二季度央行调查问卷点评

稳住增长就挺好

企业家和银行家都对宏观景气比较乐观；企业经营稳健；银行则受到货币政策感受下行和贷款需求回落的双重挤压；居民收入感受下降但消费需求上升。

- **宏观经济走稳。**
- **企业资金平稳，订单盈利好转。**
- **银行两端受挤压。**
- **居民收入感受下降与消费意愿上升并存。**
- **二季度央行调查问卷反映出政策的意图在稳增长。**综合央行二季度调查问卷和 1-5 月经济数据，我们认为有两个关键的增量信息：一是从银行的角度看，贷款需求有所下降，并且是包括制造业、基建、大中小型企业的贷款需求均有不同程度的回落；二是居民收入感受下降，但消费意愿尚可。与此相对的是企业层面数据反映出的经营稳健。我们认为当前国内的政策意图更多在于稳增长下行的速度，今年国内经济增长的目标仍是保 2（6.2%）争 3（6.3%），因此无论是财政政策还是货币政策，此前都集中在给企业减税降费，以及提高企业经营的资金支持等方面。
- **关注国际环境的变化。**受益于我国内需增长和潜力的强劲，国内经济增长的长期难点，在于成功转型升级，但短期内经济增速下行压力较大，目前来看，冲击主要来自海外。当前全球主要国家和地区，制造业 PMI 都已经落入荣枯线下方，美国虽然仍在荣枯线上方，但下行趋势显著，速度较快，且通胀持续低于政策目标。在此背景下，近期全球主要国家和地区的央行，都对将进一步放松货币政策进行了明确的表态，这可能会造成国际汇率市场的波动加大。叠加以美国为中心的国际贸易问题并未得到有效解决，国际货币政策的调整和汇率市场可能的波动，或对国际贸易造成进一步的负面影响。我们认为未来国内仍将坚持稳健的货币政策和积极的财政政策，稳增长的重要抓手仍在投资端，特别是基建投资，消费增速将以稳为主，对可能的贸易项目变化要储备工具应对。

风险提示：全球经济增速超预期回落。

相关研究报告

《调查验证回暖，增长隐忧仍存：央行一季度调查数据简评》2018.6.19
《经济增长矛盾显现，居民收入制约消费：央行三季度调查数据简评》2018.9.14
《政策可以托底一时，但终究是要回归的：央行三季度调查数据简评》2018.12.25
《积极的政策一马当先：2019 年一季度央行调查问卷点评》2019.3.25

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

张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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

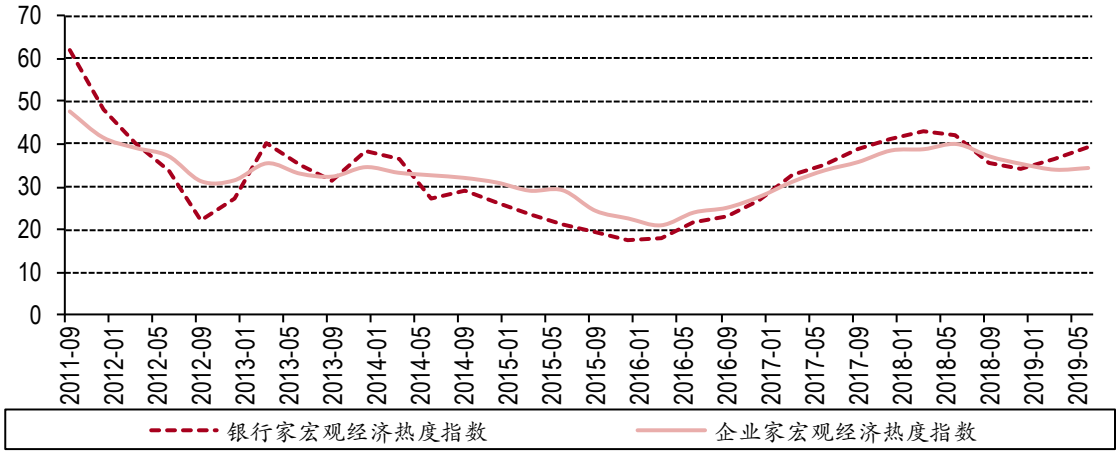
6 月 20 日，央行发布 2019 年二季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

