

【债券深度报告】

化债与“5%”，如何平衡？

- ❖ 两会制定 2024 年 GDP 增长目标“5%”，对应的经济扩张动能要高于 2023 年。但年初至 3 月中旬，高频特别是投资品消费、开复工进度不及预期，经济数据分化、内生动能修复斜率偏平。此外，市场高度关注 2024 年重点省份“化债”对投资的拖累影响。这一背景下，2024 年“5%”的增速目标该如何完成？
- ❖ 1、“5%”增长，意味着怎样的投资强度？
- ❖ (1) 以 2019 年为基数，2023 年 GDP 复合增速约为 4.67%，2024 年实现 5% 需要 4.74% 的复合增速、同比提高 0.07pct。
- ❖ (2) 按支出法理解，“5%”增速之下固定资产投资、消费强度均需要进一步回升。考虑可行性，我们预计 2024 年可能的经济组合是：贸易差额（美元）同比+0.8%；社零同比+6.0%左右（对应复合增速 4.2%，提升 0.45pct）；固定资产投资增速需达到+4.5%（复合增速 4.1%，提升 0.1pct）。
- ❖ 2、12 省份化债，会对投资形成多少影响？
- ❖ 2024 年投资强度能否如期抬升，一看“稳投资”政策效果，二则取决于重点省份化债造成的投资缺口有多少。
- ❖ (1) 重点省份占全国经济、固投比重大约两成：2023 年，12 个重点化债省市 GDP 占全国比重约 18%，固定资产投资占比约 19%，基建投资占比约 26%。2023 年 12 个重点省市固投增速加权平均降至-3.4%左右，拖累全国增速约 0.9pct。
- ❖ (2) 情形假设：基于重点省市停建、缓建因素，测算重点省市、非重点省市可能的固投增速组合：假设新建项目 100%停建、50%停建，续建项目参考 2023 年各省固投增速情况，假设在-16%至+16%区间，则 12 省份固投增速对应在-50%至-10%（对全国固投拖累-10%至-2%），需要 2024 年非重点省份固投增速达到+8%至+17%，才可实现全国固投增长 4.5%。需说明的是，三大工程、战略性项目理论上重点省市仍可参与，因此实际固投增速不排除或比我们所测算的 6 类情况更乐观，半停工假设下的三种情形，我们认为或更具参考性。
- ❖ 按 2024 年固投目标计，19 个非重点省市固投加权平均增速或可达 6%，假设 12 重点省市-10%（测算中最乐观的情形），则全国固投同比仅+3.0%，与 4.5% 的目标增速相比，投资缺口约 7779 亿（基于 2023 年固投规模计）。
- ❖ (3) 重大建设项目：2024 年重点省份公布的省级重大项目年度计划投资情况分化较大。如内蒙古、天津、广西、重庆计划年度计划投资规模均高于 2023 年（同比增长 2%至 18%不等），甘肃、宁夏同比有所下降，另外云南昆明公布的年度计划投资同比-26%左右。综合上述省市公布情况计算年度计划投资额加权平均增速+7.9%，说明重大项目 2024 年仍有望对地方固投起到一定支撑。
- ❖ 3、平衡化债，投资看什么？
- ❖ (1) 超长期特别建设国债，通过中央项目对固投形成补充。结合中央预算报表信息，或按央地“五五分成”使用，其中中央本级支出或可带来 5000 亿投资增量。
- ❖ (2) 大规模设备更新，或提振七大领域 2024 年设备投资增速加快至 5.7%左右，对应 2024 年七大领域落地设备投资规模 5.2 万亿，相较于 2018-2023 年的趋势增速，政策带来增量约 2671 亿。
- ❖ 上述两项合计 7671 亿，接近测算的 7779 亿投资缺口，2024 年固投达标压力仍在，还需要“稳投资”组合切实落地生效。
- ❖ 风险提示：数据统计、计算或与实际情况存在一定偏差。

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500886

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

证券分析师：靳晓航

电话：010-66500819

邮箱：jinxiaohang@hcyjs.com

执业编号：S0360522080003

相关研究报告

《【华创固收】四川：成渝双城经济圈战略下的西南核心增长极——城投全景系列报告》

2024-03-25

《【华创固收】“退平台”后发债还受当前城投融资政策限制吗？——化债攻坚系列之二》

2024-03-13

《【华创固收】AMC 行业信用研究与投资序列——非银金融行业债券投资手册之四》

2024-02-29

《【华创固收】重要货基名单公布，整改压力大么？——机构行为系列专题之二十一》

2024-02-28

《【华创固收】TLAC 非资本债券供给测算与投资价值展望——聚焦大金融债系列之二》

2024-02-06

投资主题

报告亮点

本篇报告定量测算了 12 个重点省市化债带来的经济影响。

一是，报告详细拆解了 2024 年若要完成 GDP “5%” 的增长目标，所需要的消费和固定资产投资强度/增速应达到多少，提出社零应增长 6%、固定资产投资增长 4.5% 的经济组合。

二是，报告第二部分详细测算了 12 个重点省市化债导致的项目停建缓建，对固定资产投资的拖累可能达到多少，借助情形假设的方法，试图定量来评估化债对经济增长的影响。

三是，根据当前总量层面的“稳增长”工具，讨论是否足以弥补化债对投资造成的拖累。在第三部分重点测算了超长期特别国债、大规模设备更新政策预计将带来的投资增量。结合第二部分所测算的结论，得到 2024 年固投达标或仍面临一定压力，还需“稳投资”政策组合切实生效。

投资逻辑

首先，报告第一部分讨论了 2024 年经济增速若要达到 5%，对应的经济增长强度水平。按照 GDP 支出法的框架，拆解出 2024 年 GDP 达到 5% 所需要的消费、投资、净出口增速，提出 2024 年固定资产投资增速或需达到 4.5% 的目标。

其次，报告第二部分试图定量测算 12 个重点省市化债，可能对 2024 年投资造成的拖累幅度，评估化债带来的经济影响。

1) 2017 年-2023 年 12 个重点省市占我国 GDP、固定资产投资的比重约两成左右，但近年来各省市投资增速均趋于放缓。

2) 报告梳理了 7 个已披露数据的重点省/市 2024 年重大项目投资计划情况，发现其年度计划投资加权平均约 7.9%，重大项目若按目标推进，或仍可支撑重点省市固投。

3) 通过情形假设的方式，对化债带来的停建、缓建影响试图作定量评估。按 12 个重点省市新建项目全面停增、半数停增的假设，且续建增速参考 2023 年重点省市实际固投增速区间，计算出 6 种情形下，化债对投资造成的影响，以及为实现全国固投达标 4.5%，其他非重点省市所需的固投增速组合。

4) 按照乐观情形下的 12 个重点省市固投增速-10%、19 个非重点省市固投目标增速加权平均 6.0% 左右，得到全国固投增速加权平均 3.0%，与固投达标增速 4.5%，存在约 7779 亿投资缺口。

最后，报告第三部分定量评估当前“稳投资”政策组合，可能带来的投资增量。着重测算了大规模设备更新、超长期特别国债或分别带来 2671 亿、5000 亿左右的投资增量，合计约 7671 亿，接近测算的 7779 亿投资缺口，说明投资达标压力仍在，还需要“稳投资”政策组合切实发力显效。

目 录

一、“5%”增长，意味着怎样的投资强度？	5
二、12 省份化债，会对投资形成多少影响？	6
（一）12 个重点省份，占经济影响几成？	6
1、存量视角：投资、经济总量占比约为 20%左右	6
2、纵向对比：近年来重点省市固投增速趋缓	8
（二）化债对投资的拖累可能有多大？	9
1、情形假设：乐观情形下，重点省市固投或同比-10%左右	10
2、重大建设项目：对地方投资或仍有一定支撑	11
三、平衡化债，投资看什么？	14
（一）超长期特别国债：央地或按“五五分成”，中央本级支出可带来 5000 亿增量	14
（二）大规模设备更新：七大领域，政策提振增量或接近 2700 亿	15
（三）结论：2024 年“稳投资”组合或需要切实发力显效，才可平衡化债影响	16
四、风险提示	17

