

警惕 2020 年基建投资的下行风险

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

2020 年专项债能不能决定基建投资的走势？报告将通过拆解部分提前下达专项债对标的 1088 个项目，观察各省市 2020 年的宏观经济目标以及测算 2020 年财政可支配收入，力求对 2020 年基建投资做一个合理预期。

风险提示：疫情发展与地方债务风险可能改变宏观经济政策的施政节奏。

相关报告：

1. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
2. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
3. 《“牛市”与宏观基本面》—2019/03/11
4. 《全球债务观察》—2019/04/12
5. 《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
6. 《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
7. 《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
8. 《老旧小区改造的宏微观效应》—2019/07/19
9. 《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01
10. 《美国菲律普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10
11. 《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10

目录

一、专项债有条件的做基建项目资本金是对财政开支下滑的补充.....	1
二、提前下达的专项债超预期么?	2
三、提前下达的专项债结构分析	3
四、各地 2020 年经济发展目标下调.....	4
五、今年基建投资可能出现的风险	6

图表目录

图 1：专项债对标项目开工时间（按总投资比例）	4
图 2：专项债投向拆解	4
表 1：2020 年各省、直辖市经济发展目标	6

2019 年财政支出在大规模减税降费的压力下，对基建的开支已力不从心。随着财政收支缺口的逐渐拉大，2019 年 6 月中办国办会同六部委紧急将专项债有条件的纳入基建项目资本金，以弥补财政基建资本金开支的下滑。12 月，财政部提前下达 1 万亿专项债，且明确不得用于土储及棚改。此消息激发了市场对 2020 年基建投资增长好于 2019 年的预期。专项债会不会超预期扩容？专项债做资本金能不能对基建起到决定性作用？还有哪些对基建不利的因素？综合考量下来，2020 年国内基建投资的表现可能会不及市场预期。

一、专项债有条件的做基建项目资本金是对财政开支下滑的补充

2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅，国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。《通知》提出，对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后其他经营性专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券资金作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。首先，此《通知》出台的背景是，自 2015 年安排地方政府财政赤字开始，地方财政一般公共预算收支节奏开始发生变化。财政收支差额一般每年至 5 月后开始转负，也符合安排赤字，地方发债的节奏。而 2019 年，财政收支差额在 2 月后即开始转负。同时财政收入同比增速也在 5 月起滑入了“3”时代，如此低增速的财政收入，仅在 2009 年 2-8 月出现过。少收多支源于超地方预期的大规模减税降费以及 2018 年隐形债务严监管后，地方将更多基建项目列入 2019 年预算。以往基建项目资本金支出理论上应出自财政预算，但 2019 年财政收支状况恶化，导致基建项目资本金开支短缺。在此背景下，我们将专项债纳入了基建项目资本金。了解此背景是为了强调专项债纳入基建项目资本金是对财政预算资金短缺的补充，在考虑专项债对基建的作用时，应同时考量财政预算收支的状况。不能简单的认为，专项债是“锦上添花”。

其次，此《通知》明确表明专项债纳入资本金所对应的基建项目应同时具备三个条件：一是符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气

项目。二是项目收益能够覆盖专项债本息。三是专项债做一定比例的资本金，不是全部，不能简单的计算撬动杠杆的资金，且不允许超出项目收益融资。三个条件约束下，可以运作的项目可能只有铁路、公路、水、电、气等有实际收入来源的项目。而目前公布的2020年铁路、公路的投资规模与2019年持平，尤其铁路投资距2020年的规划，仅差1.1万公里里程，而高铁目标已提前完成。综上，做出专项债将支持基建加速回升的判断可能牵强。

对专项债的监管日趋严格。2019年三季度，多个财政部地方监管局对违规举债和隐性债务情况进行核查调研，部分地区甚至形成了相关报告。此处谈到的违规举债，主要有三个问题，一是专项债挪用；二是专项债实际成本远高于发行成本；三是专项债对应项目预期收益过分夸大。这也导致早有预期的专项债提前下达部分迟迟未能成行。由此，可以肯定的是，对于专项债的发行只能越来越严格，再难像19年以前作为财政收入资金池使用。