宏观经济走稳

企业家宏观经济热度指数为 34.5%，比上季提高 0.4 个百分点，比去年同期低 5.6 个百分点。其中，32.2%的企业家认为宏观经济“偏冷”，66.5%认为“正常”，1.3%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为 39.2%，比上季回升 2.8 个百分点。其中，有 1.9%的银行家认为当前宏观经济“偏热”，比上季减少 0.6 个百分点；74.6%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季提高 6.8 个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 39.1%，低于本季 0.1 个百分点。

二季度宏观经济热度指数普遍较一季度有所回升，但较去年同期还是下降了的。我们认为当前国内和国际经济背景决定了宏观经济能够走稳已经是比较好的结果，整体来看，全球经济增速都处于下行趋势当中，随着美联储提振降息预期，全球央行都开始放鸽，未来需要密切关注货币政策能不能救全球经济。

图表 1. 宏观经济热度指数



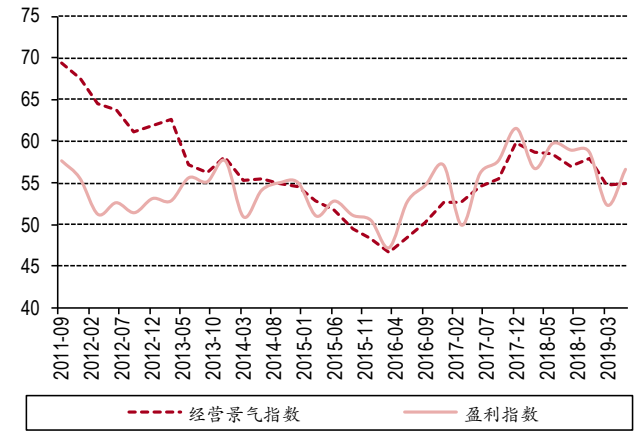
资料来源：万得，中银国际证券

企业资金平稳，订单盈利好转

企业二季度经营景气指数为 55.0%，比上季提高 0.2 个百分点，比去年同期低 3.5 个百分点。其中，23.1%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.8%认为“一般”，13.1%认为“较差”。二季度企业经营压力依然较大，但相较一季度出现了环比好转。盈利指数为 56.6%，比上季提高 4.3 个百分点，比去年同期低 3.1 个百分点。其中，35.8%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，41.6%认为“盈亏不变”，22.6%认为“增亏或减盈”。盈利指数大幅上升，我们认为可以参考二季度工业增加值的波动和物价水平的变动，很大程度上表现为环比一季度的转好，但相较去年还是出现了明显下行。

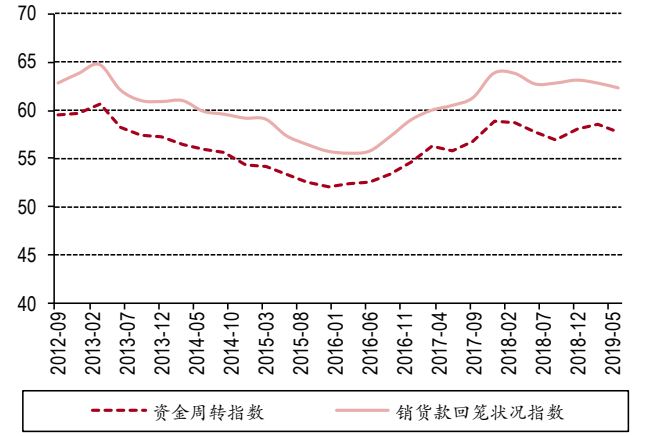
二季度企业经营整体来看有所好转，资金方面在信贷和货币政策的支持下，企业资金面依然维持平稳，同时订单较一季度有明显好转，盈利改善的程度也较明显，从价格方面看，进价出现小幅下降，销价小幅上升，也改善了企业营收。销货款回笼指数为 62.3%，比上季低 0.5 个百分点，比去年同期低 0.4 个百分点。其中，34.8%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，55.0%认为“一般”，10.2%认为“困难”。资金周转指数为 57.8%，比上季低 0.8 个百分点，与去年同期持平。其中，31.4%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，52.8%认为“一般”，15.8%认为“困难”。

