2020 年 07 月 09 日

“结构主义”系列之区域篇（一）

区域掘金，寻找修复“预期差”

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

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

● **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。**

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关联 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

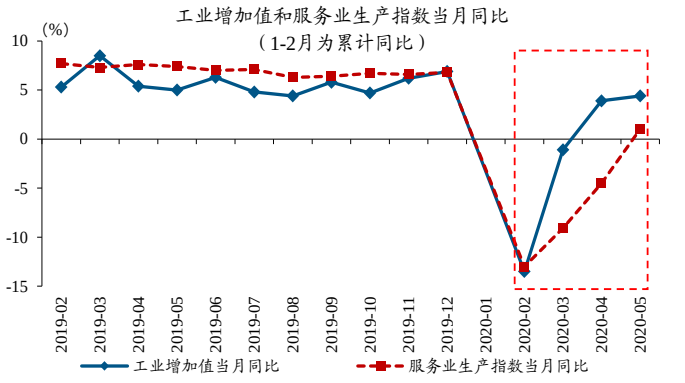
表 1: 中西部省份对投资的政策表述更加积极 8
表 2: 东部省份对促进居民消费的政策关注度较高 11

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

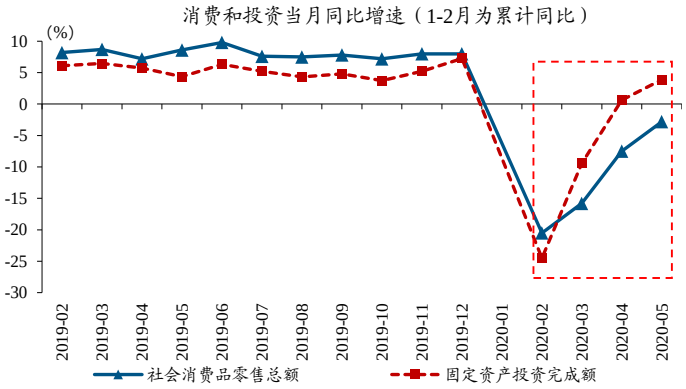
3 月以来，产需活动逐渐好转，经济进入修复通道。伴随疫情影响逐渐平复，总量经济进入修复通道。生产行为的修复相对较早，在复工复产等政策支持下，工业增加值 3 月即基本恢复至 2019 年同期水平，此后进入增长区间。终端需求的改善略滞后，但 4 月以来也出现加快好转的迹象。固定资产投资，4 月单月投资同比已经恢复至增长、5 月进一步升至 3.9%；消费行为也在加快好转，社零增速 4 月以来跌幅快速收窄。

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

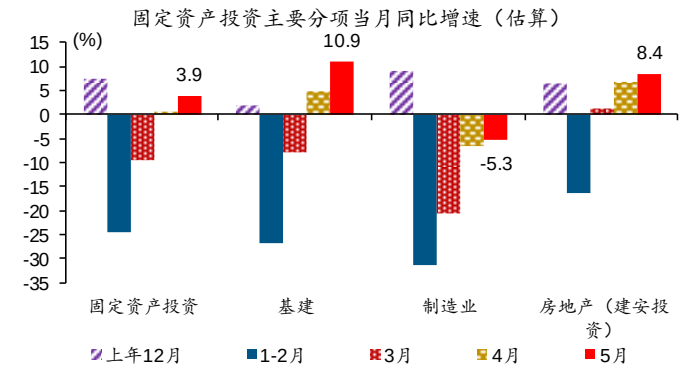
图2：4 月以来，消费需求也在加快改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

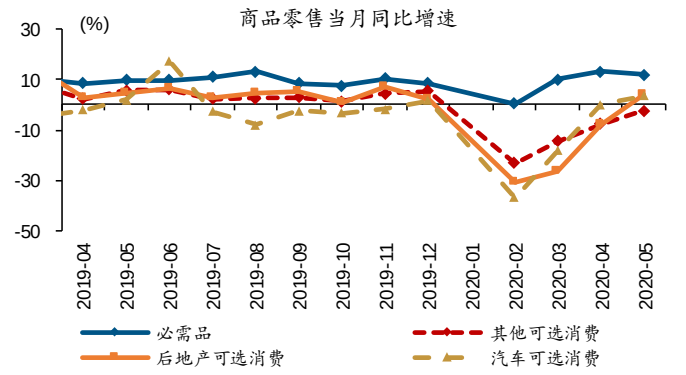
稳增长加码背景下，基建和地产投资、汽车等后地产消费等快速改善，是经济修复的重要驱动。疫情平复以来，政策重心从防疫、纾困转向扩内需，以“稳投资、促消费”为主要抓手，对经济活动提振显著。主要需求端指标中，基建投资的修复最早、幅度最大，3 月同比跌幅便大幅收窄，5 月更是达到 10.9%、为 2018 年 3 月以来最高水平；地产投资在交付压力之下，也随项目加快赶工而明显修复。主要商品消费中，汽车消费修复最早最快，4 月销量恢复至 2019 年同期水平，5 月恢复正增长。

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[1]

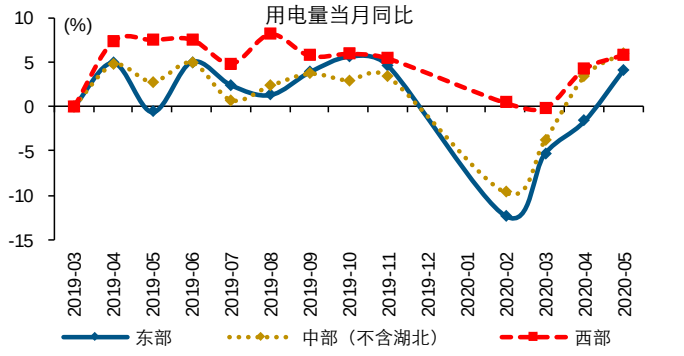


数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 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。

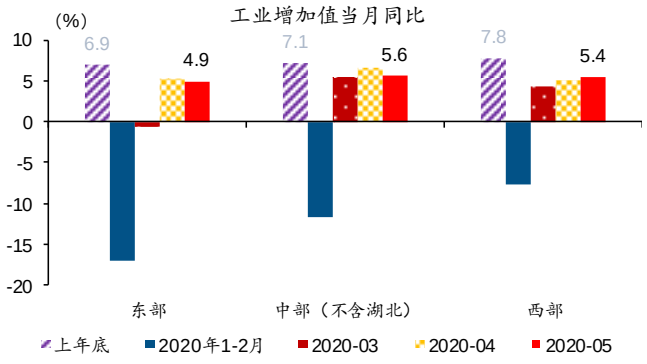
经济修复过程中，区域层面却出现分化；中、西部[2]修复较早较快，东部地区相对滞后。工业产出来看，中部（不含湖北，下文同）、西部 3 月工业增加值即恢复增长，5 月达 5.6%和 5.4%；相较之下，东部工业增加值 4 月才恢复增长、5 月增速 4.9%。中、西部地区的建筑业等景气，修复也更快一些，3-5 月 PMI 非制造业指数明显高于东部。中观层面也有迹象，当前中西部用电量同比均回升至约 6%、超过 2019 年底，东部仅 4.3%。**区域经济分化的背后，隐含着不同的宏观逻辑，或对下阶段经济研判产生一定影响。**

图5：中、西部用电量增速恢复相对较快[3]



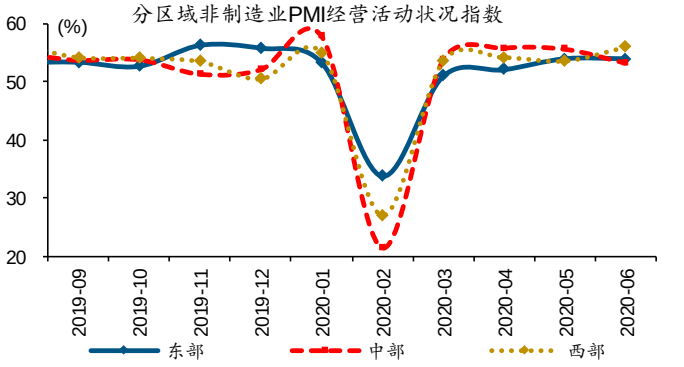
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中、西部工业生产的恢复早于东部地区



