 5 月 17 日起开始发行。与 2023 年年底发行的万亿特别国债集中在 2 个月内发行完毕不同的是，超长期特别国债发行节奏相对缓慢，对于实物工作量的拉动相对平和。

图表6：1 万亿超长期特别国债发行节奏



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表7：公共财政总支出与基建类支出累计同比



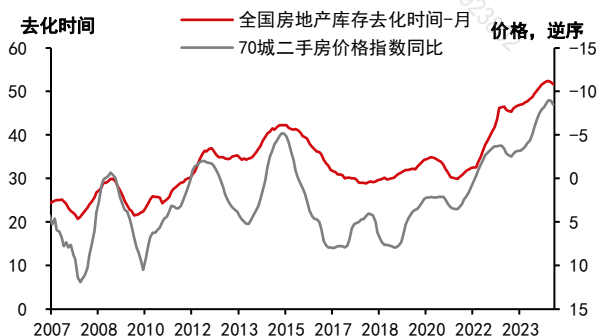
资料来源：Wind、中信期货研究所

2. 专项债：总量上升，但基建比例或有所下滑

2025 年专项债发行额度同样或大于 2024 年。在 2024 年 12 月 12 日的中央经济工作会议中，提出“增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围”。考虑到 2024 年专项债额度为 3.9 万亿，2025 年专项债额度或进一步增加，以支持基建投资，具体额度有待 3 月的两会作详细披露。

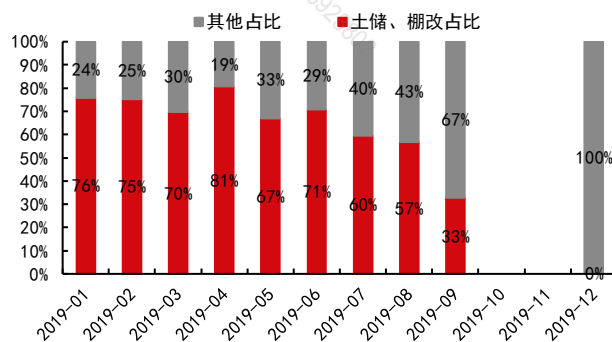
尽管总量额度上升的确定性较高，但其中能够落地于基建的比例或有所下降。一方面，从 2024 年起，每年将抽取 8000 亿额度的专项债用于化解存量债务，此笔资金的减少在 2024 年的基建实物工作量上已有明确体现。另一方面，2025 年或增设允许专项债用于收购土地以及存量房，这可能将进一步侵蚀投向基建的比例。目前 2025 年专项债中用于土储以及收购存量房的比例尚未可知，仍需等待 2025 年两会政策定调以及后续专项债的高频跟踪，但我们认为其规模或不容小觑。通过复盘过去专项债的投向，我们发现在 2019 年专项债用于土储及棚改的占比约 65%，比例并不低。同时从有效性角度来看，为了达成房地产“止跌企稳”的目标，需要更多资金支持来减少房企的流动性压力以及控制新增土地数量，从而加速实现房地产供需平衡。截止至 2025 年 2 月 25 日，2025 年已共发行 424 亿元土储专项债，专项债用于土储及棚改的占比约 19%。我们将重点关注两会是否披露 2025 年专项债作土地储备的量级规划。

图表8：库存去化对于地产止跌回稳意义重大



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表9：2019 年专项债土储、棚改占比 65%

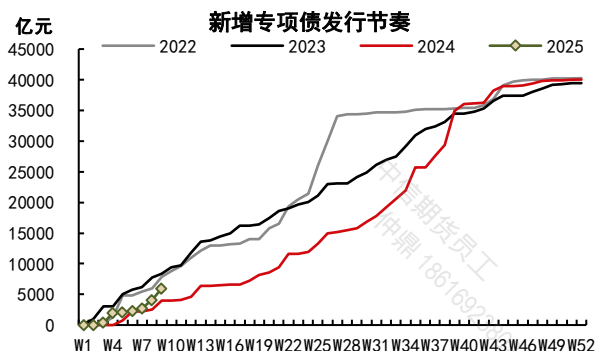


资料来源：Wind、中信期货研究所

从节奏来看，当前，2025 年的发行进度已超 2024 年同期，发行进度尚可。

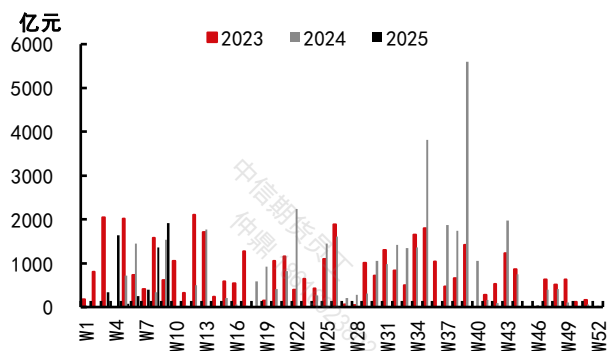
截至 2.28，2 月共公告发行约 3920 亿元，其中特殊新增约为 655 亿元。2025 年累计公告发行 5968 亿元，已超过往年同期，2024 年 1-2 月共发行 4034 亿元。其中用于项目投资约 5162 亿元，占比 86%，用于土储+棚改约 117+537 为 601 亿元，占比约 19%。

图表10：新增专项债发行节奏



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表11：新增专项债发行额



资料来源：Wind、中信期货研究所

细拆项目资金，能推动实物工作量的比例也相对较高。在近 3 个月（2024

年 11 月至 2025 年 1 月）中，基建类占整体项目约 71%，保障性安居工程类占 11%，远高于去年同期的 49%与 2%。其中，与黑色商品相关性较高的城市轨道交通、市政和产业园区基础设施、城镇老旧小区改造领域分别同比增加 123%、222%、385%，远高于合计值的 65%。与铜、铝等有色商品相关性较高的能源板块占比亦明显高于去年同期。

图表12：近两年同期专项债投向

专项债投向情况						
		当期（24.10-25.1）		上期（23.10-24.1）		同比
一级分类	二级分类	发行额（亿元）	占比	发行额（亿元）	占比	
基建类合计	交运	508.37	19.34%	340.01	21.36%	49.52%
	能源	20.04	0.76%	0.05	0.00%	39980.00%
	特殊重大项目	1.16	0.04%			

	农林水利	159.37	6.06%	65.38	4.11%	143.76%
	市政和产业园区基础设施	958.01	36.45%	301.42	18.93%	217.83%
	新基建	32.56	1.24%	3.43	0.22%	849.27%
	生态环保	91.92	3.50%	38.30	2.41%	140.00%
	物流	82.86	3.15%	24.72	1.55%	235.19%
基建类合计	/	1854.29	70.56%	773.31	48.58%	139.79%
保障性安居工程	/	298.03	11.34%	34.9	2.19%	753.95%
基建+保障	/	2152.32	81.90%	808.21	50.77%	166.31%
非基建类合计	/	773.81	29.44%	818.61	51.42%	-5.47%
合计	/	2628.1	100.00%	1591.92	100.00%	65.09%

资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

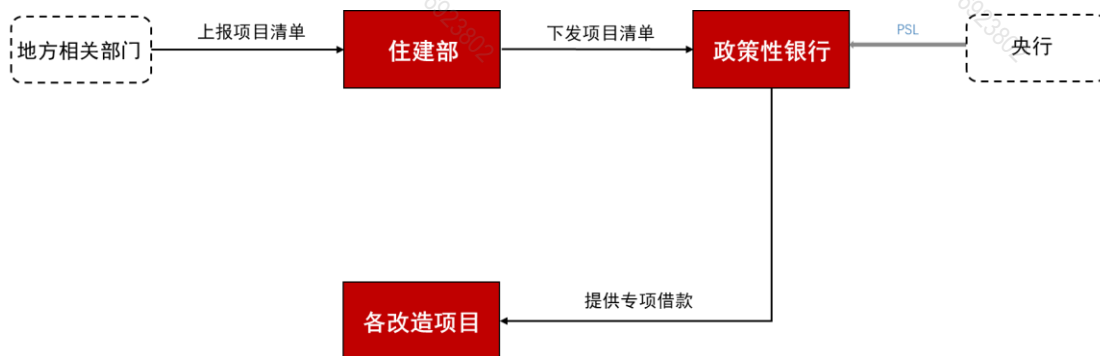
3. 政策性银行专项借款与配套贷款：暂无明显扩容

在 2024 年，城中村改造专项借款为政策性银行推进稳增长的主要资金工具之一，该资金政策属性更强，执行力度更强。城中村改造贷款管理办法，明确贷款原则上不得用于净地供应前土地征收、拆迁安置补偿等前期环节，而根据国开行披露，城中村专项借款的资金是专项用于城中村改造的前期工作、征收补偿安置、安置住房小区的建设，还有小区的相关配套基础设施，因此专项借款更能顺利推进项目进程。

根据公开资料整理，城中村专项借款的主要资金来源大概率为 PSL。城中村专项借款由国开行等政策性银行提供资金支持。从申请条件来看，申请专项借款的城中村改造项目需列入国家城中村改造年度计划，且为具备条件实施拆除新建的项目，或实施拆整结合项目中的拆除新建部分。根据项目披露，项目上报后，由政策性银行根据住建部城中村改造专项借款项目清单内项目提供资金支持。央行公告发布《盘点央行的 2023 | ①稳健的货币政策精准有力》披露，新增抵押补充贷款额度 5000 亿元，为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。从可行性、披露 PSL 使用主体和投向、保交楼专项借款使用经验来看，城中村专项借款的主要资金来源大概率为 PSL。授信与实际发放的差异，可以通过 PSL 来跟踪。

政策性银行也有部分配套贷款用于类基建领域，但案例较少，披露信息相对模糊。总体来看，政策性银行配套贷款的杠杆倍数较低，其主要资金来源或仍为 PSL。

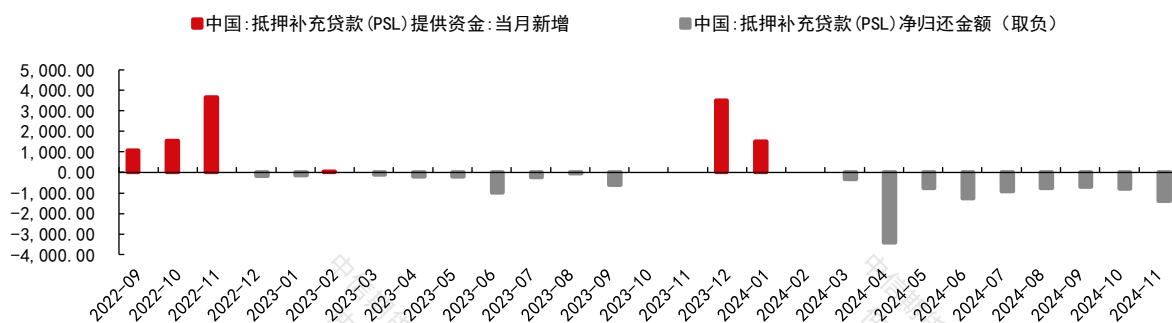
图表13：专项借款项目审批流程



资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

从资金工具的资金溯源来看，可以简单用 PSL 衡量政策性银行对于类基建项目的支持。当前 PSL 尚未扩容，2024 年新增量仅有 1 月的 1500 亿元，截止至 2025 年 11 月尚未重启。2025 年其支持基建的情况有待进一步跟踪。

图表14：PSL 新增额



资料来源：Wind、中信期货研究所

4. 结构性货币政策工具：存量政策工具尚未使用完毕

据现有案例，在开展偏慢，项目收益相对偏弱的背景下，结构性货币政策工具预计能够撬动的市场资金比较有限。结构性货币政策工具主要侧重于地产相关资金，偏向于缓解房企流动性，与基建相关性相对较低。其中，与商品需求相关性较高的工具有保交楼贷款支持计划（2022 年 12 月启动）、房企纾困专项再贷款（2023 年 1 月启动）以及保障性住房再贷款（2024 年 6 月启动）。截止到 2024 年 9 月末，保障性住房再贷款 3000 亿元使用 162 亿元，保交楼贷款支持计划 2000 亿元仅使用了 127 亿元，房企纾困专项再贷款 800 亿元中使用了 209 亿元，整体使用进度偏慢。

图表15：专项借款项目审批流程

工具名称	额度（亿元）	2024 年 9 月末余额	2024 年 6 月末余额	2024 年 3 月末余额	2023 年 12 月末余额
保障性住房再贷款	3000	162	121	-	-
保交楼贷款支持计划	2000	127	141	86	56

房企纾困专项再贷款	800	209	209	209	0
-----------	-----	-----	-----	-----	---

资料来源：Wind、中国人民银行、中信期货研究所

（二）增量资金工具

从增量工具来看，随着化债工作的推进，2025 年资金工具箱或进一步扩容，其中央企稳增长专项债以及城投债已出现积极迹象。尽管当前规模仍然较小，但其趋势值得进一步跟踪。

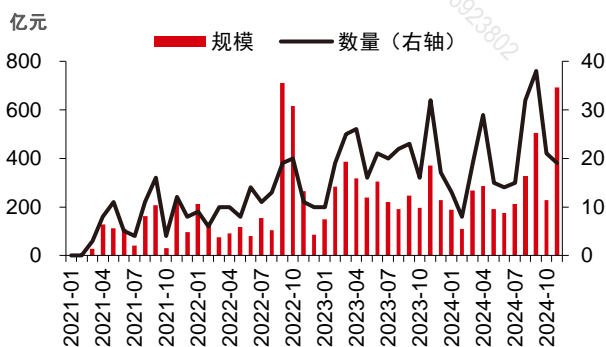
1. 央企专项债：已发行 500/5000 亿元

当前已有 2 家央企公布发行稳增长专项债，以支持两重两新。2024 年 11 月 25 日，中国国新和中国诚通公告显示，两家央企获批发行的稳增长扩投资专项债总计达 5000 亿元，用于重点支持“两重”、“两新”项目投资。中国诚通和中国国新拟分别发行 2024 年度第十四期中期票据（稳增长扩投资专项债）和 2024 年度第三期中期票据（稳增长扩投资专项债），发行金额分别为 200 亿元和 300 亿元，发行期限均为 5 年。从执行力上来看，中国国新与中国诚通则均为国务院 100% 控股子公司，可更直接高效与全面地贯彻国务院关于稳增长项目的统筹安排与需求。整体来看，2024 年仅发行 500 亿元，仍有 4500 亿元额度有待发行，后续仍需关注其发行节奏，在本身规模有限的背景下，或许集中发行才能形成有效实物工作量。

2. 城投债：流入项目的资金有加速迹象

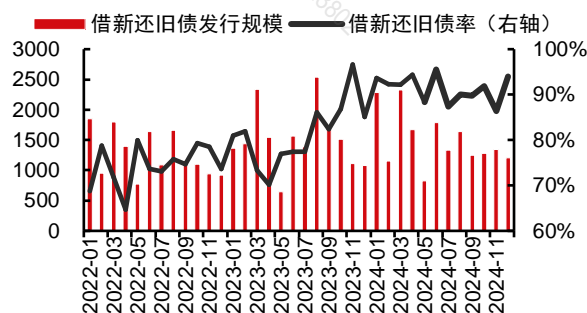
2024 年 11 月新发城投债借新还旧比例也有下滑，规模占比下降至 86%，为年内新低。其中，高资质平台新发城投债借新还旧比例下降幅度远高于中低资质平台，或预示着优质平台类主体融资的边际宽松。当前流入项目的资金仍非常有限，但随着化债政策的推进，其趋势值得进一步追踪。一方面，正如前文所述，新发城投债借新还旧比例虽来到年内新低，但仍有 86% 的规模，整体非借新还旧量仍十分有限。另一方面，如果仅聚焦于非借新还旧的城投债本身，其投向仍多聚焦于偿还银行贷款等领域，落入基建项目的资金仅为其中较少的比例。用 11 月举例，11 月非借新还旧的新发城投债约有 212 亿元，其中用于项目以及运营资金的仅约 56.2 亿元，占 27%。因此总体来看，11 月所新发的城投债中，仅有约 4% 的资金用于项目投资。而 12 月，借新还旧的比例回升至 94%，暂未有扩容迹象。

图表16：2021 年以来央企专项债发行规模与数量变化



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表17：借新还旧债发行规模及占比变动



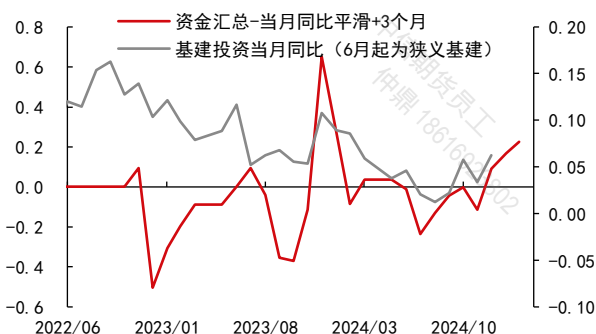
资料来源：Wind、中信期货研究所

三、实物工作量：一季度仍有一定韧性

基于上述政策端的表述与倾向，以及对于资金工具的梳理，我们认为在政策向消费转移，地方资金倾向防风险的背景下，2025 年流入基建的总量资金相对有限。但从节奏来看，2024 年的资金从 8 月起开始放量，到 2025 年一季度或仍有存量资金可供使用。按照资金推算，资金总量对一季度的基建投资支撑力度边际加强，这主要是由于 23 年稳增长资金落地相对前置，而 24 年资金落地相对后置所致。

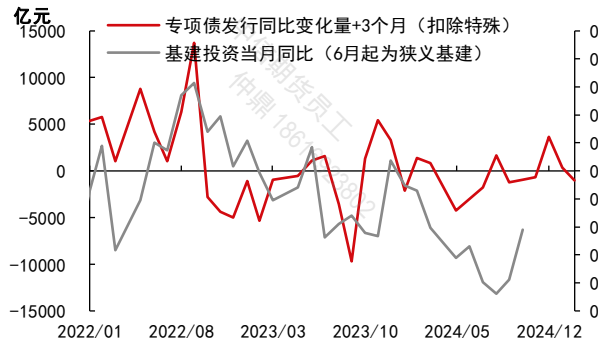
从资金到位的节奏来看，短期基建投资或仍有一定韧性。落地到基建与商品需求，我们发现专项债当月同比变化量与财政基建类支出同比与基建投资均有 3 个月的领先滞后关系。在此基础上，将 PSL、财政支出与专项债发行进行汇总，对比发现仍领先基建投资三个月左右。根据近期资金到位的情况来看，即使扣除专项债中用于化解存量债务的部分，整体资金同比依旧同环比上升，资金到位情况短期具备韧性，预计一季度狭义基建投资增速能维持在 5%-6%左右的水平。全年来看，根据前文对于中央流入资金稳中有升，地方流入资金稳中有降的判断，预计全年狭义增速在 4%-6%左右。

图表18：资金领先基建投资约 3 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表19：专项债发行同比变化量（扣除特殊）与基建投资

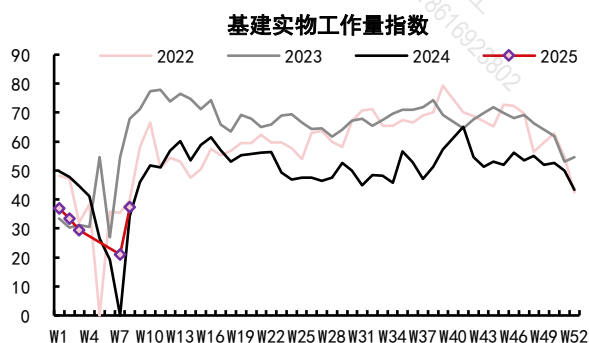


资料来源：Wind、中信期货研究所

从实物工作量的角度来看，春节后，复工慢于往年同期，但资金到位偏暖下，实物工作量有所增加，复工进程有所加快。根据百年建筑调研，截至 2 月 20 日（农历正月廿三），全国 13532 个工地开复工率为 47.7%，农历同比减少；劳务上工率 49.7%，农历同比减少；资金到位率 43.6%，农历同比略减。其中房建项目开复工率农历同比减少但资金到位率农历同比微增；非房建项目开复工率农历同比减少。节后建筑业整体复工慢于往年同期，可能受到 2024 年四季度建筑业赶工影响，需求有所前置。上周基建实物工作量指数为 37.39，同比 9.15%，上周电力基建实物工作量指数为 67.95，同比 5.04%，上周交通基建实物工作量指数为 31.57，同比 87.22%，上周水利基建实物工作量指数为 32.99，同比 12.39%。电力方面，上周综合看国内主要大中型铜杆企业开工率为 74.25%。铝线缆方面行业头部企业开工率上周为 51%。交通方面，当周全国水泥出库量为 79.83 万吨，环比变化 32.65 万吨。水利方面，上周水利相关实物工作量如镀锌管、PE 管材开工率均处于复工趋势中。项目方面，据 Mysteel 不完全统计，2024 年 12 月，全国各地共开工 4520 个项目，总投资额约 26168 亿元，同比 45.77%；2024 年合计总投资约 32.01 万亿元，同比下滑 32.8%。1-12 月份，四大建筑央企新签合同额为 69667 亿元，同比+3.0%，当月同比 1.7%，同比仍为正值。

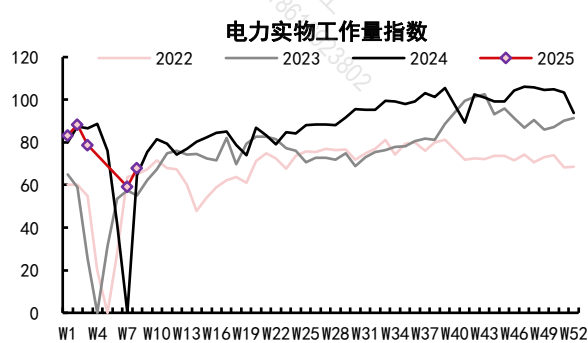
资产方面，对于交易型投资者，建议择机参与国内政策窗口期结构性成长主题；配置型投资者逢低布局国内消费板块、关注国内利率上行对红利资产可能的压力，黄金短期观望、长期配置逻辑不变。

图表20：基建实物工作量指数



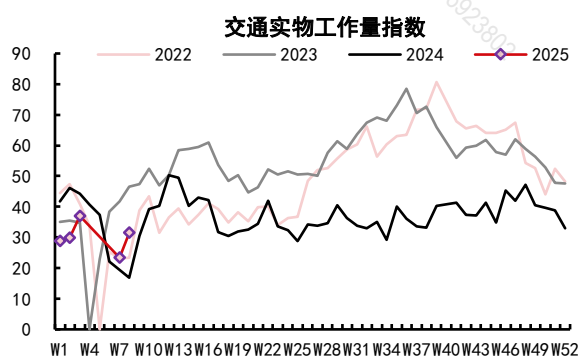
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表21：电力实物工作量指数



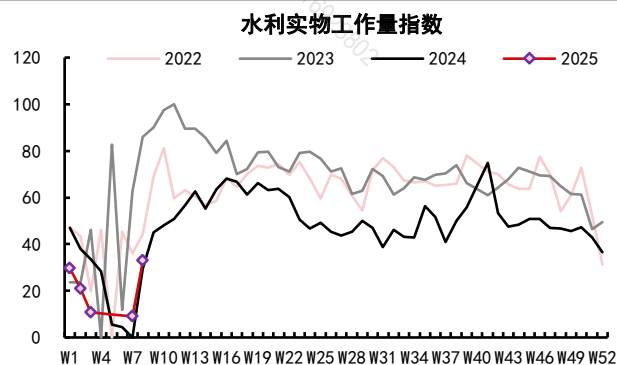
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表22：交通实物工作量指数



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表23：水利实物工作量指数



资料来源：Wind、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>