



# 2023年12月经济数据点评

宏观经济点评  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）  
zhangyunjie@gjzq.com.cn

## “稳增长”进行时

### 事件：

2023年四季度GDP同比5.2%、预期5.4%、前值4.9%，全年5.2%、预期5.3%。12月，工业增加值当月同比6.8%、预期6.6%、前值6.6%；社零当月同比7.4%、预期8.2%、前值10.1%；固定资产投资累计同比3%、预期3%、前值2.9%。

### 核心观点：“稳增长”进行时

GDP小幅低于预期，投资需求明显升温。2023年四季度和全年GDP增速略低于预期，12月经济指标中投资和工业生产超预期，社零当月同比7.4%、低于预期0.8个百分点。两年复合看，12月固定资产投资当月同比较11月显著上升1.7个百分点至3.6%，房地产、制造业、基建投资分别回升3.1、1.2、1个百分点至-12.3%、7.8%、10.5%。

“万亿国债”前两批项目清单下达，水利环境投资显著扩张，带动总体基建投资增速提升。2023年12月，水利环境投资同比12.1%、较11月大幅上升15.8个百分点。细分行业中，公共设施、生态环境、水利管理投资当月同比分别较11月上升21.5、61.7、4.5个百分点至16.2%、52.7%、5.2%。

“三大工程”加速布局，地产投资传递改善信号。2023年末至今，全国多地加速推进保障房、城中村改造项目开工建设。中性情景下，“三大工程”年均投资或在1.2万亿元左右，能够对房地产投资形成明显拉动。政策落地正逐步映射至各项高频指标，2023年底粉磨开工率反弹、2024年初维持相对高位，玻璃表观消费较为旺盛。

重申观点：2024年经济亮点或需要回到政策本身寻找，直接支持基建投资、间接支持消费，地产政策聚焦“三大工程”等，是新一轮稳增长政策的核心抓手。2023年末，“万亿”国债项目下达、全国多地加快推进“三大工程”项目开工建设；12月投资需求升温、基建投资明显提速，政策落地效果正逐步显现，对经济的支撑效果有望强化。

### 常规跟踪：GDP小幅低于预期，投资需求明显升温

GDP：GDP略低于预期，工业生产贡献回落。四季度GDP同比5.2%、略低于预期的5.4%，全年5.2%略低于预期的5.3%。两年复合看，四季度GDP同比4.0%、较三季度回落0.4个百分点；其中，第一产业GDP同比较三季度提升0.3个百分点至4.1%、第二产业下降0.5个百分点至4.4%、第三产业回落0.4个百分点至3.8%。

生产：工业生产有所回落，服务业生产小幅抬升。12月，工业增加值当月同比6.8%，两年复合同比4%、较11月下滑0.4个百分点。两年复合看，制造业、采矿业、电热燃当月同比分别较11月下降0.7、下降0.1、上升3.1个百分点至7.1%、4.7%、7.3%。服务业生产指数小幅回升，两年复合同比较11月提升0.2个百分点至3.7%。

投资：投资涨幅较大，基建明显“提速”。12月，固定资产投资当月同比4%、较11月提升1.1个百分点。其中，基建投资当月同比较11月明显上行5.4个百分点至10.7%，行业中水利环境投资增速大幅回升。制造业投资当月同比较11月上升1.1个百分点至8.2%，地产投资当月同比较11月下滑1.8个百分点至-12.3%。

消费：社零低于预期，居民消费意愿降温。两年复合看，12月社零当月同比2.7%、较11月回升0.9个百分点，商品零售、餐饮收入增速分别较11月上升1.3、下降1.7个百分点至2.3%、5.7%；四季度，居民人均可支配收入同比5.3%、较三季度回落0.9个百分点，人均消费支出同比3.2%、较三季度大幅回落5个百分点。

### 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

1、核心观点：“稳增长”进行时 .....	4
2、常规跟踪：GDP 小幅低于预期，投资需求明显升温 .....	6
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1： GDP 小幅低于预期，投资需求明显升温 .....	4
图表 2： 12 月，主要经济指标两年复合当月同比 .....	4
图表 3： 12 月，水利环境投资显著扩张 .....	4
图表 4： “万亿国债”前两批项目清单已下达 .....	4
图表 5： 市政产业园是新增专项债最主要的投向领域 .....	5
图表 6： 广义基建投资分项占比 .....	5
图表 7： 2024 年初，粉磨开工率维持相对高位 .....	5
图表 8： 2024 年初，玻璃周表观消费较为旺盛 .....	5
图表 9： 2023 年末，各地加速布局“三大工程” .....	6
图表 10： 2023 年四季度实际 GDP 和三大产业同比 .....	6
图表 11： 2023 年四季度实际 GDP 季调环比回落 .....	6
图表 12： 12 月，工业生产整体回升 .....	7
图表 13： 12 月，两年复合看各行业生产表现 .....	7
图表 14： 12 月，服务业生产指数同比回落 .....	7
图表 15： 12 月，住宿餐饮业生产指数同比回升 .....	7
图表 16： 12 月，固定资产投资边际改善 .....	8
图表 17： 12 月，水利环境投资显著扩张 .....	8
图表 18： 12 月，制造业投资增速回升 .....	8
图表 19： 12 月，主要制造行业仍保持较高投资增速 .....	8
图表 20： 12 月，房地产投资增速边际下滑 .....	9
图表 21： 2024 年初，商品房销售仍处于历史低位 .....	9
图表 22： 12 月，社零及商品增速反弹、餐饮回落 .....	9
图表 23： 12 月，可选消费呈现结构分化 .....	9
图表 24： 12 月，农村消费好于城镇 .....	9
图表 25： 12 月，网上消费增速提升 .....	9
图表 26： 四季度农村居民收入改善快于城镇居民 .....	10
图表 27： 四季度消费支出增长快于收入 .....	10



