

二季度央行调查问卷点评

问卷显示消费接棒供给端支撑复苏的概率较大

二季度经济复苏进程继续；供给端恢复接近均衡；居民消费需求明显回升；仍需警惕经济可能出现局部过热的情况。

- 宏观经济热度指数有点高。
- 供给端二季度无忧。
- 货币政策最紧的时候已过去。
- 消费意愿挺强烈。
- **二季度调查问卷反映出一个乐观预期和一个问题。**乐观预期是居民消费倾向上升较为明显，因此在三季度当中消费接棒供给端，支撑国内经济复苏的可能性较大；问题是，调查问卷当中的宏观经济热度指数、出口订单指数、销售价格与购进价格之差等，都回到了 2011 年或 2012 年水平，显示出供给端存在过热的可能。我们认为在供给侧结构性改革之后，供给侧很难再出现投资过热的情况，因此在全球第三波新冠疫情和发展中国家复苏不同步的影响下，全球供需缺口可能导致通胀在较高水平上的持续时间拉长，以及上游原材料涨价向下游消费品传导速度加快。对国内来说，就是全球通胀上行的情况下国内也难以避免受其影响。
- **外部冲击已经出现，下半年货币政策或受多重目标牵制。**从月度数据看，二季度前两个月当中，工业增加值受海外订单转移提振整体表现依然强劲，固定资产投资虽然受基建投资拖累，但制造业投资增速依然较好，社零在 2021 年环比增速虽然波动性较大但复苏斜率上行，因此在国内经济复苏趋势稳中向好的情况下货币政策保持平稳。但当前美联储已经向市场传达出收紧货币政策的意向，市场也预期美联储最早三季度将开始缩减购债，因此近期美元指数出现走强趋势。预计外部冲击将以汇率市场为中心，对我国产生的影响包括人民币汇率波动加大、国际资本冲击人民币资产流动性进而影响股债定价。货币政策在三季度当中要兼顾人民币汇率波动、金融市场流动性，四季度开始要预防明年通胀中枢上行，下半年全程要在兼顾国内经济复苏的同时又要防止局部过热，还要预防房地产和地方政府债务问题可能对经济产生的负面影响。整体来看，货币政策易松难紧的局面可能持续到 11 月。
- 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

《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：二季度央行调查问卷点评》2020.7.2

《服务性消费可能成为四季度亮点：三季度央行调查数据简评》2020.10.12

《居民储蓄倾向上升，关注释放内需的政策举措：四季度央行调查数据简评》2021.1.19

《在复杂的国际形势下依靠内需和转型坚持复苏道路：一季度央行调查数据简评》2021.3.26

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

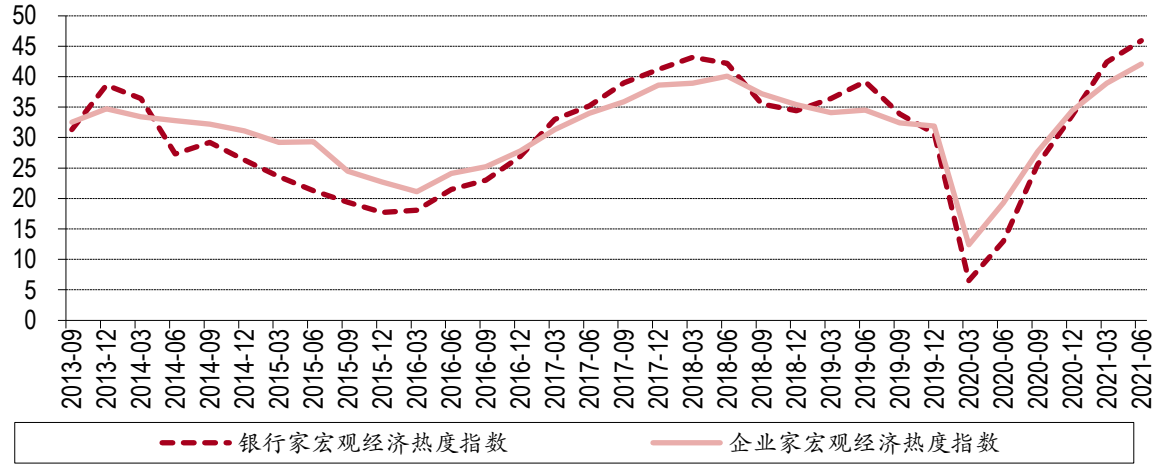
7 月 5 日，央行发布 2021 年二季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

