

经济“体感”偏冷，货币政策宽松有空间-三季度央行调查问卷解读

基本结论

- 近期，人民银行发布三季度针对企业家、银行家和城镇储户的三份例行调查问卷报告，三份报告分别从宏观经济热度、居民消费意愿、经营景气和盈利、贷款总体需求、通胀预期等角度反映了不同群体对当下经济的感受和未来的经济预期。

- **经济承压，三季度宏观经济热度指数回落。**下半年以来国内经济下行压力明显增大，三季度企业家和银行家的宏观经济热度指数均下降，较二季度分别下降了 2.2 个百分点和 7.3 个百分点。其中，银行家对三季度宏观经济热度的“体感”更差，一方面可能是因为三季度以来实体经济信贷疲弱；另一方面可能是地产、城投等主要信贷对象的融资政策收紧，叠加地产行业信用风险上升，影响了银行业经营效益。

企业家：经营状况下行，盈利能力承压。三季度，企业经营指数和盈利指数均走弱，其中盈利指数下行幅度更大，表明原材料、海运费等成本端持续上涨对企业利润的挤压。订单类指数下滑表明三季度国内外需求偏弱。

银行家：贷款总需求继续回落，地产基建贷款低迷。下半年以来实体经济信贷需求继续回落，贷款总体需求指数三季度继续下降，其中，地产和基建贷款下行幅度居前。银行业景气指数和盈利指数或受益于负债端成本下降和部分贷款品种利率上行而环比走强。

- **收入水平依旧未改善，消费意愿转降。**三季度，居民收入感受指数和收入信心指数环比均下降，与就业类指标走弱相印证。在居民收入水平未见改善迹象的背景下，消费短时期内或难有明显回暖。居民储蓄意愿再度上升，而消费和投资意愿下降。三季度以来，疫情、汛情影响居民出行消费，而经济增长承压、资本市场波动加大也使得居民更偏向于储蓄。

- **通胀：上游通胀依旧高企，居民端通胀预期不强烈。**三季度原材料购进价格感受指数和产品销售价格感受指数双双回落，但依旧处于历史高位。“保供稳价”政策一定程度上缓解了涨价压力，使三季度原材料购进价格感受指数有所回落。居民对当前通胀感受依旧不强烈，未来物价预期指数环比下降且处于低位，与当前 CPI 和核心 CPI 水平较低相印证。

- **货币政策感受：7 月意外降准下的稳健偏松。**得益于 7 月的全面降准，三季度银行家货币政策感受指数环比提高。对于下个季度，货币政策感受预期指数为 57.2%，高于本季 2.9 个百分点，指向货币政策或仍有进一步宽松的空间。

- **总结：**结合央行三季度调查问卷看，宏观经济热度指数回落，银行贷款需求疲弱，企业经营景气指数和盈利指数下降，居民的收入感受和就业感受继续偏弱，均指向当前国内基本面承压。三驾马车后劲不足或使下阶段经济增速面临大幅走弱风险，基于此，宏观政策有必要加紧出台的步伐，积极的财政政策应加快落实，稳健的货币政策宜稳中趋松。

对于债市而言，基本面依旧利多当前和未来一段时间债市走势。历史数据显示贷款需求指数与货币政策感受指数的差和 10 年期国债收益率走势表现出较好的一致性，从贷款在货币环境下的实际需求来看，近期利率的波动回调应该是暂时的。

- **风险提示：**疫情不确定性；货币政策调整不及预期；通胀上行压力加大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

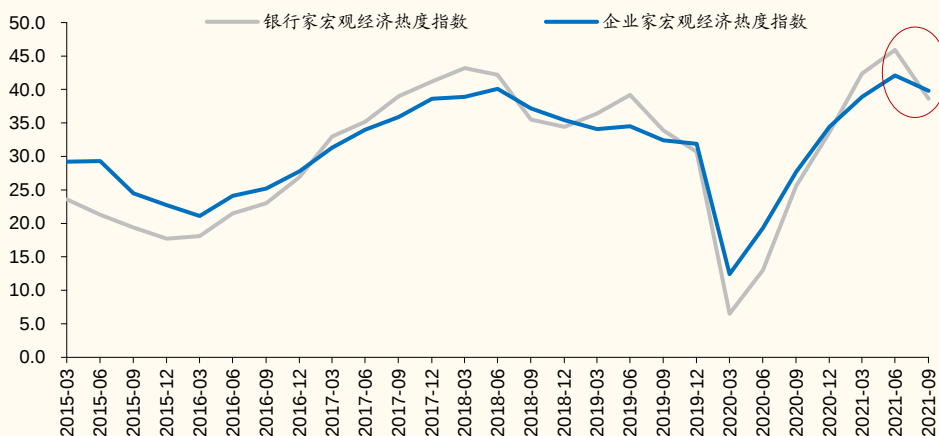
近期，人民银行发布三季度针对企业家、银行家和城镇储户的三份例行调查问卷报告，三份报告分别从银行家和银行家宏观经济热度、居民消费意愿、经营景气和盈利、贷款总体需求、通货膨胀预期等角度反映不同群体对当下经济的感受和未来的经济、政策预期。我们对此作了解读，作为前瞻三季度经济数据的依据，供投资者参考。

一、经济承压，三季度宏观经济热度指数回落

下半年以来，疫情、汛情、限电限产叠加地产领域信用风险加剧，国内宏观经济面临的不利因素明显增加，经济下行压力也日益显现，官方制造业 PMI 指数连续三个月下滑，9 月更是落入紧缩区间，指向下半年以来经济增长动能面临巨大挑战。从调查结果看，不论是企业家还是银行家，给出的三季度宏观经济热度指数均较二季度下滑，较二季度分别下降了 2.2 个百分点和 7.3 个百分点，录得 39.8% 和 38.6%，与实体经济表现相印证。此外，分别有 23.9% 的企业家和 25.5% 的银行家认为三季度宏观经济“偏冷”，较二季度提高了 3.4 个百分点和 11.0 个百分点。

而相对于企业家，银行家对三季度宏观经济热度的“体感”更差，一方面可能是因为三季度以来实体经济信贷疲弱；另一方面可能是地产、城投等主要信贷对象的融资政策收紧，叠加地产行业信用风险上升，影响银行业经营效益。

图表 1：宏观经济热度指数下降



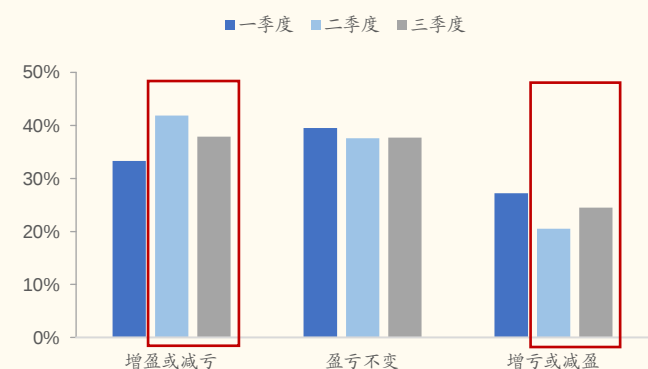
来源：Wind，国金证券研究所

（1）企业家：经营状况下行，盈利能力承压

从企业家角度看，三季度企业的经营状况较二季度走弱。调查问卷显示，三季度，企业经营指数为 56.6%，比二季度下降 3.1 个百分点；盈利指数为 56.7%，比二季度下降 4.0 个百分点。其中，盈利指数比经营指数下滑幅度更大，表明原材料、海运费等成本端持续上涨对企业利润的挤压。数据显示，有 24.5% 企业家认为三季度“增亏或减盈”，较二季度扩大了 4 个百分点；而同期“增盈或减亏”环比减少了 4 个百分点，两个数据均指向企业盈利能力承压。

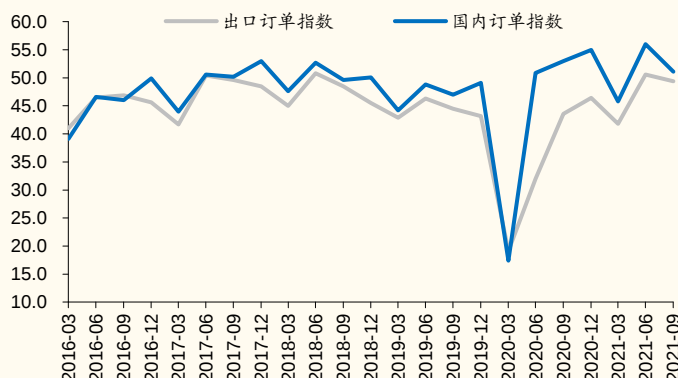
具体到订单方面，三季度出口订单指数和国内订单指数环比均减少，较二季度分别下降 1.2 个百分点和 4.9 个百分点。这也与制造业 PMI 指数中新出口订单和新订单指数 7-9 月份连续下滑的表现相一致。整体而言，三季度在德尔塔变异病株的肆虐下，国内外需求有所放缓，叠加国内部分行业限电限产对供给端的影响，企业经营状况并不乐观。

图表 2：企业盈利能力承压



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：订单指数回落



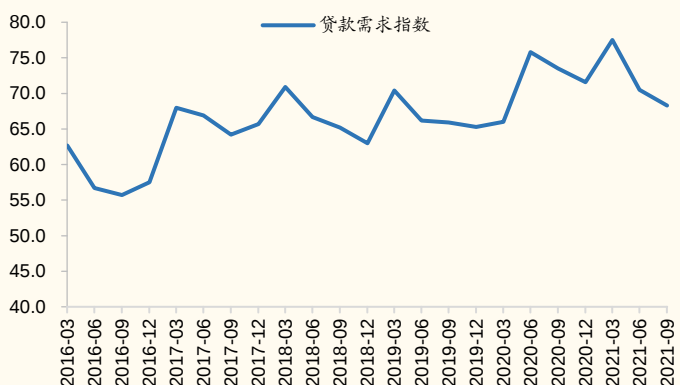
来源：Wind，国金证券研究所

(2) 银行家：贷款总需求继续回落，地产基建贷款低迷

从银行家角度看，下半年以来实体经济信贷需求继续回落。调查问卷显示，三季度银行家的贷款总体需求指数为 68.3%，比二季度降低 2.2 个百分点，低于 2020 年同期 5.2 个百分点。分行业看，房地产和基础设施的贷款需求指数继续回落，分别环比下降 2.8 个百分点和 2 个百分点（二季度较一季度分别下降 5.0 个百分点和 5.2 个百分点）。房地产贷款在三道红线、集中供地、严查经营贷流入楼市等政策高压下，信贷需求受到明显制约；而基建贷款在今年基建投资持续保持收敛的情况下，基建相关贷款需求表现疲弱。

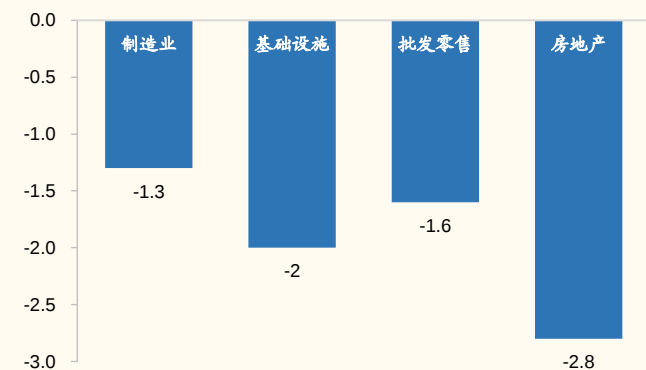
银行业景气指数和盈利指数环比双双走强，三季度两者分别较二季度提高了 0.4 个百分点和 1.3 个百分点。在信贷总需求回落情况下，银行业盈利指数上升或主要是因为银行负债端成本的下降和部分贷款品种利率的上行。

图表 4：贷款需求指数环比回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：主要行业贷款需求指数环比表现（百分点）

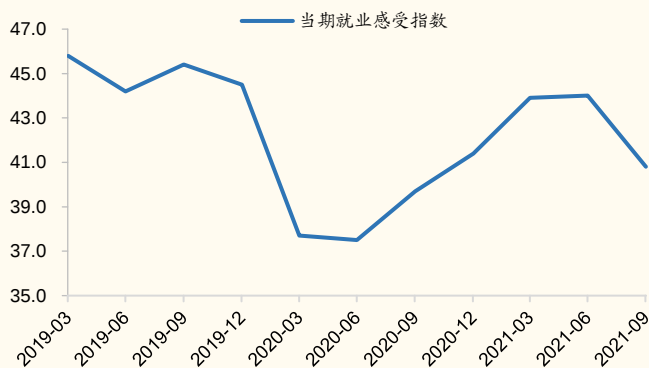


来源：Wind，国金证券研究所

二、收入水平依旧未改善，消费意愿转降

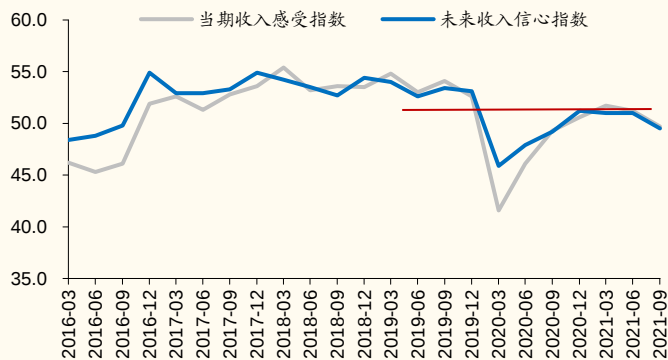
从整体的收入感受来看，三季度居民收入感受指数和收入信心指数环比均走弱，且降幅走阔，收入感受指数和收入信心指数较二季度分别下降了 1.5 个百分点（Q2 较 Q1 下降 0.5 个百分点）和 1.4 个百分点（Q2 与 Q1 持平）。从城镇失业率来看，下半年城镇调查失业率较上半年有所走高，三季度就业感受指数环比也是明显下行的（环比下降 3.2 个百分点）。就业作为“六稳六保”之首，只有稳就业才能稳收入。而在居民收入水平未见改善迹象的背景下，消费短时期内或难有明显回暖。

图表 6：就业感受指数大幅回落



来源：Wind，国金证券研究所

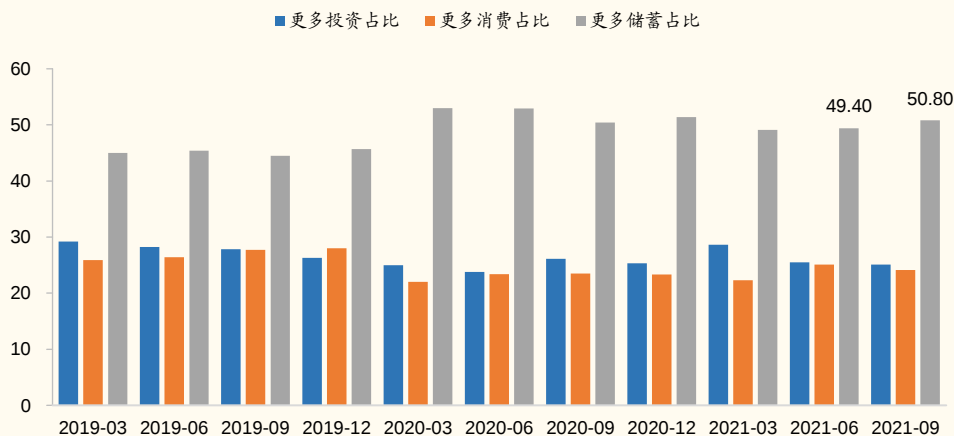
图表 7：收入感受未见改善，依旧低于疫情前水平



来源：Wind，国金证券研究所

从结构变化上来看，消费、储蓄、投资三大结构发生一定变化，居民储蓄意愿再度上升，而消费和投资意愿下降。倾向于“更多储蓄”的居民占 50.8%，比二季度增加 1.4 个百分点；倾向于“更多消费”和倾向于“更多投资”的居民占比分别减少 1.0 个百分点和 0.4 个百分点。三季度以来，疫情、汛情影响居民出行消费，而经济增长承压、资本市场波动加大也使得居民更偏向于储蓄。

图表 8：居民储蓄意愿再度上升 (%)



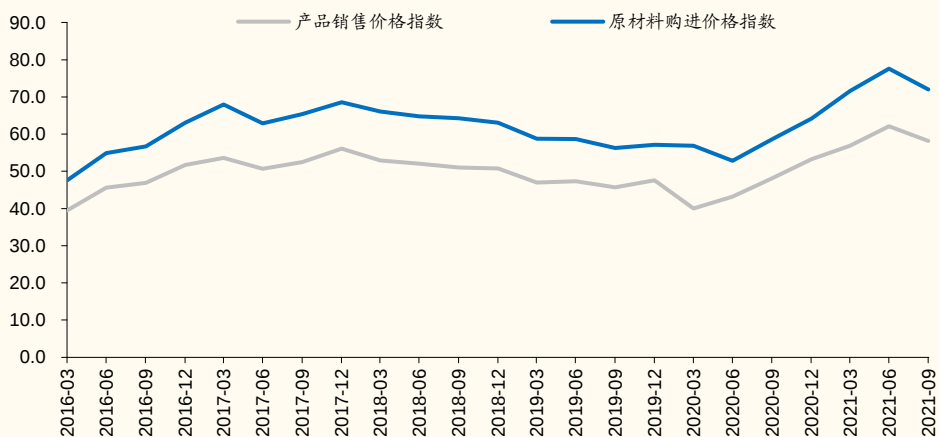
来源：Wind，国金证券研究所

对于未来 3 个月准备增加支出的项目中，三季度居民的前五项选择依次：教育 (30.1%)、医疗保健 (27.5%)、旅游 (19.6%)、大额商品 (19.5%)、购房 (19.2%)。环比上升幅度最大的是“教育”，也高于一季度的值 (29.9%)；环比下降幅度最大的是“旅游”，下降了 5.4 个百分点，冬季疫情叠加无法定假期，四季度居民旅游消费意愿降低。

三、通胀：上游通胀依旧高企，居民端通胀预期不强烈

三季度，企业家的原材料购进价格感受指数为 72.0%，环比下降 5.6 个百分点，比去年同期提高 13.4 个百分点；产品销售价格感受指数为 58.2%，环比下降 3.9 个百分点，比去年同期提高 10.0 个百分点。尽管三季度原材料购进价格感受指数和产品销售价格感受指数双双回落，但依旧处于历史高位。二季度以来，原材料价格快速飙升，而国家层面的“保供稳价”政策一定程度上缓解了国内部分大宗商品价格上行压力，使得三季度原材料购进价格感受指数有所回落。

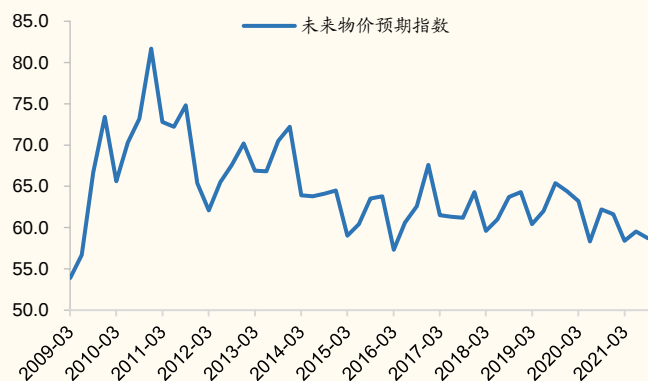
图表 9：原材料购进价格感受指数和产品销售价格感受指数环比回落



来源：Wind，国金证券研究所

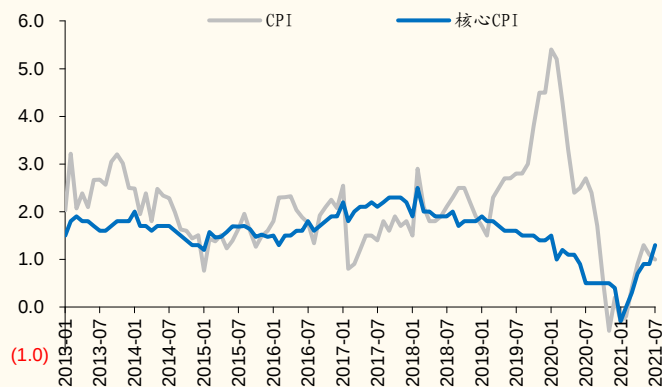
居民对当前通胀感受依旧不强烈，与 7、8 月份 CPI 同比增速连续缓慢走弱相印证。调查问卷显示，居民对下季度物价预期指数为 58.7%，环比下降 0.8 个百分点。其中，预期下季度物价会“上升”的比重由二季度的 24.9%降至第三季度的 23.5%；预期下季度房价“上升”的比重由二季度的 25.5%降至第三季度的 19.9%。当前，居民的未来物价预期指数处于 2010 年以来的低位，表明居民对上游大宗商品涨价向下游消费品传导并不担忧。这或与当前 CPI 和核心 CPI 依旧处于近几年低位水平有关。

图表 10：未来物价预期指数处于 2010 年以来低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：CPI 处于近年低位水平 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

四 货币政策承压，7 月意外降准下的稳健宽松

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_27609

