



预计 2021 年四季度 GDP
增速 3.7%，经济底部确认



2021年12月，稳增长政策开始发力见效，稳定内需，表现为生产保持稳步回升，房地产投资增速下行趋缓，多地发放消费券刺激居民消费，加之疫情反复对消费冲击边际减弱，我们预计2021年四季度GDP增速3.7%，经济底部确认，全年GDP增速8%。流动性方面，预计表内信贷与直接融资推动社融增速延续反弹。通胀方面，供给缓和、需求偏弱背景下，预计PPI、CPI双双回落，下游成本压力进一步缓解。

表1：12月核心数据预测

数据口径		2020年 累计	2021年						
			6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月预测
流动性	社融 存量同比 (%)	13.3	11.0	10.7	10.3	10.0	10.0	10.1	10.4
	信贷 新增 (万亿)	19.6	2.3	1.1	1.2	1.7	0.8	1.3	1.2
价格	CPI 单月同比 (%)	2.5	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.7
	PPI	-1.8	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	11.0
实体	GDP 单季度同比 (%)	2.2	7.9			4.9			3.7
	固投 累计同比 (%)	2.9	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.8
	社零 单月同比 (%)	-3.9	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	3.9
	出口	3.6	32.2	19.3	25.6	28.1	27.1	22.0	22.0
生产	单月同比 (%)	2.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	3.7
盈利		4.1	20.0	16.4	10.1	16.3	24.6	9.0	10.0

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

预计2021年四季度GDP增速3.7%，全年GDP增速8%。三季度，在疫情反复、限产限电、极端天气等因素的影响下，GDP两年平均增速回落至4.9%。四季度，多项稳增长政策开始发力见效，稳定内需，叠加海外进入圣诞消费旺季，出口维持高增长，外需韧性十足。预计四季度经济增

速 3.7%，基本为 2021 年和 2022 年的最低点，底部确认；全年来看，GDP 增速 8%，两年平均增速 5.1%。

2021 年 12 月全国新增确诊大幅上升，但主要集中于西安和浙江三市（占全国社零 4.5%），并未在全国扩散。叠加考虑多地发放消费券刺激居民消费，双 12 快递揽件量同比增长 20%，乘用车同比降幅收窄，12 月服务业 PMI 不降反升等多个因素，我们对 12 月社零数据并不悲观，预计 12 月社零增速 3.9%。

1) 12 月全国新增确诊 3,492 例，达到年内最高水平。但疫情主要集中于陕西 (1,512 例) 和浙江 (515 例)，且陕西疫情集中于西安地区 (1,465 例)，浙江疫情集中于杭州、绍兴、宁波三地。除西安和浙江省，全国其余地区新增疫情 (1,465 例) 较 11 月 (1,562 例) 小幅回落。因此，12 月疫情对于全国其余地区的消费冲击在边际减弱。

2) 西安市和杭州、绍兴、宁波三地社会消费品零售额分别占全国 1.3% 及 3.2% (2020 年)。西安本轮疫情自 12 月中旬开始爆发，影响了后半月的消费；浙江疫情则在 7 日至 19 日大幅新增，集中于杭州、宁波、绍兴三地，也影响了约半个月维度的消费。我们假设疫情对社零冲击均为 -20% (参考 2020 年 2 月全国增速)，则 12 月两地疫情对于全国社零增速的拖累约为 0.45 个百分点 ($-20\% \times 3.2\% \times 0.5 - 20\% \times 1.3\% \times 0.5$)。

3) 从 PMI 来看，12 月服务业 PMI 录得 51%，相比 11 月提升了 0.9 个百分点，这也说明两地疫情对于全国范围的服务业影响不大。据统计局，

航空运输、餐饮、文化体育娱乐等 11 月受疫情影响较大的行业，PMI 升至扩张区间，市场活动加快。从地铁客运量来看，除西安地铁出行同比增速快速回落，其余七个城市 12 月同比增速 4%，比上月上行了 4 个百分点。

4) 乘用车方面，乘联会表示，供给对车市的制约逐渐缓解，预计 12 月零售销量将达到 205.0 万辆，同比下降 10.4%，降幅较 11 月同比下滑 12.7% 小幅收敛。线上方面，双 12 全天，邮政、快递企业共揽收邮（快）件达 4.6 亿件，同比增长超 20%。另外，12 月多地发放消费券，也有助于刺激短期消费需求、提升居民消费频率。综上，预计 12 月社零单月增速 3.9%。

预计房地产投资增速下行趋缓，制造业投资继续扩张，基建表现平淡。疫情方面，西安及浙江三市占到了全国固定资产投资的 5.1%，也会对固投带来一定的负面冲击。12 月部分地区因为天气污染加重，开启了一轮新的限产限电。综上，12 月份固投累计增速 4.8%。

1) 制造业投资：保供稳价政策见效，外需韧性十足，景气度继续回升。随着保供稳价政策见效，部分大宗商品价格明显回落，企业成本压力有所缓解，制造业景气水平连续两个月回升。12 月制造业 PMI 录得 50.30%，相对 11 月提升了 0.2 个百分点。预计 12 月制造业依然保持复苏势头，但由于 2019 年 12 月制造业投资基数较高，会对表现的两年平均增速带来一定的压力。

2) 房地产投资：虽然 30 大中城市销售同比小幅回落，但在开发商到

位资金改善、多地“保交楼”、及第三批土地成交将逐步计入土地购置费的支撑下，预计房地产投资下滑的速度会边际放缓，但居民依然持谨慎态度。2021年10月及11月，30大中城市商品房销售同比增速止跌回升。12月，30大中城市销售增速再次回落，相比11月增速回落了2个百分点至-23%，这表明在房地产税试点扩大工作尚未落地、楼市需求端政策尚未大范围调整之前，居民对于房地产市场依然持谨慎态度。

不过，在开发商到位资金改善、多地执行“保交楼”政策及第三批集中供地成交将陆续计入土地购置费的支撑下，预计房地产投资下滑的速度将边际放缓。2021年12月，多地第三批集中供地收官，相比于第二批次土拍，第三批次土拍稍许回温。据新京报报道，第三批次土拍流拍率从第二批次的32.8%大幅下滑至18.47%，不过依然高于第一批次的6.27%。

3) 基建投资：受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响下，预计基建表现一般。2021年12月建筑业商务活动指数为56.3%，比上月下降2.8个百分点，反映建筑业生产扩张有所放缓，预计12月基建增速表现一般。近期财政部已经开始提前下发明年专项债额度，预计一季度开始，基建有望开启发力。

4) 从疫情影响来看，西安市占到全国固定资产投资的1.8%（2020年），浙江宁波、绍兴、杭州三地占到3.3%（2020年）。假如两地疫情对于固投的拖累约-24%（参考2020年2月），则对于全国固投增速的拖累约为0.6个百分点（ $-24% \times 1.8% \times 50% - 24% \times 3.3% \times 50%$ ）。但是，从今年

几轮疫情反复中可以观察到，疫情对于工业生产的干扰幅度，小于对消费的干扰。因此 0.6 个百分点的拖累大概率是高估的，因此我们在最终核算中适度调低了疫情对固投的影响。

5) 限产限电方面，2021 年 12 月多个地区发布重污染天气预警，全国高炉开工率从 11 月的 48% 下滑至 12 月的 47%，PMI 生产指数也下行了 0.6 个百分点，多个地区开启了新一轮的停工、停产，这也会给固定资产投资带来一定的拖累。

综上，预计 12 月份固定资产累计同比增速 4.8%。

重点港口吞吐量大幅上行，预计 12 月出口数据依然亮眼，同比增速 22%。(1) 12 月上旬及中旬，沿海主要枢纽港口货物外贸吞吐量同比增加 6.4%，比 11 月同期的 1.45% 大幅回升，达到了今年 6 月以来的最高值。我们假设，即使 12 月下旬外贸吞吐量同比增速下滑至 0% (9 月至 11 月均值为 6%)，全月外贸吞吐量增速依然会高于 11 月。(2) 出口集装箱运价增速小幅下滑，但依然维持高位。12 月出口集装箱运价同比增速 119%，自 8 月以来连续 5 个月回落，但依然处于相对高点。(3) 领先指数小幅回落，12 月新出口订单 48.10%，相比 11 月下行 0.4 个百分点，但依然高于 9 月及 10 月水平。这表明出口商对于度过圣诞旺季后、2022 年一季度的出口订单并不乐观。(4) 从基数来看，2019 年 12 月同比增速较 11 月大幅上扬了 9.3 个百分点，因此 12 月的两年平均增速大概率会相对 11 月下行。综上，预计 12 月出口单月增速 22%，依然展示出较强的韧性。

生产：生产活动稳步回升，补库带动产能加快释放。预计 2021 年 12 月规上工业增加值同比增速 3.7%，相比于 2019 年同期两年复合平均增速为 5.5%。

12 月生产 PMI 为 51.4%，比上月回落 0.6 个百分点，但仍保持持续扩张状态。供给约束缓解下，原材料价格指数明显回落，带动企业补库活动加速，高耗能产业景气指数也低位回升，高于上月 1.3 个百分点。

从高频数据来看，12 月中上旬粗钢产量明显反弹，较 11 月环比回升 8.7%，同比降幅也较上月缩窄；从南方八省日均耗煤来看，12 月中上旬数据继续改善，截至 12 月 24 日，南方八省日均耗煤为 214.8 万吨，较 12 月 2 日的 195 万吨上升 10%。但同时也应注意，临界年末，高耗能产业面临能耗双控目标收官，12 月下旬以来，部分地区为完成目标，限产行动再次趋严，或对生产有一定拖累。

综上，我们预计 12 月规上工业增加值同比增速 3.7%，与 2019 年同期相比，两年复合平均增速为 5.5%。

盈利：盈利下行趋势持续，结构性分化明显，预计 12 月规模以上工业企业

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_35691

