荆棘里的花

——招商银行小微企业调研之三（I）

招商银行企业调研联合课题组

谭卓，宏观经济研究所所长
招商银行研究院
zhuotan@cmbchina.com

陈适时，用户体验团队主管
交易银行部
chenshishi@cmbchina.com

颜琰，宏观研究员
招商银行研究院
freyayan@cmbchina.com

曹珊，交互设计岗
交易银行部
nyanko33@cmbchina.com

■ 招商银行于 2020 年在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业客户的跟踪调研。2020 年 11 月底到 12 月初，招商银行投放了第三轮线上问卷，共收集有效答卷 2,549 份。基于调研结果共形成两篇专题报告，本篇报告为第一篇。

■**小微企业在样本数量中占据九成以上，且集中在第三产业。**其中八成左右企业为批发零售、租赁商服、信息软件和科研技术企业。从区域上来看，受访企业主要集中在经济发达地区，且主要为本土型企业。**由于样本特征集中度较高，此次调研主要反映的是这部分受访企业的经营现状和困难。**

■**总体上受访企业经营仍未回归至疫前水平，但较去年 4 月已边际改善。**2020 年营收相较 2019 年显著下滑，现金流也更为紧张。相较 4 月调研，企业营收、现金流情况均边际好转，裁员/降薪和投资收缩力度也有所下降。但面对刚性支出压力和融资困难，大部分企业仍需通过裁员或降薪来减少成本，投资也相对谨慎。受访企业对 2021 年的前景总体上更为乐观。

■**值得注意的是，相较去年 4 月调研，年末调研呈现出更加鲜明的四大特征。**一是在经营整体改善下，年末调研中受访企业现金流“两极化”的情况却更加突出。预期现金流可维持 1 年以上的企业占比和仅可维持 1 个月的企业占比均大幅上升。二是面对疫情和经济恢复的不确定性，受访企业投资计划更加保守。三是疫情的经济“后遗症”加重，小微企业和大中企业的经营分化不仅没有收敛，反而在一定程度上加剧。四是外向型企业和本土企业对 2021 年营收预期发生逆转，外向型企业对未来营收的预期更为悲观。

■**疫情有效控制下，去年末各行业经营压力较 4 月发生较大变化，制造业仍然相对“免疫”。**年末调研所观察的 11 个行业中，租赁商服、地产行业经营压力加大，文娱体育、居民服务、建筑和科研技术行业经营压力相对减小，折射出后疫情时代经济修复的特征。

■ **总体上，去年末小微企业仍普遍面临着生产经营、供需、融资等方面的问题。**生产经营方面，营收减少和刚性支出压力是受访企业当前面临的最大困难。供需方面，海内外供需变化的负面冲击仍是造成企业营收缩减的主要原因，特别是在需求端，且国内冲击远超海外。融资方面， 融资成本高和及时还款压力大是企业融资难的主要原因。**在此困境下，受访企业迫切希望政府能够在减税降费、定向资金支持、加大补贴力度方面给予帮助。**2021 年《政府工作报告》指出要进一步解决小微企业融资难题，支持银行定向增加贷款，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，延长小微企业融资担保降费奖补政策等，正是呼应了小微企业的政策需求。

目 录

执行概要 1
一、样本特征：本土小微企业、第三产业、经济发达 2
二、经营状况：持续改善 5
（一）营收及利润 5
（二）现金流 8
（三）雇员与薪酬 11
（四）投资计划 13
（五）困境和需求 16
三、小结：明天会更好 19

图目录

图 1：受访企业员工数量分布 3
图 2：受访企业营收规模分布 3
图 3：受访企业行业分布 4
图 4：受访企业行业及区域分布 4
图 5：受访企业海外营收占比分布 4
图 6：受访企业对海外供应依赖度分布 4
图 7：11 月/4 月调研企业样本分布 5
图 8：受访企业 2020 年三季度和四季度预期营收 6
图 9：受访企业 2020 年和 2021 年全年营收同比 6
图 10：各行业企业 2020 年全年营收预期 6
图 11：各行业企业 2021 年全年营收预期 6
图 12：各省企业 2020 年全年营收预期 7
图 13：各省企业 2021 年全年营收预期 7
图 14：受访企业 2020 年全年营收及利润预期 8
图 15：部分企业 2020 年全年“营增利减” 8
图 16：4 月/11 月调研企业预期现金流维持时长 9
图 17：2020 年全年营收与现金流预期维持时长 9
图 18：各行业企业预期现金流维持时长 10
图 19：各省企业预期现金流维持时长 11
图 20：受访企业预期雇员数量较 2019 年末变化 11
图 21：受访企业当年雇员薪酬较 2019 年末变化 11
图 22：2020 年全年营收与预期雇员数量变化 12
图 23：2020 年全年营收与雇员薪酬变化 12
图 24：受访企业雇员数量及薪酬较 2019 年末变化 12
图 25：各行业企业“裁员”和“降薪”偏好 12
图 26：各行业企业预期雇员数量较 2019 年末变化 13
图 27：各行业企业雇员薪酬较 2019 年末变化 13
图 28：各省企业预期雇员数量较 2019 年末变化 13
图 29：各省企业雇员薪酬较 2019 年末变化 13
图 30：受访企业 2020 年全年投资额预期 14
图 31：企业 2020 年全年营收与投资额预期 15
图 32：企业现金流与 2020 年全年投资额预期 15
图 33：各行业企业 2020 年全年投资额预期 15
图 34：各省企业 2020 年全年投资额预期 15
图 35：企业 2020 年全年投资额与 2021 年全年营收预期 16

图 36：受访企业在生产经营方面的困难（多选）..... 16
图 37：各行业企业在生产经营方面的困难（多选）..... 16
图 38：受访企业在供需两侧的外部困难（多选）..... 17
图 39：各行业企业在供需两侧的外部困难（多选）..... 17
图 40：受访企业当前融资渠道及方式（多选）..... 18
图 41：受访企业在融资方面的外部困难（多选）..... 18
图 42：各行业企业在融资方面的外部困难（多选）..... 18
图 43：受访企业希望政府出台的政策（多选）..... 19
图 44：各行业企业希望政府出台的政策（多选）..... 19

执行概要：修复中的分化

2020 年，新冠疫情给全球经济带来了前所未有的冲击。尽管我国疫情拐点和复工复产领先全球，但企业仍然面临着全球疫情和经贸形势的巨大不确定性，以及国内散点式疫情爆发所带来的挑战，尤其是广大中小企业。中小企业是我国国民经济的基石，是“稳增长”“稳就业”的关键所在。如何解决中小企业的经营难题，成为政策和市场关注的焦点。

2020 年，招商银行在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业客户的跟踪调研，2 月发布了基于 20,735 份有效问卷的首份研究成果《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调研报告》，4 月发布了基于 23,524 份有效问卷的系列报告《穿越生死线——招商银行小微企业调研报告之二（I）》、《不确定性阴霾下：招商银行小微企业调研报告之二（II 外贸篇）》、《聚焦大湾区——招商银行小微企业调研报告之二（III 粤深篇）》（以下简称“4 月调研”）。11 月底至 12 月初，招商银行投放了第三轮线上问卷，共收集有效答卷 2,549 份（以下简称“年末调研”），继续跟踪调研企业的经营状况、困难及政策诉求。

总体上看，随着疫情常态化和需求端的恢复，企业经营情况边际改善，但去年末小微企业依然普遍面临着营收下降和现金流紧张的难题。“疫后重建”仍需时日。由于受访企业普遍根据营收预期来决定雇员/薪酬和投资计划，营收下降迫使企业选择裁员/降薪以及收缩投资计划来减少亏损。相较于去年，受访企业对 2021 年的营收预期显著改善，指向今年受访企业投资或有所扩张。

值得注意的是，与去年 4 月调研相比，年末调研呈现出更加鲜明的四大特征。

一是在经营整体改善下，年末调研中受访企业现金流“两极化”的情况却更加突出。现金流极度紧张以及能支撑 1 年以上的企业占比均大幅增加。一方面，部分受访企业营收增长但投资谨慎，现金流累积从而导致可维续时长大幅增加。另一方面，虽然部分受访企业在营收下滑的窘境下选择大幅收缩投资计划，但仍然承受着刚性支出压力和融资能力下降的压力，短期内面临着生存困难。

二是面对疫情和经济恢复的不确定性，受访企业投资计划更加保守。超过七成受访企业全年未增加投资。在现金流相对乐观的情况下，企业投资意愿虽边际改善，但也未大幅扩张，更多企业选择维持当前的投资规模甚至小幅收缩投资规模来应对未来的不确定性。

三是疫情的经济“后遗症”加重，小微企业和大中企业的经营分化不仅没有收敛，反而在一定程度上加剧。样本中小微企业的表现仍显著弱于大中企业，但在现金流和投资计划上的“两极化”更为明显。

四是外向型企业和本土企业对 2021 年营收预期发生逆转。在我国外部环境不确定性和不稳定性的影响下，相较于本土型企业，**外向型企业对未来营收的预期更为悲观。**随着海外经济复苏，今年我国进出口的替代效应将逐渐消退，叠加人民币汇率偏强、全球化逆流等不利因素，外向型企业未来的预期营收增

速显著低于本土型企业。**由于篇幅限制，后两点特征我们将在下一篇专题报告中进行详细分析和说明。**

去年末各行业经营压力较 4 月发生较大变化，制造业仍然相对“免疫”。年末调研所观察的 11 个行业中，租赁商服、地产行业经营压力加大，文娱体育、居民服务、建筑和科研技术行业经营压力相对减小（表 1）。**值得一提的是，相较 4 月，地产行业营收压力显著增大，但现金流相对充裕。**一方面，地产行业营收滞后销售 1-2 年[1]。18-19 年，地产行业销售增速相对较低，从而导致 2020 年和 2021 年营收压力增大，叠加企业“三条红线”和银行“房贷贷款集中度管理”的政策限制，地产企业对 2021 年营收预期更加悲观，投资收缩幅度加大。另一方面，2020 年较高的行业景气度带动企业销售回款大幅增加，且政策收紧未立即呈现在融资端，导致地产行业流动性较为充裕。

表 1：各行业经营压力排名

行业	2020 营收压力	2021 营收压力	利润压力	现金流压力	裁员压力	投资收缩	综合压力
住宿餐饮	1	1	3	1	1	1	1（↑1）
租赁商服	2	3	1	2	2	4	2（↑2）
地产	3	2	2	11	4	3	3（↑7）
文娱体育	4	4	4	9	3	2	4（↓3）
居民服务	5	6	5	3	5	5	5（↓2）
批发零售	6	5	6	6	6	6	6（↑1）
信息软件	7	8	7	7	8	7	7（↑1）
建筑	8	9	8	4	7	9	8（↓3）
科研技术	10	10	9	5	9	8	9（↓3）
交运仓储	9	7	10	8	10	10	10（↓1）
制造	11	11	11	10	11	11	11（-）

注：1. 本文简化了各大类行业的名称（简称与全称的对应关系参见附表）；
2. 数值表示行业在该分项中的排名，数值越小表明压力越大；
3. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。
4. 括号内箭头表示较 4 月调研上升或下降的位数，红色箭头表示压力上升，绿色箭头表示压力下降。
资料来源：招商银行

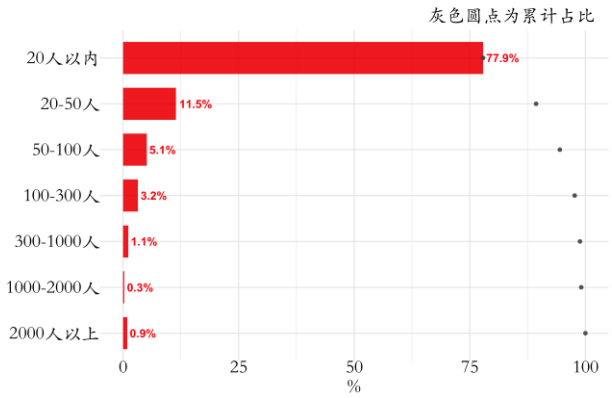
总体上，去年末小微企业仍普遍面临着生产经营、供需、融资等方面的问题。生产经营方面，营收减少和刚性支出压力是受访企业当前面临的最大困难。供需方面，海内外供需变化的负面冲击仍是造成企业营收缩减的主要原因，特别是在需求端，且国内冲击远超海外。融资方面，融资成本高和及时还款压力大是企业融资难的主要原因。**在此困境下，受访企业迫切希望政府能够在减税降费、定向资金支持、加大补贴力度方面给予帮助。**

[1] 房地产行业营业收入与资金流入存在时滞性。通常房企提前收到的购房款项会计入预收账款科目，而在项目竣工交付后才会记入营业收入。

一、样本特征：本土小微企业、第三产业、经济发达

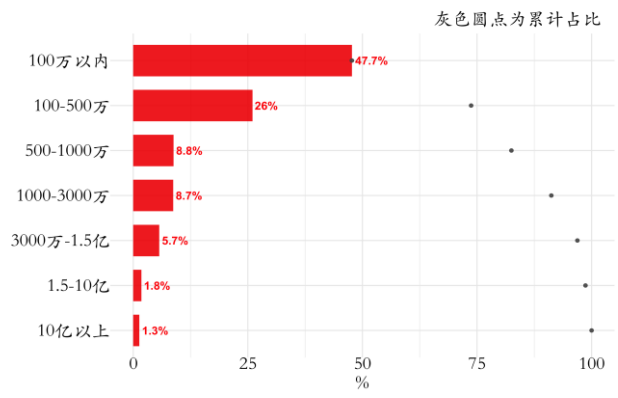
小微企业在样本中占据绝对比重。受访企业中，89.4%员工数量小于 50 人，94.5%员工数量小于 100 人（图 1）；73.7%营收规模小于 500 万，82.5%营收规模小于 1,000 万（图 2）。在后文的分析中，我们以员工数量为标准区分了小微企业（小于 50 人）和大中企业（大于 100 人），以对比不同规模企业的经营现状及预期。**样本结构使得全样本的统计指标非常接近小微企业子样本。**

图 1：受访企业员工数量分布



资料来源：招商银行

图 2：受访企业营收规模分布



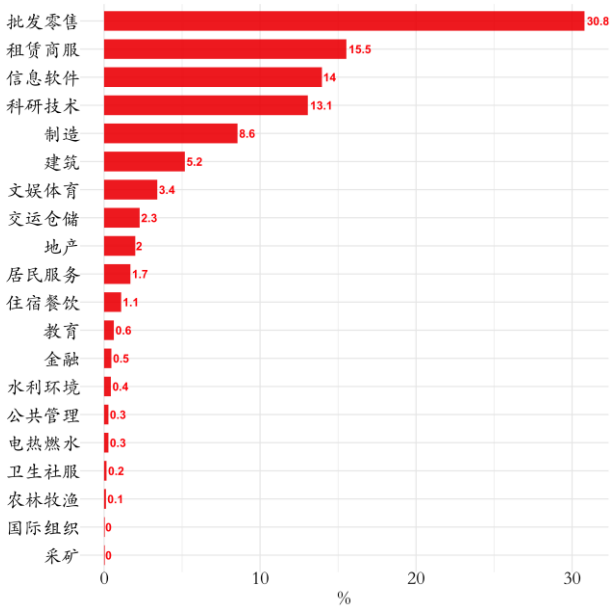
资料来源：招商银行

从行业分布上看，受访企业主要集中在第三产业，占比达 85.8%。受访企业涵盖了我国《国民经济行业分类》中的全部 20 个大类行业，**其中批发零售、租赁商服、信息软件、科研技术的企业数量在样本中合计占比达 73.4%**。第二产业占比 14.0%，主要集中在制造和建筑行业（合计占比 13.7%）（图 3）。考虑到样本的代表性，在后文关于行业的讨论中，我们未考虑受访企业数量少于 25 的行业，包括教育（16 家）、金融（12 家）、水利环境（11 家）、公共管理（7 家）、电热燃水（7 家）、卫生社服（4 家）、农林牧渔（3 家）、采矿（1 家）以及国际组织（1 家）。

从区域分布上看，受访企业主要集中在经济较发达的地区。受访企业覆盖了我国大陆的 30 个省市自治区[2]。其中广东、北京、上海、江苏、山东、浙江的企业数量在样本中合计占比达 63.8%（图 4），较 2020 年 4 月份的调研（67.1%）小幅下降，**指向全国复工状况较 4 月份有所改善**。考虑到样本的代表性，在后文关于区域的讨论中，我们未考虑受访企业数量少于 25 的省市，包括甘肃（20 家）、新疆（18 家）、内蒙古（16 家）、广西（14 家）、黑龙江（14 家）、海南（13 家）、吉林（12 家）、河北（10 家）、青海（7 家）、宁夏（7 家）、贵州（4 家）。

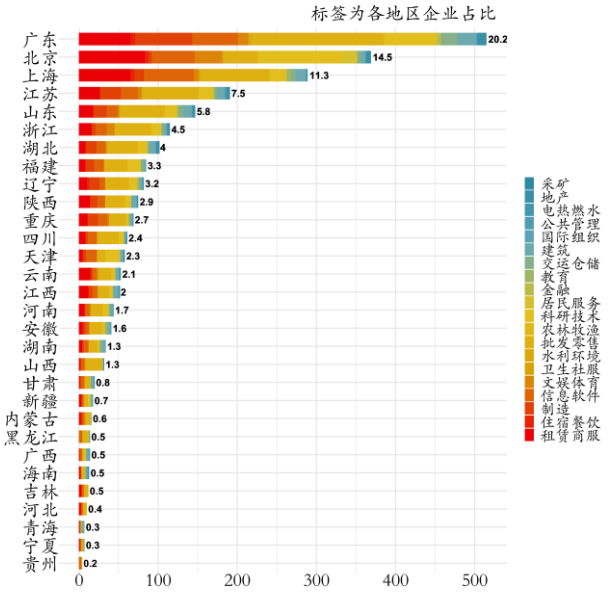
[2]全国 31 个省市自治区中无西藏自治区。

图 3：受访企业行业分布



资料来源：招商银行

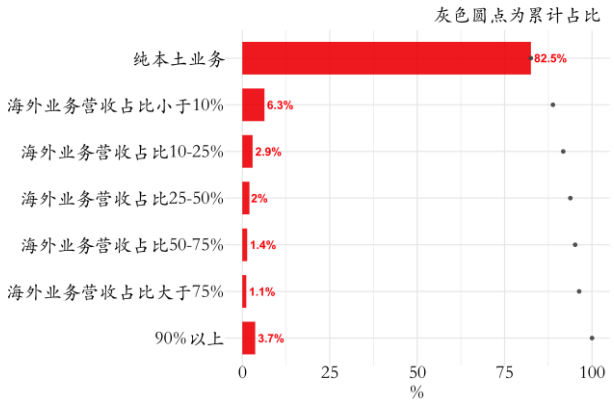
图 4：受访企业区域及行业分布



资料来源：招商银行

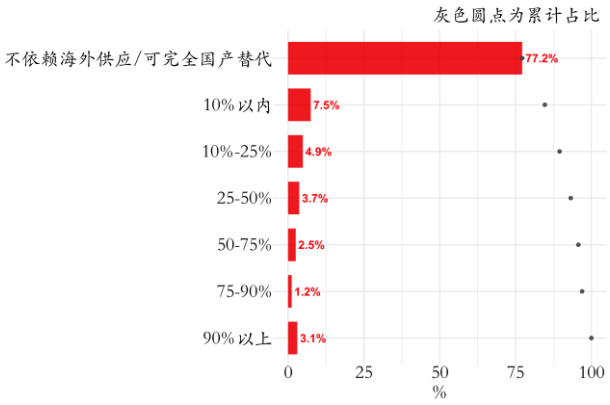
从企业对进出口的依赖度上来看，受访企业主要为本土型企业。受访企业82.5%为纯本土业务，仅 8.2%海外营收占比大于 25%（图 5）；77.2%不依赖海外供应，仅 10.5%海外供应依赖度大于 25%（图 6）。在后文的分析中，我们以进出口依赖度为标准区分了本土型企业（进出口依赖度皆为零）和外向型企业（进口或出口依赖度至少一项占比大于 25%），以对比不同类型企业的经营现状及预期。

图 5：受访企业海外营收占比分布



资料来源：招商银行

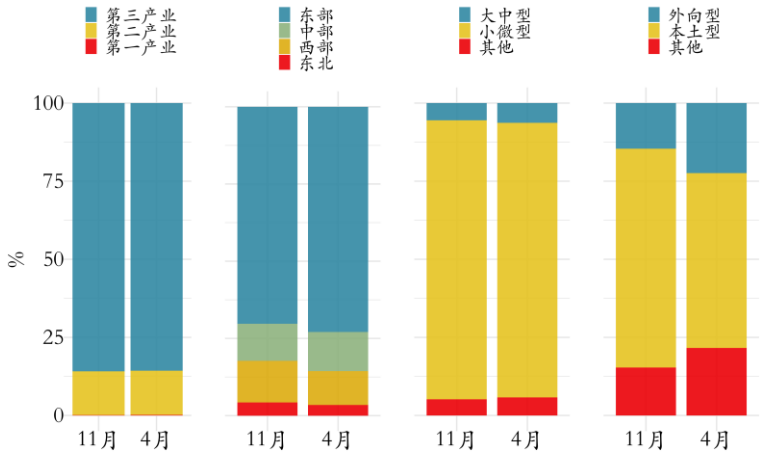
图 6：受访企业对海外供应依赖度分布



资料来源：招商银行

本轮调研的样本特征与前两轮调研高度一致。值得注意的是，本轮调研样本中外向型企业占比较 2020 年 4 月份小幅下滑（图 7），主要源于纯进口依赖型（进口依赖度 25%以上，出口依赖度 0%）和进出口依赖型（进出口依赖度皆大于 25%）的企业数量占比下降。**这很可能与我国在疫情下的“进口替代”相关，企业对海外供应的依赖度总体下降。**

图 7：11 月/4 月调研企业样本分布



资料来源：招商银行

二、经营状况：持续改善

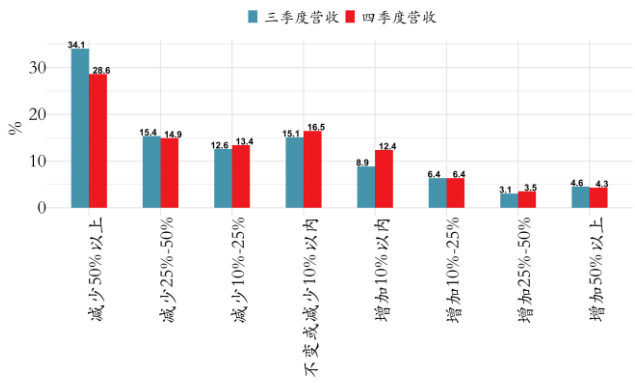
受访企业 2020 年营收相较 2019 年显著下滑，现金流也更为紧张。相较 4 月调研，企业经营情况在年末边际好转。但面对刚性支出压力和融资困难，大部分企业仍需裁员或降薪来减少成本，投资也相对谨慎。随着防控措施的逐步放松和需求端的修复，企业对 2021 年的前景更为乐观。

（一）营收及利润

接近半数受访企业去年三季度营收显著下滑，但预期未来将有所改善。49.5%的企业三季度营收同比下滑超过 25%，较 4 月调研下降了 24.7pct。超过三成（34.1%）企业营收锐减 50%以上。整体来看，近八成（77.2%）企业三季度营收同比为负或不变，仅有 23%的企业三季度营收同比正增长。**相较于第三季度，企业预期四季度营收出现边际改善。**其中，预期营收同比正增长的企业占比为 26.6%，较三季度上升约 4pct。预期营收同期减少 25%以上的企业占比较三季度下降 6pct，与预期营收小于 10%但大于-25%企业占比增幅相同（图 8）。

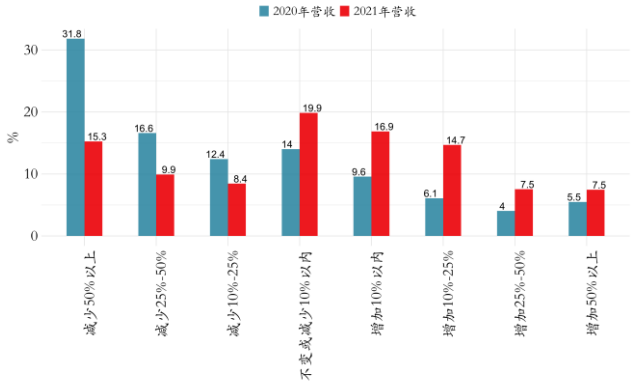
四分之三（74.8%）受访企业预期去年全年营收出现下滑，一半受访（48.4%）企业预期营收下滑超过 25%。**受访企业对 2021 年的营收预期显著改善**。近半数（46.6%）企业预期 2021 年营收实现正增长，较 2020 年占比（25.2%）几乎翻番。预期 2021 年营收同比下滑超过 25%的企业占比为 25.2%，相较 2020 年减半（图 9）。

图 8：受访企业 2020 年三季度和四季度营收同比



资料来源：招商银行

图 9：受访企业 2020 年和 2021 年全年营收同比

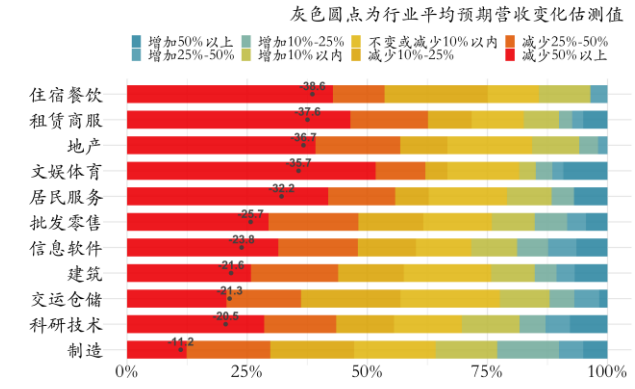


资料来源：招商银行

从行业分布看，服务业营收下滑严重，预期也更为悲观。住宿餐饮、租赁商服、地产是去年平均营收同比下滑幅度最大的三个行业（图 10），也是预期 2021 年营收同比降幅最大的三个行业（图 11），边际改善相对最小[3]。**相较之下，制造业营收现状及预期较为乐观。不论以去年还是今年全年的营收预期衡量，**制造业表现“一枝独秀”，且是唯一预期 2021 年营收增速为正的行业。

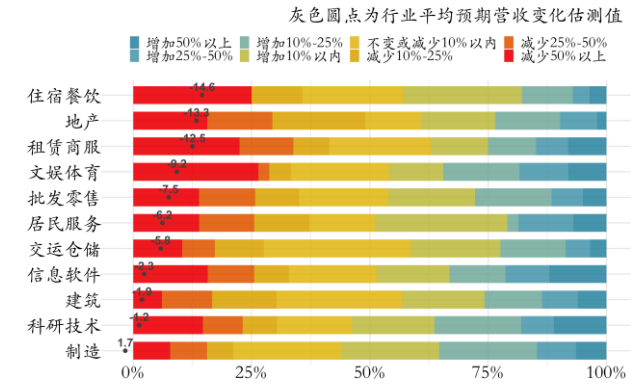
值得注意的是，受访企业的行业 2020 年平均营收变化预期要明显低于全国行业的实际营收同比。举例来说，2020 年全国制造业企业营收同比增速为 1.1%，而受访制造业企业平均营收同比预期为-11.2%。**这主要是因为调研样本中九成以上企业为小微企业，大中型企业的占比较小。疫情对小微企业经营形成的冲击更为严重，导致其营收预期相较大中型企业更为悲观。**2020 年，76.6%的小微企业预期营收负增长，其中 35%的小微企业预期营收下滑 50%以上，而 42.6%大中企业预期全年营收实现正增长。

图 10：各行业企业 2020 年全年营收预期



资料来源：招商银行

图 11：各行业企业 2021 年全年营收预期



资料来源：招商银行

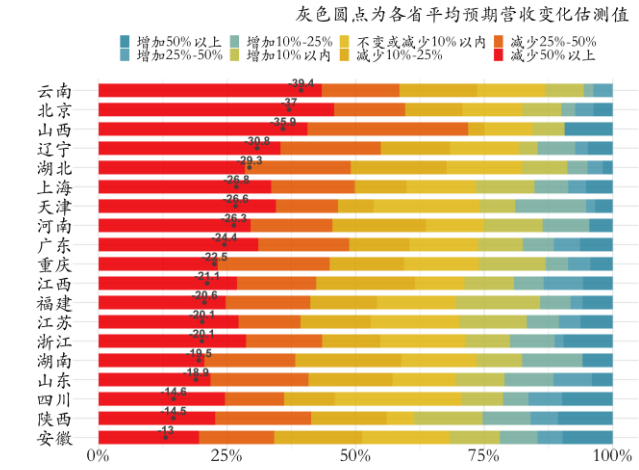
从区域分布看，服务业占比高的地区营收现状及预期最为悲观。在所有省市自治区中，**云南、山西、辽宁** 2020 年营收平均预期同比下滑幅度最大（图

[3] 可以如下指标度量：（2021 年平均营收预期-2020 年平均营收预期）/2020 年平均营收预期。

12），且预期 2021 年全年营收平均同比降幅最大（图 13）。值得注意的是，虽然北京市 2020 年营收平均预期同比降幅位居前三，但 2021 年全年营收预期改善较为明显。这是因为北京市科研技术企业占比（29%）较高，该行业营收预期的边际改善速率较高，带动整体营收预期改善。

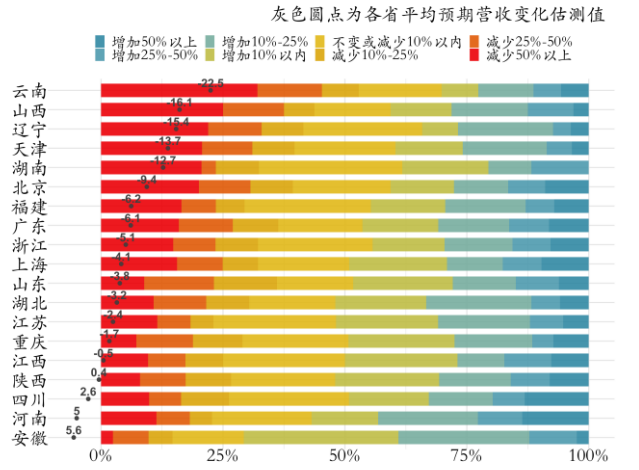
与 4 月调研不同，营收预期较好的地区集中在中西部地区而非东部沿海地区。安徽、河南、四川、陕西 2021 年全年营收平均预期为正，明显好于其他省市自治区。这一方面是由于大部分外向型企业分布在东部沿海地区，其对 2021 年的营收预期较为悲观。另一方面则是因为去年东部沿海地区较高的营收基数，导致 2021 年同比增速相对降低。

图 12：各省企业 2020 年全年营收预期



资料来源：招商银行

图 13：各省企业 2021 年全年营收预期

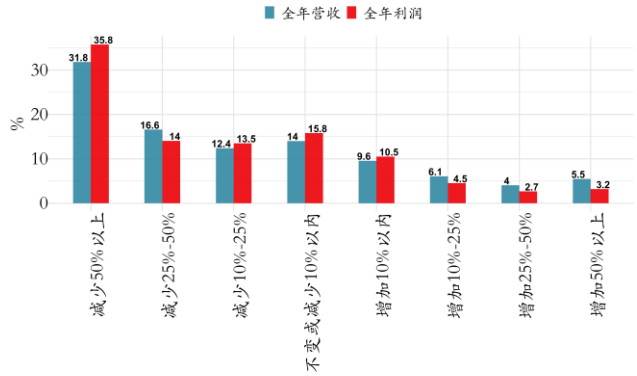


资料来源：招商银行

企业对营收和利润增长的预期显著正相关，但相较于营收，受访企业对利润增长预期更为悲观。近八成（79.1%）的受访企业预期 2020 年全年利润同比下滑，略高于预期全年营收同比下滑的企业占比（74.8%）（图 14）。营收与利润之间的差异来自于成本端：面临刚性支出压力、原材料短缺/价格上涨的企业占比合计高于营收减少的企业占比。

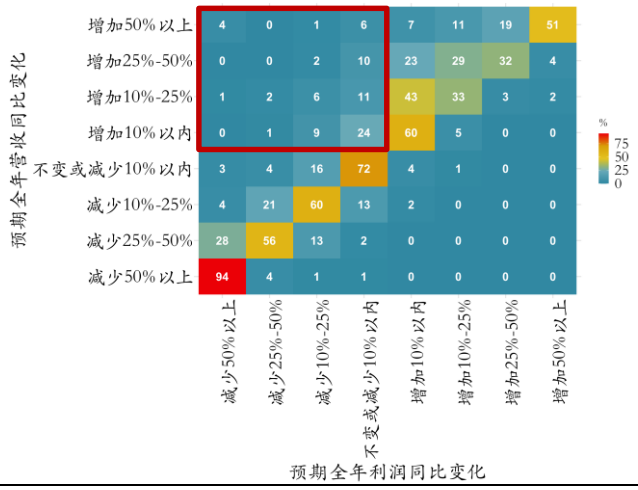
部分企业对全年营收和利润的预期出现分化，“营增利减”的情况仍然存在。预期全年营收正增长的企业中，超过两成（22.0%）的企业利润下滑（图 15）。这一情况在批发零售、信息软件、科研技术等行业更为突出。其中，批发零售行业中有 46 家企业出现“营增利减”，占比达 5.9%，较上次调研（29 家，0.4%）显著增加。

图 14：受访企业 2020 年全年营收及利润预期



资料来源：招商银行

图 15：部分企业 2020 年全年“营增利减”



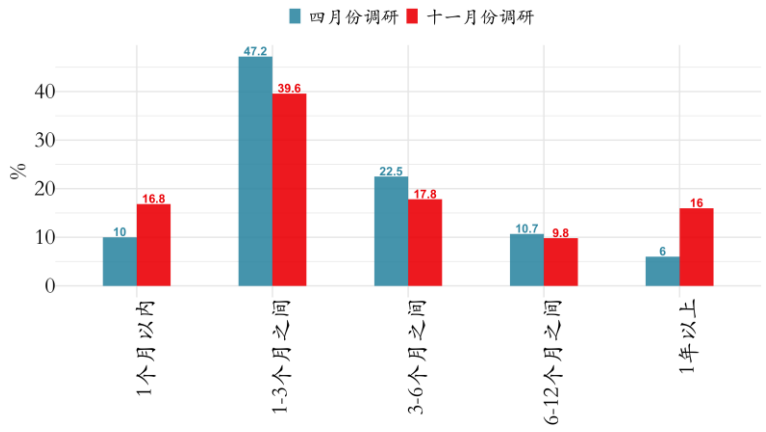
资料来源：招商银行

（二）现金流

相较去年 4 月调研，12 月企业的现金流预期整体好转。基于均匀/正态分布假设估测，受访企业现金流可支撑生存时长平均为 4.9 个月，较 4 月调研增加 0.8 个月。预期现金流可维持 1 年以上的企业占比上升 10pct 至 16%。部分受访企业营收增长但投资谨慎，现金流累积从而导致可维续时长大幅增加。在现金流可维持 1 年以上的企业中，四成以上（43.7%）企业选择投资不变或减少 10%以内。

但令人担忧的是，仅可维持 1 个月的企业占比亦增长 6.8pct 至 16.8%（图 16），“两极化”现象加剧。部分企业在营收大幅下降的窘境下选择收缩投资计划，但仍承受着原材料价格上涨、短期融资能力下降的压力，短期内面临着生存困难。现金流只能支撑 1 个月的企业中，五成以上（54.1%）企业全年营收下降 50%以上，四成以上（41.7%）企业投资收缩 50%以上。面临营收下降压力和短期融资能力下降困难的企业占比明显高于整体样本。

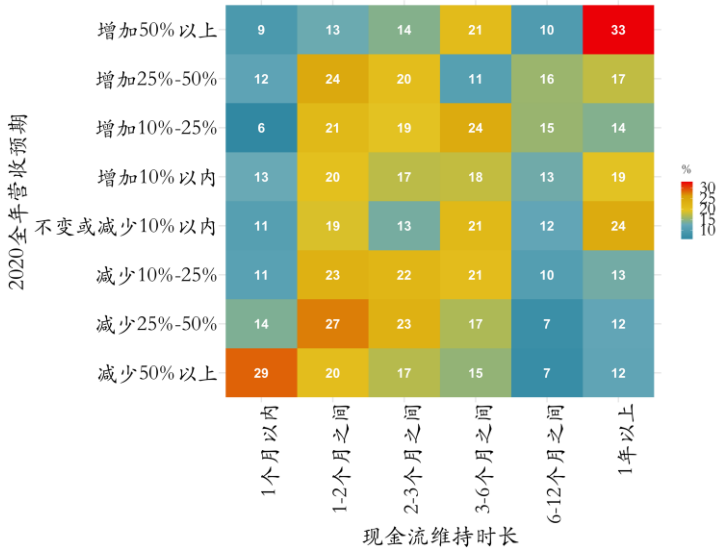
图 16：11 月/4 月调研企业预期现金流维持时长



资料来源：招商银行

受访企业对现金流预期可维持时长与 2020 年全年营收预期有一定的正相关性。在预期全年营收锐减 50%以上的企业中，接近三成（28.6%）企业表示现金流撑不过一个月，而在全年营收预期增长超过 50%的企业中，超过三成（32.9%）企业预期现金流可维持一年以上（图 17）。少量**企业营收预期虽然大幅增长，但现金流却依旧紧张。**2.6%的企业尽管预期 2020 年营收正增长，但由于投资大幅增加，现金流仍然撑不过一个月。这一情况主要集中在相对“免疫”的交运仓储和制造行业。

图 17：2020 年全年营收与现金流预期维持时长

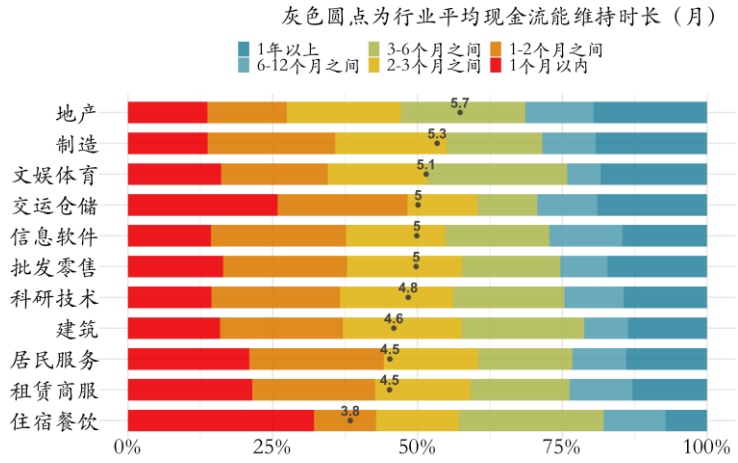


资料来源：招商银行

从行业分布看，几乎所有行业仍面临较大的生存压力，但较 4 月调研有所缓解，多数行业现金流平均能维持 5 个月左右（图 18）。其中，住宿餐饮业的生存压力最大，现金流平均仅能维持 3.8 个月，32.1%的企业现金流撑不过 1 个月。除此之外，居民服务（60.5%）、交运仓储（60.3%）、租赁商服

（59.1%）、批发零售（57.7%）[4]等服务业也面临着不小的现金流压力。这些行业中近六成企业现金流撑不过 3 个月。相较之下，地产、制造业现金流压力较小，三成左右（31.4%/28.4%）企业预期现金流可坚持半年以上。

图 18：各行业企业预期现金流维持时长



资料来源：招商银行

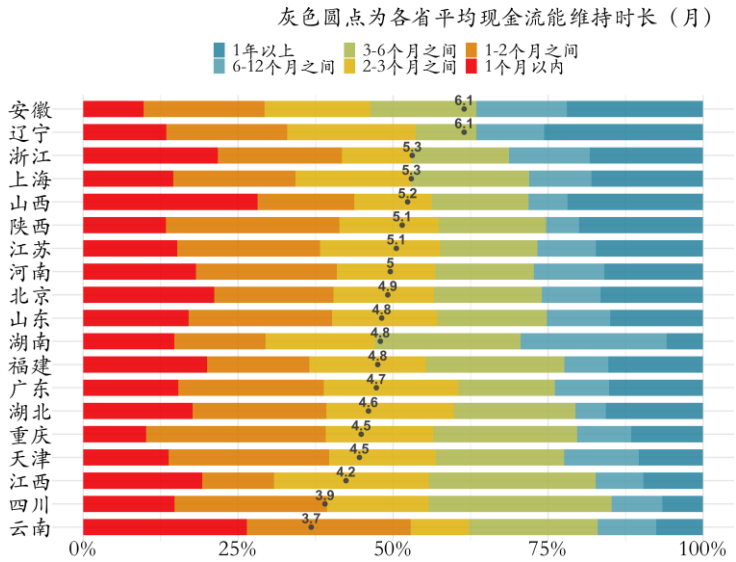
从区域分布看，除四川、云南外，其他地区现金流均可支撑 4 个月以上。这两个地区第三产业占比均在九成左右，高于全样本占比，受到疫情的冲击更为严重。整体来看，**全年营收预期较悲观的地区，现金流极度紧张的企业占比更高。**山西（28.1%）[5]和云南（26.4%）均有三成企业表示现金流撑不过一个月。**相应地，全年营收预期较好的地区，现金流可坚持一年以上的企业占比相对较高，**如安徽（22.0%）[6]、陕西（20.0%）（图 19）。**值得注意的是，辽宁省虽然营收预期悲观，但是现金流表现突出。**仅 13.4%的企业面临一个月内的现金流压力， 25.6%的企业预期现金流可坚持一年以上。这主要是因为辽宁省的外向型企业（22%）和制造业企业占比（15.9%）相对较高，现金流相对较为充裕。

[4] 括号中数字为现金流撑不过三个月的企业占比。

[5] 括号中数字为现金流撑不过一个月的企业占比。

[6] 括号中数字为现金流可维持一年以上的企业占比。

图 19：各省企业预期现金流维持时长

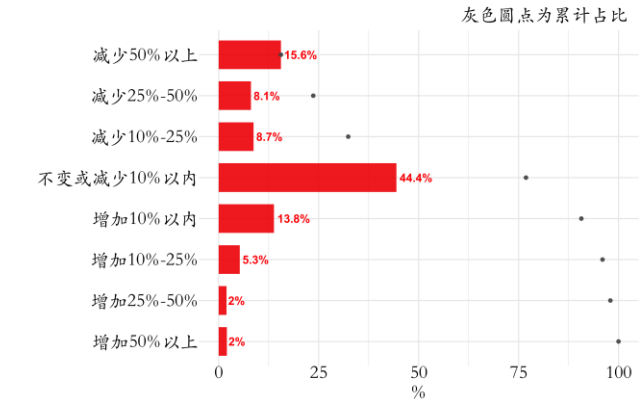


资料来源：招商银行

（三）雇员与薪酬

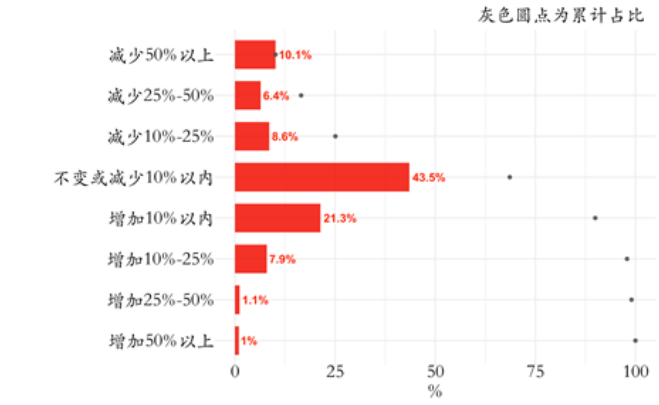
受到营收下降和现金流紧张的冲击，企业不得不通过裁员或者降薪来控制成本，降低亏损。相较去年 4 月，在营收和现金流改善的情况下，受访企业裁员和降薪的幅度均显著缩减。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业平均裁员和降薪幅度分别为 14.6%和 10%，均较 4 月调研下降 8.5pct 左右。其中，预期雇员人数下降的企业约占 3/4（76.8%），显著低于 4 月调研时的 91.5%（图 20）。接近七成（68.6%）的受访企业当前雇员薪酬相较 2019 年末有所下降，较 4 月调研（89.7%）亦明显减少（图 21）。

图 20：受访企业预期雇员数量较 2019 年末变化



资料来源：招商银行

图 21：受访企业当年雇员薪酬较 2019 年末变化

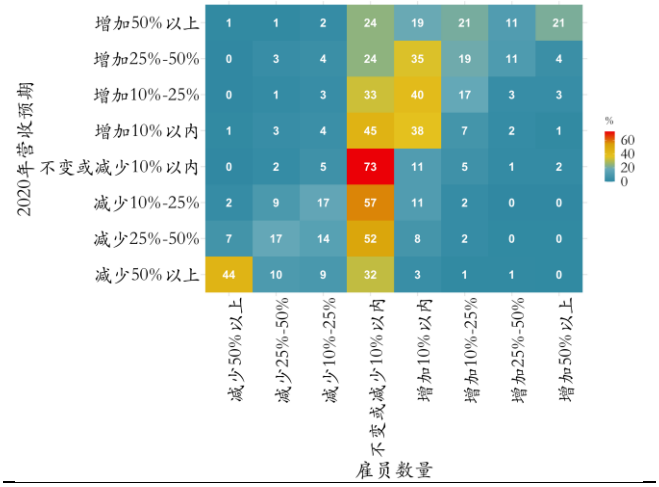


资料来源：招商银行

企业的裁员/降薪计划很大程度上取决于其营收预期。在预期全年营收锐减 50%以上的企业中，超过四成（44.1%）的企业计划减少 50%以上的雇员（图 22），超过三成（30.3%）的企业降薪幅度超过 50%（图 23）。随着营收预期的改善，企业裁员/降薪的幅度也有所下降。在预期全年营收下滑超过

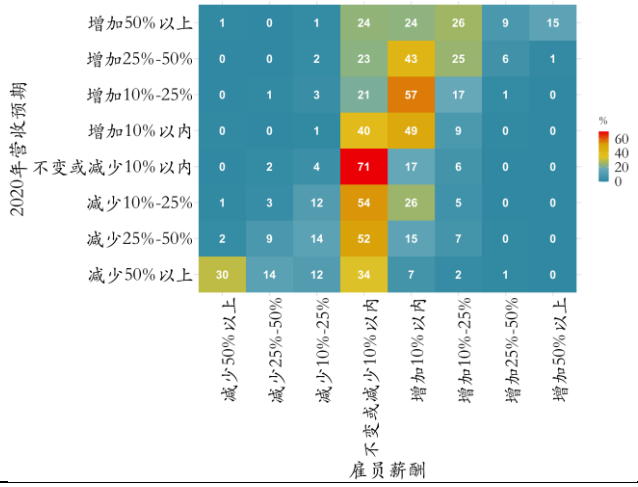
25%的企业中，三成以上（31.3%）企业选择裁员 50%以上，两成（20.6%）以上企业选择降薪 50%以上。**从全样本观察，在“裁员”和“降薪”之间，企业似乎更倾向前者，这也是企业为维持劳动生产率的合理选择**（图 24、25）。

图 22：2020 年全年营收与预期雇员数量变化



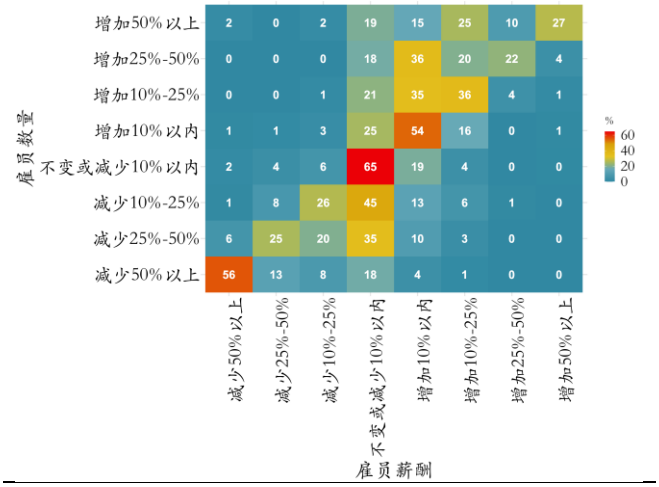
资料来源：招商银行

图 23：2020 年全年营收与当年雇员薪酬变化



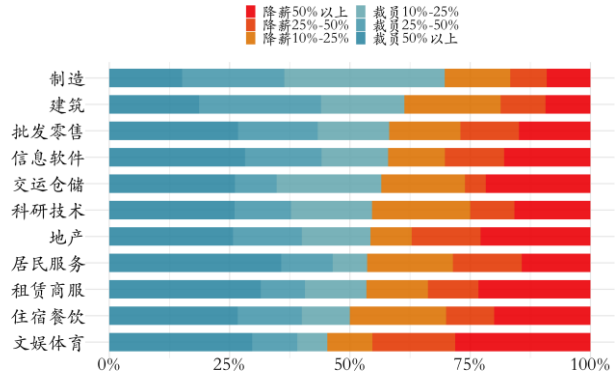
资料来源：招商银行

图 24：预期雇员数量与当年薪酬较 2019 年末变化



资料来源：招商银行

图 25：各行业企业“裁员”和“降薪”偏好

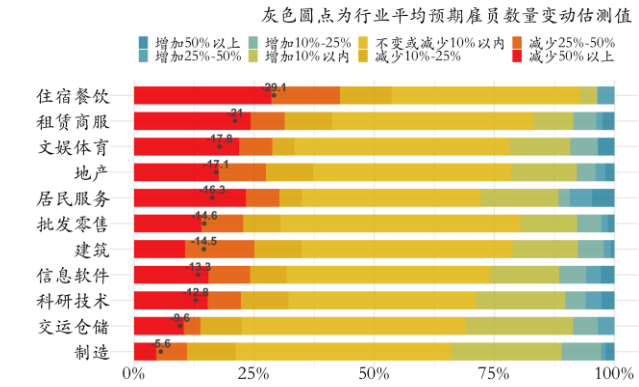


资料来源：招商银行

从行业分布看，营收预期悲观的服务业裁员/降薪的幅度最大。其中，营收预期最悲观的住宿餐饮（42.9%/32.1%）[7]、租赁商服（31.3%/26.0%）行业裁员/降薪幅度占比均位居前列（图 26、27）。相应地，营收预期较好的制造业裁员/降薪幅度相较于其他行业较小，也是唯一有超过一成企业（14.2%）预期涨薪 25%以上的行业。**从区域分布看，营收预期悲观的地区裁员/降薪的企业占比更高**，如山西（43.8%/25%）、云南（26.4%/34%）（图 28、29）。

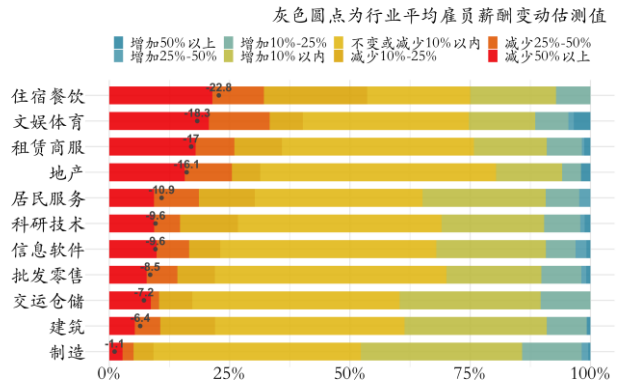
[7] 括号中数字分别为雇员数量减少超过 25%、薪酬减少超过 25%的企业占比。

图 26：各行业企业预期雇员数量较 2019 年末变化



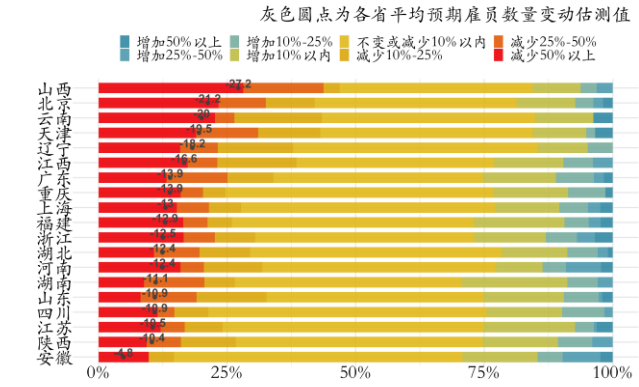
资料来源：招商银行

图 27：各行业企业当年雇员薪酬较 2019 年末变化



资料来源：招商银行

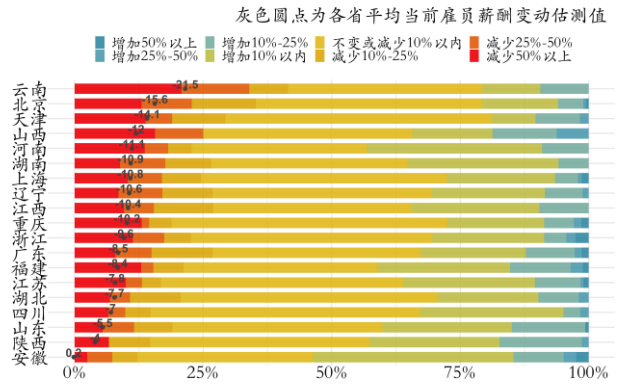
图 28：各省企业预期雇员数量较 2019 年末变化



资料来源：招商银行

图 29：各省企业当年雇员薪酬较 2019 年末变化

4 月调研

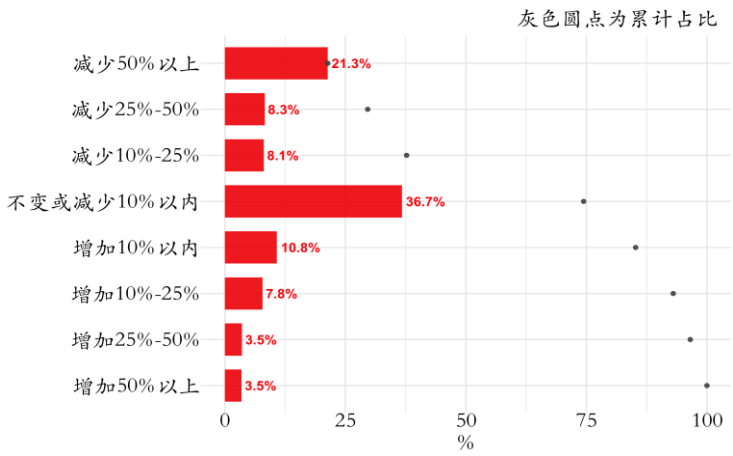


资料来源：招商银行

（四）投资计划

企业投资计划整体上较为保守，但在营收、现金流预期边际好转的带动下，企业的投资意愿相较于 4 月调研时显著改善。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业投资计划平均收缩幅度 16.5%，是 4 月调研时（32.3%）的一半。超过 1/4（25.6%）企业投资额较上年末有所增加，而 4 月调研中该占比仅不足一成（7.7%）。超过两成（21.3%）企业投资额较去年同期减少 50%以上，该占比亦较 4 月调研时（33%）大幅下降（图 30）。

图 30：受访企业 2020 年全年投资额预期



资料来源：招商银行

企业投资很大程度上取决于当年营收规模。当年营收规模越高，企业投资意愿越强。在预期全年营收增长超过 25%的企业中，37.4%的受访企业投资同比扩张，而这一占比在投资大幅缩减超 25%的企业中仅为 0.8%；在营收下降 25%以上的企业中，投资扩张的占比仅为 2.5%，56.7%的企业选择大幅收缩投资（图 31）。**此外，企业投资在一定程度上与其现金流维持时长有关，现金流紧张将削弱企业的投资意愿。**在现金流维持不超过 1 个月的企业中，投资收缩超过 25%的企业占比为 50.6%，而投资扩张超过 25%的企业占比仅为 7.0%（图 32）。

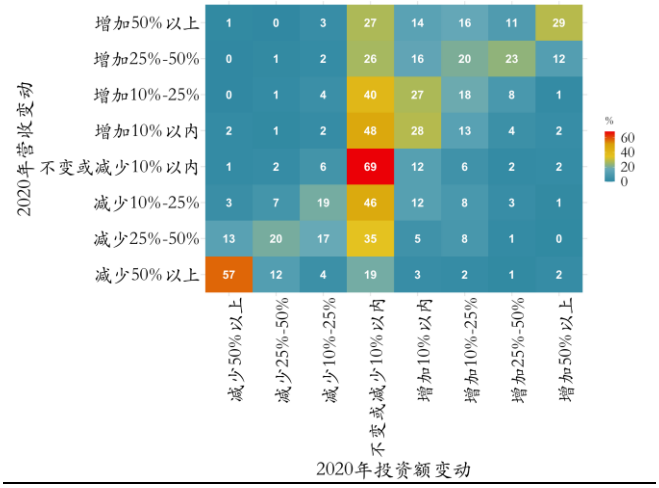
企业投资在行业分布和区域分布上也印证了上述关系。2020 年全年营收预期悲观、现金流压力大的行业（住宿餐饮（46.4%）[8]、文娱体育（46.0%）、租赁商服（40.0%））和区域（云南（41.5%）、北京（40.7%）、山西（40.6%））投资均出现大幅收缩（图 33、34）。

随着现金流预期的改善，企业投资计划却更为保守，投资意愿逐渐收敛。在现金流可维持 3 个月以内、半年以上、1 年以上的企业中，投资收缩/扩张[9]的占比分别为 36.5%/6.3%、18.9%/8.7%、18.4%/9.6%，占比差逐步缩小。这指向**面对疫情所带来的不确定性和不稳定性，企业更多采取“防御型”投资策略。**在现金流相对乐观的情况下，企业投资意愿虽边际改善，但也未大幅扩张，更多企业选择“保存弹药”（投资额保持不变或减少 10%以内）来应对未来的不确定性。

[8] 括号中数字为全年投资额下滑超过 25%的企业占比。

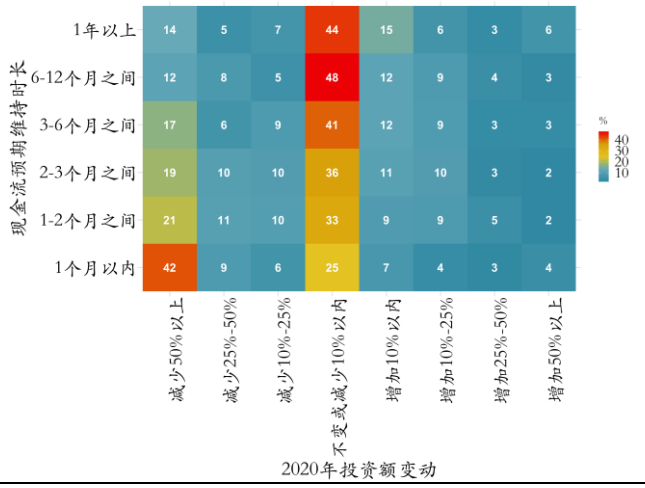
[9] 括号中数字分别为全年投资额下滑超过 25%、全年投资额增长超过 25%的企业占比。

图 31：2020 年全年营收与投资额预期



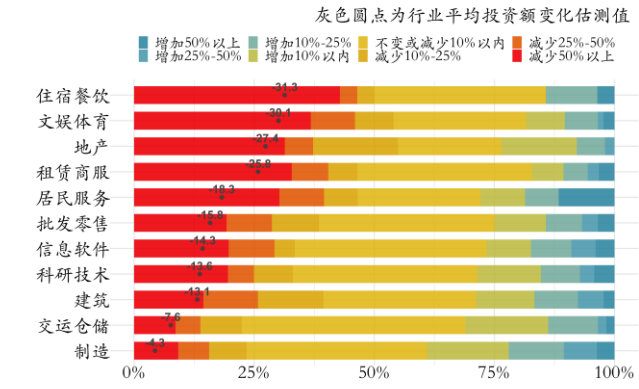
资料来源：招商银行

图 32：现金流维持时长与投资额预期



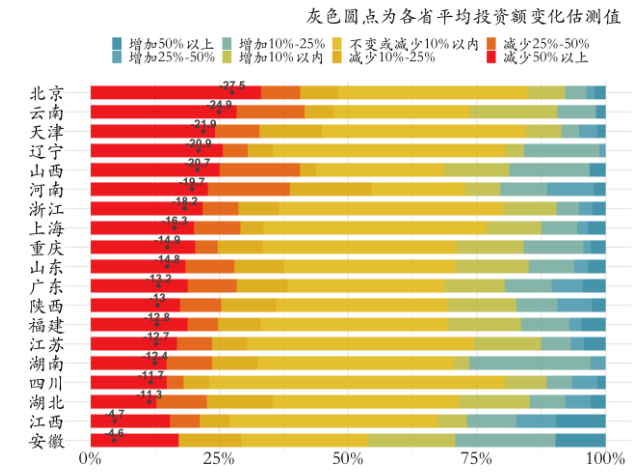
资料来源：招商银行

图 33：各行业企业 2020 年全年投资额预期



资料来源：招商银行

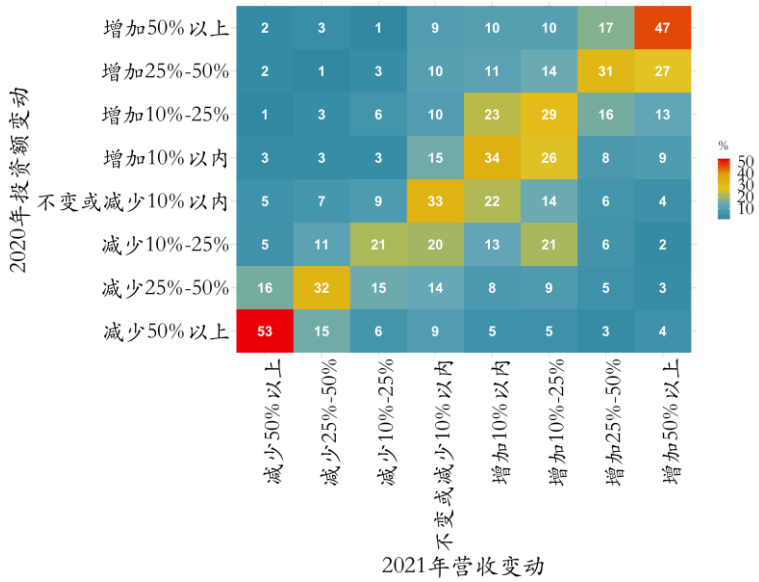
图 34：各省企业 2020 年全年投资额预期



资料来源：招商银行

企业本年投资将影响其对下一年营收规模的预期。在投资扩张超过 25%的企业中，60.7%的受访样本预期 2021 年营收规模同比增长，仅 4.5%的企业预期营收下降；而在投资大幅缩减超 25%的企业中，预期营收下降的企业占比为 62.1%，远高于预期营收增长的占比（7.3%）（图 35）。

图 35：2020 年全年投资额与 2021 年全年营收预期

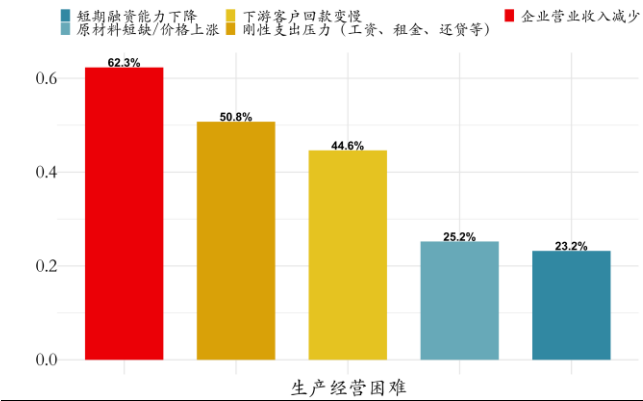


资料来源：招商银行

（五）困境和需求

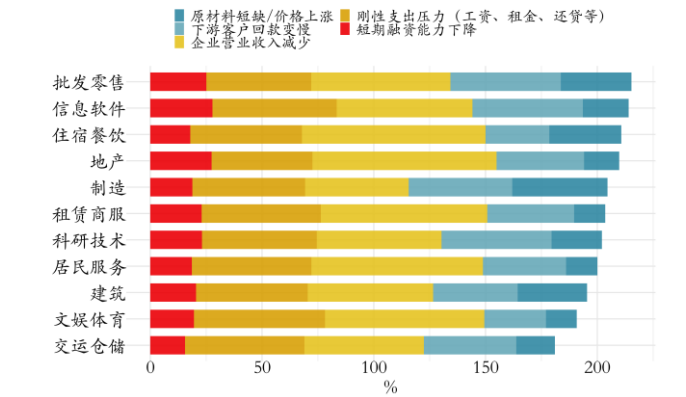
营业收入减少和刚性支出压力是受访企业当前面临的最大困难，印证了营收下滑和现金流紧张的现实。六成以上（62.3%）的受访企业面临营业收入减少的困境，五成左右（50.8%）的企业承受刚性支出压力，而 45%左右的企业受制于下游客户回款缓慢（图 36）。此外，制造（42.7%）[10]、住宿餐饮（32.1%）、批发零售（31.6%）行业还面临着原材料短缺/价格上涨的困难（图 37）。

图 36：受访企业在生产经营方面的困难（多选）



资料来源：招商银行

图 37：各行业企业在生产经营方面的困难（多选）



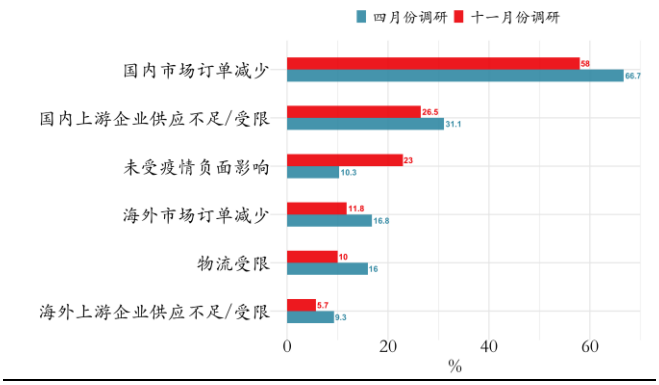
资料来源：招商银行

海内外供需端的负面冲击是造成企业营收缩减的主要因素之一，特别是需求端的冲击。由于样本中本土型企业占比较高，供需端的主要困难仍然源于国

[10] 括号中数字为受负面影响的企业占比，此题为多选。

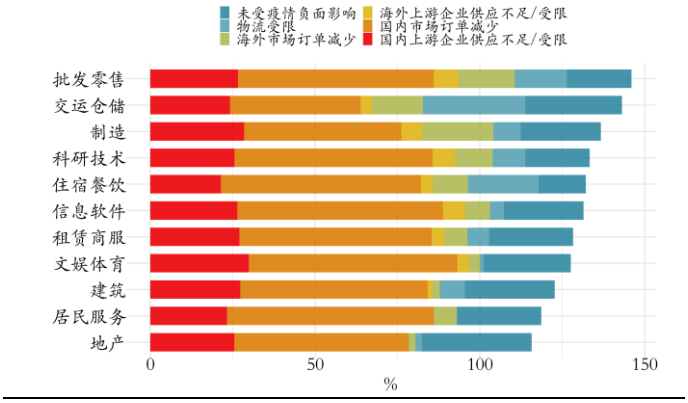
内。58%的企业受制于国内市场订单减少，26.5%的企业面临国内上游企业供应不足或受限的困难（图38）。随着疫情消退，未受疫情负面影响的企业占比大幅上升，较 4 月份升高约 13pct。物流也不再是企业面临的主要困难，受限企业占比较 4 月份下降 6pct 至 10%。

图 38：受访企业在供需两侧的外部困难（多选）



资料来源：招商银行

图 39：各行业企业在供需两侧的外部困难（多选）



资料来源：招商银行

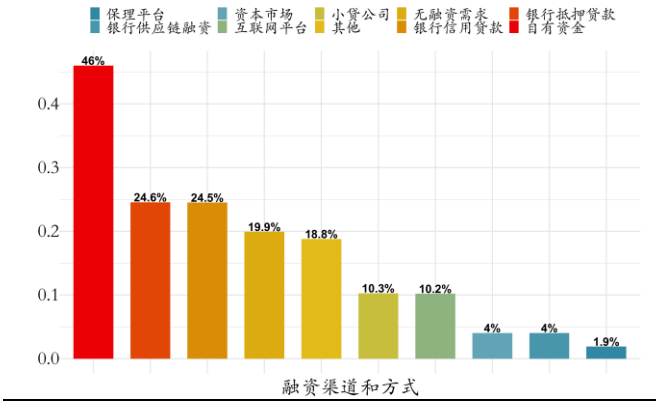
营收减少和现金流紧张导致企业融资受阻。23.2%的企业表示短期融资能力下降是当前面临的最大困难。自有资金（46%）[11]、银行抵押贷款（24.6%）、银行信用贷款（24.5%）是受访企业融资选择的主要渠道和方式（图 40）。而融资成本高（42.9%）[12]和还款难（42.9%）是企业融资受限的主要原因（图 41）。

从行业来看，住宿餐饮业融资困难最突出。一方面，由于现金流紧张，住宿餐饮业面临无法及时还款的压力（60.7%）。另一方面，受到海内外供需的冲击（71.5%），营收下滑严重导致金融机构“惜贷”，住宿餐饮业获得的金融机构授信额度不足（28.6%），同时面临被抽贷/断贷的风险（21.4%）（图 42）。在所有行业中，文娱体育（58.8%）和信息软件（55.6%）面临较大的刚性支出压力，居民服务（58.1%）和租赁商服（47.5%）企业面对更多的是及时还款的压力，房地产企业还面临融资门槛（37.3%）高的困难，科研技术（46.8%）融资成本高的困难更加突出。

[11] 括号中数字为采用该融资渠道及方式的企业占比，此题为多选。

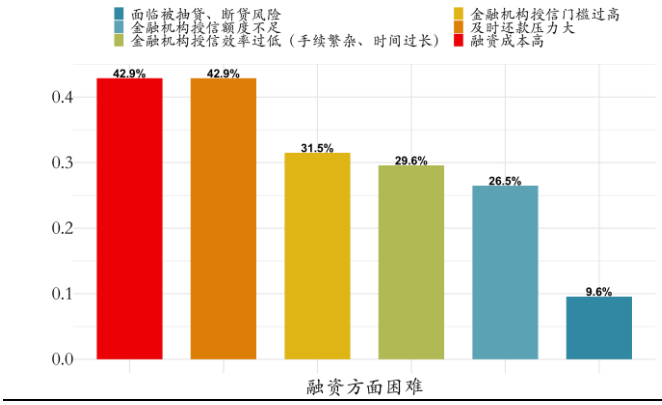
[12] 括号中数字为受负面影响的企业占比，此题为多选。

图 40：受访企业当前融资渠道及方式（多选）



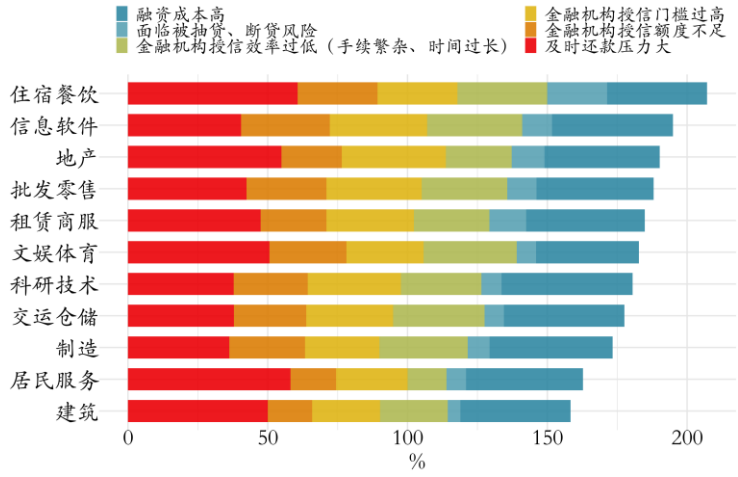
资料来源：招商银行

图 41：受访企业在融资方面的外部困难（多选）



资料来源：招商银行

图 42：各行业企业在融资方面的外部困难（多选）

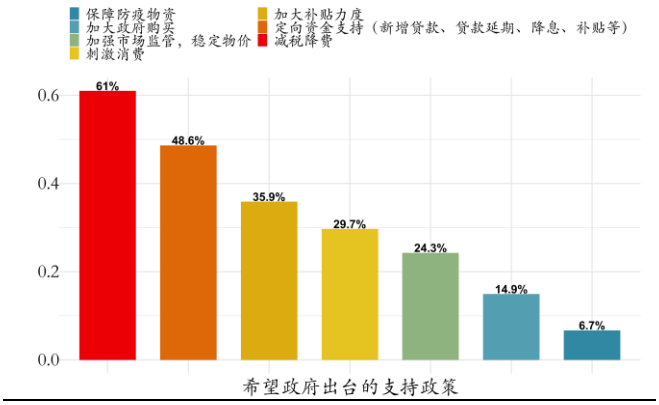


资料来源：招商银行

在此困境下，企业普遍希望政府能够出台更大力度的政策支持。减税降费（61%）[13]、定向资金支持（48.6%）、加大补贴力度（35.9%）是企业最为急迫的政策需求（图 43）。**其中，融资困难突出的住宿餐饮业对政府支持政策的迫切度最高：**67.9%的企业迫切希望政府刺激消费，64.3%的企业呼吁减税降费，42.9%的企业希望政府加大补贴力度、提供定向资金支持（图 44）。在经营压力相对较小的制造业（67.4%）和建筑业（67.4%）中，减税降费政策的呼声最为强烈。

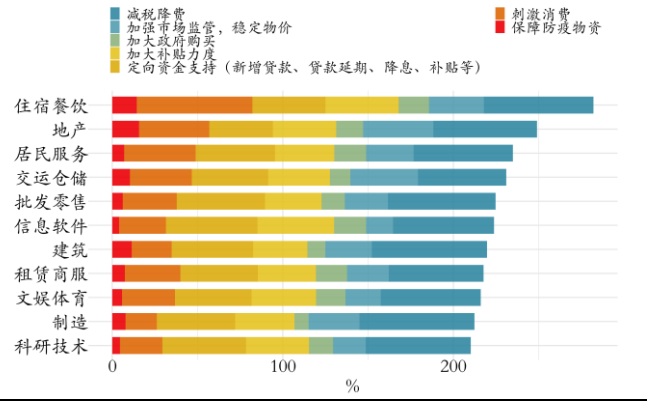
[13] 括号中数字为希望政府出台该项支持政策的企业占比，此题为多选。

图 43：受访企业希望政府出台的政策（多选）



资料来源：招商银行

图 44：各行业企业希望政府出台的政策（多选）



资料来源：招商银行

三、小结：明天会更好

疫情冲击下，2020 年企业仍面临生产、经营、融资等多方面困难。生产方面，受到海内外供需变化的负面影响，大部分受访企业预期全年营收同比下滑。**经营方面**，受访企业现金流紧张，部分企业面临生存困难。**融资方面**，多数受访企业面临着融资成本高和无法及时还款的压力。

疫情持续冲击下，受访企业希望政府出台相关政策支持。近六成企业呼吁减税降费，近四成企业希望政府提供定向资金支持，或呼吁政府加大补贴力度。其中，住宿餐饮业对政府支持政策的迫切度最高。

虽然大部分受访企业仍然挣扎，但在有效防控和需求修复下，2020 年年末企业经营较上半年已经出现较大改善。随着疫苗的广泛接种和防疫限制措施的逐步放松，**受访企业对 2021 年抱有更高期望**，预期 2021 年营收实现正增长的企业占比大幅增长至接近 50%。

附表 1：行业全简称对照表

行业门类	行业简称	行业全称
A	农林牧渔	农、林、牧、渔业
B	采矿	采矿业
C	制造	制造业
D	电热燃水	电力、热力、燃气及水生产和供应业
E	建筑	建筑业
F	批发零售	批发和零售业
G	交运仓储	交通运输、仓储和邮政业
H	住宿餐饮	住宿和餐饮业
I	信息软件	信息传输、软件和信息技术服务业
J	金融	金融业
K	地产	房地产业
L	租赁商服	租赁和商务服务业
M	科研技术	科学研究和技术服务业
N	水利环境	水利、环境和公共设施管理业
O	居民服务	居民服务、修理和其他服务业
P	教育	教育
Q	卫生社服	卫生和社会工作
R	文娱体育	文化、体育和娱乐业
S	公共管理	公共管理、社会保障和社会组织
T	国际组织	国际组织

资料来源：国家质监局、国家标准化管理委员会、招商银行

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