

## 下半年区域经济达标全景：四维筛选“有望达标省市”

报告日期：2022-08-23

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 6.《华安证券\_宏观研究\_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-6-14
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-6-15
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-7-15
- 9.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_四问利润传导，这次不一样？》2022-7-15
- 10.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_一文读懂专项债限额使用：规模、流程以及投向》2022-8-16

### 主要观点：

6月疫情逐步受控，多项经济指标修复态势向好，中强美弱预期叠加宽松的流动性环境推动A股走出独立行情。但7月以来多地疫情反复，7月28日政治局会议弱化了经济目标表述，下半年增量政策或不大，市场在悲观预期下持续走弱。在总量增长有限的环境下，本文尝试切换视角，从四个维度刻画了地方“经济达标”远景，进一步筛选出“有条件且力争达标的省份”。

#### ● 维度一：地方经济达标难度衡量

1) GDP达标难度受基数影响较大，包括疫后地方经济修复节奏不一致、基数效应对年度经济增速目标产生影响，以及2021年下半年“双控双限”下多地经济下滑较快，由此形成低基数对今年下半年的经济修复在数值上构成“支撑”。

2) 综合基数效应的两点影响，我们采用年初目标（三年复合增速）-2022H1 GDP（三年复合增速）来衡量下半年经济达标难度。经济大省中，福建、山东、河南达标难度较小，上海、湖北、北京、河北、广东等地达标难度较大。

#### ● 维度二：“结构性目标”下，地方发力意愿分级

1) 截至8月10日，已有22个省市就全年经济目标进行表态，我们根据表态积极程度对地方发力意愿进行分档。第一档为“咬定目标、奋力实现”，包括江苏、山东、福建、湖北等12个省市；第二档为“确保实现”，包括河南、河北、四川等7个省市；第三档为“实现最好结果”，包括吉林、浙江、广东，或系上半年受疫情冲击较重、追赶难度较大。

2) 参考浙江省的发力意愿和经济目标，我们量化预测各地全年经济恢复弹性。乐观情景下，假设下半年第一档地区超额20%完成年初目标，第二档超额10%完成年初目标，第三档则完成年初目标，加权得到全国GDP增速为4.4%。同时我们考虑疫情反复对经济的制约、高温限电制约工业生产等因素，增加了中性和悲观两种情形，分别测算全国GDP增速为4.1%和3.8%。散点图显示，地方达标难度与我们根据发力意愿测算的地方经济弹性线性关系显著、相关性为0.825，指向我们的预测具有一定的合理性。

#### ● 维度三：“用足用好专项债限额”，各地“家底”厚度对比

1) 地方发力意愿的兑现依托于其增量财政空间。我们测算下半年专项债限额空间有1.5万亿，其中今年新增限额还有不到2000亿，存量额度空间约为1.3万亿。新增限额历史上有跨省调用，但鉴于年内额度还剩不到2000亿，跨省调用意义不大，效果有限。存量额度无跨省调用先例，且该方式还涉及到公平等问题，可行性仍待观察，因而我们合理推测各省专项债限额空间可以表征其下半年的财政发力空间。

2) 限额内可发行存量空间，区域分化较为严重，其中北京上海、沿海地区、内陆经济大省“家底”丰厚。一线城市中，北京、上海2021年底剩余专项债限额分别为1800、1700亿元；第二梯队为沿海省份和内陆经济大省，江苏、福建、山东、广东等存量空间分别为829、688、578、466亿元，河南、河北、四川等省份存量空间均超600亿元。从区域分布来看，存量空间前十省份中有八个经济大省，“经济大省要勇挑大梁，发挥稳经济关键支撑作用”亦有财力支撑。经济大省之一的浙江欠缺存量额度空间，因此其财政空间来源还需观察。

#### ● 维度四：各地项目储备和近期申报如何？

1) 开年项目储备方面，截至4月底，26省重大项目年内计划投资总额为11.2万亿元，可比口径下23省重大项目年内计划投资总额9.71万亿元，同比增速12.0%。经济大省中，福建、河南、湖北、上海、浙江、湖南、广东同比增速超过10%，年内项目储备较为丰富。

2) 三季度新项目申报方面，7月政治局会议和二季度央行货币政策执行报告强调已有政策性金融工具强化落实，近期多部门和地方积极筹备推进重大项目。地方层面，河北省已上报备选项目705个、申报基金2141亿元，湖北省申报农发基础设施基金项目526个、项目总投资8274亿元、申报基金1054亿元。基建发力确定性仍强，预计三季度基建增速落在9.5%-10.5%，乐观情形下测算全年基建增速达到11%。

#### ● 总结

我们从达标难度、发力意愿、财政空间、项目储备四个维度刻画了各省下半年的经济达标全景。

1) 达标难度：福建、湖南、山东达标难度较低，上海、吉林、海南、湖北、天津达标难度较大；

2) 发力意愿：江苏、山东、福建、湖北发力意愿较强，浙江、广东意愿较弱；

3) 财政空间：北京、上海、河南、江苏、福建、河北四川“家底”偏厚，湖南、湖北、浙江“家底”偏薄；

**4) 项目储备:** 福建、河南、湖北、上海、浙江、湖南、广东年初项目储备丰富，河北、北京、江苏、安徽项目储备或较匮乏。

综合来看，经济大省中福建、山东、河南最有望达标。其后四个省市整体表现呈“美中不足”，浙江、湖南缺专项债存量额度，江苏、四川缺项目。由此或可在城投投资方面提供参考。此外，我们进一步根据 2017 年全国各省投入产出表浅析福建、山东、河南三省产业结构，以期从行业方面提供一定参考。在产业结构方面，福建省支柱产业为交通运输、批发零售、建筑、农林牧渔、房地产等行业；山东省国有企业占比大、重工业企业数量多；河南是我国重要的粮食、能源和原料工业基地。产业拉动方面，三省通信电子、电气机械、专用设备等行业影响力系数普遍居前。产业质量方面，三省教育、房地产、批发零售、水利设施等行业盈利水平较好，增加值率较高（正文对三省产业结构有进一步的介绍）。

● **风险提示**

对俄制裁升级超预期、美欧衰退超预期、限电限产持续升级、地产风险事件发酵。

## 正文目录

1. 地方经济达标难度? .....	5
2. “结构性目标”下, 地方发力意愿如何? .....	8
3. “用足用好专项债务限额”, 各地家底和项目储备厚否? .....	12
4. 下半年区域经济达标全景 .....	15
4.1 多维度筛选“有望达标省市” .....	15
4.2 “有望达标省市”浅析 .....	16
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1	3月疫情对各省 GDP 的冲击测算	6
图表 2	相关性为-0.89、截距项恰为 5.5%	6
图表 3	经济大省受疫情冲击更重、修复更快	6
图表 4	年初各地经济目标对应的达标难度	7
图表 5	2021 年下半年，能耗双控预警地区经济增速持续回落	7
图表 6	下半年各地经济目标对应的达标难度（综合考虑两种基数效应的扰动）	8
图表 7	各地年中表态与发力意愿	9
图表 8	各地年中对经济目标表态	10
图表 9	根据发力意愿测算各地全年经济增速	10
图表 10	根据发力意愿测算各地和全国经济增速	10
图表 11	各地经济达标难度与发力意愿线性关系显著	11
图表 12	年中表态与两会相比，发力方向有所转变	12
图表 13	资金端：各地专项债限额存量空间	14
图表 14	项目端：2022 年重大投资项目增速为 12.0%	14
图表 15	各地下半年经济达标全景	16
图表 16	福建省产业结构	17
图表 17	福建省产业增加值率	17
图表 18	山东省产业结构	17
图表 19	山东省产业增加值率	17
图表 20	河南省产业结构	18
图表 21	河南省产业增加值率	18

6月疫情逐步受控，多项经济指标修复态势向好，中强美弱预期叠加宽松的流动性环境推动A股走出独立行情。但7月以来多地疫情反复，7月28日政治局会议弱化了经济目标表述，下半年增量政策或不大，市场在悲观预期下持续走弱。在总量增长有限的环境下，我们于细微处入手，从三个维度刻画了地方“经济达标”远景。

2022年7月28日中共中央政治局召开会议，提出“全年力争实现最好结果，有条件的省份则要力争完成目标”。事实上，受疫情等因素影响，今年上半年经济增速为2.5%，意味着全年要达到5.5%的经济增速目标，下半年两个季度GDP需要达到8%以上，有很大难度。因此，目标表述的弱化也符合客观实际。我们测算，全年实现4%增速，需要三四季度GDP在5%-5.5%之间，对应三产在4.5%-5%；实现4.5%需要下半年在6%-6.5%，三产需要恢复至6%以上；实现5%则需要7%以上，三产恢复到7%左右。因此，在疫情反复之下，则全年可能在4%以上；若疫情得到很好控制，则有望在4.5%左右；实现5%左右难度同样很大。

“结构性目标”下，我们或许应切换视角，审视经济大省如何“勇挑大梁”，评判各地“达标”潜能进而筛选出“有条件的省份”。我们从四个维度进行分析，第一个维度是地方实现年初经济目标的难度；第二个维度是地方对下半年以及全年经济目标的表态，表征地方政府发力意愿；第三个维度是地方潜在财力，以存量专项债额度表征下半年的地方政府发力空间；第四个维度是从基建入手，观察各地项目储备和近期申报如何。

## 1. 地方经济达标难度？

如何正确理解GDP达标难度？我们认为需要阐明基数效应对经济目标的两点影响。

**影响1：疫后地方经济修复节奏不一致，基数效应对年度经济增速目标产生影响。**一季度我们的观点是5.5%没那么难，因此Q1 GDP 4.8%符合我们测算（详见《“量跌价升”背后的近忧与远虑》），高出当时市场预期的4.0%-4.5%。今年两会5.5%经济增长目标落定伊始，总理指出为高基数上的中高速增长，由此形成“目标不低、仍需努力”的市场共识。实际上我们倾向于认为该目标的确定站在2021年底是符合客观实际的，即2021年GDP两年复合增速为5.1%，仍未恢复至疫情前水平，因此某种程度上2022年仍是疫后恢复的年份，属于在“疫情较低基数”基础上的恢复，若无突发疫情或俄乌冲突等黑天鹅事件，5.5%或许并非难以企及。

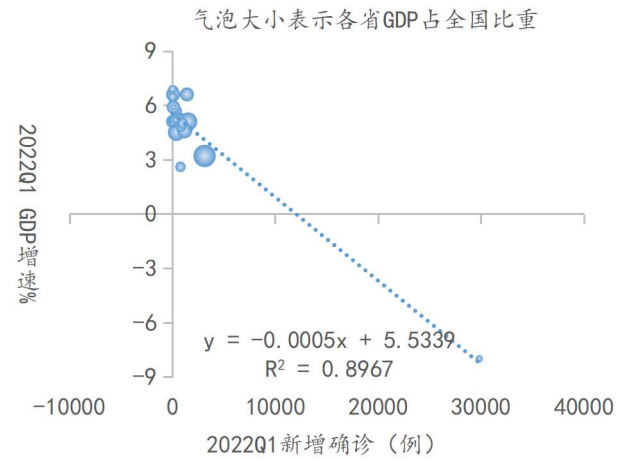
我们做了一季度各地经济数据的复盘来验证该判断。一季度疫情冲击情况与我们此前的预测较吻合，各地GDP增速与确诊病例相关性为-0.89，剔除天津（天津GDP增速显著偏低、或系其统计数据“挤水分”）后相关性上升至-0.95，大致可以用 $y = -0.0005x + 5.5339$ 来描述，有趣的是截距项恰好为5.5，换句话说若无疫情扰动，一季度GDP增速恰好与全年经济目标一致。

图表 1 3月疫情对各省 GDP 的冲击测算



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

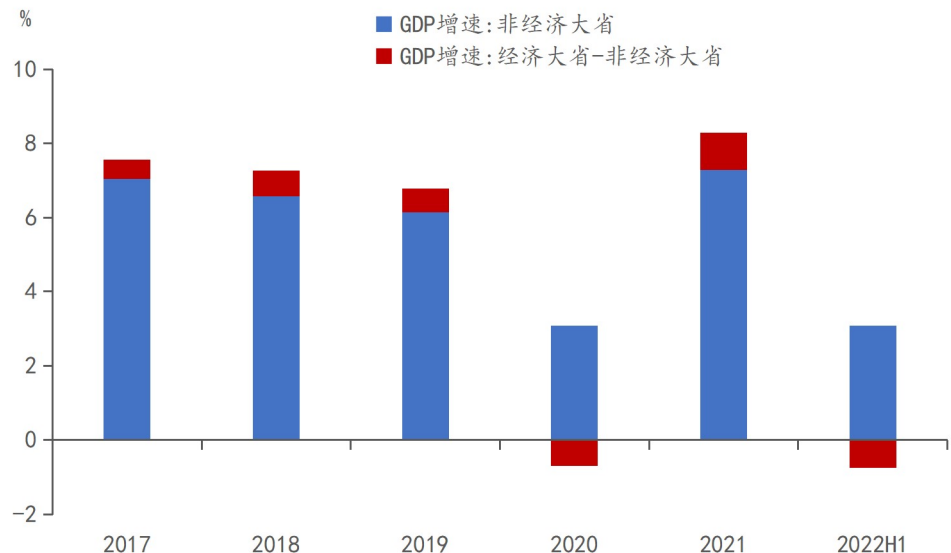
图表 2 相关性为-0.89、截距项恰为 5.5%



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

尤其落在地方层面，基数效应带来的误读可能会更严重，因此衡量年初各地达标难度的时候，应该观察 2021 年两年复合增速与今年目标的差值。经济大省<sup>1</sup>发展水平相对较高，人口密度大、对外经济占比较高使其更易受到疫情冲击，因而数值上体现为经济发达地区在 2020 年受疫情冲击更重、2021 年修复更快。疫前三年（2017-2019），经济大省 GDP 增速稳定高出其他地区 0.5 个百分点，而 2021 年则高出了 1.0 个百分点。因而，2021 年两年复合增速-2022 年目标可能是一个衡量 GDP 名义达标难度（无疫情扰动）的指标。根据该指标来看年初目标的实现难度，江苏、重庆、山东、浙江达标难度较低，湖北、河南、内蒙古、辽宁、黑龙江实现经济目标压力较大。

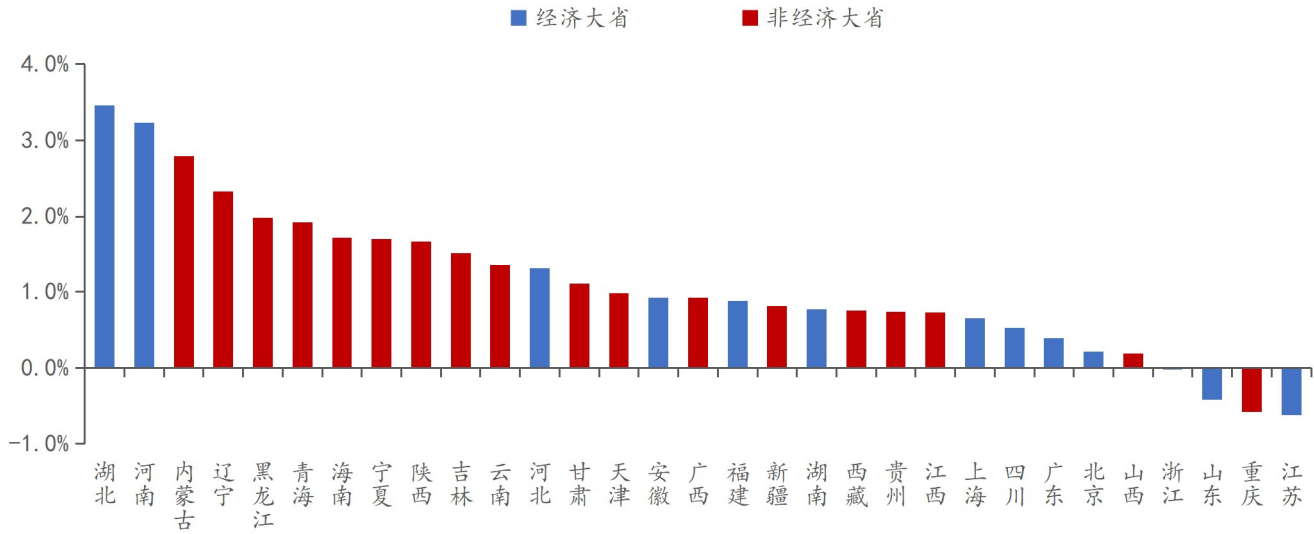
图表 3 经济大省受疫情冲击更重、修复更快



资料来源: Wind, 华安证券研究所

<sup>1</sup> 2021 年我国共有 13 个省市 GDP 超过 4 万亿元，其后断层现象较明显，第 14 名的陕西不足 3 万亿元，因而我们将广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、湖北、福建、湖南、上海、安徽、河北、北京定义为经济大省。

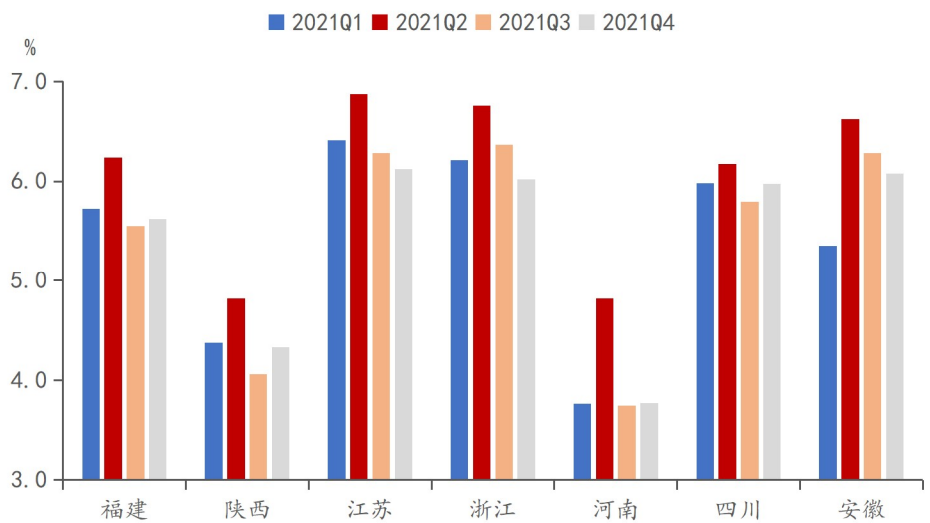
图表 4 年初各地经济目标对应的达标难度



资料来源：Wind，华安证券研究所

**影响 2：2021 年下半年“双控双限”对全年经济节奏的扰动。**2021 年“能耗双控”稳步推进，年中发改委印发各地区“能耗双控”目标完成情况晴雨表，其中 9 个省市为一级预警、10 个省市为二级预警，预警地区积极整改，先后推出限电限产措施。彼时我国尚处于疫后修复阶段，经济基础并不稳固，工业生产快速走弱。从两年复合经济增速来看，福建、陕西、江苏、浙江等下半年经济下滑较快，由此形成的低基数，或对今年下半年的经济修复在数值上构成“支撑”。

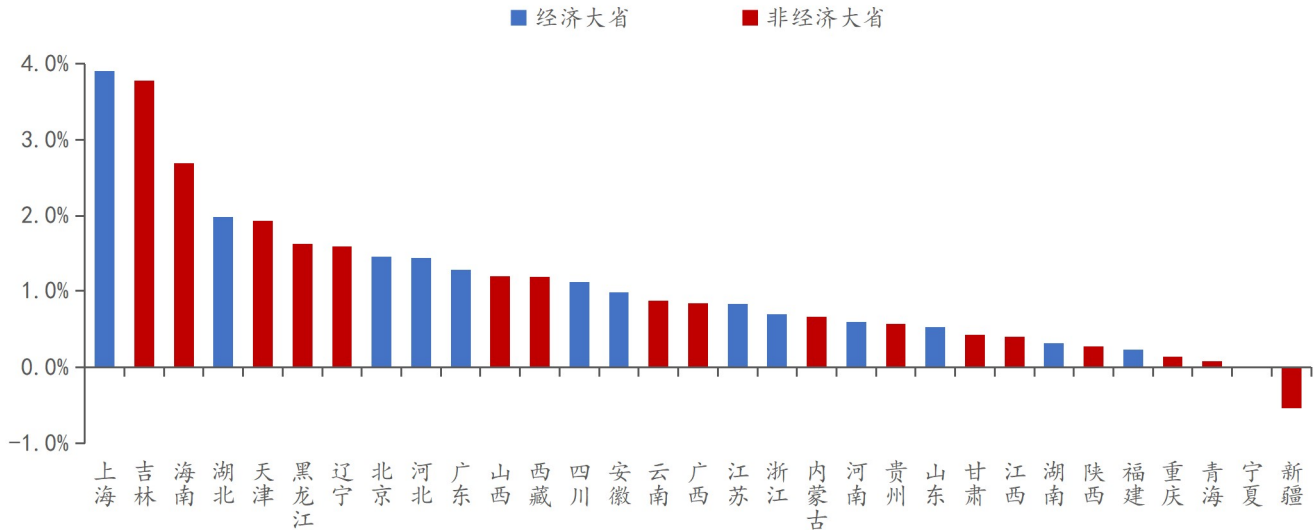
图表 5 2021 年下半年，能耗双控预警地区经济增速持续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：GDP 增速为两年复合累计同比

综合基数效应的两点影响，我们采用年初目标（三年复合增速）-2022H1 GDP（三年复合增速）来衡量下半年经济达标难度。经济大省中，福建、山东、河南达标难度较小，上海、湖北、北京、河北、广东等地达标难度较大。

图表 6 下半年各地经济目标对应的达标难度（综合考虑两种基数效应的扰动）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：图中数据为年初目标（三年复合增速）-2022H1 GDP（三年复合增速）

## 2. “结构性目标”下，地方发力意愿如何？

政治局会议强调“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”，如何理解“力争”？即如何衡量地方下半年发力意愿？截至8月10日，已有22个省市就全年经济目标进行表态，我们根据表态积极程度对地方发力意愿进行分档。第一档为“咬定目标、奋力实现”，包括江苏、山东、福建、湖北等12个省市；第二档为“确保实现”，包括河北、河南、四川等7个省市；第三档为“守规底线外里”，包括

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\\_45535](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45535)

