



FUTURE

光期研究：2025 年基建在大变局中如何演绎？

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

交易咨询：Z0016642

撰写日期：2024/12/25

期市有风险

入市需谨慎

摘要：

2025 年“化债”和“稳住地产”政策诉求下，基建的资金将面临“逆风”，增速难以有大幅改善的可能，预估 2025 年基建投资增速下行至 3.5% 左右，相较于 2024 年 5.3% 的中枢下滑。化债背景下中央政府加杠杆、地方政府去杠杆，基建投资实施主体行为发生变化，投资结构也将延续分化。

铁路方面，2024 年 1-11 月铁路运输业投资完成额同比增长 15%，全年铁路固定资产投资有望超过 8400 亿，或将创下历史新高。展望 2025 年，铁路投资仍具有发力空间。《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，到 2025 年，全国铁路运营里程达到 16.5 万公里，其中高铁营业里程达到 5 万公里。按照规划目标，到 2025 年年底，还将有近 5000 公里新线投产。

水路方面，运河建设如火如荼进行中。运河建设紧紧围绕国家重大战略和交通强国建设目标，强化水运大通道、港口主枢纽的功能，具有重大战略意义。根据《水运“十四五”发展规划》，“到 2025 年，新增及改善内河航道里程 5000 公里左右，新增国家高等级航道 2500 公里左右”。2025 年尚有 1050 公里增量任务需要完成。以平陆运河为参考标准，每公里运河河道投资额达 5.3 亿元，2025 年投资空间为 5565 亿元。

水利是基建中增速变化和绝对值都最高的分项，截至 2024 年 11 月，水利投资增长 40.9%。水利建设投资用途主要是防洪工程、水资源工程、水土保持及生态工程、专项工程，与水运建设有共性也有差异。水利投资是 2023 年万亿国债的重点投向，也是事关国计民生的重点改造领域。今年前 10 个月，全国实施水利项目 4.54 万个，同比增长 15.1%。水利项目一是作为“以工代赈”的代表项目，对经济增长和就业有良好的拉动作用；二是与水运建设相辅相成，具有重大战略意义，2025 年水利投资仍有望保持较高景气度。

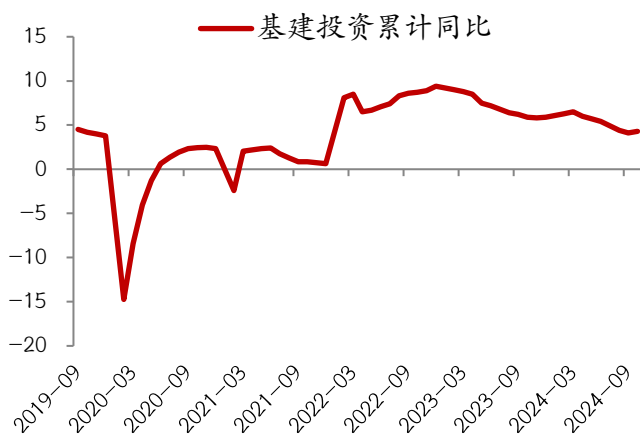
对 2025 年基建及主要分项预估如下：道路/铁路/水路同比分别为 -5.0%/15.0%/10.0%，水利/公共设施管理业同比分别为 40.0%/2.0%，预估基建整体增速 3.5% 左右。

光期研究：2025 年基建在大变局中如何演绎？

2024 年基建投资增速下滑，资金支持力度减弱，年内特殊新增专项债发行量超万亿，特殊新增债用于“补充政府性基金财力”，偿还地方政府存量债务，发行额度算在当年新增债额度，会弱化新增专项债对于基建投资拉动的指标意义。展望 2025 年，一方面化债背景下特殊新增专项债依旧发行；另一方面稳地产诉求下，政策加大收储（土地）的力度。今年央行、自然资源部、财政部均提到“允许专项债券用于土地储备”。土地储备曾是地方政府专项债券的主要投向领域，在 2017 年至 2019 年间，土储专项债年度发行规模分别约为 2425 亿元、5905 亿元、6765 亿元，三年累计发行规模占比在三成左右。如果 2025 年专项债发行重新向土地储备倾斜，新增专项债对于基建投资拉动的指标意义会进一步弱化。

因此，即使 2025 年“实施更加积极的财政政策”，“化债”和“稳住地产”政策诉求下，基建的资金将面临“逆风”，增速难以有大幅改善的可能，预估 2025 年基建投资增速下行至 3.5% 左右，相较于 2024 年 5.3% 的中枢明显下滑。

图表 1：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 2：政府债券发行（单位：亿元）



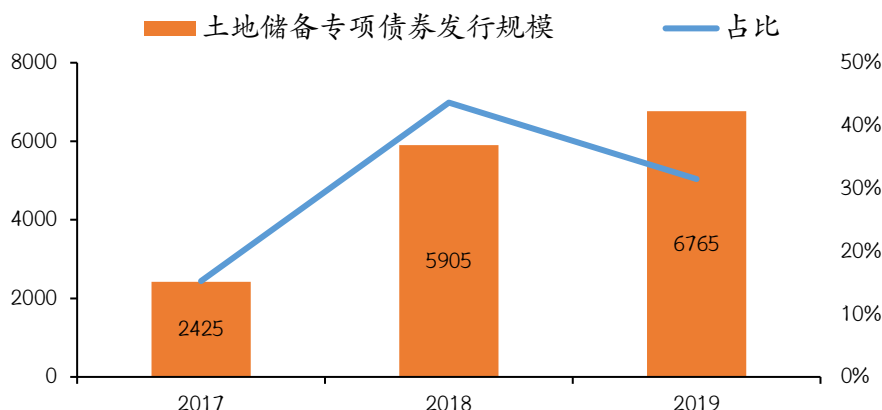
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 3：收储（土地）相关政策汇总

时间	部门/会议	政策
5月17日	全国切实做好保交楼工作视频会议	相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的限制存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。
5月17日	国新办新闻发布会	自然资源部准备出台政策，明确支持地方政府以合理价格收回企业无力继续开发的闲置土地，或者收购司法以及破产拍卖中流拍的土地。具体的政策中，还有多项支持措施：资金支持方面，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持；税费支持方面，对于收购已经建成的商品房，以及收回、收购存量土地，用于保障性住房建设的，经市、县人民政府确认以后，可以按照现有规定，享受保障性住房税收优惠政策。
6月24日	自然资源部	强调依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
9月24日	中国人民银行	央行将支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时，人民银行可提供政策支持。
9月24日	政治局会议	支持盘活存量闲置土地
10月8日	发改委	运用专项债券等支持盘活存量闲置土地
10月12日	财政部	下一步，财政部将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施。允许专项债券用于土地储备。主要是考虑当前各地闲置未开发的土地相对较多，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目。
10月17日	国新办新闻发布会	央行：人民银行正会同有关部门抓紧研究，允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购存量土地。人民银行提供必要的再贷款支持。 自然资源部：在盘活存量土地政策措施中，除了支持地方政府收回收购闲置存量土地以外，还有两条路径。一是鼓励企业优化开发。二是促进市场流通转让。
11月17日	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购的范围。土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应。供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。此次回购的资金来源，是通过地方专项债券发行带来的资金。

资料来源：公开资料，光大期货研究所

图表 4：土地储备专项债券发行规模和占比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

从资金的角度，2025 年基建投资降速几成定局，但基建的结构上有探讨的价值。此前我们在《光期研究：化债背景下基建和地产投资的变与不变》专题里梳理了在化债背景下基建投资结构的变化：基建的资金来源——中央政府加杠杆、地方政府去杠杆，基建实施主体行为——地方政府和中央政府，对各自划分的基建事权产生影响。中央为建设和支出主体，或通过特别国债支出的领域的基建建设可能会偏强。反之，地方政府为建设和支出主体的基建建设可能会偏弱。2024 年基建的结构表现如我们所预期，由中央主导支出责任的铁路投资、通过特别国债支出的水利投资增速偏强，1-11 月累计同比分别为 15%、40.9%；地方政府主导支出责任的公路投资、公共设施管理业投资偏弱，1-11 月累计同比分别为-1.9%、-2.9%。

图表 5：基建和水利投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

展望 2025 年，基建投资结构的分化能否持续？鉴于 2024 年的财政政策未能实际解决地方政府债务的问题，未来基建资金仍然面临中央政府加杠杆、地方政府去杠杆，投资结构上也将延续分化。在此基础上，我们探讨中央主导的基建项目的发力空间。

狭义基建投资的分项主要分为交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业，二者的投资完成额比例在四六左右。首先是交通运输业，根据《国务院关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》（国发〔2016〕49 号），按照上述总体要求和交通运输工作的特点，划分公路、水路、铁路、民航、邮政、综合交通六个方面的中央与地方财政事权和支出责任，基建交通运输分项中道路运输业投资完成额占比七成左右，铁路运输业占比 15%左