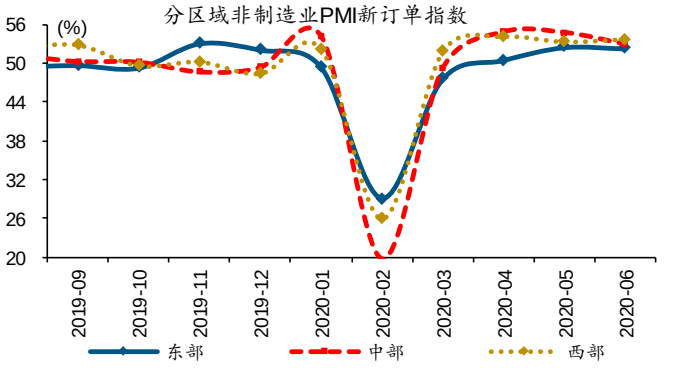
数据来源：Wind、开源证券研究所

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



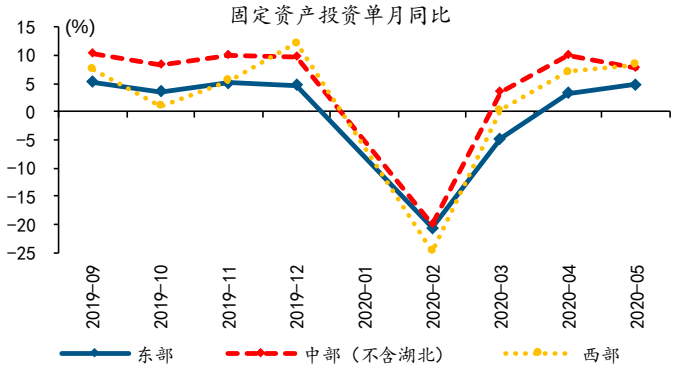
数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

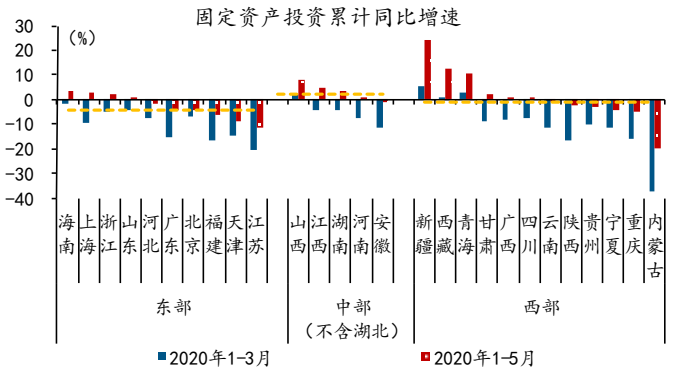
[2] 为避免疫情严重省份经济数据的扰动，本报告的中部地区统计不包含湖北。
[3] 用电量增速存在季节性波动，历年 12 月会出现大幅跳升、缺乏可比性，因此图中未显示 12 月数据。

图9：近期，中、西部投资修复快于东部地区



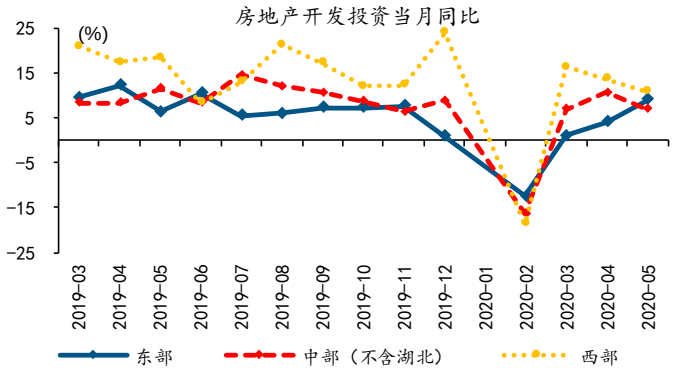
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：进一步拆分，西北和中部省份投资表现最为突出



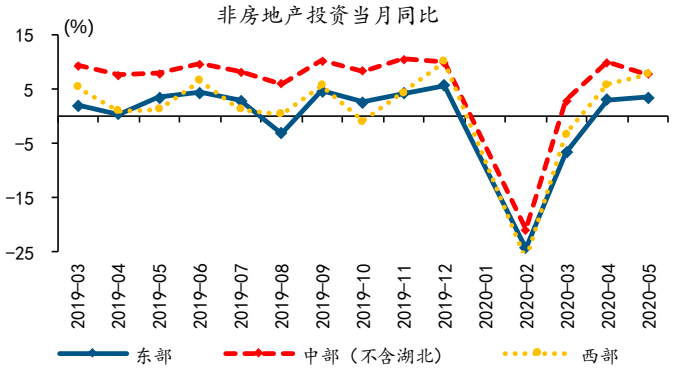
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

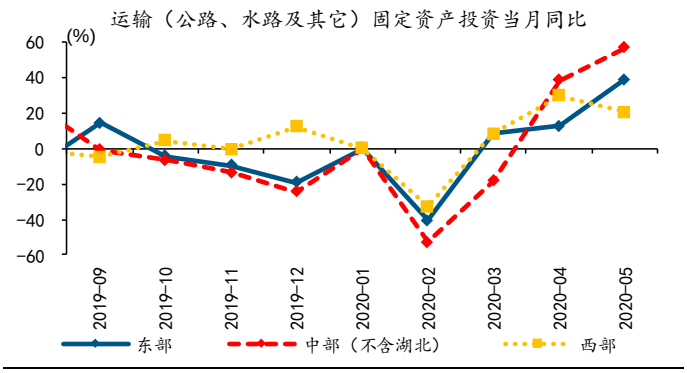
图12：中部地区，重大投资项目投资恢复可能较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

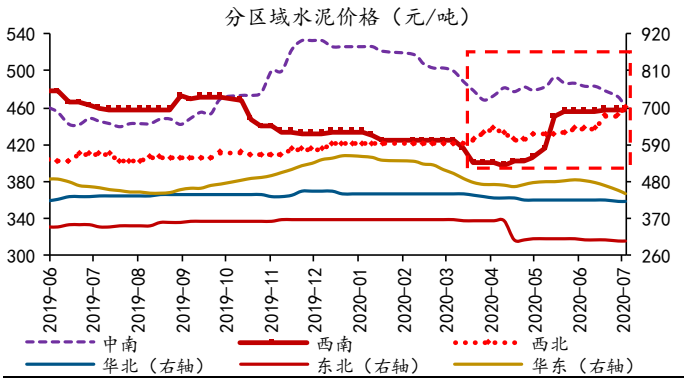
中、西部地区投资需求的较快恢复，在中微观层面也有明显印证。公路、水路运输业，是基础设施的重要构成，2019 年占基建投资比重约在 10%左右。“稳增长”加码背景下，不同区域公路水路运输业投资增速快速修复，尤其是中部地区 5 月单月同比增长接近 40%。投资需求的分化，在建材价格上也有明显映射；3 月中下旬以来，西南和西北地区的水泥价格明显回升、目前仍处于上升态势，中南地区水泥价格也有明显回升，但近期在暴雨等因素扰动下有所回落。

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

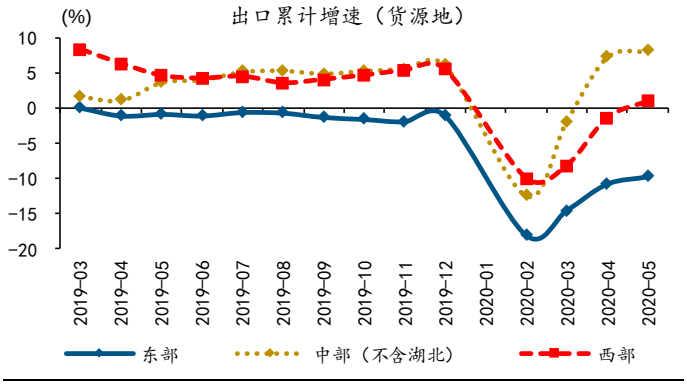
图14：近期，西南、西北和中南地区水泥价格恢复较好



数据来源：数字水泥网、开源证券研究所

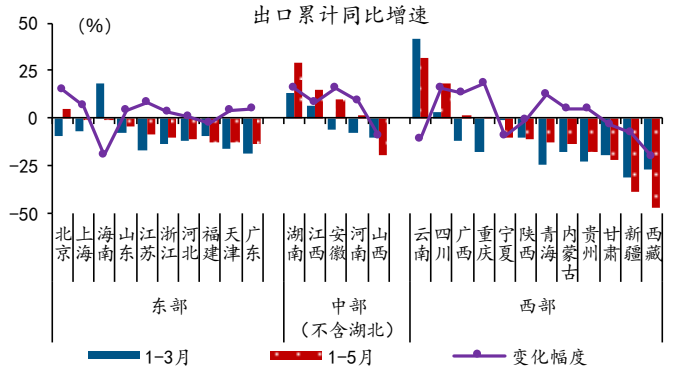
此外，中部多个省份出口“逆势”抬升，对区域经济修复形成一定的支持。疫情在全球错位蔓延，对主要经济体景气影响显著，全球需求随之回落、并对我国贸易链形成明显压制；1-5 月，全国出口累计同比下降 7.7%。外贸形势总体承压下，中部地区出口却逆势高增，以湖南、安徽和江西等最为突出；4、5 月，中部单月出口同比增速超两位数，前 5 月累计同比增速分别为 8.2%、明显高于 2019 年同期。此外。西南地区的与云南和四川出口表现也较为亮眼。

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

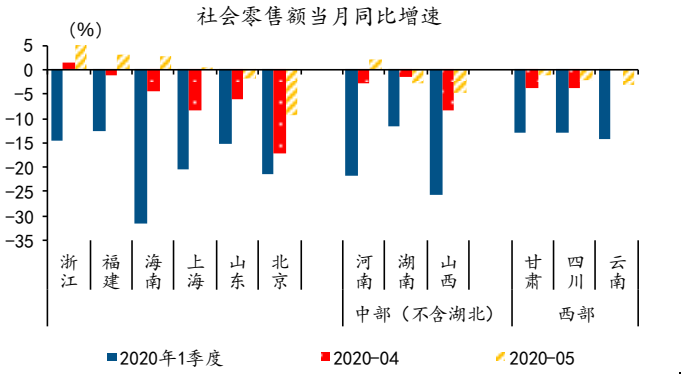
图16：中部地区的湖南、江西、安徽等出口高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

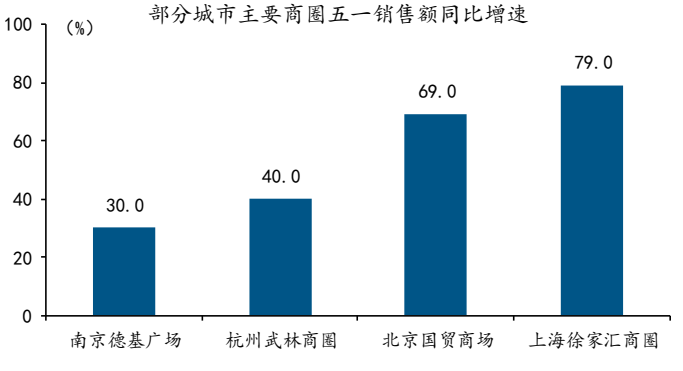
相较中、西部而言，东部地区的投资和出口偏弱，但消费对经济提振相对较好。4 月以来，东部地区消费加快修复，其中浙江从 4 月消费同比转正、福建和海南 5 月消费也出现正增长，总体好于中、西部地区。进一步拆分消费结构来看，东部地区消费回升，主要来自非汽车类可选消费的贡献。高频跟踪显示，端午期间东部地区一些一二线城市的核心商圈销售额同比大增，侧面反映东部线下消费需求修复相对较快。

图17：东部地区消费修复相对较快



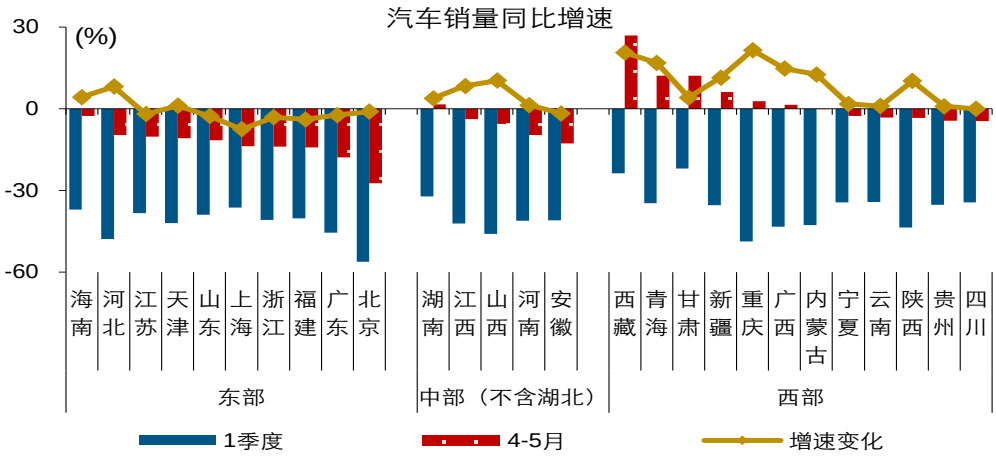
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

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关联

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[4]

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	**坚持转型为纲、项目为王、改革为要、创新为上,把重点工程项目建设作为转型引领的重要抓手。**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	**重点建设项目事关全省和区域、行业发展大局，**……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、实现更加出彩的重要抓手。
	江西	**各地、各单位要进一步树牢“项目为王”理念，**按照“项目建设提速年”活动部署要求，强化责任担当，主动服务，密切配合，形成合力，共同推动省重点项目顺利实施。确保完成全年省重点项目目标任务，有力促进高质量跨越式发展，为全省经济平稳增长做出应有的贡献。
西部	云南	**把项目建设作为经济工作的主战场，**通过“双十”重大工程引领、“四个一百”计划实施、“补短板、增动力”省级重点前期项目转化，形成着眼长远、立足当前、梯次递进的重点项目实施格局，会同各方面拓宽融资渠道、强化要素保障、加强协调服务，切实加快项目建设，以扩大有效投资促进经济平稳运行，以高质量项目支撑服务全省高质量跨越式发展。
	四川	进一步健全完善联动协同推进机制，加大项目储备力度，做实做细项目前期工作，强化协调调度和督导考核，切实解决重点项目推进中存在的困难和问题，进一步加强要素保障，继续深入开展融资对接和综合金融服务，推动重点项目早建成早投用早见效。
	青海	**全力支持恢复和维护正常的生产秩序，认真组织重大项目顺利开复工，**充分发挥重大项目对投资和经济社会发

