

二季度央行调查问卷点评

经济恢复仍需时日

二季度经济环比修复；企业存货周转和资金周转显著好转；贷款需求大幅上升；居民消费动力仍在。

- **二季度经济回升偏弱。**
- **企业经营环比改善。**
- **贷款需求大幅上升。**
- **居民的消费意愿依然强烈。**
- **二季度问卷调查显示出经济的韧性和恢复的时间之间有分歧。**二季度调查问卷显示经济恢复的动力较强劲。从企业层面上看，资金周转和存款周转都环比改善，收入和盈利的反弹都较明显，国内订单的上升也反映出内需的韧性。从居民角度看，收入感受和收入信心较一季度明显上升，并且消费倾向大幅回升，对经济增长起到一定托底作用。但从经济恢复程度来看，与月度数据表现出的结果一致，经济恢复至疫情冲击前的水平或经济潜在增长水平仍需时间，特别是当前海外面临疫情二次冲击的情况下，更需要对经济恢复过程可能出现的反复留有政策余地。
- **警惕外需的冲击。**近期 IMF 进一步下调了 2020 年全球经济增速预期至-4.95%，其中发达经济体增速-7.99%，发展中经济体增速-2.99%。考虑到美国近期对欧洲发起了贸易摩擦和美国本土受新冠疫情二次冲击等影响，预计三季度外需的恢复仍存在较大不确定性，加之美国大选在即，中美关系可能再次被推到台前。下半年国内经济的恢复仍将重点依赖内需的恢复，积极的财政政策不能缺席，宽松的货币环境也难以收紧，同时不排除部分领域推动改革，以释放长期增长潜力。我们维持此前观点，中国经济基本面相较全球有明显的优势，看好人民币资产在全球范围内的相对表现。
- **风险提示：**全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

相关研究报告

《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

《稳住增长就挺好：二季度央行调查数据简评》2019.6.21

《需求影响当下，供给改变未来：三季度央行调查数据简评》2019.10.28

《问卷传达出不同的信息：四季度央行调查数据简评》2019.12.25

《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

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
(8621) 2032 8517
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

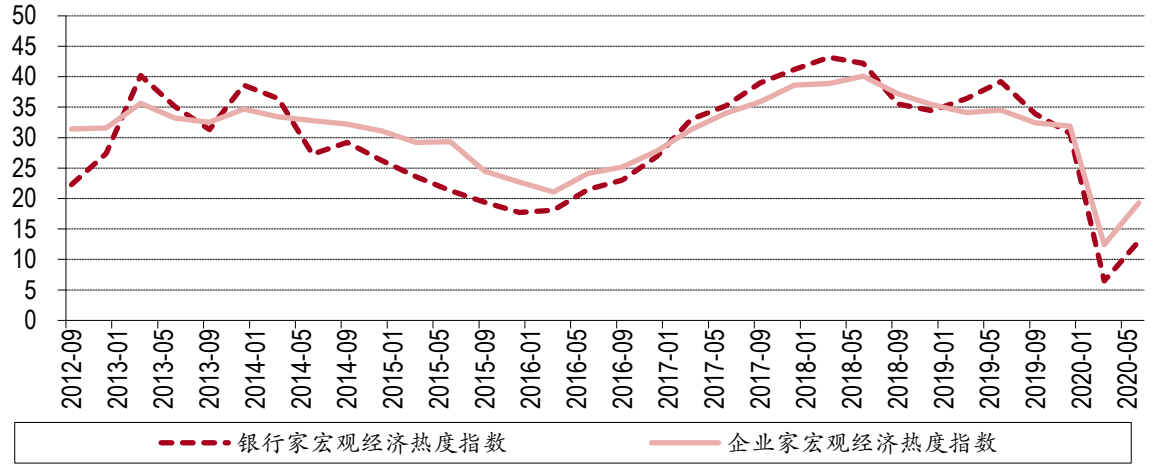
7 月 2 日，央行发布 2020 年二季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

二季度经济回升偏弱

企业家宏观经济热度指数为 19.3%，比上季提高 6.9 个百分点，比去年同期低 15.2 个百分点。其中，62.0%的企业家认为宏观经济“偏冷”，37.4%认为“正常”，0.6%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为 13.0%，比上季提高 6.5 个百分点。其中，有 74.9%的银行家认为当前宏观经济“偏冷”，比上季减少 12.3 个百分点；24.3%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加 11.7 个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 29.8%，高于本季 16.8 个百分点。

二季度经济整体处于新冠疫情后的恢复期，但如宏观经济热度指数显示，经济的恢复程度弱于此前市场预期。从月度经济数据来看，截至 5 月，社零当月同比增速仍负增长，固定资产投资累计同比增速负增长，仅工业增加值当月同比增速转正。一定程度上显示出生产领域的恢复快于消费领域。结合当前海外疫情出现二次抬头的迹象，需要关注外需再一次下行可能对国内造成的冲击。如果海外疫情没有得到及时有效的控制，则全球经济恢复时间将再次后延，国内经济恢复的情况也将受到明显负面影响。

图表 1. 宏观经济热度指数



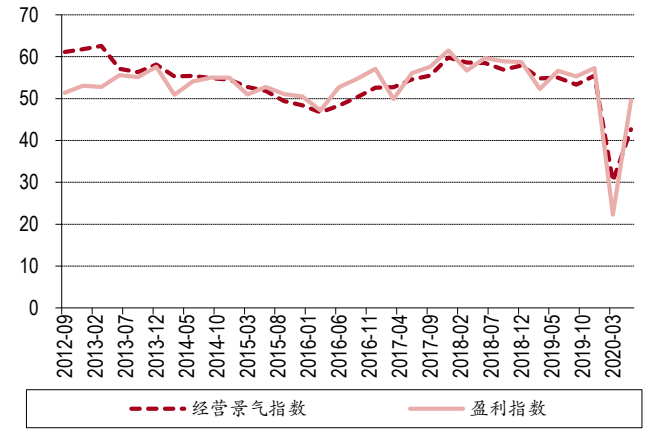
资料来源：万得，中银证券

企业经营环比改善

企业二季度经营景气指数为 42.7%，比上季提高 12.4 个百分点，比去年同期低 12.2 个百分点。其中，11.2%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.1%认为“一般”，25.7%认为“较差”。二季度企业经营情况环比改善明显。盈利指数为 49.6%，比上季提高 27.3 个百分点，比去年同期低 7.0 个百分点。其中，33.7%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，31.8%认为“盈亏不变”，34.5%认为“增亏或减盈”。二季度企业经营景气指数明显回升，盈利指数回升幅度更大，但从指数绝对值来看，经营景气和盈利指数都在 50 下方，一定程度上说明企业经营继续恶化的情况基本得到遏制，但好转的程度仍有待继续修复。

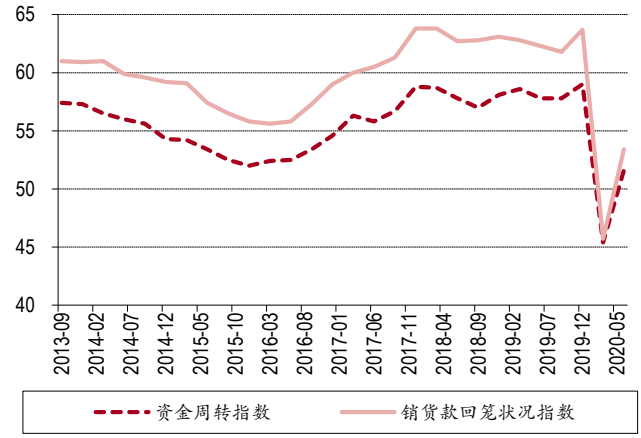
在宽松的货币环境影响下，二季度企业销货回笼和资金周转的情况环比都明显好转，指数显示二者都回到了 50 上方。需要指出的是，环比的改善可能是建立在一季度大幅恶化的基础上，从工业企业盈利月度数据来看，存货和应收账款同比增速偏高的问题依然存在。销货款回笼指数为 53.4%，比上季提高 7.7 个百分点，比去年同期低 8.9 个百分点。其中，23.5%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，59.9%认为“一般”，16.6%认为“困难”。资金周转指数为 51.6%，比上季提高 6.2 个百分点，比去年同期低 6.2 个百分点。其中，24.0%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，55.3%认为“一般”，20.7%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