图表 28: 四季度, 衣着支出增长较快.....	10
图表 29: 四季度, 教文娱和交通通信支出增长较快.....	10
图表 30: 12 月, 城镇调查失业率小幅上升.....	11
图表 31: 12 月, 外来户籍人口失业率保持低位.....	11

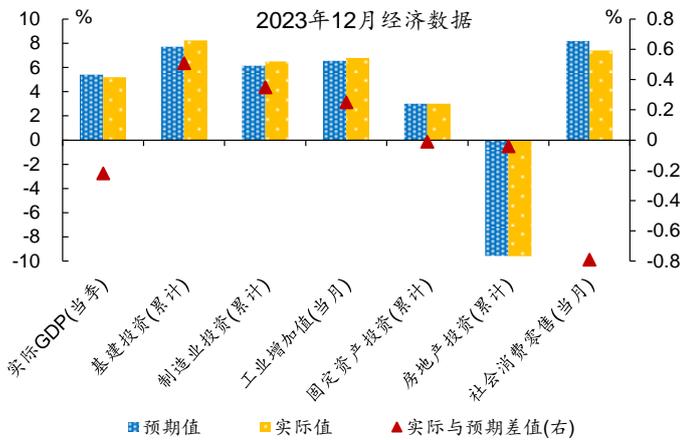


2023年四季度GDP同比5.2%、预期5.4%、前值4.9%，全年5.2%、预期5.3%。12月，工业增加值当月同比6.8%、预期6.6%、前值6.6%；社零当月同比7.4%、预期8.2%、前值10.1%；固定资产投资累计同比3%、预期3%、前值2.9%。

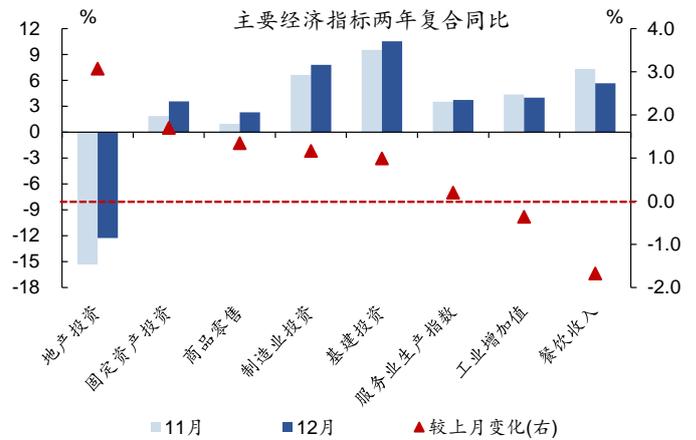
## 1、核心观点：“稳增长”进行时

GDP小幅低于预期，投资需求明显升温。2023年四季度GDP增速5.2%、略低于预期的5.4%，全年增速5.2%、略低于预期的5.3%。2023年12月，投资需求明显升温，基建、制造业投资分别高出市场预期0.5、0.4个百分点；两年复合看，固定资产投资当月同比较11月显著上升1.7个百分点至3.6%，房地产、制造业、基建投资分别回升3.1、1.2、1个百分点至-12.3%、7.8%、10.5%。投资需求带动下，工业增加值当月同比6.8%、高出预期0.3个百分点。消费需求有所回落，社零当月同比7.4%、低于预期0.8个百分点。

图表1：GDP小幅低于预期，投资需求明显升温



图表2：12月，主要经济指标两年复合当月同比

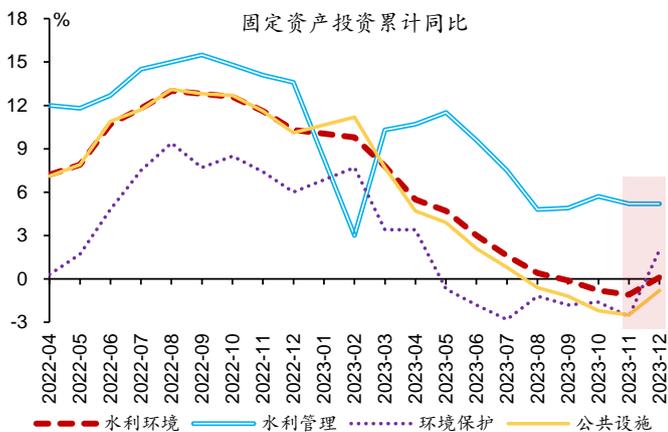


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

“万亿国债”前两批项目清单下达，水利环境投资显著扩张，带动总体基建投资增速提升。2023年12月，前两批国债项目清单下达、金额超8000亿元，主要投向以水利环境为代表的基建项目。当月，电燃水、交运仓储投资增速出现回落，而水利环境投资同比12.1%、较11月大幅上升15.8个百分点。水利环境中，公共设施投资占比最高、约78.1%，当月同比较11月上升21.5个百分点至16.2%，边际贡献最大；生态环境、水利管理投资分别占比8.8%、13.1%，当月同比分别较11月上升61.7、4.5个百分点至52.7%、5.2%。

