



宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？

· 尽管政府发债加速，基建投资增速近几个月以来一路下滑。和 3 月的近期高点相比，基建投资增速已经下滑 2.6 个百分点，广义增速更是下滑 4.2 个百分点，其中 6-7 月的下滑幅度最为明显。然而，与此同时，政府对基建投资的资金支持似乎在增加。今年前 7 个月，已发行的地方政府新增专项债和超长期特别国债总额达 3.5 万亿元，远超去年同期的 2.2 万亿元。

· 是什么原因导致了基建投资增速的下滑？从细分数据来看，公共设施管理业和生态环境治理业的基建投资增速的迅速放缓是导致基建投资增速下滑的主要因素。交通运输、仓储和邮政业投资增速则相对平稳，仅在 7 月或因为极端天气原因有所下滑。我们认为基建投资的融资来源差异或是造成不同子行业投资增速表现各异的重要原因：表现较弱的公共设施管理业和生态环境治理业投资或更多依赖于地方政府的自身财力，或受到城投债发行低迷和土地出让金收入下降的影响。整体而言，从资金发放到形成固定资产投资或亦有一定时滞——从历史经验来看，从地方专项债发行到形成实物投资或存在至少 3 个月的时滞。

基建投资的政策支持将如何演进？我们注意到政策支持已经开始加速。除了 7 月底的政治局会议再次呼吁加快政府债券发行使用、并提出要高质量推动“两重”建设之外，我们亦看到了诸如雅鲁藏布江下游水电工程、新藏铁路等重大工程的积极进展。值得注意的是，考虑到今年财政资金的前置发力，政府债券在 8-12 月的剩余额度较去年同期的发行额将有 6,168 亿元的资金缺口。因此，我们维持一贯的预测，即政府或最快将在 9 月底推出额外 0.5-1.0 万亿元（准）财政资金支持，其中支持基建投资或是重要内容。我们预计发改委近期屡屡提及的新型政策性金融工具或将是政府增加财政资金支持 and 下半年稳经济的重要手段（之一）。不过，我们认为遏制地方隐性债务的定调在目前情况下并不会发生显著变化。

· **基建投资前景如何？**从高频数据来看，8 月基建投资增速或难有起色。不过我们预计在炎热以及极端天气频发的夏天以及九三阅兵结束以后，二季度开始加速发行的政府债券或在四季度起逐渐转化为实物投资额，帮助推高基建投资增速。叠加“两重”建设的陆续开展以及去年下半年的低基数效应，我们预计基建投资同比增速或将从今年 1-7 月的 3.2% 回升至全年的 4.5%。

· **风险提示：**政府对基建投资支持不及预期、中美关税战重启或需要更大规模的政策支持。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 9 月 2 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观经济

基建投资增速缘何下滑，会持续多久？

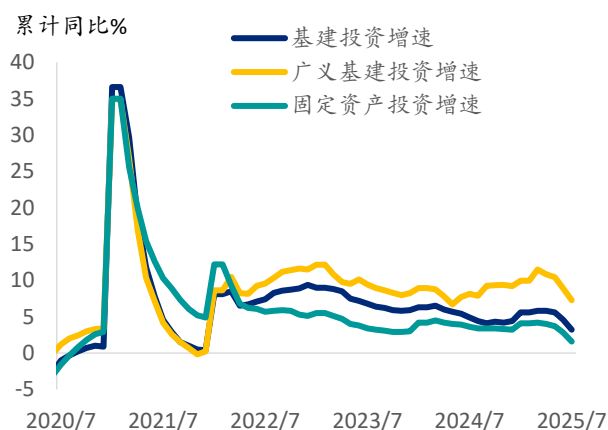
宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？

