

# 秋短冬长：关键的东西并没有变得更加积极

## 报告要点：

- 按生产法去统计，经济的确是存在一些好转的，工业增加值同比增长从3.1%上升到3.5%。
- 但遗憾的是：之前我们期待的管控政策放松，似乎对经济增长的作用还没起作用：

1) 地产投资的负增长幅度已经变得更深，以单月口径观察，地产投资增长已经落到数据开始统计（2000年）以来的最低值；

2) 基建同比也是如此，基建的实际增长为-6.6%，综合考虑连续两年增长的话，基建投资的实际水平比2019年是下降的；

3) 出乎意料的是：上游原材料的产出增长继续下滑，除了焦炭、有色金属、发电量的产出继续减速外，钢材的产出增长破了历史前低。

## ● 这些细节所讲述故事有两个：

1) 政策管制的逻辑依然存在，而且这些政策管制在地产及基建这两个链条已经形成了自我负向循环，这些负向循环至今还没出现化解的迹象；

2) 似乎快速下降工业品价格的背后并非供应逻辑的恢复，而是在更进一步控价政策的压力下，前期汹涌炒作的资金正在退潮。

## ● 似乎消费是唯一的好消息，消费的实际增长速度（近两年年化）是上升的，但似乎也难以持续：

1) 消费各个类目中，化妆品、家用电器、音响器材、通讯器材的消费加速相对明显，其余项目并没有太多变化，这应与双11活动有关；

2) 双11活动本应每年都有，但这些可选消费品在10、11月的同比增长于近两年的跳升非常明显，这反而应是消费者对价格更为敏感、需求曲线变平有关；

3) 从周期上，消费没有启动的逻辑，甚至修复的逻辑似乎也暂时没有见到。

## ● 照此来看，经济增长的企稳似乎是短时的，后续继续上行的空间很窄：

1) 未来管控政策的放松幅度及效果是一个影响经济斜率的重要变量，但目前来看，经济的实际行驶方向应非常靠近理论区间的下沿；

2) 这个不确定性虽然存在，但并不十分重要，因为即使管控政策放松到位，短时经济最多是企稳的，经济的V底至少短期还看不到。

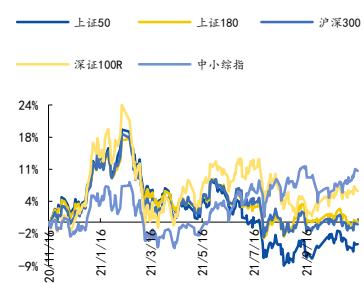
## ● 基本面的变化不太会影响债券市场的轨迹（债券市场的核心逻辑还是资产荒的化解），但这个沉重的基本面应对股票市场影响更大，在业绩向下且流动性最稳定的阶段，股票市场的贝塔风险可能越走越近。

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：	3533.30
深圳成指：	14636.39
沪深300：	4882.38
中小盘指：	4864.77
创业板指：	3401.87

## 主要市场走势图



资料来源：Wind

## 相关研究报告

- 《唯一的好消息：金融数据所隐含的政策密码》  
2021.11.11
- 《PPI见顶之后：衰退交易应遥遥无期》  
2021.11.10

## 报告作者

分析师	杨为敩
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



### 投资评级说明：

#### (1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上
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
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上

#### (2) 行业评级定义

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
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
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

### 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（如有必要）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](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

#### 合肥

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  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

#### 上海

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

# 我们的产品



## 大数据平台

国内宏观经济数据库  
国际经济合作数据库  
行业分析数据库

## 条约法规平台

国际条约数据库  
国外法规数据库

## 即时信息平台

新闻媒体即时分析  
社交媒体即时分析

## 云报告平台

国内研究报告  
国际研究报告

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\\_29539](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29539)

