

2020年07月09日

“结构主义”系列之区域篇（一）

宏观研究团队

## 区域掘金，寻找修复“预期差”

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

**● 区域分化显著，中西部修复较早、投资驱动为主，东部修复滞后、消费表现较好**

3月以来，区域经济表现分化显著，中、西部修复较早较快，东部相对滞后。工业产出来看，中部（不含湖北）、西部3月工业增加值即恢复增长，5月达5.6%和5.4%；相较之下，东部工业增加值4月才恢复增长、5月增速4.9%。中西部地区的建筑业等景气，修复也更快一些，3-5月PMI非制造业指数明显高于东部。中观层面也有迹象，当前中西部用电量同比均回升至约6%、超过2019年底，东部仅4.3%。

区域分化的背后，隐含着不同的宏观逻辑；中、西部投资驱动为主，东部消费提振。中、西部投资快速恢复，单月投资金额，3月已基本恢复至2019年同期水平，4、5月同比增速更是接近10%；其中，中部非地产类投资强劲、可能主要来自重大项目支持。此外，中部防疫物资等出口大增，也对经济修复起到支持。相较中西部，东部投资修复偏慢、出口疲弱，但消费表现亮眼，非汽车类可选消费是主要贡献。

**● 经济修复的区域差异，或与前期疫情影响、地方稳增长政策操作不同等关联较大**

中、西部投资增速快速回升，或与中部稳投资发力较早、西部受疫情影响小等有关。中部的重大项目投资恢复较快，非地产类投资3月即恢复增长，4-5月增速近10%，或与稳投资发力较早有关。中部本身对投资较为倚重，3月以来地方“稳增长”相关表态也着重强调投资；例如投资回升最快的山西、江西，均强调“项目为王”。西部本身受影响较小，稳投资下项目开复工更迅速，前期储备项目也可能加快落地。

东部消费较好，或主要得益于促消费政策大力提振；投资受制于返工缓慢等。相较中西部，东部促消费政策力度较大；3月以来，浙江、广东等先后启动数轮消费券发放计划，提振居民线下文旅、实物消费。截至5月初，全国累计发放190多亿元消费券，多数集中在东部地区。其中，消费券发放较早、规模较大的浙江，4月社零已恢复增长、5月同比增速5%。投资受到返工较慢、贸易链等制约，修复偏慢。

**● 东部稳增长诉求强，项目和资金倾斜下，后续重大项目投资及持续性值得关注**

东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强。东部出口占GDP平均比例接近3成，其中广东、浙江等贸易大省这一比例更是接近4成，远高于中西部（6%左右）。2020年前5月，广东、浙江和江苏等出口分别同比下跌13.6%、10.6%、8.5%，贸易压力显著。较高的出口依赖度下，贸易压力向相关企业和居民部门传导，或对制造业投资和居民消费改善空间形成掣肘。

2季度以来，东部地区的专项债支持项目新开工占比大幅上升；综合考虑项目储备、建设周期等，后续东部重大项目投资持续性相对更好、值得关注。较强的稳增长诉求下，东部的重大项目规划、3-4月发改委项目申报数量，均增长较快。项目放量的同时，专项债等资金均明显向东部地区倾斜。2季度以来，东部专项债支持项目新开工占比上升、新项目建设进度加快，后续基建等重大项目投资持续性值得关注。

**● 风险提示：海内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。**

### 相关研究报告

《宏观深度报告-房地产链的“形”与“势”》-2020.7.6

《宏观深度报告-近八千个项目，解密专项债“新”动向》-2020.7.6

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

## 目录

1、 区域修复逻辑分化显著，中西部投资领跑、东部消费提振.....	4
1.1、 区域经济修复明显分化，中西部修复较早较快、东部相对平淡.....	4
1.2、 区域修复逻辑差异较大，中、西部投资驱动为主，东部消费提振.....	5
2、 区域修复差异，与前期疫情、地方维稳思路不同等密切相关.....	8
2.1、 中部省份稳投资发力较早、力度较大，西部疫情影响小、修复快.....	8
2.2、 东部消费较好，或主要得益于促消费政策提振，投资受制于返工等.....	10
3、 东部稳增长诉求强，项目和资金倾斜下相关投资值得跟踪.....	12
3.1、 东部省份出口依赖度较高，贸易链压力仍在、稳增长诉求较强.....	12
3.2、 项目储备、资金倾斜下，东部地区后续稳投资表现值得关注.....	14
4、 研究结论.....	17
5、 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1: 生产行为修复较早，3 月以来明显改善.....	4
图 2: 4 月以来，消费需求也在加快改善.....	4
图 3: 固定资产投资中，基建投资改善明显.....	4
图 4: 居民消费中，汽车及后地产消费恢复较快.....	4
图 5: 中、西部用电量增速恢复相对较快.....	5
图 6: 中、西部工业生产的恢复早于东部地区.....	5
图 7: 中、西部非制造业景气度修复较东部更快.....	5
图 8: 中、西部非建筑业需求恢复相对较好.....	5
图 9: 近期，中、西部投资修复快于东部地区.....	6
图 10: 进一步拆分，西北和中部省份投资表现最为突出.....	6
图 11: 西部地区，房地产对投资回升拉动显著.....	6
图 12: 中部地区，重大投资项目投资恢复可能较好.....	6
图 13: 中部地区，公路、水路运输类基建投资快速回升.....	6
图 14: 近期，西南、西北和中南地区水泥价格恢复较好.....	6
图 15: 中西部地区出口表现明显好于其他区域.....	7
图 16: 中部地区的湖南、江西、安徽等出口高增.....	7
图 17: 东部地区消费修复相对较快.....	7
图 18: 东部核心商圈五一期间销售额同比大增.....	7
图 19: 东部汽车销量修复较慢，消费修复或得益于非汽车类可选消费提振.....	8
图 20: 防疫物资对出口增长的拉动显著.....	9
图 21: 河南、江西可生产医用口罩的企业最多.....	9
图 22: 中部省份的劳动密集型产品出口占比较高.....	9
图 23: 湖南 4-5 月防疫相关物资（纺织品）出口大增.....	9
图 24: 西部地区确诊病例相对较少（截至 4 月底）.....	10
图 25: 疫情对西部省份的影响相对较小.....	10
图 26: 2019 年 9 月，国常会部署 2020 年项目申报.....	10
图 27: 2019 年 9 月，西部地区项目上报规模最大.....	10
图 28: 东部地区，消费券发放规模相对较大、范围较广.....	12

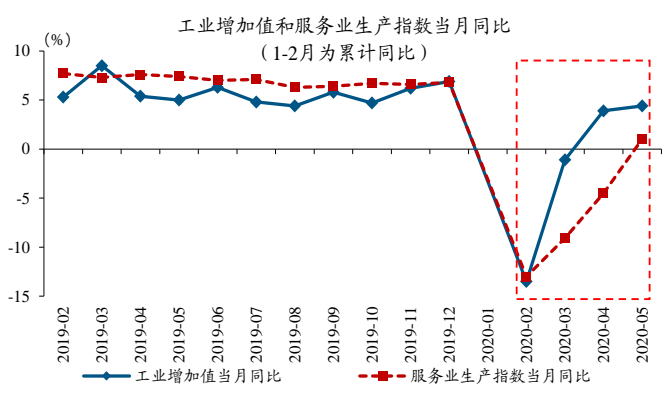
图 29: 以广东为例, 消费券拉动消费的杠杆效应 .....	12
图 30: 截至 3 月中旬, 人口输入大省返工在 80% 左右 .....	12
图 31: 节后复工返工率总体偏低 .....	12
图 32: 东部地区出口占 GDP 比重接近 3 成 .....	13
图 33: 广东、浙江等省出口占 GDP 比重接近 4 成 .....	13
图 34: 中部出口高增省份一般贸易占比较高 .....	13
图 35: 广东、江苏的加工贸易跌幅显著大于一般贸易 .....	13
图 36: 广东、浙江等贸易大省, 贸易链压力较大 .....	14
图 37: 广东等外贸大省, 企业营收与出口关联度较大 .....	14
图 38: 广东等东部省市重大项目规模增长高于平均增速 .....	14
图 39: 3-4 月, 发改委项目申报规模明显增加 .....	14
图 40: 东部地区投资项目申报规模较大 .....	15
图 41: 东部基建和土木工程项目申报额高于其他地区 .....	15
图 42: 1 季度东部地区社融增量和增速较高 .....	15
图 43: 上半年专项债规模, 东部最大、西部略高于东部 .....	15
图 44: 上半年专项债规模, 东部最大、西部略高于东部 .....	16
图 45: 广东、四川等东、西部省市计划总投资规模居前 .....	16
图 46: 东、中部新开工项目占比高于西部 .....	16
图 47: 东部新开工项目平均建设周期 38 个月 .....	16
图 48: 二季度专项债投向, 东部聚焦交通、环保等基建 .....	17
图 49: 东部在生态环保、老旧小区改造等领域投资较大 .....	17
图 50: 东部省份重大项目中城轨、城际铁路等占比较高 .....	17
表 1: 中西部省份对投资的政策表述更加积极 .....	8
表 2: 东部省份对促进居民消费的政策关注度较高 .....	11

## 1、区域修复逻辑分化显著，中西部投资领跑、东部消费提振

### 1.1、区域经济修复明显分化，中西部修复较早较快、东部相对平淡

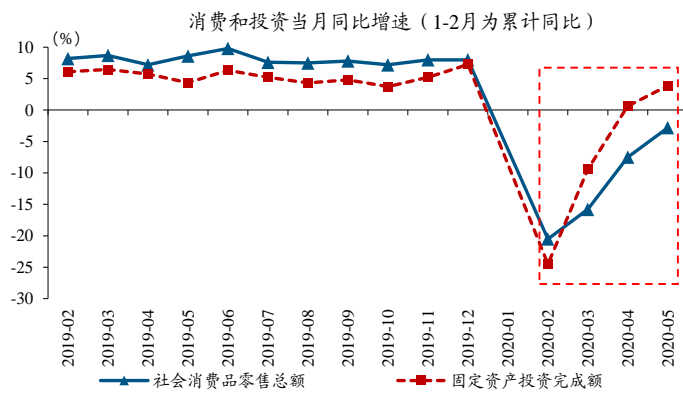
3月以来，供需活动逐渐好转，经济进入修复通道。伴随疫情影响逐渐平复，总量经济进入修复通道。生产行为的修复相对较早，在复工复产等政策支持下，工业增加值3月即基本恢复至2019年同期水平，此后进入增长区间。终端需求的改善略滞后，但4月以来也出现加快好转的迹象。固定资产投资，4月单月投资同比已经恢复至增长、5月进一步升至3.9%；消费行为也在加快好转，社零增速4月以来跌幅快速收窄。

图1：生产行为修复较早，3月以来明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

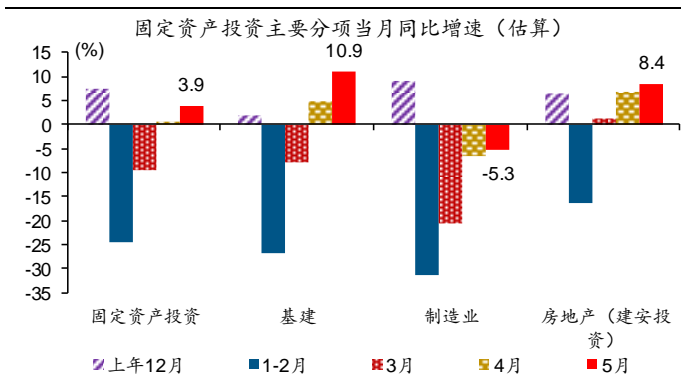
图2：4月以来，消费需求也在加快改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

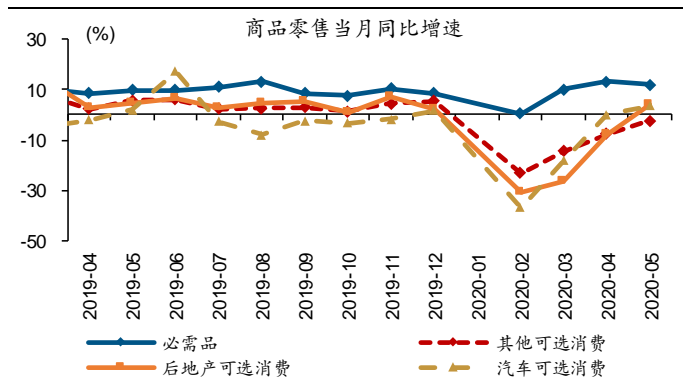
稳增长加码背景下，基建和地产投资、汽车等后地产消费等快速改善，是经济修复的重要驱动。疫情平复以来，政策重心从防疫、纾困转向扩内需，以“稳投资、促消费”为主要抓手，对经济活动提振显著。主要需求端指标中，基建投资的修复最早、幅度最大，3月同比跌幅便大幅收窄，5月更是达到10.9%、为2018年3月以来最高水平；地产投资在交付压力之下，也随项目加快赶工而明显修复。主要商品消费中，汽车消费修复最早最快，4月销量恢复至2019年同期水平，5月恢复正增长。

图3：固定资产投资中，基建投资改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：居民消费中，汽车及后地产消费恢复较快<sup>1</sup>

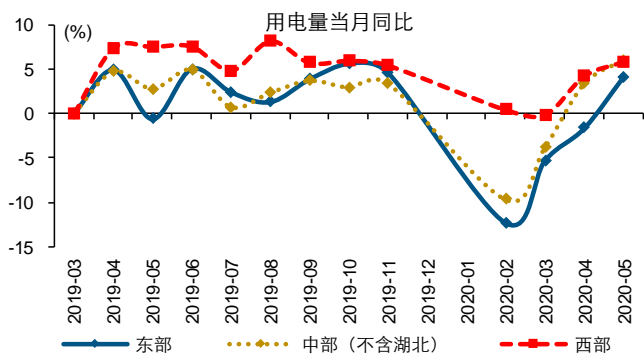


数据来源：Wind、开源证券研究所

<sup>1</sup> 这里的消费分类中，必需品包括粮油食品、饮料、烟酒、日用品和办公用品，后地产可选消费包括家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料类，除以上及汽车之外的商品均归入其他可选消费。

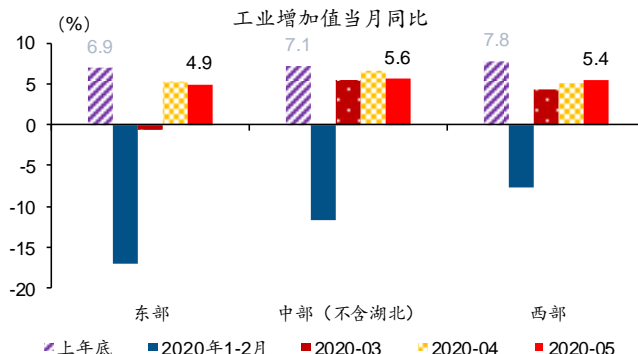
经济修复过程中，区域层面却出现分化；中、西部<sup>2</sup>修复较早较快，东部地区相对滞后。工业产出来看，中部（不含湖北，下文同）、西部3月工业增加值即恢复增长，5月达5.6%和5.4%；相较之下，东部工业增加值4月才恢复增长、5月增速4.9%。中、西部地区的建筑业等景气，修复也更快一些，3-5月PMI非制造业指数明显高于东部。中观层面也有迹象，当前中西部用电量同比均回升至约6%、超过2019年底，东部仅4.3%。区域经济分化的背后，隐含着不同的宏观逻辑，或对下阶段经济研判产生一定影响。

图5：中、西部用电量增速恢复相对较快<sup>3</sup>



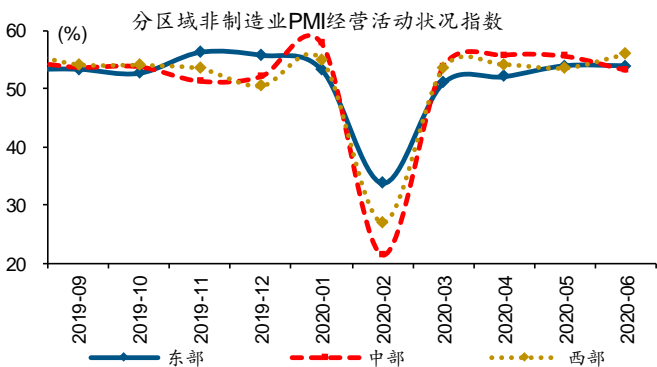
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中、西部工业生产的恢复早于东部地区



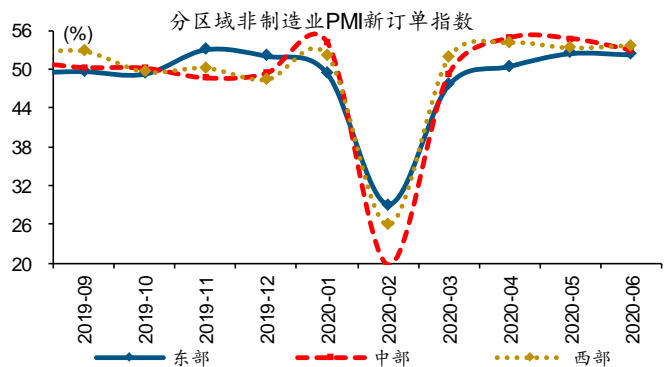
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中、西部非制造业景气度修复较东部更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中、西部非建筑业需求恢复相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

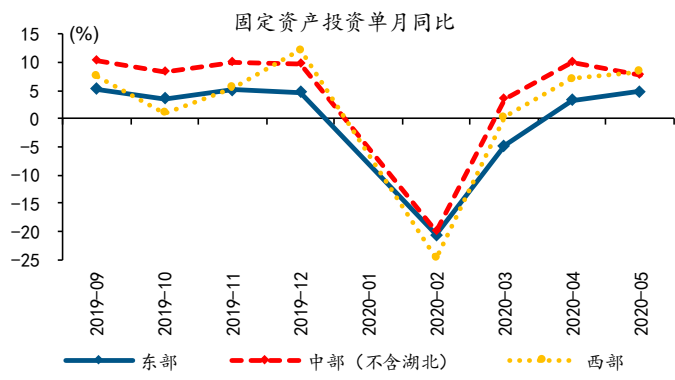
## 1.2、区域修复逻辑差异较大，中、西部投资驱动为主，东部消费提振

中、西部的经济修复，呈现明显的投资驱动特征，尤其是中部地区重大项目投资快速增长。中、西部地区，单月固定资产投资金额在3月已经超过或接近2019年同期水平，4、5月同比增速更是接近10%；其中西北地区的新疆、青海，中部的山西和江西等，投资回升最为显著。相较之下，东部地区投资回升相对较慢，5月单月同比增速仅升至4.8%。进一步拆分可以发现，西部地区受地产投资的拉动尤为明显，中部地区非房地产类投资（包括制造业和基建）表现较好、或反映重大项目投资需求恢复较快。

<sup>2</sup> 为避免疫情严重省份经济数据的扰动，本报告的中部地区统计不包含湖北。

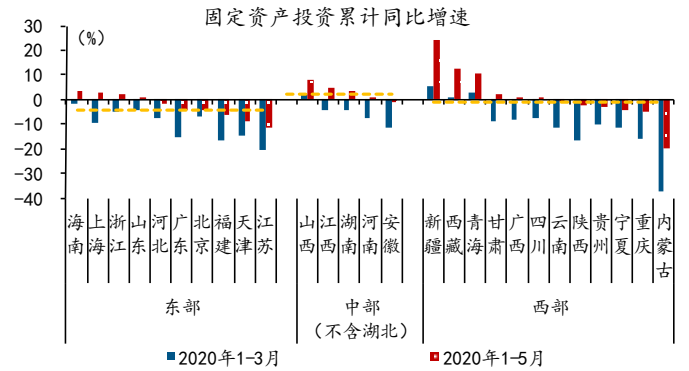
<sup>3</sup> 用电量增速存在季节性波动，历年12月会出现大幅跳升，缺乏可比性，因此图中未显示12月数据。

图9: 近期, 中、西部投资修复快于东部地区



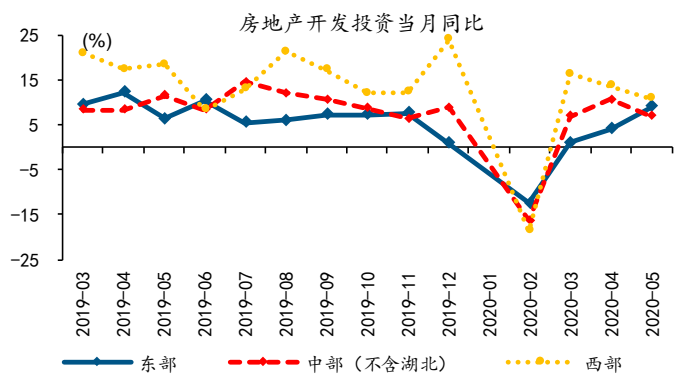
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 进一步拆分, 西北和中部省份投资表现最为突出



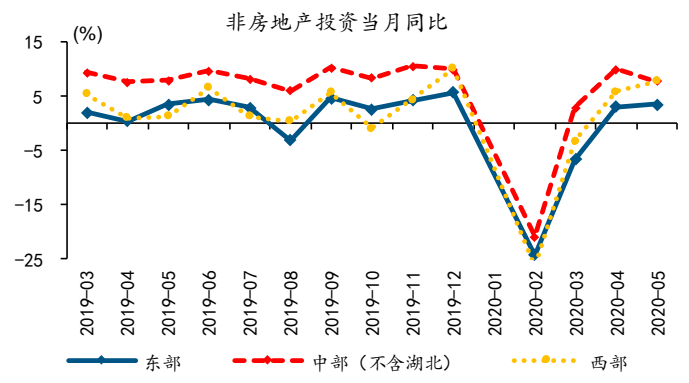
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 西部地区, 房地产对投资回升拉动显著



数据来源: Wind、开源证券研究所

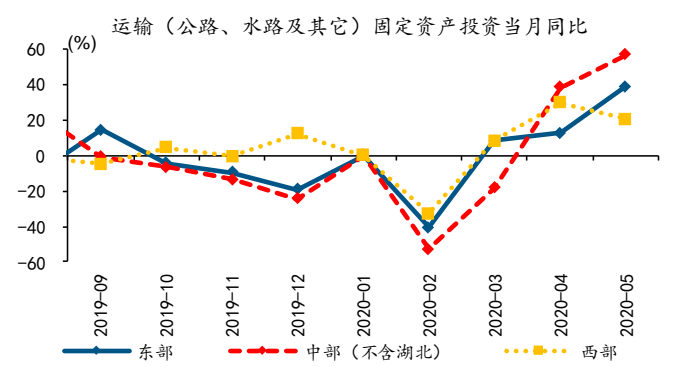
图12: 中部地区, 重大投资项目投资恢复可能较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

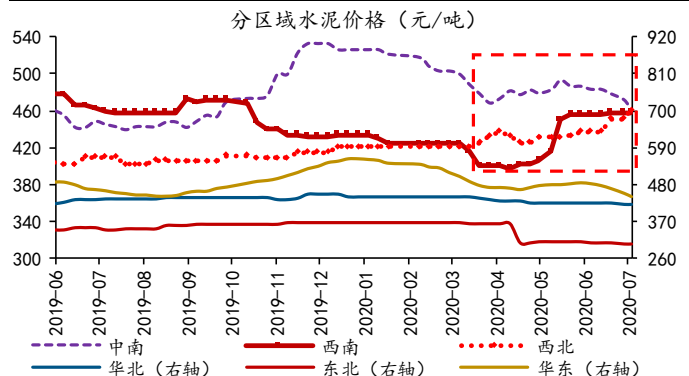
中、西部地区投资需求的较快恢复, 在中微观层面也有明显印证。公路、水路运输业, 是基础设施的重要构成, 2019年占基建投资比重约在10%左右。“稳增长”加码背景下, 不同区域公路水路运输业投资增速快速修复, 尤其是中部地区5月单月同比增长接近40%。投资需求的分化, 在建材价格上也有明显映射; 3月中下旬以来, 西南和西北地区的水泥价格明显回升、目前仍处于上升态势, 中南地区水泥价格也有明显回升, 但近期在暴雨等因素扰动下有所回落。

图13: 中部地区, 公路、水路运输类基建投资快速回升



数据来源: CEIC、开源证券研究所

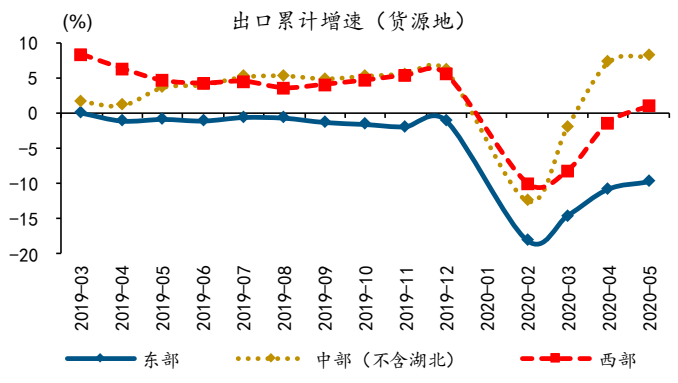
图14: 近期, 西南、西北和中南地区水泥价格恢复较好



数据来源: 数字水泥网、开源证券研究所

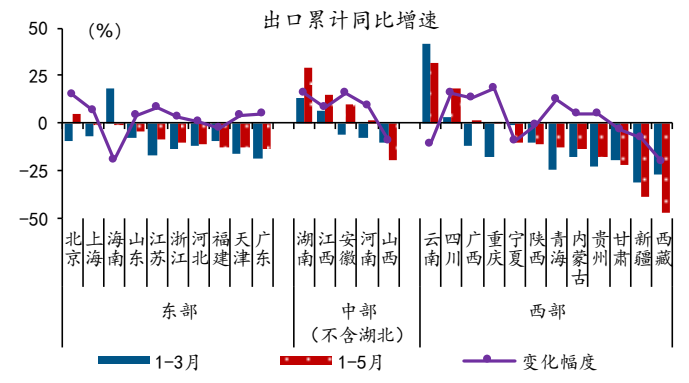
此外，中部多个省份出口“逆势”抬升，对区域经济修复形成一定的支持。疫情在全球错位蔓延，对主要经济体景气影响显著，全球需求随之回落、并对我国贸易链形成明显压制；1-5月，全国出口累计同比下降7.7%。外贸形势总体承压下，中部地区出口却逆势高增，以湖南、安徽和江西等最为突出；4、5月，中部单月出口同比增速超两位数，前5月累计同比增速分别为8.2%、明显高于2019年同期。此外。西南地区的与云南和四川出口表现也较为亮眼。

图15: 中西部地区出口表现明显好于其他区域



数据来源: Wind、开源证券研究所

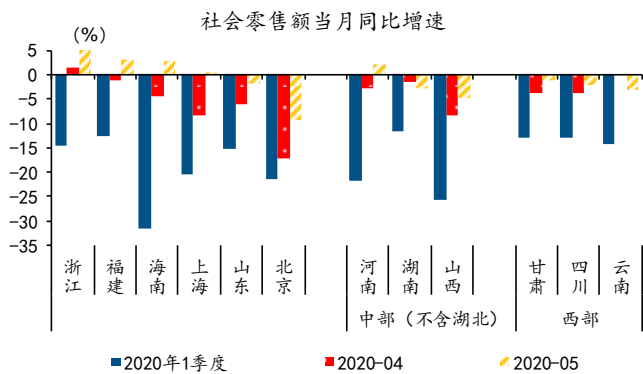
图16: 中部地区的湖南、江西、安徽等出口高增



数据来源: Wind、开源证券研究所

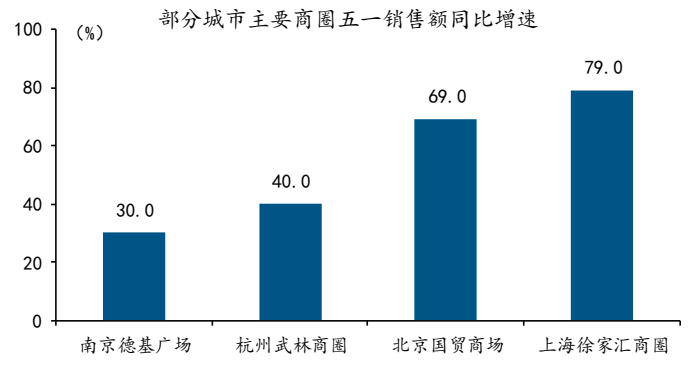
相较中、西部而言，东部地区的投资和出口偏弱，但消费对经济提振相对较好。4月以来，东部地区消费加快修复，其中浙江从4月消费同比转正、福建和海南5月消费也出现正增长，总体好于中、西部地区。进一步拆分消费结构来看，东部地区消费回升，主要来自非汽车类可选消费的贡献。高频跟踪显示，端午期间东部地区一些一二线城市的核心商圈销售额同比大增，侧面反映东部线下消费需求修复相对较快。

图17: 东部地区消费修复相对较快



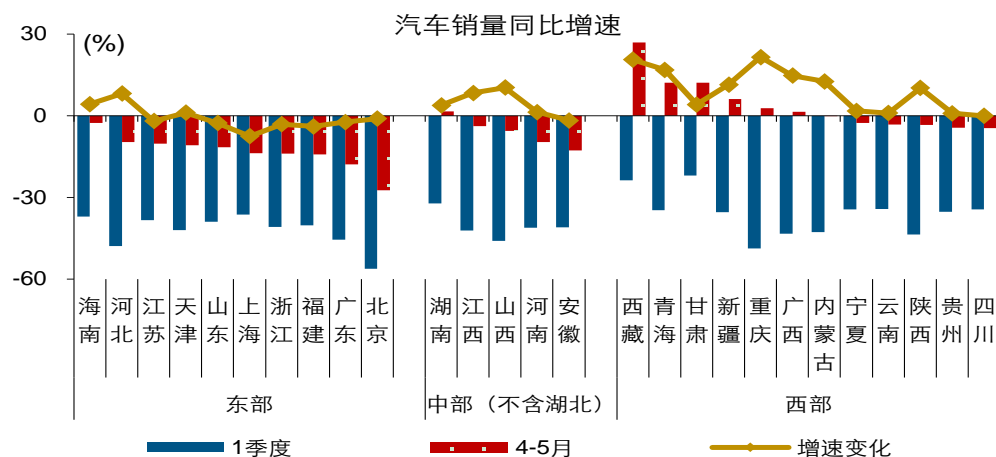
数据来源: Wind、CEIC、开源证券研究所

图18: 东部核心商圈五一期间销售额同比大增



数据来源: 新华网、人民网、开源证券研究所

图19: 东部汽车销量修复较慢, 消费修复或得益于非汽车类可选消费提振



数据来源: 达示数据、开源证券研究所

## 2、区域修复差异, 与前期疫情、地方维稳思路不同等密切相关

### 2.1、中部省份稳投资发力较早、力度较大, 西部疫情影响小、修复快

中部地区部分省份, 稳投资发力较早、力度较大, 带动基建等重大项目投资快速回暖。中部省份, 多为投资驱动型增长模式, 本身对投资较为倚重; 2019年, 中部地区固定资产投资占GDP比重接近9成, 远超过全国平均水平(56%)。中部省份疫情较为严重、经济冲击较为显著, 稳增长压力较大。3月以来, 中部省份“稳增长”相关表态着重强调投资, 大力推动重大项目加快开、复工; 例如投资回升最快的山西、江西, 均强调“项目为王”, 显出对稳投资的重视程度。

表1: 中西部省份对投资的政策表述更加积极<sup>4</sup>

地区	省份	各省下发2020年重大项目名单时的政策表述
中部	山西	<b>坚持转型为纲、项目为王、改革为要、创新为上,把重点工程建设作为转型引领的重要抓手。</b> 市要进一步围绕转型发展优化项目结构,抓紧确定市级重点工程项目,在全省形成促进转型升级、提供转型动能的合力。要把重大基础设施项目建设与补短板工作紧密结合起来,为增强发展活力和后劲夯实基础。
	河南	<b>重点建设项目事关全省和区域、行业发展大局,</b> ……坚持把加强重点项目建设作为践行新发展理念、推动高质量发展、加快供给侧结构性改革、构建现代化经济体系的重要载体,作为扩大有效投资、补齐发展短板、转换增长动能、稳定经济增长的关键举措。作为推进“四个着力”、打好“四张牌”、加快战略实施、实现更加出彩

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4025](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4025)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn