



Committed to Improving
Economic Policy.

Survey Report

2020.6.4 (Y-Research SR20-023)

何啸/第一财经研究院研究员

hexiao@yicai.com

www.cbnri.org

调研报告

首席经济学家调研

第一财经首席经济学家调研（2020 年 5 月）： 信心指数继续反弹，近九成经济学家认为财政赤字货币化 在我国不可行

摘 要

2020 年 6 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 51.27，高于 50 荣枯线，连续四个月上升，为两年来新高。经济学家们认为国内复工复产进度加快，未来一个月我国经济将继续复苏。

5 月经济数据延续上月的复苏趋势，其中 CPI 同比增速低于上月，PPI 同比增速有所上升，投资与消费数据均高于上月，受外需拖累，贸易顺差收窄。

经济学家们认为，未来逆周期调节政策将继续发力，5 月新增贷款、社会融资总量低于上月，M2 同比增速将连续四个月上升。调研中有 2 位经济学家预计未来一个月存款基准利率将会下调，10 位预计 6 月央行将会下

调一年期 LPR 利率，同时，9 位经济学家预计存款准备金率 6 月将会下调。

中美摩擦对人民币汇率构成扰动，经济学家们将年底人民币兑美元中间价的预期由上月底的 6.8 下调至 7.03。

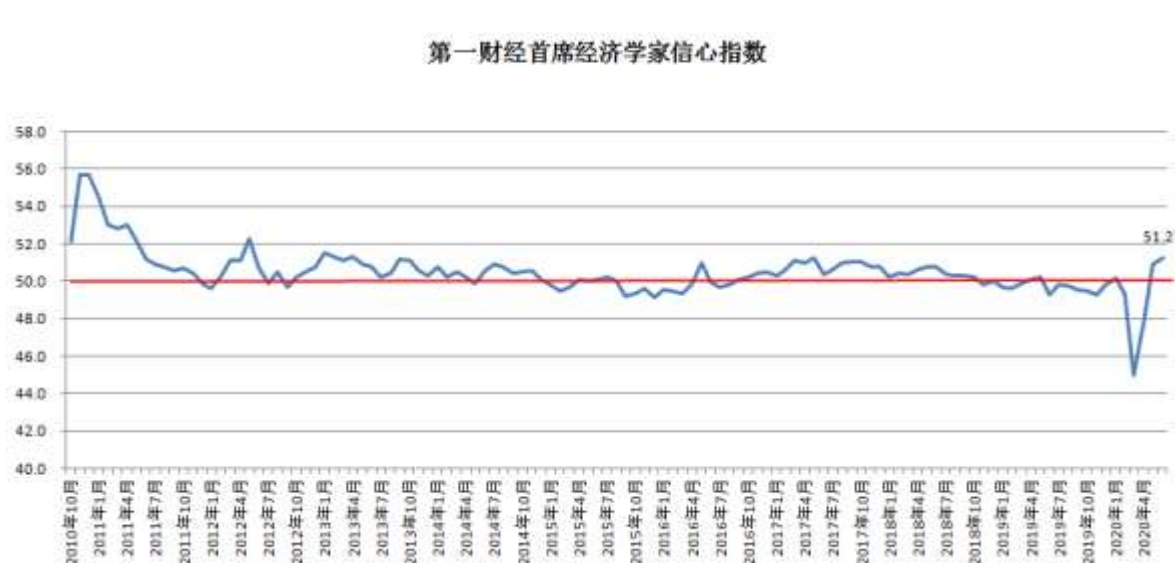
本次调研中有 18 位首席经济学家对财政赤字货币化的做法发表了看法，其中超过七成的经济学家表示反对这一做法，其余不足三成的经济学家同意这一做法。参与调研的经济学家中近九成经济学家认为财政赤字货币化在我国不可行，其中一半表示在当前环境下，我国若实行财政赤字货币化，从理论上来看就不可行，另一半经济学家认为这一理论本身合理，但实践中不可行，同时有 11% 的经济学家认为该做法在理论和实践两个层面都可行。

表 1 第一财经首席经济学家调研结果（2020 年 5 月）

指标	4 月公布值	5 月预测均值	5 月预测中位数	5 月预测区间
信心指数（2020 年 6 月）	50.91	51.27	50.50	43 ~ 67
CPI：同比，%（2020 年 5 月）	3.30	2.74	2.80	2.2 ~ 3.1
PPI：同比，%（2020 年 5 月）	-3.10	-3.03	-3.10	-3.7 ~ -1.5
社会消费品零售总额：同比，%（2020 年 5 月）	-7.50	-2.56	-2.25	-7 ~ 0.1
工业增加值：同比，%（2020 年 5 月）	3.90	4.92	5.00	3.5 ~ 6.8
固定资产投资累计增速：同比，%（2020 年 5 月）	-10.30	-5.18	-5.85	-7.5 ~ 2.5
全国房地产开发投资累计增速：同比，%（2020 年 5 月）	-3.30	-0.04	0.00	-1.5 ~ 3
贸易顺差：亿美元	453.40	372.85	400.00	91 ~ 523
出口：同比，%	3.50	-6.47	-5.40	-18 ~ 2

进口：同比，%	-14.20	-8.61	-9.35	-18 ~ 3.2
新增贷款：亿元	17000.00	15315.78	15000.00	8600 ~ 20000
社会融资总量：万亿元	3.09	2.81	2.83	1.89 ~ 3.56
M2：同比，%	11.10	11.23	11.30	10.4 ~ 11.8
官方外汇储备：万亿美元	30914.60	30747.46	30965.00	28000 ~ 31135
存款基准利率：%(2020年6月末)	1.50	1.47	1.50	1.25 ~ 1.5
1年期LPR：%(2020年6月末)	3.85	3.80	3.90	3.65 ~ 3.85
存款准备金率：%(2020年6月末)	12.50	12.31	12.50	11.5 ~ 12.5
人民币兑美元(2020年6月末)	7.08	7.11	7.10	7 ~ 7.15
人民币兑美元(2020年末)	6.95	7.03	7.05	6.75 ~ 7.35

*：信心指数上月公布值指5月信心指数。



正文

一、信心指数：反弹至两年来最高值

2020年6月“第一财经首席经济学家信心指数”为51.27，高于50荣枯线，连续四个月上升，为两年来新高，经济学家们认为国内复工复产进度加快，未来一个月我国经济将继续复苏。本月参与该项指标预测的经

济学家中，招商银行丁安华给出了最乐观的预估值 67，中银国际陈卫东给出本次信心指数预测值的最低值 43。

京东金融沈建光表示，在生产和投资的带动之下，二季度 GDP 有望回归 1-2%左右的正增长。中国经济的真正挑战，已从经济“休克”下的供给侧冲击，转为有效需求不足。一方面，海外经济深陷泥潭将使出口承压；另一方面，常态化防控举措仍将一定程度限制消费场景、抑制经济增长。此外，疫情反弹的风险依然存在，不确定性将影响信心的恢复。上述情况下，保需求的关键在于保就业、保民生。政策制定者应通过货币政策、财政政策、金融信贷政策协同发力，帮助企业纾困，稳定就业基本盘，进而稳定市场预期，激发内部市场活力。

德勤中国许思涛认为，目前中国复工复产顺利，第二季度的经济增长有望可以转负为正。中国的消费者基本上暂无增加储蓄的意愿和倾向，消费的强大韧性会继续拉动经济复苏。同时，随着西方发达国家疫情逐步得到控制，其经济复苏进程稍快于预期，会进一步改善外需不足的情况。同时，今年中央将稳就业置于比经济增长更为重要的地位，这十分明智，因为过高的 GDP 增长目标可能会带来投资过剩和一系列负面影响，如加剧产能过剩。对于稳就业，建议政府可以推出更大力度的财政措施来防止企业大规模裁员。如果政府可以加大力度帮助中小企业，稳定就业，今年中国经济增长有很大希望可以超过 3%。

国家信息中心祝宝良表示，随着应对疫情冲击的一系列政策的继续实

施，二季度、三季度经济会继续复苏。基础设施建设和房地产投资成为稳定今年经济的重要因素。今年，地方政府专项债券、地方政府一般性债务预算用于基建投资的支出和中央预算内投资资金总额达到 5.35 万亿，比上年增加 1.67 万亿以上，加上提高专项债券用作项目资本金的比例，基础设施投资的资金来源大幅度增加，可以保障基建投资保持较快增长。货币政策较为宽松，房地产价格存在上涨预期，房地产投资资金来源较为充裕，有利于稳定房地产投资。企业经营困难，制造业产能利用率不高，会制约民营投资的增长，民营投资和制造业投资很可能出现负增长。居民可支配收入增长缓慢，消费能力和消费意愿下降，消费需求回升缓慢。

如是金融研究院管清友认为，由于 2-3 月的很多需求被推迟到了 4 月之后集中释放，5 月还会投资加速落地、消费开始回补、信贷持续放量，经济会有一定程度的回暖，出现弱复苏。但这并非真正的需求回升，只是外伤的修复，等集中释放结束后，经济增长会回归到基本面，萧条因素重回主导。

二、物价：5 月 CPI 同比增速下降，PPI 同比增速上升

调研结果显示，经济学家们对 5 月 CPI 同比增速的预测均值为 2.74%，较统计局公布的 4 月值（3.3%）下降 0.56 个百分点。参与调研的 23 位经济学家中，中银国际陈卫东给出了最大的预测值 3.1%，而最小值 2.2%来自德商银行周浩。

5 月 PPI 同比增速的预测均值为-3.03%，高于统计局公布的上月值

(-3.1%)。其中预测最高值-1.5%来自新时代证券潘向东，最低值-3.7%来自渣打银行丁爽。

海通证券姜超表示，消费品与生产资料价格分化，猪价步入下行周期，但部分生产资料价格上涨。19 年 10 月份以来，能繁母猪存栏量环比由负转正，存栏量持续回升，生猪生产形势持续好转。产能恢复效果开始显现，今年 3 月以来猪肉价格环比持续下降，猪价步入下行周期，或带动 CPI 涨幅回落。而生产资料方面，4 月生产资料环比继续下降，但 5 月以来，OPEC+ 减产协议开始生效，国际油价触底反弹，在基建的发力下，国内煤价、钢价小幅回升。海外疫情有所缓解，欧美各国计划逐步重启经济，工业品价格或随经济好转低位反弹。预计 PPI 同比将在二季度见底，而后降幅收窄。

4 月最佳预测经济学家 5 月预测 (CPI) :

程实：2.5%

黄剑辉：2.5%

汪涛：2.5%

4 月最佳预测经济学家 5 月预测 (PPI) :

周雪：-3.2%

三、社会消费品零售总额：5月消费高于上月

上月公布的4月社会消费品零售总额同比增速为-7.5%，经济学家们预计5月数据将回升至-2.56%。其中，最大值0.1%来自渣打银行丁爽，中泰证券李迅雷给出了最小值-7%。

兴业证券王涵预计消费或继续回暖。交通高频数据指向居民外出继续向正常水平恢复，外出消费可能进一步回升。同时，汽车高频销售也在继续恢复。从前2个月情况来看，消费恢复情况慢于投资，可能这一情况会延续。预计5月消费将进一步改善，但回到正常水平还需要时间。

4月最佳预测经济学家5月预测（社会消费品零售总额）：

汪涛：-2%

四、工业增加值：高于上月

调研结果显示，5月工业增加值同比增速预测均值为4.92%，较统计局公布的4月值（3.9%）上升1.02个百分点。其中，毕马威康勇给出了最小值3.5%，植信投资研究院连平给出了最大值6.8%。

民生银行黄剑辉预计5月工业增加值同比增速由3.9%回升至5.0%。生产动能继续改善，但扩张力度有所减弱。5月制造业PMI中生产指数较上月下降0.5个点至53.2%，连续两个月回落，但企业复工复产力度仍在加

大。从高频指标来看，5月平均高炉开工率为70.13%，为去年下半年以来的最高水平；六大发电集团日均耗煤量5月同比增长7.1%，今年以来首次转正；汽车轮胎半钢胎开工率为53.19%，略低于上月，但主要受5月初开工率不足拖累，后半月已经回升至60%以上的今年较高水平。随着基建项目集中开工、房地产市场热度不减、汽车消费继续回升，以及去年同期基数较低，预计5月工业增加值同比增速有望继续小幅回升，由上月的3.9%回升至5%。

五、固定资产投资增速：较上月上升

经济学家们预计，5月固定资产投资增速均值为-5.18%，较统计局公布的4月值（-10.3%）上升5.12个百分点。其中，如是金融研究院管清友给出了最高值2.5%，国家信息中心祝宝良给出了最低值-7.5%。

新时代证券潘向东表示，固定资产投资累计同比将回升。基建、地产受海外疫情影响很小，赶工的阻力最小，且需求只是因为疫情延后而不会消失。而政策相对友好，财政政策发力进程较往年明显前移，无论是专项债还是狭义财政赤字都可以看出来，此外，虽然房地产调控没有明确放松，但货币宽松下，贷款利率稳步下移，对购房需求多少是利好。因此，逻辑上，建筑业链条确定性较强，从数据来看，5月以来，地方专项债发行规模达到1万亿元左右；水泥价格环比上涨0.88%，虽然较季节性仍偏弱，但环比增速年内首次转正；螺纹钢库存减少21.9%，库存去化速度属于近年同期较快水平。5月BCI企业投资前瞻指数回升至54，制造业投资增速

可能继续改善。综合来看，预计 5 月固定资产投资累计同比增速将好于 4 月，单月增速有望转正。

六、房地产开发投资：5 月数据有所回升

调研结果显示，5 月房地产开发投资累计增速的预测均值为-0.04%，高于统计局公布的 4 月值（-3.3%）。参与调研的经济学家中，德勤中国许思涛给出了最高值 3%，中泰证券李迅雷和招商银行丁安华给出了最低值 -1.5%。

植信投资研究院连平表示，疫情褪去后宏观逆周期调控加码，房地产行业景气度持续回升。线下销售逐步恢复正常，建筑业复工复产情况继续好转，带动商品房销售继续回升，尤其是新房市场改善较为明显，预计销售面积和规模累计同比跌幅继续收窄。房价则在土地供给增加的趋势下，难以出现大幅上涨。考虑到二手房市场中一线城市价格有所回升，可能令新房市场价格增速下跌的步伐放缓。房地产投资增速季节性回升特征显著，地方财政资金支持力度加大，叠加大型房企融资环境进一步改善，促使房地产投资增速进一步反弹。预计 5 月投资累计同比重返正增长，到二季度末投资进一步提升。

七、外贸：5 月贸易顺差将收窄

经济学家们预计，5 月出口数据将由上月的 3.5% 降至 -6.47%，进口数据将由上月的 -14.2% 上升至 -8.61%，同时贸易顺差将较上月收窄，由上月的 453.4 亿美元收窄至 372.85 亿美元。

招商证券谢亚轩表示，预计短期出口增速仍将受到防疫用品出口的支撑，但外需和海外疫情发酵对海外产能和供应链的扰动或将进一步显现，新增订单将受到影响，且同期伙伴国进出口数据均不乐观，反映了总体外需的疲弱。虽然我国内需有所恢复，商品价格亦有所回升，但进口仍有可能受到海外供应能力受限的约束。综上，预计出口、进口同比增速分别为-6.5%、-10.8%，贸易顺差为460亿美元。

八、新增贷款：5月新增贷款较上月下降

经济学家们预测，5月新增贷款将由4月的17000亿元下降至15315亿元。

交通银行唐建伟表示，信贷增速保持稳定。从高频发电量数据来看，能耗5月以来已经快速回升至往年的同期水平。据此推测生产等社会经济活动的基本恢复，使得信贷需求逐步回到常态。实体企业融资需求逐渐恢复的同时，周频数据显示30大中城市商品房成交面积受降息预期等影响持续上升，一二三线土地成交总价也在逐渐攀升，这将形成居民中长期贷款和房企开发贷等信贷需求。叠加政策极力引导信贷资源向受疫情冲击较大的中小微企业倾斜，融资成本下行等积极因素，实体企业信贷融资条件正持续改善。预计信贷增速5月将有望保持13%以上，单月新增信贷在1.45万亿左右。

九、社会融资总量：5月社融总量低于上月

调研结果显示，5月社会融资总量预测均值为2.81万亿元，较央行公

布的 4 月数据（3.09 万亿元）有所下降。

兴业银行鲁政委表示，社会融资规模方面，为了尽快发挥财政政策的逆周期调节作用，5 月地方债发行显著提速。5 月 Wind 口径地方债净融资规模已经达到 1.17 万亿。不过，受地方政府债券供应高增和季节性因素的影响，企业债券融资低于上月。总体来看，5 月新增社会融资规模或达到 3.56 万亿，对应的社融增速将上升至 12.7% 左右。

十、M2：5 月增速较上月上升

经济学家们预计 5 月 M2 同比增速为 11.23%，高于上月公布数据（11.1%）。其中，如是金融研究院管清友给出了最大值 11.8%，招商银行丁安华给出了最小值 10.4%。

新时代证券潘向东表示，5 月国债发行 6773 亿元，地方政府债发行 13024 亿元，两者合计接近 2 万亿元，净融资额为 1.5 万亿元，在此拉动下预计新增社融 2.7 万亿元。利率债天量发行，拉升了货币市场利率，资金面收紧，此后，货币政策加强与财政政策的协调，央行通过逆回购保持流动性合理充裕，考虑到假期及季中因素，预计 5 月新增人民币贷款为 1.4 万亿元，虽然环比少增，但同比仍是多增，信用继续扩张，M2 同比增长 11.3%。

十一、利率&存款准备金率：半数经济学家预计 2020 年 6 月一年期 LPR 利率会下调

给出存款基准利率预测的 19 位首席经济学家中，有 2 位预计未来一个

月存款基准利率将会下调，其他经济学家们预计 6 月份这一数据将维持不变。

有 20 位经济学家对一年期 LPR 利率进行了预测，其中 10 位预计 6 月央行将会下调一年期 LPR 利率，其他经济学家预计到 2020 年 6 月末，一年期 LPR 利率将维持 4.05% 的水平不变。

同时，有 9 位经济学家预计存款准备金率在 6 月内将会下调，12 位经济学家表示下调存准的可能性极小。

海通证券姜超表示，展望六月，为了配合政府债券发行、推动实体融资利率持续下行、引导货币社融增速明显高于去年，货币依然维持宽松。但另一方面，货币市场利率进一步下行也存在三方面制约。一是债市杠杆抬升，二是货币政策进入观察期，三是市场利率持续低于政策利率早已隐含了降息预期。综合而言，政府工作报告强调要防止资金空转，在前期宽货币逐渐传导至实体的过程中，6 月资金利率中枢或继续抬升。

十二、汇率：经济学家们下调年末汇率预期

经济学家们预计 6 月底人民币对美元将较 5 月底数据（5 月 29 日人民币对美元中间价为 7.1316）升至 7.11，对年底人民币对美元中间价的预期则从上月底的 6.8 下调至 7.03。

交通银行唐建伟表示，展望 6 月，随着疫情及美元流动性紧张逐步缓解，美元指数上涨动能可能继续减弱，但疫情冲击下的全球经济不确定性依然较大，市场情绪依然较脆弱。美国大选背景下，中国话题仍将成为竞

选双方的筹码，中美摩擦可能继续对人民币汇率构成扰动，人民币汇率可能继续偏弱势震荡。不过，中国经济复工复产进展远好于海外，股票债券市场有望持续资金净流入，人民币汇率韧性较强，不会进一步大幅贬值。

十三、官方外汇储备：低于上月数据

经济学们预计，5月底外汇储备为30747亿美元，低于上月的公布值30914.59亿美元。

民生银行黄剑辉表示，从汇率因素来看，5月份美元指数小幅下跌0.76%，主要非美货币汇率涨跌互现，日元、英镑兑美元分别贬值0.58%、2.00%，欧元兑美元升值1.28%，外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后形成估值损失。从债券收益率和价格来看，主要国家国债收益率上升，导致我国持有的债券价格下降，外汇储备账面价值减少。综合考虑汇率折算和资产价格变化效应，估值变动将导致外汇储备规模减少。从跨境资本流动来看，5月份，北向资金共计净流入A股301.11亿元，四周分别流入28.57亿元、40.62亿元、79.47亿元、152.45亿元，呈现加速流入态势，促进外汇储备规模上升。从外贸情况来看，5月外需持续低迷，出口将会由升转降，但内需明显复苏，加上中美经贸协议继续履行，进口降幅将会收窄，5月顺差较4月将会减少。总体来看，5月外储将会小幅增加。

十四、政策

中银国际陈卫东表示，尽管新冠病毒疫情在我国已基本得到控制，但

其在全球蔓延造成全球经济衰退将严重影响中国的外需和增长。由于一季度我国 GDP 增长已经降至-6.8%的创纪录低点，若要全年实现 3%左右的增长，就需要更加有为货币政策的配合。从全球来看，疫情暴发以来，主要经济体普遍使用了大规模的非常规的货币政策工具，美联储更是出台了史无前例的量化宽松政策。相比其他一些主要经济体，我国货币政策操作空间要大得多。目前，美、德、日等主要经济体利率已下降至 0 或负利率；而中国的存款准备金率仍处于全球较高水平。基于此，政府工作报告提出“稳健的货币政策要更加灵活适度，广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，相比去年报告提出“广义货币供应量和社融规模增速与国内生产总值名义增速相匹配”发生了较大变化。未来，预计货币政策将进一步加大逆周期调节，降准、降息等政策仍有可能。

中泰证券李迅雷表示，从今年的政府工作报告来看，政策上并不是要进行强刺激、走老路的姿态，而是更加强调底线思维，尤其是做好“六稳”、“六保”，更加强调“新发展理念”，也不再设定经济增速的具体目标。短期生产需求数据均大幅好转，很大程度上是因为前期积压需求集中释放，经济短期上冲，但随着房地产经济的回落，经济依然会回到下行通道上来，通缩的风险大于通胀。关于货币政策的態度，他认为前期受到疫情影响，央行大幅放松货币，市场化利率快速下行至超低位置，和非市场化的政策利率、存款基准利率出现明显倒挂，市场出现很明显的无风险套利机会。要改变这种扭曲，要么快速降低政策利率，要么边际收紧资金利率，而从

央行态度来看，明显不想放松太快，短期内消耗过多政策空间，所以近期央行回笼资金，抬升了过低的市场化利率，向政策利率靠拢。但往前看，经济下行压力仍大，政策利率仍会继续下调，宽松政策只是节奏变化，不是方向转变。

十五、宏观经济热点问题预测与判断——近九成经济学家认为财政赤字货币化在我国不可行

本次调研中有 18 位首席经济学家对财政赤字货币化的做法发表了看法，其中超过七成的经济学家表示反对这一做法，其余不足三成的经济学家同意这一做法。参与调研的经济学家中近九成经济学家认为财政赤字货币化在我国不可行，有一半表示，在当前环境下，我国若实行财政赤字货币化，从理论上来看就不可行，另一半经济学家认为这一理论本身合理，但实践中不可行，同时有 11% 的经济学家认为该做法在理论和实践两个层面都可行。

有一位经济学家表示，财政赤字货币化，其依据是近年来兴起的“现代货币理论”（MMT），这一理论认为一个主权国家总是可以采取印钞的方式为赤字财政提供融资。在中国的现实背景之中，疫情冲击之下，实现我国经济社会发展目标，面临着巨大的挑战。为此，提高赤字率和发行特别国债提到了议事议程。那么，如何发行特别国债，谁来买？有人担心巨量的国债通过市场发行，会冲击资金的供求关系而导致利率上行。所以建议央行在一级市场承接国债发行，即通过印钞购买国债，以减少对债券市场

的冲击。这就是“财政赤字货币化”的现实背景。在现有的法律框架和制度安排下，特别国债只能采取（准）市场化发行，所谓“财政赤字货币化”是个伪命题。具体而言，特别国债分批次进入市场发行，首次可以规模小一点，由市场参与者（银行、基金、保险公司等机构）购买；央行在公开市场操作以维持流动性和市场利率的稳定，同时在二级市场主动购入国债以修正收益率曲线的形态始终处于合意的位置。需要注意的是，在这套制度安排下，央行的操作是独立的，并不听命于财政部。如果仅是涉及特别国债的发行，引发讨论财政赤字货币化这一宏大命题，似乎不着边际。看起来，倡导者另有所图。财政赤字货币化的危险在于，以财政政策与货币政策协调为名，要求央行在一级市场购入国债，央行的独立性丧失，形同直接指令将钱打入国库账户，开机印钞都显得多余。其结果，很可能使得两个宏观管理部门失去必要的制衡，从而失去相应的财政和货币纪律，后患无穷。特别是在中国特定的制度背景下，央行货币政策的独立性需要小心呵护，不能重回老路，成为财政部门的出纳。

另一位经济学家认为，首先是中国人民银行法不允许财政透支以及购买国债；其次是在当前外部环境压力增加的情况下，维护市场对人民币的信心尤为重要；三是人民币作为新兴的国际储备货币，需要加速国际化，此时更需要确保人民币的币值公信力与货币发行规则；四是政府债务，尤其是中央政府债务仍有上升空间。

本期“第一财经首席经济学家月度调研”24位经济学家名单（按拼音顺序排列）：

程实：工银国际研究部主管、董事总经理、首席经济学家

陈卫东：中国银行国际金融研究所所长

丁安华：招商银行首席经济学家

丁爽：渣打银行大中华区首席经济学家

管清友：如是金融研究院院长

康勇：毕马威中国首席经济学家

黄剑辉：中国民生银行研究院院长

姜超：海通证券首席经济学家

李文龙：图胜数字科技董事长、首席经济学家

李迅雷：中泰证券首席经济学家

连平：植信投资研究院院长

陆挺：野村证券中国首席经济学家

唐建伟：交通银行首席研究员

鲁政委：兴业银行首席经济学家

潘向东：新时代证券首席经济学家

沈建光：京东金融首席经济学家

汪涛：瑞银亚洲经济研究主管、首席中国经济学家

王涵：兴业证券首席经济学家

温彬：民生银行首席研究员

谢亚轩：招商证券首席宏观分析师

许思涛：德勤中国首席经济学家

周浩：德国商业银行中国首席经济师

周雪：瑞穗证券亚洲经济学家

祝宝良：国家信息中心经济预测部主任、首席经济师

