

一季度央行调查问卷点评

居民收入和企业营收将是未来关注重点

一季度经济整体下行；企业收入大幅下滑，资金压力没有减轻；货币政策明显放松；居民收入感受下行抑制消费。

- 一季度经济下行，二季度预期回升。
- 关注企业经营反应的困难。
- 贷款需求整体上升，货币政策明显放松。
- 居民收入下降抑制消费。
- 一季度问卷调查再度确认了经济下行。从一季度调查问卷来看，大多数信息与金融数据传达的是一致的。包括一季度经济基本面明显下行，内需和外需都有所走弱，货币政策相对宽松，居民倾向于储蓄等。从增量信息来看，一是我们比较关注银行贷款需求中，制造业需求和基建快速上升，以及大中型企业需求上升，但小微企业需求下行的分歧，数据背后或存在小微企业经营不善的问题，未来可能影响就业形势。二是关注居民购房需求环比四季度大幅下行，从社零数据回升缓慢来看，市场已经开始预期期待中的报复性消费反弹不会出现，但是如果居民储蓄需求大幅上升同时购房需求下降，可能导致房地产行业出现一定幅度的调整。
- 下半年经济压力或不会减小。一季度国内 GDP 同比负增长，二季度市场预期环比将出现明显反弹，同时目前市场仍预期全年国内 GDP 增速能够回正。但从海外情况来看，IMF 等国际组织以及部分发达国家已经预测 2020 年全球以及主要发达国家经济增长将陷入衰退。从 3-4 月国内经济增速恢复慢于预期来看，外需将自 4 月开始对国内造成明显拖累，并且考虑到海外尚未明显控制住新冠疫情的爆发，预计下半年海外经济见底的过程将持续一段时间。与此同时，需要关注美国大选年可能出现的黑天鹅事件影响。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

相关研究报告

《积极的政策一马当先：2019 年一季度央行调查问卷点评》 2019.3.25

《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

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

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

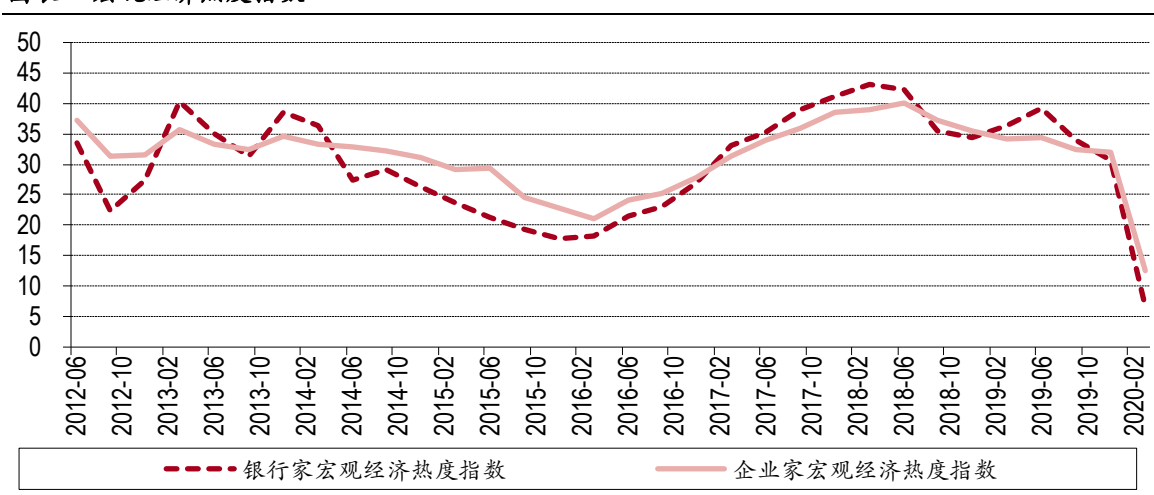
4月28日，央行发布2020年一季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

一季度经济下行，二季度预期回升

企业家宏观经济热度指数为12.4%，比上季低19.4个百分点，比去年同期低21.7个百分点。其中，75.5%的企业家认为宏观经济“偏冷”，24.1%认为“正常”，0.4%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为6.5%，比上季降低24.2个百分点。其中，有87.2%的银行家认为当前宏观经济“偏冷”，比上季增加47.2个百分点；12.6%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少46.1个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为32.9%，高于本季26.4个百分点。

受新冠疫情影响，一季度银行家经济热度指数和企业家经济热度指数均创下历史新低。但对二季度宏观经济预期方面，银行家调查问卷显示，认为二季度宏观经济热度将有明显回升。从4月数据来看，工业增加值同比恢复正增长的可能性是有的，但固投和社零同比增速继续负增长的可能性较大。二季度整体仍处于从一季度的经济回落后的恢复期，但目前来看，恢复的速度明显低于预期，且外需受到新冠疫情影响，对国内经济恢复造成负面影响。

图表 1. 宏观经济热度指数



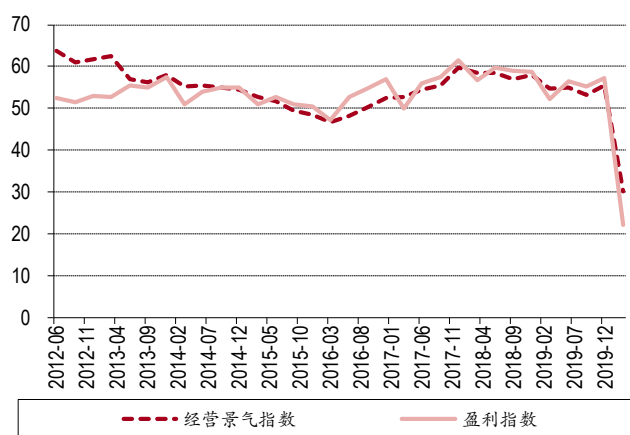
资料来源：万得，中银证券

关注企业经营反应的困难

企业一季度经营景气指数为30.3%，比上季低25.2个百分点，比去年同期低24.5个百分点。其中，5.9%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，48.8%认为“一般”，45.3%认为“较差”。受新冠疫情影响，一季度企业经营压力骤增。盈利指数为22.3%，比上季低35.0个百分点，比去年同期低30.0个百分点。其中，11.0%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，22.6%认为“盈亏不变”，66.4%认为“增亏或减盈”。一季度前两个月新冠疫情的冲击主要体现在国内市场方面，3月开始海外市场也受到新冠疫情的明显冲击。受内外经营环境的影响，一季度企业调查问卷显示，经营景气明显下降，且盈利也出现明显下行。

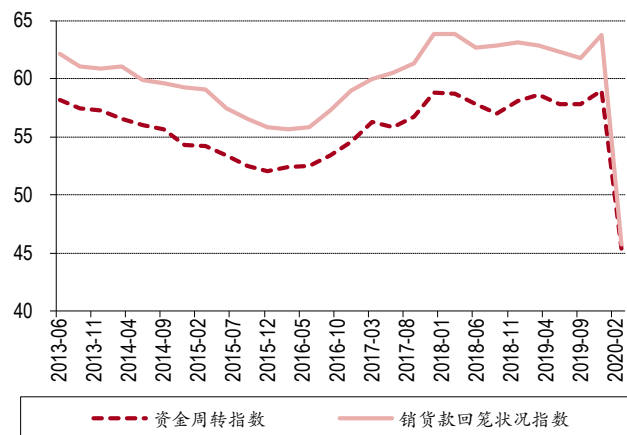
截至2019年12月新冠疫情发生之前，企业经营中的困难一定程度上集中于流动性和存货两方面，但受到新冠疫情的冲击，2020年开始，企业经营的困境增加了收入大幅下滑和成本刚性之间带来的利润同比大幅负增长的问题。从规模以上工业企业财务数据来看，每百元收入中成本和费用相较于去年同期有小幅上升，但收入增速大幅下降，是拖累企业盈利的重要原因。销货款回笼指数为45.7%，比上季低18.0个百分点，比去年同期低17.1个百分点。其中，19.0%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，53.4%认为“一般”，27.6%认为“困难”。资金周转指数为45.4%，比上季低13.6个百分点，比去年同期低13.2个百分点。其中，19.8%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，51.2%认为“一般”，29.0%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

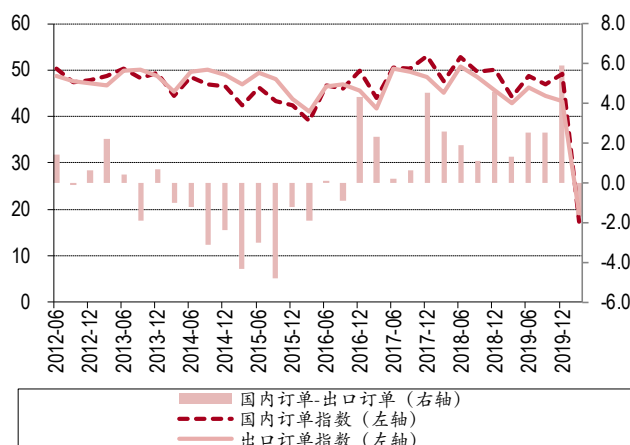


资料来源：万得，中银证券

订单指数大幅下滑，不仅是国内订单下行，出口订单也大幅下滑，需要关注的是，海外疫情爆发的时间较国内晚，目前尚未得到有效控制，大概率在二季度继续影响我国外需。出口订单指数为 19.1%，比上季低 24.2 个百分点，比去年同期低 23.8 个百分点。其中，5.0% 的企业家认为出口订单比上季“增加”，28.1% 认为“持平”，66.9% 认为“减少”。国内订单指数为 17.4%，比上季低 31.7 个百分点，比去年同期低 26.8 个百分点。其中，3.7% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，27.5% 认为“持平”，68.8% 认为“减少”。

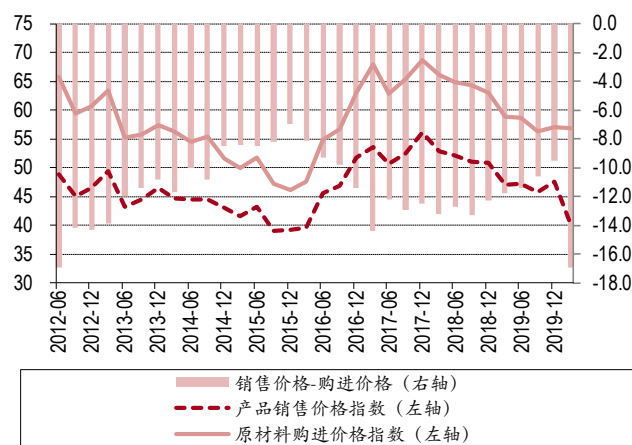
产品销售价格感受指数为 40.0%，比上季低 7.7 个百分点，比去年同期低 7.1 个百分点。其中，5.6% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，68.8% 认为“持平”，25.6% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 56.9%，比上季低 0.2 个百分点，比去年同期低 1.9 个百分点。其中，26.2% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，61.3% 认为“持平”，12.5% 认为“下降”。PPI 和 CPI 剪刀差走阔，一季度 CPI 同比增速继续受到食品价格影响，整体处于较高水平，但工业需求较弱，导致 PPI 同比继续回落出现明显负增长，导致市场对于工业品价格通缩的预期明显升温。

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

从一季度央行调查问卷来看，新冠疫情对企业经营的冲击显示的更加明显：内需外需均明显走弱，订单整体下行，经营指数下行，盈利下行，资金周转下行，产品销售价格下行，但成本下行的幅度明显更小。整体来看，企业经营中资金紧张的问题没有减小，同时又出现了收入下降需求下降的问题，预计未来稳经济政策仍将以企业为落脚点。

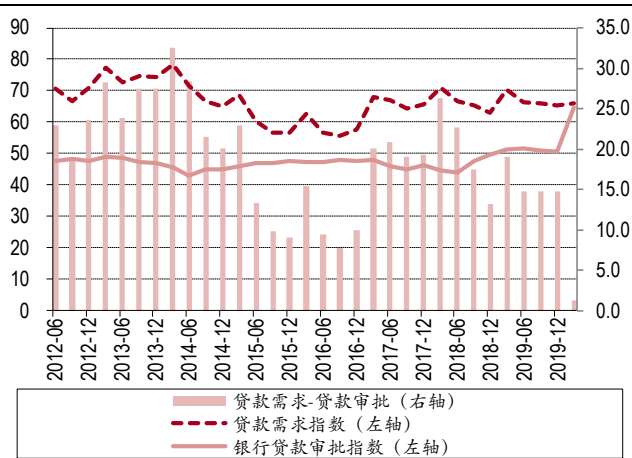
贷款需求整体上升，货币政策明显放松

贷款总体需求指数为 66.0%，比上季提高 0.6 个百分点，比上年同期降低 4.4 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 65.6%，比上季提高 6.4 个百分点；基础设施贷款需求指数为 62.3%，比上季提高 1.7 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 59.7%，比上季提高 4.8 个百分点；中型企业为 62.6%，比上季提高 5.5 个百分点；小微企业为 68.6%，比上季降低 0.9 个百分点。一季度贷款需求比 2019 年四季度提高，我们认为主要是受到新冠疫情冲击，资金链出现不同程度紧张造成的。分行业看，制造业经营受影响较大，因此贷款需求上升明显，基建是稳增长的重要方式，因此贷款需求也有所提高。另外需要关注的是，大型企业和中型企业的贷款需求上升，但小微企业的贷款需求较四季度有所降低，如果是小微企业经营不善导致，可能会在未来影响就业。

银行业景气指数为 58.3%，比上季降低 12.4 个百分点，比上年同期降低 12.9 个百分点。银行盈利指数为 50.5%，比上季降低 17.2 个百分点，比上年同期降低 16.2 个百分点。银行景气指数和盈利指数都出现明显下降，不仅与经济整体下行有关，同时也与央行推动贷款利率下降有关。我们认为 LPR 利率下行的趋势仍未结束，年内或仍将有降息操作，银行盈利或仍受压制。

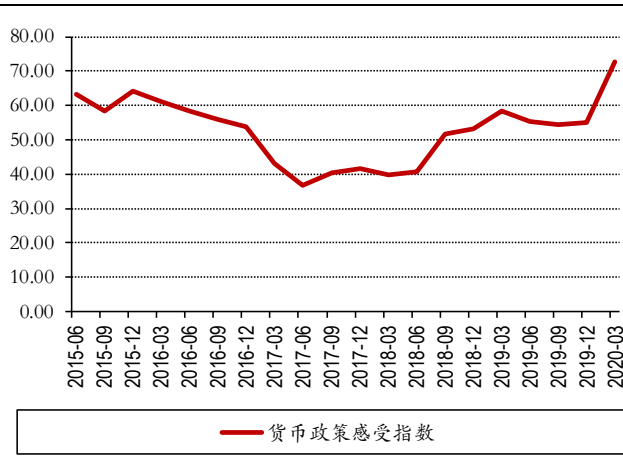
货币政策感受指数为 72.7%，比上季提高 17.6 个百分点，比上年同期提高 14.3 个百分点。其中，有 47.3% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季增加 32.3 个百分点；50.8% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季减少 29.4 个百分点。对下季度，货币政策感受预期指数为 74.5%，高于本季 1.8 个百分点。相比需求的上行，货币政策感受指数上行幅度更大。作为对冲经济下行的工具，货币政策在一季度实施了降低 LPR 利息、降低超额存款准备金利率、降准等操作，并且在货币政策引导下，一季度新增社融同比大幅增长。

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

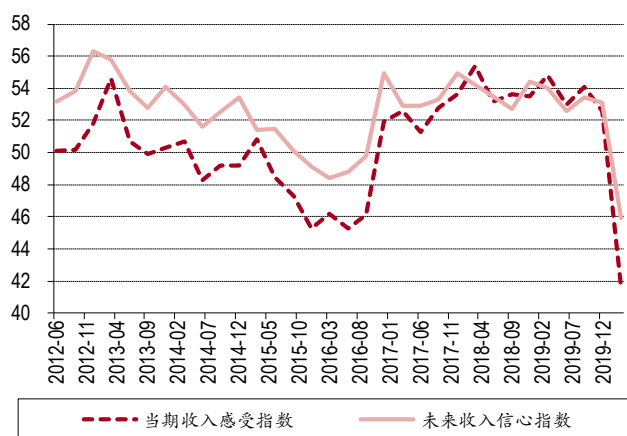
一季度为应对新冠疫情对经济的冲击，货币政策落实力度较大。我们维持此前观点，认为货币政策是应对经济下行的辅助手段，财政政策才是主要手段，并且认为未来一段时间之内，货币政策都将维持适度宽松的局面。从当前的情况看，国内经济恢复的速度慢于预期，且海外经济下行的幅度尚未可知，未来货币政策存在进一步宽松的可能。

居民收入下降抑制消费

城镇储户调查问卷显示一季度收入感受指数为 41.6%，比上季下降 11.0 个百分点。其中，10.7%的居民认为收入“增加”，比上季下降 6.6 个百分点，61.8%的居民认为收入“基本不变”，比上季下降 8.8 个百分点，27.5%的居民认为收入“减少”，比上季上升 15.4 个百分点。收入信心指数为 45.9%，比上季下降 7.2 个百分点。就业感受指数为 37.7%，比上季下降 6.8 个百分点。其中，10.9%的居民认为“形势较好，就业容易”，46.8%的居民认为“一般”，42.3%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 47.3%，比上季下降 4.6 个百分点。一季度受新冠疫情的影响，春节假期有所延长，且节后复工复产进度较慢，又叠加需求恢复偏弱、外需下行，因此就业形势有所变化。但需要关注的是，居民收入感受明显下行，可能成为抑制消费反弹的重要因素。

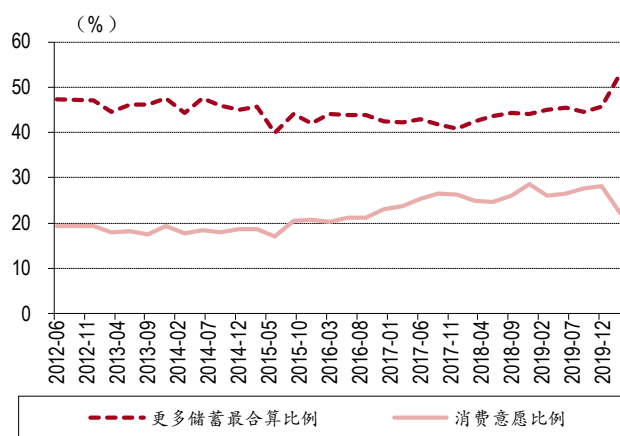
倾向于“更多消费”的居民占 22.0%，比上季下降 6.0 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 53.0%，比上季上升 7.3 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 25.0%，比上季下降 1.3 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 48.6%、21.6%和 16.3%。在收入感受下行和就业困难上升的情况下，居民的消费偏好明显下降，投资需求也下降，储蓄偏好大幅上升。

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

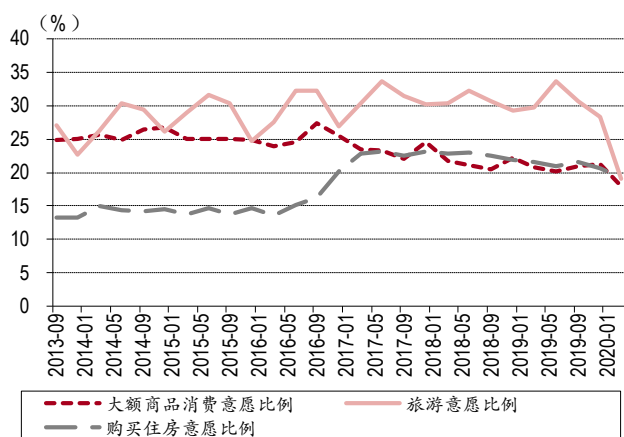


资料来源：万得，中银证券

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(31.5%)、医疗保健(29.4%)、购房(19.2%)、旅游(19.0%)、社交文化和娱乐(18.4%)、大额商品(18.0%)、保险(17.1%)。一季度相较四季度，变化最明显的是旅游和大额商品的消费选择分别大幅下降了 9.3 和 3.3 个百分点，相较之下上升明显的消费选择是教育、医疗保健、保险，分别上升了 2.6、1.9 和 1.6 个百分点。需要关注的是，一季度居民的购房消费需求较四季度大幅下降了 1.5 个百分点。

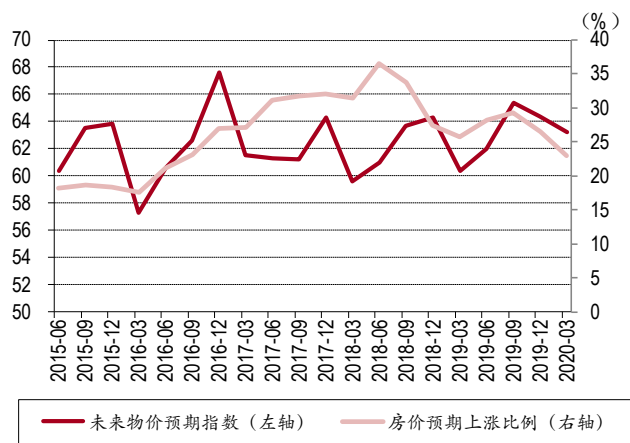
经济下行趋势下，居民对物价的预期也有所下行。对下季度，物价预期指数为 63.2%，比上季下降 1.2 个百分点。其中，33.9%的居民预期下季物价将“上升”，44.5%的居民预期“基本不变”，10.4%的居民预期“下降”，11.2%的居民“看不准”。对下季房价，23.0%的居民预期“上涨”，48.0%的居民预期“基本不变”，15.9%的居民预期“下降”，13.1%的居民“看不准”。

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

四季度城镇储户调查问卷已经显示出收入感受下降、消费意愿下降、储蓄意愿上升的趋势，一季度调查问卷中上述特征更加明显。除此之外，特别需要关注居民的购房意愿连续两个季度持续下降的问题，特别是一季度调查问卷中，居民购房意愿较四季度大幅下降，可能导致接下来房地产市场出现波动。

居民收入和企业营收将是未来关注重点

一季度问卷调查再度确认了经济下行。从一季度调查问卷来看，大多数信息与金融数据传达的是一致的。包括一季度经济基本面明显下行，内需和外需都有所走弱，货币政策相对宽松，居民倾向于储蓄等。从增量信息来看，一是我们比较关注银行贷款需求中，制造业需求和基建快速上升，以及大中型企业需求上升，但小微企业需求下行的分歧，数据背后或存在小微企业经营不善的问题，未来可能影响就业形势。二是关注居民购房需求环比四季度大幅下行，从社零数据回升缓慢来看，市场已经开始预期期待中的报复性消费反弹不会出现，但是如果居民储蓄需求大幅上升同时购房需求下降，可能导致房地产行业出现一定幅度的调整。

下半年经济压力或不会减小。一季度国内 GDP 同比负增长，二季度市场预期环比将出现明显反弹，同时目前市场仍预期全年国内 GDP 增速能够回正。但从海外情况来看，IMF 等国际组织以及部分发达国家已经预测 2020 年全球以及主要发达国家经济增长将陷入衰退。从 3-4 月国内经济增速恢复慢于预期来看，外需将自 4 月开始对国内造成明显拖累，并且考虑到海外尚未明显控制住新冠疫情的爆发，预计下半年海外经济见底的过程将持续一段时间。与此同时，需要关注美国大选年可能出现的黑天鹅事件影响。

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_5530

