

2024年07月02日

5月普惠景气指数的结构性亮点

——普惠金融-景气指数点评

- **引言：5月普惠金融-景气指数有所回落，但也存在结构性亮点。**
- **5月普惠金融-景气指数再度小幅回落，企业经营与融资压力边际加大。** 根据普惠金融-景气指数数据，5月总体指数延续前期下行过程，较4月回落0.2点至48.8点，分项来看，经营景气度与融资景气度继续下行，两者分别回落0.2点、0.4点至48点、53.2点，企业经营与融资压力仍在加大。
- **融资景气：融资成本压力趋于上升，但融资规模有所改善。** 拆分融资景气来看，融资成本指数5月回落0.5点至53.3，延续4月趋势，该指标是逆指标，指标越低说明融资成本压力有所增加，也是导致5月整体融资景气度下行的核心来源之一，与此同时，融资满意度指数明显回落0.7至53，两者近年来基本同向变化，说明企业有效融资需求并未得到充分满足。但相比之下，5月普惠金融数据结构性亮点在于，融资规模指数未再呈现4月下态势，5月较4月回升0.2至50.8。而从宏观数据来看，5月整体信贷数据虽然仍然偏弱，但是主因票据融资冲高后回落，此外居民信贷需求在房地产市场调整过程中仍然偏低，但5月企业中长期贷款表现整体好于2019年前季节性。与此同时，政府债券特别是国债放量也推动社融数据走强，整体信用环境较4月边际上有所改善，也是普惠金融融资规模指标有所回升的原因。
- **经营景气：企业绩效、企业活力、企业投入指数有所回落。** 拆分经营景气来看，5月企业经营绩效指数下滑0.3至50.6，下滑幅度是分项指标中最大的，一方面反映目前需求不足对于企业营收的拖累，5月工业企业营收表现也弱于季节性，另一方面反映上游大宗涨价对于中下游，尤其是小企业带来较明显的成本压力，而本轮因为中下游企业产能利用率下滑、约束下游行业出厂价格，导致下游行业难以将上游涨价压力向更下游传导，最终反映为自身成本压力上升、经营绩效走低。与此同时，企业活力指数回落0.2至46.5，且持续处于荣枯线以下，也受到经营绩效转弱的影响。经营投入指数也小幅下滑0.04至50.12。
- **总结：政策加码有望形成对冲效果，三季度普惠景气指数仍有望回升：**
- **从总体经济环境来看，**其中地产投资的进一步走弱风险正在发酵，商品消费恢复也仍然偏慢。虽然目前服务景气度持平往年同期，7月伴随暑运开启，服务业景气环比或有所改善，但下半年服务消费基数明显走高，同比指标仍面临压力。此外虽然出口表现相对仍好于其他宏观领域，但伴随基数走高、发达国家进口与消费的缺口接近弥合，出口增速也难再进一步明显上升，下半年或有所回落。整体宏观经济仍面临一定程度压力。
- **展望后续，政策加码仍是下半年宏观的最重要主线，尤其是需要疏通经济传导、而非单纯刺激经济变量的政策，这才有助于缓和前期政策效果不及预期的问题。** 而分类型看，未来两年产业政策基于“节能”主线形成的投资（产能改造）与消费（以旧换新）的促进效果仍有空间，但也需要缓和产能利用率下行对工业品价格的拖累。财政政策年内仍需要加快扩张稳定基建投资，中长期也需要补充地方财源、缓解土地收入走弱的风险，此外需要有准财政工具配合地产政策对房企供给侧流动性形成支持，而不能仅依赖银行、地方国企等市场机构进行房地产化险，目标是要推动目前较低的期房竣工率逐步回升，才能促进居民购房需求的释放与预防式储蓄动机的下降。而货币政策在传导受阻背景下，更多兼顾稳预期角色，我们维持9月降准、7-8月有一次降息的判断不变。在此过程中，小企业仍有成本改善、收入止跌的可能性，预计三季度普惠金融指数仍有望小幅回升。
- **风险提示：地产信用风险加剧，政策效果不及预期。**

证券分析师

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

屠强
(8621)23297818x
tuqiang@swsresearch.com



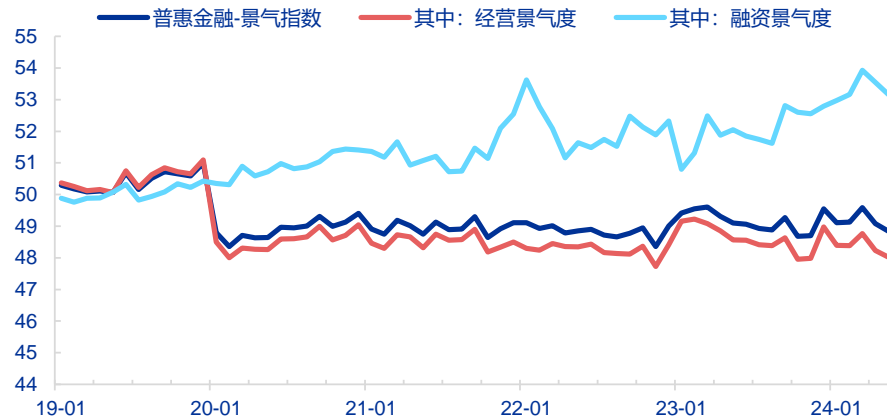
申万宏源研究微信服务号

注：普惠金融-景气指数由中国经济信息社、中国银行业协会、中国建设银行、中国中小企业协会共同推出。

一、5月普惠金融-景气指数再度小幅回落，企业经营与融资压力边际加大

根据普惠金融-景气指数数据，5月总体指数延续前期下行过程，较4月回落0.2点至48.8点，分项来看，经营景气度与融资景气度继续下行，两者分别回落0.2点、0.4点至48点、53.2点，企业经营与融资压力仍在加大。

图1：5月普惠金融-景气指数继续回落，经营景气与融资景气均趋回落



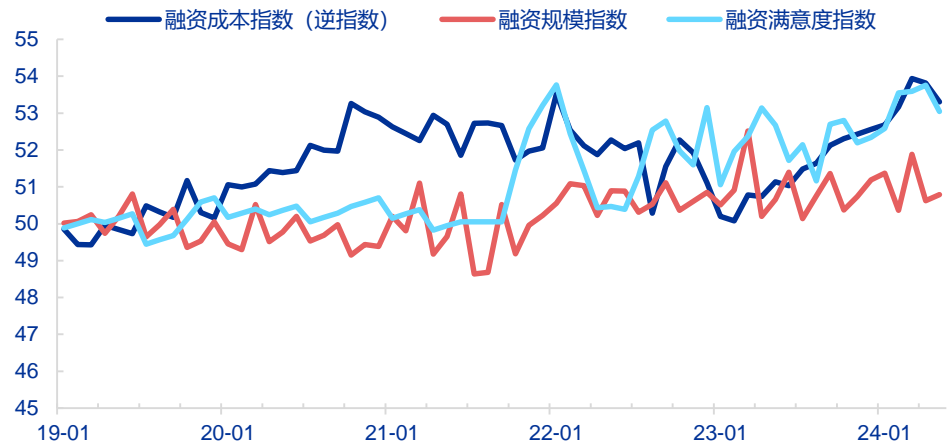
资料来源：新华财经，申万宏源研究

二、融资景气：融资成本压力趋于上升，但融资规模有所改善

拆分融资景气来看，融资成本指数5月回落0.5点至53.3，延续4月趋势，该指标是逆指标，指标越低说明融资成本压力有所增加，也是导致5月整体融资景气度下行的核心来源之一，与此同时，融资满意度指数明显回落0.7至53，两者近年来基本同向变化，说明企业有效融资需求并未得到充分满足。

但相比之下，5月普惠金融数据结构性亮点在于，融资规模指数未再呈现4月下月滑态势，5月较4月回升0.2至50.8。而从宏观数据来看，5月整体信贷数据虽然仍然偏弱，但是主因票据融资冲高后回落，此外居民信贷需求在房地产市场调整过程中仍然偏低，但5月企业中长期贷款表现整体好于2019年前季节性。与此同时，政府债券特别是国债放量也推动社融数据走强，整体信用环境较4月边际上有所改善，也是普惠金融融资规模指标有所回升的原因。

图 2：融资景气细分指数



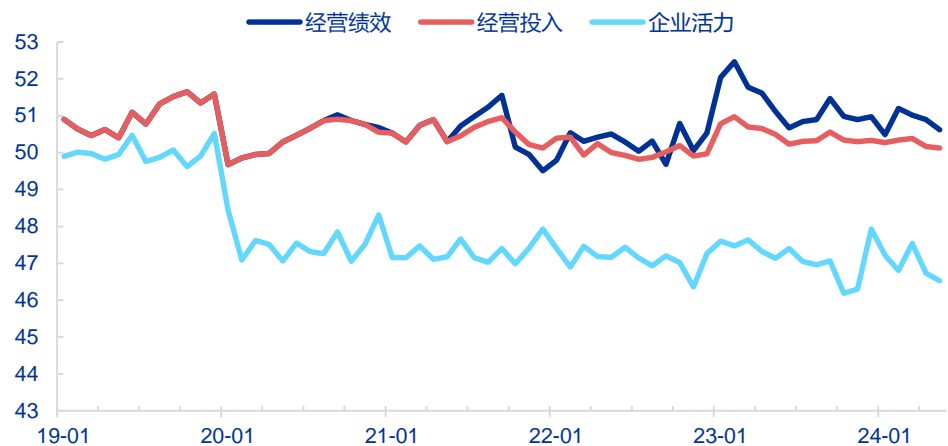
资料来源：新华财经，申万宏源研究

三、经营景气：企业绩效、企业活力、企业投入指数有所回落

拆分经营景气来看，5月企业经营绩效指数下滑0.3至50.6，下滑幅度是分项指标中最大的，一方面反映目前需求不足对于企业营收的拖累，5月工业企业营收表现也弱于季节性，另一方面反映上游大宗涨价对于中下游，尤其是小企业带来较明显的成本压力，而本轮因为中下游企业产能利用率下滑、约束下游行业出厂价格，导致下游行业难以将上游涨价的压力向更下游传导，最终仅反映为自身成本压力上升、经营绩效走低的结果。

与此同时，企业活力指数回落0.2至46.5，且持续处于荣枯线以下，也受到经营绩效转弱的影响。经营投入指数也小幅下滑0.04至50.12。

图 3：经营景气指数中，经营绩效、经营投入、企业活力均有所下行



资料来源：新华财经，申万宏源研究

四、总结：政策加码有望形成对冲效果，三季度普惠景气指数仍有望回升

从总体经济环境来看，其中地产投资的进一步走弱风险正在发酵，商品消费恢复也仍然偏慢。虽然目前服务景气度持平往年同期，7月伴随暑运开启，服务业景气环

比或有所改善，但下半年服务消费基数明显走高，同比指标仍面临压力。此外虽然出口表现相对仍好于其他宏观领域，但伴随基数走高、发达国家进口与消费的缺口接近弥合，出口增速也难再进一步明显上升，下半年或有所回落。整体宏观经济仍面临一定程度压力。

展望后续，政策加码仍是下半年宏观的最重要主线，尤其是需要疏通经济传导、而非单纯刺激经济变量的政策，这才有助于缓和前期政策效果不及预期的问题。而分类型看，未来两年产业政策基于“节能”主线形成的投资（产能改造）与消费（以旧换新）的促进效果仍有空间，但也需要缓和产能利用率下行对工业品价格的拖累。财政政策年内仍需要加快扩张稳定基建投资，中长期也需要补充地方财源、缓解土地收入走弱的风险，此外需要有准财政工具配合地产政策对房企供给侧流动性形成支持，而不能仅依赖银行、地方国企等市场机构进行房地产化险，目标是要推动目前较低的期房竣工率逐步回升，才能促进居民购房需求的释放与预防式储蓄动机的下降。而货币政策在传导受阻背景下，更多兼顾稳预期角色，我们维持9月降准、7-8月有一次降息的判断不变。在此过程中，小企业仍有成本改善、收入止跌的可能性，预计三季度普惠金融指数仍有望小幅回升。

风险提示：地产信用风险加剧，政策效果不及预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。