

# 四季度央行调查问卷点评

## 居民储蓄意愿再度升至历史高位

四季度调查问卷反映出复苏基础仍不稳固。我们认为随着国内疫情对于经济的影响逐渐缓解，消费回暖值得期待。随着经济工作会议召开，下一步财政政策、货币政策、产业政策的实施也将拉开帷幕，关注宏观政策的协同配合。

- **四季度经济热度指数小幅回暖，货币政策维持宽松基调。**央行四季度调查问卷显示，宏观经济热度指数回落，经济复苏不及预期；企业经营景气指数和盈利指数走低，资金周转指数和销货款回笼指数上升，国内及出口订单指数下降；银行业盈利指数小幅回落，房地产企业贷款需求指数上升幅度较高，货币政策感受指数回落；居民收入感受指数下降，就业感受指数下降，消费倾向小幅下降，储蓄倾向再度攀升，投资风险偏好下降，对物价上涨预期上升，房价预期上涨比例持续回落。整体来看，四季度宏观经济复苏趋势一定程度上被疫情拖累，居民收入信心回落、支出意愿下降，就业形势仍需警惕。
- **四季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数小幅回落。**从回升幅度来看，受疫情影响四季度宏观经济热度回落至二季度以下，再次接近于2020年一季度水平。从分类看，银行家宏观经济热度指数回落幅度小于企业家宏观经济热度指数，实体经济遇冷程度更甚。随着四季度稳增长政策频出，预计2023年一季度整体经济热度将有所回暖。
- **四季度企业经营状况暂未好转，主要原因在于疫情因素对于工业生产的影响仍然明显。**一方面疫情限制上下游企业生产经营活动，供需传导受限，另一方面疫情对企业生产意愿形成持续制约。在需求不振的背景下，制造业主动去库仍在延续，企业经营能否回暖需要继续观察采购、新订单指数能否持续好转。
- **货币政策感受指数从高位回落。**从贷款需求指数和货币政策感受指数可以看出，宽信用进程仍不稳固，贷款需求指数回升较慢，货币政策宽松拉动实体经济融资效果不及2020年。宽货币方面，央行呵护资金面的态度依旧明确，年底流动性投放保持相对充裕，近期央行重启14天逆回购，且净投放增量，这意味着类似于11月的资金面快速收紧阶段已经结束。宽信用方面，结合近期央行副行长刘国强对2023年的货币政策进行了解读，“2023年的货币政策，总量要够，结构要准”。随着地产三支箭逐渐发力，投向房地产行业贷款增速有望回升。
- **从四季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的信心未能扭转，且由于四季度疫情扰动导致医疗保健及保险消费倾向上升。**但对于大额商品及旅游消费、金融投资的支出意愿普遍下降，居民消费预期仍需扭转。物价方面，猪周期的影响仍在，国内通胀仍有一定上行压力，居民对未来物价预期指数仍然偏高，需要关注未来猪肉价格上升可能性以及可能出现的异常气候对于鲜菜鲜果价格的影响。

**风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

### 相关研究报告

《1-11月工业企业利润数据点评：制造业成本压力释放》 2022.12.27

《不同国别下的金融稳定路径选择》 2022.12.23

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：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

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

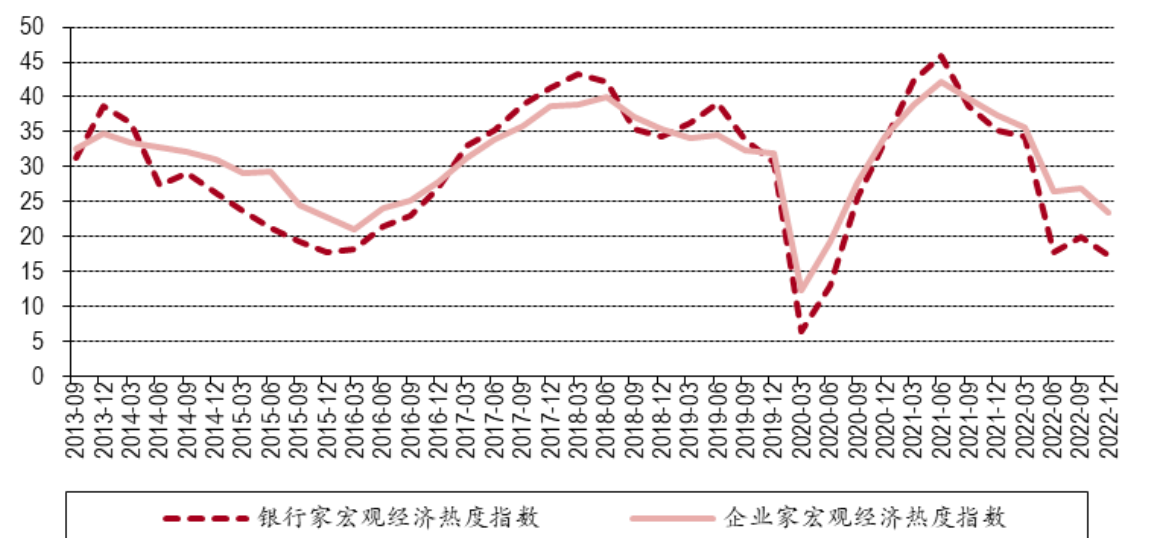
事件：12月27日，央行发布2022年四季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

## 宏观经济复苏不及预期

**企业家与银行家宏观经济热度指数均小幅回落。**企业家宏观经济热度指数为23.5%，比上季下降3.4个百分点，比上年同期下降13.7个百分点。其中，53.7%的企业家认为宏观经济“偏冷”，45.5%认为“正常”，0.8%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为17.4%，比上季下降2.5个百分点。其中，有33.2%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少4.2个百分点；有66.0%的银行家认为“偏冷”，比上季增加4.6个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为29.3%，高于本季11.9个百分点。

四季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数小幅回落。从回升幅度来看，受疫情影响四季度宏观经济热度回落至二季度以下，再次接近于2020年一季度水平。从分类看，银行家宏观经济热度指数回落幅度小于企业家宏观经济热度指数，实体经济遇冷程度更甚。随着四季度稳增长政策频出，预计2023年一季度整体经济热度将有所回暖。

图表 1. 宏观经济热度指数 (%)



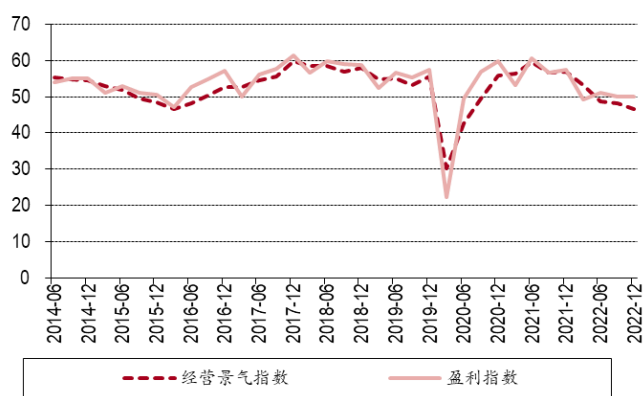
资料来源：万得，中银证券

## 上游行业价格回落持续影响工业企业盈利

**企业经营景气指数和盈利指数走低。**经营景气指数为46.6%，比上季下降1.5个百分点，比上年同期下降10.2个百分点。其中，14.8%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.7%认为“一般”，21.6%认为“较差”。四季度企业经营景气指数较三季度继续回落，主要是受到国内疫情反弹拖累内需的影响。盈利指数为50.0%，与上季持平，比上年同期下降7.3个百分点。其中，30.0%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，40.0%认为“盈亏不变”，29.9%认为“增亏或减盈”。四季度企业经营景气指数和盈利指数较三季度下滑，经营景气指数下降程度更高。其中前者反映出疫情持续对企业生产经营造成的负面影响没有消退，后者反映出上游行业价格回落影响下，工业企业盈利整体走弱的趋势。

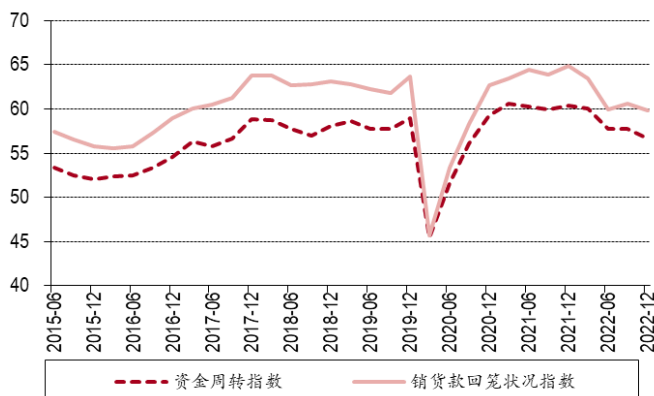
**企业财务数据小幅回落。**资金周转指数为56.7%，比上季下降1.2个百分点，比上年同期下降3.8个百分点。其中，28.5%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，56.3%认为“一般”，15.2%认为“困难”。销货款回笼指数为59.8%，比上季下降0.8个百分点，比上年同期下降5.1个百分点。其中，29.9%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，59.9%认为“一般”，10.3%认为“困难”。四季度随着疫情反弹，供应链再次受到影响，企业资金周转指数和销货款回笼状况指数均有下行，销售资金回笼修复受阻。

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 (%)

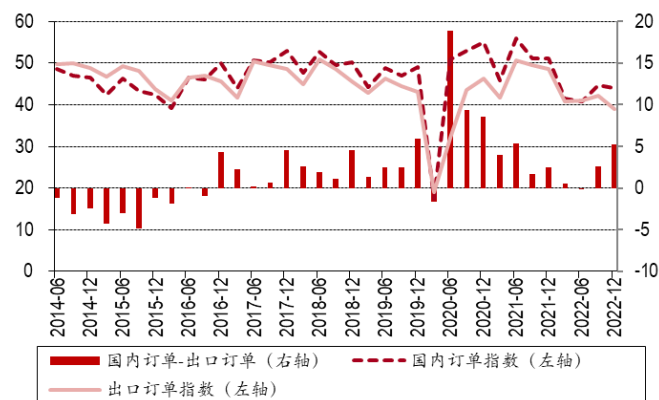


资料来源：万得，中银证券

**出口及国内订单指数下降，外需快速回落。**出口订单指数为 38.9%，比上季下降 3.3 个百分点，比上年同期下降 9.8 个百分点。其中，13.2% 的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，51.5% 认为“持平”，35.3% 认为“减少”。国内订单指数为 44.1%，比上季下降 0.6 个百分点，比上年同期下降 7.1 个百分点。其中，16.8% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，54.6% 认为“持平”，28.6% 认为“减少”。

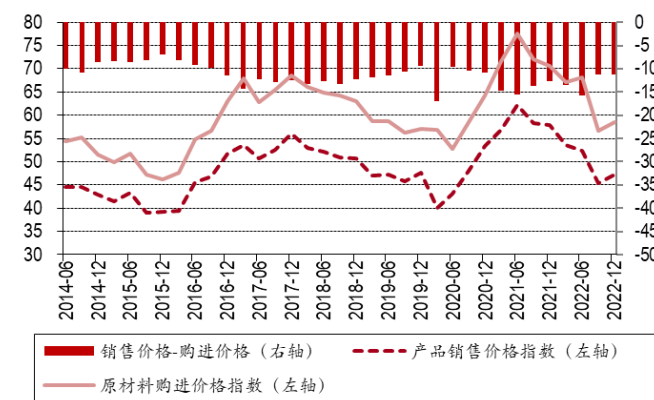
**原材料购进价格指数小幅上涨，工业企业成本压力缓解。**产品销售价格感受指数为 47.2%，比上季上升 1.8 个百分点，比上年同期下降 10.7 个百分点。其中，10.9% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，72.7% 认为“持平”，16.4% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.5%，比上季上升 1.8 个百分点，比上年同期下降 12.1 个百分点。其中，26.2% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，64.5% 认为“持平”，9.3% 认为“下降”。四季度原材料购进价格指数和产品销售价格指数上行，但销售-购进价格差值不变，价格因素对工业企业利润的拉动正持续消退。

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

四季度企业经营状况暂未好转，主要原因在于疫情因素对于工业生产的影响仍然明显，一方面疫情限制上下游企业生产经营活动，供需传导受限，另一方面疫情对企业生产意愿形成持续制约。在需求不振的背景下，制造业主动去库仍在延续，企业经营能否回暖需要继续观察采购、新订单指数能否持续好转。

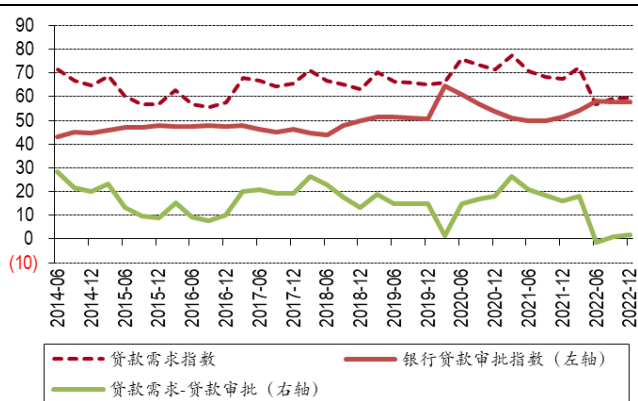
## 货币政策感受指数已升至高位

**银行业盈利指数小幅回落。**虽然四季度银行业仍受到实体经济融资需求下降的影响，景气指数小幅回落，导致盈利指数同步回落。银行业景气指数为 65.8%，比上季下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 4.4 个百分点。银行盈利指数为 61.3%，比上季下降 1.0 个百分点，比上年同期下降 3.5 个百分点。

**房地产企业贷款需求指数上升幅度较高。**贷款总体需求指数为 59.5%，比上季上升 0.5 个百分点，比上年同期下降 8.2 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 62.2%，比上季上升 1.6 个百分点；基础设施贷款需求指数为 60.6%，比上季下降 0.7 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 57.1%，比上季上升 0.8 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 43.7%，比上季上升 3.1 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 54.6%，比上季上升 1.0 个百分点；中型企业为 56.4%，比上季上升 0.8 个百分点；小微企业为 62.5%，比上季下降 1.3 个百分点。四季度贷款需求指数小幅回落，分行业看，房地产业贷款需求指数回暖，基建贷款下降。分规模看，小微企业贷款需求指数遇冷，大中型企业小幅上升。

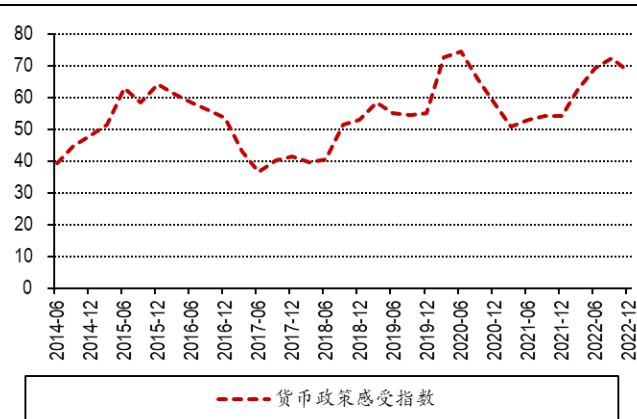
**货币政策感受指数回落。**货币政策感受指数为 68.0%，比上季下降 4.4 个百分点，比上年同期上升 13.9 个百分点。其中，有 38.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 7.9 个百分点；60.0% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 7.0 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 69.6%，高于本季 1.6 个百分点。四季度央行开启年度第二次降准，但 11 月中旬资金面小幅收敛引发理财赎回潮，导致货币政策感受指数小幅下降。截止年底资金面再次回归宽松。

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

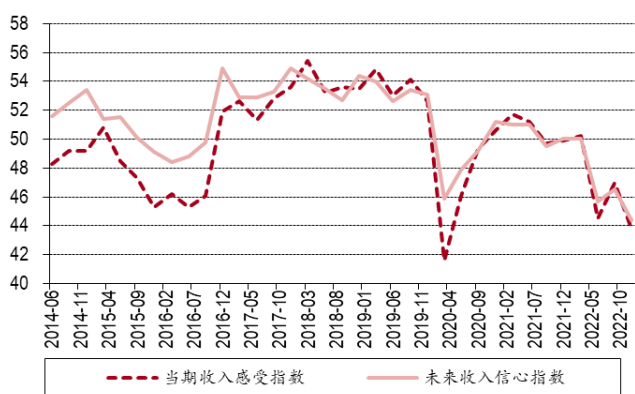
**货币政策感受指数从高位回落。**从贷款需求指数和货币政策感受指数可以看出，宽信用进程仍不稳固，贷款需求指数回升较慢，货币政策宽松拉动实体经济融资效果不及 2020 年。宽货币方面，央行呵护资金面的态度依旧明确，年底流动性投放保持相对充裕，近期央行重启 14 天逆回购，且净投放增量，这意味着类似于 11 月的资金面快速收紧阶段已经结束。宽信用方面，结合近期央行副行长刘国强对 2023 年的货币政策进行了解读，“2023 年的货币政策，总量要够，结构要准”。随着地产三支箭逐渐发力，投向房地产行业贷款增速有望回升。

## 居民储蓄意愿小幅下降

居民收入情况走差，就业形势更加严峻。城镇储户调查问卷显示四季度收入感受指数为 43.8%，比上季下降 3.2 个百分点。其中，10.8% 的居民认为收入“增加”，比上季减少 1.3 个百分点，65.9% 的居民认为收入“基本不变”，比上季减少 3.8 个百分点，23.3% 的居民认为收入“减少”，比上季增加 5.2 个百分点。收入信心指数为 44.4%，比上季下降 2.1 个百分点。就业感受指数为 33.1%，比上季下降 2.3 个百分点。其中，8.9% 的居民认为“形势较好，就业容易”，42.0% 的居民认为“一般”，49.1% 的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 43.0%，比上季下降 2.4 个百分点。四季度国内失业率走高，但 16-24 岁人口失业率回落至 11 月的 17.10%，我们认为稳就业仍是 2023 年重心。

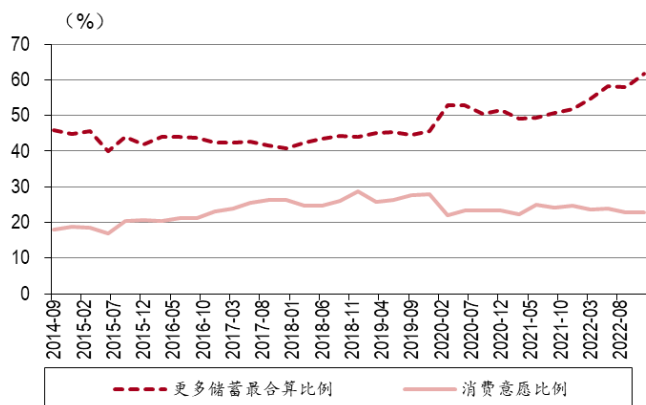
居民储蓄意愿再次攀升，消费意愿回落。倾向于“更多消费”的居民占 22.8%，与上季基本持平；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.8%，比上季增加 3.7 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 15.5%，比上季减少 3.7 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 44.1%、20.4% 和 14.7%。

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 (%)

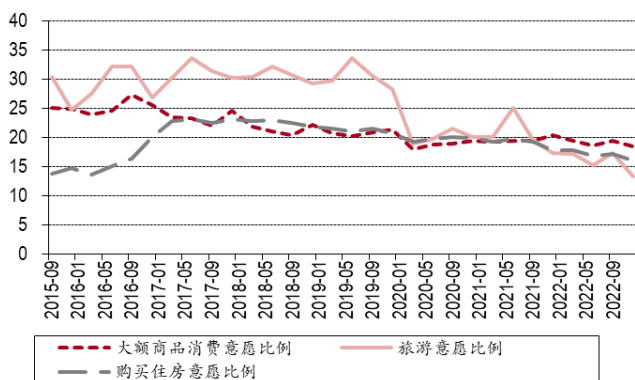


资料来源：万得，中银证券

医疗保健及保险消费倾向上升。问及未来三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 (29.6%)、教育 (27.9%)、社交文化和娱乐 (18.5%)、大额商品 (18.5%)、购房 (16.0%)、保险 (15.0%)、旅游 (13.3%)。与三季度相比，四季度医疗保健消费倾向上升 2.4 个百分点、保险消费倾向上升 0.9 个百分点，其中医疗保健消费倾向四季度受疫情影响较大，保险需求也有所上升。除此之外，其余项目消费倾向均有所下降，受影响较大的是旅游、教育消费倾向，分别下降了 4.0 和 2.1 个百分点。此外，购房倾向回落 1.1 个百分点，四季度地产销售仍不景气，随着房地产三支箭政策陆续出台，仍需继续观察稳地产政策落地效果，目前来看四季度商品房成交高频数据难言回暖。

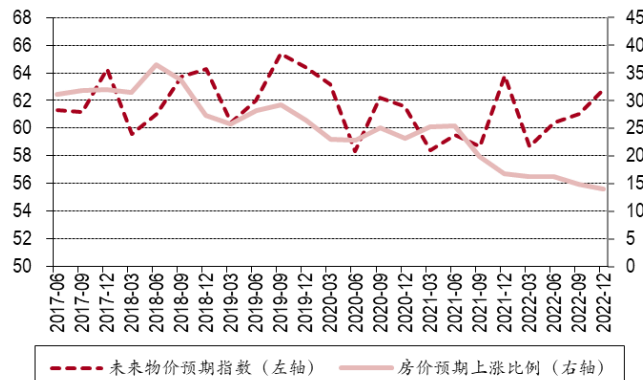
居民对房价上涨的预期仍然不高，对物价上涨的预期小幅上升。对下季度，物价预期指数为 62.8%，比上季上升 1.8 个百分点。其中，31.2% 的居民预期下季物价将“上升”，48.1% 的居民预期“基本不变”，8.7% 的居民预期“下降”，12.1% 的居民“看不准”。对下季房价，14.0% 的居民预期“上涨”，53.7% 的居民预期“基本不变”，18.5% 的居民预期“下降”，13.8% 的居民“看不准”。

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

从四季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的信心未能扭转，且由于四季度疫情扰动导致医疗保健及保险消费倾向上升。但对于大额商品及旅游消费、金融投资的支出意愿普遍下降，居民消费预期仍需扭转。物价方面，猪周期的影响仍在，国内通胀仍有一定上行压力，居民对未来物价预期指数仍然偏高，需要关注未来猪肉价格上升可能性以及可能出现的异常气候对于鲜菜鲜果价格的影响。

### 四季度调查问卷反映出复苏基础仍不稳固

**四季度经济热度指数小幅回暖，货币政策维持宽松基调。**央行四季度调查问卷显示，宏观经济热度指数回落，经济复苏不及预期；企业经营景气指数和盈利指数走低，资金周转指数和销货款回笼指数上升，国内及出口订单指数下降；银行业盈利指数小幅回落，房地产企业贷款需求指数上升幅度较高，货币政策感受指数回落；居民收入感受指数下降，就业感受指数下降，消费倾向小幅下降，储蓄倾向再度攀升，投资风险偏好下降，对物价上涨预期上升，房价预期上涨比例持续回落。整体来看，四季度宏观经济复苏趋势一定程度上被疫情拖累，居民收入信心回落、支出意愿下降，就业形势仍需警惕。

**明年一季度持续关注复苏持续性。**随着国内疫情对于经济的影响逐渐缓解，消费回暖值得期待。随着经济工作会议召开，下一步财政政策、货币政策、产业政策的实施也将拉开帷幕，关注宏观政策的协同配合。

**风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

## 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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，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