

# 一季度央行调查问卷点评

## 居民风险偏好整体回升

一季度调查问卷反映出居民风险偏好整体回升。二季度需持续关注复苏持续性与居民消费意愿。开年以来，1-2月金融数据连续超预期，且结构上企业中长贷投放占主导，3月PMI也显示制造业产、需均处于扩张区间，预计二季度经济复苏势头不减。结合3月央行超额续作MLF同时降准来看，后续货币政策环境仍将呵护实体流动性。同时也需进一步关注居民储蓄意愿向消费意愿的转化，汽车行业刺激政策托底和短期地产景气度回升有望带动居民消费意愿回升。

- 一季度经济热度指数回暖，贷款需求大幅上升。央行一季度调查问卷显示，宏观经济热度指数回升，银行家宏观经济热度指数反弹快于企业家指数；企业经营景气指数走高，盈利指数走低，资金周转指数和销货款回笼指数上升，出口订单指数上升，国内订单指数下降；银行业盈利指数大幅回升，贷款需求指数达到近十年来最高水平，但货币政策感受指数呈现回落；居民收入感受回暖，就业感受指数回升，储蓄意愿下降，消费意愿小幅回升，投资风险偏好上升，旅游消费倾向大幅上升，对物价上涨预期下降，但对于房价预期上涨比例触底回升。整体来看，一季度宏观经济呈现复苏趋势，居民收入信心回暖、风险偏好上升，但就业形势仍需警惕。
- 一季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数快速反弹。从回升幅度来看，宏观经济热度指数回升斜率整体强于2020年下半年。从分类看，银行家宏观经济热度指数回升幅度大于企业家宏观经济热度指数，与以往规律相符，流动性传导至实体经济后转化为实际投资和消费需要一定时间。值得注意的是，下季度银行家宏观经济热度预期指数为50.9%，上升至近十年高位。
- 一季度企业经营状况有所好转，确定了经济复苏向好的趋势，其中企业经营景气指数和资金状况好转是复苏趋势持续向好的重要基础。结合3月PMI数据，尽管原材料购进价格指数与出厂价格指数共同回落，短期利润空间有所收窄，但随着基建投资的持续发力，下游需求有望拉动行业利润回升。
- 贷款需求指数与货币政策感受指数出现分歧。从贷款需求指数和货币政策感受指数可以看出，一季度贷款需求整体快速上行，结合金融数据来看，1-2月信贷数据连续超预期也说明银行贷款投放力度加大，货币政策宽松拉动实体经济融资效果超过往年水平。但货币政策感受指数小幅下降，主要体现在央行中长期流动性投放较迟，在信贷投放加大银行超储快速消耗的同时更多以短期流动性填补流动性缺口，导致资金面波动加剧。但就3月末降准落地来看，央行呵护资金面的态度依旧明确，随着信贷投放趋稳，流动性宽松仍将持续。
- 从一季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的预期触底回升，对于金融资产的投资风险偏好也有所回暖。消费方面，居民消费预期回升，主要体现在旅游消费方面，大额商品、社交文娱等方面的消费支出意愿小幅上升，医疗保健及保险消费倾向下降。物价方面，食品价格和服务价格季节性走弱，居民对未来物价预期指数回落，往后看大宗消费恢复的情况仍是关注的重心。
- 风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

