

四季度央行调查问卷点评

居民储蓄倾向上升，关注释放内需的政策举措

四季度企业家、银行家调查问卷各项指数不同程度超过去年同期水平；但居民消费意愿下降，储蓄意愿上升。

- 四季度经济大幅回暖。
- 企业经营景气度小幅超越去年同期。
- 货币政策继续收紧。
- 收入制约居民消费。

- **四季度经济增长超预期。**四季度调查问卷再次确认了经济向好的趋势，其中企业家宏观经济热度指数和银行家宏观经济热度指数均超过了去年同期水平，企业家调查问卷显示经营景气度小幅超过去年同期，盈利也较去年同期明显好转，流动性维持在较高水平上，没有受到货币政策收紧的影响，订单表现强劲，原材料购进指数虽然大幅上升，但产品销售价格也较去年同期大幅上行，一定程度上缓解了成本上升的影响，银行家调查问卷显示贷款需求指数虽然较三季度下降但整体处于较高水平。调查问卷中值得注意的是，居民的储蓄倾向较三季度上升了 1 个百分点，同时消费倾向下降了 0.2 个百分点，投资倾斜下降了 0.8 个百分点，从消费倾向选择来看，未来一个季度当中，居民消费或在服务业消费内部结构性调整的概率更大。。
- **关注居民消费的变化趋势。**2020 年居民可支配收入同比增长 4.7%，较 2019 年下降 4.2 个百分点，虽然四季度当季收入增速已经回升至 7.09%，但仍存在工资性收入增速偏低、居民收入中位数增速偏低等问题。我们认为收入增速较 2019 年下降将成为在 2021 年制约居民消费能力释放的因素之一。另外 2020 年居民食品烟酒消费增长 5.14%，居住消费增长 3.17%，远高于居民人均消费支出增速-1.62%，并且是八大消费分类中唯一实现正增长的两项，在居民储蓄倾向上升的情况下，不排除存在食品烟酒和居住消费对其他消费继续挤出的可能性。考虑到内需对于拉动我国经济增长的重要性，建议关注接下来是否有释放内需的政策举措落实。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

相关研究报告

《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

《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

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：朱啟兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

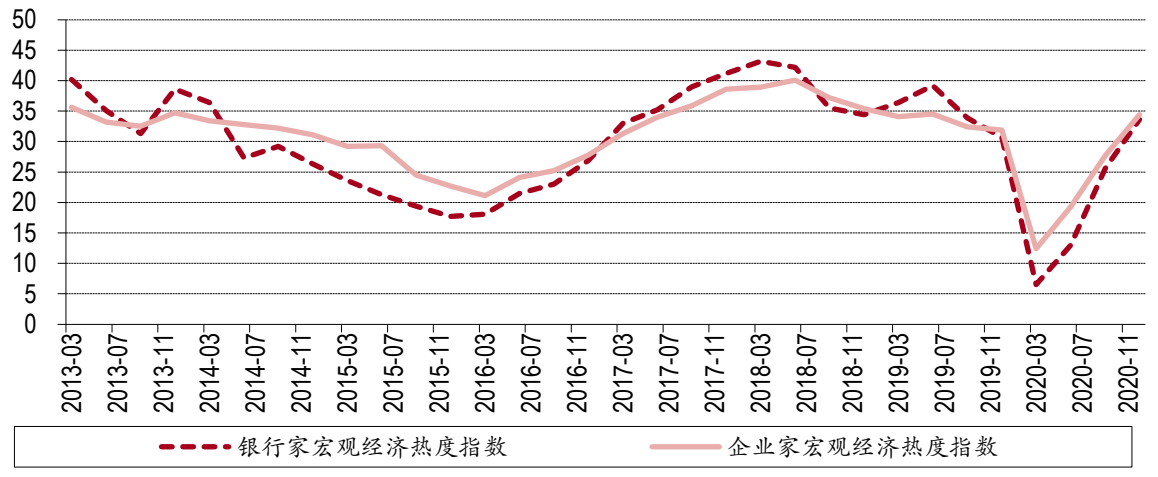
1 月 19 日，央行发布 2020 年四季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

四季度经济大幅回暖

企业家宏观经济热度指数为 34.4%，比上季提高 6.7 个百分点，比去年同期提高 2.6 个百分点。其中，33.3%的企业家认为宏观经济“偏冷”，64.6%认为“正常”，2.1%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为 33.6%，比上季上升 8.0 个百分点。其中，有 62.6%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加 15.1 个百分点；有 35.1%的银行家认为“偏冷”，比上季减少 15.5 个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 40.8%，高于本季 7.2 个百分点。

四季度国内经济增长超预期。从刚刚发布的四季度和 12 月经济数据来看，四季度国内经济增长 6.5%，超出市场预期，一方面是受到外需拉动，生产端表现强劲，另一方面是调低了 2019 年四季度增速 0.2 个百分点，基数下降也产生了一定影响。从贡献来看，三产在四季度当中增速上升较快，金融业、房地产、信息技术都表现出较高的增速。从调查问卷来看，银行家预期 2021 年一季度宏观经济热度将在四季度的基础上继续大幅上升，考虑到基数效应，一季度实际 GDP 同比实现两位数的增长是无疑的，由于四季度经济增长超预期，我们上调 2021 年一季度的实际 GDP 增速至 18.3%。

图表 1. 宏观经济热度指数



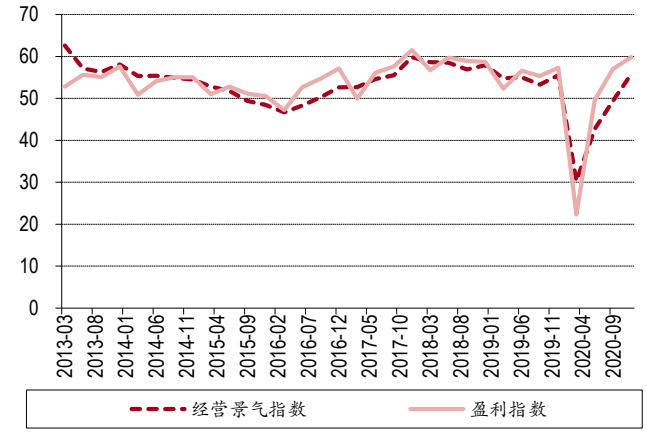
资料来源：万得，中银证券

企业经营景气度小幅超越去年同期

企业四季度经营景气指数为 55.8%，比上季提高 6.4 个百分点，比去年同期提高 0.2 个百分点。其中，24.8%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，62.0%认为“一般”，13.2%认为“较差”。四季度企业经营情况不仅继续大幅回升，而且小幅超过去年同期水平。盈利指数为 59.8%，比上季提高 2.9 个百分点，比去年同期提高 2.5 个百分点。其中，41.7%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，36.2%认为“盈亏不变”，22.1%认为“增亏或减盈”。四季度企业经营和盈利情况均较好，从月度数据来看，工业增加值同比持续上行，工业企业利润同比增速也维持在同比较高增速水平，考虑到 PPI 当前同比负增长的情况将在 2021 年明显改善，预计在新冠疫苗在全球实现有效接种之前，我国企业经营情况仍将持续改善。

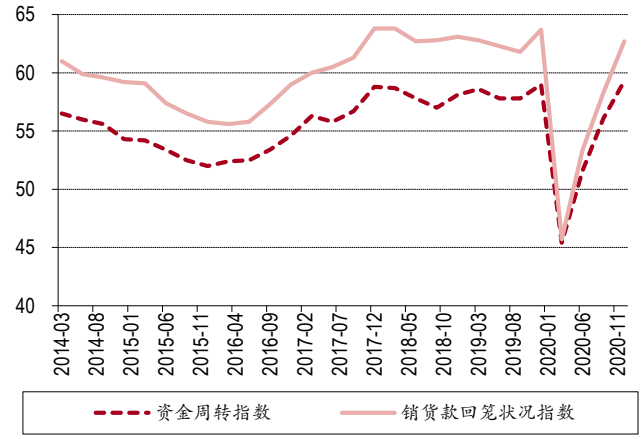
四季度货币政策边际继续收紧，但对企业流动性影响不大。从调查问卷来看，企业销货回笼指数较三季度继续上行，但较去年同期还是偏低，但资金周转指数已经小幅高于去年同期，说明虽然货币政策边际收紧，但并未对企业经营现金流产生负面影响。销货款回笼指数为 62.7%，比上季提高 4.5 个百分点，比去年同期低 1.0 个百分点。其中，34.2%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，57.0%认为“一般”，8.8%认为“困难”。资金周转指数为 59.3%，比上季提高 3.1 个百分点，比去年同期提高 0.3 个百分点。其中，32.8%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，53.0%认为“一般”，14.2%认为“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

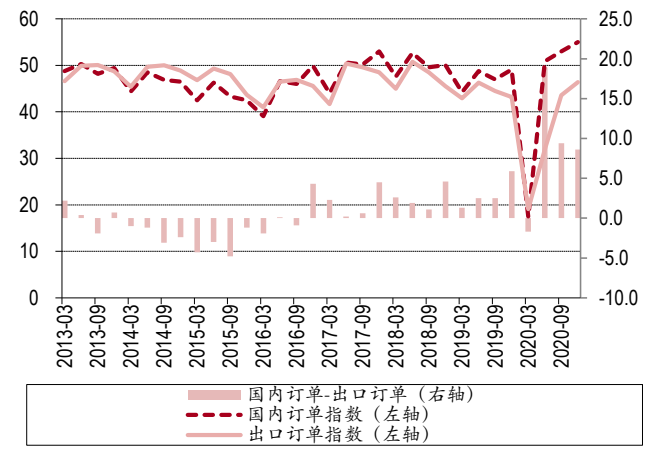


资料来源：万得，中银证券

外需的拉动依然显著，由于秋冬季海外新冠疫情卷土重来，导致海外生产订单向我国转移，出口订单方面四季度不仅在三季度的基础上继续上升，并且大幅高于去年同期。国内订单方面，也是显著走高，整体来看，国内生产端的恢复持续强劲。出口订单指数为 46.4%，比上季提高 2.8 个百分点，比去年同期提高 3.1 个百分点。其中，20.3%的企业家认为出口订单比上季“增加”，52.2%认为“持平”，27.5%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，26.8%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，56.5%认为“持平”，16.7%认为“减少”。

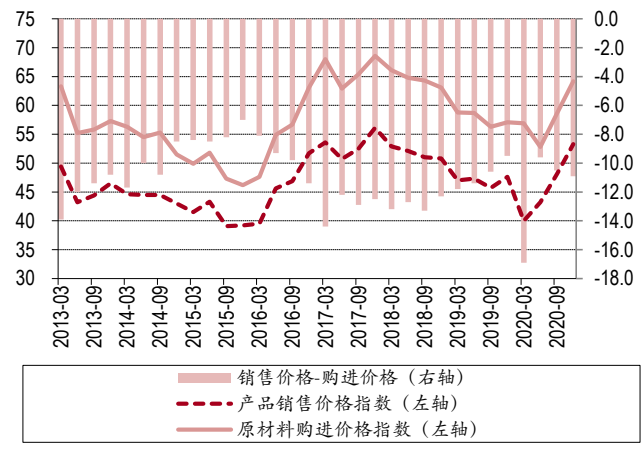
产品销售价格感受指数为 53.3%，比上季提高 5.1 个百分点，比去年同期提高 5.6 个百分点。其中，17.4%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，71.7%认为“持平”，10.9%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 64.2%，比上季提高 5.5 个百分点，比去年同期提高 7.0 个百分点。其中，31.4%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，65.6%认为“持平”，3.0%认为“下降”。四季度价格继续反应供需两旺，四季度当中由于食品价格走低，导致 CPI 同比增速一度落入负增长，PPI 同比增速则经历短暂波动之后快速上行，预计 2021 年通胀整体压力不大，但 CPI 和 PPI 同比增速都将保持前低后高走势。

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

四季度经济增长超预期，二产和三产都有较大贡献，从三家马车来看，则是外需和投资拉动明显。考虑到我国已经成为 2020 年全球唯一实现正增长的主要经济体，并且受基数效应的影响 2021 年仍将维持高增长，预计转型升级等中长期经济发展改革需求的重要性将凸显。不排除 2021 年国内的重点是不失时机的推进各项改革措施。

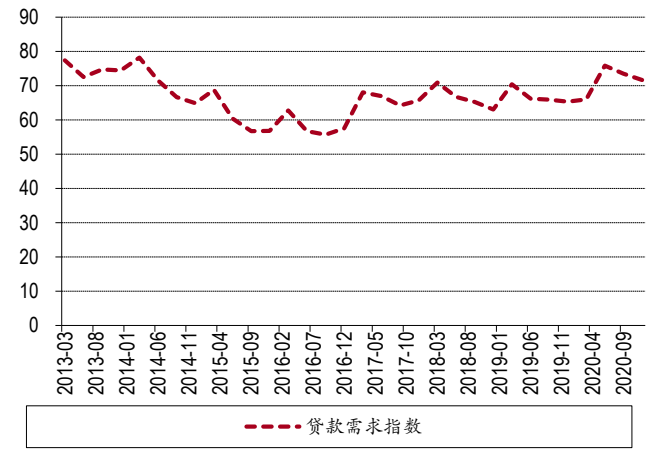
货币政策继续收紧

贷款总体需求指数为 71.6%，比上季降低 2.0 个百分点，比上年同期提高 6.2 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 68.6%，比上季降低 1.0 个百分点；基础设施贷款需求指数为 65.0%，比上季降低 2.7 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 64.3%，比上季降低 0.2 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 51.1%，比上季降低 2.7 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 59.3%，比上季降低 0.2 个百分点；中型企业为 62.9%，比上季降低 1.9 个百分点；小微企业为 74.7%，比上季降低 1.9 个百分点。四季度贷款需求整体回落，但仍明显高于去年同期。分行业来看，四季度房地产和基建贷款需求回落的幅度最大，中小微企业的贷款需求也回落的较为明显。在控制宏观杠杆率的政策导向下，我们认为仍需警惕危机过后由流动性转向引发的经济内部调整，从目前的情况来看，国内四季度工业企业产能利用率处于历史高点，制造业购进和出厂价格持续上行，扩产迹象尚不明显，当前外需仍较强劲，短期没有过热担忧，但需要关注海外新冠疫情出现回落趋势时，可能导致国内出现供给结构性过量的情况。

银行业景气指数为 67.9%，比上季提高 1.9 个百分点，比上年同期降低 2.8 个百分点。银行盈利指数为 60.9%，比上季提高 0.6 个百分点，比上年同期降低 6.8 个百分点。金融业 2020 年 GDP 同比增速高企，是拉动三产 GDP 同比增速走高的重要原因，由于货币政策强调不急转弯，因此目前无需担心 2021 年是否会出现影响银行资产质量的问题。

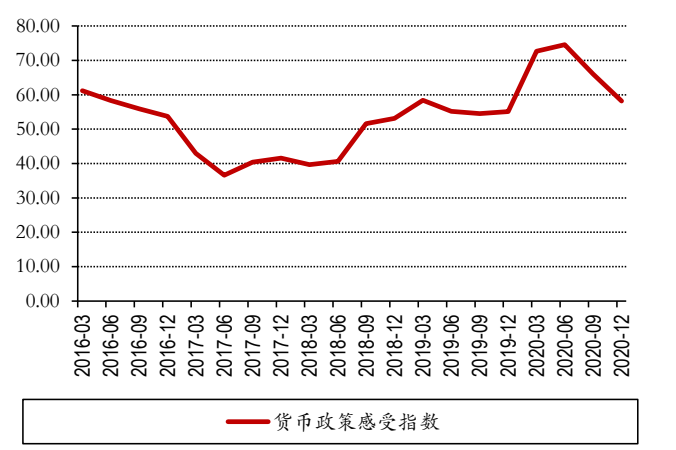
货币政策感受指数为 58.2%，比上季降低 7.8 个百分点，比上年同期提高 3.1 个百分点。其中，有 22.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 13.0 个百分点；72.5%的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 10.4 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 57.8%，低于本季 0.4 个百分点。四季度货币政策继续收紧，11 月社融增速出现拐点，12 月 M2、社融增速均出现明显下行，更是确认了货币政策收紧的方向，但是考虑到正常强调不急转弯，并且考虑到 2021 年一季度为对冲新冠疫情央行加大了货币政策宽松力度，因此预计 2021 年一季度货币政策难以明显收紧。

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

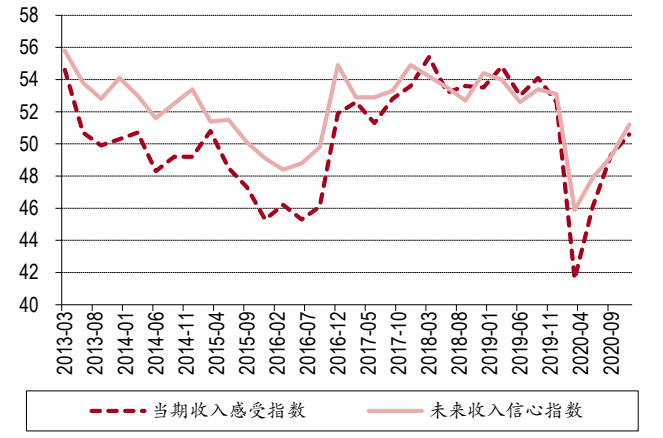
从 12 月金融数据来看，货币政策虽然不急转弯，但已经见转弯，对于 2021 年金融数据方向下行的趋势市场已经有明确的一致预期。此前受到政策收紧预期和信用债市场风险暴露影响，债市收益率阶段性上行，但随着跨年前后央行在公开市场操作当中流动性投放量较大，压低了市场资金拆借利率，也明显缓解了市场的紧张情绪。

收入制约居民消费

城镇储户调查问卷显示四季度收入感受指数为 50.6%，比上季上升 1.3 个百分点。其中，15.3%的居民认为收入“增加”，比上季下降 0.5 个百分点；70.8%的居民认为收入“基本不变”，比上季上升 3.6 个百分点；14.0%的居民认为收入“减少”，比上季下降 3.1 个百分点。收入信心指数为 51.2%，比上季上升 2.0 个百分点。就业感受指数为 41.4%，比上季上升 1.7 个百分点。其中，13.3%的居民认为“形势较好，就业容易”，48.7%的居民认为“一般”，38.0%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 51.2%，比上季上升 0.9 个百分点。四季度居民收入感受和收入信心指数均回升至 50 上方，但从收入感受结构来看，七成居民认为收入基本不变，指数的上升主要来自认为收入减少的居民下降了。

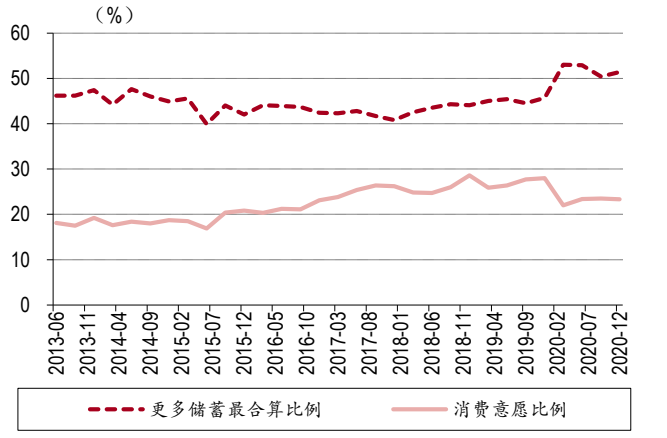
倾向于“更多消费”的居民占 23.3%，比上季下降 0.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 51.4%，比上季上升 1.0 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 25.3%，比上季下降 0.8 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 47.3%、24.9%和 17.3%。居民消费意愿小幅下降，投资意愿明显下降，储蓄意愿大幅上升。

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

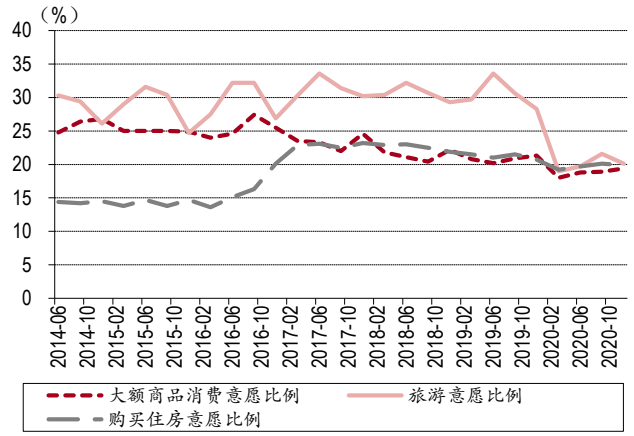


资料来源：万得，中银证券

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：医疗保健 (28.4%)、教育(28.0%)、旅游（20.1%）、购房(19.9%)、大额商品(19.4%)、社交文化和娱乐(19.0%)、保险(14.9%)。四季度相较三季度，居民的消费倾向下降较大的是教育（下降 2.9 个百分点）、旅游（下降 1.5 个百分点），消费倾向上升较大的是社交文化和娱乐（上升 1.5 个百分点）。我们认为居民消费偏好的变化与季节性相关较明显。

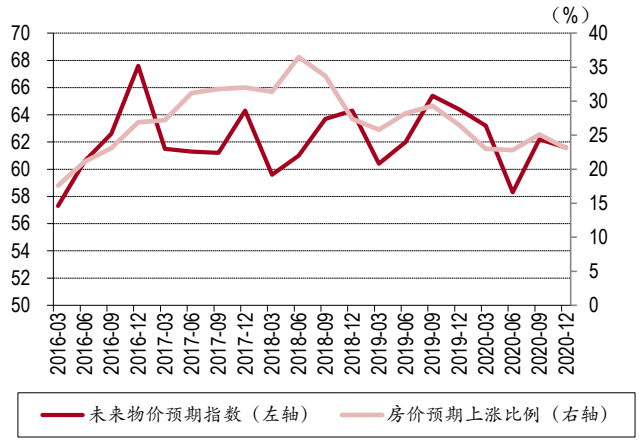
居民预期物价下降。对下季度，物价预期指数为 61.6%，比上季下降 0.6 个百分点。其中，28.7%的居民预期下季物价将“上升”，51.8%的居民预期“基本不变”，8.2%的居民预期“下降”，11.4%的居民“看不准”。对下季房价，23.1%的居民预期“上涨”，53.0%的居民预期“基本不变”，11.4%的居民预期“下降”，12.5%的居民“看不准”。

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

12 月社零同比增速出现下行，低于市场预期，虽然剔除汽车消费之后的社零增速较 11 月依旧上行，但整体反映出居民消费稍显疲弱。从四季度和全年居民消费结构来看，全年唯一实现正增长的项目是食品烟酒和居住，从居民中长期贷款、房地产投资资金来源中的定金预付来看，居民的购房需求依然强劲，且 12 月限额以上消费中房地产后周期产品增速上升明显，需要警惕房价上涨趋势会影响房住不炒政策效果。

居民储蓄倾向上升，关注释放内需的政策举措

四季度经济增长超预期。四季度调查问卷再次确认了经济向好的趋势，其中企业家宏观经济热度指数和银行家宏观经济热度指数均超过了去年同期水平，企业家调查问卷显示经营景气度小幅超过去年同期，盈利也较去年同期明显好转，流动性维持在较高水平上，没有受到货币政策收紧的影响，订单表现强劲，原材料购进指数虽然大幅上升，但产品销售价格也较去年同期大幅上行，一定程度上缓解了成本上升的影响，银行家调查问卷显示贷款需求指数虽然较三季度下降但整体处于较高水平。调查问卷中值得注意的是，居民的储蓄倾向较三季度上升了 1 个百分点，同时消费倾向下降了 0.2 个百分点，投资倾斜下降了 0.8 个百分点，从消费倾向选择来看，未来一个季度当中，居民消费或在服务业消费内部结构性调整的概率更大。

关注居民消费的变化趋势。2020 年居民可支配收入同比增长 4.7%，较 2019 年下降 4.2 个百分点，虽然四季度当季收入增速已经回升至 7.09%，但仍存在工资性收入增速偏低、居民收入中位数增速偏低等问题。我们认为收入增速较 2019 年下降将成为在 2021 年制约居民消费能力释放的因素之一。另外 2020 年居民食品烟酒消费增长 5.14%，居住消费增长 3.17%，远高于居民人均消费支出增速-1.62%，并且是八大消费分类中唯一实现正增长的两项，在居民储蓄倾向上升的情况下，不排除存在食品烟酒和居住消费对其他消费继续挤出的可能性。考虑到内需对于拉动我国经济增长的重要性，建议关注接下来是否有释放内需的政策举措落实。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

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