

宏观深度

回望民企纾困三周年

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



2021 年作为民企纾困的第三年，作为疫情后中国经济和政策向常态化过渡的一年，民营企业的运行环境和经营状况发生了许多新变化。本篇报告集中梳理 2021 年民营企业在融资、经营、发展等方面的状态，分析民营企业面对的痛点与难点。

平安观点：

1. 民企信贷融资环境显著改善，但在债券市场融资更加艰难。尤其是，弱资质民企正在退出债券市场，货币政策的结构性支持还需坚持。2021 年小微、民营企业实现信贷规模持续增长和融资成本进一步下降，贷款需求得到较充分满足。但民营企业信用债净融资额进一步降至-2745 亿元，同期国有企业信用债净融资额达到 6.71 万亿。特别是，农商行在支持小微企业的增量表现上明显落后，支持中小银行资本金补充的政策措施需要加快推出。截至 2021 年三季度末，农商行普惠小微企业贷款余额占总体比例为 32.3%，但新增普惠小微企业贷款占比仅为 25.8%，与余额占比不匹配。
2. 出口高景气下民营企业生产扩张较快，但上游原材料价格高涨使得民企生产成本居高不下，导致民企呈“增收不增利”倾向，且中游盈利表现明显好于下游。民营企业主要集中在工业中下游、尤其是下游行业。按照 2020 年总资产规模计算，私营工业企业在上游行业中的占比平均仅为 16.2%，而在中游和下游行业的平均占比分别达到 35.6%和 40.8%。2021 年全年私营、股份制工业企业利润总额的两年平均增速分别为 14.7%、20.4%，较国企增速低了 8.4 个、2.7 个百分点。且 2021 年四季度开始，私营工业企业中亏损企业的数量也率先重回正增长。
3. 在 2021 年下半年以来的总需求逐步收缩中，民营企业的预期转弱更为明显，总需求下滑愈发成为民企的主要压力来源。国家统计局发布的企业家信心指数显示，2021 年三季度私营企业的企业家信心指数比一季度下降 7.1 个百分点至 118.3，而国有企业仅下降 3.7 至 128.0。民营企业“被动加杠杆”的特征强化。2021 年私营企业总资产加速扩张主要是由于非流动资产和存货、产成品资金的拉动，也就是说仅部分反映了固定资产投资的增长，在很大程度上是由于库存的被动积压。从而形成“库存被动积压——流动资产被动加速增长——企业被动融资周转”的链条。
4. 制造业投资拉动民间投资回暖，但民营企业投资回报偏低问题再度凸显。民间固定资产投资主要集中于制造业和房地产业。2021 年，制造业在我国固定资产投资中表现“一枝独秀”，对民间投资的拉动达到 1.8 个百分点。我们采用 A 股上市公司数据计算国企与民企 ROIC，可见 2021 年三季度国企投资回报率再度反超民企。当前民间投资回升对于出口高景气的依赖度较高，同时受到上游原材料价格高企和总需求走弱的双重夹击，民营企业投资增长的基础尚需加固。

正文目录

一、	民企信贷融资环境显著改善	5
二、	原材料价格上涨导致民企“增收不增利”	9
三、	“总需求收缩”成为民企的增量压力来源	13
四、	制造业投资拉动民间投资回暖	15

