



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Survey Report

2019.6.6(Y-Research SR19-026)

何啸/研究员 hexiao@yicai.com

www.cbri.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报告（2019年5月）：

### 6月信心指数落至年内低点

2019年6月“第一财经首席经济学家信心指数”为49.27，为年内低点，结束了连续四个月的上升趋势。经济学家预计5月新增贷款、社融和M2的增速高于上月。CPI同比增速上升，PPI同比增速下降，消费增速高于上月；固定资产投资增速将较上月下降；5月贸易顺差增加。

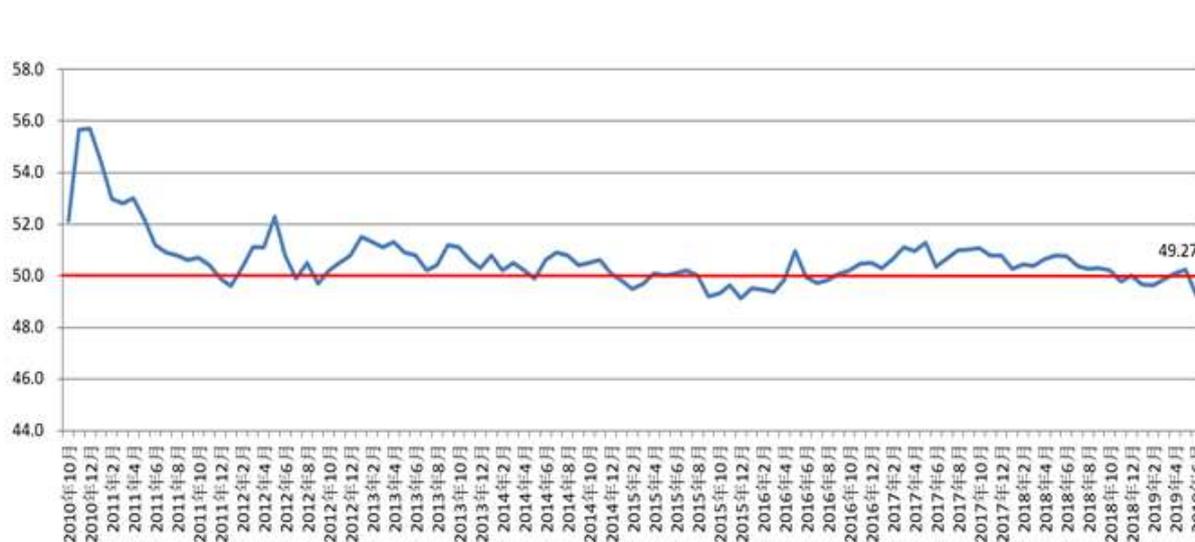
经济学家们预计6月底人民币对美元中间价为6.9，对年底的预测从上月的6.75下调至6.84。

在应对外部贸易状况变化方面，所有参与专项调研的经济学家都认为未来稳增长应成为我国重要的政策考量，其中三分之一表示应特别关注减税降费，以缓冲美国关税上调对国内企业的影响。

表 1 第一财经首席经济学家调研：2019 年 5 月

指标	4 月公布 值	5 月预测 均值	5 月预测中 位数	5 月预测区间
信心指数（2019 年 6 月）	50.23	49.27	49.80	45-50.3
CPI, %	2.50	2.72	2.70	2.6-3
PPI, %	0.90	0.59	0.60	0.3-0.8
社会消费品零售总额：同比, %	7.20	8.32	8.20	7.8-9.1
工业增加值：同比, %	5.40	5.38	5.40	4.8-6
固定资产投资累计增速：同比, %	6.10	6.07	6.10	5.6-6.4
全国房地产开发投资累计增速：同比, %	11.90	11.81	11.90	11.1-12.2
贸易顺差：亿美元	138.40	204.91	208.50	25.3-350
出口, %	11.90	-4.39	-4.00	(-9)-1.1
进口, %	-2.70	-3.79	-4.00	(-10.2)-6
新增贷款：万亿元	10200.00	12223.00	12000.00	9600-15000
社会融资总量：万亿元	1.36	1.37	1.40	1.05-1.69
M2 同比, %	8.50	8.54	8.50	8.4-8.8
官方外汇储备：万亿美元	30949.5	30783.75	30900.00	30000-31000
存款基准利率, % (2019 年 6 月末)	1.50	--	--	1.50
贷款基准利率, % (2019 年 6 月末)	4.35	--	--	4.35
存款准备金率, % (2019 年 6 月末)	13.50	--	--	13.50
人民币对美元 (2019 年 6 月末)	--	6.90	6.91	6.8-6.95
人民币对美元 (2019 年底)	--	6.84	6.85	6.65-7

图 1 第一财经首席信心指数



## 一、信心指数：回落至年内低点

2019年6月“第一财经首席经济学家信心指数”为49.27，为年内低点，结束了连续四个月的上升趋势。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50.3，瑞穗证券周雪给出本次信心指数预测值的最低值45。

中国银行陈卫东表示，上半年，中国经济呈现上行力量和下行力量此消彼长的对决态势，但总体表现好于预期。一方面，全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦负面影响显现，对外出口增长由正转负。另一方面，随着以“六稳”为代表的政策实施和落地，经济运行中的稳定因素也在增多。一季度GDP增长6.4%，预计上半年增长6.3%左右。展望下半年，中美贸易战升级、全球经济减速等不确定性较多，国内政策将着力稳增长，加快“六稳”政策实施，预计经济有望企稳，二季度GDP增长6.3%左右，全年GDP增长6.4%左右。

西班牙对外银行夏乐认为，与美国贸易纠纷再起导致经济面临更多不确定性。他认为在六月底G20峰会召开之前，中美贸易关系难以得到缓和。中美两国领导人仍有可能在峰会期间见面，但是会谈的重点可能转向双方克制，勿以贸易战升级原因导致两国关系进入全方位的零和博弈阶段。在此情况下，中国将会采取更为宽松的经济政策稳定增长，当美国意识到短期无法通过极限施压逼中国妥协，才会回到谈判桌前与中国达成协议。总而言之，他对于中国经济在下半年的表现预测是稳步下行，政策应对则是偏向宽松。对于中美之间的贸易谈判，他认为仍有很大可能在下半年达成协议。

## 二、物价：5月CPI和PPI同比数据走势

## 分化

调研结果显示，经济学家们对5月CPI同比增速的预测均值为2.72%，较统计局公布的4月值（2.5%）上升0.22个百分点。参与调研的21位经济学家中，渣打银行丁爽给出了最大的预测值3%，而最小值2.6%来自民生银行黄剑辉、招商银行丁安华、西班牙对外银行夏乐和德商银行周浩。

5月PPI同比增速的预测均值为0.59%，低于统计局公布的上月值（0.9%）。其中预测最高值0.8%来自招商证券谢亚轩，而最低值0.3%则来自民生银行黄剑辉。

长江证券伍戈表示，价格方面，继前期猪肉价格攀升之后，近期水果大幅涨价引发关注，但随着夏季供应增加，水果价格或将逐步回落。国际油价短期内难言大幅波动。未来两月CPI或将在猪价上涨等因素的带动下逐步靠近3%。随着减税扰动的逐步消退，PPI走势将由需求主导而下行。

---

### 4月最佳预测经济学家5月预测（CPI）：

陈卫东：2.7%

丁安华：2.6%

鲁政委：2.8%

潘向东：2.7%

汪涛：2.7%

温彬：2.7%

伍戈：2.7%

周雪：2.8%

章俊：2.7%

祝宝良：2.7%

---

## 三、社会消费品零售总额：5月消费高于

## 上月

调研结果显示，5月社会消费品零售总额同比增速预测均值为8.32%，高于上月（7.2%）数据。其中，9.1%的最大值来自海通证券姜超和新时代证券潘向东，西班牙对外银行夏乐和国家信息中心祝宝良给出了最小值7.8%。

兴业证券鲁政委表示，在“五一”小长假和节假日错位的提振下，5月社会消费品零售增速可能出现跳升。此外，CPI同比的回升也有助于提高社会消费品零售的名义增速。

## 四、工业增加值：低于上月

调研结果显示，5月工业增加值同比增速预测均值为5.38%，低于统计局公布的上月值（5.4%）。其中，新时代证券潘向东给出了最小值4.8%，兴业证券王涵给出了最大值6%。

交通银行连平预计工业增加值增速可能略高于上个月，减税有助于改善制造业预期，但增势仍然较弱。上个月工业增加值增速显著下降，本月反弹的可能性较大。由于去年5月工业增加值增速下降0.2个百分点，基数略有下降，今年同期增速可能低位微升到5.5%。随着万亿减税开始落地，针对制造业减税力度较大，有助于提振市场信心。

## 五、固定资产投资增速：较上月有所下降

经济学家们预计，5月固定资产投资增速均值为6.07%，较统计局公布的上月值（6.1%）下降0.03个百分点。其中，海通证券姜超给出了最高值6.4%，德勤中国许思涛给出了最低值5.6%。

潘向东预计5月固定资产投资累计同比上升。基建投资方面，一方面，基数下

降，2018年2-4月基建投资累计同比增速分别为16.1%、13%、12.4%，均是两位数增长，基数偏高可能抑制了2019年前4月基建投资增速，而2018年5月基建增速显著下降，另一方面，基建投资正式落地前，由于存在项目流程，资金的投入不会形成即时的产出。随着资金前倾滞后效应体现，基建投资增速或加速回升。房地产投资方面，房地产资金来源增速回升，为地产施工提供基础。前期土地成交价款滞后计入，土地购置费增速预计维持高位，叠加5月基数走低，预计房地产投资增速小幅上升。制造业投资方面，企业资本开支没有启动，随着去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑，以及出口不确定性增加，预计制造业投资增速下滑。综合来看，1-5月固定资产投资增速或小幅回升。

---

4月最佳预测经济学家5月预测（固定资产投资累计增速）：

周浩：6.1%

---

## 六、房地产开发投资：5月数据低于上月

调研结果显示，5月房地产开发投资累计增速的预测均值为11.81%，较统计局公布的4月值（11.9%）下降0.09个百分点。参与调研的经济学家中，新时代证券潘向东给出了最高值12.2%，招商银行丁安华给出了最低值11.1%。

瑞银集团汪涛表示，高频数据显示5月30个大中城市的房地产销售同比增速从此前的21%回落至14%。考虑到今年棚改目标较去年大幅下调、且货币化安置比重下降，低线城市的房地产销售可能依然较为疲弱。她估计5月全国房地产销售小

幅放缓（同比零增长）；同时，受高基数拖累，新开工增速可能下滑至 5%左右。整体而言，她估计房地产建设活动走弱，房地产投资同比增速放缓至 10%左右。

4 月最佳预测经济学家 5 月预测（全国房地产开发投资累计增速）：

章俊：12.1%

### 七、外贸：5 月贸易顺差增加

经济学家们预计，5 月出口数据将由 4 月的公布数据-2.7%下降至-4.39%，进口数值预期为-3.79%，低于 3 月数据（官方公布值为 4%）。贸易顺差将会由 4 月的 138.4 亿美元增加至 204.91 亿美元，这一预测将在下周得到确认。

招商证券谢亚轩表示，中美贸易摩擦再起波澜，对企业预期造成显著影响，PMI 新出口订单和进口均大幅下降。一方面，5 月 10 日开征的关税可能对 2000 亿商品的出口造成负面影响，另一方面，潜在 3000 亿的关税可能使得企业对这一部分商品抢出口、抢进口，因此对贸易增速的影响不甚明朗。由于商品价格有所下跌，发达国家制造业 PMI 有所下滑，内需较弱，预计贸易增速维持低位，考虑到与上月的补偿性，预计出口较上月小幅上升，进口下降，贸易顺差回升。

### 八、新增贷款：5 月新增贷款高于上月

经济学家们预计，5 月新增贷款将较 4 月数据（官方数据为 10200 亿元）上升至 12223.0 亿元。其中，最小值 9600 亿元来自国家信息中心祝宝良，最大值 15000 亿元来自野村证券陆挺。

民生银行黄剑辉认为，企业贷款方面，

中小银行较低存款准备金率政策框架的实施有利于贷款投放扩大，但终端需求乏力将影响企业资本开支计划，综合判断企业贷款需求可能小幅增长；居民贷款方面，一二线热点城市住房成交向好，有利于居民中长期贷款规模平稳增长，同时短期贷款增长有望反弹。他预计 5 月新增人民币贷款 1.2 万亿元。

### 九、社会融资总量：5 月社融总量较 4 月增加

调研结果显示，5 月社会融资总量预测均值为 1.37 万亿元，高于央行公布的 4 月数据（1.36 万亿元）。其中，海通证券姜超给出了最大值 1.69 万亿元，长江证券伍戈给出了最小值 1.05 万亿元。

鲁政委表示，信贷方面，从票据利率来看，5 月信贷额度可能相对宽松，新增人民币贷款规模可能提高至 1.42 万亿。债券方面，5 月企业债发行有所放缓，但地方债发行较 4 月提速。总体来看，5 月新增社融规模可能在 1.41 万亿左右。

### 十、M2：5 月增速高于上月

经济学家们预计，5 月 M2 同比增速将从央行公布的 4 月水平（8.5%）上升至 8.54%。其中，渣打银行丁爽给出了最大值 8.8%，瑞穗证券周雪给出了最小值 8.4%。

连平表示，M2 方面，信贷增量的反弹、财政更加积极是推动 M2 增速回升的重要积极因素，然而外部不确定性以及人民币近期的贬值，给 M2 增速回升增加了新的压力，进而预计 5 月 M2 增速或小幅反弹 0.1 个百分点至 8.6%。

### 十一、利率&存款准备金率：2019 年 6 月

### 央行利率与存准水平调整可能性较小

给出存贷款基准利率预测的 17 位首席经济学家中，有 16 位经济学家认为到 2019 年 6 月末，存贷款基准利率以及存款准备金率均不会发生变化，有一位经济学家预计 6 月底前可能会出现一次降息。

西班牙对外银行夏乐表示，在货币政策方面，六月底之前可能会有一次降息，在下半年可能会出现更多的降准降息等常规货币政策宽松操作。出于维护金融稳定的需要，央行还可能会推出一些非常规的货币政策工具，例如直接购买特定种类的证券或银行资产。

### 十二、汇率：经济学家们下调年末汇率预期

经济学家们预计 6 月底人民币对美元中间价为 6.9，对年底的预测从上月的 6.75 下调至 6.84。

程实认为，人民币汇率短期压力有限、长期仍将保持稳态。展望未来，随着美联储鸽派立场的不断兑现，中国国内货币政策空间将进一步拓展，因此人民币汇率并不会偏离稳态。

许思涛表示，未来可以使人民币汇率从 6.70 温和贬值到 6.90 来应对高关税。此次贬值与 2015 年 8 月 11 日的那次调整不同，金融市场并未出现如上次那样的恐慌情绪，而 7.0 也被普遍视为央行设定的心理防线。

### 十三、官方外汇储备：5 月底数据低于上月

经济学家们预计 5 月底官方外汇储备数据为 30783.75 亿美元，低于上月官方公布值（30949.5 亿美元）。

汪涛表示外汇储备大致企稳。5 月末

人民币对美元较 4 月末小幅贬值 2.5%，上月资本外流压力可能有所增加。由于美元对欧元和英镑走强，她估算汇率变动（5 月底与 4 月底相比）可能带来 40 亿美元左右的估值损失，而发达国家政府债券价格上涨可能带来一定估值收益。进一步考虑其他因素（贸易顺差扩大、净 FDI 基本持稳等）之后，她估算 5 月外汇储备可能大致企稳于 3.095 万亿美元。

### 十四、政策

招商银行丁安华认为，整体来看，目前央行货币政策仍处在观察期，未来仍会适时适度逆周期调节，后期取向仍依赖于经济表现，5-6 月经济数据十分关键，从时间点来看，下一个调整关键期或出现在三季度初。未来重点仍在结构性货币政策上，进一步推动降低实体经济融资成本。央行强调要进一步降低实体经济，尤其是小微企业融资成本，提高金融服务实体经济的能力和意愿。在方式上，后期央行或更多侧重在结构性货币工具上，如定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等。

祝宝良表示，货币政策要与 9.5% 左右的名义经济增速匹配。货币供给（M2）和社会融资规模的扩张一般领先经济 6 个月。5 月份开始社融规模、信贷规模、M2 要适度宽松。要高度珍惜今年 1 季度“股市修复”的成果，通过金融市场的表现来“稳预期”，“稳信心”。在“房子是用来住的，不是用来炒的”和房地产调控政策不动摇的大方针下，股市的好坏在很大程度上影响市场预期和信心。继续实施积极的财政政策，强化财政的民生功能。在增值税减税效果出来以前，要继续维持更为积极的财政政策，做到通过“稳基建投资”

来稳增长，优先建设有利于带动消费的基建投资，强化财政的民生功能，加大技工培训力度。研究发行特别国债，由中央政府直接投资高铁、水利、电信等属于中央投资的基础设施项目。减少地方政策的财政压力，发挥好地方政府专项债的作用。

## 十五、宏观经济热点问题预测与判断

在应对外部贸易状况变化方面，所有参与专项调研的经济学家都认为未来稳增长应成为我国重要的政策考量，其中三分之一表示应特别关注减税降费，以缓冲美国关税上调对国内企业的影响。

新时代证券潘向东认为，中美之间的贸易摩擦具有长期性、不确定性，在 2020 年美国大选之前，即便短期达成共识，后续可能都会不断反复。贸易摩擦的演变路径难以预测，重点在于应对而非预测。短期政策调整与长期改革开放相结合，以保障经济的平稳发展。对此，一是，加大减税降费力度。一方面中国对美国产品加征关税，将加大中国企业进口负担，生产经营成本上升，另一方面美国对中国产品加征关税，会从量、价上拖累出口，最终降低企业的盈利水平。去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法，通过减税降费，配合市场化改革，降低企业生产经营成本，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。为促进高技术产业的发展，未来将考虑向高技术产业和高技术人才实施税收优惠，就像前段时间深圳推出的政策。二是，全面深化改革，扩大对外开放。在加大对外开放的情况下，任何单个国家的贸易保护、技术封锁都起不到效果，因为会与其他经济体之间互动。目前中国经济面临的重大问题还是如何使

结构调整，释放潜在增速。只要未来内需能得到有效的释放，没有哪个国家会放弃这么一个庞大的市场。



## 本期“第一财经首席经济学家月度调研”21位经济学家名单(按拼音顺序排列):

陈卫东：中国银行国际金融研究所所长  
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：招商证券首席经济学家  
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  
姜超：海通证券首席经济学家  
连平：交通银行首席经济学家  
鲁政委：兴业银行首席经济学家  
陆挺：野村国际中国首席经济学家  
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  
夏乐：西班牙对外银行亚洲首席经济学家  
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  
章俊：摩根士丹利华鑫证券首席经济学家  
周浩：德国商业银行中国首席经济学家  
周雪：瑞穗证券亚洲经济学家  
祝宝良：国家信息中心经济预测部主任、首席经济师