

三季度央行调查问卷点评

服务性消费可能成为四季度亮点

三季度经济继续恢复；企业经营继续向好；企业贷款需求环比下降；居民消费需求上升。

- 三季度经济回升明显。
- 企业经营继续改善。
- 贷款需求回落，货币政策边际收紧。
- 居民的消费意愿或将开始释放。
- 三季度经济持续恢复。三季度调查问卷显示经济恢复的趋势持续向好。银行层面，企业贷款需求依然处于较高水平；企业层面，各项经营数据继续修复；居民层面，投资需求明显上升，消费需求也开始释放。三季度经济的恢复既有国内生产端持续好转的影响，也有海外需求拉动的影响，从居民部门看，三季度居民的旅游、教育和社交文娱消费需求较三季度明显上升，反映出在新冠疫情防控常态化背景下，居民的服务性消费需求将开始逐步释放。
- 货币政策边际收紧。我们认为当前国内在经济复苏的基本面以及货币政策的实施空间等方面，均较海外具备明显优势，但随着经济复苏的基础夯实，预计未来一段时间内，货币政策回归常态化将成为主要方向，除非出现重大风险因素冲击，货币政策才会出现超预期宽松。考虑到秋冬季新冠疫情在全球范围内的前景具有不确定性，我们认为短期内货币政策难以持续收紧，需要兼顾应对事件性冲击和季节性因素。我们维持看好人民币资产的观点，预计债市收益率将维持震荡趋势，看好股市和大宗商品。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

相关研究报告

《稳住增长就挺好：二季度央行调查数据简评》
2019.6.21

《需求影响当下，供给改变未来：三季度央行调查数据简评》
2019.10.28

《问卷传达出不同的信息：四季度央行调查数据简评》
2019.12.25

《居民收入和企业营收将是未来关注重点：一季度央行调查数据简评》
2020.4.29

《经济恢复仍需时日：2019年一季度央行调查问卷点评》
2020.7.2

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

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

9月29日，央行发布2020年三季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

三季度经济回升明显

企业家宏观经济热度指数为27.7%，比上季提高8.4个百分点，比去年同期低4.7个百分点。其中，45.6%的企业家认为宏观经济“偏冷”，53.4%认为“正常”，1.0%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为25.6%，比上季上升12.6个百分点。其中，有47.5%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加23.2个百分点；有50.6%的银行家认为“偏冷”，比上季减少24.3个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为34.9%，高于本季9.3个百分点。

三季度国内经济加速恢复。从国内的情况来看，一是出口同比增速持续明显回升，贸易顺差明显放大，二是工业增加值同比增速维持在较高水平，生产持续恢复，三是社零同比增速转正，反应需求进入修复阶段。从国外情况来看，随着海外经济恢复进度加深，外需对我国贸易项目的拉动明显增大，同时由于海外新冠疫情出现反复，因此国际贸易份额随之向我国倾斜。三季度经济在内外两方面拉动下呈现复苏持续向好的趋势，但从宏观经济热度指数来看，仍低于去年同期水平，四季度预计仍将继续上行。

图表 1. 宏观经济热度指数



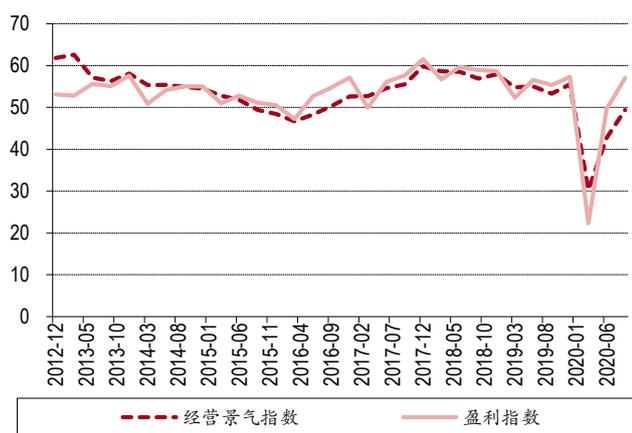
资料来源：万得，中银证券

企业经营继续改善

企业三季度经营景气指数为49.4%，比上季提高6.6个百分点，比去年同期低4.0个百分点。其中，17.2%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，64.3%认为“一般”，18.5%认为“较差”。三季度企业经营情况环比继续改善。盈利指数为57.0%，比上季提高7.3个百分点，比去年同期提高1.7个百分点。其中，39.2%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，35.5%认为“盈亏不变”，25.3%认为“增亏或减盈”。三季度企业经营景气指数明显回升，盈利指数回升幅度更大，且大幅超过50，一定程度上是受到二季度低基数的影响。从工业企业利润同比增速来看，三季度前两个月增速均实现了两位数的大幅增长，预计四季度仍将处于较高增速水平。

三季度货币环境整体虽然较二季度有所收紧，但企业经营层面受到的影响不大，从资金周转和销货款回笼来看，均较二季度大幅上升，但从绝对值来看，依然大幅低于去年同期水平，预计四季度企业经营数据依然在改善的趋势中。销货款回笼指数为58.3%，比上季提高4.9个百分点，比去年同期低3.5个百分点。其中，28.6%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，59.4%认为“一般”，12.0%认为“困难”。资金周转指数为56.1%，比上季提高4.5个百分点，比去年同期低1.7个百分点。其中，29.2%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，53.9%认为“一般”，16.9%认为“困难”。

图表 2. 企业经营情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 资金状况

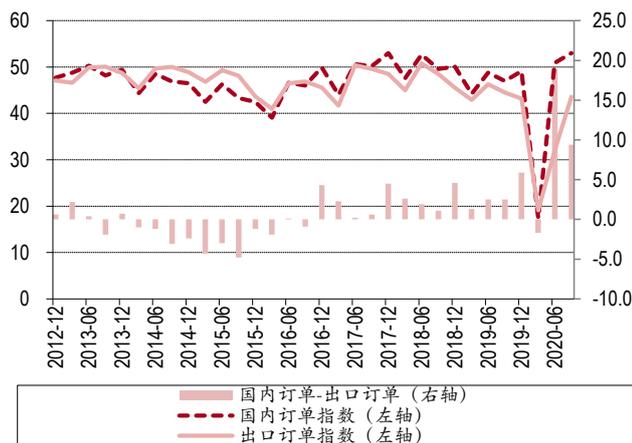


资料来源：万得，中银证券

外需拉动贸易顺差。三季度海外疫情反弹的更加明显，但随着海外经济重启和社会活动的恢复，需求明显得到释放，拉动国内出口增速上升。出口订单指数为 43.6%，比上季提高 11.6 个百分点，比去年同期低 0.9 个百分点。其中，19.7% 的企业家认为出口订单比上季“增加”，47.8% 认为“持平”，32.5% 认为“减少”。国内订单指数为 53.0%，比上季提高 2.1 个百分点，比去年同期提高 5.9 个百分点。其中，26.3% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，53.4% 认为“持平”，20.4% 认为“减少”。

产品销售价格感受指数为 48.1%，比上季提高 4.9 个百分点，比去年同期提高 2.4 个百分点。其中，11.8% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，72.6% 认为“持平”，15.6% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.6%，比上季提高 5.8 个百分点，比去年同期提高 2.3 个百分点。其中，23.2% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，70.8% 认为“持平”，6.0% 认为“下降”。三季度销售价格和购进价格均继续反弹，但原材料购进价格表现更为强劲。从趋势来看，受到基数等因素影响，未来 CPI 同比增速持续下行趋势，而 PPI 同比增速持续上行趋势，二者剪刀差收窄。

图表 4. 订单指数



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 价格指数



资料来源：万得，中银证券

三季度企业经营继续改善，也是受到内部生产端持续恢复和海外需求拉动的双重影响。从现有经济数据来看，预计四季度企业经营仍将持续向好，但需要关注的是，临近秋冬季，企业原材料和产成品补库存的需求较旺盛，未来需求的波动需要持续跟踪。另外，当前房地产政策收紧的程度超出市场预期，需要关注房地产产业链可能受到的影响。

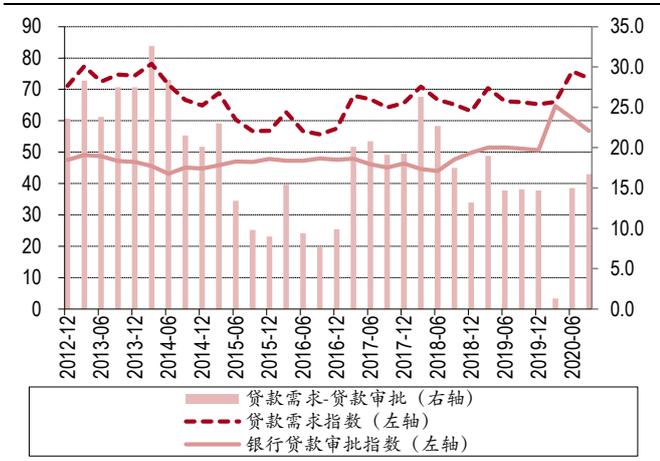
贷款需求回落，货币政策边际收紧

贷款总体需求指数为 73.5%，比上季降低 2.3 个百分点，比上年同期提高 7.6 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 69.6%，比上季降低 1.0 个百分点；基础设施贷款需求指数为 67.7%，比上季降低 2.0 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 64.5%，比上季降低 1.9 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 53.8%，比上季降低 1.0 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 59.5%，比上季降低 1.2 个百分点；中型企业为 64.8%，比上季降低 2.1 个百分点；小微企业为 76.6%，比上季降低 2.0 个百分点。三季度贷款需求整体回落，但依然较去年同期明显偏高，从较长时间来看，当前企业贷款需求依然处于较高水平。分类型来看，基建贷款需求最高，三季度回落也最明显，小微企业贷款需求较二季度明显回落，但依然处于偏高水平。当前企业流动性偏好较高，一定程度上也是受到新冠疫情的影响，预计四季度企业贷款需求仍将处于相对较高水平。

银行业景气指数为 66.0%，比上季提高 2.1 个百分点，比上年同期降低 4.2 个百分点。银行盈利指数为 60.2%，比上季降低 1.9 个百分点，比上年同期降低 6.5 个百分点。银行业景气指数较二季度继续上升，但盈利指数开始出现下降，我们维持此前观点，认为当前政策的导向是需要金融机构向实体经济让利，银行作为最重要的金融机构，预计盈利将受到一定影响。

货币政策感受指数为 66.0%，比上季降低 8.6 个百分点，比上年同期提高 11.5 个百分点。其中，有 35.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 15.8 个百分点；62.0% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 14.3 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 63.4%，低于本季 2.6 个百分点。三季度货币政策较二季度明显收紧，反应在货币政策感受指数上也明显下行，预计四季度在没有重大海外冲击赢下的情况下货币政策难出现超预期放松，货币政策回归常态化将成为未来一段时间的主题。

图表 6. 贷款需求与贷款审批



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 货币政策感受指数



资料来源：万得，中银证券

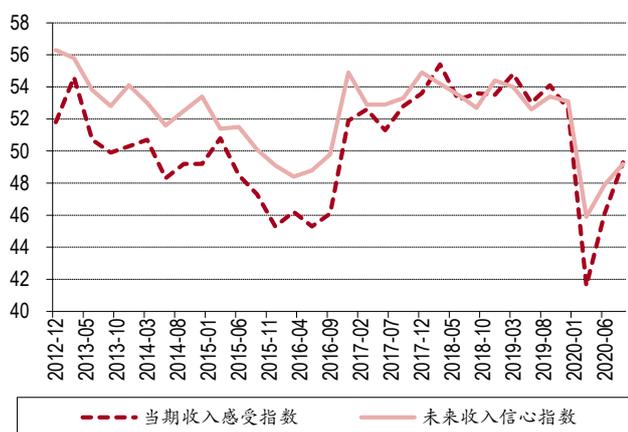
关注货币政策回归常态将导致的资本市场趋势性变动。从三季度经济数据反映的情况看，我国经济复苏趋势较明确，且在全球范围内具备明显的比较优势，随着经济步入复苏轨道，货币政策在三季度出现明显边际收紧，我们认为当前国内货币政策仍留有放松空间，但除非出现海外重大冲击因素，货币政策未来的主题应是恢复常态化。受此影响，三季度债市收益率中枢上行，风险资产表现更好。

居民的消费意愿或将开始释放

城镇储户调查问卷显示三季度收入感受指数为 49.3%，比上季上升 3.2 个百分点。其中，15.8%的居民认为收入“增加”，比上季上升 2 个百分点，67.1%的居民认为收入“基本不变”，比上季上升 2.6 个百分点，17.1%的居民认为收入“减少”，比上季下降 4.6 个百分点。收入信心指数为 49.2%，比上季上升 1.3 个百分点。就业感受指数为 39.7%，比上季上升 2.2 个百分点。其中，12.2%的居民认为“形势较好，就业容易”，48.3%的居民认为“一般”，39.5%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 50.4%，比上季上升 0.3 个百分点。三季度居民收入感受和收入信心较二季度都大幅回升，但二者仍在 50 下方，从三季度经济数据来看，依然是制约消费的重要因素。

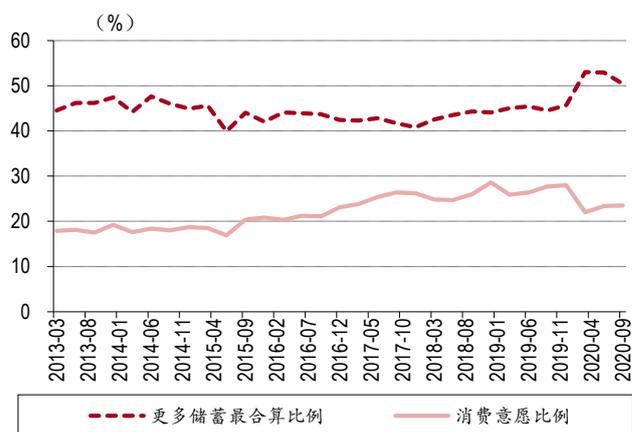
倾向于“更多消费”的居民占 23.5%，比上季上升 0.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 50.4%，比上季下降 2.5 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 26.1%，比上季上升 2.3 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 47.5%、24.4%和 16.9%。居民消费回升的意愿不明显，但投资意愿上升明显。

图表 8. 居民收入感受指数和未来收入信心指数



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 居民消费和储蓄意愿比例

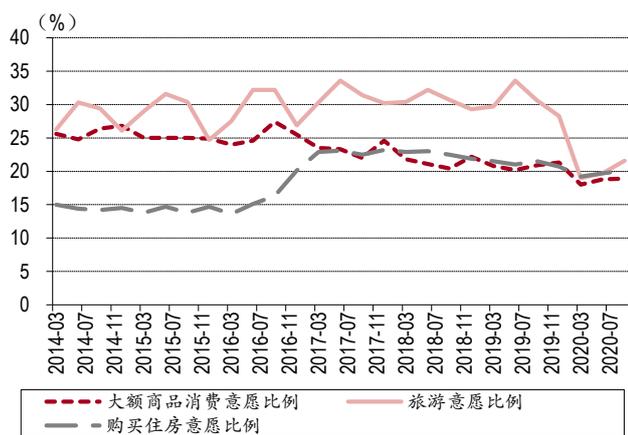


资料来源：万得，中银证券

被问及未来 3 个月准备增加支出的项目时，居民选择比例由高到低排序为：教育(30.9%)、医疗保健(28.1%)、旅游(21.6%)、购房(20.1%)、大额商品(18.9%)、社交文化和娱乐(17.5%)、保险(15.0%)。三季度相较二季度，居民的消费倾向再次发生很大变化，其中消费倾向下降的是保险和医疗保健，消费倾向上升的是旅游、教育、社交文娱、购房和大额商品。值得关注的是，随着国内疫情防控进入常态化，服务性消费的需求明显大幅上升。

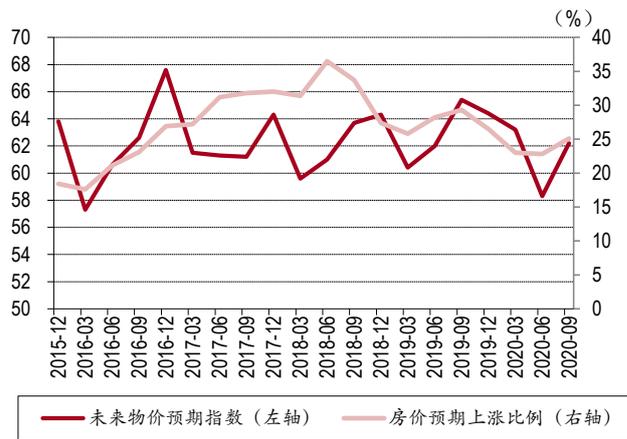
房价上涨预期明显升温。对下季度，物价预期指数为 62.2%，比上季上升 3.9 个百分点。其中，29.7%的居民预期下季物价将“上升”，50.3%的居民预期“基本不变”，8.3%的居民预期“下降”，11.7%的居民“看不准”。对下季房价，25.1%的居民预期“上涨”，51.2%的居民预期“基本不变”，11.0%的居民预期“下降”，12.7%的居民“看不准”。

图表 10.三大主要消费意愿比例



资料来源：万得，中银证券

图表 11.居民预期未来房价上涨的比例



资料来源：万得，中银证券

8月社零同比增速首次实现了年内转正，一定程度上意味着消费需求开始修复。从三季度居民调查问卷的情况看，我们认为随着国内疫情防控进入常态化，四季度开始居民消费性需求的释放速度开始加快。另外需要关注的是，居民购房需求依然在环比上升，且对房价上涨的预期明显升温，由此或将导致房地产调控政策短期内难放松，另一方面是房地产销售额同比增速不会出现明显回落。

服务性消费可能成为四季度亮点

三季度经济持续恢复。三季度调查问卷显示经济恢复的趋势持续向好。银行层面，企业贷款需求依然处于较高水平；企业层面，各项经营数据继续修复；居民层面，投资需求明显上升，消费需求也开始释放。三季度经济的恢复既有国内生产端持续好转的影响，也有海外需求拉动的影响，从居民部门看，三季度居民的旅游、教育和社交文娱消费需求较三季度明显上升，反映出在新冠疫情防控常态化背景下，居民的服务性消费需求将开始逐步释放。

货币政策边际收紧。我们认为当前国内在经济复苏的基本面以及货币政策的实施空间等方面，均较海外具备明显优势，但随着经济复苏的基础夯实，预计未来一段时间内，货币政策回归常态化将成为主要方向，除非出现重大风险因素冲击，货币政策才会出现超预期宽松。考虑到秋冬季新冠疫情在全球范围内的前景具有不确定性，我们认为短期内货币政策难以持续收紧，需要兼顾应对事件性冲击和季节性因素。我们维持看好人民币资产的观点，预计债市收益率将维持震荡趋势，看好股市和大宗商品。

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_2163