图表3：12月，水利环境投资显著扩张



图表4：“万亿国债”前两批项目清单已下达

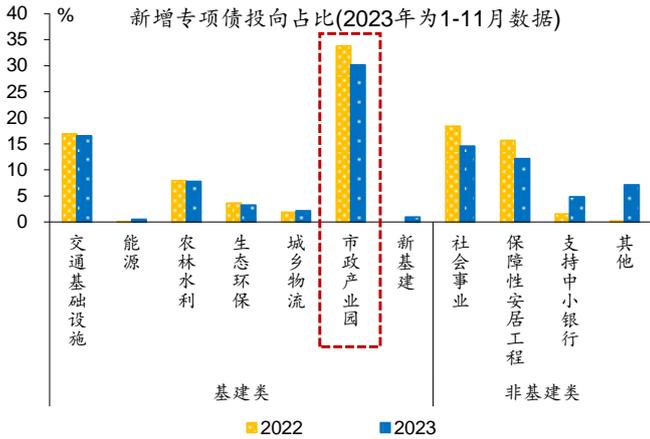
批次	领域	项目详情	资金规模(亿元)
第一批 2379亿元	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力	优先支持北京、天津、河北等省(市)开展灾后恢复重建，同步提升区域防灾减灾救灾能力。灾后恢复重建和提升防灾减灾能力项目1500多个。	1075
	东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设	东北地区和京津冀地区高标准农田建设项目1300多个。用于支持全国1336个县新建、改造提升高标准农田以及修复灾毁农田共5400万亩，亩均投资补助标准由1500元左右提高到2400元左右。	1254
	重点自然灾害综合防治体系建设工程领域项目	首批项目主要对应 <b>气象基础设施项目建设</b> ，将用于支持全国30个省、自治区、直辖市和计划单列市的45个气象基础设施项目建设。	50
第二批 5646亿元	以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程	支持183个项目，实施内容包括大江大河干流防洪治理、南水北调防洪影响处理工程，大中型水库建设，蓄滞洪区围堤建设。	983
	其他重点防洪工程	支持5311个项目，实施内容包括主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设，水文基础设施，小型水库工程，病险水库水闸除险加固及安全监测工程，海堤治理。	1748
	灌区建设改造和重点水土流失治理工程	支持1511个项目，实施内容包括灌区建设改造，侵蚀沟治理，丹江口库区水土流失治理。	1115
	城市排水防涝能力提升行动	支持2372个项目，聚焦易发生内涝灾害、排水防涝基础设施薄弱的重点城市，兼顾部分重点县城，支持排水管道、排涝泵站、调蓄设施、排涝通道建设、重要点位防护设施以及移动排涝装备购置等内容。	1400
自然灾害综合防治体系建设工程(森林草原防火阻隔系统)	支持280个项目。	400	

来源：Wind、国金证券研究所

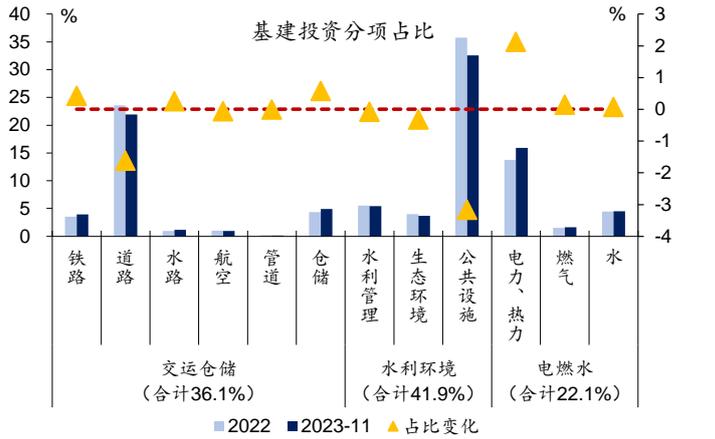
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 市政产业园是新增专项债最主要的投向领域



图表6: 广义基建投资分项占比

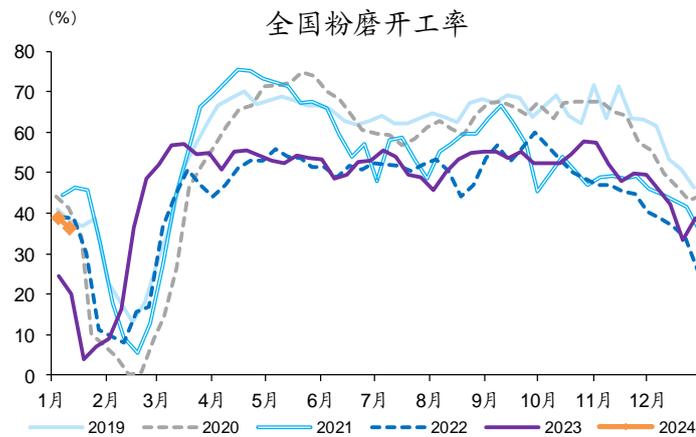


来源: Wind、国金证券研究所

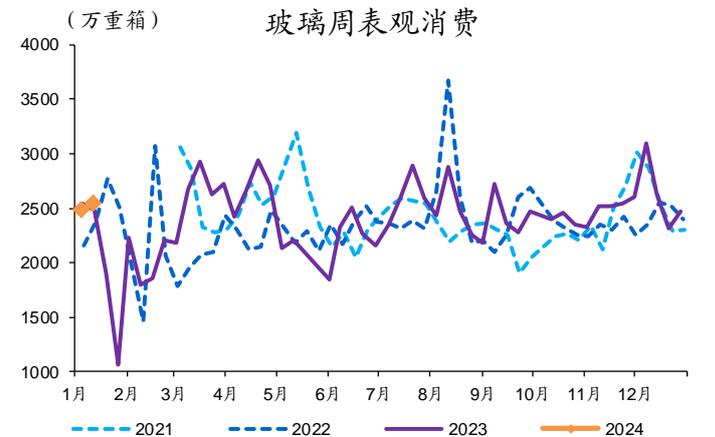
来源: Wind、国金证券研究所

“三大工程”加速布局，地产投资传递改善信号。保障房建设方面，2023年底深圳首批13个配售型保障房项目率先开工；城中村改造方面，广州、深圳、上海等地推进较快；“平急两用”方面，2023年11月底，杭州市116个项目已率先开工。中性情景下，“三大工程”年均投资或在1.2万亿元左右，能够对房地产投资形成明显拉动。高频指标上看，2023年底全国粉磨开工率反弹、2024年初维持相对高位，玻璃周表观消费较为旺盛。此外，2023年12月建筑业PMI边际上升1.9个百分点至56.9%，政策落地正逐步映射至各项指标。

