



一季度央行调查问卷点评

积极的政策一马当先

企业家和银行家对宏观经济的感受存在分歧；企业端景气和盈利都有所下降，特别需要关注订单和价格方面的下行；银行的政策感受最好，贷款需求、行业景气和盈利都上行；居民的消费倾向明显下降，大额消费意愿较四季度下滑明显。

- 宏观调控政策扭转银行家信心。
- 企业的经营压力依然较大。
- 银行当下的感受最好。
- 居民消费倾向下降，投资意愿上升。
- 一季度央行调查问卷反映出了消费和投资、实体经济和虚拟经济的矛盾。从问卷反映出来的状况看，企业和银行对宏观经济的感受出现分歧，一定程度上反映出当下积极的政策仍在生效当中。货币政策的边际放松已经在银行端有所体现，在企业端，受到货币政策放松和疏通渠道传导的影响，企业流动性有所好转。但受到国内和全球经济增长下行的影响，国内需求端也有所走弱，因此反映在企业的订单、原材料和销售价格、以及企业盈利方面都有所下行。居民的消费需求较四季度环比下降是需要关注的另一个问题。
- 经济下行压力较大，关注政策对冲。从国内的经济数据来看，开年的社融、固定资产投资增速都较好，但 PMI 已经连续三个月位于 50 下方，显示出经济下行压力依旧较大。从全球各国 PMI 走势来看，发达国家和地区中，除了美英仍在 50 上方，德法日韩以及欧元区等国家和地区都已经落入 50 下方，显示出全球经济增长进入下行通道。从政策方面看，美联储已经声明 2019 年不加息且 9 月底就要结束缩表，给其他国家和地区的货币政策减轻了压力，但同时也暗示了本轮全球经济复苏最为强劲的美国也出现了经济增长的压力问题。因此就国内的政策应对方面，除了关注国内的经济数据表现，还要进一步关注海外经济数据的超预期变化可能对国内生产端造成的拖累。在国内外经济增长的压力之下，预计当前的货币政策和财政政策将继续维持，如果海外经济增长对国内产生负面影响，不排除到时候政策可能会做出进一步应对。

风险提示：全球经济增长超预期回落。

相关研究报告

- 《生产向好，储蓄回流：2018 年一季度央行调查问卷点评》2018.3.16
- 《调查验证回暖，增长隐忧仍存：央行一季度调查数据简评》2017.6.19
- 《经济增长矛盾显现，居民收入制约消费：央行三季度调查数据简评》2018.9.14
- 《政策可以托底一时，但终究是要回归的：央行三季度调查数据简评》2018.12.25

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

3月22日，央行发布2019年一季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

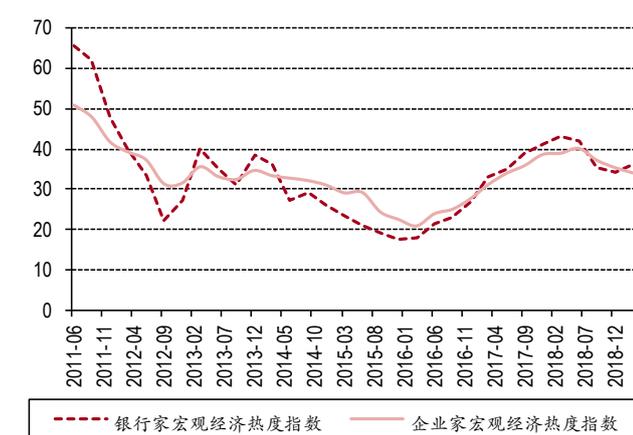
宏观调控政策扭转银行家信心

企业家宏观经济热度指数为34.1%，比上季下降1.3个百分点，比去年同期下降4.7个百分点。其中，33.0%的企业家认为宏观经济“偏冷”，65.8%认为“正常”，1.2%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为36.4%，比上季回升2.0个百分点。其中，67.7%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季提高0.9个百分点；29.8%的银行家认为当前宏观经济“偏冷”，比上季降低2.5个百分点。

银行家宏观经济信心指数70.1%，比上季上升1.6个百分点。企业家信心指数为69.2%，比上季提高1.4个百分点，比去年同期下降5.1个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为39.3%，高于本季判断2.9个百分点。

一季度银行家和企业家对宏观经济的感受和预期都有所分歧。银行家的信心和感受都较去年四季度有所回升，但企业家对宏观经济的感受有所下降，但信心指数较四季度有所上升。我们认为，这意味着在经济增速出现拐点的前后，在宏观调控政策的影响下，实体经济和虚拟经济对宏观经济变化的不同反映。从央行调查问卷的反馈来看，宏观政策的调整已经小幅扭转了银行家的预期，对实体经济的影响有待继续深化。

图表 1. 宏观经济热度指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 宏观经济信心指数



资料来源：万得，中银国际证券

企业的经营压力依然较大

企业一季度经营景气指数为54.8%，比上季下降3.0个百分点，比去年同期下降3.8个百分点。其中，23.4%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，62.9%认为“一般”，13.7%认为“较差”。一季度企业经营压力依然较大。盈利指数为52.3%，比上季下降6.4个百分点，比去年同期下降4.4个百分点。其中，31.3%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，42.1%认为“盈亏不变”，26.7%认为“增亏或减盈”。盈利指数相较经营景气指数出现了更大幅度的下降。这说明企业对经济增长拐点的感受较为明显，并且经济增长拐点的影响已经反映在了企业盈利指数的下行上。

一季度企业销货款回笼较去年一季度和四季度都有小幅下降，但资金周转较四季度有所回升，说明企业的经营依然比较稳健，流动性较四季度有所改善。销货款回笼指数为62.8%，比上季下降0.3个百分点，比去年同期下降1.0个百分点。其中，35.9%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，53.8%认为“一般”，10.3%认为“困难”。资金周转指数为58.6%，比上季提高0.5个百分点，比去年同期下降0.1个百分点。其中，32.8%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，51.5%认为“一般”，15.7%认为“困难”。

图表 3. 企业经营情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 资金状况

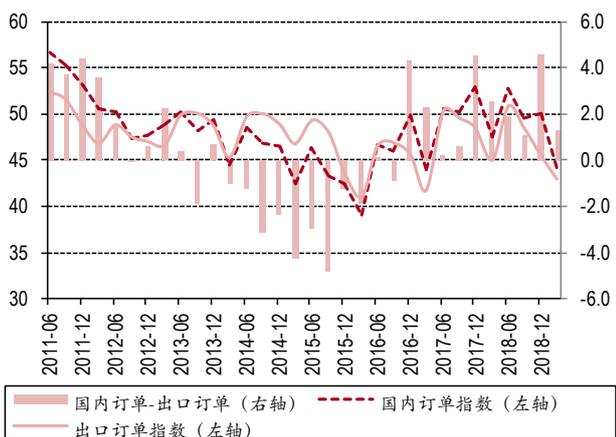


资料来源：万得，中银国际证券

订单指数明显下滑。出口订单指数为 42.9%，比上季下降 2.6 个百分点，比去年同期下降 2.1 个百分点。其中，13.8% 的企业家认为出口订单比上季“增加”，58.2% 认为“持平”，28.0% 认为“减少”。国内订单指数为 44.2%，比上季下降 5.9 个百分点，比去年同期下降 3.4 个百分点。其中，13.7% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，61.0% 认为“持平”，25.3% 认为“减少”。

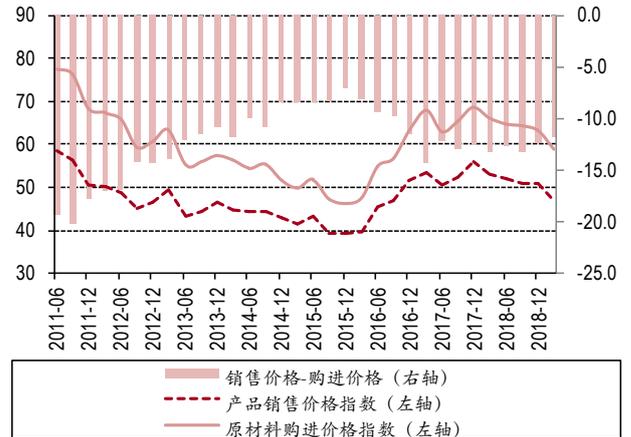
产品销售价格感受指数为 47.0%，比上季下降 3.8 个百分点，比去年同期下降 5.9 个百分点。其中，10.7% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，72.7% 认为“持平”，16.6% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.8%，比上季下降 4.3 个百分点，比去年同期下降 7.3 个百分点。其中，24.8% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，68.0% 认为“持平”，7.2% 认为“下降”。价格的变化值得关注，企业产品销售价格和原材料购进价格无论是较四季度还是去年一季度，都出现了明显的下滑，在低库存的情况下，说明需求端的下滑比较明显的反映在了价格方面。

图表 5. 订单指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 价格指数



资料来源：万得，中银国际证券

从一季度央行企业家调查问卷的反馈来看，我们认为企业经营目前尚且稳健，但是需要关注价格因素的变动对企业盈利的影响，以及订单的明显下滑对企业生产活动的影响。我们认为目前国内政策方面已经采取了较多措施，包括货币政策扭转了 2018 年增速偏低的问题，财政政策也加大了减税降费的力度，在政策的支持下，企业流动性目前是较好的。但是市场方面，企业仍面临较多压力，一方面是订单出现了下降，另一方面是价格出现了明显波动。来自市场方面的波动，将是未来企业经营压力的主要来源。

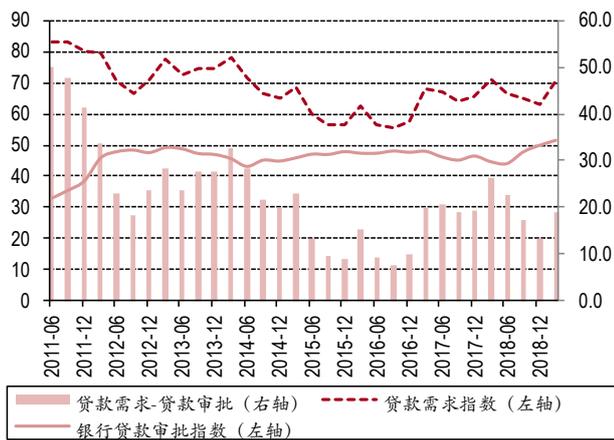
银行当下的感受最好

贷款总体需求指数为 70.4%，比上季提高 7.4 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 62.5%，比上季提高 3.9 个百分点；基础设施贷款需求指数为 63.4%，比上季提高 5.5 个百分点。分企业规模看，大、中型企业贷款需求指数分别为 58.3%和 60.8%，比上季分别提高 4.3 和 4.2 个百分点；小微型企业贷款需求指数为 71.8%，比上季提高 3.9 个百分点。一季度银行的贷款需求明显大幅上升，其中制造业和基建，以及大中型企业的需求都上升较多。

银行业景气指数为 71.2%，比上季和上年同期均提高 2.5 个百分点。银行盈利指数为 66.7%，分别比上季和上年同期提高 1.0 和 0.8 个百分点。当下是银行感受最好的时候：需求旺盛，政策宽松，盈利上行。

货币政策感受指数为 58.4%，比上季和上年同期分别提高 5.3 和 18.7 个百分点。其中，有 20.3%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季提高 7.8 个百分点；3.5%的银行家认为货币政策“偏紧”，比上季下降 2.8 个百分点；76.2%的银行家认为货币政策“适度”。对下季度，货币政策感受预期指数为 61.4%，高于本季 3.0 个百分点。一季度以来货币政策出现明显的放松，体现在开年社融和信贷以及 M2 同比增速较 2018 年底有所回暖。

图表 7. 贷款需求与贷款审批



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 货币政策感受指数



资料来源：万得，中银国际证券

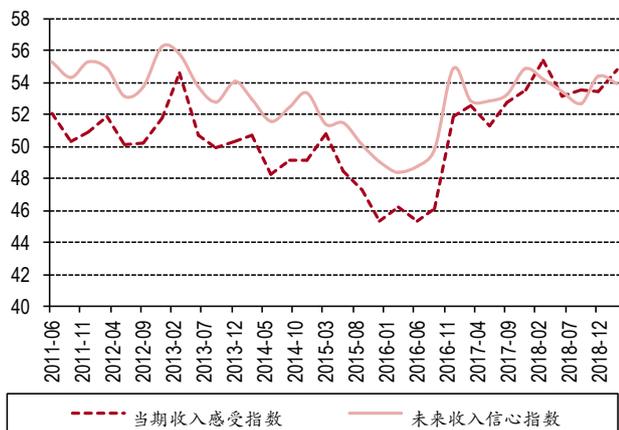
一季度是银行业的“幸福时光”。一是货币政策维持了偏松的基调，因此银行的资金较为充裕，二是货币拆借资金利率较低，压低了银行资金的成本，三是企业和政府投资等方面的资金需求较旺盛，四是政策同时支持银行业加大补充资本的力度。但银行烦恼同时也在于贯彻政策的需求，疏通货币政策的传导渠道，精准扶持实体经济特别是小微企业，但同时又要控制潜在的不良问题。

居民消费倾向下降，投资意愿上升

城镇储户调查问卷显示一季度收入感受指数为 54.8%，比上季上升 1.3 个百分点。其中，89.7%的居民认为收入“增加”或“基本不变”，比上季提高 0.9 个百分点。收入信心指数为 54.0%，比上季回落 0.4 个百分点。本季就业感受指数为 45.8%，比上季上升 0.3 个百分点。其中，16.3%的居民认为“形势较好，就业容易”，51.9%的居民认为“一般”，31.8%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 53.7%，比上季上升 0.4 个百分点。需要关注居民消费倾向下降的问题。一季度调查问卷显示，居民消费倾向下降 2.8 个百分点，相对应的，储蓄倾向上升 0.9 个百分点，投资意愿上升 1.9 个百分点。一方面随着居民收入的上升，投资意愿上行是正常的，另一方面居民消费倾向的下降，或也受到收入信心下行的影响。随着个税减税的落地，收入感受一季度已经比四季度明显上行，但如果要提振居民消费，仍需要其他措施配合。

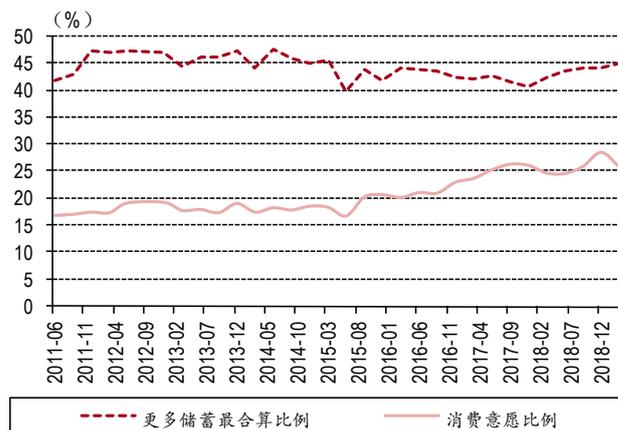
倾向于“更多消费”的居民占 25.9%，比上季回落 2.8 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 45.0%，比上季上升 0.9 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 29.2%，比上季上升 1.9 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 50.1%、20.4%和 17.2%。受到一季度国内股市上行的提振，居民的投资意愿明显上升。

图表 9. 居民收入感受指数和未来收入信心指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 居民消费和储蓄意愿比例

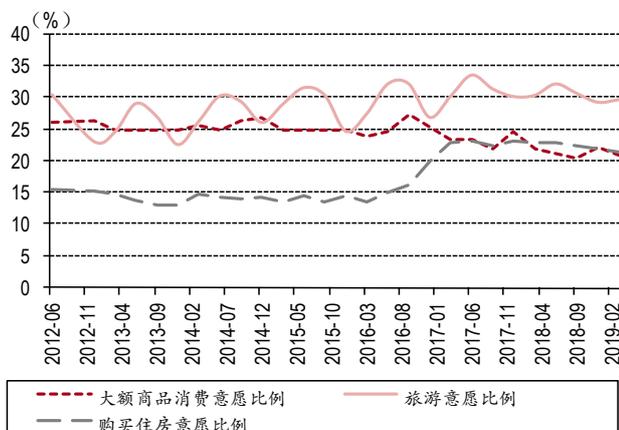


资料来源：万得，中银国际证券

未来 3 个月准备增加支出的项目，按照居民选择比例由高到低排序为：教育(30.6%)、旅游 (29.7%)、医疗保健(26.2%)、购房(21.5%)、大额商品(20.8%)、社交文化和娱乐(17.1%)、保险(15.2%)。一季度相较四季度，居民的消费选择中，只有教育和旅游分别上升了 2.4 和 0.4 个百分点，下降最为明显的项目是大额商品和社交文化娱乐，均下降 1.4 个百分点。

居民对住房的消费需求有所下降，对房价的预期也有所回落。对下季度，物价预期指数为 60.4%，比上季回落 3.9 个百分点。其中，26.8%的居民预期下季物价将“上升”，54.6%的居民预期“基本不变”，8.1%的居民预期“下降”，10.5%的居民“看不准”。对下季房价，25.8%的居民预期“上涨”，52.7%的居民预期“基本不变”，10.5%的居民预期“下降”，11.0%的居民“看不准”。

图表 11. 三大主要消费意愿比例



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 居民预期未来房价上涨的比例



资料来源：万得，中银国际证券

一季度城镇储户调查问卷显示，居民的消费意愿明显回落。其中对必需消费品的需求依然较为坚挺，但对可选消费品特别是大额消费的需求回落明显。这对宏观经济来说，可能是个值得关注的信号。如果全球经济增速进入下行通道，国内为了稳增长，可能将在投资方面投注更大的力量。

积极的政策一马当先

一季度央行调查问卷反映出了消费和投资、实体经济和虚拟经济的矛盾。从问卷反映出来的状况看，企业和银行对宏观经济的感受出现分歧，一定程度上反映出当下积极的政策仍在生效当中。货币政策的边际放松已经在银行端有所体现，在企业端，受到货币政策放松和疏通渠道传导的影响，企业流动性有所好转。但受到国内和全球经济增速下行的影响，国内需求端也有所走弱，因此反映在企业的订单、原材料和销售价格、以及企业盈利方面都有所下行。居民的消费需求较四季度环比下降是需要关注的另一个问题。

经济下行压力较大，关注政策对冲。从国内的经济数据来看，开年的社融、固定资产投资增速都较好，但PMI已经连续三个月位于50下方，显示出经济下行压力依旧较大。从全球各国PMI走势来看，发达国家和地区中，除了美英仍在50上方，德法日韩以及欧元区等国家和地区都已经落入50下方，显示出全球经济增速进入下行通道。从政策方面看，美联储已经声明2019年不加息且9月底就要结束缩表，给其他国家和地区的货币政策减轻了压力，但同时也暗示了本轮全球经济复苏最为强劲的美国也出现了经济增长的压力问题。因此就国内的政策应对方面，除了关注国内的经济数据表现，还要进一步关注海外经济数据的超预期变化可能对国内生产端造成的拖累。在国内外经济增长的压力之下，预计当前的货币政策和财政政策将继续维持，如果海外经济增速对国内产生负面影响，不排除到时候政策可能会做出进一步应对。

风险提示：全球经济增速超预期回落。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13525