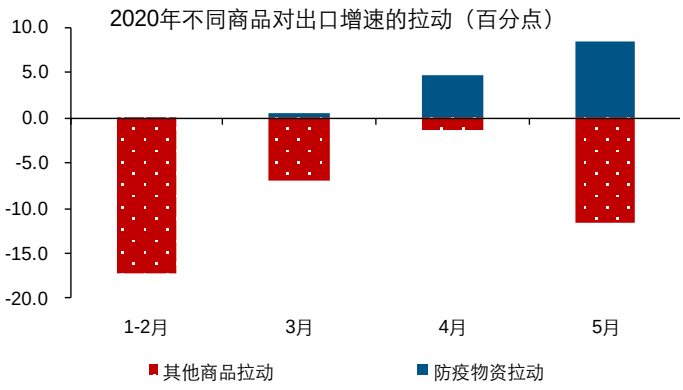
[4] 表中的政策表述，均是相应省份在下发 2020 年重大投资项目清单文件或会议中提出的。其他没有纳入统计的省份，在下发项目清单时未做相关政策表述。

		展的支撑带动引领作用，确保省“两会”确定的各项目标任务圆满完成。
东部	浙江	为推动省重点项目加快建设实施，全省各地将深化对标亮灯机制，开展互学互审工作，落实质量安全责任，加大协调推进力度，做好各类要素保障。续建项目要加快建设进度，新增项目要积极创造条件尽快开工建设，预安排项目要加强前期工作推进力度，力争提前完成重大建设节点，确保超额完成年度投资计划。
	福建	依托“五个一批”项目工作机制，持续加大招商引资力度，促进项目滚动接续，不断加强项目谋划储备、推进项目实施水平，为坚持高质量发展落实赶超提供有力支撑.确保重点项目加快推进、早见成效，充分发挥有效投资对稳增长、强动能、补短板、惠民生的积极作用，为建设新福建作出更大贡献。
	山东	充分认识省重大项目对于培育现代产业体系、促投资稳增长、加快新旧动能转换、实现高质量发展的重大意义，切实增强责任感和主动性，落实“重点工作攻坚年”部署要求，着力提升“四个一批”项目建设水平，推动省重大项目加快落地见效。要健全“要素跟着项目走”机制，进一步集聚和创新各类支持政策，优化重大项目建设环境。

资料来源：各省政府网站、开源证券研究所

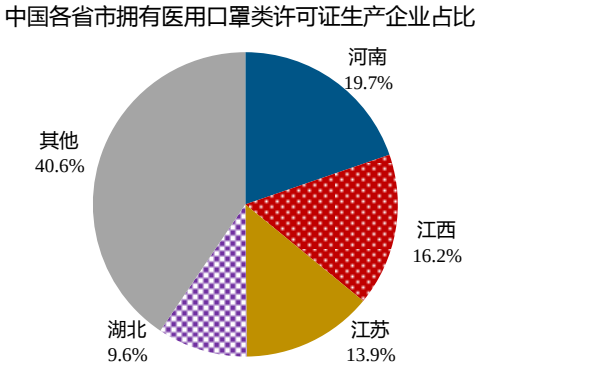
此外，中部地区得益于防疫物资等出口反弹迅速，也对经济修复形成一定支撑。疫情影响下，中部地区出口的亮眼表现，与其出口商品结构密切相关。疫情背景下，传统经济活动所需出口明显承压，而防疫物资等增长较快。中部地区多个省份，恰是防疫物资等劳动密集型商品的重要地；例如，仅河南和江西拥有的口罩生产企业占全国比重接近 4 成。以江西为例，湖南包含口罩在内的纺织纱线及制品 4、5 月出口增速高达 244%和 462%。

图20：防疫物资对出口增长的拉动显著



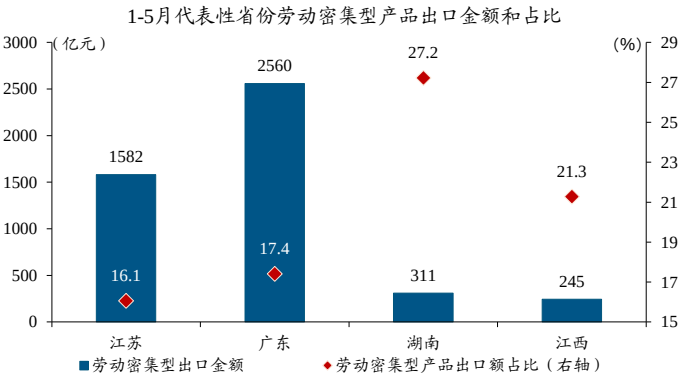
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图21：河南、江西可生产医用口罩的企业最多



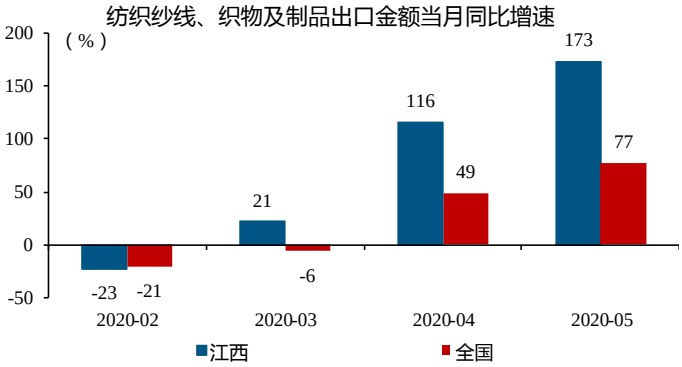
数据来源：中国棉纺织行业协会、开源证券研究所

图22：中部省份的劳动密集型产品出口占比较高



数据来源：各省海关、开源证券研究所

图23：湖南 4-5 月防疫相关物资（纺织品）出口大增



数据来源：长沙海关、开源证券研究所

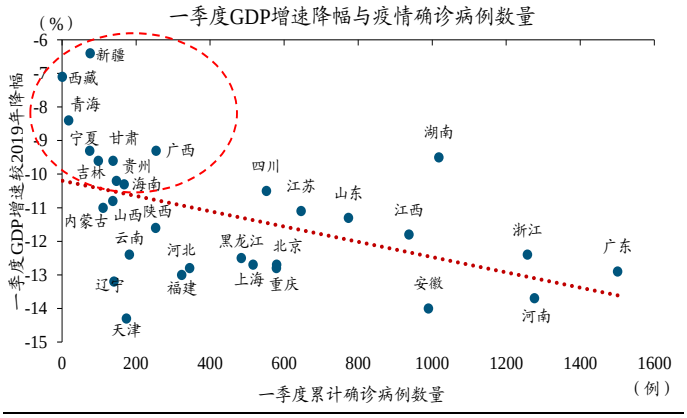
西部地区受疫情影响较小，投资项目的开复工也更为迅速；“稳投资”背景下，前期储备项目可能加快落地。新冠疫情确诊病例，主要集中在中东部，对西部（尤其是西北）影响较小，项目建筑项目的开、复工等可以快速实现。此外，西部地区在2019年9月上报2020年专项债项目时，申报规模最大、达到近10万亿元；前期申报储备的项目，可能在“稳投资”阶段加快落地、施工，带动投资行为的快速修复。

图24：西部地区确诊病例相对较少（截至4月底）



数据来源：新华网、开源证券研究所

图25：疫情对西部省份的影响相对较小



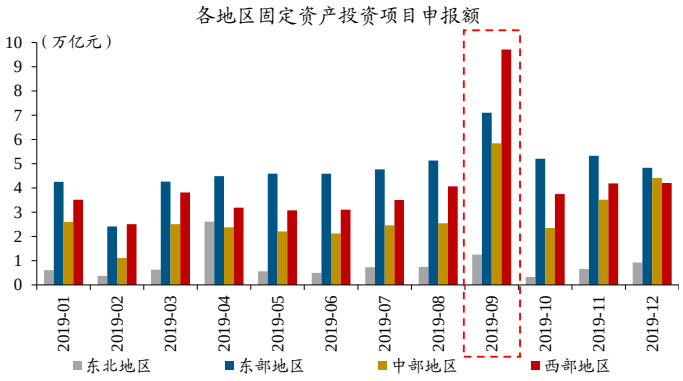
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2019年9月，国常会部署2020年项目申报

政策要点	主要内容
提前下达	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保年初即可使用见效
重点投向	重点用于交通基础设施，能源项目，生态环保项目等，不得用于土地储备和房地产相关领域
资本金比例	以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
项目倾斜	按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图27：2019年9月，西部地区项目上报规模最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

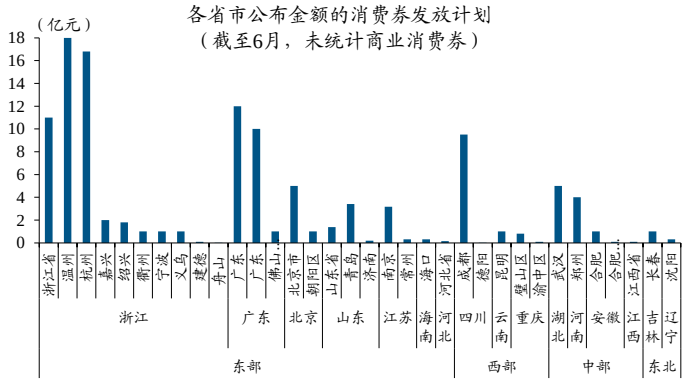
东部消费较好，或主要得益于促消费政策大力提振；3月以来，浙江、广东等先后启动数轮消费券发放计划，提振消费。2月以来，中央积极推动促消费政策，要求释放消费潜力、扩大居民消费。从地方响应情况来看，东部省份促消费政策力度相对较大；3月中上旬以来，浙江、广东、江苏等省推出大规模政府消费券计划、启动“消费季”与商家合作等，重点提振线下餐饮文旅、家电百货等各类消费。5月以来，山东、北京、河北、福建、上海等多地再次启动新一轮消费券发放。消费券发放较早、规模较大的浙江，4月社零已恢复增长、5月同比增速5%。

表2：东部省份对促进居民消费的政策关注度较高

地区	省份	发文部门	日期	文件	工作要求
东部	浙江	政府办公厅	3 月 19 日	《关于提振消费促进经济稳定增长的实施意见》	加快释放消费潜力，进一步发挥消费对经济发展的稳定器作用，将新冠肺炎疫情对全省经济发展的影响降到最低。各地、各有关部门要将消费提振工作纳入重要议事日程，要推动商务、文化旅游等专项资金向消费提振工作倾斜。
	江苏	政府办公厅	4 月 3 日	《关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放的若干举措》	加快促进消费回补和潜力释放，更好发挥消费对经济增长的基础性作用。加快促进消费业态有序恢复，全面取消企业商户复工营业限制，不得对复工营业设置审批、备案程序。
	上海	政府办公厅	4 月 15 日	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	加大经济社会发展工作力度，全力打响上海“四大品牌”，加快建设国际消费城市，进一步提振消费信心，强力释放消费需求。举办“五五购物节”系列活动，大力发展新兴消费，促进文化旅游娱乐消费，扩大餐饮服务消费。
	广东	商务厅	4 月 29 日	《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	加快发展流通促进商业消费，对加快释放消费潜力，更好满足居民消费需求，努力把疫情影响降到最低具有重要意义。各地、各有关部门要高度重视，结合实际认真做好上述政策措施的组织实施工作，确保落地见效。
中部	湖南	总工会等 2 部门	3 月 23 日	《关于进一步动员全省广大职工工会会员积极消费繁荣市场发展经济的通知》	广大职工、工会会员是经济社会发展的主力军，是推进复工复产、稳定就业、繁荣市场的参与者、贡献者和受益者，在当前动员全社会积极消费、繁荣市场的重大任务上，应当义不容辞担负起重大责任。
	河南	发改委等 9 部门	4 月 14 日	《关于促进消费市场扩容提质的若干意见》	加快振兴消费市场，促进消费回补和潜力释放，有效对冲疫情影响。各部门要根据实际情况，结合落实国家发展改革委等部门《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，抓紧抓实抓细促消费工作。
	江西	工信厅	4 月 21 日	《关于促进工业领域消费扩容提质稳定工业增长的实施意见》	要把被抑制、被冻结的消费释放出来，在投资增速回落、出口持续低迷形势下，努力促进工业消费扩容提质，加快引领带动三次产业迅速恢复发展，对于经济稳增长的基础作用更显迫切和非常必要。
西部	四川	商务厅	4 月 7 日	《关于做好激发消费潜力稳定经济增长的通知》	各地要认真落实国家和省上“一揽子”促消费政策，及时协调解决贯彻落实中的困难和问题。加快研究出台一批务实管用、提振消费信心的政策措施，努力推动消费稳定增长。
	陕西	政府办公厅	5 月 12 日	《陕西省促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响的若干措施》	积极应对新冠肺炎疫情影响，加快建立同疫情防控相适应的经济社会运行秩序，增强居民消费信心，扩大商品消费，激发市场活力，推动全省经济平稳健康发展。
	云南	政府办公厅	6 月 1 日	《云南省 2020 年开拓农村市场促进农村消费行动方案》	分批分阶段采取创新农村商业模式、加大资金政策扶持等一系列措施，不断补齐农村商贸流通体系短板，缩小城乡商业服务差距。各地、有关部门要高度重视促进农村消费工作，积极扩大农村消费。

资料来源：各省政府网站、开源证券研究所

图28：东部地区，消费券发放规模相对较大、范围较广



数据来源：各地方政府网站、开源证券研究所

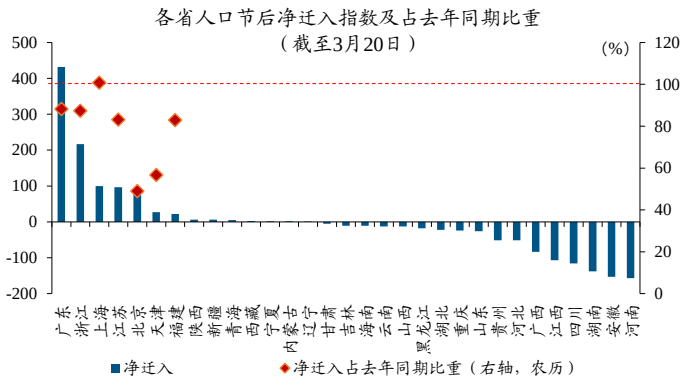
图29：以广东为例，消费券拉动消费的杠杆效应

消费券发放主体	拉动消费倍数	期间
广东省	11倍	5月1日-5月3日
深圳市宝安区	超20倍	4月15日-4月22日
深圳市罗湖区	20倍	4月1日-5月3日
江门市	10倍	4月28日-5月3日
深圳市福田区	7.28倍	4月2日-4月22日
佛山市	超过6倍	截至5月3日
中山市	目标22.5倍	4月20日-5月20日

资料来源：各地方政府网站、开源证券研究所

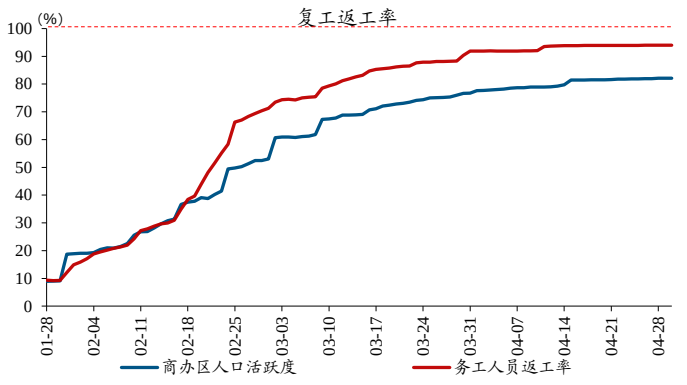
东部地区投资修复相对较慢，可能在一定程度上受制于返工偏慢等。东部多为劳动力净输入省份，建筑施工更是高度依赖外来务工人口。截至3月中下旬，广东、浙江等劳动力输入大省的返工仅恢复至2019年农历同期的81.8%；直至3月底，务工返工率也仅修复至90%。劳动力返工滞后，或在一定程度上掣肘东部地区建筑项目施工等。此外，东部贸易链明显承压，也在一定程度上压制部分行业投资意愿。

图30：截至3月中旬，人口输入大省返工在80%左右



数据来源：DaaS实时监测平台、开源证券研究所

图31：节后复工返工率总体偏低



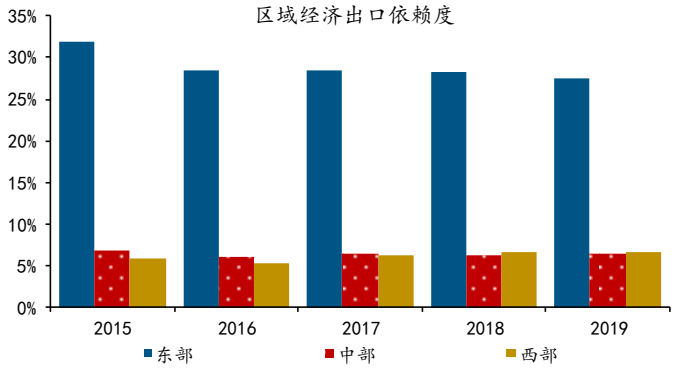
数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

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

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

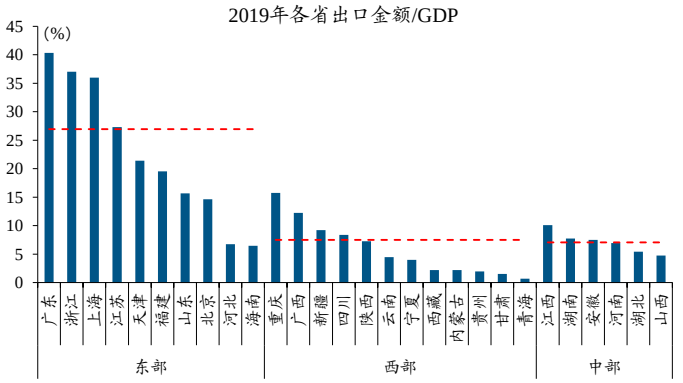
东部外贸大省，经济对出口依赖度接近3成，贸易链持续承压使得地方稳增长诉求较强。东部沿海省份，深度融入全球分工体系，经济对出口依赖度相对较高；近年来，出口占东部省份GDP比重虽略有下降，但仍接近3成左右、远高于东部和中部地区。广东、浙江等外贸大省（市）这一占比更是接近4成。海外疫情不确定性依然存在，东部地区外贸链压力未来1-2个季度或将继续体现，并将对贸易链相关行业产生压制。

图32：东部地区出口占 GDP 比重接近 3 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

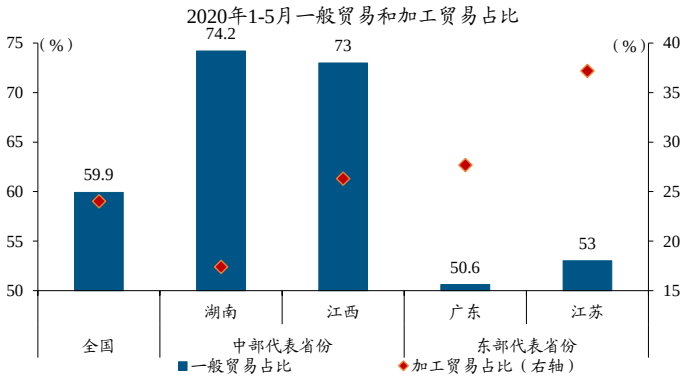
图33：广东、浙江等省出口占 GDP 比重接近 4 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

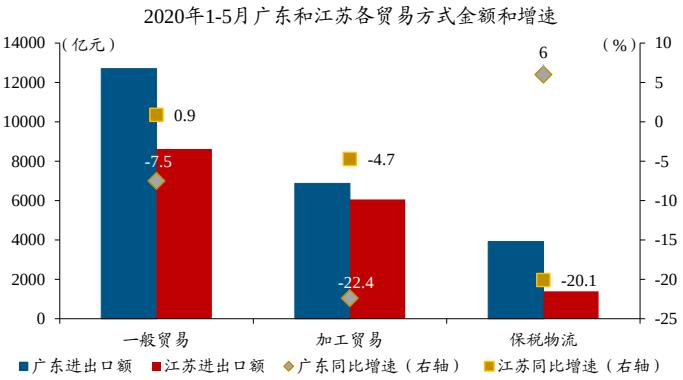
此外，东部外向型出口大省加工贸易占比较高、产业链国际化程度更高，也使得区域贸易更易受到外需走弱的冲击。疫情带来外需下滑和供给约束，使得产业链“两头在外”的加工贸易受到的冲击更为明显。1-5 月，全国加工贸易总额下降 8.2%，比一般贸易降幅大 3.5 个百分点。其中，东部省份产业链国际化程度高，受疫情影响更大。比如我国外贸总额最大的两个省广东和江苏，1-5 月加工贸易占比均在 25%以上，一般贸易占比则比全国水平低 9.3 和 6.9 个百分点，疫情影响更为明显。

图34：中部出口高增省份一般贸易占比较高



数据来源：Wind、各地海关、开源证券研究所

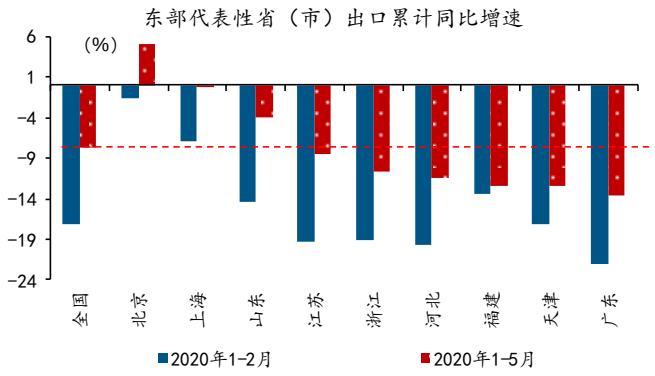
图35：广东、江苏的加工贸易跌幅显著大于一般贸易



数据来源：各地海关、开源证券研究所

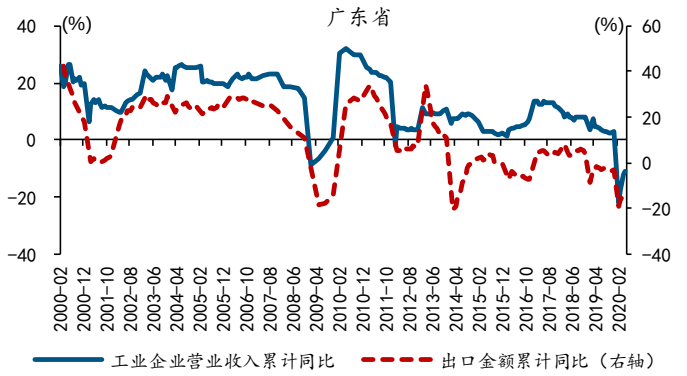
较高的出口依赖度下，贸易链压力还将向相关企业和居民部门传导，或对制造业投资和居民消费改善空间形成掣肘。2020 年前 5 月，广东、浙江和江苏等出口分别同比下跌-13.6%、-10.6%、-8.5%，贸易压力显著。而较高的出口依赖度下，广东、浙江等外贸大省，企业营收与出口表现的关联度较大。这使得，贸易压力还将向相关企业和居民部门传导，并可能会对制造业投资和居民消费改善空间形成一定掣肘。

图36：广东、浙江等贸易大省，贸易链压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：广东等外贸大省，企业营收与出口关联度较大

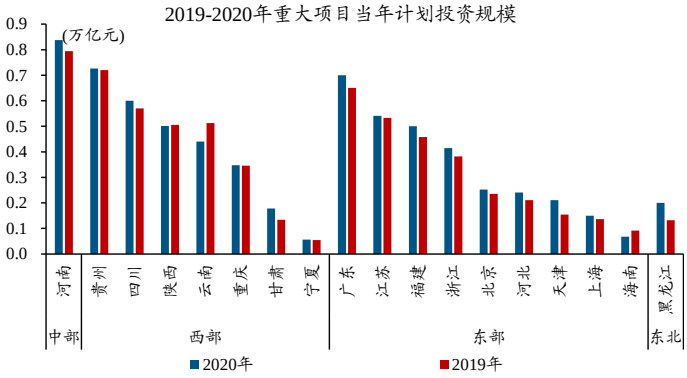


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

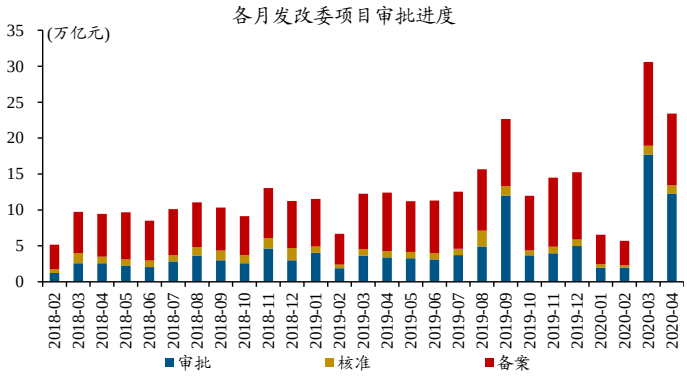
稳增长加码背景下，各地加快出台重大项目规划、提速项目申报进度；其中，东部地区项目增长较快，为稳增长提供充足的项目储备。各地公布的重大项目规划中，广东、福建等东部省份重大项目规模增长高于平均增速。3 月以来，固定资产投资项目申报快速攀升，尤其是政府主导的审批类项目明显放量，东部地区的申报规模增长也十分显著。从申报项目类型来看，前 4 月东部申报的基建三大行业与土木工程申报额近 18 万亿元、明显高于其他地区。

图38：广东等东部省市重大项目规模增长高于平均增速



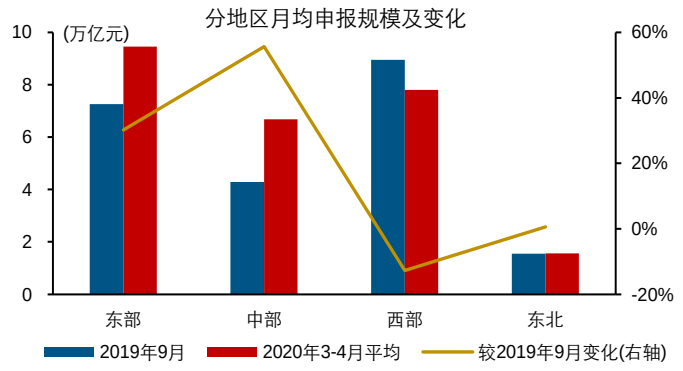
数据来源：各省政府网站、开源证券研究所

图39：3-4 月，发改委项目申报规模明显增加



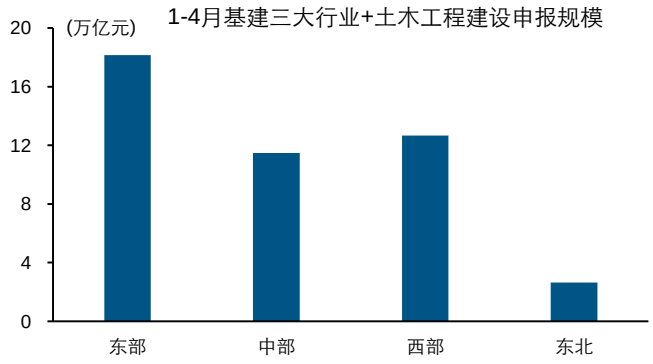
数据来源：发改委、开源证券研究所

图40：东部地区投资项目申报规模较大



数据来源：发改委、开源证券研究所

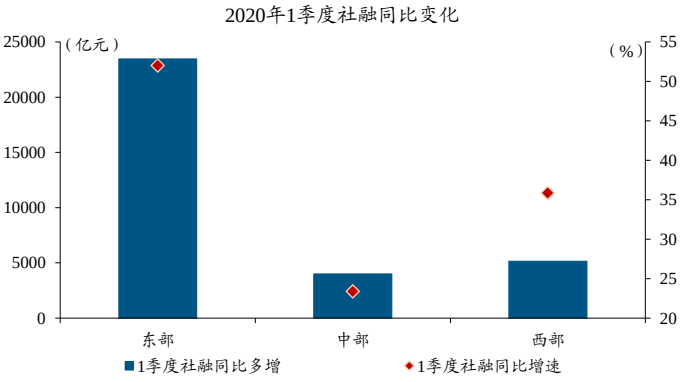
图41：东部基建和土木工程项目申报额高于其他地区



数据来源：发改委、开源证券研究所

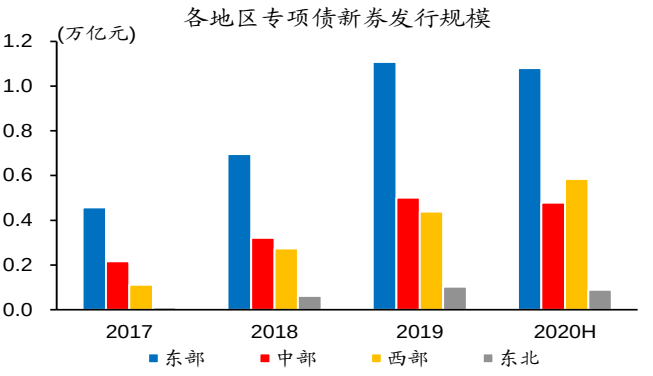
项目放量的同时，东部地区资金到位情况总体较好，将对投资发力形成有效支持。1 季度，东部社融规模同比多增 2.35 万亿元，新增社融比 2019 年同期高出 52.0%，增量和增幅均远高于其他地区。专项债作为稳投资的重要资金来源，年初以来持续放量、并明显向东部地区倾斜；截至 6 月底，东部专项债新券发行规模最大、达 1.08 万亿元；西部发行规模居次、达 5845 亿元，高于中部的 4780 亿元。

图42：1 季度东部地区社融增量和增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

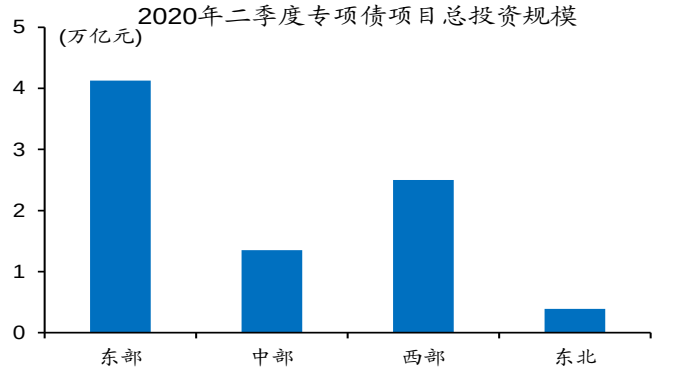
图43：上半年专项债规模，东部最大、西部略高于东部



数据来源：Wind、发改委，可以证券研究所

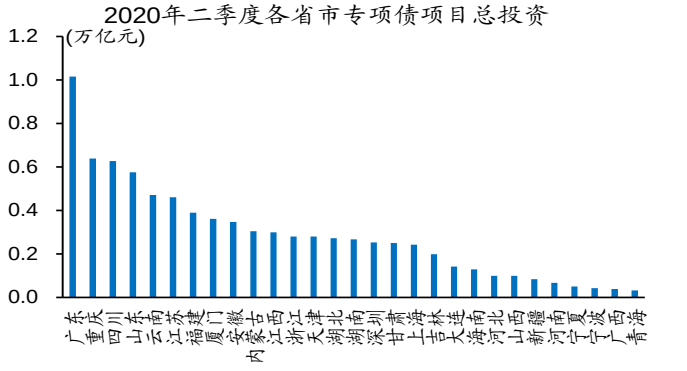
2 季度以来，东部地区专项债项目新开工占比上升；综合考虑项目储备、建设周期等，后续区域稳投资表现值得关注。二季度专项债支持的项目中，东部计划总投资规模最大、达 4.1 万亿元，西部次之、达 2.5 万亿元，中部和东北分别为 1.4 万亿元和 0.4 万亿元；其中，广东、重庆、四川、山东和云南等东、西部省市，计划总投资规模位居前列。从新开工情况来看，东、中部新开工占比均超过 45%，高于西部和东北；同时，中部新开工项目平均建设周期 38 个月，显著低于全国平均的 43 个月。综合考虑项目储备、建设周期等，后续区域稳投资表现值得关注。

图44：上半年专项债规模，东部最大、西部略高于东部



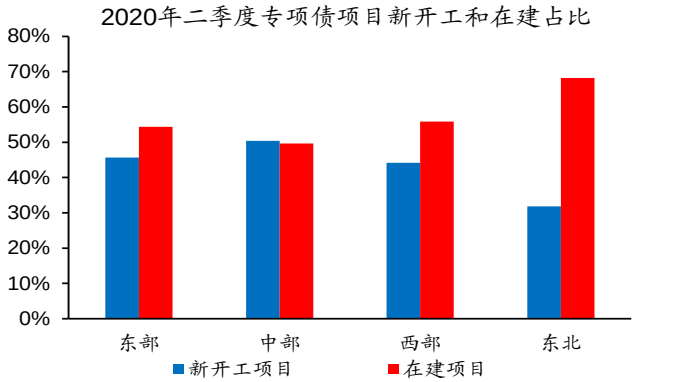
数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图45：广东、四川等东、西部省市计划总投资规模居前



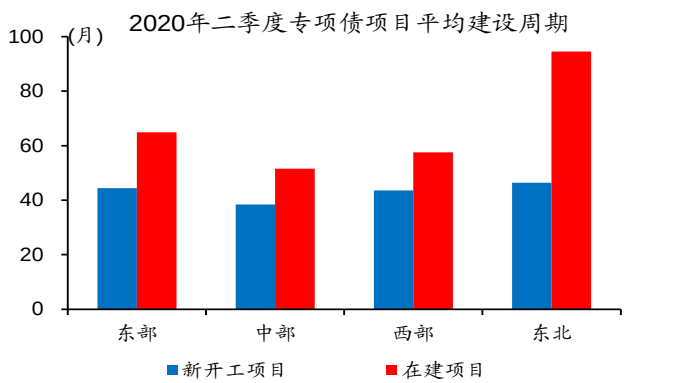
数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图46：东、中部新开工项目占比高于西部



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图47：东部新开工项目平均建设周期38个月



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

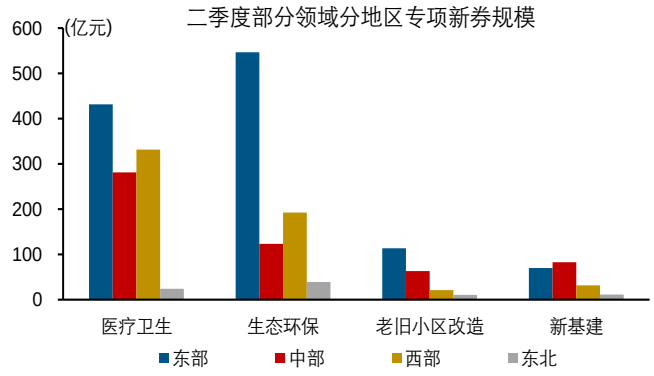
项目投向来看，东部投资中基建占比较高，包括市政、交通等；在环保、老旧小区改造等方面，投资力度也较大，未来值得持续跟踪。根据二季度专项债投向来看，东部占比最高的投资方向是市政产业园，达到31.3%；和其他地区相比，更加聚焦交通设施/轨道交通、生态环保等领域。东部地区重大投资项目名单中，轨交、城际铁路占比总体更高；生态环保占资金投向比重的12.2%、规模超过500亿元，也大幅高于其他地区，后续区域投资表现值得跟踪。

图48：二季度专项债投向，东部聚焦交通、环保等基建

领域	东部	中部	西部	东北
市政产业园	31.3%	31.7%	26.9%	**49.4%**
轨道交通	8.6%	6.4%	6.1%	**18.1%**
生态环保	**12.2%**	5.7%	7.3%	8.0%
其他交通设施	**11.7%**	10.5%	8.3%	1.5%
收费公路	3.3%	5.5%	**13.4%**	2.2%
其他	11.8%	13.9%	9.0%	4.0%
医疗卫生	9.7%	**13.0%**	**12.5%**	4.9%
农林水利	5.5%	4.7%	7.6%	7.9%
教育	3.1%	**6.2%**	**5.2%**	2.6%
乡村振兴	0.6%	1.7%	1.4%	0.0%
能源	1.5%	0.2%	0.7%	1.1%
冷链物流	0.8%	0.4%	1.2%	0.4%
扶贫	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%

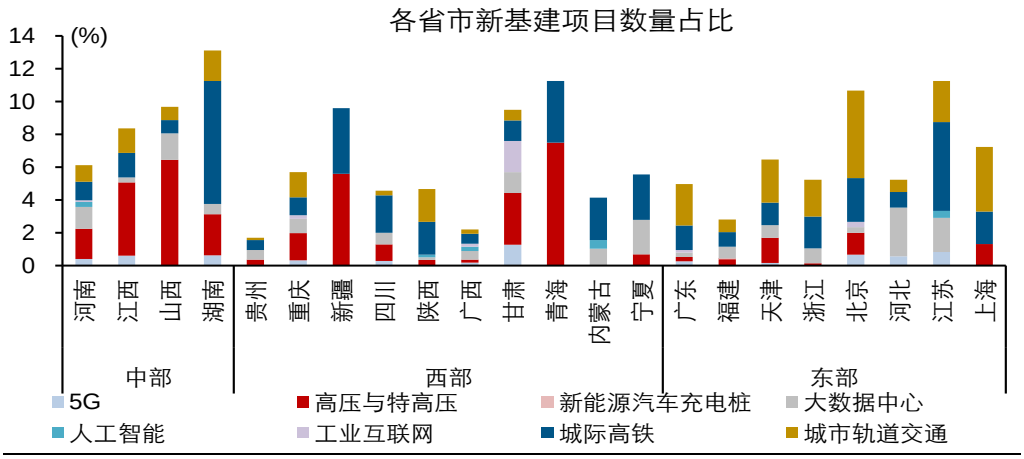
数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图49：东部在生态环保、老旧小区改造等领域投资较大



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图50：东部省份重大项目中城轨、城际铁路等占比较高



数据来源：各地政府网、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）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、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%。中西部建筑业景气，修复也更快一些。中观层面也有迹象，中西部用电量同比均升至 6%、超过 2019 年底，东部仅 4.3%。

（2）区域分化的背后，隐含着不同的宏观逻辑。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。相较中、西部，东部投资修复偏慢、出口疲弱，但消费表现较为亮眼，可能来自非汽车类可选消费提振。

（3）中、西部投资增速快速回升，或与中部稳投资发力较早、西部影响小恢复快等有关。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。

（4）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。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。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%。

（5）东部省份多为外向型经济，出口占 GDP 平均比例接近 3 成，其中广东、浙江等贸易大省更是接近 4 成。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，贸易链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。

（6）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，后续基建等重大项目投资的持续性相对更好、值得关注。

5、 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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn