四季度 GDP 增速有多高？--2020 年 12 月经济数据预测

2021 年 01 月 07 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

观点

■ **本周开始将陆续公布 2020 年 12 月和四季度经济金融数据。**从目前的市场预期来看，市场对四季度固定资产投资、出口、PPI 预期仍存一定分歧（图 1）。我们认为，虽然 2020 年已落下帷幕，但上述数据表现仍将影响市场对两会前经济和政策形势的判断，具体而言有如下三个问题值得关注：1）四季度 GDP 是否会超过去年同期（6%）？2）在高基数下，12 月出口是否继续保持高增？3）稳健的信用扩张是否在 12 月延续？

■ **四季度 GDP 是否会超过去年同期（6%）？**

我们运用此前行业视角下的分析框架，模型预测四季度 GDP 增速为 6.1%，略高于去年同期。

从 12 月的高频数据来看，全国钢厂的高炉开工率、螺纹钢产量、以及全国的水泥出货率均较 11 月有所下滑，尽管如此，考虑到今年 12 月的工作日较去年同期多了两天，我们预计 12 月工业增加值同比 6.9%，仅较 11 月（7.0%）小幅回落。

从 GDP 核算的生产法口径来看，图 2 测算了 10-11 月，GDP 中二产和三产主要行业增速相对去年同期的缺口，不难发现除了个别在三产中占比较低的行业外，四季度主要行业的产出缺口均已经转正，因此，有理由相信四季度 GDP 会增速超过去年同期。**鉴于我们预测四季度 GDP 增速 6.1%，2020 年全年 GDP 增速为 2.2%。**

■ **12 月出口是否继续保持高增？**

从四个维度判断 12 月份中国出口：（1）PMI 新出口订单领先出口约 3-6 个月，以滞后 5 月 PMI 来看，12 月对应新出口订单数环比 11 月改善，由此推测 12 月出口不差（图 3）；**（2）**港口协会公布的**外贸集装箱吞吐量**旬度数据与出口历来相关性较强，尽管 11 月份出现背离，但方向上也是出口大幅好于港口数据（图 4），12 月港口外贸集装箱吞吐量同比 7%，较 11 月（8.4%）小幅回落；**（3）**疫情未退环境下，中国出口一国同比与该国相对中国的**封锁程度**具有正相关关系（图 5/6），而 12 月美、日、韩、德、越等中国主要出口国相对封锁程度较 11 月环比加强（图 7）；**（4）**12 月韩国、越南出口同比均达 10%以上（图 8），反映了**全球需求**的强劲回升。

综合以上四方面线索，考虑到 2019 年 11、12 月基数差别（分别为-1.3%、8.1%），我们预计 12 月中国出口同比在 13%-18%。

■ **社融增速是否能重回 13.7%？**

我们预计 12 月社融增速难以重回，企业债券和表外融资将是最主要的拖累。信贷方面，临近年末，银行放贷多以短期贷款和续贷为主，从 12 月票交所票据承兑和贴现金额创年内新高可见一般，中长期项目贷款可能延后到 1 月“开门红”放量，结合 2020 年年内新增“20 万亿”信贷的目标，预计 12 月新增信贷 1.2 万亿，信贷同比增速为 12.8%。社融方面，政府债券发行将出现明显增加，根据 wind 口径 12 月政府净融资超过 7000 亿是 11 月的两倍多。不过，信用风险的阴影并未散去，从 wind 统计数据来看，企业债净融资可能转负；表外融资的监管依旧在趋严，综合而言我们预计 12 月新增社融或略超 22000 亿元、高于 11 月（21343 亿），同比增长 13.6%，2020 年全年新增超过 35 万亿。

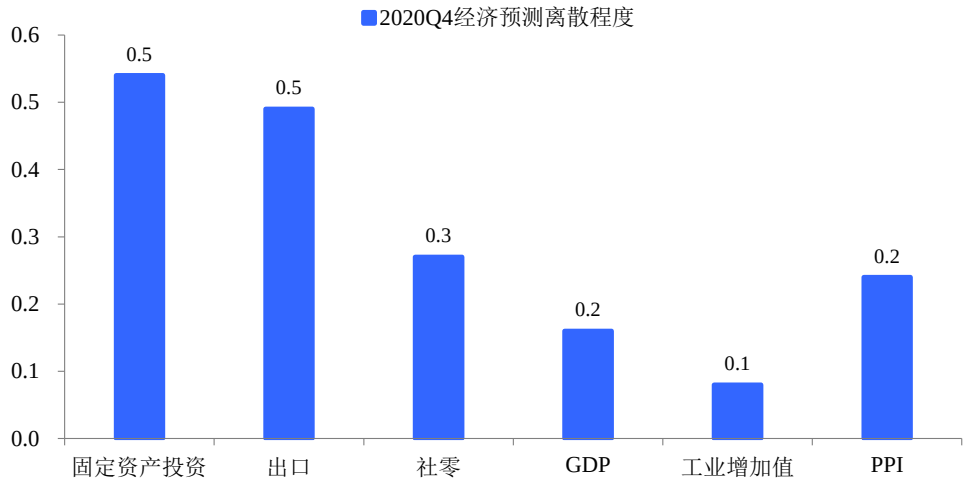
■ **风险提示：**新冠病毒变异，疫苗失效。

相关研究

1、《宏观点评 20210106：“草蛇灰线”：如何看待人民银行工作会议前后的货币政策变化？》2021-01-06
2、《宏观点评 20210105：一文读懂乔治亚州决选结果及影响》2021-01-05
3、《宏观点评 20210103：拜登上台取消关税？中欧 CAI 或埋下伏笔》2021-01-03
4、《宏观点评 20201230：一文读懂中欧投资协定》2020-12-30
5、《宏观点评 20201228：PPI 回升对 2021 年政策和资产配置的影响》2020-12-29

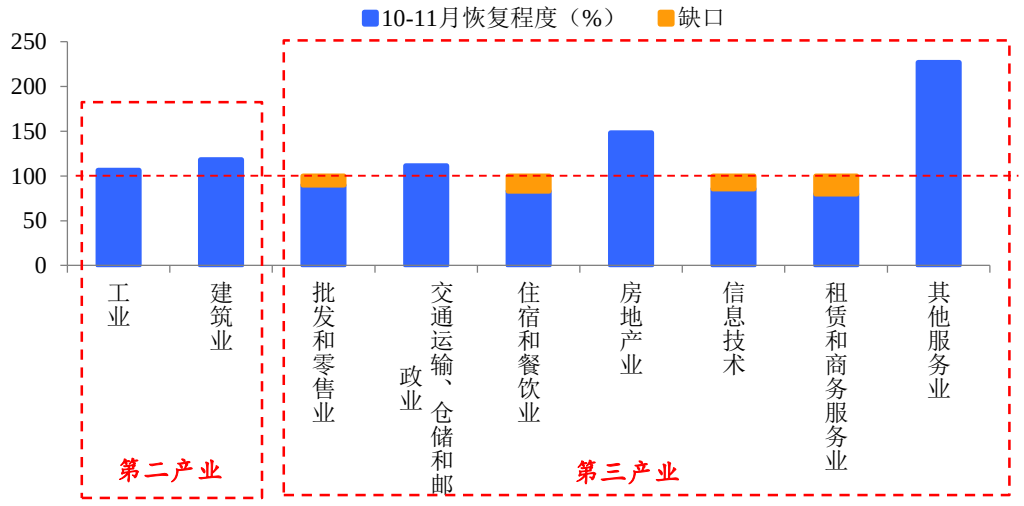
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：市场对四季度固定资产投资、出口、PPI 预期分歧较大



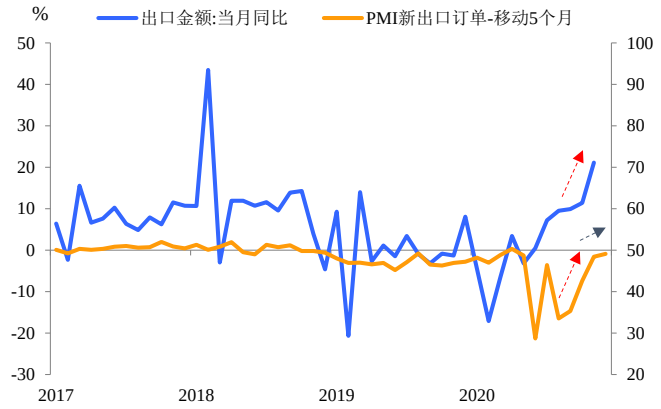
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：2020 年四季度，二产和三产多数行业相对去年同期的产出缺口已经转正



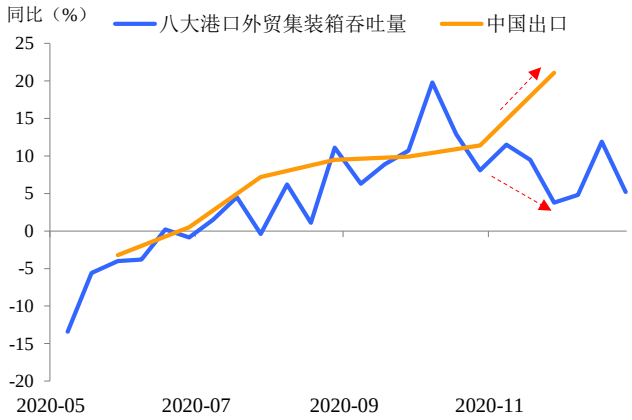
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：PMI 新出口订单约滞后于出口 3-6 个月



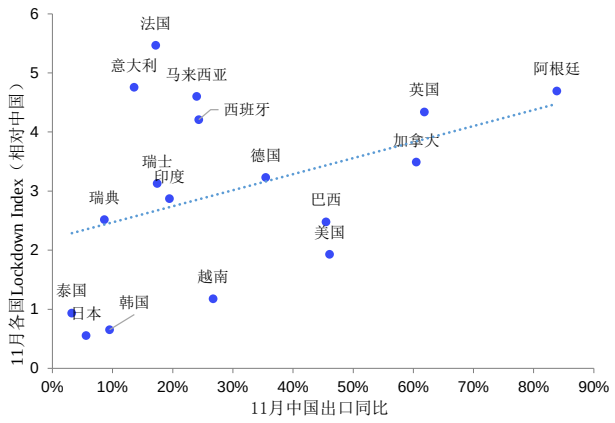
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：仅 11 月八大港口外贸集装箱吞吐量与出口走势背离



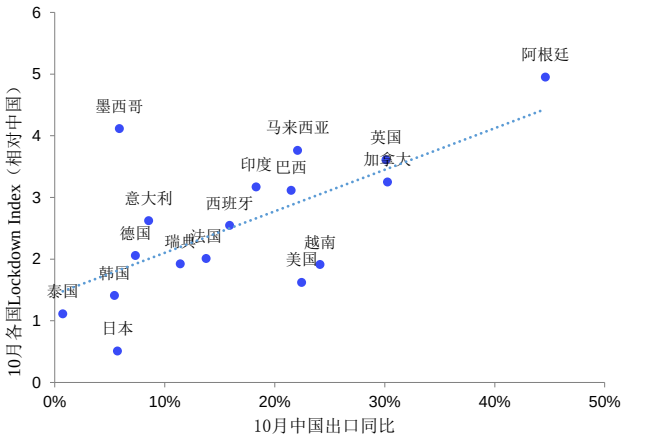
数据来源：中国港口协会，东吴证券研究所

图 5：中国出口一国同比与该国封锁程度正相关



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

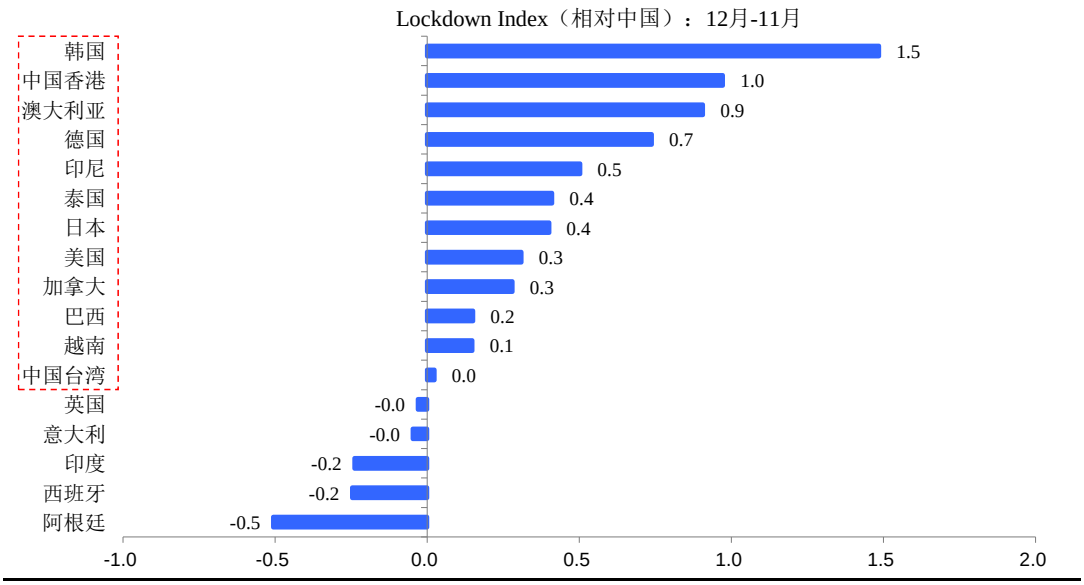
图 6：中国出口一国同比与该国封锁程度正相关



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

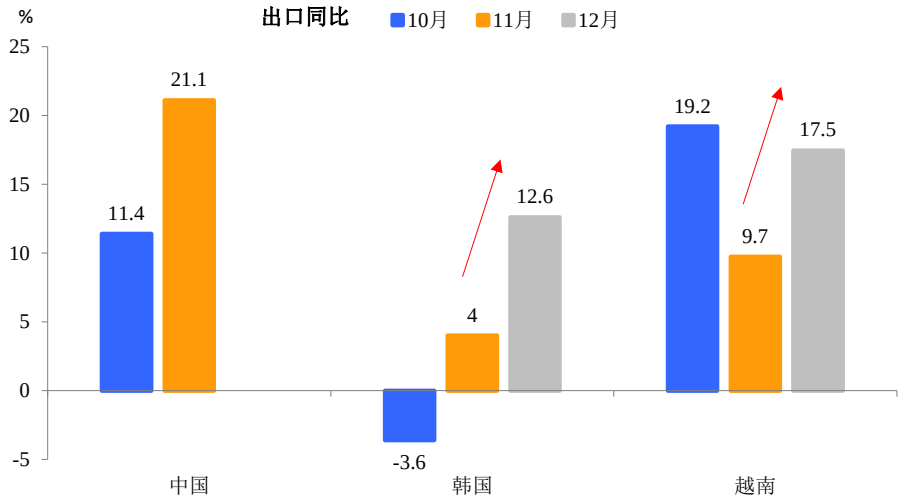
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：12 月份中国主要出口国相对封锁程度较 11 月加强



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

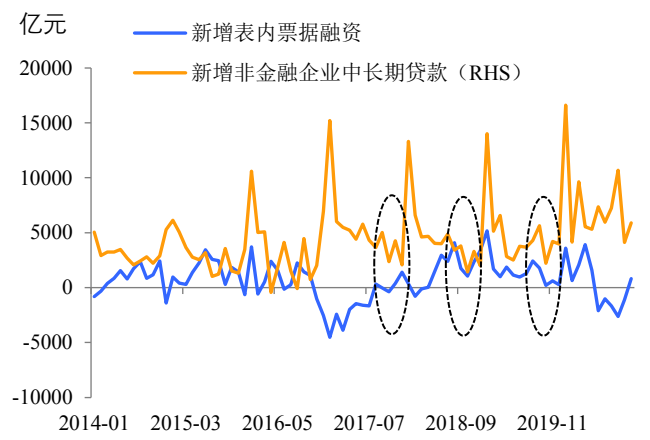
图 8：韩国、越南 12 月份出口同比大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

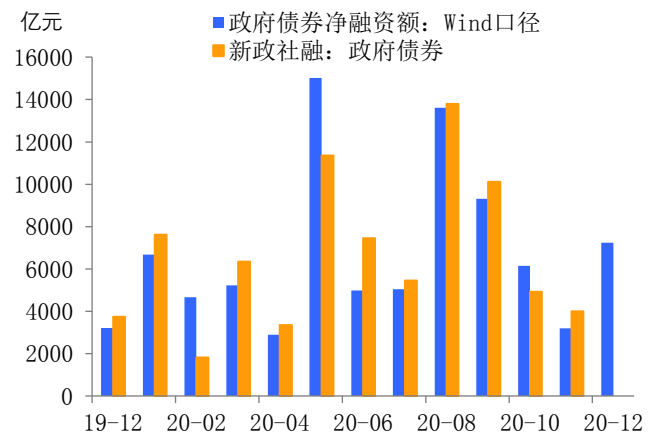
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：12 月预计新增短期贷款上升、中长期贷款下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：政府债券净融资 12 月继续发力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：12 月各项经济数据汇总（同比：%）

	预测12月		2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	近期走势
CPI	↑	0.1	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.7	
PPI	↑	-0.7	-1.5	-2.1	-2.1	-2.1	-2.4	
工业增加值	↓	6.9	7	6.9	6.9	5.5	4.8	
固定资产投资	↑	3.2	2.6	1.8	0.8	-0.1	-1.6	
消费品零售	↑	5.5	5	4.3	3.3	2.0	-1.1	
出口	↓	15.0	21.1	11.4	9.9	2.4	7.2	
进口	↓	4.0	4.5	4.7	13.2	-1.0	-1.4	
M2	→	10.7	10.7	10.5	10.9	10.4	10.7	
新增贷款(万亿元)	↓	1.20	1.43	0.69	1.9	1.28	0.99	
新增社融(万亿元)	↑	2.20	2.13	1.42	3.48	3.58	1.69	

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

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

