

投资结构分化 关注基建

——四大类投资的影响因素及其预测分析

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

2012. 3. 22



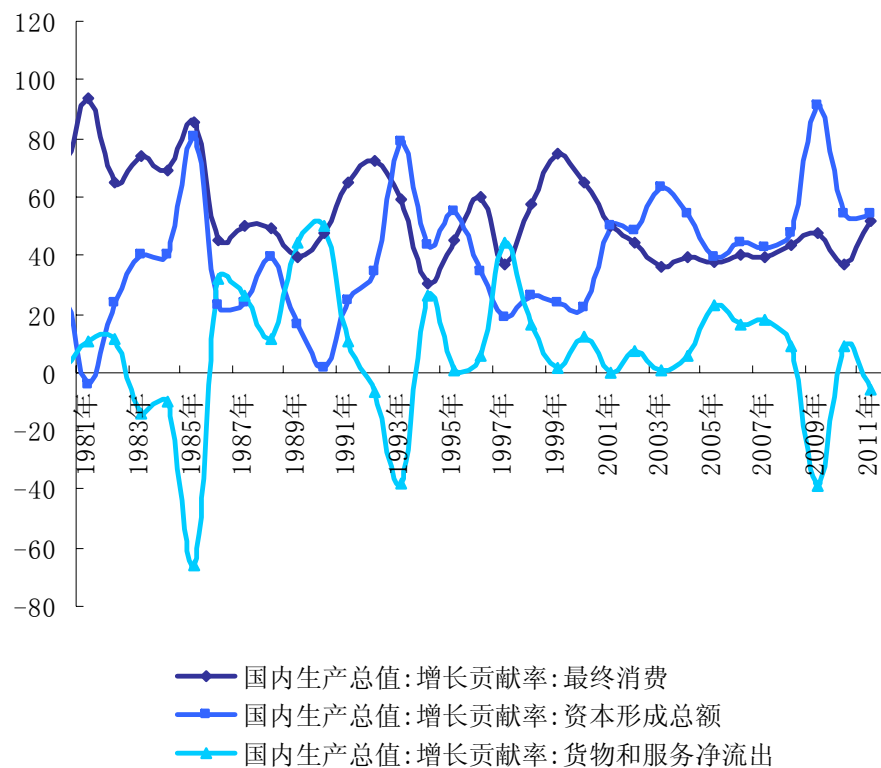
主要结论

- 一般将投资分为四大类：制造业投资、房地产投资、基础设施投资和服务业及其他投资。
- 影响制造业投资最重要的指标不是出口、不是下游需求，而是上年的利润增长状况；影响房地产投资的中长期因素是人口年龄结构和人口迁移，而短期则是信贷和房地产销售；影响基建投资的主要因素是财政支出状况，关系最密切的指标是国家预算内资金；服务业及其他投资由于既包括市场化程度较高的批发零售业、住宿餐饮业等，也包括政府主导的教育、医疗、社会保障行业，因此表现为有时与制造业投资走势一致，有时与基建投资一致。
- 制造业投资、房地产投资与规模以上工业企业产成品库存是顺周期变化，而基建与之反向变动，服务业及其他投资同样因为内部结构原因，与库存不存在单一关系。从库存周期看，目前我国经济处于主动去库存阶段，经济还将继续下行。
- 利率与投资是逆周期变动，今年利率的整体下行，有利于缓冲投资下滑，建议关注企业中长期贷款走势及混凝土机械产量、发电量、水泥等主要产品的产量，把握投资变化。
- 根据以上判断，今年投资增速预计为21.5%，结构呈现明显分化，制造业和房地产投资分别回落至26.6%和15%，服务业及其他投资增速与去年持平，基建投资增速则预计反弹至14.3%。
- 根据对财政支出、信贷及利用外资的判断，预计今年投资资金来源增速为22%，可支撑的平均投资增速为21%，最低值为16.4%，最高值为28.1%。
- 预计今年基建投资资金来源增速为18.4%，比去年增速大幅提高，完全可以支撑14.3%的基建投资增速。基建投资资金来源中的自筹资金与卖地收入的关系不明显，地方政府除了卖地收入之外，大量未计入预算内的非税收入，是能够支撑基建投资反弹的重要原因。

引言

- 自2002年开始，投资对中国经济的贡献率最大

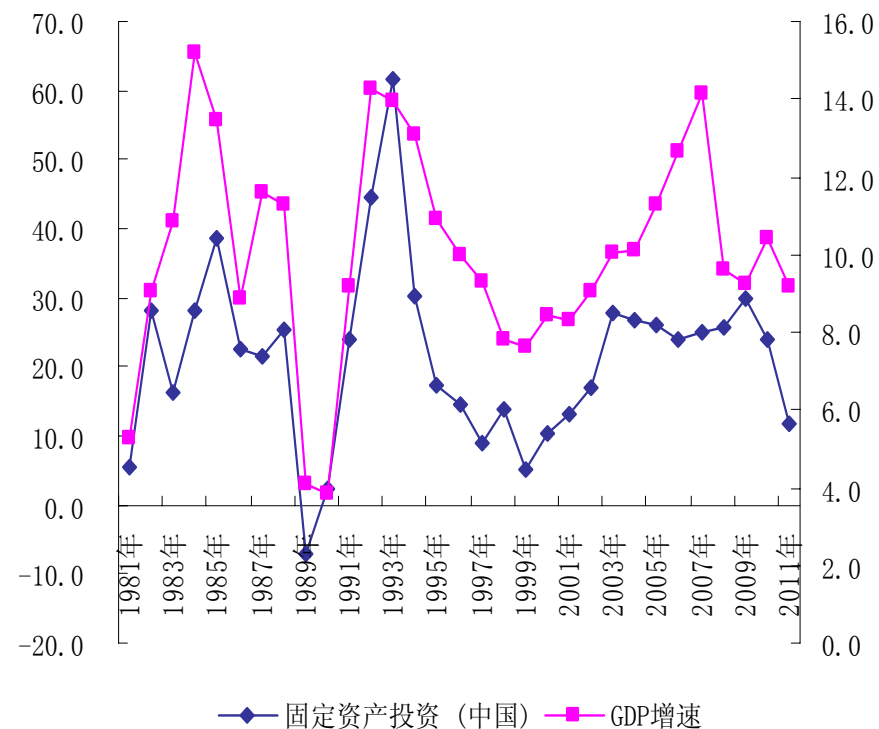
投资对GDP的贡献最大



资料来源: CEIC, 申万研究



GDP增速与投资增速保持同步



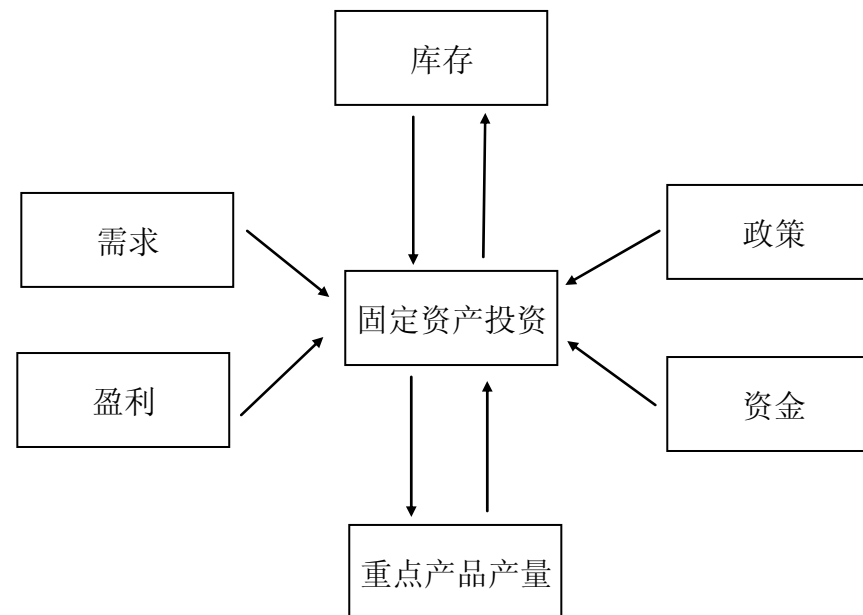
资料来源: CEIC, 申万研究

主要内容

1. 四大类投资的影响因素
2. 2012年四大类投资增速预测
3. 2012年资金来源情况预测

投资分析的逻辑框架图

投资分析的逻辑框架图

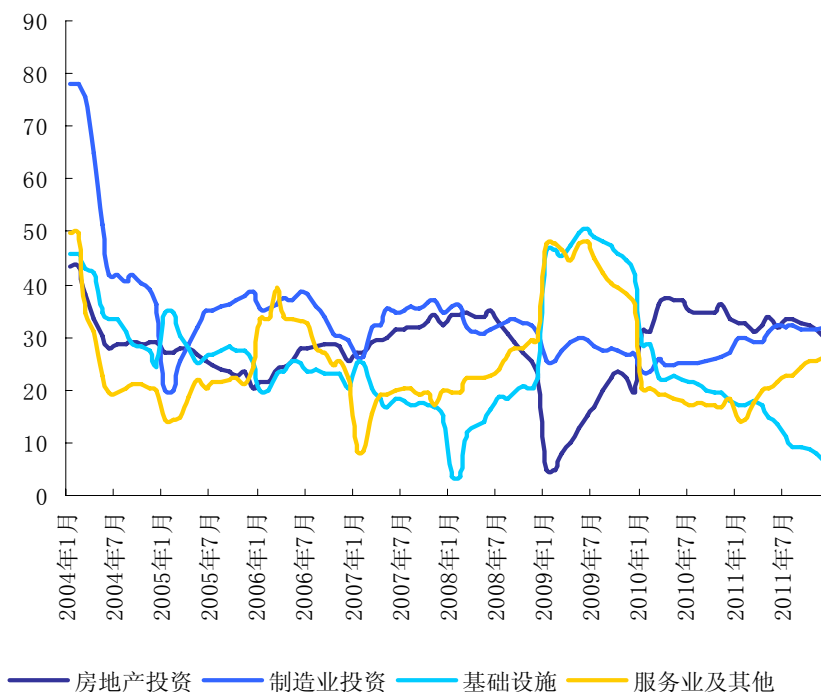


资料来源：申万研究

四大类投资的分类

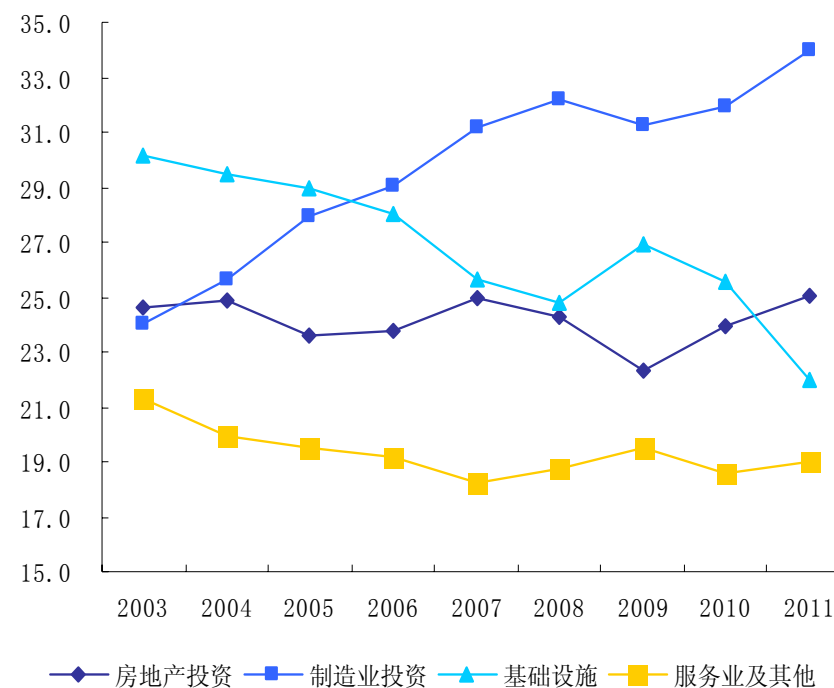
- 基建投资包括：电力、燃气及水的生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；水利、环境和公共设施管理业