图表目录

图表 1	2021 年信贷政策对于小微企业和制造业的支持不断加码	6
图表 2	2021 年小型企业贷款需求指数明显下降	6
图表 3	2021 年中小企业资金状况不断改善	6
图表 4	2020 年下半年以来民营企业信用债融资愈发艰难	7
图表 5	2021 年民营企业信用债违约风险再度暴露	8
图表 6	2020 年下半年以来民企产业债信用利差下降，或表明部分弱资质民企正退出债券市场	8
图表 7	大型银行及农商行累计发放普惠小微贷款较多	9
图表 8	大型银行是普惠小微贷款发放的主力	9
图表 9	疫情以来农商行资本充足率下降至低位	9
图表 10	农商行资本补充工具发行占比较低	9
图表 11	2021 年我国出口保持高景气	10
图表 12	2021 年私营工业企业生产扩张较快	10
图表 13	民营企业主要集中在中下游	10
图表 14	2021 年上下游价格之差扩大至历史高点	11
图表 15	2021 年民企生产成本居高不下	11
图表 16	2021 年私营企业利润增速明显低于国企	11
图表 17	2021 年四季度民营亏损企业数量同比转正	11
图表 18	2021 年服务业 PMI 下坠且波动更大	12
图表 19	2021 年服务业预期指数较疫情前大幅下挫	12
图表 20	2021 年出口的高景气主要由中游行业拉动	12
图表 21	2021 年中游制造业上民企利润增速高于下游	13
图表 22	中国经济进入“被动补库存”阶段	13
图表 23	工业产销率下降表明终端需求正在下滑	13
图表 24	小型企业生产经营活动预期一度降至荣枯线下	14
图表 25	私营企业家信心指数下降更为明显	14
图表 26	疫情后私营工业企业资产负债率居高不下	14
图表 27	2021 年私营企业资产、负债同步扩张	14
图表 28	2021 年私营企业资产加速扩张主要源于非流动资产和存货拉动	15
图表 29	国有企业资产扩张则主要体现为非流动资产和其它流动资产（主要是货币资金）的增长	15
图表 30	民间固定资产投资主要集中于制造业及房地产业	16
图表 31	2021 年民间制造业投资与基建投资明显分化	16
图表 32	制造业投资回升拉动民间投资回暖	16
图表 33	2021 年我国出口与制造业投资的增长呈现正向相关	17

图表 34	2021 年我国制造业投资增长的拉动力量较为集中	17
图表 35	2021 年三季度民企与国企投资回报率的差距再扩大	18
图表 36	2021 二、三季度地产行业对国有上市公司投资回报率产生拖累	18
图表 37	2021 二、三季度地产行业对民营上市公司投资回报率产生更大拖累	18

2018年11月，在民营企业信心陷入低谷，民企债务违约频发的背景下，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，开启了多措并举纾困民企的政策组合。2020年新冠疫情爆发后，民企纾困政策又进一步强化。2021年作为民企纾困的第三年，作为疫情后中国经济和政策向常态化过渡的一年，民营企业的运行环境和经营状况发生了许多新变化。本篇报告集中梳理2021年民营企业在融资、经营、发展等方面的状态，分析民营企业面对的痛点与难点。我们梳理发现：

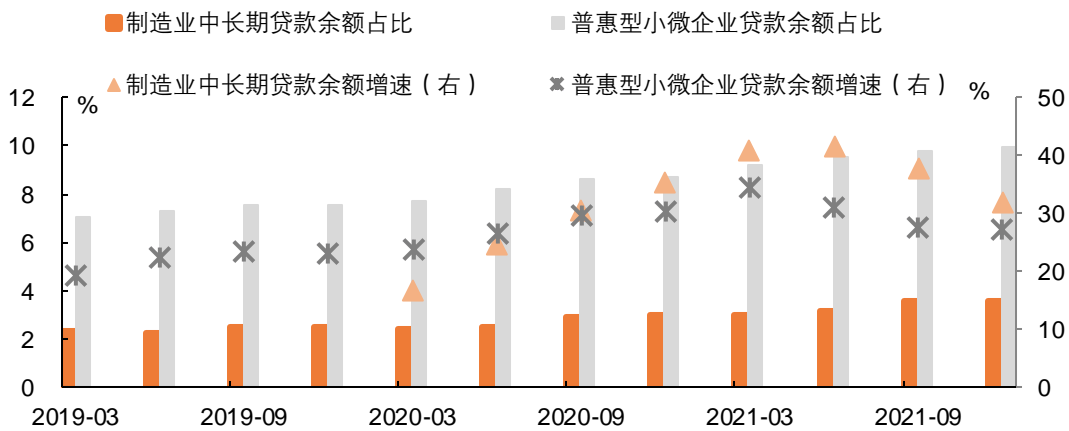
- 1、民企信贷融资环境显著改善，但在债券市场融资更加艰难。尤其弱资质民企可能正在退出债券市场，货币政策的结构性支持还需坚持。特别是，农商行在支持小微企业的增量表现上明显落后，支持中小银行资本金补充的政策措施需要加快推出。
- 2、出口高景气下民营企业生产扩张较快，但上游原材料价格高涨使得民企生产成本居高不下，导致民企呈“增收不增利”倾向，且中游盈利表现明显好于下游。
- 3、“总需求下滑”愈发成为民企的主要压力来源。中央经济工作会议定调“要正确认识和把握碳达峰碳中和”后，钢铁、煤炭为代表的工业原材料价格上涨压力有望缓和，民营企业“增收不增利”的问题逐渐得到缓解。但在2021年下半年以来的总需求逐步收缩中，民营企业预期转弱更为明显，且私营企业“被动加杠杆”的特征强化，即私营企业资产负债率高企，一定程度上反映的是“终端需求偏弱——库存被动积压——流动资产被动加速增长——企业被动融资周转”的链条。
- 4、制造业投资拉动民间投资回暖，但民营企业投资回报偏低问题再度凸显。当前民间投资回升对于出口高景气的依赖度较高，同时受到上游原材料价格高企和总需求走弱的双重夹击，民营企业投资增长的基础尚需加固。

一、 民企信贷融资环境显著改善

2021年信贷政策对于小微企业的支持力度不减：一是，继续利用两项直达工具，从2020年6月推出截至2021年11月末，通过普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具，提供了189亿元激励资金，直接带动地方法人银行对2万亿元普惠小微企业贷款延期；通过普惠小微信用贷款支持计划提供3175亿元低成本资金，直接带动地方法人银行发放普惠小微信用贷款8794亿元。二是，9月新增3000亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行增加小微企业和个体工商户贷款。三是，《政府工作报告》继续划定硬性指标，要求大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上（2020年为40%、2019年为30%），并连续第二年强调提高制造业贷款比重。

小微、民营企业实现信贷规模持续增长和融资成本进一步下降。2021年末普惠小微贷款余额同比增长27.3%，在全部贷款中的余额占比较2020年末提升1.2个百分点达到10.0%。2021年11月新发放的普惠小微企业贷款加权平均利率为4.98%，比2020年12月进一步下降0.1个百分点，而2018年12月民企纾困伊始之际，这一利率水平高达5.88%。2021年全年企业贷款利率为4.61%，比2020年下降0.1个百分点，比2019年下降0.69个百分点，是改革开放四十多年来最低水平。制造业中民营企业占比接近90%，2021年制造业中长期贷款余额比2020年末增长31.8%，比各项贷款余额增速高出20.2个百分点，制造业中长期贷款占全部贷款和中长期贷款的比例，由2020年末的3.0%和4.6%提升至2021年末的3.6%和5.4%，2020年则分别比2019年提升0.5和0.6个百分点。中长期贷款结构偏向房地产和基建领域的状况逐步得到改善。

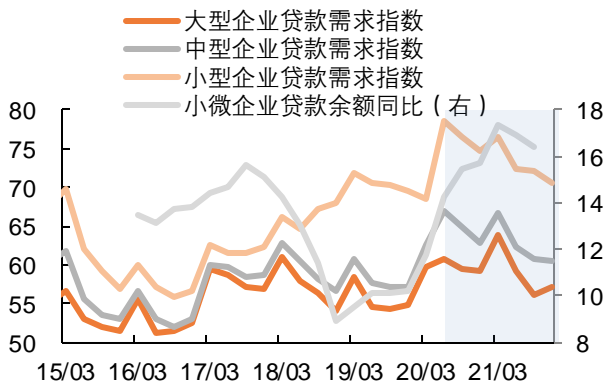
图表1 2021年信贷政策对于小微企业和制造业的支持不断加码



资料来源: Wind,平安证券研究所

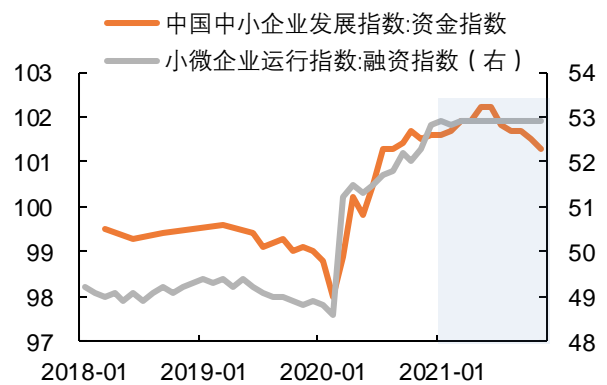
中小企业的贷款需求得到较充分满足。2021年小型企业的贷款需求指数由一季度的76.5降至四季度的70.5，与2019年二季度水平相当，中型和大型企业的贷款需求指数亦回落，但幅度相对较小。我们认为2021年小型企业贷款需求指数回落与其贷款需求得到较充分满足相联系。作为对比，2018年三季度到2019年四季度，小型企业贷款需求指数大幅攀升，与大中型企业产生背离，当时的背景是小微企业贷款余额增速下滑至低位，表明贷款需求的上升主要是由于融资需求不能得到满足。而2020年以来，小微企业贷款余额增速攀升并保持在17%左右，在此背景下小微企业贷款需求指数的回落，应主要是由于融资环境改善所致。部分调查指数也反映了这一点：根据中国中小企业协会对3000家中小企业的调查¹，2021年12月中小企业发展指数中的资金指数分项为101.6，持续高于100临界值，表明我国中小企业资金状况趋于改善。经济日报社对2500家小微企业的调查²显示，2021年12月小微企业运行指数中的融资指数为52.8，也持续高于临界值。

图表2 2021年小型企业贷款需求指数明显下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 2021年中小企业资金状况不断改善



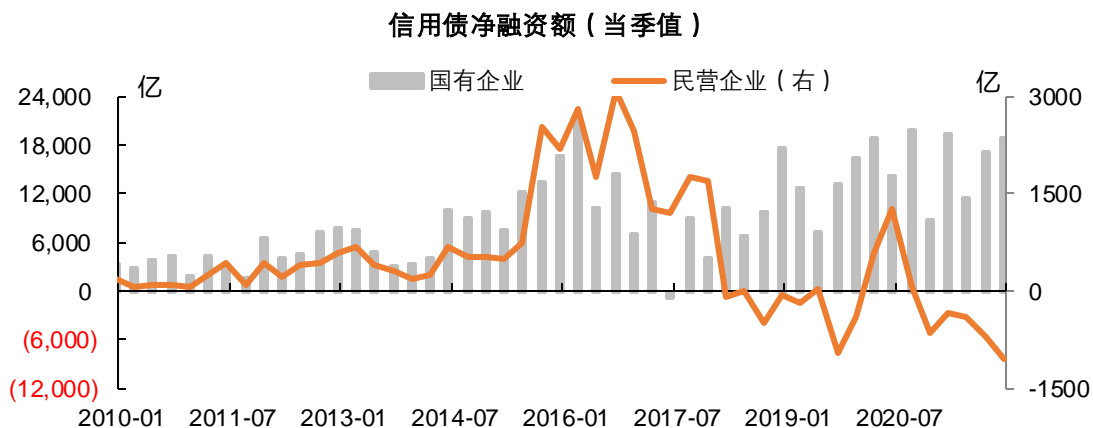
资料来源: Wind,平安证券研究所

¹ 中小企业发展指数共选取了工业、建筑业、交通运输邮政仓储业、房地产业、批发零售业、信息传输、计算机服务和软件业、住宿餐饮业、社会服务业等八大行业，取值范围为0—200之间；100—200为景气区间，表明经济状况趋于上升或改善，越接近200景气度越高；0—100为不景气区间，表明经济状况趋于下降或恶化，越接近0景气度越低。

² 小微企业运行指数取值范围为0到100，以50为临界点，表示一般状态；指数大于50时，表示小微企业整体运行状况趋好，越接近100表示越好；指数小于50时，表示小微企业整体运行状况趋差，越接近0表示越差。

不过，民营企业在债券市场融资更加艰难。2020 年上半年，在货币财政发力稳增长、风险阶段性下降的情况下，民营企业直接融资也得到一定改善：2020 年上半年，民营企业信用债净融资 1862 亿元，较 2019 年同期的-147 亿元大幅增加。但 2020 年下半年开始，民营企业直接融资环境持续恶化：2020 年下半年民营企业信用债净融资-597 亿元，2021 年民营企业信用债净融资额更是降至-2745 亿元。与此对应的则是，债券市场资金逐步向国企集中，2021 年国有企业信用债净融资额达到 6.71 万亿，较 2020 年增加 9.0%。

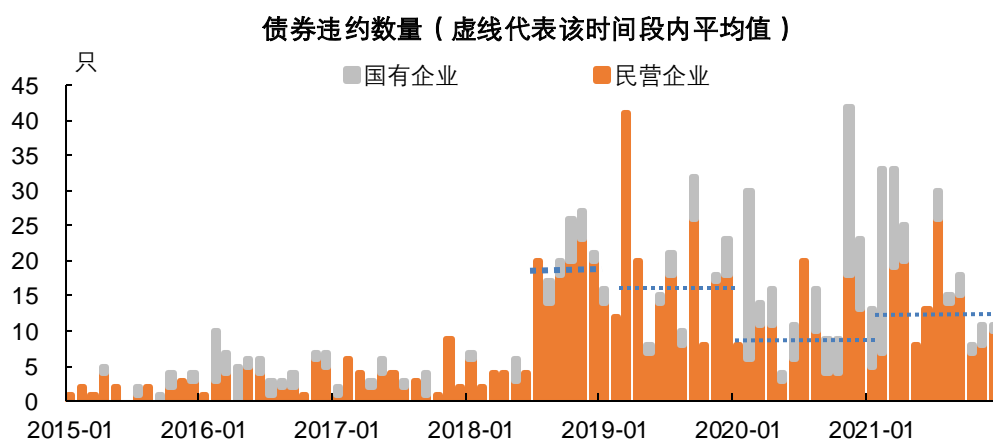
图表4 2020 年下半年以来民营企业信用债融资愈发艰难



资料来源：Wind,平安证券研究所

这主要由于 2021 年民营企业信用违约风险再度回升。2018 年下半年，随着金融监管的不断加强、国企去杠杆的不断深入，民营企业信用债出现了一波“违约潮”，民营企业信用债违约数量多达 115 只，涉及金额 1023 亿元。2018 年 11 月，在民营企业信心陷入低谷的背景下，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，开启了多措并举纾困民企的政策组合，信用风险缓释工具（CRMW）、定向中期借贷便利（TMLF）等工具陆续推出，对商业银行支持小微企业的增速、利率都提出了直接要求，这有效改善了民企的信用债融资环境。2019 年上半年民企信用债违约数量降至 108 只，下半年进一步下降至 95 只。2020 年新冠疫情爆发背景下，延期还本付息政策、三批共 1.8 万亿再贷款再贴现额度、两项直达工具的推出，有效改善了民营企业的现金流及再融资能力，民企信用违约风险随之进一步下降。2021 年以来，民企信用债的违约风险再度暴露：2021 年民企信用债违约数量达到 152 只，较 2020 年增加 38 只，涉及金额 1475 亿元，较 2020 年大幅增长 35.4%。

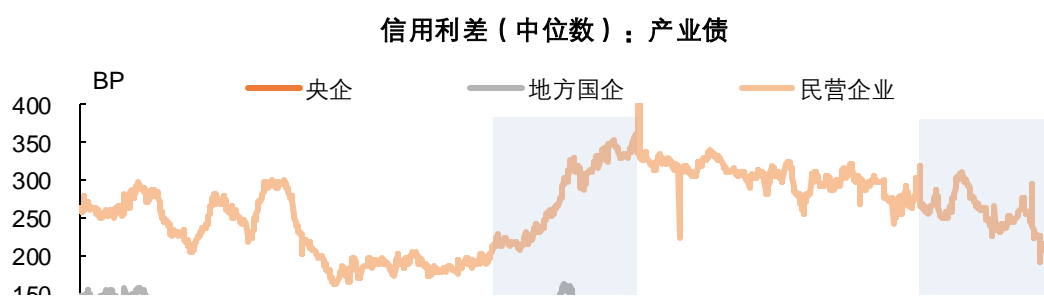
图表5 2021年民营企业信用债违约风险再度暴露



资料来源: Wind,平安证券研究所

民企信用债“量价双降”，或意味着弱资质民企正在退出债券市场。2018年开始，随着民企信用债“违约潮”的爆发，民企产业债信用利差大幅攀升，2018年末达到354.9BP，较2017年末上升143.8BP，与同期国企产业债信用利差的走平形成了鲜明的对比。2019年后民企信用利差也持续处在高位。2020年下半年开始，民企信用利差明显下降，截至2021年末民企信用利差降至226.4BP，较2020年末下降52.6BP，已向2017年末水平接近。2021年民企信用利差的下降有债券发行减少、金融部门“资产荒”的影响，但也要注意2021年民企信用债“量价双降”，表明部分弱资质民企正在退出债券市场，资金更多向优质民企集中。

图表6 2020年下半年以来民企产业债信用利差下降，或表明部分弱资质民企正退出债券市场



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_37076



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn