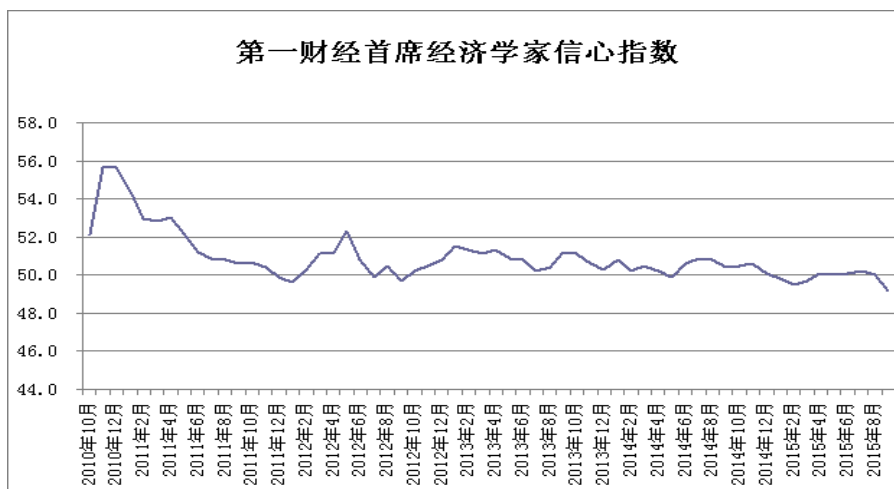


第一财经首席经济学家月度调研（8月）

8月“信心指数”创下新低，增长动能仍趋回落

2015年8月“第一财经首席经济学家月度调研”显示，来自国内外20家金融机构的首席经济学家预测，CPI同比增速预测均值为1.86%，较国家统计局公布的7月水平（1.65%）有所回升。工业通缩压力加剧，PPI将延续大幅同比下跌态势，预测均值为-5.48%，低于国家统计局公布的7月水平（-5.37%）。8月投资消费出口三驾马车持续疲弱态势，短期内难有起色。市场关注的8月新增贷款预测均值为7805.9亿元，比央行公布的7月规模（14800亿元）减少近一半。

2015年9月“第一财经首席经济学家信心指数”为49.21，低于上月调研水平（49.98）。



一、信心指数：预测均值 49.21 继续回落

调研结果显示，2015年9月“第一财经

首席经济学家信心指数”预测均值为 49.21，较上月信心水平（49.98）有所下降。其中，招商证券给出了最大值 50.2，民生证券给出了最小值 47.0。

2015 年 8 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，较上月下降 0.3 个百分点。从数据上看，PMI 已降至 2012 年 8 月以来最低，反应出当前经济下行压力较大，突出表现在市场需求不振。当月新订单和新出口订单指数分别下降至 49.7% 和 47.7%。

海通证券首席经济学家李迅雷表示，8 月工业增速或因低基数反弹，但财新 PMI、全国 PMI 和中观行业数据已充分说明实体经济仍无实质改善。

国泰君安首席经济学家林采宜认为实体经济下行压力继续加大。8 月汇丰制造业 PMI 初值降至 47.1，创危机以来新低；同时外贸形势恶化，7 月外贸数据更是全面下滑。尽管 8 月以来人民币出现了贬值，但贬值对于出口带来的刺激效应可能存在时滞。但由于保增长所带来的大量基建投资的上马，可能对冲经济下行所带来的影响。

在招商证券首席经济学家丁安华看来，虽然近期部分工业产品的价格数据曾出现反弹，但主要是供给进一步收缩的结果。8 月财新 PMI 初值创出历史新低，反映了制造业严峻的经营困境。从水泥价格走势看，基建投资仍未大幅发力，地产投资企稳可能还有待时日。货币政策持续发力后，需要财政政策的大力配合才能缓解经济下行压力。因此，8 月宏观经济数据可能将维持 7 月的低迷态势。

兴业证券首席经济学家王涵则认为，上半年拖累经济的地产、去库存、债务滚动等因素在下半年减弱，经济在中期或将企稳，进入“平底锅的锅底”。

国经中心经济研究部部长徐洪才认为，今年 3 季度我国经济增长延续 2 季度的止跌企稳

势头，但是股市震荡和低迷也对经济增长产生一定的负面影响，预计 3 季度 GDP 增长 6.9%，4 季度增长 7.0%，全年增长 7% 目标可以实现。

二、CPI：预测均值 1.86% 小幅回升

调研结果显示，8 月 CPI 同比增速预测均值为 1.86%，较国家统计局公布的 7 月水平（1.65%）小幅回升。其中，兴业银行等 3 家机构给出了最大值 2.0%，国经中心给出了最小值 1.6%。

王涵认为，通胀可能是下半年需要重点关注的风险。猪肉价格上涨、人民币贬值等因素可能导致年底通胀接近 3%，这将影响彼时央行的货币政策空间。

李迅雷指出，8 月猪价大涨后企稳，生产资料价格普遍下跌，预示物价分化格局仍将持续，但近期油价大幅反弹，加之贬值提升进口价格，预示着短期通胀仍将继续回升。

徐洪才则预计，8 月份 CPI 同比增长 1.6%。受去年同期基数较低和季节性瓜果蔬菜供应充足的影响，8 月 CPI 与 7 月份持平。

8 月 PPI 通缩加剧。调研结果显示，8 月 PPI 同比增速预测均值为 -5.48%，较国家统计局公布的 7 月水平（-5.37%）略有下降。其中，中金公司给出了最大值 -5%，渣打银行给出了最小值 -5.8%。

在光大证券首席经济学家徐高看来，大宗商品继续下跌进一步加重工业品通缩压力，预计 8 月 PPI 将延续大幅同比下跌态势，同比跌幅达到 5.3%。未来几个月由于基数效应跌幅可能有所收窄。

在兴业银行首席经济学家鲁政委看来，8 月中上旬绝大多数生产资料价格环比继续下跌，但跌幅也多数收窄。分类别来看，有色和化工品等工业品跌幅较大，而部分钢材价格则出现反弹。预计 8 月 PPI 同比读数区间为 -5.8%~-5.4%，中值 -5.6%，较上月回落 0.2 个百

分点。

徐洪才认为，PPI 继续保持负增长，主要受产能过剩、美元升值和大宗商品价格低迷等因素的影响。

7 月 CPI 同比增速（1.65%）

最佳预测：1.6%

丁爽：渣打银行

李迅雷：海通证券

连平：交通银行

刘利刚：澳新银行

潘向东：银河证券

汪涛：瑞银证券

徐高：光大证券

徐洪才：国经中心

赵扬：野村证券

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

丁爽：2.0%

李迅雷：2.0%

连平：1.9%

刘利刚：1.8%

汪涛：1.9%

徐高：1.9%

徐洪才：1.6%

赵扬：1.8%

7 月 PPI 同比增速（-5.37%）

最佳预测：-5.2%

丁安华：招商证券

丁爽：渣打银行

李迅雷：海通证券

刘利刚：澳新银行

鲁政委：兴业银行

屈宏斌：汇丰银行

汪涛：瑞银证券

赵扬：野村证券

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

丁安华：-5.5%

丁爽：-5.8%

李迅雷：-5.6%

刘利刚：-5.6%

鲁政委：-5.6%

屈宏斌：本期暂缺

汪涛：-5.6%

赵扬：-5.6%

三、社会消费品零售总额增速：预测均值 10.56% 小幅上升

调研结果显示，8 月社会消费品零售总额同比增速预测均值为 10.56%，较国家统计局公布的 7 月水平（10.51%）小幅上升。在 20 家给出预测的机构中，交通银行和渣打银行给出了最大值 10.8%，光大证券和国经中心给出了最小值 10.2%。

中金公司首席经济学家梁红预计 8 月份社会消费品零售总额同比增长 10.6%，较 7 月份的 10.5% 小幅上升，反应零售销售量走势平稳，以及消费品价格、特别是肉类食品和服务业价格同比进一步上升。因而预计，8 月份社会消费品零售量实际同比增速将持平于 10.4%。

鲁政委预计 8 月社会消费品零售总额同比增长读数区间为 10.3~10.7%，中值为 10.5%，与上月持平。

7 月社会消费品零售总额同比增速（10.51%）

最佳预测：10.5%

李慧勇：申万宏源

李迅雷：海通证券

刘利刚：澳新银行

屈宏斌：汇丰银行

徐高：光大证券
徐洪才：国经中心
朱海滨：摩根大通

7月最佳预测经济学家8月预测：

李慧勇：10.7%
李迅雷：10.7%
刘利刚：10.7%
徐高：10.2%
徐洪才：10.2%
朱海滨：10.6%

四、工业增加值：预测均值 6.42% 反弹缺乏可持续性

调研结果显示，8月工业增加值同比增速预测均值为6.42%，较国家统计局公布的7月水平（6.0%）有所回升。其中，交通银行等机构给出了最大值7.0%，交银国际和中信建投给出了最小值5.8%。

鲁政委指出，8月数据的唯一亮点是发电量所折射出的工业增加值反弹可能。然而，政策一直力促却依然不断走低的固定资产投资，虽然反弹却继续延续了大幅负增长的出口和进口，都意味着工业增加值的这种反弹缺乏可持续性。截至8月20日，6大发电集团日均耗煤量同比较上月显著回升，当然这其中可能受到季节性因素的影响，预计8月工业增加值同比读数区间为6.3%~6.7%，中值6.5%，较上月上涨0.5个百分点。

申银万国首席宏观分析师李慧勇认为，截至8月28日全国发电量同比增长了2.97%，一定程度上有基数效应的影响，也反应了工业运行的积极变化。

丁安华预测8月工业同比增长6.9%。尽管高频数据显示工业生产较为低迷，但由于去年同期工业增速仅为6.9%，是2014年全年最低

水平，低基数将推高今年8月的工业同比增速，因而预计8月工业同比增速将较7月明显回升，但环比增速难以出现明显改善。

梁红也认为8月份工业同比增速小幅上升主要是由于去年同期基数极低。环比看来，8月工业增加值月环比或将下滑为负值，部分受阅兵期间北京周边7省市暂停部分重工业生产以减少空气污染的影响。除此之外，短期内工业增加值增速难有起色的主要因素还有：1）国内外市场的动荡可能抑制短期国内投资需求；2）大宗商品价格的持续波动可能会抑制库存需求；3）人民币汇率等全球市场不确定性导致外部需求疲弱。

7月工业增加值同比增速（6.0%）

最佳预测：6.3%

丁安华：招商证券

7月最佳预测经济学家8月预测：

丁安华：6.9%

五、固定资产投资：预测均值 11.21% 略有回升

调研结果显示，1-8月固定资产投资同比增速预测均值为11.21%，与国家统计局公布的1-7月水平（11.2%）相比略有回升。其中，国泰君安给出了最大值12%，中金公司给出了最小值10.9%。

梁红预计1~8月固定资产投资累计同比增速为10.9%，8月份固定资产投资同比增速将从7月份的10.3%回落至9.5%。短期来看外部和内部因素均不利于近期投资增长，原材料价格疲弱也可能拉低名义固定资产投资额增速。

鲁政委预计8月固定资产投资累计同比读数区间为10.8~11.4%，中值为11.1%，较上月回落0.1个百分点。

1-7 月固定资产投资同比增速（11.2%）

最佳预测：11.2%

李迅雷：海通证券

1-7 月最佳预测经济学家 1-8 月预测：

李迅雷：11.1%

数区间为-8.9~-4.9%，中值为-6.9%，较上月上涨 1.2 个百分点；顺差读数区间为 436~516 亿美元，中值为 476.0 亿美元，较上月增加 45.8 亿美元。

7 月贸易顺差（430.25 亿美元）

最佳预测：420 亿美元

徐洪才：国经中心

六、外贸：贸易顺差升至 490.27 亿美元，进出口同比增速依然负值

调研结果显示，8 月贸易顺差预测均值为 490.27 亿美元，较海关总署公布的 7 月规模（430.25 亿美元）大幅回升。其中，交银国际给出了最大值 580 亿美元，国经中心给出了最小值 350 亿美元。

在出口方面，调研结果显示，8 月同比增速预测均值为-4.92%，较海关总署公布的 7 月水平（-8.3%）明显上升。其中，交银国际给出了最大值 1%，中金公司给出了最小值-9.1%。

在进口方面，调研结果显示，8 月进口同比增速预测均值为-7%，较海关总署公布的 7 月水平（-8.1%）有所回升。在给出 8 月进口同比增速预测的 20 家机构中，海通证券给出了最大值-3.2%，兴业证券等 3 家机构给出了最小值-10%。

徐洪才认为，外贸出口有望恢复正增长，进口负增长收窄。其中，对美国 and 东盟出口增长较快。随着欧盟经济稳步复苏，我国对欧出口可望恢复较快增长。中国仍然是吸引外国直接投资的热土，同时我国企业加快走出去，对外直接投资也会保持较快增长，资本“大进大出”成为一种新常态。

鲁政委指出，受央行完善人民币中间价报价机制和近期人民币显著贬值的影响，预计 8 月出口同比读数区间为-8.4~-4.4%，中值为-6.4%，较上月上涨 1.9 个百分点；进口同比读

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

徐洪才：350 亿美元

7 月出口同比增速（-8.3%）

最佳预测：-6.5%

丁爽：渣打银行

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

丁爽：-7.2%

7 月进口同比增速（-8.1%）

最佳预测：-8%

李苗献：交银国际

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

李苗献：-4%

七、新增贷款：预测均值 7805.9 亿元减少近半

调研显示，8 月新增贷款预测均值为 7805.9 亿元，比央行公布的 7 月规模（14800 亿元）减少近一半。其中，瑞银证券等给出了最大值 10000 亿元，渣打银行给出了最小值 4700 亿元。

鲁政委预计 8 月新增信贷 7500 亿元左右。他表示，截至 6 月底，上半年新增信贷达到 6.55 万亿元。假设按照今年全年信贷新增 11 万亿

元的目标值测算，上半年已经完成近 60%，基本符合“3322”的节奏。预计 8 月份新增贷款约为 6500-8500 亿元，取中值 7500 亿元，贷款增速较上月回落 0.1 个百分点。

梁红预计 8 月份新增人民币贷款达到 1 万亿元左右，而 M2 同比增速维持在 13.3%，该预测已考虑到央行和商业银行对金融机构的后续授信。

7 月新增贷款（14800 亿元）

最佳预测：10000 亿元

徐洪才：国经中心

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

徐洪才：8000 亿元

八、社会融资总量：预测均值 10000 亿元有所回升

调研结果显示，8 月社会融资总量预测均值为 10000 亿元，较央行公布的 7 月规模（7190 亿元）有所回升。其中，瑞穗证券等给出了最大值 13000 亿元，中信建投给出了最小值 7000 亿元。

鲁政委指出，随着再融资的重启，预计 8 月直接融资将有所回升，非标融资同样有所恢复，预计社会融资总量在 1 万亿元左右。

梁红预计 8 月份社会融资总量为 9000 亿元，高于 7 月的 7190 亿元。另一方面，8 月至今有 3400 亿元的地方政府债务置换为地方政府债券，在衡量实际融资需求时，应将这一部分加回到社会融资存量中。

7 月社会融资规模（7190 亿元）

最佳预测：7800 亿元

潘向东：银河证券

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

潘向东：本期暂缺

九、M2：预测均值 13.02% 略有回落

调研结果显示，8 月 M2 同比增速预测均值为 13.02%，较央行公布的 7 月水平（13.3%）略有回落。其中，兴业银行等给出了最大值 13.7%，民生证券给出了最小值 11.7%。

鲁政委认为 8 月 M2 新增量在 8090 亿元左右，同比读数区间为 13.3~14.1%，中值为 13.7%，较上月上涨 0.4 个百分点。

丁安华认为，8 月份 M2 同比增速为 13.4%。一是降准推高货币乘数。今年 2 月、4 月和 6 月末全面或定向多次下调存准率，推动货币乘数从 2 月末的 4.21 升至 7 月末的 4.78，且 8 月再次降准。二是证券投资增长较多，存款性公司购买地方政府债券、股权及其它投资大量增加。

7 月 M2 同比增速（13.3%）

最佳预测：12.2%

徐洪才：国经中心

7 月最佳预测经济学家 8 月预测：

徐洪才：13.2%

十、利率&存款准备金率：4 家机构预测降准

调研结果显示，在给出 9 月份存款准备金率预测的 15 家机构中，4 家机构预测 9 月份将迎来降准。其中澳新银行、瑞穗证券、中信建投预计 9 月份降准幅度为 50 个基点，申万宏源预计降准幅度为 150 个基点。

调研结果显示，给出 9 月份利率预测的 15 家机构中，14 家机构认为月内存贷款基准利率将维持不变，仅有国泰君安 1 家机构认为月内存贷款基准利率将下调 25 个基点。

林采宜指出，为了维持国内的宽松局面，9月仍存在一定的降息降准的可能。宽松货币政策或造成资本流出压力进一步增大，国内货币市场利率已有所上行，未来货币政策或面临两难。

李迅雷认为，8月25日央行超预期双降，其中降准、逆回购、SLO等单周净投放货币超万亿，而降息和逆回购招标利率下调引导二级市场回购利率小幅下行。此前人民币汇率形成机制的变化打开了货币政策调节空间，而超预期降息意味着新一轮宽松周期或已重启。美联储加息、人民币贬值使得资金面持续承压，未来降准依然值得期待。

在李慧勇看来，8.25双降打开了降息空间，中国力保货币政策的独立性，相对放弃汇率的盯住，未来将通过准备金率衔接利率和汇率，贬值预期下双降或称为常态。在利率下行的过程中，资金密集型企业资产负债率较高的企业将会受益。结合政府最近万亿保增长工程包的说法，降息有一箭双雕的作用。

十一、汇率：中间价年底看至 6.48

调研结果显示，2015年年末人民币对美元中间价的预测均值为6.48，较上次调研水平（6.2）进一步贬值。其中，国经中心等预计贬值幅度最大，为6.6；中信建投预计贬值幅度最小，为6.3。

来自中国外汇交易中心的最新数据显示，6日人民币对美元汇率中间价报6.3619，较前一交易日走高46个基点。

徐洪才认为，尽管目前人民币汇率贬值压力已经得到了释放，但是随着美联储加息和美元升值，人民币对美元汇率仍将出现一定程度的贬值，年内贬值可能达到6.6。随着欧元和日元兑美元贬值，人民币实际有效汇率仍将保持升值趋势。人民币对美元贬值有利于缓解我国外贸出口压力。

李慧勇指出，在未来两年经济寻底和走出去的过程中，汇率会面临下行的压力，直到经济自身走出来。人民币在未来将会走出一个NIKE走势。

徐高认为，人民币汇率将维持稳定。8月央行调整人民币汇率定价机制导致汇率显著贬值。同时随着美联储加息预期增强，资本持续大量流出，人民币面临贬值压力。然而决策层明确表示了维持人民币汇率稳定的决心，总理以及央行官员均表示人民币不存在大幅贬值的基础。同时，央行对汇率有绝对掌控力。虽然汇率定价机制改革后央行难以通过设定中间价避免汇率贬值，但央行作为外汇市场最大参与者，依然可以通过买卖外汇控制即期汇率。在此过程中，央行需要消耗自身外汇储备并回笼国内货币。而央行坐拥绝大部分为高流动性资产的巨额外汇储备，有足够“弹药”在较长时间内维持汇率稳定。

十二、政策：全面宽松政策持续，坚定改革行动配合

处于转型升级阶段的中国经济，中长期经济仍将处于底部。真正进入稳定发展新周期还有赖于改革。因而，在保持市场必要流动性的同时，决策者和社会方方面面需要加大改革措施的进一步落地。未来全面宽松政策将持续，继续通过各种方式推动资金进入实体经济，缓解实体经济融资难。

鲁政委认为，人民币实际有效汇率高估一直是制约中国经济复苏的关键。8月11日的人民币汇率中间价致力于“促成内外一致的人民币汇率”的改革，让人们看到了未来人民币实际有效汇率高估获得修正、从而最终令经济出现复苏的曙光。当然，具体经济复苏的步伐，有赖于汇率调整的节奏和政策当局推进改革的决心。从目前美元走势和人民币汇率改革的趋势来看，我国的外汇储备已经进入下降通

道。与之对应，外汇占款也将总体持续减少，这要求对冲外汇占款的法定存款准备率也必需响应持续下调。与 MLF 和 SLF 等公开市场工具相比，降准所释放的流动性期限更长、成本更低，更有利于降低融资成本。如果担心降准一次性释放的流动性过多，可以搭配公开市场的正回购操作，这种操作将为建立公开市场操作的“利率锚”提供基础。

梁红认为，财政政策应在稳增长中发挥更大作用，以帮助企业部门、特别是制造业减负，以修复盈利能力。虽然货币政策短期内有望保持宽松，但考虑到消费品、工业品和房地产价格走势明显分化，进一步降息的空间已经不大。此外，制造业的高税负（相当于税前利润的 45~50%）和持续增加的财政存款削弱了货币宽松的效果。因此，在国内和全球市场动荡加剧、大宗商品价格波动以及外部需求疲弱的背景下，政府有必要加大财政宽松的力度来促进经济复苏。我们预计，下半年政府将加大推动有效投资的力度。另外，我们期待明年政府推动财税体制改革以减轻有效税负。

徐洪才指出，财政政策重点是落实 PPP 项目，要保证重点项目资金到位。核心问题是转变政府职能，提高地方政府工作人员的责任意识，要建立利益共享、风险共担机制，同时要完善利益补偿机制，要让社会资本有利可图。



2015 年 8 月“第一财经首席经济学家月度调研”20 家机构调研名单（按拼音顺序排列）：

丁安华：招商证券首席经济学家
丁爽：渣打银行大中华区首席经济学家
胡艳妮：中信建投首席经济学家
李慧勇：申银万国证券研究所首席宏观分析师
李苗献：交银国际宏观分析师
李迅雷：海通证券首席经济学家
连平：交通银行首席经济学家

梁红：中金公司首席经济学家
林采宜：国泰君安首席经济学家
刘利刚：澳新银行大中华区首席经济学家
鲁政委：兴业银行首席经济学家
邱晓华：民生证券首席经济学家
沈建光：瑞穗证券亚洲首席经济学家
王涵：兴业证券首席经济学家
汪涛：瑞银证券中国首席经济学家
徐高：光大证券首席经济学家
徐洪才：国经中心经济研究部部长
杨成长：申银万国首席经济学家
赵扬：野村证券中国区首席经济学家
朱海斌：摩根大通中国首席经济学家