

## 宏观研究报告

## 证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001  
邮箱  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼

投资咨询资格编号:S1060521020001  
邮箱 zhangdeli586@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009  
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



## 推动政策形成合力，做好民企“固本培元”

- 民营经济具有“五六七八九”的特征，已成为中国经济和社会发展不可或缺的重要力量。近年来针对中美贸易摩擦、新冠疫情爆发和大宗商品涨价等新形势、新变化，政策持续加大对民营企业的支持力度。但民营企业的生产经营还处于疫后恢复阶段，与国企相比仍有差距。应在巩固、做实、做细前期各项政策的基础上，进一步做好对民企的“固本培元”工作。
- 近年政策加大了对民企的支持力度。2020年正式实施《优化营商环境条例》，持续放宽市场准入，并实行全国统一的市场准入负面清单制度。贯彻落实减税降费政策，通过MPA、首贷户比例等考核，引导金融机构加大对民企集中的中小企业和制造业企业加大信贷投放。新冠疫情后大宗商品价格持续上涨，处于中下游的制造业民企成本激增，今年7月政治局会议和多次国务院常务会议，要求做好大宗商品保供稳价工作。
- 但民企和国企相比仍有差距。突出体现在以下几点：**第一**，民营企业经营性现金流压力大于国企。2021年7月私营工业企业的应收账款平均回收期为48.2天，比2019年12月增加4.4天，而同期国有控股工业企业的分别为41.2天和缩短5.3天。**第二**，民营企业融资成本仍明显高于国企。2021年8月末民企债信用利差中位数比央企债和地方政府债的分别高2.05%、1.88%。**第三**，民营企业盈利能力弱于国企。从两年平均同比看，工业各行业利润增速呈现出上游、中游原材料、中游制造和下游行业依次递减的特点。上游、中游原材料行业多为国企，而中游制造和下游行业多为民企。**第四**，民营企业去杠杆压力大于国企。2021年7月私营工业企业资产负债率为58.3%，高于同期国有控股工业企业的资产负债率57.0%。和2019年12月相比，私营工业企业资产负债率提高了0.9%，而同期国有控股工业企业资产负债率降低1.0%。**第五**，民营企业投资意愿尚显不足。今年一、二季度制造业产能利用率分别为77.6%和78.8%，处于历史同期高位，制造业企业有扩大资本开支的诉求。但实际情况并不乐观，今年1-7月制造业投资同比增长17.3%、两年平均增长2.6%，反弹幅度弱于市场预期。
- 针对民营企业近期面临的困难，应在巩固、做实、做细前期各项政策的基础上，根据新形势、新变化、新挑战，进一步做好对民企的“固本培元”工作。**第一**，重视民营企业反馈，继续优化营商环境。**第二**，货币和财政政策加大对民企的定向支持。**第三**，平衡好长期绿色转型和短期大宗商品涨价的问题。**第四**，扩大人民币汇率双向波动幅度，更好发挥其“自动稳定器”作用。**第五**，稳定和提升民营企业信心，包括明确“三次分配”的自愿原则、改善外部环境、规范行业发展时各所有制企业公平对待等。

民营经济具有“五六七八九”的特征，已成为中国经济和社会发展不可或缺的重要力量。十九大报告首次提到“民营企业”这一概念，而以往历届党代会报告中使用的是“非公有制经济”，表明党对民营企业在改革开放和经济社会发展中所做出的贡献给予充分肯定。

近年来，针对中美贸易摩擦、新冠疫情爆发和大宗商品涨价等新形势、新变化，政策持续加大对民营企业的支持力度。2020年正式实施《优化营商环境条例》，持续放宽市场准入，并实行全国统一的市场准入负面清单制度。贯彻落实减税降费政策，通过MPA、首贷户比例等考核，引导金融机构加大对民企集中的中小企业和制造业企业加大信贷投放。新冠疫情后大宗商品价格持续上涨，处于中下游的制造业民企成本激增，今年7月政治局会议和多次国务院常务会议，要求做好大宗商品保供稳价工作。

虽然出台了一揽子政策支持民营企业，但民营企业的生产经营还处于疫后恢复阶段，与国企相比仍有差距。这突出体现在以下几点：

**第一，民营企业经营性现金流压力大于国企。**国家统计局公布的工业企业应收账款平均回收期能够反映企业生产经营活动现金流情况。2021年7月私营工业企业的这一指标为48.2天，比2019年12月增加4.4天，而同期国有控股工业企业的分别为41.2天和缩短5.3天。这侧面说明：一是，大宗商品供给收缩后，国企议价能力增强；二是，针对房企和城投的结构性紧信用，也让和这两类企业有业务往来的私营工业企业，销售回款变得更加困难。

**第二，民营企业融资成本仍明显高于国企。**降低实体融资成本是近年货币政策的重点目标之一，尤其是降低民企和中小企业这些经济薄弱环节的融资成本。围绕这一目标出台了相关政策，比如贷款利率锚定LPR、存款利率自律上限调整、将小微企业服务情况纳入MPA考核等，但民营企业融资成本仍比国企高不少。考虑到数据可得性，我们对比国企和民企的信用利差来看融资成本差距。2021年8月末，中央国企、地方国企和民营企业三类主体的债券信用利差中位数分别为44.36bp、61.43bp、249.68bp，民企债信用利差中位数比央企债和地方国企债的分别高2.05%、1.88%。

**第三，民营企业盈利能力弱于国企。**国家统计局公布了32个行业今年1-7月的利润数据，从两年平均增速看，呈现出上游、中游原材料、中游制造和下游行业依次递减的特点。上游的黑色金属采选业，以及中游的有色金属冶炼、黑色金属冶炼今年1-7月利润两年平均增速都超过30%，这些行业的企业以国企为主；同期有6个行业的利润两年平均增速为负，包括木材加工、文娱用品、家具制造、印刷、纺织服装和皮革制鞋业，这些行业以民企为主，处于产业链下游，面临着成本上升和需求羸弱的双重压制。

**第四，民营企业去杠杆压力大于国企。**国家统计局数据显示，2021年7月私营工业企业资产负债率为58.3%，高于同期国有控股工业企业的资产负债率57.0%。此外，和2019年12月相比，私营工业企业资产负债率提高了0.9%，而同期国有控股工业企业资产负债率降低1.0%。可见，无论是从资产负债率的绝对水平，还是和疫情前相比的变化幅度看，民营企业当前面临的去杠杆压力都比国企大。

**第五，民营企业投资意愿尚显不足。**作为市场化主体，民企在扩大投资前，需要考虑投资的收益和成本，通常只有预期投资后能够获得一定回报时，民营企业才可能去增加投资。制造业企业以民企为主，今年一、二季度制造业产能利用率分别为77.6%和78.8%，处于历史同期高位，制造业企业有扩大资本开支的诉求。但实际情况并不乐观，今年1-7月制造业投资同比增长17.3%、两年平均增长2.6%，反弹幅度弱于市场预期。我们认为，拖累制造业投资反弹的因素包括原材料成本上涨、终端需求见顶回落和企业对未来预期不乐观等。

民营经济持续健康发展，对于经济增长、解决就业和稳定社会均具有重要意义。针对民营企业近期面临的困难，应在巩固、做实、做细前期各项政策的基础上，根据新形势、新变化、新挑战，进一步做好对民企的“固本培元”工作。

**第一，重视民营企业反馈，继续优化营商环境。**根据世界银行发布的《营商环境报告》，中国营商便利度全球排名，从2018年的第78位迅速提高到2020年的第31位。如此大的进步是通过改革实现的，中美贸易摩擦后全国层面开始推进重要的营商环境改革，比如出台一系列减税降费政策、扩大负面清单覆盖领域、简化破产程序和扩大金融开放等。

但作为全球第二大经济体，中国营商环境还有进一步的优化空间。一是，北京和上海的营商环境改革走在前列，2021年北京和上海均已发布营商环境改革4.0版本，可继续在全国复制推广北京和上海的先进经验。二是，加强法治、促进竞争、简政放权，为各类所有制企业提供优质公共服务和公平竞争环境。三是，针对民营企业“五六七八九”的特征，优化营商环境时，应重视与民营企业沟通，提高它们反馈的数量与质量，同时在制定政策和优化流程时参考相关反馈。

**第二，货币和财政政策加大对民企的定向支持。**货币政策支持民企已取得积极成效，今年二季度末工业企业中长期贷款余额同比增长25.8%、普惠金融领域贷款余额同比增长25.5%，均明显高于同期企事业单位贷款余额的同比增速10.8%。可在巩固现有成果的基础上，进一步通过再贷款、再贴现、扩大MLF抵押品范围、提高首贷户考核比重等方式，引导金融机构加大对民营企业的支持。但同时也要防范风险，根据实际情况确定考核目标，避免为贷而贷和出现金融机构风险敞口激增的问题。

财政政策方面，一是，巩固前期减税降费成果。近年减税降费力度较大，2020年新增减税降费规模达2.6万亿，今年新增规模预计也将达到7000亿。考虑到隐性债务监管和财政可持续性，短期出台新的大规模减税降费政策概率不大。因此，重点是要严格落实前期各项政策，避免地方政府在财政收支压力下，违规向民企征税和收费。二是，发挥政府出资担保基金的作用，为民企融资提供便利。

**第三，平衡好长期绿色转型和短期大宗商品涨价的问题。**中国碳排放接近全球总排放的三成，2015-2019年中国碳排放年均增长1.2%，快于同期全球0.8%的增速；且中国碳达峰到碳中和之间只有30年，和大多数发达国家相比短得多，因此，中国要实现碳达峰碳中和“30.60”目标，任务确实艰巨。但实现这一目标，要以尊重经济客观规律为前提，科学制定方案，尽量减少对实体经济的冲击。

但国内部分行业运动式“减碳”，推动相关品种商品价格大涨，处于中下游的民营企业被动承担成本上升。最典型的是钢铁行业：2020年年末有关部门就指出2021年粗钢要同比减产，限产预期下螺纹钢期货活跃合约价格今年5月到达历史高点6208元/吨，和去年同期相比上涨79.8%。在国常会多次指出要保供稳价、7月中央政治局会议纠正运动式“减碳”后，有省市仍在继续推动粗钢减产。7月中旬至今铁矿石期货价格大跌39.0%，而同期螺纹钢期货价格只下跌了2.5%，中下游民企几乎没有享受到原材料下跌后的成本下降，钢厂获得了绝大多数的增量利润。

原材料涨价对民企的生产、投资和信心都带来负面冲击。因此，需要更好平衡长期碳减排目标与短期大宗商品供给不足的问题。尽快出台碳达峰行动方案，各级政府和各行业以此为基础，制定符合自身实际的方案。同时，应加大对运动式“减碳”的惩处，尤其是借“减碳”之名限产减产，实际是为行业和企业谋取高额利润的行为。

**第四，扩大人民币汇率双向波动幅度，更好发挥其“自动稳定器”作用。**2020年5月底至今，在岸人民币对美元升值11.5%，CFETS人民币汇率指数升值6.8%。强势人民币降低了出口企业的利润率，也削弱了中国商品出口竞争力。由于海外疫情扩散和生产尚未恢复，供需缺口下海外市场对中国商品目前仍有较强需求。不过，随着海外复工推进，订单回流是个大趋势，未来强势人民币可能会加速订单从中国流出。

民企是中国出口的主力军，2020年私营企业出口1.4万亿美元，占总出口的54.1%。一些微观调研显示，民营出口企业多数规模较小，在和海外客户谈判时不具有议价能力，需要承担部分因人民币升值带来的海外客户采购成本上升，赚量不增利。有鉴于此，可适当扩大人民币汇率的双向波动幅度，提高对人民币贬值的容忍度，以此缓和强势汇率和订单回流对出口企业的双重冲击，更好稳定出口和宏观经济。

**第五，稳定和提升民营企业信心。**民营企业家作为自负盈亏的主体，对他们来说“信心比黄金更重要”。这体现在数据上就是，制造业投资增速处于上行周期时，多数时候伴随着制造业企业家信心指数的回升。也就是说，只有他们对未来预期乐观时，才有可能主动扩大资本开支。前文提到过今年前7个月，有6个制造业下游行业的利润两年平均增速仍为负值，盈利还没有恢复到疫情前水平，这些行业更需政策来呵护信心。

目前亟需做的：一是，明确“三次分配”的自愿原则，并形成社会共识。根据今年政府工作报告，年内大概率会出台《共同富裕行动纲要》，收入分配是实现共同富裕的基础制度。三次分配可以作为初次分配和再分配的有益补充，但实施过程中必须以民营企业家等高收入人群的自愿为前提，否则可能在推进公平过程中造成效率缺失，而提升效率平稳发展仍是解决中国一切问题的基础和关键。二是，改善外部环境，包括修复中美关系、推进“一带一路”等。改革开放和加入WTO是中国经济腾飞的基础，推动外循环，对稳定企业家信心、扩大市场规模和形成创新所需的资本积累都极为重要。三是，在规范相关行业发展时，应对行业内的各所有制企业公平对待，避免行业整顿升级为全社会关注的“国进民退”讨论。在2018年11月的民营企业家座谈会上，习近平主席掷地有声地指出，“任何否定、怀疑、动摇我国基本经济制度的言行都不符合党和国家方针政策，都不要听、不要信”！这一讲话精神需要时刻宣示、不断加强、认真落实，必能排除噪音、形成共识、让“所有民营企业和民营企业家完全可以吃下定心丸、安心谋发展”。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_26274](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26274)

