12 月经济数据前瞻月报：CPI 降幅缩窄，消费、投资持续增长

2021 年 01 月 10 日

事件

■ **12 月数据预测：** 12 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，12 月预计出口同比增速维持较强，进口同比增速保持稳定。消费行业随着社零的持续增长继续回暖。价格方面，预计食品项跌幅收窄。猪肉方面，年末节日到来，需求上升，价格出现上涨。鲜菜、水果受季节性影响，价格上涨。其他 CPI 食品项和非食品项综合来看保持稳定，预计 12 月 CPI 同比收于-0.25%。PPI 方面，随着实体经济的复苏，预计 12 月 PPI 降幅持续收窄，同比收于-0.02%，货币市场：预计 12 月社融增量增速放缓，增量约为 1.87 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，预计 12 月份收于 10.5%。

■ **观点**

■ **总量指标：** 包含固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。针对不同分项我们预判结果有所不同，具体来说：12 月，一线城市商品房成交面积同比增长 58.76%。30 个大中城市商品房成交量同比上涨 8.68%，较 11 月上涨 1.33%，房地产市场进一步回暖。但是长期来看，随着房地产市场调控体系逐渐完善，融资监管环境逐步趋紧，未来房地产投资或将有所回落。综合来看，预计 12 月房地产投资额累计同比增速收于 6.9%。12 月，地方政府债发行接近尾声，财政支出转向民生领域，同时考虑到水泥价格保持稳定、出货率有所下滑，预计 12 月基建投资将保持低位波动。综合来看，预计基建投资累计同比增速在 12 月收于 2.6%。制造业方面，高技术制造业引领作用显现。海外疫情持续升级，医药行业投资增速仍将得到支撑；计算机、通信和其他电子设备制造业增速在政策红利下仍将维持高增长。同时外需旺盛，海外年底迎来多个节日比如感恩节及圣诞节等，多类商品需求大增；防疫物资和居家办公等用品对出口拉动强劲。综合来看，制造业基本面持续改善，我们预计 12 月制造业投资累计同比降幅继续收窄，收于-2.0%。

■ **价格指标：** CPI 方面，12 月，由于元旦、春节等节假日到来，猪肉需求量上升，同时受冬季寒冷天气影响运输不便、供给受到影响，猪肉价格出现大幅上涨，较 11 月上涨 11.04%，同比上涨 0.55%。鲜菜、鲜果受季节影响，供给下降、运输存储成本上升，价格出现较大涨幅，较 11 月价格分别上涨 9.25%、8.54%。非食品项中，成品油价格上升，工业制成品价格环比涨幅或将扩大。国内出现疫情反复，外出消费需求或将减弱，服务价格出现下降。综合来看，我们预计 12 月 CPI 降幅缩窄，收于-0.25%。PPI 方面：12 月，国内 PMI 指数 51.9，欧美国家 PMI 指数保持景气，生产稳步恢复以及外需增强拉动 PPI 回升。同时，12 月 CRB 商品价格、南华工业品价格指数和主要商品价格指数等均升高。预计 12 月 PPI 降幅持续收窄，预计同比收于-0.02%。

■ **货币方面：** 预判三大指标，信贷、社融以及 M2：信贷预计 1.32 万亿，社融增量收于 1.87 万亿，M2 增速收于 10.5%。信贷方面：需求端来看，房地产投资维持较强，企业发展持续向好，中长期融资需求持续上升；供给端来看，货币政策注重直达性金和精准导向，银行受政策引导加大对企业的融资支持力度，提升营商环境，企业融资需求进一步得到满足。综合来看，预计 12 月新增信贷 1.3 万亿。社融方面：11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。社融规模同比大幅增长，主要是由于信贷与政府债券发行对社融提供有力支撑。12 月，企业信贷需求保持旺盛，信托贷款监管强化将使部分融资需求转向表内。综合来看，预计 12 月社融规模收于 1.87 万亿。M2：预计收于 10.5%。

■ **风险提示：** 国内疫情反复导致内需增长不及预期，海外疫情扩散导致外需萎缩，国际形势复杂。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收周报 20210110：风险信息周报（2021.01.04-2021.01.10）》2021-01-09

2、《固收点评 20210109：12 月外汇储备数据点评：美指下降估值为正，外储规模环比上升》2021-01-09

3、《固收周报 20210103：一周策略：国内经济运行保持复苏态势，海外疫情恶化经济面临下行压力（2021 年第 1 期）》2021-01-04

4、《固收周报 20210103：利率债周报：资金面持续宽松，国债收益曲线下移（2020 年第 50 期）》2021-01-04

5、《固收月报 20210103：11 月数据回顾月报：出口作强劲支撑，经济持续改善》2021-01-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 12 月经济数据预测 4
2. 国内宏观经济跟踪及预测 5
2.1. 总量经济 5
2.1.1. 固定资产投资 5
2.1.2. 消费方面 11
2.1.3. 工业增加值 15
2.2. 对外贸易 17
2.2.1. 出口方面 17
2.2.2. 进口方面 18
2.3. 物价指数 19
2.3.1. CPI 19
2.3.2. PPI 20
2.4. 货币部分 22
2.4.1. 信贷 22
2.4.2. 社融 22
2.4.3. M1 和 M2 23
3. 12 月相关数据的预判与风险分析表 24
4. 风险提示 29

图表目录

图 1：基本面分析框架 5
图 2：制造业投资整体变动情况（单位：%） 8
图 3：商品房销售面积（单位：%） 8
图 4：土地购置费（单位：%） 9
图 5：基建投资各项同比情况（单位：%） 9
图 6：基建投资累计增速历年情况（单位：%） 10
图 7：制造业投资分项同比（单位：%） 10
图 8：限额以上企业商品零售总额与社零关系（单位：%） 11
图 9：乘联会厂家 9 月同比增速（右轴）与车市分项的变动趋势（单位：%） 12
图 10：房地产销售情况（单位：%） 12
图 11：房地产销售与家用电器（房地产后周期行业关系）（单位：%） 13
图 12：WTI 原油价格（单位：%） 13
图 13：93 号汽油价格同比/环比增速（单位：%） 14
图 14：原油价格与石油分项消费同向变动（单位：%） 14
图 15：工业增加值当月同比（单位：%） 15
图 16：全国和河北高炉开工率（单位：%） 16
图 17：钢材价格指数（月度均值同比增速，单位：%） 16
图 18：12 月海外发达经济体制造业 PMI（单位：%） 17
图 19：出口与 PMI：新出口订单（单位：%） 18

图 20：人民币实际有效汇率与出口（单位：%） 18
图 21：进口与 PMI 进口（单位：%） 19
图 22：猪肉平均价格变化趋势（单位：元/公斤） 20
图 23：成品油价格（单位：元） 20
图 24：CRB 商品价格及南华工业品价格指数（单位：点） 21
图 25：主要商品价格指数（单位：%） 21
图 26：新增信贷单月值以及同环比变动（单位：亿元，%） 22
图 27：新增社融历年情况（单位：亿元） 23

表 1：12 月主要数据预测一览表 4
表 2：投资累计增速 7
表 3：12 月主要数据预测及细致分析 24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 12 月经济数据预测

表 1：12 月主要数据预测一览表

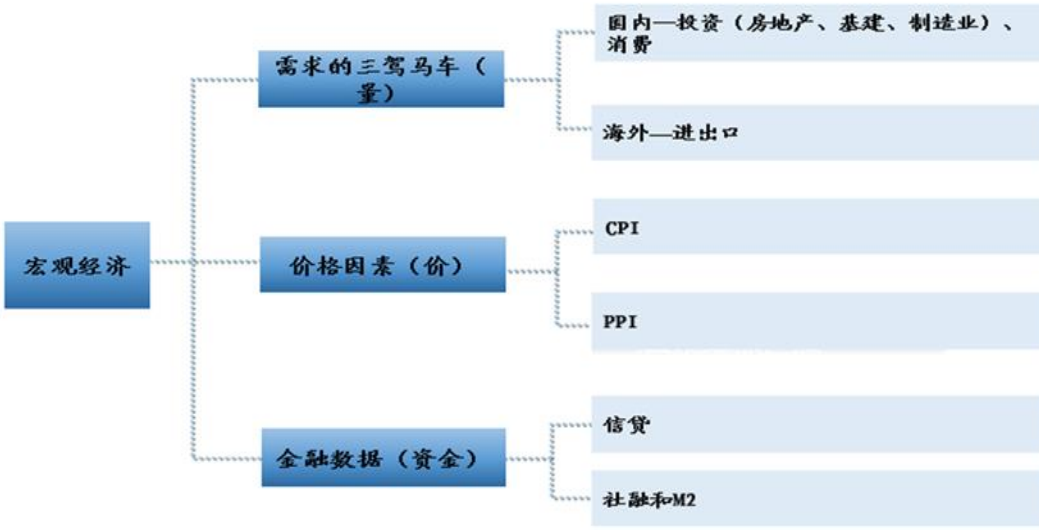
			20-Dec（预测）	20-Nov	20-Oct	20-Sep	20-Aug	20-Jul	20-Jun	20-May	20-Apr
指标类别	指标名称	单位									
宏观指标	GDP（当季）	同比(%)	/	/	/	0.7	/	/	/	/	/
	工业增加值	同比(%)	6.7	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.80	4.40	3.90
	出口	同比(%)	13.8	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.50	-3.20	3.40
	进口	同比(%)	4.5	4.5	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2
	贸易差额	亿美元	713.8	754.2	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	630.3	452.0
	投资（累计）	同比(%)	3.2	2.6	1.8	0.8	-0.3	-1.6	-3.10	-6.30	-10.3
	消费	同比(%)	5.5	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.80	-2.80	-7.50
	CPI	同比(%)	-0.25	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.70	2.50	2.40	3.30
	PPI	同比(%)	-0.02	-1.5	-2.1	-2.1	-2.0	-2.40	-3.00	-3.70	-3.10
	新增贷款	万亿元	1.32	1.43	0.69	1.90	1.28	0.99	1.81	1.48	1.70

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	社会融资总量（单月）	万亿元	1.87	2.13	1.42	3.48	3.58	1.69	3.47	3.19	3.10
	M2	同比(%)	10.5	10.7	10.5	10.9	10.4	10.7	11.10	11.10	11.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：基本面分析框架



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 国内宏观经济跟踪及预测

2.1. 总量经济

总量经济指标包含：固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。针对不同分项我们预判结果有所不同。

2.1.1. 固定资产投资

固定资产投资主要由三大投资构成：房地产投资、制造业投资、基建投资三大投资。对三大投资的定性分析如下：预计 12 月房地产投资维持偏强，但由于融资监管环境趋紧情况下土地市场降温，房地产调控体系逐渐完善，未来房地产投资增长或将降温。基建保持低位波动，预计 12 月地方政府债发行已接近尾声，同时水泥价格保持平稳、出货率下滑，基建投资或将有所回落。12 月制造业投资降幅将继续收窄，国内供需两端持续改善，国外需求旺盛，对出口拉动效应明显。综合来看，预计固定资产投资在 12 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将持续修复，累计增速继续扩大，预计收于 3.2%。

12 月房地产投资：预计 12 月房地产投资将维持偏强。12 月，一线城市商品房成交面积同比增长 58.76%，二线城市与三线城市商品房成交面积均出现同比下滑。30 个大中城市商品房成交量同比上涨 8.68%，较 11 月上涨 1.33%，房地产市场进一步回暖。但是长期来看，随着房地产市场调控体系逐渐完善，融资监管环境逐步趋紧，未来房地产投资或将有所回落。2020 年 12 月 30 日，央行和银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，针对房地产贷款和个人住房贷款设置上限。配合针对企业的“三道红线”，针对政府的长效机制，中国房地产市场调控体系逐渐完善。但是由于地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，政策产生效果的时滞较长，进展较慢，短期内经济复苏将推动房地产投资维持较强态势。综合来看，预计 12 月房地产投资额累计同比增速收于 6.9%。

12 月制造业投资：随着经济持续复苏，制造业投资降幅持续收窄。12 月制造业 PMI 指数 51.9，连续 10 个月位于临界点水平以上，经济将继续保持平稳恢复态势，促使制造业投资降幅收窄。一方面，供给端与需求端持续改善，生产指数和新订单指数分别为 54.2 和 53.6，行业增长动能明显，生产活动持续恢复。另一方面，国外需求旺盛，出口持续增长。12 月新出口订单指数和进口指数分别为 51.3 和 50.4，继续位于景气区间。欧美 PMI 指数保持景气，维持基本面。海外年底迎来多个节日比如感恩节及圣诞节等，多类商品需求大增。且海外疫情持续恶化，防疫物资和居家办公等用品对出口拉动强劲。同时，高技术制造业引领作用显现，生产指数、新订单指数和从业人员指数分别为 59.3、58.2 和 52.6，产需两旺带动制造业总体复苏。分行业来看，海外疫情持续升级，医药行业投资增速仍将得到支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业增速在政策红利下仍将维持高增长。综合来看，制造业基本面持续改善，我们预计 12 月制造业投资累计同比降幅继续收窄，收于-2%。

12 月基建投资：预计 12 月基建投资趋于放缓。12 月，地方政府债发行接近尾声，财政支出转向民生领域，同时考虑到水泥价格保持稳定、出货率有所下滑，预计 12 月基建投资将保持低位波动。综合来看，我们预计基建投资累计同比增速在 12 月收于 2.6%。

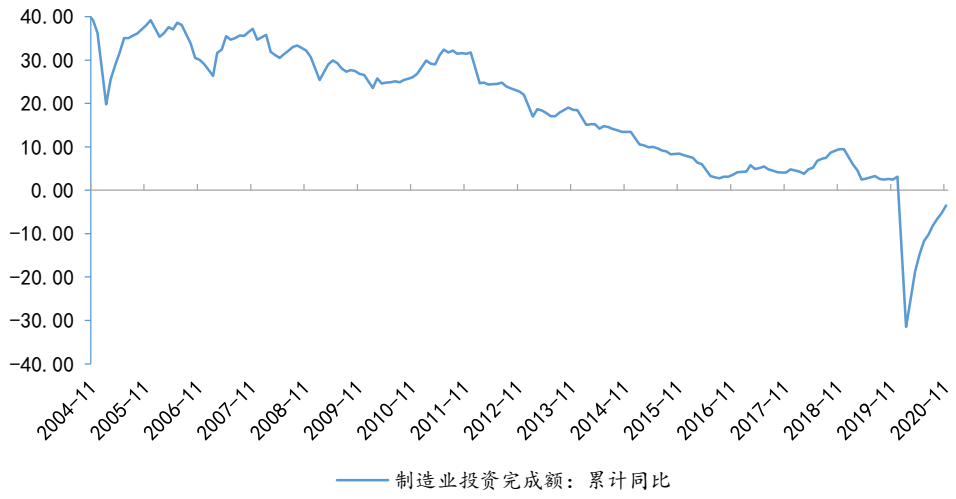
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：投资累计增速

		20-Dec (预测)	20-Nov	20-Oct	20-Sep	20-Aug	20-Jul	20-Jun	20-May	20-Apr	20-Mar	20-Feb
指标名称	单位											
固定资产投资增速（累计同比）	同比(%)	3.2	2.6	1.8	0.8	-0.3	-1.6	-3.10	-6.30	-10.3	-16.1	-24.5
房地产增速（累计同比）	同比(%)	6.9	6.8	6.30	5.60	4.60	3.4	1.90	-0.30	-3.30	-7.70	-16.3
制造业增速（累计同比）	同比(%)	-2.0	-3.5	-5.3	-6.5	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5
基建（三分项合计，累计同比）	同比(%)	2.56	3.32	3.01	2.42	2.02	1.19	-0.07	-3.31	-8.78	-16.4	-26.9
基建（不含电力，累计同比）	同比(%)	0.8	1.0	0.7	0.2	-0.3	-1	-2.70	-6.30	-11.8	-19.7	-30.3

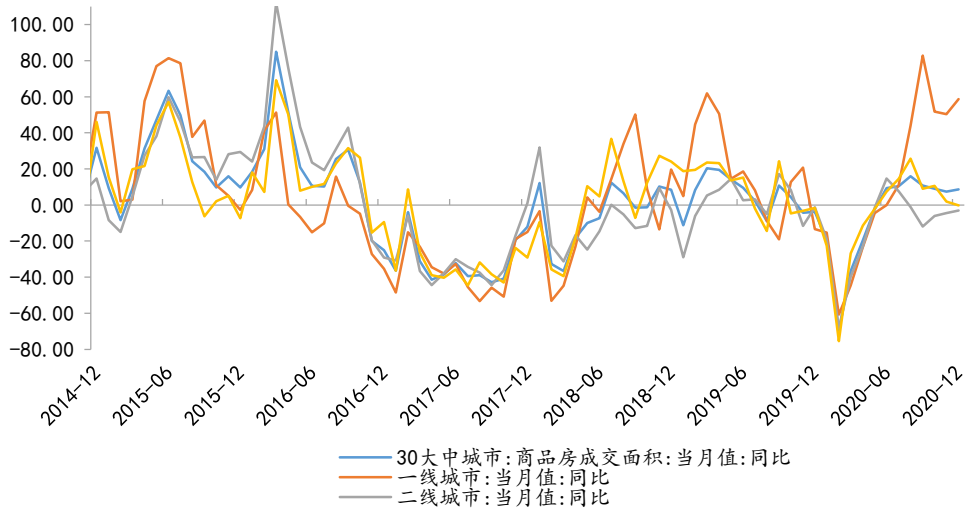
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：制造业投资整体变动情况（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

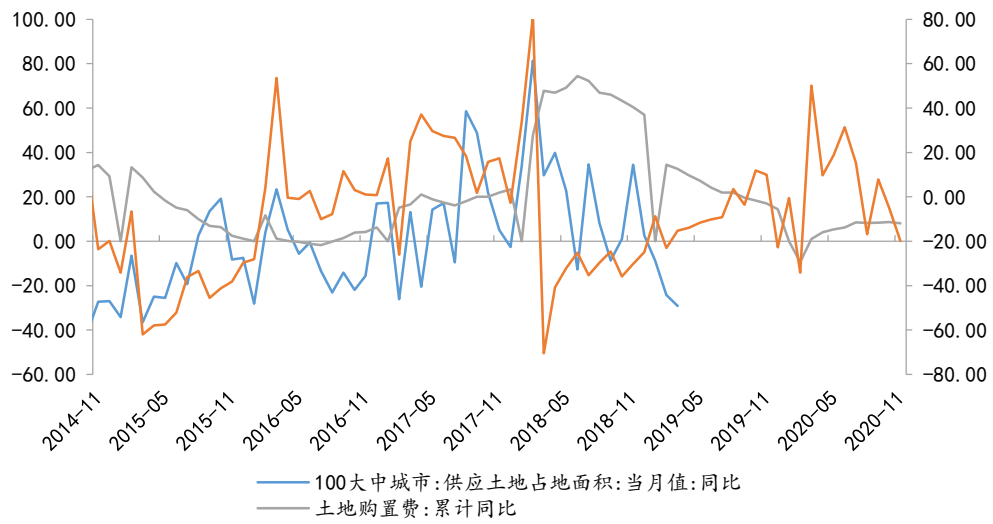
图 3：商品房销售面积（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