图表目录

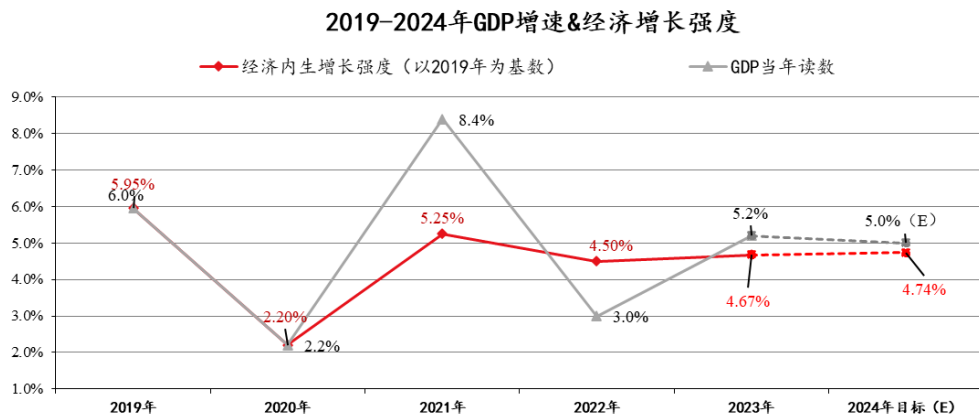
图表 1	2024 年 GDP 增速 5%对应经济增长强度高于 2023 年	5
图表 2	2024 年 GDP 增速 5%目标下可能的经济组合	6
图表 3	2023 年 12 重点省份 GDP 占比合计约 18%左右	6
图表 4	2023 年 12 省固投占比 20%左右	7
图表 5	2023 年广西、重庆、云南固投占比相对较高	7
图表 6	按窄口径公布基建投资的省份占比情况	7
图表 7	按全口径公布基建投资的省份占比情况	7
图表 8	除黑龙江、甘肃未公布外，2023 年 10 省份基建投资占比约为 21%	8
图表 9	2023 年 12 个重点省份加权平均增速降至-3.4%	8
图表 10	2023 年多个区域固投增速较 2022 年继续回落（%）	8
图表 11	不含电力口径下，5 个重点省市、全国基建增速情况（%）	9
图表 12	全口径下，7 个重点省市与全国基建增速情况（%）	9
图表 13	全国各省市 GDP 增速目标、固定资产增速目标及实际完成情况(2023-2024 年)	9
图表 14	测算重点省份新建、续建项目不同情形下，实现固投增速“4.5%”目标的可能组合	10
图表 15	2023-2024 年部分重点省市对于省级（或市级）重大项目计划投资情况	11
图表 16	2023-2024 年重点省市重大项目计划投资规模及占比、增速情况	13
图表 17	19 个非重点省市 2023-2024 年固投增速计划、完成情况	14
图表 18	近期会议对于“超长期特别国债”表述梳理	15
图表 19	2 月以来重要会议对“大规模设备更新”表述文件梳理	15
图表 20	2024 年“大规模设备更新”政策增量或对应应在 2671 亿左右	16

2024 年两会制定“5%”的 GDP 增速目标，对应的经济扩张动能要高于 2023 年。但年初至 3 月中旬，高频特别是投资品消费、开复工进度不及预期，经济数据分化、内生动能修复斜率偏平。此外，市场高度关注 2024 年重点省份“化债”对投资的拖累影响。这一背景下，2024 年“5%”的增速目标该如何完成？

一、“5%”增长，意味着怎样的投资强度？

基数抬升，“5%”对应经济增长强度高于 2023 年。以 2019 年为基数计算各年复合增速评价经济增长强度，2023 年 GDP 复合增速约为 4.67%，2024 年实现 5% 增速需要 4.74% 的复合增速，比 2023 年高 0.07pct。

图表 1 2024 年 GDP 增速 5% 对应经济增长强度高于 2023 年



资料来源：Wind，华创证券

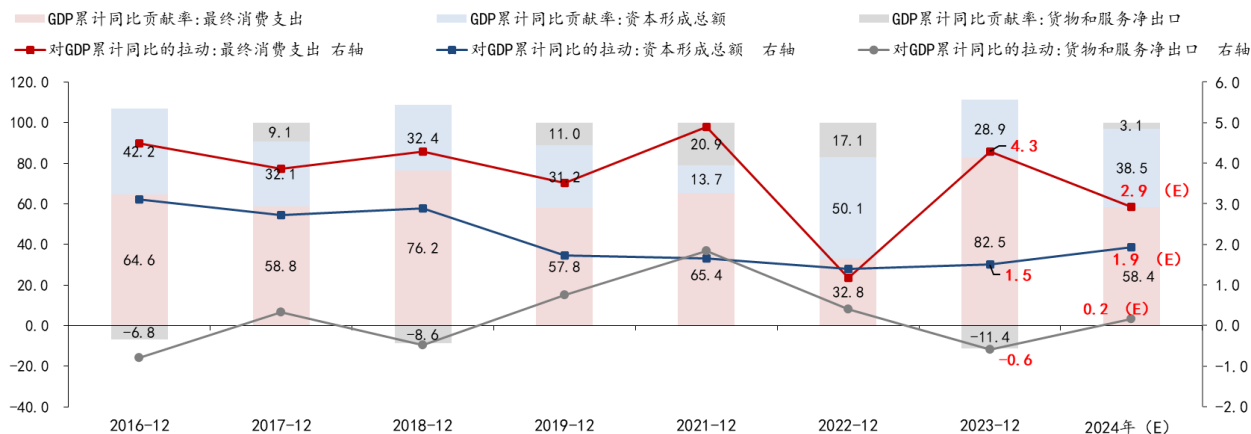
按支出法理解，“5%”增速之下固定资产投资、消费强度均需要进一步回升。按照 2023 年数据，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口占 GDP 比重分别 54%、43%、3% 左右，由于净出口占比较低，影响能否实现增长目标的主要是消费和投资。逐项看：

(1) 最终消费支出：社零规模占最终消费支出规模约 76% 左右。我们计算 2023 年最终消费支出同比约 6.5%，社零同比增速 7.6%、对应 4 年复合增速 3.5%。假设这一消费动能持稳，则 2024 年社零读数仅有 4.1%，将对增速形成拖累，因此消费动能需要较去年提高。

(2) 资本形成总额：固定资产投资规模占资本形成总额比重在 90% 以上。历史上分项增速与固投增速较为接近（2023 年资本形成总额增长 2.8%、固投为 3% 左右）。2024 年逆周期调节力度增强，加之去年是低基数，预计固投增速大概率在 3% 以上。

考虑可行性，我们预计 2024 年可能的经济组合是：(1) 贸易差额（美元）同比+0.8% 左右；(2) 社零同比+6.0% 左右（对应五年复合增速 4.2%，提升 0.45pct）；(3) 固定资产投资增速需达到+4.5%（五年复合增速 4.1%，提升 0.1pct），则可实现 GDP 增长 5.0%。

图表 2 2024 年 GDP 增速 5% 目标下可能的经济组合



资料来源: Wind, 华创证券预测

二、12 省份化债，会对投资形成多少影响？

据 21 世纪报道，2023 年 6 月-7 月地方已上报建制县隐性债务风险化解试点方案，且 10 月初监管部门已批复方案及额度，并向 12 个重点省份倾斜（据财新报道，12 个重点省份包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）。

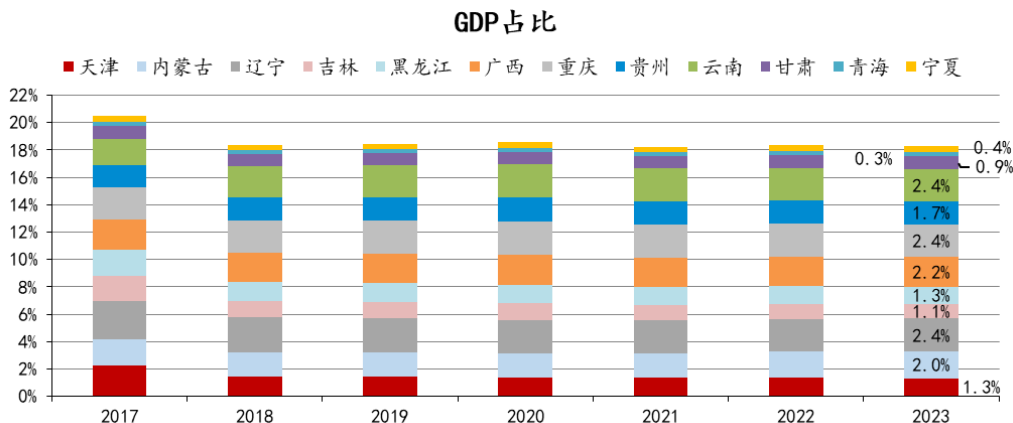
2024 年投资强度能否如期抬升，一看“稳投资”政策效果，二则取决于重点省份化债造成的投资缺口有多少。对于前者，需要“边走边看”、持续观察；对于后者，可以从 12 省份占全国投资和经济比重，以及 2024 年各省市重大项目公布情况推算地方投资下行程度，进而大致判断对全国固投增速的影响。

（一）12 个重点省份，占经济影响几成？

1、存量视角：投资、经济总量占比约为 20% 左右

GDP 方面，12 重点省份占全国比重大约 18%。2018 年以来 12 省份经济总量占比稳定在 18-20% 区间，其中辽宁、重庆、云南、广西、内蒙古占比相对更高，均超过 2%。

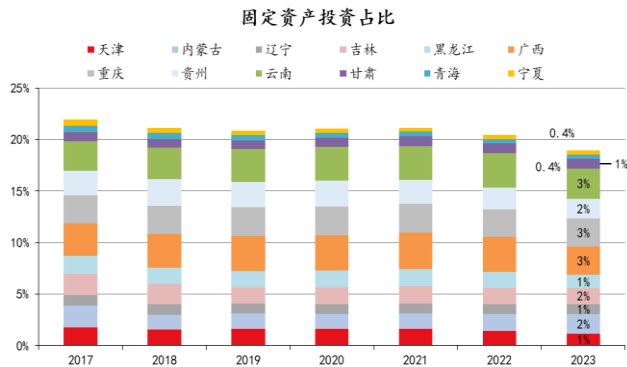
图表 3 2023 年 12 重点省份 GDP 占比合计约 18% 左右



资料来源: Wind, 华创证券测算

固定资产投资方面，12 省份合计占比近 20%。2017 年之后各省不再公布年度固定资产投资总规模，仅公布累计同比。受限于数据可得性，我们暂按照累计同比计算固投累计值，同样口径计算全国固投累计值（与公布值存在差异），进而计算各省占比。2017 年之后这一方法计算的 12 省市固投占比趋于回落，2023 年占比大约 18.9%左右，区域上广西、重庆、云南占比均为 3%左右，高于其他重点省市。

图表 4 2023 年 12 省固投占比 20%左右



资料来源：Wind，华创证券测算 注：按各省 2017 年固投规模，2018-2023 年累计增速计算。

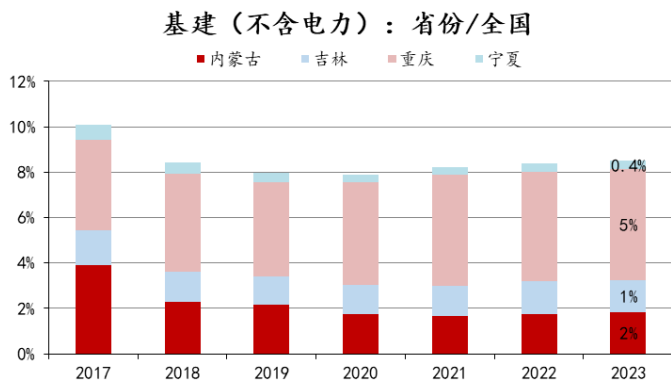
图表 5 2023 年广西、重庆、云南固投占比相对较高

省份（固投/全国固投）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
天津	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
内蒙古	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
辽宁	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
吉林	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
黑龙江	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
广西	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
重庆	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
贵州	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
云南	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
甘肃	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
青海	1%	1%	1%	1%	0.5%	0.4%	0.4%
宁夏	1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
12省市固投占比合计	22%	21%	21%	21%	21%	20%	19%

资料来源：Wind，华创证券测算 注：占比计算分子为各省累计同比倒算累计值，分母为全国固投累计值（按累计同比计算）。

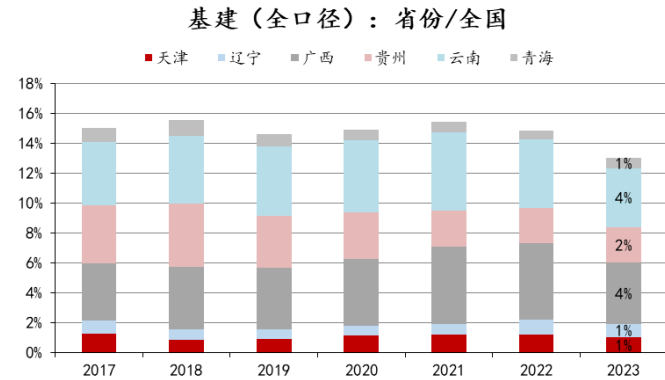
基建投资方面，已公布 2023 年度基建投资的 10 个重点省市占比约 21%，考虑未公布省市历史情况，12 省市合计占比或在 26%左右。由于各地公布基建投资口径不同，我们分别统计各自口径下的占比情况。（1）不含电力基建投资：2023 年内蒙古、吉林、重庆、宁夏合计占全国比重约为 8.5%左右（黑龙江不公布）；（2）全口径基建投资：2023 年天津、辽宁、广西、贵州、云南、青海合计占比 13%左右（甘肃不公布）。将两类占比汇总看，上述 10 省市基建占比大约为 21.5%左右，2018 年以来保持在 20%-24%区间。另对于黑龙江、甘肃，2017 年开始就不再公布基建投资增速情况，我们可参考 2016 年数据（两省占比分别 3%、2%），得到 12 省市基建投资占全国比重大约为 26%左右。

图表 6 按窄口径公布基建投资的省份占比情况



资料来源：Wind，华创证券测算

图表 7 按全口径公布基建投资的省份占比情况



资料来源：Wind，华创证券测算

图表 8 除黑龙江、甘肃未公布外，2023 年 10 省份基建投资占比约为 21%

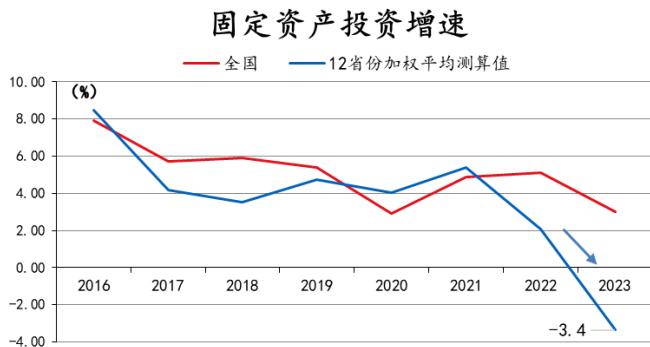
省份（基建/全国基建）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
内蒙古	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
吉林	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
黑龙江	3%	—	—	—	—	—	—	—
重庆	5%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
宁夏	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
不含电力-占比合计（1）	14%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
天津	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
辽宁	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
广西	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	4%
贵州	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
云南	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	4%
甘肃	2%	—	—	—	—	—	—	—
青海	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
全口径-占比合计（2）	17%	15%	16%	15%	15%	15%	15%	13%
各省市基建占比合计（1）+（2）	31%	25%	24%	23%	23%	24%	23%	21%

资料来源：Wind，华创证券测算

2、纵向对比：近年来重点省市固投增速趋缓

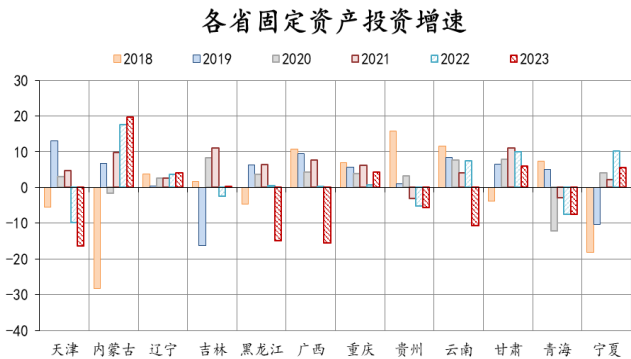
2021 年以来，12 个重点省份固投增速逐步回落。我们按照 12 重点省份占全国固定资产投资规模的比重（图 5），以及各省公布的 2018-2023 年固定资产投资增速，大致计算重点省份的固投加权平均增速。发现：2022 年重点省市加权平均增速或在+2.1%左右，2023 年相同方法计算的加权平均增速或下滑至-3.4%，主要由于天津、广西、黑龙江、云南、青海 2023 年固投增速转负或降幅扩大所致。

图表 9 2023 年 12 个重点省份加权平均增速降至-3.4%



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 2023 年多个区域固投增速较 2022 年继续回落（%）



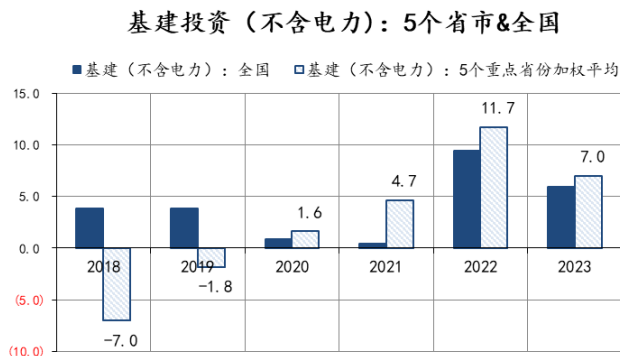
资料来源：Wind，华创证券

基建方面，区域分化较大，其中 2023 年天津、云南、宁夏基建增速下滑比较明显。12 个重点省市披露基建数据口径不同（参考图表 8），其中：（1）内蒙古、吉林、黑龙江、重庆、宁夏披露不含电力的基建投资增速；（2）天津、辽宁、广西、贵州、云南、甘肃、青海披露包含电力行业的基建增速。我们分别统计 2018 年以来两类口径下的部分重点省份基建投资加权平均增速情况，其中 2023 年黑龙江、广西、青海三个省份没有披露基建增速，故在计算当年加权平均增速时已予以剔除。

1、不含电力口径：这一口径下的 5 个重点省市基建加权平均增速，在 2018-2023 年分别为-7%、-1.8%、+1.6%、+4.7%、+11.7%、+7%（2023 年黑龙江数据缺失），自 2020 年以来，其加权增速持续高于同口径的全国基建增速。

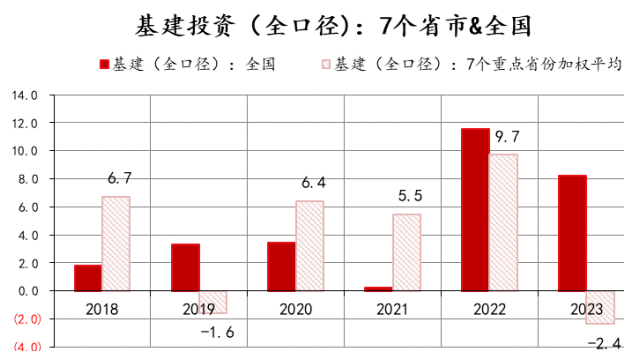
2、广义口径：2018-2023 年这一口径下的 7 个重点省市基建加权平均增速分别为：+6.7%、-1.6%、+6.4%、+5.5%、+9.7%、-2.4%（2023 年青海、广西数据缺失），需要注意的是，云南、天津当年基建增速下滑较多，导致基建加权平均增速明显回落。

图表 11 不含电力口径下，5 个重点省市、全国基建增速情况（%）



资料来源：Wind，华创证券 注：2023 年黑龙江数据缺失

图表 12 全口径下，7 个重点省市与全国基建增速情况（%）



资料来源：Wind，华创证券 注：2023 年青海、广西数据缺失

（二）化债对投资的拖累可能有多大？

12 省市公布的 2024 年度固定资产投资增速目标，相比 2023 年多有下滑。另外，从 2023 年 12 个重点省市固投达标情况看，除了内蒙古之外，其他省市固投增长均未达标，其中有 6 个地区为负增长。

图表 13 全国各省市 GDP 增速目标、固定资产增速目标及实际完成情况（2023-2024 年）

省份	GDP 完成&目标情况			固定资产投资完成&目标情况		
	2023 年 GDP 目标	2023 年 GDP 完成	2024 年 GDP 目标	2023 年固投目标	2023 年固投完成	2024 年固投目标
安徽	6.5%左右	5.8%	6%左右	10%以上	4.0%	7%左右
北京	4.5%以上	5.2%	5%左右	4%以上	4.9%	-
重庆	6%以上	6.1%	6%左右	10%	4.3%	4.0%
福建	6%左右	4.5%	5.5%左右	6%左右	2.5%	5%左右
甘肃	6%左右	6.4%	6%	10%	5.9%	6%左右
广东	5%以上	4.8%	5%以上	8%左右	4.3%	4.0%
广西	5.5%左右	4.1%	5%以上	8%	-15.5%	3%以上
贵州	6%左右	4.9%	5.5%左右	5%左右	-5.7%	4.5%
海南	9.5%左右	9.2%	8%左右	12%左右	1.1%	10%左右
河北	6%左右	5.5%	5.5%左右	6.5%左右	6.3%	6%左右
河南	6%左右	4.1%	5.5%左右	7%左右	2.1%	7%左右
黑龙江	6%左右	2.6%	5.5%左右	8%以上	-14.8%	7%以上
湖北	6.5%左右	6.0%	6%左右	10%左右	5.1%	-
湖南	6.5%左右	4.6%	6%	7%以上	-3.1%	5.0%
吉林	6%左右	6.3%	6%左右	7%左右	0.3%	3%以上
江苏	5%左右	5.8%	5%左右	-	5.2%	-
江西	7%左右	4.1%	5%左右	8%以上	-5.9%	3.0%
辽宁	5%以上	5.3%	5.5%左右	10%以上	4.0%	10.0%
内蒙古	6%左右	7.3%	6%以上	10%以上	19.8%	15%左右
宁夏	6.5%左右	6.6%	6%以上	10%	5.5%	6%左右
青海	5%左右	5.3%	5%左右	-	-7.5%	-
山东	5%以上	6.0%	5%以上	6%以上	5.2%	5%左右
山西	6%左右	5.0%	5%左右	7%以上	-6.6%	10%左右
陕西	5.5%左右	4.3%	5.5%左右	8%左右	0.2%	6.0%
上海	5.5%以上	5.0%	5%左右	5%左右	13.8%	5%左右
四川	6%左右	6.0%	6%左右	5.1%左右	4.4%	5%左右
天津	4%左右	4.3%	4.5%左右	3%左右	-16.4%	0%以上
西藏	8%左右	9.5%	8%左右	13%左右	35.1%	13%左右
新疆	7%左右	6.8%	6.5%左右	11%左右	12.4%	10%左右
云南	6%左右	4.4%	5%左右	9%左右	-10.6%	-
浙江	5%左右	6.0%	5.5%左右	6%以上	6.1%	6%左右

资料来源：各省市政府工作报告，华创证券整理 注：灰色底色为 12 重点省市。

2024 年化债，或导致全国固投增速下滑多少？

1、情形假设：乐观情形下，重点省市固投或同比-10%左右

我们分情形进行测算，思路是：假设 12 重点省市新建项目的停工比例（分为全面停增、半停增），另根据去年 12 重点省市固定资产投资增速，作为续建项目增速的参考（图 13，假设为-16%至+16%）。再根据 2024 年各省公布的重大项目建设计划，对于新开工、续建项目的年度计划投资规模的相对比重（各省大致为 40%、60%），计算出不同停建、缓建情形下，12 重点省市 2024 年固定资产投资增速可能下滑的幅度。以及，在各种情形下，需要其他非重点省市匹配多少固投增速，才能够达到全国固投增长 4.5%的要求（详细测算如图 14）。

1、情形一、情形二、情形三：12 省市新建项目完全停增的情形。在续建项目投资同比-16%、持平、+16%三种情形下，12 省市固投增速分别为-50%、-40%、-30%。最谨慎的情形下，12 省市对全国固投的拖累或达到 9.4pct，其他非重点省市固投增速需要达到 17%，才可以实现 4.5%的固投目标。

2、情形四、情形五、情形六：12 省市新建项目停增 50%。当续建项目同比-16%、持平、+16%三种情形下，12 省市固投同比分别-30%、-20%、-10%，为实现固投增长 4.5%，其他省市固投增速分别需要达到 12%、10%、8%。考虑到三大工程、战略性项目重点省市仍可参与，因此半停工假设下的这三种情形，我们认为或更具参考性。

图表 14 测算重点省份新建、续建项目不同情形下，实现固投增速“4.5%”目标的可能组合

新建项目 分类	占比		固投增速	
	全国固投增速目标 (E)		4.5%	
全面停增	情形一 (续建下降)	新建项目	40%	-100%
		续建项目	60%	-16%
		12省市增速 (E)	-	-50%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-9.4
		其他省市所需增速 (E)	-	17%
		其他省市所需增速 (E)	-	17%
	情形二 (续建持平)	新建项目	40%	-100%
		续建项目	60%	0%
		12省市增速 (E)	-	-40%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-7.6
		其他省市所需增速 (E)	-	15%
		其他省市所需增速 (E)	-	15%
	情形三 (续建增长)	新建项目	40%	-100%
		续建项目	60%	16%
		12省市增速 (E)	-	-30%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-5.8
		其他省市所需增速 (E)	-	13%
		其他省市所需增速 (E)	-	13%
半数停增	情形四 (续建下降)	新建项目	40%	-50%
		续建项目	60%	-16%
		12省市增速 (E)	-	-30%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-5.6
		其他省市所需增速 (E)	-	12%
		其他省市所需增速 (E)	-	12%
	情形五 (续建持平)	新建项目	40%	-50%
		续建项目	60%	0%
		12省市增速 (E)	-	-20%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-3.8
		其他省市所需增速 (E)	-	10%
		其他省市所需增速 (E)	-	10%
	情形六 (续建增长)	新建项目	40%	-50%
		续建项目	60%	16%
		12省市增速 (E)	-	-10%
		12省市拖累全国 (pct)	-	-2.0
		其他省市所需增速 (E)	-	8%
		其他省市所需增速 (E)	-	8%

资料来源：华创证券测算

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/808054127102006052>