

2020年02月08日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jinyi01@ghzq.com.cn
证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-60338120 fanl@ghzq.com.cn
证券分析师: 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师: 张磊 S0350519070001
021-60338169 zhangy18@ghzq.com.cn
联系人: 吕剑宇 S0350119010018
021-60338175 lvjy@ghzq.com.cn

“新冠”疫情对民营经济的影响研判及政策建议

——“新冠”肺炎疫情点评

投资要点:

相关报告

《“新冠”肺炎疫情下市场策略点评: 从“非典”到“新冠”, 资本市场将如何演绎?》——2020-02-05

《2020年1月PMI数据点评: 开局微落, 关注疫情控制进展》——2020-01-31

《2019年12月经济数据点评: 谨慎乐观地看待经济数据转好》——2020-01-17

《12月金融数据点评: 金融数据的“暖冬”》——2020-01-16

《12月CPI、PPI数据点评: “两升”“两降”与“两个板块”》——2020-01-09

- **事件** 截至2020年2月6日晚, 由新型冠状病毒(2019-nCoV, 简称“新冠”)引起的肺炎疫情, 累计确诊病例28138例, 疑似病例24702例, 死亡病例564例, 超过17万人正在接受医学观察。为了应对“新冠”肺炎疫情的进一步扩散, 各地交通中断、春节复工推迟、居民外出活动减少。部分企业的经营活动受到了严重干扰, 并且进一步影响到我国宏观经济的正常运行态势。
- **“非典”时期的复盘** 非典时期, 我国宏观经济所处的内、外部环境都相对有利, 经济周期处于快速上升的通道当中, 因此当时我国企业面对疫情的抗压能力较强。疫情对需求侧的冲击主要发生于第三产业, 疫情对供给侧的冲击主要发生于第一、二产业。疫情对经济的冲击明显反馈至就业市场中。
- **当前经济环境较“非典”时期的变化** 当前我国经济所处的周期较“非典”时期已经发生了明显变化, 我国中小企业独立面对疫情冲击的抗压能力有所下降, 经济系统的脆弱性有所上升。具体来看: 我国所处的科技周期同“非典”时期不同, 经济增长方式切换、动力有所下降。我国居民、企业所处的债务周期同“非典”时期不同, 经济脆弱性有所上升。我国的资本市场结构同“非典”时期不同, 不同市场受到的冲击存在差异。
- **“新冠”疫情对宏观经济的影响** 参考“非典”时期的经验, 同时结合当下经济环境的变化, 我们认为“新冠”疫情对经济的潜在冲击如下: 1) 在产业层面, 疫情对第一、第二产业供给端形成冲击。疫情将主要对第三产业的需求侧形成挤压。2) 在就业市场上, 疫情可能显著的恶化就业形势, 导致失业率大幅抬升。3) 在金融市场上, 个人与中小企业违约压力加大, 发生系统性金融风险的可能性抬升。
- **政策建议** 2020年开年发端于武汉的“新冠”肺炎疫情扩散到全国, 对企业正常生产经营和社会正常运转造成了冲击, 抗风险能力低的中小企业群体已经开始面临压力。如果疫情持续时间超预期, 在目

前我国企业和居民债务率偏高的背景下，将可能引发短时间内的中小企业倒闭潮，造成严重的就业民生问题，甚至导致一定程度的系统性金融风险。**我们建议管理层有重点、分步骤的出台一系列组合政策，掐断疫情对我国宏观经济造成重大冲击风险的苗头。**

首先应该出台一些及时雨政策，对疫情导致“市场失灵”的领域——如社会稳定和社会公平，进行重点的救助。为因疫情导致的失业人员及家庭的基本生活保障提供兜底。优先救助劳动密集型服务行业小微企业。推出更加精细的中小企业政策性贷款。考虑效率因素对中小企业实施阶段性税收返还。调整金融监管政策，并发挥地方政府的积极性。

同时应该为疫情持续时间超预期做好一些政策储备，以备后续陆续出台。把控好救助政策出台的节奏，保留一些财政、金融救助的子弹。成立中小企业发展银行。创设专门针对中小企业信用风险的商业保险工具。

风险提示：1) 疫情变化超预期。2) 因调研问卷的调查范围有限对结果的不确定性影响。

1、事件

截至 2020 年 2 月 6 日晚，由新型冠状病毒（2019-nCoV，简称“新冠”）引起的肺炎疫情，累计确诊病例 28138 例，疑似病例 24702 例，死亡病例 564 例，超过 17 万人正在接受医学观察。为了应对“新冠”肺炎疫情的进一步扩散，各地交通中断、春节复工推迟、居民外出活动减少。部分企业的经营活动受到了严重干扰，并且进一步影响到我国宏观经济的正常运行态势。

那么本次肺炎疫情将会对我国宏观经济造成怎样的负面影响？具体的影响路径又有哪些？我们通过复盘 2003 年春季“非典”疫情对宏观经济造成的冲击，对比当下宏观经济环境较 2003 年时的变化，重点选择民营经济这个重要对象，分析本次“新冠”疫情对经济与企业可能造成的危害，并结合我们对企业的问卷调查、企业访谈的实际反馈情况，提出相应的政策建议。

2、2003 年“非典”时期的复盘

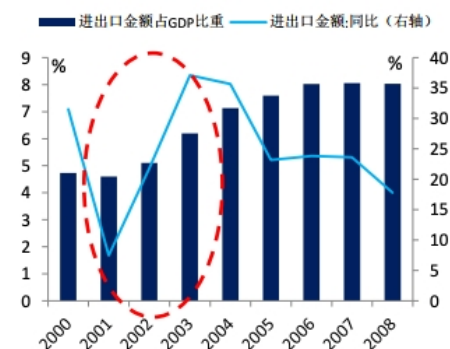
“非典”疫情始于 2002 年 12 月份。2003 年一季度“非典”疫情由广东地区逐渐扩散至北京等地。2003 年 4 月份，中央政府开始大幅提高防控力度，疫情严重地区学校停课、文旅活动取消。进入 7 月份后，“非典”疫情基本结束，因此疫情对经济活动的冲击主要发生在 2003 年二季度。整个疫情期间，大陆地区共有 5327 人确诊，348 人因病死亡。

2.1、“非典”时期的宏观经济环境

非典时期，我国宏观经济所处的内、外部环境都相对有利，经济周期处于快速上升的通道当中，因此当时我国企业面对疫情的抗压能力较强。

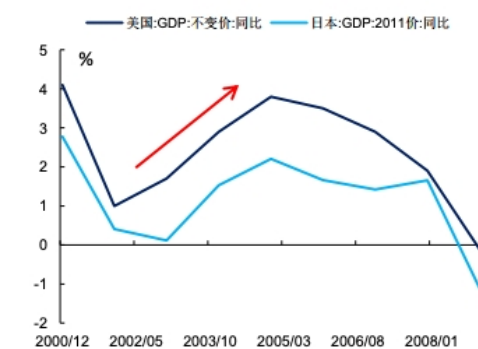
外部环境方面，随着 2001 年我国正式加入 WTO，我国企业面临的外部关税等贸易壁垒下降，国际贸易环境比较融洽，推动我国企业逐步融入到国际分工生产链当中，我国经济中的对外贸易比例上升。同时，2003 年前后美国、日本等主要国家正处于互联网泡沫与“911”事件后的经济回暖周期当中，因此我国企业面临的外部需求稳步增长。

图 1: 2003 年前后, 我国经济中的对外贸易比重上升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 2003 年美、日等国经济正处于复苏通道当中



资料来源: Wind, 国海证券研究所

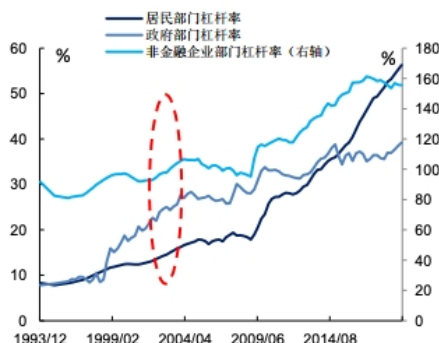
内部环境方面, 从科技周期的角度, 2003 年中国正处于以发展重化工业为主的第二次工业革命的中期。当年钢铁产量同比大幅增长 25%, 重化工业产能投资热情高涨, 当时我国总体城镇化率仅在 40% 左右, 在工业化的带动下, 城镇化率进入快速上行通道, 由此催生了旺盛的居民需求, 此时投资与消费构成了强劲的经济动力。

从债务周期的角度, 2003 年我国债务水平总体较低, 债务周期处于上升周期前中段, 企业与居民抗风险能力较高。在居民债务中, 2003 年居民债务的水平很低, 居民部门杠杆率在 15% 左右, 因为彼时距离 1998 年房地产市场化改革仅仅过去 5 年, 房地产市场尚处于起步阶段, 总体居民房贷负担较轻。在企业债务中, 2003 年前后企业投资与产能的快速扩张, 致使企业债务水平快速上升, 2003 年 1 季度非金融企业部门杠杆率刚刚突破 100% 的大关, 但尚未见顶。

从产业结构的角度, 2003 年第二产业在总体经济中的占比、与对 GDP 增长的贡献率, 均超过了第三产业, 分别达到 45.6% 与 57.9%。因此第二产业是驱动当时我国经济增长的主要动力。

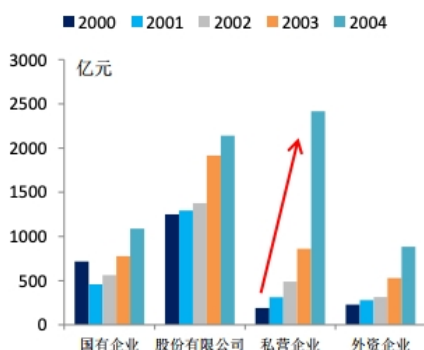
从所有者结构的角度, “非典”时期, 我国民营经济尚在起步阶段。但是在外部需求的促进下, 外向型中小企业扩张速度迅猛, 劳动人口从国有部门流向民营企业。2003 年, 城镇私营企业就业人数仅占总人数不到 10%, 但同比增长率高达 27%, 同期国有企业就业人数负增长。同时私营企业的经济效益较高, 2002 年至 2004 年, 私营工业企业的利润总额增长接近 393%, 同期国有工业企业利润仅增长 93%。

图 3：2003 年我国债务水平总体较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2003 年前后私营工业企业利润增长迅猛



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、2003 年“非典”疫情对宏观经济的影响

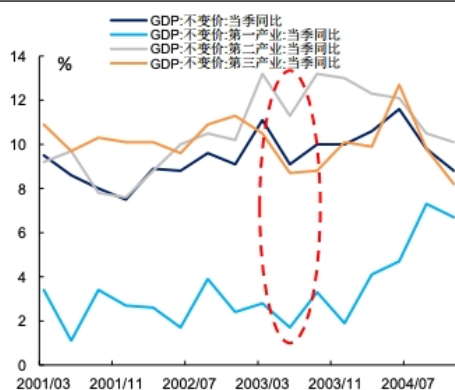
疫情对需求侧的冲击主要发生于第三产业。由于居民减少外出，消费活动下降，餐饮、旅游等第三产业在需求端承受了“非典”疫情的冲击。2003 年 2 季度，第三产业 GDP 较 1 季度下滑了 1.8 个百分点。且疫情结束后，居民的消费信心仍受到持续的负面影响，致使 2003 年 3 季度第三产业的 GDP 仅较二季度轻微回升了 0.1 个百分点。第三产业的完全复苏被推迟至第四季度。

疫情对供给侧的冲击主要发生于第一、二产业。由于交通中断，员工隔离等因素，第一、二产业主要在供给端受到了“非典”疫情的影响。2003 年 2 季度，一、二产业 GDP 同比分别较一季度下滑了 1.1、1.9 个百分点。随着疫情的结束，此种负面影响很快消失。一、二产业产出水平于 2003 年 3 季度完全恢复。

疫情对经济的冲击明显反馈至就业市场中。部分企业选择裁员应对经济环境的突然恶化，导致 2003 年 2 季度的就业市场景气度出现了明显下滑。当季城镇登记失业率较 2002 年末上升了 0.2 个百分点，受疫情影响较大的第三产业用工需求增速则较上一季度大幅下滑近 40 个百分点。用工需求的下滑，同样抑制了居民工资的上涨速度，2003 年 2 季度城镇居民可支配收入累计同比较上一季度下行 1.8 个百分点。

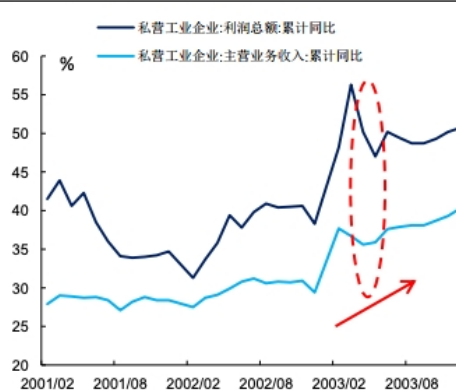
“非典”疫情对民营企业经营造成了短暂的干扰，但中长期并未阻挡民营经济的上升趋势。2003 年 3 至 5 月，受疫情影响，私营工业企业主营业务收入累计同比轻微下滑了 0.8 个百分点，利润累计同比下滑了 9.3 个百分点。但在疫情仍未完全结束的 2003 年 6 月份，私营工业企业利润累计同比增速已经反弹至 50%，增长速度超过了 2002 年全年。

图 5: 第三产业受疫情影响时间较长



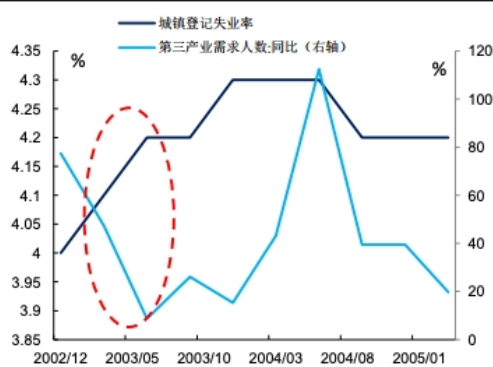
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: “非典”疫情并未阻挡民营经济的上升趋势



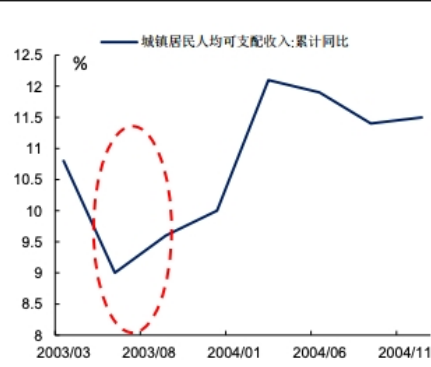
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: “非典”期间就业情况有所恶化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: “非典”期间居民收入增速下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、非典期间各国政府的应对举措

在非典期间，我国政府就采取了一系列行之有效的措施。在金融方面，协调各主要商业银行加强对中小企业的支持力度。比如，当时的光大银行、北京银行等商业银行，通过向受影响的中小企业经营者、个体工商户，提供小额、低息贷款，以帮助他们恢复经营。在财政方面，政府当时也连续出台了一系列税费减免的政策，来缓解中小企业的经营压力。这其中，就包括了减免 18 项行政事业性收费，减免收取 15 项政府性基金以及减免部分税收等举措。

非典时期，澳门特区政府协调当地银行，给受影响的中小企业提供不超过 20 万澳币的无息贷款；中国台北政府相关部门，也紧急拨款 20 亿新台币的优惠贷款，来援助包括旅游、餐饮、医疗、交通运输等在内的多个行业；同期，中国香港政府则通过降低非典期间的地产税、牌照费以及水电、排污等各类费用，来缓解受影响的企业和个人的压力。

在东南亚地区，为了降低灾害对本国经济的冲击。新加坡政府也推出了中小企业过渡性贷款，受影响的旅游业、零售业及餐饮业等中小企业可获得 10 万新元的政策性贷款。与此同时，新加坡政府还按照企业过去 3-5 年的缴税情况，分不同行业企业，制定相应税收返还政策。此外，受影响严重的中小企业还可获得 2000 新元的地产税返还，以及地产税 10% 的返还。同期，马来西亚政府也宣布为旅游等行业提供救援基金和减税支持。

为了应对非典对旅游业的冲击，泰国政府也在非典时期推出了不少扶持旅游业的措施。政府一方面协调中小企业发展银行向与旅游有关的企业发放“紧急贷款”，以缓解受灾企业的债务压力；另一方面，还设立各类专项基金，即通过资助本国公务员、教师、大学生等群体免费在国内旅游来缓解旅游业压力，又承诺超赔偿那些因在泰国旅行而感染非典的外国游客。

3、“新冠”疫情对宏观经济的影响研判

3.1、当前经济环境较“非典”时期的变化

当前我国经济所处的周期较“非典”时期已经发生了明显变化，我国中小企业独立面对疫情冲击的抗压能力有所下降，经济系统的脆弱性有所上升。具体来看：

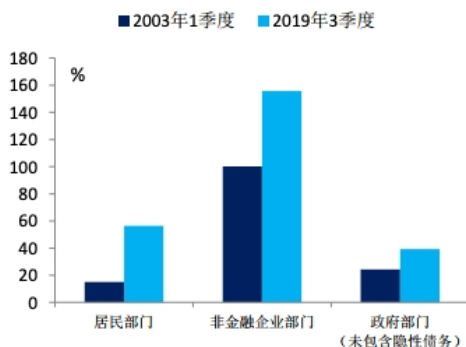
我国所处的科技周期同“非典”时期不同，经济增长方式切换、动力有所下降。2015 年后，以重化工业为代表的上一轮产业增长周期进入尾声阶段，以大数据、人工智能为代表的新一轮技术创新尚处于初期阶段，国内产业投资缺乏蓬勃的增长动力。同时，美、欧、日等主要发达国家同样位于第三次科技革命的尾部，外部需求也增长乏力。在这种背景下，发展内需与服务业成为驱动我国经济增长的主要力量，第三产业在总体经济中的比重，与对 GDP 增长的贡献度均明显反超第二产业，分别上升至 54%、60%。从 2003 年“非典”时期的经验来看，第三产业受疫情的负面影响更深入、更持久。

我国居民、企业所处的债务周期同“非典”时期不同，经济脆弱性有所上升。目前我国企业与居民端基本上处于一轮债务周期的顶部，抗风险能力下降。在居民债务中，2015 年开始的棚改货币化，拉动了房地产市场的短期过热发展与居民债务水平的大幅攀升。当前居民部门杠杆率已经攀升至 56%，过重的居民债务负担已经显示出挤压消费的迹象。在企业债务中，2015 年后企业部门杠杆率徘徊在 150%-160% 之间，总体债务负担较重。当前企业部门仍处于去化旧产能、降低杠杆的阶段当中，过高的债务水平与经济下行压力，加大了民营中小企业的生存压力。从 2016 年至 2019 年，可统计的企业信用债违约规模从 393 亿元攀

升至 1444 亿元，中小企业的信用环境有所恶化。

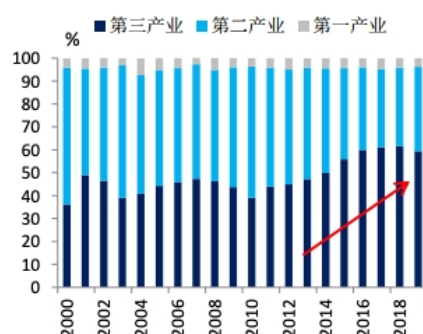
我国经济的所有者结构较“非典”时期不同，更容易受疫情打击的民营部门的占比上升。民营经济占比已经上升成为我国经济中的主要部门。城镇就业中，仅私营企业与个体就业人数占比就超过 55%。第三产业中私营与个体就业人数接近该产业总就业人数的 90%。但受内、外部需求疲软的影响，2011 年以来私营部门经营效益逐渐下降，2019 年全年私营工业企业利润仅增长 2.2%。由于信用环境的恶化，近几年民营企业普遍面临融资难、融资贵的困境，抗风险能力下降。在疫情面前，民营企业更容易遭受致命性的打击。

图 9：相较 2003 年，居民、企业、政府部门债务水平上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：第三产业对 GDP 增长的贡献上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、“新冠”疫情对宏观经济的影响

参考 2003 年“非典”时期的经验，结合当下我国经济环境的变化，我们认为“新冠”疫情对经济的潜在冲击如下：

1) 在产业层面，疫情对第一、第二产业供给端形成冲击。目前各地交通中断、道路受阻，农作物的物资运输发生迟滞。例如湖北的养殖业已经出现饲料供应困难的情况，而辽宁地区的新鲜草莓外运困难，因此疫情期间第一产业的生产与供应将受到负面抑制。同时，已有 29 个省市区发布了延期复工的通知，并且部分工人由于隔离等因素无法按时到岗，非医疗及相关产业的工厂生产进度将会受到一定影响，第二产业的供给侧遭受疫情冲击。随着“新冠”疫情的结束及道路交通的恢复，第一、第二产业的产出可能会有所反弹。

疫情将主要对第三产业的需求侧形成挤压。由于居民外出活动的减少，第三产业需求将会受到严重挤压。由于春节期间是旅游、餐饮、娱乐消费的高峰期，年夜饭取消、电影撤档等已经为餐馆、影院造成巨大损失，并且根据“非典”时期的经验来看，此种消费阴影可能在疫情完全结束后仍然持续一段时间，持续拖累第

三产业的复苏。考虑到目前第三产业在就业和经济增长中已经居于主要地位，本轮“新冠”疫情对总体经济的冲击性很可能大于“非典”时期。

2) 在就业市场上，疫情可能显著地恶化就业形势，导致失业率大幅抬升。在“非典”期间整体宏观经济向上的背景下，疫情依然造成了不少企业裁员的现象。考虑到本轮疫情的破坏力或将大于“非典”，并且当前宏观经济的动力更弱，企业抗风险能力较差，企业为了应对疫情可能大规模裁员，进而导致失业率大幅抬升，影响社会稳定。

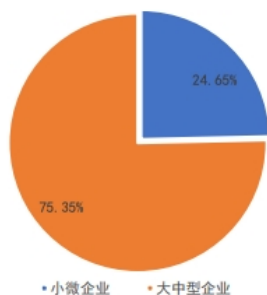
3) 在金融市场上，个人与中小企业违约压力加大，发生系统性金融风险的可能性抬升。在当前较高的债务水平和偿债压力下，居民和企业因疫情面临收入下降的困境，极有可能造成大面积资金链断裂和债务违约，最终引发系统性风险。特别是当前民企的信用环境显著弱于国有企业，普遍面临融资难、融资贵的问题。在疫情阴影下，恐慌情绪导致金融市场风险偏好进一步收缩，民营企业更有可能因为经营状况的恶化和融资困难而破产。考虑到民营经济在我国就业市场与经济增长中居于主要地位，当下在政策上支持民营经济的紧迫性不言而喻。

4、 问卷调查和访谈调研

4.1、 疫情对企业经营的冲击

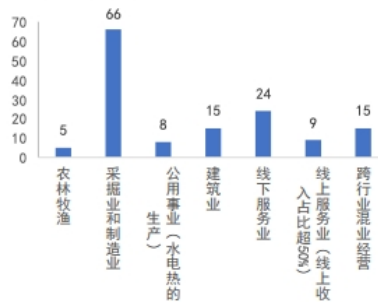
为更好的了解疫情下企业的真实情况，了解企业的诉求，我们通过网络发放问卷、发送给上市公司问卷和访谈等方式对疫情对企业的冲击做了调研。共回收全国范围内有效问卷 142 份，涵盖农林牧渔、制造业、建筑业与服务业等主要行业。然而，受证券公司渠道的影响，我们的样本中大中型企业（含上市公司）占 75.3%，小微企业占 24.7%。¹

图 11：样本占比：大中型企业与小微企业



资料来源：国海证券研究所

图 12：样本的行业分布

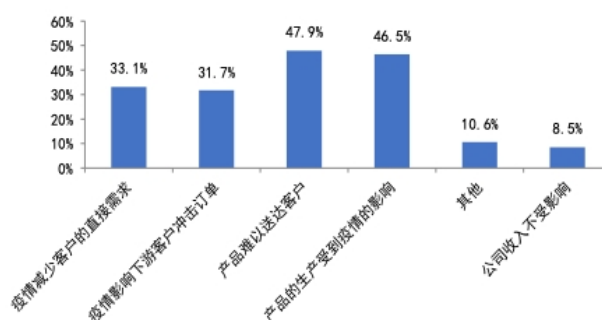


资料来源：国海证券研究所

¹ 由于网络问卷企业存在主动选择是否参与问卷的情况，样本可能存在一定选择性偏差，疫情对于企业部门的冲击可能存在一定的高估。从我们访谈了解的情况来看，企业家也有一定程度夸大冲击和损失的情况。

调研显示，疫情对于我国企业的冲击是全面性的。超过 8 成的企业反映收入会受到一定程度的冲击，超过 75%的企业反映企业的现金流会受到一定程度的压力。具体而言，超过六成的企业反映客户的需求受到疫情冲击而下降；接近一半的企业称疫情期间物流受到较大冲击，企业的产品和服务难以提供给客户；还有接近一半的企业表示由于原材料采购存在困难和企业员工无法按期正常上岗等方面的因素，开工率和生产端受到冲击。同时，有关企业的现金流受冲击问题的统计调查显示，虽然经营性的问题是现金流面临压力的主要原因，但是也有约一成企业谈及银行的抽贷和贷款难以展期的问题。

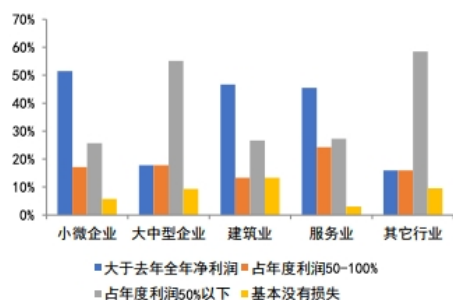
图 13：企业收入受到疫情冲击的原因



资料来源：国海证券研究所

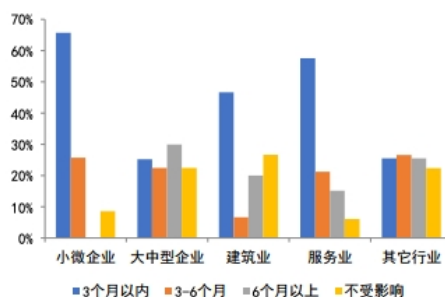
一些劳动密集、与客户存在较密切人身接触的行业受到的冲击尤其明显，小微企业面对疫情的冲击显得尤其脆弱。疫情爆发之后，少量企业收入下降超过 80%。有四成左右的建筑业企业、服务业企业和超过一半的小微企业表示如果疫情没有明显好转的情况持续三个月，公司蒙受的损失可能超过去年全年的净利润——当然，线上服务业好于线下服务业。此外，在问及如果疫情难以好转，企业的现金流能够支撑多久时，小微企业、建筑和服务业企业的承受冲击能力也明显低于其它企业——超过 6 成小微企业和约一半左右的建筑和服务业企业称难以撑过三个月；而仅有三成不到的大中型企业和其它行业的企业有类似的回答。

图 14: 疫情持续三个月对企业盈利的冲击



资料来源: 国海证券研究所

图 15: 疫情没有好转情况下企业现金流的支撑时间

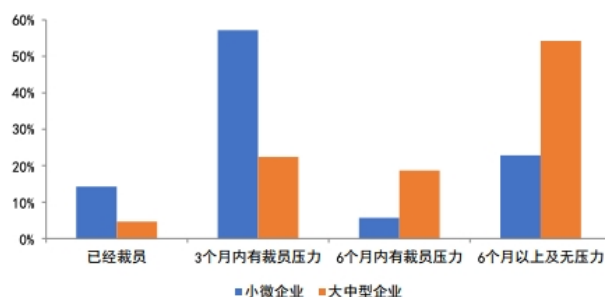


资料来源: 国海证券研究所

4.2、企业的应对和对政策的期盼

从调研和访谈情况来看，面对疫情的冲击，企业家都在努力减少一切不必要的支出，保护好公司的现金流以求生存。短期而言，受到裁员需要补偿员工、社会声誉受到冲击、担心疫情好转重新招工困难等方面的影响，裁员的规模尚比较有限。但是如果疫情持续不能好转，裁员的压力会有所显现，并可能对社会稳定构成一定冲击。我们的样本数据显示如果疫情不能明显好转，一多半中小企业在三个月内就存在裁员的压力。

图 16: 如果疫情不能明显好转对企业裁员的影响



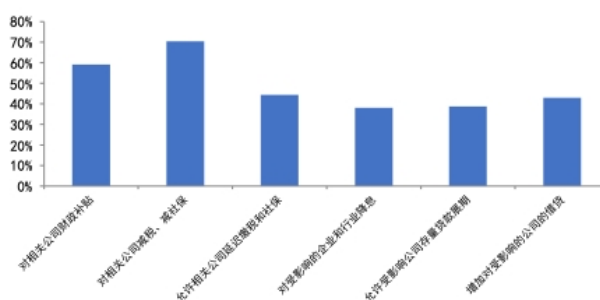
资料来源: 国海证券研究所

企业家普遍对于政策的救助比较急切、翘首以盼。受访企业反映政府越早拿出有实效的措施——例如 2 月 9 日复工之前——企业家就越能安心。在针对相关企业和行业具体的救助政策方面，近 7 成企业家表示希望看到税收和社保的减免，选择财政补贴的企业有 6 成左右，有近 4 成的企业家提及延缓税收和社保的缴

纳、金融机构在疫情发生期间增加对于暂时陷入困难企业的贷款，帮助他们守住现金流、生存下去。

在没有纳入我们的选项但是在问卷和访谈中企业单独提及的政策期盼还包括减免厂房、土地租金——对小微制造业企业而言，租金是非常主要的成本；通过发挥地方金融监管部门的主动性，确保金融支持企业的政策在与金融机构存在一定利益冲突的情况下能够切实落地；政府能够在不确定性较大、企业家信心不足的情况下帮助企业分担一些风险，包括提供疫情期间的免息贷款、暂时性的允许各类税费、社保的缓缴——经营状况好转之后可以补缴。此外，企业家还普遍希望政府能够迅速控制疫情、保障真实及时的披露信息、进一步改善社会治理。

图 17：企业对受救助政策的偏好



资料来源：国海证券研究所

在更大的宏观政策方面，由于疫情会冲击经济增长，有近 9 成的企业家希望看到全面减税、减社保呵护经济，但仅有超过三分之一的企业家主张全面降息刺激经济。

5、应对“新冠”疫情的政策建议

通过与“非典”参照性对比分析和问卷调查、访谈分析，我们认为受此次疫情的影响，经济增速可能显著下行，并可能遭受三轮潜在冲击。第一，企业部门特别是相关行业的中小微企业在经营压力增大后，采取减产、裁员等举措，引发失业率的抬升。第二，如果上述情形应对不当，民营企业，中小民营企业集中违约，导致中小金融机构经营压力加大，进而引发一定范围的系统性风险。第三，在失业率提升、企业倒闭增多后，由于恐慌情绪，在我国宏观债务率偏高的环境下可能进一步触发金融市场收缩与实体经济下滑自我加强的循环，触发更大范围的经济与金融危机。

我们建议应从短期和中长期两个维度入手，尽早形成相应的救助政策，并尽快落地落实。

就短期而言，除了坚持已经推出的保持相对积极的货币财政政策稳定社会和金融市场预期之外，政策干预应着眼于存在潜在“市场失灵”领域——如社会稳定和社会公平。考虑到在经济下行财力也存在约束的条件下，政府应该推出一些对于相关行业小微企业有重点的救助措施。当然，这个过程中也需要考虑发挥市场出清的正常作用。

1.救助底线：为失业人员及家庭的基本生活兜底，并接受一定程度的市场出清

建议加大失业保险救济相关的宣传力度，社保体系及时足额发放失业津贴，中央财政可以对困难的省份提供额外补贴，确保不因失业问题造成社会不稳定。落实好银保监会提出的受到疫情冲击信用卡、房贷逾期可以展期的政策。

客观而言，疫情也是市场风险的一部分，疫情造成的冲击也是市场优胜劣汰、正常出清的一部分。救助个人的成本、道德风险、对市场机制的扭曲以及政策落地的难度都远远小于救助企业。疫情结束之后，即使失业压力较大，政府可以维持偏宽松的货币财政政策一段时间，为职业培训等提供补贴，以市场力量推动经济复苏和就业自然恢复。

2.优先救助餐饮、旅游、酒店、交通物流、建筑等行业（下称重点行业）的小微企业；其次是重点行业的大中型企业和其它行业的小微企业。

在我们具有比较广泛行业代表性的调研结果显示疫情的冲击既有广泛性，也同时对某些行业的冲击特别明显，而影响就业较广的小微企业更加脆弱。在财力允许的情况下，适当的对于受冲击较大的且牵涉就业较广的企业实施救助有助社会的公平；也有助于提振企业家信心，会让企业家有更强的意愿动用自身积累分担社会稳定的成本。但是在财力有限的情况下，救助应该有先后次序。

1) 优先允许**重点行业的小微企业**暂缓税收、社保缴纳，并视财力状况提供财政补贴、社保返还或税费、社保减免；实际上，在非典流行期间，香港采取的措施有减免受影响企业的工资税负，降低疫情爆发期间的地产税、牌照费，减少居民与企业的水费、排污费等等。马来西亚宣布为旅游业提供救援基金和减税。我国当时也连续出台了一系列税费减免政策：一是减免 18 项行政事业性收费，二是减免收取 15 项政府性基金，三是减免部分税收。

2) 在此基础上，有效落实财政部央行等部门提出的金融扶持**重点行业的各类企业和其它行业小微企业的政策**，包括禁止因为疫情抽贷，接受企业贷款展期，主动增加救助贷款并适当降息，实施财政贴息政策实现贷款免息等；

3) 鼓励**重点行业各类企业和其它行业小微企业**与房东重新协商疫情爆发期间的房租，分担损失；协调机关单位、国有企业等拥有对外租赁房屋的机构，降低或减免租金。

4) 协调辖内各国有企业，加强对其上下游产业链上中小企业的支持。

3.考虑新的和更加精细的政策工具

政策性贷款。在武汉肺炎疫情的冲击下，中小企业面临的最直接的问题就是营收下降，流动性吃紧，最需要的就是短期资金支持。如能解决中小企业短期资金问题，则有可能使它们渡过难关，具体做法可以参照一些过往的案例。在非典流行期间，澳门特区政府给受影响的中小企业提供了不超过20万澳币的无息贷款。中国台北的政府部门紧急拨款20亿新台币的优惠贷款来援助受影响的企业，如旅游、饭店、商业、交通运输业及民办医院等。台湾银行公会还对受影响的中小企业给予为期一年的贷款展期。新加坡政府也推出了中小企业过渡性贷款，受影响的旅游业、零售业及餐饮业等中小企业可获得10万新元的政策性贷款。我国当时也采取了类似措施，如北京市商业银行、光大银行两家商业银行，决定向受影响的中小企业经营者、个体工商户，提供小额、低息贷款，以帮助他们恢复经营。

考虑效率因素的对中小企业的税收返还。当疫情逐步平稳度过后，中小企业需要资金来弥补损失，同时需要资金恢复生产，这方面政府可以给予一定的资金支持。但是即使财政部门制定相应的预算额度，分配资金的方法不同，减资的效果会迥然不同，对未来经济的刺激效果也会有较大差异。从经济学角度来看，有限的社会资源配给到数量众多的企业，最核心的问题是提高资源配给的效能。其中效率最差的方法是平均分配、一刀切，效率较高的做法是按照企业为社会创造财富的能力来分配，多劳多得，少劳少得。在非典期间，新加坡的做法是按照企业过去3-5年的缴税情况，分不同行业，制定相应的比例，对企业进行税收返还。此外，受影响严重的中小企业还可获得2000新元的地产税返还，同时还可获得其余地产税10%的返还。事后来看，这些措施都产生了积极的效果。

调整金融监管政策，并发挥地方政府的积极性。由于实施救助的行为和金融机构实现利润最大化的商业行为存在冲突，监管部门需要和地方政府双管齐下，确保金融支持相关企业的政策落到实处。一方面，监管应针对银行制定和调整相应的信贷考核和监控体系，从而在金融机构风险偏好普遍收缩的情况下，使商业银行进行逆周期的操作。一方面，各地方政府应联合当地人行等监管部门一起，对当地金融机构进行沟通和督导。

4. 坚持已经推出的偏积极的货币与财政政策的取向

在疫情影响下，金融市场的风险偏好必然出现收缩，因此，近期以来人民银行推出的较此前略宽的货币政策——包括流动性的注入、公开市场操作的降息等，无疑可以提振金融机构信心，同时，也增强企业的信心和获得信贷的可能性。我们建议，在当前防范金融资产泡沫的背景下，未来还可以进一步搭配结构性的降息以及降准，来保持市场流动性的合理充裕。

针对民营企业 and 中小企业的减税、免税、降费、返税等政策都牵扯到财政支出的增加，应研究提高中央和地方赤字率的可能性与可行性，研究发行灾害债券的方案；研究提高地产债和专项债的可能，从而为各级政府提供资金支持。

5. 在落实层面监控，保证各类救助政策的效率效果

在当前地方政府债务负担仍大的背景下，在使政府加大支出、削减收入来实现疫情救助的同时，政府更要注重各类政策和资金的使用效率和真实性，努力实现精

准救助、高效帮扶。因此，政府应组织相关部门，一方面，积极听取中小企业的经营状况和实际诉求，另一方面，及时监督各类政策推出后的落地效果，发现问题、及时调整，保证政策落地的效率和效果。

就中期而言，如果疫情迟迟不能得到明显缓解（例如持续三个月以上），不仅仅小微企业的经营可能面临更大压力，政府还需要从经济和金融稳定的角度准备好防范措施，这意味着救助的政策需要有节奏的把握。**更长期而言**，还需要有新的可以长期支持中小企业的政策工具。

1.保留一些财政、金融救助的子弹

我们的调研显示如果疫情持续且没有政策救助大部分小微企业难以撑过三个月。在第一波救助落地的情况下，如果疫情持续时间超过三个月，可能需要进一步加大对于重点行业小微企业的救助力度，并适当考虑增加对于其它需要救助企业的支持力度。此外，财政和金融的安排也要为金融体系坏帐上述和潜在的金融风险做好准备——例如发行国债为银行体系注资等等。为最坏的情况考虑，财政与金融救助的子弹不宜一次性全部打光。

2.成立中小企业发展银行

日前监管部门给各商业银行下发了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，要求商业银行加大对中小企业的支持力度，不得盲目抽贷、限贷。但监管部门的逆周期调节政策与银行自身的商业利益是互相冲突的，在大灾大疫面前，商业银行作为一个独立的经营主体，自然会首先考虑规避自身风险，即使支持一部分中小企业，主要是从风险溢价角度考虑。如能成立针对中小企业的政策性银行，则可以与一般商业银行形成互补。商业银行主要是从商业利益角度出发，为中小企业提供流动性支持，但政策性银行可以从国家战略和产业结构调整角度扶植中小企业。我国有农业发展银行、进出口银行，但农业目前对经济的贡献率仅为 3.8%，出口对经济的贡献率仅为 11%，而以中小企业为代表的民营经济对经济的贡献率为 60%，因此建议成立针对中小企业的政策性银行。

3.创设专门针对中小企业信用问题的商业保险工具。

如果本次的肺炎疫情持续时间较长，会导致大量中小企业出现流动性风险，引发金融市场的违约率上升，信用风险积聚。美国次贷危机的根源是银行把大量资金贷给毫无还款能力的企业和个人，形成了大量的有毒资产，再把有毒资产证券化，把风险转移给市场。而我国 2018 年开始的信用违约问题的根源是银行不敢把钱贷给资质良好的民营企业，导致大量民营企业资金链断裂，引发信用风险蔓延。对比两国信用市场的天壤之别，美国的政策缺陷在于当次贷危机苗头出现时，信用违约互换合约（信用保险）的提供方被受偿人挤兑，出现流动性风险，而联储没有及时干预，导致贝尔斯登和雷曼倒闭，进而引发金融危机。我国央行在流动性支持方面优于联储，但是金融市场缺乏对信用风险切割、分散、转移、打包的金融工具，因此建议立即创设专门针对中小企业信用问题的商业保险工具，并且明确由央行提供最终流动性支持。

6、风险提示

- 1) 疫情变化超预期。
- 2) 因调研问卷的调查范围有限对结果的不确定性影响。

附录：问卷调查表

1. 贵公司属于什么行业

- 1) 农林牧渔
- 2) 采掘业和制造业
- 3) 公用事业（水电热的生产）
- 4) 建筑业
- 5) 线下服务业
- 6) 线上服务业（线上收入占比超 50%）
- 7) 跨行业混业经营

2. 贵公司的规模

1) 小微企业：年营业收入农林牧渔 500 万元以下；工业 2000 万元以下，建筑业 6000 万元以下；零售业 500 万元以下；批发业 5000 万元以下；交运 3000 万元以下；仓储 1000 万元以下；邮政 1000 万元以下；住宿、餐饮 1000 万元以下；信息传输和软件信息技术服务业 1000 万元以下；房地产 1000 万元以下；物业管理 1000 万元以下；其它行业从业人员在 100 人以下；

或者虽然不符合上述条件但是被银行、税务、统计或其它政府部门视作小微企业的

2) 大中型企业

3.1 月下旬疫情大面积爆发之后，贵公司的营业收入同比（春节期间可以和去年春节做比较；没有精确数据的可以根据目前的情况进行估计，例如假设目前的疫情情况持续一个月——不考虑国务院及地方政府额外增加假期、无法开工这个特殊因素的影响——这个月相对去年同期，下同）受到或预计受到多大的影响？

- 1) 80%以上
- 2) 50-80%
- 3) 30-50%
- 4) 0-30%
- 5) 不受影响

4. 疫情爆发之后，公司收入受到影响的原因是（可多选）（不考虑国务院及地方政府额外增加假期、无法开工这个特殊因素的影响）

- 1) 因为担心疫情，客户的需求大幅下降

- 2) 下游客户的收入受到疫情冲击, 对公司产品的订单大幅减少
- 3) 产品的物流和运输受到疫情影响, 难以送达客户
- 4) 产品的生产受到疫情的影响, 无法完成正常的生产
- 5) 其它 (请注明):
- 6) 公司收入不受影响

5. 疫情爆发之后, 公司的原材料供应和采购是否受到或即将受到影响? (不考虑国务院及地方政府额外增加假期、无法开工这个特殊因素的影响)

- 1) 受到极大影响, 重要和主要原材料供应基本难以获得
- 2) 受到较大影响, 重要和主要的原材料供应面临较大瓶颈
- 3) 受到一定影响, 重要和主要的原材料供应难以满足全部需求、
- 4) 基本不受影响
- 5) 没有原材料采购的问题

6. 疫情爆发之后, 公司的劳动力和雇佣关系是否受到或即将受到影响? (不考虑国务院及地方政府额外增加假期、无法开工这个特殊因素的影响)

- 1) 50-100%员工无法正常到岗工作
- 2) 30-50%以上的员工无法到岗正常工作
- 3) 0-30%的员工无法到岗正常工作
- 4) 受到一定影响, 员工可能需要通过在家上班、远程等方式完成工作, 影响工作效率
- 5) 几乎不受影响

7. 2月3日假期结束, 目前看最晚2月9日绝大多数地区开工就恢复正常了。但是如果疫情仍将持续三个月才能明显好转, 公司的损失估计有多大?

- 1) 相当于过去三年平均年利润 (利润波动较大的情况) 或去年净利润 (利润比较稳定的情况) 的 500%以上
- 2) 相当于过去三年平均年利润或去年净利润的 200%-500%
- 3) 相当于过去三年平均年利润或去年净利润的 100%-200%
- 4) 相当于过去三年平均年利润或去年净利润的 50-100%
- 5) 相当于过去三年平均年利润或去年净利润的一半以下
- 6) 没有损失

8.疫情发生之后，公司预计一个月内用于员工补助和对抗病情的资金占过去三年平均利润（利润波动较大）或去年净利润（利润较稳定）的百分比？（包括为员工购买口罩药品等、对厂房进行的额外的消毒，附加的专车接送等资金支出）

- 1) 0%~1%（含1%）。
- 2) 1%~5%（含5%）。
- 3) 5%~20%（含20%）。
- 4) 20%~50%（含50%）。
- 5) >50%。

9.疫情发生之后，公司是否面临或将在未来一段时间面临现金流紧张的压力？（可多选）

- 1) 收入大幅下滑，员工工资、日常运营等持续消耗现金流，现金流面临较大压力
- 2) 收入一定程度下滑，员工工资、日常运营等持续消耗现金流，现金流面临一定压力
- 3) 收入下滑，公司亏损，银行等金融机构进一步抽贷，现金流面临进一步压力
- 4) 收入下滑，贷款等到期需要偿付，金融机构也不愿意展期，现金流面临压力
- 5) 现金流不受影响

10.2月3日假期结束，目前看最晚2月9日绝大多数地区开工就恢复正常了，但是如果疫情没有明显好转，公司的现金流还能支撑多久

- 1) 1个月
- 2) 1-3个月
- 3) 3-6个月
- 4) 6个月到1年
- 5) 1年以上
- 6) 不受影响

11.疫情发生之后，公司是否面临裁员的压力？

- 1) 已经出现大范围的裁员：10%及以上
- 2) 已经出现一定范围的裁员：0-10%
- 3) 如果情况不明显好转，会在1个月内存在裁员的压力

- 4) 如果情况不明显好转, 会在 3 个月内存在裁员的压力
- 5) 如果情况不明显好转, 会在 6 个月内存在裁员的压力
- 6) 如果情况不明显好转, 会在 6 个月以上的时间面临裁员压力
- 7) 没有压力

12. 疫情发生之后, 除了控制疫情之外, 贵公司最期望看到的政策扶持是? (可多选)

- 1) 对受影响企业和行业针对性的财政补贴
- 2) 对受影响的企业和行业针对性的减税、减社保
- 3) 对受影响的企业和行业针对性的延迟纳税和缴纳社保
- 4) 对受影响的企业和行业针对性的降息
- 5) 针对性的允许存量贷款展期, 度过难关
- 6) 政府推动金融机构增加对受影响公司的借贷, 度过难关
- 7) 其它 (请注明):

13. 疫情发生以后, 宏观经济下行压力也有所增加, 贵公司是否希望看到 (可多选)

- 1) 全面减税、减社保刺激经济
- 2) 全面延迟社保和缴税
- 3) 全面降息刺激经济

14. 为应对疫情, 国务院演唱了春节假期, 一些地方政府在此基础上进一步延长了假期, 并要求企业照常发放工资。这种情况下:

- 1) 显著增加了企业成本, 几乎无法负担
- 2) 较大程度增加了企业成本, 难以负担
- 3) 一定程度增加了企业成本, 但可以负担
- 4) 略微增加企业成本, 没有太大压力
- 5) 假期延长没有影响

15. 针对本次武汉爆发的肺炎疫情, 贵公司对于政府的工作和政策还有什么建议? (请填写):

【固定收益研究小组介绍】

靳毅，首席分析师，北京大学理学硕士、经济双学士。曾累计参与管理债券规模超 1000 亿，2016 年加入国海证券。
张赢，上海财经大学应用统计硕士，目前主要负责可转债、银行研究。
吕剑宇，乔治华盛顿大学统计学硕士，目前主要负责宏观、利率方向研究。
姜雅芯，武汉大学金融硕士，目前主要负责信用债、可转债研究。

【分析师承诺】

靳毅、樊磊、余春生、张赢，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】**行业投资评级**

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% - 20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% - 10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。