

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）

■ 招商银行今年在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业用户的跟踪调研，并于今年 2 月发布了基于 20,735 份有效问卷的首份研究成果。4 月 16-22 日，招商银行投放了第二轮线上问卷，共收集有效问卷 23,524 份。

■ 据调研结果估算，4 月末我国外向型企业（出口或进口依赖度大于 25%）产能恢复近五成，复工进程略快于本土型企业。在外向型企业的细分类型中，纯出口导向型企业因前期订单的支撑，复工进程快于纯进口依赖和进出口依赖型企业。但受到疫情全球扩散的影响，外向型企业对未来的预期较本土型企业更悲观。尤其是进出口依赖型企业，由于供给和需求两端均受到海外疫情制约，对未来的预期较其他类型企业更悲观：认为年内难以复产 75% 以上的企业占比超过三成。

■ 疫情冲击下，五成外向型企业一季度营收下滑超过 50%，且预期上半年难有改善。尽管外向型企业复产较快，但一季度营收依然受到显著冲击，预期上半年营收同比增速平均为 -46.7%，下滑幅度仅微幅小于本土型企业。其中，外向型小微企业/大中企业的营收同比增速分化显著，分别为 -48.9% 和 -26.1%。纯出口导向型企业对上半年营收的预期好于纯进口依赖型企业。进出口依赖型企业预期最为悲观。

■ 受访的外向型企业同时受到海外供需变化的负面影响，需求影响大于供给。在需求端，超过四成的纯出口导向型企业预期海外营收下滑超过 50%；在供给端，近 1/3 的纯进口依赖型企业预期上半年业务/产能受供给影响下滑超过 50%；而进出口依赖型企业同时受到供需两端影响，受到的影响较纯出口导向型/纯进口依赖型企业更大。综合来看，文娱体育、居民服务和租赁商服行业受到负面影响最大。

■ 外向型企业的现金流情况好于本土型企业，近半数企业现金流可维持时长超过 3 个月。从细分类型来看，纯出口导向型企业现金流情况好于其他企业，但随着疫情海外蔓延，其出口业务回款已经开始受到影响。近八成企业表示回款出现不同程度的延迟，平均延迟超过 1 个月的占比过半。

■ 悲观预期下，外向型企业仍然普遍选择裁减雇员、收缩投资。近半数外向型企业上半年预计裁员 10% 以上；六成外向型企业上半年投资预期缩减同比超过 10%，较本土企业的投资预期更悲观。纯进口依赖型企业的雇员计划和预期投资均收缩更显著，指向企业担忧未来海外供应受限。从行业看，居民服务业的投资预期最为悲观，上半年预期投资同比收缩近 50%。

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

田地，研究院宏观研究员

andrewtian@cmbchina.com

韩剑，研究院宏观研究员

hanjian_work@cmbchina.com

侯田，交易银行部用户研究岗

houtian@cmbchina.com

曹珊，交易银行部交互设计岗

nyanko33@cmbchina.com

相关研究报告

《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调研报告》

《穿越生死线：招商银行小微企业调研报告之二（I）》

目录

执行概要	1
一、样本关键词：沿海地区、交运、制造、批零	3
二、复产程度：外向型企业复产较快	5
三、疫情冲击：海外供需同时承压	7
（一）营业收入	7
（二）海外供需	8
四、生存与发展：现金流、雇员、投资	9
（一）整体分布	9
（二）行业分布	12
五、小结：居“安”思危	13

图目录

图 1: 受访企业员工数量分布.....	1
图 2: 受访企业营收规模分布.....	1
图 3: 受访企业员工数量分布.....	3
图 4: 受访企业营收规模分布.....	3
图 5: 外向型企业员工数量分布.....	3
图 6: 外向型企业营收规模分布.....	3
图 7: 受访企业行业分布.....	4
图 8: 受访企业区域分布.....	4
图 9: 外向型企业复产快于本土型企业.....	5
图 10: 纯出口导向型企业产能利用率恢复较快.....	5
图 11: 外向型企业复产预期较本土型更悲观.....	6
图 12: 三成进出口依赖企业认为年内产能难达 75%.....	6
图 13: 各行业外向型企业产能恢复程度.....	6
图 14: 各行业外向型企业产能恢复 (>75%) 预期.....	6
图 15: 五成外向型企业一季度营收下滑超过 50%.....	7
图 16: 外向型企业预期营收仅略好于本土型企业.....	7
图 17: 外向型企业预期上半年营收难有显著改善.....	7
图 18: 进出口依赖型企业上半年预期营收最为悲观.....	7
图 19: 外向型企业上半年海外营收同比变化.....	8
图 20: 各行业上半年海外营收预期.....	8
图 21: 海外供给受限对外向型企业产能的影响.....	9
图 22: 各行业海外供给对产能/业务的影响.....	9
图 23: 外向型企业现金流情况好于本土型企业.....	10
图 24: 纯出口导向型企业现金流优于纯进口依赖型.....	10
图 25: 出口回款延迟超一个月占比过半.....	10
图 26: 回款延迟地区与疫情严重程度明显相关.....	10
图 27: 外向型企业雇员变动与本土型基本一致.....	11
图 28: 纯出口导向型企业雇员缩减规模较小.....	11
图 29: 外向型企业投资缩减占比超出本土型企业.....	11
图 30: 纯出口型企业投资缩减少于纯进口型.....	11
图 31: 各行业的外向型企业现金流支撑时长分布.....	12
图 32: 外向型地产企业营收规模较高.....	12
图 33: 各行业的外向型企业雇员数变动预期分布.....	13
图 34: 各行业的外向型企业投资变动预期分布.....	13

表目录

表 1: 各类型企业经营压力排名.....	2
表 2: 各行业经营压力排名.....	2



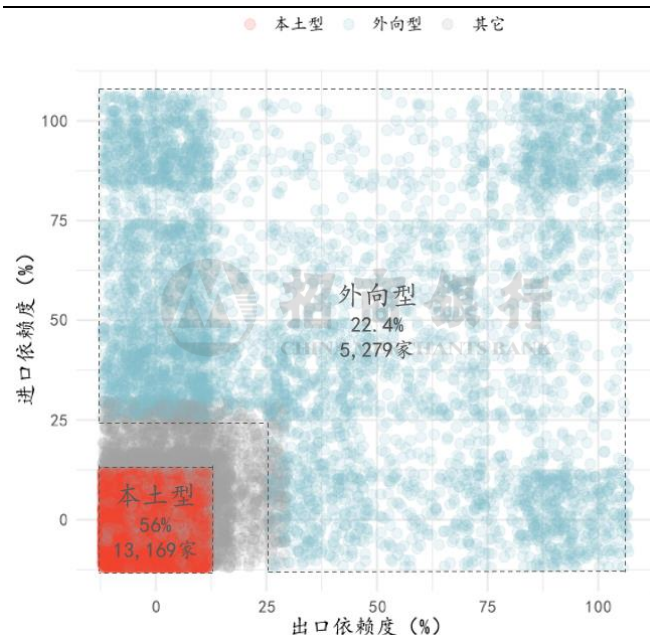
执行概要

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的进程领先全球，但海外疫情蔓延对我国的外部需求和供给均产生了明显冲击。今年《政府工作报告》指出，全球疫情和经贸形势两大不确定性使得当前我国经济面临前所未有的挑战，并将对“进出口”目标的描述从去年的“稳中提质”调整为“促稳提质”，凸显了当前我国国际贸易所面临的巨大压力。在今年重点的“六保”工作中，也包括了“保产业链供应链稳定”。当前我国外向型企业的经营状况因此成为政策和市场关注的焦点。

招商银行今年在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业用户的跟踪调研，并于今年 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 16-22 日，招商银行投放了第二轮线上问卷，共收集有效答卷 23,524 份。由于数据维度丰富，调研结果拆分成三篇系列报告发布：第一篇着重分析全样本特征；第二篇聚焦进出口企业；第三篇聚焦粤港澳大湾区。首篇报告《穿越生死线：招商银行小微企业调研报告之二（I）》已于 5 月 18 日发布。本文是系列报告的第二篇。

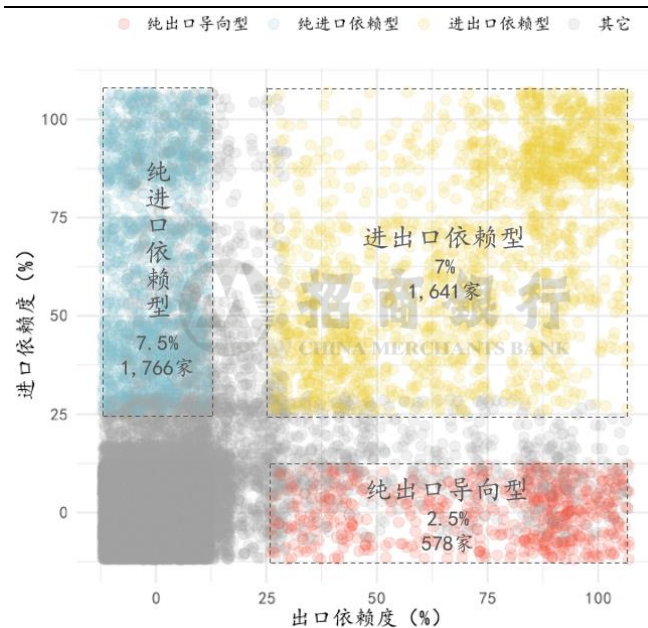
根据受访企业对进出口依赖程度的分布，我们将全样本切割成两大类：外向型和本土型企业。本土型企业的进出口依赖度皆为零，外向型企业指进口或出口依赖度至少一项占比大于 25% 的企业。受访企业中有本土型企业 13,169 家企业，占比 56%；外向型企业 5,279 家，占比 22.4%（图 1）。

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

外向型企业是本文分析的重点，又可进一步细分为三类：纯进口依赖型（进口依赖度 25%以上，出口依赖度 0%），纯出口导向型（出口依赖度 25%以上，进口依赖度 0%）和进出口依赖型（进出口依赖度皆大于 25%）。（图 2）。在 5,279 家外向型企业中，纯出口导向型占比 10.9%（578 家），纯进口依赖型占比 33.4%（1,766 家），进出口依赖型占比 31.1%（1,641 家）。可见整体上受访企业对外部供给的依赖程度相对更高。

调研结果显示，外向型企业的复产和经营状况略好于本土型企业，主要体现在产能利用率、营收和现金流上。其中，纯出口导向型企业的上述三项指标明显优于其它两类企业，或主要受益于复工前积累的海外订单。然而从产能利用率预期、雇员和投资计划看，外向型企业相较本土型企业预期更为悲观，与其经营现状显著背离（表 1）。

综合产能恢复、营收利润、现金流、雇员和投资六个维度的情况，进出口依赖型企业因为受到供需双向冲击受到的压力排名最大，纯出口依赖型企业压力相对较小。居民服务、文娱体育和住宿餐饮是外向型企业中压力最大的三个行业（表 2）。

表 1：各类型企业经营压力排名

企业类型	复产压力	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
进出口依赖型	3	1	1	4	1	1	1
纯进口依赖型	1	2	2	1	2	2	2
本土型	2	3	3	2	3	4	3
外向型	4	4	4	3	4	3	4
纯出口依赖型	5	5	5	5	5	5	5

注：1. 数值表示企业类型在该分项中的排名，数值越小表明压力越大；

2. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。

资料来源：招商银行

表 2：各行业外向型企业经营压力排名

行业	复产压力	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
居民服务	2	1	1	5	1	2	1
文娱体育	1	2	2	9	2	1	2
住宿餐饮	4	3	3	1	6	4	3
租赁商服	3	4	4	7	4	3	4
建筑	5	5	5	2	3	7	5
信息软件	7	8	8	3	7	8	6
批发零售	8	7	7	8	8	5	7
交运仓储	9	6	6	6	11	9	8
科研技术	6	10	10	4	9	10	9
地产	10	9	9	11	5	6	10
制造	11	11	11	10	10	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；

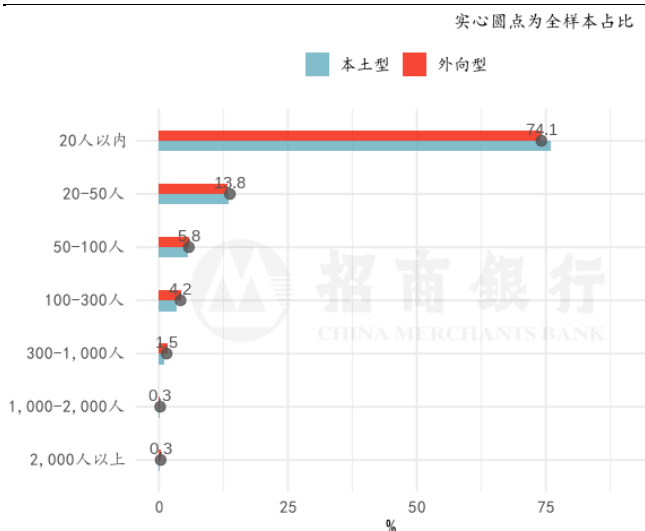
3. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。

资料来源：招商银行

一、样本关键词：沿海地区、交运、制造、批零

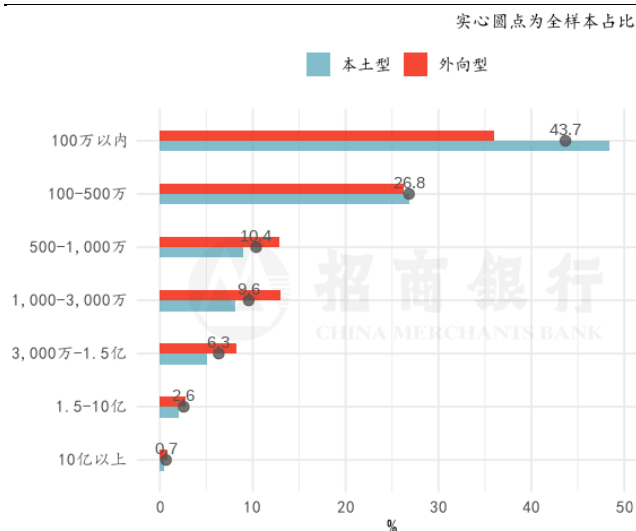
以员工数量为标准，外向型企业样本里小微企业（员工小于 50 人）仍然占绝对比重（87.4%），与本土型企业（89.47%）及全样本（87.9%）大体一致（图 3）。外向型企业的营收规模却显著高于本土型企业：营收规模超过 500 万的企业中，外向型企业占比 37.7%，超出本土型企业 12.9pct（图 4）。

图 3：受访企业员工数量分布



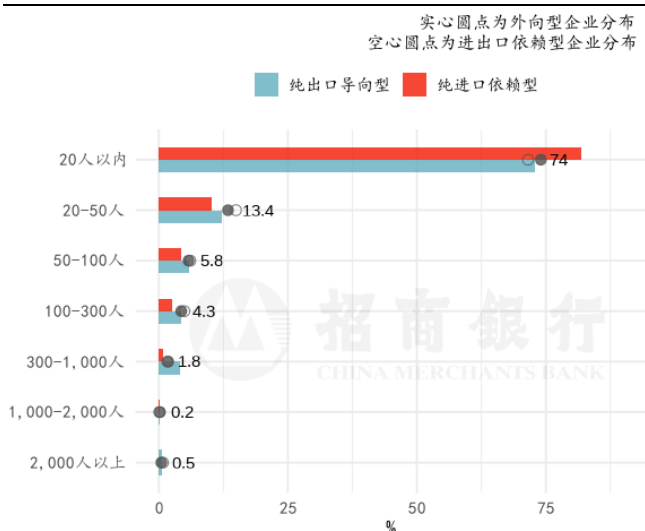
资料来源：招商银行

图 4：受访企业营收规模分布



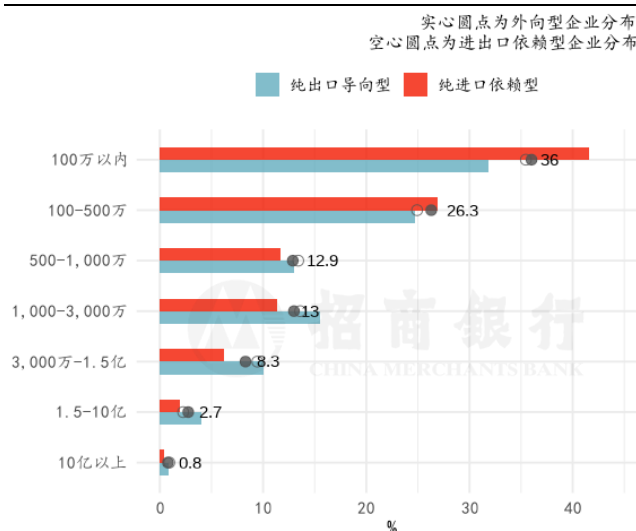
资料来源：招商银行

图 5：外向型企业员工数量分布



资料来源：招商银行

图 6：外向型企业营收规模分布

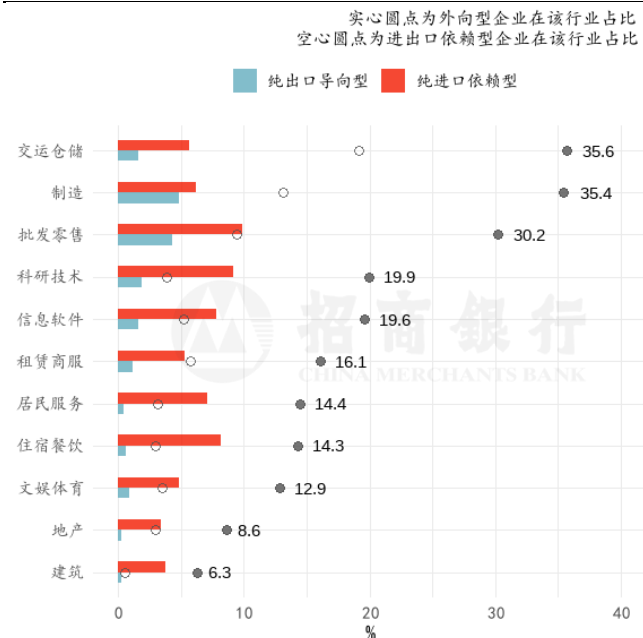


资料来源：招商银行

外向型企业中，无论是员工数量还是营收规模，纯出口导向型企业的整体规模都要明显高于纯进口依赖型企业：假设各选项中的企业均匀/正态分布，则纯出口导向型企业的平均雇员数 67.1 人，营收规模 4,988 万元，高于纯进口依赖型的 27.3 人和 2,674 万元。进出口依赖型企业的规模介于两者之间（58.2 人，3,983 万元）与全样本类似（图 5、6）。

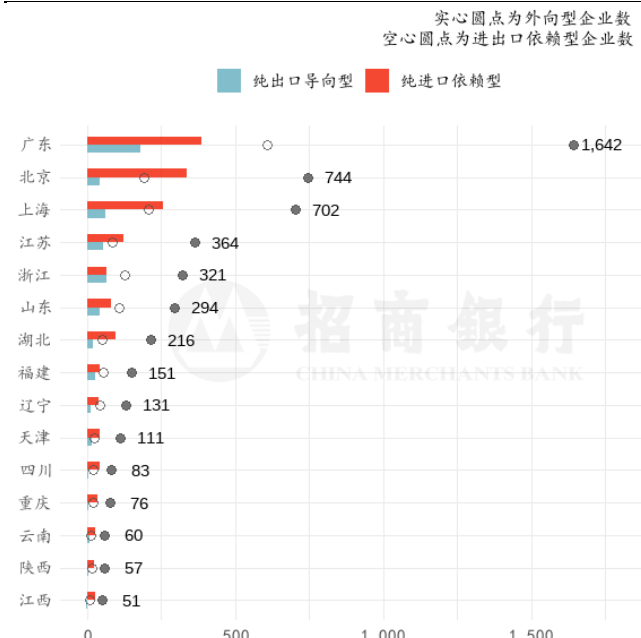
尽管受访外向型企业涵盖了我国《国民经济行业分类》中的全部 20 个大类行业，但在后文中关于行业的讨论中，我们未考虑受访企业数量少于 30 的行业，包括教育（17 家）、卫生社服（16 家）以及金融（15 家）等行业。

图 7：受访企业行业分布



资料来源：招商银行

图 8：受访企业区域分布



资料来源：招商银行

从行业分布看，样本中的外向企业主要集中在第二和第三产业，占比分别为 15.5% 和 84.4%。相较本土型企业，外向型企业的第二产业占比稍高（+3.3pct）而第三产业稍低（-3.0pct）。其中交运仓储（35.6%）、制造（35.4%）、批发零售（30.2%）行业的外向型企业占比超过三成。

除制造业外，绝大部分行业的纯进口依赖型企业占比远超纯出口导向型企业（图 7）。从纯进口依赖型的企业在行业占比看，批发零售（9.9%）、科研技术（9.2%）和住宿餐饮（8.2%）占比最高；纯出口导向型企业中，制造（4.8%）、批发零售（4.3%）和科研技术（1.9%）位于前列；而进出口依赖型占比前三的行业分别是交运仓储（19.1%），制造（13.1%）和批发零售（9.4%）。

从区域分布看，受访企业主要集中在沿海经济发达的地区：广东头部效应突出（1,642 家，占比 31.1%）；粤北上苏鲁浙合计达 4,067 家，占比 77%。相比本土企业，外向企业的区域集中度更高：上述六个地区的占比高出本土企业 15 个百分点。从进出口均衡程度看，制造业较为发达的广东和浙江进出口企业占比相对更为平衡（图 8）。

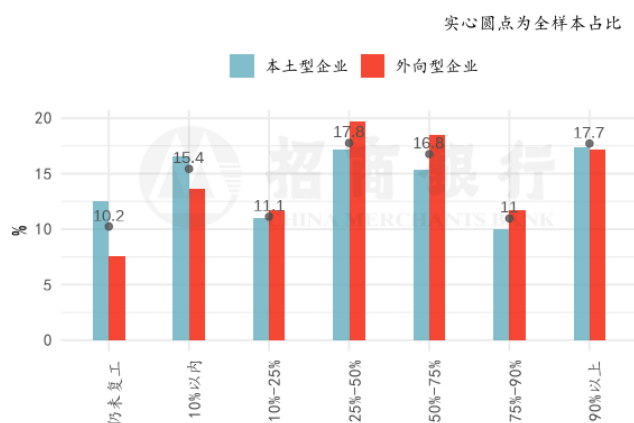
类似地，尽管样本覆盖了中国大陆除西藏外的 30 个省市自治区，但在后文关于区域的讨论中，我们也未考虑观测值少于 50 的地区，包括安徽（42 家）、河南（31 家）、新疆（22 家）、黑龙江（21 家）等。

二、复产程度：外向型企业复产较快

外向型企业复工略快于本土型企业。假设企业在每个选项上服从均匀/正态分布，外向型/本土型企业的平均产能利用率分别为 47.6%/43.5%。其中，外向型/本土型企业产能利用率低于 50%的企业占比分别为 52.7%/57.3%；产能恢复程度低于 10% 的企业占比分别为 21.7%/29.1%。这可能是由于我国复工复产领先全球，外向型企业处理前期积压订单所致。但总体上两类企业产能利用率仍然远低于正常水平：本土/外向型企业产能恢复超过 75%的占比均不足三成，且二者并无明显差异（图 9）。

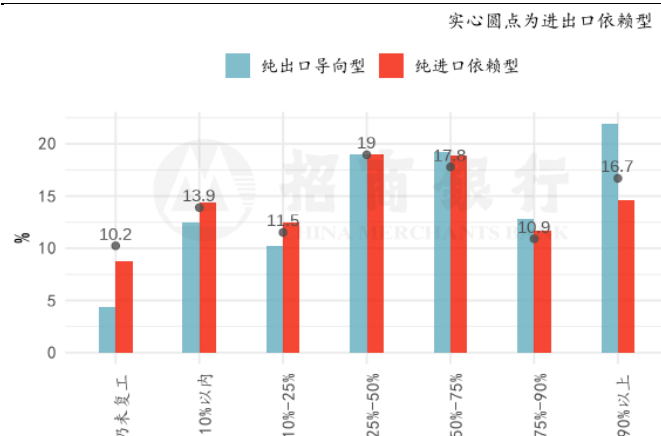
在外向型企业中，纯出口导向型企业也因前期订单的支撑，复工进程快于纯进口依赖和进出口依赖型企业。正态分布假设下，产能利用率恢复程度：纯出口导向型企业（53.0%）> 进出口依赖型企业（45.8%）≈ 纯进口依赖型企业（45.5%）。复产程度低于 50%的纯出口导向/纯进口依赖/进出口依赖型企业的占比分别为 46.0%/54.7%和 54.6%；而产能恢复超过 90%的纯出口导向型企业占比为 22.0%，远高于纯进口依赖/进出口依赖企业的 14.7%/16.7%（图 10）。

图 9：外向型企业复产快于本土型企业



资料来源：招商银行

图 10：纯出口导向型企业产能利用率恢复较快

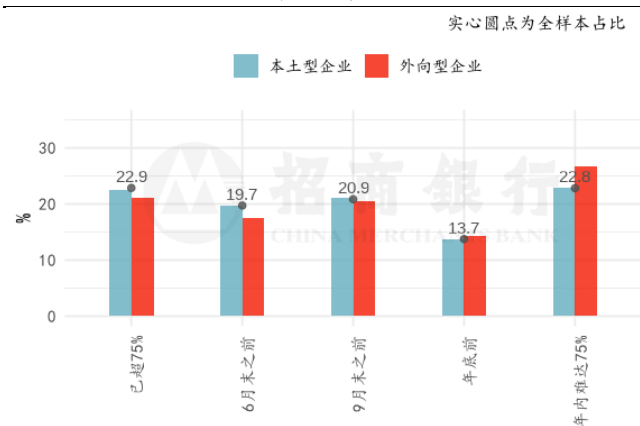


资料来源：招商银行

受疫情全球扩散影响，外向型企业对未来的预期较本土型企业更悲观。在被问及何时产能可恢复至 75%以上时，仅有 58.9%的外向型企业表示三季度前可以恢复，而本土型企业认为能恢复的超过六成（63.4%）；认为年内无法复产达 75%的外向型/本土型企业占比为 26.7%/22.8%（图 11）。

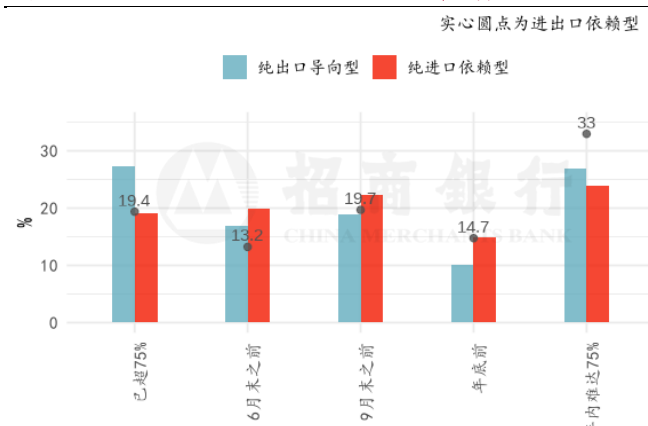
值得注意的是，与全样本情况不同，外向型企业对未来预期与其复产现状出现分化。这一背离尤其体现在纯出口导向企业：26.8%的纯出口导向型企业认为年内恢复无望，占比高于纯进口依赖型企业 3pct，指向海外新订单减少的影响或逐步显现。进出口依赖型企业由于在供需两端均受到海外疫情制约，对未来的预期较其他类型企业更悲观：认为年内产能利用率难达 75%的企业占比达三成（33.0%）（图 12）。

图 11：外向型企业复产预期较本土型更悲观



资料来源：招商银行

图 12：三成进出口依赖企业认为年内产能难达 75%

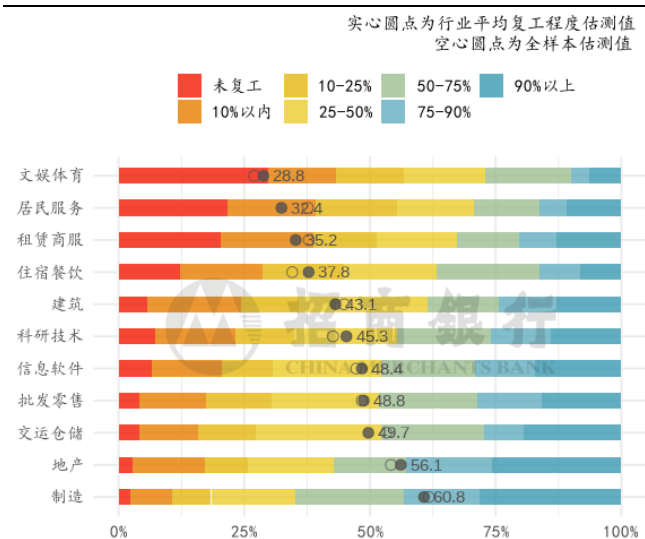


资料来源：招商银行

从行业分布看，除样本数量较少的行业外，外向型企业中产能利用率较低的主要行业包括（括号中数字为该行业产能利用率低于 25% 的企业占比）：文娱体育（56.8%）、居民服务（55.4%）、租赁商服（51.3%）。产能利用率较高的主要行业包括（括号中数字为该行业产能利用率超过 75% 的企业占比）：制造（43.3%）、地产（42.9%）、信息软件（29.0%）、批发零售（28.6%），其中制造业的产能恢复程度明显好于服务业（图 13）。

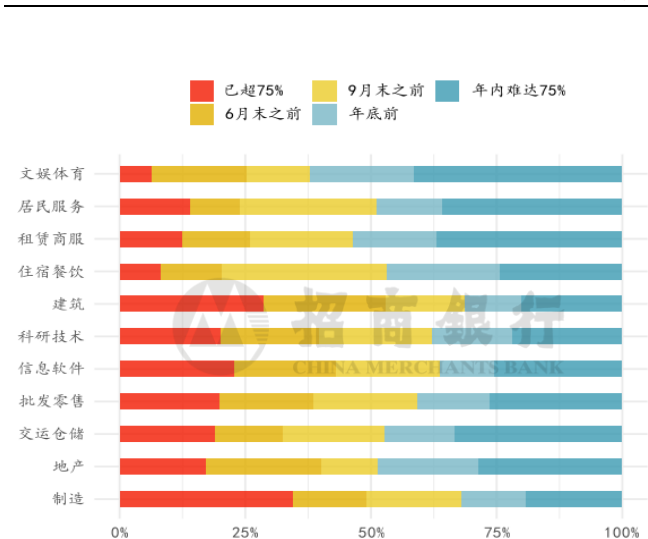
与全样本的结论一致，外向型企业中各行业对产能恢复的预期也与其现状高度相关（括号中数字为该行业预期年内产能利用率难达 75% 的企业占比）。文娱体育（41.4%）、租赁商服（36.9%）、居民服务（35.9%）、交运仓储（33.3%）行业的预期最为悲观（图 14）。

图 13：各行业外向型企业产能恢复程度



资料来源：招商银行

图 14：各行业外向型企业产能恢复 (>75%) 预期



资料来源：招商银行

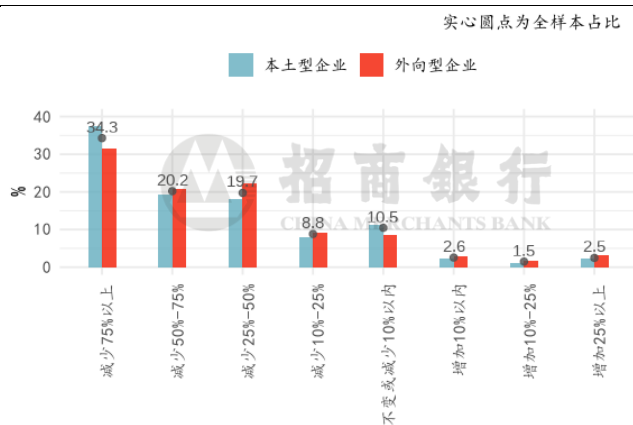
三、疫情冲击：海外供需同时承压

（一）营业收入

五成外向型企业一季度营收下滑超过 50%，收缩幅度略好于本土型企业。尽管外向型企业复产较快，但一季度营收依然受到显著冲击：本土/外向型企业一季度营收下滑超过 50% 的占比分别为 53.0%/50.2%，其中营收下滑超过 75% 的本土/外向型企业占比为 37.6%/ 31.5%。两类企业中，一季度营收增加的企业占比均不足一成，本土/外向型分别为 5.7%/7.7%（图 15）。

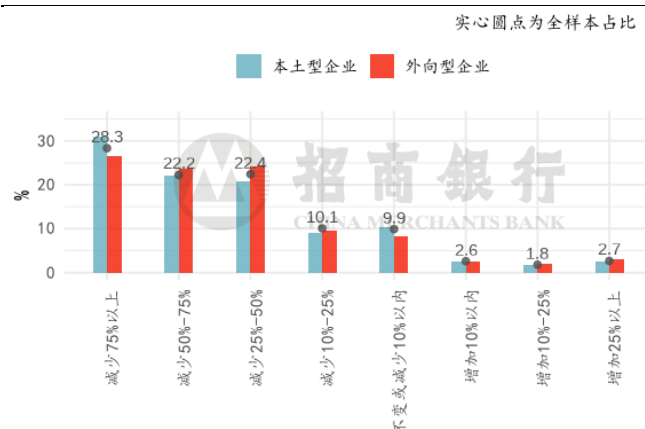
由于企业对营收的预期很大程度上取决于其当前的复产状况，外向型企业对上半年营收的预期也略好于本土型企业。若假设企业在每个选项上服从均匀/正态分布，则可估算出本土/外向型企业预期上半年营收同比增速平均为-48.9%和-46.7%（图 16）。其中，外向型小微企业/外向型大中企业的营收同比增速分别为-48.9%和-26.1%，分化趋势与我们第一篇报告（《穿越生死线：招商银行小微企业调研报告之二（I）》）中结论一致。

图 15：五成外向型企业一季度营收下滑超过 50%



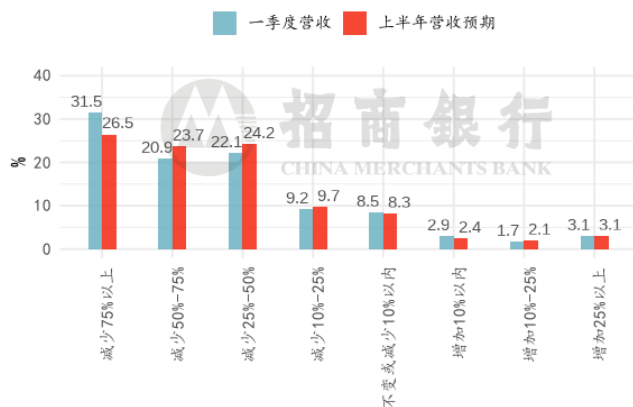
资料来源：招商银行

图 16：外向型企业预期营收仅略好于本土型企业



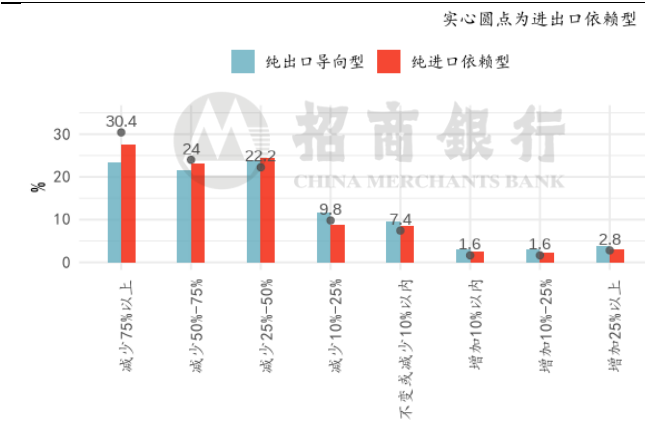
资料来源：招商银行

图 17：外向型企业预期上半年营收难有显著改善



资料来源：招商银行

图 18：进出口依赖型企业上半年预期营收最为悲观



资料来源：招商银行

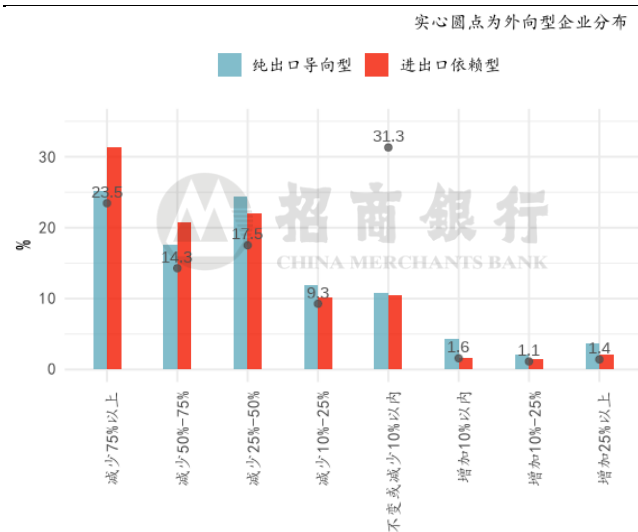
外向型企业预期上半年营收难有改善，其中进出口依赖型企业最为悲观。总体外向型企业认为上半年营收状况相较一季度仅有微幅改善：预期下滑 75% 的企业占比减少了 5 个百分点，但预期营收负增长 25-75% 的企业占比增加了 4.9 个百分点（图 17）。分类型看，上半年营收预期（括号中数字为预期上半年营收同比增速的估测值）：纯出口导向型企业（-42.4%）> 纯进口依赖型企业（-47.3%）> 进出口依赖型企业（-49.9%）（图 18）。

（二）海外供需

受访的外向型企业同时受到海外供需变化的负面影响，需求影响大于供给。为评估供需两端的影响幅度，我们可以单独观察纯出口导向型企业和纯进口依赖型企业，纯出口导向型企业仅受到海外需求的影响，纯进口依赖型企业仅受到海外供给的影响。

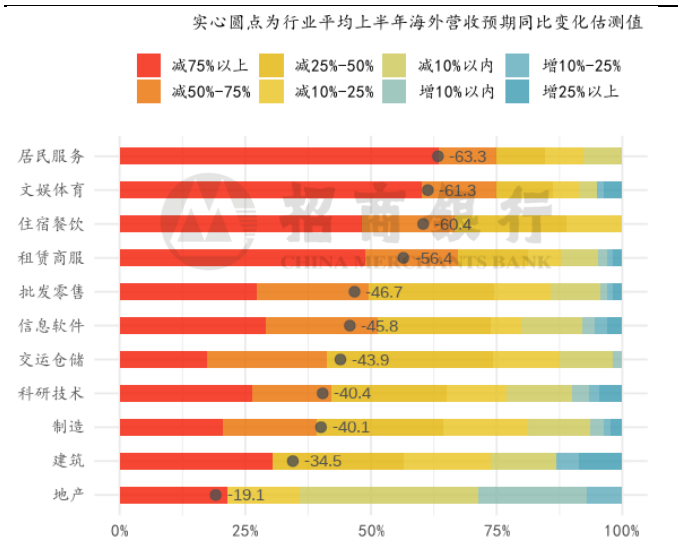
对于纯出口导向型企业，受海外需求影响，预计上半年海外营收同比平均下滑 42.1%。其中，超过四成企业（42.9%）预期海外营收下滑超过 50%，25.3% 的企业预期海外营收下滑 75% 以上；此外，仍有 10% 的纯出口导向型企业认为上半年海外营收同比增加（图 19）。从行业分布看（括号中为该行业纯出口导向型企业海外营收预期增速），需求端受海外影响较大的行业为居民服务（-63.3%）、文体体育（-61.3%）、住宿餐饮（-60.4%）、租赁商服（-56.4%）（图 20）。

图 19：外向型企业上半年海外营收同比变化



资料来源：招商银行

图 20：各行业上半年海外营收预期

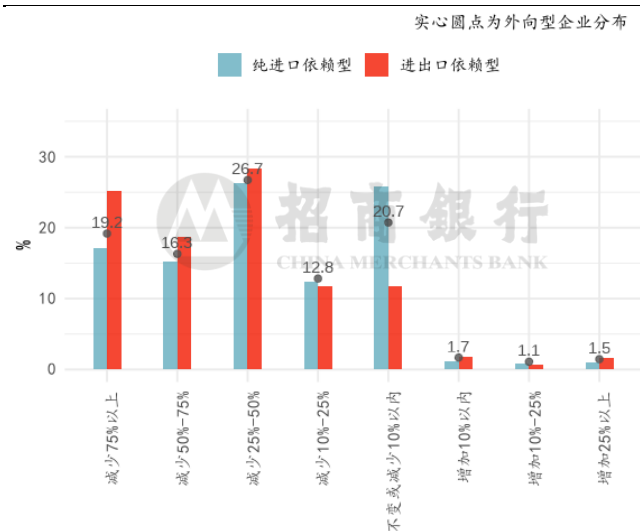


资料来源：招商银行

纯进口依赖型企业预期海外供给受限将使其上半年业务/产能同比平均减少 37.0%。其中，近 1/3 企业（32.4%）预期上半年业务/产能下滑超过 50%，17.2% 的企业预期业务/产能下滑 75% 以上；仅有 3.1% 的纯进口依赖企业认为上半年业务/产能同比增加（图 21）。从行业分布看，供给端受海外影响较大的行业是文体体育（-53.7%）、居民服务（-52.0%）和租赁商服（-50.0%）

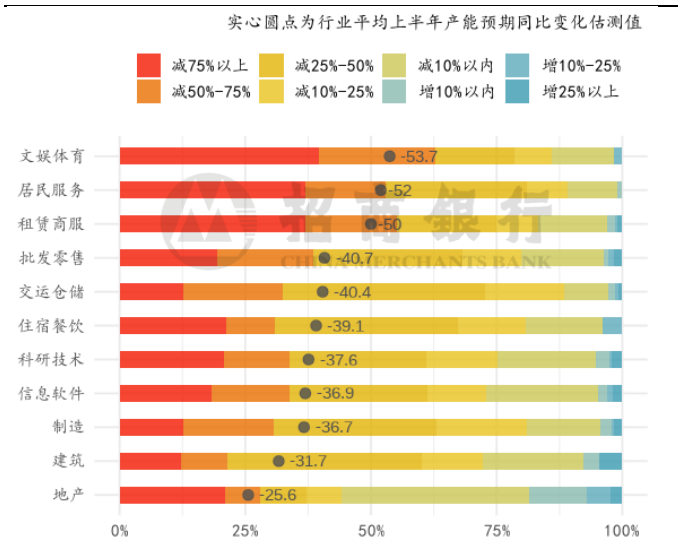
（括号中为该行业纯进口依赖型企业，上半年产能/业务增速受海外供给的影响）（图 22）。

图 21：海外供给受限对外向型企业产能的影响



资料来源：招商银行

图 22：各行业海外供给对产能/业务的影响



资料来源：招商银行

对于进出口依赖型企业，同时受到供需两端影响，影响幅度较纯出口导向型/纯进口依赖型企业更大（图 19、21）。

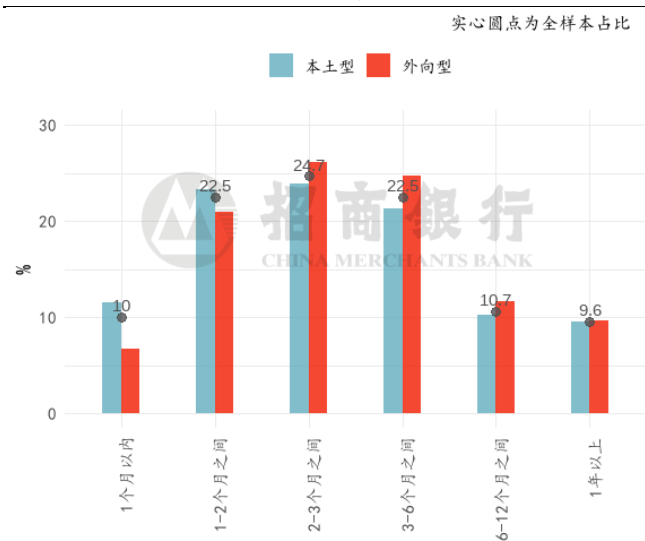
四、生存与发展：现金流、雇员、投资

（一）整体分布

在疫情带来的极端冲击下，企业的生存能力很大程度上取决于其现金流。外向型企业的现金流情况略好于本土型企业：正态分布假设下，外向/本土型企业平均现金流可支撑生存时长分别为 4.6/4.3 个月。其中现金流维持时长低于 1 个月的外向/本土型企业占比为 6.8%/11.6%；现金流可维持时长超过 3 个月的外向本土型企业的占比为 46.1%/41.2%。外向型企业的现金流分布亦优于全样本分布（本土型企业在全样本中占比较高）（图 23）。

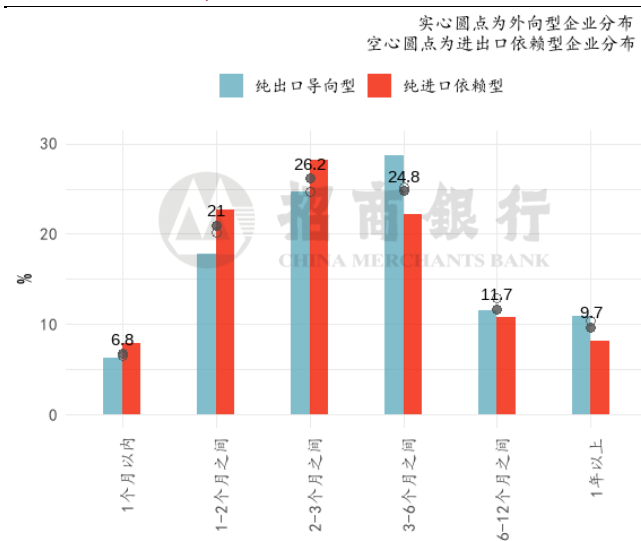
从外向型企业的细分子类看，进出口依赖型的企业现金流情况与外向型企业整体分布高度吻合；纯出口导向型企业优于纯进口导向型企业，也好于外向型企业的整体表现。纯出口导向型企业现金流可维持时长超过 3 个月的企业占比 51.2%，高出纯进口依赖型企业 10pct（图 24）。

图 23：外向型企业现金流情况好于本土型企业



资料来源：招商银行

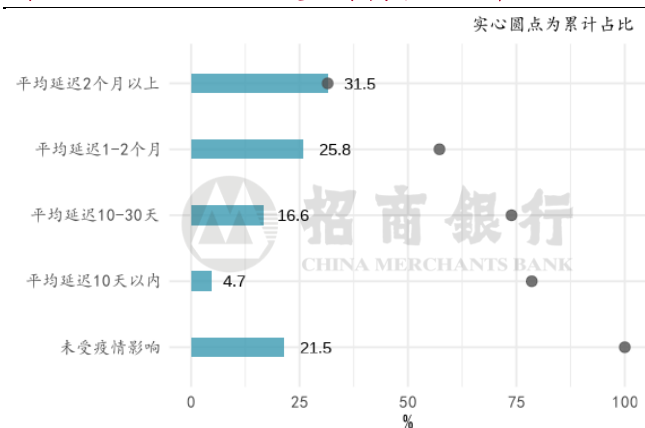
图 24：纯出口导向型企业现金流优于纯进口依赖型



资料来源：招商银行

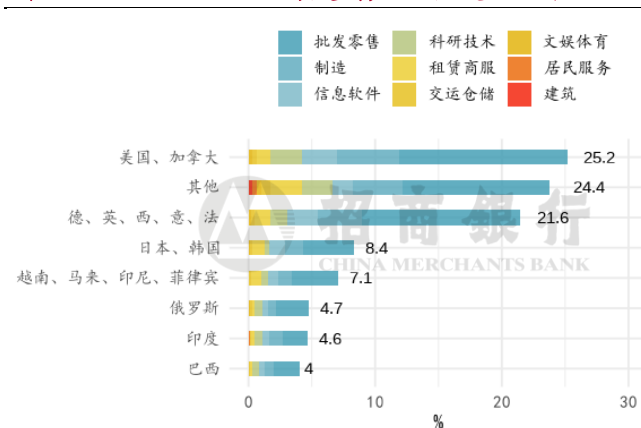
尽管纯出口导向型企业的现金流情况相对较好，但数据显示其出口业务回款已经开始受到海外疫情的明显影响。近八成企业表示回款出现不同程度的延迟，平均延迟超过 1 个月的占比过半（图 25）。出现回款延迟的地区与疫情严重程度明显相关：北美及西欧的回款延迟占比均超过两成。批发零售（51.7%）和制造（17.1%）是回款延迟影响比较集中的两个行业（图 26）。

图 25：出口回款延迟超一个月占比过半



资料来源：招商银行

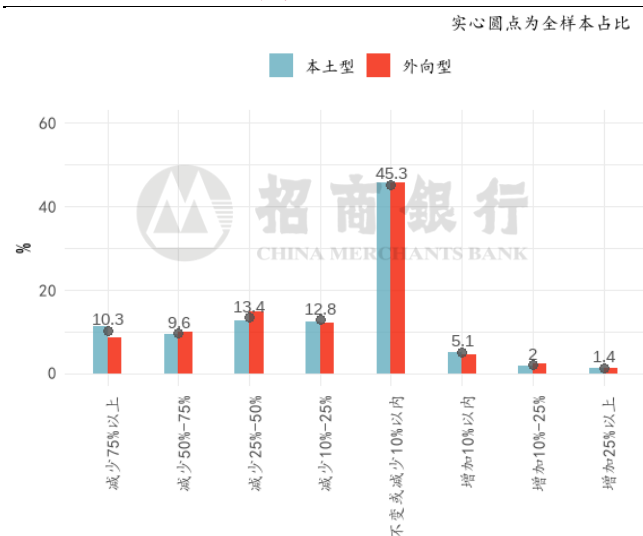
图 26：回款延迟地区与疫情严重程度明显相关



资料来源：招商银行

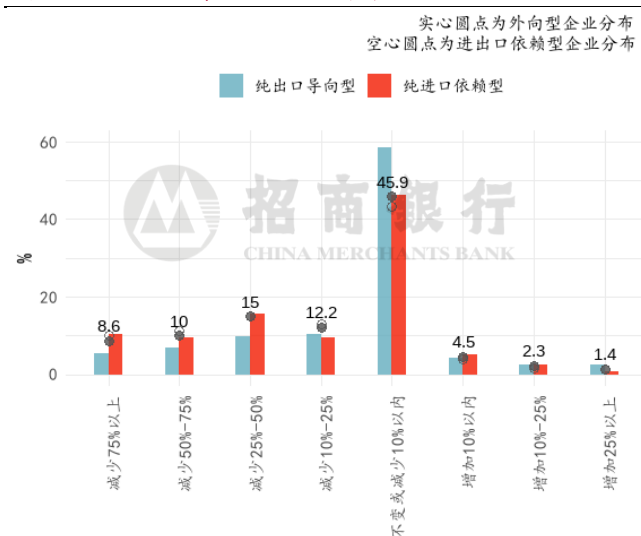
在本次调研的首篇报告中的我们发现，现金流与企业的收入端（复工、营收等）和支出端（投资、雇员等）高度相关，意味着企业对复产，营收的现状通过现金流集中反映，并投射到企业未来的雇员和投资计划上。

图 27：外向型企业雇员变动与本土型基本一致



资料来源：招商银行

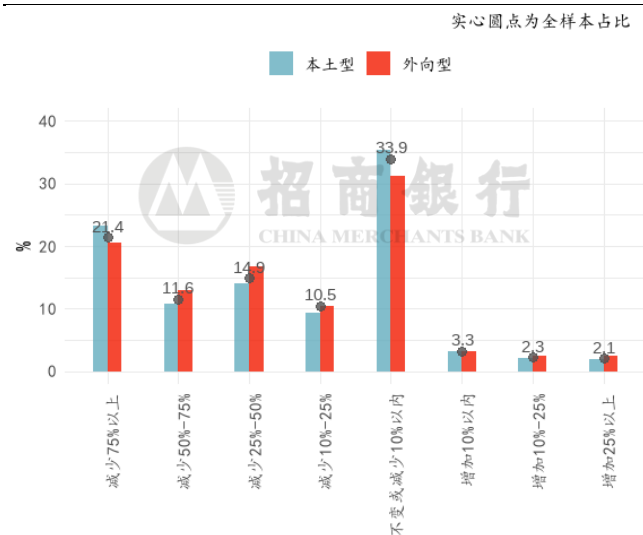
图 28：纯出口导向型企业雇员缩减规模较小



资料来源：招商银行

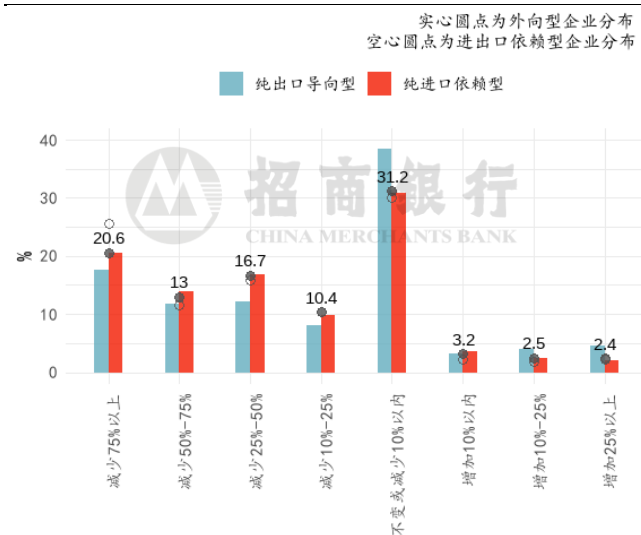
受访企业上半年的雇员计划环比变化显示，本土型、外向型企业和全样本分布高度一致，外向型企业较好的现金流状况并未反映在上半年雇员计划中，45.9%的外向型企业上半年计划缩减雇员 10%以上（图 27）。其中，纯出口导向/纯进口依赖型企业计划上半年裁员 10%以上的企业占比 32.5%/45.3%。进出口依赖型则与外向型企业的整体分布相似（图 28）。

图 29：外向型企业投资缩减占比超出本土型企业



资料来源：招商银行

图 30：纯出口型企业投资缩减少于纯进口型



资料来源：招商银行

投资计划反映了企业对未来经营情况的综合预期。尽管当前外向型企业的现金流情况好于本土型企业，但外向型企业上半年投资计划逊于本土企业：缩减同比超过 10%的外向/本土型企业占比为 60.7%/59.4%，反映了外向型企业对海外疫情的悲观预期。从外向型企业的子类来看，除进出口依赖型企业与整体样本分布基本一致外，纯出口导向型和纯进口依赖型企业分化明显。纯进口依赖/纯出口导向型企业投资缩减同比超 10%的占比为 61.2%/49.7%（图 29、30）。

假设样本均匀/正态分布，则纯进口依赖/纯出口依赖型平均预期投资缩减幅度分别为-33.5%/-27.1%。这些统计一定程度上反映了企业对于未来海外供应受限的担忧。

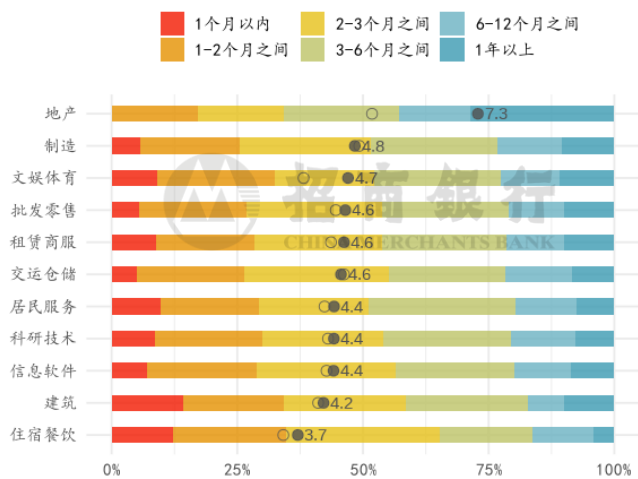
（二）行业分布

按样本在选项范围中均匀/正态分布的假设估算，除地产和住宿餐饮外各行业的外向型企业现金流支撑时长分布无本质性差异，均在 4-5 个月之间。地产业的外向型企业现金流情况与全样本出现了明显背离，超出全样本平均可维持时间 2.1 个月（图 31）。数据显示这种差异的成因主要源于外向型地产企业的营收规模较高，而营收规模与现金流状况正相关（图 32）。

从各行业上半年雇员及投资变化预期来看，各行业差异显著，且与各行业现金流表现并无明显关联。整体上看，外向型企业的平均雇员缩减（-22.2%）少于投资缩减（-32.9%），且预期变动与全样本无显著差异（图 33、34）。文娱体育、居民服务和租赁商服对未来预期最为悲观，雇员和投资缩减幅度分别超过 3 成和 4 成。

图 31：各行业的外向型企业现金流支撑时长分布

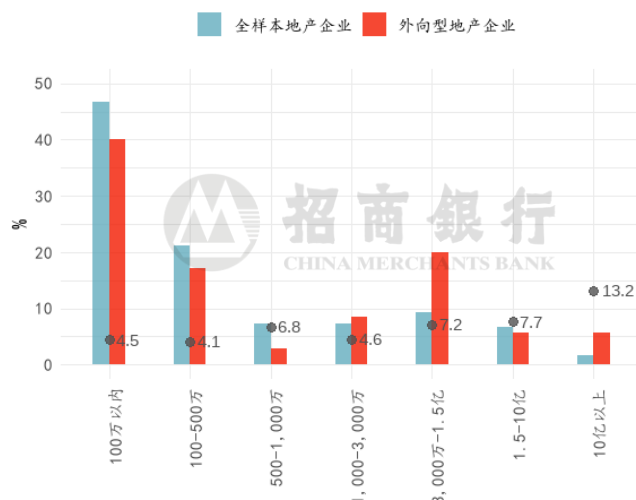
实心圆点为外向型企业行业平均现金流能维持时长估测值（月）
空心圆点为全样本估测值



资料来源：招商银行

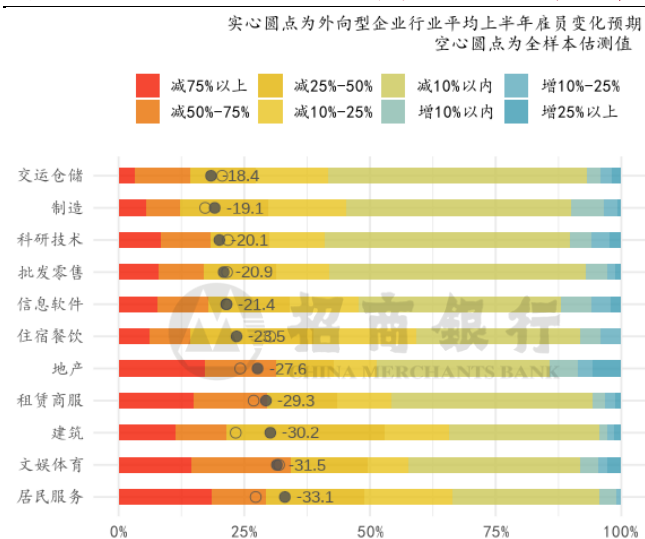
图 32：外向型地产企业营收规模较高

实心圆点为房地产业不同营收规模企业平均现金流维持时长估测值（月）



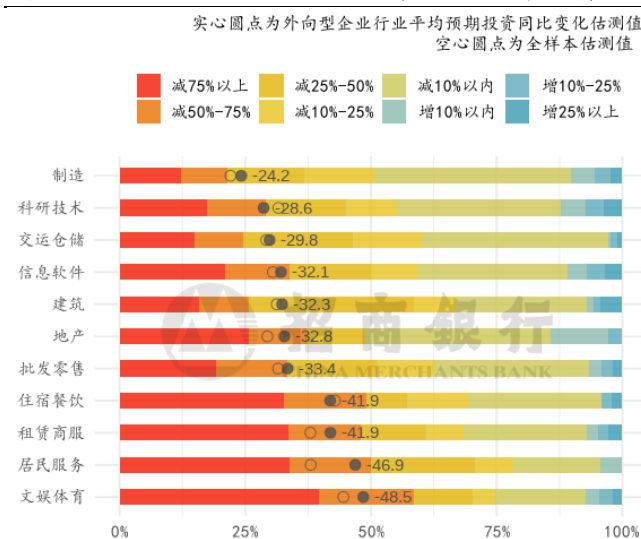
资料来源：招商银行

图 33：各行业的外向型企业雇员数变动预期分布



资料来源：招商银行

图 34：各行业的外向型企业投资变动预期分布



资料来源：招商银行

五、小结：居“安”思危

据调研结果估算，4月末我国外向型企业（出口或进口依赖度大于25%）产能恢复近五成，复工进程略快于本土型企业。在外向型企业的细分类型中，纯出口导向型企业因前期订单的支撑，复工进程快于纯进口依赖和进出口依赖型企业。但受到疫情全球扩散的影响，外向型企业对未来的预期较本土型企业更悲观。尤其是进出口依赖型企业，由于供给和需求两端均受到海外疫情制约，对未来的预期较其他类型企业更悲观：认为年内难以复产75%以上的企业占比超过三成。

疫情冲击下，五成外向型企业一季度营收下滑超过50%，且预计上半年难有改善。整体来看，尽管外向型企业复产较快，但一季度营收依然受到显著冲击，预计上半年营收同比增速平均为-46.7%，下滑幅度仅微幅小于本土型企业。其中，外向型小微企业/外向型大中企业的营收同比增速分化显著，分别为-48.9%和-26.1%。从细分类型看，对上半年营收的预期，纯出口导向型企业好于纯进口依赖型企业，好于进出口依赖型企业。

受访的外向型企业同时受到海外供需变化的负面影响，需求影响大于供给。在需求端，超过四成的纯出口导向型企业预期海外营收下滑超过50%；在供给端，近1/3的纯进口依赖型企业预期上半年业务/产能受供给影响下滑超过50%。对于进出口依赖型企业，同时受到供需两端影响，影响幅度较纯出口导向型/纯进口依赖型企业更大。综合来看，供需均受到较大影响的行业为文体体育、居民服务和租赁商服。

受益于我国复工复产领先全球，外向型企业的现金流情况好于本土型企业，近半数企业现金流可维持时长超过3个月。从细分类型来看，纯出口导向型企业现金流情况好于其他企业，但随着疫情海外蔓延，其出口业务回款已经开始



受到影响。近八成企业表示回款出现不同程度的延迟，平均延迟超过 1 个月的占比过半。

外向型企业较好的现金流状况并未反映在上半年雇员计划和投资计划中。近半数外向型企业上半年预计裁员 10% 以上；六成外向型企业上半年投资预期缩减同比超过 10%，且较本土企业的投资预期更悲观。从细分类型上看，纯进口依赖型企业的雇员计划和预期投资均收缩更显著，一定程度上反映了企业对于未来海外供应受限的担忧。从行业看，居民服务行业的外向型企业投资预期最为悲观，上半年预期投资同比收缩近 50%。

附表：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“招商银行研究院”，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。

招商银行研究院

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

电话 0755-83195702

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