图表7: 2024年初，粉磨开工率维持相对高位



图表8: 2024年初，玻璃周表观消费较为旺盛



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



图表9：2023年末，各地加速布局“三大工程”

类型	部门/城市	事件	时间	事件
保障性住房	深圳	深圳市首批配售型保障性住房集中开工	2023年12月28日	据深圳特区报报道，12月28日，深圳市首批配售型保障性住房建设集中开工，共有13个项目，总用地面积17.7万平方米，配售型保障性住房建设面积75.7万平方米，总投资约125亿元，房源合计1万余套。
	上海	《上海市促进在线新经济健康发展的若干政策措施》	2024年1月4日	文件提出，完善在线新经济生态综合配套环境。加强保障性租赁住房建设，按照“产城融合、职住平衡”的原则，到2025年，在三个生态园及周边建设筹措新增保障性租赁住房5万套。
平急两用基础设施	北京	建一批“平急两用”项目	2023年12月28日	北京将编制“北京市韧性城市专项规划”，同时，围绕旅居居住设施、医疗应急服务、物流枢纽、高速公路服务区旅居以及多功能公共服务设施等5类设施，谋划建设一批“平急两用”项目。
	宁波	宁波市首个平急两用项目新进展	2023年12月28日	从海曙区住建局房屋管理中心获悉，海曙区WCH-04-d1-1地块保障性租赁住房项目（健康驿站）已经完成主体结构施工，进入装修阶段。这是宁波市首个平急两用公共基础设施类的保障性租赁住房项目，建成后可提供房源1611套（间），解决3000余名居民的安居问题。
城中村改造	上海	浦东新区首个以产业项目带动的“城中村”改造项目启动	2023年12月22日	今年上半年，浦东新区提速4年加快推进面上改造，今年不但提前超额完成1100户旧住房、54个“城中村”点位改造的任务，实现累计受益居民1.5万户，还提前超额达成各类配套安置房开工目标，推动2个“城中村”项目获市里认定，加快北蔡联勤、新场蒋桥、合庆老集镇3个项目报市里批复。
	长沙	全国超大特大城市城中村改造项目首笔贷款长沙落地	2023年12月23日	12月23日，长沙市望城区大泽湖片区城中村改造项目一期工程获得国家开发银行省分行配套贷款1000万元，实现了当天发放、当天支付，是全国发放的首笔超大特大城市城中村改造项目配套贷款，专项用于支持城中村改造项目范围内产业载体配套基础设施建设。

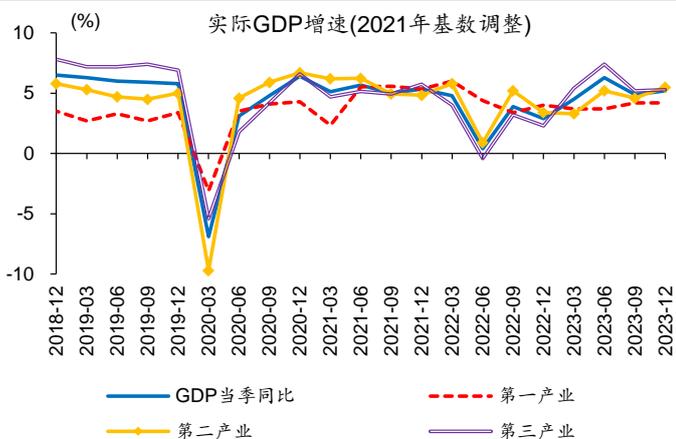
来源：中新网、中房网、地方政府官网、国金证券研究所

重申观点：2024年经济亮点或需要回到政策本身寻找。为保证经济转型“稳中求进”，更可行的思路是通过中央“加杠杆”的方式，直接支持基建投资、间接支持消费，地产政策聚焦“三大工程”等。近期，万亿国债前两批超8000亿项目清单下达，全国多地加快部署“三大工程”。2023年12月固定资产投资改善幅度较大、基建投资明显“提速”，政策落地开始进入兑现期。

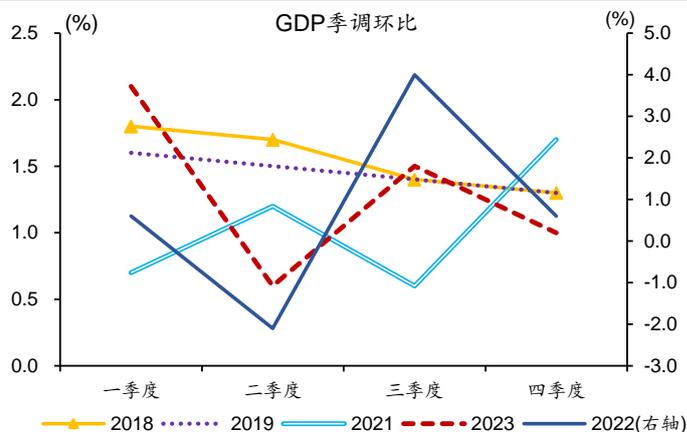
## 2、常规跟踪：GDP小幅低于预期，投资需求明显升温

GDP：GDP略低于预期，工业生产贡献回落。2023年四季度GDP同比5.2%、略低于预期的5.4%，季调环比1%，较三季度回落0.5个百分点；全年GDP同比5.2%、略低于预期的5.3%。两年复合看，四季度GDP同比4.0%、较三季度回落0.4个百分点；其中，第一产业GDP同比较三季度提升0.3个百分点至4.1%，工业和服务业的贡献有所回落，第二、第三产业GDP同比分别下降0.5、0.4个百分点至4.4%、3.8%。

