第一财经研究院 RESEARCH
Committed to Improving Economic Policy.

Survey Report

2020.5.7（Y-Research SR20-019）
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 4 月）：信心指数反弹至两年来最高值 逆周期政策将继续发力

摘 要

2020 年 5 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 50.91，反弹至两年来最高值，经济学家们认为虽然疫情的影响仍然存在，但国内复工复产进度加快，同时逆周期政策力度加大，未来一个月我国经济将会反弹。

4 月经济数据将有所复苏，其中预计 CPI 和 PPI 同比增速低于上月，投资与消费数据高于上月。

经济学家们认为，未来逆周期调节政策将持续发力，4 月新增贷款、社会融资总量将季节性回落，M2 同比增速有所上升。调研中有 4 位经济学家预计未来一个月存款基准利率将会下调，14 位预计 5 月央行将会下调一年期 LPR 利率，同时，7 位经济学家预计存款准备金率 5 月将会下调。

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 7 上调至

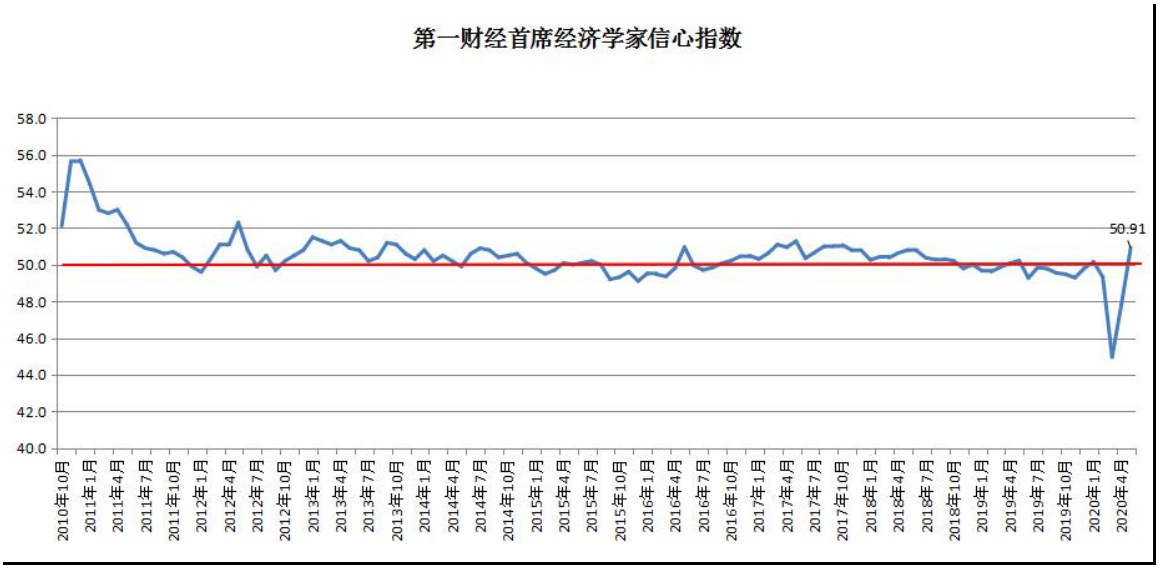
6.8。

本次调研中，有 13 位经济学家表示我国央行数字货币（DCEP）是法定的数字货币，未来将对我国现有的支付体系、金融业态、监管方式产生深远影响，并推动技术的进步。

表 1 第一财经首席经济学家调研结果（2020 年 4 月）

指标	上月公布值	预测均值	预测中位数	预测区间	较上月的变化
信心指数*（2020 年 5 月）	47.81	50.91	50.65	45 ~ 60	↑
CPI：同比，%（2020 年 4 月）	4.30	3.67	3.60	3.3 ~ 4.1	↓
PPI：同比，%（2020 年 4 月）	-1.50	-2.42	-2.50	-3.1 ~ -1	↓
社会消费品零售总额：同比，%（2020 年 4 月）	-15.80	-6.65	-6.50	-12 ~ 0	↑
工业增加值：同比，%（2020 年 4 月）	-1.10	1.13	1.25	-2.8 ~ 3.2	↑
固定资产投资累计增速：同比，%（2020 年 4 月）	-16.10	-9.44	-9.80	-12.5 ~ -6	↑
全国房地产开发投资累计增速：同比，%（2020 年 4 月）	-7.70	-2.76	-3.25	-5 ~ 1	↑
贸易顺差*：亿美元（2020 年 4 月）	199.00	92.82	95.30	-65 ~ 260	↓
出口*：同比，%（2020 年 4 月）	-6.60	-12.95	-11.00	-28 ~ -3	↓
进口*：同比，%（2020 年 4 月）	-0.90	-10.15	-8.60	-23 ~ 1	↓
新增贷款：亿元（2020 年 4 月）	28500.00	14801.14	14000.00	8000 ~ 30000	↓
社会融资总量：万亿元（2020 年 4 月）	5.15	2.55	2.35	1.3 ~ 5.35	↓
M2：同比，%（2020 年 4 月）	10.10	10.26	10.30	9.5 ~ 12	↑
官方外汇储备*：亿美元（2020 年 4 月）	30606.30	30615.68	30500.00	29688 ~ 32000	--
存款基准利率：%（2020 年 5 月末）	1.50	1.47	1.50	1.25 ~ 1.5	--
1 年期 LPR：%（2020 年 5 月末）	4.05	3.91	3.90	3.65 ~ 4.05	--
存款准备金率：%（2020 年 5 月末）	12.50	12.31	12.50	11.5 ~ 12.5	--
人民币兑美元（2020 年 5 月末）	7.08	7.07	7.08	6.95 ~ 7.13	--
人民币兑美元（2020 年末）	6.95	6.98	6.95	6.72 ~ 7.35	--

*：信心指数上月公布值指 4 月信心指数。5 月 7 日，海关总署公布进出口数据，4 月我国出口同比增长 3.5%，进口同比下降 14.2%，贸易顺差 453.4 亿美元。同日，央行公布 4 月底外汇储备为 30914.59 亿美元。



正 文

一、信心指数：反弹至两年来最高值

2020 年 5 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 50.91，高于 50 荣枯线，反弹至两年来最高值，经济学家们认为虽然疫情的影响仍然存在，但国内复工复产进度加快，同时逆周期政策力度加大，未来一个月我国经济将会反弹。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 60，如是金融研究院管清友给出本次信心指数预测值的最低值 45。

工银国际程实认为，随着复工复产在 3 月的全面展开，供给层面基本上产能开始迅速的恢复，但是从需求层面上来看的话，疫情对整个中国经济内需造成的冲击还在持续的显现。弥补供需的缺口，关键是要靠财政政

策进一步发力，来引导内生需求渐次恢复。这主要包括一系列减税、降费政策和支持消费以及鼓励投资的一系列政策，财政政策的进一步的推进和落地。

国家信息中心祝宝良表示，如果全球新冠疫情能够在五、六月份受控，疫情对各国经济活动和国际贸易的影响主要在二、三季度。考虑到我国餐饮、旅游、娱乐等服务业难以完全恢复，民营投资会低迷不振，出口和利用外资继续下降，二季度我国经济增长速度预计在2%左右，三季度在5%左右，四季度恢复到潜在水平6%左右，2020年全年经济增速2%左右。

如是金融研究院管清友认为，未来1年的经济增速大概率呈现W型，一季度受疫情冲击的-6.8%已经是改革开放以来的历史新低，二季度随着复工复产加快和逆周期政策发力，信贷大量投放后会迎来数据上的大反弹，下半年报复性反弹结束，萧条性因素重回主导。明年1季度由于低基数效应，会有大幅反弹。

二、物价：4月CPI和PPI同比增速均低于上月

4月CPI同比增速与PPI同比增速将于下周公布，调研结果显示，经济学家们对CPI同比增速的预测均值为3.67%，较统计局公布的3月值（4.3%）下降0.63个百分点。参与调研的25位经济学家中，毕马威康勇给出了最大的预测值4.1%，而最小值3.3%来自工银国际程实、瑞银汪涛和民生银行黄剑辉。

4 月 PPI 同比增速的预测均值为-2.42%，低于统计局公布的上月值（0.1%）。其中预测最高值-1%来自如是金融研究院管清友，最低值-3.1%来自瑞穗证券周雪。

海通证券姜超表示，4 月以来蔬菜和猪肉价格均出现明显回落，鲜果价格小幅回升，预计 4 月 CPI 同比或回落至 3.8%。4 月以来国际油价大幅回落，国内钢价、煤价继续走低，预测 4 月 PPI 同比续降至-2.4%。总的来看，4 月以来食品价格出现明显回落，食品对通胀的拉动开始减轻，叠加疫情后内需尚显偏弱，短期 CPI 或将逐月降低。海外疫情仍在持续，短期外需或大幅收缩，导致工业品价格低迷，PPI 同比可能进一步走低。但目前货币增速大幅回升，下半年仍存在通胀风险。

————————————————————————

3 月最佳预测经济学家 4 月预测（CPI）：

李迅雷：3.4%

潘向东：3.5%

3 月最佳预测经济学家 4 月预测（PPI）：

李迅雷：-2.8%

————————————————————————

三、社会消费品零售总额：4 月消费较上月有所回升

上月公布的3月社会消费品零售总额同比增速为-15.8%，经济学家们预计4月数据将回升至-6.65%。其中，0%的最大值来自海通证券姜超，招商证券谢亚轩给出了最小值-12%。

兴业证券王涵表示，居民外出增加，消费或继续改善。商场等消费场所复工复市，交通高频数据显示居民外出消费增加。同时，汽车高频销售改善，可能受益于疫情消退以及刺激政策。因此预计4月消费将进一步改善。

四、工业增加值：高于上月

调研结果显示，4月工业增加值同比增速预测均值为1.13%，较统计局公布的3月值（-1.1%）上升2.23个百分点。其中，毕马威康勇给出了最小值-2.8%，兴业银行鲁政委给出了最大值3.2%。

新时代证券潘向东预测，2020年4月发电耗煤量同比降幅收窄7.3个百分点，2011-2019年期间，4月发电耗煤量同比增速与工业增加值同比增速变化方向完全一致，加上2019年4月工业增加值环比增速处于近年同期极低水平，我们预计4月工业生产可能继续修复，但考虑到1-2月订单延期交付接近尾声以及外需回落开始冲击制造业生产，预计4月工业增加值同比增速修复1-2个百分点至零附近。

五、固定资产投资：较上月上升

经济学家们预计，4 月固定资产投资增速均值为-9.44%，较统计局公布的 3 月值（-16.1%）上升 6.66 个百分点。其中，植信投资研究院连平给出了最高值-6%，招商银行丁安华给出了最低值-12.5%。

兴业银行鲁政委表示，4 月 17 日召开的政治局会议上明确提出“积极的财政政策要更加积极有为……适当增加公共消费，要积极扩大有效投资。”疫情冲击下，逆周期政策速度、力度均逐渐增强。从高频数据来看，4 月水泥、螺纹钢库存均出现明显下降，折射出基建活动回暖。因此，4 月固定资产投资降幅继续收窄至-7.5%。

六、房地产开发投资：4 月数据有所回升

调研结果显示，4 月房地产开发投资累计增速的预测均值为-2.76%，高于统计局公布的 3 月值（-7.7%）。参与调研的经济学家中，新时代证券潘向东给出了最高值 1%，毕马威康勇给出了最低值-5%。

植信投资研究院连平预计，土地供应增加，房地产投资反弹。一季度全国房地产开发投资同比下降 7.7%，降幅较 1-2 月收窄 8.6 个百分点，3 月同比增长 1.1%；其中，建安工程同比下降 11.4%，降幅较 1-2 月收窄 6.8 个百分点，对应新屋开工面积同比下降 27.2%，降幅较 1-2 月大幅收窄 17.7 个百分点，复工复产情况良好。3 月 100 大中城市土地供应面积同比增长 24%，较 2 月增加 87.3 个百分点；土地购置面积同比下滑 22.6%，降幅较 1-2 月收窄 6.7 个百分点；土地成交价款同比下降 18.1%，降幅较 1-2 月收

窄一半。一线城市 4 月表现仍旧强劲，考虑到积极的财政政策有利于地方财政压力的缓和，同时房产销售端的改善，土地市场供应和成交将持续回暖，将带动房地产投资进一步反弹。

七、外贸：4 月贸易数据超预期

5 月 7 日，海关总署公布进出口数据，4 月我国出口同比增长 3.5%，进口同比下降 14.2%，贸易顺差 453.4 亿美元，均超出经济学家们的预期。

长江证券伍戈表示，近期发达国家疫情高峰似已显现，但其拐点之后的下降速度及“厚尾”特征可能与我国存在明显差异。深陷停摆中，4 月份欧美 PMI 已创下十几年来最低值，而亚非拉等新兴市场国家疫情也正在迅速发酵，或将交替成为新的“震中”。海外疫情的接连爆发将对我国外部需求形成轮番冲击。预计全年我国出口或将下滑 10-20 个百分点，也不排除部分月份呈现-30%以上极端降幅的可能。

八、新增贷款：4 月新增贷款较上月明显下降

经济学家们预测,4 月新增贷款将由 3 月的 28500 亿元下降至 14801.14 亿元。

兴业银行鲁政委表示，人民币贷款方面，4 月 1 年期票据转贴利率持续高于同期限 NCD 利率。4 月前 24 日，二者之差平均在 62bp 的较高水平，反映贷款投放进度较快。因此，4 月新增贷款规模可能约为 1.22 万亿。

九、社会融资总量：4 月社融总量低于上月

调研结果显示，4 月社会融资总量预测均值为 2.55 万亿元，较央行公布的 3 月数据（5.15 万亿元）显著下降。

招商证券谢亚轩表示，3 月政府加强刺激力度，且资金确有流入实体，但融资端的扩张，在资产端更多反映在存款积累方面。这在一定程度上反映出，中国乃至全球目前的当务之急是控制疫情、复工和消费，而非扩表和投资。新口径下 3 月社融余额同比增长 11.5%，前值 10.7%；贷款余额同比增长 12.7%，前值 12.1%。高频数据显示，3 月下旬以来，国内商品价格出现企稳迹象，4 月中旬欧美疫情亦有拐点迹象出现。政策方面，4 月政府债务余额增速大概率难以继续上升。整体来看，3 月财政货币政策双双大幅放松后，至少 4 月大概率难以进一步边际扩张。预计 4 月金融数据（M2 同比、贷款余额同比、社融余额同比）或较 3 月出现小幅下滑，年内后续社融余额增速大概率会震荡下行。

十、M2：4 月增速较上月上升

经济学家们预计 4 月 M2 同比增速为 10.26%，高于上月公布数据（10.1%）。其中，如是金融研究院管清友给出了最大值 12%，德商银行周浩和招商证券谢亚轩给出了最小值 9.5%。

交通银行唐建伟预计，宏观流动性维持充裕，M2 增速持续反弹。4 月

在央行定向降准和降息的支持下，整个市场流动性保持合理充裕状态，全月流动性压力较大时点屈指可数，市场利率普遍下行。叠加未来对于央行将进一步降息的预期，国债收益率曲线也呈现出明显回落。影响4月流动性的因素主要有以下几方面：一是信贷投放环比减少，但增速稳定。对于M2增速仍有拉升作用。二是受益于市场流动性偏松，抢复工压力转弱，金融机构和企业债券类发行规模较3月也有所收缩。从发行量看，截至4月28日国债较上月多发50亿外，地方债发行约2867亿，明显低于2月和3月近4000亿的发行规模。尽管市场利率下行，但在流动性相对充裕的状态下，银行同业存单的发行规模较有所下降。从全市场债券类品种净融资来看，4月的1.38万亿也低于3月的1.8万亿，进而使得金融机构在有价证券投资渠道的信用创造可能有一定程度削弱，对M2增量的贡献由3月的5889亿左右下滑至3000-3500亿。三是财政存款在4月季节性增加可能回流部分流动性创造。近年来，4月财政存款回笼资金均在5000亿以上。考虑到今年疫情防控可能一定程度上破坏季节性特征，以及积极财政应对疫情冲击，4月财政回笼流动性可能低于5000亿。最后叠加M2增速同比的基数效应，预计4月M2增速仍将维持在10%以上水平，约为10.3%。

十一、利率&存款准备金率：七成经济学家预计2020年5月一年期LPR利率会下调

给出存款基准利率预测的20位首席经济学家中，有4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 5 月份这一数据将维持不变。

有 21 位经济学家对一年期 LPR 利率进行了预测，其中 15 位预计 5 月央行将会下调一年期 LPR 利率，6 位预计到 2020 年 5 月末，一年期 LPR 利率将维持 4.05%的水平不变。

同时，有 7 位经济学家预计存款准备金率在 5 月内将会下调，13 位经济学家表示下调存准的可能性极小。

十二、汇率：经济学家们上调年末汇率预期

经济学家们预计 5 月底人民币兑美元将较 4 月底数据（4 月 30 日人民币兑美元中间价为 7.0605）贬值至 7.07，对年底人民币兑美元中间价的预期则从上月底的 7 上调至 6.8。

交通银行唐建伟认为，4 月以来，人民币汇率先升后贬，基本维持在 7.07 左右窄幅震荡。截至 4 月 27 日，人民币兑美元汇率中间价为 7.07，即期汇率和离岸汇率分别为 7.08 和 7.09，较上月末微幅升值。展望 5 月，随着美联储一系列宽松政策的落地，美元流动性危机逐步缓解，加之欧洲、美国等均计划逐步解封重启经济，疫情带来的避险情绪逐步缓解，美元上涨动能减弱。中国经济复工复产加速，股票债券市场有望重拾资金净流入。内外部环境有助于人民币汇率向着稳定方向发展。但全球金融市场仍较脆弱，避险情绪指标（VIX）依然处于高位。尽管欧盟峰会同意建立一个万亿

欧元的紧急基金，帮助经济从疫情中复苏，但仍存在分歧，市场预期欧洲经济复苏将慢于美国，这意味着美元仍可能保持相对强势。相应的人民币汇率也可能继续在 7 附近震荡，难以出现趋势性行情。

十三、官方外汇储备：高于上月数据

今天，央行公布 4 月底外汇储备为 30914.59 亿美元，高于 3 月公布的 30606 亿美元，也超过经济学家们的预期（预测均值为 30615.68 亿美元）。

民生银行黄剑辉表示，从估值因素来看，4 月份，美元指数小幅上涨，主要非美货币汇率涨跌互现，其中日元、英镑兑美元微幅升值，欧元兑美元小幅贬值，对外汇储备影响较小；主要国家国债收益率回落、价格上升，外汇储备账面价值提高。综合考虑汇率折算和资产价格变化效应，估值变动导致我国外汇储备规模增加。跨境资本流动方面，4 月份，北向资金重新净流入，表明国际投资者仍然看好中国发展前景，持有人民币资产的意愿较强，对外汇储备形成支撑；出口订单受国外疫情扩散影响大降，顺差收窄或贸易逆差是大概率事件，对外汇储备形成拖累。

十四、政策

招商银行丁安华预计，今后一段时期，宏观政策调节力度将不断加强，在维持国内抗疫成果，严控境外输入的同时，稳住经济发展大局，兜住民生底线成为主要目标。417 政治局会议做出了疫情“常态化”的重要判断，

强调国内疫情防控不能放松，同时进一步推动复工复产达产。会议确定了以“六稳”“六保”为中心的经济工作基调，下一阶段宏观政策将在“稳”的基础上更加积极进取。财政政策方面，通过上调赤字率（大概率将突破3%）、发行抗疫特别国债、大幅增加地方政府专项债等方式“加杠杆”拓宽资金来源，且将更加注重资金投入对“稳增长”的效果。货币政策方面，宽松基调将延续，“宽信用”也将继续发力，引导资金流向实体经济特别是中小微企业。此外，考虑到商业银行资产端和负债端部分利率已出现倒挂，央行可能在二季度调降存款基准利率以引导资金“向实”。

中泰证券李迅雷表示，逆周期调节政策注定会更加积极有为，经济虽短期因新冠病毒而面临巨大困难，但不改变中长期看好中国经济增长潜力的信念。货币方面，公开市场逆回购、MLF、LPR 利率会继续下调，7 天逆回购利率有望降至 2%以下，08 年以来一直未降的超储利率都下调了，估计存款基准利率的调整也已经在工具箱中。在美国维持低利率的情况下，我国货币放松带来的汇率压力相对较小。财政方面，基建是会边际发力，但考虑到政策的空间和刺激的不利影响，本轮政策更多是底线思维，而非强刺激，基建增速回到 8%可能是比较客观的估计。房地产方面，在房住不炒的大背景下，“因城施策”或将成为未来的重点。

十五、宏观经济热点问题预测与判断——未来 DCEP 的推出将影响我国现有支付体系、金融业态和监管方式

4 月中旬，我国央行数字货币（DCEP）进入内部封闭试点测试，本次调研中，有 13 位经济学家表示 DCEP 是法定的数字货币，未来将对我国现有的支付体系、金融业态、监管方式产生深远影响，并推动技术的进步。图胜数字科技李文龙表示，虽然 DCEP 主要是在 M0 层面替代现钞，但这将加速中国数字经济的发展，实现现金使用的数字化管理。同时，考虑到 DCEP 的便携性，有利于全球流通，对人民币国际化使用与人民币的全球支付体系建设将带来积极推动作用。当前阶段，美元支付体系的全球公信力不断松动，DCEP 的推出对改变与构建新的国际货币体系带来契机。

海通证券姜超认为，DCEP 实际上是对 M0 的替代，也就是对现金的替代。其推行首先丰富了支付工具体系，具有便捷、快速、成本低的特点，可以加快金融资产的转换速度；其次，DCEP 通过大数据分析，可以提高金融监管的效率，实现反腐、反洗钱等犯罪打击；再者，可以帮助惠普金融的进一步落实，在精准扶贫中可以避免资金的层层剥削；最后，通过 DCEP，政府能把握资金流向，提高货币传导效率，央行也能获得更大的货币政策空间。从人民币地位的角度看，DCEP 与基于共有区块链上的加密货币仍有一定差别，在短时间内，DCEP 不会对美元的金融地位带来明显的实质影响，但能够加速人民币的国际化，也可以促进全球范围内各国的主权数字货币发展进程。

本期“第一财经首席经济学家月度调研”25 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

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

刘利刚：花旗银行中国首席经济学家

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

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

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