

## 相关研究

《储蓄率下降的前因后果——如何看待我国储蓄率的变化》2019.03.07

《增值税率再下调，减税让利显诚意！》2019.03.05

《货币低增对何种利率？——兼论货币量与价的关系》2019.03.04

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

## 激发市场活力，总共需要几步？

### ——从政府工作报告看民企未来

#### 投资要点:

- 19年如何将如何激发市场主体活力、支持民营企业发展？目前，民营企业在经营发展中遇到的困难和问题集中表现为“三座大山”——市场的冰山、融资的高山、转型的火山。本报告中，我们将从“三座大山”着手，进行分析和展望。
- **移走融资的高山：疏通货币，发展股权。民企融资既贵且难。**过去几年，民企遇到的最突出问题莫过于融资难融资贵，去年尤其突出。首先民企融资贵的问题由来已久，18年4季度温州民间融资综合利率16.2%，仍远高于金融机构人民币贷款平均利率5.6%。而比融资贵更严峻的是融资难，央行口径下，民企新增贷款比重从13年的60%以上降至16年的不足20%，国企则从30%左右升至80%左右；财科院口径下，国企平均融资规模从15年的7.15亿升至17年的22.5亿，民企则从6亿降至4.6亿。**疏通货币渠道，建设资本市场。**民企融资难问题引起了高层的重视，并陆续出台应对政策。首先是去年10月底政治局会议提出，要解决民企融资困难，在11月初民企座谈会上提出抓好6方面政策举措。而后是银保监会主席郭树清提出对民企贷款的“一二五”目标。而今年初地方政府纷纷提出设立民企纾困基金、民企发展基金。最后是全国两会，《政府工作报告》不仅强调要疏通货币政策传导渠道，更强调要促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重，这意味着，未来将从银行贷款和股权融资两个方面改善民企融资。
- **跨越转型的火山：减税降费，降低成本。民企成本高利润薄。**民企融资难融资贵的背后，是盈利恶化。过去两年尤其如此，不仅规上工业民企利润增速远低于规上国企，去产能、促环保更导致规上民企大量消失、成本明显抬高。**减轻税费负担，静待成本下行。**18年减税政策逐步落地，《政府工作报告》指出，19年将实施更大规模的减税降费，全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿，制造业增值税率降至13%，交通运输、建筑业增值税率降至9%。根据我们的测算，商贸、军工、化工、装备制造将是增值税率下调的最大受益者。考虑到民资占制造业投资比重近九成，占建筑业比重近半，民企将是增值税率下调的主要受益者。而随着供给侧改革进入下半场、商品价格由涨转跌，19年PPI通缩风险将明显增大，利润分配将从上游向中游倾斜，从国企向民企倾斜。18年4季度以来，国企、民企利润增速走势已经发生反转。
- **融化市场的冰山：放松管制，打破垄断。民企行业准入受限。**以往由于垄断和管制的存在，在不少行业中民企准入受限，不公平待遇制约其利润率提升。从18年A股上市公司看，民企在各服务业中数量占比普遍偏低，基建、教育占比不足30%，而民企数量占比较高的主要是制造业、科学技术服务业和信息服务业。而从17年固定资产投资看，基建、教育、建筑等行业国资也都普遍高于民资，文体娱乐、信息服务基本持平。**秉持竞争中性，放松行业管制。**去年10月，央行行长易纲在G30国际银行研讨会上提及以“竞争中性”原则对待国企，迈出了优化民企营商环境的重要一步。今年《政府工作报告》不仅在“激发市场主体活力”部分强调要“缩减市场准入负面清单、推动‘非禁即入’、加快清理妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法”；更在“深化重点领域改革”部分强调要“深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场”。我们预期，公用事业和服务业领域的简政放权、放松管制有望带来“供给需求双重增量”。
- **激发活力三步走，改善民企三大表。**激发市场主体活力的关键落脚点是帮助民企依次越过“三座大山”：疏通货币发展股权，移走融资的高山，最终改善融资；减轻税费降低成本，跨越转型的火山，最终改善盈利；竞争中性放松管制，融化市场的冰山，最终改善需求。18年，我们已经实施了前两步，也就是减税降费、改善融资。从全国两会传递的信号看，19年，我们不仅将实施更大规模减税降费，继续改善民企融资状况，还将进一步放松管制、打破垄断，为民企经营发展提供更广阔的空间，为民企加杠杆创造更有利的环境！

## 目 录

1. 移走融资的高山：疏通货币，发展股权.....	4
1.1 民企融资既贵且难 .....	4
1.2 改善融资：疏通货币渠道，建设资本市场 .....	5
2. 跨越转型的火山：减轻税费，降低成本.....	6
2.1 民企成本高利润薄 .....	6
2.2 改善盈利：减轻税费负担，静待成本下行 .....	7
3. 融化市场的冰山：竞争中性，放松管制.....	8
3.1 民企行业准入受限 .....	8
3.2 改善需求：秉持竞争中性，放松进入管制 .....	9
4. 激发活力三步走，改善民企三大表！ .....	10

## 图目录

图 1	民营企业在经营发展中遇到的“三座大山”	4
图 2	温州民间借贷综合利率 (%)	4
图 3	央行口径下新增信贷结构变化 (%)	5
图 4	财科院口径下平均融资规模变化 (亿元)	5
图 5	经济结构与融资结构	6
图 6	国有及国有控股工业企业利润总额增速 (%)	6
图 7	私营工业企业利润总额同比增速 (%)	6
图 8	16 年初至 18 年 9 月底各主要工业原料价格涨幅 (%)	7
图 9	上、中、下游工业企业利润总额同比增速 (%)	7
图 10	财政收入、税收收入、增值税收入增速 (%)	7
图 11	历年政府工作报告对于减税降费的政策目标 (亿元)	7
图 12	增值税率下调对各行业上市公司利润总额的提升 (%)	8
图 13	CPI、PPI 同比增速及预测 (%)	8
图 14	规上国有、私营工业企业利润总额累计同比增速 (%)	8
图 15	18 年 A 股各行业国企公司数量占比 (%)	9
图 16	17 年各行业固定资产投资中国企投资规模占比 (%)	9
图 17	OECD 竞争中性的 8 个原则	10
图 18	激发活力三步走，改善民企三大表	11

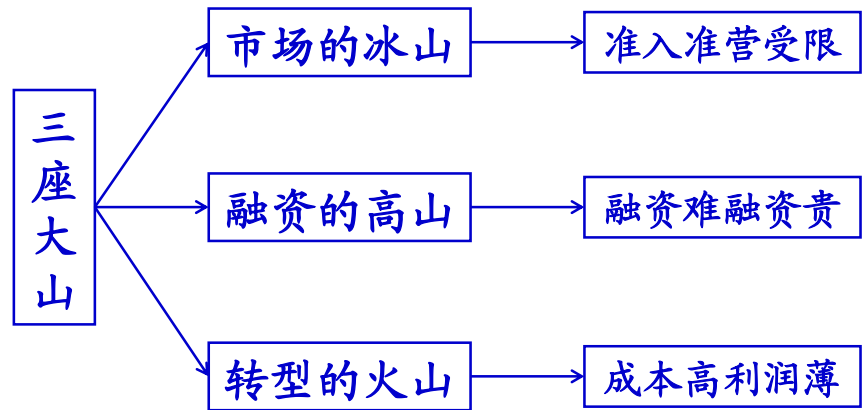
## 表目录

表 1	去年底以来历次重要会议对缓解民企融资难融资贵的表述	5
表 2	12 年以来我国相关行业的市场准入政策	10

去年底以来，高层对“激发市场主体活力”、“支持民营企业发展”的重视程度不断上升，这在今年《政府工作报告》得到了集中体现——不仅经济社会总体要求和政策取向部分对此着墨甚多，十大工作任务和举措中，大部分也都涉及到要促进民营企业的发展。

19年将如何激发市场主体活力、支持民营企业发展？目前，民营企业在经营发展中遇到的困难和问题集中表现为“三座大山”——市场的冰山、融资的高山、转型的火山，本篇报告中，我们将从“三座大山”着手，进行分析和展望。

图1 民营企业在经营发展中遇到的“三座大山”



资料来源：《在民营企业座谈会上的讲话》，海通证券研究所

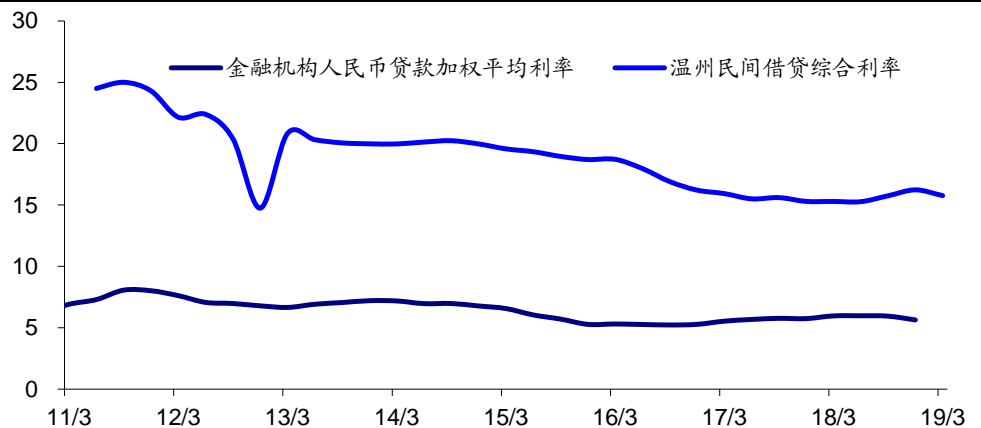
## 1. 移走融资的高山：疏通货币，发展股权

### 1.1 民企融资既贵且难

回顾过去几年，民营企业遇到的最突出的问题莫过于融资难融资贵，去年尤为突出。

民企融资贵的问题由来已久。虽然12年以来温州民间融资综合利率持续下行，到今年2月底已降至15%左右，但依然远高于央行公布的去年4季度金融机构人民币贷款平均利率5.63%，目前两者利差依然高达10个百分点。

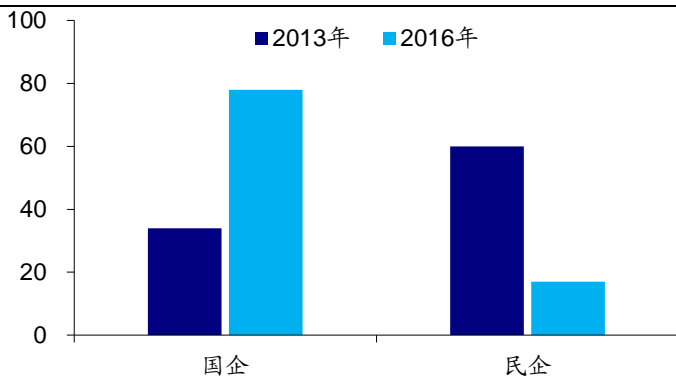
图2 温州民间借贷综合利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

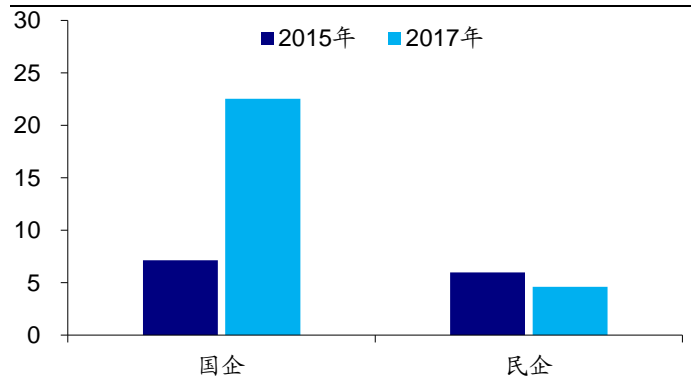
比融资贵更为严峻的是融资难。从央行公布的信贷投向结构数据看，14年以来，民企新增贷款占比逐年下降，从13年的60%以上，降至16年的不足20%，而国企则从30%左右上升到80%左右。从中国财政科学研究院数据看，国企平均融资规模从15年的7.15亿元上升到17年的22.54亿元，而民企则从5.99亿元下降到4.6亿元。

图3 央行口径下新增信贷结构变化(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图4 财科院口径下平均融资规模变化(亿元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

## 1.2 改善融资: 疏通货币渠道, 建设资本市场

我们看到, 去年4季度以来, 高层愈发重视缓解民企融资难融资贵问题, 并着手出台政策应对。

早在去年10月底, 政治局会议首次指出, “部分企业经营困难较多, 长期积累的风险隐患有所暴露”, 并强调要“研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”。去年11月初召开的民营企业座谈会, 提出要抓好6个方面政策举措落实, 其中第二条就是“解决民营企业融资难融资贵问题”。银保监会主席在接受《金融时报》采访时, 提出了对民营企业贷款的“一二五”目标。去年底中央经济工作会议进一步强调, 要“改善货币政策传导机制, 解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。

今年《政府工作报告》中, 货币政策部分重申要“疏通货币政策传导渠道, 有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题”, 并在第一大工作任务“保持经济运行在合理区间”中明确提出, 要“加大对中小银行定向降准力度, 释放的资金全部用于民营和小微企业贷款, 今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上”。而从此前召开的地方两会看, 天津、上海等省市也纷纷提出要设立民企纾困基金、民企发展基金。

表1 去年底以来历次重要会议对缓解民企融资难融资贵的表述

事件	时间	相关表述
政治局会议	18.10.31	当前经济运行稳中有变, 经济下行压力有所加大, <b>部分企业经营困难较多</b> , 长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视, 增强预见性, 及时采取对策。要坚持“两个毫不动摇”, 促进多种所有制经济共同发展, <b>研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难</b> 。
民营企业座谈会	18.11.1	在我国经济发展进程中, <b>我们要不断为民营经济营造更好发展环境, 帮助民营经济解决发展中的困难, 支持民营企业改革发展</b> , 变压力为动力, 让民营经济创新源泉充分涌流, 让民营经济创造活力充分迸发。为此, 要抓好6个方面政策举措落实。 <b>第一, 减轻企业税费负担。第二, 解决民营企业融资难融资贵问题。第三, 营造公平竞争环境。第四, 完善政策执行方式。第五, 构建亲清新型政商关系。第六, 保护企业家人身和财产安全。</b>
银保监会主席郭树清接受《金融时报》采访	18.11.7	对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标, <b>即在新增的公司类贷款中, 大型银行对民营企业的贷款不低于1/3, 中小型银行不低于2/3, 争取三年以后, 银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。</b>
中央经济工作会议	18.12.22	稳健的货币政策要松紧适度, 保持流动性合理充裕, 改善货币政策传导机制, 提高直接融资比重, <b>解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题</b> 。结构性政策要强化体制机制建设, 坚持向改革要动力, 深化国资国企、财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革, 强化竞争政策的基础性地位, <b>创造公平竞争的制度环境, 鼓励中小企业加快成长。</b>
全国两会《政府工作报告》	19.3.5	<b>着力缓解企业融资难融资贵问题</b> 。改革完善货币信贷投放机制, 适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段, 引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本, 精准有效支持实体经济, 不能让资金空转或脱实向虚。 <b>加大对中小银行定向降准力度, 释放的资金全部用于民营和小微企业贷款</b> 。支持大型商业银行多渠道补充资本, 增强信贷投放能力, 鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款。 <b>今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上</b> 。清理规范银行及中介服务收费。完善金融机构内部考核机制, 激励加强普惠金融服务, <b>切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善, 综合融资成本必须有明显降低。</b>

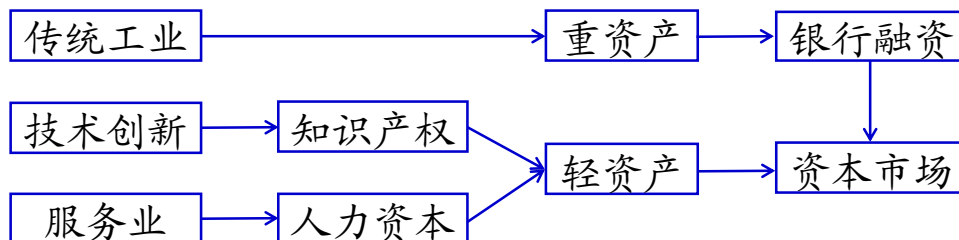
资料来源: 海通证券研究所整理



值得注意的是，今年《政府工作报告》中还强调了要“促进多层次资本市场健康稳定发展、提高直接融资特别是股权融资比重”。

在我们看来，其重要性并不亚于疏通货币政策传导渠道、改革完善货币信贷投放机制。一方面，民营企业、中小企业融资难融资贵是世界性难题，民企轻资产、高风险的特征导致其不受银行体系青睐，因而通过资本市场改善其直接融资，与通过银行体系改善其间接融资同等重要。另一方面，当前中国股权融资占社会融资比重严重偏低，未来提升空间十分广阔。

图5 经济结构与融资结构



资料来源：海通证券研究所

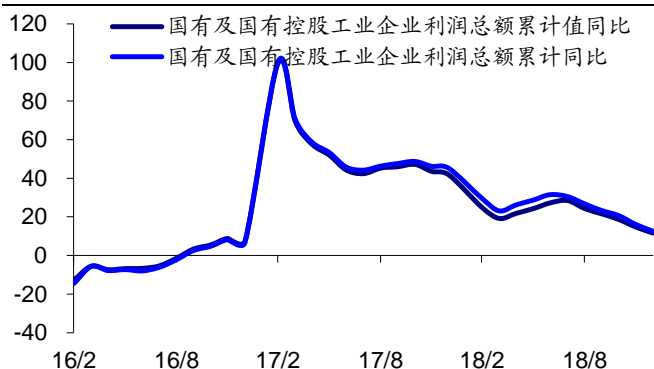
## 2. 跨越转型的火山：减轻税费，降低成本

### 2.1 民企成本高利润薄

导致去年民企融资问题凸显的一个重要原因是，过去两年民企盈利状况出现恶化。从规模以上工业企业看，过去两年民企利润总额增速分别为 11.7%、11.9%，虽然不及国企的 41.7%、12.6%，但至少依然保持正增长。但真实情况远比表面数字更为严峻。规上工业国企利润总额从 17 年的 1.67 万亿上升到了 1.86 万亿，但规上工业民企却从 2.38 万亿下降到了 1.71 万亿。“幸存者偏差”背后，“规上”民企正在大量消失。

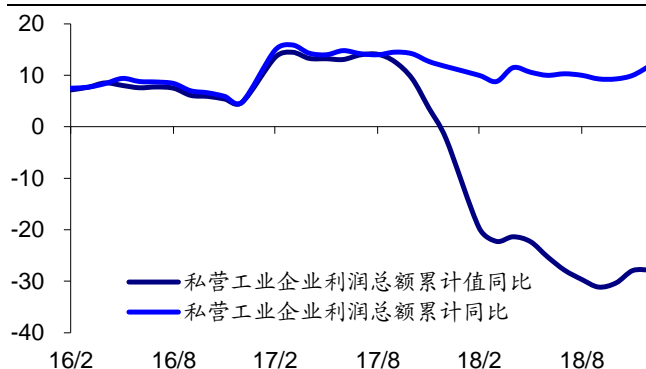
数量多、规模小的民企，成为了去产能的“买单人”。相比国企，民企虽然数量众多，但规模普遍较小。17 年规模以上工业企业中，仅有不到 2400 家国企，但其收入、资产均值高达 17.4 亿元、28.7 亿元，而民企数量虽然超过 22 万家，但收入、资产均值仅为 1.8 亿元、1.1 亿元。过去两年去产能发力，大量工业企业被关闭。相比之下，国企利润同比还在增长，而民企利润同比出现大幅下降，且有大量民企不再纳入“规模以上”统计，这表明，那些不符合环保要求的中小企业最终成为了“买单者”。

图6 国有及国有控股工业企业利润总额增速（%）



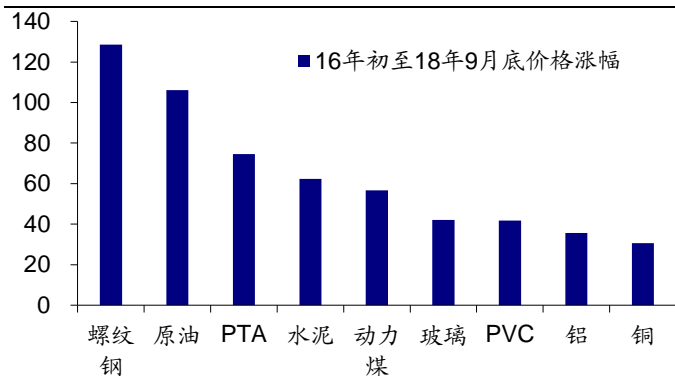
资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 私营工业企业利润总额同比增速（%）

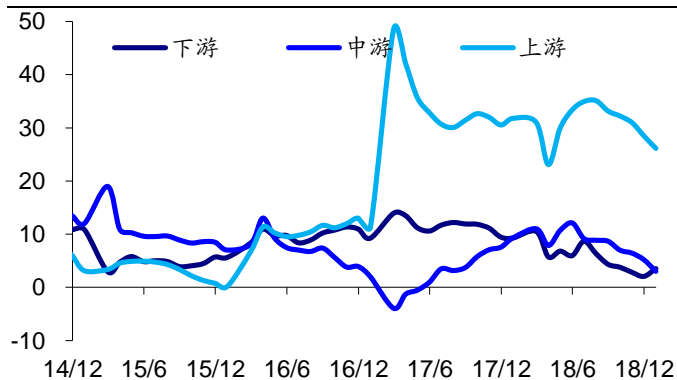


资料来源：wind，海通证券研究所

去产能令价格上涨，上游国企受益最大。去产能令供给大幅收缩，因而带来工业品价格大幅上涨，再叠加地产去库存对终端需求的拉动，过去两年工业企业收入、利润增速均大幅上升。但新增利润主要集中在中上游行业，18年钢铁、建材、化工、煤炭、油气开采等五大行业对利润增长的贡献率合计达到74%。然而，上游行业中，由于民企大量关停，国企成为了利润高增长的主要受益者。而在民企占比较高的中下游行业，却面临成本大幅上升、侵蚀盈利的困境。

**图8 16年初至18年9月底各主要工业原料价格涨幅(%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

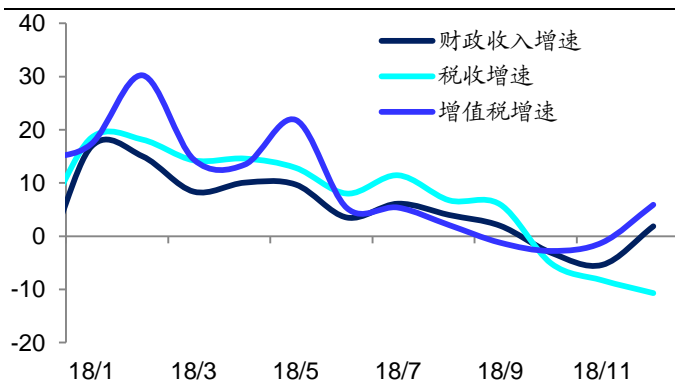
**图9 上、中、下游工业企业利润总额同比增速(%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所。注: 图中仅包含贡献率1%以上行业。

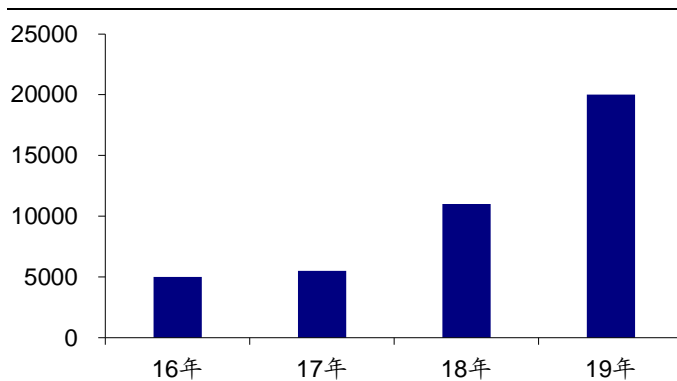
## 2.2 改善盈利: 减轻税费负担, 静待成本下行

在原材料成本依然高企、租金人力成本持续上升、出口关税成本逐渐凸显的背景下, 减税降费成为改善企业盈利最直接的方式。

我们看到, 在18年, 我们已经实施了增值税税率下调1%, 个人所得税减免等多项政策, 4季度的财政收入增速明显下降, 税收收入增速转负。而今年《政府工作报告》提出, 要实施更大规模的减税降费, 全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿。其中, 制造业增值税率从16%降至13%, 交通运输、建筑业增值税率从10%降至9%。此外, 降低企业社保缴费负担, 下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例, 各地可降至16%。

**图10 财政收入、税收收入、增值税收入增速(%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图11 历年政府工作报告对于减税降费的政策目标(亿元)**


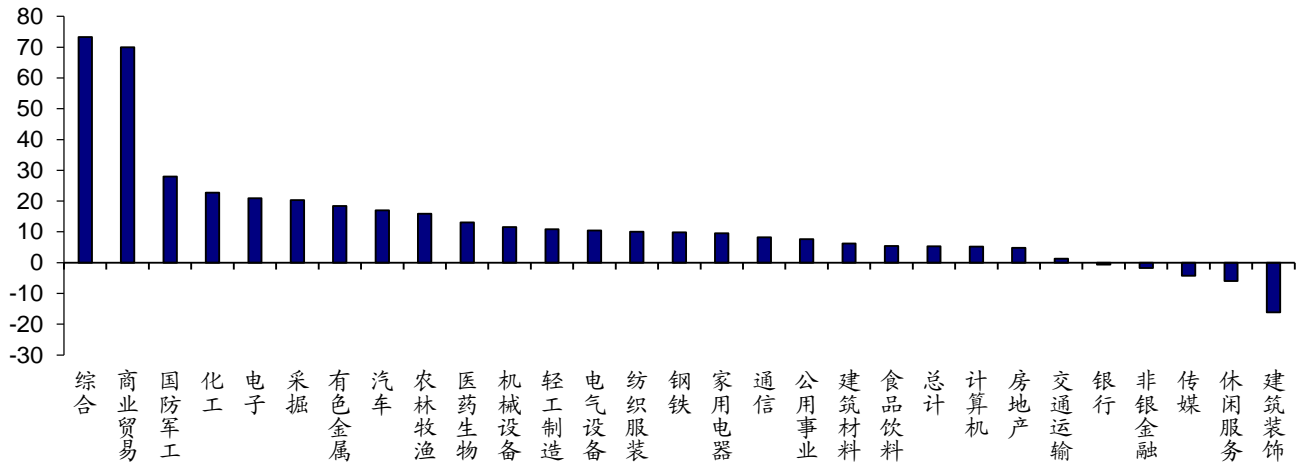
资料来源: wind, 海通证券研究所

增值税率下调, 谁最受益? 我们基于投入产出表数据进行测算发现, 本次增值税率下调对于多数行业而言税收负担(增值税占营收比重)均有下降, 降幅中位数约在0.9个百分点左右。其中批零和水利设施行业受益最大, 税负下降均超过2个百分点, 采矿业同样受益较大, 部分服务行业由于销项税率并未调整, 税负下降并不明显。

假设增值税减税效果均作用在企业部门, 则根据上市公司17年年报数据测算, 整体来看, 本次增值税率下调对上市公司利润增厚幅度约在5.4%左右, 而中位数水平约在10%, 其中商贸、国防军工、化工和电子行业受益明显, 装备制造行业也大都处于中位数水平以上, 而地产和金融板块获利有限。

考虑到 17 年底制造业、交通运输业、建筑业固定资产投资中，民间投资占比分别达到 87%、20%和 46%，分经济类型看，民企将成为本轮增值税率下调的主要受益者。

图12 增值税率下调对各行业上市公司利润总额的提升 (%)

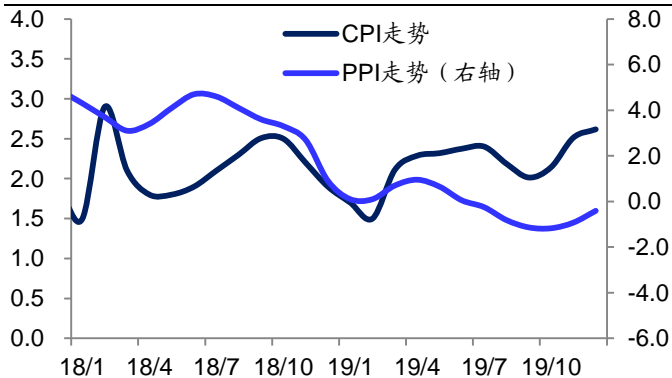


资料来源: WIND, 海通证券研究所

而随着供给侧改革进入下半场，去产能、去库存正进入尾声。供给收缩放缓、需求刺激不再带来的结果是，价格由涨转跌。去年 4 季度以来，以煤价、钢价和油价为代表的商品价格出现了明显下降，使得 19 年 PPI 通缩风险明显增大。我们预测 19 年 PPI 增速将下滑转负，而 CPI 非食品增速则降至 2%以下。而与原材料成本下滑相对应的是利润增长的重新分配，一是从上游向中游倾斜，二是从国企向民企倾斜。

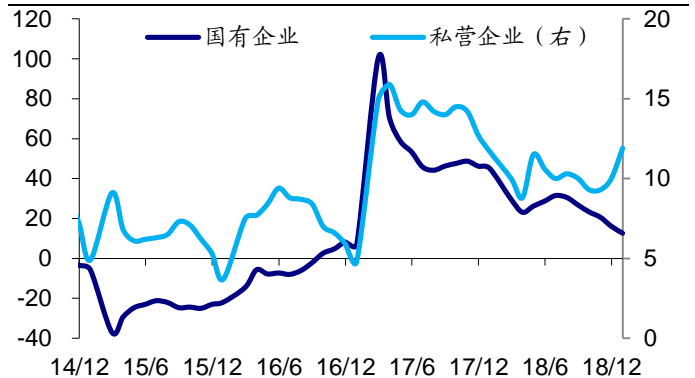
事实上，去年 4 季度以来，规上国有工业企业利润增速已明显放缓，从单月增速看，10 月已下滑转负，11、12 月更是跌幅扩大；而民企利润增速持续回升，11、12 月单月增速已重回两位数，并持续扩大。

图13 CPI、PPI 同比增速及预测 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图14 规上国有、私营工业企业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

### 3. 融化市场的冰山：竞争中性的，放松管制

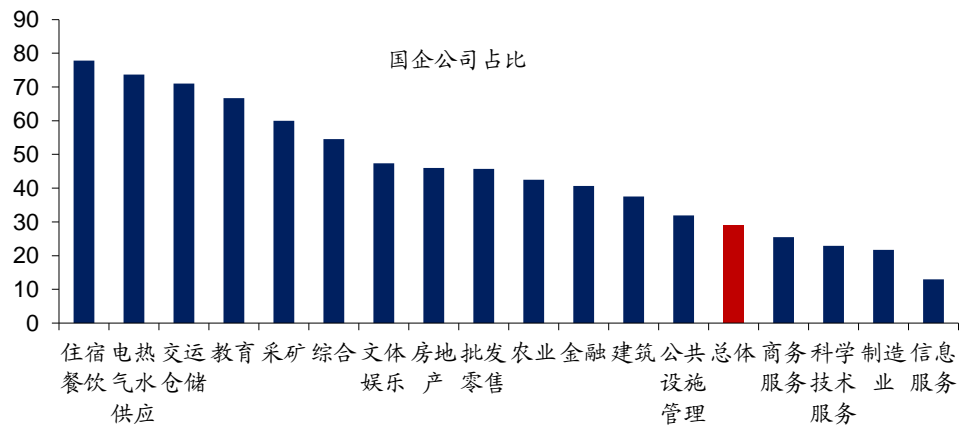
#### 3.1 民企行业准入受限

民资服务业占比偏低，制约盈利改善、结构转型。导致民企利润偏弱的一个重要原因在于，民企行业准入受限，制约其利润率提升。目前，民企主要分布在制造业，尤其是中游加工组装类制造业，在服务业中占比整体偏低。由于垄断和管制等原因，民资在服务业中占比严重偏低，不仅制约其盈利改善，也阻碍经济结构转型。以往由于各种各样“卷帘门”、“玻璃门”、“旋转门”的存在，在市场准入、审批许可、经营运行、招投标等各方面对民企形成不平等待遇，制约其参与其中。



从 18 年 A 股上市公司的公司看，民营企业在各主要服务业中数量占比普遍偏低。其中住宿餐饮业、电热水气生产供应业、交运仓储业和教育等服务业中，民营企业占比甚至不足 30%。民企数量占比较高的主要是制造业，服务业中主要是科学技术服务业、信息服务业，后者正是数字经济的典型代表。

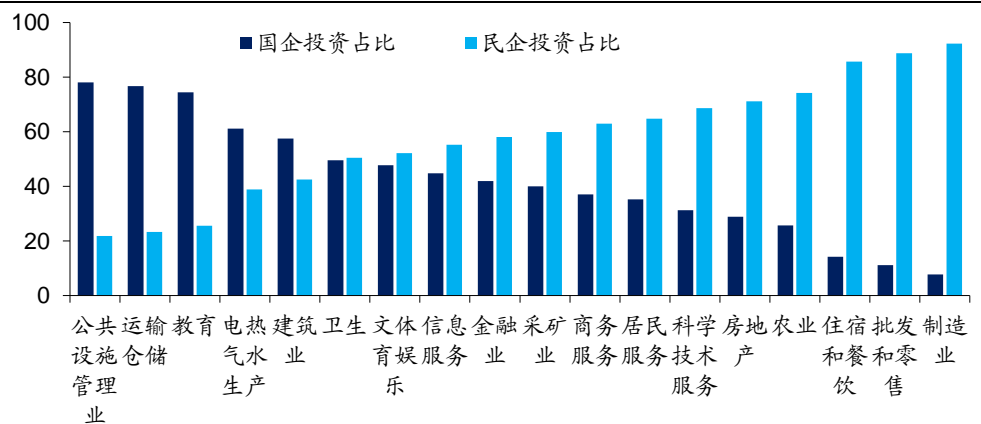
图15 18年A股各行业国企公司数量占比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

由于民企规模普遍低于国企，民企和国企在投资规模上的差异要远胜于数量上的差异。18 年统计局不再公布分行业民间投资数据，而从 17 年固定资产投资数据看，除去水利和公共设施管理、电热水气生产供应和交运仓储等传统基建行业以外，教育、建筑业等行业的国有资本投资也都普遍高于民企投资，而卫生、文体娱乐、信息服务业则基本持平。

图16 17年各行业固定资产投资中国企投资规模占比(%)

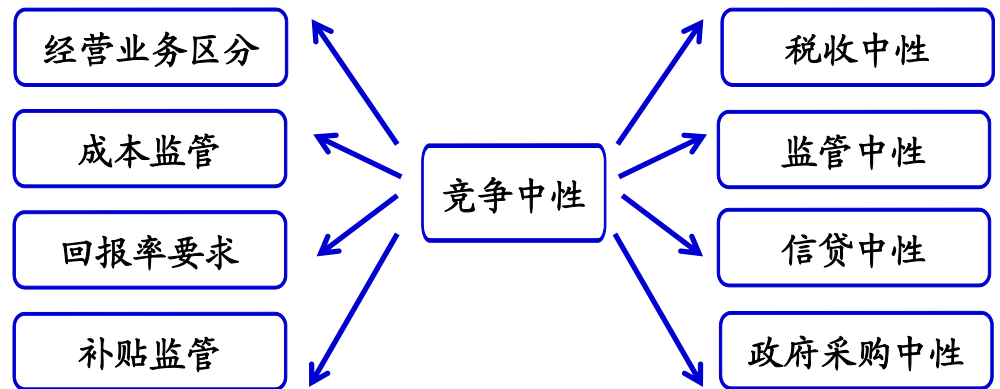


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 改善需求: 秉持竞争中性, 放松进入管制

我们看到，随着“竞争中性”原则首次被写入政府工作报告、“激发市场主体活力，着力优化营商环境”被列为 19 年第二大重点工作任务，民营企业营商环境、民营经济发展环境正在不断优化。

去年 10 月，央行行长易纲在 18 年 G30 国际银行业研讨会的发言中提及以“竞争中性”原则对待国有企业。在我们看来，这不仅涉及中资与外资企业，也涉及国有企业与民营企业。竞争中性的概念经由 OECD 等国际组织的推广逐渐成为发达国家所倡导的国际标准。OECD 对竞争中性设定了 8 大原则，达成竞争中性环境需要对政府企业进行经营范围划分，区分公共服务义务的非竞争性业务与具有竞争性的正常商业活动。同时，需要在税收、监管、信贷便利和公共采购方面对所有企业一视同仁，并特别对国企的成本、投资回报率和所接受的政府补贴进行透明监管。

**图17 OECD 竞争中性的 8 个原则**


资料来源：OECD，海通证券研究所

而今年《政府工作报告》中第二大工作目标便是“激发市场主体活力，着力优化营商环境”。其具体内容一是以简审批优服务便利投资兴业，包括**进一步缩减市场准入负面清单、推动“非禁即入”**；二是以公正监管促进公平竞争，尤其是**加快清理妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法**；三是以改革推动降低涉企收费，包括降低电价、降低过路过桥费用、取消或降低一批铁路和港口收费等。

在报告第八大工作目标“深化重点领域改革，加快完善市场机制”中，加快国资国企改革部分提出，“**深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场**”；优化民营经济发展环境部分则提出，“要按照竞争中性原则，在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面，对各类所有制企业平等对待”。

中国内需不足很大程度上缘于有效供给不够，特别是在公用事业和服务业领域，而这与国企垄断有很大关系。简政放权、放松管制将让这些行业享受“供给需求双重增量”！

**表 2 12 年以来我国相关行业的市场准入政策**

领域	时间	相关政策
电力	19 年 3 月	全国两会《政府工作报告》提出深化电力、油气、铁路等领域改革，将竞争性业务全面推向市场。
	18 年 8 月	《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》内部征求意见。
	15 年 3 月	中共中央、国务院下发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，推进交易机构相对独立，规范运行。
铁路	19 年 3 月	全国两会《政府工作报告》提出深化电力、油气、铁路等领域改革，将竞争性业务全面推向市场。
	12 年 5 月	铁道部发布《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见(铁政法〔2012〕97 号)》。
民航	18 年 8 月	《民航领域鼓励民间投资项目清单》(下称《清单》)由民航局、国家发改委联合对外公布。《清单》共 28 个项目，预计总投资规模达 1100 亿元。
电信	18 年 1 月	《关于移动通信转售业务正式商用的通告(征求意见稿)》面向社会公示，开始面向社会征求意见。
	14 年 12 月	工业和信息化部关于向民间资本开放宽带接入市场的通告。
	12 年 6 月	工业和信息化部(工信部)网站发布《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》。
军工	17 年 12 月	国办《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，鼓励民间资本进入武器装备科研生产和维修领域。
油气	19 年 3 月	全国两会《政府工作报告》提出深化电力、油气、铁路等领域改革，将竞争性业务全面推向市场。
	17 年 5 月	改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。

资料来源：海通证券研究所整理

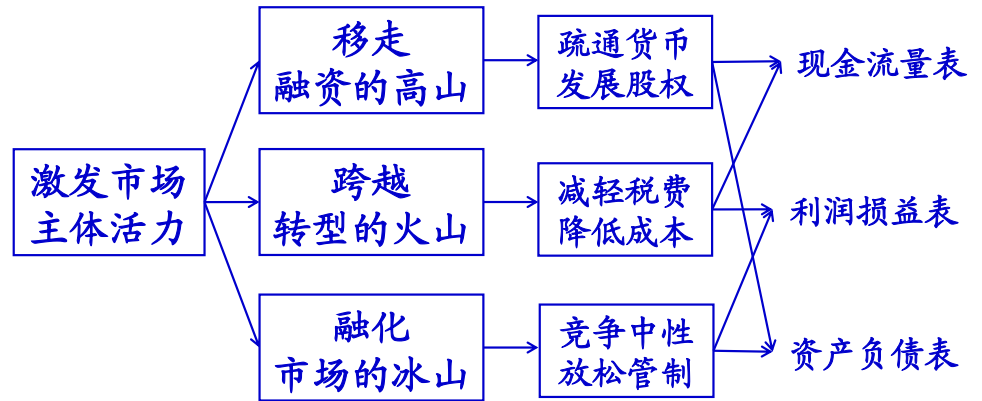
## 4. 激发活力三步走，改善民企三大表！

**经济下行何以解忧？唯有激发市场活力！** 在今年的《政府工作报告》中，不仅“着力激发微观主体活力”被列入 19 年经济社会发展的总体要求，报告还开门见山的指出，“要处理好政府与市场的关系，依靠改革开放激发市场主体活力。只要市场主体有活力，就能增强内生发展动力、顶住经济下行压力。”

**越过三座大山，改善三大报表。**而激发活力的重心在于激活民企，其关键落脚点是帮助民企依次越过“三座大山”：一是移走融资的高山，主要通过疏通货币渠道、发展直接融资来实现，其效果是改善企业现金流量表，帮助做大资产负债表；二是跨越转型的火山，主要通过减轻税费负担、降低原材料成本来实现，其效果是改善企业损益表的成本费用部分，帮助改善企业现金流；三是融化市场的冰山，主要通过秉持竞争中性、放松进入管制来实现，其效果是改善企业损益表的收入、毛利部分，帮助改善企业做大资产负债表。

在 18 年，我们已经实施了前两步，也就是减税降费、改善融资。19 年，我们不仅将实施更大规模减税降费，并继续改善民企融资状况，更将进一步放松管制、打破垄断，为民营企业经营发展提供更广阔的空间，为民营企业加杠杆创造更有利的环境！

图18 激发活力三步走，改善民企三大表



资料来源：海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com  
孔维练(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

### 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
尹琴(021)23154119 y111569@htsec.com  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
联系人  
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

### 煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

### 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com



**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 联系人  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 联系人  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com  
 联系人  
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com  
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 联系人  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 联系人  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com  
 联系人  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 张欣劼 zxx12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

**军工行业**

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

**银行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 联系人  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡钦清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com