尽管政府发债加速，基建投资增速近几个月以来一路下滑

基建投资增速近几个月来下滑趋势明显。7月固定资产投资累计同比增速从6月的2.8%再大幅下滑至1.6%，创造了2020年10月以来的新低。其中基建投资增速亦下滑1.4个百分点到3.2%，广义基建投资（包含第二产业的电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速下滑1.6个百分点到7.3%。和3月的近期高点相比，基建投资增速已经下滑2.6个百分点，广义基建投资增速更是下滑4.2个百分点，其中6-7月的下滑幅度最为明显（图表1）。

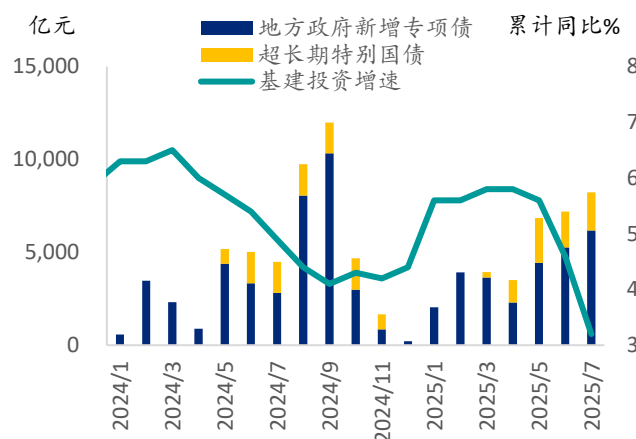
然而，与此同时，政府对基建投资的资金支持似乎在增加。今年前7个月，已发行的地方政府新增专项债和超长期特别国债总额达3.5万亿元，远超过去年同期的2.2万亿元。相较于去年发债工作从下半年才开始明显提速，今年的发债工作在5月就响应政治局会议号召开始提速（图表2）。

图表1：固定资产投资增速7月跌至2020年10月以来新低，其中基建投资增速亦下滑明显



资料来源：同花顺，浦银国际

图表2：今年的发债工作在5月就响应政治局会议号召开始提速，早于去年



资料来源：同花顺，浦银国际

是什么原因导致了基建投资增速的下滑？

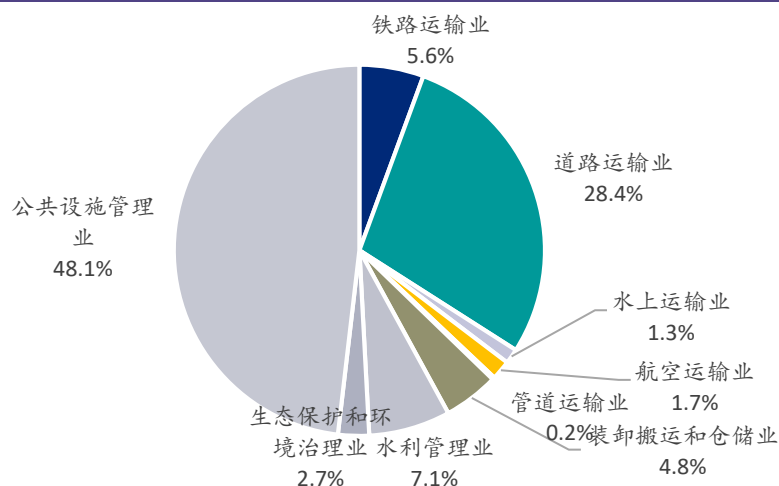
从细分数据来看，公共设施管理业和生态环境治理业的基建投资增速的迅速放缓是导致基建投资增速下滑的主要因素。公共设施管理业投资增速从今年3-4月4.9%的2023年4月以来高位下滑至7月的0.5%，而生态环境治理业投资增速从年初的8.5%更是一路下跌到-5.4%（图表5）。此外，虽然水利管理业投资增速在7月仍高达12.6%，但是显著低于年初39.1%的高位。统计局自2018年起不再公布分行业的固定资产投资

具体金额，不过从 2017 年的数据来看，公共设施管理业在基建投资中的比重高达 48.1%，水利管理业和生态环境治理分别占比 7.1%和 2.7%（图表 3）。

而交通运输、仓储和邮政业投资增速则相对平稳，仅在 7 月下滑 1.7 个百分点到 3.9%（图表 4），或与极端天气有一定关系。进一步细分数据表明，道路运输业投资持续低迷，水上运输业投资增速今年一直维持在 20%左右的高位上，铁路运输业投资增速持续加快（图表 6），航空和管道运输业投资增速下滑较为明显，或与去年同期基数增高有一定关系（图表 7）。

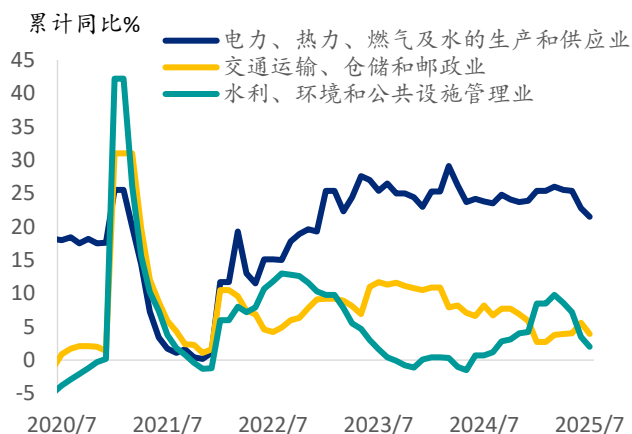
而在广义基建投资范围内的第二产业的电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增速亦从今年 3 月 26%的高位下滑至 7 月的 21.5%，依然维持自 2023 年 1 月起的 20%以上的高增速（图表 4）。

图表 3：各细分行业投资金额在基建投资比重（2017 年数据）



资料来源：同花顺、浦银国际

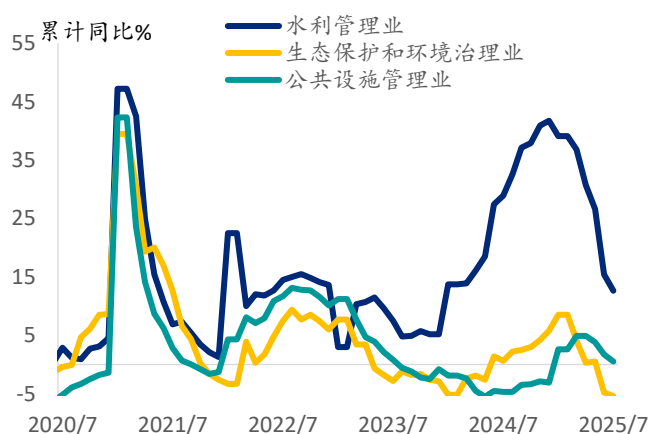
图表 4：三大主力基建投资分项的投资增速



资料来源：同花顺，浦银国际

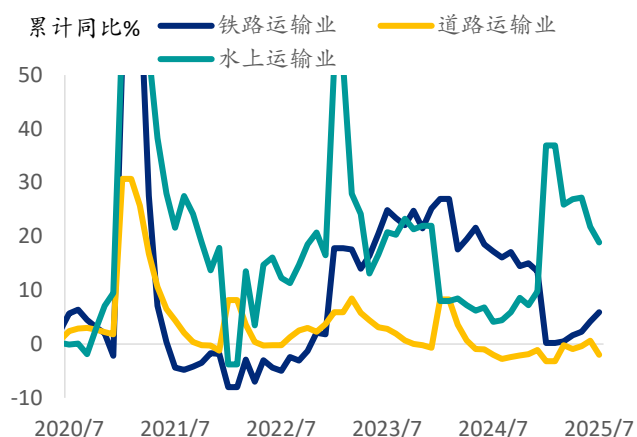
注：电力、热力、燃气及水的生产和供应业在广义基建投资范畴内

图表 5：水利、环境和公共设施管理子行业投资增速



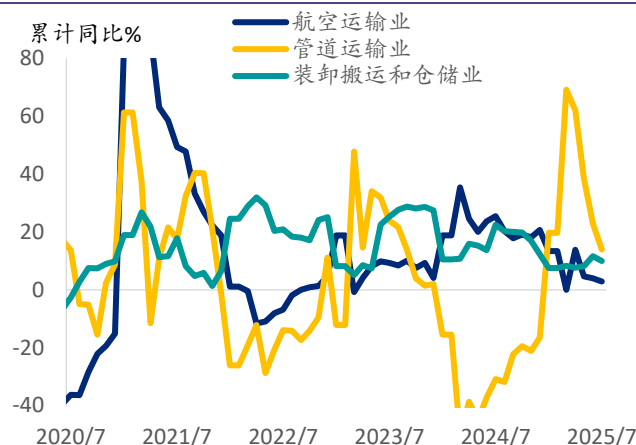
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6：交通运输、仓储和邮政业 - 子分项投资增速（一）



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 7：交通运输、仓储和邮政业 - 子分项投资增速（二）



资料来源：同花顺，浦银国际

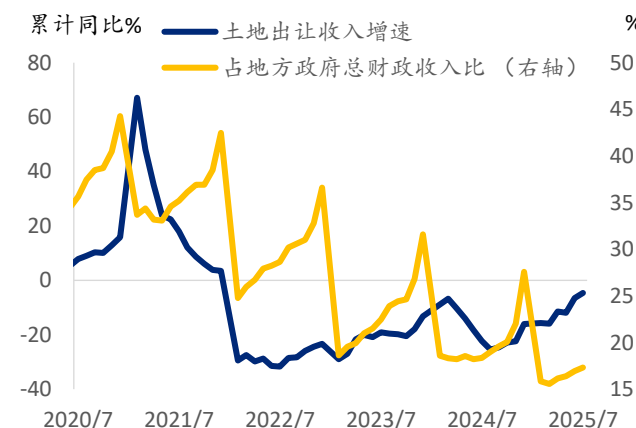
我们认为基建投资的融资来源差异或是造成不同子行业投资增速表现各异的重要原因。相对交通运输、电力、热力、燃气及水生产和供应业，表现较弱的公共设施管理业和生态环境治理业投资或更多依赖于地方政府的自身财力。虽然再融资专项债的发行帮助缓解了一些地方政府的偿债压力，但是在坚决遏制新增隐性债务的定调没有发生根本改变的情况下，城投债发行持续低迷（图表 8）。此外，房地产下行周期亦影响了地方政府的收入（图表 9），影响了地方政府在公共设施 and 生态治理方面的经费投入。在财力有限的情况下，地方政府或倾向于一季度提前发力创造“开门红”，而后则因为财力问题开始放缓相关基建投资。

图表 8：城投债净融资持续低迷，遏制地方隐性债务的宗旨未发生显著变化



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 9：土地出让收入增速仍徘徊在负数，占地方政府总财政收入比重已经低至 17% 左右



资料来源：同花顺，浦银国际

整体而言，从资金发放到形成固定资产投资或亦有一定时滞。从历史经验来看，从地方专项债发行到形成实物投资或存在至少 3 个月的时滞（图表 2），这或是为什么二季度发债速度明显加快、然而基建投资增速反而下滑的原因。

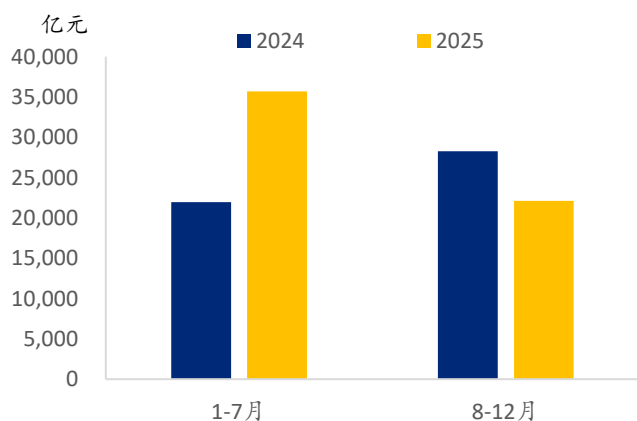
基建投资的政策支持将如何演进？

政策支持正在加速。除了7月底的政治局会议再次呼吁加快政府债券发行使用、并提出要高质量推动“两重”建设之外，我们亦观察到一些重大工程的积极进展：首先是在7月19日，总投资1.2万亿元的**雅鲁藏布江下游水电工程**正式开工。以长江三峡大约造了8年时间作为参照，每年1,500亿元的投资就可以提高近0.3个百分点的固定资产投资增速。其次，据媒体8月8日报道，**新藏铁路公司**成立，注册资本为950亿元。从路线长度和建造难度来测算，这条起自新疆和田，终至西藏拉萨的铁路造价或在3000-4000亿元之间。

我们**维持一贯的预测**，即政府最快将在9月底推出额外**0.5-1.0万亿元（准）财政资金**支持，其中支持基建投资或是重要内容。据**新华社8月25日**报道，国家发改委将报批加快设立投放**新型政策性金融工具**。多地也在积极“备战”相关项目的储备申报工作。国家发展改革委投资所研究员吴亚平表示新型政策性金融工具是“准财政”工具，由政府确定资金投向领域，要按市场化方式进行运作。他进一步表示新型政策性金融工具的最终落地，对解决项目建设资本金不足、降低项目融资门槛、扩大有效投资、推动产业升级等方面均有积极意义，是2025年下半年稳投资、促创新的重要举措。我们预计该新型政策性金融工具或将是政府增加（准）财政资金支持和下半年稳经济的重要手段（之一）。

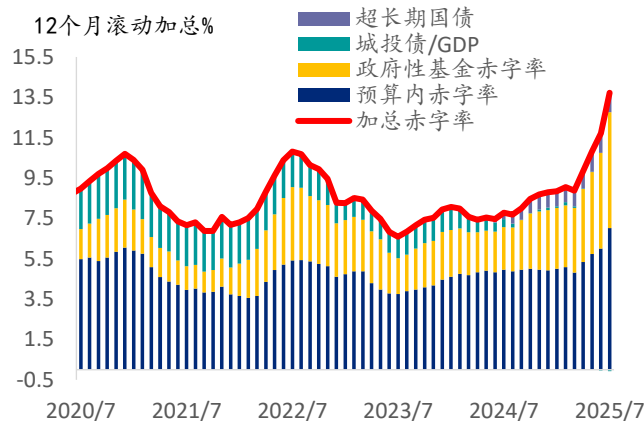
在资金规模方面，由于今年财政资金的前置发力，假设8-12月所剩的地方政府专项债和超长期特别国债额度全部发行完毕，今年8-12月的资金规模将比去年同期两项政府债券发行的总额有6168亿元的缺口（图表10）。该缺口或将使用增量（准）财政资金支持的方式弥补，以避免财政支持的突然退坡。

图表 10：今年 8-12 月两项政府债券发行余额相比去年同期发行量有 6168 亿元的缺口



资料来源：财政部、同花顺、浦银国际

图表 11：财政政策在今年前置发力明显，我们估算的广义财政赤字从今年1月到7月显著上升4.9个百分点至13.7%，创造了历史新高



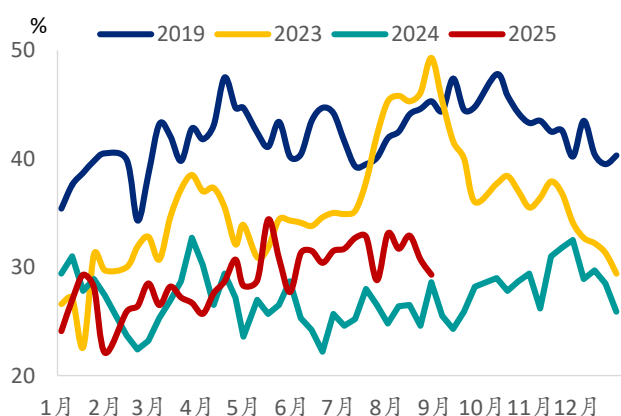
资料来源：同花顺、浦银国际估算

不过，我们认为遏制地方隐性债务的定调在目前情况下并不会发生显著变化。尽管投资增速遇到一定挑战，全年 5% 的经济增速目标在上半年实际经济增速为 5.3% 的情况下实现难度并不算大，中美关税谈判仍在顺利进行中。当前经济形势尚不足以引发大规模的政策刺激，政府或并不着急放松对城投债等隐性债务的管理。支持基建投资当前或主要通过中央政府加杠杆来实现。

基建投资前景如何？

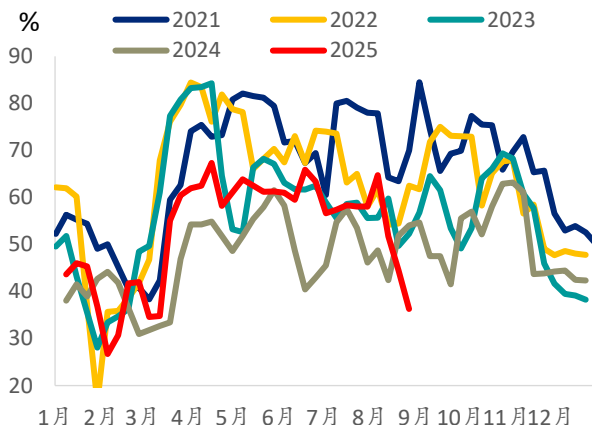
从高频数据来看，8 月基建投资增速或难有起色。我们选取了两个和基建投资相关性较高的材料的数据——沥青开工率和水泥产能利用率。沥青开工率 8 月上旬继续维持在 30% 以上，但在中下旬明显转弱（图表 12）。水泥熟料产能利用率在 8 月上旬曾突然跃升到 60% 以上，而后直线下降，到 8 月底跌至 36.3%，为 3 月下旬以来的最低值（图表 13）。当然，除了潜在受基建投资影响之外，“反内卷”或也对水泥行业的产能产生了一定影响。此外，9 月 3 日的大阅兵或也影响了京津冀地区的工业生产和基建投资活动。

图表 12：周度沥青开工率数据 8 月中下旬迅速下滑



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 13：水泥熟料产能利用率 8 月以来亦迅速下滑，或和行业“反内卷”有一定关系



资料来源：同花顺，浦银国际

我们预计基建投资增速或从今年四季度起开始反弹，成为接下来稳增长、乃至稳增长的重要发力点（或之一）。在炎热以及极端天气频发的夏天以及九三阅兵结束以后，二季度开始加速发行的政府债券或在四季度起逐渐转化为实物投资额，帮助推高基建投资增速。我们预计针对基建投资的增量资金支持亦将会帮助维持基建投资的回升势能。叠加“两重”工程的陆续开展以及去年下半年的低基数效应，我们预计基建投资同比增速或将从 1-7 月的 3.2% 回升至全年的 4.5%，广义增速因为基数较高的原因或小幅回升 0.5 个百分点到 7.8%。

我们的预测是基于今年还有 0.5-1.0 万亿元增量财政资金支持且相当部分资金支持落在基建投资的基本假设做出的。如果资金支持不及预期，那么基建投资的回升程度或小于我们的预测。

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

