

总量研究

预计四季度 GDP 增速 3.7%，经济底部确认

——2021年12月经济数据预测

要点

核心观点：

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。

12月核心数据预测：

实体：四季度GDP预计3.7%，GDP底部确认，出口数据继续表现亮眼。12月疫情依然有所扰动，但主要集中于西安和浙江三市，上述城市的相关指标分别占到2020年全国社零的4.5%和固投的5.1%，全国其余地区疫情影响则相对11月减弱。内需方面，制造业复苏延续、房地产投资下行速度放缓、但由于天气转冷和两节临近，基建反弹力度较弱，消费环比动能则受到疫情的小幅扰动。外需方面，在海外圣诞消费旺季的拉动下，12月主要港口外贸吞吐量表现较好，出口预计将表现继续亮眼，维持强势。综合来看，12月固投（累计）、消费（单月）、出口（单月）分别为4.8%、3.9%及22%。

生产：继续保持稳步回升，预计12月规模以上工业增加值同比增速3.7%。一是，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；二是，从高频数据来看，12月中上旬粗钢日均产量明显反弹，较11月环比回升8.7%。但同时也应看到，临界年末，高耗能产业面临能耗双控目标收官，部分地区为完成目标，限产行动再次趋严，或对工业生产有一定拖累。

盈利：盈利增速下行趋势已定，结构继续趋于优化。价格方面，预计12月PPI继续回落，但仍会维持相对高位；量方面，生产保持扩张状态；利润率方面，价格回落驱动企业利润率继续走弱。总体来看，我们预计盈利增速将步入下行区间，但结构上会继续趋于均衡，预计12月工业企业利润单月同比增速10.0%。

流动性：预计12月新增人民币贷款约1.21万亿元，对应贷款余额同比增速约为11.6%；新增社会融资规模约2.62万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为10.4%，其中，社融口径的新增人民币贷款约1.15万亿元。市场普遍预期，四季度社融增速将会总体呈现小幅反弹态势，需要注意的是，在人民银行稳信用诉求渐趋强烈，而实体经济需求不足的矛盾背景下，总量融资数据存在失真的可能性，融资数据的结构显得更为重要。

通胀：PPI、CPI双双回落，剪刀差继续收窄，下游成本压力有所缓解。CPI方面，预计12月同比回落至1.7%，与低基数效应消退，猪价涨幅收敛、菜价油价回落有关。往前看，考虑到2022年终端消费逐步恢复、二季度后新一轮猪周期有望开启，预计2022年CPI中枢抬升至2.2%，CPI温和回升对货币政策难以构成约束。PPI方面，随着煤炭供给持续恢复、能耗双控约束缓和，加之下游需求偏弱，国内大宗商品价格延续回落，全球疫情加重也导致油价承压，预计12月PPI同比进一步回落至11.0%。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870
yangkang6@ebsecn.com

相关研报

加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期——光大宏观周报（2022-01-03）

稳增长措施逐步发力，经济动能企稳回升——2021年12月PMI数据点评（2021-12-31）

盈利增速如期回落，上游降、中游稳、下游增——2021年12月工业企业盈利数据（2021-12-27）

经济完成探底，财政正在蓄力——2021年11月经济数据点评（2021-12-15）

圣诞旺季+总需求扩张，出口如期展现韧性——2021年11月进出口数据点评（2021-12-07）

房地产良性循环、科技政策加快落地——2021年12月政治局会议解读（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021年11月PMI数据点评（2021-11-30）

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

目 录

一、12月核心数据预测	3
二、实体：GDP 底部确认，出口依然亮眼	3
三、生产：稳步回升，盈利分化持续缩窄	5
四、流动性：表内信贷与直接融资推动社融增速延续反弹态势	6
五、通胀：供给缓和，需求偏弱，PPI、CPI 双双回落	6

表目录

表 1：12月核心数据预测.....	3
--------------------	---

一、12月核心数据预测

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

二、实体：GDP底部确认，出口依然亮眼

预计四季度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%。

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%，2020年），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 月中旬开始蔓延,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¹12 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 月的同比下滑 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% (2020 年),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。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。12 月,多地第三批集中供地收官,相比于第二批土拍,第三批土拍稍许回温。据新京报报道,第三批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。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 2022 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

¹ 广州、上海、重庆、成都、西安、武汉、南京、苏州

-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 2021 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，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 2021 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。

三、生产：稳步回升，盈利分化持续缩窄

生产：生产活动稳步回升，补库带动产能加快释放。预计 12 月规上工业增加值同比增速 3.8%，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：盈利增速下行趋势已定，结构持续优化。预计 12 月规上工业企业利润同比增长 10.0%，相比于 2019 年同期两年复合平均增速为 14.9%。

11 月工业企业盈利增速滑落至个位数区间，主要受到了工业品价格见顶回落与企业利润率大幅走低的带动。

进入 12 月，价格方面，在保供稳价措施持续发力下，价格指数继续回落，价格差则持续缩窄；量的方面，预计保持持续扩张态势，对盈利形成一定支撑；利润率层面，价格回落下利润率继续走弱，将继续拖累盈利增速。

展望来看，工业企业盈利增速快速上行的阶段或已过去，价格回落下，企业利润率也会呈现出明显下行趋势，企业盈利增速将逐步回归稳步增长区间。

综上，我们预计 12 月规上工业企业利润同比增长 10.0%。

四、流动性：表内信贷与直接融资推动社融增速延续反弹态势

预计 12 月新增人民币贷款约 1.21 万亿元，对应贷款余额同比增速约为 11.6%；新增社会融资规模约 2.62 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.4%，其中，社融口径的新增人民币贷款约 1.15 万亿元。市场普遍预期，四季度社融增速将会总体呈现小幅反弹态势，需要注意的是，在人民银行稳信用诉求渐趋强烈，而实体经济需求不足的矛盾背景下，总量融资数据存在失真的可能性，融资数据的结构显得更为重要。

表内融资方面，预计 12 月表内融资规模约在 1.11 万亿元左右。一是，在疫情散发、限产限电、原材料涨价等多重扰动因素趋弱的环境下，11 月以来实体经济景气程度有所改善。但从人民银行四季度银行家调查问卷来看，贷款总体需求指数仍然呈现下行态势，尤其是基础设施和小微企业贷款需求指数下行较为明显。二是，9 月底以来，央行持续释放房地产相关融资维稳信号，叠加部分城市存在政策微调预期，房地产信贷环境已发生实质性改善。三是，8 月以来，国务院、人民银行持续释放“增强信贷总量增长的稳定性”预期引导，并于 12 月先后推出全面降准、下调支农支小再贷款利率、下调 1 年期 LPR 报价利率等稳信用措施。预计在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。

表外融资方面，考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于 2021 年“将行业融资类信托在上年的基础上再压缩 20%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。同时，考虑到本月票据贴现承兑比明显冲高，以及票据转贴现利率与同期限资金利率的利差大幅走阔，预计新增未贴现银行承兑汇票跌幅将会呈现明显走阔态势。综合考虑，预计 12 月表外融资规模约在-3500 亿元左右。

直接融资方面，预计 12 月政府债券净融资额约 0.95 万亿元左右，较上年同期多增约 2374 亿元；企业债券融资额初步估算约在 2700 亿元左右，较上年同期多增 2243 亿元；非金融企业境内股票融资初步估算约在 2500 亿元左右，较上年

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_35571

