



Committed to Improving
Economic Policy.

Survey Report

2020.11.8 (Y-Research SR20-048)

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 10 月)

四季度经济继续复苏 信心指数升至年内新高

摘要

2020 年 11 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 53.38，连续两个月上升，创年内新高，经济学家们认为四季度我国经济回暖趋势将持续，所有经济学家均给出了高于 50 荣枯线的预测。

经济学家预计 10 月 CPI 同比增速低于上月，PPI 同比增速继续上升，工业增加值同比增速有所下降，投资高于上月，消费数据升至年内新高，贸易顺差扩大。

经济学家们预计未来货币政策将保持稳健，11 月一年期 LPR 利率、存款基准利率和存款准备金率均不会发生变化，10 月新增贷款、社融总

量和 M2 同比增速均有所下降。

经济学家们还预计 11 月底人民币对美元将较 10 月底数据（10 月 30 日人民币对美元中间价为 6.7232）升值至 6.69，对年底人民币对美元中间价的预期则从上月底的 6.8 上调至 6.71。

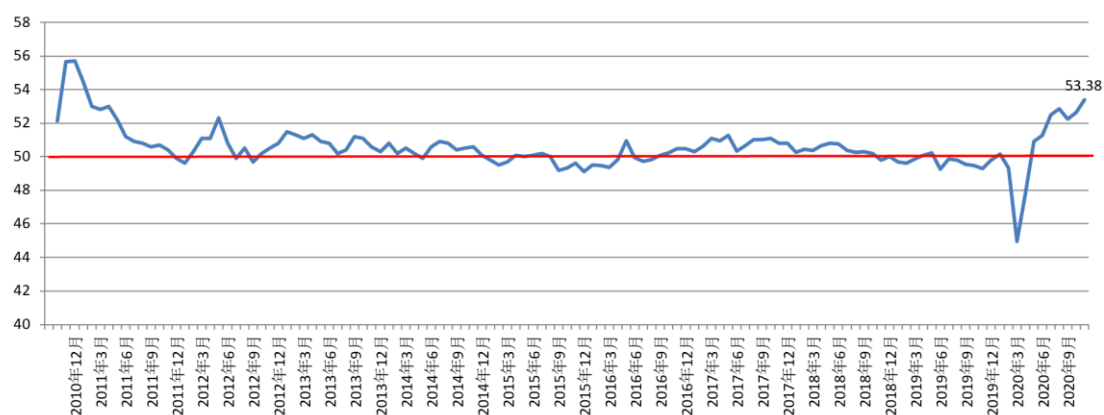
表 1 第一财经首席经济学家调研结果（2020 年 10 月）

指标	上期公布值	预测均值	预测中位数	预测区间
信心指数（2020 年 11 月）	52.63	53.38	51.50	50.8 ~ 70
10 月 CPI 同比（%）	1.70	0.86	0.80	0.4 ~ 1.6
10 月 PPI 同比（%）	-2.10	-1.97	-2.00	-2.3 ~ -1.2
10 月社会消费品零售总额同比（%）	3.30	4.92	4.90	3.15 ~ 6.3
10 月工业增加值同比（%）	6.90	6.41	6.20	5.5 ~ 7.5
10 月固定资产投资累计增速同比（%）	0.80	1.59	1.60	1 ~ 2.2
10 月全国房地产开发投资累计增速同比（%）	5.60	6.04	6.05	5.2 ~ 6.7
10 月贸易顺差：亿美元*	584.4	---	---	---
10 月出口同比（%）*	11.4	---	---	---
10 月进口同比（%）*	4.7	---	---	---
10 月新增贷款：亿元	19000.00	8542.38	7850.00	6000 ~ 17500
10 月社会融资总量（万亿元）	3.48	1.48	1.38	0.8 ~ 3.2
10 月 M2 同比（%）	10.90	10.80	10.80	9.8 ~ 11.4
10 月末官方外汇储备*（万亿美元）	31426*	---	---	---
11 月末存款基准利率（%）	1.50	1.50	1.50	1.50
11 月末 1 年期 LPR（%）	3.85	3.85	3.85	3.85
11 月末存款准备金率（%）	11.50	11.50	11.50	11.5
11 月末人民币对美元		6.69	6.70	6.6 ~ 6.8
2020 年末人民币对美元		6.71	6.70	6.5 ~ 6.9

*：为已公布值。

来源：第一财经研究院首席经济学家调研

第一财经首席经济学家信心指数



正文

一、信心指数：升至年内最高点

2020 年 11 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 53.38，创年内新高，经济学家们预计未来一个月我国经济将持续向好。本月经学家们给出的预测中，招商银行丁安华给出最乐观的预估值 70，其他经济学家给出的预测也均高于 50 荣枯线。

毕马威康勇表示，疫情后中国经济的复苏可以分为三个阶段：在第一个阶段中，制造业生产、投资、出口是拉动经济复苏的主要力量。目前中国经济已经计入第二个阶段，服务业、消费的复苏将发挥更大的作用。在第三阶段的复苏中，中国将进一步提升创新能力、打造双循环、推动更高水平的改革开放，从而实现经济的高质量增长。他预期中国经济 2020 年 GDP 增长 2.2%，2021 年增长 7.8%。

京东金融沈建光认为，随着国内外需求同步改善，中国经济疫后复苏已由供给端拉动的结构性复苏向供需联动的全面回暖方向迈进。接下来出口-制造业投资链条以及居民消费（特别是服务消费）有望逐步替代地产、基建投资，成为经济进一步复苏的主要驱动力。他预计，四季度中国经济复苏将会延续，GDP 增速或达 6%以上。

国家信息中心祝宝良预计，2020 年四季度经济增长 5.5%左右，全年经济增长 2.1%左右。由于 2020 年的低基数影响，2021 年我国经济会出现补偿性增长。2020 年以来，我国采取的宏观调控政策的滞后效应仍会对 2021 年经济起到推动左右，我国疫情防控经验和效果不断提高，

企业和市场信心有所增强，我国经济会继续恢复。预计 2021 年我国经济增长 8%左右，全年出现前高后低态势，其中一季度经济增速会达到两位数。

如是金融研究院管清友表示，从趋势上看，经济继续弱复苏，四季度大概率还会延续。结合金融数据来看，复苏还在继续，预计四季度单季增速会超过 5%，全年增速在 2.5%左右。从结构上看，地产是绝对主力，消费整体不佳，成色一般。经济下行的时候，依然靠的是投资拉动来进行逆周期调节，其中贡献最大的是房地产。从力度和节奏上看，整体偏弱，持续性不强。由于货币政策和地产政策相对克制，结果导致经济增速也在边际放缓，复苏持续性不会太强，明年经济可能重新回落。

二、物价：CPI 同比降至 0.86%；PPI 同比升至-1.97%

经济学家们预计通胀压力将继续下行，他们对 10 月 CPI 同比增速的预测均值为 0.86%，较统计局公布的 9 月值（1.7%）下降 0.84 个百分点。参与调研的 23 位经济学家中，如是金融研究院管清友给出了最大的预测值 1.6%，而最小值 0.4%来自兴业银行鲁政委。

10 月 PPI 同比增速的预测均值为-1.97%，高于统计局公布的上月值（-2.1%）。其中预测最高值-1.2%来自如是金融研究院管清友，最低值-2.3%来自海通证券姜超。

长江证券伍戈表示，价格方面，海外疫情升级使得原油价格修复缓慢，工业品价格通缩时间预计再度延长。国内教育、文化、娱乐和家庭服务等核心通胀领域的价格加速修复，这与服务业回暖加快的趋势相一致。房租等价格也已止跌企稳，折射出民生和就业的逐步改善。尽管如

此，猪肉产能明显增加下猪价回落，叠加去年高基数因素，四季度 CPI 将加速下行。

9 月最佳预测经济学家 10 月预测（CPI）：

伍戈：0.5%

谢亚轩：0.9%

周雪：0.7%

9 月最佳预测经济学家 10 月预测（PPI）：

姜超：-2.3%

三、社会消费品零售总额：增速预测均值为 4.92%

统计局公布的 9 月社会消费品零售总额同比增速为 3.3%，经济学家们预计 10 月数据将升至 4.92%。其中，6.3%的最大值来自英大证券郑后成，如是金融研究院管清友给出了最小值 3.15%。

英大证券郑后成表示，社会消费品零售总额当月同比的走势，是目前宏观经济的焦点之一。虽然 2 季度居民部门杠杆率升至 59.70%，创 1998 年 1 季度有数据记录以来新高，叠加 CPI 当月同比大概率在 10 月、11 月加速下行，利空消费增速，但是我们继续看多消费增速：一是宏观经济逐季向好，城镇调查失业率在目前的基础上尚有下行的空间，居民收入增速大概率得到修复；二是新冠肺炎疫情得到实质性控制；三是包括货币政策、财政政策以及消费刺激政策等宏观经济逆周期调节政策尚

未退出；四是10月黄金周、11月双十一以及12月双十二对消费有较大拉动作用；五是消费者信心指数持续修复。基于以上分析，他坚持4季度消费增速大概率稳步向好的观点，且认为消费增速在4季度的表现将显著优于3季度。值得提醒的是，我们看好4季度消费增速，但是9月社会消费品零售总额累计同比仅录得-7.20%，按照目前的趋势，年内社会消费品零售总额累计同比实现转正的可能性较低。

四、工业增加值：增速预测均值降至6.41%

调研结果显示，10月工业增加值同比增速预测均值为6.41%，较统计局公布的9月值（6.9%）下降了0.49个百分点。其中，如是金融研究院管清友给出了最大预测值7.5%，兴业银行鲁政委给出了最小预测值5.5%。

植信投资研究院连平表示，10月工业增速将有所放缓。一方面，国内经济复苏态势明朗能够保证工业生产的供给两端维持正常增长水平，制造业出现“用人荒”表明需求仍然旺盛。另一方面，多项高频数据显示工业生产转弱。10月前三周，因多个高炉进行检修使得全国铁矿高炉开工率及产能利用率持续小幅下滑，铁水产量仍持续小幅下滑，生产积极性较前期下降，铁矿需求或将边际走弱；CME预估10月挖掘机（含出口）销量的同比增速有望达到48%左右，虽然仍在高速增长，但增速较前几个月相比明显下滑；10月中上旬的乘用车产量增速也较9月出现下降。此外，海外疫情反弹对于海外需求会产生一定影响，拖累部分外贸生产企业。加之9月基数创下一年半新高，10月工业增速放缓可能性较大。预计增长6.5%。

五、固定资产投资增速：预测均值上升 0.79 个百分点

经济学家们对 10 月固定资产投资增速的预测均值为 1.59%，较统计局公布的 9 月值（0.8%）上升 0.79 个百分点。其中，海通证券姜超给出了最高值 2.2%，如是金融研究院管清友给出了最低值 1%。

兴业银行鲁政委表示，10 月份固投增速将继续提升，但结构略显分化。基建方面，第三季度基建增速不及预期，但也为基建项目、资金准备提供了一定时间，预计本月基建单月增速有望较 9 月实现小幅反弹。房地产投资方面，新开工面积、施工面积短期下行影响建安投资，年初土地成交费下行亦拖累近期土地投资读数，预计本月房地产投资单月增速或高位回落。制造业投资方面，当前供需两旺支持制造业投资单月同比延续正增长。

9 月最佳预测经济学家 10 月预测（固定资产投资累计增速）：

程实：1.5%

王涵：1.6%

郑后成：1.6%

周雪：1.6%

六、房地产开发投资：增速预测均值为 6.04%

调研结果显示，10 月房地产开发投资累计增速的预测均值为 6.04%，高于统计局公布的 9 月值（5.6%）。参与调研的经济学家中，植信金融研究院连平给出了最高值 6.7%，工银国际程实给出了最低值 5.2%。

招商银行丁安华表示，整体来看，受房地产市场景气度延续带动，9月房地产投资仍具韧性，年内有望继续保持较高增速。不过由于“房住不炒”的总基调未发生变化，调控政策不断加码，将对房地产投资增速进一步上行构成制约。我们仍然维持房地产“上有顶，下有底”的判断。

9月最佳预测经济学家10月预测(全国房地产开发投资累计增速):

郑后成: 6.2%

七、外贸：10月贸易顺差高于上月

7日公布的10月贸易数据显示，以美元计价的出口同比11.4%，好于经济学家们的预期（9.23%）和前值9.9%；进口同比4.7%，低于预期（9.7%）和前值13.2%；贸易顺差584.4亿美元，超过预期（425.53亿美元）和前值370亿美元。

兴业证券王涵表示，全球经济恢复是带动出口强劲的主要因素。自9月中国、韩国进口同步改善，反映全球产业链恢复势头较好，支撑我国进出口同步改善。10月我国出口增速继续改善，分产品看，10月防疫用品对出口拉动继续回落，相较5月最高点接近5%，当前已不足1%；与产业链和经济生产更相关的机电产品对出口拉动继续走高至7.59%，此外其他产品对出口拉动也继续上行。分国别或区域组织看，对美国、欧盟、日本出口拉动继续上行，对东盟、韩国出口拉动小幅回落。数据反映当前全球产业链改善趋势仍在强化，外需恢复继续带动我国出口高

位上行。

八、新增贷款：预测均值降至 8542.38 亿元

经济学家们预测，10 月新增贷款将由 9 月的 19000 亿元下降至 8542.38 亿元。其中，最低预测值 6000 亿元来自德商银行周浩，最高预测值 17500 亿元来自如是金融研究院管清友。

民生银行黄剑辉表示，企业贷款方面，商业银行 MPA 考核导致中长期企业贷款占比上升，支持基建、制造业投资需求。但房地产投融资降温和企业票据融资仍是信贷增长拖累项；居民贷款方面，网络消费稳步增长的趋势下，十一假期消费叠加双十一购物节前置，居民消费贷款规模有望进一步提升。但本月工作日较去年同期少两天，制约银行放贷规模。预计 10 月新增信贷 7500 亿元左右，同比多增 900 亿元。

九、社会融资总量：预测均值降至 1.48 万亿元

调研结果显示，10 月社会融资总量预测均值为 1.48 万亿元，低于央行公布的 9 月数据（3.48 万亿元）。

兴业银行鲁政委表示，在社融方面，10 月政府债券和企业债券净融资均较 9 月回落，或带动新增社融规模下降至 1.36 万亿，但社融增速或进一步上升至 13.7%。

十、M2：增速预测均值为 10.8%

经济学家们预计 10 月 M2 同比增速为 10.8%，低于上月公布数据（10.9%）。其中，海通证券姜超给出了最大值 11.4%，如是金融研究院管清友给出了最小值 9.8%。

招商证券谢亚轩预计，10 月 M2 同比增速回落至 10.5%，M1 同比小

幅回落至 8.0%，信贷投放约 7500 亿，新口径社融规模约 8000 亿。10 月以来，资金利率略有下降，政府负债增速基本保持平稳。商品价格方面，国内的南华综合指数 10 月以来出现小幅回升，CRB 现货综合指数上涨势头放缓。整体来看，家庭和非金融企业两大私人实体部门后续负债增速已经没有进一步上升的空间，政府虽仍有扩表空间，但对于实体部门整体负债增速的拉动有限。他预计，10 月金融数据（M2 同比、贷款余额同比、社融余额同比）或较 9 月稳中略降，后续上升空间已微乎其微。

十一、利率&存款准备金率：利率及存准预计维持不变

经济学家们预计未来货币政策将保持稳健，11 月一年期 LPR 利率、存款基准利率和存款准备金率均不会发生变化。

招商银行丁安华认为，政策操作上，年内降准降息概率进一步下降。央行将通过 OMO/MLF 操作保持流动性处于合理充裕水平；资金利率方面，预计年内继续大幅攀升的概率较低，总体将围绕公开市场操作利率波动；贷款利率年内仍有下行空间，预计主要通过压降贷款利率加点（贷款利率 LPR）实现，并引导银行减少收费以降低综合融资成本。

十二、汇率：本月底人民币将升值，上调对年末汇率的预期

经济学家们预计 11 月底人民币对美元将较 10 月底数据（10 月 30 日人民币对美元中间价为 6.7232）升值至 6.69，对年底人民币对美元中间价的预期则从上月底的 6.8 上调至 6.71。

植信投资研究院连平认为，人民币汇率仍处于升值趋势中，但双向波动态势愈发明显。十一国庆长假后，汇率跳升近 1000 个基点，之后

平稳，很快又回到升值通道，至近日，汇率出现一定幅度的贬值。从贸易顺差、资本项下净流入、货币当局的监管态度综合来看，未来一个时期人民币汇率可能还将维持双向波动，同时小幅升值的趋势。

十三、官方外汇储备：10月底公布数据为31279.8亿美元

国家外汇管理局7日发布数据显示，截至2020年10月末，我国外汇储备规模为31279.8亿美元，较9月末（31425.6亿美元）下降145.8亿美元，降幅为0.46%，低于经济学家的预期（预测均值为31525.18亿美元）。

民生银行黄剑辉表示，从汇率因素来看，10月美元指数微幅上涨0.18%，主要非美元货币汇率有涨有跌，对外汇储备影响较小。从债券价格来看，主要国家债券收益率上涨，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，估值变动对汇储备影响为负。从跨境资本流动来看，北向资金终止了连续2个月以来的净流出趋势，10月份累计净流入0.23亿元，会对外汇储备形成支撑。

十四、政策展望：货币政策稳健中性，财政政策积极精准

工银国际程实表示，从注重量和速的增长到强调升维发展是重要的转折：其一，在疫情外生冲击和逆全球化结构性压力叠加的大背景下，要在未来的经济转型期破解全球存量博弈的陷阱，构建双循环是打造系统竞争力的重要举措；其二，升维发展的基础仍然是改革开放，通过制度创新推动关键领域改革将促进要素自由流动、提升资源配置效率，为创造新一轮微观激励奠定基础；其三，站在20年代的新起点，主要国

家经济、金融、治理能力将接受全方位检验，科技创新的引领、稳定协调的发展会锻造出软硬实力升维竞争的新赛道。

海通证券姜超表示，货币回归稳健中性。进入 20 年下半年以来，随着国内经济持续回暖，货币政策较此前“紧急性宽松”逐步回归常态化，整体延续稳健基调。8、9 月社融数据连续超预期，预计年内货币与社融增速后续依然趋升，货币转松可能性持续下降。而现阶段货币政策收紧也缺乏条件，对于宏观杠杆率过快上行可能推动货币收紧的担忧，央行也表示“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升”、“明年杠杆率更稳一些”，因而央行短期也不会因宏观杠杆率上升而收紧货币去杠杆。现阶段货币政策稳定性有望延续。财政积极精准有为。随着减税降费等助企纾困政策加快落实，经济持续稳定恢复，带动全国财政收入增长逐月好转。而年初几个月受疫情影响，部分项目支出进度比去年同期放缓，加上各级政府严格落实过紧日子的要求，压减非急需非刚性支出，全国财政支出增速有所下降，但重点领域支出仍得到了有力保障。近期国常会要求进一步抓好财政资金直达机制落实，更好发挥积极财政政策效能。会议提出，要研究建立常态化的财政资金直达机制，扩大直达资金范围。财政资金更多直达基层，将使得财政政策更加积极精准有为，也在很大程度上缓解央地财权事权不相匹配的矛盾，对经济复苏提供有力保障。

本期“第一财经首席经济学家月度调研”23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

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、首席经济学家

康勇：毕马威中国首席经济学家

花长春：国泰君安证券研究所全球首席经济学家

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

李迅雷：中泰证券首席经济学家

李文龙：环亚数字经济研究院首席经济学家

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

鲁政委：兴业银行首席经济学家

王涵：兴业证券首席经济学家

温彬：民生银行首席研究员

伍戈：长江证券首席经济学家

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

郑后成：英大证券研究所所长

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

朱海斌：摩根大通首席经济学家

祝宝良：国家信息中心经济预测部主任、首席经济师

