孤注一掷的复苏

报告要点：

- **经济增长是存在起色的，工业增加值的季调环比增长已连续两个月回到了 0.3%以上。**

- **就这个月来看，拉动经济回暖的应是固定资产投资：**

1）别看固投增长速度在继续走低，如果自己按照绝对量计算同比（该数据更为敏感），投资的增长在低位出现了明显加快；

2）数据加快的原委应该是房地产投资的单月增长出现了低位反弹；

3）基建和制造业在上个月所提供的影响都不是正面的，尤其是基建增长出现了罕见的负增长。

- **相对于地产投资来说，基建应该承担了稳定经济更为重要的任务：**

1）从高频指标去看，地产销售在 12 月重回低迷，如果地产销售的弹性不够的话，地产投资最多是地产商因流动性压力下降而出现一些有限恢复，很难开启一轮弹性十足的周期；

2）基建正在朝着正确的方向行驶，财政收支缺口的持续收窄意味着基建存在见底加速的可能性。

- **经济基本面会如主流预期一般进入一个持续修复的状态，但后续增长恢复弹性并不一定很大，别说 5.5%，明年经济增长是否能上 5%都存在悬念。**

- **消费的压力是肉眼可见的：**

1）新一期消费数据继续低迷，商品零售刚刚出现了一些起色，餐饮收入又重新进入了负增长；

2）餐饮收入已经不是人为可控的，如果零星出现的奥密克戎冲击了国内的防疫体系的话，餐饮收入后续所面对的不确定性是极大的；

3）商品零售在近两个月的改善可能与双 11 活动存在关系，在各个品类中，改善相对更大的品类是食品、家用电器和通讯器材。这些品类在双 11 降价期间的放量未必是个好事，这代表着需求曲线的平坦化，其背后可能跟收入预期的下降有关。

- **月度数据体现不出来的是：服务业也存在着偏大的压力，受疫情的影响，当前服务业增长修复到 4.9%左右之后，再难以继续加速，这导致即使制造业完全纠偏后，整个经济增长也仅仅在 4.8%左右，就目前 4.4%左右的增速水平来看，经济后续的加速空间应很有限。**

- **此外，因明年一季度的基数问题，经济增长在短时可能还存在着一些基数压力，因此，经济增长可能仅仅进入了一个盘底的过程，经济的复苏引起市场共识的时点，应该在明年二季度或之后。**

- **在此趋势下，股债的压力都是边际增加的：**

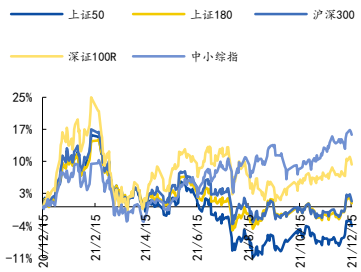
1）经济的边际扩张会导致债券市场供应压力的逐步恢复；

2）地产如果出现一些恢复的话，居民财富的重新配置也会给权益市场施加一些压力；

主要数据：

上证综指：	3647.63
深圳成指：	15026.21
沪深 300：	5005.90
中小盘指：	4997.78
创业板指：	3464.76

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《经济增长重回中心：关于中央经济工作会议》2021.12.11

《左手人民币准备金率，右手外汇准备金率：大巧若拙的央行》2021.12.10

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话

联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

3）尽管现在看起来，这些压力的影响都很有限，但在配置上，我们要防止这些压力逐步增加对股债趋势的影响。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_31326