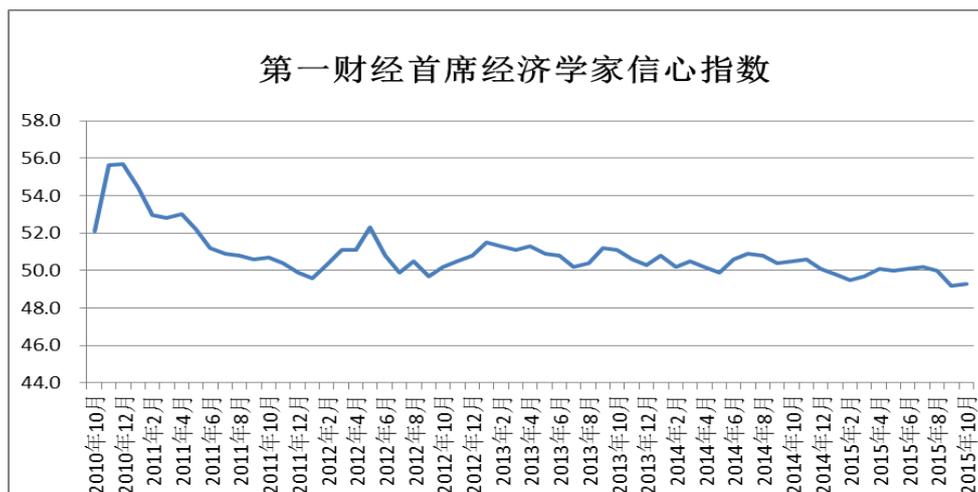


第一财经首席经济学家月度调研（9月）

9月首席经济学家信心指数上升 经济动能继续放缓

2015年9月“第一财经首席经济学家月度调研”显示，三季度GDP预测均值为6.81%，较国家统计局公布的二季度水平（7%）小幅回落，显示增长动能再度放缓。9月投资消费出口三驾马车持续疲弱态势，短期内难有起色。9月CPI同比增速预测均值为1.89%，较国家统计局公布的8月水平（1.96%）有所下降。9月官方外汇储备预测均值为3.5万亿美元，较央行公布的8月水平（3.56万亿美元）再次回落，资金外流风险继续发酵。

2015年9月“第一财经首席经济学家信心指数”为49.32，略高于上月调研水平（49.21）。



- 一、信心指数：预测均值 49.32 微幅回升 首席经济学家信心指数”预测均值为 49.32，调研结果显示，2015年10月“第一财经 较上月信心水平（49.21）有所回升。其中，

兴业银行、光大证券和中国银行给出了最大值 50，汇丰银行给出了最小值 48。

9 月中国制造业 PMI 为 49.8%，比 8 月微升 0.1 个百分点，财新制造业 PMI 初值继续下跌 0.3 个百分点至 47.0%，双双徘徊在荣枯线以下，显示当前我国内外需仍较为疲软，稳增长任重道远。

海通证券首席经济学家李迅雷表示，9 月财新制造业创新低，中观层面也是风声鹤唳，9 月工业经济回落几成定局，因此下调 3 季度 GDP 增速至 6.6%。

光大证券的首席经济学家徐高认为，经济下行压力持续存在，作为生产面高频指标的六大发电集团耗煤量同比由升转跌，由 8 月同比上涨 4.8% 转为 9 月的同比下跌 7.1%，显示生产面疲弱态势加剧。虽然宽松政策推动房地产销售等需求面有所回暖，但向生产面传导机制并不顺畅，经济依然维持疲弱格局。

在汇丰银行首席经济学家屈宏斌看来实体经济仍在下行通道。房地产投资企稳的前提下，投资仍可能保持相对平稳。近期出台的提振基建投资等政策措施有助于稳投资并对明年上半年增速构成一定支撑。四季度 GDP 可能小幅回暖。

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、债务滚动等因素在三季度减弱，再考虑到政府可能的稳经济措施，经济在四季度或将阶段性企稳。

二、三季度 GDP：预测均值 6.81% 如期回落

调研结果显示，三季度 GDP 同比增速预测均值为 6.81%，较国家统计局公布的二季度增速水平（7.0%）有所回落。其中，招商证券等 8 家机构给出了最大值 6.9%，海通证券和国际金融业协会给出了最小值 6.6%。

国经中心的首席经济学家徐洪才认为，9 月份股市剧烈震荡和持续低迷，企业投资和居

民消费都受到一定负面影响，预计三季度 GDP 增速为 6.9%，比二季度下跌了 0.1 个百分点。但是，随着前期实施的宽松货币政策和积极财政政策效果逐步显现，预计四季度 GDP 增速反弹至 7.0%，全年能够实现 7% 的经济增长 7% 目标。

李迅雷指出，9 月虽未入冬，但经济数据寒意逼人，9 月财新制造业 PMI 创新低，中观层面也是风声鹤唳，工业经济回落几成定局，我们下调 3 季度 GDP 增速至 6.6%。统计局新闻发言人盛来运称，不低于 6.5% 的 GDP 增速将被视作“大约 7%”，意味着管理层正在引导市场接受经济增速降低的新常态，而不再强刺激。猪价上涨告一段落，通缩正重新成为物价主要风险。

中信建投的首席经济学家黄文涛认为，制造业当前仍然处于消化产成品库存、原材料库存、降低生产、需求不足的库存周期下行阶段，未来的企稳仍然需要库存的消化以及需求的释放，由此判断经济内生动力依旧不足，下行压力依然较大，三季度经济仍是寻底的态势。

三、CPI：预测均值 1.89% 小幅回落

调研结果显示，9 月 CPI 同比增速预测均值为 1.89%，较国家统计局公布的 8 月水平（1.96%）小幅回落。其中，兴业银行给出了最大值 2.2%，光大证券等 9 家机构给出了最小值 1.8%。

兴业银行的首席经济学家鲁政委认为，通胀在四季度可能继续回升，猪肉价格可能仍会上涨，还有基数因素，这些导致年底通胀可能在 2.7% 左右，到时候可能会影响到央行的货币政策空间。

徐高指出，猪肉价格回调以及供给改善显示通胀压力正在减缓。在整体需求维持疲弱环境下，通胀难以大幅度上升，将继续维持偏弱格局，预计 9 月 CPI 同比增速将下行至 1.8%。

在李迅雷看来，猪价上涨告一段落，通缩正重新成为物价主要风险。

9月PPI通缩暂缓。调研结果显示，9月PPI同比增速预测均值为-5.28%，较国家统计局公布的8月水平（-5.92%）略有回升。其中，光大证券给出了最大值1.7%，招商证券给出了最小值-6%。

徐高认为，大宗商品价格继续下跌进一步加重工业品通缩压力，我们预期9月PPI将延续大幅同比下跌态势，同比跌幅较上月略有收窄至5.8%。未来几个月由于基数效应PPI跌幅可能继续有所收窄。

在鲁政委看来，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。

黄文涛指出，9月下旬，大宗商品价格仍延续跌势，工业通缩仍在继续，非食品价格难起波澜。

8月CPI同比增速（1.96%）

最佳预测：2%

李迅雷：海通证券

王涵：兴业证券

丁爽：渣打银行

鲁政委：兴业银行

8月最佳预测经济学家9月预测：

李迅雷：1.8%

王涵：2.2%

丁爽：1.8%

鲁政委：2.1%

8月PPI同比增速（-5.92%）

最佳预测：-5.6%

刘利刚：澳新银行

李迅雷：海通证券

林采宜：国泰君安

王涵：兴业证券

汪涛：瑞银证券

赵扬：野村证券

鲁政委：兴业银行

沈建光：瑞穗证券

8月最佳预测经济学家9月预测：

刘利刚：本期暂缺

李迅雷：-5.9%

林采宜：本期暂缺

王涵：-5.7%

汪涛：本期暂缺

赵扬：-6%

鲁政委：-5.8%

沈建光：本期暂缺

四、社会消费品零售总额增速：预测均值10.8%微幅上升

调研结果显示，9月社会消费品零售总额同比增速预测均值为10.8%，较国家统计局公布的8月水平（10.79%）微幅上升。其中，兴业银行和野村证券给出了最大值11.1%，民生银行给出了最小值10.2%。

徐洪才认为，消费需求依旧不振。传统的住房消费、汽车消费、餐饮消费动力不强。新型消费，如信息消费、旅游消费、健康消费、体育消费等增长较快，但不足以对冲消费整体缓慢下滑。

鲁政委预计9月社会消费品零售总额同比增长读数区间为10.9~11.3%，中值为11.1%，较上月回升。

8月社会消费品零售总额同比增速（10.79%）

最佳预测：10.8%

连平：交通银行

丁爽：渣打银行

8月最佳预测经济学家9月预测：

连平：10.9%

丁爽：10.9%

五、工业增加值：预测均值 6.06% 如期回落

调研结果显示，9月工业增加值同比增速预测均值为6.06%，较国家统计局公布的8月水平（6.1%）有所回升。其中，渣打银行给出了最大值6.7%，民生银行给出了最小值5.6%。

鲁政委指出，截至9月23日，6大发电集团日均耗煤量同比较上月显著回落，当然这其中可能受到季节性因素的影响，但是同比绝对水平相对较高，预计9月工业增加值同比读数区间为5.9~6.3%，中值6.1%，仍在低位。尽管改革声音频频，但是迟迟不见起色的投资和增长数据，正在消磨市场的意志，市场开始担心增长的复苏将是漫漫长路。

黄文涛认为，结合对中观经济数据的观察，制造业当前仍然处于消化产成品库存、原材料库存、降低生产、需求不足的库存周期下行阶段，未来的企稳仍然需要库存的消化以及需求的释放。进一步印证了我们此前的判断，经济内生动力依旧不足，下行压力依然较大，三季度经济仍是寻底的态势。

在李迅雷看来，中观层面风声鹤唳，9月工业经济回落几成定局，经济将再下台阶。

8月工业增加值同比增速（6.1%）

最佳预测：6.0%、6.2%

林采宜：国泰君安

赵扬：野村证券

8月最佳预测经济学家9月预测：

林采宜：本期暂缺

赵扬：5.9%

六、固定资产投资：预测均值 10.81% 继续回落

调研结果显示，1-9月固定资产投资同比增速预测均值为10.81%，与国家统计局公布的1-8月水平（10.9%）相比继续回落。其中，申万宏源给出了最大值11.1%，中国银行给出了最小值10.6%。

徐洪才预计1~9月固定资产投资累计同比增速为10.8%，并指出投资总体表现疲弱。房地产市场持续低迷，加之制造业产能过剩未见好转，PPP项目资金落实情况又不尽人意，固定资产投资增速下滑成为拖累经济增长重要因素。

在屈宏斌看来，房地产投资企稳的前提下，投资仍可能保持相对平稳。近期出台的提振基建投资等政策措施有助于稳投资并对明年上半年增速构成一定支撑。

1-8月固定资产投资同比增速（10.9%）

最佳预测：10.9%

梁红：中金公司

1-8月最佳预测经济学家1-9月预测：

梁红：本期暂缺

七、房地产开发投资：预测均值 3.18% 继续回落

调研结果显示，1—9月全国房地产开发投资同比增速预测均值为3.18%，与国家统计局公布的1—8月水平（3.5%）相比继续回落。

其中，民生银行给出了最大值 3.7%，海通证券给出了最小值 2.85%。

王涵预计，1—9 月全国房地产开发投资同比增速为 3.3%，并指出上半年拖累经济的地产、去库存、债务滚动等因素在三季度减弱，再考虑到政府可能的稳经济措施，经济在四季度或将阶段性企稳。

徐洪才认为，房地产市场继续分化，一线城市房地产交易量上升，价格环比温和上升，但同比继续下滑；三四线城市库存消化缓慢。各地纷纷出台一些刺激购房需求新政，但是新增房地产开发投资持续低迷。

八、外贸：贸易顺差降至 528.37 亿美元，进出口同比增速依然负值

调研结果显示，9 月贸易顺差预测均值为 528.37 亿美元，较海关总署公布的 8 月规模（602.4 亿美元）有所回落。其中，汇丰银行给出了最大值 1418 亿美元，交通银行给出了最小值 320 亿美元。

在出口方面，调研结果显示，9 月同比增速预测均值为-6.04%，较海关总署公布的 8 月水平（-5.5%）相比出现下降。其中，兴业银行给出了最大值 1.4%，交通银行给出了最小值 -9%。

在进口方面，调研结果显示，9 月进口同比增速预测均值为-14.64%，较海关总署公布的 8 月水平（-13.8%）继续下降。其中，交通银行给出了最大值-7%，招商证券给出了最小值-20.5%。

徐洪才认为，外贸进出口继续保持负增长，对经济增长贡献为负值。贸易顺差扩大了，但这不是因为企业出口竞争力提升，而是因为进口需求萎缩。

李迅雷指出，习主席访美达成中美全面合作的多项共识，将有利于中美之间贸易往来，

有助于增强中国的国际地位，降低全球政策失调的风险。

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 9 月出口同比读数区间为-3.4~0.6%，中值为 -1.4%，较上月上涨 4.1 个百分点；进口同比读数区间为-13.6~-9.6%，中值为-11.6%，较上月上涨 2.2 个百分点；顺差读数区间为 454~534 亿美元，中值为 476.0 亿美元，较上月减少 108.4 亿美元。

8 月贸易顺差（602.4 亿美元）

最佳预测：573 亿美元

徐高：光大证券

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

徐高：405.7 亿美元

8 月出口同比增速（-5.5%）

最佳预测：-5.4%

李慧勇：申万宏源

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

李慧勇：-6.5%

8 月进口同比增速（-13.8%）

最佳预测：-10%

王涵：兴业证券

汪涛：瑞银证券

赵扬：野村证券

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

王涵：-16%

汪涛：本期暂缺

赵扬：-15%

九、新增贷款：预测均值 8374.14 亿元 有所回升

调研显示，9 月新增贷款预测均值为 8374.41 亿元，比央行公布的 8 月规模（8096 亿元）有所回升。其中，光大证券、国际金融业协会和兴业证券给出了最大值 9500 亿元，申万宏源给出了最小值 6000 亿元。

鲁政委认为，截至 6 月底，上半年新增信贷达到 6.55 万亿，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 9 月份新增贷款读数区间为 7000-9000 亿元，中值 8000 亿元，贷款增速较上月回落 0.2 个百分点。

8 月新增贷款（8096 亿元）

最佳预测：8000 亿元

丁安华：招商证券

李慧勇：申万宏源

徐洪才：国经中心

沈建光：瑞穗证券

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

丁安华：9000 亿元

李慧勇：6000 亿元

徐洪才：8000 亿元

沈建光：本期暂缺

十一、社会融资总量：预测均值 11907.14 亿元有所回升

调研结果显示，9 月社会融资总量预测均值为 11907.14 亿元，较央行公布的 8 月规模（10823 亿元）有所回升。其中，光大证券等给出了最大值 14500 亿元，申万宏源给出了最小值 10000 亿元。

鲁政委指出，随着再融资的重启，预计 9 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 1.10 万亿元左右。

8 月社会融资规模（1.08 万亿元）

最佳预测：1.04 万亿元

李迅雷：海通证券

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

李迅雷：1.24 万亿元

十、M2：预测均值 13.24% 略有回落

调研结果显示，9 月 M2 同比增速预测均值为 13.24%，较央行公布的 8 月水平（13.3%）略有回落。其中，海通证券给出了最大值 14%，渣打银行给出了最小值 12.8%。

鲁政委认为 M2 新增量在 8640 亿元左右。9 月 M2 同比读数区间为 13.2~14.0%，中值为 13.6%，较上月上涨 0.3 个百分点。

徐洪才认为，四季度稳增长政策还会加码，货币政策重点是继续向市场增加提供流动性，同时疏通货币政策传导机制，引导长期利率下行

8 月 M2 同比增速（13.3%）

最佳预测：13.3%

梁红：中金公司

8 月最佳预测经济学家 9 月预测：

梁红：本期暂缺

十二、利率&存款准备金率：8 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 12 家机构中，8 家机构预测四季度将迎来降准。其中光大证券等六家机构预计 10 月份降准幅度为 50 个基点，国经中心预计降准幅度为 250 个基点。

调研结果显示，给出 9 月份利率预测的 14

家机构中,10家机构认为月内存贷款基准利率将维持不变。光大证券预计贷款利率将上升25个基点,汇丰银行认为存款利率将上升5个基点,国经中心认为贷款利率将上调40个基点,申万宏源认为存款利率将下调40个基点,存款利率将上调40个基点。

徐高指出,存款基准利率已经降至通胀水平以下,未来降息可能性有限。同时决策层维持人民币汇率稳定意图不变,资本流出压力之下将不断通过降准补充国内流动性,预计四季度可能有2-3次降准。

李迅雷认为,当前全球经济动荡,汇率依然不稳,资金时有流出,因而央行仍有必要加大货币投放,稳定流动性。近期央行重启14天逆回购,招标利率由半年前的4.1%降至2.7%,低于上周R014平均2.74%的水平,意在引导货币利率低位稳定,宽松周期仍在持续。

徐洪才认为,一年期贷款基准利率已经降到1.75%,但银行一般都要对储户存款利率上浮20%,因猪肉价格上涨CPI上升到2%,因此存款实际利率接近为零,但还不能说已经出现了负利率。可以肯定的是,中央银行进一步下调利率空间被封杀了,但是,随着资本流出增加,外汇占款减少,中央银行有必要进一步下调金融机构法定存款准备金率。

在王涵看来,资金流出压力、经济自身增长的需要以及稳经济的需要,意味着央行需要向市场投放流动性,未来有进一步降准的可能。

十三、汇率：中间价年底看至 6.44

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6.44,较上次调研水平(6.36)进一步贬值。其中,野村证券和摩根大通预计贬值幅度最大,为6.6;兴业证券预计贬值幅度最小,为6.3。

来自中国外汇交易中心的最新数据显示,9月30日人民币对美元汇率中间价报6.36,与前一交易日持平。

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6.5。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。

鲁政委指出,目前汇率形成机制处于转折前夜。如果汇率市场化能够坚定推进下去,则中国经济将迎来周期见底复苏的曙光;如果继续保持现状,“汇率弹性与资本账户开放程度的不匹配”将置中国经济于巨大风险之中。

十四、官方外汇储备：预测均值 3.5 万亿美元继续回落

调研结果显示,9月官方外汇储备预测均值为3.5万亿美元,较央行公布的8月水平(3.56万亿美元)继续回落。其中,国际金融业协会给出了最大值3.59万亿美元,国经中心给出了最小值3.4万亿美元。

王涵认为,目前资金流出压力是中国面临的重大风险之一。美联储加息的影响将继续发酵,另外中国经济的下行压力在中长期对人民币仍将是贬值压力。

十五、政策：货币宽松持续，稳增长继续加码

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。

徐高认为，经济下行压力之下稳增长政策持续加码，财政部连续推出三批共计 3.2 万亿地方政府债务置换，并加大城投债发行力度，8 月城投债同比多增量攀升至 200 亿元以上，同时推出专项金融债以及成立 PPP 基金，地方政府财力得到明显增强，基础设施投资资金来源显著改善。然而由于地方政府投资积极性不高，稳增长政策落地效果并不明显。审计署关于 2015 年 6 月稳增长促改革调结构惠民生防风险政策落实情况审计结果显示，有 1540.9 亿元投资项目实施进度明显滞后，占总审计样本涉及投资额的 21.5%。另一方面，股灾之后投资者对经济前景风险认知度上升，对经济前景趋于谨慎，投资意愿下降抑制投资回升。

徐洪才认为，四季度稳增长政策还会加码。货币政策重点是继续向市场增加提供流动性，同时疏通货币政策传导机制，引导长期利率下行；财政政策重点是落实基础设施 PPP 项目投资资金，加大对创新创业活动支持力度。

黄文涛指出，未来仍需要更有力的稳增长政策出台。进入九月后稳增长的步伐不断提速，发改委新批城铁项目近 5000 亿。财政部也公布第二批政府和社会资本合作(PPP)示范项目，总投资金额 6589 亿元。与 2014 年底公布的首批 30 个共计 1800 亿元 PPP 示范项目相比，本次公布的项目数量和投资金额均大幅增加。同时，未来合规的 PPP 项目的前期工作费用将获得国家预算内专项资金支持。在经济下行压力加大、投资持续疲软之际，加大推广政府和社会资本合作模式的力度，彰显推广 PPP 模式的决心，四季度 PPP 项目招投标、签约落地速度有望加快，PPP 模式将成为未来政策的持续着力点。

鲁政委指出，未来政策预期是汇率持稳，存准下调。我们预计，在 11 月份 SDR 投票表决之前，人民币兑美元会总体在现有水平附近

持稳。与之对应，外汇占款会呈现流出，由此需要存款准备金率下调，以补充正常流动性需求。



2015 年 9 月“第一财经首席经济学家月度调研”18 家机构调研名单（按拼音顺序排列）：

陈卫东：中国银行国际金融研究所常务副所长

丁爽：渣打银行大中华区首席经济学家

丁安华：招商证券首席经济学家

郭丰：国际金融协会中国区首席代表兼首席经济学家

黄文涛：中信建投宏观与债券研究首席分析师

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

刘利刚：澳新银行大中华区首席经济学家

屈宏斌：汇丰银行中国区首席经济学家

汪涛：瑞银集团中国区首席经济学家

王涵：兴业证券首席经济学家

温彬：中国民生银行首席研究员

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

朱海滨：摩根大通首席经济学家