

经济的正弦波：

一波还未平息，一波又来侵袭

报告要点：

● 通篇看下来，经济的大数是总体好转的，3月的工业增加值和Q1的GDP增长都高于去年年末。

● 就生产的角度看，经济的确一派生机勃勃的景象：

- 1) 绝大多数靠近上游的资源品的生产都在加速，尤其是原煤的产出增长速度已经攀至15%，这是近十年以来的新高；
- 2) 这个变化得益于双碳考核的松动，这使得之前产出已经跌到很低水平的品种（以焦炭、钢材为主）都出现了生产层面的持续恢复。

● 即使我们对经济需求不那么乐观，但短时这种报复性生产的确充盈了GDP水平：

- 1) 经济的长期由供应决定，中期由需求决定，短期又是由供应决定的；
- 2) 逻辑很简单：在GDP统计中，会计算入一个企业自产自购的过程，企业的库存生产也会被计算进GDP中；
- 3) 在双碳政策放宽之后，无论需求如何，产出的松绑会使得企业进入一个短暂的补库存阶段。

● 但这个产出的红利可能即将消逝：

- 1) 绝大多数品种的产出增长速度已经恢复到正常水平，只有水泥及钢材的产出速度偏低，但若地产起不来，钢铁水泥产出的进一步恢复是存疑的；
- 2) 这意味着，报复性生产已进入尾声，产出会回归到需求这个轨道之上。

● 其实需求上最大的看点是基建，但基建的红利也未必持续很久：

- 1) 在各个力量中，只有基建在启动，基建的实际增长速度在快速接近2019年（疫情之前）的那个中枢；
- 2) 但基建的拉动未必持久，在2022Q1，地方政府专项债的发行额度已经达到了全年目标的40%，这意味着后续地方政府专项债的发行会同比下降40%。

● 除了这些之外，今年又多了疫情防控这个波动因子：

- 1) 疫情防控和因此而导致的经济损失是今年新增的沉没成本，随着经济的“封控-解封-封控……”，经济的波动也随之明显增加；
- 2) 随着病毒的变异，防疫可能会造成越来越剧烈的经济波动，清零政策锚定的是病疫的数量而非病疫的重症率，因此，随着病毒变异带来病疫传播效率的增加，清零所造成的经济波动半径可能是越来越大的。

● 在此中，唯一可以给予想象力的是地产，若地产开始见底回升，则经济可能会进入一轮相对持续的改善趋势内，但此轮地产因超过了经验规律，我们很难在左侧对地产的趋势妄下推断。

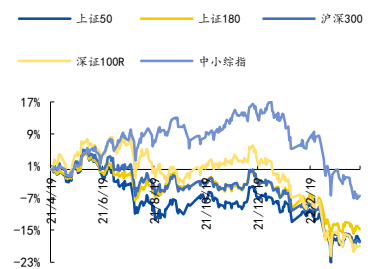
● 在地产的底部出现之前，我们暂可认为经济基本面会在高幅震荡的状态下缓慢走低，但今年的3、4、5月，经济可能会在一轮疫情的侵袭之下，构筑出一个小的底部脉冲出来，因此，4月的经济形态大概率是衰退，而5月的形态则可能是修复。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3195.52
深圳成指：	11691.47
沪深300：	4166.38
中小盘指：	4068.31
创业板指：	2487.77

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《抗疫的时空漩涡：关于清零的经济账本》
2022.04.11
- 《抢跑的时钟：超级平坦的美债收益率曲线》
2022.04.09

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweidun@gzyq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟君子
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gzyq.com.cn
电话	021-51097188

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

根据中国证监会颁布的《证券、期货投资咨询业务暂行规定》、《证券分析师执业行为准则》以及中国证监会颁布的《发布证券研究报告暂行规定》等相关规定, 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, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

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, 仅收入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协议, 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, 本公司还可能为这些公司提供

务。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, 本公司还可能为这些公司提供

务。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, 本公司还可能为这些公司提供

址: www.gyzq.com.cn

上海

国际金融中心 地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼
 国元证券
 邮编: 200135
 传真: (021) 68869125
 电话: (021) 51097188

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

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”)提供, 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协议, 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, 本公司还可能为这些公司提供

务。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, 本公司还可能为这些公司提供

合肥

地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽
 A座国元证券
 邮编: 230000
 传真: (0551) 62207952