右，水路运输业占比5%左右，下文摘取公路、铁路、水路的相关政策。

图表 6：交通运输工作中央与地方财政事权和支出责任划分

项目	中央财政事权	中央与地方共同财政事权	地方财政事权
公路	<p>(1) 国道。中央承担国家高速公路建设资本金中相应支出，承担普通国道建设、养护和管理中由中央负责事项的相应支出。</p> <p>(2) 界河桥梁。(3) 边境口岸汽车出入境运输管理。</p>	<p>(1) 国家级口岸公路。</p> <p>(2) 国家区域性公路应急装备物资储备。上述公路领域事项由中央和地方共同承担支出责任。</p>	<p>(1) 国道。地方负责筹集国家高速公路建设中除中央财政出资以外的其余资金，承担普通国道建设、养护、管理、运营中除中央支出以外的其余支出。(2) 省道、农村公路、道路运输站场。</p> <p>(3) 道路运输管理。</p>
铁路	<p>(1) 宏观管理。中央承担全国铁路的专项规划、政策决定、监督评价、路网统一调度和管理等职责。</p> <p>(2) 由中央决策的铁路公益性运输。</p>	<p>中央(含中央企业)与地方共同承担干线铁路的组织实施职责，包括建设、养护、管理、运营等具体执行事项，其中干线铁路的运营管理由中央企业负责实施。</p> <p>中央(含中央企业)与地方共同承担支出责任。</p>	<p>(1) 城际铁路、市域(郊)铁路、支线铁路、铁路专用线。</p> <p>(2) 由地方决策的铁路公益性运输。上述铁路领域事项由地方承担支出责任。</p>
水路	<p>(1) 长江干线航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由中央实施。</p> <p>(2) 西江航运干线。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项视改革进展情况，逐步由中央实施；在改革到位之前，按照现行管理体制执行。</p> <p>(3) 国境、国际通航河流航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理(包括航运管理)、运营等具体执行事项由中央实施或委托地方实施。</p> <p>(4) 中央管理水域水上安全监管和应急救援打捞。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由中央实施。上述水路领域事项由中央承担支出责任。</p>	<p>(1) 京杭运河及其他内河高等级航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。</p> <p>(2) 沿海港口公共基础设施。中央承担沿海港口的专项规划、政策决定、监督评价职责，沿海港口公共基础设施的建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。</p> <p>(3) 重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救。中央承担政策决定、监督评价等职责，具体执行事项由中央与地方共同实施。发挥地方政府组织能力强、贴近基层、获取信息便利的优势，强化地方政府在重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救方面的相关职责。</p> <p>(4) 水运绿色发展。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由地方实施。上述水路领域事项由中央与地方共同承担支出责任。</p>	<p>(1) 其他内河航道、内河港口公共锚地、陆岛交通码头。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体执行的实施。</p> <p>(2) 客运码头安全检测设施、农村水上客渡运管理。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体执行的实施。</p> <p>(3) 地方管理水域的水上安全监管和搜寻救助。地方承担具体执行的实施。上述水路领域事项由地方承担支出责任。</p>

资料来源：政府网站，光大期货研究所

可以看出，铁路和水路由中央政府主导支出责任。

铁路方面，2024 年 1-11 月铁路运输业投资完成额同比增长 15%，全年铁路固定资产投资有望超过 8400 亿，或将创下历史新高。展望 2025 年，铁路投资仍具有发力空间。《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，到 2025 年，全国铁路运营里程达到 16.5 万公里，其中高铁营业里程达到 5 万公里。按照规划目标，到 2025 年年底，还将有近 5000 公里新线投产。

水路方面，运河建设如火如荼进行中。运河建设紧紧围绕国家重大战略和交通强国建设目标，强化水运大通道、港口主枢纽的功能，具有重大战略意义。根据《水运“十四五”发展规划》，“到 2025 年，新增及改善内河航道里程 5000 公里左右，新增国家高等级航道 2500 公里左右”。截至 2023 年底，国内高等级航道里程 1.54 万公里，相较于 2020 年底增长 1000 公里，到 2025 年尚有 1500 公里预计增量。2022-2023 年平均每年建设 450 公里，假设 2024 年建设 450 公里，2025 年尚有 1050 公里增量任务需要完成。以平陆运河为参考标准，每公里运河河道投资额达 5.3 亿元，2025 年投资空间为 5565 亿元。

图表 7：水运建设相关政策汇总

时间	部门	文件名	要点
2021.2	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右，其中“四纵四横两网”高等级航道 2.5 万公里左右，沿海主要港口 27 个，内河主要港口 36 个。
2021.11	交通运输部	《水运“十四五”发展规划》	以国际枢纽海港、主要港口为重点，打造高能级港口枢纽。建设津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群。中央资金重点支持进出港航道、防波堤、锚地等公共基础设施建设。到 2025 年，新增及改善内河航道里程 5000 公里左右，新增国家高等级航道 2500 公里左右，基本连接内河主要港口。加快长江干线、西江航运干线、京杭运河等大通道扩能升级，推动高等级航道未达标段攻坚。

