

2012 年 4 月 12 日

# 投资结构分化 关注基建

## ——四大类投资的影响因素及其预测

### 相关研究

从减法到加法-2012 年春季宏观  
报告  
2012-03-22

卖地收入与地方政府的财政收入  
-财政专题系列报告之五  
2012-02-09

从政府预算报告看财政收入与  
支出结构-财政专题系列报告之  
四  
2011-12-23

财政存款与国库账户的关系梳  
理-财政专题系列报告之三  
2011-08-23

财政存款变动影响储备货币和  
M2-财政专题系列报告之二  
2011-08-05

下半年财政支出加速 资金状况  
有望改善-财政专题系列报告  
之一  
2011-05-29

### 证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

[mengxi@swsresearch.com](mailto:mengxi@swsresearch.com)

### 联系人

陈果

(8621)23297818-7336

[chenguo@swsresearch.com](mailto:chenguo@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 结论或者投资建议：

● 2012 年投资增速预计为 21.5%，结构呈现明显分化，和去年相比，增速唯一提升的是基建投资。工业企业利润增速领先制造业投资 1 年，去年的利润增速的回落，将决定今年制造业投资回落，预计回落至 26.6%；房地产投资短期受信贷和房地产销售影响明显，预计今年房地产投资增速回落至 15%；财政政策力度强于去年，以及在在建建项目的施工和今年计划的新开工项目可以带动今年基建投资增速提升至 14.3%；服务业及其他投资中，由于既有市场化程度较高的批发零售业和住宿餐饮业等，也有国家主导的教育、医疗、社会保障等行业，前者投资增速预计比去年下降，而后者有望提升，综合考虑服务业及其他投资增速与去年持平。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。

### 原因及逻辑：

- 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。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

- 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，而去年未开工的加上今年计划开工的项目，今年的基建投资增速预计反弹至 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，还有大量未计入预算的非税收入，将能够支撑今年的基建投资。

# 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1、四大类投资的影响因素.....              | 5  |
| 1.1 影响四大类投资的充分条件 .....         | 6  |
| 1.1.1 上年利润决定当年制造业投资 .....      | 7  |
| 1.1.2 信贷和地产销售领先地产投资 .....      | 8  |
| 1.1.3 财政政策决定基建投资 .....         | 10 |
| 1.1.4 服务业及其他投资的驱动要素要具体分析 ..... | 11 |
| 1.2 投资与库存的关系.....              | 12 |
| 1.3 资金是决定投资的必要条件.....          | 15 |
| 1.4 关注重点产品产量与投资的关系.....        | 17 |
| 2、2012 年四大类投资增速预测 .....        | 19 |
| 2.1 制造业投资增速小幅回落 .....          | 19 |
| 2.2 房地产投资增速大幅回落 .....          | 20 |
| 2.3 基础设施投资增速小幅提升 .....         | 20 |
| 2.4 服务业及其他投资增速基本稳定 .....       | 23 |
| 3、2012 年资金来源情况预测 .....         | 24 |
| 3.1 今年资金可支撑的投资增速平均为 21% .....  | 24 |
| 3.2 基建投资资金来源预测.....            | 26 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 投资对GDP的贡献最大.....             | 5  |
| 图 2: GDP增速与投资增速保持同步.....          | 5  |
| 图 3: 投资分析的逻辑框架图.....              | 5  |
| 图 4: 四大类投资增速.....                 | 6  |
| 图 5: 四大类投资占比.....                 | 6  |
| 图 6: 出口增速与制造业投资增速存在背离.....        | 7  |
| 图 7: 下游需求与制造业投资增速存在背离.....        | 7  |
| 图 8: 企业利润增速领先制造业投资增速 1 年.....     | 8  |
| 图 9: 利润与经济走势密切相关.....             | 8  |
| 图 10: 战后婴儿潮带来美国房地产的第一波繁荣.....     | 8  |
| 图 11: 英国 25-34 岁人口增速与房地产价格指数..... | 8  |
| 图 12: 美国新增城镇人口增速与新建住宅销售增速.....    | 9  |
| 图 13: 日本新增城镇人口增速与房屋新开工增速.....     | 9  |
| 图 14: 中国新增城镇人口与商品房新开工面积增速.....    | 9  |
| 图 15: 人民币贷款领先房地产销售.....           | 10 |
| 图 16: 房地产销售领先房地产投资.....           | 10 |
| 图 17: 财政支出与国家预算内资金增速基本一致.....     | 11 |
| 图 18: 国家预算内资金增速与基建投资累计增速基本一致..... | 11 |
| 图 19: 服务业及其他投资与制造业、基建投资的对比.....   | 12 |
| 图 20: 服务业及其他行业的投资增速.....          | 12 |
| 图 21: 两种库存指标比较.....               | 13 |
| 图 22: 库存周期 .....                  | 13 |
| 图 23: 库存周期中, 投资与库存的关系.....        | 14 |
| 图 24: 制造业投资与库存顺周期.....            | 15 |
| 图 25: 房地产投资与库存顺周期.....            | 15 |
| 图 26: 基础设施投资与库存逆周期.....           | 15 |
| 图 27: 服务业投资与库存不存在单一关系.....        | 15 |
| 图 28: 贷款基准利率与投资逆周期.....           | 16 |
| 图 29: 两种市场利率均出现回落.....            | 16 |
| 图 30: 票据贴现利率与投资增速.....            | 16 |
| 图 31: 不同统计指标下的投资资金状况.....         | 17 |
| 图 32: 中长期贷款与投资关系更为密切.....         | 17 |
| 图 33: 企业中长期贷款占比的变化能反映投资走势.....    | 17 |
| 图 34: 混凝土机械的产量增速与投资增速基本一致.....    | 18 |
| 图 35: 挖掘机产量增速与投资关系不大.....         | 18 |
| 图 36: 发电量增速与投资增速基本一致.....         | 18 |
| 图 37: 水泥产量增速与投资基本一致.....          | 18 |
| 图 38: 粗钢和钢材产量增速与投资增速基本一致.....     | 19 |
| 图 39: 砖瓦产量增速与投资关系不大.....          | 19 |
| 图 40: 去年利润决定今年制造业投资增速回落.....      | 19 |
| 图 41: 库存周期影响下, 预计制造业投资增速先下后上..... | 19 |
| 图 42: 上半年以消化库存为主.....             | 20 |

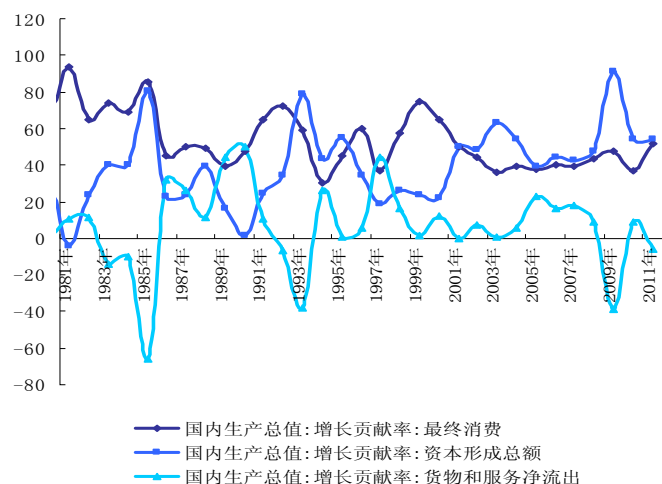
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 43: 房地产投资前高后稳.....           | 20 |
| 图 44: 国家预算内资金与财政支出.....        | 22 |
| 图 45: 2012 年四大类投资增速预测.....     | 23 |
| 图 46: 2011 年投资资金来源结构分布.....    | 24 |
| 图 47: 投资资金结构与其他指标的关系.....      | 24 |
| 图 48: 财政收入与GDP名义增速密切相关.....    | 25 |
| 图 49: 财政支出与财政收入密切相关.....       | 25 |
| 图 50: 投资资金中的自筹资金与其他资金增速.....   | 25 |
| 图 51: 固定资产投资与投资资金来源增速密切相关..... | 26 |
| 图 52: 国家预算内资金结构分布.....         | 27 |
| 图 53: 国内贷款结构分布.....            | 27 |
| 图 54: 自筹资金结构分布.....            | 27 |
| 图 55: 利用外资结构分布.....            | 27 |
| 图 56: 其他资金结构分布.....            | 28 |
| 图 57: 2009 年固定资产投资的投资主体分布..... | 28 |
| 图 58: 政府投资中, 地方政府占主导.....      | 28 |
| 图 59: 基建自筹资金占全国政府性基金支出比重.....  | 31 |
| 图 60: 基建自筹资金与卖地收入走势并不一致.....   | 31 |
| 图 61: 基建资金来源与其他指标的关系.....      | 32 |
| 图 62: 基建投资增速与基建投资资金来源增速一致..... | 34 |

## 表格目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1: 2009 年各行业不同企业类型投资占比 .....          | 11 |
| 表 2: 2009-2012 年财政赤字情况 (单位: 亿元) .....   | 21 |
| 表 3: 2012 年中央预算内投资安排 (单位: 亿元) .....     | 21 |
| 表 4: 2012 年主要基建项目计划投资额 .....            | 21 |
| 表 5: 2012 年部分省份基建安排 (单位: 亿元) .....      | 22 |
| 表 6: 2009 年各行业不同企业类型投资占比 .....          | 23 |
| 表 7: 2012 年固定资产投资资金来源预测 (单位: 亿元) .....  | 26 |
| 表 8: 2009 年细分行业的投资主体分布 .....            | 29 |
| 表 9: 2009 年基础设施的投资主体分布 .....            | 29 |
| 表 10: 2010 年细分行业的资金来源结构分布 .....         | 30 |
| 表 11: 各不同统计范围的地方政府的财政收入.....            | 31 |
| 表 12: 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部分..... | 32 |
| 表 13: 房地产吸收了 30%多的投资资金 .....            | 33 |
| 表 14: 2012 年基建投资资金来源预测 .....            | 33 |

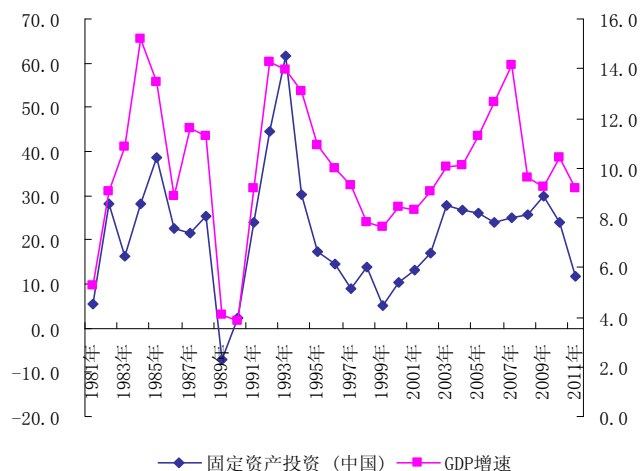
投资对中国经济的重要作用从两方面可以体现：第一，从2002年开始，投资对GDP的贡献率居三大需求之首；第二，从90年代至今，除了2008和2009年危机时期外，GDP的波动与投资的波动走势一致。

图1：投资对GDP的贡献最大



资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：GDP增速与投资增速保持同步



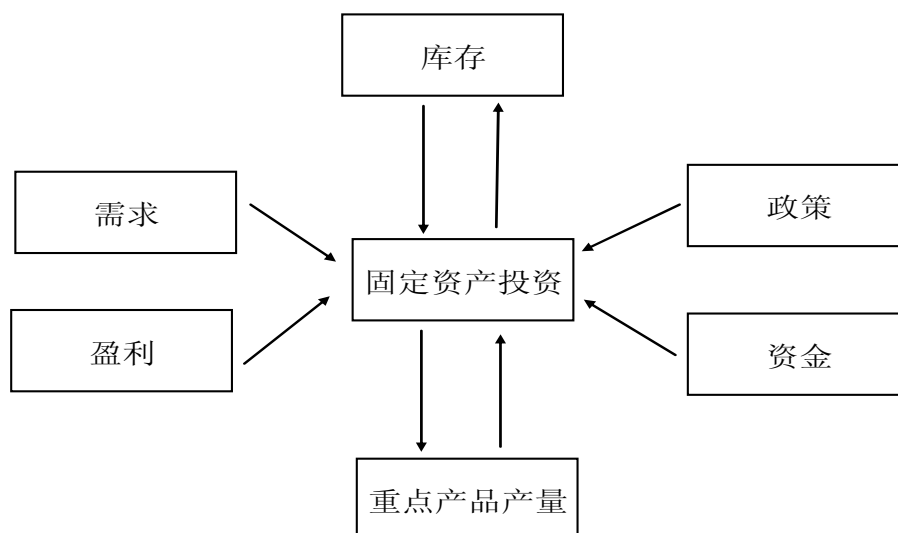
资料来源：Bloomberg，申万研究

正是由于投资在经济中的重要作用，本篇报告将重点讨论投资的影响因素并对2012投资做出预测，此外就市场担心在资金问题做了相关研究。

## 1、四大类投资的影响因素

本文将重点从需求、盈利、政策、资金和库存的角度分析影响投资的因素，并分析了投资与主要产品产量的关系，可通过观察产品产量预测投资。

图3：投资分析的逻辑框架图



资料来源：申万研究

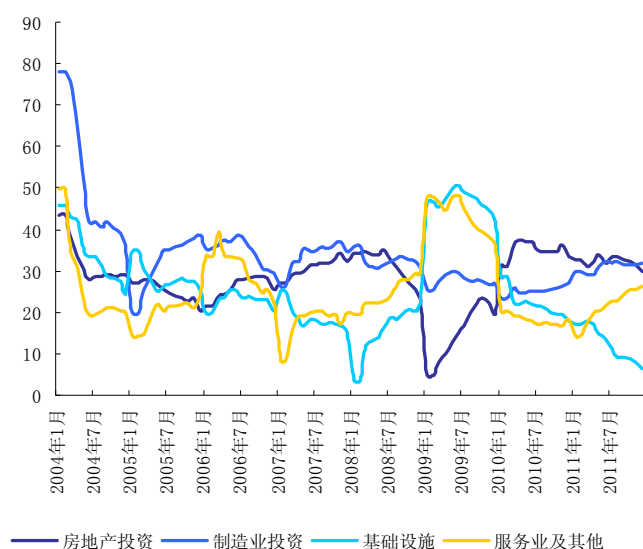
一般将固定资产投资分为四大类，分别是制造业投资、基础设施投资、房地产投资和服务业及其他。

值得说明的有两点，第一，根据人民银行对基础设施投资的论述，基础设施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及水利、环境和公共设施管理业。服务业及其他投资等于总投资扣减制造业投资、基础设施投资和房地产投资。

第二，此处的房地产投资指的是固定资产投资中的房地产业投资，而不是房地产开发投资，二者最大的不同是房地产开发投资包括土地购置费。从增速上看，房地产业投资增速略高于房地产开发投资增速。

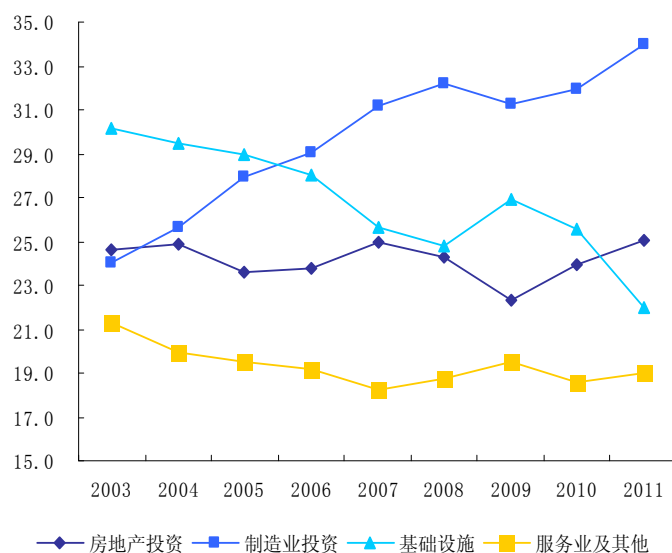
2011年制造业投资、基础设施投资、房地产投资和服务业及其他占总投资的比重分别为34%、22%、25.1%和19%。2003-2011年期间，制造业投资占比不断提升，基础设施投资占比呈下降走势，而房地产投资和服务业及其他投资占比基本稳定。

图 4：四大类投资增速



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：四大类投资占比



资料来源：Bloomberg，申万研究

## 1.1 影响四大类投资的充分条件

根据分析，影响制造业投资增速最关键的因素是上年的利润，而影响房地产投资的中长期因素是人口结构和人口迁移，而短期主要看信贷和房地产销售情况；决定基础设施投资建设的主要是财政政策，与基建最直接的指标是投资资金来源中的国家预算内资金情况；服务业及其他投资，从行业上看，既包括市场化程度比较高批发零售业、住宿餐饮业等，也包括国家干预程度相对较高的教育、医疗和社会保障等行业，因此不同时期影响因素有所不同，要具体分析。



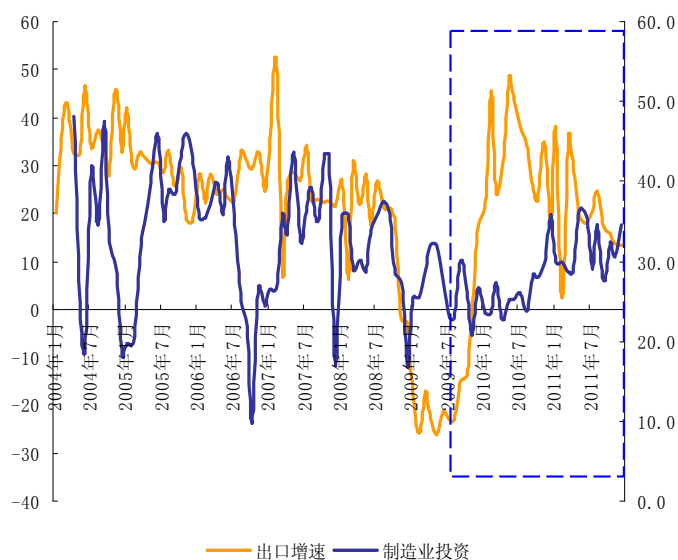
## 1.1.1 上年利润决定当年制造业投资

从影响制造业投资的因素看,相比于下游需求和出口,上一年的利润才是决定投资的决定因素。

将房地产、汽车和家电的销售数据表征下游需求的变动,2004年至2008年6月之前,下游需求的变动和制造业投资的变动方向基本一致,但是从2008年6月开始至2011年12月,下游需求的变动与制造业投资方向出现背离。可能的原因是:下游需求的变动虽然能够影响企业盈利,但是企业可以通过转嫁,在下游需求下降的时候,提高利润水平,企业仍然会加大投资。

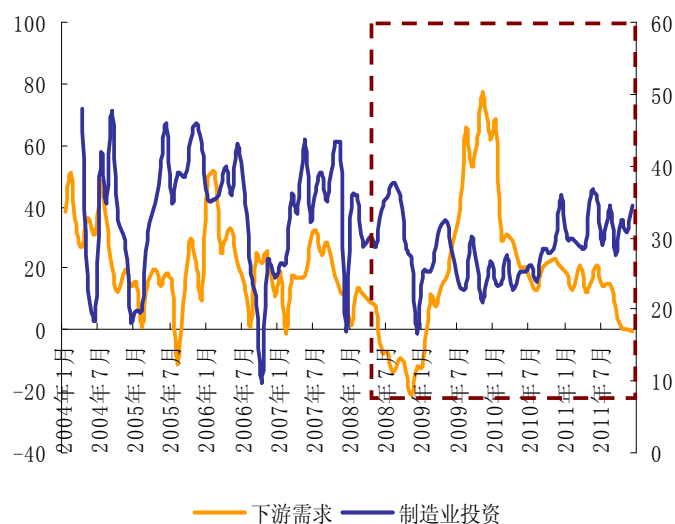
同时决定制造业投资增速的也不是出口。从数据看,出口对制造业投资的解释力度相对较弱,尤其是在次贷危机之后,二者出现了明显的背离。可能的原因是,随着出口增速的整体回落,很多制造企业从外需转向内需。

图 6: 出口增速与制造业投资增速存在背离



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 下游需求与制造业投资增速存在背离

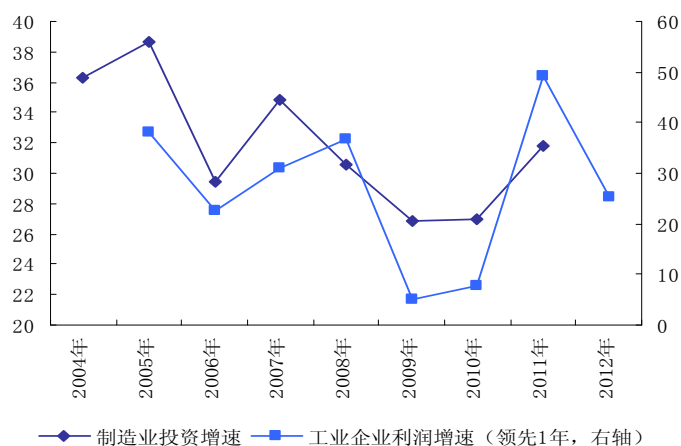


资料来源: Bloomberg, 申万研究

决定制造业投资增速的是上一年的利润增长情况,除了2008年次贷危机影响我国经济,导致当年投资大幅回落之外,其余年份领先1年的利润增速与当年投资增速方向完全匹配。而决定利润的最关键的指标是经济走势。由此可以看出,企业往往是根据当年的经济 and 利润走势,决定下年的投资情况,相对而言缺乏前瞻性。

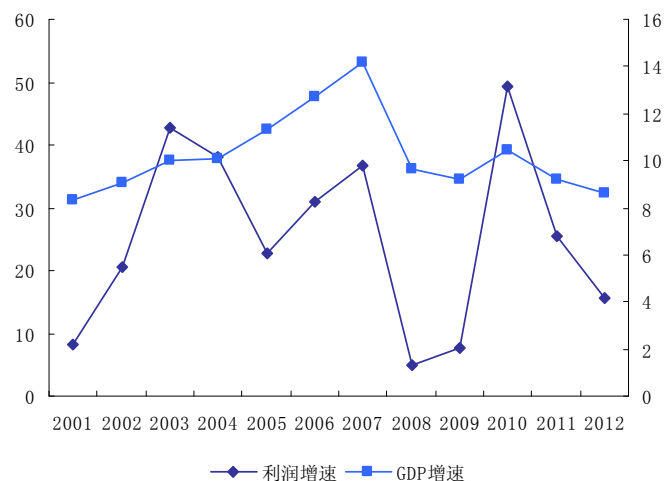


图 8：企业利润增速领先制造业投资增速 1 年



资料来源：CEIC，申万研究

图 9：利润与经济走势密切相关



资料来源：CEIC，申万研究

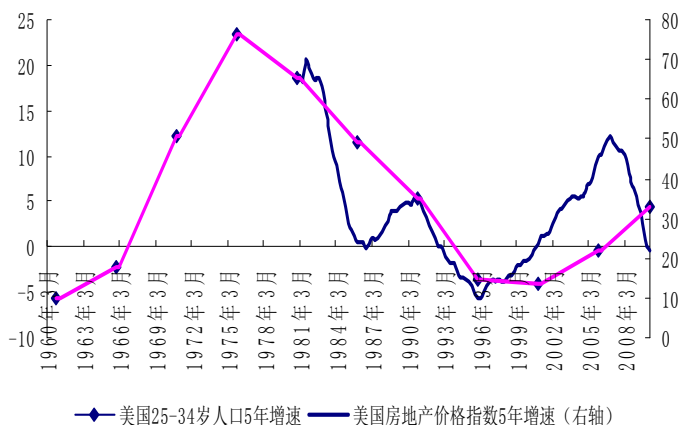
### 1.1.2 信贷和地产销售领先地产投资

从中长期看，人口结构和城镇化进程是决定房地产投资的主要因素。

25-35 岁是美国人成家、购买第一套房子以及申请贷款的集中时间，我们采用联合国的数据，计算 25-34 岁人口的 5 年增速，将其与房地产价格指数进行比较研究，发现人口增速可以是房地产大周期的主要推动力量，战后婴儿潮人口长大成人后，推动了美国房地产在 1967-1972 年间的第一波繁荣。

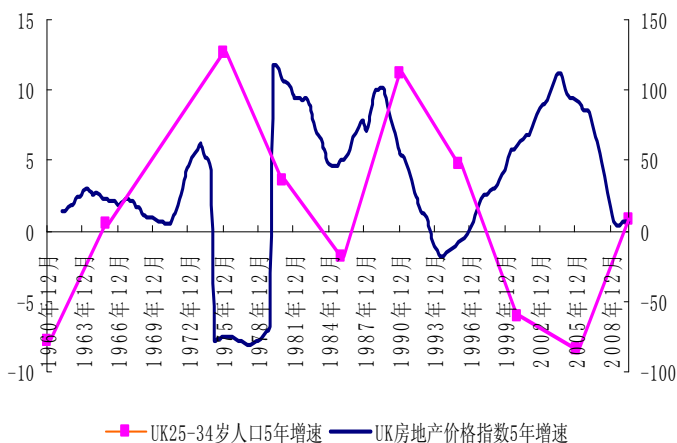
此外，英国和日本的住宅价格 5 年增速与 25-34 岁人口的 5 年增速的走势也比较类似。

图 10：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

图 11：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

除了存量人口的结构对房地产影响较大外，人口的迁移、流动也会对房地产市场产生影响，在中国最典型的人口流动是城镇化运动。

美国、日本和中国的数据均显示，新增城镇人口增速与房地产密切相关。

图 12：美国新增城镇人口增速与新建住宅销售增速

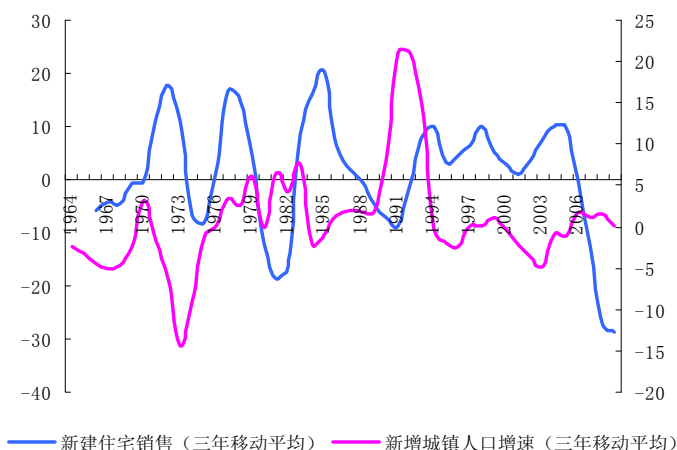
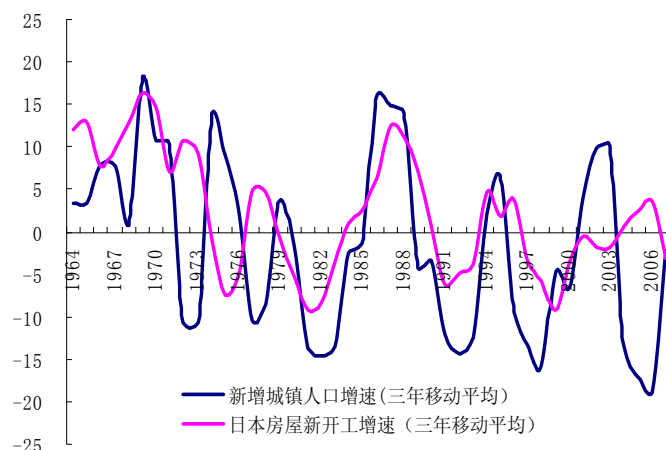


图 13：日本新增城镇人口增速与房屋新开工增速



资料来源：CEIC，申万研究

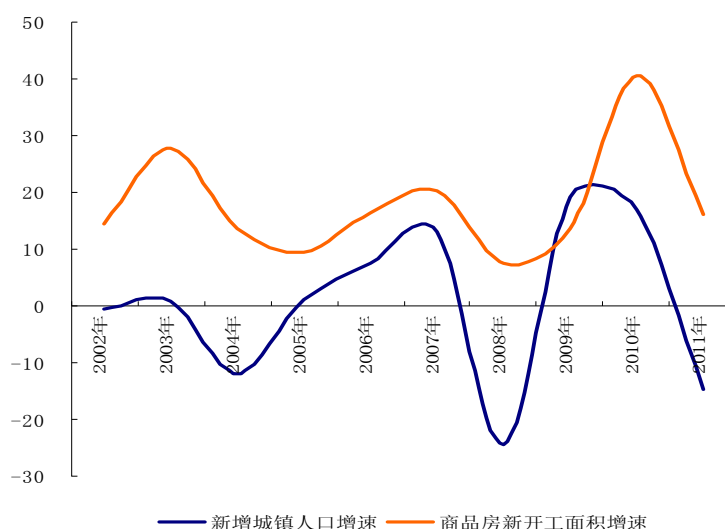
资料来源：CEIC，申万研究

很多投资者认为中国的房地产完全是政策市，但是从数据看，新增城镇人口增速与商品房新开工面积增速走势一致，这说明，这几年中国房地产市场的快速发展背后是有城镇化的加速支撑的。

2011年中国的城镇化率为51.27%，明显低于发展中国家该有的水平。根据国际经验，城市化率将沿着S曲线提高，一旦城市化率超过30%，城市化率将进入加速上升阶段，我国目前正处于这一阶段。

城镇化的加速必然伴随着大量的农村人口向城市的转移，提升住房需求，数据表明新增城镇人口增速与房地产新开工面积增速密切相关。城镇化加速的过程中，房地产市场仍有非常大的发展空间，虽然短期受到宏观调控的影响而有所波动。

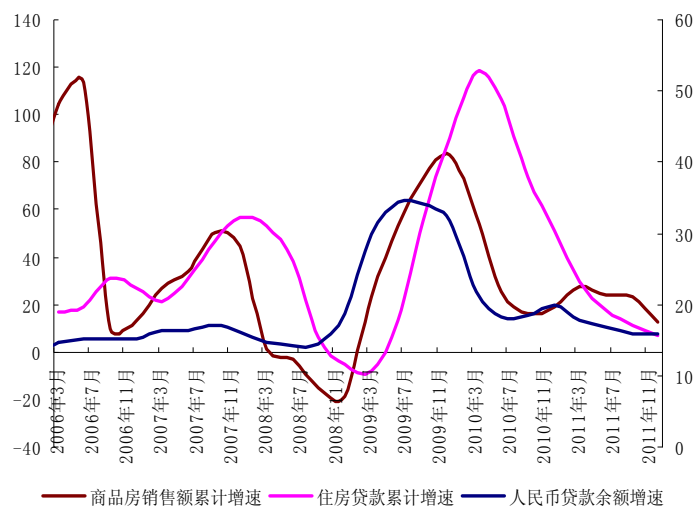
图 14：中国新增城镇人口与商品房新开工面积增速



资料来源：CEIC，申万研究

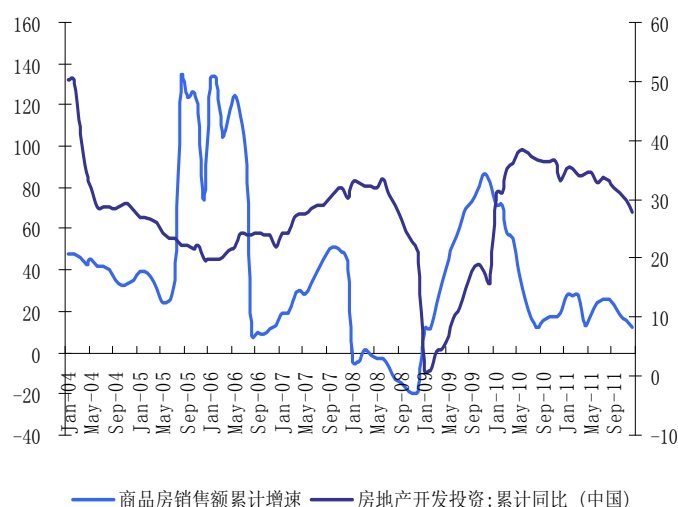
短期内，信贷条件领先房地产销售，而房地产销售又领先房地产投资。  
信贷条件的变化取决于政策基调。

图 15: 人民币贷款领先房地产销售



资料来源: CEIC, 申万研究

图 16: 房地产销售领先房地产投资



资料来源: CEIC, 申万研究

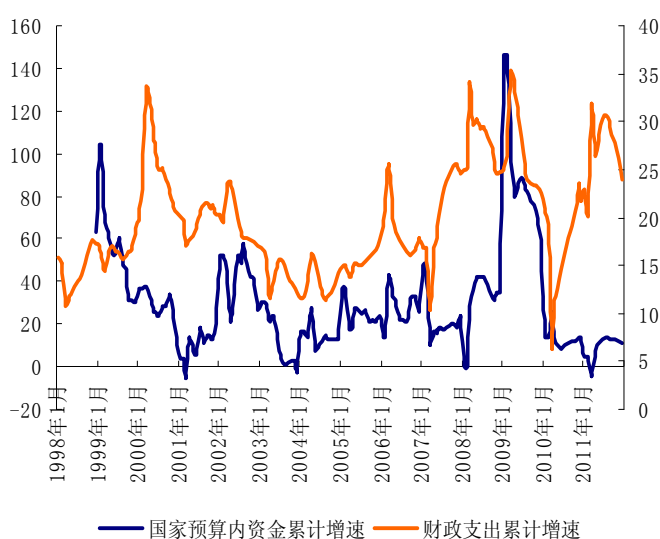
### 1.1.3 财政政策决定基建投资

基础设施投资情况主要取决于财政政策，财政政策属于逆周期操作，在经济繁荣阶段，财政政策维持偏紧基调，基础设施投资表现相对偏弱，在经济衰退阶段，国家实施积极的财政政策，基础设施投资大幅增长，以稳定经济走势。

从数据看，国家预算内资金累计增速和财政支出累计增速走势基本一致，显示财政拨款支持投资的资金，主要归入国家预算内资金，值得注意的是，自2010年以来，二者走势出现偏离，国家预算内资金增速保持稳中有降，而财政支出累计增速先升后降，造成偏离的主要原因是财政支出向民生领域倾斜，相应的投资性支出减少，可以说明此现象的是去年社会消费品零售总额与GDP支出法中最终消费走势的背离。

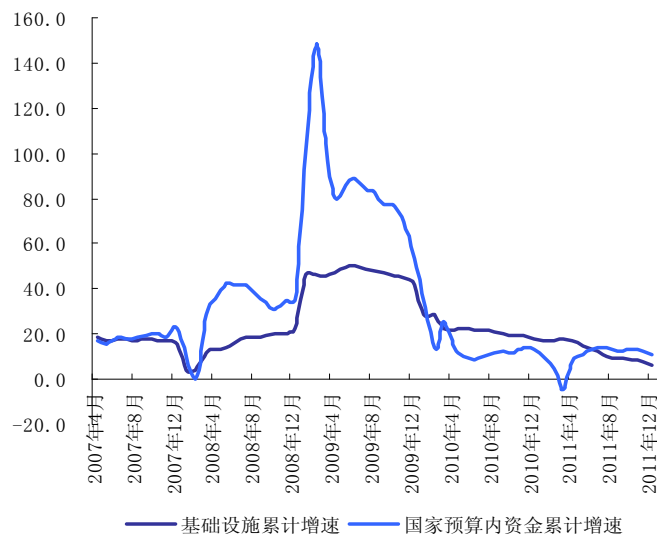
基础设施投资与国家预算内资金累计增速保持一致，因此基础设施投资的增长情况，既要看法政支出总量，又要看法政支出中运用到投资中的比例。

图 17: 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

图 18: 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 服务业及其他投资的驱动要素要具体分析

服务业及其他投资的驱动因素比较复杂,服务业中既有市场化程度比较高的批发零售业、住宿餐饮业、租赁和商务服务业等,也有受国家政策影响明显的教育、居民服务业和其他服务业,文化体育和娱乐业、公共管理和社会组织业等。

表 1: 2009 年各行业不同企业类型投资占比

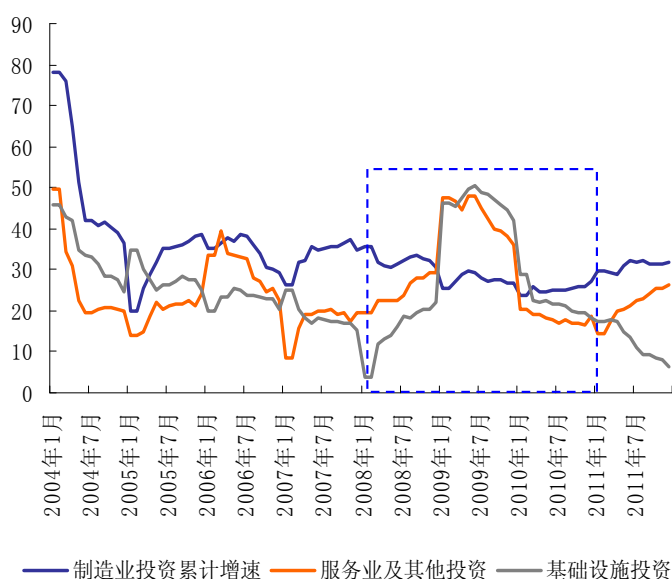
| 2009年各行业不同企业类型投资占比 | 国有及国有控股 | 外商投资 | 民间投资 |
|--------------------|---------|------|------|
| 房地产业               | 14.0    | 9.7  | 76.4 |
| 制造业                | 10.4    | 12.5 | 77.1 |
| 基础设施行业             | 75.5    | 2.4  | 22.1 |
| 交通运输、仓储和邮政业        | 83.2    | 1.7  | 15.1 |
| 水利环境和公共设施管理业       | 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

从数据看,在2004-2007年,以及2011年全年,服务业及其他投资增速与制造业投资增速走势一致,这两段时期都是经济增长尚可,国家并没有大规模启动基础设施投资的年份,这表明,在这样的年份,服务业及其他的投资受净资产收益率影响以及制造业投资所带动,会保持与制造业投资相同的走势。

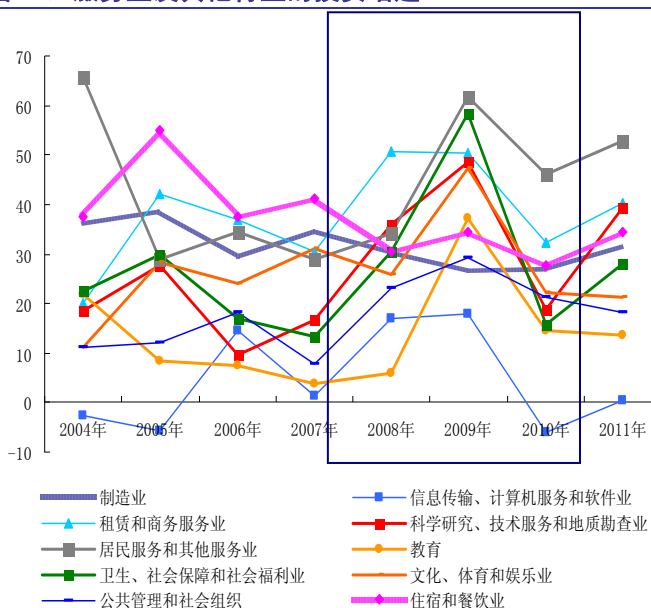
而在2008-2010年,服务业及其他投资与基础设施投资保持一致,主要的原因是在2008-2009年6月,为了挽救危机中的中国经济,国家启动大规模的救市计划,基础设施以及受国家政策影响明显的教育、居民服务业和其他服务业,文化体育和娱乐业、公共管理和社会组织等行业投资大规模增加;而在2009-2010年,随着经济的V型复苏,国家积极的财政和货币政策逐渐退出,基础设施以及受国家政策影响明显的行业投资均出现下行。

图 19: 服务业及其他投资与制造业、基建投资的对比



资料来源: CEIC, 申万研究

图 20: 服务业及其他行业的投资增速



资料来源: CEIC, 申万研究

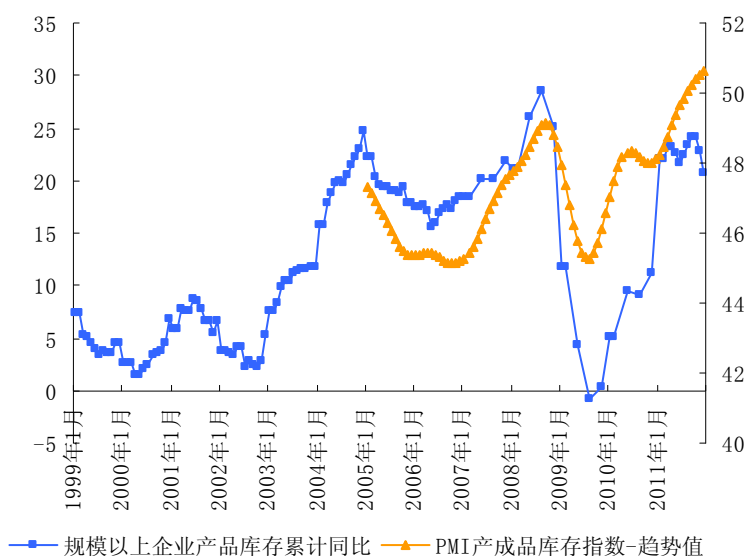
## 1.2 投资与库存的关系

能够表征库存的指标有: 制造业 PMI 中的原材料库存指数和产成品库存指数、规模以上工业企业的产品库存、GDP 支出法核算中的存货。

由于 GDP 支出法核算法中的存货, 每年公布一次, 因此不方便进行研究, 因此主要看前制造业 PMI 中的产成品库存指数和规模以上工业企业的产品库存数据。

由于 PMI 指数及产成品库存指数具有很强的季节性, 因此我们通过季度调整后进行比较, 从数据看, 产成品库存指数与规模以上工业企业的产品库存同比走势基本一致。

图 21：两种库存指标比较

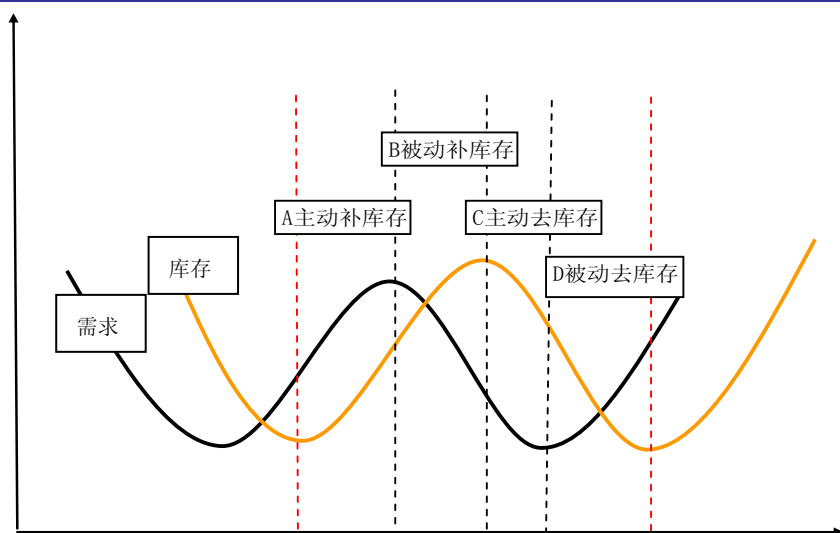


资料来源：CEIC，申万研究

根据需求的不同，库存的变化存在主动和被动的区别，所谓的被动去库存就是因为需求向好，企业虽然加大生产但仍赶不上需求，表现为现有库存的下降，主动去库存指的是在需求疲弱的背景下，企业生产意愿不足，以消化现有库存为主；主动补库存，指的是在需求好转初期，企业对未来经济乐观，主动加大生产，表现为库存的增加；而被动补库存，指的是在需求逐渐转弱的情况下，企业逐渐缩减生产的同时，库存还是增加的。

如果将库存的谷底到谷底作为一个周期，则完整的库存周期经历主动补库存-被动补库存-主动去库存-被动去库存阶段。

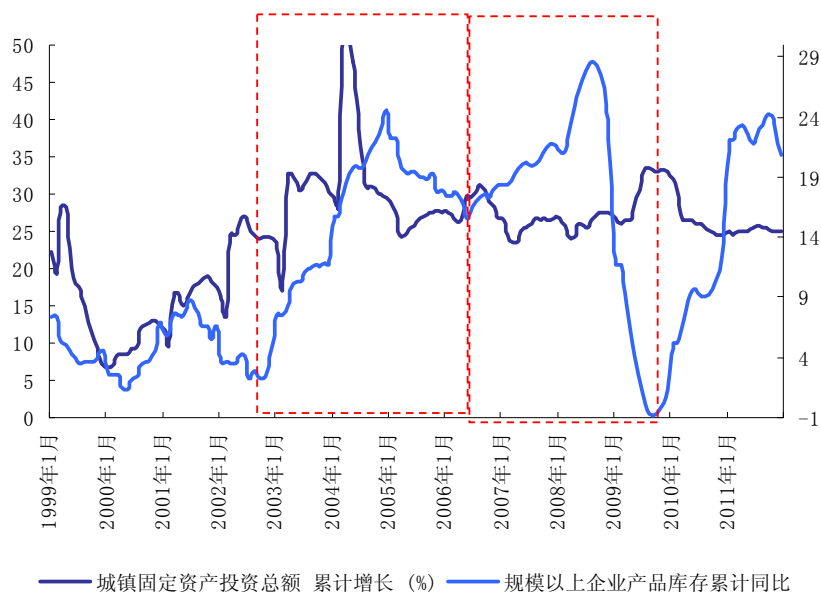
图 22：库存周期



资料来源：CEIC，申万研究

从投资和库存的关系看，在第一轮库存周期中，投资和库存呈现顺周期的特征，而在第二轮库存周期中，库存上升阶段，投资保持稳定，而库存下降阶段，投资上升。

图 23：库存周期中，投资与库存的关系



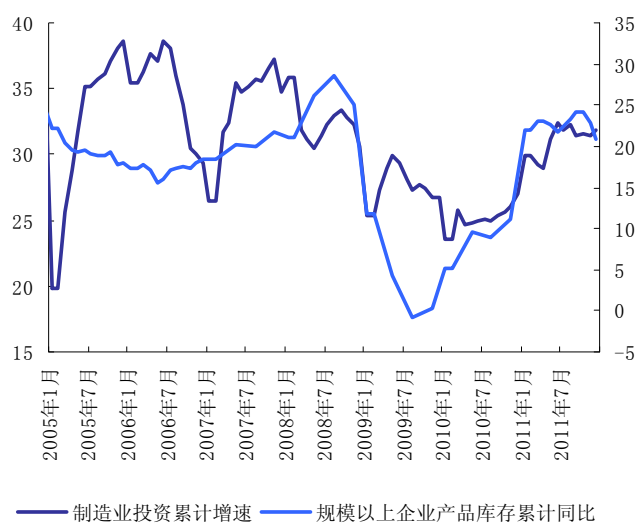
资料来源：CEIC，申万研究

从投资的四大分项目看，制造业投资和房地产投资与工业企业库存是顺周期，从逻辑上讲，房地产投资与工业产成品库存关系不大，主要是通过影响制造业投资，影响库存。基础设施投资与工业的产品库存是逆周期的，主要原因是当企业库存下降，工业企业投资下降后，政策的逆周期调控将会启动基础设施投资，拉动经济。

服务业投资与库存的关系比较复杂，服务业投资中包含生产性服务业，当制造业投资加速时，会带动生产性服务业投资加快，另一方面，当国家进行宏观调控，采用积极的财政时，会加大教育、医疗、文化等国家主导的服务业的投资。所以从数据上看，服务业及其他投资既有与制造业投资保持同步的时间段，也有与制造业投资保持反向的时间段。

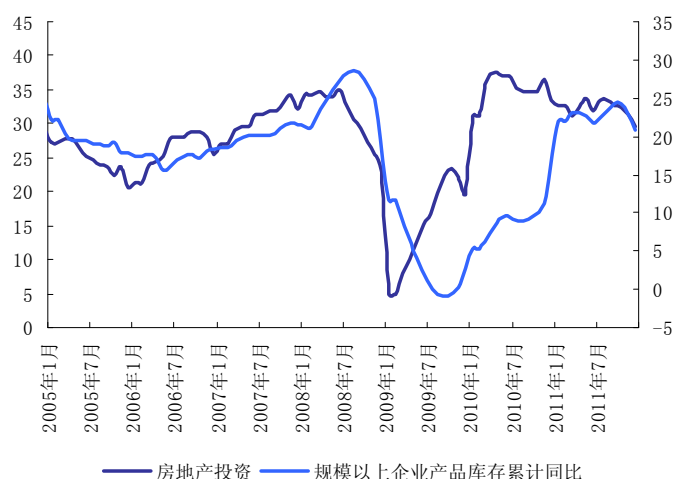


图 24：制造业投资与库存顺周期



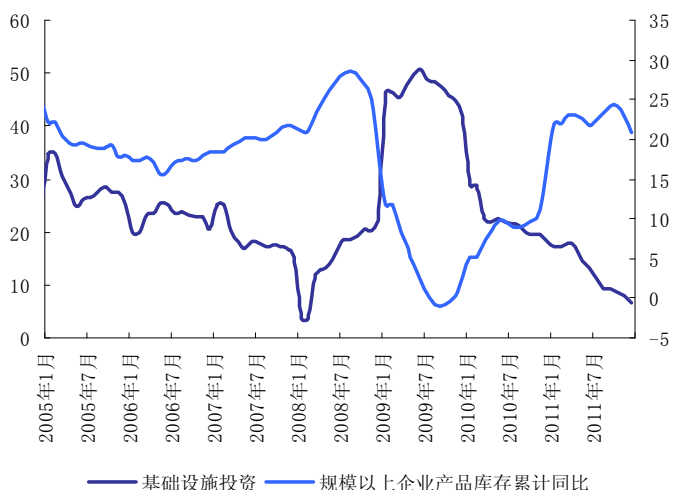
资料来源：CEIC，申万研究

图 25：房地产投资与库存顺周期



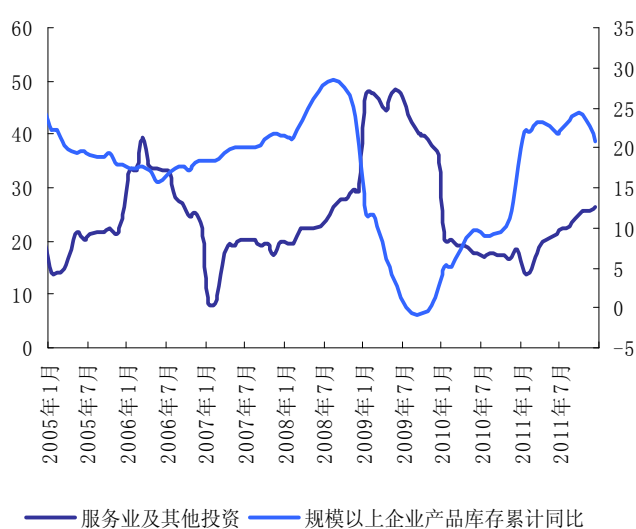
资料来源：CEIC，申万研究

图 26：基础设施投资与库存逆周期



资料来源：CEIC，申万研究

图 27：服务业投资与库存不存在单一关系



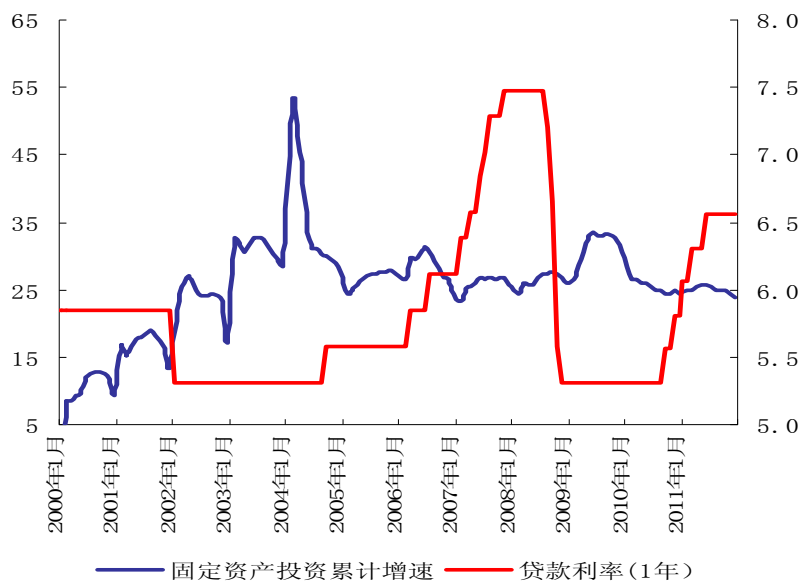
资料来源：CEIC，申万研究

### 1.3 资金是决定投资的必要条件

首先看表征资金状况的利率与投资的关系。

1 年期贷款利率作为全社会资金利率的基准，其走势并不代表全社会资金利率走势，更多的是代表了政策走向。从数据看，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。

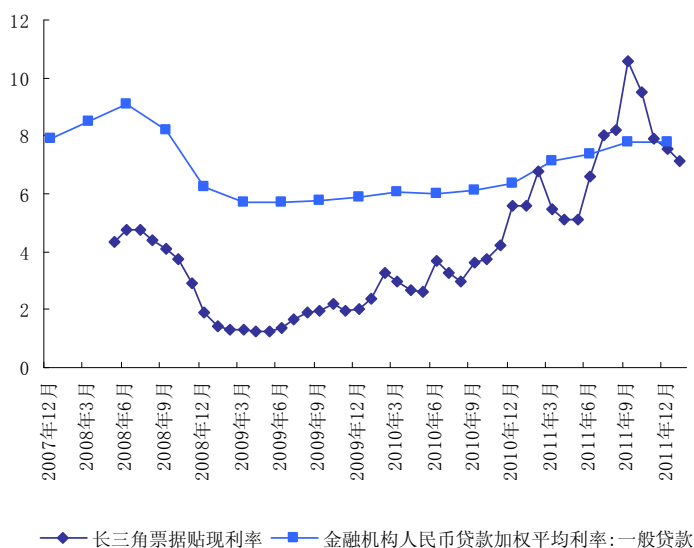
图 28：贷款基准利率与投资逆周期



资料来源：CEIC，申万研究

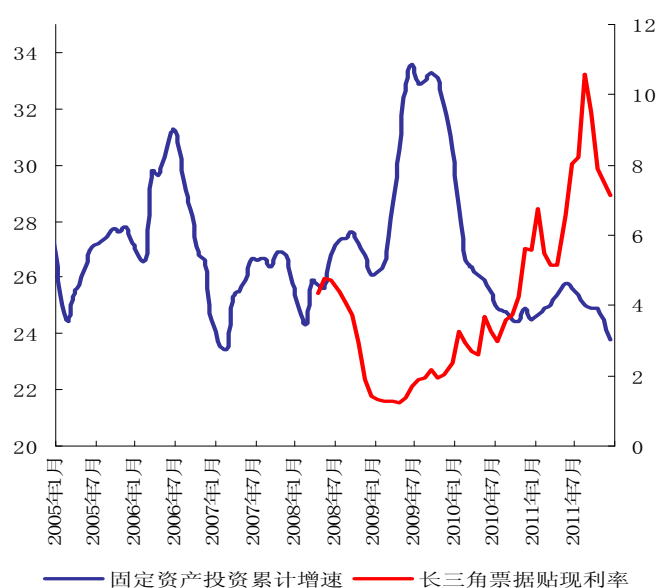
从更能代表市场利率的票据贴现利率和加权平均贷款利率看，二者走势基本一致。虽然数据时间较短，但数据显示市场利率与投资也存在逆周期特征，市场利率的走高表征资金偏紧，确实会打压投资。

图 29：两种市场利率均出现回落



资料来源：CEIC，申万研究

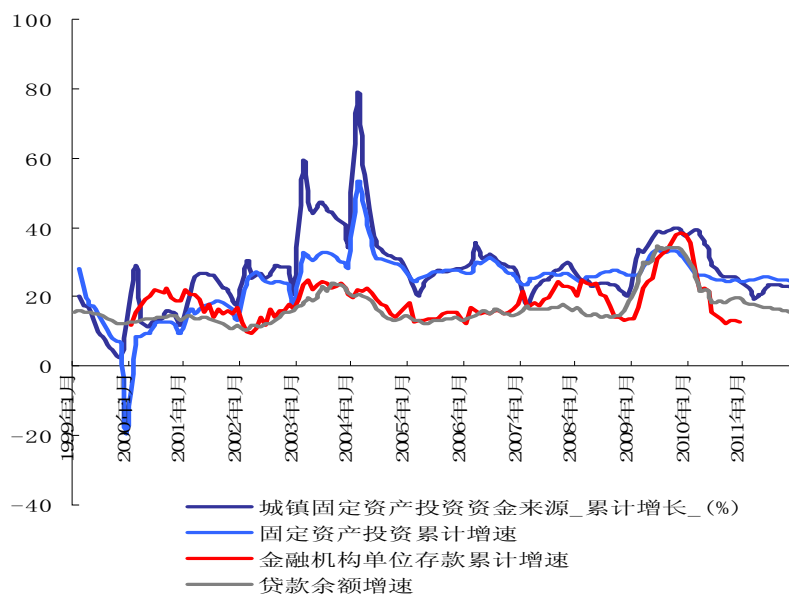
图 30：票据贴现利率与投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

其次，表征资金状况的其他指标，如投资资金来源、金融机构单位存款以及贷款余额中，与投资关系最密切的是投资资金。从逻辑关系上讲，贷款总量的变化，将直接影响企业单位存款，而这又影响投资资金。由于贷款占企业资金来源的比重逐渐降低，贷款余额对投资而言是必要条件。

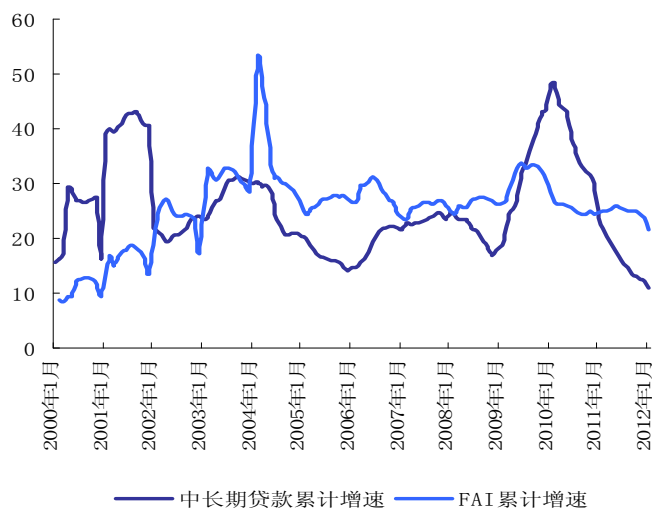
图 31：不同统计指标下的投资资金状况



资料来源：CEIC，申万研究

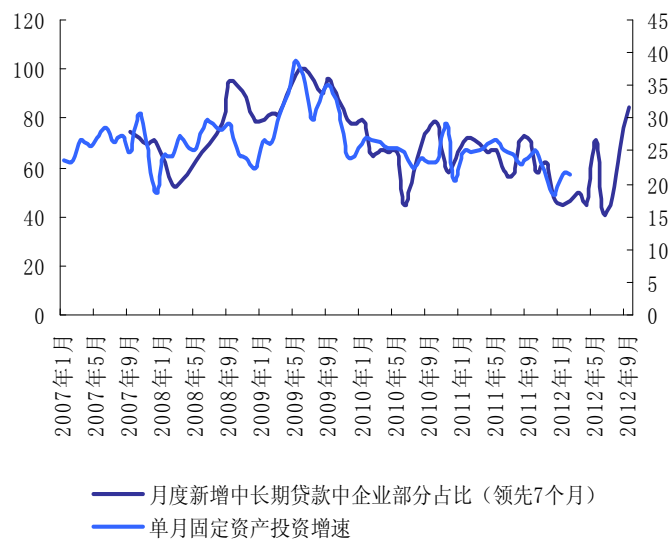
此外，由于中长期贷款主要是投向企业中长期项目，因此很多人根据中长期贷款的走势预测投资走势，但是数据看中长期贷款余额增速的拐点并不领先于投资的拐点，而与投资更为相关的是月度新增中长期贷款中企业部分的占比，领先投资增速7个月左右，由此推断3季度开始，投资会有所好转。

图 32：中长期贷款与投资关系更为密切



资料来源：CEIC，申万研究

图 33：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

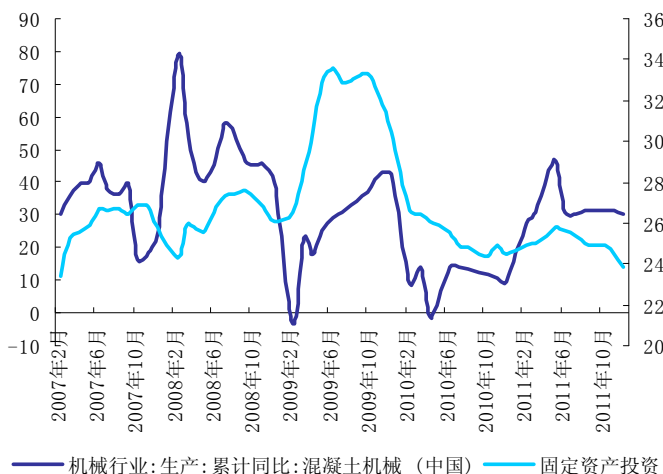
## 1.4 关注重点产品产量与投资的关系

日常预测投资时，很多人会根据投资过程中用到的相关产品的生产和销售情况进行跟踪，比如工程机械、水泥、粗钢、钢材、砖、瓦、发电量等。

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。

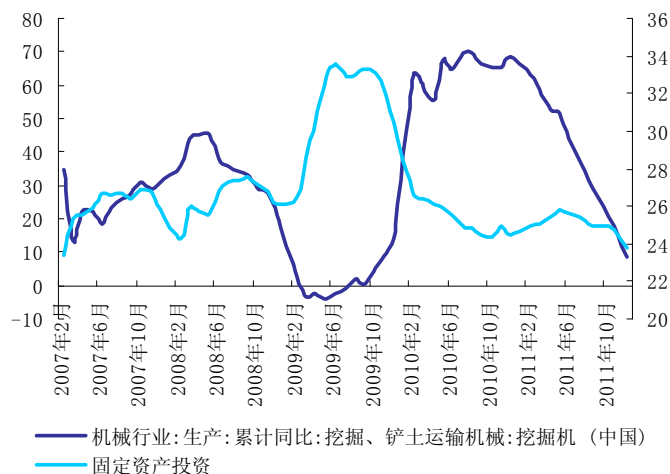
值得注意的是，在 2007-2008 年间，投资与水泥、粗钢、钢材产量增速有所背离，表现为投资稳中有升，而这些产品产量增速反而有所下行。2008-2009 年，投资稳中有升，而发电量增速呈现下行走势。

图 34：混凝土机械的产量增速与投资增速基本一致



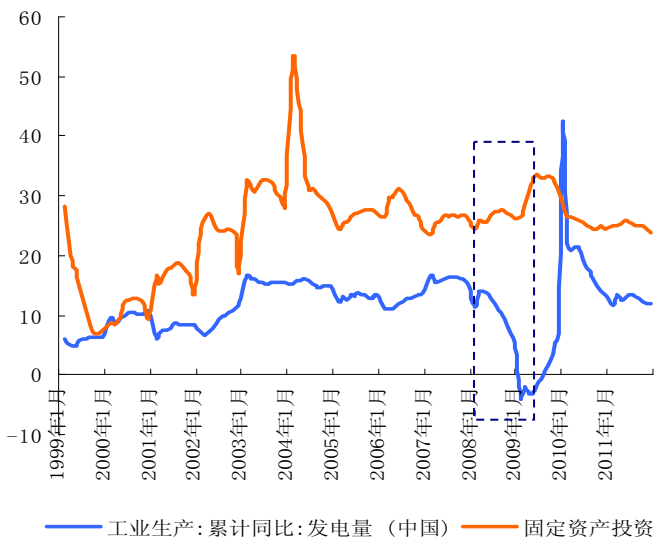
资料来源：CEIC，申万研究

图 35：挖掘机产量增速与投资关系不大



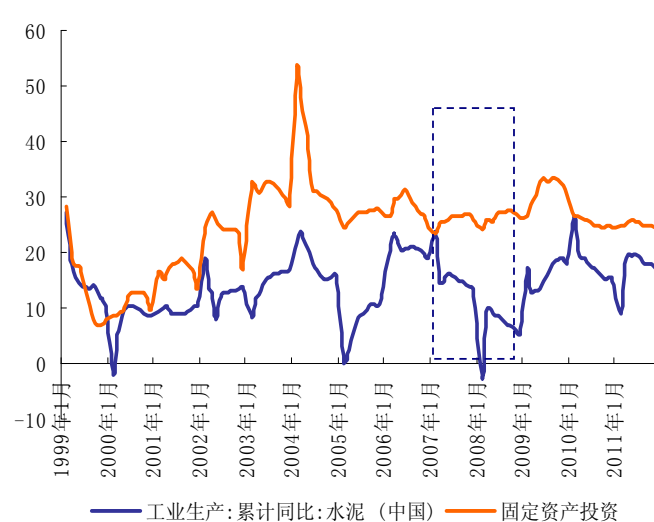
资料来源：CEIC，申万研究

图 36：发电量增速与投资增速基本一致



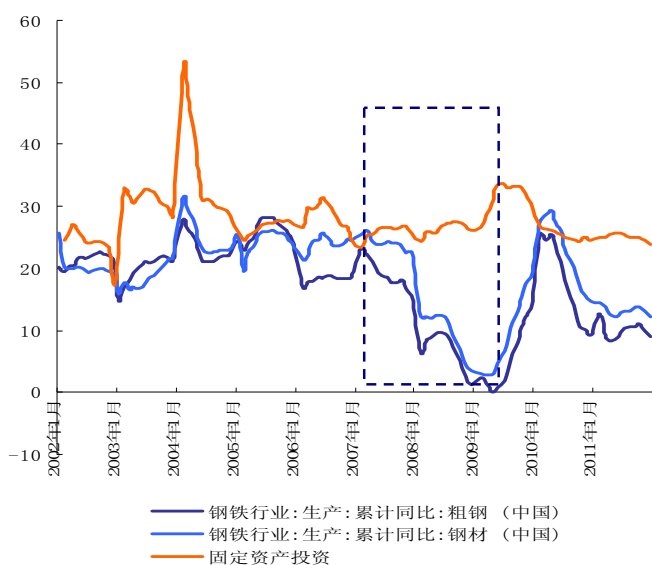
资料来源：CEIC，申万研究

图 37：水泥产量增速与投资基本一致



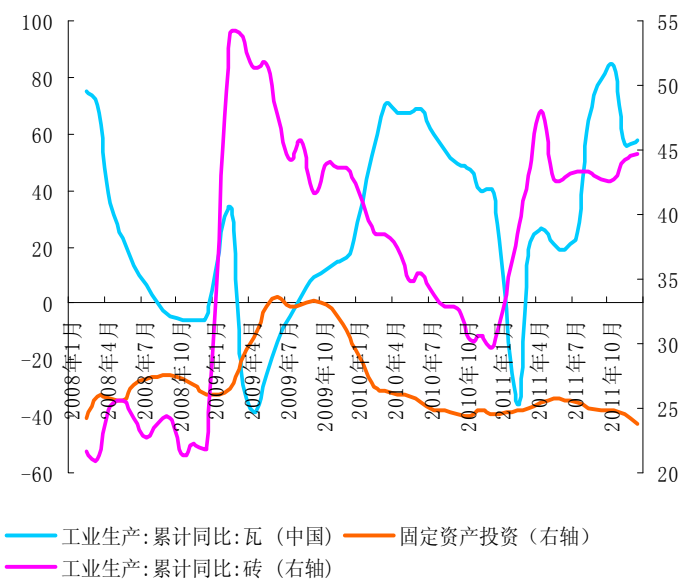
资料来源：CEIC，申万研究

图 38：粗钢和钢材产量增速与投资增速基本一致



资料来源：CEIC，申万研究

图 39：砖瓦产量增速与投资关系不大



资料来源：CEIC，申万研究

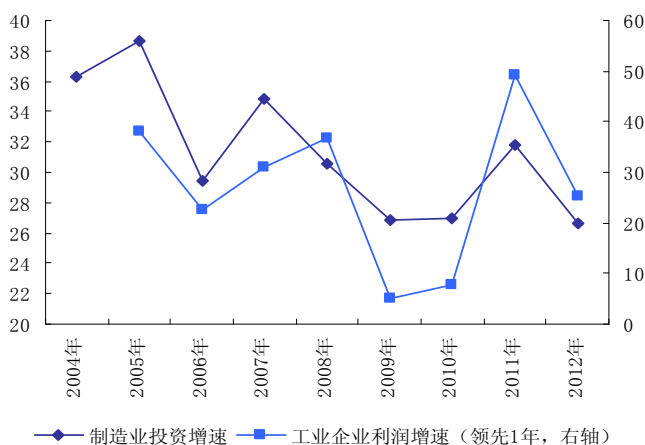
## 2、2012 年四大类投资增速预测

### 2.1 制造业投资增速小幅回落

2012 年制造业投资增速预计小幅回落。根据利润对制造业投资的领先关系，2011 年利润增速比 2010 年回落，这将导致 2012 年制造业投资增速将会回落，预计为 26.6%。

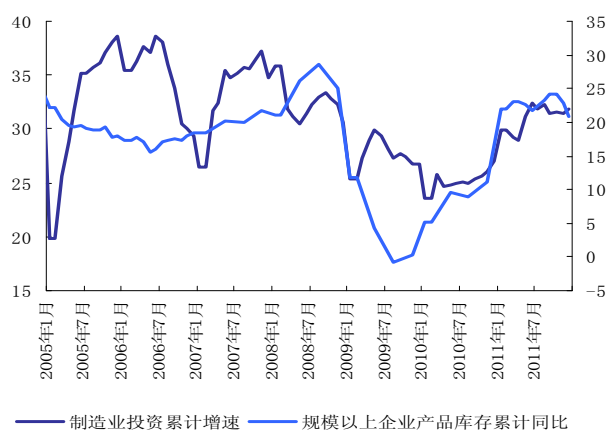
根据投资与库存的关系，从去年 11 月开始，经济进入主动去库存，因此年初开始制造业投资的下滑符合预期，预计还将继续下行，等到需求改善，去库存基本结束时，预计制造业投资会有所改善。

图 40：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

图 41：库存周期影响下，预计制造业投资增速先下后上

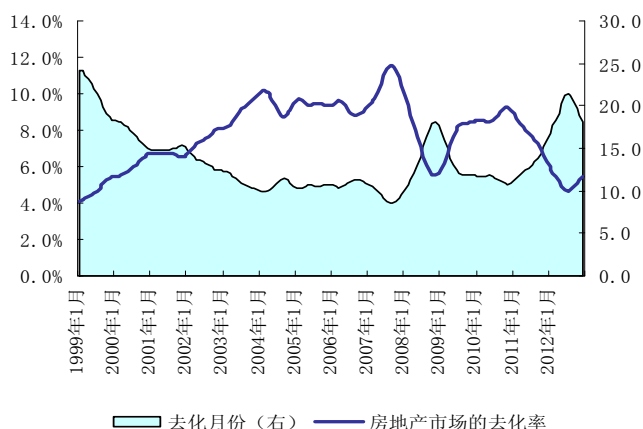


资料来源：CEIC，申万研究

## 2.2 房地产投资增速大幅回落

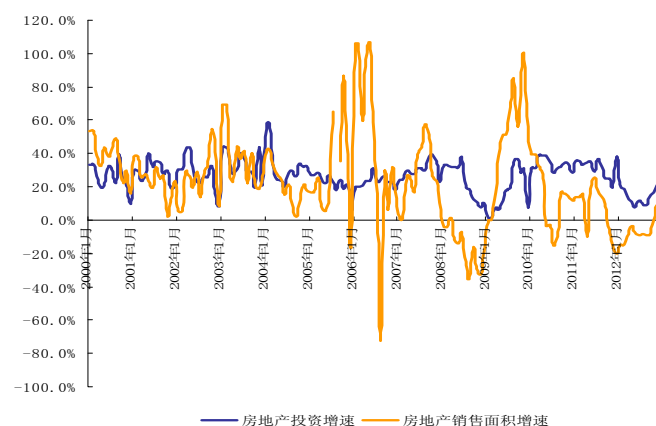
2012 年房地产市场调控将持续，即将召开的两会上，政府将重申坚持房地产调控的基调，虽然春节后，各主要城市出现环比回升，但是相比去年同期仍是为负增长，受房地产销售的影响，以及库存的积累，2012 年房地产投资将大幅回落，预计由 2011 年房地产开发投资增速由去年的 27.9% 回落至 11%，则房地产业投资预计回落至 15%。年度看呈现前高后稳，根据申万地产研究员的预测，2 季度将是房地产投资大幅下滑的时间，预计单季度投资增速将回落至个位数。

图 42：上半年以消化库存为主



资料来源：CEIC，申万研究

图 43：房地产投资前高后稳



资料来源：CEIC，申万研究

## 2.3 基础设施投资增速小幅提升

随着经济的下行和通胀的回落，政策重点将由 2011 年的控通胀转向稳增长。财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用，货币政策方面利率政策空间有限，更多地通过准备金下调来缓解资金紧张。政府再推类似四万亿的概率不大，更有可能通过十二五项目的大规模推开来对冲经济的惯性下滑。基础设施投资增速将有所提升，预计 2012 年为 14.3%。

今年财政力度预计将强于去年。虽然 2011 年财政赤字为 8500 亿元，但其中包括补充中央预算稳定调节基金的 2248 亿元和地方公共财政结转下年支出的 1356.9 亿元，而这两部分并未投入到当年的实体经济中，如果将此扣除，去年的财政赤字仅为 3689.7 亿元，而在今年通胀下行，经济下行的背景下，预计财政力度将强于去年。

表 2：2009-2012 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：申万研究

从中央预算内投资资金的安排看，今年新增 200 亿元，其中投向重大基础设施项目和保障性安居工程的资金增速分别为 6.7% 和 25%，而投向卫生教育等社会事业建设的资金增速为-22%，今年中央预算内投资对基建的支持力度强于去年。

表 3：2012 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：申万研究

今年并不需要为了保增长而额外推出新项目，只需将去年未完成的投资挪到今年来做，并按计划完成今年的投资项目，即可保证今年基建投资增速高于去年，如水利投资增速可达 39.45%，电源、电网投资增速分别为 16.2% 和 8.7%。

表 4：2012 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

全国的基建投资安排，很难自下而上将全部投资项目一一搜集全，从主要省份的政府工作报告中将基建投资安排整理如下，仅供投资者参考。



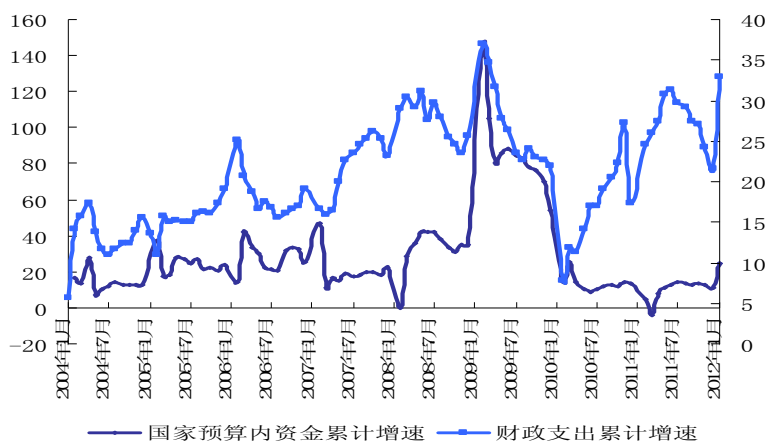
表 5：2012 年部分省份基建安排（单位：亿元）

| 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         |          |              |                                  |

资料来源：申万研究整理

1-2 月基建投资增速虽然继续下滑，但是 1-2 月财政支出累计增速跳升至 32.9%，与基建投资最为相关的国家预算内资金累计增速提高至 24.5%，显示资金配套已经有所改善。

图 44：国家预算内资金与财政支出



资料来源：CEIC，申万研究

## 2.4 服务业及其他投资增速基本稳定

一方面，服务业中与国家政策更为相关的教育、医疗、文化等行业，由于受益于积极的财政政策，行业投资增速将有所回升，而另一方面，更为市场化的批发零售业、住宿餐饮业等行业投资受上年利润增速的下行将有所回落，总体而言，服务业及其他投资增速将基本保持稳定。

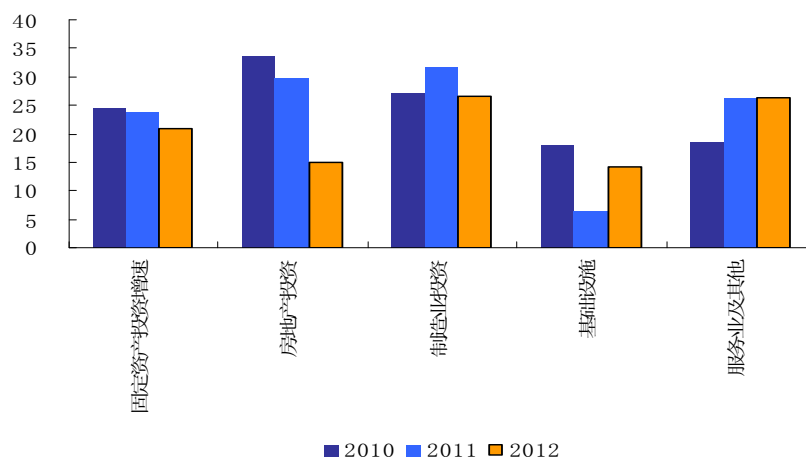
表 6：2009 年各行业不同企业类型投资占比

| 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

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。

图 45：2012 年四大类投资增速预测



### 3、2012 年资金来源情况预测

很多投资者担心今年财政收入增速下滑，地方卖地收入下降等导致资金不够支撑投资较高增长。本报告最后一部分将从资金来源的角度预测今年资金可支撑的投资增速以及基建投资增速水平。

#### 3.1 今年资金可支撑的投资增速平均为 21%

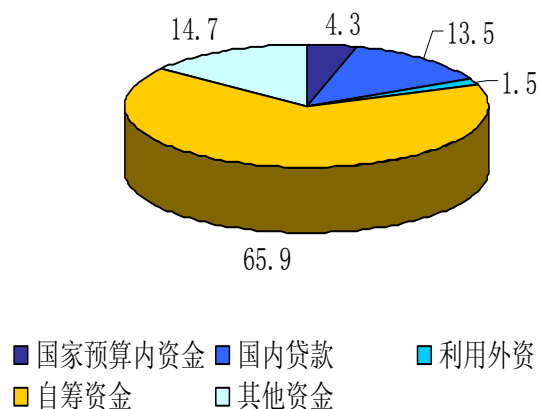
固定资产投资资金来源一般分为国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。2011 年，这五部分占比分别为 4.3%、13.5%、1.5%、65.9% 和 14.7%。

国家预算内资金主要为财政拨款和财政安排的贷款两部分，主要来自财政支出，2011 年占全部财政支出的比重为 13.2%，自 2006 年以来，占比基本稳定。

国内贷款指的是固定资产投资单位向银行及非银行金融机构借入的用于固定资产投资的各种国内借款，2011 年占全部贷款比重为 60.5%，从历史数据看，除了 2008 年和 2009 年全社会贷款的大量投放，使得投入投资领域的贷款比例相对减少外，其余年份投资资金中的国内贷款占全社会贷款比重均稳定在 60% 左右。

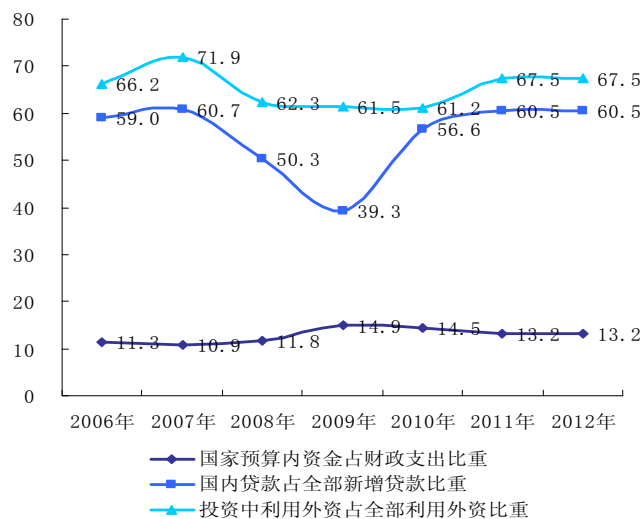
利用外资包括对外借款、外商直接投资和外商其他投资，投资中的利用外资占全社会利用外资的比重稳定在 60%-70% 之间，2011 年为 67.5%。

图 46：2011 年投资资金来源结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

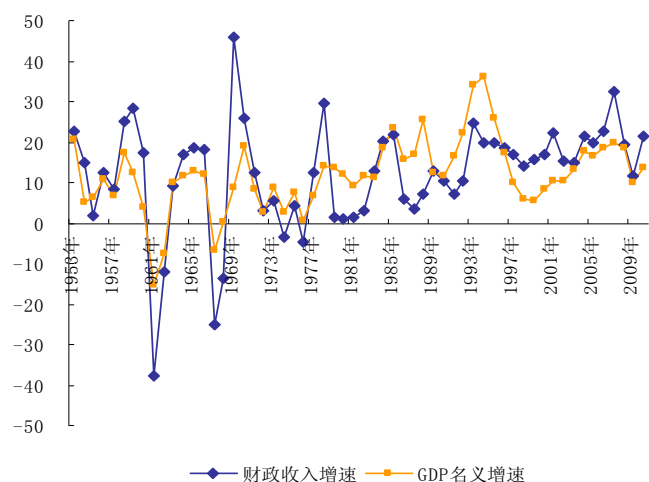
图 47：投资资金结构与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

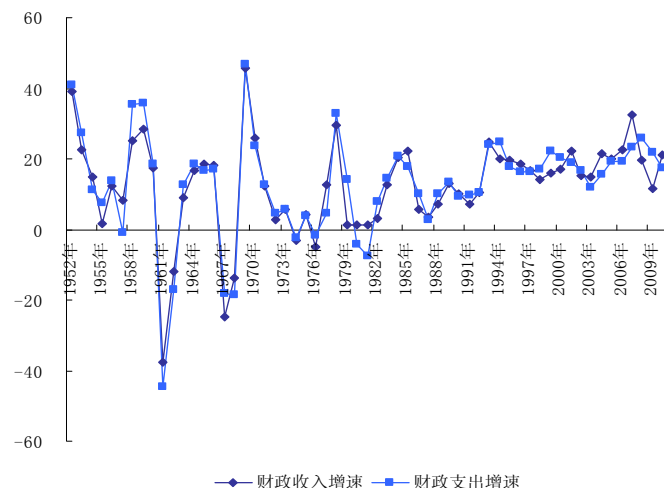
在《2012 年财政力度强于去年-2012 年政府预算报告解读》中，根据对 GDP、CPI 的预测，预测出今年财政收入增速为 13.4%，根据我国财政以收定支的特征，预测今年财政支出增速为 14.5%，规模为 12.5 万亿。

图 48: 财政收入与 GDP 名义增速密切相关



资料来源: CEIC, 申万研究

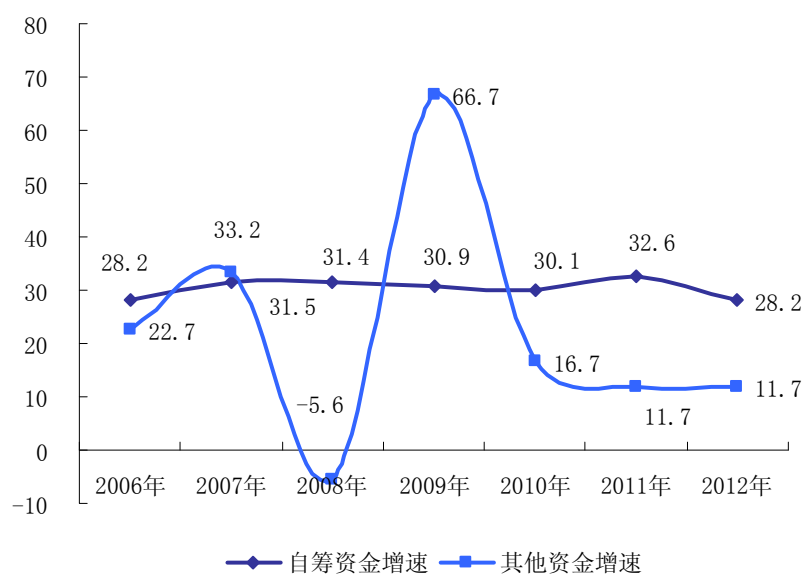
图 49: 财政支出与财政收入密切相关



资料来源: CEIC, 申万研究

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%。

图 50: 投资资金中的自筹资金与其他资金增速



资料来源: CEIC, 申万研究

根据以上对财政支出、信贷及利用外资的预测, 预计 2012 年投资资金来源增速为 22%, 比去年回落 0.7 个百分点。

表 7：2012 年固定资产投资资金来源预测（单位：亿元）

| 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：申万研究

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%。

图 51：固定资产投资与投资资金来源增速密切相关



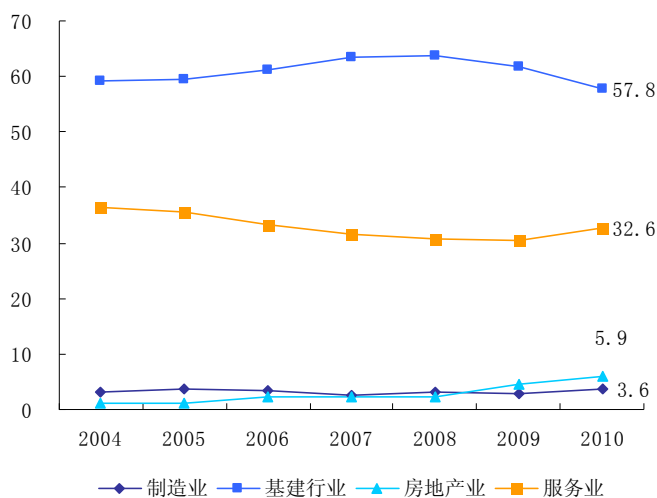
资料来源：CEIC，申万研究

### 3.2 基建投资资金来源预测

基建投资资金来源结构具有以下特征：

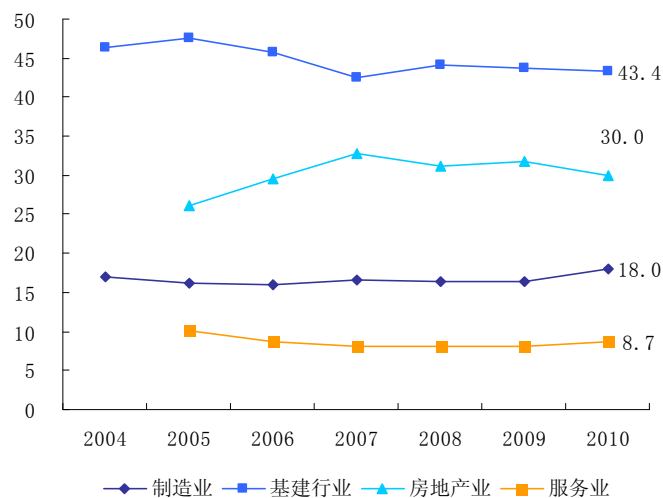
第一，从资金的各项来源分布看，基建投资资金在国家预算内资金和国内贷款中占比最高。以 2010 年为例，基建投资吸收了投资资金中 57.8% 的国家预算内资金和 43.4% 的国内贷款；而制造业吸收了投资资金中 61.2% 外资和 39.2% 的自筹部分；房地产投资资金来源中在其他资金中占比最高。

图 52: 国家预算内资金结构分布



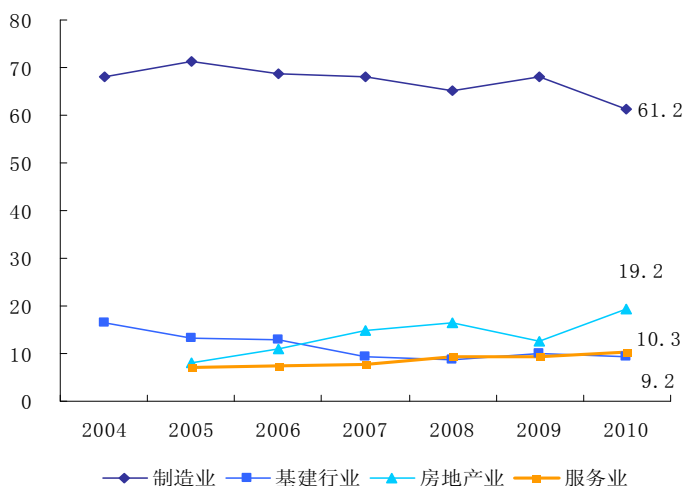
资料来源: CEIC, 申万研究

图 53: 国内贷款结构分布



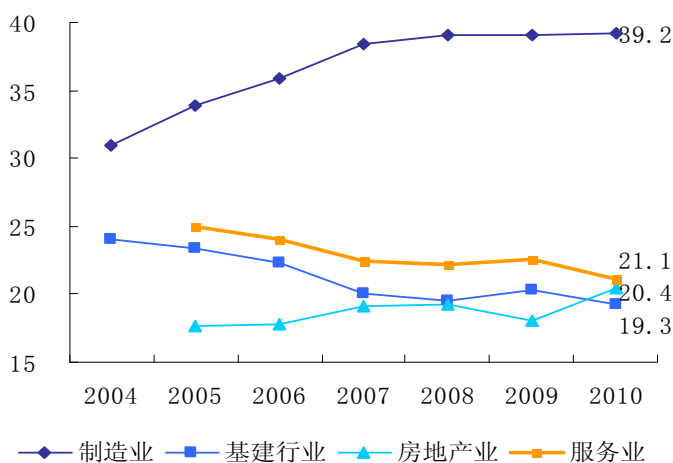
资料来源: CEIC, 申万研究

图 54: 自筹资金结构分布



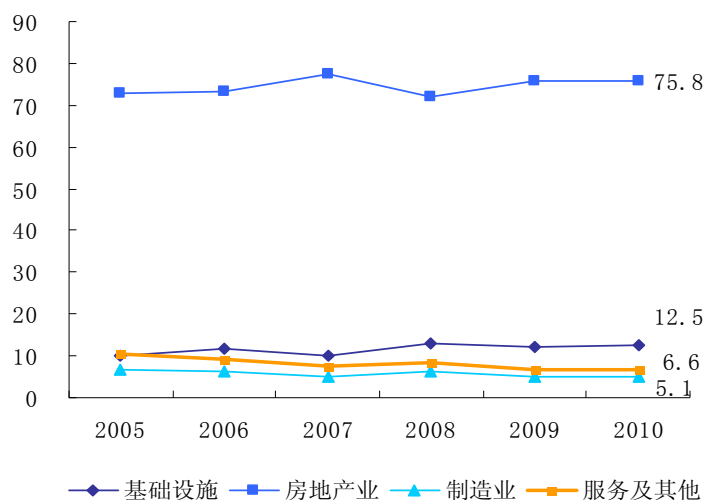
资料来源: CEIC, 申万研究

图 55: 利用外资结构分布



资料来源: CEIC, 申万研究

图 56：其他资金结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

第二，从投资主体看，在 2009 年全部投资资金中，中央政府、地方政府和企业及其他出资占比分别为 9.3%、35.5%和 55.2%，中央政府出资最少，而企业和其他出资最多。政府出资中，以地方政府为主，2010 年地方政府出资占比为 79.28%，中央出资占小头，以地方政府资金配套为主。

图 57：2009 年固定资产投资的投资主体分布

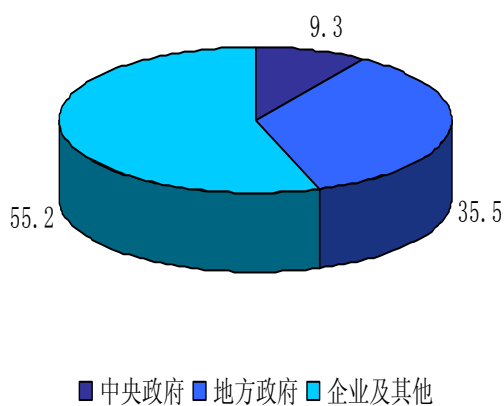
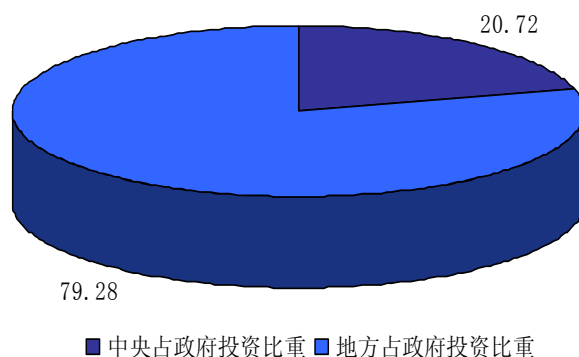


图 58：政府投资中，地方政府占主导



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

从四大类投资的出资主体看，房地产业和制造业主要依靠企业及其他出资主体，而基建投资主要依靠地方政府出资，2009 年占比为 61.76%；服务业及其他投资的出资主体主要依靠地方政府和企业，其中教育、卫生社会保障和社会福利业、公共管理和社会组织业主要依靠地方政府出资为主，而住宿餐饮业、批发零售业以企业出资为主。



表 8：2009 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  |

资料来源：统计局，申万研究

基建投资三大行业中，均以地方政府出资为主，尤其是水利环境和公共设施管理业占比最高，2009 年地方出资占比达 77.2%，交通运输仓储和邮政业中，铁路运输业以中央政府出资为主，2009 年中央政府出资占比高达 93.3%，而城市公共交通运输业主要以地方政府出资为主，2009 年地方出资占比达 91.3%；装卸搬运和其他运输服务业以企业出资为主，2009 年企业占比达 73.1%。

表 9：2009 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  |
| 城市公共交通运输业     | 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

第三，从基建的资金来源结构看，占比最大的是自筹资金，2010年基建投资资金中，国家内预算、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金占比分别为10.9%、29.9%、0.7%、50%和8.5%。自筹资金包括中央自筹、地方自筹和企业自筹，中央和地方除了财政支出外，自筹主要来自政府性基金支出，而企业自筹部分主要是企业自有资金以及通过发行股票筹集资金为主。

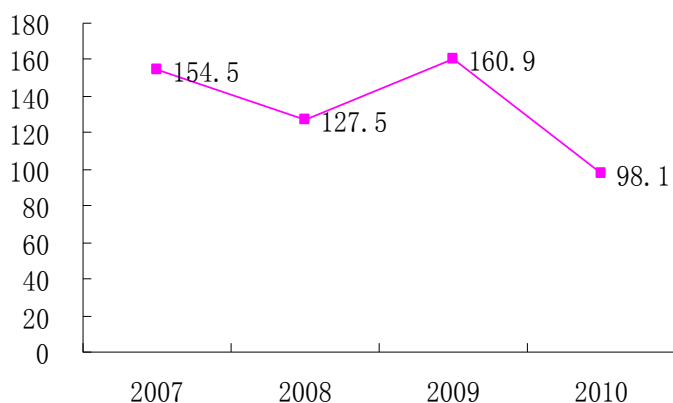
表 10：2010 年细分行业的资金来源结构分布

| 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           |
|----------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>基础设施</b>          | <b>10.9</b> | <b>29.9</b> | <b>0.7</b> | <b>50.0</b> | <b>8.5</b>  | <b>100.0</b> |
| 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        |
| <b>房地产业</b>          | <b>0.9</b>  | <b>16.3</b> | <b>1.0</b> | <b>40.8</b> | <b>41.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>制造业</b>           | <b>0.6</b>  | <b>10.3</b> | <b>3.4</b> | <b>82.8</b> | <b>2.9</b>  | <b>100.0</b> |
| <b>服务业及其他</b>        | <b>9.2</b>  | <b>7.6</b>  | <b>0.9</b> | <b>75.9</b> | <b>6.3</b>  | <b>100.0</b> |
| 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        |

资料来源：统计局，申万研究

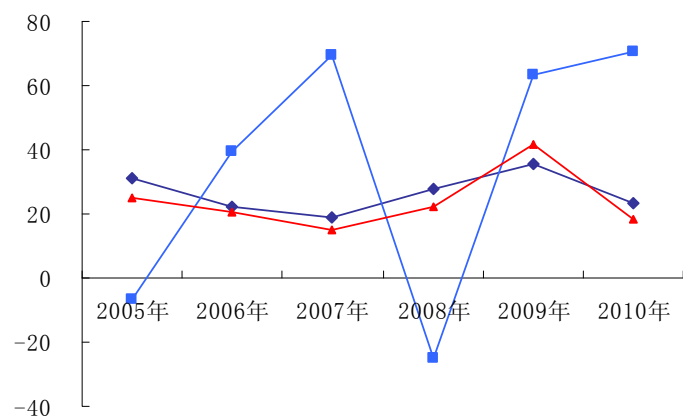
由于基建投资主要由中央政府和地方政府出资为主，因此暂不考虑企业自筹部分。从数据看，第一，基建自筹资金与政府性基金支出并无数据上的对应关系，有些年份自筹资金远超政府性基金支出，而有些年份自筹资金低于政府性基金支出。第二，企业自筹资金增速与地方政府卖地收入增速并不一致，说明卖地收入的变化并不能主导自筹资金走势。

图 59: 基建自筹资金占全国政府性基金支出比重



—■— 基建自筹资金占全国政府性基金支出比重

图 60: 基建自筹资金与卖地收入走势并不一致



—◆— 基建自筹资金增速 —■— 土地出让价款增速 —▲— 基建投资增速

资料来源: CEIC, 申万研究

资料来源: CEIC, 申万研究

导致卖地收入与自筹资金方向发生背离的主要原因, 预计主要是由于地方政府财政收入来源中, 除了预算财政收入、卖地收入占 80%以上的政府性基金外, 还有大量的非税收入和制度外收入。在《卖地收入与地方财政收入-财政专题系列报告之五》中, 对不同统计范围的地方政府财政收入做了划分。

表 11: 各不同统计范围的地方政府的财政收入

| 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 |       |
|        |       | 国有资产处置收入、地方政府债务收入等                                            |       |

资料来源: 申万研究

以湖南为例，纳入财政部决算内的非税收入只占省财政部统计数的 35% 左右，而部分地区如山东等地区，该比重仅为 15% 左右。

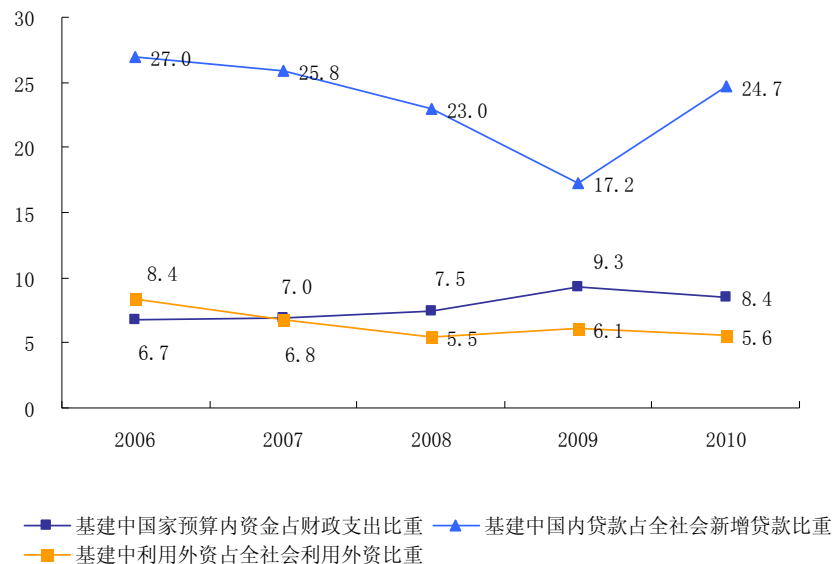
表 12：湖南计入一般预算收入的非税收入仅是全部非税收入的很小部分

| 2005年           |                  | 2006年           |                  | 2007年           |                  | 2008年           |                  | 2009年           |                  | 2010年           |                  |
|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>数据 | 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>数据 | 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>数据 | 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>数据 | 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>数据 | 财政部<br>决算数<br>据 | 省财政<br>厅公布<br>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

基建投资资金中的国家预算内资金占全部财政支出的比重为 7%-9% 之间，国内贷款占全社会新增贷款比重在 25% 左右，利用外资占全社会利用外资的比重在 5.5%-6% 之间。

图 61：基建资金来源与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

按照我们前文的分析，预计今年财政对基建的支持力度会比去年要高，并且随着地产调控的持续，贷款对房地产投资的分配下降，对制造业和基建的分配预计有所上升，2010 年房地产投资资金占全社会总投资资金的 30.4%，是四大类投资中，占有资金最多的行业，地产调控将有利用全社会投资资金的再分配。

:

表 13: 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  |

资料来源：统计局，申万研究

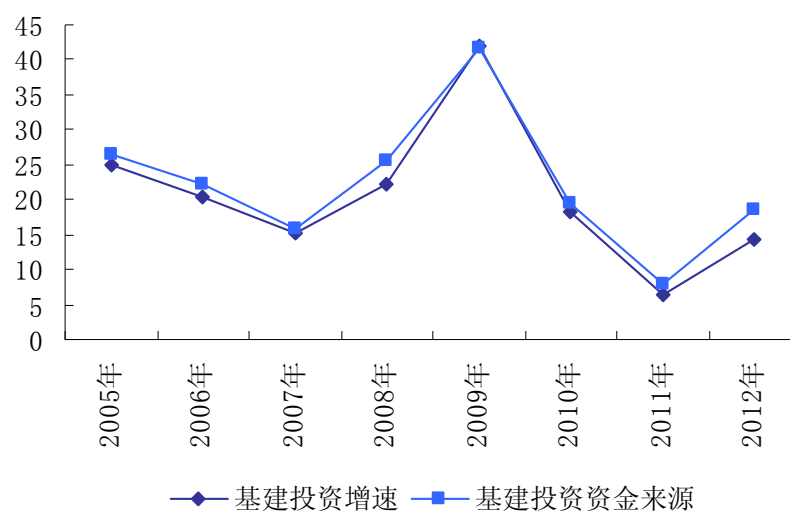
假定自筹资金增速和其他资金增速均为 2005-2010 年间的最低水平，则今年基建投资增速预计为 18.4%，比去年明显回升，完全可以支撑 14.3%的基建投资增速。

表 14: 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

图 62：基建投资增速与基建投资资金来源增速一致



资料来源：CEIC，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。本报告清晰准确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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。