

理性看待后疫情时代的经济复苏： 12月经济数据印象

报告要点：

- 诚然，工业增加值和GDP的边际仍然是下滑的。
- 12月的经济压力，不少人会归咎于疫情影响（疫情所产生的损失达峰），但其实并不尽然。
- 固定资产投资中，基建、房地产、制造业全线回落，这似乎反映的更多的是周期问题：

1) 地产投资的继续回落并不令人意外，销售端目前的企稳态势和回升空间，都不足以让地产起来一轮资本开支；

2) 基建投资增速的放缓和地方政府债券发行的放缓发生了这一轮周期的首次共振，基建在有限的政府发债空间和赤字率目标下，也出现了一些式微；

3) 制造业投资的回落也在预期之中，如果终端需求看不到向好的迹象，制造业补产能的动机自然很弱。

- 疫情如果影响最大的是消费的话，消费在边际上却是改善的：

1) 可以看到，12月的消费同比下降幅度显著收窄，这与汽车零售消费的改善有关；

2) 汽车零售的改善应该也是周期问题，这至少说明了，周期在局部所给予经济的推力，可以完全抵消掉疫情带来的影响。

- 这意味着，如果我们对未来经济乐观的初衷是疫情政策的放开的话，这个因素给经济带来的空间可能没有想象中那么大：

1) 抛开第三产业不谈，后面因疫情政策放开能被追回的复苏空间，只有被影响开工的固投部分及消费中的餐饮部分；

2) 但如果我们看到，去年Q2的固投和今年Q4的零售都没有因为疫情而出现太大幅度下降的话，就可以推知，疫情影响的那部分空间即使被补回，也不会太多影响经济的边际方向。

- 如果考虑第三产业的话（其恢复对GDP的影响为1.9%左右），后续经济会慢慢向4.5%这个新的中枢收敛，但在更高频的第二产业数据中，这个复苏过程也许不能淋漓尽致地体现出来。

● 在制造业的托底力量甚至弱于去年的时刻，货币政策继续宽松的可能性仍然偏大，这导致资产配置仍然停留在债券时间，利率债收益率仍有走低空间，权益市场总体震荡，而商品市场则总体下跌。

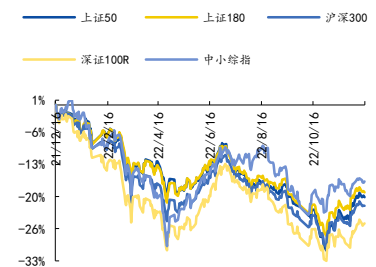
● 额外想表述的是，人口负增长是一个重要信号，参照日本的经验的话，如果在没有教育投入及移民缓冲的环境之下，我们需要提防“财政投入-挤出教育支出-产业升级艰难”以及“人口下降-信心下降-周期变弱”这些负向循环的出现。

风险提示：地缘政治冲突超预期，疫情反复超预期等

主要数据：

上证综指：	3224.24
深圳成指：	11800.55
沪深300：	4137.24
中小盘指：	12026.75
创业板指：	2545.55

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《2023年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09
- 《跨境资本的防火墙：汇率破7不是个事儿》
2022.09.18

报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.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”)在中国境内(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法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	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: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188