2022.3	发改委	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群，支持山东打造世界一流的海洋港口，推进东北地区沿海港口一体化发展。 加强内河高等级航道扩能升级与畅通攻坚建设，完善长江、珠江、京杭运河和淮河等水系内河高等级航道网络，进一步提升珠三角高等级航道网出海能力，全面加强长三角、珠江—西江高等级航道网未达标段建设，2025 年内河高等级航道里程达到 1.85 万公里。提升内河港口专业化、规模化水平，合理集中布局集装箱、煤炭、铁矿石、商品汽车等专业化码头。
2024.6	交通运输部	《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》	内河水运聚焦 2.5 万公里国家高等级航道达标任务，着眼 2030 年、2035 年两个时间节点，并且要持续提升国际枢纽港发展能级。长江干线、西江航运干线、京杭运河、淮河干流等干线航道扩能升级持续推进，未来将构建横贯东西、辐射南北的水运主通道。

资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

图表 8：“十四五”时期水运发展主要指标

指标	2020 年	2025 年	增长
新增及改善内河航道里程（公里）	/	/	5000 左右
#新增国家高等级航道（公里）	/	/	2500 左右
沿海大型专业化码头通过能力适应度	>1.0	>1.1	/
沿海主要港口铁路进港率（%）	>90		/
集装箱铁水联运量年均增长率（%）	15		/

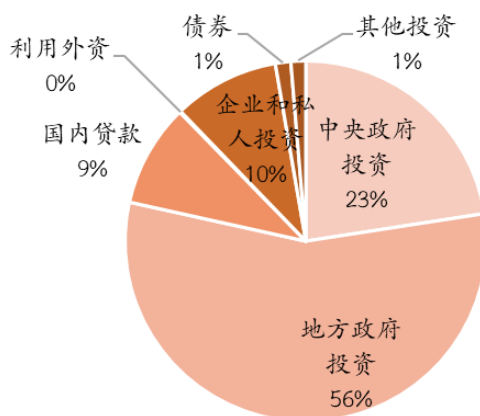
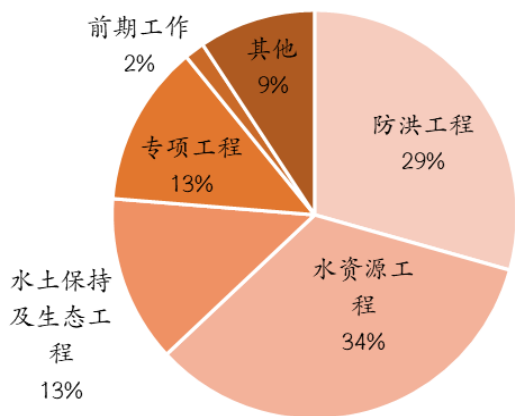
资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

水利是基建中增速变化和绝对值都最高的分项，截至 2024 年 11 月，水利投资增长 40.9%。水利建设投资用途主要是防洪工程、水资源工程、水土保持及生态工程、专项工程，与水运建设有共性也有差异。水利投资是 2023 年万亿国债的重点投向，也是事关国计民生的重点改造领域。水利投资除了水电外投资收益微小，主要是政府资金参与投资。今年前 10 个月，全国实施水利项目 4.54 万个，同比增长 15.1%。水利项目一是作为“以工代赈”的代表项目，对经济增长和就业有良好的拉动作用；二是与水运建设相辅相成，具有重大战略意义，2025 年水利投资仍

有望保持较高景气度。

图表 9：水利建设投资用途分布（单位：%）

图表 10：水利投资资金来源及占比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

综上，对 2025 年基建及主要分项预估如下：道路/铁路/水路同比分别为-5.0%/15.0%/10.0%，水利/公共设施管理业同比分别为 40.0%/2.0%，预估基建整体增速 3.5%左右。

图表 11：基建主要分项相关情况（单位：%）

项目	2024 年 11 月投资完成额同比 (%)	预估 2025 年同比 (%)	主要相关的大宗商品
交通运输、仓储和邮政业	6.9	6.0	—
道路	-1.9	-5.0	沥青、螺纹
铁路	15.0	15.0	钢轨、螺纹、铜、铝
水路	7.2	10.0	螺纹
水利、环境和公共设施管理业	4.0	2.0	—
水利	40.9	40.0	螺纹、PVC、PE
公共设施管理业	4.2	2.0	螺纹、PE、PVC
基建	4.2	3.5	—

资料来源：Wind，光大期货研究所

分析师介绍

•于洁，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。致力于从纷繁复杂的细节当中探寻经济运行线索。多次为交易所提供政策建议，担任 21 财经电台连线嘉宾，日常接受期货日报等媒体采访。 期货从业资格号：F03088671 ；期货交易咨询资格号：Z0016642。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。