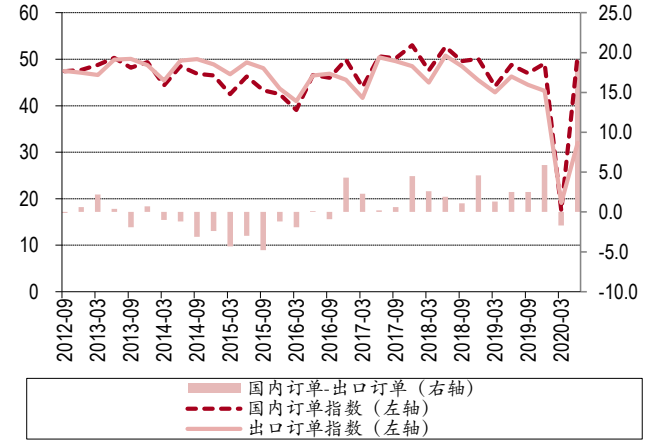


资料来源：万得，中银证券

外需走弱，内需较强。从当前全球经济增长趋势看，中国的经济前景最好，特别是 5 月海外重启经济之后，出现了明显的疫情反弹的情况，进一步拖累了外需的修复。出口订单指数为 32.0%，比上季提高 13.0 个百分点，比去年同期低 14.3 个百分点。其中，12.4%的企业家认为出口订单比上季“增加”,39.3%认为“持平”，48.3%认为“减少”。国内订单指数为 50.9%，比上季提高 33.5 个百分点，比去年同期提高 2.1 个百分点。其中，28.1%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，45.6%认为“持平”，26.3%认为“减少”。

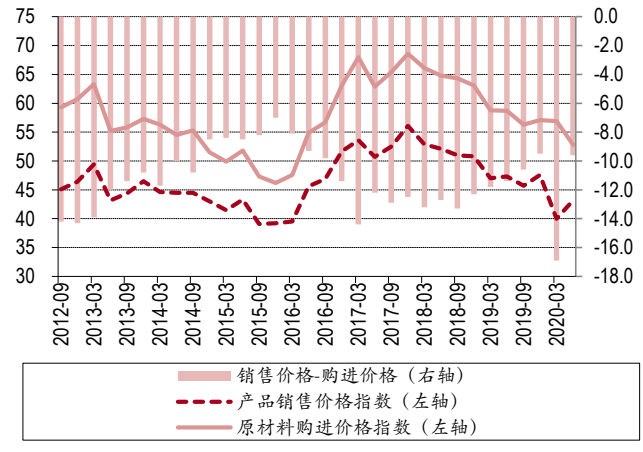
产品销售价格感受指数为 43.2%，比上季提高 3.3 个百分点，比去年同期低 4.1 个百分点。其中，7.7%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，71.0%认为“持平”，21.2%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 52.8%，比上季低 4.1 个百分点，比去年同期低 5.9 个百分点。其中，17.9%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，69.8%认为“持平”，12.3%认为“下降”。二季度 PPI 和 CPI 的剪刀差进一步拉大,原材料价格的下行趋势一定程度上有利于改善中游企业的盈利状况，但中游企业的受益程度最终依然取决于下游需求的改善。

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

二季度企业经营环比改善，主要体现在收入增速的改善，带动了利润的修复，同时上游原材料价格继续下行和产品销售价格的一定程度上环比回暖也有利于企业利润率自底部回升。但从调查问卷来看，订单和需求依然是企业经营恢复过程中的不确定性，特别是海外订单的疲弱状态没有改善，可能对我国外向型企业造成较大影响。

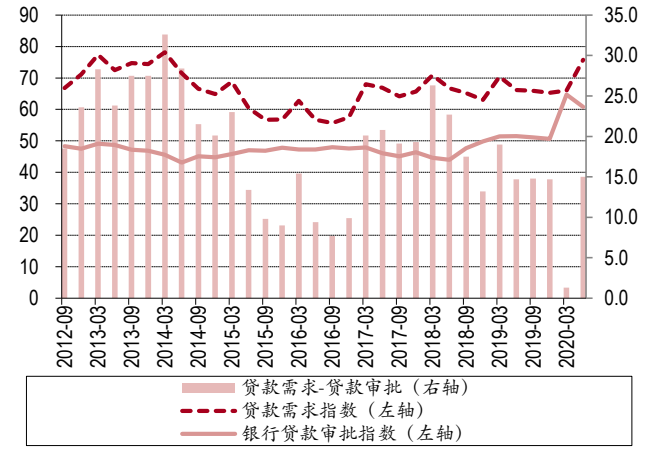
贷款需求大幅上升

贷款总体需求指数为 75.8%，比上季提高 9.8 个百分点，比上年同期提高 9.5 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 70.6%，比上季提高 5.0 个百分点；基础设施贷款需求指数为 69.7%，比上季提高 7.4 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 60.7%，比上季提高 1.0 个百分点；中型企业为 66.9%，比上季提高 4.3 个百分点；小微企业为 78.6%，比上季提高 10.0 个百分点。二季度贷款需求较一季度大幅上升，较去年同期上升幅度也极为明显，一定程度上显示出，在新冠疫情冲击下，企业流动性受到明显负面影响，同时由于全球经济恢复前景的不确定性，企业对于流动性安全的要求大幅上升，也推动了贷款需求。从细分来看，基础设施上升幅度更明显，制造业也明显上升，但二者的上升幅度小于整体贷款需求的上升幅度；小微企业的需求上升幅度最大，其次是中型企业，也说明在新冠疫情的冲击下，小微企业受影响更大。

银行业景气指数为 63.9%，比上季提高 5.6 个百分点，比上年同期降低 6.7 个百分点。银行盈利指数为 62.1%，比上季提高 11.6 个百分点，比上年同期降低 4.6 个百分点。虽然银行景气指数和盈利指数都较一季度明显上升，但是当前政策的导向是需要金融机构向实体经济让利，银行作为最重要的金融机构，预计盈利将受到一定影响。

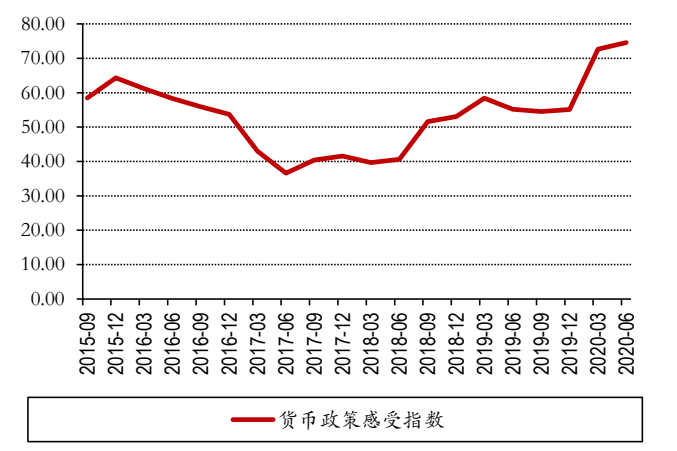
货币政策感受指数为 74.6%，比上季提高 2.0 个百分点，比上年同期提高 19.5 个百分点。其中，有 50.8%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季增加 3.6 个百分点；47.7%的银行家认为货币政策“适度”，比上季减少 3.2 个百分点。对下季度，货币政策感受预期指数为 75.7%，高于本季 1.1 个百分点。二季度货币政策感受指数上升的幅度较一季度明显减缓，这与市场的一致预期是相同的。货币政策导向上，下半年或更加强调宽信用。

图表 6. 贷款需求与贷款审批



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

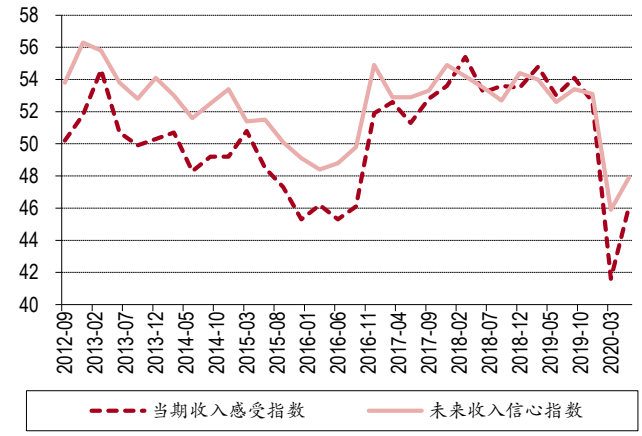
下半年货币政策的基调还是为经济恢复创造合适的货币环境，但落实上可能从宽货币转向宽信用。对实体经济来说，下半年小微企业的融资改善或是政策落实的重点。相较于二季度下调超额存款准备金利率之后超级宽松的货币环境，下半年货币环境将明显边际收紧，但全年新增信贷和新增社融仍将保持在较高水平上。

居民的消费意愿依然强烈

城镇储户调查问卷显示二季度收入感受指数为 46.1%，比上季上升 4.5 个百分点。其中，13.8%的居民认为收入“增加”，比上季上升 3.2 个百分点，64.5%的居民认为收入“基本不变”，比上季上升 2.6 个百分点,21.7%的居民认为收入“减少”，比上季下降 5.8 个百分点。收入信心指数为 47.9%，比上季上升 2.0 个百分点。就业感受指数为 37.5%，比上季下降 0.2 个百分点。其中，10.7%的居民认为“形势较好，就业容易”，46.9%的居民认为“一般”，42.4%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 50.1%，比上季上升 2.8 个百分点。虽然二季度调查问卷中，居民收入感受和收入信心较一季度都大幅回升，但二者仍在 50 下方，关注二季度居民收入增速的回升情况，是否仍会成为拖累消费的原因。

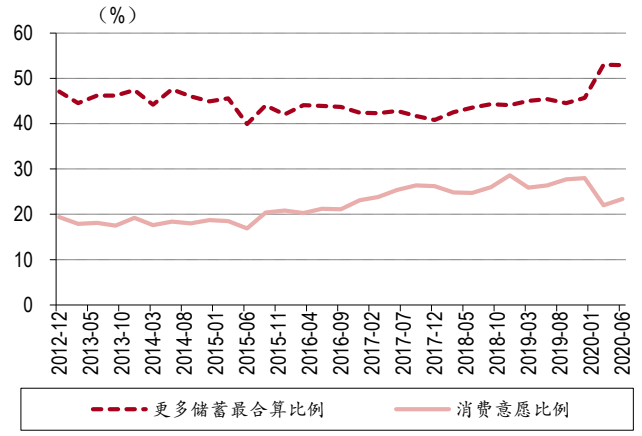
倾向于“更多消费”的居民占 23.4%，比上季上升 1.3 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 52.9%，比上季下降 0.1 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 23.8%，比上季下降 1.2 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 48.4%、21.5%和 16.1%。居民消费动力仍在，从二季度调查问卷来看，居民储蓄倾向较一季度下降不明显，但消费倾向明显上升。

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

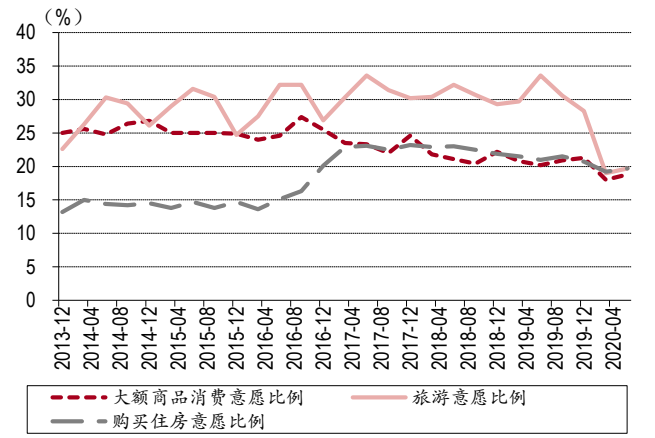


资料来源：万得，中银证券

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(29.8%)、医疗保健(28.3%)、旅游（19.7%）、购房(19.7%)、大额商品(18.8%)、社交文化和娱乐(16.7%)、保险(15.5%)。二季度相较一季度，居民的消费倾向发生很大变化，其中消费倾向下降的是社交文化和娱乐、教育、保险、以及医疗保健，消费倾向上升的是大额商品、旅游和购房。新冠疫情期间居民生活方式的突然改变，可能一定程度上影响了居民的消费倾向，特别是在住和行方面。

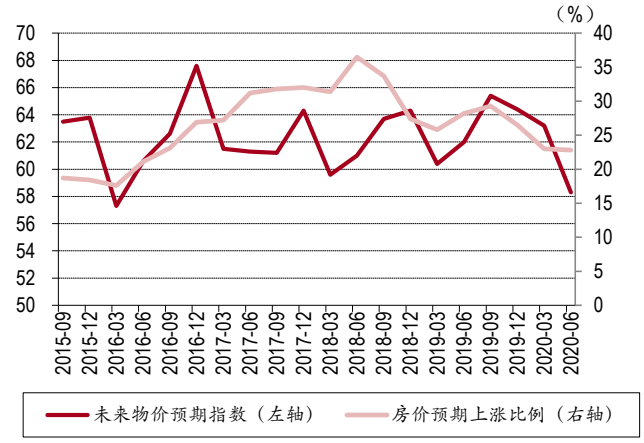
居民的购房倾向上升，但预期房价上涨的比例有所下降。对下季度，物价预期指数为 58.3%，比上季下降 4.9 个百分点。其中，25.3%的居民预期下季物价将“上升”，52.5%的居民预期“基本不变”，10.7%的居民预期“下降”，11.6%的居民“看不准”。对下季房价，22.8%的居民预期“上涨”，51.2%的居民预期“基本不变”，13.2%的居民预期“下降”，12.8%的居民“看不准”。

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

从二季度调查问卷当中，我们关注到两个重要的信息。一是居民收入感受虽然仍较疲弱，但居民消费倾向较高，显示在我国仍能保持中高速增长的经济发展潜力下，居民消费未来增长空间较大。二是新冠疫情可能阶段性冲击居民的消费习惯，传统上增长显著的教育和医疗保健消费在二季度环比一季度下降，取而代之的是住和行的消费偏好上升。

经济恢复仍需时日

二季度问卷调查显示出经济的韧性和恢复的时间之间有分歧。二季度调查问卷显示经济恢复的动力较强劲。从企业层面上看，资金周转和存款周转都环比改善，收入和盈利的反弹都较明显，国内订单的上升也反映出内需的韧性。从居民角度看，收入感受和收入信心较一季度明显上升，并且消费倾向大幅回升，对经济增长起到一定托底作用。但从经济恢复程度来看，与月度数据表现出的结果一致，经济恢复至疫情冲击前的水平或经济潜在增长水平仍需时间，特别是当前海外面临疫情二次冲击的情况下，更需要对经济恢复过程可能出现的反复留有政策余地。

警惕外需的冲击。近期 IMF 进一步下调了 2020 年全球经济增速预期至-4.95%，其中发达经济体增速-7.99%，发展中经济体增速-2.99%。考虑到美国近期对欧洲发起了贸易摩擦和美国本土受新冠疫情二次冲击等影响，预计三季度外需的恢复仍存在较大不确定性，加之美国大选在即，中美关系可能再次被推到台前。下半年国内经济的恢复仍将重点依赖内需的恢复，积极的财政政策不能缺席，宽松的货币环境也难以收紧，同时不排除部分领域推动改革，以释放长期增长潜力。我们维持此前观点，中国经济基本面相较全球有明显的优势，看好人民币资产在全球范围内的相对表现。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

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