

【宏观专题】

31 省×3 因子：地产、出口、政策

❖ 前言

地产在过去几年对经济的支撑作用减弱；而出口则是未来可能的不确定性因素。尤其是对经济大省而言，其面临的地产和出口不确定性更大。在此背景下，我们在思考的问题是：31 省地产和出口经济不确定性有多大？与之对应的政策对冲又有多大？

基本的研究方法是，构建地产、出口、政策“三因子”体系，地产和出口合并为经济不确定性因子，并对比各省经济不确定性因子 VS 政策因子大小。每个因子用若干细分指标度量（如地产，用地产业链占 GDP 比重、土地财政依赖度衡量；出口，用出口占 GDP 比重、对美出口占 GDP 比重等衡量），并对各项指标按 1-31 赋分，分数越高，因子越大。最后对各项打分取简单平均，分别得到经济不确定性打分均值和政策打分均值。

❖ 核心结论

“大省大因子，小省小因子”。各省 2024 年经济不确定性因子、政策因子，和 GDP 全国占比的相关系数分别为 0.70、0.72，经济大省经济不确定性因子大，政策因子也大。

各省两种因子可能并不完全对应，经济不确定性因子明显较大的省份，或需政策加码。我们将其分为三类：①经济不确定性因子>政策因子。这样的省份有 14 个，2024 年 GDP 占比 48%，包括浙江、江苏、广东 3 个经济大省。②经济不确定性因子<政策因子。这样的省份有 16 个，2024 年 GDP 全国占比 48%，包括四川、河南、山东这三个经济大省，其他以中西部居多。③经济不确定性因子≈政策因子，为北京。2024 年，②类省份（经济不确定性因子<政策因子）GDP 增速表现更好，平均为 5.1%。①类省份（经济不确定性因子>政策因子），GDP 增速略低，平均为 4.76%。

❖ 一、地产因子：经济大省因子大，部分中西部省份也有影响

基本指标：①地产产业链占 GDP 比重：（房地产业+建筑业+家具制造+家电）四个行业增加值/GDP；②土地财政依赖度：（土地出让收入+地产相关 5 种地方税收+房地产开发企业所得税*40%的地方分成比例）/广义财政收入。

1) 经济大省集中度略高：2024 年，6 个经济大省的地产产业链增加值、土地财政收入在全国占比，分别为 45.9%、47.4%，高于 44.4% 的 GDP 全国占比。

2) 经济大省地产因子更大。2024 年，我们计算的全国地产产业链占 GDP 比重、土地财政依赖度分别为 13.5%、24.3%，6 个经济大省整体达到 14.1%、41%，其土地财政依赖度偏高。其中河南、广东、四川、浙江、山东地产产业链占 GDP 比重，高于或接近全国整体；江苏、四川、山东、浙江土地财政依赖度超过 40%。

3) 部分中西部省份地产因子也较大。如安徽、云南、福建、重庆、湖北、江西等省，地产产业链占 GDP 比重较高；湖北、重庆、江西、贵州、湖南等省，土地财政依赖度较高。

❖ 二、出口因子：东部因子更大，个别中西部省份也受影响

基本指标：①整体出口：出口额/该省 GDP。②&③对美出口：对美出口/该省 GDP；对美出口/该省出口总额。

1) 经济大省集中度较高：2024 年，6 个经济大省合计出口/全国出口达到 65%，明显高于其 GDP 合计全国占比 44.4%。

2) GDP 体量越大，出口因子越高，东部沿海省份出口因子更大。如果以指标①衡量，2024 年：东部 10 省（28.6%）>>全国整体（18.8%）>>西部 12 省（8.8%）>东北 3 省（8.4%）>中部 6 省（8.1%）。出口占 GDP 比重高于全国的 7 省，均在东部沿海：浙江（43.3%）>广东（41.6%）>40%>上海（33.7%）>30%>江苏（26.7%）>天津（21.7%）>福建（21.4%）>山东（21.1%）>20%>全国整

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

电话：010-66500831

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

证券分析师：袁玲玲

邮箱：yuanlingling@hcyjs.com

执业编号：S0360524070006

相关研究报告

《【华创宏观】美国经济的前瞻指标们》

2025-06-17

《【华创宏观】“量”比“价”重要——宏观 2025 年中期策略报告》

2025-06-15

《【华创宏观】工业盈利：外需敞口与弹性分析》

2025-06-13

《【华创宏观】全球化“退潮”下美股海外业务的隐忧——七问美股海外经营状况》

2025-06-05

《【华创宏观】大美丽法案：内容、影响及后续进展》

2025-06-07

体（18.8%）。如果以指标②③衡量，东部沿海省市依然较大。

3) 部分中西部省份也受影响。如果观察指标③，山西、河南、四川的对美出口/该省出口总额占比较高：山西（27.9%）>河南（22.1%）>20%>四川（19.7%）>...>全国整体（14.7%）。

❖ 三、政策因子：与经济实力挂钩，大省或承受一定压力

基本指标：①财政：中央补助收入的全国占比，即财政一二本账中，各省获得的中央补助收入，在全国的占比（包括了转移支付、超长期特别国债等）。②财政：（地方债+城投债+非城投地方国企信用债）净融资在全国占比，衡量地方信用。③金融：社融增量在全国占比。我们还可以进一步将这几个占比，与各省 GDP 全国占比比较，分析各省获得的资源是“较高”还是“较低”。

1) 整体与经济实力挂钩，但经济大省分配“较低”。指标①上级补助收入，侧重均衡作用，与人均 GDP 存在反向关系，以促进区域协调发展；指标②地方信用则与各地经济实力绑定，但经济大省分配“较低”。加总指标①和②，仍是与经济实力挂钩，但经济大省获得资源还是“较低”。2024 年①②两项财政资源合计 18.6 万亿，6 个经济大省合计 5.62 万亿，全国占比 30.3%，低于其 GDP 比重 44.4%。其中河南、四川这两项财政资源全国占比“较高”，江苏、广东、浙江、山东四个经济大省“较低”。以江苏为例，2024 年，江苏两项财政资源在全国占比为 4.3%，低于其 10.2% 的全国 GDP 比重。

2) 经济大省金融资源分配“较高”，但近两年占比有所下滑。2024 年，根据各地加总的社融增量为 27.2 万亿元，6 个经济大省合计 13 万亿元，全国占比 48.1%；其中广东全国占比偏低，2024 年为 8.9%。趋势看，近两年经济大省全国占比有所下滑。2022-2024 年从峰值 53% 降至 48%。本外币贷款增量、中长期贷款增量，在全国的占比也略有下滑。

❖ **风险提示：**指标体系构建涉及主观选择和测算；统计口径不全面；地产修复不及预期；出口波动加大。

❖

投资主题

报告亮点

报告从经济不确定性因子和政策对冲视角，研究各省的地产、出口因子，以及财政、金融为代表的政策因子，观察各省经济不确定性和政策因子的相对大小，对于经济不确定性因子明显偏大的省份来说，或需加大政策支持。报告以“三因子”为基础，构建了 8 个细分指标。通过分析各省经济不确定性因子与政策因子大小，并将其与经济表现对比，可以发现，经济不确定性因子<政策因子的省份，2024 年整体经济表现更好。

报告逻辑

报告从地产、出口、政策“三因子”出发，使用多维度指标度量各省经济不确定性和政策因子。并进一步利用打分制，得到各省经济不确定性和政策评分。最后比较各省经济不确定性因子与政策因子进行比较，若经济不确定性因子明显大于政策因子，则或需政策加码。

目 录

前言及基本结论.....	6
一、地产因子：经济大省更大，部分中西部省份也有影响.....	8
（一）GDP 占比：5 个经济大省及部分中西部省份 \geq 全国整体水平	8
（二）财税依赖度：经济大省更大，整体土地财政依赖度 $>40\%$	9
二、出口因子：东部省份更大，个别中西部省份也受影响.....	10
（一）整体出口因子：GDP 体量越大，出口因子越大	10
（二）对美出口因子：东部省份，远大于其他地区	11
三、政策因子：与经济实力挂钩，大省或承受一定压力	13
（一）财政因子：与经济体量挂钩，但经济大省分配“较低”	13
1、上级补助：更多起均衡作用，经济大省份“较低”	13
2、地方信用：与经济实力绑定，但部分经济大省分配“较低”	13
（二）金融因子：与经济挂钩，但经济大省在全国比重有所下滑	15
四、风险提示.....	16
（一）指标体系构建涉及主观选择和测算	16
（二）统计口径不全面	16
（三）地产修复不及预期	16
（四）出口波动加大	16

图表目录

图表 1	六个经济大省各项指标“集中度”情况（2024 年数据）	6
图表 2	31 省市“三因子”的基本指标构建（2024 年数据）	7
图表 3	31 省市“三因子”打分情况（2024 年）	8
图表 4	地产产业链在 31 省市的 GDP 占比（2024 年）	9
图表 5	31 省市土地财政依赖度（2021 年 VS 2024 年）	10
图表 6	31 省出口/GDP 与其在全国 GDP 占比呈正向关系	11
图表 7	东部沿海省份对美出口占比更大	12
图表 8	31 省对美出口主要行业情况（行业对美出口额/该省出口总额）	12
图表 9	一二本账上级补助收入更多考虑的是“均衡”作用	13
图表 10	地方信用更多与地方经济实力绑定	14
图表 11	地方两项财政资源分配与经济实力挂钩，但部分经济大省分配相对较低	14
图表 12	各省社融及分项指标在全国占比	15
图表 13	6 个经济大省社融及分项指标全国占比趋势	16

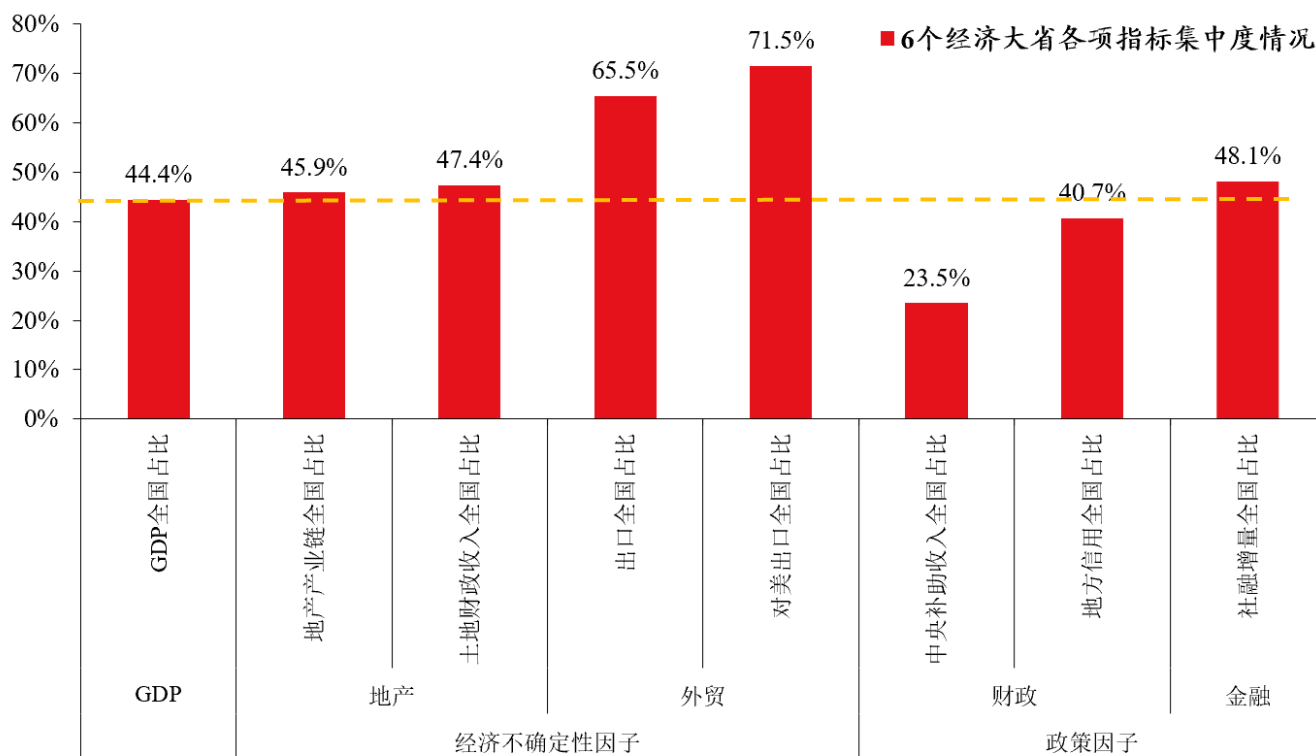
前言及基本结论

地产在过去几年对经济的支撑作用减弱；而出口则是未来可能的不确定性因素。尤其是对经济大省而言，其土地财政和外贸依赖度要明显高于全国水平；但站在当下，地产弱复苏、出口面临不确定性，经济大省可能需要更大的政策对冲，这也符合今年政府工作报告提出的政策取向：“支持经济大省挑大梁，在要素保障、科技创新、改革开放先行先试等方面制定支持政策”。

在此背景下，我们在思考的问题是：31省市面临的地产和出口不确定性有多大？与之对应的政策对冲又有多大？我们的基本方法是，构建地产、出口、政策“三因子”指标体系，其中地产和出口合并为经济不确定性因子，并对其打分。

1、指标选择：具体指标见图1，经济不确定性因子分别从地产、出口两个维度分析，主要衡量的是地方经济、财政对两者的依赖度。如地产因子我们用地产产业链占各省GDP比重、土地财政依赖度两个维度衡量。不同省份的占比/依赖度不同，当地地产产生波动时，对各省经济、财政的影响幅度是不一样的。政策因子从财政、金融资源两个维度衡量。在此不作赘述，后文将对每个指标做更详细分析。需要注意的是，过程中涉及到主观指标选择和数据测算，因此结果只做大致参考。

图表 1 六个经济大省各项指标“集中度”情况（2024 年数据）



资料来源：国家统计局，相关省市财政厅官网，Wind，海关总署，人民银行各省分行，产业在线，相关省市政府官网，企业预警通，华创证券测算

图表 2 31 省市“三因子”的基本指标构建（2024 年数据）

衡量维度	细分维度	度量指标	指标构建方法	6个经济大省指标整体情况	全国整体
经济不确定性因子	地产	地产产业链占比	①（房地产业+建筑业+家具制造+家电）增加值/各省GDP	14.1%	13.5%
		土地财政依赖度	②（土地出让收入+地产相关5种地方税收+房地产开发企业所得税*40%的地方分成比例）/广义财政收入	41.0%	24.3%
	外贸	整体贸易	③出口额/该省GDP	28.0%	18.8%
		对美贸易	④对美出口/该省GDP	4.5%	2.6%
			⑤对美出口/该省出口额	16.0%	14.7%
政策因子	财政	中央补助收入	⑥财政一二本账中中央补助收入占比	23.5%	-
		地方信用占比	⑦（地方债+城投债+非城投地方国企信用债）净融资占比	40.7%	-
	金融	社融	⑧社融增量占比	48.1%	-

资料来源：国家统计局，相关省市财政厅官网，Wind，海关总署，人民银行各省分行，产业在线，我的钢铁网，相关省市政府官网，企业预警通，华创证券测算

2、对每个因子进行打分。31 个省份，从 1-31 分赋分，最后简单平均，各个省份横向之间可对比，且各细分指标的数值在 1-31 内，不会产生明显偏差。分数越高代表经济不确定性因子或政策因子越大。如某个省的政策因子，为图 2 中第四列的指标⑥-⑧的简单平均，呈现在图 3 的纵轴；经济不确定性因子为指标①-⑤的简单平均，呈现在图 3 的横轴。

3、将各省经济不确定性因子打分和政策因子打分分别呈现在散点图上，可以发现：

1）整体呈现“大省大因子，小省小因子”。各省 2024 年经济不确定性因子、政策因子，和 GDP 全国占比相关系数分别为 0.70、0.72。此外，各省的政策因子、经济不确定性因子两者之间，也存在一定正向关系（相关系数 0.55），这反映的可能是，大省的地产、出口依赖度整体较高，同时对政策资源的集聚能力也更强。

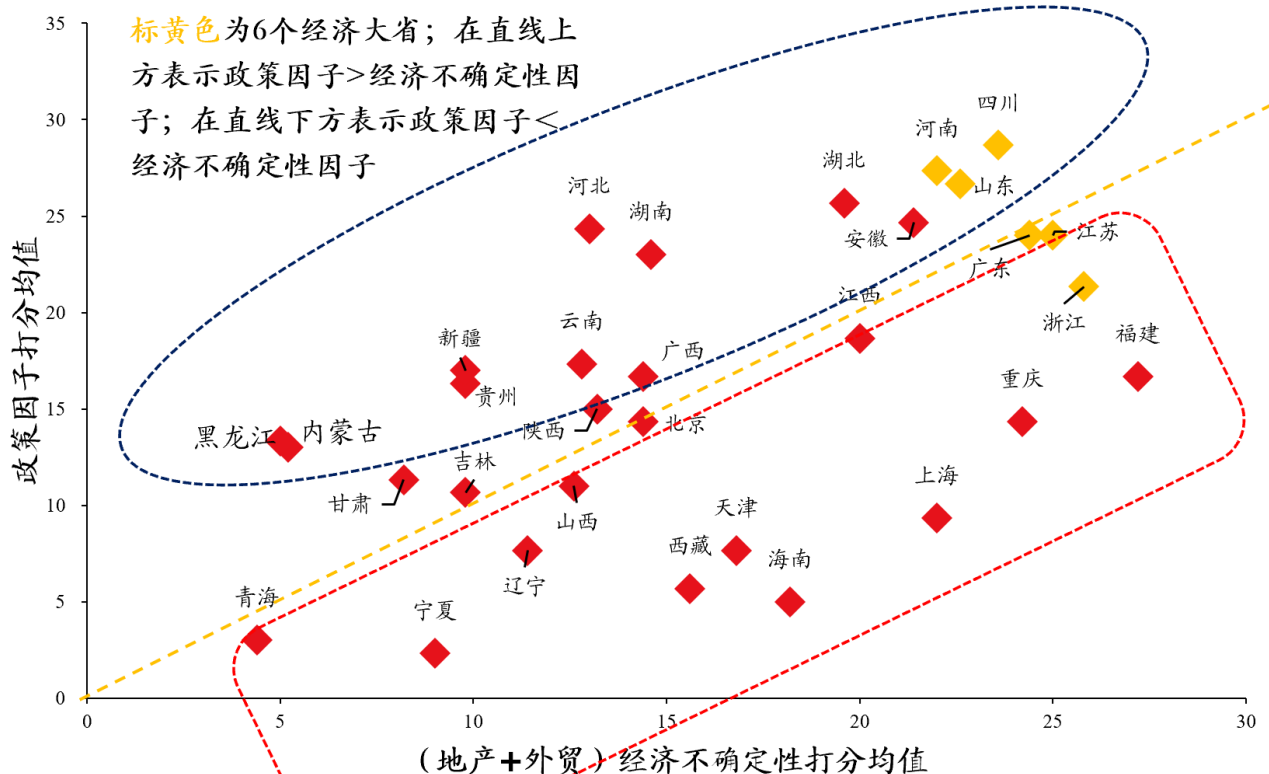
2）根据各省的经济不确定性因子和政策因子大小比较，我们将其分为三类：

①经济不确定性因子>政策因子。我们将其定义为：某省的经济不确定性因子打分均值-政策因子打分均值>0。这样的省份有 14 个，2024 年 GDP 合计在全国占比 48%，包括浙江、江苏、广东这三个经济大省，以及福建、上海、天津等典型的东部沿海省份。2024 年，这些省份 GDP 平均增速为 4.76%。

②经济不确定性因子<政策因子。我们将其定义为：某省的经济不确定性因子打分均值-政策因子打分均值<0。这样的省份有 16 个，2024 年 GDP 合计在全国占比 48%，包括四川、河南、山东这三个经济大省，其他省份以中西部居多。2024 年，这些省份 GDP 平均增速为 5.1%。

③经济不确定性因子≈政策因子。我们将其定义为绝对值：（某省的经济不确定性因子打分均值-政策因子打分均值）≈0。这样的省份只有 1 个，为北京，2024 年 GDP 全国占比 3.7%、GDP 增速为 5.2%。

图表 3 31 省市“三因子”打分情况（2024 年）



经济不确定性因子>政策因子 (14个, 2024年GDP占比48%, GDP平均增速4.76%)	海南、上海、福建、西藏、重庆、天津、宁夏、 浙江 、辽宁、山西、青海、江西、 江苏 、 广东
经济不确定性因子<政策因子 (16个, 2024年GDP占比48.3%, GDP平均增速5.1%)	河北、湖南、黑龙江、内蒙古、新疆、贵州、湖北、 河南 、 四川 、云南、 山东 、安徽、甘肃、广西、陕西、吉林
经济不确定性因子≈政策因子 (1个, 2024年GDP占比3.7%, GDP增速5.2%)	北京

资料来源：国家统计局，相关省市财政厅官网，Wind，海关总署，人民银行各省分行，产业在线，我的钢铁网，相关省市政府官网，企业预警通，华创证券测算

一、地产因子：经济大省更大，部分中西部省份也有影响

（一）GDP 占比：5 个经济大省及部分中西部省份>全国整体水平

我们用地产业链占 GDP 比重，衡量各省经济对地产的依赖。这里的地产产业链包括：房地产业+建筑业+家具制造+家电，共四个行业。需要注意的是，由于部分省或行业的数据有缺失，计算过程中涉及到一些测算，因此计算出的数据，可能和实际数据有偏离。

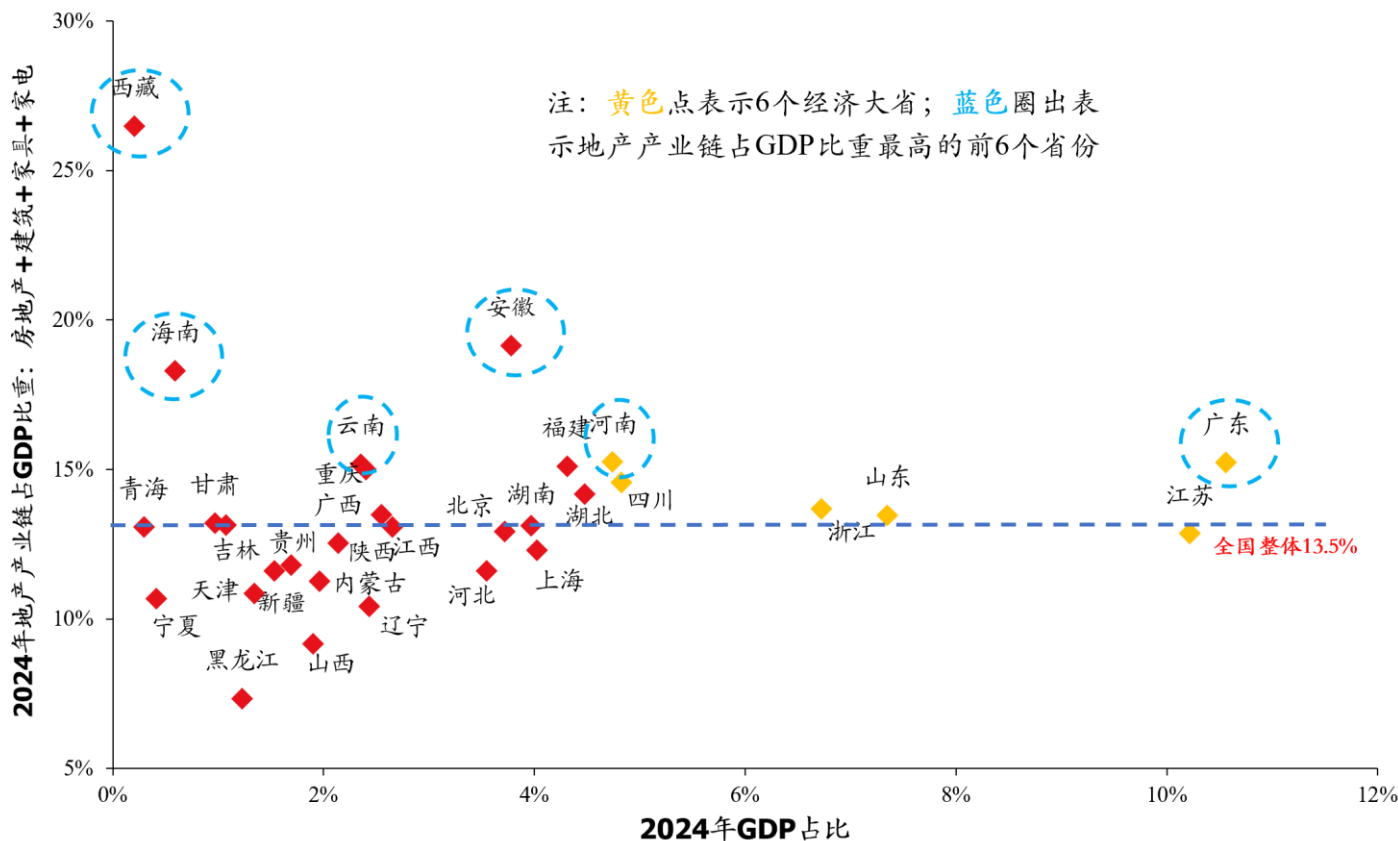
1) 经济大省地产产业链集中度，略高于 GDP 全国占比。2024 年，6 个经济大省地产产业链加总后，增加值占全国地产产业链的 45.9%，略高于 GDP 全国合计占比 44.4%。

2) 5 个经济大省和部分中西部省份，地产产业链/GDP 比重，占比高于或接近全国整体。2024 年，全国地产产业链占比约 13.46%，13 个省份占比高于或接近全国整体水平，其 GDP 合计占比 54.9%。其中包括了五个经济大省：河南（15.24%，该省地产产业链/GDP，

下同)、广东(15.23%)、四川(14.55%)、浙江(13.67%)、山东(13.46%)。另外一个经济大省江苏,地产产业链占GDP比重为12.85%,低于全国水平。其他8个占比高于全国的省份,以中西部为主,如安徽、云南、福建、重庆、湖北、江西等。

3) 地产产业链占GDP比重较低的省包括,山西、黑龙江、辽宁等,在10%上下。

图表 4 地产产业链在 31 省市的 GDP 占比 (2024 年)



资料来源: 国家统计局, 广东省政府官网, Wind, 产业在线, 我的钢铁网, 华创证券测算; 注: 1) 除广东外, 其余30省家电业增加值数据缺失, 根据广东家电GDP增加值*(该省4类家电产值/广东4类家电产值)计算, 4类家电包括空冰洗及彩电。2) 全国家电及家具增加值, 依据营收倒算, 计算公式为制造业增加值*(家具或家电营收/制造业营收)。3) 部分省2024年家具制造业数据缺失, 依据(最近有数据一期的家具制造业增加值/当年工业增加值)*2024年工业增加值或者(家具制造业工业总产值/工业总产值)*工业增加值计算; 4) 部分省份的部分行业缺少2024年数据, 使用2023年数据

(二) 财税依赖度: 经济大省更大, 整体土地财政依赖度>40%

我们用(土地出让收入①+地产相关5种地方税收②+房地产开发企业所得税*40%的地方分成比例③)/广义财政收入, 来衡量地方的土地财政依赖度, 广义财政收入为一般公共预算收入与政府性基金收入之和。这里的5种税收包括契税、土地增值税、房产税、城镇土地使用税、耕地占用税; 房企所得税, 统计各省在A股和港股上市房企收入; ①②③统称为土地相关收入。

对比2021年和2024年各省土地财政依赖度, 可以发现:

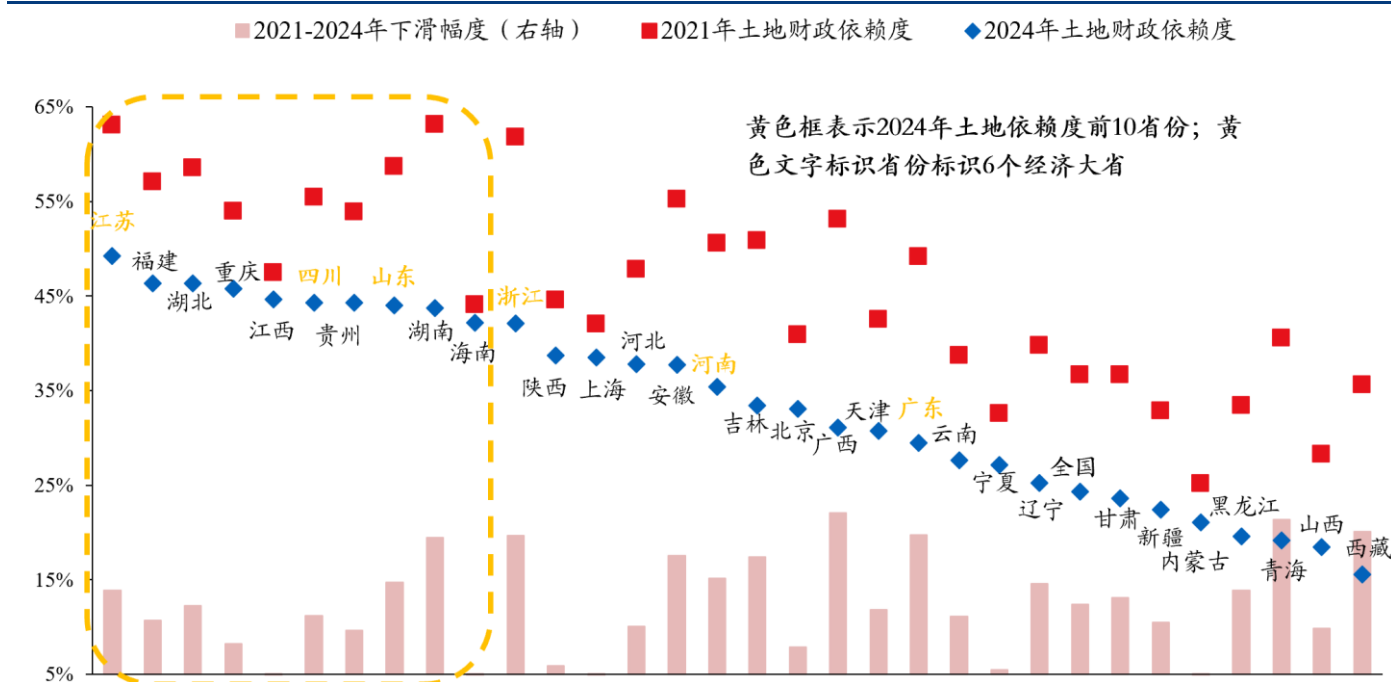
1) 经济大省土地相关收入集中度, 高于GDP全国占比。2024年, 6个经济大省土地相关收入合计3.21万亿元, 占比47%, 高于GDP全国合计占比44.4%。

2) 地方土地财政依赖度在过去四年出现了明显下滑。2021-2024年, 全国土地财政依赖

度从 36.7% 降至 24.3%。2021 年，13 个省的土地财政依赖度接近或超过 50%，包括了 6 个经济大省，其中江苏、浙江超过 60%；到 2024 年，所有省份依赖度均已降至 50% 以下。以广东为例，2021-2024 年，广东土地相关收入“腰斩”，从 1.11 万亿降至约 5000 多亿，绝对值累计减少约 6100 亿（占 2024 年广义财政收入 35.9%），对应的是其土地财政依赖度从 49% 下滑至 30%。

3) 经济大省土地财政依赖度明显高于全国整体。2024 年，6 个经济大省土地财政依赖度整体为 41%，明显高于全国整体的 24.3%。其中江苏、四川、山东、浙江土地财政依赖度超过 40%：江苏（49.3%）> 四川（44.3%）> 山东（44%）> 浙江（42.1%）> 河南（35.4%）> 广东（29.4%）。除此外，还有 7 省土地财政依赖度超过 40%，以中西部为主，包括湖北、重庆、江西、贵州、湖南等。

图表 5 31 省市土地财政依赖度（2021 年 VS 2024 年）



资料来源：Wind，各省市财政厅官网，华创证券；注：1）土地财政依赖度=（土地出让收入+地产相关 5 种地方税收+房地产开发企业所得税*40%的地方分成比例）/广义财政收入；2）部分省份土地相关税收/土地出让金 2021 年数据缺失，使用最相近一期数据，如江西契税数据 2019-2021 年均缺失，使用 2018 年数据；3）部分省份土地相关税收/土地出让金 2024 年数据缺失，推算方法：（全国土地相关税收/土地出让金数据-有数据省份土地相关税收/土地出让金加总）*2023 年缺失数据省份之间的比例，这些省份包括福建、甘肃、贵州、海南、河北、河南、江西、辽宁、内蒙古、山西等

二、出口因子：东部省份更大，个别中西部省份也受影响

（一）整体出口因子：GDP 体量越大，出口因子越大

我们用出口额/GDP 衡量整体出口因子。可以发现：

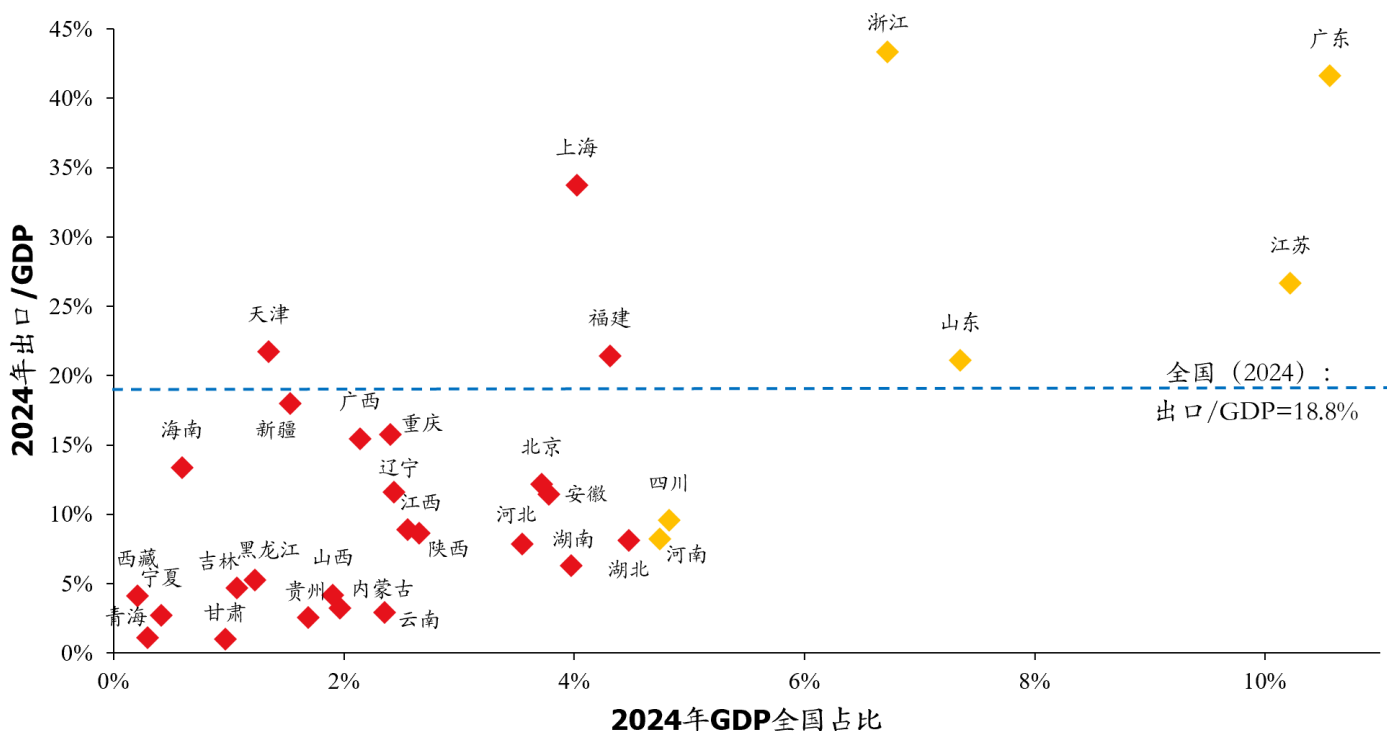
1) 经济大省出口集中度，明显高于其 GDP 集中度。2024 年，6 个经济大省的 GDP 全国合计占比为 44%，但出口合计占全国比重达到 65%。

2) 整体来看，GDP 体量越大的省份，整体出口因子越大。2024 年，各省 GDP 全国占

比，与其出口额/GDP 的相关系数达到 0.7。

3) 东部沿海省份的整体出口因子更大。区域分布上，2024 年，出口/GDP 的比重：东部 10 省 (28.6%) >> 全国整体 (18.8%) >> 西部 12 省 (8.8%) > 东北 3 省 (8.4%) > 中部 6 省 (8.1%)。出口占 GDP 比重高于全国的 7 省，均在东部沿海：浙江 (43.3%) > 广东 (41.6%) > 40% > 上海 (33.7%) > 30% > 江苏 (26.7%) > 天津 (21.7%) > 福建 (21.4%) > 山东 (21.1%) > 20% > 全国整体 (18.8%)，2024 年 7 省市 GDP 全国合计占比 44.5%。除广东、江苏、浙江、山东外，另外两个经济大省四川、河南出口占 GDP 比重不到十分之一，分别为 9.5%、8.2%。

图表 6 31 省出口/GDP 与其在全国 GDP 占比呈正向关系



资料来源：海关总署，Wind，华创证券

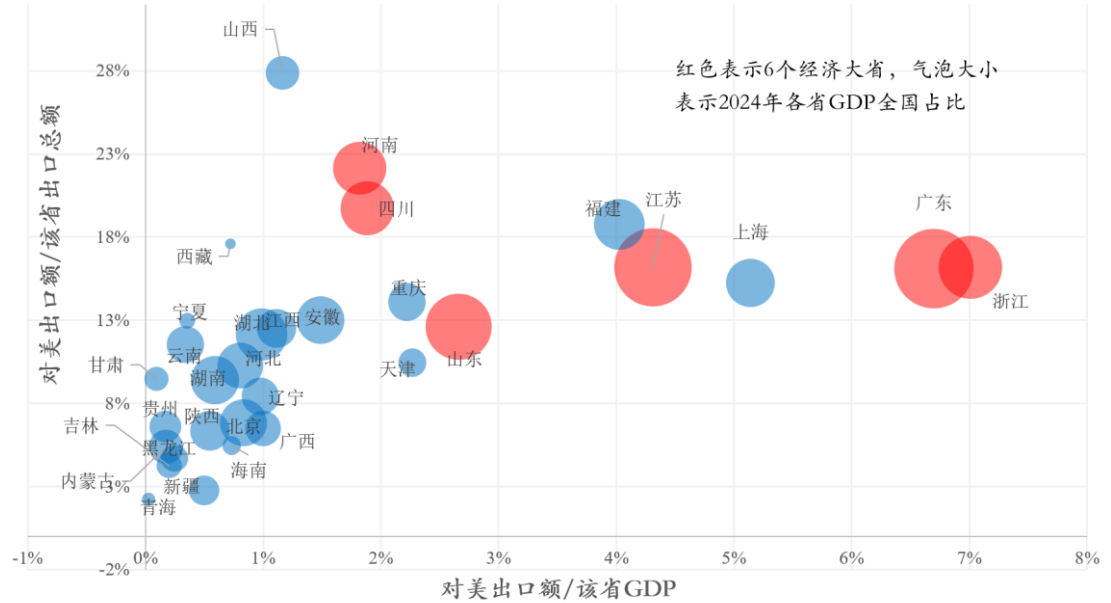
(二) 对美出口因子：东部省份，远大于其他地区

我们从两个维度衡量对美出口因子：①对美出口额/该省 GDP；②对美出口额/该省出口总额。

如果以指标①衡量，结论与整体出口一致，依然是东部沿海省市更大。2024 年，对美出口/该省 GDP 指标：浙江 (7.0%) > 广东 (6.7%) > 上海 (5.1%) > 江苏 (4.3%) > 福建 (4.0%) > 全国整体 (2.8%) > 山东 (2.7%) > 四川 (1.9%) > 河南 (1.8%)。

如果以指标②衡量，还需要额外关注的是山西、河南、四川等省，对美出口额/该省出口总额指标较高：山西 (27.9%) > 河南 (22.1%) > 20% > 四川 (19.7%) > ... > 全国整体 (14.7%)。以山西、河南为例，其主要贡献行业是 HS85（电机、电气、音像设备及其零附件），山西、河南的该行业对美出口额/省出口总额，分别占到 24.1%、14.4%。背后可能与两省产业布局有关，两省均是我国重要手机代工基地，苹果手机代工厂富士康在两省均有布局。

图表 7 东部沿海省份对美出口占比更大



资料来源：海关总署，Wind，华创证券

图表 8 31 省对美出口主要行业情况（行业对美出口额/该省出口总额）

省份	对美出口/该省出口总额	第85章 电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件	第84章 核反应堆、锅炉、机器、机械器具及零件	第95章 玩具、游戏品、运动用品及其零件、附件	第94章 家具；寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似的填充制品；未列名灯具及照明装置；发光标志、发光铭牌及类似品；活动房屋	第29章 有机化学品	第87章 车辆及其零件、附件，但铁道及电车道车辆除外
广东	16.1%	4.3%	2.1%	1.2%	1.2%	0.0%	0.3%
江苏	16.2%	5.7%	3.1%	0.5%	0.6%	0.3%	0.5%
山东	12.6%	1.1%	1.4%	1.6%	0.7%	0.4%	1.1%
浙江	16.2%	1.7%	1.7%	0.8%	1.6%	0.2%	1.0%
四川	19.7%	2.4%	12.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.2%
河南	22.1%	14.4%	0.5%	0.1%	0.6%	0.1%	0.3%
湖北	12.1%	3.6%	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
福建	18.8%	5.8%	1.0%	0.8%	1.4%	0.1%	0.5%
上海	15.2%	3.5%	4.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%
湖南	9.4%	2.2%	1.1%	0.5%	0.4%	0.1%	0.2%
安徽	13.0%	1.6%	5.3%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%
北京	6.8%	1.7%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%
河北	10.3%	0.5%	0.8%	0.2%	0.5%	0.8%	2.2%
陕西	6.4%	0.9%	2.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
江西	12.5%	3.1%	2.0%	0.6%	0.5%	0.3%	0.1%
辽宁	8.4%	1.0%	1.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%
重庆	14.1%	1.1%	11.1%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%
云南	11.5%	1.7%	8.6%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
广西	6.5%	2.3%	0.4%	0.8%	0.5%	0.1%	0.1%
内蒙古	5.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.1%	2.0%	0.0%
山西	27.9%	24.1%	0.9%	0.3%	0.1%	0.1%	0.4%
贵州	6.6%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%	0.0%	0.1%
新疆	2.8%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.0%	0.1%
天津	10.4%	2.1%	2.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.7%
黑龙江	4.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.6%
吉林	4.3%	0.2%	0.5%	0.0%	0.1%	0.9%	0.3%
甘肃	9.4%	0.1%	1.6%	0.1%	0.0%	1.0%	0.1%
海南	5.5%	0.9%	0.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.8%
宁夏	13.0%	0.3%	1.0%	0.0%	0.1%	4.0%	0.0%
青海	2.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%
西藏	17.6%	1.0%	0.3%	6.5%	2.7%	0.0%	0.2%

资料来源：海关总署，Wind，华创证券；注：1）行业占比=各省该行业对美出口额/各省出口总额；2）省份排序按照 2024 年 GDP

三、政策因子：与经济实力挂钩，大省或承受一定压力

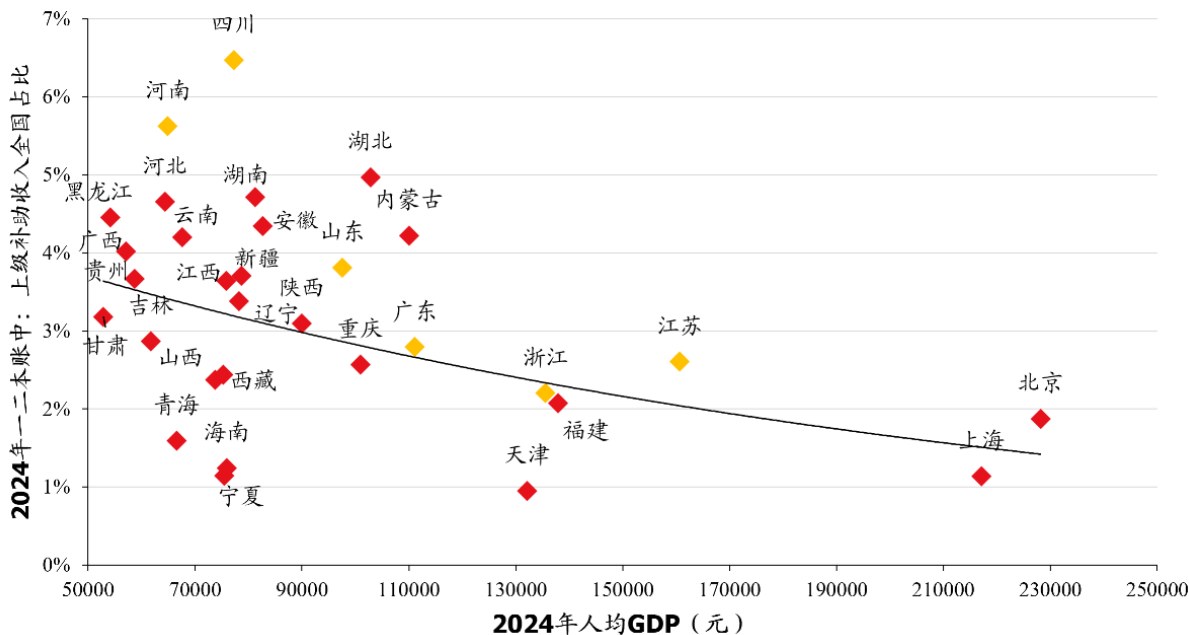
（一）财政因子：与经济体量挂钩，但经济大省分配“较低”

我们用两个“占比”衡量地方获得的财政支持：①中央补助收入的全国占比：财政一二本账中，各省获得的中央补助收入在全国的占比。中央补助收入包括了转移支付、超长期特别国债等。②地方信用的全国占比：按照政府信用强弱可分为政府、城投、非城投国企，用（地方债+城投债+非城投地方国企信用债）净融资在全国的占比衡量。一方面，我们按照各省占比的排名，对各省的财政资源进行打分；另一方面，我们可以将这两个占比，与各省 GDP 全国占比对比，分析各省获得的财政资源是“较高”还是“较低”。

1、上级补助：更多起均衡作用，经济大省份“较低”

中央对地方补助收入，更多起均衡作用。地方获得的补助全国占比，和人均 GDP 存在反向关系，以促进区域协调发展。我们估算，2024 年，根据地方加总的两本账中央财政补助收入约 11.3 万亿元；6 个经济大省合计 2.65 万亿元，占全国比重 23.5%，明显低于 44.4% 的全国 GDP 占比。但四川、河南这两个中西部人口大省，获得的补助收入较高，分别占 6.5% 和 5.6%，居于全国前两位，也高于各自的 GDP 全国占比。

图表 9 一二本账上级补助收入更多考虑的是“均衡”作用



资料来源：Wind，相关省市财政厅/局官网，相关省市市政府官网，企业预警通，华创证券；注：1）少数省份，一本账上级补助收入缺少 2024 年数据，采用 2023 年数据；2）少数省份，二本账上级补助收入缺少 2024 年数据，考虑到因超长期国债各省该数据有明显增长，缺少数据省份该数据估算方法为：（其他有数据省份 2024 年数据/其他有数据省份 2023 年数据）* 缺失数据省份 2023 年数据

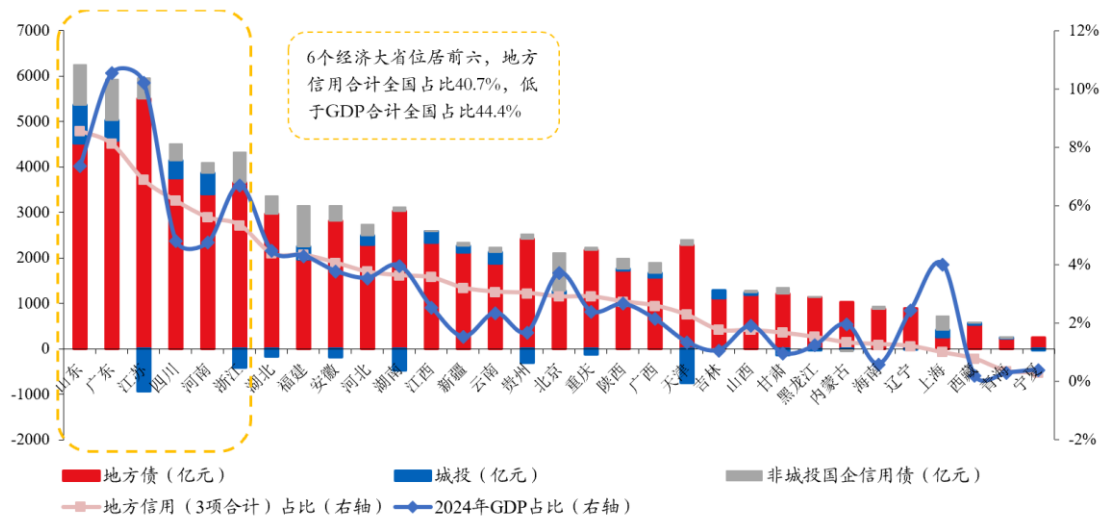
2、地方信用：与经济实力绑定，但部分经济大省分配“较低”

地方信用则更多与经济实力绑定，但部分经济大省信用全国占比“较低”。2024 年，31 省市的三项债券净融资在全国占比，与其 GDP 在全国占比的相关系数，达到 0.89。2024 年，31 省市三项债券合计净融资 7.29 万亿元，其中 6 个经济大省合计为 2.97 万亿元，在全国占比 40.7%，低于 GDP 合计全国占比 44.4%。信用占比相对“较低”的省份包括：江

苏（地方信用在全国占比 6.9%<GDP 全国占比 10.2%，下同），广东（8.1%<10.6%），浙江（5.4%<6.7%）；信用占比相对“较高”的省份包括山东、四川、河南。

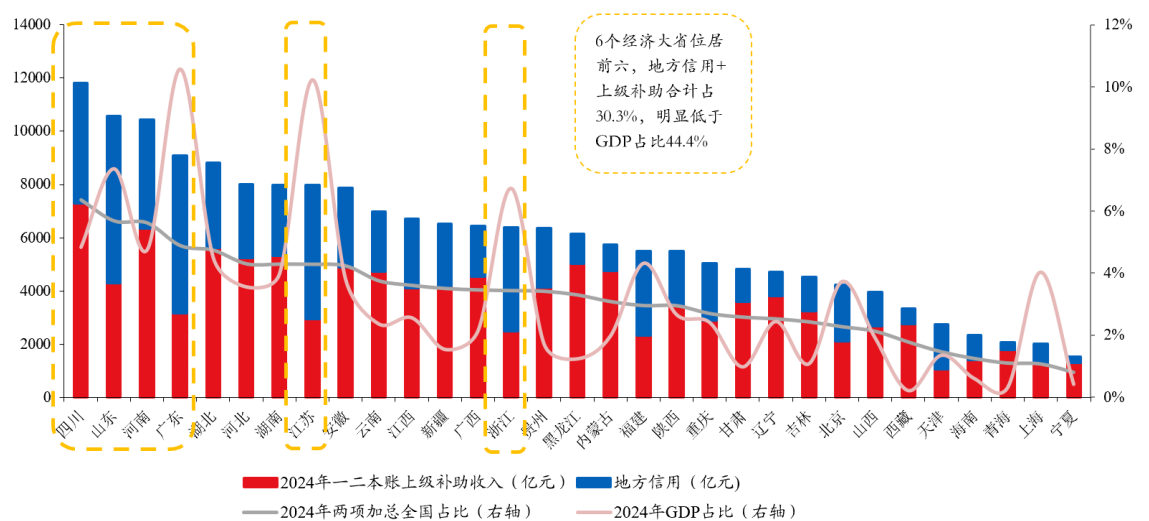
综合上级补助收入和地方信用来看，部分经济大省分配仍然“较低”。2024 年，这两项指标加总近 18.6 万亿。四川、山东、河南、广东四个经济大省居于前四位，江苏、浙江则分别位于第 8 位和第 14 位。六个经济大省两项财政资源合计 5.62 万亿，在全国占比 30.3%，明显低于其 GDP 全国占比。经济大省中，河南、四川两项财政资源全国占比要高于其 GDP 全国占比，其他四个经济大省则相反，尤其是江苏、广东、浙江三省差异较明显。以江苏为例，2024 年，江苏两项财政资源合计 7962 亿元，在全国占比为 4.3%，低于其 10.2% 的全国 GDP 比重。除上级补助收入较少外，其城投债净融资为负，非城投国企信用债净融资也偏低。

图表 10 地方信用更多与地方经济实力绑定



资料来源：Wind，企业预警通，华创证券

图表 11 地方两项财政资源分配与经济实力挂钩，但部分经济大省分配相对较低



资料来源：Wind，企业预警通，华创证券

（二）金融因子：与经济挂钩，但经济大省在全国比重有所下滑

我们用社融增量来衡量地方获得的金融资源，并进一步拆分贷款、企业债、股票融资等情况。

地方的金融资源整体与经济实力挂钩，经济大省资源分配“较高”。2024 年，根据各地加总的社融增量为 27.2 万亿元，6 个经济大省合计 13 万亿元，占全国社融增量的 48.1%；分项数据中，本外币贷款、中长期贷款、股权融资数据全国占比在 48%-52%之间，企业债全国占比偏低（年度波动大）。经济大省中，广东社融增量全国占比偏低，2024 年为 8.9%，低于其 GDP 比重 10.6%。

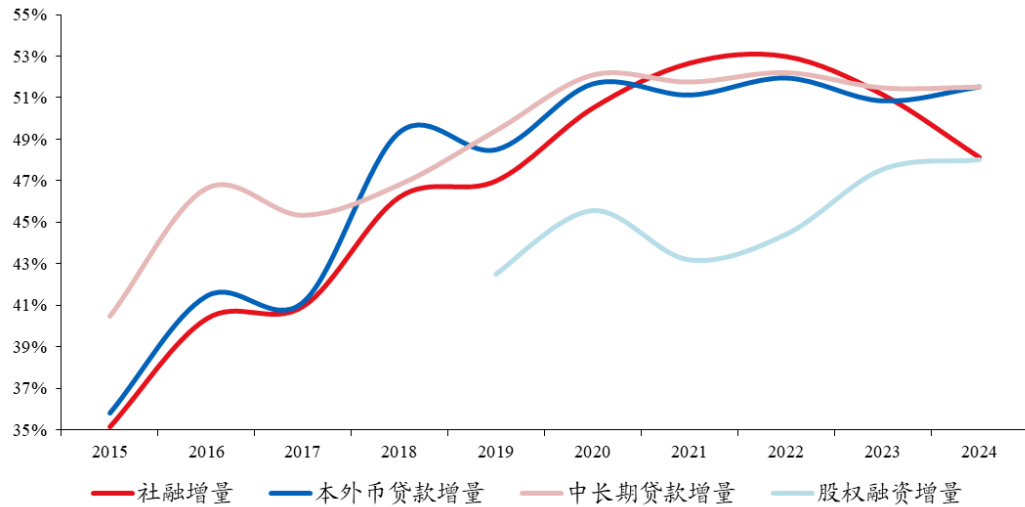
从时间序列看，近两年经济大省占比有所下滑。2015-2022 年，6 个经济大省社融增量占全国比重是维持上升趋势，从 35%增长至峰值 53%。但 2022-2024 年出现下滑，从 53%降至 48%。本外币贷款和中长期贷款增量全国占比均下滑，前者从 51.9%下滑至 51.5%，后者从 52.2%降至 51.5%。

图表 12 各省社融及分项指标在全国占比

	2024年GDP占比	社融增量占比	本外币贷款增量占比	中长期贷款增量占比	企业债增量占比	非金融企业股票融资占比
广东	10.6%	8.9%	7.4%	9.3%	10.3%	17.6%
江苏	10.2%	10.6%	14.1%	12.5%	1.0%	10.2%
山东	7.4%	8.4%	7.4%	7.4%	11.3%	3.6%
浙江	6.7%	9.7%	12.3%	10.7%	4.7%	12.1%
四川	4.8%	6.3%	7.0%	8.7%	6.4%	2.8%
河南	4.7%	4.3%	3.4%	3.0%	5.3%	1.7%
6省加总	44.4%	48.1%	51.5%	51.5%	39.1%	48.0%
湖北	4.5%	4.1%	3.4%	3.5%	3.5%	4.4%
福建	4.3%	3.1%	2.3%	1.7%	7.4%	4.0%
上海	4.0%	3.9%	6.5%	6.0%	5.7%	6.1%
湖南	4.0%	3.2%	3.0%	3.1%	-0.5%	2.3%
安徽	3.8%	4.3%	4.9%	4.8%	1.8%	3.8%
北京	3.7%	3.9%	3.8%	3.9%	27.4%	12.3%
河北	3.5%	4.3%	4.1%	3.5%	2.7%	1.6%
陕西	2.7%	2.5%	2.6%	2.8%	1.8%	2.3%
江西	2.6%	2.9%	2.7%	2.6%	3.8%	0.8%
辽宁	2.4%	-0.5%	-1.6%	-1.4%	-0.5%	0.8%
重庆	2.4%	2.8%	2.0%	2.0%	1.1%	0.7%
云南	2.4%	1.9%	1.4%	0.9%	2.1%	0.3%
广西	2.1%	2.2%	2.5%	3.0%	2.2%	1.7%
内蒙古	2.0%	1.1%	1.0%	1.6%	0.3%	0.2%
山西	1.9%	2.1%	2.2%	2.0%	0.4%	2.8%
贵州	1.7%	2.1%	2.0%	2.3%	0.8%	0.8%
新疆	1.5%	2.0%	1.4%	1.5%	1.8%	0.1%
天津	1.3%	1.8%	0.9%	0.8%	-2.6%	0.8%
黑龙江	1.2%	0.7%	0.9%	0.7%	-0.1%	1.1%
吉林	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%	2.4%
甘肃	1.0%	1.3%	0.9%	1.4%	-0.1%	1.4%
海南	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%	0.6%	0.2%
宁夏	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.0%
青海	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%
西藏	0.2%	0.4%	0.0%	0.3%	0.2%	0.9%

资料来源：Wind，企业预警通，人民银行各省分行，华创证券；注：1）标红色表示社融增量全国占比>GDP 全国占比；2）部分省份缺少 2024 年中长期贷款数据，推算方法为：2024 年中长期贷款增量=（2023 年中长期贷款余额/2023 年本外币贷款余额）*2024 年本外币贷款余额-2023 年中长期贷款余额，包括安徽、贵州、黑龙江、湖北、山西、江西、重庆、云南、吉林、陕西、宁夏等省

图表 13 6 个经济大省社融及分项指标全国占比趋势



资料来源：Wind，企业预警通，人民银行各省分行，华创证券；注：1）部分省份缺少 2024 年中长期贷款数据，推算方法为：2024 年中长期贷款增量=（2023 年中长期贷款/2023 年本外币贷款余额）*2024 年本外币贷款余额-2023 年中长期贷款，包括安徽、贵州、黑龙江、湖北、山西、江西、重庆、云南、吉林、陕西、宁夏等省；2）企业债年度数据波动较大，暂不列示

四、风险提示

（一）指标体系构建涉及主观选择和测算

报告涉及“三因子”、共 8 个指标估算。指标选取本身涉及主观选择，不一定全面、能代表真实情况。而且在指标计算中，部分指标由于数据缺失，还涉及到数据测算问题，比如地产产业链的 GDP 占比计算中，家具制造业和家电增加值就涉及到一定的推算。

（二）统计口径不全面

报告选取的部分指标，可能囿于数据可得性，统计口径并不全面。比如地产产业链的 GDP 占比中，暂未考虑到建材行业。

（三）地产修复不及预期

目前地产正处于企稳阶段。但若后续受其他因素冲击，修复不及预期，则部分地产产业链占 GDP 比重较高的省份，可能受更大影响。

（四）出口波动加大

当前关税会谈等难以预期，若出口波动加大，可能对外贸大省行程额外扰动。

宏观组团队介绍

研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	祁继春	副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitaol@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玛	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522