



Committed to Improving
Economic Policy.

Survey Report

2020.12.7 (Y-Research SR20-241)

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11月)

信心指数创年内新高 债券违约潮将重塑投资逻辑

摘要

2020年12月“第一财经首席经济学家信心指数”为53.57，创年内新高，经济学家们均预计未来一个月我国经济将持续向好。

经济学家们对11月CPI同比增速的预测均值低于上月，PPI同比增速预测均值较上月上升，工业增加值同比增速预测均值有所下降，投资预测均值高于上月，消费预测均值持续上升。今天公布的贸易顺差超经济学家预期。

经济学家们预计未来货币政策将保持稳健，12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，11月新增贷款、社融总

量和 M2 同比增速均有所上升。

经济学家们对年底人民币对美元的预测均值为 6.56，将较 11 月底数据（11 月 30 日人民币对美元中间价为 6.5782）升值，他们对明年年底人民币对美元中间价的预测均值为 6.58。

11 月以来，信用债违约风暴来临，对此，经济学们表示本轮违约潮暴露出宏观流动性边际收紧预期下金融脆弱性的提升，有一定必然性，短期对股债市场带来影响，但对整体宏观经济与金融体系的冲击较为有限，随着监管层出售维护市场秩序，未来信用债投资逻辑将被重塑。

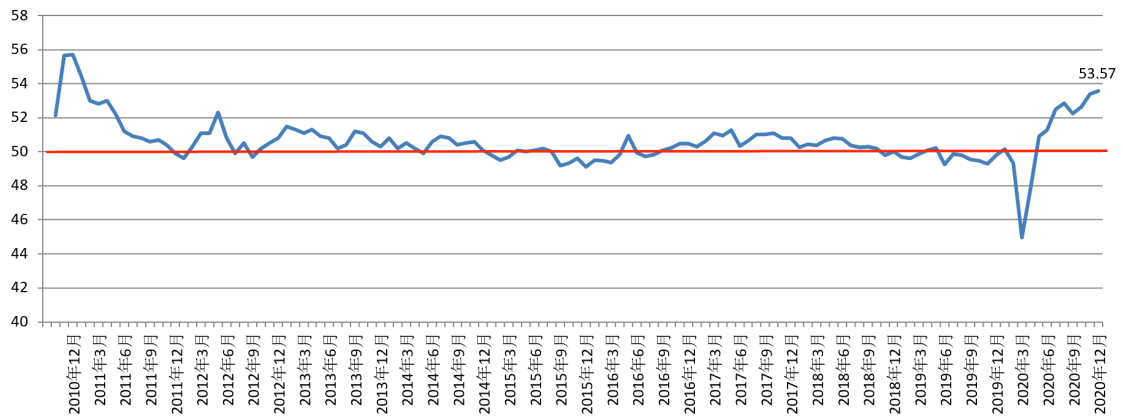
表 1 第一财经首席经济学家调研结果（2020 年 11 月）

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 12 月）	53.38	53.57	52.00	51.00 ~ 70.00
11 月 CPI 同比（%）	0.50	0.03	0.00	-0.30 ~ 0.30
11 月 PPI 同比（%）	-2.10	-1.72	-1.80	-2.00 ~ -1.20
11 月社会消费品零售总额同比（%）	4.30	5.70	5.90	4.50 ~ 6.60
11 月工业增加值同比（%）	6.90	6.92	6.95	6.50 ~ 8.00
11 月固定资产投资累计增速同比（%）	1.80	2.62	2.60	2.20 ~ 3.00
11 月全国房地产开发投资累计增速同比（%）	6.30	6.69	6.75	5.80 ~ 7.30
11 月贸易顺差：亿美元	584.40	522.51	537.00	400 ~ 601
11 月出口同比（%）	9.50	11.35	11.55	5.50 ~ 16.60
11 月进口同比（%）	4.70	5.49	5.05	1.50 ~ 12.00
11 月新增贷款：亿元	6898.00	13912.55	14597.50	8000 ~ 16528
11 月社会融资总量（万亿元）	1.42	2.02	2.10	1.50 ~ 2.35
11 月 M2 同比（%）	10.50	10.54	10.60	10.00 ~ 10.80
11 月末官方外汇储备（万	31426	31356.44	31415	30000 ~ 31650

亿美元)				
12月末存款基准利率 (%)	1.50	1.50	1.50	1.50
12月末1年期LPR (%)	3.85	3.99	3.85	3.85
12月末存款准备金率 (%)	12.50	11.50	12.50	11.50
12月末人民币对美元		6.56	6.55	6.40 ~ 6.91
2021年末人民币对美元		6.58	6.60	6.20 ~ 7.20

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：创年内新高

2020年12月“第一财经首席经济学家信心指数”为53.57，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。环亚数字经济研究院李文龙认为，年底前整体恢复会继续保持较为强劲的态势。12月份的经济活动可以完全恢复到去年同期的活跃程度。预计四季度GDP增速5.5%，全年GDP增速2.6%。传统的三驾马车均发挥了显著的提升作用，尤其是出口的带动作用明显，但这种趋势将在2021年下半年逐步减退。

如是金融研究院管清友表示，PMI较上月上升0.7个百分点，复苏节奏明显加快，大超预期。考虑到低基数效应和复苏惯性，明年上半年经济增速仍处于相对高位，三季度货币政策释放的信号就很明确，维持紧平衡，从总量宽松转向结构优化。

中国银行陈卫东预测，展望2021年，全球经济复苏面临三大制约，预计疫情影响仍将在上半年延续，下半年才能真正走向复苏。进入后疫情时代，全球经济可能呈现“三低、三新”特征，在低增长、低利率、低投资中酝酿新力量、新趋势和新秩序。2021年是中国实施“十四五”规划的开局之年，政府将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境，加上低基数因素，经济增速很可能恢复至正常增长水平以上，预计2021年GDP增长率在7.5%左右。

二、物价：CPI 同比预测均值降至 0.03%；PPI 同比预测均值升至-1.72%

经济学家们对 11 月 CPI 同比增速的预测均值为 0.03%，较统计局公布的 10 月值（0.5%）下降 0.47 个百分点。参与调研的 24 位经济学家中，招商证券谢亚轩给出了最大的预测值 0.3%，而最小值-0.3%来自瑞银集团汪涛。

11 月 PPI 同比增速的预测均值为-1.72%，高于统计局公布的上月值（-2.1%）。其中预测最高值-1.2%来自毕马威康勇，最低值-2%来自中国银行陈卫东。

长江证券伍戈表示，价格方面，前期疫情、汛情延误及冷冬预期等因素，使得集中赶工需求犹存。加之原材料库存已至低位，PPI 回升趋势依然。经历数月下行后，CPI 近期可能触及年内底部。未来寒冷天气或将拉动食品价格企稳上行，节日需求也将对冲猪肉产能增加的压力，交通等服务价格延续修复。考虑基数等因素，明年春节后通胀有望步入温和上行通道。

10 月最佳预测经济学家 11 月预测（CPI）：

丁爽：-0.1%

伍戈：0%

10 月最佳预测经济学家 11 月预测（PPI）：

鲁政委：-1.7%

郑后成：-1.5%

三、社会消费品零售总额：增速预测均值为 5.70%

统计局公布的 10 月社会消费品零售总额同比增速为 4.3%，经济学家们预计 11 月数据将升至 5.70%。其中，6.6% 的最大值来自兴业银行鲁政委，渣打银行丁爽给出了最小值 4.5%。

兴业证券王涵表示，消费或继续回升。国内疫情防控好，疫情对消费的拖累逐渐减弱，零星疫情事件可能略有扰动；经济逐渐恢复，也支撑消费继续回暖，当然服务消费恢复可能仍慢一些。预计社会消费品零售额同比继续改善。

10 月最佳预测经济学家 11 月预测（社会消费品零售总额）：

温彬：5.5%

四、工业增加值：增速预测均值升至 6.92%

调研结果显示，11 月工业增加值同比增速预测均值为 6.92%，较统计局公布的 10 月值（6.9%）上升了 0.02 个百分点。其中，海通证券姜超给出了最大预测值 8%，植信投资研究院连平、招商证券谢亚轩、国家信息中心祝宝良、野村国际陆挺给出了最小预测值 6.5%。

海通证券姜超预计，11 月工业增加值同比增长 8.0%。11 月全国制造业 PMI 显著上行至 52.1%，创 17 年 10 月以来新高，也是 13 年以来同期新高，指向制造业景气走高。主要分项指标中，需求、生产双双回升、价格上涨、库存回补。从中观高频数据看，11 月样本钢企钢材产量同比

增速也较 10 月回升。

五、固定资产投资增速：预测均值上升至 2.62%

经济学家们对 11 月固定资产投资增速的预测均值为 2.62%，较统计局公布的 10 月值（1.8%）上升 0.82 个百分点。其中，工银国际程实和海通证券姜超给出了最高值 3%，民生银行温彬给出了最低值 2.2%。

民生银行黄剑辉表示，11 月以来，企业盈利回升，价格逐步回暖，房企加快周转，都对投资增速的回升起到了支撑作用。预计 1-11 月固定资产投资累计增速将由上期的 1.8% 进一步回升至 2.4%。

10 月最佳预测经济学家 11 月预测（固定资产投资累计增速）：

康勇：2.8%

朱海斌：2.8%

六、房地产开发投资：增速预测均值为 6.69%

调研结果显示，11 月房地产开发投资累计增速的预测均值为 6.69%，高于统计局公布的 10 月值（6.3%）。参与调研的经济学家中，国家信息中心祝宝良给出了最高值 7.3%，如是金融研究院管清友给出了最低值 5.8%。

英大证券郑后成表示，2021 年房地产投资增速不会太慢。12 月 3 日韩正副总理在住房城乡建设部召开座谈会。结合韩正副总理的讲话，他认为 2021 年房地产投资增速不会太慢，依据主要有以下三点。第一点，韩正副总理指出，要“加强住房保障体系建设，有效扩大保障性租

赁住房供给”，而保障性租赁住房供给是房地产投资的一部分，“有效扩大保障性租赁住房供给”将对房地产投资增速形成支撑。第二点，韩正副总理指出，“紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，坚持因城施策、一城一策，夯实城市主体责任”，可见，“稳”依旧是房地产市场调控的主基调，“推动房地产市场平稳健康发展”是中央政府的目標，而“因城施策、一城一策”是“稳”的手段之一。第三点，韩正副总理指出，“要处理好基本保障和非基本保障的关系，要处理好政府和市场的关系，要处理好中央和地方的关系”，具体指出要“积极运用市场化手段”，以及“坚持不搞‘一刀切’，鼓励和引导地方政府因地制宜”等，这就意味着在“稳”这一根本目标之下，非基本保障、市场以及地方三者将承担起“稳”的重要职责。

七、外贸：11月贸易顺差公布值超经济学家预期

今天公布的11月以美元计价的贸易顺差为754.2亿美元，远超经济学家们的预测均值（522.51亿美元），同时公布的出口数据为21.1%，进口数据为4.5%，经济学家们的预测均值分别为11.35%和5.49%。

招商证券谢亚轩表示，出口方面，发达国家PMI指数保持上涨，国外经济恢复是我国出口的基本面，10月出口保持高位的边际因素主要是疫情反复带来防疫物资景气和传统需求的不断改善，而后者已有接力防疫物资成为主导出口增长的趋势。从出口产品类别看，防疫物资规模仍在，边际带动作用减弱，医疗仪器及器械仍维持较高增速水平，玩具、家具、服装、灯具照明等传统产品出口增长明显。11月，海外经济恢复仍然是出口的支撑因素，考虑年末翘尾效应、新兴经济体供应能力逐步

恢复进而削弱出口替代需求等，综合预计 11 月份出口将高位回调。进口方面，10 月进口增速低于预期，背后原因是国内需求趋于缓和、大宗商品价格波动带来相关产品进口下降等。另一方面，国外恢复供应能力和国内经济向好步入正常轨道是进口的支撑因素。从历年经验看，进口并不具有大涨大跌的波动性，相对比较稳定。预计 11 月进口将有所上升，主要看中美第一阶段经贸协议和大宗商品价格带来的增量效果及季节性因素。综合预计 11 月出口、进口同比增速分别为 8.4% 和 6.1%，贸易顺差收窄至 445 亿美元，进出口总额增速与 10 月相比有所回落。

八、新增贷款：预测均值升至 13912.55 亿元

经济学家们预测，11 月新增贷款将由 10 月的 6898 亿元上升至 13912.55 亿元。其中，最低预测值 8000 亿元来自中国银行陈卫东，最高预测值 16528 亿元来自摩根大通朱海斌。

兴业银行鲁政委表示，在信贷方面，随着经济的复苏，实体经济融资需求有望继续好转，加之 11 月贷款通常会出现季节性的上升，预计 11 月新增人民币贷款 1.52 万亿。

九、社会融资总量：预测均值升至 2.02 万亿元

调研结果显示，11 月社会融资总量预测均值为 2.02 万亿元，高于央行公布的 10 月数据（1.42 万亿元）。

海通证券姜超表示，根据全年政府债券发行计划，政府债将继续保持多增，而贷款利率低位，加上制造业投资回升和消费需求修复，仍将支撑企业居民部门的信贷扩张，预计社融和 M2 增速均有望保持高位。他预计，11 月新增信贷规模 12000 亿元，新增社融 21900 亿元，M2 增

速回升至 10.8%。

十、M2：增速预测均值为 10.54%

经济学家们预计 11 月 M2 同比增速为 10.54%，高于上月公布数据（10.5%）。其中，海通证券姜超给出了最大值 10.8%，如是金融研究院管清友给出了最小值 10%。

兴业银行鲁政委认为，在 M2 方面，10 月财政存款超季节性增长导致 M2 同比出现回落。进入 11 月后，财政投放进度有望加快，政府债券融资规模也有所回落，或使 M2 同比上升。

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，12 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。

植信金融研究院连平表示，11 月和 12 月央行货币政策变动的可能性很小。今年年末至明年一季度国内外的疫苗将逐步上市，疫苗上市之后预计部分服务业的活动将进一步改善，从而拉动服务业的回升。未来需关注货币政策是否会有所调整。

十二、汇率：本月底人民币将升值，明年末汇率预期为 6.58

经济学家们预计年底人民币对美元将较 11 月底数据（11 月 30 日人民币对美元中间价为 6.5782）升值至 6.56，他们对明年年底人民币对美元中间价的预期为 6.58。

民生银行黄剑辉表示，11 月以来，人民币汇率延续升值态势。我国经济复苏势头全球领先，并继续加大对外开放力度，是人民币汇率本轮升值的主要驱动因素。

十三、官方外汇储备：预计 11 月底外汇储备为 31356.44 亿美元

经济学家们预计 11 月底官方外汇储备为 31356.44 亿美元，高于上月底官方公布数据（31426 亿美元）。

十四、政策展望：积极的财政政策和稳健的货币政策将继续

国家信息中心祝宝良表示，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。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，尽管财政纾困政策，如减、免、缓社保的政策会逐步退出，其他政策料将保留，以保持宏观调控政策的连续性和有效性。

工银国际程实认为，顺势而观，从“内循环”看中国，在摆脱疫情拖累之后，消费新动力与投资新重心有望形成共振，有力推动内需扩张。从“外循环”看中国，得益于出口新韧性与人民币资产新角色，中国经济与全球体系的纽带有望趋于巩固。从政策面看中国，货币政策的重回常态、积极财政的“减额增效”以及改革开放的提速深化，料将推动经济治理从逆周期向跨周期转型。顺势而动，立足于“双循环”新格局，2021 年人民币资产有望展现更为丰富的新魅力。上半年经济率先复苏所释放的周期性力量，以及下半年改革红利所驱动的成长性机遇，有望交替夯实人民币资产在全球视野下的相对优势。

十五、热点问题预测与判断

11月以来，信用债违约风暴突袭。对此，经济学家们表示本轮违约潮暴露出宏观流动性边际收紧预期下金融脆弱性的提升，有一定必然性，短期对股债市场带来影响，但对整体宏观经济与金融体系的冲击较为有限，随着监管层出手维护市场秩序，未来信用债投资逻辑将被重塑。

环亚数字经济研究院李文龙认为，债务违规反映了部分企业长期存在的问题在疫情背景下的集中爆发，也反映了流动性管理存在的突出问题，但总体对宏观经济与金融体系的冲击有限，加强流动性灵活支持对防止流动性枯竭导致的违约问题有一定的积极预防作用。

京东金融沈建光表示，未来货币政策要把握好退出的节奏和力度。一是从实体经济角度出发，货币政策不宜立即转向；二是要合理做好部分特殊政策的过渡安排；三是应高度关注金融系统脆弱性。

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、首席经济学家

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：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

沈建光：京东集团副总裁，京东数科首席经济学家、研究院院长

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

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