

一季度央行调查问卷点评

在复杂的国际形势下依靠内需和转型坚持复苏道路

一季度企业家、银行家宏观经济热度指数上升至较高水平；企业经营继续向好，但盈利出现下行；居民收入信心不足，消费偏好下行。

- 一季度经济预计同比大幅增长。
- 企业盈利下行。
- 货币政策指数继续下行。
- 消费意愿再下降。

- **一季度经济高增长成定局。**一季度调查问卷显示，银行家和企业家宏观经济热度指数均处于较高水平，企业经营继续向好，资金周转回升至疫情前水平，实体经济贷款需求较强劲。但也有表现较弱的项目，如企业购进价格明显走高，居民收入尚未恢复到疫情前水平，收入预期也出现向下拐点，消费意愿继续走低等。但在基数效应影响下，一季度经济增速将出现两位数高增长无疑，并且由于新冠疫苗在全球开展接种，国际贸易的恢复也有助于在 2021 年继续拉动我国经济增长。
- **消费是经济的隐忧，但隐忧不只是消费。**2021 年 1-2 月社零环比增速已经出现低于历史平均水平的情况，预计在居民收入预期小幅下行的影响下，居民消费的恢复仍需时间。除了消费可能拖累经济增长之外，国内方面还需要考虑原材料价格上升过快可能影响企业盈利和固定资产投资意愿的问题，以及年初以来对房地产土地和资金环节政策调整可能产生的全产业链影响。国外方面，目前已经出现的风险因素迹象至少包括美联储货币政策调整对利率、汇率和国际资本流动产生的影响，欧美新冠疫苗接种和新冠疫情再度上升对经济复苏不确定性的影响，以及中美摩擦对我国外部环境产生的综合性影响等。我们认为根据政府工作报告的定调，今年的财政政策以支出结构调整和控制政府杠杆率为主，货币政策既要为经济复苏保驾护航，又要为抵御经济复苏过程中可能遇到的风险做准备，因此货币政策或以引导金融机构信贷资金流向为主，整体难见收紧。
- **风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

相关研究报告

《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

《服务性消费可能成为四季度亮点：三季度央行调查数据简评》2020.10.12

《居民储蓄倾向上升，关注释放内需的政策举措：三季度央行调查数据简评》2021.1.19

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

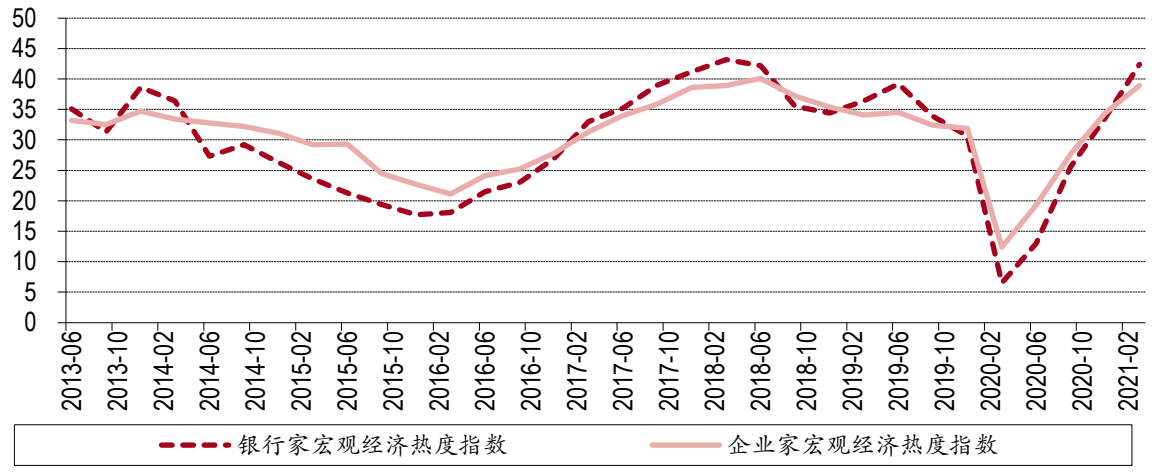
3 月 25 日，央行发布 2021 年一季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

一季度经济预计同比大幅增长

企业家宏观经济热度指数为 38.9%，比上季提高 4.5 个百分点，比去年同期提高 26.5 个百分点。其中，25.6%的企业家认为宏观经济"偏冷"，70.9%认为"正常"，3.5%认为"偏热"。银行家宏观经济热度指数为 42.4%，比上季上升 8.8 个百分点。其中，有 71.5%的银行家认为当前宏观经济"正常"，比上季增加 8.9 个百分点；有 21.8%的银行家认为"偏冷"，比上季减少 13.3 个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 48.3%，高于本季 5.9 个百分点。

一季度国内经济将实现两位数同比增长。一季度企业家宏观经济热度指数已经超过 2019 年一季度，回升至 2018 年一季度水平，银行家宏观经济热度指数虽然没有超过 2018 年一季度，但也处于较高水平。考虑到 2020 年一季度经济受新冠疫情影响严重，2021 年经济实现两位数同比高增长比较明确。但从企业家和银行家宏观经济热度指数来看，一方面需要关注宏观经济可能过热的情况，另一方面需要关注二季度经济增速下滑后，是否会造成宏观热度预期指数的下行。

图表 1. 宏观经济热度指数



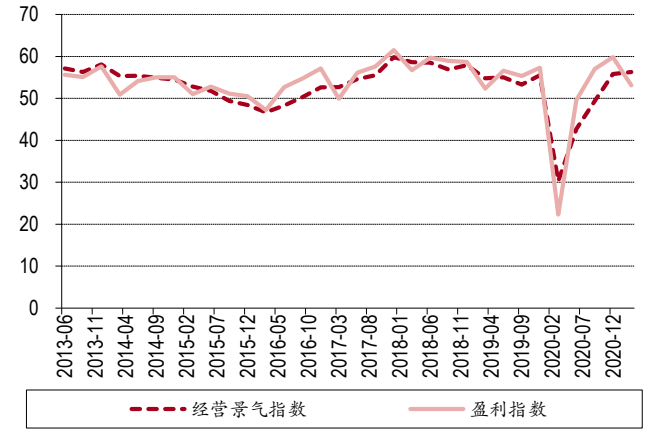
资料来源：万得，中银证券

企业盈利下行

企业一季度经营景气指数为 56.3%，比上季提高 0.5 个百分点，比去年同期提高 26.0 个百分点。其中，25.2%的企业家认为本季企业经营状况"较好"，62.3%认为"一般"，12.5%认为"较差"。一季度企业经营景气依然维持在较高水平。盈利指数为 53.1%，比上季下降 6.7 个百分点，比去年同期提高 30.8 个百分点。其中，33.3%的企业家认为比上季"增盈或减亏"，39.5%认为"盈亏不变"，27.2%认为"增亏或减盈"。一季度企业经营景气指数基本较四季度持平，但盈利指数大幅下降，说明生产端比较强劲，但受 PPI 上升等因素影响，企业盈利空间受到挤压。

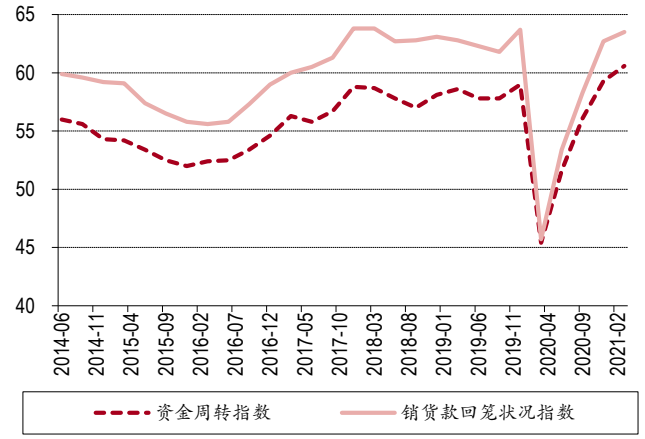
一季度货币政策边际收紧的进程有所放缓，企业销货款回笼指数继续上升，说明生产端恢复良好并且没有造成库存积压，同时资金周转指数明显上升并超过 2017-2019 年水平，说明货币政策收紧没有影响企业流动性。销货款回笼指数为 63.5%，比上季提高 0.8 个百分点，比去年同期提高 17.8 个百分点。其中，36.0%的企业家认为本季销货款回笼状况"良好"，55.1%认为"一般"，8.9%认为"困难"。资金周转指数为 60.6%，比上季提高 1.3 个百分点，比去年同期提高 15.2 个百分点。其中，34.5%的企业家认为本季资金周转状况"良好"，52.1%认为"一般"，13.4%认为"困难"。

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

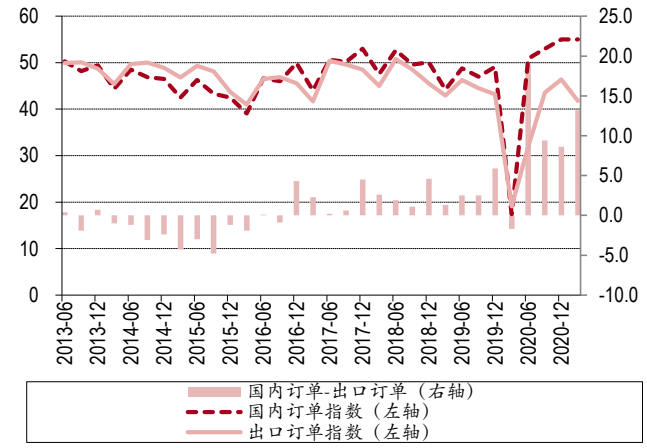


资料来源：万得，中银证券

出口订单指数走低，国内订单指数走高，从经济数据来看，海外经济复苏持续，一季度出口订单指数走低与 PMI 指数一致，我们认为存在春节效应的影响，但同时受到就地过年的影响，国内订单表现较好。出口订单指数为 41.8%，比上季下降 4.6 个百分点，比去年同期提高 22.7 个百分点。其中，14.6%的企业家认为出口订单比上季"增加",54.4%认为"持平"，31.0%认为"减少"。国内订单指数为 55.0%，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，18.2%的企业家认为本季国内订单比上季"增加"，55.1%认为"持平"，26.7%认为"减少"。

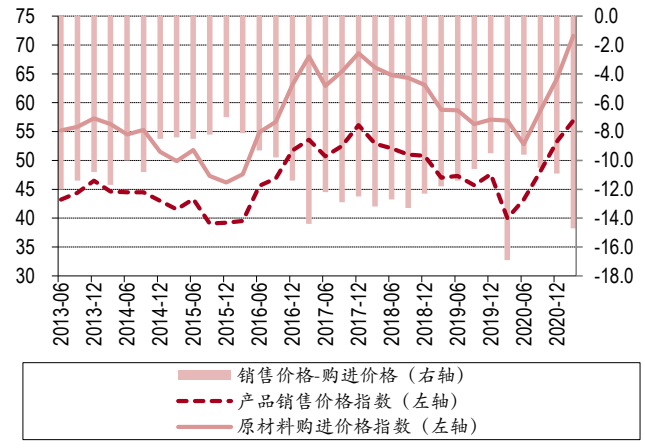
产品销售价格感受指数为 56.9%，比上季提高 3.6 个百分点，比去年同期提高 16.9 个百分点。其中，22.9%的企业家认为本季产品销售价格比上季"上升"，68.0%认为"持平"，9.1%认为"下降"。原材料购进价格感受指数为 71.6%，比上季提高 7.5 个百分点，比去年同期提高 14.7 个百分点。其中，45.4%的企业家认为本季原材料购进价格比上季"上升"，52.4%认为"持平"，2.2%认为"下降"。一季度产品价格依然强劲，并且原材料价格上升的幅度明显高于产品销售价格上升的幅度，我们密切关注企业盈利空间的变化情况，以及利润在上中下游分布的情况，如果原材料价格上升过快，可能导致企业盈利空间被持续压缩，不利于制造业固定资产投资增速持续回升。

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

一季度经济数据受到春节假期季节性影响较大，同时由于 2021 年就地过年的影响，对生产端的正面影响也较明显。结合高频数据来看，我国经济复苏趋势依然较好，企业经营趋势继续向好，流动性维持在较高水平，但由于全球经济复苏共振预期，导致国际大宗商品价格持续走高，推动原材料价格上涨，可能影响企业盈利空间。

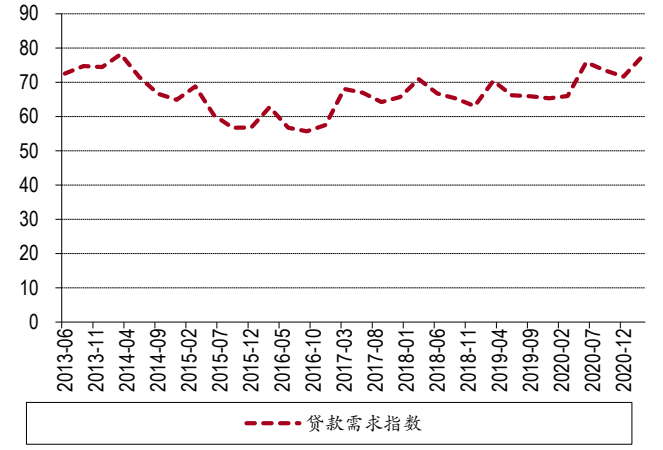
货币政策指数继续下行

贷款总体需求指数为 77.5%，比上季提高 5.9 个百分点，比上年同期提高 11.6 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 72.2%，比上季提高 3.6 个百分点；基础设施贷款需求指数为 70.3%，比上季提高 5.3 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 67.0%，比上季提高 2.7 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 53.2%，比上季提高 2.1 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 63.8%，比上季提高 4.5 个百分点；中型企业为 66.8%，比上季提高 3.9 个百分点；小微企业为 76.5%，比上季提高 1.8 个百分点。一季度贷款需求回升，存在去年同期贷款到期续作的影响。分行业来看，一季度房地产和批零行业贷款需求上升的幅度较小，基建需求依然较高，制造业贷款需求也较四季度明显上升，预计 2021 年制造业固定资产投资增速可能维持上升趋势。由于国常会提出压降政府杠杆率的问题，因此财政支出可能结构性调降投资的比例，2021 年基建投资的融资需求或持续处于较高水平。

银行业景气指数为 72.1%，比上季提高 4.2 个百分点，比上年同期提高 13.8 个百分点。银行盈利指数为 66.2%比上季提高 5.3 个百分点，比上年同期提高 15.7 个百分点。考虑到为应对新冠疫情的冲击，全球央行都采取了宽松的货币政策，我国领先从疫情冲击中恢复，因此货币政策当前的导向是平稳恢复常态化管理，对金融行业可能造成收紧影响。

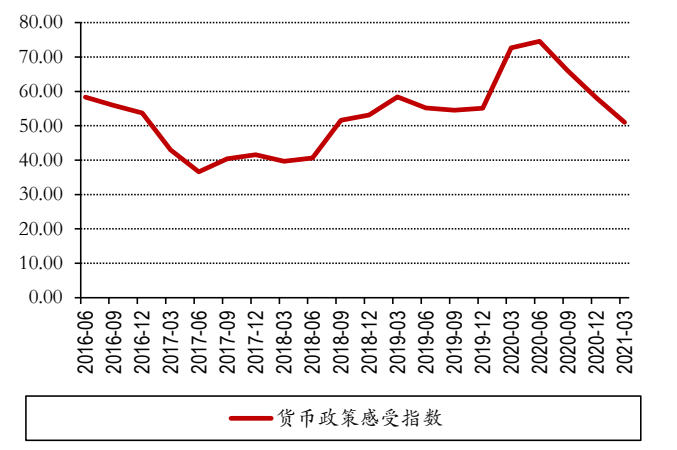
货币政策感受指数为 51.0%，比上季降低 7.2 个百分点，比上年同期降低 21.8 个百分点。其中，有 14.1%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 7.9 个百分点；73.8%的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 1.4 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 48.8%，低于本季 2.2 个百分点。四季度货币政策继续收紧，11 月社融增速出现拐点，12 月 M2、社融增速均出现明显下行，更是确认了货币政策收紧的方向，但是考虑到正常强调不急转弯，并且考虑到 2021 年一季度为对冲新冠疫情央行加大了货币政策宽松力度，因此预计 2021 年一季度货币政策难以明显收紧。

图表 6. 贷款需求指数



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

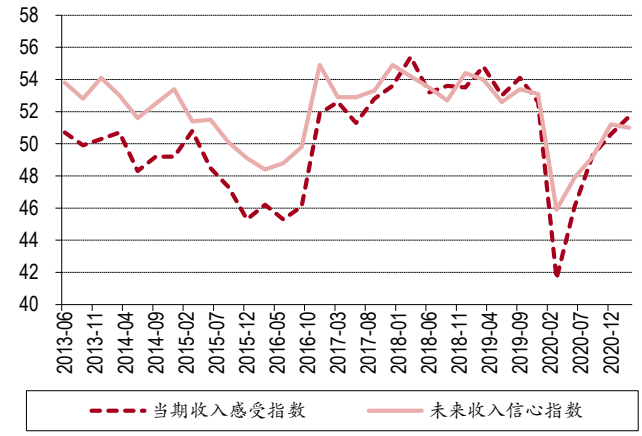
2021 年一季度货币政策先后完成了信贷到期续作、春节期间流动性管理、两会期间流动性管理等事务，整体来看货币拆借资金基本平稳波动。两会后货币拆借利率依然维持在相对偏低水平上平稳波动，也体现了货币政策不急转弯的定调。需要密切关注美联储货币政策的动向，从利率、汇率和国际资本流动等方面对我国产生的外部冲击影响。

消费意愿再下降

城镇储户调查问卷显示一季度收入感受指数为 51.7%，比上季上升 1.1 个百分点。其中，16.4%的居民认为收入"增加"，比上季上升 1.2 个百分点，70.5%的居民认为收入"基本不变"，比上季下降 0.3 个百分点,13.1%的居民认为收入"减少"，比上季下降 0.9 个百分点。收入信心指数为 51.0%，比上季下降 0.2 个百分点。就业感受指数为 43.9%，比上季上升 2.4 个百分点。其中，14.8%的居民认为"形势较好，就业容易"，50.8%的居民认为"一般"，34.4%的居民认为"形势严峻，就业难"或"看不准"。就业预期指数为 53.1%，比上季上升 1.9 个百分点。一季度居民收入感受指数继续上升，但仍未回到疫情冲击前水平，但未来收入信心指数较四季度小幅下降，可能成为制约消费恢复的重要因素。

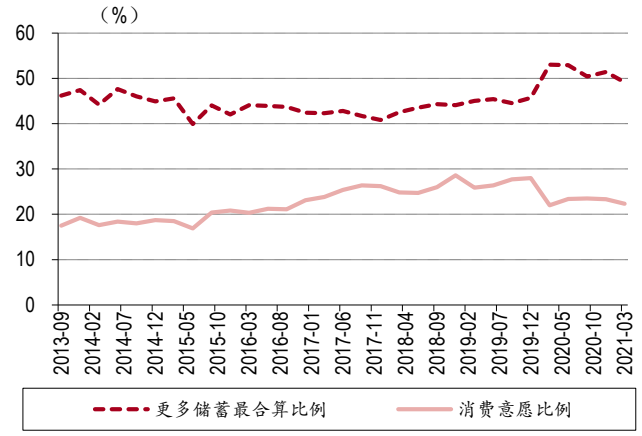
倾向于"更多消费"的居民占 22.3%，比上季下降 1.0 个百分点；倾向于"更多储蓄"的居民占 49.1%，比上季下降 2.3 个百分点；倾向于"更多投资"的居民占 28.6%，比上季上升 3.3 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为："银行、证券、保险公司理财产品"、"基金信托产品"和"股票"，选择这三种投资方式的居民占比分别为 47.6%、28.4%和 17.6%。居民消费意愿继续下降，储蓄意愿也下行，但投资意愿较四季度明显上升，一定程度上可以解释 1-2 月金融数据中非银机构存款增加的情况，但考虑到 3 月资本市场调整幅度较大，后续居民投资和储蓄意愿可能交替变化。

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

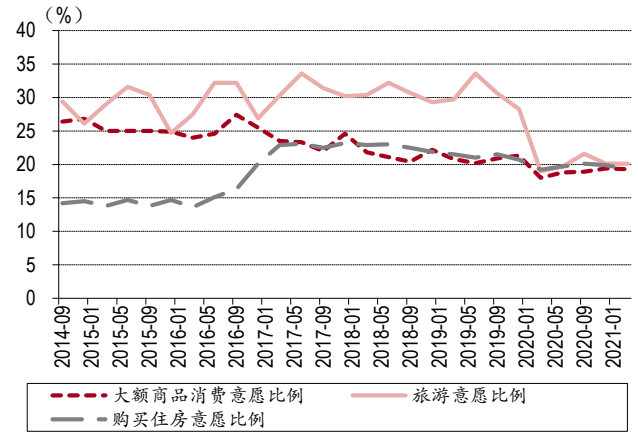


资料来源：万得，中银证券

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(29.9%)、医疗保健(26.7%)、旅游（20.1%）、购房(19.3%)、大额商品(19.3%)、社交文化和娱乐(18.6%)、保险(14.7%)。一季度相较四季度，居民的消费倾向整体下降，只有教育上升 1.9 个百分点，下降较大的是医疗保健（1.7 个百分点）、购房（0.6 个百分点）、社交文化和娱乐（0.4 个百分点）。居民消费偏好的变化有季节性的影响，但同时也有新冠疫情波动的影响。

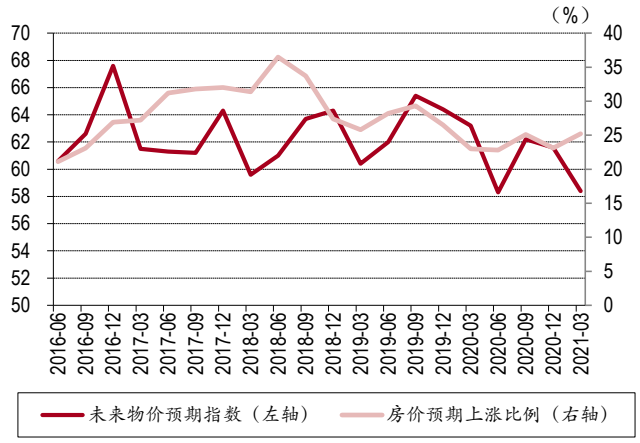
居民预期物价下降，房价上涨。对下季度，物价预期指数为 58.4%，比上季下降 3.2 个百分点。其中，24.9%的居民预期下季物价将"上升"，53.7%的居民预期"基本不变"，10.1%的居民预期"下降"，11.3%的居民"看不准"。对下季房价，25.2%的居民预期"上涨"，52.0%的居民预期"基本不变"，10.9%的居民预期"下降"，11.9%的居民"看不准"。

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

1-2 月社零数据同比虽然高增长，但从环比看大幅低于历史同期水平，说明消费的恢复仍需居民收入恢复的支撑。从央行调查问卷来看，居民收入仍未恢复到新冠疫情前水平，并且收入信心的恢复出现了阶段性拐点，可能进一步限制居民消费能力的释放。另外 2020 年至今房价上涨幅度较显著，带动房地产销售额增长幅度较大，也对居民消费能力形成了进一步挤出。

在复杂的国际形势下依靠内需和转型坚持复苏道路

一季度经济高增长成定局。一季度调查问卷显示，银行家和企业家宏观经济热度指数均处于较高水平，企业经营继续向好，资金周转回升至疫情前水平，实体经济贷款需求较强劲。但也有表现较弱的项目，如企业购进价格明显走高，居民收入尚未恢复到疫情前水平，收入预期也出现向下拐点，消费意愿继续走低等。但在基数效应影响下，一季度经济增速将出现两位数高增长无疑，并且由于新冠疫苗在全球开展接种，国际贸易的恢复也有助于在 2021 年继续拉动我国经济增长。

消费是经济的隐忧，但隐忧不只是消费。2021 年 1-2 月社零环比增速已经出现低于历史平均水平的情况，预计在居民收入预期小幅下行的影响下，居民消费的恢复仍需时间。除了消费可能拖累经济增长之外，国内方面还需要考虑原材料价格上升过快可能影响企业盈利和固定资产投资意愿的问题，以及年初以来对房地产土地和资金环节政策调整可能产生的全产业链影响。国外方面，目前已经出现的风险因素迹象至少包括美联储货币政策调整对利率、汇率和国际资本流动产生的影响，欧美新冠疫苗接种和新冠疫情再度上升对经济复苏不确定性的影响，以及中美摩擦对我国外部环境产生的综合性影响等。我们认为根据政府工作报告的定调，今年的财政政策以支出结构调整和控制政府杠杆率为主，货币政策既要为经济复苏保驾护航，又要为抵御经济复苏过程中可能遇到的风险做准备，因此货币政策或以引导金融机构信贷资金流向为主，整体难见收紧。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371