

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

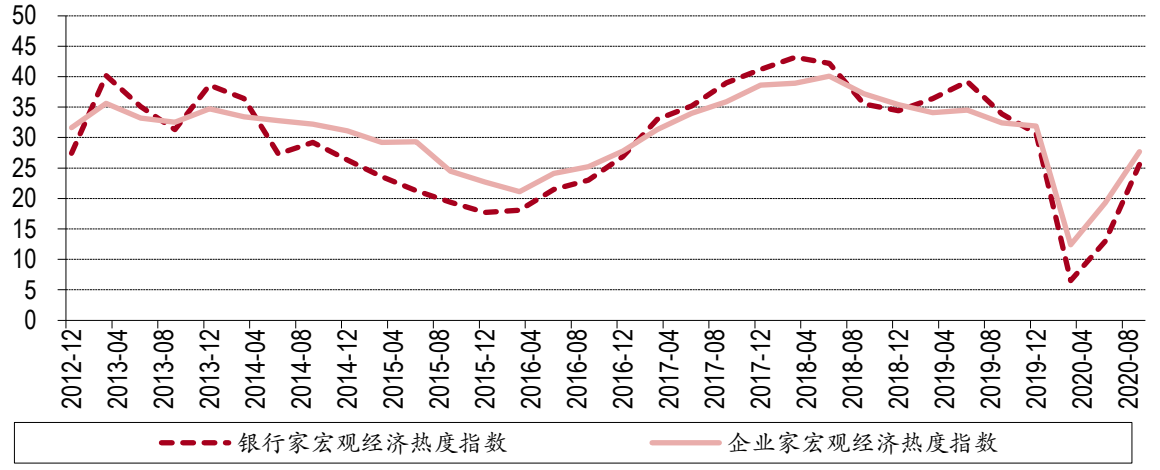
9 月 29 日，央行发布 2020 年三季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

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



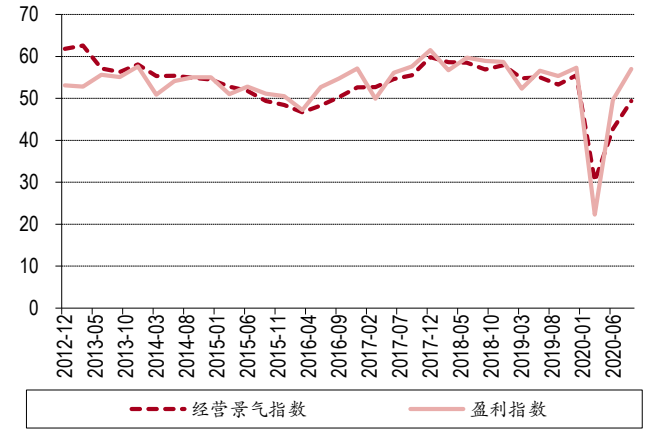
资料来源：万得，中银证券

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。

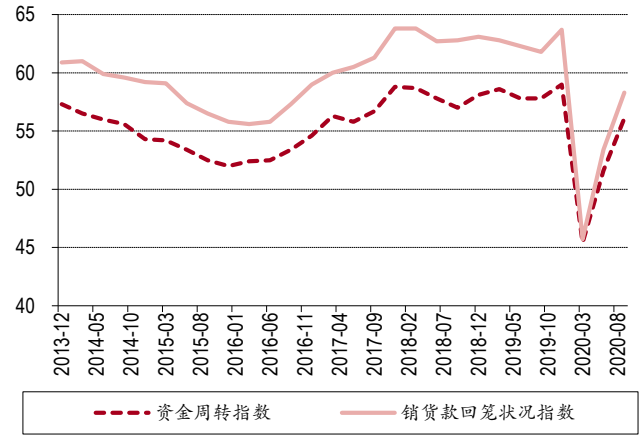
三季度货币环境整体虽然较二季度有所收紧，但企业经营层面受到的影响不大，从资金周转和销货款回笼来看，均较二季度大幅上升，但从绝对值来看，依然大幅低于去年同期水平，预计四季度企业经营数据依然在改善的趋势中。销货款回笼指数为 58.3%，比上季提高 4.9 个百分点，比去年同期低 3.5 个百分点。其中，28.6%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，59.4%认为“一般”，12.0%认为“困难”。资金周转指数为 56.1%，比上季提高 4.5 个百分点，比去年同期低 1.7 个百分点。其中，29.2%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，53.9%认为“一般”，16.9%认为“困难”。

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

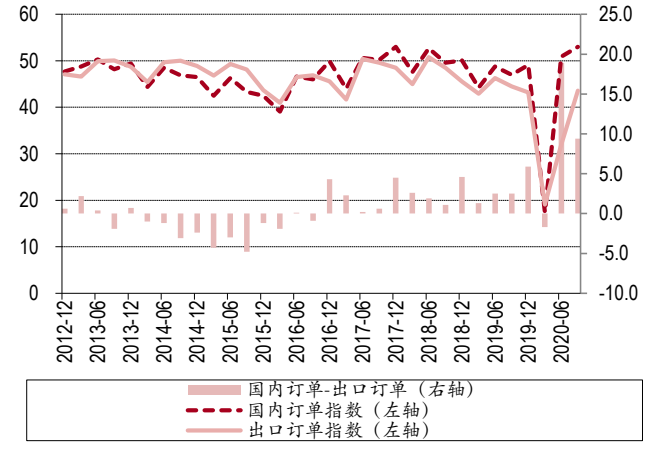


资料来源：万得，中银证券

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”。

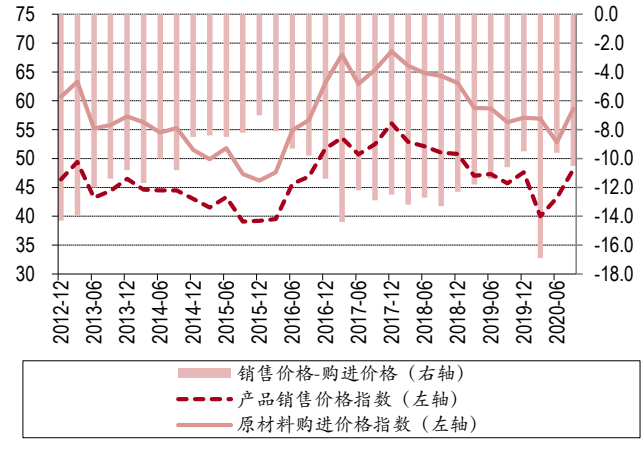
产品销售价格感受指数为 48.1%，比上季提高 4.9 个百分点，比去年同期提高 2.4 个百分点。其中，11.8%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，72.6%认为“持平”，15.6%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.6%，比上季提高 5.8 个百分点，比去年同期提高 2.3 个百分点。其中，23.2%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，70.8%认为“持平”，6.0%认为“下降”。三季度销售价格和购进价格均继续反弹，但原材料购进价格表现更为强劲。从趋势来看，受到基数等因素影响，未来 CPI 同比增速持续下行趋势，而 PPI 同比增速持续上行趋势，二者剪刀差收窄。

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。

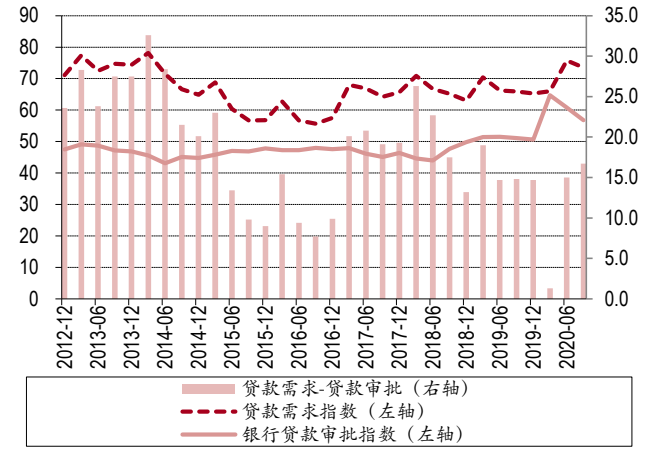
贷款需求回落，货币政策边际收紧

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。

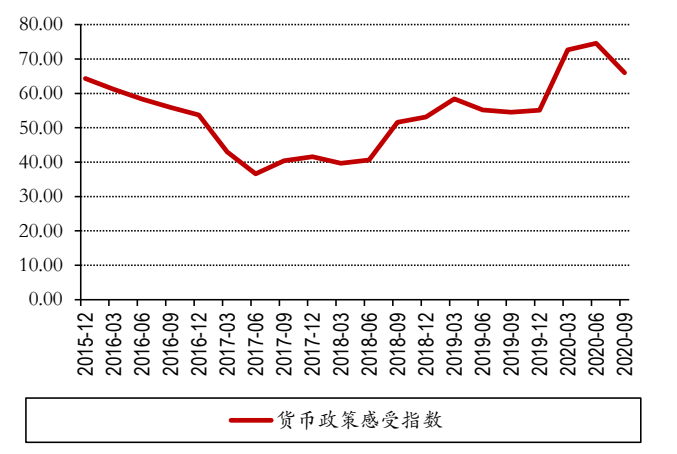
货币政策感受指数为 66.0%，比上季降低 8.6 个百分点，比上年同期提高 11.5 个百分点。其中，有 35.0%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 15.8 个百分点；62.0%的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 14.3 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 63.4%，低于本季 2.6 个百分点。三季度货币政策较二季度明显收紧，反应在货币政策感受指数上也明显下行，预计四季度在没有重大海外冲击赢下的情况下货币政策难出现超预期放松，货币政策回归常态化将成为未来一段时间的主题。

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

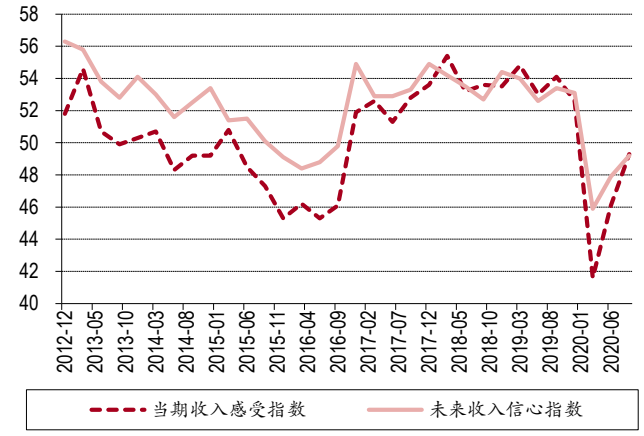
关注货币政策回归常态将导致的资本市场趋势性变动。从三季度经济数据反映的情况看，我国经济复苏趋势较明确，且在全球范围内具备明显的比较优势，随着经济步入复苏轨道，货币政策在三季度出现明显边际收紧，我们认为当前国内货币政策仍留有放松空间，但除非出现海外重大冲击因素，货币政策未来的主题应是恢复常态化。受此影响，三季度债市收益率中枢上行，风险资产表现更好。

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。

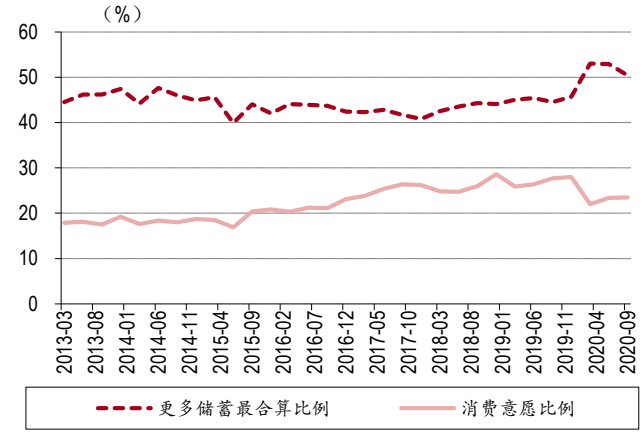
倾向于“更多消费”的居民占 23.5%，比上季上升 0.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 50.4%，比上季下降 2.5 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 26.1%，比上季上升 2.3 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 47.5%、24.4%和 16.9%。居民消费回升的意愿不明显，但投资意愿上升明显。

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

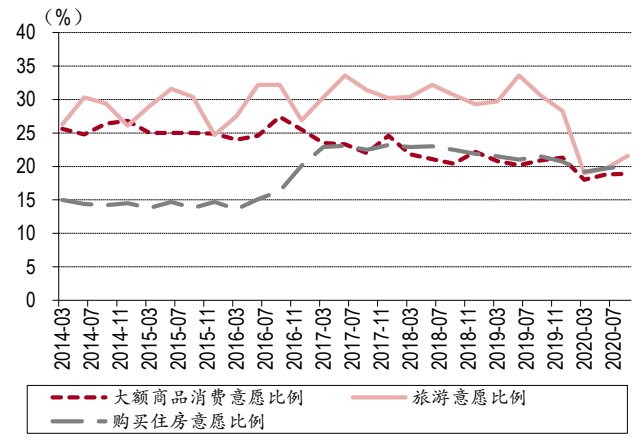


资料来源：万得，中银证券

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。

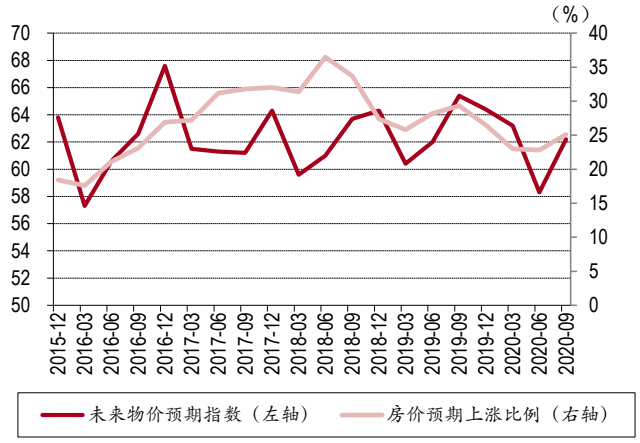
房价上涨预期明显升温。对下季度，物价预期指数为 62.2%，比上季上升 3.9 个百分点。其中，29.7%的居民预期下季物价将“上升”，50.3%的居民预期“基本不变”，8.3%的居民预期“下降”，11.7%的居民“看不准”。对下季房价，25.1%的居民预期“上涨”，51.2%的居民预期“基本不变”，11.0%的居民预期“下降”，12.7%的居民“看不准”。

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。

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。

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