### 相关研究报告

《3月PMI点评：内需是主要拉动力》20230401  
 《房地产融资放开对金融资源的挤出效应》  
 20230330

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

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

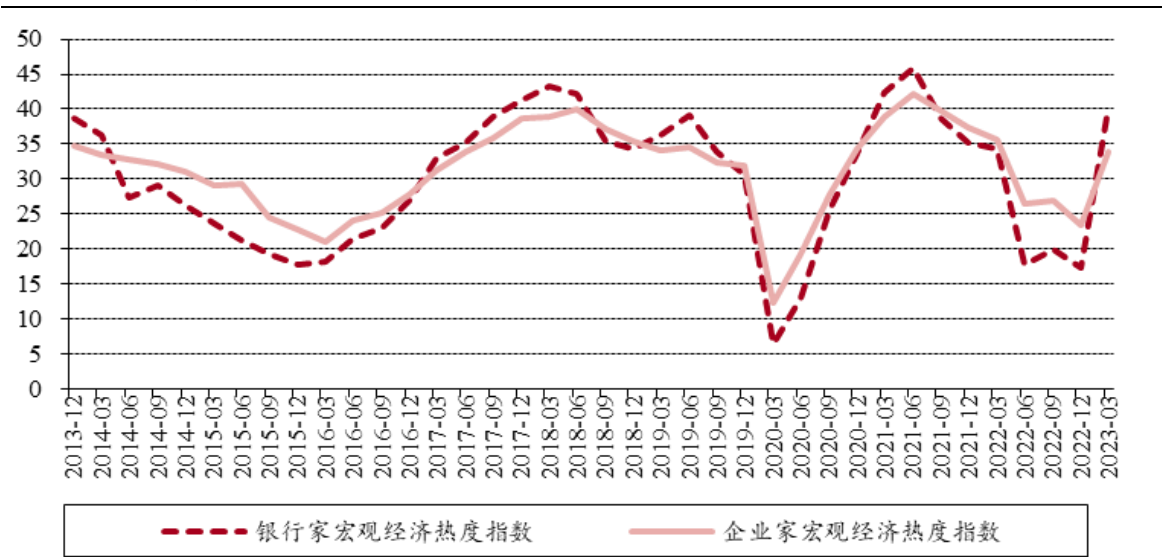
事件：4月3日，央行发布2023年一季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

## 宏观经济复苏不及预期

**银行家宏观经济热度指数反弹快于企业家指数。**企业家宏观经济热度指数为33.8%，比上季上升10.3个百分点，比上年同期下降1.9个百分点。其中，33.9%的企业家认为宏观经济“偏冷”，64.6%认为“正常”，1.5%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为40.2%，比上季上升22.8个百分点。其中，有62.8%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加29.6个百分点；有28.4%的银行家认为“偏冷”，比上季减少37.6个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为50.9%，高于本季10.7个百分点。

一季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数快速反弹。从回升幅度来看，宏观经济热度指数回升斜率整体强于2020年下半年。从分类看，银行家宏观经济热度指数回升幅度大于企业家宏观经济热度指数，与以往规律相符，流动性传导至实体经济后转化为实际投资和消费需要一定时间。值得注意的是，下季度银行家宏观经济热度预期指数为50.9%，上升至近十年高位。

图表 1. 宏观经济热度指数 (%)



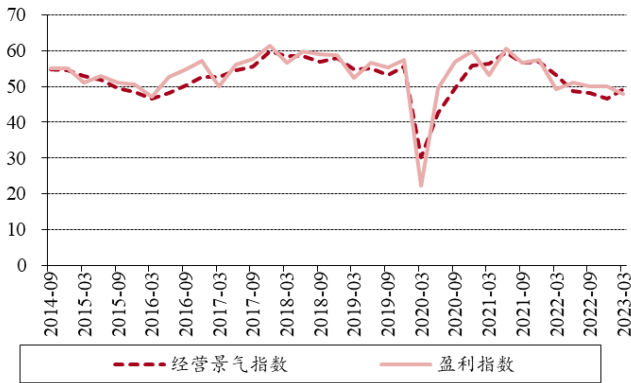
资料来源：万得，中银证券

## 上游行业价格回落持续影响工业企业盈利

**企业经营景气指数走高，盈利指数走低。**经营景气指数为49.2%，比上季上升2.6个百分点，比上年同期下降4.1个百分点。其中，17.0%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，64.5%认为“一般”，18.5%认为“较差”。盈利指数为47.8%，比上季下降2.2个百分点，比上年同期下降1.5个百分点。其中，26.4%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，42.9%认为“盈亏不变”，30.7%认为“增亏或减盈”。一季度企业经营景气指数走高，但盈利指数下滑，反映出制造业产、需均处于扩张区间，但受海外及量价等多因素影响，制造业对工业企业利润表现形成了短期拖累。

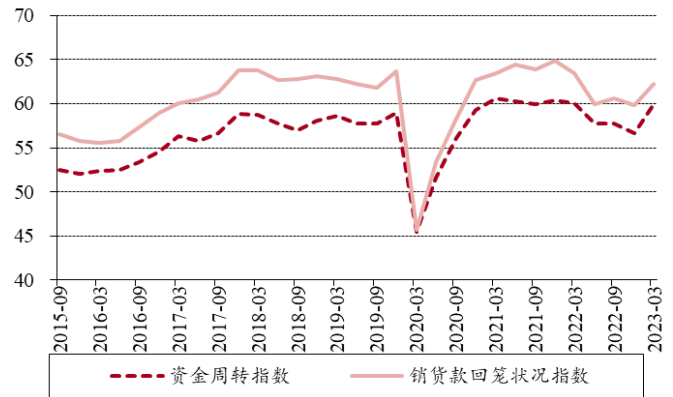
**企业财务数据回升。**资金周转指数为59.9%，比上季上升3.3个百分点，与上年同期基本持平。其中，33.2%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，53.5%认为“一般”，13.3%认为“困难”。销货款回笼指数为62.2%，比上季上升2.4个百分点，比上年同期下降1.2个百分点。其中，32.8%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，58.8%认为“一般”，8.4%认为“困难”。一季度随着经济复苏，供应链恢复，企业资金周转指数和销货款回笼状况指数均有上行，销售资金回笼修复。

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 (%)

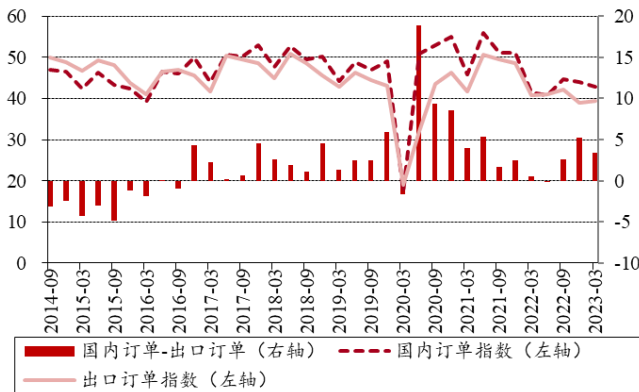


资料来源：万得，中银证券

**出口订单指数上升，国内订单指数下降。**出口订单指数为 39.5%，比上季上升 0.5 个百分点，比上年同期下降 1.5 个百分点。其中，13.7%的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，51.6%认为“持平”，34.8%认为“减少”。国内订单指数为 42.9%，比上季下降 1.3 个百分点，比上年同期上升 1.5 个百分点。其中，15.3%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，55.3%认为“持平”，29.5%认为“减少”。外需普遍走弱的大趋势下，年内出口或有结构性亮点。

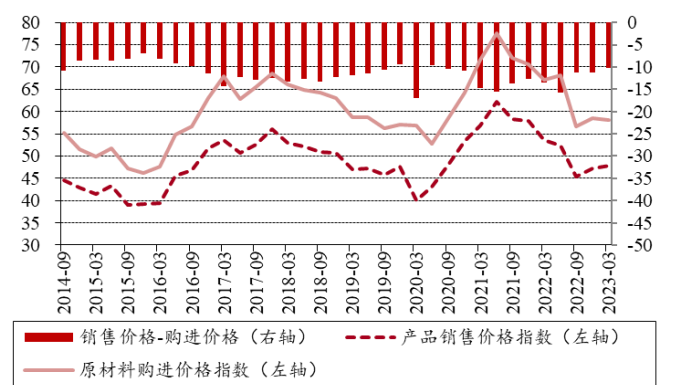
**产品销售价格指数走高，原材料购进价格指数回落。**产品销售价格感受指数为 47.8%，比上季上升 0.6 个百分点，比上年同期下降 5.8 个百分点。其中，11.1%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，73.5%认为“持平”，15.5%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.0%，比上季下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 9.1 个百分点。其中，24.2%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，67.6%认为“持平”，8.2%认为“下降”。

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

一季度企业经营状况有所好转，确定了经济复苏向好的趋势，其中企业经营景气指数和资金状况好转是复苏趋势持续向好的重要基础。结合 3 月 PMI 数据，尽管原材料购进价格指数与出厂价格指数共同回落，短期利润空间有所收窄，但随着基建投资的持续发力，下游需求有望拉动行业利润回升。

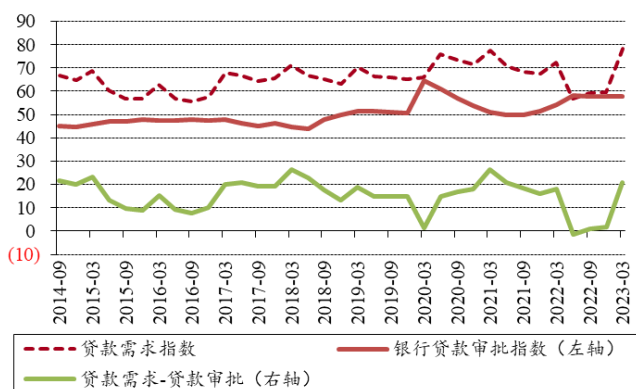
## 货币政策感受指数已升至高位

**银行业盈利指数大幅回升。**银行业景气指数为 71.9%，比上季上升 6.1 个百分点，比上年同期下降 0.1 个百分点。银行盈利指数为 66.0%，比上季上升 4.7 个百分点，比上年同期上升 0.6 个百分点。一季度受到实体经济融资需求上升影响，大行贷款投放较快，景气指数大幅回升，带动盈利指数同步回升。

**贷款需求指数达到近十年来最高水平。**贷款总体需求指数为 78.4%，比上季上升 19.0 个百分点，比上年同期上升 6.1 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 73.9%，比上季上升 11.6 个百分点；基础设施贷款需求指数为 71.0%，比上季上升 10.4 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 68.0%，比上季上升 10.9 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 55.3%，比上季上升 11.6 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 64.9%，比上季上升 10.3 个百分点；中型企业为 68.2%，比上季上升 11.8 个百分点；小微企业为 76.5%，比上季上升 14.0 个百分点。一季度贷款需求指数大幅回升，分行业看，各行业贷款需求指数集体回暖，制造业及房地产企业贷款需求指数上升较高。分规模看，小微企业贷款需求指数大幅上升。

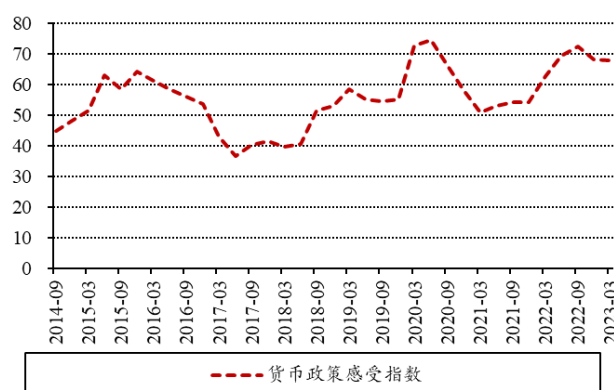
**货币政策感受指数小幅回落。**货币政策感受指数为 67.7%，比上季下降 0.3 个百分点，比上年同期上升 4.8 个百分点。其中，有 37.2% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 0.8 个百分点；61.0% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 1.0 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 67.0%，低于本季 0.7 个百分点。一季度末央行开启年内首次降准，但 2 月以来资金面收敛导致货币政策感受指数小幅下降。截止季末资金面回归中性水平。

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

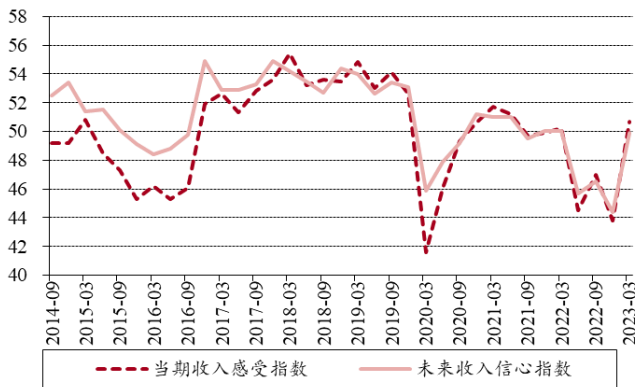
**贷款需求指数与货币政策感受指数出现分歧。**从贷款需求指数和货币政策感受指数可以看出，一季度贷款需求整体快速上行，结合金融数据来看，1-2 月信贷数据连续超预期也说明银行贷款投放力度加大，货币政策宽松拉动实体经济融资效果超过往年水平。但货币政策感受指数小幅下降，主要体现在央行中长期流动性投放较迟，在信贷投放加大银行超储快速消耗的同时更多以短期流动性填补流动性缺口，导致资金面波动加剧。但就 3 月末降准落地来看，央行呵护资金面的态度依旧明确，随着信贷投放趋稳，流动性宽松仍将持续。

## 居民储蓄意愿小幅下降

居民收入感受回暖，就业感受指数回升。城镇储户调查问卷显示本季收入感受指数为 50.7%，比上季上升 6.9 个百分点。其中，15.9% 的居民认为收入“增加”，比上季增加 5.0 个百分点，69.7% 的居民认为收入“基本不变”，比上季增加 3.8 个百分点，14.5% 的居民认为收入“减少”，比上季减少 8.8 个百分点。收入信心指数为 49.9%，比上季上升 5.5 个百分点。就业感受指数为 39.9%，比上季上升 6.8 个百分点。其中，13.2% 的居民认为“形势较好，就业容易”，45.6% 的居民认为“一般”，41.2% 的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 52.3%，比上季上升 9.4 个百分点。一季度国内就业感受指数回升，但 1-2 月城镇调查失业率仍高，且 16-24 岁人口失业率上升至 2 月 18.10%，我们认为稳就业仍是 2023 年重心。

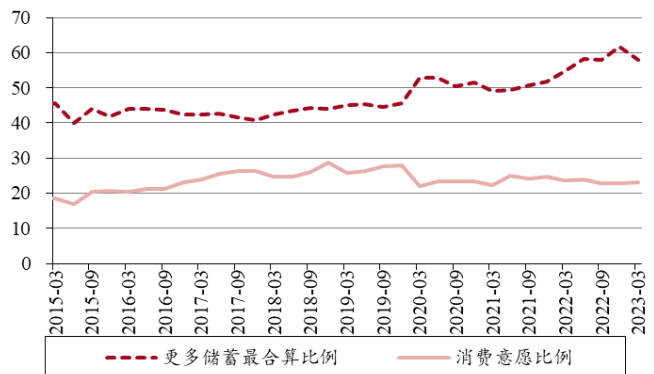
居民储蓄意愿下降，投资消费意愿回升。倾向于“更多消费”的居民占 23.2%，比上季增加 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，比上季减少 3.8 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 18.8%，比上季增加 3.3 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 43.9%、21.5% 和 15.3%。一季度以来，居民投资意愿明显回升，随着股票市场回暖，居民风险偏好也呈现回升，更为青睐权益产品投资。

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 (%)

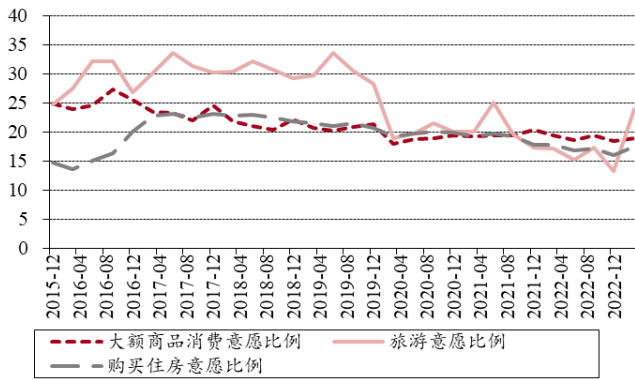


资料来源：万得，中银证券

旅游消费倾向大幅上升。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：教育 (28.4%)、医疗保健 (27.6%)、旅游 (24.0%)、社交文化和娱乐 (19.9%)、大额商品 (18.9%)、购房 (17.5%)、保险 (14.1%)。与去年四季度相比，今年一季度旅游消费倾向大幅上升 10.7 个百分点，随着二季度长假的到来，预计 2022 年受压制的旅游消费需求仍将持续释放。购房倾向上升 1.5 个百分点，高能级城市商品房成交面积回升较快。医疗保健消费和保险消费倾向均有回落，分别下降 2 个百分点、0.9 个百分点。除此之外，其余项目消费倾向均有所上升。

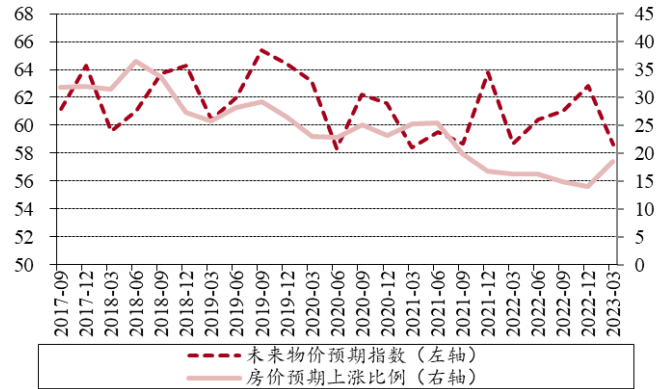
对下季度，物价预期指数为 58.6%，比上季上升 1.8 个百分点。其中，31.2% 的居民预期下季物价将“上升”，48.1% 的居民预期“基本不变”，8.7% 的居民预期“下降”，12.1% 的居民“看不准”。对下季房价，14.0% 的居民预期“上涨”，53.7% 的居民预期“基本不变”，18.5% 的居民预期“下降”，13.8% 的居民“看不准”。房价预期上涨比例呈现触底回升趋势。

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

从一季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的预期触底回升，对于金融资产的投资风险偏好也有所回暖。消费方面，居民消费预期回升，主要体现在旅游消费方面，大额商品、社交文娱等方面的消费支出意愿小幅上升，医疗保健及保险消费倾向下降。物价方面，食品价格和服务价格季节性走弱，居民对未来物价预期指数回落，往后看大宗消费恢复的情况仍是关注的重心。

### 一季度调查问卷反映出居民风险偏好整体回升

**一季度经济热度指数回暖，贷款需求大幅上升。**央行一季度调查问卷显示，宏观经济热度指数回升，银行家宏观经济热度指数反弹快于企业家指数；企业经营景气指数走高，盈利指数走低，资金周转指数和销贷款回笼指数上升，出口订单指数上升，国内订单指数下降；银行业盈利指数大幅回升，贷款需求指数达到近十年来最高水平，但货币政策感受指数呈现回落；居民收入感受回暖，就业感受指数回升，储蓄意愿下降，消费意愿小幅回升，投资风险偏好上升，旅游消费倾向大幅上升，对物价上涨预期下降，但对于房价预期上涨比例触底回升。整体来看，一季度宏观经济呈现复苏趋势，居民收入信心回暖、风险偏好上升，但就业形势仍需警惕。

**二季度持续关注复苏持续性与居民消费意愿。**开年以来，1-2月金融数据连续超预期，且结构上企业中长贷投放占主导，3月PMI也显示制造业产、需均处于扩张区间，预计二季度经济复苏势头不减。结合3月央行超额续作MLF同时降准来看，后续货币政策环境仍将呵护实体流动性。同时也需进一步关注居民储蓄意愿向消费意愿的转化，汽车行业刺激政策托底和短期地产景气度回升有望带动居民消费意愿回升。

**风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

## 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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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