图表 2. 企业经营情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 资金状况

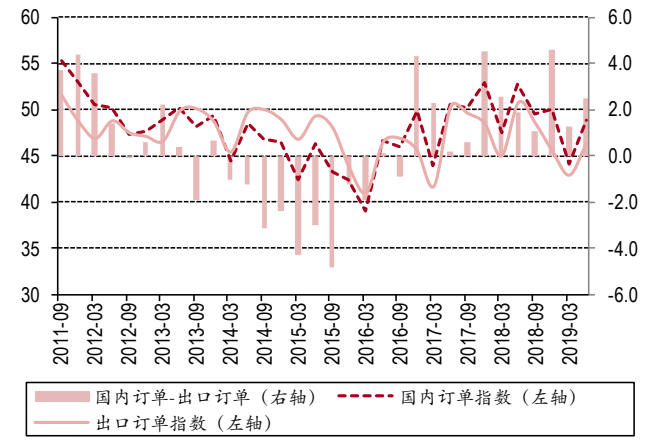


资料来源：万得，中银国际证券

订单指数环比上行，同比下行。出口订单指数为 46.3%，比上季提高 3.4 个百分点，比去年同期低 4.5 个百分点。其中，16.6%的企业家认为出口订单比上季“增加”,59.4%认为“持平”，24.0%认为“减少”。国内订单指数为 48.8%，比上季提高 4.6 个百分点，比去年同期低 4.0 个百分点。其中，17.8%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，62.0%认为“持平”，20.2%认为“减少”。

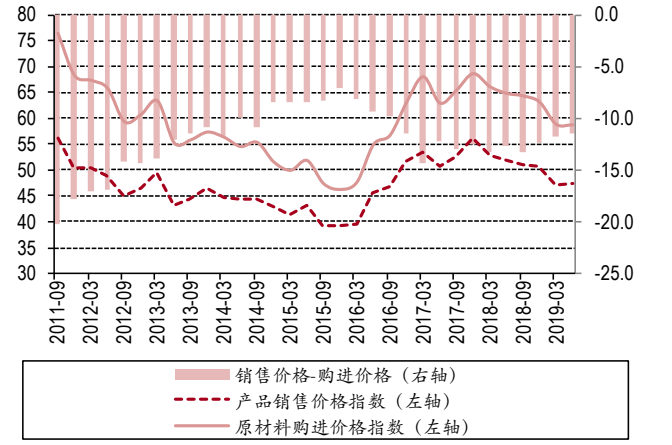
产品销售价格感受指数为 47.3%，比上季提高 0.3 个百分点，比去年同期低 4.8 个百分点。其中，11.4%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，71.9%认为“持平”，16.7%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 58.7%，比上季低 0.1 个百分点，比去年同期低 6.1 个百分点。其中，25.1%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，67.2%认为“持平”，7.7%认为“下降”。从月度数据来看，4 月之前企业经营受到税改政策的影响出现了一波补库存，但整体来看，企业库存仍不高，因此需要关注更容易受到供求影响之下的价格的波动情况。

图表 4. 订单指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 价格指数



资料来源：万得，中银国际证券

从二季度央行调查问卷来看，企业的情况是整体较好的：货币政策边际改善的支持下，企业经营现金流维持在平稳水平上波动，虽然中美贸易摩擦仍在产生影响，但企业国内订单和出口订单指数都较一季度环比有所改善，在进价下行销价上行的支持下和二季度 CPI、PPI 双重强劲的影响下，企业盈利也继续向好。我们认为此前财政政策的一系列减税降费政策正在逐渐对企业经营产生正面影响，未来企业层面或仍将以平稳经营为主。

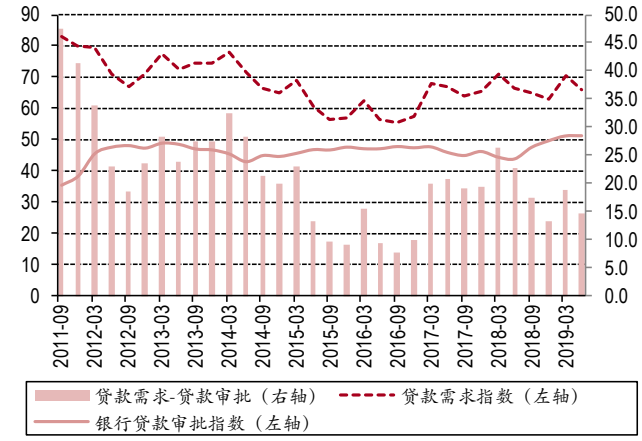
银行两端受挤压

贷款总体需求指数为 66.2%，比上季降低 4.2 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 59.4%，比上季降低 3.1 个百分点；基础设施贷款需求指数为 60.6%，比上季降低 2.8 个百分点。分企业规模看，大、中、小微型企业贷款需求指数分别为 54.5%、57.6%和 70.5%，比上季降低 3.8、3.2 和 1.3 个百分点。二季度最明显的是贷款需求都出现了明显的回落。

银行业景气指数为 70.6%，比上季降低 0.6 个百分点，比上年同期提高 4.2 个百分点。银行盈利指数为 66.7%，与上季持平，比上年同期降低 0.3 个百分点。银行的景气指数感受已经开始下降，我们认为趋势或将持续一段时间。

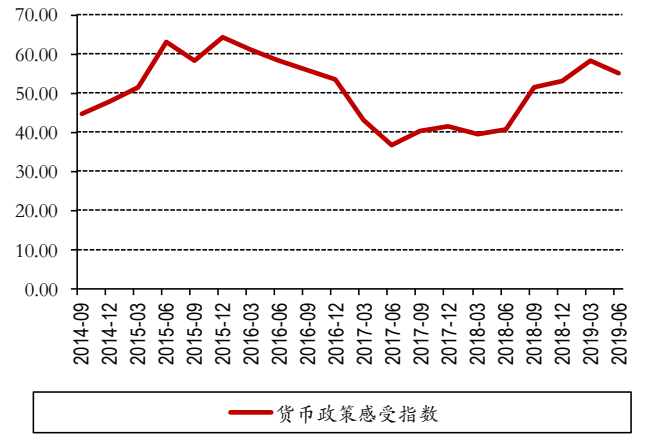
货币政策感受指数为 55.2%，比上季降低 3.2 个百分点，比上年同期提高 14.5 个百分点。其中，有 13.5%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季降低 6.9 个百分点；3.2%的银行家认为货币政策“偏紧”，比上季降低 0.4 个百分点；83.4%的银行家认为货币政策“适度”。对下季度，货币政策感受预期指数为 57.2%，高于本季 2.0 个百分点。二季度货币政策较一季度出现了边际上的小幅收紧，主要体现在信贷和社融资金总量低于预期。

图表 6. 贷款需求与贷款审批



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 货币政策感受指数



资料来源：万得，中银国际证券

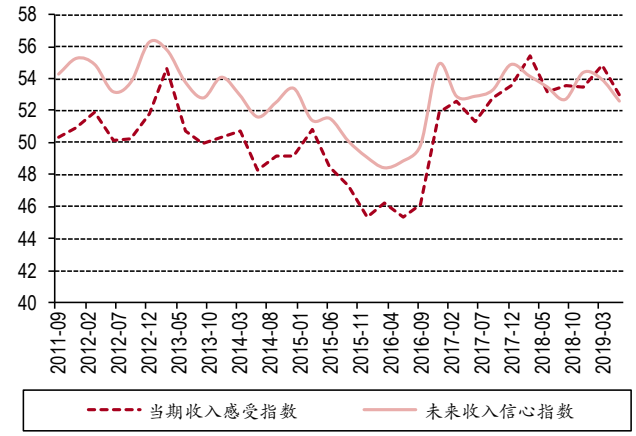
银行开始感受两端的挤压。一边是货币政策感受出现了下行，二季度央行在货币政策方面较一季度环比出现了小幅收紧，体现在信贷方面，新增信贷持续小幅低于市场预期，另一方面是贷款需求的平均下降，影响了银行资产端的扩张。同时二季度央行等监管部门采取了一些措施防风险，对市场影响较大的包括对中小银行实施降准以支持小微企业，以及对包商银行进行托管以隔离潜在的市场风险。我们认为在当前的经济背景下，央行在今年年内或仍将有降准甚至降息的可能性，同时考虑到国内金融市场的联动性，未来或将出现债市利率曲线的波动。

