

二季度央行调查问卷点评

二季度调查问卷主要反映了疫情的冲击

二季度调查问卷主要反映了疫情对经济各方面的冲击；宏观经济热度回落；企业经营回落，结构性问题继续凸显，产成品去库存趋势明朗；实体经济贷款需求下降；居民就业感受和就业信心下降，消费倾向虽然变化不大，但储蓄倾向大幅上升，且投资偏好下降。

- 宏观经济热度指数回落幅度较大。
- 企业经营压力新增疫情影响。
- 贷款需求大幅下降。
- 居民收入感受大幅下降。
- 二季度疫情反弹对经济产生多方面影响。央行二季度调查问卷显示，宏观经济热度明显回落；企业经营景气指数下降，盈利指数上升，销货款回笼指数下降，资金周转指数下降，出口订单指数上升，国内订单指数下降，产品销售价格指数下降，原材料购进价格指数上升；贷款需求指数下降，银行业景气指数下降，盈利指数下降，货币政策感受指数上升；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，储蓄倾向大幅上升，投资风险偏好下降，对物价上涨预期大幅上升。整体来看，在疫情的冲击下，宏观经济整体出现回落，企业开始降价去库存，居民的收入信心受到负面影响，货币政策加大逆周期操作。
- 二季度 GDP 或维持正增长，下半年关注经济反弹力度和支柱。国内疫情反弹之后，财政政策和货币政策都采取较大力度的逆周期操作，从月度数据看，5月工业增加值同比增速已经转正，基建投资和制造业投资当月同比增速也较4月有所反弹，但消费整体表现依然疲弱。虽然市场目前一致预期下半年投资是支撑经济增速的重要因素，但房地产政策放松不及预期，使得市场对下半年经济增速存疑。从近期新冠疫情防控隔离管控时间缩短和行程卡取消标星来看，稳定居民消费或是近期宏观政策另一个重要发力点。短期内关注二季度经济数据和7月政治局会议对下半年经济工作的部署。
- 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

《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

《问卷显示消费接棒供给端支撑复苏的概率较大：二季度央行调查数据简评》2021.7.6

《经济复苏面临冬季考验：三季度央行调查问卷点评》2021.10.10

《服务性消费可能成为四季度亮点：四季度央行调查数据简评》2022.1.3

《一季度调查问卷的前瞻性可能有限：一季度央行调查数据简评》2022.3.30

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

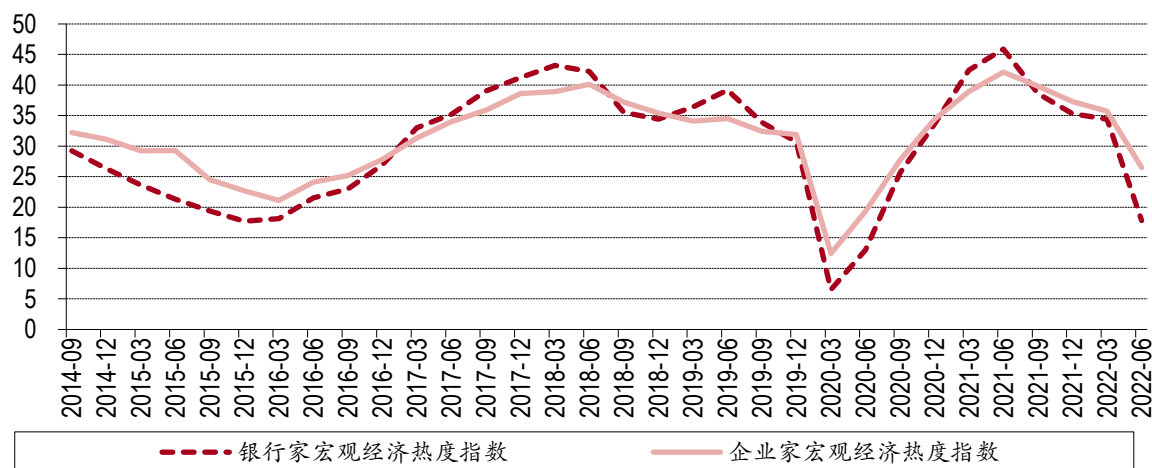
6月29日，央行发布2022年二季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

宏观经济热度指数回落幅度较大

企业家宏观经济热度指数为26.5%，比上季下降9.2个百分点，比上年同期下降15.5个百分点。其中，47.7%的企业家认为宏观经济“偏冷”，51.5%认为“正常”，0.8%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为17.8%，比上季下降16.6个百分点。其中，有33.1%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少29.0个百分点；有65.7%的银行家认为“偏冷”，比上季增加31.1个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为31.9%，高于本季14.1个百分点。

二季度国内疫情反弹幅度较大，并且先后影响深圳、上海、北京三个一线城市，同时对国内供应链产生明显冲击，受疫情影响，社零同比增速下降至今尚未回正，工业增加值同比增速在4月落入同比负增长区间，固定资产投资开工也受到一定负面影响，市场预期二季度GDP增速将成为2022年的低点。在这一背景下，二季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数大幅下降。从下降幅度来看，此次疫情影响的幅度小于2020年一季度，从分类看，银行家宏观经济热度指数维持了高弹性特征，因此较企业家宏观经济热度指数下行幅度更大。但从6月PMI指数已经回升至荣枯线上方来看，预计二季度GDP同比增速有望维持正增长，且下半年GDP同比增速大概率持续回升。

图表 1. 宏观经济热度指数 (%)



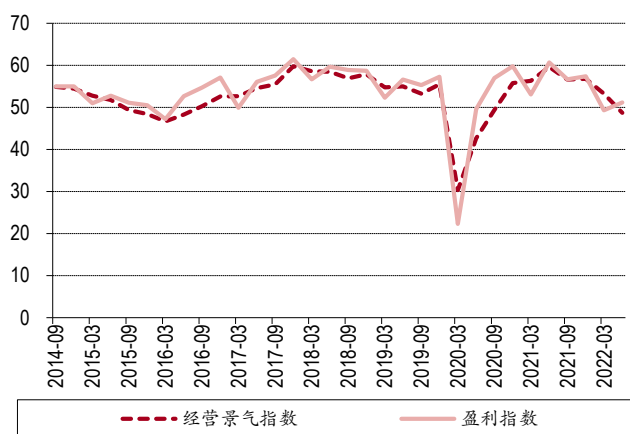
资料来源：万得，中银证券

企业经营压力新增疫情影响

经营景气指数为48.7%，比上季下降4.7个百分点，比上年同期下降11.0个百分点。其中，17.0%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.4%认为“一般”，19.7%认为“较差”。二季度企业经营景气指数较一季度继续回落，主要是受到国内疫情反弹拖累内需的影响。盈利指数为51.2%，比上季上升2.0个百分点，比上年同期下降9.5个百分点。其中，31.6%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，39.3%认为“盈亏不变”，29.1%认为“增亏或减盈”。二季度企业经营景气指数较一季度继续下滑，但盈利指数较一季度上升，我们认为前者反应了国内疫情反弹对企业生产经营造成的负面影响，但后者存在行业之间结构性分化的问题，从月度数据来看，受上游原材料价格持续上涨影响，二季度部分中下游消费类行业采取了提价策略，对盈利产生了一定正面影响，但也需要看到，盈利改善不是普遍现象，受上游原材料价格持续上涨影响的制造业上中游企业仍是多数。

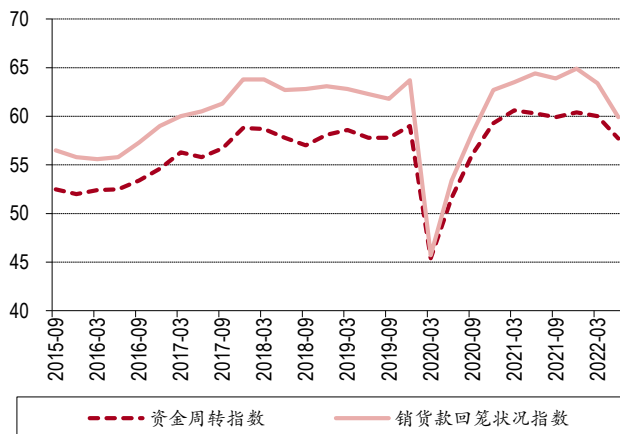
二季度企业财务数据较一季度下行，但整体仍在较高水平，主要是受到疫情影响，供应链阶段性紧张，导致企业生产和销售都受阻，随着供应链恢复正常，企业销售也进入修复阶段。销货款回笼指数为 59.9%，比上季下降 3.5 个百分点，比上年同期下降 4.5 个百分点。其中，30.4% 的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，58.9% 认为“一般”，10.7% 认为“困难”。资金周转指数为 57.7%，比上季下降 2.3 个百分点，比上年同期下降 2.6 个百分点。其中，29.9% 的企业家认为本季资金周转状况“良好”，55.6% 认为“一般”，14.5% 认为“困难”。

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 (%)

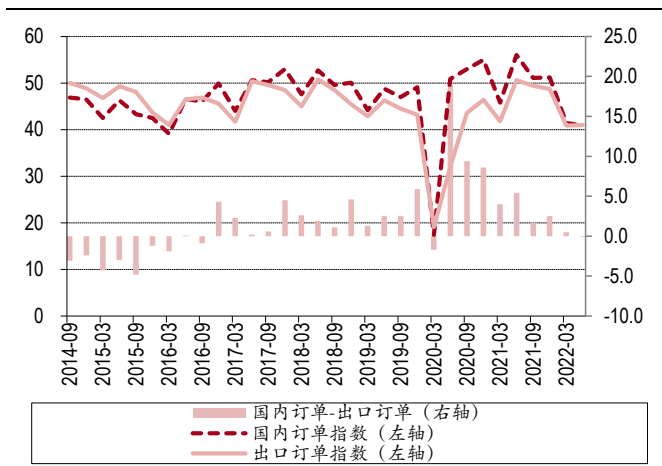


资料来源：万得，中银证券

二季度出口订单环比一季度上升，但国内订单环比一季度下降。出口订单指数为 41.0%，比上季上升 0.1 个百分点，比上年同期下降 9.6 个百分点。其中，16.6% 的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，48.9% 认为“持平”，34.6% 认为“减少”。国内订单指数为 40.9%，比上季下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 15.1 个百分点。其中，16.0% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，49.8% 认为“持平”，34.2% 认为“减少”。

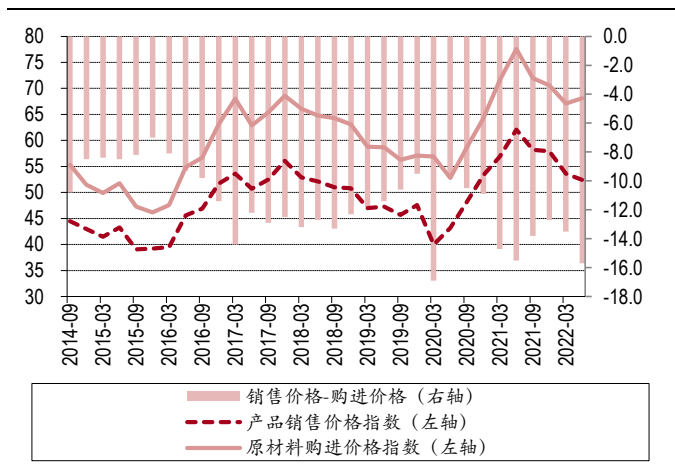
产品销售价格感受指数为 52.4%，比上季下降 1.2 个百分点，比上年同期下降 9.7 个百分点。其中，16.9% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，71.0% 认为“持平”，12.2% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 68.1%，比上季上升 0.9 个百分点，比上年同期下降 9.5 个百分点。其中，40.7% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，54.8% 认为“持平”，4.5% 认为“下降”。二季度调查问卷当中，原材料购进价格指数在较高水平上进一步上升，但产品销售价格指数较一季度出现明显下降，企业盈利空间被进一步压缩。从月度数据来看，以工业企业为例，目前产成品库存处于较高水平，自二季度疫情冲击后供应链修复期开始，去库存的迹象较为明显。另一方面原材料价格持续上升，对企业生产造成的成本压力不减，但需求仍在，因此企业原材料库存和生产未见明显回落。

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

二季度企业经营压力上升，主要问题在于，此前一直存在的原材料价格高企问题没有解决，虽然涨价速度稍缓但成本仍在上涨，此外国内疫情影响内需订单和销售，加之海外经济前景摇摆，外需不确定性大增，人民币汇率波动幅度加大，一系列原因加剧了企业经营环境压力。较好的信号，一是供应链恢复后工业增加值同比增长超预期快速回正，表明生产端韧性较强，二是企业去库存趋势明朗，但原材料补库存的趋势继续，表明后续生产整体仍将保持平稳。

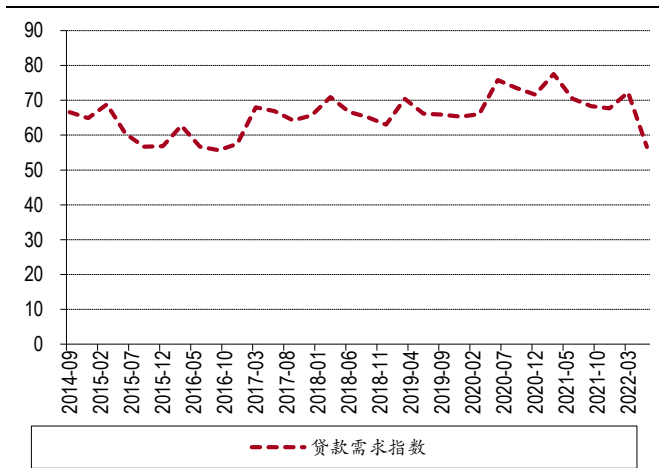
贷款需求大幅下降

贷款总体需求指数为 56.6%，比上季下降 15.8 个百分点，比上年同期下降 13.9 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 59.7%，比上季下降 10.7 个百分点；基础设施贷款需求指数为 58.5%，比上季下降 8.8 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 53.8%，比上季下降 8.9 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 41.5%，比上季下降 5.7 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 51.4%，比上季下降 8.9 个百分点；中型企业为 54.2%，比上季下降 9.5 个百分点；小微企业为 61.0%，比上季下降 13.0 个百分点。二季度贷款需求指数大幅下降，且已经回落至 2015 年水平。分行业看，贷款需求回落幅度最大的是制造业，其次是批发零售业和基建投资，房地产业融资需求处于较低水平，但仍在下降，分规模看，小微型企业贷款需求下行幅度明显高于大型企业。我们认为实体经济流动性目前处于较高水平，是贷款需求下降的一大重要原因，另外疫情后企业开始进入去库存周期，加大产成品去库存力度，也是融资需求减弱的重要原因。但预计随着疫情影响过去，预计基建和制造业投资的融资需求将有所回升。

银行业景气指数为 66.0%，比上季下降 6.1 个百分点，比上年同期下降 3.6 个百分点。银行盈利指数为 60.1%，比上季下降 5.3 个百分点，比上年同期下降 3.7 个百分点。银行业景气和盈利指数双双回落，短期内或是受到实体经济融资需求下降的负面影响。

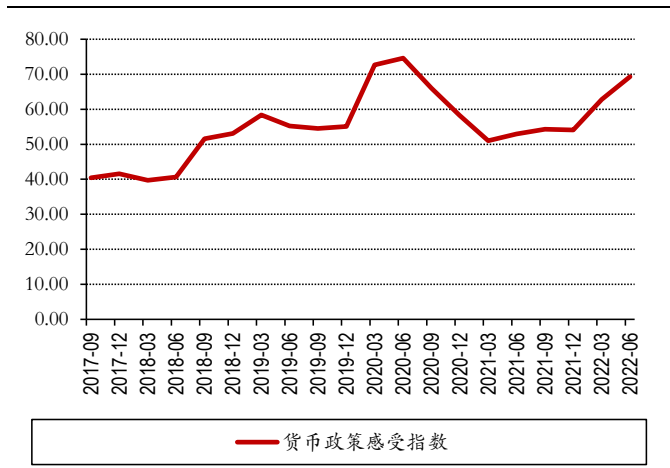
货币政策感受指数为 69.3%，比上季上升 6.5 个百分点，比上年同期上升 16.4 个百分点。其中，有 40.3% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季增加 12.7 个百分点；57.9% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季减少 12.6 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 73.6%，高于本季 4.3 个百分点。因为疫情冲击影响，货币政策不仅维持了宽信用的操作，在货币拆借市场流动性方面也有明显放松，因此推动货币政策感受指数大幅上升，考虑到三季度外部冲击和国内经济复苏仍需要偏宽松的流动性环境，预计货币政策仍将维持整体宽松的定调。

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

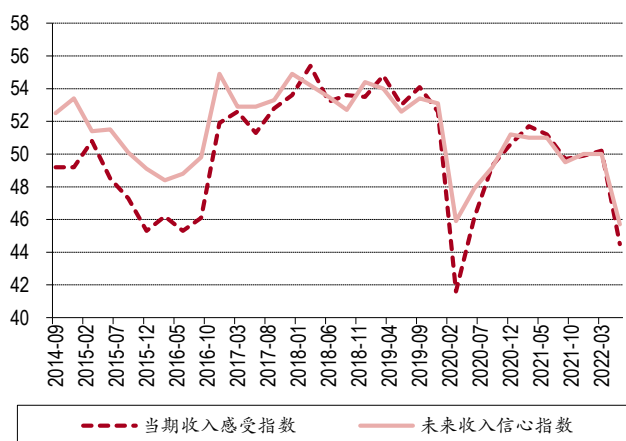
二季度受国内疫情反弹因素影响，货币政策宽松加码，主要体现在货币市场拆借利率回落至较低水平，新增社融明显增加，LPR 利率下调等方面。但预计三季度货币政策难有进一步宽松空间：一是全球通胀压力持续上升，对国内造成输入性影响，二是海外主要央行大幅加息，与我国利差持续扩大，三是目前国内实体经济融资需求不强，且货币市场和债券市场利率整体处于较低水平，进一步宽松货币政策的空间受限，放松货币政策的效果更加有限。

居民收入感受大幅下降

城镇储户调查问卷显示二季度收入感受指数为 44.5%，比上季下降 5.7 个百分点。其中，10.8% 的居民认为收入“增加”，比上季减少 3.7 个百分点，67.6% 的居民认为收入“基本不变”，比上季减少 3.9 个百分点，21.7% 的居民认为收入“减少”，比上季增加 7.6 个百分点。收入信心指数为 45.7%，比上季下降 4.3 个百分点。就业感受指数为 35.6%，比上季下降 6.9 个百分点。其中，10.1% 的居民认为“形势较好，就业容易”，44.3% 的居民认为“一般”，45.6% 的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 44.5%，比上季下降 6.0 个百分点。受二季度疫情影响，国内失业率出现上升，5 月虽然较 4 月失业率有所回落，但年轻就业群体的失业率仍在较高水平，考虑到三季度将进入毕业季，稳就业成为当前的重中之重。

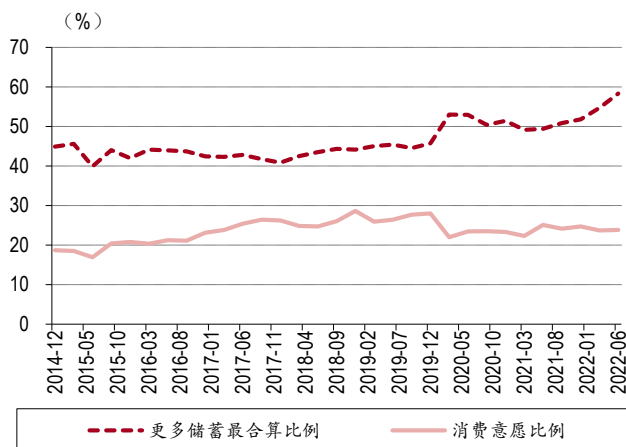
倾向于“更多消费”的居民占 23.8%，比上季增加 0.1 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.3%，比上季增加 3.6 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 17.9%，比上季减少 3.7 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 45.1%、22.4% 和 15.5%。居民消费意愿基本持平，但储蓄意愿大幅上升，投资意愿下降，并且投资的风险偏好也大幅下降。

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 (%)

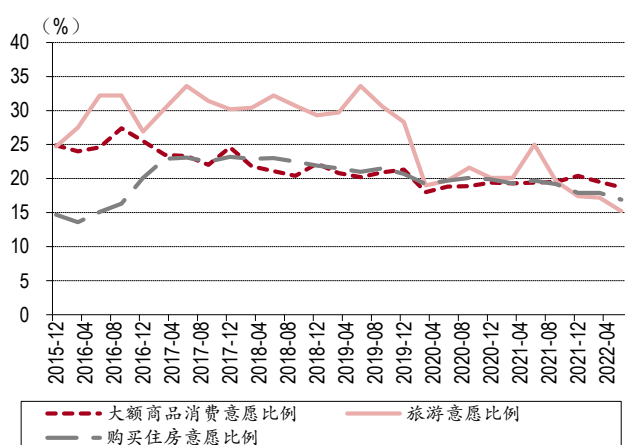


资料来源: 万得, 中银证券

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 (28.1%)、医疗保健 (27.4%)、大额商品 (18.7%)、社交文化和娱乐 (18.1%)、购房 (16.9%)、旅游 (15.2%)、保险 (13.9%)。与一季度相比, 医疗保健和社交文化娱乐的消费倾向上升, 消费倾向下降幅度较大的则包括旅游和购房。旅游消费倾向下降或主要受到疫情反弹影响, 购房需求已经持续下降一年, 随着二季度以来全国多地放松限购政策, 预计房地产销售或有所反弹。

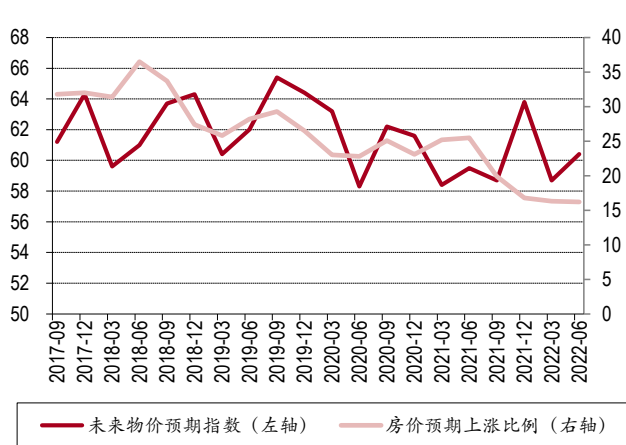
居民对房价上涨的预期不高, 但对物价上涨的预期大幅上升。对下季度, 物价预期指数为 60.4%, 比上季上升 1.7 个百分点。其中, 27.6% 的居民预期下季物价将“上升”, 50.8% 的居民预期“基本不变”, 9.4% 的居民预期“下降”, 12.1% 的居民“看不准”。对下季房价, 16.2% 的居民预期“上涨”, 54.6% 的居民预期“基本不变”, 16.0% 的居民预期“下降”, 13.2% 的居民“看不准”。

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

二季度疫情对居民部门的扰动较大。一方面受疫情影响, 失业率一度明显上升, 导致居民的就业预期和就业信心受负面影响, 另一方面疫情影响了居民消费场景, 导致消费意愿下降。从月度数据看, 受食品制造业等消费相关行业二季度提高了产品出厂价影响, 一定程度上推高了居民对未来消费物价的预期, 在海外通胀走高的情况下, 三季度需要关注居民消费自疫情后恢复的情况, 以及国内物价的走势。

二季度调查问卷主要反映了疫情的冲击

二季度疫情反弹对经济产生多方面影响。央行二季度调查问卷显示，宏观经济热度明显回落；企业经营景气指数下降，盈利指数上升，销货款回笼指数下降，资金周转指数下降，出口订单指数上升，国内订单指数下降，产品销售价格指数下降，原材料购进价格指数上升；贷款需求指数下降，银行业景气指数下降，盈利指数下降，货币政策感受指数上升；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，储蓄倾向大幅上升，投资风险偏好下降，对物价上涨预期大幅上升。整体来看，在疫情的冲击下，宏观经济整体出现回落，企业开始降价去库存，居民的收入信心受到负面影响，货币政策加大逆周期操作。

二季度 GDP 或维持正增长，下半年关注经济反弹力度和支柱。国内疫情反弹之后，财政政策和货币政策都采取较大力度的逆周期操作，从月度数据看，5月工业增加值同比增速已经转正，基建投资和制造业投资当月同比增速也较4月有所反弹，但消费整体表现依然疲弱。虽然市场目前一致预期下半年投资是支撑经济增速的重要因素，但房地产政策放松不及预期，使得市场对下半年经济增速存疑。从近期新冠疫情防控隔离管控时间缩短和行程卡取消标星来看，稳定居民消费或是近期宏观政策另一个重要发力点。短期内关注二季度经济数据和7月政治局会议对下半年经济工作的部署。

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