宏观经济热度指数有点高

企业家宏观经济热度指数为 42.1%，比上季提高 3.1 个百分点，比去年同期提高 22.8 个百分点。其中，20.5%的企业家认为宏观经济"偏冷"，74.9%认为"正常"，4.6%认为"偏热"。银行家宏观经济热度指数为 45.9%，比上季上升 3.5 个百分点。其中，有 79.3%的银行家认为当前宏观经济"正常"，比上季增加 7.8 个百分点；有 14.5%的银行家认为"偏冷"，比上季减少 7.4 个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 48.4%，高于本季 2.5 个百分点。

对宏观经济的乐观预期明显升温。从宏观经济热度指数绝对值看，二季度宏观经济热度指数回到了 2011 年底水平，绝对水平略高，从边际变化看，自 2020 年二季度经济复苏以来，宏观经济热度指数第二次斜率有所下降。我们认为经济复苏依然持续，但从边际看，复苏的斜率下降是正常的，预计随着二季度 GDP 增速回落至 10%下方，三季度调查问卷当中的宏观经济热度指数将较二季度有所下降。但仍需注意的是，二季度调查问卷中，企业家认为宏观经济"偏热"的比例较一季度上升了 1.1 个百分点，结合 PPI 和工业企业利润结构变化，需要关注上游行业是否存在过热倾向。

图表 1. 宏观经济热度指数



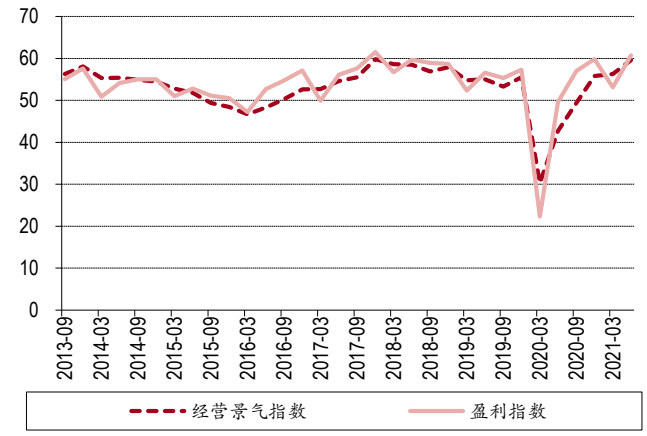
资料来源：万得，中银证券

供给端二季度无忧

企业二季度经营景气指数为 59.6%，比上季提高 3.3 个百分点，比去年同期提高 16.9 个百分点。其中，29.3%的企业家认为本季企业经营状况"较好"，60.6%认为"一般"，10.1%认为"较差"。二季度企业经营景气指数中认为较好的明显上升，认为较差的减少，说明供给端整体向好趋势比较明显。盈利指数为 60.7%，比上季提高 7.6 个百分点，比去年同期提高 11.1 个百分点。其中，41.9%的企业家认为比上季"增盈或减亏"，37.6%认为"盈亏不变"，20.5%认为"增亏或减盈"。二季度企业经营向好，一定程度上升受到海外第三波新冠疫情影响，订单继续向国内转移影响，同时全球供需结构失衡的情况没有改变，也导致出厂价格上行，提振企业收入和盈利。

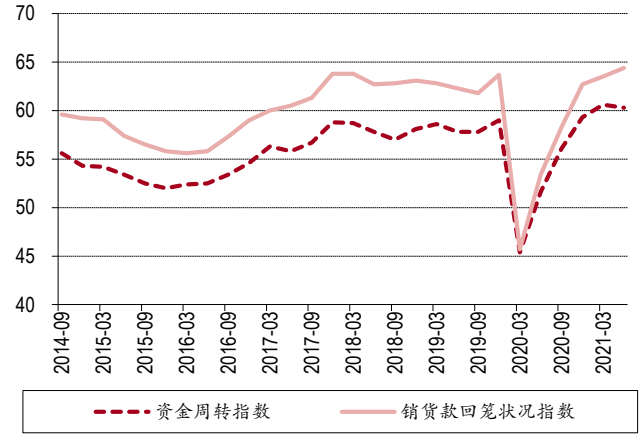
二季度企业经营层面也继续向好，销售好，资金稳。销货回笼指数较一季度上行，且企业感受普遍较一季度改善，资金周转指数虽然较一季度小幅下行，但整体处于较高水平，加之企业负债率整体持平，表明企业经营较为稳健。销货款回笼指数为 64.4%，比上季提高 0.8 个百分点，比去年同期提高 11.0 个百分点。其中，36.5%的企业家认为本季销货款回笼状况"良好"，55.8%认为"一般"，7.7%认为"困难"。资金周转指数为 60.3%，比上季下降 0.3 个百分点，比去年同期提高 8.7 个百分点。其中，34.2%的企业家认为本季资金周转状况"良好"，52.3%认为"一般"，13.5%认为"困难"。

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

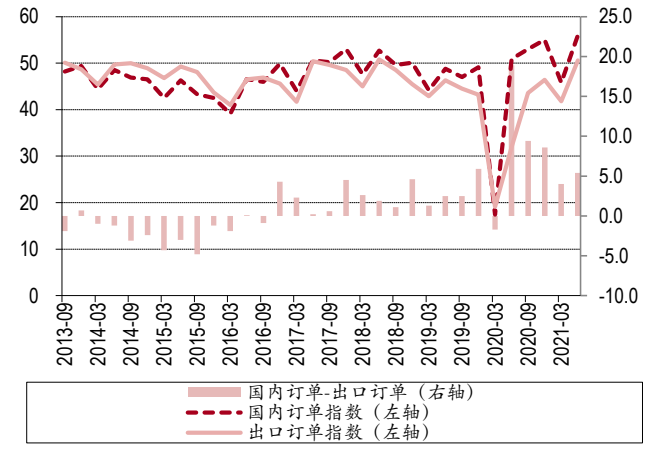


资料来源：万得，中银证券

出口订单指数较一季度明显上升，也处于 2011 年底的较高水平。出口订单指数二季度继续上行，主要还是受到海外新冠疫情影响出现的订单转移，随着海外疫苗接种率上升和原材料价格快速上涨，最近两个月 PMI 指数中新出口订单指数已经明显下行，预计出口订单指数最快在年内可能回落。出口订单指数为 50.6%，比上季提高 8.8 个百分点，比去年同期提高 18.6 个百分点。其中，22.4%的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，56.4%认为“持平”，21.2%认为“减少”。国内订单指数为 56.0%，比上季提高 10.2 个百分点，比去年同期提高 5.1 个百分点。其中，27.8%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，56.3%认为“持平”，15.9%认为“减少”。

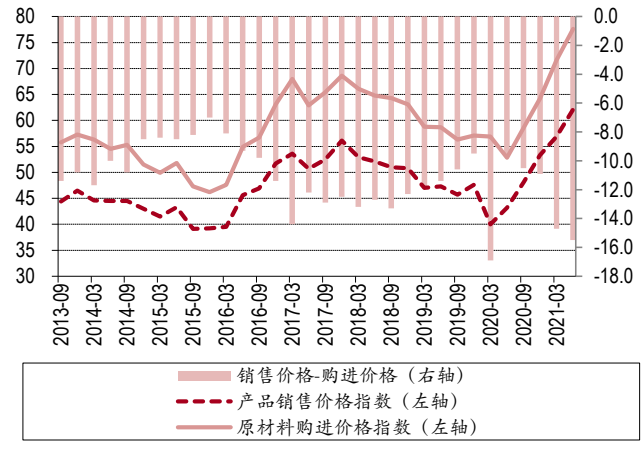
产品销售价格感受指数为 62.1%，比上季提高 5.2 个百分点，比去年同期提高 18.8 个百分点。其中，31.5%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，61.2%认为“持平”，7.3%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 77.6%，比上季提高 6.0 个百分点，比去年同期提高 24.8 个百分点。其中，57.4%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，40.4%认为“持平”，2.2%认为“下降”。二季度国内 PPI 同比增速快速上行也反应到了原材料价格指数和产品销售价格指数当中，并且从销售价格与购进价格之差的历史比较看，也基本上回到了 2012 年水平。这意味着虽然当前工业企业盈利同比增速依然处于较高水平，但如果原材料价格表现持续强劲，不但会影响工业企业盈利，进而影响固定资产投资，同时在全球供需缺口持续的时间内，存在向下游转移的情况。

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

二季度的国际宏观背景是第三波新冠疫情上升、美国大规模基建刺激计划推升国际大宗商品价格，国内宏观背景是疫情零星出现、工业品价格大幅上升。在全球供需缺口短期仍明显存在的情况下，海外订单进一步向国内转移，但国内新接订单的动力却在成本抬升的背景下明显下降。考虑到企业经营数据维持在较好水平，我们认为供给端复苏放缓的拐点虽然已经出现，但复苏的基础依然较好。

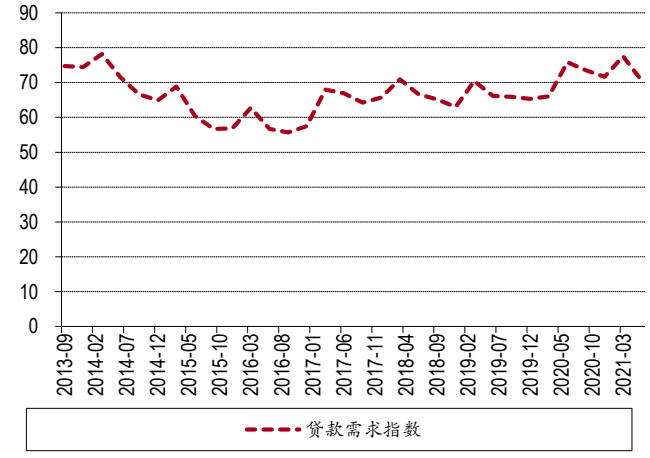
货币政策最紧的时候已过去

贷款总体需求指数为 70.5%，比上季降低 6.9 个百分点，比上年同期降低 5.2 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 68.7%，比上季降低 3.5 个百分点；基础设施贷款需求指数为 65.1%，比上季降低 5.2 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 62.1%，比上季降低 4.9 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 48.1%，比上季降低 5.0 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 59.1%，比上季降低 4.6 个百分点；中型企业为 62.3%，比上季降低 4.5 个百分点；小微企业为 72.3%，比上季降低 4.2 个百分点。二季度贷款需求指数下降，但整体水平依然不低，结合月度数据看，工业企业流动性同比增速仍在较高水平，并且企业中长期贷款处于较高水平，说明在新冠冲击后期企业的流动性偏好虽然出现下行拐点，但是下行的速度仍需循序渐进，在经济没有过热迹象出现的情况下，货币政策不宜过度收紧。

银行业景气指数为 69.6%，比上季降低 2.5 个百分点，比上年同期提高 5.7 个百分点。银行盈利指数为 63.8%，比上季降低 2.4 个百分点，比上年同期提高 1.7 个百分点。6 月央行改革了存款报价方式，虽然整体立意是改革为主，但市场认为对银行负债端综合成本下行有一定影响，一方面可能改善银行息差，另一方面监管也可能继续出台降低实体经济综合融资成本改革措施。

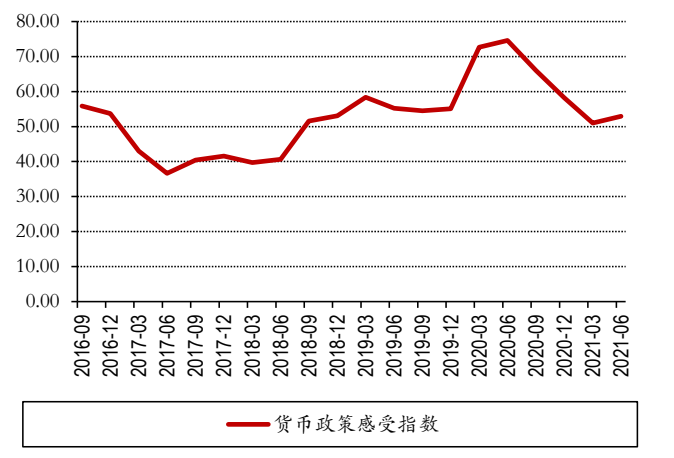
货币政策感受指数为 52.9%，比上季提高 1.9 个百分点，比上年同期降低 21.7 个百分点。其中，有 11.6%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 2.5 个百分点；82.6%的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 8.8 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 51.5%，低于本季 1.4 个百分点。此前货币政策感受指数持续下行，但二季度指数回升，从边际上说明货币政策收紧的第一阶段已经过去。从央行二季度货币政策委员会纪要看，当前货币政策的首要任务还是夯实经济复苏基础，政策突然转向的可能性不大，一定程度上也是在等 7 月政治局会议定调下一阶段工作重点。我们维持此前观点，认为货币政策的空间是为防风险准备的，国内经济基本面没有大变化，货币政策就无须刻意转向。

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

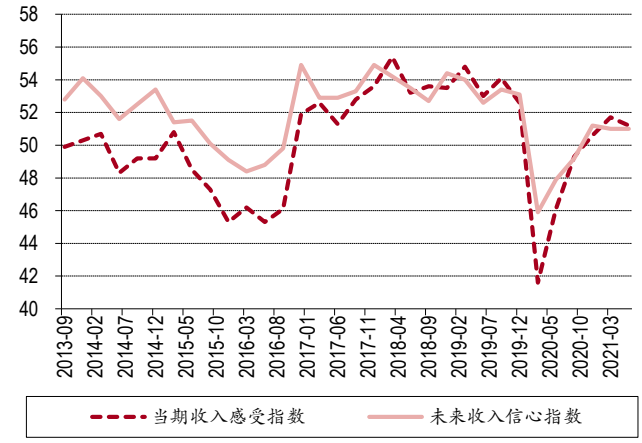
虽然二季度国内经济复苏动力出现了从供给端向需求端切换的趋势，但从经济基本面来看，复苏动力转换期经济惯性滑行的趋势较好，同时由于今年地方政府债发行后置，因此从金融机构流动性到实体经济流动性都维持平稳，央行的公开市场操作也就以稳为主。但是当前美联储已经开始向市场表态货币政策收紧的趋势，叠加三季度地方政府债发行放量，因此三季度当中我国货币政策虽然不易松但也难紧，从边际上看货币政策感受最紧的时期或已经过去。

消费意愿挺强烈

城镇储户调查问卷显示二季度收入感受指数为 51.2%，比上季下降 0.5 个百分点。其中，14.9%的居民认为收入"增加"，比上季下降 1.5 个百分点，72.5%的居民认为收入"基本不变"，比上季上升 2.1 个百分点,12.5%的居民认为收入"减少"，比上季下降 0.5 个百分点。收入信心指数为 51.0%，与上季基本持平。就业感受指数为 44.0%，比上季上升 0.2 个百分点。其中，15.1%的居民认为"形势较好，就业容易"，50.1%的居民认为"一般"，34.8%的居民认为"形势严峻，就业难"或"看不准"。就业预期指数为 52.2%，比上季下降 1.0 个百分点。二季度居民收入感受指数较一季度下降，收入信心指数较一季度基本持平，一定程度上说明就业的恢复接近尾声。

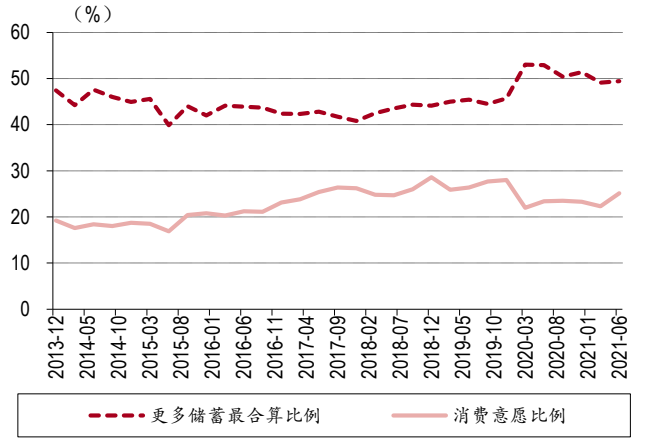
倾向于"更多消费"的居民占 25.1%，比上季上升 2.8 个百分点；倾向于"更多储蓄"的居民占 49.4%，比上季上升 0.3 个百分点；倾向于"更多投资"的居民占 25.5%，比上季下降 3.1 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为："银行、证券、保险公司理财产品"、"基金信托产品"和"股票"，选择这三种投资方式的居民占比分别为 48.5%、26.3%和 16.5%。虽然就业和收入的修复可能接近尾声，但居民的消费意愿上升很明显，预计随着国内新冠疫苗接种率快速上升，居民消费的复苏斜率可能上行。

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

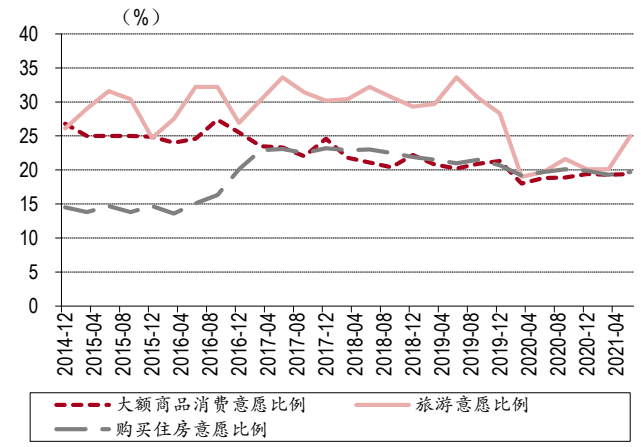


资料来源：万得，中银证券

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(28.7%)、医疗保健(26.8%)、旅游（25.0%）、购房(19.7%)、大额商品(19.4%)、社交文化和娱乐(17.7%)、保险(13.1%)。二季度相较一季度，居民的消费倾向上升最明显的是旅游，较二季度大幅上升了 4.9 个百分点，考虑到三季度我国新冠疫苗接种率将明显提高的情况，在居民收入持续改善的情况下，预计服务业消费将明显好转。

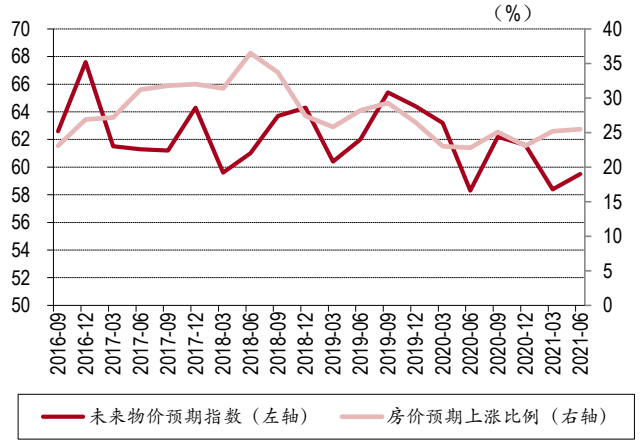
虽然 CPI 同比增速在较低水平，但居民对物价上行的预期升温。对下季度，物价预期指数为 59.5%，比上季上升 1.1 个百分点。其中，24.9%的居民预期下季物价将"上升"，55.5%的居民预期"基本不变"，8.1%的居民预期"下降"，11.5%的居民"看不准"。对下季房价，25.5%的居民预期"上涨"，52.3%的居民预期"基本不变"，10.0%的居民预期"下降"，12.2%的居民"看不准"。

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

从居民收入感受指数看，预计二季度居民收入持续改善的幅度不明显，但经过一年半的新冠疫情影响期后，收入回升提振了居民消费的信心，特别是旅游消费需求环比明显上升，可能在三季度当中带动服务业消费明显上升。

问卷显示消费接棒供给端支撑复苏的概率较大

二季度调查问卷反映出一个乐观预期和一个问题。乐观预期是居民消费倾向上升较为明显，因此在三季度当中消费接棒供给端，支撑国内经济复苏的可能性较大；问题是，调查问卷当中的宏观经济热度指数、出口订单指数、销售价格与购进价格之差等，都回到了 2011 年或 2012 年水平，显示出供给端存在过热的可能。我们认为在供给侧结构性改革之后，供给侧很难再出现投资过热的情况，因此在全球第三波新冠疫情和发展中国家复苏不同步的影响下，全球供需缺口可能导致通胀在较高水平上的持续时间拉长，以及上游原材料涨价向下游消费品传导速度加快。对国内来说，就是全球通胀上行的情况下国内也难以避免受其影响。

外部冲击已经出现，下半年货币政策或受多重目标牵制。从月度数据看，二季度前两个月当中，工业增加值受海外订单转移提振整体表现依然强劲，固定资产投资虽然受基建投资拖累，但制造业投资增速依然较好，社零在 2021 年环比增速虽然波动性较大但复苏斜率上行，因此在国内经济复苏趋势稳中向好的情况下货币政策保持平稳。但当前美联储已经向市场传达出收紧货币政策的意向，市场也预期美联储最早三季度将开始缩减购债，因此近期美元指数出现走强趋势。预计外部冲击将以汇率市场为中心，对我国产生的影响包括人民币汇率波动加大、国际资本冲击人民币资产流动性进而影响股债定价。货币政策在三季度当中要兼顾人民币汇率波动、金融市场流动性，四季度开始要预防明年通胀中枢上行，下半年全程要在兼顾国内经济复苏的同时又要防止局部过热，还要预防房地产和地方政府债务问题可能对经济产生的负面影响。整体来看，货币政策易松难紧的局面可能持续到 11 月。

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 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