居民收入感受下降与消费意愿上升并存

城镇储户调查问卷显示二季度收入感受指数为 53.0%，比上季低 1.8 个百分点。其中，88.8%的居民认为收入“增加”或“基本不变”，比上季低 1.0 个百分点。收入信心指数为 52.6%，比上季低 1.4 个百分点。本季就业感受指数为 44.2%，比上季低 1.6 个百分点。其中，15.5%的居民认为“形势较好，就业容易”，50.6%的居民认为“一般”，33.9%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%，比上季低 1.4 个百分点。需要关注居民收入感受下降的问题。二季度调查问卷显示，居民消费倾向上升 0.5 个百分点，储蓄倾向上升 0.4 个百分点，投资意愿下降 1 个百分点。居民的选择出现了分歧，一方面收入感受出现下行，另一方面消费意愿出现上行，需要关注未来居民的消费动力和潜力。

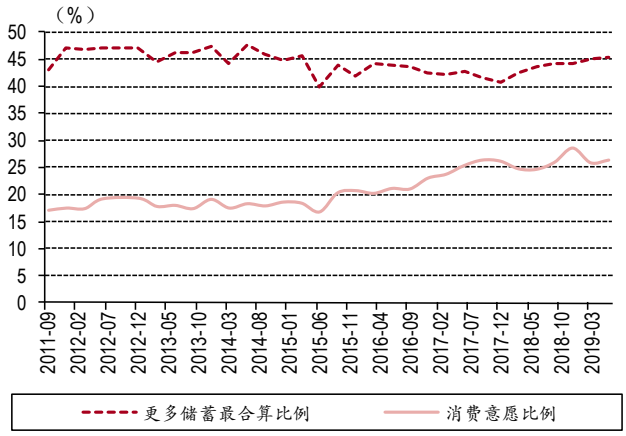
倾向于“更多消费”的居民占 26.4%，比上季提高 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 45.4%，比上季提高 0.4 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 28.2%，比上季低 1.0 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 49.8%、20.7%和 17.9%。二季度国内大类资产表现疲软，拖累居民投资意愿。

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，中银国际证券

图表 9. 居民消费和储蓄意愿比例

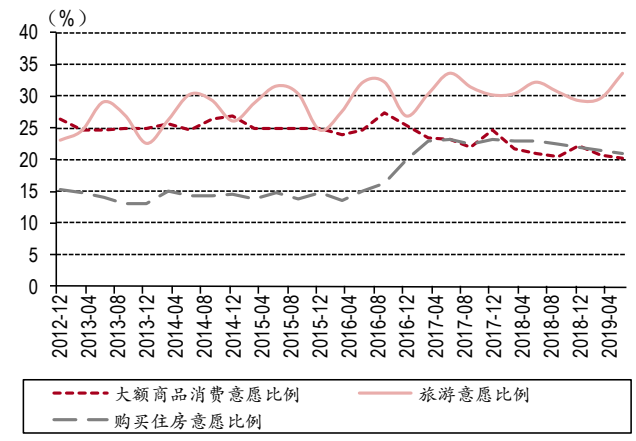


资料来源：万得，中银国际证券

未来 3 个月准备增加支出的项目，按照居民选择比例由高到低排序为：旅游（33.6%）、教育(29.3%)、医疗保健(25.3%)、购房(21.0%)、大额商品(20.2%)、社交文化和娱乐(17.2%)、保险(15.4%)。二季度相较一季度，变化最明显的是旅游的消费选择大幅上升了 3.9 个百分点，另外比较意外的是教育和医疗是下降最显著的消费选择，分别较一季度下行了 1.3 个百分点和 0.9 个百分点。

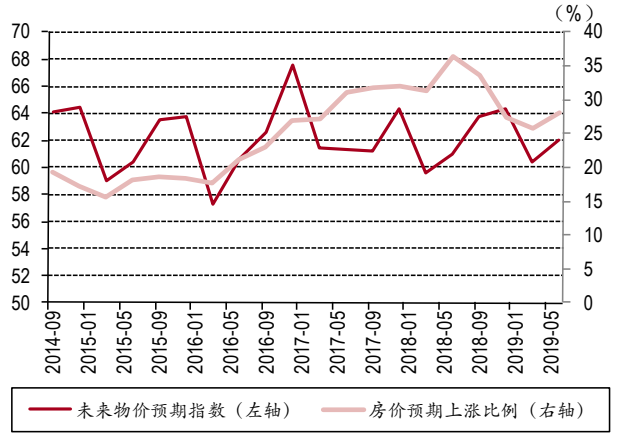
居民对物价的预期上升，对住房的消费需求继续下降。对下季度，物价预期指数为 62.0%，比上季提高 1.6 个百分点。其中，29.2%的居民预期下季物价将“上升”，52.8%的居民预期“基本不变”，7.6%的居民预期“下降”，10.4%的居民“看不准”。对下季房价，28.2%的居民预期“上涨”，50.8%的居民预期“基本不变”，9.8%的居民预期“下降”，11.3%的居民“看不准”。

图表 10.三大主要消费意愿比例



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11 居民预期未来房价上涨的比例



资料来源：万得，中银国际证券

关注二季度居民调查显示出的收入感受下降、消费倾向上升、以及消费选择变化的情况。我们认为在个税减税的政策支持下，居民消费将获得一定支撑，有望缓解消费增速下行的压力，但收入方面更多依赖经济增速和企业盈利，因此居民的收入感受下降未来或将持续一段时间。特别需要关注的是，居民的消费倾向发生了变化，对于购房的倾向连续两个季度下降，是否会对房地产行业大周期有所影响，以及对旅游消费的偏好是否未来可持续。

稳住增长就挺好

二季度央行调查问卷反映出政策的意图在稳增长。综合央行二季度调查问卷和1-5月经济数据，我们认为有两个关键的增量信息：一是从银行的角度看，贷款需求有所下降，并且是包括制造业、基建、大中小型企业的贷款需求均有不同程度的回落；二是居民收入感受下降，但消费意愿尚可。与此相对的是企业层面数据反映出的经营稳健。我们认为当前国内的政策意图更多在于稳增长下行的速度，今年国内经济增长的目标仍是保2（6.2%）争3（6.3%），因此无论是财政政策还是货币政策，此前都集中在给企业减税降费，以及提高企业经营的资金支持等方面。

关注国际环境的变化。受益于我国内需增长和潜力的强劲，国内经济增长的长期难点，在于成功转型升级，但短期内经济增速下行压力较大，目前来看，冲击主要来自海外。当前全球主要国家和地区，制造业PMI都已经落入荣枯线下方，美国虽然仍在荣枯线上方，但下行趋势显著，速度较快，且通胀持续低于政策目标。在此背景下，近期全球主要国家和地区的央行，都对将进一步放松货币政策进行了明确的表态，这可能会造成国际汇率市场的波动加大。叠加以美国为中心的国际贸易问题并未得到有效解决，国际货币政策的调整和汇率市场可能的波动，或对国际贸易造成进一步的负面影响。我们认为未来国内仍将坚持稳健的货币政策和积极的财政政策，稳增长的重要抓手仍在投资端，特别是基建投资，消费增速将以稳为主，对可能的贸易项目变化要储备工具应对。

风险提示：全球经济增速超预期回落。

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_11865