



三季度央行调查问卷点评

需求影响当下，供给改变未来

实体经济感受宏观经济下行；企业的需求端出现明显下行；居民消费需求依然旺盛。

- 宏观经济预期下行。
- 货币政策能够缓解企业的资金面，但无法解决需求问题。
- 货币政策难紧，银行依旧重要。
- 居民收入感受上升。
- 三季度央行调查问卷反映出货币政策确实有作用。综合央行三季度调查问卷和 1-9 月经济数据，我们认为有三个显著的信息：一是经济增速的下行压力已经反映在了市场经济的预期里，二是货币政策对于边际改善企业资金面是有起到作用的，三是企业的需求端整体在下行，但居民的消费需求依然相对强劲。从三季度实际 GDP 当季同比增长 6% 来看，全年 GDP 增速保 2 (6.2%) 争 3 (6.3%) 的难度已经比较大了，但稳增长诉求依然比较强烈，四季度稳健的货币政策易松难紧，积极的财政政策仍要继续落地。
- 中国在全球仍有相对优势。在全球经济增速下行的背景下，需求从哪里来将是个全球性的问题。从货币政策的角度看，三季度以来，美联储已经降息两次，市场普遍预计 10 月底还有一次降息，在美联储的带动下，部分发达国家和地区以及较多发展中国家和地区都采取了宽松的货币政策，但我们认为宽松的货币政策难以解决当下需求端的问题。从中国的经济增长前景来看，从 2019 年四季度到 2020 年底，居民消费需求仍在、投资仍有结构性空间、中美贸易问题缓解带动进出口边际改善等动力仍可预期，并且叠加深化改革和扩大开放的政策预期，中国在全球范围内具有相对优势。此间也需关注供给侧结构性改革将在哪些领域持续发力。

风险提示：全球经济增速超预期回落；国内通胀持续超预期。

相关研究报告

《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

《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：央行一季度调查数据简评》2019.6.21

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

10月24日，央行发布2019年三季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

宏观经济预期下行

企业家宏观经济热度指数为32.4%，比上季低2.1个百分点，比去年同期低4.8个百分点。其中，36.3%的企业家认为宏观经济“偏冷”，62.6%认为“正常”，1.1%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为33.9%，比上季下降5.3个百分点。其中，有33.4%的银行家认为当前宏观经济“偏冷”，比上季增加9.9个百分点；65.4%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少9.2个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为35.5%，高于本季1.6个百分点。

对于经济下行的趋势，市场的预期已经较为明朗。从当前经济基本面来看，三季度GDP增速已经出现了一定的超预期下滑，表明经济下行的压力持续存在。目前美联储已经降息了两次共计50BP，全球各地区特别是发展中国家和地区的央行都有不同程度的货币政策跟进，我们认为经济增速下行是当前全球共同面临的挑战，但货币政策或许难以解决。

图表 1. 宏观经济热度指数



资料来源：万得，中银国际证券

货币政策能够缓解企业的资金面，但无法解决需求问题

企业三季度经营景气指数为53.3%，比上季低1.6个百分点，比去年同期低3.6个百分点。其中，21.5%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.6%认为“一般”，14.9%认为“较差”。三季度企业经营压力有所加大。盈利指数为55.3%，比上季低1.3个百分点，比去年同期低3.6个百分点。其中，34.8%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，41.0%认为“盈亏不变”，24.2%认为“增亏或减盈”。三季度CPI同比增速上行，PPI同比增速下行，之间的剪刀差一定程度上反映了工业企业盈利所面临的压力，另外从PMI的购进价格指数和出厂价格指数来看，也反映出价格走势的疲软。

三季度企业的主要问题集中在销售端，我们认为这同需求下行有一定关系。但销货款回笼下行的幅度相较于经营景气指数下行的幅度明显更小，并且企业资金周转指数相对平稳，也反映出了货币政策在三季度一定程度上缓解了企业经营的困难。销货款回笼指数为61.8%，比上季低0.5个百分点，比去年同期低1.0个百分点。其中，34.1%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，55.5%认为“一般”，10.5%认为“困难”。资金周转指数为57.8%，与上季持平，比去年同期提高0.8个百分点。其中，31.7%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，52.2%认为“一般”，16.1%认为“困难”。

图表 2. 企业经营情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 资金状况

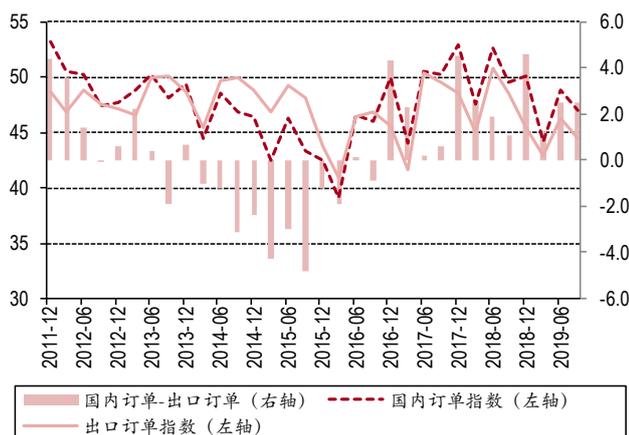


资料来源：万得，中银国际证券

订单指数环比下行，需求走弱。出口订单指数为 44.5%，比上季低 1.9 个百分点，比去年同期低 4.0 个百分点。其中，15.6% 的企业家认为出口订单比上季“增加”，57.7% 认为“持平”，26.7% 认为“减少”。国内订单指数为 47.0%，比上季低 1.8 个百分点，比去年同期低 2.6 个百分点。其中，15.9% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，62.3% 认为“持平”，21.8% 认为“减少”。

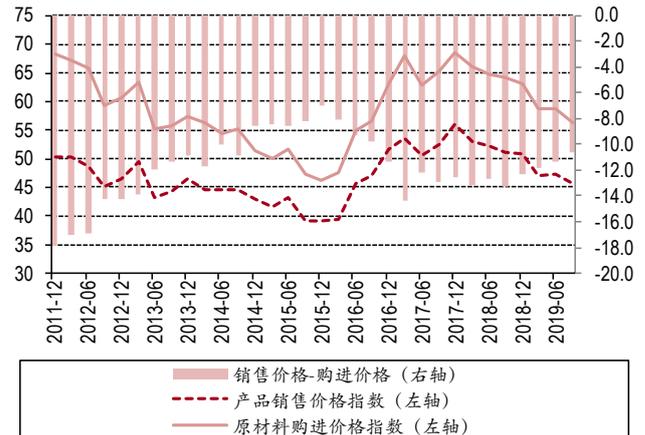
产品销售价格感受指数为 45.7%，比上季低 1.6 个百分点，比去年同期低 5.2 个百分点。其中，9.7% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，72.0% 认为“持平”，18.3% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 56.3%，比上季低 2.4 个百分点，比去年同期低 8.0 个百分点。其中，21.3% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，70.0% 认为“持平”，8.7% 认为“下降”。三季度 PPI 同比增长转负，一定程度上反映了产品销售价格的走低，但我们认为当前企业端库存整体偏低，价格的走低也是反映了需求的疲弱。需要关注四季度企业补库存的力度与以往相较于变动情况。

图表 4. 订单指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 价格指数



资料来源：万得，中银国际证券

从三季度央行调查问卷来看，企业的情况要分开来看。从经营层面上，企业面临需求端明显下滑、产品销售价格下行的问题；从资金层面来看，三季度相较二季度相对平稳，但销货款回笼随着需求的下行有所走弱；因此企业对经营景气的预期也出现了明显回落。前瞻四季度，考虑到 CPI 同比仍将维持在较高水平，并且 PPI 同比难以出现明显大幅改善，因此预计企业盈利仍将一定程度上被压缩。

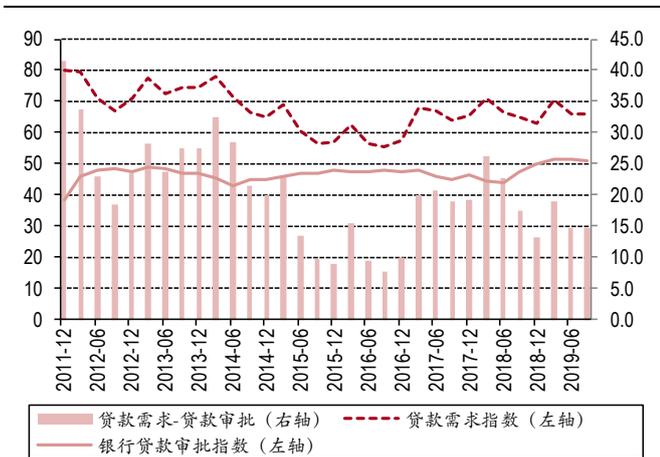
货币政策难紧，银行依旧重要

贷款总体需求指数为 65.9%，比上季降低 0.4 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 59.0%，比上季降低 0.4 个百分点；基础设施贷款需求指数为 60.2%，比上季降低 0.4 个百分点。分企业规模看，大、中、小微企业贷款需求指数分别为 54.4%、57.2%和 70.2%，比上季降低 0.1、0.4 和 0.3 个百分点。三季度各类贷款需求都继续回落。

银行业景气指数为 70.2%，比上季降低 0.3 个百分点，比上年同期提高 3.0 个百分点。银行盈利指数为 66.7%，与上季持平，比上年同期降低 0.2 个百分点。银行的景气指数虽然环比回落，但比去年同期明显上升，需要关注的是盈利指数的回落。

货币政策感受指数为 54.5%，比上季降低 0.7 个百分点，比上年同期提高 2.9 个百分点。其中，有 13.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 0.5 个百分点；4.1% 的银行家认为货币政策“偏紧”，比上季增加 0.9 个百分点；83.0% 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 58.8%，高于本季 4.4 个百分点。三季度货币政策较二季度继续出现边际上的小幅收紧，一定程度上可以认为是金融业供给侧改革的持续影响。

图表 6. 贷款需求与贷款审批



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 货币政策感受指数



资料来源：万得，中银国际证券

银行是货币政策传导的重要渠道。三季度银行的感受比较复杂，包括货币政策在内的一系列调整和监管，都影响着银行并通过银行向实体经济和金融市场传导。城商行同业业务规范、房地产融资收紧、加大信贷投放、LPR 改革、央行实施降准、基建投资企稳回升等等政策，都通过银行落实到资产层面的变化。整体来看，银行依然是疏通货币政策传导的重要渠道，从结构来看，银行业内部也存在着规范、清理和结构性分化的现象。

居民收入感受上升

城镇储户调查问卷显示三季度收入感受指数为 54.1%，比上季上升 1.1 个百分点。其中，19.4% 的居民认为收入“增加”，比上季上升 2.1 个百分点，69.4% 的居民认为收入“基本不变”，比上季下降 2.0 个百分点。收入信心指数为 53.4%，比上季上升 0.8 个百分点。本季就业感受指数为 45.4%，比上季上升 1.2 个百分点。其中，16.4% 的居民认为“形势较好，就业容易”，50.7% 的居民认为“一般”，33.0% 的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 52.6%，比上季上升 0.3 个百分点。在个税减税实施三个季度之后，居民收入感受终于明显上升，从三季度居民消费增速来看，明显超出收入的增速，从细分来看，居民的消费向教育文化娱乐和医疗保健明显倾斜，一定程度上表明服务业消费将是未来的大趋势。

倾向于“更多消费”的居民占 27.7%，比上季上升 1.3 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 44.5%，比上季下降 1.0 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 27.8%，比上季下降 0.4 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 48.1%、20.2%和 17.1%。三季度居民的消费倾向明显上升，从数据来看，三季度居民消费支出增速是支持这一趋势的，但社零增速上的反映不明显。

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，中银国际证券

图表 9. 居民消费和储蓄意愿比例

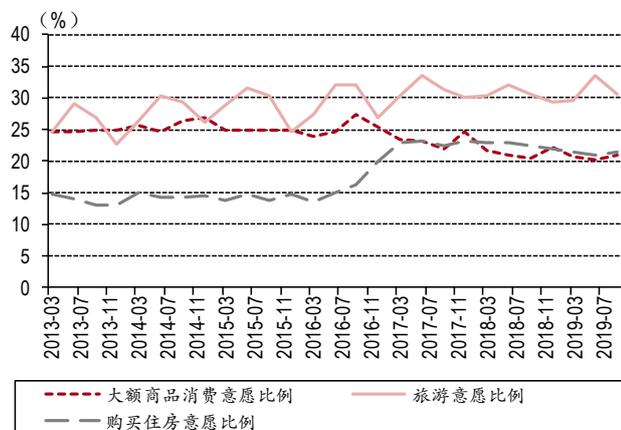


资料来源：万得，中银国际证券

未来 3 个月准备增加支出的项目时，居民选择比例由高到低排序为：教育(31.5%)、旅游 (30.6%)、医疗保健(25.8%)、购房(21.5%)、大额商品(20.9%)、社交文化和娱乐(18.1%)、保险(15.2%)。三季度相较二季度，变化最明显的是旅游的消费选择大幅下降了 3 个百分点，与之对应的是，对教育的支出预期大幅上升了 2.2 个百分点。

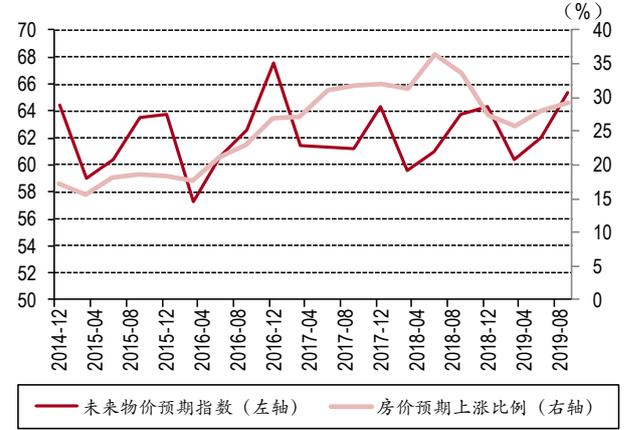
居民对物价的预期明显上升，对住房的消费需求再次上升。对下季度，物价预期指数为 65.4%，比上季上升 3.4 个百分点。其中，34.6%的居民预期下季物价将“上升”，48.8%的居民预期“基本不变”，6.8%的居民预期“下降”，9.8%的居民“看不准”。对下季房价，29.3%的居民预期“上涨”，50.3%的居民预期“基本不变”，9.8%的居民预期“下降”，10.6%的居民“看不准”。

图表 10. 三大主要消费意愿比例



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 居民预期未来房价上涨的比例



资料来源：万得，中银国际证券

三季度城镇储户调查问卷的变化比较显著，一是收入感受明显上升，二是消费意愿明显上升，三是物价预期明显上升，四是住房消费意愿再次抬升。整体来看，CPI的上行对城镇居民的影响较大，但居民的消费意愿依然比较强烈，一定程度上意味着居民需求仍在，但结构上看，居民的消费需求在三季度明显向教育倾斜。

需求影响当下，供给改变未来

三季度央行调查问卷反映出货币政策确实有作用。综合央行三季度调查问卷和1-9月经济数据，我们认为有三个显著的信息：一是经济增速的下行压力已经反映在了市场经济的预期里，二是货币政策对于边际改善企业资金面是有起到作用的，三是企业的需求端整体在下行，但居民的消费需求依然相对强劲。从三季度实际GDP当季同比增长6%来看，全年GDP增速保2（6.2%）争3（6.3%）的难度已经比较大了，但稳增长的诉求依然比较强烈，四季度稳健的货币政策易松难紧，积极的财政政策仍要继续落地。

中国在全球仍有相对优势。在全球经济增速下行的背景下，需求从哪里来将是个全球性的问题。从货币政策的角度看，三季度以来，美联储已经降息两次，市场普遍预计10月底还有一次降息，在美联储的带动下，部分发达国家和地区以及较多发展中国家和地区都采取了宽松的货币政策，但我们认为宽松的货币政策难以解决当下需求端的问题。从中国的经济增长前景来看，从2019年四季度到2020年底，居民消费需求仍在、投资仍有结构性空间、中美贸易问题缓解带动进出口边际改善等动力仍可预期，并且叠加深化改革和扩大开放的政策预期，中国在全球范围内具有相对优势。此间也需关注供给侧结构性改革将在哪些领域持续发力。

风险提示：全球经济增速超预期回落；国内通胀持续超预期。

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_9400