图表10：2023年四季度实际GDP和三大产业同比



图表11：2023年四季度实际GDP季调环比回落



来源：Wind、国金证券研究所

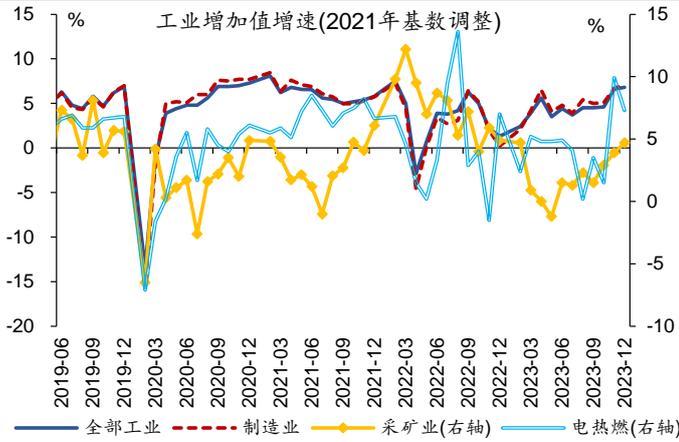
来源：Wind、国金证券研究所

生产：工业生产有所回落，服务业生产小幅抬升。12月，工业增加值当月同比6.8%、较11月上升0.2个百分点，两年复合同比4%、较11月下滑0.4个百分点。两年复合看，制造业、采矿业、电热燃当月同比分别较11月下降0.7、下降0.1、上升3.1个百分点至7.1%、4.7%、7.3%。细分行业中，医药、电力热力、化学原料等行业边际改善幅度较大，



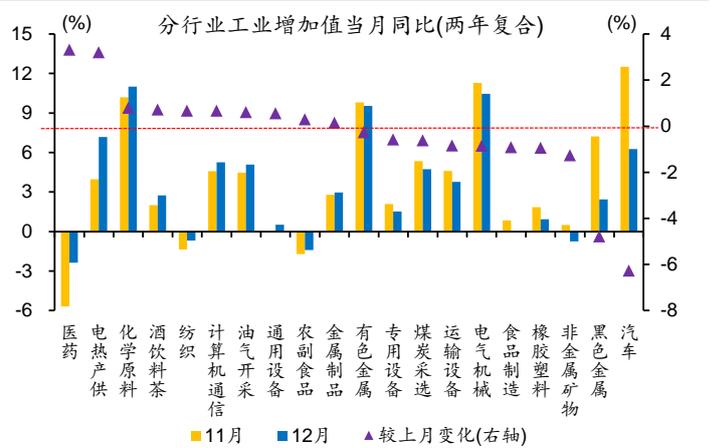
汽车、黑色金属等行业生产边际走弱。服务业生产指数小幅回升，两年复合同比较11月提升0.2个百分点至3.7%，分行业中住宿餐饮业表现亮眼。

图表12: 12月, 工业生产整体回升



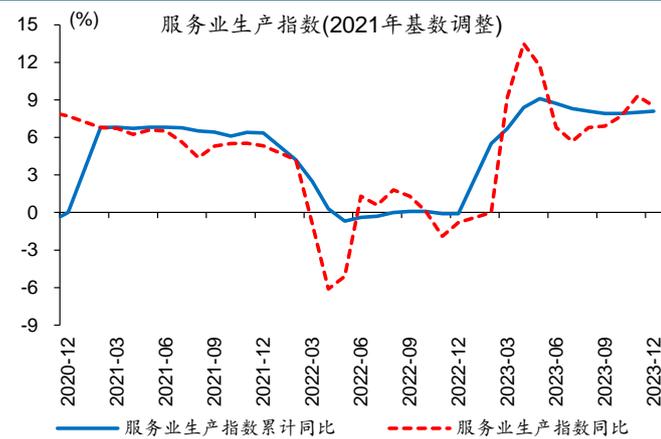
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 12月, 两年复合看各行业生产表现



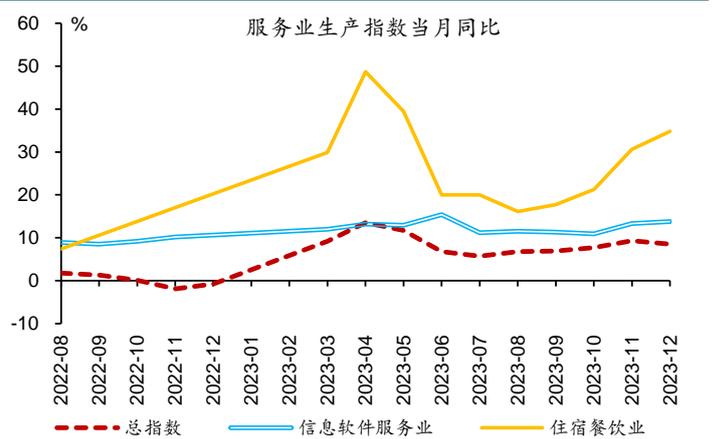
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 12月, 服务业生产指数同比回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 12月, 住宿餐饮业生产指数同比回升

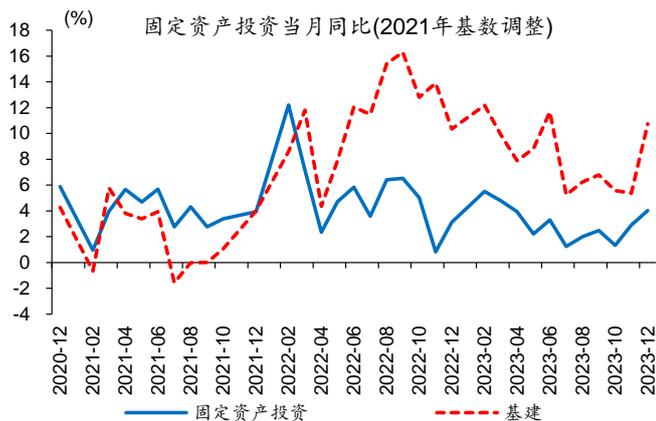


来源: Wind、国金证券研究所

投资: 投资涨幅较大, 基建明显“提速”。12月, 固定资产投资当月同比4%、较11月提升1.1个百分点, 季调环比增长0.1%、较11月回落0.1个百分点。其中, 基建投资当月同比较11月明显上行5.4个百分点至10.7%, 大类行业中水利环境投资增速大幅回升、当月同比较11月大幅上升15.8个百分点至12.1%; 电燃水、交运仓储投资有所回落, 当月同比分别较11月下划7.1、0.5个百分点至12.7%、7.7%。

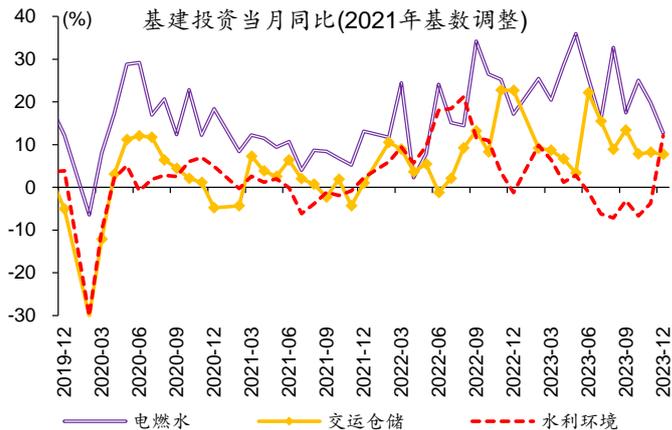


图表16: 12月, 固定资产投资边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 12月, 水利环境投资显著扩张



来源: Wind、国金证券研究所

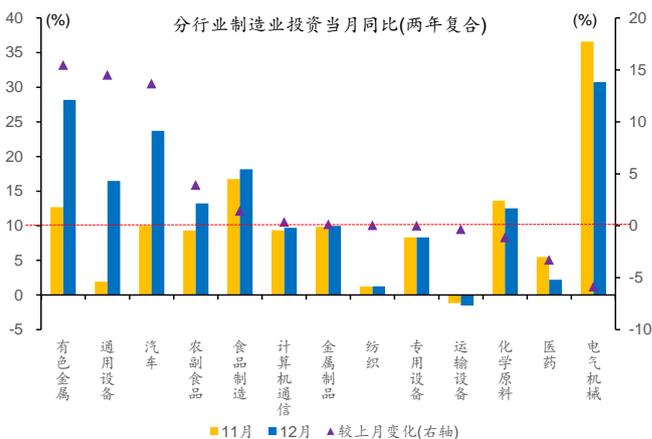
制造业投资增速回升, 主要行业保持较快增长。12月, 制造业投资当月同比较11月上升1.1个百分点至8.2%、两年复合同比较11月上升1.2个百分点至7.8%。两年复合看, 分行业中有色金属、通用设备、汽车改善幅度较大, 分别较11月上升15.5、14.5、13.7个百分点至28.2%、16.5%、23.7%。电气机械、化学原料投资增速仍保持较快增长, 但边际回落幅度较大, 分别较上月下降5.9、1.1个百分点至30.7%、12.5%。

图表18: 12月, 制造业投资增速回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 12月, 主要制造行业仍保持较高投资增速

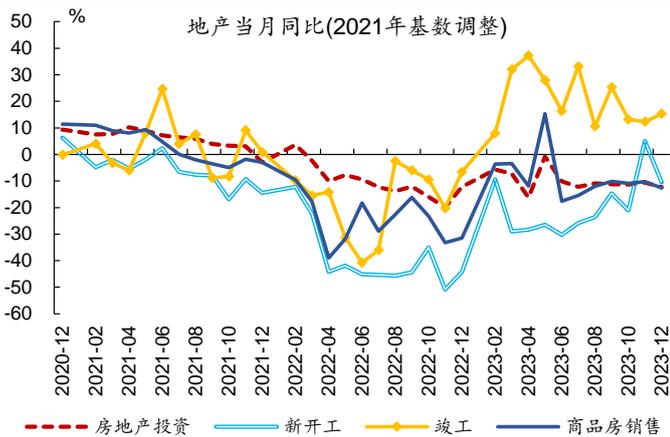


来源: Wind、国金证券研究所

房地产投资降幅有所收窄, 竣工端显著回暖。12月, 房地产投资当月同比-12.3%, 两年复合同比同样为-12.3%、降幅较11月收窄3.1个百分点。两年复合看, 新开工降幅扩大1.2个百分点至-29.4%, 竣工端显著回暖、当月同比大幅上行9.2个百分点至3.8%, 商品房销售降幅小幅扩大0.1个百分点至-22.7%。2024年以来, 高频数据显示的商品房销售再度明显走弱, 各地政策优化的后续效果有待持续观察。