二、提前下达的专项债超预期么？

2019年12月初，提前下达的专项债额度可谓是千呼万唤始出来。何为提前下达？理论上讲，政府发债属于常规财政收支行为，应等待各级人大审批财政预算之后进行。2018年12月，十三届全国人大常委会第七次会议29日表决通过了关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。决定授权国务院在2019年及以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。先从总量上看，2019年提前下达的专项债8100亿用足了60%的额度。而2020年提前下达的专项债额度为1万亿，仅为2019年专项债总新增额度的46.5%，并未完全用足额度。从这个意义上讲，今年提前下达的专项债可谓不及预期。这里或许有两点考虑，一是考虑财政支出节奏，宏观政策是平滑经济波动，不是某一时段搞冲刺。二是上报项目能选出来的“好项目”可能不多。从发债节奏来看，2019年提前下达额度并未在“两会”用完，而2019年提前下达的专项债额度，1月计划发行总额已达8000亿左右。这或许会基建投资全年的节奏，但并不能就此判断会对总量产生根本的影响。

提前下达的专项债不得用于土储及房地产。财政部副部长许宏才9月6日在财政部召开“加快发行使用地方政府专项债券”发布会明确说明“此次提前下达的专项债券额

度不得用于土地储备和房地产相关领域，不得用于置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”。并不是说明年新增的专项债都不能用于土储。按照以往地方专项债的发行用途，80%以上的资金均用于土储和棚改，这与过去专项债的使用范围过窄有很大的关系。虽然 2019 年 6 月已允许专项债纳入基建项目资本金，但 2019 年的专项债资金使用仍延续了以往的惯例。2020 年会不会一改以往的资金使用用途，放弃土储，大幅转向基建？这里一个不可避免的现实情况是，因以往专项债的违规发行，导致项目收益难以覆盖专项债成本。专项债的本息偿还严重依赖政府性基金收入，即出让国有土地使用权收入。不做土储很可能让专项债的风险迅速暴露。因此，预期专项债提前下达 1 万亿以后，后续土储仍将是专项债的主要对标项目。即便在 1 月计划发行的专项债中，依然有安徽 247.73 亿元的土地储备专项债。

三、提前下达的专项债结构分析

为弄清专项债对标的项目以及作为资本金能实际撬动的杠杆资金，我们选取 2020 年 1 月 1 日-1 月 14 日新发专项债中，广西、河北、湖南、江苏、河南、江西、青岛、深圳及四川等地区新发的 688 支专项债，涉及发债金额 2211 亿。从中债网发布的披露文件中，将 688 支专项债对标的 1088 个项目一一列出。分析对标项目，有多少用于基建。考察项目启动的时间，以判定有多少新开工项目。测算专项债用于资本金的比例以及项目总资本金与总投资，以预判专项债作为资本金能够撬动的杠杆水平。统计利息保障倍数，以明确何种项目可作为优先发债项目。

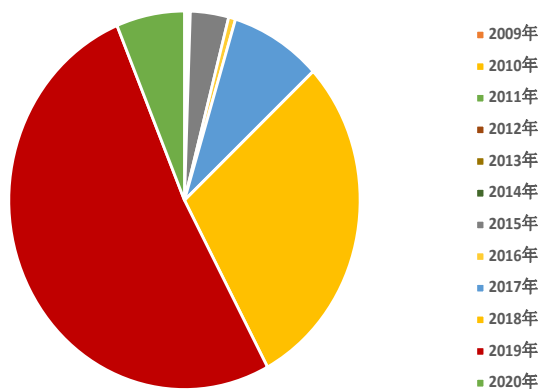
1088 个项目涉及投资总额 1.45 万亿，涉及基建投资的部分约占 90%左右。首先，项目开工时间最早可追溯至 2009 年。早期项目仍在继续，主要因为项目中间停滞，此次被重新申报启动。从项目开工时间分布看，多集中与 2018 年、2019 年两个年份。2020 年新开工占比不大，投资总额仅有 910 亿。且明确项目开工始于 1 月后的有 280 亿左右。换句话说，新的基建项目申报并不多。从项目分类看，专项债对标项目多集中于铁路、公路、机场、医院、污水处理、供水等有明确收益的项目。从本息保障倍数观察，项目平均本息保障倍数为 2.4 倍。综上所述，基建项目的选择越发严格，还有多少好的、有确定收益的基建项目可供选择？从已公布的铁路、公路、水路 2020 年投资计划看，与 2019 年预期投资水平保持一致。2019 年高铁里程已建成 3.5 万公里，高铁建设超额完成 2020 年 3 万公里里程的规划。铁路建设离 2020 年规划的 15 万公里里程还差 1.1 万公里。因此，

基建发力现在不仅是资金供给的问题，也需仔细考量还有多少“好项目”可以做。

其次，在 2211 亿新发专项债中，明确计入项目资本金的仅有 109.5 亿。这里需厘清一个问题，专项债纳入资本金并不意味着资本金仅由专项债筹集，还有其他财政资金的补充。从我们统计的将专项债明确用于资本金的项目分析，涉及项目总投资 771.9 亿，项目资本金为 322.7 亿。通过专项债筹集的资本金为 109.5 亿，剩余项目资本金由财政资金予以安排。通过以上数据测算，资本金撬动杠杆比例仅为 2-3 倍。因此，不能简单的通过算专项债纳入资本金额度再撬一个理论上 5 倍的杠杆计算基建增量。实务操作上，银行等配资机构对基建项目资本金的要求通常在 30%-50% 左右。若项目收益差或地方财政收支困难，对资本金的要求可能更高。

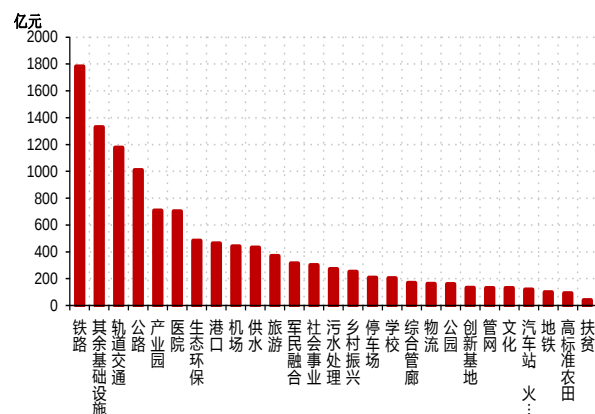
另外，结合专项债对标项目开工时间跨度过大等因素，我们再做进一步猜测，国务院 6 个督查组于 11 月中下旬赴内蒙古、吉林、黑龙江、河南、湖北、重庆、四川、云南、贵州、甘肃、宁夏、新疆等 12 个省份督查清欠工作落实情况。根据截至 2019 年年初认定的 8900 亿的欠款额度，截至 2019 年年底仍有 2300 左右未做清偿。在国务院督导之下，各地有加快发债用于清偿的可能，如果猜测成立，将进一步影响基建投资增速。

图 1：专项债对标项目开工时间（按总投资比例）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：专项债投向拆解



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、各地 2020 年经济发展目标下调

目前已有 29 个省、直辖市公布了 2020 年经济发展目标。从 GDP 预期目标值看，仅天津较 2019 年预期目标置上调了 0.5 个百分点。其余省市中，河北、重庆、吉林、黑龙

江、甘肃、内蒙以及新疆较2019年保持不变。按2019年GDP核算数计算，以上省市经济体量占全国GDP的15%左右。其他经济总体量占全国比例约85%的省市，2020年GDP目标置均下调了0.5-1个百分点。根据公布的信息，今年完成年初预期GDP增长目标的省市有16个。其中，超额完成的有山西、浙江高出0.3个百分点，新疆高出0.5个百分点。实际增长贴近预期目标下限的有7个省市。

29个省市中，已明确公布固定资产投资目标有8个省市。其中，仅安徽2020年预期目标增速上调了1个百分点。河北、陕西保持不变。江西、湖北、广东、新疆下调了增长目标。固定资产投资无非制造业、基建、房地产。目前各省市整体投资预期不是很积极，叠加2020年制造业投资回升的预期较强，最终基建和房地产投资总体增长可能不及预期。如果是这样，后续无非出现三种预期博弈，一是基建投资预期向好，所谓房地产投资韧性被打破。二是房地产投资预期升温，基建投资预期证伪。三是，房地产与基建同时稳定下行。

该如何预给出今年基建投资的预期？我们来看基建的资金来源——财政收入的预期变化。29个省、直辖市中，目前明确公布财政收入目标的有22个省市。其中，仅天津、河北财政2020年预算收入出现了上调，湖南、江苏、贵州、河南以及广西保持增速不变，其余均为下调，且下调幅度较大，这与2019年减税降费预期不足有较大的关系。财政部在2020年工作重点部署中明确了“以收定支”的财政收支要求，这与以往“以支定收为主，以收定支为辅”的积极公共财政有较大的变化。29个省市财政收入预期下滑，可能导致基建预算资金开支出现明显收缩，专项债能不能做足额或超额对冲，才是对基建预期的关键。

对于地方政府是选房地产还是基建，还是二者平衡过渡？我们认为，房地产与基建，尤其是专项债支撑下的基建，已成为一对相悖的逻辑体。同样是拉动经济增长，房地产带来的卖地收入是地方政府偿还债务本息的有力支撑。严控房地产，势必带来地方政府收入压力的加剧，进而导致发债融资下降，或开支不足。若大搞基建，强行增加地方债务，又需要更多的卖地收入偿还。因此，从纯经济收益的角度思考，对于地方政府来说，“因城施策”之下，拉动房地产投资要强于大搞基建。当然，从社会收益的角度看，并不是说拉动房地产投资一定要催动房地产价格上涨，与中央调控方向相悖。可以在“薄利多销”或公共住房等方向多下功夫。

表 1：2020 年各省、直辖市经济发展目标

省份	2020年各省经济发展目标汇总										
	2019GDP 预期增速	2019GDP 实际增速	2020GDP 预期增速	上调/下调 (与2019 预期增速 相比)	2019年财 政收入预 期增速	2019年财 政收入同 比增速	2020年财政收 入同比增速	上调/下调 (2020年 财政收入 相对2019 年预计增 速)	2019年固 定资产投 资增速	2020年预 期固定资 产投资增 速	上调/下 调 (2020 年固定资 产投资相 对2019年 实际增 速)
北京	6%-6.5%	6.20%	6%左右	下调	4%	0.50%	0	下调			
天津	4.50%	4.50%	5%	上调	-6%	14.40%	保持增长	上调			
上海	6%-6.5%	6%以上	6%	下调	5%	0.80%	与上年基本持平	下调			
重庆	6%	6.30%	6%	不变		-5.80%					
河北	6.50%	7%	6.50%	不变	6%	6.50%	6.50%	上调	6%以上	6%以上	不变
山西	6.30%	6.30%	6%	下调	6.30%	2.40%	2%	下调			
陕西	7.5%-8%	6.00%	6.50%	下调	6%	2%	3%	下调			
山东	6.50%	5.50%	6%	下调	5%		1%	下调		5%	
河南	7-7.5%	7%以上	7%	下调	7%	7.30%	7%	不变	8%	8%	不变
辽宁	全国保持同	5.80%	6%	下调	6.50%	1.40%					
吉林	5-6%	3.50%	5-6%	不变	2.50%						
黑龙江	5%以上	4.50%	5%	不变	2.50%						
江苏	6.5%以上	6.40%	6%	下调	2.50%	2%	2.50%	不变	5.10%		
浙江	6.50%	6.80%	6-6.5%	下调	6.50%	6.80%	经济增长基本同	下调			
安徽	7.5-8%	7.5%以上	7.50%	下调	7.5-8%	6.50%	6.50%	下调	9%以上	10%	上调
江西	8-8.5%	8.50%	8%	下调	4%	4.80%	3.30%	下调	9%以上	9%	不变
福建	8-8.5%	8%	7-7.5%	下调	3%	2%	2.50%	下调			
湖北	7.5-8%	7.80%	7.50%	下调	8%	3.70%	5%	下调	11.50%	11%	下调
湖南	7.5-8%	7.60%	7.50%	下调	4%	5.10%	4%	不变			
四川	7.50%				7.50%						
贵州	9%	8.70%	8%	下调	2%	2.30%	2%	不变			
云南	8.50%				5%						
广东	6-6.5%	6.30%	6%	下调	6-6.5%	4.50%	4%	下调	11%	10%	下调
海南	7-7.5%	5.80%	6.50%	下调	8%	8.20%	6.50%	下调		8.70%	
甘肃	6%	6%左右	6%	不变	6%						
青海	6.5-7%	6.5%左右	6-6.5%	下调	6.5-7%						
内蒙古	6%	5.50%	6%	不变	6%	5.50%	3%	下调			
新疆	5.50%	6%以上	5.50%	不变	5%	3%	3%	下调	27.20%	5%	下调
西藏	10%	9%	9%	下调	12.40%						
广西	7%	6%	6-6.5%	下调	5%	6.40%	5%	不变	9%	9%	不变
宁夏	6.5-7%	6.50%	6.50%	下调	7%	7%	2%	下调			

数据来源：官方网站，太平洋证券整理

五、今年基建投资可能出现的风险

1. 财政预算压缩与专项债新增不及预期

我们认为，专项债用于基金项目资本金，是财政预算开支缺口的补充。那么对于 2020 年专项债是缺额、全额还是超额对冲。我们需要对财政预算开支以及专项债新增额度给出合理预期。首先，截至 2019 年，中央+地方的先行债务余额为 37.73 万亿，政府债务负债率为 38.1%，离国际警戒线 60%似乎还有一段距离。但如果计入地方隐性债务，政府

债务负债率可能接近 100%。抛开隐性债务不谈，若赤字率保持每年 3% 不变，专项债按照年度 8000 亿增长，名义 GDP 每年以 7.5% 计算。5 年内显性债务负债率将超 50%。从付息支出看，目前理论上显性债务利率支出占公共财政收入的比重仅 4% 左右，但如果叠加地方政府隐性债务利息支出，占比可能高达 10-30% 左右。因此，无论从债务总量还是付息压力看，地方一般债及专项债都不具备持续大幅增长的条件。因而预期 2020 年专项债新增规模可能在 2.75-2.95 万亿。这可能低于市场预期。

其次，专项债对标基建将如何对冲财政预算支出压缩？2020 年全国财政工作会议对财政开支的要求是“加大财力下沉力度，抓好基层“三保”（即保工资、保运转、保基本民生）工作，重点帮扶“三保”困难和减税降费影响大的地区”。保工资、保运转、保基本民生，从总量上来讲，保基本民生对应的财政开支一般为“科教文卫”以及城乡事务等的支出，我们的理解是保持稳定增长。保工资、保运转还有一个要求是政府要过“紧日子”。基于 2019 年已出现多地工资难保的情况，我们姑且对一般公共事务支出 2020 年给出 0 增长的预期。与基建相关的财政支出来源于一般公共预算与政府性基金支出，其来源对应的是（税收收入+非税收收入+调入资金及使用结转结余+赤字+国有土地使用权出让收益）。各分项来看，预计 2020 年还将出台部分减税降费政策，叠加 2019 年延期收缴 2018 年税收，2020 年不会再有。因而预期财政收入持平与 2019 年已很不错。非税收入 2019 年 20% 以上的增长受益于央企利润上缴、处置部分国资以及严格收缴，2020 年恐难再有大幅增量，我们向高估计给出 10% 的增速。调入资金及使用结转结余即央地财政调入资金与预算稳定调节基金。2019 年为 1.5 万亿，此部分增量资金多为上年预算大于收入的部分，2019 年大规模减税降费之下，恐难有增量。赤字若维持在 3%，预计将达到 32000 亿。国有土地使用权出让收益新增预估在 0-2000 亿之间。综上测算 2020 年（财政一般公共预算+政府性基金）支出增速约为 1-2%。若 2020 年民生开支增速持平于 2019 年，一般公共预算收入保持 0 增长。剩余部分开支将出现 7.4-6.1% 的下滑。假设基建开支将等比例下调，可能导致基建项目资本金预算开支减少 3300-4000 亿元。假设专项债按照财政部的要求“专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例一般控制在 20% 左右”足额使用，2.95 万亿专项债将有 5900 亿元资本金补充。叠加专项债实际撬动基建投资杠杆比例在 2-3 倍。从纯理论数字计算的角度，2020 年基建投资增速可能在 2-4% 之间。

2.金融监管与金融反腐

基建投资除测算资本金外，还有更为重要的一部分即项目配资。依据财政部对政府必须承担的显性债务认定，除地方政府一般债、专项债、PPP项目10%的财政出资以及非政府债券形式存量政府债务外，其余地方债务均划为地方政府隐性债务。2020年全国银行业保险业监督管理工作会议指出“化解隐性债务风险”。中国银保监会首席风险官兼办公厅主任肖远企1月13日在国新办新闻发布会上指出，“要防范相关风险，特别是对违反规定的隐性债务，要求银行保险机构一定要根据现有的规定和政策，根据银行内部的风险管理流程严格控制”。另外，第十九届中央纪律检查委员会第四次全体会议上，习近平强调“深化金融领域反腐败工作……查处地方债务风险中隐藏的腐败问题”。明显看到，2020年对地方债监管继续加码。我们认为，中美第一阶段贸易协议达成，又逢美国大选年，目前看我们有黄金的一年时间，可能要处理国内最为棘手的问题，对于地方政府债务风险的化解应该是重中之重。因而对地方债监管收紧，也是我们在判断基建投资及其他问题时需要特别关注的因素。

综上，我们对2020年基建投资并不十分乐观。无论从资金配置还是从项目选择，基建增速都缺少大幅回升的基础。预期全年走势，二季度可能迎来银行配资的高峰，相应的基建投资增速可能出现全年高点。在全年投资总量难以大幅增长的前提下，上半年发力越猛，下半年可能下行更甚。因而更为合意的还是全年起伏不大的平稳走势。另外，从2017年看过来，每当我们对经济形势预期乐观时，往往迎来的是更为谨慎的宏观经济政策。我们希望基建在2020年“给笑一个”，最后可能“保证不哭”就是最好的结果。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566