

| 全球研究 | 2016年6月29日

中国 – 6月中小企业经营疲软加剧

- 6月渣打中国中小企业信心指数（SMEI）由5月的56.0降至55.2，主要由于需求疲软压制生产
- 中小企业信用环境更加严峻；融资成本仍维持高位
- 此次调研显示受访中小企业看跌短期人民币多于看涨；大宗商品需求稳定是意外惊喜

中小企业增长动能正减弱

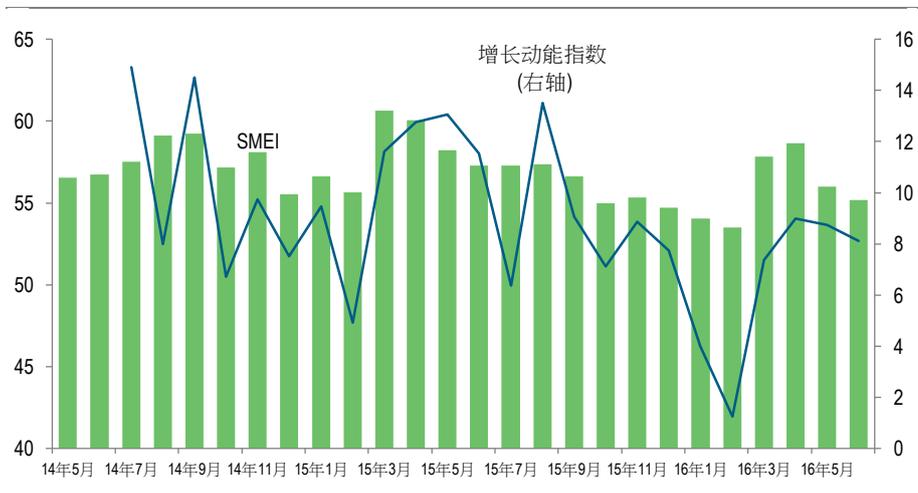
6月渣打中国中小企业信心指数（SMEI）显示中小企业经营活动连续第二个月放缓。SMEI整体指数由5月的56.0降至55.2，尽管二季度平均值由一季度的55.1略升至56.6。企业增长动能指标由新订单减去库存得出，6月指标由5月的8.8放缓至8.1（图表1）。6月SMEI三个分项指标全面下滑。其中，经营现状指数和预期指数放缓主要由于中小企业增长动能不足，信用指数降至近两年新低，表明中小企业面临更加严峻的信用环境（图表2）。

按行业分，商业服务业、制造业和批发零售业指标均出现下滑；仅IT业表现良好（图表3）。按地区分，南方中小企业表现继续领先其他地区，北方中小企业正迎头赶上（图表4）。我们对受访中小企业关于人民币兑美元汇率（USD-CNY）预期的调研结果显示，看跌人民币的企业数量仍然多于看涨。令人颇感意外的是，此次调查发现6月大宗商品需求已经企稳，短期订单状况略有改善但原材料进口预计将保持大致不变。

6月SMEI指数显示中小企业实际经营活动经历3-4月的短暂反弹，5-6月再次遭遇放缓。春节过后由刺激政策产生的需求推动力量到二季度末已逐步重返常态，同样拖累了企业生产。中小企业对经济前景的预期更趋谨慎；政策前景不确定性仍存的背景下，官方数据显示私人投资增长陷入停滞。中小企业信用环境进一步恶化，且融资成本持续攀升。为遏制经济下行风险并支持实体经济，我们预计财政政策将进一步扩张且货币政策将进一步温和放松。决策部门同样或将持续推动供给侧改革以纠正资源错配并重振民营部门的市场信心。我们预计政策支持的滞后效应将支撑下半年中小企业的经营活动。

图表 1: 6月 SMEI 连续第二个月出现疲软

中小企业信心指数(左轴); 增长动能指数(右轴)



来源: 渣打银行全球研究部

重要声明请参阅披露附录

版权所有, 不得翻印。渣打银行 2016

申岚 +86 10 5918 8261
Lan.Shen@sc.com
Economist, China
Standard Chartered Bank (China) Limited

朱慧 +86 21 6168 5016
Judy-Hui.Zhu@sc.com
Metals Analyst
Standard Chartered Bank (China) Limited

中小企业经营现状和预期双双疲软

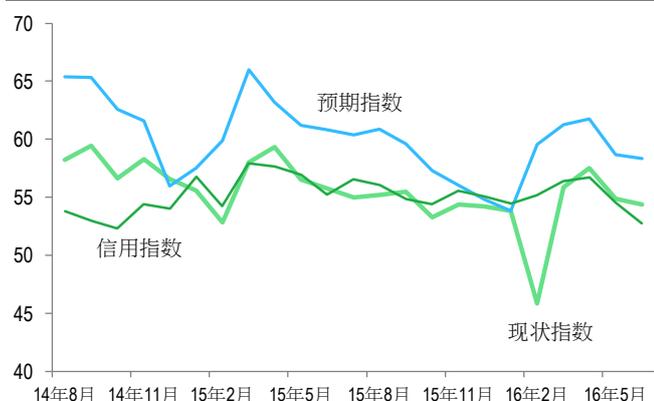
需求下滑拖累企业生产；投入价格上涨和对追加投资更趋谨慎导致中小企业盈利减弱

6月中小企业经营现状指数较5月下降0.5个百分点至54.4，企业生产和原材料库存走弱是主要拖累因素。由于中小企业销售和前景转弱，未来三个预期指数亦由5月的58.7降至58.4。

- 6月需求疲软加剧，拖累生产。**6月现状指数各分项指标中，新订单指标连续第二个月下滑，由4月峰值62.3一路降至56.8。这一结果表明经历一季度政策驱动的复苏后，二季度末市场需求再度转弱。需求疲弱还体现在供给侧，6月生产指标下降1.4个百分点（图表5）。预期指数各分项指标中，生产和新订单指标亦出现疲软，预示未来数月企业生产和销售活动或难迅速好转。
- 6月投资减速；产能利用率略有下降。**6月现状指数各分项指标中，固定资产投资指标下降1.1个百分点至54.1。产能利用率指标亦出现疲软，与官方数据显示的私人投资增长减速保持一致（图表6）。从更加积极的角度看，预期指数各分项指数中，投资指标与上月持平在55.5，产能利用率指标略高于现状指数下的产能利用率。这一结果表明深化供给侧改革有望调整资源配置，重振民营企业的市场信心。

图表 2：中小企业经营转弱，信用环境恶化

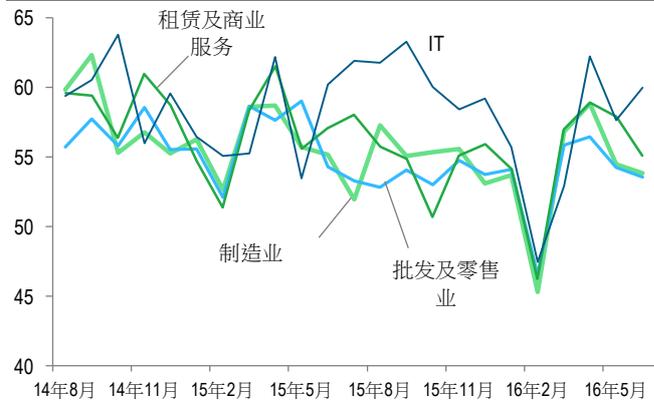
中小企业经营现状、未来三个月预期和信用状况指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 3：多数行业（IT 业除外）中小企业表现出现下滑

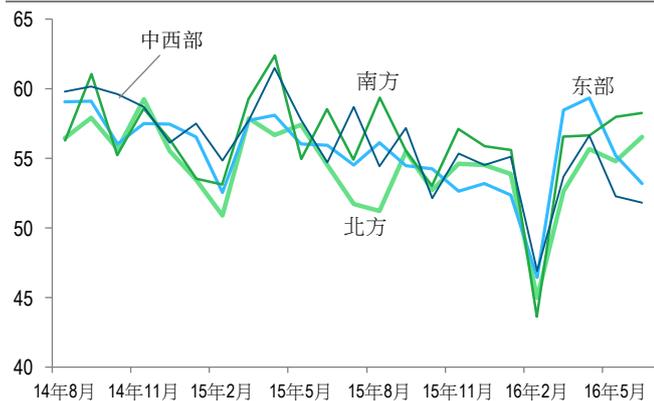
中小企业经营现状指数，按行业分



来源：渣打银行全球研究部

图表 4：南方中小企业表现居前

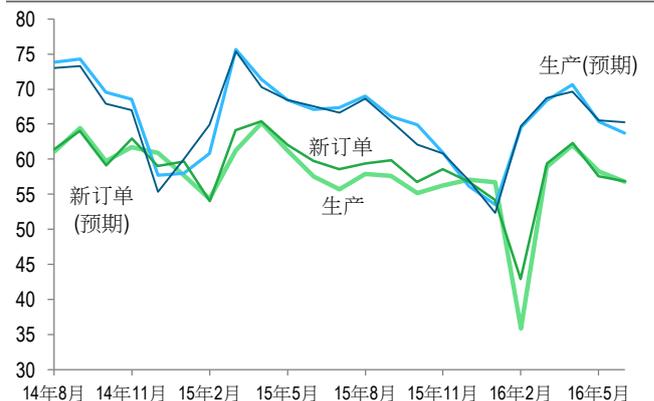
中小企业经营现状指数，按地区分



来源：渣打银行全球研究部

图表 5：需求疲弱拖累企业生产

中小企业经营现状指数和预期指数各分项指标

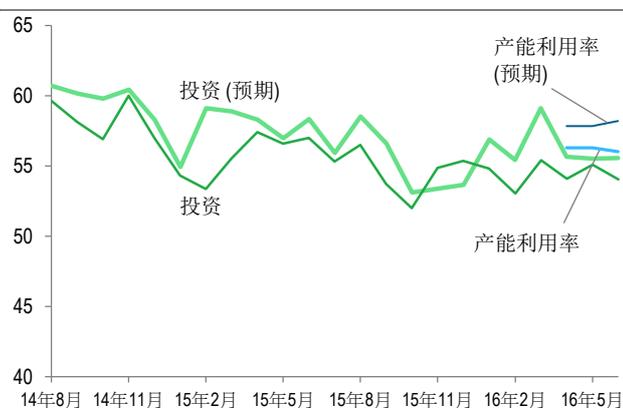


来源：渣打银行全球研究部

- **劳动力市场保持稳定，但薪资增长放缓。**企业用工现状指标由 5 月的 53.0 升至 53.8，但用工前景指标由 56.8 降至 56.0；上述相对较高的水平表明劳动力市场仍然紧张。薪资指标显示 6 月中小企业薪资持续上升，但增速有所放缓（图表 7）。
- **去库存仍在持续，原材料需求减弱。**6 月产成品库存指标降至 50 以下，表明产成品去库存持续进行但步伐放缓（图表 8）。6 月原材料库存的现状和前瞻性指标均出现下滑（但仍位于 50 以上），表明市场不确定性仍存的背景下，中小企业对扩大生产愈发谨慎。
- **投入价格上涨致企业盈利减弱。**6 月企业盈利指标下降 1.2 个百分点至 56.8，主要由于投入价格进一步上涨。投入价格指标由 5 月的 57.7 升至 57.9，而产出价格基本持平（图表 9）。产出价格前景改善，这伙预示着 PPI 通缩出现缓和。由于市场预期大宗商品价格或将进一步上涨，投入价格前景进一步向好。未来数月这可能会拖累中小企业盈利。

图表 6：投资减速，产能利用率下滑

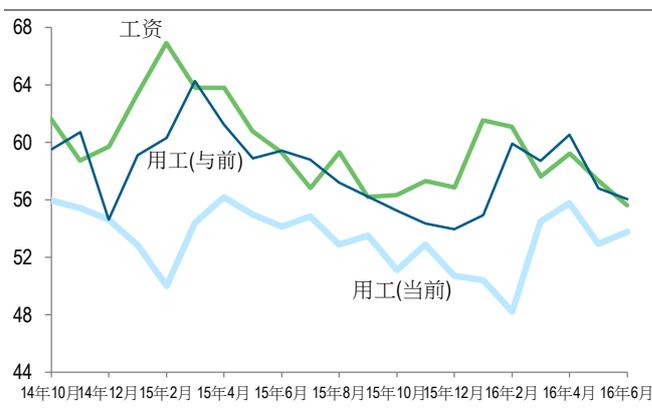
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 7：劳动力市场相对稳定，但劳动力需求增长步伐放缓

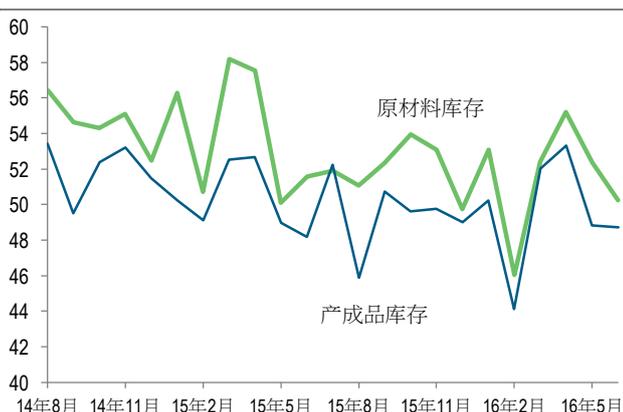
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 8：产成品去库存仍在持续，但原材料补库存下降

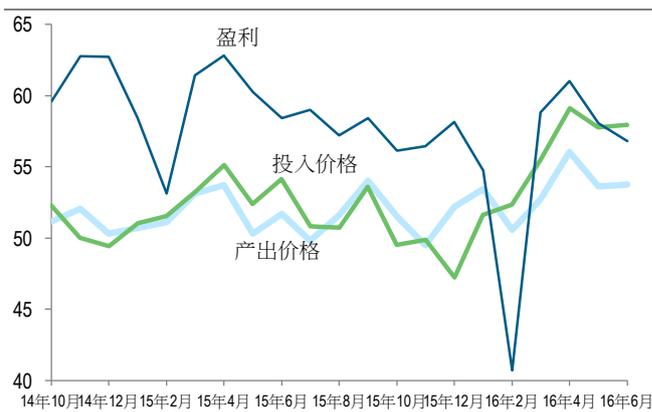
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 9：投入价格上涨导致企业盈利恶化

中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

中小企业信用环境更趋严峻

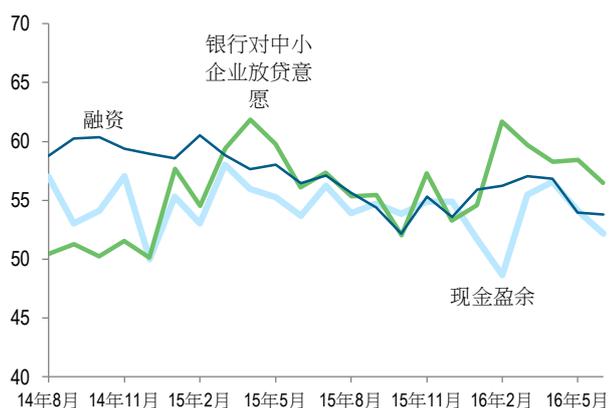
银行对中小企业放贷仍持谨慎态度；应收帐款周转率下降且融资成本仍维持高位

6月中小企业信用指数由5月的54.5降至52.8，创2014年10月以来新低，表明中小企业信用环境趋于收紧。

- **信用环境更趋严峻。**6月银行对中小企业放贷意愿由5月的58.4降至56.5，且融资规模和现金盈余指标双双下滑（图表10）。6月应收帐款周转率降至50以下，表明中小企业销售应收帐款出现恶化。经历一季度信贷快速扩张后，二季度中小企业银行贷款增长有所放缓；新增贷款大部分为居民按揭贷款，而企业信贷需求仍显乏力。经济增长减速背景下，银行对中小企业放贷时愈趋谨慎。我们预计货币政策将维持稳健略偏宽松。央行或将指导货币及信贷增长接近年度增长目标13%，并引导银行为实体经济提供信贷支持。
- **融资成本持续攀升。**中小企业银行和非银行融资成本指标仍位于50以上，表明融资成本仍在上升。银行融资成本指标下降，表明中小企业银行融资状况进一步恶化；非银行融资成本指标上升（图表11）。融资成本上升加重中小企业偿债负担并耗尽企业现金流。我们预计决策部门将维持利率在相对低位以遏制市场融资成本的上升，同时采取更多措施增强货币政策传导效率并降低中小企业融资负担。

图表 10：信贷环境趋于严峻

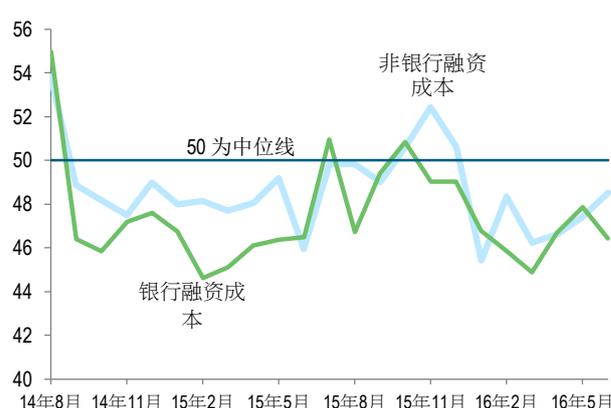
中小企业信用状况各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 11：中小企业融资成本持续攀升

银行及非银行融资成本



来源：渣打银行全球研究部

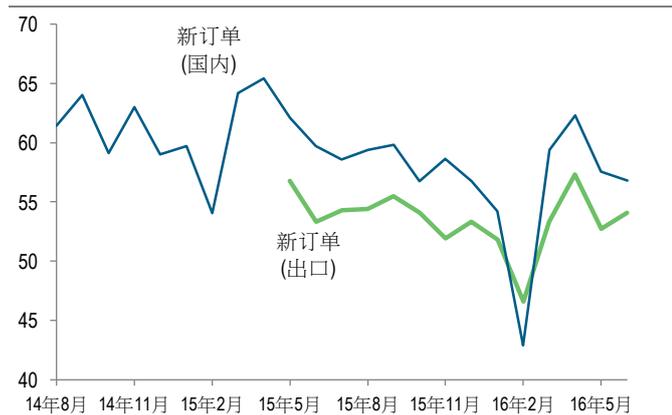
调研显示中小企业看跌人民币多于看涨

39.7%的受访企业预计 USD-CNY 汇率将保持基本平坦；中小企业看跌人民币多于看涨，看跌占 36.8%，看涨占 23.5%

最新一期中小企业信心调研结果显示，6 月中小企业出口需求回升，且中小企业对人民币兑美元汇率（USD-CNY）波动加剧的预期增强，并倾向于预计人民币贬值。

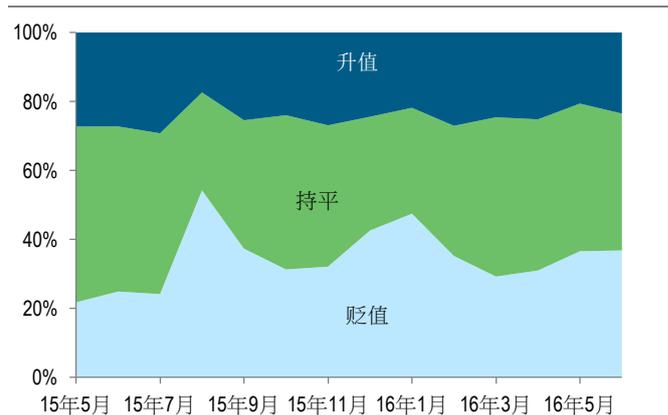
- **6 月外部需求略显改善。**6 月新出口订单指标由 5 月的 52.7 回升至 54.1，但内需趋于疲软（图表 12）。全球经济复苏仍显乏力且我们认为今年净出口对经济增长的贡献不会太大；内需仍是决定性因素。
- **更多受访中小企业预计未来 USD-CNY 汇率波动将加大。**506 家受访中小企业中，39.7%的企业预计未来三个月 USD-CNY 汇率走势将相对平坦；这一比例已由 3 月 46.2%的峰值连续三个月下滑（图表 13）。由于更好地理解人民币汇率政策和人民币每日中间价报价机制的存在，近几个月市场对 USD-CNY 即期汇价和中间价的波动的反应趋于更加镇定。
- **看跌人民币多于看涨。**36.8%的受访企业预计近期人民币将对美元贬值。这一比例略高于 5 月的 36.5%并达到近 5 个月新高。23.6%的企业预计人民币将升值，较 5 月 20.6%的低位有所上升。这一结果表明尽管人民币仍面临贬值压力，鉴于美联储货币政策会逐步趋于常态化，在岸企业看跌人民币的情绪已经减弱。我们预计中国当局将维持人民币对一篮子货币汇率相对稳定，同时限制 2016 全年人民币对美元贬值幅度在 5%以内，以防引发市场恐慌性地将人民币资产换为外币资产。我们维持 2016 年底前人民币兑美元汇率（USD-CNY）或达 6.56%的预测不变。

图表 12：6 月出口有所回升
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 13：预计 USD-CNY 汇率波动将加大
占受访企业的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

大宗商品需求趋于稳定...暂时如此

大宗商品需求短期内稳定，中期需谨慎看待

中小企业调研与大宗商品相关的调查问题覆盖中小企业订单状况、原材料进口以及能源成本，6月调研结果意外发现大宗商品需求较为稳定。受访中小企业称近期企业订单状况略有改善，并预计未来三个月原材料进口将基本保持不变。预期未来三个月能源成本将维持平坦的企业比例升至2016年初以来的峰值；仅25.7%的受访企业预计能源成本将会上涨，这一比例创3月以来新低。

鉴于市场对下半年中国经济前景持谨慎态度且7-8月大宗商品需求面临季节性疲软，我们认为此次调研显示的目前大宗商品需求的稳定或仅为暂时现象。我们预计未来两个月中小企业订单状况和进口需求或面临下行风险。

问题 1：你所在企业未来生产产品是否已预售？

中小企业短期订单前景改善，但经济前景存在不确定性导致中期前景转弱

6月中小企业短期内订单状况略有改善，已预售下月产品的企业数量增多。16.2%的企业表示未来一个月生产产品已被预售，较5月的12.8%有所上升（图表15）。72.1%的企业表示尚未收到任何未来三个月的订单，较5月的73.1%略有下降。然而，中期订单前景进一步恶化，仅11.7%的企业反馈称未来三个月生产的产品已被预售，低于5月的14.1%。

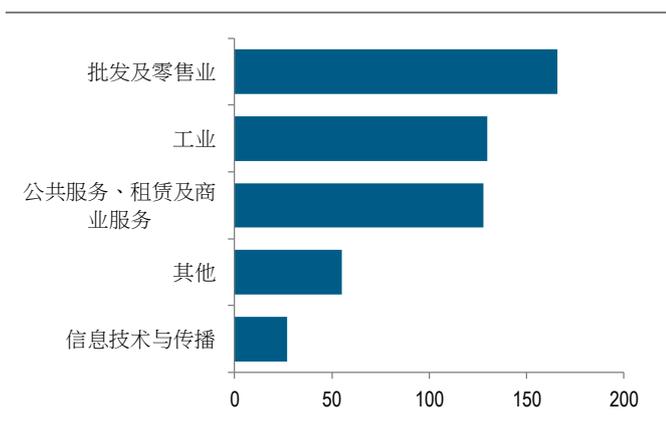
尽管短期订单前景的改善表明大宗商品需求暂时平稳，大多数中小企业尚未预售未来产品这一事实表明大宗商品类产品的市场需求仍显疲弱。未来三个月订单前景明朗程度的减弱表明6月大宗商品需求的中期前景较此前两月有所转弱。我们认为这主要是由于多数受访中小企业对经济前景持谨慎态度。

问题 2：你预计企业的原材料进口将如何变化？

原材料进口或保持基本不变；现金流收紧、融资受限和对经济前景的信心减弱抑制原材料进口的反弹

6月受访企业原材料进口前景较为平稳。51.8%的企业反馈称预计未来三个月进口规模将保持基本不变，这一比例升至2月以来新高（图表16）。少数预计原材料进口将会变化的受访企业中，13.2%的企业预计将上升（低于5月的16.9%），11.9%预计将下降（5月为13.8%）。余下23.1%的受访企业未来三个月暂无原材料进口计划，略低于5月的23.4%。

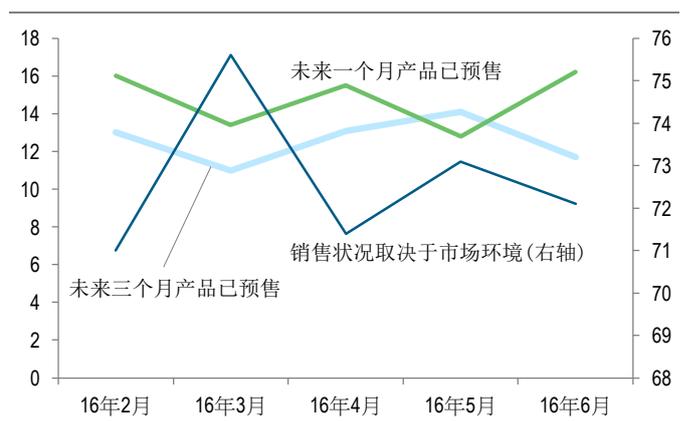
图表 14：大宗商品相关问题收到的反馈仍稳定在高位(受访中小企业数量)



来源：渣打银行全球研究部

图表 15：短期订单前景略有改善

针对“产品的未来销售”这一问题给出反馈的中小企业数量占比%



来源：渣打银行全球研究部



现金流趋紧、融资受限和对未来 3-6 个月经济前景缺乏信心是抑制中小企业原材料进口的主要因素。6 月几乎所有大宗商品类受访企业均反馈称企业在获取融资支持业务时仍持续受限。部分企业转向成本大幅提升的民间融资。我们预计未来数月上述因素将继续存在并将持续限制企业原材料进口。

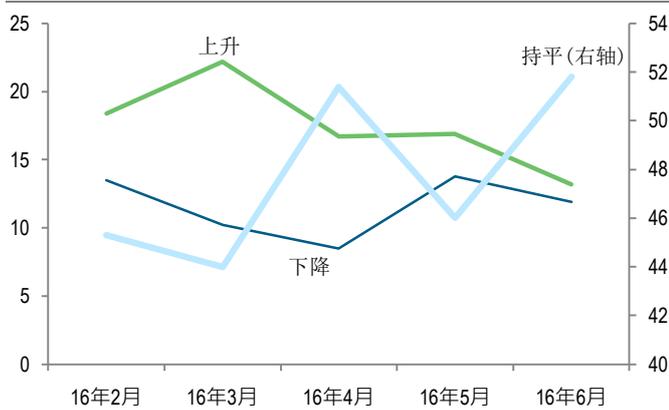
问题 3：你预计企业的能源成本将有何变化？

预计能源成本维持平坦的受访中小企业比例升至 2016 年初以来最高位

6 月调研中仅 25.7% 的受访中小企业预计未来三个月企业能源成本将会上升，这一比例创 3 月以来新低。相比之下，预计能源成本将保持不变的企业比例持续上升至 59.2%，为 2016 年初以来的新高（图表 17），高于 5 月的 56.0%。仅 8.9% 的受访企业预计能源成本将会下降，低于 5 月的 11.4%。5 月布伦特油价升至每桶 50 美元；我们认为这一现象导致中小企业对油价前景较今年年初持更加谨慎的观点。

图表 16：原材料进口前景更趋稳定

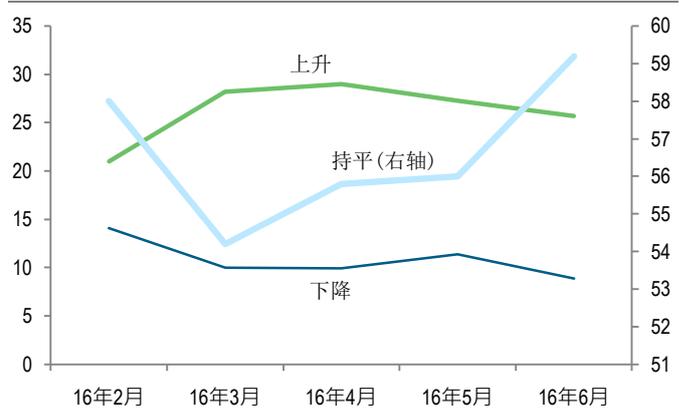
未来 3 个月进口预期，占受访企业总数的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 17：中小企业对能源成本前景的谨慎态度升至历史新高

能源成本状况，占受访企业总数的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 18：渣打中国中小企业信心指数 (SMEI) 及各分项指数

	15年6月	15年7月	15年8月	15年9月	15年10月	15年11月	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
SMEI 指数	57.3	57.3	57.4	56.6	55.0	55.3	54.7	54.0	53.5	57.8	58.7	56.0	55.2
现状指数	55.8	55.0	55.2	55.5	53.3	54.4	54.2	53.9	45.8	55.9	57.5	54.9	54.4
预期指数	60.8	60.4	60.9	59.6	57.3	56.0	54.8	53.8	59.5	61.2	61.7	58.7	58.4
信用指数	55.2	56.6	56.1	54.9	54.4	55.6	55.1	54.4	55.2	56.4	56.7	54.5	52.8

来源：渣打银行全球研究部