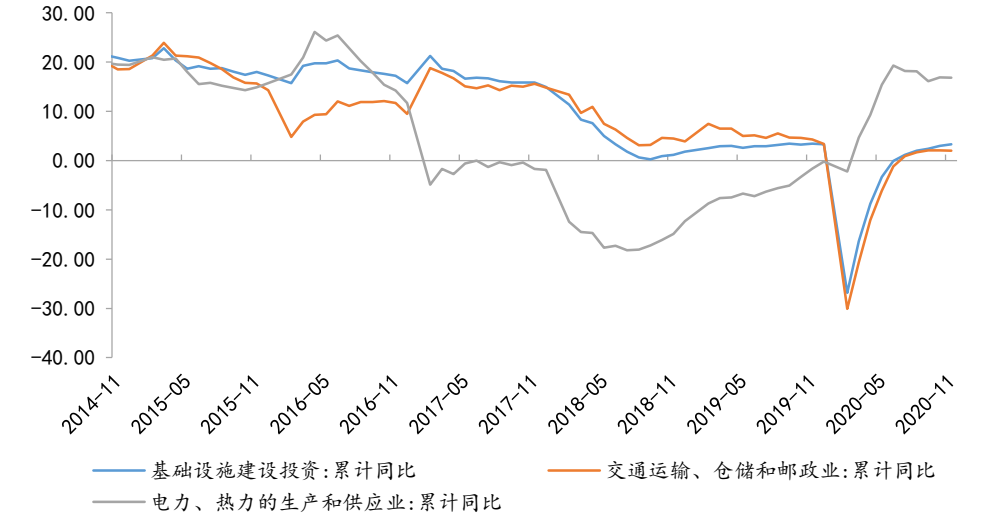
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：土地购置费（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

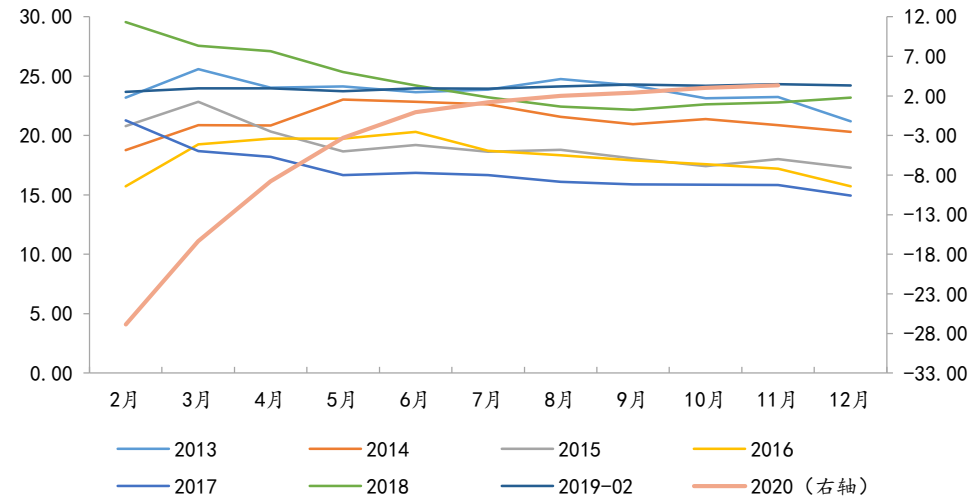
图 5：基建投资各项同比情况（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

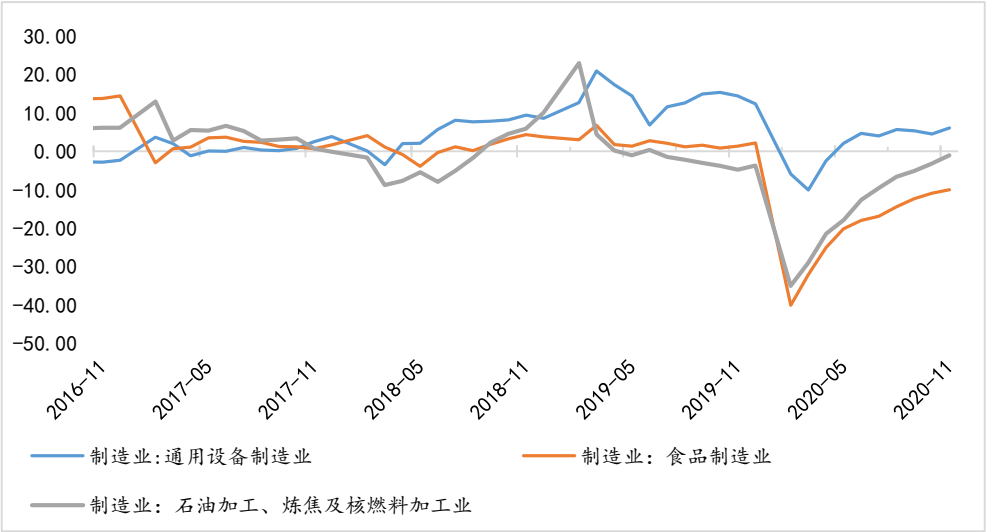
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：基建投资累计增速历年情况（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：制造业投资分项同比（单位：%）



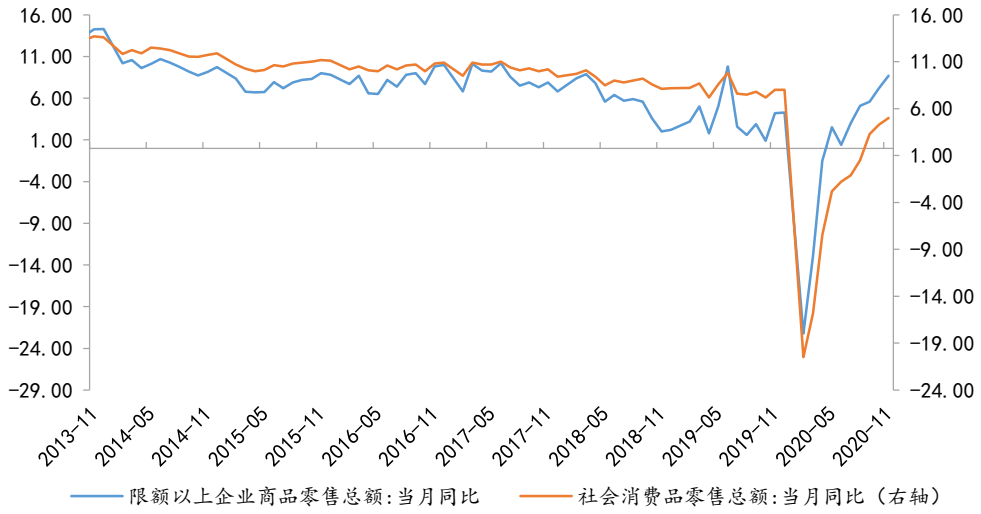
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.2. 消费方面

从数据角度来看，限额以上消费增速与社零消费增速变动趋势相同。因此可以考察限额以上消费的变动来对社零消费增速进行预判。从分项上来看，限额以上的消费主要与三大市场表现相关：其中汽车分项与乘联会销售情况维持相同变化趋势；原油分项和布伦特原油期货价格、93 号汽油同向变动。除此之外家电、家具、建材等三大行业为房地产后周期行业，通过地产销售情况可以做出预判。而这 5 项的总和占到限额消费的 60%以上，决定了整月消费的变动方向。

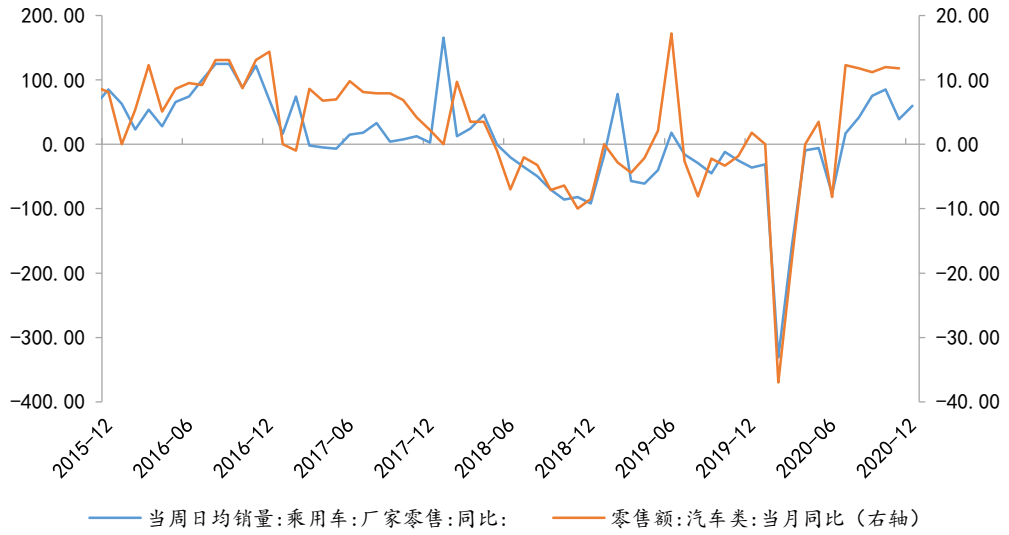
目前来看，11 月餐饮业实现收入 4979.7 亿元，由 10 月同比上升 0.8%转为同比下降 0.6%。受疫情反复影响，12 月餐饮业收入或将有所下降。12 月乘用车当周日均销量同比上涨 60%，预计 12 月汽车零售额将出现显著的同比上升。12 月，30 个大中城市房地产销售情况保持较强趋势，实现同比上升 9.68%，一线城市商品房交易繁荣。预计 12 月家电、家具、建材等三大行业需求旺盛，将实现同比增长。12 月，WTI 期货原油期货价格环比上升 18.76%，同比降幅由 11 月的-27.3%缩窄至-17.53%。93#汽油价格环比上涨 8.78%，同比降幅由 11 月的-18.09%缩窄至-13.01%。因此综合来看，预计 12 月社零将保持回升势头，收于 5.5%。

图 8：限额以上企业商品零售总额与社零关系（单位：%）



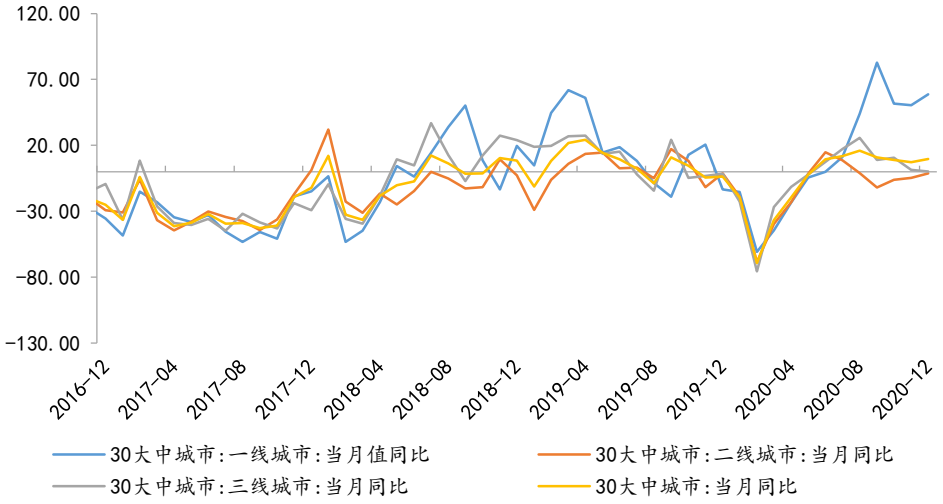
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：乘联会厂家 9 月同比增速（右轴）与车市分项的变动趋势（单位：%）



数据来源：Wind，乘联会，东吴证券研究所

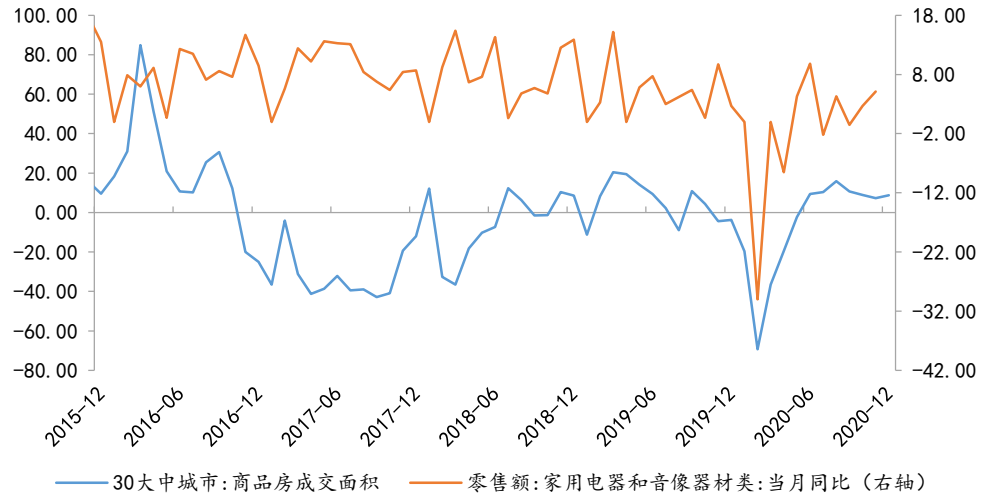
图 10：房地产销售情况（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

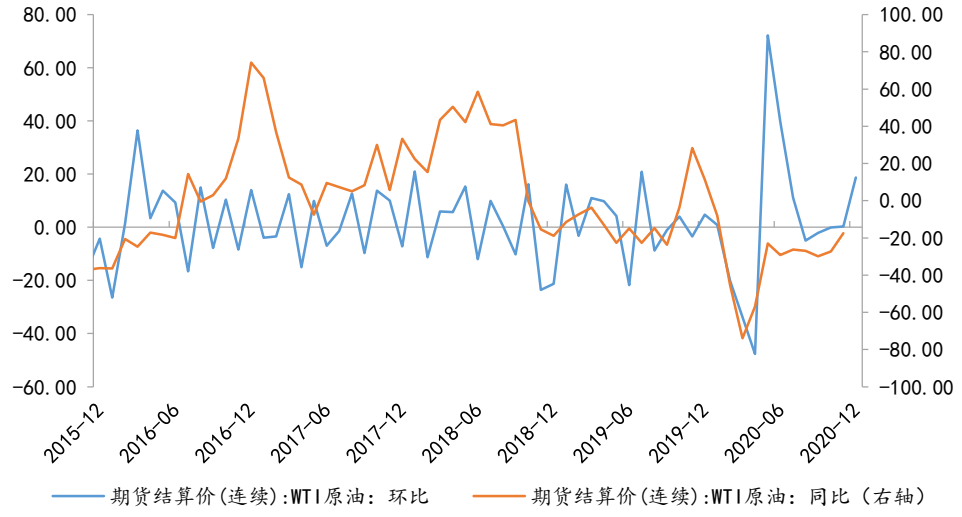
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：房地产销售与家用电器（房地产后周期行业关系）（单位：%）



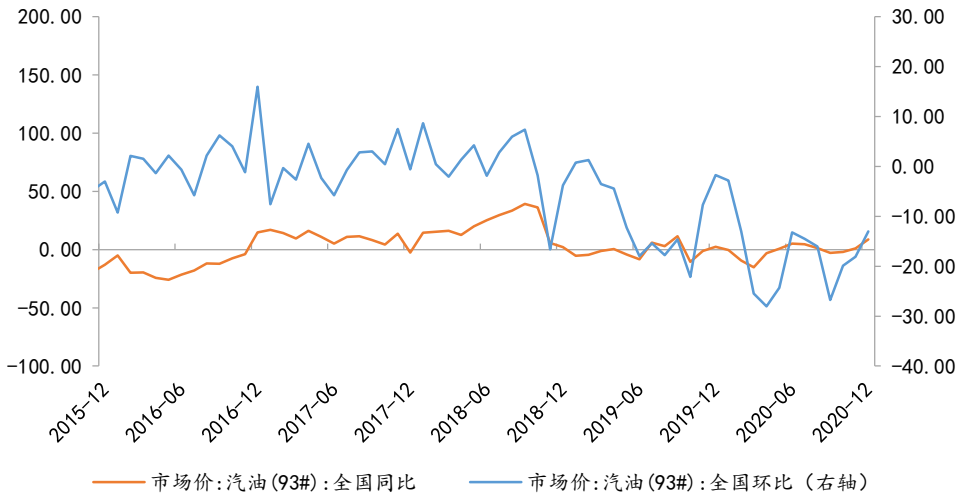
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：WTI 原油价格（单位：%）



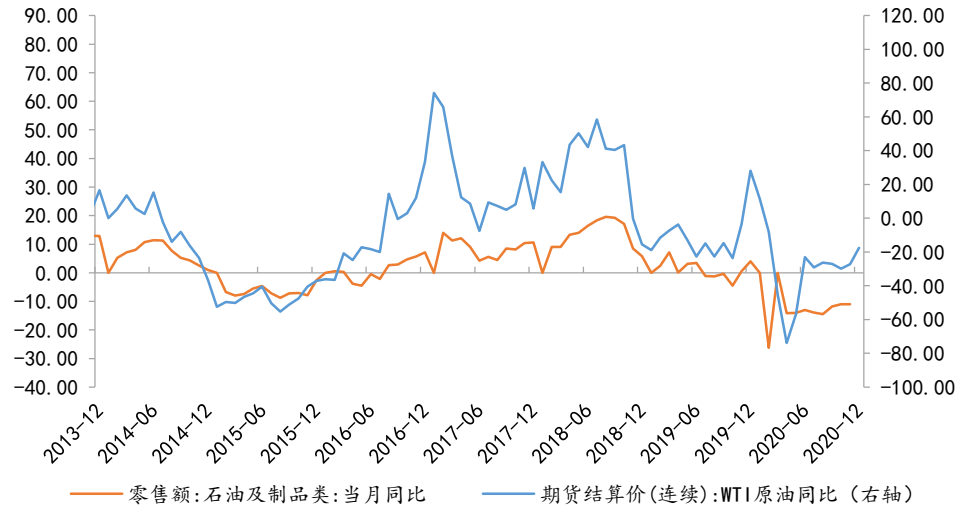
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：93 号汽油价格同比/环比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：原油价格与石油分项消费同向变动（单位：%）



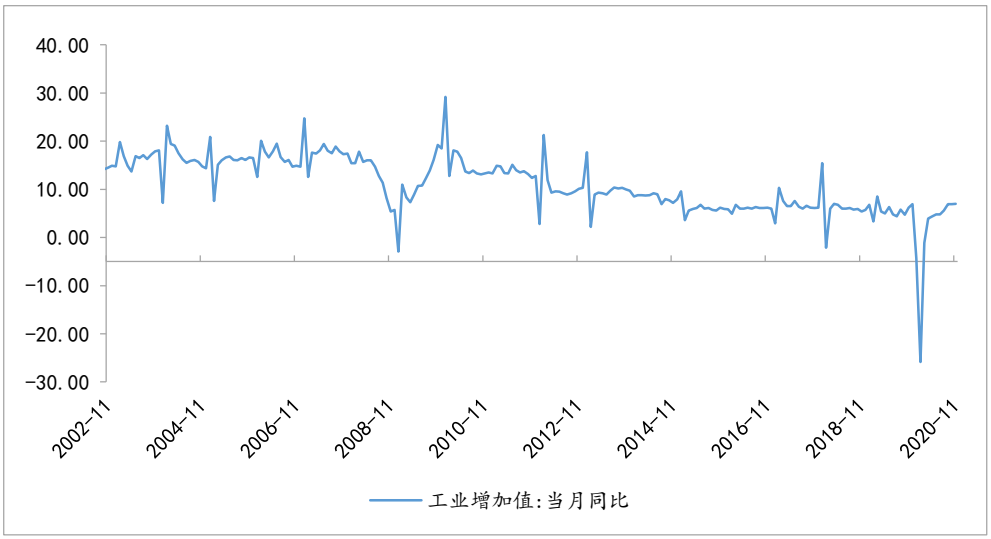
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1.3. 工业增加值

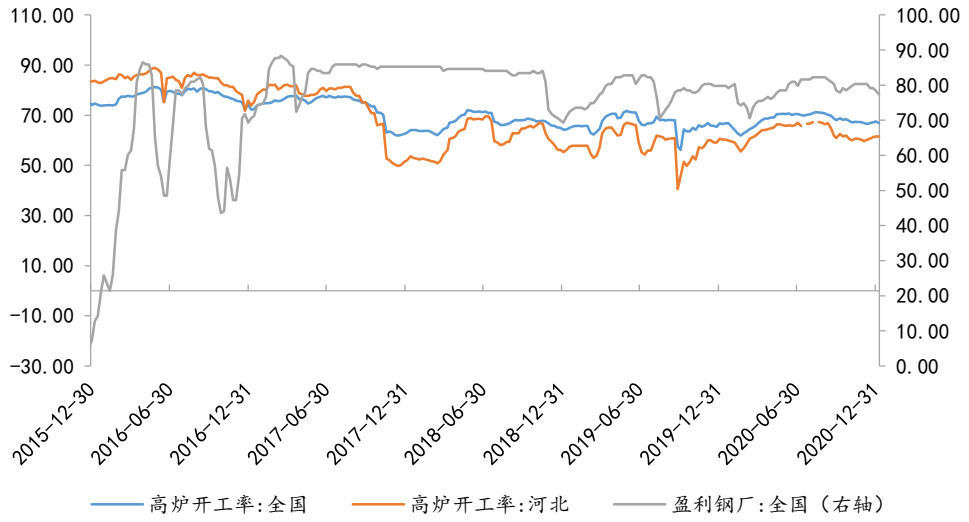
预计 12 月工业增加值同比增长保持强劲，收于 6.8%。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7%。采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 10 月份下降 1.5%；制造业增长 7.7%，较 10 月加快 0.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，较 10 月加快 1.4%。41 个大类行业中，有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.9%，纺织业增长 6.5%，化学原料和化学制品制造业增长 9.2%，非金属矿物制品业增长 7.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.0%，通用设备制造业增长 10.2%，专用设备制造业增长 10.5%，汽车制造业增长 11.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2.6%，电气机械和器材制造业增长 18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.1%。12 月以来，在国内经济持续恢复、外需旺盛双重拉动下，国内高炉开工率和盈利钢厂数均保持稳定，小幅高于去年同期水平。钢价小幅波动，均值高于去年同期水平。整体来看，内需和外需都保持平稳增长，国内经济基本面持续改善，12 月工业生产处于稳定发展态势。预计 12 月工业增加值同比收于 6.8%。

图 15：工业增加值当月同比（单位：%）



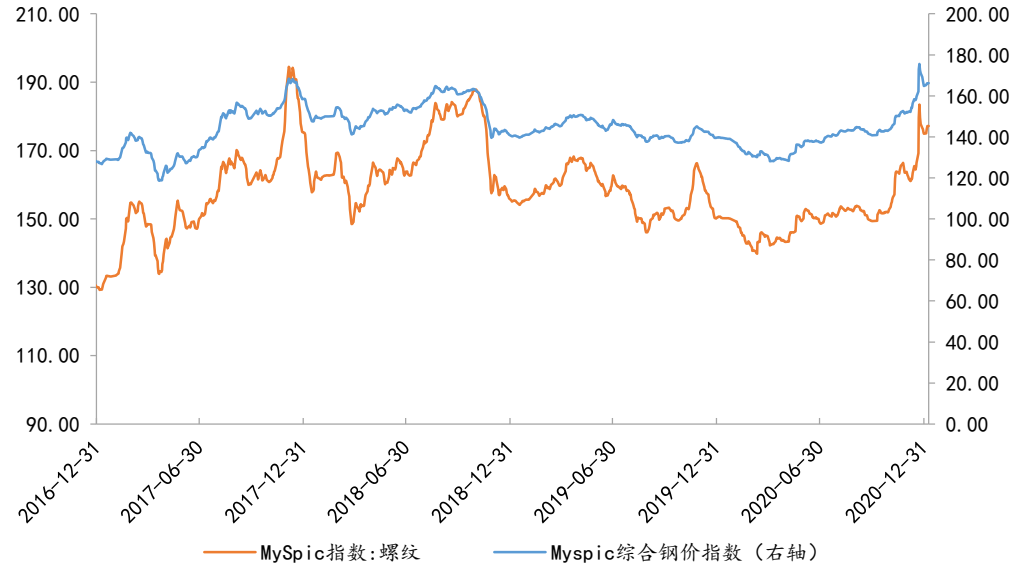
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：全国和河北高炉开工率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：钢材价格指数（月度均值同比增速，单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

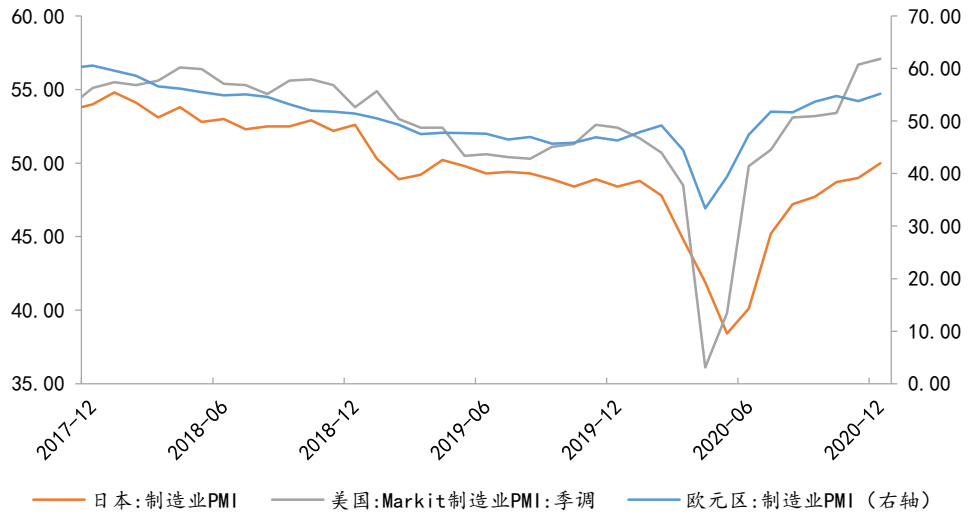
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2. 对外贸易

2.2.1. 出口方面

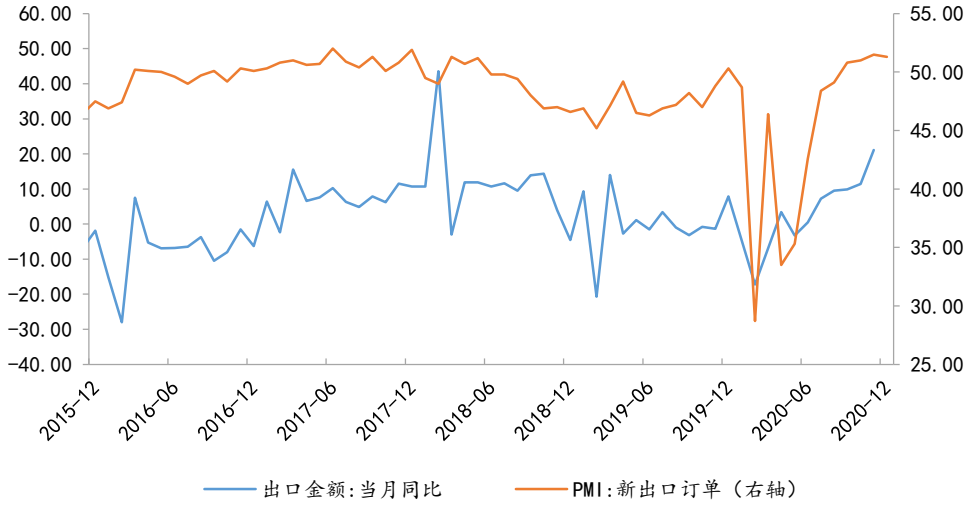
在国外需求旺盛、国内供给持续恢复情况下，预计 12 月出口金额同比增长率维持偏强，收于 14.0%。12 月，日本、美国与欧元区制造业 PMI 指数依然保持景气，对加工贸易的需求支撑我国出口的基本面，新出口订单 PMI 指数保持景气，。同时年末节日到来，有望提振传统商品出口。其他新兴经济体的供给速度缓慢，同时欧美疫情出现反复，疫苗普及尚需时日，防疫物资有望保持高增速。人民币升值对出口存在一定负向影响，但是外需旺盛、国内供给恢复支撑下，预计 12 月出口金额同比增长率维持偏强。

图 18：12 月海外发达经济体制造业 PMI（单位：%）



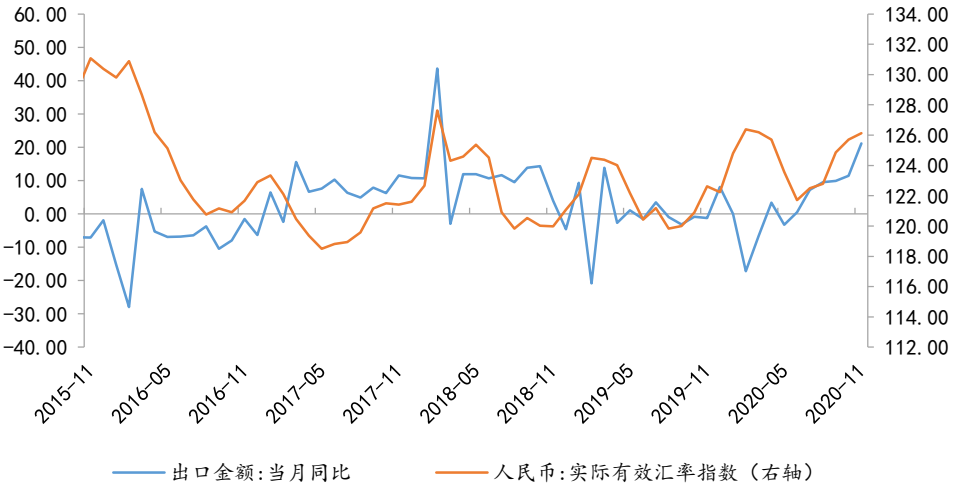
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：出口与 PMI：新出口订单（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：人民币实际有效汇率与出口（单位：%）



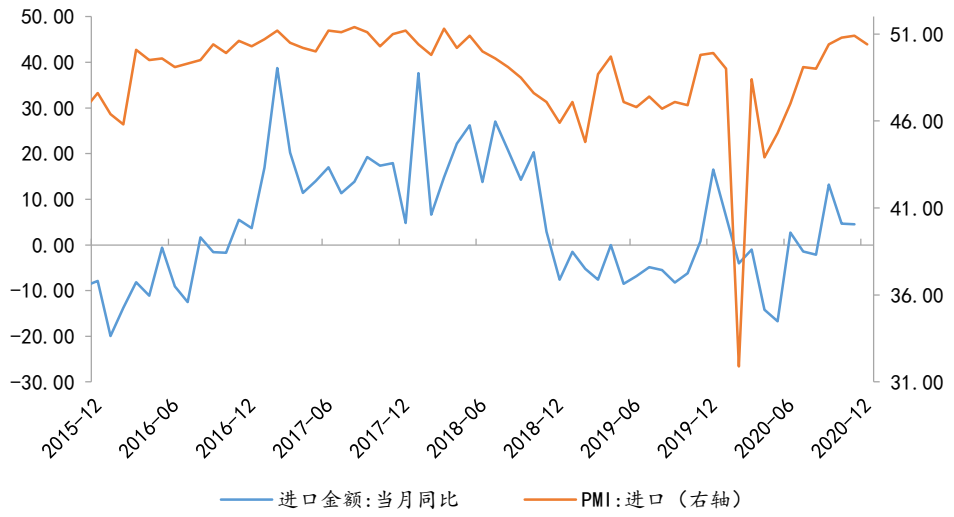
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2. 进口方面

国内经济持续回暖，支撑国内需求增长。同时，国外疫情反复，生产恢复缓慢。12 月进口 PMI 指数 50.40，较 11 月小幅下滑 0.5。综合来看，预计 12 月进口将保持稳定，

收于 4.5%。

图 21：进口与 PMI 进口（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

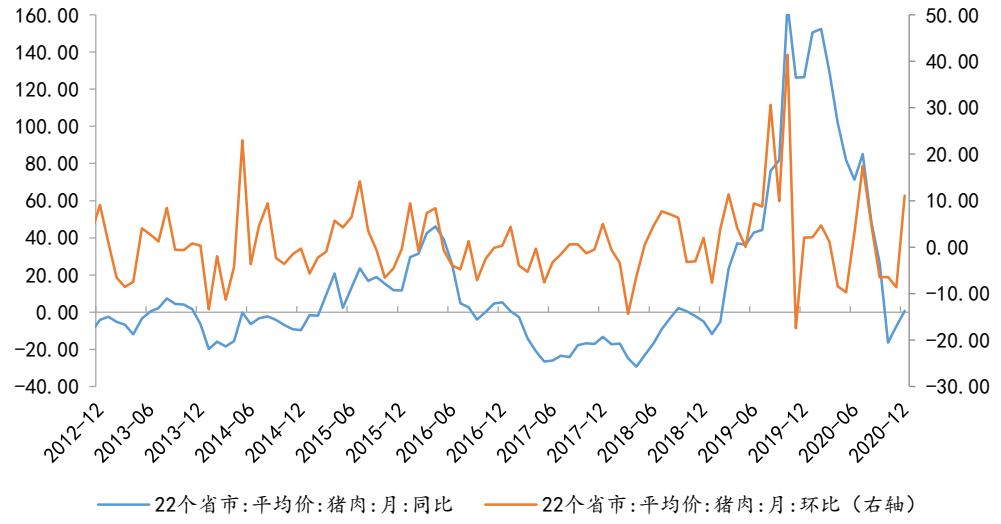
2.3. 物价指数

2.3.1. CPI

11 月，CPI 同比下降 0.5%，环比下降 0.6%。食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。食品分项中，猪肉价格同比大幅下降 12.5%，较上期降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉与鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅缩窄 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，带动 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格下明显，分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。12 月，由于元旦、春节等节假日到来，猪肉需求量上升，同时受冬季寒冷天气影响运输不便、供给受到影响，猪肉价格出现大幅上涨，较 11 月上涨 11.04%，同比上涨 0.55%。鲜菜、鲜果受季节影响，供给下降、运输存储成本上升，价格出现较大涨幅。非食品项中，成品油价格上升，工业制成品价格环比涨幅或将扩大。国内出现疫情反复，外出消费需求或将减弱，服务价格出现下降。综合来看，我们预计 12 月 CPI 降幅缩窄，收于-0.25%。

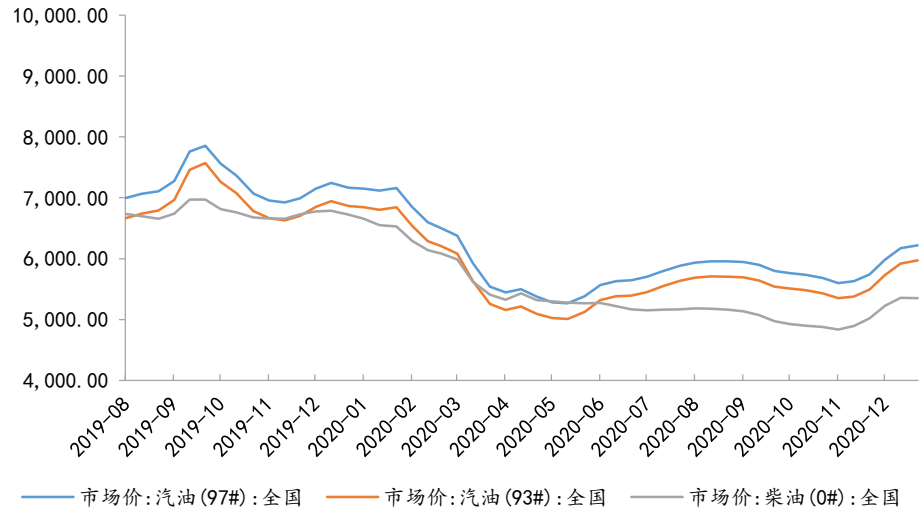
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 22：猪肉平均价格变化趋势（单位：元/公斤）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：成品油价格（单位：元）



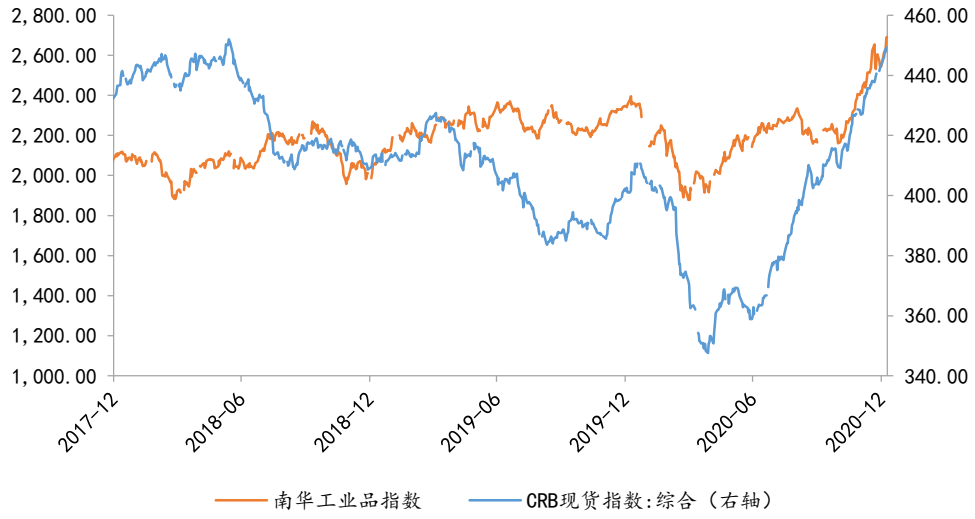
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3.2. PPI

11 月 PPI 降幅缩窄，工业生产持续恢复、市场需求逐步回暖。从同比角度来看，11 月 PPI 同比下降 1.5%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。从环比角度来看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格由降转涨，由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%。12 月，国

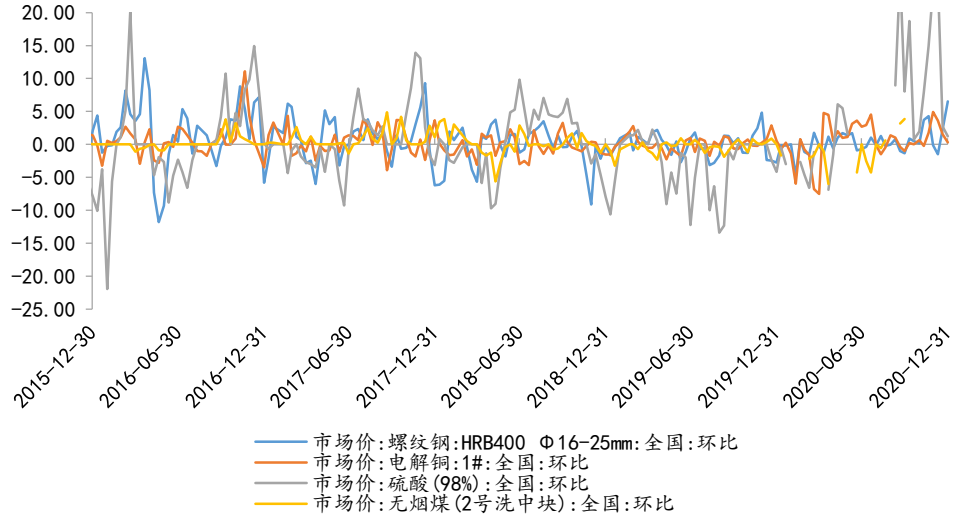
内 PMI 指数 51.9，欧美国家 PMI 指数保持景气，生产稳步恢复以及消费需求增强拉动 PPI 回升。同时，12 月 CRB 商品价格、南华工业品价格指数和主要商品价格指数等均升高。预计 12 月 PPI 降幅持续收窄，预计同比收于-0.02%。

图 24：CRB 商品价格及南华工业品价格指数（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：主要商品价格指数（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

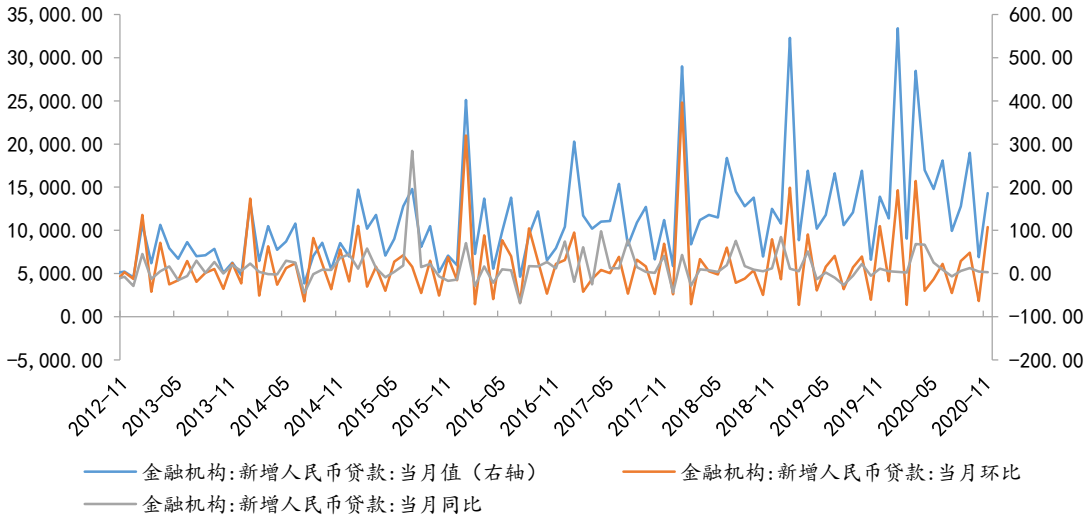
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.4. 货币部分

2.4.1. 信贷

11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比上升 10.7%。分部门看，住户部门贷款增加 7534 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元；企(事)业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。12 月以来，需求方面，房地产投资维持较强，企业发展持续向好，中长期融资需求持续上升；供给方面，货币政策注重直达性金和精准导向，银行受政策引导加大对企业的融资支持力度，提升营商环境，企业融资需求进一步得到满足。综合来看，预计 12 月新增信贷 1.3 万亿。

图 26：新增信贷单月值以及同环比变动（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

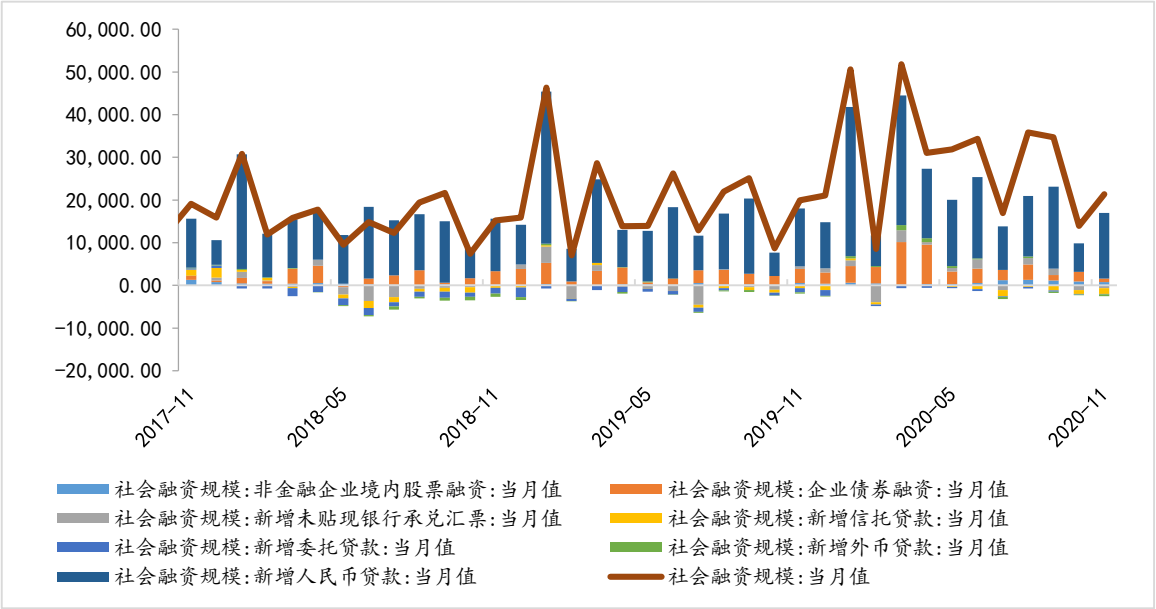
2.4.2. 社融

11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 170.45 万亿元，同比增长 13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.21 万亿元，同比增长 3.1%；委托贷款余额为 11.11 万亿元，同比下降 4%；信托贷款余额为 6.81 万亿元，同比下降 9.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.73 万亿元，同比增长 15.2%；企业债券余额为 27.6 万亿元，同比增长 19.3%；政府债券余额为 45.35 万亿元，同比增长 21.4%；非金融企业境内股票余额为 8.14 万亿元，同比增长 11.3%。社融规模同比大幅增长，主要是由于信贷与政府债券发行对社融提供有力支撑。12 月，企业信贷需求保持旺盛，信托贷款监管强化将使部分融资需求转向表内。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

综合来看，预计 12 月社融规模收于 1.87 万亿。

图 27：新增社融历年情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4.3. M1 和 M2

预计 12 月的 M2 同比增速将保持 10.5%。11 月 M2 增速 10.7%，保持稳定，符合预期。地方政府专项债发行接近尾声，地方政府债券融资额预计下降。同时，随着企业恢复信心，中长期融资需求上升，且货币政策保持稳定中性，M2 同比增速难有大升大落。11 月 M1 增速 10.0%，企业经营情况继续向好，现金流持续修复。长期来看，我国经济仍处于复苏阶段，低利率环境有利于经济复苏，预计 M2 将保持稳定。综合来看，M1 预计在 11 月收于 9.8%，M2 收于 10.5%。

3. 12 月相关数据的预判与风险分析表

表 3：12 月主要数据预测及细致分析

项目	12 月预测值	12 月市场预测值水平	11 月公布值	比市场预期	需关注的风险
一、总量经济					
PMI	51.9	数据已公布	52.1	12 月制造业 PMI 指数 51.9，连续 10 个月位于临界点水平以上，经济将继续保持平稳恢复态势。国内经济持续修复，在内需持续扩大以及央行“精准导向”的货币政策下，经营状况有望得到改善。海外出现疫情反复，防疫物资等远程办公等出口物资增长动力强劲。	海外疫情出现反复，对出口影响超预期。
社零（单月同比）	5.50%	5.54%	5.00%	11 月社会消费品零售总额同比增长收于 5.00%。受疫情反复影响，12 月餐饮业收入或将有所下降。12 月乘用车当周日均销量同比上涨 60%，预计 12 月汽车零售额将出现显著的同比上升。12 月，30 个大中城市房地产销售情况保持较强趋势，实现同比上升 9.68%，一线城市商品房交易繁荣。预计 12 月家电、家具、建材等三大行业需求旺盛，将实现同比增长。12 月，WTI 期货原油期货价格环比上升 18.76%，同比降幅由 11 月的-27.3%缩窄至-17.53%。93#汽油价格环比上涨 8.78%，同比降幅由 11 月的-18.09%缩窄至-13.01%。因此综合来看，预计 12 月社零将保持回升势头，收于 5.50%。	国内疫情出现反复，内需或将受到影响。
固定资产投资增速（累计同比）	3.20%	3.16%	2.60%	预计 12 月房地产投资维持偏强，但由于融资监管环境趋紧情况下土地市场降温，房地产调控体系逐渐完善，未来房地产投资增长或将降温。基建保持低位波动，预计 12 月地方政府债发行已接近尾声，同时水泥价格保持平稳、出货率下滑，基建投资或将有所回落。12 月制造业投资降幅将继续收窄，国内供需两端持续改善，国外需求旺盛，对出口拉动效应明显。综合来看，预计固定资产投资在 12 月将持续修复，累计增速继续扩大，预计收于 3.20%。	房地产政策趋紧形成投资阻力。疫情反复，制造业回暖或将不及预期。

房地产增速（累计同比）	6.86%	/	6.80%	预计 12 月房地产投资将维持偏强。12 月，一线城市商品房成交面积同比增长 58.76%。30 个大中城市商品房成交量同比上涨 8.68%，较 11 月上涨 1.33%，房地产市场进一步回暖。但是长期来看，随着房地产市场调控体系逐渐完善，融资监管环境逐步趋紧，未来房地产投资或将有所回落。2020 年 12 月 30 日，央行和银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，针对房地产贷款和个人住房贷款设置上限。配合针对企业的“三道红线”，针对政府的长效机制，中国房地产市场调控体系逐渐完善。但是由于地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，政策产生效果的时滞较长，进展较慢，短期内经济复苏将推动房地产投资维持较强态势。综合来看，预计 12 月房地产投资额累计同比增速收于 6.86%。	房市调控政策对投资增速形成阻力。
制造业增速（累计同比）	-2.00%	/	-3.50%	随着经济持续复苏，制造业投资降幅持续收窄。12 月制造业 PMI 指数 51.9，连续 10 个月位于临界点水平以上，经济将继续保持平稳恢复态势，促使制造业投资降幅收窄。一方面，供给端与需求端持续改善，生产指数和新订单指数分别为 54.2 和 53.6，行业增长动能明显，生产活动持续恢复。另一方面，国外需求旺盛，出口持续增长。12 月新出口订单指数和进口指数分别为 51.3 和 50.4，继续位于景气区间。欧美 PMI 指数保持景气，维持基本面。海外年底迎来多个节日比如感恩节及圣诞节等，多类商品需求大增。且海外疫情持续恶化，防疫物资和居家办公等用品对出口拉动强劲。同时，高技术制造业引领作用显现，生产指数、新订单指数和从业人员指数分别为 59.3、58.2 和 52.6，产需两旺带动制造业总体复苏。分行业来看，海外疫情持续升级，医药行业投资增速仍将得到支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业增速在政策红利下仍将维持高增长。综合来看，制造业基本面持续改善，我们预计 12 月制造业投资累计同比降幅继续收窄，收于 -2.00%。	国内疫情出现反复，或将对制造业回暖产生影响。
基建（三分项合	2.56%	/	3.32%	预计 12 月基建投资趋于放缓。12 月，地方政府债发行接近尾声，财政支出转向民生领域，同时考虑到水泥价格保持稳定、出货率	财政转向民生领域，对基建支撑减弱。

计，累计同比）				有所下滑，预计 12 月基建投资将保持低位波动。综合来看，我们预计基建投资累计同比增速在 12 月收于 2.56%。	
基建（不含电力，累计同比）	0.80%	/	1.00%		
进口单月同比	4.50%	4.48%	4.50%	国内经济持续回暖，支撑国内需求增长。同时，国外疫情反复，生产恢复缓慢。12 月进口 PMI 指数 50.40，较 11 月小幅下滑 0.5。综合来看，预计 12 月进口将保持稳定，收于 4.50%。	海外疫情出现反复，生产恢复或受影响。
出口单月同比	14.00%	13.80%	21.10%	在国外需求旺盛、国内供给持续恢复情况下，预计 12 月出口金额同比增长率维持偏强，收于 14..0%。12 月，日本、美国与欧元区制造业 PMI 指数依然保持景气，对加工贸易的需求支撑我国出口的基本面，新出口订单 PMI 指数保持景气，。同时年末节日到来，有望提振传统商品出口。其他新兴经济体的供给速度缓慢，同时欧美疫情出现反复，疫苗普及尚需时日，防疫物资有望保持高增速。人民币升值对出口存在一定负向影响，但是外需旺盛、国内供给恢复支撑下，预计 12 月出口金额同比增长率维持偏强。	疫情反复对外需仍有一定的影响，海外经济恢复的可持续性具有不确定性
工业增加值（单月同比）	6.80%	6.74%	7.00%	预计 12 月工业增加值同比增长保持强劲，收于 6.80%。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7%。采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 10 月份下降 1.5%；制造业增长 7.7%，较 10 月加快 0.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，较 10 月加快 1.4%。41 个大类行业中，有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.9%，纺织业增长 6.5%，化学原料和化学制品制造业增长 9.2%，非金属矿物制品业增长 7.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.0%，通用设备制造业增长 10.2%，专用设备制造业增长 10.5%，汽车制造业增长 11.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2.6%，电气机械和器材制造业增长 18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.1%。12 月以来，在国内经济持续恢复、	项目回款慢，企业成本提高，企业负债增加

				外需旺盛双重拉动下，国内高炉开工率和盈利钢厂数均保持稳定，小幅高于去年同期水平。钢价小幅波动，均值高于去年同期水平。整体来看，内需和外需都保持平稳增长，国内经济基本面持续改善，12 月工业生产处于稳定发展态势。	
工业企业利润（累计同比）	3.50%	/	2.40%	国内经济基本面逐渐改善，工业增加值、消费、投资等数据均延续回升趋势，叠加国家对民营尤其是中小企业支持力度持续加大，降低企业融资及经营成本，强调货币政策的精准导向及稳健适度，内需和外需（防疫物品、居家办公等）预计在 12 月保持稳定增长，企业经营有望持续改善。此外，制造业累计同比和工业企业利润累计同比增速呈现高度正相关性。综合所述，预计工业企业利润累计同比增幅扩大，收于 3.50%。	企业盈利有可能保持低位波动状态，项目回款慢，成本上升
二、物价					
CPI（单月同比）	-0.25%	-0.06%	-0.50%	11 月，CPI 同比下降 0.5%，环比下降 0.6%。食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。食品分项中，猪肉价格同比大幅下降 12.5%，较上期降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉与鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅缩窄 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，带动 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格下明显，分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。12 月，由于元旦、春节等节假日到来，猪肉需求量上升，同时受冬季寒冷天气影响运输不便、供给受到影响，猪肉价格出现大幅上涨，较 11 月上涨 11.04%，同比上涨 0.55%。鲜菜、鲜果受季节影响，供给下降、运输存储成本上升，价格出现较大涨幅。非食品项中，成品油价格上升，工业制成品价格环比涨幅或将扩大。国内出现疫情反复，外出消费需求或将减弱，服务价格出现下降。综合来看，我们预计 12 月 CPI 降幅缩窄，收于-0.25%。	食品项价格波动超预期

食品项	-0.80%	-1.60%	-2.00%	12月，受季节性影响，猪肉、鲜菜、水果价格出现上升，分别较11月上涨11.04%、9.25%、8.54%。预计12月CPI食品项同比降幅收窄，收于-0.80%。	季节性影响显著
非食品项	0.00%	0.00%	-0.10%	非食品项中，成品油价格上升，工业制成品价格环比涨幅或将扩大。国内出现疫情反复，外出消费需求或将减弱，服务价格出现下降。预计12月，CPI非食品项同比收于0.00%。	关注权重调整带来的影响
PPI（单月同比）	-0.02%	-0.90%	-1.50%	11月PPI降幅缩窄，工业生产持续恢复、市场需求逐步回暖。从同比角度来看，11月PPI同比下降1.5%，较上月降幅收窄0.6个百分点。其中，生产资料价格下降1.8%，降幅收窄0.9个百分点；生活资料价格下降0.8%，降幅扩大0.3个百分点。从环比角度来看，PPI由上月持平转为上涨0.5%。其中，生产资料价格上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.6个百分点；生活资料价格由降转涨，由上月下降0.1%转为上涨0.1%。12月，国内PMI指数51.9，欧美国家PMI指数保持景气，生产稳步恢复以及消费需求增强拉动PPI回升。同时，12月CRB商品价格、南华工业品价格指数和主要商品价格指数等均升高。预计12月PPI降幅持续收窄，预计同比收于-0.02%。	原油价格波动超预期
三、货币					
社会融资总额（单月值：万亿）	1.87	2	2.13	11月末社会融资规模存量为283.25万亿元，同比增长13.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为170.45万亿元，同比增长13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.21万亿元，同比增长3.1%；委托贷款余额为11.11万亿元，同比下降4%；信托贷款余额为6.81万亿元，同比下降9.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.73万亿元，同比增长15.2%；企业债券余额为27.6万亿元，同比增长19.3%；政府债券余额为45.35万亿元，同比增长21.4%；非金融企业境内股票余额为8.14万亿元，同比增长11.3%。社融规模同比大幅增长，主要是由于信贷与政府债券发行对社融提供有力支撑。12月，企业信贷需求保持旺盛，信托贷款监管强化将使部分融资需求转向表内。综合来看，预计12月社融规模收于1.87万亿。	货币政策转为中性，资金供给或受影响。企业前期盈利损失造成中长期资本需求回落。

新增信贷（当月值：亿）	13209	12960	14300	11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比上升 10.7%。分部门看，住户部门贷款增加 7534 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元；企(事)业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。12 月以来，需求方面，房地产投资维持较强，企业发展持续向好，中长期融资需求持续上升；供给方面，货币政策注重直达性金和精准导向，银行受政策引导加大对企业的融资支持力度，提升营商环境，企业融资需求进一步得到满足。综合来看，预计 12 月新增信贷 1.32 万亿。	
M1 增速	9.80%	9.70%	10.00%	预计 12 月的 M2 同比增速将保持 10.5%。11 月 M2 增速 10.7%，保持稳定，符合预期。地方政府专项债发行接近尾声，地方政府债券融资额预计下降。同时，随着企业恢复信心，中长期融资需求上升，且货币政策保持稳定中性，M2 同比增速难有大升大落。11 月 M1 增速 10.0%，企业经营情况继续向好，现金流持续修复。长期来看，我国经济仍处于复苏阶段，低利率环境有利于经济复苏，预计 M2 将保持稳定。综合来看，M1 预计在 11 月收于 9.80%，M2 收于 10.50%。	货币政策转为中性，但国内疫情反复或将对政策变动产生影响。
M2 增速	10.50%	10.60%	10.70%		
四、收益率					
10 年期国债收益率	3.24%	/	3.29%	12 月以来，国债收益率出现下滑，国开债收益率也小幅降低，两者利差保持平稳。目前国内经济基本面持续向好，消费回复速度继续加快，投资稳步增长，工业企业利润逐渐改善，出口保持强劲，失业率持续下降，货币政策也逐渐从宽松转到中性，意味着利率“易上难下”，需持续关注宏观动态和央行操作动向。	货币政策边际收紧，资金利率上行对收益率的上行压力。财政对基本面助力，经济基本面超预期转好，对债市后期形成影响。注意避险情绪和风险偏好的波动。
10 年期国开收益率	3.66%	/	3.75%		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

海外疫情扩散导致外需萎缩的影响可能滞后。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn