

## 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：“用足用好专项债务限额”，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。

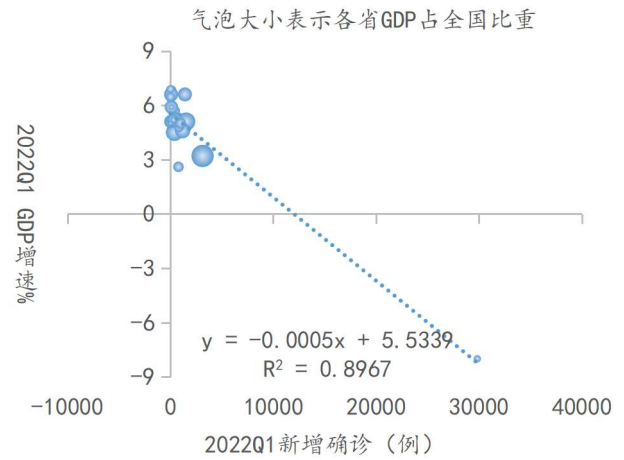
我们做了一季度各地经济数据的复盘来验证该判断。一季度疫情冲击情况与我们此前的预测较吻合，各地GDP增速与确诊病例相关性为-0.89，剔除天津（天津GDP增速显著偏低、或系其统计数据“挤水分”）后相关性上升至-0.95，大致可以用 $y = -0.0005x + 5.5339$ 来描述，有趣的是截距项恰好为5.5，换句话说若无疫情扰动，一季度GDP增速恰好与全年经济目标一致。

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

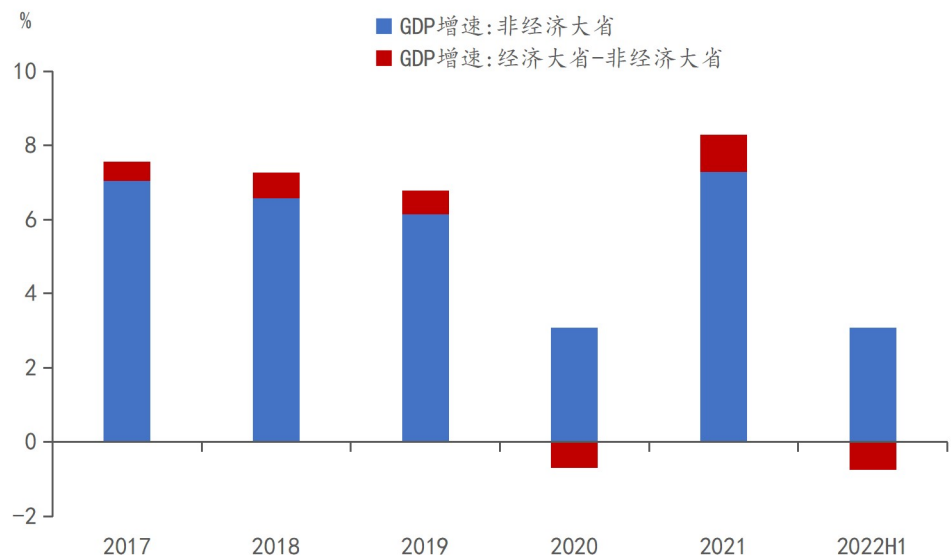
图表 2 相关性为-0.89、截距项恰为 5.5%



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。

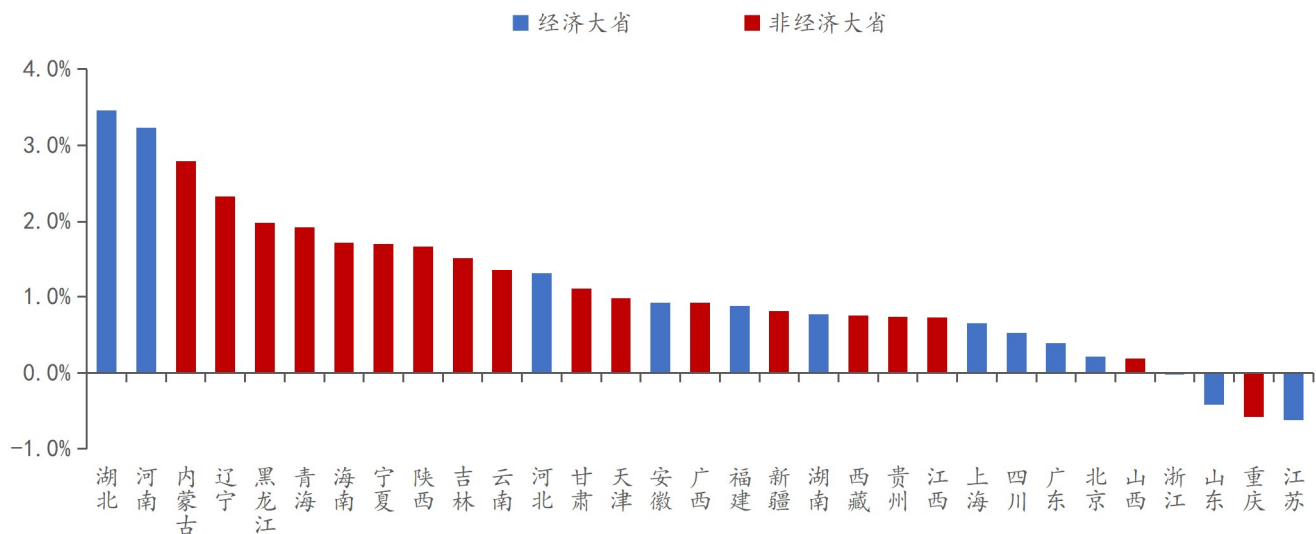
图表 3 经济大省受疫情冲击更重、修复更快



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。

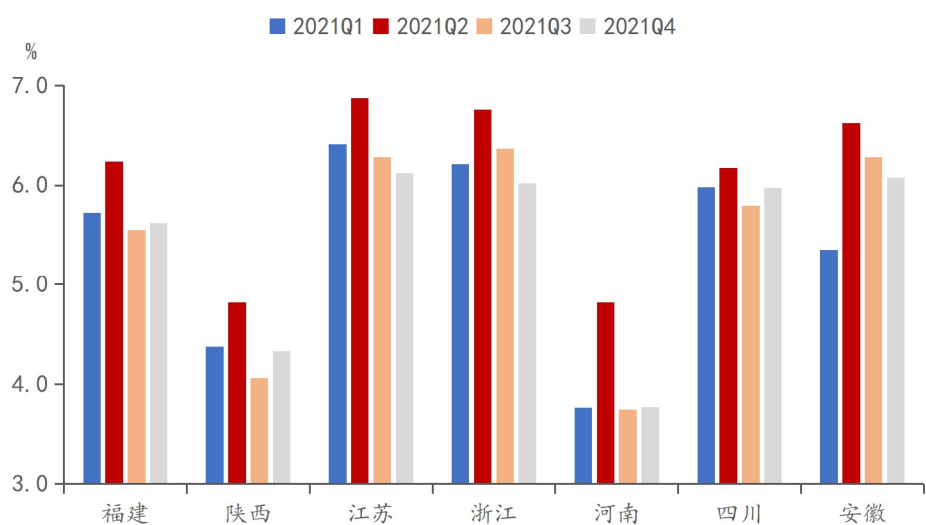
图表 4 年初各地经济目标对应的达标难度



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”。

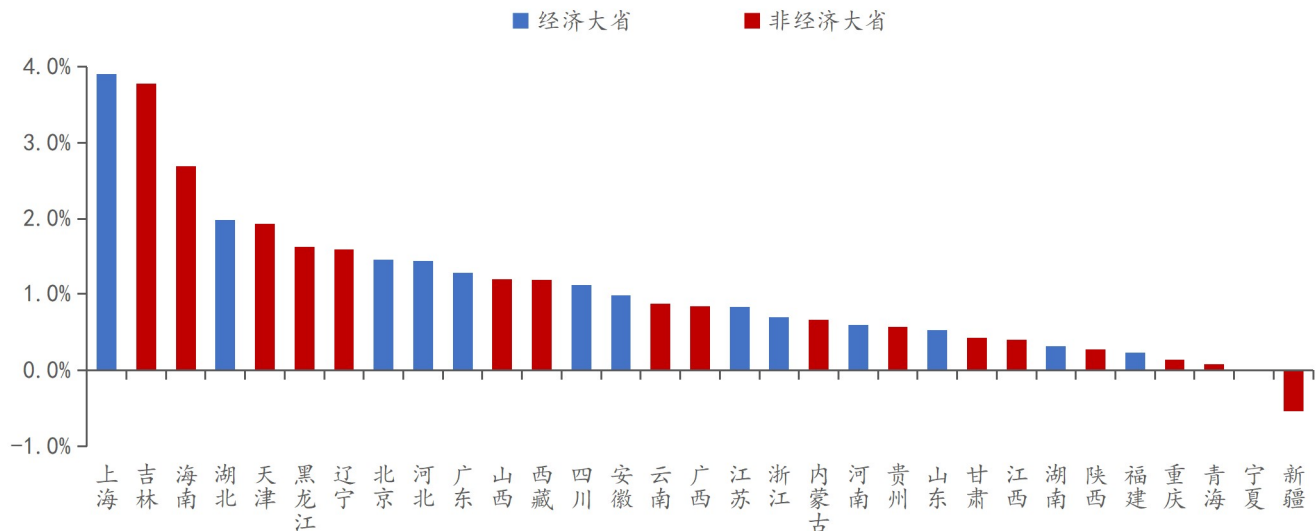
图表 5 2021 年下半年，能耗双控预警地区经济增速持续回落



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。其中，7月23日浙江省省政府常务会议指出“尽一切可能弥补上半年损失和缺口”，7月29日浙江省省长王浩作关于上半年全省经济社会发展情况和下半年政府工作报告时表示下半年浙江要确保GDP增长6%（即年初目标），为我们预测全年增速提供了基础。



**图表 7 各地年中表态与发力意愿**

省份	日期	会议	经济目标表态	意愿
江苏*	08-05	我省全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”重大要求	切实肩负起经济大省“勇挑大梁”的重大政治责任	第一档
河北*	08-04	河北省经济工作推进会议	全力以赴完成经济社会发展目标任务	第二档
甘肃	08-03	全省经济运行调度电视电话会议在兰州召开，分析当前经济形势，部署下半年重点任务	坚定不移锚定全年目标	第一档
湖北*	08-01	王忠林主持召开省政府常务会议	咬定全年目标聚力攻坚	第一档
广东*	08-01	王伟中主持召开省政府党组会议	力争实现最好结果	第三档
新疆	07-31	奋战三季度决胜下半年 努力完成全年目标任务	确保实现全年目标任务	第一档
福建*	07-29	政府党组会议暨理论学习中心组学习会	奋力实现全年目标任务	第一档
浙江*	07-29	王浩作关于上半年全省经济社会发展情况和下半年政府工作的报告	下半年浙江要确保 GDP 增长 6%	第三档
四川*	07-25	黄强主持召开省政府第十次全体会议争分夺秒拼经济攻坚克难搞建设全力保持经济运行在合理区间努力完成全年目标任务	努力完成全年目标任务	第二档
辽宁	07-25	省委常委会召开扩大会议 听取全省上半年经济运行安全生产 社会稳定情况汇报研究下半年工作	全力抓好经济工作，对年初确定的计划指标进行分析评估，可以在适当时期作适当调整	第二档
贵州	07-24	咬定目标不放松 全力决胜全年度——论贯彻落实全省半年经济工作会议精神	以咬定目标不放松、不破楼兰终不还的必胜决胜干劲，完成全年发展目标任务	第一档
浙江*	07-23	王浩主持召开省政府常务会议分析上半年经济形势	尽一切可能弥补上半年损失和缺口	第三档
广西	07-22	加倍努力超常发力精准用力持续推进经济稳进提质	奋力完成全年发展目标任务	第一档
吉林	07-21	自治区党委、政府召开全区年中工作会议扎实推动防疫情稳经济保安全工作落细落实以实际行动迎接党的二十大胜利召开	尽最大努力把疫情带来的损失抢回来，攻坚三季度、决战四季度	第三档
宁夏	07-20	吉林省政府召开十三届十次全体会议	确保实现全年目标任务	第一档
陕西	07-19	自治区党委政府召开全区上半年经济形势分析会	奋力实现全年经济社会发展目标	第一档
黑龙江	07-19	赵一德主持召开省政府第二十三次常务会议	确保圆满完成全年目标任务	第一档
江西	07-19	胡昌升主持召开省政府常务会议 巩固经济稳中有进态势确保完成全年目标	努力实现全年经济社会发展预期目标	第二档
河南*	07-19	省委上半年经济运行分析会暨“拼搏三季度、奠定全年胜”动员会召开	动员全省上下奋战三季度，为夺取经济发展“全年红”打下坚实基础	第二档
湖北*	07-19	全省上半年经济运行调度	全力打好三季度经济发展攻坚战	第一档
山西	07-18	暨优化营商环境工作电视电话会议召开坚定信心全力奋战三季度	奋力完成全年经济社会发展主要预期目标	第一档
湖南	07-18	王忠林主持召开省政府常务会议承压前行稳中向好上半年全省经济量质并进锚定目标乘势加以以攻坚姿态完成全年任务	努力完成全年目标任务	第二档
海南	07-14	分析上半年全省经济形势 部署下半年经济工作	努力完成全年目标任务	第二档
山东*	07-13	毛伟明主持省政府第十次全会	全力实现全年经济社会发展目标任务	第一档

注：\*表示经济大省

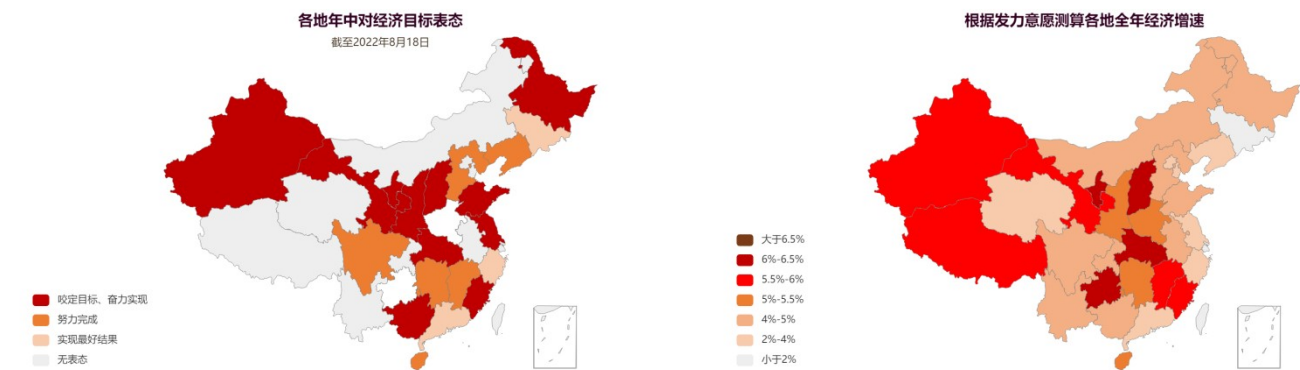
资料来源：Wind，华安证券研究所

基于浙江省的发力意愿和经济目标，我们可量化测算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%。同时考虑到疫情反复对经济的制约、高温限电制约工业生产等因素，我们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。

图表 8 各地年中对经济目标表态

图表 9 根据发力意愿测算各地全年经济增速



资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所测算

资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所测算

图表 10 根据发力意愿测算各地和全国经济增速

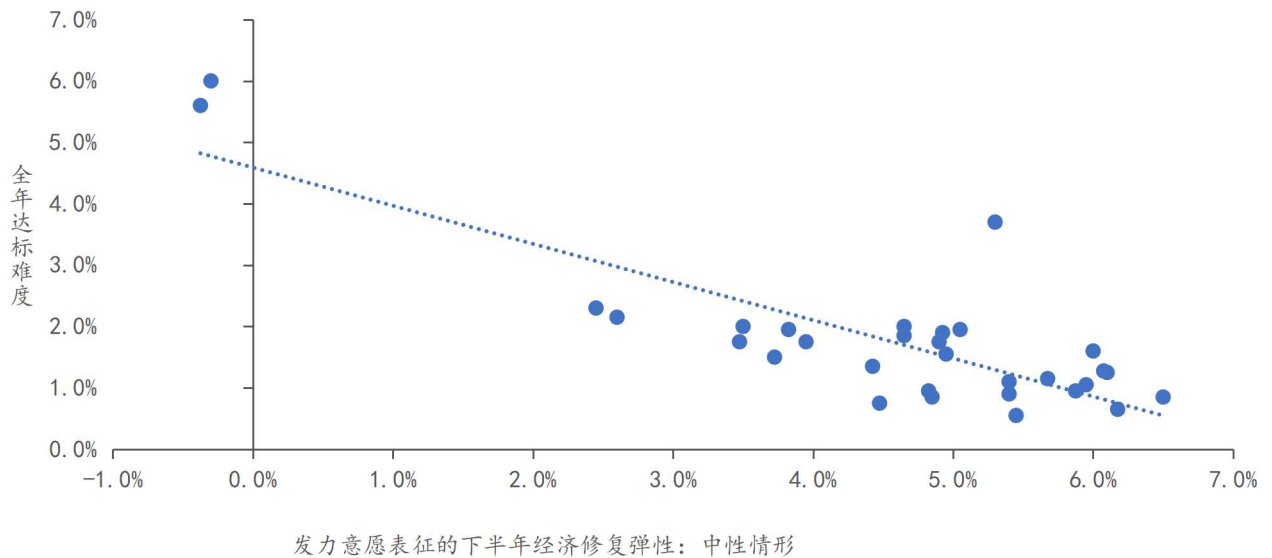
省份	发力意愿	2022H1 GDP	2022 全年 GDP		
			乐观	中性	悲观
假设：根据地方发力意愿测算下半年经济弹性，系数表示下半年完成年初目标的程度					
	第一档		120%	110%	100%
	第二档		110%	100%	90%
	第三档		100%	90%	80%
宁夏	第一档	5.3%	6.9%	6.5%	6.2%
山西	第一档	5.2%	6.5%	6.2%	5.9%
贵州	第一档	4.5%	6.5%	6.1%	5.8%
湖北*	第一档	4.5%	6.4%	6.1%	5.7%
西藏		4.8%	6.4%	6.0%	5.6%
江西	第二档	4.9%	6.3%	6.0%	5.6%
福建*	第一档	4.6%	6.2%	5.9%	5.6%
新疆	第一档	4.9%	6.1%	5.8%	5.5%
甘肃	第一档	4.2%	6.0%	5.7%	5.4%
陕西	第一档	4.2%	5.7%	5.4%	5.1%
湖南*	第二档	4.3%	5.7%	5.4%	5.1%
海南	第二档	1.6%	5.8%	5.3%	4.9%
河南*	第二档	3.1%	5.4%	5.1%	4.7%
河北*	第二档	3.4%	5.3%	5.0%	4.6%
广西	第一档	2.7%	5.3%	4.9%	4.6%

云南		3.5%	5.3%	4.9%	4.6%
内蒙古		4.3%	5.2%	4.9%	4.6%
山东*	第一档	3.6%	5.1%	4.8%	4.6%
安徽*		3.0%	5.0%	4.7%	4.3%
四川*	第二档	2.8%	5.0%	4.7%	4.3%
重庆		4.0%	4.8%	4.5%	4.2%
黑龙江	第一档	2.8%	4.7%	4.4%	4.2%
浙江*	第三档	2.5%	4.3%	4.0%	3.7%
江苏*	第一档	1.6%	4.1%	3.8%	3.6%
青海		2.5%	4.0%	3.7%	3.5%
辽宁	第二档	1.5%	3.8%	3.5%	3.2%
广东*	第三档	2.0%	3.8%	3.5%	3.2%
北京*	第三档	0.7%	2.9%	2.6%	2.4%
天津		0.4%	2.7%	2.5%	2.2%
吉林	第三档	-6.0%	0.0%	-0.3%	-0.6%
上海*	第三档	-5.7%	-0.1%	-0.4%	-0.7%
<b>加权平均 (全国 GDP)</b>		<b>2.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.8%</b>

注：\*表示经济大省

资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所测算

图表 11 各地经济达标难度与发力意愿线性关系显著



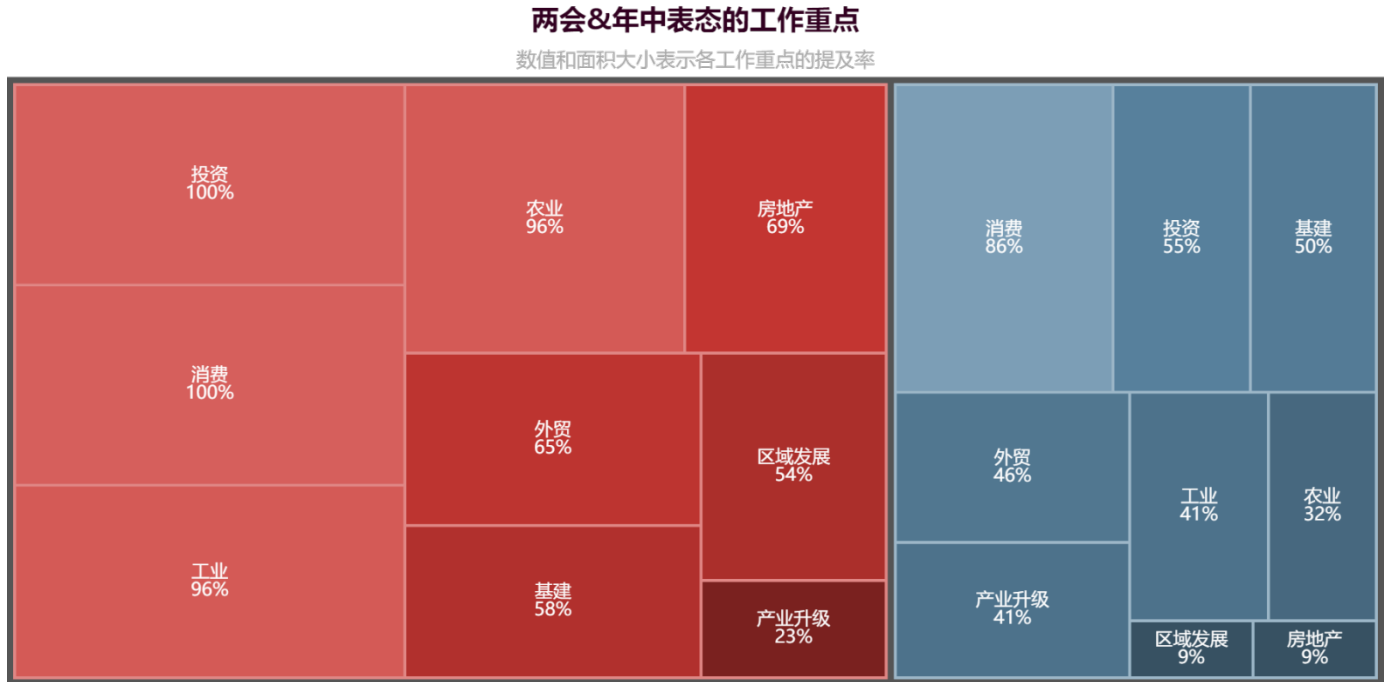
注：经济修复弹性为根据发力意愿测算的全年 GDP 增速-上半年 GDP 增速

资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所

同时，我们将年中表态与两会报告进行比较，发现各省发力方向出现了一定程度的转变。两会报告和年中表态均将投资、消费作为重点，基建的提及率分别为 58%、50%、没有明显变化，但地产的提及率从 69% 下降至 9%、重要性排序相应从第 5 位滑落至第 8

位，对产业升级的提及率从 23% 上升至 41%、重要性从未位上升至第 5 位。

图表 12 年中表态与两会相比，发力方向有所转变



注：红色表示两会，蓝色表示年中表态。

资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所

### 3. “用足用好专项债务限额”，各地家底和项目储备厚否？

地方发力意愿的兑现依托于其增量财政空间，此处主要讨论政治局会议“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”提法下的各地“家底”情况。我们测算下半年专项债限额空间有 1.5 万亿，各地区分布不均。一线城市如北京、上海剩余空间较大，东部沿海省份次之。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（详见专题《一文读懂专项债限额使用：规模、流程以及投向》）。

**新增限额可跨省调用：**历史上有跨省调用，财政部有自主权，向人大报备，不需全国人大审批。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：**地方政府省内使用存量限额空间，在政策上和实操上可行性最高，包括直接使用和省内统筹未充分利用的额度进行再分配。省内回收额度再分配的案例以 2020 年发行再融资债化解隐性债务较为典型，但今年情况有所不同，更倾向于地方政府在省内收回未充分利用的限额空间，再分配给其他需要的市、区。流程上报省级人大审批，向财政部报备，不需全国人大审批，总计规模还有 1.36 万亿。政策曾允许地方政府使用这部分额度，且历史上部分地方政府也曾在年内发行政府债券时使用存量限

额空间。从发行流程来看，地方政府可自行安排限额空间的使用，只需地方人大常委会审议通过，并向财政部报备，无需上报全国人大审批。这为尽早发行并在三季度形成实物工作量带来便利。存量限额跨省调用，流程更复杂，我们猜测可能要报全国人大审批，那么理论上最快要到 10 月，时滞性高，落实到实物工作量可能要到年底，效果有限。且该方式还涉及到公平等问题，可行性仍待观察。

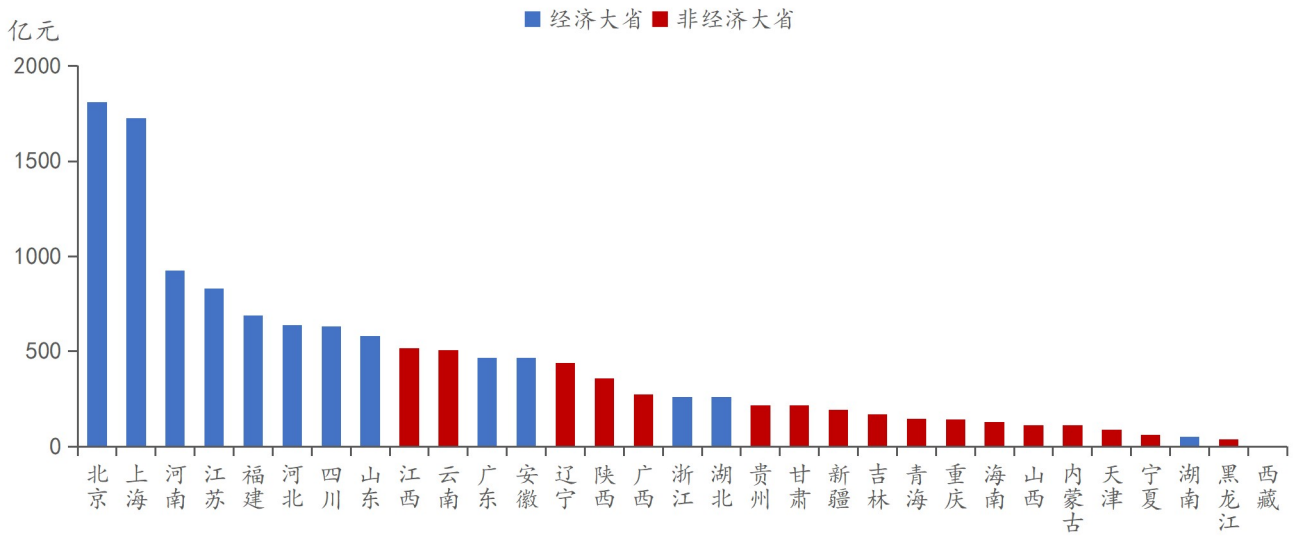
**占大头的存量额度跨省调用流程上较为复杂，因而我们合理推测各省专项债限额空间可以表征其下半年的财政发力空间。**

**1) 资金端：**限额内可发行存量空间，区域分化较为严重，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，因而“经济大省要勇挑大梁，发挥稳经济关键支撑作用”确有财力支撑。不过，8 月 16 日李克强主持召开的经济大省政府主要负责人座谈会，六省之一的浙江反而欠缺存量额度空间，因此浙江省财政空间来源还需观察。

**2) 项目端：**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<sup>2</sup>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%，分别为 28.2%、18.2%、15.6%、15.6%、14.7%、13.2%、12.5%，年内项目储备较为丰富。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，7 月国家发改委共审批核准固定资产投资项目 8 个、总投资 2368 亿元，较 1-6 月平均的 1277 亿元提高了 85%。具体看，8 月 2 日国家能源局印发第二批大基地项目清单，8 月 3 日国家电网强调“到年底前再完成投资近 3000 亿元重大项目”，此外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%。

<sup>2</sup> 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示 2021 年和 2022 年均披露相同口径的数据。

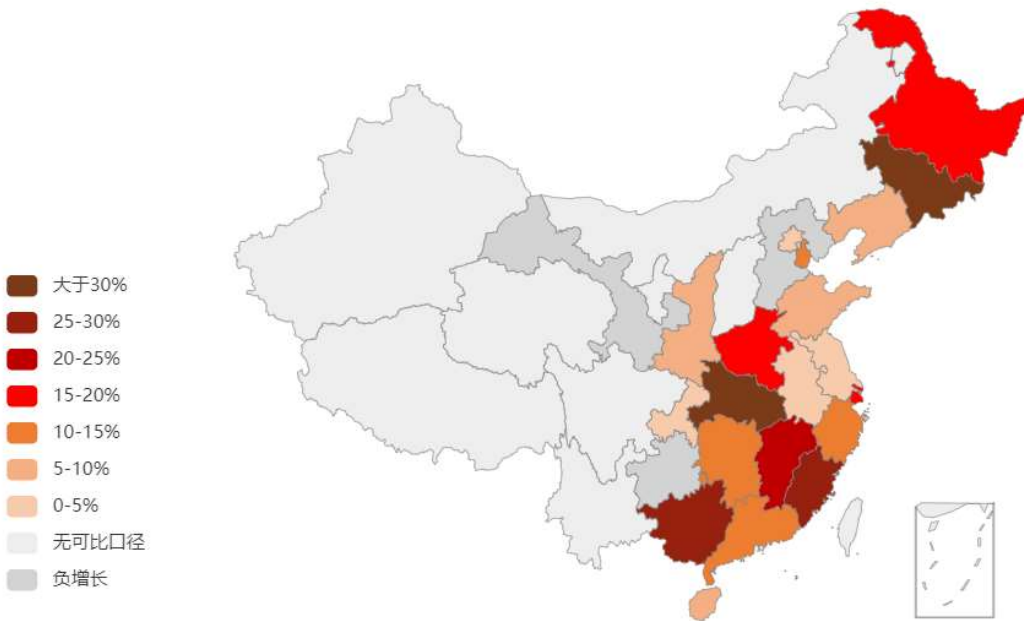
图表 13 资金端：各地专项债限额存量空间



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 项目端：2022 年重大投资项目增速为 12.0%

2022年各省重大项目投资增速%



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 4. 下半年区域经济达标全景

### 4.1 多维度筛选“有望达标省市”

如前述，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，以下仅列出经济大省。

**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。

图表 15 各地下半年经济达标全景

省份	经济大省	经济达标难度	发力意愿	财政发力空间	重大项目年内投资增速
福建	是	0.2%	第一档	688	28.2%
湖南	是	0.3%	第二档	50	13.2%
山东	是	0.5%	第一档	578	9.0%
河南	是	0.6%	第二档	921	18.2%
浙江	是	0.7%	第三档	261	14.7%
江苏	是	0.8%	第一档	829	1.1%
安徽	是	1.0%		464	4.3%
四川	是	1.1%	第二档	631	0.0%
广东	是	1.3%	第三档	466	12.5%
河北	是	1.4%	第二档	638	-11.1%
北京	是	1.5%	第三档	1811	0.8%
湖北	是	2.0%	第一档	261	15.6%
上海	是	3.9%	第三档	1727	15.6%
新疆	否	-0.5%	第一档	193	0.0%
宁夏	否	0.0%	第一档	62	0.0%
青海	否	0.1%		145	0.0%
重庆	否	0.1%		143	1.1%
陕西	否	0.3%	第一档	358	7.1%
江西	否	0.4%	第二档	514	22.2%
甘肃	否	0.4%	第一档	215	-10.0%
贵州	否	0.6%	第一档	215	-14.5%
内蒙古	否	0.7%		113	0.0%
广西	否	0.8%	第一档	273	27.8%
云南	否	0.9%		504	0.0%
西藏	否	1.2%		2	0.0%
山西	否	1.2%	第一档	113	0.0%
辽宁	否	1.6%	第二档	438	5.1%
黑龙江	否	1.6%	第一档	37	19.7%
天津	否	1.9%		90	11.1%
海南	否	2.7%	第二档	130	9.5%

注：若地方发力意愿为空值，表示该省市近期暂无年中经济目标表态。

资料来源：各地人民政府网，Wind，华安证券研究所测算

## 4.2 “有望达标省市” 浅析

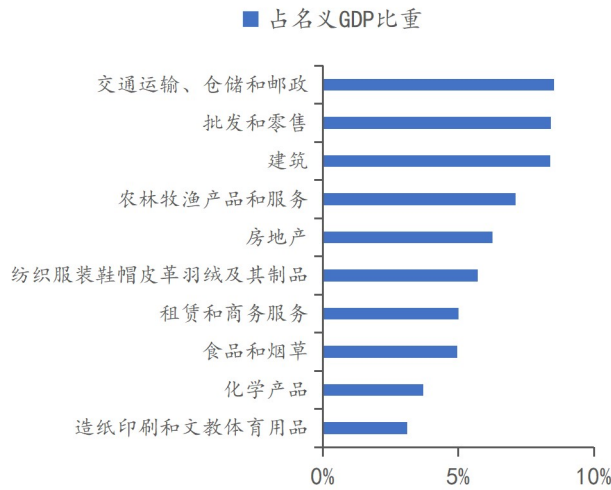
我们基于区域经济达标框架筛选出了福建、山东、河南为“有望达标省市”，或可在城投投资方面提供参考。此外，我们进一步根据 2017 年全国各省投入产出表浅析三省产业结构，以期从行业方面提供一定参考。

1) **福建**：近十年来，福建省 GDP 连续跨越 3 个万亿元台阶，从 2012 年的 2.02 万亿元上升到 2021 年的 4.88 万亿元，增长 2.4 倍，经济总量从全国第 11 位提升至 2021 年的第 8 位，占全国经济的比重从 3.75% 上升到 2021 年的 4.27%。产业结构方面，福建省支柱产业为交运仓储、批发零售、建筑、农林牧渔、房地产，分别占比 8.5%、8.4%、8.4%、7.1%、6.3%；产业拉动方面，通信电子、交运设备、金属冶炼和压延、专用设备影响力系数居前，对福建整体经济部门具有较强的拉动效应；产业质量方面，教育、房地

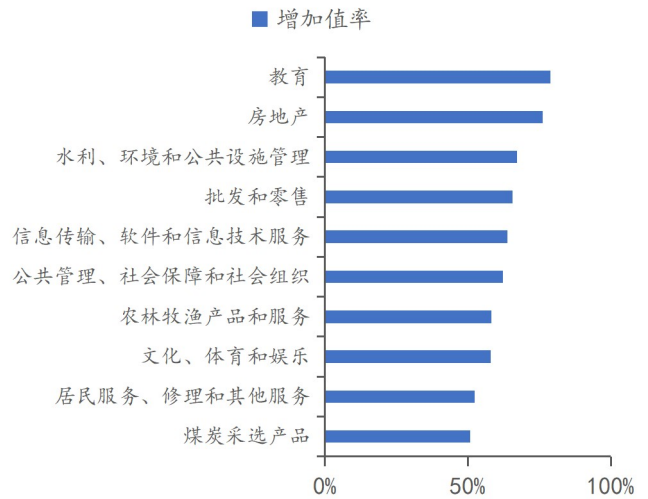


产、水利设施、批发零售、信息技术服务盈利水平较好，增加值率分别为 78.9%、76.2%、67.2%、65.6%、63.7%，但经历 2021 的产业宏观调控，地产和教育行业景气程度或已明显下滑。

图表 16 福建省产业结构



图表 17 福建省产业增加值率

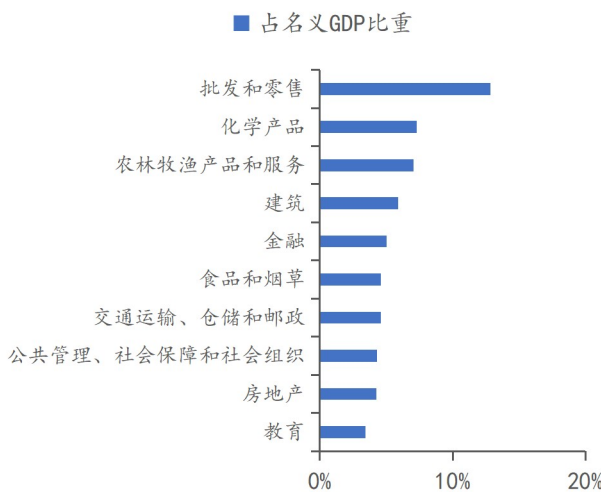


资料来源：福建省统计局，Wind，华安证券研究所测算

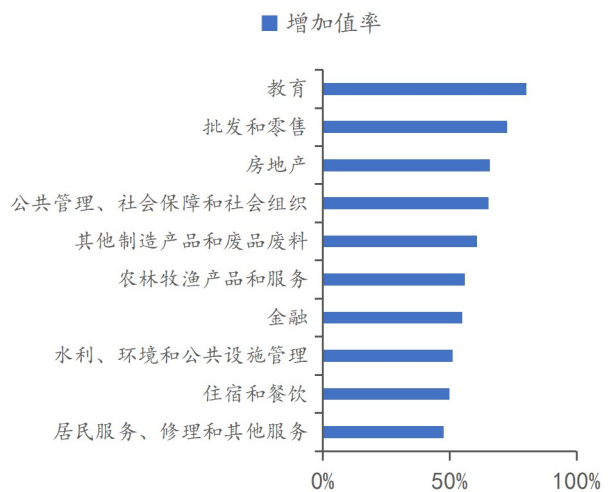
资料来源：福建省统计局，Wind，华安证券研究所测算

2) 山东：2021 年，山东 GDP 突破 8.3 万亿，较十年前的 5 万亿元实现了大幅度的增长，多个城市齐头并进、均衡发展，被称为“象群模式”。受益于大宗商品通胀，作为能源大省的山东 2022 年上半年 GDP 同比实现 3.6% 的增长。产业结构方面，山东省国有企业占比大、重工业企业数量多，传统产业占比高、经济结构偏“重”，制造业占比 41.5%、远高于全国平均水平的 31.2%，其中非金属矿物制品、化学产品、金属冶炼压延加工分别为 5.8%、4.7%、3.5%；产业拉动方面，纺织品、纺织服装鞋帽皮革羽绒、仪器仪表、通信电子计算机、专用设备的影响力系数居前；产业质量方面，教育、批发零售、房地产、农林牧渔、金融盈利水平较好，增加值率分别为 80.2%、72.6%、65.8%、56.0%、55.0%。

图表 18 山东省产业结构



图表 19 山东省产业增加值率

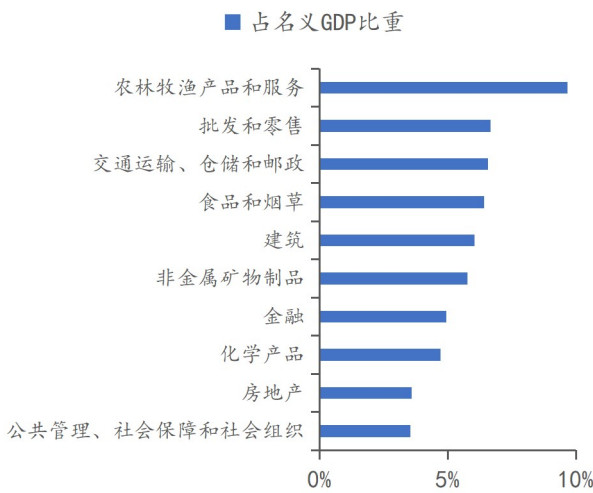


资料来源：福建省统计局，Wind，华安证券研究所测算

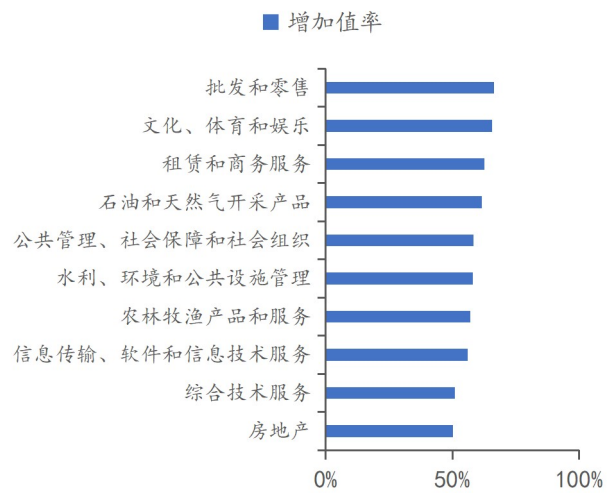
资料来源：福建省统计局，Wind，华安证券研究所测算

3) 河南: 河南是我国中部地区第一经济大省, 近年来经济增速有所放缓, 有别于山东的“象群模式”, 郑州迅速崛起对省内产生了一定的虹吸效应。产业结构方面, 河南是我国重要的粮食、能源和原料工业基地, 支柱产业为农林牧渔、批发零售、运输仓储邮政、食品烟草和建筑, 占比分别为 9.7%、6.7%、6.6%、6.4%、6.0%; 产业拉动方面, 通信电子计算机、电气机械、专用设备、通用设备、交运设备的影响力系数居前, 体现了河南制造业大省的属性; 产业质量方面, 批发零售、文化体育娱乐、租赁商务服务、石油天然气、水利设施盈利水平较好, 增加值率分别为 66.3%、65.6%、62.7%、61.6%、58.0%。

图表 20 河南省产业结构



图表 21 河南省产业增加值率



资料来源: 福建省统计局, Wind, 华安证券研究所测算

资料来源: 福建省统计局, Wind, 华安证券研究所测算

## 风险提示

- 1、疫情超预期扩散: 若下半年疫情仍有反复, 经济可能进一步走弱。
- 2、欧美超预期衰退: 若美国、欧洲衰退时间提前, 外需可能较快回落。
- 3、限电限产超预期: 若持续高温进一步扩大, 限电限产可能升级进而制约工业生产。
- 4、地产风险事件发酵: 若地产风险事件化解不力, 可能导致银行、房企、居民端的连锁反应, 经济进一步走弱。

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。