四大类投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

制造业投资占绝对比重



资料来源：CEIC，申万研究

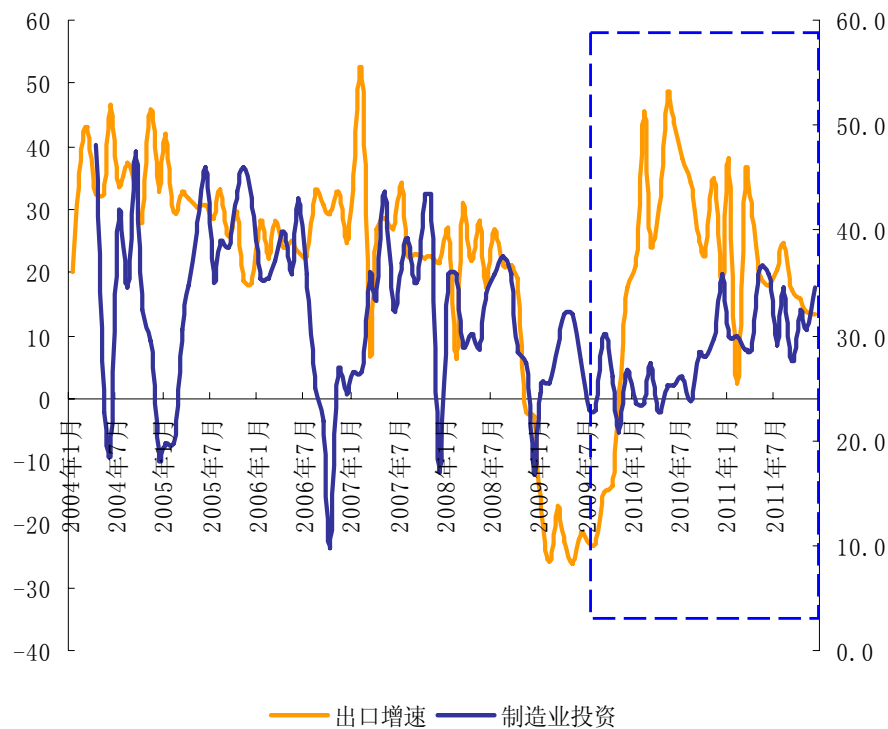
1.1 影响四大类投资的充分条件

- 制造业投资：上年的利润增速
- 房地产投资：中长期-人口结构及人口迁移，短期-信贷
- 基础设施投资：财政政策
- 服务业及其他：不同时期主导因素不同

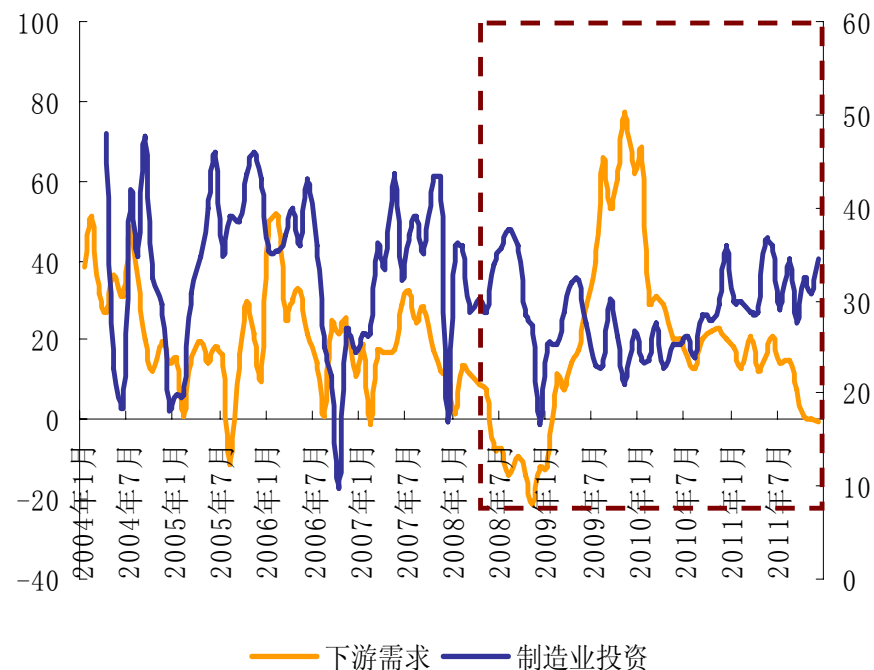
1.1.1 去年的利润决定今年的制造业投资

■ 决定制造业投资的不是出口，不是下游需求

出口增速与制造业投资增速存在背离



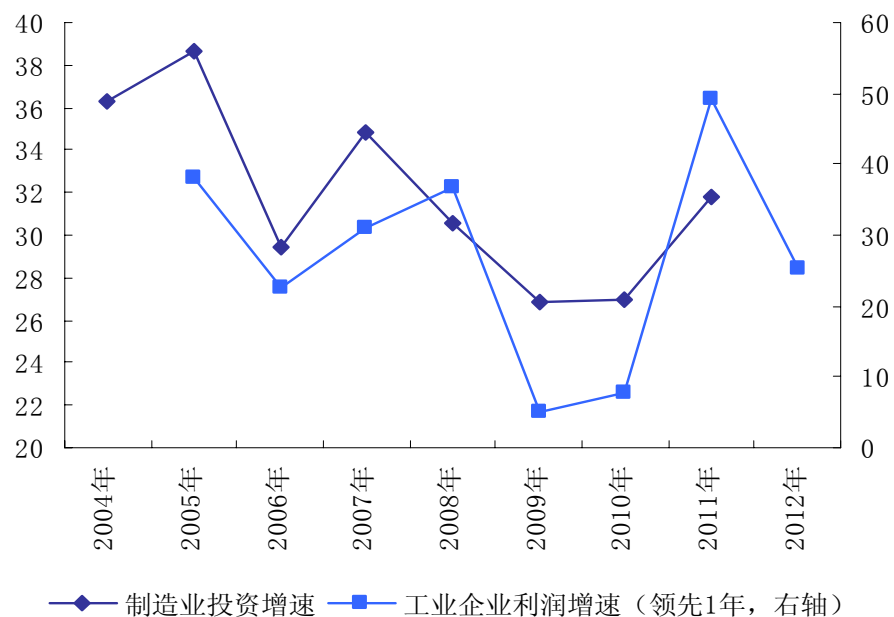
下游需求与制造业投资增速存在背离



1.1.1 去年的利润决定今年的制造业投资

■ 决定制造业投资的是去年的利润增速

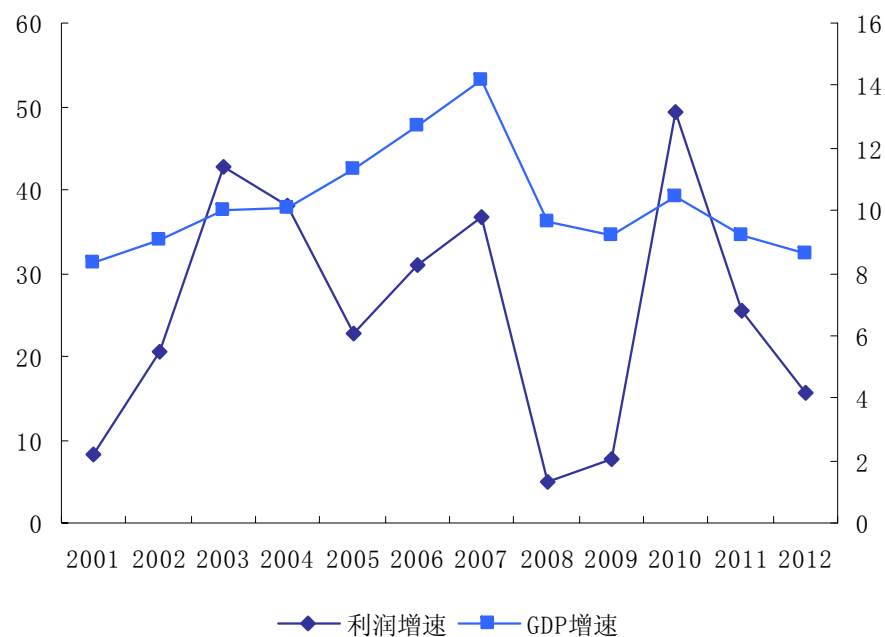
企业利润增速领先制造业投资增速1年



资料来源：CEIC，申万研究



利润与经济走势密切相关

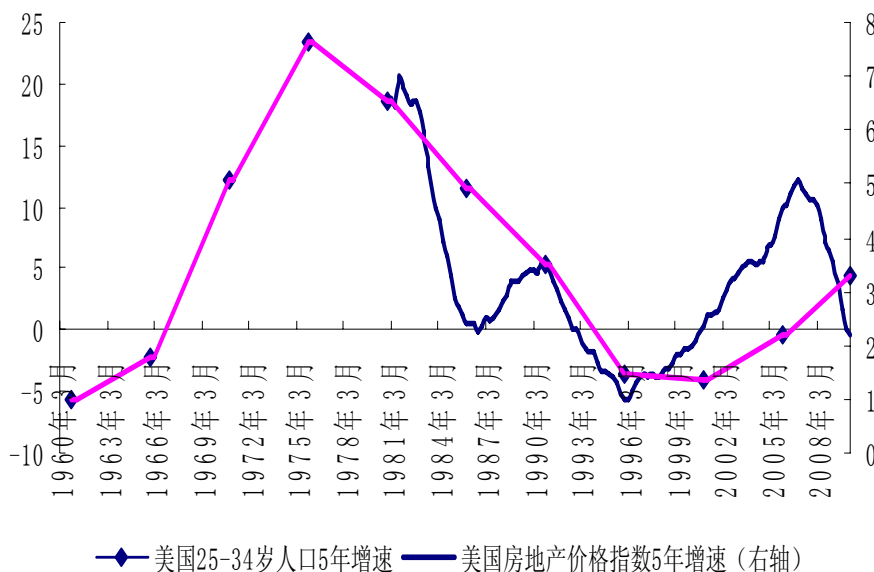


资料来源：CEIC，申万研究

1.1.2 房地产投资短期看信贷和销售

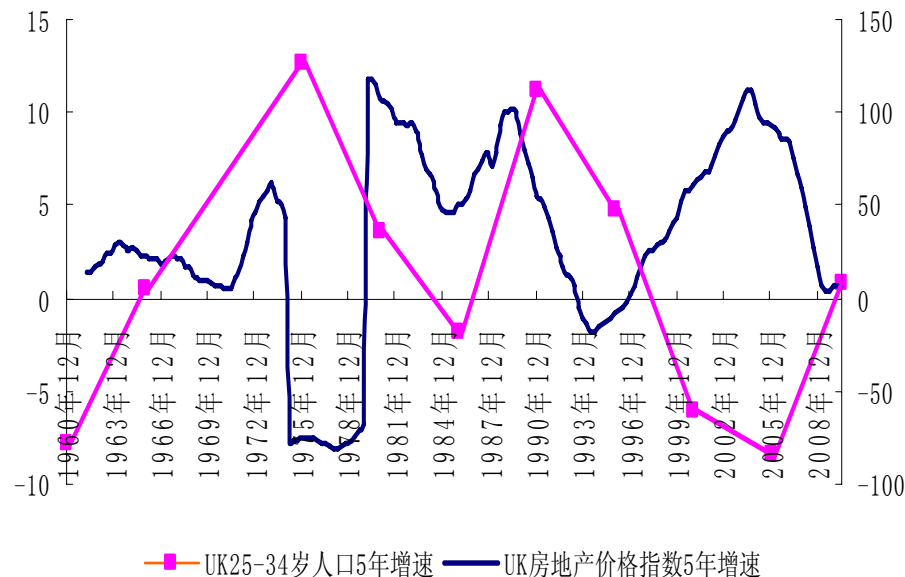
■ 人口结构决定房地产长周期

美国战后婴儿潮带来美国房地产的第一波繁荣



资料来源: CEIC, 申万研究

英国25-34岁人口增速与房地产价格指数

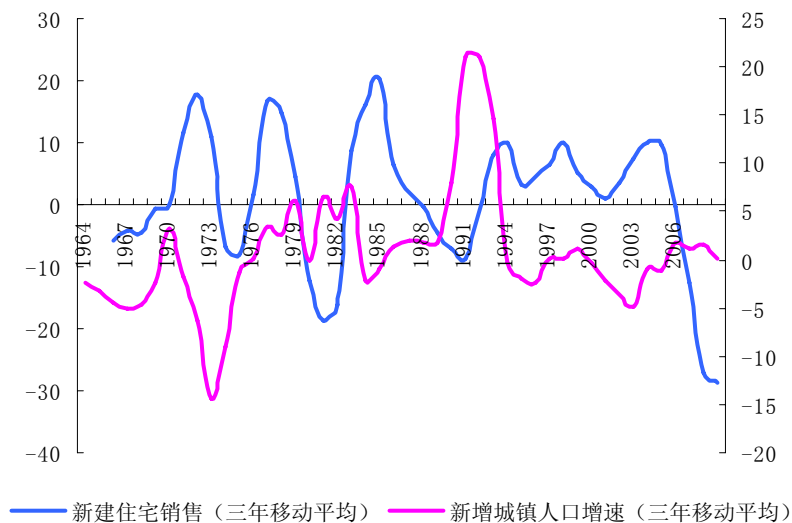


资料来源: CEIC, 申万研究

1.1.2 房地产投资短期看信贷和销售

■ 人口的移动也会影响房地产市场

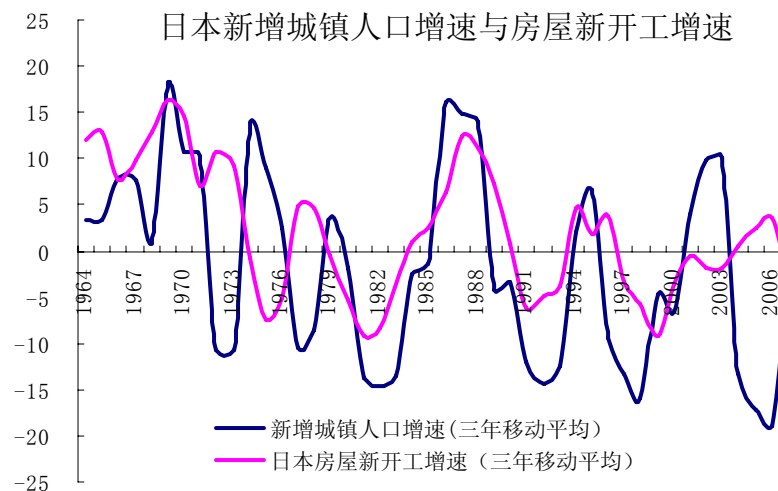
美国新增城镇人口增速与新建住宅销售增速



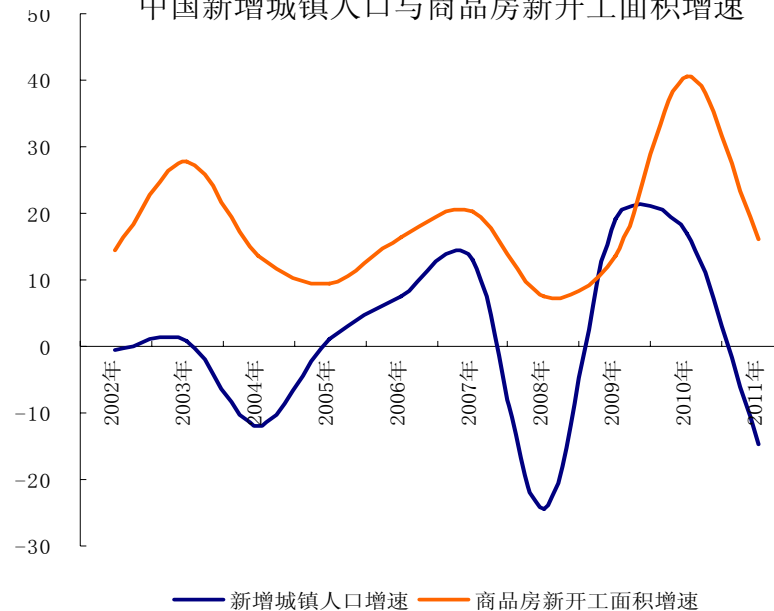
资料来源：CEIC，申万研究



日本新增城镇人口增速与房屋新开工增速



中国新增城镇人口与商品房新开工面积增速



资料来源：CEIC，申万研究

www.swsresearch.com

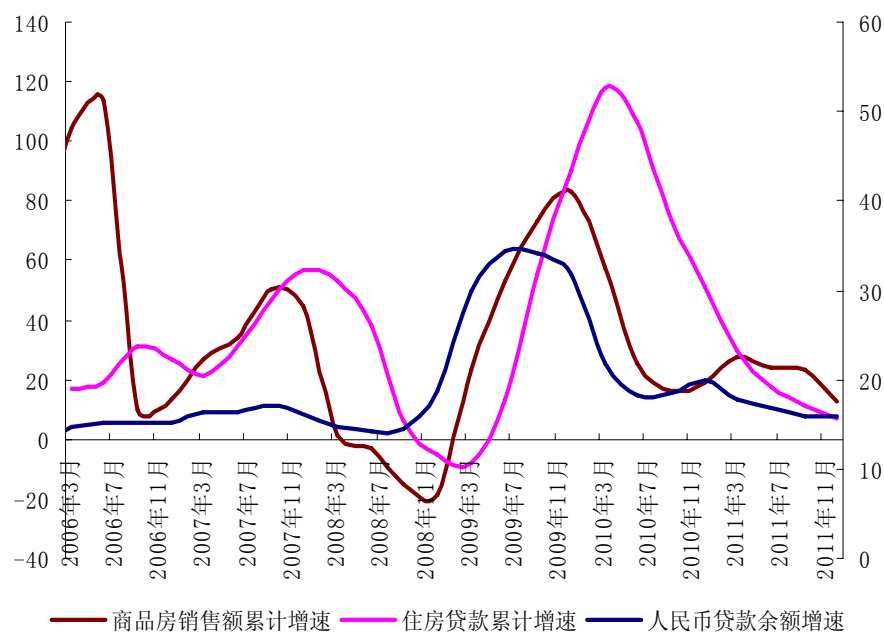
申万研究

11

1.1.2 房地产投资短期看信贷和销售

■ 短期看，信贷领先销售，销售领先投资

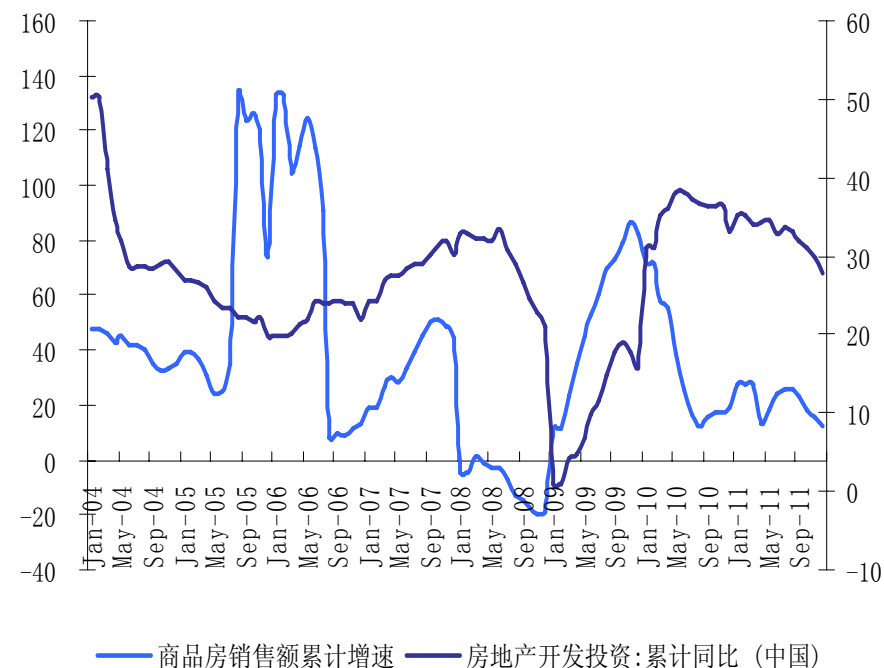
人民币贷款领先房地产销售



资料来源：CEIC，申万研究



房地产销售领先房地产投资

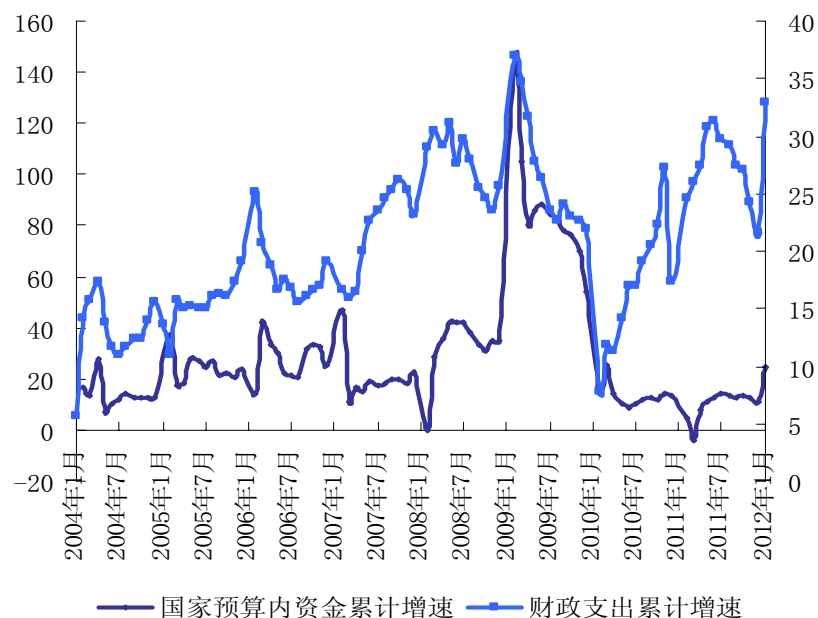


资料来源：CEIC，申万研究

1.1.3 基建投资看财政

- 财政支出的力度和方向决定着投资中的国家预算内资金
- 而国家预算内资金影响着基建投资

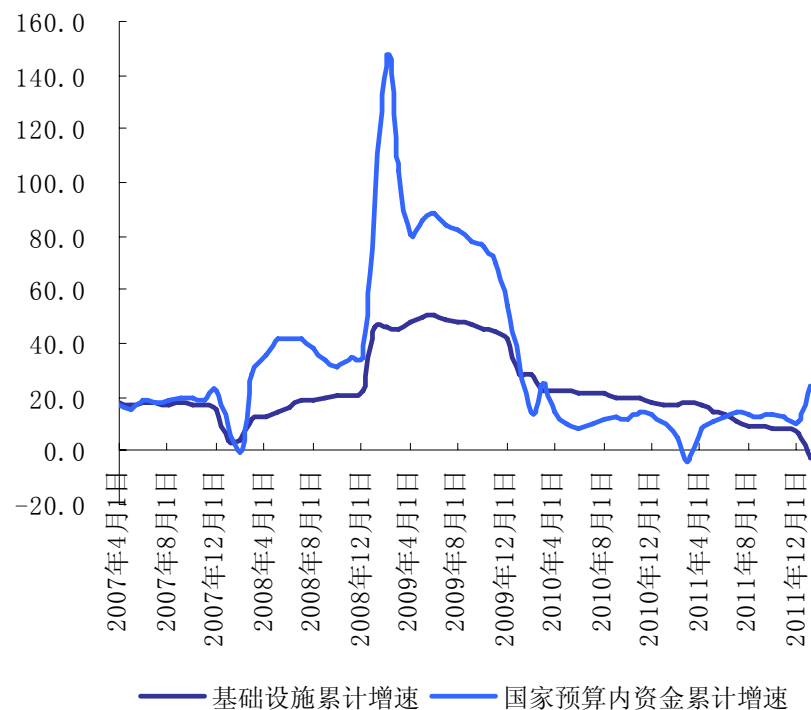
财政支出与国家预算内资金增速基本一致



资料来源：CEIC，申万研究



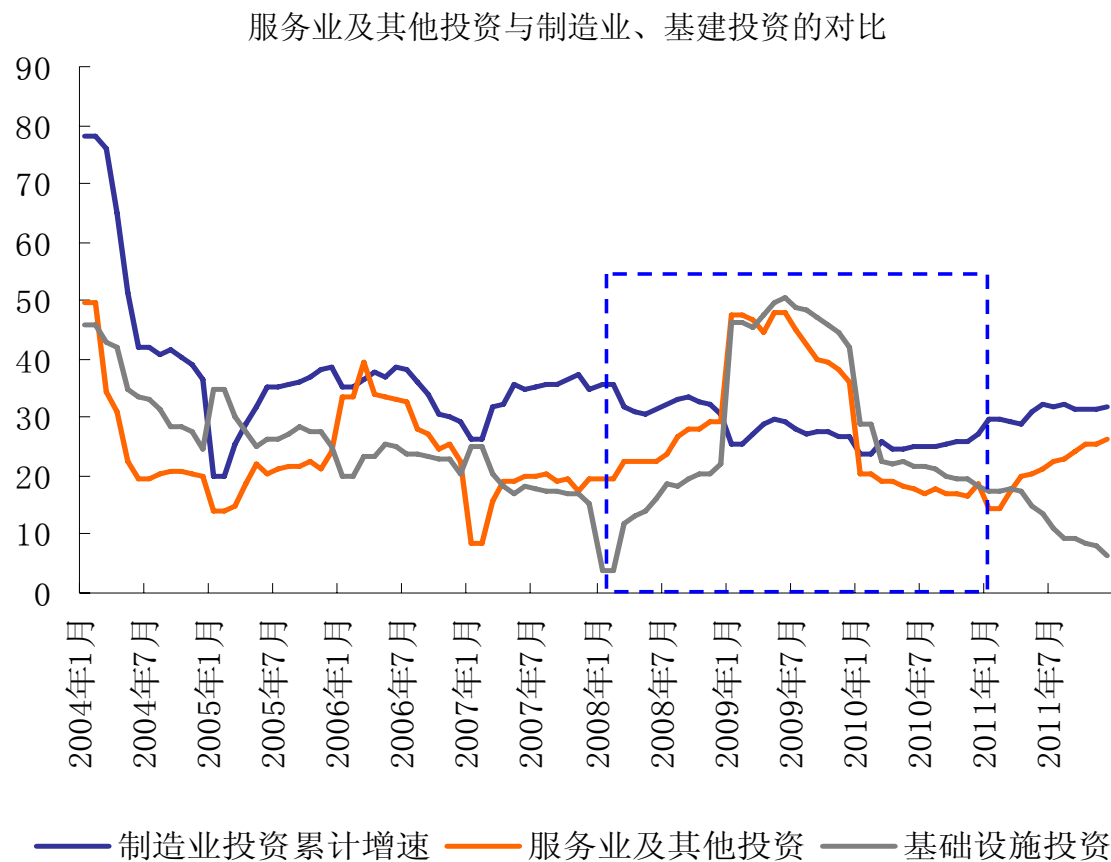
国家预算内资金增速与基建投资累计增速基本一致



资料来源：CEIC，申万研究

1.1.4 服务业及其他投资需具体分析

- 服务业及其他投资，在2008-2010年与基建投资增速方向一致，在其余年份与制造业投资增速方向一致



资料来源：CEIC，申万研究

1.1.4 服务业及其他投资需具体分析

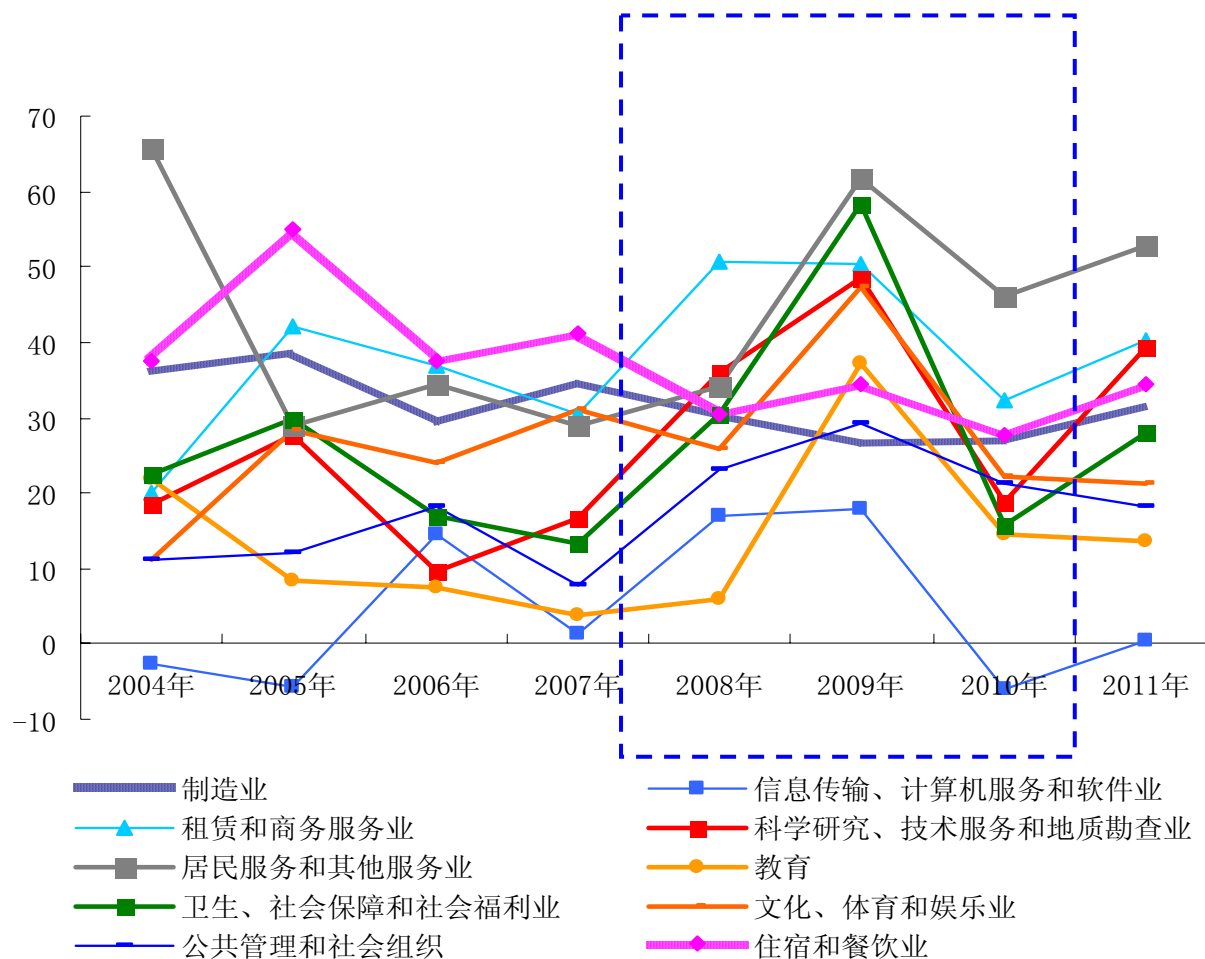
■ 服务业及其他中，存在结构分化

2009年各行业不同企业类型投资占比

2009年各行业不同企业类型投资占比	国有及国有控股	外商投资	民间投资
房地产业	14.0	9.7	76.4
制造业	10.4	12.5	77.1
基础设施行业	75.5	2.4	22.1
交通运输、仓储和邮政业	83.2	1.7	15.1
水利环境和公共设施管理业	82.8	0.7	16.5
电力燃气水的生产供应业	60.6	4.7	34.7
服务业及其他	48.0	4.0	48.0
教育	82.3	0.5	17.2
卫生社会保障和社会福利业	79.3	0.9	19.8
公共管理和社会组织	76.0	0.1	23.9
科研技术服务和地质勘查业	60.6	2.6	36.8
文化、体育和娱乐业	54.8	3.9	41.3
建筑业	50.7	1.4	48.0
农、林、牧、渔业	49.5	1.2	49.3
信息传输计算机服务和软件业	47.8	24.3	27.9
金融业	41.3	2.1	56.6
采矿业	34.7	1.7	63.6
居民服务和其他服务业	25.0	1.9	73.1
住宿和餐饮业	11.6	7.5	80.8
批发和零售业	10.2	4.3	85.5

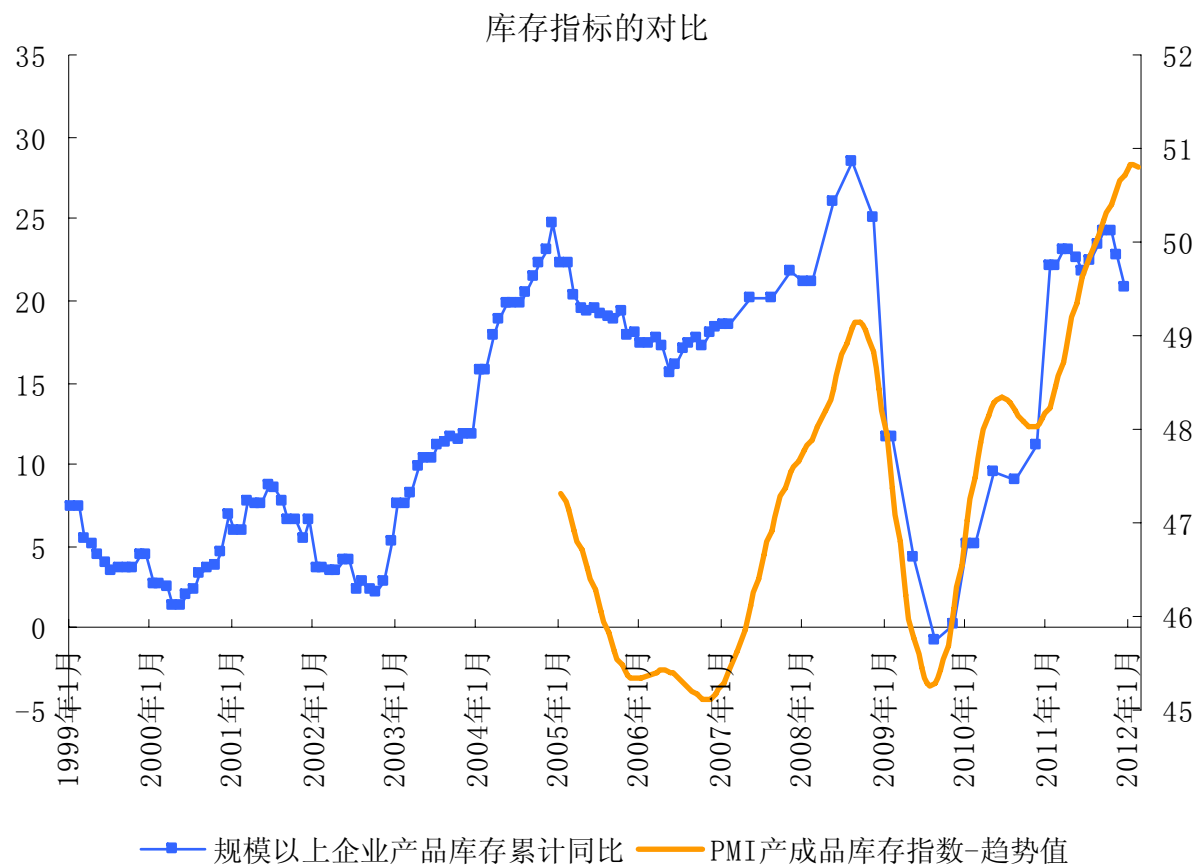
1.1.4 服务业及其他投资需具体分析

服务业及其他行业的投资增速

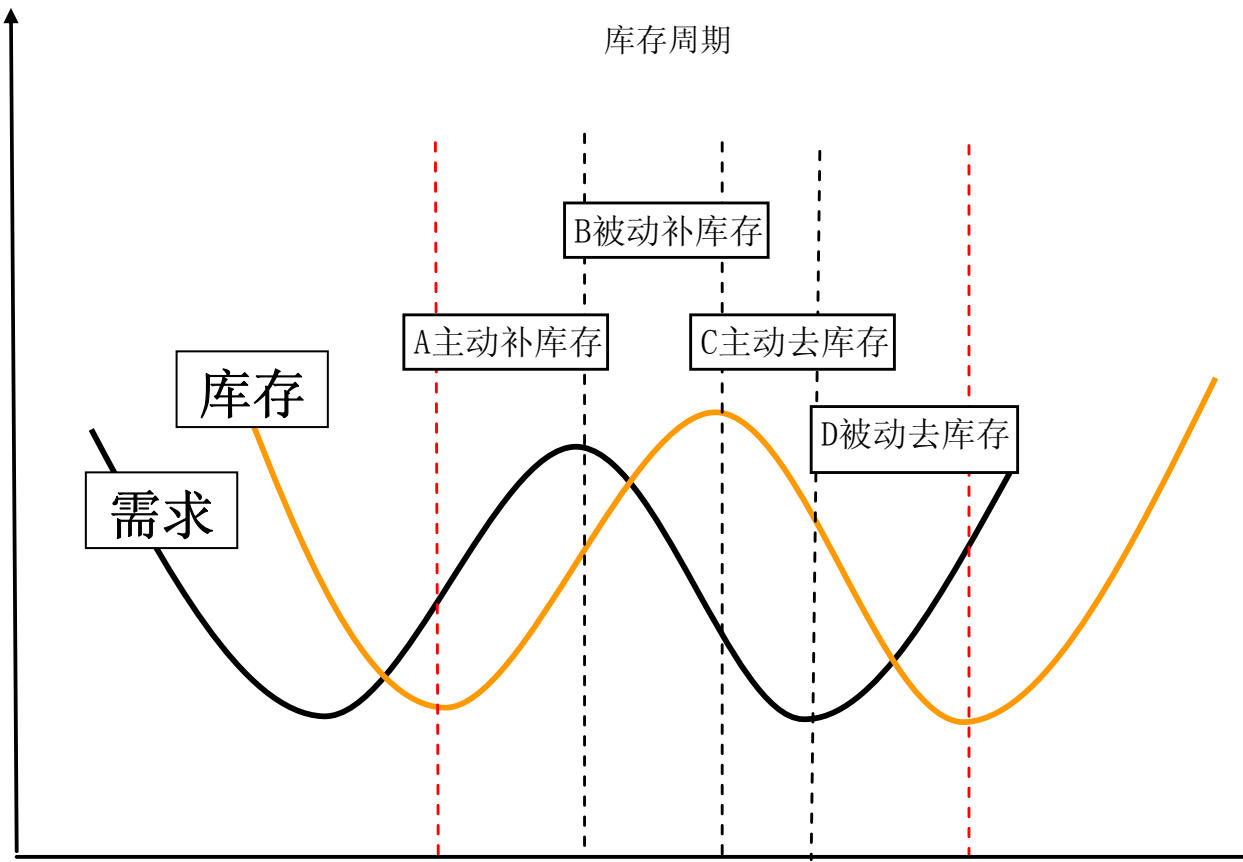


1.2.1 库存指标及库存周期

- GDP支出法统计中的存货，是年度数据



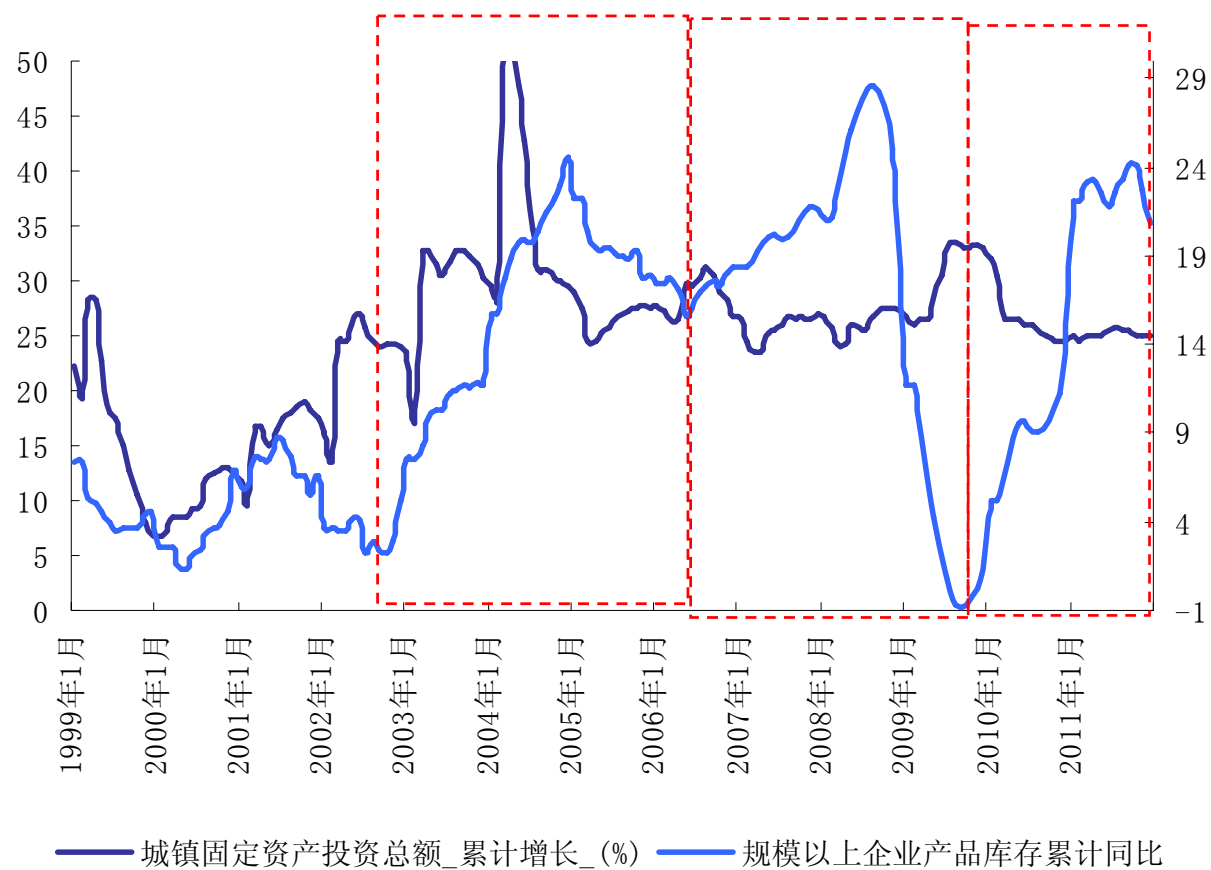
1.2.1 库存指标及库存周期



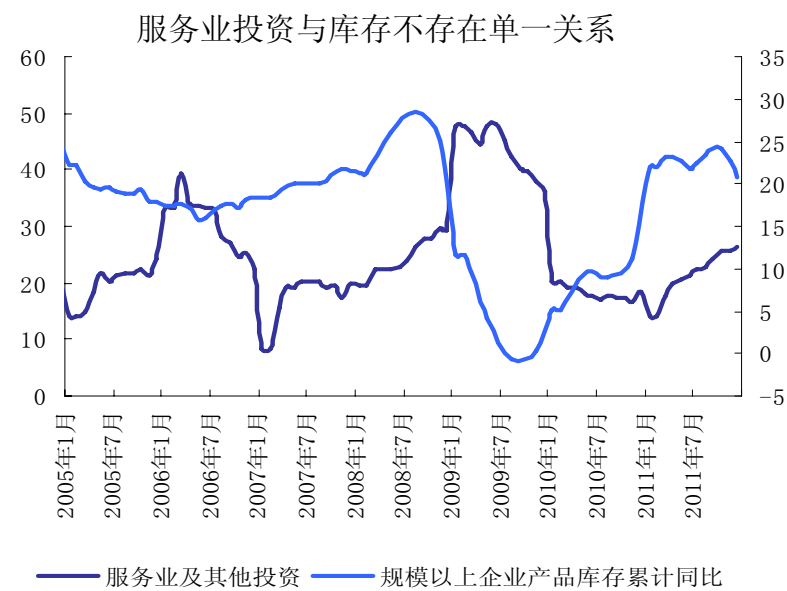
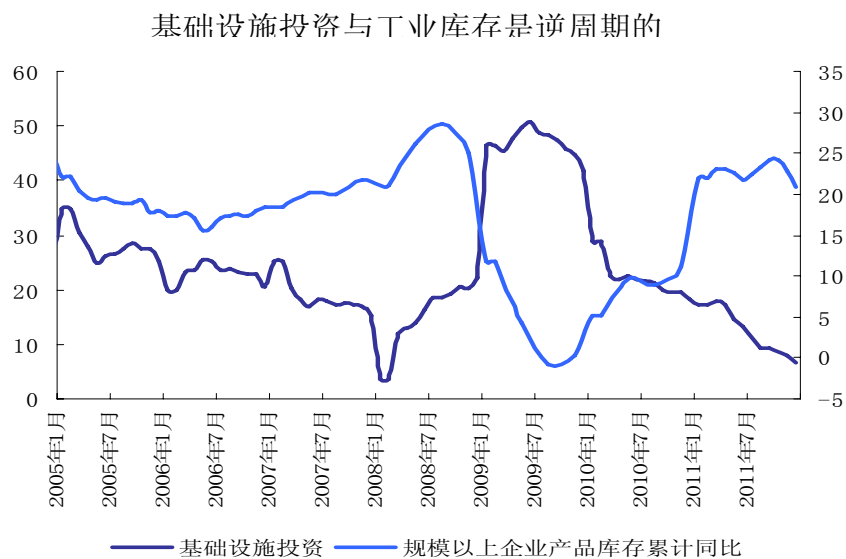
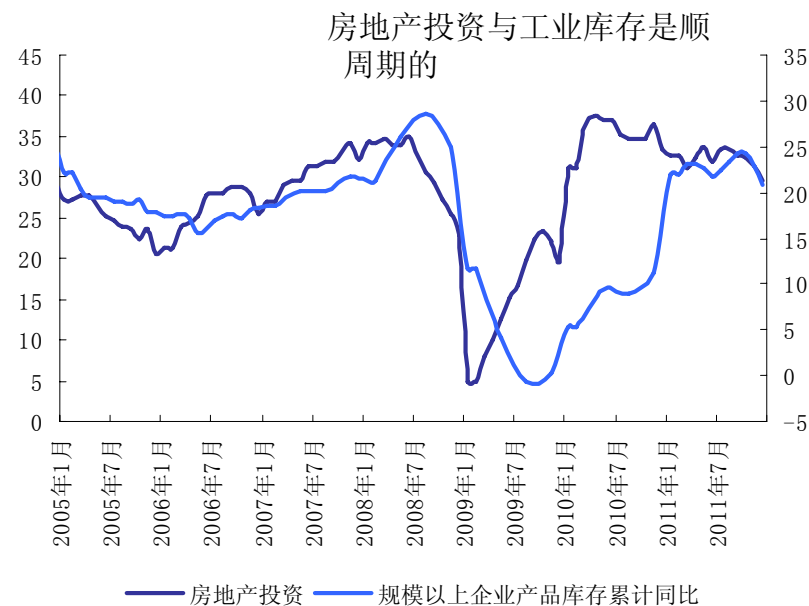
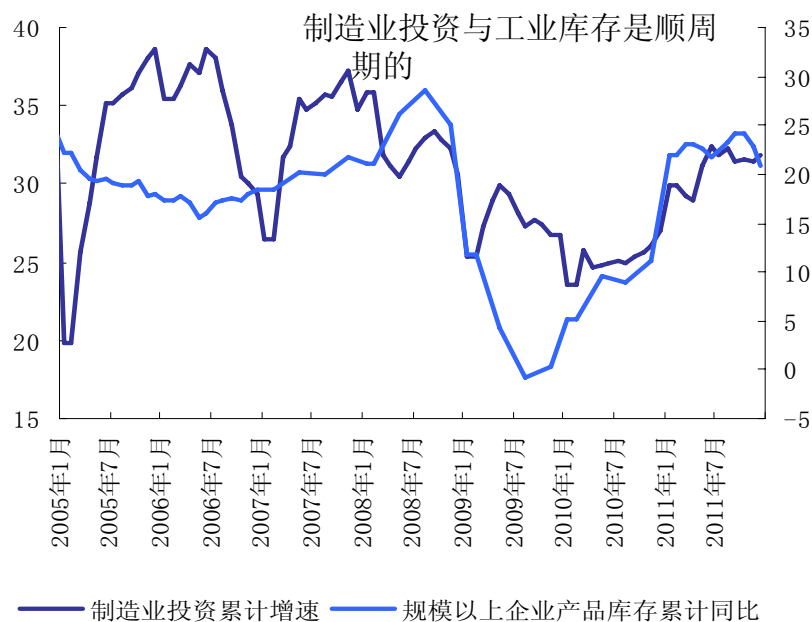
资料来源：申万研究

1.2.2 库存影响投资

库存周期中，投资与库存的关系

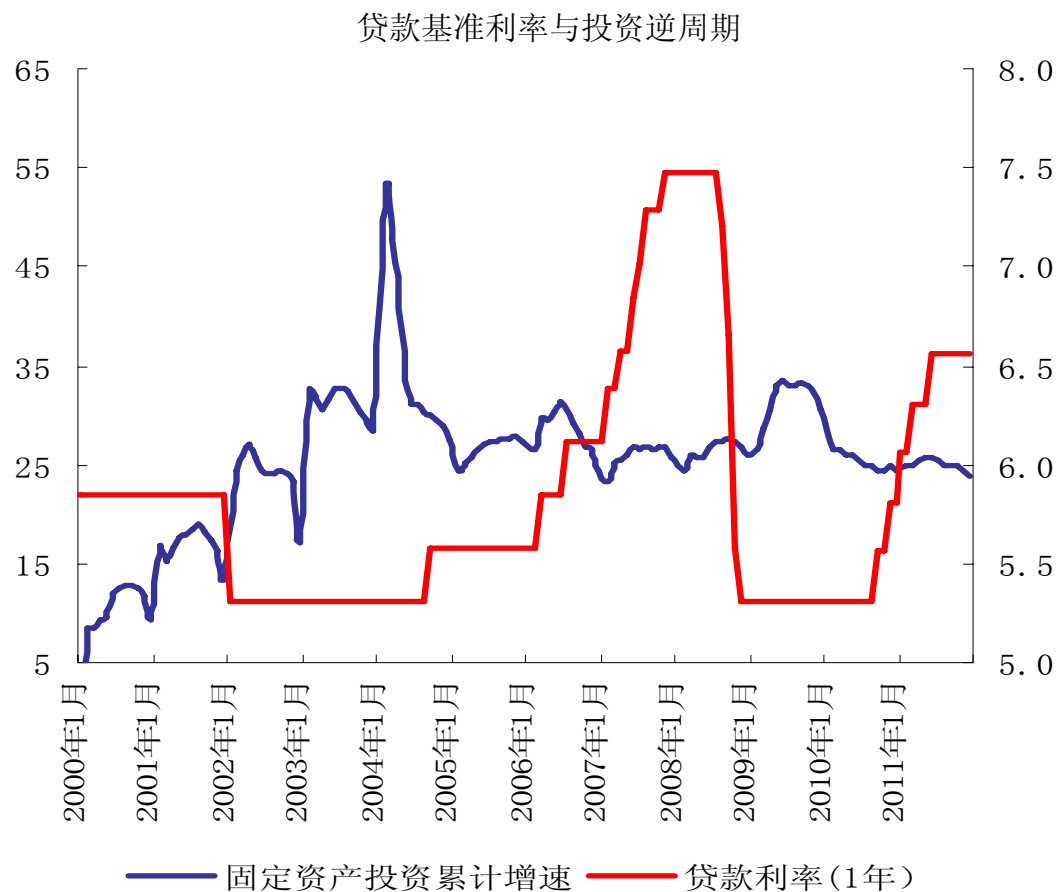


1.2.2 库存影响投资



1.3.1 利率周期与投资逆周期

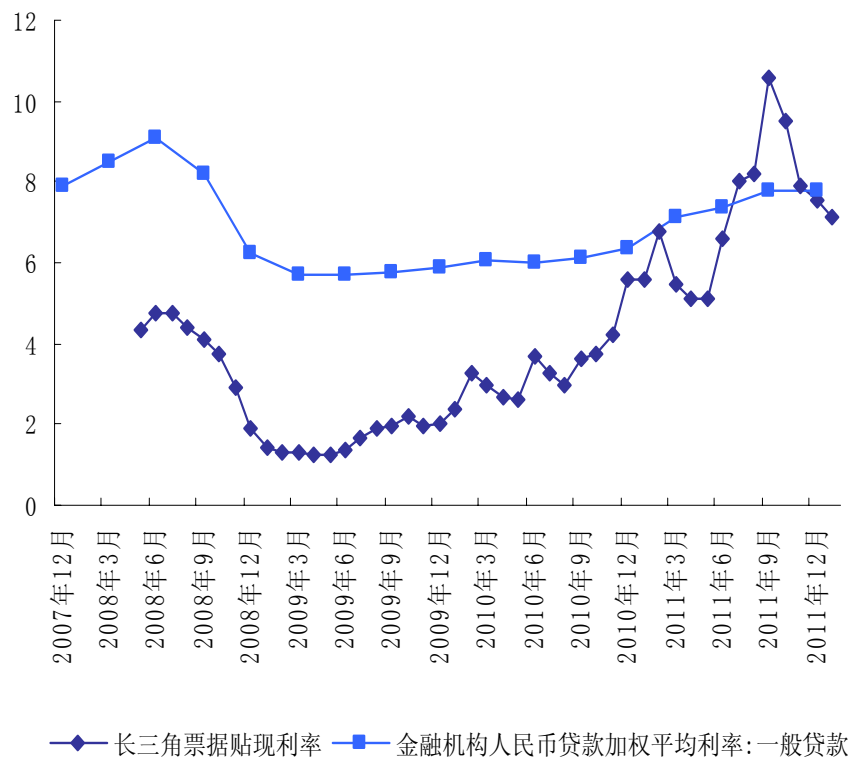
- 贷款利率较低时，投资增速很高，当贷款利率上行时，投资有所下降



1.3.1 利率周期与投资逆周期

- 更能体现市场资金需求的指标，虽然时间较短，但与投资走势比较匹配

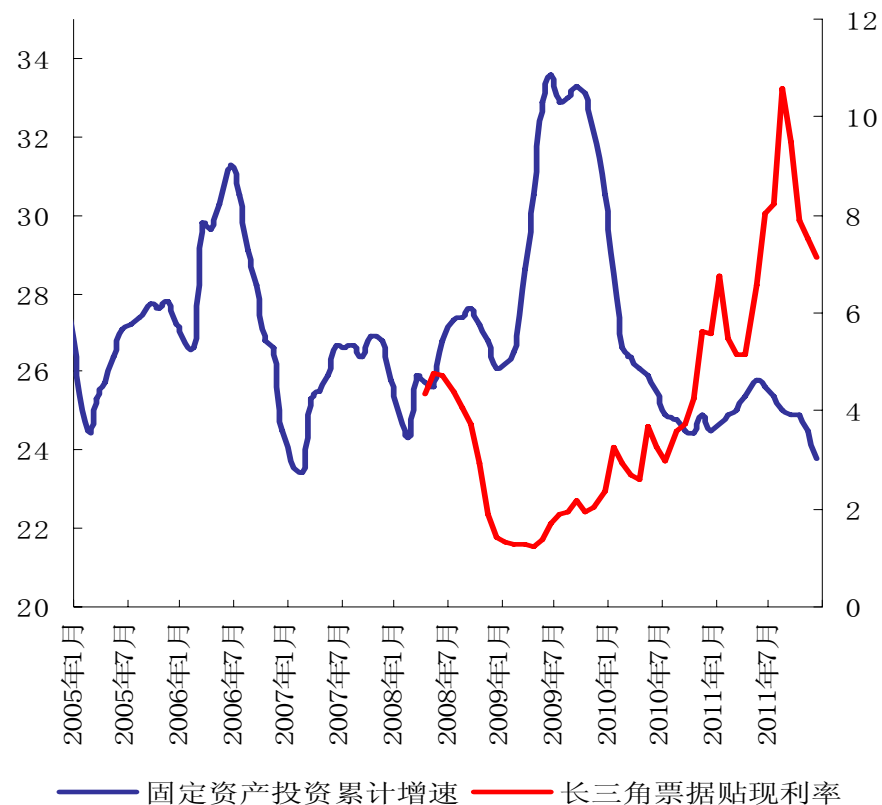
两种市场利率均出现回落



资料来源: CEIC, 申万研究

 SWS RESEARCH

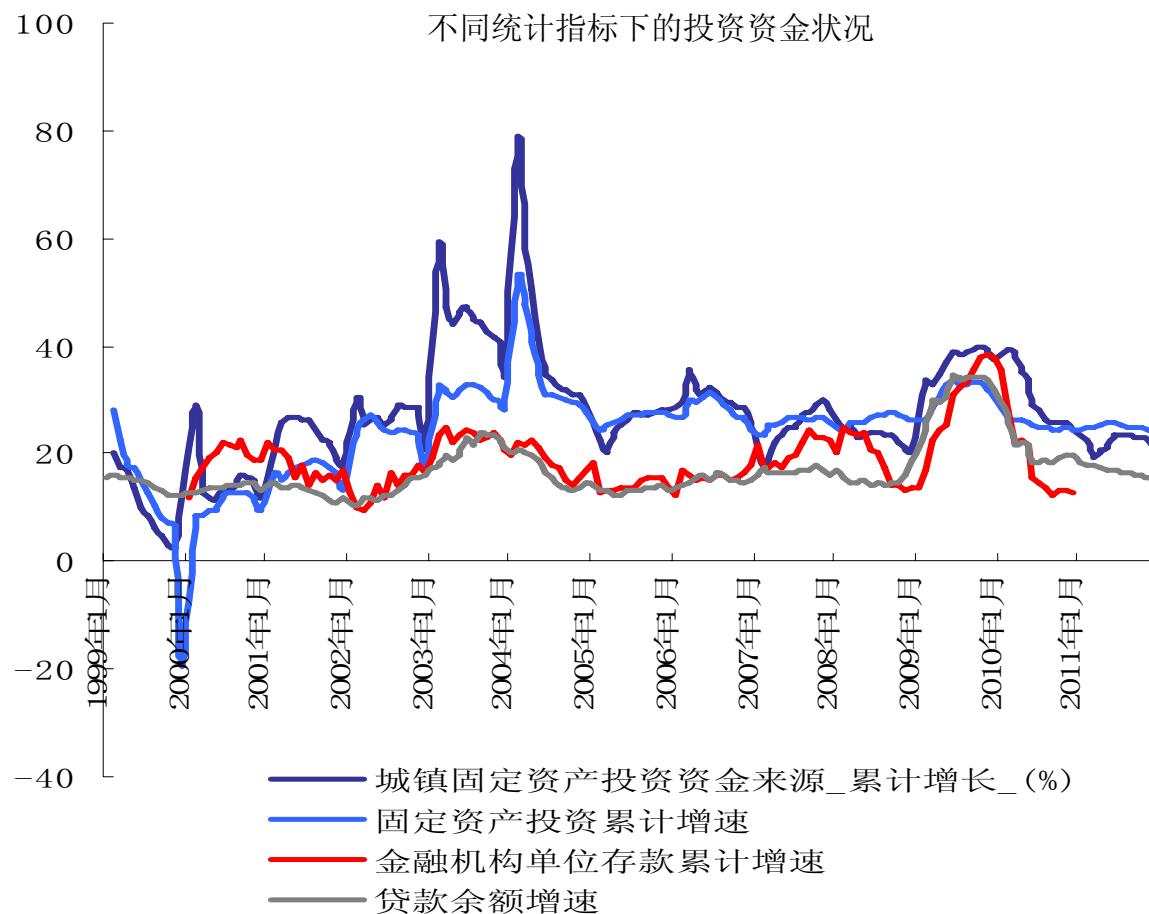
票据贴现利率与投资增速



资料来源: CEIC, 申万研究

1.3.2 企业中长期贷款与投资走势更为一致

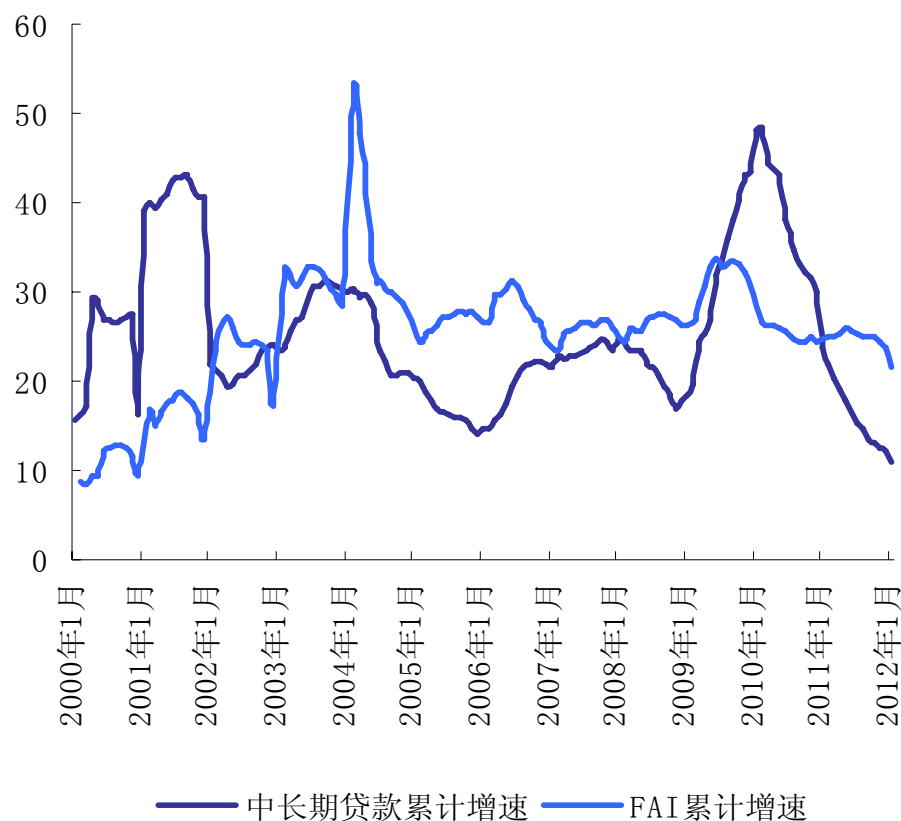
- 投资资金来源、企业存款、贷款走势与投资走势基本一致



1.3.2 企业中长期贷款与投资走势更为一致

■ 企业中长期贷款更能反映投资走势

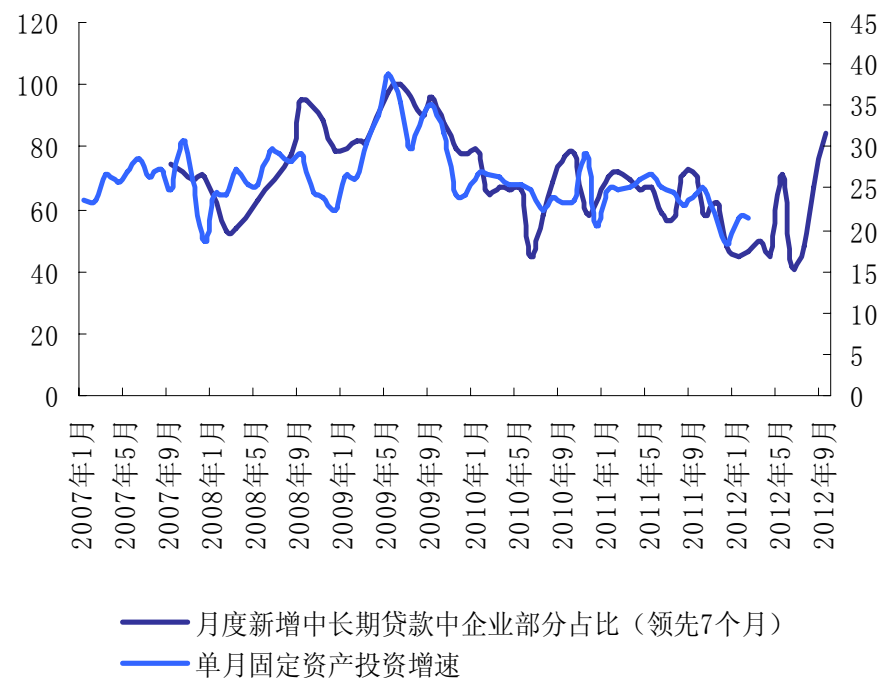
中长期贷款与投资关系更为密切



资料来源：CEIC，申万研究



企业中长期贷款占比的变化能反映投资走势

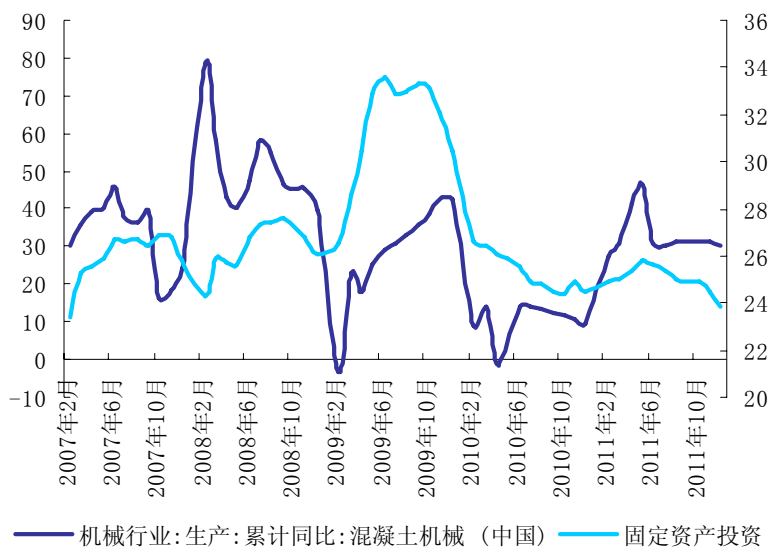


资料来源：CEIC，申万研究

1.4 跟踪重点产品生产情况，观察投资走势

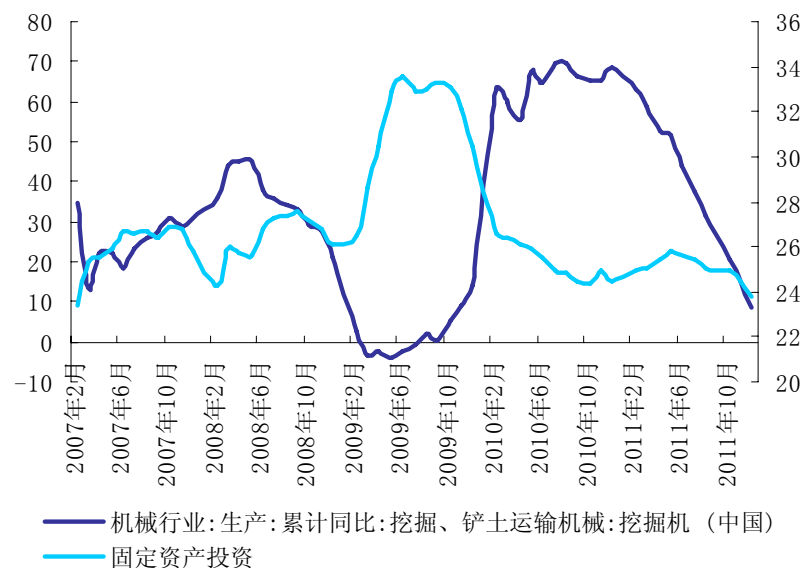
- 从数据看，固定资产投资增速与混凝土机械产量同比、发电量增速、水泥产量增速、粗钢产量增速、钢材产量增速、砖产量增速走势基本一致，而与挖掘机、瓦产量相关度不大。
- 月度投资走势可以通过观察相关产品产量情况进行预测。

混凝土机械的产量增速与投资增速基本一致



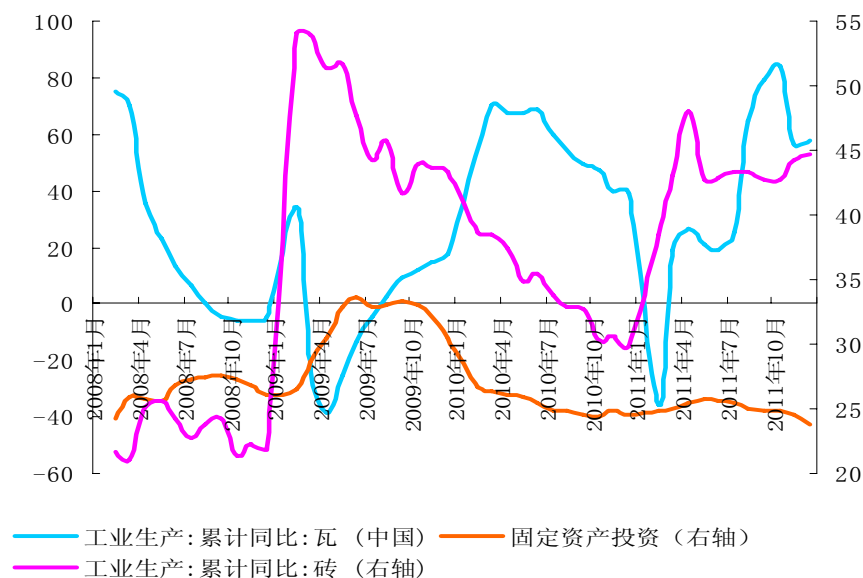
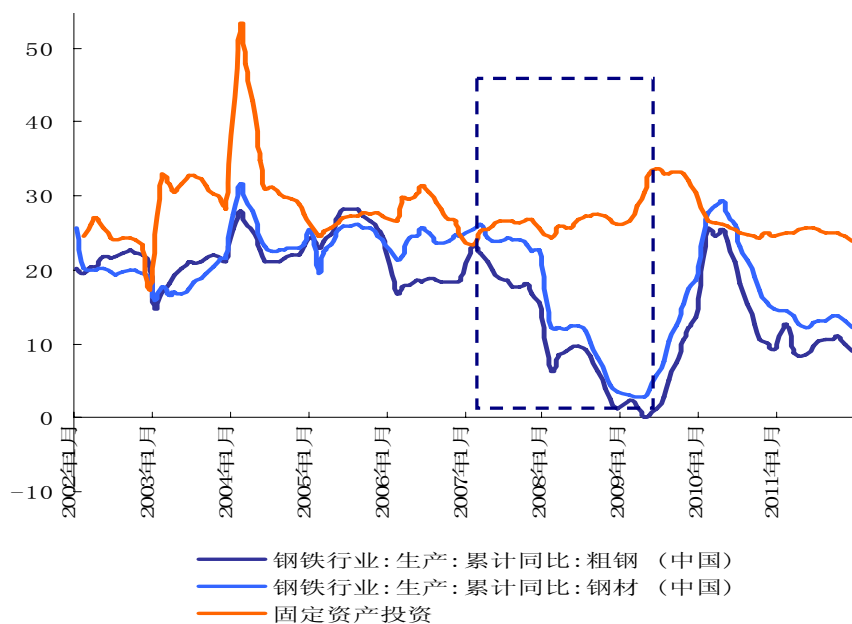
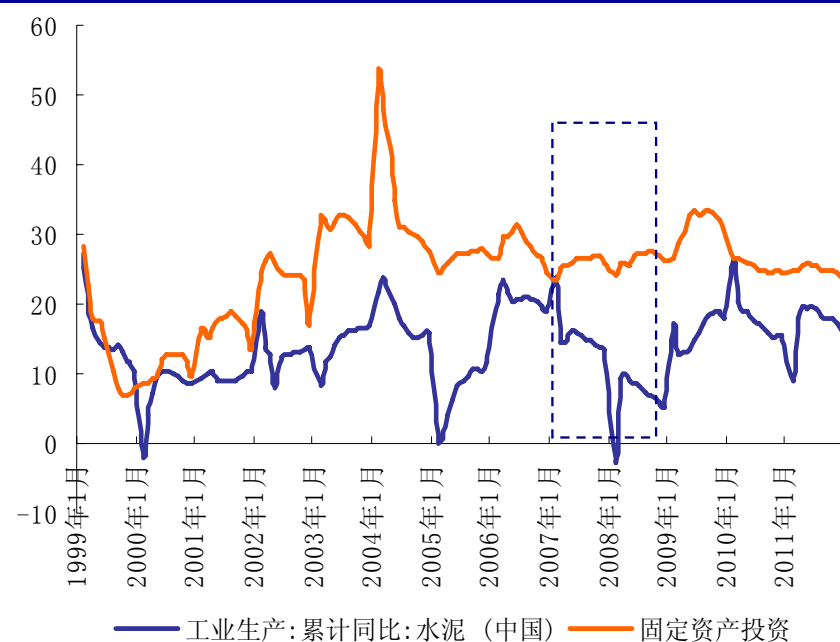
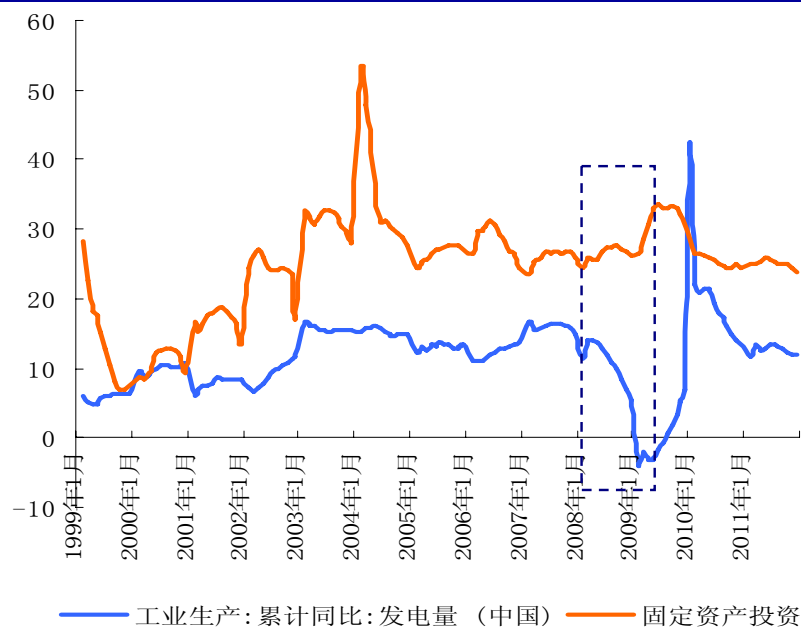
资料来源：统计局，申万研究

挖掘机产量增速与投资关系不大



资料来源：统计局，申万研究

1.4 跟踪重点产品生产情况，观察投资走势



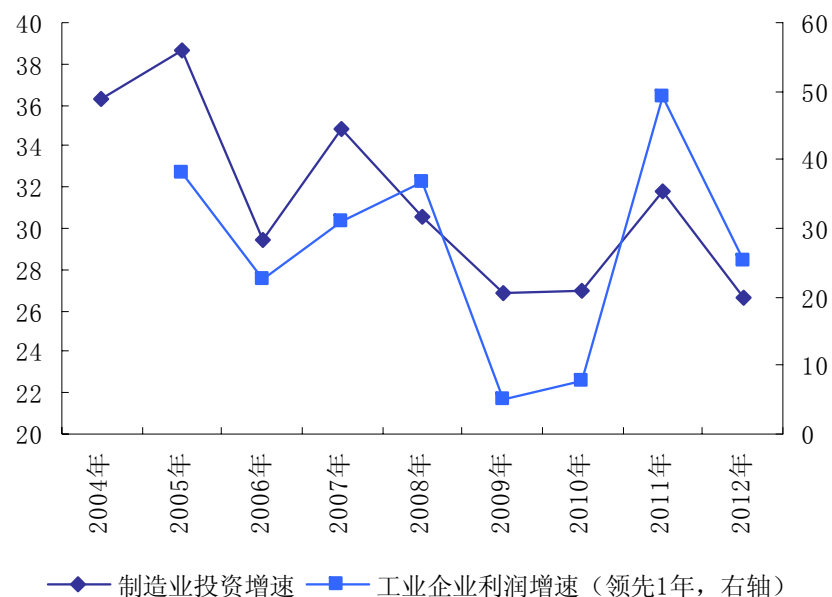
主要内容

1. 四大类投资的影响因素
2. 2012年四大类投资增速预测
3. 2012年资金来源情况预测

2.1 制造业投资增速预计回落至26.6%

- 去年工业企业利润的回落将影响今年制造业投资，预计今年制造业投资增速回落至26.6%
- 去年年底开始的去库存将导致今年制造业投资增速先下后上

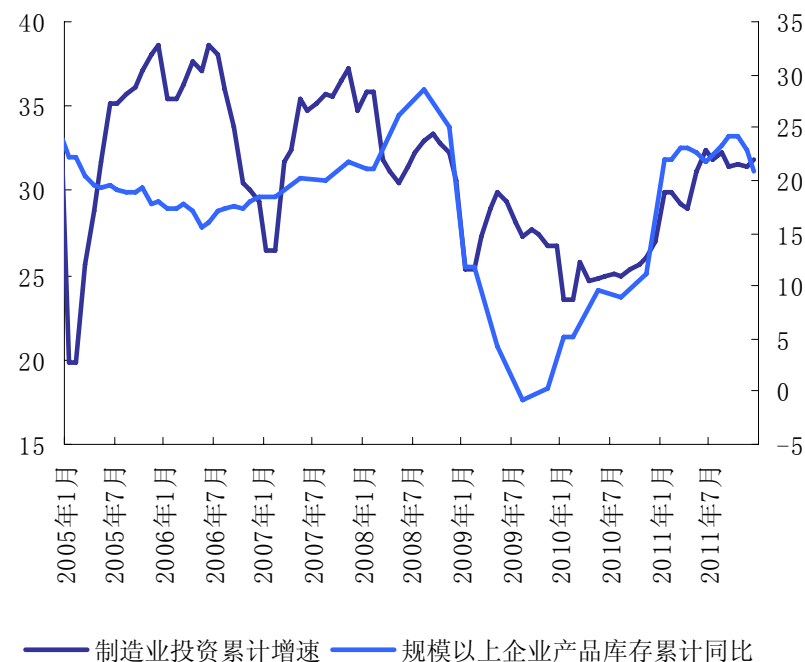
去年利润决定今年制造业投资增速回落



资料来源: CEIC, 申万研究



库存周期影响下，预计制造业投资增速先下后上

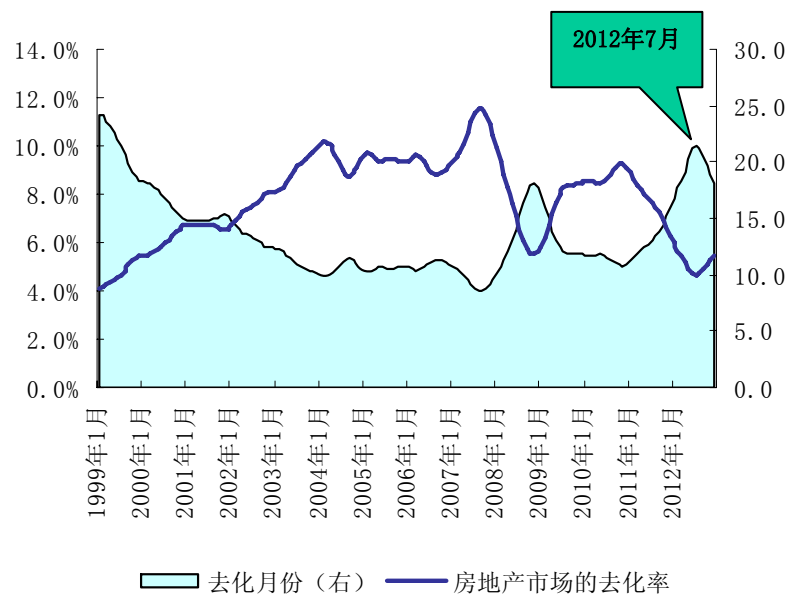


资料来源: CEIC, 申万研究

2.2 房地产投资预计为15%

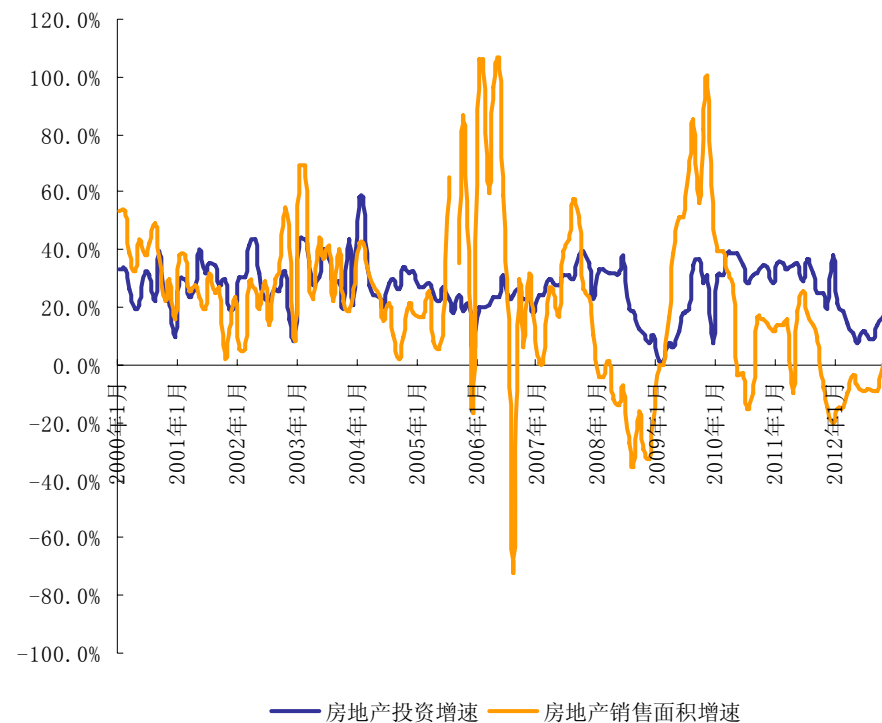
- 房地产投资增速先下降后企稳，今年房地产投资预计为15%，房地产开发投资增速11%
- 跟踪信贷和房地产销售的走势

上半年以消化库存为主



资料来源：CEIC，申万研究

房地产投资前低后高



资料来源：CEIC，申万研究

2.3 基建投资增速预计反弹至14.3%

- 今年预算财政赤字虽下降，但力度会加大

2009-2012年财政赤字情况（单位：亿元）

科目	细项	2009	2010	2011	2012预算
支出方	全国公共财政支出	75873.6	89575.4	108929.7	124300
	补充中央预算稳定调节基金		2248	2892	
	地方公共财政结转下年支出	2608.24	1356.94	1918	
收入方	全国公共财政收入	68476.9	83080.3	103740	113600
	调入中央预算稳定调节基金		100	1500	2700
财政赤字	实际财政赤字	10005	10000	8499.7	8000
	全国公共财政支出-全国公共财政收入-调入中央稳定调节稳定基金	7396.8	6395.1	3689.7	8000
	预算财政赤字目标	9500	10500	9000	8000

资料来源：财政部，申万研究

2.3 基建投资增速预计反弹至14.3%

- 从中央预算内投资的安排看，今年投资类项目增速较高

2012年中央预算内投资安排（单位：亿元）

项目	2011年	2012年	2012年增速
中央预算内资金总量	3826	4026	5.2
保障性安居工程	552	690	25.0
农村民生工程和农村基础设施	1397	1400	0.2
重大基础设施项目	225	240	6.7
卫生、教育等社会事业建设	615	480	-22.0
节能减排、环境保护与生态建设项目	449	480	6.9
自主创新和结构调整项目	275	290	5.5

资料来源：根据谢旭人在记者发布会上的讲话整理，申万研究

2.3 基建投资增速预计反弹至14.3%

- 2011年未完工的项目投资，加2012年的计划投资量，将有望提高今年的基建投资增速

2012年主要基建项目计划投资额

项目名称	2011年计划投资额(亿元)	2011年实际投资额(亿元)	2012年预计投资额(亿元)	2012年预计投资增速	(2011年未完工部分+2012年计划投资额)增速	十二五规划投资额(亿元)	2011年实际完成计划的比例	2011年已完成“十二五”计划比例
铁路	6000	5863	5000	-14.72%	-12.38%	28000	97.72%	20.9%
水利建设	4000	3341	4000	19.72%	39.45%	18000	83.53%	18.6%
电源建设投资	4000	3700	4000	8.11%	16.22%	未公布	92.50%	-
电网建设投资	3200	3017	3097	2.65%	8.72%	22000	94.28%	13.7%
保障房投资	7800	7800	14000	79.49%	79.49%	45000	100.00%	17.3%

资料来源：申万研究整理

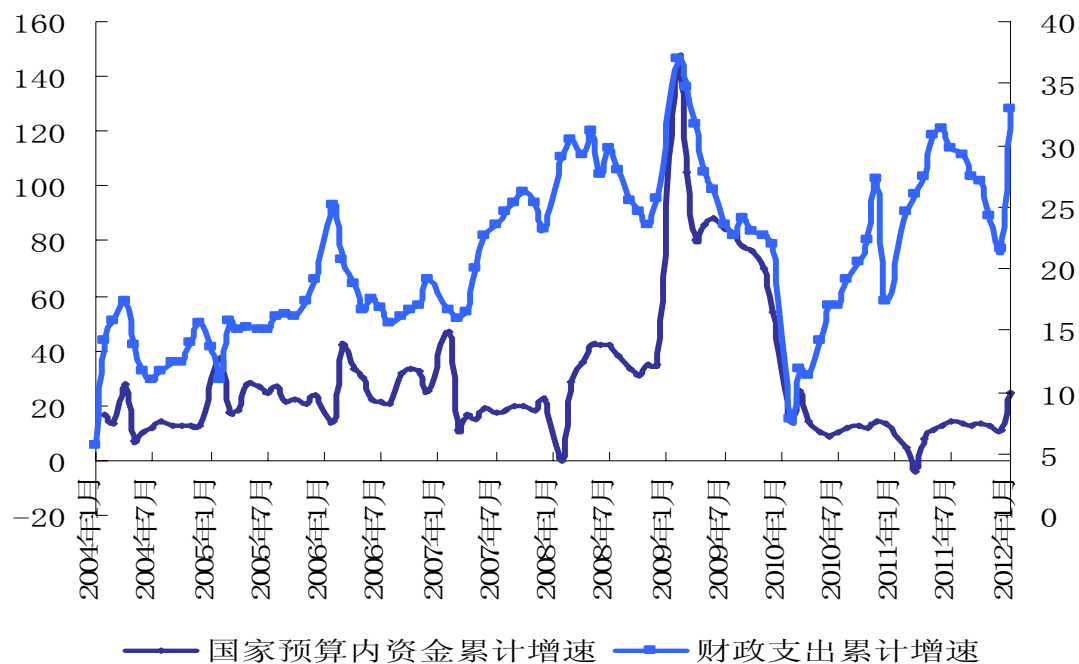
2.3 基建投资增速预计反弹至14.3%

2012年部分省份基建安排（单位：亿元）

省市	交通运输(单位亿元)	比2011年增加	水利建设(单位亿元)	比2011年增加	电网(单位亿元)	其他
北京			140	16.7%		
天津			90		57.9(智能电网)	
上海	1100(重大项目)		100	42.9%		
重庆	400		200	31.6%	150	2012年重庆投资基础设施3000亿元，同比新增250亿元
辽宁	135.6(高速公路)		200	53.8%		
吉林			100	42.9%		
黑龙江	323		180	14.6%		
山东	580	13.5%	200	14.3%	269.08(智能电网)	
河南	462		316	1.3%		
湖北	600		212	19.1%	120	
湖南	151.8(铁路)		300			今年计划基础设施投资2600亿元左右，维持2011年投资水平不变
安徽	270		120		108.3	
江西	286.7		200	33.3%		
福建	800		180	38.5%	200	
广西	220(铁路)		170	2.2%	67	
广东	700		300			
海南	105				22	
四川	1150		105		260	重大基础设施项目共168个，计划投资1855亿元
云南			240	19.3%		
宁夏			50			
山西			200	48.2%		
陕西	350		180			
青海	160(固定资产)	21.6%	46		37.51	
内蒙古	330(固定资产)		60			

2.3 基建投资增速预计反弹至14.3%

- 1-2月财政支出累计增速32.9%；国家预算内资金累计增速提高至24.5%
- 预计2012年基础设施投资增速为14.3%



资料来源：申万研究

2.4 服务业及其他投资与去年持平

- 服务业中市场化较高的批发零售、住宿餐饮等行业投资增速回落，
- 教育、卫生社会保障和社会福利业、公共管理和社会组织、科研技术服务和地质勘探业等增速提升
- 整体服务业及其他投资增速预计与去年持平

2009年各行业不同企业类型投资占比

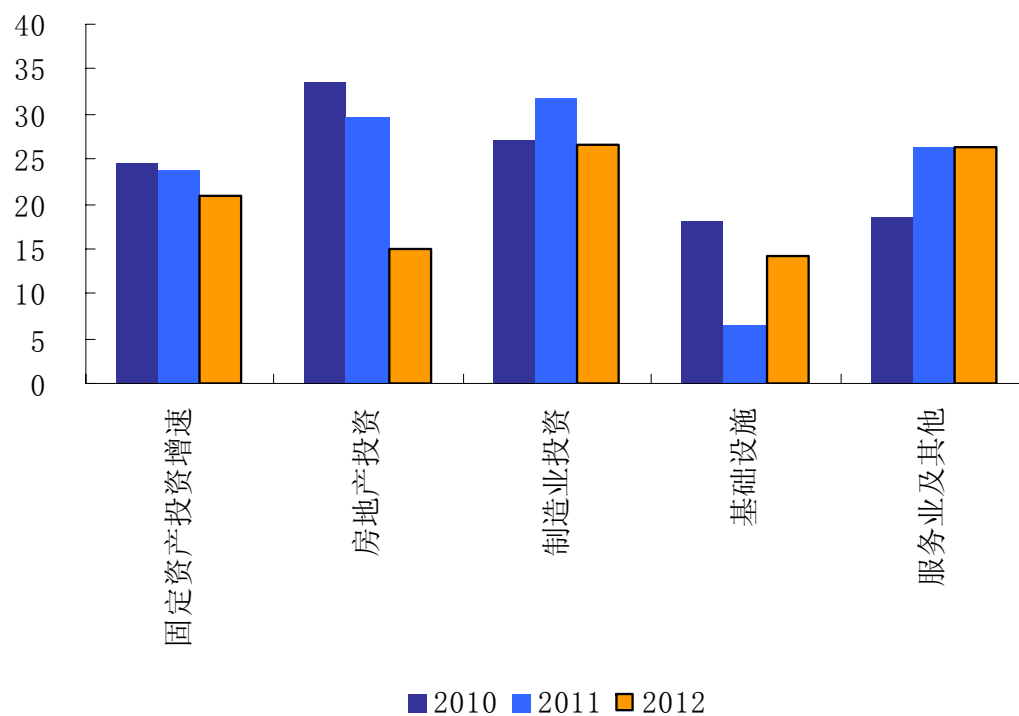
2009年各行业不同企业类型投资占比	国有及国有控股	外商投资	民间投资
房地产业	14.0	9.7	76.4
制造业	10.4	12.5	77.1
基础设施行业	75.5	2.4	22.1
交通运输、仓储和邮政业	83.2	1.7	15.1
水利环境和公共设施管理业	82.8	0.7	16.5
电力燃气水的生产供应业	60.6	4.7	34.7
服务业及其他	48.0	4.0	48.0
教育	82.3	0.5	17.2
卫生社会保障和社会福利业	79.3	0.9	19.8
公共管理和社会组织	76.0	0.1	23.9
科研技术服务和地质勘查业	60.6	2.6	36.8
文化、体育和娱乐业	54.8	3.9	41.3
建筑业	50.7	1.4	48.0
农、林、牧、渔业	49.5	1.2	49.3
信息传输计算机服务和软件业	47.8	24.3	27.9
金融业	41.3	2.1	56.6
采矿业	34.7	1.7	63.6
居民服务和其他服务业	25.0	1.9	73.1
住宿和餐饮业	11.6	7.5	80.8
批发和零售业	10.2	4.3	85.5

资料来源：统计局，申万研究

2.5 2012年投资的预测

- 2012年预计投资增速为21.5%
- 2012年投资结构分化，在房地产投资大幅回落、制造业投资小幅回落、服务业及其他投资保持稳定的情况下，关注基建投资

2010-2012年投资分类结构



资料来源：CEIC，申万研究

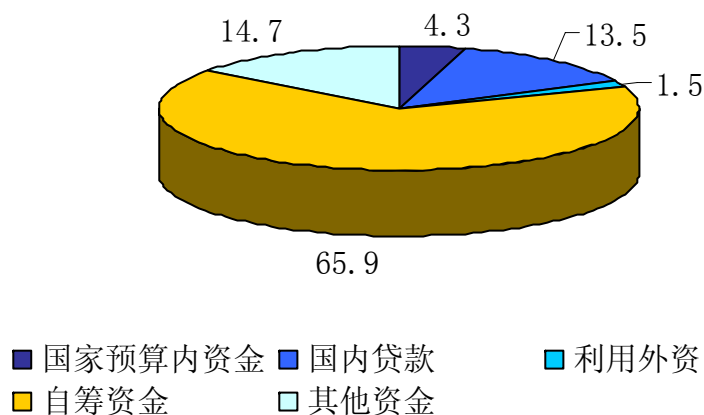
主要内容

1. 四大类投资的影响因素
2. 2012年四大类投资增速预测
3. 2012年资金来源情况预测

3.1 今年资金可支撑的平均投资增速为21%

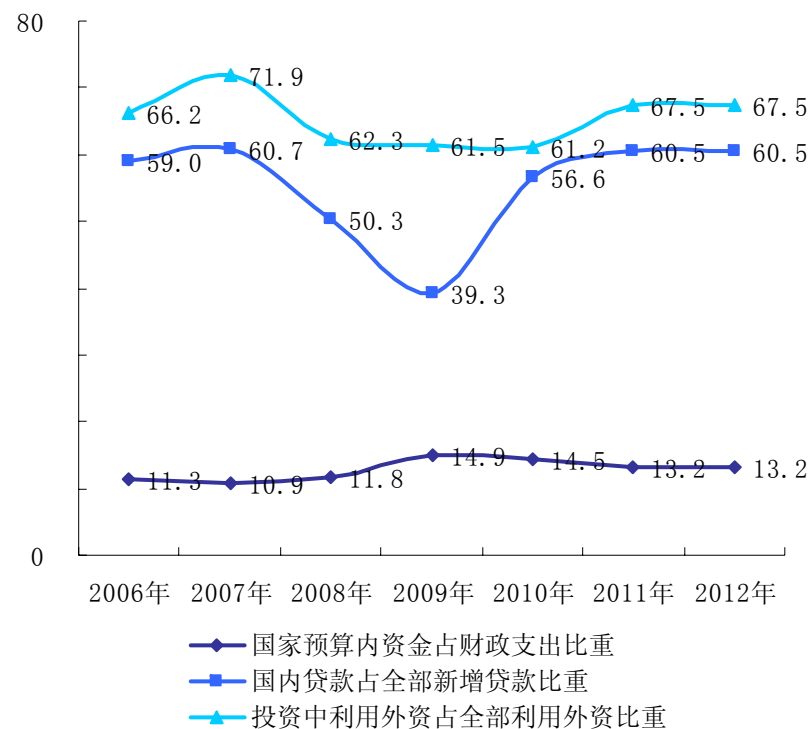
- 固定资产投资资金来源中，国家预算内资金占财政支出的60%左右，国内贷款占全社会新增贷款的65%左右，而投资中的利用外资占全部利用外资的13%左右

2011年投资资金来源结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

投资资金结构与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

www.swsresearch.com

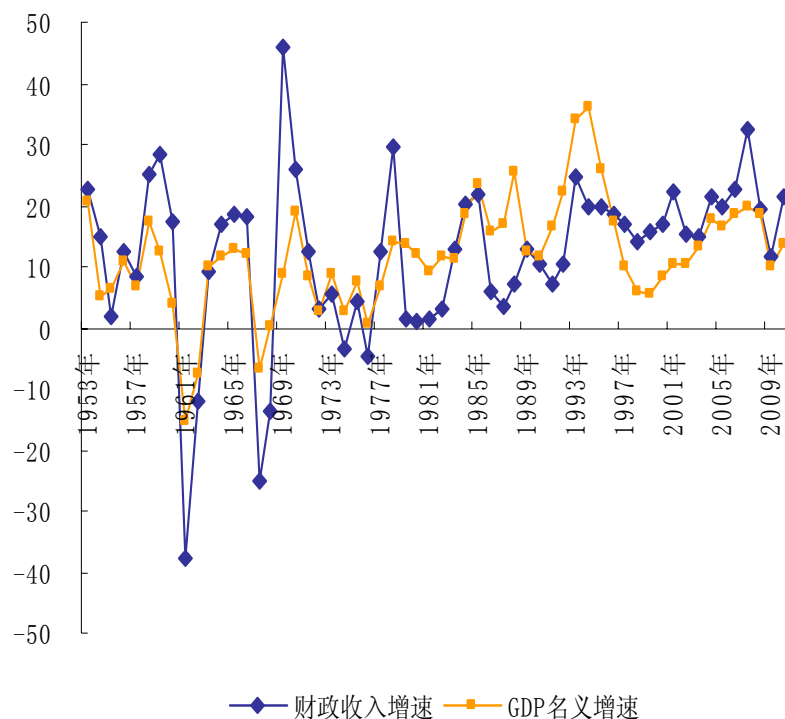
申万研究

38

3.1 今年资金可支撑的平均投资增速为21%

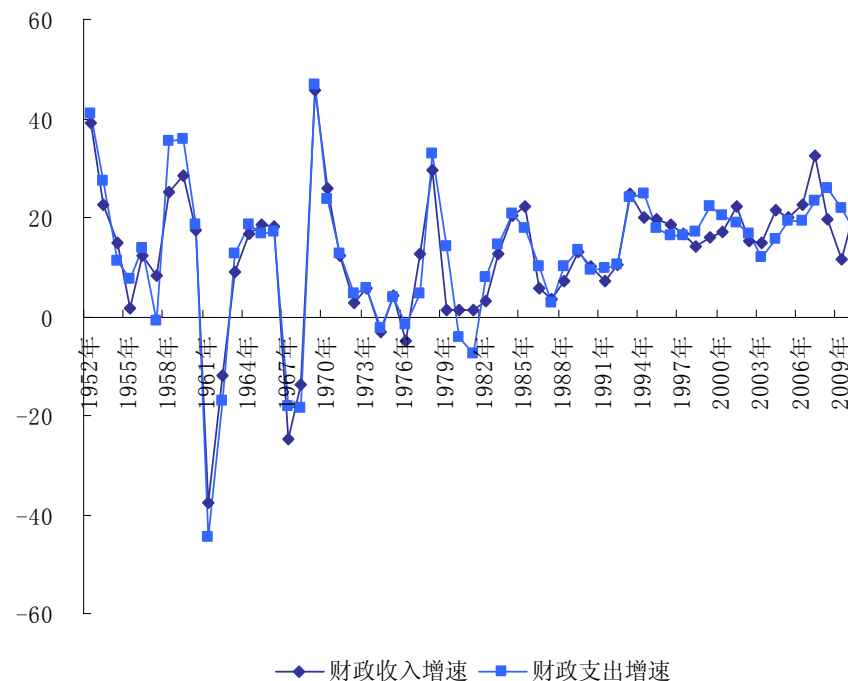
- 根据对2012年GDP和CPI的预测，预计今年财政收入和支出增速分别为13.4%和14.5%，财政支出规模为12.5万亿。

财政收入增速与名义GDP增速相关



资料来源：CEIC，申万研究

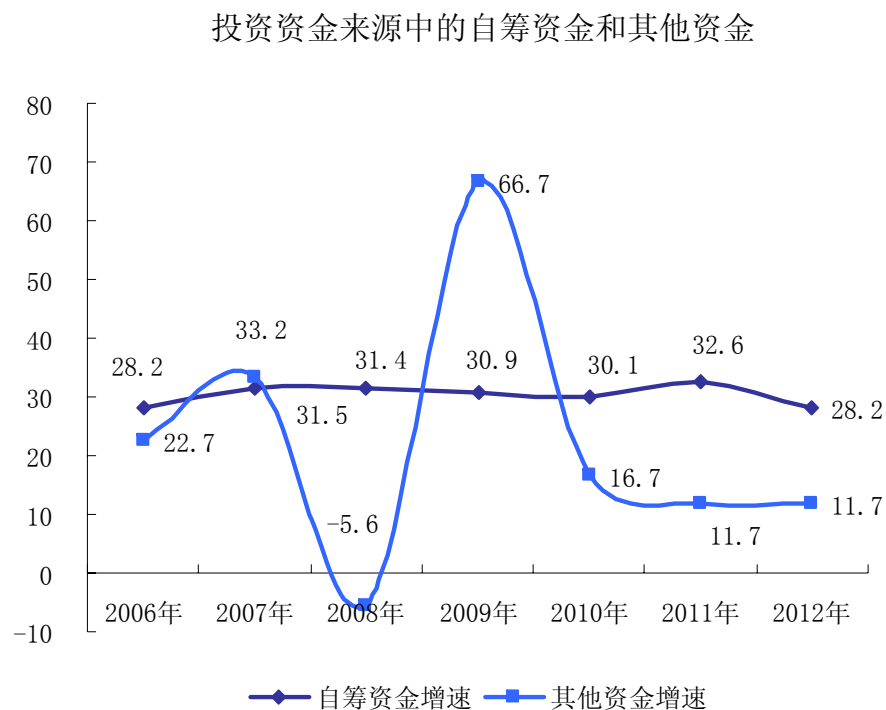
财政支出与财政收入有关



资料来源：CEIC，申万研究

3.1 今年资金可支撑的平均投资增速为21%

- 2012年全国新增信贷预测为8万亿，利用外资增速为10%，自筹资金增速和其他资金，保守估计分别为28.2%和11.7%



资料来源：CEIC，申万研究

3.1 今年资金可支撑的平均投资增速为21%

- 2012年投资资金来源增速为22%，比去年回落0.7个百分点

2012年投资资金来源中分细项预测

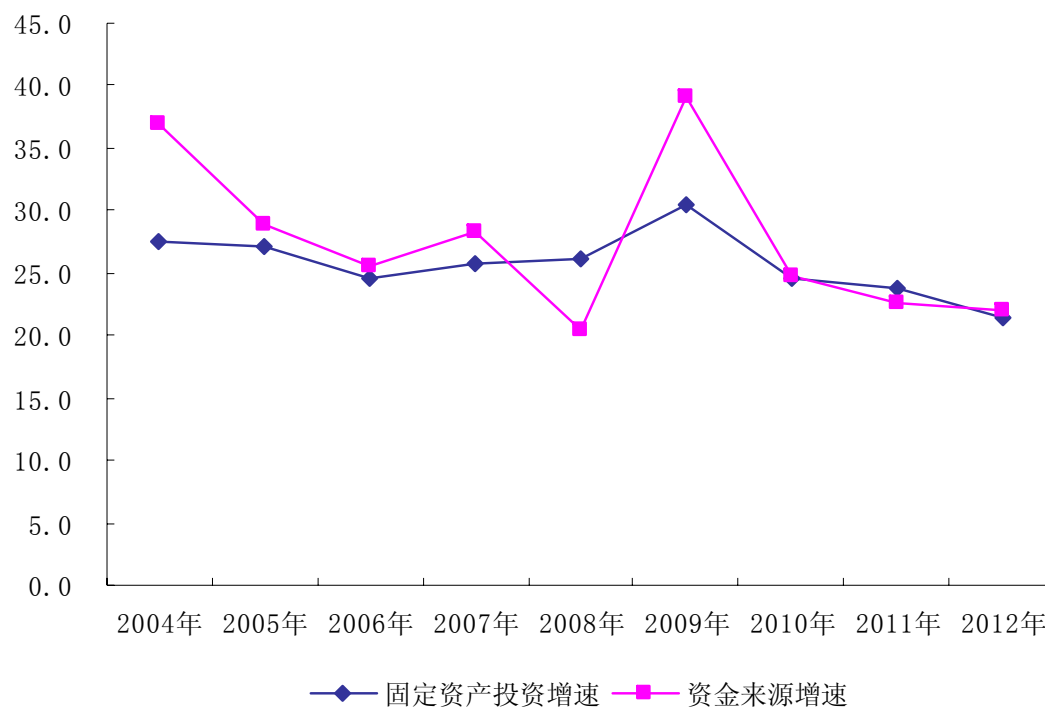
2011年投资资金来源		2012年全国指标预测	2012年投资资金来源		2012年投资资金来源增速
国家预算内资金	14413.3	财政支出 124724.9	国家预算内资金	16503.3	14.5
国内贷款	45281.7	国内贷款 80000.0	国内贷款	48425.1	6.9
利用外资	5087.3	利用外资 7912.0	利用外资	5337.8	4.9
自筹资金	220376.2		自筹资金	282598.7	28.2
其他资金	49060.9		其他资金	54801.0	11.7
总计	334219.5		总计	407665.9	22.0

资料来源：CEIC，申万研究

3.1 今年资金可支撑的平均投资增速为21%

- 假定2012年投资资金来源增速为22%，则可支撑的投资增速平均值为21%，最低值为16.4%，最高值为28.1%

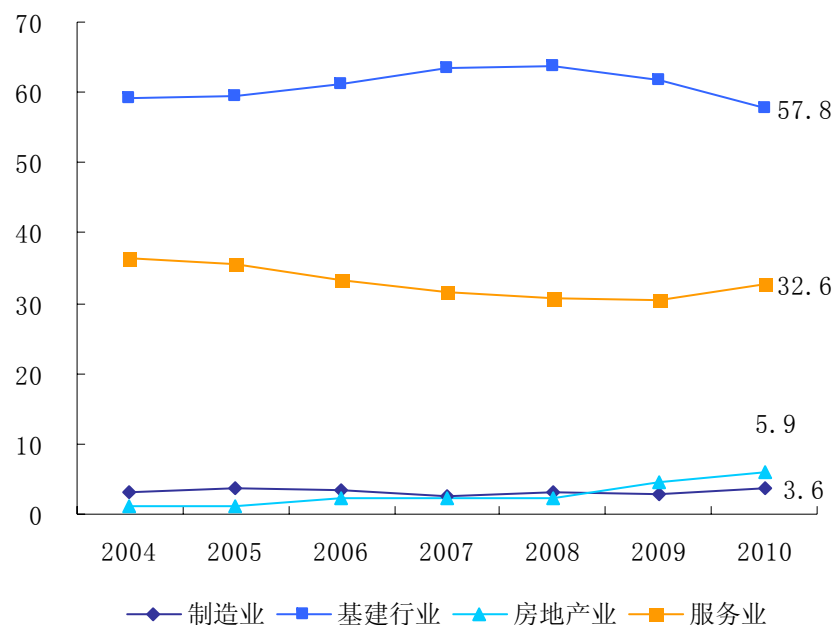
投资增速与投资来源增速对比



3.2.1 基建投资资金来源的三大特征

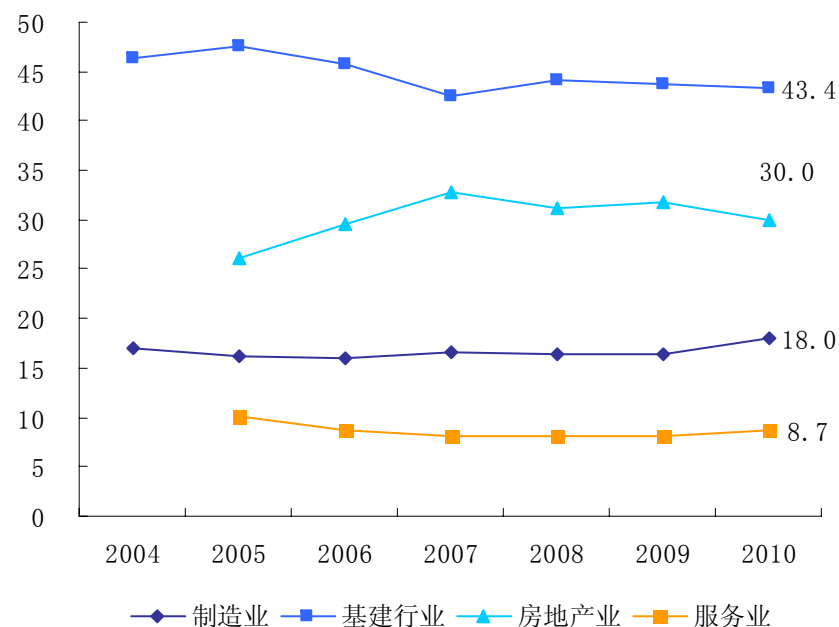
- (1) 从资金的各项来源分布看，基建投资资金在国家预算内资金和国内贷款中占比最高
- 2010年，基建投资吸收了投资资金中57.8%的国家预算内资金和43.4%的国内贷款

国家预算内资金结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

国内贷款结构分布

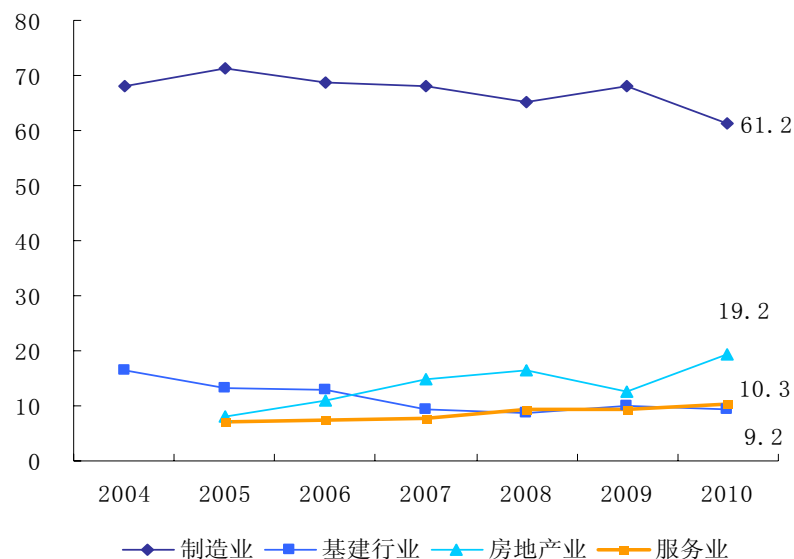


资料来源：CEIC，申万研究

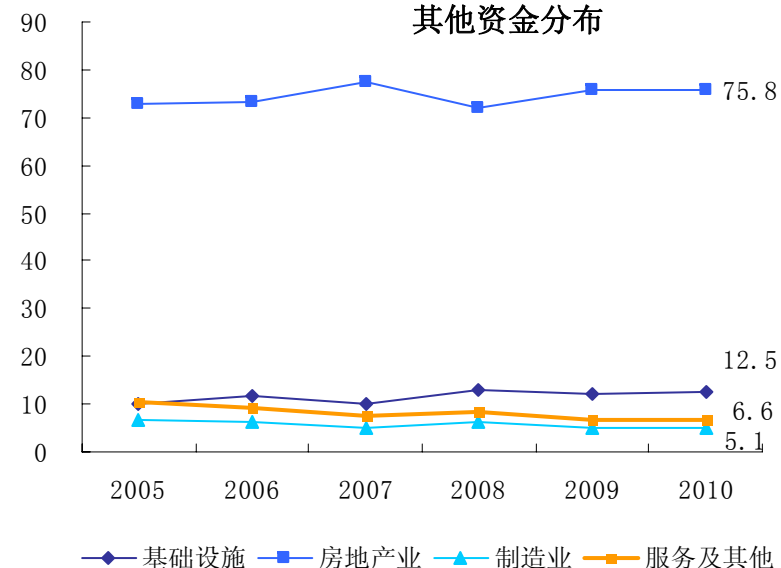
3.2.1 基建投资资金来源的三大特征

- 而制造业吸收了投资资金中61.2%外资和39.2%的自筹部分
- 房地产在其他资金中占比较最高

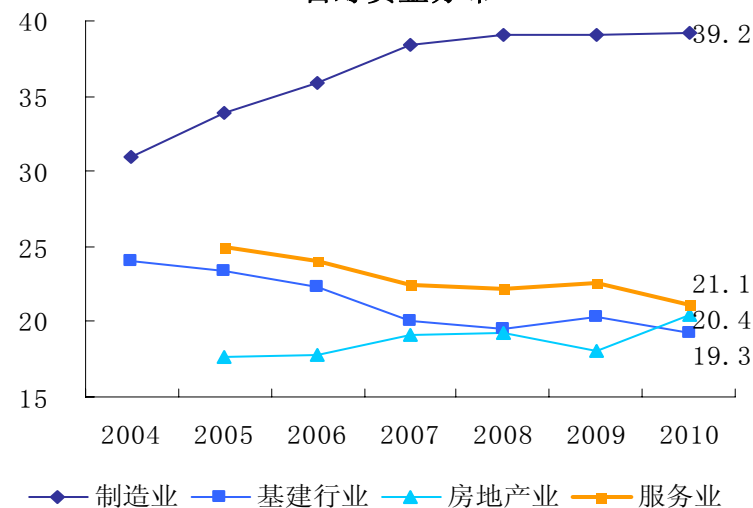
自筹资金结构分布



其他资金分布



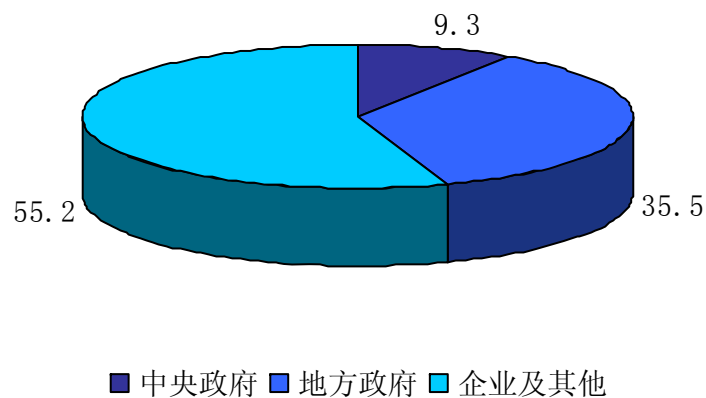
自筹资金分布



3.2.1 基建投资资金来源的三大特征

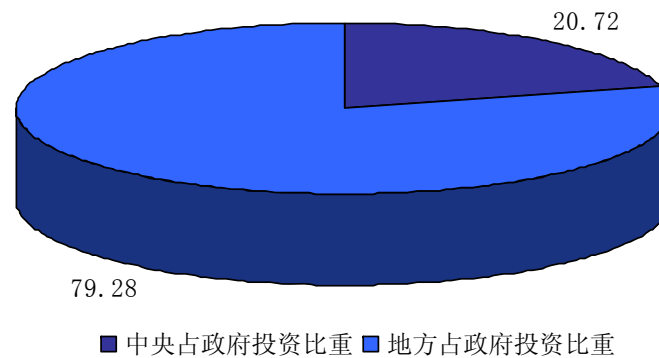
- (2) 全社会投资资金来源中，中央政府出资占比最小，企业及其他出资最多

2009年固定资产投资的投资主体分布



资料来源：统计局，申万研究

政府投资中，地方政府占主导



资料来源：统计局，申万研究

3.2.1 基建投资资金来源的三大特征

■ （2）基建投资中，地方政府投资最多

2009年细分行业的投资主体分布

行业	中央政府	地方政府	企业及其他
房地产业	1.8	26.1	72.1
制造业	5.4	19.7	74.8
基础设施	17.60	61.76	20.64
电力燃气水的生产供应业	24.0	52.2	23.8
交通运输、仓储和邮政业	26.2	55.9	17.9
水利、环境和公共设施管理业	2.6	77.2	20.2
服务业及其他	12.51	43.58	43.91
信息传输、计算机服务和软件	49.0	35.4	15.6
采矿业	34.0	24.6	41.4
金融业	30.1	44.4	25.5
科研技术服务和地质勘查业	21.5	42.5	36.0
建筑业	12.2	39.3	48.5
文化、体育和娱乐业	7.1	54.9	38.0
教育	6.7	72.1	21.2
卫生、社会保障和社会福利业	5.7	70.7	23.5
公共管理和社会组织	2.5	69.8	27.7
住宿和餐饮业	2.3	18.1	79.6
批发和零售业	1.4	19.7	78.8
农、林、牧、渔业	1.1	52.6	46.3
租赁和商务服务业	0.8	38.7	60.5
居民服务和其他服务业	0.5	27.3	72.2

2009年基础设施的投资主体分布

行业	中央政府	地方政府	企业及其他
基础设施	17.60	61.76	20.64
电力燃气水的生产供应业	24.0	52.2	23.8
电力、热力的生产和供应业	28.6	49.2	22.1
燃气生产和供应业	15.4	40.8	43.8
水的生产和供应业	1.1	73.9	25.0
交通运输、仓储和邮政业	26.2	55.9	17.9
铁路运输业	93.3	4.9	1.8
道路运输业	2.0	83.7	14.2
城市公共交通业	0.7	91.3	8.0
水上运输业	18.9	44.7	36.4
航空运输业	34.9	41.1	24.0
管道运输业	20.4	50.9	28.7
装卸搬运和其他运输服务业	1.0	25.9	73.1
仓储业	19.8	25.7	54.4
邮政业	31.9	30.8	37.3
水利、环境和公共设施管理业	2.6	77.2	20.2
水利管理业	1.9	85.6	12.5
环境管理业	1.6	72.5	25.9
公共设施管理业	2.8	76.3	20.9

资料来源：统计局，申万研究

资料来源：统计局，申万研究

3.2.1 基建投资资金来源的三大特征

- (3) 从基建的资金来源结构看，占比最大的是自筹资金

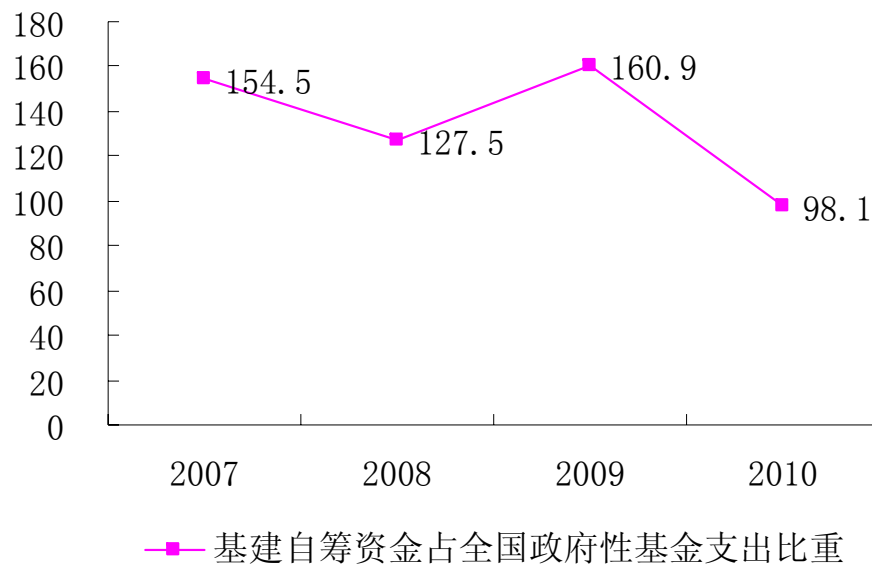
2010年细分行业的资金来源结构分布

中国2010年城镇各行业投资资金来源分布	国家预算	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金	求和
基础设施	10.9	29.9	0.7	50.0	8.5	100.0
水利、环境和公共设施管理业	14.2	19.5	0.4	55.8	10.1	100.0
交通运输、仓储和邮政业	12.5	37.6	0.6	41.2	8.1	100.0
电力、燃气及水的生产和供应业	6.0	32.6	1.0	52.9	7.4	100.0
房地产业	0.9	16.3	1.0	40.8	41.0	100.0
制造业	0.6	10.3	3.4	82.8	2.9	100.0
服务业及其他	9.2	7.6	0.9	75.9	6.3	100.0
公共管理和社会组织	23.4	5.4	0.1	61.6	9.5	100.0
教育	20.7	11.5	0.4	58.8	8.7	100.0
卫生、社会保障和社会福利业	19.8	9.2	0.4	63.3	7.2	100.0
建筑业	16.4	7.4	1.0	66.8	8.4	100.0
农、林、牧、渔业	14.5	5.1	0.7	68.8	10.9	100.0
科学研究、技术服务和地质勘查业	12.3	6.9	1.0	75.5	4.3	100.0
文化、体育和娱乐业	12.0	8.5	1.2	71.8	6.6	100.0
租赁和商务服务业	5.5	13.4	1.0	75.3	4.7	100.0
信息传输、计算机服务和软件业	4.1	3.2	1.2	89.5	2.1	100.0
居民服务和其他服务业	2.9	9.2	1.1	75.3	11.5	100.0
地质勘查业	2.9	2.2	1.2	89.0	4.8	100.0
金融业	1.7	5.1	0.1	90.7	2.4	100.0
采矿业	0.9	10.3	0.9	84.0	3.9	100.0
批发和零售业	0.8	7.9	1.8	84.7	4.8	100.0
住宿和餐饮业	0.7	9.3	2.1	82.7	5.2	100.0

3.2.2 卖地收入下降，基建没钱？

- 基建的自筹资金包括中央各部门、各级地方和企、事业单位的自筹资金

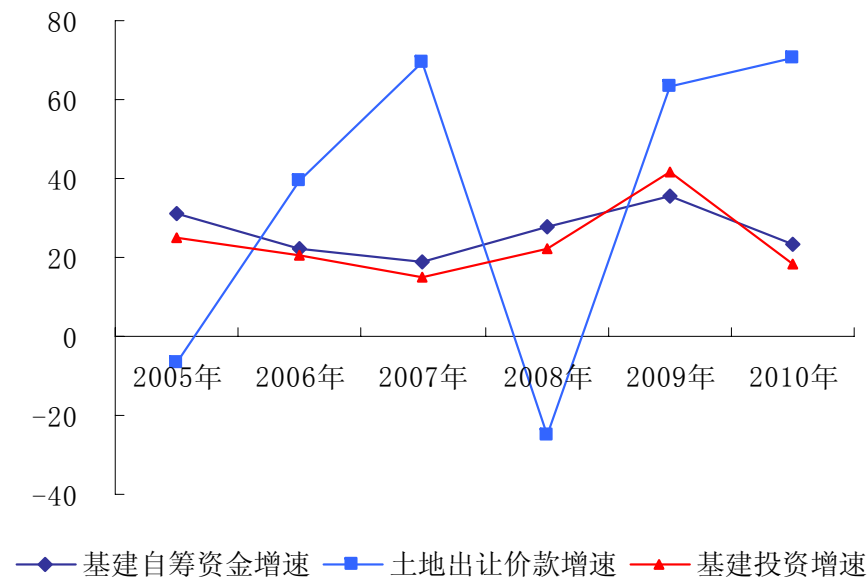
基建自筹资金与政府性基金支出的数量关系



资料来源：CEIC，申万研究



基建自筹资金并不仅仅取决于卖地收入



资料来源：CEIC，申万研究

3.2.2 卖地收入下降，基建没钱？

各不同统计范围的地方政府的财政收入

- 国有资产处置收支、地方政府债务收支等均未纳入预算管理

分类C	分类B	地方政府收入来源	分类A
综合财政收入	总财政收入	政府性基金收入	预算内收入
		一般预算收入	
		税收收入	
		非税收入	
		专项收入	
		行政事业收费	
		罚没收入	
		国有资本经营预算收入	
		国有资产有偿使用收入	
		其他	
		中央转移支付和税收返还	
		国债转贷收入	
		国债转贷资金上年结余	
		上年结余收入	
		调入预算稳定调节基金	
		调入资金	
		财政部代理发行地方债券	
未计入部分	制度外收入	非税收入中未纳入预算部分	
		擅自设立收费项目，超标准、跨环节的行政事业性收费，违规通过经营 或处置费经营性国有资产获取收入，制度外使用预算内资金	
		有资产处置收入、地方政府债务收入等	

资料来源：申万研究

3.2.2 卖地收入下降，基建没钱？

- 纳入预算管理的非税收入仅仅是很小的一部分。
- “山东、广东、江苏非税收入都在2000亿元左右，但他们纳入一般预算的非税收入却只有300亿元左右”——湖南省非税收入征收管理局局长易继元

湖南计入一般预算收入的非税收入仅是全部非税收入的很小一部分

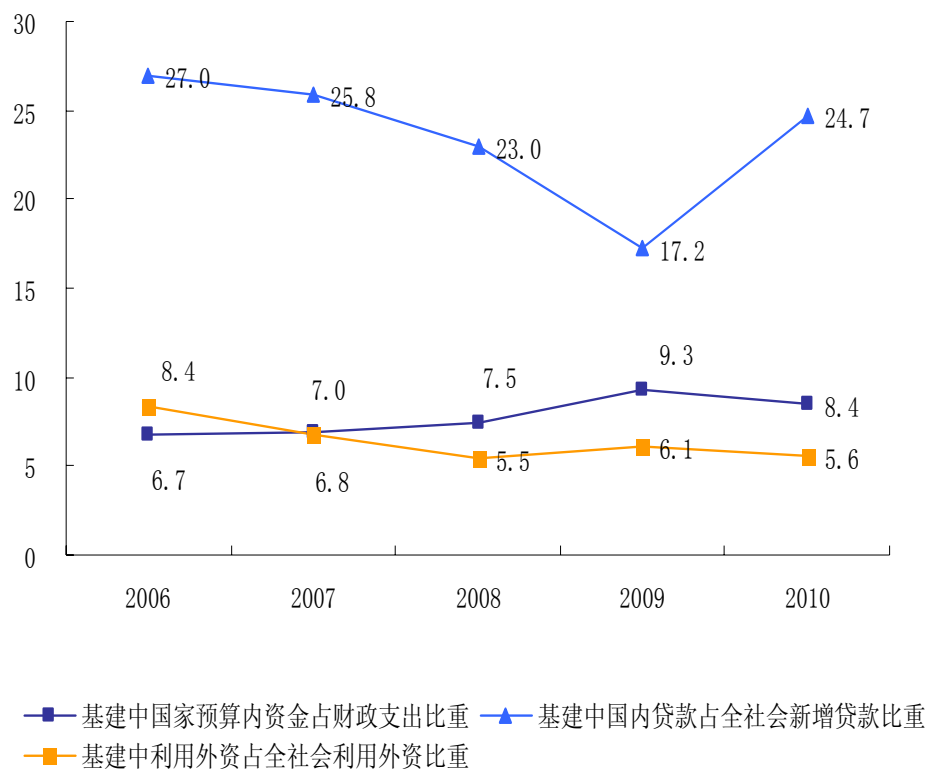
2005年		2006年		2007年		2008年		2009年		2010年	
财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据	财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据	财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据	财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据	财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据	财 政 部 决 算 数 据	省 财 政 厅 公 布 数 据
127.4	381	155.2	444	195.9	616	236	739	279.34	650	350.85	989.3
33.40%		34.95%		31.80%		31.90%		42.98%		35.46%	

资料来源：湖南统计局，申万研究

3.2.2 卖地收入下降，基建没钱？

- 今年基建投资资金中，预计财政对基建的支持力度会比去年要高；随着地产调控的持续，贷款对房地产的分配下降，对制造业和基建的分配预计上升

基建资金来源与其他指标的关系



资料来源：统计局，申万研究

房地产吸收了30%多的投资资金

各行业资金来源占全国资金来源的比重	2010	2009	2008	2007	2006	2005
房地产业	30.4	29.7	28.0	31.3	28.9	28.0
制造业	28.7	27.9	29.7	28.1	26.7	25.9
基础设施	23.8	24.9	24.3	23.5	26.0	26.8
交通运输、仓储和邮政业	9.9	10.5	10.0	9.4	10.7	10.4
水利、环境和公共设施管理业	8.4	8.2	7.5	7.0	7.2	7.5
电力、燃气及水的生产和供应业	5.5	6.3	6.8	7.0	8.1	8.9
服务业及其他	17.1	17.5	18.0	17.1	18.3	19.3
采矿业	3.6	3.8	4.4	4.1	4.2	4.2
批发和零售业	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9
公共管理和社会组织	1.8	1.9	2.1	2.1	2.6	3.0
农、林、牧、渔业	1.5	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0
教育	1.4	1.5	1.5	1.7	2.1	2.5
住宿和餐饮业	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
文化、体育和娱乐业	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
租赁和商务服务业	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
信息传输、计算机服务和软件业	0.9	1.1	1.4	1.4	1.7	1.9
建筑业	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
卫生、社会保障和社会福利业	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
科学研究、技术服务和地质勘查业	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
居民服务和其他服务业	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
金融业	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
四大类投资资金来源合计	100	100	100	100	100	100

3.2.2 卖地收入下降，基建没钱？

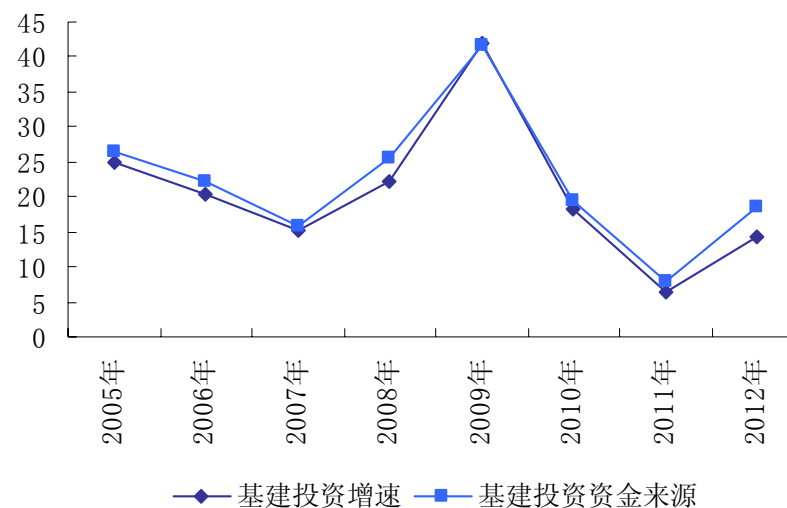
- 假定自筹资金增速和其他资金增速均为2005-2010年间的最低水平，则今年基建投资增速预计为18.4%，比去年明显回升，可支撑14.3%的基建投资增速

2012年基建投资资金来源预测

2011年基建投资资金来源		2012年全国指标预测		2012年基建投资资金来源		增速
国家预算内资金	7625.1	财政支出	124724.9	国家预算内资金	9354.4	22.7
国内贷款	15709.5	国内贷款	80000.0	国内贷款	18400.0	17.1
利用外资	377.0	利用外资	7912.0	利用外资	395.6	4.9
自筹资金	39945.5			自筹资金	47415.3	18.7
其他资金	6689.6			其他资金	7753.2	15.9
总计	70346.7			总计	83318.5	18.4

资料来源：统计局，申万研究

基建投资增速与基建投资资金来源增速一致



资料来源：统计局，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

孟祥娟：经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

孟祥娟

mengxj@swsresearch.com