

| 全球研究 | 2016年12月28日

中国 - 12月中小企业经营平稳但前路坎坷

- 12月渣打中小企业信心指数（SMEI）由11月的55.0升至56.1；现状指数和信用指数改善但预期指数下降
- 中小企业对2017年一季度经营前景愈趋谨慎；去库存还将延续
- 人民币贬值市场预期加强；与此同时，预期能源价格上升的企业增多

经营现状与预期出现分歧

渣打中国中小企业信心指数（SMEI，彭博代码：SCCNMSMEI<index>）旨在追踪中国中小企业经营状况，12月数据显示中小企业经营表现稳健，但未来或将面临困难。12月SMEI三个分项指数中，经营现状指数较11月上升2个百分点至57.7（图表2）；其中增长动能指数由于销售改善和产成品库存下降而从上月的9.0升至14.3（图表1）。预期指数持续降至近11个月以来新低55.8，表明受访中小企业对2017年一季度经营前景更趋谨慎。信用指数由11月的52.3改善至54.8。在此背景下，12月SMEI整体指数由11月的55.0略升至56.1。

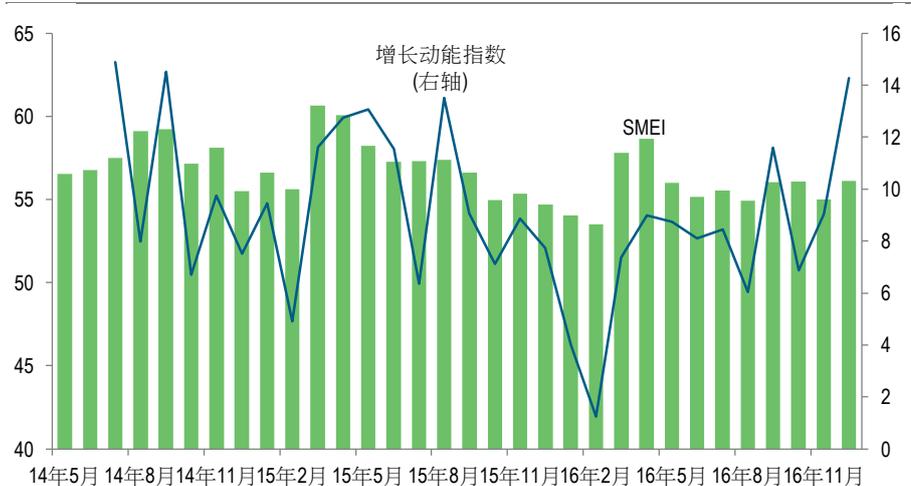
申岚 +86 10 5918 8261
Lan.Shen@sc.com
中国经济师
渣打银行（中国）有限公司

本月中型企业改善幅度超过小型企业，前者经营现状和经营预期均好于后者（图表3）。按地区看，东部小型企业和南方、东部中型企业表现最好。按行业看，IT行业和批发及零售行业最为活跃。

12月SMEI各分项指标显示销售加速，推动生产活动升温。然而，生产和销售前景均出现疲软，表明受访中小企业谨慎看待一季度前景。产成品去库存尚未结束。销售上扬推动企业盈利改善；然而投入价格大幅上涨或在销售放缓时侵蚀企业利润。中小企业信用环境恶化。银行对中小企业放贷意愿仍显低迷且流动性相对收紧致企业融资成本升至历史新高。美元大范围走强背景下人民币对美元贬值预期加重，接近2016年初时的水平。尽管多数受访中小企业对能源成本走势仍持谨慎态度，预期能源价格将上升的企业数量增多。我们预测2016年中国GDP同比增长为6.8%，但预计2017年初面临下行风险。

图表 1：12月经营现状改善推动 渣打中国中小企业信心指数（SMEI）小幅上升

中国中小企业信心指数(SMEI, 左轴), 增长动能指数(右轴)



来源：渣打银行全球研究部



经营现状改善但预期弱化

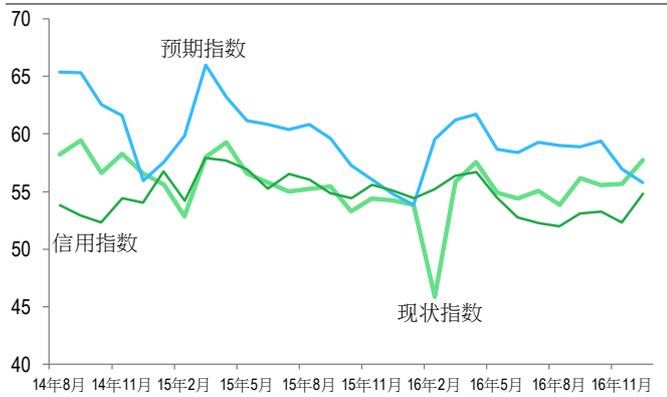
12月销售加速推动生产活动升温

12月中小企业经营现状指数由11月的55.7略升至57.7，表明实体经济增长稳固。然而，预期指数下降（由11月的57.0降至55.8）反映受访中小企业对2017年一季度经营前景愈趋谨慎，因而这一改善或难以持续。

- **销售显著加速。**12月新订单现状指标较上月上升4.7个百分点至63.2，同时新出口订单现状指标亦有所改善（图表4）。这一结果表明由于圣诞订单和1月底春节前销售提前的推动下，国内及出口需求均出现改善。尽管如此，新订单预期指标较11月下降2.6个百分点，暗示企业预期未来一段时间尤其是春节期间销售增长或将放缓。
- **生产活动升温。**12月销售加速推动生产现状指标较上月巩固2.1个百分点至62.5（图表4）。然而，生产预期指标较上月下降4.0个百分点至58.8，降至2016年1月以来最低水平，表明未来生产势头下滑。2017年削减过剩产能或将延续，这同样可能拖累生产。

图表 2：经营现状稳固；预期弱化

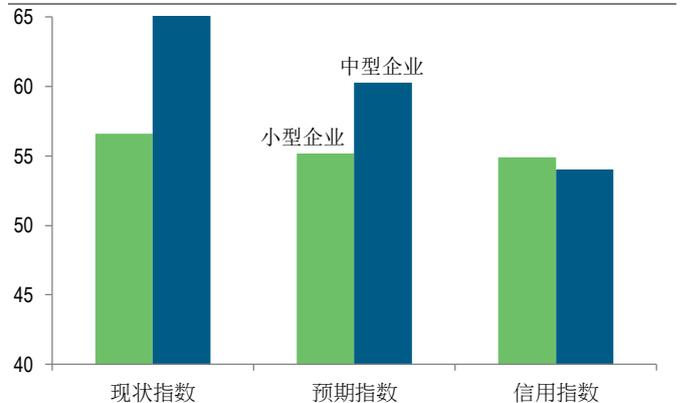
经营现状、预期和信用指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 3：中型企业改善幅度超过小型企业

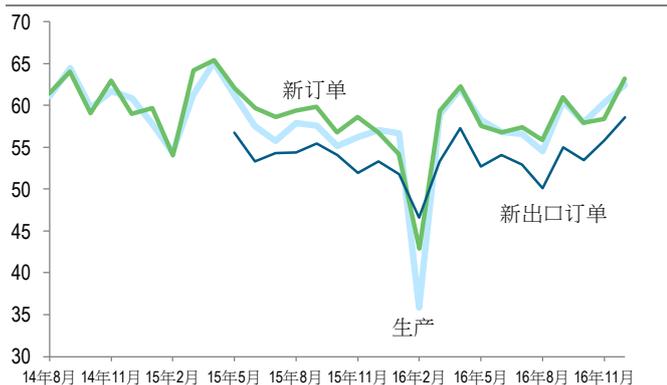
经营现状、预期和信用指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 4：销售加速推动生产升温

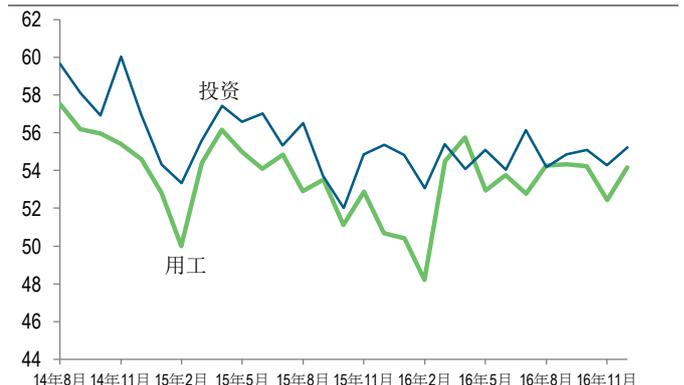
经营现状指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 企业扩张意愿保持平稳

经营现状指数

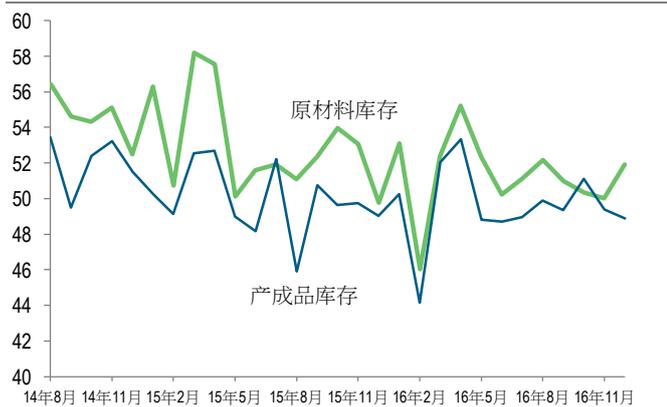


来源：渣打银行全球研究部

去库存还将延续；企业盈利能力提升

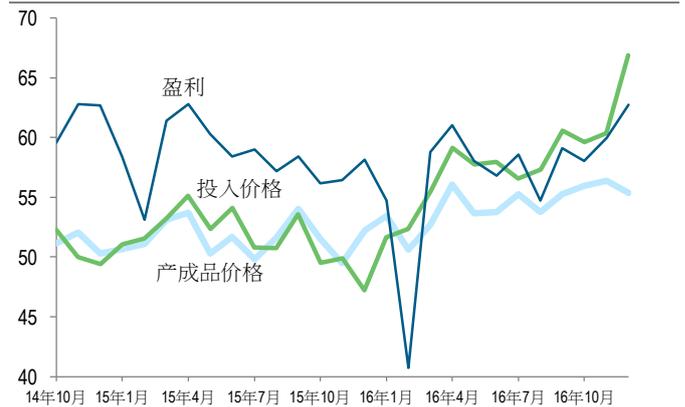
- 投资略显改善。**12月投资现状指标较上月上升0.9个百分点至55.2（图表5），而投资预期指标下滑，反映受访中小企业经营目前持平稳扩张意愿，伴随对近期经营前景愈趋谨慎。
- 产能利用率上升支撑企业用工。**企业用工现状指标上升1.7个百分点至54.2，销售加速和产能利用率上升是主要支撑因素（图表5）。然而，用工预期指标下降1.6个百分点。由于预期一季度生产将放缓，近期劳动力市场或同样降温。
- 中小企业增加原材料库存。**12月原材料库存指标由上月的50.0升至51.9（图表6），表明中小企业预期通胀上涨因而积极增加原材料库存。另一方面，生产动能不足导致原材料库存预期指标下降1.7个百分点。
- 产成品库存持续下降。**12月产成品库存现状及预期指标均位于收缩区间，其中产成品库存现状指标较上月下降0.5个百分点至48.9，产成品库存预期指标下降2.6个百分点至46.3（图表6）。这一结果表明产成品去库存过程尚未结束。
- 盈利能力提升。**12月销售增长加速推动企业盈利现状指标上升2.8个百分点。然而，未来若销售放缓，原材料价格大幅上涨（该项指标升至历史新高66.9）或侵蚀企业利润，特别是下游行业利润，因此盈利预期指标较上月下降2.9个百分点。

图表 6：原材料库存上升；去库存持续进行
经营现状指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 7：投入价格大幅上升或侵蚀未来企业利润
经营现状指数



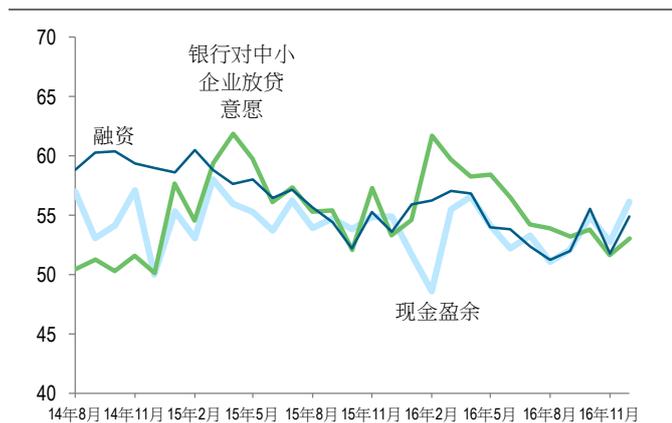
来源：渣打银行全球研究部

中小企业融资成本加速攀升

12月中小企业信用指数由11月的52.3略升至54.8，现金盈余增加是主要驱动力。中小企业融资成本普遍上升。

- 中小企业融资成本加速攀升**
- 融资渠道受限仍是问题。**12月银行对中小企业放贷意愿由上月的51.6温和升至53.0，但仍然较低。尽管如此，销售加速和应收帐款周转率指标上升推动现金盈余指标较上月上升3.4个百分点至56.1，推动12月信用指标上升。最新官方数据显示银行对企业放贷意愿仍显低迷。与国企和大型企业相比，中小企业无法提供质押品或资产担保；导致其较难获取银行贷款。鉴于银行信贷融资困难较大，中小企业或转向更加多样化的融资渠道。
 - 中小企业融资成本加速攀升。**受访中小企业银行及非银行融资成本指标分别降至43.2和44.3，反应企业融资状况恶化（图表9）。市场流动性仍相对趋紧，推高12月货币市场利率。人民银行已显示出有意维持流动性供需“紧平衡”，但2013年市场流动性崩溃重演的似乎不大可能。我们预计政府将致力于降低货币市场杠杆同时不增加实体经济融资成本。

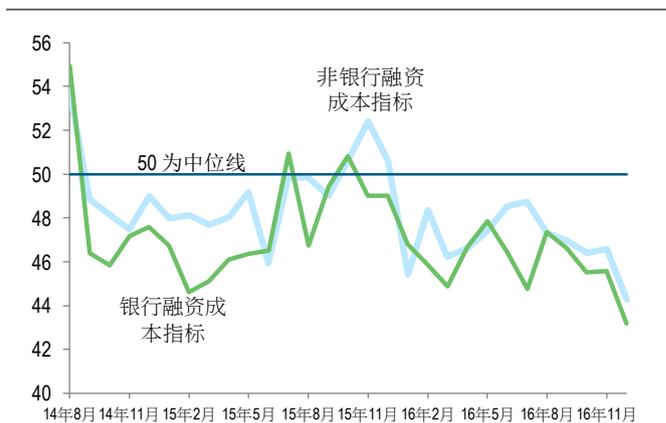
图表 8：银行对中小企业放贷意愿
信用指数各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 9：中小企业融资成本加速上升

银行和非银行融资成本指标 (指标为正表明融资成本降低；制表为负表明融资成本上升)



来源：渣打银行全球研究部

人民币对美元贬值的市场预期加重

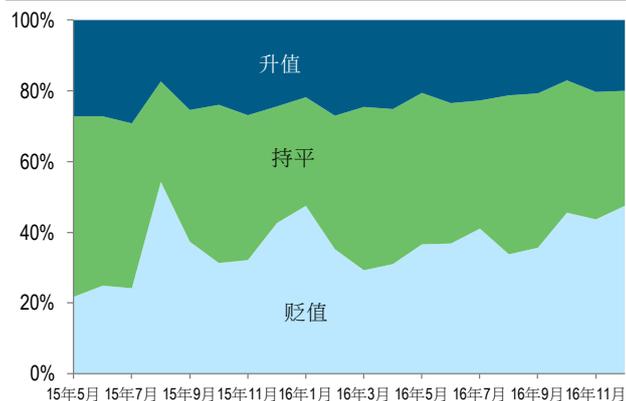
美元走强背景下，人民币对美元贬值的市场预期仍存

最新一期中小企业信心调研结果显示受访企业对人民币对美元贬值的预期加重，而能源成本走势的预期仍基本平稳。

- 人民币对美元贬值预期加重。**529家受访中小企业中，47.4%的企业预期人民币将对美元贬值，持此观点的企业比例高于11月的43.6%，到达2016年1月以来最高水平。20.0%的企业预计人民币对美元将走强，32.5%预计近期USD-CNY汇率走势趋于平坦（图表）。12月美联储会议释放强硬信号后美元势头走强，因此市场仍看淡人民币前景。我们预计中国当局将人民币汇率有效盯住一篮子货币已锚定市场预期并维持国内市场流动性相对收紧，并可能上调公开市场操作利率以稳定人民币汇率。
- 多数企业预计能源成本将保持不变。**多数受访中小企业仍谨慎看待能源成本走势，54.1%的企业预计未来三个月能源成本基本持平（图表11）。尽管如此，预计能源成本上涨的企业比例增多，29.7%的企业预计未来三个月能源成本将上升，高于11月的25.0%。5.8%预计12月能源成本将下降，持此观点的企业比例为年初迄今最低。我们仍然预计企业能源成本面临上升风险，并预计2017年一季度国际油价将升至每桶59美元，二季度升至每桶65美元。

图表 10：人民币贬值预期高涨

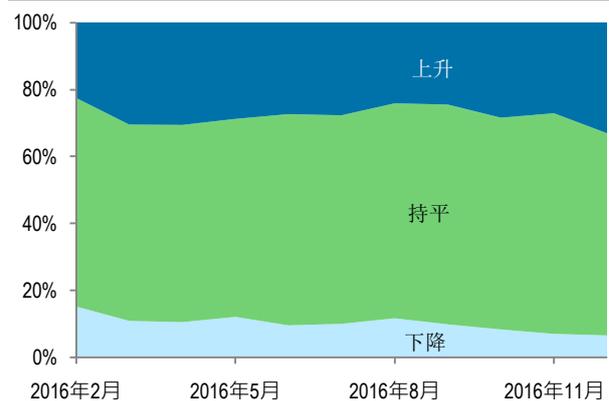
占受访企业的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 11：多数受访企业预计能源成本走势将保持平坦

占受访企业的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 12：SMEI 整体指数及各项分项指数

	15年12月	16年1月	16年2月	16年3月	16年4月	16年5月	16年6月	16年7月	16年8月	16年9月	16年10月	16年11月	16年12月
整体指数	54.7	54.0	53.5	57.8	58.7	56.0	55.2	55.5	54.9	56.0	56.1	55.0	56.1
现状指数	54.2	53.9	45.8	55.9	57.5	54.9	54.4	55.0	53.8	56.2	55.6	55.7	57.7
预期指数	54.8	53.8	59.5	61.2	61.7	58.7	58.4	59.3	59.0	58.9	59.4	57.0	55.8
信用指数	55.1	54.4	55.2	56.4	56.7	54.5	52.8	52.3	52.0	53.1	53.3	52.3	54.8

来源：渣打银行全球研究部



揭露附录

分析师认证信息披露:

研究分析师以及此研究报告内容之负责研究分析师特此证明: (1) 研究分析师或此研究报告之负责研究分析师表达的看法, 已准确反映个人对标的证券、标的发行者及/或其他标的的意见, (2) 该研究分析师之薪酬中, 无论过去、现在或未来, 皆无任何部分与此研究报告刊载的某些建议或观点, 存有直接或间接的关联性。大致上而言, 文中所述建议之价值, 是评价分析师绩效的审酌点之一。

全球免责声明:

渣打银行及/或附属公司(「SCB」) 对此文件及文件中刊载及引用的任何信息(包括市场数据和统计资料), 一概未做任何种类的明示、隐含及法律性声明及保证。

此文件提供截至付印日期的信息仅供参考及讨论使用。无论对任何人, 此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议, 亦不构成对某些利率或价位未来可能变动的预测, 亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。报告中(如果有)提及任何证券之价格仅代表报告日所指之价格, 并不表示任何交易可以于该价格执行。SCB 一概不代表或保证此类信息的准确性及完整性。此档经过合理审慎的准备且文中数据据信为可靠之来源, 我们不承担任何由于对事实表述错误而带来的责任以及由于所阐述观点而引起的义务。由于此文件并非基于特定投资目标或针对特定投资者之资金状况而写, 因此未旨在包含投资者所需的全部信息, 此档内容并不适用于所有投资者。任何人使用此档时, 仍应自行寻求专业咨询, 以了解本身是否适合投资或采用此档所列证券或金融工具或所述投资策略, 并应理解, 任何与未来展望有关之说明, 皆未必能实现。此档中(如果有)各项意见、预测、假设、估计、衍生估值、目标价格预测仅代表报告日所指之情形, 并可能会随时修正, 恕不另行通知。我们所做的预测均会进行定期调整。此文件所列证券或金融工具之价值或收益, 可能会上涨或下跌, 投资者所得可能会少于本金。未来收益并不能保证, 同时本金也有可能遭受损失。以外币计价的证券及金融工具极易受汇率波动影响, 对其价值、价格及收益造成有利或不利影响。由于此表现无法做为未来投资成果之指标, 亦无法对未来表现提供任何声明或保证。尽管我们努力在合理的基础上更新此文件所述信息及观点, 但我们无此类义务并不排除由于监管、合规以及其他因素而停止此类做法的可能性。相应的, 我们所掌握的信息并非完全反映在此档中, 同时我们有可能在此档发表之前或之后利用该种信息采取某些行动。SCB 从事直接交易, 并不充当任何一方之顾问、代理人或其他信任人。SCB 并非法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务顾问, 亦无意提供任何此类服务。投资者若需咨询某笔投资牵涉之法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务问题, 请自行寻求相关独立领域之意见。

SCB 及/或附属公司可能持有本档所列货币或证券等金融工具。SCB 及/或附属公司或代表人员、董事、员工福利计划或员工, 以及参与本档出版或准备工作的个人均可以在任何时间, 在相关法律法规允许的范围内, 做多或做空此档或渣打全球研究部网站上刊载之证券或金融工具。上述个人或团体亦有可能在此等证券或相关投资中获得重大利益或者是唯一的造市商。他们亦有可能为该投资标的之发行者提供或曾经提供建议、投资银行服务或其他服务并可能因此获得相应报酬。

SCB 渣打全球研究部及其他各个公众或私人业务职能之间, 皆设有物理信息防火墙, 亦订有一定的政策及程序, 以确保机密信息(含内部信息)不会对外披露, 除非该披露符合政策及程序规定并经监管机关同意。本报告所包含之数据、观点及其他信息亦有可能通过其他公开管道获得。SCB 在此明确声明并不对上述公开信息的准确性或完整性提供任何声明及保证, 以及承担任何责任。SCB 亦不为任何第三方网站信息和数据的准确性或可信性提供任何声明及保证, 以及承担任何责任。

谨此告知, 您本身应(如果有必要, 在寻求专业建议的基础上)独立判断本文件刊载之任何信息, 同时亦不可将本文件作为任何交易、避险以及投资决策的依据。SCB 无义务亦不承担任何由于直接或间接使用本档所带来的损失(包括个案性, 附带性, 衍生性, 惩罚性或惩戒性的损害赔偿), 无论这种损失因何缘故发生, 包括但不限于此档、其内容或相关服务瑕疵、错误、不够完整、过失、谬误或不准确, 抑或由于无法取得此档或其中某些部分或其中的内容或相关服务而导致的损失。

本数据仅供预期的收件人使用, 对于向私人或零售客户分发本数据时要求发行人进行注册或持牌但发行人尚未就绪的部分司法管辖区, 本数据不得发行, 本数据在该等司法管辖区仅在专业和机构投资者之间进行发行。本通讯受制于 SCB 渣打全球研究部披露网站(https://research.sc.com/Portal/Public/TermsConditions)所载内容。该网址刊载的声明适用于本文件, 建议您先浏览其中的条款和条款条件和声明。分析师资质和 SCB 渣打全球研究部信息披露完整版以及本文件中涉及的任何证券等其他信息, 可通过向 scgr@sc.com 发送邮件或点击 SCB 渣打全球研究部报告中链接的方式获取。

国家披露事项 - 本文件不得用于在任何被禁止发行的地区内向任何个人或管辖区域发行。您若是在下列国家收到此文件, 请注意以下说明:

英国及欧洲经济区域: SCB 在英国的授权机关为审慎监管局(Prudential Regulation Authority)、监管机关为金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局, 但此项规定非以 2004/39/EC 指令定义之欧洲经济区域零售客户为对象, 且此文件的所有内容皆不构成 2004/39/EC 指令定义之个人建议或投资建议。澳大利亚: SCB 的澳大利亚金融服务执照号码: 246833; 澳大利亚注册企业编号(ARN): 097571778。澳大利亚投资者应注意, 本档仅以「澳大利亚公司法」2001(Cth)中 761G 和 761GA 条定义之「企业客户」为对象, 并非针对定义之「零售客户」。孟加拉国: 本档并非在孟加拉国所做。本档(包括与 SCB 有关之内容)由研究分析师独立自主完成。本报告中所提及的证券不曾亦不会孟加拉国登记, 同时若没有孟加拉国监管当局事先审批可能不得在孟加拉国发售或买卖。收件方对此文件的任何后续操作都应遵循孟加拉国相关的法律法规; 尤其应遵循孟加拉国现行外汇管理法规。博茨瓦纳: 此档于博茨瓦纳系以 Standard Chartered Bank Botswana Limited 为发行及负责机构, 本机构为「博茨瓦纳银行法」第 46.04 章第 6 条合法注册的金融机构, 并于博茨瓦纳证券交易所上市。巴西: SCB 免责声明依据巴西证券交易委员会(CVM)指引 483/10 所定: 本研究并非在巴西所做。本档(包括与 SCB 有关之内容)由研究分析师独立自主完成。本报告中所提及的证券不曾亦不会根据巴西证券和交易委员会的要求进行注册, 同时可能不得在巴西发售或买卖。任何例外均获得合法的豁免批准并符合巴西证券法的规定。中国: 此档于中国系以渣打银行(中国)有限公司为发行及负责机构, 该机构之主要监管机关, 包括中国银行业监督管理委员会(CBRC)、国家外汇管理局(SAFE)及中国人民银行(PBoC)。德国: 此档于德国系以 Standard Chartered Bank Germany Branch 为发行机构, 该机构之监管机关为德国联邦金融监管局(BaFin)。香港: 此文件, 除对期货合约交易提供意见或者为便于期货合约交易的决定的任何部分之外, 于香港系以渣打银行(香港)有限公司为发行及负责机构, 该机构之监管机关为香港金融管理局。此档对期货合约交易提供意见或者为便于期货合约交易的决定, 系以渣打证券(香港)有限公司为发行及负责机构, 该机构之监管机关为香港证监会。印度: 此档于印度系以 Standard Chartered Bank, India Branch(「SCB India」)为发行及负责机构, 该机构属于 SCB 印度分行, 经印度储备银行(RBI)批准并经印度开展银行业务。该机构亦经印度证券交易委员会(SEBI)注册, 担任商人银行、投资顾问、为公开发行提供服务的银行、托管人等等角色。在印度经营的集团公司详情请参见 https://www.sc.com/in/india_result.html。本文件包含特定内容仅旨在提供信息。本档不构成针对任何个人与 SCB India 间进行任何交易的要约及建议。本文件中特定内容或交易建议或未经印度相关监管机构特别许可; 因此, 本文件用户使用文中信息进行交易前请务必寻求专业的法律咨询。印度尼西亚: 此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议, 亦不构成对某些利率或价位未来可能变动的预测, 亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。日本: 此档仅可供「日本金融工具及外汇法」(FIEL)定义之「特定投资人」做为参考, 不可作为要约进行 FIEL 定义之「金融工具交易」或日本银行法定义之「特定存款」等目的使用。肯尼亚: Standard Chartered Bank Kenya Limited 受肯尼亚银行监管。此档仅供专业客户使用, 不适用于且不得向零售客户发行。韩国: 本文件于韩国系由 Standard Chartered Bank Korea Limited 为发行及负责机构, 该机构之主要监管机关为韩国金融监管院及金融服务委员会。澳门: 此文件由 Standard Chartered Bank (Macau Branch)在中华人民共和国澳门特别行政区内发布, 其监管机关为澳门金融管理局。马来西亚: 本档由 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 在马来西亚境内向机构投资者或企业客户发布。马来西亚境内的邮件接收者由本文件产生、或与之有关的任何问题, 应接洽 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad。毛里求斯: Standard Chartered Bank (Mauritius) 受毛里求斯中央银行和金融服务业委员会监管。本文件所有内容皆不构成 2005「毛里求斯证券法」定义之投资建议或鼓励其从事证券交易的任何建议。新西兰: 新西兰投资者应注意, 本档仅以 2008「新西兰金融顾问法」第 5C 条定义之「企业客户」为对象, 并非针对该法定义之「零售客户」。本文件不构成任何对新西兰公众的任何要约的组成部分。Standard Chartered Bank (英国注册)不属于《1989 年新西兰储备银行法案》框架下定义之新西兰「注册银行」。巴基斯坦: 本文件所提及的证券不曾亦不会在巴基斯坦登记, 同时若无巴基斯坦监管当局事先审批, 可能不得于巴基斯坦发售或买卖。菲律宾: 本文件于菲律宾可能系以 Standard Chartered Bank (Philippines)为发行机构, 该机构之监管机关为菲律宾中央银行(Telephone No. (+63) 708-7701, Website: www.bsp.gov.ph)。本文件仅提供提供信息之用, 不曾亦不应构成未在菲律宾证券交易委员会登记的证券的发售、买卖、承诺买卖或发行的建议, 除非该证券符合「菲律宾证券法」第 9 条规定的豁免证券, 或证券发行或出售符合「菲律宾证券法」第 10 条规定的豁免交易。新加坡: 本文件于新加坡系由 SCB 新加坡分行及/或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited 发行, 本文件涉及的有关产品或仅向符合「新加坡证券及期货法」第 289 章定义之认证投资者、专业投资者及机构投资者而发行, 新加坡收件人若有任何与此文件产生、或与之有关的任何问题, 应接洽 SCB 新加坡分行或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (视情形而定)。南非: SCB 依 2002 年金融顾问及中介服务法 37 条之规定, 持有金融服务提供商执照, SCB 亦按照 2005 年国民授信法成为注册信贷提供者, 登记号码为 NCRCP4。泰国: 此文件旨在传播一般信息且专门为泰国证券交易委员会办公室发布的有关豁免投资咨询服务的通告所定义的机构投资者准备, 不定期进行修改和补充。本文件不对泰国公众发行。阿联酋: Standard Chartered Bank UAE 在阿联酋国家对阿联酋居民不提供任何财务分析或咨询服务, 本文件所有内容亦不构成 2008 阿联酋证券及商品管理局第 48/r 号决议所定义之金融咨询和财务分析。阿联酋(DIFC): SCB 于迪拜的国际金融中心系以迪拜金融服务局为监管机关, 此档仅供专业客户及市场交易对手使用, 不适用且不得向零售客户发行。美国: 除有关外汇(FX)、全球外汇(Global FX)、利率及商品之档外, 此档若需于美国发行, 或发行于美国人时, 均限于美国 1934 年证券法第 15a-6(a)(2)号规则定义之大型机构投资者为对象。任何收到此档之美国人在接受此档后, 即表示已声明并同意本身属所属大型机构投资者, 并了解从事证券交易涉及之风险。此档之任何美国收件人, 若需要额外的信息或欲执行此文件所列证券或金融工具交易, 皆应联系 Standard Chartered Securities (North America) Inc.注册代表, 地址: 1095 Avenue of the Americas, New York, N.Y. 10036, US, 电话: + 1 212 667 0700。我们不以美国人为对象, 从事证券募集或销售活动, 除非: (A)该证券为向美国证券及外汇交易委员会及美国各相关州之监管当局完成销售登记, 或(B)该证券或该特定交易获得美国联邦及州证券法律之豁免。我们不以美国人为对象, 从事证券募集或销售活动, 除非: (i)我方或我方附属公司, 若需要额外的信息或欲执行此文件所列证券或金融工具交易, 皆应联系 Standard Chartered 及相关人员符合美国联邦及州相关法律之豁免资格。本文件涉及任何有关美国人、授权子公司或管道分支(参见美国商品期货交易委员会规定、阐释、指导或其他此类条例之定义)的外汇、全球外汇、利率及商品的内容, 仅旨在向符合「美国商品交易法」第 1a(18)章中定义的合格的契约内各参与方。赞比亚: Standard Chartered Bank Zambia Plc 在赞比亚登记注册并符合「赞比亚银行和金融服务业法」第 387 条中商业银行之定义, 其主要监管机关包括赞比亚中央银行, 卢萨卡证券交易所及赞比亚证券交易委员会。

著作权 2016 Standard Chartered Bank 及附属公司。版权所有。此处刊载之各项材料、文本、文章及信息之著作权, 皆属 Standard Chartered Bank 及/或附属公司之财产, 未经授权签字人同意, 任何人皆不得擅自复制或, 再转发, 修改, 变更, 改写, 以及以各种形式传播或以各种方式翻译。

本文件乃以英文编制。本中文翻译版仅供参考, 以英文版为准。

编辑、签发: 丁爽 中国首席经济学家 2016 年 12 月 22 日 (英文报告「On the Ground - China SMEI - Bumpy road ahead」发布日期) 本中文报告发布于: 2016 年 12 月 28 日 格林威治标准时间 02:30