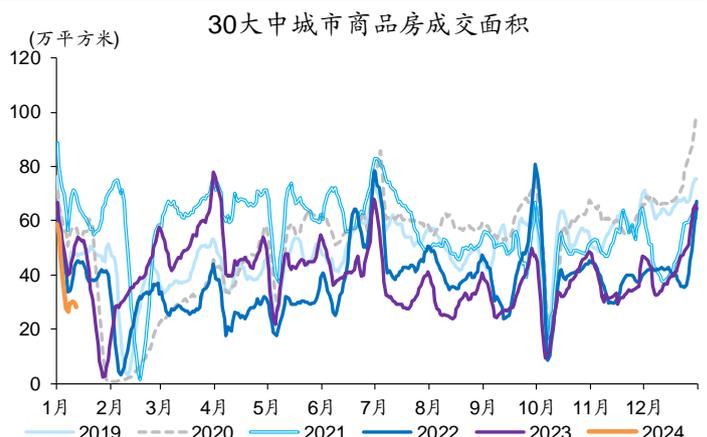


图表20: 12月, 房地产投资增速边际下滑



来源: Wind、国金证券研究所

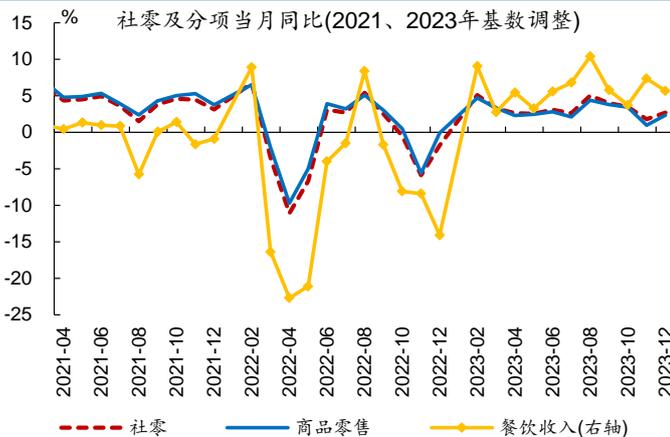
图表21: 2024年初, 商品房销售仍处于历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

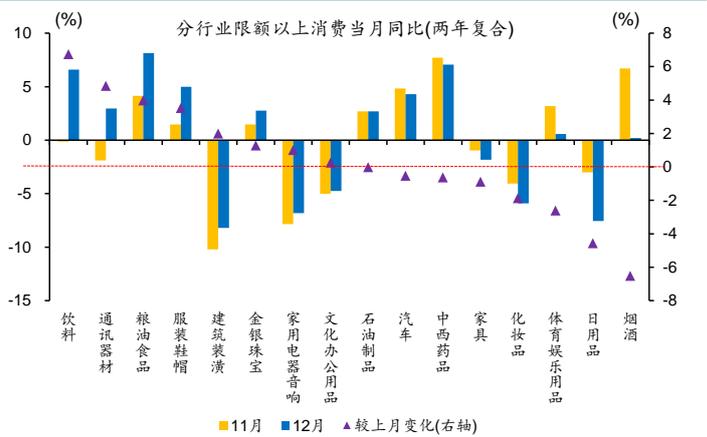
消费: 社零低于预期, 商品消费有所回暖。12月, 社零当月同比7.4%、低于市场预期的8.2%, 季调环比0.4%、边际上升0.3个百分点。两年复合看, 12月社零当月同比2.7%、较11月回升0.9个百分点, 商品零售、餐饮收入增速分别较11月上升1.3、下降1.7个百分点至2.3%、5.7%。分品类看, 可选消费整体有所回暖, 通讯器材、服装鞋帽、建筑装潢等改善幅度较大。烟酒、日用品等必选消费降幅较大。

图表22: 12月, 社零及商品增速反弹、餐饮回落



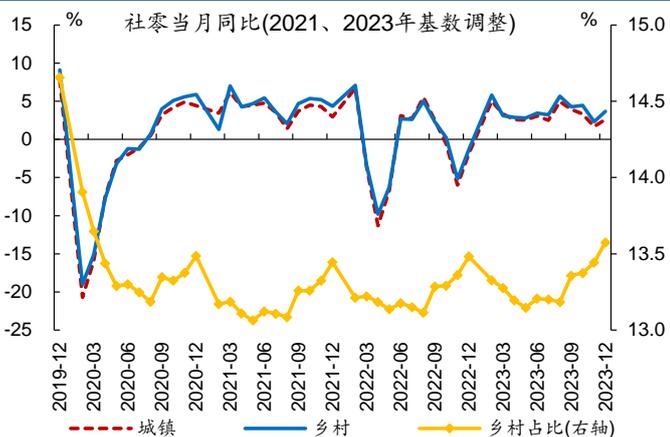
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 12月, 可选消费呈现结构化



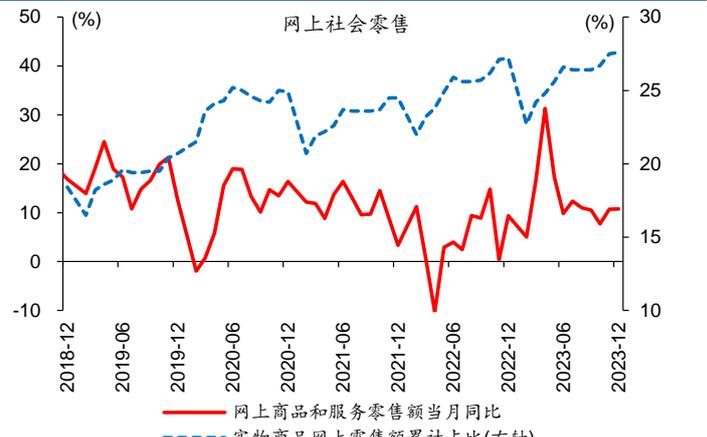
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 12月, 农村消费好于城镇



来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 12月, 网上消费增速提升

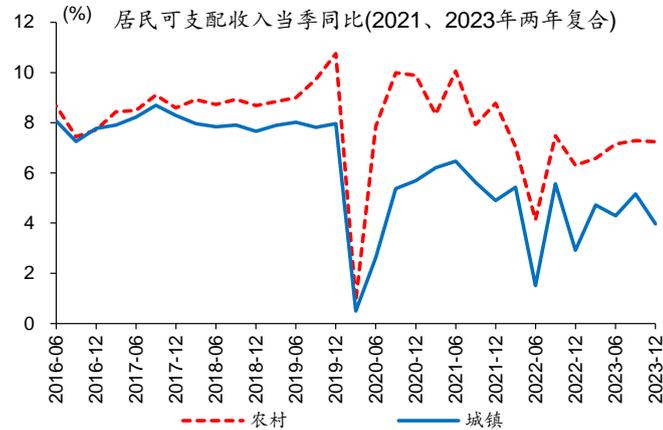


来源: Wind、国金证券研究所

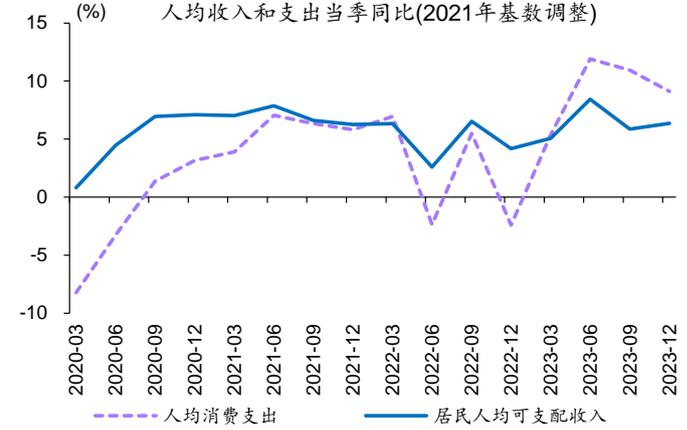


住户调查：居民收入增速有所回落，消费意愿明显降温。2023年四季度，居民人均可支配收入同比6.4%，两年复合同比5.3%、较三季度回落0.9个百分点。两年复合看，城镇居民收入同比4%、较三季度回落1.2个百分点，农村居民收入同比7.2%、较三季度小幅回落0.1个百分点。人均消费支出增速同比9.1%，两年复合同比3.2%、较三季度大幅回落5个百分点。教文娱、交通通信等服务业消费支出保持较快增速。

图表26：四季度农村居民收入改善快于城镇居民



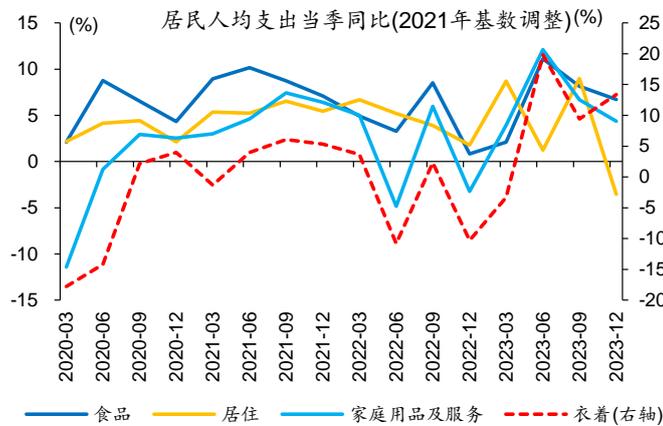
图表27：四季度消费支出增长快于收入



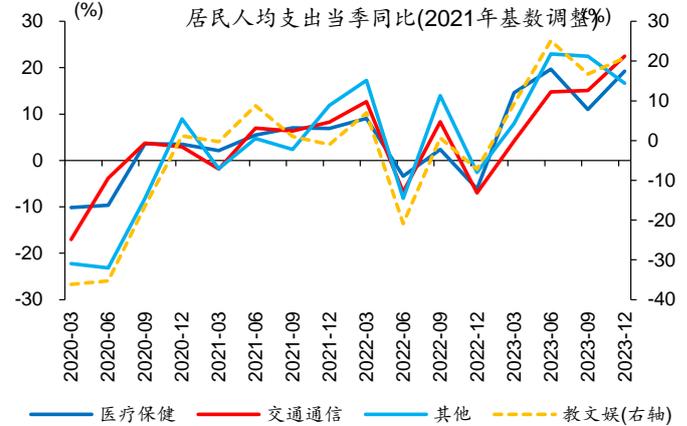
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表28：四季度，衣着支出增长较快



图表29：四季度，教文娱和交通通信支出增长较快



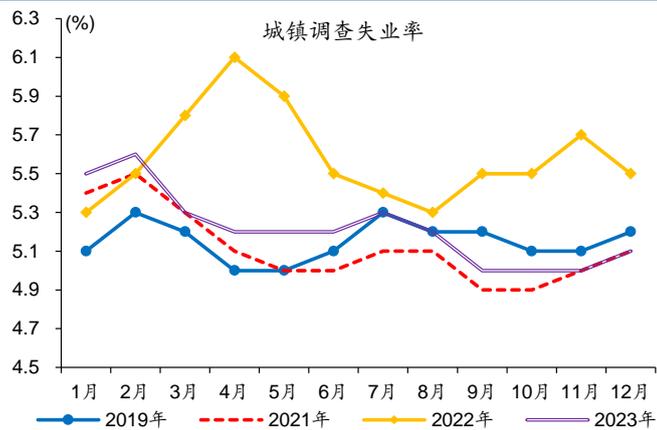
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

就业：城镇调查失业率整体平稳。12月，城镇调查失业率5.1%、较上月小幅上升0.1个百分点。其中外来户籍人口就业保持良好态势，失业率较上月持平、录得4.7%。本地户籍人口失业率小幅上行0.1个百分点至5.2%。

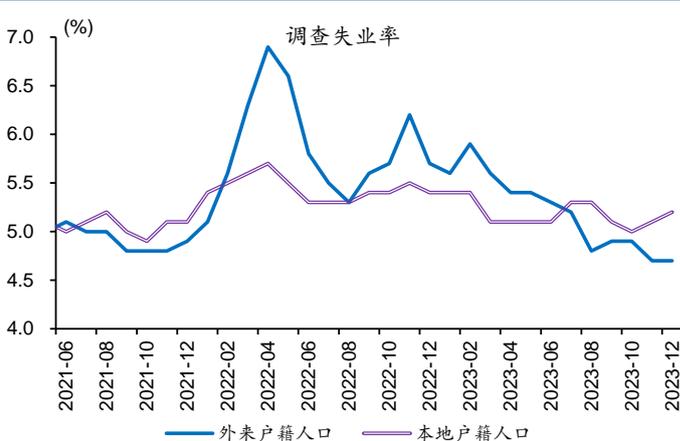


图表30: 12月, 城镇调查失业率小幅上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 12月, 外来户籍人口失业率保持低位



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究