



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Survey Report

2021.12.7 (Y-Research SR21-054)

何啸/第一财经研究院研究员

hexiao@yicai.com

[www.cbnri.org](http://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 (2021年11月)

## 12月信心指数重回50线上，降准强化稳增长信号

### 摘要

12月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.04，在经历了两个月的下降后，本月该指数重回50荣枯线以上，经济学家们预计未来一个月我国经济将维持复苏趋势，未来仍存在一定下行压力。

物价方面，经济学家们对11月CPI同比增速的预测均值为2.4%，PPI同比预测均值为12.03%。投资与消费方面，11月固定资产投资累计增速预测均值为6.38%，社会消费品零售总额同比增速预测均值为

4.44%。贸易方面，11月贸易顺差预测均值为822.41亿美元，进出口数据虽有下降，但仍保持强劲。

据央行网站最新消息，金融机构存款准备金率将于12月15日下调0.5个百分点。经济学家们认为未来一个月我国存贷款基准利率变化的可能性较小。受季节因素影响，他们对11月新增贷款预测均值为15348.94亿元，11月社融总量预测均值为2.54万亿，M2同比增速预测均值为8.61%。

本次调研中，经济学家们对年底人民币对美元汇率的预测均值为6.40。同时，他们认为到明年年底时，人民币对美元汇率将会下调至6.52。

### 第一财经首席经济学家信心指数

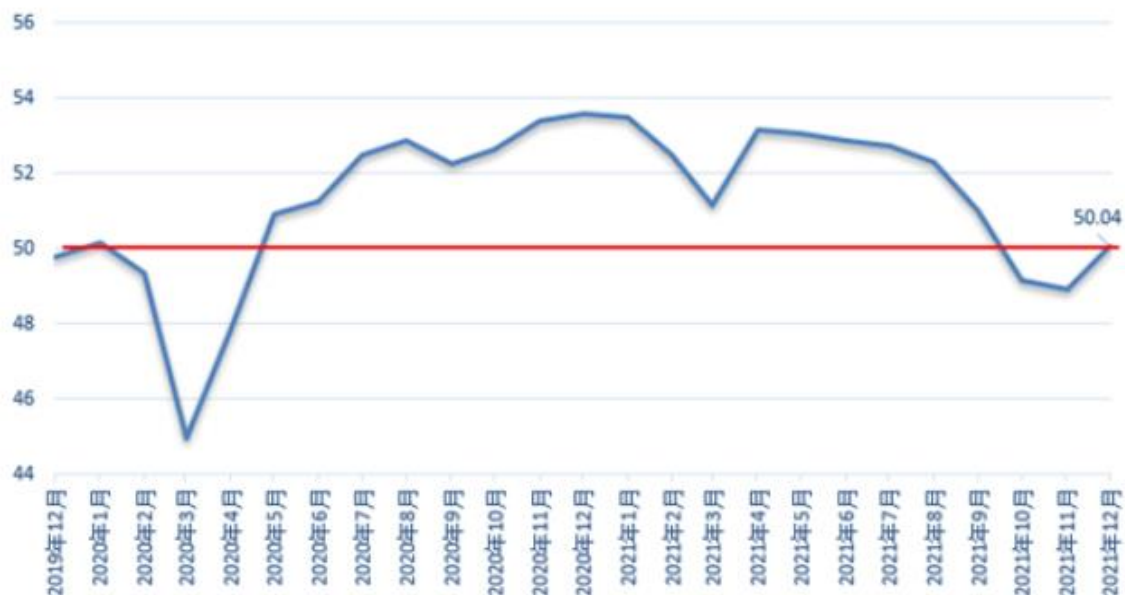


表 1 第一财经首席经济学家调研结果（2021 年 11 月预测）

指标	10 月公布值	2021 年 11 月 预测均值	2021 年 11 月 预测中位数	2021 年 11 月预测 区间
信心指数（2021 年 12 月）	48.93	50.04	50	49.5 ~ 50.5
CPI 同比（%）	1.5	2.4	2.45	1.6 ~ 3.3
PPI 同比（%）	13.5	12.03	12	10.8 ~ 13.5
社会消费品零售总额同比（%）	4.9	4.44	4.6	2.5 ~ 6.2
工业增加值同比（%）	3.5	3.62	3.7	2.5 ~ 4
固定资产投资累计增速同比（%）	6.1	5.33	5.2	4 ~ 6
全国房地产开发投资累计增速 同比（%）	7.2	6.21	6.25	5.6 ~ 7
贸易顺差（亿美元）	845.4	822.41	823.8	590 ~ 916
出口同比（%）	27.1	17.88	18	12.4 ~ 25
进口同比（%）	20.6	20.12	20	11.6 ~ 27
新增贷款：亿元	8262	15348.94	15575.5	13000 ~ 16300
社会融资总量（万亿元）	1.59	2.54	2.69	1.8 ~ 2.8
M2 同比（%）	8.7	8.61	8.6	8 ~ 8.9
存款基准利率，%（2021 年底）	1.50	1.5	1.5	1.5
1 年期 LPR，%（2021 年底）	3.85	3.85	3.85	3.85
大型金融机构存款准备金率，% （2021 年底）	12	11.5	11.5	11.5
人民币对美元（2021 年底）	—	6.4	6.4	6.35 ~ 6.5
人民币对美元（2022 年底）	—	6.52	6.5	5.9 ~ 6.8
官方外汇储备（亿美元）	32176	32210.94	32106	31970 ~ 32500

## 正文

### 一、信心指数：12月信心指数为50.04

本期“第一财经首席经济学家信心指数”为50.04，该指数距今已连续发布超过11年。在经历前两个月的下降后，本月该指数回升至50荣枯线以上，经济学家们预计12月我国经济将维持复苏趋势，未来仍存在一定下行压力。

招商银行丁安华认为，中国经济的主要矛盾是“滞”而不在于“胀”，基准情形下明年增速为5.2%。出口增速和房地产投资或将明显下滑，制造业投资动能边际衰减，消费或将延续弱式复苏。虽然在基建和新经济领域存在积极因素，但总体上经济下行压力不小。通胀形势相对稳定可控，明年全年PPI增速有望回落至3.9%，CPI全年增速小幅上行至2%左右。

交通银行唐建伟表示，2021年中国经济复苏动能减弱。2021年经济增速放缓，“滞”的压力有所上升。三季度宏观数据全面走低，GDP同比与环比增速都在回落。制造业PMI与非制造业PMI走势较弱，制造业PMI已经再次落入荣枯线以下。三大订单指数全部回落且都低于荣枯线，新订单指数创2013年以来同期新低，表明市场需求放缓，经济增长动能在减弱。预计2021年全年中国经济增速在8.2%左右。

京东金融沈建光认为，高质量发展要求下，中国经济呈现四大亮点，第一，供应链优势使得出口维持高景气，累计同比超过30%；第二，高

技术制造业投资高增，累计同比保持在 23.5%；第三，财政发力尚存空间，截至 10 月，公共财政支出仅完成全年预算的 77.5%，低于疫情前水平；第四，数字经济地位越发突出，当前中国数字经济规模位居世界第二，占 GDP 比重为 38.6%。

## 二、物价：11 月 CPI 同比预测均值为 2.4%，PPI 同比预测均值为 12.03%

经济学家们预期 11 月全国 CPI 同比数据为 2.4%，高于上月统计局的公布值（1.5%），最大预测值 3.3%来自招商证券罗云峰，最小值 1.6%来自毕马威康勇。PPI 同比预测均值为 12.03%，低于上月公布数据（13.5%），最高预测值 13.5%来自兴业证券王涵，最低值 10.8%来自德商银行周浩。

长江证券伍戈认为，价格方面，保供稳价叠加需求下滑，驱动 PPI 筑顶回落。电厂存煤量达到历史高位，粗钢产量前期已得以压降，年末限产压力有所缓解。地产下行加之施工淡季，黑色系价格趋弱。新能源需求及铜、铝低库存等因素仍将支撑有色价格韧性。疫情复发下全球出行再生波折，原油短期供需双弱。上游价格虽回落，但向 CPI 传导未停歇。

经济学家们对 11 月社会消费品零售总额同比增速的预测均值为 4.44%，低于上月 4.9%的公布值。其中，6.2%的最大值来自海通证券梁中华，兴业证券鲁政委给出了最小值 2.5%。

植信金融研究院连平认为，在双 11 交易额增速下滑、价格和疫情

反弹等因素的共同影响下，11月消费增速或将有所放缓。今年双11，两大销售平台的交易额较去年同期出现不同程度的下滑。价格因素对10月消费超预期增长功不可没，若剔除价格因素后，10月社会零售销售同比增长较9月下滑0.6个百分点。当前价格高企仍然对消费起到较大抑制作用。11月全国散发性的疫情反弹仍然对服务性消费的持续恢复产生不利影响。随着“缺芯”困境的逐步缓解，汽车供需两端改善明显，乘联会预计11月狭义乘用车零售销量186.0万辆，同比下降10.6%，较10月收窄。汽车消费约占整个消费的8%，因此汽车销售的回暖对消费有较大支撑。我国疫情防控效果较好，疫情大面积反复出现概率不大，因此随着商品消费和服务类消费的逐渐改善，消费整体复苏的趋势不变。但疫情散发性反复对于消费复苏动能强度和持续性的影响较大，且防御性储蓄导致消费倾向降低等因素亦对消费产生持续压制作用。据测算，房地产相关消费约占消费的10%，故若房地产投资下滑1.2个百分点，将拖累消费下行约0.12个百分点。综合来看，预计11月社会消费品零售增长4.0%，两年平均增长4.5%。

### 三、工业增加值：11月增速预测均值为3.62%

调研结果显示，11月工业增加值同比增速预测均值为3.62%，高于上月3.5%的公布值，其中，海通证券梁中华给出了最小值2.5%，国家信息中心祝宝良、招商银行丁安华、英大证券郑后成和工银国际程实给出了最大值4%。

招商证券罗云峰认为，重化工业生产低迷压制工业增速。尽管11

月国家电网宣布限电影响基本结束，浙江等地也发文取消有序用电措施，电力供应不再制约工业生产，但由于重化工业规模不断萎缩，即使采矿业和公用事业生产进一步恢复运行，也难以改变整体工业生产的弱势，预计11月工业增加值同比增长3.5%，与10月持平。

#### **四、固定资产投资增速：11月预测均值为5.33%**

经济学家们预计，11月固定资产投资增速均值为5.33%，低于统计局公布的上月值（6.1%）。其中，植信金融研究院连平、招商银行丁安华和德商银行周浩给出了最高值6%，兴业证券王涵给出了最低值4%。

兴业银行鲁政委认为，11月固定资产投资累计同比增速因基数原因仍趋下行，但当月两年平均增速或与10月基本持平。投资动能平稳，但投资结构调整预计仍将继续。11月份，房地产销售数据持续低迷，土地成交面积及溢价率持续走弱。在高频数据方面，水泥库存大幅回升提示建筑业需求疲软。房地产投资动能预计继续减弱。而前期工业产能利用率高位，加之工业企业利润增速改善，制造业投资增速仍将处于相对高位，支撑固定资产投资。自9月份以来，专项债月均发行额度均超过5000亿元，专项债发行放量有望小幅提振基建投资增速。综合来看，11月固定资产投资累计同比预计录得5.2%。

#### **五、房地产开发投资：11月增速预测均值为6.21%**

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6.21%。参与调研的经济学家中，德商银行周浩给出了最高值7%，英大证券郑后成和京东金融沈建光给出了最低值5.6%。

民生银行黄剑辉表示，房地产开发投资预计由 7.2% 回落至 6.5% 左右。100 个大中城市成交土地占地面积同比下降 64.1%，刷新统计以来最大降幅，房企拿地意愿继续低迷；30 个大中城市商品房成交面积同比下降 20.7%，连续两个月收窄，市场情绪略有缓和。11 月以来，监管层继续释放纠偏信号，开发贷和按揭贷发放进度均有加快，有望延缓房地产开发投资回落速度。

#### 六、外贸：11 月贸易顺差预测均值为 822.41 亿美元

经济学家们预计 11 月贸易顺差将由 10 月公布值 845.4 亿美元下降至 822.41 亿美元，进出口数据虽有下降，但仍保持强劲，其中出口同比预测均值为 17.88%，进口同比预测均值为 20.12%。

德勤中国许思涛认为，在过去一年多的时间里，外贸部门一直是推动经济稳步增长最有力的驱动力。尽管当前出现新变异株奥密克戎的威胁，但考虑到各国已积累了有效防疫经验，对于新变异病毒对经济复苏的冲击无需过于悲观。预计未来几个季度，中国出口尽管增速会放缓，但将保持增长势头。

#### 七、新增贷款：11 月新增贷款预测均值为 15348.94 亿

经济学家们预计，11 月新增贷款将由上月公布值（8262 亿元）大幅上升至 15348.94 亿元，调研中，最小值 13000 亿元来自国家信息中心祝宝良，最大值 16300 亿元来自海通证券梁中华。

兴业银行鲁政委表示，从信贷来看，11 月票据利率走低，票据利率与同期限 NCD 利率之间的倒挂程度进一步扩大，反映信贷额度充裕，但



有效融资需求依然疲弱。第三季度央行货币政策报告强调增强信贷总量增长的稳定性，因此信贷有望维持稳定的增长。他预计 11 月新增人民币贷款 1.60 万亿元左右。

#### 八、社会融资总量：11 月社融总量预测均值为 2.54 万亿

调研结果显示，11 月社会融资总量预测均值为 2.54 万亿元，较上月央行公布的 10 月数据（1.59 万亿元）上升。其中，德勤中国许思涛、民生银行黄剑辉、京东金融沈建光、招商证券罗云峰和招商银行丁安华给出了最大值 2.8 万亿元，国家信息中心祝宝良给出最小值 1.8 万亿元。

#### 九、M2：11 月增速预测均值为 8.61%

经济学家们预计，11 月 M2 同比增速从央行公布的 10 月水平 8.7% 降至 8.61%。其中，英大证券郑后成给出了最大值 8.9%，渣打银行丁爽给出了最小值 8%。

招商证券罗云峰表示，预计 11 月 M2 同比增速小幅回升至 8.8%，M1 同比增速亦小幅回升至 3.0%，信贷投放约 1.6 万亿元，新口径社融规模约 2.8 万亿元。10 月货币政策条件边际上略有松弛，高频数据显示 11 月整体保持平稳。我们再次强调之前的观点，即货币政策不具备持续放松的条件，如果货币政策进一步边际放松，金融让利实体和稳定宏观杠杆率两大重大政策调控目标将会受到冲击。

#### 十、利率&存款准备金率：月内利率水平调整的可能性较小

本期调研中，有 17 位经济学家给出了未来一个月我国存贷款基准利率及大型金融机构存准水平的预测，他们认为 12 月份利率指标变化

的可能性较小。

据央行网站最新消息，金融机构存款准备金率将于 12 月 15 日下调 0.5 个百分点。经济学家们认为“适时降准”释放了更强的稳增长信号。

### 十一、汇率：2021 年底人民币汇率预期均值为 6.40

11 月 30 日，人民币对美元汇率为 6.3794，经济学家们对年底人民币对美元汇率的预测均值为 6.40。同时，他们认为明年年底，人民币对美元汇率将会下调至 6.52。

植信金融研究院连平预计，人民币汇率双向波动弹性增强，短期保持强势。美元对人民币汇率 10 月初报 6.46，11 月 24 日录得 6.39，其间人民币升值 700 个基点。11 月，我国国际收支保持双顺差、货币政策基调稳健、中美经贸释放改善信号等因素，支撑人民币汇率稳定。10 月，我国贸易顺差额达 845.4 亿美元，连续 7 个月扩张并创 2017 年以来顺差纪录。银行结售汇顺差 165 亿美元，非银行部门涉外收支顺差 348 亿美元，顺差规模扩大。上半年非储备金融账户顺差 288 亿美元，国际收支维持双顺差格局。虽然美联储 Taper 落地，美元指数走强，但人民币汇率自三季度以来走势体现了“以我为主”的变动逻辑，现阶段美联储货币政策和美元指数变动等外生因素对人民币汇率影响有限。11 月中美首脑会晤增强正面预期，提振市场对人民币的信心，对人民币汇率有所支撑。

### 十二、官方外汇储备：11 月底预测均值为 32210.94 亿美元

经济学家们对我国 11 月末外汇储备规模的预测均值为 32210.94 亿

美元，稍高于 10 月末公布值（32176 亿美元）。

民生银行黄剑辉表示，11 月份，美元指数上涨 1.87%，主要非美元货币中，欧元、英镑兑美元分别贬值 1.93%、2.90%，日元对美元升值 0.78%；主要国家债券收益率下降，价格上升。综合考虑汇率折算和资产价格变化影响，外汇储备规模小幅下降。

### 十三、政策

工银国际程实认为，展望 2022 年，经济发展增质提效、宏观杠杆稳定可控和通胀价格分化收敛将是中国经济运行三个基本特征。基于此，中国将继续施行跨周期宏观调控政策，“松货币、紧信贷、宽财政”的政策搭配基调将长期维系，政策制定与执行将更加强调灵活精准、效率优先和目标导向。着眼更远的未来，2022 年将是中国迈向共富时代的承启之年，长期资源配置将以公平正义为主线，持续深化“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，积极构建双循环新发展格局，推动中国经济在高质量发展的道路上行稳致远。

海通证券梁中华认为，往前看，宏观经济、政策环境将从缩小版的“2018 年”，转向放大版的“2019 年”，积极转向稳增长。在货币政策上，短期以定向宽信用为主。但随着稳增长意愿增强，货币端在 2022 年上半年有望宽松。但在当前货币政策传导机制下，最重要的降息是逆回购利率的下调。在财政政策上，他预计 2022 年更多通过广义财政发力，预算内财政赤字率在 3.2% 附近，地方专项债额度可能重新回到 3.75 万亿元附近。此外，经济结构的调整也会持续推进，例如碳达峰、碳中

和政策，共同富裕政策，房地产调控政策等。

国家信息中心祝宝良认为，未来积极的财政政策要提质增效。保持必要的财政赤字和地方政府专项债额度；把超预算收入 10000 亿元用于企业缓税甚至阶段性减税、扩大政府支出；扩大专项债使用范围，尽快形成实物量；支持中小企业发展，增加基本养老、医疗、教育等民生支出，推动“十四五”规划中国家重大战略重点任务的有效实施。稳健的货币政策要合理充裕。通过降准、MLF 等工具，支持科技创新、小微企业、绿色发展、区域协调发展等。保持汇率弹性，发挥汇率的对冲作用。

本期“第一财经首席经济学家月度调研”20 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

黄剑辉：中国民生银行研究院院长

康勇：毕马威中国首席经济学家

李文龙：环亚数字经济研究院首席经济学家

连平：植信金融研究院院长

梁中华：海通证券首席宏观分析师

鲁政委：兴业银行首席经济学家

罗云峰：招商证券首席宏观分析师

沈建光：京东集团副总裁、京东数字科技首席经济学家

唐建伟：交通银行首席研究员

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

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

朱海斌：摩根大通中国首席经济学家

祝宝良：国家信息中心经济预测部首席经济师